

论版权证券化的风险隔离机制

陶海峰

(上海理工大学 上海 200093)

内容提要:版权证券化是资产证券化在版权领域的运用,其运作流程与其他资产证券化相类似,但版权证券化中的风险隔离需要特别关注。构建版权资产池作为基础资产可以有效应对版权现金流不稳定的风险。版权的真实移转是风险隔离机制的基础,版权和版权债权转让应遵循《知识产权法》和《合同法》的规定;版权未来债权的转让并无法律规定,从比较法经验和实践需求来看,应承认版权未来债权的转让。版权证券化适宜采取信托形式构建SPV,以实现破产隔离。

关键词:版权 证券化 版权未来债权 SPV 风险隔离

DOI:10.16092/j.cnki.1001-618x.2015.08.010

随着知识产权市场化的逐步完善,一些可以产生预期经济效益的知识产权,通过金融操作的方式进入流通领域,进而变为生产力和社会财富,这既是知识产权与知识经济的最佳融合,也是知识产权走出投融资困境的必由之路。在这方面,具有专业优势的高校教师已经走在了知识产权转化的前沿。尤其是在版权证券化的实践上,大胆地将自己具有较高经济技术价值的版权,包括具有引领性、指导性的教学成果以及教学经验,与社会市场接轨,顺利实现版权的转移转化和转让,为高校教师今后的教学、科研与服务社会探索创新了一条新的投融资渠道。

版权证券化(Copyright Backed Securitization, 简称为CBS)是指拥有版权的单位或个人作为发起人,将其拥有的可以产生预期现金收入的版权或相关权益转移给特殊目的机构(Special Purpose Vehicle, 简称为SPV),由该SPV以版权或相关权益产生的未来现金收入为基础在市场上发行可流通的证券,从而进行融资的金融操作方式。版权证券化是知识产权证券化的重要组成部分和主要表现形式。世界上第一个知识产权证券化案——1997年出现于美国的鲍伊债券(Bowie Bond)^①是音乐版权的证券化,鲍伊债券的发行起到了很好的示范作用,此后,美国、日本等国家涌现出一系

作者简介:陶海峰(1978—),男,汉族,江苏南通人,上海理工大学讲师。

^① 在Pullman Group的策划下,英国著名的摇滚歌星David Bowie将其在1990年之前录制的25张唱片预期版权(包括300首歌曲的录制权和版权)的许可使用费证券化,于1997年发行了Bowie债券,筹集到5500万美元。详细论述可参见Daniel Kadlec, The Real Price of Fame: 'CelebrityBondsee' are Designed to Turn Hot Talent into a Great Investment But Will Wall Street Bite? Time, Aug. 17, 1998, p. 39.

列证券化交易案。^② 由于我国资本市场发展较晚,资产证券化在我国仍处于探索阶段,知识产权证券化更是属于新鲜事务。不容忽视的是,融资上的困境阻碍我国知识产权事业发展的重要原因之一。国务院于2008年颁布《国家知识产权战略纲要》和《2010年国家知识产权战略实施推进计划》提出要完善知识产权融资体制,拓宽知识产权融资渠道。

证券化融资是以原始权利人能够产生稳定现金流的资产为支撑向众多投资者募集资金,因此,如何通过一定的制度安排实现风险隔离是资产证券化的核心问题。对于一般资产证券化中的风险隔离问题,学界有较多的关注,^③具体到版权证券化中的风险隔离机制,则较少涉及。由于版权具有无形性、专有性、时间性和可复制性等特征,^④版权证券化与传统的资产证券化有许多不同之处,如版权作为基础资产产生的未来现金流收入不稳定、实现破产隔离的特殊性等。^⑤ 本文将围绕版权证券化过程中版权资产池的构建、版权的转移和SPV的设立三个方面,讨论版权证券化中的风险隔离问题,以期对实践运作有所裨益。

一、版权证券化中资产池的构建

版权证券化是以版权本身或相关权益(主要指债权)为基础资产进行的证券化,依据基础资产的不同,可以分为版权权利证券化和版权债权证券化。版权权利证券化是以版权本身为支持发行证券,以版权商品化产生的收益支付证券本息;版权债权证券化是以版权许可使

用或转让产生的债权为支持发行证券。通常情况下,对版权证券化的投资者(债券持有人)而言,有意义的是版权的许可使用或转让收入,版权债权证券化即可以达到此目的,并且版权权利证券化中的商业化利用仍是版权的许可使用或转让,版权权利证券化和版权债权证券化很难区分。因此,本文对二者不进行严格地区分,除特别说明外,所论述的版权证券化既包括版权权利证券化,也包括版权债权证券化。基于版权作为基础资产的特殊性,选择合适的基础资产并构建版权资产池是实现风险隔离的首要前提。

(一) 适合证券化的版权范畴

版权证券化是整个知识产权证券化中发展最为稳定、占比重最大的部分。依照我国《著作权法》第3条规定,文字作品;口述作品;音乐、戏剧、曲艺和舞蹈作品;美术和摄影作品;电影和录像作品;工程设计、产品设计图纸及其说明;地图、示意图等图形作品;计算机软件和法律、行政法规规定的其他作品都属于受著作权保护的作品,^⑥从法律意义上看,这些作品都可以成为版权证券化的基础资产。但从美国和日本这两个版权证券化发展比较好的国家的经验看,美国的版权证券化主要集中在音乐和电影领域;^⑦日本的版权证券化主要集中在游戏、电影和动画上,其音乐作品主要采取音乐基金(Music Fund)的做法。^⑧ 从我国的现实国情和发展阶段来看,音乐作品和影视作品展现出较好的发展前景,可以带来可观的收益,并且音乐作

② 详细论述可参见 Innokenty Y. Alekseev, *Securitization of Intellectual Property*, J. S. M. Candidate 2002, Stanford Law School, pp. 17-20.

③ 相关论文可参见于士红:《资产证券化风险隔离法律机制研究》,东北财经大学2013年硕士论文;郑彩琴:《我国资产证券化风险隔离机制之研究——比较与再造》,南京大学2012年硕士论文;伍兴龙:《资产证券化风险隔离机制之法律问题研究》,中国政法大学2004年硕士论文,等。

④ 详细论述可参见李明德、许超:《著作权法》,法律出版社2009年版,第3~6页。

⑤ Jayant Kumart, *Intellectual property portfolio securitization: an evidence based analysis*, Vol11, March2006, p. 98.

⑥ 《著作权法》第57条,本法所称的著作权即版权。本文便用版权的概念。

⑦ 相关论述可参见阳东辉:《我国音乐版权证券化的法律困境及其破解之道——基于美国经验的启示》,载《法商研究》2014年第1期,第146~155页。

⑧ 参见朱雪忠、黄光辉:《知识产权证券化中基础资产的选择研究》,载《科技与法律》2009年第1期,第41页。

品和影视作品前期开发成本较高,面临较大的融资需求。^⑨因此,我国发展版权证券化应从影视作品、音乐作品入手,逐渐扩展至其他作品。

(二) 适合证券化的版权形态

1. 创作中的作品。已经创作完成的作品通过证券化融资,以保证后续发行、推广阶段的资金需求是版权证券化的常态,正处于创作过程中的作品能否证券化就是需要探讨的问题。实践中有不同的作法,理论上亦有不同的观点。我国台湾地区有学者认为,电影的作品的前期创作需要较大的资金投入,创作者有较大的融资需求,如果版权证券化不能以创作中的作品为基础资产,则失去了通过版权证券化以扶持文化产业发展的意义。^⑩笔者认为,创作中的知识产权是否可以证券化不应一概而论,如开发中的专利因为能否取得的不确定性、价值的难以预估性而不具备证券化的条件,但创作中的版权则可以作为证券化的对象。理由在于:第一,版权的取得具有可期待性。我国《著作权法》规定版权采用自动取得主义,一经创作完成,创作人即取得版权,其作品即受到版权法的保护。^⑪第二,创作中作品未来的现金流量较稳定,且容易估算。以电影作品为例,根据导演、演员以及类似影片的历史记录可以对该作品完成后的现金流量进行预测。第三,从国外既有的经验来看,有以创作中的作品为基础资产进行证券化的先例。例如,美国福克斯公司曾以其制作中的电影《千禧年》的未来收入为基础资产进行证券化。第四,资金缺乏是制约我国文化产业发展的因素之一,许多作品主要是创作阶段面临资金匮乏和融资难的问题。基于

此,应允许以创作过程中的作品为版权证券化的基础资产进行融资,但应设定相应的审查标准和配套措施,以防范风险。

2. 版权债权。版权债权是指版权人许可他人使用自己作品或转让自己作品而取得的债权,进行版权证券化时,已经签订版权许可使用合同或版权转让合同的既存债权作为基础资产是没有异议的。而许多时候并未签订许可使用合同或转让合同,但将来会许可他人使用或将版权转让给其他人,产生一定的现金流收入。与既存债权相对应,这类债权可以称之为“未来债权”。未来债权能否作为版权证券化的基础资产值得探究。从美国经验来看,版权证券化大多是以专辑、影片的未来销售收入、票房收入或DVD销售额等未来收入为基础资产,这些都属于未来债权。^⑫从实践来看,版权的许可使用或转让通常出现于作品创作完成以后,对于尚处于创作阶段的作品而言,已签订许可使用合同的情况较少发生,故以创作过程中的版权债权为基础资产只能是未来债权。此外,在已签订版权许可使用合同的情况下,很可能会约定预先支付使用费,可以解决后续资金问题。多数情况下,需要通过证券化融资的多是尚未创作完成或尚未订立版权许可使用合同的作品。因此,允许以版权未来债权为基础资产进行证券化有市场需求。从理论上讲,未来债权可以产生稳定的现金流,可以作为基础资产。只是以版权未来债权为基础资产,需要完备的未来债权转让制度,例如美国《统一商法典》第9章第204条对未来债权的转让做出了明确规

⑨ 例如,有报道指出,2006年全国电影产量超过300部,但进入院线放映的不到三分之一。多数影片由于缺钱推广发行,通过审查后即被卷进仓库。自2003年广电总局政策“松绑”后诞生的中外合作投资方式生产的影片虽屡创票房佳绩,甚至被人称道是“以小博大”的模式,但现实是中资在“规避风险”的名义下,将巨额的票房收益让于外资,这表明我国文化产业的资金投入严重不足。参见《著作权信托与知识产权资产证券化:推动我国文化产业投资模式的创新》, <http://xintuo.lawtime.cn/xtzs/201101109580.html>, 访问日期:2015年1月20日。

⑩ 陈月秀:《智慧财产权证券化——从美日经验看我国实施可行性与立法之建议》,台湾国立政治大学2004年硕士论文,转引自朱雪忠、黄光辉:《知识产权证券化中基础资产的选择研究》,载《科技与法律》2009年第1期,第42页。

⑪ 《著作权法》第2条第1款,中国公民、法人或者其他组织的作品,不论是否发表,依照本法享有著作权。

⑫ 朱雪忠、黄光辉:《知识产权证券化中基础资产的选择研究》,载《科技与法律》2009年第1期,第43页。

定,为美国以著作权未来债权为基础资产进行证券化融资提供了保障。我国《合同法》并未规定未来债权转让制度,实践中应如何操作值得探讨,基于该问题的复杂性和重要性,下文将进行专门的研究。

(三) 版权资产池的构建

由于版权的收入受到许多不确定因素的影响,故以单一作品的版权作为基本资产进行证券化时,投资者面临的风险较大。因此,在版权证券化中,应根据版权的期限、具体的种类和行业特点,通过构建版权资产池将风险和收益进行结构性重组,实现风险对冲,降低整体风险水平。^⑬ 例如电影作品应考虑演员、导演、档期、影片类型等不同因素构建资产池作为版权证券化的基础资产。其核心是对不同作品的版权进行组合并对其未来的现金流量进行估算,以确保其足以支持证券化交易。^⑭ 概言之,版权资产池就是将不同的版权放在一起,以避免单一版权运作过程中出现风险。特别是在以版权未来债权为基础资产时,如果未来债权不能成立,版权资产池的现金流量则更容易受到严重影响。因此,在版权资产池的构建过程中,特别强调组合资产的离散度,避免群组化风险,^⑮同时安排适当的候补资产,以保证资产池现金流的稳定性。

在构建版权资产池时,重点应考察的是纳入资产池的版权是否符合证券化融资过程中的基础资产的标准,主要包括:版权的信用特征、基础资产的同质性、明确规定的支付方式、可预期的现金流、一定期限以上的平均到期日、较低

的迟延和违约率、较高的清算价值。^⑯ 实践中,进行版权证券化时,还应注意版权权利范围和保护期限、权利归属以及是否存在权利瑕疵等问题,例如,我国《著作权法》规定著作权有一定的保护期,因此,拟证券化的版权的剩余期限至少应等于证券化的期限;此外,我国《著作权法》第24条规定,著作权许可使用合同中应约定许可使用的期间,以版权债权为基础资产进行证券化时,应注意审查许可使用合同中约定的期间是否已经届满,剩余多长时间等。

此外,版权资产证券化中会引入评级机构对基础资产池进行评级,在版权证券化过程中,特别是基础资产中包含版权未来债权时,评级机构应综合考虑多种因素,对版权基础资产进行评级,以便投资人充分了解版权的状况,进而判断版权资产支持证券的风险。目前,我国版权存在公示机制欠缺的问题,版权设立采取自动取得主义,版权许可使用和转让亦无登记的要求,这给调查版权的权利状况带来了一定的难度,也对版权证券化中的评级机构和受托人提出了更高的要求。

二、版权的转移与风险隔离

资产证券化过程中要实现“风险隔离”,除了要选择构建版权资产池外,发起人还应当将版权转移给SPV,版权的真实转移是“风险隔离”的重要措施。所谓的“转移给”强调“真实出售(True Sale)”,^⑰即发起人将与拟证券化版权相关的任何风险和权益完全转移给SPV,只有真实出售才可以达到风险隔离的目的。版权

⑬ 肖海、朱静:《借鉴欧洲经验开展中国知识产权证券化的对策》,载《知识产权》2009年第9期。

⑭ 朱雪忠、黄光辉:《知识产权证券化中基础资产的选择研究》,载《科技与法律》2009年第1期。

⑮ 群组化风险,是指资产池中的资产过于集中于某一领域或者相互间关系过于紧密所导致的现金流量不稳定的风险,因此,资产中的资产相互间应具备一定的独立性和离散度,以规避风险。详细论述可参见朱雪忠、黄光辉:《知识产权证券化中基础资产的选择研究》,载《科技与法律》2009年第1期,第45页。

⑯ Lnnokenty Y. Alekseev, Securitization of Intellectual Property, J. S. M. Candidate 2002, Stanford Law School, pp. 25-29.

⑰ 美国法上的“真实出售”主要用于会计、税收和法律三个领域,资产证券化过程中的真实出售也主要涉及这三个领域的问题。法律上的真实出售要求资产已经被隔离并远离转让人或其债权人、破产清算人;会计上的真实出售除了要达到这一效果外,还要求不存在将受让人的资产与转让人的资产合并,因而撤销之前的“真实出售”。与真实出售相关的是担保融资,即SPV仅仅是发起人的债权人,只是该债权有发起人的资产或应收账款作担保,这会影响证券的持有人利益。如果资产转让不符合“真实出售”标准,将被认定为担保融资。

证券化与传统资产证券化的最大不同在于:第一,版权中既包含人身权,也包括财产权,可以通过许可、转让、设立质权等方式行使的仅限于版权中的财产权,^⑮因此,版权证券化中的“真实出售”仅指版权财产权的“真实出售”,某种意义上,版权证券化的基础资产亦仅限于版权财产权。第二,许多情况下,版权证券化中发起人转让给SPV的并非版权中的财产权本身,而是版权财产权许可他人使用或转让给他人取得的债权,甚至是未来的债权。基于此,下文分别讨论版权财产权的转让、版权债权的转让和版权未来债权的转让。

(一) 版权财产权的转让

我国《著作权法》第25条规定,版权财产权的转让合同应采用书面形式,并规定了转让合同应包含的内容。^⑯但对于版权财产权转让的登记问题并无明确规定,容易诱发“一权多卖”现象。版权的无形性更是增加了这种可能,使受让人面临较大的风险。长期以来,我国并无版权登记的统一规定,1990年颁布的《著作权法》以及其第一次修正(2001年)并未提及登记问题,2007年实施的《物权法》第227条规定,以著作权中的财产权出质的,当事人应当订立书面合同,质权自有关主管部门办理出质登记时设立。为了与《物权法》的规定保持一致,2010年修订实施的《著作权法》增加了一条(第26条),“以著作权出质的,由出质人和质权人向国务院著作权管理部门办理出质登记。”

1998年8月经中编办和新闻出版署批准成立的中国版权保护中心^⑰是我国唯一的著作权质权登记机构。根据2014年6月公布的《著作权法》(修订草案送审稿)规定,^⑱未来新《著作权法》颁布实施后,著作权中财产权的转让将采取登记对抗主义。

以版权财产权为基础资产进行证券化时,为了更好地维护证券持有人的利益,应当进行登记,以取得对抗任何第三人的效力,维护证券投资者的利益。在新《著作权法》颁布实施前,通过版权证券化进行融资时,虽然法律没有规定,但为了最大可能实现版权转让的公示,可以在中国版权保护中心进行版权转让备案,以实现SPV财产的独立性,实现风险隔离。

需要注意的是,因版权证券化而进行的版权转让,与一般意义上的转让有所不同:首先,版权中的财产权转移给SPV后,受托人有义务发行以该版权为支撑的资产支持证券,并将募集的资金交给发起人。其次,该版权转让是有一定期限的转让,资产支持证券持有人的本金和收益得到全部清偿后,作为基础资产的版权财产权应返还给发起人。并且,从比较法上的经验来看,版权证券化过程中,作为基础资产的通常是许可他人使用或转让版权所取得的现有或将来的应收账款(债权),而非版权本身,因为发起人仍可保有并管理著作权,并且可以进行进一步的创作或运用,持续提升其价值。因此,对版权证券化中的真实出售而言,更有意义

^⑮ 我国现行《著作权法》并未明确区分著作权人身权和著作权财产权,而只是在其第10条第2款和第3款规定,著作权人可以许可或转让第5项至第17项的权利,这些权利实际上就是著作权财产权。国务院法制办2014年6月6日公布的《著作权法》(修订草案送审稿)第13条明确规定,著作权包括人身权和财产权,第52条规定可以通过许可、转让、设立质权或者法律允许的其他方式行使著作权中的财产权。

^⑯ 《著作权法》第25条,转让本法第十条第一款第(五)项至第(十七)项规定的权利,应当订立书面合同。权利转让合同包括下列主要内容:(一)作品的名称;(二)转让的权利种类、地域范围;(三)转让价金;(四)交付转让价金的日期和方式;(五)违约责任;(六)双方认为需要约定的其他内容。

^⑰ 该中心提供作品著作权登记、著作权转让合同备案和著作权质权登记,可参见 <http://www.ccopyright.com.cn/cpcc/>. 访问日期:2015年1月20日。

^⑱ 《著作权法》(修订草案送审稿)第8条,著作权人可以向国务院著作权行政管理部门设立的专门登记机构进行著作权登记,登记文书是登记事项属实的初步证明;第59条,与著作权人订立转让合同的,使用者可以向专门登记机构进行著作权登记,未经登记的权利,不得对抗善意第三人。

的是版权债权或未来版权债权的转让。

(二) 版权债权的转让

版权证券化中,发起人需把将来一定期间内可以向版权被授权方(许可使用人或受让人)收取的许可使用费或转让费(债权)一次性地转让给SPV,然后由特定目的机构向投资人发行证券,以达到融资目的。可见,在版权证券化中,支付证券本息的来源通常就是版权授权合同(版权许可使用合同和版权转让合同)产生的债权。^② 版权债权是基于版权许可使用或版权转让而发生的债权,其转让与一般债权的转让并无实质区别,应遵循《合同法》第79条至第83条有关债权转让的规定。版权债权让与合同的效力应适用《合同法》第三章关于合同效力的规定。^③

与一般债权让与不同的是,在版权证券化过程中,受托人作为版权债权让与合同的受让人,取得债权人的地位,但是并不实际履行债权人的权利,而是由服务机构履行专门的职责,负责债权的回收,将回收的资金划入受托人指定的托管账户等。此外,与一般资产证券化(如信贷资产证券化)中发起人不需要积极主动履行合同义务,只需消极等待期限到来不同,版权证券化的发起人往往需要承担更多的实质义务,如果发起人没有按照合同履行义务,被许可使用人或受让人可以拒绝支付部分价金,这样SPV便无法取得预期的现金流,也就无法按约

定向证券投资者支付本息。^④ 因此,版权证券化过程中,引入信用增级机构就至关重要,增级机构的引入也是控制风险的重要手段。

(三) 版权未来债权的转让

版权未来债权的转让涉及可否转让和转让的法律效力问题。

1. 版权未来债权可否转让。未来债权的转让是版权证券化中不可回避的问题。我国法律目前对于未来债权的转让并无明确规定,下文在借鉴比较法经验的基础上,结合我国法律和实践情况探讨版权未来债权^⑤的转让问题。法国于2003年8月1日和2004年11月25日分别颁布《金融安全法》(French Security Law)和《新证券化指令》(The New Securitisation Decree),对资产证券化的法律架构进行重大改革,证券化基金(French Securitisation Funds,即资产受托机构)可以购买各种应收款,包括由现在的合同产生的应收款(通常是尚未到期的债权)和由未来的合同产生的应收款(纯粹的未来债权)。^⑥ 在德国商业实践中,对利用未来债权以担保眼前的贷款存在日益增长的需要,德国最高法院最终在实践中承认了未来债权让与效力。^⑦ 美国《统一商法典》的颁布明确了未来债权的可让与性。需要说明的是,美国法律通常要求对于被让与债权采用登记的方式进行公示。这样第二受让人、让与人的债权人等这些第

② 参见董京波:《版权证券化中的版权及相关权利转让问题研究》,载《知识产权》2009年第3期。

③ 关于债权让与合同的效力以及债权让与对于债务人、第三人效力的详细论述,可参见崔建远:《合同法》(第二版),北京大学出版社2012年版,第244~255页。

④ 参见董京波:《版权证券化中的版权及相关权利转让问题研究》,载《知识产权》2009年第3期。

⑤ 对于未来债权的含义,学界有不同的观点,主流观点认为,应区分广义的未来债权和狭义的未来债权,广义的未来债权包括四类:附始期法律行为包含的债权、附生效条件的法律行为包含的债权、已有基础法律关系但因欠缺一定实施而尚未发生的债权、仅有事实关系而无法律关系存在且未发生的债权。狭义的未来债权仅指第四类,如有待缔结的合同产生的债权。有基础法律关系的债权(如租金债权等)、附条件债权、附期限债权的法律规定比较明确。我国《民法通则》第62条和《最高人民法院关于贯彻执行〈民法通则〉若干问题的意见(试行)》第75条规定了附条件的民事行为,《合同法》第45条规定了附条件的合同;《最高人民法院关于贯彻执行〈民法通则〉若干问题的意见(试行)》第76条规定了附期限的民事行为,《合同法》第46条规定了附期限的合同。由于篇幅限制,不做赘述,本文主要讨论狭义上的未来债权的转让问题。

⑥ 张林春:《应收账款转让若干法律问题研究》,厦门大学出版社2006年版,第37页。

⑦ Säcker - Rixecker - Roth, Münchener Kommentar zum BGB, Beck, § 398, 6. Auflage 2012, Rn. 79 ~ 88.

三人的权利即得到了保障。^⑧ 国际公约对未来债权的转让亦采取宽松的态度。《2001 联合国国际贸易应收款转让公约》消除了应收款融资交易的法律障碍,规定未来应收款转让有效。

以上论述可知,从比较法来看,承认未来债权的让与是总体趋势。我国法律目前对于版权未来债权的让与没有明确的规定,但从我国金融实践和资产证券化的发展情况来看,对于未来债权转让的需求会越来越多。因此,无论是从比较法的经验还是实践需求来看,都应当承认版权未来债权的转让。并且国内越来越多的学者认为,只要当未来债权于存在时能够被确认,其转让于转让合同成立之时即为生效,无需实施新的转让行为。^⑨ 这就意味着尽管未来债权是否实际发生尚处于不确定的状态,但如果有可能性,对当事人具有一定的经济意义或财产价值是可以转让的。版权证券化中,版权未来债权可以作为基础资产转让给 SPV。

2. 版权未来债权转让的效力。债权让与合同依当事人意思表示一致即可发生效力,因而债权让与合同一旦成立,债权即转让于受让人。我国现行《合同法》等法律法规对未来债权转让没有明确规定,因此,版权未来债权让与的效力及其发生效力的时点不得而知。根据民法原理,债权让与合同与债权让与行为是相互区分的,^⑩ 因此,债权让与合同在订立时即生效,但债权让与行为只有在未来债权成立时才发生效力,亦即只有在未来债权成立时未来债权让与合同约定的债权才发生移转。具体到版权证券化中版权未来债权的转让而言,版权未来债权(包括未来订立的著作权许可使用合同产生的债权和著作权转让合同产生的债权)是证券化的基础资产,发起人与受托人订立的版权未来

债权转让合同是有效的,根据该合同可以实现基础资产的“真实移转”。但只有发起人与他人订立版权许可使用合同或版权转让合同,即当未来债权真正成立时,版权未来债权转让合同约定的版权债权才发生移转。

三、版权证券化 SPV 的设立与风险隔离

版权证券化过程中,要实现真正意义上的“风险隔离”,不仅需要将版权“真实出售”,而且也需要设立一个合格的 SPV。设立 SPV 的实质是避免证券化的版权受到发起人破产或受托人破产的影响,进而确保作为发行证券支撑的版权成为破产财产,以维护证券投资者的利益。

(一) 版权证券化中 SPV 的形式

SPV 是专门设立,用于从发起人处购买并持有和管理版权,发行以该版权产生现金流为支撑的资产支持证券的载体。从法律形式看,主要有公司形式(SPV)和信托形式(SPT)两种。

1. 公司形式。特定目的公司是资产证券化操作中 SPV 最常见的组织形式,公司形式的 SPV 可以发行多种类型的证券,可以参与证券化资产的交易,增加了 SPV 的灵活度,采取公司形式可以帮助当事人更好地评估证券化的法律风险。^⑪ 但是我国《公司法》对控股股东的受信义务并无明确规定,容易出现发起人作为控股股东损害公司、其他股东和债权人利益的情况,不利于 SPV 的成功构建和证券持有人的利益的保护;并且从版权证券化本身来看,需要以版权融资的企业通常也不具备构建和管理 SPV 的专业能力和条件。因此,在我国版权证券化过程中,SPV 不适宜采取公司的形式。

2. 信托形式。信托是最具有灵活性的 SPV 的组织形式,^⑫ 我国目前开展的信贷资产证券化

⑧ 于泂:《与资产证券化相关的若干债权法律问题研究》,华东政法大学 2005 年硕士学位论文。

⑨ 郭珩:《浅论保理业务中未来债权转让的法律效力》, <http://www.china-fif.com/cgi-bin/GInfo.dll?Displnfo&w=ch:na-f:f&nid=2078>, 访问日期:2015 年 2 月 20 日。

⑩ 崔建远:《合同法》(第二版),北京大学出版社 2012 年版,第 235~239 页。

⑪ 洪艳蓉:《资产证券化法律问题研究》,北京大学出版社 2004 年版,第 60 页。

⑫ Asset-backed Securities, Frank J. Fabozzi Associates, 1996, p. 243.

即选择信托作为 SPV 的形式。从我国目前的情况来看,开展版权证券化时,应将信托作为构建 SPV 的首选方式。首先,信托财产的独立性使版权的“真实出售”和“风险隔离”较其他形式的 SPV 更容易实现,这使信托作为 SPV 的载体具有天然的优势。其次,通过设立信托构建版权 SPV 时,通常要由信托公司作为受托人,作为发行证券支撑的版权不仅独立于发起人,也独立于受托人,我国《信托法》对此有明确的规定。最后,《信托法》对于受托人的职责和受益人的权利进行了明确规定,在版权证券化中,版权资产支持证券持有人是信托受益人,作为投资者,其权利又可以得到很好的保护。

(二) 版权证券化的破产隔离

在以信托方式设立版权证券化的 SPV 时,发起人未设立信托的版权与作为信托财产的版权相隔离,因此,发起人破产时,纳入 SPV 的版权原则上不属于破产财产,可以实现破产风险隔离。然而我国《破产法》规定了破产财产转移行为的无效和撤销。因此,存在破产财产转

移行为可撤销或无效的情形时,则无法实现 SPV 的财产与发起人的其他财产“破产隔离”的目的。总体来看,版权证券化中,通过设立 SPV 可以较好地实现版权资产池风险的隔离,更好地保护版权支持证券持有人的利益,但要注意与《破产法》的相关规定结合考虑,以实现有效地风险隔离。

四、结语

作为金融制度的一项伟大创新,资产证券化对于优化金融资源配置和盘活资源起到了积极的作用,我国版权业发展相对滞后,阻碍其发展的原因之一就是融资困难。开展版权证券化不但能够拓展版权融资渠道,推动版权业发展,还能拓宽资本市场的业务范围,进一步繁荣金融市场。版权证券化中的风险隔离是版权证券化融资顺利进行的保障,风险隔离需要通过资产池的构建、基础资产的真实转移以及设立 SPV 等制度设计实现。此外,版权证券化的实施还需要法律环境的完备、版权市场的发展以及不同机构之间的合作与配合。

On the Risk Isolation of Copyright Securitization

Tao Haifeng

Abstract: Copyright securitization is the copyright backed securitization. The process and structure of copyright securitization is similar to asset-backed securitization, but the risk isolation of copyright securitization is not only special but also important. The construction of asset pool of copyright could deal with the cash flow risk. Real transfer of copyright is the base of risk isolation and the transfer should follow the provisions of “intellectual property” and “Contract Law”. The transfer of future copyright debt should be recognized, considering the experience of comparative law and the demands arising from practice. Trust is the appropriate way of SPV in the practice of copyright securitization.

Keywords: copyright; securitization; future debt; SPV; risk isolation

(责任编辑:刘宇琼)