

【标题】 资产信用融资与风险管理：专利许可收费权证券化的新探索

【作者】 洪艳蓉

【期刊名称】 《知识产权》

【期刊年份】 2013 年

【期号】 11

【页码】 77

【摘要】 专利许可的繁荣和证券化制度的完善提供了运用专利许可收费权进行证券化融资的新机遇。这种基于资产信用的融资，具有不受专利权人信用制约的比较优势，但成功的关键仍需要解决专利许可收费权作为基础资产的信用、期限、流动性匹配和道德风险问题。现代风险管理技术在专利许可收费权证券化操作中的创造性运用，有助于增强基础资产的信用并提高其抗风险能力，实现成功融资。

【中文关键词】 资产信用融资；专利许可收费权；证券化；风险管理

【英文摘要】 The prosperity of patent license and the perfection of the securitization system provide new opportunities for securitization financing by using the right of Charge of patent license. Though the financing based on the asset-credit has comparative advantage in being unhindered by the credit of patentee, the key to success is to effectively resolve the moral hazard problem and the matching problem of credit, term and liquidity of the charging right of patent license as securitization underlying asset. The Creative use of modern risk management techniques on charging right of patent license securitization can help strengthen the credit of underlying asset and enhance its risk-resisting ability to successfully financing.

【英文关键词】 asset-credit financing; right of Charge of patent license; securitization; risk management

近年来，我国专利申请量、授权量和有效专利存量屡创新高，但专利运用率低、有效专利期限短、科技企业融资难的问题也日益突出。如何利用专利“沉淀”的价值进行市场化融资，改变单方依靠企业投入或财政拨款的专利研发模式，改善专利投入与产出严重失衡的状况，已成为当务之急。

20 世纪 90 年代末，海外市场以音乐版权、药品专利许可等产生的收入进行证券化融资，成功探索出了最大化知识产权价值的融资模式。^{1}我国虽然自 2005 年起启动了资产证券化试点，但一直未有专利资产的证券化融资实践。世界知识产权组织（WIPO）曾指出，知识产权的证券化代表着未来的一种发展趋势。^{2}随着我国专利事业的繁荣，以及在“十二五”规划“稳步推进资产证券化”的指导下，证券化法制和实践从试点向常规化推进得日益成熟，有必要重新思考新形势下的专利资产证券化问题，充分利用适合于中国语境的风险管理技术，推进专利资产证券化融资的运用。

一、新形势下专利许可收费权证券化融资的机遇

专利许可收费权证券化，是指以专利许可使用产生的向被许可人收费的权益（以下简称专利许可收费权）作为基础资产发行资产支持证券进行融资。在这一过

程中，证券销售收入用于向专利权人支付购买收费权的价款，收费权未来产生的现金流（专利许可费）用于偿付证券权益。证券化的成功与否主要取决于专利许可费而不是专利权人的信用，因此在性质上属于资产信用融资。

我国一直以来未有成功的专利资产证券化，缺乏适当的专利资产、证券化制度不完备和市场风险管理技术不成熟，被认为是制约实践的主因。随着信贷资产、企业资产证券化的成功，风险管理技术的制约逐步被突破，而专利事业的繁荣和证券化法制的完善，带来了专利资产证券化的机遇。

之所以选择专利许可收费权而不是专利本身作为证券化的突破口，是因为以专利为核心的知识产权具有价值的不确定性、资产专用性、拥有的风险性和处理的困难性，并不适合证券化，{3}从海外实践来看，通常是以专利衍生的金融债权——专利许可收费权作为证券化的基础资产。在许可状态下，专利经过市场检验凸显技术先进性和经济价值，而且许可交易明确了专利应用的市场价格，能够产生预期的现金流作为融资的信用基础。同时，以许可费为基础的证券化不改变专利权的归属，有利于专利权人后续开发和持续受益，也可避免共有权利人处置专利意见相左导致融资失败。

相比传统信贷，证券化通常适用于大规模融资，因为证券化需要经历资产风险隔离、信用增级和证券发行等环节，信用链条长，只有规模化的操作才能覆盖各种成本。就我国专利许可存量和单笔专利许可费来看，目前已能够为实施证券化提供基本支持。据国家知识产权局统计，2011年我国专利实施许可合同备案共计10,270份，合同总金额为60.8亿元，涉及专利21,846件。其中，合同金额1亿元以上的7份，1000万~1亿元以上的81份，100万~1000万以的351份，三者所占比重共计4.3%。{4}

2013年3月15日，证监会在总结前期试点经验的基础上颁布实施《证券公司资产证券化业务管理规定》（以下简称《管理规定》），为证券化提供了更完善的法制保障。根据该法第8条，单项或多项财产权利都可以作为证券化基础资产，专利权人可用金额较高的单笔专利许可费，也可集合多笔专利许可费进行证券化，还可集合运用于诸如动车、航天卫星或大型机械等特定对象的（多个）专利权人的多项专利许可进行证券化。以专利许可为对象的证券化操作，通常需要专利权人尽职维护专利的有效性并及时报告影响专利和许可合同的因素。《管理规定》第32条专门规定了这类特定原始权益人应符合的条件和应当为基础资产产生预期现金流提供必要保障的义务，并在第39条规定了基础资产的临时信息披露要求，从而增强了对原始权益人的约束，减少了基础资产价值波动的不确定性，有利于提高证券化的成功率。

二、从风险管理角度看专利许可收费权证券化融资的信用创新

作为一项金融工具，证券化具有信用创造的功效。{5}与专利权人向银行质押专利申请贷款相比，证券化以专利许可合同产生的现金流为信用基础，不必仰赖专利权人未来的生产经营偿付贷款本息，相当于摆脱了专利权人的信用对融资的制约。在专利领域，这种资产信用融资的比较优势显而易见：一是便于技术和智力密集型的“轻资产”科技企业盘活专利许可资产，免于陷入自身信用不足或缺乏可被银

行接受的担保资产的融资困境；一是便于推动专门从事研发的高等院校、科研院所和个人加快专利的市场化运用，拓展科研经费来源和密切智力成果与市场需求的联系；三是便于充分挖掘专利价值，使专利权人获得远高于专利质押的融资额{6}和可自由支配的资金改善研发和生产经营条件；四是便于专业机构通过专利托管、专利联盟、专利池等方式集合适当的专利许可融资，开创专利金融服务新模式。

相对基于筹资者预期财务表现的传统融资方式，以资产信用为融资基础的证券化，从信息和风险管理角度看，其实是运用更高级的关于特定资产预期财务表现的知识，并辅以结构设计使融资更有效率。{7}根据《管理规定》，（图略）

图 1

专利许可收费权的操作模式如图 1 所示。在这个融资结构中，遵循风险与收益相一致的原则对构造能够被市场所认同的资产信用，进行了精密的设计：

首先，通过设立专项资产管理计划购买专利许可收费权，使之与专利权人的信用产生风险隔离的效果并独立服务于未来的融资。专利凝聚人类劳动和智力成果，自其产生之日起就具有独立价值，专利许可更是这种独立价值的市场化体现。通过风险隔离可以摆脱专利权人信用不佳对资产价值的影响，更全面充分地体现资产价值与筹资金额的对等。

其次，通过挑选适当的专利许可收费权作为证券化对象，其实是以被许可人的信用弥补专利权人信用的不足，降低损失风险并增强市场的投资信心。通常有市场需求的专利才会发生许可，被许可人的生产经营实力和绩效决定了专利许可的含金量。以良好而稳定的专利许可进行证券化，就把信用的考察重点移至更被市场认可的被许可人，实现了对专利权人信用的替代。

第三，通过证券化产品的内部信用增级和选择私募发行方式，将风险分流给最适当的投资者承受，提高资产信用与市场需求的匹配度。在证券化中常使用优先/劣后的结构设计，只有优先级的证券本息被偿付完毕之后才支付劣后级证券的权益，其实是后者为前者提供了信用担保并得以独享证券化的剩余权益。这种分流的结构设计可以满足不同风险偏好的投资者需求，避免在银行信贷中因风险的不可分割处理和最低风险系数要求而导致的融资困境。从海外市场来看，由于专利资产证券化的专业性，许多交易都采用私募发行方式，成熟投资者更能够理性评估资产的信用风险与收益，专利权人得以获得合理的融资额。

三、专利许可收费权证券化融资的主要风险及其根源

专利许可收费权证券化虽然摆脱了专利权人主体信用的制约和突破了专利权“评估难、变现难”的障碍，但只有确保专利许可收费权作为信用基础的确定性、充分性、稳定性和持续性，才能成功融资。

在法律性质上，专利许可收费权是应收账款类的金钱债权。相比其他应收账款，专利衍生的许可收费权受到更多因素影响，除了要考虑专利权不确定性的冲击，也要顾及专利许可合同履行、被许可人信用等状况。总结而言，以专利许可收费权为信用基础，在证券化中可能面临如下风险：

（一）资产信用匹配风险

主要指专利许可收费权作为融资的信用基础，1.能否在未来产生预期的现金

流；2.所产生的现金流在扣除成本之后能否足额偿付投资权益。产生不匹配的原因在于专利许可使用费赖以存在的专利权、据以主张权利的专利许可合同，以及负有支付义务的被许可人都可能存在变数。

专利许可通常建立在一项具有技术先进性、市场认同度高且合法有效的专利上。在许可后，如果专利被提起异议并最终被认定为自始无效，或专利保护期短于许可期，或专利被强制许可丧失独占性，都会影响专利许可的合法合理存续，从而阻断许可使用费的支付。如果专利被新技术所超越、专利产品功能被更便利的产品替代而丧失市场竞争力，或专利被侵权导致专利产品销售额下降，会使专利权人放弃维护专利权或被许可人不再履行专利许可合同，减少或停止支付专利许可费。

就专利许可合同而言，如专利权人违背独占许可再授权他人使用专利，势必减损专利许可权的价值；在许可合同履行过程中，如果专利权人未按约定提供专利实施的前期准备或辅助，或未尽职维护专利权有效性，或专利权人陷入经营困境，则被许可人可根据《合同法》主张各种履行债务的抗辩，不支付专利许可费。被许可人也可能主张不可抗力拒付专利许可费。此外，国内单笔专利许可费普遍不高，也可能不符合证券化需要规模效应分摊成本的要求。

即使上述情形未发生，被许可人的守信程度也会影响专利权人取得专利许可费。被许可人如对外高负债且陷入财务困境，则作为一般债权的专利许可收费权因在偿付顺序上劣后于其他担保债权，可能所剩无几或求偿无果。

（二）期限匹配风险

主要指专利许可使用费的支付周期，是否契合向投资者支付证券权益的时间安排。为便于现金流管理和吸引投资者，证券化产品大多被设计成固定收益类产品，需按约定期限（3个月、半年或1年不等）向投资者支付本息。为此，须保障专利许可收费权在证券约定的还本付息期限前产生足够的现金流，否则容易造成违约，引起投资者不满或恐慌。

实践中，专利许可费的支付取决于许可合同的约定，有的未约定固定支付日期，有的是动态约定，无明显规律或周期性。例如，一些新专利可能需要经市场检验后才能确定如何支付专利许可使用费，而从产品投产、试销到旺销各阶段，期限可能不确定也未必一致。即使技术成熟和产品适销对路，支付专利许可费约定俗成，但当出现干扰专利许可的情形时（如专利侵权、专利被认定无效或被强制许可），也可能打乱许可费的支付周期。

（三）流动性匹配风险

主要指专利许可收费权一定期限内产生的现金流，能否满足对应期间内偿付证券权益的数额要求。作为资产信用融资，证券化产品的本息偿付主要来源于专利许可使用费组成的资产池并以此为限。除期限不匹配会造成资产池流动性问题外，专利许可使用费的支付方式也是重大影响因素。

实践中常采用“提成支付”或“入门费+提成费”的专利许可费支付方式，提成基础包括专利产品产量、销量、销售额或利润等。但这些都容易受到市场条件、竞争专利、被许可人经营能力等诸多因素的影响，只有实际执行才能准确测算并最终确定支付的数额。

（四）道德风险

主要指专利权人或提供服务的中介机构，利用信息不对称和证券化风险转移便利，从事损害投资者权益的行为，只获利而不承担相应的风险与责任。常见的有：

（1）专利权人虚构专利许可费收入，或隐瞒专利许可收费权价值减损情况，或在证券化存续期间，未尽职履行维护专利、专利许可有效性义务等；（2）服务机构与专利权人合谋从事上述造假行为，或未在证券化过程中勤勉尽责，为客户利益最大化服务。

四、化解专利许可收费权证券化融资风险的管理对策

根据现代风险管理理论，风险虽然存在不确定性且难以被最终消灭，但运用规避风险、防控风险、分流风险或将风险分配给最具承受能力的人等风险管理技术能够最大程度地降低风险的影响和破坏力。{8}知识产权证券化直至 20 世纪 90 年代才出现，揭示了这类需要处理更多不确定因素的证券化，只有配以更高超和完善的风险管理技术才能成功。

“由知识产权资产自身的经济特性和法律特性引起的风险，实际上大多可以通过证券化技术手段加以分散和防范”。{9}针对专利许可收费权证券化面临的上述风险，可以结合专利许可的特点在证券化结构中创造性地综合运用下列风险管理方法来应对风险，实现成功融资。

（一）规避风险的方法

减少风险来源能有效杜绝风险的发生，提高专利许可收费权证券化的信用和安全度，这种方法简便易行、经济安全，可以作为证券化起步阶段的保障方法。理论上，只要能产生可预期现金流的专利许可收费权都可证券化，但为规避风险，需要限缩可证券化的对象范围：

“专利资产证券化最可能在专利众多、许可活跃并且具有相对低风险的行业或产业发生”。{10}宜选择行业基础性专利、核心专利，或对被许可企业而言具有重要价值的专利，鼓励属于国家重大科技项目的专利或获得金奖的专利进行证券化融资试点。{11}

在许可上，宜选择独占许可专利，专利许可合同权利义务约定明确，且经过备案登记；许可合同已履行一定期限，许可费支付记录有档可查；专利产品已投产且产品适销对路，已建立较好的销售网络或纳入到稳定的上下游供应链亦或产业链中，专利许可费的支付有所保障。

在主体上，宜优先选择被认定为高新技术企业的专利权人诚信经营，且近年来未有重大违法违规行为；宜选择具有良好资信和偿债能力的被许可人，且拥有从事专利产品生产配套设施和产品营销渠道，近年来信用记录良好，不存在重大经营风险、财务风险和法律风险；宜选择声誉良好，诚信勤勉且具有证券化从业经验的中介机构提供尽职调查和服务，以降低道德风险；鼓励选择大型国有企业、上市公司、行业龙头企业以及主体信用评级在 AA 级以上等一类被许可人，以便利用其良好的主体信用提升证券化的资产信用。

（二）防控风险的方法

规避风险的方法虽简便易行，但也因此丧失从承担风险中获利的机会。更好的

是积极管理和应对证券化风险，通过结构设计，重组专利许可收费权的收益与风险，将证券化的损失降到最低。这种做法将风险管理嵌入结构设计，能有效调配证券化过程中的信用、期限和流动性等问题，充分体现证券化作为资产信用融资的自我循环和自我保障优势。

构造基础资产池。为避免单笔专利许可收费权作为基础资产的风险过于集中，以及国内单笔许可费金额过低难以满足证券化规模化操作的问题，可以考虑集合多笔专利许可收费权组成大资产池，利用大数原理增强信用并降低风险。集合专利许可收费权的标准，需要兼顾资产的同质性（关联性）与分散性，以便于管理并有效分散风险。上下游专利许可的打包，源于同一专利权人或同一被许可人或某一特定对象的专利许可打包，专利联盟中的诸项专利许可打包等，都是可以借鉴的集合标准。

重组资产池现金流。与专利许可费支付的不确定性相比，向投资者支付证券权益能预先确定，因此可通过重组专利许可费，提升证券化产品的信用以及应对期限、流动性不匹配等问题。例如，上面提及的优先/劣后档证券分层设计，当现金流短缺时，能通过劣后级证券这一“安全垫”吸收损失为优先级证券提供保障；在现金流盈余时，优先级证券权益得到保障后再给承担风险的劣后级证券风险补偿，起到良好的资金调剂作用。又如，针对许可费支付不稳定的特点，将证券化产品设计成按约定期限付息的转付型（pay-through）产品，而不是实时分配现金的转递型（pass-through）产品，就能为支付投资者权益赢得必要的时间，并将该段时间内的闲置资金进行稳健投资，赚取更多收益。

设置现金流账户。专利许可费支付的不确定可能使基础资产池资金短缺成为常态，但通过设置现金流账户提供信用和流动性支持，可以平衡这种资金波动。有许多途径可以提供现金流：例如超额抵押，即将专利许可收费权的价值超过证券化产品票面价值的差额作为后者的信用保护，差额的大小取决于专利权人转让专利许可收费权所打的折扣；又如利差账户，即将来源于专利许可收费权的收入和其他投资收入减去证券化运作成本（包括投资者的收益）后形成的差额存入特定账户，作为证券化的信用保护；再如现金质押账户，即将专利权人提供或来源于其他途径的资金存入特定账户，为证券化损失提供担保。

（三）风险自留与风险转移

从时间上看，规避风险和防控风险的方法属于事前风险管理法，而一旦发生风险，就有必要分配风险确定最后的承担者。根据主体不同，有专利权人/资产管理人的风险自留和转嫁给其他主体的风险转移，二者属于事后的风险管理法。

风险自留的运用。证券化技术因风险转移便利容易滋生参与主体的道德风险，深受其害的美国在 2010 年《华尔街改革和消费者保护法》中提出了对证券化参与者应保留不少于 5% 的基础资产信用风险的要求，创造了“利益共享，风险共担”的风险自留机制。^{12}可以采取多种方式实现风险自留：如专利权人的信用或所属企业集团的信用良好，则可购买一定比例的劣后级证券，这样既能在发生损失时为证券化提供信用支持，也能在证券化顺利清盘后保有剩权益，一举两得；又如，面对不确定的专利许可收费权，可由专利权人承诺一定损失比例内的资产追索权，一旦

专利许可收费权不再符合基础资产的要求，其有义务置换资产或在承诺范围内被追偿；再如，现行证券化立法允许资产管理人以自有资金投资证券化产品，为赢得更多投资信心，资产管理人也可购买部分劣后级证券，同样可起到风险自留作用。

风险转移的运用。风险自留虽能解决一部分风险处置问题，但唯有将风险分配给最具风险承担能力之人，才能使经济效益最大化。当然，市场所能提供的风险管理手段和市场参与者自身的风险管理水平，会影响证券化风险管理和转移的成效。可充分利用各种风险转移方法，助力证券化融资。例如，众所周知，越有价值的专利越容易被侵权，因追究侵权的高额成本，许多专利企业在遭遇侵权时常有心无力，导致与之相关的专利许可价值大受影响。近来推广的专利保险，{13}能够转嫁专利权人反击侵权行为的成本，有助于其采取积极行动维护专利价值。又如，相比科技企业，专门从事信用担保的机构实力雄厚，可通过这类机构为证券化产品提供信用增级，转嫁信用风险；银行间市场交易商协会 2010 年推出的信用风险缓释工具（Credit Risk Mitigation）具有类似信用保险的功能，也能用于转嫁证券化风险。再如，投资者的成熟程度决定了其所能承受的风险，专利许可收费权证券化作为新生事物，应避免一开始就面向普通投资者，宜选择具有丰富投资经验，资金雄厚且有较强风险识别和承受能力的机构投资者。即使面向个人投资者，也需要提高投资准入门槛，通过风险测试甄别其抗风险能力，这样才能在将证券化风险最终转移给合格投资者承担的同时实现有效融资。

【注释】 作者简介：洪艳蓉，法学博士，北京大学法学院副教授

{1}例如，1997 年英国歌手 David Bowie 以 25 张专辑的未来音乐版税为基础资产的证券化融资，开创了知识产权证券化的先河；美国最早的专利许可费证券化是 2000 年 Royalty Pharma 公司以耶鲁大学一项治疗艾滋病的药物专利许可使用费为基础资产进行的证券化融资。参见邹小芄、王肖文、李鹏：《国外专利权证券化案例解析》，载《知识产权》2009 年第 1 期。

{2}WIPO, The Securitization of Intellectual Property Assets-A New Trend, http://www.wipo.int/sme/en/ip_business/finance/securitization.htm, Last visit dat:2012-10-12.

{3}参见袁晓东：《专利信托研究》，知识产权出版社 2010 年版，第 158、161 页。

{4}由于到国家知识产权局进行备案并非专利实施许可合同的必要条件，其统计可能只占很小比例，但可初步掌握我国专利实施许可的概貌。参见国家知识产权局规划发展司：《专利统计简报》2012 年第 4 期。

{5}Lamia Obay, Financial Innovation in the Banking Industry: the Case of Asset Securitization, Garland Pub., 2000, p.31.

{6} John S. Hillery, Securitization of Intellectual Property: Recent Trends from the United States, Washington, CORE, March 2004, p.13.

{7} Jason H.P. Kravitt, Introduction, in Theodor Baums & Eddy Wymeersch ed., Asset-backed Securitization in Europe, Kluwer Law International Ltd., 1996, p.1.

{8}刘钧：《风险管理概论》（第二版），清华大学出版社 2008 年版，第 112 页。

{9}黄光辉：《知识产权证券化的风险及其防范研究》，华中科技大学博士学位论文，2010 年 10 月 30 日，第 61 页。

{10}袁晓东：《美国专利资产证券化研究》，载《知识产权研究》2006 年第 3 期，第 61 页。

{11}根据国家知识产权局的发明专利申请受理和授权年度报告和有效专利年度报告，我国广东、江苏、浙江、上海和山东等东部沿海经济发达省市在全国专利申请受理和授权量中遥遥领先；在 WIPO 制定的 35 个技术领域，我国在食品化学、药品（含中药）、土木工程和材料、冶金等领域具有传统优势，近年也新增了控制、有机精细化学、数字通讯、生物技术等优势领域；包括浙江大学、清华大学、上海交通大学、哈尔滨工业大学、北京航空航天大学等国内大专院校和中科院各专业研究院拥有大量的有效发明专利。在证券化推广初期，可以选取上述省份、技术领域或专利权人为对象进行试点，待运作机制成熟和市场认同度提高之后，再逐步推广到其他领域，以最大程度地受益于证券化融资技术。

{12}See Section 941 (b) of the Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act.

{13}国家知识产权局日前正式批复辽宁省沈阳市等 20 个地区开展专利保险试点工作。参见《国家知识产权局专利保险试点工作进展顺利》，2013 年 1 月 14 日，资料来源：http://www.sipo.gov.cn/yw/2012/201301/t20130110_782879.html。