

深圳市 2013 年软科学研究项目

深圳市实施专利证券化 可行性研究

武汉大学深圳研究院课题组

2014 年 1 月 31 日

目 录

前 言.....	1
1. 专利证券化概述.....	4
1.1 资产证券化的一般原理.....	4
1.2 专利证券化及其范畴界定.....	5
1.2.1 专利作为基础资产的可行性.....	5
1.2.2 专利证券化的概念及范畴.....	7
1.3 专利证券化的特殊性.....	8
1.3.1 基础资产现金流分析难度大.....	8
1.3.2 风险隔离效果弱化.....	9
1.3.3 专利证券化成本高昂.....	10
1.4 专利证券化的基本流程及运作步骤.....	10
1.4.1 专利证券化的基本流程.....	10
1.4.2 专利证券化的运作步骤.....	11
2. 专利证券化的国际比较及启示.....	12
2.1 美国专利证券化的立法与实践.....	12
2.1.1 美国成文法相关规定.....	13
2.1.2 美国专利证券化典型案例.....	14
2.2 日本专利证券化的立法与实践.....	16
2.2.1 日本专利证券化相关立法.....	16
2.2.2 日本专利证券化典型案例.....	17
2.3 国外专利证券化的启示与借鉴.....	18
2.3.1 专利证券化宜以专利衍生债权为基础资产.....	18
2.3.2 构建资产池的必要性.....	19
2.3.3 政府助推下启动专利证券化进程.....	20
3. 深圳市实施专利证券化的迫切性.....	20
3.1 破解科技型企业融资难的迫切需求.....	20
3.2 满足投资者利用闲置资金与分享科技成果的强大需求.....	21
3.3 拓展中介服务机构业务范围、巩固全国金融中心地位的客观需求.....	22

4. 深圳市实施专利证券化的环境检视.....	23
4.1 深圳市可供证券化的专利资产发展充分.....	23
4.2 市场环境.....	24
4.2.1 发展专利证券化的市场环境.....	24
4.2.2 不利之处.....	25
4.3 法律环境.....	26
4.3.1 专利证券化的现有法律支持.....	26
4.3.2 法律制度的不足之处.....	28
4.4 政策环境.....	31
4.4.1 创新型国家道路与知识产权战略的确立.....	31
4.4.2 科技金融理念助推专利证券化发展.....	31
4.4.3 深圳市实施专利证券化的政策支持.....	32
4.5 制度先行的时机和条件已经具备.....	33
5. 深圳市实施专利证券化的设想及建议.....	33
5.1 政府角色的调适.....	33
5.2 工作思路的厘定.....	35
5.2.1 我国“准专利证券化”案例.....	35
5.2.2 专利证券化的适度推进与规范发展.....	36
5.3 出台专利证券化法案规范发展.....	37
5.3.1 深圳市宜通过制定政府规章的方式规范专利证券化的发展.....	37
5.3.2 专利证券化基础资产的选择与资产池的构建.....	38
5.3.3 专利证券化 SPV 的组织形式.....	39
5.3.4 专利证券化基础资产的转移方式.....	40
5.3.5 专利证券化基础资产的价值评估.....	42
5.3.6 专利证券化的信用增级.....	43
5.3.7 专利证券化的信息披露.....	44
5.3.8 专利证券化产品的信用评级.....	45
5.3.9 专利证券化中的投资者保护.....	46
结 论.....	49

前 言

中国要建设成为创新型国家，就要改变传统的经济发展方式，实现由资源消耗型向技术依赖型过渡，完成由物质资源投入向创新驱动、内生增长的转变。知识产权战略的提出与实施，无疑对转变经济发展方式、提升国际竞争力和推动创新型国家的建设具有重大战略意义，并在实施以来取得了较大成效。作为改革开放特区的深圳市，其科技创新能力及发展势头更是令人瞩目，据深圳市知识产权局发布的《深圳市 2012 年度知识产权统计分析报告》显示，深圳市专利申请量与授权量保持高速增长，发明专利所占比例持续攀升，专利密度高居全国榜首，累计国内有效发明专利稳居全国前列。

尽管深圳市通过政策导向不断推动本市自主创新能力的发展，成绩斐然，尤其是一大批科技型中小企业已然崛起，并成为深圳市专利申请新的增长点，且专利结构也不断得以优化，但专利的实施效果和科技转化状况并不理想。一方面，由于专利收益获取的期限较长，影响专利价值的不确定因素较多，作为现代企业重要无形资产的专利在现实中并未能充分发挥作用，一大批专利由于企业资金匮乏而无法实施而处于“沉睡”状态；另一方面，许多拥有专利的中小企业由于难以尽快收回研发成本，并获取从事进一步科研开发工作的资金支持，从而制约了后期专利的研发。客观上，受限于企业规模及信用级别，科技型中小企业既难以通过传统的间接融资获取银行贷款，也无法冒着丧失控制权的风险通过股权融资获取资金，资金短缺已经成为制约科技型中小企业发展和科技成果转化的关键因素。如何改善科技型中小企业的融资条件，进一步促进知识产权的运用和保护，提升民族创新能力，成为摆在各级政府面前的一项重要课题。为此，党的十八届三中全会明确提出“加强知识产权运用和保护，健全技术创新激励机制……改善科技型中小企业融资条件，完善风险投资机制，创新商业模式，促进科技成果资本化、产业化。”科技金融理念的重要性愈发凸显。

科技金融理念主张将同质的金融资源与异质科技创新相结合，以科技金融助推科技创新和科技成果产业化发展，以推动我国战略性新兴产业的快速发展和实现经济结构转型。¹专利证券化将专利权与金融相结合，通过独特的运作模式实

¹ 段世德、徐璇：《科技金融支撑战略性新兴产业发展研究》，载《科技进步与对策》，2011年第7期。

现专利的市场价值，无疑将成为实现科技金融、解决科技企业融资难的重要途径之一。而我国资产证券化业务的重启再次点燃了实务界与学术界对资产证券化的热情，这恰好为专利证券化的实施创造了有利条件。专利证券化能够通过专利衍生债权的证券化处理实现筹集资金、保值增值的效果，较好地解决高新技术中小企业初创期的融资难问题，激发其创新动力，提高专利转化率，对带动整个高新技术产业以及服务业的发展都具有非常重要的意义。

坦率地讲，专利证券化对我国而言尚属金融创新下的新生事物，目前仍面临一系列法律风险、市场障碍及政策环境的阻却。但是，中国的市场化改革乃至法律变革一开始就不是单纯地走所谓“自上而下”的顶层设计的改革之路，相反是通过地方政府的实验性立法这一所谓的“中间变革”而不断地实现制度上的创新和突破。²深圳市作为我国改革开放的特区，一直以来充当着制度创新“试验田”的角色，在我国法治化改革进程中功不可没。而今深圳市也同样可以担当起推动专利证券化制度建设的重任，这不仅是因为深圳已经具备相对良好的科技基础和市场环境，而且深圳一直有着敢为人先的改革勇气和立法创新经验。可以说，推动专利证券化建设，不仅仅有助于深圳创新型城市的建设，也有利于推动全国专利证券化的发展，因此，其意义深远。

本研究报告围绕深圳实施专利证券化的可行性问题，根据专利证券化的原理，针对实践中存在的问题，着重从两个层面展开研究：一方面从资产证券化基础资产的范围扩展到专利的可行性上对专利证券化进行界定，探讨专利证券化基础资产的选择，对比较典型且相对成熟的专利证券化实施案例进行研究，以解决制度实施的基础性问题；另一方面则从具体制度环境上进行考察，对当前深圳市推行专利证券化的有利条件及现实障碍进行剖析，论证其实施专利证券化的可行性并提出相关建议。本研究报告包括以下五个部分：第一部分尝试界定专利证券化的概念，分析了专利证券化相较于传统资产证券化的特殊性，强调专利证券化基础资产的选择上应以专利衍生债权为主；第二部分在考察各国专利证券化案例及立法的基础上，论证了选择专利衍生债权为基础资产、构建资产池以及政府引导的必要性；第三部分在对专利证券化的理论成果和境内外实践较为明晰的基础上，从证券化各个环节参与者的角度出发，进一步论证实施专利证券化业务的现

² 程金华：《国家、法治与“中间变革”——一个中央与地方关系的视角》，载《交大法学》2013年第4期。

实意义和其必要性；第四部分着重对深圳市推行专利证券化的市场环境、法律环境和政策环境进行审视，既论证了其推行专利证券化业务的可行性支撑，又分析了有待进一步改进之处；第五部分则在充分考虑我国市场发展和法制体系现实情况的基础上，从政府角色、工作思路、具体规则构建等方面就深圳市实施专利证券化提出相应的制度设计设想与建议。

1. 专利证券化概述

1.1 资产证券化的一般原理

专利资产证券化是资产证券化(Asset Securitization)在知识产权领域的创新和发展,是资产证券化在基础资产范围上的拓展,对专利证券化的研究理所当然地离不开对资产证券化本身的理解。正如亨利·考夫曼所说:“资产证券化很可能是现代金融中影响最为深远的发展,它改变了金融市场的性质以及市场行为的特点,……堪称造就了当代金融史上最有影响和最有前途的变革。”资产证券化通过结构化安排把能产生可预测现金流的资产转变为证券,将基础资产的收益和风险转移给特殊目的载体(SPV, Special Purpose Vehicle),再通过SPV发行的资产支持证券完成收益和风险的再分割,最后由基础资产未来可产生的现金流对证券进行偿付。

作为一种新型的融资方式,资产证券化通过巧妙的设计将缺乏流动性的资产转换为高流动性的证券产品,在提高资产的流动性的同时重新分配风险,使得发起人在短期内迅速获取大量融资。资产证券化运作包括一个核心原理及由此衍生的三个基本原理。资产证券化是以基础资产可预见的未来现金流为支撑发行资产支持证券的过程,基础资产可以是形式各异的,但无论其形态如何,都必须满足能够产生现金流这一先决条件,现金流是资产支持证券还本付息的保证。虽然基础资产是资产证券化的“基础”,但离开可预测的现金流,资产证券化有名无实。因而,资产证券化的核心原理即是对拟证券化基础资产的现金流分析,包括对基础资产可产生现金流的估价和对其风险及收益的分析。³资产证券化的基础资产类型走过了住房抵押贷款——其他贷款和应收款——金融资产——可产生稳定现金流的资产的历程。⁴现在通常认为,具备以下几个条件的基础资产即可“被证券化”:一是基础资产的界定清晰,权属明确;二是资产具有流动性,能够合法、有效地转让;三是资产具有收益性,能产生独立、可预测的现金流,易于变现。⁵

在完成对基础资产现金流分析的基础上,资产证券化还通过资产的重新组合实现对收益和风险重新分割及再分配,故资产重组原理、风险隔离原理和信用增级原理构为资产证券化的三大基本原理,也是对核心原理的深化及配合。资产重组原理是原始权益人出于融资需求,对基础资产进行重新配置与组合,以实现资产证券化目标,其核心在于基础资产的选择。由于并非所有的资产都适宜进行证券化处理,所以有必要依据一定的标准或方式对基础资产进行筛选重组,以使基础资产的收益达到最佳状态和水平,提高资产支持证券的价值,平衡资产证券化

³ 高彦、刘忠燕编著:《资产证券化研究》,天津大学出版社,2009年版,第11-13页。

⁴ 洪艳蓉:《资产证券化若干法律问题比较研究》,厦门大学,2002年博士学位论文,第6页。

⁵ 黄嵩、何晓峰:《关于资产运营的一般模式建构》,载《学术研究》2002年第2期。

各环节参与者的利益，最终以较低的操作成本实现资源的优化配置。⁶风险隔离原理则是从维护资产证券化稳定性和投资者权益的角度出发对资产证券化的操作要求，其实现途径主要是通过 SPV 的设立和基础资产的真实销售。⁷风险隔离将原始权益人所不愿承担的风险转移给自愿承担基础资产风险的投资者，又将基础资产与原始权益人的其他资产相分离，使投资者无需承担原始权益人的其他风险，在各参与主体间建筑起坚实的防火墙。为吸引更多的投资者并降低发行成本，资产证券化运作在证券发行前还要运用信用增级原理对即将发行的资产支持证券的信用等级进行提升。⁸如果说风险隔离原理是为了防范与基础资产无关的其他资产可能带来的风险，那么信用增级原理更多地是对基础资产自身风险的防范，信用增级主要包括内部增级与外部增级两种方式。一旦基础资产的现金流未达到预期，则投资者的可能遭受的损失能够通过信用增级的安排获得补偿。

1.2 专利证券化及其范畴界定

1.2.1 专利作为基础资产的可行性

专利能否天然地作为资产证券化的基础资产？对这一问题的研究是能否将资产证券化的范围拓展至专利领域的关键，也是研究专利证券化是否可行的先决条件。

(1) 专利具备资产属性

毋庸置疑，拟证券化的对象首先应为资产（Asset），而专利显然是具备资产属性的。资产并非严格意义上的法学概念，而是一个经济学或会计学上的概念，其内容较为广泛。虽然有关资产的概念尚未统一，但综观多个学说，它们在资产的增值属性及形态多样这两个特征上基本达成了共识。我国财政部显然也认可资产的这两个特征，并在 2006 年颁发的《企业会计准则》中规定，“资产是指企业过去的交易或者事项形成的、业拥有或者控制的、预期会给企业带来经济利益的资源。”而进一步划分，资产又包括有形资产与无形资产。《企业会计准则第 6 号》认为，“无形资产，是指企业拥有或者控制的没有实物形态的可辨认非货币性资产。”⁹

专利是经国家认可，以公开为前提获得专利法保护的专有技术。《中华人民共和国专利法》将专利技术划分为发明、实用新型和外观设计，这三类专利在审批程序、保护范围、保护期限等方面各有不同。专利权表现为发明创造经法律认

⁶ 黄嵩、何晓峰：《从资产证券化的理论体系看中国突破模式的选择——兼论现有的八大建议模式》，载《学习与探索》2002 年第 1 期。

⁷ 黄嵩、何晓峰：《论资产证券化的理论体系》，载《经济界》2003 年第 2 期。

⁸ 李鹏：《知识产权证券化探析》，浙江大学，2008 年硕士学位论文，第 44 页。

⁹ 1992 年《企业会计准则》第 31 条规定：“无形资产是指企业长期使用而没有实物形态的资产，包括专利权、非专利技术、商标权、土地使用权、商誉权等”。在这一版本中明确将专利权列入企业无形资产范畴之内，但为避免将范围限定过窄，2006 年的版本中删去了对无形资产具体内容的列举，增加了“可辨认非货币资产”的判断标准。

可后而取得的权利,是指法律赋予专利权人对其获得专利的发明创造在一定范围内依法享有的专有权利。¹⁰对于企业而言,出于技术开发的补偿性和增效性,以及“公开换保护”契约理论的考虑,作为专利权人对专利技术享有法定的有限垄断权,企业所拥有的专利也因此能够为其创造现实的经济价值。一方面,企业可以将专利技术应用于生产过程中,通过相关产品创造效益或创造品牌效应以提高企业收益;另一方面,企业可以通过专利权转让和专利实施许可等方式直接获取收益。¹¹可见,企业的专利权虽然是不具备物理形态的非货币性资产,但能够为企业带来长期受益,使企业获得高于行业一般利润水平的能力。¹²故专利权不仅仅是一种权利,还具有资产属性,是企业无形资产的重要组成部分。

(2) 专利作为基础资产的适格性

对专利能否成为资产证券化适格对象的考量并未结束,专利不仅应为资产,还应为符合资产证券化基础资产标准的资产。除了专利权人所有的专利合法有效之外,作为基础资产的专利必须能够产生独立、可预测的现金流。现实中大量“沉睡专利”的存在却很难让我们对专利天然成为证券化对象保持乐观的态度,这些闲置的专利不仅未能产生足以证券化的现金流,甚至存在无法回收该项专利研发投入的现象。通常而言,专利的获取往往意味着专利权人获得了合法的市场垄断,专利的不可替代使其带有强烈的专用性特征,在灵活性与流动性上表现较差。¹³这种特征使得专利的应用存在较大的不确定性,在能否产生现金流及产生多少现金流的预测上存在较大困难。因而以纯粹的专利或专利权为基础资产,无论该专利是否是专利权人既已取得的、有效的,在对其进行证券化处理时,由于未来可产生现金流的状况不明、数额未知,很难将其作为“达标”的基础资产。虽然随着金融创新的日新月异,资产证券化对基础资产可产生现金流已不再严苛地要求其必须“稳定”,但可预测性这一基本标准还是应当符合的。

根据我国证监会发布的《证券公司资产证券化业务管理规定》(以下简称《管理规定》),基础资产既可以是不动产财产,也可以是财产权利。专利权具有财产权的属性,专利权人作为专利的所有人,事实上享有类似于所有权体系的占有、使用、收益、处分四项权能。其中,对专利的占有和使用只能为专利权人生产经营带来效益,却不能产生可预测的现金流,而收益和处分权能的行使则是专利价值的直接实现,尤其是收益权能的行使,往往为专利权人带来独立、可预测的现金流。因而,并非专利权本身能够作为证券化的基础资产,只有通过对这种权利进行处置之后所产生的财产权利才能作为拟证券化的适宜资产。故专利权资产证券化的对象,事实上是专利权的行使过程中产生的专利债权,而并非整个专利权

¹⁰ 吴汉东:《知识产权法》,中国政法大学出版社2007年版,第115页。

¹¹ 李和金:《专利资产证券化的法律问题探讨》,载《上海金融》,2009年第5期。

¹² 李悠诚、陶正毅、白大力:《企业如何保护核心能力的载体—无形资产》,载《对外经济贸易大学学报》,2000年第4期。

¹³ 袁晓东:《我国专利资产证券化的制度环境研究》,载《科技与法律》2007年第5期。

或者专利资产。资产证券化的基础资产在法律本质上应属于债权，专利若要成为适格的基础资产，也应首先实现由纯粹的专利向专利债权的转化。纯粹的专利本身难以成为证券化对象，处置后产生的专利债权才是能够被证券化的部分，专利证券化的基础资产应当是这种以专利权衍生的具有财产利益的债权。

从另一个角度来看，发起人进行专利资产证券化的目的在于最大限度地开发专利，尽快收回前期投入的研发资金，实现融资需求，从而改善经营条件，获得后续研究的经费支持等。¹⁴而以专利作为基础资产，原始权益人难免为了满足风险隔离要求，将专利转让给 SPV。这样一来，让渡专利所有权就违背了专利证券化运作的初衷，专利权人对自己研发的专利，只能就已经确定未来可取得的这部分许可费获得一次性融资，而专利技术所能带来的经济效益远不限于此。专利权本身有反复利用性，可以不断让渡给其他人获得收益，使专利所有人不断创收。¹⁵即使专利权人能够实现其他收益，也要等待专利证券化项目结束收回专利所有权之后，或再经历一系列复杂而充满法律风险的再许可、再转移等程序。

此外，由于专利本身的特殊性，在专利使用过程中被许可人或受让人可能需要专利权人持续的技术指导、培训等。如果以专利为基础资产时实现了专利自身的概括移转，原始权益人极有可能因为自身风险的完全转移而撇清责任不愿实施帮助指导行为。因此，基于资产证券化风险隔离的要求，若以专利本身为基础资产，既不能满足专利权人常态性收益的需求，又会在实践操作中带来种种不便，最终造成专利证券化的不效益。进而可以得出这样的结论，拟证券化的专利资产是行使某项专利权能后产生现金流的债权，是发起人基于专利权行使而产生的未来应收账款。专利证券化过程中原始权益人将专利衍生债权转移给 SPV，使其获得未来收益的权利，而专利权仍旧保留在原始权益人手中，在资产证券化开始和结束时，原始权益人都不会因专利证券化而丧失专利权。

1.2.2 专利证券化的概念及范畴

专利证券化的法律实质是将专利权中可以进行商品化的部分权利的价值通过量化并以证券的形式固定，从而使这些权利价值得以证券的形式进行流通，即将这些权利价值演变成收益类的债权。¹⁶许多专利转让费和许可使用费是在未来一定期限内分期支付，表现为未来一段时期内能获得可预期现金流的债权，故专利证券化的对象是在未来可产生稳定的、可预测的现金流的债权。专利权人可以利用这些未来将要取得的、可预测的现金流发行证券融资，从而实现近期利益兑现。¹⁷因而，专利证券化的概念应作如下界定，发起人以其享有的在未来能产生

¹⁴ 何敏：《我国专利资产证券化若干法律问题研究》，暨南大学，2009年硕士学位论文，第13页。

¹⁵ 陈冲：《知识产权证券化的法律路径探析》，载《证券法苑》（2010），第三卷，第194-209页。

¹⁶ 俞风雷：《专利资产证券化的法学价值评述》，载《知识产权》2013年第10期。

¹⁷ Aleksandar Nikolic: *Securitization Of Patents And Its Continued Viability In Light Of The Current Economic Conditions*, 19 Alb. L.J. Sci. & Tech. 393, pp. 404-405.

可预期现金流的专利权衍生债权为基础资产，通过将债权转移给以特殊目的机构，以该基础资产为支撑，通过对其进行结构化处理发行证券融资的过程。¹⁸但值得注意的是，以专利质押贷款作为基础资产的证券化应当归属于信贷资产证券化，而非专利资产证券化的范畴。

当然，投资于具有潜在价值的专利也可能产生可预测的现金流，以专利为基础资产进行证券化操作也非绝无可能。虽然对于 SPV 而言，既充当融资的中介，又扮演为专利寻找需求者的角色有些强人所难。但通过对专利价值的科学评估，以技术专利集群为单位，将具有应用前景和潜在价值的专利构建成资产池，向投资者发行受益凭证获取资金向专利权人支付购买专利权的对价，再以 SPV 获得的专利许可费等收入作为偿付受益凭证的现金流支持。¹⁹由于专利技术的集聚，可以更便利地行使专利许可权，当专利集群中的一项或多项专利技术为其他单位或个人开发、改进技术或生产所需时，SPV 即可收取许可费，该价金作为投资人的投资孳息。但这一理想愿景的实现可能需要金融创新推动下资产证券化外延的进一步拓展，专利评级机构水平的提升及 SPV 职能的多元化发展，因而暂时不宜纳入专利证券化的范畴。

1.3 专利证券化的特殊性

1.3.1 基础资产现金流分析难度大

与传统资产证券化不同，专利证券化的基础资产是能够产生可预期现金流的专利衍生债权。由于专利市场价值天然的不确定性和无法预见性，专利许可费通常取决于被许可方生产专利产品的产量或使用专利方法的次数，按照一定销售额的百分比来计算。这种支付方式被称为“浮动许可费”，是专利许可协议所特有的。浮动许可费通过基础专利在市场中的使用情况来体现和衡量其价值，使许可人和被许可人双方均不必承担事先预测市场价值的风险，是对于两者而言都较为公平的方式。²⁰但专利许可的这种结构使得对履约情况难以准确预测，影响了专利证券化活动中对基础资产价值的评估，使量化现金流和确定现金流的变动情况更加困难。

尽管专利证券化的基础资产是专利债权，但专利债权是由专利权衍生而来，是对专利权进行处置之后取得的，与专利的关系密切、难以分割。就专利自身而言，作为一种具体的技术方案，影响专利资产未来收益的因素是多元的，专利的价值大小取决于以下的技术性因素：替代性、先进性、创新性、成熟度、实用性、

¹⁸ 米若愚：《专利资产证券化法律问题研究》，兰州大学，2012 年硕士学位论文，第 6 页。

¹⁹ 如近年来，美国开始出现一种类似于不动产投资信托的技术单位投资信托(Technology Unit Investment Trust)。参见袁晓东、李晓桃：《专利资产证券化解析》，载《科学学与科学技术管理》，2008 年第 6 期。

²⁰ 袁晓东：《专利信托研究》，知识产权出版社，2010 年版，第 183~184 页。

防御性、垄断性。²¹这些技术性因素无不反映出专利价值的不稳定性与难以评估性，专利的创造性意味着其价值单一，鲜有市场价格作为参考，加上专利的更新换代以及法律上的期限限制，对专利证券化基础资产的未来收益虽能预见却难以准确预测。²²技术进步引起的专利价值降低，仿制产品对专利产品销量的影响，专利权所可能面临的侵权诉讼风险，专利技术漏洞招致的法律责任等，这些问题可能都会对专利债权的现金流产生或多或少的影响，使价格与价值背离，使得对现金流的分析陷入困境。

总之，专利权固有特点导致在其之上衍生的专利债权现金流稳定性降低，不确定性升高。同时因为专利权的价值量是由市场利用程度来决定的，所以与预测一般资产未来的现金流相比，专利权未来的现金流情况更复杂，预测难度更大，进而造成专利证券化比传统资产证券化的难度更大。

1.3.2 风险隔离效果弱化

专利资产证券化是实现风险和收益重新配置的结构化运作，而此中的收益是专利衍生债权未来能够产生的、可预测的现金流。这种专利衍生债权虽然在本质上归属于债权，但由于浮动许可费的存在，这种债权虽然是可预见的，却不像传统债权一样内容明确、数额清晰，而是带有一定的未来债权色彩。以专利衍生债权作为专利证券化的基础资产，则专利证券化基础资产的转移与传统资产项目不同。²³在专利基础资产转移时，需要将原始权益人基于专利转让或许可协议享有的债权转移给 SPV，专利本身的所有权并未发生移转。

专利的权利状态及其法律关系又较为复杂，不可避免地对专利衍生债权发挥千丝万缕的作用力。²⁴由于专利本身没有发生转移，基于专利权主体、客体、内容及期限的多样性与复杂性，当专利权人面临专利侵权诉讼或专利被确认为无效、侵权等情形时，一旦其中的一环发生足以影响专利权许可使用的问题，就会造成现金流的不畅，进而对资产支持证券的偿付造成较大风险。

专利转让或许可合同是专利衍生债权产生的依据，具有的一定程度上的待履行性。作为专利技术研发者的专利权人往往要承担若干合同项下的实质义务，这是受让人或被许可人按期支付费用的前提。如果专利权人没有按合同履行相应的义务，就构成了原始债务人拒绝支付转让费或许可费的抗辩依据。专利证券化的开展难以从根本上防范专利本身固有的风险及专利证券化基础资产的待履行合同风险，这些问题都有可能带来风险隔离效果的弱化，对基础资产现金流产生影响。

²¹ 程文婷：《专利资产的价值评估》，载《电子知识产权》，2011年第8期。

²² Lisa M. Fairfax, "When You Wish Upon a Star: Explaining the Growth of Royalty — Backed Securitization", *Columbia Business Law Review*, 1999.

²³ 董涛：《知识产权证券化制度研究》，清华大学出版社2009年版，第42页。

²⁴ 刘斌斌，张恩凯：《论专利权的效力、内容及其消灭》，载《甘肃科技》2011年第4期。

1.3.3 专利证券化成本高昂

由于专利浮动许可费的存在使得许可费收入存在一定程度上的不确定性，且专利许可费与普通的以商品出售或服务输出的企业应收款相比，风险性更强，不仅可能面临专利侵权、诉讼或无效等法律风险，还可能因不可预料的技术进步造成专利价值的降低，或者由于产品责任产生高额赔偿，这些都可能对许可费的现金流造成影响。只有资产证券发行所依赖的未来收益现金流是稳定的并可以准确预测的，评级机构才能更好地对于证券发行进行评级，投资者才能准确地评估该证券的价值。²⁵由于上述风险的存在和专利许可的复杂性，以及专利基础资产上的权利主体相比于传统证券化而言相对复杂的特点，在设计证券化结构之前，所有交易主体与专利许可相关的所有包含权利义务的法律文件都必须进行详细地实质审查，审慎调查范围需要覆盖交易过程中的全部交易主体以及相关的法律文件。例如，拟证券化专利与其他相关专利的关联性，与该专利相关的诉讼，可能造成专利侵权的公开资料，专利实施的有效性，被侵权的可能性等。

正是因为证券化交易之前的审慎调查更为繁琐，专利资产证券化前进行的实质审查比传统资产证券化要昂贵得多。²⁶专利证券化的特殊性也使对专利资产衍生债权现金流的管理成本增加，包括证券化设计费用、专利评估费在内的各种服务费用、中介费用同样较为高昂。如果专利资产达不到一定的规模，通过证券化操作获得的融资在支付完相关费用后的利润空间所剩无几。因而专利资产证券化比之传统资产证券化而言，交易更为复杂繁琐，交易成本更高。

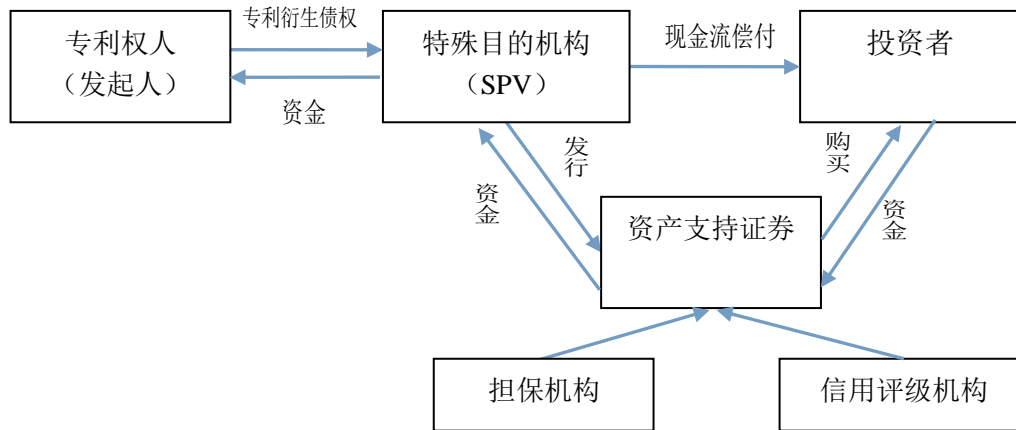
1.4 专利证券化的基本流程及运作步骤

1.4.1 专利证券化的基本流程

专利证券化的流程即实施专利证券化由始至终的步骤安排与布置，完整的专利证券化流程始于发起人将拟证券化的专利债权转移给特殊目的机构，然后由SPV将这些基础资产汇集成资产池(Asset Pool)，以该资产池所产生的现金流为支撑，通过内部和外部方式进行信用增级，再面向资本市场发行资产支持证券，以融得资金（投资人支付的价金）作为取得基础资产的对价支付给发起人，最后在约定的时间用资产池产生的现金流清偿发行的证券。

²⁵ Lisa M. Fairfax, When You Wish Upon a Star: Explaining the Cautious Growth of Royalty-Securitization, *Columbia Business Law Review*, 1999:136

²⁶ Jayant Kumar: Intellectual Property Securitization: How Far Possible and Effective, *Journal Intellectual Property Rights*, Vol.11(2), March 2006, pp98-102.



1.4.2 专利证券化的运作步骤

(1)专利权人通过债权转让协议等方式将专利衍生债权转移给 SPV，完成发起人、债务人、SPV 之间权利义务关系变更，SPV 取得对未来许可费的收益权。由于债权转让的同时，附着于专利许可协议中专利权人的义务并未一同转让，当专利权人未履行约定义务时，被许可人以发起人没有履行相关义务或履行不当为由拒绝向 SPV 支付，SPV 可能面临无法获得专利许可费用，难以对投资者偿付的风险。²⁷因而在基础资产转移过程中，SPV 应当采取妥善的措施，通过基础资产转让协议中具体条款的设计，保证原始权益人对现金流的实现予以最大程度的配合，防范专利证券化基础资产可能面临的风险。

(2)SPV 组建专利资产池，评估该资产池所能产生的现金流，在此基础上对专利资产支持证券的规模、期限、品种、预期收益率等内容进行设计。²⁸并对拟发行证券进行信用增级的处理，资产支持证券通常都要使用结构化方式进行内部信用增级，还可以通过外部担保机构提供担保等方式实现外部信用增级。²⁹

(3)由资信评级机构对资产支持证券进行初始评级，SPV 将与承销商约定资产支持证券发行的细节，签订正式协议，至此资产支持证券得以发行，在这一过程中，资信评级机构还将进行持续的追踪评级。

(4)资产支持证券在资本市场销售后，SPV 将证券发行获得的资金支付给发起人，作为获得基础资产的价格，并向各中介服务机构支付报酬。³⁰

(5)在资产支持证券存续期间，SPV 持续地对资产池进行管理，并将资产池

²⁷ 李和金：《专利资产证券化的法律问题探讨》，载《上海金融》2009年第5期。

²⁸ 苗纪江：《城市基础设施资产证券化融资研究》，同济大学，2005年博士学位论文，第56页。

²⁹ 我国《证券公司资产证券化业务管理规定》对资产支持证券通过结构化方式进行信用增级提出了明确要求，对于外部增信方式的采用则属于非强制性要求，但实践中资产证券化项目通常都是内部增信方式与外部增信方式兼存。以华侨城项目为例，华侨城入园凭证资产管理计划中通过优先级/次级产品设计实现结构化信用增级，原始权益人作出了差额补足承诺，同时，大股东华侨城集团为其提供了不可撤销连带责任担保。

³⁰ 靳晓东：《专利资产证券化研究》，知识产权出版社2012年版，第10页。

所产生的现金流收回，以偿付证券投资者的证券本息。

在专利证券化的运作步骤中，资产池的构建是整个专利证券化能否取得成功的关键，因而在选择基础资产构建资产池时应当遵循一定的标准。由于专利证券化基础资产是由专利权衍生而来，因而在构建资产池时要审慎地考察债权之下的专利权。专利包括外观设计、实用新型与发明三种类型，其中发明专利与实用新型专利在获得授权时所要求的创造性和新颖性较高，其技术含量相对外观设计而言较高；³¹实用新型和外观设计不经过实质审查，权利的稳定性相对较差，发明专利的技术创新程度通常较高。故综合比较，在从事专利证券化操作时，以发明专利衍生债权为基础资产无疑能够在更大程度上保障现金流的可预见性与稳定性。在对专利的选择上，还应以专利产品市场占有率较高、表现良好的专利为主。除了专利本身的因素外，对专利权的考察还要考虑行业因素及被许可人自身的情况，以进入门槛较高，可以保证获取持续垄断利润的行业为宜，兼顾专利被许可人的资质、市场地位和关联性，宜选择信用等级高、实力雄厚且与原始权益人关联性弱的公司以有效分散来自被许可方的各种风险。

稳定性虽然不再作为法定的证券化基础资产的标准之一，但对于投资者而言，现金流的稳定性仍然是其作出投资决策的重要考量因素。因而在构建资产池时，应通过基础资产的选择保证资产池所产生的现金流在时间分布上的连续性和平稳性，按照一定的比例将短期、中期、长期的专利许可使用合同进行组合，保证在证券化过程中的每一时期都有持续的现金流入。出于节约成本、维持稳定性的考虑，基础资产池的规模应当较大，以多样化的专利产生的债权为基础资产，对资产进行合理搭配，保证在专利证券化存续期内未来现金流入结构的多样化，多样化的资产可以分散与降低个别资产表现糟糕的风险。此外，由于专利权利状况和法律关系的复杂性，在构建资产池时，有必要查阅专利登记簿上记载的专利法律状态，包括所有权人及其变更情况，专利权的剩余保护期限、质押情况，以及是否涉及法律诉讼等状况，以便构建最优化的资产池。

2. 专利证券化的国际比较及启示

2.1 美国专利证券化的立法与实践

作为英美法系典型的判例法国家，美国没有规范资产证券化的专门立法，而是散见于各相关法律文件中，对专利证券化的规范也是如此。散落在联邦和州的不同层面法规中的各种规范将证券法精神贯穿于资产证券化运作过程的始终，英美法系特有的判例法又对其提供了灵活的补充以适应市场的变化和多样化需求，从而保持资产证券化法制体系的完整性和有效性。³²美国的法院判决无疑在资产

³¹ 陈源：《专利产业化法律问题研究》，沈阳工业大学，2012年硕士学位论文，第6页。

³² 张利：《美国资产证券化研究》，吉林大学，2013年博士学位论文，第186-188页。

证券化法律制度的建立与完善上功不可没，同时，也包括通过大量的系统的成文立法来对证券化交易的各个环节予以规范调整。

2.1.1 美国成文法相关规定

美国证券法体系是在 1929 年经济危机过后建立的，由证券市场最高监管机构 SEC 负责监管。联邦证券法体系包括《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》及《1939 年信托契约法》。《1933 年证券法》对证券范围做出了规定，特殊目的机构发行的收益证券属于该法规定的证券范畴，特殊目的机构发行证券需要向美国证券交易委员会进行注册登记并进行信息披露，并规定了相应的豁免条款。

《1934 年证券交易法》对证券交易的各环节作出具体规定，该法主要在两个方面涉及资产证券化：一是发行人向证券交易委员会的登记注册义务；二是制作并报送定期报表，使投资者获得持续、准确之信息的义务。《1940 年投资公司法》中规定了受该法调整的投资公司的范畴：凡从事证券投资、再投资、所有、持有或买卖业务，其持有投资证券金额占总资产 40% 以上的发行人属于投资公司。按照该法规定，证券化交易中，当特殊目的载体采用公司这一组织形式时，就极易被认定为投资公司而受该法规制。

1970 年的《证券投资者保护法》、1984 年《加强二级抵押贷款市场法》、《抵押证券税收法案》、1986 年《税收改革法案》和 1993 年的《证券法》等法律法规，则主要是确认资产证券化产品的“证券”属性，将资产证券化活动纳入证券法监管范畴；修改特殊目的机构的“投资公司”定性，对其监管适当松绑；充分利用证券立法中的豁免规定简化手续为资产证券化产品的发行与交易提供便利；契合资产证券化的运作特点，适度调整监管要求，提高公募发行的效率。

除了以上主要法律以外，涉及资产证券化的法律文件还包括：1953 年美国《统一商法典》，其中对美国不同州之间应收账款的优先权益确认与优先权的设定做出了规范；1980 年美国颁布《存款机构放松管制和货币控制法案》，分阶段逐步废止了 1933 年银行法中的“Q 条例”（银行对于活期存款不得公开支付利息，并对储蓄存款和定期存款的利率设定最高限度的规定），取消了利率上限，允许金融机构在资金运用中出现交叉业务；1992 年通过的《联邦住宅企业安全和健全法》，加强了对政府发起设立的住宅金融机构的监管，规范了特殊目的机构的组建。美国还在《税收改革法案》和财务会计准则第 125 号、140 号中对资产证券化的税收和会计处理做出了规定。1999 年颁布的《金融服务现代化法》取消了 1933 年《格拉斯——斯蒂格尔法案》(Glass-Steagall Act)中商业银行、投资银行、保险公司和储蓄机构等机构实行分业经营的规定，结束了美国金融业分业经营的历史，推动了资产证券化主体功能的多样化及竞争机制的建立。此外，在各州的蓝天法、破产法、税法等法律文件中也包含有调整资产证券化的法律规范。

金融危机后，美国出台了《多德-弗兰克法案》，该法案围绕着“去杠杆化”

展开，在资产证券化的监管上进行了多项改革。一是确立资产证券化产品的风险留存要求，规定发行人需持有他们打包或出售的债务中至少 5% 的份额，且不得转让，不得对冲风险，即被迫保留一定的信用风险，以将发行人的利益和投资者的利益捆绑在一起，达到更好地保护投资者的目的；二是引入了“沃尔克规则” (Volcker Rule) 以限制银行自营业务，拆分银行的高风险掉期交易业务，防止银行动用自由资金参与资产证券化等金融衍生品的炒作，保证了银行资金的安全性；三是实施衍生品交易中央结算制度，将此前游离于监管之外的场外衍生品交易纳入监管视野。

在债权的转让上，美国债权的让与不需要债务人的同意，也不需要履行通知义务，基础资产的转让以发起人与 SPV 签订的资产让与协议为准，为专利证券化扫除了逐一通知的障碍，节约了证券化的成本。³³美国《专利法》在第 261 条中规定，专利和专利权属于动产，任何专利、专利权及其附属利益的转让都必须采用书面形式，并建议专利的转让、让与或者转移行为应及时前往美国专利商标局进行登记，产生对以后的专利销售或者抵押行为的推定通知的法律效力³⁴。

2.1.2 美国专利证券化典型案例

(1) Zerit 专利证券化案

2000 年 7 月，耶鲁大学为了进行项目融资，与 Royalty Pharma 公司签订了专利许可收费权转让协议，美国 Royalty Pharma 公司³⁵首次尝试性地开展药品专利许可费证券化。耶鲁大学将其 2000 年 9 月 6 日至 2006 年 6 月 6 日期间抗艾滋病药物 Zerit 专利许可费的 70%，以 1 亿美元不可撤销地转让给 Royalty Pharma 公司。³⁶为了支付这笔转让费，Royalty Pharma 公司对 Zerit 专利许可收费权，进行了证券化处理。Royalty Pharma 公司首先在美国特拉华州设立了一家特殊目的机构—BioPharma Royalty 信托，然后将未来近六年的 Zerit 专利许可收费权，转让

³³ 以债权转让是否以通知债务人作为生效要件或对抗要件为标准，不同国家的立法有三种不同的规定：一是不要求债权人履行通知义务的自由主义；二是要求债权人通知债务人，否则不得对抗债务人的一般通知主义；三是将债权人履行对债务人的通知义务视为债权转让生效要件的严格通知主义。美国的债权让与采取的是自由主义立法。[美]艾伦·范斯沃斯：《美国合同法》，葛云松、丁春燕译，中国政法大学出版社，2004 年版，第 708 页。

³⁴ 袁晓东著：《专利信托研究》，知识产权出版社 2010 年版，第 183 页。

³⁵ Royalty Pharma 公司成立于 1997 年，其公司战略非常简单明确：获取制药和生物技术领域领先技术的专利许可收益，并持有这些利益作为多元化资产的一部分。公司从不进行专利药品的发现、研发、制造、生产或市场化，而是从非职务发明人、大学、制药公司、生物技术公司购买药品专利许可的收益权，并利用这些权益进行融资。其利润主要来源于生物制药公司为已经上市或研究开发晚期的药品而支付的专利许可费。

³⁶ 1985 年耶鲁大学发明了一种治疗艾滋病的新技术，并获得了发明专利。1987 年 12 月 23 日，耶鲁大学和美国一家大型制药企业 Bristol — Myers Squibb 公司(以下简称 BMS)，签订了专利独占许可协议，用来研制一种名为“Zerit”的新药。许可的专利，包括有效期至 2008 年 6 月 24 日的两项美国专利，和有效期至 2011 年的几项非美国专利。1994 年 Zerit(r)被美国食品与药品管理局批准上市，用于治疗艾滋病。1997 年 Zerit 的销售额达到 3.98 亿美元，1998 年的销售额是 5.51 亿美元，1999 年是 6.05 亿美元，2000 年达到 6.18 亿美元，销售额每年以稳定的速度增长。根据专利许可协议，1997 年产生的许可费收入为 2620 万美元，1998 年为 3750 万美元，1999 年则为 4160 万美元，2000 年为 4480 万美元，专利许可费是根据 Zerit 制造和销售的数量、市场分布确定的。

给 BioPharma Royalty 信托，被许可人 BMS 公司保证每季度 BioPharma Royalty 信托指定的账户存入专利许可费。最后，BioPharma Royalty 信托以此作为支撑，发行了优先债券、次级债券和受益凭证三种证券。

优先债券是以专利许可费进行超额担保，并优先支付的债券。次级债券是在保证支付优先债券以后，才予以支付的债券，具有较高的投资风险。为了增强对投资者的吸引力，次级债券通常约定较高的利率，并进行信用增级。由 ZC Specialty 保险公司以第三人身份，对次级债券进行保险。受益凭证与股权比较类似，代表投资者对信托财产的所有者权益，分别由 Royalty Pharma, BancBoston Capital 和耶鲁大学持有。由此可见，未来近六年的 Zerit 专利许可费，被划分为四个部分：耶鲁大学保留 30% 的专利许可费、5715 万美元的优先债券、2200 万美元的次级债券和 2790 万美元的受益凭证。每个季度 BMS 首先向耶鲁大学支付 30% 的专利许可费，然后支付 304.5 万美元的优先债券，再支付 120-133 万美元的次级债券，最后将剩余利益分配给持有受益凭证的受益人。

在成功实现证券化不久，由于 Zerit 药品用户的变动、市场份额和价格的骤然下跌以及三种新药的出现，Zerit 专利许可费急剧下降，导致被许可人 2001 年连续三个季度无法按照合同的约定支付利息。³⁷2002 年 11 月底，依据 3/4 受托人的请求，BioPharma Royalty 信托提前进入清偿程序。美国首例专利资产证券化宣告结束。

(2)13 种药品专利证券化案

2003 年 7 月，Royalty Pharma 公司推出了第二起专利证券化交易。Royalty Pharma 公司在这次交易中吸取了前次证券化的教训，通过生物药品不易被模仿、药品公司实力雄厚、市场前景广阔、占有较大市场份额等标准的考量，选择了 13 种药品，并将购得的专利许可费收益权打包组成资产池，以分散风险。

Royalty Pharma 公司设立特拉华商业信托公司作为此次专利证券化的 SPV，聘请瑞士信贷第一波士顿公司参与设计债券结构并承销这些债券。SPV 以 Royalty Pharma 公司转移给它的 13 种药品的许可费收益权的组合为基础资产，发行了 2.25 亿美元可转期集资债券(VFN, Variable Funding Notes)，有 7 年期和 9 年期两种，从 2003 年 10 月起至 2010 年 7 月，每季付息，2012 年 7 月开始返本付息，7 年期债券到期后，债券持有人可选择将其转换为 9 年期。此次交易设计了循环贷款结构，并由 MBIA 保险公司提供担保，这种外部增信方式的采用增加了信用评级的砝码及对投资者的吸引力。MBIA 保险集团和瑞士信贷第一波士顿还雇请专门人员对项目进行了特别评估，穆迪和标准普尔为这次发行都给出了“AAA”的投资级别。除此之外，为了尽可能的防范专利证券化中可能面临的侵权诉讼或无效等各种法律风险，Royalty Pharma 公司还要求专利权人对专利权

³⁷ Ariel Glasner, Making Something Out of "Nothing": The Trend Towards Securitizing Intellectual Property Assets and the Legal Obstacles that Remain, Journal of Legal Technology Risk Management(Fall,2008),p55.

的有效性提供担保。

在此基础上，Royalty Pharma 公司继续购买了 13 种药物专利纳入了资产池，现今资产池的规模已经达到了 62.5 亿美元，并在 2011 年 9 月成功为股东现金分红 8.5 亿美元。³⁸就目前来看，此次专利证券化的开展较为成功。

2.2 日本专利证券化的立法与实践

2.2.1 日本专利证券化相关立法

日本自 1998 年 9 月开始实施的《特定目的公司法》中对不动产资产证券化架构进行了规范，而 2000 年 5 月，日本将《特定目的公司法》更名为《资产流动化法》，扩大了资产证券化基础资产的范围，并正式将特殊目的信托（SPT, Special Purpose Trust）纳入 SPV 的主要类型。自日本移植信托制度以来，在相当长的一段时间内，《信托法》和《信托业法》均将无形财产排除在可信托财产范围之外。近年来，在世界范围内知识产权普遍被重视的影响下，日本逐步改变知识产权管理策略，日本政府在“知识产权立国”和“知识产权战略”的框架下，分外重视专利证券化这种制度创新，并积极引导企业通过专利证券化进行融资，鼓励在信托实务中开展知识产权业务。2004 年 12 月 30 日，修改后的《信托业法》开始实施，它扩大了商事信托的合法类型和信托资产的范畴，将特殊目的信托规定为资产证券化的一种方式，允许设立特殊份额信托。³⁹为配合知识产权实务的开展，日本还在立法中明确的将知识产权纳入可信托的财产范围中，包括知识产权在内的许多资产和权利都可以进行信托。日本在其《知识产权战略推进计划》中明确提出：以信托的形式促进知识产权的管理流通，实现知识产权资本化，以积极鼓励信托公司开展知识产权信托业务，促进知识产权信托实务的蓬勃发展。

证券的发行是专利证券化的核心制度，日本原《证券法》和《证券交易法》均对证券种类进行了严格的限定。1998 年 12 月 1 日，日本修改后的《证券交易法》将传统有价证券的范围扩充到包括投资证券、信托受益权凭证和表示权利的证券或者证书。2001 年修改了《证券法》，删去了可证券化资产范围的限制，由于可证券化资产范围的逐步扩大，所以基于资产发行的证券数量也当然增加。

从日本的法律发展进程来看，资产证券化方面的立法在不断完善，一系列与开展专利证券化业务相关的立法与修改为其发展肃清障碍。除上述《信托法》、《信托业法》、《资产流动化法》、《证券法》等法律法规外，《抵押证券法》、1987 年的《抵押证券业规制法》是构建日本传统抵押证券制度的法律。日本民法典实行债权让与的严格限制主义，这是资产证券化重大障碍之一，为解决这个问题，

³⁸ 邓晓宇：《由赛瑞特谈药物专利证券化》，载《医药经理人》2012 年 5 月。

³⁹ 袁晓东：《日本专利资产证券化研究》，载《电子知识产权》2006 年第 7 期。

日本于 1992 年和 1998 年分别颁布了《特定债权事业规划法》的《债权转让特例法》。日本债权让与的通知主要通过制定特别法规定了公告和登记两种模式：日本通产省 1992 年颁布了《特定债权事业规划法》，允许出售债权的公司通过在日本发行的日报上以发布公告的方式完成债权转让的通知，公告后的债权转让具备了对抗原始债权人、债务人和第三人的效力；1998 年日本的《债权转让特例法》允许通过在政府登记机关登记而使债权转让获得对抗第三人的效力，但仍需向债务人送达登记证书方能获取对抗债务人的效力。因此，出于效力完整性和成本低廉性的考虑，日本能够适用《特定债权事业规划法》的资产仍倾向于选择公告方式实现债权让与的通知。⁴⁰此后，日本的《债权管理回收业特别措施法》及 2005 年 3 月开始实施的修改后的《破产法》，从真实销售及破产隔离的实现等方面完善了专利证券化的相关法律制度。

2.2.2 日本专利证券化典型案例

日本于 2003 年成功实施了首例专利证券化案，即由 Japan Digital Contents 株式会社的光学专利来开发健康与美容器材专利证券化案。⁴¹Scalar 公司一家处于创业阶段的日本中小企业，以光学镜头为主要业务，并拥有多项关于光学技术的专利。2003 年 3 月，它将 4 项专利权排他性许可给另一家同样处于创业阶段的 Pin Change 有限责任公司。未来若干年的排他性专利许可费，构成了本案的基础资产。在资产分割阶段，作为发起人的 Scalar 公司，将专利许可产生的未来应收许可费，转移给由信托银行控股的一家特殊目的公司——TMK(Tokutei Mokuteki Kaisha)。在证券化阶段，特殊目的公司向投资者发行三种证券——特殊债券、享有优先权的优先出资证券和特殊份额受益证券。特殊债权，类似于公司债权，是特殊目的公司发行的约定一定期限内还本付息的一种有价证券。它是以被许可人 Change 有限责任公司每年按期支付的专利许可费来偿付。

为了进一步吸引投资者，由保证人对发行的特殊债券进行了担保，作为债券信用等级增强手段，提高了债券的信用等级。优先出资证券表彰了优先出资股东对基础资产享有的优先份额，类似于公司股票。本案中最为特殊的一种证券是特殊份额受益证券。在资产证券化中，不同组织形式的特殊目的机构发行的证券是严格区分的。特殊目的公司只能发行资产基础证券，而不能发行受益证券。这是因为不同的组织形式在转移和处分基础资产时，产生的法律关系和享有的法律权利存在着较大差异。投资者与特殊目的公司之间是一种投资关系，投资者享有类似于股权或债权的权利。而投资者与特殊目的信托之间是一种信托关系，投资者享有的是信托受益权。本案之所有存在着受益证券，是因为存在着一个特殊的机

⁴⁰ 李菁、刘洪玉：《日本资产证券化中处理债权让与通知问题的经验及其借鉴》，载《中国房地产金融》2003 年第 10 期。

⁴¹ 焦洪涛、林小爱：《知识产权资产证券化——“金融创新与知识产权”专题研究之二》，载《科技与法律》2004 年第 1 期。

构投资者—信托银行。信托银行通过发行信托受益证券的方式募集资金，再作为机构投资者购买特殊目的公司发行的资产基础证券。因此，在本案中进行了两次融资，发行了存在较大差异的三种有价证券。⁴²

Scalar 案作为日本政府部门的试验品，通过证券化实际获得的融资只有 20 亿日元。在支付给法律、会计、税收和金融事务专家以后，几乎没有剩余，难以获得利润。专利证券化在日本还处于早期发展阶段，需要克服许多障碍，专利资产证券化更是如此。但不管成功与否，作为一种尝试，Scalar 案毕竟迈出了专利资产证券化的第一步。

2.3 国外专利证券化的启示与借鉴

2.3.1 专利证券化宜以专利衍生债权为基础资产

美国的两个专利证券化案例都发生于药品专利领域，发起人以科研机构为主体，由于生物制药行业的分工愈发细致，大学及科研机构等有足够强的专业知识及设备能够研制出新的药品专利，但是却不进行药品的生产销售活动。因而出于尽快将现有专利权进行产业化应用，从而收回前期研发成本及预期利润，并获取充足的资金用于新研究项目之目的，科研机构更易于通过证券化处理快速便捷地获取资金支持。而日本的专利证券化则是作为创新企业获得资金的新型融资工具，主要是立足于企业自身的融资需求，通过证券化在短期内迅速融得资金投入到了生产经营之中。虽然美国与日本专利证券化是基于不同的出发点和目的，但两国都不约而同地选择以许可费为专利证券化试水的基础资产，可谓“殊途同归”。许可费收益权是收取未来产生的专利许可使用费或转让费的权利，其实质就是专利转让或许可使用应收款项所产生的可预期的未来债权。

其实早在 2002 年日本经济产业省声明要对信息技术和生物领域等企业拥有的专利权实行证券化经营的时候，其最初的设想是由政府策划设立特定的公司，以专利权作为基础资产进行经营，在此基础上面向资本市场发行证券，募集的资金作为专利权转让的价金支付给专利权人，该公司再以收取的专利使用费作为偿还证券本息的现金流来源，以此改变大部分沉睡专利的闲置状态。⁴³但设想中的图景并未在随后一年开展的 Scalar 案中采用，本案中专利证券化的基础资产并非四项专利权本身，而是对专利权处置后未来可以取得的排他性专利许可费。⁴⁴

这正是因为专利价值受到各种因素的影响具有较强的不确定性，对未经转化利用的专利可产生的现金流难以预测，而将目标锁定在业已转化的专利上，根据

⁴² 袁晓东：《日本专利资产证券化研究》，载《电子知识产权》2006 年第 7 期。

⁴³ 资料来源：<http://news.sina.com.cn/w/2002-04-01/1130529892.html>，2013 年 11 月 25 日访问。

⁴⁴ 2004 年 12 月 29 日，日本 UFJ 信托银行率先在日本开展专利信托业务，接受了首例铲土机液压管制造方法专利的信托，专利权人通过登记将专利权转移到信托公司名下使其成为法律上的专利所有权人。UFJ 信托银行将通过大田区产业振兴协会与中小企业签订专利信托合同，代为办理其专利使用许可合同订立和专利使用费的收取业务。

其市场表现等较为具体的指标可以对现金流产生更为准确的评估，不用纠结于其是否具有市场需求，避免加大自身证券化的成本与风险。美国与日本的专利证券化案例都是以已经获得转化利用的专利之上衍生的许可费收益权为基础资产，在此基础上对现金流的可预测性及稳定性进行评估，对风险与收益进行分析，选择最适宜的基础资产，以最优化的设计与安排开展专利证券化活动。当然，日本选择以专利衍生债权取代专利权本身作为证券化处理的基本资产并不意味着其最初的设想就是错误的，正如我们前面所阐述的那样，以专利权为基础资产有待于各种配套制度的完善与发展，只是目前的条件尚未成熟、操作难度过大。

2.3.2 构建资产池的必要性

专利证券化中的资产池实质上是将具有一定特征的资产集聚成较大规模，以通过科学的资产组合机制实现稳定收益、分散风险的效果，构建资产池作为专利证券化现金流的支撑是国外在实践中摸索出的有益经验。美国在 Zerit 专利证券化案中仅以这一项专利许可费为基础资产，由于专利自身的特殊性及其被取代的风险爆发，在资产支持证券存续期间该项资产已经不再能持续地产生足以偿付证券本息的现金流，最终导致了第一次资产证券化尝试折戟。这次专利证券化的尝试充分反映了专利证券化的特殊性，即由于专利技术进步招致专利使用方的折价出售行为，但这一风险的防范并非绝无可能，通过构建资产池取代单薄的一项许可协议支持，可以避免专利证券化的开展过于依赖单一专利及被许可人的表现。⁴⁵即使其中某项基础资产陷入风险之中，专利池中的其他资产也能够继续为证券本息的受偿提供现金流支持。

正是基于这样的认识，Royalty Pharma 公司在总结失败经验后开展的第二次专利证券化尝试中，以 13 种专利许可费为基础资产构建资产池，终于实现了资产证券化的顺利开展。专利组合能降低单一专利许可现金流不足额度风险，而且资产的恰当充足有利于进一步降低风险。⁴⁶因而在构建资产池时，对基础资产选择及资产池的配置上也应进行妥善选择与安排。Royalty Pharma 公司在本次证券化安排中选取了被许可人实力雄厚、专利产品占据市场强势地位的 13 种药品专利组建基础资产池，通过资产的多样化来降低和分散风险。⁴⁷资产池的质量直接影响所发行资产证券的品质与信用，关系到资产证券投资收益的按期兑付，是专利证券化最关键的步骤。虽然日本的专利证券化没有构建资产池也得以顺利开展，但这一过程中政府参与较多，证券化成本过高且收效甚微，没有真正发挥专利证券化的应有之义。

⁴⁵ John S.Hillery.Securitization of Intellectual Property:Recent Trends from the United States, Washington CORE, 2004(3). p.19.

⁴⁶ Ronald S Borod, N Update on Intellectual Property Securitization. Journal of Structured Finance. Winter 2005. Vol. 10.

⁴⁷ 邹小芑、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。

2.3.3 政府助推下启动专利证券化进程

日本于 2002 年 3 月颁布了《知识产权战略大纲》，并将“知识产权立国”定为国家战略，此后日本政府就致力于知识产权的商业化开发，积极地将知识产权证券化这一金融创新工具运用于知识产权的商业开发中。从 2003 年开始，日本知识产权战略本部每年发布《知识产权的推进计划》（以下简称“计划”），均提到如何促进包括专利在内的知识产权进行证券化融资的问题。2003 年计划特别强调“利用信托制度促进知识产权管理和流通，实现利用知识产权筹集资金制度的多样化”；2004 年计划指出针对战略性知识产权管理和融资过程中利用信托制度的法律，日本将采取必要措施；2005 年计划要求按照企业的需求采取措施进一步加速知识产权信托的利用。而且在经过一系列的努力，日本终于在政府部门的试验下于 2003 年成功实施了首例专利权证券化交易，从而标志着专利证券化在日本的开端。⁴⁸由此可见，在专利证券化的萌芽阶段，政府的助推是促进其破土而出的利器，政府的参与不仅反映了国家实施知识产权战略的决心，保证产业政策的导向，还为投资者提供了充分的信心支持，并可以在很大程度上控制证券化的风险、节约成本。

尽管美国的专利证券化活动的开展没有政府的参与，但在其实施住房抵押贷款证券化初期也是政府积极参与并推动的，其中美国联邦抵押协会和联邦住宅局参与了证券化的运作并提供了必要的信用支持，发挥了做市商的作用。因此，作为美国资产证券化开端的住房抵押贷款证券化的运作模式就属于非常典型的政府主导型模。实践证明，这种模式对推动住房抵押贷款证券化的发展，解决住房金融问题，作出了突出的贡献。

金融危机的余波未平，我国资产证券化也是刚刚重启，资产证券化业务的开展尚处于摸索阶段。在这种情况下，出于解决创新型企业的融资需求和推动专利技术的需要，将基础资产由传统资产领域扩展到专利领域，由政府主导显然更为合适。政府的积极推动相当于为专利资产支持证券提供了隐性的政府公信，可以为广大投资者提供强大的信心支持，为发起人点亮积极利用专利获取融资的曙光。因此，在专利证券化的起步阶段，我国宜采用政府主导型的专利证券化模式。

3. 深圳市实施专利证券化的迫切性

3.1 破解科技型企业融资难的迫切需求

我国目前最大的问题是融资结构不平衡，高度依赖间接融资，以银行作为金融中介机构间接实现资金融通，直接金融所占比重远远低于间接金融，风险极易积聚。⁴⁹深圳市也概莫能外。对于大企业而言，其资金上的压力并不明显，即使

⁴⁸ 袁晓东：《专利信托研究》，知识产权出版社 2010 年版，第 194-195 页。

⁴⁹ 中国整个社会融资结构大概就是这样一个比重，各类贷款加上信托贷款、外币贷款、承兑汇票等，间接

需要融资，他们也会考虑传统的实物抵押借款，且更易获取银行贷款。但对科技型中小企业而言，资金制约这一痛点如“阿喀琉斯之踵”一般，虽小但足够致命，伤害的也不仅是一个个科技型企业，更有可能威胁到新兴产业未来的发展。尤其对于掌握大量专利技术的科技型企业而言，由于企业规模较小、尚处于初级发展阶段，难以通过信贷等常规渠道获得充足的资金支持，而通过股权融资又可能带来控制权稀释的风险。尽管近几年来深圳市积极地推进知识产权质押融资的发展，但是深圳的银行业在盈利状况尚好的情况下，信贷品种和尺度上相对保守，审核标准较高，并规定了授信额度，企业仅能根据知识产权评估价值的一定比例获取贷款，难解燃眉之急。

在这种情况下，通过专利证券化设计可以快速回笼研发成本、获取预期利润，将资产存量变为流量，并为进一步科研创新提供资金支持。对作为专利权人的科技型企业而言，通过专利证券化的方式进行融资，相当于以基础资产的信用为融资担保，而不用对企业自身的信用进行严苛的考察，能够更便捷迅速的获取融资。⁵⁰且以专利证券化的方式进行融资，不仅提高了专利的利用率，还使得资产负债表更为美观，又避免了以股权等方式进行融资可能导致的控制权稀释等问题，这正是科技型企业融资与控制权兼得的双重需求的完美满足。⁵¹

此外，科技型企业通过专利证券化获取的融资，不仅能够满足生产经营及进一步科研的需求，还能将自己从各种风险可能带来专利贬值、专利衍生债权难以实现的风险中解救出来，变不确定性为确定性，将风险转移给愿意承担的投资者。可以说，专利证券化将为创新企业开拓一条新的融资渠道，有利于解决我国目前中科技型企业发展势头强劲、融资矛盾相对突出的现状，开辟了资金供求双方的直接融资渠道。

3.2 满足投资者利用闲置资金与分享科技成果的强大需求

随着国家经济发展水平及人民生活水平的提高，我国的资本市场上出现了巨额资金的投资需求与市场有限的投资产品不能满足这种需求的矛盾，不仅投资渠道单一，且现存的投资产品往往无法够满足投资者对收益率及风险的需求。这种矛盾一方面可能造成大量资金通过各种渠道涌入股票市场进行投机性交易，大大加剧了我国股市的风险，另一方面带来了数额畸大的储蓄存款量。

为了解决这种矛盾，我国有必要丰富资本市场的投资品种，而专利证券化作为一种金融创新工具，可以通过严谨的法律结构和精妙的结构金融技术设计出具

融资占全社会的融资总额达到 88%。股权、债权等直接融资加在一起占全社会的融资总额的 12%。参见姚刚：《中国高度依赖间接融资 未来私募融资空间很大》，

http://finance.people.com.cn/stock/n/2013/0301/c67815-20647330.html?_fin。

⁵⁰ David Edwards, Patent Backed Securitization: Blueprint For a New Asset Class, GERLING NCM Credit Insurance, Inc. 2002.

⁵¹ Jay C. Klear , applicability of private equity fund structure in the furtherance of intellectual property securitization[J]12002 Colum. Bus L. Rev 796.

有不同风险收益组合的证券，满足投资渠道多元化的需求。资产支持证券通常为固定收益类产品，投资者可以获得较为稳定的较高回报。以专利衍生债权为基础资产的证券化交易，能够降低管理技术的风险及其运作风险。而且对投资者而言，其购买的是专利证券化产品而非公司的股份，无需受到公司企业在生产经营过程中可能面临的各种商业风险的影响。在有效的风险隔离措施之下，专利所有公司、企业的市场风险、运营风险等将不会对专利技术所产生的现金流产生明显影响。通过专利证券化设计可以将资产存量变为流量，将社会资金与缺少流动性的资产接轨，加快融资变现的同时释放出大量风险可控的投资空间，不仅能够满足各类投资者不同的风险偏好及投资需求，还为其分享知识经济所带来的高额收益，分享科技进步带来的利益提供了路径，进一步推动深圳市的科技创新能力。

3.3 拓展中介服务机构业务范围、巩固全国金融中心地位的客观需求

专利证券化过程复杂、专业性强，不仅需要证券公司、信托公司等金融机构通过设立 SPV 从事证券化业务的开展，还需要专利评估机构、信用评级机构、会计师事务所、法律服务机构等众多金融服务机构的共同参与。近年来，深圳市重视加强金融基础设施和金融生态建设，通过一系列政策的制定大力扶持金融中介服务机构发展，一定程度上实现了金融中介服务的规模化、集约化，中介服务机构成长速度很快，专业化水平不断增强。经济环境全球化的趋势、社会经济环境的变化及法律环境的改善使得中介服务机构的展业空间得到巨大拓展。

随着基础资产类型的不断扩张，证券公司可以逐渐尝试从传统的证券经纪、证券发行承销、证券自营业务中开辟新的发展渠道。尤其是随着《管理规定》的出台，券商资产证券化基础资产范围不断扩张，从传统的不动产资产向收益类债权发展是其业务范围拓展的必然趋势。对于信用评级、资信评估等其他中介服务机构而言，专利证券化市场也为他们提供了拓展业务范围的新渠道。科技与金融的融合一方面满足了科技型中小企业对于资金的强烈渴求，一方面成为金融机构获得新的利润增长点的吸引力。较早进入专利证券化领域有助于中介服务机构在新兴市场上开疆拓土，依靠经验和信誉的取得而获得控制交易的强势地位，并在日后依托这一强势地位而获取丰厚回报。因而，中介服务机构是专利证券化的催化剂，中介服务机构拓展业务范围的需求也成为专利证券化发展的动因之一。

中介服务机构为实现这种需求而付出的努力也将反过来为专利证券化的启动提供数量充足且素质优异的中介服务力量，并在这一过程中获得自身结构构成的改善及专业水准的提高，从而进一步巩固深圳市的全国金融中心地位。作为金融中心城市，深圳市早在 2007 年就通过《深圳市国民经济和社会发展的十一规划纲要》确立了建设中国一流的现代化、国际化的金融中心城市的奋斗目标，并

在此后的发展中逐步实现了这一目标，充分发挥了金融中心的辐射作用，为深圳市及周边城市乃至全国提供更为完善的金融服务。⁵²为了维持全国金融中心地位，深圳市始终走在金融业发展的前列，对金融创新抱持着开放、包容的态度，并不断加强金融业基础设施建设，推动直接融资的发展。作为金融创新的产物，专利证券化的实施无疑能够促使深圳市金融发展保持先进地位，并在金融创新的浪潮中充当“排头兵”，在探索中不断推动经济发展。

4. 深圳市实施专利证券化的环境检视

4.1 深圳市可供证券化的专利资产发展充分

2009年，深圳开始重点发展生物、互联网、新能源、新材料、新一代信息技术和文化创意六大战略性新兴产业，至今，战略性新兴产业已承载起深圳质量跃升的重任，深圳的国内专利申请数量持续居全国首位并呈逐年增长趋势。从2006年到2010年，深圳市专利申请保持了稳定的增长态势，专利申请年均增速为13.56%，其中发明专利年均增速为13.22%，占据推动专利发展的主导地位。这不仅表明随着深圳市建设国家创新型城市步伐的加快，其专利申请已步入一个平稳的发展阶段，还表明企业更加重视自主创新和申请专利。相应地，从2006年到2010年，深圳市专利授权保持了高速的增长态势，专利授权年均增速为32.05%，其中发明专利授权年均增速为66.17%。发明专利授权与发明专利申请增长趋势相一致，专利授权尤其是发明专利授权高速增长，近两年发明专利授权呈高速增长态势。

在如此众多的专利申请及如此高的专利授权中，企业一直是深圳市专利申请的主体，如华为、中兴通讯、富士康、比亚迪等企业占全市专利申请近一半，占全市发明专利申请70%以上。⁵³且这些企业在维持一定的申请数量后，更加注重专利质量特别是加大对国外专利和PCT专利的申请力度。虽然近两年来部分企业专利申请量呈不断下降或保持平稳的趋势，但专利质量在逐年提高。在应用方面，深圳市包括专利在内的知识产权高新技术产品产值占全市高新技术产品产值59.1%，也就是高新技术产品产值有59.1%的自主知识产权。无论是深圳市专利数量稳居全国前列的优势，还是其专利质量在不断优化提高的事实，都为专利证券化的开展提供了充分的保障。在国际金融竞争加剧和专利资产流动性不足的情况下，如何利用新的比较优势，制定行之有效的资本战略，通过专利证券化的方式来为中小企业提供了新的融资路径选择，是我们面临的重要机遇和挑战。

⁵² 潘慧峰、郑建明：《深圳构建国际金融中心定位问题的研究》，载《深圳金融》2008年第10期。

⁵³ 刘珊：《知识产权质押融资在探索中成长》，载《中国知识产权报》2011年9月19日。

4.2 市场环境

4.2.1 发展专利证券化的市场环境

首先，深圳的金融市场和经济因子，尤其是中小企业比较活跃，相对于其他城市而言，作为国内金融较为发达的城市，深圳的企业面对的融资环境相对较好，融资途径较多。随着我国经济体制的改革和金融市场的发展，投资银行、评估机构、评级机构、法律服务机构、会计服务机构和税务服务机构等中介服务机构在我国如雨后春笋般迅速发展起来。如今，深圳市众多金融中介服务机构的服务水平已达到相当水准，加之国外著名的中介服务机构纷纷抢滩中国刺激了中介服务机构快速成长，资产证券化市场必然会争先拓展其业务范围，赚取中介服务收入。在竞争的驱动下，深圳市中介服务机构不仅已初步具备为我国的专利证券化提供专业服务的能力，而且在面对我国潜力巨大的专利市场和而对于专利证券化这一利润丰富的业务，也抱持着积极介入和全力推动的态度。中介服务机构的参与将会对深圳市开展专利证券化业务起到重要的催化作用。此外，深圳市政府为解决中小企业融资难、扶持中小企业健康发展而设立了深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司。作为专业担保机构，深圳担保集团业务与深圳市多家金融机构建立了风险共担的良性合作，关系覆盖整个深圳市，并在多年的实践工作中积累了大量经验，形成了自己的审核、调查、评估等工作流程。

其次，资产证券化多年试点实践为专利证券化的开展准备了经验。资产证券化的一系列实践为专利证券化的开展提供了宝贵经验。我国从上个世纪 90 年代以来就开始了资产证券化的探索和实践，并且已经积累了一些成功经验。2004 年 4 月，证监会启动了以证券公司专项资产管理计划为载体的企业资产证券化业务的研究论证，并于 2005 年 8 月开始了证券公司企业资产证券化业务的试点，此后中金公司完成了国内首个企业资产证券化项目——“中国联通 CDMA 网络租赁费收益权的专项资产管理计划”，我国企业资产证券化业务的正式起步；由于资产证券化业务缺少政策支持、相关法律法规不甚明确，使得该项业务一度停滞五年之久；直至 2011 年中信证券发行“远东二期专项资产管理计划”，企业资产证券化业务才重新启动；2012 年中信证券又发行了两个同类产品，“南京公用控股污水处理收费收益权专项资产管理计划”与“欢乐谷主题公园入园凭证专项资产管理计划”，进一步迎合了市场需求，推动资产证券化业务的开展。这些资产证券化案例的成功运作，资产证券化实践的不断深入和交易模式的不断完善必将为专利证券化的推广和开展提供更加丰富的实践经验和更加全面的制度准备。

再次，深圳市专利质押融资经验能够为专利证券化开展提供良好的基础。据统计，2006 年 1 月至 2011 年 6 月我国累计实现专利权质押 3361 件，质押金额达人民币 318.5 亿元（含外汇）。而作为金融创新的先驱者，深圳市始终走在开

展专利质押融资的前列。以深圳市南山区为例，为了配合《深圳市促进知识产权质押融资若干措施》的实施，深圳市南山区政府发布了《知识产权质押贷款操作流程》，并通过深圳担保集团、力合智通融资担保公司、风险投资俱乐部等一系列相应中介机构具体操作流程的发布，形成了切实可行的运作方式，规范了包括专利在内的知识产权质押融资流程。而以深圳担保集团为代表的这些金融中介服务机构在中小企业专利质押融资等方面取得的经验，必然会对专利证券化的顺利开展提供有益帮助。

最后，深圳市能够为专利证券化受益凭证的流转提供良好的环境。深交所综合协议交易平台的建立使得专项资产管理计划收益权份额等证券的协议交易，可以通过协议平台进行，《深圳证券交易所综合协议交易平台业务实施细则》也对专项资产管理计划收益权份额等证券的交易规则作出了较为详尽的规定，并采取了诸多措施保障交易的安全稳定。在深交所综合协议交易平台流转的专项资产管理计划协议，其交易价格由买卖双方自行协议确定，对专项资产管理计划收益权份额协议交易也实行当日回转交易。此外，海通证券、国泰君安、国信证券、申银万国、中信建投、广发证券、兴业证券等七家证券公司成为首批柜台交易业务试点券商，也成为资产支持证券可转让的场所之一。在中国证券业协会机构间报价与转让系统尚未设计完善的情况下，券商将承担起专利资产证券化在券商柜台交易市场推动起来的重任。在这样一个良好的氛围下，积极推动专利证券化发展，进一步拓宽高新技术企业融资途径，是顺理成章的美事一桩。

4.2.2 不利之处

统一而富有流动性的资产证券化市场是专利证券化得以顺利开展的有力支持。虽然深圳市在促进资产支持证券流动性等方面已经占据较为优势的地位，但我国的资产证券化市场却不尽如人意，存在着严重的人为分割现象，这必然会对深圳市发展专利证券化的市场环境造成一定程度上的影响。割裂的资产证券化市场和弱流动性的二级市场使得专利证券化在发行方式和交易市场的选择上面临不小的困难。金融机构发行的资产证券化产品只在银行间债券市场流通，而券商发行的企业资产证券化产品则只能在沪深交易所挂牌交易。两个市场在参与主体、基础资产、操作模式、交易机制等方面都存在着很大的差别。企业资产证券化业务由证监会监管，主要依据《证券公司专项资产管理办法的通知》来进行操作。信贷资产证券化产品则由人民银行和银监会共同监管，目前的管理办法的《信贷资产证券化试点管理办法》、《信贷资产证券化试点会计管理规定》、《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》等。由于这两个市场被人为割裂，证券化产品在这两个市场之间不能互相流通，从而导致二级市场流动性很差。

虽然证监会模式下的资产证券化在《管理规定》中为做市商制度的引进提供了明确依据，但是相较于信贷资产证券化，企业从事的专利证券化由于预测难度

较大、现金流稳定性难以保证、预期收益确定性不强，金融机构通常要承受较大风险做市，是否能如预想般收效也难以预料。⁵⁴这些问题的存在都会造成资产支持证券流动性不足的风险。

4.3 法律环境

4.3.1 专利证券化的现有法律支持

和专利相关的法律体系日益完善、资产证券化实施规则的相继发布为专利证券化的开展提供了重要的法律基础和操作依据。目前我国涉及专利方面的法律法规有《中华人民共和国专利法》《中华人民共和国专利法实施细则》《国防专利条例》《集成电路布图设计保护条例》《计算机软件保护条例》《中华人民共和国知识产权海关保护条例》《中华人民共和国海关关于知识产权保护的实施办法》、《中华人民共和国植物新品种保护条例》《中华人民共和国植物新品种保护条例实施细则》《促进科技成果转化法》等。这些法律法规的确立和完善在保护专利的同时也规范了专利的商业应用。另外，诸如《中华人民共和国合同法》、《中华人民共和国担保法》、《证券法》、《公司法》、《企业债券管理条例》、《企业债券发行与转让办法》、《信托法》、《破产法》等一系列与金融市场相关的法律制度的完善也为专利证券化的实施提供了必要的法律环境。

受 2004 年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（即“国九条”）的影响，“积极探索并开发资产证券化品种”成为市场监管者的共同任务。这一目标的提出，为监管者提供了推动金融创新的明确依据和政策支持，监管层积极地在各自领域内探索资产证券化的合理路径，设立资产证券化创新试点，通过制度的完善以回应政策要求。债券市场被分割为银行间债券市场和交易所市场，资产证券化业务也因此兵分两路：一是受中国人民银行和银监会监管的信贷资产证券化，主要在银行间债券市场进行交易；另一条是受证监会监管的证券公司开展的资产证券化活动，原称为“企业资产证券化”，主要在交易所进行流通。⁵⁵

央行与银监会主导的信贷资产证券化主要发起人通常为银行金融机构，由获得银监会许可的信托公司作为受托机构，依据《信托法》、《信贷资产证券化试点管理办法》与《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》，设立信托型 SPV 面向银行间市场投资者发行资产支持证券，并在银行间债券市场流通交易。财政部下发的《信贷资产证券化试点会计处理规定》及财政部、国税总局联合发布的《关于信贷资产证券化有关税收政策问题的通知》则分别作为信贷资产证券化配套的会计、税收政策，与前述法律规定等共同构成信贷资产证券化的主要制度依

⁵⁴ 方勇：《我国发展信贷资产证券化亟待解决的问题》，载《中国证券期货》2012 年第 11 期。

⁵⁵ 马爽：《海通证券研报认为：政策力推券商创新》，载《证券日报》2013 年 3 月 13 日。

据。

此外，央行发布的《资产支持证券信息披露规则》对资产证券化过程中参与各方的信息披露义务作出了较为详细的规定，资产支持证券的信息披露除适用该规则外，还适用于央行发布的《信贷资产证券化基础资产池信息披露有关事项公告》、《全国银行间债券市场债券交易管理办法》和《全国银行间债券市场金融债券发行管理办法》等其他有关规定。

与资产支持证券在银行间债券市场的登记、托管、交易和结算等事项相关的规定主要有《中国人民银行公告》（2005）15号文、央行《关于全国银行间同业拆借中心发布〈资产支持证券交易操作规则〉的批复》与《关于中央国债登记结算有限责任公司发布的〈资产支持证券发行登记与托管结算业务规则〉的批复》，批复同意后，全国银行间同业拆借中心、中央结算公司分别发布了《资产支持证券交易操作规则》与《资产支持证券发行登记与托管结算业务操作规则》，对资产支持证券报价、交易、信息相关服务及登记、托管、结算等进行了较为细致的规定。此后，银监会又陆续下发《关于进一步加强信贷资产证券化业务管理工作的通知》及《商业银行资产证券化风险暴露监管资本计量指引》等文件。2012年中，财政部、央行与银监会联合下发了《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》，在总结前期试点经验的基础上对信贷资产证券化制度进行了完善。2013年的最后一天，中国人民银行和银监会联合发布《关于规范信贷资产证券化发起机构风险自留比例的文件》，规范信贷资产证券化发起机构风险自留行为，调整商业银行对于次级档资产支持证券的风险资产计提系数。

2004年4月，证监会启动了以证券公司专项资产管理计划为载体的企业资产证券化业务的研究论证，并于2005年8月证券公司企业资产证券化业务的试点工作。彼时证监会尚未出台针对资产证券化的专门规定，因此企业资产证券化活动的开展，多是在证监会主导下，利用《证券公司客户资产管理业务试行办法》及中国联通CDMA网络租赁费收益权的专项资产管理计划的相关规定，确立由创新类证券公司向社会发售资产收益凭证，发起设立专项资产管理计划，用计划所购买的企业资产产生的现金流偿付投资者权益，并通过证券交易所大宗交易系统流通资产收益凭证的企业资产证券化框架。⁵⁶中金公司完成了国内首个企业资产证券化项目——“中国联通CDMA网络租赁费收益权的专项资产管理计划”，证监会体系下的企业资产证券化业务正式起步；随后，证监会面向部分创新试点券商下发了《证券公司专项资产管理办法的通知》，对券商开展企业资产证券化业务的试点原则、参与主体、基础资产、专项计划结构等监管细则作出了初步规定；但由于资产证券化业务缺少政策支持、相关法律法规不甚明确，该项业务一度停滞五年之久；虽然2009年5月证监会发布《试点指引》，但直至2011年中

⁵⁶ 洪艳蓉：《中国资产证券化的制度竞争与协调》，载《证券市场导报》2006年9月。

信证券发行“远东二期专项资产管理计划”，企业资产证券化业务才重新启动；《管理规定》的出台取代了此前的《试点指引》，与《证券法》、《合同法》等基础法律构成证监会体系下资产证券化的全部法律依据。

客观地讲，我国信贷资产证券化比企业资产证券化更为广泛，监管体系也更为成熟。但专利证券化显然不属于银监会模式下的信贷资产证券化业务，而是企业为主要发起人对自身专利权衍生债权进行证券化处理获取融资的过程，理应归属于证监会模式之下，也因此受到证监会模式下资产证券化业务相关法律法规的监管。证监会模式下的资产证券化活动，由证监会通过审批制来限制专项计划的设立，并审慎地监管专项计划发行资产支持证券的全过程。与信贷资产证券化相比，虽然企业资产证券化在法律规制层面有所欠缺，但证监会模式下的资产证券化活动突破了信贷资产证券化关于额度的限制，拓展了基础资产的范围，赋予专利证券化更大的创新空间及发展的可能性。

4.3.2 法律制度的不足之处

(1) SPV 组织形式的单一化

SPV 设置的意义在于利用金融中介形式巧妙实现信用市场和资本市场资金的流动和聚合，通过风险隔离机制实现破产风险的有效隔离，从而保证开展资产证券化业务时现金流的安全性，增强对投资者的吸引力。特殊目的载体的法律组织形式分为信托型、公司型、有限合伙型三种形式，日本 Scalar 专利证券化案例中 SPV 的设置采取的是特殊目的公司的形式，美国的两起专利证券化案例都是采取特殊目的信托的形式。但是在我国目前的法律框架下，设立这两种形式的 SPV 均存在一定的缺憾之处。公司型 SPV 的法律制度相对完善，能够为 SPV 的设立提供比较好的制度基础，这是其相较于信托型 SPV 的优势。⁵⁷但是也正因如此，我国对公司的法律监管较为周密，从公司设立、组织机构到证券的发行等方面都作出了诸多限制规定。由于 SPV 通常只是空壳实体，则公司型 SPV 在专利证券化的实际操作中通常是一个仅有少量资产的空壳公司，难以满足我国《公司法》对公司注册资本、股东人数的限制，这就使得作为空壳公司的 SPV 难以进行公司注册并取得独立的法人资格。⁵⁸而且公司型 SPV 还面临双重征税的问题，这将大大提高专利证券化的融资成本，因此迄今为止我国法律和实践中都没有公司型 SPV 的踪迹。

我国信贷资产证券化多采用信托型 SPV，而目前企业资产证券化采取的“专项资产管理计划”形式与信托型大同小异，是具有我国特色的监管博弈下的产物。由于信托财产独立性与证券化破产风险隔离的天然契合优势，信托型 SPV 是专

⁵⁷ 罗璨：《资产证券化 SPV 组织形式的“次优选择”》，载《商业时代》2013 年第 22 期。

⁵⁸ 我国《公司法》于 2013 年 12 月 28 日作出修改，取消了关于最低注册资本的规定，为公司型 SPV 的设立扫除了法律障碍。但此次修改的初衷主要是为了降低公司设立成本，激发创业热情，空壳公司是否能借此机会获得工商部门的认可，从而成为多元化 SPV 组织形式的一部分，仍有待观察。

利证券化特殊目的载体的首选模式，也是国外包括专利证券化在内的知识产权证券化实践中最为常用的模式。⁵⁹我国《信托法》虽然对信托财产的独立性和受托人对信托财产的管理作出了原则上的规定，但专利证券化基础资产能否满足信托财产独立性、确定性等要求尚未明确。由于大陆法系奉行的“一物一权”理论与英美法中的信托精神有一定的出入，专利证券化基础资产在“真实出售”的实现上存在有待优化之处。且我国的《信托法》中还缺乏对受托机构以信托财产为基础发行受益凭证的具体过程的规范性规定。若要达到现行法律的要求，将增大SPV的成本，同时又违背了资产证券化降低融资成本的初衷。

可见，科技型中小企业在利用专利证券化方式进行融资时，作为发行主体的SPV在具体制度设计上仍面临一系列法律障碍。但从长远来看，《管理规定》不仅明确了证券公司可以采用专项资产管理计划的形式，还规定其可以采取“中国证监会认可的其他特殊目的载体”，为未来正式引入基金、特殊目的信托、特殊目的公司等其他形式的载体预留了空间。

(2) 未来债权转让的困境

由于专利证券化的基础资产是专利衍生债权，是基于专利权行使而产生的未来应收账款，所以专利证券化过程中的资产转移即是对未来应收账款收益权的转移，是通过对未来债权的转让实现的。因此专利证券化中的资产转让环节，并不存在现实债权，而是以未来债权为基础资产而发生的债权转让的活动。专利证券化中的债权转让，一方面是践行了债的相对性的突破，实现了特定人之间的债权债务关系向合同之外的第三方的转移；另一方面，专利证券化中的资产转移实现了对未来债权的转让，完成了债权类型由现实债权向未来债权的扩张。

我国《合同法》对债权的转让做出了规定，但是并未对债权进行区分，关于未来债权的处理在《合同法》及其他法律中难觅依据。作为资产证券化的重要基础资产，未来债权在以后经济生活中的施展空间必将愈加广阔，成为债权的重要形式。而且由于未来债权相较于现实债权有更多的不确定性，往往也潜藏更大的风险，更需要法律的规制和规范。而现行债法关于未来债权规定的缺失，恐怕难以适应经济发展，也为专利证券化的开展造成了一定的制度困境，原始债务人的抗辩权、抵消权如何向SPV行使，SPV作为新债权人的利益如何保障等问题都直接关系着专利证券化的平稳运作。

同时，《合同法》第80条还规定债权让与只有在通知债务人之后方能对债务人生效，《管理规定》第9条也重申了债权为基础资产时，将债权转让事项通知债务人的必要性，但是关于具体采取何种方式通知却均无细化规定。从国际趋势来看，出于节约成本、提高效率的考虑，债权转让的通知都趋向于采用较为简便

⁵⁹ Len Blum, Introduction, in Anand K. Bhattacharya & Frank J. Fabozzi ed, *Asset-backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates, 2006. p243.

易行的方式。⁶⁰我们认为，债权转移的通知方式不仅关系到专利证券化的成本和效率，还关系到证券化过程中的安全问题，因为债权的转移往往伴随着风险的转移。我国当前关于债权转移的通知方式虽无明确规定，但通常认为应是逐一通知的方式，这种方式能否适应专利证券化需求仍有待考证，即便能够适应专利证券化的需求，关于未来债权的转让及通知也需要立法予以明确的规范，使得债权转让有法可依。

(3) 破产风险隔离的模糊性

SPV 设立之后便要考虑基础资产的转让问题，这是证券化交易必不可少关键步骤，而恰恰在这一最基本的层面上，信托的逻辑与证券化的破产隔离要求之间存在一定的隔阂，我国《信托法》关于信托方式的描述使得该问题更为突出。⁶¹虽然有学者根据金融创新日新月异的推进转变了看法，认为信托财产独立性的实现并非仅仅取决于信托财产权属转移与否，更重要的是信托法的具体规定及交易结构的设计，“立法上的含糊其词反而为信托制度在复杂交易形态中的应用提供了灵活空间，让当事人能够根据交易目的决定是否转移信托财产的权属。”⁶²从《管理规定》第 32 条来看，现行规定实际上也在某种程度上允许原始权益人保留对基础资产的重大影响，并没有对剥离基础资产以实现原始权益人与 SPV 之间的风险隔离作出严格要求。但是，模糊不清的规定在为现实操作创造灵活性的同时，也给了破产风险有机可乘的空间。

事实上，当风险随着基础资产收益的转移而由投资人共同分担，原始权益人既已取得相应的转移对价时，原始权益人根本没有动力去保证基础资产的质量，对其采取的约束措施也只是维持生产、提供必要保障与重大事项书面报告，管理人、托管人要做的也就是风险披露及对原始权益人的督促、监督和检查。这种约束未免太过薄弱，难以抑制原始权益人放任基础资产质量下降的冲动，强化了证券化运作的风险。我国《破产法》中虽然规定了关于特定财产转移无效或可撤销的情形，但是并无关于真实销售和实质合并⁶³的规定及认定标准，难以在专利证券化过程中有效防范实质合并的发生。

专利证券化的实质是专利衍生债权的证券化，通过债权让与而非专利权本身的转让，SPV 取得对未来债权的收益权，故而专利转让或许可合同的履行关系到专利证券化最终能否取得成功。不同于已履行合同，专利衍生债权的基础合同尚处于不完全履行的状态，虽然基础法律关系已经具备，协议也已经由双方签订完

⁶⁰ 英美等国家的债权人在履行通知义务时普遍采用自主主义的通知要求，法国、意大利和日本等国通过专门的证券化立法以简便的通知方式取代了逐一通知的通知方式。

⁶¹ 楼建波、刘燕：《信托型资产证券化中的破产隔离——真理还是幻象》，载《金融法苑》2005 年第 11 期。

⁶² 楼建波：《信托财产的独立性与信托财产归属的关系——兼论中国〈信托法〉第 2 条的解释与应用》，载《广东社会科学》2012 年第 3 期。

⁶³ 实质合并原则是美国法院在审理企业破产案件的过程中，基于衡平权利创造出的一种公平分配财产的救济制度。它要求在特定情形下突破关联企业法律上各自独立的表象，将破产的各成员公司的资产和债务予以合并，再就合并后的破产财产依债权比例分配给所有债权人，使被扭曲的利益格局恢复平衡。

毕,但是合同的实质义务仍有尚待进一步履行的部分。当发起人陷入破产境地时,如果基于该合同尚待履行的程度与义务类型将其认定为待履行合同,则有可能由被管理人依据《破产法》第 18 条的规定解除该合同。⁶⁴而无论是《破产法》,还是资产证券化的相关立法,都未对此进行特别规定,这些法律空白必然对我国专利证券化实践的开展产生影响。

4.4 政策环境

4.4.1 创新型国家道路与知识产权战略的确立

我国于 2006 年提出了增强自主创新能力、建立创新型国家的战略部署。加强我国知识产权制度建设,大力提高知识产权创造、管理、保护、运用能力,是增强我国自主创新能力、建设创新型国家的迫切需要。而专利证券化作为专利开发模式与融资模式的双重创新,对于推动我国专利的创造和转化具有十分重大的意义,必能带动包括专利在内的知识产权的开发及运用。

我国加强知识产权应用的政策法规相继出台,于 2006 年提出增强自主创新能力、建立创新型国家的战略部署;2007 年的十七大报告中明确指出“实施知识产权战略”;2008 年审议并开始实施《国家知识产权战略纲要》,提倡采取多种方式实现知识产权的市场价值;2009 年中国银监会在《关于进一步加强信贷结构调整促进国民经济平稳较快发展的指导意见》中指出,要探索推进知识产权、自主品牌质押贷款;2011 科技部等部委联合发布《关于促进科技和金融结合加快实施自主创新战略的若干意见》。日前,中国人民银行、财政部、文化部、广电总局、新闻出版总署、银监会、证监会、保监会等八部委联合发布的《关于金融支持文化产业振兴和发展繁荣的指导意见》中更明确表示“对于运作比较成熟、未来现金流比较稳定的文化产业项目,可以以优质文化资产的未来现金流、收益权等为基础,探索开展文化产业项目的资产证券化试点”。

自 2012 年起,国家知识产权局每年制定“全国专利事业发展战略推进计划”,相应地,深圳市知识产权局恪尽职守地为“全国专利事业发展战略推进计划”重点专项工作在深圳的落实添砖献瓦,不断推进专利行政执法推进工作和专利运用促进工作进展,筑牢国家知识产权示范城市的基础。

4.4.2 科技金融理念助推专利证券化发展

科技金融是随着我国科技体制改革与金融发展逐渐产生的,是政府通过创新财政科技投入方式,引导金融工具、金融制度、金融政策与金融服务为促进科技开发、科技成果转化和高新技术产业发展而作出的一系列制度安排。⁶⁵从国际成

⁶⁴ 袁腊梅:《我国发展知识产权证券化若干法律问题研究》,华东政法大学,2007 年硕士学位论文,第 43 页。

⁶⁵ 徐玉莲:《区域科技创新与科技金融协同发展模式与机制研究》,哈尔滨工业大学,2012 年博士学位论文,

功经验看，一个经济体财富创造能力的大小，取决于科技创新能力、市场发育程度和金融市场效率三个维度。⁶⁶这三者之间是相辅相成、互相促进的关系，如何形成三者之间的良性和谐发展是促进我国经济发展首要解决的课题。科学技术是第一生产力，金融是现代经济的核心，而二者的结合必然会推动市场发育日趋成熟，科技金融理念应运而生。

2006年《国家中长期科学和技术发展规划纲要(2006-2020)》的实施标志着科技金融正式出场，此后相继出台的配套政策细则中有20多项属于科技金融范畴，内容涉及银行、保险、担保、创业投资、资本市场、债券等。⁶⁷科技部会同中国人民银行、财政部、银监会、证监会等部门先后颁布的诸多科技金融政策文件，以解决科技创新成果转化与产业化环节的资金需求问题为中心，通过政策手段加快技术创新与金融深化之间融合，以金融发展服务于科技创新。2011年我国《国民经济和社会发展规划纲要》也提出要有序拓展金融服务业，围绕促进科技创新、小微企业发展等进行金融产品和服务模式的创新。

专利证券化这样的融资方式恰好契合了科技金融理念，以金融创新带动产融结合，为科技型企业提供融资渠道，既推动科技与金融的合作，又破解科技型中小企业融资难的问题。⁶⁸科技金融理念的落实离不开政府的大力支持，因此深圳市政府也定然会积极地更新观念、推陈出新，探索专利证券化的可行路径，在国家科技金融政策引导下完善相应制度及配套服务支撑。

4.4.3 深圳市实施专利证券化的政策支持

早在2008年5月，为贯彻落实深圳市《关于实施自主创新战略建设国家创新型城市的决定》，深圳市知识产权局就发布了《深圳市知识产权局关于加强知识产权保护的配套政策》，并在第三项明确提出“探索知识产权证券化机制，推动知识产权与金融业的融合。”2009年7月，深圳市知识产权局发布了《深圳市知识产权文化建设大纲》，重申了以知识产权为代表的无形资产在提高国家经济实力和国际竞争力方面的重要性。2012年4月，深圳市印发了《深圳市促进知识产权质押融资若干措施》，明确了将由深圳市知识产权局牵头，从机制建设、价值评估、融资平台等八个方面助推知识产权质押融资工作，已经在探索建立公平可信的知识产权价值评估体系方面作出了有益尝试，在推动知识产权质押融资的同时，也为实现专利证券化打下了良好的基础。

此外，《深圳经济特区无形资产评估管理办法》《广东省知识产权战略纲要(2007-2020年)》《广东省人民政府办公厅关于促进科技和金融结合的实施意见》

第16页。

⁶⁶ 刘燕华：《把握时机 大力推进科技金融体系建设》，载《深交所》2008年第12期。

⁶⁷ 房汉廷：《关于科技金融理论、实践与政策的思考》，载《中国科技论坛》2010年第11期。

⁶⁸ 唐雯、陈爱祖、饶倩：《以科技金融创新破解科技型中小企业融资困境》，载《科技管理研究》2011年第7期。

《广东省自主创新条例》等条例纲要的发布，也为深圳市实施专利证券化提供了政策支持。在影响知识产权融资项目的众多因素中，政府的主导可以发挥决定性作用，这一切无疑为专利证券化在深圳市的实施与推广提供了良好的环境。

4.5 制度先行的时机和条件已经具备

实施专利证券化在理论上的可行性我们已经在前面进行了讨论，并有国外开展专利证券化的成功案例予以佐证。具体到深圳而言，近年来，深圳市累计有效发明专利量稳居全国三甲之列，专利申请主体以科技型企业为主，既有利用专利证券化融资的动力，又有良好的政策环境与市场环境保驾护航，资产证券化法律制度也随着监管部门的不断健全而更加成熟。通过以上的分析，我们认为深圳市不仅适宜资产证券化的专利已经发展充分，而且具有发展专利资产证券化的潜在需求，实施专利资产证券化的法制环境也已经初步形成，在深圳市实施专利证券化切实可行。尽管现行立法稍嫌滞后，深圳市开展专利证券化的大环境还存在诸多障碍亟待攻破，但是任何新生事物由萌芽到发展壮大的过程都是不断突破，在摸索中趋向完善的过程。深圳市实施专利证券化环境中存在的不足是任何事物发展的初级阶段都必然面对而又终将克服的。

专利证券化甚至资产证券化相关立法的缺失，恰恰为深圳市的创新留下了足够的空间。深圳特区自 1992 年获得立法权以来，在很多方面扮演了全国立法“试验田”的角色，承担了先行先试的重要历史使命。⁶⁹深圳市作为经济特区享有法律明确授权的立法权，可以制定地方性法规及政府规章。⁷⁰2010 年，在深圳经济特区成立三十周年之际，国务院批复了深圳经济特区扩大到全市，“一市两法”这一困扰深圳社会法治多年的瓶颈得到了突破。截至目前，深圳市地方立法权的行使已有不少成功的先例，为推动深圳市的法制创新发挥过举足轻重的作用。深圳市可以通过地方立法、试点先行实现专利证券化的零突破，为资产证券化基础法律制度提供有益补充，带动专利证券化在全国范围内的开展。

5. 深圳市实施专利证券化的设想及建议

5.1 政府角色的调适

市场需求催生了新型融资模式的产生，而政府作用的充分发挥则是新型融资模式成长的重要因素。以知识产权质押融资为例，根据深圳市金融办内部调研的数据显示，截止 2010 年 6 月 30 日，深圳辖内的银行共发放知识产权质押贷款 7 笔，贷款额涉及 6.8624 亿元，不良率达 28.29%，贷款人中有 2 家是科技型企业，作为质押的知识产权有专利权、商标权两类，专利权质押贷款仅占 37%。⁷¹

⁶⁹ 陈俊：《特区立法权仍是深圳巨大优势》，《深圳特区报》2012 年 07 月 12 日。

⁷⁰ 《中华人民共和国立法法》第 63 条、第 65 条、第 73 条和第 81 条等相关法条的规定。

⁷¹ 孙颖、潘玉蓉、张玮：《科技中小企业融资难，知识产权质押融资需突破》，载《南方日报》2010 年 12

相较于深圳,其他作为国家知识产权质押融资试点单位的城市在知识产权质押融资上无疑取得了较大成功。这些城市在推动知识产权质押融资发展的过程中,或给予贴息支持,或提供贷款担保,或充当评估主体,各主管部门在具体职能的安排上做出科学合理的分工,又相互协调共同推进知识产权质押融资进程。无论是政府主导型,还是政府引导型,亦或是采取制定政策、搭建平台的政府协调型模式,这种政府推动型的发展模式无疑是这些城市在知识产权质押融资工作上取得成功的关键所在。⁷²

作为知识产权的大市,深圳之所以在知识产权质押融资的发展程度上不及这些试点城市,正是因为在这一过程中政府的正面参与较少。与内地的政府不同,驰骋在改革开放前沿阵地的深圳市政府已经实现了管理型政府向服务型政府的转变,倾向于最大程度上发挥市场在资源配置上的根本作用,在充分市场化的基础上适时地给予引导和帮助。⁷³故而深圳市政府在企业知识产权质押融资业务的推动上表现的并不如试点城市那般积极。诚然,这种服务型的政府行政理念无疑是更为先进和有益的,但是对初生事物而言,外因有时候也能发挥关键性的作用。在知识产权估值难、处置难没有解决的情况下,中小企业以自身的力量去和银行博弈,自然成效甚微,这时候由政府施以援手,往往对其生死存亡起到决定性作用。可喜的是,深圳市政府已经意识到这一点,并着手制定相关政策推动知识产权质押融资的发展。

专利证券化作为专利开发方式和资产证券化运作方式的双重创新,对于落实我国的知识产权战略和促进我国资产证券化业务的发展都有较大意义。虽然专利证券化的成熟主要靠内生力量,但由于专利证券化也面临专利价值影响因素较多、基础资产现金流分析难度较大等困境,在其发展的初级阶段很有必要依靠政府借力推动其进程。在实施专利证券化过程中,深圳市政府也应发挥政府导向作用,由单纯的服务型向政府推动型调适。

第一,在专利证券化的起步阶段,深圳市政府可以在符合当前法律规定的框架内,制订一系列的合理优惠措施对专利证券化的发展进行鼓励。一方面可以制定相关优惠政策为企业提供专利证券化融资支持,诸如宏观产业政策和微观税收政策,以及对企业发起专利证券化时的担保、评估、律师等中介费用的补贴,降

月 23 日。

⁷² 北京模式中,北京市科委充分发挥政府的引导、协调、扶持和服务功能,对知识产权质押贷款业务给予一定比例的贴息支持,并承担了相应的服务功能;上海浦东模式中,浦东生产力促进中心提供企业贷款担保,企业以其拥有的知识产权作为反担保质押给浦东生产力促进中心,然后由银行向企业提供贷款,与上海银行约定承担 95%—99% 的贷款风险,而浦东知识产权中心等第三方机构则负责对申请知识产权贷款的企业采用知识产权简易评估方式,简化贷款流程,加快放贷速度,各相关主管部门充当了“担保主体+评估主体+贴息支持”等多重角色,政府成为了参与的主导方;武汉模式中,武汉市知识产权局与武汉市财政局共同合作,对以专利权质押方式获得贷款的武汉市中小企业提供贴息支持,知识产权局负责对项目申请进行受理、审核及立项,财政局负责对所立项目发放贴息资金,并和市知识产权局共同监督。参见百度百科:<http://baike.baidu.com/link?url=a9Ix2zSd4wsfQRcQTbYQARuGFuGyqsL3xZWeDNCJ77pq61P38ZmeyQcYWL GxIQ>IfSbRiBCTdhvt2mC4H-QcPq>, 2013 年 1 月 12 日访问。

⁷³ 王磊磊、马丽:《北京、深圳知识产权质押融资现状比较》,载《法人》2009 年 10 月 9 日。

低其融资成本；另一方面可以对包括担保机构、评估机构、证券公司在内的金融中介服务机构提供政策支持，制定相关优惠政策，调动起开展专利证券化的积极性。总之，政府对专利证券化所表现出的兴趣与热情相当于为各个环节的参与者打下一剂“强心针”，不仅能够降低专利证券化的融资成本，还能调动各方参与者的积极性，最终促进专利权的开发应用和专利产业的良性发展。

第二，《管理规定》中对资产支持证券的投资者人数进行了限制，要求无论是发行时还是转让后，资产支持证券的投资者人数都不应超过 200 人。在这样的限制下，单纯依靠个人投资者对专利资产支持证券的购买力，很难顺利为科技型中小企业融得足够资金。而机构投资者的经验丰富、专业能力较强、资金宏厚、信息获取能力较强，能够作出较为专业的投资决策，既有通过投资行为获取较高收益的动力，也有承担专利证券化这一金融创新工具可能带来的风险损失的能力。境外成功的专利证券化案例中，机构投资者通常都以积极的姿态参与其中，目前主要国家在推行知识产权证券化制度的时候，主要面向的都是退休基金、保险公司、互助基金、养老基金等机构投资者。⁷⁴所以在深圳市专利证券化的开展过程中，政府应当培养机构投资者对于这一投资工具的兴趣，鼓励养老基金、金融机构、保险公司等机构投资者参与购买专利证券化产品，为专利证券化的实现提供优质、健康的投资者，以获得大量、稳定、持续的资金保障。

第三，在深圳市推广专利证券化的初始阶段，需要政府介入对这一金融创新工具以提供必要的信用支持，增强专利资产证券化的信用基础，增加投资者的信心。具体而言，可以考虑由深圳市政府主导设立 SPV 供各环节参与者参与到专利证券化运作之中。但政府设立 SPV 并非排除发起人自行设立 SPV 的可能性，尤其是当以专利衍生债权为基础资产的证券化的发展日趋成熟时，政府应当逐渐淡出，将 SPV 的设立等交由市场机制运作。

5.2 工作思路的厘定

5.2.1 我国“准专利证券化”案例

2000 年 10 月 25 日，武汉国际信托投资公司开我国专利信托之先河，在全国首次推行专利信托业务。此次专利信托由武汉市知识产权局、武汉市国际信托投资公司和武汉晚报三家合作实施，整合了政府、金融机构和媒体在专利法律状态审核、专利信托运作及专利技术宣传等方面的综合优势，并迅速的确定了第一批参与专利信托的项目。

在首批专利信托项目中以湖北省电力局高级工程师郁百超发明的“无逆变器不间断电源专利”最受重视，武汉国际信托投资公司就该项目制作、发行了风险

⁷⁴ See Jay C. Klear, "Applicability of Private Equity Fund Structure in the Furtherance of Intellectual Property Securitizations", *Columbia Business Law Review*, 2002 *Colum. Bus. L. Rev.*796.

投资受益权证，向法人发行 2200 张权证，每张 6 元，含权万分之一，募集资金 13200 元用于专利信托的开展。在此期间，武国投为实现信托专利的推介转化展开了一系列的论证、检测和宣传工作，并积极地与春兰、海尔、长虹等多家企业就信托专利的实施转化进行洽谈，其中深圳华达电子公司表现出了浓厚的兴趣，并提出了较为具体的合作方案。但由于在专利信托项目的运作过程中，武国投内部出现了分歧，不仅在之前的推广过程中未能抓住机遇营造多家公司竞价局面以实现专利成果转让的合理定价，而且在后期就转让费、风险投资基金的组织等方面未能与华达电子达成一致，直至专利信托期限届至，该项专利仍然没有成功获得转化。⁷⁵2002 年 12 月 20 日，武国投致函武汉市知识产权局，表明武国投决定终止专利信托业务，不再与郁百超续约，我国首例专利信托案即告失败，原计划由专利权人、信托投资公司、社会投资者按约定的比例对专利许可费或转让费进行分成的打算也落空了。12 月 31 日，华达电子与郁百超个人签订合同，以 500 万元转让该项专利技术。

之所以称该专利信托案例是一次“准专利证券化”的尝试，是因为此次专利信托与传统的“受人之托，代人理财”的信托方式有所区别，与资产证券化又具有某些方面的共性。在此次专利信托运作过程中，武国投设计并发行了专利受益权证，并有投资者按照发行价格购买该收益权证，获取了分享信托期内运作“无逆变器不间断电源专利”所产生的风险投资收益的受益权。⁷⁶对专利受益权证发行的种类、价格、方式和资金用途的设计，实际上相当于武国投发行了以专利为基础资产，以专利转让费或许可费为偿付本息的现金流支撑的有价证券。因此，此次专利信托已初具证券化雏形，可以被称为“准专利证券化”案例。

5.2.2 专利证券化的适度推进与规范发展

在制造了大规模的恐慌并酿成了毁灭性的后果后，2007 年席卷全球的金融海啸终于逐渐平静下来。但提及作为此次金融危机的导火索的资本证券化，人们依然心有余悸、忌惮不已。事实上，作为 20 世纪 70 年代以来最伟大的金融创新之一，肇始于美国的资产证券化一经创造便很快风靡全球，成为广受青睐的融资方式，金融危机的爆发其实是资产证券化过度扩张与异化的结果。因此便不难理解缘何各国对危机进行全面反思之后，对监管理念进行了革新，对相关规则进行了再造，对监管机构进行了权力的重新整合，却唯独没有因噎废食地放弃资产证券化工具的使用，甚至连我国也选择重启资产证券化业务。

因噎废食虽不可取，但“准专利证券化”的案例告诉我们，过度冒进也会造成败走麦城的悲剧。从证券化的角度来看，我国首例准专利证券化尝试的失败，

⁷⁵ 金城：《专利信托为何败走麦城》，载《21 世纪经济报道》2003 年 3 月 28 日。

⁷⁶ 袁晓东：《专利信托的功及其运用领域》，载《科学学研究》2007 年 8 月。

除了制度的缺位和管理设计的欠缺外，⁷⁷更大的问题在于对基础资产的选择上过于激进。如前所述，相较于专利衍生债权的证券化，这种以未经转化的专利为基础资产的证券化无疑更加复杂和困难。这意味着作为受托人的信托投资公司一方面要面向投资者发行收益权证募集资金，一方面还要承担起实现专利转化获取专利转让费或许可费以获得收益的责任。而在我国开展此种类型的专利证券化，既缺少专业的中介机构能够担此大任，也没有成熟的风险投资及投资信托基金制度的支持，更缺少愿意将专利权人的风险揽到自己身上的投资者。在这种情况下，该案的失败或许是必然的。

理论和实践证明，专利证券化业务的开展必须慎重，在我国直接开展以专利为基础资产的证券化的条件尚未成熟，专利证券化的推进要循序渐进，根据当前发展的现状选择适宜的基础资产进行专利证券化处理。因而，在明确因噎废食的做法不可行的同时，也不能忘记这例“准专利证券化”事件的沉痛教训，专利证券化的实施也须以适度推进为思路，并提供一定的制度依据为其规范化发展开拓路径。制度设计本就是金融创新的制度需求与监管当局的制度供给间不断趋向平衡的过程，回应市场需求和金融创新发展打开制度空间，再逐步探索专利证券化的合适路径，并设计出行之有效的监管方案，以“管控相当”促进专利证券化发展。对专利证券化进程的开展若“烹小鲜”，监管与推动都要恰如其分。

5.3 出台专利证券化法案规范发展

5.3.1 深圳市宜通过制定政府规章的方式规范专利证券化的发展

专利证券化对于深圳市乃至全国而言尚属新鲜事物，其运作复杂、风险特殊。一方面，我国作为奉行成文法的大陆法系国家，资产证券化的重启近两年刚刚开始，仍然存在较多的法律障碍及风险，现实中专利证券化的运作几乎没有经验可循，更无司法判例提供有益参考，即便借鉴移植的境外先进经验也有必要结合实际进行本土化处理；另一方面，作为资产证券化一大突破的专利证券化，基于其新颖性及风险的特殊性，在需要较多地法律支持的同时，还需要进行较为严格的监督规范。深圳市实施专利证券化的过程中，深圳市政府既有能力又有必要通过地方立法权的行使为专利证券化提供有据可循的、可操作的制度设计通过专利证券化相关法律规范的出台为其运作提供依据，进而为健全整个资产证券化法律体系提供制度补充。

虽然有必要对专利证券化立法给予充分重视，但在资产证券化开展尚没有完善的法律依据时即通过地方性法规对专利证券化进行专门规定，难免有过于冒进

⁷⁷ 如武国投出于弱化自身风险的需要，将此次专利信托期限设计为两年，这样安排的效果可能会造成专利权人的对专利不能及时转化的担忧；再如此次专利信托最初的计划是由武国投和专利权人按照四六分的比例分享专利收益，难免挫伤专利权人的积极性，由于利益不一致而导致谈判失败，造成信托专利难以顺利转化。

之嫌。专利证券化的操作毕竟有较大的局限性，在实施的初级阶段其基础资产的范围限定较窄，对其进行规制更多地是为其运作实施提供较为完整的指导，以地方性法规对其进行规范难免有“杀鸡焉用牛刀”之嫌。况且在传统资产证券化立法缺失的情况下，不对资产证券化的基础法律进行立法补充为专利证券化打下基础，而是跳过这一步直接对专利证券化这一具体领域设计地方性法规，既增加了立法成本，又难以适应不断变化的形势发展。

因而，我们认为，深圳市实施专利证券化有必要立法先行，通过相关法律法规的制定使得各环节参与者明确各自运作步骤，使得监管部门有效分工、相互协调，但是在立法形式的选择上宜通过政府规章的形式对专利证券化这一具体事宜进行指导，暂无必要制定地方性法规进行规制。本节将通过专利证券化的客体、范围、SPV 组织形式、基础资产转移方式、基础资产的动态评估，以及信用增级、信用评级机制等方面较为细化的阐释，对深圳市可能出台的专利证券化法案基本框架中涉及的疑难问题进行初步地设计。

5.3.2 专利证券化基础资产的选择与资产池的构建

资产证券化的基础资产在法律本质上属于债权，可以是履行时间、数额完全确定的现实债权，也可以是产生可预测现金流的未来债权。其中未来债权包括基于现有合同产生的、已有基础法律关系的未来债权，还包括基于未来合同产生的、尚无基础法律关系的未来债权，两种未来债权都已成为资产证券化的基础资产。⁷⁸其中，专利证券化的基础资产是专利衍生债权，是专利通过许可、转让等方式实现转化后所产生的、待履行的债权。虽然浮动许可费等定价机制使得其数额多少不确定，专利的特殊风险导致该债权存在更大的灭失风险，但由于该债权是已有基础法律关系的发生债权，专利权人与被许可方或受让方之间已经缔结了专利转让或许可合同，双方间的债权债务关系业已建立，其履行标准是确定的，基础关系也是确定的，只待专利实施效果、应用状况等方面的情形发生后按约定标准履行即可。此时，这种未来债权转化为现实债权。

前面对专利证券化及其范畴的界定是展开专利证券化可行性研究的起点，也是实施专利证券化业务首先应予规范的部分。虽然以专利质押贷款为基础资产的证券化看似与专利证券化有一定关联，但由于专利质押贷款证券化的基础资产应当是信贷资产而非专利，发起人应为银行等金融机构而非专利权人，对专利权人而言专利质押贷款是债务而非债权，不能以此为基础资产通过证券化处理获得融资，故不应被纳入专利证券化的范畴。而以专利自身为基础资产开展证券化活动，对可能产生的现金流难以预测，且 SPV 除了受让资产、发行证券等职能外，还要承担寻找专利需求方的责任，对其专业性要求更高，尚不具备现实可操作性。因此，深圳市对专利证券化进行规范的过程中，应当将专利证券化的客体限定为

⁷⁸ 申建平：《债权让与制度研究——以让与通知为中心》，法律出版社 2008 年版，第 117 页。

专利衍生债权，且作为拟证券化基础资产的专利衍生债权应当能够在未来产生持续的、可预测的现金流，即企业基于专利权转化而享有的未来应收账款。

为了满足这一条件，应当在启动专利证券化项目、构建资产池时，对作为衍生债权产生基础的专利进行如下方面的考察：(1)专利的法律状态良好，无权利瑕疵、权属明确；(2)专利技术属于高精尖领域，垄断程度较高，难以被突破或取代；(3)专利产品市场前景广阔或占有较大市场份额。与此同时，基于专利衍生债权的基础法律关系是通过专利转让或许可协议建立的，现金流主要来自于受让方或被许可方的对专利转让费或许可费的支付情况。因此为保证基础资产现金流的可预测性，有必要将专利受让方或被许可方的状况作为选择专利证券化基础资产的标准之一。一般而言，资产雄厚、经营管理较为专业的受让方或被许可方履约能力较强，费用支付也更为丰厚。

充足的现金流是专利资产支持证券得以偿付的重要保证，单一的基础资产证券化的风险较大，一旦某一环节出现问题将对整个专利证券化流程带来致命影响，而且专利证券化成本的高昂也决定了规模才能实现真正的效益。因而，构建一个高价值、低风险、高收益的资产池应当作为深圳市实施专利证券化的必要步骤。⁷⁹资产池的构建不仅要遵循上述考察标准对基础资产进行慎重选择，还应当坚守类型多元化、期限持续化的原则，使得资产池产生的现金流和风险较为均匀分散，未来现金流量比较均匀地分布于证券化存续期内，不因部分基础资产的风险而陷入满盘皆输的死局。

5.3.3 专利证券化 SPV 的组织形式

风险隔离包括两个步骤，一是 SPV 的设立，二是以真实销售的方式转移基础资产，其中 SPV 的设计则是风险隔离的点睛之笔。SPV 既是基础资产的受让人，又是资产支持证券的发行人，是基础资产从原始权益人处剥离出来作为资产支持证券的信用基础而主体化的载体。设置 SPV 的意义在于利用金融中介形式巧妙实现信用市场和资本市场资金的流动和聚合，通过风险隔离机制实现破产风险的有效隔离，从而保证开展资产证券化业务时现金流的安全性，增强对投资者的吸引力。

《管理规定》明确规定证券公司采用专项资产管理计划的形式设立 SPV，并允许其采取“中国证监会认可的其他特殊目的载体”。虽然迄今为止证监会尚未及出台关于设立其他形式 SPV 的规范，但由于法律的效力等级限制，深圳市在专利证券化相关规章的制定中也无法突破《管理规定》的约束，越过证监会而独立设定新型载体供给专利证券化使用。

作为深圳市开展专利证券化 SPV 组织形式的唯一选择，专项资产管理计划通过具体规定作出了与特殊目的信托大同小异的制度安排。有关“专项计划资产

⁷⁹ 胡鹏翔：《资产证券化投资利益保护机制研究》，法律出版社 2007 年版，第 19 页。

独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产”的规定与专利证券化“破产隔离”的需求相契合，既能够将基础资产从原始权益人处剥离，又不属于信托公司的财产或负债，为专利证券化设定了理想的破产隔离载体。关于资产支持证券发行、流转、偿付的规定较为具体，弥补了我国《信托法》中信托收益凭证法律地位尚不明确、难以实现流通交易的不足。但是《管理规定》中有关专项计划的规定尚存在一些疏漏之处，除了对证券化的税负问题未予关注外，主要表现为基础资产转让方式语焉不详，这在为其他资产证券化业务类型的开展及其他转移方式留下余地的同时，也使得基础资产面临着选择的困境与尴尬。若基础资产剥离不开、难以厘清，不利于实现“真实销售”，难以有效防范实质合并的发生。对于尚处于试水阶段的专利证券化而言，对基础资产转移方式模糊化的处理会造成操作中的混乱无序，加大实务操作中的风险。

因此，深圳市规范专利证券化业务的规章中，在明确专利证券化业务以专项资产管理计划为实施载体之后，还应当对基础资产转移给 SPV 的方式进行更为明确、更能发挥风险隔离效果的设定。并对专项资产管理计划的税负问题作出具体规定，将专利证券化作为特殊税务事项处理，对专项资产管理计划中各环节的相关税收给予适当优惠，弥补现行规定中尚不及细化的部分，降低 SPV 的专利证券化成本，提高其发行资产支持证券的积极性。

5.3.4 专利证券化基础资产的转移方式

由于专利证券化的本质是对专利衍生债权的证券化处理，因此专利证券化中基础资产的转移主要就是将来债权由原始权益人转移给 SPV 的过程。基础资产转移的方式包括更新、信托和让与。更新是指由 SPV 按照原合同内容重新与原始债务人签订新合同，取代原始权益人作为新的债权人；《信托法》中将“信托”定位为“财产委托”，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为；⁸⁰让与是指不涉及原合同的变更、终止，直接将未来债权的收益权由原始权益人转移给 SPV。但是更新的方式不仅要取得债务人同意，而且首先要实现专利本身由权利人向 SPV 的转移，成本更加高昂；而我国《信托法》虽然明确了信托财产的独立性，但对于“委托”出去的财产能否构成法律上独立的信托财产进而实现真实销售尚存疑虑。⁸¹

之所以要对基础资产转移方式进行严格的规范，是因为基础资产的转移方式决定其能否实现“真实销售”，这将是风险隔离的重要部分。通过对基础资产转移方式的规定实现基础资产的真实转移，可以避免来自于发起人的破产风险等传

⁸⁰ 《信托法》第2条规定：本法所称信托，是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。

⁸¹ 陶红武：《知识产权证券化中知识产权资产转让的法律问题探析》，载《上海金融学院学报》2010年第5期。

递给投资者。而基础资产真实销售的实现不仅转移了债权所代表的未来收益，也同时转移了其中所蕴含的风险，使得发起人在获得合理对价后将风险和未来收益一并转让给投资者，此后投资者因为风险导致的损失不会由发起人承担，也无权向发起人追索。故专利证券化运作过程中 SPV 的设立可以采取信托型，但基础资产的转移上还是应当恪守“真实销售”，通过债权让与实现风险隔离效果。而且债权让与这种基础资产转移方式与资产证券化中将风险由发起人转移给 SPV，再由其通过分割重组发行证券实现由投资者风险共担的运作过程也是一致的。

基础资产转移实现真实销售是为了完成与原始权益人的破产隔离，债权让与的结果须使该债权从发起人的财产中彻底地剥离出来，不会有未来仍被作为破产财产的风险。为了避免《破产法》的风险，必须使基础资产不能再适用关于特定财产转移无效或可撤销的规定⁸²，这就要求专利衍生债权的转移要符合以下条件：意思表示真实；发起人将基础资产转移后对此不再享有追索权、控制权、赎回权、剩余利益索取权等权利；定价机制合理。⁸³只有满足这些条件的债权让与，才真正意义上实现了破产风险的隔离。

以债权让与作为专利证券化基础资产的转移方式涉及到债权让与的通知问题，债权让与后对债务人的通知是专利证券化运作中不可或缺的环节，但是我国法律并未对采取何种方式通知进行明确规定。虽然如前所述，出于效力与成本的考量，较多国家在债权转让的通知方式上都倾向于选择较为简便易行的方式。但由于深圳市开专利证券化之先河，在发展的初级阶段应采取较为稳妥的方式保障专利证券化运作过程的稳定，因而在通知方式的选择上，有必要将专利证券化涉及的专利资产的种类、数量及内容在指定媒体上进行公告，并将债权让与的情况逐一告知债务人，从而获得对抗债务人及第三人的效力。

之所以规定在公告之外仍需逐一告知债务人，系因为专利技术的专业性可能要求专利权人在债权人使用该专利从事生产经营过程中提供后续的技术支持和指导，而债权的转让有可能使得专利权人怠于履行合同中约定的其他辅助义务，损害债权人的利益。因此，有必要采取更为直接的通知方式使得债务人获取债权让与信息，方便其采取措施防范原始债权人的违约风险，并明确规定专利证券化中的债权让与并不影响原始债权人与债务人之间其他义务的履行。而且，由于专利证券化是以专利衍生债权为基础资产，在证券化处理之前就实现了专利的转化，有确定的受让人或被许可人，且基础资产数量并非特别众多，因而在专利证券化过程中虽然构建了资产池，但在履行逐一通知义务时也并不会花费较大成

⁸² 《破产法》第 31 条规定：人民法院受理破产申请前一年内，涉及债务人财产的下列行为，管理人有权请求人民法院予以撤销：（一）无偿转让财产的；（二）以明显不合理的价格进行交易的；（三）对没有财产担保的债务提供财产担保的；（四）对未到期的债务提前清偿的；（五）放弃债权的。该法第 33 条规定：涉及债务人财产的下列行为无效：（一）为逃避债务而隐匿、转移财产的；（二）虚构债务或者承认不真实的债务的。

⁸³ 于华伟：《专利证券化资产转移问题研究》，华中科技大学，2007 年硕士学位论文，第 16-21 页。

本。与保证专利证券化平稳运行、保障投资者风险最小化相比，付出这样的成本是值得的。此外，在债权转让过程中，债务人享有的抵消权及抗辩权也当然地得以对抗受让人，因而 SPV 在获取债权时要充分考虑债务人行使抵消权和抗辩权等权利的可能性，并通过与债务人提前协商等方式积极地采取措施避免其行权对专利证券化的顺利运行带来的干扰。

5.3.5 专利证券化基础资产的价值评估

《深圳市促进知识产权质押融资若干措施》的发布推动了深圳市包括专利在内的知识产权价值评估体系的建立与完善。虽然这些措施的出发点在于为知识产权质押融资提供更为专业的判断和依据，但同样能够为专利证券化评估所用。在深圳市财政委与知识产权局的监督管理和业务指导下，由深圳市注册资产评估师协会等社会组织负责遴选资质和专业能力较强、在业内享有较高声誉的优质评估机构，鼓励和引导融资方与金融机构将评估业务委托给这些机构，并加强对资产评估机构的行业自律管理，提高其专业素质和能力。此外，国家知识产权局也发布《专利资产评估指导意见》对注册资产评估师执行专利资产评估业务行为进行规范。但是这些规章制度或是从评估机构的业务水平出发，或是从注册资产评估师的角度着手对专利评估作出规范，却鲜少从专利本身进行出发构建较为完善的评估体系。

虽然专利证券化非以专利本身作为基础资产，而是以专利权衍生的债权作为拟证券化的对象，在一定程度上降低了专利评估的难度，只需对确定转化的专利权可产生的未来现金流进行评估。但是基于专利未来价值及使用状况的不确定性，出于对投资者负责的态度，仍有必要在发起专利证券化、构建资产池之时，根据评估结果预先对基础资产进行筛选，以保障专利证券化的顺利实施。⁸⁴随着时间的推移，影响专利价值评估的各项条件也将逐渐发生变化，还有必要在专利证券化项目开始实施之后，根据技术更新的情况、专利使用情况及专利产品销售状况等因素对专利价值进行动态评估。故构建资产池时的专利资产价值评估与专利证券化实施后持续的动态价值评估在专利证券化开展过程中的重要性不言而喻。

在专利评估方法上，专利的特殊性使得传统评估方法在专利评估上显现出一定的局限性。从有形资产评估中借鉴而来的专利评估成本法以研发成本为标准确定专利价值，忽略了专利技术领域、专利产品价值等其他决定专利价值的重要因素；专利评估市场法以同类型专利为参照标准较之成本法更为科学，但又面临着参照对象选择及相应参数获取的困难；专利评估收益法在对专利价值评估时将专利时效、未来收益及风险考虑在内，结果更接近专利真实价值，但由于专利经济

⁸⁴ Judith Church, *Intellectual Property Issues in Mergers and Acquisitions, Insights: the Corporate and Security Law Advisors*, Vol.15, No. 3, March 2001, p.15.

寿命的难以预测，专利收益期具有不确定性，与使用收益法评估的隐含假设存在矛盾。⁸⁵正因为如此，对于专利这种以传统评估方法难以获得准确评估的资产，有必要引用新的评估方式。

实物期权是处理一些具有不确定性投资结果的非金融资产的投资决策工具，根据实物期权理论，企业对实物资产的投资相当于获得了一个在未来以一定价格取得或出售该项实物资产或投资计划的权利。实物期权的价值来自于标的资产的风险性，这点与作为专利证券化基础资产的专利衍生债权不谋而合。⁸⁶因此在传统评估方法具有一定局限性的背景下，可以尝试将实物期权评估方法借鉴到专利证券化基础资产评估中来，从而对专利价值及拟证券化基础资产所能产生的现金流作出更为科学、准确的预测。除此之外，还有必要从专利权基本法律状况、专利权保护范围界定、专利法律稳定性等法律因素出发，在法律范畴内对专利价值进行评估分析，进一步完善专利资产价值评估体系。⁸⁷

5.3.6 专利证券化的信用增级

专利证券化属于资产证券化的特殊形式，因此专利证券化的开展也需符合资产证券化的基本规范。《管理规定》对资产证券化业务的界定中明确阐述了以结构化方式进行信用增级的必要性，除此之外还可以采用其他内部或者外部信用增级方式提升资产支持证券的信用等级。专利证券化的内部增级方式包括对资产支持证券进行优先级证券与次级证券的划分，次级证券的持有者在优先级证券持有者权利获得满足后方能受偿，这是专利证券化信用增级中必须采取的方式，可以区分投资者的风险偏好进行证券设计；第二种内部增级方式是超额担保，SPV按照一定折扣向发起人支付购买基础资产的价金，并按折后的金额确定证券发行价值，资产池的超值部分用来为证券提供担保，从而保证在部分原始资产恶化时不影响证券偿付；⁸⁸第三种内部增级方式是储备金制度，通常从证券发行所得价金中留存部分，作为现金流不足以偿付证券时的储备基金。在专利证券化过程中，除了通过结构化方式进行证券分级来增信当属必要之外，其他内部信用增级方式可以选择适用。

就外部信用增级而言，由于我国证券化市场刚刚起步，专利价值评估的专业性不足，第三方担保的公信力不高，在专利证券化实施初期最为理想的方式是通过政府担保增信，日本即是采用这种方式，由政府直接或间接的为专利证券化提供信用担保的方式。但我国《担保法》规定国家机关不得为保证人，因而我国政府机构为证券化提供担保面临法律阻却，只能通过积极推动第三人担保及保险制度的健全来补强信用担保机制。

⁸⁵ 靳晓东：《专利资产证券化研究》，知识产权出版社，2010年版，第79-87页。

⁸⁶ 贺文媛：《实物期权在价值评估中的应用研究》，对外经贸大学，2006年硕士学位论文，第12页。

⁸⁷ 潘剑、解静：《专利资产评估中的法律因素分析》，载《电子知识产权》2013年第5期。

⁸⁸ 徐海燕、王丙辉：《资产证券化中的超额担保制度研究》，载《法学论坛》2012年第1期。

实现风险隔离后的资产池本身成为资产支持证券的唯一风险源泉，专利价值天然的不确定性使得专利衍生债权可产生的现金流也面临不确定的风险，这种源自于专利本身的内生风险往往无法通过制度设计而完全消弭。因而，针对专利证券化的特殊风险，在专利证券化活动中引入除发起人、投资者之外的第三方对这样难以消除的潜在风险进行分担，是内部信用增级之外有效提高投资者信心的增信方式。我们认为，在深圳市从事专利证券化立法活动的过程中有必要通过第三方提供部分或全部担保的方式来进行外部信用增级。在既有的资产证券化经验中，我国的资产证券化案例通常都有外部担保增信，通常是与发起人有关系较为密切的、资信良好的第三人提供外部担保。深圳市在知识产权质押融资过程中有较多专业担保机构已经参与其中，并就知识产权外部担保融资积累了较为丰富的经验，能够在专利证券化的开展中为资产增信提供担保。

除此之外，为了防范专利权的固有风险给投资者带来的收益损失，深圳市政府应当鼓励保险公司借鉴国外经验，积极研发符合深圳市实际、针对专利本身特殊风险而设计的特殊险种以提高专利证券化资产的信用等级。美国已有专利执行保险和专利侵权保险产品，投保的发起人无论是作为潜在的受害人或侵权人都可以寻求专利保险的保护，进而避免因专利权利范围的变化或消失及因此而产生的现金流变动。⁸⁹在知识产权业较为发达的英国、日本，也相继推出专利保险，和美国相比，其专利保险险种的保护范围更进一步。⁹⁰就我国而言，佛山市禅城区于2010年率先探索推出专利保险，2012年12月成为国家首个专利保险试点地区之一，随后佛山德众药业有限公司与信达财产保险股份有限公司广东分公司签订了国内首份专利保单，佛山市玉玄宫科技开发有限公司也获得了由中国人民财产保险股份有限公司佛山分公司支付的国家专利保险试点首宗赔款，2013年初国家知识产权局第二批专利保险试点工作进一步开展。在这样良好的氛围下，深圳市宜积极鼓励专利保险产品的开发，通过维护专利权人的权利，促进专利证券化的稳定有序开展。

5.3.7 专利证券化的信息披露

专利证券化产品具有高度的抽象性，其品质不像传统商品一样具体可感，只能通过对专利技术垄断程度、专利产品市场份额、被许可人的经营管理及财务情况等信息的了解来判断其真实的风险和收益状况，对信息具有高度依赖性。而由于专利证券化的专业性和复杂性，信息的不对称性表现得尤为明显，普通投资者往往很难掌握上述信息的真实情况，也就无法对据此作出准确的投资决策。而且传统信息披露侧重于证券发行人自身信用，投资者关心的风险信息集中于证券发

⁸⁹ 张南：《中国知识产权证券化的交易风险与防范》，暨南大学，2011年硕士学位论文，第16页。

⁹⁰ 但是总体而言，国外也面临愿意为知识产权自身固有风险承保的保险公司较少、险种较为有限等问题。See Ian Lewis, "Intellectual Property Litigation, Liability Insurance, Issues and Valuing Intellectual Property in Japan, Britain and the United States", published by Routledge Curzon, 2004.

行人经营业绩和自身整体资产状况，而专利证券化过程中，投资者则更多地关注于资产池中基础资产的信用状况，传统的信息披露适用于专利证券化时有一定的局限性。

据此，专利证券化的信息披露制度的构建及完善应符合如下几个标准：

第一，专利证券化信息披露的法定义务人和承担责任主体不仅包括 SPV，还应包括原始权益人、管理人、托管人以及专利证券化运作所有出具各类文件的中介服务机构。⁹¹由于原始债务人对专利的使用状况关系到专利债权可产生现金流量，因而原始债务人也负有信息披露义务，有关专利证券化的信息也必须得到有效披露。

第二，专利证券化的信息披露范围涵盖证券化运作的各个环节。专利证券化信息披露的重点不仅包括 SPV 本身的运行状况，更重要的是支持证券发行的基础资产所产生的收益现金流状况及风险。因此，资产证券化信息披露的范围包括 SPV 本身的运营状况的横向披露及其纵向延伸，包括资产池构建过程中对基础资产选择、资产池整体信用品质、基础资产的风险隔离情况、信用增级方式的采用、信用评级的准确性及其他材料的真实可靠性等。

第三，目前在国际上，资产证券化信息披露有强制要求发行人按照法定程序充分公开其有关投资决策信息的完全信息披露和体现国家干预、保障公共利益的实质信息披露两种模式，随着资产证券化市场的发展，这两种模式也越来越趋于统一。专利证券化的顺利运营主要与产生未来债权的专利状况相关，专利的顺利转化和实施是保障现金流稳定、可预测的前提，也是防范风险的源头。因此，对专利证券化的信息披露要求不仅要实现横向与纵向的结合，还要做到完全信息披露与实质信息审核的并重，对专利自身、专利产品及专利被许可人等情况进行完整的、持续的、准确的、及时的信息披露，从而便于投资者甄别、发现风险，保护其利益。

5.3.8 专利证券化产品的信用评级

作为资本市场“看门人”，评级机构功能的有效发挥能够帮助监管层降低监管成本，并作为事前预防的一环与事后治理机制共同发挥作用；对于利益相关人而言，公允客观的评级能够缓解信息不对称对资本市场造成的不利影响，降低投资风险与融资难度；⁹²专业的信用评级机构还能够降低交易成本，缩短交易时间，提高资本市场的效率。金融危机带来的教训之一便是加强对评级机构等金融市场中中介机构的监管，美国次贷危机的产生很大程度上与信用评级机构的懈怠及道德防线的失守相关。⁹³无论是慷慨地将市场通行证赠与大量异化的资产证券化产品

⁹¹ 黄勇：《科技成果收益权资产证券化法律问题研究》，载《科技进步与对策》2014年第1期。

⁹² 邹薇、伍志文：《资本市场完善与中介机构培育相关问题研究》，载《财经理论与实践》2002年第4期。

⁹³ 看门人理论则认为“除非公司的看门人客观公正地履行其职责，否则，任何其他法律改革都难以达到目标”。参见[美]约翰·C·科菲：《看门人机制：市场中介与公司治理》，黄辉、王长河等译，北京大学出

致使投资者血本无归，还是危机爆发后迅速下调评级加速危机蔓延的作法，“资本市场的看门狗不吠”都间接造成了美国次贷危机永远的痛。

由于专利证券化的复杂性和专业性，其运作过程中信息不对称的情形势必更严重，投资者难以花费大量精力投入到并不擅长的专利证券化业务的了解和研究当中，因而信用评级机构的评级结果从某种程度上而言便成为投资者作出投资决策的重要标尺。评级较高的专利证券化产品将吸引更多的投资者参与其中，评级较低的专利证券化产品会使投资者陷入是否购买的犹疑之中，而没有评级的专利证券化产品则可能将使得投资者望而生畏、避而远之。虽然《管理规定》中未对信用评级作出强制性要求，但我们认为，基于专利证券化的特殊性、专业性和新颖性，深圳市专利证券化相关规章的制定过程中，有必要对专利证券化产品的信用评级作出强制要求。

专利资产支持证券的评级并非是为了向投资者推销专利证券化产品，信用评级机构也不是充当发行方的“说客”，而是通过专业的评级将专利资产支持证券的可靠程度向投资者展现出来。信用评级机构应当充分发挥其在证券化产品评级中的应有作用，通过专业准确的评级降低投资风险与融资难度，做好对资产支持证券的初始评级和跟踪评级。我国信用评级机构是政府主导下发展起来的，受到较为严重的行政干预，市场业务狭窄，种种情况使得当前我国资本市场对评级机构具备良好声誉资本的需求尚未形成，多是为了满足法律法规的硬性要求而寻找最顺从与廉价的看门人，声誉资本缺少滋生的土壤。无论是在专业性还是在口碑上都与国际上知名的信用评级机构存在不小的差距，而且现有立法也未对资信评级机构及其从业人员做出具体的法律规制。有鉴于此，深圳市在实施专利证券化的过程中，有必要对取得中国证监会核准的证券市场资信评级业务资格的资信评级机构资质作出更为严格的要求，并就其违规评级承担的责任进行明确规定以规范专利证券化评级，使得投资者能够获取客观有效、可供参考的评级结果。

从长远来看，深圳市还可以通过其他法规的设置，对评级机构市场准入、内控制度、日常监管、退出机制及违规处罚等方面予以规范，从而加强对信用评级机构的诚信规制，促进市场竞争的发展，推动其声誉评价机制的建立，提高其可问责性，捍卫投资者权益。

5.3.9 专利证券化中的投资者保护

金融法平衡金融安全和金融效率的使命实际上强调了金融法制应有的金融安全和金融效率这两个价值目标，效率是金融市场发展的灵魂，安全是金融业健康运转的保障，而实现两者平衡则要求完善的投资者保护。⁹⁴作为金融创新的产物，专利证券化业务的开展对投资者保护提出了更高的要求。

版社 2011 年版，第 3~10 页。

⁹⁴ 冯果：《金融法的“三足定理”及中国金融法制的变革》，载《法学》2011 年第 9 期。

(1) 投资者的差异化保护

囿于专业水平和信息不对称的限制，个人投资者对专利证券化产品的理解力、判断力、风险抵御能力不足，面对结构复杂、品种新颖的专利资产支持证券产品，往往难以作为“理性经济人”做出合理判断，在证券化交易中趋于弱势。

一方面，基于个人投资者之间、个人投资者与机构投资者之间的资质差异，深圳市在专利证券化中应设置投资者准入限制，只允许“合格投资者”投资专利资产支持证券，且证券服务机构对资产支持证券的推荐应当符合投资者适当性原则，在“了解证券”、“了解客户”的基础上进行“数量适当”的交易；⁹⁵另一方面，在面临专利证券化产品这类新型的、复杂的证券产品时，非专业的个人投资者地位愈加接近或等同于处于弱势的消费者。由于专利证券化的复杂性和新颖性，信息的对称性、投资者适当性和监管正当性这三个前提条件发生了不同程度的变异，在参与专利证券化的过程中，仍旧要求处于弱势的投资者严格地践行“买者自负”原则，难免失之公允。因此在实施专利证券化过程中，深圳市可以引入金融消费者保护理念，为兼具金融消费者性质的投资者提供倾斜性的保护。

(2) 风险揭示

由于基础资产的特殊性，在专利证券化运作过程中可能面临一系列风险，投资者保护制度的完善要求 SPV 管理人有必要就潜在风险提请投资者注意。这些风险主要来自于现金流预测风险和待履行合同风险。影响基础资产未来现金流的因素包括专利产品销售额、专利技术使用率以及专利价值的贬损，如技术进步引起的专利价值降低，仿制产品对专利产品销量的影响，专利权所可能面临的侵权诉讼风险，专利技术漏洞招致的法律责任及合同违约率等，这些因素的不确定性使得对基础资产未来现金流的预测可能出现一定程度的偏差。如前所述，当发起人陷入破产境地时，如果专利衍生债权的基础合同尚处于待履行状态，则有可能由被管理人依据《破产法》第 18 条的规定解除该合同。⁹⁶在这样的情况下，被许可人无法再继续使用该专利，也就相应地不再支付专利许可费，专利证券化的现金流状况堪忧，有必要在发行证券前将这些风险进行揭示，以提醒投资者理性购买专利证券化产品，防止风险发生时造成的心理落差及风险承担不能。

(3) 专项风险准备金制度

由于中小投资者的利益更易受到侵害，有必要通过专项风险准备金制度的建立落实先行赔偿制度。深圳市推行专利证券化业务过程中，可以由深圳市政府引导 SPV 设立专项风险准备金，弥补因为信息欺诈或其它违法行为而给投资者造成的损失。当专利证券化运作过程中，由于违法责任主体的行为导致投资者利益受损时，由专项风险准备金先行对投资者损失进行赔偿，再由 SPV 查明风险发

⁹⁵ 武俊桥：《证券市场投资者适当性原则初探》，载《证券法苑》(2010)第三卷，第 131-159 页。

⁹⁶ 袁腊梅：《我国发展知识产权证券化若干法律问题研究》，华东政法大学，2007 年硕士学位论文，第 43 页。

生的原因，向违法责任主体行使追索权。专项风险准备金是维护专利证券化正常运转的专项资金，方便投资者充分、及时、便捷地获得赔偿，既保护了投资者，也维护了市场的交易秩序，发挥了市场和社会的“稳定器”的作用。

总之，专利资产证券化作为一种金融创新，在酝酿诞生之始必然面临着重重的阻碍，设计一个良好的法律制度框架，通过试点将专利资产证券化推广至全中国，对提高专利实施水平，缓解我国高新企业资金缺乏的局面，以及今后整个中国的经济建设具有重要意义。深圳市对专利证券化的规制还应包括对专利资产支持证券的发行和交易的实体及程序上的规定，与专利证券化有关的会计处理和税收等其他问题的说明，监管机关权限、职责和联动监管，以及违规操作应受处罚的规定等，虽然这些内容多属于立法技术上的问题且不存在学术争议，但仍然是法案设计中不可或缺的部分。

结 论

作为科技金融的实现路径之一，专利证券化是实现专利价值的专利资产运用方式，又是解决科技型企业融资难的市场化融资模式。而作为资产证券化的纵深发展，专利证券化实现了资产证券化基础资产的突破，进一步论证专利证券化的可行性无疑是对专利证券化业务进行推广的前提，也是保障其顺利实施的重中之重。本报告基于深圳市的发展现状、境外专利证券化的实践经验以及资产证券化理论的发展，针对这一问题进行了探讨，并得出如下基本结论：

1. 专利权不仅仅是一种权利，还具有资产属性，是企业无形资产的重要组成部分，因此专利证券化作为资产证券化在基础资产范围扩张后的产物具有理论上的可行性。但专利证券化不宜以专利本身作为基础资产，拟证券化的对象应为在未来可产生可预测现金流的专利衍生债权。

2. 当前国外在专利证券化方面也无专门立法，主要以资产证券化相关法律对其进行规范。从国外专利证券化的实践经验来看，我国专利证券化的开展应以许可费收益权等较为现实可行的专利衍生债权为基础资产，按照一定标准对其进行筛选后构建资产池，并充分发挥政府在这一进程中的能动作用。

3. 专利证券化业务的开展不仅是契合国家政策下的金融创新，更是解决科技型中小企业融资困境的有益尝试，也是中介服务机构拓展业务范围的需求。专利证券化的实施还能够为投资者创造更多的投资渠道，满足其利用闲置资金与分享科技成果的需求，具有必要性和迫切性。

4. 就专利证券化基础资产的选择与资产池的构建而言，深圳市的专利数量、质量及发展程度已经远远能够满足证券化业务开展的需求；深圳市中介服务机构的发展及深交所的存在为专利证券化提供了技术支撑及流转平台；我国《证券公司资产证券化业务管理规定》及其他配套法律制度的颁布实施为专利证券化的开展提供了法律依据；而积极的政策支持也是专利证券化得以顺利开展的保障。虽然这些制度中难免还存在一些缺憾，但深圳市已经基本具备了实施专利证券化的条件，可以通过立法先行的方式为专利证券化的实施提供较为完善的规范和依据，并在业务开展过程中逐步对不利条件进行调整与优化。

5. 对专利证券化可行性论证是为专利证券化的实施打下基础，而为了专利

证券化的切实可行，深圳市政府有必要在“服务型政府”的基础上表现得更为积极主动，引导专利证券化破冰。同时，在专利证券化的推进还应稳住步伐，既不保守也不能冒进，并从风险隔离制度、专利资产价值评估体系、信用评级机制及信息披露制度方面着手，出台相应的政府规章，完善专利证券化具体规则的构建，保障专利证券化的顺利开展。

引文附录

- [1] 段世德、徐璇：《科技金融支撑战略性新兴产业发展研究》，载《科技进步与对策》2011年第7期。
- [2] 参见程金华：《国家、法治与“中间变革”——一个中央与地方关系的视角》，载《交大法学》2013年第4期。
- [3] 高峦、刘忠燕编著：《资产证券化研究》，天津：天津大学出版社，2009年版。
- [4] 洪艳蓉：《资产证券化若干法律问题比较研究》，厦门大学，2002年博士学位论文。
- [5] 黄嵩、何晓峰：《关于资产运营的一般模式建构》，载《学术研究》2002年第2期。
- [6] 黄嵩、何晓峰：《从资产证券化的理论体系看中国突破模式的选择——兼论现有的八大建议模式》，载《学习与探索》2002年第1期。
- [7] 黄嵩、何晓峰：《论资产证券化的理论体系》，载《经济界》2003年第2期。
- [8] 李鹏：《知识产权证券化探析》，浙江大学，2008年硕士学位论文。
- [9] 吴汉东：《知识产权法》，北京：中国政法大学出版社，2007年版。
- [10] 李和金：《专利资产证券化的法律问题探讨》，载《上海金融》，2009年第5期。
- [11] 李悠诚、陶正毅、白大力：《企业如何保护核心能力的载体——无形资产》，载《对外经济贸易大学学报》2000年第4期。
- [12] 袁晓东：《我国专利资产证券化的制度环境研究》，载《科技与法律》2007年第5期。
- [13] 何敏：《我国专利资产证券化若干法律问题研究》，暨南大学，2009年硕士学位论文。
- [14] 陈冲：《知识产权证券化的法律路径探析》，载《证券法苑》（2010），第三卷。
- [15] 俞风雷：《专利资产证券化的法学价值评述》，载《知识产权》2013年第10期。
- [16] Aleksandar Nikolic: Securitization Of Patents And Its Continued Viability In Light Of The Current Economic Conditions, 19 Alb. L.J. Sci. & Tech. 393, pp. 404-405.
- [17] 米若愚：《专利资产证券化法律问题研究》，兰州大学，2012年硕士学位论文。
- [18] 袁晓东、李晓桃：《专利资产证券化解析》，载《科学学与科学技术管理》2008年第6期。
- [19] 袁晓东：《专利信托研究》，北京：知识产权出版社，2010年版。
- [20] 程文婷：《专利资产的价值评估》，载《电子知识产权》2011年第8期。
- [21] Lisa M. Fairfax, "When You Wish Upon a Star: Explaining the Growth of Royalty - Backed Securitization", Columbia Business Law Review, 1999.
- [22] 董涛：《知识产权证券化制度研究》，北京：清华大学出版社，2009年版，第42页。
- [23] 刘斌斌，张恩凯：《论专利权的效力、内容及其消灭》，载《甘肃科技》2011年第4期。
- [24] Lisa M. Fairfax, When You Wish Upon a Star: Explaining the Cautious Growth of Royalty-Securitization, Columbia Business Law Review, 1999:136
- [25] Jayant Kumar: Intellectual Property Securitization: How Far Possible and Effective, Journal Intellectual Property Rights, Vol.11(2), March 2006, pp98-102.
- [26] 李和金：《专利资产证券化的法律问题探讨》，载《上海金融》2009年第5期。
- [27] 苗纪江：《城市基础设施资产证券化融资研究》，同济大学，2005年博士学位论文，第56页。
- [28] 靳晓东：《专利资产证券化研究》，北京：知识产权出版社，2012年版。
- [29] 陈源：《专利产业化法律问题研究》，沈阳工业大学，2012年硕士学位论文。
- [30] 张利：《美国资产证券化研究》，吉林大学，2013年博士学位论文。
- [31] [美]艾伦·范斯沃斯：《美国合同法》，葛云松、丁春燕译，北京：中国政法大学出版社，2004年版。
- [32] Ariel Glasner, Making Something Out of "Nothing": The Trend Towards Securitizing Intellectual Property Assets and the Legal Obstacles that Remain, Journal of Legal Technology Risk Management(Fall,2008),p55.
- [33] 邓晓宇：《由赛瑞特谈药物专利证券化》，载《医药经理人》2012年5月。
- [34] 袁晓东：《日本专利资产证券化研究》，载《电子知识产权》2006年第7期。
- [35] 李菁、刘洪玉：《日本资产证券化中处理债权让与通知问题的经验及其借鉴》，载《中国房地产金融》2003年第10期。

- [36] 焦洪涛、林小爱：《知识产权资产证券化——“金融创新与知识产权”专题研究之二》，载《科技与法律》2004年第1期。
- [37] John S.Hillery, *Securitization of Intellectual Property: Recent Trends from the United States*, Washington CORE, 2004(3). p.19.
- [38] Ronald S Borod, *N Update on Intellectual Property Securitization*. Journal of Structured Finance. Winter 2005. Vol. 10.
- [39] 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。
- [40] David Edwards, *Patent Backed Securitization: Blueprint For a New Asset Class*, GERLING NCM Credit Insurance, Inc. 2002.
- [41] Jay C. Klear, *applicability of private equity fund structure in the furtherance of intellectual property securitization*[J]12002 Colum. Bus L. Rev 796.
- [42] 潘慧峰、郑建明：《深圳构建国际金融中心定位问题的研究》，载《深圳金融》2008年第10期。
- [43] 洪艳蓉：《中国资产证券化的制度竞争与协调》，载《证券市场导报》2006年9月。
- [44] 罗璨：《资产证券化 SPV 组织形式的“次优选择”》，载《商业时代》2013年第22期。
- [45] Len Blum, *Introduction*, in Anand K. Bhattacharya & Frank J. Fabozzi ed, *Asset-backed Securities*, Frank J. Fabozzi Associates, 2006. p243.
- [46] 楼建波、刘燕：《信托型资产证券化中的破产隔离——真理还是幻象》，载《金融法苑》2005年第11期。
- [47] 楼建波：《信托财产的独立性与信托财产归属的关系——兼论中国<信托法>第2条的解释与应用》，载《广东社会科学》2012年第3期。
- [48] 袁腊梅：《我国发展知识产权证券化若干法律问题研究》，华东政法大学，2007年硕士学位论文。
- [49] 徐玉莲：《区域科技创新与科技金融协同发展模式与机制研究》，哈尔滨工业大学，2012年博士学位论文，第16页。
- [50] 刘燕华：《把握时机 大力推进科技金融体系建设》，载《深交所》2008年第12期。
- [51] 房汉廷：《关于科技金融理论、实践与政策的思考》，载《中国科技论坛》2010年第11期。
- [52] 唐雯、陈爱祖、饶倩：《以科技金融创新破解科技型中小企业融资困境》，载《科技管理研究》2011年第7期。
- [53] See Jay C. Klear, “Applicability of Private Equity Fund Structure in the Furtherance of Intellectual Property Securitizations”, *Columbia Business Law Review*, 2002 Colum. Bus. L. Rev.796.
- [54] 袁晓东：《专利信托的功及其运用领域》，载《科学学研究》2007年8月。
- [55] 申建平：《债权让与制度研究——以让与通知为中心》，法律出版社2008年版。
- [56] 胡鹏翔：《资产证券化投资利益保护机制研究》，北京：法律出版社，2007年版。
- [57] 陶红武：《知识产权证券化中知识产权资产转让的法律问题探析》，载《上海金融学院学报》2010年第5期。
- [58] 于华伟：《专利证券化资产转移问题研究》，华中科技大学，2007年硕士学位论文。
- [59] Judith Church, *Intellectual Property Issues in Mergers and Acquisitions, Insights: the Corporate and Security Law Advisors*, Vol.15, No. 3, March 2001, p.15.
- [60] 靳晓东：《专利资产证券化研究》，知识产权出版社，2010年版，第79-87页。
- [61] 贺文媛：《实物期权在价值评估中的应用研究》，对外经贸大学，2006年硕士学位论文，第12页。
- [62] 潘剑、解静：《专利资产评估中的法律因素分析》，载《电子知识产权》2013年第5期。
- [63] 徐海燕、王丙辉：《资产证券化中的超额担保制度研究》，载《法学论坛》2012年第1期。
- [64] 张南：《中国知识产权证券化的交易风险与防范》，暨南大学，2011年硕士学位论文。
- [65] Ian Lewis, “Intellectual Property Litigation, Liability Insurance, Issues and Valuing Intellectual Property in Japan, Britain and the United States”, published by Routledge Curzon, 2004.

- [66] 黄勇：《科技成果收益权资产证券化法律问题研究》，载《科技进步与对策》2014年第1期。
- [67] 邹薇、伍志文：《资本市场完善与中介机构培育相关问题研究》，载《财经理论与实践》2002年第4期。
- [68] [美]约翰·C·科菲：《看门人机制：市场中介与公司治理》，黄辉、王长河等译，北京：北京大学出版社，2011年版。
- [69] 冯果：《金融法的“三足定理”及中国金融法制的变革》，载《法学》2011年第9期。
- [70] 武俊桥：《证券市场投资者适当性原则初探》，载《证券法苑》(2010)第三卷。