

新能源汽车资产证券化产品探析（一）：电池租赁服务费也能证券化？

作者：朱俊 | 王洁 | 蔡芳菲

在新能源汽车需求量高涨的当下，其使用、装配、销售的各环节均能够产生稳健的现金流，促进了一系列资产证券化金融创新，至今已有基于新能源车辆的购车分期款债权资产、车辆融资租赁债权资产、购车贷款债权资产以及新能源汽车中央财政补贴资产所产生的稳健现金流为底层资产的产品。

作为新能源汽车的核心和重要部件，部分新能源车品牌或车型采用“电池租赁”或“电池租用”（本文以下统称“**电池租赁**”）的方式为购车客户提供与电池相关的服务。在该等业务模式下，购车用户偿还电池租赁服务费的过程中亦形成了稳健、可预测的现金流资产，使得与之相关的资产证券化创新成为可能。

目前市场上已经有多支产品实现了电池租赁服务费资产证券化；另有以新能源汽车融资租赁债权为基础资产的产品正在陆续发行。

本文即以“电池租赁”该种新型业态下产生的服务费债权（收益权）为基础资产探讨证券化的交易结构及关注要点。

一、电池租赁业务的典型商业模式

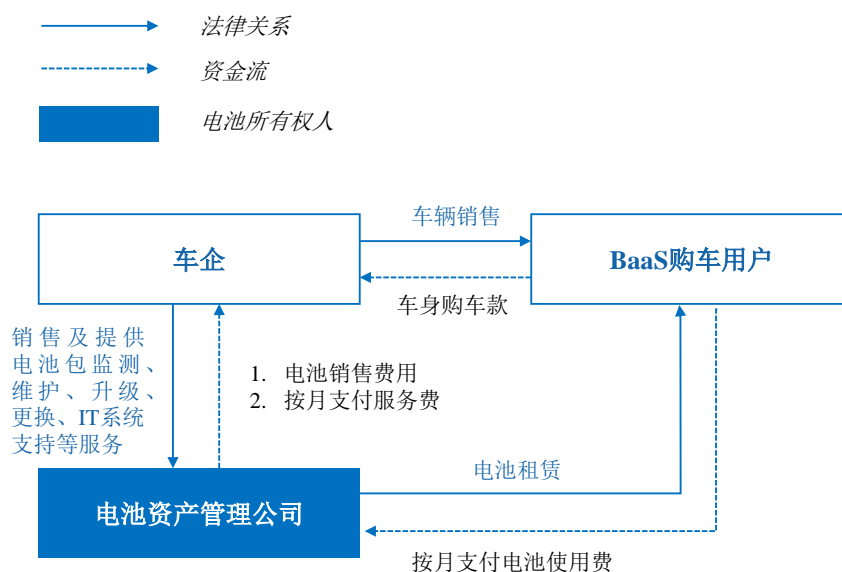
所谓电池租赁，指生产者或者销售者向购车用户出售不包含电池的裸车，另外将电池租赁给购车用户以降低购车用户首次购车成本的销售方法。

目前市场上已有多家车企在该领域进行不同业态的探索，包括车企及关联企业分离销售车身、电池并保留电池所有权的 BaaS 模式，车企不区分整车但通过融资租赁等模式降低用户购车成本的租赁模式，以及形态接近电池租赁但实际上操作方法仅为第三方金融机构就电池部分提供贷款的金融安排。

（一）BaaS（BaaS, Battery as a Service）模式

此模式下，购车用户可以自由选择购买“车身+电池租用服务 BaaS”，由于无需计算电池成本，对于选择电池租用服务的方式购买车辆的，车辆首付将有较大幅度的降价，而购车用户每月需支付电池租赁费用。除了提供电池以外，车企还可能利用自己的换电站中的电池为用户提供电池维护、保养、更换服务。

从法律关系上来说，在 BaaS 模式下，电池资产公司或车企与用户之间本质上是电池所有权人与用户达成的电池租赁法律关系，从性质上属于经营性租赁。电池资产公司或车企因其提供的持续性租赁服务享有在电池租用服务协议项下向用户收取服务费的权利。



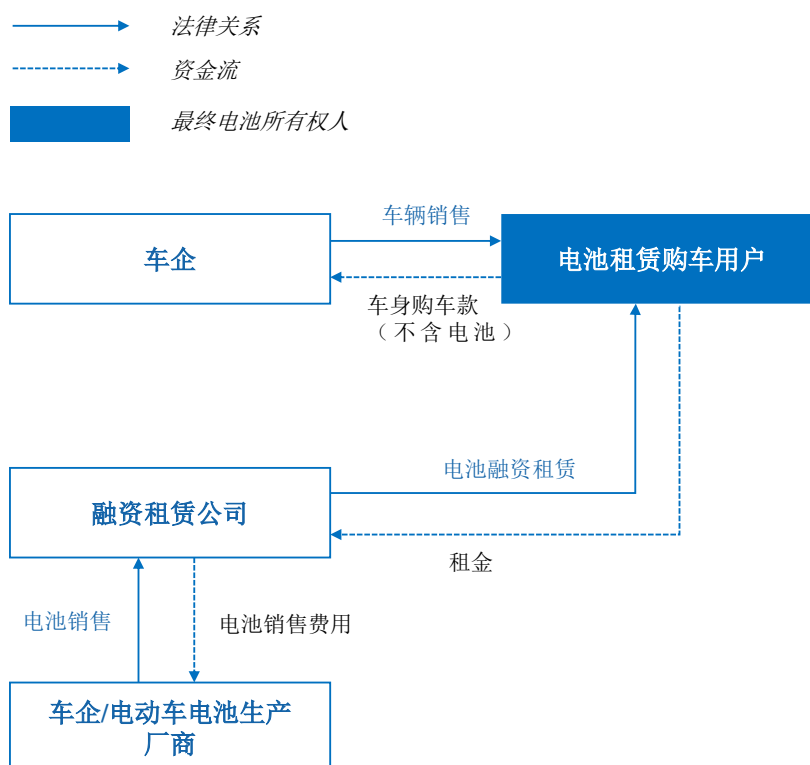
（二）融资租赁模式

除 BaaS 模式外，另一种常规的电池租赁方式是对电池进行融资租赁。

与 BaaS 模式相似，融资租赁模式下，车企在进行车辆销售时也将车身和电池分别定价，购车用户在购车时只需要支付排除电池的车价即可获得除电池外车辆的所有权。对于“电池”部分，其租赁服务系通过由其体系内的融资租赁公司或与外部融资租赁公司合作提供，以“直租”或“售后回租”模式进行。

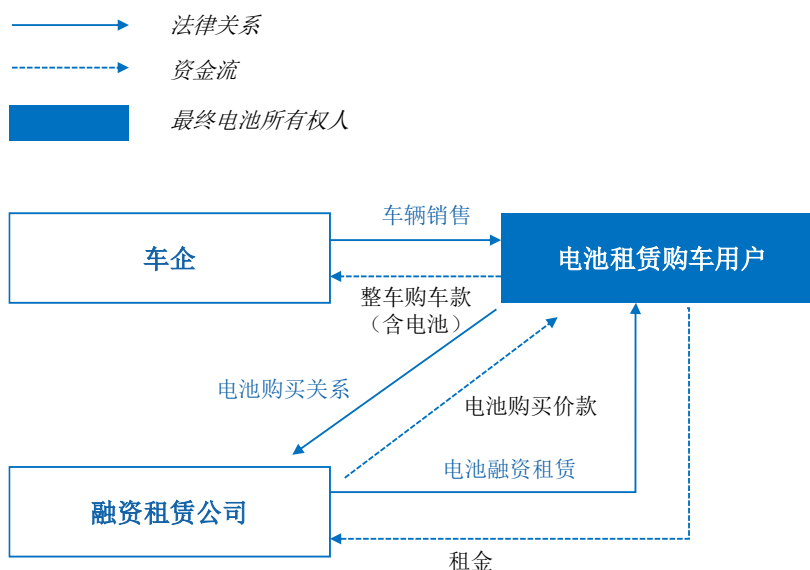
融资租赁模式与 BaaS 模式最大的不同是，BaaS 模式可以通过“换电”为客户提供电池服务，而融资租赁模式则是在特定电池购买中所嵌入的融资模式，类似于对电池购买价款进行分期，其大多适用于新能源车企的部分车型在技术上尚未实现物理“换电”操作的情况。

在直租模式下，融资租赁公司根据承租人对电池的选择，向车企/电动车电池生产厂商购买电池后出租给购车用户，购车用户在租赁期限内向融资租赁公司支付租金，在租赁期结束后，购车用户选择支付电池的名义价款后，则可完全拥有电池所有权。为担保购车用户租金支付义务，实操中往往要求购车用户将车辆抵押给融资租赁公司。



在售后回租模式下，购车用户在购买新能源车时其支付的价款中已经包含电池部分的款项，购车用户在取得电池所有权之后通过将电池所有权转让给融资租赁公司融资。融资租赁公司在支付购买对价后取得电池所有权，并同时再将电池租赁给购车用户。在租赁期内，用户在支付完毕各期租金和名义价款后，即可再次获得电池所有权。

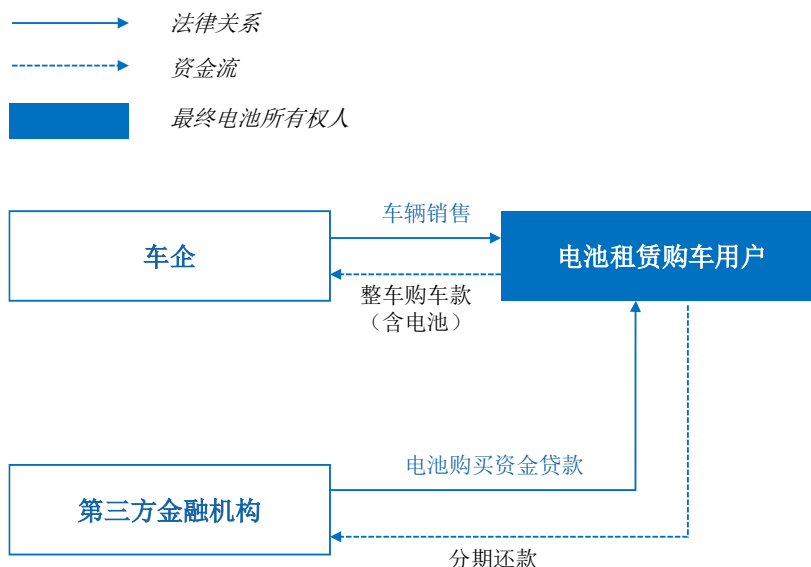
在实操中，为担保购车用户租金支付义务，也可以要求购车用户将车辆抵押给融资租赁公司。



除上述电池租赁模式外，市场上也存在其他车企推出的面向用户的购车金融服务方案，如某汽车科技公司提供的“电池分期计划”。

根据公开资料，上述公司提供的“电池分期计划”是针对车身与电池的不同贷款方案，在该种模式

项下，购车用户基于向车企购买新能源汽车的用途向第三方金融机构申请贷款，金融机构基于车身与电池不同的场景向购车用户发放对应贷款。购车用户与第三方金融机构之间成立借贷关系，而购车用户与车企之间成立车辆（含电池）买卖关系，两种法律关系相独立，与常规操作的汽车金融贷款模式在法律关系上并无二致。当然，为了控制该等贷款的具体用途，实操中会通过受托支付等方式将电池部分对应贷款直接支付给车企以作为电池购买价款。



二、电池租赁业务的法律框架

针对电池租赁业务，目前尚无明确的法律法规及行业政策进行规定。其各种模式中涉及的法律问题如电池本身作为租赁物的适格性、汽车所有权及抵押登记、电池租赁关系中经营性租赁和融资租赁等多类型的法律问题，多散见于现行的法律法规之中，大致总结如下：

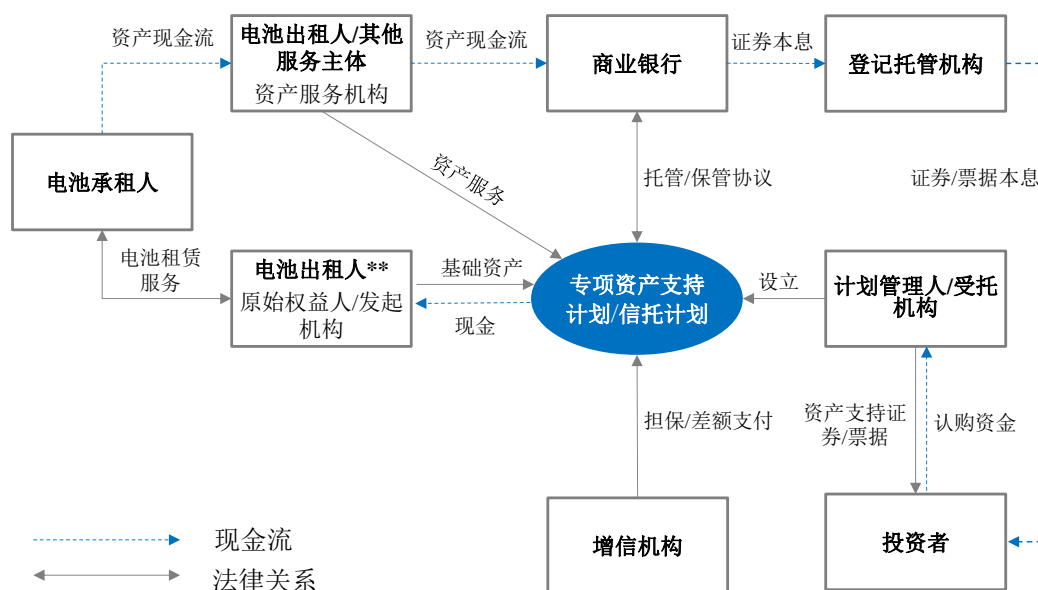
| 序号 | 内容 | 相关法规 |
|----|--------------------------|--|
| 1 | 可“换电”或“车电分离”的新能源汽车的准入和定性 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定（2020 修订）》 ■ 《道路机动车辆生产企业及产品公告》 ■ 《电动汽车换电安全要求》 ■ 《汽车和挂车类型的术语和定义》 ■ 《电动汽车术语》（GB/T19596-2017） |
| 2 | 新能源汽车所有权登记 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 《中华人民共和国民法典》 ■ 《最高人民法院关于适用<中华人民共和国民法典>有关担保制度的解释》 ■ 《机动车登记规定》 ■ 《道路交通安全法》 ■ 公安部关于印发《机动车登记工作规范》的通知 ■ 《公安部关于机动车财产所有权转移时间问题的复函》 |

| 序号 | 内容 | 相关法规 |
|----|-----------|---|
| 3 | 新能源汽车抵押登记 | <ul style="list-style-type: none"> 《中华人民共和国民法典》 《最高人民法院关于适用<中华人民共和国民法典>有关担保制度的解释》 《动产和权利担保统一登记办法》 《国务院关于实施动产和权利担保统一登记的决定》 《机动车登记规定》 公安部关于印发《机动车登记工作规范》的通知 |
| 4 | 电池租赁法律关系 | <ul style="list-style-type: none"> 《中华人民共和国民法典》 《最高人民法院关于适用<中华人民共和国民法典>有关担保制度的解释》 《最高人民法院关于审理融资租赁合同纠纷案件适用法律问题的解释（2020 修正）》 《金融租赁公司管理办法》 《融资租赁公司监督管理暂行办法》 |

三、电池租赁服务费证券化交易结构

电池租赁服务费证券化是指在 BasS 模式下，车企/电池管理公司等电池出租人以其持有的电池租赁服务协议项下的租赁债权/服务费债权（收益权）作为基础资产，通过结构化信用增级，在此基础上发行资产支持证券（ABS）或资产支持票据（ABN）。

其基本交易结构与交易步骤如下：



**注：本图中以电池出租人直接作为原始权益人/发起机构，在实操中也可选择先由保理公司向电池出租人归集基础资产，再由保理公司作为原始权益人/发起机构转让/信托基础资产的模式。

（一）ABS/ABN 产品设立

基于 ABS 和 ABN 产品的基础法律关系不同，在产品设立环节细节上略有差异：

1. 在 ABS 产品中，管理人向投资者募集资金设立专项资产支持计划（以下简称“**专项计划**”）并发行资产支持证券。管理人以认购资金向电池出租人（原始权益人）购买基础资产，实现基础资产由原始权益人向专项计划转让。
2. 在 ABN 产品中，电池出租人作为发起机构将其合法持有并符合合格标准的基础资产委托给受托机构，设立财产权信托计划。主承销商组织承销团在银行间债券市场向合格投资者发行资产支持票据，接收投资者支付的认购资金，投资者取得资产支持票据。

（二）基础资产服务

管理人/受托机构委托电池出租人及其他服务主体作为资产服务机构根据《服务协议》的约定，协助管理人/受托机构进行基础资产的筛选，基础资产回收款的催收，协助基础资产的实现，对资产池进行监控，并进行基础资产信息的记录、保存和披露。资产服务机构在收入归集日将电池承租人支付的当期服务费作为现金流划入监管账户。

（三）现金流管控

监管银行根据《监管协议》的约定，在回收款转付日依照资产服务机构的指令将服务费现金流划入专项计划账户/信托账户，由银行根据《托管协议》/《保管协议》对专项计划/信托计划资产进行托管。

（四）专项计划收益分配

在相应的分配日，管理人/受托机构根据交易文件约定，向托管人发出分配指令，托管人根据分配指令，进行费用的提取和资金划付，并将相应资金划拨至登记托管机构的指定账户用于支付资产支持证券/资产支持票据本金和预期收益。

四、电池租赁服务费证券化交易关注点

（一）基础资产选择

1. 争议点一：“服务费债权”与“服务费债权收益权”如何选择？

从市场上目前已经发行的案例来看，可以选择的基础资产主要有两种：（1）电池租赁服务费债权；（2）电池租赁服务费债权收益权。

前者包含的是由出租人作为服务提供方依据基础交易合同所享有的向承租人收取特定期限内租用服务费的特定债权。而后者指的是标的资产（电池租赁服务费债权）对应的收益权，包括：（1）因标的资产对应的承租人履行电池租用协议所产生的资金流入收益，即承租人支付的租用服务费；（2）因标的资产在任何情形下的出售或其他方式的处置所产生的资金流入收益；（3）要求标的资产所有权人及时转付标的资产回收款的权利。

从定义来看，两个基础资产最终的现金流基本是一致的，主要是来源于承租人支付的租赁服务费，但是“服务费债权收益权”在“服务费债权”基础权利的概念下人为创设了“收益权”的概念，因此产生了额外的要求标的资产所有权人（即出租人）转付标的资产现金流的概念。

那么在两者指向的实质经济利益基本一致的情况下，为何要创设“债权收益权”的概念呢？根据我们的观察，在这类交易中原因可能有如下几点：

■ “收益权”转让可以避免“债权”转让可能引致的权利完善要求，减少对相对方的惊扰

在以“电池租赁服务费债权收益权”的ABS中，承租人并非收益权项下的直接债务人，直接债务人为负有转付现金流义务的出租人。因此，当收益权发生转让时，理论上无需通知承租人，继而免除了服务费债权直接转让所带来的向债务人（即承租人）通知以及由此带来的基础资产现金流回款账户变更等问题。

鉴于对于新能源汽车公司而言，ABS仅是盘活存量应收账款资产的融资手段，因此在ABS实操过程中能尽量维持原有与承租人之间的关系，减少对承租人的打扰是必要考虑的因素，在这一点上收益权ABS的优势更为突出。

■ “收益权”转让可以实现部分无法进行转让的资产，在不进行实体权利转让情况下的现金流转移

根据已发行的证券化案例披露，电池租赁对应的租用服务合同均无固定期限。因此如基础资产只能选择租赁期限内2-3年的基础资产现金流的，此时将面临租赁服务债权按照时间维度进行拆分转让的问题。

根据民法典第五百四十五条的规定，债权人可以将债权的全部或者部分转让给第三人，但是有下列情形之一的除外：根据债权性质不得转让；按照当事人约定不得转让；依照法律规定不得转让。

因此，我们认为从法律角度，只要在债权性质不限制转让、当事人约定和法定无限制转让条款的前提下，出租人转让拆分后的租赁服务费债权并不受到现行法律禁止。

但是在很多证券化的案例中监管可能会反馈在合格标准中加入“基础合同项下未偿款项全部入池”的要求，这对于无固定期限的电池租赁合同而言，无法实现全部未偿款项入池，这也许正是此类交易通过创设“收益权”来满足该类实操审核要求的原因之一。

那么“服务费债权”、“服务费债权收益权”应当如何选择？我们认为有以下几点可以考虑：

- (1) 从《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》或者是《非金融企业资产支持票据指引》对于“基础资产”的规定来看，“基础资产可以是企业应收款、租赁债权、信贷资产、信托受益权等财产权利”，“租赁债权”作为单独列示的一类基础资产在法规中已有明确规定，对于出租人和承租人构建的租赁服务法律关系而言，虽然名义上称为“服务费债权”，但是从法律本质上更加贴近于“租赁债权”的概念；
- (2) 从基础资产真实出售与破产隔离的角度，因在“收益权”模式项下，“收益权”对应的标的资产（即服务费债权）并未实现所有权转移，而是通过“服务费债权”质押给SPV的形式实现了对于“服务费债权”的优先受偿权。因标的资产所有权尚未转移，仍然由出租人持有，因此在出租人破产的情况下，“服务费债权”将很可能被作为破产财产一并进行清算，届时建立在“服务费债权”逻辑上的收益权也将不复存在。

基于以上考虑，选择“服务费债权”作为基础资产更加贴合目前资产证券化产品的要求，从真实出售与破产隔离角度也更加完善。

2. 争议点二：“电池”是否能成为租赁物？

在讨论“电池”能否成为租用服务费关系中的“租赁物”之前，首先需要解决的是“电池”能否作为一个法律上独立的“物”存在。如在承认电池属于法律上的“物”的前提下，基于物权天然具备的“占有”、“使用”、“处分”和“收益”四种权能，在无禁止性规定的情况下，电池自然可以成为租用服务费关系中的“租赁物”，并进而成立出租人和承租人的经营性租赁法律关系。

从一般观念中，我们会将汽车作为一个独立物，并以汽车作为一个整体进行权属登记，“机动车”因此也属于“特殊动产”的一种。但是在新能源车“车电分离”的模式下，新能源车可以通过“换电”补充能源，“电池”似乎可以作为一个在技术上、价值上具备独立性的存在，同时电池由于生产型号和编号等的特殊性¹，也使得其具备了作为“物”所需的特定性要求。

目前在学界对于新能源车的车身和电池是否分别为独立的物以及是否分别具有独立物权仍存在争议。

有观点认为参考德国民法规定“不能在设立物的所有权之余对物的主要组成部分另行设立所有权”²的理论，电池和发动机一样是汽车的组成部分，不能单独成立一个物权；也有观点认为除权利、身体以外的、能够被“吾人所能支配”、能够“独立为一体，能满足吾人社会生活的需要”³的都可以成为法律上之物，因此新能源车的电池作为可以独立拆卸、独立使用的存在，理应属于法律上之“物”。

鉴于目前现行法律法规中并无对“物”的定义和特征的明确规定，且也未对新能源车“车电分离”模式的禁止性规定，在车企与购车用户对于出售标的（不含电池的车辆）明确约定，且由电池管理公司或者车企指定主体对电池部分与购车用户重新约定租赁服务的情况下，我们倾向于认为，民法上的“物”作为一个不断发展的概念，应当以更加发展的姿态对于新型业态中出现的“物”进行探讨与分析，在其满足物权基本的“独立性”、“可支配性”、“独立于人身与权利之外”的特征的情况下，应当承认其作为独立“物”的存在。

（二）特殊交易机制安排

电池租赁服务费证券化的交易机制与常规租赁债权、应收账款债权证券化产品大致相同。

如在增信机制上，基本均采用优先/次级分层、差额补足、外部担保、不合格基础资产赎回或置换等增信措施；在现金流归集与分配机制上，大多采用按月或者按季由出租人归集现金流、再转付至专项计划账户/信托账户的安排；在现金流分配顺序上也大多采用过手摊还机制，同时在偿付完毕优先级本息后，对于外部担保机构的担保代偿款项将在优先级分配完毕、次级分配之前给与补偿。下面就来和大家聊一聊几个稍微不一样的机制设定以及背后的逻辑所在。

| 机制名称 | 机制内容/触发条件 | 触发效果 | 设置逻辑 | 备注 |
|--------|---|------------------------------------|--|----|
| 抵押生效事件 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 基础资产累计违约率 ■ 出租人全部租用资产中未设 | 专项计划与出租人签署的就租用资产（电池）的《抵押合同》生效，并就租赁 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 租赁服务费的性质：有赖于出租人持续经营； | |

¹ 根据《汽车动力蓄电池编码规则》的要求，动力蓄电池编码由一组具备特定信息含义的数字和英文字母构成，能够表示动力蓄电池主要属性并具有唯一性、特定性。

² 参见尹田：《物权法》（第二版），北京大学出版社2017年版，第239页。

³ 参考王泽鉴《民法总则》，中国政法大学出版社，2001版，第208页。

| 机制名称 | 机制内容/触发条件 | 触发效果 | 设置逻辑 | 备注 |
|---------------|---|--|---|---------------|
| | 置权利限制的数量 <ul style="list-style-type: none"> ■ 实际融资人出现公开市场逾期或违约等信用风险事件 | 资产办理抵押登记，为出租人对ABS/ABN产品的差额补足义务提供担保 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 租赁电池一旦设置抵押或其他权利限制，将对基础资产现金流产生重大影响 | |
| 标的资产（服务费债权）质押 | 出租人以电池租用协议项下全部租用服务费以及逾期付款违约金等为出租人对产品的差额支付义务提供质押担保 | 若出租人未按照《差额支付承诺函》约定履行差额支付义务，质押权人有权选择协议折价、依法变卖、拍卖等方式实现质押权利 | 收益权模式无法真正实现基础资产现金流的真实出售与破产隔离，通过设定质押担保，对其现金流享有优先受偿权 | 适用于服务费债权收益权模式 |
| 权利完善事件 | <ul style="list-style-type: none"> ■ 资产服务机构丧失清偿能力 ■ 资产服务机构被解任 ■ 证券等级下降 ■ 违约事件发生 ■ 未对不合格基础资产进行赎回或置换 | 向承租人发出权利完善通知，指示承租人将基础交易合同项下租用服务费或其他应属于资产支持专项计划/信托计划资产的款项直接支付至专项计划账户/信托账户 | 参考租赁债权ABS产品逻辑，在专项计划/信托计划设立时不通知债务人，在发生风险事件后进行权利完善 | 适用于服务费债权模式 |

电池租赁服务作为新能源行业的一种新型商业模式，可以在一定程度上解决新能源汽车充电耗时长、速度慢、充电桩分布不均衡、补能体验差等行业痛点。就电池租赁服务关系中所产生的债权（或收益权）亦具备资产证券化要求的“现金流稳定、分散度高”等特点，属于优质的基础资产类型。同时，新能源车电池租赁业务作为清洁交通类绿色产业领域，大多满足绿色（碳中和）ABS的要求，在相关证券化产品发行时亦具备监管政策和投资定价上的突出优势，可以作为相关车企或电池管理公司公开市场融资的有利工具之一。但另一方面，对于该种新型业态目前仍缺乏法规政策上的细化规定，可能制约其进一步发展，期待相关配套政策的进一步出台。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

朱俊

电话： +86 10 8525 4690

Email: jun.zhu@hankunlaw.com