

美国电影版权证券化的启示

童 谣, 梁 田

(北京师范大学 法学院, 北京 100875)

摘要:近年来, 尽管我国非常重视知识产权证券化的落地工作, 出台了多项政策支持, 但电影版权证券化尚未实现, 故美国电影版权证券化在基础资产的选择、破产隔离机制的适用以及保险制度上的成功经验值得借鉴。电影版权的相关收益, 应是我国电影版权证券化不可忽视的基础资产之一, 信托模式有助于实现破产隔离的效果, 多样化的保险险种为整个电影版权证券化保驾护航, 也有助于我国电影版权证券化的发展。

关键词: 电影版权证券化; 基础资产; 破产隔离; 保险

中图分类号: D923.4

文献标识码: A

文章编号: 1008-6390(2019)06-0010-05

2018年12月, 奇艺世纪知识产权资产支持证券(ABS)在上海证券交易所发行, 这是我国首个知识产权资产支持证券, 实现了我国知识产权证券化零的突破。同时, 知识产权证券化标准化产品“第一创业-文科租赁一期资产支持专项计划”在深圳证券交易所成功获批, 其底层资产租赁标的物为专利权、著作权等, 覆盖艺术表演、影视制作发行、信息技术、数字出版等文化创意领域的多个行业。由此可见, 知识产权证券化是一种以知识产权的价值为基础, 使用证券化形式进行融资的新型融资方式^[1]²⁹。版权证券化是知识产权证券化的一个分支, 电影版权证券化则是版权证券化中最主要的市场。电影版权证券化即以电影版权的未来收益权或基于该版权的商业化收益权作为基础资产, 利用证券化融资^[2]。虽然我国目前有上述两例知识产权证券化的案例, 但真正意义上的电影版权证券化尚无一例。比较而言, 美国电影版权证券化具备完善的制度和丰富的案例, 值得研究和借鉴。

一、我国电影版权证券化势在必行

(一) 我国电影的融资现状不容乐观

制作一部电影需要耗费大量的资金, 而制作者通常不具备相应的资金体量, 因此融资对于电影来说是至关重要的。目前, 我国电影的融资方式包括版权质押贷款、联合投资和保底发行等。电影版权质押贷款是电影公司在电影拍摄完成前, 将电影的版权(仅包含财产权)质押给商业银行, 商业银行通

过评估其商业价值, 从而为电影公司提供贷款。电影联合投资即双方或多方对某一电影项目的投资。电影保底发行是投资针对目标影片与制作方约定票房等保底合同, 并根据实际票房进行分账^[3]。较之先前的电影融资方式, 我国电影融资方式的种类、幅度及投资主体等已有了显著进步。但上述融资方式可融资金量受限, 并且还增加了投资主体的风险: 其一, 投资主体和投资对象的特定化限制了融资规模。在现有情况下, 投资主体的范围局限在金融机构、文化公司及投资公司等之间, 多个投资主体同时投资某一项目是较为困难的。并且, 上述融资方式普遍是由投资主体针对某一具体电影的投资, 而非对多部电影“打包”的投资, 投资对象单一, 较之多部电影“打包”投资, 可融资金量大大减少。其二, 未能将拟证券化的电影收益与电影公司自身的财务相隔离, 增加了投资主体的风险。在上述模式下, 拟证券化的电影收益作为电影公司的财产, 不能独立于公司的其他财产, 仍然受到电影公司财务的影响。当公司发生财务风险后, 其可能会被追及和纳为电影公司的破产财产。虽然投资主体认识到每一项投资都有一定风险, 但这种随时会受到公司财务影响的不确定性加大了投资主体的风险。

(二) 电影版权证券化乃世界潮流所趋

先看国际方面。1997年, 摇滚歌手大卫·鲍伊将25张唱片的预期版权许可使用费证券化, 在美国成功发行了私募债券, 是全球首例知识产权证券化

收稿日期: 2019-04-25

作者简介: 童谣, 硕士研究生, 研究方向: 知识产权法; 梁田, 硕士研究生, 研究方向: 中国刑法。

的案例。虽然音乐版权证券化是知识产权证券化的先锋,但是电影资金需求量大大高于音乐作品,所以电影版权证券化是版权证券化的主要对象。好莱坞在美国电影行业中具有举足轻重的地位,其在 20 世纪 90 年代开启了电影版权证券化。在这个过程中,涌现出了以梦工厂为代表的众多电影版权证券化案例。仅仅从 1995 年至 2000 年初,融资金额即高达 79 亿美元,电影版权证券化成为好莱坞重要的融资手段之一。在美国首例知识产权证券化后,日本和欧盟等国家和地区都开始知识产权证券化的探索。日本通过制定和修改《信托业特别规制法》《资产证券化法》《证券法》《破产法》等法案为知识产权证券化融资提供法律上的支持。欧盟紧随美国之后,在 20 世纪末也出现了电影版权证券化的案例。如 1999 年意大利公司采用证券化方式,将影片打包发行债券。因影片部分由詹姆斯·邦德出演,所以这一债券又被称为邦德债券^{[1]104}。随着电影行业的蓬勃发展,一个电影公司一年通常要制作多部电影,需要大规模融资,而证券化恰好能为电影注入充足的资金。在以好莱坞为代表的电影版权证券化模式下,越来越多的电影公司试图采取证券化的方式获得融资。

再看国内方面。首先,国家政策大力支持。我国早在知识产权证券化案例出现之前,就出台了相关政策支持知识产权证券化发展。2017 年,国务院印发的《国家技术转移体系建设方案》提出开展知识产权证券化融资试点。同时,在《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》中支持海南探索知识产权证券化、完善知识产权信用担保机制。此外,我国不仅支持知识产权证券化,而且对电影行业的发展出台了相关政策及法律。2017 年 3 月,《中华人民共和国电影产业促进法》正式施行,该法第 40 条明确规定,国家鼓励金融机构、保险机构、担保机构为电影产业提供支持,从立法上为我国电影行业融资提供了指引。《电影管理条例》则鼓励个人投资摄制影片,为个人参与电影版权证券化融资提供了依据。2018 年 4 月,国家电影局揭牌成立,我国电影行业有了更专一的指导机构,有利于推动我国电影行业的发展。其次,产业发展需求强劲。2018 年,我国电影整体票房突破 600 亿元,国产电影票房占总票房的 62%。同时,我国电影产量也从 2014 年的 754 部增至 1082 部。一方面,国内观众对于国产影片的质量越来越认可,另一方面,国产片数量也在快速增加。国产片质量和产量的提高伴随着电影制作成本的上涨,而电影公司的资金量

已不能满足电影对于资金的需求,所以融资是必不可少的,但传统的融资手段已不能满足大规模融资的需求。从产业发展的角度来说,电影版权证券化可以提供一个新的、有效的融资手段。电影版权证券化不仅能够解决电影制作成本问题,还能够帮助新兴电影公司及其影片在资本市场寻找机会,鼓励影片融资、发行方式等的多样化,以此促进我国电影行业的繁荣发展。

二、美国电影版权证券化的运作模式

(一) 美国电影版权证券化的案例

在美国电影版权证券化案例中,最为著名的就是梦工厂(DreamWorks)证券化融资案。梦工厂在 1997—2002 年共进行了三次融资。第一次融资是在 1997 年,梦工厂用 14 部电影作为基础资产,发行证券融资;第二次是在 2000 年,梦工厂加入 24 部制作中的电影,发行了总额约 5.56 亿美元的证券;第三次是在 2002 年,梦工厂将已制作的电影和未来电影作品共同打包发行证券,共融资达 10 亿美元。标准普尔(Standard & Poor's)和穆迪(Moody's)都给予了证券投资级的 AAA 评级。随着电影证券化制度的不断完善,美国越来越多的证券化针对的是未来电影作品,如 2004 年 Paramount Pictures 电影公司针对未来三年的电影作品共融资高达 300 万美元。

(二) 美国电影版权证券化的运作模式

美国电影版权证券化是电影公司将电影版权的相关权益作为基础资产,真实出售给特殊目的载体(special purpose vehicle, SPV),由后者对基础资产进行一定结构安排,最后发行证券以融资的过程。其具体运行模式包含以下六个步骤:(1) 电影公司获得电影产业投资人的投资,电影产业投资人通常为电影融资公司,如 Relativity Media;(2) 电影公司选择拟证券化的电影(已制作的电影和未来电影作品)进行打包,并将其真实出售给特殊目的载体,此时特殊目的载体尚未支付对价,且该基础资金池通常包含多部电影作品;(3) 由特殊目的载体聘请信用增级和评级机构对基础资产进行信用增级和评级;(4) 特殊目的载体委托一个由银行管理的机构承销证券,同时由银行提供担保,若是特殊目的机构操作失误,则由银行对投资者提供保护;(5) 电影版权的证券成功发行后,资本市场投资者将收入交给特殊目的载体,特殊目的载体支付其他机构的费用(包含信用评级机构等)以及电影公司出售电影的费用,电影公司获得资金并将资金用于约定目的;(6) 电影上映后,电影公司获得票房收

人,并将票房收入的一部分交给电影产业投资人,一部分通过服务商和受托管理人把本息偿还给证券投资者。

在图1所示的运行模式下,相较于上述电影的融资模式,包括版权质押贷款、联合投资和保底发行等,电影版权证券化的可融资金量更大,且特殊运行模式降低了投资主体的风险。在可融资金量上,电影版权证券化的投资主体更为多样化,融资更为简便。从融资的数额来看,包含电影版权证券化在内

的知识产权证券化的融资额能达到基础资产价值的75%,比知识产权质押高出约10%^[5]。在降低投资主体的风险上,电影版权证券化采用了破产隔离机制,当电影版权的相关收益作为基础资产真实出售给特殊目的载体后,该电影版权的收益就与电影公司的其他资产相隔离,即使电影公司出现财务危险,该基础资产也不会被追及和纳为电影公司的破产财产。这就从机制上确保了该基础资产的独立性,最终达到降低投资主体风险的目的。

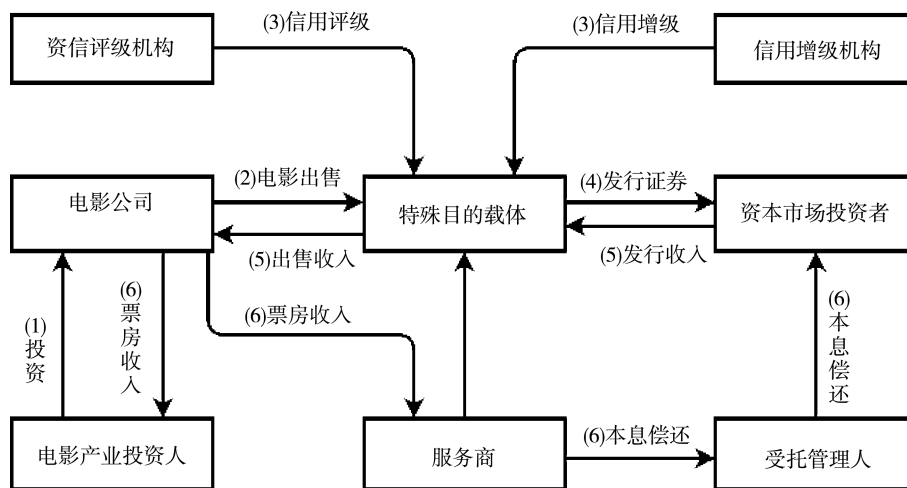


图1 美国电影版权证券化的运作模式^[4]

三、美国电影版权证券化的特点

(一) 电影版权证券化基础资产的选择

电影版权证券化的过程始于对基础资产的选择,基础资产的抗风险能力、盈利能力等都会影响后续的证券化过程。因此,基础资产的选择在整个电影版权证券化过程中是基础且重要的。美国电影版权证券化选择基础资产的方式具有期待性、多样化、低风险的特点。

选择未来电影作为基础资产。传统上,美国好莱坞的大型电影公司通过自筹资金和特定于电影的银行贷款来为电影融资。从20世纪90年代末开始,银行为大型电影公司开发了结构化的电影融资项目,此资料库可以包括最近上映的电影,也可以包括未来符合特定要求的电影^[6]。未来的电影尚未制作完成,属于民事权利的版权尚未取得,其权利还属于期待权的范畴。认可电影期待版权不仅为好莱坞的电影公司提供了充足的资金,为电影公司制作精良的电影提供了后备支持,这实际上也是一项创新。

选择多样化的基础资产。美国电影版权证券化选择的基础资产通常为多部电影的版权收益,较之单一的电影版权收益作为基础资产会获得更高的信

用评级。若选择单个电影的版权进行证券化,那么该电影上映后的盈利将会直接决定投资人的收益。选择多部电影是分担投资风险的举措,使得投资人的收益不直接由某一部电影决定。此举与投资“不要把鸡蛋放在一个篮子里”是同样的道理。当然,选择多样化的基础资产并不意味着可以对一个电影公司的任何电影进行随意选择。证券化是对某一特定电影公司一个完整目录下的所有电影进行证券化交易,类似“捡草莓”的选择性证券化交易是不被允许的^[7]。这是为了防止将盈利的电影都进行证券化后,电影公司只剩下亏损的影片,与解决电影公司融资的初衷相悖。

选择现金流稳定的基础资产。目前,尽管国际上对于可证券化的基础资产的要求有六要点说、七要点说、八要点说等,但都要求基础资产能够在未来产生可预测的、稳定的现金流。在美国,投资者判断该电影是否能产生稳定的现金流,不仅要判断该电影上映后能否得到观众的喜爱、获得高票房,而且还要关注该电影的衍生产品是否具有持续性的收入。

(二) 电影版权证券化中的破产隔离机制

所谓破产重组隔离即资产远离破产(bankruptcy

remote),一是拟证券化的资产实现与发起人(电影公司)其他资产的隔离,二是拟证券化的资产与特殊目的载体本身的资产实现隔离。其中,第一层次是破产隔离机制的主要手段,其方式为真实销售^[8]。纵观美国大部分电影版权证券化的案例,几乎都是采用真实销售的方式实现破产隔离的,如最为著名的梦工厂案。电影版权证券化的真实销售是电影公司将拟证券化的基础资产的风险及收益权转让给特殊目的载体,使得该基础资产与电影公司其他资产相隔离。真实销售主要包括更新(novation)、让与(assignment)和信托(trust)三种方式。信托财产的独立性,使得信托成为目前被广泛应用的方式。一方面,基于信托方式下,特殊目的载体对基础资产享有名义上的权利;另一方面,假如电影公司破产,该基础资产也不会被作为电影公司的破产财产而进行偿付。

(三) 电影版权证券化中的保险制度

在电影版权证券化的过程中,信用增级的方式包括内部信用增级和外部信用增级。保险制度就是外部信用增级中经常出现的方式。电影证券化的全过程通常伴随各种风险,例如电影未按时完工、侵权、发行失败等。为了应对上述风险,美国建立了完备的保险制度。就整体知识产权保险而言,主要包含两种形式的保险:一是由保险公司直接对证券投资者提供偿付担保,并且是对本金和利息的100%担保;二是由保险公司对基础资金池中特定知识产权进行担保^{[1]226}。电影版权证券化中的保险主要是后一种形式,它虽然不是直接向投资者提供保险,而是向特殊目的载体提供保险,但其为投资者对基础资金池价值的稳定提供了间接的保证。保险公司会根据被保险标的收取相应的保费,其保险涉及电影制作的各方面,从演员到拍摄设备等,能为电影制作提供最大限度的保护。在电影开机前,电影公司通常会为电影购买相应险种,包含剧组成员保险、失误保险、一般性制作保险等。如好莱坞大片《终结者3》的制片方就曾为施瓦辛格出资254万美元投了保险,一旦施瓦辛格发生意外而无法出演这部电影,保险公司会给予高达1.82亿美元的赔付。

四、美国电影版权证券化的启示

美国电影版权证券化已经20余年,既有成功的经验,也有失败的教训。对于处在起步阶段的中国电影版权证券化事业而言,在基础资产的选择、破产隔离原理的适用以及保险制度的完善等方面足资

借鉴。

(一) 基础资产的选择

选择可证券化资产的规则。首先,可证券化的基础资产能在未来产生可预测的、稳定的现金流。目前,电影版权证券化的基础资产主要有两种形式,一种是电影的版权,另一种是基于电影版权产生的相关权益,例如票房等。前一种方式在实践中较少,后一种方式较多。如著名的美国梦工厂电影证券化案中,其就是将电影的未来权利收益即票房作为基础资产。其次,可证券化的基础资产应多样化。由于电影收益具有时效性、主观性的特点,其收益很大一部分产生于上映后的一段时间内,而后续时间所产生的收益仅占很小一部分。票房还受人的主观心态的影响。电影收益与观众所持的价值观念、思维观念等息息相关,只有适合于当前受众的电影才能获得票房。美国电影版权证券化的成功经验是选择多部电影的相关收益作为基础资产,这种多样化的选择能降低风险。最后,可证券化的基础资产应权属清晰。电影的版权由制片者享有,权利自电影完成之日产生。在选择基础资产时,应加大对于电影权属的关注,选择权属清晰的电影。

将未来电影纳入拟证券化资产。这是美国电影版权证券化的一项制度创新。未来的电影尚未完成,版权还未产生,仍属于期待版权的范畴。郑万青教授认为,电影期待版权是指电影公司已经通过内部决策程序做出摄制特定电影的决定,并取得电影主管部门的许可准予拍摄,对该电影未来的版权享有期待利益所形成的一种权利^[9]。可以借鉴美国经验,将未来电影的相关收益纳入拟证券化资产。理由有二:一是电影版权较商标和专利而言,更具稳定性。因为电影只要具有独创性、可复制性以及作者思想或情感的表现,制片人就可自动取得电影的版权。比较而言,专利和商标都有无效宣告制度,权利状态不稳定。二是摄制电影需要投入大量资金,将电影期待版权的相关收益作为基础资产进行证券化,可以为电影公司带来大量资金,从而进一步提高我国电影的质量,促进电影行业的繁荣发展。

(二) 破产隔离原理的适用

建立破产隔离机制是美国电影版权证券化快速发展的重要原因。目前,我国证监会引导企业资产证券化采用的是专项资产管理计划,它是以企业资产或未来收益权为原始资产形成资产池,证券公司作为特定目的机构设立专项资产管理计划,在证券大宗交易系统中发行可流通的资产收益凭证^[10]。较之专项资产管理计划,电影版权证券化更适用真

实销售的信托模式。原因在于,专项资金管理计划的基础资产不具有独立性,而信托财产具有独立性,可以隔离风险;信托较专项资金管理计划更具稳定性,能够为周期较长的电影项目提供更有保障的、更可靠的制度支持;专项资金管理计划不具备独立的法律主体资格,不能实现真实销售。因此,我国应在电影版权证券化过程中借鉴信托模式的真实销售,实现破产隔离的效果。

(三)完善电影版权证券化中的保险制度

目前,我国的电影保险主要存在三个问题:一是电影的险种未实现标准化,二是电影的险种比较单一,三是开设电影保险业务的保险公司较少。其中,针对电影版权证券化的保险刚刚起步。2017年3月施行的《电影产业促进法》第40条载明,国家鼓励保险机构依法开发适应电影产业发展需要的保险产品,为我国保险机构开发相应的电影保险产品提供了指引。首先,应当建立电影险种标准化的模式。在保险公司的官网中,寿险、意外险等险种都可以被查询,并且可以提供完善的投保路径,电影险种的资料却只能在线下获得,交易模式处于初级阶段。电影险种也应顺应这一趋势,建立类似于其他较为成熟险种的标准化模式,公开集中展示险种信息,提供投保路径。其次,应鼓励更多保险公司开发丰富的电影保险险种。应借鉴好莱坞电影保险的模式,针对我国电影产业发展实际开发出涵盖剧组成员、电影制作等方面的保险,鼓励保险公司参与电影制作的全过程,为繁荣发展电影产业保驾护航,为电影版权证券化提供更稳定的基础资产。

五、结语

美国电影版权证券化的快速发展得益于完善的制度安排。虽然我国目前还没有电影版权证券化的成功案例,但是在探索电影版权证券化的过程中,可以借鉴美国电影版权证券化的经验。首先,在选择拟证券化的基础资产时,要判断该基础资产能否产生可预测的、稳定的现金流,同时将未来电影的版权收益纳入基础资产的范畴;其次,当电影公司将拟证券化的基础资产真实销售给特殊目的载体时,信托

模式是实现破产隔离的最佳模式;最后,投保的保险险种能提高证券化的外部信用增级,增强投资者的信心,进一步拓宽融资渠道、增加融资金额。因此,借鉴美国电影版权证券化的成功经验,在一定程度上能够解决我国电影公司的融资难题,促进社会资本的合理有效流动,最终推动我国电影行业的繁荣发展。

参考文献:

- [1]董涛.知识产权证券化制度研究[M].北京:清华大学出版社,2009:29-226.
- [2]陈广玉,薛菁华,沙青青,等.中国电影产业发展模式创新研究[M].上海:上海科学技术文献出版社,2016:4.
- [3]张辉锋,孙晔.博弈视角下中国电影保底发行的性质及策略选择[J].国际新闻界,2018(11):137.
- [4]黄树青.电影收入证券化融资及其启示[J].电影艺术,2010(4):38-42.
- [5]王吉法.知识产权资本化研究[M].济南:山东大学出版社,2010:156.
- [6]Edward De Sear. Why Hollywood turned to securitization [J]. International Finance Law Review, 2006(4):51.
- [7]Lois R. Lucipa. Circumvention of the Bankruptcy Process: The Statutory Institutionalization of Securitization [J]. Connecticut Law Review, 2000(1):36-37.
- [8]吴凤君,李阳.知识产权证券化的法学分析[J].金融理论与实践,2012(8):77-81.
- [9]郑万青,熊斌斌.电影期待版权预告质押制度研究[J].知识产权,2013(9):66-71.
- [10]王勇,赵金鑫.特定目的信托模式:我国资产证券化的可行选择[J].南开学报(哲学社会科学版),2015(5):151-158.
- [11]钟瑞栋.知识产权证券化风险防范的法律对策[J].厦门大学学报(哲学社会科学版),2010(2):58-65.
- [12]黄勇.知识产权资产证券化法律风险防范机制之研究[J].政法论坛.2015(6):138-145.
- [13]刘建,闫博慧.版权证券化的风险构成与隔离机制研究[J].苏州大学学报(哲学社会科学版),2017(4):91-99.

[责任编辑 文川]