

引言

2022 年 12 月 30 日，上交所发布了 4 项资产支持证券业务规则（《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引》第 1—4 号），内容涵盖发行准入标准、信息披露、分类审核和特定品种四个方面。业务规则对上交所现有资产支持证券相关规则进行了全面优化和整合，将促进 ABS 产品设计更规范化、信息披露更透明化。《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 1 号—申请文件及编制》（以下简称“《指引 1 号》”），明确了申请文件及各申请文件编制要求，同时针对不同资产类型规范了基础资产信息披露要求。《上海证券交易所资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引第 2 号—大类基础资产》（以下简称“《指引 2 号》”），规范了大类基础资产的准入规则（包含 3 大类 7 小类），细化和完善了已有业务规则的大类资产的准入条件、交易规则、现金流预测和参与方的要求等，并扩充了未有明确制度的大类资产的相关规则，引导市场夯实资产信用，强化质量控制。本系列研究将结合上交所业务规则中对各大类基础资产、交易结构以及现金流测试相关要求的变化进行解读和探讨。本文将针对企业融资债权 ABS 中基础资产以及重要参与者涉及的评级要点进行分析。

一、 基础资产

1. 基础资产入池标准

《指引 2 号》中提出，基础资产为企业融资债权的，还应当穿透至底层资产，锁定专项计划现金流最终偿付来源，此要求遵循“实质重于形式”的原则，注重产品的实际资金来源。

企业融资债权 ABS 基础资产一般是依据信托合同等资产管理合同所享有的信托受益权或金融债权等。《指引 2 号》定义企业融资债权为原始权益人通过信托向企业发放的融资债权及附属担保权益和其他权利（如有），同时强调应穿透至底层资产，锁定底层资产的现金流来源，不存在现金流重构、结构化分层的情形，规避无法锁定现金流的风险。对于此类基础资产，需要明确各层级法律关系及各环节上的权利义务情况，确保链条（交易链及资金链）清晰。若存在多层嵌套，基础资产和底层资产的形成应当确保符合法律法规及相关主管部门的监管要求，资金投向不违反国家政策及监管要求，穿透至最终还款来源，明确还款路径以及实际付款义务人。

3.5.3 基础资产为信托受益权的，应当符合下列要求：

- （一）信托类型明确，底层法律关系清晰，信托财产运用不存在投资股权、证券、资产收益权等情形；
- （二）依据穿透原则，信托计划应当对应和锁定底层资产的现金流来源以及底层债务人，债权债务关系清晰，标准化程度高；

（三）不存在现金流重构、结构化分层。

无底层现金流锁定作为还款来源的单笔或少笔信托受益权不得作为基础资产。

《指引 2 号》中明确企业融资债权 ABS 准入标准应符合一般规定和债权类基础资产一般规定外，还对此类入池资产的分散度进行了约定。可豁免债务人分散度要求的情况下，可能会出现集中度较高的资产池，重要的现金流提供方将对资产池整体质量产生较大影响，因此底层债务人的信用状况以及资产的增信情况则需要特别关注，并且需要对底层资产进行逐一尽调。

3.5.2 企业融资债权资产支持证券的基础资产应当符合下列要求：

(一) 基础资产池应当具有一定的分散度，至少包括 10 个相互之间不存在关联关系的债务人且单个债务人入池资产金额占比不超过 50%。债务人或底层资产的增信机构信用状况良好，或债务具有全额抵押担保的，可免于上述债务人分散度的要求；

本着基础资产原则上不拆分的入池标准，《指引 2 号》中明确提出同一借款合同项下全部未偿款项或同一信托计划的信托受益权全部入池。虽然信托计划名下的信托账户可以实现“破产隔离”，但若出现基础资产拆分转让的情况则可能会引起资产混同，无法识别的情况，此规定实现了入池资产的可识别、可特定化，保障了归属于专项计划的现金流。

3.5.2 企业融资债权资产支持证券的基础资产应当符合下列要求：

(七) 同一借款合同项下全部未偿款项或同一信托计划的信托受益权全部入池；

底层债务人为金融机构的，其业务开展及债务融资应当符合行业主管部门的监管要求。底层债务人或增信机构为城市建设企业的基础资产，应当符合地方政府性债务管理的相关规定，排除隐债的可能性，尽调中在保证《指引 2 号》中提到的对于此类债务人的要求充分尽调外，还应重点关注该类企业的资金来源及其可靠性。

3.5.2 企业融资债权资产支持证券的基础资产应当符合下列要求：

(五) 底层债务人为金融机构的，其业务开展及债务融资应当符合行业主管部门的监管要求；

(六) 底层债务人或增信机构为城市建设企业的，应当符合地方政府性债务管理的相关规定，管理人应当结合城市建设企业所属层级、业务规模、盈利情况、资产负债结构、现金流量情况等，审慎确定入池资产；

(八) 底层债务人或增信机构存在本所债券信用风险管理规则中风险类债券相关情形，或存在其他重大风险事项的，管理人应当严格评估企业资质状况和偿付能力，就企业是否存在短期流动性问题、生产经营是否正常等进行审慎核查，审慎确定入池资产。

2. 基础资产的尽职调查

业务规则要求重点关注基础资产实际还款来源的偿付风险，企业融资债权底层资产尽调要求参照基础资产要求，充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施。

《指引 2 号》提出基础资产为信托受益权、委托贷款债权或其他资产管理产品份额的，还应当穿透至底层资产，披露其形成过程、担保权益以及其他权利（如有）和交易安排，核查并披露重要现金流提供方的经营情况、财务状况、偿付能力、信用情况等。

2.3.10 专项计划基础资产为信托受益权、委托贷款债权等财产权利的，其底层资产应当参照适用本指引有关基础资产的要求。管理人、证券服务机构除按照法律法规及规则要求核查基础资产外，还应当对底层资产进行充分的尽职调查，穿透核查底层资产是否符合本指引有关基础资产的要求，并加强针对性信息披露和风险提示。

二、参与机构

1. 原始权益人

本着“实质重于形式”的原则，业务规则对代理原始权益人及资产管理产品作为原始权益人的情况均做出了信息披露要求，对于引流机构和放款机构的业务情况也需要进行披露。

《指引1号》明确了代理原始权益人及资产管理产品作为原始权益人的信息披露要求。企业融资债权类资产证券化产品根据交易设置情况，原始权益人将以不同形式呈现，包括但不限于代理原始权益人、资产管理产品等形式等。非特定原始权益人相较于特定原始权益人对于产品的影响略有差异，基础资产的生成与后续管理与其关系不密切，此类产品原始权益人多以资金渠道为主，需要关注产品管理机构的履职能力及相关授权情况（如有）。

3.6.8 原始权益人涉及下列特殊情形的，应当按照要求进行信息披露：

（一）交易结构设置代理原始权益人的，应当披露代理原始权益人基本情况、代理事项以及授权情况，重点披露其与代理事项以及应当履行义务相关的业务开展情况；

（二）资产管理产品作为原始权益人的，应当披露资产管理产品基本情况、产品管理人基本情况，重点披露产品管理人与产品管理事项以及应当履行义务相关的业务开展情况；

《指引1号》提出原始权益人为信托计划等产品的，引流机构和放款机构（合作金融机构）均应当按照要求进行尽调并披露相关内容。多样化的合作模式以及资产形成的方式涉及多方机构，各机构根据其担任的角色和对基础资产的影响，需要对其进行尽调和披露，以充分揭露基础资产信用风险。

4.1.8 专项计划基础资产由融资租赁公司、互联网平台、小额贷款公司等机构营销获客和引流（以下简称引流机构）、合作金融机构（以下简称放款机构）放款形成的，还应当披露：

（一）上述合作的业务模式、放款比例、支付结算和逾期清收安排、风险分担方式、引流机构自身及其与各合作金融机构形成的资产规模、资产历史表现、引流机构与合作金融机构是否为对方提供增信及其风险敞口规模等；

（二）引流机构从事相关业务所需的业务资质和证照（如有）、人员配备、风险控制制度、开展业务是否合法合规并符合相关主管部门的要求；

（三）放款机构的业务资质和证照（如需）、人员配备、风险控制制度，放款机构业务开展是否合法合规、是否将授信审查及风险控制等核心业务外包、是否接受无担保资质的第三方机构提供增信服务及兜底承诺等变相增信服务。

2. 实际融资人

双SPV结构的产品需要同时披露实际融资人及原始权益人情况。

《指引1号》要求实际融资人披露其作为主要参与人的相关风险。实际融资人为依托资产收入作为基础资产现金流来源，或者通过资产支持证券获得融资，或者结合专项计划交易安排认定的相关主体。对于企业融资债权类基础资产，实际融资人多指底层资产转让方，即为基础资产最初产生的主体，发行资产证券化产品资金募集者。基础资产为信托贷款、委托

贷款等基于底层基础资产现金流作为偿债资金来源的（双 SPV 交易结构），同时披露实际融资人及原始权益人情况，且要求参照特定原始权益人相关要求披露实际融资人相关财务报表等信息及有关风险。

3.6.15 应当披露原始权益人、实际融资人等相关主体开展资产证券化业务是否符合地方政府性债务管理的相关规定，是否通过发行资产支持证券新增地方政府隐性债务。

3.11.2 应当披露下列风险事项：

（一）与原始权益人、增信机构、实际融资人、重要现金流提供方、管理人等主要业务参与人有关的风险，包括相关业务参与人的行业风险、经营风险、财务风险、公司治理风险、法律风险、政策风险及舆情风险等；

3. 其他参与机构

《指引 2 号》提出信托计划受托人应当担任专项计划资产服务机构，承担存续期相关责任，同时要求受托人自身信用状况良好，无违约记录，最近三年无重大兑付风险事件。若原始权益人通过信托向企业发放融资债权，受托人对基础资产后续现金流表现有着重要的影响，在关注专项计划参与机构的同时，基础资产层面的各重要参与方也需承担相应的责任。

3.5.5 作为信托计划受托人的信托公司应当信用状况良好，具有良好的风险控制能力，不存在挪用信托财产的不良记录，最近 3 年未发生重大兑付风险事件，最近 1 年未因重大违法违规行为受到行政处罚。

信托公司应当担任专项计划资产服务机构，并与专项计划签订《资产服务协议》，约定专项计划存续期间的有关债权管理、现金流监控催收、抵质押办理、解除以及风险处置等相关职责。

总结

随着金融创新的加深，资产支持证券产品种类日益丰富，部分资产证券化产品结构较为复杂，复杂的结构进一步加重信息不对称，限制了投资者对于资产证券化产品的了解程度。本次业务规则中对企业融资债权类 ABS 的指导，核心原则为穿透至底层资产，锁定基础资产现金流，多样化的合作模式以及资产形成方式所涉及的多方机构，根据其担任的角色和对基础资产的影响，也需要进行信息和风险披露。本次业务规则的要求有利于对企业融资债权 ABS 产品质量及其风险的有效评估，进一步提升该类产品信息透明度，为金融创新产品的快速发展提供了保障。本次业务规则的发布实施，也是与巴塞尔协议 III 框架下的 STC 标准接轨，资产证券化监管框架纳入 STC 标准对于资产证券化市场及其参与者均具有重要意义。

往期链接：

[上交所 ABS 挂牌新规简析之融资租赁 ABS](#)

[上交所 ABS 挂牌新规简析之应收账款 ABS](#)

[上交所 ABS 挂牌新规简析之小额贷款债权 ABS](#)