

# 上交所 ABS 挂牌新规简析之不动产抵押贷款 ABS

本期作者：方竹沁 石雪琳

## 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。业务规则对现有资产支持证券相关监管政策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。其中《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进行解读和探讨。

《指引 2 号》本次将“不动产抵押贷款基础资产”单独作为三大类基础资产之一，扩充了相关规则。本文主要就《指引 2 号》下对不动产抵押贷款 ABS 中基础资产、交易结构、现金流、不动产评估及重要参与人等方面的要求进行分析解读。

## 一、基础资产准入规则

### 对于不动产项目权属的相关要求：强调抵押物的可处置性和质押物的可转让性

在进行不动产项目资产证券化时，根据常规的交易安排，债务人会以不动产项目未来运营收入作为质押物提供质押担保并作为资产支持证券的主要偿还资金来源；同时会以所持不动产项目作为抵押物提供抵押担保，在处置情形下可利用抵押物处置现金流偿还资产支持证券的本金和收益。鉴于此，本次《指引 2 号》强调了抵押物的可处置性和质押物的可转让性，一方面需关注项目前期的审批手续及流程的合法合规性，另一方面需核查抵质押等权利限制的情况以及办理解除的相关安排，以保障抵押物的可处置性良好，便于出现风险时可用不动产的处置现金流来偿还投资人。

表 1 《指引 2 号》相关规则简析

《指引 2 号》主要规则内容	简析
5.2（一）权属清晰，资产范围明确，具有可处置性，并依照规定完成了相应的权属登记。	抵押物的可处置性影响了其资产变现能力，若不动产项目存在权属瑕疵，将直接影响到其对资产证券化产品收益和本金兑付的保障程度。
5.2（二）不存在法定或者约定的限制转让或限制抵押的情形。存在权利限制的，应当明确原始权益人向专项计划转移基础资产时解除权利限制的相关安排。	

<p>5.2（三）<b>不存在抵押、质押等权利限制</b>。存在权利限制的，应当明确原始权益人向专项计划转移基础资产时解除权利限制的相关安排。管理人应当取得可以解除权利限制的相关证明，并合理约定解除权利限制登记手续（如需）的办理时限。</p> <p>5.2（五）<b>不动产项目的土地实际用途应当与其规划用途及其权属证书所载用途相符</b>。存在不一致的，管理人和律师应当在专项计划文件中披露其实际用途的法律法规以及政策依据，充分揭示风险并设置合理有效的风险缓释措施。</p>	<p>《指引 2 号》针对抵押物权属提出的相关要求，其目的在于减少不动产项目未来可能面临的处置障碍，避免因资产无法处置导致资产支持证券投资人利益受到损失的情况。</p>
<p>5.2（四）已经通过竣工验收，工程建设质量及安全标准符合相关要求，并已经按照规定履行规划、用地、环评等审批、核准、备案、登记以及其他依据相关法律法规应当办理的手续。</p>	<p>对于存在工程质量问题、安全问题、未完成消防或环评备案的资产，未来或将面临监管部门的处罚、停业等风险，从而影响到项目的正常经营，也将对资产支持专项计划（以下简称“专项计划”）的现金流造成负面影响。</p>
<p><u>针对项目现金流：</u></p> <p>5.4（五）<b>不存在法定或约定的限制质押的情形</b>。存在相关限制质押情形的，应当取得相关主体的豁免或者同意。</p> <p>5.4（六）<b>不存在质押等权利限制</b>。存在权利限制的，应当明确原始权益人向专项计划转移基础资产时解除权利负担的相关安排。管理人应当取得可以解除权利限制的相关证明，并合理约定解除权利限制登记手续（如需）的办理时限。</p>	<p>不动产项目未来运营收入作为质押物为专项计划的主要偿还资金来源。通过《指引 2 号》5.4（五）、（六）条的要求能够确保不动产项目未来运营收入无权利负担，确保资产支持计划拥有相关收益权，从而保障资产支持证券的稳定偿还来源。</p>

**对于不动产项目的运营情况、现金流的相关要求：**关注不动产项目实际运营情况，引导强调资产证券化产品的信用水平应着重于基础资产本身的信用质量而非外部主体的补足。

《指引 2 号》分别从资质文件的合法合规性、运营模式的成熟性、现金流的稳定性与持续性三个方面对不动产项目的运营进行规范性指导，从而保障底层不动产项目能够产生真实、稳定及持续的现金流，进而为资产支持证券的偿还提供保障；同时，《指引 2 号》回归资产证券化的本质，就现金流和资产价值对优先级资产支持证券的保障情况提出限制性要求，引导强调资产证券化产品的信用水平应着重于基础资产本身的信用质量而非外部主体的补足。

表 2 《指引 2 号》相关规则简析

《指引 2 号》主要内容	简析
<p>5.2（六）不动产项目涉及<b>经营资质</b>的，相关经营许可或者其他经营资质应当<b>合法、有效</b>。</p> <p>5.3（二）经营合同应当符合相关<b>合同登记备案</b>（如需）的管理规定。</p> <p>5.4（一）基于<b>真实、合法</b>的经营活动产生，具有商业合理性，价格或者收费标准符合相关规定。</p>	<p>左列三条指引主要旨在确保经营的可持续性和合法性，并防止虚设经营活动以获取融资的行为，从而使得不动产项目能产生真实、持续、稳定的现金流，进而为资产支持证券的偿还提供保障。</p>
<p>5.3（一）<b>具备成熟稳定的运营模式且已经开始运营</b>。运营时间不满 1 年的，管理人应当结合不动产项目经营合同签署情况、周边不动产经营情况、现金流回款情况等说明不动产项目运营稳定性。</p> <p>5.4（三）<b>持续、稳定、可预测，最近 3 年</b>（不满 3 年的，自开始运营起，下同）<b>未出现异常波动</b>。存在异常波动的，管理人应当在计划说明书中披露波动原因和合理性。</p> <p>5.4（四）<b>来源合理分散，直接或穿透后来源于多个现金流提供方</b>。因商业模式或者经营业态等原因，现金流提供方较少的，重要现金流提供方应当资质优良，财务情况稳健。</p>	<p>《指引 2 号》对底层运营现金流的稳定性、持续性、集中度等方面提出的一系列要求，有助于提高底层项目未来现金流的稳定性。</p> <p>当不动产项目存在底层租户集中或整租时，大租户或整租方信用水平及经营状况波动对现金流的稳定性具有很大影响。《指引 2 号》对底层现金流的穿透提出了明确的要求，针对底层现金流提供方集中度较高的物业，更强调重要现金流提供方自身的信用资质和履约能力。</p>
<p>5.5 不动产项目最近 3 年及一期存在关联方承租等关联交易的，<b>关联交易</b>应当符合下列要求：（一）符合相关法律法规的规定和公司内部管理控制要求；（二）定价公允，定价依据充分，与市场交易价格或者独立第三方价格不存在较大差异，具有商业合理性；（三）现金流来源于关联方的比例合理，不影响不动产项目的市场化运营。</p>	<p>对于关联方问题，《指引 2 号》强调了关联交易的合法合规性、关联方交易定价和关联方现金流占比三个点。符合上述要求的关联交易可认为其市场化程度较高，有利于规避舞弊，实现不动产项目现金流合理性。</p>
<p>5.3（三）<b>产生的现金流应当能够覆盖不动产项目运营支出且有盈余，不依赖外部主体补足</b>。</p> <p>5.4（二）符合<b>市场化原则，不依赖第三方补贴等非经营性收入</b>。</p> <p>5.14 各兑付期间内，<b>专项计划预期可分配现金流应当覆盖当期专项计划应付税金、费用以及优先级资产支持证券预期收益之和</b>。</p> <p><b>基础资产或不动产项目预计处置价格应当覆盖优先级</b></p>	<p>《指引 2 号》明确提出专项计划预期可分配现金流应当覆盖当期专项计划优先级利息和费用支出，基础资产或不动产项目预计处置价格应当覆盖优先级本息和费用支出。上述要求能够有效地控制发行规模，强调基础资产本身的信用质量，减少对于外部主体补足的依赖，</p>

资产支持证券的本金和预期收益以及专项计划应付税金、费用。	一定程度上有利于减少单纯依赖主体增信的资产证券化项目的出现。
------------------------------	--------------------------------

## 二、现金流预测、评估报告相关要求

《指引 2 号》中对第三方中介机构出具的评估报告和现金流报告的内容提出了相关的要求，明确了评估报告需要披露重要参数假设、现金流报告需说明预测方法和相关参数设置的合理性，同时强调申报规模需要审慎结合现金流预测和评估值结果。对第三方机构出具的专业报告提出的要求，其目的在于督促第三方专业报告的规范化与透明化，有助于投资人判断现金流预测和估值的合理性，更好地评估产品风险。

表 3 《指引 2 号》相关规则简析

《指引 2 号》主要规则内容	简析
<p><b>评估报告：</b></p> <p>5.7 评估报告应当由符合规定的评估机构出具。不动产项目的评估应当遵循合理、谨慎的原则，<b>原则上以收益法作为主要估价方法</b>。评估机构应当结合不动产项目历史经营情况等审慎设置评估参数，<b>合理确定评估价值，并在评估报告及其附属文件中披露评估过程和影响评估的重要参数</b>，包括土地使用权或者经营权剩余期限、运营收入、运营成本、运营净收益、资本性支出、未来现金流预期、折现率等。</p> <p>5.8 不动产项目的评估存在下列情形之一的，管理人应当对评估方法权重、重要参数、可比项目的合理性进行核查，<b>审慎确定资产支持证券申报规模</b>：（一）两种评估方法的评估结果差异在 20%以上；（二）不动产项目与可比项目在土地性质、用途、区位、业态等方面存在显著差异；（三）收益法预测的出租率或者使用率显著高于周边可比项目平均水平，历史出租率或者使用率显著低于周边可比项目平均水平，运营收入或者净现金流增长率显著较高（含预测期首年），成本费用显著低于周边可比项目平均水平，或者折现率显著低于市场同类型项目平均水平；（四）资本化率显著低于市场同类型项目平均水平。</p>	<p>不动产项目评估方法会影响到最终估值。《指引 2 号》通过规定评估方法的选择原则和重要参数假设的披露要求，使得评估过程更加透明化，有助于提高不动产估值的合理性。</p> <p>同时，考虑到不动产类资产证券化项目的申报发行规模大小与不动产估值关联性较高，《指引 2 号》5.8 条更为细化、明确的要求有利于促使评估价值趋近真实市场价值，一定程度上避免评估值虚高导致的发行规模偏大，进而提高了不动产对资产支持证券的保障程度。</p>
<p><b>现金流预测报告：</b></p> <p>5.9 现金流预测报告原则上应当由已经进行证券服务机构备案的会计师事务所或者其他第三方机构出具。</p>	<p>不动产项目的未来现金流与所处区域的发展规划、周边竞争、不动产项目的未来规划、历史经营情</p>

<p>不动产项目现金流的预测应当遵循合理、谨慎的原则，充分考虑宏观和区域经济发展、项目业态和用途、运营情况和未来调整安排、重大资本性支出、税费安排、周边生态环境和竞争环境发展等因素的影响。<b>现金流预测机构应当结合不动产项目相关历史数据说明预测方法和相关参数设置的合理性。</b></p> <p>5.10 不动产项目的历史现金流以及现金流预测中，存在下列情形之一的，管理人应当结合不动产项目经营状况<b>核查现金流预测重要参数设置的合理性，审慎确定资产支持证券申报规模：</b>（一）报告期内历史运营收入或净现金流呈持续下降趋势，或者单一年度存在显著下降；（二）现金流预测存在单一年度运营收入或者净现金流增长率显著较高（含预测期首年）；（三）同一不动产项目曾申报资产证券化产品，且报告期内实际现金流显著偏离预测值。</p>	<p>况等因素息息相关，《指引 2 号》通过强调上述重要参数的重要性，有利于提高未来现金流预测的合理性和可参考性。同时，对预测方法和参数设置合理性的披露要求也有助于各方对未来现金流预测的合理性进行判断。</p> <p>同上，不动产类资产证券化项目的申报发行规模大小与现金流预测的关联性亦较高，《指引 2 号》5.10 条更为细化、明确的要求也从未来现金流的维度对发行规模进行了限制。</p>
<p>5.11 不动产项目评估报告中收益法预测现金流与现金流预测报告存在显著差异的，管理人应当在计划说明书中对差异的原因及合理性进行分析说明。</p>	<p>《指引 2 号》提出了评估报告中收益法和现金流预测差异进行比较的要求，通过交叉对比不同机构出具的专业报告，进一步保证不动产评估和现金流预测能够反应其真实的市场价值。</p>

### 三、不动产抵押贷款 ABS 项目交易结构相关要求

《指引 2 号》针对不动产抵押贷款 ABS 的交易结构提出了一系列的要求，其目的是为了使得交易结构标准化且能够更好地匹配不动产项目的特点，从交易设计层面减少风险敞口，保护投资人的合法利益。

表 4 《指引 2 号》相关规则简析

《指引 2 号》主要规则内容	简析
<p>5.6 不动产项目所有权人应当以不动产项目和底层运营收入为抵押贷款提供抵押和质押担保，并及时完成不动产抵押和运营收入质押登记手续。抵押、质押合同应当合法、有效，且履行必要的内外部授权及审批程序。</p> <p>抵押合同中应当明确约定抵押权的实现情形、实现方式。实现方式涉及管理人处置不动产项目的，管</p>	<p>《指引 2 号》强调了不动产项目所有权人应当以不动产项目和底层运营收入为相关贷款提供抵押和质押担保，同时也对抵押、质押合同的合法有效性也做了明确的要求，并强调了抵押权的可实现性。通过上述约束，能够在一定程度上</p>

<p>理人应当合理约定专项计划处置期限，并在计划说明书等文件中明确不动产项目处置的触发情形、决策程序、处置方式、处置期限和流程，以及相关信息披露安排等。</p> <p>处置涉及关联交易的，管理人应当设置相应措施以保障投资者合法权益。</p>	<p>限制有产权瑕疵或转让受限的不动产项目作为底层资产发行资产支持证券，增强了抵质押担保措施对投资人的保障。</p>
<p>5.12 管理人应当<b>合理设置专项计划期限</b>。专项计划期限应当与不动产项目权属证明文件或者经营权合同剩余期限相匹配。</p> <p>5.13 <b>优先级资产支持证券发行规模、抵押率应当合理</b>。管理人应当审慎结合不动产项目现金流、评估价值、抵押率、区位，以及项目过往银行贷款等情况确定发行规模。</p> <p>5.15 管理人应当针对下列情形<b>设置合理的信用触发机制，并在专项计划文件中披露各信用触发机制的触发条件、触发结果、处置流程、风险缓释效果和信息披露要求</b>：（一）专项计划的重要交易安排未能在约定时限内完成；（二）不动产项目与基础资产的权利限制（如有）未能在约定时限内解除，或专项计划交易安排涉及的登记等手续未能在约定时限内办理完成；（三）不动产项目的评估价值较初始评估价值大幅下降，且优先级资产支持证券未偿本金与不动产项目评估价值的比率大幅提高；（四）不动产项目现金流出现大幅波动，或者相较预测出现重大偏差；（五）不动产项目由于毁损、灭失或者其他原因导致其无法正常产生现金流；（六）其他可能影响专项计划资产安全、现金流归集的情形。</p>	<p>《指引 2 号》根据不动产项目的自身特点和风险点，对相关交易结构的设置和风险触发事件提出了更为细化的要求，如：专项计划期限需与资产有效运营年限匹配；评估值和现金流的大幅变化、抵质押登记手续未在约定期限内办理等风险事件需在信用触发机制时进行考量等。</p> <p>总体来看，《指引 2 号》的相关要求有助于不动产类资产证券化项目发展出更完善、更标准化、匹配资产特点的交易结构。同时，更完善的风险触发机制也有利于在发生风险事件时能够更好地保护投资人的利益。</p>

#### 四、不动产抵押贷款 ABS 项目重要参与方相关要求

借款人和不动产项目运营机构作为直接偿还人和运营机构，债券偿付的稳定性与其信用水平和运营能力有直接关系。若借款人信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，将直接影响标的贷款偿还情况，且可能会发生底层资产运营现金流的挪用或混同风险；不动产项目运营机构运营管理能力下降会直接对底层运营现金流产生负面影响，从而影响资产支持证券的正常兑付。《指引 2 号》要求对借款人的资质情况、债务情况、合法合规情况以及持续经营能力提出了更严格的要求，强调其自身的信用水平和履约能力，有利于减少因借款人的信用恶

化而引发的相关风险。

表 5 《指引 2 号》相关规则简析

《指引 2 号》主要规则内容	简析
<p><b>借款人：</b></p> <p><b>5.16 借款人应当资质情况良好，且符合本指引第 2.4.3 条的相关要求：</b>（一）生产经营符合法律、行政法规、特定原始权益人公司章程或者企业、事业单位内部规章文件的规定；（二）内部控制制度健全；（三）具有持续经营能力，无重大经营风险、财务风险和法律风险；（四）最近三年未发生重大违约、虚假信息披露或者其他重大违法违规行为；（五）法律法规、中国证监会和本所规定的其他条件。</p> <p>管理人应当在测算并在专项计划文件中披露专项计划存续期间借款人经营现金流入扣除向专项计划归集的现金流后对经营成本、税费的覆盖情况，并分析其持续运营能力。</p> <p>借款人存在尚未付清的融资性债务、工程应付款、大额资本支出计划等情况的，管理人应当核查和分析上述负债的偿还是否影响借款人的持续经营，并在计划说明书中披露。</p>	<p>《指引 2 号》指出借款人应具有持续经营的能力。借款人的资质良好、符合国家法律法规的要求是保证其能够持续开展经营活动的前提条件；借款人的对外担保、负债类的偿还、大额资本支出计划、违法违规行为的处罚等对于其持续运营能力和偿债能力在一定程度上会产生负面影响，从而可能影响到经营现金流向专项计划划转的频率和金额。</p> <p>同时，《指引 2 号》要求披露借款人的运营收入扣除向专项计划归集的现金流后，剩余收入覆盖自身运营成本的情况，其目的在于引导借款人的经营应更多地依赖自给自足，而非外部提供的运营流动性支持。</p>
<p><b>不动产项目运营机构：</b></p> <p><b>5.17 不动产项目运营机构应当具备不动产项目相关业务管理能力，</b>包括不动产项目运营和维护、运营收支管理、人员配备、附属担保权益及其他权利（如有）管理、不动产项目处置等。管理人应当对不动产项目运营机构的<b>管理和服务能力</b>进行核查并明确发表核查意见。</p>	<p>运营管理机构专业的管理和服务能力可能对不动产的日常经营情况产生积极作用，从而影响到不动产项目的现金流入与流出。此外，在其他条件相同的情况下，运营成熟稳定的项目处置效率更高，有利于投资人利益的保护。</p>

## 总结

针对不动产抵押贷款 ABS，《指引 2 号》从不动产项目本身、重要参与方、不动产抵押贷款 ABS 项目交易结构、现金流预测、评估估值多方面提出了明确的要求。总结来看，本次《指引 2 号》对不动产项目自身的质量提出了更高的要求，同时弱化了不动产类资产支持专项计划对主体增信补足的依赖，引导市场不动产类资产支持证券回归资产本身。同时通过对不动产抵押贷款 ABS 项目的交易结构、现金流预测报告、评估报告等相关披露内容的明

确，有利于促进该类项目的交易结构设置完善化和标准化，提高各中介机构出具的专业报告的合理性和可参考性。