

《资产证券化业务基础资产负面清单指引》新旧版对比

本期作者：张君瑶、王晴

引言

2024年3月29日，中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）发布了《资产证券化业务基础资产负面清单指引》（以下简称《负面清单》），较2014年发布的《负面清单》进行了部分条款的修订。《负面清单》是资产证券化业务筛选基础资产的准则，本次修订内容是根据ABS市场变化情况和实践经验，结合最新的相关政策要求，做出的适时调整。

一、制定背景

2024版《负面清单》结合近年来监管实践经验及政策方向，对原有负面清单进行了修订，秉承了《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》）“实质重于形式”的原则。2024版《负面清单》的修订有助于进一步明确资产证券化业务基础资产的筛选范围、把控基础资产的实际还款来源以及保障基础资产的现金流稳定，更关注基础资产的实质，突出资产证券化产品的本质。

上交所和中基协关于资产证券化基础资产政策情况

发布时间	政策名称	文件号	目前状态
上交所			
2022/12/30	《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》	上证发〔2022〕165号	发布并存续
中基协			
2014/12/24	《资产支持专项计划备案管理办法》及配套规则	中基协函〔2014〕459号	已废止
2024/03/29	《资产证券化业务基础资产负面清单指引》	中基协发〔2024〕3号	发布并存续

二、要点解析

1. 地方政府性债务条款

2024版《负面清单》响应化解地方政府债务的方针，基础资产入池的要求更加宽泛，涵盖范围更广。

2024版《负面清单》对于与地方政府性债务管理相关的基础资产还款来源做出了明确限制，基础资产入池的要求更加宽泛，涵盖范围更广。2014版《负面清单》允许以地方政府按照事先公开的收益约定规则开展的PPP模式下应当支付或承担的财政补贴作为基础资产开展资产证券化。2024版《负面清单》删除了这项除外条款，明确现阶段以政府付费和可行性缺口补助模式的PPP项目不再符合资产证券化基础资产要求。延续《指引2号》的要求，基础资产、底层资产以及实际融资人都不得通过发行资产支持证券增加地方政府隐性债务，明确规定涉及新增地方政府性债务任何形式的基础资产均不能作为基础资产入池。本条款响应了国办发〔2023〕35号文以及国办发〔2023〕47号文关于化解地方债务的方针，对入池资产做出了相应的限制和要求。

负面清单 2024 版	负面清单 2014 版	《指引 2 号》
一、不符合地方政府性债务管理有关规定或者新增地方政府性债务的基础资产。	一、以地方政府为直接或间接债务人的基础资产。但地方政府按照事先公开的收益约定规则，在政府与社会资本合作模式（PPP）下应当支付或承担的财政补贴除外。 二、以地方融资平台公司为债务人的基础资产。本条所指的地方融资平台公司是指根据国务院相关文件规定，由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，承担政府投资项目融资功能，并拥有独立法人资格的经济实体。	2.1.8 基础资产及底层资产应当不存在中国证券投资基金业协会《资产证券化业务基础资产负面清单指引》规定的禁止情形，不存在违反地方政府性债务管理相关规定的情形。 2.4.12 原始权益人、实际融资人等相关主体开展资产证券化业务应当符合地方政府性债务管理的相关规定，不得通过发行资产支持证券增加地方政府隐性债务。管理人和律师应当就相关主体开展资产证券化业务是否符合本条规定发表明确核查意见。

2. 基础资产质量

2024 版《负面清单》增加了重要现金流提供方失信情况的限制条件，有利于控制基础资产的质量。

此条款沿袭了《指引 2 号》的相关内容，限制了失信企业作为基础资产重要现金流提供方，进一步关注基础资产质量以及现金流的安全性。同时也将重要现金流提供方的重要子公司的失信情况纳入考量，更加注重风险实质。

负面清单 2024 版	负面清单 2014 版	《指引 2 号》
二、被有权部门认定的失信被执行人、失信生产经营单位、其他失信单位作为重要现金流提供方的基础资产。重要现金流提供方重要子公司存在上述失信情形的，视同重要现金流提供方存在相关情形。 重要现金流提供方，是指现金流预测基准日基础资产或者底层资产现金流单一提供方按照约定未支付现金流金额占基础资产未来现金流总额比例超过 15%，或者该单一提供方及其关联方的未支付现金流金额合计占基础资产未来现金流总额比例超过 20% 的现金流提供方。 重要子公司，是指最近一年末经审计的总资产、净资产或者营业收入任一项指标占合并报表相关指标比例超过 30%，或者对重要现金流提供方偿债、经营能力影响较大的子公司。	--	2.4.6 增信机构、重要现金流提供方（如有）最近两年内应当不存在因严重违法失信行为，被有权部门认定为失信被执行人、重大税收违法案件当事人或涉金融严重失信人的情形。增信机构为融资性担保机构的，应当具备担保业务资质，杠杆率等指标应当满足相关主管部门监管要求。 管理人应当全面调查重要现金流提供方的经营情况及财务状况，在计划说明书中披露其偿付能力和信用水平。单一现金流提供方占入池基础资产余额比例超过 50%且存在本指引第 2.4.4 条规定情形的，管理人应当结合资产池风险分散效果，评估其入池合理性和必要性，审慎确定基础资产池；存在本指引第 2.4.5 条规定情形的，管理人应当结合相应基础资产入池比例，评估对专项计划可能产生的影响，审慎确定基础资产分散度。

3. 基础资产类型限制

2024 版《负面清单》扩充了基础资产回款不稳定且可预测性欠佳的资产类型的涵盖范围。

2024 版《负面清单》中完善了电影票款以及不具有垄断性和排他性的入园凭证等资产不能作为基础资产的要求，排除了基础资产回款不稳定且可预测性欠佳的资产类型。《指引 2 号》中亦有类似要求，对于未来经营收入类基础资产，仅限具有特许经营或排他性质的公

共设施类或公共服务类的资产入池。一般情况下，该类资产持续运营性较强、现金流稳定性较高，可预测性较强。本次 2024 版《负面清单》延续了《指引 2 号》相关要求，强化了基础资产现金流的持续性、稳定性。

负面清单 2024 版	负面清单 2014 版	《指引 2 号》
三、产生现金流的能力具有较大不确定性的资产，如矿产资源开采收益权、土地出让收益权、 电影票款以及不具有垄断性和排他性的入园凭证等。	三、矿产资源开采收益权、土地出让收益权等产生现金流的能力具有较大不确定性的资产。	4.1.3 符合下列情形之一的现金流入可以作为基础资产或现金流来源： (二) 污水处理费、垃圾处理费、政府还贷高速公路通行费等按照“污染者/使用者付费”原则由企业或个人缴纳、全额上缴地方财政、实行收支两条线管理、专款专用，并按照约定返还给公共产品或公共服务提供方的相关收费权类资产。该类基础资产应当取得地方财政部门或有权部门按约定划付购买服务款项的承诺或法律文件。 电影票款、不具有垄断性和排他性的入园凭证等未来经营性收入，以及物业服务费、缺乏实质抵押品的商业物业租金（不含住房租赁），不得作为基础资产现金流来源。

4. 不动产类基础资产取消部分豁免条款

2024 版《负面清单》删除了可证明列入国家保障房计划并已开工建设的豁免条款，无法产生稳定现金流的不动产资产及其收益权受限。

2024 版《负面清单》删除了“待开发或在建占比超过 10%的基础设施、商业物业、居民住宅等不动产或相关不动产收益权，当地政府证明已列入国家保障房计划并已开工建设的项目除外”的豁免条款，无法产生稳定现金流的不动产及相关收益权入池受限。《指引 2 号》之前也从基础资产入池标准方面约定入池资产需为具备成熟稳定运营模式的不动产项目，关注不动产实际运营情况，以及底层不动产项目是否能够产生真实、稳定及持续的现金流。

负面清单 2024 版	负面清单 2014 版	《指引 2 号》
四、因空置、 在建 等原因不能产生稳定现金流的不动产、不动产租金债权 或者相关收益权。	四、有下列情形之一的与不动产相关的基础资产：1、因空置等原因不能产生稳定现金流的不动产租金债权；2、 待开发或在建占比超过 10%的基础设施、商业物业、居民住宅等不动产或相关不动产收益权。当地政府证明已列入国家保障房计划并已开工建设的项目除外。	5.2 不动产项目应当符合下列要求： (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。 5.3 不动产项目运营情况 应当符合下列条件： (一) 具备成熟稳定的运营模式且已经开始运营。 (三) 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。 5.4 不动产项目现金流应当符合下列条件： (三) 持续、稳定、可预测，最近 3 年（不满 3 年的，自开始运营起，下同）未出现异常波动。

5. 穿透基础资产实际还款来源

2024 版《负面清单》秉承穿透原则，更加关注基础资产的还款来源。

2024 版《负面清单》明确了各条款适用于底层资产以及基础资产，不仅限于信托计划

受益权形式，并定义了底层资产为根据穿透原则在专项计划中作为专项计划现金流最终偿付来源的资产。2024 版《负面清单》避免了通过一些交易结构设置的漏网之鱼，与《指引 2 号》均秉承了穿透原则，更加注重资产证券化产品的本质，关注基础资产的实际还款来源。

负面清单 2024 版	负面清单 2014 版	《指引 2 号》
<p>八、以上述资产作为底层资产或者现金流来源的基础资产。底层资产，是指根据穿透原则在专项计划中作为专项计划现金流最终偿付来源的资产。</p>	<p>八、最终投资标的为上述资产的信托计划受益权等基础资产。</p>	<p>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。</p> <p>以单一信托受益权为基础资产，基础资产除必须满足现金流独立、持续、稳定、可预测的要求之外，还应当依据穿透原则对应和锁定底层资产的现金流来源，同时现金流应当具备风险分散的特征。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。</p>

总结

中基协最新发布的 2024 版《负面清单》较 2014 年发布的《负面清单》做了修订和补充，对一些实操中常见的问题进行了总结和修正。2024 版《负面清单》进一步考虑了地方政府债务管理政策的相关要求，严格管理涉及地方政府债务的基础资产入池，在响应政策的同时，也着重强调了“实质重于形式”的原则，回归资产证券化本源，强化基础资产的质量，对可能存在的风险进行了约束。