

未来经营收入类 ABS 尽调新规解读

联合资信 结构三部 | 张雪茹

2025年3月27日，中国证券投资基金业协会发布《未来经营收入类资产证券化业务尽职调查工作细则》（以下简称“《未来经营收入类尽调细则》”），标志着我国资产证券化业务监管体系的进一步完善。该细则是对2019年发布的《企业应收账款资产证券化业务尽职调查工作细则》（以下简称“《企业应收账款尽调细则》”）《政府和社会资本合作（PPP）项目资产证券化业务尽职调查工作细则》（以下简称“《PPP尽调细则》”）的重要补充及升级，针对未来经营收入类资产证券化业务的特殊性，提出了更为全面、系统的尽职调查要求。本次《未来经营收入类尽调细则》的制定，较大程度地结合了《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》”）的相关规则。本文旨在通过阐释《未来经营收入类尽调细则》较《企业应收账款尽调细则》《PPP尽调细则》的进步性，并系统对比分析《未来经营收入类尽调细则》与《指引2号》的核心内容，重点考察其在业务参与人、基础资产、现金流及交易结构的尽职调查要求及风险控制逻辑的异同。两套政策配套协同使用，相互补充，使资产证券化业务操作更为完善健全，为市场参与主体提供更清晰的操作指引。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、新规出台背景及其进步性

资产证券化业务在我国资本市场发展中扮演着越来越重要的角色，以未来经营收入为基础资产的证券化产品日益增多，基金业协会此次发布的《未来经营收入类尽调细则》，正是在这一背景下应运而生，旨在填补基金业协会既往对于未来经营收入类产品的监管空白，规范业务发展。

2019年，基金业协会曾发布《企业应收账款尽调细则》，对以既有债权为基础资产的证券化业务进行了规范。然而，随着市场创新发展，以未来经营收入（如基础设施收费、供电供水供热等特许经营收费、污水处理费等）为基础资产的证券化产品日益增多，这类资产与既有应收账款存在显著差异：其现金流依赖于原始权益人未来的持续经营能力，不确定性更高，风险特征更为复杂。原有的尽调标准已无法满足这类产品的风险管理需求。

债权类资产核心风险在于债务人的信用质量，而未来经营收入类资产在于原始权益人的持续运营能力以及基础资产现金流的可持续性。因此，《未来经营收入类尽调细则》强调了对原始权益人特许经营资质、商业模式等方面的调查。基础资产尽调方面，强调了对经营资质的期限覆盖专项计划期限情况，基础资产涉及收费标准是否符合相关规定的核查。现金流尽调方面，需核查现金流预测的方法和相关参数设置的合理性，包括是否充分考虑宏观和区域经济发展、行业政策和发展、区域竞争环境、原始权益人经营资质和持续经营能力、价格规制、供需关系、结算方式、预付或者延迟支付安排、收缴率、相关税费是否由专项计划承担等因素对现金流的影响；对专项计划存续期内维持基础资产运营必要的成本、税费等支出进行合理、谨慎地测算。此外，较2019年发布的《企业应收账款尽调细则》，新规创新型地提出了对交易结构方面的核查标准。

二、对业务参与人¹的尽职调查

未来经营收入类基础资产运营与其运营主体信用情况密切相关。特定原始权益人和资产服务机构作为运营方，若其信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，可能会发生底层资产运营现金流的挪用或混同风险，将直接影响优先级资产支持证券的偿还。《未来经营收入类尽调细则》对业务参与人的尽职调查要求进行了全面梳理。相较《指引2号》，《未来经营收入类尽调细则》在操作标准和内容上更全面，同时还增

¹ 业务参与人，是指原始权益人、增信机构、资产服务机构、托管人、重要现金流提供方以及对交易有重大影响的其他交易相关方。

设了针对部分机构的核查要求。

（一）原始权益人

1. 相同点

《未来经营收入类尽调细则》中涉及原始权益人与基础资产相关的业务情况、资信情况、特许经营资质情况、取得内外部授权情况以及是否涉及地方政府隐形债务等核查内容的要求与《指引 2 号》基本一致。

2. 差异点

基本情况方面，《未来经营收入类尽调细则》要求对原始权益人基本情况进行检查，包括原始权益人的设立存续、评级、股权架构及股东情况等内容，《指引 2 号》未做明确要求。

特许经营资质方面，《未来经营收入类尽调细则》对于特许经营资质的核查是针对特定原始权益人层面的，《指引 2 号》则是针对原始权益人层面的。

是否房地产类企业方面，《未来经营收入类尽调细则》强调核查是否存在违反国家宏观调控政策和产业政策的情形；《指引 2 号》则强调核查不存在违反《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》规定的重大违法违规行为，不存在经国土资源管理部门查处且尚未按照规定整改的情形，且不得将募集资金用于购置土地等相关禁止或限制的用途。

境外主体的核查方面，《指引 2 号》规定了原始权益人或增信机构属于境外主体的，专项计划原则上应当聘请具备当地执业资质的境外律师，《未来经营收入类尽调细则》则未提及。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第五条 对原始权益人的尽职调查，应当包括但不限于以下内容：</p> <p>（一）基本情况：通过查阅工商登记文件、营业执照、公司章程等材料核查原始权益人的设立、存续情况；评级情况（如有）；股权结构、控股股东及实际控制人；组织架构、公司治理等情况。</p>	未提及
<p>（二）与基础资产相关的业务情况：开展业务是否符合法律法规以及相关监管要求；基础资产、底层资产²（如有）的运营是否依法取得相关特许经营等经营许可或者其他经营资质，以及经营期</p>	<p>4.1.10 特定原始权益人应当同时符合下列条件：</p> <p>（一）信用状况良好，开展业务符合相关主管部门监管要求，取得相关特许经营等经营许可或其他经营资质；</p>

² 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。

限等。	
第十四条 原始权益人或者实际融资人 ³ 为 房地产企业 的，管理人应当核查其是否存在违反国家宏观调控政策和产业政策的情形。	<p>2.4.10 原始权益人或实际融资人为房地产企业的，最近3年（未满3年的自成立之日起）不存在违反《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》（国办发〔2013〕17号）规定的重大违法违规行为，不存在经国土资源管理部门查处且尚未按照规定整改的情形。</p> <p>2.4.11 原始权益人或实际融资人为房地产企业的，不得将募集资金用于购置土地等相关禁止或限制的用途。房地产企业应当就上述内容作出承诺，管理人应当在计划说明书和相关文件中进行约定和披露。</p>
未提及	2.4.8 原始权益人或增信机构属于 境外主体 的，专项计划原则上应当聘请具备当地执业资质的境外律师对相关主体资格、内部授权和增信的法律效力等发表明确法律意见。

（二）特定原始权益人⁴

1. 相同点

《未来经营收入类尽调细则》在对特定原始权益人生产经营合规性、持续经营能力、经营风险、财务风险和法律风险以及资信情况核查要求与《指引2号》基本一致。基础资产持续运营是预测基础资产未来现金流的前提。在评估基础资产持续运营风险时，基础资产运营净现金流系用于分析资产是否具有长期运营并持续产生现金流的重要指标之一，因此要求合理测算并披露基础资产运营所必须的成本、税费等支出系对其持续运营评估做出进一步的明确要求。

2. 差异点

《未来经营收入类尽调细则》要求对特定原始权益人的主营业务及财务状况进行核查：包括主要业务板块运营情况、经营模式、所属行业状况、行业地位等主营业务情况以及特定原始权益人的主要财务指标、资本市场公开融资情况、历史信用表现、主要债务情况、授信使用状况等财务状况。此外，《未来经营收入类尽调细则》还涵

³ 实际融资人，是指依托其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。

⁴ 特定原始权益人，是指业务经营可能对专项计划以及资产支持证券投资者的利益产生重大影响的原始权益人。

盖了核查特定原始权益人及其实际控制人的资信情况，控股股东和实际控制人持有特定原始权益人的股份限制情况。《指引 2 号》针对以上内容未做明确要求。《指引 2 号》明确了基础资产或底层资产相关业务需正式运营满 2 年。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第六条 对特定原始权益人的尽职调查除本细则第五条列示的内容以外，还应当包括但不限于以下内容：</p> <p>（二）主营业务情况：通过行业研究、公开查询、业务访谈、查阅最近三年经审计的财务报告及最近一期的财务报表等方式，核查主要业务板块运营情况、经营模式、各主要产品或者服务内容和规模；所属行业状况、行业地位、面临的主要竞争状况、能说明其行业地位和经营优势的行业关键指标数据等；与基础资产相关的业务情况，包括经营模式、业务管理制度、风险控制制度、人员配备以及系统支持情况、上/下游情况、获客来源、展业时间、展业规模等。</p>	未提及
<p>（三）财务状况：通过公开查询、查阅最近三年经审计的财务报告及最近一期的财务报表等方式，核查主要财务指标、资本市场公开融资情况、历史信用表现；主要债务情况、授信使用状况及对外担保情况。对于设立未满三年的，核查自设立起的相关情况。管理人应当核查会计师事务所对特定原始权益人近三年财务报告出具的审计意见（成立未满三年的自公司设立起）。会计师事务所曾出具非标准审计意见的，管理人应当核查特定原始权益人董事会（或者法律法规及公司章程规定的有权机构）关于非标准意见审计报告涉及事项处理情况的说明，以及会计师事务所及注册会计师关于非标准意见审计报告的补充意见。管理人应当分析相关事项对特定原始权益人偿付能力的影响。</p>	未提及
<p>（四）持续经营能力及资产控制能力：是否具备资产运营能力；相关业务运营期限；专项计划存续期间内，特定原始权益人经营现金流入扣除向专项计划归集的基础资产现金流后是否能够覆盖维持基础资产运营必要的成本、税费等支出；是否存在重大的经营风险、财务风险和法律风险；对底层资产</p>	<p>4.1.10 特定原始权益人应当同时符合下列条件：</p> <p>（二）具备资产运营能力和对相关资产的控制能力，基础资产或底层资产相关业务正式运营满 2 年。</p> <p>4.1.11 专项计划存续期间内，特定原始权益人经营现金流入扣除向专项计划归集的基础资产现金流后应当能够覆盖维持基础资产运营必要的成本、税费等支出。</p>

及相关资产 ⁵ （如有）的控制能力。	
<p>（五）资信情况：通过诚信信息文件核查最近三年是否发生重大违约、虚假信息披露或者其他重大违法违规行；特定原始权益人及其实际控制人最近三年是否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、失信生产经营单位或者其他失信单位，并被暂停或者限制进行融资的情形。管理人应当就上述事项是否影响特定原始权益人进行融资展开核查。</p>	<p>2.4.3 特定原始权益人除应当符合原始权益人一般要求外，还应当符合下列条件：（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；</p>

（三）重要现金流提供方⁶

1. 相同点

《未来经营收入类尽调细则》对重要现金流提供方主营业务情况、财务状况、资信情况等方面的核查与《指引 2 号》基本一致。

2. 差异点

《未来经营收入类尽调细则》要求核查重要现金流提供方的基本情况，同时还提出核查重要现金流提供方与原始权益人的关联关系及过往业务合作情况、历史偿付情况（如有）。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第七条 对重要现金流提供方的尽职调查，应当包括但不限于以下内容：</p> <p>（一）基本情况：通过查阅工商登记文件或者工商信息查询平台获得的相关信息等方式核查重要现金流提供方的设立、存续情况；评级情况（如有）；股权结构、控股股东及实际控制人等。</p>	未提及
<p>（二）偿付能力：主营业务情况、财务状况、与原始权益人的关联关系及过往业务合作情况、历史偿付情况（如有）。</p>	<p>2.4.6 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。</p>

⁵ 相关资产，是指基础资产或者底层资产所依附的土地使用权、建筑物、设施、设备等财产或者财产权利。

⁶ 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。

（四）增信机构

1. 相同点

《未来经营收入类尽调细则》和《指引 2 号》均要求核查增信机构近两年的严重违法失信、被执行、担保业务资质、杠杆率等内容。

2. 差异点

《未来经营收入类尽调细则》整体上基本延续了《企业应收账款尽调细则》的要求，新增了部分待核查的内容（如公开市场融资情况、杠杆倍数、历史代偿情况等）。

《未来经营收入类尽调细则》要求核查增信机构基本情况、主营业务情况以及财务状况。同时对其所拥有的除原始权益人股权外其他主要资产，以及该部分资产的权利限制情况也做出核查要求。

《未来经营收入类尽调细则》	《企业应收账款尽调细则》
<p>第八条 对增信机构的尽职调查，应当包括但不限于以下内容：</p> <p>（一）基本情况：通过查阅工商登记文件或者工商信息查询平台获得的相关信息、营业执照、公司章程等方式核查公司设立、存续情况；评级情况（如有）；股权结构、组织架构及治理结构；业务审批或者管理流程、风险控制措施。</p> <p>（二）主营业务情况及财务状况：通过公开查询、查阅最近三年经审计的财务报告及最近一期的财务报表等方式，核查各项主营业务情况、主要财务指标、资本市场公开融资情况、历史信用表现；主要债务情况、授信使用状况及对外担保情况等；杠杆倍数（如有）等与偿付能力相关的指标；公司历史代偿情况（如有）。对于设立未满三年的，提供自设立起的相关情况。</p> <p>（三）资信情况：通过诚信信息文件核查最近两年是否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、失信生产经营单位或者其他失信单位，并被暂停或者限制进行融资的情形。</p> <p>增信机构为原始权益人控股股东或者实际控制人的，管理人还应当核查增信机构所拥有的除原始权益人股权外其他主要资产，以及该部分资产的权利限制情况。</p> <p>增信机构为融资性担保机构的，管理人应当核查其是否具备担保业务资质，杠杆率等指标是否满足相关主管部门监管要求，其他项目触发担保后的历史履约情况（如有），以及融资性担保机构的担保责任余额、担保责任</p>	<p>第六条 对提供差额支付、保证担保、流动性支持等增信措施的增信主体的尽职调查包括但不限于：</p> <p>（一）增信主体为法人或其他组织的，管理人应当核查增信机构股权结构、实际控制人、与原始权益人的关联关系情况、主营业务情况、最近三年的净资产、资产负债率、净资产收益率、流动比率、速动比率等主要财务指标，主要债务情况，授信使用情况及累计对外担保余额及其占净资产的比例；对于设立未满三年的，提供自设立起的相关情况。管理人及律师事务所应当核查增信机构违法失信情况。增信机构属融资性担保机构的，管理人及律师事务所应当核实其业务资质以及是否满足相关主管部门监管要求；同时，管理人应当核查融资性担保机构的代偿余额。</p> <p>（二）增信主体为自然人的，应当核查增信方资信状况、代偿能力、资产受限情况、对外担保情况以及可能影响增信措施有效实现的其他信息。</p> <p>（三）增信主体为原始权益人及其关联方或重要债务人的，管理人应当结合风险相关性情况进行详细核查。增信主体为原始权益人控股股东或实际控制人的，还应当</p>

余额占其净资产的比例、对同一被担保人的担保责任余额占其净资产的比例、对同一被担保人及其关联方的担保责任余额占其净资产的比例等。	核查增信机构所拥有的除原始权益人股权外其他主要资产，该部分资产的权利限制及是否存在后续权利限制安排。
---	--

（五）资产服务机构

1. 相同点

《未来经营收入类尽调细则》和《指引 2 号》均提出资产服务机构应当具备持续服务能力。

2. 差异点

《未来经营收入类尽调细则》明确了对资产服务机构基本情况的核查；同时核查资产服务机构的经营、财务、资信情况；此外，《未来经营收入类尽调细则》对于持续服务能力的核查方面，新增了对业务流程、风险控制措施，以及基础资产与资产服务机构自有资产或者其他受托资产相独立的保障措施方面的核查。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
第九条 对资产服务机构的尽职调查，应当包括但不限于以下内容： （一） 基本情况 ：通过查阅工商登记文件或者工商信息查询平台获得的相关信息、营业执照、公司章程等材料核查资产服务机构设立、存续情况；最近一年经营情况及财务状况；资信情况等。	未提及
（二） 持续服务能力 ：提供基础资产管理服务的相关业务资质以及法律法规依据；相关制度、 业务流程 、技术系统（如有）、人力配备以及 风险控制措施 ； 基础资产与资产服务机构自有资产或者其他受托资产相独立的保障措施 。	2.4.9 专项计划聘请的资产服务机构（如有）应当具备持续服务能力，包括运营基础资产的相关制度、技术系统与人力配备等。

（六）托管人

差异点：《未来经营收入类尽调细则》新增了对托管人资质、托管业务管理制度、流程及风控措施的核查要求。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
第十一条 对托管人的尽职调查，应当包括但不限于以下内容： （一）托管人的资信情况。 （二）与托管业务相关的情况：托管业务资质；托	未提及

管业务管理制度、业务流程、风险控制措施等。	
-----------------------	--

三、对基础资产的尽职调查

《未来经营收入类尽调细则》对基础资产尽职调查的要求与《指引 2 号》基本一致。《未来经营收入类尽调细则》强化了对基础资产风险的识别和控制，提高了市场操作的规范性和可执行性。两者的共性体现了监管对资产证券化业务“实质重于形式”的穿透式监管理念，均以防范风险、保障现金流为核心目标，均要求基础资产可识别、可特定化，并要求穿透核查底层资产。差异在于《指引 2 号》侧重基础资产准入标准的框架性规范，而《未来经营收入类尽调细则》则细化了操作层面的核查程序，形成“原则+细则”的互补体。

（一）基础资产入池标准

《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》关于基础资产真实合法合规性、运营期限、收费标准、基础资产转让、现金流来源方面的规定存在细节性差异。

1. 真实合法合规性

相同点：《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》均规定了基础资产应真实、合法、有效。

差异点：《未来经营收入类尽调细则》明确细化规定了需要核查基础资产建设、验收、运营等环节的程序履行情况。《指引 2 号》规定了对基础资产对应特定物或不动产、设备、知识产权等资产类别的权属证明文件核查。

2. 运营期限

相同点：《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》均规定了基础资产运营应当依法取得相关**特许经营等经营许可**或其他经营资质，特许经营等经营许可或其他经营资质应当能覆盖专项计划期限，若存在展期安排的则需要提供展期相关情况，从而从交易结构设置上保障了基础资产在专项计划存续期内的持续运营性。

差异点：《指引 2 号》进一步明确了**展期安排**需要取得的授权文件具体所指，并需要说明**专项计划期限设置**的合理性，并充分揭示风险并设置相应的**风险缓释措施**。

3. 收费标准

差异点：《未来经营收入类尽调细则》明确了需要核查基础资产涉及的价格或者

收费标准是否符合相关规定。这体现了《未来经营收入类尽调细则》进一步强化了对基础资产现金流来源的底层定价公允性、合规性、商业合理性的重视程度。

4. 基础资产转让

相同点：《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》均规定了应当核查**基础资产转让的合法性、有效性、公允性**，并且在细节上各有侧重。

差异点：《未来经营收入类尽调细则》考虑到了基础资产或者底层资产的附属权益涉及**最高额担保**的情况。《指引 2 号》则更关注原始权益人关于基础资产权属转移的**意思表示是否真实**。

5. 现金流来源

相同点：《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》明确未来经营收入类基础资产的**入池范围**限定在国家政策鼓励的基础设施运营类项目，以及具有特许经营权或排他性质的公共设施/服务项目。一般情况下，这类资产的持续运营性较强、现金流稳定性较高。上述标准的限定有利于保障资产支持证券的偿付。《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》均规定了**污水处理费、垃圾处理费、政府还贷高速公路通行费**等类型的项目应取得的相关文件。

差异点：《指引 2 号》进一步明确了应当在尽职调查过程中详细了解提供公共产品服务企业的**历史现金流情况**，约定明确的**现金流返还账户**。此外，《指引 2 号》明确了现金流入中包含中央财政补贴的可再生能源发电、节能减排技术改造、能源清洁化利用、新能源汽车及配套设施建设、绿色节能建筑等领域的项目，来自按照国家统一政策标准发放的中央财政补贴部分（包括价格补贴）也可以作为**入池现金流来源**；而电影票款、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**。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第十八条 管理人应当核查基础资产、底层资产（如有）、相关资产（如有）形成和存续的真实性、合法合规性，包括建设、验收、运营等环节涉及的审批、核准、备案、登记等相关程序的履行情况；核查基础资产、底层资产（如有）的法律属性是否界定清晰，附属权益（如有）的具体内容是否明确。</p> <p>第十九条 管理人应当核查基础资产、底层资产（如有）及相关资产（如有）的权属</p>	<p>2.1.2 基础资产、底层资产及相关资产的权属应当清晰明确，原始权益人应当合法拥有基础资产，基础资产涉及的法律协议或文件应当真实、合法、有效。</p> <p>基础资产、底层资产及相关资产的产生及获取应当合法、合规，交易基础应当真实，交易对价应当公允，具备商业合理性，基础资产运营应当已取得经营相关资质。基础资产对应特定物或不动产、设备、知识产权等资产类别的，原始权益人应当持有合法有效的权属证明文件。</p> <p>2.1.5 基础资产应当具有可转让性，转让应当合法、有</p>

是否清晰明确，原始权益人是否合法拥有基础资产，基础资产涉及的法律协议或者文件是否真实、合法、有效；交易基础是否真实，交易对价是否公允，交易活动是否具备商业合理性；基础资产运营是否已取得经营相关资质，以及经营资质的期限覆盖专项计划期限的情况、**展期安排、历史展期情况（如有）等；基础资产涉及的价格或者收费标准是否符合相关规定。**

对于基础资产为污水处理费、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”原则由企业或者个人缴纳、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者公共服务提供方的相关收费权类资产，管理人还应当核查是否取得地方财政部门或者有权部门按约定划付购买服务款项的承诺或者法律文件。

第二十三条 管理人应当核查基础资产转让的真实性、合法性、有效性、公允性、完整性，包括但不限于以下内容：

（一）基础资产是否存在法定或者约定禁止转让的情形；存在法定或者约定禁止转让的情形的，核查是否设置相关安排解除上述转让限制或者转让是否依法有效。

（二）基础资产转让的相关协议是否合法、有效。

（三）基础资产转让是否按照相关法律法规规定完成转让涉及的审批、核准、备案、登记等手续。

（四）基础资产附属权益（如有）是否跟随基础资产权属一并转让。**基础资产或者底层资产的附属权益涉及最高额担保的，管理人应当核查该基础资产或者底层资产转让前最高额担保的主债权是否已确定，附属权益随主债权一并转让是否有效。**

（五）基础资产涉及债权转让的，核查是否按照法律法规履行债权转让通知程序通知债务人、附属权益义务人（如有）。

效，转让对价应当公允，并符合下列要求：

（一）基础资产不存在法定或约定禁止转让的情形，但通过相关安排能够解除上述转让限制的除外；

（二）基础资产转让时，应当按照相关法律法规规定完成转让涉及的审批、核准、备案、登记等手续（如需）；

（三）**原始权益人关于基础资产权属转移的意思表示真实**，基础资产转让的相关协议应当合法、有效；

（四）基础资产附属担保权益及其他权利（如有）一并转让；

（五）涉及债权转让的，应当依法依规履行债权转让通知程序，通知债务人、附属担保权益义务人（如有）及其他权利义务人（如有）（如需）。

4.1.2 未来经营收入类基础资产应当符合本指引第二章第一节的规定，基础资产、底层资产（如有）的运营应当依法取得相关特许经营等经营许可或其他经营资质，且特许经营等经营许可或其他经营资质应当能覆盖专项计划期限。

经营资质在专项计划存续期内存在展期安排的，管理人应当取得相关授权方或主管部门关于经营资质展期的书面意向函，在计划说明书中披露办理展期手续的具体安排，说明专项计划期限设置的合理性，并充分揭示风险并设置相应的风险缓释措施。

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：

（一）**现金流入中包含中央财政补贴的可再生能源发电、节能减排技术改造、能源清洁化利用、新能源汽车及配套设施建设、绿色节能建筑等领域的项目，来自按照国家统一政策标准发放的中央财政补贴部分（包括价格补贴）。**

（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者有权部门按约定划付购买服务款项的承诺或法律文件。

以前款第二项所列资产作为基础资产的，管理人应当在尽职调查过程中详细了解提供公共产品服务企业的历史现金流情况，约定明确的现金流返还账户。管理人应当对现金流返还账户获得完整、充分的控制权。

<p>(六) 基础资产为原始权益人从第三方受让所得的，核查原始权益人是否已经支付转让对价，转让对价是否公允。</p>	<p>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。</p>
--	---

(二) 权利限制

差异点：《未来经营收入类尽调细则》较《指引 2 号》强调了底层资产及现金流不得涉诉，这体现出《未来经营收入类尽调细则》进一步强化了对底层资产法律风险的防控，推动 ABS 市场回归资产信用的本质。

差异点：《指引 2 号》则强调，基础资产或底层资产已经存在抵押、质押等担保负担或者其他权利限制的，应当在原始权益人向专项计划转移基础资产时予以解除，资金原则上应当由募集资金账户划转至既有债权的权利人账户，管理人应当披露既有债权人同意解除权利负担相关证明的主要内容，以及募集资金划转路径和时间节点安排、资金监控措施等。此外，规定了若在专项计划设立时无法解除的，需揭示风险并设置风险缓释措施。其目的在于减少基础资产现金流未来可能面临的灭失风险，从而保障基础资产能够产生稳定及持续的现金流。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第二十一条 管理人应当核查基础资产、底层资产（如有）以及现金流是否涉诉，是否存在抵押、质押等担保负担或者其他权利限制。已经存在抵押、质押等担保负担或者其他权利限制的，核查是否能够通过专项计划相关安排在原始权益人向专项计划转移基础资产时予以解除。管理人应当核查并取得可解除担保负担或者其他权利限制的相关证明，以及是否合理约定解除相关抵押或者质押登记手续的办理时限。</p> <p>若专项计划设立时，相关资产权利限制因特殊情形暂无法解除的，管理人应当核查原始权益人的信用状况是否良好、专项计划设置的增信措施是否有效等。</p> <p>管理人应当结合相关资产运行、原始</p>	<p>2.1.4 基础资产、底层资产及现金流不得附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制。</p> <p>基础资产已经存在抵押、质押等担保负担或者其他权利限制的，应当能够通过专项计划相关安排，在原始权益人向专项计划转移基础资产时予以解除。管理人应当取得可解除担保负担或者其他权利限制的相关证明，并合理约定解除相关抵押或质押登记手续的办理时限。</p> <p>特殊情形下，专项计划设立当日使用转移基础资产所得资金解除基础资产权利负担的，资金原则上应当由募集资金账户划转至既有债权的权利人账户，管理人应当披露既有债权人同意解除权利负担相关证明的主要内容，以及募集资金划转路径和时间节点安排、资金监控措施等。</p> <p>4.1.4 基础资产或底层资产已经存在抵押、质押等担保负担或者其他权利限制的，应当能够通过专项计划相关安排在原始权益人向专项计划转移基础资产时予以解除。</p> <p>专项计划设立时，相关资产权利负担因特殊情形暂无法解除的，原始权益人信用状况良好且专项计划设置有效增信措施的，管理人应当在计划说明书中披露合理性，充分揭示风险，</p>

权益人和资产服务机构信用状况及增信措施情况，评估相关资产权利限制对专项计划的影响，核查相关资产权利限制规模和比例。	并设置针对性风险缓释措施，包括后续解除安排、权利完善事件、提前终止事件等。 管理人应当结合相关资产运行、原始权益人和资产服务机构信用状况及增信措施情况，评估相关资产权利限制对专项计划的影响，审慎控制相关资产权利负担规模和比例。
---	---

（三）法规交叉性

法规交叉性方面，**相同点**：《未来经营收入类尽调细则》和《指引 2 号》均明确需要核查是否存在《资产证券化业务基础资产负面清单指引》规定的情形。**差异点**：《指引 2 号》明确规定了需核查是否存在**违反地方政府性债务管理**相关规定的情形。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
第二十二条 管理人应当核查基础资产、底层资产(如有)是否存在《资产证券化业务基础资产负面清单指引》规定的情形。	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。 管理人和律师应当就基础资产是否违反负面清单、是否违反地方政府性债务管理相关规定发表明确核查意见。

（四）关联交易

关联交易方面，**相同点**：《未来经营收入类尽调细则》和《指引 2 号》均需核查关联交易金额及其占比情况、交易背景真实性、交易对价公允性，以及对现金流预测的影响。**差异点**：《未来经营收入类尽调细则》新增要求核查交易背景的**合法合规性**，以及**关联交易双方的历史交易情况**，旨在识别虚构交易或定价不公允的关联行为。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
第二十四条 基础资产或者底层资产(如有)涉及关联交易的，管理人应当核查关联交易涉及的 关联关系、交易背景的真实性与合法合规性 、交易对价的公允性、交易金额及占比情况、 历史支付情况 ；核查关联交易对基础资产现金流预测的影响，以及相关风险缓释措施设置是否合理有效。	2.1.7 基础资产或底层资产涉及关联交易的，管理人、律师等应当在专项计划文件中核查并披露基础资产或底层资产涉及的 关联关系、关联交易的金额及占比情况 ，揭示风险并提供风险缓释措施，并就 交易背景的真实性、交易对价的公允性及其对基础资产现金流预测的影响 发表明确意见。

（五）调查方法

调查方法方面，**相同点**：《未来经营收入类尽调细则》和《指引 2 号》均需采用逐笔尽职调查或者抽样尽职调查对基础资产进行尽职调查。**差异点**：《未来经营收入类尽调细则》明确了逐笔尽职调查和抽样尽职调查划分的数量依据，以五十笔为界限。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第二十六条 管理人对基础资产的尽职调查可以采用逐笔尽职调查或者抽样尽职调查两种方法。入池资产符合笔数众多、资产同质性高、单笔资产占比较小等特征的，可以采用抽样尽职调查方法。原则上，对于入池资产笔数少于五十笔的资产池，应当采用逐笔尽职调查方法；对于入池资产笔数不少于五十笔的资产池，可以采用抽样尽职调查方法。采用逐笔尽职调查方法的，应当对每一笔资产展开尽职调查。采用抽样尽职调查方法的，抽样笔数应当不低于五十笔。采用抽样尽职调查方法的，管理人应当设置科学合理的抽样方法和标准，并对抽取样本的代表性进行分析说明。对基础资产池有重要影响的入池资产应当着重进行抽样调查。</p>	<p>2.1.9 管理人应当按照《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》要求开展尽职调查工作，尽职调查内容及方法应当符合相关规定。</p> <p>入池资产符合笔数众多、资产同质性高、单笔资产占比较小等特征的，可以采用抽样尽职调查方法。管理人、证券服务机构应当设置科学合理的抽样方法和标准，并对抽取样本的代表性进行分析说明。对于基础资产池有重要影响的入池资产应当着重进行抽样调查。</p>

四、对现金流的尽职调查

《未来经营收入类尽调细则》中对现金流的尽职调查是资产证券化产品风险控制的基石，通过系统化核查现金流的真实性、稳定性与归集支付机制，确保基础资产质量与证券偿付能力。《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》在现金流核查方面的要点基本保持一致，现金流从预测到归集、划转及分配的全流程尽调要求清晰明确。差异在于《指引 2 号》侧重基础资产准入标准的框架性规范，而《未来经营收入类尽调细则》则细化了操作层面的核查程序。

（一）现金流来源和预测

1. 相同点

现金流来源的真实合理是现金流预测的基础。《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》均提到需核查基础资产、底层资产（如有）的关联关系、关联交易情况，对现金流来源集中度较高的项目存在非真实交易风险，需核查基础资产的商业合理性，并设置相关的风险缓释措施。

现金流预测方面，需参考最近三年的历史现金流情况并设置合理的现金流预测方

法、相关参数指标及压力测试方法。若现金流预测与历史情况存在较大变动或偏差的，需分析具体原因。明确上述相关重要影响参数，有利于提高未来现金流预测的合理性和可参考性，从而提高产品风险评估的准确性。并且，由于产品的发行规模一般与现金流大小密切相关，合理预测现金流也有利于合理制定发行规模，降低因发行规模虚高带来的风险。

2. 差异点

《指引 2 号》明确提出管理人应当聘请现金流预测机构编制现金流预测报告，若未聘请第三方机构的，管理人需在审慎核查现金流预测的合理性后发表意见。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第二十九条 管理人应当核查现金流预测是否遵循合理、谨慎的原则，包括但不限于以下内容：</p> <p>（一）现金流构成以及最近三年（未满三年的自开始运营之日起）的历史现金流情况、波动情况及波动原因。</p> <p>（二）现金流预测的方法和相关参数设置的合理性，包括是否充分考虑宏观和区域经济发展、行业政策和发展、区域竞争环境、原始权益人经营资质和持续经营能力、价格规制、供需关系、结算方式、预付或者延迟支付安排、收缴率、相关税费是否由专项计划承担等因素对现金流的影响。</p> <p>（三）现金流预测周期与资产支持证券兑付周期是否匹配。</p> <p>对于面向特定领域服务或者现金流来源行业较为集中的基础设施，管理人应当核查现金流预测机构是否结合宏观经济政策对现金流作出更为谨慎的测算，以及相关风险缓释措施。</p> <p>现金流预测与历史情况存在较大变动，或者预测趋势与历史趋势不符，或者最近实际现金流未达预测值的，管理人应当分析具体原因。</p>	<p>2.2.4 基础资产现金流预测应当遵循合理、谨慎的原则。基础资产现金流预测周期应当与资产支持证券兑付周期相匹配。</p> <p>管理人和现金流预测机构（如有）应当在计划说明书和现金流预测报告（如有）中披露基础资产及底层资产的现金流构成以及最近三年（未满三年的自开始运营之日起）的历史现金流情况、波动情况及波动原因、预测假设因素、预测方法和预测结论，说明预测方法和相关指标设置的合理性，审慎确定现金流预测方案。</p> <p>现金流预测与历史情况存在较大变动，或者预测趋势与历史趋势不符，或者最近实际现金流未达预测值的，管理人和现金流预测机构（如有）应当在计划说明书披露具体原因，核查现金流预测是否遵循合理、谨慎的原则，审慎确定现金流预测结果和资产支持证券申报规模。</p> <p>2.2.5 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。专项计划未由第三方机构出具现金流预测报告的，管理人应当审慎核查现金流预测的合理性，并在计划说明书中发表明确意见。</p> <p>4.1.7 管理人应当聘请现金流预测机构编制现金流预测报告，对专项计划存续期内的基础资产或底层资产现金流状况进行预测，相关现金流预测应当合理、谨慎。</p> <p>现金流预测时应当结合基础资产或底层资产相关历史数据，并充分考虑宏观及区域经济发展、行业政策及发展、原始权益人资质取得及持续经营能力、价格规制、供需关系、结算方式、预付或延迟支付、收缴率、相关税费是否由专项计划承担等因素对基础资产现金流的影响。对于面向特定领域服务或者现金流来源行业较为集中的基础设施，应当结合宏观经济政策对现金流作出更为谨慎的测算，并增强风险缓释措施。</p>

（二）现金流回款和转付机制

1. 相同点

现金流的回款路径和转付机制方面,《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》均规定了需核查现金流账户的设置情况、资金的隔离情况及现金流的归集情况。管理人需对现金流的自产生到全额归集至专项计划账户或有效监管账户形成资金闭环管理进行核查,以降低资金混同或者专项计划资金被挪用的风险。

2. 差异点

相较《未来经营收入类尽调细则》,《指引 2 号》明确提出根据专项计划约定确需用于原始权益人日常运营支出的,资产划出应当经管理人同意,并对**现金流归集频率**进行了明确要求:基础资产及底层资产的现金流未直接回款至专项计划账户的,原则上归集至专项计划账户的周期应当不超过**1 个月**;原始权益人及资产服务机构信用状况良好,且专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施的,现金流归集周期可以适当延长,但原则上最长不得超过**3 个月**。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第三十二条 对现金流归集的尽职调查,应当包括但不限于以下内容:</p> <p>(一) 账户设置情况,包括专项计划账户信息、专项监管账户信息(如有)等。</p> <p>(二) 资金隔离情况,包括专项监管账户资金是否与原始权益人和资产服务机构的自有资金进行有效隔离,原始权益人、管理人和专项监管账户开户行等是否共同签订资金监管协议明确各自监管职责,资金监管相关协议文件是否明确专项监管账户资金划转有关条款,管理人是否能够实时监测专项监管账户资金流入流出情况。</p> <p>(三) 归集情况,现金流自产生、归集至分配给投资者期间在各账户之间划转的金额、具体路径、归集频次、归集周期、时间节点安排、资金支取条件、权限及金额等,以及是否建立相对封闭、独立的基础资产现金流归集机制等相关安排。</p> <p>管理人应当核查基础资产或者底层资产(如有)产生的现金流是否自专项计划设立日起全额归集至专项计划账户或者管理人有效监管的账户,是否形成资金闭环管理。</p> <p>管理人应当核查基础资产现金流是否由现金流提供方直接回款至专项计划账户或者专项监管账户。若基础资产现金流未能直接</p>	<p>2.2.7 专项监管账户资金应当与原始权益人和资产服务机构的自有资金进行有效隔离,禁止资金混同或挪用。原始权益人、管理人和专项监管账户开户行等应当共同签订资金监管协议明确各自监管职责,管理人应当能够实时监测专项监管账户资金流入流出情况。专项监管账户资金原则上仅可划出至专项计划账户;根据专项计划约定确需用于原始权益人日常运营支出的,资产划出应当经管理人同意。基础资产及底层资产的现金流未直接回款至专项计划账户的,原则上归集至专项计划账户的周期应当不超过 1 个月。资产服务机构或管理人指定的机构可以根据专项计划的约定,提高资</p>

<p>回款至专项计划账户或者专项监管账户的，应当核查转付安排的必要性与合理性、现金流混同或者挪用风险的防范措施与持续检查机制以及相应信息披露安排等。</p> <p>特定原始权益人的资金因所属集团设置财务公司等原因被集中归集、统一管理的，管理人应当核查资金归集及支取的具体安排，分析相关安排对其自由支配自有资金能力以及自身偿债能力的影响、对破产隔离可能产生的影响。</p>	<p>金归集频率。原始权益人及资产服务机构信用状况良好，且专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施的，现金流归集周期可以适当延长，但原则上最长不得超过3个月。</p>
---	--

（三）现金流支付机制

1. 相同点

顺序偿付结构和信用触发机制是核心的内部增信措施，合理的现金流支付机制的设置可以有效保护投资人利益。《未来经营收入类尽调细则》延续了《指引2号》中对现金流支付机制的尽调核查要求，明确管理人需核查现金流分配流程、分配顺序以及分配给投资者的金额或比例等。如涉及外币结算的，需考虑汇率风险及资金跨境的监管风险。

2. 差异点

《指引2号》明确提出若提前到期，需量化分析**偿付资金来源**，结合**偿付主体信用状况**细化偿付安排；《未来经营收入类尽调细则》则仅在框架上进行了指导，提出需要明确偿付安排。此外，如涉及**外币结算**的，《指引2号》进一步细化了需**揭示相关风险**的要求。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引2号》
<p>第三十四条 管理人应当核查专项计划是否设置合理的基础资产现金流分配流程和分配顺序，是否明确期间收益分配和基础资产处置分配（如有）的流程和顺序、各期分配计划、时间、金额或者比例等。</p> <p>专项计划设置回售、赎回或者开放退出机制的，管理人应当核查行权流程和节点、行权导致资产支持证券提前到期后的收益分配、偿付等具体安排。</p>	<p>2.2.8 专项计划应当设置合理的基础资产现金流分配流程和分配顺序，明确期间收益分配和处分基础资产分配（如有）的流程和顺序等。各期分配时间应当明确或可以确定，预期以固定金额或比例分期向投资者分配投资本金的，应当在计划说明书中明确披露分配计划及金额或比例。</p> <p>专项计划设置回售、赎回或开放退出机制的，管理人应当披露行权流程和节点等具体安排，明确行权导致资产支持证券提前到期后的收益分配安排，量化分析偿付资金来源，结合偿付主体信用状况细化偿付安排，审慎确定资产支持证券申报方案。</p>
<p>第三十五条 管理人应当核查基础资产结算支付方式：以外币结算支付的，应当核查是否对</p>	<p>2.2.9 管理人应当在计划说明书中披露基础资产结算支付方式，以外币结算支付的，应当对外币兑换</p>

外币兑换及相应的汇率风险做出合理安排。基础资产现金流涉及资金跨境的，管理人应当核查是否取得外汇管理部门同意（如需）。	及相应的汇率风险做出合理安排，并揭示相关风险。基础资产现金流涉及资金跨境的，管理人应当核查是否需获得国家外汇主管部门同意。
--	---

五、对交易结构的尽职调查

《未来经营收入类尽调细则》和《指引 2 号》针对交易结构提出了一系列要求，其目的是为了使得交易结构能够更好地匹配未来经营收入类项目的特点，从交易设计层面减少风险敞口，保护投资人利益。《未来经营收入类尽调细则》对期限及规模匹配、风险自留的要求与《指引 2 号》基本一致。交易结构方面，《未来经营收入类尽调细则》明确了对担保合同及担保函、担保物情况、境外增信的核查要点。《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》协同的同时，规定了对增信措施的具体核查要求，推动尽职调查向实质风险穿透升级，为中介机构提供了更具实操性的合规框架。

（一）投资者保护机制

1. 相同点

《未来经营收入类尽调细则》和《指引 2 号》均明确了需核查专项计划是否设置合理的投资者保护机制。

2. 差异点

相较《未来经营收入类尽调细则》，《指引 2 号》的投资者保护机制条件更为具体。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第三十七条 管理人应当核查专项计划是否针对可能影响专项计划资产安全、现金流归集、投资者利益保护的情形设置合理的投资者保护机制；专项计划设置相关机制的，管理人应当核查机制的触发条件、触发结果、处置</p>	<p>2.3.3 管理人应当在专项计划文件中针对下列可能影响专项计划资产安全、现金流归集、投资者利益保护的情形，设置合理的投资者保护机制：</p> <p>（一）优先级资产支持证券信用评级（如有）下调；</p> <p>（二）原始权益人、资产服务机构或增信机构信用评级结果（如有）或评级展望（如有）下调、丧失清偿能力、金融债务违约、涉及重大诉讼、账户查封或冻结；</p> <p>（三）基础资产、底层资产的现金流回收出现大幅波动，或者相较现金流预测出现重大偏差；</p> <p>（四）基础资产权属发生争议；</p> <p>（五）资产服务机构解任且未能在一定期限内聘请继任的资产服务机构；</p> <p>（六）其他可能影响基础资产运行、投资者收益分配的不利情形。</p> <p>前款所称投资者保护机制，包括不合格基础资产处置机制，加速清偿事件、违</p>

<p>流程、风险缓释效果以及信息披露要求等。</p> <p>前款所称投资者保护机制，包括加速清偿事件、违约事件、提前终止事件、权利完善事件等信用触发机制，以及增信措施等。</p>	<p>约事件、提前终止事件、权利完善事件等信用触发机制，以及增信措施等。</p> <p>4.1.9 除本指引第 2.3.3 条规定的情形外，管理人还应当针对下列不利于专项计划资产安全、现金流归集的情形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、处置流程、触发结果、风险缓释效果和信息披露要求。</p> <p>（一）原始权益人丧失所需的经营资质、丧失持续经营能力或经营权利；</p> <p>（二）原始权益人发生安全生产或环境污染重大事故，受到主管部门重大行政处罚；</p> <p>（三）相关资产的权属出现重大不利变化、出现不可修复性损坏或灭失；</p> <p>专项计划现金流入严重依赖于重要现金流提供方或单一行业，且该现金流提供方或该行业发生重大不利情形。</p>
--	--

（二）增信措施

1. 相同点

《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》均明确了存在增信措施的，需要对各项**增信措施有效性**进行分析。

2. 差异点

《未来经营收入类尽调细则》进一步明确了**核查增信合同、合同签署的相关授权、审批**等情况，以及各项增信措施的具体内容、启动时间、触发机制、保障内容及操作流程等是否明确；以担保合同或者担保函提供增信的，应当核查担保合同或者担保函是否明确担保金额、期限、方式、范围、各方权利义务关系及违约责任等内容。对增信措施有效性的具体关注事项进行要求，体现了“实质重于形式”的审查要求，保障增信的实际效果。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第三十八条 专项计划存在增信措施的，管理人应当核查增信合同、合同签署的相关授权、审批等情况，以及各项增信措施的具体内容、启动时间、触发机制、保障内容及操作流程等是否明确，并对各项增信措施有效性进行分析。</p> <p>以担保合同或者担保函提供增信的，管理人应当核查担保合同或者担保函是否明确担保金额、期限、方式、范围、各方权利义务关系及违约责任等内容。</p>	<p>2.3.9 存在增信措施的，管理人应当明确分期发行的增信安排，管理人和律师应当就增信机构提供增信是否履行了内部决策程序、取得了必要授权，以及信用增级的合法有效性发表明确核查意见。</p>

（三）抵质押担保

1. 相同点

《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》均关注底层资产是否存在抵质押担保等权利负担。

2. 差异点

《未来经营收入类尽调细则》进一步明确了需**核查担保物的权属证明文件、评估报告或者其他可证明担保物价值的文件（如有）、抵质押合同等**；对担保物情况的核查提出了具体标准，包括但不限于**担保物名称、账面价值、评估价值（如有）、担保范围、担保物评估价值（如有）与所发行优先级资产支持证券面值总额和本息总额的比例、已经担保的债务总额**；同一担保物上已经设定其他担保的，还应当核查**已经担保的债务总余额以及抵/质押顺序**，体现了“实质重于形式”的审查要求。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第三十九条. 以底层资产、相关资产（如有）或者其他担保物提供抵押或者质押担保的，管理人应当通过担保物的权属证明文件、评估报告或者其他可证明担保物价值的文件（如有）、抵质押合同等有关资料核查以下内容：</p> <p>（一）担保物情况，包括但不限于担保物名称、账面价值、评估价值（如有）、担保范围、担保物评估价值（如有）与所发行优先级资产支持证券面值总额和本息总额的比例、已经担保的债务总额。</p> <p>（二）担保物的登记、保管和相关法律手续的办理情况。若底层资产、相关资产抵押或者质押未进行登记的，管理人应当核查未进行登记的原因及合理性。</p> <p>（三）后续登记、保管和发生重大变化时的安排与可操作性。</p> <p>同一担保物上已经设定其他担保的，还应当核查已经担保的债务总余额以及抵/质押顺序。</p> <p>相关资产由于特殊情形未能进行抵押或者质押的，管理人应当分析合理性，核查相关资产的所有权人是否出具在专项计划存续期间不</p>	<p>4.1.4 基础资产或底层资产已经存在抵押、质押等担保负担或者其他权利限制的，应当能够通过专项计划相关安排在原始权益人向专项计划转移基础资产时予以解除。</p> <p>专项计划设立时，相关资产权利负担因特殊情形暂无法解除的，原始权益人信用状况良好且专项计划设置有效增信措施的，管理人应当在计划说明书中披露合理性，充分揭示风险，并设置针对性风险缓释措施，包括后续解除安排、权利完善事件、提前终止事件等。</p> <p>管理人应当结合相关资产运行、原始权益人和资产服务机构信用状况及增信措施情况，评估相关资产权利限制对专项计划的影响，审慎控制相关资产权利负担规模和比例。</p> <p>4.1.5 底层资产、相关资产应当向专项计划或其相关方进行质押、抵押以保障基础资产现金流的回收，其授权、批准等手续应当齐备，并在相关登记机构办理质押、抵押登记。</p> <p>底层资产、相关资产质押或抵押未进行登记的，管理人应当在计划说明书中说明未进行登记的原因及合理性，充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施。相关资产由于特殊情形未能进行质押或抵押的，管理人应当在计划说明书中披露合理性，充分揭示风</p>

新增相关资产抵押或者质押的书面承诺文件，以及风险缓释措施设置是否合理有效。	险，并设置相应的风险缓释措施，相关资产的所有权人应当出具在专项计划存续期间不新增相关资产质押或抵押的书面承诺文件。
---------------------------------------	---

（四）境外增信

差异点：《未来经营收入类尽调细则》考虑到了专项计划存在境外增信的情况，核查需履行的境内外相关核准、批准、备案或者登记等法律程序及其进展。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
第四十条 专项计划存在境外增信的，管理人应当结合境外增信方式的具体安排、适用法律，核查需履行的境内外相关核准、批准、备案或者登记等法律程序及其进展。	未提及

（五）存续期限

差异点：《指引 2 号》明确了专项计划期限原则上**不超过 5 年**，其中，基础资产现金流来源于交通运输、能源、水利以及重大市政工程等基础设施的，可以适当延长。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
未提及	4.1.6 专项计划期限原则上不超过 5 年，其中，基础资产现金流来源于交通运输、能源、水利以及重大市政工程等基础设施的，可以适当延长。 管理人应当结合基础资产现金流情况、原始权益人和增信机构信用状况、偿付压力，以及专项计划回售安排等，审慎确定资产支持证券期限。

（六）风险控制

1. 相同点

《未来经营收入类尽调细则》与《指引 2 号》均关注底层资产穿透核查、原始权益人或者其关联方风险自留，以及固有财产风险隔离。

2. 差异点

《指引 2 号》对相关内容进行了具体指导，**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**；未来经营收入类专项计划的原始权益人或其

关联方应当至少保留 5% 的风险自留；合理设置次级资产支持证券的收益留存机制；律师应当在法律意见书中分析基础资产的破产隔离效果，包括基础资产转让、基础资产交割、基础资产现金流归集和违约处置等方面，说明基础资产与原始权益人之间的风险隔离措施，并对其是否可以实现与原始权益人之间的破产隔离发表明确法律意见。

《未来经营收入类尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第二十五条 管理人除按照本细则要求核查基础资产以外，还应当对底层资产（如有）进行充分的尽职调查，穿透核查底层资产是否符合本细则相关要求。</p> <p>基础资产为信托受益权、委托贷款债权等财产权利且存在底层资产的，管理人应当参照本细则有关基础资产的要求对底层资产进行穿透核查。</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> <p>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。</p>
<p>第四十一条 管理人应当核查原始权益人或者其关联方是否按照相关要求保留一定比例的基础资产信用风险。</p>	<p>2.3.4 原始权益人或其关联方应当保留一定比例的基础资产信用风险，其中，债权类、未来经营收入类专项计划的原始权益人或其关联方应当至少保留 5% 的风险自留。</p> <p>原始权益人或其关联方按照前款要求进行风险自留后，除按照生效判决或裁定处置外，不得将其持有的资产支持证券进行转让或者以任何形式变相转让。</p> <p>4.1.12 管理人应当合理设置次级资产支持证券的收益留存机制，以保障专项计划存续期间内优先级资产支持证券的收益分配。</p> <p>管理人应当在计划说明书中披露次级资产支持证券分配期间收益的方式、收益留存的金额或比例及对优先级资产支持证券本息覆盖率的影响，并应当针对原始权益人或资产服务机构经营情况出现不利变化等情形合理设置次级资产支持证券收益分配方式调整的信用触发机制。</p>
<p>第四十四条 管理人应当核查专项计划是否设置相关措施确保受让的资产与原始权益人、管理人、托管人和其他业务参与人的固有财产风险隔离。</p>	<p>2.3.6 专项计划应当设置相关措施确保转让给专项计划的资产与原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产风险隔离，上述主体因依法解散、被依法撤销或者宣告破产等原因进行清算的，专项计划资产不属于其清算资产。</p> <p>律师应当在法律意见书中分析基础资产的破产隔离效果，包括基础资产转让、基础资产交割、基础资产现金流归集和违约处置等方面，说明基础资产与原始权益人之间的风险隔离措施，并对其是否可以实现与原始权益人之间的破产隔离发表明确法律意见。</p>

六、对 PPP 项目的尽职调查

在满足前述尽调要求的基础上,《未来经营收入类尽调细则》对 PPP 项目尽调提出了单独的明确尽调要求。2019 年发布的《PPP 尽调细则》同步废止。《未来经营收入类尽调细则》《PPP 尽调细则》和《指引 2 号》核心内容基本一致。通过明确标准来保障 PPP 项目已具备产生现金流的能力,现金流来源的稳定性相对较高,不存在转让限制性约定,已纳入财政预算,并防范诉讼风险和现金流截留风险,审慎预测/评估,持续维护的稳定性,从而降低资产支持证券的偿付风险。

《未来经营收入类尽调细则》	《PPP 尽调细则》	《指引 2 号》
<p>第四十六条 管理人应当核查社会资本方(项目公司)是否具有持续经营能力,内部控制制度是否健全,以及最近三年是否发生重大违约、虚假记载披露或者其他重大违法违规行为。</p>	<p>第三条 尽调结论需支撑社会资本方(项目公司)满足如下要求:</p> <p>(一) 生产经营符合法律、行政法规、社会资本方(项目公司)公司章程或者企业、事业单位内部规章文件的规定;</p> <p>(二) 内部控制制度健全;</p> <p>(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;</p> <p>(四) 最近三年未发生重大违约、虚假记载披露或者其他重大违法违规行为;</p> <p>(五) 法律、行政法规和中国证监会规定的其他条件。</p>	<p>4.2.12 社会资本方(项目公司)应具有持续经营能力,内部控制制度健全,最近三年未发生重大违约、虚假记载披露或者其他重大违法违规行为。</p>
<p>第四十七条 对 PPP 项目的尽职调查,应当包括但不限于以下内容:</p> <p>(一)项目合规手续是否齐全,政府和社会资本方之间是否发生重大合同纠纷。</p> <p>(二) 项目是否建成,社会资本方(项目公司)是否有权按照规定或者约定获得收益。</p> <p>(三) PPP 项目合同、</p>	<p>第七条 管理人及律师事务所应当核查 PPP 项目是否已按规定完成 PPP 项目实施方案评审以及必要的审批、核准或备案等相关手续,财政承受能力论证报告及物有所值评价报告情况(如有),PPP 项目采购情况,社会资本方(项目公司)与政府方签订 PPP 项目合同的情况,PPP 项目入库情况等。</p> <p>第八条 管理人及律师事务所应当核查项目建设情况,包括项目建设进度、质量以及是否符合相</p>	<p>4.2.3 社会资本方(项目公司)以 PPP 项目收益权作为基础资产开展证券化,原始权益人初始入池和后续循环购买入池(如有)的基础资产在基准日、专项计划设立日和循环购买日(如有)除需符合本指引第二章第一节要求外,还应当符合下列要求:</p> <p>(一) PPP 项目已按照规定完成 PPP 项目实施方案评审以及必要的审批、核准或备案等相关手续,社会资本方(项目公司)与政府方已签订有效的 PPP 项目合同。能源、交通运输、水利、环境保护、市政工程等特定领域需要政府实施特許</p>

融资合同、项目公司股东协议或者公司章程是否对社会资本方(项目公司)转让项目收益权、合同债权或者项目公司股权作出限制性约定,或者是否满足解除限制性约定的条件。

(四)项目收益涉及政府付费或者政府补贴的,相关政府支出或者补贴是否纳入年度财政预算、中期财政规划。

关政策法规、PPP项目合同以及项目施工合同约定的标准和要求。针对涉及新建或存量项目改建、依据项目合同约定在项目建成并开始运营后才获得相关付费的PPP项目,应核查社会资本方(项目公司)项目建设或改建进度的情况,是否依法履行了基建程序,包括固定资产投资审批、规划、用地、建设、环评、消防、验收等;相应PPP项目是否已经按相关规定或合同约定经验收或政府方认可,并开始运营,有权按照规定或约定获得收益。尽调结论应充分支撑PPP项目建设情况符合相关法律法规及合同约定,项目基建程序合规,PPP项目有权取得收益。

第十一条 管理人及律师事务所应当核查PPP项目合同、融资合同、项目公司股东协议或公司章程等相关文件是否存在对社会资本方(项目公司)转让基础资产(PPP项目资产或PPP项目收益权或PPP项目公司股权),抵押、质押基础资产及相关资产、相关资产收益权做出限制性约定的情形,或是否已满足解除限制的条件、获得相关方的同意等。尽调结论应充分支撑基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或者其他权利限制,或通过专项计划相关安排,在原始权益人向专项计划转移基础资产时能够解除相关担保负担和其他权利限制。

第十五条 管理人及律师事务所应当核查在政府付费模式下,政府付费纳入本级或本级以上政府财政预算、政府财政规划的情

经营的,应当已按照规定完成特许经营项目实施方案审定,特许经营方与政府方已签订有效的特许经营协议;

(二)PPP项目涉及新建或存量项目改建、依据PPP项目合同约定在项目建成并开始运营后才获得相关付费的,社会资本方(项目公司)应当完成项目建设或改建,按照相关规定或合同约定经验收或政府方认可,并开始运营,有权按照规定或约定获得收益;

(三)PPP项目合同、融资合同未对社会资本方(项目公司)转让项目收益权作出限制性约定,或已满足解除限制性约定的条件;

(四)PPP项目收益权相关的项目付费或收益情况在PPP合同及相关协议中有明确、清晰的约定;

(五)PPP项目资产或收益权未设定抵押、质押等权利负担或者其他权利限制。已经设有抵押、质押等权利负担或者其他权利限制的,应当能够通过专项计划相关安排,在原始权益人向专项计划转移基础资产时予以解除;

(六)社会资本方(项目公司)与政府方不存在影响项目持续运营或导致付费机制重大调整的重大违约、不可抗力因素以及协商、调解、仲裁或诉讼等事项;

(七)PPP项目不得存在政府方违规提供担保,或政府方采用固定回报、回购安排、明股实债等方式进行变相债务融资情形;

(八)PPP项目合同到期日应当不早于资产支持证券的最晚到期日;

(九)相关主管部门以及本所确定的其他标准。

4.2.4 社会资本方(项目公司)以PPP项目资产作为基础资产开展证券化的,除符合本指引第4.2.3条的规定外,还应当符合下列要求:

(一)PPP项目合同等约定社会资本方

	<p>形：在可行性缺口补助模式下，可行性缺口补助涉及使用财政资金、政府投资资金的，纳入本级或本级以上政府财政预算、政府财政规划的情形。尽调结论应充分支撑两种付费模式下涉及使用财政资金的情况均已纳入地方政府财政预算。</p>	<p>(项目公司) 拥有 PPP 项目资产的所有权或用益物权，且该等资产可依法转让；</p> <p>(二) PPP 项目已经建成并开始运营；</p> <p>(三) PPP 项目合同、融资合同等不存在社会资本方(项目公司) 转让项目资产的限制性约定，或者已满足解除限制性约定的条件。</p> <p>4.2.5 社会资本方以 PPP 项目公司股权作为基础资产开展证券化，除符合本指引第 4.2.3 条的规定外，还应当符合下列要求：</p> <p>(一) PPP 项目合同、项目公司股东协议或公司章程等项目公司股东转让、质押项目公司股权及受让方没有限制性约定，或已满足解除限制性约定的条件；</p> <p>(二) PPP 项目已经建成；</p> <p>(三) PPP 项目公司股东协议、公司章程等项目公司股权股息分配的来源、分配比例、时间、程序、影响因素等作出明确约定；</p> <p>(四) PPP 项目公司股权股息分配来源于 PPP 项目收益或其他收益的，相关收益权不存在被转让的情形，且没有被设定质押等权利负担或者其他权利限制；已经设有质押等权利负担或者其他权利限制的，应通过专项计划相关安排在向专项计划转移基础资产时予以解除；</p> <p>(五) PPP 项目公司控股股东以项目公司股权作为基础资产发行资产支持证券的规模不得超过其持有股权带来的现金流现值的 50%；其他股东发行规模不得超过其持有股权带来的现金流现值的 70%；</p> <p>(六) PPP 项目公司控股股东以持有的项目公司股权发行资产支持证券，不得改变对项目公司的实际控制权和项目运营责任，不得影响基础设施的稳定运营或公共服务供给的持续性和稳定性。</p> <p>4.2.7 PPP 项目收益主要表现为政府付费、使用者付费、政府补贴等。其中涉</p>
--	---	--

		及的政府支出或补贴应当纳入年度财政预算、中期财政规划。
<p>第四十八条 PPP 项目建设运营中存在尚未付清的融资负债、建设工程结算应付款或者需要支付运营成本等情况的,管理人应当核查负债偿还或者运营成本支付是否对 PPP 项目资产现金流归集形成限制、是否可能导致现金流截留风险等。管理人应当结合前款规定的负债或者需要支付运营成本的情况,核查是否设置下列防范现金流截留风险的措施:</p> <p>(一)不能防范截留风险的不纳入基础资产范围,在现金流预测中扣减上述负债或者运营成本总额。</p> <p>(二)社会资本方(项目公司)承诺以自有资金偿还相关负债或者支付运营成本。</p> <p>(三)社会资本方(项目公司)提供有效的增信或者防范截留风险的措施。</p> <p>管理人应当建立资产支持证券存续期间防范现金流截留风险的持续核查机制。</p>	<p>第二十一条 管理人应当核查项目前期融资情况,包括提供融资的机构名称、融资金额、融资结构及融资交割情况等。</p> <p>管理人应当核查 PPP 项目建设运营中是否存在尚未付清的融资负债、建设工程结算应付款或需要支付运营成本等情况,并分析上述负债偿还或运营成本支付是否对 PPP 项目资产现金流归集形成限制、是否可能导致现金流截留风险。</p> <p>尽调结论应充分支撑基础资产可以产生独立、持续、稳定、可预测的现金流。</p>	<p>4.2.9 PPP 项目建设运营中存在尚未付清的融资负债、建设工程结算应付款或需要支付运营成本等情况的,管理人应当核查和分析负债偿还或者运营成本支付是否对 PPP 项目资产现金流归集形成限制、是否可能导致现金流截留风险等,并在计划说明书中披露。</p> <p>管理人应当结合前款规定的负债或需要支付运营成本的情况,与社会资本方(项目公司)确定并披露下列防范现金流截留风险的措施:</p> <p>(一)不能防范截留风险的不纳入基础资产范围,在入池基础资产的现金流预测中扣减上述负债或运营成本总额;</p> <p>(二)社会资本方(项目公司)承诺以自有资金偿还相关负债或支付运营成本;</p> <p>(三)社会资本方(项目公司)提供有效的增信或防范截留风险的措施,在资产支持证券存续期间安排防范截留风险的持续检查机制。</p>
<p>第四十九条 管理人应当核查现金流预测机构是否以 PPP 项目合</p>	<p>第十九条 以 PPP 项目收益权作为基础资产的,专项计划应当以 PPP 项目合同、政府相关文件为</p>	<p>4.2.8 基础资产现金流预测应当以 PPP 项目合同、政府相关文件为依据并综合考虑 PPP 项目建设运营经济技术指标、</p>

<p>同、政府相关文件为依据，综合考虑 PPP 项目建设运营经济技术指标、收益模式和收费标准（如有）等因素，参考项目历史运营数据或者同类项目运营数据，对基础资产现金流进行合理审慎预测。基础资产为 PPP 项目公司股权的，管理人应当核查由专业机构出具的资产评估报告是否遵循合理、谨慎的原则。</p>	<p>依据，综合评估 PPP 项目建设运营经济技术指标、付费模式和标准，参考相关历史数据或同类项目数据，测算 PPP 项目收益现金流。使用者付费模式下，应当核查影响 PPP 项目收益现金流的各种因素，包括但不限于：使用者范围和未来数量变化、收费标准及其可能的调整、未能及时足额收取费用的情况、新建竞争性项目或限制社会资本方（项目公司）超额利润的情况等。政府付费模式下，应当核查影响 PPP 项目收益现金流的各种因素，包括但不限于：PPP 项目建设运营经济技术标准是否满足政府付费要求、付费标准及其可能的调整、未能及时足额收取费用的情况、绩效监控及其可能扣减付费的情况等。可行性缺口补助模式下，应当核查影响使用者付费和政府付费现金流的因素，以及可行性缺口补助的条件、形式和能形成持续现金流的补助等。</p> <p>第二十条 以 PPP 项目资产、项目公司股权作为基础资产的，除按上述 PPP 项目收益权测算现金流外，应当由专业机构出具独立的资产评估报告，考虑项目资产的价值变化情况、项目公司股权股息分配的其他来源等。</p>	<p>付费模式和标准等因素，参考相关历史数据或同类项目数据，在计划说明书及相关申请文件中披露 PPP 项目收益现金流的测算过程及结果。管理人和律师应核查并披露 PPP 合同是否明确了因运营成本上升、市场需求下降等因素造成现金流回收低于预期的风险分担机制，并设置了补助机制等政府承诺和保障、购买保险等风险缓释措施。</p> <p>以 PPP 项目资产、项目公司股权作为基础资产的，还应当由专业机构出具独立的资产评估报告。资产评估报告应当考虑项目资产的价值变化情况、项目公司股权股息分配的其他来源等。</p>
<p>第五十条 管理人应当核查计划说明书、资产买卖协议、资产服务协议（如有）是否明确社会资本方（项目公司）向专项计划转让 PPP 项目基础资产后仍继续承担项目的持续维护、运营责任，或者对</p>	<p>第二十三条 以 PPP 项目资产、PPP 项目收益权及 PPP 项目公司股权开展证券化，应当核查社会资本方（项目公司）在开展证券化业务后实际控制权是否变化，是否继续承担项目的持续维护、运营责任。若履行项目运营责任的主体发生变化应核查相关安排是否取得政府方认可。尽调结</p>	<p>4.2.11 计划说明书、资产买卖协议、资产服务协议中应当明确，社会资本方（项目公司）向专项计划转让 PPP 项目收益权、项目资产、项目公司股权后仍应继续承担项目的持续维护、运营责任，或者对项目持续维护、运营责任作出合理安排并取得政府方认可，确保基础设施的稳定运营或公共服务供给的持续性和稳定性。</p>

项目持续维护、运营责任作出合理安排并取得政府方认可。	论应充分支撑社会资本方（项目公司）在开展证券化业务后，不得影响基础设施的稳定运营或公共服务供给的持续性和稳定性。	
----------------------------	--	--

七、总结

本次《未来经营收入类尽调细则》在已废止的原《企业应收账款尽调细则》《PPP尽调细则》基础上进行了补充和修订，同时也协同适配了《指引 2 号》的相关要求，就业务参与方、基础资产、现金流及交易结构的尽职调查关注点提出了全面、明确的要求，强化了风险控制要求，体现了监管对于资产证券化业务“实质重于形式”的监管理念，为管理人及中介机构开展尽职调查工作提供了更具实操性的合规框架，提升了行业执业标准的统一性，有助于提升市场透明度和投资者保护。

联系人

投资人服务 010-85172818-8088 investorservice@lhratings.com

相关研究

[【政策解读】债权类 ABS 尽调新规解读](#)

[【政策解读】不动产抵押贷款债权尽调新规解读](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留追究其法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。