



《未来经营收入类资产证券化业务尽职调查工作细则》政策解读

结构融资部 吴超 | 010-67413302 | wuchao@dagongcredit.com

2025 年 4 月 27 日

摘要：2025 年 3 月，中国证券投资基金业协会发布了《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“《细则》”）等三项工作细则，自发布之日起生效，同时废止于 2019 年 6 月发布的相关细则。本次《细则》对未来经营收入类资产支持专项计划的业务参与人、基础资产、现金流、交易结构等逐项提出了尽职调查要求。本次《细则》的出台，与 2022 年上海证券交易所制定的《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》、2024 年深圳证券交易所制定的《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件审核业务指引第 2 号——审核重点关注事项》（以下简称“《交易所指引》”）共同对资产证券化业务规范体系形成了重要补充，在当前金融市场监管日益趋严的环境下，对于提升尽职调查质量、保护投资者权益、促进市场健康发展具有重要意义。

一、对参与人的核查

相较于《交易所指引》，《细则》增加了对托管人和初始权益人的核查要求，强调对特定原始权益人的经营情况和财务状况的核查。

《细则》与《交易所指引》均对原始权益人、特定原始权益人、重要现金流提供方、增信机构、资产服务机构提出了尽调要求，除此之外《细则》还对初始权益人和托管人提出了尽调要求。对于初始权益人，尽调应关注影响资产池表现的关键因素；对于托管人，尽调应围绕资金保管能力与风险控制体系展开尽职调查。另外，对实际融资人的尽调依据不同情形制定了差异化核查标准。

《细则》与《交易所指引》相比，对特定原始权益人的尽调要求更为详细，除基本情况、业务以及资信情况外，还着重强调对其生产经营情况的全面了解，通过分析其在市场中的竞争地位、核心竞争力以及持续经营能力，全方位评估其运营实力。财务的核查也更为细致，除常规财务指标，还对其债务情况以及对外权益投资情况等进行深入剖析。对于增信机构为融资性担保机构的情形，明确了详细的金融指标尽调要求，确保增信效力。

二、对基础资产的核查

《细则》关注基础资产的权属与合规性，明确了对未来经营收入类基础资产的抽样标准。

《细则》和《交易所指引》均对基础资产提出可识别、可特定化要求，强调基础资产与各参与方固有财产明确区分，同一债务人的入池与未入池资产区分，核查基础资产及现金流特定化的具体方式及可操作性，确保入池资产的现金流能够准确识别和归集。另外，在基础资产核查方面，《细则》关注基础资产的建设、验收、运营等环节，以及审批、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等，关注基础资产的权属与合规性。

《细则》相较于《交易所指引》，在抽样标准上提供了清晰指引，对于入池笔数多、资产同质性高且单笔占比小的资产，可采用抽样尽调；入池资产笔数少于五十笔时，采用逐笔尽调；笔数不少于五十笔的，抽样笔数不低于五十笔。

三、对现金流的核查

《细则》与《交易所指引》对于现金流的核查关注点基本相同，秉持实质重于形式原则。

《细则》与《交易所指引》在现金流尽职调查方面均秉持实质重于形式原则，全面核查现金流的特征、来源、预测合理性，以及现金流归集、分配、结算支付等环节。要求现金流具备独立、持续等特征，预测应谨慎合理，归集分配需规范有序。对现金流来源集中度较高的，着重核查商业合理性。

四、对交易机构的核查

《细则》在交易结构的核查中，细化了对担保措施的核查要点，较《交易所指引》增加了境外增信的核查。

相较于《交易所指引》，《细则》在交易结构核查中，细化了专项计划中各项担保措施的核查要点。对于增信合同，应核查合同签署的相关授权、审批情况以及增信措施的具体内容等；对于担保合同与担保函，明确要求核查担保金额、期限、方式、范围、各方权利义务关系及违约责任等关键因素；在抵质押担保方面，核查担保物的担保范围、权属与价值评估，以及已经担保的债务总余额和抵质押顺序等。随着资产证券化业务的国际化，涉及境外增信时，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等。

五、对 PPP 项目的核查

《细则》与《交易所指引》对 PPP 项目的核查在遵循一般要求的基础上，均对其有特定性要求。

《细则》与《交易所指引》针对 PPP 项目，在遵循一般要求基础上，均需核查社会资本方持续经营能力、项目合规手续、合同限制性约定等因素。同时，注重现金流预测合理性与项目维护运营责任安排，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需纳入年度财政预算、中期财政规划。

另外，《细则》与中国证券投资基金业协会于 2020 年发布的《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》相比，增加了核查 PPP 项目是否发生重大合同该纠纷、是否设置防范现金节流风险的措施、现金流预测机构对基础资产的预测是否合理审慎等条款。

六、总结

《细则》的发布，对资产证券化市场产生了多方面的积极影响。随着金融市场的不断创新和发展，资产证券化业务机遇与挑战并存，市场参与方应根据《细则》的要求不断提升自身尽职调查能力和风险管理水平，以适应市场变化，在合规的前提下更好地开展未来经营收入类资产证券化业务，为实体经济发展提供更有力的金融支持。

报告声明

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为大公国际，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

附表 未来经营收入类资产证券化业务尽职调查工作要点

核查类别		核查要点
业务参与人	原始权益人	1、基本情况：设立、存续、评级（如有）、股权结构、控股股东及实际控制人、组织架构与公司治理。2、业务情况：业务合规性、基础资产及底层资产（如有）运营资质与经营期限。3、资信情况：近2年是否存在严重违法失信，融资受限情形。
	特定原始权益人	除了对原始权益人的核查要点外，还包括： 1、生产经营：符合法律法规及内部规章情况。2、主营业务：业务板块运营、经营模式、行业地位、与基础资产相关业务情况。3、财务状况：主要财务指标、融资情况、历史信用、债务、授信与担保情况，关注非标准审计意见。4、持续经营及资产控制能力：资产运营能力、业务运营期限、现金流覆盖成本能力、经营及法律风险状况、资产控制能力。5、资信情况：近3年重大违约、违法违规行，是否存在严重违法失信情况以及被限制融资情形。6、其他情况：控股股东和实际控制人持股权利限制情况、重要权益投资、媒体质疑重大事项（如有）。
	重要现金流提供方	1、基本情况：设立、存续、评级（如有）、股权结构、控股股东及实际控制人。2、偿付能力：主营业务、财务状况、与原始权益人的关联及合作情况、历史偿付情况（如有）。3、资信情况：近2年是否因违法失信以及被限制融资情形。
	增信机构	1、基本情况：设立、存续、评级（如有）、股权结构、组织架构、治理结构、业务审批与风险控制流程。 2、主营业务及财务状况：各项主营业务、主要财务指标、融资情况、历史信用、债务、授信以及担保情况、偿付能力指标、历史代偿情况（如有）。3、资信情况：近2年是否存在违法失信以及被限制融资。 4、特殊情况：若为原始权益人控股股东或实际控制人，核查其他主要资产及权利限制；若为融资性担保机构，核查担保业务资质、杠杆率、历史履约情况及担保责任余额相关指标。
	资产服务机构	1、基本情况：设立、存续、近1年经营及财务状况、资信情况。2、持续服务能力：业务资质及法律法规依据，相关制度与流程、技术系统（如有）、人力配备、风险控制措施、持续经营及资产控制能力、资产独立保障措施等。
	初始权益人	基本情况、与基础资产相关业务情况、对资产池表现有重要影响的因素；业务经营影响专项计划及投资者利益时，参照资产服务机构要求尽职调查。
	托管人	1、资信情况。2、托管业务相关情况：业务资质、管理制度、流程、风险控制措施。
基础资产		1、真实性与合法合规性：建设、验收、运营等环节审批程序履行情况，法律属性与附属权益明确情况。 2、权属情况：权属清晰性、原始权益人拥有合法性、法律协议有效性、交易真实性与公允性、运营资质及期限覆盖情况、价格或收费标准合规性。3、可识别可特定化情况：与其他主体固有财产区分情况、现金流特定化方式、信息化系统（如有）相关情况。4、权利限制情况：是否涉诉、存在担保负担或其他权利限制，以及解除情况和对专项计划的影响评估。5、负面清单核查：是否存在《资产证券化业务基础资产负面清单指引》规定情形。6、转让情况：转让真实性、合法性、有效性、公允性、完整性，包括禁止转让情形、协议效力、审批手续、附属权益转让、债权转让通知等。7、关联交易情况：关联关系、交易背景、对价公允性、金额及占比、对现金流预测影响及风险缓释措施。
现金流		1、现金流特征：独立、持续、稳定、可预测和可特定化特征。2、现金流来源：来源合理性、分散性，集中度较高时的商业合理性及相关主体情况核查。3、现金流预测：预测原则合理性、构成与历史情况、预测方法和参数合理性、与兑付周期匹配情况，以及差异分析。4、成本测算：专项计划存续期内基础资产运营成本、税费测算。5、压力测试：测试方法、假设条件、压力因素、参数设置及现金流覆盖情况。6、现金流归集：账户设置、资金隔离、归集情况（划转金额、路径、频次等），是否形成闭环管理。7、分配与结算：分配流程和顺序、结算支付方式，外币结算及资金跨境相关安排核查。
交易结构		1、规模与期限：规模合理性、与基础资产规模匹配度，期限与经营资质有效期匹配情况。2、投资者保护机制：针对影响资产安全等情形设置机制，包括触发条件、结果、处置流程等。3、增信措施：增信合同及授权审批情况，增信措施具体内容、启动与触发机制、有效性分析。4、担保情况：抵押或质押担保时，担保物情况、登记保管手续、后续安排及同一担保物其他担保情况。5、境外增信：境外增信相关法律程序及进展核查。6、其他：原始权益人或其关联方保留基础资产信用风险情况；次级资产支持证券收益留存机制及信用触发机制；再投资的情况；风险隔离措施等。
政府和社会资本合作项目（PPP项目）		除了前述核查要点外，还包括： 1、社会资本方：是否具有持续经营能力、内部控制制度是否健全、近3年是否存在重大违法违规行为。2、PPP项目：项目合规手续、合同纠纷情况，项目是否建成、社会资本方是否按照约定获取权利，政府支出部分是否纳入财政预算和规划、PPP项目资产现金流归集是否存在限制、是否存在可能导致现金流截留的风险；3、现金流预测机构：预测依据合理性、审慎性。 4、维护运营责任：社会资本方转让基础资产后项目持续维护运营责任安排及政府方认可情况。

资料来源：《未来经营收入类资产证券化业务尽职调查工作细则》 大公整理