

## 日臻完善·简析《资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引》——未来经营收入类基础资产、不动产抵押贷款基础资产

作者：李虎桓 | 徐宇舟 | 钱乐 | 汤琳佳 | 孙亚南

2022年12月30日，上海证券交易所（下称“上交所”）及深圳证券交易所（下称“深交所”）分别发布了《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1号——申请文件及编制》（以下简称“《指引1号》”）、《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》”）、《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3号——分类审核》（以下简称“《指引3号》”）、《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4号——特定品种资产支持证券》（以下简称“《指引4号》”，与《指引1号》《指引2号》《指引3号》合称“《适用指引》”），以及《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件确认业务指引第2号——分类审核》、《深圳证券交易所资产支持证券挂牌条件确认业务指引第3号——特定品种》。其中，《适用指引》将基础资产首次按大类资产分类逻辑区分为债权类、未来经营收入类、不动产抵押贷款3大类。

在上一篇中（见 [《日臻完善·简析<资产支持证券挂牌条件确认规则适用指引>——债权类基础资产》](#)），笔者主要对《适用指引》“债权类基础资产”进行了分析研究。本文将继续以《上海证券交易所基础设施类资产支持证券挂牌条件确认指南》（以下简称“《基础设施确认指南》”）、《上海证券交易所政府和社会资本合作（PPP）项目资产支持证券挂牌条件确认指南》（以下简称“《PPP确认指南》”，与《基础设施确认指南》合称“《确认指南》”）及其他现行规范为比较基准，采取比较分析法对“未来经营收入类基础资产”进行分析，并以合规对照分析方式对“不动产抵押贷款基础资产”进行概况总结。

值得注意的是，由于《适用指引》并未废止原有的《确认指南》，即《确认指南》仍有效，然而《适用指引》相对《确认指南》的新增内容及调整内容值得特别注意。为此，笔者将值得关注的变化分类为：**新增**和**调整**两类，其中（1）“**红色**”标示部分为《确认指南》未提及，《适用指引》新增的要求；（2）“**蓝色**”标示部分为《确认指南》有相似的内容，《适用指引》做了进一步规定或调整的内容。

## 一、未来经营收入类基础资产与《确认指南》及其他规则对比分析

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<p><b>《指引 2 号》4.1.1</b> 本指引所称未来经营收入类基础资产，是指特定原始权益人基于国家政策鼓励的行业及领域的基础设施运营维护，或者从事具备特许经营或排他性质的燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施，公路、铁路、机场等交通设施，教育、健康养老等公共服务所产生的收入。</p>	<p><b>《基础设施确认指南》第二条</b> 本指南所称基础设施类资产支持证券，是指证券公司、基金管理公司子公司作为管理人，通过设立资产支持专项计划（以下简称专项计划）开展资产证券化业务，以燃气、供电、供水、供热、污水及垃圾处理等市政设施，公路、铁路、机场等交通设施，教育、健康养老等公共服务产生的收入为基础资产现金流来源所发行的资产支持证券。</p>	<p>首次提出了“未来经营收入类基础资产”的概念。并将“PPP 资产”纳入“未来经营收入类基础资产”的范畴，即“PPP 资产”也应符合《指引 2 号》第一节（4.1.1 至 4.1.12）的“一般规定”。</p>
<p><b>《指引 2 号》4.1.2</b> 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。</p> <p>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。</p>	<p><b>《基础设施确认指南》第四条（三）：</b>基础资产、底层资产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按照相关规定或主管部门要求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，充分揭示风险并设置相应的风险缓释措施。</p>	
<p><b>《指引 2 号》4.1.3</b> 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：</p> <p>（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</p>		<p>1. 明确了中央财政补贴所产生现金流可以纳入基础资产现金流；但关于地方财政补贴是否可以纳入并未做明确规定。</p>

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<p>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）。</p> <p>（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。</p> <p>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、充分的控制权限。</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>		<p>2. 关于“收支两条线”情况下的现金流合规问题给出了明确解决方案，即需要获得财政或有权部门书面确认或者文件支持。</p> <p>3. 延续并重申了证监会监管问答三所强调的未来经营性收入应具有垄断性和排他性，排除了电影票款、不具有垄断性和排他性的入园凭证、物业服务费、缺乏实质抵押品的商业物业租金。</p>
<p><b>《指引 2 号》4.1.4</b> 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><b>《基础设施确认指南》第六条第一款：</b>……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>鉴于实务中未来经营收入类基础资产通常已经存在前序融资且存在权利负担（通常为银行贷款及对应权利质押，有可能还存在资金归集监管），规则明确了可以采取后置还款（专项计划设立后置换有关债权）而无需提前使用过桥资金偿付后申报。</p> <p>值得注意的是，提到“审慎控制相关资产权利负担规模和比例”是否意味着</p>

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<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>可以在 ABS 设立后留存底层负债（作为杠杆），需进一步探讨观察。</p>
<p>《指引 2 号》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，充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施，<b>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。</b></p>	<p>《基础设施确认指南》第六条第二款：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。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，充分揭示风险，并设置相应的风险缓释措施。</p>	<p>底层资产向专项计划进行抵质押为原则，不办理抵质押为例外。</p> <p>特别的，进一步明确了在不办理抵质押例外情况下，有关权利人需承诺在 ABS 存续期间不再新增抵质押。</p>
<p>《指引 2 号》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。</p> <p>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。</p>		<p>除<u>交通运输、能源、水利以及重大市政工程等基础设施</u>外，专项计划期限原则上不超过 5 年。</p>
<p>《指引 2 号》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>《基础设施确认指南》第十一条第二款、第三款：管理人应当聘请具备证券期货相关业务资格的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。现金流预测应当遵循</p>	

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<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>	<p>合理、谨慎的原则，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。基础资产或底层资产现金流预测周期应当与资产支持证券兑付周期匹配。</p> <p>管理人、现金流预测机构应当在计划说明书、现金流预测报告披露预测假设因素、预测方法和预测结论，并结合基础资产或底层资产相关历史数据说明预测方法和相关指标设置的合理性。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>	
<p><b>《指引 2 号》4.1.8</b> 自专项计划设立日起，基础资产或底层资产产生的现金流应当全额归集至专项计划账户或管理人有效监管的账户，<b>形成资金闭环管理</b>，排除原始权益人及第三方资金挪用或者混同风险。</p>	<p><b>《基础设施确认指南》第十三条第二款：</b>……基础资产或底层资产现金流应当由资产服务机构从专项监管账户全部划付至专项计划账户。专项监管账户资金应当与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。</p>	
<p><b>《指引 2 号》4.1.9</b> 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><b>《基础设施确认指南》第十四条</b> 管理人应当针对各项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>上述相关情形可以包括：(1) 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；(2) 特定原始权益</p>	

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<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>(四) 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>	<p>人、资产服务机构、增信机构等主体评级下降、丧失清偿能力、金融债务违约、涉及重大诉讼、相关账户查封或冻结;(3) 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;(4) 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;(5) 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;(6) 专项计划现金流入严重依赖于重要现金流提供方或单一下游行业, 且该现金流提供方或该行业发生重大不利情形;(7) 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><b>《指引 2 号》4.1.10</b> 特定原始权益人应当同时符合下列条件:</p> <p>(一) <b>信用状况良好</b>, 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> <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><b>《基础设施确认指南》第十六条</b> 特定原始权益人开展业务应当满足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、基础资产或底层资产相关业务正式运营满 2 年、具备资产运营能力且符合下列条件之一:</p> <p>(一) 主体评级达 AA 级及以上。</p> <p>(二) 专项计划设置担保、差额支付等有效增信措施, 提供担保、差额支付等增信机构的主体评级为 AA 级及以上。</p>	<p>值得注意的是, 《基础设施确认指南》仍然有效, 由此有关主体评级 AA 级及以上或增信达 AA 级及以上的要求仍然应当被遵守。</p>
<p><b>《指引 2 号》4.1.11</b> <b>资产服务机构</b>应当具有持续经营能力及对相关资产的控制能力, 并在专项计划存续期间持续提供与基础资产或底层资产相关的服务。</p>	<p><b>《基础设施确认指南》第十八条</b> 特定原始权益人应当具备持续经营能力, 管理人应当在专项计划文件中测算专项计划存续期间特定原始权益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, 并分析其对相关资产的控制程度和持续运营能力。若覆盖</p>	

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<p>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> <p>管理人、现金流预测机构应当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，并在计划说明书、现金流预测报告中披露相关测算的假设及结果。</p>	<p>存在缺口或相关资产控制、运营能力存在潜在不利影响，管理人应当设置合理的运营保障措施，并在计划说明书中进行充分的风险揭示。</p>	
<p><b>《指引 2 号》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。</b></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><b>《基础设施确认指南》第十九条第一款：</b>原始权益人及其关联方应当保留一定比例的基础资产信用风险，持有最低档次资产支持证券，且持有比例不得低于所有档次资产支持证券发行规模的5%，持有期限不低于资产支持证券存续期限。</p> <p><b>《基础设施类资产支持证券信息披露指南》第十二条（四）：</b>原始权益人及其关联方风险自留、优先档及次级档资产支持证券期间分配收益情况。</p>	<p>次级资产支持证券若设置了期间分配的，在现金流产生早偿等极端情况下，有可能导致优先级资产支持证券受到损失。为此，规则强调了应当审慎设置并避免优先级资产支持证券受到损失的情况。</p>

**二、PPP 项目基础资产与《确认指南》及其他规则对比分析**

值得注意的是，《适用指引》将“PPP 项目基础资产”纳入“未来经营收入类基础资产”的范畴，即“PPP 项目基础资产”需要同时满足《指引 2 号》第一节对“未来经营收入类基础资产”的“一般规定”和第二节“PPP 项目基础资产”的特别要求。由于《指引 2 号》对“PPP 项目基础资产”的特别规定较多，笔者在本文中将“未来经营收入类基础资产”和“PPP 项目基础资产”分开进行分析，但需要明确的是，“PPP 项目基础资产”是属于“未来经营收入类基础资产”项下的子类别。

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<p><b>《指引 2 号》4.2.1</b> 本指引所称政府和社会资本合作（PPP）项目基础资产，是指社会资本方（项目公司）在基础设施和公共服务领域开展政府和社会资本合作（PPP）项目过程中形成的 PPP 项目收益权、PPP 项目资产和 PPP 项目公司股权等。</p> <p>（一）PPP 项目收益权，即社会资本方（项目公司）与政府方签订 PPP 项目合同等协议，投资建设基础设施、提供相关公共产品或服务，并依据合同和有关规定享有的取得相应收益的权利，包括收费权、收益权、合同债权等；</p> <p>（二）PPP 项目资产，即社会资本方（项目公司）与政府方签订 PPP 项目合同等协议，并依据合同和有关规定享有所有权或用益物权的项目设施或其他资产，包括项目公司运营所需的动产（机器、设备等）、不动产（土地使用权、厂房、管道等）等；</p> <p>（三）PPP 项目公司股权，即社会资本方出资组建项目公司开展 PPP 项目的实施，并依据股东协议和项目公司章程等享有的资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。</p>	<p><b>《PPP 确认指南》第二条</b> 本指南所称 PPP 项目资产支持证券，是指证券公司、基金管理公司子公司作为管理人，通过设立资产支持专项计划（以下简称“专项计划”）开展资产证券化业务，以 PPP 项目收益权、PPP 项目资产、PPP 项目公司股权等为基础资产或基础资产现金流来源所发行的资产支持证券。</p> <p>PPP 项目收益权是在基础设施和公共服务领域开展政府和社会资本合作过程中，社会资本方（项目公司）与政府方签订 PPP 项目合同等协议，投资建设基础设施、提供相关公共产品或服务，并依据合同和有关规定享有的取得相应收益的权利，包括收费权、收益权、合同债权等。PPP 项目收益主要表现为使用者付费、政府付费或可行性缺口补助等。</p> <p>PPP 项目资产是在基础设施和公共服务领域开展政府和社会资本合作过程中，社会资本方（项目公司）与政府方签订 PPP 项目合同等协议，并依据合同和有关规定享有所有权或用益物权的项目设施或其他资产，包括项目公司运营所需的动产（机器、设备等）、不动产（土地使用权、厂房、管道等）等。</p> <p>PPP 项目公司股权是在基础设施和公共服务领域开展政府和社会资本合作过程中，社会资本方出资组建项目公司开展 PPP 项目的实施，并依据股东协议和项目公司章程等享有的资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利。</p>	<p>进一步明确了 PPP 基础资产的外延，即可以是“收益权”、“物权”、“股权”。</p> <p>实务中 PPP 类 ABS 通常以“收益权”为底层资产，而规则明确了“物权”及“股权”形态的 PPP 基础资产，为 PPP 类 ABS 项目的拓展提供了规则支持，例如基于 PPP 股权为基础资产的类 REITs 或基于 PPP 物业资产的 CMBS 等。</p>



《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<p>《指引 2 号》4.2.2 开展资产证券化的政府和社会资本合作 (PPP) 项目, 原则上应当为纳入财政部 PPP 示范项目名单或公布的项目库的项目, 或者国家发展改革委 PPP 推介项目库的项目。</p>		<p>首次明确了应当为财政部或国家发展改革委的入库 PPP 项目。</p>
<p>《指引 2 号》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许经营的, 应当已按照规定完成特许经营项目实施方案审定, 特许经营者与政府方已签订有效的特许经营协议;</p> <p>(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;</p> <p>(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;</p>	<p>《PPP 确认指南》第四条 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) 除满足基础资产合格标准的一般要求外, 还需要符合以下特别要求:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. PPP 项目已按规定完成 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, 社会资本方 (项目公司) 与政府方已签订有效的 PPP 项目合同; 在能源、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许经营的, 已按规定完成特许经营项目实施方案审定, 特许经营者与政府方已签订有效的特许经营协议。</li> <li>2. PPP 项目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, 社会资本方 (项目公司) 应完成项目建设或改建, 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。</li> </ol>	<p>值得注意的是 PPP 类 ABS 由于产品期限需晚于资产到期期限, 由此可突破“一般情况不超过 5 年”的限制。</p>

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<p>(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;</p> <p>(五) PPP 项目资产或收益权未设定抵押、质押等权利负担 <b>或者其他权利限制</b>。已经设有抵押、质押等权利负担 <b>或者其他权利限制</b>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>(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;</p> <p>(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;</p> <p>(八) <u>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</u>;</p> <p>(九) 相关主管部门以及本所确定的其他标准。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>3. 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,或社会资本方(项目公司)已满足解除限制性约定的条件。</li> <li>4. 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。政府付费模式下,政府付费应纳入本级或本级以上政府财政预算、政府财政规划。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,应纳入本级或本级以上政府财政预算、政府财政规划。</li> <li>5. PPP 项目资产或收益权未设定抵押、质押等权利负担。已经设有抵押、质押等权利负担的,通过专项计划安排能够予以解除,如偿还相关融资、取得相关融资方解除抵押、质押的同意等。</li> <li>6. 社会资本方(项目公司)与政府方不存在因 PPP 项目合同的重大违约、不可抗力因素影响项目持续建设运营,或导致付费机制重大调整等情形;也不存在因 PPP 项目合同或相关合同及其他重大纠纷而影响项目持续建设运营,或可能导致付费机制重大调整的协商、调解、仲裁或诉讼等情形。</li> <li>7. 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。</li> </ol>	

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
	<p>8. PPP 项目合同到期日应不早于资产支持证券的最晚到期日。</p> <p>9. 相关主管部门以及本所确定的其他标准。</p>	
<p><b>《指引 2 号》4.2.4</b> 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：</p> <p>（一）PPP 项目合同等约定社会资本方（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><b>《PPP 确认指南》第六条</b> 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，除符合第四条关于 PPP 项目收益权的合格标准外，还需符合以下要求：</p> <p>1. PPP 项目合同等约定社会资本方（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>2. PPP 项目已经建成并开始运营。</p> <p>3. 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，或已满足解除限制性约定的条件。</p> <p>.....</p>	
<p><b>《指引 2 号》4.2.5</b> 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><b>《PPP 确认指南》第七条</b> 社会资本方以 PPP 项目公司股权作为基础资产开展证券化，除符合上述 PPP 项目收益权的合格标准外，还需符合以下要求：</p> <p>1. 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转让的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>2. PPP 项目已经建成。</p>	<p>值得注意的是，PPP 项目已经建成而不考察运营期限的规定，例外于“运营满 2 年”的一般原则要求。</p>

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<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>3. 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，作出了明确约定。</p> <p>4. 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。相关收益权已经设有质押等权利负担的，应通过专项计划安排予以解除，如回购收益权、偿还相关融资、取得相关融资方解除质押的同意等。</p> <p>5. 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>6. 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>《指引 2 号》4.2.6 社会资本方（项目公司）可以将综合性 PPP 项目中权属清晰、现金流独立的部分子项目资产单独开展证券化。</p>	<p>《PPP 确认指南》第九条第二款：社会资本方（项目公司）……可以将综合性 PPP 项目中权属清晰、现金流独立的部分子项目资产单独开展证券化。</p>	
<p>《指引 2 号》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>	<p>《PPP 确认指南》第四条 4.……政府付费模式下，政府付费应纳入本级或本级以上政府财政预算、政府财政规划。可行性缺口补助模式下，可行性缺口补助涉</p>	<p>匹配《预算法》要求，涉及政府支出或者补贴需纳入年度财政预算及中期财政规划。</p>

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
	及使用财政资金、政府投资资金的，应纳入本级或本级以上政府财政预算、政府财政规划。	
<p><b>《指引 2 号》4.2.8 第一款：</b>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、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<b>律师</b>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>《政府和社会资本合作（PPP）项目资产支持证券信息披露指南》（以下简称“<b>《PPP 信息披露指南》</b>”）<b>第十二条第一款：</b>以 PPP 项目收益权作为基础资产的，专项计划应以 PPP 项目合同、政府相关文件为依据，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，在计划说明书及相关发行文件中披露 PPP 项目收益现金流的测算过程及结果。管理人应核查并披露 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>值得注意的是对律师提出了对 PPP 合同是否约定了风险分担机制、风险缓释措施进行审查，该要求与管理人标准一致。</p>
<p><b>《指引 2 号》4.2.8 第二款：</b>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><b>《PPP 信息披露指南》第十三条</b> 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><b>《指引 2 号》4.2.9</b> 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><b>《PPP 信息披露指南》第十五条</b> 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，管理人应核查和分析上述负债偿还或运营成本支付是否对 PPP 项目资产现</p>	

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<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>金流归集形成限制、是否可能导致现金流截留风险等作出判断，并在计划说明书中披露。</p> <p>管理人应在计划说明书中披露上述负债或需要支付运营成本的情况，与社会资本方（项目公司）确定并披露防范现金流截留风险的措施。上述防范措施包括但不限于：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；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；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等。</p>	
<p><b>《指引 2 号》4.2.10</b> 管理人应当针对 PPP 项目实施中可能发生的下列事项，合理设置相应的权利完善事件及其他投资者保护机制：</p> <p>（一）社会资本方（项目公司）在 PPP 项目建设、运营中发生重大违约及合同约定的补救、处置方式。如项目公司破产或资不抵债、未按照项目合同约定完成融资、未在约定时间内完成建设或开始运营、未按照规定或约定的标准和要求提供产品或服务、违反合同约定的股权变更限制、未按照合同约定为 PPP 项目或相关资产购买保险等。</p> <p>（二）政府方在 PPP 项目建设、运营中发生重大违约及合同约定的补救、处置方式。如未按照合同约定付费或提供补助，未按</p>	<p><b>《PPP信息披露指南》第十七条</b> 针对PPP项目实施中可能发生的下列事项，管理人和项目律师事务所应认真分析并根据PPP项目合同或其他相关合同约定的补救、处置方式，设置并在计划说明书中披露相应的交易结构安排，权利完善事件及其他投资者保护机制，保护投资者合法权益。涉及现金流变化的，应在现金流测算和归集中防范相关风险。</p> <p>1. 社会资本方（项目公司）在 PPP 项目建设、运营中发生重大违约及合同约定的补救、处置方式。如项目公司破产或资不抵债、未按项目合同约定完成融资、未在约定时间内完成建设或开始运营、未按照规定或约定的标准和要求提供产品或</p>	

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
<p>照约定完成项目审批、提供土地使用权及其他配套设施、防止不必要竞争性项目，自行决定征收征用或改变相关规定等。</p> <p>（三）政治不可抗力事件及合同约定的补救、处置方式。如非因签约政府方原因导致且不在其控制下的征收征用、法律变更、未获审批等。</p> <p>（四）自然不可抗力事件及合同约定的补救、处置方式。如地震、台风、洪水等自然灾害，武装冲突、骚乱、疫情等社会异常事件。</p> <p>（五）政府方因 PPP 项目所提供的公共产品或服务已经不合适或者不再需要，或者会影响公共安全和公共利益而单方面决定接管、变更、终止项目及合同约定的补救、处置方式。</p> <p>（六）其他影响 PPP 项目建设、运营以及社会资本方（项目公司）获得投资回报的情形。</p>	<p>服务、违反合同约定的股权变更限制、未按合同约定为 PPP 项目或相关资产购买保险等。</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>2. 政府方在 PPP 项目建设、运营中发生重大违约及合同约定的补救、处置方式。如未按合同约定付费或提供补助，未按约定完成项目审批、提供土地使用权及其他配套设施、防止不必要竞争性项目，自行决定征收征用或改变相关规定等。</li> <li>3. 政治不可抗力事件及合同约定的补救、处置方式。如非因签约政府方原因导致且不在其控制下的征收征用、法律变更、未获审批等。</li> <li>4. 自然不可抗力事件及合同约定的补救、处置方式。如地震、台风、洪水等自然灾害，武装冲突、骚乱、疫情等社会异常事件。</li> <li>5. 政府方因 PPP 项目所提供的公共产品或服务已经不合适或者不再需要，或者会影响公共安全和公共利益而单方面决定接管、变更、终止项目及合同约定的补救、处置方式。</li> <li>6. 其他影响 PPP 项目建设、运营以及社会资本方（项目公司）获得投资回报的情形。</li> </ol>	
<p><b>《指引 2 号》4.2.11</b> 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</p>	<p><b>《PPP 确认指南》第六条 4:</b> 社会资本方（项目公司）以 PPP 项目资产开展证券化，应继续履行项目运营责任，或重新确定履行项目运营责任的主体并经政府方等认可，确保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>	

《适用指引》	《确认指南》及其他规则	汉坤评述
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。	《PPP 信息披露指南》第十八条 社会资本方（项目公司）转让 PPP 项目收益权、项目资产及项目公司股权开展资产证券化，应在计划说明书、资产买卖协议、资产服务协议中明确，社会资本方（项目公司）应继续承担项目的持续维护、运营责任，或对项目持续维护、运营责任作出合理安排并取得政府方认可，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。	
《指引 2 号》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、虚假信息披露或者其他重大违法违规行为。	《PPP 确认指南》第八条 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或虚假信息披露，无不良信用记录。	

### 三、不动产抵押贷款基础资产合规对照分析

由于不动产抵押贷款基础资产为新增的大类资产，且没有可以类比的监管规定，因此不存在新增和调整的变化。但为便于读者阅读，笔者仅将不动产抵押贷款基础资产独有的，且较为重要的实质条件标示为“红色”。

监管项目	监管依据	原文	监管指标
不动产抵押贷款界定	《指引 2 号》5.1	本指引所称不动产抵押贷款，是指以不动产项目提供抵押担保，以不动产项目未来运营收入提供质押担保并作为偿债资金来源的信托贷款、委托贷款或者其他形式的债权及其附属担保权益（如有）与其他权利（如有）。	对“不动产抵押贷款”进行了定义。
不动产项目	《指引 2 号》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。因特殊原因无法办理权属登记的，管理人和律师应当在专项计划文件中披露原因，和借款人合法持有不动产项目的法律法规及政策依据。	1. 权属完整清晰，可处置性，完成了权属登记（或披露未办理权属登记



监管项目	监管依据	原文	监管指标
	《指引 2 号》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。存在相关限制转让或者限制抵押情形的，应当取得相关主体的豁免或者同意。	原因、借款人合法持有不动产项目依据）。
	《指引 2 号》5.2（三）	不存在抵押、质押等权利限制。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。	2. 除基础资产外，要求不动产项目无限制转让或抵押（或已取得同意），且无权利限制（或可以解除）。
	《指引 2 号》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。因特殊原因导致相关手续存在瑕疵的，管理人和律师应当在专项计划文件中披露原因以及合法合规性，充分揭示风险并设置合理有效的风险缓释措施。	3. <u>建设及竣工手续齐备合法合规（或披露瑕疵原因、风险及风险缓释措施）</u> 。
	《指引 2 号》5.2（五）	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。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。	4. <u>实际用途与证载用途一致（或披露实际用途不一致情况、风险及风险缓释措施）</u> 。
	《指引 2 号》5.2（六）	不动产项目涉及经营资质的，相关经营许可或者其他经营资质应当合法、有效。相关经营资质在专项计划存续期内存在展期安排的，应当按照相关规定或者主管部门要求办理展期手续，管理人应当在计划说明书中披露具体安排，说明专项计划期限设置的合理性，充分揭示风险并设置合理有效的风险缓释措施。	5. 不动产项目的经营资质（如需）在存续期内合法有效（或披露展期安排、风险及风险缓释措施）。
	《指引 2 号》5.2（七）	中国证监会和本所规定的其他条件。	值得注意的是，实务中不动产的建设及竣工、规划用途等常见不能完全合规的情形（存在瑕疵），该等情况下需区分两种情况（1）实质瑕疵，例如违章建筑、土地性质违规等；（2）非实质瑕疵，逾期开竣工、缺少部分专项验收等。对于实质瑕疵而言构成实质障碍，非实质瑕疵则可以做披露及风险缓释。

监管项目	监管依据	原文	监管指标
项目运营	《指引 2 号》5.3（一）	具备成熟稳定的运营模式且已经开始运营。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。	1. 已开始运营且运营稳定，不满 1 年的应说明运营稳定性。 2. 运营合同登记备案（如需，或披露未登记备案原因、风险及风险缓释措施）。 3. 项目本身现金流覆盖运营支出且有盈余。
	《指引 2 号》5.3（二）	经营合同应当符合相关合同登记备案（如需）的管理规定。未能按照规定办理合同登记备案手续的，管理人应当在计划说明书中披露原因，充分揭示风险并设置合理有效的风险缓释措施。	
	《指引 2 号》5.3（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。	
	《指引 2 号》5.3（四）	中国证监会和本所规定的其他条件。	
现金流	《指引 2 号》5.4（一）	基于真实、合法的经营活动产生，具有商业合理性，价格或者收费标准符合相关规定；	1. 现金流来源真实、合法、合理。 2. 为市场化的经营性收入（合法合规享有的财政补贴除外）。值得注意的是，PPP 中的地方补贴亦可以纳入现金流。 3. 持续、稳定、可预测，最近 3 年出现异常波动的，应披露原因及合理性。 4. 来源合理分散，重要现金流提供方资质优良、财务情况稳健。 5. 现金流无限制质押（或已取得同意），且无权利限制（或可以解除）。
	《指引 2 号》5.4（二）	符合市场化原则，不依赖第三方补贴等非经营性收入。根据相关法律法规享有的中央财政补贴，或者在依法依规签订的政府和社会资本合作（PPP）项目合同中明确约定的地方财政补贴除外；	
	《指引 2 号》5.4（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。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；	
	《指引 2 号》5.4（四）	来源合理分散，直接或穿透后来源于多个现金流提供方。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；	
	《指引 2 号》5.4（五）	不存在法定或约定的限制质押的情形。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；	

监管项目	监管依据	原文	监管指标
	《指引 2 号》5.4（六）	不存在质押等权利限制。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；	
	《指引 2 号》5.4（七）	中国证监会和本所规定的其他条件。	
关联交易	《指引 2 号》5.5	<p>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，关联交易应当符合下列要求：</p> <p>（一）符合相关法律法规的规定和公司内部管理控制要求；</p> <p>（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；</p> <p>（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>管理人应当对前款规定的关联交易进行核查，分析关联交易的合理性、必要性以及潜在风险，设置合理有效的风险缓释措施。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 关联交易合法合规。</li> <li>2. 关联交易价格公允。</li> <li>3. 来源于关联方的现金流比例合理。</li> </ol>
抵押及质押担保	《指引 2 号》5.6	<p>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>	首次明确要求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。
估值核查	《指引 2 号》5.7	<p>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，原则上以收益法作为主要估价方法。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，合理确定评估价值，并在评估</p>	明确要求由评估机构出具评估报告。

监管项目	监管依据	原文	监管指标
	《指引 2 号》5.8	<p>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，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>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，审慎确定资产支持证券申报规模：</p> <p>（一）两种评估方法的评估结果差异在 20% 以上；</p> <p>（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；</p> <p>（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；</p> <p>（四）资本化率显著低于市场同类型项目平均水平。</p>	
现金流预测核查	《指引 2 号》5.9	<p><b>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。</b>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。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。</p> <p>管理人应当在计划说明书中披露现金流预测情况，并充分揭示实际现金流不及预期的风险。</p>	要求由已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现金流预测报告。

监管项目	监管依据	原文	监管指标
	《指引 2 号》5.10	<p>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：</p> <p>（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；</p> <p>（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）；</p> <p>（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>	
	《指引 2 号》5.11	<p>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>	对现金流预测报告的显著差异进行说明。
专项计划期限	《指引 2 号》5.12	<p>管理人应当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。</b></p>	专项计划期限与不动产权属证书或经营权合同剩余期限匹配。
发行规模	《指引 2 号》5.13	<p>优先级资产支持证券发行规模、抵押率应当合理。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>	优先级资产支持证券发行规模、抵押率合理。
专项计划预期可分配现金流、处置价格	《指引 2 号》5.14	<p>各兑付期间内，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。</p> <p>基础资产或不动产项目预计处置价格应当覆盖优先级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。</p>	预期可分配现金流应覆盖当期应付税费、优先级资产支持证券预期收益之和，预计处置价格应覆盖专项计划应付税费、优先级资产支持证券的本金和预期收益。

监管项目	监管依据	原文	监管指标
信用触发机制	《指引 2 号》5.15	<p>管理人应当针对下列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、触发结果、处置流程、风险缓释效果和信息披露要求：</p> <p>（一）专项计划的重要交易安排未能在约定时限内完成；</p> <p>（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；</p> <p>（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；</p> <p>（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；</p> <p>（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；</p> <p>（六）其他可能影响专项计划资产安全、现金流归集的情形。</p>	合理设置信用触发机制。
借款人	<p>《指引 2 号》2.4.3、5.16 第一款</p> <p>《指引 2 号》5.16 第二款、第三款</p>	<p>借款人应当资质情况良好，且符合（一）生产经营符合法律、行政法规、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……</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>借款人主体资质良好。</p> <p>值得注意的是，借款人如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，需关注如工程款优先权与抵押权之间的关系，以及该等情况是否影响借款人的持续经营、是否会对专项计划产生实质性不利影响。</p>
不动产项目运营机构	《指引 2 号》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，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）	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。

监管项目	监管依据	原文	监管指标
		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管理和服务能力进行核查并明确发表核查意见。	

#### 四、结语

《指引 2 号》首次对“未来经营收入类基础资产”和“不动产抵押贷款基础资产”的范围进行了界定。其中，“未来经营收入类基础资产”的内涵不仅覆盖了原《基础设施确认指南》、《PPP 确认指南》项下的基础资产类别，并将外延扩大至国家政策鼓励的行业及领域的基础设施运营维护所产生的收入。“不动产抵押贷款基础资产”则属于全新的大类，除基础资产的一般性要求外，《指引 2 号》强调了对该类资产底层资产（不动产项目）的要求。

《指引 2 号》的出台体现了交易所对于资产支持证券围绕不同类型基础资产进行分类监管的核心监管思路，在有关内容方面则是在原有《确认指南》基础上的进一步延展及充实，标志着资产支持证券监管规范体系的日臻完善。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 李虎桓

电话： +86 21 6080 0295

Email: [huhuan.li@hankunlaw.com](mailto:huhuan.li@hankunlaw.com)

### 徐宇舟

电话： +86 21 6080 0307

Email: [yuzhou.xu@hankunlaw.com](mailto:yuzhou.xu@hankunlaw.com)