

# 君合专题研究报告

2023年4月7日

## 银行间债券市场企业资产证券化业务新规解析

2023年3月16日，中国银行间市场交易商协会（以下简称“**交易商协会**”）发布《关于发布〈银行间债券市场企业资产证券化业务规则〉及〈银行间债券市场企业资产证券化业务信息披露指引〉的公告》，对《非金融企业资产支持票据指引》（以下简称“**《票据指引（2017）》**”）进行修订并更名为《银行间债券市场企业资产证券化业务规则》（以下简称“**《业务规则》**”），同时发布了《银行间债券市场企业资产证券化业务信息披露指引》（以下简称“**《信息披露指引》**”），自2023年9月1日起施行。《业务规则》及《信息披露指引》对《票据指引（2017）》做了大范围修改。本文对比《业务规则》对《票据指引（2017）》的修改，结合银行间债券市场企业资产证券化（以下简称“**ABN<sup>1</sup>**”）和证券公司及基金管理公司子公司资产证券化（以下简称“**ABS**”），对《业务规则》和《信息披露指引》及相关内容做以介绍。

### 一、总则

#### 1. 产品范围扩大

相较于《票据指引（2017）》，《业务规则》将产品范围由“资产支持票据”扩大为“银行间债券市场企业资产证券”。《业务规则》所规范的企业资产支持证券包括资产支持票据（ABN）、资产支持商业票据（ABCP）和交易商协会认可的其他证券化融资工具。

此前，《票据指引（2017）》并未规定ABCP相关内容，但交易商协会网站“创新产品常见问题”<sup>11</sup>中将ABCP界定为“传统ABN产品的短期限、滚动发行版本”。而此次修订后的《业务规则》将传统ABN、ABCP均定义为“银行间债券市场企业资产支持证券”的子品种，并在ABN定义的基础上，进一步明确ABCP具有“滚动发行”和到期“可以基础资产所产生的现金流、新发资产支持商业票据的募集款项或外部流动性支持款项等作为偿付来源”的特征。

ABN与ABS均为以基础资产所产生的现金流为偿付支持，通过发行资产支持证券进行的融资活动，二者的基础资产类似。但ABN与ABS有如下主要不同：

事项	ABN	ABS
监管机构	人民银行	证监会
交易场所	银行间债券市场	证券交易所等
审核方式	注册	挂牌条件确认
发行对象	银行间债券市场的投资人	合格投资者，合计不超过200人
发行载体	信托或公司等	专项计划

## 2. 明确通过 SPV 开展业务

《业务规则》的规范对象是银行间债券市场企业资产证券化业务，是由基础资产所产生现金流作为主要偿付支持、发起机构通过特定目的载体(以下简称“SPV”)发行企业资产支持证券的结构性融资活动。

相较于《票据指引(2017)》，《业务规则》将发行方式由“采用结构化方式，通过发行载体发行”修改为通过 SPV 发行，且特别定义 SPV 为“特定目的的信托、特定目的公司或交易商协会认可的其他形式的载体”，明确了必须通过搭建 SPV 架构、发起机构将基础资产转让给 SPV 才能开展相关业务的要求，排除了发起机构作为发行载体的可能，强调了资产支持证券的特征。

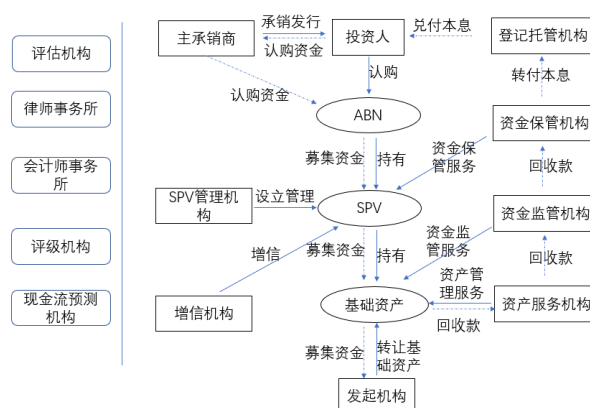
## 3. 新增发起机构风险自留安排

《业务规则》新增了发起机构风险自留的要求，发起机构原则上应保留一定比例的基础资产信用风险，自留部分不得转让，应持有到期。发起机构、债务人资信状况良好，或设置担保、差额支付、债务加入等有效增信措施的，可免于上述风险自留要求。风险自留的具体方式如下：

档次	风险自留比例	期限
发起机构持有最低档次资产支持证券	不得低于所有档次发行规模的 5%	不低于资产支持证券存续期限
发起机构持有除最低档次之外的资产支持证券	各档次均应持有，且应当以占各档次发行规模的相同比例持有，总持有比例不得低于所有档次发行规模的 5%	不低于各档次资产支持证券存续期限

## 4. 交易结构

ABN 的基本交易结构如下：



## 二、参与机构

根据《业务规则》，银行间企业资产证券化的参与机构主要包括发起机构、特定目的载体管理机构、主承销商、资产服务机构、资金监管机构、资金保管机构等。

### 1. 发起机构

发起机构是指向特定目的载体转移其合法拥有的基础资产以获得资金的主体。发起机构的定义被重新阐述。与《票据指引(2017)》相比，去掉了“融资目的”和“非金融企业”的描述。

发起机构的主要职责是配合并支持特定目的载体或其管理机构和相关中介机构履行职责；按约定及时向特定目的载体或其管理机构和相关中介机构提供真实、准确、完整的信息等。与《票据指引(2017)》相比，《业务规则》更强调发起机构的信息披露义务，新增了“履行相关信息披露职责”的内容。

发起机构的角色相当于 ABS 中的原始权益人。

《业务规则》新增了“特定发起机构”的概念。所谓“特定发起机构”，是指业务持续经营对基础资产现金流的产生有重要影响的发起机构。特定发起机构类似于 ABS 中的“特定原始权益人”。根据《施

行通知》，涉及以下两种情形之一的，发起机构通常可认定为特定发起机构：(1)基础资产为企业应收账款、租赁债权、保理债权、贷款债权等既有债权、信托受益权以外的基础资产类型；(2)交易结构采用循环购买、追加交付资产等情形的。除了一般发起机构的职责外，特定发起机构还须履行在资产支持证券存续期间维持正常的生产经营活动，为基础资产现金流的产生提供合理的支持和必要的保障的职责。与《票据指引（2017）》相比，《业务规则》删除了特定发起机构为基础资产现金流的“支付”提供支持和保障的描述，仅保留了为现金流的“产生”提供支持和保障的内容。这样的修改更符合实际情况，也更合理，因为实践中现金流的支付通常由银行控制和操作。

## 2. 特定目的载体管理机构

特定目的载体管理机构（以下简称“管理机构”）是指对特定目的载体进行管理及履行其他法定及约定职责的机构。

管理机构的主要职责是对基础资产、相关交易主体以及其他相关方开展尽职调查；履行相关信息披露职责；按照约定及时支付相应资金以及交易文件等约定的其他职责。与《票据指引（2017）》相比，《业务规则》增加了“开展存续期管理工作”的职责，并将“管理受让的基础资产”，修改为“管理基础资产”。这样表述更为严谨，因为受让仅是特定目的载体取得基础资产的方式之一，其他还包括通过设立信托计划而受托取得等方式。

管理机构类似 ABS 中的计划管理人，但与 ABS 计划管理人负责向交易所提交证券挂牌转让申请，并负责证券发行事宜不同，管理机构通常不负责向交易商协会提交注册发行文件，也不负责证券发行，该部分工作由主承销商负责。

## 3. 主承销商

主承销商是指为资产支持证券业务提供承销服务的机构。

主承销商的主要职责是对基础资产、特定目的载体或其管理机构、相关交易主体以及其他相关方开展尽职调查；提交注册发行文件；组织资产支持证券的承销和发行等。与《票据指引（2017）》相比，《业务规则》将“按照交易商协会相关自律规则开展后续管理工作”修改为“配合开展存续期管理工作”，因为《业务规则》规定，存续期管理机构原则上为特定目的载体或其管理机构，主承销商仅须承担配合工作。《业务规则》还增加了发行资产支持证券，可在注册阶段设立主承销商团，并可于注册有效期内变更主承销商团成员。发行阶段可就每期发行指定一家或多家主承销商承销等内容。

就证券的承销和发行职责而言，主承销商类似 ABS 中的销售机构，但就向交易商协会提交资产支持证券注册文件而言，主承销商类似 ABS 中的计划管理人。

## 4. 增信机构

增信机构是指为资产证券化业务提供担保、差额补足、债务加入、流动性支持等外部增信措施的主体的合称。“增信机构”是《业务规则》新增的内容，《票据指引（2017）》没有该部分内容。

增信机构的职责包括提供增信措施；配合并支持发起机构、特定目的载体或其管理机构和相关中介机构履行职责；提供真实、准确、完整的相关披露的信息；履行相关信息披露职责等。从增信措施类型看，与 ABS 项目中增信措施大体相同。

## 5. 资产服务机构

资产服务机构是指接受特定目的载体或其管理机构委托，就基础资产的管理提供约定服务的机构。资产服务机构可以由发起机构担任。实践中，资产服务机构通常由发起机构或其关联方担任。

资产服务机构的职责主要包括收取基础资产的现金流并按约定划付；制定并实施现金流归集和管理措施等。与《票据指引（2017）》相比，《业务规则》更强调资产服务机构的信息披露义务，新增了“履行相关信息披露职责”的内容，并将“定期向发行载体提供资产服务报告”修改为“向特定目的载体或其管理机构提供资产服务报告，并保证所提供的信息真实、准确、完整”。

资产服务机构类似于 ABS 中的资产服务机构或运营管理机构。

## 6. 资金监管机构

资金监管机构是指为发起机构或资产服务机构等主体开立资金监管账户，并对基础资产现金流归集与使用情况进行监督的机构。

资金监管机构的职责主要包括以发起机构或资产服务机构等主体名义开设基础资产现金流归集的资金监管账户；对资金监管账户进行监管，对资金收入和支出情况进行监督；对资金划出的手续进行审核。

资金监管机构类似 ABS 中的资金监管机构。

## 7. 资金保管机构

资金保管机构是指接受特定目的载体或其管理机构委托，负责开立资金保管账户并管理账户资金的机构。

资金保管机构的职责主要包括以特定目的载体或其管理机构名义开设资产支持证券的资金保管账户，并对资金进行安全保管；依照资金保管协议和特定目的载体或其管理机构指令，划付相关资金。与《票据指引（2017）》相比，《业务规则》新增了“监督特定目的载体或其管理机构对资产支持证券的资金运用情况”的职责，并将“定期向发行载体提供资金保管报告”修改为“向特定目的载体或

其管理机构提供资金保管报告”。

资金保管机构类似 ABS 中的托管人。

资金保管机构和资金监管机构往往都由商业银行担任，但资金保管机构不同于资金监管机构。资金保管机构是受特定目的载体或其管理机构委托开立账户，用于收取投资者交付的募集资金，支付给发起机构用于购买基础资产，并收取资产服务机构转付的回收款。资金监管机构是受发起机构或资产服务机构等主体委托开立账户，用于收取基础资产产生的现金流，并将现金作为回收款转付给资金保管机构。

## 三、基础资产

关于基础资产，《业务规则》基本沿用了《票据指引（2017）》的规定，且与《ABS 管理规定》中的相关规定也基本一致。

### 1. 基础资产要件

根据《业务规则》，基础资产应满足以下要件：符合法律法规规定；权属明确；可以依法转让；能够产生持续稳定、独立、可预测的现金流且可特定化的财产、财产权利或财产和财产权利的组合；形成基础资产的交易基础应当真实，对价公允。

### 2. 基础资产类别

《业务规则》确定的基础资产类别如下：

- ▶ 基础设施、商业物业等不动产财产或相关财产权利，企业应取得合法经营资质；及
- ▶ 企业应收账款、租赁债权、信托受益权等财产权利，底层资产应满足基础资产的相关规定。

对于基础资产为不动产财产或相关财产权利的情形，《业务规则》将应当取得合法经营资质的主体由《票据指引（2017）》规定的“发起机构”改为“企业”，也即不动产的产权人或运营管理人取得

经营资质即可，不再要求发起机构也同样具备相应资质。

尽管商业物业可以作为基础资产，但交易商协会发布的《关于〈银行间债券市场企业资产证券化业务规则〉及〈银行间债券市场企业资产证券化业务信息披露指引〉施行有关事宜的通知》（以下简称“《施行通知》”）亦明确规定，若发起机构或底层资产债务人为房地产企业，须符合国家房地产调整宏观政策精神，明确承诺不将转让基础资产所得资金用于土地款、土地一级开发、“地王”相关项目。

### 3. 不得附带限制

《业务规则》规定，基础资产不得附带抵押、质押等担保负担或权利限制，但能够通过相关合理安排解除的除外。附带担保负担或权利限制的，应在注册发行文件中进行充分披露及风险提示，并对解除安排作出相应说明。

### 4. 完善转让程序

基础资产应依照相关交易文件转让至 SPV，明确约定未来现金流应转入特殊目的载体或其管理机构开立的监管账户。特定目的载体或其管理机构应依法办理基础资产转让批准、登记；基础资产为债权的，应依法通知债务人，不能通知的应说明原因并披露风险及防范措施。

### 5. 现金流应实现超额覆盖

在资产支持证券存续期间，基础资产预计可产生现金流应覆盖本金及收益所需资金，但 ABCP 等滚动发行的情形除外。

### 6. 不得出现期限错配

资产支持证券期限应与基础资产存续期限匹配，但循环购买或滚动发行的除外。

## 四、信息披露

关于信息披露，《业务规则》和《信息披露指引》对《票据指引（2017）》的规定进行了调整和丰富，且《信息披露指引》的新增内容也较多地参考了《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》（“《ABS 信息披露指引》”）。

### 1. 限定信息披露义务人

《票据指引（2017）》规定发行载体、发起机构和相关中介机构应切实履行信息披露职责，但在实践中，相关中介机构主要是出具相应的专业报告，并不存在相关中介机构履行信息披露义务的媒介。

《业务规则》和《信息披露指引》将信息披露义务人限定为发起机构、特定目的载体或其管理机构、增信机构，而并未规定中介结构需履行信息披露义务，仅要求中介机构及时向特定目的载体或其管理机构提供相关信息，并保证所提供信息的真实、准确、完整。

### 2. 明确募集说明书及法律意见书的具体内容

《票据指引（2017）》规定公开发行资产支持票据的，至少应披露募集说明书、法律意见书、信用评级报告及跟踪评级安排、以及交易商协会规定的其他文件，但《票据指引（2017）》、《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则（2021版）》（以下简称“《披露规则》”）等并未明确募集说明书及法律意见书的具体内容要求。

本次《信息披露指引》第二章用了较大篇幅对发行环节的信息披露进行了明确规定，对募集说明书及法律意见书应当包含的内容作出了具体的要求。该等规定较多地参考了《ABS 信息披露指引》的相关内容。

### 3. 调整资产运营报告的披露要求

有关资产运营报告披露义务的调整主要体现在披露义务和披露内容两个方面。



从披露义务的角度,《业务规则》和《信息披露指引》作出了如下调整:(1)《票据指引(2017)》仅规定在每期收益支付日前三个工作日披露资产运营报告,本次增加了在本金兑付日的前3个工作日也需披露资产运营报告的要求;(2)《票据指引(2017)》规定公开发行业务支持票据的,发行载体应在每年4月30日、8月31日前分别披露上年度资产运营报告和半年度资产运营报告,《业务规则》则删除了有关半年度资产运营报告的披露要求;(3)除继续维持发行不足2个月无需编制当期年度资产运营报告的要求外,《信息披露指引》将“收益支付频率为每年两次或两次以上的,可不编制半年度资产运营报告”修改为“对于除发起机构风险自留部分外的证券发行期限在1年(含)以内的,可不编制年度资产运营报告”。

从披露内容的角度,《信息披露指引》对《票据指引(2017)》的原内容进行了删除、修改后保留以及新增三种处理,其中,较为重要的新增内容包括:

(1)基础资产池所对应的单一债务人未偿还本金余额占比超过15%,或债务人及其关联方的未偿本金余额合计占比超过20%,该等债务人的重大不利变化情况(如有);(2)特殊事项报告,包括但不限于重大事项及违约事件、加速清偿事件、循环购买提前终止事件(如有)等;(3)持有人会议召开情况(如有);(4)特定目的载体或其管理机构接受资产服务机构、资金保管机构等机构出具报告的情况说明;(5)差错更正说明等。

#### 4. 对特定发起机构提出更高的披露要求

《业务规则》《信息披露指引》对特定发起机构提出了更高的披露要求,主要包括:(1)除了按照《业务规则》《信息披露指引》进行披露外,特定发起机构还应参照《披露规则》中有关发行企业要求进行信息披露;(2)特定发起机构关于设置并披露信息披露事务管理制度和信息披露事务负责人、定

期报告的披露时间和披露内容、重大事项的披露时间、财务信息差错更正的信息披露、启动增信程序后增信机构履行情况、进入破产后的信息披露等还应比照《披露规则》执行;(3)在发行环节,特定发起机构需披露经审计的财务报告和报表,此外,募集说明书针对特定发起机构所需进行的披露相对于普通发起机构有更为详尽的要求;(4)在存续期间,特定发起机构需披露的重大事项相对于普通发起机构更加广泛。

#### 五、存续期管理

与《票据指引(2017)》相比,《业务规则》对存续期管理进行了专章规定,主要是压实存续期管理机构的责任,要求管理机构主动作为,预防、化解或处置产品风险,而不仅限于《票据指引(2017)》规定的完成信息披露等基本要求。

《业务规则》规定,存续期管理机构原则上应为当期资产支持证券的特定目的载体或其管理机构,并应在注册发行文件中披露存续期管理机构。存续期间,特定目的载体或其管理机构的职责包括管理、运用、处分基础资产及担保物(如有),向资产支持证券投资者分配本金和收益;落实基础资产循环购买、不合格基础资产赎回或替换、现金流归集和维护基础资产安全的机制;对基础资产质量变化情况进行监测和排查,持续跟踪基础资产现金流产生、归集和划转情况;开展资产支持证券风险和违约处置;代表资产支持证券持有人利益提起诉讼或仲裁等司法程序等。此外,存续期管理机构还应当监测和排查发起机构、增信机构存续期义务履行情况及信用风险,督导发起机构、增信机构、资产服务机构履行存续期应尽义务,按规定和约定履行相关信息披露义务等,组织召开持有人会议等。为保障存续期管理机构履行职责,《业务规则》要求主承销商、发起机构、增信机构、资产服务机构及相关中介机构应积极配合存续期管理机构开展相关

工作。为保证存续期管理形成长效机制,《行业规则》还要求管理机构建立资产支持证券存续期管理制度,明确存续期管理工作的业务分工、基本流程、岗位配置、工作要求等,指定专门岗位或人员负责存续期管理工作。为防范产品风险,《行业规则》要求管理机构持续动态监测可能影响资产支持证券的信用风险,开展风险分类管理与风险排查。当资产支持证券出现偿付风险或违约时,存续期管理机构应制定并启动风险化解和处置预案,并向交易商协会报告。

## 六、投资者保护

关于投资者保护,《业务规则》基本沿用了《票据指引(2017)》的规定,但也进行了少量调整和新增。

### 1. 关于适用的规则

《票据指引(2017)》明确持有人会议的召集人、召开情形、召集程序、召开形式、议事程序等事项应符合《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》(“《持有人会议规程》”)及《票据指引(2017)》的相关要求;《业务规则》则将持有人会议适用规则进行了调整和细化:(1)《业务规则》有规定的,应适用《业务规则》,不得作出有违《业务规则》的约定;(2)《业务规则》没有规定的,以注册发行文件的约定为准;(3)《业务规则》和注册发行文件均未约定的,参照《持有人会议规程》执行。

### 2. 关于回避表决

《业务规则》增加了有关回避表决的规定,回避表决按照回避的主体分为两类:除注册发行文件另有约定外,(1)发起机构、增信机构或上述主体的重要关联方(包括上述机构委托投资的资产管理产品的管理人等)持有资产支持证券的,不得参与表决;(2)特定目的载体或其管理机构及其重要关

联方(第三方委托特定目的载体管理机构投资的资产管理产品等除外)持有资产支持证券的,不得参与使特定目的载体或其管理机构实质受益的有关事项的表决。

上述重要关联方包括但不限于:(1)控股股东、实际控制人;(2)合并范围内子公司;(3)其他可能影响表决公正性的关联方。

## 七、过渡期安排

《业务规则》和《信息披露指引》自2023年9月1日起施行,《票据指引(2017)》将同时废止。自《业务规则》和《信息披露指引》发布之日起至2023年8月31日为过渡期。为确保平稳过渡,《施行通知》对过渡期提出如下具体要求。

### 1. 新项目适用新规则,老项目适用旧指引

根据《施行通知》,2023年8月31日24:00前受理且尚未完成注册、备案、发行条款变更流程等的项目,发起机构、管理机构及相关中介机构可继续按照《票据指引(2017)》进行注册、备案、发行条款变更流程,但鼓励按照《业务规则》及《信息披露指引》执行。

2023年8月31日24:00尚未受理的项目,发起机构、管理机构及相关中介机构应按照《业务规则》《信息披露指引》及交易商协会相关自律规则,开展注册、备案、发行条款变更流程等申报工作。

### 2. 从新兼从旧

根据《施行通知》,对于2023年8月31日24:00后新发行的项目以及2023年8月31日24:00前已发行项目的存续期管理,均应按照《业务规则》《信息披露指引》及交易商协会相关自律规则进行。对于已完成注册或备案的项目,若涉及基础资产、交易结构、相关协议条款、发行要素等内容需根据《业务规则》及交易商协会相关自律规则进行调整的,

应在办理完成“发行条款变更”流程后发行。

但 2023 年 8 月 31 日 24:00 前已发行项目的增信机构、资产服务机构等中介机构仍按照原注册发行文件约定开展存续期工作；原发行文件约定与新发布规则有冲突的，按原发行文件约定执行。

自《业务规则》发布之日起（含），满足《业务规则》“豁免备案情形”的，可豁免备案。对于满足豁免备案情形，但已于《业务规则》发布之日起（含）

受理且尚未完成备案的项目，应继续按照原备案工作要求加快办理。

### 小结

《业务规则》和《信息披露指引》的实施将有助于完善 ABN 的管理，促进 ABN 的发行，进一步加强投资者的保护，进而有助于企业融资渠道的拓宽和金融市场的发展。

李海浮 合伙人 电话：86-10 8553 7983 邮箱地址：lihf@junhe.com  
李霞 律师 电话：86-10 8553 7945 邮箱地址：lixia@junhe.com  
李博雅 律师 电话：86-10 8519 1712 邮箱地址：liboya@junhe.com  
高阳 律师 电话：86-10 8519 1773 邮箱地址：gaoyang\_yang@junhe.com  
于家正 律师 电话：86-10 8553 7876 邮箱地址：yujzh@junhe.com



---

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

---

<sup>i</sup> 除另有说明外，本文所称的“ABN”为传统或广义上的银行间债券市场企业资产证券，而非狭义上资产支持票据。



---

ii [https://www.nafmii.org.cn/hyfw/xssl/cjwd/202202/t20220217\\_199431.html](https://www.nafmii.org.cn/hyfw/xssl/cjwd/202202/t20220217_199431.html)。