

## 漫谈保险 ABS 系列（二） — 审核关注点及发展趋势

作者：朱俊 | 王洁

在上篇中，我们主要介绍了保险 ABS 当前的发行情况，特点，结构安排和交易步骤，本篇中我们将进一步深入和大家聊聊保险 ABS 的审核关注点及我们观察到的近期发展趋势。

### 一、保险 ABS 的审核关注点

#### （一）对于参与主体的要求

根据《资产支持计划业务管理暂行办法》（以下简称“《暂行办法》”）、《资产支持计划产品发行前登记管理规则》、《关于进一步优化资产支持计划分期发行有关事项的通知》和《资产支持计划登记业务问答（一）》（以下简称“《业务问答（一）》”）等相关规定，对支持计划相关参与主体的要求如下：

| 序号 | 项目    | 要求  | 涉及法规及条款    |
|----|-------|---|------------|
| 1  | 受托人条件 | <ul style="list-style-type: none"><li>■ 具有基础设施投资计划或者不动产投资计划运作管理经验；</li><li>■ 建立相关投资决策机制、风险控制机制、内部管理制度和业务操作流程；</li><li>■ 合理设置相关部门或者岗位，并配备专职人员；</li><li>■ 信用风险管理能力达到监管标准；</li><li>■ <b>最近一年未因重大违法违规行受到行政处罚；</b></li><li>■ 受托人能力下降，不再符合监管规定的，应当及时整改，并报告中国保监会</li></ul> | 《暂行办法》第十二条 |

| 序号 | 项目      | 要求  | 涉及法规及条款                       |
|----|---------|---|-------------------------------|
| 2  | 受托人职责   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 设立、发行、管理支持计划；</li> <li>■ 按照支持计划约定，向受益凭证持有人分配收益；</li> <li>■ 协助受益凭证持有人办理受益凭证转让、协议回购等事宜；</li> <li>■ 持续披露支持计划信息；</li> </ul>  | 《暂行办法》第十三条                    |
|    |         | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 为每只产品单独开立托管账户并明确各期产品对应的基础资产，在账户设置、资金划拨、账簿记录等方面相互独立（针对分期发行产品）</li> </ul>  | 《关于进一步优化资产支持计划分期发行有关事项的通知》第九条 |
|    |         | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 受托人应当建立支持计划业务风险责任人机制，加强业务风险管理，针对支持计划存续期间可能出现的重大风险进行审慎、适当的评估和管理，制定相应风控措施和风险处置预案，并协调、督促原始权益人、托管人及其他服务机构按照约定执行；</li> <li>■ 在风险发生时，受托人应当勤勉尽责地执行风险处置预案，保护受益凭证持有人利益</li> </ul> | 《暂行办法》第三十七条                   |
|    |         | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 受托人、托管人及其他服务机构应当遵守相关法律法规、《暂行办法》的规定及支持计划的约定，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务，切实维护受益凭证持有人的合法利益</li> </ul>  | 《暂行办法》第五条                     |
| 3  | 原始权益人条件 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 具备持续经营能力，无重大经营风险、财务风险和法律风险；</li> <li>■ 生产经营符合法律法规和公司章程的规定，符合国家产业政策；</li> <li>■ <b>最近三年未发生重大违约或者重大违法违规行为</b></li> </ul>   | 《暂行办法》第十四条                    |
|    |         | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 原始权益人或增信机构应资质良好，具备持续经营能力，无外部评级下调、重大经营风险、重大违约或重大违法违规等可能导致产品出现兑付风险的情形，且能够持续产生与登记规模相适应的基础资产规模以满足分期发行的需要（针对分期发行产品）</li> </ul>  | 《关于进一步优化资产支持计划分期发行有关事项的通知》第七条 |
| 4  | 原始权益人义务 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 积极配合受托人、托管人及其他服务机构履行职责；</li> <li>■ 确保基础资产真实、合法、有效，不存在虚假或欺诈性转移等任何影响支持计划的情形；</li> </ul>  | 《暂行办法》第十五条                    |

| 序号 | 项目          | 要求   | 涉及法规及条款                   |
|----|-------------|--|---------------------------|
|    |             | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 维持正常的生产经营活动，保障基础资产现金流的持续、稳定；</li> <li>■ 发生重大事项可能损害支持计划利益的，应当及时书面告知受托人并采取补救措施</li> </ul>   |                           |
| 5  | 托管人要求       | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 托管人应当具有保险资金托管资格；</li> <li>■ 托管人与受托人不得为同一人，且不得具有关联关系</li> </ul>  | 《暂行办法》第十六条                |
| 6  | 托管人职责       | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 安全保管支持计划资产；</li> <li>■ 按照支持计划约定方式，向受益凭证持有人分配投资收益；</li> <li>■ 监督受托人管理支持计划运作行为，发现受托人违规操作的，应当立即以书面形式通知受托人纠正，并及时报告中国保监会；</li> <li>■ 出具托管报告</li> </ul> | 《暂行办法》第十七条                |
| 7  | 资产服务机构要求和职责 | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 受托人可以聘请资产服务机构在支持计划存续期间对基础资产进行管理。资产服务机构可以是支持计划的原始权益人；</li> <li>■ 受托人聘请资产服务机构的，应当与资产服务机构签订服务合同，明确资产服务机构的职责、管理方法和标准、操作流程、风控措施等</li> </ul>            | 《暂行办法》第十八条                |
|    |             | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 资产服务机构在支持计划存续期间对基础资产进行管理，应当签订服务合同，明确资产服务机构的职责、管理方法和标准、操作流程、风控措施等</li> </ul>   | 《资产支持计划产品发行前登记管理规则》<br>附件 |
|    |             | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 受托人聘请资产服务机构的，应当要求资产服务机构为基础资产单独设帐，单独管理，并定期披露现金流的归集情况，披露频率不少于支持计划投资收益支付频率</li> </ul>  | 《业务问答（一）》                 |
| 8  | 受益凭证认购人要求   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 受益凭证限于向保险机构以及其他具有风险识别和承受能力的合格投资者发行，并在合格投资者范围内转让</li> </ul>  | 《暂行办法》第二十六条               |
| 9  | 受益凭证认购人权利   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 依法继承、转让或者质押受益凭证；</li> <li>■ 按照支持计划约定，享有支持计划投资收益以及参与分配清算后的支持计划剩余财产；</li> <li>■ 获得支持计划信息披露资料；</li> <li>■ 参加受益凭证持有人会议</li> </ul>                     | 《暂行办法》第二十九条               |

## （二）对于基础资产的要求

### 1. 基础资产的范围

《暂行办法》对“基础资产”的定义与交易所 ABS 和协会 ABN 基本一致<sup>1</sup>，且该办法同时对基础资产提出了如下基础要求：1) 可特定化，权属清晰、明确；2) 交易基础真实，交易对价公允，符合法律法规及国家政策规定；3) 没有附带抵押、质押等担保责任或者其他权利限制，或者能够通过相关安排解除基础资产的相关担保责任和其他权利限制；4) 基础资产根据穿透原则确定。

《业务问答（一）》中对基础资产的类型进行了明确列举，主要涉及债权、收（受）益权及权益类资产<sup>2</sup>。对比其他两个市场的基础资产类型，有两类基础资产值得进一步展开：

#### ■ 未上市公司股权可以作为保险 ABS 的基础资产

未上市股权是否可以作为 ABS 的基础资产，在交易所市场和协会 ABN 市场很长一段时间内存在争议，这也间接导致在类 REITs 结构中需要通过加入“私募基金”或“信托计划”等载体间接持有项目公司股权，并进而将“私募基金份额”或“信托受益权”作为基础资产实现发行。直到 2017 年沪深交易所出台 PPP 项目挂牌条件确认指南，才明确将 PPP 项目公司的股权纳入基础资产范畴。

进一步地，在公募 REITs 试点后，出于简化类 REITs 交易结构的目的，同时也为了与公募 REITs 操作保持一致，实操中交易所和协会也逐渐接受直接以类 REITs 中项目公司的股权作为基础资产的做法，但证监会规范交易所 ABS 的基础规定——《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》以及交易商协会规范 ABN 的基础规定——《非金融企业资产支持票据指引》仍然未正面将“未上市公司股权”纳入基础资产范畴之中。在这一点上，保险 ABS 似乎更迈进了一步。

#### ■ 金融租赁债权可以作为保险 ABS 的基础资产

《业务问答（一）》还提及了一类特殊的资产——“金融租赁债权”，指的是金融租赁公司对承租人发放的融资租赁债权。基于金融租赁公司作为“非银金融机构”的主体属性，一般认为其应当在银行间债券市场比照信贷资产证券化要求发行资产证券化产品。但在实操中，受限于银保监会信贷资产证券化牌照的稀缺性，一般的金融租赁公司很难获得相应牌照。同时，在交易所市场和协会 ABN 市场，由于对主体及资产属性的限制，也无法由金租公司作为原始权益人/发起机构发行相应产品。这就导致尽管 2014 年的《金融租赁公司管理办法》允许经营状况良好、符合条件的金融租赁公司经批准后开展资产证券化业务，但金租公司在实操中多数依赖同业借款、较少使用资产证券化手段融资，与业务逻辑基本相同的商业融资租赁公司在融资方式上大相径庭。

不过值得注意的是，尽管《业务问答（一）》将“金租资产”纳入了基础资产范围，但其同时提出需要事先征求所在地银保监局意见或者就转让行为出具合规承诺书的要求，该等前置性要求与交易所市场发行小贷 ABS 需要事先征求当地金融办意见有着相同的监管逻辑，虽然对金租发行保险 ABS 有所限制，但基于实操口径的灵活性，相较传统信贷 ABS 需要取得人行和银保监会审批的要求还是简单

<sup>1</sup> 《暂行办法》第七条：本办法所称基础资产，是指符合法律法规规定，能够直接产生独立、可持续现金流的财产、财产权利或者财产与财产权利构成的资产组合。

<sup>2</sup> 《业务问答（一）》第 1 条：1. 资产支持计划有哪些基础资产类型？

答：在存量资产支持计划（以下简称支持计划）中，基础资产主要涉及债权、收（受）益权及权益类资产。其中，债权包含金融及融资租赁债权、消费金融债权、企业应收账款债权、不良资产重组债权、保单质押贷款债权、信托贷款债权、保理债权、商业地产租赁债权等；收（受）益权包含高速公路、供水、供电等未来经营收益权、租金收益权、信托受益权、私募基金份额收益权等；权益类包含未上市公司股权。

不少。

## 2. 基础资产的分散度

如上篇所述，在核心信用主体的评级为 AAA 的情况下，保险 ABS 可以突破债权类基础资产 10 笔的数量要求，这将大大拓展基础资产的选择范围，也是保险 ABS 的一大显著优势。

对于债权类基础资产的笔数问题，交易所市场曾经对于特定非金债权（比如五大金融资产管理公司发行的重组债权、非标转标里面的信托贷款债权等）有过根据核心信用主体的评级情况降低 10 笔分散度要求的发行先例，但根据上交所出台的《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》（以下简称“《上交所指引 2 号》”）规定，企业融资债权只有在满足“债务人或底层资产的增信机构信用状况良好，或债务具有全额抵押担保的”的情况下才能免除 10 笔分散度要求，至于如何判定“信用状况良好”，“抵押担保”中的抵押物是否有特定要求，我们理解仍然取决于交易所的审核口径，是否能在特定资产类型上放松至 3 笔的审核要求，目前从规则角度仍然不够明朗。

同样的，协会 ABN 市场上也曾经出现过一笔基础资产（如并表 ABN 中的底层资产）的发行先例，但随着并表类 ABN 产品的暂停注册，目前无论是在规则角度还是实际发行角度，都较少看到低于 10 笔资产的发行案例。

## 3. 基础资产的尽职调查

《业务问答(一)》对于基础资产的尽调要求和交易所 ABS 中基金业协会（以下简称“基金业协会”）对于债权类资产的尽调指引基本保持一致，即可以采取逐笔尽调和抽样尽调方式。

对于抽样尽调的标准，同样以 50 笔作为分界点，同时规定抽样笔数最低为 50 笔，但没有像基金业协会那样在融资租赁和应收账款这两个大类资产中进一步根据资产池笔数提出抽样比例与 50 笔孰高的要求<sup>3</sup>。

### （三）对于交易结构的要求

和交易所 ABS 和协会 ABN 类似的，对于同质性较高的基础资产，保交所也允许采用“一次登记、分期发行”的方式。具体申请条件如下：

1. **看性质：**要求基础资产具备“同质性”，即属于同一类别，业务形态相同，法律界定一致，且风险特征不存在较大差异；
2. **看合格标准：**要求各期产品设置相同的基础资产合格标准，且各期产品应设置相同的基础资产合格标准，且合格标准中应包括清晰明确的资产质量控制条款；
3. **看模拟池：**要求各期产品发行所确定的基础资产池与发行前登记时提供的模拟基础资产池应进行

<sup>3</sup> 《融资租赁债权资产证券化业务尽职调查工作细则》第十条：...原则上，入池资产笔数在 50 笔以上，1 万笔以下的，抽样比例应当不低于百分之五，且笔数不低于 50 笔；入池资产笔数在 1 万至 10 万笔之间的，抽样比例应当不低于千分之五，且笔数不低于 200 笔；入池资产笔数在 10 万笔及以上的，可结合基础资产特征和对筛选基础资产所依赖的技术系统进行测试验证的结果，自行确定抽样规模，且笔数不低于 300 笔。

《企业应收账款资产证券化业务尽职调查工作细则》第八条：...原则上，入池资产笔数在 50 笔以上，1 万笔以下的，抽样比例应当不低于百分之五，且笔数不低于 50 笔；入池资产笔数在 1 万至 10 万笔之间的，抽样比例应当不低于千分之五，且笔数不低于 200 笔；入池资产笔数在 10 万笔及以上的，可结合基础资产特征和对筛选基础资产所依赖的技术系统进行测试验证的结果，自行确定抽样规模，且笔数不低于 300 笔。

质量对比；模拟池应当满足合格标准要求，规模应不低于申请登记规模的 20%，且具有代表性；

4. **看经验：**要求受托人和相关参与方应具备良好的履约能力和丰富的资产证券化业务经验。并且进一步提出，原始权益人或增信机构资质良好，具备持续经营能力且无重大风险，且能持续产生与登记规模相适应的基础资产规模以满足分期发行的需要；
5. **看结构：**要求各期产品交易结构和增信方式原则上应与产品发行前登记申请材料中的相同。

#### （四）对于特殊产品的要求

##### 1. 反向供应链 ABS

《业务问答（一）》对于地产反向供应链的基础资产的分散度要求低于交易所 ABS 和协会 ABN，对于非 AAA 企业作为核心信用主体的，产品发行前登记及分期发行时基础资产至少应包括 10 个相互之间不存在关联关系的债权人；而对于 AAA 企业作为核心信用主体的，从规则来看可以低于上述分散度要求。

同时，为了防范反向供应链 ABS 常见的额度登记后不发行的情况，保交所 ABS 特别提出“在自然年度内，同一保险资产管理机构已登记地产供应链反向保理产品累计三单未提款的，中保登公司不接受同类型产品新增发行前登记申请”的要求，需要在实操中予以关注。

##### 2. 金融租赁/融资租赁 ABS

如上所述，对于金租公司的金融租赁资产，目前保交所已经纳入基础资产范围；对于商租的融资租赁债权也进一步提出了如下比交易所 ABS 和协会 ABN 规则更为便利的审核要求：

- 如原始权益人不满足《融资租赁公司监督管理暂行办法》（以下简称“《暂行办法》”）相关监管指标的，保交所允许发行资产支持计划，但要求预期到期日不得超过《暂行办法》规定的过渡期或者提供地方金融监管局延长过渡期安排的文件；
- 对于管网类资产，未和交易所 ABS 一样提出要求认定是否属于“公益属性”的规定，而是仍然主要要求核实权属及是否真实存在，同时要求对该类租赁物“不可移动难以变现”的特点进行相应风险揭示。

但值得注意的，最新出台的《中国银保监会办公厅关于加强金融租赁公司融资租赁业务合规监管有关问题的通知》（以下简称“《金租合规监管通知》”）明确禁止将“道路、市政管道、水利管道、桥梁、坝、堰、水道、洞，非设备类在建工程、涉嫌新增地方政府隐性债务以及被处置后可能影响公共服务正常供应的构筑物作为租赁物”，理解后续金租无法再新增管网类业务，同时也要求金租公司对存量业务进行压降。因此，后续在开展资产支持计划时需要关注本次入池的资产是否在存量压降范围内，如属于的，后续可能会因为压降等要求对于现金流产生影响。但反之，保险 ABS 是否可以作为金租公司对存量业务进行压降的一种方式，尤其是在资产出表结构下，值得进一步探讨。

## 二、保险 ABS 的发展关注点及展望

### （一）非标认定对其他投资人投资的限制

根据《标准化债权类资产认定规则》的规定，“标准化债权类资产”的范围中与资产证券化相关的品种仅包括“信贷资产支持证券、资产支持票据、证券交易所挂牌交易的资产支持证券”，在保交所发

行的保险 ABS 并未在上述列举范围之内，因此从性质认定上仍然属于非标产品。

考虑到保险 ABS 的投资人主要为银行和保险公司，其中银行又进一步主要区分为银行自营资金和理财资金。就自营资金投资而言，根据《商业银行资本管理办法（试行）》的规定，商业银行自营资金投资保险 ABS 产品，其风险资本占用为 1,250%；就理财资金投资而言，根据《商业银行理财业务监督管理办法》、《商业银行理财子公司管理办法》规定，银行理财子公司全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%。类似地，在保险资管投资非标产品中也有不能超过组合类净资产 35%的比例限制。

尽管我们理解由于受到资管新规影响，非标产品的数量锐减，而保险 ABS 相较其他产品而言，体量相对较小，不足以直接触及上述投资比例限制，但是仍然不排除未来随着市场的扩容而对理财产品及保险资管投资带来制约；同时在实践中也有部分地方银保监局对地方城、农商行存在逐年压降非标产品投资比例的要求或者不得新增非标投资的要求，在一定程度上也会对保险 ABS 的募资端带来不利影响。

## （二）保险资产支持计划二级流动性对发行的影响

考虑到保险 ABS 的非标属性，根据《暂行办法》的规定，保险 ABS 可以在合格投资者之间进行转让。同时，《债权投资计划、股权投资计划、资产支持计划登记业务指引（试行）》（以下简称“《登记业务指引（试行）》”）已明确由中保登在产品份额发生交易时，对产品份额进行变更登记。

因此，我们理解，在目前的保险 ABS 体系下，仍然缺少像交易所 ABS 那样的挂牌转让平台以支持线上转让交易，因此保险 ABS 的流动性风险仍然较其他资产证券化产品高，也可能间接影响投资人在发行端的认购。我们可以期待，随着保险 ABS 的进一步发展，“纳标”与“增强二级流动性”仍然是可以进一步完善的方向。

## （三）保险资金投资保险 ABS 的优势不明显

保险资金特性决定保险投资需要满足期限匹配、收益覆盖、稳健安全三大原则。在投资非标产品领域，保险资金往往偏好于主体信用等级较高、期限较长、收益较高的信托产品、不动产、非上市公司股权等。

近年来，随着保险 ABS 的兴起，不少保险公司开始进行配置该类资产，但总体体量不大，占比不高。究其原因，仍然在于保险资金在投资非标产品时较为看重主体信用，而保险 ABS 是在资产信用基础上根据产品设计要求附加主体信用，两者在适配性上仍然存在一定差异。因此，一方面由于部分资产类型的限制（如消金类资产）导致主体信用无法起到较好的增信作用从而无法满足保险资金投资的安全性要求，另一方面也存在部分资信较好主体在发行保险 ABS 时要求发行利率低于其他非标产品收益从而无法满足保险资金投资的收益率要求。

## 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：

### 朱俊

电话： +86 10 8525 4690

Email: [jun.zhu@hankunlaw.com](mailto:jun.zhu@hankunlaw.com)