

目录

- 1、什么是反向保理
- 2、供应链反向保理ABS交易结构特点
 - 2.1 基础资产的选择
 - 2.2 证券偿付频率和方式
 - 2.3 增信措施
 - 2.4 证券结构
 - 2.5 账户设置
 - 2.6 储架发行计划
 - 2.7 一般设置回购条款
- 3、供应链反向保理ABS操作关注要点
 - 3.1 普通保理模式和代理模式的选择
 - 3.2 两次通知程序的合法性问题
 - 3.3 基础资产和底层资产的穿透核查
 - 3.4 对重要债务人的全面调查
 - 3.5 “黑红池”机制设计及基础资产同质性考察
- 4、供应链金融ABS未来的方向
 - 4.1 互联网电商的供应链反向保理
 - 4.2 区块链技术引入

1

什么是反向保理

保理业务规范性的解释是：以债权人转让其应收账款为前提的，集应收账款催收、管理、坏账担保及融资于一体的综合性金融服务。在常规保理业务中，保理机构不仅关注买方（债务人）的还款能力，也会关注卖方（债权人）的资信情况，一般要求卖方（债权人）有足够的经济实力，才会对其进行保理融资服务。因此，中小企业作为供应商通常无法获得保理机构的青睐。

随着供应链金融的创新，保理业务开始出现正向和反向之分。

反向保理作为一种新兴保理业务模式，其核心意义在于针对中小供应商授信额度不高、融资规模较小的特点，利用信用替代机制，以供应链核心企业信用替代中小供应商信用，实现供应链上下游资金融通的目的。反向保理适用于供应链金融管理意识强且配合度高、需要加强对其上游供应商的金融支持以保障稳定安全的核心企业。核心企业一般选择行业的龙头企业，具有一定的资产规模、财务实力和信用实力。

对供应链上游的中小企业卖方（债权人）而言，反向保理模式的出现有助于缓解其流动资金压力；对买方（债务人）而言，可以方便管理其数额庞大的应付账款；对保理商而言，更容易获得买方（债务人）对应收账款的确认，由于买方（债务人）的主动参与，这种模式能够有效降低保理机构债权退出的风险。

2

供应链反向保理ABS交易结构特点

目前来看，以房地产企业为代表的核心企业发行供应链反向保理ABS的动力较强。通常而言，房企的杠杆率较高，负债端压力较大，更倾向于通过ABS等方式盘活资产。据统计，2017年仅万科一家的供应链金融ABS发行量就达到199.6亿元，碧桂园次之，其发行量为176.97亿元，这两家发行的供应链保理ABS产品总额在同类型ABS中占比超过9成。值得注意的是，房地产供应链反向保理ABS的发行场所全部为深圳证券交易所

实际上，供应链反向保理ABS与上述交易架构上基本一致性。在资产证券化实务操作过程中，无论是反向保理还是正向保理，基础资产都是保理机构持有的保理债权，专项计划均按照一般应收账款资产证券化的思路设计，只是在ABS交易结构中，存在一些特殊安排：

2.1 基础资产的选择

反向保理ABS筛选基础资产时，首先要遵循一般的资产选择原理，比如要有预期稳定的现金流、稳定的现金流历史记录、信用质量、分散化、期限结构等。此外，还要考虑以下几点：

(1)

反向保理依赖于买方（

债务人）的资信，AA+是基本门槛。

因此，一旦确定了核心企业，对买方的资信、行业、业务规模、实力等方面已经有了初步判断。因此，如果能选择带有追索权的保理基础资产，相当于多加了一道风险屏障，在买方不回款的情况，卖方负责赎回原始资产，有助于提升资产支持证券的本息偿付能力。

(2) 选择保理基础资产无法律瑕疵的，

比如未设定抵押、质押等担保权利，未对债权人转让该笔应收账款债权作出禁止性或限制性约定，并且保理基础资产是卖方（融资人）的应收账款转让融资，按照合同法第80条规定，转让效力取决于是否通知到买方，如果买方禁止债权转让，基于卖方债权转让而提供融资的保理基础资产是没有法律保障的。

(3) 上交所、深交所和机构间私募产品报价与服务系统同时发布《企业应收账款资产支持证券挂牌条件确认指南》和《企业应收账款资产支持证券信息披露指南》，对基础资产池的分散度提出明确的要求。

求。

就供应链保理ABS而言，资产池需要包括至少10个相互之间不存在关联关系的债权人且债务人的资信状况良好，并且需要充分说明基础资产集中度较高的原因及合理性，因此在未来进行供应链金融相关的基础资产筛选及合格标准制定等方面需要特别关注。

2.2 证券偿付频率和方式

反向保理ABS一般用于供应链中核心企业（债务人）的账期管理。在碧桂园项目中，碧桂园集团作为共同债务人，对每一笔入池资产均单独签署付款确认书，重新与

保理公司约定还款时间，将原先零散的还款安排与ABS证券的还本付息安排做好匹配，减少了应收账款的管理难度。因此，不同于普通应收账款ABS，供应链反向保理ABS一般采用固定摊还的偿付方式，且不设置循环购买条款。证券期限结构一般和底层资产期限相关，比底层资产期限略长，由于应收账款大部分在1年之内，因此市场上的反向保理ABS期限在1年左右。

2.3 增信措施

反向保理ABS的增信措施除了常规的优先级/次级、超额抵押等内部增信外，一般不设置外部差额补足或者担保，而是将核心企业的信用引入，在基础层面作为共同付款人对基础资产进行增信。一种方式是作为共同债务人，另一种方法是对基础资产签署保证合同。市场上一般认为第一种方式更优，一方面可以完成明确的确权步骤，使得基础资产的法律关系都完备，另一方面，可以把还款要素重新约定，方便与证券情况匹配。核心企业的信用评级一般较高（AA+以上），对基础资产做出付款承诺，可以起到很强的增信作用。

2.4 证券结构

供应链金融的反向保理ABS对供应链中核心企业（债务人）的信用较为关键，证券偿付严重依赖核心企业的还款能力和意愿，因此信用评级一般不高于核心企业的主体评级。所以，证券优先/次级分层结构对于优先级证券的信用级别并没有提升作用。因此市场上有些供应链金融反向保理ABS采用了平层结构，没有划分出次级，仅通过受让基础资产的折扣率就足以达到证券本息的足额覆盖。平层结构取消了次级证券，进一步降低了企业的资金占用，但是一定程度上增加证券的销售难度，在操作中要酌情采用。

2.5 账户设置

《证券交易所企业应收账款资产支持证券挂牌指南》规定：“基础资产现金流应当由债务人直接回款至专项计划账户，难以直接回款至专项计划账户的，应当直接回款至专项监管账户”。供应链金融的反向保理ABS中，债务人为核心企业或者其下属企业，还款至专项计划难度不大，

因此一般仅设置专项计划账户，债务人直接还款至专项计划账户，不再采用还款进入保理公司原有收款账户再定期归集到专项计划账户的方式。

2.6 储架发行计划

由于供应链反向保理ABS的基础资产同质性较高，万科和碧桂园两家目前均采用储架发行的方式。简化了发行政程序，提高了融资的灵活性，降低了保理公司资金占用时间，提升了融资效率。

2.7 一般设置回购条款

为避免入池应收账款存在商业纠纷而影响回款，通常将供应商履行争议应收账款债权回购义务的请求权一并作为基础资产入池，即若基础交易存在商业纠纷，则原始权益人有权要求供应商按照条款约定价格回购该笔争议应收账款，从而保证了基础资产的质量。

3

供应链反向保理ABS操作关注要点

3.1 普通保理模式和代理模式的选择

根据应收账款

是否转让以及保理公司是否已

经实际支付保理款项，

供应链反向保理ABS

可以分为普通保理模式和代理模式两类。“平安-逸琨供应链金融”是代理模式的代表。代理模式即保理商与供应商签订委托代理协议，对供应商享有的应收账款债权提供代理转让服务。两种模式的不同之处在于：一方面，保理商角色不同，在保理模式下保理商因受让而享有应收账款债权，即为原始权益人，而在代理模式下原始权益人仍为供应商，保理商只是充当代理人的角色。另一方面，向供应商支付价款时间不同，保理模式下保理商受让应收账款债权时应向供应商支付价款，而代理模式下需在ABS发行之后将募集资金转付给供应商，供应商或因ABS发行时间不确定且折价率波动存在一定的风险。

3.2 两次通知程序的合法性问题

保理ABS业务中，涉及两次通知程序。

第一次通知程序为卖方将应收账款债权转让给保理机构，此时卖方应当通知买方债权转让事宜以使转让行为对买方发生效力。第二次通知程序为保理机构将保理债权转让给专项计划，此时保理机构应当通知买方债权转让事宜以使转让行为对买方发生效力。

此类资产证券化项目中，通常存在第一次通知程序有瑕疵，导致基础资产的合法性受到影响的情况。这种瑕疵通常是由于卖方（债权人）过分依赖于保理机构，在操作应收账款转让时忽略了以其自身名义向买方（债务人）做出债权转让的通知程序。

根据《合同法》第八十条规定：“债权人转让权利的，应当通知债务人。未经通知，该转让对债务人不发生效力。债权人转让权利的通知不得撤销，但经受让人同意的除外。”

在债权转让过程中，通知程序的主体应当是债权人而不是受让人，因此如果由保理机构主动通知债务人，将导致债务人以未经通知为由拒绝向受让人履行义务。在反向保理业务中，这种行为因为买方的主动履行而使风险降低，但是在资产证券化过程中，律师需要对保理机构取得保理债权的合法性发表法律意见，而此种程序性的瑕疵将影响律师的法律意见。

因此，在保理机构参与的第一次通知程序中，无论是通过应收账款转让协议还是通过单独的授权文件，交易双方应当设置卖方委托保理机构通知债务人的条款，使保理机构通知债务人的行为合法化，以确保保理债权通知程序的合法性。

3.3 基础资产和底层资产的穿透核查

在保理债权作为基础资产时，无法回避对底层资产采取何种核查力度的问题。根据《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》（以下简称“披露指引”），律师需要对基础资产的真实性和合法性、权利归属及其负担情况发表法律意见。

保理债权是通过债权转让获得的债权，保理债权的真实性和合法性受到底层资产真实性和合法性的影响，故而，在对基础资产进行核查时需要对底层资产进行穿透核查，即律师既要审核保理债权的真实性和合法性，还要审核作为底层资产的贸易/服务合同（以下简称“底层合同”）的真实性。

审核底层合同真实性和合法性的要点如下：

- 买方和卖方是否具备签订底层合同的主体资格和程序要求；
- 卖方是否具备履行底层合同的特殊资质；
- 证明交易真实性的过程文件；
- 卖方是否已经履行底层合同的义务；
- 如果卖方和买方是关联方的情况下，需要重点关注交易是否符合商业习惯，是否具备合理的交易价格。

3.4 对重要债务人的全面调查

重要债务人是指入池应收款的本金余额占资产池比例超过15%的，或者债务人及其关联人上述比例达到20%的债务人。对于重要债务人需要全面调查其经营情况及财务状况，目的是为了反映其偿付能力和资信水平。

反向保理ABS一定会存在“重要债务人”，这一点和常规保理ABS存在明显差异。

常规保理ABS业务会围绕保理机构持有的保理债权展开，通常债务人比较分散，因此不存在需要根据《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指引》（

以下简称

“尽调指引”）的

要求需要进行全面尽职调查的重要债

务人。而

反向保理ABS项目是在围绕核心买方开展的保理业务之上开展的资产证券化业务，该类资产支持证券的入池资产通常是以该核心买方为债务人的应收账款，因此需要对重要债务人进行全面尽调。

3.5 “黑红池”机制设计及基础资产同质性考察

目前市场上已发行的供应链金融保理ABS多为储架发行，并且采用“黑红池”机制。

“黑红池”机制系指在项目前期审批报备采用模拟资产池（“红池”），而在资产支持证券发行阶段时重新筛选资产池（“黑池”）。由于入池应收账款账期较短且证券发行时间不确定，若按照常规的一次封包操作方式，会产生一定的资金沉淀，且已封包资产无法再进行融资，降低了资产使用效率，“黑红池”机制是一种行之有效的。运用“黑红池”模式的前提是基础资产同质性强，即在满足入池资产标准的前提下，在应收账款平均余额、平均期限、债务人行业及地区分布、对应业务类型等统计要素上具有极高的相似性。

4

供应链金融ABS未来的方向

4.1 互联网电商的供应链反向保理

供应链金融能有效弥补互联网渠道的扁平化。互联网供应链ABS基础资产通常为小贷，不仅拓宽了小微企业的融资渠道，还降低了融资成本。保理ABS产品可充分利用互联网金融成本低、效率高、发展快的优势，并结合供应链金融贸易自偿性和大数据风控模式，减少管理弱、风险大的劣势，提高资产池质量。

京东金融-华泰资管保理合同债权ABS是国内资本市场首单互联网保理业务ABS，基础资产是京东金融供应链金融业务“京保贝”的债权，“京保贝”是互联网模式下的供应链保理融资业务，服务于京东商城供应商及其他电商平台客户。未来互联网电商作为核心企业的供应链反向保理保理ABS将出现。

4.2 区块链技术引入

供应链金融ABS基础资产多为债券类，而区块链技术无需借助第三方呈现交易对手信用历史，一系列技术特点与ABS行业相结合，解决了各方对底层资产质量真实性的信任问题。针对应收类ABS普遍存在的信息不对称等信用问题，保理债权就是其中之一。区块链的引入使得供应链上每笔交易都得以录入并开放给所有参与者，加强底层资产质量透明度和可追责性。随着区块链和科技金融技术的快速发展，未来的供应链金融将不断创新，有望成为资产证券化领域未来的蓝海。

2017年5月，深圳证券交易所挂牌成立了“德邦证券浙商银行池融2号资产支持专项计划”，是首单区块链供应链金融ABS产品。该系列产品由浙商银行与德邦证券联手打造，涵盖了国内信用证类资产、银行付款保函类资产、电子银行承兑汇票类资产、电子商业承兑汇票类资产四种不同贸易融资应收账款的储架式资产证券化项目。项目运用区块链技术，可以为应收账款、票据、仓单等资产确权（不可篡改、透明化数据），从而进行保理、贴现、质押等资产交易（减少中间环节、帮助企业融资），并且留下数据存证（电子合同、关键数据、身份信息），防止票据作假、重复质押等风险发生（永久审计追踪）。

作者 / 天弘基金