

结构融资交易的资产服务机构风险（二）

——以评级视角解析风险案例



结构融资交易是以特定资产池作为偿债来源的融资方式，交易通过结构设计将资产池与资产原始权益人或发起机构的主体信用风险相隔离，实现交易的主要信用风险来源于资产池，而非相关主体的信用风险。

通常情况下资产池的信用质量和交易的结构安排是评价一个结构融资交易信用风险的关键所在。但结构融资交易也涉及对交易中的各类交易对手的依赖性，这种依赖性可能体现为操作与运营依赖、信用风险暴露、或者是两者兼而有之。因此，除了与基础资产表现相关的核心信用风险外，结构融资交易的参与机构通常还会关注交易中与各类交易对手相关的风险以及相应缓释措施。考虑到资产服务机构的重要性以及风险事件暴露的频率有所提升，惠誉博华收集了相关案例，试图从评级视角进行相应评析。

惠誉博华如何看待资产服务机构风险

在结构融资交易中，资产服务机构的重要性通常十分突出，其承担的职责会对结构融资交易中回收款的归集转付，甚至证券的及时足额兑付产生直接影响，因而存在不可忽视的交易对手风险。惠誉博华认为，结构融资交易中资产服务机构可能带来的风险通常主要表现为支付中断风险、混同风险和服务中断风险。

| 资产服务机构风险 | 风险来源      | 描述                                                    |
|----------|-----------|-------------------------------------------------------|
| 支付中断风险   | 信用风险及操作风险 | 资产服务机构违约时，交易将经历收款流程的短暂中断。虽然交易不会因此承受资金损失，但证券兑付仍可能受到影响。 |
| 混同风险     | 信用风险      | 资产服务机构违约时，由其持有或存放在其持有账户下的资金将无法收回，进而导致交易现金流损失。         |
| 服务中断风险   | 操作风险      | 因资产服务机构服务质量恶化或服务终止后没有替代的资产服务机构继任而引发的风险。               |

来源：惠誉博华

支付中断风险聚焦于资产服务机构违约时，证券偿付即刻受到的影响；混同风险关注资产池回收款与资产服务机构的固有财产混同，进而可能导致的资金损失；服务中断风险则着重评估交易是否能长期获得高水平的资产服务。以上划分源自资产服务机构可能引发风险的作用机制不同，但各种风险并非相互独立。事实上，由于风险主体相同，当贷款服务机构违约时，同时引发多种风险的概率很高。

相关研究

惠誉博华结构融资主评级标准

结构融资交易的资产服务机构风险（一）

分析师

孙佳平 CFA, FRM

+ 8610 5663 3813

jiaping.sun@fitchbohua.com

郑 飞 FRM

+ 8610 5663 3816

fei.zheng@fitchbohua.com

媒体联系人

李 林

+ 8610 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

在不同的交易结构下，交易对手风险对证券兑付的影响程度可能存在显著差异。因此，在讨论贷款服务机构风险时，有必要结合风险类型、风险水平以及交易中的缓释措施进行综合判断。

| 风险水平 | 描述                                                      |
|------|---------------------------------------------------------|
| 超额   | 相关交易对手表现是结构融资交易的关键风险驱动，或该交易对手违约很可能导致证券的违约。              |
| 主要   | 相关交易对手违约将对结构融资交易表现产生负面影响，并引发对证券违约的关注。                   |
| 次要   | 相关交易对手违约对结构融资交易的负面影响受到缓释因素的限制，包括资产池或证券特征对风险敞口的范围或后果的限制。 |
| 非实质性 | 相关风险敞口本质上是短期的，或其引致的信用或操作风险不至于影响证券的评级。                   |

来源：惠誉博华

惠誉博华认为交易对手风险源自风险主体的信用风险和（或）操作风险，其中信用风险水平可以分为超额、主要、次要和非实质性四档；操作风险水平可以分为超额和非实质性两档。如果通过交易结构设计能够将交易对手风险限制在非实质性层面，则相关风险不会对证券信用水平造成影响；否则应当安排有效的缓释措施，如约束交易对手的信用水平并设置交易对手替换机制等。但值得注意的是，当交易对手风险属于超额风险水平时，其无法被有效缓释，进而将使结构融资交易受到评级上限的制约。

## 资产服务机构风险案例——风险类型

### 资产服务机构涉诉引发多种风险

资产服务机构自身遭遇的风险事件往往会对其主体信用水平及运营能力造成比较严重的影响，继而在结构融资交易中引发不同类型的交易对手风险。

“融信租赁 2017 年一期资产支持专项计划”于 2018 年 2 月成立，专项计划包含优先 A 和优先 B 两档优先级证券，预期到期日分别为 2019 年 5 月及同年 8 月。专项计划管理人为山西证券股份有限公司（以下简称“山西证券”），专项计划的原始权益人和资产服务机构均为融信租赁股份有限公司（以下简称“融信租赁”），资产池由 124 个承租人的 129 笔融资租赁债权组成，同时融信租赁对专项计划承担差额支付义务。

2018 年 8 月，融信租赁披露其公司银行账户被冻结事项。后续因融信租赁涉及多笔诉讼，导致其银行账户被查封，其中也包括该专项计划的监管账户<sup>1</sup>。2019 年 5 月末，融信租赁发布公告称，因公司银行账户被冻结、基础资产逾期率大幅上升等原因，专项计划优先 A、优先 B 未能兑付完毕。故有控制权的证券持有人召开持有人大会，将优先级证券的预期到期日统一顺延，至迟不超过 2020 年 3 月。虽然交易并未触发违约事件，但在预期到期日的支付中断风险已经不可忽视。

上述公告所称银行账户被冻结，系指在融信租赁涉及的另一桩合同纠纷诉讼中，专项计划监管账户作为该案的执行标的而被冻结。对此，山西证券作为案外人向武汉市中级人民法院（以下简称“武汉中院”）提出对执行标的的异议。经审查，武汉中院认为，专项计划的结构安排已将该账户内的资金特定化，且交易安排经过公示产生对抗效力，因此山西证券对该等资金享有足以排除强制执行的权益。2019 年 10 月，武汉中院作出裁定，中止对专项计划账户的执行。

在山西证券作为原告的，针对专项计划监管账户作为另一桩案件执行标的而被冻结的执行异议之诉中，一审法院北京市第一中级人民法院、二审法院北京市高级人民法院均持类似的观点，认为山西证券对专项计划监管账户内的资金享有足以排除强制执行的权益。但值得注意的是，该账户内资金由深圳国际仲裁院裁决归属山西证券，这并非法院裁判的结果。

该事件相关案件的裁判结果，对于中国资产证券化市场具有很强的指导意义。虽然监管账户内资金的所有权在一般意义上仍暂无定论，但司法实践认可了证券化交易的受托机构/管理人，对交易监管账户中的资金享有优先权益。

在该案例中，由于资产服务机构涉诉，导致转付流程中断、证券延迟兑付、资产服务机构的其他债权人对资产池回收款主张权益，交易多种风险并发。由于监管账户是以资产服务机构名义开立，当第三方申请执行账户中资金时，若法院不支持山西证券对该等资金享有的优先权益，则山西证券对该等资金的请求权与其他债权人无异，从而使交易混同风险转化为损失。虽然法院的裁判最终使得该账户内的资金免于混同，但迫于司法冻结交易仍不可避免地受到支付中断的影响。最后，当资产服务机构因涉诉、运营问题、剧烈人事变动等因素无法正常运营时，专项计划未能进行资产服务机构替换，导致交易长期暴露在服务中断风险中。

### 资产服务机构挪用归集资金引发混同风险

资产服务机构挪用监管账户的资金，是中国结构融资交易中曾经数次出现的问题。而交易允许此类情况的发生，是交易结构不完善、缺乏稳健性的表现，同时也反映了受托人/计划管理人和资产服务机构未能尽职履责。

根据中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）于 2017 年 7 月做出的纪律处分决定，对恒泰证券股份有限公司管理的“宝信租赁二期资产支持专项计划”、“宝信租赁四期资产支持专项计划”和“吉林水务供水收费权资产支持专项计划”三个资产支持专项计划存在的违规行为的情况进行了披露。内容显示，三个专项计划的资产服务机构（同时作为原始权益人）按照约定将基础资产产生的回收款归集至监管账户后，在专项计划投资者不知情的情况下，短期内迅速转出，然后在专项计划账户划转归集资金日之前，重新将资金集中转回监管账户。基金业协会认为，三个专项计划监管账户的归集资金属于专项计划资产，原始权益人和专项计划管理人无权擅自动用监管账户内的资金或者擅自约定监管账户内资金的使用。以上行为影响了专项计划资产的独立性，破坏了交易的基础法律关系，使得专项计划资产出现被侵占、挪用的风险。

<sup>1</sup> 指融信租赁根据《服务协议》另行开立的专门用于接收基础资产产生的回收款的人民币账户。

虽然有上述监管机构的处罚先例，资产服务机构（同时作为原始权益人）挪用监管账户的事件也并未能杜绝。在某评级机构 2020 年 8 月针对某供水收费权资产支持专项计划的跟踪评级报告中，下调了该专项计划优先级资产支持证券的信用等级，主要原因是资产服务机构存在未按约定归集基础资产现金流的情形，评级机构认为资金混同风险高。

前述案件中已经明确，结构融资交易的受托人/计划管理人，对证券化交易监管账户中的资金享有优先权益。而将资金从专项计划账户中转出，进入贷款服务机构名下的其他账户中，将使受托人/计划管理人丧失这一优先权益，从而使应当归属于专项计划的资金与贷款服务机构固有资金发生混同。当贷款服务机构的其他债权人主张执行该等已经发生混同的资金时，受托人/计划管理人将丧失有效的救济手段，结构融资交易的混同风险可能转化为现实的损失。

资产服务机构，同时作为原始权益人，其挪用归集资金的动力在于避免大量资金沉淀在监管账户中，提高资金使用效率。但这恰恰反映出一旦交易存在此类挪用，混同风险敞口的暴露也是极为可观的。违反交易约定擅自更改基础资产回收款归集流程，反映出资产服务机构的信用水平、公司治理以及履职意识存在重大缺陷，其能否作为合格交易对手胜任资产服务机构的资格存疑。而资产服务机构不能胜任，将使交易长期暴露在服务中断风险中。

因此，对于资产服务机构服务能力的评估除了需要考察资产服务机构的财务状况，还需要重视公司的治理状况、资产服务的专业程度、服务经验、服务记录以及交易中的资产服务机构替换安排。

## 资产服务机构风险案例——风险缓释

### 首个资产服务机构替换案例

由于结构融资交易中资产服务机构涉及多重风险，因此当其自身遭遇风险事件时，及时启动替换机制，采用合格的替代服务机构，能够从根本上防范相关风险转化为损失。

“广发恒进-南方水泥租赁资产支持专项计划”成立于 2015 年 8 月，原始权益人和资产服务机构为量通租赁有限公司（以下简称“量通租赁”）。广发资管资产管理（广东）有限公司（以下简称“广发资管”）担任计划管理人。

2015 年 12 月，广发资管发布量通租赁涉及诉讼的公告，公告中广发资管认为涉诉事件并未触发合同约定的资产服务机构解任事件，不会影响量通租赁作为资产服务机构和原始权益人应当履行的相关法律义务。

2016 年 8 月，广发资管发布了量通租赁涉及仲裁和诉讼事件以及专项计划基础资产租赁物所有权转移的披露公告，这次公告除跟进量通租赁最新的涉诉及仲裁情况之外，还重点披露了为保证基础资产所涉及租赁物的安全，将相关租赁物所有权移交予专项计划的情况。数日后广发资管又发布“关于召开投资者大会的通知”，9 月召开的投资者大会讨论并决议通过亮相重要议案，即授权计划管理人解任资产服务机构以及选任继任资产服务机构。次月 26 日，广发资管与量通租赁签署终止协议，后者解任专项计划资产服务机构；同日，广发资管与新的资产服务机构签署服务协议，后者继续承担专项计划现金流归集等相关服务职能。

该案例为国内第一个 ABS 资产服务机构替换案例，它顺利完成了原始资产服务机构和继任资产服务机构的交接，在结构融资业务实践中具有先行意义。但是从替换流程看，资产服务机构解任主要依赖于计划管理人的履职尽责，并非相关事件触发的结果。事实上，从该案例及后续其他资产服务机构替换的案例看，资产服务机构因财产或债务纠纷涉诉，进而影响其运营能力及主体信用水平，引发资产服务机构替换的可能性较大。如果在交易约定的资产服务机构解任事件中，能够设置由资产服务机构主体信用水平变化触发的条款，则相关风险缓释机制将更为完善，交易结构也将更为稳健。

值得注意的是，该案例的基础资产为 8 笔租赁合同的未偿租金债权及其关联权益。租金支付方为南方水泥有限公司（以下简称“南方水泥”），并由其股东为租赁合同履行提供不可撤销的连带责任担保。因此，该交易类型虽非供应链 ABS，但也满足核心企业的特点（详见《结构融资交易的资产服务机构风险（一）》），因而计划管理人与承租人沟通变更资产服务机构等事宜的难度降低，新任资产服务机构的继任困难较小。倘若该交易类型是高度分散的零售类租赁 ABS，资产服务转移的难度将大大提高。

### 直接转付降低混同风险水平

正如前文所述，资产服务机构涉诉往往引发多种类型的风险。在上述量通租赁的案例中，受托评级机构在 2016 年 6 月对该交易的跟踪评级报告中，提示鉴于量通租赁信用质量恶化，租金回收款在转付之前存在混同风险。同年 8 月，广发资管发布“变更资金归集路径的公告”，表示计划管理人认为资产服务机构涉及诉讼及仲裁案件，涉诉的金额虽未达到触发权利完善事件的阈值，但继续沿用原资金归集路径存在租金回收款可能在监管账户被冻结的风险，为了避免该风险，将下一期的租金回收款直接支付至专项计划账户，而不再通过量通租赁名下的监管账户进行转付。

当资产服务机构出现风险从而影响其信用水平时，若能够将其从资金转付的流程中排除，将避免交易现金流对其产生混同风险暴露，从而有效缓释与资产服务机构相关的混同风险。

### 指定后备资产服务机构能够简化替换流程

在结构融资交易实践中，交易初始时通常不会指定后备资产服务机构，主要为避免支付相应报酬，降低运营成本。但这也使得触发替换机制之后，寻找继任服务机构需要额外花费时间，导致替换周期比较长，甚至可能因在约定时间内无法找到合适的继任者而使交易提前终止。若交易发行时能够指定后备资产服务机构，将大大降低上述不确定性。

随着中国结构融资市场的发展，以及资产服务机构风险的暴露，部分交易开始逐渐重视后备资产服务机构的设置，市场上出现少量在交易在发行时就指定了后备资产服务机构。“和赢商业保理（深圳）有限公司 2020 年度第一期汇通信诚应收账款资产支持票据”成立于 2020 年 10 月，基础资产为赢商业保理（深圳）有限公司（以下简称“和赢商业保理”）因保理业务持有的应收账款债权，对应的底层资产为汇通汇通信诚租赁有限公司（以下简称“汇通信诚”）向和赢商业保理转让的近 4000 笔汽车租赁合同的应收租赁款债权。两者在交易中资产服务方面的角色如下：

| 机构     | 角色                 |
|--------|--------------------|
| 和赢商业保理 | 资产服务机构二/初始后备资产服务机构 |
| 汇通信诚   | 资产服务机构一            |

来源：惠誉博华

在资产服务职能划分上，汇通信诚，作为资产服务机构一对底层资产提供管理服务；并由和赢商业保理，作为资产服务机构二协助及督促。具体而言，汇通信诚主要承担租金的回收和管理、回收款的转付、对附有物权担保的资产进行管理，以及向发行载体管理机构和评级机构提交《资产服务机构报告》等义务。和赢商业保理负责按照《服务合同》的相关约定管理保理回款专户。同时，和赢商业保理还作为初始后备资产服务机构，在汇通信诚解任资产服务机构时，作为替代资产服务机构履行职责。

可以看到，在该交易中和赢商业保理并非单纯的后备资产服务机构，其作为资产服务机构二全程参与底层资产的管理。在此安排下，当汇通信诚解任时，交易可以迅速指定和赢商业保理作为替代资产服务机构；并且基于其对底层资产管理的深度参与，资产服务转移的工作所需时间较通常也有显著减少。

和赢商业保理在相关交易中的实践是中国结构融资资产服务专业化的一个进步，也为更加完善的资产服务机构替换安排提供了有益的参考。

## 免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。