

结构融资主评级标准

主评级标准

适用范围

本报告所述评级标准提供了适用于所有结构融资交易的整体评级框架。对于不同的基础资产类型，需在本评级标准基础上，综合考虑惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）针对各资产类别所发布的特定评级标准。

关键评级驱动因素

破产隔离与法律结构：结构融资交易的结构设计是将标的资产池与这些资产的原始权益人/发起机构的公司主体信用风险相隔离，以确保结构融资交易的主要信用风险来源于资产池，而非原始权益人/发起机构的信用风险。如无其他因素，若标的资产与发起机构信用风险实现了有效隔离，证券获得的评级则可以高于原始权益人/发起机构的主体信用等级。

资产质量：惠誉博华通过分析资产的信用特征得出基准情景下的预期损失。各评级区间将在此假设的基础上进行加压，从而使不同级别的证券能够承受相应级别压力情景下的预期损失。

交易结构：信用增级和结构特征是评估交易结构的主要考虑因素。惠誉博华对每支结构融资证券的评级反映了其是否具有足够的增信措施，以应对相应级别压力情景下资产池将经受的违约及潜在损失。

交易对手风险：结构融资交易均涉及对交易对手的依赖性，这种依赖性可能体现为操作与运营依赖、信用风险暴露或二者的结合。因此，除了与基础资产表现相关的核心信用风险外，惠誉博华还将分析结构融资交易中与交易对手相关的风险及相应缓释措施。

操作风险：发起机构、资产服务机构等结构融资交易的参与方能够影响标的资产的表现，并进而影响结构融资交易的表现。在适用情况下，惠誉博华的分析师会对发起机构、资产服务机构等交易参与方的操作流程进行审查。

级别上限：若惠誉博华认为结构融资交易的某些特征与特定评级等级不符，则会施加本报告附录2所述的级别上限。

局限性

惠誉博华授予的评级受惠誉博华评级定义中所规定的限制条件的约束。适用于本评级标准的评级还具有下列局限性：

惠誉博华的评级分析是基于现行相关法律框架作出的，一般不会反映无法预见的法律变动所产生的影响。惠誉博华将法律变动作为信用事件进行分析，具体请见本报告的跟踪评级章节。前期未预见的法律变动的实施可能将对惠誉博华已授予的评级产生影响。惠誉博华若认为相关法律框架不够稳健，则可能会施加级别上限或不授予任何评级（请参阅本报告附录2）。

惠誉博华的评级分析不反映不可预见的政策风险、法律或税制变动的风险以及欺诈风险，特别是对于特殊目的载体(SPV)来说。

资产质量（包括资产池及数据充足性）、信用增级、交易结构、操作风险、交易对手方面的因素或特定法律结构问题均可能导致惠誉博华无法对交易进行评级，或在评级分析中设置级别上限。可能导致采取上述限制的一般情况请参阅本报告附录2。

目录

适用范围	1
关键评级驱动因素	1
局限性	1
破产隔离与法律结构	2
资产质量	3
交易结构	4
交易对手风险	6
操作风险	13
跟踪评级	13
评级敏感性分析	14
合理调查	14
评级标准变动	15
模型隐含评级	15
针对不可预见的状况更新评级假设	15
评级标准披露	15
附录 1：结构融资交易中的特殊目的载体	16
附录 2：级别上限与限制	19

相关评级标准

《结构融资利率压力评级标准》（2025 年 12 月）

联系方式

结构融资分析团队

Bohua_SF@fitchbohua.com

破产隔离与法律结构

对结构融资交易进行首次评级时，惠誉博华会评估交易结构是否充分体现了以下原则。

结构融资交易的一个显著特征是：标的资产池已经与其原始权益人/发起机构的公司主体信用风险相隔离，以确保结构融资交易的主要信用风险取决于资产池本身的信用风险，而非与原始权益人/发起机构特定的信用风险相关联。除特定资产类别的评级标准中所述情况外，结构融资交易的破产隔离一般通过以下方式实现：将可识别的特定化资产池直接或间接出售给 SPV，从而使该等资产及其收益不会在原始权益人/发起机构破产的情况下被作为其破产清算财产。

SPV 常被视为具有破产隔离属性，得益于它的各种结构特征，因原始权益人/发起机构或 SPV 管理人破产而导致交易中中断的风险很小。与经营类公司不同，SPV 受其成立与交易文件所限，无法通过举债或筹资解决现金流短缺或资产、证券及交易结构的问题，SPV 能够从事的业务活动受法律约束。上述限制使得交易避免了 SPV 进行与交易无关的附属活动而带来信用风险。

结构融资交易的 SPV 具有特定且限定的目的，即为了发行结构融资证券而成立，是独立于 SPV 管理人的法律实体。结构融资交易的相关风险因素主要限于 SPV 受让的资产池。

在某些情况下，将资产转移至新设立的 SPV 可能存在操作可行性问题，因此发起人可能会选择使用一个在参与本次结构融资交易前就已存在且以某种形式运营过的 SPV。这类“存续 SPV”可能有两种情况：一是原本为其他交易设立的破产隔离型 SPV，二是由运营公司转型而来的 SPV。无论属于哪种情况，惠誉博华都会考察该 SPV 过往活动的性质，并且需要确认其所有既往负债已被清除或减轻后，才会对新交易进行信用评级。

惠誉博华可以对采用不同法律形式 SPV 的各种结构融资交易进行评级。结构融资交易中的 SPV 一般是信托、有限责任公司、有限合伙企业或其他类型法人团体。惠誉博华的破产隔离相关分析及适用原则请参阅本报告附录 1。

除非发现重大变化，否则受评交易存续期内惠誉博华不会重复此分析。

法律意见与交易文件

从受评结构融资交易的相关交易文件以及相关法律意见可以看出相关资产与原始权益人/发起机构破产隔离的程度以及交易结构的稳健度，从而能够揭示相关资产与转让人之间以及 SPV 与关联方之间的隔离程度。

惠誉博华进行首次评级时会审阅主要交易文件，以判断其内容与向惠誉博华提交的相关交易结构是否一致。分析师可能会就该等文件的内容向交易发起机构或其他交易方提问，或针对该等文件中对评级分析产生影响的某些条款寻求说明。

除非特定资产类别的评级标准另有规定，惠誉博华希望针对交易文件的可执行性所出具的法律意见充分考虑以下几点：

- SPV 所受的法律及监管制度约束；
- 交易文件适用的法律；
- 资产转让交易适用的法律。

惠誉博华希望法律意见涵盖所有相关法律。除非特定资产类别的评级标准另有规定，惠誉博华希望法律意见说明该交易中涉及的各项转让行为的本质，并确认 SPV 受让的资产不会在原始权益人/发起机构破产时被其收回或追回，也不会因 SPV 的管理人或其他控制方破产时并入该破产方的资产（且 SPV 本身也不会因破产方破产时并入破产方）。

除非有关特定资产类别的评级标准另有规定，惠誉博华还希望法律意见说明转让人与受让人之间对资产附属担保权益（若有）转让的可执行性（包括在任何相关方破产情况下的可执行性）。

惠誉博华希望税务意见说明交易各参与方在交易中的身份及是否负有纳税责任，如果有纳税责任，则说明如何确定纳税金额。惠誉博华还希望法律意见说明特定资产类别评级标准中规定的与该类资产相关的其他事宜。

若交易相关法律顾问无法提供关于特定事宜的无保留意见，惠誉博华则会要求该法律顾问识别相关风险并说明该等风险的影响。法律风险可能导致惠誉博华无法对相关证券进行评级。

资产质量

资产类别

可以作为结构融资交易基础资产的金融资产类型有很多。以住宅及商业房产作为抵押品的抵押贷款、消费类资产（例如信用卡应收账款及汽车贷款）以及企业贷款是最常见的结构融资基础资产。惠誉博华将结构融资交易大体分为四大板块：个人住房抵押贷款资产支持证券(RMBS)、商业地产抵押贷款资产支持证券(CMBS)、企业贷款资产支持证券(CLO)及其他类型资产支持证券(ABS)。这四大板块又包含很多子板块，例如 ABS 板块主要包含消费类资产（如信用卡应收账款及汽车贷款）ABS 等。

违约及损失分析

在结构融资交易中，基础资产的本金与利息回收款被用于偿付证券。惠誉博华一般会通过分析基础资产的信用特点得出基准情景下的资产池预期损失。基准情景是指一个能够反映惠誉博华宏观经济预期的情景。基准情景仅反映预期资产损失，不会反映交易可能存在的降低损失的结构特点。惠誉博华有关基准情景下预期损失的观点由信用评级委员会审议，审议过程通常以下列方法得到的数值为基础。

- 信用评级委员会基于发起机构的历史表现分析资产组合，并基于贷款的特点为每笔贷款设定违约率及回收率，从而得出预期损失。此方法常用于对消费类 ABS 与 RMBS 交易的评级。
- 根据信用等级、信用意见或银行内部评分系统（仅针对高度分散的组合）为每笔资产设定违约概率及回收率。此方法最常用于 CLO 交易。

除基准情景外，惠誉博华还会设定严苛程度递增的不同级别对应的假设条件，并计算各假设条件下的预期损失。级别越高，假定条件下的预期损失越大，以确保只有在高压情景下仍可正常兑付的证券才能获得高的信用等级。

在较高级别的压力情景中，惠誉博华会运用前瞻性的评级理念，采用一种“跨经济周期”的评级方法；在较低级别的压力情景中，则会采用基于预期的方法。换言之，较高级别情景下的损失假设对应一个能保持长期稳定并经得起时间考验的压力情景；而较低级别情景下的损失假设与评级当时得出的基础资产预期表现更为相关。惠誉博华的 AAAsf 和 AAsf 评级等级（“评级等级”包含相应子级级别）表示违约风险极低或很低，可预见的事件不太可能对偿付能力产生不利影响。

较高级别等级的预期损失通常以基准情景下预期损失的乘数表示。例如，一个资产池在基准情景下的预期损失为 2%，若在 AAAsf 压力情景下，资产池的预期损失为基准情景下预期损失的 4.0 倍，相当于资产池余额的 8%。如果之后基准情景的预期损失升高至 2.5%，AAAsf 压力情景下的预期损失可能仍将维持在 8%，即压力乘数降至 3.2 倍。

对于基础资产同质性高且分散度高的交易类别，如 RMBS 及消费类 ABS，惠誉博华会采用特定评级标准中约定的乘数。对于资产组合较不分散（仅由单个资产构成的组合以及大额贷款占比很高的组合除外）或资产组合所涉行业较为集中同时资产并非完全相关的交易类别，惠誉博华采用基于蒙特卡罗模拟相关性模型的随机方法确定较高级别情景的乘数。

虽然多数结构融资交易是由高度分散的资产池支持的，但也有一些结构融资交易的资产池集中度较高；另外还有一些交易的信用质量并不完全依赖资产池，而是与相关实体或担保提供者具有高度信用关联性。相关实体包括单一公司实体、金融机构、政府、主权实体及金融担保机构。

若交易结构并非由单一实体或分散的资产池支持，而是由集中度较高的资产池支持，则该交易与历史违约数据的相关性会减弱。这对于最初具有分散性但随着逐渐摊还而集中度不断升高的资产池同样成立。惠誉博华会运用若干特定的压力情景来评估资产池是否显著暴露于这些占比大的资产的违约风险。对于一些资产类别，惠誉博华将假设资产池中一笔或多笔大额资产违约，所假设的违约资产的笔数将取决于所分析的评级水平。

数据充足性

惠誉博华的结构融资交易评级标准假设是通过参考各特定评级标准中具体提到的数据得出的。特定评级标准中也会对数据的充足性做出描述，并说明在该特定资产类别中数据充足性方面的欠缺是否会导致级别上限。

惠誉博华对交易进行分析时，还会视情况要求发起机构提供与证券化资产池相关的历史表现数据，具体数据时间跨度要求因资产类型而异，可参阅特定评级标准。若特定发起机构的信息不充足，重要的、且至少能够跨越同一时期的市场总体历史表现数据可以提供替代性信息。

交易结构

信用增级

信用增级是结构融资交易的重要构成，它是一种为证券持有人提供标的资产池损失保护的机制。惠誉博华对证券的评级反映了标的资产池在该评级对应的压力情景下出现惠誉博华预期的损失时，相关证券有无足够的信用增级以防止违约发生。信用增级可通过内部方式（优先/劣后结构、超额利差或超额抵押）实现，也可以通过第三方以外部方式实现（担保、储备金账户）。与主体信用相关联的结构融资交易评级一般取决于标的实体或担保提供者的主体信用等级。

结构特征

惠誉博华的现金流模型在评估各信用等级下信用增级是否充足的过程中，会体现受评交易的结构设置。如果基础模型中未包括某些结构特征，惠誉博华一般会定制现金流模型以反映该等结构特征。然而，惠誉博华若认为某结构特征在相关评级压力情景下无重大影响，则可能不会模拟此结构特征。现金流评级标准包含若干被应用于不同信用等级的压力假设，压力可能包括但不限于：

- 较高与较低的提前还款压力；
- 资产池利率水平压缩；
- 违约和损失发生时间的前置或者后置；
- 利率压力，用于评估未被对冲的利率风险，请参阅惠誉博华《结构融资利率压力评级标准》；
- 基差风险压力，用于评估基础资产和证券基准利率类型不同而导致的风险。

现金流压力因子与压力程度的具体应用取决于资产类型以及交易结构。

惠誉博华结构融资交易的评级一般会反映证券按照交易文件的约定收到本息偿付的可能性。因此，惠誉博华会为交易文件中详述的不同利息条款（即利息延期约定）建立模型，以分析其影响。对于惠誉博华授予的评级不反映证券条款和条件的特例，详情请参阅附录2。

虽然通常到期日应该全额还款，但惠誉博华在评级时考虑在最终法定到期日全额还款的情况，这个时间点通常在预期到期日届满几年之后。惠誉博华的评级分析会评估资产的本金和利息收入（包括处置违约资产的回收款项）是否足以在最终法定到期日之前完成对证券的清偿。

若证券条款不允许延期偿还或不足额偿还利息，而截至规定的还款日利息仍未足额偿付，则惠誉博华会将该证券视为违约，相应评级也会降至 Dsf 等级，从而将该例违约纳入惠誉博华的级别变动研究，除非惠誉博华认为违约金额对评级意见无重大影响。例如偶然发生的一笔一次性高额费用导致的极小金额违约（请参阅下文跟踪评级章节）。若之后证券违约利息得到清偿，则证券评级可能会从 Dsf 级别上调，以反映证券违约利息被清偿后的未来预期表现。

宽限期

惠誉博华认为，根据受评交易的条款和条件约定的还款义务，应付利息或本金到期（加上 30 个自然日或交易文件允许的时间中较小者的宽限期）实际未能支付时，即为违约（由 Dsf 表示）。如果交易文件中没有规定宽限期，惠誉博华可以根据市场上同类情况对宽限期进行定义，但通常不超过 30 个自然日。对于因发行人无法控制的某些操作中断而造成的未能付款

（见付款不可抗力小节），惠誉博华通常会在信用等级被下调成违约前采用最高 30 个自然日的宽限期。

同比例偿付

同比例偿付是指不同层级证券在偿付顺序中优先级相同并按比例受偿的支付顺序。在同比例偿付结构下，优先级证券对基础资产表现恶化的速度和时间点尤其敏感，因为在顺序偿付结构下可用于形成增信的资金在同比例偿付结构下将用于偿付中间级或次级证券的本金。

在同比例偿付结构下，交易存续末期较小的损失也可能比前置的损失对于优先级证券带来更大的害处。此外，通常的缓释措施在这种情况下可能无法提供有效保护。例如，较高的超额利差在同比例偿付结构下并不能充分转化为优先级证券的增信，因而无法有效缓释后置的基础资产恶化。

交易可以采用混合型或纯粹的同比例偿付结构，其中混合型更为常见。一般情况下，同比例偿付的交易结构中会设置特定的触发条件，该等条件触发时，混合型偿付结构的支付顺序将由同比例偿付转为顺序偿付以加快优先级证券的本金兑付，反之亦然。触发条件对优先级证券保护的有效性取决于条件的性质、触发的时间点、触发条件与其他交易结构（尤其是循环结构）的综合作用以及基础资产在摊还过程中的特征变化。

为充分考量同比例偿付结构可能引发的风险，惠誉博华将分析交易中设置的触发条件及相关变量（如提前偿还速度、违约分布、超额利差、基础资产构成及其他资产表现），这些变量可能在相关特定评级标准并未列明。在同比例偿付结构下若缓释措施不充分，则优先级证券需要的增信可能超过顺序偿付结构。

循环期

结构融资交易有时会设置特定的循环期，在此期间，本金（或本息）回款可用于购买额外的资产，而不是用于偿还证券本金。若交易设有循环期，与静态资产组合相比，设置有循环期的交易会因其风险期限更长，资产组合质量与发起机构信贷标准可能发生不利变化及基础资产违约更多而给证券持有人带来额外风险。

惠誉博华会分析这些风险的缓释措施。惠誉博华观察到的此类风险缓释措施包括基于基础资产表现的加速清偿触发事件，以及针对资产组合某些特征（例如加权平均收益率）设置的限制（以限制资产组合的演变程度）。惠誉博华做分析时会对此类风险缓释措施进行充分地考虑。循环购买交易涉及的资产类型在相关特定评级标准中有详细介绍。对于设置循环期的交易，若风险过大（例如循环期太长），惠誉博华可能会拒绝评级或对交易施加级别上限。

结构融资交易到期风险

惠誉博华会针对特定资产类别采用适用的现金流评级标准。例如，现金流评级标准可能会针对提前还款设定不同压力情景，其中较低提前还款率的压力情景会用于检验当证券法定到期日早于基础资产到期日时，证券是否会在其法定到期日前被清偿完毕。对于到期一次性还本的证券，惠誉博华会使用类似的压力情景测试交易结构是否有能力累积足够本金从而在法定到期日足额偿付。

惠誉博华还会评估法定到期日是否提供足够时间让违约/逾期贷款在预期到期日之后被处置完毕。同样，惠誉博华会按照不同资产类别的特定评级标准测试按比例还款的证券，评估在交易后期当资产池已完成大量摊还时，信用评级是否仍然足够应对资产组合集中度上升或可能出现的逆向选择问题。

陈述与保证

结构融资交易一般包含关于标的资产的陈述与保证（包括关于资产所有权及相关权益的陈述与保证）以及关于主要交易参与者的陈述与保证。结构融资交易一般还包含当出现违反陈述与保证的情况时维护投资人权益的执行机制，惠誉博华会审查交易中包含的陈述与保证及执行机制。

投资者行动

惠誉博华的评级分析会以最终法定到期日为准。正因如此，当惠誉博华的评级意见预计受评证券可以在法定到期日前持续存续，而不发生任何还款违约或损失时，惠誉博华假设了投资者不会行使那些将导致受评证券还款违约或损失的权利。例如证券持有人有权以清算基础资

产或收取其他证券的形式而非收取现金的形式结算。相似地，当证券违约事件发生时，惠誉博华若认为交易存续至到期的情况下不会出现违约或损失，则会在评级分析中假定受评证券的持有人不会行使强制执行的权利或加速清偿的权利。

尽管如此，实际情况中，投资者可能通过投票行使权利来赎回所有证券，从而直接导致受评证券面值受到损失。

当是否行使权利是由优先级别更靠前的证券持有人决定的时候，惠誉博华在形成评级观点时将考虑行使这些权利对优先级靠后的证券的潜在影响。相似地，若证券持有人的优先次序会因发生违约事件或证券加速清偿事件而变动，这可能会导致有控制权的证券持有人相对其他层级证券持有人享有某些优势，惠誉博华在进行评级分析时会考虑优先次序变动可能造成的影响。此外，发生了违约事件且违约事件还在持续的交易可能会被施加级别上限，以表示该交易未来的表现可能有较大的不确定性或波动性。

交易对手风险

主要交易对手及相关风险

结构融资交易的核心原则之一就是实现发行载体与交易对手在结构上的隔离，进而使交易表现主要取决于基础资产质量，而不是某些影响交易对手的特定风险。同一机构可以同时担任多个交易对手角色，如果对应每个角色都具备合格的交易对手风险缓解措施，则惠誉博华不认为此类结构安排比每个交易对手角色由不同机构履行的情况更具风险。结构融资交易中常见的交易对手主要有：

交易对手	职责
资金保管机构	以交易发行人的名义持有资金
资产服务机构	收集资产池回收款，并在向资金保管机构转付之前持有该款项；负责基础资产的逾期及违约管理
收款账户开户行	以资产服务机构的名义持有资金直至向资金保管机构转付
流动性支持机构/回收款预付机构	通过提供外部流动性或预付资产池回收款对交易进行流动性支持

来源：惠誉博华

惠誉博华在评估交易对手风险时，主要关注以下由结构融资交易对相关交易对手的操作依赖（操作风险）或潜在的财务依赖（信用风险）而产生的风险敞口。

敞口	风险	风险来源
资金保管机构	存款损失	操作风险及信用风险
合格投资	投资损失	信用风险
资产服务机构/收款账户开户行	支付中断风险	操作风险及信用风险
	混同风险	信用风险
资产服务机构	服务中断风险	操作风险
流动性支持机构/回收款预付机构	未能提供流动性支持	信用风险

来源：惠誉博华

交易对手风险水平

惠誉博华将信用风险水平分为超额、主要、次要和非实质性四档；将操作风险水平分为超额和非实质性两档。各档风险水平对结构融资交易的影响如下：

- **超额风险：**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。
- **主要风险：**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。

- **次要风险：**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。
- **非实质性风险：**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。

惠誉博华认为在超额风险暴露的情形下，即使存在缓释措施，证券的信用评级也不可能独立于相关交易对手的信用水平，即证券将被施加评级上限。而对于非实质性风险，相关交易对手的信用水平不会限制证券的信用评级。对于主要风险和次要风险，惠誉博华预期相关交易对手在交易存续期内始终维持一定的信用水平，或交易存在结构性的缓释机制以降低该风险，以便支持交易的评级。

合格交易对手

合格交易对手的定义

当交易对手的信用水平达到或超过下表中的要求时，惠誉博华将认定其为合格交易对手。对于主要风险和次要风险，惠誉博华将依据相关交易对手不再合格时的缓释措施来认定证券的评级能否独立于相关交易对手的信用水平。

证券最高评级等级	交易对手最低主体长期评级 风险水平：主要风险	交易对手最低主体长期评级 风险水平：次要风险
AAAsf	A	BBB
AAsf	A-	BBB
Asf	BBB	BB-
BBBsf	BBB-	BB-
BBsf	证券评级	B-
Bsf	证券评级	B-

注：当交易对手不是惠誉博华受评实体时，惠誉博华将评估其是否具备支持资产支持证券取得相应评级的最低主体长期评级对应的信用质量，下同。

来源：惠誉博华

举例而言，对于存在主要风险的资金保管机构，当交易文件约定了充分的缓释措施时，惠誉博华认为主体长期评级为 BBB 的资金保管机构能够支持证券取得 A+sf 的信用评级，但无法支持其取得 AA-sf 的信用评级。

交易对手不再合格时的缓释

当交易对手不再合格时，结构融资交易中常见的缓释机制有：

- 合格交易对手替换；
- 合格交易对手担保。

对于与流动性风险相关的交易对手，其缓释机制还包括：

- 支付的流动性储备金。

不同缓释机制带来的缓释效果因交易对手及交易对手风险分类不同而异。惠誉博华希望交易文件约定的缓释机制能够在一定的时间约束下执行，从而切实可行地缓释交易对手不再合格时可能产生的风险。若交易文件针对交易对手不再合格时的缓释措施约定不充分，惠誉博华可能因此限制证券的信用评级。

资金保管机构

结构融资交易中资金保管机构将以发行人名义持有资金，因此资金保管机构违约将导致现金流损失的信用风险及证券无法按时偿付的操作风险。与资金保管机构相关的交易对手风险分类如下：

风险水平	风险敞口特征	缓释
超额风险	资金保管机构持有资金超过 12 个月，同时该等资金规模超过结构融资交易信用增级水平的 50%，且该等资金全部损失将导致交易的模型隐含评级下降 10 个或以上子级。	无法充分缓释，证券的评级上限为资金保管机构的评级。
主要风险	超额风险及非实质性风险以外的风险敞口。	资金保管机构为合格交易对手，且交易设置有针对不再合格时的充分缓释机制。
次要风险	不适用。	不适用。
非实质性风险	存在特定法律条款保障结构融资交易的现金流与资金保管机构破产相隔离。	无需额外约定缓释措施。

来源：惠誉博华

合格投资

在大多数结构融资交易中，交易文件通常会约定闲置资金可用于进行合格投资。惠誉博华将分析交易文件是否限制了合格投资的范围及期限以缓释其可能带来的信用风险及市场价值风险。惠誉博华认为以高流动性、低风险的金融产品，例如国债、活期存款、货币基金等作为合格投资的标的，其投资发生损失的可能性极小，但出于保守角度将假设没有合格投资收益。

资产服务机构

结构融资交易中资产服务机构的职责主要包括收集资产池本息回收款、对资产池进行逾期和违约管理。当资产服务机构不是商业银行时，回收款在向资金保管机构转付之前将以资产服务机构的名义存放在收款账户开户行中。此外，交易文件也可能约定资产服务机构须预付交易的下期回收款，此时资产服务机构兼有流动性支持的职责。惠誉博华认为与资产服务机构相关的交易对手风险如下：

资产服务机构风险	描述
支付中断风险	当资产服务机构或收款账户开户行违约时，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	当资产服务机构或收款账户开户行违约时，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	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。
预付回收款违约	当资产服务机构违约时，将无法对交易提供流动性支持。详见 <i>流动性支持机构与回收款预付机构</i> 小节

来源：惠誉博华

其中，支付中断风险与混同风险因资产服务过程中资金流转的差异，可能涉及资产服务机构和收款账户开户行中的一个或多个风险主体：

资产服务中的资金流转	混同 风险主体	支付中断 风险主体
资产服务机构直接持有回收款。	资产服务机构	资产服务机构
资产服务机构收款账户由资产服务机构和/或收款账户开户行持有，且资产服务机构负责转付回收款至资金保管机构。	资产服务机构	资产服务机构
资产服务机构收款账户由资产服务机构和/或收款账户开户行持有，但资产服务机构不负责转付回收款至资金保管机构。	两者皆是	两者皆是
资产服务机构收款账户由收款账户开户行持有，且存在特定法律制度保障该账户内的资金与资产服务机构破产相隔离。	收款账户开户行	两者皆是
SPV 直接接收回收款。	两者皆非	两者皆非

来源：惠誉博华

支付中断风险

支付中断风险源于资产服务机构（以及某些情形下收款账户开户行）违约导致的资产池回收款归集或转付流程中断。该风险聚焦于风险主体违约时证券偿付即刻受到的影响，而服务中断风险则关注结构融资交易是否能长期获得高水平的资产服务。惠誉博华按如下特征对支付中断风险进行分类：

风险水平	风险敞口特征	缓释
超额风险	支付中断风险不是非实质性风险，且交易的缓释措施不充分。	无法充分缓释，证券的评级上限为相关风险主体的评级，如有多个风险主体则取较低者。
主要风险	超额风险及非实质性风险以外的风险敞口。	详见下文。
次要风险	不适用。	不适用。
非实质性风险	满足下列条件之一： - 相关破产框架能够最小化支付中断风险； - 存在特定法律制度保障交易资金与风险主体破产相隔离； - 资金保管机构持有交易资金达一定规模，使证券的评级上限为资金保管机构的评级； - 证券最高评级低于 AAAsf，且证券利息延期支付不构成违约。	无需额外约定缓释措施。

来源：惠誉博华

当支付中断风险为主要风险时，惠誉博华认为以下机制能够充分缓释该风险：

证券最高评级	缓释措施	额外的缓释措施
合格交易对手能够支持的证券评级	风险主体是合格交易对手，且交易约定了其不再合格时的缓释措施。	-
AAAsf	流动性储备金足以覆盖支付中断风险敞口。	-
AAAsf	流动性储备金足以覆盖一个月的支付中断风险敞口。	以及 风险主体评级达到 BBB 及以上，且交易约定了其失去 BBB 评级时的充分缓释机制。
Asf	流动性储备金足以覆盖一个月的支付中断风险敞口。	以及 风险主体评级达到 BB 及以上。
Asf	风险主体持有交易资金不超过两个工作日。	以及 风险主体评级达到 BB 及以上。
Asf	流动性储备金足以覆盖一个月，或与惠誉博华估计的后备资产服务机构替换周期相当的支付中断风险敞口中的较大者。	以及 在信托设立时须指定后备资产服务机构。
BBsf	风险主体持有交易资金不超过两个工作日。	以及 流动性储备金足以覆盖一个月的支付中断风险敞口。

来源：惠誉博华

支付中断风险期：惠誉博华通常假设支付中断风险期为三个月（或存在上表所示的特定额外缓释措施时，为一个月），除非存在以下因素导致风险中断期缩短或延长：

- 法律对结构融资交易的强制要求；
- 特定的交易安排，包括回收款转付频率及基础资产借款人的偿付方式；

- 资产服务过程中的特定因素，包括基础资产的标准化程度、资产服务机构替换的可能性、资产服务机构破产对回收款归集和转付的影响、对基础资产借款人的通知期等。

支付中断风险敞口：惠誉博华认为支付中断风险敞口为支付中断期内，为避免触发结构融资交易的违约事件所需支付的款项总额。通常包括：

- 优先费用（根据受评交易 Bsf 级别情景下的费率假设进行估算）；
- 不能及时足额支付将触发违约事件的优先级证券利息；
- AAAsf 评级等级的证券利息，无论交易是否有约定其利息可以延期支付，惠誉博华都认定该评级的证券利息应当被及时足额兑付；
- 支付中断期内不可延期支付的证券本金。

混同风险

混同风险是指由于资产池回收款与违约的资产服务机构或收款账户开户行的固有财产发生混同，从而导致损失的风险。惠誉博华按如下特征对混同风险进行分类：

风险水平	风险敞口特征	缓释
超额风险	不适用。	不适用。
主要风险	次要风险及非实质性风险以外的风险敞口。	风险主体为合格交易对手，且交易约定了其不再合格时的充分缓释机制。
次要风险	同时满足以下三个条件： • 回收款转付频率不低于按月转付； • 资产池加权平均合同期限大于等于两年； • 支付中断风险得到充分缓释。	风险主体为合格交易对手，且交易约定了其不再合格时的充分缓释机制。
非实质性风险	满足下列条件之一： • 回收款于两个工作日内即转付； • 基础资产借款人直接向资金保管机构还款； • 存在特定法律制度保障交易资金与风险主体破产相隔离。	无需额外约定缓释措施。

来源：惠誉博华

当结构融资交易针对混同风险约定的缓释措施不充分时，惠誉博华通过假设资产池将承受相当于混同风险敞口减去混同风险储备金的损失来考量该风险。

混同风险敞口：惠誉博华首先计算结构融资交易单月的混同风险敞口，之后根据回收款转付频率调整得到实际混同风险敞口。对于首次评级，单月混同风险敞口等于前 12 个月份下述金额的平均值：

- 根据基础资产摊还计划得出的计划本金回收款；加
- 基于发起机构历史数据估计的预期提前还款金额；加
- 根据摊还计划和提前还款预期得出的利息回收款。对于浮动利率的利息回收款，惠誉博华将取均衡利率和当前执行利率中较高者；减
- 特定评级压力情景中所假设的资产损失。例如，资产池混同风险敞口估计值为 5%，但因资产池 20%的损失率将使该敞口将缩小至 4%。

上述计算将排除包含一次性大额回款的月份，如 a 项中包含大额尾款或到期一次性还本的月份。同时均值计算将基于更多的月份，例如，若有 1 个月被剔除，则均值计算将基于前 13 个月。

对于跟踪评级，惠誉博华将使用首次评级时确定的混同风险敞口，或使用上次跟踪时调整的混同风险敞口以反映资产实际摊还情况。两种情况下，惠誉博华都将基于受托报告分析混同风险敞口计算结果的合理性，如有重大差异（一般指 20% 或以上的偏离），则应根据实际回收情况调整单月混同风险敞口，该分析中单次回款峰值同样将被剔除。

混同风险期：混同风险期通常等于资产池回收款转付至资金保管机构之前，由相关混同风险主体持有的期间。混同风险期不满一个月的可由单日混同风险敞口按比例计算，单月混同风险敞口除以 30.5 即为单日混同风险敞口。混同风险期超过 1 个月的部分不满 1 周的，其混同风险敞口近似为 1 个月的混同风险敞口。

混同风险损失：当混同风险没有得到充分缓释时，惠誉博华将分析专门用于缓释混同风险的储备金对混同风险损失的覆盖作用。单月混同风险敞口经混同风险期调整，并减去混同风险储备后即为混同风险损失。惠誉博华在分析中将采用下列方法之一考量混同风险损失：

- 在现金流建模时，将混同风险敞口中的计划本金回收款和预期提前还款金额（上述 a 项和 b 项）从基础资产未偿本金余额中扣除；
- 不采用现金流模型的，将在资产模型中全额考量混同风险敞口（上述 a 项至 d 项）。

服务中断风险

服务中断风险关注结构融资交易是否能长期获得高水平的资产服务，因此着重评估交易当前资产服务机构的运营和财务水平，及其更换资产服务机构的能力。惠誉博华将分析结构融资交易面临的服务中断风险以及相关缓释措施，当缓释措施充分时服务中断风险将被认定为非实质性风险；否则将被认定为超额风险，从而导致评级上限。

决定服务中断风险水平的因素有：

服务中断来源	决定风险水平的因素
资产服务机构财务状况	- 充分履行资产服务义务的长期能力。资产服务机构的信用评级或惠誉博华对其信用状况的评估结果能有效反应其财务状况； - 若惠誉博华认为缓释措施能够充分保障资产服务连续性，则无需评估资产服务机构财务状况。
运营恶化可能性	- 公司结构、治理及员工状况； - 资产服务专业程度，包括服务经验、服务周期及服务记录； - 资产服务平台的科技化水平； - 监控水平，包括资产表现跟踪及第三方审计； - 获取、存储及交换信息的能力。
资产服务机构替换	- 相较资产池规模，潜在替代资产服务机构的服务能力； - 提供资产服务的经济激励和费率水平； - 资产服务的复杂性。
文件充足性	- 资产服务机构变动所需文件的标准化程度/复杂性； - 交易约定的资产服务机构义务是否覆盖资产服务的所有需求。

来源：惠誉博华

决定缓释措施是否能够充分保障资产服务连续性的因素有：

缓释	决定缓释是否充分的因素
替代资产服务可得性	- 是否存在能够提供资产服务的替代机构； - 资产服务机构替换的先例。
监管	监管介入以确保资产服务连续的可能性。
经济激励	经济激励能够在何种水平保障资产服务机构有充足的利益提供资产服务，以及吸引高水平的替代资产服务机构。

替换安排	- 交易约定的资产服务机构替换机制； - 提名及指定后备资产服务机构的预期时点； - 启动周期，指首次通知后备资产服务机构至启动资产服务转移所需时间。
后备安排	- 交易成立时后备资产服务机构的指定情况，包括其相关承诺水平； - 后备资产服务机构应当履行的职责与义务； - 向后备资产服务机构传输资产池信息的频率与深度； - 承诺的以及预期的资产服务转移所需时间。

来源：惠誉博华

流动性支持机构与回收款预付机构

为避免证券及时兑付的缺口，结构融资交易可能存在流动性支持或回收款预付机制。后者可能由资产服务机构、受托人或其他机构提供，通常覆盖资产池的违约本金和/或利息回收款，并能最终通过违约回收弥补。与流动性支持机构与回收款预付机构相关的交易对手风险分类如下：

风险水平	风险敞口特征	缓释
超额风险	流动性支持与预付回收款是证券及时兑付的首要资金来源。	无法充分缓释，证券的评级上限为相关机构的评级。
主要风险	流动性支持与预付回收款覆盖证券的支付中断敞口。	风险主体为合格交易对手，且交易约定了其不再合格时的充分缓释机制。
次要风险	不适用。	不适用。
非实质性风险	预先支付的流动性储备金。	无需额外约定缓释措施。

来源：惠誉博华

其他交易对手风险

抵销风险

当资产池债务人有权用其在发起机构的存款或其他债权抵销其债务时，结构融资交易存在抵销风险。此外，在某些情况下当资产服务机构违约未能向债务人提供特定资产服务时，也可能产生抵销风险。惠誉博华按如下特征对抵销风险进行分类：

风险水平	风险敞口特征	缓释
超额风险	不适用。	不适用。
主要风险	抵销风险敞口规模相当于结构融资交易信用增级水平的 50%。	风险主体为合格交易对手，且交易约定了其不再合格的充分缓释机制。
次要风险	抵销风险敞口规模低于结构融资交易信用增级水平的 50%。	风险主体为合格交易对手，且交易约定了其不再合格时的充分缓释机制。
非实质性风险	根据结构融资交易涉及的以下缓释措施具体分析： - 针对抵销风险的特定法律制度； - 针对抵销风险的法律条款； - 存款担保制度。	无需额外约定缓释措施。

来源：惠誉博华

其他

支付代理机构：支付代理机构负责向证券持有人分配证券本息。当支付代理机构通过中央结算中心完成支付，且持有资金不超过两个工作日时，惠誉博华认为相关风险时非实质性风险。若支付代理机构通过中央结算中心完成支付，但持有资金超过两个工作日，则惠誉博华认为相关风险为主要风险，并将遵循本评级标准进行具体分析。

证券托管机构：证券托管机构为当前或未来的证券持有人及其他被担保方以信托形式持有资产池，证券托管机构的具体职责可能会因交易而异。惠誉博华假设当结构融资交易的证券托

管机构破产时，相关托管协议仍可执行，不会中断、延期或暂停，并且托管协议应明确交易的基础资产归属于 SPV 而不是证券托管机构。若实际情况不支持此假设，则惠誉博华会将相关风险是为主要风险，并将遵循本评级标准进行具体分析。

对于结构融资交易的其他交易对手，若惠誉博华认为相关风险敞口对证券评级有重要影响，将在评级报告中披露分析细节。

操作风险

原始权益人/发起机构、资产服务机构等交易的参与方能够影响基础资产的表现，并进而影响结构融资交易的表现。在可行的情况下，惠誉博华的分析师会在首次评级时对参与结构融资交易的所有发起机构、资产服务机构的运营流程进行审查。

无论评估结果是以内部评分、意见还是公开评级的形式表示，操作风险评估均有可能导致：调整交易在基准情景中的预期损失及信用增级水平，或施加级别上限，或惠誉博华拒绝为交易评级。惠誉博华会视情况将发起机构、资产服务机构审查标准纳入相应资产的特定评级标准中或作为单独的评级标准发布。必要时，惠誉博华会按照特定评级标准载明的跟踪程序对发起机构、资产服务机构持续审查。

发起机构审核

惠誉博华会评估与发起机构的产品、项目及授信指引有关的风险，包括较不严格的和激进的展业行为及风险管控措施，相比按照更严格的指引及风险管控措施展业形成的资产，该等资产表现不及预期的概率更大。审查的目的是评估发起机构的基础资产在压力时期的表现倾向，是否会与其他同业发起机构基础资产的表现相一致，还是优于或逊于后者。

若发起机构采用高质量的管控措施，则资产组合可能比一般行业内发起机构特征相似的资产组合表现更好。在循环交易中，现有的资产组合的回收款在未来将会用于购买发起机构新形成的资产，因此发起机构管控措施的质量对循环交易的评级分析也很重要。

惠誉博华通常希望发起机构在相关市场和构成资产池的产品发放方面有充足的经验。惠誉博华还会视情况要求发起机构提供资产历史表现数据，包括但不限于逾期、回收、核销等方面的数据。

资产服务机构审核

资产服务机构的主要责任包括归集源自标的资产的款项并将其转给受托人，受托人再将款项分配给证券持有人。某些结构融资交易的资产服务机构还有其他责任，例如不良贷款处置事宜。惠誉博华的资产服务机构审查程序用于在评级分析需要的情况下，识别和评估资产服务机构贷款管理与违约资产管理程序的质量，其有无遵守相关政策指引及资产服务机构的运营稳定性及财务稳健性。

资产服务机构审查程序也将评估资产服务机构在不同条件下的资产处置策略，用于时刻关注最新法律动向的程序以及将新的法律变动整合到服务程序中的方法。此外，惠誉博华尤为看重资产服务机构的内部治理。

跟踪评级

惠誉博华完成对结构融资交易的评级后，若该评级不是时点评级，则将会持续跟踪交易后续表现。在本报告所列评级驱动因素中，资产质量、交易结构、交易对手风险及操作风险通常会在交易期内不断变化。与之相反，破产隔离及法律结构通常稳定，仅会受特定事件影响，因此惠誉博华在跟踪时不会分析该因素，除非其发生重大变动。

对于资产质量、交易结构、交易对手风险与操作风险，惠誉博华会利用资产表现以及资产服务机构和受托人提供的相关信息跟踪已评级的交易。跟踪程序涉及对授予评级的各档证券进行多种定量和定性分析，包括跟踪资产池的表现指标，将现有信用增级水平与预测或压力假设进行对比，评估市场发展动态对交易表现的影响以及对逐笔贷款进行分析。对于交易对手风险和操作风险，必要时惠誉博华会按照特定评级标准中的跟踪程序对发起机构、资产服务机构进行持续审查。

对于需进行跟踪评级的交易，惠誉博华将每年至少进行一次定期跟踪评级。若出现交易报告的表现异常，惠誉博华对基础资产表现的展望发生变化或发生信用事件等必须采取评级行动

的情况，则信用评级委员会会立即采取评级行动。对于某些交易，惠誉博华会更频繁地进行跟踪评级，特别是当资产组合的表现急剧恶化时。

信用事件是指可能会影响交易评级分析的事件。信用事件一般包括但不限于：

- 交易对手评级下调或信用质量下降；
- 相关法律框架出现变动；
- 交易文件有重大修订；
- 任何其他被视为有重大信用影响的个别事件。

若惠誉博华发现或被告知发生了任何此类信用事件，则会评估相关评级分析受影响的程度。对于可能有重大影响的事件，惠誉博华会就该事件进行讨论。若该事件预计不会影响评级，或者经过召开信用评级委员会讨论得出结论认为该事件不会对评级产生影响，则惠誉博华可能会发布非评级行动公告，其中包含对事件的描述以及有关事件对评级无影响的确认声明。若信用评级委员会的结论是该事件对评级有影响，则惠誉博华将随后采取评级行动并发布评级行动公告。

根据惠誉博华的跟踪分析，因发生一笔一次性高额费用等原因使证券出现的小额违约（预期不会重复发生的很小金额的利息或本金延期支付）可能将被视为对评级无重大影响。惠誉博华认为，对于在交易期内信用表现基本稳健的交易，将其发生的上述小额违约按降级或违约处理并不能有效反映证券信用的实质状况。上述事例不会经常出现，具体情况也会因交易而异。一般而言，上述事例中的拖欠金额预计不会超过应付给受评证券的一个月的现金流。惠誉博华基于交易的预期表现得出其在一般情景下的预期损失，若交易无法承受惠誉博华预期的损失，则惠誉博华会评估资产质量的演变、现金流的确定性及各评级等级中预期损失与现有信用增级水平的差异，以确定对证券授予何种评级。

惠誉博华通常不会考虑低于 Bsf 等级的压力情景，而是会基于当前环境预测未来表现，且不会应用额外压力。

惠誉博华可能会按资产类别发布具体的跟踪评级标准，以说明该类资产的跟踪程序以及与跟踪评级相关的方法。

付款不可抗力

惠誉博华使用该术语来描述在与交易各参与方无关的支付操作中断情况下，未能及时付款的情形（例如国内骚乱、自然灾害、网络攻击、金融基础设施瘫痪或影响支付过程本身的其他不可抗力）。虽然出现此类情形可能不会立即代表违约，但惠誉博华通常会认定这种性质的延期支付为债务评级违约，并最迟在付款日期之后 30 个自然日，将评级下调至违约级。

评级敏感性分析

对于首次评级，惠誉博华会进行评级敏感性分析。对任何一类受评证券，敏感性分析会反映资产表现假设压力增大对评级产生的影响。例如，敏感性分析可能会表明，当基准情景下的违约假设升高 50% 而其他因素保持不变时，证券的模型隐含评级预计会从 AAAsf 变为 Asf。对于多数交易，敏感性分析仅基于模型得出。惠誉博华根据相关资产类别的关键表现参数选择敏感性分析参数，具体请参阅相关特定评级标准。

合理调查

进行首次评级和跟踪评级时，惠誉博华会依赖从原始权益人/发起机构、发行人、承销商及惠誉博华认为可信的第三方信息源处获取的资料。惠誉博华将会对评级行动所依赖的资料进行合理调查。

若惠誉博华认为有关信息无法有效核实，则会评估该等信息对评级分析的重要性。若惠誉博华拟依赖未经核实的资料，而该资料可能对分析结果有重大影响，则惠誉博华会修改假设或对评级施加上限，以反映不确定性的增加；若惠誉博华认为这种不确定性无法恰当体现在分析结果中，则会拒绝评级（就首次评级而言）或撤销原有评级。

评级标准变动

惠誉博华评级标准的使用应与通过信用评级委员会流程得出的经验性分析判断相结合。透明的评级标准和针对每个交易所进行的分析判断，以及评级报告中充分的信息披露，都会在强化惠誉博华评级流程的同时，也帮助市场参与者理解评级过程中所做的分析。

信用评级委员会可能对这些评级标准的应用进行调整，从而体现特定交易或实体的风险。这类调整被称为评级标准变动。评级标准变动及其对评级的影响都会被披露。

当产品风险、特点或其他要素以及方法论均已涵盖在评级标准的范围内，但评级标准中描述的分析过程需要修改以反映某个交易特殊的风险因素，则该评级标准变动可以通过信用评级委员会获得批准。

模型隐含评级

模型隐含评级为模型的输出结果，其能够指明或者隐含信用等级，并被信用评级委员会用于信用评级分析。当定性调整已经以符合已发布评级标准的方式作为模型输入项在模型中考量时，则模型隐含评级已经反映了相关定性调整。模型结果或受到评级上限的限制，在这种情况下，模型隐含评级的确定将考量评级上限，无论评级上限是否已经内含在模型结果中。如果评级上限未在模型结果中体现，则模型隐含评级为模型结果或评级上限中的较低者。

针对不可预见的状况更新评级假设

惠誉博华的评级标准旨在考虑各种各样的市场状况，包括严重和小概率的经济和信用风险情景。但是，如果我们预测到，由于某些意外的宏观经济或行业发展，将出现一个明显比评级标准框架所包含的压力情景更大的压力时，我们将需要调整一些关键的评级假设，以维持评级结果的前瞻性和时效性。

在这种情况下，评级分析团队可能会使用更新后的假设进行额外的压力分析，以反映惠誉博华对新的宏观经济或行业发展的看法。惠誉博华只会调整受到影响的关键评级假设，而所有其他要素（包括关键评级驱动因素和评级标准该如何应用的机制）将保持不变。对于依赖模型隐含评级的资产类别，在评级决策中将同时考虑评级标准假设下和更新的压力假设下得到的模型隐含评级。更新后的压力假设将比基础假设更为严格，从而只能得到与基础假设下相同或更低的评级结果。

使用额外的压力分析来确定等级的例子包括但不限于：

- 灾难性事件；
- 流行疾病；
- 监管或法律环境发生重大变化；
- 任何预计将导致消费者或行业行为突然发生重大变化的意外情形。

对于把额外压力情景纳入评级分析的时期，惠誉博华将在这一时期之初详细公开披露预计将调整的假设，这些假设可能会发生变化。评级行动公告将披露并描述所增加的分析，以及在评级决策中如何考虑这些分析。当新的压力假设被纳入评级标准或不再应用时，则该时期结束，惠誉博华将对此进行公开披露。

评级标准披露

惠誉博华预计在首次评级报告或评级行动公告中除了披露适用的特定评级标准中规定的相关内容外，还会一并披露下列信息：

- 是否根据前文数据充足性一节的规定在交易分析中使用市场数据而非贷款发放机构的特定数据，且该数据的使用未涵盖在特定评级标准中；
- 上文评级标准变动一节提及的对评级标准的调整。

附录 1：结构融资交易中的特殊目的载体

本附录旨在介绍惠誉博华对结构融资交易中破产隔离特殊目的载体(SPV)的要求。惠誉博华对 SPV 的分析主要针对标的资产与发起机构、SPV 所有人和其他关联机构的公司主体信用风险隔离的程度。实现隔离的手段可能因司法管辖区、资产类别及结构而异。本附录所述 SPV 指具有破产隔离功能的实体，无任何会计方面的含义。惠誉博华会运用下文详述的原则确定特定 SPV 为交易带来的益处。

SPV 的成立

SPV 类型

惠誉博华在为交易评级时，会评估法律形式各异的 SPV。法律组织形式未必是惠誉博华评估风险程度的决定因素，惠誉博华会通过分析下列因素判定其是否为决定因素：在交易整体结构框架下 SPV 的特点、相关司法管辖区法律及税务体制的影响、结构融资交易中 SPV 的目的与作用。

独立存在

惠誉博华不仅会评估 SPV 是否为独立法律存在，也会评估 SPV 有无能力独立于 SPV 管理人及任何其他关联机构运营的能力。如果惠誉博华认为一个 SPV 并非独立于所有其他相关方，则惠誉博华可能会决定，该 SPV 发行的所有产品的评级一概不得高于该 SPV 依赖的机构获得的评级。

司法管辖区

SPV 司法管辖区的选择受很多因素影响，并非全围绕如何缓释破产风险这一个因素。

税务负担与优惠或者与标的资产所产生的现金流有关的税务考虑通常也会是影响交易参与者为 SPV 选择司法管辖区的重要因素。无论 SPV 在其司法管辖区是否负有任何纳税责任，或是标的资产产生的现金流或其他收入或发行所得是否会因被课税而减少，均对 SPV 发行人服务其受评证券的能力有间接影响。

为缓释税务风险，税务负担轻或无税务负担的司法管辖区常被选为 SPV 的成立地。然而，若因为其他原因使得在 SPV 可能须承担纳税责任的司法管辖区成立 SPV 益处更大，则惠誉博华一般会索取有关潜在纳税责任税种及金额的信息，如何计算纳税责任，以及中和或缓解潜在纳税责任影响的结构措施的相关信息。进行现金流分析时，惠誉博华会评估所有潜在纳税责任对交易的影响。

商业活动限制

惠誉博华希望交易中设置一些限制条款来保护 SPV 在未来的独立性。惠誉博华还希望这些限制条款能够限制 SPV 所能从事的商业活动仅限于其履行交易文件中所约定的义务。这将降低新债权人和债务对交易或 SPV 破产隔离产生负面影响的风险。惠誉博华希望这些限制可以持续至交易结束。

根据成立 SPV 司法管辖区的法律而定，可以通过成立 SPV 的文件或交易文件中的合同限制，对 SPV 所能进行的业务活动和交易施加限制。惠誉博华希望这些限制正常情况下包括：

- 禁止更改所有权；
- 维持独立性的条款；
- 修改实质性文件的能力有限；
- 针对所有资产买卖（超出 SPV 为了自身成立和履行其结构融资交易文件规定的相关义务所必需的资产买卖范围）的限制；
- 尽量小范围定义的目标和权力（对于 SPV 自身成立和履行其结构融资交易文件中的义务所必需的目标和权力）；
- 管理者的权力受到约束；
- 没有额外的借款、融资、担保和诸如此类；

- 没有经营性业务；
- 没有雇佣员工；
- 不得将资产与其他方混同在一起。

除上述之外，对于某些结构还可以设置其他限制。惠誉博华将始终对适用的限制条款进行全面审查。

有限追索与诉讼禁止条款

由于拟进行的结构融资交易牵涉的交易债权人已知且可识别（证券持有人、担保托管机构、流动性支持提供方及任何其他与 SPV 直接订立合同的一方），该等债权人能够同意（在遵守相关法律限制的前提下）在交易文件中约定对其（各自）就 SPV 或 SPV 资产采取破产行动或其他损失挽回行动的合法权利施加限制。

对于上述交易债权人最终协定的常见限制条件会在 SPV 成立文件或交易文件中的有限追索与诉讼禁止条款（或类似条款）中列明。交易债权人同意其拥有的债权具有有限追索权，即表示其同意仅会就 SPV 的财产追索欠款。在诉讼禁止条款下，交易债权人放弃了单独起诉 SPV 的权利，并同意不会提起任何诉讼或仲裁程序以使 SPV 付诸破产或进入其他破产程序来偿还其债务。

惠誉博华一般预期交易债权人会同意有限追索与诉讼禁止条款。若交易结构不包含有限追索或诉讼禁止条款，或虽有此类条款但受到限制，则惠誉博华一般会要求对此做出解释并索取有关结构性风险缓释措施的信息，以评估 SPV 所受的风险，进而评估此类有限追索与诉讼禁止条款是否为结构融资交易带来益处。

受偿优先级

惠誉博华会审查有关交易权益相关方受偿顺位的安排，以评估其能否降低结果的不确定性以及是否在违约发生之前及之后均有效确定了证券持有人及其他交易方的受偿顺位。

对于不属于交易直接参与方，因而可能不受有限追索或诉讼禁止条款约束，并且可能会存在受法律优待的任何 SPV 第三方债权人（例如税务机关），惠誉博华同样会就该等债权人的优先受偿安排进行审查。

破产隔离

惠誉博华希望结构融资交易中的标的资产能够实现隔离。进行评级分析时，惠誉博华会评估交易机制隔离资产的效果。

具体采用哪种破产隔离机制取决于相关司法管辖区以及交易发起机构的目标。一种成熟的机制是将标的资产出售予 SPV（真实出售）。如何向 SPV 转让资产取决于资产类型、资产所在地、对该资产及其出售适用的法律。

无论发起机构为了隔离资产使用何种机制或结构，惠誉博华均会评估标的资产与其转让人及 SPV 管理人的隔离程度。惠誉博华会就标的资产发起机构或任何其他转让人破产导致标的资产被纳入该等实体破产资产的风险索取交易法律意见。

运营能力

惠誉博华预计 SPV 的管理人会为 SPV 提供充分支持，使其能够保持日常运营，尤其是在危机时期能继续运营。惠誉博华要求在交易文件中载明运营机构的责任，并给予运营机构适当权力以有效应对可能发生的问题，从而最大程度降低交易中断的风险。

评级无法反映的问题

经常会有一些问题难以进行分析，例如不可预见的政策风险、法律或税制变动的风险以及欺诈风险。惠誉博华的 SPV 分析和评级意见不会反映此类问题。惠誉博华授予评级时，法律或税务方面确定的待实施变化可能会反映在惠誉博华根据具体情况给出的评级分析中。

不对 SPV 授予主体评级

惠誉博华不会对结构融资交易中的 SPV 本身授予信用评级。原因是 SPV 本身没有经济实质。其资产被隔离，除参与结构融资交易外，SPV 不可经营任何其他业务，除因参与结构融资交易而发行证券外，SPV 一般不可举借任何其他债务。

因此，SPV 本身没有任何可供评级处理的无担保优先债务。SPV 本身的风险主要在于其成立是否合法有效，因此，SPV 不存在信用评级所需反映的信用风险。综上，对 SPV 本身进行信用评级是无意义的。

附录 2：级别上限与限制

惠誉博华可能会认为结构融资交易的某些特征不符合某些评级等级的要求。在此情况下，惠誉博华会对级别施加上限。一些局限性也可能令惠誉博华无法为证券评级。本节论述了施加级别上限的情况。由于结构融资交易各资产类别之间差异较大，因此本节不会做出适用于一切情况的细致规定。适用于特定资产类别的级别上限（若有）会在相应的特定评级标准中说明。若特定评级标准中规定了适用的上限，则特定评级标准比本报告所述评级标准优先适用。

本节旨在为惠誉博华结构融资分析师提供评估级别上限时应采用的基本原则框架。某些情况下，无论证券的信用保护或结构性风险缓释程度如何，原则上交易都不会获得高投资级级别。视交易的独特情况，级别上限可以为任何一个评级等级。

不满足本附录所述全部要素的特殊交易仍有可能被授予评级，前提是惠誉博华认定该交易符合惠誉博华评级的目的和意图，并且惠誉博华认为已经掌握了充分的信息可以形成评级观点。

资产组合与数据质量

在正文数据充足性一节，惠誉博华对希望获取的用于进行交易分析的数据做出说明了。

分析某些类型的结构融资交易时，惠誉博华会索取有关每笔贷款的数据。无法提供每笔贷款的信息时，重要的市场总体数据及发起机构提供的其他具有重要参考意义的数据或信息有时可以提供替代性信息。

有时尽管数据的时间跨度很长，但可能仅覆盖了经济环境有利的时期，因而不以供惠誉博华做出合理的假设。一段很长的经济上行时期的数据无法满足惠誉博华深入分析与评估资产在经济周期下行阶段可能会有怎样的表现，此外，经济上行时期很长有可能意味着存在“泡沫”，当资产表现向长期趋势回归时，会迎来一段很长的经济下行时期。

对于已经发展了很长时间的资产，惠誉博华还会根据已提供的数据分析资产所属产品类型发生了怎样的变化。若产品特点发生了很大变化，则于较早时候形成的资产相关数据可能不足以供惠誉博华对资产未来表现做出合理预测，因此其作用可能有限。如果产品特点只发生了较为有限的变化，定性调整可能就足以应对这些变化，从而无需施加级别上限。

对于存在“尾部”市场价值风险的交易，历史数据对评级分析的意义可能将成为一个问题（请参阅下文重大市场价值风险一节）。可能受经济基本面系统性转变影响，历史表现模式可能会突然变化，使得基于历史数据做出风险评估预测的效果减弱。在此情况下，建模的框架需接受额外的详细审查，尤其需关注短期流动性压力会如何影响交易。

若发起机构无法提供与前文描述一致的关于基础资产的历史表现数据，则交易可能不会获得惠誉博华的评级，除非存在强有力的缓释因素，例如提供了相关的市场总体数据。对于发起机构的授信标准对资产组合信用质量的影响预计较为有限的资产类别，相关的市场数据比相关发起机构的数据更有意义。

完全由某一特定类型资产（例如资产有特别属性或来自某个波动大的行业）为标的资产的交易可能会被施加级别上限。

可行的缓释因素

若能够获取的发起机构数据不完全符合前文所述标准，则可考虑以具有代表性的替代性数据进行补充，以辅助交易评级。除考虑获取其他数据来源外，惠誉博华还可能会从惠誉博华内部其他分析团队获取相关信息以辅助分析。

替代性数据可以是同一市场其他活跃发起机构的数据，或行业总体数据（无论哪种情况，作为数据对象的资产特点以及授信、发放和偿还标准均须相似）。某些情况下，替代性数据还包括从其他司法管辖区获得的相似资产类别的相关数据。对于因司法管辖区的独特情况造成的数据偏差，可通过做出合理调整解决。

对于基于有局限性的数据和补充的替代性数据而进行的且被施加了级别上限的评级，其评级过程中针对违约与损失严重度的假设值会高于数据更充分时对应评级等级的假设值，以缓释用于得出评级假设的数据存在不确定性的风险。相比数据更充分而言，用于得出评级假设的数据不确定性增加会导致更高的基准情景假设、更高的压力水平及更高的信用增级。

若历史数据仅略微不足或前文所述的替代性数据存在，则交易有可能获得一个无级别上限的评级。这种情况下，对越高的信用等级区间，惠誉博华将越显著地增加额外的资产压力来缓解历史数据的不足。这种方法既可以在获得更广泛市场信息情况下用于评级标准层面，也可以用于交易层面。

资产集中与表现波动

若交易表现完全或主要依赖单一行业、少量区域或极少的几个债务人，则会产生债务集中问题，尤其是在信用质量低的情况下。随着交易存续的时间越来越长，债务不断被摊还，最初高分散度资产池的集中度可能会越来越高。在此情况下，惠誉博华可能会施加级别上限。惠誉博华希望在新的交易中能够通过结构性缓释措施解决此类风险，例如设置最低信用增级水平。

行业集中

对于行业集中问题，惠誉博华会分析行业类型（或少数几个与之关联的行业，具体视情况而定），并分析该行业是否具有资产表现波动大、行业参与者数量少或不确定性大（例如因关键技术可能被淘汰而导致很大的不确定性）的特点。若存在上述特点，惠誉博华可能会施加级别上限。

具有标准分散度的结构融资交易不会被视为集中于某单个行业范畴。例如，消费金融市场的车贷和信用卡应收账款，市场特征明显，但有充分的表现数据，能够得出可靠的分析假设。尽管这些行业的表现存在周期性，惠誉博华通常不会施加级别上限，因为数据表现可靠，不确定性相对很低。此外，消费金融类交易具有债务人分散的特点，惠誉博华能就压力环境下债务人的集体行为得出合理的意见。对于某些债务人较为分散的资产组合，若资产组合的行业或细分行业集中度较高，而这些行业以往表现波动很大或者当时不易预测，则惠誉博华可能会施加级别上限。此类交易包括以非传统或信用风险较大的资产作为基础资产且授信行为较激进或存在其他风险因素的交易，还可能包括那些在经济周期顶峰时期发放的，而后历史表现不佳且波动很大的资产占比较高的交易。

区域集中

若交易存在显著的区域集中问题，惠誉博华有可能会施加级别上限。惠誉博华认为，这种交易可能表现出很大的波动，因而不符合 AAAsf 评级。惠誉博华会分析每个交易所涉地区的经济情况，以此决定是否施加级别上限。相对不严重的地理集中问题可通过特定的分析调整解决（具体请参阅相关特定评级标准）。

债务人与资产集中

若资产组合存在显著的债务人或资产集中问题，惠誉博华可能会施加级别上限。然而，资产类别、债务人或资产集中的类型以及资产信用质量对惠誉博华的决定也有影响。例如，以一线城市的一套优质商用房产为基础资产的 CMBS，可能不会被施加级别上限，因为这种房产一般具有很强的流动性以及很高的转售价值。另一方面，以少量低评级企业债务人的无担保债务作为基础资产的交易可能不会获得高评级（更为分散的交易则相反）。

最初足够分散但后来资产池逐渐变小或贷款笔数逐渐变少的交易可能会有债务人或资产集中风险。随着交易账龄逐渐变大及本金逐渐被摊还而上调尾部目标信用增级可缓释这类风险。对于存在此类集中风险，并且交易中缺乏任何结构性缓释措施以解决因资产池逐渐变小而引起表现波动增大问题的情形，惠誉博华可能会施加级别上限。

循环期

循环期很长的交易可能不会获得评级或者会被施加级别上限。该等结构特点会导致风险暴露期变长，因而使证券持有人承受更多风险。具体而言，循环期很长的交易其资产组合的风险特征出现负面变化的风险更大，尤其是对于经济周期的上行至顶峰阶段，在之后的下行阶段，基础资产可能会遭受更大的损失。

对于循环交易，惠誉博华还可能分析对交易方的激励机制有无问题（请参阅下文对交易方的激励一节），因为随着时间的流逝，基础资产可能发生显著变化，并且发起机构出于维持自身短期资金的目的，可能会有向资产池出售或替换劣质资产的动机。虽然合格标准一般可以一定程度上防范此类事情的发生，但其可能无法应对利益冲突严重的情况。惠誉博华可能会施加级别上限或不授予评级，具体视交易为解决这种问题做出的安排而定。

法律条款与条件

惠誉博华对于结构融资交易的评级一般反映了投资者根据投资时涉及的条款与条件（例如交易文件中载明的条款与条件）获得还款的可能性。

然而，有的交易条款与条件可能包含一些惠誉博华认为与高投资级级别（尤其是 AAAsf 级别）相悖的内容，这可能会导致惠誉博华对评级施加上限或其他限制。具体包括但不限于下列内容。

证券利息延期支付

惠誉博华对结构融资交易的评级会审查投资者按投资条款与条件获得还款的可能性，即对于本金还款，惠誉博华的评级反映了截至法定到期日的还款情况（除非存在一个预先确定的，若无法落实则按违约事件处理的本金还款安排）。

如果惠誉博华预计在 AAAsf 评级等级的压力情景下，证券利息可能延期支付，则不会授予该级别，即使交易文件条款允许延迟支付利息。

惠誉博华仅在满足以下条件的时候会为预计发生利息延期支付的证券授予 AAAsf（不含）以下的评级等级：

- 交易的优先受偿机制中包含了对延期部分的偿还；
- 在所授予的评级对应的压力情景下，延期部分必须能够按照交易文件条款约定，在法定到期日之前全部偿付完毕；
- 利息延期已经是某一类特定产品的常见结构特征，或者证券持有人能够明确地识别证券可能发生利息延期支付的信息（例如，证券名称为“可延期证券”，或发行文件中将利息延期列为证券的风险因素）。

若惠誉博华认为证券的利息延期支付机制无法被投资公众清晰识别，则通常不会对该等证券进行评级。

特定的证券违约事件

某些交易的表现可能不如惠誉博华的预期，交易表现不及预期可能会导致证券违约事件发生。但是尽管如此，根据惠誉博华的当前预期，倘若交易持续至到期，证券违约事件可能不会导致交易现金流的分配发生改变，或是证券的利息或本金发生损失。此类事件可能不会影响惠誉博华的信用分析，然而通常这类情况表明交易中存在某种形式的资产表现压力。

在此情况下，若交易因达到触发条件而发生证券违约事件，即便其他方面的表现仍符合惠誉博华的预期，一般也无法获得较高的评级。

有条件地调减利息或本金

若交易文件规定，发生某些信用事件时，可调减利息或本金。在此情况下，惠誉博华为该结构融资交易评级时，会转向重点分析交易文件，并且考虑触发条件发生的可能性以及其他结构安排。对于此类情况，由于基于交易文件所述交易形式得出的信用评级意见不能有效反映交易总体信用特征，这最终可能会导致交易被施加级别上限或完全无法被评级。

若受评证券的票面利率或本金与市场行情挂钩，即其具体金额取决于市场行情，则惠誉博华不会对此类交易进行评级，因为其无法评估实质上的市场价值风险暴露（请参阅下文 **重大市场价值风险** 一节）。谨此说明，此原则不适用于利息金额因为计算依据基于浮动利率指数或通货膨胀指数而发生变动的情况。

虽然惠誉博华认为利息和本金的有条件调减都有可能导致交易被施加级别上限或无法被评级，但一般而言，相比利息额的有条件调减，惠誉博华更加关注对本金额的有条件调减。

递增票面利率

结构融资交易有时包含票面利率递增机制，其目的是作为激励机制使得证券尽快得以清偿。通常，递增票面利息是既定票面利息的一部分，其支付顺位与对应证券相同，未按时支付优先级证券的利息会构成违约。惠誉博华进行评级分析时，会假定证券未被提前清偿，因而证券票面利率会升高，惠誉博华的分析中会对升高的票面利率作出说明。

如根据交易文件的规定，递增票面利息在交易分配顺序中为劣后级（受偿顺序劣后于最低级别的证券），且未按时支付递增利息不构成违约，则惠誉博华会视情况考虑不在评级意见中处理劣后级递增票面利息的问题。若递增票面利息包含于评级意见中，则其也会包含于惠誉博华的现金流分析中。若递增票面利息在交易分配顺序中为劣后级，则其评级等级会因投资者收到这种劣后利息的概率较小而受到限制。这可能会导致对设有递增票面利率的该档证券施加与相应的劣后还款一致的级别上限，或者完全无法进行评级。

此外，惠誉博华将不会在存在本金现金流的情况下仅对利息进行评级。

缺乏实质经济目的的交易

惠誉博华一般不会对看来无任何实质经济目的而是完全出于税务或会计上的考虑而发起的交易进行评级。虽然对结构融资交易的发行人而言税务或会计上的考虑通常也是发起有关交易的动机之一，但此类考虑一般而言是为了配合主要的经济动机。若惠誉博华认为有关交易无任何经济实质，则惠誉博华不会对该交易评级。虽然惠誉博华没有理由认为此类交易不合法，但此种结构不符合惠誉博华评级的目的和宗旨。

重大市场价值风险

惠誉博华一般不会对有重大市场价值风险的结构融资交易评级。惠誉博华认为，交易存在的尾端风险（或发生极端事件的风险）如果到达一定程度，尤其是市场价格变动的尾端风险，交易将不符合高投资级级别要求。因此，原则上惠誉博华会对该等交易施加级别上限。无论数据、信用保护或其他缓释机制如何强大，交易获得的评级都不会超出级别上限。与资产表现数据不同，有关市场价值变动的历史数据对未来价格变动的预测作用较弱。

施加级别上限主要是因为对尾端风险环境中有效评估清算前景的局限性。某些资产在极为严苛的环境下强制变现的价格可能会极低，以致在这种环境下无法考量资产的支持作用。

法律不确定因素

若惠誉博华对影响某类资产类别或某一司法管辖区的法律框架的稳健性存有顾虑，则级别上限也可能适用。评估该问题的其中一个办法是审查法律意见书中的保留意见、限定性条件及假设的程度与重要性，因为该等内容可能会削弱法律意见书中观点。在保留意见和限定性条件的约束下，是否施加级别上限以及将上限设定在哪一评级等级均受法律事件发生的可能性影响。若突出法律问题得不到充分处理，则惠誉博华可能不会授予任何评级。

对第三方的依赖

结构融资交易的一个基本原则是使交易表现与交易对手的自身信用或操作风险实现最大程度的结构性隔离，其目标是防止交易对手的信用恶化或违约对结构融资交易本身的表现产生重大不利影响，使结构融资交易的表现主要反映基础资产的表现，而与影响交易对手的风险无关。

然而，某些结构融资交易的表现很大程度上依赖第三方（例如发起机构、原始权益人、资产服务机构等）的持续表现。若第三方所履行的关键职能是不可替代的且对交易表现有至关重要的影响，则可能导致对该第三方存在实质性信用风险暴露以及运营依赖。对此类交易，惠誉博华会施加级别上限，上限会设定为相关交易对手的评级等级或高于发起机构信用评级一定水平（视具体情况而定）。相关交易对手包括但不限于以下类型。

资产服务机构

对于因下列原因导致资产服务机构违约后不确定资产能否继续偿还的交易，惠誉博华可能会施加级别上限：

- 相关法律文件未设置充分的后备机构替换机制；
- 惠誉博华认为如果资产服务机构申请破产，相关法律对交易的支持不够。这对于资产服务机构主体评级为非投资级或未获评级的情况尤其适用。

若惠誉博华认为有关交易能够承受住资产服务机构突然违约带来的流动性冲击，则惠誉博华可能不会设级别上限。某些情况下，能令惠誉博华不设级别上限的措施包括增加流动性储备金以应对过渡时期偿还证券的需要。达成交易时已确定后备或候补资产服务机构也有可能减弱设置级别上限的必要性，此种情况下，惠誉博华会审查后备机构的类型及运营和信用水平。

发起机构

一般而言，结构融资交易会使得基础资产表现尽量与发起机构的表现相隔离。然而，惠誉博华认为，这种隔离并非总能实现，并可能会对评级产生影响。例如，若有关资产无法被真实出售或无法实现明确的破产隔离或无明显法律依据证明破产隔离有效，则在无其他缓释机制的情况下，惠誉博华会设置级别上限，其上限与发起机构的主体评级相同。

若交易对发起机构或其他重要参与方的持续运营有严重依赖，级别上限也可能适用。该调整同样适用于对不确定发起机构能否维持相同质量发放标准或保证数据真实有效的循环结构交易。

其他交易对手风险

惠誉博华认为，要通过结构上的设计完全消除结构融资交易的交易对手风险是不可能的。然而，利用结构设计尽量缓释交易对手风险是可行的。如惠誉博华认定受评的结构融资交易最大程度满足了隔离交易对手风险必要的最低限度安排，则惠誉博华认为结构融资交易的风险与主要交易对手的风险已充分隔离。若未作出该等安排，惠誉博华则会施加级别上限。

尽管有该等安排，惠誉博华还是发现有些情况下，对交易对手的依赖可能很严重以至于常规结构性安排不足以缓释，此时这种依赖将成为评级分析的首要考虑因素。

是否实行级别上限取决于交易对手风险的大小、交易对手的信用特征、特定缓释因素及惠誉博华对未来补救行动的预期。若交易对手风险很大且惠誉博华认为交易对手缺乏在未来采取补救行动的承诺，有关证券则可能会被施加级别上限，上限即该交易对手的主体评级。

对交易方的激励

理想情况下，交易方受到的激励与证券持有人的利益一致。然而，实际情况并非总是如此；有时，利益与激励的不一致可能会产生严重后果，以致惠誉博华会施加级别上限，甚至无法授予任何评级。针对发起机构的激励结构以及针对交易对手的依赖度进行分析是有必要的，特别是当发起机构遭遇某种形式的财务困境时（可能体现为评级很低）。

发行人有时还可能会在交易中加入为发起机构或其他交易对手提供选择权的条款。行使选择权时交易对手会做出何种行动也是惠誉博华对结构融资交易评级时会考虑的内容。若交易对手（投资者除外）的特定行动会导致证券出现重大减值，则惠誉博华无法对交易授予任何评级。此类选择权包括：

- 发起机构以可能导致证券持有人损失利息或本金的价格赎回证券（或回购所有基础资产）的权利；
- 发起机构按其选择的水平赎回证券继而导致整个交易结构的信用保护水平发生改变的权利。

本标准系惠誉博华的内部规章、制度与政策，惠誉博华将在其自身视为合理的范围内结合业务发展，或基于法律法规、监管规定、自律规则的要求，对该等规章、制度与政策进行修改并重新公示。惠誉博华不以任何形式或方式对该等规章、制度与政策的准确性、及时性、完整性或特定用途的适用性作出明示或暗示的保证。