

结构融资交易的资产服务机构风险（一）

——明珠商业保理失联事件案例分析



中国结构融资市场经过近年来的快速发展，已经形成了较为可观的市场容量，交易数量众多，基础资产类型丰富，交易结构也渐趋完善。结构融资交易在发行成功后的持续运营管理是一个系统化的工作，需要各类机构各司其职并相互配合，其中资产服务机构是交易中一类重要参与机构，其基本职责是承担资产池现金流的归集以及对逾期和违约资产的管理，是交易中不可或缺的角色，也是结构融资交易中的一类重要交易对手。

在市场持续发展的同时，结构融资市场中的风险事件间或显现，开始暴露出一些不足。目前已经出现的风险事件多来自于基础资产的风险，而源于资产服务机构自身信用状况或运营状况恶化的风险事件也偶有发生，后者引发了市场对相关风险的关注。随着对结构融资产品不断深入的理解和探索，在交易发行和运营环节，市场中开始出现更加完备的，并且适应交易特点的资产服务机构风险缓释机制，同时伴随呈现出一定的制度化特征。

本文将结合近期发生的结构融资交易资产服务机构失联事件，及相关参与机构的处理措施，讨论供应链 ABS 交易中贷款服务机构风险的产生及缓释。

明珠商业保理失联事件始末

2023 年 3 月，华能贵诚信托有限公司（以下简称“华能贵诚”）发布《关于联系不到明珠商业保理有限公司的公告》，公告其作为受托人所参与的四单（均为相同交易结构的同一系列交易）存续资产支持票据（ABN）交易中，其与作为发起机构和资产服务机构的明珠商业保理有限公司（以下简称“明珠商业保理”）无法取得联系。公告中进一步陈述明珠商业保理已不能够按照合同约定履行资产服务机构职责，无法提供所涉四单交易的相关数据或出具分析监控报告，并且预计未来亦无法于 2023 年 4 月规定日期之前出具上一年度的《年度资产服务机构报告》，进而会对各交易造成重大不利影响。

公开披露的发行文件显示，公告中所提及系列交易的发行载体管理机构（华能贵诚）和资产服务机构（明珠商业保理）签署《服务合同》，根据《服务合同》的约定，由明珠商业保理作为资产服务机构对《服务合同》项下的资产进行管理，提供与基础资产及其处置有关的管理服务及其他服务。具体包括：资产回收款的归集、资产债权追索、对资产池进行监控以及交易信息的记录、保存和披露。2023 年 4 月，因为替代资产服务机构尚未确定，受托人也未收到年度资产服务机构报告，华能贵诚依据资金保管机构报告及资产清单，聘请会计师事务所对截至 2022 年末的资产运营情况进行了审计，披露内容显示各交易的基础资产状态未发生变化。

2023 年 4 月 28 日，华能贵诚作为四单交易的持有人会议共同召集人之一发布公告，拟于 2023 年 5 月 16 日分别召开四单交易的持有人会议，拟审议并表决“修改信托财产分配条款的议案”和“更换资产服务机构的议案”。其中“更换资产服务机构的议案”主要涵盖解任明珠商业保理的资产服务机构职能，并委任深圳前

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（二）

分析师

郑 飞 FRM

+ 8610 5663 3816

fei.zheng@fitchbohua.com

孙佳平 CFA, FRM

+ 8610 5663 3813

jiaping.sun@fitchbohua.com

媒体联系人

李 林

+ 8610 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

海联易融商业保理有限公司（以下简称“联易融商业保理”）作为替代资产服务机构的内容。2023 年 5 月，根据四份持有人会议的决议公告，各交易的持有人会议均按计划如期举行，各交易的上述两份议案均达到生效条件。至此，四单交易的替代资产服务机构正式确认，因明珠商业保理公司失联给四单交易造成的资产服务中断得到解决。

发行文件显示，该系列交易的发行期限均为一年期，本息偿还均为到期一次性还本付息，到期时间分别为 2023 年的 7 月、8 月、10 月和 11 月。截至 2023 年 10 月末，约定到期日在此之前的三单交易均如期得到兑付和清算。在本案例中，自 2023 年 3 月 17 日公告资产服务机构失联，至 5 月 17 日通过新的资产服务机构委任，前后历经两个月，根据已到期交易的兑付情况，该风险事件并未对交易的及时足额偿付造成实质性影响。

事件解析

从中国结构融资市场的历史实践来看，因为资产服务机构不能尽职履责以至于需要更换资产服务机构的情况并不常见，而上述个案的顺利解决也并不代表在结构融资交易中，资产服务机构的重要性无足轻重。理论上，结构融资交易的资产服务机构因重大运营风险造成服务中断的情况，大概率会造成资产池回收款不能按照原设计归集路径完成正常归集，或者因为与资产服务机构自有资金混同而出现现金流归集受限，甚至有可能会引致涉诉风险。

事实上，除了受托人积极履职尽责以外，案例中四单交易的交易类型具有一定特殊性，均为相同结构的供应链 ABS，支付频率低。并且交易遵循相应的监管框架进行了结构性安排，从而使得资产服务中断的处理流程较为简洁，在有限的时间窗口内完成了资产服务机构替换工作。上述事件中多方因素共同作用，及时有效地缓释了资产服务机构失联引发的潜在风险。

供应链 ABS 简述

上文提到的供应链 ABS 是围绕核心企业构建的一种结构融资交易，基础资产是核心企业供应链应收款，属于应收账款 ABS 的一种。根据上海证券交易所的相关指引¹：

“应收账款是指企业因履行合同项下销售商品、提供劳务等经营活动的义务后获得的付款请求权。核心企业供应链应收款则是指上游供应商或服务提供方核心企业或其下属公司销售商品或提供服务等经营活动后产生的、以核心企业或其下属公司为付款方的应付款请求权。”

“核心企业，是指在供应链业务过程中具备主导地位且利用其主体信用为供应链资产支持证券提供信用支持的企业。”

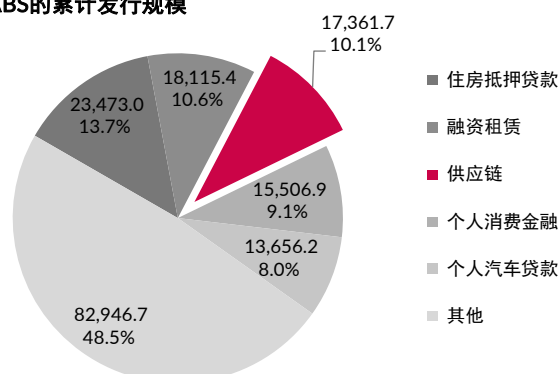
核心企业供应链应收款的债权债务双方通常表现为多对多的关系，即多个债权人对多个名义债务人；但在信用实质上，则是多对一的关系，即多个债权人对一个实际债务人，这一实际债务人即为核心企业，其他名义债务人一般为核心企业的子公司或关联公司。例如，在房地产类供应链 ABS 中，债权人一般为众多的建

筑施工企业和（或）材料供应商，名义债务人为地产开发项目公司，核心企业则是房地产开发集团。

在中国结构融资市场中，供应链 ABS 是一种常见的结构融资交易类型，拥有庞大的投融资需求。核心企业发起供应链 ABS 交易的动力，源于提升其资金使用效率的需求。其凭借在供应链中的优势地位形成庞大的应付账款后，可以利用供应链 ABS 推后自身的付款时间，拉长应付账款的账期，同时使其实际业务中的债权人能够较早得到偿付。另一方面，供应链 ABS 将分散的债权集中打包，并统一由核心企业提供增信，也使得金融机构能够以证券投资的方式，将供应链 ABS 作为对其重要客户，即核心企业的一种授信或融资途径。

供应链 ABS 在发行数量及发行规模上均位居所有类型结构融资交易的前列。截至 2023 年 9 月末，国内供应链 ABS 累计发行交易 2889 笔，在全市场²中数量第一；若按发行规模排序，则仅排在住房抵押贷款 RMBS、融资租赁 ABS 之后，累计发行规模超过 1.7 万亿元，占历年发行结构融资交易的 10%。

供应链ABS的累计发行规模



注：数据截至2023年9月末，表示规模的数字单位为亿元，百分比数值为规模的占比。
来源：CNABS、惠誉博华

供应链 ABS 中的商业保理公司

国内九成以上供应链 ABS 的发起机构和资产服务机构均为商业保理公司，但其往往并非应收账款债权的原始权益人。商业保理公司所从事的商业保理业务³，使其天然适合作为供应链 ABS 中应收账款债权的归集主体及发起机构，从而能够广泛参与到供应链 ABS 交易中。在供应链 ABS 发行前，保理公司首先会与核心企业协商，由前者对核心企业分散的债务进行归集。之后保理公司作为发起机构再将债权转移给特殊目的载体以发行证券，同时受聘成为结构融资交易的资产服务机构，继续为交易提供资产管理服务。

这样的安排一方面能够避免引入众多原始权益人，使交易结构更加简明；另一方面也使商业保理公司作为资产服务机构的职能更加单纯，有利于替换机制的有效实施。

¹ 《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》，上交所，2022，以下简称《指引第 2 号》。

² 包含信贷 ABS、交易所 ABS 和银行间市场 ABN。

³ 商业保理业务，指供应商其基于真实交易的应收账款转让给商业保理公司，由商业保理公司向其提供保理融资、销售分户（分类）账管理、应收账款催收、非商业性坏账担保等。定义来源于：《关于加强商业保理企业监督管理的通知》，中国银保监会，2019。

资产服务机构职能分流

在本案例中，资产服务机构的职能还存进一步的分流和转移安排⁴，使得交易对明珠商业保理运营依赖进一步降低。

根据服务合同的约定，由明珠商业保理作为资产服务机构对《服务合同》项下的资产进行管理，提供与基础资产及其处置有关的管理服务及其他服务。受托人同意明珠商业保理有权将资产管理服务转委托给第三方“盈佳信联科技集团有限公司”（以下简称“盈佳信联”）。明珠商业保理对转委托给盈佳信联的资产管理服务（如有）承担责任，盈佳信联承担信息的记录、保存和披露，具体包括入池应收账款债权登记及信息化管理、交易信息记录、信息查询与提供、审计和评级配合、资产文件保管与提供等。盈佳信联负责向受托人提供并开放其 IT 系统的数据接口及访问权限，便于受托人通过电脑终端随时查阅信托各笔入池应收账款债权的资产文件和资产的相关资料和信息，并允许受托人随时导出资产的相关信息和数据。

上述安排保障了在明珠商业保理失联期间，对基础资产具体的资产服务并未中断，且相关职责在资产服务机构替换过程中无需转移，从而使替换流程清晰简洁。

供应链 ABS 转付机制的监管指引

供应链 ABS 中，商业保理公司的主要作用在于归集债权，而交易安排由核心企业主导，发行后的资金转付通常也不经过商业保理公司账户。根据上海证券交易所《指引第 2 号》规定：

“核心企业供应链应收款资产支持证券的基础资产现金流原则上应当由债务人或核心企业（如有）直接回款至专项计划账户。”

事实上，转付过程中的参与机构越多，引入的交易对手风险主体越多。而由债务人直接向专项计划账户转付，将使应收账款现金流免于与资产服务机构的自有资金相互混同。

在明珠商业保理案例中，规定债务人按照相关文件约定直接将回收款划付至信托保管专户⁵，而不通过发起机构转付至信托保管专户，信托保管专户的资金由受托人委任的资金保管机构保管，对信托资产单独记账、独立核算，信托保管专户独立于发起机构的自有资金账户和其他收款账户。这一交易安排很好地保证了基础资产现金流转免受明珠商业保理运营风险的波及。

较低的支付频率

案例中四单交易的现金流归集和支付频率很低，优先级票据的偿付方式均为到期一次性还本付息。相应地，作为基础资产各笔应收账款到期日均被统一设置在支付日前第 4 个工作日，即四单交易的现金流仅在临近支付日进行一次归集。这是供应链 ABS 中的常见操作，但这样的资金归集安排客观上为此次风险事件的处理提供了较为充分的时间窗口，在后备资产服务机构缺位的情况下顺利完成替换，使证券偿付免于遭受明珠商业保理的资产服务阶段性中断的不利影响。

资产服务机构替换

当案例中明珠商业保理失联时，相关四单交易的受托人华能贵诚根据交易文件授权，召开资产支持票据持有人大会，由后者做出

更换资产服务机构的决议，并委任了替代资产服务机构。虽然该案例顺利完成替换，资产服务中断风险得到缓释，但也体现出供应链 ABS 中作为发起机构和资产服务机构的商业保理公司的主体信用质量偏弱，容易使交易暴露于交易对手风险的特点。

结语

在明珠商业保理失联案例中，因交易运营的安排，明珠商业保理作为资产服务机构的职能较为抽象，其在交易中的意义更多在于归集债权并作为发起机构。因此，当其失联导致资产服务中断时，相应的缓释机制迅速有效的落地执行，使得资产服务机构替换并未对交易回收款的归集和转付造成重大影响，证明了结构性安排在缓释交易对手风险中的有效性。

但是，本案例中仍然存在诸如后备资产服务机构缺位、资产服务机构主体信用质量偏弱等问题。尤其是引入主体信用质量偏弱的资产服务机构，将不可避免地使交易暴露于其运营的不确定性中。即使存在充分的结构性缓释措施，资产服务机构的信用质量依然值得重视，委任信用水平与证券评级等级相匹配的资产服务机构，会大大降低发生此类风险事件的可能。在后续的《结构融资交易的资产服务机构风险（二）》中，惠誉博华将以评级视角讨论更多与资产服务机构风险相关的案例。

⁴ 类似海外市场某些结构融资交易中的总服务商和首要服务商，总服务商主要负责对首要服务商的监督，首要服务商则负责对基础资产的具体管理。

⁵ 信托保管专户，指受托人专门在资金保管机构为信托而开立的独立人民币银行结算账户。

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。