

LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION

IMPACT PLAN

浅析商业保理公司在资产证券化业务中的作用及相关风险缓释措施

联合资信 结构评级三部 | 陈开帆 | 李敦远



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.



引言

我国商业保理行业发展超过十年，行业监管逐步完善，商业保理机构作为供应链金融的重要参与者，也常见于资产证券化产品之中。近期，笔者留意到，易见股份4月初披露了《行政处罚决定书》，其中涉及易见股份通过下属保理公司开展虚假商业保理业务，此外个别保理公司失联、转型、注销等报道也时有发生。

在商业保理公司参与的资产证券化产品中，其承担的角色主要包括哪些，因其履职能力下降是否会影响证券的正常兑付等是市场参与者较为关心的问题。本文主要介绍商业保理公司在不同资产证券化交易结构中的作用，涉及的相关风险点及对应的缓释措施。

一、商业保理行业概况

商业保理公司主营业务是供应商（即债权人）将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服务。

我国商业保理行业发展超过十年，行业监管逐步完善，企业趋于高质量发展。

2012年6月27日商务部发布的《关于商业保理试点有关工作的通知》（商资函〔2012〕419号）开启了商业保理试点工作，在此之前我国保理行业以银行保理为主导。2018年4月，商业保理公司业务经营与监管规则职责划给了中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）。2019年10月，银保监会办公厅发布《关于加强商业保理企业监督管理的通知》（银保监办发〔2019〕205号，以下简称“205号文”）。205号文从依法合规经营、加强监督管理、稳妥推进分类处置、严把市场准入关、压实地方监管责任、优化营商环境六个方面指导各地加强商业保理公司的事中、事后监管。在2021年《民法典》生效前，商业保理业务在法律法规方面主要依据《合同法》《物权法》等，《民法典》实施后，保理合同进入了有名合同行列，保理业务从此有法可依。

从试点经营至规范发展，至今商业保理行业发展已逾十年。根据中国服务贸易协会商业保理专业委员会（以下简称“商业保理专委会”）发布的《中国商业保理行业发展报告（2021）》（以下简称“《报告》”）显示，2021年我国全年商业保理业务量约2.02万亿元，同比增速约34.7%。2021年以来，行业清理规范工作及“白名单”制度的实施使得国内商业保理公司数量持续不断下降。据商业保理专委会不完全统计，截至2021年底，全国存续的商业保理法人企业及分公司共计7984家，同比减少6.82%，在市场整体规模增长的同时商业保理公司数量却在下降，单体规模增长，商业保理行业在规范发展的同时也在走向高质量发展，市场集中度或将提升。

从注册地来看，商业保理公司大多数位于广东、天津、上海等沿海经济发达地区。天津由于商业保理起步较早且政策优惠吸引了较多央、国企的商业保理公司，根据《报告》显示，截至2021

年底存续的 71 家央企背景的商业保理公司中，在天津注册的有 36 家，占比 50.70%。深圳也由于良好的营商环境吸引了约半数商业保理公司注册。

从企业性质来看，在 2021 年 396 家监管名单企业中，民营保理公司数量占比 58%，央企、地方国企保理公司占比 41%。根据中物联物流与供应链金融分会的不完全统计，2022 年前 10 个月全国有 91 家商业保理公司注册成立，其中国有企业商业保理公司占比近 60%。国有集团公司由于在产业链中处于核心地位，通过设立商业保理公司进行资源整合，以供应链金融服务盘活资产，因此近年来国有企业商业保理公司占比逐渐提升。

二、商业保理公司在不同资产证券化交易结构中的作用、相关风险点及缓释措施

从商业保理公司与基础资产的关系来看，可以区分为通道类业务和非通道类业务，通道类业务的资产并非商业保理公司日常业务所形成的资产，是商业保理公司为特定的资产证券化业务而专门持有的某类资产；而在非通道类业务模式中，商业保理公司将自身日常经营所产生的资产作为基础资产转让与专项计划。

（一）通道业务

基于通道业务开展的资产证券化产品中，应注重基础资产的质量、法律合规性和转让的合法性，以及底层现金流的归集路径；商业保理公司在此类交易结构中的职责相对较弱，在基础资产及其转让事项的真实、合法性得到有效确认，且资金归集由债务人直接划往证券相关托管账户的情况下，因商业保理公司履职能力大幅下降而影响到证券兑付的风险较为可控。

基于通道业务开展的资产证券化产品的基础资产通常是商业保理公司为设立特定资产证券化产品而专门持有的资产，主要包含供应链上下游应收账款债权等。在基于通道业务开展的资产证券化产品的交易结构中，商业保理公司通常担任原始权益人/发起机构和资产服务机构的职责，增信主体（或有）一般是信用级别较高的资产提供方。

商业保理公司作为原始权益人/发起机构在构建资产、封包转让及专项计划存续期间承担着不同职责：

首先，商业保理公司在资产池的构建中扮演着重要角色，在构建资产的过程中，商业保理公司应重点关注基础资产的质量、法律合规性及转让的合法性。一方面，商业保理公司承担着汇聚应收账款的职责，依据资产准入标准，对底层资产买卖双方资质进行审核，筛选、打包基础资产；另一方面，基于底层交易合同的真实合法性，商业保理公司可向融资人提供融资服务，以有/无追索权的方式购买应收账款，构建基础资产池。**在基础资产审查时，商业保理公司重点考察应收账款质量风险，以及合同条款中是否存在限制转让等条款。应收账款质量风险主要包含贸易背景真**

实性与合法性风险、供应商与购货商之间贸易纠纷引发的债权风险、购货方抗辩权引发的风险及交易双方债权抵销风险。贸易背景真实性与合法性风险系指如应收账款本身存在法律问题，将影响应收账款转让的合法性，因此商业保理公司需要严格审查交易双方主体情况，对交易合同、发票等文件严格审查。其次是供应商与购货商之间贸易纠纷引发的债权风险，若买卖双方产生纠纷，保理款项的回收将受到影响，因此商业保理公司需掌握交易双方历史纠纷情况，或在保理合同中约定若交易双方产生纠纷保理公司仍有权进行追索。此外应收账款质量风险还包含购货方抗辩权引发的风险及交易双方债权抵销风险，因此商业保理公司需要重点调查买卖双方日常交易背景，审查卖方的历史交易记录、账单、卖方指定账户的资金情况及财务状况。通常增信主体的信用带入是通过两种方式完成的，第一种方式是通过增信主体对应收账款确权，增信主体会出具《付款确认书》对基础资产所涉及应收账款的到期偿付提供不可撤销的到期付款承诺，在这种增信方式下，要更为重视基础资产的真实性和有效性，及《付款确认书》的表述中是否含有由增信主体履行还款义务或在债务人不履行还款义务的情况下履行付款义务的意思表示；第二种方式是增信主体对券端直接增信来覆盖底层资产风险，例如差额支付承诺人出具《差额支付承诺函》对专项计划优先级资产支持证券/资产支持票据的偿付提供不可撤销及无条件的差额支付承诺。

其次，在封包转让的过程中，原始权益人将基础资产“真实出售”给专项计划/财产信托应满足终止确认、对价及批准登记通知三个要素。交易结构中通常要求债权人及债务人分别出具《债权转让通知书》和《债权转让通知书回执》确认债权已由债权人转让予商业保理公司且由商业保理公司转让予专项计划/财产信托的事实，并需要在中国人民银行征信中心办理《动产担保登记证明-初始登记》，但需要注意的是该应收账款转让登记仅能作为判定受让第三人是否善意的参考，不能作为替代转让通知的程序。另外需要注意的是，如原始权益人自持的资产支持证券的比例较高，可能会被认定为非“真实出售”。此外，在专项计划存续期间，商业保理公司可能承担不合格基础资产赎回及置换的职责。部分通道业务的交易结构设置有不合格基础资产赎回及置换机制，如在初始封包日、设立日、初始购买日、置换封包日或资产置换日，基础资产不符合入池标准或原始权益人对该等目标保理资产作出的资产保证不真实、不完整、不准确，原始权益人有义务赎回/置换该笔基础资产。如交易结构设置了不合格资产赎回及置换机制，需要适当关注商业保理公司的财务及经营情况，商业保理公司能否持续的向资产提供方购买合格资产，履职不力的情况下后备机构的替换机制如何设置等。

最后，专项计划存续期间若商业保理公司同时作为资产服务机构，交易结构安排中需关注底层现金流的归集路径。商业保理公司作为资产服务机构应提供与基础资产及其回收有关的管理服务及其他服务，包含对基础资产状况进行监控，于每个应收账款到期日前按约定向债务人提示到期付款时间，对基础资产进行催收及清收等。从现金流归集路径看，由于此类资产证券化产品通常存续时间较短，到期一次性还本付息，一般情形下基础资产涉及的回收款直接归集到专项计划

账户/信托账户，不经过商业保理公司账户，因此不存在资金挪用或因商业保理公司丧失清偿能力甚至破产导致资金发生混同的风险；但个别交易结构设置中，基础资产涉及的回收款会先归集至资产服务机构的账户，再划转至专项计划账户/信托账户，在这种情况下，专项计划存在一定的资金挪用和混同风险。另外，交易结构通常会设置资产服务机构解任事件或权利完善事件，若发生相关事件，管理人/资产支持证券持有人可召集持有人大会商讨风险缓释措施，决定资产服务机构的卸任及替代资产服务机构的选任事宜。根据《业务管理规定》第五条规定，专项计划资产独立于原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与人的固有财产；原始权益人、管理人、托管人及其他业务参与者因依法解散、被依法解散或者宣告破产等原因进行清算的，专项计划资产不属于其清算财产。但因《业务管理规定》为部门规范性文件而非法律法规，真实案件中法院如何做裁决仍存在不确定性。

整体看，通道型资产证券化产品的最终还款来源为底层资产债务人，主要依赖债务人的还款意愿及信用水平，商业保理公司在通道业务的交易结构中的职责相对较弱。在保障基础资产及其转让事项的真实、合法性的同时，应尽可能规避资金归集经商业保理公司账户。在此前提下，如发生商业保理公司违约或解任事件，对资产支持证券的影响较小。

（二）非通道业务

基于非通道业务开展的资产证券化业务中，应重点关注商业保理公司运营、财务、合规风控及与基础资产相关业务等方面的尽职调查，对其不良事项保持警惕。

基于非通道类业务开展的资产证券化业务，由于基础资产来源于商业保理公司的日常经营业务，这类业务所涉基础资产通常为应收账款相关的类型，包括保理债权、应收账款债权等。在基于非通道业务开展的资产证券化产品交易结构中，商业保理公司除了担任原始权益人/发起机构和资产服务机构的角色外，还可能担任增信机构的角色。

商业保理公司作为原始权益人/发起机构时，由于非通道业务中的基础资产一般为商业保理公司日常应收账款保理业务中产生的保理债权等，因此**基础资产的质量与商业保理公司的合规风控、资产监控、回款管理等体系的建设紧密相关**。在非通道项目中，商业保理公司会同时承担不合格基础资产赎回及置换等义务。在开展评级作业前，评级项目组会对原始权益人/资产服务机构展开尽调工作，信用评级资料清单应该包含受访对象基本情况、主营业务情况和财务状况，以及与基础资产相关的业务情况。在开展非通道型资产证券化业务的过程时，**需要更加注重商业保理公司的业务流程、客户分布和集中度、历史违约率、资产拖欠率、内审风控等方面的尽职调查**。此外，为了降低保理业务的风险，越来越多的商业保理公司开始将自身业务与互联网相结合建立SaaS平台，将保理业务流程线上化，在线上收集整理审核资料，实现资产监控、催收提醒自动化。因此，在尽职调查过程中，还需要了解企业信息平台的在企业日常业务中的职能。从现金流归集

路径看，在此类资产证券化产品的交易结构中，通常设置有保理收款账户和专项计划账户/托管账户，基础资产回收款先转付至保理收款账户，再根据交易文件设置按一定频率将基础资产回收款划付至专项计划账户/托管账户，存在一定的资金挪用风险；若商业保理公司的信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，基础资产的回收款可能和商业保理公司其他资金混同。**为了缓解资金混同、挪用的风险，专项计划应单独设立保理收款账户，与商业保理公司的其他账户区分开；**交易文件可能**设置有加速归集的机制**，例如当基础资产的逾期率高于一定比例时，由保理收款账户到专项计划账户/托管账户的划转频率由季度改为按笔划付。在评级项目作业过程中及债券存续期间，评级项目组要随时关注项目所涉及各参与方的实时新闻动态，对可能突然发生的不良事项保持警惕，如有发现应及时采取应对措施。

当原始权益人同时担任资产服务机构时，应符合《企业会计准则第 23 号——金融资产转移》第六条第（二）项，即商业保理公司保留了收取金融资产现金流量的合同权利，但承担了将收取的该现金流量支付给一个或多个最终收款方的合同义务，且同时满足其余三项条件，**避免被继续确认金融资产**，从而潜藏原始权益人暨资产服务机构破产时专项计划资产被归入其清算财产的重大风险。交易文件还通常**设置有提前清偿事件、权利完善事件、资产服务机构解任事件等**，如发生任一事件，将终止使用保理收款账户，商业保理公司作为资产服务机构应按约定将已归集的资产回收资金支付至专项计划账户/托管账户，并要求债务人后续直接向专项计划账户/托管账户偿付相关款项。

当商业保理公司还同时担任增信机构角色时，**需要特别关注商业保理公司盈利能力、短期及长期的偿债能力**。据企查查统计数据显示，截至 2023 年 4 月 23 日，可查询到的正常状态的 3805 家商业保理公司中，注册资金 10 亿元以下的公司占比约 97.95%；2016 年之后成立的公司占比约 82.26%。由于商业保理公司普遍规模不大，经营年限较短，资信水平不高，因此交易文件通常会设置增信机构 2/担保人对商业保理公司未按期足额向专项计划账户/托管账户支付的部分提供差额补足承诺/连带责任保证担保。

整体看，非通道业务中基础资产的质量与商业保理公司的运营及风控体系建设紧密相关，商业保理公司除了担任原始权益人/发起机构和资产服务机构的角色外，还可能担任增信机构的角色。因此在此类业务中要重点关注商业保理公司运营、财务、合规风控及与基础资产相关业务的尽职调查，关注可能发生的资金混同、挪用的风险，对其不良事项保持警惕。

三、总结

近年来，随着《民法典》等一系列政策法规的出台，商业保理行业更加规范化，保护了保理业务各参与方的合法权益，防范了保理融资风险，促进了商业保理行业良性发展，创造了良好的保理经营环境。本文主要介绍了商业保理公司在通道类和非通道类资产证券化产品的交易结构中

的作用，涉及的相关风险点以及对应的缓释措施。在通道类资产证券化产品中，在保障基础资产及其转让事项的真实、合法性，及尽可能规避资金归集经商业保理公司账户的前提下，商业保理公司发生违约或解任，对资产支持证券的影响较小。在非通道类资产证券化产品中，基础资产质量与商业保理公司运营、风控体系密切相关，且商业保理公司在交易结构中承担的角色较为重要，要注重对商业保理公司的尽职调查并对其不良事项保持警惕。

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。