

评级方法

2015 年

企业资产经营收益权

资产支持证券信用评级方法

概述

基础资产质量分析:

- 基础资产特征分析
- 历史数据分析
- 资产质量

交易结构分析:

现金流压力测试

法律风险分析

参与方履约能力分析

新世纪评级结合了国际主流评级机构的技术与经验以及中国债券市场信用评级的实践与需要，制订了企业资产经营收益权资产支持证券的信用评级方法。

本评级方法中所涉及的企业资产经营收益权资产支持证券是指原始权益人通过对特定资产的持续运营，在未来可实现的经济利益(或现金流入)，该经济利益可预测、可特定化，且在权益转让方面不存在法律瑕疵，原始权益人将其特定资产经营收益权真实出售给特殊目的实体（Special Purpose Vehicle, SPV）后，由 SPV 发行的结构化证券，并以特定收益权未来的现金流入作为证券本息偿付主要资金来源的一种债券性质的金融工具。

新世纪评级通过对基础资产质量、产品交易结构、各参与方履约能力以及增信措施的分析，结合现金流压力测试等来综合评价特定资产经营收益权对应的未来现金流入对优先级资产支持证券的覆盖保障程度，并在此基础上确定资产支持证券的信用等级。

■ 概述

企业资产经营收益权资产支持证券的信用评级是在对被评证券的基础资产质量、交易结构、现金流压力测试、法律风险以及主要参与方履约能力等因素进行定量和定性分析的基础上，综合评定特定资产经营收益权对应的未来现金流入对优先级资产支持证券的覆盖保障程度，所做出的信用等级判定。

■ 基础资产质量分析

（一）基础资产特征分析

企业资产经营收益权资产支持证券涉及的基础资产需满足持续稳定、可预测、可特定化，可转让等特征。

基础资产特征直接影响收益权类资产支持证券的结构设置、现金流压力条件以及优先级证券的信用等级。新世纪评级认为拟证券化的收益权基础资产需满足以下条件：

- 资产权属清晰；
- 基础资产未来现金流入的路径清晰，现金流入稳定、预测性强；
- 原始权益人对资产控制力强，持续经营能力稳定；
- 资产持续运营价值高；

新世纪评级在对基础资产特征分析的基础上对资产进行进一步分类；不同类别的基础资产在结构设置以及现金流压力条件方面会有一定差异。

（二）基础资产历史数据分析

新世纪评级通常要求原始权益人提供特定资产历史经营数据以及对应的现金流流入数据等。新世纪评级会根据所提供数据的完整及可靠程度来判断基础资产对应现金流的稳定性。在数据极度缺乏的情况下，新世纪评级可能会在评级过程中采用相对保守的压力情景设定。

（三）基础资产质量

新世纪评级认为企业资产经营收益权资产支持证券产品在资产破产隔离、分散度以及现金流特定化方面均存在其自身特点。一般而言，收益权由于其属于未来经济利益，权利的实现需依赖原始权益人持续、稳定经营，因此，基础资产破产隔离效果相对较差；基础资产质量分析的核心在于影响现金流的经济要素以及原始权益人（或资产服务机构）持续经营能力分析。

新世纪评级在进行基础资产质量分析时，重点考虑以下几个核心因素：

- 原始权益人（资产服务机构）持续经营能力
- 业务模式
- 业务竞争（资源）优势
- 现金流状况
- 行业及政策法规因素

■ 交易结构分析

通常情况下，企业资产经营收益权资产支持证券的交易文件中均会明确交易结构的设置情况。新世纪评级会在以下几个方面着重分析产品交易结构：

（一） 现金流归集和转付；

通过高频率的现金流归集和转付，以实现基础资产的“经济隔离”，并降低资金混同风险。新世纪评级主要根据基础资产特征和类型、原始权益人信用质量以及证券的还本付息结构与基础资产的现金流归集和转付必备频率的匹配程度来判断交易结构的稳健性。

（二） 触发机制

企业资产经营收益权资产支持证券产品触发机制包括权利完善事件、违约事件以及提前清偿事件等。通常，交易文件中规定的触发事件主要针对原始权益人或担保方主体信用、基础资产对应现金流的表现等情况。新世纪评级对此主要是分析这些触发事件的设置是否有利于保障优先级证券的投资者获得足额偿付，并以此判断资产支持证券的交易结构是否稳健。

（三） 增信措施

增信措施是企业资产经营收益权资产支持证券产品信用等级确定的关键。增信措施一般包括：差额支付承诺、保证担保、回购、资产抵质押、现金流储备账户、流动性支持、优先劣后内部增信等。新世纪评级对结合基础资产和原始权益人质量分析不同增信措施的增信效果。

此外，新世纪评级会基于交易结构的设置对以下主要的交易结构风险要素进行判断。

1、混同风险

若资产服务机构财务状况或信用状况恶化甚至破产，基础资产的回收款和资产服务机构其他资金混同，将给投资者带来损失。

2、后备资产服务机构缺位风险

若原始权益人信用质量偏弱，且未在计划设立时指定后备资产服务机构，有可能在继任资产服务机构接任并可正常开展服务之前对本期证券管理、执行造成不利影响。

3、流动性风险

流动性风险主要源于基础资产现金流入与资产支持证券利息偿付之间可能发生的错配，新世纪评级会关注交易结构中是否安排了流动性储备账户等措施来缓释流动性风险。

■ 现金流压力测试

新世纪评级基于第三方现金流预测报告，并充分考量交易结构的设置等来构建现金流压力测试模型，并分析压力情景下现金流入对优先级资产支持证券覆盖保障程度。新世纪评级对不同产品采用差异化的现金流压力测试模型。

测试过程中，新世纪评级结合第三方专业机构的现金流预测报告确定影响基础资产现金流入的核心要素，并在分析特定资产历史经营数据、行业经营数据、宏观经济环境等的基础上确定核心经济要素的压力情景，并通过数万次模拟分析核心经济要素变动来测试基础资产未来现金流流入对优先级资产支持证券本息覆盖保障程度。

此外，新世纪评级也会结合采用敏感性测试等方式综合分析基础资产现金流覆盖保障程度。

■ 法律风险分析

新世纪评级对于企业资产经营收益权资产支持证券的法律风险分析主要关注特殊目的载体的破产隔离效果以及基础资产的真实出售情况。在判断破产隔离有效性方面，国内交易通常都采取特殊目的信托，或资产管理计划的方式，新世纪评级会重点关注 SPV 自身的目的与行为限制、新增债务限制、对基础资产的抵押权控制、限制债务重组以及其独立性等因素。在判断基础资产是否为真实出售方面，新世纪评级需要律师出具专业的法律意见来证实相关资产出售的真实性及有效性。此外，新世纪评级还需结合律师的专业意见对以下交易要素的合法性及有效性进行判断：

(一) 交易环节的合法性和有效性

审查基础资产的转移、证券的发行和兑付、基础资产收入分配等各个交易环节是否合法，是否能实现交易的总体目标。

(二) 基础资产本身的信用增级手段的合法性和有效性

新世纪评级会审查基础资产信用本身的增级手段的合法性，是否存在受法律限制的可能性，投资者是否为信用支持的直接受益人。

(三) 投资者追索权的合法性和有效性

新世纪评级会考察投资者是否对基础资产享有追索权，并确认追索权的有效范围及优先效力。

(四) 违约处理措施的合法性和有效性

新世纪评级会考察交易因某些原因被迫中止时所采取的诸如抵押物的处置、相关主体清算和证券清偿等处理措施的合法性，以及通过法律途径执行的可行性及有效性。

■ 参与方履约能力分析

(一) 受托管理机构

目前，受托管理机构通常是信托机构或资产管理机构。虽然理论上信托机构或资产管理机构破产，资产支持证券的基础资产池作为信托财产或受托管理资产不会列入清算，但是从实践上，此类事件的发生依然可能会影响投资者的利益。因此，新世纪评级也会对受托管理机构进行主体评级，以判别相应的风险。此外，新世纪评级还会着重考察受托管理人对交易各项事务的处理能力、业务经验、内部风险控制以及其尽职履行各项职责的综合能力。

(二) 资金托管机构

资产支持证券的资金托管机构通常是银行。尽管托管机构可以被解任，并任命新的资金托管机构，在一定程度上减轻了由于托管机构破产对投资者的影响。但是如果发生托管机构破产等事件，投资者将不可避免地受到一定的影响。因此，新世纪评级也会对资金托管机构进行主体评级，以判断类似的风险。同时，新世纪评级还会着重考察资金托管机构自身的经营稳健性、财务状况，以及是否具有稳定的资金清算系统和一定的资金保管经验。

附录一：

评级结果释义

新世纪评级对资产支持证券的信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA 级	偿付能力极强，违约风险和违约损失风险极低。
	AA 级	偿付能力很强，违约风险和违约损失风险很低。
	A 级	偿付能力较强，违约风险和违约损失风险较低。
	BBB 级	偿付能力一般，违约风险和违约损失风险一般。
投机级	BB 级	偿付能力较弱，违约风险和违约损失风险较高。
	B 级	偿付能力很弱，违约风险和违约损失风险很高。
	CCC 级	偿付能力极弱，违约风险和违约损失风险极高。
	CC 级	基本不能保证偿付。
	C 级	不能得到偿付。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用+、-符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（本评级机构）和/或其被许可人版权所有。

本文件包含的所有信息受法律保护，未经本评级机构事先书面许可，任何人不得复制、拷贝、重构、转让、传播、转售或进一步扩散，或为上述目的存储本文件包含的信息。

本文件中包含的信息由本评级机构从其认为可靠、准确的渠道获得，因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，本评级机构对于其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。在任何情况下，本评级机构不对任何人或任何实体就 a)本评级机构或其董事、经理、雇员、代理人获取、收集、编辑、分析、翻译、交流、发表、提交上述信息过程中可以控制或不能控制的错误、意外事件或其他情形引起的、或与上述错误、意外事件或其他情形有关的部分或全部损失或损害，或 b)即使本评级机构事先被通知该等损失的可能性，任何由使用或不能使用上述信息引起的直接或间接损失承担任何责任。

本文件所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构对上述信用级别、意见或信息的准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的担保。信息中的评级及其他意见只能作为信息使用者投资决策时考虑的一个因素。相应地，投资者购买、持有、出售证券时应该对每一只证券、每一个发行人、保证人、信用支持人作出自己的研究和评估。