

版本号：V2.0.202012

债权投资计划（受益凭证） 信用评级方法



2020年12月

债权投资计划（受益凭证）信用评级方法

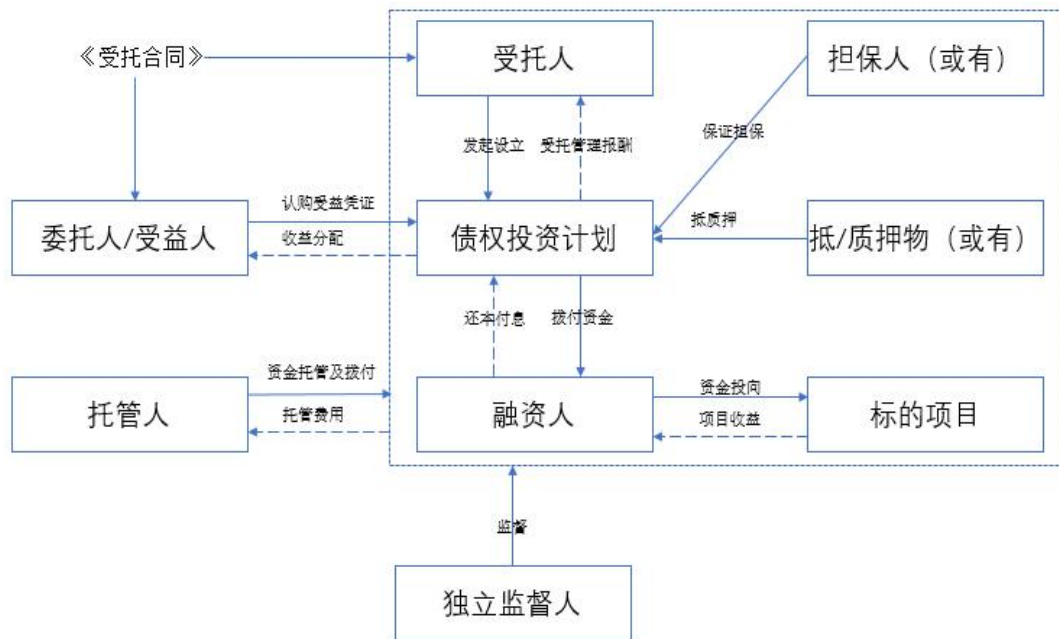
一、适用范围

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）债权投资计划项下受益凭证（以下简称“债权投资计划”或“受益凭证”）信用评级方法中，债权投资计划是指保险资产管理公司等专业管理机构作为受托人，根据《债权投资计划实施细则》（银保监办发〔2020〕85号，详见附件2），面向委托人发行受益凭证，募集资金以债权方式投资基础设施、非基础设施类不动产等项目，并按照约定条件和实际投资收益情况向受益人支付收益、不保证本金支付和收益水平的保险资产管理产品。

二、债权投资计划主要参与方与法律关系

债权投资计划主要参与方包括：委托人（受益人）、受托人、托管人、独立监督人、融资人和担保人（或有）。主要参与方在债权投资计划下的关系如图 1 所示：

图 1 债权投资计划交易结构图



资料来源：联合资信整理

委托人（受益人）与受托人签订《受托合同》，委托受托人办理债权投资计划的发起设立相关事宜，并通过认购受益凭证将资金委托给受托人管理。同时，受托人接受委托人（受益人）的委托，将委托资金以债权形式投资于标的项目，按时分配收益给受益人，并接受独立监督人的运营监督。

从性质上看，《受托合同》中委托人（受益人）和受托人是信托关系，而非债权债务关系。受托人不保证债权投资计划财产本金不受损失，亦不保证债权投资计划的盈利性或承诺最低收益。

受托人与融资人签订《投资合同》，资金用途是标的项目建设、存量债务置换或补充融资人的流动资金。《投资合同》明确双方的权利及义务、并约定投资规模、资金用途、投资期限、投资收益率、资金划拨、投资收益支付机制、还款来源、资金偿还以及加速到期触发事件等内容。

委托人（受益人）授权受托人与托管人（银行）签订《托管合同》，并开设债权投资计划托管账户，委托人（受益人）将委托资金缴付至该托管账户。《托管合同》明确托管人（银行）行使对债权投资计划财产的保管和监督权、对债权投资计划分配情况进行监督、执行受托人的划拨指令、收取托管费用等内容。

债权投资计划财产独立于受托人、托管人的固有财产，不同债权投资计划的财产均独立运行，无资金混同风险。托管人不承担债权投资计划的投资风险。

委托人（受益人）与独立监督人签订《监督合同》。独立监督人可由受益人、金融机构、国家有关部门已经颁发相关业务许可证的专业机构和监管认可的其他机构担任。《监督合同》约定独立监督人的监督范围，跟踪监测融资人的标的项目管理运营、建设质量监督情况，融资人财务状况、违约赔偿责任、监督报酬等内容。

受托人与担保人签订《保证合同》（或有），担保人为融资人履行《投资合同》项下的责任和义务提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

三、评级要素

联合资信对债权投资计划评价的是其按约定足额支付本金及预期收益的可能性及风险大小。从主要参与方与法律关系来看，债权投资计划信用风险主要取决于融资人主体风险、标的项目情况、增信措施及有关主要参与方的操作风险等。

1. 融资人分析

若融资人为项目公司，其核心资产为标的项目，联合资信会将融资人和标的项目合并分析。并从股东支持、项目建设周期和总体盈利能力等方面进行考察。

若融资人为一般运营公司，联合资信将按照有关融资人所属行业相关企业的评级方法进行分析。主要考察宏观经济、区域环境对受评企业的影响、企业所处行业特征、产业政策等行业风险状况；企业的基本素质、经营与竞争、战略与管理、营运效率等；企业资产质量、资本结构尤其是债务结构、期限，产生现金流的能力以及未来一段时间现金流对未来相应债务的保障程度进行测算和分析；股东支持、政府支持等。

有关主体评级方法详见联合资信具体行业企业信用评级方法。

2. 投资标的项目

债权投资计划标的项目主要为基础设施、非基础设施类不动产等。

联合资信对标的项目的分析主要考虑项目资本结构、建设风险及项目现金流预测等。

（1）资本结构

标的项目若处于建设期，项目资金的到位情况需重点关注，具体来看，包括标的项目的总投资计划，资金构成情况，初始资本金到位情况，后续资金的筹措计划（是否与建设期投资需求相匹配）。

（2）建设风险分析

建设风险主要指标的项目无法在规定的时间内、资金预算范围内完工的风险。联合资信主要考虑因素：证照取得情况、项目投资和施工进度、质量等。

（3）现金流分析

考虑到项目建设过程和运营期中存在不确定性，因此，在现金流分析部分，联合资信会根据委托人提供的资料，针对标的项目预期的现金流入和流出进行分析，并在可能的情况下进行压力测试，用于评价标的项目现金流对相应债务的覆盖程度。

3. 增信措施

债权投资计划增信措施一般为保证担保或抵/质押担保。

（1）保证担保

按照债权投资计划实施细则的要求，债权投资计划中的保证担保一般是本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

一般情况下担保人为融资人的股东、关联方或实际控制人（自然人）等。

代偿意愿方面，联合资信主要通过审查担保人的过往履约情况、担保人的动机、担保人与融资人之间的业务关联性、或融资人（标的项目）在担保人经营中的战略地位等进行定性分析和判断。

联合资信通常会对担保人进行评级，然后再将担保人的主体信用等级和融资人的信用等级进行比较。担保人的信用评级方法详见联合资信有关行业企业信用评级方法。

如果担保人的信用等级低于融资人的信用等级，则增信作用不大，债权投资计划会维持融资人信用等级；如果担保人主体信用等级高于融资人的信用等级，担保人在逻辑上能为受益凭证提供信用增级作用，但具体能为其提供多大程度的信用增级，要视具体情况而定。债权投资计划规模相对于担保人的所有者权益规模、资产规模比例越低，或者债权投资计划规模相对担保人在整个受益凭证存续期间的净利润、经营活动现金净流量总量的比例越低，则担保人对受益凭证的信用增级作用越强，债权投资计划的信用等级越接近担保人的主体信用级别。

（2）抵/质押担保

抵/质押具有一定的增信作用。第一，提高融资人的偿债意愿——抵/质押会增加融资人违约后可能的损失程度，从而提高融资人的偿债意愿；第二，提高债权投资计划的回收率——当融资人发生违约时，受益凭证持有人可以获得相对于融资人其他债权人优先偿还权，可以优先以抵/质押资产来清偿有关债务，获得更多的保障，所以其损失率有可能明显低于其他债权人。因此抵/质押能对债权投资计划起到一定的信用增级作用。

抵/质押资产对债权投资计划信用等级的影响主要从抵/质押资产变现价值、交易结构条款、抵/质押率等方面进行分析。

抵/质押资产变现价值分析

抵押资产以土地使用权及在建/完工建筑物为主。

若以招拍挂获取的土地使用权作为抵押资产，需关注土地的开发计划，未来土地上新增的建筑物会和土地集中处置，而抵押权人仅可就土地实施优先受偿。对于不动产抵押资产来说，需结合抵/质押资产的专业评估报告以及相应公开资料如土地价格参考所处区域最新土地成交价格、房产参考所处区域最新报价等，判断抵/质押资产的价值合理性以及可能出现的变动程度情况，结合抵/质押资产面临的市场风险、政策风险等因素，分析可能影响抵/质押资产价值的风险因素等。

质押资产以股权和应收账款为主。若以股权作为质押资产时，一般来说，上市公司股票变现能力最强，非上市公司股权变现能力较差，相应增信效果也较弱。

判断抵/质押资产变现价值可考虑对抵质押资产评估价值进行一定程度的折算（折算系数），联合资信主要考虑资产评估机构的综合实力、资产种类、资产所处区域、资产上是否有其他权利负担等因素。

一般来说，实力强和声誉好的资产评估机构评估，其价值评估结果更接近抵

押资产的真实价值；不同种类资产变现的难易程度会有较大差异，在建工程往往处置难度高于商业地产，成熟的商业地产变现能力更强。一线城市或者其他城市核心区域资产的变现能力往往优于三四线城市或非核心区域的资产。

抵/质押交易结构分析

关于抵/质押交易结构的设计越合理，越有利于及时处置资产，有利于保护受益人利益。联合资信主要结合资产抵/质押的法律意见、抵押资产的跟踪监控综合考虑。

资产抵/质押的法律意见主要包括抵/质押资产是否存在瑕疵，是否为第一顺位抵/质押，律师事务所对抵/质押资产登记、处置情况等发表意见以保证必要时抵/质押权人可处置资产。

抵/质押资产的跟踪监控主要包括抵/质押比率、抵/质押的设立、抵/质押资产的投保、抵/质押凭证的移交、抵/质押资产的追加、抵/质押资产的释放、日常监管、抵/质押的延续等内容。

抵/质押率

抵/质押率=债权投资计划发行额度/（抵/质押资产评估价值×折算系数）

设置抵/质押的债权投资计划的信用等级是在融资人主体长期信用等级的基础上确定的。一般情况下，设置抵/质押的受益凭证的信用等级会等于或高于融资人的长期信用等级。由于抵/质押资产未和融资人进行严格的分离，受益凭证的信用等级的提升幅度会受到一定的限制；抵/质押资产对受益凭证的覆盖程度越高，债权投资计划信用等级上调的可能性就越大。

4. 其他参与方分析

受托人分析

联合资信对债权投资计划的信用风险的评价依赖主要受托人所提供的必要资料，受托人作为委托人（受益人）及融资人资金供需的纽带，对债权投资计划进行管理，受托人的综合实力及其风险管理能力（收益分配指令下达的及时性，风险事件的处置及时性等）均对受益凭证本息回收程度具有重要影响。联合资信对受托人的分析主要考虑其内控及风险控制水平等多方面。

如涉及到其他参与方，联合资信将结合其对受益凭证的影响进行相关分析。

四、局限性

联合资信对债权投资计划的判断是以融资人、担保人的历史状况、现状及目前政策导向为基础，但是融资人、担保人的发展、政策的变化及影响其债务偿还能力的内外部因素是动态变化的，这些影响因素的未来状况可能与过去、现在有

较大的不同；另外，对债权投资计划的监管也在不断进步，因此本评级方法对受益凭证信用风险的评估不能保证完全准确的预测其未来实际的违约风险。

本评级方法是基于历史债权投资计划特征的总结，在后续实际评级作业中会综合考虑其他要素。

同时，本评级方法中考核重点，尤其是指标的选择是随着行业和政策不断变化而有所调整和修正的，联合资信将定期或不定期审查本评级方法，适时修订。

附件 1 债权投资计划（受益凭证）信用等级的设置及含义

债权投资计划（受益凭证）信用等级的设置采用三等九级制，一等为投资级；二等为投机级；三等为倒闭级。具体每个等级的含义如下表：

等级	含义	
投资级	AAA	债权投资计划按约定足额支付本金及预期收益的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA	债权投资计划按约定足额支付本金及预期收益的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A	债权投资计划按约定足额支付本金及预期收益的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB	债权投资计划按约定足额支付本金及预期收益的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB	债权投资计划按约定足额支付本金及预期收益的能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B	债权投资计划按约定足额支付本金及预期收益的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC	债权投资计划按约定足额支付本金及预期收益的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC	债权投资计划基本不能按时足额支付本金及预期收益
倒闭级	C	债权投资计划无法支付本金及预期收益

注：除 AAA 级，CCC 级（含）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

附件 2 债权投资计划实施细则

第一条 为规范债权投资计划业务，强化风险管控，维护投资者合法权益，依据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》）、《保险资金运用管理办法》《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》《保险资产管理产品管理暂行办法》（以下简称《产品办法》）等相关规定，制定本细则。

第二条 本细则所称债权投资计划，是指保险资产管理机构作为受托人面向委托人发行受益凭证，募集资金以债权方式主要投资基础设施、非基础设施类不动产等符合国家政策的项目，并按照约定条件和实际投资收益情况向投资者支付收益、不保证本金支付和收益水平的保险资产管理产品。

本细则所称委托人是指符合《产品办法》规定的合格机构投资者。

第三条 保险资产管理机构开展债权投资计划业务，应当符合下列条件：

- （一）具有一年（含）以上受托投资经验；
- （二）具备债权投资计划产品管理能力；
- （三）最近三年无重大违法违规行为，设立未满三年的，自其成立之日起无重大违法违规行为；
- （四）银保监会要求的其他条件。

第四条 保险资产管理机构应当以资金安全为前提，审慎选择融资主体。融资主体应当为项目方或其母公司（实际控制人），且具备持续经营能力和良好发展前景、具有或预计能够产生稳定可靠的收入和现金流、财务情况和信用状况良好、最近两年无违约等不良信用记录、与保险资产管理机构不存在关联关系。

第五条 债权投资计划的资金应当投资于一个或者同类型的一组投资项目。投资项目应当符合国家宏观政策、产业政策和相关规定，履行项目立项、开发、建设、运营等法定程序，项目资本金符合国家有关资本金制度的规定，且还款来源明确合法、真实可靠。

投资项目为一组项目的，其子项目应当分别开立财务账户并确定对应资产，不得相互占用资金。

投资项目为非基础设施类不动产的，还应当符合保险资金投资不动产的相关监管规定。

第六条 债权投资计划投资基础设施项目的，在还款保障措施完善的前提下，可以使用不超过 40%的募集资金用于补充融资主体的营运资金。

第七条 保险资产管理机构设立债权投资计划，应当确定有效的信用增级安排，并符合下列要求：

（一）信用增级方式与融资主体还款来源相互独立。

（二）信用增级采用以下方式或其组合：

1.设置保证担保的，应当为本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，同时符合以下条件：担保人信用等级不低于被担保人信用等级，担保行为履行全部合法程序；同一担保人全部对外担保金额占其净资产的比例不超过 50%，中债信用增进投资股份有限公司除外；由融资主体母公司或实际控制人提供担保的，担保人净资产不得低于融资主体净资产的 1.5 倍。

2.设置抵押或质押担保的，担保财产应当权属清晰，质押担保办理出质登记，抵押担保办理抵押物登记，经评估的担保财产价值不低于待偿还本金和收益的 1.5 倍。

3.银保监会认可的其他合法有效的信用增级方式。

（三）融资主体信用等级为 AAA 级，且符合下列条件之一的债权投资计划，可免于信用增级：融资主体上年末净资产不低于 150 亿元，或者融资主体最近三年连续盈利，或者投资项目为经国务院或国务院投资主管部门核准的重大工程。

第八条 保险资产管理机构设立债权投资计划，应当开展尽职调查和可行性研究，科学设定交易结构，充分评估相关风险，严格履行各项程序，独立开展评审和决策，并聘请具备相应资质的专业服务机构对设立债权投资计划的合法合规性、信用级别等作出明确判断和结论。

第九条 保险资产管理机构应当于债权投资计划发行前 5 个工作日在中国保险资产管理业协会等银保监会认可的注册机构（以下简称注册机构）进行产品登记。保险资产管理机构应当按照监管规定以及登记要求报送登记材料，报送的登记材料应当真实、完备、规范。

注册机构仅对登记材料的完备性和合规性进行查验，不对产品的投资价值 and 风险作实质性判断。

注册机构应当按照监管规定和经备案的登记规则办理债权投资计划登记工作，建立风险监测和报告机制，并接受银保监会的业务指导和监督。

第十条 保险资产管理机构应当于债权投资计划依规履行登记程序后 12 个月内完成资金划拨；分期划拨资金的，最后一次资金划拨不得晚于登记完成之日起 24 个月。

第十一条 保险资产管理机构应当制定债权投资计划财务管理制度，确定会计核算方法、账务处理原则，合理计量公允价值。债权投资计划的估值应当符合《企业会计准则》《指导意见》等相关规定。

第十二条 保险资产管理机构应当切实履行受托人职责，建立与投资发行分离的专职投后管理团队和完善的投后管理体系，完善风险预警管理机制和风险事件应急处理预案。

保险资产管理机构应当跟踪管理和持续监测融资主体、信用增级和投资项目等，强化内部信用评级管理，有效评估融资主体资信状况、还款能力和信用增级安排的效力，及时掌握资金划拨使用和投资项目建设运营情况，形成内部定期报告机制，全程跟踪管理债权投资计划的投资风险。

债权投资计划的抵质押资产价值下降或发生变现风险，影响债权投资计划财产安全的，保险资产管理机构应当及时制定应对方案，提交债权投资计划受益人大会审议后启动止损机制，采取减少投资计划本金、增加担保主体或追加合法足值抵质押品等措施，确保担保足额有效。

第十三条 保险资产管理机构管理债权投资计划，除按照《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》第八章规定披露信息外，还应当定期披露经审计的融资主体和担保人年度财务报告、债权投资计划涉及的关联交易和专业服务机构履行职责等情况。信息披露规则由注册机构另行制定。

第十四条 保险资产管理机构开展债权投资计划业务，不得有以下行为：

- （一）收取或变相收取与发起设立和履行职责无关的费用；
- （二）进行公开营销宣传，推介材料含有与债权投资计划文件不符的内容，或者存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏等；

（三）采用压低费率、打折或者变相打折等手段实施恶性竞争，夸大过往业绩，或者恶意贬低同行，将债权投资计划与其他资产管理产品进行捆绑销售；

（四）以任何方式保证债权投资计划本金或承诺债权投资计划收益，包括采取滚动发行等方式使得债权投资计划的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现产品保本保收益；

（五）将债权投资计划资金投资于国家以及监管部门明令禁止或者限制投资的行业或产业；

（六）将债权投资计划资金挪用于本细则或债权投资计划合同约定之外的其他用途；

（七）与相关当事人发生涉及利益输送、利益转移或获取超出受托职责以外额外利益的交易行为，利用债权投资计划的资金与关联方进行不正当交易、利益输送等；

（八）投资商业住宅项目；

（九）法律、行政法规以及银保监会规定禁止的其他行为。

第十五条 债权投资计划存续期间发生异常、重大或突发等风险事件或可能影响债权投资计划安全的其他事件，保险资产管理机构应当立即采取有效措施，启动风险处置预案，并在 5 个工作日内向受益人、独立监督人等相关当事人和银保监会、注册机构履行信息披露或报告义务。

第十六条 保险资产管理机构开展债权投资计划业务过程中违反法律、行政法规以及本细则的，银保监会将记录其不良行为并责令整改；情节严重的，将依法依规采取暂停开展债权投资计划业务等监管措施。

第十七条 本细则由银保监会负责解释。

第十八条 本细则自印发之日起施行。《关于印发〈基础设施债权投资计划管理暂行规定〉的通知》（保监发〔2012〕92号）、《关于保险资金投资有关金融产品的通知》（保监发〔2012〕91号）第六条、《关于债权投资计划注册有关事项的通知》（保监资金〔2013〕93号）和《中国保监会关于债权投资计划投资重大工程有关事项的通知》（保监资金〔2017〕135号）同时废止。有关规定与本细则不一致的，以本细则为准。