

版本号：V2.1.202406

债权投资计划（受益凭证） 信用评级方法

2024年6月

债权投资计划（受益凭证） 信用评级方法

一、修订说明

根据联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关制度，为适应产品发展变化，完善对债权投资计划（受益凭证）信用评级方法（以下简称“债权投资计划评级方法”）的评级体系，联合资信对债权投资计划评级方法进行本次调整和修订。此次《债权投资计划（受益凭证）信用评级方法（版本 V2.1.202406）》（以下简称“本方法”）以 2020 年《债权投资计划（受益凭证）信用评级方法（版本 V2.0.202012）》为基础进行修订，已经联合资信评级技术委员会审议通过，自 2024 年 6 月 12 日起施行。本次修订主要更新了债权投资计划（受益凭证）信用等级设置及其含义。联合资信关于债权投资计划的整体评级逻辑与此前评级方法基本保持一致，本次修订不会对联合资信现有债权投资计划的信用级别产生重大影响。

二、适用范围

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），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。

三、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下所示：

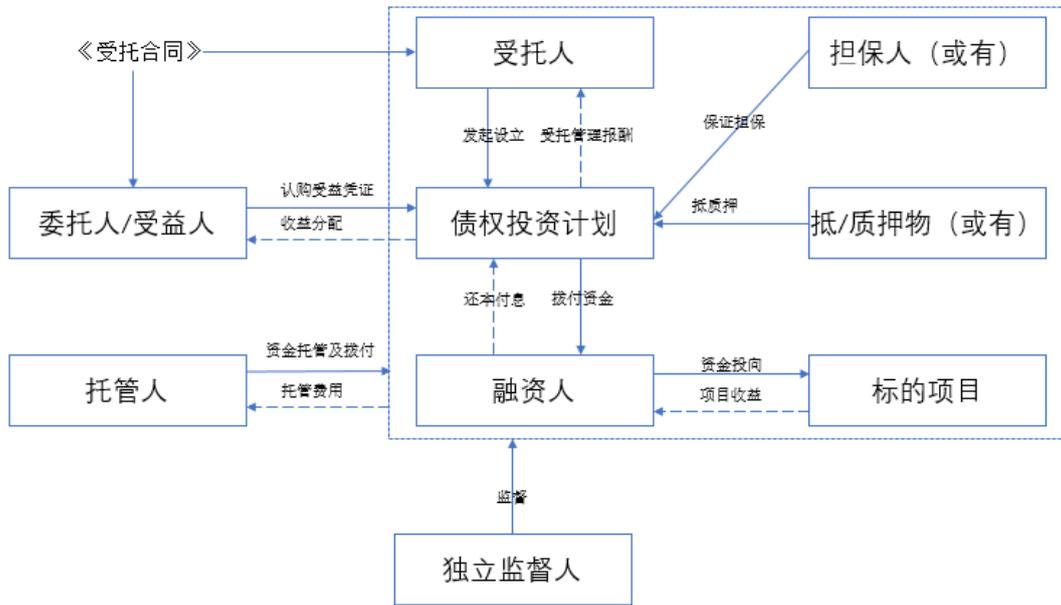


图1 债权投资计划交易结构图

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资产，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》，资金用途是标的资产建设、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。

四、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、标的的项目情况、增信措施及有关主要参与方的相关风险等。

1. 融资人分析

若融资人为项目公司，其核心资产为标的的项目，联合资信会将融资人和标的的项目合并分析。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，联合资信将参考有关融资人所属行业相关企业的评级方法进行分析。

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，包括标的项目的投资计划，资金构成情况，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，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内的净利润、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主要依赖受托人提供的必要资料，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。

五、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）信用等级设置及含义

联合资信债权投资计划（受益凭证）信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级		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，违约概率极低
	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，违约概率很低
	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，违约概率较低
	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，违约概率一般
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，违约概率较高
	B	债权投资计划按约定足额支付本金及预期收益的能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
	CCC	债权投资计划按约定足额支付本金及预期收益的能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
	CC	债权投资计划基本不能支付本金及预期收益
倒闭级	C	债权投资计划不能支付本金及预期收益