

结构化发行 CB 的操作模式及未来展望 ——担保品服务信托在 CB 中的运用

2024 年 11 月 6 日
专题报告

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部
高慧珂
gaohk@cspengyuan.com



主要内容：

国内首单结构化模式发行的 CB 于 2024 年 9 月发行，在交易结构中引入了担保品服务信托作为破产隔离载体，引入信托计划的优势在于：信托具有资产隔离效果。

担保品服务信托属于信托三大类中的资产服务信托的一种，具体定义为：信托公司代表债权人利益，受托管理担保物权，提供担保物集中管理和处置、担保权利集中行使等服务。自担保品服务信托提出后，一些信托公司在银行信贷市场积极落地具体业务。“24 五凌电力 SCP001(资产担保科创)”是担保品服务信托首次在债券发行中的运用。由于 CB 正是以资产或资产池提供担保的融资品种，存在引入破产隔离载体将担保资产从破产清算财产中隔离出来的需求，担保品服务信托正契合这一需求。

作为首单引入担保品服务信托进行结构化发行的 CB，其产品设计值得学习和借鉴，特殊之处在于：基础资产回收款仅在 CB 违约时，才归集至信托计划，可以理解为：仅在 CB 违约后，信托才真正发挥其资产隔离载体作用。该设计符合 CB 的特点，第一偿债来源是发行人经营收入的 CB，仅在 CB 发生违约后，才会以信托计划内基础资产回收款进行偿债，此时才需要担保资产的隔离发挥作用。但是这种设计也存在着一定风险，会影响担保资产对投资者的保护效果，主要表现在：第一，信托计划内的基础资产回收款在归集至信托账户前存在被查封、冻结的风险；第二，基础资产回收款不直接归集到信托账户，存在回收款资金与发行人资金混同风险。

结构化发行 CB 与企业资产支持证券有相似之处，表现在：均能盘活存量资产实现融资；均有特定资产作为偿债来源支撑；均有结构化设计以保护投资者对底层资产的权益。但是两者在是否出表和追索权、发行人、

信用增级、资产类型以及资产池管理方面又有本质差别，详见正文。

结构化 CB 引入破除隔离载体，相比直接发行模式（抵质押模式），更能保障投资者优先求偿权的实现，应是未来 CB 的发展重点。尤其是民营企业发行 CB 方面，多数民营企业缺乏传统抵质押资产（如土地、房地产），可以股权、应收账款、知识产权未来现金流等资产作为担保资产，这些资产均可以探索引入担保品服务信托作为破产隔离载体发行结构化 CB。但是需要注意的是，以知识产权未来收益作为担保资产结构化发行 CB 的，面临着担保资产现金流与 CB 偿付不匹配、变现能力差的风险，造成实际担保资产对 CB 的担保效果有限。

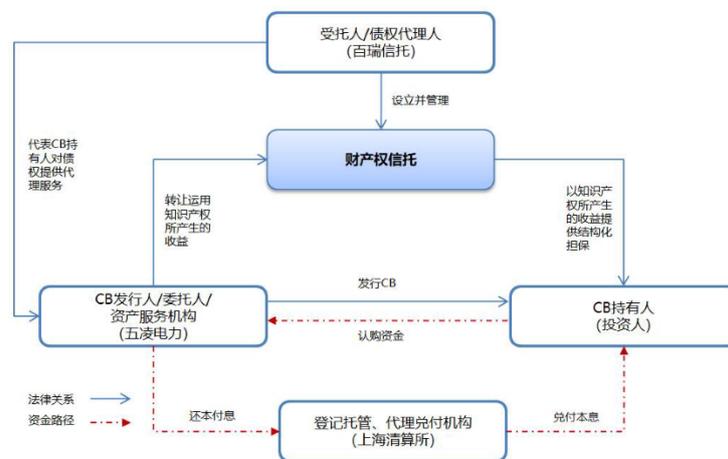
结构化发行 CB 的目的在于：提升担保资产的增信效果，并在可能的情况下实现对 CB 的信用增级。CB 评级中会考量发行人自身信用等级、破产隔离分析、担保资产对 CB 本息的覆盖程度、担保资产回收水平等方面，若想通过结构化设计实现 CB 的信用增级，还需在结构化设计方面探索更多创新。

一、首单结构化发行 CB 的交易结构

国内于 2022 年推出 CB，CB 的典型特征是具有担保资产和主体双重追索权。国内 CB 发行市场与国际相比有所不同。从发行人角度，国际 CB 发行人是银行等信贷机构，国内 CB 发行人为非金融企业。从发行模式上，国际 CB 发行模式有直接发行和结构化发行，分别通过法律约束和结构化设计将担保资产与发行人其他资产隔离，以保障投资人对于担保资产的优先受偿权，国内在 2024 年 9 月 2 日之前发行的 CB 均是直接发行模式，即抵质押模式。实际上，直接发行模式下的 CB 与设置抵质押担保的普通债券没有太大差别。目前国内尚无 CB 相关的法律法规来保障担保资产与其他资产隔离，确保投资人在债务人破产时顺利对担保财产行使优先受偿权，根据《企业破产法》，如担保人（即债务人）破产，有关债务人财产的保全措施应当解除，执行程序应当中止，在破产重整期间对债务人的特定财产享有的担保物权将暂停行使，担保权人需向破产管理人申报债权并对特定债权主张优先受偿权，因此，一旦债务人进入破产程序，债权人对质押财产优先受偿权的行权时间、方式都会受到破产程序影响，债权人获得偿付的时间及偿付比例将具有较大不确定性。

2024 年 9 月 2 日，五凌电力有限公司（以下简称“五凌电力”）发行的“24 五凌电力 SCP001(资产担保科创)”，是国内首单结构化模式发行的 CB，在其交易结构中引入了担保品服务信托作为破产隔离载体。引入信托计划的优势在于：信托具有资产隔离效果。因为根据《信托法》，信托一经生效，委托人交付的信托财产与委托人未设立信托的其他财产相区别，委托人依法解散、被依法撤销、被宣告破产时，委托人是唯一受益人的，信托终止，交付的信托财产作为清算财产；委托人不是唯一受益人的，信托存续，交付的信托财产不作为其清算财产，受托人可根据信托合同约定对担保财产进行处置。

图 1 首单结构化发行的 CB “24 五凌电力 SCP001(资产担保科创)” 交易结构



资料来源：募集说明书

担保资产（或基础资产）：委托人（即五凌电力）依据《经营收入转让协议》及基于特定专有技术产生，

且由委托人及初始权益人（指作为知识产权权利人的五凌电力并表范围内子公司）所有的无任何权利瑕疵或权利负担的知识产权，在特定期间内产生的全部现金流，即知识产权的未来收费收益。

担保率：经采用收益法（(评估计算 2024 年至 2030 年期间对应知识产权经营收入所产生的现金流并进行加总折现）测算知识产权未来现金流的市场价值为 4.33 亿元，对本期 CB 的本金覆盖率为 108%，本息覆盖率为 107%（按照 2%的付息率测算）。

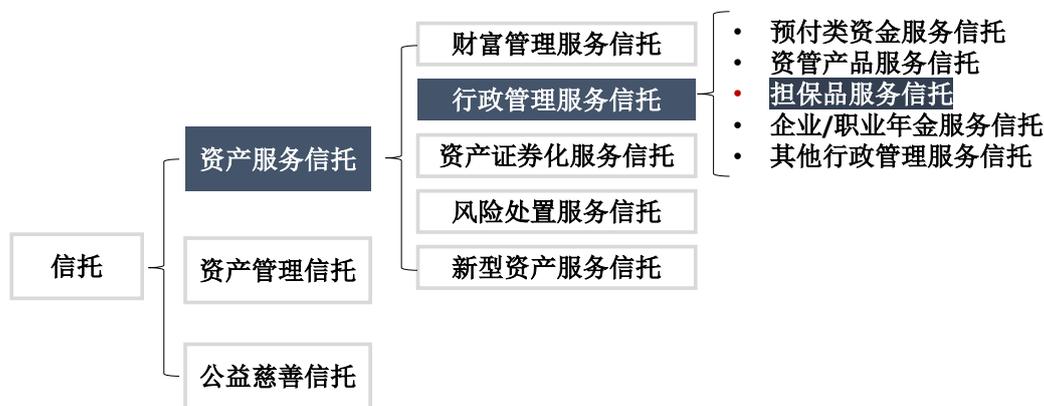
担保资产池监督：在 CB 存续期间，评估机构按年对担保资产的价值进行跟踪评估并出具资产评估报告，若资产价值发生减少导致担保率小于 1 且持续 60 个工作日时，受托人（即百瑞信托）有权要求发行人在 10 个工作日内追加与原信托财产的类别和性质相同的信托财产，直至担保率达到 110%。

偿债来源：CB 的第一偿债来源为发行人经营收入，第二还款来源为信托计划内基础资产回收款。

二、破产隔离载体——担保品服务信托

根据银保监会《关于规范信托公司信托业务分类的通知》（银保监规[2023]1 号）（简称《通知》），信托业务分为资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类，其中担保品服务信托属于资产服务信托的一种，这是担保品服务信托的首次提出。担保品服务信托的具体定义为：信托公司代表债权人利益，受托管理担保物权，提供担保物集中管理和处置、担保权利集中行使等服务。

图 2 担保品服务信托是资产服务信托的一种



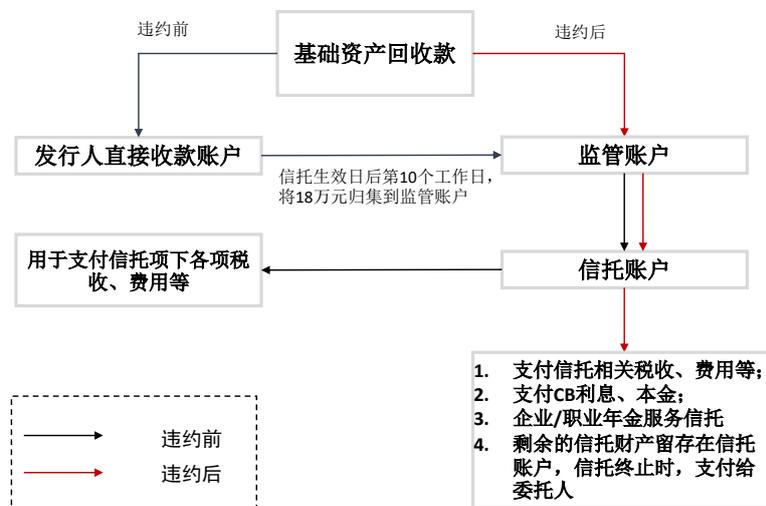
资料来源：《关于规范信托公司信托业务分类的通知》（银保监规[2023]1 号）

自担保品服务信托提出后，一些信托公司积极落地具体业务。例如，2024 年 9 月，农行深圳分行与华润信托合作担保品服务信托业务，选择深圳本地一家优质科技创新企业作为合作方，由华润信托担任受托人，协助企业以优质资产设立担保品服务信托，助力企业在农行获得融资。担保品服务信托的优势主要体现在：首先，也是最重要的，即前文所述信托具有资产隔离效果；其次，信托机制较灵活，可以将多种类型的担保品作为信托财产设立担保品服务信托。

以往落地的担保品服务信托业务集中在银行信贷市场，此次“24 五凌电力 SCP001(资产担保科创)”的发行，是担保品服务信托首次在债券发行中的运用。由于 CB 正是以资产或资产池提供担保的融资品种，存在引入破产隔离载体将担保资产从破产清算财产中隔离出来的需求，担保品服务信托正契合这一需求。“24 五凌电力 SCP001(资产担保科创)”作为首单引入担保品服务信托进行结构化发行的 CB，其产品设计值得学习和借鉴。

产品设计的特殊之处：基础资产回收款仅在 CB 违约时，才归集至信托计划。根据“24 五凌电力 SCP001(资产担保科创)”的交易结构、募集说明书等资料，基础资产回收款归集至信托计划的日期分违约前和违约后，在违约前为信托生效后第 10 个工作日，仅归集 18 万元到监管账户，用于支付信托项下各项税费，违约后为每月的第 1 个工作日。可以看到，尽管基础资产在信托设立日即信托予受托人百瑞信托，但是在信托计划存续期间，基础资产产生的回收款由发行人账户收取，不会归集至信托计划，CB 的本金和利息均由发行人直接支付，仅在信托计划发生违约事件（即本次 CB 发生违约事件）后，受托人将要求资产服务机构将基础资产回收款全额划转至监管账户进而归集至信托账户。**可以理解为：仅在 CB 违约后，信托才真正发挥其资产隔离载体作用。**

图 3 基础资产回收款的归集及分配



资料来源：“24 五凌电力 SCP001(资产担保科创)”募集说明书，中证鹏元整理

该设计符合 CB 的特点，CB 可约定主体或资产现金流作为偿债来源，“24 五凌电力 SCP001(资产担保科创)”的第一偿债来源是发行人经营收入，仅在 CB 发生违约后，才会以信托计划内基础资产回收款进行偿债，此时才需要担保资产的隔离发挥作用。但是这种设计也存在着一定风险，会影响担保资产对投资者的保护效果，主要表现在：

第一，信托计划内的基础资产回收款在归集至信托账户前存在被查封、冻结的风险。根据相关规定，信托财产可以免于被采取保全措施，这是信托财产具有独立性的表现之一，《全国法院民商事审判工作会议纪

要》第 95 条规定：“信托财产在信托存续期间独立于委托人、受托人、受益人各自的固有财产，当事人因其与委托人、受托人或者受益人之间的纠纷申请对存管银行或者信托公司专门账户中的信托资金采取保全措施的，除符合《信托法》第 17 条规定的情形外¹，人民法院不应当准许，已经采取保全措施的，存管银行或者信托公司能够提供证据证明该账户为信托账户的，应当立即解除保全措施。但是，根据“24 五凌电力 SCP001(资产担保科创)”交易结构，信托计划内的基础资产回收款首先支付至发行人的直接收款账户，发行人于每个回收款归集日将基础资产回收款归集至监管账户，再转付至信托账户，由于信托计划内的基础资产回收款并非直接支付至信托账户，如发行人因与其他第三方存在法律纠纷，第三方申请人民法院查封或冻结发行人资产的，则基础资产回收款在支付至发行人账户后，存在被第三方申请法院予以查封或冻结的法律风险。

第二，基础资产回收款不直接归集到信托账户，存在回收款资金与发行人资金混同风险。如发生违约事件，资产服务机构需将基础资产回收款或其他应属于信托财产的款项支付至监管账户，再转付至信托账户，如需依靠担保资产进行兑付时，可能存在发生违约事件时没有足额回收款资金用于信托财产分配的风险。

这种仅在发起人违约时，抵押资产池才发生转移的模式也是国际上结构化发行 CB 的模式之一。例如法国结构化发行 CB 的模式为 CRH 模式，CRH 是获得许可的专业信贷机构，可以发行 CB 向股东提供融资，CRH 的股东是法国的银行，截至 2023 年末，股权结构为：法国农业信贷银行(38.1%)、互助信贷银行(27.1%)、法国兴业银行(21.1%)、BPCE(10.4%)、法国巴黎银行(3.3%)。CRH 发行 CB，将募集资金贷给股东，股东以符合标准的抵押资产池为担保，抵押资产池仍保留在股东（即借款银行）的资产负债表上。资金偿付方面，股东向 CRH 支付贷款本金和利息的方式偿还这笔贷款，再由 CRH 向投资者支付 CB 相应的本金和利息。如果股东（即借款银行）违约，相应的抵押资产池将无需任何手续转让给 CRH。

三、再论结构化 CB 与资产支持证券

结构化发行 CB 与企业资产支持证券有相似之处，表现在：均能盘活存量资产实现融资；均有特定资产作为偿债来源支撑；均有结构化设计以保护投资者对底层资产的权益。但是两者之间又有本质差别，主要表现在：

第一，是否“出表”和追索权方面，结构化 CB 具有“双重追索权”，多数情况下，发行人经营收入为第一偿债来源，资产池为第二偿债来源，资产并未真正出表。而资产支持证券的资产真实出表，偿债来源依

¹ 《信托法》第十七条规定：“除因下列情形之一外，对信托财产不得强制执行：（一）设立信托前债权人已对该信托财产享有优先受偿的权利，并依法行使该权利的；（二）受托人处理信托事务所产生债务，债权人要求清偿该债务的；（三）信托财产本身应负担的税款；（四）法律规定的其他情形。对于违反前款规定而强制执行信托财产，委托人、受托人或者受益人有权向人民法院提出异议。”

赖资产池现金流，是其第一偿债来源，所以要求资产池现金流与资产支持证券的偿付期限匹配。**也就是说，结构化 CB 本质是“抵质押资产”，而资产支持证券是“卖资产”。**当然，资产支持证券在以资产池现金流为第一偿债来源的基础上可以设置差额补足等外部增信方式。

第二，发行人方面，目前国内 CB 市场，无论直接发行模式，还是结构化发行模式，CB 发行人均为融资主体自身。资产支持证券的发行主体是特殊目的实体，融资主体是原始权益人，仅 ABN 可以由融资主体直接发行，但是仍以基础资产现金流为第一偿债来源。

第三，信用增级方面，目前国内发行的 CB 绝大多数未实现信用增级。资产支持证券通过分层、超额抵押等结构设计，多数能实现优先级资产支持证券的信用增级。

第四，资产类型方面，CB 优先推动不动产、土地使用权、准不动产、流通性较强、容易变现的资产类型，在基于真实交易背景、风险可控的前提下，可选取流通性较强、价值价格体系较为健全的动产和无形资产，对资产池也不再作同质性要求。2024 年 7 月推出的民企 CB 将担保资产扩展到应收账款、知识产权、碳排放权、非上市公司股权等资产。相比之下，资产支持证券对基础资产的要求更高：权属明确，可以产生独立、可预测的现金流且可特定化的财产权利或者财产，现金流来源原则上应当分散，基础资产具有同质性等。

第五，资产池管理方面，CB 是动态管理，当担保资产价值覆盖不足时，要求发行人置换或追加资产，在资产池覆盖程度上，原则上应保证担保物价值覆盖债券本息，但是 2024 年 7 月推出的民企 CB 可以灵活选择部分抵质押、全额抵质押、超额抵质押等多种抵质押率安排。资产支持证券的资产池是静态管理，可以设置循环购买和不合格资产替换条款，且资产池覆盖程度一般为超额抵押，不会有部分覆盖的情形。

表 1 抵质押率为部分抵质押的民企 CB 案例

证券简称	发行额 (亿元)	抵质押资产 价值(亿元)	抵质押覆 盖倍数	抵质押资产	主体评级	发行人企业性质
24 恒逸 SCP001(资产 担保科创)	1.70	0.80	47.12%	股权质押	AA+	民营企业
24 科伦 SCP001(资产 担保科创)	3.00	1.27	42.38%	股权质押	AA+	民营企业
24 九州通 SCP001(资 产担保)	5.00	1.61	32.14%	应收账款	AA+	民营企业

资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、未来发展

结构化 CB 引入破除隔离载体，相比直接发行模式（抵质押模式），更能保障投资者优先求偿权的实现，应是未来 CB 的发展重点。2024 年 7 月推出的民营 CB，重点支持科技创新、“专精特新”、绿色低碳、乡村

振兴、大规模设备更新和消费品以旧换新等重点领域民营企业发行 CB，多数民营企业缺乏传统抵质押资产（如土地、房地产），可以股权、应收账款、知识产权未来现金流等资产作为担保资产，这些资产均可以探索引入担保品服务信托作为破产隔离载体发行结构化 CB。

但是需要注意的是，以知识产权未来收益作为担保资产结构化发行 CB 的，面临着担保资产现金流与 CB 偿付不匹配、变现能力差的风险。如在“24 五凌电力 SCP001(资产担保科创)”的发行案例中，就存在该问题：CB 发行期限（181 天，分期发行，每期存续期原则上不超过 270 天）短于知识产权未来现金流市场价值评估期限（2024 年至 2030 年），且担保资产是发行人收入的一部分，资产处置面临较大不确定性，变现能力差，实际基础资产现金流对 CB 的担保效果有限。

结构化发行 CB 的目的在于：提升担保资产的增信效果，并在可能的情况下实现对 CB 的信用增级。CB 评级中会考量发行人自身信用等级、破产隔离分析、担保资产对 CB 本息的覆盖程度、担保资产回收水平等方面，若想通过结构化设计实现 CB 的信用增级，还需在结构化设计方面探索更多创新。

免责声明

本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。

独立性声明

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳 地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦（银座国际）三楼 邮编：518040
电话：0755-82872897 传真：0755-82872090

北京 地址：北京市朝阳区建国路甲 92 号世茂大厦 C 座 23 层 邮编：100022
电话：010-66216006 传真：010-66212002

上海 地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室 邮编：200120
总机：021-51035670 传真：021-51035670

湖南 地址：湖南省长沙市雨花区湘府东路 200 号华坤时代 2603 邮编：410000
电话：029-88626679 传真：029-88626679

江苏 地址：南京市建邺区黄山路 2 号绿溢国际广场 B 座 1410 室 邮编：210019
电话：025-87781291 传真：025-87781295

四川 地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
电话：+852 36158343 传真：+852 35966140

山东 地址：山东自由贸易试验区济南片区经十路华润中心 SOHO 办公楼 1 单元 4315 室
总机：0531-88813809 传真：0531-88813810

陕西 地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室
电话：029-88626679 传真：029-88626679

香港 地址：香港中环德辅道中 33 号 21 楼
电话：+852 36158342 传真：+852 35966140