

私募债扩容速度放缓 销售困难初现 风控压力增加

“火”中抢食 考验券商“筷子功”

□本报记者 杜雅文

发行放缓 销售困难初现

中国证券业协会17日发布公告,中金、长江、民生、华融等18家证券公司获得中小企业私募债承销资格,加上首批20家证券公司,目前共有38家证券公司可以承销私募债。中国证券报记者对沪深交易所公布的数据进行了粗略统计,自上市以来共有15家证券公司承销发行了私募债,在上交所备案的有28家,深交所有13家。

从承销发行数量看,国泰君安以8家的数量占据首位,募集资金额共7.45亿元,平均每家不到1亿元;浙商证券以6家居第二位,募集资金共3亿元;东吴证券、平安证券、中信建投并列第三,分别发行了4家,而平安证券每家平均募集资金为1.445亿元,相比其他两家金额最大。

数据显示,首批获得承销资格的一些大券商至今尚未推出项目,一些品牌券商在拔得头筹后也没有新项目发行。而长江证券、天风证券等第二批获得承销资格的中小券商,在公告获得承销资格的次日,即承销发行了首单私募债。

中小企业私募债业务发行节奏放慢的原因有多方面。“发行首批私募债时券商都很积极,希望能拔得头筹。”国信证券固定收益事业部董事总经理杨鹏程说,然而最近特别是一些大券商都“冷”了下来,主要是为了思考这项新业务到底应该如何做。国信证券已经做了工作总结和内部交流,对发行首批私募债中出现的问题及今后业务发展方向进行了讨论,并主要解决了两个问题:一是确定内部的立项标准;二是形成标准化操作流程,以将该业务拓展到固定收益、投行等多个部门。目前,该公司已进入立项阶段的有10家左右企业,一旦实现标准化操作,相信会有较大的量释放。

平安证券固定收益部董事总经理刘春玲也表示,自6月发行首批4家中小企业私募债之后,私募债成为平安证券一项常规业务。目前还有数十家中小企业的私募债项目正在进行,今后将成熟一家发一家。他们不会为了盲目扩大市场规模而降低门槛发债,而会把风险控制放在首位。

据了解,虽然监管部门对中小企业私募债设立的门槛较低,但对风险控制一直谨慎,希望中小企业不要“裸发”,而是有一些增信措施。近日,监管部门还召开了由50多家证券公司参加的业务培训会,再度强调中小企业私募债的违约风险。不过,随着市场竞争加剧,已有私募债出现销售困难。“个别券商比较激进,上了一些资质不太好的项目。”市场人士透露,有的项目在备案前询价时,甚至被机构投资者抱怨,认为券商“都没有好好挑一下”,与首批销售火爆形成反差。

启元财富产品经理范曜宇说,中小企业私募债作为一项新业务,可以成为证券公司的业务增长点,但短期增长效用有限,主要是受制于其发行规模以及对可发债企业所处行业的严格限制。

差异化竞争 部分券商意在“借鸡生蛋”

随着第二批18家券商获得私募债承销资格,市场竞争更加激烈。一些券商相关负责人表示,依靠传统业务改变目前的竞争格局比较难,新业务是突破点。这也是一些中小券商承销发行放量的原因。

中国证券报记者采访发现,一些在IPO业务上有传统优势的券商,更愿意选择优质中小企业,门槛定得较高。数据显示,平安证券发行的4家中小企业私募债备案金额不等,低的为0.28亿元,高的达2.5亿元。我们在选择企业时,主要看其资质以及偿付能力。”刘春玲说,他们对企业的募集资金金额没有太多要求,在选择项目时主要从把控企业风险角度出发,部门高度重视中小企业私募债的尽职调查,并设置专职人员审核私募债。

杨鹏程透露,由于不同行业差别很大,对私募债的立项标准没法用统一的财务数据来定,因此更多参照了信用评级。他们的立项标准是信用评级能达到A+,融资规模则单笔在5000万元以上。之所以要求较高,也是此类中小企业融资渠道较多,即使以后流动性出现一些困难,还有其他融资渠道可以填补。此外,这些中小企业后续进入资本市场的计划也是重点考虑因素。因为国信证券在私募债人员配备上有限,所以定位是往中高端方向走。

相比之下,小券商更希望借这项新业务在IPO上实现突破。“我们只能量力而为,目前储备的项目只有两三家。”天风证券副总裁徐浪说,相比券商投入的人力成本,中小企业私募债不怎么赚钱,但从战略层面公司高度重视,并配置了专业队伍,希望通过承销私募债与一些中小企业发生联系,通过3到5年,将这些发债的企业送上IPO道路。

“我们只能进行差异化竞争。”徐浪说,大券商有品牌有队伍,而小券商做一单业务都难。一些成熟的马上能IPO的企业往往选择大型券商,过一两年进入IPO状态的企业则被中型券商拿走,小券商能争取到的,只有那些需要三年甚至更长时间才可能上市的项目。

一些中小券商还充分利用区域优势突围,他们承销的项目基本都是证券公司所在地的中小企业。对此,刘春玲认为,今后券商竞争的格局将多元化。一些小券商做本地项目时,相比综合性的全国券商,无论是在当地的人脉优势还是对小企业的了解程度,可能更具优势。而综合性券商的综合实力以及品牌比较强,服务范围会面向全国比较优质的中小企业。杨鹏程也认为,随着参与的券商增多,很有可能出现价格战的局面。在5000万以上的融资标准,走相对高端的路线,有的区域性明显的券商可能会在当地深耕,各有各的特色,将来是一个分层次的竞争格局。

还有券商人士透露,目前收取的承销费用约为融资金额的1%—2%之间,但随着券商话语权的不同,以及定价和销售能力的强弱,今后承销费用可能会出现多种模式。比如除承销费用外,如果券商通过自己的综合实力,使中小企业实际发行的年利率低于其能承受的年利率,其中的差价部分券商将获取一定比例提成。

完善机制防范危机

在风险控制上,中国证券报采访的多位业内人士均表示要把其放在第一位,以避免出现违约风险而导致这一市场被投资者抛弃。然而,也有观点提出,风控过严可能会影响到该项业务的发展。

“目前还在征求意见的私募债尽职调查指引出发点是好的,但一些要求甚至比企业债更细。”一家券商负责人透露,私募债的发债主体以中小民营企业为主,相比企业债的发债主体,券商尽职调查的难度更高,可操作性也会存在更大障碍。

如果标准过严,券商的操作成本将增大,速度会放缓,无疑会影响到发展这项业务的积极性,导致市场发展缓慢。

分析人士认为,中小企业私募债先天具有高风险、高收益的特征。中长期来看,随着市场竞争加剧,违约出现将不可避免。“预计一到两年内私募债的安全性比较有保证,可达到8%—10%的年化收益。”范曜宇说,目前私募债市场规模还很小,参与发行的券商都不愿意自己承销发行的私募债成为市场上的首单违约者,导致品牌受损。但随着产品数量的增多和门槛的放宽,可能会打

破刚性兑付格局。

刘春玲认为,一旦市场回归理性,尤其是随着债券市场的波动,私募债热销局面将不是常态,这就对券商的销售能力提出了更高要求。总之,私募债不仅为券商提供了创设产品的空间,能进一步满足不同投资者不同层次的需求,也是对券商获取项目、设计产品、销售等综合能力的全面考验。

市场本身会优胜劣汰,销售困难的债券将很难面市,产品不佳的券商会慢慢被疏远。”杨鹏程说,中小企业私募债本身就是高风险、高收益的品种。目前私募债的发展态势很好,监管层和主流券商都很呵护这个品种,在研究各种机制采用各种手段来降低风险,这种上下合力是一个很良好的状态。主流券商应该继续引导市场向健康的方向发展,慎选项目防范风险。

华泰联合一份分析报告指出,目前,中小企业私募债相应的违约处理机制尚未明确,如果监管部门不能够及时出台相应制度以及可操作性规则,投资者的利益就无法保障,市场就很难做大;中小企业私募债诸多配套措施亟待出台。

中小企业私募债扩容速度明显低于市场预期。截至7月29日,首批中小企业私募债面世以来已近两月,共有15家证券公司承销了41家中小企业私募债,总融资额为36.63亿元。

同时,监管层已多次强调风险,并于近日下发了私募债尽职调查指引,在业界征求意见。中国证券报记者采访发现,私募债扩容速度放缓既有券商审慎对待新业务的考虑,也存在后期储备资源不足、积极性不高、业务定位不清晰等多种原因。

随着第二批券商获得中小企业私募债承销资格,市场竞争加剧。业内人士透露,目前市场上涌现出不少未备案的中小企业私募债在询价,质量参差不齐,有的已出现销售困难的情况。随着时间推移,中小企业私募债出现违约风险或不可避免。但若一味提高风控门槛,则券商的投入与收入将不成正比,会影响其积极性。

风控过严,则可能变成“鸡肋”业务;风控过松,则可能被投资者抛弃。中小企业私募债到底是“蛋糕”还是“鸡肋”?目前下结论为时尚过早。不过可以预见的是,对这一新兴业务,券商最终将进行差异化竞争,其风险控制、定价和销售能力也将面临市场全方位考验。

一线来风

“富户”抢发

□本报记者 杜雅文

自在深交所发行首单中小企业私募债后,国信证券固定收益事业部创新融资部总经理杨鹏程和他的团队几乎每天都会接到十多个电话,每个电话都会推荐若干个想发私募债的中小企业。其中,不少都是不缺融资渠道的“富户”。

你们来之前,已经有几拨人来过,要给我们融资。”浙江一家中小企业的财务负责人对杨鹏程说,这些上门来“送钱”的金融机构,不仅有银行,也有信托公司、小额贷款公司,甚至还有来自上海的一些民间资金。然而,就是这家被众多资金青睐的企业,与杨鹏程交谈了半小时后,就决定通过发行私募债融资。

这名财务负责人仔细算过账。如果通过发行信托产品融资,信托、银行、客户都要从中获取收益,算下来年利率约15%,与民间资金的融资成本大体相当;如果通过银行贷款,成本也许能降低,但银行对担保、抵押的要求特别高,某些条件甚至到苛刻的境地,在贷款资金使用上也有严格限制。比较下来,公司还是决定发私募债。根据测算,即便加上需要支付给券商的承销费用,目前公司发私募债的年利率也只是在10%上下,而且从券商入场到交易所备案,再到募集资金到位,最快不到一个月时间。

有些企业在发行私募债后,将资金用于偿还银行贷款。”华南地区另一家证券公司相关负责人透露,即便已经降息两次,但银行的贷款成本依然不低。甚至在存款考核压力下,部分贷款被限制提取,企业却仍得按照贷款总额支付利息,无形中加大了融资的综合成本。

此前,为了能赶上私募债发行的首班车,杨鹏程和他的团队争分夺秒,日夜驻扎在宾馆,几乎顿顿吃“鱼汤米线”。如今一些中小企业接触下来,杨鹏程感觉私募债对他们就像“鱼汤米线”,也许不那么精致,但能以最快的速度满足企业融资的迫切需求,而公募债等其他融资品种,更像一道需要慢慢吃的“大餐”。正是这种原因,即便是一些相对成熟的拟IPO企业负责人,在与杨鹏程交谈后不久,几乎都迅速做出了先发私募债融资的决策。

在启元财富产品经理范曜宇看来,“富户”抢发私募债也是为将来IPO做铺垫。他说,在发行私募债过程中,不仅要对企业进行审计,还会在交易所备案,并进行定期信息披露,这对于企业的规范发展很有好处,并能在交易所获取印象加分,对未来的发展无裨益。

出于各种考虑,大量中小企业都希望能吃到这碗“鱼汤米线”。于是,多个已经展开中小企业私募债试点的地区,当地政府及金融办、行业协会等纷纷邀请获得承销资格的券商去作私募债宣讲,以为中小企业进行这方面的知识辅导。一些银行、评级机构、律师事务所、会计师事务所等也都来推荐客户,希望从中分到一杯羹。甚至有放贷给企业的民间投资公司,也来充当“猎客”,以从券商的承销收入中获得提成。

现在光是推荐的项目都看不过来。”杨鹏程说,特别是一些品牌券商,他们分散在全国各地的营业部,都积累了大量当地实力很强的企业客户,还有投行等部门发掘的项目,使私募债的承销短期内呈现供过于求的局面。

截至目前,中小企业私募债启动已近两月,在沪深交易所顺利备案的有三十多家。而据中国证券报记者了解,一些品牌券商接触到的有意向发私募债的中小企业数量达到百家以上。出于对风险控制的考虑,往往是“不差钱”的优质中小企业成为券商们优先考虑和争夺的对象。

“富户”的强有力竞争,让一些真正缺乏融资渠道的中小企业感到失落。不过,杨鹏程预计,再过几周这种热潮可能会逐渐退去。随着这项业务逐步转入常规,加入竞争的券商数量越来越多,一些券商可能会降低门槛,这也对行业的风控能力提出了更高要求。

两因素制约私募机构参与

□本报实习记者 杨苏

基于投资标的属性及流动性等考虑,许多私募机构暂时没有参与投资中小企业私募债。进入市场热情较高的私募机构,则是看重利率下行和中小企业融资不畅的制度性机会。私募机构本身的投资标的偏好和能力经验,是其选择做观众或入场热身的关键条件。

两因素制约

接受中国证券报记者采访的大部分私募机构均没有参与投资中小企业私募债,主要原因为投资标的属性差异和流动性的限制。也有一些私募人士看重利率下行的大环境以及投融资现状的制度机会,热情较高。

广东新价值投资有限公司董事长李涛透露,中小企业私募债与公司目前业务没有关系。上海朱雀投资发展中心相关负责人称,公司主要投资权益类标的,对于固定收益类的投资相对较少。中小企业私募债属于新生事物,

参与前需要一定时间学习,目前并没有涉及该领域。

广东斯达克投资管理有限公司总经理黎仕禹也称暂时不会考虑中小企业私募债,公司主要投资二级市场权益类。阳光私募基金类一般较少参加债券产品的投资,即使参加也是选择能够很快变现的品种,比如国债短期回购。

不过,基于利率下行的大环境以及中小企业融资渠道不畅的制度机会,广州吴富投资管理有限公司总经理黄咏流露出较高的参与热情。他认为,首先资金成本持续下降,债券的投资价值增加,价格应继续走高。其次,中小企业融资渠道不畅,愿意承担较高成本进行融资,利率将在10%以上。减去目前投资者约5%收益率需求,其间存在5%左右的利差。基于宽幅利差的背景,只要机构本身有一套完善的风险评估和控制体系,市场空间非常诱人。

市场尚属培育期

值得注意的是,根据深交所综

私募债短期难撼信托

□本报记者 杜雅文

接受中国证券报记者采访的多位券商负责人均认为,中小企业私募债的推出将在一定程度上挤压信托产品空间。不过,信托行业覆盖的企业比私募债范围广,仍具有很大空间。

“从目前已经发行的中小企业私募债来看,产品的期限、收益率、风险控制措施和信托产品有些类似。”第三方理财机构启元财富产品经理范曜宇说,目前券商基本都先挑市场上的优质中小企业来做,期限在1—3年,年化收益在10%左右,风控措施中也用到担保、抵押等。不过,从总量上看,至少两三年内都不会对信托市场造成冲击。

他说,信托产品自今年以来,收益率一直在下降,目前固定收益类信托的预期年化收益率在10.5%以上的已经很少,除非是一些风险较大的项目,低的甚至降到7%。相比之下,新推出来的私募债在安全性相对较好的情况下,由于有转让平台,流动性会优于信托产品;与传统的企业债和公司债相比,私募债的期限更短,所以销售火爆。然而,随着市场规模扩大以及近期利率走低,未来私募债的收益可能下降。

从未来一段时间来看,中小企业私募债在短期内难以撼动信托的市场地位,目前的私募债市场规模还不到百亿元,但仅今年上半年新发行的集合信托保守统计就有

合协议交易平台的成交信息,7月中小企业私募债日均成交金额环比下滑明显,市场对已发售产品的财务质量、信批透明以及未来风险开始质疑。对此,黄咏直言因为市场评估体系的不成熟,中小企业私募债在初期可能会经历一个比较混乱的过程。不过,已经有先进场者募集资金投资私募债产品,规模达到几十亿元。

分析人士认为,作为中小企业融资,肯定存在相当风险。不过,因为银行自身庞大制度和复杂程序而不能放贷的一些企业存在低风险融资需求,这成为机构可以果断参与的市场空间。

黄咏向中国证券报记者表示,风险与收益匹配的产品即是合格。比如私募债有一定风险,收益也相对比较高。但必须依赖拥有成熟评估体系的第三方机构。对于风险债券的评级等,按照过去的市场认识,目前评级机构在能力和道德操守上存在一些缺陷,所以对一般投资者来说,风险仍较高。

专家认为

私募债将满足多层次市场需求

□本报记者 杜雅文

中小企业私募债应走向何方?它与券商的IPO、“新三板”业务是什么关系?国信证券固定收益事业部董事总经理杨鹏程和平安证券固定收益事业部董事总经理刘春玲在接受中国证券报记者专访时表示,私募债的最大特点在于丰富了投资品种,能和其他业务一起为中小企业提供不同阶段的融资服务。

围绕客户创设产品

中国证券报:券商内部应如何实现“新三板”、中小企业私募债、创业板等业务的协调发展和资源整合? 杨鹏程:企业客户处于什么样的状况,适合怎样的资本市场服

务,券商就提供什么业务。“新三板”和创业板属于股权融资,对企业来讲应该是二选一;私募债属于债权融资,一般情况下可以跟股权融资同时操作,互不影响。

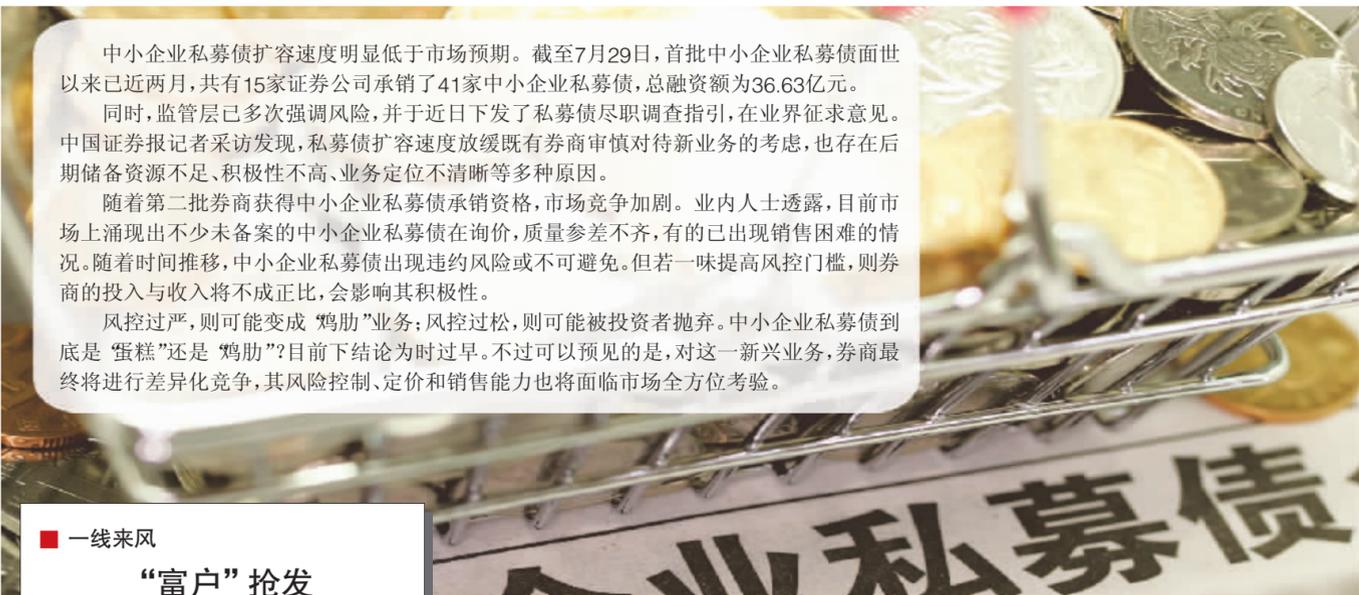
券商能够为企业客户提供各类优质服务,较能长期留住客户,整体上对各业务线都有好处。券商专访时表示,私募债的最大特点在于实现了长期合作。除了在客户发展的各个阶段给予私募债、IPO、公司债等相应的融资支持外,还可以帮助企业寻找投资的机会。如企业有冗余或超募资金,券商的资管业务就能发挥作用。

风险控制尤为为重要

中国证券报:一些观点把私募债等同于美国的垃圾债,你对此认同吗? 杨鹏程:企业客户处于什么样的状况,适合怎样的资本市场服

务,券商就提供什么业务。“新三板”和创业板属于股权融资,对企业来讲应该是二选一;私募债属于债权融资,一般情况下可以跟股权融资同时操作,互不影响。

刘春玲:对中小企业私募债类似美国垃圾债的说法,我并不认同。美国发行的一些中小企业债,投资评级在BBB以下,而目前中国券商在做这个品种时有比较严格的风控措施,本质上有一定区别。此外,虽然监管部门对中小企业私募债的条件比较宽松,但证券公司在涉足这个新领域时,总体上还比较理性和审慎,并不是规模驱动型,而是希望将其做成有生命力的市场,能细水长流。不过,此前债券被视为零风险市场,基本未出现过违约,这种信用风险将来有可能在私募债领域出现。私募债还处于试点阶段,且相比公司债透明度要低,风险控制尤为为重要,因此平安推出的私募债目前主要面向机构投资者。



CFP图片