



# 持有人风险几何 债券结构化发行讳莫如深

□本报记者 吴娟娟

## “爆雷”并非偶然

王述向中证报记者提供了一则债券远期交易的协议。依据协议,S机构将自己持有的债券卖给其所在机构,并且约定在指定日期将债券买回,这实质上是一笔代持交易。不过2018年下半年,该债券发生实质违约。按照协议约定,S机构应买回债券,据王述所言,S机构至今尚未买回债券。本来这只是一单代持交易违约,令事情变得复杂的是,双方对这单债券发行是否存在结构化发行各执一词。

王述称,S机构操盘上述债券发行人的结构化发行项目,总计持有规模上亿,很大部分通过代持暂时存放在其他机构的账户中,而代持协议中并未披露S机构与发行人之间的关联关系。

S机构相关人士则向中国证券报记者表示,其未操盘该发行人的结构化发行项目。不过,发行人是否与其它机构合作进行了结构化发行,其不得而知。

但其表示,与发行人管理层比较熟,在债券发行过程中做了一些“推介工作”。该债券涉及的投资机构共有5家,S机构对每一家都做了等量或者说超量的交换。“有一些机构缺资金,我就帮它引入资金。一家机构拿了800万元左右的债券,同时他有个2000万元的债券需要处理,我就把他这2000万元的债券对接了别的资金。”他同时表示,投资者是自愿购买的,不是他强塞过去的,部分投资者还去当地做过尽调。

S机构专司交易撮合。由于债券交易并非公开交易,业内人士介绍,前些年,债券交易员每天都在各种微信群中询价、交易。这种交易达成的方式效率低下,因此为撮合各方的机构应运而生,S机构就是其中之一,其在业内具备一定的认可度。

S机构人士表示,在债券发行过程中,其也曾经帮助主承销商提前“簿记”。一部分主承销商可能没有能力销售完成其接手的额度,在这种情况下,其帮助主承销商解决一部分,“在债券发行中,这是很常见的”。不过,他表示其并未与发行人进行结构化发行方面的合作。但王述不认可S机构人士的说法,他认为正是结构化发行使得他在代持交易中处于不利地位。

一位业内人士这样评价结构化发行:整件事情的微妙之处在于,部分机构资管产品持仓表里那些已经跌入谷底的名字,还有那些尚未违约却也摇摇欲坠的名字,基本都是“结构化发行”的项目。他认为,“结构化发行”的企业,其发生违约的概率远超市场整体概率,并非偶然。

某机构人士王述(化名)近期遭遇一例债券违约,他认为,正是结构化发行惹的“祸”。

业内人士表示,结构化发行的债券一旦违约,由于利益捆绑,发行人、承销商、投资者等就容易陷入剪不断、理还乱的复杂关系中。不知情的投资者认为发行时未能掌握这一信息,有受骗之感,这一发行方式从某种程度上来说具有“原罪”;发行人则认为,这是特殊情况下债券发行的权宜之计。结构化发行到底是企业融资的权宜之计还是带着“原罪”的发行方式?在债券市场规范发展的大前提下,业内人士表示,如何在保护投资者与支持企业融资之间找到一条中间道路值得思考。

光大固收首席分析师张旭指出,结构化发行的资金供给方可能将发行人购买的资管产品视为一种信用增进行为,但实际上发行人所购买的金额无法对债券的信用风险进行全覆盖。因此,在债券违约时,资金供给方仍可能遭受损失。

## “神秘”的结构化发行

即便在债券投资圈,结构化发行也具有一定的神秘色彩。一位业内人士直言,结构化发行上不了台面,业内多有些讳莫如深。

记者了解到,结构化发行目前是较为普遍的一种发行方式。一方面,自2018年以来,部分企业融资困难,陷入融资困境的企业想尽一切办法融资。另一方面,对于券商和私募基金来说,由于委外业务的萎缩,这些机构也急于扩充业务。在这种情况下,债券发行方和资管机构一拍即合。

简单来说,结构化发行是指债券的发行人通过各种方式自行消化发行债券的一部分。债券发行的净融资额度低于债券发行的额度,实

际支付的成本可能高于票息,造成了融资情况乐观的假象。如果债券如期正常兑付,结构化发行可能不会被投资者注意到,而一旦出现违约或发生其它风险事件,由于结构化发行方式下,各方责任难以明晰,常陷入相互推诿扯皮的状态。

张旭曾撰文,结构化发行存在三种方式:发行人购买资管产品的平层、发行人自购债券并质押融资,以及发行人购买资管产品的劣后级。以其中“发行人购买资管产品的劣后级”模式为例,如债券发行人购买结构化资管产品的劣后级6亿元,资管产品的管理人再市场化募集优先级4亿元,两部分资金(10亿元)在一级市场购买发行人的债券7亿元,最终债券发行人获得1亿元的净融资,资管产品管理人新增规模10亿元。值得注意的是,其中,发行人的净融资额度1亿元远低于债券的发行额度(大于7亿元)。资管产品管理人和债券发行人中,一个增加资管产品规模,一个成功发行债券,达成“双赢”。

实际操作中,上述几种方式往往揉在一起。一位券商资管人士介绍,其中第一种和第三种糅合而成的一种复合模式较为常见。“如发行人要发10亿元的债,发行人给券商资管5亿元现金,由券商设立一个资管计划,券商用这个资管计划投5亿元的债,然后再把这5亿元的债质押出去,用质押融到的钱继续去买发行人的债。”

这些模式殊途同归:发行人自行消化一部分债券。在2018年企业融资困难时,有不少企业采取结构化发行的模式。上述券商资管人士表示“这可以理解为,部分资质没有问题的发行人当时也发不出债了,为打破困局,不得不采取权宜之计。”不过,他表示对于部分中小投资者来说,他们可能在不知情的情况下买入,“这就不太公平”。券商在质押时,也不会明确这是结构化发行的债券,对于质押回购的交易对手方来说,也是不公平的。这些问题,在债券违约时都会暴露出来。

此外,如果发行人发债之后自行购买,然后再利用债券质押融资,在质押融资过程中,资金供给方可能认为其进行的是低风险的资金交易,但这一交易模式的本质是债券发行人使用债券质押融资代替债券发行融资。一旦债券发行人的资金链断裂,其可能先在回购融资中违约,再在债券兑付上违约,此时资金供给方既无法收回通过回购融出的资金,又无法依靠处置质押品获得足够的补偿。

总而言之,他一旦涉及结构化发行,投资者在不知情的情况下,很容易低估其参与交易的风险。前述券商资管人士也表示,不能因为能为企业“搞到钱”的融资方式就是好的融资方式。

在结构化发行中,不知情的投资者处于信息劣势,其利益没有得到应有的保障,这种债券发行模式是有问题的。

## 激辩“合理性”

部分机构人士认为,结构化发行具有一定的合理性。首先,很难区分正常发行和结构化发行,因此无法禁止这种方式。不过,也有机构人士认为,在这种发行方式下,部分投资者的利益无法得到保障,因此存在“原罪”。

一位知名债券投资机构基金经理表示,债券投资市场并不是面向散户的市场,发行人无需披露所有持有人的信息,这一市场信息不具有透明性。结构化发行很难界定。发行人找一个“干净账户”买自己的债,以达成成功发行的目的,这很难界定什么情况下是结构化发行,什么情况下不是。他表示,部分发行人迫不得已,在没有其它融资手段的情况下采取结构化发行是合理的,只要它遵循相应的信息披露要求。

拉曼资产总经理王毅之也表示,结构化发行和正常发行很难区分,只能根据经验推测哪些发行人采用了结构化发行。事前,金融机构的信用调查人员会在路演阶段与发行人以及承销机构沟通,探明结构化发行意向。事中,在债券结构化发行时,通过投标倍数,有效边际倍数,可以大致确定是否为结构化发行。事后,在二级市场上,通过价格可以看出是否有结构化发行端倪。

王毅之认为,应该提高参与机构的自律底线,同时应该加强中小金融机构、民营金融机构的发展与建设,鼓励不同风险偏好的机构投资不同风险偏好的产品。

张旭表示,结构化发行一方面可以保证债券募满,增加表现发行量,不浪费批文额度;另一方面也降低了发行人的表现票面利率。表现发行量的增加以及表现票面利率的降低,有利于引导市场恢复对该发行人(甚至是该类发行人)的信心,这在当前的环境下尤为重要。

张旭认为,对于投资者来说,应严格按照债券自身的资质确定是否入库以及集中度比例,不考虑无效的增信方式。在债券回购业务中,应统一债券质押库和投资库的入库标准,严格按照与现券买卖相同的标准入库。

记者了解到,目前监管机构正在对券商的债券投资进行全面检查,债券投资的信用风险是监管重点关注对象。一位业内人士预计,结构化发行或成为监管关注对象。发行人和相关机构需增强自律,投资机构也需提高研究和尽调的功力。