

“黑天鹅”频现 私募债拧紧风控“龙头”

□本报记者 马庆圆

“该来的终归会来,只是没想到竟然这样富有‘戏剧性’。”在某证券公司投行部门负责人看来,伴随着兑付高峰的到来,私募债出现违约已经算不得新鲜事,“只不过,‘12东飞01’未能按期兑付本息,不单是首家有地方平台担保的私募债违约,还暴露出私募债发行中可能存在的风控问题和行业‘潜规则’。”而就在“12东飞01”违约余波未平之际,2月4日到行权期的“12蓝博01”又被曝出难以按期行权。

作为从诞生之日起就被寄予厚望的创新型固定收益类产品,私募债历经三年的发展后,如今却面临进退两难的窘境。原本是通过简化发行审批、为中小企业解决融资难题的一剂“良方”,但在实际落地过程中却由于风控等原因,或是成为地方融资的渠道,或是存在较大违约风险。

分析人士认为,尽管多数券商认为私募债业务将成为债券市场发展的重要组成部分,高度重视私募债券业务机会,但在私募债业务发展过程中,不排除部分公司存在为了快速抢占份额而对风控把关不严的现象。完善监管,加强尽职调查和风险控制对行业健康发展至关重要。



CFP图片

私募债频现“黑天鹅”

“目前最重要的事情,是协调各方,尽快兑付本息,不让投资者出现太大损失。”电话另一端,是“12东飞01”主承销商长城证券的相关负责人。“我们的风控和投行部门都在积极处理这一事件,待处理完毕后会对市场关心的问题统一回复。”

Wind资讯显示,“12东飞01”中小企业私募债于2013年1月25日起息,2015年1月25日到期,发行额度1.1亿元,发行期限2年,票面利率9.5%,债项评级AA,由中诚信证券评估有限公司评级。“12东飞01”由东台市交通投资集团有限公司提供“不可撤销连带责任担保”,并且担保期为债券存续期间及债券期限届满之日起两年。

然而,在“12东飞01”私募债1月25日出现不能按期偿还本息之后,东台交投在1月26日即在上交所发布公告称,“应东飞马佐里请求,我司与东飞马佐里签订了担保协议,并出具了担保函,主要内容为东台交投的担保事项是东飞马佐里发行的中小企业私募债券的信用评级。如债券发行人未能清偿本期债券项下的任何本金或

利息,东台交投不承担任何代为清偿或与之类似的义务和责任。”

换言之,东台交投只承担东飞债评级到AA,但并不承担代偿责任。截至目前,“12东飞01”仍未偿还本息,东台交投的公告更是“雪上加霜”。一时间,关于“12东飞01”涉嫌欺诈上市、担保方“担而不保”、长城证券尽职调查风控不严等质疑声不断。中信建投在分析报告中表示,无论东台交投有多少理由说明以往担保没有瑕疵,但是不能否认是,中小企业私募债在监管机构备案时,机构投资者已认同东台交投承担不可撤销的连带责任担保。不能以东台交投、东飞债的发行人、承销机构之间的某种关系而甩脱对善意第三人的代偿责任。

一波未平一波又起,“12东飞01”违约的本息偿付还没有定论之际,2月4日到行权期的“12蓝博01”又被曝出难以按期行权。据悉,“12蓝博01”于2013年2月4日起息,发行规模为0.6亿元,期限为3年。由于采用“2+1”的设计,大多数此类私募债的债券持有人在发行满两年后可以

要求发行方提前兑付相应本息。近日,“12蓝博01”的主承销商首创证券公告称,结合联合发行人及其控股股东蓝博旺集团存在主要债务逾期、现金流较为紧张、资产受限及涉诉、担保人失信等问题,以及未能足额提取偿债保障金的实际情况,受托管理人认为“12蓝博01”和“12蓝博02”面临到期不能偿还本息的兑付风险。首创证券主要负责人向中国证券报记者表示,目前无法确认“12蓝博01”已经违约,但公司会积极处理相关问题。

“12东飞01”和“12蓝博01”反映出的私募债违约已不是特例,可谓“连环杀”不断。据不完全统计,2014年就有5只私募债券发生实质违约,包括3.4月爆发违约风险的“13中森债”和“12华特债”,7月违约的“12金泰债”和“12津联债”、8月份曝出利息违约的“13华珠债”。“鉴于中小企业私募债的信息披露程度较低,我们认为实际案例将多于上述数据。”国信证券在研报中表示,经济下行大周期环境下,中小企业私募债发行人违约可能性相对较高。

风控水平有待提升

2012年开始进入快速发展期的私募债市场,将在2015年迎来集中兑付期。而“12东飞01”暴露出来的担保风险 and 风控隐患,让相关券商绷紧了神经,进一步拧紧风控“龙头”。

在东台交投的公告中,存在这样的表述:“我司对东飞私募债持有人等有关机构持有的担保函完全不知情,该担保函非我司出具真实文件。我司出具的所有文件中,无任何承担连带保证责任或一般保证责任的承诺。”知情人士则称,在2013年的相关担保函中,骑缝章只有发行人的,而没有担保人东台交投的盖章,东台交投只在最后一页的签字页上盖了公章。

分析人士认为,如果事情真如东台交投所述,要么是发行方蓄意隐瞒或造假,要么是作为主承销商的长城证券在尽职调查环节存在

重大疏漏。

“民企的抗风险能力差,但如果有地方平台担保,在发行上就基本不存在问题。”一位行业资深人士介绍,在部分中小企业私募债的发行过程中,不排除存在地方融资平台和当地民营企业上演“双簧”的现象,“这在行业内本无可厚非,但随着对地方融资平台的清理整顿,传统的刚性兑付或逐渐被打破”。

中信证券分析师邓海清认为,信用事件频发或成“新常态”,随着地方平台的规范治理,不规范的操作会逐渐曝光,可能从而形成违约事件。

Wind资讯统计显示,将有151只中小企业私募债在2015年到期,相较2014年的48只大幅增加214%;到期私募债票面金额将达到179.89亿元。中投证券研报称,2015年中小企业私募债

集中到期,偿付压力将对私募债市场形成考验,信用“黑天鹅”或不在少数。

因此,风控成为证券公司防范私募债兑付风险的重要环节。深圳某大中型券商负责人介绍,绝大多数券商能够重视债券业务的尽职调查和风险控制,通常会针对不同种类债券业务,结合监管机构的要求及债券业务经验教训,要求业务人员严格根据公司下发的尽职调查制度开展工作,并建立与业务流程匹配的风险控制体系,保障公司对业务的有效管控。“但从我们了解的情况看,由于发行规模较小、业务处于发展初期等原因,私募债的风控水平整体上还有待提升。”他同时表示,针对私募债风险事件,大多数证券公司会秉着及时处理、损失最小化的原则,制定风险管理制度,以防范市场风险、信用风险和声誉风险等。

发展空间广阔 规范管理需加强

公司则寄望通过私募债掌握更多的拟上市资源,为潜在的IPO业务和再融资业务做好铺垫。但现实发展中,证券公司私募债业务却面临“责任大、收益少”等难题。”深圳某中型券商投行部负责人介绍,私募债规模一般在1亿元左右,承销收入多是100万元左右。“一旦出现问题,投资人首先想到的是来找承销商,出于声誉等考虑,证券公司多会积极帮助追讨账款甚至直接‘兜底’,潜在风险太大,很多券商对于这类创新业务持观望态度。”

如今,私募债“黑天鹅”事件的出现,让本就“低调”、“神秘”的券商固定收益部门更加对相关业务讳莫如深。与此同时,私募债的发行近期

明显减缓。Wind数据显示,2013年共有272只私募债发行,2014年前三季度私募债的发行数量为301只。但2014年10月-12月三个月间,只有53只私募债发行;进入2015年1月,中小企业私募债的发行数量则降低到了个位数,当月仅有2只。

分析人士认为,私募债发行主体为中小企业,其规模较小,抗风险能力较弱,融资需付出较高的成本对投资者予以相应的风险补偿,违约事件的发生是业务发展过程中的必然。随着《公司债券发行与交易管理办法》的发布与实施,私募产品业务空间将更为宽广,同时需要加强对产品本身的规范管理,并加强市场教育,引导投资者认识产品风险。

政府信用剥离 证券公司债市“淘金”优质企业

□本报记者 马庆圆

地方债务甄别,让信用债市场正面临重构。业内人士认为,政府信用和企业信用的边界或明确界定,城投债的逐步退出让企业债短期发行量降低,但随着监管部门计划将公司债发行扩大到非上市公司,公司债有望在2015年以后迎来发展的第二春。与此同时,部分证券公司也在积极准备,试图通过产品创新掌握更多公司客户资源,为提供综合一体化服务“探路”。

信用债市场将现分化

《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》、财政部《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》等文件的陆续出台,让信用债市场嗅到了变革的味道。

2014年违约事件涉及的债券类型由中小企业集合票据、集合债券扩大到中小企业私募债,甚至进一步扩大到中小板上上市公司发行的公司债,其中“11超日债”的利息违约,是公募债券发生实质违约的标志性事件。

“在中小企业的信用风险已经开始释放的同时,国有企业与城投公司的信用风险也开始暴露。”中诚信国际分析师李诗、余璐表示,长期以来政府隐性担保以及国资委和地方政府掌握的大量资产使得市场对国有企业或城投公司的偿债能力信心十足,然而市场化改革的推进下,地方政府或国资委进行债务兜底的能力将越来越受到限制,很有可能最终依靠重组或者部分资产的出售来偿还债务。“无论是产业型还是平台型的国有企业,随着市场化改革的步伐加快,都将会有更多的风险暴露出来。”中信证券在研报中表示,2015年随着利率市场化和财税体制改革的推进,信用风险或出现放大和深入的风险。

业内人士介绍,2014年对城投债和国有企业背靠政府信用的剥离成为债务改革的重点,城投债的退出将让企业债出现明显的萎缩,而随着证监会计划将公司债发行扩大到非上市公司,场内和场外互联互通进一步加强,公司债有望在2015年以后迎来发展的第二春。刚刚发布的《公司债券发行与交易管理办法》明确,将公司债原来限于境内证券交易所上市公司、发行境外上市外资股的境内股份有限公司、证券公司的发行范围扩大至所有

公司制法人。业内认为,那些大量发行中票的企业和目前少数发行企业债券的大型国有企业将直接受益,预计将有部分上述企业会考虑发行公司债券,从而给公司债券市场带来增量。

《管理办法》还对非公开发行以专门章节做出规定,全面建立非公开发行制度。非公开发行的公司债券只需在发行结束后5个工作日内向证券业协会备案即可,流程方便快捷。另外,《管理办法》对发行安排进行了优化,将原来分期发行中首次发行时间从半年延长到一年,并取消了首次发行规模不低于获批规模50%的限制,使得发行安排更加灵活和合理。

券商谋求“供应链金融”机会

“尽管私募债违约等的发生暴露了证券公司在相关业务中的不足,但我们还是要把握住国内经济企稳回升、政策大力支持企业直接融资、债券市场不断走向成熟的历史契机,获得更好的发展。”深圳一家中型券商负责人表示,政府信用的剥离让优质企业走向前台,通过固定收益产品研发创新、承销相关债券发行,证券公司将积累更多的公司资源,并为相关公司提供包括购并、产业基金、存量资产的再证券化、多种形式的融资以及闲置资金财富管理等综合服务,“证券公司完全可以担任优秀企业的‘现代财务总监’。”

分析人士认为,创新产品中,并购债有望在实体经济拉开并购重组大幕后迎来发展机会。中诚信国际认为,在实体经济进行落后产能淘汰和产能升级的过程中,兼并重组是重要的手段,也是国家明确予以支持的经济活动,这一浪潮将产生巨大的融资需求,从而给并购债带来发展机会。

事实上,部分证券公司的眼光放得更远,长城证券将“供应链金融”概念上升到公司发展的战略高度。据介绍,“供应链金融”是指把产业链上的相关企业作为一个整体,根据交易中构成的链条关系和行业特点设定投融资和其他金融服务方案,基于对产业链特征和交易细节的把握,借助核心企业的信用实力,对产业链上围绕核心企业形成的中小企业生态群提供全面金融服务。基于供应链金融“1+N”的企业生态群特点,长城证券将通过实施“绑定核心企业”的战略手段,围绕核心企业设计个性化金融产品。

固收投资需要“火眼金睛”

□本报记者 马庆圆

曾几何时,信托、债券凭借较高的年化收益率和“刚性兑付”广受欢迎。然而,随着部分信托产品和私募债出现违约,固定收益这一在传统认知中“只赚不赔”的投资产品已然发生变化。市场人士认为,高收益对应高风险,未来固定收益产品出现违约或成“常态”。这一方面要求投资者增强风险意识,另一方面要求中介机构增强合规风控,真实反映发行方的实际情况和潜在风险。

违约风险大增

“房地产低迷,地方平台整顿,现在做项目越来越难。股票行情倒是不错,但对于固定收益产品来说,反倒不是个好消息。”某知名信托公司负责人介绍,前两年“火爆”的政信合作产品如今遇冷,房地产市场持续调整更是让某些信托产品面临兑付风险,“投资者也开始认识到,所谓的‘固定收益’其实也是有风险的。”

从2014年开始,无论是债券类还是信托产品,可谓“黑天鹅”频发。业内人士介绍,2014年多家信托公司出现产品违约情况,但出于声誉和持续经营等考虑,基本上相关产品通过第三方回购或代偿的方式得到解决。进入2015年,信托的兑付风险依旧存在,1月份就有两家业内知名的大型信托公司面临产品违约问题。“在经济转型过程中,行业及企业个体的分化态势将加剧,信用风险的爆发难以避免。尽管各利益相关方仍非常看重‘第一单’违约的代价,但出手兜底的难度和成本也在增加,化解违约风险的市场化压力在增大;特别是个人投资者参与度显著降低后,违约市场化进程可能加快,需加强对信托产品的风险甄别。”中金公司分析员陈健恒表示,受经济增速下行传导,信托行业个案信托项目风险事件有所增加,截至2014年末有369笔项目存在风险隐患,涉及资金781亿元。

近期“12东飞01”的违约,则给债券投资者敲响了警钟。国泰君安研报称,此次事件再次提示投资者关注债市操作风险,目前债券市场将操作风险控制完全基

于中介机构的做法仍然存在隐患。“即使投资者能够追究相关中介机构的失职责任,这中间也将牵扯大量的时间、精力,并仍可能产生一定的实质损失。”国泰君安认为,随着债券市场容量越来越大,风险控制将显得越来越重要,任何尽职调查、风险控制安排,最终都需要严谨的操作来保证落实。

加强风控刻不容缓

“公司一直把风险控制放在重中之重,甚至为风控放弃了很多项目、放慢业务整体增长速度。”深圳某大型信托公司人士表示,尽管2014年公司没有出现产品违约,但“刚性兑付”的行业潜规则已然让公司倍感压力。“更让人哭笑不得的是,投资者买产品的时候很少关注其风控和增信,而是更看重我们是某大型央企的下属公司,出了问题也不担心兑付。”

私募债等创新产品,面临着类似的问题。“现在实业公司的净资产收益率有多少?产品年化收益10%背后肯定有潜在的风险,这时候考验的就是承销商或信托公司的风控能力和增信措施,但也需要投资者提高风险意识。”一家大型证券公司负责人介绍,目前固定收益产品创新是大势所趋,但由于发展时间较晚等原因,部分证券公司在开展相关业务的存在经验不足、管控落实到位的情况,“无论是制度上,还是人才培养上,需要一个过渡期。”

实际操作中,监管部门已经开始注意到相关风险,并有所动作。2015年1月初,上交所发布《关于加强中小企业私募债券风险防范工作相关事项的通知》,从多个角度对私募债风险进行防控。私募债募集说明书应就发行人违约使用募集资金的责任进行规定;交易所将根据具体情况要求私募债券发行人聘请具有证券、期货相关业务资格的会计师事务所对私募债券募集资金使用情况开展不定期专项审计;采用专业融资担保公司为私募债券担保的,承销商应在尽职调查过程中,核查担保公司业务资质、经营状况及担保风险等相关情况,与担保公司所在地担保机构监管部门进行事先沟通,尽职调查报告应包含相关核查、沟通说明。