

# 新三板企业发行私募债悄然兴起

私募可换股债券或成新方向

□本报实习记者 王兴亮



CFP图片

新三板公司京弘全日前宣布拟发行不超过3000万元的私募债券，并成为11月份第四家发行私募债的公司。私募债在新三板市场悄然兴起。

不过，新三板私募债风险较高，违约的情况时有出现，这给市场敲响警钟。如何用好私募债这一投融资工具，成为各路投资者关注的热点。业内人士表示，在私募债基础上升级而来的私募可换股债券，既能为投资机构提供更稳定的退出路径，也可促成更多新三板公司融资交易的达成，或是未来新三板投融资的一个方向。

## 新三板私募债兴起

11月24日，新三板公司京弘全宣布，拟在前海股权交易中心备案发行总额不超过3000万元的私募债券，债券期限不超过3年。这已是11月第四家宣布发行私募债的新三板公司。11月18日，爽口源宣布发行总额不超过500万元的一年期私募债；11月15日，志能祥赢宣布拟发行不超过5000万元的私募债；11月14日，广安生物宣布拟发行总额不超过1亿元的私募债。

据中国证券报记者不完全统计，今年7月份以来，共有9家新三板公司公告发行私募债，募集资金从500万元到1亿元不等，总融资额达3.37亿元。尤其是11月计划发行私募债的公司增至4家，呈现增长的趋势。

一家计划发行私募债公司的负责人透露，此前也想过定增融资，但投资机构给出的价格低得“令人发指”。相比之下，私募债发行审核采取备案制，审批周期更快，而且对发行人的资产、盈利状况也无硬性要求，“加上最近市场成本较之前下降不少，所以董事会一致认为发私募债是当下一个不错的选择。”

事实上，从沪深交易所2012年5月发布中小企业私募债券业务试点办法以来，就有多家新三板企业试水发布中小企业私募债。据不完全统计，至今已有30余家新三板公司计划或已发行私募债，总融资额接近20亿元。

与2012年至2015年期间发行的多

私募债相比，今年以来的债券利率下降不少。9月12日，大汉股份计划发行的私募债年利率不超过6.5%；11月18日爽口源拟发行的私募债年利率不超过6.9%。而2012年发行的私募债利率大多在8.5%左右，有的甚至高达11%。

一位券商人士分析，11月私募债忽然增多的原因，或与今年定增市场遇冷有关。Choice数据显示，今年第二季度后期以及第三季度，企业定增融资连续下滑，新三板分层制度的实施管理并没有实际改变流动性差的状况。10月份融资规模出现年内新低，仅50.87亿元，基本等同于去年年初水平，已连续6个月募集资金总额不到100亿元。

100亿元。

## 屡现违约暴露风险

在私募债受“追捧”的同时，今年新三板也出现多起私募债违约或无法按时回购私募债的案例。

今年3月，钻井技术综合服务供应商中成新星2012年发行的中小企业私募债券（“12中成债”）未能按期足额偿付，涉及金额3843万元。这揭开了新三板市场私募债违约的序幕。

事实上，中成新星曾试图通过增发募资6300万元来回购私募债，却因未能完成募资备案宣布失败。融不到钱，还不了债，今年7月1日，“私募债违约第一股”中成新星在新三板摘牌。

一位私募机构负责人表示，中成新星的“违约”打破了刚性兑付的规则，给整个新三板市场造成辐射性影

响，一定时期内让投资者不敢买、企业不敢发。“这也是为什么今年上半年没有私募债发行的主要原因。”

此后，另一家新三板公司华协农业分别于6月1日和6月13日发布公告称，其“515013私募债”四期全部面临延期偿还有并存在违约风险。2015年，华协农业发行了总额为2000万元的私募债券，该债券分为4期发行，每期500万元。

今年5月23日起，华协农业的4期债券陆续到期。因公司资金规划，华协农业偿还私募债本息的资金暂未回笼，最终违约。目前，华协农业已被甘肃股权交易中心告上法庭，要求还债。公司股票也停牌至今。

即使是私募债发行“爆棚”的11

同时，在今年已实施完成的定增案例中，截至12月2日，已有469个案例定增价格破发。其中，249个定增项目股价惨遭腰斩，跌幅最大者高达99%以上。另有865个定增实施的方案尚未有最新成交价，无法计算盈亏。

上述人士指出，目前新三板市场流动性相对不足，企业主要依靠定向增发的融资模式陷入困境，甚至引发“低流动性-折价定增-低股价-低流动性”负向循环。“定增融资容易受到短期市场波动的影响，不利于新三板中小企业融资功能进一步发挥，特别是目前流动性相对低迷的情况下，尝试多元化融资工具，能更好地促进公司融资。”

发行私募债应量力而行，对偿还能力做出合理估计，同时可通过质押担保等手段进行增信，在具备较强的抗风险能力的情况下，再去考虑是否发行私募债。

对于投资者来说，要注意新三板中小微企业经营不稳定的风险。“私募债与其他债券品种相比发行门槛较低，对于挂牌企业而言，是一种更加便捷的融资手段。也正因如此，若企业在发行债券后存在经营不善或遭遇不可控事项时，可能造成到期无法偿还本息的兑付风险，既对企业的持续经营能力造成影响，也可能给投资者带来较大金钱和时间上的损失。”挖贝新三板研究院分析师刘芸表示。

## 私募EB或成新方向

企业面对融资难时，私募债作为一种非主流融资方式可以起到一定作用。但其债券的单一属性，依然限制了公司在融资时的配套需求。在这样的背景下，越来越多的新三板公司和投资机构开始关注私募债的“升级版”——私募可交换债（EB）。

所谓私募EB，通常由公司股东非公开发行，让投资者可以在一定期限内依据条款，将债权转换为该股东所持有的公司股票的一种债券。

久久益基金高级合伙人郭子凡介绍，对投资者而言，私募EB同时具备债券和股票两种属性。当市场无法满足换股条件时，投资者可以获取合理

的债券利息；而当满足换股条件时，投资者可以把债券转换为股票，将来可以在二级市场卖出获得收益。

“新三板企业数量越来越多，不但投资筛选成本高，退出也越来越难，这种股债结合的融资品种反而有可能撮合投融资交易。”深圳一家私募机构负责人透露，不仅是私募机构，很多券商投行也在关注私募EB这种模式的投资机会。

“私募EB其实默认了股权投资机构的一个观察期。这个尚未转股的观察期，还可以安排各类对赌条款。因为对赌方是公司股东，而不是挂牌公司，因此也不会违反相应的证券法律法

规。”上述私募机构负责人表示，“这种方法一方面满足了投资机构的诉求，另一方面也让公司股东的融资得到实现。”

“目前新三板市场处在低迷时期，发行私募EB成为一个选择。”北拓投资合伙人黄少东认为，当前新三板企业多数规模较小，信用等级远低于主板企业，且股票缺乏流动性，估值水平偏低，私募EB的特性正好迎合了当前新三板企业的需求。“当然，高收益往往伴随高风险，私募EB同样存在违约的风险。”

目前，新三板公司还没有股东发行私募EB的案例。据业内人士预测，如果新三板企业股东范围内启动私募EB试点，可能会选择在创新层公司大股东层面或更小范围内尝试。

## 新三板新材料行业投资风口到来

□本报实习记者 王兴亮

历史经验，很多企业原来同业排名并不靠前，但利用资本市场融资后，很快就成为行业的佼佼者。”李建福表示，现在中国多层次资本市场生态体系建设已逐渐成熟，风险投资数不胜数，新三板的融资渠道也很多。“创业企业要充分重视资本运营，作为企业发展的重要驱动之一。”

长先新材董事长杨伟明赞成李建福的观点。他认为，新材料企业要借助资本市场，把自己的亮点在投融资平台多亮相，让投资人看到企业的价值。“仅默默耕耘，没有资本市场的力量，耕耘得头都晕了可能都没什么大的发展。资本市场能起到鞭策作用，让企业努力做出更好业绩。”

借助资本力量时应注意什么？三上新材董秘纪小宾认为，企业通过挂牌新三板是借助资本力量的一个好方式。但在新三板上发展要分两步走。一是要练好企业内功，包括加强企业业绩，规范企业的研发和管理等。二是要借助资本市场的力量做一些之前想做又限于资金能力不能做的事情。“这两步应该同时展开。企业要有长期规划，包括几年上新三板，几年上创新层，或者去更高的资本市场。”

### 重点考虑增值服务能力

有的企业希望借助资本力量加速发展，但面对众多投资机构时往往不知该如何选择。李建福建议，投资机构规模不一，团队也不一样，能否提供除融资以外的增值服务，应是企业的重点考虑因素。如果投资机构能够提供增值服务，就有可能帮助企业引进上下游的合作伙伴，帮企业寻找团队。

在未来的投资机会方面，李建福认为，围绕动力电池相关的材料领域有很大的机会。他指出，现在国家正在大力发展电动车，但动力电池未来技术还有很大提升空间，包括电池的能源密度、动力密度、快速充电等都存在较大的技术瓶颈，存在很多机会。此外，一些传统的细分领域也有一些机会，比如圆珠笔里面的墨水等。

韩雪松同时提出了未来比较热的两个投资板块，一是石墨烯，二是电池材料，都会有比较大的突破。

纪小宾看好包装材料市场，认为这是全球最重要的、最大的市场，未来将快速发展。

## 新三板企业摘牌数量创新高

□本报实习记者 张晓琪

业会越来越多。”

统计数据显示，11月份以来至28日，新三板有13家公司摘牌，单月摘牌数量创新高。分析人士指出，未来被动终止挂牌企业数量将上升，市场化、常态化的摘牌机制有利于提升挂牌企业整体质量。

### 摘牌企业数量增多

今年以来，新三板摘牌企业为41家。其中，11月摘牌14家，创单月摘牌数量最高纪录。这些公司平均挂牌时间一年。其中，最短的才6个月。统计显示，从2009年至今新三板共有77家公司退市，尤其自今年10月21日发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票终止挂牌实施细则（征求意见稿）》以来，退市节奏呈现出上升趋势。

挂牌企业摘牌原因各不相同。森东电力和众益达两家挂牌企业因未能及时披露半年报，被股转系统强制摘牌；江苏中旗因IPO，远特科技、佳和小贷、昌盛日电未及时披露2016年半年度报告，此前已申请主动摘牌；网营科技、健耕医药、中汇瑞德这3家企业摘牌则是因为公司战略发展需要；网城科技表示因调整公司内部组织结构，公司申请终止挂牌。

分析人士指出，并购整合和冲刺A股是挂牌企业主动退市的重要原因。数据显示，近30家企业因并购整合而摘牌。其中，20家公司被A股上市公司吸收合并，众益制药更是创下了挂牌后被并购最短时间纪录——29天。“也有一部分企业是自挂牌后交易甚少，还要支付大笔挂牌、督导费用，企业经营压力过大才退出。”该分析人士指出，“随着终止挂牌意见稿出炉，被动摘牌的企

业将越来越多。”

上海证券研究报告指出，目前企业摘牌仍以主动申请终止挂牌为主，随着新三板终止挂牌制度的推出，被动终止挂牌企业数量将随之上升。市场化、常态化的摘牌机制有利于提升挂牌企业整体质量。

### 建立常态化退出机制

联讯证券表示，新三板挂牌企业总数即将过万，在这个阶段，退市企业的数量增加有着重要的意义。新三板市场逐渐步入有进有退、进退平衡的时代。相比之下，A股上市公司数量接近三千家，退市制度在执行层面仍然遇到很大阻力。如何解决退市症结成为摆在A股市场面前的一道难题。在这方面，新三板已为A股市场做出了有益的尝试。

易三板研究院执行院长贾红宇认为，从长远发展来看，摘牌制度是新三板制度创新的重要一项。股转系统发布摘牌征求意见稿，一方面是出于保护投资者利益，另一方面是维持市场的有效性。“对于容纳9000多家企业的市场，退出机制是维持市场有效性的必要手段”。

广证恒生研究报告指出，退市节奏加快，意味着新三板未来退市程序将走向“常态化、规范化、市场化”。退市公司数量的持续增加，是挂牌公司与新三板市场间一种市场化相互选择，也标志着新三板从规模化发展逐步走向优化管理的新时期。