



视觉中国图片

三重安全垫一夜消失

“最不可能”违约的债券违约了

□本报记者 许晓 吴娟娟

“最不可能”的违约

业内人士认为,即便如今投资者对信用债违约事件已习以为常,宁上陵集团的企业债违约仍令人意外。

10月9日,宁上陵集团发布公告表示,由于原定的偿债计划实施受阻,导致公司出现流动性困难,偿债基金尚未有效落实,本期债券到期兑付存在不确定性。宁上陵集团请债券持有人10月12日到宁夏银川商谈兑付事宜。

公告中待偿付的债券是指2012年宁夏上陵集团发行的规模5亿元的3+3年企业债——12宁上陵。该笔债券的主承销商为国海证券。某债券私募人士表示,该笔企业债一度被业内认为是“最不可能”违约的企业债之一。

宁上陵集团10月9日的公告的确令人错愕。公开资料显示,宁上陵发行的该笔企业债配了多重安全垫。

第一,宁上陵集团以宁夏固原市文化街新时代购物中心作为抵押。2017年底,中瑞世联资产评估(评估)有限公司对该购物中心的评估价值为10.37亿元。依照上述估值,抵押物价值可覆盖该笔债本金两倍多。第二,“12宁上陵”还得到了银行的流动性支持。某银行当地分行承诺为12宁上陵“提供流动性支持:在每次付息或本金兑付日前10个工作日内,给予发行人不超过债券本息偿还金额的流动性支持贷款,仅用于债券偿付本息,以解决发行人偿付困难。”第三,鹏元资信评估有限公司在兑付期之前3个月还将“12宁上陵”主体评级由AA-调至AA,债券评级由AA调至AA+。上调评级的理由中,鹏元评级也表达对宁上陵集团经营状况的看好。

三重安全垫,任何一重安全垫起作用,持有人似乎都不必担心。事实上,这些安全垫确实曾给部分投资者吃了“定心丸”。部分投资者表示,是实地看了抵押物后,才买进该笔企业债的。“12宁上陵”发行时,我们也做过调研,后来陆续买了200万元。”一家“12宁上陵”机构持有人说。

所以,当10月9日宁上陵集团发布公告表示该笔债兑付困难时,持有人不禁错愕不已。但记者致电宁上陵集团方面,其表示确实已经违约了;但公司在努力解决问题,以期完成兑付。

10月17日,宁上陵集团再度发布公告,表示已部分偿付该笔企业债。“10月16日已向上交所场内全部债券持有人发放利息,共计504万元,同日已向指定账户划拨了部分偿债资金款3972.44万元。出于保障中小投资者合法权益的考虑,将于10月18日兑付上交所场内债券持有人部分本金。”

据投资者透露,该债券持有人包括交易所个人投资者、交易所机构投资者和银行间持有

一笔5亿的企业债,债券抵押物价值可覆盖债券本金两倍多。如果你担心企业遭遇风险在兑付时还不上,还有银行承诺:兑付之前为企业提供流动性支持,贷款给企业供其还债。而且,在债券兑付前3个月,评级公司刚刚调升了该企业评级。这样的企业债被称为是“最不可能”发生违约的,然而理想却被现实打了脸——10月9日,宁上陵集团公告表示,其原本应于10月16日兑付的一笔企业债出现兑付困难。中国证券报调查之后了解到,该笔企业债曾令投资人心安的增信措施其实漏洞百出。业内人士提醒,投资者需仔细甄别信用债的增信条款,而债券发行人则需要规范增信措施,以赢得信任。

人,持有金额分别为2000多万元、3000多万元、4.4亿元。截至记者发稿,宁上陵集团仅兑付个人持有者的本金和利息,以及机构投资者的利息及40%本金。

宁上陵集团表示:“对于尚未兑付部分,公司后续将会根据偿债资金筹集情况,有序地逐步解决债券本息的兑付。”宁上陵集团还称,地处银川市繁华地段的星华汇项目年底预计封顶,会给公司带来现金流入,另外公司也在积极寻求地方政府的支持和有经济实力的企业投资。

不过,最不可能违约的债券违约了,仍不免令人思考:发行时令投资者心安的重重安全垫怎么就在一夜之间消失了呢?

“安全垫”消失

10月9日之后,“12宁上陵”原本稳固厚实的“安全垫”均不再能令人心安。

首先是债券评级急转直下。在上调宁上陵评级约3个月之后,10月9日,鹏元资信将宁上陵集团主体评级从AA调为B,债券评级由AA+,调整为B。10月15日,鹏元资信再次将宁上陵集

团主体评级调为C,债券评级调为CC。当记者问为何在兑付到期前3个月上调宁上陵集团主体评级时,鹏元资信人士表示跟踪评级报告中已经表明了上调理由,即宁上陵集团子公司定增成功,集团经营状况良好。对于记者所问如何解释3个月之后出现兑付问题时,鹏元资信并未给出回应。中国证券报记者调查了解到,宁上陵集团资产和股权质押比例较高,再融资能力受限,面临极大的流动性压力。一位持有人表示,宁上陵集团曾尝试发新债还旧债,上调评级或与宁上陵发新债相关。

其次,承诺提供流动性支持的银行方宣布流动性支持条约失效。

该债券拥有银行作为流动性支持者,曾承诺在兑付日前给予发行人流动性支持。出现兑付问题之后,流动性支持方却宣布不提供支持。记者了解到,10月12日,在宁上陵集团召开的债权人大会上,来自银行方的人士回应债券持有人的质疑“为什么不提供流动性支持”时,其表示“宁上陵公司已经不具备贷款的资格了。”因为宁上陵集团在该行有2.8亿元贷款,9月20日左右发生了欠息。

此外,部分持有人认为“声称”可覆盖本金两倍的抵押物价值存疑。

“12宁上陵”违约时,曾承诺提供流动性支持的银行因宁上陵集团其他的贷款欠息,称其丧失了获得流动性支持的权利。“对于持有人来说,公司发债时在银行有哪些贷款,持有人很可能并不知悉。但这些贷款一旦发生欠息则可能令流动性支持条款失效,持有人利益受损。如果这些风险因素不在债券发行的时候揭示,则投资者很容易高估流动性支持的作用。”北方某中型券商投行部负责人表示,流动性支持是债权发行中的非标准化安排。“没有法规规定什么情况下机构可以为债券发行人做流动性支持,流动性支持的约定条款应该怎么写也没有相关的规定。”

法律人士张先中撰文提醒投资者区分保证担保与流动性支持。保证担保是以保证人的财产增加对债权人承担责任的范围,从而起到增信的作用。流动性支持按约定替债权人承担一部分或全部信用风险。问题在于,我国的合同法对流动性支持约定并无明确规定。投资者需区分两者的不同。上述北方某中型券商投行部负责人表示,由于流动性支持条款约定灵活,投资者尤其应该注意是否存在实际情况削弱流动性支持的效力。

此外,“12宁上陵”债券的增信措施上有抵押物担保是吸引部分持有人投资的原因。但10月9日宁上陵集团宣布违约之后,一位持有人实地走访后,对抵押物估值提出了异议,理由是该物业估价远高于周围物业估价。

公开资料显示,该债券所抵押的房地产在

2011年-2018年7年期间经过了5家评估公司评估,5家评估公司给出的估值在10.1亿元到10.3亿元之间。

上述持有人指出:“2018年10月同样位于该地段的沿街店面最高单价也不过2万元/平方米,平均价格集中在1.8万元/平方米左右。据周边中介描述,这一价格还是在经过最近几年较大幅度上涨后实现的,3年前这里的店面均价在1万元/平方米左右。而评估机构在7年中5次的评估总价均在10.2亿元左右,该抵押物共27,316.97平方米,折合单价37339元/平方米左右。也就是说该抵押物在7年前的2011年就已经价值37339元/平方米左右,且7年间单价一直在1000元以内波动。”记者就担保品估值问题致电该只债券的主承销商办公电话和证券代表私人电话时,一直无人接听。

针对持有人的质疑,记者致电某国际房地产评估公司人士,她表示对于已完工物业,不宜按照地价来估算物业的价值,应该依照物业所能产生的现金流来估算。一般来说宜选用可比物业产生的现金流参照,但实际操作中的确存在一些灰色地带。“比如当地没有面积可比的物业,很多评估机构可能选取附近一个小型相似物业,可能该物业的现金流状况非常好,以此来估算待评估物业的价值。我们认为一个几百平方米的店面现金流与几万平方米的购物中心的现金流是不可比的。”她说。

投资者如何甄别担保品估值是否合理?上述国际房地产评估公司人士坦承物业估值很难有标准答案。她表示,投资者需要明确的是,完工物业的估值需要立足于其所能产生的现金流。“如果评估方给出了这样的估值,那么其需要说明,该物业需要产生多少现金流才值这样的估值。”她说。

重启对企业的信任

中国证券报曾在此前的报道中指出,监管部门重视违约债处置,对违约债“一查到底”。针对发行人,监管部门关注其在债券发行、债券存续期以及募集资金使用过程中是否按照规定披露信息,一旦发现违规,追究责任人;针对中介机构,监管机构正排查其是否按照要求开展尽调,是否履行了受托职责。

2018年下半年,由于债券违约影响,评级机构等相关三方机构也因未勤勉尽责而遭受处罚。

“规范信息披露,规范债券发行、债券存续期以及募集资金使用过程中各个环节,投资者才能拥有安全感,重启对企业的信任。”一位债券私募固定收益投资总监表示,在当下倡导支持实体经济的背景下,重启对前景看好的企业的信任是当务之急,“这一切的前提是,融资各个环节、各相关方都是规范的”。