

聚焦 FOCUS 中小企业私募债发行

监管机构昨日召开中小企业私募债业务培训会

私募债不应高歌猛进 债券不必全额担保

- 私募债发行主旨不应是高歌猛进，而应充分警示中小企业私募债的风险。
- 监管部门及各地方政府要求的备案，不是风险背书或担保问题的澄清。
- 私募债一旦违约，将不会有任何政府风险救助，各个市场主体必须应对未来的“必然风险”，并建立共识。
- 中小企业私募债的整个发行过程应由券商主导，投资人应责任自担和风险自负，相关适当性教育和引导也就非常重要。

证券时报记者 朱凯
见习记者 李恒

昨日，中小企业私募债业务培训会在上海召开。会议由中国证监会相关部门、中国证券业协会、沪深证券交易所等备案监管部门主持，符合承销硬性条件的66家券商的100多位债券业务负责人参加了会议。

上报材料同质化严重

证监会债券办公室主任霍达介绍了中小企业私募债试点以来的总体情况，并就管理制度框架及风险防范机制等做了说明。

霍达表示，私募债最大的特点在于市场化的操作及很强的灵活性，监管部门对此给予了较大空间。不过目前来看，已备案发行的私募债同质化现象比较突出，各家券商上报的材料都像是“一家兄弟”，私募债本身的特性并未充分体现。霍达建议，券商今后筛选企业及承销私募债的过程中，应该在契约条款上有更多设计，并体现出更大的操作余地。

霍达强调，本次培训会的主旨不是“高歌猛进”，而是警示中小企业私募债的风险、对于监管部门及各地方政府要求的“备案”，绝不是所谓风险背书或担保问题的澄清。他表示，私募债一旦违约，将不会有任何政府风险救助，各个市场主体必须对未来的“必然风险”认真应对，及时建立共识。霍达指出，中小企业私募债的整个过程应由券商主导，投资人应责任自担和风险自负，相关适当性教育和引导也就非常重要。

允许部分比例担保

培训会上，相关负责人表示，在当前阶段，担保作为中小企业私募债的增信措施是必要的，此项成本发行人不能省，但在实际操作上可以考虑采取一定的灵活性，例如不强求全额担保，允许部分比

例担保。

该负责人在会上表示，尽管目前中小企业私募债推出以来发展情况良好，但各方还是要充分警惕其中的业务风险，尤其是各中介机构要归位尽责、做好风险防范工作。

这位负责人还特别强调，要高度重视发行人的违约风险，据穆迪统计数据，国际上高收益债的违约率为5.04%，债券违约是市场经济的常态。虽然我国信用债近20年没有出现实质违约，但私募债未来出现违约会成为必然，各方应及早建立共识，以市场化方式应对可能发生的风险。

担保事关发行难易

根据此前出台的中小企业私募债系列规定，在中小企业私募债发行信用评级和担保上，监管部门和交易所没有相应的强制规定和要求，最终决定权由发行主体自行决定。

但从已成功发行的项目案例来看，有无担保对投资者的认购热情影响相当大。“有担保的项目肯定比没担保的项目认购更踊跃。”某券商债券销售交易部负责人表示。

要不要担保，担保是全额还是部分，话语权更多掌握在投资者手中。”浙江某券商投行部项目经理也表示，而作为发行承销商，一般都倾向于有担保，毕竟有担保项目的发行更有吸引力、更快捷，不过目前尚无项目进行过部分担保的实际操作。而北京一家大型券商债券交易部的交易员也表示，该公司在决定参与新发中小企业私募债项目时，并非仅仅盯着项目发行利率，还要看评级和担保，甚至还要看发行人提供的担保资质。如果让我选择，同等条件下，一家企业提供了全额担保，另一家仅提供部分担保，毫无疑问，我会选择前者。”这位交易员说。

44只私募债通过备案

据上海证券交易所总经理助理夏建亭介绍，截至7月23日，上交所共受理31家私募债备案申请，已有28



翟超/制图

家通过备案，另外3家因业务涉及房地产而推迟备案。通过备案企业主要来自京沪苏浙津鄂6个地区，共包括9大行业，其中16家为高新技术企业，总备案募资金额为25.55亿元。

据夏建亭透露，这28家企业均采取了不同程度的担保措施，其中7家有评级，评级最高为AA+，最低为A-。此外，转让交易以机构投资者为主，包括34户机构账户和1户个人账户。对于私募债增信安排，夏建亭指出，增信内容应包括本金、利息、违约金及赔偿事项，增信方式为保证、质押等。他建议，在防范风险上，券商应发挥自身优势，在期限、担保、利率市场化操作等方面多下功夫。

深圳证券交易所公司管理部副总监蔡伟彬表示，最新数据显示已有18家企业进行私募债发行备案，16家获通过，另外2家正在履行相关程序。企业主要来自京苏鄂粤（含深圳）等地区，备案企业中民营企业10家、国企5家、中外合资企业3家。

蔡伟彬透露，所有私募债的发行票面加权平均利率为9.4%，企业类型以高端制造业和技术服务业为主。关于受托管理人安排指引，蔡伟彬介绍，受托管理人可以是承销商、上市商业银行及其他机构，且不能与私募债持有人存在利益冲突。他最后强调，深交所只是为私募债提供流动性及转让平台，并非意味着私募债就是交易所的挂牌品种。

各地政府出台 私募债贴息优惠政策

证券时报记者 游芸芸

为减轻中小企业发行私募债的融资成本压力，多个地方政府出台了针对中小企业私募债的贴息优惠政策。

据证券时报记者了解，目前深圳对深圳地区前10家发行私募债的企业首年按发行额的1%进行贴息；而北京中关村管委会则对中关村旗下企业发行私募债给予票面利息30%的贴息。

记者获悉，随着中小企业私募债试点范围扩大至浙江、江苏、广东、湖北、山东、北京、上海、天津和重庆5省4市，部分试点区域也在研究中小企业发债的一些优惠政策。

深圳和北京等地的优惠政策略有差别。据了解，深圳市的优惠政策只针对前10家发行企业，在10家企业全部完成转让后将整体打包报送地方金融办，由地方财政划拨优惠款项。记者在深交所网站了解到，目前深圳地区已经发行私募债的企业共计4家，分别为嘉力达实业、德福莱首饰、巨龙科教高技术、拓奇实业，发行债券总额共计2.98亿元。按照优惠政策，则共计贴息298万元。

北京中关村管委会则暂无贴息企业数量限制，其贴息措施为对企业发债利息进行30%贴息，贴息额度不超过50万元，贴息年限最长3年。例如发行总额1000万元，票面利率8.5%，则第一年可以获得25.5

万元的补贴。

除此之外，部分地区还正在制订对发行私募债中介机构的费用补贴。据知情人士透露，北方某地区将对中介费用按50%比例进行补贴。目前承销机构收取私募债承销费率在1%~1.5%之间，担保机构收取费用则超过1%，评级、审计和法律机构另会收取数十万不等的费用。按债券发行额为5000万元计算，承销费用和担保费用合计最低为100万元，政府补贴则约为50万元。

最新数据显示，中小企业私募债承销试点券商已增加至38家。今年已成功发行3只私募债的某券商固定收益部的项目主办人表示，各地政府对中小企

“ 地方政府对企业发债的补贴或将随着企业发债数量的增加而逐步停止，毕竟前期有鼓励意图，同时也是为了活跃金融市场。”

业发债的支持度，为部分融资成本压力较大的企业减少了一些负担。在各地政府的积极支持和推动下，更多企业将考虑通过私募债进行融资。

记者了解到，多家券商与地方政府正在积极接触，期望能从政府获得发行资源。中信建投一位固收部人士认为，承销机构如果能通过政府获得相关优惠企业名单，发行成功率无疑也将提升，这些企业因获得了补贴，会提高发行利率的容忍度，发行积极性更高一些。”深圳一家拟发行私募债的企业财务总监表示，地方政府对企业发债的补贴或将随着企业发债数量的增加而逐步停止，毕竟前期有鼓励意图，同时也是为了活跃金融市场。”

记者观察 | Observation |

中小企业私募债 考验券商固收定价能力

证券时报记者 游芸芸

中小企业私募债似乎走到了一个尴尬的境地。

中小企业因融资成本太高而踟躇，投资方因利率不够高而挑剔，券商固定收益部门则在开辟新盈利点和收入低、忧心违约风险之间徘徊。

早在中小企业私募债开闸之初，便有券商高管提出，私募债发行将成为券商战略转型的关键业务。券商通过私募债可获得与银行贷款类似的融资功能，并能提供私募债、新三板方面承销、并购、交易等一系列服务。在此期间，券商通过直投、投资和金融产品可以开拓以企业客户为基础的金融服务网络。

这种构想并非不能实现，但时间轴线似乎被经济下行周期拉长了。如何布局私募债业务，成为搁置于券商固收部门的一道障碍。

作为服务实体经济的一部分，私募债解决了部分中小企业融资问题，同时也为资本市场提供更多投资标的。但券商兜售私募债时发现，投资方对中小企业私募债的收益率整体不太满意。

资本的逐利性决定其对高风险要求较高收益作为补偿。如今，中小企业私募债成为少数企业高利率融资的通道，不少资质不佳的企业则面临两难问题：提高融资利率企业自身无法负担，但压低发行利率又融不到资金。

提高利率是否就能保证发行成功呢？买方对企业资质的专业判断

又将成功率打了折扣。

券商固收部门和投资银行部门所面对的市场迥异。

中国股票市场投资群体多为个人投资者，长期处于卖方市场。市场双方博弈失衡的同时，是加剧了中介机构定价时对发行方利益的倾斜，高定价及超募均是失衡市场的伴生现象。即便中介机构屡被市场所诟责，也无济于事。

债券市场近些年则试图在买卖双方间寻找平衡——其投资群体基本为机构投资者，其对价格、项目资质的判断相对理性和专业，尤其对收益与风险匹配度要求更为严格。券商固收部门近些年开始颇受部分机构投资者的专业挑剔，如今不少机构就因利率低或者不看好公司未来运营为由拒绝认购某些公司债。

高收益债券品种不断涌现，对券商和基金的专业能力要求更高，也体现了不同主体的风险偏好。一家主板公司和一家创业板公司同时发行公司债，商业银行往往出于整体风险控制考虑购买利率较低的主板公司债券，证券公司则通过专业判断选择了前景更好的创业板公司债券。

由此，单方面压低发行利率赚取佣金模式无法在私募债发行上复制。随着中国债券市场的不断壮大和机构融资的通道，不少资质不佳的企业则面临两难问题：提高融资利率企业自身无法负担，但压低发行利率又融不到资金。

部分券商放弃融资额低于5000万私募债项目

券商固收精打细算,私募债资质成隐形路障

证券时报记者 游芸芸

被市场称为下一个掘金地的中小企业私募债如今正考验着券商固定收益团队的战略判断。据证券时报记者了解，多家大型券商已放缓承销私募债速度，部分券商甚至基本放弃融资规模5000万元以下项目。

放缓承销进度

首批中小企业私募债发行成功后，与券商固定收益部接洽的券商自营、资管和公募基金明显增多，力求通过寻找私募债投资标的，扩大产品投资范围和实现多品种资产配置。

与此同时，券商固收团队却因私募债单笔收入较低、企业资质违约风险较高等因素放缓了私募债承销进度。

记者了解到，多家大型券商已基本放弃融资规模5000万元以下和担保资质较低的私募债项目。两家已承销三只中小企业私募债的券商均表

示，对私募债发行方主体评级要求BBB以上，担保方评级则需AA以上。

深圳某大型券商固收部门副总经理表示，与其他债券相比，私募债最大的优势在于审批周期较快，通常两个月便可以走完流程，而完成一单企业债和公司债通常需要半年至一年之间。但在投入产出比方面，私募债则几无优势。

据一位债券发行项目经理透露，目前券商承销私募债收费有三种模式，即每年收取、一次性收取以及双方按照发行利率商讨提成。其中每年收取的费率通常为1%；一次性收取费率为1.5%；第三种则是如承销机构能够以较低利率发行成功，则可以按实际发行利率与约定利率之间差额按一定比例提取发行佣金费用。

“不论哪种方式，券商通过私募债承销赚取的收入相对较少。”上述项目经理表示，如果发行企业发债融资5000万元，按1.5%的较高费率估

算，则券商承销收入为75万元。

截至目前，22只中小企业私募债成功募资19.38亿元。如按照1%的承销费率计算，券商承销费用收入则接近2000万元，这仅等同于一只融资规模15亿元的企业债承销收入。

经济下行严控风险

多位受访的券商债券人士表示，企业债、公司债以及私募债承销流程类似，对人员要求并无太大差异。债券主办人可同时身兼几个项目，但私募债的单位产出最低。”上海一家券商负责人表示。

企业债与公司债主办人兼任私募债主办人，此时私募债已成为次要业务，这也成为现阶段一些券商固收部门的现实状况。

在部分券商固收团队的最初构想中，私募债今年内收入贡献可占据部门的1/3甚至更多，企业债则将慢慢缩小业务贡献度，人员配备、部门投

入也将随着私募债发行的不断深入逐步加码。但是，收入少、业务前景不明朗却导致券商此前畅想的债券人员安排和系统部署一拖再拖。

更为重要的是，经济下行的大环境使得中小企业私募债发行开始遭遇困难。首批私募债因整体资质较好、风险较小得到了市场的重点关注，但从第二批开始，私募债资质走向常规，存在较高的违约风险，因此承销私募债需要严格控制风险。”深圳某大型券商固收负责人表示。

记者从多家投资方了解到，未来几年经济发展的不确定性或影响中小企业成长，这是投资方认购私募债时主要担心的问题。两年以后这些企业是否存在、资金链情况如何是决定违约风险的主要因素。这也对承销机构项目甄别能力提出了更高要求，投资机构在认购时会更加谨慎，一些没有风险保障的私募债认购很不乐观。”中信证券一位董事总经理指出。