

# 完善债券持有人会议机制， 促进信用评级合理发挥作用



## 完善债券持有人会议机制，促进信用评级合理发挥作用

联合资信评估有限公司 张莉

中国债券市场尚处于快速发展的初期，市场规模保持高速增长，根据联合资信的统计，截至 2013 年 6 月末，包括短期融资券、中期票据、企业债、公司债、可转债、可分离交易可转债在内的非金融企业债券存量达到 5417 只，合计金额 8.18 万亿元。在市场高速发展过程中，由于各项监管制度建设的时间尚短，市场参与各方对信息披露的重视程度不够，企业发债后无视或蓄意违背信息披露的相关监管制度，对于重大事项的信息披露不主动、不及时，或者披露信息不真实、不准确、不完整的现象时有发生。

如青岛东亿实业总公司（简称“东亿实业”）在当地政府的主导下，于 2013 年 6 月（中期票据“13 东亿 MTN1”发行后不久）完成约 1/3 总资产的无偿划转，而 9 月 3 日才发布公告首次披露该重大资产重组，引发债券市场关注。事后为推动该事件平稳过渡，主承销商决定召开持有人会议表决上述划转事项，同时东亿实业公告由当地另一国有企业青岛市能源集团将为“13 东亿 MTN1”提供担保增信，以保障债券本息兑付的安全性。在该事件中，有关企业违背了银行间市场交易商协会（简称“交易商协会”）信息披露和债券持有人会议的相关规定，反映出债券市场部分发行人信息披露意识薄弱，债券持有人利益保护机制仍需要进一步完善，执行力度和效果有待加强。

2013 年 8 月，交易商协会对外发布修订版的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》（简称“《规程》”），主要对债券持有人会议的触发条件及会议召开程序等方面进行了完善。在债券持有人会议触发条件上，新《规程》具体增加了因信用增进机构发生重大不利变化、资产支持票据的基础资产发生重大不利变化、发行人和信用增进机构因非生产经营性原因导致的净资产减少以及生产经营发生重大变化等触发情形。本次交易商协会对《规程》的修订是随着中国债券市场的不断发展，针对新型债务融资产品和存量债券管理中出现的新问题，在 2010 年 9 月版《持有人会议规程》基础上进行的细化和完善，不但对重大事项的范围界定更加明确和完整，而且增加了实际执行中的可操作性，有助于防止发行人利用重大事项界定分歧而打“擦边球”。

在此之前,为加强存续企业债券的风险管理,国家发改委曾于 2011 年 7 月发布《关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》(简称《通知》)。该《通知》针对部分企业债券发行人未履行相关信息披露义务而进行重大资产划转,损害债券持有人利益,在债券市场造成恐慌的行为进行了规范和制度完善。《通知》在规范资产重组程序、完善信息披露等方面做了具体规定,在资产重组程序上,对于事关企业盈利前景和偿债能力具有影响的重大事项,要求“重组方案必须经企业债券持有人会议同意。”“应就重组对企业偿债能力的影响进行专项评级,评级结果应不低于原来评级。”发改委对重大资产重组这一情形召集持有人会议设置了触发条款,整个程序明确而具有操作性,通过强制专项评级、持有人会议同意方能实施重组方案的保障措施,提高了债权人在维权上的有效性。问题是,若该重组方案符合地方或企业集团的长远发展战略确实需要实施,但会影响发行人的偿付能力导致持有人会议否决的情况下,该重组事项的推进将存在一定的障碍。“东亿实业事件”事后补救措施的启示为:经债券持有人会议商议,可以通过设置有效的债项增信方案来对冲重组方案对发行人的不利影响,从而保障特定债券信用水平不至于弱化。

作为相关债权人保护的核心制度之一,债券持有人会议是债务融资工具持有人集体议事表达合理意愿的平台,就重大事项有效沟通协商、增强发行人履约能力的重要议事和决策机制。2011 年发改委的《通知》和 2013 年交易商协会的新《规程》发布,体现出在债券存量迅速扩大、新型工具不断推出、发行人资质逐步多元和影响发行人偿债能力的重大事项更加复杂的背景下,规范发行人行为和加强存续债券风险管理这一问题的重要性日益凸显,监管层和自律组织对债券持有人利益保护的重视程度明显提高,并不断探索和建设各项监管制度。

尽管各方面对于影响企业或债券偿付风险的重大事项界定不断补充和修订,但由于具体情况多而复杂,触发债券持有人会议的条款可能很难列举完整。对于这些不可预见的具体情形,在触发条款上可以考虑增加如“主承销商认为可能影响到发行人或债券信用水平的其他重大事项”来完善。由于大量的重大事项的影响程度都难以简单通过财务指标量化,投资者对重大事项所引致的偿债风险变化的判断存在相当的难度,也容易产生分歧。在这种情况下,应重视合理发挥评级机构的作用,可以要求企业就重大事项提供专项评级报告,为债券持有人决策提供必要的参考。

评级机构对于企业发生的重大事项，应积极、及时跟踪，开展必要的跟踪评级工作。比如发行人股权结构发生重大变化、用于债券增信的抵质押资产拟进行置换等情形，有可能影响到发行人或特定债券的信用水平，但尚未触发召开债券持有人会议的相关条款，此时信用评级机构应通过其专业判断向市场预警相关风险，主承销商决定是否召开债券持有人会议。再如，《规程》中对于触发持有人会议条件的第七条第五项规定，因重大事项“导致发行人或者信用增进机构净资产减少单次超过最近经审计净资产的百分之十或者两年内累计超过净资产（以首次减资行为发生时对应的最近经审计净资产为准）的百分之十”，“或者虽未达到上述指标，但对发行人或者信用增进机构的生产、经营影响重大”，均达到触发条件。由此可见，净资产减少比例并不能作为判断发行人偿债能力实际变化程度的唯一依据，这需要信用评级机构结合发行人完整的财务信息、债务负担的变化、资产划转/转让对未来业务的影响等因素做出专业判断，就此重大事项出具专项评级报告。

在完善债券持有人会议机制的同时，加强和保障相关条款的真正落实也极为关键。一是有针对性地引导和培育发行人信息披露的自律意识；二是通过制度建设加强惩戒措施，提高发行人违规成本，保障持有人会议有效执行。持有人会议机制的规范，也有助于促进评级机构合理发挥其专业作用，及时揭示风险，推动债券市场参与方提高信息披露质量，从而促进债券市场的长期健康、稳定发展。