

2015-11-25

项目收益债券在探索中前行

联合资信评估有限公司 李丹 余雷



联合资信评估有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

项目收益债券在探索中前行

联合资信评估有限公司 李丹 余雷

为扩大直接融资规模，规范项目收益债券发行管理工作，发挥资本市场服务实体经济的作用，2015年8月5日，国家发改委制定并印发了《项目收益债券管理暂行办法》（下称《暂行办法》）。这是去年11月“14穗热电债”成功发行以及5月份《项目收益债券试点管理办法（试行）》出台之后，监管层对项目收益债的进一步规范。《暂行办法》重点鼓励基础设施和公用事业项目，在目前国家稳增长的大背景及城投企业融资条件收紧、城镇化建设不断推进情况下，项目收益债将成为支撑基建融资的新通道，并将在探索中前行。

一、项目应具有稳定的收入和现金流

《暂行办法》中规定，项目收益债券是指债券的本息偿还资金完全或主要来源于项目建成后运营收益的企业债券，因此《暂行办法》对项目收益债券的项目现金流提出了具体的要求，例如要求在项目运营期内的每个计息年度，项目收入应该能够完全覆盖债券当年还本付息的规模。从国外项目收益债的发行情况看，项目在运营期现金流是否充足，能否满足项目运营和债务偿还等方面，债务覆盖率(当期可用于偿债的预期现金流/当期应付债务本息)是一个核心衡量指标。国际评级机构一般认为，投资级（BBB级以上）的项目收益债的债务覆盖率应当在1.2倍~1.4倍左右，AA级的债务覆盖率应当在1.75倍~3.0倍左右。如果按照债务覆盖率1.3倍的标准，以及《暂行办法》中要求的项目收益债的最低项目投资内部收益率为8%和6%来计算，项目收益债的发行成本大概分别在6.15%和4.62%的水平。2015年上半年5年期中票和7年期企业债的平均发行利率分别为6.02%和6.46%。因此，项目内部收益率要超过最低要求，偿还项目收益债所需的现金流在很大程度上才可以满足，偿还风险才是基本可控的。当然，这只是一种最简单的估算，如果能够进行

更好的安排，就可以实现还本付息资金与项目收益更好匹配，保证债务覆盖率达到更好的水平。

二、项目本身与发债主体的责权利要明确

《暂行办法》规定项目实施主体应为境内注册的具有法人资格的企业或仅承担发债项目投资、建设、运营的特殊目的载体。同时，《暂行办法》对项目收益债项目的资金筹措、资本结构（资本金要求）、资产管理（抵质押）、收益及其使用管理都提出了具体要求，基本确立了债券与项目收益的关系，在很大程度上保障了项目收益能够首先全部用来偿债。但是，与国外项目收益债相比，国外发债主体一般不从事除该项目外的其他业务，一般为专门从事特定项目业务的特殊目的载体；特殊目的载体通常会聘请第三方运营商来负责项目的运营工作，项目的运营合同也会对项目应达到的绩效标准有明确的、合理的规定，在运营绩效不达标时也可对运营商进行替换。从“14 穗热电债”的发行经验看，我国项目收益债的发债主体可能多为具有法人资格的企业。目前我国法律层面并没有对项目实施主体（法人或特殊目的载体）与项目收益债的项目本身之间的债权债务关系做明确的划分，这就有可能导致项目收益债与普通企业债券的主要区别不明显，债券偿还的资金来源有可能模糊或存在争议，需要在有关投资人保护条款中进一步细化。同时也要看到，国外项目收益债的投资人一般不向发债主体的股东追索债券的偿还责任。

三、项目收益债风险判断要客观

由于发行项目收益债的项目公司（特殊目的载体）通常为新成立的公司，基础资产规模较小，债券发行期限较长，收益来源也单一，主要依靠项目自身经营性现金流，对项目的偿债保障比率也较低，因此穆迪和惠誉等国际评级机构给予项目收益债的级别主要分布在 A 级~BB 级之间，以 BBB 级和 A 级最多（合计占比均超过 70%），一般最高不超过 AA 级。与其企业评级信用等级分布相比，国际评级机构给予项目收益债的信用等级略低。当然，这些项目收益债的信用等级主要是根据依靠自身收入按时偿还债务本息的能力确定的，即主要是对项目收益债未采取其他担

保增信方式下做出的债项评级。因此，项目收益债本身风险相对较大，需要客观进行评价。

鉴于上述项目收益债的高风险、信用等级较低的情况，《暂行办法》规定了我国项目收益债可以采取如差额补偿机制、担保等更多的增信方式来提高债券的信用等级。从国际上看，项目收益债的增信措施主要有项目公司母公司提供支持、设立额外偿债准备金账户、购买债券保险等。但此类增信措施主要根据项目自身收益和现金流的情况，为进一步提升信用及降低融资成本而采取，没有强制要求，机场、高速公路等收益相对较好且稳定的项目一般不采取增信措施。另外，通过增信措施提高债项级别，会使得投资人甚至评级机构因此更加看重增信方的信用，而忽视项目本身的风险，使得真正的项目收益债难以发展，项目融资这种新的融资模式不易推广。因此，从长期来看，项目收益债要得到长足发展，需要监管部门、投资者都能够接受、容忍信用等级相对较低的债券，需要接受比较纯粹的无担保的项目收益债。

四、努力推广项目融资模式

从国外项目收益债的发行情况看，项目收益债主要应用于收费公路、机场、电力、供气、供水、污水处理等项目。目前政府正在大力鼓励通过 PPP 模式来进行基础设施和公用事业建设，而项目收益债正是 PPP 模式下项目融资的最佳渠道，这既可以减轻政府的举债压力，而且政府又能够仅承担特许经营权、财政补贴等有限责任，同时也使得社会资本积极参与到提供公共产品和服务中并获取合理回报。因此，项目收益债作为一种在公共建设领域新型的债务融资工具应该发挥更大的作用。