

中小企业私募债风险收益将更匹配

联合资信评估有限公司 李丹

2015 年一开年，就发生了“12 东飞 01”中小企业私募债未按时兑付本息，中小企业私募债的风险和未来发展进一步引发了人们的关注。

为缓解中小企业融资难、扶持中小企业发展，证监会于 2012 年 6 月推出了《中小企业私募债试点办法》。试点期间，符合工信部《关于印发中小企业划型标准规定的通知》的未上市非房地产、金融类的有限责任公司或股份有限公司，只要发行利率不超过同期银行贷款基准利率的 3 倍，并且期限在 1 年(含)以上，均可以发行中小企业私募债券。

但在之后的两年时间里，中小企业私募债的发展仍较为坎坷。由于中小企业本身资产规模较小，抗风险能力较弱，在国家整体经济呈现调结构和低增长的背景下，小微企业通过发行中小企业私募债并未受到市场的认可。2013 年，受监管机构对地方融资平台的债务规模限制以及对商业银行限制部分行业贷款及加强表外业务的管理，涌现出了由地方政府融资平台为中小企业私募债做担保，而募集资金由平台公司使用的平台类中小企业私募债和由券商设计中小企业私募债并发起融资项目，银行以理财资金投资该私募债的通道类中小企业私募债券两大类。这两类私募债券均违背了监管机构当初进行试点的初衷。

2014 年，“11 超日债”、“12 华特斯”、“13 中森债”、“12 金泰债”、“12 津天联”、“13 华珠债”、“11 常州中小债”和“13 常德 SMECNII001”等多只债券发生了违约风险事件，市场上对信用风险较大的中小企业私募债更是避之不及。2014 年 9 月，为控制地方融资平台债务风险的扩张，上证所暂停受理所有平台私募债，包括已经退出央行和银监会所制定的重点监测平台名单的平台企业提供担保的私募债，但半个多月之后，平台担保类私募债重新开闸，条件是一家平台公司只能为一单私募债提供担保。据 WIND 统计，截至 2014 年末，交易所存量中小企业私募债共 631 只，存续规模为 912.34 亿元，具有信用评级的债券只数仅占发行总只数的 10%，且均在 BBB~AA 之间。另外存量平台担保类中小企业私募债只数约占总只数的 50%，规模约占总规模的 60%。整体看中小企业私募债发展仍较为缓慢且信用风险较高。

然而 2015 年 1 月，证监会发布的《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称“办法”)为中小企业私募债的发展提供了新的契机。“办法”对公司债券公开发行、非公开发行及合格投资者做出了明确规定。这是我国相关法规中比较正式地进行这种区分，虽然没有正式引入私募债券的概念，但一般的解读是非公开发行可以视为私募的基本方式，如此则中小企业私募债的试点就可以结束了，中小企业私募债发行管理可以直接采用非公开发行债券的有关规定。因此，中小企业私募债可能面临重大的转折。这包括中小企业发债的权利更加充分，发行的核准备案程序更加简单明晰，信用等级的过度约束基本取消，投资者要自我承担债券的投资风险等。因此，我们相信，中小企业发债将迈入新的常态，原有的试点中的一些不规范的做法将大大减少，中小企业债券的风险收益特征将更加对称合理，中小企业发债筹资的环境将显著改善。

另外，我们认为为促进中小企业私募债的发展，未来仍可从以下几个方面加以改进：如放开对机构投资者的投资要求，如取消投资者不超过 200 人的限制（《证券法》对非公开发行债券的要求）；降低保险公司、基金管理公司等合格机构投资者的投资限制；发展专项投资基金如私募证券投资基金；加强发行市场、交易场所的制度建设，如建立统一的私募债券交易信息监测平台，以便更够掌握更全面的信息，更好的进行风险防范和管理；加强对中小企业私募债信用评级的要求，运用专业性的第三方机构去揭示风险有利于投资者更好的认识和了解风险。