

---

## 私募可转债大扩容，信用风险不容忽视

联合资信、联合评级 研究部 陈诣辉 李天娇

2019年8月30日，在中国证监会的统一部署下，上海证券交易所（以下简称“上交所”）、深圳证券交易所（以下简称“深交所”）、全国中小企业股份转让系统有限责任公司（以下简称“全国股转公司”）、中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“中国结算”）联合发布了《非上市公司非公开发行可转换公司债券业务实施办法》（以下简称“《实施办法》”），对可在证券交易所（以下简称“交易所”）挂牌交易的非公开发行可转换公司债券（以下简称“私募可转债”）的发行人范围、转股流程、信息披露等方面进行了规范。《实施办法》明确规定可在交易所挂牌交易的私募可转债的发行人范围为股票未在交易所上市的股份有限公司（有限责任公司可参照执行），大大拓展了私募可转债的发行人范围，有利于缓解民营企业、中小企业融资难融资贵的困境；《实施办法》规范了私募可转债发行人、受托管理人等信息披露义务人的信息披露内容和频率，有利于提高私募可转债的信息披露质量，更好地保护投资者的合法权益；由于非上市、非挂牌公司的股份没有交易所的交易价格和全国股转系统的转让价格，因此，非上市、非挂牌公司私募可转债的转股价格难以找到市场化定价依据，可能会降低私募可转债的发行成功率；由于非上市、非挂牌公司的股份不能上市交易、挂牌转让，因此，其私募可转债转股的可能性较小；《实施办法》未对私募可转债的信用评级做专门规定，但私募可转债的信用风险不容忽视。

**拓宽了私募可转债的发行人范围。**近年来，民营企业、中小企业融资难融资贵问题日益突出，特别是非上市、非挂牌的民营企业和中小企业很难通过资本市场获取资金，被迫依赖民间借贷、P2P、非标等融资渠道，承担较高的融资成本。2018年7月—2019年6月，民营企业在我国债券市场的净融资额为-640.24亿元，而同期国有企业在我国债券市场的净融资额高达24295.19亿元；2019年上半年，民营企业发行的AA+级3年期公司债的平均融资成本为6.69%，高于同期国有企业的平均融资成本（5.09%）1.60个百分点。为了缓解民营企业、中小企业融资难融资贵的困境，政府推出了一系列政策措施。2017年7月，中国证监

---

会公布了《关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》（证监会公告〔2017〕10号，以下简称“10号公告”），鼓励创新创业公司发行私募可转债，并减免全国中小企业股份转让系统（以下简称“全国股转系统”或“新三板”）挂牌公司发行的私募可转债转换成挂牌公司股份时的股份登记费用及转换手续费。2017年9月，上交所、深交所、全国股转公司、中国结算联合发布了《创新创业公司非公开发行可转换公司债券业务实施细则（试行）》（以下简称“《细则》”），对创新创业公司发行私募可转债的挂牌转让条件、转股流程、信息披露等方面进行了初步规范；但《细则》将私募可转债的发行人范围严格限定在两类企业（一类是创新创业公司，另一类是募集资金专项投资于创新创业公司的公司制创业投资基金和创业投资企业），并对注册或主要经营地在国家“双创”示范基地、全面创新改革试验区域、国家综合配套改革试验区、国家级经济技术开发区、国家高新技术产业园区、国家自主创新示范区等创新创业资源集聚区域内的公司、新三板创新层的挂牌公司给予重点支持，实际上将广大新三板基础层的挂牌公司、非挂牌公司排除在外。2019年2月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于加强金融服务民营企业的若干意见》（以下简称“《意见》”），要求加强对民营企业的金融服务，扩大定向可转债适用范围和发行规模，扩大创新创业债试点，支持非上市、非挂牌民营企业发行私募可转债。2019年8月，上交所、深交所、全国股转公司和中国结算联合发布的《实施办法》贯彻落实了《意见》的要求，明确规定私募可转债的发行人股票未在交易所上市的股份有限公司（有限责任公司可参照执行），大大拓展了私募可转债的发行人范围，囊括了广大新三板基础层的挂牌公司和非挂牌公司，为非上市、非挂牌公司开辟了新的融资渠道，有利于缓解民营企业、中小企业融资难融资贵的困境。

**加强了私募可转债的信息披露。**《实施办法》规范了私募可转债发行人、受托管理人等信息披露义务人的信息披露内容和频率，提高了私募可转债的信息披露质量，切实保护投资者的合法权益。与《细则》相比，《实施办法》新增了受托管理人的信息披露义务：受托管理人应当在年度受托管理事务报告中披露报告期内转股情况、发生可能导致投资者无法转股的情形和相关后续安排及其执行情况。私募可转债的转股情况是投资者十分关心的重大事项，受托管理人定期披露转股情况，有利于投资者及时掌握私募可转债的转股动态，并对无法转股的情形

---

及时采取应对措施，维护投资者的合法权益。《实施办法》新增了发行人在转股后的信息披露内容：发行人为新三板挂牌公司的，除了在交易所、全国股转公司指定信息披露平台披露转股实施结果公告之外，还需要披露主办券商合法合规性意见、法律意见书、转股情况报告书、股票挂牌转让公告。私募可转债的转股业务对合法性、合规性有很高的要求。发行人在转股后披露转股实施结果公告的同时，披露主办券商出具的合法合规性意见、律师事务所出具的法律意见书等文件，可以确保转股业务的合法性、合规性，切实保护投资者的合法权益。

**非上市、非挂牌公司私募可转债的转股价格难以找到市场化定价依据。**《实施办法》要求在私募可转债的募集说明书、股东大会决议、董事会决议中披露私募可转债的转股价格及其确定方式，但没有对转股价格的确定方式作出具体规定。依据《上市公司证券发行管理办法》和实务操作，上市公司、挂牌公司私募可转债的转股价格确定方式为：不低于募集说明书公告日前 20 个交易日（或转让日）公司股票交易均价（或转让均价）和募集说明书公告日前一个交易日（或转让日）公司股票交易均价（或转让均价）。上市公司、挂牌公司私募可转债的转股价格确定方式体现了市场化定价原则，具有合理性和可操作性。而非上市、非挂牌公司尚未上市、挂牌，其股份不存在交易所的交易价格和全国股转系统的转让价格，因此，非上市、非挂牌公司私募可转债的转股价格难以找到交易价格、转让价格做参考，只能依据每股收益或每股净资产。非上市、非挂牌公司可以在每股收益、每股净资产的基础上，考虑一定的市盈率（PE）倍数、市净率（PB）倍数，再与投资人协商确定最终的私募可转债转股价格。这种私募可转债的转股价格确定方式缺少市场化定价依据，同时，定价协商的时间成本较高。由于缺少市场化定价依据，发行人、主承销商与投资者可能会对转股价格存在较大分歧，最终难以达成一致的转股价格，导致私募可转债的发行成功率降低。

**非上市、非挂牌公司私募可转债转股的可能性较小。**《实施办法》规范了私募可转债的挂牌转让条件、转股条件和转股流程。目前，上市公司可转债的发行和转股需要遵循中国证监会制定的《上市公司证券发行管理办法》，到转股期后，可转债持有人可将其持有的可转债转换为上市公司股票，并于转股的次日成为上市公司的股东；挂牌公司私募可转债的发行和转股需要遵循全国股转公司制定的《全国中小企业股份转让系统业务规则（试行）》，到转股期后，私募可转债持有

---

人可将其持有的私募可转债转换为挂牌公司股份，并可在新三板转让。非上市、非挂牌公司私募可转债的发行和转股主要遵循《实施办法》，到转股期后，非上市、非挂牌公司私募可转债持有人可将其持有的私募可转债转换为非上市、非挂牌公司的股份。由于非上市、非挂牌公司尚未上市、挂牌，其股份尚不能上市交易、挂牌转让，且其股东人数不超过 200 人（有限责任公司的股东人数不超过 50 人），因此，非上市、非挂牌公司的股份缺乏流动性。如果非上市、非挂牌公司私募可转债持有人将其持有的私募可转债转换为非上市、非挂牌公司的股份，那么，持有人快速转让股份的难度较大。所以，非上市、非挂牌公司私募可转债持有人对于转股的积极性不高，更有可能持有私募可转债到期。整体来看，上市公司、挂牌公司私募可转债转股的可能性较大；而非上市、非挂牌公司私募可转债转股的可能性较小，更接近普通私募债产品。为促进非上市、非挂牌公司私募可转债转股，需要进一步探索提高非上市、非挂牌公司股份流动性的配套措施。

**私募可转债的信用风险不容忽视。**《实施办法》没有对私募可转债的信用评级做专门规定，但并不意味着私募可转债的信用风险可以忽视。实际上，随着债券市场违约常态化，部分私募可转债已经发生了信用风险事件。2017 年 11 月，新三板挂牌的北京蓝天瑞德环保技术股份有限公司（证券代码 430263，以下简称“蓝天环保”）发行了首只私募创新创业可转债“蓝天转 S1”（以下简称“蓝天转债”），募集资金 0.20 亿元，期限为 3 年，票面利率分别为 2%、4%和 12%。2018 年 7 月，蓝天环保爆发债务危机，其大部分银行账户被法院冻结，大量未偿还债务逾期，控股股东和实际控制人被纳入失信被执行人名单，部分债权人已对其提起诉讼，其持续经营能力存在重大不确定性，蓝天转债也面临着较大的信用风险。私募可转债的发行人通常规模较小、盈利波动性较大、偿债能力不稳定。在经济下行压力加大、债券违约事件频发的环境下，发行人的外部融资渠道可能趋紧，一旦其自身面临较大的经营危机和偿债压力，流动性将进一步收紧，进而可能诱发信用风险事件。因此，投资者应重视私募可转债的信用风险，积极采取措施进行风险管控。特别地，非上市、非挂牌公司私募可转债转股的可能性较小，其信用风险与普通私募债券更为接近。信用评级机构作为揭示信用风险的专业机构，通过对私募可转债开展信用评级，可揭示其信用风险，为投资者的投资决策和风险管理提供重要参考。

---

总体来看,《实施办法》落实了党中央、国务院关于金融服务民营企业和中小企业的决策部署,扩大了私募可转债的发行人范围,为非上市、非挂牌公司开辟了新的融资渠道,有望缓解民营企业、中小企业融资难融资贵的困境。同时,《实施办法》加强了私募可转债的信息披露,压实了受托管理人的信息披露义务,提高了信息披露的质量,切实保护投资者的合法权益,吸引更多的投资者认购私募可转债,有望提高私募可转债的吸引力和流动性。由于非上市、非挂牌公司私募可转债的转股价格缺少市场化定价依据,其转股价格的确定方式还有待进一步探索。由于非上市、非挂牌公司尚未上市、挂牌,其股份不能上市交易、挂牌转让,缺乏流动性,因此,非上市、非挂牌公司私募可转债持有人很可能不会转股。此外,在经济下行压力加大和债券违约事件频发的环境下,私募可转债的信用风险不容忽视,非上市、非挂牌公司私募可转债转股的可能性较小,其信用风险与普通私募债券更为接近,尤其需要对其进行信用评级以充分揭示其信用风险。