

非金融企业永续债评级要点

(2015 年)



非金融企业永续债评级要点

(2015年)

国际上将永续债（Perpetual Capital Securities）归为混合类资本工具（Hybrid Notes），指不同于一般高级或次级类债务，又不是普通股的资本类工具。其偿付顺序低于高级债务，而且通过设置损失吸收条款、息票步升条款及置换条款等，降低其违约的触发条件。对永续债的评级应综合考虑条款设置对投资者保障的差异，确定其偏股或偏债的程度，并据此在发行人主体级别的基础上进行调整，以确定最终的级别。可重点关注以下几个方面：

1、 发行主体特点：

根据国际会计准则，在满足一定条件下，永续债可以计入发行人净资产，因此，对于债务杠杆比率已经很高，难以以普通信用债的方式融资的企业具有一定吸引力。而且，通过条款设计，在企业经历财务困难时期，其违约条件相对宽松，违约风险相对降低。虽然其发行成本相对较高，但发行后计入权益，降低了财务杠杆，优化了资本结构。

国内永续债发行以优质的国有大型企业开始试点，此类企业长期持续生存及经营能力强，不像中小企业，生命周期相对较短；而且通过产品条款设计，避免一般性违约的空间与余地更大。但应注意到，此类企业在国内资本市场的直接间接融资渠道相对通畅，流动性压力与其盈利能力关联度不大，且评级对其债务杠杆比率等定量的硬性指标敏感度不高，而更多地会考虑政府支持等定性因素。如果参考国际对永续债的定价模式，其发行成本会显著上升。有积极性发行永续类债务的企业具备投资期限长，融资需求强烈且又面临一定的再融资压力，对利率成本差异敏感性

相对不强等特点，从国内债券市场发行主体看，强周期、高杠杆行业企业及高评级的城投类企业相对更符合这些特征。

2、 期限结构及息票步升条款的应用

中国《公司法》对债券的定义中还不认可没有明确期限的条款，永续债不会一步到位实现一次发行、永续存在，只需定期偿付利息，不需要偿还本金；可实现的是通过设置延期及息票步升条款，限制债券持有人赎回或吸引债券持有人长期持有。期限结构方面，国际上通常以五年作为期限调整的门槛，如果有效期限低于五年的资本工具，基本不会向股权信用方向考虑。

对于投资级以上企业发行永续债设置的息票步升条款，如果在赎回日利息增加达到一定幅度，如 100BP 以上，投资者会认为企业倾向于回购债券而不会以高成本去维持原有债券的存续。在国内，以五年期中票为例，AAA 至 AA+，利息上升 40BP 左右，AA+至 AA，利息上升 60BP 左右，国际上 100BP 的门槛，具备一定的参考意义。当然，息票步升的幅度越大，说明发行人倾向于回购的可能性越高。在实际条款中，如不赎回，从第 6 个计息年开始每 5 年重置票面利率，以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点（按照目前市场定价，300 个基点高于 AA+企业与 AA-企业发行 5 年期债券利率的利差）。重置票面利率调整幅度很大，更为清晰地显示了发行人明确的赎回意向，这有助于投资人合理确定投资期限，也是判断国内永续债债性更强而股性较弱的重要依据。

3、 延期支付利息或本金减记条款

包括永续债在内的混合资本工具，大都通过设置延期支付利息或本金减记条款来吸收损失、避免违约，从而具备一定的股权特征。延期支付利息又分为可累计与不可累计，可累计的意思是这次不付利息，可以到下次一并支付；而不可累计表示

这次不付的利息，以后也不会再支付。而本金减记条款，作为激进的吸收损失的方式，会造成债券持有人利益受到较大的损害，因而通常会造成评级下调的幅度较大。在国内目前已发行的永续债尚未引入全额减记条款，其资本属性和吸收损失的能力相对较弱。

相对于延期支付利息，同样要依据其触发条款及实施可能性，对其相应的信用归属作出判断。目前通行的条款方案是在每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。而强制付息事件是指强制付息事件是指在付息日前 12 个月，如果公司向普通股股东分红（包括上交国有资本收益）或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事向普通股股东分红（包括上交国有资本收益）、减少注册资本或下属上市公司向普通股股东分红行为。目前永续债的发行主体以国有大型企业为主，上缴国有资本收益及分红是国资委对此类企业持续经营及发展的基本要求，该条款保障了正常经营，盈利能力相对良好的企业，其递延利息支付的可能性很低。

4、评级调整幅度及定价

国际评级机构对混合类资本工具认定为具备 50%的债券+50%的股权属性，通常在发行人主体级别基础上下调两个子级，如果吸收损失的结构设计过于激进，更偏向于股权，可能造成级别的进一步下调。但在国内，非金融类企业的永续债按此标准进行评级定价，存在一定难度，国内以高信用等级企业作为试点，发行人本身对成本敏感，作为创新品种，更多的在产品的设计方面突出了对债权人的保护，同时通过利息延迟支付及息票步升等安排，体现出一定的次级及股权特性。

评级机构通过分析具体条款，对债券违约可能性及对投资者的保障程度形成判断，在国内对永续债简单地调低两个子级的做法并不适合。考虑创新及投资者保护程度，永续债条款设计更偏向于债权，同时兼备公司可赎回权、票面利率重置

及利息递延累计等特点，通过对永续债在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面与其他普通债券相关特征的比较与分析，评级调整应综合考量相应条款并得出相对平衡的结论。