

印度评级市场的不合作发行人制度解析

2023 年 10 月 28 日

中证鹏元资信评估股份有限公司
研究发展部

李莹

lix@cspengyuan.com

更多研究报告请关注“中证鹏元”
微信公众号。



独立性声明：

本报告所采用的数据均来自合规渠道，通过合理分析得出结论，结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

主要内容：

评级机构在开展评级活动的过程中，有时会遇到发行人不合作的情况。为了帮助评级机构合理应对发行人不合作情形，印度证券交易委员会 SEBI 就相关问题提供了指引，涉及到：何种情形下可认定为不合作发行人、发行人不合作情况下是否继续评级、评级机构的不合作发行人相关制度建设、评级符号、名单披露、新闻稿以及评级机构应采取的其他措施等诸多方面。根据 SEBI 的要求，SEBI 注册评级机构相继建立了不合作发行人相关制度，包括不合作发行人认定制度、最低信息需求等，另外还披露并定期更新不合作发行人名单，一份是所评级的上市（或拟上市）证券的不合作发行人名单，另一份是所评级的其他债务的不合作发行人名单。从 6 家样本评级机构披露的名单来看，印度评级市场上不合作发行人的规模庞大，这也引起了市场的担忧。分类而言，评级的上市（或拟上市）证券的不合作发行人数量少，而其他债务（除上市（或拟上市）证券之外）的不合作发行人数量庞大。除 Informerics 之外，其余 5 家机构评级的其他债务的不合作发行人均超过 2000 家（截至 2023 年 10 月）。除 Acuite、Informerics 之外，其余 4 家机构评级的其他债务的不合作发行人中至少有 50% 以上是在 2019 年（含）以前认定的，不合作状态的存续时间已超过三年。

一、印度关于发行人不合作情况下的评级要求

2016年11月，印度证券交易委员会（简称SEBI）针对发行人不合作情况下的评级活动做出规定，以改善信用评级的透明度，提升印度评级行业的执业标准。第一，在发行人不按照有关法规要求与评级机构合作（比如不提供评级所需信息或不支付跟踪评级费用等）情况下，信用评级机构在证券存续期内应基于最佳可获得信息，依据制定的评级制度和评级流程对证券进行评级。第二，如果发行人不合作，那么评级符号应以同等大小的字体增加后缀“发行人不合作”，并用脚注对该后缀进行注释，写明“发行人不合作；基于最佳可获得信息”。第三，在相关评级行动的新闻稿中，提供关于发行人不合作的简要说明，概述信用评级机构为获取信息而进行的工作，并阐明在信息获得方面受到的限制。第四，如果发行人历史上曾经与信用评级机构不合作，向另一家评级机构委托评级，新的评级机构应在新闻稿中披露不合作信息。第五，评级机构与发行人签署的评级协议中应有条款写明“客户同意向新的信用评级机构披露关于其与之前信用评级机构的评级关系的历史和情况（如不合作、不支付费用等），并提供不合作（如有）的原因”。此外，SEBI还要求各家信用评级机构自己制定相关规则，明确满足何种条件时会将发行人认定为“不合作发行人”。

2020年1月，为了进一步强化发行人不合作情况下的评级流程，SEBI提出，如果发行人有评级被认定为不合作超过六个月，那么评级机构应将授予给该发行人证券的投资级评级调降至非投资级，依旧注明“发行人不合作”。如果发行人在连续12个月的时间内被所有的信用评级机构认定为不合作发行人，任何信用评级机构都不可向该发行人授予新的评级，直至其合作或者相关评级被撤销。

2022年8月，为了帮助评级机构强化有关不合作发行人制度建设，SEBI提出了进一步的要求。第一，评级机构应制定一项具体的制度，其内容应包括：（1）不提供重要信息的发行人可认定为不合作发行人，重要信息应当包括但不限于：季度财务报告（或业绩报告）或经审计的财务报告；历史和当前的经营详细信息（包含资本支出计划信息）；关于债务及偿付情况的详细信息；以及信用评级机构认为适当的其他信息等。

（2）信用评级机构如何评估信息不可获得风险。（3）信用评级机构在不同情况下为判断发行人的合作或不合作状态而采取的行动。第二，评级机构应当制定关于最低信息需求的制度，并将其公布在评级机构的网站上。第三，如果发行人连续三个月没有提交无违约声明（通常发行人需每月提交一份无违约声明），评级机构应将此作为依据，考虑将该发行人标注为“不合作发行人”，转移至“不合作发行人”名单。信用评级机构也可根据自身判断，在未满三个月之前将不提交无违约声明的发行人转移至“不合作发行人”名单中。

2023年7月，SEBI发布《信用评级机构指引与规章总通告》，其中在不合作发行人制度方面，将此前发布的相关规范进行了归纳整理，汇总了在发行人不合作情形下对于评级机构的工作要求。其中，考虑到随着时间的推移，不合作发行人的数量越来越多，SEBI要求评级机构分两个名单来披露不合作发行人，第一

份名单是上市（或拟上市）证券的不合作发行人，第二份名单是其他债务的不合作发行人。在名单中，评级机构应披露：不合作发行人的名称、被归类到不合作发行人的日期以及发行人相关评级信息的链接。按照 SEBI 的要求，不合作发行人名单应每日更新，评级机构在半年度内部审计的过程中应监督不合作发行人名单的发布情况。不合作发行人名单的披露要求从 2023 年 7 月 15 日起开始施行。

二、SEBI 注册评级机构的不合作发行人相关制度

根据 SEBI 的要求，针对不合作发行人情形，注册评级机构应建立必要的制度来规范相关评级活动。下面以印度评级市场上最大的 SEBI 注册评级机构（按 2022-2023 财年的评级收入规模统计）CRISIL Ratings（简称 CRISIL）为例，分析其在不合作发行人制度建设方面的做法。2023 年 4 月，CRISIL 依据 SEBI 要求修订了内部运营指引和制度，其中涉及到不合作发行人的内容包括：关于何为不合作的指南、最低信息要求、与其他评级机构不合作情况下的行动指引。

1. 关于何为不合作的指南

如果发行人满足以下条件之一，CRISIL 将会视其为不合作发行人：（1）在有关债务工具的跟踪审核到期时，不提供评级所需的信息和/或安排与关键人员的会面；（2）不支付跟踪评级费用；（3）不提供无违约声明。根据 SEBI 相关规定，如果发行人拥有 CRISIL 授予的投资级评级，且被认定为不合作发行人超过 6 个月，CRISIL 会将其评级降至投资级以下，同时维持“不合作发行人”标识。

2. 最低信息需求

作为对分析师的工作指引，CRISIL 在其《最低信息需求》中列明了为完成评级流程所需的最基本信息，但不是全部信息，根据每项评级的特殊需求，分析师可能会提出额外的信息要求。CRISIL 根据行业或评级类型不同设置了四个类别（普通企业与基础设施类发行人、金融行业发行人、有担保或部分担保的债务工具、证券化项目），分别制定了初始评级和跟踪评级的最低信息需求。以普通企业与基础设施类发行人为例，CRISIL 制定的初始评级最低信息需求包括：过去三年经审计的财务报告或年度报告（如果发行人刚成立不久，可提供少于三年的财务报告或年度报告）；有关发行人的行业、业务、运营、项目（如适用）等的详细信息；债务偿还计划。跟踪评级最低信息需求包括：最新的年度财务报告或年度报告；关于发行人的行业、业务、运营（历史的和当前的运营信息，包含资本支出计划）的更新信息；最新的季度或半年度财务状况（针对上市公司）；CRISIL 认为适当的任何其他信息。此外，信用分析师可能会努力获取其他信息，比如：管理架构、董事会成员、持股类型；当年的财务状况（针对非上市公司）；关键财务指标的预测；关键客户与销售信息；不同业务板块的收入和盈利情况（针对多元化发行人）；受制裁文件；无违约声明等。

3. 与其他评级机构不合作情况下的行动指引

当没有 CRISIL 评级的发行人要求 CRISIL 进行评级时，CRISIL 在接受评级委托之前，会检查该发行人在其他评级机构的不合作发行人名单中是否持续存在了超过 12 个月的时间。第一种情形是，如果已经过了 12 个月，那么 CRISIL 不会接受评级委托，直到发行人恢复与至少一家评级机构的合作或者其带有不合作标识的评级全部被其他评级机构撤销。如果有证据表明发行人已经向所有其他评级机构请求撤销其证券评级（经其他评级机构确认），发行人的证券评级可被撤销，这种情况下，CRISIL 可接受该发行人的评级委托。第二种情形是，在其他评级机构的不合作发行人名单时间不到 12 个月，那么 CRISIL 可能会接受评级委托，CRISIL 需要考虑是否能够在 12 个月这个期限之前完成评级委托并发布新闻稿。

三、印度评级市场的不合作发行人规模

由于个别 SEBI 注册评级机构的数据不可获得，本报告以 6 家 SEBI 注册评级机构披露的不合作发行人名单为样本，对印度评级市场上不合作发行人的规模进行统计分析。这 6 家注册评级机构分别是 Acuite Ratings & Research（简称 Acuite）、CARE Ratings（简称 CARE）、CRISIL、ICRA Limited（简称 ICRA）、India Ratings & Research（简称 India Ratings）以及 Informerics Ratings（简称 Informerics）。

1. 上市（或拟上市）证券的不合作发行人数量少，其他债务的不合作发行人数量庞大

根据 6 家评级机构披露的信息来看，截至 2023 年 10 月，评级的上市（或拟上市）证券的不合作发行人数量少，而其他债务（除上市（或拟上市）证券之外）的不合作发行人数量庞大。以 CRISIL 为例，其评级的上市（或拟上市）证券的不合作发行人仅有 5 家，而其他债务的不合作发行人高达 12,016 家。

表 1 截至 2023 年 10 月六家 SEBI 注册评级机构的不合作发行人规模

评级机构	上市（或拟上市）证券的不合作发行人	其他债务的不合作发行人
Acuite	4	2,912
CARE	38	6,090
CRISIL	5	12,016
ICRA	21	2,828
India Ratings	9	2,203
Informerics	11	603

资料来源：根据 SEBI 注册评级机构披露的信息整理。

2. 对于一些评级机构，2019 年（含）以前认定的其他债务的不合作发行人占比高

对于 ICRA、India Ratings、CARE 和 CRISIL，2019 年（含）以前认定的其他债务的不合作发行人占比分别为 73.44%、72.76%、60.03% 和 55.80%。这说明有相当多发行人的不合作状态存续时间已超过了三年。而对于 Informerics，2019 年（含）以前认定的其他债务的不合作发行人占比仅为 4.15%。Acuite 所评级的其他债务的不合作发行人主要是 2022 年（含）之后认定的。

表 2 截至 2023 年 10 月其他债务的不合作发行人初始认定时间分布

评级机构	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
Acuite							26.03%	73.97%
CARE		14.42%	17.91%	27.70%	21.17%	10.43%	4.52%	3.86%
CRISIL		18.88%	19.14%	17.78%	16.51%	10.94%	9.44%	7.32%
ICRA		39.14%	20.05%	14.25%	9.41%	5.76%	6.44%	4.95%
India Ratings	8.67%	22.24%	25.69%	16.16%	8.72%	6.22%	6.54%	5.76%
Informerics			0.17%	3.98%	10.95%	17.74%	28.19%	38.97%

注：2023 年的数据截至时间为 2023 年 10 月。

资料来源：根据 SEBI 注册评级机构披露的信息整理。

3. 从行业的角度来看，不合作发行人占全部受评实体的比重估计在 40% 以上

根据《The Hindu Business Line》2021 年 5 月的一篇报道，Acuite 的首席分析官在接受采访时称：截至 2020 年 3 月 31 日，印度评级行业不合作发行人占全部受评实体的比例大约为 42%，估计在 2021 年 3 月底，该比例已经增长至 45%。在这篇报道中，CARE 的首席评级官估测的不合作发行人比例约为 50%。《The Hindu Business Line》2022 年 6 月的另一篇报道中提到，CRISIL 向 SEBI 的监管人员表达了有关不合作发行人数量上升的担忧，并讨论了如何解决困境，鼓励发行人与评级机构合作，改善评级行业生态。

四、总结

第一，为了规范发行人不合作情形下的评级活动，SEBI 在 2016 年至 2023 年间相继出台了一系列指引文件，其中 2023 年 7 月发布的《信用评级机构指引与规章总通告》中汇总了 SEBI 关于不合作发行人相关指引的核心要求，涉及到：何种情形下可认定为不合作发行人、发行人不合作情况下是否继续评级、评级机构的不合作发行人相关制度建设、评级符号、名单披露、新闻稿以及评级机构应采取的其他措施等诸多方面。在发行人不合作情况下，评级机构在证券存续期内应基于最佳可获得信息继续对证券进行评级。

第二，根据 SEBI 规定，SEBI 注册评级机构应强化不合作发行人相关制度建设，包括不合作发行人认定制度、最低信息需求等。为了增强评级透明度，评级机构应按要求分类披露不合作发行人名单，在评级符号旁进行后缀标注，同时，在新闻稿中，评级机构应简要说明发行人不合作情况，概述评级机构为获取信息而进行的工作，并阐明在信息获得方面受到的限制。对于被认定为不合作超过 6 个月的发行人，评级机构应视情况采取必要的调级措施；对于在连续 12 个月的时间内被所有信用评级机构认定为不合作的发行人，任何信用评级机构都不可向该发行人授予新的评级，直至其合作或者相关评级被撤销。

第三，从 6 家样本评级机构披露的名单来看，印度评级市场上不合作发行人的规模庞大，这也引起了市场的担忧。分类而言，评级的上市（或拟上市）证券的不合作发行人数量少，而其他债务（除上市（或拟上市）证券之外）的不合作发行人数量庞大。除 Informerics 之外，其余 5 家机构评级的其他债务的不合作发

请务必阅读正文之后的免责声明

行人均超过 2000 家（截至 2023 年 10 月）。除 Acuite、Informerics 之外，其余 4 家机构评级的其他债务的不合作发行人中至少有 50%以上是在 2019 年（含）以前认定的，不合作状态的存续时间已超过三年。

免责声明

- 本报告由中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“本公司”）提供，旨在派发给本公司客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
 - 本报告基于我们认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。需要强调的是，报告中观点仅是相关研究人员根据相关公开资料作出的分析和判断，并不代表公司观点。本公司可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。
 - 本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。本公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。
 - 本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中证鹏元研发部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，本公司不承担任何法律责任。
-

中证鹏元资信评估股份有限公司

深圳	北京	上海
地址：深圳市深南大道 7008 号 阳光高尔夫大厦（银座国际）三 楼	地址：北京市朝阳区建国路世茂 大厦 C 座 23 层	地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西塔 9 楼 903 室
邮编：518040	邮编：100022	邮编：200120
电话：0755-82872897	电话：010-66216006	总机：021-51035670
传真：0755-82872090	传真：010-66212002	传真：021-51035670
湖南	江苏	四川
地址：湖南省长沙市雨花区湘府 东路 200 号华坤时代 2603	地址：南京市建邺区江东中路 108 号万达西地贰街区商务区 15 幢 610 室	地址：成都市高新区天府大道北段 869 号数字经济大厦 5 层 5006 号
邮编：410000	邮编：210000	邮编：610000
电话：0731-84285466	电话：025-87781291	电话：028-89102569
传真：0731-84285455	传真：025-87781295	
山东	陕西	香港
地址：山东自由贸易试验区济南 片区经十路华润中心 SOHO 办 公楼 1 单元 4315 室	地址：西安市莲湖区桃园南路 1 号丝路国际金融中心 C 栋 801 室	地址：香港中环皇后大道中 39 号丰盛创建大厦 10 楼 1002 室
邮编：		
总机：0531-88813809	电话：029-88626679	电话：+852 36158343
传真：0531-88813810	传真：029-88626679	传真：+852 35966140
