

债券投资者权益保护教育专项活动：债券典型风险案例

近日，中国证监会组织开展债券投资者权益保护教育专项活动，向广大中小投资者开展债券知识普及和风险揭示工作。我们做了一些债券典型风险案例，供大家参考学习。

C 公司付息违约和终止上市风险处置案例

C 公司主营业务为生产和销售单晶硅和多晶硅太阳能电池组件，注册地为 S 市，实际控制人为 N。公司于 2010 年 11 月 X 日在交易所上市。2012 年 3 月，公司发行了 10 亿元存续期为 5 年、附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权的公司债（以下简称“11C 债”），发行利率为 8.98%，每年的 3 月 X 日为债券付息日。2014 年 3 月 X 日，公司发布公告，无法按期全额支付第二期债券利息已构成实质性违约，引发国内外市场、媒体的高度关注，打破了刚性兑付的预期。

一、风险事件成因

1、全球光伏行业陷入低谷，国内光伏企业内忧外患

外因：美国市场的“双反”已对中国光伏业形成巨大的冲击，欧洲市场的“双反”调查及萎靡经济下薄弱的需求更是给中国光伏业致命一击。

内因：国内光伏产业盲目扩张、产能过剩也是一个重要问题。

2、公司转型过于激进，未充分考虑流动性风险

面对经营压力，2011年下半年，C公司开始率先尝试全面向电站投资建设转型：一方面自身大量进行电站项目投资，另一方面，组件销售也全面直接面向电站投资商。该转型虽然可能提高公司的组件获利水平，但也将公司的资金周转风险推向了极致。

3、欧债危机使公司资金陷入全面困境

C公司未预测到欧债危机以及欧洲经济衰退导致当地银行对电站建设贷款收紧银根，贷款比例缩减、放款速度拖延。C公司外售组件的客户以光伏电站投资商为主，在欧洲银行不断紧缩银根的趋势下，客户付款周期一拖再拖，进一步加剧了C公司资金链的紧张情况。

4、国内银行抽贷导致资金链断裂

光伏行业陷入困境后，国内银行将光伏列入重点关注行业，紧缩银根，加大贷款催收力度，公司融资渠道受到了极大限制。

二、风险事件应对及处置

1、流动性风险化解方案执行情况不佳

C公司制定了化解流动性风险的方案，包括加速应收账款的催收工作、出让已具备变现条件的海外电站、尽快处置境内非核心资产、自主生产和代工模式相结合等措施，但未能摆脱流动性危机。

2、公司债第二期利息未能如期足额偿付，公司债终止上市

2014年3月，“11C债”第二期8980万利息仅按期支付400万元构成实质性违约。2014年5月X日，因公司连续三年亏损，“11C债”终止上市。

3、破产重整化解风险

2014年，债权人向法院提出关于对C公司进行破产重整的申请并得到法院受理。经过债务重整，“11C债”的本金、利息、复利、罚息等均兑付完毕，违约风险化解。

三、案例启示

“11C 债” 违约事件打破了刚性兑付的预期，揭示了债券投资天然信用风险的属性，给我们广大中小投资者有很多启示。

其一：C 公司危机的爆发离不开行业的剧烈下滑，若投资者在项目投资过程中能对行业的发展趋势进行准确的预判，预先采取行动规避风险，就有可能减少损失。因此，在进行公司债投资时，投资者应对宏观经济、行业发展情况保持高度关注。

其二：大多数个人投资者认购公司债时并未对公司债的风险有充分的判断，认为公司债作为债权类产品等价于银行存款保本保息，从而在债券存在偿付风险时出现了部分过激的举动。因此，投资者需有一定风险识别和承担能力，防范公司债投资风险。

D 公司债券回售风险及处置案例

D 公司(以下简称“发行人”)2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(以下简称“16D 债”)，于 2016 年 1 月完成发行，发行规模 10 亿元。因发行人 2015 年亏损 4.77 亿元，导致“16D 债”发行完成后不符合上市条件，并触发了投资者回售条款。经多方努力协作，发行人于 2016 年 6 月完成“16D 债”本金 10 亿元和期间利息的全额回售，有效保护了投资者的合法权益。

一、案例概述

“16D 债”发行阶段情况

发行人主要从事 G 省省内重点电力项目投资和电力生产。经中国证监会核准，本期债券于 2016 年 1 月完成发行，发行规模 10 亿元，7 年期，票面利率 3.5%。主体信用等级为 AA+，债项信用等级为 AAA。债券持有人为 10 家机构投资者，不涉及个人投资者。

“16D 债”发行阶段的报告期间为 2012 年-2015 年 6 月，2012 年-2014 年发行人归属于母公司所有者净利润（以下简称“净利润”）分别为 14,143.85 万元、12,822.54 万元和 6,271.51 万元，平均可分配利润为 11,079.30 万元，不少于“16D 债”一年的利息，满足发行条件。

02

发行后不符合上市条件

2016 年 5 月，受托管理人 C 证券向交易所提交“16D 债”的上市申请，更新报告期间为 2013 年-2015 年。由于受经济大环境影响，发行人火电项目限电严重，开工率不足，以及受发行人 2015 年投资收益大幅减少的影响，2015 年发行人净利润亏损 47,664.08 万元。根据《证券法》第五十七条规定，申请公司债券上市交易条件之一为“公司申请债券上市时仍符合法定的公司债券发行条件”；《证券法》第十六条规定，**公开发行公司债券条件之一为“最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息”**。由于发行人 2015 年净利润大幅亏损，结果最近三年平均可分配利润为-9,121.82 万元，无法覆盖本期债券一年的利息，“16D”已不符合《证券法》规定的上市条件。

“16D 债”回售情况

因“16D 债”不符合《证券法》规定的上市条件，触发募集说明书约定的回售选择权。投资者于 6 月 X 日、6 月 X 日进行回售选择申报，6 月 X 日，发行人通过其募集资金账户，原路退回全部 10 家投资者共计 25 笔回售资金。回售工作顺利完成，“16D 债”风险得到有效化解。

二、案例风险启示

在经济新常态下，公司经营面临的不确定性因素增多，经营业绩受市场环境的影响较大，容易出现大幅波动，“16D 债”案例具有一定的代表性。

“16D 债”发行后不满足上市条件，究其原因，是发行人所处的火力发电行业受宏观经济和政策影响较大，加之发行人所在地区上网电价较低，用电需求有限，导致 2015 年经营业绩出现了巨额亏损。

因此，投资者应提高识别行业风险的能力，投资于受宏观经济影响较大的周期性行业项目时应有充分的研判，从而尽可能降低投资受损的风险。

E 公司公募债券违约及处置案例

E 公司 2012 年 4 月发行了 4.8 亿元的公司债（以下简称“12E 债”），存续期为 5 年、附第 3 年末投资者回售选择权，发行利率为 6.78%，每年的 4 月 X 日为债券付息日。2015 年 4 月，因公司无法按时、足额筹集资金用于偿付“12E 债”本期债券应付利息及回售款项，构成对本期债券的实质违约。这是我国资本市场首例公募债券本金违约案例。

发行人及债券基本情况

E 公司于 2009 年 11 月在交易所上市，实际控制人为 M。公司原主营业务为高档餐饮业，是国内第一家在 A 股上市的民营餐饮企业，后经多次转型，主营业务涉及餐饮服务与管理、环保科技、网络新媒体及大数据处理。

2012 年 4 月，公司发行了 4.8 亿元存续期为 5 年、附第 3 年（2015 年 4 月）末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权的公司债，发行利率为 6.78%，每年的 4 月 X 日为债券付息日。

风险暴露过程

公司 2013 年全年亏损 5.64 亿元，2014 年上半年亏损 659 万元，经营风险增大，业务转型困难，并存在业绩真实性等质疑。

2014 年 10 月，P 资信公司披露对“12E 债”的不定期跟踪评级报告，将其主体及债项评级均由 A 下调至 BBB，触发交易所风险警示条件。交易所于 10 月 X 日对债券进行停牌处理，并于复牌后实行风险警示处理，债券更名为“STE 债”。

2015 年 4 月，因公司无法按时、足额筹集资金用于偿付“12E 债”本期债券应付利息及回售款项，构成对本期债券的实质违约。

因公司 2013 年、2014 年净利润分别为-5.6 亿元、-6.8 亿元，连续两年亏损，“STE 债”于 2015 年 6 月暂停上市。

3

违约风险事件处置情况

“12E 债”违约处置难度大。

从经营角度看，一是传统餐饮业务业绩继续亏损，且公司转型的新业务发展停滞；二是公司前期形成的大额应收及预付款项约 1.5 亿元无法收回；三是因涉及房屋合同纠纷等情况，公司 7 个银行帐号被冻结，日常经营无法正常进行。

从重组角度看，一是公司市值约为 60 亿元，估值较高，增加了借壳重组的难度；二是公司被证监会立案调查未有明确结论，重组存在障碍；三是实际控制人 2014 年国庆期间出国后迄今未归，更为重组增添难度。

公司于 2015 年 6 月启动债务重组有关事项。通过 2015 年下半年公司重大资产出售和债务重组，公司完成“12E 债”债券兑付资金的筹集工作。其中，本金为 2.92 亿元，利息为 353 万元，违约金为 1,722.95 万元，合计 3.13 亿元。至此，“12E 债”违约事件处置完毕。

4

案例启示

上市公司主营业务经营环境的巨大变化以及转型新业务的不顺利,是“12E 债”违约风险爆发的重要因素。投资者在投资过程中如果能对行业的发展趋势进行准确预判,预先采取行动规避风险,就有可能减少损失。作为我国资本市场首例公募债券本金违约案例,和小编之前给大家介绍过的“11C 债”违约事件一样,打破了刚性兑付的预期,揭示了债券投资天然信用风险的属性。