

债券投资者权益保护教育专项活动（案例篇）

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

2011 年下半年至 2013 年，全球光伏行业均步入急速下行的状态，作为两头在外（设备、原料和市场在外）的中国光伏企业更是内忧外患，从曾经的辉煌跌入低谷。从外因来看，美国市场的“双反”已对中国光伏业形成巨大的冲击，欧洲市场此前的“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。从内因来看，国内光伏产业盲目扩张、产能过剩也是一个重要问题。随着赛维 LDK、尚德等纷

纷倒塌，中国光伏产业风光不再。

2、公司转型过于激进，未充分考虑流动性风险

在面临着产品价格不断下跌、毛利被大幅压缩的行业大背景，在经营业绩的压力下，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者。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。一般来说，电站项目投资需要在项目上网协议约定的时间内完成上网，方能取得约定的补贴，故电站项目建设的时效性非常强。另外，境外光伏电站投资采取自有资金20%、银行贷款80%的方案，故在电站投资建设过程中，银行的资金支持非常重要，如果未及时获得银行贷款，在电站建设的时效性要求下，公司必将大量投入自有资金，公司资金周转将被推入深渊。

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。于是，本应通过银行贷款融资支付的组件款和EPC商费用（两项大约各占电站总投资的60%-70%）只能通过自有资金解决，待电站建成并网发电三个月后才能够申请银行贷款融资。2011年下半年开始，由于已完成大规模的电站前期投资，因此C公司只能不断的向所投资电站销售自产组件，

且短期内无法收回应收款。过于冒进的投资策略，导致 C 公司资金紧张。C 公司外售组件的客户基本均锁定为光伏电站投资商（相对来说毛利较高）。这些客户同样需依赖银行贷款融资以支付组件款，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。截至 2012 年三季度末，C 公司已到期未成功办理续贷的银行贷款大约 5 亿元，但其余到期的银行贷款仍办理了续贷。到了 10 月份，银行对 C 公司的信贷紧缩进一步加剧。11 月初开始，C 公司到期银行贷款在偿还后，办理贷款的相关分行以审批权收归总行为由，拒绝为 C 公司续贷，当月金额达 3.8 亿元，C 公司资金链基本断裂。

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

为了应对流动性风险，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。由于行业尚未摆脱低谷期，加之 C 公司内部运作紊乱，流动性风险化解方案未能得到有效执行，C 公

司未能摆脱流动性危机、资金高度紧张。经各方通力协调下，“11C 债”第一期利息在 2013 年 3 月 X 日如期支付。

2、公司债第二期利息未能如期足额偿付，公司债终止上市

“11C 债”第一期利息如期支付，但 C 公司 2011 年和 2012 年连续两年亏损，“11C 债”也因此于 2013 年 7 月 X 日起暂停上市。尽管采取多种措施，公司的经营情况并未好转，偿债能力持续弱化，违约风险并未化解。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 4 月 X 日，债权人以 C 公司不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务、明显缺乏清偿能力为由，向 S 市第一中级人民法院提出关于对 C 公司进行破产重整的申请。2014 年 6 月 X 日，法院受理债权人对 C 公司的重整申请，并指定专业机构担任 C 公司的管理人，管理人梳理公司债权债务、招标重组方、筹备债权人会议。2014 年 10 月 X 日，C 公司披露了重整计划，并开始执行包含清偿“11C 债”债务的重整计划。2014 年 12 月 X 日，公司披露《关于重整计划执行进展的公告》，“11C 债”的本金、利息、复利、罚息等均已兑付完毕。至此，“11C 债”本息偿付完成，违约

风险化解。

三、案例启示

一是 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，从而减少损失。**二是**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，“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。

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

1、“16D 债”发行阶段情况

发行人控股股东为 Z 公司，实际控制人为 G 省国资委，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%。本期债券由 Z 公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。主体信用等级为 AA+，债项信用等级为 AAA。主承销商和受托管理人为 C 证券股份有限公司。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。

2、发行后不符合上市条件

2016 年 5 月，受托管理人向交易所提交“16D 债”的上市申请，更新报告期间为 2013 年-2015 年，2013 年-2015 年发行人净利润分别为 12,822.54 万元、7,476.08 万元（2015 年审计时对 2014 年净利润进行追溯调整导致与发行阶段不符）和 -47,664.08 万元，平均可分配利润为 -9,121.82 万元。

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 年发行人净利润为亏损 -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。

3、“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。2016 年 6 月，发行人披露

了《D 公司关于“16D 债”投资者回售实施办法的公告》，本期债券采取场外回售的方式。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，本息合计 1,013,005,464.45 元，并于 6 月 X 日晚披露《D 公司关于“16D 债”投资者回售结果的公告》。至此，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，投资对受宏观经济影响较大的周期性行业的项目应有充分的研判，从而尽可能的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。

一、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。

二、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。

三、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。

鉴于上述原因，公司于 2015 年 6 月启动债务重组有关事项。因涉及相关利益方较多，涉及相关法律法规复杂，公司需同相关各方多次沟通协调。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，2016 年 3 月 X 日，偿债资金划入结算公司分

公司的指定银行账户，结算公司已于 2016 年 3 月 X 日完成派发工作。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。

四、案例启示

一是“12E 债”的违约风险爆发离不开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，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，从而减少损失。**二是**“12E 债”违约事件为我国资本市场首例公募债券本金违约案例，是“11C 债”违约事件后的又一案例，再次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。

H 公司公募债券违约及处置案例

风险事件回顾：行业下滑导致现金枯竭，通过转让资产让渡股份筹集偿付资金

H 公司于 2011 年 12 月发行“11H01/02”，发行金额 28 亿元，债券期限 5 年（附第 3 年末投资者回售选择权），无担保，由 R 证券有限责任公司承销并担任受托管理人。发行时 L 信用评级有限公司给予的主体及债项评级均为 AAA。2012 年 1 月，“11H01/02”在交易所上市交易。

H 公司是一家从事风电设备制造行业的上市公司。

“11H01/02”发行后，风电设备行业由于产能过剩、竞争加剧、下游风电场开发速度放缓等原因进入调整期，行业内的大多数企业均出现了业绩下滑的情形。2012年9月，L信用评级公司将发行人主体评级和债项评级均下调至AA+，评级展望为负面。2014年4月，H公司发布2013年年度报告，当年产生巨额亏损34.46亿元。由于连续两年亏损，“11H01/02”于5月起暂停上市，L信用评级公司9月下调其债项及主体评级至A，11月再次下调至BBB。

根据募集说明书约定，本期债券应于2014年12月实施回售，并于12月X日完成回售兑付。根据投资者的申报，此次回售金额达25.6亿元。此前，由于长期处于资金紧张状态，H公司的经营风险及公司债券违约风险不断加大，多次在信息披露文件中表明公司不确定是否能按期足额进行回售兑付。12月X日，H公司召开临时股东大会，审议通过了《关于启动公司应收账款快速处置的议案》、《关于以资本公积金转增股本的议案》。后续通过外部意向投资人收购公司部分应收款，公司用资本公积金转增股本并由发起人股东让渡予意向投资人的方式，筹集到此次回售所需资金，回售风险得以化解。

“11H01/02”于2016年5月X日起恢复上市，5月X日债项及主体评级上调至A，并于12月X日完成剩余部分的本息兑付。

投资小贴士：关注信息披露，不可掉以轻心

信息披露是投资者了解公司经营情况、财务状况和偿债风险最重要的渠道和来源。早在 2012 年 9 月，“11H01/02”的评级已发生下调，2014 年发布的年报进一步反映了企业生产经营的重大不利变化，回售实施前的信息披露文件也多次揭示了回售存在的风险。对相关信息披露保持关注能够让投资者及时获取重要信息，合理研判投资风险。

目前交易所债券市场的信息披露文件主要通过交易所官网披露，分为两大类。第一类是定期报告，包括年度报告和半年度报告，通常在每年的 4 月末和 8 月末披露，能够较为全面的反映发行人报告期的主要经营成果、资产状况和风险情况；第二类是临时报告，目前有关法规和规则要求发行人及时披露可能影响其偿债能力或债券价格的重大事项。两类报告都有较为明确的格式准则，一般能够涵盖影响债券价格和投资决策的重要信息。

在“11H01/02”的案例中，评级公司的评级报告和发行人的信息披露公告先后披露了影响发行人偿债能力的重要事项及其财务上的影响，能够起到及时揭示风险的作用。对信息披露保持密切关注既是对自身投资行为的负责，也是规避违约风险的关键所在。

L 公司公募债券违约及处置案例

风险事件回顾：主营业务持续亏损，通过向控股股东借款筹集回售资金

L 公司于 2012 年 3 月 X 日发行“11L 债”，发行规模 5.1 亿元，债券期限为 7 年(附第 5 年末投资者回售选择权)，由控股股东 X 公司提供不可撤销连带责任担保，由 G 证券股份有限公司承销并担任受托管理人。发行时 S 资信评估投资服务有限公司给予主体长期信用等级及本期债券信用等级均为 AA。2012 年 4 月 X 日，“11L 债”在交易所上市交易。

L 公司是一家从事化学燃料及化学制品制造的上市公司。由于 L 公司主要产品价格下跌、盈利状况恶化，P 资信评估公司于 2013 年 6 月将“11L 债”主体及债项评级均下调为 AA-，并于 2015 年 6 月进一步下调为 A+。2015 年 L 公司经营进一步下滑，业绩出现亏损，P 资信评估公司于 2016 年 6 月下调“11L 债”主体及债项评级为 BBB。

2016 年 7 月及 10 月，G 证券召开两次债券持有人会议，主要审议《关于要求 L 公司为“11L 债”增加担保的议案》、《关于授权受托管理人与实际控制人及政府部分沟通协调“11L 债”担保及后续偿付方案的议案》及《关于增加债券持有人会议网络投票方式的议案》，但两次会议均由于表决同意票数不足未能形成有效决议。

2017 年 1 月，P 资信评估公司进一步将“11L 债”项

及主体评级下调为 B。2 月 X 日，L 公司针对“11L 债”可能暂停上市及回售存在不确定性发布风险提示公告。3 月 X 日，G 证券再次召开债券持有人会议，审议前次的三项议案以及《关于要求 L 公司为“11L 债”偿付处置部分资产的议案》，但同样由于表决同意票数不足未能形成有效决议。

2017 年 3 月 X 日，“11L 债”开始实施回售，此次回售申报金额为 5.04 亿元。3 月 X 日，L 公司发布公告称已向控股股东借款 3.8 亿元，用以偿付回售资金。3 月 X 日，“11L 债”完成本次回售本金及利息兑付。

投资小贴士：积极参与债券持有人会议，依法维护自身权益

债券具有证券投资属性，对于债券市场投资者来说，债券持有人会议是表达诉求、维护自身权益最直接的渠道，而债券受托管理人（或债权代理人）一般承担主要的债券风险处置职责。目前根据《公司债券发行与管理办法》发行的公司债券在发行时均会公告受托管理协议和债券持有人会议规则，投资者在投资前应当认真阅读相关文件，投资债券即视为同意相关约定。

一旦债券发生了风险事件，投资者可以遵循法律法规的要求以及债券募集说明书、受托管理协议、债券持有人会议规则的相关约定，依法维护自身权益。债券的融资主体是发行人，通过债券持有人会议要求发行人切实履行承诺并承担违约责任是投资者最直接的维权方式。因此，投资者有必要

密切关注持有人会议相关安排，积极参与投票，从而维护自身合法权益。投资者也可积极向受托管理人反映诉求，要求受托管理人切实履行受托管理义务，承担谈判、督促等责任。必要时，投资者也可以通过司法途径维护自身权益，自行或委托受托管理人提起民事诉讼、仲裁、债务重组或破产等法律程序。

在“11L 债”的案例中，受托管理人 G 证券召开了三次债券持有人会议，但均由于投票人数不足均未能达成有效决议，一定程度上阻碍了债券的风险化解进程。随着我国债券市场的不断发展成熟，有序打破“刚性兑付”将会是大势所趋，在此背景下，投资者有必要对相关的风险处置机制进行了解并在发生风险事件时积极参与，才能切实维护自身合法权益。

R 公司私募债券违约及风险处置案例

“16R01” 债券发行人为 R 公司，在交易所非公开发行公司债券规模 3 亿元，期限 3 年，起息日 2016 年 4 月 X 日，2017 年 4 月 X 日该债券投资者享有回售选择权。2017 年 3 月 X 日投资者申报回售规模 2.6 亿元，应于 4 月 X 日偿付。4 月 X 日，发行人未能按时兑付回售申报本金，构成实质性违约。“16R01” 通过撤销回售、主承销商承接部分债券实现回售兑付风险化解的债券。

一、发行人及债券基本情况

R 公司的主要产品为尿素，公司尿素单厂产能全国领先，市场占有率约 6%，生产技术曾获 T 市科学技术一等奖，属于 S 省高新技术企业。“16R01” 由 K 证券股份有限公司承销并担任受托管理人，发行规模 3 亿元，募集资金用途为偿还借款，期限 36 个月，票面利率 8%，起息日 2016 年 4 月 X 日，债券持有人 H 资产管理股份有限公司、D 证券股份有限公司和 Q 资产管理有限公司分别持有债券份额 2 亿元、0.6 亿元和 0.4 亿元。

二、风险暴露和处置过程

“16R01” 于 2017 年 3 月 X 日至 3 月 X 日进入投资者回售登记期，2017 年 4 月 X 日进行回售兑付和当期派息。截至 2017 年 3 月 X 日，H 资管和 D 证券进行了全额回售申

报，合计金额为 2.6 亿元，Q 资产管理公司暂未进行回售申报。发行人正常经营但流动性不足，未能于 2017 年 4 月 X 日按时回售兑付，构成实质性违约。

1、提前关注回售资金筹措情况，及时共享风险信息

在“16R01”回售兑付日一个月前，交易所通过 K 证券了解到发行人存在回售兑付风险后，及时向证监会上报并提请 S 证监局关注。

2、敦促发行人履行信息披露义务，维护债券投资者合法权益

在回售登记期开始前一日即 3 月 X 日，发行人拟违反募集说明书赋予投资者第 1 年末回售选择权的约定，不披露回售业务提示性公告。交易所及时与 K 证券以及发行人董事长取得联系，强调按照募集说明书履约的重要性，要求各方高度重视债券回售事宜。最终发行人同意履行信息披露义务，按时发布回售业务提示性公告。

3、敦促受托管理人履职尽责，积极做好沟通协调

一是要求 K 证券提前做好应急预案，加紧协调发行人与投资者回售安排磋商，并向交易所汇报进展情况。从 2 月 X 日至 3 月 X 日，交易所持续跟踪 K 证券、发行人和投资者三方召开的两次协调会，及时掌握各方诉求。二是及时约谈 K 证券。3 月 X 日，深交所约谈 K 证券，K 证券相关负责人向交易所报告“16R01”承销发行、发行人财务经营、受托管理责任履行等具体情况。

4、推进实施风险应急预案

3月X日，经多方努力协调，K证券提出了获得发行人和投资者基本认可的风险应急预案，即在发行人上调票面利率至9%，并提供控股股东担保的情况下，H资管和D证券向中国结算分公司提请撤销回售申报，然后由K证券不迟于4月X日以自有资金承接投资者回售申报的债券份额2.6亿元。

在兑付日将近的紧迫情况下，为推进该风险应急预案实施，交易所一方面研究方案涉及的份额承接和回售申报修改在法律和实操层面的可行性，另一方面敦促K证券做好方案实施的准备工作。由于K证券以自有资金承接“16R01”2.6亿元，持有单一债券的规模达到87%，不符合《证券公司风险控制指标管理办法》关于证券公司持有单一债券规模不得超过该债券总规模的20%的规定，该风险应急预案最终因该政策性障碍难以落地。4月X日，发行人未能按时兑付回售申报本金，构成实质性违约，同时因本金违约而选择不支付当期利息。

5、积极协调推动撤销回售，顺利完成风险化解方案

4月X日，H资管基于自身考虑意愿发生转变并与D证券沟通，调整了原风险应急预案，在其他条件不变的情况下同意K证券仅承接该债券总规模的20%，即6000万元，要求不迟于4月X日以自有资金向H资管和D证券分别购买“16R01”4800万元和1200万元，以符合《证券公司风险

控制指标管理办法》的规定。为快速有效完成上述风险化解方案，交易所敦促各相关方就撤销回售申报向中国结算分公司出具说明申请文件，及时签订债券买卖承接协议。同时交易所向中国结算分公司去函提请风险化解方案涉及的技术支持。4月X日，新的风险化解方案顺利实施，“16R01”回售兑付风险已化解。

三、案例风险启示

发行人的道德风险和信用缺失。对于类似“16R01”的非上市非挂牌民营企业，信息披露和诚信意识较差。在“16R01”回售兑付风险化解过程中，**一是**发行人不配合履行信息披露义务，自身筹措资金化解兑付危机的积极性和力度不够；**二是**4月X日发行人在认定本金实质性违约之后选择违约到底，本已备好的当期利息也选择不支付。逃避债务的动机和行为明显。

（供稿单位：中国证监会投资者保护局、中国证监会公司债券监管部）