

观千剑而后识器 察案例以之为鉴

——违约债券处置案例分析与借鉴

法律合规总部 王宁
2021年8月

目录

债券违约情况概览 01

违约债券处置分析 02

启示和建议 03

结语 04

债券违约情况概览

01



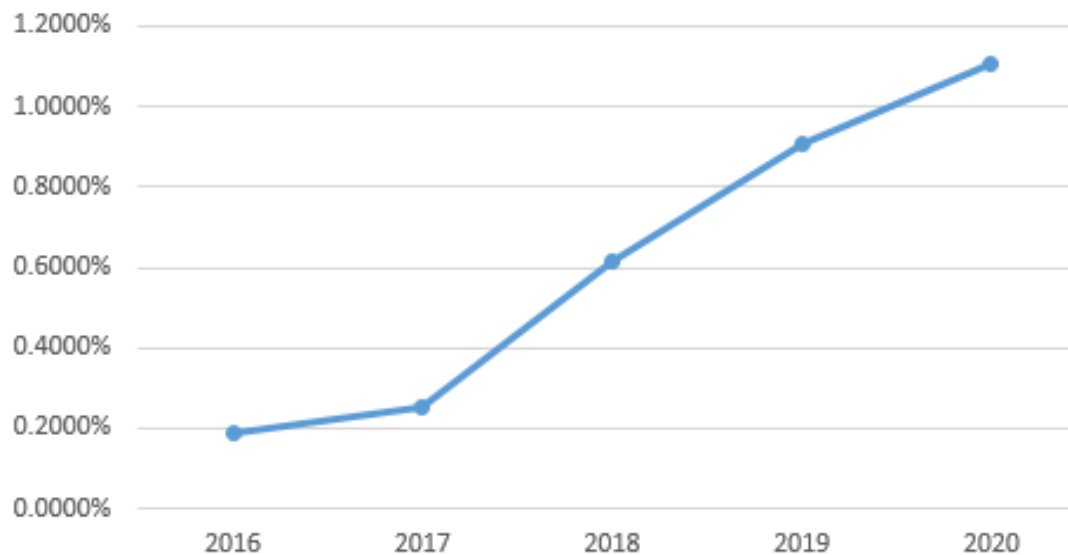
(一) 2014年至今债券违约总体情况



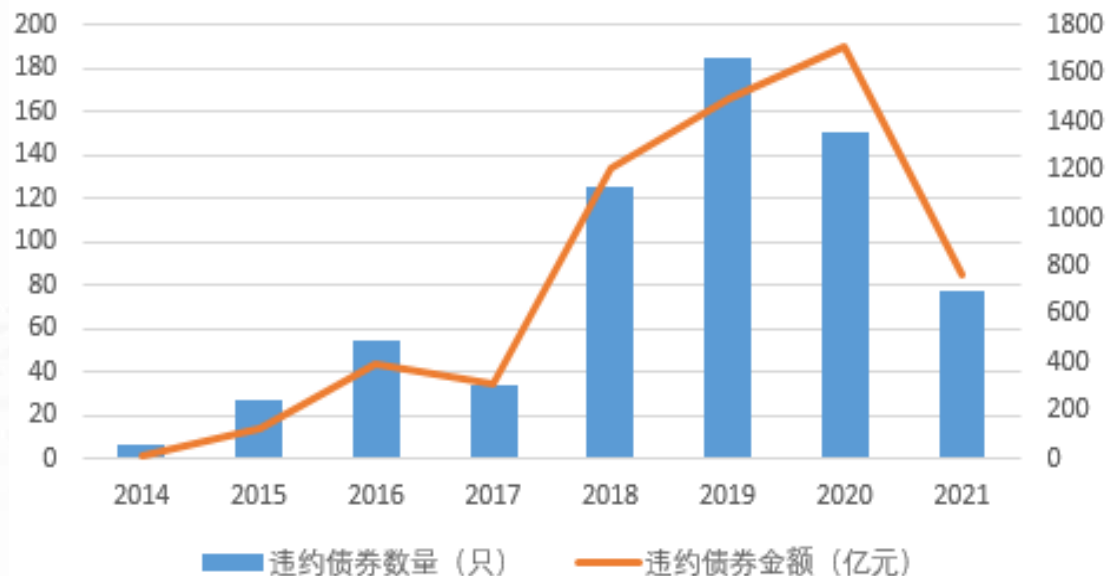
(一) 2014年至今债券违约总体情况

- ◆ 2014年是债券市场的违约元年，标志性事件是超日债违约。
- ◆ 中国信用债平均违约率逐年上升，2016年是0.1889%，2020年12月达到1.1075%。
- ◆ 截至2021年6月底，违约债券数量是659只，违约债券金额6013.8亿元。

信用债平均违约率



违约债券年度分布情况



(一) 2014年至今债券违约总体情况

违约债券四大特征

从2014-2020年底，非
国企单位占比达到
81.92%

违约主体
以民营企
业为主

违约债券
区域分布
无问西东

从2014-2020年底，除西藏、
江西外，其余各省皆出现
违约案例

从2014-2020年底，制造业、
综合行业、批发和零售业、
建筑业、采矿业是债券违约
最多的行业

违约债券
行业分布
广泛

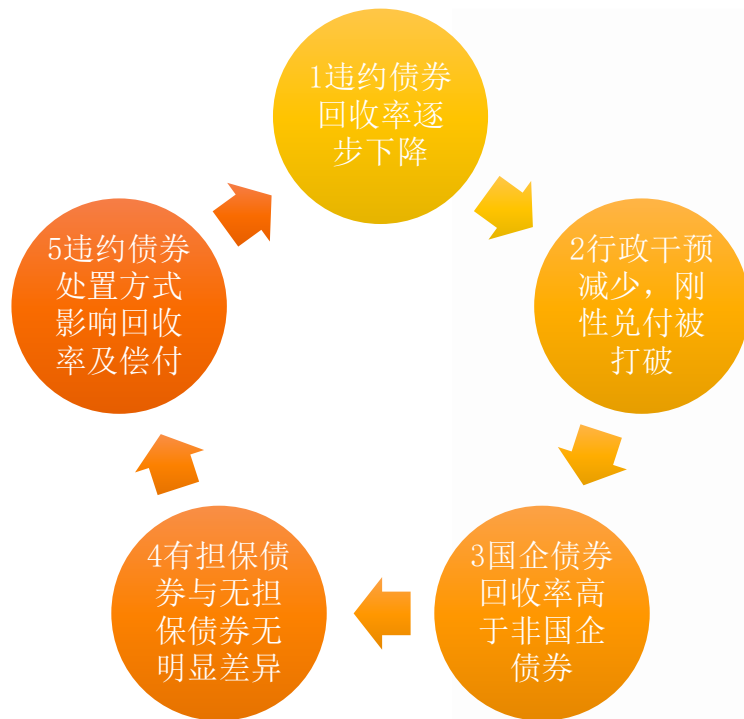
高评级违约
主体占比逐
渐上升

2014-2017年无中高等级主体违约，
2018-2020年中高等级主体违约占
比保持在10%以上，11个AAA主体债
券违约

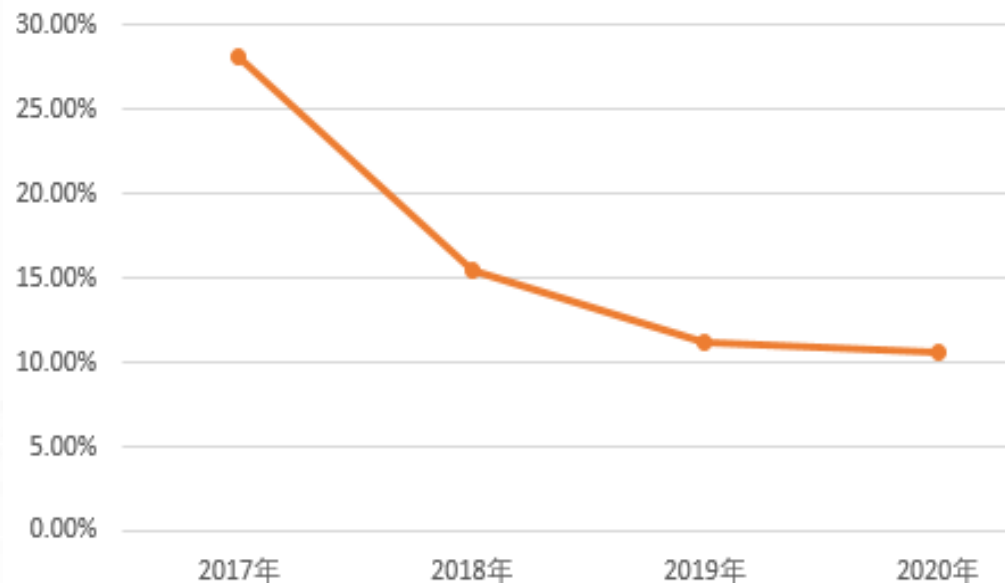
(二) 违约债券处置情况

违约债券处置现状

2014年至2021年6月30日，共**55只**违约债券全额兑付，对应的违约债券金额是**398.03**亿元，占全部违约债券数量和金额的比重分别为**8.35%**和**6.62%**。



2017-2020年违约债券回收率



(二) 违约债券处置情况

违约债券处置面临的困难

业务部门开拓新业务与处置风险项目之间的平衡，业务部门面临考核与管理的平衡

履行受托管理职责与落实监管要求之间的平衡，有时候难以兼顾

发行人提前转移财产难以防范，特别是未抵押的资产且发行人蓄意逃废债

债券持有人会议决策流程较长且持有人诉求各异，部分事项能否取得发行人的配合存疑

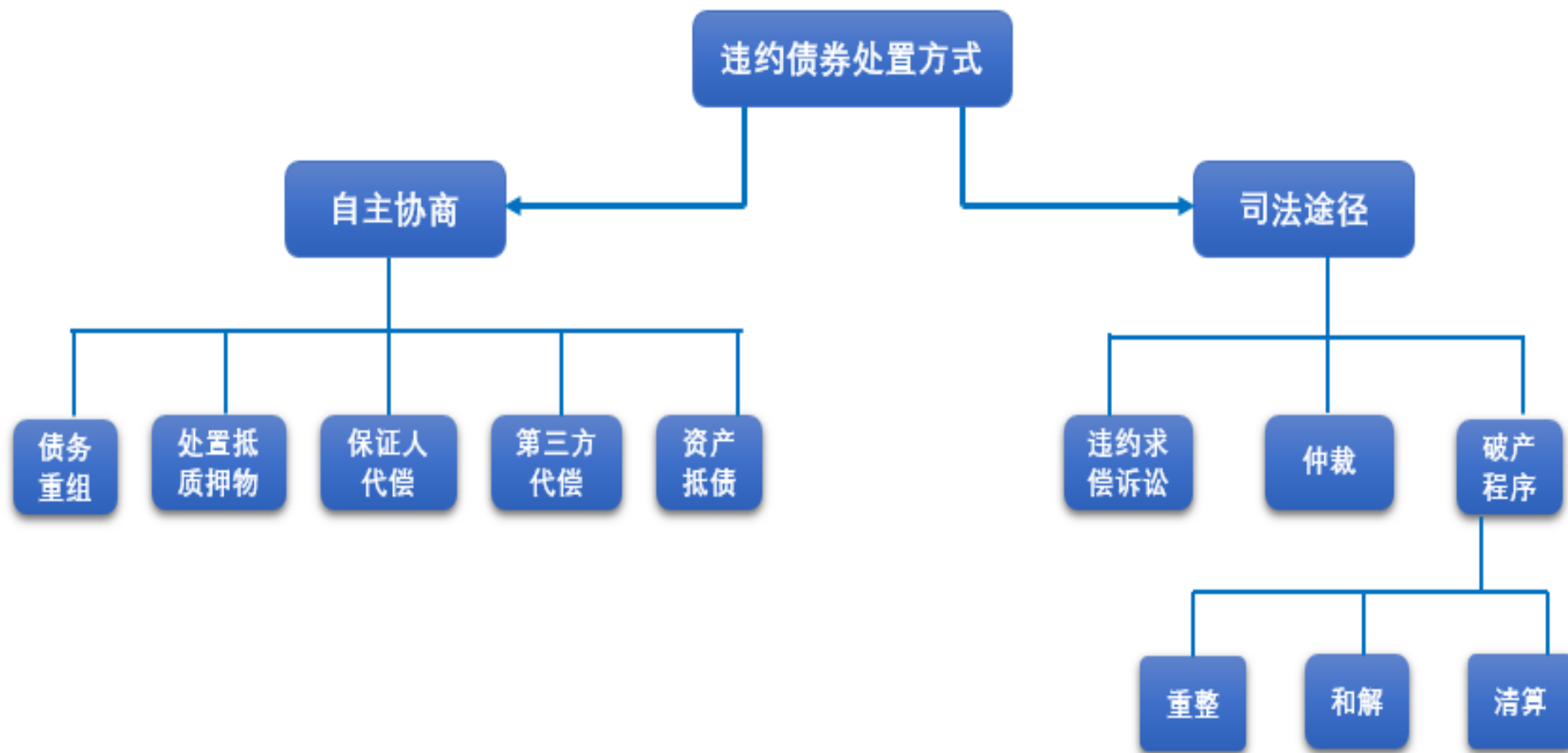
违约债券处置分析

02



(一) 违约债券处置方式

处置方式分为两大类：**自主协商**与**司法途径**，两类处置方式并非完全对立。



(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

自主协商案例概览

处置方式	主要操作安排	具体案例	处置结果
债务重组	债券持有人与发行人就合同的关键条款重新协商，对原债权债务关系中的核心要素包括主体、金额、期限、利率、担保措施等，达成新的一致意见	7个案例，包括中国铁物、中钢、珠海中富、亚邦集团、中民投、奥马电器、永煤集团	相应债券全部兑付
处置抵质押物	债券持有人与发行人协商一致，对抵质押物进行处置，以处置回款偿还债务	1个案例，四川圣达集团	未完成兑付
保证人代偿	有实力的保证人代发行人清偿	1个案例，江苏大宏纺织集团	相应债券全部兑付
第三方代偿	无法定义务的第三方代发行人清偿	1个案例，二重集团	相应债券全部兑付
资产抵债	发行人以其实物资产或权利凭证抵偿债务	1个案例，雏鹰农牧	未完成兑付

(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

1. 中国铁物债券危机案例

中国铁物的简要情况：中国铁路物资集团有限公司是国务院国资委直接监管的大型**中央企业**，是我国规模最大、服务能力最强、专业经验最丰富、行业领先的铁路生产性服务综合提供商，被业内称为中国铁路“总后勤部”。

债券兑付危机爆发：2016年4月11日，中国铁物申请**总额168亿元**的债务融资工具于4月11日上午开始暂停交易，中国铁物的“债券兑付危机”由此引爆。4月29日，国资委决定中国铁物由诚通集团**实施托管**。

债券兑付危机原因：**内因**，2009年至2013年，盲目追求规模扩张，违规开展大量大宗商品融资性贸易，企业管理粗放，内部控制系统性缺失；**外因**，宏观经济下行的影响，大宗生产资料价格持续下跌，2012年至2014年“钢贸风险系列事件”，相关客户频频倒闭、破产、跑路。

处置措施

政府介入，诚通托管：诚通托管，班子改组，成立管委会

多措并举，回收资金：盘活资产，“清欠、清投、清产”，诚通委贷支持，2016年兑付了68亿公募债

实施市场化债务重组：2017年1月，达成了“本金安全+部分偿债+留债展期+利率优惠+转股选择权+第三方战略合作”的债务重组方案

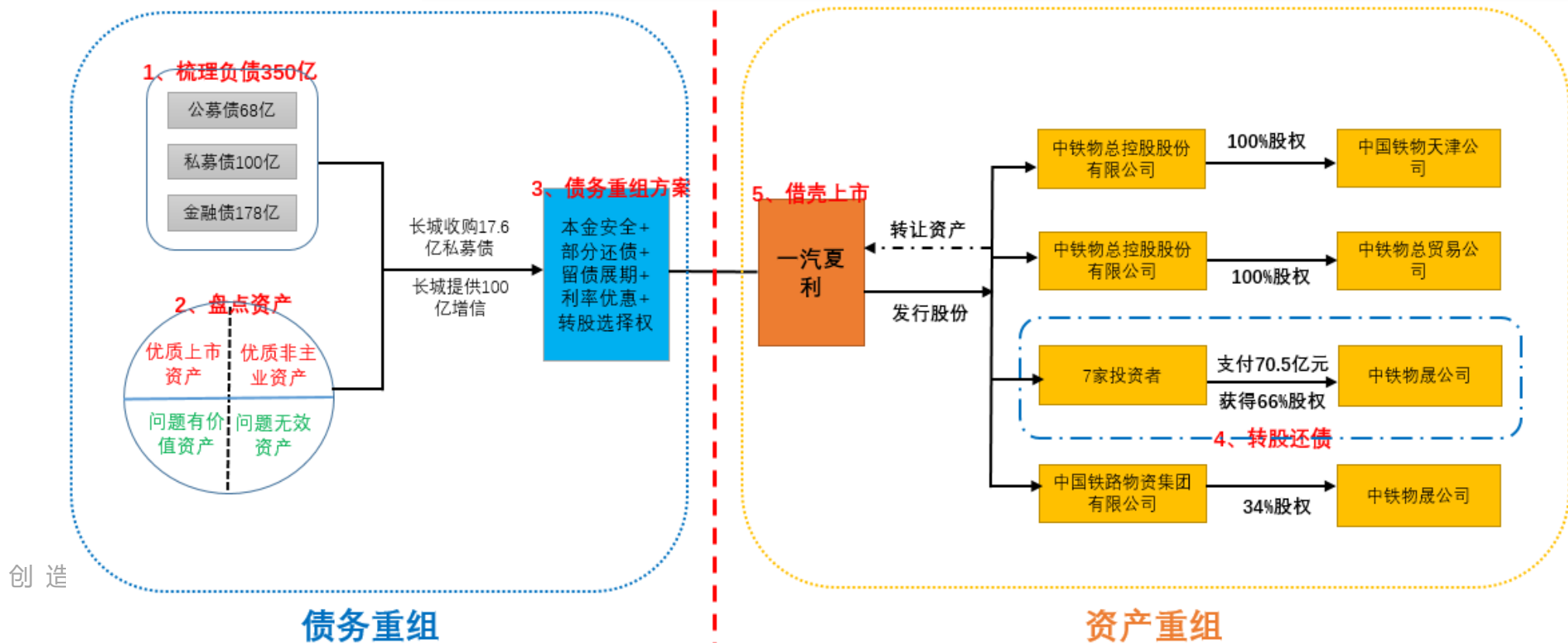
深化改革，提高经营效率：全面推行收付实现制考核，内部业务的重组整合

(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

中国铁物债务重组方案分析

2016中国铁物整个债务重组方案其实分为**债务重组**和**资产重组**两大部分

- ①梳理债务 ②盘点资产 ③制定债务重组方案 ④艰难谈判，发挥牌照作用 ⑤找到壳资源
- ⑥转股还债 ⑦借壳上市，债权变成上市公司股权



(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

2. 10中钢债

发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人性质	发行人行业	发行人评级	最终结果
2010年10月20日	2015年10月10日	20	中国中钢股份有限公司	央企	钢铁	AA	2017年10月完成本息兑付

发行人的简要情况：中国中钢股份有限公司是**央企**中钢集团的子公司，旗下拥有A股上市公司中钢国际，该公司主要为钢铁生产企业提供原材料和代理产品。

违约原因：钢铁行业低迷、前期大肆扩张积累下巨额贷款债务等。

处置措施

增加担保措施、延长回售登记期：发行人以所持上市公司股票为债券追加质押担保，并与债券持有人协商延长债券回售登记期

发行人的母公司完成债务重组：2016年12月发行人母公司中钢集团债务重组方案落定，按照“留债+可转债+有条件债转股”的模式对本息总额600多亿元的债权进行重组，债务重组后，中钢集团的有息负债率将降至80%左右

筹集资金完成兑付：母公司完成债务重组后，发行人筹集资金，最终2017年10月完成债券的兑付，根据新闻报道，兑付的资金来源可能是国企结构调整基金

(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

3. 12中富01和12珠中富MTN1

债券名称	发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人性质	发行人行业	发行人评级	最终结果
12中富01	2012年5月28日	2015年5月27日	5.9	珠海中富实业股份有限公司	民企	金属与玻璃容器	AA	2015年10月完成全部债券的兑付
12珠中富MTN1	2012年3月28日	2017年3月28日	5.9	珠海中富实业股份有限公司	民企	金属与玻璃容器	AA	2015年6月完成全部债券的兑付

发行人的简要情况：珠海中富实业股份有限公司是位于珠海的**A股上市公司**，该公司是美国“可口可乐”、“百事可乐”两大国际饮料公司在中国的灌装厂，是PET饮料包装龙头企业。

违约原因：12中富01违约是因发行人实际控制人变更触发了银团贷款的限制性条款，导致债权人要求发行人提前全额偿还借款，对公司流动性造成了冲击。12珠中富MTN1违约是因发行人连续亏损，自身现金流难以覆盖到期债券本息金额。

处置措施

增加增信措施：发行人在债券违约前后，追加第三方提供连带责任保证、追加土地和厂房等提供抵押担保

制定延期还款计划：发行人在违约后制定延期还款计划，按比例偿还债务

多种方式筹集资金：最终通过收回应收账款、土地抵押获取银行贷款、对外处置资产（发行人将下属子公司转让给碧桂园），完成债券的兑付

(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

4. 15亚邦CP001和15亚邦CP004

债券名称	发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人性质	发行人行业	发行人评级	最终结果
15亚邦CP001	2015年2月9日	2016年2月14日	2	亚邦投资控股集团有限公司	民企	染料、物流、制药	AA-	2016年3月完成兑付
15亚邦CP004	2015年9月29日	2016年9月29日	2	亚邦投资控股集团有限公司	民企	染料、物流、制药	AA-	2017年3月完成兑付

发行人的简要情况：亚邦投资控股集团有限公司是位于常州的一家从事染料、物流、制药等产业的大型企业集团，**员工1万余人**，连续多年跻身**中国企业500强**，旗下拥有A股上市公司亚邦股份。

违约原因：15亚邦CP001违约是因发行人董事长协助调查导致部分银行陆续进行抽贷，公司资金链断裂。15亚邦CP004违约是发行人因董事长受调查和前期债券违约的负面影响，融资渠道受阻，处置非主业资产进度慢于预期，而新的融资活动未能如期完成。

处置措施

增加担保措施、延长回售登记期：延长债券期限，追加评估价值不低于2.1亿元的商业房产提供抵押担保

多渠道筹措资金：股权收益权转让与回购、资产信托计划等外部融资渠道筹集资金，处置非主业资产筹集资金，主业经营回收资金

白衣骑士解救：江苏信托与地方政府沟通，通过交易结构设计，与银行和政府2A融资平台三方合作，设立28亿元的集合资金信托计划，解决了亚邦集团的流动性问题，完成债券兑付

(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

5. 中民投系列债

中民投6支债券违约，目前已经有5支债券完成兑付，合计发行规模82.6亿元

债券名称	发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人性质	发行人行业	发行人评级	最终结果
16 民生投资 PPN001	2016年1月29日	2019年1月29日	30	中国民生投资股份有限公司	民企	综合类行业	AAA	2019年2月20日兑付
18 民生投资 SCP004	2018年7月25日	2019年4月22日	15	中国民生投资股份有限公司	民企	综合类行业	AAA	2019年4月24日兑付
18 民生投资 SCP005	2018年8月31日	2019年5月28日	15	中国民生投资股份有限公司	民企	综合类行业	AAA	2019年5月31日兑付
18 民生投资 SCP007	2018年12月20日	2019年7月18日	14.6	中国民生投资股份有限公司	民企	综合类行业	AAA	2019年7月23日兑付
18 民生投资 SCP006	2018年11月29日	2019年8月26日	8	中国民生投资股份有限公司	民企	综合类行业	AAA	2019年8月29日兑付

发行人的简要情况: 2014年8月份，由**全国工商联牵头组织**，59家大型民营企业发起设立的民营投资集团，注册资本500亿元。

违约原因: 资产和负债规模短期内急剧扩张，负债4年内从100多亿增加到2000多亿，且负债结构不合理以流动负债为主；主业不佳经营上出现困境。最终产生流动性风险。

处置措施

引入战略投资者，清除部分投资业务线

处置资产回收资金: 处置董家渡项目、阳光城股权、上置集团项目等多项资产，其中核心资产董家渡项目以121亿元处置

内部自救: 调整组织架构，成立应急管理委员会、重组工作委员会；采取战略转型，从“投资+控股+经营”向“投资”战略转型

(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

6. 奥马债

债券名称	发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人 性质	发行人行 业	发行人 评级	最终结果
17奥马01	2017年2月 21日	2019年2月 21日	6	广东奥马电器股份有限公司	民企	家用电器	AA-	2019年5月完成兑付
17奥马02	2017年3月 16日	2019年3月 18日	4	广东奥马电器股份有限公司	民企	家用电器	AA-	2019年5月完成兑付

发行人的简要情况：广东奥马电器股份有限公司是位于中山市的**A股上市公司**，国内最大的冰箱ODM生产基地，连续多年冰箱出口第一。

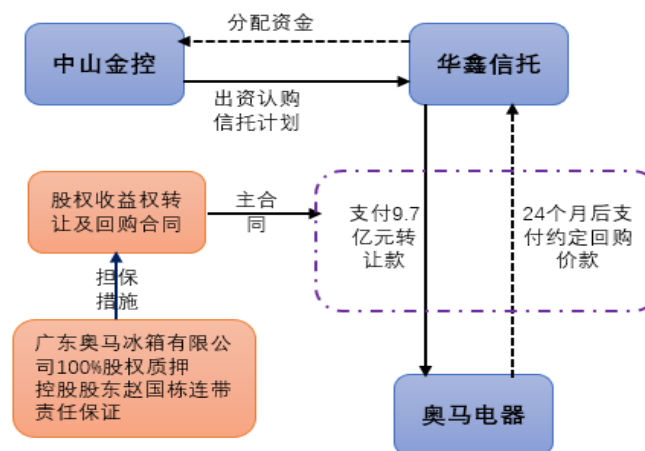
违约原因：发行人实际控制人变更，公司的业务方向发生变化，在互联网金融领域不断加大投入，造成公司经营困境。

处置措施

债券延期：延长债券兑付日期

国资提供支持：中山金融投资控股有限公司通过华鑫信托提供9.7亿元融资支持，以融资完成债券兑付

后续情况：发行人的原实际控制人与TCL集团之间发生了股权争夺战，TCL集团通过集中竞价和司法拍卖的方式合计持有26.21%的股权，发行人实际控制人变更为李东生



(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

7. 20永煤SCP007

永煤集团因“20永煤SCP003”到期未能兑付引发债务违约连锁反应，永煤集团的11支债券违约，合计发行规模130亿元。目前已经兑付一支债券，剩余债券全部展期。兑付的20永煤SCP007发行于2020年4月，**主体评级AAA**，发行规模10亿元。

发行人的简要情况：永城煤电控股集团有限公司是河南省国有大型煤炭企业，其属于**河南省最大国企**河南能源化工集团有限公司下属子公司。

违约原因：债券违约的导火索是发行人流动资金紧张，2020年11月10日发行人10亿元超短融“20永煤SCP003”到期未能兑付，构成实质性违约，引起市场连锁反应。之所以受到关注是在违约前20天发行人还发行了10亿元的中票，融资能力正常，且发行人在违约前存在转移资产的行为。

处置措施

兑付部分本金，剩余本金展期：兑付50%的债券本金，剩余本金展期，豁免债券违约

政府出面沟通提供支持：鉴于永煤集团违约对发行人及其母公司、河南省的巨大负面影响，最终政府还是出手施救，河南省设立300亿信用保障基金，用于河南能源化工等国企债务风险化解及增信

(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

8. 12圣达债

发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人性质	发行人行业	发行人 评级	最终结果
2012年12月5日	2015年12月7日	3	四川圣达集团有限公司	民企	煤炭与消费用燃料	AA-	目前未完成兑付

抵质押物: 发行人以四川圣达水电开发有限公司9.75%的股权、峨眉山仙芝竹尖茶业有限责任公司100%的股权和四川圣达实业股份有限公司1000万股股票提供质押担保

发行人的简要情况: 四川圣达集团有限公司是四川民企，主要经营业务为汽车钎钛制动鼓、生铁、焦炭和茶叶。债券发行时旗下拥有A股上市公司四川圣达实业股份有限公司（现更名为“长城国际动漫游戏股份有限公司”）

违约原因: 发行人从2009年开始，通过收购从事制动鼓业务并持续投入20多亿元扩张该业务，一方面大额投资侵蚀现金流，项目投产后效率低下未获得预期回报，另一方面原生铁和焦炭业务持续恶化，最终陷入偿债困境。

处置措施

提起诉讼: 债券持有人委托律所起诉

达成和解: 2017年1月债券持有人与发行人达成执行和解，发行人于2017年1月25日前处置质押物四川圣达水电开发有限公司9.75%的股权（处置价格不低于1.23亿元），处置所得款项全部用于偿还债券本金和利息；发行人承诺在2017年3月31日前根据投资者确定的方式处置1000万股质押股票，因质押物被其他债权人申请查封，实际直至2017年6月仍处于等候移送处置权的审批手续过程中，大幅滞后于债券持有人会议预期

处置结果: 1000万股质押股票的竞拍成交价款4268万元，其余两家非上市公司的股权后续未见完成处置的公告

(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

9. 13大宏债

发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人性质	发行人行业	发行人评级	最终结果
2013年4月19日	2015年4月20日	3	江苏大宏纺织集团股份有限公司	民企	纺织品	/	2015年7月兑付

发行人的简要情况: 江苏大宏纺织集团股份有限公司是江苏盐城一家主要从事棉花加工、纺纱制品、坯布制造及纺织机械制造业务的民营企业。

违约原因: 纺织行业不景气和海外投资项目不顺利导致发行人经营困难，主营业务停滞，无法通过自身正常运营产生的现金流来偿还债券。

处置措施: 经过政府限期督办，各方密切沟通，2015年7月担保人**射阳城投**代偿“13大宏债”全部债券本息。

(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

10. 08二重债和12二重集MTN1

债券名称	发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人性质	发行人行业	发行人评级	最终结果
08 二重债	2008年10月14日	2015年9月	8	二重集团(德阳)重型装备公司	央企	工业机械	AA	2015年10月由国机集团代偿
12 二重集MTN1	2012年9月26日	2015年9月	10	中国第二重型机械集团公司	央企	工业机械	AA+	2015年11月由国机集团代偿

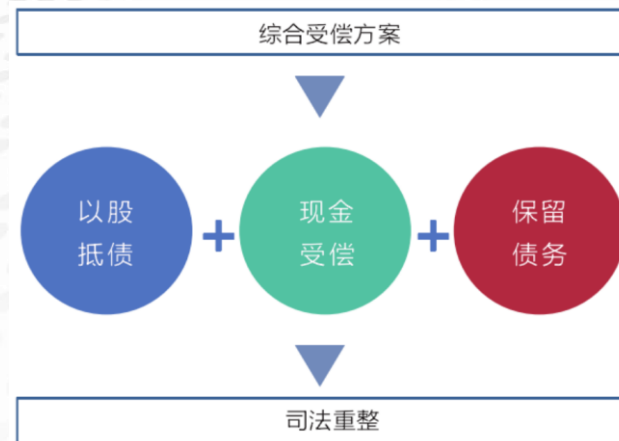
发行人的简要情况: 中国第二重型机械集团公司始建于1958年，曾是中央直接管理的大型企业集团，2013年二重集团与国机集团实施联合重组，二重集团整体产权无偿划入国机集团，作为重组后新集团的全资子企业。二重集团(德阳)重型装备公司是二重集团的子公司，是国家重大技术装备研制基地，曾是A股“主动退市第一股”，经过重组后已经变成国机重型装备集团股份有限公司并在2020年6月重新上市。

违约原因: 外部宏观环境影响，发行人的主导产品市场需求低迷，行业产能严重过剩使得行业竞争激烈，产品价格持续下滑；订单持续减少、产能利用率低、带息债务沉重和财务费用较高等因素综合影响，经营持续亏损。

处置措施

二重的重整: 2014年银监会和国资委牵头二重的债务重组，达成综合受偿方案，债委会成员的银行债务本息121亿元，按照“留债15亿元，现金清偿15亿，股抵债91亿”在破产重整程序中执行

债券代偿: 二重集团要进行破产重整，考虑到债券进入重整流程后对债券市场影响巨大，交易商协会、人民银行与国机集团充分协商，确保**不涉及个别清偿**的前提下，由国机集团采取“先收购后代偿”的方式完成债券的兑付



(二) 违约债券处置具体案例分析-自主协商方式

11. 18雏鹰农牧SCP001和18雏鹰农牧SCP002

债券名称	发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人性质	发行人行业	发行人评级	最终结果
18雏鹰农牧SCP001	2018年2月8日	2018年11月5日	5	雏鹰农牧集团股份有限公司	民企	食品加工与肉类	AA	目前未完成兑付
18雏鹰农牧SCP002	2018年3月26日	2018年12月21日	10	雏鹰农牧集团股份有限公司	民企	食品加工与肉类	AA	目前未完成兑付

发行人的简要情况: 雏鹰农牧集团股份有限公司始创于1988年，2010年9月15日在深交所上市，曾被业界誉为“**中国养猪第一股**”，主营业务是商品畜禽养殖。2019年终止上市。

违约原因: “猪周期”叠加“非洲猪瘟”带来的销售收入和利润的下滑，涉嫌财务造假造成的信用危机，控股股东过高比例股权质押带来的风险。

处置措施: “欠债肉偿”第一家。发行人2018年11月公告表示与部分债权人已签订协议，涉及总金额2.71亿元，全部以公司火腿、生态肉礼盒等产品偿付本息。其中，涉及18雏鹰农牧SCP001本息0.21亿元，以及18雏鹰农牧SCP002本金2.5亿元。不过公告当天，已达成意向的债权人尚未正式交付实物，后续未见发行人交付实物的公告。

题外话: 农行2006年要股改上市，要剥离不良资产并打包处置，资产包就包括牧原的贷款。牧原当时在农行的存量贷款为2540万元，如果转让给资产管理公司处置可以免除部分贷款。但是秦英林坚持制定还贷规划，到2007年底全部还清贷款。2010年，在没有任何抵押物的情况下，中信银行、农业发展银行、农业银行等多家银行主动上门提供信用贷款6亿元，这为牧原的上市前扩张奠定基础。

(三) 违约债券处置具体案例分析-司法途径

司法途径案例概览

处置方式	主要操作安排	具体案例	处置结果
违约求偿诉讼	债券持有人或受托管理人向法院提起诉讼，查封资产，通过司法手段追偿债务	3个案例，奈伦集团、湘鄂情、山水水泥	相应债券全部兑付
仲裁	债券持有人或受托管理人提起仲裁，通过司法手段追偿债务	1个案例，中国城建集团	未完成兑付
破产重组	发行人进入破产流程，债券根据重组计划的安排受偿	1个案例，超日公司	相应债券全部兑付
破产和解	发行人进入破产流程，债券根据发行人与债权人达成的和解协议清偿	1个案例，西王集团	正在履行和解协议
破产清算	发行人进入破产流程，债券根据破产财产的清算结果接受分配	1个案例，富贵鸟	未完成兑付

(三) 违约债券处置具体案例分析-司法途径

12. 11蒙奈伦

发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人 性质	发行人行业	发行人 评级	最终结果
2011年5月5日	2016年5月5日	8	内蒙古奈伦集团股份有限公司	民企	食品加工与肉类	AA-	2018年5月兑付

发行人的简要情况：内蒙古奈伦集团股份有限公司是一家以农业产业化和化肥生产为主业，以房地产开发为基础的大型民营企业集团。2000年，发行人被评定为国家第一批农业产业化重点龙头企业；2002年，被列为内蒙古自治区重点培育和扶持的20家大企业之一。

违约原因：农牧产品加工工厂产能利用率不足10%；耗资30多亿元介入煤化工领域，项目投产后效益一直不达预期，尿素产能过剩严重、价格大幅下跌，公司成本售价倒挂明显；房地产项目多处于三四线城市，楼盘滞销。

处置措施

提起诉讼：2017年12月，债券持有人委托受托管理人向内蒙古高院提起诉讼

资产重组加债务重组：内蒙古**政府协调**推动国电集团与发行人组建合资公司或者收购发行人的煤炭资源，发行人推动下属天润化肥公司的债务重组和破产重整程序，发行人于2017年分两次支付欠付的两年利息

处置结果：2018年5月完成兑付，未说明兑付资金来源，可能是处置资产收到的回款

(三) 违约债券处置具体案例分析-司法途径

13. 12湘鄂债

发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人性 质	发行人 行业	发行人 评级	最终结果
2012年4月 5日	2015年4月 7日	4.8	中科云网科技集团股份有限公司 (原名北京湘鄂情股份有限公司)	民企	餐饮业	AA	2016年3 月兑付

发行人的简要情况: 发行人原名北京湘鄂情股份有限公司，是以餐饮业务起家的**A股上市公司**，2014年更名为中科云网科技集团股份有限公司，并将业务方向从餐饮转向大数据、新媒体。

违约原因: 随着2012年底“八项规定”等相关政策的出台，高端餐饮业受到重创，发行人业务转型一方面挤占公司资源又收效甚微，另一方面无暇顾及主营致使丧失核心竞争力，又经历人事动荡，最终走向违约。

处置措施

提起诉讼: 债券违约后，受托管理人向法院提起诉讼

筹集部分资金偿还债务: 发行人筹集资金于2015年5月支付了部分本金和利息

达成执行和解: 发行人与债券受托管理人、岳阳市中湘实业有限公司签署了《债务和解协议》，协议规定由中湘实业代中科云网偿还相应债务，后变更为北京盈聚资产管理有限公司（实际由中湘实业控制）代偿债务

处置结果: 2015年3月以北京盈聚支付的代偿款完成兑付，中湘实业之所以愿意进行代偿，主要是看中了发行人中科云网的“壳”价值，想通过债务重组实现重组上市

(三) 违约债券处置具体案例分析-司法途径

14. 山水水泥系列债券

山水水泥5支债券违约，违约债券发行于2013年1月至2015年5月，合计发行规模68亿元，目前已经全部完成兑付。

发行人的简要情况：山东山水水泥集团有限公司是由国有企业改制而来的民营企业，是**国家重点支持的12户全国性大型水泥企业之一**，为中国首家在香港红筹股上市的水泥企业中国山水水泥集团有限公司全资附属公司，也是其在内地的实际经营体。

违约原因：控股权纠纷是直接原因。2015年以来水泥行业整体表现低迷导致发行人的经营和财务状况弱化，出现生产经营亏损；后续股权变动、股东各方博弈以及股东诉讼使得相关业务合作客户对于公司未来前景的不确定性担忧增加，公司的盈利和获现能力急剧下降，外部融资环境也受到不利影响。另外，股权变动触发境外美元票据到期，提前偿付大量现金，无力应对“15山水SCP001”偿付，最终导致债券违约。

处置措施

诉讼保全：部分债券持有人向法院提起诉讼，并对发行人的财产采取保全措施

政府介入：2015年12月，由济南市政府多部门相关负责人组成的工作组进驻山东山水，维护企业及职工稳定

发行人多渠道筹集资金：发行人尝试向金融机构融资，大股东提供资金支持

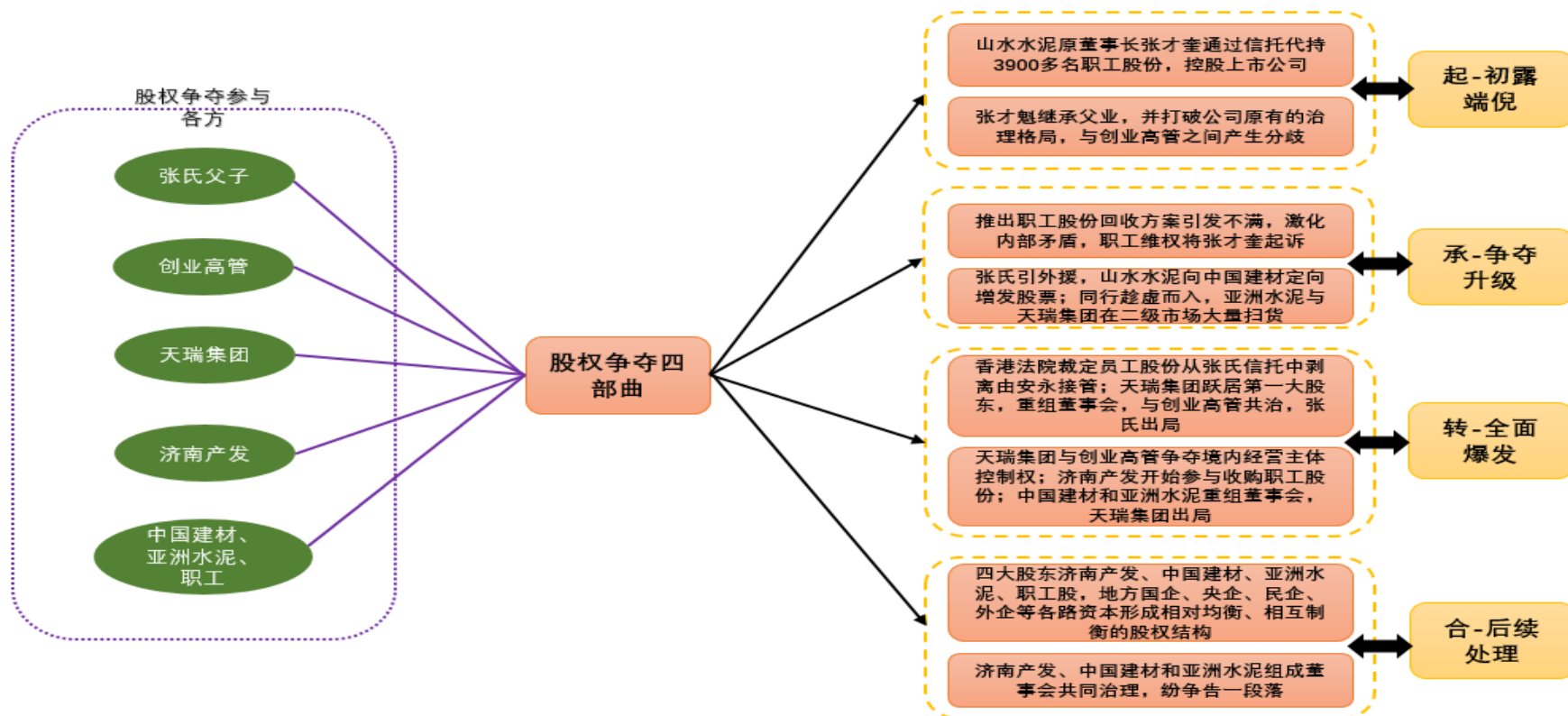
稳住企业经营：2015年经营效益跌到谷底，2016年减亏，2017年扭亏为盈，2018年-2020年盈利较好

解决股权纠纷：目前形成地方国企济南产业发展投资集团有限公司、央企中国建材、外资亚洲水泥和民企原高管等相对均衡、相互制衡的股权结构

发行人与债权人协商：2019年底发行人已与43家债券持有人达成和解分期偿付债券，涉及债券本金52.1亿元，目前已经完成全部违约债券的兑付

(三) 违约债券处置具体案例分析-司法途径

股权争夺战四部曲：自2013年至今，各股东围绕上市公司山水水泥的控股权及其境内经营主体山东山水的经营权争夺。期间创业董事长和高管、央企、外资、民企、地方国企各方轮番上场，其间更不乏“倒戈”“变节”“一股二卖”“群体围攻”的情节，精彩程度比“宝万之争”有过之而无不及。股权纷争大致可以分为初露端倪、争夺升级、全面爆发、后续处理四个阶段：



(三) 违约债券处置具体案例分析-司法途径

15. 中城建系列债券

中国城建8支债券违约，均未完成兑付。违约债券发行于2011年12月至2016年3月，合计发行规模136.5亿元。

发行人的简要情况：中国城市建设控股集团有限公司的前身是成立于1990年的中国城市建设开发总公司，隶属于国家建设部，1998年接收部分中央军委及二炮企业合并为中国城建集团。2016年4月以前，中国城市发展研究院有限公司通过中城建国际科技发展（北京）有限公司持有公司100%股份，市场普遍认为发行人为央企；2016年4月，发行人控股股东变更为北京惠农投资基金（有限合伙），市场认为发行人因此**失去了央企属性**，且转变为非国有企业。

违约原因：发行人受评级下调等因素影响，融资受限，导致资金链紧张。

处置措施：部分债券持有人提起仲裁，2018年1月江苏省国际信托有限责任公司根据单一资金信托项下委托人的指令，就该单一信托项下“14中城建 PPN003”、“14中城建 PPN004”债券违约事项，向中国国际贸易仲裁委员会申请仲裁。截至目前，发行人的违约债券均未完成兑付。

(三) 违约债券处置具体案例分析-司法途径

16. 11超日债

发行日期	违约日期	发行规模	发行人	发行人性质	发行人行业	发行人评级	最终结果
2012年3月7日	2014年3月4日	10亿元	协鑫集成科技股份有限公司 (原名为上海超日太阳能科技股份有限公司)	民企	太阳能电池制造	AA	全部兑付

发行人的简要情况: 上海超日太阳能科技股份有限公司**2010年在深交所上市**，公司主要生产各种型号与规格的单晶硅、多晶硅太阳能组件和太阳能灯具。债务重组后发行人更名为协鑫集成科技股份有限公司。

违约原因: 受欧债危机和欧美“双反”贸易政策的不利影响，光伏行业整体低迷、产能过剩、供需失衡。此外，发行人发展战略激进，内控不规范，使得流动性出现了严重的困难。

处置措施

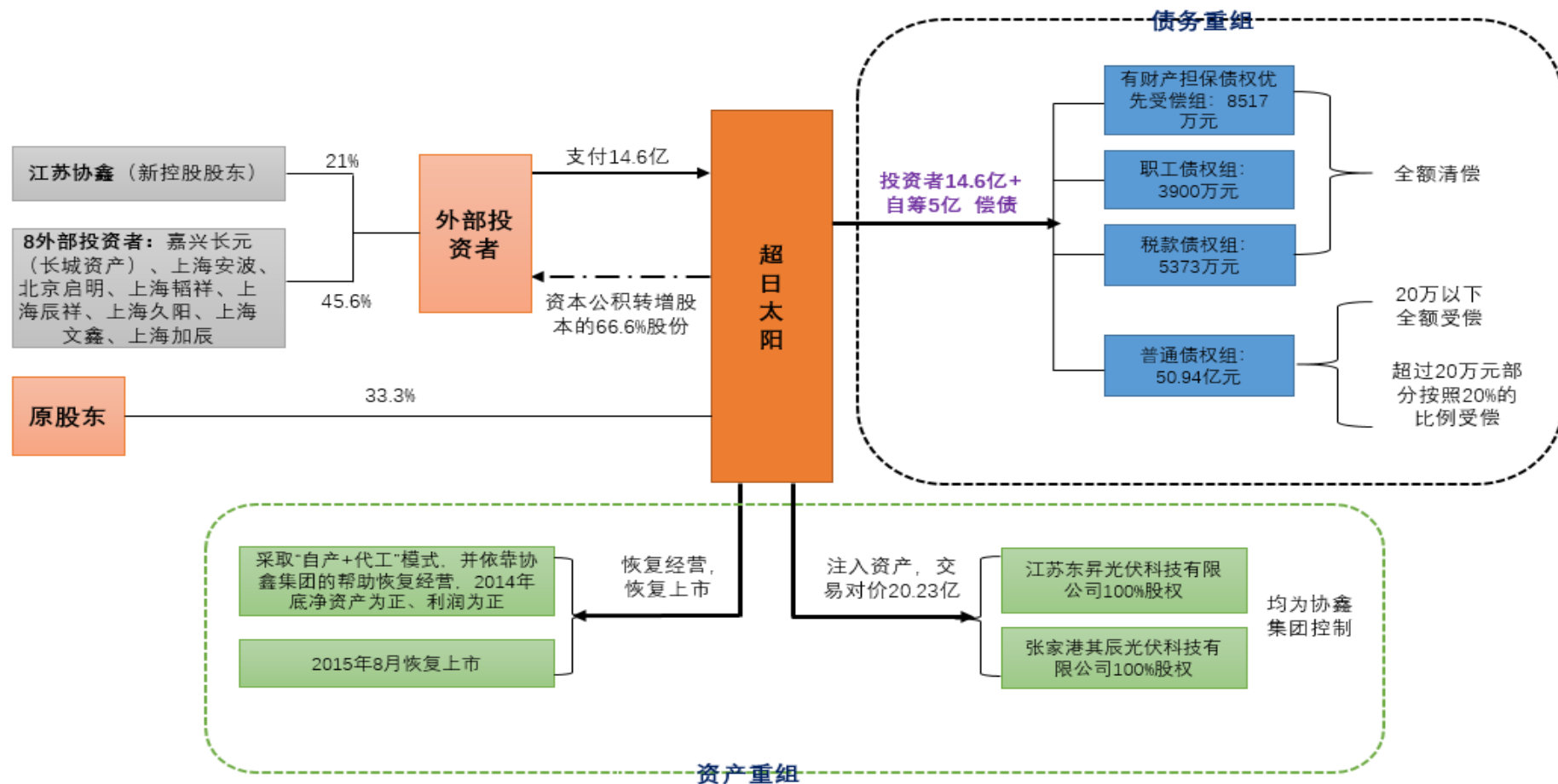
增加增信措施: 在发行人出现债务危机后，要求其提供追加的抵质押担保措施

破产重整，引进投资者: 2014年6月发行人进入破产重整流程，引进协鑫集团在内的9名产业投资者和财务投资者，9名投资人支付14.6亿元，发行人通过处置资产和借款等方式筹集不低于5亿元，合计不低于19.6亿元将用于支付重整费用、清偿债务、流动资金等

债务重组完成兑付，资产重组完成保壳: 发行人在引进投资人后完成债务重组，兑付了违约债券，通过资产重组引进了新的控股股东，实现股票恢复上市

(三) 违约债券处置具体案例分析-司法途径

超日重组分析: 超日重组分为**债务重组**和**资产重组**两大部分, 通过引入重整投资者, 采取**引入重整方解决债务问题、恢复经营和上市、注入优质资产实现价值修复**三步走的措施完成整体重组:



(三) 违约债券处置具体案例分析-司法途径

17. 西王集团系列债券

西王集团8支债券违约，发行于2015年12月至2019年5月，合计发行规模60亿元，目前均按照和解协议履行。

发行人的简要情况：西王集团始建于1986年，是一家以玉米深加工和特钢两大实体产业为主的全国大型民营企业，**控股3家上市公司**、1家财务公司、4家高新技术企业。拥有总资产500亿元，**职工16000余人**。

违约原因：西王集团的危机始于“互保”，2017年以来受齐星事件影响筹资被动收缩（作为最大的担保方，西王集团为齐星集团承担了近30亿元的连带担保责任），使得周转压力显著加大，且由于对债券融资依赖度高，在债券市场风险偏好下降的情况下资金链逐步紧缩。2019年10月公司18西王CP001到期未兑付，引发其余债券交叉违约。

处置措施

债券展期、追加增信：债券展期兑付，实际控制人追加提供连带责任保证

多渠道筹集资金、获取政府及监管机构支持：发行人通过资产出售、生产经营、战略重组等多渠道筹集资金；发行人与政府、监管机构及金融机构保持沟通，维持信用总额和信用条件，保持流动性

制定和解方案：2020年初发行人的和解方案分别获得法院和债权人的同意，和解协议对普通债权实现100%全额清偿，每家债权人20万元以下（含）的债权部分，在法院批准和解协议起6个月内一次性全额现金清偿，而20万元以上的部分提供“6年还债”和“10年还债”两种清偿方案供选择

(三) 违约债券处置具体案例分析-司法途径

18. 14富贵鸟和16富贵01

债券名称	发行日期	违约日期	发行规模 (亿元)	发行人	发行人 性质	发行人 行业	发行人 评级	最终结果
14富贵鸟	2015年4月22日	2018年4月23日	8	富贵鸟股份有限公司	民企	鞋类	AA	破产清算分配财产
16富贵01	2016年8月12日	2018年5月9日	13	富贵鸟股份有限公司	民企	鞋类	AA	破产清算分配财产

发行人的简要情况： 富贵鸟股份有限公司是成立于二十世纪九十年代，位于福建省石狮市，公司主要从事男女皮鞋、男士商务休闲装及皮具等相关配饰的研发、生产及销售，于2013年在港交所上市。

违约原因： 行业不景气导致发行人盈利恶化，发行人与关联方存在大额资金往来占压及违规担保，财务报表及信息披露质量不佳，内控管理存在漏洞等。

处置措施

提起破产重整： 2018年6月受托管理人根据债券持有人授权，向泉州中院申请破产重整

重整失败： 先后提了两版重整方案，第一版普通债权的清偿率约为2.7%，其中现金部分约为1.1%，购物券部分约为1.6%；第二版基本不变，只是全部改为现金清偿

进入破产清算，分配财产： 泉州中院2020年1月和7月裁定认可第一次和第二次破产财产分配方案，普通债权的清偿比例为**1.8096%**和**0.3289%**，2020年11月泉州中院裁定终结破产程序

启示和建议

03



1. 债券违约的原因影响债券处置方式和结果

发行人只是**单纯流动性问题、具有可处置的优质资产或者具有特殊身份**（如央企、国企），优先协商债务重组的方式。如果发行人无可处置的资产或者缺乏偿债意愿，通过司法途径追偿。

自主协商较司法程序**更经济、更高效**，自主协商成功后，发行人一般也会配合，提高处置效率。具体来看，债务重组是最优处置方式，能以较快速度、较高金额实现处置回收。

序号	处置方式	特点
1	债务重组	清偿率较高，清偿时间较短
2	处置抵质押物	根据抵质押物质量，处置结果存在不确定性
3	保证人代偿	依赖保证人的实力，通过追偿保证人的成功案例较少
4	第三方代偿	个别案例，具有特殊性
5	资产抵债	数量不多，面临后续处置抵债资产的损失
6	违约求偿诉讼	自主协商未果后采取的规定尽职履责动作，可能周期较长
7	仲裁	自主协商未果后采取的规定尽职履责动作，可能周期较长
8	破产重整	案例越来越多，一般发行人具备重整基础，能较大程度减损
9	破产和解	发行人提出，需要债权人做出一定的让步
10	破产清算	无路可走的选择，损失较大

(一) 五点启示

2. 发行人的偿债意愿是关键因素

发行人的**偿债意愿非常关键**，偿债意愿强烈，其会积极配合，否则会想方设法逃废债。具有清偿意愿、资产和能力，可以通过时间换空间。

3. 股东是谁很重要

股东不同，获得的支持和资源不同，影响最终处置结果。公司股权结构存在缺陷，容易引发控股权争夺或出现危机时无股东出手救助。

4. 抵质押物变现存在不确定性

一般抵质押物都是非标准化的资产，资产的受众有限，处置周期长，**最终结果不确定**。

5. 违约影响程度决定了政府的救助意愿

如发行人**对区域经济和就业影响较大**，如发行人是区域内的重要行业龙头、贡献了大量的税收和就业岗位等，或者发行人违约对地方金融环境的**负面影响较大**，地方政府救助意愿较高，违约债券处置也容易获得解决。

(二) 六项建议

1. 严把准入关

在选择发行人的时候，需要从**产品、人品和押品**三个维度去考虑。产品是基础，人品是关键，押品或者其他担保措施仅仅是补充。协同作战，属地分公司与研究院的作用。

2. 做好尽职调查

严格按照内外规的要求，**规定动作做到位**，确保尽调过程无瑕疵。尽可能获取更多发行人、实际控制人、担保人、抵质押物相关的信息，违约后作为处置的财产线索。

3. 做实后期管理

形成规范的后期管理操作流程，对**现场走访、抵质押物和诉讼情况查询、督促义务和信息披露义务**等，制作后期管理底稿并归档保存。涉及岗位变动和人员更替，做好资料的确认和交接工作，保证后期管理工作的延续性。

4. 合理设置交叉违约条款

法条虽然规定了“预期违约”和“不安抗辩权”，考虑个案情况可能存在不同判决。可以在募集说明书和相关合同中明确、清晰地**设立交叉违约条款**，发行人出现其他违约行为即构成对债券持有人的违约，债券持有人有权宣布债券全部或部分立即提前到期，并要求立即偿还债券。

5. 关口前移，早发现早预警早动手

违约债券处置的起点应是风险产生之际，而非违约发生时。关口前移，在受托管理中做到“**早发现、早预警、早动手**”。

发行人违约传导链条基本上都是沿着“**不上征信的金融负债-上征信的金融负债-公开市场的债券**”滑落，公开市场的债券违约，说明发行人基本丧失了融资渠道和融资能力。债券存续过程中，关注发行人是否出现严重经营风险或者重大变动，比如离职率异常高、拖欠工资、涉及民间借贷、重大债务违约等，出现异常情况后受托管理人应及时与发行人沟通，启动违约应急机制，追加担保措施，尽可能获取更多的保障。在必要时，可以先下手为强，提前采取财产保全等措施，获得先发优势。

6. 团结各种力量，灵活运用处置策略

发挥中介机构如会所、评估所的作用，了解发行人的真实经营情况和资产价值，在摸清楚发行人的资产负债情况后，制定有针对性的处置方案。

依靠政府而不是依赖政府，发挥地方政府在稳定企业生产经营、引进投资者、协调金融机构债权人及推进司法程序等方面的作用。

对缺乏偿债意愿的发行人，既团结又斗争，以诉促谈，采取查封、限高、甚至刑事报案等措施施加压力。

(三) 处置实践中的体会

1. 前期尽调和后期管理的重要性

尽调到位和后期管理到位，采取违约处置措施时会有更大的主动性，存在瑕疵可能会面临监管处罚和投资者索赔的压力。

2. 已经采取措施的有效性

债券展期，发行人缺乏偿债意愿、资产有限的情况下，到期后仍未能兑付；**追加担保措施**，追加商业、在建工程抵押，部分只是签署了合同未办理登记，而且位于四五线城市，无法监管现金流，处置变现难度大；**地方政府协调**，对当地的税收和就业影响不够大，地方政府的缺乏救助不足。

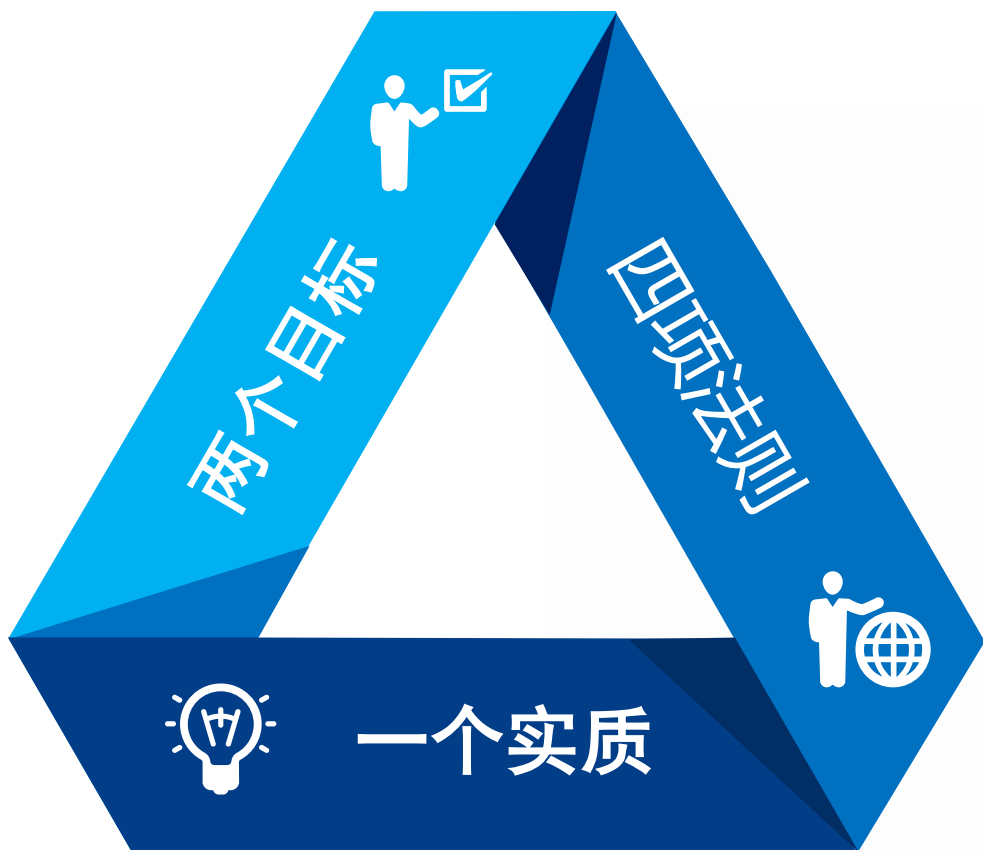
3. 处置关键

分析发行人的整体资产情况，抓住发行人的痛点，对其**最核心最优质能产生现金流的资产**动手，促使发行人寻找解决方案。

结语

04





01

一个实质

信息不对称情况下的博弈与妥协，发行人的偿债意愿与资产负债情况决定了处置难易程度

02

两个目标

基本目标是尽职履责不被处罚，更高目标是尽可能挽损止损，树立银河证券的品牌形象和美誉度

03

四项法则

“1234”工作法，“1”是一颗初心，“2”是两个增强，“3”是三项举措，“4”是四种心态

创造财富 担当责任

股票代码：601881.SH 06881.HK

中国银河证券股份有限公司

CHINA GALAXY SECURITIES CO., LTD.

谢谢观看