

## 解密技术性违约

### ——技术性违约的界定与案例分析

研发部 周美玲 武博夫

#### 摘要：

本文通过梳理国际评级机构对技术性违约的定义，分析了技术性违约与违约的关系。同时，通过研究国际上技术性违约事件发生后的评级行动，更深入地理解了技术性违约的内涵。同时本文也梳理了中资企业境外债券的技术性违约事件，包括点心债与境外美元债发行人，希望为国内债券市场的发展带来启示。

**技术性违约的界定：**一方面技术性违约并非指由于实务技术引发的违约，而是指除了支付本金和利息外，未能履行债券契约所载技术性条款的事件，包括触发财务指标约束限制、维持规定的偿债基金、压力测试、未按期出具年报等。另一方面，虽然部分技术性违约可能会导致违约事件的发生，但技术性违约与违约属于不同范畴内的概念，单纯的技术性违约事件不会计入违约统计。

**技术性违约的特征：**(1) 与债务本息偿付不直接挂钩，取决于债务发行条款中对债务人的规定和约束；(2) 技术性违约发生后存在协商和修复的空间，短时间内不会直接引发违约；(3) 虽然技术性违约并不等同于实质性违约，但却是企业偿债能力恶化的标志，后期发展成实质性违约可能性较高；(4) 技术性违约事件的评级调整主要取决于发行人实质的偿债能力和偿债意愿，事件本身只会作为评级机构的参考，而不是评级调整的必要理由。

从近年来美国公司债券市场部分技术性违约案例来看，虽然技术性违约并不等同于违约，但技术性违约事件的发生是发行人信用状况与短期流动性状况恶化的标志之一。评级机构可以对技术性违约事件的影响进行自由裁量，如果技术性违约事件的发生是由于发行人信用状况的恶化，那么技术性违约事件也可以成为评级下调的触发点。

同时，我们梳理了中资企业境外债券技术性违约事件，包括境外美元债与点心债。由于海外发债企业的发行结构较为复杂，存在一定的沟通成本和合规流程阻碍，容易导致技术性事件发生。但从另一个角度来看，技术性条款与技术性违约事件从某种意义上也起到了投资者保护的作用，对于境内债券市场的发展有较大的借鉴意义。

## 一、技术性违约的界定

### （一）技术性违约的定义

国际三大评级机构中，穆迪对技术性违约给出了明确的定义和说明。穆迪认为技术性违约的定义是指除了支付本金和利息，债务人未能履行债券发行契约所载条款，例如超过最高杠杆率或未达到最低债务覆盖倍数。如果债务人不能修复这些财务指标，或当这些财务指标要求未满足的情况下触发债务的加速清偿条款而债务人不能履行时，则该笔债务发生实质性违约。对于结构化金融证券来说，穆迪认为技术性违约是指类似不满足超额抵押测试或发行人法律文件规定的其他事件；技术性违约或临时性的利息支付延期（指条款允许在到期日之前的合法的相关利息延期支付行为）不构成证券违约。

标普和惠誉在其违约的定义中虽然未明确对技术性违约的进行定义，但从标普和惠誉的评级行动历史来看，标普和惠誉对技术性违约的界定与穆迪类似，对于未能履行债券发行契约所载条款，不包括支付本金和利息的义务，例如未能维持规定的偿债基金等，且同样不算作违约。

国内债券市场起步较晚，债券的违约历史较短，国内各评级机构在各自的评级技术性文件中尚未发现对技术性违约进行界定或说明。国内相关研究中，《信用评级》一书较早的对技术性违约定义，认为：“技术性违约是指除了支付本金和利息，未能履行债券发行契约所载条款，例如未能维持规定的偿还基金”<sup>1</sup>。但未对技术性违约进行进一步的阐释。上述定义基本与穆迪对技术性违约的定义一致。

### （二）技术性违约与违约的关系

从各方对技术性违约的定义，我们可以看到技术性违约与其字面意义上的“技术”一词关联性并不显而易见。技术性违约的“技术”并非指实务技术，如：操作技术、管理技术、系统技术等。此处“技术”的理解更倾向于合同条款的技术性指标，包括净资产、杠杆率、债务覆盖倍数等财务指标、特定账户余额指标，或压力测试是否通过等。

同时，从技术性违约的定义可见其与信用违约<sup>2</sup>的关联性并不显而易见。因为，简单来说，违约的判定主要基于本息是否按期足额支付，主体是否发生破产、

<sup>1</sup> 《信用评级》，谢多主编，中国金融出版社 2014 年 9 月

<sup>2</sup> 关于违约的定义可参考新世纪评级《违约定义和界定标准的比较研究》[www.shxsj.com/show.php?id=15838](http://www.shxsj.com/show.php?id=15838)

重组等事项。该类事件在技术性违约的定义中均未涉及。那么，技术性违约与违约的关系到底如何？

首先，技术性违约不能简单等同违约。技术性违约的触发条款多为可修复、约束类条款，条款的临时性不达标，存在协商解决和修复的空间，在短时间内并不直接引发违约，故债券发生技术性违约不等同于债券违约。不可否认技术性违约发生时，确实发生了债务人违反债券发行的财务指标承诺的事实。参考违约广义的界定，中国合同法第一百零七条，“当事人一方不履行合同义务或者履行合同义务不符合约定的，应当承担继续履行、采取补救措施或者赔偿损失等违约责任”，故而，技术性违约可以认为是法理层面的违约，属于广义违约。

其次，技术性违约处置不当可能引发实质性违约。技术性违约发生后，债务人负有修复相关财务指标或其他约定事项的义务，或与债权人达成新的约定以豁免原条款的约束。若债务人和债权人未能取得一致意见，则可能触发本期债券的回售，使得债务人面临立即偿付债券的流动性风险。如遇债务人流动性紧张，则可能会导致债券回售困难，演化为实质性违约。

最后，从国际三大评级机构的评级实践来看，技术性违约一般仅被视作受评发行人负面信用事件中的一种，与实质性违约并不构成等价关系。在三大评级机构的违约率统计中，技术性违约事件也并不计入违约率统计样本。

对于国内债券市场上出现的所谓的“技术性违约”，多数为国内媒体和部分投资者在不理解其确切含义上的误读<sup>3</sup>。目前国内市场所称的“技术性违约”并不符合国际上对技术性违约的通常认知，其界定应属于违约范畴，但亦不能简单妄断一定是实质性违约，其界定尺度与结论国际上仍存在一定差异<sup>4</sup>。

## 二、国际评级机构对技术性违约的评级行动分析

我们列举了近年来美国公司债券市场中部分技术性违约案例，以及国际评级机构在上述案例中的评级处理。从这些案例中我们可以看到，虽然技术性违约并不等同于违约，但技术性违约事件的发生可能是发行人信用状况与短期流动性状况恶化的标志之一，技术性违约事件可以成为评级下调的理由。

### 案例 1. Empire Generating Co, LLC——资本结构恶化导致技术性违约

Empire Generating Co, LLC（简称“Empire Generating”）为纽约州的天然气发电业务经营的项目公司，出资人 Energy Capital Partners（ECP）对公司投入的

<sup>3</sup> 参考新世纪评级《技术性违约之谜》<http://www.shxsj.com/show.php?id=15204>

<sup>4</sup> 持续研究中，可参考后续相关研究成果

资本金为 4.26 亿美元。2014 年 2 月，穆迪给予 Empire Generating 首次信用评级 B1 级，评级展望稳定。2016 年 3 月 31 日，由于财务状况表现不佳，穆迪将 Empire Generating 的信用评级下调至 B2 级，展望负面。此后在大宗商品价格持续低迷、能源行业违约事件频发的背景下，公司盈利状况与财务表现低迷，导致 2018 年 1 月 23 日穆迪将其信用评级进一步下调至 B3 级，展望维持负面。

2018 年 4 月 23 日，Empire Generating 财务杠杆水平上升并超过了公司成立时所要求的财务约定事项（financial covenant）的约定水平，同时出资人 ECP 也无力对公司补充注册资本。穆迪认定 Empire Generating 技术性违约发生，并在 4 月 23 日将其长期信用评级由 B3 级下调至 Caa2 级，评级展望负面。

财务指标作为衡量企业偿债能力定量标准，通常也会以附加条款的方式列入债务条款或经营契约，如杠杆率、EBITDA 等，当发行人无法满足指标要求时会触发技术性违约。从穆迪的调级行动来看，该案例中技术性违约的发生是级别下调的重要因素，但级别下调幅度为仅下调了 2 个子级，可见技术性违约发生不等同于违约，在未发生违约判定指征时，信用评级不会降至违约级。

**表格 1. 穆迪对 Empire Generating Co, LLC 评级调整历史**

评级机构	信用级别	评级展望	变动方向	评级日期
MIS	B1	Stable	首次	2014-02-26
	B2	Negative	级别下调	2016-03-31
	B3	Negative	级别下调	2018-01-23
	Caa2	Negative	级别下调	2018-04-23
	Caa3	Negative	级别下调	2018-05-22

资料来源：Moody's Investor Service，新世纪评级整理

## 案例 2. Iconix Brand Group Inc.——无法按期出具年报引发的技术性违约

Iconix Brand Group Inc.（以下简称“Iconix 公司”）为纳斯达克上市公司（股票代码：ICON），主要经营广告与品牌推广业务。2017 年公司面临债务集中到期，同时主要贷款人德意志银行降低了对公司的授信规模，导致公司流动性压力进一步加大，进而对公司的业务运营产生影响。

2017 年 11 月，Iconix 公司由于需要对商誉、无形资产等会计科目进行额外减值测试，无法按期（11 月 15 日）完成 2017 年三季度报（截止于 9 月 30 日）的披露工作。标普认为该事件构成技术性违约。2017 年 11 月 15 日，标普将 Iconix 公司的企业信用评级（Corporate Credit Rating）由 CCC 级下调至 CCC-级，评级展望负面。

2018 年 2 月 13 日，Iconix 公司宣布与 1.10 亿美元可交换债持有人达成等值交换协议，将到期兑付日由 2018 年 3 月延期至 2023 年 8 月，标普认为该交易等

同于低价交易（Distressed Exchange），并将公司长期信用评级由 CCC-级下调至 CC 级，展望负面，随后在该交换协议正式签署后将其评级调整为 SD 级。

技术性违约的触发因素不限于财务指标承诺，Iconix 公司技术性违约的直接原因是未能按时完成编制并披露季度财务报告。造成 Iconix 公司发生这一状况的直接原因是公司经营状况恶化导致的可能存在的资产减值，这是评级机构调降评级的主要依据。而经营状况的恶化并非一蹴而就，但技术性违约的发生则成为评级调降的契机。技术性违约可作为发行人信用状况可能恶化的重要标志，级别下调是对信用状况恶化的确认，起到了风险预警作用。该案例中，Iconix 公司最终信用等级被下调至 SD 级，是因为发行人在技术性违约后出现了违约指征，评级机构才进一步将级别下调至违约级。

表格 2. 标普对 Iconix 公司评级调整历史

评级机构	信用级别	评级展望	变动方向	评级日期
S&P	B+	Stable	首次	2007-04-20
	B-	Negative	级别下调	2007-06-15
	B+	Negative	级别上调	2007-12-11
	B+	Stable	展望上调	2009-08-25
	B+	Positive	展望上调	2011-09-30
	B+	Stable	展望下调	2012-11-03
	B+	Credit Watch	展望下调	2015-08-08
	B	Stable	级别下调	2015-09-17
	B	Negative	展望下调	2016-06-16
	B	CreditWatch Negative	展望下调	2017-04-27
	B	Negative	展望下调	2017-08-10
	CCC	Negative	级别下调	2017-11-02
	CCC-	Negative	级别下调	2017-11-18
	CC	Negative	级别下调	2018-02-13
	SD	—	级别下调	2018-02-24
	CCC	Negative	级别上调	2018-05-17

资料来源：S&P Capital IQ，新世纪评级整理

### 案例 3. Aria Energy Operating LLC——技术性违约后信用状况改善

Aria Energy Operating LLC（简称“Aria Operating”）为美国能源企业，主要经营沼气等可再生能源发电业务，业务范围涉及全美 18 个州的 46 个发电项目。2015 年 4 月标普给予 Aria Operating 首次长期信用评级 B 级，评级展望稳定，2016 年以来伴随公司面临生产成本上升、产量下降导致的财务状况恶化，标普于 2016 年 4 月将公司长期信用评级展望调整为负面。

2016 年 5 月，Aria Operating 由于未能在 120 天之内按时披露 2015 年年报。标普认为该事件构成技术性违约。随后，标普于 5 月 4 日将公司长期信用评级下调至 B-级，并列入评级负面观察名单。2016 年 6 月 29 日，Aria Operating 与贷款人达成一次性豁免协议，从而降低了公司的短期流动性压力和违约风险

(immediate liquidity or default concerns), 由此标普于 2016 年 7 月 12 日将 Aria Operating 的评级展望调整为稳定。

2016 年下半年以来, Aria Operating 在度过短期流动性危机之后经营状况得到一定程度的改善。根据标普的计算,截至 2016 年 9 月末,公司未来 12 个月的 EBITDA 预计将达到 3400 万美元,较上年同期增加 2850 万美元,由此标普于 2016 年 12 月 30 日将公司评级展望调整为正面。2017 年 8 月 31 日,标普预期 Aria Operating 在 2017 年的营业收入与 EBITDA 将分别为 1.25 亿美元和 5500 万美元,较上年得到大幅提升,由此标普将公司长期信用评级由 B-级上调至 B+级,评级展望稳定。

技术性违约的发生不代表发行主体信用必然走向违约。当技术性违约发生后,如果发行人可以与债权人达成合理的豁免或展期协议,则可能扭转短期内流动性状况的恶化,改善信用状况。就 Aira Operating 的情况而言,公司信用状况改善主要是由于获得了有效的外部支持,渡过了短期的流动性压力。故技术性违约在某些情况下只是发行人短期信用状况的参考,未来信用发展走向仍依赖发行人整体的信用状况和可获得的外部支持。

表格 3. 标普对 Aria Operating 评级调整历史

评级机构	信用级别	评级展望	变动方向	评级日期
S&P	B	Stable	首次	2015-04-29
	B	Negative	展望下调	2016-04-26
	B-	WatchNegative	级别下调	2016-05-04
	B-	Stable	展望上调	2016-07-12
	B-	Positive	展望上调	2016-12-30
	B+	Stable	级别下调	2017-08-31

资料来源: S&P Capital IQ, 新世纪评级整理

#### 案例 4. Survey Sampling International LLC——预期的技术性违约导致评级下调

Survey Sampling International LLC (简称“SSI”)为美国市场调研机构,2014 年 11 月 19 日标普给予其 B 级的首次长期信用评级,评级展望稳定。2017 年 5 月 17 日,标普认为 SSI 存在较大的技术性违约风险,将 SSI 的长期信用评级由 B 级下调至 B-级。在调整理由中,标普称作出这一下调动作主要是基于对 SSI 现有的财务状况与融资能力,预计 SSI 第一留置权杠杆比例(first lien leverage ratio)的契约保证金(covenant margin of compliance)在未来 12 个月将会下降到 5%以下,存在显著的技术性违约风险。

技术性违约虽然尚未发生但其显著的可预见性亦可作为评级下调的依据。评级机构调级行动的根本依据仍为发行主体的基本信用状况和基于此评级机构作

出的主观判断，根据技术性违约发生的可能性作出的调级行动有别于违约发生的调级行动。一般级别调降至违约需要基于违约事实的基础上，即违约事件确定发生后，才会将级别调至违约级，亦即事后调级。

表格 4. 标普对 SSI 的评级调整历史

评级机构	信用级别	评级展望	变动方向	评级日期
S&P	B	Stable	首次	2014-11-19
	B	Stable	维持	2015-05-30
	B-	Negative	级别下调	2017-05-17

资料来源：S&P Capital IQ，新世纪评级整理

### 三、中资企业境外债券的技术性违约案例与评级行动分析

#### （一）境外美元债发行人技术性违约案例与评级行动分析

境外美元债是国内企业在国际债券市场上发行的以美元计价的债券。国内企业境外发行美元债以香港债券市场为主，香港作为国际金融中心，国际评级机构深耕多年，对评级相关的基本概念输出已相当深入，债券市场以及媒体舆论对技术性违约的认知亦相对清晰。境外美元债发行人与国内债券市场发行人可能存在重合，虽然二者在发行方式、监管要求等诸多方面仍存在很大的区别，但仅就技术性违约案例而言，对国内债券市场对技术性违约的定性认知方面仍具有较强的指导意义。

##### 案例 1. 绿城控股

绿城中国控股有限公司（简称“绿城控股”）成立于 1995 年，创始人及实际控制人为公司董事长宋卫平。作为我国起步较早的全国性房地产之一，2000 年以来绿城控股开始展开全国性战略布局，业务区域由浙江拓展至全国主要一线、二线城市，同时营业收入也由 2003 年的 12 亿元迅速增加至 2006 年的 64 亿元。2006 年 6 月绿城控股股票在香港联交所上市发行，同年 11 月公司发行 4 亿美元债券，发行票面利率 9%，穆迪与标普分别给予 Ba2 级和 BB 级的信用评级。

在快速扩张过程中，绿城控股面临极大的资金周转压力。2008 年第四季度，公司房地产销售大幅下降，同时伴随国内银行银根收紧，导致公司流动性进入极度紧张状态，同时也导致公司债券的到期收益率大幅攀升。根据 2008 年年报草案，公司由于发生在未能满足最低利息覆盖率的情况下增加借款等事件，触发美元债券的限制性条款，从而出现技术性违约风险。

为维持市场声誉、缓解技术性违约事件的负面影响，绿城控股在年报披露后宣布将对美元债券进行回购。最终公司以 85 元的价格（面值 100 元）对 90% 以上的存续债券进行回购，从而保证公司在已触发限制性条款的情况下，公司向债

券投资者取得豁免，规避了潜在的交叉违约条款；同时由于公司回购价格远高于当时公司债券的市场价格，保持了公司在债券市场的再融资能力。伴随 2009 年业绩回升，绿城控股的流动性压力获得较大的缓解，从而度过此次债务危机。

绿城控股技术性违约事件凸显出房地产企业高速扩张中所面临的严峻资金周转压力，这是公司所面临信用风险的根本因素。此外，就该技术性事件及其化解而言，绿城控股溢价回购存续债券的行为保持了公司的市场声誉，避免技术性违约事件对公司的再融资能力造成负面影响，更避免了实质性违约事件的发生。

信用评级方面，绿城控股上市后，穆迪与标普分别给予其 Ba2 级和 BB 级的首次信用评级，此后随着公司扩张过程中资产负债率持续攀升，两家评级机构均下调了公司的信用评级，穆迪下调至 Ba3 级，标普下调至 BB-级。2009 年 4 月绿城控股宣布债券回购时，标普将其评级再下调一个子级至 B+级，而穆迪则大幅下调至 Caa1 级。对于相同的技术性事件，两家评级机构在评级下调过程中的调整动作并不完全一致，说明评级机构对技术性违约事件的影响存在不同的判断。

**表格 5. 绿城控股技术性违约事件期间的评级调整历史**

评级机构	信用级别	评级展望	变动方向	评级日期
S&P	BB	Stable	首次	2006-10-26
	BB-	Stable	级别下调	2007-12-03
	BB-	Negative	展望下调	2008-09-12
	B+	CreditWatch Negative	级别下调	2009-04-23
Moody's	Ba2	Stable	首次	2006-12-04
	Ba2	OnWatch downgrade	观望下调	2007-06-25
	Ba3	Stable	级别下调	2007-09-18
	B1	Negative	级别下调	2009-02-05
	Caa1	Negative	级别下调	2009-04-22
	Caa1	OnReview	展望观望	2010-05-11
	B3	Negative	级别上调	2010-05-20

资料来源：S&P Capital IQ, Moody's, 新世纪评级整理

## 案例 2. 滨海建投

2017 年 6 月 12 日，天津滨海新区建设投资集团有限公司（以下简称“滨海建投”）旗下的离岸特殊目的载体（SPV）Zhaohai Investment (BVI) Limited 在港交所发布公告称，由于过去两年的人民币汇率波动，债券发行人 Zhaohai Investment (BVI) Limited 和担保人滨海建投香港的截至 2016 年底财务数据不再满足债券维好协议的相关要求，构成了技术性违约。

Zhaohai Investment (BVI) Limited 技术性违约共涉及两笔债券，其中一笔 3 亿美元，将于 2018 年到期，票面利率 3.1%，另一笔 5 亿美元，2020 年到期，票面利率 4%。上述两笔债券均由滨海建投的境外子公司滨海建投（香港）发展有限公司提供担保。

根据 Zhaohai Investment (BVI) Limited 公告显示，上述两笔债券在发行时附带的限制条款规定，在债券存续期内，发行人及担保人的合并资本净值（consolidated net worth）以及合计所有者权益分别不能低于 1 美元和 1000 万港元。而在截至 2016 年年末的 18 个月间，人民币对美元和港元累计贬值超过 10%。由于担保人滨海建投香港的资产端大部分自人民币计价资产，而负债端大部分为美元计价，财务报告以港元出具，因此累积的汇兑损失在人民币贬值过程中持续增加，最终导致无法满足上述限制条款规定，触发技术性违约。

值得注意的是，在技术性违约事件发生前，滨海建投已于 5 月 26 日向债券持有人申请对技术性条款进行豁免，同时滨海建投希望境外债券发行结构由维好协议结构转为担保结构。在 6 月 30 日召开的持有人会议中，大多数投资者同意了滨海建投的豁免申请，同时投资者获得了债券本金规模 0.15%~0.35% 不等的同意费，实际相当于滨海建投上调了美元债券的票面利率。

信用评级方面，作为国家级新区滨海新区直属的城投企业，评级机构对滨海建投给予了相对较高的投资级评级。在标普 2015 年 8 月出具的评级报告中，虽然滨海建投的单体信用情况（Stand Alone Credit Profile, SACP）仅为 B+，但考虑到公司可以获得极强的政府支持，其发行人信用级别较 SACP 上调 7 个子级至 A- 级，评级展望稳定。2017 年 5 月 29 日，标普发布声明称，滨海建投美元债的发行条款变更事宜（consent solicitation）并未对其信用评级造成影响。虽然随后在 2017 年 7 月 28 日，标普将滨海建投的发行人信用级别下调至 BBB+ 级，但根据标普评级公告中称，本次级别下调主要是考虑到滨海新区地方政府信用状况的下滑，而不是受滨海建投发生技术性违约信用事件的影响。

技术性违约事件发生不是评级调整的必然因素，是否进行评级调整，仍要看触发技术性违约事件的根本原因，如若不涉及信用基本面，则可能并不会因此而调级。

表格 6. 滨海建投评级调整历史

评级机构	信用级别	评级展望	变动方向	评级日期
S&P	A-	Stable	首次	2015-06-22
	BBB+	Stable	级别下调	2017-07-28

资料来源：S&P Capital IQ，新世纪评级整理

## （二）点心债发行人技术性违约案例

点心债（Dim Sum Bond）指在香港（后来部分点心债的发行场所也拓展至新加坡和伦敦）发行的人民币计价债券，始于 2007 年。早期点心债以国家开发银行、进出口银行等大型金融机构为主，2010 年以后民营工商企业发行人数量逐渐增多。与境内在岸债券市场相比，点心债在法律、评级和结算等方面吸收了国

际债券市场的成熟经验，对境内债券市场的发展具有较大的可参考性；但另一方面，由于点心债市场规模较小，发行人信用资质参差不齐，信用事件频发。点心债发行人所发生的信用事件可以作为我国债券市场发展中的重要参考和借鉴。

### 案例 1. 大成生化

2011 年 5 月，港股上市公司大成生化科技集团有限公司（简称“大成生化”，0809.HK）发行 4.5 亿元人民币点心债，票面利率 7.0%，分别于每年 5 月 16 日和 11 月 16 日付息两次。在该笔点心债的发行条款中同时还附有五项财务契约（Financial Covenant），包括企业对维持最高杠杆率、最低流动资产与流动负债比率的承诺。大成生化主要从事玉米提炼及化工品生产业务，2011 年公司股票在香港联交所上市发行，同年首次发行债券。

2012 年，伴随宏观经济增速放缓、玉米价格上涨导致成本攀升等因素的影响，大成生化经营业绩出现明显下滑。2012 年 8 月，大成生化由于上半年亏损，从而无法达成点心债发行条款中的财务承诺，构成技术性违约。

在技术性违约事件发生后，大成生化公告向其债券的持有人提出回购建议，将按面值回购债券并提供一定的费用作为补偿，同时也因此成为在香港人民币债券市场上，第一家因发生技术性违约而提前赎回债券的公司。

总体来看，大成生化在技术性违约后经营状况长期处于低迷，截至 2017 年年报，公司已连续第 6 年年报大额净亏损。但就市场影响而言，该案例反而对市场“有轻微正面影响”。根据《证券时报》援引的评论，因为“发债体在违反财务契约后，有足够财务实力赎回债券并做出补偿，除了显示出发债主体并没有遭遇财务困难外，也反映其对投资者负责的意愿”。

### 案例 2. 中城建

中国城市建设集团有限公司（简称“中城建”）前身为 1990 年成立的中国城市建设开发总公司，1998 年“军转民”改制组建而成。2014 年 7 月，中城建的子公司中国城市建设（国际）有限公司（简称“中城建国际”）在香港联交所发行 25 亿元人民币点心债券，票面利率 5.35%，每年 7 月 3 日和 1 月 3 日付息两次，2017 年 7 月到期。

根据中城建在债券发行时的披露信息显示，公司控股股东为中国城市发展研究院有限公司，公司属性为中央国有企业；同时中城建国际在点心债发行条款中也针对控股股东的公司属性作出限制性条款。但在 2016 年 4 月 25 日，中城建突然宣布实际控制人发生变更，中国城市发展研究院有限公司所持有的公司股权比

例由 100% 降至 1%，其余 99% 由惠农投资基金持有。虽然公司公告表示控股股东的变更不会对公司偿债能力造成不利影响，但该股权变动已客观触发中城建国际点心债技术性条款，构成技术性违约。

中城建股权变动暴露了长期以来的隐忧。事实上，根据事件发生后的股权穿透结果显示，中国城市发展研究院有限公司并非国资委或其部委直接持股的企业或事业单位，而是带有行业协会性质的民间组织，其对中城建的实质性外部支持能力极为有限。2016 年 8 月 27 日，中城建进行重大资产重组，重组后北京中冶投资有限公司（简称“中冶投资”）持有中城建 51% 的股权，成为控股股东。据官网介绍称，中冶投资是“经原国家冶金工业局批准成立的国有股份制企业”，是“国资委系统钢铁冶金行业的专业类投资公司”。

就点心债而言，在技术性违约事件发生后，中城建国际为了维持市场声誉，宣布将于 6 月 20 日提前赎回债券，但当日公司仅完成 4.58 亿元人民币债券本金的偿付。截至 7 月 21 日，公司仍未能完成剩余约 16 亿元债券本金的回售，构成实质性违约。

点心债违约与股权结构的频繁变动损害了中城建的市场声誉，融资渠道出现收缩，资金链紧张，导致公司信用状况的进一步恶化。2016 年 11 月以来，公司陆续多支境内债券发生实质性违约，此后公司出售资产获取流动性未果，最终进入破产重整。

### 案例 3. 国信证券

2014 年 4 月，国信证券股份有限公司（简称“国信证券”）海外离岸子公司 Guosen Securities (Overseas) Co. Ltd., BVI 发行了 3 年期 12 亿元人民币点心债券（债券代码“GUOSEN B1704-R”），实际发行人为国信证券香港子公司国信证券（香港）金融控股有限公司（简称“国信香港”）。在增信措施方面，国信香港为该点心债提供担保，国信证券作为实际控制人签署了维好协议（keepwell deed），同时根据债券附加条款规定，发行人和担保方的合并净资产设有分别不低于 100 万美元的限制性条款。

2016 年 2 月，根据审计机构的测试显示，国信香港合并资产净值已低于 100 万美元的红线，而国信证券增资未及时落实，从而导致技术性违约事件发生。

在技术性违约事件发生后，市场对国信证券能否顺利完成点心债利息偿付产生了怀疑，为此国信证券于 2016 年 3 月 31 日发布澄清公告以维持市场声誉。4 月 1 日，国信证券完成向点心债的担保人国信香港的增资，国信香港注册资本由 6.3 亿元港币增加值 9.3 亿元港币，从而化解了这次技术性违约事件。此后国信

证券点心债顺利付息并到期偿付。

### （三）中资企业境外债券发生技术性违约的特点与启示

中资企业在海外发债债券的发行结构较为复杂，存在一定的沟通成本和合规流程阻碍，导致技术性事件容易发生。为满足监管要求，在海外发债的中资企业普遍采用较为复杂的发行结构，如红筹结构、跨境担保结构和维好协议结构等。当债券的实质发行人的信用状况出现恶化时，这些复杂的发行结构极易引发技术性违约。另一方面，由于部分海外发债企业信用资质不明，债券发行时普遍附带技术性条款，如大成生化点心债发行时的财务契约。当发行人无法维持上述条款时便会导致技术性违约的发生。

技术性条款与技术性违约事件起到了一定的投资者保护的作用，对于境内债券市场的发债有一定的借鉴意义。因为一方面，在投资者实质损失发生前，发行人已在发行条款的制约下不得不出维护债权人利益的举措，包括但不限于追加资本金、债券提前赎回和改善财务结构等；另一方面，由于国际债券市场对发行人的硬性条件要求较低，同时也不存在发行配额和发行审批等制度，因此技术性条款发挥了保证发行人资质的作用。即使是在中城建这样发生实质性违约（而且违约挽回程度堪忧）的案例中，技术性条款也客观上起到了督促发行人加强信息披露的作用。

表格 7. 中资企业境外债券技术性违约案例

发行人	触发事件	后续结果	评级
大成生化	未满足财务契约	债券回购	无评级
中城建	股权变动	实质性违约	无评级
国信证券	发债主体净资产过低	采取补救措施，到期偿付	无评级
绿城控股	未满足财务契约	债券回购	级别下调
滨海建投	未满足财务契约	申请豁免，变更债券条款	维持评级

资料来源：新世纪评级整理

## 四、技术性违约与投资者保护

引发技术性违约的条款多为财务指标不再满足合同承诺，财务指标承诺是投资者保护条款设计的方式之一。我国债券市场起步较晚，投资者保护机制在违约事件增多后才逐渐引起各方重视，各监管机构相继出台了各种投资者保护相关的政策与制度。

表格 8. 各监管机构出台的投资者保护相关政策与制度

时间	监管机构	名称	内容
2015.5.29	深交所	深圳证券交易所公司债券上市规则（2015年修订）	专设章节规定债券持有人权益保护制度，建立了“偿债保障义务与措施制度”、“债券受托管理人制度”、“债券持有人会议制度”三重投资者权益保护机制，明确发行人和增信机构的偿债保障义务
2016.8.10	中基协	针对债券违约发表声明	投资者权益维护需设两类条款：“事件发生类条款”和“指标维持类条款”，前者是指发行人等相关主体的具体行为或发生的事件，约定是否可以发生以及发生时需满足的条件；后者则着眼于选定某些财务指标并约定这些指标需维持在某一水平。建议通过设置这两类保障条款来维护投资人的权益
2016.9.8	交易商协会	《投资人保护条款范例》（[2016]24号）	涵盖了各类投资人保护条款的必备要素和救济程序，首次引入了“违反约定救济工具箱”和“资产池承诺”条款
2017.6.28	证券业协会	起草《公司债券投资者保护条款范例（征求意见稿）》	针对发行人在债券存续期间可能出现的交叉违约、财务指标承诺、限制性事项，进行事先约定，对触发的情形、相应保护机制、构成违约后的处置进行了规定

资料来源：新世纪评级整理

各监管机构对投资者的保护条款设计从事后维权逐步向事前约束发展和完善，对发行人的约束力增强，对债券潜在风险的上升具有提前预警的作用，同时也给发行人提供相应的补救机会，降低可挽回风险的显性化，对投资者权益保护具有重要意义。

按照交易商协会的分类投资者保护条款主要分为交叉保护条款、事先约束条款和控制人变更条款，其中事先约束条款分为财务指标承诺和事先约束事项，中基协和证券业协会的分类也不外乎此。目前债券市场发行的债券设有投资者保护条款的类型仍多以交叉保护条款为主，未来，随着投资者保护意识的深入，其他类型的条款应用可能将逐渐增多，届时将可能会看到国内债券市场上真正意义上的技术性违约案例。

## 五、总结

根据以上对技术性违约的概念梳理与国内外企业相关案例的总结，我们可以总结出技术性违约具有以下的主要特征：

（1）技术性违约的“技术”并非指操作技术、管理技术、系统技术等实务技术，而是指合同的技术性条款或技术性指标，技术性条款如需通过压力测试、按期出具财务报告等，技术性指标如净资产、杠杆率、债务覆盖倍数等财务指标上限或下限约束、维持规定的偿债基金等。

(2) 技术性违约属于广义的合同违约，不简单等同于债务违约，因为技术性违约与债务本息偿付不直接挂钩，且发生后存在协商解决和修复的空间，在短时间内不会直接引发违约。

(3) 虽然技术性违约并不等同于实质性违约，但却可能是企业偿债能力恶化的标志；在部分情况下如果债务人未能妥善处理，发行人存在信用状况加速恶化的风险。

(4) 在国际机构评级实务中，发行人内部因素导致的技术性违约的发生，则可能被判定为偿债能力下降，信用风险上升，从而触发评级下调。

(5) 技术性违约事件的评级调整主要取决于发行人实质的偿债能力和偿债意愿，事件本身只会作为评级机构的参考，而不是评级变动的必要理由。评级行动有可能先于技术性违约事件的发生，有别于违约事件发生的评级调整。

(6) 技术性违约条款的设置有利于投资者保护，增强对发行人的约束，对债券潜在风险的发生提前预警，同时也给发行人提供相应的补救机会和空间，降低债券投资风险，对投资者权益保护具有重要意义。

## 免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。