

## 违约潮下，投资人权益保护靠什么？

2023 年 5 月 5 日

### 要点

- 越来越多的发行人在债券发行条款中设置了投资人保护条款，但条款覆盖范围仍有待扩宽，内容仍有待细化。
- 交叉保护、事先承诺/约束、实际控制权变更等类型是发行人较为普遍使用的投资人保护条款，它们对应的触发条款及相应采取的救济措施也是影响债券回收率的重要因素。
- 我们认为不同的救济措施对债券增信/回收率提升的程度不同，投资人应特别注意救济措施的实际保护效力，其中增加担保、增加回售选择权等方式是对投资人较为有利的方式。

分析师

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

钟晓玲

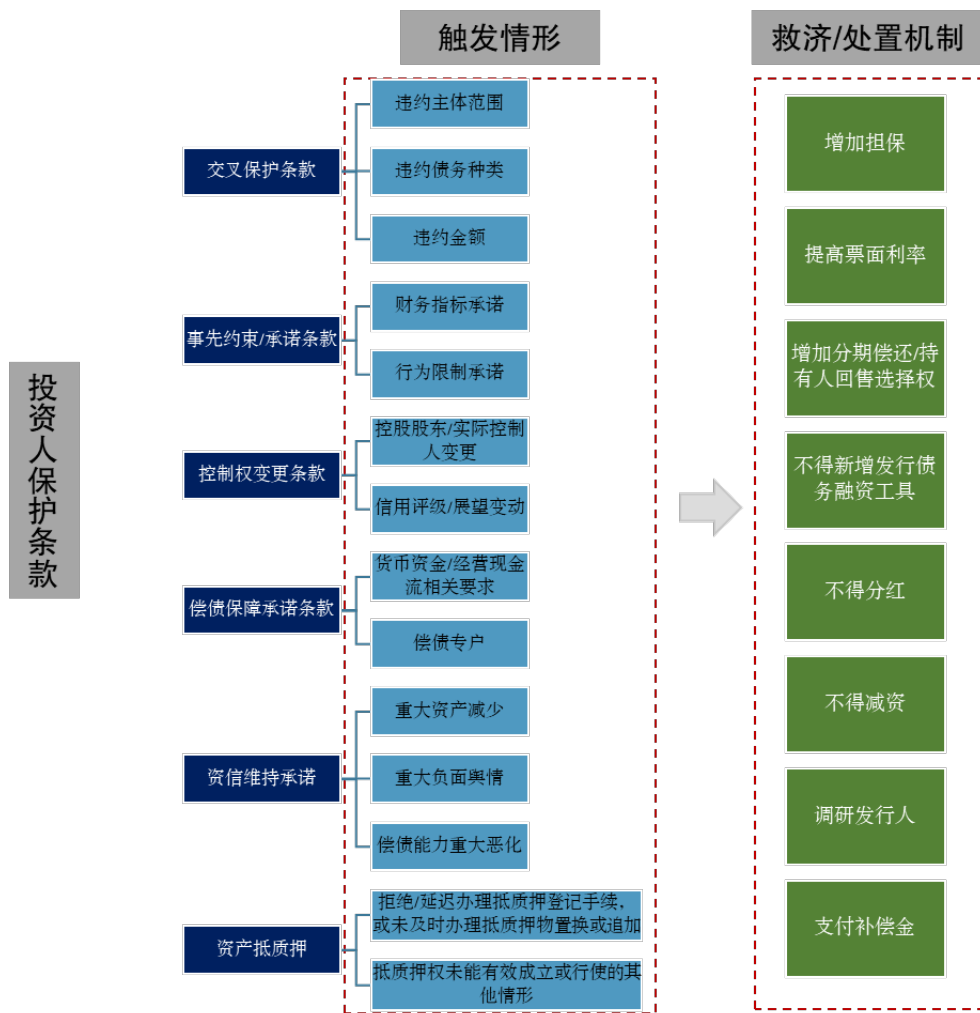
北京

May.zhong@spgchinaratings.cn

受宏观经济以及房地产行业周期影响，近两年房地产行业企业违约集中爆发，而房地产企业也是中国境外债券发行的最主要类型企业，当这些企业或其核心子公司发生境内外债券同时违约时，由于债券条款设置的不同可能会导致其投资人的投资回收程度差异显著。因此我们针对房地产企业近年来发行的境内债券，进行了债券条款设置的统计分析，以期从中窥探目前我国债券市场对于投资人保护的力度以及有效性的情况。

制度层面，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）在 2016 年发布了《投资人保护条款范例》，并且在 2019 年更新了相关内容，发布了《投资人保护条款示范文本》（《范本》）；沪深交易所在 2021 年也分别发布了关于公司债券投资者权益保护的相关指南，在违约事件频发的背景下，两个市场均强化了投资者权益保护的制度基础，希望通过市场的内生约束来提升对投资人的保护力度。从制度颁布的内容来看，两个市场对于债券募集说明书中要求设置的投资人保护条款的核心内容基本保持一致，细节略有差异，即包含交叉违约、发行人财务/行为限制承诺等多种类型的“触发情形”，以及相对应的“救济与豁免机制”和“处置机制”。总结来看具体内容如下：

图1

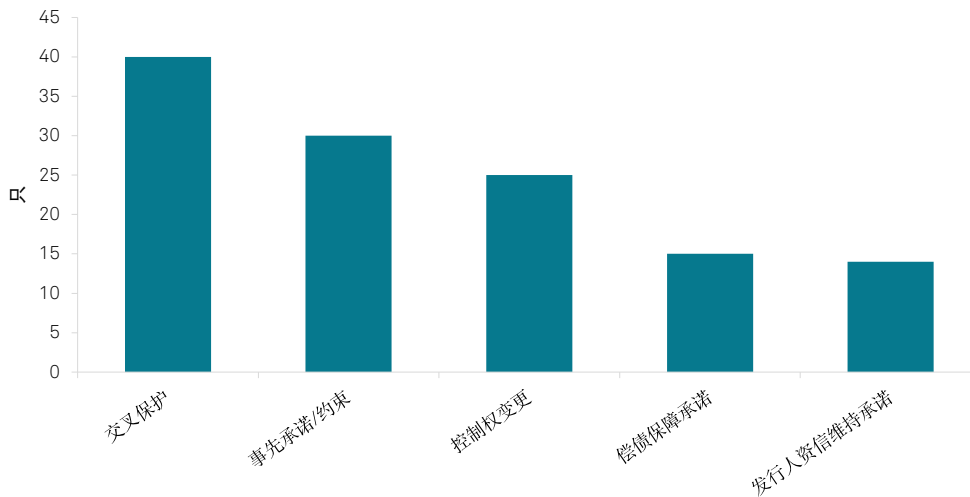


## 一、投资人保护触发条款

从债券市场发行人对政策的具体落实情况看，越来越多的发行人在债券条款中设置了投资人保护条款，且基本均参照了交易商协会和沪深交易所公布的《范本》和指南，但条款覆盖范围仍有待扩宽，内容仍有待细化。从我们统计的 70 余份债券募集说明书中包含的投资人保护条款的披露信息来看，并非每只债券中都将上述几类条款包含在内，大多数仅覆盖 2-3 个条款，其中交叉保护、事先承诺/约束、实际控制权变更为发行人较为普遍使用的投资人保护条款，且每项条款的具体内容基本均参照《范本》和指南中的最低要求来约束；同时，不同种类的债券会由于发行市场的不同导致其设置的触发条款有显著差异，从而使得投资人获得的保护程度会有差异。

图2

房地产企业所发债券中投资人保护条款设置情况



注：统计样本为房地产企业所发的74只债券。  
资料来源：标普信评。  
版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

### 交叉保护条款

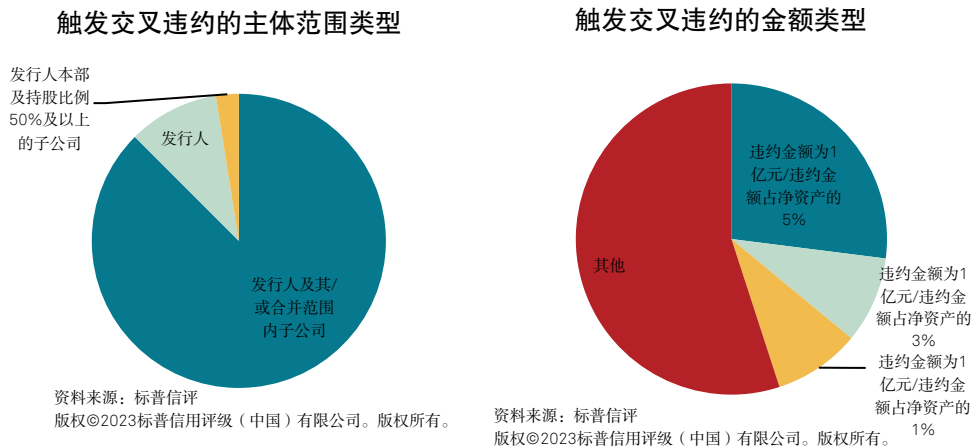
交叉保护条款是投资人保护条款中运用最广泛的一种，表明投资人对债券发行人及其子公司等关联主体的债务违约情况极其关注，它对应的触发条款及相应采取的救济措施也是影响债券回收率的重要因素。交叉保护条款的具体内容主要包括主体范围、债务种类、触发金额等。

表1

主要内容	类型
主体范围	发行人及/或合并财务报表范围内子公司。
	发行人本部。
	发行人本部及持股比例 50% 及以上的子公司。
	发行人及其特定重要子公司（需具体指明）和发行人控股股东。
债务种类	银行贷款（包括但不限于贷款、票据贴现、委托贷款、承兑汇票、信用证等）；信托贷款；财务公司贷款；资产管理计划；理财直接融资工具；债权融资/投资计划；资产支持证券；金融租赁和融资租赁公司的应付租赁款；明股实债；未履行担保合同代偿义务等。
触发金额	总额（5000 万元/1 亿元）。
	占净资产的比例（1%/3%/5%/10%）。

从发行人的实际条款设置来看，基本都是以交易商协会和沪深交易所公布的《范本》和指南中相对较为宽松的条件来设定的。从触发违约债务金额来看，以违约金额超过 1 亿元或以上为触发条件的债券最为普遍（占比达 64%），最高违约金额设置为 5 亿元，并且以违约金额超过 1 亿元或者违约金额占净资产的比例达到 5% 两者孰低为条件的占比最高（27%）。从触发违约主体范围来看，有 88% 的发行人以本部及/或并表范围内的子公司为限，有个别债券仅以发行人本部作为触发交叉违约的主体类型。从宽限期天数来看，有约 80% 债券的宽限期设置为 10 天，有约 20% 债券的宽限期设置为 5 天。

图3



### 事先承诺/约束

事先承诺/约束条款是旨在通过事先由发行人（及关键关联公司、子公司）在债务率、偿债能力、重大投资、出售/转移资产等方面做出承诺，以达到保护债券投资者的目的。发行人承诺的条件越多，越有利于投资者在发行人信用状况严重恶化之前要求发行人采取救助措施，从而降低债券的违约概率和提升未来的回收率。

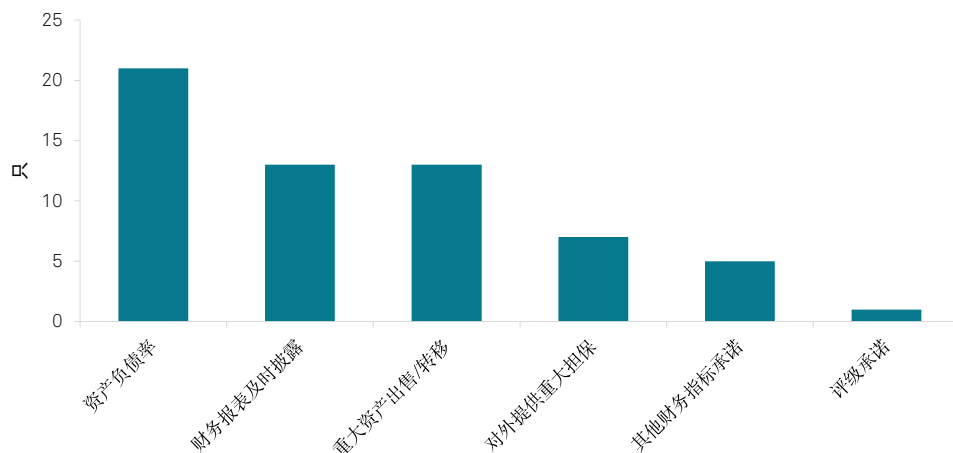
表2

主要内容	类型
财务指标承诺/约束	债务率/偿债率指标：资产负债率、有息债务与净资产的比例、有息债务现金覆盖率、有息负债/短期有息负债增长率、流动比率、速动比率、或有负债比率。
	盈利能力指标：净利润、净资产收益率、总资产报酬率、净利润/营业总收入。
行为限制承诺	出售/转移重大资产；重要子公司的转让；抵质押/减持公司一定比例的股票；新增一定金额的对外担保；对外重大投资；一定金额以上的关联交易；一定金额以上的明股实债。
评级承诺	债券存续期间，发信人主体/本期债券应在*级别以上。
其他承诺	无保留审计意见承诺；年报按时披露承诺。

从实际债券条款设置来看，财务指标承诺/约束条款运用的最为普遍，但财务指标设置的具体内容相对单一，对于发行人信用状况恶化的及时充分反映不足。对于财务指标的设定，大部分发行人仅将不高于一定比例的资产负债率作为财务承诺/约束，很少有发行人同时设置多个财务指标作为触发条款，还有个别发行人用债券余额与净资产/银行贷款余额的比例作为财务指标承诺条款。我们认为资产负债率的高低不能反映发行人现金流获取能力对于有息债务的保障能力，仅以资产负债率的高低来监控发行人的偿债能力，会存在不能全面和及时地反映发行人信用质量好坏的情况。除了财务指标承诺/约束以外，发行人主要在重大资产转移/出售、对外担保规模限制、财务报表及时披露等方面进行了行为限制承诺/约束，我们认为这些方面的持续监测都是必要的。但目前发行人多数是仅设置一项约束条款，即便是财务指标承诺或是行为限制约束，我们认为应同时设置这些条款才能在发行人信用质量恶化之前提前发现风险，从而使得投资人获得更多的保障。

图4

### 事先承诺/约束条款主要内容



资料来源：标普信评。  
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

### 控制权变更

控制权变更也是设置触发投资人保护机制中比较常见的一种类型。一般情况下，控制权的变更包括控股股东的变动、实际控制人的变动以及公司高管的变动，这些变动或对公司的经营方针、日常运营、可能获得的外部支持等方面产生较大影响，并且影响是负面的，即该控制权的变更在半年内导致发行人信用评级的恶化。从实际情况来看，由于该条款是交易商协会发布的《范本》中包含的内容，而交易所发布的相关指南中没有涉及，因此投资人保护机制条款中设置有控制权变更的绝大部分券种都是中票。

表3

主要内容	类型
控制权变更	控股股东发生变更。
	实际控制人发生变更。
	董事长/总经理等发生变动或无法履职。
信用评级变化	信用评级级别下调。
	信用评级展望调为负面。

### 偿债保障承诺

偿债保障承诺条款旨在限定发行人必需留有一定的货币资金用以支付到期债券的本息。偿债保障承诺条款主要包括货币资金的最低承诺和设立偿债保障金专户两大类。其中对于发行人货币资金或者经营活动现金流净额最低金额的要求类似于上述的财务指标承诺，而设立偿债保障金专户则旨在提供给投资人更多一层的保护。从实际情况看，设置偿债保障承诺条款的债券类型以交易所发行的公司债券类型为主，要求发行人在债券偿付本息前一定时期内拥有一定金额的货币资金是最普遍的一种条款。具体内容为在债券每次付息/兑付日（含分期偿还、赎回）前20个工作日货币资金应不低于每次应偿付本息金额的一定比例，该比例在20%-100%之间，其中设置为50%和100%的发行人居多。同时，在债券每次回售资金发放日前5个交易日货币资金应不低于每次应偿付金额的50%-100%。另外，有少部分发行人会直接约定在债券存续期间某个时点的未受限的货币资金不低于一定金额或者货币资金与有息负债的比例不低于1%-2%。

表4

主要内容	类型
未受限的货币资金/经营活动现金流净额最低金额要求	每季度/半年度/年度末/债券每次付息、兑付日前一定时期，发行人未受限的货币资金或者货币资金/有息负债不低于一定金额/比率。
	每季度/半年度/年度产生的经营活动现金流净额或者经营活动现金流净额/有息负债不低于一定金额/比率。
设立偿债保障金专户	要求发行人的部分非受限资产不能用于其他用途，仅作为债券的偿债资金来源。若在债券存续期间，该类资产发生毁损、灭失等情形，发行人应将赔偿金或补偿金汇入偿债保障金专户。
	在债券到期兑付日前几个工作日将应付本金及利息存入偿债保障金专户，并承诺不得将该专户内的资金进行划转用于偿还债券本金及利息以外的用途。

### 资信维持承诺

资信维持承诺条款与上述的事先约束/承诺条款中的行为限制承诺条款类似，主要目的是确保发行人及其重要子公司的正常生产经营。从实际情况看，设置资信维持承诺条款的债券类型同样以交易所发行的公司债券类型为主。

表5

主要内容	类型
生产经营维持	发行人及合并报表范围内的重要子公司，发生减资一定金额、分立、被责令停产停业的情形。
	重要子公司被吊销营业执照、申请破产或者依法进入破产程序等可能致发行人偿债能力发生重大不利变化的。
	受到行政处罚或行政监管措施处理，对融资造成实质性影响的。
	发行人存在重大市场负面传闻未合理澄清的。

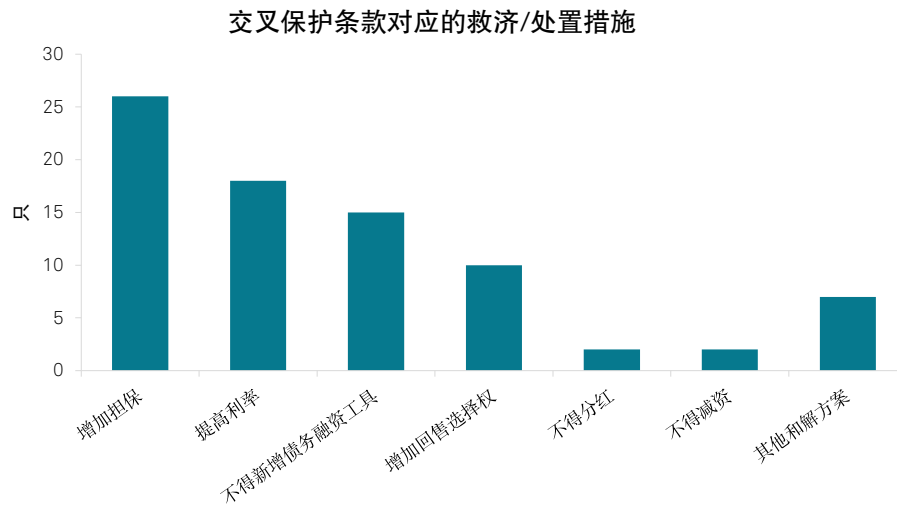
## 二、救济/处置措施

我们认为不同的救济措施对债券增信提升的程度不同，投资人应特别注意救济措施的实际增信效力。当触发不同类型的投资人保护条款时，债券发行人应采取的救济/处置措施大致可分为增加担保、提高票面利率、不得新增债务融资工具、增加回售选择权等多种类型。由于不同触发条款对发行人的偿债能力影响程度不同，因此其对应需采取的救济措施也会有所不同，投资人应关注不同救济措施对债券的实际增信效力。

### 1、救济/处置措施设置情况

当触发交叉违约条款时，发行人需采取的救济/处置措施类型最为多样，而且发行人需要同时采取多种措施来保障投资人的权益。从募集说明书披露的情况看，触发交叉违约条款时发行人应采取的救济/处置措施主要包括六大类，发行人一般会覆盖 2-3 种类型，其中增加担保、提高票面利率和不得新增债务融资工具是使用最多的几种类型。

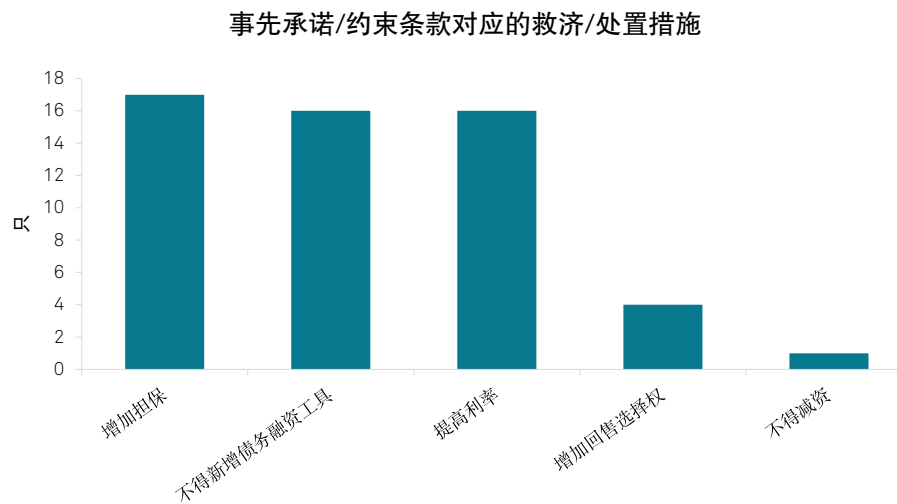
图5



资料来源：标普信评。  
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

当触发事先承诺/约束条款时，发行人应采取的救济/处置措施类型基本与交叉违约条款保持一致。从募集说明书披露的情况看，发行人设置的救济措施主要以同时采取增加担保、提高票面利率和不得新增债务融资工具的方式。

图6

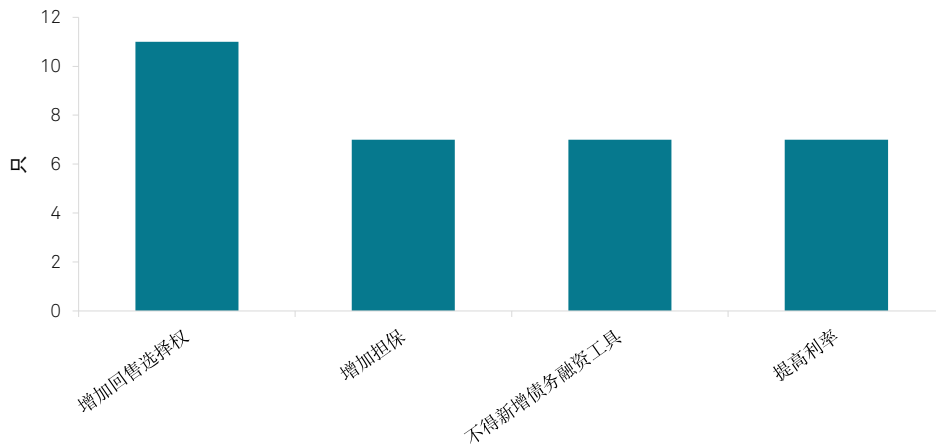


资料来源：标普信评。  
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

当触发控制权变更条款时，发行人应采取的救济/处置措施中最常见的是增加投资人的回售选择权，而其他例如增加担保、提高利率和不得新增债务融资工具等条款多为在没有设置增加投资人的回售选择权的时候的另外一种设置，三种条款一般同时使用。

图7

控制权变更条款对应的救济/处置措施



资料来源：标普信评。  
 版权©2023标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

当发行人触发了偿债保障承诺条款时，相对应的救助/处置措施约定不明确，不利于债券持有人的权益保障。从具体的债券条款来看，大多数债券没有明确约定当触发偿债保障承诺条款时应采取的救助/处置措施，而只提到要按照经债券持有人认可的和解方案采取措施。但个别发行人在条款中单独约定在此种情形下债券持有人可以要求调研发行人，这一点是有别于其他处置措施的。我们认为调研发行人的权利有利于债券持有人对发行人信用状况的深入了解，可以帮助后续制定有效的和解方案。当发行人触发资信维持承诺条款时，相对应的救助/处置措施主要以增加担保为主。

## 2、不同的救济措施对投资人保护的程度

我们认为不同的救济措施对债券增信/回收率提升的程度不同，投资人应特别注意救济措施的实际增信效力。

首先，增加担保是提升债券回收率最有效的增信措施，因此多用于发行人出现交叉违约、控制权变更、生产经营显著恶化等重大情形下。担保的增信效力主要由担保方的信用实力和担保条款的具体内容来决定。如果债券由信用质量相较发行人更好的主体进行担保（例如控股股东），那么债券的回收率就由依托于发行人的信用状况改为担保方的信用状况，回收率将有所提升。但需要特别注意，如果担保方为发行人的控股股东或关联方，未来发行人不能偿还债务可能会对担保方的信用质量带来负面影响，进而导致其代偿能力的降低。

其次，增加回售选择权是债券持有人收回投资最快速的一种方式，但可能面临投资收益的一定损失。增加回售选择权允许投资人可将债券全额或者部分回售给发行人，从而收回债券的本金部分。但是，由于大部分债券设置的回售条款是以票面价值 101% 的价格回售给发行人，这个价格是低于债券正常的票面利率的，即债券持有人以损失一定持有期内的利息以及回售日至债券到期期间内的利息为代价，保障债券本金的回收。另外需要注意的是，如果发行人的信用质量相对较低或者在发生触发投资人保护条款时其信用质量恶化严重，即使约定增加了回售选择权，也存在发行人不能执行该条款的可能性。

提升票面利率和不新增债务融资工具的救济措施通常是同时使用的条款。这一方面弥补了投资人面临债券违约风险提升的压力，另一方面也防止债券发行人偿债压力的提升。提高票面利率主要起到安抚投资人的目的，一般设置提升的幅度在 30-100 基点之间，从发行人信用质量的角度并不会有所改变，且加大了发行人的利息支付压力。不新增债务融资工具一方面限制了发行人债务规模的增长，一方面也防止因为债券持有人的增加导致债券回收率的降低。这些条款也同样只有在发行人信用质量相对较好以及发行人信用质量不会显著恶化导致债券将要违约的情形下使用才会更加有效。



发行人设置不得分红和不得减资的救济措施相对较少，其对债券回收率的提升程度有限。调研发行人和支付违约金（通常仅是对应金额的万分之二）均是作为辅助配套条款来设置的，其单独发挥对债券回收率提升的效用很低。

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2023 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损失、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 [www.spgchinaratings.cn](http://www.spgchinaratings.cn) 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。