

## 技术性违约之谜

新世纪评级 研发部 周美玲

近期，我国债券市场违约事件频发，其中不乏“技术性违约”事件。本文从技术性违约的含义入手，通过分析债券违约事件中典型的技术性违约案例，认为目前市场上对“技术性违约”存在一定程度的误读，以期能给读者对“技术性违约”带来相对清晰的认识。

### 一、技术性违约的含义

国内外评级机构对违约的定义均较为详细，然而却极少有评级机构对“技术性违约”进行严格定义。

从境外的评级机构看，仅穆迪给出了较为详尽的定义。穆迪对技术性违约的定义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，例如超过最高杠杆率或未达到最低债务覆盖倍数等。穆迪强调，技术性违约不属于债务违约，除非债务人不能修复这些财务指标，且当这些财务指标要求未满足约定的情况下触发债务加速清偿条款，而债务人不能履行时，则属于违约。另外，穆迪认为因纯粹技术上的原因或管理失误而导致长期债务未能及时兑付的情况不算违约，只要不影响到债务人偿还债务的能力和意愿，并能在很短的时间内（例如，1~2个工作日）得以补救。

从穆迪的定义，可以看到技术性违约主要指的是债务人承诺企业应达到或保持的某种状态，例如财务指标承诺等，此类契约条款是投资者保护的一种形式。违背该类契约条款，可以通过补救修复，不影响债券的存续。若补救失败，则可能触发提前还款条款，若可足额兑付则根据协商时间债券到期清偿；若不能足额兑付，则构成实质性违约。某些投资者保护条款的违背则会跳过技术性违约一环，直接触发加速清偿条款，从而引发违约。境外债券市场上对技术性违约的界定基本上遵从此法。

国内相关研究中，《信用评级》<sup>1</sup>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。”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。

<sup>1</sup> 谢多主编，中国金融出版社 2014 年 9 月

## 二、中国债券技术性违约的典型案例

根据穆迪和《信用评级》一书中的定义，对中国国内企业发行债券违约情况进行比较研究，国信证券（香港）金融控股有限公司在香港发行的点心债违约和天津滨海新区建设投资有限公司的违约构成了典型的技术性违约。

国信证券香港全资控股子公司国信证券（香港）金融控股有限公司于 2014 年 4 月发行一期 12 亿人民币的点心债，由国信证券以维好协议（keep well deed）担保，债券发行文件对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。而在 2016 年 2 月，审计公司的测试显示，国信证券香港子公司的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，从而引发技术性违约。国信证券于 4 月 1 日公告完成增资，将注册资本有 6.3 亿港币增至 9.3 亿港币，化解了本次风险，使得此次事件未引发实质性违约风险。

点心债发生技术性违约的还有天津滨海新区建设投资有限公司（简称“滨海建投”）下属的离岸 SPV，引发技术性违约的原因与国信证券类似，事件的解决方式与路径有所不同。滨海建投通过请求债券持有人豁免限制性条款并支付一定金额同意费的方式解决了此次危机。

上述两个案例表明，技术性违约虽然可以认定为不属于债券违约，但技术性违约事件发生后如果处理不当则可能引发实质性违约。而近年来在中国债券市场发生的所谓的“技术性违约”事件，基本都不构成技术性违约。

## 三、结论

对于国内债券市场上出现的所谓的“技术性违约”，多数为国内媒体在不理解其确切含义上的误读。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，而更符合实质性违约的特征。

同时，对于发生债券延期一两天支付本息的情况，亦不能简单妄断一定是实质性违约。一方面需要结合违约的定义，另一方面还需要判断是否属于纯粹的技术上的原因或纯粹的管理失误，债务人的偿债能力和意愿是否发生实质上变化。因此，对于技术性违约的界定，还需进行更为广泛而深入的研究。

随着我国债券市场违约事件的逐步常态化，“违约”这一概念也已被市场、媒体和投资人所熟知，但对于其更深层次的含义，却未必能够理解。因此，评级机构作为专业的金融服务机构，一定要在深入研究、准确判断的基础上，正确引导市场言论，而不应人云亦云。