

典型案例一：C 公司付息违约和终止上市风险处置案例

时间：2017-12-08 来源：中国证监会网站

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

（一）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。

（二）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商。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。

（三）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方（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。

（四）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

（一）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。

（二）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。

（三）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。