

2008年国际金融危机中债券保险曾经起到过“推波助澜”作用，监管方面应对此高度重视并采取相应预防措施，引导这一金融工具和整个金融市场健康有序发展

# 债券保险的风险防范

郭金龙 陈 晓

**前**不久，“侨兴私募债”违约事件发生，并因其交易结构复杂、投资人分散众多、危机化解难度大等引起了市场的广泛关注，特别是其是近年来唯一触发债券保险理赔的案例，因此具有较强的代表性和典型性。债券保险是由保险公司收取一定数量的保险金后为债券发行人提供信用担保，当债券发行人在到期日不能按照约定还本付息时，由保险人对被保险人进行偿付的一种金融工具。与传统的保险产品不同，这一工具具有内部关联性、敏感性、损失快速转移等特征，因此表现出相对不同的风险特征。2008年的国际金融危机中债券保险曾经起到过“推波助澜”的作用，监管方面应对此高度重视并采取相应的预防措施，引导这一金融工具和整个金融市场健康有序发展。

## “侨兴私募债”违约事件

“侨兴私募债”，全名为“惠州侨兴电信工业有限公司2014私募债券第一期至第七期”及“惠州侨兴电讯工业有限公司2014私募债券第一期至第七期”，是侨兴集团有限公司（下称“侨兴集团”）的两家子公司惠州侨兴电信工业有限公司（下称“侨兴电信”）和惠州侨兴电讯工业有限公司（下称“侨兴电讯”）通过广东金融高新区股权交易中心（下称“粤股交”）备案发行的两年期10亿元私募债。发行之初，为提高销售速度，粤股交与蚂蚁金服合作，在蚂蚁金服旗下招财宝平台面向平台上的投资人（包括个人投资人）对“侨兴私募债”挂牌销售。鉴于发行人自身资信水平不足，为了实现增信，发行人向浙商财险保险股份有限公司（下称“浙商财险”）购买了债券保险服务（保证保险），同时作为反担保条件侨兴集团董事长吴瑞林向浙商财险提供个人无限连带责任担保，广发银行惠州分行也出具了履约保函为发行人提供支持。

在此过程中，侨兴集团的成本除了年化7.3%的融资成本外，还需要向广发银行惠州分行支付约20%的保证金，向浙商财险支付2000多万元的保费，向粤股交支付0.3%的登记和通道费，向招财宝支付0.1%的技术服务费。从发行成本来看，接近年化9%，成本较高。

产品存续期间，由于该产品属于利随本清型产品，2014年发行后侨兴集团方面经营正常，并多次表示具有偿付能力，并未暴露任何风险。直至2016年12月15日，发行人向粤股交以《保险告知函》方式书面说明无法按期偿付私募债并向浙商财险发送《保险出险通知书》要求启动理赔流程。此后，浙商财险一方面启动了出险材料的收集工作，并在12月28日开始支付部分“侨兴私募债”预付赔款；另一方面积极要求广发银行惠州分行对其保函进行履约并启动反担保人的有关执行程序。同时，保函出具方广发银行惠州分行则声明担保文件、公章、私章均系伪造，已向公安机关报案，并未落实保函义务。粤股交和招财宝两机构由于不承担兑付义务，则主要以公告方式公开有关进展并推动上述机构尽快兑付。至2017年2月，根据浙商财险的公告，“侨兴私募债”主要对其对第一和第二期进行了理赔，剩余金额未明确具体赔付情况。

综上所述，在“侨兴私募债”的产品发行时，发行人通过向保险公司购买债券保险服务，确实起到了提高债券信用等级、推动快速发行的作用；发生违约后，保险公司也部分实施了预赔，一定程度上保护了被保险人的利益。但是由于发行人的偿债水平较弱、执行反担保方的担保偿还流程较长、保函出具方对保函的真实性存在异议等问题，该私募债目前实际仅能依靠保险公司实现兑付，客观上只是将发行人的违约风险向保险公司进行转移，并未减少或缓释风险，甚至有可能因金融机构的增信而使得投资人盲目投向了本不该支持的企业，实际扩大了风险水平。

## 从“侨兴私募债”事件分析债券保险的风险点及影响

首先从投资人角度出发，债券违约后保险公司未能及时偿付不仅已然对投资人造成了经济损失，更有可能影响市场信心，不利于债券保险产品的长期健康发展。由于各方对保函真实性存疑，目前“侨兴私募债”违约后浙商财险只明确对第一期和第二期3.12亿元本息进行了赔付，已获得赔付的投资人仅约有8000人，而“侨兴私募债”本息总金额高达11.46亿元，总投资人约2.1万人，已获赔金额和人数分别占总量的27.2%

和38.1%，可以说仍有大量投资人的投资“血本无归”。即便浙商财险方面后续继续对剩余投资人赔付，但目前“侨兴私募债”产品已经到期，投资人即使收回全部本息也必然受累于因逾期造成的机会损失。更严重的是，这一事件触发了保险公司提供债券保险仍造成投资人损失的先例，一方面投资人对于债券保险产品的信心可能会受到严重影响，后续浙商财险乃至保险行业推广这一产品时均可能会受到市场质疑，造成产品难以得到有效推广；另一方面监管当局对于这一产品的作用也会存在质疑，可能会要求履行事前审批或分类指导，这样的安排固然可以提高产品的稳健度，但势必影响其规模推广。

其次从保险公司角度出发，这一赔付金额必然造成公司的当期巨额损失，从长期看来还会影响公司声誉和全面的业务开展。根据浙商财险披露的信息，2015年全年浙商财险利润合计5166万元，而此次出险，仅支付3.12亿元已相当于年利润的6倍，如全额赔偿11.46亿元则等于年利润的22倍。实际上，截至2016年第三季度，浙商财险净资产也仅为12.81亿元，如全额赔付损失将对公司的偿付能力造成极大的冲击。因此，对于保险公司来说，开展债券保险业务可能存在较高的赔付风险。与传统保险的偿付具有一定时间分散性和随机性不同的是，由于债券保险对应的发行人一旦违约，往往需要保险公司立刻全额代偿，因此对应赔付还存在时间较为集中、金额较大的特点，一旦发生赔付事件，保险公司的偿付能力将面临较大压力，中小保险公司甚至可能无力支付。同时，由于面临巨额赔付，评级公司很可能会下调保险公司的评级，而评级一旦下调，其提供保险的其他债券也可能面临因评级下调而被巨额赎回从而违约的风险，这一风险则又进一步传导至保险公司从而形成恶性循环，最终甚至可能造成其破产。更进一步看，保险公司作为提供保障服务的金融机构，自身声誉是企业持续经营的基础，一旦未能及时、足额赔付被保险人，那么公司声誉势必受损，未来受到影响的不仅是债券保险类业务，更会波及其他保险业务条线。在这种情况下，对于保险公司而言可能面临一旦赔付公司在财务上难以支撑，但不赔付则无法实现后续发展的两难窘境。

最后从金融行业角度出发，由于高资信等级保险公司的债券保险服务，可能使得原本无法实现融资的发行人获得了资金，这一非正常融资行为最终将在金融行业内部形成风险。根据报道，招财宝平台对于私募债挂牌有一系列要求，而保险公司提供债券保险就是必要条件之一，所以如浙商财险在2014年未向侨兴集团承保，则“侨兴私募债”将无法发行，也不会发生后续的债券违约事件。另一方面，浙商财险之所以敢于承保，广发银行惠州分行提供的保函起到了重要作用，正是有了大型银行的“兜底”，才使得浙商财险认为不会存在兑付问题。在这样的背景下，由于浙商财险忽视了“侨兴私募债”发行人的偿付能力，片面迷信金融机构的“兜底”措施造成了自身的巨额损失；而最终即使广发银行惠州分行方面履行了保函

义务，也只是将损失承担者从一家金融机构变为另一家金融机构，整个金融系统仍将蒙受损失。因此可以说，由于两家金融机构向不具有偿债能力的发行人提供了金融服务，造成了“侨兴私募债”这一“不良金融资产”，最终也损害了金融系统的自身价值。

### 风险形成的原因分析

首先，保险公司自身不具备违约风险和系统性风险的识别和控制能力，过度承保造成无法挽回的巨额损失。一是债券保险业务实质上需要保险公司按照信贷业务标准评审核定发行人偿债能力，能够准确把握发行人（投保人）的资信水平、预期现金流规模以及偿付意愿，同时对其发行后偿债的节奏和资金监管具有一定把控能力。对于保险公司而言，这一基于借款人信用研判和现金流监管的风控模式和其传统依赖于精算模型概率分析的风控模式具有本质不同，多数保险公司尚未建立对应的成熟风控体系，也不能识别债务人的信用风险。二是此项业务可能存在系统性风险，一旦碰到经济下行周期，债券发行人可能普遍面临现金流不足、偿付承压的窘境，从而造成承保项目出现大面积违约，此时作为个体的保险公司也将很难抵御。三是债券保险往往为信用保障模式，缺乏具有可控性的第二还款来源，一旦发生风险保险公司对不良资产又缺乏处置手段，导致即使保险公司先行垫付后又无法获得补偿，最终只能由自身承担巨额损失。在“侨兴私募债”案例中，保险人浙商财险没有对发行人的信用能力做充分尽调，过度依赖广发银行惠州分行的保函作为风控措施，导致在广发银行惠州分行保函真实性存疑不能及时履行时，只能自行先行垫付，无法实现受偿。而在浙商财险垫付后，由于前期对第二还款来源的忽视，在广发银行出具保函后没有及时递交办理侨兴不动产抵押登记申请，截至目前仍未取得相应的他项权证；后期能否取得，存在较大的不确定性，导致未来通过处置发行人固定资产来实现清偿也存在较大难度。

其次，对应项目的交易结构本身存在瑕疵，天然造成风险集中且难以转移。一是基础债权单一使得风险集中。一般来说，债券保险业务中单一保单对应的均为单一被保险人且保额巨大，而单一被保险人一旦违约，对应的债券往往需要保险公司进行全额代偿，所谓的概率事件变为0-1事件。在这种情况下，以1%~2%的保费覆盖100%的损失极为困难，特别是部分保险还对债券利息一并承保，更加大了保险公司面临的风险敞口，这种风险和收益不对等的结构是这类产品容易产生风险的重要根源。二是金融机构交叉“兜底”，这种互相依赖造成了金融机构均忽视了债务人本身的偿债能力，最终也由金融机构自身承担损失。在“侨兴私募债”案例中，浙商财险提供债券保险的主要原因是广发银行惠州分行出具了保函而非发行人资

信水平良好,甚至在后期管理中也主要是落实广发银行惠州分行方面保函的真实性,而忽视了对债务人资产和账户的控制。这样的结构不论最终广发银行惠州分行是否履行保函约定,风险必然由金融系统内部承担。三是没有风险分散和缓释措施,一旦发生风险只能由保险公司自身承担。目前市场上开展债券保险业务时,鲜有保险公司以再保险方式进行风险分散或转移,而实际上债券保险由于其往往全额违约的特征,其特性类似于巨灾保险,通过再保险进行风险分散是好的选择之一。

最后,基于互联网和场外挂牌市场的业务,其模式往往较为激进,天然存在较大的风险。一是此类通过地方交易所挂牌的产品,没有证券公司作为承销商开展尽职调查,而交易所兼具挂牌场所和承销商,一方面不具备尽职调查能力,不能深入了解发行人的风险情况并向投资人揭示;另一方面作为产品的挂牌平台出于自身业绩考虑也希望尽可能对产品进行正面宣传从而加快发行,个别交易所甚至有可能故意回避基础资产的负面信息。至于作为交易和申购通道的互联网平台,其主要任务是对产品份额进行分割和大规模推介,更没有尽职调查和深入揭示基础资产风险的义务。二是地方交易所作为“四板”市场,意向在其挂牌的发行人天然较上交所和深交所有所差距,因此其必须在挂牌准入标准方面较上交所、深交所等更宽松才可能具有市场份额,而出于发行便利的考虑往往更会和低资质的发行人合作,这一类似“逆向选择”的过程也导致此类市场的产品风险较大。三是在投资人准入方面不做控制,使得不具有风险识别能力的投资人可以参与投资。以“侨兴私募债”为例,理论上私募产品应限制在200人以内,但招财宝平台通过债权拆分等技术手段,可以大大突破这一限制,最终实际投资人

已经上万人,且多数为自然人投资者,完全不具备私募债这类复杂金融产品的风险识别能力,一旦发生违约波及面很大,引发大量投资者恐慌,很容易酿成社会事件,地方政府往往需要出面协调解决,这样的情形也是浙商财险被倒逼进行预赔的重要原因。

### 防范债券保险风险的政策建议

首先,对保险公司的债券保险业务加强管理。一是在展业方面建议要求保险公司采用多元保险业务模式,避免以债券保险作为主业,特别是不得采用美国式的单一保险模式。这是因为债券保险具有集中性、系统性和关联性等特点,如保险公司单一经营债券保险业务,势必在经济下行周期受到巨大影响,在没有其他业务对冲的情况下,公司乃至整个行业的经营将受到较强的冲击。二是强化对保险公司运营债券保险方面的具体要求,包括对单一债券保险保额进行限制(如参照担保公司控制在净资本的10%以内),对不同偿付能力水平的保险公司给予不同的指导系数,要求保险公司在信用风险识别方面建立专项团队和制度等。三是针对操作风险加强管理,如对于合同签订要求面签并照相落实,对于类似保函等涉及代偿的重要文件应落实授权的有效性和真实性等。

其次,要优化结构,从技术手段方面提高风险控制和缓释能力。一是加强风险分散控制,回归传统保险依赖大量概率事件避免巨额偿付的原则,要求只能对底层债权资产具有分散性的产品承保,或减少承保金额。二是在债券保险市场强制引入再保险机制,通过再保险公司进行风险转移和风险分散,解决单个保险公司债券保险业务过于集中的问题。三是在操作层面切实加强信用风险的控制,包括要求发行人采用逐年还本的方式避免风险集聚,提供具有较强流动性资产抵押进行反担保,对发行人主要资金账户预留印鉴进行资金监管等,强化第二还款来源,严格控制债券发行人的现金流。

最后,加强对互联网平台和地方性交易场所金融产品承保的规范性。一是要严格选择互联网平台和交易场所,严格审核投保人资质,确保参与者经营合规,运营平稳。二是坚持小额分散、风险可控、稳健运行的原则,对同一投保人单笔借款和累计借款应当分别设定承保限额等。三是对此类平台业务进行差异化管理,针对保险公司和投保人均设置承保金额上限,且该限额低于传统保险业务和线下保险业务水平。四是加强征信管理,逐步接入中国人民银行征信系统,并将有关信息及时上传征信系统,按照信贷模式进行操作。五是对保险条款中的免责和免赔条款作醒目提示,确保信息披露的充分和有效。

作者单位:中国社会科学院金融研究所

(责任编辑 马 杰)

