

## 债券违约潮下的应对之策（之二）

### 一、破产重整：处置债券违约的重要手段

近期，债券违约事件接连发生。如何处置债券违约，成为债券持有人、发行人、受托管理人共同关注的问题。破产重整作为一项再建型的债务清理程序，对处置债券违约具有非常重要的意义。

#### 一、实践中常见的债券违约救济措施

实践中，债券违约发生后，债券受托管理人和债券持有人通常会在债券发行文件规定的期限内召开债券持有人会议，研究应对债券违约的救济措施。除了要求发行人筹集资金履行兑付义务之外，常见的救济措施包括：

第一，修改债券发行文件的部分条款。一般涉及违约责任条款、债券持有人会议规则条款等，修改的目的在于方便债券持有人召开会议、行使权利，或者便于明确认定发行人的违约责任等。

第二，授权受托管理人采取法律措施。通常包括授权受托管理人聘请中介机构、发起诉讼程序、参与破产程序等。

第三，要求发行人采取增信措施。常见的做法是要求发行人提供资产抵押、质押，或者要求发行人股东等相关方提供担保。

第四，要求发行人披露信息或者做出其他承诺

事项。

#### 二、常见救济措施的局限性

前述常见救济措施具有一定合理性和必要性，但从实际效果上看，局限性也很明显。从债券兑付或者债权清偿的角度来看，最具实质意义的措施是要求发行人筹集资金履行兑付义务，以及要求发行人采取增信措施。但这两项措施往往很难产生实际效果。

其一，债券违约通常意味着发行人融资陷入了困境，如果发行人还有融资能力和渠道，还能够筹集到兑付资金，债券违约尤其是所谓的实质违约通常就不太可能发生，毕竟债券违约对发行人的生产经营、信誉、市场形象的影响都是破坏性的，发行人不会轻易放任违约事件的发生。所以，要求发行人筹集资金履行兑付义务，更多具有宣示性的意义。

其二，发行人债务结构是多样性的，除了债券债务，还有银行贷款、融资租赁债务、经营性债务等。实践中常见的情况是，发行人的重要资产要么已经抵押给了银行，要么以融资租赁方式已经将权益让渡给了租赁公司，几乎没有可抵押的有价值资产。这就使得让发行人追加担保的措施难以执行。此外，假设发行人还有可抵押资产，是否就可以追

加担保了呢？从《物权法》、《担保法》角度分析答案应当是肯定的，但考虑到发行人如果出现了《企业破产法》第二条规定的情形，可能会进入破产程序，发行人追加抵押的行为就面临将来被撤销的可能性。因此，即使发行人有可抵押资产，追加抵押也并不必然会给债券持有人带来优先受偿的法律保护。

除此之外，债券持有人还可以采取诉讼、申请保全、启动强制执行程序等救济措施。实践中，启动这些诉讼和执行程序，一方面会有一些技术和操作层面的问题需要解决，另一方面还存在程序耗时较长、时间成本较高等现实因素。因此，从实际受偿的角度来看，债券违约后债券持有人通过诉讼、执行的方式实现其权利，实际效果和债券持有人的预期通常会有比较大的差距。

### 三、破产重整作为债券违约处置手段的比较优势

与当前实践中常见的救济措施相比，破产重整作为处置债券违约的手段具有明显的优势。

第一，破产重整是能够产生实际效果的措施。要求发行人筹集资金履行兑付义务、要求发行人追加担保，因受限于发行人的实际情况及可能存在的法律风险，往往对债券持有人难以产生实际效果。破产重整则不同，作为一项法院主持下的债权债务清理程序，无论债权有无抵押，无论发行人有无能力和渠道筹集到资金，都会在法定期间形成具体的清偿方案提交债权人表决。

第二，破产重整可以有效保全债券发行人的资产，最大程度归集发行人的责任财产，为债券持有人权利的实现提供有力保障。破产重整程序启动后，一方面，债务人的所有财产都将由管理人接管，置于司法程序的保护下，未经债权人会议或破产受理法院的批准不得处置。另一方面，管理人可以依据《企业破产法》第四章的有关规定，尤其是第 31、

32、33、34、35、36 条等的规定，追索被不当处置和转移、侵占、隐匿的债务人的财产，或者要求未完全履行出资义务的股东实际缴纳出资。这些规则，为最大化保全、归集债务人的责任财产提供了强有力的保障。也正因为如此，依法实施的破产重整，不仅不是“逃废债”的工具，相反是严厉打击“逃废债”的利器。

第三，破产重整是一项有序的债务清偿程序，避免出现“先下手为强 后下手遭殃”的无序局面。破产重整程序是一项概括性的债务清理程序，各家债权人按照各自债权的性质依照《企业破产法》的规定参与程序，按照统一的标准参加集体清偿。债权人是否提起了诉讼、是否申请法院采取了保全措施，或者在规定期限内申报债权的早晚，都不影响债权人按照统一的标准参加集体清偿。这一点，对于债券持有人而言，尤其是信用债持有人而言，具有特别重要的意义。

第四，破产重整实质上是法院主持下的债务重组活动，其本身并不排斥债券持有人与发行人之间围绕债权清偿进行谈判和协商。所以，债券持有人与发行人的谈判成果，在不侵害其他债权人合法权益的情况下，可以导入重整程序中、作为制定重整计划草案的基础。不仅如此，协商原则也是破产重整程序的一个重要特点，重整计划草案的制定也是管理人或债务人与债权人、股东、投资人等利益相关方的谈判协商的过程。所以，作为处置债券违约的一项手段而言，破产重整和协议债务重组并不是对立的。

第五，破产重整程序中还有一些独特的制度安排，可以为解决债务清偿提供更多的资源和方法。出资人权益调整规则、债权分组规则是破产重整制度中的重要、独特的规则。借助出资人权益调整，可以把存量的股权、增量的股权纳入债务人的偿债财产范围，为债权人获得更高比例的清偿创造了资

源。借助债权分组规则，可以对不同类型的债权做出不同的清偿安排，为解决债务清偿问题提供更多的可选项。

第六，破产重整中债券持有人的程序权利、实体权利都有更有力的保障。《企业破产法》为债权人参加破产重整程序提供了明晰的路径，债权人的申报权、知情权、监督权、异议权等都有具体的规定。同时，为保障债权人程序权利的实现，《企业破产法》也对管理人、债务人规定了相应的义务。就实体权利而言，《企业破产法》明确规定了债权行使的规则、债权清偿的顺位、重整计划的内容、法院批准重整计划的条件等。这些程序和实体上的规则为债券持有人提供了强有力的保护。

#### 四、通过破产重整处置债券违约需要注意的主要事项

一是破产重整程序的启动时机。债券发行人具有重整价值是破产重整取得成功的重要基础之一，而债券发行人的重整价值往往会随着企业危机的持续、加深而降低甚至消失殆尽。一般情况下，越早启动破产重整程序，越有利于保全债券发行人的重整价值。此外，对于债券持有人而言，尤其是信用债券持有人而言，启动破产重整程序的时机还会影响到债券发行人财产的完整性，进而影响到债权的最终清偿，不得不予以特别的关注。

二是债券持有人会议与破产重整程序中债权人会议的关系。债券发行人进入破产重整程序后，债券持有人要按照《企业破产法》的规定参与破产重整程序，行使债权人的权利。需要说明的是，债券持有人会议并不是依据《企业破产法》成立的，

债券持有人会议和《企业破产法》规定的债权人委员会、债权人会议不同，债券持有人会议的决议并不当然发生破产法的效力。债券持有人在行使权利时，需要根据具体情况选择合适的渠道和平台。

三是债券持有人和其他债权人的关系。虽然同类债权适用同一清偿标准，但因债券持有人、银行债权人、经营债权人等情况并不相同，诉求可能不一致，有时甚至还存在冲突，所以，搭其他类型债权人便车的行为并不足取。实践中，以银行为主体的金融机构债权人委员会在代表银行债权人参与破产重整程序方面已经进行了不少探索，银行债权人群体参与破产重整程序的深度和广度都在提高，对于维护银行债权人的权益具有重要意义。这一点值得债券持有人借鉴。

四是要客观认识债券债权的法律属性。债券债权并不当然具有法定的优先清偿效力。实践中曾出现过债券持有人要求优先清偿，理由是购买债券的资金最终来源于个人投资者。在现行法律框架下，基于这种理由要求获得优先清偿没有法律依据。如果没有以发行人的资产提供抵押或者质押，债券持有人的权利在破产重整程序中就属于普通债权，不具有法定的、当然的优先清偿效力。

五是要重视重整计划草案的制定。通过破产重整处置债券违约究竟能取得何种效果，重整计划草案是关键。债券持有人要认真行使法律赋予的权利，参与重整计划草案的形成过程，在重整投资人遴选、资产审计和评估、清偿方案设计等重大事项上给予必要且合理的关注。

杨立 合伙人 电话：86-10 8540 8651 邮箱地址：yangli\_lawrence@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

