



争议解决法律评述
2018 年 5 月

上海
上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 和 16 楼
邮编: 200120
电话: +86 21 3135 8666
传真: +86 21 3135 8600

北京
北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
邮编: 100005
电话: +86 10 8519 2266
传真: +86 10 8519 2929

香港
香港中环皇后大道中 5 号
衡怡大厦 27 楼
电话: +852 2969 5300
传真: +852 2997 3385

伦敦
1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

www.llinkslaw.com

SHANGHAI
19/F&16/F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

BEIJING
4/F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

HONG KONG
27/F, Henley Building
5 Queen's Road Central
Central, Hong Kong
T: +852 2969 5300
F: +852 2997 3385

LONDON
1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

master@llinkslaw.com

如何利用信息披露问题进行公司债券违约风险处置

作者: 杨培明 | 张亦文 | 张天宇

《资管新规》在劳动节前最后的周五如约而至,正式宣告资产管理人垫资安抚投资者的刚兑时代走到了尽头。而在打破刚兑的政策导向下,连最受保护龙头企业的二三线城市地方政府也放弃了打折兑付的方案,更遑论处于金融监管之下的主承销商/受托管理人了。其实,如果从金融市场的长远发展来看,“打破刚兑”是更好发挥市场机制的关键一环,不能打破刚兑,中国“只有财政、没有金融”的局面就难以真正改变。然而,对于持券的资产管理人来说,市场发展的红利远在天边,打破刚兑后来自投资者的压力却是近在眼前。

“发行人根本还不上钱,主承销商/受托管理人又不能刚兑,还有没有办法从他们那里挽回损失”

“发行人没钱了,我们认购的债券却是最后到期,有没有什么办法不落后于先到期债券的持有人受偿”

如您需要了解我们的出版物,
请与下列人员联系:

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

“受托管理人不勤勉尽责,和发行人沆瀣一气 有没有办法对他施加点压力”

作为资产管理人踩雷后最常来咨询的问题,上述三个问题的答案都与“债券信息披露”密不可分。信息披露目前已经成为资产管理人识别、降低、处置债券违约风险的重要突破口。

免责声明: 本出版物仅代表作者本人观点,不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

如何利用信息披露问题进行公司债券违约风险处置

问题一：发行人偿债能力有限，甚至很可能破产，是否能够利用主承销商/受托管理人在履行职责过程的瑕疵对其追责，进而弥补发行人无法兑付债券本息的损失

所谓打破刚兑，其实质就在于让该承担责任的人承担责任，而不是由政府来托底。如果主承销商/受托管理人的行为有瑕疵，自然也该承担责任。对于债券持有人而言，最直观的就是先确认主承销商/受托管理人在债券发行和存续期间是否存在信息披露瑕疵。

信息披露瑕疵与主承销商的关系很好理解，不论是基于法律法规的规定，还是主承销商在募集说明书的如下声明：

“本公司承诺本募集说明书因存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，与发行人**承担连带责任**”

因此，一旦募集说明书中的信息披露不实问题带来了风险或产生了损失，债券持有人除了向发行人主张权利之外，还可以要求主承销商来赔偿损失。

而关于信息披露瑕疵与受托管理人的责任问题，指的是在债券存续期间发生了信息披露的问题，这种情况下就应当追究受托管理人的责任(实践中主承销商往往会同时担任受托管理人，但是因其身份不同其承担的义务与责任也不尽相同)。虽然受托管理人不会在募集说明书上作出承担连带责任的承诺，但是其在债券存续期间出具的受托管理事务报告如果存在信息披露不实的问题，仍然应当承担相应的责任。

当然，也不是任何信息披露瑕疵都能够让主承销商/受托管理人承担巨额的赔偿责任，一般会要求主承销商/受托管理人的过错与实际损失之间存在因果关系。对于债券而言，信息披露事项与**发行人偿债能力越相关、涉及到的金额越大**，那么主承销商/受托管理人过错与损害结果的因果关系也越容易被，相应的认定的赔偿金额也就更高。毕竟如果仅仅因为标的几千万元的未决诉讼没有披露就要承担好几亿的赔偿责任，或是数十亿的对外担保不进行披露却不用承担任何赔偿责任，对于裁判者来说都是难以服众的。

总的来说，在法律上通过信息披露瑕疵追究主承销商/受托管理人责任是可行的，不过最终是否能够成功、能够追回多少损失和债权回收方案的设计密不可分。持有人取得债券的方式、时间、选择撤销募集说明书的合同法救济或是赔偿损失的侵权责任法救济、是否超出一年的除斥期间等等法律的专业问题都会对

如何利用信息披露问题进行公司债券违约风险处置

案件结果产生致命的影响。不放过任何回收债权的可能性固然重要，但三思而后动，缜密而全面的方案设计才能真正维护债券持有人的利益。

债券违约纠纷的特殊债权回收方案

后 刚兑时代从承销商/受托管理人回收债权的方案

适用情形	承销商/受托管理人在履行职责过程中存在过错
	信息披露不真实、存在重大错误、存在重大遗漏等
具体方案	对于发行时存在的信息披露问题, 可以请求撤销募集说明书后返还财产或直接要求其赔偿损失
	对于债券存续期间存在的信息披露问题, 二级市场受让取得债券的持有人可以请求撤销募集说明书后返还财产, 或直接要求赔偿损失
	债券到期损失确定的情况下可以考虑侵权赔偿
主要难点	在没有监管机构帮助的情况下, 凭借自身力量寻找承销商/受托管理人过错难度很大
	承销商/受托管理人的违规行为与最终损失的因果关系认定
	债券代持的操作给主张遭受欺诈带来很大的不利

1

问题二：发行人偿债能力明显不足，但我们持有的债券是各期中最后到期的，先到期债券的持有人已经蠢蠢欲动，有没有什么办法不落于人后，如果其他债券持有人得到偿付了，我们还在等债券到期，不好向投资者交待

从法律上来说，只要没有就发行人有价值的资产取得优先权，先到期并不是什么特别的优势。只要司法程序启动得更快、找有价值资产找得更准，哪怕是最后到期的债券的持有人依旧有可能在债权回收过程中抢到主动权。具体如何什么时机可以启动司法程序，怎么启动司法程序，具体可以见我们上一期的分享：

[通力法律评述/公司债券违约风险处置的时机和策略](#)

之所以在讲信息披露的文章中重提这个话题，是因为“信息披露不实”作为一项重要的违约行为，是启动司法程序的重要事实依据，却被大部分的债券持有人忽略。

如何利用信息披露问题进行公司债券违约风险处置

“找不到违约行为，没法触发提前到期条款？没有办法提前解除合同？为什么不找找看信息披露的问题呢？”

通常情况下，募集说明书中都会就发行人的信息披露义务进行约定。虽然内容往往就是照抄监管规则，但是只要在募集说明书中有这样的约定，发行人就应当将信息披露作为其合同义务予以履行，而无论是应当披露未及时披露，或是信息披露不实，都构成了募集说明书项下的违约行为。一个常见的误区是，不少金融机构都觉得因为信息披露有监管机构在处罚，因而属于行政责任而不是合同法上的民事责任。事实上，监管归监管，合同归合同，两者是两套互相独立的责任体系。哪怕监管机构尚未发现或尚未就信息披露问题作出最终决定，只要有充分的证据，司法机关也完全可以自行认定信息披露存在违约行为，并要求其承担相应的违约责任。

第八节 信息披露

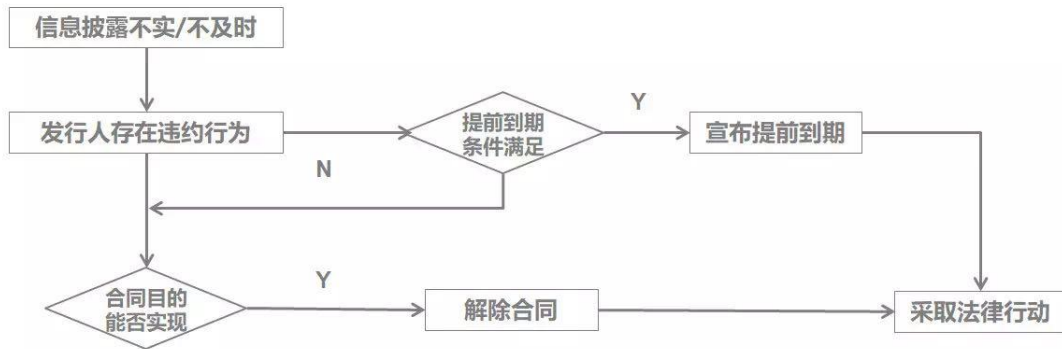
公司按照《发行管理办法》及本募集说明书的约定，安排专人负责信息披露事宜，履行信息披露义务，并保证所披露的信息真实、准确、完整、及时，不得虚假记载、误导性陈述或重大遗漏。

和很多人想象的不同，信息披露义务之于债券是一项非常重要的合同义务。经常有人把债券和银行贷款做类比，认为都是欠债还钱。但这样的说法其实没有把握的债券的关键，**债券的特别之处就在于它的收益不仅限于到期后的还本付息，还赋予了债券持有人通过流通债券实现经济利益的可能性。**对于投资者而言，信息披露是其判断企业信用风险、债券投资价值，做出投资决定的唯一依据。如果不能保证信息披露的完整、准确和及时，则债券交易中投资者的基本的投资信心都难以建立，更不可能存在所谓的“市场流通性”。君不见大部分债券在爆出信息披露问题后，要么是发行人以各种理由赶快停牌，要么就是贱卖也没有人要，恰恰印证了信息披露义务之于“市场流通性”的重要意义。

在目前的司法实践中，随着金融领域的诉讼、仲裁越来越专业化，信息披露义务之于债券制度的重要性也已经逐步为裁判者所接受，因为违反信息披露义务而被解除合同，提前还本付息的判例也已经出现。可以预见，在今后探讨如何启动相关的法律程序时，信息披露义务将成为越来越重要的依据。

如何利用信息披露问题进行公司债券违约风险处置

债券信息披露与采取法律行动的时机



2

问题三：受托管理人好像和发行人关系比较好，没有勤勉尽责地调查发行人的资产，也没有逼发行人补充增信措施，有没有办法对受托管理人施加压力

对于受托管理人而言，债券出现兑付风险就和“踩雷”无异，原本例行公事的受托管理事务将被所有债券持有人反复挑刺，还要面临监管机构的关注，“不想承担责任”是所有受托管理人在处置兑付风险时最重要的原则。对受托管理人而言，值得以债券持有人和监管机构不断找自己麻烦为代价也要帮的发行人并不多见。更何况债券风险爆发前，负责发行债券的团队全部跳槽早就不是什么新鲜事，因此只要施力得当，拉拢受托管理人并不是什么难事。

利用受托管理人“怕事”的心态，寻找受托管理人在信息披露上的瑕疵，是推动受托管理人勤勉尽责的最好途径。事无大小，哪怕是最终评估下来无法直接让受托管理人赔偿损失的信息披露瑕疵，都可能给受托管理人很大的压力。毕竟即便法院不判赔钱，监管机构的处罚也是悬在受托管理人头上的达摩克利斯之剑。

如何利用信息披露问题进行公司债券违约风险处置

后话：

就我们处理的众多债券纠纷来看，虽不敢说存在信息披露瑕疵的债券最后都踩雷了，但踩雷的债券中大多数都有信息披露存在瑕疵的情况。

“上个月无法还本付息的某福建企业，从 2016 年开始就不断爆出关于对外担保的信息披露存在重大缺漏，而今年 8 月其发行的另一只债券也将回售登记；

央企民企身份不断切换的某建设工程企业，无论是下属公司股权变动、控股股东变更、等募集说明书信息都存在各种隐瞒；”

既然信息披露是债券流通性得以维持的重要条件，也是债券违约前的重要征兆之一，持券的资产管理人就要充分认识到违反信息披露义务的严重性，从债券信息披露瑕疵着手，挺起腰杆、理直气壮地维权，既是为了给背后的投资者一个交待，也是为了制度更加健全、信息更加透明的债市。

如何利用信息披露问题进行公司债券违约风险处置

如需进一步信息，请联系：

作 者	
杨培明 电话: +86 21 3135 8787 peiming.yang@llinkslaw.com	
上海	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	秦悦民 电话: +86 21 3135 8668 charles.qin@llinkslaw.com
杨培明 电话: +86 21 3135 8787 peiming.yang@llinkslaw.com	
北京	
秦悦民 电话: +86 10 8519 2266 charles.qin@llinkslaw.com	
香港(与张慧雯律师事务所有限法律责任合伙联营)	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com
伦敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@llinkslaw.com	

© 通力律师事务所 2018