



争议解决法律评述
2018 年 4 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

公司债券违约风险处置的时机和策略

作者: 杨培明 | 张亦文 | 张天宇

在目前的债券市场上, 打破刚兑已经成为了不可逆转的政策导向。在市场实践层面, 笔者观察到, 近日某只地方政府准备打折兑付的债券, 因为打破刚兑的政策导向, 政府在最后一刻放弃了打折兑付的方案。另一方面, 最近业内十分关注的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》(以下简称《资管新规》)第十八条也明确禁止了资产管理人的刚兑行为, 甚至还为此设置了举报机制。

在这种监管环境下, 债券违约风险的压力将集中在资产管理人身上。在向上没有人给资产管理人刚兑, 向下也无法向投资人刚兑的情况下, 作为资产管理人如何尽到勤勉尽责义务, 维护计划资产的合法投资权益、如何应对资产委托人在投资标的爆发风险时的种种要求, 势必成为资产管理人重大的课题之一。本文以公司债券为例, 与各位共探作为勤勉尽责的资产管理人应该在何时就出现兑付风险的公司债券采取法律行动。

.....
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

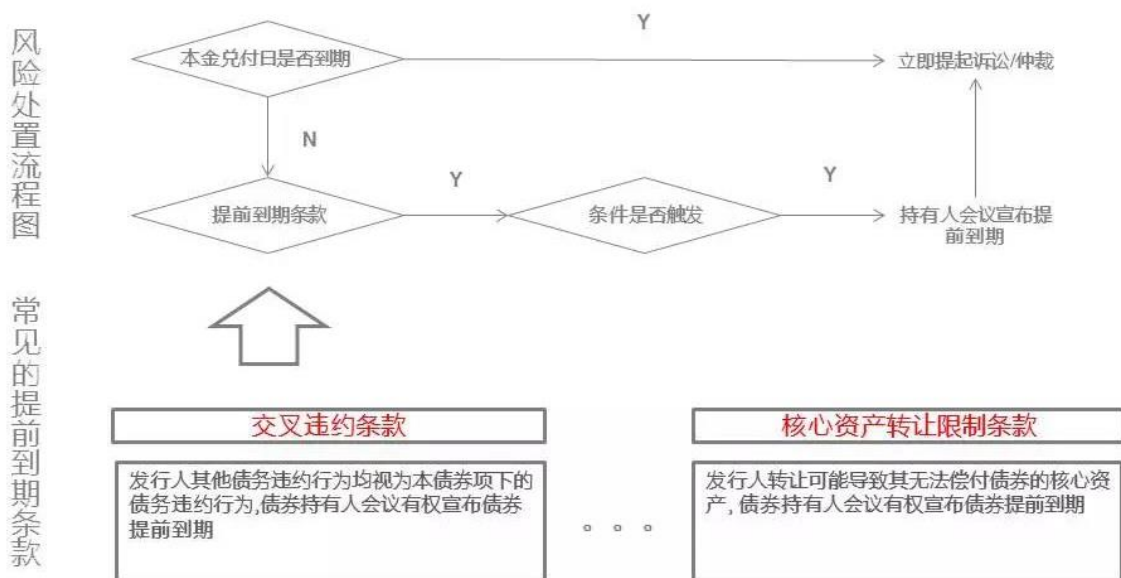
免责声明: 本出版物仅代表作者本人观点, 不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

公司债券违约风险处置的时机和策略

问题一：是否应当在债券已经出现本金到期不能兑付的情况时才采取法律行动？

笔者认为，在债券已经出现不能兑付的情况下采取法律行动，已经是采取法律行动的最晚期限。根据我们处理过的数十只债券的经验，发行人资信情况一旦变差，各路债权人往往群起而攻之。因此，如果债券到期不能兑付后才启动法律程序，发行人有价值的资产很可能早已被其他债权人查封，甚至会出现发行人的资产被数轮乃至数十轮轮候查封的情况，这将给最终的债权回收带来十分不利的影响。

特别值得一提的是，笔者注意到《资管新规》第八条已经将“以管理人名义，代表投资者利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为”列为了金融机构作为资产管理人的十大职责之一，因此即便资产管理合同中没有明确约定资产管理人采取法律行动的义务，根据监管的要求，资产管理人也应当承担在公司债券本金实际违约的情况下采取法律行动的责任。



问题二：在债权未到期的情况下，应当以何种方式提起诉讼？

在目前的司法实践中，以“预期违约”为由提起诉讼是最主要的提前采取法律行动的方式。即通过向法院说明发行人的资信情况目前出现严重问题，相关债权到期不可能兑付本息，因而要求其提前还本付息。

公司债券违约风险处置的时机和策略

主张“预期违约”提起诉讼的好处在于，立案之后可以第一时间对发行人有价值的资产采取保全措施，争取靠前的保全顺位，从而在整个债权回收的过程中占得先机。在目前的司法实践中，主张“预期违约”的立案难度不大，通常情况下都能得到立案庭法官的支持。根据笔者的实务经验，只要愿意，即便是提前三到四年，甚至是“永续债”，都能够以“预期违约”为由在法院立案，采取保全措施。但是如果仅仅以“预期违约”为理由提起诉讼的，其诉讼结果存在相当的不确定性，对于这一问题我们将在下文中详述。

问题三：“预期违约”的策略既然存在诉讼风险，而债券到期后又面临财产保全方面的问题，有没有两全其美的方案呢？

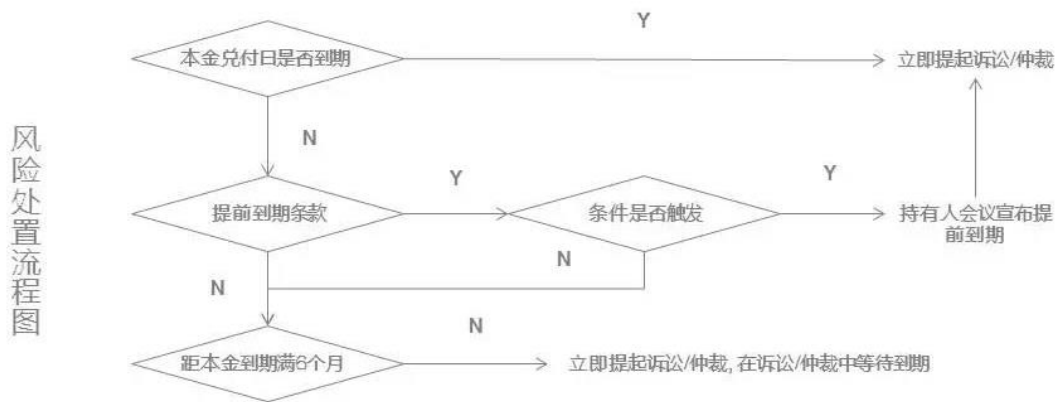
如我们所说，仅仅以“预期违约”为由提起诉讼，诉讼结果存在相当的不确定性。在目前的司法实践中，不同地方法院的裁判标准存在不统一之处。举例来说：

上海市浦东新区人民法院在 2016 年处理“11 天威 MTN1”时就旗帜鲜明地否定了“预期违约”的观点，但保定天威在案件尚未作出判决前就已经被受理破产申请(原告因此胜诉)。即便是濒临破产的企业，仍然不足以说服法院认为其不可能到期兑付债券，证明难度可想而知。

但是，上海市第二中级人民法院在 2017 年处理中城建系列债券纠纷时却接受了原告“预期违约”的主张，判决多只中城建还有三、四年到期的债券提前还本付息，虽然中城建虽然到现在为止不见起色，但至少还未破产。

显然，不同法院对于“预期违约”的证明标准存在较大差异。基于我们的实务经验，“预期违约”确实是债券纠纷中提前启动法律程序的利器，但是仅有“预期违约”并不能确保胜诉。需要通过一定的诉讼策略将“预期违约”与债券到期后还本付息的合同约定相结合。目前来说，较为成熟的策略是先以“预期违约”为由立案，让债券在法院审理过程中本金到期。这一策略既保证了采取法律行动的及时性，而判决前本金到期也保证了案件最终能够胜诉，回避了上文所说的司法实践中的不确定性。考虑到一审审限为 6 个月，因此在此确信发行人已经无力到期还本付息的情况下，可以在到期前 6 个月之内采取法律行动(对于含回售选择权的债券，则可以在回售登记日前的 6 个月采取法律行动)。

公司债券违约风险处置的时机和策略



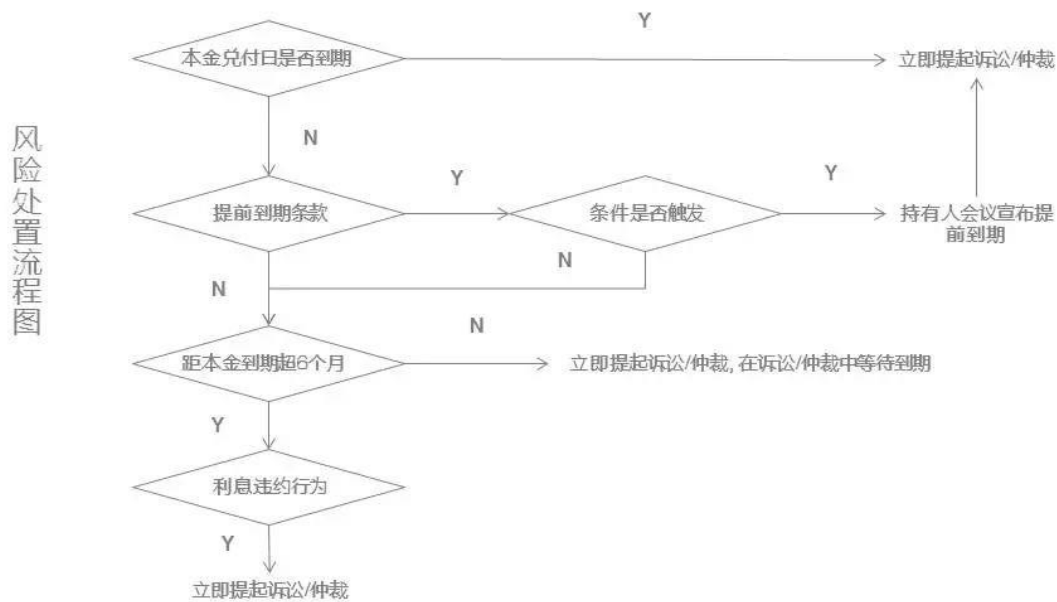
问题四：发行人在市场上已经有债务违约，但持有的债券还有超过 6 个月才会到期，有没有可行的启动法律程序的方案？

这种情况属于公司债券纠纷中较为棘手的情况。因为仅凭“预期违约”起诉，很可能无法胜诉，而如果等到债券到期后再起诉，则可能面临胜诉后无可供执行的有价值的财产的问题。为了应对这样的困境，我们的建议是如果想要提前采取法律行动，可以利用发行人的违约行为起诉请求解除募集说明书，进而实现要求发行人提前还本付息的目的。

对于债券而言，除了到期未能兑付本金外，最严重的违约行为就是到期未能兑付利息了。根据现有的司法实践，如果发行人出现了到期不能兑付利息的行为，即便债券尚未本金到期，也可以向法院主张发行人出现了导致合同目的无法实现的违约行为，解除募集说明书。因此，如果发行人已经出现了无法付息的行为，即便距离本金到期还有超过 6 个月的时间，也完全可以提前采取法律行动。

在笔者所在团队的帮助下，已经有金融机构通过上述方案就 15 中城建 MTN001 和 16 中城建 MTN001 两只尚有两年和三年到期的债券取得了胜诉。

公司债券违约风险处置的时机和策略



问题五：债券每期的利息对于公司规模较大的发行人而言不是难事，并且受托管理人为了掩盖风险代垫利息的情况也不少见（打破刚兑后也许就无法再进行垫付），如果没有付息违约的情况，是否就只能苦苦等待债券到期呢？

在这种情况下，我们可以通过寻找发行人其他的行为瑕疵来起诉其违约行为。这里要强调，发行人在募集说明书项下并非只有还本付息的义务，按照募集说明书的约定使用募集资金、及时、准确地进行信息披露都是发行人在募集说明书项下的重要义务。

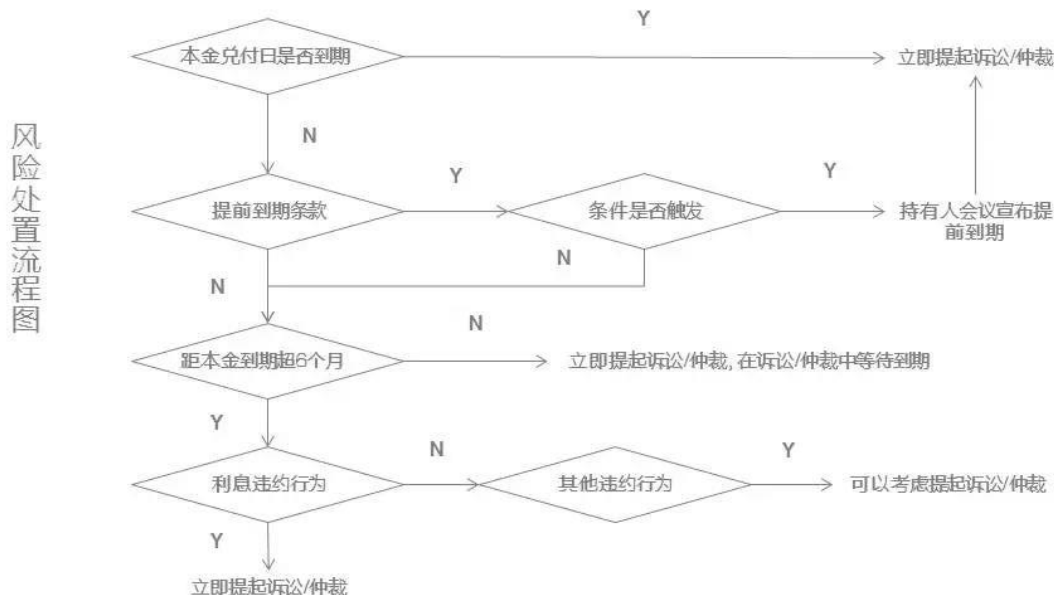
经过笔者所在团队的努力，目前已经有法院接受违反募集资金使用用途的约定、债券存续期间信息披露存在重大错误、遗漏的行为均是募集说明书项下致使合同目的无法实现的违约行为的观点。

笔者所在团队也已经成功帮助某金融机构在首例“永续债”（所谓永续债，顾名思义就是一种约定了发行人递延还本和付息的权利，只要发行人愿意，可以永远不实际还本付息的债券）纠纷中取得胜诉判决，帮助资产管理人实现要求发行人提前还本付息的目的。

公司债券违约风险处置的时机和策略

因此，即便没有付息违约行为，利用发行人在募集说明书项下的其他违约行为，只要说服法院将其视为导致合同目的无法实现的实质性违约行为，同样可以实现要求发行人提前还本付息的目的。

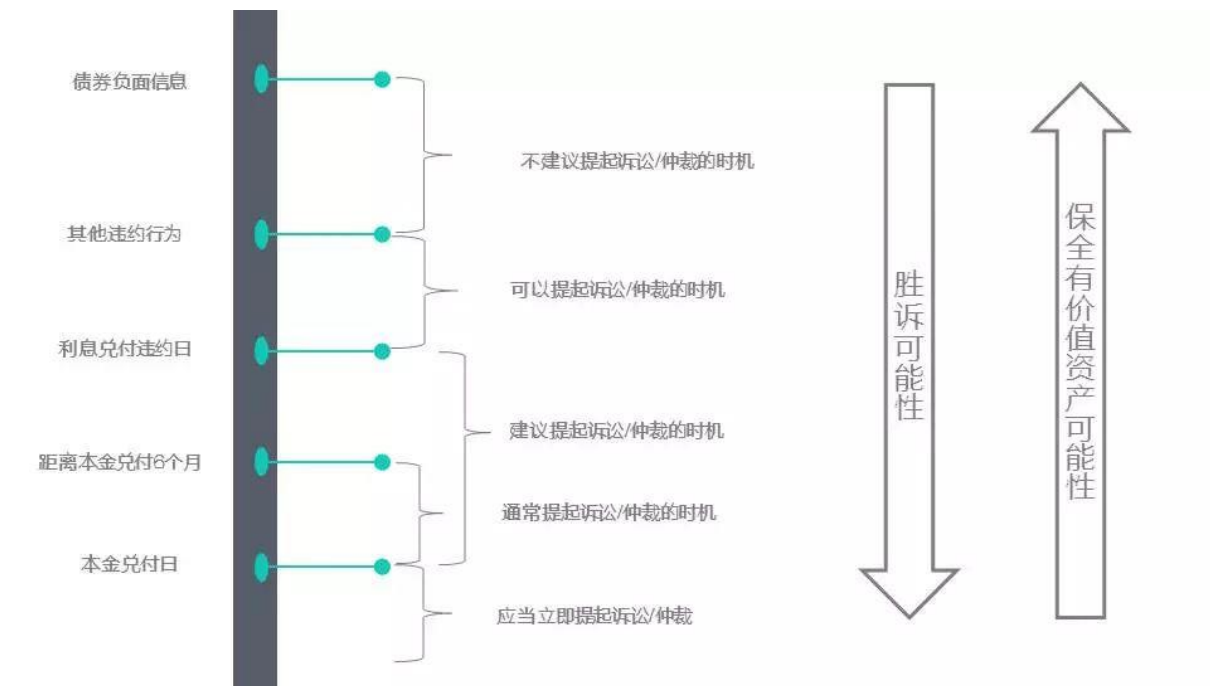
此外，如果发现发行人在发行阶段存在虚假陈述的行为，即募集说明书记载的内容有误，在虚假陈述内容与判断发行人偿债能力相关，可能影响资产管理人投资决定的情况下，可以主张构成“欺诈”进而通过撤销募集说明书的方式要求发行人提前还本付息。值得注意的是，根据我国《合同法》的规定，和起诉违约适用普通诉讼时效不同，撤销权有一年的除斥期间，一旦过期则权利消灭，因此上述主张必须在知道或应当知道受到欺诈之日起的一年内提出。



问题六：如果上述情况都不存在，还有什么方法能够提前采取法律行动？采取法律行动是不是越早越好呢？

事实上，我们不建议资产管理人一听到关于发行人的负面信息就采取法律行动。这主要是考虑到维权及诉讼费用支出的问题。站在资产管理人的角度，自然希望维权费用能够从计划资产里出，但如果在缺乏理据的时候，仅仅因为对发行人的不信任就采取法律行动，如果造成计划资产减损，可能会引起资产委托人的不满进而带来不必要的误会和纠纷。

公司债券违约风险处置的时机和策略



后记：

2016 年以来，踩雷债券市场的资产管理人不在少数，决定最终是否能拿回真金白银的因素很多，实话说再高超的诉讼技巧也对付不了确实无偿付能力的债务人。但是，设计出资产委托人无法诟病的债权回收方案、及时采取必要的法律行动，既是资产管理人不可推卸的责任，也是打破刚兑后资产管理人在债券风险爆发时唯一可以安抚资产委托人的方式。

公司债券违约风险处置的时机和策略

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