



完善债券违约风险处置规则 ——债券发行人破产背景下的讨论

Updating Bond Default Disposal Rules in China

贺丹 俞雪雷

摘要：我国目前债券违约风险处置机制规则设计未深入考虑发行人破产情况下证券法律规则与破产法律规则的衔接。在规则完善方面，可考虑建立债券回购、债券置换的要约豁免规则，以及用于债券置换的新债券的公开发行政程序豁免规则，并调整相关信息披露规则，以提高债券违约风险处置效率。

关键词：债券违约处置 债券回购 债券置换 破产法

Abstract: At present, China's framework for dealing with bond default risk does not adequately take into account the interconnection between securities regulations and bankruptcy regulations in cases of issuer bankruptcy. In order to improve the default disposal system, we might consider establishing exemption rules for tender and exchange offers, as well as similar rules for public issuance procedures for new bonds that are used in exchange offers. There also could be adjustments to the information disclosure rules to improve efficiency in handling bond default risk.

Keywords: Bond Default Disposal, Tender Offers, Exchange Offers, Bankruptcy Law

引言

自2014年债券刚性兑付被打破起，我国债券违约逐步成为市场中的常态化现象。在此背景下，我国对市场化债券风险处置做出积极探索，以期减轻债券违约造成的负面影响，并促进市场规范和投

贺丹，北京师范大学法学院副教授；俞雪雷，北京师范大学法学院。



资者保护。其中，债券置换与现金要约回购制度均为我国建立多元化债券风险处置机制的新尝试。债券置换通过“以新债换旧债”的方式，由债券发行人对自身现有债券主动管理，以防止债券违约的风险。而现金要约收购则由发行人通过要约的形式，以现金收购其债券并注销。当前，我国逐步建立起债券置换、现金要约的相关市场规则。2019年12月，中国银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》，提出要建立多元化的债券违约处置措施，发行人可以通过置换等方式处置违约债券。2020年6月，人民银行、发展改革委、证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，进一步确认发行人与债券持有人双方可以通过债券置换、展期等方式进行债务重组。此后，上海证券交易所和深圳证券交易所于2020年7月30日发布《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》，对债券置换的原则、要约形式、披露义务以及发行人职责等作出规定。交易商协会于2020年10月发布《关于试行非金融企业债务融资

工具现金要约收购业务的通知》，对现金要约收购的收购原则、披露义务以及收购流程等进行了规定。

相关规则制定后，发行人开始通过债券置换或现金要约收购的方式进行债务管理。债券置换的三个试点案例为北京桑德环境工程有限公司发行的17桑德工程MTN001、华昌达智能装备集团股份有限公司发行的17华昌01，以及瓦房店沿海项目开发有限公司发行的17瓦房02。此三例债券置换大多通过置换成更高票面利率而兑付日更晚的债券的方式进行。其中，除了北京桑德环境工程有限公司受到疫情影响，导致置换债券未能如期兑付，后续发生实质性违约外，华昌达智能装备集团股份有限公司到期成功兑付其债券，瓦房店沿海项目开发有限公司也提前兑付剩余本息。^①在现金要约收购方面，实践中也有新郑新区发展投资有限责任公司、山东宏桥新型材料有限公司等多家主体对其债券采取现金要约收购的方式降低企业负债，实现债务管理。就现金要约的购回定价而言，其定价机制并未做过多的限制，债券发行人可以选择平价收购、溢价收购或者折价收购其债券。

① 上海清算所.北京桑德环境工程有限公司2020年度第一期置换票据置换情况公告[EB/OL].(2020-03-02)[2022-03-30].https://www.shclearing.com.cn/xxpl/zdsxjqt/202003/t20200302_645386.html.
深圳证券交易所.关于对“17华昌01”进行债券置换的公告[EB/OL].(2020-03-17)[2022-03-30].<http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?f7819c21-9d87-4df8-b042-48d28478b113>.
卢丹.债券置换项目渐次落地 债务管理增添主动性[N/OL].中国证券网.(2020-04-10)[2022-03-30].<https://news.cnstock.com/news/bwqx-202004-4517775.htm>.



从我国目前对于债券置换与现金要约收购的规定以及实践操作来看，目前的债券置换与现金要约收购是在发行人未出现破产原因时实施，相关规则设计均未深入考虑发行人破产的情形。那么，证券发行人进入破产程序后，对于此前在庭外重组或者预重整过程中实施的这些违约债券处置措施应如何评价，其规则是否应作出更有利于发行人企业复苏的调整？这是本文讨论的重点。

发行人破产与违约债处置措施

违约债处置措施

当前国际上的违约债处置措施大致可分为三类，即债券回购、债券置换以及修改债券条款^①。债券回购一般发生在债券市场价格降低的情况下，发行人以现金形式对债券进行收购，最终达成注销其低价债券的目的。债券置换则是债券发行人“以新债换旧债”，发行人通过提供比当前市场价格更高的票息或者增加担保等措施，使新的债券对于持有人变得更有吸引力，达成新旧债券的置换。债券发行人由此可以延后偿付其债券，从而减少债券实质违约的可能性。而修改债券条款通常被称为“征求同意”或“退出同意”，是指发行人通过

征求债券持有人的同意，达成对原债券条款的修改，如去除某些保护性条款或违约事项。修改债券条款往往与债券回购和债券置换结合使用，以促成回购或置换。原因在于，修改债券条款的同意一旦达成，在债券置换下新债券的更强吸引力以及修改债券条款下从而贬值旧债券的双重影响下，债券持有人会更倾向于处理其持有债券，最终降低发行人债券实质违约的可能性。

债券违约处置应考虑与破产制度的衔接

我国目前的制度设计中对于债券置换与债券回购出现在庭外重组、预重整背景下，或者发行人随后进入破产重整程序的情形未做较多考虑。事实上，违约债券处置应与破产制度形成衔接。

陷入债务困境的债券发行人往往需要通过综合方式解决其债务问题。这时，就需要考虑债务处置措施与破产程序的衔接。在庭外重组或者预重整中往往也可以采用债券置换与债券回购。庭外债务重组、庭内重整、预重整的这些企业拯救方式中并没有泾渭分明的界限，证券发行人往往可能因庭外谈判不成功转入正式的破产重整，从而通过破产法规定约束不合作的债权人。债券置换或者债券回购有可能

^① Christopher Mallon, Shai Y Waisman, Ray C Schrock. The law and practice of restructuring in the UK and US, P.C.2nd edition[M]. New York: Oxford University Press, 2017:46.



仅针对特定的一笔债券进行，但在更多的情况下，发行人需要实现对诸多笔债券的全面重组，并对其他债务作出调整，从而解决其综合、全面的清偿困境。在美国的债务重组中，前述债券置换、债券回购、征求同意往往在预重整中综合使用，并最终达成重整计划。

违约债券处置涉及证券法律制度与破产法律制度的衔接。这也要求平衡证券法与破产法两者价值。破产重整制度更关注发行人的拯救与债权人的公平保护，而证券法更加关注债券持有人权利保护，那么债券违约处置规则设计也要考虑两者之间的价值平衡。我国目前现金要约收购以及债券置换规则要求向持有人发出要约以及发布公告。要约与公告方式保障了公开与公正，但也会导致一定问题。债券发行人在公告其债券处置时，也向市场发布了其违约信号。这种公告有可能会对市场对发行人的信用评价急速降低，从而加大发行人破产的风险。两种法律规则需要平衡协调。

公开要约的豁免

我国当前的债券置换与债券回购规定要以公告与要约的方式进行。具体而言，我国银行间市场中，交易商协会于2019年12月发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》第二十一条规定，发行人通过置

换方式处置其违约债券，需要在充分沟通的基础上发出置换要约。置换的具体规则由交易商协会另行制定。而我国交易所市场中，对于债券置换的规定体现在上海证券交易所、深圳证券交易所分别于2020年7月发布的《关于开展公司债券置换业务有关事项的通知》中，其中要求债券置换需要进行公告以及要约。该《通知》第三点规定债券置换业务中，发行人应当采用要约方式，并以公告形式向持有人发出要约，并明确置换方案。此外，我国债券回购在银行间市场也要求以公告与要约的方式进行。交易商协会2020年10月发布的《关于试行非金融企业债务融资工具现金要约收购业务的通知》中规定，《通知》中所称的现金要约收购是指发行人发出要约，以现金方式收购全部或部分债券并注销的行为。《通知》中同时规定现金要约收购主要流程第（一）项为发行人发布要约公告。即在我国现金要约收购中，同样要求公告和要约的方式。

债券置换以及债券回购是否一律要以公告与要约方式进行是一个值得讨论的问题。就美国的规定而言，美国并未要求所有的置换或回购债券进行公开要约收购。一方面，美国《证券交易法》（The Exchange Act）和证券交易委员会（SEC）并未对“要约收购”作出界定。美国法院对于未偿付证券的购买是否构成



要约收购是通过参考相关的判例来确定的。其中常被引用以判定是否构成“要约收购”的案例为韦尔曼诉狄金森案（Wellman v Dickinson）。该案阐述了八个要约收购的特征因素，包括（1）是否积极且广泛地宣传该目标证券；（2）是否针对高比例的已发行证券劝诱出售；（3）要约是否包含高于证券现行市场价格的溢价；（4）要约的条款是确定的而不是可谈判的；（5）要约要求收购固定数量的证券；（6）要约公布的时间有限；（7）要约的被要约人面临必须出售其证券的压力；（8）购买要约的公告的发出时间是否在迅速积累目标证券之后。美国规定若该债权置换或债券回购构成要约收购，则需要遵守美国1934年《证券交易法》的相关规则。相比对在美国证券交易委员会注册的证券进行要约收购较为严格的程序，发行人若对未注册登记的证券进行要约收购，通常只受《证券交易法》第14E条程序的约束。^①《证券交易法》第14E条规定，（1）要约收购的有效期限从开始之日起至少有20个工作日；（2）如果要约人改变收购证券类别的百分比、支付的对价或是交易商招揽

费用，则必须延长要约收购的有效期限自改变起的10个工作日；（3）当要约收购终止或撤回时，要约人必须立即支付对价或者退还证券；（4）如果要约人要延长要约收购的期限，则必须以公告的方式发出通知。^②可见，美国公告要约并非必然方式，当发行人对未注册证券进行要约收购并延长其收购期限时，必须采取公告方式。此外，美国往往会综合使用债券置换、债券回购与修改债券条款的方式处置其违约债券。在修改债券条款过程中，发行人也会通过私下协商的方式获取同意修改原债券条款，公开要约并非其解决违约债券的必然途径。美国《证券法》第4(a)(2)条中还规定了私募债券的置换要约，此类非公开发行的债券无须进行公开要约。另一方面，相比于美国债券的回购必须遵守《证券交易法》规定的严格程序，英国的回购更加灵活。英国规定债券回购可以在公开市场进行，其中通常可以通过金融中介机构或者以公告要约的方式进行回购。英国认为公告要约不是市场滥用行为和内幕交易的安全港，其关注重点更多地放在回购债券本身是否有滥用市场行为

① Christopher Mallon, Shai Y Waisman, Ray C Schrock. The law and practice of restructuring in the UK and US, P.C.2nd edition[M]. New York: Oxford University Press, 2017: 46.

② Christopher Mallon, Shai Y Waisman, Ray C Schrock. The law and practice of restructuring in the UK and US, P.C.2nd edition[M]. New York: Oxford University Press, 2017: 47.



上。^①英国的证券回购会受到英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority, FCA）关于市场滥用、内幕交易和跨部门交易的一般规则的监管，需要遵守《市场交易滥用条例》中对于内幕交易、市场操纵等的规定。相较美国而言，英国的债券回购程序更为宽松，甚至英国企业会选择在债务重组时将涉及美国的债券排除在外，从而达到避免适用美国《证券交易法》规定的目标。^②

综上，我国的债券置换与债券回购也可以考虑不以公开要约的方式进行。特别是在非公开市场发行的债券，可以规定无须以公告的方式提出要约，从而减少因公告导致的市场对发行人信用评级急速降低的可能性，促进发行人债务重组成功。

证券发行注册的豁免问题

在债券置换的债务处置方式中，会涉及新发行证券是否需要遵守公开发行政程序的问题。在我国三个债券置换试点的案例中，银行间市场债券置换业务首单试点项目的17桑德工程MTN001与深圳证券交易

所债券置换业务首单试点项目的17华昌01是在合格投资者之间开展置换，上海证券交易所债券置换业务首单试点项目的17瓦房02则为非公开发行的公司债，因而均未涉及置换债券公开发行问题。但是，公开发行债券在进行债券置换时的相关程序，仍是一个值得探讨的问题。

在美国，破产程序中的债券置换以及破产前进行的庭外重组谈判中的债券置换均有获得注册豁免的可能。其中具体包括美国《破产法》第1145条破产程序中债券置换注册豁免的规定以及破产程序外三种豁免注册的情况。

一方面，美国《破产法》第1145条明确规定了“证券法律的豁免”，^③债务人如果在重整计划中发行新的债券以交换其旧债券，可以免于遵守《证券法》的注册登记要求。^④第1145(a)条规定除该条附条(b)规定的承销商外，豁免下述情形下在美国《1933年证券法》以及州法或者是地方法律关于注册的规定。其中，第1145(a)(1)条规定了两种情形下根据重整计划下提供或出售证券的注册豁免，具体包括第

① Christopher Mallon, Shai Y Waisman, Ray C Schrock. The law and practice of restructuring in the UK and US, P.C. 2nd edition [M]. New York: Oxford University Press, 2017: 75.

② Christopher Mallon, Shai Y Waisman, Ray C Schrock. The law and practice of restructuring in the UK and US, P.C. 2nd edition [M]. New York: Oxford University Press, 2017: 84.

③ 李曙光, 申林平. 美国破产法典（中英文对照本）[M]. 北京: 法律出版社, 2021: 529-531.

④ Christopher Mallon, Shai Y Waisman, Ray C Schrock. The law and practice of restructuring in the UK and US, P.C. 2nd edition [M]. New York: Oxford University Press, 2017: 69-70.



1145(a)(1)(A)条规定债务人或者该关联方享有的债券、权益或者管理费用来交换的债权发行的证券可以豁免。以及第1145(a)(1)(B)条在第1145(a)(1)(A)条的基础上规定，在前述交换的过程中如果为部分现金清偿、部分已享有的债券、权益或者管理费用来交换债权，那么这部分的证券也可以获得豁免注册。第1145(c)条进一步明确第1145(a)(1)条规定下的情形可以豁免注册，并视为公开发售。除美国《破产法》第1145(a)(1)条的规定外，第1145(a)(2)条也规定了证券获得豁免注册的情形。第1145(a)(2)条规定如果债权人或者该关联方通过第1145(a)(1)条的方式来解决破产程序中的债权、请求权等，即重整计划中为了清偿债务以及满足重整计划里的请求权而发行的认股权证、期权、认购权或可转换的特权等都可以豁免注册。

而美国《破产法》第1145(b)(1)条规定了注册豁免的例外。即该债务人或该关联方若被定义为承销商，则归属到证券法监管的范围内，该证券构成公开发行，不能豁免注册。第1145(b)(1)条具体列举了被认定为承销商的四种情形。其一，第1145(b)(1)(A)规定，若该债务人或该关联方购买该破产企业的债权、请求权、股票或者管理费用的请求权，其目的就在于加入该重整计划后取得新的股份并卖出，那么该主体就被视为承销商，其卖出的证券需要进行注册。其二，第1145(b)(1)(B)规定，若

该证券持有人根据重整计划分得股票，但最终在市场中售卖，那么该主体也构成承销商。其三，第1145(b)(1)(C)规定，若该主体在市场中要求购买证券，最终目的为进入到重整计划中获得其新证券并分配给他人，那么该类主体也构成承销商，其证券无法豁免注册。其四，第1145(b)(1)(D)规定，美国证券法中规定的发行人也构成承销商。第1145(b)(1)条为第1145(a)(1)以及第1145(a)(2)条规定的注册豁免的例外情形，若构成该第1145(b)(1)所规定的承销商，那么即无法获得豁免注册。同样地，美国《破产法》第1145(b)(2)条也规定了不属于承销商的情形，即此类主体发行的证券仍可以获得注册豁免。该条规定若该主体将其拥有的权益进行合并则不能被认定为承销商，例如一个债权人购买另一债权人的债权并进行合并，其购买目的在于持有该证券而非购买新的证券并售出，在该情形下，该债权人不构成第1145(b)(1)条所述的承销商。此外，美国《破产法》第1145(d)条规定根据重整计划发行的1年内的短期票据豁免适用《1939年信托契约法》的规定。

另一方面，美国在破产程序外也存在三种可以获得注册豁免的情况，包括美国《证券法》3(a)(9)、《证券法》4(a)(2)，以及《证券法》“S条例”规定的三种注册豁免。其一为美国《证券法》第3(a)(9)条，该条规定豁免“发行人仅与其现有证



券持有人进行交易的任何证券，就该交易之招揽不直接或间接支付或提供任何佣金或其他酬金，但《美国法典》第11编项下个案中的证券除外。”^①其要求为同一发行人针对现有证券持有人以置换的形式进行债券置换，且不得为劝诱支付报酬或者佣金。其二为美国《证券法》第4(a)(2)条的规定，该条可以称为私募债券置换要约，其适用于非公开发行债券的置换要约，债券发行人不得使用任何形式公开宣传其要约。因而，私募债券置换要约往往面向合格机构买方或是合格投资者。发行人在向债券持有人发出要约前，会先确认债券持有人是否为合格投资者，从而避免造成公开劝诱投资者的情形。^②其三为“S条例”规定，S条例为美国境外的债券提供了一个免于注册的安全港，只要满足相应的条件就可以获得豁免。^③在债券重组时，发行人往往综合考虑如何利用这些法律规定的豁免因素。债券发行人常常通过破产程序中的直接豁免方式以及破产程序外的三种豁免方式来取得发行注册债券的豁免，以达到更高效处理其违约债券的目的。

为提高债券违约处置的效率，我国也应考虑债券置换时新证券的公开发行豁免问题。新债券的发行目的是通过债务重组改变发行人的财务状况，其债券置换只针对债券持有人作出，豁免公开发行程序并不会损害市场投资者权益。

市场信息披露问题

在预重整中实施债券风险处置措施的情况下，另外一个值得讨论的问题是证券市场上的信息披露问题。在进入破产程序前，如果发行人就债券回购、债券置换或者对修改债券条款与部分债券持有人进行债务重组谈判，那么此时发行人应否就此事对市场作出信息披露？

讨论这一问题的出发点同样在于对发行人企业拯救利益的保护。发行人在进入破产程序前进行的相关谈判，如果能够在信息披露规则中作出特殊对待，将有利于发行人债务重组或重整的成功。其理由在于：一方面，私下进行的庭外谈判有可能更高效地达成协议，有利于节约成本，债券发行人的商誉可以得到更好的保护。在不进入破产程序的情况下，当事人之间可

① 路易斯·罗思, 乔尔·塞里格曼. 美国证券监管法基础[M]. 张路, 译. 北京: 法律出版社, 2008: 275-278. 其中“《美国法典》第11编”为美国破产法。

② Christopher Mallon, Shai Y Waisman, Ray C Schrock. The law and practice of restructuring in the UK and US, P.C. 2nd edition[M]. New York: Oxford University Press, 2017: 55-56.

③ Christopher Mallon, Shai Y Waisman, Ray C Schrock. The law and practice of restructuring in the UK and US, P.C. 2nd edition[M]. New York: Oxford University Press, 2017: 58.



以根据债券发行人的实际情况达成协议，可以不考虑破产法规则的限制。^①另一方面，债券发行人启动庭外重组的信息对市场披露，会使投资者迅速丧失对发行人证券的信心，从而致使发行人失去重组成功的可能，不可避免地进入破产程序。而这一后果将从根本上损害债务人、债权人与投资者权益。

有鉴于此，欧盟与美国均在其市场信息披露规则中设计了庭外重组信息的延迟披露。在《欧盟市场滥用条例》（EU Market Abuse Regulation, EU MAR）中，序言部分第50项中将法庭外债务重组作为可以延迟披露的情形作出了特别说明。其认为：正在进行的谈判或相关事宜的结果或正常进程可能会受到公开披露的影响。特别是，如果发行人的财务生存能力面临严重和迫在眉睫的危险，即使并不在其准据适用的破产法范围内，但由于公开披露信息将严重损害现有和潜在股东的利益，并破坏旨在确保发行人长期财务复苏的具体谈判的达成，信息的公开披露可以延迟。《欧盟市场滥用条例》第17(4)条规定发行人在同时满足以下三个条件时，可延

迟向公众披露内部信息：一是立即披露可能会损害发行人或其他发行许可市场参与者的合法权益；二是延迟披露不可能误导公众，这一般是指发行人较差的财务状况已被市场所知悉；三是发行人或排放配额市场参与者能够确保该信息的保密性。欧洲证券市场管理局在其指引中明确，如果发行人的财务生存能力处于严重和紧迫的危险之中，尽管尚未被纳入破产法规范的范围内，但立即公开披露内幕信息将严重损害现有和潜在股东的利益，危及旨在确保发行人财务复苏的谈判的结束。此时可以构成前述“合法权益”。^②美国则通过司法判例明确了这一规则。在贝利思诉施瓦兹（Beleson v Schwartz）^③一案中，法院认为债务人在申请破产重整前谈判并达成资产收购协议的行为未违反信息披露义务。法院的判断基于两个因素作出：一是法院法官认为，要求公司对其破产计划作出披露的要求将可能提前阻断公司可以保留其经营可能性和避免破产的其他尝试的可能。二是未披露信息不会对社会公众造成误导。法院认为该债务人公司糟糕的财务状况早已经

① Garrido J M. Out-of-court debt restructuring (English)[R/OL]. The World Bank, 2012. <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/2230/662320PUB0EPI00turing09780821389836.pdf?sequence=1>.

② European Securities and Markets Authority. Guidelines on the Market Abuse Regulation - market soundings and delay of disclosure of inside information[EB/OL]. [2022-01-05]. https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar_guidelines.pdf.

③ 599F.supp.2d 519(S.D.N.Y.2009).



通过其信息披露为公众所知晓。^①

我国应当考虑在市场披露规则中设计庭外重组信息的延迟披露规则。在立即披露相关重组信息可能对债务重组造成不利影响的情况下，可以延迟披露相关信息。同时，发行人对其债务重组谈判的延迟披露不应给市场造成误导，即在债务重组进行的当时，对发行人财务状况的市场预期与发行人的真实状况不存在较大差别。在符合这一标准的情况下，发行人就债券回购、债券置换或者对修改债券条款与债券持有人谈判的相关信息可以延迟披露。同时，相关债务重组信息应严格保密。

破产法对破产程序前处置措施的评价问题

在采取债券违约处置措施后，如果债券发行人旋即进入破产重整，则需要考虑破产法对破产程序前债券违约处置措施的评价问题。此时，破产法律规则对破产前采取的处置措施会产生影响。这种评价一般表现为以下方面。

首先，破产前的债券风险处置措施是否造成了对部分债券持有者的偏惠性清偿。破产法的目标之一是公平保护债权人权益，在破产程序中确保同等地位的债权人受到公平对待是破产法的基本原则。为

此，破产法规定在破产程序开始前一定期间内，债务人所作出的优待部分债权人的偏惠性清偿可予以撤销。那么，在破产程序开始前所进行的债券风险处置措施，如对债券的现金回购或者债券置换，就存在一定的构成偏惠性清偿的风险。例如，在破产程序开始前的6个月内以要约方式进行的债券置换，60%的债券持有人接受了要约，另外40%债券持有人按照原债券条款支付本息。在进入破产程序后，如果破产重整计划无法对其他各笔债券的持有人提供同样的支付条件，则此前进行的债券置换就存在被撤销的风险。当前的市场规则考虑到了这种公平性的要求，例如在《中国银行间市场交易商协会关于试行非金融企业债务融资工具现金要约收购业务的通知》（中市协发〔2020〕139号）中对现金要约收购作出要求：“收购净价低于每百元面值标的债券剩余本金的，发行人应同步收购到期日早于标的债券的其他各期存续债务融资工具，且收购条件不劣于标的债券，发行人与相关存续债务融资工具持有人另有约定的除外。”这种规定考虑到了在现金要约收购前的各期债券的公正性问题，但对于到期日在之后的各期债券的保障则未涉及。

其次，破产程序开始前的投票征集

^① Richard J Corbi.Nondisclosure of Planned Corporate Bankruptcy Does Not Violate Federal Securities Law[J]. American Bankruptcy Institute journal,2009:32.



以及对债券持有人披露的相关信息需要符合破产法要求。在投票征集方面，例如在英国的债券置换或者现金收购时，往往为了增加其报价或条件对债券持有人的吸引力，发起人往往会设置“早鸟费”的条款，在发起人设定的时限前同意报价或者置换条件的债券持有人或得到更为优厚的条件。^①那么，此时达成的协议是否符合破产法中对于同类债权人公平对待的条款就成为一个问题。关于对债券持有人披露的信息是否充分也会成为影响破产程序开始前对重整计划投票征集的一个因素。美国破产法第1126(b)(2)条要求，在没有必须适用的其他法律的情况下，对债权人的信息披露应当满足1125(a)(1)条规定的“充分信息”的程度。一般情况下，为使得对债券持有人披露的信息符合法律规定，发行人一般会使其对债券持有人作出的信息披露同时符合证券法与破产法的要求。

最后，在债券发行人采用预重整方式的情况下，破产程序前制定并表决的重整计划面临破产法的评价。这种情况主要发生在部分表决组没有通过重整计划的“强裁”情况下。事实上，在重整计划中规定债券置换或者现金收购的情况下，其表决相较于完全的庭外重组而言更容易达成。在庭外程序中，债券持有人往往要达

到极高的比例（如90%），才能对债券条款作出修改。但在重整程序同一类别表决组中，仅需要达到债权人超过表决人数的过半数和同意债权人所持债权额超过该组别表决债权的三分之二，即可认为该表决组通过了重整计划。然而，即使此种情况下，也不能保证不出现某一组别不通过重整计划的情况，此时的重整计划如果要通过“强裁”的方式通过，则会面临法院对重整计划“公平公正”的审查。

结论

包括债券回购、债券置换在内的债券违约处置措施往往会作为预重整措施，在债券发行人破产前夕实施，并进而被纳入其后的重整程序。因此对债券违约处置措施相关规则的讨论，需要在债券发行人破产背景下进行。能够有效使债券发行人摆脱债务困境的债券违约处置措施，应考虑以下方面的规则设计。建立债券回购、债券置换的要约豁免规则，以及用于债券置换的新债券的发行注册豁免的规则设计。在市场信息披露规则设计方面，需要为促进发行人债务重组设计延迟披露制度。在债券违约处置措施实施时，也需要考虑破产法规则对债券违约处置措施的影响。[\[N\]](#)

学术编辑：卢超群

^① Christopher Mallon, Shai Y Waisman, Ray C Schrock. The law and practice of restructuring in the UK and US, P.C. 2nd edition[M]. New York: Oxford University Press, 2017: 81.