



法律视角下的债券违约风险化解

Thoughts and Suggestions on Defusing Default Risks of the Bond Market

马志成

近年来，我国债券市场快速发展，市场规模迅速壮大，制度建设日臻完善，在服务实体经济、支持供给侧结构性改革方面发挥着巨大作用。2015年以来，我国经济由高速增长阶段转变为高质量发展阶段，一些前期积累的风险逐渐暴露，导致债券违约事件频发。在新的市场形势下，监管机构、自律性组织、债券发行人、中介机构等各债券市场参与主体面临新的挑战。随着债券市场违约事件的增加，承销商、受托管理人及其他中介机构是否尽职尽责成为市场以及争议解决案件中裁判机关关注的焦点。已有多家商业银行、证券公司、律师事务所、会计师事务所因被认定在债券发行中存在过错而承担赔偿责任，对中介机构参与债券发行提出了更高要求。那么如何在新形势下促进债券市场的健康发展，减少债券

违约发生的概率，同时降低给债券中介服务机构带来的风险，笔者基于多年处理债券违约案件的体会，提出如下思考与建议。

债券发行阶段，保障债券准入市场的质量

提高发行人信息披露的质量。通过募集文件，进一步明确并细化基于董监高各自身份角色的信息披露义务或承诺义务，为司法裁判的精准化责任分配提供依据，将司法裁判的法律效果更好地传导到这些“关键少数人”身上。

保障主承销商与中介服务机构特殊注意义务与普通注意义务落到实处。以案释法，帮助债券市场参与主体正确理解近期司法案例的底层逻辑与事实依据，通过案例向市场传递正确信息，促进债券中介

马志成，金诚同达律师事务所高级合伙人。



服务机构的注意义务真正落到实处，避免误解误读。此外，在压实中介机构责任的同时，也注意保障债券中介服务机构的权益，就债券中介服务机构的责任性质和责任分配比例问题，需要司法裁判机关在 market 发展和司法实践中进一步平衡，形成统一的裁判尺度。

调整相关债券评级技术指标，修正相关偿债能力的判断逻辑。当前，我国评级机构评级信息主要来源于债券发行人的提供与其他中介机构的专业意见。对构成发行人偿债能力重要支撑的重大资产如房地产、存货、无形资产、应收账款等信息，则侧重于静态的法律判断，缺乏在我国市场条件下变现能力的研究。在司法实践中，出现大量虽然合法，但却因非商业因素而无法变现的情况。对这些资产的变现能力应该下沉维度，评估其在特定市场条件下的流动性与变现能力，进而调整相关的评级技术指标，使特定资产对债券发行人的信用支持能力与其真实的变现能力匹配。

债券存续期间，债券质量的稳定性跟踪

债券存续期间，针对不同债券发行人，通过定制化信息披露，提升债券信息披露的质量。《证券法》第七十九条、第八十一条规定了债券发行人的定期报告与临时报告等信息披露义务。这些规定是对债券发行人信息披露义务的最低要求。有

些指标过于重大，出现这些情形可能直接诱发违约；有些指标对发行人风险识别的参考度较低（比如重大诉讼等）。因此，针对不同债券发行人，就影响其信用能力的变量，可以在募集文件中提出定制化要求，由发行人定期披露在债券发行时已经被关注的重要信息，通过信息的跟踪与变化，动态判断其经营活动或偿债能力的稳定性。

改进受托管理人制度，加强受托管理人与信披义务人的信息对接与责任分配。受托管理人制度的建设有助于风险预警，有助于债券违约风险的化解。当前的受托人管理制度尚需要解决利益冲突问题、激励机制问题、风险预警的能力路径等问题。

建立债券违约的初始风险预警制度

化解债券违约风险，除严把债券市场准入关以外，另一方面就是债券存续期间的初始风险预警。初始风险预警有助于提高发行人、相关信息披露义务主体及其他债券市场参与人的重视程度，降低发行人逃废债或者转移资产的可能性。同时，初始风险预警的意义还在于，在债券实际发生违约阶段，很难采取有效手段来化解风险。一般来说，债券违约后，所涉及的权利主体有本期债券持有人、他期债券持有人、发行人其他融资活动的债权人、重大投资活动的债权人、为第三方债务提供担保的担保权人。当我们对当期的债券进行展期、重组或置换时，任何



一方债权人对发行人采取司法救济措施，就等于启动了分割存量蛋糕的程序。按照诉讼程序中先保全先受偿的规定，任何一方起诉都会影响当期债券持有人的利益，此时再统一债券持有人的意志，试图对当期债券进行重组或采取其他化解方式就较为困难。这也导致了当前债券违约纠纷的现状：一旦债券违约，大多数债券都走向了破产重整或破产清算。

通过提高债券存续期间信息披露质量，提高债券跟踪评级时效性，可以提升债券初始风险的识别率，从市场、政策、行业、公司治理、持续经营等维度建立债券初始风险预警制度。同时，结合我国司法制度与实践，将债券违约风险化解的时间前移至初始风险预警阶段。在从技术上可以增加增信措施，降低债券评级下调风险与违约风险；从财务上可以提高发行人流动性管理空间，通过开源节流、降低风险投资、充分运用风险缓释工具等增加化解违约风险的可能性。

提升债券违约司法救济效率的建议

2020年7月15日，最高人民法院经商发展改革委、人民银行、证监会等相关部门同意，发布了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（简称《会议纪要》）。《会议纪要》规定了债券违约纠纷由发行人所在地法院集中管辖（债券

募集文件与受托管理协议另有约定的除外）；同时还规定了要进一步加强与债券监管部门的沟通联系和信息共享，建立、健全有机衔接、协调联动、建立高效便民的债券纠纷多元化解机制。

根据《会议纪要》的前述规定，笔者认为，债券违约纠纷作为标准化债权纠纷，在诉讼或仲裁中可以简化程序，避免发行人利用一般民事诉讼程序故意拖延时间，阻碍债券持有人依法维护自身权益。同时，我国各地司法能力的不均衡将对债券违约司法救济带来不确定性、不平衡性，而司法救济往往是债券持有人维护自身权益的最后保障。因此，债券违约纠纷的司法管辖将对债券持有人的权益产生重大影响，一旦司法不能给予有效救济，将对债券市场带来重大负面影响。基于前述原因，笔者建议在债券募集的标准交易文件中，增加重点提示债券交易方有关争议解决方式的条款，同时允许交易各方在法律许可的条件范围内，对简化债券违约纠纷的诉讼或仲裁程序提前进行约定，以提高债券违约的司法救济效率。

以上是笔者近几年以来，从事债券违约案件法律服务工作所引发的一些思考和建议。上述建议涉及多个债券市场参与主体，需要相关机构共同参与完成，以在新形势下，进一步完善我国债券市场相关制度与规则的建设。**N**

学术编辑：陈俊君