

庭外债务重组协议的证券法规制

——以债委会机制下上市公司义务冲突为中心

李喜洋

摘要 2016年以来债权人委员会（债委会）主导的庭外重组在化解大型困境企业债务风险方面发挥重要作用。当债务人涉及上市公司，重组方案深刻改变着上市公司的资产结构与控制权归属，但现行证券法规在设计时未充分回应庭外重组所特有的保密性、高效性与灵活性要求，导致相关规则的适用面临张力与不确定性。本文以渤海钢铁、海航集团、华信国际三个典型案例为实证基础，从信息披露、债权人权利限制和要约收购三个维度检视庭外重组协议对证券法秩序的冲击，并引入英美庭外重组制度（英国 London Approach 与 CVA 制度、美国预重整制度）以及 INSOL 原则的比较法经验，提出“有限介入”的规制立场——在保持庭外重组灵活性与效率优势的前提下，通过建立信息披露专项规制、完善要约收购豁免制度、构建监管协调机制及强化中小投资者程序性保护，实现市场化债务重组与资本市场公共秩序之间的兼容。

关键词 庭外债务重组 债权人委员会 证券法 信息披露 要约收购豁免 债券持有人保护 监管协调

一、庭外重组对证券法规则适配性的挑战

2016年以来，原银监会在全国范围内推广“债权人委员会”（以下简称债委会）机制，要求商业银行以“集体协商、联合施策”的方式化解大型困境企业风险；2020年12月，联合相关部门构建了更高层级的监管协调机制。该机制在实践中运用广泛，海航集团、华信国际、渤海钢铁等大型企业集团债务危机处置初期均采用了债委会主导的庭外重组模式。作为一种行政引导下的集体协商机制，债委会在维护金融稳定、防范系统性风险方面发

挥了不可替代的作用。然而，当债务人为上市公司或其控股股东时，债委会主导的重组方案往往在事实上深刻改变上市公司的资产结构、股权安排乃至控制权归属，而这些变动恰属证券法上最为敏感的规制对象。由此引发的核心问题是：庭外重组协议对上市公司的证券法义务产生何种影响？债委会要求的“不抽贷、不断贷、不起诉”是否实质上限制了债券投资者的法定权利？重组中涉及的资产处置和股权变动，是否触发要约收购或信息披露义务？

这些问题并非纯粹的理论推演。海航集团庭外重组期间子公司因未披露关联交

李喜洋，中央财经大学法学院硕士研究生。



易被证监会处罚，华信国际在债委会协调中信息披露迟滞遭交易所纪律处分，渤海钢铁庭外重组致多家上市债权人风险敞口剧变等案例^①，充分暴露了庭外重组保密、高效、灵活的运行逻辑与证券法对上市公司施加的透明度要求之间的深层制度张力。而现行法律体系对此缺乏有效回应。一方面，《证券法》《上市公司收购管理办法》《上市公司信息披露管理办法》等规则在设计时未将庭外重组作为典型场景予以考虑；另一方面，债委会机制的规范基础主要是银行监管领域的政策性文件，未充分顾及证券市场的特殊需求。两套规范体系的衔接缺位，使证券法规范在庭外重组场景中呈现明显的不适用性。需澄清的是，这不意味着证券法对上市公司不予约束——其强制性规范当然适用，除非特别法排除——而是因其按常态化交易场景设计，未能回应庭外重组特有的保密、高效与灵活的要求，亟须做出针对性调整。

现有研究对此尚未充分关注。国内关于债务重组与证券法交叉问题的研究集中于破产重整领域（韩长印，2017；王欣新，2018；曹文兵，2018），但破产重整系法院主导的正式程序，与庭外重组在制度逻辑

上存在根本差异，后者缺乏司法强制性和破产法特殊保障（如自动停止效力），其规范基础在于当事人合意及行政协调引导。相关结论难以简单移植。近年来，关于庭外重组的研究（李曙光，2024；徐阳光和韩玥，2019）则多聚焦于私法效力、合同法基础及与破产程序的衔接，鲜有从证券监管角度系统审视其对上市公司义务的影响。可以说，“庭外重组”与“证券法”的交叉地带存在显著的研究空白。

本文试图填补这一空白，将庭外重组纳入证券法分析框架，系统考察债委会机制下上市公司的证券法义务冲突与化解路径。全文围绕三条主线展开：一是庭外重组协议的签订与执行是否触发信息披露义务，债委会的保密安排与上市公司法定披露义务如何协调；二是债转股、资产处置和股权变动是否触发要约收购义务，债权人是否因债委会协调构成一致行动人；三是“不抽贷、不断贷、不起诉”等债权冻结条款是否对债券持有人法定权利构成不当限制。

研究方法上，本文以规范分析为基本方法，以渤海钢铁、海航集团、华信国际为实证材料，并引入比较法视角，参

① 海航集团案例：2020年2月海南省人民政府牵头成立联合工作组，全面协助海航集团风险处置，庭外重组阶段海航旗下多家上市公司的股权结构和资产布局已发生根本性变化；尽管海航集团最终于2021年2月经海南省高级人民法院裁定进入破产重整程序，但正是在此前的庭外重组过程中，上市子公司面临的证券法义务冲突已充分暴露——证监会《行政处罚决定书》（[2022] 46号）认定，海航控股在2018年至2020年间存在未按规定披露非经营性关联交易和关联担保等多项信息披露违法违规行为。华信国际（002018）案例：在债委会协调期间，公司实际控制人变更、核心资产被大规模处置，但信息的披露时点和内容的充分性均受到市场质疑，深圳证券交易所于2019年做出《关于对安徽华信国际控股股份有限公司及相关当事人给予纪律处分的决定》。渤海钢铁集团案例：2016年启动债委会协调机制，涉及105家金融机构，债务规模逾1 920亿元。渤海钢铁虽非上市公司，但其庭外重组的影响通过业务链条和债权关系向上市公司“穿透”。截至2018年8月24日，冀中能源（000937）及下属公司对渤钢系企业的应收账款账面价值合计11.36亿元，已计提坏账损失2.43亿元；津滨发展（000897）对渤钢子公司亦存在逾6 000万元应收账款。然而，现行信息披露规则对这种因困境企业庭外重组而引发的上市债权人风险敞口变化，几乎没有针对性安排。

考英国的两类制度——英格兰银行主导建立的 London Approach（非正式庭外重组的经典范本）和公司自愿安排（Company Voluntary Arrangement, CVA），考察了美国预重整机制（Prepackaged Bankruptcy）和 SEC 的信息披露监管，同时参考国际破产执业者组织（INSOL International）^① 于 2000 年制定、2017 年修订的《多债权人庭外债务重组原则》（*Statement of Principles for a Global Approach to Multi-Creditor Workouts II*）。比较法采取 Ralf（2006）的功能主义进路，关注相关制度回应了何种问题、提供何种解决方案，以此反观中国法上的制度缺漏与完善方向。

二、债委会机制的运行逻辑与证券法关联性分析

（一）债委会机制的制度渊源与规范基础

债委会机制的制度化始于 2016 年。彼时，国内正处于“三去一降一补”的供给侧结构性改革进程中，大量传统行业企业面临债务集中到期、流动性急剧收紧的困境。原银监会先后发布《关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》（银监办便函〔2016〕1196 号）和《关于进一步做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》（银监办便函〔2017〕802 号），初步确立由最大债权银行牵头组建债委会、成员“统一行动”的运作模式；2020 年联合发展改革委、人民银行和证监会发布《金融机构债权人委员会工作规程》（银保监发〔2020〕57 号），进一步完善议

事规则与约束机制。这一政策路径表明，债委会从一开始就带有明显的行政推动色彩，而非纯粹市场化协商机制。

从规范属性看，债委会并非《公司法》或《企业破产法》规定的法定组织，其规范依据属于银行监管机构发布的规范性文件，在法律渊源中位次较低。这一制度定位产生了一个重要后果：债委会决议对成员的约束力并非源于法律强制规定，而来自成员间的协议安排及监管机构的行政影响力。换言之，债委会机制具有典型的“软法”特征——它不具有法律强制执行效力，但通过监管评级压力、同业协调等机制，对参与主体行为产生实质性规范效果（罗豪才和宋功德，2009）。这种“软约束”特质，对于理解其与证券法“硬约束”之间的张力至关重要。

（二）庭外重组协议的典型条款与法律效果

债委会主导下的庭外重组协议虽因个案而异，但存在可辨识的共性结构，最具代表性的是三类条款。第一类是债权冻结条款，即“不抽贷、不断贷、不起诉”的“三不”原则——债委会成员承诺在重组期间不提前收回贷款、不中断续贷、不单独对债务人提起诉讼或仲裁，旨在为重组方案制定和执行创造必要的时间窗口，避免个别债权人单独行动引发连锁反应。第二类是资产处置与业务调整条款，包括非核心资产剥离出售、业务板块合并重组、关联交易清理等。第三类是股权变动条款，包括债转股安排、引入战略投资者、控股股

^① INSOL International 是一家全球性的破产与重整专业协会，由各国会计师和律师的全国性协会组成，联合了超过 12 500 名专业人士（分属 44 个成员协会，遍布 100 多个国家），旨在通过专业知识共享推动国际破产与重整政策及实践的发展。



东变更等。^①

在私法层面，这些条款的效力基础是合同法——各方通过签署协议就债权行使方式、资产处置路径、股权变动等达成一致。但问题在于，庭外重组协议的效果并不仅限于缔约方之间。当债务人为上市公司时，协议的执行必然对全体股东、债券持有人乃至二级市场投资者产生外溢效应，这正是证券法介入规制的理由所在。

（三）上市公司作为债务人时的双重义务困境

理解庭外重组与证券法之间张力的关键，在于识别上市公司面临的双重身份困境。作为重组协议的当事人，上市公司须遵守债委会的协调安排，包括保密义务和资产处置方案执行义务等；作为公众公司，又须履行《证券法》规定的信息披露义务、公平对待全体股东的义务及要约收购规则约束的义务。两套义务体系在多个层面发生正面冲突。

一是信息披露义务与保密安排的冲突。庭外重组的核心优势在于避开司法程序的公开性，保密是实现这一优势的前提。债委会的运作通常附带保密义务或“静默期”要求，但《证券法》第八十条第一款要求上市公司对可能影响股票交易价格的重大事件及时披露，第二款第（二）（三）（八）项所列事项即属重大事件。庭外重组协议的签订、重大资产处置、控制权变更等事项，均可能落入《上市公司信息披露管理办法》第二十三条规定的重大事件范

围，尽管该条并未将“庭外重组协议签订”作为独立披露事项明确列出。如何在重组保密性与市场透明度之间求得平衡，构成第一重冲突。

二是股权变动与要约收购规则的碰撞。债转股、引入战略投资者或控股股东变更，均可能触发《上市公司收购管理办法》第十三条、第十四条规定的权益变动披露义务，或者第二十四条等规定的要约收购义务。更复杂的是，债委会协调机制本身可能引发一致行动人认定问题。根据该办法第八十三条，“通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实”构成一致行动。债委会成员在债转股后共同持有上市公司股份，且其股权取得、持有和处置均受债委会决议协调，这一事实状态与一致行动人的法定构成要件之间存在明显的张力。

三是内幕信息管理与债券持有人保护的双重缺口。债委会参与主体在重组过程中掌握大量未公开的重大信息，包括重组方案细节、资产估值结果、股权变动时间表等，在公开披露前均属于《证券法》第五十二条规定的内幕信息。现行《证券法》对内幕信息知情人的界定并不限于上市公司内部人员，但对于债委会成员机构中具体知情人员的登记、信息隔离和交易限制，现有规则仍缺乏针对性的操作指引。^②与此同时，当债务人存在公开发行的公司债券时，“三不”条款直接约束加入债委会并作

① 例如，海航集团重组中，机场板块引入海南省发展控股有限公司、航空主业板块引入辽宁方大集团作为战略投资者。

② 例如，债委会成员银行可能同时持有旗下上市公司股票或为客户提供交易服务，多重角色叠加使得内幕交易风险尤为突出。

出承诺的成员债权人，对未参加债委会的债券持有人并不当然产生直接约束，但债转股、资产处置等重组安排可能改变公司的债务结构和偿债能力基础，实质影响债券持有人的受偿利益。然而，现行债券持有人会议制度主要规制发行人与债券持有人之间的关系，并未将债委会与债券持有人之间的利益协调纳入规制视野。与破产重整中债权人依据《企业破产法》享有明确的投票表决权和司法程序保障不同，庭外重组中的债券持有人往往被排斥在决策过程之外，其权利保护呈现显著的结构性缺失。

上述结构性缺失并非偶然，而是债委会机制运作逻辑的必然结果。债券持有人虽与债委会成员银行同为公司的金融债权人，却在债委会运作中被系统性地排除在协商框架之外，原因可从三个层面理解。**规范层面**，《金融机构债权人委员会工作规程》虽在形式上将作为债券受托管理人的金融机构列入债委会成员范围，但对于受托管理人的代表性认定、表决权配置及债券持有人会议的衔接机制等均缺乏明确规则，致使受托管理人即便形式上加入债委会，其代表债券持有人发挥实质作用的制度路径仍不清晰——这与《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第十七条在破产程序中明确将受托管理人作为债权人代表人选的规则形成鲜明对比。**机制层面**，债委会运作高度依赖高频协商与长期合作关系，而公开市场债券持有人具有分散持有、流动性强、缺乏统一代表的特点，难以契合债委会“集体协商、统一行动”的运作需求。**激励层面**，债委会核心成员（银行）通常持有担保债权，其偏好的重组方案（如展期、续贷、债转股）未必与无担

保债券持有人的利益完全一致；将债券持有人纳入协商框架可能延缓决策、增加分歧，债委会在激励上倾向于排除此类“异质性”参与者。三重障碍叠加，使债券持有人在庭外重组中处于一种结构性尴尬：其利益受重组方案实质性影响，却既无表决渠道，亦无谈判席位。

三、庭外重组协议的证券法效力检视：三个维度

庭外重组协议对证券法秩序的影响是系统性的。本部分从“信息披露-投资者权利保护-收购规则”三个维度展开检视。

（一）信息披露与保密义务的适配难题

庭外重组协议是否构成上市公司应当披露的“重大事件”，是庭外重组与证券法交叉的首要问题。《证券法》第八十条以“对股票交易价格产生较大影响”为评判标准，《信息披露管理办法》第二十三条以列举方式明确了具体范围。庭外重组协议所涉资产处置、重大合同签订、控制权变更、重大债务重组等事项，均可落入上述条款的文义射程。换言之，庭外重组协议并非“新类型”的事件，而是将多种规定的重大事件类型“打包”在一起的复合安排。问题不在于重大性认定，而在于披露的时点和方式。

实务中核心问题是披露滞后。例如，华信国际自2018年下半年进入债委会协调下的重组状态，但直至2019年初才披露控制权变更、核心资产处置等关键事项，因此受到深交所的纪律处分。渤海钢铁则暴露了另一种困境，母公司层面的重组已通过业务链条和债权关系实质改变了冀中能源、津滨发展等上市公司的经营环境，但现行规则对此类“向下穿透”场景缺乏规



范指引。

披露滞后根源在于债委会保密要求与法定披露义务的正面冲突。债委会运作依赖信息保密，以维持市场稳定、避免恶性挤兑，因此保密是债委会协议中通常约定的合同义务。但《信息披露管理办法》第二十五条规定，上市公司应当在法定触发时点及时履行重大事件信息披露义务；在该时点之前，如重大事件难以保密、已经泄露或者市场出现传闻，或公司证券及其衍生品种出现异常交易，亦应及时披露相关事项的现状以及可能影响事件进展的风险因素。2025年施行的《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》已就涉及商业秘密的信息建立暂缓、豁免披露的一般规则，但尚未针对债委会庭外重组明确分阶段披露、暂缓期限及参与主体信息管理等场景化要求。上市公司面临两难：违反保密约定以履行法定披露义务，或遵守保密约定承担违规披露的法律风险。

这一困境同时波及内幕交易防控。债委会参与主体掌握的重组方案细节、资产评估结果、股权变动时间表等信息，在公开披露前属于《证券法》第五十二条规定的内幕信息，债委会成员则可能落入第五十一条规定的内幕信息知情人范围。债委会成员多为商业银行、资产管理公司等金融机构，其多重角色（知情者、自营持股者、交易服务提供者）使内幕交易风险突出。然而，现行内幕信息知情人登记管理制度主要针对公司内部人员及中介机构，对债委会成员这类“外部知情人”的身份认定和管理缺乏操作规范——知情人员范围如何界定、信息隔离墙是否充分、资管产品交易是否受限等问题，均无明确依据。

此外，2023年修订的《公司债券发行与交易管理办法》第五十四条对债券交易价格产生较大影响的重大事件规定了发行人临时报告和公告义务，其中第（八）项列明减资、合并、破产等事项。这意味着，上市公司同时作为债券发行人参与庭外重组时，不仅须依《证券法》第八十条对股票投资者履行披露义务，还须依该办法对债券投资者履行临时报告义务，构成双重披露约束。但现行规则仍未将“参与债委会主导的庭外重组”作为独立的债券临时披露事项，债券投资者在重组方案形成阶段获取关键信息的渠道仍依赖于发行人对重大事件的概括性披露，针对性不足。例如，2024年以来金科股份、世茂集团等部分大型房地产企业在境内开展债务展期协商，展期方案的核心条款（展期期限、利率调整、增信安排变更等）往往先在债委会内部协商成型，债券持有人在多数情况下仅能通过事后召开的债券持有人会议被动接受方案，无法在协商阶段获得充分的信息和参与机会。

（二）“三不”条款对投资人权利的限制及其正当性边界

“不抽贷、不断贷、不起诉”是债委会运作的基础性安排。私法层面，此安排可视为债权人基于合意对自身债权行使方式的自愿限制，以《民法典》第五百四十三条、第五百四十四条规定的合同变更为主要私法分析框架，《民法典》第五百三十三条情势变更原则可发挥解释性参照功能，为理解“三不”安排的正当性提供宏观法理支撑。但这一分析框架面临两个难点。一是意思表示的自愿性问题。债委会机制带有行政推动色彩，部分债权人的参与并非完全自愿，而是迫于监管压力，签署的“三

不承诺”是否满足合同法上意思表示自由的要件存在争议。例如，最高人民法院公布的招商银行济南分行与临清新银河实业有限公司金融借款合同纠纷案（《最高人民法院公报》2022年第5期）即反映了债委会成员一致行动承诺的实质约束效果及成员突破承诺的动因。二是对价充分性问题。债权人放弃即时求偿权，换取的重组后回收预期往往具有不确定性。

“三不”条款对债券持有人的影响尤为尖锐。当债务人发行了公司债券，“三不”条款虽然不直接限制债券持有人的求偿权利，但债委会的重组方案可能改变公司的偿债能力基础（例如，剥离优质资产、大幅调整主营业务），改变债务结构（例如，债转股稀释权益、新增担保安排），甚至改变公司的信用评级基础——这些变动均与债券持有人的切身利益相关，债券持有人既未被纳入债委会的协商框架，也未能通过债券持有人会议行使集体权利。

现行债券持有人会议制度对庭外重组场景存在覆盖缺口。《证券法》第九十二条要求发行人在募集说明书中约定债券持有人会议规则；《公司债券发行与交易管理办法》第六十三条将减资、合并等可能导致偿债能力发生重大不利变化的情形列为召集事由，并以“发生其他对债券持有人权益有重大影响的事项”为兜底；《深圳证券交易所公司债券上市规则》第4.3.2条则将“发行人提出债务重组方案”明确列为召集情形。上述规则为债券持有人通过会议表达集体意志提供制度入口，但仍不足：其一，规则针对性不足——债委会主导的方案并非由发行人自行提出，是否当然落入“发行人提出债务重组方案”或“发行人因进行重大债务重组”的文义射程，存

在解释空间；其二，规则仅要求召集会议，但对会议表决结果能否实质约束债委会方案、受托管理人能否据此参与债委会协商，均缺乏程序衔接规定。

对比破产重整，《企业破产法》赋予债权人对重整计划分组表决权，法院在批准重整计划时需要审查其对债权人利益的保护是否充分，形成双重保护。庭外重组中这两重保护均不存在。更值得关注的是，债委会成员（主要是银行）与债券持有人之间可能存在利益冲突——银行作为担保债权人，债权回收优先级更高，债委会方案有可能在事实上使无担保债券持有人承担了不成比例的损失，而现行制度对此缺乏有效的纠正机制。

（三）股权变动与要约收购义务的触发

庭外重组中的股权变动对要约收购规则的冲击，是第三个重要问题。根据《收购管理办法》第十三条、第十四条和第二十四条，投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到百分之五时，应根据权益取得方式履行相应的权益变动披露义务；通过证券交易所的证券交易持股达到百分之三十后拟继续增持的，原则上应依法采取要约方式。庭外重组中的债转股安排可能通过两种路径触发上述规则：债权人直接将上市公司的债权转为股权，或依据《国务院关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》（国发〔2016〕54号）的附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》通过设立债转股实施机构间接取得股权。

现行要约收购豁免制度虽未将“庭外重组中的债转股”列为独立豁免事由，但已存在若干可能适用的规范接口：《收购管理办法》第六十二条第（二）项涉及严重财务困难上市公司的挽救性重组；第



六十三条第（三）项涉及经非关联股东批准的特定对象认购新股；第六十三条第（六）项涉及证券公司、银行等因承销、贷款业务被动持股超过百分之三十的情形。具体能否豁免，仍须结合交易结构和法定条件判断；不属于列明情形时，才可能考虑第六十二条第（三）项或第六十三条第（十）项的兜底规定。例如，渤海钢铁重组中银行债权转为新平台股权，若该平台间接控制上市子公司，即须结合具体交易结构判断其是否符合上述法定豁免条件。

更为棘手的是一致行动人认定问题。《收购管理办法》第八十三条将一致行动定义为“通过协议、其他安排……共同扩大其能够支配的表决权”。债委会成员通过协议就股权取得、持有和处置等事项达成一致安排，形式上易被解释为构成一致行动，但其协调行动的目的在于化解债务风险，而非获取上市公司控制权。关于一致行动人的认定标准，学界存在不同理解（齐斌，2000），证监会在《〈上市公司收购管理办法〉修订说明》（2020年）中亦未完全澄清。如果在解释现行规定时，除行为事实外一并考虑协调目的，则为化解债务风险而协调行动、不以获取控制权为目的的场景，或可主张不构成一致行动。但债务风险化解与控制权取得在事实上往往难以截然分开——债转股后债委会成员已成为上市公司事实股东，对股权的处置安排必然影响公司治理。这一问题在现行规定框架内难以获得清晰答案。

与之相关的是控制权变动的披露与程序合规问题。庭外重组方案一旦导致上市公司实际控制人变更，即触发权益变动披露义务。与传统收购场景不同，在传统收购中，股权转让协议签署日或股份过户日

通常构成明确的触发时点；而庭外重组具有非公开性和渐进性——债转股分步实施、资产逐步剥离、董事会成员逐步替换，控制权转移呈“渐变式”，现行披露规则以“时点触发”模式，因而难以精准界定控制权的变更时点。

四、比较法视野：英美庭外重组的证券法规制经验

接下来，本文将通过比较法的视角，考察英国与美国制度如何在上述类似场景下处理庭外重组与证券监管的关系，为中国法的制度完善提供参照。

（一）London Approach 的运行机制与监管嵌入

London Approach 形成于 20 世纪 70 年代，由英格兰银行（Bank of England）主导推动，其核心理念是通过非正式的多边协商解决大型企业的财务困境，避免进入正式破产程序（John & Simon, 2001）。其运作包含暂停期（Standstill）安排、债权人间的信息共享，以及在此基础上寻求债权人一致同意（共识决）的协商机制，其中“须取得全体债权人一致同意”亦被指出是该机制的内在局限（Pen, 1993）。正因高度依赖共识决，London Approach 自身并未内置约束或保护少数债权人的机制：个别债权人固然可凭其“钉子户”地位阻却方案达成，制度层面却未为异议的少数债权人设定一条最低受偿保障线。这一局限，正是英国其后的 CVA 与 Scheme of Arrangement 等制度着力回应之处。

从制度逻辑上看，London Approach 与中国的债委会机制存在显著的相似性，两者都是由金融监管当局推动、以多债权人协商为核心、以暂停期安排为基础的庭外

重组机制。但关键的差异在于两点。一是英格兰银行在 London Approach 中扮演的角色是“诚实的居间人”，而非具有监管权力的行政机构；它不发布具有约束力的指令，而是通过声誉与影响力推动协商（John & Simon, 2001）。二是 London Approach 并非孤立运作的，它始终嵌入于英国的证券监管框架之中（Sarah, 2018），这点尤为重要。

这种“嵌入”体现在两个层面。一是市场滥用规制的全面覆盖。英国市场滥用条例（UK Market Abuse Regulation, UK MAR）^①对市场滥用行为的规制不区分行为主体是否为公司内部人，任何持有内幕信息的人均受规制。这意味着，参与庭外重组的债权人银行自动被纳入内幕交易监管的射程之内，无须另行设定专门规则。二是合法市场探测（Market Sounding）制度提供了“安全港”。根据 UK MAR 第 11 条，在筹划可能对证券价格产生重大影响的交易时，信息披露方可以在特定条件下向潜在参与者披露内幕信息，接收信息的一方则不得利用这些信息交易。这一制度为庭外重组中的信息流动提供了明确的法律边界：债委会成员可以合法地获取重组信息，但必须承担不得交易的义务。这种安排在效果上兼顾了重组效率与市场公平。

（二）CVA 制度与上市公司的特殊安排

CVA 是英国破产法体系中的一种“准庭外”程序，其制度定位介于纯粹的庭外协商与正式的破产重整之间（Jennifer, 2021）。CVA 方案由公司董事向债权人提

出，经债权额百分之七十五以上多数通过后，对全体无担保债权人产生约束力。^②CVA 与纯粹的 London Approach 相比，其制度优势在于可以约束少数不同意的债权人，弥补了纯庭外协商“一致同意”要求的局限性。

值得强调的是，CVA 以多数决约束异议少数债权人的同时，也为其保留了救济通道。依《1986 年破产法》第 6 条，对表决结果持异议的债权人可在法定期间内以“不公平损害其利益”（Unfair Prejudice）或“表决程序存在重大瑕疵”（Material Irregularity）为由请求法院审查，法院可据此撤销或修正 CVA 方案。多数决的效率与少数债权人的实体、程序保护由此得以并存。

与 CVA 相近的 Scheme of Arrangement（《2006 年公司法》第 895 条至第 901 条）更倚重司法把关：方案须按债权人所处类别分组表决，各组均以人数过半且债权额四分之三以上通过，并最终由法院裁定批准；法院不仅审查分组是否合理，还须判断方案对各类债权人是否公平，方予认可。2020 年新增的 Part 26A 重整计划（Restructuring Plan）在此基础上引入“跨组强制批准”（Cross-Class Cram-Down），允许在部分表决组反对时仍由法院批准方案，但同时设定保障——须确认异议表决组成员在方案下的境遇不劣于其在“相关替代方案”（方案未获批准时的可能结果）下的境遇。由此，英国以“多数决 + 司法公平性审查 + 异议救济”的组合，

① UK MAR 系英国脱欧后承继欧盟 Market Abuse Regulation 而形成的国内法。

② 详见 Insolvency Act 1986, Part I, ss 1-7B.



为少数债权人提供了层层递进的约束与保护。

当 CVA 涉及上市公司时，英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority, FCA）的英国上市规则（UK Listing Rules）、披露指引和透明度规则（Disclosure Guidance and Transparency Rules, DTR）以及 UK MAR 均同时适用。上市公司内幕信息披露与延迟披露的核心义务主要由 UK MAR 第 17 条规定，FCA 手册 DTR 2 仍保留配套规则与指引。该条第（1）款要求上市公司尽快披露内幕信息，第（4）款则允许在同时满足以下条件时延迟披露：立即披露可能损害发行人的合法利益、延迟披露不会误导公众且能够确保信息保密。这一制度设计的优点在于：它既承认庭外重组方案在制订过程中有保密的合理需要，又为这种保密设定了明确的边界条件。与之相比，中国现行制度已通过《上市公司信息披露暂缓与豁免管理规定》明确商业秘密信息暂缓、豁免披露的基本条件、内部审核、登记报送及恢复披露义务，但仍缺乏针对债委会庭外重组的场景化规则。

（三）美国预重整制度与 SEC 的信息披露监管

预重整是美国处理庭外重组与正式破产程序衔接的核心制度。其制度逻辑是：发行人在提交破产申请之前，先以庭外协商的方式与主要债权人沟通并征集对重整计划的同意票，待获得足够多数后再正式进入《破产法典》（Bankruptcy Code）第 11 章的程序，由破产法院在短时间内确认

计划生效。破产申请前依据非破产法规则（包括适用的证券法）所征集的同意票在重整确认程序中具有同等效力，由此打通了庭外协商与庭内程序之间的衔接通道。^①这一制度将庭外重组的效率优势与破产法的强制约束效力结合在一起，避免了纯粹庭外重组“少数否决多数”的传统困境。

值得关注的是，美国法对预重整信息披露作了区分。一是对于破产申请前征集的同意票，《破产法典》第 1126（b）条允许其在符合适用的非破产法规则，或者在不存在此类规则时已向受征集者提供“足够充分的信息”的情况下继续有效；破产申请后进行的计划票征集，则受第 1125 条关于披露声明的约束。债务人为上市公司时，庭外征集仍须遵守适用的联邦证券法信息披露与征集规则。二是重组所涉及的新证券发行（如债转股、新发行债券）的注册登记问题，美国法通过两条配套路径分别处理庭外与庭内场景：在纯庭外重组场景下，发行人与其现有证券持有人之间的证券交换可适用《1933 年证券法》第 3（a）（9）条豁免——该条规定“除《美国法典》第 11 编（《破产法典》）项下的证券交换外”，发行人与其现有证券持有人之间不支付任何承销佣金的证券交换免于注册登记；在进入破产程序（含预重整）后，则由《破产法典》第 1145 条提供更宽泛的豁免，允许依据法院确认的重整计划发行的证券免于注册登记。两条路径分工明确而衔接顺畅：第 3（a）（9）负责庭外阶段的债务展期、利率调整等“同发行人重组”场景，第 1145 则负责庭内确认阶段的新证

① 详见 11 U.S.C. § 1126（b）。

券发行。美国证券法对预重整庭外征集阶段的规范，确保即使在庭外阶段，债权人和投资者也能获取足以做出理性判断的关键信息。

在少数债权人保护层面，美国法同样设有专门机制。一方面，《破产法典》第 1126 (b) 条承认破产申请前依非破产法规则征集的同意票效力，为庭外征集的重整支持提供了法律通道；而依第 1126 (c) 条，受损害类 (Impaired Class) 债权人须以所代表债权额三分之二以上且投票人数过半通过重整计划，使少数债权人得以经由分组表决表达意志；另一方面，第 1129 (a) (7) 条确立的“最佳利益测试” (Best Interests Test) 为异议债权人设定了实体底线——即便所在表决组已多数通过方案，任一未投赞成票的债权人依方案所获清偿，也不得少于其在第 7 章清算程序中可能获得的清偿。这一底线与前述披露要求彼此衔接：披露制度保障债权人在充分知情下投票，最佳利益测试则确保多数决不至于以牺牲少数债权人的最低受偿利益为代价。

(四) INSOL 原则的规范意蕴

INSOL International 制定的《多债权人庭外债务重组原则》，是庭外重组领域最具影响力的国际软法文件。该原则共包含八项，有以下三点尤为值得借鉴。一是暂停期与信息透明度并重原则。第一项和第二项要求债权人在重组方案制定期间相互合作、给予债务人必要的暂停期并暂停行使债权，第五项则要求债务人向所有相关债权人提供对等的信息获取机会。这一要求将暂停期安排与信息透明度要求捆绑在一起，避免了“只要求债权人忍耐、不要求债务人透明”的失衡结构。二是少数债权人保护原则。第六项要求重组方案应当

反映适用法律和债权人在暂停期开始时的相对地位，并在评注中指出债权人应当将重组方案下的预期回收与破产清算中的预期回收比较，作为评估方案合理性的基准。这一思路与破产法中的“*No Creditor Worse Off*”原则具有功能上的一致性，在庭外重组语境下具有特殊意义，为评估重组方案对债券持有人等少数债权人是否公平提供了实质性的判断标准 (Rizwaan, 2005)。三是债权人公平对待原则。INSOL 原则要求同类债权人应获得平等待遇，不得因债权人在债委会中的话语权差异而受到歧视性对待。目前中国债委会主要由银行债权人组成，债券持有人作为同类债权人未能充分纳入协商框架，这与公平对待原则所预设的制度方向存在一定偏差。

(五) 比较法的启示

一是监管协调机制的必要性。英国的经验表明，庭外重组与证券监管并非二元对立的关系，而是可以通过制度设计实现嵌入式的协调。市场滥用规制的全面覆盖确保参与重组的债权人自动受到证券法的约束，而不需要专门制定针对庭外重组的特别规则。中国现行体制下，银行监管与证券监管分属不同机构，在涉及上市公司的庭外重组中，证券监管机构应当享有知情权与一定程度的介入权。美国证券法对预重整阶段同意票征集的监管经验则表明，即使在庭外阶段，证券监管机构应当通过事前的披露监管而非仅事后的执法来保护证券类利益。

二是分层披露制度的可行性。关于信息披露，英国选择了“延迟披露+保密边界”的路径，承认庭外重组阶段的保密合理性，但划定明确的法律边界。发行人在内幕信息最终向市场公开后，应立即向



FCA 通知曾延迟披露的事实；FCA 要求时，发行人还应说明延迟披露条件如何得到满足。美国选择了“前置披露 + 登记豁免”的路径，要求庭外征集同意票阶段即按证券法标准披露关键信息，但豁免新证券发行的注册登记义务。两条路径均试图通过精细化的制度衔接实现庭外重组效率与投资者保护的平衡，对中国都有借鉴价值，但侧重点不同：英国的延迟披露规则允许发行人在满足法定条件时延迟向市场公开，并在信息公开后履行向 FCA 通知延迟披露的义务，更便于直接解决中国庭外重组中保密义务与披露义务的正面冲突，而美国的“前置披露 + 登记豁免”思路则可启发中国构建“债委会方案征集阶段-监管报备-市场公开”的递进披露机制。此外，美国法所设定的“足够充分”披露标准——达到一般合理投资者做出明智判断所需要的程度——同样具有参照价值，可作为中国债委会方案征集阶段披露内容充分性的判断基准，而非仅要求重组方案落地后进行概括性披露。

三是少数债权人保护机制的嵌入。INSOL 原则中以破产清算预期回收为参照的比较思路和债权人公平对待原则，为中国债委会机制的完善提供实质性的指引。特别是，当债务人存在公开发行的债券时，债券持有人作为分散的少数债权人，其利益保护不应因庭外重组的“协商性”外观而被忽视。如前所述，英国经由 CVA 的异议救济与 Scheme of Arrangement、Part 26A 的司法公平性审查，美国经由“最佳利益测试”的清偿底线，均将少数债权人

保护作为庭外重组制度设计中不可缺少的一环。中国债委会机制在这一层面上的缺失，应当引起制度设计者的重视。而“受偿不劣于破产清算”的实体基准尤其具可操作性，可为中国债委会机制衡量重组方案对少数债权人是否公平提供参照，并为下文相关制度建议的展开预做铺垫。

五、制度建构：中国庭外重组的证券法规制基本立场与具体路径

基于体系化检视与比较法分析，本文提出中国证券法对庭外重组的规制建构方案，其目标不在于将庭外重组“司法化”或“破产化”，而在于在保持协商逻辑的灵活性和效率优势的前提下，建立必要的投资者与债权人^①公平保护机制，实现市场化债务重组与资本市场公共秩序之间的兼容。因此，本文秉持“有限介入”而非“全面管控”的基本立场开展方案设计，主要体现在信息披露专项规制、要约收购豁免完善、监管协调机制及中小投资者程序性保护四大支柱。

（一）将庭外重组纳入信息披露的专项规制

庭外重组协议的签订、核心条款的确定以及方案的执行，均可能构成《证券法》和《信息披露管理办法》规定的重大事件。但现行规则未将庭外重组作为独立的披露事项予以列明，导致实务中披露时点和内容均缺乏明确指引。建议构建一套既兼顾庭外重组保密性需求，又确保监管知情与投资者基本利益的分层差异化披露规则，可在《信息披露管理办法》第二十三条的

① 债权人包括公开发行公司债券的持有人、未参与债委会的小额银行债权人、供应商等其他无担保债权人。

列举事项中增设专门条款，明确将“公司参与庭外债务重组协议的签订或参与债权人委员会协调的重大债务重组”作为应当披露的重大事件。

在现行信息披露暂缓、豁免制度基础上，可针对庭外重组进一步建立分阶段差异化披露要求与标准。一是债委会成立阶段，披露内容应当包括债委会的成立事实、牵头金融机构、债务规模与债委会成员范围等组织性信息，但可暂不披露重组方案的具体内容；二是重组框架达成阶段，披露内容应当包括框架性安排（如重组方向是债务展期、债转股还是资产重组）、可能涉及的重大资产处置范围、对发行人偿债能力的预期影响等，但具体方案细节仍可适度保留；三是协议签署阶段，披露内容应当包括完整的重组方案、对上市公司财务结构与股权结构的实质性影响、对中小股东与债券持有人权益的影响评估，以及方案的实施时间表。这一分阶段披露安排既避免了过早披露不成熟方案可能引发的市场误导，又防止了“一次性披露”造成的信息突袭。

与此同时，建立“有条件延迟披露”制度，允许上市公司在同时满足三个条件时延迟向市场公开披露重组方案的具体内容：一是延迟披露不会导致市场产生重大误解；二是上市公司能够切实保证信息的保密性；三是上市公司已将重组事项及其进展同步报备证券监管机构。为使该制度具备可操作性，建议明确以下三项具体规则：第一，延迟披露的最长期限。建议原则上不超过 60 日；如重组方案的复杂性确实需要更长时间形成，发行人可在期限届满前向证监会派出机构申请延期，经批准后可再延长一定期限。另外，一旦保密

条件不再具备（例如，信息已经泄露、市场出现传闻、股债价格出现异动），上市公司应当立即向市场披露。第二，监管报备的具体内容。发行人在主张延迟披露时，应当向证监会同步报备以下信息：债委会的成立时间、牵头机构及主要成员；重组方案的核心思路与关键条款（即使尚处于商谈阶段）；拟定的重组关键时点表（如方案预计达成时间、协议预计签署时间）；公司就保密措施已采取的具体安排。第三，不符合延迟披露条件时的归责。如发行人不满足上述三项延迟披露条件而仍未及时披露，或在保密条件不再具备时未立即披露的，应当按《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第 226 号）第 55 条与《证券法》第一百九十七条的规定承担相应行政责任；造成投资者损失的，依据《证券法》第八十五条承担民事赔偿责任。

在内幕信息管理层面，建议明确债委会成员的内幕信息知情人身份。《证券法》第五十一条第（四）项“由于所任公司职务或者因与公司业务往来可以获取公司有关内幕信息的人员”以及第（九）项“国务院证券监督管理机构规定的可以获取内幕信息的其他人员”虽可作为解释依据，但缺乏操作性。建议在相关指引中明确规定：参与庭外重组的债委会成员机构中，知悉重组方案内容的特定人员应当纳入内幕信息知情人管理，其名单应当报证券交易所备案；并建立有效的信息隔离墙制度，确保金融机构的自营部门、资管部门与参与重组协调的部门之间存在充分的信息隔离。

（二）完善庭外重组中要约收购豁免的制度供给

庭外重组中的债转股、引入战略投资者等股权变动安排，可能触发要约收购义



务，但现行制度未将庭外重组作为独立的豁免事由。建议借鉴美国对“同发行人重组”场景下证券交换豁免的立法思路，结合中国债委会机制的特点予以本土化改造，可在《收购管理办法》第六十二条中增加专门的豁免情形，明确规定在同时满足以下条件时，因庭外重组而取得股份的主体可以豁免发出全面要约：股权取得系基于债委会协调下的重组方案；重组方案已经监管机构认可或备案；上市公司已就股权变动事项履行充分的信息披露义务。

为防止该豁免被滥用为规避要约义务的工具，建议设定四项实质性约束条件。一是单一债转股主体的持股比例上限。任一债转股主体（含其关联方）因庭外重组取得的上市公司股份，原则上不应超过总股本的一定比例，确实有合理理由需要突破该比例的，应当向证监会专项申请并提供必要性证明。二是减持期限。债转股主体应当在取得股份之日起一定期限内通过市场化方式有序减持，将持股比例降至不再触发要约收购义务的水平；考虑到市场承受能力，建议参照《上市公司股东减持股份管理暂行办法》（证监会第224号令）的安排设定单一季度减持比例上限。三是表决权限制。债转股主体在减持期内承诺不主动行使对上市公司日常经营管理产生实质性影响的表决权（如董事提名、重大资产处置表决、高管聘任等），但对损害债权人或中小股东利益的事项保留消极否决权。四是违反承诺的法律后果。债转股主体违反上述约束的，应当事后补办全面要约程序，并按《收购管理办法》规定承担违规责任。

同时，需要对一致行动人认定做出适应性调整。庭外重组中债委会成员的协

调行动主要目的是化解债务风险而非获取控制权，这一特征与《收购管理办法》第八十三条以“共同扩大其所能支配的表决权数量的行为或者事实”为核心的认定标准之间存在张力。建议在相关规则中明确债委会成员因执行重组方案而共同取得上市公司股份的，如其协调行动仅限于债务风险化解且不涉及对公司控制权的争夺，不予认定为一致行动人。但应当附加约束条件，即债委会成员应当在合理期限内通过市场化方式减持至不触发披露义务的比例以下，且在此期间不得行使表决权干预公司日常经营决策。为使该一致行动人例外的认定具有可操作性，建议明确举证责任与程序规则。一是举证责任分配。主张不构成一致行动人的债委会成员，应当承担证明其协调行动“仅限于债务风险化解”的举证责任，具体包括：提交不参与公司控制权争夺的书面承诺函；提供债委会的议事规则与会议记录，证明其表决事项仅涉及债务处置而不涉及控制权安排；说明其持股期间的减持计划与表决权行使方式。二是证监会的认定程序。建议建立“一致行动人例外认定”的专项审查程序，由债委会成员在债转股完成前向证监会提出申请，证监会在一定工作日内做出认定；逾期未做出认定的，视为默示同意。三是事后追溯机制。如债委会成员事后实际行使了影响公司控制权的表决权，或未按承诺减持的，证监会可撤销原认定，要求其补办全面要约程序，并依《证券法》第一百九十六条对违反收购公告及要约发出义务的相关主体予以处罚。

（三）建立债委会机制与证券监管的协调机制

在涉及上市公司的庭外重组中，债

委会的组建与运作主要受金融监管总局等机构监管，而上市公司信息披露、股权变动、投资者保护等事项属证券监管机构职责范围，由此有必要构建二者间的信息共享与协调机制。具体可包含三个层面：一是信息通报机制，当债委会的重组对象涉及上市公司或其控股股东时，金融监管机构应及时向证券监管机构通报，通报内容应涵盖债委会基本情况、债务规模、涉及上市公司名单及重组方向，后续方案如有重大调整亦应补充通报；二是意见反馈机制，证券监管机构有权就重组方案中涉及证券法义务的事项提出书面意见，债委会应将之纳入方案讨论的必要议程，若未采纳则需说明理由并书面回复，该反馈不构成否决权，但债委会若未予考量即做出决议，证券监管机构可依法独立行使监管权限；三是联合监管机制，对于涉及控制权变更、重大资产出售或债转股导致单一债委会成员持股达到较高比例等重大情形的重组方案，可由两个监管机构共同组成联合审查组，在合理期限内出具联合审查意见，对方案的金融合规性、证券合规性及对中小股东和债券持有人利益的影响一并评估并提出修改建议。两个监管机构之间如产生重大分歧，可提请更高层级的金融协调机构予以解决。上述机制的具体操作中，通报时限、反馈期限、审查周期及相关比例门槛等，可由监管机构根据实际情况在实施细则中予以明确，以保障实操中的灵活性与有效性。

（四）强化庭外重组中中小投资者的程序性保护

庭外重组的“协商性”外观不应成为规避投资者保护的理据，建议在债委会主导的庭外重组中提供一套兼具实体标准与程序保障的中小投资者保护框架。一是当庭外重组方案涉及重大资产处置或控制权变更时，应当引入中小股东特别表决机制。可参照《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》（国办发〔2013〕110号）第四部分确立的中小股东单独计票机制，庭外重组方案中涉及上市公司出售占总资产百分之三十以上的重大资产，或导致实际控制人变更的，应当提交股东会审议，并由中小股东单独计票。这一机制的目的不在于赋予中小股东否决权，而在于确保重组方案在制定时已充分考量中小股东的利益，并为中小股东提供表达意见的程序性渠道。二是强化债券持有人的保护。建议在现行债券持有人会议召集规则体系内^①，明确当发行人或其控股股东参与债委会主导的庭外重组时，即便重组方案并非由发行人自行提出，也应视为触发债券持有人会议的法定召集事由，将庭外重组纳入应当召开会议的情形清单。同时，在《证券法》与《公司债券发行与交易管理办法》的既有制度框架下，明确债券受托管理人有权代表债券持有人参与债委会协商过程，受托管理人在获知债务人进入重组程序后，应及时召集债券持有人会议，就重组方案对债券持有人利益的影响进行讨论，并就是否授

^① 《公司债券发行与交易管理办法》第六十三条第（十）项；《深圳证券交易所公司债券上市规则（2023年修订）》第4.3.2条第（十）项。



权受托管理人参与债委会协商做出决议,以实现债券持有人集体意思形成机制与债委会协商框架的有效对接。为确保上述安排的可操作性,就具体程序而言,债券持有人会议的启动可由受托管理人负责,若其怠于履职,符合条件的持有人可自行召集;受托管理人代表持有人参与债委会时,应当事先取得持有人会议的同意,授权范围、表决限制、信息回传及利益冲突回避等关键事项均应在会议决议中明确;在债委会中,受托管理人享有就涉及债券持有人利益的条款发表意见、提出修改建议并参与表决的权利,其所代表的债权额可按权重计算,同时债委会应将持有人会议决议作为方案制订的重要参考。

同时,建议在庭外重组指引中确立重组方案不得使任何债权人的受偿比例低于其在破产清算中可能获得的清偿这一原则,与《企业破产法》对破产重整计划的最低保护要求形成呼应。这一原则虽然不可能直接具有强制法效力,但可以作为监管机构评估重组方案合理性的参考标准,也可以作为债券持有人在司法程序中主张

权利的依据。为使这一原则具备可操作性,建议建立“清算价值比较报告”作为程序性保障,核心要素可考虑如下设计。一是出具主体。重组方案涉及债转股、重大资产处置或导致债权人清偿比例发生重大变化的,债委会应当委托与债务人及债委会主要成员均无利害关系的独立第三方机构(如具备资产评估资质的会计师事务所或评估机构)出具报告。二是核心内容。报告应当对债权人在拟议重组方案下和债务人假设进入破产清算^①两种场景下的预期受偿比例与回收时间进行比较,对差异进行实质性说明,并对方案合理性发表独立专业意见。三是法律效力。报告应作为债委会方案的必备附件,提交给证监会备案,同时向债券受托管理人和债券持有人会议提供。债券持有人或中小股东对方案合理性提出异议的,该报告可作为其向法院主张权利的关键证据。这一程序性安排通过信息公开和专业评估,对债委会方案的实质合理性形成有效的制度约束。[N]

学术编辑:张毓

参考文献

- [1] 曹文兵.上市公司重整中出资人权益调整的检视与完善——基于51家上市公司破产重整案件的实证分析[J].法律适用,2018(17):105-113.
- [2] 韩长印.破产法视角下的商业银行债转股问题——兼与王欣新教授商榷[J].法学,2017(11):52-65.
- [3] 李曙光.破产法二十讲[M].北京:法律出版社,2024.
- [4] 罗豪才,宋功德.软法亦法:公共治理呼唤软法之治[M].北京:法律出版社,2009.
- [5] 齐斌.证券市场信息披露法律监管[M].北京:法律出版社,2000.
- [6] 王欣新.再论破产重整程序中的债转股问题——兼对韩长印教授文章的回应[J].法学,2018(12):119-139.
- [7] 徐阳光,韩玥.破产重整程序中的信息披露[J].人民司法,2019(34):21-26.
- [8] Charles J T.Law of bankruptcy[M].5th ed. St. Paul:West Academic Publishing,2020.

① 参照《企业破产法》第十章“破产清算”及相关分配规则。

- [9] David A S.Debt's dominion: A history of bankruptcy law in America[M].Princeton:Princeton University Press,2001.
- [10] INSOL International. Statement of principles for a global approach to multi-creditor workouts II[EB/OL].(2017) [2026-05-16]. <https://www.insol.org/page/213/insol-statement-of-principles>.
- [11] John A,Simon D.norms in private insolvency: The London Approach to the resolution of financial distress[J].Journal of Corporate Law Studies,2001(1):21-51.
- [12] Jennifer P.Schemes of arrangement: Theory, structure and operation[M].2nd ed. Cambridge:Cambridge University Press,2021.
- [13] Pen K.The London Approach[J].Bank of England Quarterly Bulletin,1993(Q1):110-115.
- [14] Ralf M.The functional method of comparative law[M]//Mathias Reimann, Reinhard Zimmermann.The Oxford Handbook of Comparative Law.Oxford: Oxford University Press,2006:339-382.
- [15] Rizwaan J M.Corporate insolvency law: Theory and application[M].Oxford: Oxford University Press,2005.
- [16] Rizwaan M,Ronald D,et al.Micro, small and medium enterprise insolvency:A modular approach[M].Oxford: Oxford University Press,2018.
- [17] Sarah P.Reflections on English law schemes of arrangement in distress and proposals for reform[J].European Company and Financial Law Review,2018,15(3):472-502.

Securities Law Regulation of Out-of-Court Debt Restructuring Agreements: Focusing on Obligation Conflicts of Listed Companies under the Creditors' Committee Mechanism

Li Xiyang

(School of Law, Central University of Finance and Economics)

Abstract Since 2016, out-of-court restructurings led by creditors' committees have played a significant role in resolving the debt risks of large distressed enterprises. However, when the restructuring involves a listed company, the restructuring plan profoundly alters the company's asset structure and corporate control, yet existing securities law regulations were not designed with due regard to the confidentiality, efficiency, and flexibility inherent in out-of-court restructuring, leading to tensions and uncertainties in the application of relevant rules. This paper takes three typical cases—Bohai Steel, HNA Group, and Huaxin International—as its empirical foundation, and examines the impact of out-of-court restructuring agreements on the securities law order from three dimensions: information disclosure, restriction of creditors' rights, and tender offers. Drawing on comparative experience from the UK (the London Approach and the Company Voluntary Arrangement regime) and the US (prepackaged bankruptcy), as well as the INSOL Principles, this paper proposes a regulatory stance of "limited intervention", which seeks to achieve compatibility between market-based debt restructuring and the public order of the capital market while preserving the flexibility and efficiency of out-of-court restructuring through specialized information disclosure rules, an improved tender-offer exemption regime, a regulatory coordination mechanism, and stronger procedural protection for minority investors.

Keywords Out-of-Court Debt Restructuring, Creditors' Committee, Securities Law, Information Disclosure, Tender Offer Exemption, Bondholder Protection, Regulatory Coordination

JEL Classification K22 G34 G38