

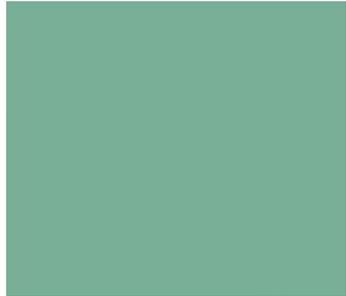
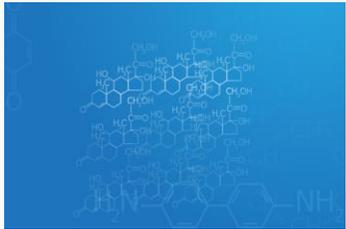
# 目录

CONTENTS

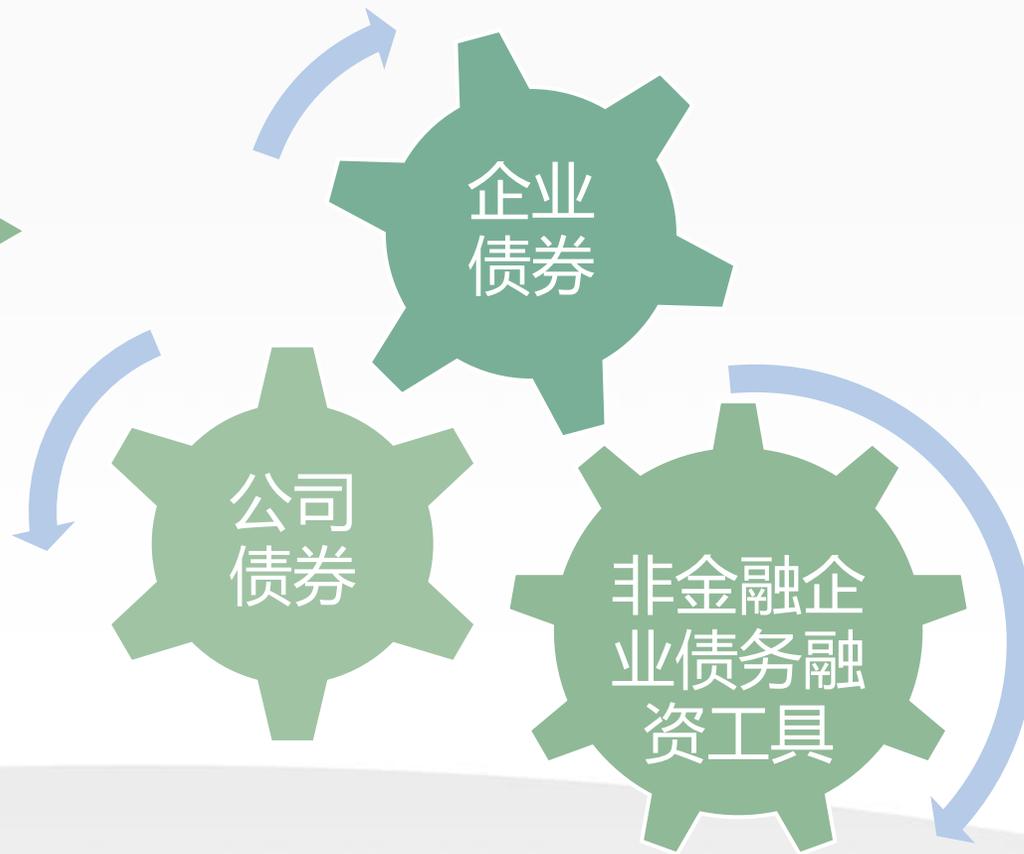
- 1 债券违约概述
- 2 债券违约的法律处置方式及核心问题
- 3 违约债券处置的配套法律机制
- 4 债券“注册制”的构建和完善

# 01 債券違約概述

# 债券主要类别



债券主要类别



2014年

国内首例债券违约：11超日债违约

2018年

“资管新规”出台，“刚兑”逐渐打破

2019年12月

央行、发改委、证监会等发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知（征求意见稿）》

2019年12月

全国法院审理债券纠纷案件座谈会召开；《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要（征求意见稿）》发布



## 债券违约现状



数量：120只  
金额：1176亿



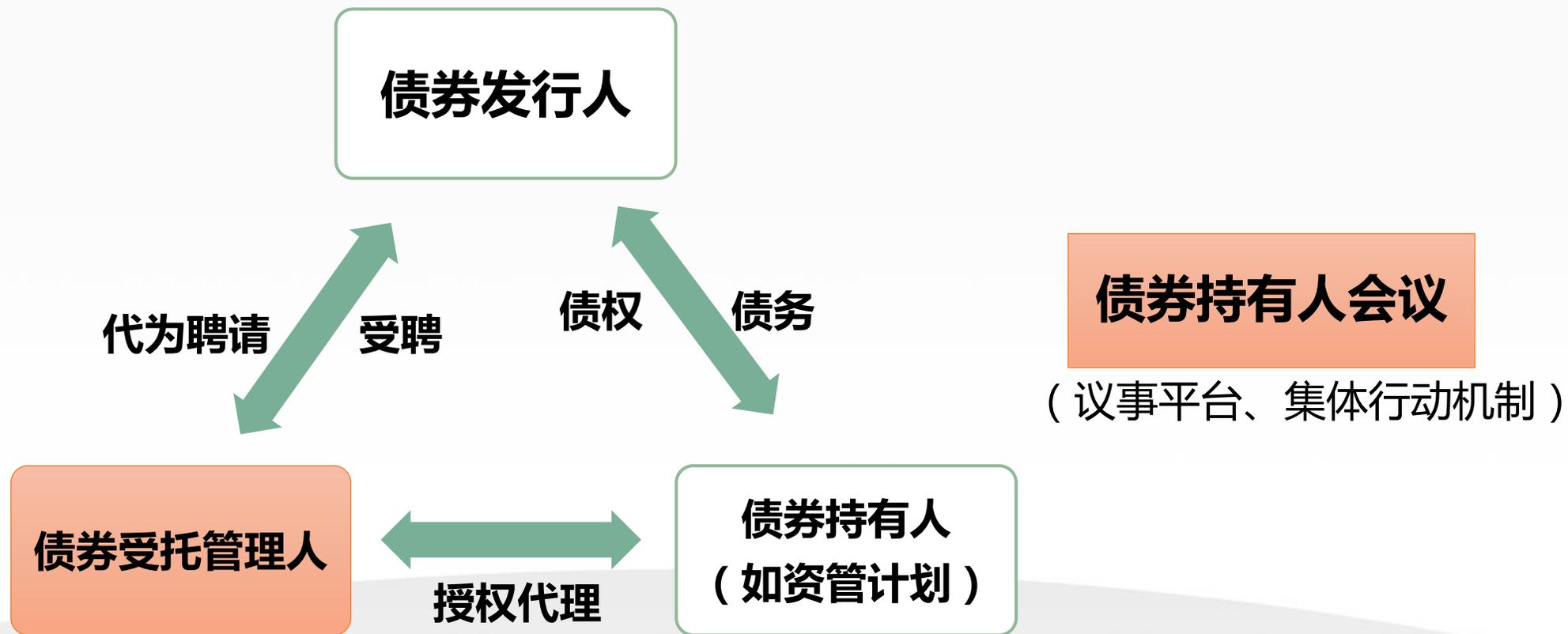
数量：178只  
金额：1424亿元

数据来源：WIND

-  行业处于下行周期
-  新冠疫情冲击
-  债务结构不合理
-  公司治理风险/公司高层违法风险
-  政策冲击



# 债券法律关系：核心主体





债券持有人会议是由同期债券持有人为集体行使权利而即时召集的临时性决策机构。

债券类型	交易场所	相关规定
公司债券	证券交易所	公司债券发行与交易管理办法
		上交所、深交所公司债券上市规则
		中华人民共和国证券法（2019修订）
		关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知（征求意见稿）
企业债券	证券交易所、银行间债券市场	国家发展改革委办公厅关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知
		国家发展改革委办公厅关于简化企业债券申报程序加强风险防范和改革监管方式的意见
非金融企业债务融资工具	银行间债券市场	银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程（2013年版）
		银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程（2019年版）
各类债券	-	全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要（征求意见稿）

# 新《证券法》关于债券持有人会议设立及受托管理人作为诉讼担当的赋权

**第九十二条**：公开发行人公司债券的，**应当设立债券持有人会议**，并应当在**募集说明书**中说明债券持有人会议的召集程序、会议规则和其他重要事项。

公开发行人公司债券的，发行人应当为债券持有人聘请**债券受托管理人**，并订立**债券受托管理协议**。受托管理人应当由本次发行的承销机构或者其他经国务院证券监督管理机构认可的机构担任，债券持有人会议可以决议变更债券受托管理人。债券受托管理人应当勤勉尽责，公正履行受托管理职责，不得损害债券持有人利益。

债券发行人未能按期兑付债券本息的，**债券受托管理人可以接受全部或者部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼或者清算程序。**

海航集团有限公司  
关于“13海航债”停牌的公告

海航集团有限公司（以下简称“公司”）因存在待确认的重大事项，公司特申请企业债券（债券代码：1380157，债券简称：13海航债）自2020年4月10日（星期五）开市起停牌至2020年4月15日止。

特此公告。



# 债券法律关系的核心文件

## 1、《债券募集说明书》

- 是发行人对所涉债券募集所作出的承诺及说明，对债券交易各方都具有约束力，是当事人权利与义务之载体，构成当事人之间的有效合同。

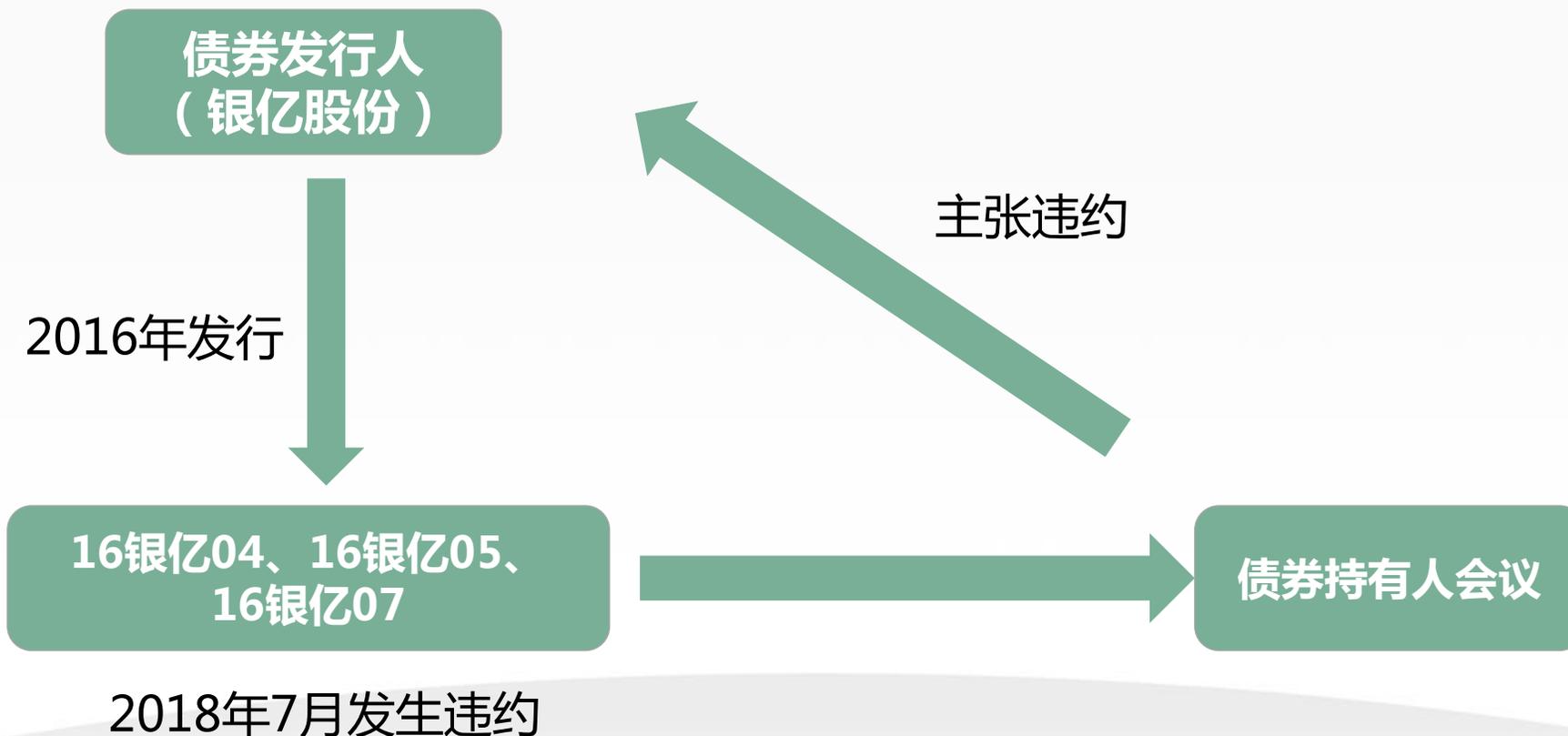
## 2、《债券受托管理协议》

- 明确债券受托管理人作为维护债券持有人利益的机构，确定其权利和义务，债券受托管理人可以自己名义代表债券持有人提起诉讼。

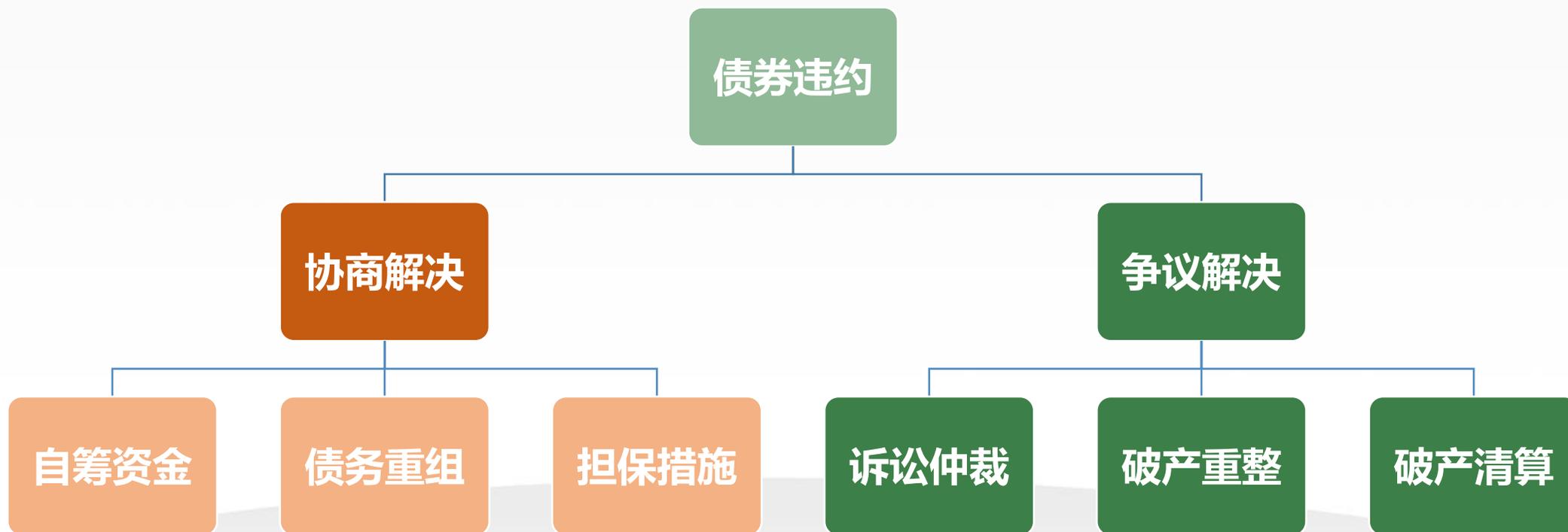
## 3、《债券持有人会议规则》

- 明确债券持有人通过债券持有人会议行使权利的范围，债券持有人会议的召集、通知、决策机制和其他重要事项，规则的制定应当有利于保护债券持有人利益。

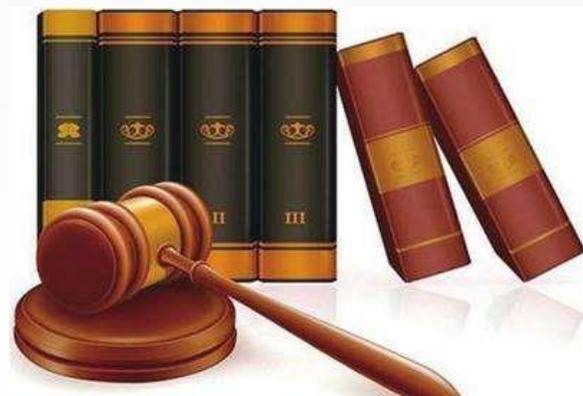
## 个体行权vs 集体行权



## 02 債券違約的法律處置方式



- **主要针对情形：**
  - (1) 债务人尚具有一定的偿付能力；
  - (2) 尚不满足破产诉讼条件的情况。
- **优点：**相较于破产诉讼，违约求偿诉讼对于先到期的债权人较为有利，能够提前申请保全债务人的财产。
- **案例：**2015年湘鄂公募债券违约



## 案由

证券纠纷



证券交易合同纠纷



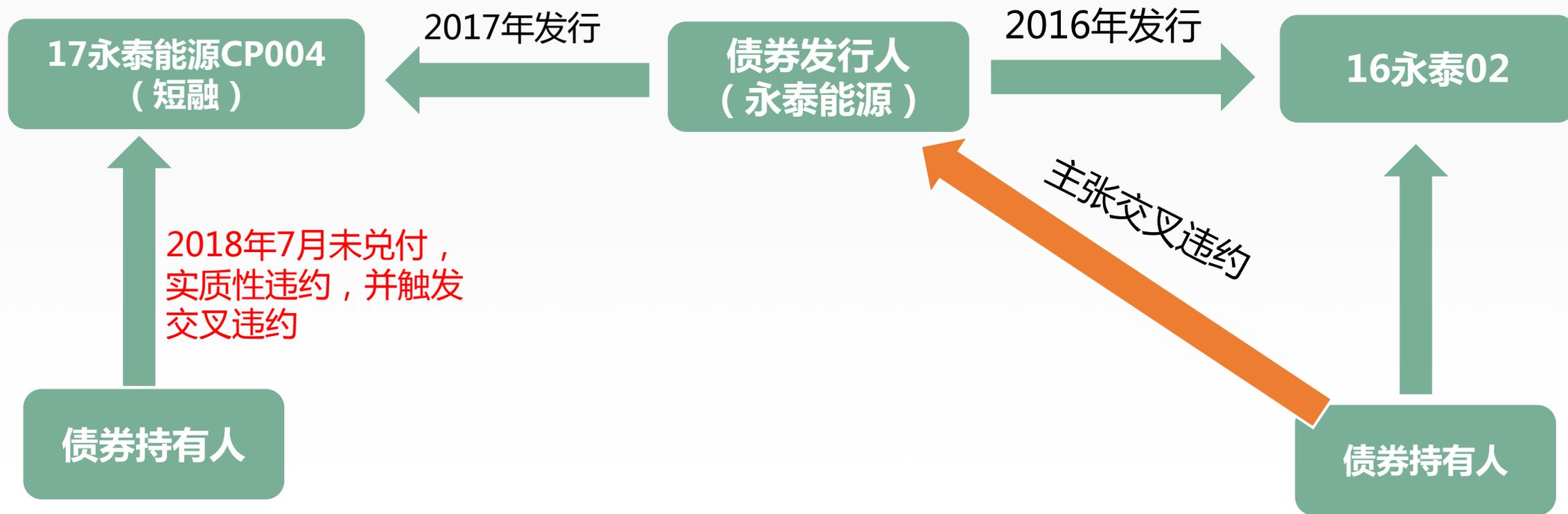
公司债券交易纠纷

## 诉求

- 1、解除债券交易合同
- 2、偿付债权本金、履行回售义务
- 3、支付约定的利息
- 4、支付逾期兑付期间的利息、罚息或违约金
- 5、负担诉讼费、保全费、律师费等

名称	含义
交叉违约	“发行人或合并范围内子公司等主体的其它债务违约或发生重大不利事件，视为本期债券违约事件，持有人可要求发行人提前偿付本息。交易商协会2016年公告了《投资人保护条款范例》，包括交叉违约条款的主要内容、救济豁免及宽限期等机制的示范条款。
加速到期	“协议约定违约事件发生且一直持续五个联系交易日仍未解除，单独或合并持有本期未偿还债券本金总额50%以上的债券持有人可通过债券持有人会议决议，宣布所有本期未偿还债券的本金和相应利息立即到期应付”。

# 交叉违约、预期违约：16永泰02交叉违约案



原告提交了被告作为发行人发行的其他债券已构成实质违约以及被告和案涉债券均被信用评级机构降级的证据，已证明被告有较大可能无法按时偿付本息，有较大可能在债券到期后构成实质违约

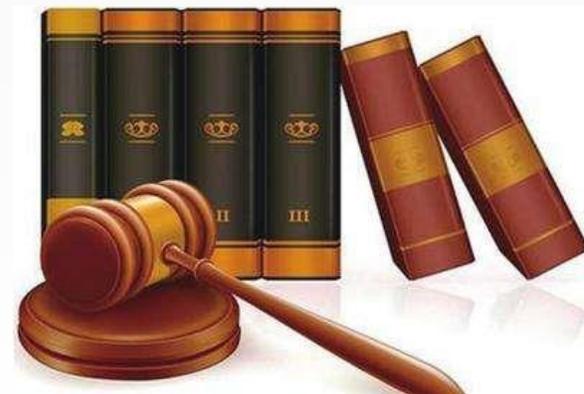


## 结论及建议

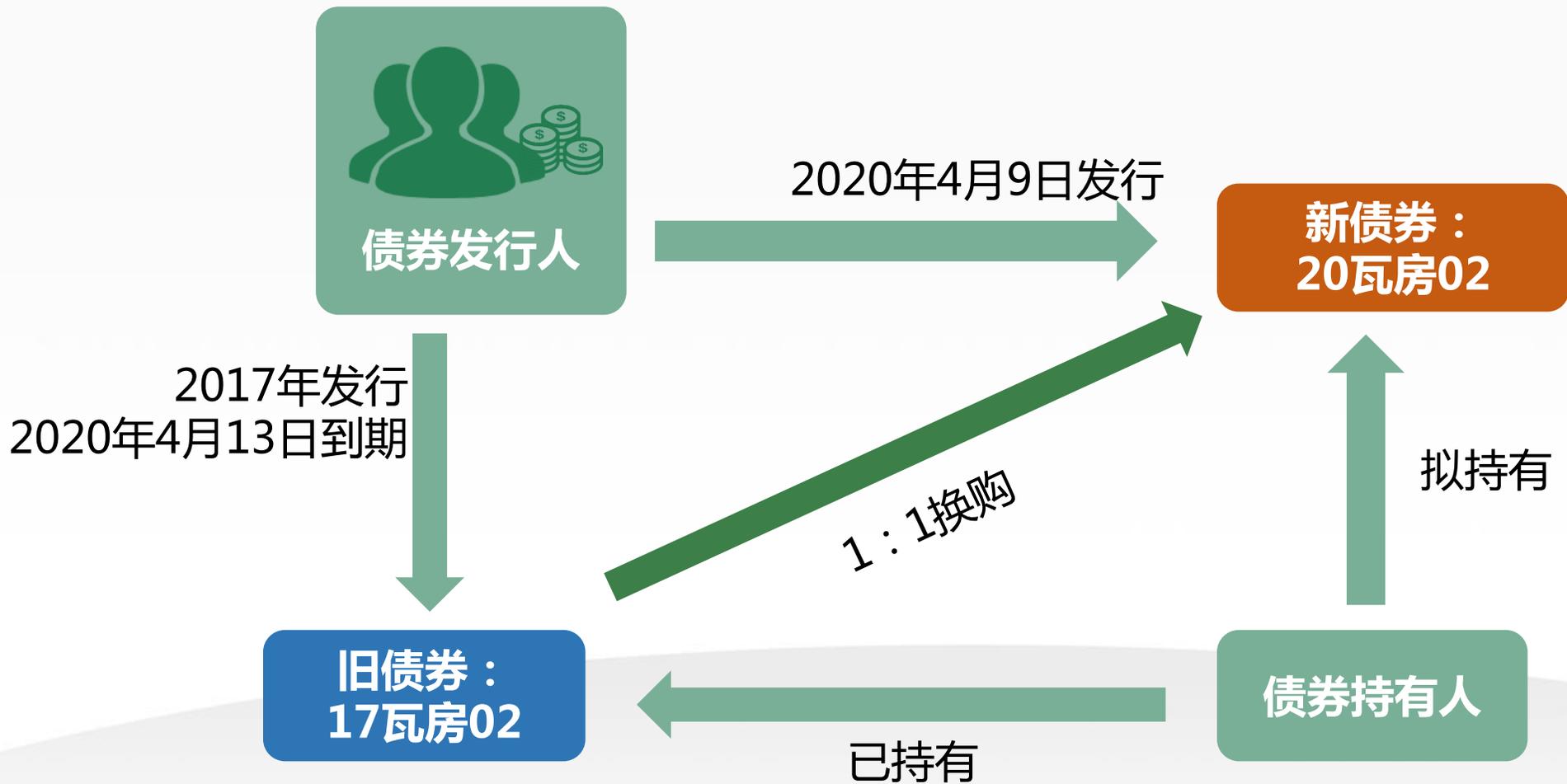
- 关注《募集说明书》中是否包含了交叉违约条款
- 裁判机构对发行人是否构成默示预期违约并触发债券提前到期的审查较为严格
- 未签订交叉违约条款时救济手段



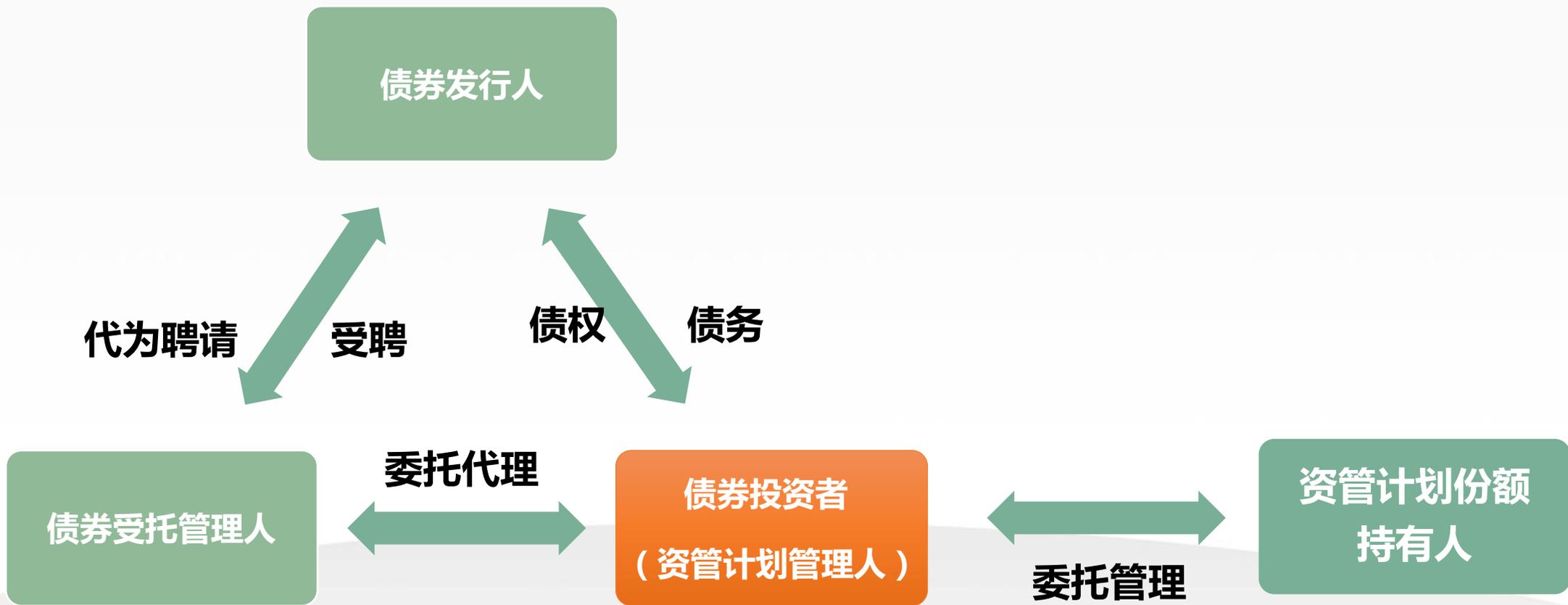
- **主要针对情形：**
  - (1) 债务人不能清偿到期债务；
  - (2) 债务人资产不足以清偿全部债务或明显缺乏清偿能力。
- **特征：** 债务人或债权人均可提起破产清算
- **案例：** 2015年天威集团债券违约案



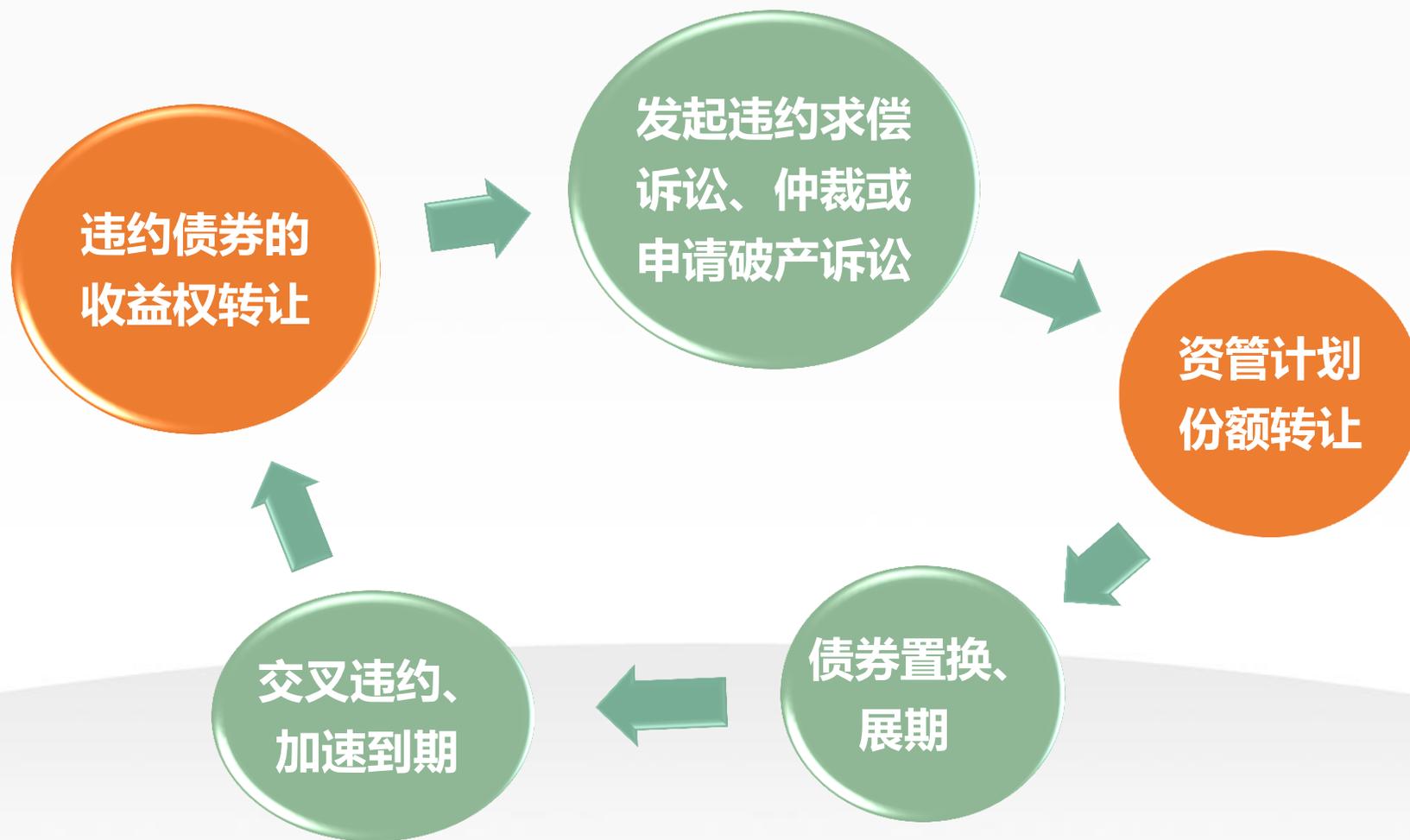
# 处置方式之债券置换——瓦房店城投债



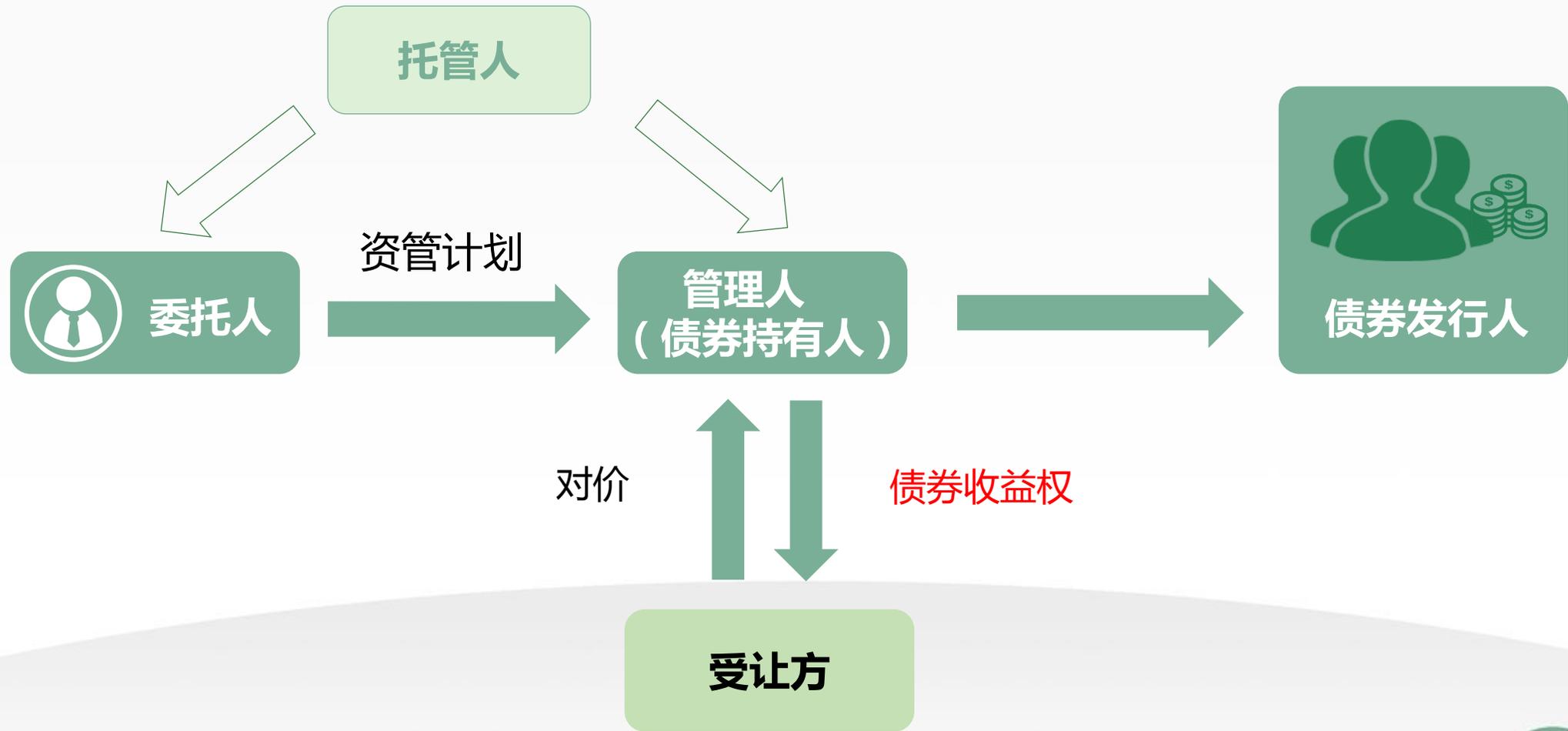
## 债券发行、持有法律关系（以资管计划为例）



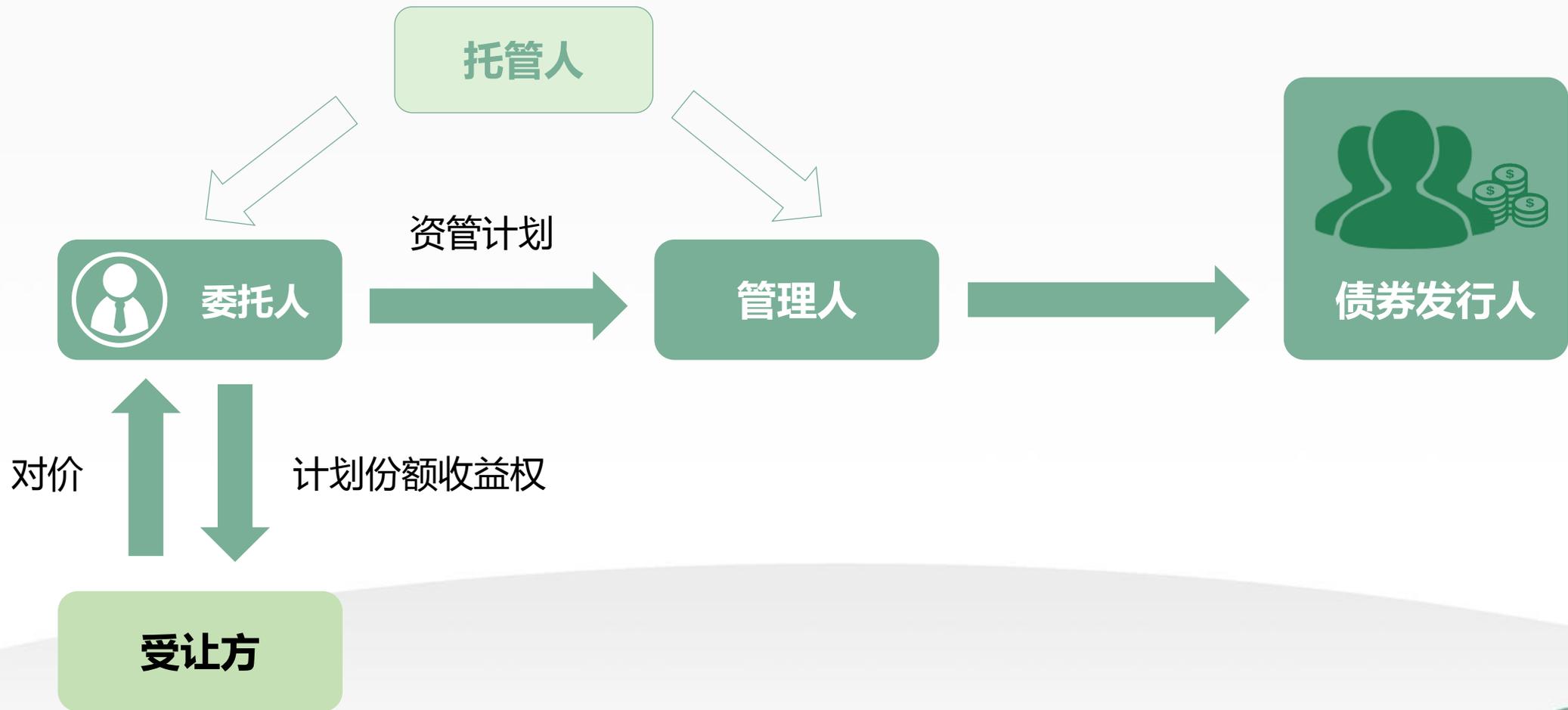
## 债券违约的法律处置方式（资管计划）



# 处置方式之：债券收益权转让



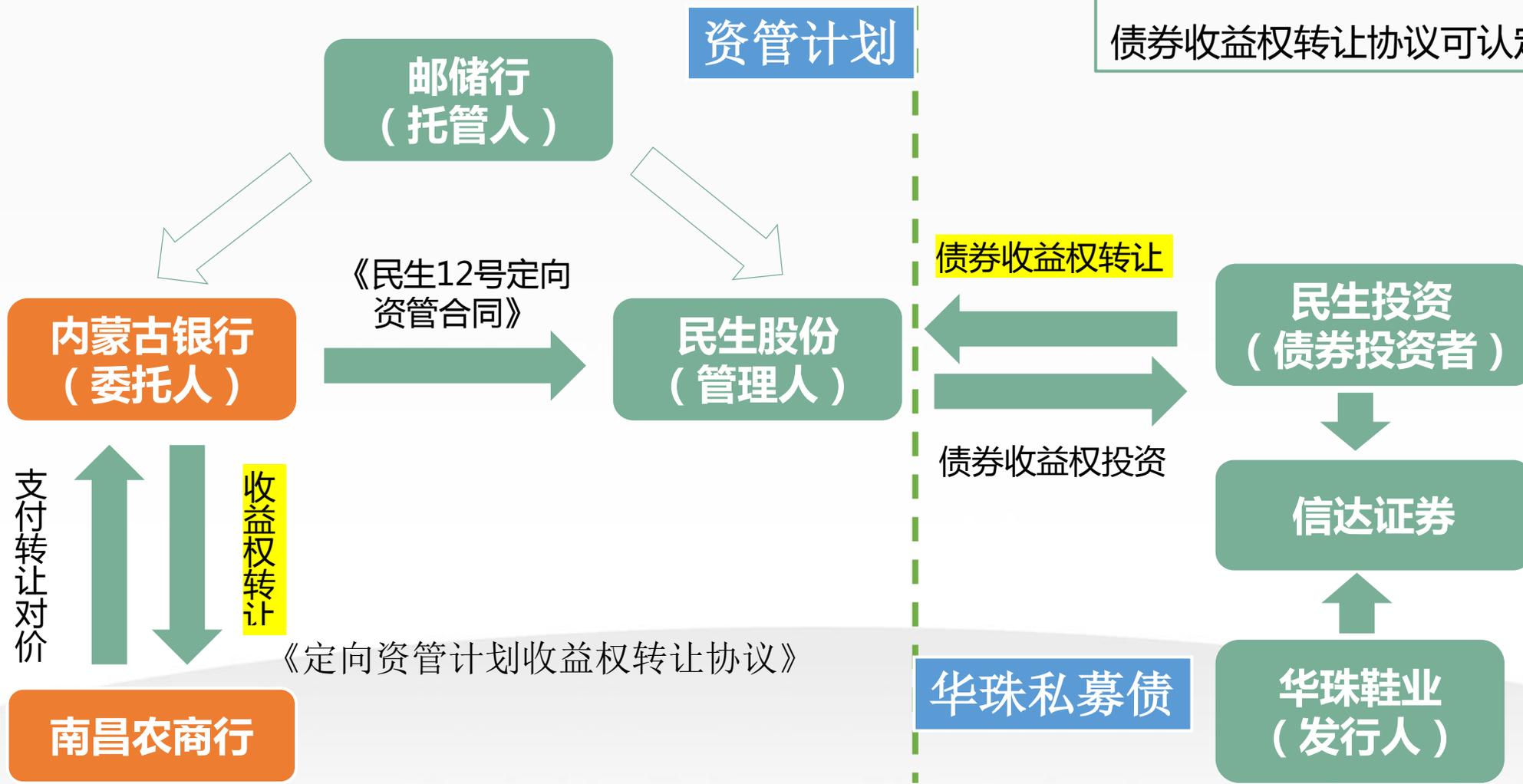
# 02 处置方式之：资管计划份额转让



# 处置方式之：债券收益权转让（案例）

## ■ 裁判要旨

债券收益权转让协议可认定为有效





存在的问题？



是否可能被认定为“刚兑”



受让人的权利如何保障？能否向发行人直接主张权利？



受让人是否须为合格投资者？

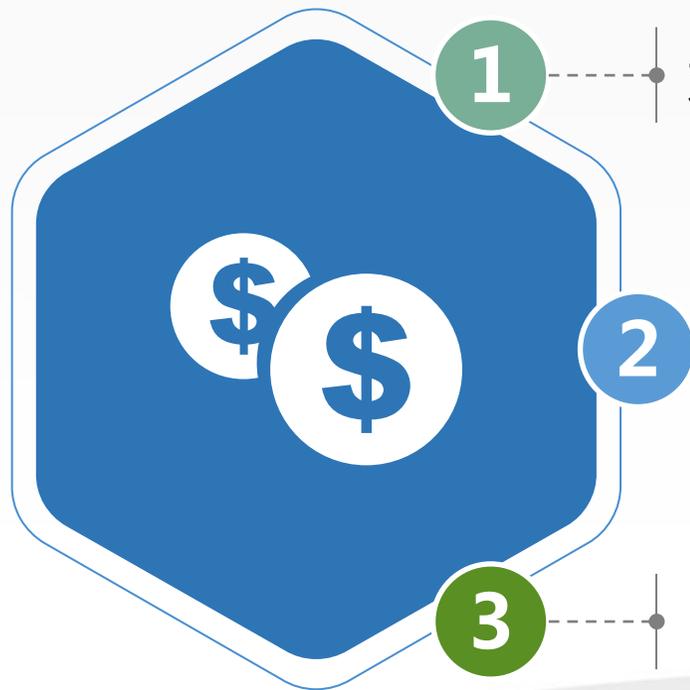
债券持有人以债券质押式回购、融券交易、债券收益权转让等不改变债券兑付风险承担主体的方式融资的，**不影响其诉讼主体资格的认定。**

## 03 債券違約處置的配套法律機制

## 背景

2019年5月24日，中国证监会指导上海证券交易所、深圳证券交易所分别联合中国证券登记结算有限责任公司发布了《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》，对违约债券等特定债券的转让、结算、投资者适当性、信息披露等事项作出安排。

## 《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》 (上证发〔2019〕59号)

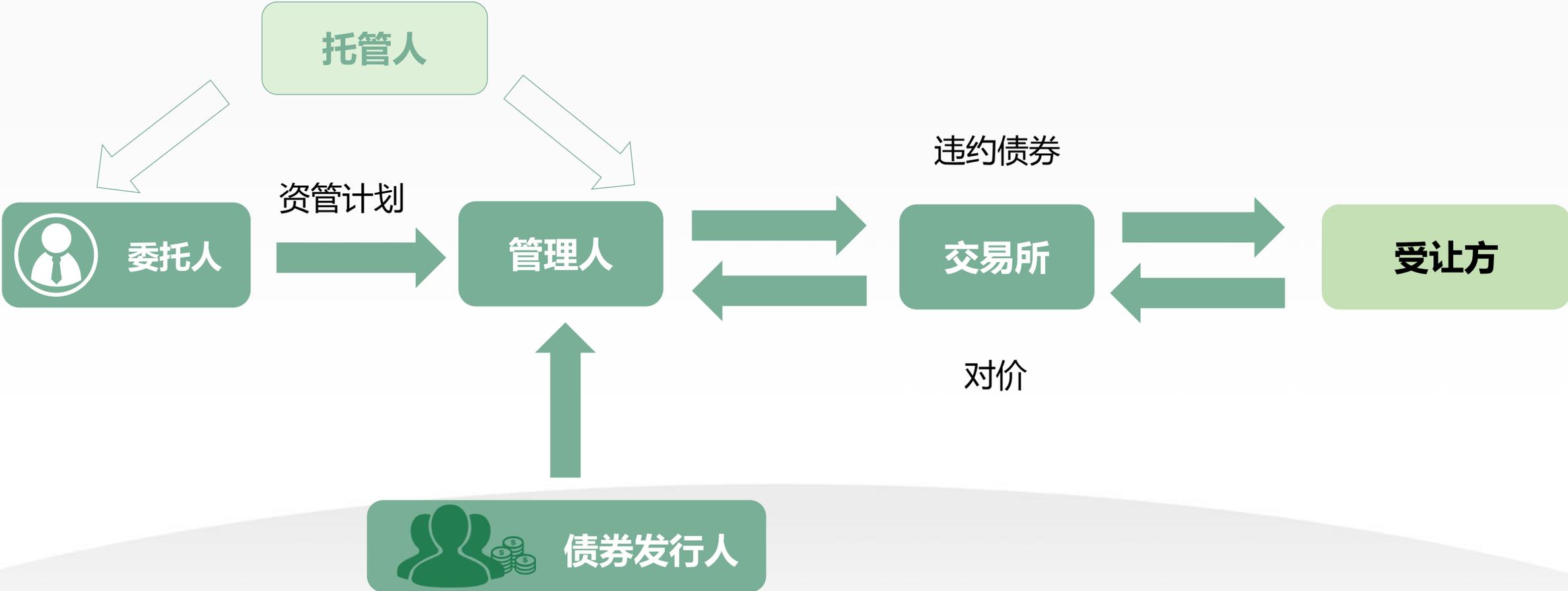


1 对象包括：在上交所上市交易期间，发行人未按约定履行还本付息义务。

2 1、证券代码维持不变，简称前冠以“H”字样；2、仅安排在上交所固定收益证券综合电子平台上转让；3、转让以全价报价，实施逐笔全额结算，登记结算机构将不再提供应计利息并数据；4、转让价格不设涨跌幅限制，投资者可据实自行协商转让价格；5、投资者持有的某特定债券数量少于最低申报数量的，可一次性全部卖出。

3 受让方限于“合格机构投资者”，并应签署**特定债券转让风险揭示书**。

# 配套机制一：债券转让机制（案例）



## 背景

2019年12月31日，人民银行发布的《关于开展到期违约债券转让业务的公告（征求意见稿）》仅就银行间债券市场违约债券转让做出了原则性制度安排，意见反馈阶段已过，尚未制定具体业务细则（征求意见稿规定：银行间债券市场的交易平台和债券托管结算机构应当制定相关业务规则，报中国人民银行备案）。



存在的问题？

构建统一的转让交易场所



**受让者是否应不限于机构投资者？**



**受让人的权利如何保障？(强制展期、破产清算难度高、评级下**

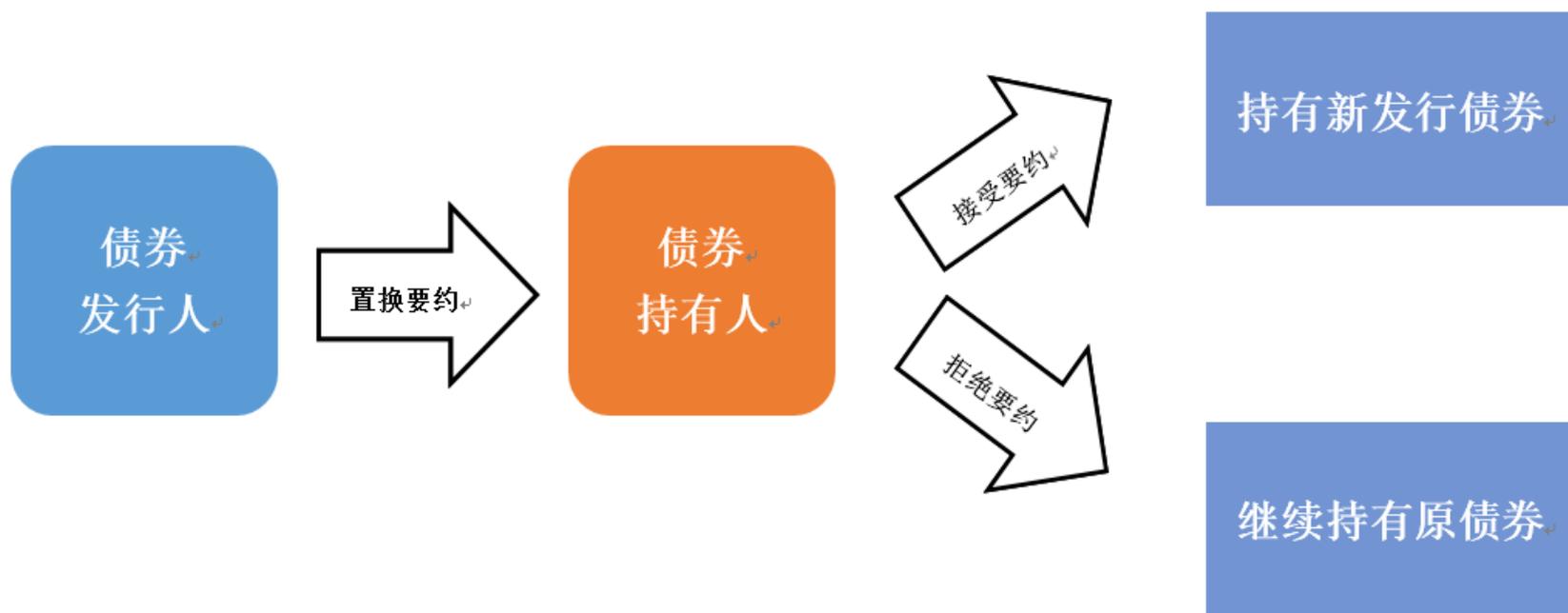


**违约债券如何准确定价？（定价机制）**

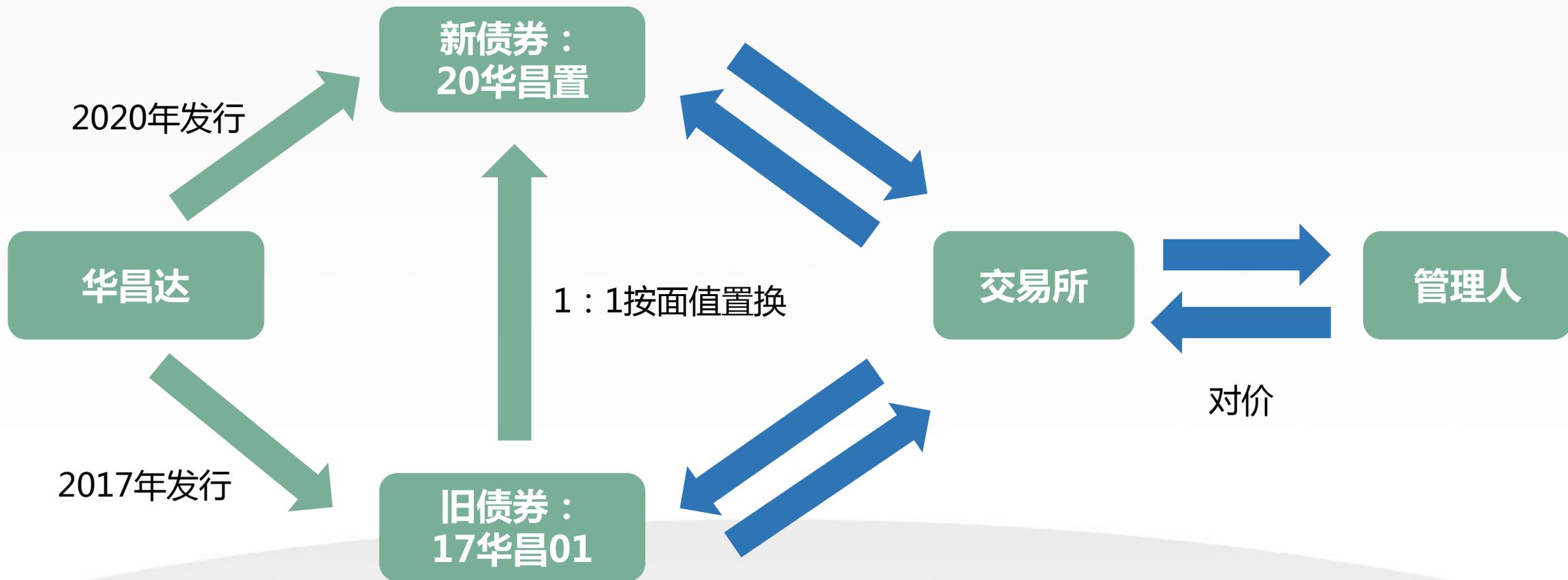
债券公允价值，普遍采用中债估值和中证估值  
垃圾债估值的核心，在于清偿率（回收率）

## 配套机制二：债券置换机制

- 2020年1月以来，受新冠病毒疫情影响，实体企业融资出现困难，部分临近期满的债券面临违约风险。
- 2020年3月17日，首单置换公司债券在深交所市场成功推出。
- 本质是通过新发债券方式，调整原有标的债券的期限、票面利率、兑付安排等商业条款，在投资人认可的情况下减轻发行人短期内的偿债压力。在法律条款上并不会触发原有债券下的违约条款，通常也不会被评级机构认定为债券项下的违约。



交易结构



## 04 債券“注册制”的构建和完善

# 04 公司债券“注册制”的构建和完善

背景：2020年3月1日，证监会发布《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》称，自2020年3月1日起，公司债券公开发行实行注册制。公开发行公司债券，应当符合修订后的《中华人民共和国证券法》《国务院通知》规定的发行条件和信息披露要求等。

公开发行公司债券，由证券交易所负责受理、审核，并报证监会履行发行注册程序。

	核准制	注册制
积极条件	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.股份有限公司的净资产不低于人民币三千万元，有限责任公司净资产不低于人民币六千万元；—</li> <li>2.利率不超过国务院限定的利率水平；—</li> <li>3.累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十；—</li> <li>4.最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1.最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；</li> <li>2.具备健全且运行良好的组织机构；</li> <li>3.应具有合理资产负债结构和正常现金流量。</li> </ol>
消极条件	<p>有下列情形之一的，不得再次公开发行公司债券：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.前一次公开发行的公司债券尚未募足；—</li> <li>2.对已公开发行的公司债券或者其他债务有违约或者延迟支付本息的事实，仍处于继续状态；</li> <li>3.违反证券法规定，改变公开发行公司债券所募资金的用途。</li> </ol>	<p>有下列情形之一的，不得再次公开发行公司债券：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1.对已公开发行的公司债券或者其他债务有违约或者延迟支付本息的事实，仍处于继续状态；</li> <li>2.违反证券法规定，改变公开发行公司债券所募资金的用途。</li> </ol>

# 04 公司债券“注册制”的构建和完善

影响？



**强化信息披露要求？（“买者自负”的前提是“卖者尽责”）**



**中介机构责任与风险承担？（债券欺诈发行、虚假陈述等）**



**是否必然导致债券违约数量攀升？**