

君合专题研究报告

2022年2月10日

简析中资境外债券优先级

一、为什么讨论境外债券的优先级

随着整体境外债券市场的深入发展和不同发行人资信状况的不断分化，发行人经营出现困境导致债券违约甚至发行人资不抵债的情况时有发生。在该等情形下，境外债券的优先级，可能直接决定债权人的受偿顺序以及受偿额度。因而，针对不同的市场参与者（特别是投资人），境外债券的优先级是做出投资决策时需要重点考虑的事项。境外债券作为众多债务种类中的一种，在优先级方面通常也适用债务的一般特征，因此以下讨论将主要针对债权与债务的一般特征而展开。

二、破产法与担保法下的基本求偿次序

诚然，不同法域项下的破产法与担保法的规定可能有所不同，且受限于具体法律或协议的另行规定，但通常遵守以下三个原则：

1、债权优先于股权

债权人针对公司资产的求偿次序，优先于股东，即：**债权 > 股权**

2、有抵押债权优先于无抵押债权

有抵押的债权的求偿次序，在抵押物价值范围内优先于无抵押债权，即：**有抵押债权 > 无抵押债权 > 股权**

3、同优先级别的债权的平等保护

同优先级别的债权在求偿次序上应得到平等保护，即：**同优先级别的债权 = 同优先级别的债权**

三、常见的劣后情形

除了以上对于股权和债权以及抵押物的基本求偿次序，常见的优先级的劣后（Subordinated/Subordination）情形还包括以下两种：

1、协议约定劣后

通过不同债权人及/或债务人签署单方或多方协议的方式，可以约定某些债权的求偿次序劣后（或者优先）于其他某些债权。常见的方式包括发行劣后型债券等时，在相关交易文件中明确规定债券的劣后求偿的状态。即：**协议约定优先债权 > 协议约定劣后债权**

2、结构性劣后

不同于协议劣后源于约定，结构性劣后根本性起源于债权优先于股权的基本原则，并基于具体的交易架构而产生。具体而言，对于存在集团内部多层控股结构且在不同控股层级有不同债权人的情况，鉴于母公司债权人对于子公司只有间接股权利益，针对子公司资产而言的求偿次序上，母公司的债权人通常劣后于子公司的债权人。即：**子公司的债权 > 母公司的债权**

四、实践中需要关注的操作要点

基于以上分析，对于各类的市场参与者（特别

是投资人)，我们理解实践中需要特别关注的操作要点包括：

1、明确债券的基础优先级

实践中，债券发行基础文件中会明确说明债券的基础优先级。通常情况下，境外债券为高级（Senior）债券，且至少与现存或者未来的任何非劣后债务平级（Pari Passu）。当然，除了高级（Senior）债券，也存在劣后（Subordinated）等其他优先级别的债券，包括但不限于其他一级资本债券（Additional Tier 1 Capital Securities）、二级资本债券（Tier 2 Capital Securities）和优先股（Preference Shares）。同时，同一系列（Series）债券中不同投资人的基础优先级也是平级（Pari Passu），即投资人受到同等保护。

2、明确债券的抵押物情况

实践中，债券发行基础文件中会明确说明债券是否涉及抵押物，以及如果涉及抵押物，抵押物的具体情况。高评级的境外债券通常采用信用发行的方式，而没有抵押物（Unsecured）。而在红筹结构发行的高收益境外债券中，常见的抵押物为子公司的股权。

3、限制未来抵押物或协议约定劣后的措施

实践中，为了限制未来针对其他债权设置优先抵押物或协议约定本次债券劣后，债券条款中通常会有关于防止设立相关优先抵押物或协议约定劣后的条款，例如消极保证（Negative Pledge）以及限制抵押（Limitation on Liens）。如果发行人违反相关条款的规定，将可能构成债券项下的违约事件。

4、限制结构性劣后的措施

如上所述，针对子公司资产而言的求偿次序上，母公司的债权人通常结构性劣后于子公司的债权人。限制结构性劣后常用措施是，要求子公司就母公司的债务向母公司的债权人提供上行担保（Subsidiary Guarantee）。该等安排在目前红筹结构发行的高收益境外债券中较为常见。

五、小结

境外债券在破产法与担保法的基本求偿次序的大原则前提下，可以通过协议或结构方式对于次序进行调整；而为保证各方利益，又在这些调整方式上设种种限制措施。同时，基于境内外的监管法规（如内保外贷）及不同适用法律（如投资级债券通常适用的英国法，高收益债券通常适用的纽约法等），形成了境外债券的一些鲜明特征，值得不同的市场参与者（特别是投资人）的关注。

汤光珺 合伙人 电话：852-2167 0033 邮箱地址：ctang@junhe.com

张璐 注册外地律师(纽约) 电话：852-2167 0056 邮箱地址：luzhang@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

