

## 债券持有人应该如何参与发行人破产程序

**编者按：**完善债券违约风险防范和处置机制，是中国人民银行2月21日召开的2020年金融市场工作电视电话会议上确定的要重点做好的工作之一。实践中，债券违约往往意味着发行人的流动性、偿付能力出现了问题，有些甚至已经资不抵债。针对这种情况，《企业破产法》提供了市场化、法治化的债券违约风险化解手段，即以“实现市场主体的有效救治，帮助企业提质增效”为特点的重整、和解程序，以及以“及时退出市场，实现优胜劣汰”为特点的破产清算程序。当发行人进入破产程序，债券持有人该如何应对？如何利用《企业破产法》妥善处置债券违约风险？君合破产重组业务组及相关业务团队将围绕这一课题与大家交流探讨。

债券是一种有价证券，是证券化的金钱债权。发行人进入破产程序后，债券持有人有权参与发行人的破产程序，通过破产程序实现清偿。作为一种证券化的债权，债券债权与借款合同之债、买卖合同之债、侵权之债等其他债权相比具有明显不同的特点，其中，债券的流通性、投资属性最为显著。这些特点给债券持有人参与发行人的破产程序带来了一些特殊问题。本文以非金融企业在银行间市场发行的债务融资工具（以下简称“**债券**”）为例，就债券持有人如何申报债权、以及债权审核确认中的特殊问题予以探讨。

### 一、债权申报与确认的一般规则

发行人进入破产程序后，债券持有人应依据《企业破产法》规定的债权申报和确认的一般规则行使权利：

1、向破产管理人申报债权。债权申报是债权人参

与破产程序的开始和基础，除了依据《企业破产法》无需申报而由破产管理人调查公示的债权之外，其他债权均应向破产管理人申报。依据现行法律，债券债权不属于无需申报的债权，债券持有人应向破产管理人申报债权。

2、在规定的债权申报期内申报。依据《企业破产法》第四十五条的规定，债权申报期从人民法院发布受理破产申请公告之日起计算，最短不得少于30日，最长不得超过3个月。债权申报期的截止时间应以法院发布的债权申报公告为准。未在债权申报期内申报的债权人，虽然《企业破产法》没有剥夺其继续申报的权利，但在不同程序中，其权利行使或将受到影响，并可能单独承担一定费用。

3、提交债权证明材料。对于债券债权而言，持有人在债券登记托管结算机构的查询结果是最重要的证据材料。债券是一种有价证券，是证券和权利的结合。持有人在债券登记托管结算机构的查询结果，可以证明持有人的债权人身份、债权性质和金额。对于在发行人进入破产程序前，已经起诉或者申请仲裁的，也可以提交生效的法院判决或者仲裁裁决作为债权证明文件。

4、只有申报了债权，才能参与到破产程序中。债权人会议是破产程序的重要议事机构。依据《企业破产法》第五十九条规定，依法申报债权的债权人为债权人会议的成员，有权参加债权人会议。此外，债权人享有的知情权、监督权、表决权都以债权人依法申报债权为基础。

5、对债权人会议核查的债权表记载的债权有异议，应遵守异议救济规则。一是要向管理人说明异议的理由和法律依据。二是经管理人解释或调整后仍不服的，或者管理人不予解释或调整的，债券持

有人应在债权人会议核查结束后 15 日内向破产受理法院起诉。15 日的起算点如何确定，是否以债权人会议召开之日为准，司法解释没有明确规定。实践中，应注意债权人会议上法院或管理人的释明。对于债券发行文件中约定争议解决方式为仲裁的，应通过仲裁方式解决债权确认异议。

6、 债权确认结果最终以破产受理法院裁定确认的债权表为准。债权人依据重整计划、和解协议、破产财产分配方案可以实现的受偿，都以破产受理法院裁定确认的债权表记载的债权金额为准。

## 二、债券可否继续交易及由此产生的实践问题

债券具有流通性，可依据交易规则自由买卖。如果发行人进入破产程序，债券是否可以继续交易？假如可以交易，对债权申报与确认会有哪些影响？

### (一) 发行人进入破产程序后，债券是否可以继续买卖？

债券买卖发生债权转让的法律效果。债券是否可以买卖，首先应遵守《企业破产法》关于破产程序中债权转让的规定。检索《企业破产法》及相关司法解释，债务人进入破产程序后，债权人全部或部分转让债权并未被禁止。因此，发行人进入破产程序后，债券继续买卖不违反《企业破产法》的规定。

交易规则层面一度对此也没有明确规定，实践中有不少困惑。2019 年 12 月 30 日中国人民银行发布了《关于开展到期违约债券转让业务有关事宜的公告》（公告〔2019〕24 号），明确规定“因债券到期或发行人进入破产程序等原因，未按期足额偿付的”债券也可以通过银行间债券市场交易平台和债券托管结算机构交易。至此，对于非金融企业在银行间市场发行的债券而言，发行人进入破产程序，债券买卖仍可以进行。但需要注意的是，此种情况下的债券交易应该采取券款兑付的结算方式，即在结算日债券交割与资金支付同步进行并互为约束条件。

### (二) 发行人进入破产程序后的债券交易，买方应注意什么？

#### 1、 买方不得以买入的债券主张破产抵销权

抵销具有担保的功能，破产抵销权具有优先权的性质，能够使债权人得到优先于破产分配的清偿效果，因此立法上需要施加限制。这也是《企业破产法》第四十条的立法原因。根据第四十条第一项的规定，债务人的债务人在破产申请受理后取得他人对债务人的债权，不得向管理人主张抵销。因此，如果买方在买入债券之前已经对发行人负有债务，买方虽然可以在发行人进入破产程序后买入债券，但不可以用该债券债权去抵销买方先前已经欠付发行人的债务。

#### 2、 买方应关注卖方是否已申报过债权

发行人进入破产程序后，债券持有人是通过参与发行人破产程序受偿，还是通过交易退出，不同情况的持有人会做出不同的选择。买方应关注卖方是否已经向破产管理人申报过债券债权。

如果卖方已申报债权，该部分债券对应的债权已经在发行人破产程序中主张过，债权人的程序性权利一般不受影响。此种情况下，建议买方及时将交易结果通知破产管理人，要求管理人确认由买方取代卖方继续参与破产程序，并享有所购入债券对应的权利。

如果卖方尚未申报债权，买方应在债权申报期内向破产管理人申报债权，并据此参与到破产程序中。假如交易发生在债权申报期满后，也就意味着卖方作为债券持有人未能依照《企业破产法》在规定的期限内申报债权，则由此可能承担如下不利后果：

(1) 程序性权利受限制。依照《企业破产法》的规定，依法申报的债权人才能参加破产程序，行使《企业破产法》赋予的各项程序性权利。债券卖方未在债权申报期内申报债权，则买方买入的债券债权属于未依法申报的债权，买方在完成债权申报前亦不能取得破产债权人的身份。一方面，已经进

行的破产程序无法逆转，不会重复进行，此前已完成的债权人会议审议事项，买方无法发表意见；另一方面，因超过规定期限申报债权，买方作为破产债权人的身份可能被延后确认，无法及时参与未进行的破产程序。

(2) 债权受偿损失或者受限制。根据《企业破产法》的规定，在破产清算程序中，补充申报的债权人对此前已经进行的破产财产分配不能主张补充分配；在重整程序中，债权人未按规定申报债权则不得在重整计划执行期间行使权利，只能在重整计划执行完毕后按照重整计划规定的同类债权的清偿条件行使权利；在和解程序中，和解债权人未按规定申报债权的，亦不得在和解协议执行期间行使权利，而只能在和解协议执行完毕后按照和解协议规定的清偿条件行使权利。

(3) 可能承担额外费用。买方为参与发行人的破产程序需要补充申报债权的，根据《企业破产法》的规定，为审查和确认补充申报债权的费用，应由补充申报人即买方承担。

### **(三) 债券交易情况下，确定债权人身份的时点如何把握？**

破产程序的任何一个参与方，都需要特定化到某个具体的法律主体，指向特定的自然人、法人或非法人组织。在允许债券持续交易的情况下，债券持有人就不是固定不变的，而是处于变动不居的状态。不同的时间点，债券持有人的范围可能发生变化。那么，破产管理人究竟以哪个时点来确定债权人身份呢？下面沿着破产程序的进展逐一分析可能的时点。

1、 破产案件裁定受理日。裁定受理日是破产程序中非常重要的时点。就债权而言，裁定受理日即债权停止计息日。实践中，资产审计、评估时点也通常选取裁定受理日。但如果严格以裁定受理日的持有人名册为依据确定债权人身份，就会使得裁定受理日之后的债券买入者能否参加以及如何参加发行人的破产程序模糊不清，容易产生争议。这会影响到债券的流通性，《关于开展到期违约债券转让业

务有关事宜的公告》的规定也无法切实发挥作用。因此，以裁定受理日为基准日不妥。

2、 债权申报期限届满日。债权申报期短则 30 日，长则 3 个月。在债权申报期内，债券可以自由交易。以债权申报期限届满日为基准日认定债券持有人身份，使债权申报期内的债券交易具有了实际意义，并且没有徒增破产管理人、发行人的确权成本。这是其具有合理性的一方面。但同时也应注意到，以债权申报期限届满日为基准日，将使得债权申报期满之后的债券交易面临前述同样的问题。

3、 债权人会议通知日、第一次债权人会议召开日、重整计划草案提交日、重整计划草案表决日。以这些时点为确定债权人身份的基准日都具有一定的合理性，但面临的共同问题是，破产管理人迟迟无法确定究竟谁才是债权人，这既影响破产程序的效率，也实际影响该部分债权人参与破产程序的效果。

上述分析表明，在债券持续交易的情况下，除了破产案件裁定受理日外，列举的其他时点也都有一定程度的合理性，但也都存在一定的局限性。这背后实际蕴含着保障债券流通性与破产程序效率的冲突和协调问题。如何平衡取舍，需要未来在规则层面作出规定。

### **(四) 如何防止利用债券交易对债权人会议表决施加不当影响？**

根据《企业破产法》的相关规定，债权人会议适用的表决机制不是单纯的债权金额多数决原则，债权人人数同时也必须过半数。如在重整程序中，根据《企业破产法》第八十四条规定，出席会议的同一表决组的债权人过半数同意重整计划草案，并且其所代表的债权额占该组债权总额的 2/3 上的，即为该组通过重整计划草案。因此，为了达到债权人过半数的标准，债券持有人就可能通过分拆出售其持有的债券，以满足人数过半的要求。这种情况如何防止呢？《企业破产法》对此没有明确规定。实践中，部分法院对分拆转让债权有限制性规定。如根据深圳市中级人民法院制定的《破产案件债权审

核认定指引》，债权人为了增加表决权数量将同一笔债权向多个受让方转让将受到限制。分拆出售的债券持有人需要留意。从根源上分析，这是保障债券的自由交易与保障破产程序公正性的冲突和平衡问题，未来亦需要在规则层面做出相应规定。

上述分析表明，当发行人进入破产程序后，债券的流通性会给债券持有人参与破产程序带来一些技术上的难题，这些问题涉及到不同规则所蕴含价值的冲突和平衡，如何解决这些问题现行规则有待明确和完善。

### 三、规则层面的完善思路及建议

#### 思路一：在规定期限内自由交易，期限届满后暂停交易。

该思路的具体设想是：在交易规则层面，针对发行人进入破产程序后的债券交易做出特别规定。法院裁定受理发行人破产申请后，发行人或者破产管理人发布公告，当日债券停止交易，第二个交易日债券恢复交易，自恢复交易起连续交易 20 个交易日后暂停交易，待破产程序终止后区分情况申请债券恢复交易（适用于重整、和解程序）或者终止交易（适用于破产清算程序。）

该思路兼顾了债券流通性与破产程序效率、公正的平衡。规则设计借鉴了上市公司破产重整中的股票停复牌规则。在 2018 年 11 月股票停复牌新规出台之前，针对上市公司破产程序中的股票交易，沪、深交易所上市规则作出了特殊规定。人民法院受理上市公司重整、和解或者破产清算申请的，上市公司应当公告并停牌一日并由交易所实施退市风险警示，交易所自实施退市风险警示 20 个交易日届满的下一交易日起，对上市公司股票及其衍生品种实施停牌。实践中，20 个交易日被称为“逃逸

期”，这一规定既兼顾了股票的流通性和不同投资者的风险偏好，又兼顾了破产程序推进的便利。需要说明的是，股票停复牌新规出台后，上述规则已经改变，在上市公司破产重整程序中，原则上不允许停牌，但这并不影响该种规则的可借鉴意义。

#### 思路二：允许在破产程序期内持续交易，同时明确确定债权人身份的基准日。

思路二的具体设想是：交易规则层面允许在整个破产程序期内进行债券交易。在《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（目前处于征求意见阶段）中明确规定，债券债权可无需申报，由破产管理人调查公示，破产管理人应以债权申报期限届满日在债券登记托管结算机构记载的债券信息为准，审核并公示债券债权。

思路二需要回答的问题是，债权申报期后债券是否可以继续交易？我们的观点是：债券交易不当被禁止，债权申报期满后继续进行的交易，买方在破产程序中的地位，可以参照诉讼程序中当事人向人民法院申请变更当事人的规则<sup>1</sup>处理。即原持有人转让债券不影响原持有人的债权人身份和权利，管理人对债权表中登记的债权人及债权金额不再进行变更。买方可向破产管理人申请参与破产程序，经管理人审查后，买方有权主张按照已通过的财产分配方案、重整计划或和解协议获得清偿，但买方不得依据《企业破产法》行使表决权；买方不申请的，管理人不主动变更已登记的债权表。管理人应在债券信息披露平台上公告，提示意向买方可能受到权利限制。在分配时，应再次核对登记结算机构记载的债券信息。

以上观点，欢迎与各位业内同仁共同探讨，如有任何需要请随时联系我们。

<sup>1</sup> 根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》（法释[2015]5号）第二百四十九条，在诉讼程序中，争议的民事权利义务可以发生转移，但是权利义务转移不影响当事人的诉讼主体资格和诉讼地位，受让人可以无独立请求权的第三人身份参加诉讼，判决、裁定生效后，对受让人具有约束力。

杨 立 合伙人 电话: 86 10 8540 8651 邮箱地址: yangli\_lawrence@junhe.com  
沈 凤 合伙人 电话: 86 0755 2587 0818 邮箱地址: shenf@junhe.com  
陈 铨 律 师 电话: 86 0755 2587 0722 邮箱地址: chencheng@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](http://www.junhe.com)” 或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

