

## 有担保债权在破产程序内外受偿的衔接之二：主债务人破产，向未破产的物保人求偿的实证分析

主债务人进入破产程序，债权人有权就特定财产向担保人主张优先受偿权，不同特定财产的价值以及流动性不同，债权人权利的实现程度也相去甚远。针对主债权与担保债权在破产程序内外并存的情况，实务中，重整计划如何处理破产程序内外受偿的衔接值得关注；此外，担保物为上市公司股票时，上市公司进入破产程序，则上市公司股票质押权人权利保护的问题亦值得关注。笔者将在本文中，就上述问题分别予以探讨。

### 一、不同担保物情形下，债权人优先受偿权的实证分析

根据担保物的种类和归属的不同，可以分为债务人之外的第三方提供不动产担保、第三方提供其他物的担保（简称“其他物保”）、债务人股东提供其所持破产债务人的股权的担保等情形。在债务人股东质押上市公司股票的情形中，根据司法实践也有不同之处，具体结合案例分析如下：

#### （一）第三方提供不动产抵押担保或其他物保及由此衍生的重整计划对破产程序内外受偿的衔接

##### 1、第三方提供不动产抵押担保或其他物保的实证分析

在南京某集团合并破产重整案中<sup>1</sup>，重整计划规

定，普通债权分为经营类普通债权与非经营类普通债权，非经营类普通债权以等额的信托受益权受偿。对于由非破产主体提供了不动产抵押担保或其他物保的破产债权，重整计划规定：考虑到该等债权人依据重整计划受领信托受益权的，则其在本次重整范围内的债权清偿完毕，会影响其对担保人或其他债务人求偿权的行使，故重整计划设置了预留期制度—即符合条件的债权人可在重整计划批准之日起10日内，向管理人申请，将该债权依重整计划所应获得分配的全部信托受益权在信托计划内予以预留，最长预留期限自重整计划批准之日起3年，预留期间内对应债权不视为清偿且不计利息，债权人可以依法行使相关求偿权利。

考虑到债权人对第三方提供不动产抵押物行使优先受偿权可能经过司法裁判及执行拍卖等程序，故该案重整计划设立了3年的预留期制度，以便债权人较充分的时间在破产程序之外行使权利，以第三方提供不动产抵押担保物优先受偿。

##### 2、重整计划对破产程序内外受偿的衔接

通过上述案例，不难看出，破产债权在破产程序内外受偿的核心原因是主债权与担保债权在破产程序内外并存而需要衔接，由此引发重整计划对破产程序内外受偿的衔接的问题，近期多个重整案

<sup>1</sup> 本案系笔者代表重整投资人参与的案件。

件对此均有比较明确的安排。

如在海航集团等 321 家公司实质合并重整案中，根据《企业破产法》第九十二条的规定，重整计划明确，债权人对债务人的保证人和其他连带债务人、主债务人所享有的权利，不受该重整计划的影响。如债权人就其对 321 家公司的债权可同时向 321 家公司外的其他主体主张清偿的，债权人享有选择权，可先不领受本重整计划中明确的偿债资源，先行向其他主体主张清偿。管理人将根据其债权确认情况预留对应的偿债资源，预留期为法院裁定批准重整计划执行完毕之日起 1 年或债权确认之日起 1 年。而上述南京某集团合并破产重整案中，预留期限为自重整计划批准之日起 3 年，预留期间内对应债权不视为清偿且不计利息，债权人可以依法行使相关求偿权利。

针对重整计划对破产程序内外受偿的衔接安排，预留期和重整程序的清偿率需要重点关注。若预留期太短，则债权人可能无法在破产程序外及时向其他还款义务人主张权利及获偿，并可能进一步影响重整计划预留的偿债资源的确定。若重整计划涉及“以股抵债”或“以信托份额抵债”，其名义清偿率为 100%，将影响债权人在破产程序外对相关义务人行使权利。如在南京某集团合并破产重整案中，依据重整计划受领信托受益权的，则其在本次重整范围内的债权清偿完毕，但预留期间不视为清偿，以便债权人在破产程序之外行使权利。若债权人涉及对破产程序之外的主体行使权利，应积极向管理人主张更长的预留期，力争重整计划不影响其在破产程序之外行使权利。

如在君合代表最大债权人经办的黑龙江某集团公司重整程序中，偿债方案涉及债转股清偿方式，但我方债权人在破产程序外对第三方提供的质押股票享有质押权。就此，经过我们的积极争取，重

整计划草案添加了为保护该债权人在破产程序外的权利的表述：该重整计划中明确，设置两年半的暂缓领受期；对破产主体以外的主体享有担保权的债权人暂缓以股抵债，不视为对债务的免除及豁免，不影响债权人依法追究担保人的责任；债权人有权选择在担保人处获得清偿后，根据实际受偿情况，再补充受领以股抵债对应的股权。若重整计划最终可确认上述表述，债权人在破产程序内外受偿将得以有效衔接，权利得到相对更好保护。

## **（二）债务人股东以其所持债务人的股权为债权人提供质押担保**

破产企业的股权质押，是质押权人和股东就债务所设立的质押担保，质押权人的优先受偿权仅相对于出质股东的其他债权人，而非破产企业的其他债权人。当破产企业在出现资不抵债情形时，企业的所有者权益为负，债务人进入破产程序时，出资人权益往往调整为零，因此，质押权人将难以从价值为零的股权上获得受偿。

如在江苏某集团合并破产重整案中<sup>2</sup>，重整计划规定“鉴于某公司已经严重资不抵债，现有出资人的权益为负，故出资人权益将全部被剥夺”。债权人无法就债务人股东提供的其所持债务人的股权在破产程序之外获得受偿。实务中，如果破产受理法院不愿意通过出具协助执行通知的方式通知市场监督管理局进行股权变更登记，则该股权质押登记往往因为债权人不同意注销可能导致无法注销。本案中，涉及债务人出资权益调整后的股权变动，系通过破产受理法院向当地市场监督管理局出具协助执行通知书，将债权人对债务人股东提供其所持债务人的股权质押登记予以注销。

## **（三）债务人股东以其所持债务人的上市股票为债权人提供质押担保**

若债务人是上市公司，债务人股东向其债权人

<sup>2</sup> 本案系笔者作为管理人法律顾问参与的案件。

所提供的质押物为上市公司股票，即债务人股东的债权人上市公司股票享有质押权。若重整计划拟调整出资人权益，即对该等已质押给债权人的股票进行调整，与上述非上市公司股权质押不同的是，因上市公司股票存在市场价值、高度流动性、可变现性等特殊之处，债权人往往仍可能通过协商、博弈在上市公司破产程序之外获得受偿。

在飞马国际（股票代码：002210）破产重整案中，控股股东及原实控人所持飞马国际股票基本上均被质押与司法冻结/轮候冻结。同时，根据深圳中院于 2020 年 12 月 18 日裁定批准的重整计划，控股股东及原实控人应分别按照 50%的比例无偿让渡其所持有的飞马国际股票。经过管理人及相关方的多方努力，控股股东拟无偿让渡的飞马国际股票于 2021 年 6 月 10 日才强制划转至重整投资人名下；原实控人拟无偿让渡的飞马国际股票于 2021 年 11 月 4 日才强制划转至重整投资人名下。我们理解，债务人执行重整计划划转股票时，与质押权人进行了历时半年以上的协商博弈，为使该部分股票实现划转，股票质押权人在破产程序之外可能得到了部分补偿。

根据公开信息可知，上述飞马国际的控股股东及原实控人所涉无偿让渡的股票，主要是为飞马国际（即债务人）融资提供质押担保。若上市公司股东自己融资，并提供股票质押，而若上市公司进入破产重整涉及对该部分质押股票权益进行调整，则债权人对上市公司股东的债权并非破产债权，上市公司重整投资人若要取得该部分质押股权，通常需与质押权人协商。

在庞大集团（股票代码：601258）破产重整案中，根据重整计划显示，庞大集团控股股东及其关联自然人需无偿让渡其所持股票给重整投资人，若该等无偿让渡之股票存在冻结、质押情形，对于非

因庞大集团（债务人）破产债权对应的质押股票，由重整投资人与相关冻结申请人、质权人协商解除。根据后续公告，我们了解到：庞大集团控股股东及其关联自然人因自身融资需求而以其持有的 4.58 亿股股份因向国开证券股份有限公司、中泰证券股份有限公司、中银国际证券股份有限公司和江海证券有限公司（以下合称“**融资券商**”）进行了股票质押式回购融资，造成股票处于被质押状态，该等债权非庞大集团之破产债权，无法直接根据出资人权益调整方案的规定进行让渡。基于上述情况，重整投资人通过协议收购和债务代偿等方式受让融资券商对控股股东及其关联自然人的债权所对应的 4.58 亿股股份的质权，并进一步在解除股份质押后，通过执行出资人权益调整方案的方式完成股份受让。据我们公开查询，截至 2022 年 3 月 31 日，庞大集团投资人已向质押权人支付了 2.38 亿元，并解除了合计约 2.04 亿股票的质押。

## 二、上市公司进入破产程序后，股票质押权人的权利保护

如上所述，上市公司股票存在市场价值、高度流动性、可变现性等特殊之处，客观上存在一定价值，因此，当质押物为破产企业股票时，不应当因标的企业破产而直接将其股票价值认定为零、进而剥夺质押权人的权益，这种做法显然有违公平原则。特别是实践中上市公司股东以其所持股票进行质押融资的情形非常普遍，随着越来越多的上市公司进入破产程序<sup>3</sup>，出资人权益调整方案往往会影响股票质押权人利益，因此有必要对以破产上市公司股权为质押标的的质押权人的权利在破产程序中的保护的问题进行专门探讨。

### （一）股票质押权人代替股东参与出资人权益调整表决的探讨

在上市公司进入破产重整后，股票质权人仅能

<sup>3</sup> 截至 2022 年 5 月 30 日，A 股上市公司进入破产程序主要为进入破产重整，仅有一例破产和解案（澄星股份，股票代码：600078），该破产和

解不涉及出资人权益调整，股票质押权人系通过正常司法程序推进司法拍卖。本文上市公司进入破产程序默认为进入破产重整程序。

以被质押的股票变价款优先受偿，不能取得股东对公司经营管理的权利，破产程序中如果涉及股权调整事项时，应当由出资人进行表决，股票质押权人没有代替股东参与表决的权利<sup>4</sup>。

基于此，如为保障质押权人在破产程序中的权益，质押权人在签署股票质押合同时，可以设置在上市公司进入破产重整等极端情况下，出质人应将股东权利不可撤销地委托给质押权人行使的相关约定条款，或者事先约定出质人行使股东权利时，如对出资人权益方案进行表决，应将相关内容告知质押权人经质押权人同意方可表决，以便质押权人充分参与破产程序及维护自身权益。

## （二）股票质押权人对重整计划出资人权益调整方案异议的探讨

除了上述直接参与表决出资人权益调整方案的权利问题，针对质押权人是否有权对重整计划出资人权益调整方案提出异议，各地司法实践中亦存在不同做法，河南高院、广州中院、深圳中院持否

定意见<sup>5</sup>，规定股权质押权人以出资人权益调整方案损害其担保权为由提出异议的，不影响重整计划草案的批准；而四川省高院则认为需区分重整企业是否存在资不抵债，当重整企业资产大于负债，股权质押权人有权对出资人权益调整方案提出异议，出资人权益调整方案应确保出资人权益调整后股权质押权人的利益，不低于调整前其就股权质押权可以获得的利益<sup>6</sup>。

综上，若质押权人对上市公司股票享有质押权，且上市公司进入破产重整程序的，则质押权人首先可与债务人约定在上市公司进入破产重整程序后质押权人可以代为行使出资人权利；其次，质押权人在破产程序内也可向管理人积极主张其权益在出资人权益调整后，应不低于其就股权质押权原可获得之利益，甚至通过以注销质押登记或解除质押股票查封冻结为协商筹码，要求重整投资人/管理人通过协议收购和债务代偿等变通方式受让股票质权，实现股票质押权在破产程序内外的良性衔接。

董明 合伙人 电话：86-21 2208 6360 邮箱地址：dongm@junhe.com

徐念祖 律师 电话：86-21 2283 8231 邮箱地址：xunz@junhe.com

吴海平 律师 电话：86-21 2283 8202 邮箱地址：wuhp@junhe.com

贾玮 律师 电话：86-21 2283 8305 邮箱地址：jiaw@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”。

<sup>4</sup> 参见最高人民法院《中原再担保集团股份有限公司、河南方欣米业集团股份有限公司管理人管理人责任纠纷民事申请再审审查民事裁定书》（案号：（2021）最高法民申6429号）

<sup>5</sup> 《河南省高级人民法院审理企业重整案件的工作指引》第六十条、《广州市中级人民法院关于重整案件审理指引（试行）》第七十九条、《深圳市中级人民法院审理企业重整案件的工作指引（试行）》第一百零三条均明确：审查出资人权益调整事项时，股权质押权人以出资人权益调整损害其担保权为由提出异议的，不影响重整计划草案的批

准。

<sup>6</sup> 《四川省高级人民法院关于审理破产案件若干问题的解答》第四条：应当区分重整企业是否存在资不抵债，从而对股权质押权人的异议权作出不同规定。当重整企业资产大于负债，但又缺乏及时清偿能力的，股权质押权人对出资人权益调整方案有异议的，法院可以组织召开听证会听取各方利害关系人的意见，尽量通过协商解决，若协商不成，出资人权益调整方案应确保出资人权益调整后股权质押权人的利益，不低于调整前其就股权质押权可以获得的利益。