

透视破产重整程序中的债转股问题

2023-03-03

早在上世纪90年代开始，我国就开始以债转股为目的防范和化解金融风险，解决商业银行不良贷款率及国企负债过高的问题，即政策性债转股。2016年，国务院发布《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及《关于市场化银行债权转股权的指导意见》，市场化债转股揭开序幕。“市场化债转股”被广泛应用于企业破产重整中，其内涵和外延都发生了极大变化，但《企业破产法》及司法解释并未明确破产重整程序中的债转股规则，理论界及司法实践中对债转股在破产重整程序中的实施也存在较大争议。笔者通过实践案例牵引学界理论争议，解读当下破产程序中债转股的内涵及性质界定，引入债转股后原债权人的追偿、表决适用冲突及退出机制的思考。

一、问题的提出

东北特钢集团重整案中，中国银行股份有限公司赤峰分行享有债权部分现金清偿，未能现金清偿部分按照6.5158（元）：1股的比例实施债转股。其后，东北特钢集团《重整计划》执行完毕，中国银行股份有限公司赤峰分行就其未能实际清偿部分向主债务人东北特钢林西公司主张清偿，法院最终判决认为中国银行股份有限公司赤峰分行的涉案保证债权已得到全额清偿，相应保证债权也随即消灭。另外，第三方机构作出的《东北特殊钢集团有限责任公司股东全部权益价值分析报告》并非执行《重整计划》债转股时计算东北特钢集团每股价值的依据，中国银行股份有限公司赤峰分行以该报告为依据，认为其债权未实际受偿，事实依据不足，驳回其诉讼请求。

丹东港集团合并重整案中，中国进出口银行部分债权获得现金清偿，未获清偿的部分债权通过以股抵债的方式进行，取得丹东港集团出资份额326981197，取得丹东港口集团出资份额12743751，《咨询报告》确认丹东港集团每出资份额价值0.8177元，丹东港口集团每出资份额价值1.0007元。其后，中国进出口银行就重整程序中未获实际清偿部分向保证人日林建设集团有限公司追偿，最高院最终判决认定《合并重整计划》中以股权抵偿债权的方式系在综合各种因素考量下，经管理人和债权人通过团体协商所作出的安排，并不必然反映债权人就该笔债权的实际获偿金额，本案中的《合并重整计划》载明了以股权抵偿债权的清偿率计算公式，进出口银行据此计算实际受偿金额并就其未实际受偿部分金额向日林建设公司进行追偿依据充分。

以上两个重整案例，债权人在重整计划中通过债转股的方式获得债权清偿，是否意味着其债权本身就就此获得全额清偿存在不同的判决结果。最高人民法院第二巡回法庭2021年第15次法官会议纪要意见，债务人企业出资人权益分配给债权人，形成以债权“交易”出资人权益的一种法律行为，并非单纯的代物清偿或者抵销行为，应根据股权价值来确定债权人的受偿率。其争议焦点折射的理论基础在学界中也存在争议，进而引发债转股在重整程序中的适用冲突。

二、重整程序中债转股的法律属性

破产重整程序中涉及债务清偿方案的债转股模式，其内涵和外延较之于政策性债转股及传统实体法通过当事人权利义务关系的配置发生很大变化，厘清其法律性质有助于理解上述案件出现的不同判决。目前，关于重整程序中债转股的法律性质主要存在三种不同的理论学说。

（一）债权出资及债务清偿双重说

王欣新教授主张债转股具有债务出资及债务清偿的双重属性，接受不同法律的调整，即从《公司法》角度上是债权人以对债务企业享有的债权向企业进行出资而获得股权的行为，从《企业破产法》角度上实质是以股权抵偿债务的债务清偿行为。与此同时，作为债务清偿行为，在所转股权经过工商登记变更后，该项债务即完成清偿。债务人因重整计划不能执行等原因转入破产清算程序时，已通过转股方式完成清偿的债权不得再恢复为破产债权。作为投资行为，在所转股权经过工商登记变更后，依法不得再恢复为债权，不得以抽逃债权出资的方式，破坏资本充实原则。完成转股后还可以恢复债权的主张，将彻底破坏重整企业的资本（产）信用 [1]。

根据债转股债权出资的法律属性，部分学者认为当债权人选择通过债转股方式清偿债权时，即同意以其债权投资入股并成为股东，其债权也因转变为股权而消灭，转股债权人已获得全额清偿，再向保证人主张保证责任的权利丧失。

（二）代物清偿说

韩长印教授认为，债转股包含代物清偿中瑕疵担保责任与专为清偿中原合同不丧失的特点。债转股是债务人陷入困境破产，无法完成债务清理而违约所衍生的“救济性请求权”之“代物清偿”属性。其结合《企业破产法》第93条规定，重整计划被法院裁定终止后，债权人因执行重整计划所受清偿仍然有效，债权未受清偿的部分作为破产债权的规定，主张破产重整中的债转股兼具“代物清偿”和“专为清偿”两种特征，且93条的规定恰恰和债转股的代物清偿中的瑕疵担保责任吻合。但无论是代物清偿还是专为清偿，都明显有别于其“进行股权投资”的性质。同时，破产重整中的债转股具有“救济性”的请求权属性，重整计划中的偿债安排作为债务人因破产而违约后的一种救济性请求权，尽管通常适用金钱损害赔偿规则，但在债务人丧失清偿能力或者同时设有财产担保的场合，可以适用代物清偿或救济性替代清偿规则 [2]。

破产程序中的债转股是债权人同债务人、出资人之间达成的以股抵债的自治式的代物清偿契约，破产企业既然资不抵债，无财产担保债权人就不可能获得全额清偿，应当以债权人实际获偿金额计算清偿率，剩余债权应继续向保证人追偿，才符合公平原则。

（三）权益分配清偿说

邹海林教授认为不应当将破产重整中实施的债转股和实体法上的概念作为一体化表达，重整实务中的债转股是破产程序中分配债务人财产的一种方式，破产法以“债权调整”、“债权清偿”和“出资人权益调整”等具体制度工具表达着债转股的制度逻辑和程序法属性，只能在破产法作为程序制度逻辑和结构框架内讨论重整中的债转股所具有的独特制度逻辑 [3]。

笔者另补充说明的是，大部分学者在探讨债转股性质时并未将上市公司的债转股单独讨论。重整背景下的债转股更注重法律层面对债务履行和法律行为的定性，上市公司作为债务人时的债转股清偿性质认定又有不同，有学者主张尽管上市公司债转股其中可能体现着“其他利害关系人在债务人企业中的利益关系重新所作的一揽子调整和更新的契约组合”。王欣新教授认为上市公司以股票清偿债务不是债转股的典型形态，其基本性质是以可流通证券清偿债务，利用二级市场中流通的企业股票偿债，行为模式上也属于将债权转换为股权的行为，但股票本身特性的流通性具备随时可变现的条件，与现金清偿效果大致相同。

针对上述不同观点，笔者认为王欣新教授“债务清偿”论中并未明确到底是何种清偿，其反对韩长印教授的“代物清偿”理论，但又巧妙避开上市公司债转股典型可流通证券清偿债务的形态，而不能否认上市公司以股抵债的行为模式也属于债转股，吻合代物清偿属性。韩长印教授的“代物清偿”说，在破产重整中，债权转股权的变更以工商登记为准，完成登记变更后，被转股企业清偿债务的义务即视为已履行完毕，原来的债权债务关系视为消灭。将债权转换为股权，虽然从根本上改变了原债权人对转股企业所享有权利的权利性质，但尚未构成代“物”清偿。其主张债转股和代物清偿中的瑕疵担保责任吻合，但依照传统民法理论，“瑕疵”指物本身状态和权利的瑕疵，即物本身的缺陷导致价值不足，及权利人对物并不享有完全的所有权以保证代物清偿的安全，而债转股中给付的“股权”并无瑕疵，造成债权恢复的缘由是重整计划的失败导致的债转股计划未能完成。韩长印教授的主张虽然和破产法规定的程序高度契合，但是仍存在上述疑问。至于邹海林教授的观点，债转股涉及债权人和债务人的重大权益变更，不能简单将其定义为程序性问题，如缺乏对债转股在实体法上的分析作为理论支撑，将难以分

析清楚债转股在破产重整中的法律问题。

正是由于债转股在市场行为中的丰富实践形态，理论界对于破产重整债转股出现不同的性质认定，不同交易场景下的性质也认定不一，具有概括性、综合性的特点。笔者认为在实务操作中把握其核心特征即可，根据不同情境下的交易模式，制定切合的方案规定，也符合目前实践探索的精神。

三、重整程序中债转股的表决适用冲突

关于债转股法律性质的界定，不管那种学说的解释，都不能否认债转股清偿方案的设计将会给债权人带来身份上的变化，对债权人权利义务进行的变更。债转股清偿方案需要重整计划裁定通过才能得以具体的实施，但重整计划的通过在重整程序中需要经过各债权人的表决，而目前对于债转股性质的不同理解及重整程序中表决制度的特定性又影响着大家关于债转股表决的适用理解。

破产重整中的债转股应否援引《企业破产法》中关于重整方案表决的一般性规定多有争议，其中王欣新教授和韩长印坚守的相互论战具有典型代表。

（一）债权人个别表决机制

个别表决机制讨论前，需要先明确限定范围，该主张涉及的是两个不同层次的问题。第一层次是指债转股方案设计的合法性问题，在没有设置体现自愿原则的现金清偿等选择权并经各债权人同意，债转股是不受债权人会议少数服从多数表决原则的限制。第二层次是指各债权人自愿转股后，债权人会议对整个的重整计划（含债转股方案）的表决，解决的是表决的程序性问题。

王欣新教授主张，债转股是在重整程序启动后对当事人权利的变更设定，所以不属于重整程序可以限制或调整的权利范围，是不受重整集体清偿程序限制的权利，也不属于债权人会议的职权范围，不受债权人会议少数服从多数表决机制的约束^[4]。且在企业已陷于清偿危机的情况下，债转股将债权转为权利顺位劣后的股权，可能加重当事人的风险，所以必须经过每一个转股债权人的单独同意。在未经其同意的情况下也不受重整计划以及法院批准包括强制批准重整计划裁定的限制。

债转股并非必须所有拟转股债权人都参加才能实施，少数债权人不参加债转股不会阻碍其目的的实现。债转股事项的表决不适用债权人会议少数服从多数原则，破产法解决的是债务清偿问题，债转股的投资行为性质决定其应遵循自愿原则，不允许强迫不同意者进行债转股。债转股方案对债权人应当比直接清算、现金清偿更有利。

（二）债权人多数表决机制

韩长印教授主张，基于债转股作为债务人陷入破产违约后所衍生的“救济性请求权”之“代物清偿”属性，以及破产程序作为概括强制执行程序的性质，破产重整语境下，程序的概括性质否定债务人企业对个别债权人的个别清偿行为，所有债权人均须受概括性债权实现程序和方式的限制。这就决定破产重整期间的任何事项，包括重整语境下清偿债权的方式、期限、比例等，均需按照《企业破产法》规定的多数决原则形成清偿的集体意思。商业银行的债转股无需经过银行债权人个别的单独同意，银行债权是否进行债转股同样应当遵守破产程序中的多数决规则。否定破产语境下特有的多数决规则，债权人的公平保障及程序的价值效用将不复存在。

两个代表性的观点均和债转股性质的认定相互承继，不同性质的理解决定其适用的不同价值选择。针对于债权人个别表决机制的单独合意，笔者认为其逻辑难以自洽并有脱离实际之嫌。实务操作中，通过重整程序对重整计划进行表决，而表决的过程中本身就涉及各债权人对方案内容是否合法、合理的考察，兼具实体内容审核和程序的要求，两个层次的分开存在割裂，重整程序拯救的本就是困境企业，况且重整计划在制作时既已会考虑各债权人的意愿并以此优化方案，在困境中尝试突破闯关，若失败也意味着债转股方案的不合理，若前置程序的单独合意必然牺牲效率和公平价值需求，极致保护债权人个人利益

的诉求或也可能损害其他债权人利益，更应该要求债务人或管理人充分了解债权人利益诉求，制定更富有弹性的、多样化的债转股清偿方案（现金选择、留债延息等多种方式并存），同时通过退出机制的监督，切实保障各债权人的利益。

四、破产重整中债转股退出机制问题

我国上轮政策性债转股退出的方式并不多，大多是依靠债转股企业回购。破产重整程序中的债转股不可避免的也存在这些问题，转股后股权面临退出风险。债转股方案使得困境破产企业真正摆脱危机、保护债权人权利实现的股权行使和退出机制，才是破产重整债转股的最后里程。重整计划草案裁定通过，执行过程中更是考验的开始，破产重整并非尽皆成功。重整过程中，如何保障债转股股东的参与管理，允许其退出的监管，重整失败，此时债转股的股东权益又如何保障，已经完成登记且置换成功的股权能否恢复为破产债权，均是需要面对的问题。

理论上而言，上市公司的股权退出较为容易，股权在证券交易市场上自由买卖而实现退出。当债务人为非上市公司时，其可以通过股权转让退出。笔者认为，重整方案中设计优先股和普通股的方案，让债转股的债权人获得优先股而优先获得分红，也可以设计未来一定期限内由实际控制人回购股权的方案。在参与公司治理过程中，应按照持股比例或者商定的投票权重选举相应的董事，直接指派不利于公司的实际运营。针对重整失败后已完成债转股的部分能否恢复为债权存在的争议，尽量提前协商确认可以再次转换为债权并参与公司剩余资产分配，其实也是降低债权人风险，提高其参与债转股的意愿。债转股退出过程中受股东事先同意权、优先购买权的限制，但同时要取消债转股封闭时间的限制，推动市场化债转股的发展 [5]。

五、破产重整中债转股模式的思考

破产重整中，债转股方案已经成为重整计划不可或缺的部分，配套制度虽然不断完善但仍无明确立法规定，重整中债转股的性质认定在学界也尚未达成一致观点，进而引起理解适用中的实际操作也存在风险。

重整中债转股问题很大部分是对债转股行为性质认定问题，性质认定的不同决定法律适用及价值选择的不同，但又共同面临着拯救通过及安全退出的困境。目前虽尚未统一认识，但各方观点也给实务操作带来启发。笔者认为，可以通过预重整程序提前介入，争取债权人支持。关于债转股性质理解不同，但实务操作中把握其核心特征即可，针对如何吸纳各债权人对于债转股的诉求，可以通过当下预重整程序的提前介入了解，向债权人做好债转股方案的解释工作，对债转股方案进行优化调整，这样在正式重整程序时，保证效率的同时抓住窗口期。其次，制定更富有弹性、多样化的债转股清偿方案。譬如，“雪莱特”重整案件中，重整计划中便赋予债权人选择权，债权人既可以选择股票清偿，也可以选择放弃受领抵债股票而选择现金打折方案，这样既能保护非意愿转股债权人的权益，也有利于重整计划的表决通过。再者，重整计划草案关于重大权益争议部分明确具体内容，避免各方陷入权益的不确定性诉讼风险。如，明确约定转股完成前，不免除担保人对相应债权的担保责任，不解除担保措施；明确债转股的清偿率及清偿额度计算方式，载明债转股后债权人未能清偿部分的追偿权；明确优先股的股权回购时间和条件；明确重整失败后，债权股完成部分是否恢复为破产债权并可参与分配等。

笔者通过实务中争议案例，初步梳理重整中债转股的基础理论争议及制度构件，希望在实务中能更好的利用该模式切实推动重整的成功，保障债权人权益的同时，帮助困境企业涅槃重生。

1.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."法学.12(2018):119-129.

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."法学 .11(2017):52-65.

3.邹海林."透视重整程序中的债转股."法律适用 .19(2018):79-89.

4.王欣新."企业重整中的商业银行债转股."中国人民大学学报 31.02(2017):2-11.

5.李立勇.破产重整中债转股法律问题研究.2021.中南财经政法大学.

来源：广东省破产管理人协会

作者：查凯凯

相关标签

破产重整与清算