

银行金融法律

债券违约风险处置新解 — 债券置换

作者：朱俊 | 盛况 | 葛平皓

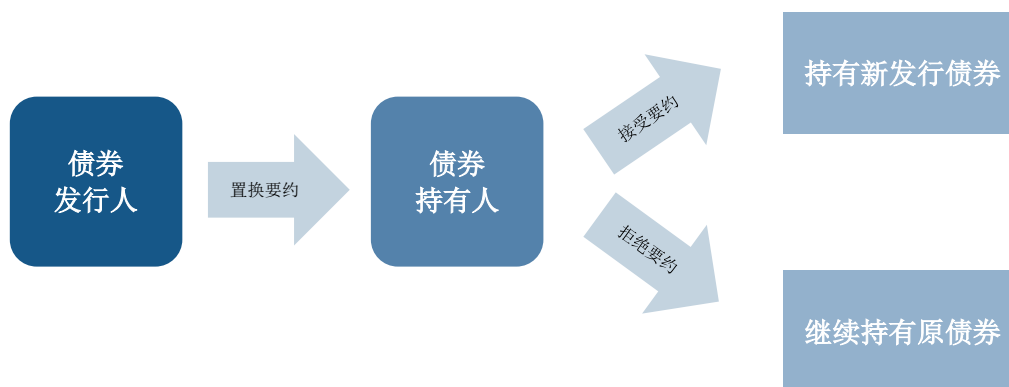
一、债券置换的政策背景

2019年12月27日，中国人民银行会同发改委、证监会发布《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）》，首次将允许发行人债券置换列为市场化债券违约处置方式之一。交易商协会亦于同日发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》（中市协发〔2019〕161号）。后续，首单银行间市场债券置换交易于2020年3月初完成。继银行间市场推出首单债券置换后，深交所亦于2020年3月20日完成了首单交易所债券置换试点。

二、什么是债券置换

“债券置换”是指债券发行人向现有具有一定违约风险的债券的持有人发出置换债券要约，按照一定的票面利率和置换比例以新发行的债券置换债券持有人持有的现有债券的债券违约处置方式。现有债券的债券持有人自行判断风险并自主选择是否接受置换债券要约。按照目前市场的通行理解，置换债券成功发行后，置换标的债券（仅针对成功置换的部分）被置换并注销后，不被视为原债券项下违约。

交易结构



三、债券置换与折让置换

除了通常以一定的比例将新发行债券置换原有的标的债券的置换操作外，为减轻发行人的资金兑付压力，也有发行人向债券持有人发出要约，商请投资人选择将原有债券置换为新发行的债券或是同意原有债券的应付本金进行减免，该等安排通常称为“折让置换”。

境内市场的债券置换交易中，发行人采取按 1:1 的比例以新发行债券置换原有的标的债券的安排居多。原有标的债券的本金及利息基本会按期足额进行兑付，发行人也并未要求针对其应付本金进行减免，因此不属于折让置换的操作方式。

在境外美元债券市场的案例中，则存在不少折让置换的案例，特别是近年来，部分境内中资企业在境外发行的美元债交易中，也选择了折让置换的安排。去年底，某地方性国资企业完成了其发行的数只美元债券的折让置换交易，据披露的信息，发行人向境外美元债券的持有人提出可选择“以一定比例折价进行债券本金的清偿”或“以票息下降的新发行债券进行置换”两种方式处理现有的债券。

仅就债券置换而言，其本质是通过新发债券的方式，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。因此，一般企业通过债券置换安排发行新债券，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。但是，在前述地方性国资企业完成美元债券折让置换的交易后，境外评级机构仍然从实质角度出发，根据其评级规则并参考发行人的财务状况将其认定为等同于债券违约。因此，在设置债券置换交易条款时，发行人需从法律条款、监管要求、评级规则等多个维度进行全方位的斟酌和考虑，否则仍有可能面临被认定债券违约的风险。

四、置换债券与借新还旧

债券安排上的“借新还旧”是指债券发行人在存续债券兑付存在困难，具有一定债券违约风险时，发行新债券募集资金以兑付即将到期的存续债券，以降低存续债券违约风险的债券违约风险处置措施。本质上，发行置换债券与借新还旧均是通过发行新债券以降低存续债券下的偿付压力，进而缓释存续债券违约风险，但二者在以下方面存在区别：

	债券置换	借新还旧
适用情况	债券发行人无融资空间，偿债压力较大，已有债券违约或面临一定债券违约风险，且上述情况在短期内无法得到改善	债券发行人经营状况良好，盈利能力稳定，尚有外部融资空间；但债券按期兑付存在一定不确定性，偿债压力较大，面临一定债券违约风险（债券市场利率水平较低的情况更为合适）
操作时间	债券到期日之前	债券到期日之前，同时需预估发行新债券所需时间提前准备
债券发行对象	面向置换标的债券持有人	面向债券市场所有投资者
发行结果	接受债券置换要约的债券持有人持有新发行的债券，原债券注销；拒绝接受债券置换要约的债券持有人继续持有原债券，同时可能面临债券违约风险	新债券发行成功后，募集资金用于兑付原债券，原债券在得到兑付后注销

	债券置换	借新还旧
是否产生新的现金流	一般而言，债券置换无需发行人进一步从债券持有人处募集新的资金，而只涉及置换标的债券的注销和新发行的债券的登记	债券发行人发行新债券所募集的资金将全部或部分将用于兑付旧债券以及其他规定的用途，因此，新债券的募集资金将给发行人提供新的现金流

五、置换债券的适用规则

发行于证券交易所市场和银行间债券市场的置换债券，目前仍处在由监管部门主导并参考境外债券市场经验推进的制度试验阶段，尚无完备的、专门性的规范性文件出台，仅有一些原则性的规定。

（一）银行间市场发行的非金融企业债务融资工具

就非金融企业债务融资工具而言，交易商协会于 2019 年 12 月 27 日发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》（中市协发〔2019〕161 号）中明确规定，发行人可以通过置换方式处置违约债务融资工具，采取该种处置措施的，发行人应在充分沟通的基础上，向当期债务融资工具持有人发出置换要约，内容包含要约期限、要约流程、债项要素条款等。同时交易商协会提出债务融资工具置换的具体规则将另行制定。目前交易商协会尚未出台该等规则，但已经有试点项目成功发行（具体请见下文第七点）。

进一步，为应对“新冠肺炎”疫情，交易商协会于 2020 年 2 月 3 日发布《关于进一步做好债务融资工具市场服务疫情防控工作的通知》，其中要求发行人应提早筹备偿付资金，对于因疫情影响导致付息兑付存在暂时困难的情况，发行人可与持有人协商采取包括对存续期债务融资工具进行置换多元化处置措施对债务融资工具进行重组，缓解短期流动性困难；同时规定采用置换方式的，可在交易商协会履行特别注册程序后，向当期存续债务融资工具持有人发出置换要约，通过非现金方式以新发行债务融资工具置换存续债务融资工具。

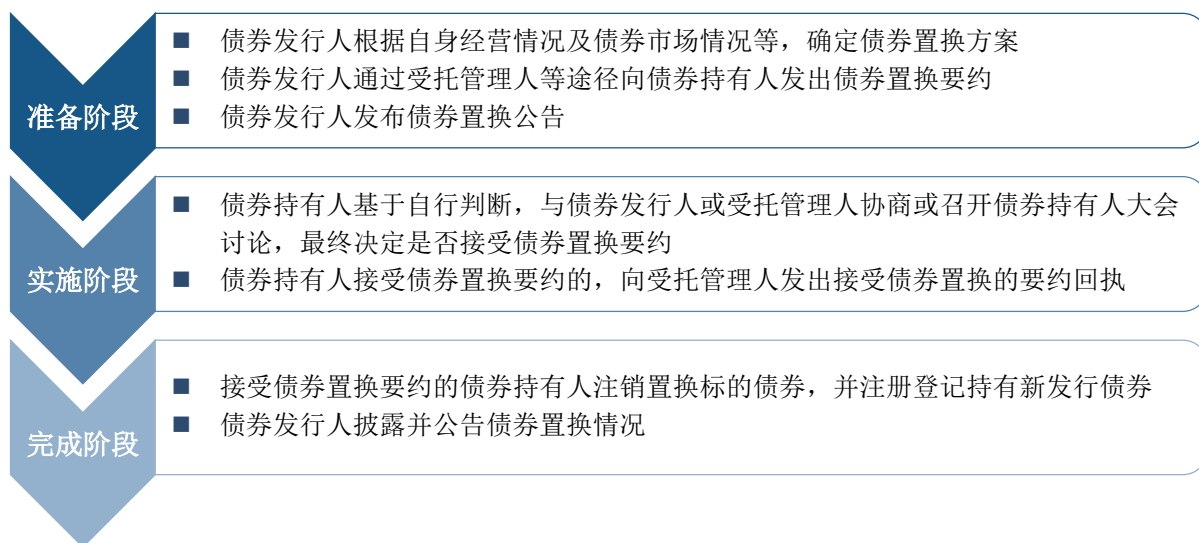
（二）交易所市场发行的公司债

就证监会监管的公司信用类债券而言，2019 年 12 月 27 日，中国人民银行、发展改革委、证监会《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）》发布，其中明确要求，应当丰富市场化债券违约处置机制；发行人与债券持有人双方可在平等协商、自愿的基础上通过债券置换、展期等方式进行债务重组，并同时做好对相关债券违约处置的信息披露，将债券违约处置进展及结果真实、及时、完整地告知全体债券持有人。目前该征求意见稿尚未正式出台，监管机构称该文件很快会正式印发，而对于公司债券如何开展“置换债券”安排的相关细则目前也未进一步出台。

六、债券置换中的特别法律问题

（一）债券置换的主要流程

一般而言，债券置换的操作可以分为以下三个阶段：



（二）现有债券与新发行债券的受托管理人

现有法律规则并未针对新发行债券的受托管理人提出具体要求。根据市场发行置换债券的案例，为了提高债券置换交易中的沟通效率，现有债券与新发行债券通常会选聘同一受托管理人/交易管理人，而该管理人通常也为原发行债券的主承销商。管理人协助债券发行人开展债券置换工作，协助确定债券置换的方案，并推进债券置换方案的实施。债券持有人接受债券置换要约的，可向管理人发送相关的要约回执。

（三）债券置换与现有债券的债券持有人大会

一般而言，如果发行人拟变更现有债券的条款（包括但不限于债券展期兑付的相关调整），需召开债券持有人会议进行决议，由债券持有人在会议中共同商讨债券条款变更方案，并在遵循少数服从多数原则的基础上，根据持有人大会议事规则的规定，做出决议决定债券的条款是否变更。但是，在实际操作过程中，债券置换一般主要体现为发行人发行新的标的债券的动作，除非债券持有人大会议事规则中明确将其列为决议事项，一般的债券置换并不需由债券持有人大会进行讨论并且表决通过，而是由各个债券持有人根据其对于置换债券风险的判断，单方决定是否接受发行人发出的债券置换要约。但是，如果债券置换要约的内容在发行人和债券持有人之间存在较大的分歧，或债券持有人的意见较为统一，不排除债券持有人或发行人会要求或借助债券持有人大会的形式，将债券置换方案予以协商并最终确定。

（四）对于参与及未参与债券置换的债券持有人利益保护

对于未参与债券置换的债券持有人，其将继续持有原债券并在原债券项下主张权益，享有原债券项下的增信措施等（如有）保障措施。原债券到期后，如债券发行人有足够的资金兑付债券本息，则原债券在得到兑付后注销。选择进行债券置换的发行人通常面临一定的偿付压力，因此，不排除继续持有原债券的债券持有人仍将面临一定的债券违约风险。需特别注意的是，如果新发行的债券条款中存在交叉违约条款，虽然部分债券持有人选择参与置换债券并持有新发行债券，一旦原债券项下发生违约（发行人未能到期兑付本息），则会同时触发新发行债券项下的违约，债券持有人仍可作为到期债权人向发行人提出主张。基于此，选择参与置换债券的债券持有人应重点关注新发行债券的相关债券条款，以保护其权益。

（五）债券置换的要约

如前文所述，债券置换要约属于债券置换安排中的核心文件，其主要内容包含置换债券的核心商业条款以及对于标的债券的置换方案，是发行人与标的债券持有人就置换安排进行协商的基础。根据目前已发行的置换债券案例，并参考相关可适用规则中的要求，发行人向债券持有人发出的置换债券要约应包含以下要素：

置换债券名称	（视商业安排确定）
置换债券期限	根据债券发行人负债管理需求而定
投资者回售选择权	如设置该等权利，则投资者有权利在一定日期将其持有的债券全部或部分回售给债券发行人；该等权利可以被投资者选择放弃
票面利率	根据债券发行人的经营状况等可能低于、高于或等于置换标的债券的利率
置换比例	即置换标的债券被置换为新债券的比例，根据债券发行人的经营状况等可能低于、高于或等于 1:1
置换对象	全部或部分置换标的债券持有人
要约期限起始、截止日	（视商业安排确定）
置换标的注销日	
置换债券登记日	
置换债券起息日	
还本付息安排	债券发行人可以视情况设置分期支付安排
置换债券兑付日	即置换债券全部被发行人兑付的日期，如设置分期支付安排，则为最后一期本息支付日；如设置投资者回售选择权安排且投资者选择行使回售选择权，则为投资者回售选择权行权日期
增信措施	根据债券发行人的经营状况等，可以选择是否增加增信措施

七、目前市场已发行的置换债券案例

（一）银行间债券市场：桑德工程中票

2020年3月2日，北京桑德环境工程有限公司（“桑德工程”）向中期票据“17桑德工程 MTN001”持有人发出债券置换要约，桑德工程将发行一笔新票据，以 1:1 的比例置换原有票据。根据桑德工程于 2020年3月6日发布的公告，本次置换票据共有 11 家持有人参与置换，置换金额合计为 4 亿元，占中票发行金额的 80%。根据桑德工程于 2020年3月2日发布的公告，发行置换票据的基本情况如下：

置换票据名称	北京桑德环境工程有限公司 2020 年度第一期
置换票据期限	1 年
投资者回售选择权	投资者有权选择在 2020 年 12 月 6 日将其持有的品种全部或部分按票面金额

	回售给发行人，回售选择权可以被放弃行使
票面利率	7.00%（高于置换标的票据 6.50%的票面利率）
置换比例	1:1
置换对象	置换标的票据“17 桑德工程 MTN001”全体票据持有人
置换要约期间	2020 年 3 月 2 日-2020 年 3 月 4 日
置换标的票据注销日	2020 年 3 月 6 日
置换票据登记日	
置换票据起息日	
还本付息安排	2020 年 6 月 6 日偿还 20%本金及相应利息；2020 年 9 月 6 日偿还 30%本金及相应利息，行权日按照投资者的回售申请偿还相应本金及利息；剩余未回售部分债券本金及利息于 2021 年 3 月 6 日一次性兑付（遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日，顺延期间不计息）
置换票据最终兑付日	2021 年 3 月 6 日；如投资者在 2020 年 12 月 6 日行使回售选择权，则其回售部分票据的兑付日为 2020 年 12 月 6 日（遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第 1 个工作日，顺延期间不计息）
增信措施	无
交易管理人	浙商银行股份有限公司

（二）交易所市场：华昌达公司债

2020 年 3 月 17 日，华昌达智能装备集团股份有限公司（“华昌达”）发布公告对其公司债“17 华昌 01”发出置换要约，拟发行新债以 1：1 比例置换原公司债，并同时就发行置换债券提供一定的增信措施。根据华昌达于 2020 年 3 月 18 日发布的公告及相关公开信息，本次债券置换要约期限内共收到 2 家持有人的《要约回执》，置换金额为 1.5541 亿元，置换成功率为 64.86%，未被置换的债券后续被按期足额兑付。根据华昌达于 2020 年 3 月 17 日发布的公告，发行置换债券的基本情况如下：

置换债券名称	华昌达智能装备集团股份有限公司 2020 年置换公司债券（简称：20 华昌置）
置换规模	2.39 亿元
票面利率	8.5%（高于置换标的债券 5.96%的发行票面利率）
置换债券期限	1 年
还本付息方式	采用单利按年计息，不计复利，到期一次还本付息
置换比例	1:1
置换对象	置换标的债券全体持有人
置换要约期间	2020 年 3 月 18 日 9:00-2020 年 3 月 18 日 17:00
置换标的债券注销日	2020 年 3 月 20 日
置换债券登记日	

置换债券起息日	2020年3月23日
置换债券到期日	2021年3月23日
增信措施	由深圳市高新投融资担保有限公司提供无条件不可撤销连带责任保证担保
受托管理人	东方花旗证券有限公司
挂牌转让场所	深圳证券交易所

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

朱俊

电话： +86 10 8525 4690

Email: jun.zhu@hankunlaw.com