

广西有色破产点评

研发部/何金中

一、银行间债市首个破产清算发行人出现

2016年9月19日,广西壮族自治区南宁市中级人民法院(简称“南宁中院”) 在人民法院公告网刊登破产文书:“因广西有色金属集团有限公司及管理人未能在人民法院裁定重整之日起六个月内提出重整计划草案,也未请求延期,本院于2016年9月12日依照《中华人民共和国企业破产法》第七十九条第三款之规定,裁定终止广西有色金属集团有限公司重整程序并宣告广西有色金属集团有限公司破产”。这意味着广西有色金属集团有限公司(简称“广西有色”)将进入破产清算程序,也将成为国内首例破产清算的银行间债券市场发行人。

广西有色成立于2008年4月18日,注册资本11.60亿元,是按照广西壮族自治区“打造千亿元有色金属产业”的要求,在整合广西华锡集团股份有限公司(简称“华锡集团”)、广西有色矿产资源股份有限公司、中国有色桂林矿产地质研究院有限公司、广西斯柳冶化有限责任公司、广西佛子冲铅锌矿、广西矿建集团有限公司等6家自治区本级国有或国有控股企业的基础上组建的一家由广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会(简称“广西国资委”)100%持股的国有独资企业。广西有色矿产资源优势明显,2013年,公司位列“广西企业100强”第10位,并跻身“中国企业500强”第443位,理应可获得当地政府的大力支持,但最终仍难逃破产清算。

二、无力偿债,主动申请破产

广西有色兑付危机始于2015年6月,公司发行的13亿元中期票据出现兑付不确定性,后因国开行提供资金,兑付危机才得以化解,但随后于当年11月到期的5亿元定向工具“14桂有色PPN003”未能按期兑付,构成实质性违约。2015年12月18日,广西有色以不能清偿到期债务、公司资产不足以清偿全债务和依然存在引入第三方进行重整的可能性为由,主动向南宁市中院提出破产申请,同年12月23日,南宁中院裁定受理了公司的破产申请。

根据我国于2006年颁布的《中华人民共和国企业破产法》(简称“破产法”)第四十六条规定:“未到期的债权,在破产申请受理时视为到期,附利息的债权自破产申请受理时起停止计息”,这也就意味着广西有色发行的分别于今年2月和4月到期的“13桂有色PPN001”和“13桂有色PPN002”在2015年12月法院裁定受理其破产申请时就已构成实质性违约。

三、债券投资者保护机制

目前，国内债券市场对投资者的保护机制大致包括五大类。

第一类，信息披露制度。目前，企业债、公司债和银行间市场非金融企业债务融资工具的监管机构均对债券的信息披露制定了信息披露机制，包括首次披露、定期披露、重大事件披露以及第三方披露。信息披露机制可以使投资者有效了解发行主体的经营状况及现金流情况，有利于投资者对企业的信用资质做出判断，并在可能发生信用事件时尽早采取相应措施。

第二类，债券持有人、债权人会议制度。债券募集说明书中一般都会对债券持有人会议召开条件，召集程序及表决规则等事宜做出条款性约定，当发行人发生重大事件时召开债券持有人会议。另外，破产法中也对破产程序中相关草案需经债权人会议表决进行了规定。债券持有人或债权人会议是债务融资工具持有人集体议事并表达合理意愿的平台，也是对重大事项进行有效沟通协商、增强发行人履约能力的重要议事和决策机制。

第三类，受托管理人制度。目前，仅证监会对公司债的受托管理人制度做出了明确的制度性安排。受托管理人是受让债券有关的财产权利并允诺代债券持有人进行管理、处分的人，当预计发行人不能偿还债务时，可以依法申请法定机关采取财产保全措施、以自身名义代表债券持有人提起民事诉讼、保护投资者利益。

第四类，特殊保护条款。特殊保护条款是指通过对一些特殊事件或情况做出约定。例如，控制权变更回售条款，交叉违约条款和指标维持类条款等。当出现相应的特殊事件或情况时，投资者能够以最快的速度保护自身利益及有效控制风险。

第五类，司法救济制度。债券投资者寻求司法救济是在债券发生实质性违约且求偿无果的情况下最后的维权措施。投资者的司法救济诉求有违约求偿和破产申请两种，司法救济方式有诉讼和仲裁两种，投资者只能选择诉讼或仲裁中的一种方式寻求法律救济，其中诉讼是最重要的司法救济方式。一般情况下，当发行人还有一定的偿付能力，不满足资不抵债等破产申请条件时，投资者倾向于对发行人提起违约求偿，要求发行人在限期内偿付本息。若发行人已经出现资不抵债的情况且有持续恶化的趋势，投资人将选择破产申请，当然，债务人亦可主动提出破产申请以保护各方利益。

四、广西有色的救赎之路

仅存司法救济之路。由于广西有色违约的3支债券均为非公开定向债务融资工具，仅向特定机构投资者发行，信息披露简约，前述投资者保护机制中的信息

披露制度、债券持有人会议制度、受托管理人制度相对较弱，是否有特殊保护条款也不被外界所知晓，而广西有色已资不抵债，能够保护相关债券持有人利益的机制就只有司法救济制度中的破产申请。

无重整预案，走上消亡之路。根据我国破产法规定，企业破产需满足不能清偿到期债务并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，才能提出破产申请，并且规定了重整、和解、破产清算三种方式。其中，债务人对任一种方式均可申请，而债权人只能申请重整和破产清算，不能申请和解。重整和和解是独立于破产清算的两种挽救危机企业的方式，与企业最终走向破产清算有一定的关系，即重整计划最终没有通过或者执行失败或未在规定期限内提出重整预案、未达成一致的和解协议等情形下，企业会被宣告破产，经过清算后消亡。从南宁中院的破产文书可以看出，广西有色是在法院受理破产申请后，未在规定期限内提出重整预案，也未申请延期，直接被宣告进入破产清算。

五、外部支持意愿偏弱

从国内债券市场已违约且进入破产程序的案例来看：中国二重、二重集团、川化股份、云煤化和云维股份等地方政府或实际控制人支持力度与意愿比较强的案例均是由债权人提出破产申请，当企业仍有价值(尤其是上市公司壳资源)时，地方政府或控制人不会轻易提出破产申请，如果被债权人申请，大概率是已经准备好了相应的重组预案；实际控制人的实际支持力度与意愿偏弱的天威集团则是由债务人主动提出破产申请。所以，广西有色主动提出破产申请，或早已释放出当地政府实际支持意愿偏弱的信号，我们从后续的实际处置过程可见一斑。

管理人是否力推重整遭投资人质疑。广西有色的破产申请获得南宁中院受理后，指定管理人由清算组担任，成员由自治区党委宣传部、维稳办、国资委、财政厅等 10 多个部门抽调委派，似乎显示广西地方政府对于重整仍有一定的支持力度，但在后续的重组预案制定过程中并未明显体现。管理人在 2016 年 3 月 18 日举行的第一次债权人会议上宣布政府要在 6 个月内解决问题，并与 3 月 28 日对外发布征集意向重整方的公告。公告显示：审计调整后，截至 2015 年末，广西有色资产总额为 42.86 亿元（其中，流动资产 11.84 亿元，非流动资产 31.02 亿元）、负债总额为 92.91 亿元（其中，流动负债 44.82 亿元，非流动负债 48.09 亿元）、净资产为-50.05 亿元，资产负债率为 216.77%，这表明，在提出破产申请时，广西有色确早已资不抵债。但据投资人透露，广西国资委并未给予战略投资者任何细节安排、承诺、方案，导致此等要约邀请流于形式，无法真正吸引战略投资者参与投资。6 月 8 日，管理人组织召开了第二次债权人会议，但讨论和表决内容多为小规模资产处置，或资产划出、放弃债权等事项，多数被债权人否决，并未有任何具有一定可行性的重整方案出台。

对优质资产的处置，或存疑点。华锡集团属于广西有色旗下优质资产。2014年以前，广西有色持有华锡集团 67.20% 股权，后向广西交通投资集团有限公司（广西国资委独资企业）转让了 17.18% 股权，变为控股 50.02%。在 2015 年 6 月 14 日，广西有色又将 25% 的股权通过协议转让给了广西北部湾国际港务集团有限公司（仍是广西国资委独资企业），广西有色并未公布任何转让细节。根据破产法第三十一条规定，人民法院受理破产申请前一年内，涉及债务人财产以明显不合理的价格进行交易、对未到期的债务提前清偿等规定的行为，管理人有权请求人民法院予以撤销。

多项重大事项未向投资人披露。有关信息显示，已违约的三支债券的持有人于今年 8 月底联名向交易商协会递交投诉函，直指广西有色管理人不作为并漠视债权人利益，其中包括 2015 年 4 月（广西有色前董事长被立案调查）后，广西国资委就已成为实际操盘者、五矿信托财产保全和浦发银行查冻资产等多个事项均未向投资人披露。在债券持有人通过诉讼或仲裁方式实现司法诉求过程中，均可申请财产保全来冻结发行人的资产以获得优先清偿权，同时也避免发行人恶意转移资产逃避清偿责任使判决不能执行或者难以执行，当其他债权人抢先于债券持有人申请财产保全，对债券持有人非常不利。

六、启示

一般情况下，国有企业在经营或融资等方面较民营企业确可获得更多的外部支持，在国内外评级机构的评级方法中，外部支持亦被视为一个重要因素。但从 2015 年以来发生的违约事件看，民营企业违约后争取兑付的积极性或最终兑付的结果均明显优于国有企业，这或可说明，国有企业与民营企业可获外部支持的差距可能将缩小。尤其是对救助成本较高的国有企业，其债务安全性较以前可能有所降低。

同时，今年 5 月，人民日报对权威人士的专访中也提到，按照供给侧结构性改革要求，要积极稳妥推进去杠杆，对那些确实无法救的企业，该关闭的就坚决关闭，该破产的要依法破产，不要动辄搞“债转股”，不要搞“拉郎配”式重组，把人员的安置作为处置“僵尸企业”、化解过剩产能的重中之重。所以，现今及以后一段时期，个别甚至部分主要依靠政府各种帮扶救助才能得以存活的国有企业走向破产清算将变得不足为奇。