

“浙江海纳”破产重整案评析

蒋潇华* 王怀章**

新破产法引入了破产重整制度,这一制度赋予了破产上市公司一个自我拯救、重新开始的机会。浙江海纳科技股份有限公司(以下简称“浙江海纳”或“公司”)是新破产法实施后我国首例按照债权人会议表决程序通过重整计划的上市公司破产重整案件,积累了上市公司破产重整的宝贵经验,同时也暴露了破产重整制度方面的不足,梳理整个案件对完善上市公司破产重整制度、指导上市公司破产重整实践具有重要意义。

一、案情简介

浙江海纳于1999年5月7日在深交所挂牌上市,法人股东为浙江大学企业集团控股有限公司、浙江省科技风险投资公司以及四位自然人。2003年2月15日,浙江大学企业集团分别与邱忠保所操控的珠海经济特区溶信投资有限公司、海南皇冠

* 中国证监会浙江监管局局长助理。

** 中国证监会浙江监管局工作人员。

假日滨海温泉酒店有限公司签订股权转让协议,向后者分别转让了2560万股和2160万股国有法人股,合计占到了总股本的52.44%。此后,邱忠保和其控制的原公司高管人员利用控制地位违规挪用上市公司资金达2.51亿元,还擅自以浙江海纳的名义为其掌控的“飞天系”公司向银行贷款或个人借款提供连带保证担保,本金总额高达3.95亿元,造成了公司严重的债务危机。

2007年7月,债权人袁建华以拥有浙江海纳2190.43万元的债权向杭州中院提出破产重整的申请。2007年9月,法院裁定予以受理,并指定重组清算组担任管理人。此后,共有十五家债权人向浙江海纳管理人申报债权,总金额为5.42亿元。

2007年10月,浙江海纳第一次债权人会议以87.17%的支持率,通过了《浙江海纳破产重整计划(草案)》,核心内容是:为避免破产清算,浙江海纳的实际大股东深圳市大地投资发展有限公司(以下简称深圳大地)以浙江海纳资产价值1.1亿元为基数提供等值现金,用于清偿债务,债权人本金可获得25.35%的清偿,债权人免除浙江海纳剩余本金和全部利益的债权及其他债权。2007年11月,杭州中院裁定批准浙江海纳债权人会议通过的重整计划,终止了重整程序。

根据杭州中院的裁定,深圳大地通过代浙江海纳偿还对外债务方式取得了浙江海纳9844.29万元债权。其后,深圳大地将其中2650万元债权转让给浙江浙大网新教育发展有限公司(以下简称网新教育)。2008年4月1日,深圳大地、网新教育分别与浙江海纳签署了债务豁免协议,承诺豁免其对浙江海纳的9500万元债权。同日,深圳大地、网新教育分别与浙江海纳其他非流通股股东签署股权转让合同,分别无偿受让其持有的浙江海纳1292万股股份、500万股股份。若上述股权变更手续全部完成,深圳大地、网新教育将分别成为浙江海纳的第一、第三大股东。

二、破产重整在利益相关者之间实现了利益平衡

在新破产法引入破产重整制度的背后,是破产立法理念及价值导

向的转变。在破产立法发展过程中,先后经历了由侧重于保护债权人利益,逐渐过渡到兼顾债权人、债务人利益,最终发展到对社会利益的维护。破产重整制度的引入正是这一立法观念转变的具体体现,标志着我国破产法由清算型破产向再建型破产、由个人本位向社会本位的转变。

从这个角度讲,破产重整制度的设立初衷即隐含了对公司股东、债权人和其他利益相关者之间利益平衡的追求,在处理公司尤其是上市公司的破产重整事件时,就应以实现这一利益平衡作为基本的价值导向。回顾浙江海纳案件的整个处理过程,可以发现,破产重整对于浙江海纳、债权人以及其他相关利益人而言,无疑是一个多赢的结果。

首先,破产重整使公司摆脱了财务困境,为其创造了新的投资价值。在破产重组过程中,深圳大地提供了与浙江海纳持续经营条件下的资产价值等值的现金共计11,072.87万元,其中1,227.26万元现金用于购买浙江海纳截至重整受理日的全部对外应收款。通过破产重整,公司的债务获得减免,避免破产清算过程中的资源浪费和资产流失,浙江海纳的资产质量得以提高,维持了正常的生产经营,而且引进了战略投资者,提高了上市公司质量,获得了重新振兴的机会。

其次,破产重整维护了公司股东尤其是流通股股东的利益。浙江海纳作为上市公司,其股东数量众多,影响面极广,一旦公司破产清算,浙江海纳所有股东包括流通股股东和非流通股股东的投资权益为零,所有的投资都将付诸东流。而通过破产重整,浙江海纳维持了正常的生产经营,避免了暂停上市或退市的风险,且创造了新的投资价值,有利地维护了股东的利益,尤其是流通股股东的利益。

再次,破产重整有效维护了债权人的合法权益。通过破产重整,浙江海纳提高了债权人获得清偿的数额,使债权人利益的保护多了一种保障机制。根据浙江海纳破产重整计划,债权人可以获得25.35%的本金清偿,比模拟破产清算条件下19.84%的本金清偿率提高了5.51个百分点,债权人的利益在更高程度上得到了保护。

最后,破产重整切实保护了其他利益相关者的合法权益。上市公司作为公众公司,利益相关者众多,破产清算必然会使公司资产将大幅贬值,公司及下属企业的员工将会失业,公司供应商、消费者等利益相

关者也将遭受不可预期的损失。破产重整则维持了公司的正常生产经营,避免了公司破产给其他利益相关者带来的冲击,维护了社会经济的稳定。

概言之,浙江海纳的破产重整兼顾了公司股东、债权人和其他利益相关者之间的利益平衡,体现了破产法尤其是破产重整制度的价值取向。

三、浙江海纳破产重整的实践经验

由于破产重整的制度规定与上市公司破产重整实践需要之间还存在差距,浙江海纳在破产重整过程中在遵守现有法律规定的前提下,还不得不摸着石头过河,积累了一些好的做法和经验。

(一) 把握好政府参与上市公司破产重整的度

从破产重整制度的诞生地——美国的实践来看,破产重整以其特有的程序构造和多元功能区别于和解和清算制度,更多地贯彻了国家干预主义原则,以法院为代表的公权力介入较多。^①同时,伴随上市公司破产重整的往往又是债务重组、股权重组、资产重组,这些事项则需要政府及监管部门的审批。如此一来,就要注重司法权与行政权在上市公司破产重整中的协调,处理不好就会出现司法权与行政权相互冲突的问题。

在浙江海纳破产重整过程中:一方面,破产重整始终以法院为主导,避免行政权对司法权的干预。在浙江海纳破产重整一案中,主审法院积极探索行之有效的案件审理方式,采用了立案审查的实质性标准,并就案件处理征求了人大代表、政协委员以及法学研究人员的意见和建议,有效避开了行政权对案件处理的干预,确保了案件处理的合法、合理,为破产重整案件的顺利进行提供了充分的司法保障。另一方面,重视并发挥地方政府及有关部门的积极作用,为破产重整创造宽松的

^① 毕惠岩:“论法院在破产重整程序中的角色和地位——以美国破产法律制度为中心展开”,载《山东审判》2009年第1期,第68~73页。

外部环境。参与案件处理的地方政府、公安、工商以及监管部门抽调人员组成工作小组,及时协调沟通案件处理过程中需要解决的事项,实现了对浙江海纳的托管,使公司与原实际控制人邱忠保划清了界限,并在法院批准了重整计划之后,顺利完成取得了相关部门对破产重整计划中涉及资产重组等事项的审批,实现了司法权与行政权的有效衔接,为整个案件的处理奠定了基础。

(二)以利益平衡为价值导向

如前所述,破产重整的本质就在于平衡和协调有关主体的利益。浙江海纳破产重整案件的审理使司法部门积累了此类案件审理的宝贵经验。其中,最为重要的就是破产重整案件的审理必须以实现各方利益平衡为目标。浙江海纳破产重整计划的核心是债权人债权的待遇问题,主要是债权清偿的延期和偿还的比例。按照破产法的规定,重整计划的最终通过只需要出席会议的同意表决组的债权人过半数同意,且所代表的债权额占该组债权总额的 $\frac{2}{3}$ 即可。但为平等保护债权人合法权益,尽可能多的争取债权人对重整方案的支持,有关部门在正式表决之前,组织了债权人就重整计划进行了充分的协商,并初步达成了共识,最终使重整计划得到了80%的债权人支持,他们所代表的债权额占债权总额的87.17%,已远远超过了破产法所规定的要求,有效地保护了绝大多数债权人的利益。

在维护股东权益方面,浙江海纳在各方的推动下创造性地将破产重整与股改、资产收购同步实施。一方面,浙江海纳抓住破产重整创造的良好条件,尽快推出了向流通股股东每10股送1.61股的股改方案;另一方面,浙江海纳拟通过定向增发购买浙大网新科技股份有限公司所持有的浙江浙大网新机电工程有限公司100%的股权,以此提高公司的资产质量,增强公司的持续盈利能力。上述股改方案不仅体现了非流通股股东与流通股股东之间的利益平衡,而且体现了全体股东即期利益与远期利益的平衡,在更深层次上保护了全体股东利益。

(三)正确选择破产管理人

上市公司破产不同于一般企业的破产,因为上市公司一般具有较大的规模,生产经营涉及的面较宽,资产、负债结构比一般企业复杂得多,上市公司破产会涉及社会各方利益,尤其是中小股东的利益,对社

会安定影响非常大,因此在进入破产程序后,能够“公开、公平、公正”地履行破产程序,需要一支专业、敬业的破产管理人队伍。^②

管理人制度是新破产法尝试市场化破产的重要举措,也是其亮点之一。在浙江海纳一案中,破产重整事务的管理人组成人员分别来自浙江大学、律师事务所和监管部门,既保证了管理人熟悉公司生产经营运作情况,又保证了管理人熟悉相关证券法律法规、政策要求。浙江海纳破产管理人创新工作方式,引入资产管理公司作为中介组织协助完成重整工作、制作重整计划草案,借助专业化团队与债权人进行谈判,并将重整所需偿付的部分资金托管于资产管理公司。同时,浙江海纳管理人采取了管理人管理模式,接管了浙江海纳的财产和营业事务,聘任浙江海纳全部原管理人员负责营业事务,确保浙江海纳在破产重整期间的经营运作。恰当选择管理人提高了管理人与债权人之间的互信程度,增强了破产重整的专业化水平,并使破产重整程序更加公正、公平、高效和顺利地进行。

四、我国上市公司破产重整制度的不足及建议

破产重整是我国新破产法面向所有企业法人所引进的一项制度,但“从各国的司法实践看,由于重整程序复杂、费用高昂、耗时较长,所以通常仅适用于大型企业,如股份有限公司尤其是上市公司”。^③遗憾的是,我国破产法并未考虑上市公司破产重整的特殊性,并作出特别规定,致使上市公司破产实践缺少明确规范的指引。

(一) 债权人市场的缺失降低了破产重整效率

上市公司重整成功的保障在很大程度上依赖于一个活跃的债权人市场。上市公司破产重整中如果没有新的债权人参与进来,要让重整

^② 焦丽娟:“略论我国上市公司破产的实施”,载《晟典律师评论》2005年第2期,第140~150页。

^③ 王欣新、徐阳光:“上市公司重整法律制度研究”,载《法学杂志》2007年第3期,第65~70页。

能够得以运作,特别是让债权人通过重整方案这是比较困难的。^④由于上市公司破产重整所涉债权人往往比较多,而我国尚未建立债权人市场,在债权人之间不能就破产重整方案达成一致意见的情况下,对破产重整方案持异议的债权人就不能及时退出,这显然会增加重整方案通过的难度;而对于看好重整企业价值且愿意接受重整方案的潜在债权人来说,他们也不能通过债权转让而成为公司的实际债权人。这样一个封闭的债权人市场,由于缺乏退出和进入机制,导致要么破产重整方案被搁浅,股东、债权人、其他利益相关者不能实现利益平衡;要么被占多数的债权人强行通过,少数持异议的债权人利益将在一定程度遭受损失,同样不能实现利益平衡。为此,应通过适当形式建立债权转让市场,让看好重整企业价值的债权人代原有债权人,提高重整效率。

(二) 缺少对异议债权人的利益保护

按照我国《企业破产法》的规定,破产重整方案的通过需要债权人和债权额的双重多数表决通过,而不需要所有债权人的一致同意。在浙江海纳的15家债权人中,有12家债权人表示同意破产重整计划,1家不同意,另有2家弃权。在破产重整计划通过后,那些对该计划持有异议的债权人的声音就会被埋在大多数债权人之中。如果该破产重整计划执行顺利并实现预期目标,对异议债权人的利益影响不大。但如果该破产重整计划未能得到有效执行,甚至导致公司最终进入破产清算,那么异议债权人因此所遭受的损失就应得到有效的补偿。在国外有关立法中,对这部分持有异议的债权人设计了包括最大利益原则在内的一系列精巧保护制度,有效保护其利益不受侵害。^⑤我国破产法虽然也规定了最大利益原则,但却将该原则的适用范围仅限于在重整计划的强制批准程序中。为此,应将最大利益原则扩大适用于所有的异议债权人,使所有异议债权人的利益都能得到最大利益原则的保护。

^④ 参见中国政法大学破产法与企业重组研究中心主任李曙光教授在第一届中国破产法论坛上所作主题发言。

^⑤ 王兴华:《公司重整中的异议债权人保护——以美国破产法为中心展开》,清华大学法学硕士论文。

(三) 缺少对重整计划可行性的抗辩权

在我国破产法的制度框架中,只在强制批准程序中要求法院对破产重整计划的可行性进行审查,而对债权人表决通过的破产重整计划的可行性则无须审查。如此一来,如果债权人表决通过破产重整计划,即使有个别异议债权人对重整计划的可行性提出质疑,也没有路径要求对计划的可行性进行审查。这有可能会诱使债务人与主债权人进行串通勾结,进而排挤其他债权人。为此,一方面,应将法院对可行性的审查应用到正常批准的破产重整计划;另一方面,在债权人表决通过破产重整计划的情形中,应赋予异议债权人对重整计划的可行性提出异议的诉权,以增加整个破产重整的公平性。

(四) 长期停牌不利于保护投资者权益

由于上市公司破产重整参与主体多、历时久、涉及环节多,且需多个部门的审批,内幕信息知情人的范围相对较大,为防止出现内幕交易等情况的发生,进行破产重整的上市公司往往采取长时间的股票停牌。在浙江海纳破产重整前后,其股票前后停牌累计超过两年时间,这其中当然与伴随其中的重大诉讼、股改等事项有关,但其中有很长一段时间是与破产重整联系在一起的。不仅如此,在浙江海纳股票停牌之前、复牌之后均出现了连续多个涨停,股价异动明显。上市公司股票的长期停牌不仅剥夺了公众投资者的交易权利,而且伴随其中的股价异动也会引发投资者对“三公”原则的质疑。为此,建议以高频度、高质量的信息披露取代长期停牌制度,一方面,通过高频度的信息披露,提高信息披露的及时性,以最快的速度使内幕信息公开化,遏制和消除内幕交易;另一方面,明确、细化信息披露的有关要求,避免内容空洞的信息披露,提高信息披露的针对性和有效性。

(五) 有关破产重整信息披露的规定不够明确

信息披露是上市公司破产重整区别于非上市公司的主要特征之一。陷入破产重整的上市公司在生产经营方面具有自身的特殊性,如管理人、债权人的介入,其信息披露不同于正常运作的上市公司,但我国新破产法并未对上市公司在重整程序中的特殊信息披露作出具体而明确的规定。在浙江海纳破产重整过程中,清算组作为浙江海纳破产重整事务的管理人负责管理浙江海纳的财产和营业事务,而有关的信

信息披露事务仍然由浙江海纳负责,这在无形中增加了信息披露的难度。为此,建议出台有关破产重整期间上市公司信息披露的操作指引,按照“谁管理、谁披露”的原则对处于破产重整阶段上市公司信息披露的义务人、内容、方式等方面予以明确,并建立包括上市公司、地方政府、法院等主体在内的信息披露协调机制,避免有关信息被提前泄漏或不当使用。