

公司解散与破产清算法律资讯

2018年5月期

目 录

李曙光：上市公司破产重整应常态化.....	1
第一个破产的共享单车 小鸣的自述.....	4
多方激辩：上市公司重整的制度、困境及展望.....	9
偿付高峰正逼近，房企债务需警惕.....	17
破产程序启动前的财产保全制度.....	22

李曙光：上市公司破产重整应常态化

载于 2018 年 6 月 1 日《中国证券报·中证网》

在“严格执行退市制度”监管背景下，上市公司退市正在成为常态。对于上市公司退市重整所面临的一系列问题，业界权威专家认为，在上市公司退市常态化的情况下，上市公司破产重整也应常态化。长远来看，上市公司重整业务具有充分的市场潜力。

上市公司重整应常态化

近期上市公司退市提速。5月22日，上交所公告*ST吉恩、*ST昆机终止上市。根据交易所的上市规则安排，两家公司股票将自5月30日进入退市整理期，交易30个交易日。此后，上证所将在5个交易日内对其股票予以摘牌，公司股票终止上市。与此同时，自5月29日起，*ST上普和*ST海润因连续两年亏损被暂停上市。

5月28日，深交所宣布*ST烯碳公司股票终止上市。这是2018年度深交所首家被强制终止上市的公司。

统计显示，截至5月29日，沪深两市共有76只ST股。其中，存在退市风险的公司共有63家。截至目前，A股累计退市上市公司近100家。

另有数据显示，上市公司重整案件数量近几年一直处于低位。截至今年5月，全国共有53家上市公司进行重整，其中审结51件、在办2件。从地域分布来看，广东省重整的上市公司最多，辽宁、陕西、四川次之；从上市公司控股股东性质来看，国有控股与民营控股几乎各占一半。目前已退市的公司中，长航油运（2015年完成重整）、创智科技（2010年重整）正在申请恢复上市。

“随着退市的常态化，上市公司破产重整也应该常态化。”中国政法大学破产法与企业重组研究中心主任李曙光指出，传统的退市主要是在监管部门的主导下进行，而重整是在司法和监管部门共同协作下进行。对于ST公司，监管部门应该更多地利用破产法工具，推进破产重整制度的运用和实施。第一，与供给侧结构性改革提出的市场化、法治化精神相符合，重整实际上是供给侧结构性改革中提到的“破、立、降”中的“降”的主要途径。第二，在司法参与的框架下，更有法律强制力，市场的预期性更强，对中小投资者的保护更有优势。第三，破产重整法律工具的早期介入，是减少退市的一个良方。第四，重整给投资者带来更多的机会，也将提高资本市场的效率和活跃度。

重整将呈四大趋势

多年从事债务重组、破产重整业务的金杜律师事务所合伙人刘延岭表示，重整对化解上市公司财务困境的作用在于其资本放大效应。上市公司削减股权、清偿债务，唯有通过重整方可实现；在重整程序中，可以将资本公积金转增用于偿债和筹集公司运营资金；资产处置不需履行监管机关的一般程序，更加灵活、高效；进入重整程序后，带息负债停止计息、债务重整收益可以解决盈利问题。

“长远来看，上市公司重整业务具有充分的市场潜力。”刘延岭表示，未来上市公司重整将呈现四大趋势，一是由于上市公司重整对于专业技术人员的技术、经验，对案件启动时机和政策把握要求越来越高，上市公司重整的难度不断加大。但随着退市的常态化，出问题的上市公司会越来越多，未来每年上市公司重整案件的受理数量应会有合理增长，陷入困境的企业部分进入重整，部分会退市。二是上市公司重整会向退市公司重整继续延伸。三是上市公司重整会越来越偏重以经

营业务为基础，以保留和恢复公司原有主营业务为根本，早期的“净壳式”重整将越来越少。第四，上市公司应不仅是重整的对象，也应该作为重组方参与其他企业的重整，参与重整的方式可以是发股购买和现金购买。

破产法与证券法需联动修改

刘延岭认为，推进上市公司重整需要解决五个方面的问题。一是法院受理时实质性审查并不合理，不应因重整失败的可能性而阻碍重整程序的启动。二是应当尽快在破产法中明确绝对优先原则，在债权人权利不能保全的情形下，债权人无需表决。三是以股抵债在实践中应以估值为依据，不能因为重整而削弱了债权人向担保债务人追索的权利。四是监管机关审批事项可以分为破产重整程序前审批、重整程序中重组部分的审批以及交易所程序内监督，应尽快明确审查内容和原则，减少随意性。五是监管机构应保持中立，不能过多干预重整程序，仅对依法授权的事项行使权力。

李曙光同时建议，破产法与证券法需联动修改，法院管辖和角色定位应转变，要由中级法院受理，不能介入商业判断。法院受理实质审查时，要将“僵尸企业”和危困企业相区分，“僵尸企业”应清算，而危困企业则可以拯救。此外，亟须修改破产法第74条，同时应更加重视DIP融资等。

他认为，未来推进上市公司重整过程中，债权交易会越来越多，特别是违约债市场；上市公司重整转退市的以及采用债权股的方式也会越来越多，法院强制裁定会继续减少，预重整将成为将来重整中的主要方式。

第一个破产的共享单车 小鸣的自述

载于 2018 年 5 月 28 日《新金融观察报》

我叫小鸣单车，现在已经“死”了，用商业的说法叫倒闭，在我诞生不到两年的时候。“丹唇未启笑先闻”，这是 2016 年夏天我刚刚上线之时外界对我的评价，两年之后则变成了“从来只有剩者笑，有谁听到去者哭”。

死在 5·21

在现代喜欢过节的年轻人那里，因为谐音，5·21 这个日子是可以向爱人讨要礼物的——如果你不是我的用户的话。

5 月 21 日，广州市中院发布公告，我的经营方——广州悦骑信息科技有限公司已经进入破产程序，押金未退还的消费者可通过债权申报要回余额+押金。

我是目前国内第一家正式进入破产清算的共享单车企业。在此之前，已有多家共享单车企业倒闭，大量用户无法讨回押金，供应商欠款无法追回，但因其规模相对较小而不了了之；而我之后谁会是下一个倒下的共享单车品牌不好预测，但将会有更多的倒下则是不可避免的未来。

不能输在起跑线上，两年前我刚刚诞生时，虽不算含着金钥匙，但也有着较为深厚的背景。2016 年 9 月，我由原宅米联合创始人兼首席运营官金超慧创办，核心团队来自滴滴出行和 Uber，智能硬件团队由有 30 多年自行车研发经验的自行车工程师组成。

2016 年不仅是我诞生的年份，也是大众创业时代背景下共享经济的产物正式进入大众眼球的年份，这一年，涌现了一股共享单车创

业潮，街头上能见七彩缤纷的各色单车，2016年也被称作“共享单车元年”。

刚刚出生不久，我就公布了数千万元人民币的天使轮投资，该笔投资系由单车品牌凯路仕董事长邓永豪领投，部分上市公司背景股东跟投。邓永豪随后成为我的法定代表人。

其实在当时，很多人已经看好共享单车这个生意，比如同在2016年9月，“ofo”获得了经纬中国领投、金沙江、唯猎资本跟投的数千万元的B轮融资。对了，要说清楚的是，虽然我们都获得了千万级别的融资，但区别是我的计价单位是人民币，而ofo是美元。

在当时3个月的时间里，包括我、摩拜、ofo、优拜在内的4家公司共计获得10轮融资，金额高达数十亿元。

截至2016年年底，共享单车领域内仅获得融资的入局者就有20余家，这个时候，其实大家都已经明白，什么运营模式，独特个性、产品性价比、推广能力、这些通常商业上的规则都已经不再重要，大家拼的就是一个谁能砸钱，谁敢砸钱！

为了抢占市场，不讲代价、不计成本、不要回报，拼了命地投放产品，依靠实力将对方碾压至死，然后再靠垄断收回先期投入的天量资金，这几乎成了我们共享单车领域最简单直接却又残酷的玩法。不垄断只能死！

名声甚至走到了产品前头，我就是个例子，服务还未上线，24天三轮融资的速度，以及过亿元的融资金额让我出尽风头。

资本埋单

共享出行们集体开疆拓土的背后，是对规模经济的追逐。在用户养成使用习惯后，后来者想将用户挖走，所付出的代价将是先

到者的十倍不止。在谁先铺下足够多、足够密、足够便捷的单车，谁就能建立巨大竞争壁垒的背景之下，萝卜快了是不需要洗泥的。

我认为，共享单车真的是一门不错的生意，按照最初的测算，大半年时间，最长一年时间是可以收回投资的。

我相信，我的创立者们是真心想做些事情的，就算不是为了理想、情怀，这些听起来挺空的大词，而只是为了成功，为了可见的收益，他们也在努力地把我培养好，希望我会带来巨大的回报。

我知道，无论是自己的钱还是投资人的钱，都不是那么好拿的，人家投资你不是做慈善而是要真金白银回报的。

在当时市场并不缺钱，资本寒冬是因为好的项目不多。在经历了2015年以来的移动互联网投资低潮以后，资本终于又看到了一个罕见的高频打开标的，众多大佬趋之若鹜地进入了共享单车领域。雷军老师说，风口到来的时候猪都可以飞起来。我不知道自己是不是可以飞的猪，但我知道几十上百亿资本正在把我和行业小伙伴们快速催熟。

腾讯、阿里、金沙江创投、真格基金、愉悦资本、高领资本、红杉、华平、淡马锡……在过去两年中，中国市场上几乎所有的资本都在共享单车领域有过布局，甚至有人投了不止一家，多头下注。

早在2016年10月，共享单车一词还刚刚出现，烧钱大战打响的前夜，我的隐患就已经悄悄埋下。彼时，有记者从苹果商店下载了小鸣单车的客户端，注册账户后充值了200元押金。而随即记者发现这个APP还是个“半成品”，包括行程、钱包、用户指南等在内的子菜单均是一片空白，记者多次点击“退押金”选项，均无法操作。但这

些都不重要，产品的瑕疵其实很容易改进——前提是你有足够的钱。

共享单车市场只认第一、不认第二的残酷现实下，共享单车的投资者们一方面要拼尽全力投放产品，以期取得优势，满街的小黄车、小红车、小绿车一时之间快要成了公害，堆杂在郊外空地上如山般的共享单车坟场开始出现时，我知道巴菲特老先生说的退潮时间到了。

2017年6月重庆悟空单车宣布停止运营，退出共享单车市场，成为有据可查的第一家失败的共享单车。这时候我就知道，留给我的时间也不多了，虽然在此后又艰难地坚持一段时间，用户押金难以退款，让我屡遭诟病。

但，占用用户押金，这单单是我自己的行为吗？市场上的玩家们，哪家不是这样呢？最高峰之时，我的注册用户为600万上下，按照单个用户199元押金计算，仅押金一项就是12亿元。什么？你说公司占用顾客押金？这或许不对，但大家都是这么干的，我又能怎么样呢？

我的一个同行摩拜在其发展史上，曾进行了多达13笔融资，最新一轮发生在今年1月，由美团领投，融资金额超10亿美元，投后估值超过50亿美元。于是摩拜很好地活了下来并找到了新婆家。

今天我是失败了，但是原因仅仅在我自身吗？资本无限制的追捧、赶潮流、抢风口催熟一个个原本可以自然生长的行业，最后落得个一地鸡毛，用户损失之外，资本的损失其实才是哑巴吃黄连。

和其他半途而死的企业一样，我的离去只是众多资本催熟后被大浪拍死在沙滩上的中国创业故事中的一个。这样的故事每天都在上演。

多方激辩：上市公司重整的制度、困境及展望

主持人：刘颖

北京航空航天大学法学院副教授、中国政法大学破产法与企业重组中心研究员

在经历了理论界三位顶尖学者的来访后，“蓟门破产重组对话”终于在第四期迎来了实务界的首位主讲人——金杜律师事务所合伙人刘延岭律师。刘延岭律师曾经参与《企业破产法》起草，也是《企业破产法》实施后将破产法运用于实践的先行者，本期“对话”刘律师将为我们分享关于“上市公司重整实践与问题”的宝贵经验。

主讲人：刘延岭

首先，我国上市公司重整的现状可以从重整数量、业务市场、公司规模和地域分布几个角度予以展现。重整数量方面，截至2018年5月，全国共有53家上市公司进行重整，但自2008年后，每年受理上市公司重整案件数量持续下降，最近几年一直处于低位水平，相较非上市公司重整数量甚微。业务市场方面，上市公司数量逐年增加，债务和资产规模也不断扩大，长远来看，上市公司重整业务具有充分的市场潜力。公司规模和地域分布方面，进入重整的上市公司平均资产负债规模不断攀升，地域上广东省重整的上市公司最多，辽宁、陕西、四川次之。

总体来看，重整对化解上市公司财务困境的作用在于其资本放大效应。第一，上市公司消减股权、清偿债务，唯有通过重整方可实现；第二，在重整程序中，可以将资本公积金转增用于偿

债和筹集公司运营资金；第三，资产处置不需履行监管机关的一般程序、更加灵活、高效；第四，进入重整程序后，带息负债停止计息、债务重整收益可以解决盈利问题。

其次，近年来，上市公司重整出现了一些新的变化和特点。审视近年来上市公司重整的新变化和特点，各相关利益方对于重整制度的价值和作用认识趋于正面，对于启动上市公司重整的可接受性和积极性逐渐提高。具体可归纳为以下六个方面。第一，在前置审批阶段，中国证监会和最高人民法院由原来的形式审查，过渡到实质审查，尤为关注未来经营方案和出资人权益调整方案的具体内容。第二，债权清偿比例不断提高，强裁已逐渐销声匿迹，出现了实质上的预重整，重整对于债权人越来越友好。第三，在出资人权益调整方面，已逐渐过渡到主要使用资本公积金转增股票，几乎不存在全体股东让渡股票。第四，出现了重整和重大资产重组同步操作的案例，但未来的可复制性存疑。第五，已有真正意义上的产业投资基金参与重整的实践；第六，上市公司作为重组方参与收购其他重整的企业亦有尝试。而对于总体趋势，由于上市公司重整对于专业技术人员的技术、经验、对案件启动时机和政策把握要求越来越高，上市公司重整的难度不断加大。

再次，对上市公司重整的未来，可以作出如下展望。第一，未来每年上市公司重整案件的受理数量应会有合理增长，但不会短期内有爆发式增长，陷入困境的企业部分进入重整，部分会退市。第二，上市公司重整会向退市公司重整继续延伸。第三，上市公司重整会越来越偏重以经营业务为基础，以保留和恢复公司原有主营业务为根本，早期的净壳式重整将越来越少。第四，上

市公司应不仅是重整的对象，也应该作为重组方参与其他企业的重整，而参与重整的方式可以是发股购买和现金购买。

最后，在上市公司重整中，五大问题应予关注。一是上市公司重整案件立案难、启动难。上市公司是公众公司，股东众多、敏感，立案所涉及的法院、政府、证监会、债权人和企业自身都存在一定问题。由此强调受理时实质性审查并不合理，不应因重整失败的可能性而阻碍重整程序的启动。二是重整中股东权益调整不尽合理。现有的上市重整案例中，债权人的权利明显弱于股东的权利，特别是弱于公众股东的权利。建议应当尽快在破产法中明确绝对优先原则，在债权人权利不能保全的情形下，债权人无需表决。三是以股抵债后担保债权的行使问题。以股抵债，应该如何计算清偿金额？以股抵债后，债权人能否追索担保债务人？如何追索？在实践中，应以估值为依据，不能因为重整而削弱了债权人向担保债务人追索的权利。四是破产程序与监管机关的行政审批程序的衔接问题。监管机关审批事项可以分为破产重整程序前审批、重整程序中重组部分的审批以及交易所程序内监督，应尽快明确审查内容和原则，减少随意性。五是监管机构的角色和权利问题。在重整案件中，监管机构立场与破产法的利益取向是冲突的，与管理人角色是天然对立的，并且如果监管机关对上市公司重整的强势介入，可能导致重整中利益安排的偏颇。所以，监管机构应保持中立，不能过多干预重整程序，仅对依法授权的事项行使权力。

点评人：李曙光

中国政法大学教授、破产法与企业重组研究中心主任

第一，重整和重组已经成为目前我国降杠杆的主要手段，重整实际是我国供给侧改革中特别提到的破、立、降中的降的主要途径。降杠杆实际上是指降金融杠杆，即对以较少成本实现高收益的滥用现象进行干预。是债务工具重组。现在政府和家庭的杠杆率都很高，但最为我们所关注的还是企业杠杆率，现在非常高。对于市场出清，反对声音很大时最好的方式就是重组或重整。因此，供给侧结构性改革的“降杠杆”下一步的核心就是整个社会性的债务工具的重整和重组。

第二，如何看待上市公司重整现状。破产法实施以来，上市公司重整数量仅 53 件，而美国 2016 年重整是 7252 件（包含第 13 章个人重整），很多上市公司进行了重整。而我国运用重整这个工具很不够，也说明我国市场经济体制还处于初期不完善的阶段，没有让破产法充分发挥作用。

第三，最高院的《全国法院破产审判工作会议纪要》对我国各级法院审理破产案件具有指南作用。其中，涉及重整的有九条，体现了很多突破，例如听证制度、识别制度、强裁制度、预重整制度。纪要中需要关注的主要有以下几点。一是实质审查机制，要将僵尸企业和危困企业相区分。僵尸企业应清算，危困企业则可以拯救，但纪要对二者并没有进行界分。二是纪要增加了听证程序，帮助法院判断是否启动重整程序，但目前仍缺乏法律依据。三是纪要中体现的法院权力过大，法院是否能够进行商业判断是值得商榷的。四是“强裁”中“重整价值不低于清算价值”计算很难，要引入法经济学分析。五是纪要提到要鼓励预重整，庭外重整与庭内重整相衔接，提到了预重整制度。

第四，对上市公司重整的五点预测与展望。一是上市公司重整中的债权交易会越来越多，特别是违约债市场。二是上市公司重整转退市的会比较多。三是强裁会减少。四是预重整会成为将来重整中的主要方式。五是重整采用债权股的方式会越来越多。

最后，针对这一问题，提出几点法律完善建议：破产法与证券法需联动修改、纪要的部分内容应纳入破产法、法院管辖和角色定位应转变、亟需修改破产法第74条、应更加重视DIP融资等。

点评人：李永军

中国政法大学教授、中国民法学研究会副会长

首先，上市公司重整需要法律的特别规定。中国的上市公司能重整本身就是个奇迹。破产法起草时我就建议增加一条上市公司重整，很多国家的破产法都对上市公司有特别的规定。破产法起草时对上市公司考虑比较少，实践中遇到的很多问题其实完全突破了当时破产法的规定。

其次，破产实践应当遵循破产法的规定。破产法虽然不完善，但它是破产法职业共同体的基础，我们要呼吁通过正当程序维护和完善破产法。破产法中关于强裁制度中的“部分”表决组的要求就是对强裁的限制。目前很多对破产法的突破需要思考。值得关注的问题包括：一是合并重整被严重滥用的问题，这其中的债务追偿问题需要讨论和明确。二是出资人的调整问题。《企业破产法》第85条规定要调整出资人的话必须设表决组。目前削减股权没有问题，但转让给债权人的依据无从考证。另外，资本公积金转成股权赠给债权人，实体法的衔接肯定有障碍。三是预重整

的法律依据问题。所以，我们应当讨论实务中出现的具体问题，进一步推进破产法的完善。

点评人：许美征

北京中和应泰财务顾问公司执行董事

关于上市公司重整，存在两个大问题：

一是强裁的问题。我国《企业破产法》第83条强裁制度关于强裁条件的规定是有问题的。美国破产法1129条关于法院批准重整计划规定的是，当符合正常批准时，不能低于清算条件；当适用强裁时，必须遵循绝对优先原则。而我国破产法缺乏明确的强裁条件规定，这导致了有些强裁案件中，普通债权仅得到了清算条件下的清偿。要制止强裁的滥用，破产法必须修改。

二是管理人的问题。管理人中，必须要有投资银行的财务顾问参与，只有律师或会计师不行，只增加技术人员也是不够的。实际上我们的重整是在法律程序下的重整并购业务，这是投资银行的业务，必须要有投资银行的专业人才去完成。懂经营、懂技术、懂并购才能更好的推动重整程序进行。

点评人：左北平

中注协破产管理人课题组组长、利安达会计师事务所合伙人

一、早期的上市公司重整实践中多采用股东作部分权益让渡，现在已逐步发展成为股东权益不削减，只用资本公积金转增股本的股票用于偿债安排，这与我国破产法立法本意中的破产债权人的权利优先于股东权利的绝对优先原则的精神是相悖的。未来相关法律修改的过程中应对这一问题有所回应。

二、上市公司破产程序下的资产注入和债务豁免，涉及到相关的程序条件和标准，以及税收豁免的优惠政策，都应考虑与国际惯例标准接轨，应与正常企业条件下的资产重组和债务豁免有所区分。这涉及证券相关法规和税收政策的修改制定。

三、由于现行政策对上市公司启动破产程序的特殊规定，导致了上市公司破产重整启动难立案难。

在上述四位资深教授和实务专家的精彩的点评后，北京理工大学法学院张艳丽教授、北京市第一中级人民法院邹明宇庭长等理论界与实务界的先进也分别从不同角度阐述了自己的观点，将这一期“对话”的讨论推向了纵深。

与谈人：张艳丽

北京理工大学法学院教授

总体上我国重整制度运行越来越好，逐渐回归至重整的本质。法院应实质审查，但并不等于商业判断。并且要从立法上解决债权股权的顺位问题，加强协商谈判、听证机制和预重整的制度构建。

与谈人：陈夏红

《中国政法大学学报》副编审、中国政法大学破产法与企业重组研究中心研究员

对于出资人表决权组问题，将来如果要修改破产法，可以仿照台湾公司法第 302 条的规定，企业重整时如果资不抵债或资产为负，那么股东不具有表决权。应警惕二次重整，其违反了破产法的预期性。管理人队伍可以吸收更多的商务专家参与其中。

宋 宽

保华顾问有限公司董事

上市公司因其具备壳资源等优势，重整利润空间相对是较大的。另外，境外上市公司重整的经验中，管理人有更多的职权，其身份定位和具体规则和国内也存在较大差别。

高丝敏

清华大学法学院副教授

首先，实质性审查的“可行性”要求，在破产法中已有体现，只要通过破产重整计划就必须有可行性，要向法院证明这点。其次，强裁减少是很正常的，第87条最重要的作用不是来用的，而是用来引导当事人谈判。

范利亚

德恒律师事务所破产专业委员会主任

上市公司的特点是公众公司，在这种社会公众利益集约化对抗的公司中会产生很多无法调和的矛盾，如股东和债权人利益。实体价值判断应该是债权人的权利。

韩传华

北京市中咨律师事务所合伙人

上市公司重整中出现的债权人清偿比例增高，意味着重整投资人付出的代价比较大。当公司上市逐渐放开，壳资源价值少或者没有时，上市公司重整数量才会出现实质增加。

邹明宇

北京市第一中级人民法院清算与破产审判庭副庭长

法院允许股东在保有股权的情况下，削减债权人的受偿比例，有平衡的观点在其中。另外，实质性审查有必要，原因在于重整受理之后很多优先权受到限制，也涉及时间和财务成本。

偿付高峰正逼近，房企债务需警惕

载于 2018 年 5 月 20 日《华夏时报》

房地产会不会成为一只灰犀牛？

房地产商的债务压力已引起交易机构的警觉，5 月 9 日地产债成交量 72.79 亿元，5 月 10 日成交量继续攀升至 84.54 亿元，近期地产公司债务风险若隐若现，使得地产债成交量突现放大。

“融资端有所收紧，下半年偿债高峰期即将到来，这是市场心理预期导致的。”5 月 17 日，华南某股份制银行金融部人士称。据申万宏源统计，包含公司债、企业债、中期票据及定向工具的地产产业债务，2018 年全年到期量总计为 1949 亿元，其中三四季度为到期高峰，分别到期量高达 932 亿、698 亿元。接下来 2019 年、2020 年到期量更加庞大，每年增量都在 1000 亿以上。

大的房地产商融资渠道较多，中小型房地产商融资存在缺口风险加大，大多数金融机构都将小型地产商的融资排除在外。《华夏时报》记者采访的多位人士均认为，如果房地产业发生债务违约，首当其冲将是中小房地产商。

然而，还有更大的风险隐藏于整个房地产行业，今年一季度末房企资产负债率上升至 79.42%，房企负债率创下 13 年新高。当前二三线城市出现了万人排队抢房的局面，而住户部门杠杆率连年攀升至 55.1%。近日国际油价节节攀升接近 80 美元/桶。全国各地多项限购、限售政策的“五花大绑”之下，房地产灰犀牛能否被紧紧钳住？

突现抛压

最近，一些上市公司民企信用债频频违约，房地产债务风险也开始隐现。

近日，网上爆出天津最大国有房企天房集团总负债超过 1800 亿元，可能存在信托违约风险。5 月 15 日，天房集团表示已与中信信托确认，将依照合同约定按期还款，资金计划有保障，并不存在延期还款问题。房地产债券市场上，交易员们悬着的一颗心略略放下。

事实上，4 月华夏幸福资金链问题就已引起关注，上交所就其 2017 年年报审核发来问询函，提出的 18 个问题直指融资、资金情况，其股价今年已经跌去了 36%。5 月 16 日华夏幸福发公告称，中信银行将华夏幸福认定为战略客户，同意向华夏幸福集团提供总额不超过人民币 315 亿元的集团授信额度。从而，盘旋在其头顶的现金流风险暂时解除。

进入 5 月，交易机构首现规模性抛售地产债，据 Wind 统计，5 月 10 日地产债成交量攀升至 84.54 亿元，5 月 9 日成交量已经高达 72.79 亿元，这与此前日均成交量 35 亿元相比成倍放大。

一位华南上市券商债券交易员称，房地产融资收紧，房企现金流增幅大降，而未来偿债高峰期到来，一些房企似乎有扛不住的苗头。

克而瑞研究中心发布的数据显示，2017 年主要上市房企持有现金 23415 亿元，同比增长 16.4%，但是增幅大降 34.5 个百分点。其中 60 家重点房企现金持有量 20126 亿元，同比增长 20%，但增幅下降 32.1 个百分点。2017 年，现金增长的房企 100 家，与上年相比减少 29 家。

“我们只选择排位前三十的客户，其他中小地产商除非现金流特别好、经营风险控制能力强，我们才会做。”某上市银行深圳分行从事公司贷的信贷经理说。

记者在采访中发现，银行、信托、证券等交易机构，对于地产融资和债券投资均开始变得谨慎。有个别机构，甚至已对所有房地产机构的债券都不再投资，主要还是对整个房地产风险的规避。

海通证券首席经济学家姜超在研报中称，2018年地产债需要偿付的规模为1613亿，是2017年的2.3倍。同时存续地产债在2018年进入回售期的超过3800亿，2019年也有接近3700亿，规模之大史无前例，这是因为地产公司债往往采取3+2、2+1年等期限结构，2015-2016年地产公司债井喷后，会在2018-2019年集中进入回售期。2019-2021年，地产债需要偿付的规模更大，分别为2807亿、3998亿和4037亿。姜超认为应警惕回售带来的企业流动性风险，地产债到期压力巨大，如果再融资仍旧受限，将会推升信用风险。

中小地产商承压

地产商的债务危机隐现，哪些地产商最容易出现问题？

“大的房地产商融资没有问题，但是小房企存在风险，地产融资环境收紧，淘汰一部分小房企，兼并重组，做大做强，这也是政府希望看到的结果。”深圳市房地产研究中心高级研究员李宇嘉说，在这样的背景下，小房企的销售回款显得特别重要。

申万宏源固定收益研究主管孟祥娟统计得出，截至5月16日，大中小型房地产资金缺口分别为277亿、131亿及132亿元，但由于大型房企融资途径比较广泛、融资能力强，通过海外发债和ABS等实现了净融资773亿元，而中小型房地产企业仍有202亿元的融资缺口。此外从销售回款来看，大房企销售明显好于小房企，规模居前的19家房企销售增速4月累计同比为18%。

其进一步分析称，2017 年大型房企在存货现金流周转率、净利率方面具有绝对优势，但杠杆率也是较高的。中型房企杠杆率上升最快。2017 年末大中小房企剔除预收账款的负债率中位数分别为 75.59%、76.73%及 67.20%。银行授信方面，大中小房企未使用授信/总资产规模中位数分别为 0.24、0.34 及 0.04。

所以其判断，中小房企在再融资和销售回款等方面均具有明显的劣势，后期风险可能暴露，建议规避 2018 年到期债务多、杠杆率高、项目主要布局在非环核心城市群的弱三四线城市中小型房地产企业。

地产债虽然处于违约边缘，但是李宇嘉认为真正违约没那么容易，中小房地产商可以出售项目股权以获生机。

上述华南股份制银行金融部人士认为，目前时点尚不足以引发地产债风险，但是下半年随着偿债高峰期的到来，要特别警惕中小地产商的资金压力。

央行平衡术

房地产商偿债高峰期的到来，背后是销售规模的高歌猛进。其投射的更大隐忧在于，居民购房快速加杠杆，整个房地产市场置于风险之上。

房地产销售规模还在快速增长，根据克而瑞数据，截至 4 月末百强房企整体销售规模 2.65 万亿元，同比增长 28.5%。

与之呼应的是，居民杠杆率快速攀升。近期央行发布的《2018 年一季度中国货币政策执行报告》显示，2017 年住户部门杠杆率已经高达 55.1%，比上年增 4 个百分点。

4 月 9 日，国家金融与发展实验室理事长李扬在博鳌亚洲论坛上称，2017 年居民储蓄存款增长率首次为负，这是一个非常危险的信

号，如果再继续发展下去，中国居民有可能变成负债部门，问题就大了，美国 2008 年债务危机就是因为它的居民开始负债。

过去两年，我国的债务风险主要存在于企业部门，2017 年采取了金融去杠杆以及超级监管后，年末企业部门杠杆率降为 159%，比上年下降了 0.7 个百分点，为 2011 年以来首次下降。可见企业部门杠杆稳住了，避免了系统性的金融风险发生。

同时，2017 年末政府部门杠杆率为 36.2%，比上年下降 0.5 个百分点，2012 年至 2016 年年均则增长 1.1 个百分点。政府部门杠杆率也在下降，风险也在减少。

企业和政府部门去杠杆，解除高杠杆风险，那么较低杠杆的居民则继续快速加杠杆，从而实现杠杆转移。住户部门杠杆率最近几年以年均超过 4% 的增速，快速攀升至 55.1%，这也是市场担心所在。

长江证券房地产分析师申思聪认为，楼市的繁荣带来了居民贷款的大幅上涨，使得与居民杠杆相关的各项评价指标快速提升。与美国和日本相比，我国居民杠杆率提升速度较快，且居民债务与可支配收入比值已超越两国当前的水平。但从居民偿债能力的角度来看，高储蓄率保证了居民有较强的清偿能力，短期偿付能力风险较小。

但是，长期来看居民的偿债风险又如何呢？2017 年居民储蓄存款增长率首次出现负增长，地产债违约风险若隐若现，遥远的地方是否传来了房地产风险的脚步声？

4 月 3 日下午，银保监会主席郭树清主持召开该会内部的党委（扩大）会议时强调，积极稳妥做好防范化解重点领域风险工作。在稳定的基础上全力以赴做好结构性去杠杆工作，重点把地方政府和企业特别是国有企业杠杆率降下来，有效控制居民部门杠杆率过快上升趋势。

破产程序启动前的财产保全制度

载于 2018 年 5 月 10 日 天同诉讼圈

池伟宏按：德国破产法在世界破产立法中以精细严谨著称，德国破产法在法官职权和当事人利益保护之间保持平衡，防止法官过度干预破产事务的同时加强当事人意思自治规则，全方位完善破产程序启动前的财产保全制度，包括赋予破产法院采取聘用临时破产管理人、组建临时债权人委员会、发布一般处分禁令、强制执行禁令、发布临时通信禁令和禁止变价担保物或取回标的物等广泛措施。特别是 2012 年的德国《企业重整进一步促进法》，引入了临时自我管理(vorläufige Eigenverwaltung)和特殊的保护伞程序(schutzschirmverfahren)，进一步填补了法律程序上的衔接空白，其立法技术之精细令人叹为观止。作者中国政法大学民商经济法学院葛平亮副教授，德国汉堡大学法学博士，专攻德国破产法、公司法和商法，其对德国破产法的介绍，对我国破产法借鉴完善破产程序启动前的破产保护伞程序尤显可贵。

葛平亮

中国政法大学民商经济法学院副教授

从破产申请到法院裁定启动破产程序，往往需要耗费一段时间。在破产启动程序阶段，重整无望的债务人有破罐子破摔的倾向，不积极管理财产；消息灵通的债权人则为避免进入破产程序后按比例清偿而先下手为强，要求债务人清偿或申请法院强制执行。诚然，我国破产法上的破产撤销和破产无效制度，可以纠正债务人在破产申请前的一些行为，但是其适用条件严苛且适用范围有限往往不一定能奏效。如何有效地保护从破产申请到程序启

动这一阶段的债务人财产，使其远离债务人的恣意和债权人的抢夺，是我国破产法亟需解决的问题（池伟宏/许国庆：《破产“保护伞”程序》）。

从比较法的视域看，美国实行破产申请主义，辅以“自动冻结(automatic stay)”制度，在一定程度上杜绝了破产申请审查期间的产生和债权人的个别执行。德国实行破产受理主义，破产程序在法院作出启动裁定(Eröffnungsbeschluss)后开始，此与中国颇为类似。与中国显著不同的是，德国《破产法(Insolvenzordnung)》规定了破产申请审查期间的债务人财产保全制度，其中包括临时破产管理人制度、一般处分禁止令、强制执行禁止令和临时债权人委员会等，以防止债务人财产在破产程序启动前发生不利于债权人之变动。在破产程序启动前即对债务人的财产采取保护措施，原因在于陷入破产困境具备破产原因的债务人，其财产利益归于全体债权人，此时不能优待个别债权人，且应以实现债权人利益最大化为目标管理债务人财产。相比于中国，德国已经规定了完备的破产程序启动期间债务人财产保全制度，对德国破产制度的介绍和研究，有助于我国破产法制度的完善。

一、德国破产程序启动前的财产保全制度概述

德国破产法奉行当事人申请主义(Antragsprinzip)，在当事人提出合法申请，债务人有产可破且具备破产原因时，破产法院可以裁定启动破产程序。在破产申请到破产启动裁定做出前，即在破产启动程序(Insolvenzeröffnungsverfahren)期间，根据德国《破产法》第21条第1款的规定，破产法院应当采取一切必要

措施，防止产生任何有损债权人利益的债务人财产变动。这一规则的基本理念在于，在债务人具备破产原因时，破产规则实质上获得适用。首先，债权人平等原则(par condicio creditorum)取代债权人“互相争斗(bellum omnium contra omnes)”之格局，任何债权人都不得在破产申请后获得任何有损其他债权人的特殊权利或者清偿[1]。其次，为了最大化地实现债权人利益，也有必要采取措施防止债务人或第三人侵害用于担保全体债权人债权的债务人责任财产。基于债权人平等和债权人利益最大化这两个基本理念，德国破产法规定了全面的财产保全措施，只要有必要，法院甚至也可以阻止取回权人行使其权利。例如在实质上属于清算的债务人转让型重整情形下，有必要在破产程序启动前，继续维持债务人财产现状，以防止债务人企业整体转让前的价值减损。

破产法院在作出财产保全措施前，应首要审查破产申请的合法性，不合法的破产申请将被法院驳回。法院作出的保全措施应是必要的、急迫的，且符合比例原则(Grundsatz der Verhältnismäßigkeit)。因此，破产法院应因案施保全措施，所采取的保全措施应一方面可防止债务人责任财产减少，另一方面避免过度干预债务人经营导致经营利益减损。例如，在债务人有重整希望，特别是债务人申请自行管理(Eigenverwaltung，即美国法上的 Debtor In Possession)时，法院应保持最大的谦抑性，以防保全措施影响债务人企业的正常运行。为了避免法院过度干预，法律赋予债务人享有在法院作出财产保全措施时立即提出异议的权利（德国《破产法》第 21 条第 1 款第 2 句）。

二、具体制度简述

德国《破产法》第 21 条第 1 款作为一般性规则，规定了财产保全措施的一般性前提要件。该条第 2 款则为破产法院提供了一个可选择的非封闭式保全措施目录，其中包括聘用临时破产管理人、组建临时债权人委员会、发布一般处分禁令、强制执行禁止、发布临时通信禁令和禁止变价担保物或取回标的物等。仔细观察这些保全措施，可以将它们分为两类，一类是针对债务人的措施，一类是针对债权人的措施。前者包括聘用临时破产管理人、发布一般处分禁令、发布临时通信禁令等，后者包括强制执行禁止、禁止变价担保物或取回标的物以及组建临时债权人委员会。

1. 临时破产管理人和一般处分禁令

如上所述，德国破产法分别从债务人和债权人的角度制定财产保全措施，其措施大多以禁令为主。然而，债务人在提起破产申请到破产程序启动，甚至之后的一段很长时间内，都会继续经营，全面的纯粹性禁止（如一般处分禁令）只会使债务人的经营寸步难行，而不加控制的债务人经营则很难实现债务人财产保全之目的。二者皆不可取，因而有必要引入独立、中立和专业的外部第三人，即临时破产管理人（vorläufiger Insolvenzverwalter），监督或替代债务人经营企业。临时破产管理人可全面地事先监控债务人的经营，实属破产启动程序中最重要 的保全措施[2]。

根据德国破产法第 22 条的规定，临时破产管理人分为两种，即强临时破产管理人（starker vorläufiger Insolvenzverwalter）和弱临时破产管理人（schwachervorläufiger Insolvenzverwalter）。强临时破产管

理人的聘任总是以一般处分禁令 (allgemeines Verfügungsverbot) 的裁定为前提。一般处分禁令旨在保全债务人财产，故而直接产生权利变动的债务人法律行为，如让与、设定负担、解除、弃权、撤销等均属于被禁止的处分，通过银行的对外支付或转账也被禁止[3]。一般处分禁令自法院裁定时即生效，违反一般处分禁令的债务人行为绝对无效[4]，除非处分不动产时，相对方善意或债务人履行债务时善意（德国破产法第 81、82 条）。另外，无需债务人作为的第三人权利取得也不受一般处分禁令之影响[5]。由于一般处分禁令的强效力，德国破产法第 23 条要求法院必须公告一般处分禁令，特别是通知债务人、债务人之债务人和临时破产管理人，并且登记于债务人企业登记簿以及不动产登记簿。在强临时破产管理人被选任后，债务人对其财产的管理和处分权即移交给临时破产管理人。强临时破产管理人应当保全和维持债务人的财产、继续经营债务人企业以及审查债务人财产是否可以支付破产费用。此外，强临时破产管理人应继受债务人的积极诉讼和消极诉讼，法院也可以委托强临时破产管理人审查债务人是否具备破产原因以及债务人企业继续经营的前景。强临时破产管理人几乎与破产程序启动后的破产管理人一样，取代了债务人的地位，鉴于责任法上的风险和比例原则的要求，强临时破产管理人的选任属于例外情形。例如在债务人申请自行管理或特殊的“保护伞程序 (Schutzschirmverfahren)” 时，不得裁定一般处分禁令，进而不得选任强临时破产管理人。

因一般处分禁令的内容法定，强临时破产管理人的权力内容也相应法定；与之不同的是，弱临时破产管理人不享有处分债务

人财产的权力，其如同法院派遣的“观察员”[6]，监督债务人，他们的权力范围则由法院确定。现实中，常见的情形是享有一般性同意保留权的临时破产管理人，其一方面可以全面地监督债务人的经营，另一方面可以免于承担因直接经营企业而可能产生的责任。债务人违反临时破产管理人的同意(事前许可或事后追认)作出的处分行为如同违反一般处分禁令的行为一样，绝对无效。一般性同意保留不适用于负担行为，由此债务人承担的新债务可作为破产债权登记或依破产撤销规则被撤销[7]。除一般性同意保留外，法院还可以视案件限制同意保留之适用情形，甚至可以聘用无同意保留权的弱临时破产管理人，唯后者权力有限，保全债务人财产效果不明显，因而不常见于破产实务[8]。

2. 临时债权人委员会

企业陷入困境后，需要及时作出各种措施，以进行自我拯救。早在破产程序启动前，企业就往往已作出一些对于后续破产程序有重大影响的决定，特别是准备重整计划或实施一些重整措施。重整对债权人利益影响巨大，重整的成功系于债权人的表决，因而有必要让债权人提前参与到重整的准备之中[9]。基于此，德国立法者在2011年12月7日颁布、2012年3月1日生效的《企业重整进一步促进法(Gesetz zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen)》中，首次引入临时债权人委员会制度(vorläufiger Gläubigerausschuss)。

组建临时债权人委员会的目的是使债权人尽早参与企业的重整，因而其主要适用于能够挽救企业、维持企业经营和保留工作岗位的情形[10]。对于没有救助希望，特别是已经停止经营的企

业，法院不得组建临时债权人委员会。对于有救助希望的企业，临时债权人委员会也并非完全必要。若组建临时债权人委员会违反比例原则，侵害债务人利益，则不得组建。另外，法律还规定了三种不同的组建临时债权人委员会的情形，按照义务强度可分为“初始义务委员会(originärer Pflichtausschuss)”、“派生义务委员会(derivativer Pflichtausschuss)”和“任意委员会(fakultativer Ausschuss)” [11]。“初始义务委员会(originärer Pflichtausschuss)”是指破产法院必须组建的临时债权人委员会。根据德国《破产法》第 22a 条第 1 款的规定，在满足下列三个条件中两个条件时，法院必须组建临时债权人委员会：1) 在扣除资产方所列的商法典第 268 条第 3 款的亏缺数额(Fehlbetrag) [12]后，资产负债表的总计金额至少为 600 万欧元；2) 在结算日前的 12 个月之内，销售收入至少为 1200 万欧元；3) 年平均至少有 50 个雇员。“派生义务委员会”是法院按照当事人的申请，应当组建的临时债权人委员会。根据德国《破产法》第 22a 条第 2 款的规定，债务人、临时破产管理人或债权人提出组建临时债权人委员会并提交成员名单的，法院应当组建。对于其他情形，法院可以在其裁量的范围内组建临时债权人委员会 [13]，此即“任意委员会”。临时债权人委员会是债权人利益的代表机构，按照法律的规定，其主要功能包括参与（临时）破产管理人的选任、债务人自行管理的裁定和（临时）监管人(Sachverwalter)的选任等。

3. 强制执行禁令和变价或取回禁令

根据德国破产法第 31 条第 2 款第 1 句第 3 项的规定,德国破产法院可以在破产启动程序中暂停尚未完结的和禁止将来的对于非不动产标的的强制执行,已完成的强制执行部分不受暂停强制执行的影响。强制执行禁止制度的主要目的在于,防止个别债权人在破产启动程序中通过强制执行获得清偿或获得特别权利,以及防止变卖对债务人继续营业而言重要的财产。此处的强制执行禁止只限于非不动产标的,包括不动产之外的动产、债权和其他财产权利[14]。当然,这一规定并非意味着债权人可以毫无阻碍地对债务人的不动产申请强制执行,临时破产管理人仍然有权利依据德国《强制拍卖和强制管理法(Gesetz über die Zwangsversteigerung und die Zwangsverwaltung)》第 30d 条第 4 款的规定,申请暂停行使对债务人不动产的强制执行。如此分权的原因仅在于,立法者希望借此减轻破产法院的负担[15]。强制执行的禁止也包括对担保债权人强制执行担保物的禁止,以防债务人财产被过早分割而导致不能继续经营。另外,对于在破产程序中享有取回权的权利人,其在破产程序启动阶段的取回也可以被禁止[16]。

4. 临时通信禁令和其他财产保全措施

除上文介绍的几种保全措施外,德国破产法还明文规定了临时通信禁令和禁止变价担保物或取回标的物。一般而言,法院仅在债务人的行为实质侵害破产财产,且保全破产财产的利益优先于债务人的个人隐私保护时,才可以采取临时通信禁令[17]。换言之,通信禁令仅用于查清债务人财产和防止债务人财产减少。通信禁令可以适用于自然人以外的法人,也可以适用于普通程序

之外的保护伞程序和消费者破产程序。此处的通信不限于普通的信件，还包括包裹、电报、传真和电子邮件等，但不包括电话监控。

除上述财产保全措施外，法院还可以作出其他财产保全措施，诸如冻结银行账户、查封财产、检查工厂、扣押公司文件等强制措施。另外，必要情形下，法院还可以拘传债务人，并在问讯后交由羁押。债务人不是自然人的，可以拘传和羁押其机关代表人。

三、特殊的保护伞程序

早在德国 1999 年《破产法》生效之前，德国法学界和实务界已有关于法庭外重整的建议[18]和尝试，然而总是因为股东反对或向少数派的屈服而流产[19]。

1999 年德国新《破产法》生效后，仅仅规定了破产程序启动后的重整，其以破产管理人管理为核心标志。尽管第 270 条以下规定了债务人自行管理模式，但是因为启动条件过高、债务人的信息不对称和破产法院防止滥用的谨慎态度，其在现实中应用较少[20]。另外，德国 1999 年《破产法》未规定适合于债务人自行管理的破产启动程序，若适用上文所述的严苛的财产保全措施，将导致破产启动程序无法有效衔接债务人自行管理程序。同时，这些严苛的财产保全措施在很大程度上严重挫伤了债务人提起破产申请的积极性。为了提高债务人的积极性，促使企业尽早进入重整程序，以及时挽救企业，德国立法者在 2012 年的《企业重整进一步促进法》引入了临时自我管理 (vorläufige Eigenverwaltung) 和特殊的保护伞程序 (schutzschirmverfahren)。前者填补了法律未规定债务人自行管

理破产启动程序之空白，后者则允许债务人在破产程序启动前制定重整计划，并且特定的破产法规则也可事前获得适用[21]。

德国《破产法》第 270a 条规定了债务人的临时自我管理，根据该条规定，债务人申请自行管理且无明显不成功的可能的，法院不得在自行管理启动程序中发布一般处分禁令，也不得裁定债务人的所有处分行为需要临时破产管理人的同意。法律进一步规定，在此情形下，不再聘用临时破产管理人，而是聘用主要具有监管职能的临时监管人。因而，债务人在启动程序中继续享有几乎与之前不变的对债务人财产的管理权和处分权[22]。

德国破产法在新引入的第 270b 条规定了保护伞程序，该保护伞程序赋予了债务人在破产程序——债务人自行管理程序——启动前进行重整的权利，其本身构成一个独立的重整程序[23]。适用保护伞程序的条件与启动自行管理程序的条件相比，较为严格。根据第 270b 条第 1 款的规定，债务人仅当在有支付不能之危险或资不抵债时，可提出适用保护伞程序之申请，并且债务人计划的重整不得明显无希望，以上均需要由专业人士如破产律师等出具的文件证明。唯需注意，当债务人支付不能时，不得适用保护伞程序。在满足上述条件下，破产法院可以启动保护伞程序，并要求债务人最多在三个月内提交重整计划。在保护伞程序中，破产法院选任临时监管人，并可以组建临时债权人委员会，发布强制执行禁止令、临时通信禁止令以及变价或取回禁止令。若债务人建议临时监管人，除非其建议的人选明显不合适，否则法院不得拒绝。若债务人申请强制执行禁止令，法院必须发布，不得拒绝。此外，根据第 270b 条第 3 款的规定，根据债务人的申请，法院必

须裁定此时与债务人交易成立的债务属于共益债务。这一新规大大地强化了债务人的地位，保护了新债权人，使企业能够迅速且低成本地获得融资，因而在很大程度上提高了重整的机会。

四、结语

进入破产状态的企业，其责任财产首要用于清偿全体债权人。为了防止债务人在陷入困境后对财产的恣意处分和漠不关心，以及个别债权人对债务人财产的掠夺，有必要在破产申请到破产受理这个阶段即启动保护债务人财产的机制。对债务人财产的保护亦应从两方面进行，一是限制债务人的恣意，二是防止个别债权人的掠夺。在此基础上，应尽可能地维持企业的正常运行，以使财产得以保值。因此，有必要引入一个外部的具有独立性、中立性和专业性的第三人监督甚至负责这一阶段的企业运行，同时辅以诸如强制执行禁止、变价担保物禁止和取回禁止等制度，防止债权人个别清偿和用于维持债务人经营的财产被瓜分，损害的债务人的财产价值，降低了债务人重整的机会。另外，每一项保全措施都应符合比例原则，以防止法院过度干预，给债务人财产带来不利影响，从而有违制度设计初衷。在相同或相似的制度背景和制度理念下，德国破产法规定的破产启动程序中的债务人保全措施和保全制度对我国破产法的完善具有重要的借鉴意义。

注释：

[1] Vallender, in Uhlenbruck InsOKomm, § 21 Rn. 1.

[2] Pape/Uhlenbruck/Voigt-Salus, Insolvenzrecht, S. 272.

[3] Haarmeyer, in MünchKomm InsO, § 21 Rn. 54.

[4] BGH NJW 2006, 1286 = NZI 2006, 224; OLG Frankfurt ZIP 2013, 943.

[5] Bork, Insolvenzrecht, Mohr Siebeck 2009, Rn. 106.

[6] Bork, Insolvenzrecht, Mohr Siebeck 2009, Rn. 103.

- [7] Windau, in BeckOK InsO, § 22 Rn. 68.
- [8] Mönning, in Nerlich/Römermann, Insolvenzordnung, § 22 Rn. 211.
- [9] Entwurf eines Gesetzes zur weiteren Erleichterung der Sanierung von Unternehmen, Drucksache 17/5712, S. 24.
- [10] 同上注。
- [11] Vallender, in Uhlenbruck, Insolvenzordnung, § 22a Rn. 7 f..
- [12] 即“非由自有资本抵偿的亏缺数额 (Nicht durch Eigenkapital gedeckter Fehlbetrag)”, 参见: 杜景林/卢湛译《德国商法典》, 法律出版社 2010 年版, 第 100 页。
- [13] BT-Drucks 17/7511 S. 46
- [14] Bork, aaO, S 61.
- [15] Beschl-Empfehlung des RechtsA zu § 25, BT-Drucks 12/7302
- [16] Vallender, in Uhlenbruck, Insolvenzordnung, § 21 Rn. 28.
- [17] Haarmeyer, in MünchKomm InsO, § 21 Rn. 88.
- [18] 学者 Eidenmüller 曾建议通过设定合作义务确保法庭外重整的进行, 见氏著 Unternehmenssanierung S. 264 f, 652 f, 707 f.
- [19] Zipper, in Uhlenbruck, Insolvenzordnung, § 270b Rn. 1.
- [20] Tetzlaff, in MünchKomm InsO, Vorbemerkung vor §§ 270, Rn. 17.
- [21] 亦有人称前者为小的保护伞程序, 后者为大的保护伞程序, 见: <https://de.wikipedia.org/wiki/Schutzschirmverfahren>, 最后访问 2018.05.07.
- [22] 唯一的限制来自德国破产法第 275 条第 1 款, 见 Riggert, in Nerlich/Römermann, Insolvenzordnung, § 270a Rn. 4.
- [23] Begründung Regierungsentwurf (ESUG), Drucks. 17/7511, S. 60.