

首例央企债券违约侵权案复盘 掏空天威后 应承担多少责任

这是信用债市场第一例法院判定身为央企的母公司因转移资产、操控公司等做法而对投资者负有一定侵权责任。

被质疑逃废债八年后，首例国企信用债违约侵权案宣判。

近日，北京市高级人民法院（下称“北京高院”）一审判决保定天威保变电气股份有限公司（下称“保变电气”，600550.SH）及实控人央企中国兵器装备集团（下称“兵装集团”）具有共同隐瞒重要事实、侵占天威集团资产、逃废债务的主观故意，造成了建信信托持有的债券违约，需连带赔偿建信信托损失 6333 万元，并支付律师费 70 万元。

据了解，目前保变电气及其实控人兵装集团在规定时限内未上诉，意味着前述判决已经生效。这是信用债市场第一例法院对国企违约认定责任的案例。“在国企及其子公司之间股权和资产‘无偿划转’被视为通常做法的当下，这个判决有一定的突破意义。”一位从事破产领域的资深律师对此表示。

截至目前,保变电气原来的控股公司保定天威集团有限公司(下称“天威集团”)共有4只债券违约,规模合计约50.87亿元。2012年12月,天威集团发行总额为10亿元的三年期定向融资工具,建信信托在2013年2月、3月买入合计约6亿多元的定向融资工具“12天威PPN001”。

两年后的2015年4月21日,天威集团发布公告称,由于发生巨额亏损,无法如期兑付中期票据“11天威MTN2”本年利息,由此成为债券市场第一只违约的国企信用债,引发市场高度关注。

在违约初期,因为有了央企兵装集团的入主,投资者对天威信用债的兑付还抱有幻想。然而,接下来的故事却是兵装集团持续从天威集团转移资产到上市公司保变电气,被掏空的天威集团则全面违约,直至自2016年8月进入破产重整程序,操盘者均为兵装集团,且至今5年来,重整仍未结束。

2018年4月,建信信托在北京高院起诉兵装集团和保变电气,索赔9.3亿元的债券本息及相关费用。建信信托认为,天威集团无力偿债与兵装集团和保变电气的相关行为有关,要求两被告承担赔偿责任。几年后,北京高院判定,兵装集团与保变电气连带赔偿建信信托破产债权未能受偿金额的10%,即6333万元。

在多位破产领域的律师看来，该案例的判决有诸多突破：一是从《破产法》的角度，破产管理人早已失去了对债务人财产申请撤销的权利。因为根据《破产法》第31条，法院受理破产申请前一年内，涉及债务人财产的某些行为，包括以明显不合理的价格进行交易的，无论受让人善意、恶意，均可撤销。而建信信托起诉时，距离天威集团在2016年8月被保定市中级人民法院裁定进入破产重整程序，已经过去了近三年。二是在前述法律条件下，建信信托另辟蹊径，依据《侵权责任法》，转而追溯大股东即集团公司应承担主要责任，获得法院认定。

“这个认定很有标志性意义。对企业而言，不要以为是国企、是母公司，就可以不诚信经营；对投资人来说，这个案例提供了另一条维权路径。”一位大成律所的资深律师对此表示。此前，债券持有人对违约信用债的经济纠纷，主要是起诉发行人，鲜少起诉其母公司。在该案判决结果公布后，“很多已经放弃维权的债券投资人，也准备按同样的路径维权。”

建信信托代理律师北京市通商律师事务所合伙人崔强表示，本案取得部分胜诉的一审判决，对于当前金融机构维权工作的重中之重——打击逃废债行为——具有重要意义，与中央强化金融债权司法保护、严厉打击逃废债的态度相一致，是司法配合金融机构维权、健全金融机构治理的重要表现。

I. 被掏空的发行人

天威集团成立于 1991 年，前身为保定变压器厂。2001 年 2 月，天威集团的控股子公司保变电气在上交所上市。2006 年保变电气年度报告显示，其参股的保定天威英利新能源有限公司贡献的投资收益占当年净利润近 70%。

2008 年，国资委批准兵装集团无偿接收天威集团 100% 股权，天威集团成为兵装集团的全资子公司，并通过天威集团间接持有保变电气 51.1% 的股份，成为这两家公司的实际控制人。据了解，彼时时任天威集团的董事长丁强不同意这一“拉郎配”，因为天威集团和兵装集团并不属于同一产业链。

天威集团是河北龙头企业，主营业务为传统制造业的输变电业务，持续盈利，在变压器行业内排名第一，原本是一家经营稳定的老牌国企。2008 年天威集团并入兵装集团后大规模扩张，开始走下坡路。在全球金融危机、新能源产能过剩、欧盟与美国“双反”等多种原因下，保变电气自 2009 年起业绩明显下滑；2012 年首次亏损，2013 年亏损 52.33 亿元，这导致天威集团的业绩急转直下，2012 年大幅亏损 33 亿元，净资产也从上年的 84 亿元下降到 59 亿元。

“天威集团走到破产边缘，很大程度是因为新的大股东并不懂变电产业，也不懂光伏，盲目投资，决策机制僵化。”一位天威集团前高管这样认为。

由于连续两年亏损、ST，保变电气被上交所实施退市风险警示，从而走上了保壳之路。2013年初，兵装集团先后通过从天威公司受让保变电气老股、认购保变电气定向增发的新股等方式总计持有保变电气33.47%的股票，从而取代天威公司，成为保变电气的控股股东。从2013年6月至2014年底，兵装集团主导并批准保变电气与天威集团进行了一系列的资产置换，把保变电气已大幅亏损的新能源产业（风电、太阳能）置换给天威集团，把天威集团资质较好的输变电业务（同时包括土地、房屋和现金）置换给保变电气，同时天威集团还支付差价7000余万元。在2013年1月至8月期间，天威集团置换出去的输变电资产与业务整体盈利约635万元；而天威集团接手的保变电气四家新能源企业，截至2013年8月累计亏损18.5亿元。

此后，兵装集团进一步转移了天威集团的资产，包括将天威集团持有的保变电气股票、不分公司股权、房屋、土地等40%的资产，都质押给兵器集团的子公司兵装装备集团财务有限责任公司(下称“兵装财务”)。

而天威集团2013年净资产从上一年度的33亿元下降到13亿元，2014

年则大幅下降为-80 亿元。保变电气于 2014 年扭亏为盈，实现了保壳。但天威集团丧失了对保变电气的控制权，不再能合并保变电气的财务数据，两者的关系从母子公司变成兄弟公司。“如果天威集团还能并表保变电气，偿债能力就不会受太大影响。” 一位债券持有人这样分析。

自 2013 年起，天威集团下属子公司发生多起债务违约事件；2014 年面临多起债务诉讼。而兵装财务首先对天威集团进行财产保全，天威集团所持有的保变电气股票被冻结，引发银行提前抽贷，导致天威集团的财务状况加速恶化。2016 年 8 月，天威集团被保定市中级人民法院裁定进入破产重整程序。

建信信托另辟蹊径，在“12 天威 PPN001”到期前，因天威集团发生风险事件可能导致债务违约，2015 年 5 月，建信信托根据约定在中国国际经济贸易仲裁委员会(下称“贸仲”)提起仲裁程序，要求天威集团立即偿还债务。

2015 年 11 月底，贸仲就该项争议作出裁决，裁决天威集团应偿还建信信托支付本金 6 亿多元及相应利息、违约金、律师费等合计 7 亿余元。但据了解，天威进入破产程序之后，只还了建信信托 180 万元现金，还有部分股票至今未取得兑现，偿付率只有 1%左右。

此后建信信托委托的北京通商律所另辟蹊径，在北京高院起诉了天威集团的唯一股东兵装集团。

II. 兵装集团的责任被锁定

此案的争议焦点首先是兵装集团与保变电气是否应对建信信托的债权承担侵权责任。

依据贸仲(2015)中国贸仲京裁字第 1182 号裁决书，北京高院判定，购买了 “12 天威 PPN001 的建信信托对天威集团享有超过 7 亿元债权，此案属于侵权责任纠纷。而此案属于侵权责任应用在债券领域的首例。彼时《民法典》还未出台，《侵权责任法》此前基本主要应用在车祸、医疗等领域。

建信信托认为，天威集团的资产本是投资人收回合法债权的保障，但兵装集团、保变电气前述一系列股权腾挪和资产置换，“掏空了”天威集团，造成后者在极短的时间内经营现金流枯竭、财务状况急剧恶化、丧失盈利能力与融资能力、无法偿还到期债务，最终进入破产程序，使得建信信托的合法债权难以收回。根据《侵权责任法》及相关法律规定，兵装集团、保变电气应当连带承担赔偿责任等法律责任。

起诉书显示，兵装集团认为自己作为央企，有义务保证国有资产保值

增值，在天威集团已陷入财务危机的情况下，不可能动用国有资金无偿、无限制地救助，而只能通过等价有偿的股份交易向其提供流动资金；对于同样面临着财务危机的保变电气而言，在天威集团无力向保变电气注入流动资金时，兵装集团直接向保变电气增资，是对保变电气和天威集团的共同救助。

债市投资人则普遍质疑，天威集团与保变电气进行的两次资产置换，即劣质资产（四家新能源公司）置换给天威集团，优质资产置换给保变电气，属于恶意掏空天威集团。

对此，兵装集团和保变电气辩称，前述资产置换均依法委托专业评估机构对标的资产的公允市场价格进行了评估，并将评估结果作为最终的资产交易价格。因此，该等资产交易系等价有偿交易。

北京市通商律师事务所申请了司法鉴定重新评估。二次资产评估由法院指定的中天衡资产评估公司（下称“中天衡”）进行。

中天衡在评估复核报告中指出，前述四家公司的评估存在问题：“四家公司持续处于停产或半停产状态，且一直未恢复生产建设，原评估报告未考虑评估基准日该事实情况可能造成的重大影响，相关贬值因素未充分考虑。因公司已经完全丧失了生产能力，且生产技术、工艺水平亦不具备持续应用条件，在非持续经营的基础上，此种评估处理

方式未考虑相应资产的变现折扣。”

判决书显示，置换给天威集团的四家新能源公司资产，按成本法作价大约 10 亿元。但当时四家公司已经停产。“原来员工 500 多人，就剩五、六个人；停工停产一年多，主营业务收入变成了 0。当时生产线还没有建完，即便建完了，光伏市场环境和外部政策已经变了，生产出来产品也没人要。”知情人士解释。

一位债市投资人认为，“天威集团被换走的都是值钱的资产，有 400 多项专利，还有商标、固定资产（土地、房屋），以及 7000 万元现金，是实打实的资产，并非等价置换。”

法院称，兵装集团与保变电气未对企业生产经营状况采取有效改善措施。因资产评估报告未能正确反映四家公司的股权价格，天威集团与保变电气依据资产评估报告达成的资产置换交易，客观上导致天威公司的资产数额减少，偿债能力降低，与建信信托债权不能实现具有因果关系。

法院判定，兵装集团虽然不是资产置换的交易方，但作为天威集团以及保变电气的实际控制人，且管理层与天威公司、保变电气长期交叉任职，对新能源行业持续亏损、四家公司不具备持续经营的基础、丧失生产能力、实际股权价值远低于原《资产评估报告》的评估价值，

以及天威公司置入四家公司后将会导致经营状况恶化、偿债能力急剧下降的情况亦应知晓，但仍然批复同意按照原评估报告确定的股权价值进行资产置换交易，表明保变电气与兵装集团具有共同隐瞒重要事实、侵占天威公司资产、逃废债务的主观故意。保变电气与兵装集团之间对于侵占天威公司资产、侵犯天威公司债权人财产权存在意思联络，系共同侵权。

“兵装集团配合保变电气以不合理价格与天威公司进行资产置换，兵装集团与保变电气均具有过错，侵害了建信信托的债权，依照前述法律规定，应当对建信信托的损失承担连带赔偿责任。”判决书指出。

III. 赔偿责任几何

此案的第二大争议焦点，是兵装集团与保变电气应承担多少赔偿责任。

对于赔偿责任数额，建信信托主张应以增发预案公告前一日股票收盘价确定。兵装集团以现金 8 亿元认购保变电气发行的约 1.61 亿股股票，每股 4.95 元，相较于增发预案公告前一交易日保变电气股票收盘价 5.67 元/股，兵装集团少支付 1.16 亿元。

兵装集团和保变电气认为，股份收购是由国资委批复同意；二次增资行为的定价均按照证监会上市公司有关规定，不存在任何违法、违规

情形，更不构成侵权。另外，兵装财务作为天威集团的合法债权人，在天威存在债务违约的情况下，依法对天威采取诉讼及保全措施，完全是兵装财务正常行使其合法权利，不应因此构成对建信信托的侵权。

兵装集团和保变电气同时认为，天威公司偿债能力的削弱或丧失，是一个长期的过程，受到其经营策略、内部管理、整个行业国内外市场及政策风险等诸多复杂因素的影响，不能单一归结于是兵装集团操控实施前述建信信托指控的三方面侵权行为所造成。

法院支持了兵装集团和保变电气的前述抗辩。

“这个案例复杂之处在于，单独看每一步似乎都合规，但合在一起看，初衷就是为了掏空发行人。”前述知情人表示，“这官司打了五年，打下来不容易。法院也有压力，最终只支持了债权人建信信托的一个主张。”

判决书显示，截至2012年12月31日，天威集团资产总额335.58亿元，净资产59.28亿元，本案所涉不当资产置换的金额经估算仅为约5.4亿元，约为天威集团净资产的十分之一，因此综合前述因素，法院酌定兵装集团与保变电气连带赔偿建信信托破产债权未能受偿金额的10%，即6333万元。

北京高院认为,虽然天威公司破产并非保变电气与天威公司资产置换这单一原因所致,但如前所述,保变电气与兵装集团在明知天威公司与建信信托债权债务关系的情况下,仍然故意使用错误的评估结论,将天威公司的资产与保变电气的资产进行置换,实施侵占天威公司资产的行为,导致天威公司的资产数额减少,偿债能力降低,与建信信托债权不能实现具有因果关系,侵害了建信信托的合法权益。

在一位债券私募公司负责人看来,该案例象征意义大于实质意义。“只承担 10%的赔偿责任,是不是太少了?从本质上说,作为企业实控人,存在巨大道德风险和利益冲突的行为,应该对此承担大部分责任。”