

国际视野下中国企业债券违约的 若干法律问题研究

符 望*

摘要:从 2014 年开始,中国掀起了一波公司债券违约浪潮,这表明无风险的债券市场已经不复存在。全球范围内,债券违约中的法律问题无外乎三个主要方面:一是债券受托管理人的权责;二是违约事件和加速到期的确定;三是集体行动机制。本文重点考察了中国 2020 年债券违约法律框架的变化,涵盖了法律、法规、司法解释和市场文件等方面;并指出我国在借鉴了英美等发达市场经验的基础上,于上述 3 个核心问题都取得了进步、提升了与国际标准的兼容性;但对比之下,仍在每个方面都存有需要改进的不足之处。

关键词:债券违约 债券受托管理人 加速到期 集体行动条款

一、中国债券违约与法律框架的升级

债券最初是为了资助战争而发明的,在接下来

* 上海金融法院法官。

的几个世纪中,西方国家如英国对其进行了现代化改造,帮助政府融资金用于各项支出。^[1]如今,发行债券已成为为一个国家或企业筹集资金的最重要和最有效的方法之一。我国财政部从1981年开始发行债券,债券市场随着改革开放政策的发展也迅速扩大规模。截至2016年年底,中国债券市场已成为仅次于美国的第二大债券市场。^[2]本文所指的“企业债券”是一个概括性用语,用于描述具有企业信用的实体发行的债券,不包括政府债券和金融债券。它主要包含以下几种类型的债券:^[3](1)企业债:由国家发展和改革委员会批准并在银行间市场和交易所市场交易,由中央国债登记结算有限责任公司登记结算;(2)公司债:中国证监会监管,仅在交易所债券市场交易;(3)银行间市场各类公司债券,如短期融资券、中期票据、永续债券,定向债务融资工具、资产支持票据,项目收益票据等。这些债券发行与交易由中国人民银行主管的中国银行间市场交易商协会(以下简称“NAFMII”)监管,并由上海清算所登记结算。

中国债券市场曾经的低违约率助力了市场的蓬勃发展。在资本市场不断开放的背景下,外国投资者不断涌入我国债券市场。2016年2月,中国人民银行取消了外国机构投资者的配额限制,允许他们在银行间债券市场进行更多投资。^[4]许多国家的负利率也相应使得中国市场更有吸引力。比如,2018年中国10年期国债的收益率为3.62%,企业债券的平均收益率为4.78%。^[5]截至2018年3月,外资在我国境内债券的持有量达到了13.6亿元人民币,同比增长超过60%。^[6]当然,在

[1] See Stephen G. Cecchetti and Kermit L. Schoenholtz, *Money, Banking, and Financial Markets*, Fifth Edition, McGraw-Hill Education, 2017, p. 134.

[2] See Grace Xing Hu, Jun Pan & Jiang Wang, *Chinese Capital Market: An Empirical Overview* [2017] SSRN Electronic Journal, <https://www.ssrn.com/abstract=3095056>, visited June 10, 2020.

[3] See Chi Zhang, *The Segmented Regulatory System of the Bond Markets in China: Current Situation, Causes and Reform*, 15 *Capital Markets Law Journal* 175 (2020).

[4] 中国人民银行公告[2016]第3号。

[5] See James Kynge, *Default Risk Casts Shadow over Foreign Demand for China Bonds*, *Financial Times* (June 7, 2018), <https://www.ft.com/content/3ecb0f98-7a12-11e8-8e67-1e1a0846c475>, visited June 6, 2020.

[6] 同上注。

这个过程中,中国债券市场也受到外国投资者的批评。比如,债券回购业务不发达以及债券期货交易缺乏对手方,导致债券缺乏流动性。^[7]不过,有一点是西方发达市场所不具备的,即投资者通常无须担心债券违约,从而享受着无风险回报。但这一不败神话,终于在2014年被打破。此后一波违约潮开始让债券违约处置机制成为投资者和法律界关注的焦点。

(一) 债券违约率不断上升引发关注

2014年3月4日,上海超日太阳能科技股份有限公司宣布无法向投资者支付债券利息,宣告我国国内市场首次债券违约。^[8]通常情况下,发行人如果出现财务困难,当地政府往往会提供救助,俗称“刚性兑付”。这种做法扭曲了市场机制,并给投资者带来了幻想。但在经济下行和资金紧张背景下,刚性兑付计划无法再覆盖所有陷入困境的发行人,于是违约率不断上升(见图1)。统计数据显示,绝大多数国内市场债券违约是非国有企业的违约,按发行人的数量计算,占违约的86.7%,按本金计算,占90%。^[9]此外,离岸违约也意外出现。国有企业青海省投资集团在香港地区发行了美元债券,但在2009年2月拖欠了1090万美元的利息,这是20年来的首次离岸违约。^[10]

[7] See Daniela Gabor, *China Should Not Remake Its Bond Markets in US Image*, Financial Times (June 13, 2019), <https://www.ft.com/content/892aeeb8-8d31-11e9-b8cb-26a9caa9d67b>, visited June 6, 2020.

[8] See Jamil Anderlini, *China Suffers First Corporate Bond Default*, Financial Times (March 7, 2014), <https://www.ft.com/content/d4ccd956-a5cb-11e3-9818-00144feab7de>, visited June 6, 2020.

[9] See Edward White, *Chinese Corporate Bond Defaults Hit Record High, Fitch Says*, Financial Times (Jan. 21, 2019), <https://www.ft.com/content/0bf4a6e8-1d31-11e9-b126-46fc3ad87c65>, visited June 6, 2020.

[10] See Don Weinland, *China Local Governments Sound Alarm on Debt Obligations*, Financial Times (Sep. 5, 2019), <https://www.ft.com/content/5093658a-ced1-11e9-b018-ca4456540ea6>, visited June 6, 2020.

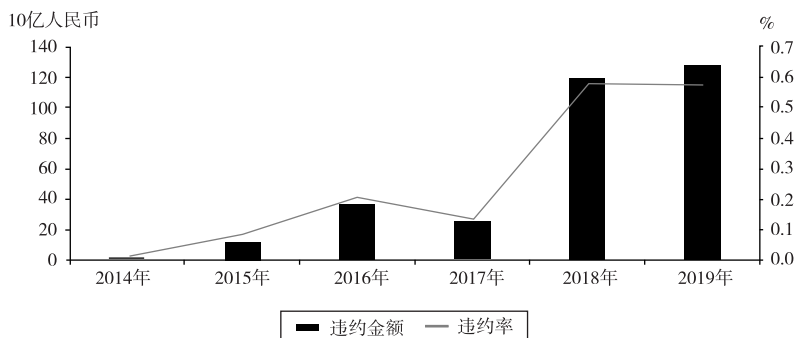


图1 中国债券违约率在2014~2019年逐年攀升(以数额为基数)

资料来源:Umesh Desai, *Record Bond Defaults as China Lifts Credit Allocation*, Asia Times (Jan. 7, 2020), <https://asiatimes.com/2020/01/record-bond-defaults-as-china-lifts-credit-allocation/>, visited June 9, 2020。

笔者认为,从积极的角度来看,债券违约对我国而言实际上是一件好事。与美国债券市场相比,我国的债券违约率仍然很低,比如2018年我国市场风险较高的高收益债券和所有企业债券的违约率分别为0.95%和0.33%,而美国高收益债券的违约率则高于2%。^[11]没有违约的市场无法正常运转,因为无风险的环境会造成错觉,让投资者无法有效地对风险定价与投资。违约潮使投资者更加关注两个方面:债券信用评级和违约处置机制。我国评级机构评级相对宽松,因为80%的发行人一直被评为AA或更高等级,高于标普、穆迪等全球性机构的评级。^[12]至于违约处置机制的不完善也引发了投资者的报怨,相关报道显示债务回收比率从2016年的46%下降至2020年的13%。^[13]

[11] McCabe Adam, *Why China's Bond Defaults are Actually a Good Thing*, Financial Times (Dec. 19, 2018), <https://www.ft.com/content/da80aa2a-03a5-11e9-9d01-cd4d49afb3e3>, visited June 6, 2020.

[12] Hudson Lockett and Yizhen Jia, *China's Bond Market is Opening—But are the Rating Agencies Ready?*, Financial Times (Apr. 4, 2019), <https://www.ft.com/content/e6ea3c7c-55f8-11e9-91f9-b6515a54c5b1>, visited June 6, 2020.

[13] Sun Yu, *China Bond Investors Battle to Claim Cash after Defaults*, Financial Times (Jan. 9, 2020), <https://www.ft.com/content/09dda1e4-31e8-11ea-9703-eea0cae3f0de>, visited June 9, 2020.

(二) 债券违约处置的法律框架升级与实务难题

面对债券违约的浪潮和投资者的批评,2019年,我国修改了法律、法规以及市场文件,针对现有的债券违约法律框架进行了重要升级。搭建新框架的相关法律及文件于2019年年底前后出台,并于2020年生效。为说明这种变化,本文将债券违约法律框架以2020年作为分界点,概括为两个阶段:2020年之前框架和2020年新框架。

1. 2020年之前框架

交易所债券市场主要由《证券法》所规范,但2019年该法修订之前,只有一个条款涉及债券违约,即禁止违约发行人发行新债券。中国证监会在其2015年颁布的《公司债券发行与交易管理办法》^[14]中规定,发行人应当在债券募集说明书(以下简称债券说明书)中约定构成债券违约的情形、违约责任及其承担方式以及公司债券发生违约后的诉讼、仲裁或其他争议解决机制。发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人,并订立债券受托管理协议;在债券存续期限内,由债券受托管理人按照规定或协议的约定维护债券持有人的利益。债券受托管理人由本次发行的承销机构或其他经中国证监会认可的机构担任。同时还规定债券受托管理人负责召集债券持有人会议,在发行人不能偿还债务时可以接受全部或部分债券持有人的委托,以自己名义代表债券持有人提起民事诉讼、参与重组或者破产的法律程序。

银行间债券市场的主要规范性文件是中国人民银行2008年发布的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》,^[15]该办法搭建了发行框架,NAFMII则进一步完善了相关规则。比如颁布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程》(2013年修订)^[16](以下简称《2013年会议规程》),旨在明确债券违约后的持有人会议机制,通过会议提出解决方案。

与证监会管辖的交易所市场相比,银行间市场并没有给债券受托管理人留有一席之地。如果发生违约,召集人应召集债券持有人会议

[14] 中国证券监督管理委员会令第113号。

[15] 中国人民银行令〔2008〕第1号。

[16] 中国银行间市场交易商协会公告〔2013〕12号。

通过决议以采取进一步行动,如诉讼或重组。实践中,会议召集人通常是债券承销商。《2013年会议规程》还提出了除债券说明书另有约定之外,会议决议标准为66%+75%,即会议生效需要2/3以上表决权数额持有人出席,决议生效则需要出席会议的持有人所持表决权的3/4以上通过。

至于与债券相关的司法诉讼,我国并没有特别的立法,所适用的法律规则与其他商事纠纷并无特别不同,如《民事诉讼法》和《企业破产法》等。这些法律中没有关于债券违约的特定规则,立法机关也并未预料到在2014年开始出现的这一波债券违约。

2. 框架陈旧带来的实务难题

债券违约引发了大量案件,不断对2020年之前的框架进行检验,从而发现了比较突出的3个法律问题。第一个问题是谁应当在债券违约后的程序中起主导作用。这些程序包括持有人会议程序与针对发行人的司法程序。在交易所市场中,出现违约之时,作为债券受托管理人的承销商并不愿意召开债券持有人会议,因为它本身可能成为债券持有人怨气发泄的目标。着急的债券持有人往往指责承销商在债券说明书中存在虚假陈述,以及未预料到发行人的违约。这一利益冲突有时会使得债券受托管理人的架构瘫痪,出现无人负责的局面。即使债券受托管理人希望启动诉讼程序要求发行人承担义务,民事诉讼规则也未明确允许它以自己的名义提起民事诉讼。

在银行间市场中,由于并未设置债券受托管理人,因此债券持有人必须独自提起诉讼。但根据我国的民事诉讼规则,^[17]在未明确约定管辖法院的情况下,“接收货币一方所在地为合同履行地”,成为管辖连接点,于是,债券持有人往往在其住所地法院提起诉讼,导致同一笔债券违约的案件散布在我国各地,据测算到2019年年底全国法院已受理400多起案件。^[18]这些诉讼不仅增加了纠纷解决成本,而且不同法院

[17] 参见最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第18条。

[18] See Qinqin Peng, *In Depth: China Responds to Default Wave with New Legal Frameworks*, Caixin (Dec. 30, 2019), <https://www.caixinglobal.com/2019-12-30/in-depth-china-responds-to-default-wave-with-new-legal-frameworks-101499147.html>, visited June 15, 2020.

针对同一批债券可能作出不同判决。可以说,缺乏一个主导者来代表债券持有人统一行事,造成了债券违约处置的拖延。比如,根据相关统计数据,截至2019年8月底,在300余笔违约债券中,只有53笔被成功处置。^[19]

第二个问题是与债券说明书约定的违约事件和加速到期相关。我国债券发行文件中约定的违约事件通常仅限于延迟支付本息和发行人破产。实务中,发行人延迟付款时,由于轮候查封制度的存在,较为心急的单个债券持有人为了抢首轮查封以保护其利益,往往立刻启动诉讼程序并申请冻结发行人资产。这样一来,反而会迫使发行人进入破产程序,降低了债券重组的可能性,使得发行人难以摆脱困境。除此之外,即便没有出现违约事件,有些恐慌的投资者还可能以其他理由主张债券加速到期。比如,援引合同法“预期违约”制度或者主张债券说明书“存在虚假陈述”,甚至对一些永续债券也要求加速到期。

第三个问题是债券持有人如何通过协商实现集体行动。《2013年会议规程》在司法程序中也受到质疑,如有的持有人会主张这些会议规程仅仅是合同条款而非法律法规。即便持有人会议通过一项决议,不满意的债券持有人也往往以会议规程系格式条款、未尽到提示说明义务、不公平等理由主张决议无效。除此之外,对于持有人会议召开的法定人数和决议通过条件,也存在不同观点。

3. 2020年新框架

上述问题暴露出债券违约处置机制的内在缺陷,也引发了市场的呼声。为此,相应的法律文件陆续出台,逐步形成2020年新框架。对于交易所债券市场,《证券法》于2019年进行了修订,并于2020年3月1日生效。该法律从更高层级上明确了债券受托管理人的地位,其中第92条规定:公开发行公司债券的,发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人,受托管理人应当由本次发行的承销机构或者其他经国务院证券监督管理机构认可的机构担任。债券发行人未能按期兑付债券本息的,债券受托管理人可以接受全部或者部分债券持有人的委托,以自己名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼或者清算程序。

[19] 同前注[18]。

对于银行间市场的债券,NAMFII于2019年12月发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具受托管理人业务指引(试行)》(以下简称《管理人业务指引》),并修改了会议规程(以下简称《2019年会议规程》),两项文件的生效日期均为2020年7月1日^[20]。

《管理人业务指引》首次将债券受托管理人引入银行间市场,可被指定为债券受托管理人的机构包括“(一)已取得债务融资工具主承销商业资质的金融机构;(二)持有金融许可证的金融资产管理公司;(三)已取得债务融资工具承销商业资质的信托公司;(四)具备债务融资工具业务经验,最近1年内为债务融资工具注册发行出具过法律意见书的律师事务所”,前提是其已在NAFMII中备案。发行人必须通过签署受托管理协议来指定债券受托管理人。在获得全部或部分债券持有人授权后,债券受托管理人可以积极参与违约相关事务。

《2019年会议规程》也带来了一些重大变化。第一,违约债券的承销商是会议的召集人,而债券受托管理人必须出席该会议。第二,决议对参会及未参会的债券持有人产生相同的影响和约束力,无论他们是否出席会议以及如何投票。第三,会议的法定人数和决议条件已修改。除法律法规另有规定或发行文件另有约定之外,出席持有人会议的债务融资工具持有人所持有的表决权数额应超过本期债务融资工具总表决权数额的50%,会议方可生效。普通的决议应当由持有本期债务融资工具表决权超过总表决权数额50%的持有人同意后方可生效;针对特别议案的决议,则需要90%。特别议案的是导致债券等关键条款(如本金、利息、付款时间表、增信安排等)发生重大变化的议案。

与此同时,2019年12月,最高人民法院在与中国人民银行、中国证监会举行会议专门讨论债券违约问题,随后发布了会议纪要草案以征询公众意见。2020年7月15日,最高人民法院正式发布了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《债券纪要》),总共34条,涉及债券违约的方方面面。比如,《债券纪要》解决了管辖权问题,明确普通债券违约由发行人住所地人民法院管辖。该纪要也明确承认债券受托管理人的作用,提出债券持有人会议通过的合法决议对所有

[20] 中国银行间市场交易商协会公告[2019]25号。

债券持有人具有约束力,并规定了关于加速到期的一些裁判原则。

在笔者看来,通过建立 2020 年新框架,债券违约的处置机制得到了全面升级,尤其是在三个方面:债券发行架构、违约事件与加速到期、集体行动机制。这较大地弥补了目前市场的缺陷,为投资者注入了信心。在建立新框架的过程中,中国或多或少地借鉴了国际资本市场相关法律。在当前国际资本市场上,最盛行的准据法为普通法。许多国家的债券通常根据英国法律或纽约州法律发行。准据法与发行的交易所所在地关系并不大,大量选择英国法的欧元债券在卢森堡发行上市。^[21]有学者研究了 2006 ~ 2013 年欧元区的主权债券发行,发现在金融危机期间,选择英国法或纽约法而不是发行人的国内法,有助于降低主权债务融资成本。^[22]为此,笔者认为,新框架建立之后,我们仍应进一步研究与对比国外发达市场债券违约处置的普通法规则,以提高中国市场规则的兼容性。

二、债券受托人的思考

债券发行涉及不同的中介机构,如经理行、承销商、受托管理人、财务代理人等,由此形成不同架构。对于普通法国家,债券受托管理人 (bond trustee) 是其债券市场的主要特征。比如,根据英国法律,发行人通常通过信托契据 (trust deed) 指定债券受托管理人的权利、义务,明确债券受托管理人服务于债券持有人的利益。对于大陆法国家,由于信托制度不被承认或者不够发达,则转而采用财务代理人 (fiscal agent) 架构。财务代理人通过签订代理协议担任发行人的代理人,负责向债券持有人支付本息。与债券受托管理人不同,财务代理人不代表债券

[21] See Patrick BG van der Wansem & Lars Jessen and Diego Rivetti, *Issuing International Bonds: A Guidance Note* [2019] MTI Global Practice, [http://documents1.worldbank.org/curated/en/491301554821864140/pdf/Issuing - International - Bonds - A - Guidance - Note. pdf](http://documents1.worldbank.org/curated/en/491301554821864140/pdf/Issuing%20-%20International%20-%20Bonds%20-%20A%20-%20Guidance%20-%20Note.pdf), visited Sep. 28, 2020.

[22] See *Foreign - Law Bonds: Can They Reduce Sovereign Borrowing Costs?*, Publications Office, 2018, <https://data.europa.eu/doi/10.2866/789348>, visited Sep. 28, 2020.

持有人利益,因此在这个架构之下,债券持有人自己必须对违约的发行人采取法律行动。

相比之下,债券受托管理人架构因更加灵活而受到欢迎。在这种信托结构中,受托人管理由债券付款本息及其他收益组成的信托财产,债券持有人则作为受益人,就实务操作角度而言较为便利:对于发行人而言,与代表众多债券持有人的受托管理人打交道将降低交易成本。受托管理人将行使其酌情处置权以应对诸如违约事件或者债券中其他可能触发违约的复杂条款,而不是动辄宣布违约并主张加速到期。如果债券需要担保,受托管理人可以直接将担保权登记于其名下,最大限度地减少了分别登记至债券持有人的麻烦。在发行人违约的情况下,受托管理人将在违约处置法律程序中起主导作用,而债券持有人通常无须采取任何行动,除非受托管理人应当作为而不作为。有学者曾评价:“如果没有受托人,则诉讼权属于债券持有人,债券持有人需要承担多重诉讼的风险,并且不听话的债券持有人会采取不适当的行动。”^[23]

作为合同安排,受托管理人的权力由《信托契据》明确。例如,《欧洲中期债券信托契据》[Euro Medium Term Note(EMTN) Trust Deed]规定,受托管理人可以“在其酌情决定权下,不另行通知,采取它认为适合的针对发行人的程序和/或其他行动,以督促发行人履行在本债券及契据项下的义务”。^[24]该信托契据同时明确,该权力仅限于受托管理人行使,债券持有人无权行使。^[25]受托管理人在行使权力时具有“绝对自由裁量权”(absolute discretion),但受到“谨慎义务”(duty of care)的约束,这要求受托人“表现出谨慎和尽职”以避免“任何过失,违约,违反责任或违反信任”。^[26]同时,为了制衡受托管理人此种权力,债券

[23] See Andrew Haynes, *Law Relating to International Banking*, Bloomsbury Professional, 2018, p. 128.

[24] See *EMTN Trust Deed* (Practical Law), [http://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-201-8282?comp=pluk&transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1&OWSessionId=NA&skipAnonymous=true](http://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/0-201-8282?comp=pluk&transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1&OWSessionId=NA&skipAnonymous=true), visited June 15, 2020, 第 10.1 条。

[25] 同上,第 11.2 条。

[26] 同前注[24],第 15.1 条和第 15.17 条。

持有人可以通过“特别议案决议”(Extraordinary Resolution),迫使受托管理人对发行人采取法律程序,或罢免受托管理人。^[27]

债券受托管理人架构在英国债券市场占主导地位。统计数据显示,2016年和2017年分别有88%和90%的英国债券发行人使用这种结构。^[28]在其他普通法国家中,这种结构得到了广泛使用,甚至为立法的强制要求。比如在美国,根据1939年《信托契据法》(Trust Indenture Act)的要求,在所有SEC注册的债券中,必须设置受托管理人。该法律不仅为受托管理人的角色和职责设定了标准,而且还规定了其报酬和补偿机制。除了普通法国家之外,一些欧洲国家甚至伊拉克在主权债务发行中也采用了普通法为准据法,相应也设置了债券受托管理人结构。^[29]

(一) 中国债券受托管理人与普通法债券受托管理人

债券受托管理人架构提供了一种处理债券违约的便捷方法,受托管理人在违约事务中起主导作用,避免债券持有人直接被拖入一场漫长复杂的司法程序中。我国借鉴了这一制度,在2020年新框架中正式将债券受托管理人的概念纳入证券法。但我国债券受托管理人,与普通法国家的债券受托管理人存在许多不同之处。因此,需要进一步辨析。^[30]

第一,我国债券受托管理人确实可以代表债券持有人行事。但是,我国债券受托管理人是否属于《信托法》所规定的受托人,其实争议不少。该法第2条规定:本法所称信托,是指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的,进行管理或者处分的行为。

对于中国的信托法,著名的英国金融法学者与律师 Philip Wood 曾

[27] 同前注[24],第11.1条和第21.2条。

[28] See ICMA - NAFMII Working Group, *International Practices of Bond Trustee Arrangements*, <https://www.icmagroup.org/assets/documents/About-ICMA/APAC/ICMA-NAFMII-WG-International-Practices-of-Bond-Trustee-Arrangements-031218.pdf>, visited March 5th, 2021.

[29] 同上。

[30] 在中国法律当中,叫“管理人”的还存在其他概念,如“破产管理人”。

评价道：“中国于2001年颁布了一部信托法，这可能是过去25年世界法律中最重要的法律事件之一。”^[31]在普通法概念下，信托涉及信托财产的转移，由受托人持有资产。但我国信托法在立法时有意淡化了财产所有权转移的特征，因为担心普通百姓会担心失去对财产的控制权，从而抵制立法。^[32]于是立法使用了“委托给”这样模糊的词语而不是“转移给”，容易在实务中造成混乱。市场上涉及有形资产作为信托财产时，更是自行创设出各种“财产收益权”以回避所有权转移的问题以及因此引发的税赋。我国债券在存托清算系统中是直接登记在债券持有人名下的，债券受托管理人并未持有信托财产，如果直接界定为信托法下的管理人会受到较大争议。

第二，我国《信托法》第11条明确规定的信托无效情形之一是“专以诉讼或者讨债为目的设立信托”。如果严格解释这一法律条文，则债券受托管理人不应被视为《信托法》规定的受托人，因为该债券受托管理人的主要义务在于代表债券持有人提起司法程序要求发行人或者担保人偿还债券本息，即“诉讼”加“讨债”。

第三，在英国债券受托管理人架构下，并不允许债券持有人直接对发行人提起诉讼，仅有受托管理人具有这种权力。在 *Elektrim SA v Vivendi Holdings 1 Corp* [2008] *EWCA Civ 1178* 中，债券持有人 Vivendi 在佛罗里达州提起一个法律诉讼中，主张发行人 Elektrim 公司存在欺诈行为，并声称受托管理人 Law Debenture Trust Corporation Plc 违反了其信托义务。发行人则起诉到英国高等法院 (England and Wales High Court) 申请要求反诉讼禁令，禁止 Vivendi 提起该法律诉讼。英国高等法院同意了发行人的申请并颁布了反诉讼禁令，Elektrim 公司不服提起上诉，但被英国上诉法院 (England and Wales Court of Appeal) 驳回。在裁判文书中，科林斯法官写道：

“受托管理人制度的目的是确保所有债券持有人都通过受托管理人行事。这确保了债券持有人之间没有竞争，在投资回报中享有平等

[31] Philip Wood, *Commercial Notions and Equitable Potions*, in Sarah Worthington (ed.), *Commercial Law and Commercial Practice*, Hart, 2003.

[32] 参见江平口述，陈夏红整理：《沉浮与枯荣：八十自述》，法律出版社2010年版，第415页。

的份额。在全部债券持有人受到损失时,如果允许单个债券持有人自主提出索赔,则会引发受托管理人和单个债券持有人的多重诉讼或重复诉讼”。信托契据第 10.2 条中的“强制履行”(enforce performance of)债券一词并不限于主张特定履行(specific performance),必须至少扩大到对不偿还债券本息所造成损失的各类索赔。该用语应包括任何旨在维护债券持有人权利的主张(不仅是合同诉讼,还包括以欺诈为由的侵权诉讼——笔者注)。^[33]

可以说,通过受托管理人主张权利是英国法项下该架构的本质特征。但我国债券受托管理人并没有相应的独立自主权,发生违约时,它必须先获得所有或部分债券持有人的授权,然后再采取任何法律行动。从这个意思上来说,更像是代理律师。

第四,债券受托管理人的任职资格和利益冲突规定有所不同。英国债券市场中,尽管对债券受托管理人没有法定的门槛,但通常的做法是,由获得授权的信托公司来充当受托管理人。此类提供公司信托服务的信托公司必须在英国或欧盟成立,并在英国设有营业地,最低股本为 25 万英镑,其中超过 10 万英镑必须以现金支付。^[34]在美国,债券的受托管理人必须是获得美国 SEC 许可的机构,且资本和盈余不少于 150,000 美元。更重要的是,为了避免利益冲突,受托管理人不能是债券的承销商,也不得直接或间接地由承销商控制。^[35]

在我国 2020 年新框架中,并没有提到债券受托管理人的资本门槛。但这并不重要,从实务角度看,即使适用英国或美国的同等资本要求,这些候选机构(主承销商、金融资产管理公司、信托公司、律师事务所)很轻松就能越过这个门槛。但我国 2020 年新框架似乎忽略了利益冲突,直接允许债券承销商成为债券受托管理人的第一层次候选人,在笔者看来这并不妥当。在我国债券市场中,债券发行中的其他功能(如存托和清算)由中央结算公司或上海清算所等法定存管机构执行,债券承销商主要职责之一是准备债券说明书。许多承销商是大型银行

[33] Elektrim SA v. Vivendi Holdings 1 Corp [2008] EWCA Civ 1178, para. 91, 92.

[34] Trustee Act 1925 s. 68, Public Trustee Act 1906, The Public Trustee (Custodian Trustee) Rules 1975.

[35] Trust Indenture Act of 1939, s. 310.

或证券公司。当违约发生时,债券投资者更愿意从这些财大气粗的中介机构中挽回损失,而并不寄过多希望于那些已经陷入困境中的发行人。国际市场亦是如此,持有人往往主张债券说明书中存在虚假陈述甚至欺诈,将承销商诉至法院。例如,在美国1976年的 *Escott v. BarChris Construction Corporation* 案中,地区法官 Mclean 就明确了这种因果关系:

“承销商说,债券说明书是发行人公司的说明书,而不是承销商的说明书。毫无疑问,这是他们习惯地对待它的方式。但是美国证券法没有承认这种区别。如果债券说明书虚假,承销商与发行人同样要负责,因为潜在的投资者在确定是否购买证券时信赖了承销商的声誉。”^[36]

我国的投资者已经依葫芦画瓢,比如投资者已经将无法偿还的五洋建设债券的承销商德邦证券有限公司于2019年5月诉至浙江杭州中级人民法院,成为追究债券承销商责任的首例案件。^[37] 因此,如果忽视这种利益冲突,笔者认为可能会使承销商无法发挥其作为债券受托管理人的作用。

(二) 改进我国债券受托管理人的建议

债券受托管理人架构作为普通法债券市场的基石,目的在于代表债券持有人的不同利益,以便实现快速集体行动的目标。但我国债券受托管理人的设计能否实现这一目的还有待观察。由于种种原因,债券受托管理人更像是诉讼代理人,而不像《信托法》中的受托人。前者需要债券持有人的授权才能采取行动,而后者则可以依照信托文件自主享有酌处权。律师事务所作为债券受托管理人的候选机构之一,从另一方面可以印证这一观点。我国引入债券受托管理人,比以往有较大进步,因为管理人要起到主导作用,提升了债券违约后的响应能力,较好地解决了一些程序性问题,但是不足之处在于当债券受托管理人试图处理违约时,缺乏酌处权可能会阻止它采取明智的行动,而利益冲

[36] 283 F. Supp. 643 (S. D. N. Y. 1976).

[37] 参见朱琳娜:《全国首例公司债券欺诈发行民事赔偿案开庭》,载《上海证券报》2019年5月16日。

突可能会阻止它迅速采取行动。此外,受托管理人还可能不得不与那些急于查封资产的“独狼”型债券持有人竞争。

笔者认为,债券市场瞬息万变,法律亦需不断发展升级,这样才能增强投资者的信心。我国已迈出了第一步,放弃了一种不太适应的财务代理人结构,应该考虑更进一步,对《信托法》进行修订,以适应债券市场的需求。毕竟,《信托法》颁布之时,还不存在债券违约。比如,对于信托财产的界定,随着信托的观念慢慢被社会接收,以前的担心已经显得过时,不如及时明确概念。法律也是不断变化以适应市场的,即使在普通法管辖区,也有学者注意到债券信托也与正常的信托有所区别,因为信托财产是间接的(circular)。在新西兰,立法者甚至试图用“监督人”(supervisor)代替“受托人”(trustee)一词,以便将债券受托管理人与其他受托人区分开。^[38]当然,名称是什么并不是最重要的,最重要的是债券受托管理人的权力和职责。因此,我们可以加以改进兼容国际标准,以使我们的市场对外国投资者更加有吸引力。

三、债券违约事件和加速到期之认定

在国际市场上,违约事件是债券文件中预先规定的条件,触发违约时允许债券持有人要求立即全额还款,即违约事件与加速到期挂钩。通常情况下,不支付债券本息以及发行人破产、解散是主要的违约事件。各种债券限制性约定(bond covenants)(包括交叉违约,资本结构变化、信用评级下降等)也经常加入债券文件当中,违反这些限制性约定也可以触发违约。有学者的研究表明,此类限制性约定与发行人陷入困境的可能性构成线性相关关系。^[39]

与贷款协议相比,债券发行中的违约事件没有那么严格,通常允许

[38] See Benjamin Liu, *The Contractual Nature of Bond Trusts and Security Trusts*, 8 *Journal of Business Law* 680-697 (2017).

[39] William W. Bratton, *Bond Covenants and Creditor Protection: Economics and Law, Theory and Practice, Substance and Process*, 7 *European Business Organization Law Review* 39, 22 (2006).

更长的宽限期,并且不会约定重大不利变化条款(material adverse change)。正如 Philip Wood 提到,债券期限较长,债券持有人不得不面对更大的环境变化,而持有人的观点分歧(而不是贷款银行独立决定)将使得豁免非实质性违约或者修改债券重要条款在实务中非常困难。^[40] 在国际市场上,这种违约之后的组织、沟通、协调更难,因为持有人位于不同的司法管辖区且使用不同的语言。此外,银行债权人可以视情为陷入困境的发行人提供更多融资以渡过难关,而债券持有人几乎不可能这样做以挽救发行人。在这种情况下,不宜随意宣布债券违约。

(一) 债券受托管理人的自由裁量权:以发达市场为例

英国法并没有特别立法规定债券违约时受托管理人的职责和程序要求,其《2000年受托人法》(Trustee Act 2000)仅规定了受托人审慎义务的一般原则。但市场经过长期发展,已经在债券发行中形成了一些标准性文件和普遍接受的条款。当然,各利益相关方可以在发行时协商修改文件条款,以满足债券的特定要求。值得强调的是,在英国债券受托管理人结构中,只有债券受托管理人才有权主张加速到期,与此同时,债券持有人保有最终控制权。^[41]

因此,英国的受托管理人可以酌情行使其权力,决定是否宣布发生违约事件或放弃轻微违约行为。EMTN 信托契据提供了“违约豁免”的标准条款,内容如下:

除非违反债券持有人通过的特别议案决议明确指示,受托人可以在无须取得债券持有人同意的情况下:(a) 放弃或授权发行人(或担保人)违反本契据或发行条件的任何行为;或(b) 忽略违约事件或潜在的违约事件。^[42]

这样的条款使受托管理人可以运用其知识和技能来忽略一些较为轻微的违约行为,避免采取鲁莽行动反而伤害了债券持有人的利益。在 *Re Kaupthing Singer and Friedlander Limited (in administration)*

[40] Philip Wood, *International Loans, Bonds, and Securities Regulation*, Sweet & Maxwell 1995, p. 143.

[41] 同上注,第 122 页。

[42] 参见前注[24],第 16 条。

[2011] UKSC 48 案件中,英国最高法院确认了受托人加速到期的酌处权。这种酌处权可能会产生不同的结果。比如,在 *Bank of New York Mellon v. GV Films Ltd.* [2009] EWHC 3315 (Comm.) 中,受托管理人所依赖的违约事件是发行人未能支付受托管理人应得的法律费用而不是欠付债券本息,但法院认可这构成实质性影响,故支持受托管理人加速到期的主张。

而在 *Concord Trust v. Law Debenture Trust Corp. Plc.* 中^[43],情况则有所不同。在该案中, *Law Debenture Trust Corp. Plc.* 担任一笔由 *Elektrim* 公司所发行债券的受托管理人,被债券持有人 *Concord Trust* 起诉。该案基本案情是债券持有人为保护自己的利益,在 *Elektrim* 公司任命了一名董事会成员,但随后 *Elektrim* 公司暂停了该成员的职务,受托管理人认为这种暂停严重损害了债券持有人的利益并宣布触发违约。但是,受托人对于是否宣布违约并主张加速到期犹豫不决,因为 *Elektrim* 的律师威胁说,加速到期可能会被认定无效,而且可能给 *Elektrim* 造成重大损失, *Elektrim* 会反过来起诉受托管理人要求赔偿巨额损失。在这种情况下,债券持有人同意承担对因加速到期是否有效而引发纠纷的相关律师费用。但受托管理人觉得不够安全,坚持要求在主张加速到期之前由债券持有人提供额外的豁免 (additional indemnity),以涵盖受托人被 *Elektrim* 公司反诉损害赔偿的风险和赔偿责任。最终债券持有人拒绝提供这样的豁免,并将受托管理人诉至法院。案件最终打到英国上议院(当时英国尚无最高法院,由上议院承担终审职能),上议院首先承认“受托管理人具有采取法律行动的广泛酌处权,包括但不限于启动其认为适当的法律程序”,然后强调,一旦有符合所需数额的债券持有人给出指示(通常是债券总额的 25%——笔者注),受托管理人就有义务主张加速到期。关于额外的豁免,受托管理人似乎过于担心了,这种被反诉而承担巨额赔偿的风险几乎不存在。

相比之下,美国 1939 年《信托契据法》为美国债券市场的受托管

[43] *Concord Trust v. Law Debenture Trust Corp. Plc.* [2005] UKHL 27; [2005] 1 WLR 1591.

理人提供了详细的指南。该法规定,受托管理人在发行人违约事件发生前,并无相关义务。发生违约事件后 90 日内,受托管理人应将所有违约情况通知债券持有人。^[44] 应当指出的是,该法也明确,如果受托管理人的董事会、执行委员会或信托委员会的董事和/或负责人员真诚地相信不通知债券持有人对持有人更有益,也可以不通知。通知之后,根据该法第 316 条的规定,如果持有特定本金金额的债券持有人给受托管理人发出书面指示,则受托人有义务采取进一步的法律行动比如主张加速到期。此类书面指示可以具体明确“受托人可采取的任何救济措施的时间,方法和地点”。^[45] 由此可见,美国法项下的受托管理人有一定程度的酌处权,但这种酌处权比英国法项下的酌处权有所限制。

值得注意的是,美国 1939 年《信托契据法》对债券持有人自己采取的法律行动采取了不同的态度,虽允许债券持有人自行采取行动,但救济措施有所限制。该法规定,债券持有人有权“在相应的到期日或之后”采取法律行动追讨其未得到偿付的本金或利息,除非债券文件中纳入条款限制或拒绝这种权利。^[46] 但是其他补救权利如主张加速到期,因涉及未到期的本息,限定只能由受托管理人行使。^[47]

(二) 我国债券中的违约事件和加速到期

基于长期无风险的市场环境,我国债券市场的标准文件过于简单。举例来说,在 2014 年发行的一笔债券说明书中(发行人为《河南日报》报业集团有限公司,AA 级发行人),^[48] 只有 3 个事件被定义为“违约事件”:发行人未付本息、解散、破产。交叉违约条款或诸如消极担保条款(negative pledge),限制分红条款(dividend covenant)等其他国际市场上的常用债券约定很少见。此外,违约事件并不与加速到期挂钩,

[44] Trust Indenture Act 1939 s.315 [77000].

[45] 同上注,s.316 [77ppp](a)(1).

[46] 同上注,s.316 [77ppp](b).

[47] Kahan Marcel, *Rethinking Corporate Bonds: The Tradeoff between Individual and Collective Rights*, 77 New York University Law Review (2002), <https://ssrn.com/abstract=304062>, part I. B. 2.

[48] 参见河南日报报业集团有限公司 2014 年度第一期中期票据募集说明书,载 http://pg.jrj.com.cn/acc/CN_DISC/BOND_NT/2014/02/13/Is00000000000008wml.pdf, 2020 年 7 月 1 日访问。

几乎在所有的债券说明书中都没有提及加速到期权利,这与英美等发达市场的做法完全不同。因此,在发生违约事件时,债券持有人必须依靠合同法条文及理论而非债券说明书条款来主张加速到期,这样一来,能否加速到期很大程度上取决于法官的判断。在司法实践中,许多法官基于固有的贷款合同审判理念(贷款合同往往明确约定了加速到期条款),倾向于准许加速到期,理由是合同目的无法实现。^[49]

笔者认为,过分简单的违约事件条款,更适应我国2020年前框架中的财务代理人架构。它限制单个债券持有人随意主张加速到期,也不鼓励债券持有人通过债券限制性约定来干预发行人的内部管理。这样的结果是持有人只能眼睁睁地看着发行人不断陷入困境,并只能在无法还本付息时介入发行人的内部事务。介入方式之一是召开持有人会议对发行人施加压力,但这种会议的决议对发行人不具有约束力。介入方式之二即提起诉讼。但在缺乏债券受托管理人架构的情况下,债券持有人必须自行采取行动。有些持有人会抢先查封资产并寻求加速到期,有些持有人提议谈判对债券重组,还有些持有人则希望坐享其成。

债券持有人的这些不同想法和行动会导致不可预测的结果。在英美等发达市场,受托管理人的酌处权可以使发行人有更长的宽限期来寻找解决方案,在我国则并非如此。发行人通常只能享受不到一周的宽限期(往往以付款网络故障等技术性违约为由),然后就不得不面对着急的债券持有人向法院申请的多个查封裁定。在轮候查封、优先处置的执行制度和申请不畅仍需完善的破产制度下,可以理解债券持有人的行为——要么迅速行动,要么可能一无所获。但是,这些司法诉讼不仅增加了法律成本,还迫使发行人陷入更大困境甚至破产,从而使法庭外重组的可行性大大降低。在破产程序中,债券持有人可能处于更加不利的地位,因为大多数债券在我国发行时并没有提供抵押物或者其他担保措施。

此外,在缺乏债券专门立法的情况下,恐慌的债券持有人还试图以违约事件之外的其他理由主张加速到期,比如发行人信用降级、债券说

[49] 参见原《合同法》第93条第4项。

说明书存在虚假陈述、预期违约等。有些案件中法院会支持这种主张,比如在一起针对中城建永续债主张加速到期的案件中。^[50]但是,永续债券与其他债券有所不同,其名义虽然是债,但筹集的资金往往在会计上作为股票权益(equity)来对待。通过定期支付票息,发行人无须赎回本金,因此永久债券并没有到期日。“永久债券的违约通常仅限于不付款和清算。”^[51]在该案中,债券持有人提起诉讼,援引了预期违约这一合同法原则,其依据是债券发行人没有及时支付其他债券的利息。持有人选择这一理由可以理解,因为该笔债券说明书中未约定交叉违约条款。最后法院判决支持了债券持有人,但学界针对永续债能否加速到期则提出了不同的观点。^[52]

(三) 债券纪要:改进和缺点

在2020年新框架中,最高人民法院发布的《债券纪要》明确了债券纠纷的管辖法院,减少了管辖权争议,还认可了债券受托管理人的地位,以此来鼓励集体行动。这大大地减少了裁判冲突和降低了法律成本。

虽然鼓励集体行动,但《债券纪要》并未限制单独行动。其中第6条明确规定“在债券持有人会议决议授权受托管理人或者推选代表人代表部分债券持有人主张权利的情况下,其他债券持有人另行单独或者共同提起、参加民事诉讼,或者申请发行人破产重整、破产清算的,人民法院应当依法予以受理”。

关于违约事件与加速到期,第21条则区分不同情形。对于债券持有人关于债券当期利息或者到期本息的主张,法院应当支持,但债券持有人要求发行人提前还本付息(类似加速到期),如果以发生违约事件为由主张,则法院“应当综合考量债券募集文件关于预期违约、交叉违约等的具体约定以及发生事件的具体情形予以判断”。如果以欺诈发

[50] 中国城市建设控股集团有限公司与景顺长城基金管理有限公司公司债券交易纠纷案,(2018)沪02民终3136号。

[51] 同前注[43],第140页。

[52] 参见戴若云:《永续债解除之惑——评首例永续债合同解除案件》,载2019年8月北京大学金融法评论,载<https://cj.sina.com.cn/articles/view/6289104432/176dc1e3001900iz75? sudaref>,2020年6月23日访问。

行、虚假陈述为由主张,法院“应当综合考量其他证券的欺诈发行、虚假陈述等行为是否足以导致合同目的不能实现等因素,判断是否符合提前解除合同的条件”。^[53]

笔者认为,《债券纪要》的颁布,从不同的方面着眼,有助于推进违约债券的重组和处置。但由于刚刚实施,尚无法全面评估其效果,其中与国际实践的不同之处,更是有待进一步观察。首先,我国的债券受托管理人没有前期酌处权,没有事先授权也无法采取行动,因此仅仅能在债券无法还本付息之时才能发挥其专业作用。其次,即便受托管理人想协调重组,但由于《债券纪要》不限制单个债券持有人的独立行动,导致协调困难重重。独狼型债券持有人的诉讼和查封行为极有可能为债券成功重组造成障碍。最后,是否加速到期,《债券纪要》仅仅提供了原则,这涉及法官对合同法的理解和案情的判断,可能引发法律适用不统一的争议。鉴于此,笔者建议重新设计市场标准文件,尤其是投资者保护条款,以适应投资者的各种需求。比如重新定义“违约事件”,将不同的违约事件与加速到期直接挂钩,这样可以通过条款的设置减少法官自由裁量权带来的不确定性。此外,还应允许市场主体在博弈之后在债券说明书中纳入各类债券限制性约定,以允许早期观测和干预发行人内部经营管理,以此推动及时重组,避免更大的损失。

四、集体行动机制和条款设计

当发生违约时,协调众多债券持有人达成重组计划,是非常困难的一件事。菲利普·伍德(Philip Wood)总结他的实务经验评价称:“在实践中,债券条款谈判修改比银行贷款要困难得多,在银行贷款中,只需要咨询几家银行。”^[54]

因此,集体行动机制的设计就非常重要,这样才能解决“抵抗债权人”(holdout creditor)问题,否则个别债权人坚持不同意,会让整个重组

[53] 参见《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(2020年)第21条。

[54] 同前注[43],第120页。

陷入僵局。在主权债务上更是如此,债券持有人语言不通,位于不同的国家,更是难以开展谈判。英国破产法专家奥利瓦雷斯·卡米那(Olivares Caminal)教授指出,这已成为主权债务市场的关键问题,他归纳总结了集体行动条款(collective action clause, CAC)的发展历史之后,提出CAC这一合同约定有助于解决这一问题。^[55]目前,CAC发展出各种不同的具体内容,但其基础是债券持有人的会议和相关决议。因此,债券文件中债券持有人会议的程序、法定人数和通过决议条件等,将极大地影响债券重组以及持有人的利益。

(一) 发达市场中的集体行动机制

在英国债券市场的历史上,由于法律的严格要求,发行人经常被迫进入清算,而无法获得拯救。套牢债权人可以通过威胁发行人清算来获得优先解决或者更优惠对待。^[56]这一问题日趋严重之后,公司债券和主权债券纷纷加入CAC,并得到了法律的认可。^[57]债券持有人可以通过特别议案决议,以约束受托人的酌处权。通常依照信托契据,代表75%或以上投票权的持有人可以在持有人会议上通过此类决议。^[58]持有人会议必须由两个或两个以上合计拥有或代表50%以上投票权的持有人参加方才有效。特别议案决议可以修改债券期限,减少本金数额或更改债券的其他实质条款,以便于各方谈判和增加重组成功性。它对所有债券持有人均具有约束力,而不论其是否出席会议。

与英国市场灵活的合同安排相比,美国选择了另一种方式。主权债务重组专家李·C·布赫海特(Lee C Buchheit)总结了美国从1880年至2001年关于该条款的历史发展,其中特别提到了美国证券交易委员会对滥用CAC的关注。在较为极端的案例中,股东通过收购或其他方式控制了违约公司的绝大部分债券以达到CAC表决门槛,然后通过

[55] Rodrigo Olivares - Caminal (ed.), *Debt Restructuring*, Oxford University Press 2011, pp. 381, 434 - 448.

[56] See Lee C Buchheit, G. Mitu Gulati and Ashoka Mody, *Sovereign Bonds and the Collective Will* [2002] SSRN Electronic Journal, <http://www.ssrn.com/abstract=346884>, visited June 23, 2020.

[57] See Liz Dixon and David Wall, *Collective Action Problems and Collective Action Clauses*, *Financial Stability Review* 145 (June, 2000).

[58] 同前注[24], 第1.1条。

决议暂停债券还本付息,但公司分红仍然继续进行。这种滥用的做法相当于颠覆了公司破产时股东与债权人的受偿顺序,导致了美国证券交易委员会的反感。^[59]此后,美国1939年《信托契据法》立法时,SEC强烈提议,立法所允许的CAC条款仅应限于“持有不少于75%债券本金的持有人可以通过决议……将支付利息期限从到期日延长不超过三年”。也就是说,持有人在集体行动中的让步是非常有限的,仅适用于利息支付而不扩展到本金,且让步有期限限制。除非每个债券持有人单独同意,否则不得减少未偿还的本金金额。^[60]

主权债券违约中,CAC已被广泛用于促进重组,因为国家无法被宣告破产,也很难对违约国采取法律行动或者强制执行措施,导致只能依靠此类条款进行谈判。在ICMA 2014年发布的标准CAC中,将涉及重组的保留事项(reserved matters)界定为包括但不限于修改付款日期、利率或货币。在单个系列债券中通过保留事项,需要持有未偿本金超过75%的主权债券持有人同意。此外,多系列主权债券的违约重组,还设计出一种更为复杂的两肢投票模型。^[61]

(二) 中国CAC:进一步接轨国际标准

我国债券违约的浪潮凸显了集体行动机制的关键作用,缺乏这样一个机制,则许多违约发行人会被拖入了破产程序。破产程序需要司法公权力的介入,涉及更多利益相关者,程序更加耗时,而且是终结性的,并不一定符合债券持有人的最大利益。因此,2020年新框架着眼于完善集体行动机制。

与《2013年会议规程》相比,《2019年会议规程》有两个突破。其一,首次区分议案类别和引入了与英国类似的特别议案决议的概念。其二,计算表决权的基础不再限于会议参加者所持有表决权。无论债券持有人是否出席会议,未偿还本金总额的50%和90%是普通决议和特别议案决议的通过标准。关于会议生效的条件,则由原来代表66%

[59] 参见前注[57]。

[60] Trust Indenture Act 1939 s. 316 [77ppp].

[61] ICMA, *Collective Action Clauses*, [https://www.icmagroup.org/Regulatory - Policy - and - Market - Practice/Primary - Markets/primary - market - topics/collective - action - clauses/](https://www.icmagroup.org/Regulatory-Policy-and-Market-Practice/Primary-Markets/primary-market-topics/collective-action-clauses/), visited June 27, 2020.

表决权的债券持有人出席降低为 50%，即降低了召开会议的难度。

与此同时,《债券纪要》进一步解决了会议效力的问题。持有人会议和表决机制作为债券说明书中的合同安排,会受到一些不满意的债券持有人的质疑,理由是格式合同条款未尽到提示说明义务、不公平不合理、会议程序错误等。《债券纪要》强调,除非存在法定无效事由,法院应当认定会议决议合法有效。当然,我国债券市场还不成熟,为防止滥用集体行动机制,个案司法审查是必不可少的。比如,发行人海航集团 2020 年 4 月召开了债券持有人会议,随后通过了一项决议,同意其 1.63 亿美元的债券延缓支付本息。大多数债券持有人仅仅在会议召开前半小时才收到会议通知,故对此发出了强烈抗议,震惊了市场。尽管海航集团后来为延迟通知道歉,但拒绝宣布该决议无效。^[62]

笔者认为,尽管 2020 年新框架中的集体行动机制开始与国际标准接轨,但仍有足够的改进空间。首先,与其他发达市场 75% 的特别议案决议通过标准相比,我国特别议案决议的 90% 标准似乎过于严苛。一方面,较高的标准会阻止一些有影响力的发行人比如受地方政府支持的重要企业压迫债券持有人。换句话说,发行人提供的重组方案必须为更多债券持有人所接受。这在一定程度上体现了我国国情。另一方面,持有超过 10% 投票权的任何人都可以轻易阻止任何重组计划,相当于拥有最终决定权,这使解决发行人的财务困境变得更难。因此,这种 90% 标准是一把“双刃剑”,应根据观察市场实践,然后考虑是否进一步调整。

其次,《债券纪要》采用了美国的方法,允许任何债券持有人对其已到期的款项单独采取法律行动。如果独狼型债券持有人拒绝重组并单独行动,则要么首先让其满意,要么就极有可能把发行人拖入破产程序。根据我国《企业破产法》,通过重整计划草案需要由出席会议的同一表决组的债权人过半数同意,且其所代表的债权额占该组债权总额的 2/3 以上。^[63] 破产程序涉及更多的利益相关者,并且继续耗尽发行

[62] See Zhang Yan and Ryan Woo, *China's HNA Raps Finance Department for Short Notice to Bondholders Reuters* (Apr. 16, 2020).

[63] 参见《企业破产法》第 84 条。

人的资产,与债券重组相比,很可能债券持有人收回的本金更少。这种博弈将会不断发生,市场实践将证明债券持有人的最佳策略是什么。

结 论

本文介绍了近年来我国的公司债券违约情况。这一波违约潮唤醒了投资者,无风险的债券市场已不复存在,必须面对现实。其中,违约处置机制引起了全世界的关注,因为它关系到投资风险和回报至关重要。在我国进一步向外国投资者开放资本市场的新时代,该机制值得关注。本文同时分析了2020年前后我国债券法律框架的变化,集中于三个焦点:债券受托管理人架构,违约事件和加速到期,集体行动机制。在法律框架升级过程中,我国借鉴了发达市场的经验,力求与国际惯例接轨。所有这些改进,将有利于违约债券的处置。但2020年新框架出台比较迅速,能否经受市场考验还有待进一步观察。

在笔者看来,对于立法而言,当我国将源自普通法系的受托管理人架构纳入以大陆法系为基础的法律体系中时,整合起来需要付出更多努力。对于一些无法共存的概念或者制度,则需要对立法比如信托法进行相应的修改;对于监管而言,割裂的债券市场给规则的统一造成了一定的障碍,市场规则不统一将导致规则冲突和监管套利,不利于营商环境;对于司法而言,债券违约案件很大程度上是未开发的处女地,需要法官进一步接受培训,积累经验,然后才能及时向市场提供司法指引;对于市场而言,则需要及时更新相关的格式化市场文件,完善合同条款。这一切,虽然任重道远,需要各方通力合作,但在我国对外开放的积极态度之下,实际目标并不遥远。

(编辑:宋澜)