

## 论债券持有人弱势地位与 持有人会议制度的完善<sup>\*</sup>

张 媛<sup>\*\*</sup>

**摘要:**随着公司债券近几年违约事件频发,债券持有人会议制度开始在我国不断践行,但实践中发生各类问题,致使违约处置进程受阻,会议功能未能充分发挥,投资者合法权益不能有效保障,引发市场对持有人会议制度的反思。本文认为持有人与其他类型债权人、发行人股东和管理者相比,处于相对弱势地位,结合我国持有人制度匮乏现状,以实践中持有人会议存在的问题为主线,以制度完善为视角,探讨如何矫正持有人弱势地位、保护持有人合法权益。

**关键词:**债券持有人 弱势地位 会议 制度 矫正

自 2012 年“11 超日债”发生违约事件以来,我国公司债券市场似乎被开启“潘多拉魔盒”,银行

---

\* 本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

\*\* 上海证券交易所法律部员工。

间和交易所两市场各类公司债券违约事件频发。<sup>[1]</sup>公司债券违约事件是公司债券持有人(以下简称持有人)利益受到的最不利影响,也是启动持有人会议的主要原因。召开持有人会议是协商处理违约事宜的首要方式,集体决议对持有人有重要价值,持有人会议制度是保障持有人表达、实现真实意愿和保护其合法权益的重要制度。但实践中,我国持有人会议制度规范匮乏,持有人会议决议法律效力不明确,争议问题较多,制度功能未充分发挥。部分持有人甚至摒弃集体决议,笃信个人行为,直接以自己名义申请司法程序。<sup>[2]</sup>本文分析了持有人的天然弱势属性,以矫正其弱势地位为目标,重申持有人会议制度价值,以争议问题为导向,探讨如何完善债券持有人会议制度。

## 一、持有人的相对弱势地位

### (一)持有人相对其他类型债权人的弱势

债权系持有人的权益来源,债权之“债”是指按照合同的约定或者依照法律的规定,在当事人之间产生的特定权利义务关系,享有权利的人是债权人,负有义务的人是债务人。<sup>[3]</sup>债权的权能主要包括三点:给付请求权、给付受领权以及债权保护请求权。<sup>[4]</sup>“债权”具有平等属性,发行人的债权人当中,包括金融机构(如银行等)、有经济关系的债权人、侵权事件债权人<sup>[5]</sup>以及本文中的持有人等,均享有同等债权,法律性质并无差异。但持有人的以下特性决定其与银行等其他类型债

[1] 主要类型包括企业债券、公司债券、中期票据、短期融资券、中小企业私募债券等;据万得资讯初步统计,截至2017年10月7日,我国共计172家公司、企业类主体发行人的债券发生过违约风险或者事件。

[2] 例如,“11超日债”(后经重组更名为“协鑫集成”)最终由债券持有人个人自行聘请律师提起虚假陈述诉讼,该案已经于2017年8月作出终审判决。参见中国裁判文书网, <http://wenshu.court.gov.cn/list/list/?sorttype=1&number=NNAY9QV2&guid=7e32f31c-40bf-4ef4b6a8-81e873f094dd&conditions=searchWord+QWJS> + + +全文检索:协鑫集成,2017年10月12日访问。

[3] 《中华人民共和国民法通则》第84条。

[4] 王家福、梁慧星:《中国民法学·民法债编》,法律出版社1991年版,第7页。

[5] 本文论述范围仅限合同之债,侵权之债不在本文论述范围。

权人相比,处于明显弱势地位。

### 1. 持有人获取信息的间接性、不对称性

持有人主要信息来源于发行人自主信息披露。<sup>[6]</sup>基于趋利避害属性,发行人可能规避不利于自身的信息,并尽可能拖延不利信息的披露时间。其他类型债权人因贷款、经济往来与发行人发生法律关系,一般情况下,要么是实力雄厚的银行等专业金融机构,要么是了解发行人经营状况的商业合作伙伴,获取信息的途径和方式上优于持有人。当发行人发生可能影响偿债能力的重大事件时,其他类型债权人一般早于持有人知悉,并可迅速通过协商、司法等途径实现最大限度的偿付;待持有人通过发行人的信息披露得知风险时,其他类型债权人可能早在一两年前已通过各种途径实现受偿。实践中不少公司债券违约事件风险处置时,发现发行人资产已被提前知悉信息的其他类型债权人查封、冻结甚至已经偿付完毕,持有人只能轮候,明显处于劣势地位。

### 2. 债券契约的不完备性、单方性

持有人享有债权的依据,包括一系列专业报告、募集说明书、担保契约、受托管理契约等重要契约(以下统称债券契约)。债券契约当事人包括发行人和持有人,但持有人并未参与契约拟定,无法通过契约体现自身意志。虽然发行制度和监管机构强制规定募集说明书必备条款,并且进行发行核准,但发行文件繁多,法律制度不可能事无巨细,亦不可能要求审核人员逐条审查,更难指望中介机构站在持有人立场。受限于发行制度和契约的不完备性,债券契约可能存在侵害持有人合法权益的条款。<sup>[7]</sup>相对而言,其他类型债权人与发行人签订契约时,基本能逐字逐条讨价还价,特别是银行等金融机构居于强势地位,贷款

---

[6] 受托管理人、评级机构虽亦负有信息披露义务,但其信息披露仍依赖发行人告知,加之中介机构与发行人特殊的利益关系,难以指望中介机构站在持有人立场充分关注发行人偿还能力变化。

[7] 我国公司债券募集说明书中关于债券持有人会议召开标准和表决通过标准的规定,多数为“须经代表本期未偿还债券本金总额 50% 债券持有人同意方为有效”,部分观点认为条件过于苛刻。例如,“11 超日债”等发生过因参加会议和表决通过的比例远不足 50% 导致重组等各类方案多次未能通过,重组进程受阻。参见《超日债持有人或因 50% 制约陷困局》,载中国新闻网, <http://finance.chinanews.com/stock/2014/05-06/6137060.shtml>, 2017 年 10 月 12 日访问。

一般都有抵押,且合同均为金融机构的格式版本,相对而言,契约能够最大限度保护银行等其他类型债权人合法权益。

### 3. 持有人的分散性、涉众性

同一期公募公司债券中,持有主体众多,可能跨省市甚至跨国界(互不相识),且一般持有量相对较少,小额持有人单独行动的维权成本可能远高于所持债券的价值,不得不通过集体行动方式维权,以降低成本。集体行动需增加召开会议讨论和表决的程序,又降低了行动效率,实践中可能已经花费大量时间成本与经济成本,持有人表决仍然难以通过。此外,涉众性还能从侧面说明部分公募持有人缺乏专业性和理性。相较而言,其他类型债权人为单一主体,不存在通过会议形成集中意志问题,决策效率更高、维权成本也相对较低。

持有人上述特性,决定其与其他类型债权人相比具有先天不足,即使发行人的各种类型普通债权人的法律地位完全平等,法律性质完全相同,但受限于上述特征,一个发行人的多种债中,持有人的实际受偿顺序和数量仍可能排在其他类型债权人之后。

## (二) 持有人相对发行人股东的弱势

### 1. 利益冲突下的有限责任负外部性

有限责任制公司的股东偏好风险,但持有人偏好保守。市场经济“无风险即无利润”定律下,以出资为限的股东通过股票、债券、贷款等方式尽可能多地融入资金,并投资于高风险行业,以期短期超额收益;成功时股东分红收益客观,持有人无任何增值收入,失败时可能导致公司不具备偿还能力,甚至破产,股东仅以少量出资为限承担责任,持有人则面临不能还本付息的巨大风险。然而公司经营权掌握在股东手中,持有人仅依据合同享有债权,持有人与公司的利益密切度较高与决策权较弱之间的矛盾,导致其与股东之间的利益冲突,股东可能直接作出对持有人不利的决策。<sup>〔8〕</sup>公司股东的过度负债以及偏好高风险业务,加剧持有人不能受偿的风险,经济学说称该现状为“负外部性效

---

〔8〕 谭婧:《双层股权结构下的利益冲突与平衡》,华东政法大学博士学位论文,2015年。

应——股东行为影响他人权利的实现”,<sup>[9]</sup>亦称公司有限责任的负外部性。有些集团公司以少量资本成立子公司,并将子公司专门用于高风险投资,即是公司有限责任负外部性的体现。

## 2. 负债代理成本理论涉及的高经济成本

对于公司有限责任的负外部性,各种类型的债权人受有限理性、交易成本、信息不对称等因素的影响,并非总能够在合同中予以应对和防范,持有人亦不能避免,经济学中产生了股东有限责任机制下持有人对于发行人的负债代理成本。负债代理成本作为经济学又一重要理论,由 Michael C. Jensen 和 William H. Meckling 在 1976 年《企业理论管理者行为、代理费用与产权结构》中第一次提出。<sup>[10]</sup>因请求权和所有权分离形成的持有人负债代理问题,即负债代理成本,主要包括:抑制公司投资的机会成本,持有人对公司股东和经营者的监督与担保成本,为执行监督行为所付出的成本,设计及执行限制条款成本,公司获利降低的成本以及破产和重整成本等。<sup>[11]</sup>负债代理成本理论列举了包括持有人在内的债权人为维护自身合法权益,需额外付出监督、遏制公司投资等各类高经济成本,以经济学角度说明持有人与发行人股东相比的弱势地位。

## 3. 有限的利益冲突平衡方式

持有人不能参与公司经营决策,如果再没有相关法律制度和债券契约保障,似乎对遏制股东过度投资行为有心无力:(1)法律制度方面,我国公司法制度规定了“刺破公司面纱”规则,<sup>[12]</sup>但法人人格否定仅为原则性规定,具体适用范围不明确,仅限于事后保护,加之举证原则等限制,保护力度非常有限。我国公司法还规定公司组织结构变化的部分情形,应当经过债权人同意,但该规定适用范围有限,涉及公司

---

[9] [美]弗兰克·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费希尔:《公司法的经济结构》,罗培新、张建译,北京大学出版社 2014 年版,第 50~55 页。

[10] Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm; Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976.

[11] 李园园:《公司债券持有人利益保护研究》,中国政法大学博士学位论文,2007 年。

[12] 我国《公司法》第 20 条第 3 款原则性规定股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任,逃避债务,严重损害公司债权人利益,应当对公司债务承担连带责任,即著名的“刺破公司面纱”的法人人格否定制度。

重大经营决策中可能不利于持有人权益的事项。例如,公司对外担保超过一定比例,公司发生重大资产重组等,制度并无规定。(2)契约约定方面,债券契约为发行人单方拟定,限制股东权利条款有限,持有人意志无法体现;退一步说,受有限理性影响,持有人即使有权参与契约拟定,并且能够充分体现自身意志,也不能就未来可能事项在契约中穷尽。可见现行法制与契约在平衡利益冲突、矫正持有人弱势地位方面具有局限性。

### (三)持有人相对发行人管理者的弱势

与其他类型债权人相比,持有人获取信息渠道有限,主要依靠发行人信息披露。发行人法定信息披露义务,实际为管理者履行,即持有人实际仰仗管理者真实、准确、完整和及时披露信息,并根据管理者的披露作出下一步决定。管理者未勤勉尽责的,持有人的合法权益可能直接遭受损害。

重点是,现代公司制度下,管理者可能替代股东的部分职能。部分股权非常分散的股份公司、上市公司,既无控股股东,又无实际控制人,加之多数上市公司小股东不关心公司经营状况,也不具备管理公司的专业水平,仅在乎获取投资收益即可,公司的经营决策权由管理者实际掌握,因此,实践中管理者(被授权)决策公司重大经营现象并不鲜见。当管理者扮演决策者角色时,由于其奖金等收入大多数是按比例分享公司风险投资收益,管理者基于收益远大于成本的前提,相比股东而言,更可能过度负债和过度投资,实践中持有人合法权益实际上更多被管理者侵害。

## 二、弱势地位的矫正:持有人会议制度

分散性、涉众性、单独维权高成本等特征,使持有人自发产生通过会议凝结集体力量来保护个体权益的需要,持有人会议应运而生。美国《1939年信托契约法》第302条“规制的必要性”中,对向公众发行债券的行为,亦上升为涉及“投资者利益和国家公共利益”的高度进行规制,美国的态度从侧面反映保护公募持有人的重大意义。持有人会议

又具有遏制发行人过度投资、节约中小投资者成本、凝聚集体力量和智慧等价值,是直接表达持有人真实意愿的场所,具备受托制度间接性所不及的优势,召开会议成为持有人自我保护的首要方式,对持有人有重要意义。法律制度建设重点亦具体化为如何建立健全、完善的持有人会议制度。此外,我国兼采了源自英美法系的受托管理与大陆法系的持有人会议两种制度模式,本意在优势互补,更加充分地保护持有人合法权益,两类制度的有效衔接成为重要问题。

### (一) 制度矫正下的持有人会议价值

持有人会议制度最早源于大陆法系,以意大利、法国为代表。<sup>[13]</sup>持有人会议可集合全部持有人之力,增强维权效果,自产生以来就发挥着不可替代的作用,具有重要价值。

#### 1. 会议是持有人参与公司治理、平衡持有人和股东利益的重要方式

前文已经论述现有法制与契约在平衡利益冲突、矫正持有人弱势地位方面的有限性,持有人会议制度则结合了法制强制性和契约自由性,成为第三种相对有效的途径:(1)强制性,持有人会议召集条件、议事范围、表决方式、法律效力等均应受法律制度规范。一方面,符合法定程序的表决结果将对发行人发生影响,甚至可能改变发行人决议;持有人以此实现介入公司治理,对发行人(包括股东和管理者)权利无限扩张形成有效约束。另一方面,持有人会议法律制度通过明确会议讨论范围、表决事项来保障公司治理的独立性,确保持有人不能过分介入公司治理,达到平衡目标。(2)约定性,持有人会议法律制度中可增加部分允许例外约定的事项,在不违反会议制度强制性规定且不侵害持有人合法权益的前提下,于募集说明书等债券契约中,可以增加个性化约定,实现不同种类债券相关主体的特别需求,同时为增加保护持有人的约定条款留有空间。

需要说明的是,债权人参与公司治理应当作广义理解。有观点认应当允许持有人参与公司治理,规定持有人可以列席股东(大)会、决

---

[13] 伍坚、黄入凌:《债权人参与公司治理视野下的债券持有人会议制度研究》,载《上海金融》2016年第7期。

定董事人选,甚至直接担任董事、监事;<sup>[14]</sup>也有观点认为只能通过合同形式解决弱势地位问题,持有人不宜实质介入公司治理。<sup>[15]</sup>实际上,参与公司治理的概念比较广泛,凡是债权人影响发行人决策的行为,均可视为参与公司治理,其中我国《公司法》第9章关于公司减资、分立等需要债权人同意的规定,即属债权人参与公司治理范畴。持有人会议中,会议就发行人重大担保、资产重组、合并分立等重大事项决议,亦视为持有人参与发行人公司治理。

### 2. 有效弥补了受托管理制度的有限性

债券受托管理人与持有人之间以及受托人与发行人之间的利益冲突和经济纠葛,是受托管理制度自产生之日起至今无法根除的弊病。例如,美国《1939年信托契约法》第302条(a)(1)规定,由发行公司选择受托人;我国则更进一步,不但由发行人与受托人签订受托管理合同,并负担受托管理费用支付义务等,而且受托管理人主要由承销商担任,<sup>[16]</sup>持有人有充分理由相信受托人根本不能代表自己的利益。造成受托管理制度利益冲突的根本原因,在于受托制度本身具有间接性的属性,只要持有人的合法权益由受托人代理行使,上述利益冲突和持有人的怀疑就无法彻底根除。相较而言,持有人会议方式能直接表达和实现持有人自身意志,不存在由第三人代为行使问题,即不存在持有人与受托人之间的利益冲突问题。

### 3. 有效降低中小投资者维权成本和司法成本

对持有量非常少的中小投资者而言,可能并不清楚发行人情况,与发行人单独谈判进行维权的成本,远超出持有债券的成本;完善的持有人会议法律制度背景下,此类持有数量非常少但人数众多的持有人,甚至不必花费成本参加现场会议,而是通过委托表决等方式,实现维权结

---

[14] 安毓秀:《银行债权保护与公司治理》,中国政法大学博士论文,2006年;刘丹:《利益相关者与公司治理法律制度研究》,中国政法大学博士论文,2003年。

[15] 李园园:《公司债券持有人利益保护研究》,中国政法大学博士学位论文,2007年。

[16] 美国《1939年信托契约法》第310条(b)(2)明确规定承销商同时担任受托人存在利益冲突,意味着美国不允许承销商担任受托人或者担任时应当有避免该利益冲突的其他制度安排;此外,美国《1939年信托契约法》第310条(b)就不得存在利益冲突的复杂情形进行列举,内容繁多。



果惠及全体持有人的整体效果,即通过“搭便车”方式最大限度节约自身成本、实现受益。就司法程序而言,虽然持有人利益受损时,符合法定条件即可单独维权,但单独维权力量薄弱且成本较高,还会带来司法成本提升。例如,当众多持有人单独提起诉讼,法院亦就单独诉讼进行个别受理时,可能涉及不同法院的不同判决、移送管辖、就共同担保物进行分割处理和提存等,甚至可能存在单独诉求与债券持有人整体利益相冲突等复杂问题。

## (二) 持有人会议与受托管理人两类制度的衔接

我国交易所公司债券市场借鉴台湾地区和日本做法,兼采受托管理与持有人会议两种制度的原因:一方面,受托管理制度源于英美法系国家,根植于英美法系信托制度的完善和成熟,而我国不具备成熟的信托历史土壤,信托制度理念与英美法系差异巨大,加之单纯受托管理制度固有缺点,在我国恐难以单独实现保护持有人目标;另一方面,持有人会议制度虽更有优势,但程序复杂,效率相对受托管理人制度低下、成本相应更高。同时增加两类制度意在优势互补,更充分保护投资者合法权益。由于两类制度职能存在一定程度重合交叉,厘清两类制度的法律定位和职能分工非常必要。

### 1. 我国缺乏持有人会议制度规范以及与受托管理人的衔接性规定

我国公司债券存在“三足鼎立”的发展现状,具体分裂为证监会、人民银行、国家发改委三套公司债券制度和监管体系,以及交易所、银行间两大交易市场。总体上,我国相关法律、行政法规、部门规章以及规范性文件中均没有关于持有人会议完整、详尽的规定。具体而论:(1)交易所市场中,证监会《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《管理办法》)第54条、第55条规定了募集说明书应当约定持有人会议规则,并列举了应当召开持有人会议的几种情形,但未对持有人会议规则的其他具体内容予以规范;(2)银行间市场中,交易商协会于2013年发布《银行间市场持有人会议规程》(以下简称《会议规程》),但《会议规程》为行业自律规则,不适用于交易所市场,适用范围和法律效力有限;(3)国家发改委对企业债券的持有人会议制度亦没有明确安排。上述三个监管机构、两大交易市场的制度规范中,仅《管理办法》涉及受托管理人制度具体内容,至于持有人会议与受托管理人两类制度的

职能定位等衔接性内容,均无相关规定。<sup>[17]</sup>

综上,我国关于持有人会议和受托管理人两类制度存在以下问题:一是缺乏法律、行政法规上位法统一规范;二是在公司债券多头监管背景下,持有人会议、受托管理人等相关制度适用存在分裂现象,银行间市场与交易所市场互不适用对方制度且差异较大;三是银行间市场仅有持有人会议制度自律规则,缺乏受托管理人制度;四是交易所市场中,证监会虽发布了包含了受托管理人制度的部门规章,但是缺乏持有人会议具体规定,同时缺乏两类制度角色定位、法律效力、职能范围等衔接性规定。

## 2. 明确持有人会议制度与受托管理制度的职能定位

在明确两类制度定位问题上,应当以突出两类制度优势特征、实现取长补短和优势互补为目标。持有人会议虽然相对低效,但其可避免由第三方代为行使权利而发生各种利益冲突,能够直接表达和实现持有人最真实意志。为了充分保护持有人合法权益,公平与效率的天平应先向左倾斜,制度规范应当以持有人会议制度为主,受托管理制度为辅,意在明确持有人会议决议相对最高效力。针对持有人会议低效率和持有人非专业性,受托管理制度规范重点则是弥补持有人会议不足,致力于充分发挥受托管理人专业特长,提高相关事务处理效率和节约成本。

基于此,持有人会议类似决策机构和非常设机构,会议就重大事项进行决策和表决,符合议事规程的决议对全体持有人和受托管理人具有法律效力;受托管理人则类似执行机构和常设机构,负责执行持有人会议决议,在制度规定或者会议决议授权范围内积极主动履行职责,作为“持有人会议制度为主、受托管理人制度为辅”的具体安排。<sup>[18]</sup>除首次发行外,受托管理人由持有人会议决议聘任和解聘;持有人会议对重要事项拥有最高和最终决定权,在制度规范范围内,有权变更持有人会议规则、受托管理人职能等事项,受托管理人应当予以同意和执行。

[17] 银行间市场中期票据、短期融资券等实质上均属于公司债券,归属人民银行监管,不适用证监会《管理办法》,亦不适用证监会受托管理人相关制度。

[18] 洪艳蓉:《〈证券法〉债券规则的反思与重塑》,载《证券法苑》(第17卷),法律出版社2016年版。

### 三、我国持有人会议制度存在的问题与完善建议

“法平如水”是法的灵魂,持有人弱势地位特性,决定其更需要法律制度的特别规范和保护,以达到公平、平等和平衡的目标。我国公司债券监管机构已经非常关注保护持有人合法权益,交易所市场自证监会2003年发布《证券公司债券管理暂行办法》<sup>[19]</sup>起,首次践行持有人会议制度,2007年发布的《公司债券发行试点办法》还增加了受托管理人制度,以期加强效果,但是相关制度尚存缺陷,甚至远远不够。近几年公司债券违约风险事件频发,持有人会议相应不断召开,会议从召集至救济各个环节均存在制度空白和疑惑,加之受托管理人定位模糊和利益冲突等原因,持有人会议和受托管理人制度功能均未能有效发挥。针对我国制度匮乏、分裂的现状,以法律、行政法规(当务之急以联合规章)形式规范持有人会议的全部内容,是持有人会议制度完善的必由之路。由于制度涉及内容广泛,以下仅以践行中存在的问题为导向,提出相应完善建议。

#### (一) 召集:持有人是召集会议的最高决定权人

交易所市场规定受托管理人是会议召集人。受托管理人召集会议时,如部分持有人就是否召集及相关细节存在异议的,应由哪类主体决定并不明确:效率论认为应当由召集人决定是否召集以及召集细节问题,理由是持有人数量众多,持有人之间一致意见很难形成;实质权利论则认为持有人是一切问题的最终决定主体。

##### 1. 制度关于召集人的多元化设计

境外制度方面,持有人会议召集人主要有以下四类主体:一是发行公司,如日本《公司法》第717条、<sup>[20]</sup>我国台湾地区“公司法”第263

---

[19] 《证券公司债券管理暂行办法》于2003年发布,2004年修改,后被2007年《公司债券发行试点办法》替代而废止;2014年发布的《公司债券发行与交易管理办法》又替代了2007年《公司债券发行试点办法》。

[20] [日]近藤光男:《最新日本公司法》,梁爽译,法律出版社2016年版,第381页。

条；<sup>[21]</sup>二是发行公司董事(会)、经理人等,如法国《商事公司法》第305条、<sup>[22]</sup>意大利《民法典》第2415条;<sup>[23]</sup>三是受托管理人,如日本《公司法》第717条、我国台湾地区“公司法”第263条;<sup>[24]</sup>四是持有一定比例的持有人,如我国台湾地区“公司法”第263条、日本《公司法》第718条等。

我国制度方面,交易所市场《管理办法》第55条规定召集人为受托管理人,单独或者合计持有10%以上持有人可以提议召集,并可以在受托管理人不予召集时自行召集,发行人仅能提议召集,不能自行召集;银行间市场《会议规程》第6条规定发行人应当在募集说明书中约定持有人会议的召集人,并于第9条规定召集人不能履行或者不履行召集职责的,单独或合计持有30%以上同期债务融资工具余额的持有人、发行人、主承销商或信用增进机构均可以自行召集持有人会议,履行召集人的职责。

我国实践方面,公司持有人会议规则主要约定召集人为受托管理人,中期票据主要约定为主承销商,企业债券则视交易场所而定,如在交易所市场交易的,参照交易所市场制度,在银行间市场交易的,参照银行间市场制度。由持有人召集会议的,交易所公司债券规定达到未偿债券还面值总额10%及以上的持有人可以提议召集会议,银行间市场中期票据的比例则提高至30%,企业债券的相关约定亦不尽相同。

## 2. 持有人拥有最终决定权

召集问题是会议顺利召开的前提,应予以足够重视。由于可以召集会议的主体较多,不同主体之间,特别是召集人与持有人之间关于会议召集的触发事件等意见不同的,享有最终决定权的主体并不明确。总体上,持有人就会议召集的全部问题拥有最终决定权,就是否召集以

---

[21] 参见我国台湾地区2015年最新修订的“公司法”,载法源网,<http://db.lawbank.com.tw/FLAW/FLAWDAT0201.aspx?lsid=FL011292&date=20150701>,2017年10月12日访问。

[22] 法国《商法典》,金邦贵译,中国法制出版社2000年版,第219页。

[23] 意大利《民法典》,费安玲等译,中国政法大学出版社2004年版,第589页。

[24] 参见我国台湾地区2015年最新修订“公司法”,载法源网,<http://db.lawbank.com.tw/FLAW/FLAWDAT0201.aspx?lsid=FL011292&date=20150701>,2017年10月12日访问。

及召集相关问题,无论召集人是否为持有人,持有人均享有最高决定权;鉴于仅就细节问题组织投票,既不经济又无必要,涉及会议细节问题时可由召集人直接确定,以提高效率。例如,召集会议的具体时间是上午还是下午,是召开现场还是视频会议等,直接由召集人确定即可。

## (二) 组成:回售和未回售持有人是否组成一个会议

如债券回售到期,发行人因不能兑付而触发会议召开条件,申请回售持有人和未申请回售持有人,一并召开会议还是分别召开会议并不明确。共同论者认为既然债券契约已经约定同期持有人组成一个会议,无论是否参加回售,同期债券持有人均应当作为一个整体,共同召开会议;分开论者,认为二者因到期时间不同而不具备共同开会前提,应当分别召开会议。<sup>[25]</sup>总体上,回售与未回售的持有人是否组成一个会议,涉及会议组成和参与人员的制度设计理念问题。

### 1. 各国会议组成理念不尽相同

各国关于持有人会议组成规定不尽相同,主要包括以下三类:(1)“同次”。例如,我国台湾地区“公司法”第263条规定“同次公司债总数5%以上之公司债债权人,得为公司债债权人之共同利害关系事项,召集同次公司债债权人会议”,强调了“同次”和“共同利害关系”。(2)“同期”。例如,法国《商事公司法》第293条规定为“同一期发行的债券”<sup>[26]</sup>;我国银行间市场《议事规程》第2条规定“持有人会议由同期债务融资工具持有人参加”,交易所市场没有明确规定,实务中亦按照同期理念组成会议。(3)“同种类”。例如,日本《公司法》第715条规定“按期种类召集公司债债权人会议”,并在该法第681条定义了“同种类”,即使发行时期有区别的公司债,如果此处所说的“种类”是相同的,就组成同一个公司债权人集会。<sup>[27]</sup>其中,同种类的范围

---

[25] 例如,在上海证券交易所上市交易的“15五洋债”相关信息披露显示,已经申请回售和未申请回售的债券持有人,分别召集会议,并分别议事、表决、计票和发布公告,实质上被分为两个会议。载上海证券交易所网站, <http://www.sse.com.cn/home/search/?webswd=13%E5%8D%9A%E7%91%9E%E6%A0BC>, 2017年10月12日访问。

[26] [法]伊夫·居荣:《法国商法》,罗结珍等译,法律出版社2004年版,第823页。

[27] [日]近藤光男:《最新日本公司法》,梁爽译,法律出版社2016年版,第381页。

相对最大,种类相同的债权人,均可能组成同一持有人会议;同次范围次之,同一次发行的债券可能分期进行。例如,“15 五洋债”和“15 五洋债2”则为同一次不同期(一次核准、分期发行);同期范围最小,对持有人的同质性要求亦最高,我国“15 五洋债”和“15 五洋债2”则分别召开会议。各国制度中关于回售的会议组成制度尚不明确,可以依据已有规定的法律理论分析得出结论和建议。

## 2. 我国持有人会议组成制度的原理分析

我国持有人会议由“同期”组成。同期持有人有如下特征:(1)具备完全同质性。除数量外,同期持有人涉及的债券要素完全相同,包括发行人、发行时间、上市/挂牌时间、面值、利率、存续期、偿还期限、回售、赎回、增信、评级、评估、担保等全部要素,即仅是“量”的不同,“质”的内容完全相同。(2)具备一致利益诉求。一致利益诉求(亦称共同利益关系)源于完全同质性特征,同期持有人具备完全同质性,则能够顺利形成共同利益关系,就议事范围内的全部问题存在一致利益,有利于迅速形成共同意志进行维权。如果不是完全同质性的持有人召开会议,可能会根据具体议事内容的不同,存在利益冲突情形,不利于形成能够代表全体意志的决议。

## 3. 回售与未回售持有人会议的组成

根据对“同期”的理解,是否组成一个会议,应当依据上述完全同质性和一致利益诉求两个标准判断。虽属同期发行的债券,但申请回售在债券制度上已经视为到期处理,未申请回售的债券则尚未到期,二者期限要素已不相同,不具备完全同质性,应视具体议事内容确定是否组成一个会议。以“15 五洋债”为例,议事范围中的“加速到期”议题,刚好涉及两类主体不同的期限要素,可能导致不一致利益诉求,则不应当组成一个会议;具体而言,如果已回售持有人参与“加速到期”议题表决:一则已回售持有人就与自身利益无直接关联的事项进行了表决;二则如果已回售持有人投否决票,未回售持有人非常可能提出异议,容易产生争议较大的决议,且不允许加速到期与现行法律规定和债权平

等性的法律属性不相符;<sup>[28]</sup>其余不涉及加速到期等期限要素的事项,由于两类主体均属同期持有人,就相关议题存在一致利益诉求,无须分别召开会议。

### (三) 议事:平衡“保护持有人权益”与“保障公司独立性”

议事范围是持有人会议的核心内容,涉及平衡持有人权益与发行人公司(包括其股东和管理者)治理独立性问题。制度明确下的议事范围,也是持有人会议决议具备法律效力的基础。据此,议事范围应当由制度明确规范,持有人会议应当严格按照制度规定的议事范围进行。

#### 1. 议事范围应当由法律相关制度进行规范

境外议事范围规定中,意大利《民法典》第 2415 条规定会议议事范围包括任命或者解除代理人、变更债券条款、对监管经营和破产清算提出建议、设立基金等;<sup>[29]</sup>日本《公司法》第 734 条规定经法院许可后,公司债债权人会议方可就与公司债券利益相关的重大事项作出决议,是为了防止持有人滥用多数决,侵害少数债权人利益,也是为了防止持有人过度干涉发行人公司正常公司治理;我国台湾地区“公司法”仅明确规定公司清算时需要召开持有人会议,并于第 265 条列举了法院不予认可债权人决议的情形。

我国证监会《管理办法》第 55 条规定需要召开持有人会议的十种情形,银行间市场《议事规程》第 7 条规定召开持有人会议的八种情形,均含兜底条款。两市场虽然内容不完全一致,但均就议事范围予以明确,且重要内容已基本涵盖;但是效力层级过低,适用分裂,应当以法律、行政法规(当务之急可先以联合规章)形式予以明确。<sup>[30]</sup>除已有规

---

[28] 例如,我国《合同法》第 167 条关于借款合同加速到期规定,《破产法》第 46 条关于“未到期的债权,在破产申请受理时视为到期”等相关规定中,均有加速到期的法律规定。此外,“15 五洋债”还包括“交叉违约”条款,即“15 五洋 2”虽未到期,但由于“15 五洋”违约,则“15 五洋 2”亦视为违约。相关法律规定和约定中的加速到期、交叉违约等都是为了平等、全面保护所有债权人的合法权益,符合债权具有平等性的法律属性。

[29] 意大利《民法典》,费安玲等译,中国政法大学出版社 2004 年版,第 824 页。

[30] 不仅议事范围,本文认为债券持有人会议规则的全部内容均应当由法律、行政法规(或者当务之急先由联合规章)进行规范,具体包括本文第三部分涉及的召集、召开、议事、表决、执行及瑕疵救济等。

定外,具体形式还可以借鉴我国台湾地区“公司法”第 265 条规定,<sup>[31]</sup>以否定性条款明确会议决议不能触碰的底线。

## 2. 以不过分干预公司治理独立性为前提明确议事范围

如果涉及公司重大经营的全部问题均纳入议事范围,则极大地降低了公司治理效率,影响公司治理独立性,偏离了持有人的债权属性。作为公司利益的剩余索取者,股东承担着边际上的风险,最有积极性做出最好的决策,控制权掌握在股东手中相比于由持有人掌握控制权更为有效。因此,议事范围不能过度干预公司正常经营和限制发行人公司股东(包括管理者)的权利,以此为前提扩大议事范围,实现持有人与发行人(包括股东、管理者)利益冲突的协调,同时对代表股东利益的管理者与持有人之间的关系进行修正和完善。

### (四) 决议:持有人决议与发行人决议不一致时的处置

发行人(包括股东和管理者)关注投资机会,债权人关注风险,如果发行人重大经营事项均需持有人表决,多数会被持有人否决。因此,法律制度除明确议事范围外,还应当明确持有人会议决议的法律效力,以及两类决议冲突时的处置。我国持有人会议决议法律效力不明确,处置方式亦不明确。

#### 1. 符合制度规定和约定的持有人会议决议,法律效力高于发行人决议

议事范围(甚至整个持有人会议规则)已经由法律、行政法规、联合规章或者协议明确规范时,持有人可能过度干涉公司经营行为的嫌疑已经基本消除,持有人会议仅能就部分重大问题表决。据此,符合制度和约定的持有人会议决议,法律效力应当高于发行人决议(包括发行人股东会决议和董事会等管理层决议),发行人决议与持有人会议决议不一致的,发行人决议不得执行,或者在符合法定或者约定的前提条件下方可执行。

---

[31] 我国台湾地区“公司法”第 265 条中,关于法院不认可公司债债权人会议决议效力的相关规定,包括召集公司债债权人会议的手续或其决议方法,违反法律或募集说明书约定、决议不依正当方法达成、显失公正、违反债权人一般利益等。



## 2. 以增加担保或提前偿债方式解决持有人和发行人的矛盾决议

我国《公司法》第9章“公司解散和清算”中,规定涉及公司合并、分立、减资等组织结构发生变化的情形,应当首先获得债权人同意,债权人不同意则应当提前清偿或者增加担保。虽然《公司法》规定仅涉及公司组织结构变更,但法律规定的处理方式可以借鉴,如果持有人决议与发行人决议矛盾的,发行人可以通过提前偿债或者增加担保方式继续执行决议,具体亦可与持有人进一步商议。

### (五) 执行:司法程序中个体行为与集体行为的关系

持有人会议决议中,可能涉及对发行人采取诉讼、仲裁、破产等司法程序的决议。持有人个体是否有权依据我国民事诉讼法、仲裁法、破产法等规定单独申请司法程序,采取与集体决议不符甚至相反的行动,相关法律制度没有明确规定,实践中可能存在不同理解。

#### 1. 决议效力是否及于全体

交易所市场方面,证监会《管理办法》第54条规定持有人会议决议对全体持有人有约束力,该规定属于部门规章;<sup>[32]</sup>银行间市场方面,《会议规程》第4条规定持有人会议决议对同期持有人具有同等效力和约束力,该规定属自律规则。对上述规定可以理解为:决议对应当参加会议但弃权的,或者投反对票的持有人亦发生同等的约束力,持有人的个体意志已经上升为集体意志,个体行为不得与集体决议产生矛盾。但前述规定的效力层级过低,约束力似乎无法及于“诉权”等法律规定的权利。

#### 2. 境外限制个体司法行为的原理

美国律师协会1999年《修订标准简化信托合同》Sec. 6.06就规定持有人只能在一定的条件下寻求法律救济,以防止个别持有人在无充分理由的情况下提起诉讼,只是债务人因多次应诉导致财产减少,从而间接损害持有人整体利益。<sup>[33]</sup>而持有人个体诉讼的,需达到持有25%

[32] 关于“全体”,应当理解为包括弃权和投反对票的应当参加该次会议的全体持有人。

[33] 转引自陈洁、张彬:《我国债券受托管理人制度的构建与选择——以公开募集的公司债券为视角》,载《证券法苑》(第17卷),法律出版社2016年版。

本金以上,否则不得已个人名义寻求司法途径。<sup>[34]</sup>日本为了限制持有人个人行为,保护持有人整体利益,引入了“集体行动条款”。<sup>[35]</sup>境外限制个人行为的原因在于持有人单独行动不经济、不实际,甚至可能间接损害持有人的集体利益。

### 3. 我国持有人个体是否有权单独申请司法程序

总体上,个体申请司法程序乃基于法律规定,是持有人的法定权利,部门规章和行业自律规则对个体行为的限制,无法及于司法行为,<sup>[36]</sup>我国实践中亦发生过持有人个体申请司法程序的案例,<sup>[37]</sup>法院并没有因为个体行为拒绝受理。我国受托管理和持有人会议两类制度均不完善,允许个体申请司法程序有利于全面充分保护持有人合法权益。但个体行为分散性高、效率低下,涉及不同法院受理、担保物分割、潜在损害集体利益等复杂问题,亦不容忽视。

上述问题可分两个阶段解决。一是现阶段,应以保护持有人合法权益为原则处理好个体和集体的关系,并允许个体申请司法程序,具体而言:(1)集体进入司法程序事宜尚未表决或者未能通过表决的,投同意、反对或者弃权票的个体均有权个体申请司法程序,但持有人仅能就自己享有的权利申请进入司法程序,法律效力仅及于个体;(2)已经通过集体表决方式进入司法程序的,无论是否投票,个体投资者均不能再另外单独申请司法程序,因为相关行为的约束力及于全体,集体司法请求中已经涵盖了个体权利,从节约司法资源角度分析,个体已经没有必要申请司法程序;(3)正在表决过程中的,如投反对票和弃权的持有人

[34] 转引自官欣荣、赵津:《证券法修订视野下公司债券持有人权利救济的思考》,载《证券法苑》(第17卷),法律出版社2016年版。

[35] [日]近藤光男:《最新日本公司法》,梁爽译,法律出版社2016年版,第382页。此外,根据美国《1939年信托契约法》第302条(a)(1)、第310条(a)(4)的规定,结合对美国信托法律制度的理解,美国受托人可以为持有人利益单独决定提起诉讼,而不必经过持有人会议的同意、委托或者授权。参见《美国〈1939年信托契约法〉及相关征求交易委员会规则与规章》(中英文对照本),中国证券监督管理委员会组织编译,法律出版社2015年版,第3页、第29页。

[36] 实务中情况远比想象复杂,例如,假设债券契约的约定中限制个体诉权的,法院是否会受理并不明确;持有人会议决议中,个体已经投反对进入司法程序票,但个体又申请司法程序的,申请行为与投票行为存在矛盾,法院是否会受理等均不明确。

[37] 参见注[2],法院予以受理并作出投资者胜诉的判决。

个体书面表明放弃集体申请权利,则可允许由个体申请司法程序,并在集体申请中取消坚持个体申请的部分。二是从长远发展来看,我国应当在完善债券持有人会议制度和受托管理人制度的基础上,提倡以集体行动为主、以个体行动为辅,个体仅在特定条件下允许申请司法程序。

#### (六) 救济:瑕疵决议的司法救济

法谚云:“无救济则无权利。”司法救济是持有人最重要的救济途径,也是最终途径。持有人的救济包括持有人受到发行人(包括发行人股东、管理者)瑕疵决议侵害时的救济,以及持有人会议召开、议事以及表决等存在瑕疵的救济。除人格否认制度外,我国法律制度缺乏对持有人权利救济规定,探索持有人救济途径时,可以借鉴相对完备的公司股东司法救济规定。

##### 1. 持有人的派生诉讼

股东派生诉讼源于英美法系国家,我国《公司法》第 151 条亦规定了股东派生诉讼。当持有人整体合法权益受到发行人股东或管理者的不法侵害而持有人怠于召集会议决定是否起诉时,持有人亦可以借鉴股东派生诉讼规定,以自己的名义直接起诉,而所获赔偿归持有人整体。持有人派生诉讼的原告是认为持有人整体利益受到侵害的个人或者组织,被告为发行人,其他共同侵害人亦可以列为共同被告。

##### 2. 持有人会议决议异议的诉讼

股东对股东会异议救济相关规定见我国《公司法》第 22 条的撤销权规定。股东可以就股东大会、董事会决议的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程,或者决议内容违反公司章程的情形请求人民法院撤销。当持有人认为会议规则、召集程序、议事和表决等违反了法律等相关规定或债券合同约定,侵害其合法权益的,亦可借鉴和参照《公司法》第 22 条规定提起诉讼,请求法院撤销持有人会议的瑕疵决议。

(编辑:吴琼)