

实践与规制:公司债券交易纠纷 案件问题检视与路径解构

周 荃* 楼雨薇**

摘要:《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》的出台,为公司债券交易纠纷案件的审理提供了规则依据,但仍有诸多问题有待进一步明确。本文立足司法审判实践,通过检索2017~2019年公司债券交易纠纷全部裁判文书,对其中所涉问题进行梳理总结,从外部经济形势、企业内部治理结构、新规与旧规的衔接和适用等角度分析纠纷形成原因,并对案件审理中的问题从程序和实体两个方面进行分析论证。程序问题主要涉及管辖、债券受托管理人的诉讼主体资格审查,实体问题则主要包含募集说明书的法律性质争议、债券违约事实认定、债券加速到期、债券违约成本计算。

关键词:公司债券违约 管辖 债券募集说明书

自2014年“11超日债”违约以来,债券违约事件频发,尤其是2018年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)出台

* 上海金融法院审判员,法学博士。

** 上海金融法院法官助理,法学硕士。

后,由于刚兑被打破,市场正逐步进入债券违约的“新常态”。在此背景下,债券相关纠纷与日俱增,由此我国债券司法领域规则供给不足的矛盾亦日益凸显。为解决当前债券市场纠纷涉及的实践问题,畅通债券纠纷司法救济渠道,最高人民法院于2020年7月15日公布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《债券纠纷座谈会纪要》),明确对公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具三类债券统一法律适用的标准,并对债券违约纠纷案件、欺诈发行和虚假陈述纠纷案件以及发行人破产案件等相关争议问题作出司法裁判标准上的回应。据此,结合裁判文书检索分析发现,^[1]公司债券交易纠纷主要包含程序和实体两方面的问题。在程序方面,受托管理人的指定程序、行使诉权的前置程序、管辖权争议问题等系较为突出的问题。而实体问题则主要包括当事人适格、加速到期、债券回售、违约金或逾期利息和律师费等其他费用的承担、担保责任认定等问题。故有必要结合《债券纠纷座谈会纪要》《证券法》以及2020年修订的《民事案件案由规定》等,在对1209篇裁判文书的梳理与研究基础上,以上述常见争议问题为切入点,针对相应裁判思路之争议进行分析。^[2]

一、统计范围内的公司债券交易纠纷案件特点及困局成因

2018年以来,受限于良莠不齐的融资环境、尚不健全的信用评级机制等因素,部分发行人通过展期、场外兑付等方式加剧了债券兑付危机,而债券违约这一风险情况传导至司法领域的直接表现即为大量涉及公司债券违约的案件涌入司法机关。此类案件从涉诉主体、争议问

[1] 公司债券交易纠纷在债券相关的各类案由中占据主要地位,其中所反映出的争议问题亦较为集中,故本文选取该案由相关司法案例作为研究对象。

[2] 本文所提及的“公司债券”系广义概念,既包括证监会和发改委主管的公司债和企业债,也包括近年来发展迅猛的由银行间交易商协会主管的银行间市场发行的各类债务融资工具。目前,在银行间债券市场发行的各类债务融资工具是否属于《证券法》定义的证券尚无定论。但进入司法程序后,以上各类债券引发的纠纷均以“公司债券交易纠纷”案由进行立案、审理。故本文使用的“公司债券”的措辞为司法意义上的“公司债券”概念。

题等方面来看,存在以下主要特点:(1)涉诉主体广泛,与行业经济形势联系紧密。公司债券交易纠纷主要发生在债券发行人与债券持有人(投资者)之间,当事人双方以机构为主,违约债券发行人的信用评级、行业分布及相关特征也在诉讼领域有所体现,主要表现为涉诉主体在数量、行业分布、企业性质上都有较大扩展。而案件处理与行业发展趋势关系密切,是否妥善化解各方矛盾纠纷与发行债券企业的偿债能力直接关联。(2)标的金额较大,程序性问题突出。一般而言此类案件标的额较大,案件审理法院层级较高,但程序性问题仍是此类案件的主要争议。程序性问题中既涉及债券交易文件与其他文件之间争议解决方式约定存在冲突时如何认定约定管辖和地域管辖法院的具体处理规则,也有纵向的同一管理人通过发售不同资管产品代为管理同一支债券,而不同资管产品持有人依据不同的理解在发生纠纷后选择不同的管辖法院的争议问题。(3)案件数量递增,实体争议问题集中。从案件数量上来看,公司债券交易纠纷总体呈现递增趋势,2019年数量达到峰值,而2020年有所下降,这与我国4年以来债券市场上违约纠纷的发展情况基本保持趋同态势。综观案件纠纷争议问题,多集中于债券纠纷请求权基础应选择侵权还是违约、延迟付款和根本违约之间的联系与区别、加速到期以及违约金计算等债券持有人权利如何行使等问题。具体而言,公司债券交易纠纷的形成原因可从以下几个方面进行剖析:

第一,外部经济形势的影响不可忽视。2014~2017年,我国债券市场信用风险暴露主要受行业周期性影响,过剩产能行业景气度持续低迷,导致相关行业企业的信用风险集中暴露。2018年以来,债券市场违约的发生主要与金融强监管叠加政府债务严监管导致市场资金面偏紧、债券大额集中兑付、流动性收紧等有关。2019年,虽然市场资金面相对宽松,但全球经济增长放缓、下行压力加大,主要信用债总偿还量^[3](约为9.28万亿元)仍处于较高水平,违约常态化发生背景下市

[3] 主要信用债包含非政策性金融债、短期融资券(含超短期融资券)、中期票据、企业债、公司债(含私募债)、定向工具、资产支持证券。总偿还量含到期还款、赎回和回售的规模。

场参与方风险偏好有所下降等诸多不利因素导致我国债券市场信用风险持续暴露。2019年以来,我国债券市场还出现了债券展期、场外兑付、发行人要求回售撤回、永续债通过利率调升进行展期或利息递延等情况。虽然受债券设置宽限期等条款、场外兑付信息不透明等因素影响,有些行为无法将其认定为违约,但上述行为无疑是在我国债市市场化转型和监管制度博弈下的信用风险暴露形式。如刚泰控股发生债券展期后出现违约的情况,中信国安虽然通过永续债利息递延方式“临时缓解”偿债压力,但偿债能力并未得到改善,之后出现多只债券陆续违约,继而导致同一家企业发行的大量系列案件涉诉。

第二,企业内部治理结构与债券纠纷化解之间的冲突与协调。现代企业制度最大的特点是所有权与经营权分离,因而,公司制企业需建立一个科学、合理、高效的公司内部治理结构。狭义地说,公司治理结构其实就是所有者对经营者的一种监督制衡机制,即通过一种制度安排对所有者和经营者的权责利进行合理的配置。^{〔4〕}最担心的状况是当所有者或投资人的资金进入公司,而做决策或执行决策的经营者并不对资金状况负有直接责任的时候,很多案件反映公司在具备良好调解条件的情况下仍然希求法院判决,导致错失各方尤其是债券发行人公司可能会在金额或付款期限上得到实惠的机会。而良好的公司治理结构,有利于从诉讼源头和末端处置上切实控制投资风险。债券纠纷案件中,债券持有人一方而言,在科学合理的公司治理结构之下谨慎选择债券发行人公司资质,严格把控投资债券风险,具备遵守募集说明书约定事项的契约精神,即使进入诉讼也易于具有较强的服判息诉意识;债券发行人而言,良好的公司治理结构带来的是科学完善的公司决策和执行机制,确保公司资产相对独立性,从而促进资产保值增值,为履行募集说明书确定的偿付义务提供保障。另外,如果处于非良性循环的公司治理结构之下,无论是债券持有人还是发行人,都易于突破合规限制,如不按比例召开债券持有人会议决定收取违约金,或是挪用本应用于偿付本息的资金,从而放大投资风险,产生公司债券纠纷诉讼。而缺乏偿债能力的情况下,发行人公司往往又倾向于运用各种诉讼策略

〔4〕 参见梅洪常、邓莉、李宏胜等:《公司治理研究》,重庆出版社2002年版,第16页。

以拖延债券纠纷案件审理周期。

第三,新规与既有规则之间的衔接和适用。当有案件出现法律事实发生的时间早于《证券法》或《债券纠纷座谈会纪要》实施时间,或者法律事实发生在《债券纠纷座谈会纪要》已经适用而《证券法》尚未适用的“空档期”的情况下,在“法不溯及既往”的原则下如何识别法律适用,是在新规与旧规过渡阶段审理此类案件确定法律适用依据时亟须解决的问题。《立法法》第93条规定,法不溯及既往原则是指新法不得适用于其施行前的行为和事件,事实发生的时间和法律实施的时间是判断法的溯及力的关键点。但同时“法不溯及既往原则”存在例外规则的情形。早在20世纪中期,法国人鲁彼埃提出了“新法的即行效力”理论,他认为:“从新法律生效开始,应由新法律来调整法律状态形成的条件。但是以前的时期和因素应保留就法律所认可的原本价值。”〔5〕新法的即行效力理论可以概括为以下三个方面:(1)如果新法施行时,法律事实尚在持续之中,新法原则上可以立即适用于该事实,只是对于新法施行前的事实部分,适当保留旧法律认可的原本价值。(2)如果新法施行时,过去发生的事实法律效果尚在持续之中,除了契约的法律效果,新法可以对继续发生的其他法律效果向未来加以改变,这种改变不属于溯及既往。(3)新法律的即行适用是原则,新法律的追溯力和旧法律的延续是例外。目前,各国基本上都认可法的即行适用,只是采取的方法和途径有所不同。从我国立法及司法对于此类问题的处理中,不难发现立法者和司法者在“个案”或个案中也承认法的即行效力,允许法的即行适用。〔6〕因此针对既有规则中比较笼统但新法或新规进一步细化的内容,如新《证券法》结合注册制要求针对IPO条件作出了一系列的修改和细化;两者规定不同,新法或新规制定目的即是创设新的法律制度,如证券虚假陈述案件中代表人诉讼制度;原有规则或法律规定并未规定而新法或新规予以明确的法律制度,如债券受托管理人可以自己名义代表债券持有人参与民事诉讼的制度,均符

〔5〕 [法]雅克·盖斯、但丁·吉勒·古博:《法国民法总论》,陈鹏、张丽娟等译,法律出版社2004年版,第338页。

〔6〕 参见杨登峰:《新旧法的适用原理与规则》,法律出版社2008年版,第149页。

合上述适用“法不溯及既往”例外规则的条件。

二、程序问题之一:约定管辖和级别管辖基本程序问题和化解路径

(一)募集说明书与其他协议文件约定管辖方式不一致时的冲突与化解

从数据统计可以看出,在2017年至2020年各年度公司债券交易纠纷案件中,裁定案件占比最高,反映出此类案件程序上处理的问题较为突出。案件裁定类型主要包括管辖权异议裁定、驳回起诉/上诉裁定、不予受理裁定及撤诉裁定等,其中又以管辖问题最为突出。2017年14篇管辖类裁定文书,2018年10篇,2019年增长至113篇,2020年回落到32篇,全部管辖类裁定文书中移送管辖案件15篇。可见,《债券纠纷座谈会纪要》和《证券法》尚未明确相关管辖和债券持有人会议规则的情况下,此类案件中争管辖、抢管辖的情况仍时有发生。

从金融商事案件总体上看,在现有管辖制度中,除证券虚假陈述责任纠纷在上市公司或者发行人为被告时,集中由发行人或者上市公司所在地有管辖权的中级人民法院管辖外,其他金融纠纷的管辖在地域管辖和级别管辖上均呈现出分散化倾向。这一制度设计本是为便利当事人诉讼,但在客观上也给金融风险的发现和系统处置带来了困难,尤其是面对分散至不同地域的关联案件,法院难以集中分析识别和处置风险。此外,民事诉讼程序中的“不告不理”原则也限制了法院对金融风险的先行处置,尤其是在处理具有金融风险案件时,法官即使知晓个别案件背后的关联案件可能存在金融风险,却往往受制于处分权原则只能就已起诉案件进行审理,这在一定程度上也加剧了债券违约纠纷争抢管辖的情况。

针对债券违约纠纷的管辖问题,《债券纠纷座谈会纪要》规定了由发行人住所地人民法院管辖的基本原则。对于债券募集文件与受托管理协议中关于管辖约定不一致的,根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的解释》第30条第1款的规定,不能

确定管辖法院的,由发行人住所地人民法院管辖。《债券纠纷座谈会纪要》虽在一定程度上解决了债券纠纷案件中债券交易文件约定争议解决方式冲突而产生的管辖争议,同时也化解了不同法院分散审理、分散执行造成的债券持有人维权不便的局面,但其中并未对债券交易文件,尤其是《募集说明书》与其他文件之间争议解决方式约定存在冲突时认定管辖法院的具体处理规则予以明确。在部分债券交易纠纷案件中,以《募集说明书》和《受托管理协议》作为双方合同依据的情况下,发行人与债券受托管理人并未就债券交易合同关系所产生的争议约定管辖法院,却在债券持有人与受托管理人之间就受托管理法律关系所发生的争议约定了管辖法院,而另有部分案件中,《募集说明书》和《受托管理协议》约定了不同的争议解决方式,由此导致案件当事人对仲裁还是司法管辖产生争议。

对此,司法实践中倾向观点认为,此类管辖权异议的裁量思路应依据实际争议的合同主体、实际的基础法律关系、产生实际争议合同的主要内容、实际争议标的来确定管辖权归属,而不能依照双方约定的非主要法律关系或约定的非实际争议合同项下的管辖条款来对争议解决方式予以认定。如有案件反映,《受托管理协议》的协议管辖条款只能适用委托管理法律关系,而只有明确在《募集说明书》中进行约定,才是在债券交易法律关系中构成了约定明确的协议管辖条款。退一步讲,当《募集说明书》协议管辖条款中可以作出两种不同的解读时,该管辖条款也因约定不明而不能适用。换言之,债券持有人与发行人订立的合同——《募集说明书》并未就双方之间的债券交易合同纠纷约定管辖法院。在债券交易合同纠纷之诉中争议双方之间没有合法有效的协议管辖条款时,案件管辖权的确定原则应为法定管辖。^[7] 还有案件的管辖异议裁定从《民事案件案由规定》相关规定出发,公司债券交易纠纷案由属于证券交易合同纠纷项下的子案由,应适用《民事诉讼法》“因合同纠纷提起的诉讼,由被告住所地或者合同履行地人民法院管辖”的内容,确定管辖地点。同时,依据最高人民法院《关于调整高级人民法院和中级人民法院管辖第一审民商事案件标准的通知》相关规

[7] 参见(2019)最高法民辖终132号。

定,确定管辖级别。〔8〕

(二)同一管理人通过不同资管产品代为管理的同一支债券发生纠纷后的级别管辖争议

《债券纠纷座谈会纪要》中已对资产管理产品管理人的诉讼地位予以明确,〔9〕但在实践中还有一类情况较为复杂,即同一管理人通过管理不同资管产品持有的同一支债券发生违约,资管产品管理人代表不同的持有人分别诉至法院时,发行人作为被告往往会就相关案件的级别管辖提出异议认为,相关案件系相同当事人间基于同一事实理由引发的纠纷,应合并为一案进行审理,合并后的标的额多会超出原审法院的受理范围,应由上一级法院进行审理,据此作为提出管辖权异议的理由。

该类案件管辖争议实质主要在于不同资管产品是否可以认定为互相独立的债券持有人。对此有管辖异议裁定〔10〕认为,不同的资管产品虽管理人相同,但作为债券持有人的资管产品之间是独立的,可以认定为不同案件的债券持有人不同,不能以起诉的管理人为同一个即认定系相同当事人间基于相同事实和理由发生的纠纷,故管理人分别起诉并无不当,不同案件不能合并计算诉讼标的额。另案判决〔11〕也认可了这一观点,即根据《投资基金法》《信托法》相关规定,资管产品管理人所提起的债券交易纠纷诉讼中所最终产生的实体权利和义务,归属于资产管理计划,不得归入受托人、基金管理人的固有财产。且各资产管理计划均具有独立性,如无特别约定,资管产品管理人应当分别管理,不能发生混同。

在确认债权债务纠纷案件系合同纠纷的基础上,该类案件地域和级别管辖应遵循相关法律规定和《债券纠纷座谈会纪要》特别规定。根据《民事诉讼法》第34条规定,当事人可以就合同纠纷以书面协议

〔8〕 参见(2018)京02民初358号民事裁定书。

〔9〕 《债券纠纷座谈会纪要》第7条规定,通过各类资产管理产品投资债券的,资产管理产品的管理人根据相关规定或者资产管理文件的约定提起诉讼的,人民法院应当依法予以受理。

〔10〕 参见(2019)沪74民辖终198号。

〔11〕 参见(2018)沪民初82号。

选择被告住所地、合同履行地、合同签订地、原告住所地、标的物所在地等与争议有实际联系的地点的人民法院管辖,但不得违反级别管辖和专属管辖的规定。在多个资管产品分别管理的情况下,并不适用最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第129条第1款之规定,即不宜认定多个资管产品之间具有主合同和从合同的关系,虽同一管理人系通过不同资管产品代为管理同一支债券,但购买不同资产产品的行为仍构成多个合同法律关系,故应将同一管理人提起的不同资管产品交易法律关系作为请求权基础的多个案件认定为互相平行的合同关系。而根据现行有效的最高人民法院《关于调整高级人民法院和中级人民法院管辖第一审民商事案件标准的通知》(法发〔2015〕7号)和上海市高级人民法院《关于调整上海法院一审涉外、涉港澳台民商事案件管辖的通知》的相关规定,上海所辖中级人民法院和基层人民法院管辖案件标的额根据当事人身份、案件标的金额等因素有所不同。由此可见,在分别起诉的情况下,同一管理人管理的不同资管产品作为同一支债券的持有人时提起的各个债券交易纠纷诉讼,级别管辖出现争议时,司法实践倾向于不合并各案标的额,而是根据各持有人的诉请标的额来确定案件管辖法院。

三、程序问题之二:受托管理人的诉讼主体资格之审查问题

《债券纠纷座谈会纪要》对债券违约纠纷的诉讼主体资格确立了以集中起诉为主、个别起诉为补充的原则,同时规定债券受托管理人以自己名义提起诉讼需获得债券募集文件、债券受托管理协议或者债券持有人会议决议的授权。因此,在案件审理中,法院需对前述授权相关文件进行审查,但实践中存在前述债券相关文件对受托管理人起诉的授权并不明确或缺乏相关约定的情形。对受托管理人的诉讼范围以及自行起诉的债券持有人诉讼资格的认定主要可从以下几种情形展开分析:

第一,在债券相关文件已有明确约定的情况下,根据《债券纠纷座谈会纪要》第5条的规定,若债券相关文件明确授权受托管理人以自己

的名义代表全体债券持有人起诉的,受托管理人可以直接持符合条件的债券相关文件向人民法院提起诉讼,不必再以债券持有人单独或债券持有人会议集体决议的方式另行授权。在此情况下,若部分债券持有人不希望由受托管理人代为起诉,则必须通过债券持有人会议明确表达自行起诉的意愿,以有效决议的方式撤销前述约定。

第二,在债券相关文件约定不明的情况下,如在募集说明书等文件中仅约定受托管理人可以接受全部或部分债券持有人的委托代为起诉,这一表述又使债券持有人是否已经获得全体授权难以判断。在此情况下,受托管理人持该债券相关文件代全体债券持有人进行起诉时,倾向于认为也需经有效决议才能实施。例如,甲证券公司和乙集团公司债券交易纠纷一案中,《债券受托管理协议》约定,甲证券公司可以接受全部或部分债券持有人的委托,以自己的名义代表债券持有人提起民事诉讼;《募集说明书》相关规定,若发行人未按时支付本次债券本息,或发生其他违约情况的,甲证券公司可依据《债券受托管理协议》代表债券持有人向乙集团公司进行追索;《募集说明书》还对债券持有人会议的职权规定中涵盖了委托甲证券公司(债券受托管理人)通过诉讼等程序强制乙集团公司偿还债券本息。因此,法院认为,债券受托管理人以自身名义起诉发行人具有合同约定依据。^[12]

第三,在债券相关文件没有约定的情况下:(1)若受托管理人已经债券持有人会议一致决议授权,但其后怠于行使职责的,债券持有人可以提议撤销决议并自行起诉。根据《债券纠纷座谈会纪要》第5条的规定,受托管理人持符合债券持有人会议规则的授权文件仍然可以代表债券持有人起诉。根据债券持有人会议的议事规则,若全体债券持有人均同意由受托管理人代为起诉并通过有效决议,受托管理人自然可以代表全体债券持有人起诉。但若此后受托管理人怠于行使职责,债券持有人会议可以此为由作出自行主张权利的有效决议,部分债券持有人即可根据该决议自行起诉。(2)多数债券持有人决议同意授权受托管理人起诉的,少数不同意者可另行起诉。在债券持有人会议中多数同意受托管理人代表自己主张权利并据此作出有效决议的,其他债

[12] 参见(2018)京01民初33号民事判决书。

券持有人能否另行起诉,《债券纠纷座谈会纪要》已对该问题进行明确,将其他债券持有人另行单独提起民事诉讼作为决议对全体债券持有人生效的例外情形,即在多数人同意委托受托管理人代为起诉后,该决议不对其他少数反对者产生约束力。由此,少数债券持有人自行起诉的权利得到了充分保障。(3)多数持有人不同意受托管理人代为起诉的,可以另行起诉。在实践中,受托管理人代为起诉并不都会得到多数债券持有人的支持。在某些特殊情况下,多数债券持有人可能并不同意受托管理人代为起诉,仅有少数债券持有人希望共同委托受托管理人,则此时应该尊重多数人的诉求,由债券持有人自行起诉。(4)债券持有人自行起诉的其他情形。《债券纠纷座谈会纪要》中仍有一些有待明确的问题,例如未形成决议的情形。在债券相关文件未明确约定受托管理人可以代为起诉,而债券持有人会议又因参会人数不符合议事规则等原因无法形成决议时,似乎会陷入由谁起诉的僵局。在此情形下,司法实践倾向于保护债券持有人合法的诉讼权利,允许其自行向人民法院提起诉讼。例如,有案件^[13]反映,甲公司依据《募集说明书》等文本约定内容组织召开债券持有人会议,并审议通过了相关议案,乙公司未能举证证明上述会议召开存在违约、违法或违规事项,因此法院认为,债券持有人会议审议通过之议案内容可予确认。如果受托管理人与以自身名义采取行动的部分债券持有人在同一事项上意见不同,该部分债券持有人将代表其自身意见,受托管理人在该事项上的代表的债券持有人持有本期债券的数量应扣除该部分债券持有人持有的本期债券数量,但在案件审理过程中,发行人就此举证存在一定难度。同时,通常部分投弃权票的债券持有人并不反对采取诉讼行动,投出弃权票的原因多是观望他案诉讼结果或选择自行起诉,因此发行人一般较难举证证明其他债券持有人对涉案债券的主张与起诉主体有不同意见,则债券受托管理人有权以自身名义向发行人公司主张相关权益,发行人公司的抗辩主张难以成立。

[13] 参见(2018)京01民初33号民事判决书。

四、实体之一:募集说明书的法律性质争议和解释

募集说明书法律性质的认定对于处理涉公司债券纠纷案件具有重要作用,具体来说,募集说明书的内容能否成为投资者和发行人之间合同关系的内容对于司法实践而言意义重大。例如,针对募集说明书中约定的管辖条款能否约束投资者与发行人的问题,若认定募集说明书系双方之间的合同,则合同约定管辖当无异议;而若认定募集说明书仅为要约或者要约邀请,有观点则认为,其管辖条款不能直接约束债券持有人。《债券座谈会纪要》并未就募集说明书的法律性质作出规定,而目前司法实践对此存在一定争议,主要存在三种观点:第一类观点认为,募集说明书是发行人与持有人之间达成的债券合同,如在甲基金管理有限公司与乙集团有限公司公司债券回购合同纠纷一案判决中,法院认为,乙集团有限公司应当依据其在涉案两期超短期融资券的募集说明书中的约定履行其合同义务,按时兑付债券本金及利息。^[14] 第二类观点认为,《募集说明书》是发行人发出的要约,如在甲证券股份有限公司诉乙控股集团有限公司买卖合同纠纷案中,司法观点明确指出“乙公司刊登《发行公告》及《募集说明书》属于发出要约的行为……”^[15] 而在甲农村商业银行股份有限公司某支行与乙建设控股集团有限公司债券交易纠纷一案中,法院同样也有这样的认定,即认为双方之间的债券合同自购得债券时成立。^[16] 第三类观点认为,募集说明书是发行人单方做出的承诺。通过甲人寿保险股份有限公司与乙建设控股集团有限公司公司债券交易纠纷一案判决,法院表明其观点认为,募集说明书、发行公告是乙建设控股集团有限公司对债券持有人的承诺,乙公司应按照其承诺履行己方义务。^[17]

综观上述各地法院裁判观点,无论认为是要约还是要约邀请抑或

[14] 参见(2016)鲁民初64号民事判决。

[15] 参见(2018)粤03民初3118号民事判决书。

[16] 参见(2017)京0102民初17384号民事判决书。

[17] 参见(2017)京0102民初21853号民事判决书。

认定为合同文本,对于债券持有人和债券发行人之间构成债券交易合同法律关系这一观点似无分歧。根据证监会《公司债券发行与交易管理办法》的相关规定,将募集说明书内容认定为债券交易合意内容也具有规范性依据。例如,《公司债券发行与交易管理办法》第5条规定,“……维护债券持有人享有的法定权利和债券募集说明书约定的权利”,赋予了募集说明书约定内容一定的法律意义;第48条规定,“发行人应当在债券募集说明书中约定,投资者认购或持有本期公司债券视作同意债券受托管理协议、债券持有人会议规则及债券募集说明书中其他有关发行人、债券持有人权利义务的相关约定”,债券持有人买入债券即视为对募集说明书约定内容予以接受,约定内容对债券持有人产生约束力。结合2020年修订的《民事案件案由规定》将此类案件案由规定为证券交易合同项下的子案由,亦可对最高院这一问题上倾向于将债券交易认定为合同法律关系的观点进行合理推断。

从学理上而言,基于私法自治的核心要求,债券的制度架构,包括债券违约的纠纷处置。债券的契约属性意味着它属于商事合同的一种,其中法律上的合同关系主要表现为债券持有人和债务人之间的债权债务关系。从逻辑推理来看,若认为募集说明书为要约邀请,则投资者认购的行为为要约,该要约中的实质性内容便与募集说明书中发行人陈述与承诺的内容相同,债券发行人接受投资者交纳投资款的行为则为对投资者具有明确内容要约的承诺;若认为募集说明书为要约,投资者认购的行为属于承诺,根据要约承诺的“镜像规则”,募集说明书的内容自然成为双方的合意。无论将募集说明书理解为要约还是要约邀请,其内容作为投资者与发行人之间的合同内容,在解释上均可得证成。

五、实体之二：债券违约事实的识别与判断

进入诉讼的涉公司债券纠纷案件,多为债券持有人以债券发行人存在违约情形为由提起诉讼,并将募集说明书或其他协议文件作为合同依据。但在目前募集说明书尚无统一约定格式的情况下,不同主体

发布的募集说明书中关于违约情形约定内容具体含义和把握标准不甚明朗,进而受托管理人在债券违约后是否可凭受托管理协议约定提起诉讼等问题还存在进一步探讨的空间。

从受托管理人、发行人和部分债券持有人三者法律关系构成来看,发行人与受托管理人签署受托管理协议的目的在于受托管理人需要对发行人进行有效监督,确保发行人能够按期支付债券本金及利息,以维护本期债券持有人的权益,因此,其具有约束各方权利义务关系的本质并不违反相关法律法规规定,受托管理协议应为有效。针对受托管理协议是否可以并有必要对债券违约事项进行约定并相应具有法律约束力的问题,多数司法实践认为,为了明确受托管理人在债券违约事件发生后应履行的义务、职责,受托管理协议亦有必要约定违约事件、加速清偿及赔偿责任条款。因此,受托管理协议必须要明确哪些情况下会构成本期债券的违约事件,在违约事件后受托管理人要及时采取哪些行动,以最大程度保障持有人的合法权益。^[18]同时,大多司法裁判并不否认受托管理协议约定的法律效力,在受托管理协议既对债券违约事项进行约定,又约定通过授权受托管理人组织召开债权人会议时,受托管理人提出的违约赔付相关主张可在满足约定违约情形且不违反法律相关规定的情况下,通常获得支持。不可否认的是,作为发行人和持有人在公司债券交易过程中最重要的协议文件,募集说明书应当作为债券违约事项司法认定过程中的“第一选项”,也就是在募集说明书中进行明确约定是司法认定债券违约相应赔付主张最为顺畅的路径。例如,在甲证券有限责任公司与乙集团股份有限公司公司债券交易纠纷一案中,受托管理人根据《受托管理协议》约定内容组织召开债券持有人会议,并审议通过了相关议案,发行人未能举证证明上述会议召开存在违约、违法或违规事项,故法院对债券持有人会议审议通过之内容不持异议。^[19]又如,在甲基金管理有限公司与乙科技集团股份有限公司、吴某、李某合同纠纷一案^[20]中,法院认为,发行人存在多项构成本

[18] 参见(2019)最高法民辖终132号民事裁定书。

[19] 参见(2018)京01民初33号民事判决书。

[20] 参见(2018)京01民初460号民事判决书。

次债券募集说明书约定违约事件的行为,根据原《合同法》第94条第4项的规定,持有人有权主张解除债券合同并主张赔付相应损失。

六、实体之三：债券加速到期问题的探讨和化解

从审判实践来看,关于债券持有人或债券授权管理人是否可以在债券尚未到期时主张加速到期的问题是目前债券交易纠纷案件中热点和难点。具体而言,该问题还包括以下争议:第一,募集说明书未有明确约定时,能否通过其他期债券出现违约或其他涉诉案件被保全查封等事宜为由宣布债券提前到期;第二,宣布加速到期是否应当具有前置程序。

(一) 识别加速到期的依据和请求权基础

针对是否可以债券持有人通过议案的方式宣布或授权宣布债券提前到期的问题,目前存在以下几种观点:第一种观点认为,从合同的约定来看,尽管发行人发生了募集说明书约定下的“违约事件”,但募集说明书并未赋予债券持有人就此主张被告提前兑付的权利。债券持有人或债券受托管理人只有在涉案债券到期未予兑付的情况下,才能依约主张提前兑付的违约责任,尤其在多期债券并存而可能仅有其中某一期或某几期债券出现违约情形时,债券持有人的主张缺乏相应的合同依据,难以支持。如果只是发行人经营状况恶化、涉及多起诉讼从而可能丧失兑付能力的情形,是合同法上关于不安抗辩权行使的前提。债券发行人在其他债券项下的违约事实,并不构成对系争债券之兑付义务的默示拒绝履行。^[21]第二种观点认为,募集说明书中虽没有关于加速到期的明确约定内容,但若针对发行人的违约行为具有明确授权受托管理人宣布提前到期情形的约定,诉讼中受托管理人举证证明发行人符合违约约定情形和宣布提前到期授权符合约定程序的前提下,可以宣布案涉债券提前到期。例如,在甲证券股份有限公司诉乙集团

[21] 参见(2015)浦民六(商)初字第43101号民事判决书。

有限公司一案中,^[22]发行人乙集团有限公司发布募集说明书载明兑付日期为2022年6月5日,但发行人未能如期支付2018年9月26日第一期利息。同时,根据双方托管协议约定,债券受托管理人有权要求发行人不得调离主要责任人。发行人逾期未支付上述第一期利息之后,债券受托管理人多期发函督促发行人以偿付到期款项,但发行人未予履行,还变更法定代表人,符合募集说明书和托管协议中的违约情形。受托管理人一方面向发行人通知该议案内容并同时发送函件继续要求发行人进行清偿;另一方面,在获得授权采取法律行动之后,仍以书面形式征求全部债券持有人意见,并给予合理的权利登记期间。法院认为,上述做法具有法律和合同依据,可予支持。

该争议问题涉及的是请求权基础的选择和固定。如果在债券持有人作为原告提起诉讼时选择的请求权基础是主张发行人出现预期违约事由应承担违约责任的法律关系,审理中则应围绕募集说明书或其他协议文件中约定的债券违约情形是否包括预期违约事项、案件中具体情形是否符合预期违约构成条件等因素进行综合判断。如果在债券持有人提起诉讼时依据的就是募集说明书中约定的违约情形,例如发行人已通过公告形式宣布一系列数期债券中已经到期的债券不能兑付,则债权人高度怀疑本期债券亦无法兑付的理由具有一定事实依据,还应佐以其他证据和事实对宣布加速到期的会议决定效力进行判断。这是因为债券纠纷中最突出的特点即为债券发行往往不是一期结束,常系由多期债券进行组合,针对多个主体进行发售。由此可见,结合前文发行人和持有人双方构成合同法律关系之论述和合同法基本理论,发行人虽对其他债券存在违约行为,但每一项债券的发行和兑付均系发行人的独立履约行为,发行人对其发行的任何一项债券丧失兑付能力,并不必然延及其发行的其他债券的兑付结果,发行人未“表明”其将不履行涉案债券的兑付义务。

(二)宣布加速到期的条件和程序

部分案件反映出债券持有人通过召开会议并通过议案的方式宣布提前到期,此类情形下议案是否具有法律效力,决定加速到期是否应具

[22] 参见(2019)沪74民初900号民事判决书。

备前置程序,需要区分情况进行讨论。

一种情况是单一债券中,主要涉及违约事项的确认和发行人抗辩称债券受托管理人或债券持有人未依约要求其追加担保等增信措施的意见是否成立等问题,司法裁判往往从默示预期违约和预期违约等合同法理论出发,以认定发行人预期违约情形构成。如在甲基金管理有限公司诉乙建设控股集团有限公司公司债券交易纠纷一案中,^[23]发行人发布公告称其发行的案涉债券未能按期于2017年7月14日足额付息,债券持有人诉请主张发行人提前支付债券本息,而发行人抗辩称信用等级调低并非募集说明书明确约定的违约事项,且债券持有人可依据托管协议等协议内容要求发行人提供增信措施而未要求,故在案涉债券未到期的情况下持有人无权提出上述主张。法院认为,根据《合同法》第94条第2项的规定,履行期限届满之前,当事人一方明确表示或以自己行为表明不履行主要债务,另一方可以解除合同。债券持有人购买发行人发行的涉案债券,主要义务在于按期支付利息,而债券持有人购买案涉债券的主要目的亦在于获得稳定的利息收益,发行人未能支付利息的行为实际违反合同主要义务,致使发行人的合同目的不能实现,故支持债券持有人的主张。

另一种情况是多期债券中,可以适用募集说明书中关于交叉违约保护机制的约定内容以保障部分债券持有人或获得部分债券持有人授权的受托管理人之诉讼权利和实现债权权利。例如,在甲证券股份有限公司诉乙商城有限责任公司等公司债券交易纠纷一案中,^[24]由于乙商城有限责任公司分5期(共6支)发行了总额20亿元的公司债券,而募集说明书中约定有交叉违约保护机制。据此司法裁判认为,六支债券中的两支债券已于2018年10月12日发生了实质违约,且发行人公司公告称无法按期兑付本期债券的到期利息,公告期之后1个月宽限期内仍未能偿还到期本息,亦已构成直接违约。因此,发行人公司上述债券违约行为不仅构成了直接违约,亦触发了本期债券约定的交叉违约保护条款和投资者保护机制,债券受托管理人要求发行人公司赔付

[23] 参见(2017)沪01民初716号民事判决书。

[24] 参见(2019)沪74民初435号民事判决书。

相应债券本息的做法具有合同和事实依据。

七、实体之四:违约成本计算问题和解构

目前债券交易纠纷案件的实体争议多包括了利息、违约金计算方式和利率水平的问题。司法裁量倾向支持债券交易的期内利息,一来因收取期内利息即是债券买受人也就是债券持有人的主要投资目的;二来是因大多数案件中查明的期内利息利率水平既有合同约定依据,亦不违反相关政策,且未超出正常利率水平。因此,针对违约金是否可以支持、债券提前到期后的利息起算时间等问题是多数案件的主要争议所在。

(一)以议案方式收取违约金的做法缺乏合同依据

司法裁判倾向于认为通过债券持有人会议审议通过议案的方式收取违约金的做法变相加重了发行人的违约成本。在没有募集说明书明确授权,募集说明书又具有“不计复利”一类明确约定的情况下,对正常到期债券不支持债券持有人或受托管理人收取违约金的。例如,在甲证券股份有限公司诉乙商城有限公司等公司债券交易纠纷一案中,^[25]法院认为,发行人公布的《募集说明书》第八节第二条第(三)款约定内容是债券持有人有权就一系列事项进行审议并作出决议,而上述内容中并未明确授权债券持有人会议可以增加以审议通过议案的形式向发行人收取违约金的做法,同时,由于《募集说明书》第一节第二条关于还本付息方式明确约定“本期债券按年计息,不计复利”,则债券受托管理人主张以到期本息之和以及以未付利息为基数计算违约金的做法与不计复利的约定内容不相符合,难以支持。

(二)提前到期日以及逾期利息起算时间的认定

关于提前到期债券纠纷案件中的提前到期日认定暨逾期利息起算时间问题,司法裁判往往综合募集说明书关于违约情形的约定内容、债券交易之后的履约事实情况等因素,对债券持有人或受托管理人主张

[25] 参见(2019)沪74民初434号民事判决书。

的时间点予以分析和说理,最终对提前到期日进行认定。例如,在甲股份有限公司与乙财富资产管理有限公司公司债券交易纠纷上诉一案中,甲公司发布的募集说明书及之后的补充公告中详细约定了违约情形及利息、逾期利息、罚息的计算方式。而在二审阶段,甲公司上诉主张,变更募集说明书公告于2018年1月25日决议通过并生效,故是作为预防其后违约行为而设定的条款,乙公司以2018年1月25日生效的条款主张甲公司于2017年12月31日就构成违约,不合逻辑,故即便认定上述债务属于金融机构贷款,触发违约时间也应当为变更募集说明书公告生效之日即2018年1月25日。^[26]对此,二审法院认为,根据涉案变更募集说明书公告中“违约责任及解决措施”第2条约定,发行人产生提前偿付义务的时间起算点应为发生违约事项之日,期限为3个月。尽管违约事项发生于变更募集说明书公告生效日前,但甲公司在公告生效日即2018年1月25日后仍有两个多月的时间完成涉案债券本息的提前偿付,该履行期限亦属合理。而甲公司未能按期履行,一审法院据此判决以2018年4月1日作为逾期利息、罚息的起算点,具有事实和法律依据,二审法院予以确认。

(三) 债券交易纠纷案件中的担保责任

总结债券交易纠纷案件的情况,并不因公司债券的刚性兑付属性而免除债权人对于到期不能收回债券本息的担忧,不少案件反映债券持有人或受托管理人在购买债券过程中即要求发行人公司就到期未能偿还的债券本息、违约金以及实现债权费用等提供担保,物保、人保、人物联保都是债券交易纠纷案件中的常见担保手段。具体而言,三种类型的担保可能产生的争议问题包括:第一,多期债券发行过程中,发行人提供的担保物股权在每个案件中如何进行处置和分割。例如,在甲证券股份有限公司诉乙商城集团有限责任公司等公司债券交易纠纷多案^[27]中,乙商城集团有限责任公司发行多期债券,因每期债券关联的案件标的金额带来的管辖级别不同,涉诉案件分布在某市三级法院,而

[26] 参见(2019)沪74民终270号民事判决书。

[27] 参见(2019)沪0106民初12867号、(2019)沪74民初435号、(2019)沪民初33号民事判决书。

该多期债券全部设置股权质押,质押物为同一批股权。对于是分案处置还是合并处置,分案处置应如何操作等问题由三级法院进行多次沟通协调,确定了分案处置为佳的总体方案,结合每案债券在债券发行总额中的比例来确定分案处置的清偿比例,目前每个案件的处理结果都基本达到了公平公正的司法要求,当事人服判息诉,数案均未提起上诉。

第二,股东会决议的效力认定和债券持有人或受托管理人的注意义务判断。在发行人应要求由其控股的关联公司提供保证过程中,结合《第九次全国法院民商事审判工作会议纪要》的相关规定要求,债券持有人或受托管理人应对发行人与关联公司之间的持股关系并针对股东会决议进行形式审查。形式审查并不意味着债券持有人或受托管理人仅仅只是看到一份股东会决议即可,而应对债券持有人或受托管理人提出其应履行必要注意义务的要求。司法裁判反映出,根据《公司法》和最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》(以下简称《担保法司法解释》)第7条的规定,公司为股东提供关联担保,必须经由股东(大)会决议,该被提供担保的关联股东不得参与表决,而有案件中缺失公司两名股东中另一名也是唯一一名有权进行表决的股东个人签字之情况下,债券受托管理人难以证明其对股东会决议进行了必要的审查。债券受托管理人对发行人关联股东公司提供的股东会决议没有履行必要的注意义务情况下,不能认定债券受托管理人是善意,进而导致该公司提供的保证丧失法律效力。而债券交易主合同有效但关联担保合同无效情形下,债券受托管理人作为专业证券公司,对此后果负有一定过错,由此酌情认定保证人公司承担的民事责任为发行人公司不能清偿部分的50%。^[28]

第三,混合担保履行过程中其他实现债权费用的认定。在多期债券履行过程中,可能涉及多项担保权利或总体质押物分割过程中如何处理债权人与发行人之间利益衡平的问题,考虑到受托管理人与债券持有人签署的托管协议,受托管理人又与律师之间签有律师服务合同,受托管理人对推进债券处置具有重要作用,而其与其他主体之间存在

[28] 参见(2019)沪74民初434号民事判决书。

多重法律关系,并相互制约,则借以督促受托管理人不仅赢得案件诉讼结果而且在代表债券持有人进行权益分配时亦应履行勤勉尽职义务,故在此类案件中,在《募集说明书》未明确约定律师费等实现债权的费用应由发行人承担的情况下,司法裁判倾向于不予支持债券受托管理人关于律师费的诉讼请求,以促使债券受托管理人在总体处置涉案质押股权过程中发挥更为积极的作用,保障债券持有人合法权益之实现。

结 语

多年来的公司债券交易纠纷司法审判实践在程序性问题和实体性问题的处理上沉淀下了诸多有意义的规则,尤其是《债券纠纷座谈会纪要》的出台,更是为债券纠纷案件的裁判思路与审查要点的明晰提供了重要参照,具有里程碑式的意义。然现有司法实践中仍有诸多问题尚存争议,目前仅针对其中部分问题作出评述,以期为司法实践提供有益借鉴与参考,亦期待公司债券类纠纷相关法律法规不断优化完善以进一步推动公司债券市场健康、可持续发展。

(编辑:何昕)