

论债券持有人会议决议效力

朱 峰 孙晓琳 姚依婷*

摘要:债券持有人会议是形成持有人整体意见的机制。但持有人会议决议在何种情形下得以约束异议持有人,在实践中存在争议。本文认为,债券具有整体性。持有人因共同持有债券而享有共同利益,持有人会议可对涉及债券整体性与持有人共同利益的事项进行决议,且可因此对持有人的个别权利予以限制。在法律性质上,持有人会议是团体法上的组织,可采用多数决机制进行表决。此外,本文还就持有人会议决议权限约定不明、存在个别权利安排情况下持有人会议的表决机制等实践中存在争议的事项进行了讨论,并尝试提出相应解决方案。

关键词:债券持有人会议 决议权限 债券整体性 个别权利

债券^[1]作为依照法定程序发行、约定在一定

* 作者均任职于上海证券交易所债券业务中心。本文仅代表作者个人观点,与所任职单位无关。

[1] 本文讨论的债券是指公司信用类债券,具体包括公司债券、企业债券及非金融企业债务融资工具。根据《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》,具有还本付息这一共同属性的公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具适用相同的法律标准。

期限内还本付息的有价证券,应按募集说明书约定的期限和方式偿还。^[2]但在债券存续期内,如需修改募集说明书中的契约条款或由债券持有人(以下简称持有人)就特定事项作出决定时,因持有人人数众多,要求全体持有人形成一致意见,不仅效率低下且未必可行。因此,大陆法系各主要国家^[3]均建立了债券持有人会议(以下简称持有人会议)制度。持有人组成维护其共同利益的组织,就涉及其共同利益事项进行决议,形成其整体意志并提高决策效率。但是,在不同持有人无法就会议议案达成一致意见的情况下,持有人会议能否约束异议^[4]持有人,是实务中的焦点问题。本文从债券整体性出发,说明持有人会议的功能及其与持有人个别权利的关系,并进一步探讨持有人会议的法律属性及其表决机制,最后就实践中持有人会议的常见争议问题进行分析。

一、持有人会议决议拘束力的争议

(一) 持有人会议决议拘束力的两种观点

持有人会议决议经多数决通过后,关于异议持有人应否受决议的约束,大体可总结为以下两种观点:

一是认为异议持有人不应受决议拘束。其理由包括:首先,决议内容与异议持有人意思相悖,要求其受决议拘束违反意思自治原则。其次,当议案涉及发行人延期、打折偿付等实质减损持有人财产权利事项时,要求其受决议约束,有违财产权利只能由法律限制或权利人自行放弃的一般理念。^[5]最后,涉及持有人会议决议约束全体持有人的规定,层级相对较低且较为原则。

[2] 参见《公司法》第153~154条。

[3] 包括法国、德国、瑞士、日本、意大利等国家。

[4] 严谨而言,本文应讨论决议对异议持有人及对议案投弃权票的持有人的约束力。但举重以明轻,如决议能约束异议持有人,则自然亦可约束对议案投弃权票的持有人。

[5] 黄鑫、沈钰棣:《国际债券市场持有人会议的法律效力及对我国的启示》,载《债券》2019年第2期。

二是认为异议持有人亦应受决议拘束。其理由包括:首先,如要求全体持有人达成一致意见方能对所有持有人产生拘束力,则无持有人会议制度存在之必要。其次,如个别持有人反对即导致其不受决议约束,将与持有人会议促进形成持有人整体意志的宗旨背道而驰,且可能导致少数持有人滥用权利。最后,基于风险收益对等原则,将持有多数债券份额持有人的意志拟制为全体持有人的意志具有正当性。

(二) 问题的关键:持有人会议的决议权限

本文认为,前述问题的关键在于持有人会议的决议权限。《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《办法》)规定:“债券持有人会议规则应当明确债券持有人通过债券持有人会议行使权利的范围……债券持有人会议按照本办法的规定及会议规则的程序要求所形成的决议对全体债券持有人有约束力。”〔6〕《上海证券交易所公司债券上市规则(2018年修订)》〔7〕(以下简称《上市规则》)和《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年版)》〔8〕(以下简称《规程(13年版)》)亦有类似内容。近期出台的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《纪要》)再次明确规定:“债券持有人会议根据债券募集文件规定的决议范围、议事方式和表决程序所作出的决议,除非存在法定无效事由,人民法院应当认定为合法有效……”〔9〕可见,决议对全体持有人具有拘束力的前提之一为决议事项属于持有人会议的决议权限。

但问题并未因此得以解决。前述规范对何者属于持有人会议决议权限未置一词。实务中的持有人会议规则,内容往往为法规之照抄而

〔6〕 参见《办法》第54条第2款、第3款。本文所引《办法》为2015年颁布的《公司债券发行与交易管理办法》。就本文所引述内容而言,2015年的《办法》与2020年8月的公开征求意见稿无实质区别。

〔7〕 参见《上市规则》第4.3.1条和第4.3.12条。需要说明的是,在本文讨论问题范围内,沪深两所相关规则基本一致。因此,在涉及沪深两所自律规则时,本文仅以上交所规则为例。

〔8〕 参见《规程(13年版)》第2条和第4条。此外,《规程(13年版)》在2019年进行了修订并于2020年7月1日实施,下文将该修订版简称为《规程(20年版)》。

〔9〕 参见《纪要》第15条。

缺乏关于决议权限的细化约定,因此在适用时不无争议。持有人会议的法理基础为何,何种事项可提交持有人会议表决,如何理解持有人会议与持有人个别权利的关系?决议的法律性质为何,宜采用何种表决机制?在会议规则约定不明的情况下如何判断决议权限的具体范围及相应的表决比例?前述问题均为关系持有人会议决议效力的基本问题。本文将对此展开分析。

二、持有人会议维护债券的整体性

一期债券往往存在多名持有人,但债券并非单个持有人权利的简单集合,各持有人间亦非毫无关联的权利主体。“设A公司发行总额十亿元之公司债,每一单位为十万元……分由一万个投资人认购,则就此总额十亿元之公司债,将有一万个公司债债权人。但在法律性质上,A公司并非与此一万个公司债债权人分别成立一万个各自独立之债权债务关系,而系A公司对该一万个债权人负一个总额为十亿元之整体性债务”。^[10] 本文认为,债券原则上^[11]具有整体性,且持有人会议为维护整体性的机制。

(一) 债券原则上具有整体性

我国台湾地区林国全教授认为:“公司债乃有其异于一般债务关系之特殊性。其中最重要者应为公司债之整体债务性,亦又称为公司债之统一性者。”^[12] 基于如下原因,本文认为债券原则上具有整体性:

1. 就债券的契约内容观察,债券具有整体性。债券投资人因认购或交易债券而成为持有人后,“其地位并无性质上之区别,只是按其所缴纳之金额之比例,在数量上有所不同而已……”^[13] 无论持有人如何变更,发行人均按募集说明书约定负担债务,负债内容及条件不因持有

[10] 林国全:《公司债之整体债务性》,载《月旦法学杂志》2001年第7期。

[11] 原则上是指发行人未与持有人形成个别权利安排的情况。关于持有人个别权利与债券整体性的关系,详见后文。

[12] 同前注[10]。

[13] 柯芳枝:《论公司债债权人会议》,载《法令月刊》第41卷第10期。

人的变化而变化。“在此公司债之整体债务性下,进而衍生出公司债之其他特性,例如定型性……”^[14]即募集说明书作为规范发行人与全体持有人的契约文本,其内容对所有持有人平等适用。

2. 债券具有整体性是持有人间存在共同利益^[15]的基础。在债券实践中,持有人间存在共同利益事项,如发行人应当为全体持有人聘请受托管理人,发行时设有担保的债券的担保权人为所有持有人。^[16]《纪要》“同期发行债券的持有人利益诉求高度同质化”的规范亦说明持有人间具有共同利益。而共同利益的基础即在于发行人以同一内容及条件负担债务,即债券具有整体性。

3. 债券整体性是债券具有良好流动性的基础。如发行人任意与各持有人就权利义务作出安排,则持有人所持债券的票面利率、剩余期限等要素可能出现差异,甚至同一持有人所持不同份额债券的权利亦不相同。此种情况下进行的债券交易,买受人或无从知晓标的债券所附权利事项,或知晓的交易成本过高,从而导致债券无法具有良好的流动性。唯债券具有整体性方可以同一内容及条件进行流动。

(二) 持有人会议是维护债券整体性的机制

如前所述,债券具有整体性,持有人间具有共同利益事项。在发行人与持有人协商变更契约条款或持有人就特定事项作出决定的情况下,如欲维护该种整体性,则需持有人间形成统一的整体意志。考虑到发行人与持有人逐个协商以确定持有人整体意志的成本过高且未必可行,持有人会议即为形成持有人整体意志、代表持有人共同利益的普遍机制。对此,境外立法例定有明文。《瑞士债法典》第 1164 条规定:“1. 债权人团体可在法律限制内采取一切有效措施保护其共同利益,

[14] 同前注[10]。

[15] 本文认为,理论上凡是涉及债券整体性的事项,持有人间均具有共同利益。但持有人会议规则可排除将该共同利益事项提交持有人会议表决。对此,本文认为,基于持有人购买债券时已同意持有人会议规则,自应尊重该项约定。但此时,债券不因持有人会议规则的约定而丧失其整体性。此外,本文讨论的内容建立在持有人会议规则未特别排除决议权限的基础上。

[16] 如“11 凯迪债”的《募集说明书》在约定公司债券面值总额不超过人民币 11.80 亿元的同时,亦约定了“保证范围包括:本期债券应当偿付的不超过 11.80 亿元人民币及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。”

尤其是债务人境况艰难的情形。2. 债权人团体的决议通过债权人大会作出……”^[17]我国台湾地区“公司法”第263条第1款也规定:“公司债债权人之受托人……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。”境内部分自律组织的自律规则对此亦有类似规定,如《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》第4条:“持有人会议以维护债务融资工具持有人的共同利益,表达债务融资工具持有人的集体意志为目的……”

因此,持有人会议作为形成持有人整体意志的平台,有权对影响债券整体性,即持有人共同利益的事项进行决议。涉及持有人共同利益事项具体包括:

1. 变更募集资金用途。投资者购买债券视为同意发行人募集说明书中约定的募集资金用途。发行人变更募集资金用途改变了投资者的决策基础,且可能影响发行人的偿债能力。因此,变更募集资金用途关系全体持有人利益,应提交持有人会议决议。根据《证券法》的要求,改变(公开发行债券筹集的)资金用途,必须经持有人会议作出决议。^[18]

2. 变更债券受托管理人。^[19]持有人购买债券即视为同意由特定主体担任该期债券的受托管理人并由其维护全体持有人利益。受托管理人的变更与个别持有人的利益并不直接相关,而关系到持有人的共同利益。鉴于此,《证券法》第92条第2款规定“债券持有人会议可以决议变更债券受托管理人”。解释上,应排除依个别持有人要求直接变更受托管理人的可能。

3. 变更担保机构或担保机构信用状况发生重大不利变化。^[20]当担保对象是作为整体的债券时,担保权益的享有人为全体持有人。因此,如担保措施发生变更或重大不利变化,亦与债券整体性及持有人的共同利益相关,故而应由持有人会议作出决议。

[17] 《瑞士债法典》,于海涌、唐伟玲译,法律出版社2018年版,第509页。

[18] 参见《证券法》第15条第2款。此处虽然规范的是公开发行公司债券,但持有人会议的相关原理并不因债券的发行方式不同而有所不同。

[19] 参见《上市规则》第4.3.2条第1款第3项,《规程(20年版)》第9条第8项。

[20] 参见《上市规则》第4.3.2条第1款第8项,《规程(20年版)》第9条第3项。

(三) 持有人对发行人享有个别权利

持有人的核心权利之一为要求发行人按时还本付息,该项权利属于民法上的债权。学理上,债权的效力主要包括请求权、给付利益受领权、给付利益保有、债权处分权及债权保全权。^[21] 肯定债券具有整体性的同时,并不意味着持有人对发行人不再享有个别权利。

1. 持有人享有给付请求权

首先,不同持有人请求权的行权时间和行权方式可能不一致。例如,对于含有回售条款的债券,申报回售的持有人要求发行人给付本金的权利早于未申报回售的持有人。^[22] 这可理解为持有人单独行使了给付请求权。又如,可交换债的持有人可以通过换股方式获得偿付,其换股与否及换股时间的不同,亦会导致行使给付请求权的方式和时间产生差异。^[23] 再以债券置换为例,上海证券交易所(以下简称上交所)《关于开展公司债置换业务有关事项的通知》第8条第1款规定,“对于债券持有人未接受要约的标的债券,发行人应当继续按照标的债券募集说明书等相关约定履行偿付义务”,即选择置换债券的持有人以新发行的债券获得偿付,未进行债券置换的持有人仍按原约定方式获得偿付,持有人获得清偿的方式不同。

其次,即使债券偿付时间及方式相同,个别持有人仍得单独主张请求权。司法实践认可持有人向发行人提起给付之诉单独行使请求权的

[21] 参见江平主编:《民法学》(第2版),中国政法大学出版社2011年版,第406~407页。亦有学者认为债权权能包括请求力、强制执行力,依法自力实现力,处分权能及保持力,参见王泽鉴:《债法原理》,北京大学出版社2009年版,第16~17页;王洪亮:《债法总论》,北京大学出版社2016年版,第31~32页。但总体来说,各学者观点大同小异。此外,为简化问题,此处仅讨论完全债权。

[22] 相关案例可参见万联证券股份有限公司与新光控股集团有限公司公司债券回购合同纠纷案,浙江省金华市中级人民法院(2019)浙07民初325号民事判决书。

[23] 例如,“16神雾E1”的《募集说明书》约定“发行人将在本次可交换债券本金兑付日,按照约定的赎回价格向投资者赎回全部未换股的可交换债券”。参见神雾科技集团股份有限公司等与大成基金管理有限公司证券交易合同纠纷案,北京市高级人民法院(2019)京民终155号民事判决书,即部分投资者可通过换股先行获得偿付,而未换股持有人的请求权的行权日为债券到期日。

效力。^[24]《纪要》第6条亦规定:“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……人民法院应当依法予以受理。”^[25]就原权性请求权及救济性请求权的角度观察,持有人单独行使救济性请求权得获支持,则其向发行人单独主张作为基础的原权性请求权的正当性应无疑问。

2. 持有人享有给付利益受领权、保有权和处分权

如前所述,个别持有人对发行人享有给付请求权,则在发行人履行给付义务后,持有人自然有权受领及保有该部分给付利益。而就处分权而言,个别持有人可通过债券转让、质押等方式处分其持有的债券,与其他持有人无涉。此外,持有人可自愿放弃或减损其权利,此亦为处分权的应有之义。

3. 持有人享有债的保全权

学理上,债的保全权主要包括撤销权及代位权。^[26]行使撤销权的后果为增加债务人的责任财产,即责任财产并不直接归属于提起撤销权之诉的主体。^[27]因此,无论行使撤销权的主体为全部或部分持有人,对持有人利益的保护无实质差别,本文不作过多讨论。

相对复杂的是代位权。行使代位权的后果为债务人的相对人向债权人履行义务,并相应消灭债权人与债务人、债务人与相对人之间的权

[24] 相关案例可参见兴业基金管理有限公司诉中安科股份有限公司证券交易合同纠纷案,上海市高级人民法院(2019)沪民终304号民事判决书;大连金玛商城企业集团有限公司与长江证券(上海)资产管理有限公司公司债券交易纠纷上诉案,上海市高级人民法院(2019)沪民终250号民事判决书;申万菱信基金管理有限公司与吴道洪等公司债券交易纠纷案,北京市第一中级人民法院(2018)京01民初599号民事判决书等。

[25] 虽然《纪要》规定“对于债券违约合同纠纷案件,应当以债券受托管理人或者债券持有人会议推选的代表人集中起诉为原则,以债券持有人个别起诉为补充”,但其考虑主要在于“采用共同诉讼的方式能够切实降低债券持有人的维权成本,最大限度地保障债券持有人的利益,也有利于提高案件审理效率,节约司法资源,实现诉讼经济”,而非否定持有人的单独诉权。

[26] 参见王洪亮:《债法总论》,北京大学出版社2016年版,第136页。

[27] 同上书,第156页。

利义务关系。^[28]换言之,主张代位权获得的财产由主张代位权的债权人获得优先清偿。则在债券中,是否允许个别持有人提起代位权之诉及相应利益归属值得探讨。本文检索到的唯一案例是中国城市建设控股集团有限公司(以下简称中城建公司)与宁波银行股份有限公司(以下简称宁波银行)证券纠纷案。其主要案情为中城建公司到期未能兑付其发行的15.5亿元11中城建MTN1,宁波银行就其持有5000万元11中城建MTN1向法院诉请并获支持,但中城建公司未履行生效判决。后,宁波银行向法院起诉要求代为行使中城建公司对淮南市城市建设投资有限责任公司(以下简称淮南城投)享有的应收账款债权,并获得支持。^[29]此案中,宁波银行仅持有11中城建MTN1部分债券,且中城建公司对淮南城投的应收账款金额不足偿付11中城建MTN1全部未偿本息,但法院依然支持了宁波银行的代位权请求。从此案例可知,法院认可个别持有人基于单独债权而享有的代位权。

(四) 债券整体性与持有人个别权利的关系

在一方面债券具有整体性,另一方面持有人享有个别权利的情况下,是否可以通过持有人会议机制限制持有人个别权利,是实务中的焦点问题。本文认为,持有人会议以维护整体性为目的,适当限制持有人个别权利具有正当性;但在无涉整体性或者持有人会议未就限制个别权利形成整体意志时,持有人的个别权利仍应予以保护。

1. 属于影响债券整体性的事项,需通过持有人会议予以决议

相较于银行贷款等间接融资工具,债券具有标准化、可拆分、流动性较好等特性,但均以维持债券整体性、解决不同持有人间意志分化问题为前提。通过持有人会议维护债券整体性是“债券”这一产品的基

[28] 参见《民法典》第537条。

[29] 参见中国城市建设控股集团有限公司与宁波银行股份有限公司证券纠纷上诉案,浙江省高级人民法院(2017)浙民终795号民事判决书和宁波银行股份有限公司与淮南市城市建设投资有限责任公司债权人代位权纠纷案,浙江省宁波市中级人民法院(2018)浙02民初804号民事判决书。此外,浙江省高级人民法院在宁波银行与淮南城投代位权纠纷一案的二审中,以一审法院未查明中城建公司对淮南城投享有的具体债权金额为由,撤销了一审判决,但对于宁波银行可以自身名义行使代位权未持否定意见,参见淮南市城市建设投资有限责任公司、宁波银行股份有限公司债权人代位权纠纷上诉案,浙江省高级人民法院(2019)浙民终125号民事裁定书。

本制度安排,此点亦为现行法规所明确。^[30] 投资人购买债券时,即应视为知晓并接受其个别意志可能因维护债券整体性而受到限制。因此,如拟审议事项属于影响债券整体性的事项,则通过持有人会议予以决议,并在此基础上限制持有人个别权利应属正当。

尽管如此,在涉及发行人向全体持有人提议统一减免、延缓偿付债券本息,下调票面利率^[31](以下统称减免发行人偿付义务)等事项时,因直接涉及持有人财产权利的减损,故而是否可以通过持有人会议限制持有人的个别权利,实务中常存较大争议。

本文认为,债券具有整体性,发行人以同一条件及内容负担债务,而债券本息偿付的金额及期限系负债内容的重要组成。就减免发行人偿付义务而言,如欲维护债券整体性,则需形成关于本息偿付金额及期限的统一意志,债券持有人会议即为形成该项意志的工具。因此,减免发行人偿付义务可以成为持有人会议的决议事项,并通过持有人会议形成持有人的整体意志。在实务个案中,此类事项是否作为持有人会议决议事项,应以持有人会议规则的约定为准。^[32]

从境外立法和司法实践看,减免发行人偿付义务亦可纳入持有人会议决议范畴。根据《瑞士债法典》第 1170 条的规定,延长利息支付年限、减免利息、减少利率、减少偿债年限、中止偿付期等事项,均属于持有人会议的决议权限。^[33] 而根据《日本公司法》第 706 条的规定,公司债债权人会议有权审议债券延期支付、对债务未履行产生的责任免

[30] 以公司债为例,根据《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 23 号——公开发行公司债券募集说明书》的规定,发行人应当在募集说明书扉页中刊登“投资者认购或持有本期公司债券视作同意……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……主体权利义务的相关约定”。同时,《办法》第 55 条第 3 款规定:“债券持有人会议按照本办法的规定及会议规则的程序要求所形成的决议对全体债券持有人有约束力。”可知债券发行时已确立债券整体性原则并向持有人告知了相关风险。债券存续期内,根据《上市规则》第 4.3.2 条(《规程(20 年版)》第 9 条也作了类似规定),受托管理人应当在法定及约定情形下,为维护全体持有人的共同利益而召集债券持有人会议,此亦是维护债券整体性的制度安排。

[31] 募集说明书约定发行人有权下调票面利率的除外。

[32] 详见本文第四部分论述。

[33] 同前注[17],第 511~512 页。

除或和解的事项。^[34]我国台湾地区“公司法”虽未明确规定持有人会议的具体权限,但根据本文检索的有限案例,债券折价清偿^[35]亦属于持有人会议的决议权限。目前,我国债券市场也逐渐认可将减免发行人偿付义务事项提交持有人会议表决的正当性,相关自律组织的自律规则已对此作出回应。《规程(20年版)》第26条第1款将“变更债务融资工具发行文件中与本息偿付相关的发行条款,包括本金或利息金额、计算方式、支付时间……”作为可提交持有人会议决议的事项。上交所发布的《公司债券持有人会议规则(参考文本)》(以下简称《参考文本》)亦有类似内容。

2. 不涉及整体性的持有人个别权利,不得通过持有人会议予以限制

债券整体性建立在发行人负有同一负债内容及条件的基础上。前文所述的减免发行人偿付义务直接改变负债期限、金额及利率,募集资金用途与负债的承诺有关,受托管理人监督债务的适当履行,担保债务则为负债的从债务,持有人就该等事项均具有共同利益。问题在于,是否存在超出整体性的共同利益事项?超出整体性的事项得否提交持有人会议而获得约束全体持有人的效力?本文倾向于答案均为否,并试举下例分析:

(1) 转让、质押债券的可限制性。

如前所述,转让及质押债券属于持有人的个别权利。相应转让及质押债券,不改变负债内容及负债条件,无关债券整体性及持有人共同利益,因此并无通过持有人会议予以限制的正当性。

(2) 持有人寻求公力救济的权利的可限制性。

有观点认为,持有人会议可以通过多数决,授权受托管理人代表全体持有人起诉发行人,即使是异议持有人亦将据此被代表起诉,从而丧失单独起诉的权利。其理由在于,发行人资产有限,如单个持有人先行起诉并获得执行依据,可能在事实上取得了优先清偿的经济利益。如

[34] 参见吴建斌编译:《日本公司法》,法律出版社2017年版,第339页。

[35] 参见我国台湾地区高等法院2005年上易字第100号民事判决,该案中持有人会议审议通过了折价46%的清偿方案,法院对持有人会议的效力予以认可。

通过持有人会议形成仅能由受托管理人平等代表全体持有人起诉的决议,则可保护所有持有人在诉权上的平等地位,符合共同利益的含义,应而具有正当性。

但本文认为,前述观点混淆了权利内容与权利的公力救济,并过度解读了共同利益。持有人享有的实体权利属于私权,得依私法自治予以限制。但起诉等主张公力救济的行为,属于程序法范畴,经由持有人自身同意而限制尚存较大争议,^[36]更遑论通过持有人会议予以限制。从司法角度看,《纪要》第6条规定持有人会议可决议授权受托管理人代表部分持有人主张权利,此种情况下其他持有人仍单独享有诉权。即持有人会议关于授权起诉的决议可仅约束部分持有人。因此,本文认为,受托管理人代表诉讼的正当性应来源于部分持有人基于自身意志的授权而非持有人会议的整体意志。该种解释亦可与《证券法》“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”的规定相衔接。

3. 特定情况下,持有人仍可与发行人达成个别权利安排

如前所述,持有人会议可以维护整体性为目的,形成限制持有人个别权利的决议,但此观点并未完全禁止发行人与持有人进行个别协商。在持有人会议未就限制个别权利形成整体意志时,各持有人仍有权为维护自身合法权益而与发行人达成个别权利安排。

首先,债权具有平等性,“数个债权,不论其发生先后,均以同等地位并存”。^[37]因此,发行人与个别持有人得基于契约自由协商达成个别权利安排,这也是持有人行使处分权的表现。其次,持有人会议为非常设机构,形成决议需经召集及表决等程序,可能出现召集人怠于履行召集义务的情况,或即使成功召集但持有人间因利益严重分化等原因而无法形成决议。此种情况下,如过分强调债券整体性而不允许发行人与持有人单独形成权利安排,则可能使得发行人风险处置陷于停滞,

[36] 参见杨杰:《程序与实体二分下的不起诉契约——兼论诉讼契约化》,载《现代法治研究》2019年第4期。

[37] 王泽鉴:《债法原理》,北京大学出版社2009年版,第8页。

浪费各方经济资源。此外,实务中也有发行人与持有人分别协商形成权利安排的案例。如永泰能源股份有限公司就其发行的“16 永泰 01”债券,提出了本金展期兑付和解方案,由同意展期兑付的持有人与发行人分别签署,并通过该种方式有效化解了债券风险。可以说,允许个别持有人与发行人达成个别权利安排,既是尊重当事人意思自治的体现,也是推进风险化解处置,维护金融安全的选择。^[38]

需要强调的是,相较于债券的整体性而言,该项个别权利安排仅应作为例外存在。同时,对于已经形成的个别权利安排,除非存在法定的无效、可撤销事由或约定的其他情形,原则上不应受其后的决议的影响。而在持有人会议形成有效决议后,全体持有人均应受该决议的约束,除非形成废除原决议的更新决议,否则不应再允许持有人与发行人形成与决议内容相冲突的个别权利安排。

综上,本文认为,对于与债券整体性相关的事项,无论该事项本身是否与持有人个别权利相关,均可以提交持有人会议进行决议。而对于仅与持有人个别利益相关但无关债券整体性的事项,则丧失提交持有人会议予以决议的正当性。同时,在特定情形下,仍应允许持有人与发行人单独形成权利安排,以避免持有人会议制度缺位对持有人权益保护可能产生的不利影响。需要补充说明的是,债券的整体性及共同利益存在不同维度。例如,如发行人与个别持有人形成了关于偿付请求权的有效安排,则若后期持有人会议就偿付请求权事项进行表决时,该部分持有人无权参加该持有人会议。但同时,如后期持有人会议审议更换受托管理人、变更募集资金用途、修改与偿付无关的持有人会议规则等事项时,该与发行人形成个别偿付安排的持有人并未就此等事项丧失共同利益,其仍应有权参与会议并行使表决权。即共同利益乃相对标准,在此事项上具有共同利益的持有人,在彼事项上却未必具有共同利益。^[39]关键在于,对于持有人会议的拟审议议案,该持有人是否仍享有共同利益。

[38] 关于债券纠纷与金融风险的关系,可参见《纪要》第1条。

[39] 参见叶林:《私法权利的转型——一个团体法视角的观察》,载《法学家》2010年第4期。

三、持有人会议可以多数决方式进行表决

如前所述,持有人会议决议约束全体持有人,以形成持有人的整体意志及维持债券的整体性。如全体持有人均同意议案,则持有人受决议约束的正当性无须多论。但如仅部分持有人同意了议案,则决议能否约束全体持有人?如能,则其所要求的表决权比例如何?本文认为,持有人会议决议属于团体法上的决议,可以多数决的方式通过。

(一) 持有人会议决议属于团体法上的决议

本文认为,持有人会议属于团体,会议决议为团体法上的决议,是团体意志的反映。

1. 持有人会议属于团体

持有人会议符合团体的强制性、组织性、稳定性^[40]的特征。就强制性而言,《证券法》《办法》等均要求债券应当设置持有人会议机制。^[41]“藉团体之力量,与公司立于对等地位,始足以监管发行人公司确实履行其债务,此乃承认公司债债权人团体之必要性所在。”^[42]就组织性而言,持有人会议由全体持有人组成,设有召集程序、表决机制等事项。而就稳定性而言,持有人会议存在于整个债券存续期间,持有人无权做出废黜持有人会议制度的决议。即使极端情形下持有人集中为一人,但只要债券仍可交易,就有转变为多名持有人的可能。即便持有人仅为一人,该名持有人的意志也能代表整体意志。

此外,就团体意志的形成而言,各持有人乃团体内成员,且就团体事项具有共同利害关系。类似于股东大会是股东整体意志的表达,持有人会议则是持有人整体意志的表达。“公司债债权人会议制度系就有关公司债债权人共同利害关系事项之决议,得视为公司债债权人团

[40] 参见冯兆蕙、李霞:《〈民法总则〉第134条第2款“决议行为”之探析》,载《河北法学》2019年第37卷第1期。

[41] 参见《证券法》第92条,《办法》第54条。

[42] 同前注[13]。

体的意思决定机构”〔43〕

2. 持有人会议具有团体法上的私法自治价值

“私法自治在内容上包含个人法自治与团体法自治,法律行为则是个人法自治与团体法自治之工具。”〔44〕《纪要》规定,“要充分……尊重债券持有人会议依法依规作出决议的效力……”可见,持有人会议是持有人进行意思自治,体现持有人整体意志的组织,即持有人通过持有人会议该种团体机制对自身权利予以处置。但与狭义的个人法的意思自治不同,此处构成团体法上的私法自治。“以其公司债债权人之自治管理为前提,透过公司债债权人会议的运作,直接承认公司债债权人团体之存在。”〔45〕

团体法上私法自治的正当性在于,“‘公共管理属性’乃是团体法与个人法的最本质区别。在个人法上,私权主体彼此之间呈现出一种离散的原子化状态,他们之间的交集经常是即时的、非持续性的,一个法律行为完成后私权主体之间可能再无其他交集,若再发生交集则可能需要通过另一个法律行为。团体法则不然,团体本身就是持续性的,团体成员之间如蜘蛛网一样交织在一起,团体成员之间法律关系的复杂性,决定了团体的公共管理需求。所以,在团体之中,成员为了更好地实现其私权,就必须让渡出一部分私权,形成‘共益权’以及团体的公共管理机构(如董事会),这就是团体法的‘公共管理属性’”〔46〕从前文分析来看,为维护债券整体性而对持有人个别权利予以限制,即属于此处持有人的私权让渡。

(二) 决议行为采用多数决的正当性

如前所述,决议乃团体整体意志的体现,则在非全体一致同意的情况下,“‘意思多数决——法律效力遍及全体’之间的逻辑联系似乎超出了一般的正当性认知,与私法自治的‘自己责任’有些矛盾,不免有顾此失彼之意味。因此,意思‘多数决’的适用必须满足正义性的需

〔43〕 廖大颖:《公司债受托人与公司债信托契约》,载《月旦法学杂志》2002年第1期。

〔44〕 吴飞飞:《决议行为归属与团体法“私法评价体系”构建研究》,载《政治与法律》2016年第6期。

〔45〕 同前注〔43〕。

〔46〕 同前注〔44〕。

求,尽可能接近所有成员的共同意愿,以使得‘全体有效’这一法律后果在逻辑上是充分合理的”。^[47] 学界虽普遍认为多数决乃决议的特征之一,^[48] 但本文不揣鄙陋,仍简要论述持有人会议中多数决的正当性。^[49]

首先,持有人会议的多数决是资本多数决的体现。“企业的资产虽然在形式上归属于企业这一主体,但透过企业的虚拟本质,在伦理、经济实质上,企业的资产归属于企业外部的各类权利主体。”^[50] 持有人持有的债券是公司资本的重要组成部分。如前所述,持有人持有的每份债券所代表的权益和风险程度原则上^[51] 相同。因此,持有人间的利益分配和表决权应按照持债金额确定。这有利于确立投资回报与投资风险系数之间的正比关系。持债金额更大的持有人因其需承担更多风险,其意志通常与各持有人的最大化利益相一致。因此,将持债金额较多的持有人的意思拟制为全体持有人的意思具有正当性。反之,如要求全体一致同意,则任一持有人均有可能滥用否决权而阻止涉及全体持有人利益事项的通过,其结果难谓公平。

其次,多数决是效率价值的体现。随着资本市场的发展,单期债券的发行规模有所扩大,持有人数量相应增多。持有人会议作为非常设机构,需由持有人会议决议的事项往往具有重大性和紧迫性,在风险处置过程中尤其如此。而短时间内需征得全体持有人的一致同意殊为困难。一致同意体现的是绝对的平等观,这种平等观妨碍了持有人的集体行动,导致持有人会议的低效率,并容易造成少数持有人滥用权利而

[47] 同前注[40]。

[48] 相关观点可参见朱庆育:《民法总论》,北京大学出版社2013年版,第134页;史尚宽:《民法总论》,中国政法大学出版社2000年版,第311页;[德]卡尔·拉伦茨:《德国民法通论》(下册),王晓晔等译,法律出版社2003年版,第433页。当然,学界也有反对观点,参见注[44],作者反对的理由主要在于认为如果考虑到意思自治,在团体成员不反对的情况下,也可实行少数决。对此,本文认为,该逻辑推论具有合理性,但从经济理性的角度,似较少有团体会做此种约定。

[49] 此部分的逻辑进路,受到了朱慈蘊教授《资本多数决与控股股东的诚信义务》一文的诸多启发。

[50] 许德风:《公司融资语境下股与债的界分》,载《法学研究》2019年第2期。

[51] 形成差异化偿付的除外。但差异化偿付的情况下,获得差异化偿付的持有人不再参加与偿付有关的持有人会议,因此,无害于此处逻辑推论。

向发行人漫天要价的情况,并最终妨碍风险处置。而持有人会议采取多数决则彰显了其对效率价值的尊重。

再次,多数决有助于平衡发行人与持有人的利益。“按承认公司债债权人团体之存在,除能保护公司债债权人之利益外,对发行公司亦诸多益处……盖当发行公司有倒闭之虞时,事实上需要公司债债权人作为某种程度之牺牲(如发行公司债缓期清偿,降低利率,解除担保或暂时停止行使其权利等),使公司免于破产之厄运,始足以确保全体公司债债权人之利益……斯时唯有承认公司债债权人团体之存在,藉多数决之方法,始能顺利地使公司免于倒闭。”^[52]在发行人有挽救可能的情况下,对发行人的保护也是为了避免发行人进入破产程序后持有人的损失,亦构成持有人利益保护的重要一环。而关于发行人是否存在挽救可能,自应尊重持有人作为经济理性人的自行判断。

最后,实践中的多数决机制符合程序正义的要求。“决议行为意思多数决的特殊性决定了它的成立生效必须基于一套专业化和系统性的程序流程和规则。决议这样群体性的团体行为,必须通过严格的程序机制来保证各成员能充分有序地表达自己的真实意思并且进行交流、协商,以对每个成员原始的个人意思基于‘多数决’规则加工形成的新的团体意思,亦决议行为的意思。”^[53]就持有人会议而言,投资者购买债券的行为相当于同意对持有人会议的权利让渡,为之后多数决的行为提供正当依据。且持有人会议规则多有关于决议主体、决议事项、议事方式和表决程序的约定,相应安排构成程序正义的保障。

总之,诚如学者所言,“于团体自律,理论上团体之意思决定如欲拘束团体之全体成员,则应有全体一致之决议始可,然则坚持此项理论,团体自律将无从实现,因而乃导入团体法上之多数决原则,以强化决议之拘束力。而此项多数决原则之基本根据系以个人得以自己之意思自由加入团体、并有退出之自由”^[54]。

[52] 同前注[13]。

[53] 同前注[40]。

[54] 谢在全:《民法物权论》(上册),中国政法大学出版社2011年版,第256~257页。

(三) 决议行为的表决机制

鉴于持有人会议具有团体性,而其决议得以多数决通过,则该多数决的具体表决机制如何?本文认为,持有人会议与股东大会均为团体法上的决策机制,基于意志形成上的类似性,持有人会议的表决机制可参照股东大会的表决机制。^[55]“在公司债权人集合中,与公司债权人的重大利害相关的事项实行多数决。这里也存在同股东大会类似的一面……”^[56]而在立法例中,境外亦有明确承认持有人会议准用股东大会的规定。^[57]

1. 持有人会议的表决基数

根据《公司法》第103条的规定,无论是股东大会的普通会议抑或特别会议,其均以出席会议的人数作为表决权比例基数。其法理在于,召集人依程序发出召集会议的通知及拟审议事项后,视为所有股东均已知晓会议事项,股东不参会即为对自身权利的放弃,而法律不保护躺在权利上睡觉之人。相同原理亦可适用于债券,故以出席会议的持有人所享有的表决权作为表决权基数,有利于鼓励持有人重视自身权利、积极参会并表达自身意见。但如以全体持有人享有的表决权作为基数,则有利于更加全面地反映全体持有人的意志。因此,两种表决基数均无不当,实践中应尊重持有人会议规则的具体约定。

2. 持有人会议的表决比例

依据股东大会表决事项对股东权益的影响,决议分为普通决议与特别决议,并设有不同的表决比例。本文认为,持有人会议决议亦可做相应划分并适用不同表决比例。特别决议事项主要是指与持有人个别

[55] 因持有人间并无人身上的信赖联系,持有人间的集合更多具有资合特征,因此,相较于有限责任公司的股东会,持有人会议与股份有限公司的股东大会类比更为恰当。

[56] [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。类似观点如“以召开会议并通过决议的方式来行使权利,是债券持有人会议与股东会的相似之处。因此,许多国家和地区都规定,债券持有人会议的议事规则等方面准用公司法有关股东大会的规定”,参见时建中:《论公司债券持有人会议制度》,载《月旦财经法律杂志》2005年第1期。

[57] 参见《意大利民法典》第2415条、第2368条和第2369条,具体条款内容可见《意大利民法典》(2004年),费安玲、丁玫、张宓译,中国政法大学出版社2004年版,第564页、第589~590页。

权利直接相关,但为维护债券整体性因而对持有人权利予以限制的事项,包括但不限于:拟减免、延缓发行人、增信机构或其他负有代偿义务第三方的金钱给付义务。此类事项可由表决权基数的 2/3 以上通过。而除特别决议外的事项为普通决议事项,由表决权基数 1/2 以上通过即可。此处 2/3 与 1/2 为举例,具体表决机制原则上应由持有人会议规则自行约定。

(四) 避免多数决滥用的机制

持有人会议采用的多数决机制,本质是公平与效率间的权衡。为使多数决机制不被滥用,境外立法例多对其适用施加了适当限制。

1. 正面限制

首先,持有人会议需为全体持有人利益召集,且应按法定和约定的议事程序召开。前文已有明确说明,此处不再赘述。

其次,部分国家对持有人会议的决议权限进行了限制。即使是涉及持有人共同利益的事项,也并非均允许持有人进行决议。^[58] 典型者如《瑞士债法典》。^[59] 《瑞士债法典》第 1170 条对关于利息延期支付的年限、减免利息支付的年限、中止债券的期限等均有所限定。^[60] 同时,该法第 1173 条第 1 款规定:“任何债权人不得被债权人团体的决议强迫接受除第 1170 条之外的对债权人权利的限制,或者履行未在借贷

[58] 该等限制是对通过团体多数决作出的决议的限制。本文初步认为,限制团体决议权限的范围是为避免多数决的滥用,而非绝对禁止全体持有人一致同意情况下作出相关权利安排。

[59] 此外,日本法亦采相同立场,见《日本公司法》第 716 条。亦可参见注[56],第 382 页。

[60] 《瑞士债法典》第 1170 条规定:“为了能够对以下内容作出有效决议,必须得到至少持有可流通债券(上市债券)三分之二的多数债权人的同意:(1)利息支付最长延长五年,最多可能再延长两个五年期;(2)在七年期,至多减免五年利息;(3)利率减至借贷条件规定的利率的一半,或者由取决于经营成果的利息(浮息)来代替定息,两种情形最长允许十年,至多可能再延长五年;(4)减少偿债年限,或者增加部分偿付的数目,或者暂时中止这些给付,对分期偿付债务规定的期限最长十年,至多可能再延长五年;(5)对已到期的借贷,或者五年限内将要到期的借贷,或者部分借贷的偿付期,最长中止十年,至多可能再延长五年;(6)允许提前偿付债券的本金;(7)给企业支付的新增资金设立优先权的担保、变更借贷的担保、放弃全部或部分的担保;(8)同意变更关于债券发行量与股本比例限制的规定;(9)将全部或部分的债券转换成股票的批准。”同前注[17],第 511~512 页。

条件中规定的或者未在交付债券时约定的给付。”^[61]申言之,持有人会议对持有人的权利限制范围仅限于《瑞士债法典》第 1170 条规定的内容。

最后,境外多有规定决议生效须经有权机构认可。《瑞士债法典》第 1176 条第 1 款规定:“只有经州的债务清偿高等机构批准,限制债权人权利的决议才有效力。”^[62]《日本公司法》第 734 条第 1 款规定:“公司债债权人会议决议未经法院批准的不生效。”^[63]

2. 反面限制

对于持有人会议决议的反面限制,主要集中在何种情形下决议效力存在瑕疵。^[64]限于篇幅,本文仅讨论持有人会议决议不发生法律效力的情形。

首先,持有人会议决议作为法律行为的一种,应适用法律行为效力瑕疵的规定。其次,境外各立法例大多规定了不予认可(批准)会议决议的情况。例如,《瑞士债法典》第 1177 条规定:“只有在以下情形中,批准才能被拒绝:1. 违背债权人大会召集的有关规定和大会决议必须满足的条件的;2. 为解决债务人艰难情况而作出的决议并非必需的;3. 债权人的共同利益未被充分维护的;4. 大会的决议是以非法的手段达成的。”^[65]而《日本公司法》第 733 条则规定:“有下列情形之一的,法院不得批准公司债债权人会议决议:(一)公司债债权人会议的召集程序或决议方法违反法律或用以说明为第 676 条募集的有关该公司债发行公司的事业及其他事项的资料中记载或记录事项的;(二)决议以不正当的方法作出的;(三)决议明显不公正的;(四)决议违反公司债债权人一般利益的。”^[66]我国台湾地区关于决议不被认可的事由,与《日本公司法》的规定基本一致。^[67]总体来看,持有人会议决议效力不

[61] 同前注[17],第 512 页。

[62] 同前注[17],第 513 页。

[63] 同前注[34],第 348 页。此外,我国台湾地区“公司法”第 264 条亦采相同立场。

[64] 例如,除下文讨论的拒绝批准外,《瑞士债法典》第 1178 条和第 1179 条还规定了针对持有人会议决议的诉讼和撤销事由。

[65] 同前注[17],第 513~514 页。

[66] 同前注[34],第 347 页。

[67] 参见我国台湾地区“公司法”第 265 条。

被认可(批准)的原因既可以是程序上的原因,包括会议的召集和决议作出的方法违反规定和约定;也可以是实体上的原因,即决议违反债权人的共同利益、出现明显不公正的情形。^[68]

本文认为,前述机制可供境内未来完善持有人会议规范时予以参考。一方面,是将所有决议事项及表决比例均授权持有人会议规则自行约定,还是对部分决议事项及表决比例进行“立法”保留,值得探究;另一方面,境外立法例中关于决议不予认可(批准)的事由值得借鉴,即除法律行为无效的一般规则外,持有人可以决议触发前述不予认可(批准)的事项为由,申请否定持有人会议的效力。但要求持有人会议决议需经第三方机构认可的做法,本文认为并不适用于境内实践。因为境内债券数量较多,要求第三方机构对任何决议均予以认可,成本过高。且持有人会议往往因重大事项而触发,经第三方认可无法满足较高的时效性要求。

四、对常见持有人会议争议内容的讨论

近年来,受内外部经济环境影响,债券信用风险事件有所增加,涉及持有人会议的争议逐渐增多。相关争议涉及的持有人会议规则(以下简称存量会议规则)制定时间较早,彼时因信用风险事件较少,各方对持有人会议制度未给予必要关注,导致存量会议规则往往未尽完善,如何解释与适用在实践中存在一定争议。本部分以前文论证内容为基础,对若干争议问题进行讨论分析。

(一) 决议权限约定不明时决议的约束力

存量会议规则存在决议权限相关约定较为空泛的问题。以修改契约条款为例,常见可能相关的表述为“修改募集说明书的(重要)约定”,或会议规则未约定任何具体决议权限而仅约定会议召开前提为“本金或利息未能按照约定足额兑付”等。追根溯源,前述约定来源于

[68] 在我国台湾地区高等法院2010年非抗字第50号民事裁定中,法院结合案件事实对不予认可决议的理由有较详细的阐释,有兴趣的读者可自行查阅。

法规内容之照抄。以公司债为例,“拟变更债券募集说明书的约定”来源于《办法》第55条“存在下列情形的,债券受托管理人应当召集债券持有人会议:(一)拟变更债券募集说明书的约定”的规定。即使少部分会议规则将“约定”限缩为“重要约定”,该项限缩亦恐仅具宣誓意义而无规范作用。^[69]

由此引发的适用问题是,何为募集说明书的(重要)约定?^[70]如前所述,持有人会议的有效决议对全体持有人具有拘束力,但空泛的会议权限约定极易引发争议。此时,是否可以因约定不明而否定持有人会议对有关事项的决议权限?本文认为,募集说明书约定涵盖了发行人及持有人间几乎所有权利义务,如一概持否定态度,则所有契约条款均不得通过持有人会议予以修改,将导致现有约定本身及《办法》相关规定均被架空,不利于持有人权益的保护,显非妥善选择。因此,本文更倾向于认为该种约定不明为存量会议规则的漏洞,应通过解释的方法进一步明晰适用边界。同时,因募集说明书不同约定对持有人权益的影响差异较大,解释方法及其结论不可一概而论。本文仅以减免发行人偿付义务事项为例,结合存量会议规则的常见内容,尝试讨论持有人会议的可决议性。鉴于此种尝试仅限于学理讨论,缺乏实证检验,本文仍然认为通过修改持有人会议规则对存量债券持有人会议决议权限予以明确乃避免争议的最佳方式。

1. 部分解释方法及其评价

(1)文义解释。例如,决议权限约定为“当发行人未能按期支付本期债券利息和/或本金时,对是否同意符合本规则规定的提案人提出的解决方案作出决议……”持有人减免发行人偿付义务可认为系对“提案人提出的解决方案作出决议”。又如,决议权限约定为“当发生对本期未偿还债券之债券持有人的权益有重大影响的事项时,对行使本期未偿还债券之债券持有人依法所享有权利的方案作出决议”时,因持有人可放弃其自身权利,因此减免发行人偿付义务属于持有人“依法

[69] 类似地,非金融企业债务融资工具的持有人会议规则中无决议权限而仅列明召开前提的情况,亦是直接照抄《规程(13年版)》第7条规定的结果。

[70] 约定会议召开前提为“本金或利息未能按照约定足额兑付时”的,同样存在持有人会议可采取何种措施不够明确的问题。

所享有的权利”。再如,决议权限约定为“发行人提出重大债务重组方案,需要决定或授权采取相应措施”,因减免发行人偿付义务属于债务重组范畴,因此推定属于可决议事项。前述关于决议权限的解释,应认为尚在文义射程范围之内,所做解释符合一般合理预期。因此,本文认为在前述约定的情况下,将减免发行人偿付义务作为持有人会议决议权限,具有一定正当性。

(2)习惯解释。约定不明情况下产生的纠纷可依据习惯予以解决,但是对习惯的认定应当遵循谨慎谦抑的原则。目前,市场上存在持有人会议规则约定不明情况下以多数决减免发行人偿付义务的先例,但数量尚少且存在一定争议。例如,“13 金特债”“11 霍煤债 01”在决议权限未对展期、打折等有明确约定的情况下以多数决方式作出了打折兑付^[71]及展期^[72]的决议。“15 康美债”持有人会议规则的决议事项范围包括发行人变更募集说明书约定的同时,也明示排除了免除债券本息、变更利率、取消回售条款等事项,但其通过持有人会议审议通过了回售本金展期的议案。^[73] 本文认为,且不论上述案例的处理方式是否具备正当性,仅就其数量以及所涉决议事项的差异性而言,远不足以构成习惯。唯有后续此类处理逐渐增多,且形成基本趋同的处理意见时,方有通过成为交易习惯而获得法源效力的可能性。

(3)目的解释及体系解释。部分存量会议规则在决议权限中约定“修改募集说明书的重要约定”“发行人已经或预计不能按期支付本息,需要决定或授权采取相应措施”等,或仅约定“债务融资工具本金或利息未能按照约定足额兑付”等召开前提而对决议权限未置一词。仅从该类约定本身而言,实难准确推论其文义射程,需综合持有人会议规则其他条款以及募集说明书、受托管理协议等文件的约定,通过目的解释乃至体系解释的方法予以探讨。若综合多种解释方法仍难以得出

[71] “13 金特债”于 2018 年 5 月 15 日召开了持有人会议,审议通过了以 6 折偿还本金的议案。

[72] “11 霍煤 01”于 2019 年 4 月 3 日召开了持有人会议,审议通过了关于债券展期的议案。

[73] “15 康美债”于 2020 年 2 月 24 日召开持有人会议,审议通过了对所有申报回售的投资者按 50 万元以下全额、50 万元以上部分 25.666% 的比例发放回售本金的议案。

相对令人信服的结论,则为免争议,本文倾向于认为减免发行人偿付义务的事项不应作为持有人会议的决议权限。

总体而言,对于减免发行人偿付义务是否属于持有人会议决议权限的争议,应综合运用文义解释、习惯解释、目的解释、体系解释等多种方法,结合持有人会议规则的具体约定,就个案进行审慎判断,而无法得出统一之结论。

2. 对约定不明情况的建议

为避免发生前述争议,本文认为较为妥善的处理方法系在争议发生前即对持有人会议规则予以修改。一般而言,在发行人偿债能力发生重大不利变化时,才会出现关于减免其偿付义务的议案。此时,持有人间极易出现意见相左情形,不利于议案的审议及风险化解处置。而在争议发生前,通过修改持有人会议规则,对此类议案是否属于持有人会议决议权限,以及相应表决比例予以明确,应为减少后续争议、提高会议决策效率、保护持有人利益的较佳方法。需要说明的是,该项修改议案,无论是将减免发行人偿付义务纳入或排除持有人会议决议权限,均无不当。

对于修改持有人会议规则以明确减免发行人偿付义务的表决机制,该项问题亦较为复杂。具体而言,拟将减免发行人偿付义务事项列入或排除持有人会议决议权限的持有人会议,其通过比例是否应根据列入或排除而有所不同?在列入的情况下,是否应根据列入后持有人会议对该事项的表决机制以确定此次会议的表决比例,在理论上均较为可议。但从实务观点而言,如尊重现行持有人会议规则的约定,则直接适用存量会议规则关于修改持有人会议权限事项的具体比例即可。

需要注意的是,因前期信用风险事件相对较少,持有人会议争议不易发生,因此存量会议规则未尽完善尚在情理之中,如必须对持有人会议决议权限进行解释的,可参考前文所述方法。而目前,相关自律组织已意识到规范持有人会议决议权限的必要性。无论是交易所出台的《参考文本》,还是交易商协会修订的《规程(20年版)》,均对持有人会议的决议权限进行了详细规范,且相关规则均允许将减免发行人偿付义务等事项作为决议权限,未来决议权限不明的情形将显著减少。因此,对于《参考文本》《规程(20年版)》发布后制定的持有人会议规则,

本文认为应更尊重持有人会议规则的明示约定。

(二) 持有人会议的表决比例

境内目前仅有自律规则对会议表决比例予以规定,且大多授权持有人会议规则另行约定。^[74]在存量会议规则关于决议权限约定不明的情况下,如何确定其对应的表决比例亦可能存有争议。本文认为,为充分发挥持有人会议机制的实效,应通过解释方法确定具体表决比例。^[75]

首先,对于持有人会议规则仅约定了一项表决比例的,则无论审议事项为何,均应适用该项表决比例。

其次,对于持有人会议规则约定了两项以上表决比例的,则应进一步区分以下两种情况:一是对于约定不明的事项,如可通过前述解释方法解释为属于持有人会议明确约定的权限范围的,则原则上应当按照该权限范围对应的表决比例进行表决。二是经解释,审议事项仍不属于任一明示的权限范围的,则应视拟审议事项的重要性来判断可供参考的表决比例。对于特别决议涉及的事项,应适用持有人会议规则中更高的表决比例,而对于普通决议涉及的事项,适用一般表决比例即可。关于特别决议与普通决议的区分,前文已有所述,此处不再赘述。而对于前文所述的通过修改持有人会议规则将减免发行人偿付义务事项纳入或排除决议权限事项的表决比例,从保护持有人利益出发,应认为如排除持有人会议对该事项的决议权限的,则适用一般表决比例;而如认可持有人会议对该事项的决议权限的,则应适用更高的表决比例。

(三) 持有人差异化享有权利与持有人会议的关系

如前所述,在持有人会议形成有效决议前,持有人可与发行人个别

[74] 参见《上市规则》第4.3.11条、《规程(13年版)》第20条、《规程(20年版)》第31条。但《规程(20年版)》第31条针对特别决议,要求应当由持有本期债务融资工具表决权超过总表决权数额90%的持有人同意后方可生效,而未赋予持有人会议规则自治空间。

[75] 虽然自律规则规定了原则性的通过比例,但该项通过比例既以持有人会议规则的约定为优先适用,则在持有人会议规则本身约定了决议相关事项但该约定又不完整时,是应对持有人会议规则的约定比例进行解释还是直接适用自律规则的规定,非无疑义。

协商并形成关于偿付请求权的不同安排。此种情况下,在其他未与发行人形成个别权利安排的持有人审议与偿付方案相关议案时,前述已形成有效权利安排的持有人自不再享有对该议案的表决权。但在所有持有人均对发行人享有同一请求权的情况下,持有人会议是否可以审议对不同持有人差异化偿付的议案,以及,该项表决比例如何确定?

本文认为,持有人会议可审议对不同持有人差异化偿付的议案。与发行人与持有人形成个别权利安排类似,此种情形亦属于债券整体性的例外。此时,因所有持有人仍具有共同利益关系,其均得以参加持有人会议。^[76]为保障持有人作出真实意思表示,发行人应向所有持有人公平告知议案的具体内容。在表决比例上,该项议案应由符合持有人会议规则的多数决通过。同时,为防止出现多数持有人决议对其全额偿付而对其余少数持有人不进行任何偿付等涉嫌滥用多数决的情况,相关表决机制可借鉴优先股和破产程序下的分组表决思路。即将持有人分为若干组,除全体有表决权的持有人以多数决通过该项差异化偿付方案外,每组持有人也应以多数决通过该方案。如此可使不同组别均形成多数意志,而非少数持有人被与其利益差异较大的持有人所代表。在分组方案的设计中,为避免出现持债金额较大的持有人压制其他持有人的情况,应考虑持有人的风险承受能力和持债金额,且不应无限扩大分组的类别。该项分组方案如在持有人会议规则中已有明确约定,则适用上具有一定正当性。但如未在持有人会议规则中明确约定,而仅是通过会议通知等方式确定分组方案,则其效力仍有相当疑问。^[77]

同时,如前所述,发行人与持有人形成差异化权利安排的,债券将

[76] 需回避表决的持有人除外。

[77] 该类分组与破产债权及优先股的分组仍有较大不同。无论优先股还是破产债权,不同组别的法益保护确应有所不同,且其分组类型有法律法规的明文规定,而债券的分组表决不具备相关基础。因此,本文仅认为可借鉴优先股及破产债权的表决思路,而非直接参照适用。

不再具备标准化^[78]属性,即债券的整体性将受到影响,进而导致流动性受限等问题。为防止差异化偿付的滥用,首先,应限制发行人差异化偿付的情形。发行人应真实准确完整地披露其信用风险状况,并由投资者就是否接受差异化偿付安排予以判断。其次,为防止发行人与个别持有人恶意串通,以持有人会议决议通过差异化偿付方案,各方应严格遵守回避表决机制,且如发行人与部分持有人恶意串通的,应扣除该部分持有人的表决权或将决议整体做无效处理,而恶意串通的当事人应对其他持有人负损害赔偿赔偿责任。最后,为尽可能保障债券的流动性,亦可通过债券置换等方式,将差异化偿付后的债券置换为具有良好流动性的标准化债券。^[79]

五、结论

持有人会议是债券市场投资者权益保护机制的重要基石之一。针对目前实务中较为常见的持有人会议决议在何种情况下具有拘束力的问题,本文分析了债券的整体性,指出因债券持有人持有同一期债券,发行人以同一内容及条件负担债务,故而债券具有整体性。为维护债券整体性及持有人的共同利益,持有人得通过持有人会议形成统一意志。整体性乃债券的基本属性,应作为原则予以维护。但同时,如因相关主体急于召开持有人会议或持有人间利益分化较大等原因,导致无法形成持有人会议有效决议的,则为保护持有人利益,持有人仍得基于其个别权利与发行人形成偿付相关的权利安排,但此种情况下,该持有人无权再参加后续与偿付相关的持有人会议。而就持有人会议的法律

[78] 根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第11条的规定,标准化债权类资产应等分化、可交易、流动性机制完善。而根据《标准化债权类资产认定规则》第2条第1款,“等分化,可交易”需“具有标准化的交易合同文本”。本文认为,在发行人与不同持有人就原募集说明书约定的请求权内容进行了不同协商后,该文本已不再属于标准化的交易合同文本。且此种情况下债券的流动性机制难谓完善。

[79] 前文所述关于分组的限制性安排亦是债券置换的基础性机制,如允许持有人会议将持有人任意分组,则债券置换的交易成本将过于高昂。

性质,本文认为持有人会议构成法律上的团体,因此可对决议事项进行多数决。针对目前存量会议规则约定不明确的情况,本文认为,对于约定不明的决议权限及表决比例可通过解释予以确定,但解释方法应拘泥于文义射程,且相应解释效果具有较大不确定性。因此,为避免后续持有人会议决议效力的争议,建议通过修改持有人会议规则就可能的争议事项尽早予以明确。

(编辑:何昕)