

债券契约变更的路径选择

李 敏*

内容提要：债券违约或预期违约频发的背景下，债券契约修改就成为必经之路，但债券作为标准化证券的涉众性使得如何聚合持有人的意见并获得其同意成为关键。在我国市场实践中，存在着大额债券持有人压迫小额债券持有人的问题。域外立法解决“压迫问题”的路径呈现实体保护与程序保护上的差异化。美国的做法是交换要约，德国和日本则为债券持有人会议制度。不同路径背后所蕴含的是对债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异，在更大的层面上，这与各法域惯有的债券投资者权益保护机制及配套制度支撑的差异相关联。我国既有大陆法系彰显债券持有人集体权利行使的债券持有人会议制度，又有英美法系保障债券持有人核心个体性权利的债券置换。两种制度本身各有缺陷，叠加使用还存在兼容性问题。鉴于我国债券持有人保护架构及配套制度，完善债券持有人会议制度及配套法制更符合我国的历史传统及现实诉求。

关键词：债券契约修改 债券持有人会议 受托管理人 债券置换

一、问题提出：债券契约变更中的压迫问题

违约常态化背景下债券契约的修改是违约处置的重要路径。^{〔1〕}在我国债券交易市场中，机构大户持券集中度高，使得我国实践中出现了大额债券持有人压迫小额债券持有人的问题（以下简称“压迫问题”），这在“13 海航债”债券持有人会议令人瞠目结舌的“操作”中尤为突出。^{〔2〕}其实，

* 李敏，中央财经大学法学院讲师。

〔1〕 Wind 数据显示，2020 年以来共有 60 只债券发生违约，合计债券余额为 743.77 亿元，相较于 2019 年同期的 483.5 亿元，同比增长约 54%。其中，已违约的发行人中有 25 家还存在着交叉风险。

〔2〕 2020 年 4 月“13 海航债”持有人会议从会议程序到决议都引起了投资人的强烈不满，引发了市场各界的广泛关注，并将“持有人会议集体决议”与“个体持有人利益”的讨论推向了风口浪尖。对于“13 海航债”持有人会议风波的评析，参见缪因知：《海航债展期风波启示录：警惕多数决“陷阱”》，载《经济观察报》2020 年 4 月 20 日，转引自 <http://www.eeo.com.cn/2020/0418/381483.shtml>，最后访问时间：2022 年 4 月 3 日。

“13 海航债”并非个例，发行人利用持有人会议决议以“集体多数决”的方式修改债券契约条款，变更持有人实质性权益的情况与日俱增。^{〔3〕}这在一定程度上损害了异议个体债券持有人获得本息偿付的根本性权利，异议个体持有人被“集体多数决”所“代表”。特别是在“被代表”的过程中，可能还同时涉及会议程序的合规性、议案内容的合法性、受托管理人（或主承销）的尽职履责、利益冲突持有人的回避要求等，由此引发了市场对滥用持有人会议决议的“控诉”。

与此同时，关于债券违约的处置路径，我国的监管文件还规定了债券置换。这事实上能够最终实现债券契约修改的效果，而且满足异议持有人根据自我意志选择留券还是接受新券，不至于使自身利益和意愿被代表和牺牲。然而，债券持有人会议决议和债券置换这两种制度源于不同法系，虽然二者都有解决“压迫问题”的功效，但背后蕴含的是对债券持有人权利属性的不同立法预设和规定，对应着不同的债券持有人权益保护路径。

本文的研究基于我国债券市场实践中随着债券违约风险上升而迸发的债券契约修改中债券持有人权益保护这一现实问题，即大额债券持有人能否通过债券持有人会议的“集体多数决”来压迫小额债券持有人。这涉及更深层次的问题：债券持有人的权利属性，到底是集体性的还是个体性的；若基于公正和效率而承认债券持有人权利的集体性主导地位，那么如何平衡集体利益与个体利益，防止“多数人的暴政”；如何解决我国债券持有人会议决议和债券置换并存所产生内在冲突。

二、债券契约及其变更

与股东权利主要由立法提供默认保护不同，债券持有人权利主要由债券契约予以保护。债券契约是约定债券持有人和发行公司双方权利义务的发行人合同，在我国，这一载体主要是指债券募集说明书。因此，债券契约变更就是对债券发行合同中发行人与投资者权利义务的修改，比如按照面值提前兑付债券、变更债券期限并增加回售权、变更票面利率、变更募集资金用途、抵押品释放或置换等。债券契约是构筑持有人与发行人之间法律关系和权利义务的基础，相比于通过《公司法》《证券法》等法律提供的强制性保护措施，债券契约对债券持有人权益的保护更具有灵活性，当事方可以根据实际情形对债券契约条款进行事后变更。

（一）债券持有人权利保护的法律框架

债券在法律性质和法律适用方面呈现出复合性与双重性。一方面，债券所记载的权利义务关系均以发行人与投资者之间的债权债务关系为基础，适用合同法的一般原理；另一方面，其所具有的涉众性、标准化、整体性、流通性等特殊属性，又使债券需要更多的强制性监管约束，以及组织法的治理规范，包括《公司法》《破产法》《证券法》及配套的监管规范。由此构建的债券持有人权益保护体系既体现法制随社会经济生活演进的历史痕迹，也反映了债券的经济、金融理论

〔3〕 根据广发证券研究中心的统计数据，2020 年以来，共发布 126 份债券持有人会议决议公告，包括 37 份交易所债券的决议公告和 89 份交易商协会品种的决议公告。在统计的决议公告中，与提前偿付有关的决议公告有 21 份，为最主要的议题；延期兑付及无条件豁免债券违约的分别有 6 份和 4 份。如上所述，上述议案所涉事项均关系到持有人的实质性权利，但加总之和占据全部持有人会议公告的 24.6%。上述情形还不包括私募发行的债券产品。

对法律制度的影响,依次包括传统借贷视角下的债权人保护、公司运营资金供给视角下债权人的保护,以及投资工具视角下的债券持有人权益保护。〔4〕

由诸多法律构筑起的债券持有人权利保护体系中,合同法承担了基础保护。《公司法》中的资本制度为所有债权人提供股东有限责任下的有限保护;《破产法》则在公司资不抵债时介入,以实现全体债权人的公平受偿和有序清偿;《证券法》则侧重信息披露基础上的投资者保护。然而,最终承担起维护债券持有人核心权益的是契约保护,即围绕着保障债券持有人获得“本金和利息受偿权”的约定安排。

比如,美国债券发行交易的百年历史经验积累促成了债券契约范本的形成,其包括非常复杂、严密的债券持有人权益保护机制和内容,通常有财务条款、投资者保护条款(以下简称“投保条款”)和其他条款。〔5〕债券契约中规定的债券持有人诸多权利构成了“权利束”,围绕着本息受偿这一根本权利展开。财务条款首先保障债券持有人的根本权利,此外,还包括可赎回权(optional redemption)、偿债基金(sinking funds)、〔6〕可卖回权(put rights)、可转换权(conversion rights)以及次级条款(subordination clauses)。投保条款则是对公司的经营行为施加的约束,比如对再次举债、分红、投资、资产出售或抵押、售后回租、合并重组等进行限制,防止发行人的高风险经营或对股东的过度利益分配损害债券持有人的财务利益。若发行人违反投保条款,会触发债券违约,此时要么获得债券持有人的同意豁免违约,要么债券提前到期,发行人必须即刻清偿,发行人现金流若不足以偿付提前到期的本息,则会面临更大的麻烦。

(二) 契约修改:“不完备合同”的克服

根据“不完备合同”理论,由于缔约方的有限理性、信息的不完全性以及交易事项的不确定性,现实中合同都是不完备的。债券投资者作为缔约一方并不能“预测到未来一切不确定状态及一切偶尔事件”,也不能“在合同中明确界定不确定状态下双方的权利和义务”〔7〕。公司投融资所在市场具有商事迅捷性和时限性,作为债券投资者与公司联结的纽带,债券契约同时体现出合同的关系性和继续性,从而呈现出合同的不完备性、过程性和不确定性。〔8〕因此,在预期违约或违约处置过程中,通过债券契约的修改来化解或应对违约风险,就成了发行人与债券持有人共同的诉求所在。

近年来,在我国经济增长下行压力加大、信用风险暴露速度加快、违约事件频发的背景下,部分发行人为了避免在公开市场中构成实质性违约,〔9〕纷纷要求进行风险处置及债务重组,如

〔4〕 See William W. Bratton, Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring, 1989 *Duke Law Journal*, 92-172 (1989).

〔5〕 除财务条款和投保条款外,债券契约还规定了其他诸多债券持有人权利,诸如:在遗失或被盗的情况下补办债券证书的权利;在违约利息特殊付款日收到支付通知的权利;收到赎回通知或行使可卖回权通知的权利;在某些情况下调整转换价格的权利;一旦优先级债券全部偿还完毕,次级债券持有人有权取代优先级的顺位。

〔6〕 一家公司(或机构)发行了债券,为了避免出现偿债危机,预先设立“偿债基金”,以用于还债,减少信用风险;公司就可以在债券到期日之前,用偿债基金中的资金来提前偿还本金。

〔7〕 刘迎霜:《公司债券受托管理的信托法构造》,载《法学评论》2020年第3期,第94页。

〔8〕 参见冯果等:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2016年版,第239页。

〔9〕 此处的违约为法律意义上的违约,包括:一是债务人未能按照合同约定(包括在既定的宽限期内)及时支付到期债券本金或利息;二是债务人不能清偿到期债务,并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力,债务人被人民法院裁定受理破产申请的,或被接管、被停业、关闭。

采取减免部分债务本金或利息、降低债务利率、延长债务期限等措施，还有部分债务人由于市场基准利率不断下降等因素，要求调整负债结构或债券提前到期兑付等。发行人的上述诉求的实现，大多都是以召开持有人会议的形式，通过“集体多数决”形成了有效决议，使修改后的债券契约具有了法律效力。

之所以通过债券持有人会议决议来完成债券契约的修改，与债券的属性密切相关。首先，债券的合同属性决定了与债券契约有关的事宜需要获得发行人一方及债券持有人一方的契约合意。其次，债券的整体性^{〔10〕}决定了债券持有人一方的意见需要特定（程序）机制来聚合、代表和表达。而且，债券持有人属于分散、信息不对称、能力局限的弱势群体，需要集体行使权利的途径，在遇到风险时消除单个持有人的弱势，保护持有人的共同利益。美国采取表决权同意征集规则，德日则为债券持有人会议机制，最终实现“经多数人同意的决议对全体当期债券持有人有效”，从而完成债券契约的变更。

三、两大法系回应债券契约变更中压迫问题的不同路径

持有同一次发行债券的投资者权利通常是相同的，这意味着全体债券持有人对于该批次的债券权利在某种程度上是共享的。因此，债券持有人之间存在一定程度的相互依赖性。对全体持有人所共享权利的任何修改或行使，都不可避免地会牵涉个体权利（由每个持有人独立所有）与集体权利（由特定比例的持有人或者持有人代表所有）之间的权衡。^{〔11〕}此时，为避免“多数人暴政”或“压迫问题”，程序正义非常关键。程序规则之于决议效力的一个重要意义在于，正当程序能够修正集体多数决之内在缺陷，以实现决议行为集体意思正当化。^{〔12〕}英美法系和大陆法系国家解决债券契约变更中“压迫问题”的路径呈现实体保护与程序保护上的差异化。美国的做法是交换要约，德国和日本则为债券持有人会议制度，背后所蕴含的是对债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异。这种差异在更大的层面上则与各法域惯有的债券投资者权益保护机制及配套制度支撑的差异化相关联，体现的是对债券持有人“集体权利”与“个体权利”^{〔13〕}不同的平衡方式。

（一）以美国为代表的普通法系

美国1939年《信托契约法》中规定了债券持有人本金和利益获得清偿的这一根本权利不受

〔10〕 公司债与一般债权债务关系不同之处在于“整体债务性”。债权人依定型化契约与公司缔结契约，其地位不因持有数量而有所不同，即“公司债债权人平等原则”。依循此原则，公司纵有支付能力不足之情事，仍应对全体债权人依持有公司债比例清偿。参见王文字：《公司法论》，台湾元照出版公司2018年版，第530页。

〔11〕 See Marcel Kahan, Rethinking Corporate Bonds: The Trade-Off between Individual and Collective Rights, 77 (4) *New York University Law Review*, 1040-1089 (2002).

〔12〕 参见杭雅伦：《不能免死的“免死金牌”——13海航债程序豁免决议效力探究》，载《金融法苑》总104辑，中国金融出版社2020年版，第209-219页。

〔13〕 同为公司发行的证券持有人，股东权利有自益权和共益权之分，自益权可以单独行使（如查阅公司文件），而共益权受资本多数决约束，需要集体行使（如参与股东大会投票表决来决定公司重大事项）。相应地，债券持有人的权益有个体性权利和集体性权利的划分。个体性权利由债券持有人单独行使，比如美国法下的债券持有人的本息受偿权，德国法下对债券持有人会议决议由异议的主体提起诉讼，而集体性权利则需要通过债券持有人会议来聚合众议，因涉及集体多数决，所以程序正义和异议主体的司法救济权非常关键。

侵犯。该法旨在规范向公众发行的 1000 万元以上的债券契约条款，重心内容放在“债券契约必须任命受托人来代表债券持有人整体行事，并对受托人的独立性和行为准则予以规范”^{〔14〕}。鉴于当时发行人与承销商肆意变更债券契约而严重侵害债券投资者的本金受偿这一根本性权利，^{〔15〕}该法在第 316（b）条将债券持有人的根本性权利设置为个体性权利予以保护。^{〔16〕}因此，涉及债券利率、币种、债券本金金额、到期日、债券评级，以及其他有关债券基本性质的条款在修改时，需要得到债券持有人的一致同意才可以进行。而在不涉及本金、利息等有关债券基本性质的条款的修改上，多数持有人同意即可对于其他异议持有人产生约束力。此外，债券存续期间的其他事项，大部分非实质性内容的修改由受托管理人自行同意变更。^{〔17〕}

在美国，除了由受托管理人同意变更的债券契约非实质性条款，其他实质性条款的变更因涉及获得债券持有人的同意，通过表决权征集（也称“同意征集”）和交换要约制度实现，交换要约是为了实现债券持有人一致同意契约修订的变通做法。

1. 表决权征集制度

在债券存续过程中，当发行人陷入财务困境，导致无法按照原条款继续履约，或发行人想要进行某项必须以违反原债券条款为前提的交易行为（如出售重大资产、对外提供担保、股息分配），发行人可以根据债券契约的规定，向目标债券的合格持有人发送同意征集文件，从而实现债券契约的修改。在该文件中阐明对现有债券条款的拟议修改，并陈述修改理由，提请债券持有人在特定的征集期间内作出“同意”的意思表示。通常，为了激励债券持有人积极参与，发行人会向在规定日期前作出有效同意的债券持有人支付现金或其他形式的对价作为“同意费”。^{〔18〕}

通过同意征集程序来获得债券持有人的统一意见，债券契约根据重要性程度设置了分层表决机制，重大性程度与表决通过的比例成正比。实践中，同意征集的表决机制分为三种：简单多数（50%）、绝对多数（通常是 75% 或 90%）、一致同意（100%）。使用哪种表决机制取决于所修改的目标条款性质。如果发行人在同意征集截止日期前获得了拟议修改条款的最低同意比例，那么在同意征集完成后将执行修订后的契约，并在截止日前向有效作出同意的债券持有人支付同意费。需要注意的是，同意征集成功后，新修改的条款对现有债券持有人及其转让的后续持有人都具有约束力，而不论单个的持有人本人是否同意。如果发行人到截止日期没有收到足够数量的同

〔14〕 Stephen Choi, A. C. Pritchard, *Securities Regulation: Cases and Analysis*, Foundation Press, 2015, p. 37.

〔15〕 See Mark J. Roe, The Voting Prohibition in Bond Workouts, 97 *Yale Law Journal*, 232-280 (1987).

〔16〕 具言之，债券持有人在债券契约载明的各到期日当天或之后收取该合同项下债券本金和利息的权利，或者在该各到期日当天或之后为执行任何该等付款提起诉讼的权利，未经该持有人的同意不得受到损害或影响。

〔17〕 根据《简化标准公司债券契约》（Model Simplified Indenture）第 9.01 条，发行人和受托管理人可在未经任何债券持有人同意的情况下，修订债券契约或证券：（1）以纠正任何歧义、缺陷或不一致之处；（2）以遵守第 5.01、10.15 节的规定（为合并做出的必要的技术性修改）；（3）对无纸化证券作出规定；（4）做出任何不会对任何债券持有人的权利产生不利影响的变更。除上述非实质性修改外，受托管理人在契约修改中几乎不发挥作用。

〔18〕 例如：每 1000 美元未偿本金的债券将获得 10 美元的同意费。这种做法，由于存在“购买选票”的嫌疑，在很长一段时间里受到抨击，被指有违发行人对债券持有人的善意义务和公正原则。但是也有不少为其辩护的声音：其一，条款的修改可能会使债券的保护性变弱或直接令债券持有人遭受损失，在这种情况下给予债券持有人一些补偿也是合理的；其二，联邦证券法上的法定方式、程序并不是一种基于美德的交易，而是建立在充分信息披露基础之上的。只要发行人在提出诱导因素的程序上保持公开透明，所有债券持有人均有相同的机会进行自由选择，并可自行衡量是否能接受相应的选择结果。一项设计所能达到的良好效果，便是发行人与投资者都享有更大的选择空间，令二者相向而行，那么其设计就是合理的。

意，或预计在截止日不会收到足够数量的同意，那么发行人可以选择终止征集或延长征集期限。如果发行人选择延长期限，它可以通过提高同意费率，或使拟修改的条款更为“温和”等方式，来提高同意征集对债券持有人的吸引力。但如果最终仍未达到最低同意数量，则同意征集失败，且发行人不会向已经作出同意的债券持有人支付同意费。

需要强调的是，债券的同意征集也受到美国《证券法》和《证券交易法》的约束，前者的规制目的在于防范发行人通过同意征集而对债券契约进行重大修改，从而规避证券监管要求而损害投资者利益，后者的规制目的则在于为同意征集提供程序和保障信息真实性上的规范。概括来讲，第一，如果同意征集所要进行的修改是重大的，以至于会对债券持有人的实质性权利产生影响，则会被视为产生了出售或发行新证券的效果，^{〔19〕} 需要依据《证券法》第 5 条进行注册，并依据《信托契约法》进行资格审查。^{〔20〕} 第二，面向已注册债券持有人的同意征集须遵守《证券交易法》14 节（a）款^{〔21〕}对于“委托权征集”的规定，以及配套的证券交易委员会（SEC）条例 14A（委托权征集规则），主要内容包括同意征集的形式、^{〔22〕} 同意征集的期间和同意费的支付。^{〔23〕} 其中，同意征集的期间会因单独使用同意征集，抑或与要约收购或交换要约一起使用而有差异。单独使用时，征集的期间应根据发行人对契约条款修改的复杂程度来设定，给投资者对相关事项进行消化和决策留足时间，实践中通常是开放 5 至 20 个工作日。若与要约收购或交换要约一起进行，应遵守《证券交易法》规则 14e—1（a）（b）关于要约期限的规定。即要约期间需要保持开放 20 个工作日，在此期间内若对要约内容进行了修改，则同意征集期间必须在修改要约后仍继续保持开放 10 个工作日。此外，同意征集文件还受《证券交易法》下信息披露要求^{〔24〕}及反欺诈规则^{〔25〕}的约束。

2. 交换要约制度

交换要约制度化解债务危机之功效源于法律规定和实践需求的双因素促成。由于《信托契约

〔19〕 在判断对债券契约的修改是否达到了出售或发行新证券的效果时，判例法中普遍认可的检验标准是：修改是否实质性地影响了未偿付债券持有人的法律权利和义务，使其投资性质和投资风险发生重大变化，对持有人来说构成一项新的投资。

〔20〕 See Nicholas P. Saggese, Gregg A. Noel, Michael E. Mohr, A Practitioner's Guide to Exchange Offers and Consent Solicitations, 24 *Loyola of Los Angeles Law Review*, 527 (1991). 债券持有人最重要的权利就是按期获得利息以及在到期日获得本金偿付。因此，如果是对基础财务条款做出了不利的修改，比如降低利率、延长到期日，当然会产生出售或发行新证券的效果。那么上述修改显然会对债券持有人的权利产生实质性影响，所以需要纳入监管范围，重新注册。

〔21〕 该款规定：“任何个人利用邮寄或者任何州际交往手段或工具或者全国证券交易场所的任何工具或其他方法，违反委员会为维护公共利益和保护投资者利益制定的必要或适当的规则和规章，自行或者由他人代理征集关于依据本法第 12 节登记的任何证券（豁免证券除外）的委托权、同意或者授权，应属违法。”

〔22〕 法律对此并不强制，依同意征集文件的规定实施。同意征集并不必要以召开债券持有人会议进行，也不必要有一个正式的投票程序；做出同意的方式可以是口头或书面。

〔23〕 发行人通常会向在有效期内做出有效同意的债券持有人支付现金或给予其他形式的对价作为“同意费”，以交换获得债券持有人对债券条款的修改，或对发行人违约行为豁免的同意。此外，发行人还可能设计“先到先得”（early-bird）同意费，即在同意征集期间的早期，向率先提交有效同意的持有人支付更高的同意费。

〔24〕 同意征集文件是发行人向债券持有人提供的最重要的信息披露文件。SEC 制定的条例 14A 中的附录 14A，对于依据《证券交易法》第 12 条注册的证券的征集代理行为，利用 23 个项目详细描述了发行人在正式征集文件中需要向证券持有人披露的信息，在此基础上不限制披露额外的信息。只有在每位证券持有人都知悉附录 14A 所要求披露的全部信息后，才可以进行相应的征集代理。

〔25〕 注册债券的同意征集行为的反欺诈规则，是由《证券交易法》征集规则中的 14a—9 条与 14c—6 条共同组成的，禁止对同意征集有关的任何重大事实做出虚假的、误导性的陈述，或遗漏对任何重大事实的陈述。除了征集规则中的反欺诈条款外，联邦证券法、各州法律以及普通法下的反欺诈规则也同样适用于同意征集文件（如《证券法》10b—5）。

法》将本息受偿权以法定形式赋予每一个债券持有人，债券存续期间出现影响该项根本性权利实现的情形之际，必须获得每一个债券持有人同意。即便通过表决权征集程序，这种一致同意在债券持有人分散且利益分化的背景下也几乎难以实现，交换要约制度则巧妙地化解了这一困境——发行人与同意要约的部分持有人订立新的债券契约，不同意修订的则继续遵守原有债券契约，从而让每一个持有人的意思都能获得尊重。

交换要约的兴起源于美国历史上杠杆收购浪潮之后债务重组的现实需要。20世纪80年代，由于美国史无前例的杠杆收购浪潮使得高收益公司债券市场呈现爆发式增长，美国资本市场以债务为主导的融资结构占据主导地位。^{〔26〕}然而，由于20世纪90年代全球经济的下滑，前述债务融资对于企业的长期融资规划和短期流动性都造成了巨大的压力，许多企业面临着破产危机。对于困境企业来讲，无法偿还到期债券可能直接导致其破产，而破产程序对于企业（股东）和债券持有人而言成本高昂。^{〔27〕}因此，困境企业通常会竭尽全力对其债券进行重组，以避免漫长的破产程序对各方造成损失。^{〔28〕}交换要约正是在此背景下产生，与现金要约收购共同构成要约收购的两种类型，是债券发行人的可资利用的债务重整方式之一。

一般而言，当发行人想要通过要约收购进行债务重组而又缺乏足够的流动资金以回购其债券时，其就会考虑采取交换要约的方式处置现有债券。由于无需付出额外的现金且实际上获得“展期”效果，对于陷入困境的公司来说，债券交换要约可以免去高昂重组成本和破产风险，是一个解决公司流动性问题“有效且相对廉价”的方法。发行人使用交换要约进行债务重组时，可通过两种有先后适用顺序的方式：一是在庭外重组（out-of-court restructuring）中使用；二是在《破产法》下的“预重整”^{〔29〕}（prepackaged bankruptcy）中使用。本文重点关注庭外重组中的交换要约。尽管“预重整”下的交换要约只需要绝对多数通过（而非庭外重组中的一致同意），但若以失败告终，则发行人再无走向破产的“屏障”，所以其通常会在庭外重组中先使用交换要约。

由于交换要约本身涉及新债券的发行和销售（并与旧债券进行置换），其也须适用《证券法》之注册规定，具体注册的程序与普通的公开发行证券注册程序相同，此处不作赘述。此外，交换要约也受制于联邦证券监管对于要约收购规则的约束，包括信息披露、反欺诈规则，及交换要约的有效期的规定，^{〔30〕}从而保障债券持有人有完整的信息判断交换要约的价值，并且有充足的时间进行尽职调查和决定是否接受要约。

〔26〕 See Lewis S. Peterson, Who's Being Greedy? A Theoretical and Empirical Examination of Holdouts and Coercion in Debt Tender and Exchange Offers, 103 *Yale Law Journal*, 505 (1993).

〔27〕 对于企业而言，破产直接导致企业消灭，企业持续经营以营利的目的将由此落空，股东只能获得偿债之后的剩余财产。债券持有人同样面临破产带来的高昂成本和损失，例如本金损失、高昂的法律和行政执法费用、投资规划受挫、可能会丧失顾客和供应商等等。

〔28〕 See John C. Coffee, William A. Klein, Bondholder Coercion: The Problem of Constrained Choice in Debt Tender Offers and Recapitalizations, 58 *University Chicago Law Review*, 1210 (1991).

〔29〕 发行人可根据《破产法》第11章提交“预重整”计划，在提交破产申请书之际或之前向债券持有人发出交换要约，此时只要获得“总额三分之二以上且人数过半的适格债权人”同意，那么这项“预重整”下的交换要约将具备强制性，对所有债券持有人都有效。See 11 U.S.C. § 1126 (c).

〔30〕 在经过注册后，发行人可以向债券持有人发出交换要约，要约的有效期自要约开始之日起不得少于20个工作日。同时，如果发行人中途通知债券持有人或者公告要改变收购比例、要约对价或承销商费用等事项，那么从通知或公告发布之日起该交换要约还必须至少持续10个工作日。

在实现债券契约修改上，交换要约并非万能良方，更非完美无缺。首先，交换要约中债券的发行价格一般会略高于交易价格但低于已发行债券的票面价格，这势必影响债券持有人本息受偿这一根本性权利，所以受《信托契约法》下“一致同意”规定的约束。由此也会存在债券持有人抗拒的情形，发行人应对“钉子户”（holdouts）方法为：私下协商以回购这些债券，或直接撤销交换要约并私下协商回购或在公开市场回购债券。其次，交换要约存在备受诟病的胁迫问题，尤其是与同意征集结合使用之际。具言之，发行人在发出交换要约的同时进行同意征集，要求删除或修改就债券契约条款（一般为投资者保护条款），接受交换要约的债券持有人需对这种修改进行同意。换言之，接受要约的持有人在放弃旧债券、接受新债券时，就自动视为赞成对旧债券条款的修改（被称为“退出同意”）。^{〔31〕} 这存在明显的胁迫因素。在退出同意中，同意的结果并不会影响到参与投标的债券持有人，因为他们已经在要约收购中获得了现金或在交换要约中获得了新债券，有时还有可能是现金和新债券的组合。但继续持有旧债券的持有人将可能面临如下处境：旧债券契约中许多重要的保护条款将被弱化或删除，旧债券的流通性也大大降低。所以，当发行人宣布要约收购或交换要约与退出同意同时进行，债券持有人必须权衡：是选择参与投标，还是留存一张基本没有什么法律保护的债券。在此情形下，债券持有人通常会更倾向于参与投标而不是继续持有旧债券。

综上，美国在尊重债券集合性^{〔32〕}的前提下，将债券持有人的根本权利设置为个体性权利，并予以法定。这就意味着债券持有人本息受偿这一根本权利不能因集体多数决来处分和损害。债券持有人的本息受偿权如果需要通过债券契约修改来变动，则需要每一个债券持有人同意，实践中则通过交换要约制度予以应对。根本性权利之外的其他权利基本上都是集体性的，通过表决权征集程序行使，受集体多数决的约束。

（二）以德国、日本为代表的大陆法系

或许在立法之初，大陆法系国家不存在像美国 1939 年《信托契约法》通过之际所面临的特殊背景（解决债券持有人本息受偿权被肆意侵害的问题），因此债券立法并未将债券持有人的根本权利设置为个体性权利，而是更侧重债券的整体性，对债券持有人的权利分配也是集体性的，即债券持有人通过法定的债券持有人会议来行使权利，且决议对全体债券持有人有效。决议能解决群体决策的问题，决议程序有助于不同理性之间的碰撞、加工和升华，但决议之中的多数决原则可能忽视少数人的利益、智慧和尊严。^{〔33〕} 因此，决议必须遵守严格的程序（最为著名的是美国罗伯特将军的“议事规则”^{〔34〕}）。在正义的程序得到实施的前提下，程序过程本身能够使结果

〔31〕 See Tuckman K B, Do Bondholders Lose from Junk Bond Covenant Changes? 66 *Journal of Business*, 499 - 516 (1993).

〔32〕 一只债券，尽管会被划分为很多标准化的份额，但每一份额的权利义务是同质的，每一份额或债券的偿付等在时间以及方式上也是同质的，一只债券的所有持有人作为一个整体作为发行人的债权人，因此要求所有债券持有人要有一定程度的一致行动，由此衍生出的对治理的需求也较为突出。

〔33〕 参见陈醇：《论单方法律行为、合同和决议之间的区别——以意思互动为视角》，载《环球法律评论》2010 年第 1 期。

〔34〕 它是一套严密的会议程序规则，包括规定会期、选举代表、通知、确定召集人或主持人、提出议案、公开讨论和修改议案、记录、表决等。参见〔美〕亨利·M. 罗伯特：《议事规则》，王宏昌译，商务印书馆 1995 年版，第 23 页。

正当化,并且有吸收当事人不满的功能。^[35]大陆法系解决“集体多数决”滥用的制度设计在于:一是分层表决设计,当决议事项关涉债券持有人根本性权益时,通过比例为绝对多数,而非一般事项所适用的普通多数;二是规定了债券持有人的异议程序。

1. 德国《债券法》对债券持有人会议的规定

德国债券持有人会议制度的规则体系由具有普遍适用性的强制性法律规范和以市场成员自由意志为基础缔结的契约条款共同构成。在法律层面,德国《债券法》作为最主要的上位法,通过对公开发行债券持有人会议的决议权限、决议机制、决议效力和召开程序等事项进行明确规定,正式确立了债券持有人会议制度的法律地位。《债券法》以充分保证持有人的知情权为出发点,充分借鉴了上市公司股东大会的程序性规定,对会议从召开到决议执行的全部程序作出了详细规定,以最大限度维护决议机制的程序正义。^[36]其要点包括:(1)债券持有人会议的决议机制。普通决议过半数以上通过,而对债券重要约定进行实质性变更则须适用绝对多数决机制。设置了“低门槛”的二次会议,以防止参会人数未达法定要求而无法做出有效决议。^[37](2)对决议内容的限制性规定。一是除非法律明确规定,不得为债券持有人新设置发行文件未约定的义务;二是违反同等对待原则^[38]的决议无效,除非受到劣后对待的持有人明示同意。(3)决议效力。持有人会议的决议对全体同期持有人产生同等约束力,但不必然对发行人产生约束效力,而须以与其形成合意为要件。(4)异议程序。持有人认为决议违反法律或发行文件约定的,可在异议期即决议公布之日起一个月内向发行人注册地州法院提出异议。^[39]

2. 日本《公司法》关于公司债制度的规定

日本《公司法》所规范的公司债制度,其基本命题在于落实公司债发行公司调度资金的机制与确保公司债债权人的权益。^[40]日本《公司法》设专章规定“公司债”,^[41]包括总则(第676—701条)、公司债管理人(第701—714条)和公司债债权人会议(第715—742条)三部分内容。日本《公司法》为了多数公司债权人规定了集团处理机制,另外,因为公司债是向一般社会公众发行的大量的、长期的公司债务,所以特别设置了公司债权人保护规定,另外关于作为有价证券的公司债,从其流通保护开始制定了有价证券法的相关规定。^[42]其中,第724条对公司债债权人会议决议的通过比例予以规定,第734条规定决议的效力,第740条则是对债权人异议

[35] 参见田平安、杜睿哲:《程序正义初论》,载《现代法学》1998年第2期。

[36] 参见甘露原、成睿:《德国债券持有人会议制度研究》,载《金融市场研究》2019年第11期。

[37] 若持有人会议的参会人数未达到法定要求,会议召集人可决定再次召集会议。第二次会议原则上对持有人的出席比例不设限制。但针对适用绝对多数决的事项,会议在参会持有人所持表决权比例达到25%以上时方具有决议行为能力。这是为了提高持有人会议效率,维护市场运行秩序,德国《债券法》规定的可突破多数决限制的特殊情况。

[38] 同等对待原则是指全体持有人均享有债券所附的同等权利和义务,持有人会议的决议对全体持有人产生同等约束效力。这一原则实质上杜绝了对个别持有人单独予以特殊的优待或不平等待遇,也排除了债券发行人和个别持有人达成个别合意的可能性。除保护持有人外,该原则背后的另一重要立法考量则是确保相同份额的债券均附带完全相同的权利和义务,从而维护债券的标准化属性。

[39] 参见前引[36],甘露原、成睿文。

[40] 参见廖大颖:《公司债法理之研究——论公司债制度之基础思维与调整》,正典出版文化有限公司2003年版,第101页。

[41] 《日本公司法》“公司债”编约束对象是信用债,附担保公司债由公司法之外的《附担保公司债信托法》予以规范。

[42] 参见〔日〕近藤光男:《最新日本公司法》,梁爽译,法律出版社2016年版,第366—367页。

程序的特别规定。

总结来看，债券持有人会议决议通过比例因普通决议和特殊决议而有所区分。普通决议须获得超过出席会议表决权人表决总数的 1/2 同意。特别决议必须有表决权人总表决权数的 1/5 以上的人出席，且拥有出席会议表决权人表决权总数的 2/3 以上的同意。通过的决议对持有该类别公司债的所有债券持有人都有效，但决议须经法院批准才能生效；异议债权人在法院认可决议之前可以向法院提出异议。^{〔43〕}《公司法》所列举的法院不应认可公司债债权人会议决议的法定情形包括：（1）公司债权人会议的召集手续或者其决议方法违反法律法规，或者违反了募集说明书记载事项的；（2）决议以不正当方法达成的；（3）决议有失公正的；（4）决议违反债权人一般利益的。^{〔44〕}

综上，大陆法系下的债券持有人集体权利设置与英美法系下将债券持有人根本权利赋予个体的设计不同。法律上规定了债券持有人的会议的法定程序，为债券契约修改提供了程序保障，通过程序正义来吸收和聚合诸多债券持有人的意见。强制性规范的核心功能之一是为集体多数决议方式进行的债务重组提供法律基础。因此，在债券契约修改层面上，大陆法系债券持有人的权利都是集体性的，即通过债券持有人会议的集体多数决来形成决议，且有效决议对全体债券持有人具有约束力。这意味着：一方面，同批次债券持有人权利相同、立法上平等对待，彰显债券的集合性，也保障债券的标准化从而便于流动。在此背景下，不会有美国交换要约那种允许部分持有人依据新契约、异议持有人继续保留旧契约存在的法制土壤。另一方面，为保护公司债权人免受多数决的压迫，设置了异议持有人的司法救济措施，从而解决集体多数决与个人意愿之间的矛盾。这相当于间接考量了债券持有人的个体利益，只不过以程序法定的方式对债券持有人的集体利益和个体利益做出了平衡。

（三）比较：两大法系对债券契约变更中压迫问题的回应

债券的属性决定了债券治理的方式。债券的合同属性决定了与债券契约有关的事宜需要获得发行人一方及债券持有人一方的合意。另外，债券的整体性决定了债券持有人一方的意见需要特定（程序）机制来聚合、代表和表达。对此，美国的做法是表决权同意征集和交换要约，德日则为债券持有人会议制度。两大法系在聚合债券持有人意见的方式上，既有共相，亦有殊相。共同之处包括：其一，基于债券集合性和持有人行权效率的考量，承认集体多数决对大部分关涉债券持有人权利的事项的处理；其二，表决设计上，按同意事项的重大性程度，设置分层表决机制；其三，赋予异议持有人权利救济途径。

两者的差异之处则在于对待债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异。从宏观视角来看，这种差异首先与两大法系债券持有人的整体保护架构相关，进一步则与自身互异的配套法律制度供给关联。

首先，在债券持有人保护架构上，美国为受托管理人承担维护债券持有人利益的角色，而在德日，强调债券持有人会议机制下的自治。受历史惯性的影响，债券持有人与受托管理人之间延

〔43〕 参见吴建斌编译：《日本公司法》，法律出版社 2017 年版，第 348-349 页。

〔44〕 参见前引〔42〕，近藤光男书，第 386 页。

续（形式上的）信托关系，^{〔45〕}独立的受托管理人积极、主动行事。在大陆法系，尽管也可能存在受托管理人（比如日本），^{〔46〕}但其与债券持有人之间的关系通常被视为委托关系，是债券持有人会议决议的执行主体，处于相对消极被动地位，与英美法系中受托管理人的法律地位不同。因此，当债券契约修订之际需要征求债券持有人意见时，美国法下，受托管理人必须通过同意征集来聚合众议，若为影响债券持有人根本性权利的修改事项，则须通过交换要约来获得一致同意。而在德国和日本，债券契约的修改通过债券持有人会议机制形成约束全体债券持有人的决议。只不过为了避免集体多数决的滥用，越是关涉持有人实体权利的事项越必须以绝对多数表决通过，并赋予异议持有人司法救济权。

其次，两大法系对于异议持有人权益保护路径的差异，与各自的法律制度供给息息相关，最终体现了立法在保护理念上的差异，即美国以法定实体权利保护，而德、日为法定程序权利保护。美国《信托契约法》只规定债券持有人的本息受偿这一根本性权利不受侵犯，其余权利均交由信托契约来规范。这一根本权利是法定的个体性权利，由单个债券持有人享有，因此在债券契约修改会变更此权利时，需要获得每一个债券持有人同意。这种看起来几乎无法做到的“全体一致同意”，被实践中发展出的交换要约制度所巧妙化解。因此，债券契约修改时，根本权利受影响的持有不同意见的债券持有人通过选择继续保留债券而避免加入新修订的债券契约来使自身对债券契约修订的异议消解。这相当于法律明确承认债券持有人的核心权利为个体性权利，不受集体多数决的约束。因此，美国法下处理债券契约修订时异议持有人权利保护的方式是法律明确赋予单个债券持有人实体性权利。而大陆法系国家法律上对债券持有人本息受偿这一根本性权利的维护是通过法定的程序性保障实现的，体现了立法者致力于通过维护决议程序的公平公正来保障持有人合法权益的立法思路。德、日通过规定债券持有人会议法定程序的方式，以程序正义来聚合债券持有意见，并为异议持有人赋予诉权，或者通过决议受司法审查的方式来解决集体多数决与异议持有人之间的冲突。

需要说明的是，美国将债券持有人的根本权利予以法定实体保障，并非未能向债券持有人提

〔45〕 历史上，最初发行的债券都附有财产抵押，为了保障债券持有人的债权实现，以及便于抵押物的管理和处置，发行人将该抵押物设定为信托财产，由债券受托管理人保管。由此形成的受托管理人与债券持有人之间的关系为信托关系，发行人为委托人，受托管理人为受托人，债券持有人为受益人。然而，在近现代美国债券市场实践中，无担保信用债成为主流，已经没有需要独立出来的信托财产由受托管理人保管和处置，丧失了信托实质，但基于历史惯性，信托架构延续至今。需要说明的是，在美国，从抵押担保债券到信用债券的商业实践变迁中，信托法律关系已“名存实亡”。抵押担保债券中，存在抵押物作为信托财产来保障债权投资者权益的他益信托法律关系适用空间，但信用债券因信托财产的缺失而存在适用困境。从美国的立法和司法判例来看，债券受托人在违约前只有合同义务，违约后承担“审慎人标准”下的信义义务，但这是否为信托法下的信义义务存疑。就商业实践层面而言，美国的债券持有人制度本身并非完美无缺，在垃圾债券盛行的背景下，曾出现过债券持有人利益保护严重不足而替代路径涌现的局面。因此，美国债券受托人制度并非人们所设想的以信托法律关系架构并在交易实践中一以贯之的操作，其产生有着深刻的历史背景，目前权利义务的分配是路径依赖、利益平衡的结果。See Efrat Lev, *The Indenture Trustee: Does It Really Protect Bondholders?* 47 *University of Miami Business Law Review*, 50 (2000); Ramon E. Johnson, Calvin M. Boardman, *The Bond Indenture Trustee: Functions, Industry Structure, and Monitoring Costs*, 8 (2) *Financial Practice and Education*, 16 (1998); Martin D. Sklar, *The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder*, 106 (1) *Banking Law Journal*, 44 (1989).

〔46〕 因为债券持有人缺乏股东大会或董事会这样的公司内部组织机构来代表自身利益、行使权利，所以法律肯定债券持有人会议的自治功能。虽然日本也有受托管理人，但其在信用债里是委托关系，执行持有人会议决议，扮演的是维护持有人利益的辅助角色。

供程序性保障，只是这种程序保障不那么显现。由于存在受托管理人作为维权的主体，契约修改时由受托管理人启动同意征集程序。只有当同意征集不能获得一致同意时，交换要约才进场。而同意征集和交换要约都是有程序性要求来保障实施的，依赖于美国证券法上的规定来展开。此外，当修改涉及原有契约的实质变更时，可能需要重新注册，这些都是对债券持有人的程序性权利保障，以及实体权利的补充保护。

四、我国债券持有人利益公平保护的 mode 选择及完善路径

在我国，法律层面对债券持有人根本性权利的保护，既无美国法下的实体赋权保护，也无德、日立法例下的法定程序保护。在监管规范和实践层面，我国债券市场违约处置既有大陆法系债券持有人会议，也有美国法下的交换要约制度（即债券置换）。仔细梳理和审视我国现有的制度文件和实践做法，会发现我国债券持有人权益保护上的双重问题：债券持有人会议和债券置换各自存在问题，二者叠加使用还存在制度兼容问题。

（一）现有制度梳理及问题分析

1. 债券持有人会议：法律规则层面规定不清，交由市场约定

法律层面，《公司法》没有对债券持有人会议制度作出规定，仅有《证券法》第 92 条第 1 款的原则性规定。^{〔47〕} 因此，持有人会议的召集程序、会议规则和其他重要事项等完全依靠市场自治和债券合同约定。可以说，持有人会议的合法性及效力来源，基本上是依据债券契约中各方达成的合意，除《民法典》（合同编）之外，在法律层面上再无其他制度可予以适用。

当然，在实践操作中，债券持有人会议的召开和决议事项，还需要进一步遵守金融监管规则^{〔48〕}和行业自律管理规范、^{〔49〕}司法政策等规定，但这些规范性文件立法层次较低，适用范围和指导性不强，并且自身存在问题，如不同市场监管要求不协调、^{〔50〕}未设置分层表决机制、缺乏异议持有人的权利救济等，导致实践中过分强调了决议对全体持有人具有约束力的结果，而忽视了决议形成的程序和异议持有人的权利保护。尽管最高人民法院近期发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（以下简称《纪要》）第 15 条对债券持有人会议决议效力做出了规定，

〔47〕 我国于 2020 年 3 月 1 日起正式施行的新《证券法》，首次从法律层面确定了债券市场的持有人会议制度，使其成为强化债券持有人权利主体地位、统一债券持有人立场的基础性制度，一定程度上解决了分散的持有人的集体行动难题。

〔48〕 2019 年底，央行、发改委和证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知（征求意见稿）》，统一了各市场公司信用类债券违约处置的相关原则和措施，并明确要充分发挥持有人会议在债券违约处置中的核心作用，切实保障债券持有人合法权益。

〔49〕 中国银行间市场交易商协会于 2019 年颁布了《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（修订稿）》，对持有人会议的程序事项等进行了详细规定，并规定“本规程的规定是持有人会议的最低要求”，鼓励市场通过约定采取更高的债券持有人保护标准。而证监会、发改委主要将持有人会议规则交由发行人、债权代理人、债券持有人大会自行约定，自治管理。

〔50〕 表决机制方面，交易所现行要求为 50% 以上的持有人表决后，决议方可生效。交易商协会原来要求 [《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 版）] 三分之二以上的持有人出席，会议方可生效；四分之三以上表决权通过，决议方可生效。自 2020 年 7 月 1 日实施《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》（2019 年修订版）后，交易所债券、交易商协会品种要求均为 50% 以上持有人表决后，决议生效。同时，特别议案的最低线为 90% 持有人同意方可生效，例如本金或利息金额、计算方式、支付时间、信用增进协议及安排。

除非存在法定无效事由及规定的例外情形，^{〔51〕} 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对全体债券持有人具有约束力。然而，现有规则对法定无效事由语焉不详；而且大多数募集文件对于决议范围、议事方式和表决程序基本与监管规则保持一致，属于格式条款。这极可能导致发行人利用起草的主动权，或者联合承销机构或受托管理人、大额债券持有人，侵害中小持有人合法权益的风险。

综上，在我国，法律层面仅有《证券法》对债券持有人会议的原则性规定。此外，虽然有交易所和交易商协会出台的关于债券持有人会议的程序规定，但内容本身并不完善，而且自律监管规范不具有等同于法定程序的强制力，因此，债券持有人的集体自治机制基本上依赖于债券募集说明书中对债券持有人会议的规定内容。相应地，在债券持有人之间的压迫问题上，我国目前法律层面的制度供给尚付阙如。因此，债券契约保障债券持有人权利宪章的地位更加凸显。然而，债券契约并未承担起如此重大的使命。债券募集说明书中约定内容的简单且存有疏漏（比如没有分层表决，也没有异议人的权利救济），使其对实践中出现的前述“压迫问题”束手无策。在缺乏法定保护，且约定的程序保护本身并不完善的情况下，加之债券持有集中度高，使得少数几家持有债券的机构投资者就能决定和处分全体债券持有人获得“本息受偿”这一根本权利，小额、分散的债券持有人权益保护问题触目惊心。^{〔52〕}

2. 债券置换实践：程序不规范对投资者权益的损害

在监管部门提出债券置换可用于债券违约及其风险处置之后，市场实践积极开展。中国银行间市场交易商协会于2019年12月27日发布了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南》，提出“发行人可以通过置换的方式处置违约债券”。2020年7月央行、发改委和证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，明确“允许发行人在基于平等、自愿原则下，通过债券置换、展期等方式协商进行债务重组”。目前，我国市场上已出现三起实践案例，分别是北京桑德环境工程有限公司（以下简称“桑德工程”）、华昌达智能装备集团股份有限公司（以下简称“华昌达”）和瓦房店沿海项目开发有限公司（以下简称“瓦房店开发”），成功置换比例高达80%以上。^{〔53〕} 其中，“桑德工程”是国内首单债券置换，^{〔54〕} “瓦房店开发”是首只私募城投债置换。^{〔55〕} 由于实践案例数量所限，加上私募债券置换信息披露较少，

〔51〕 2020年7月15日，最高人民法院发布了《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，其中第15条持有人会议决议效力指出，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，除本纪要第5条（债券受托管理人的诉讼主体资格）、第6条（债券持有人自行或者共同提起诉讼）和第16条（债券持有人重大事项决定权的保留）规定的事项外，对全体债券持有人具有约束力。

〔52〕 大额债券持有人更容易与发行人达成共识：利益绑定更大；博弈谈判时可能有利益输送或者换路径找补。小额债券持有人分散带来理性冷漠下的集体行动问题，因为反对了也没用，即便成功了胜利果实会同其他持有人共享，而行动成本全部由自己承担。躺下装死的后果就是遭受集体多数决的压迫，且没有异议或退出途径。

〔53〕 桑德工程的“17桑德工程MTN001”债券置换作为国内首单债券置换要约，置换比例达到80%；华昌达对“17华昌01”开展置换要约，置换率达到64.85%；瓦房店开发对“17瓦房02”的债券置换率更是达到了100%。参见孙彬彬、谭逸鸣：《如何看待债券置换？》，载 <http://bond.hexun.com/2020-04-11/200987197.html>，最后访问时间：2022年4月1日。

〔54〕 参见上海清算所：《推动市场化处置债券风险，上海清算所支持完成首单债券置换业务》，载 https://www.shclearing.com/gwym/xwdt/202003/t20200306_648565.html，最后访问时间：2022年4月1日。

〔55〕 参见史晓娜：《首只城投债置换引发的思考》，载 <http://news.hexun.com/2020-04-16/201043872.html>，最后访问时间：2022年4月1日。

所以只能根据有限的公开资料来对我国的债券置换予以评价。

总体上，这三起债券置换均在债券到期前通过置换来避免发生实质性违约，同意置换的持有人获得相较于原有债券更高利息收益但延后偿付时间的新债券，而不同意置换的持有人则继续保留原有债券，其本息能否如期受偿则取决于发行人的偿付能力。“瓦房店开发”债券置换中政府参与协调，置换比例高达100%；在“华昌达”案例中，保留原有债券的投资者如期获得了偿付，而在“桑德工程”案例中，未接受置换的投资人最终协商的结果是展期。诚然，在经济下行，债券违约率不断攀升的背景下，债券置换可以避免发行人违约，而且能够缓解企业偿债的短期流动性压力，“用时间换取生存空间”，使得具有持续经营能力或仍具起死回生潜力的发行人获得喘息的机会。

然而，我国市场实践中的具体操作，相较于美国的交换要约制度，还存在着债券置换程序上的不规范带来的投资者权益保护问题。债券置换最终会带来债券契约的实质修改，对债券持有人本息的偿付金额、期限利益作出修改，因此，在美国法下，新债券必须先向证券监管部门注册，然后发行人向债券持有人发出交换要约，遵循联邦证券法对于要约持续时间的要求（通常为20个工作日，特殊情形可再延长10日），以及信息披露（包括发行人的财务、债券评级等信息）和反欺诈约束。从而让债券持有人有足够的时间和充分的信息披露来决策到底应该选择持券还是置换为新债券。反观我国的市场实践，一是新债券无需注册，投资者未能获得证券发行监管准入制度的保护。二是从债券置换要约发出到需要投资者作出决策的时间非常短暂（平均两天左右），^{〔56〕}且未能同时披露发行人财务信息及评级机构关于发行人的信用评级报告等。这就意味着投资者需要在短时间内且信息不充分的情况下作出关涉投资损益的重大决策，债券持有人陷入“囚徒困境”及发行人的“胁迫”问题在所难免。首先，如果选择留券的投资者可以获得足额及时偿付，那么债券置换来缓解发行人流动性压力、避免债券违约的功能可否有效发挥令人存疑。毕竟债券置换并无法掩盖信用主体风险的暴露，最终的债务偿付主要依靠企业自身经营的改善以及由此带来的企业现金流改善。因此，再高的预期收益若只是空头支票，那么债券持有人肯定会选择留券以“落袋为安”。当所有人都如此选择时，债券置换就面临失败。其次，如果选择持券的投资者最终未能获得足额及时偿付，那么市场主体未来可能会趋向于选择债券置换，至少还能得到高出原有债券利息的收益预期。在这种情况下，所谓的“投资自主决策”恐怕也仅仅是发行人的变相“胁迫”。

3. 债券持有人会议与债券置换叠加的内在冲突

虽然我国的债券置换与美国的交换要约在功效上都有对异议持有人本息受偿权的维护，但债券持有人会议制度和交换要约制度本身源于不同法系，所依存的法律制度环境截然不同。制度设计的有效实施并不取决于数量，叠床架屋的设置都指向共同的问题（债券契约修改）时，则存在着兼容性问题。

〔56〕 参见搜狐每日经济新闻：《桑德工程完成银行间市场首单债券置换业务！置换金额4亿元，占原有债券发行金额80%》，载 https://www.sohu.com/a/378192685_115362，最后访问时间：2020年8月20日；《华昌达智能装备集团股份有限公司2020年置换公司债券要约结果公告》，载 <https://q.stock.sohu.com/newpdf/202038715016.pdf>，最后访问时间：2022年4月1日。

中国目前规制路径的内在冲突在于缺乏上位法对债券持有人实体权利和持有人会议程序机制的规定,我国债券持有人权利的保护路径上与美国趋同,采取契约保护。但大的保护模式架构上采取了大陆法系的做法:债券持有人会议决议—受托管理人代为执行决议。换言之,整体保护机制上是大陆法系的做法,但没有上位法对于债券持有人会议程序的细化规定。于是在具体的保护路径上就落在了契约保护上,但又没有像美国那样在法律层面明确债券持有人的根本权利不受侵犯。这首先带来了大额债券持有人通过集体多数决来压迫小额持有人的问题。另外,在债券违约处置的监管文件中,又规定了债券置换这一方式,而这种方式是美国法下为了保障债券持有人本息受偿权不受侵犯而衍生出的获得债券持有人对债券契约修改一致同意的变通做法。

尽管债券置换可以解决异议持有人的权利维护问题,但当其与债券持有人会议制度在工具层面同时使用时,制度逻辑上的冲突在所难免。债券持有人本息受偿的这一根本性权利,不可能既是集体性的,又是个体性。若为个体性权利,那么其不受集体多数决的处分;若为集体性权利,那么就得受集体多数决的约束。在我国,两种制度并行,存在着债券持有人会议决议架空债券置换的可能。因为当持有人会议集体多数通过的决议适用全体债券持有人时,债券置换对异议持有人的保护要么缺乏根本适用空间,要么仅仅是执行会议对于债券置换的决议而已,异议持有人仍然难逃“多数人暴政”的命运。这体现了监管者在债券持有人权利保护制度上未能体系化思考。更深层次上,二者对债券持有人根本权益保护理念和配套立法制度要求上的分野,恐怕是未来完善我国债券法制无法回避的难题与选择。

(二) 实现路径分析及完善建议

如上所述,一方面,我国的债券持有人会议法律制度由于自身缺陷,无法应对债券市场中大额债券持有人通过持有人会议集体多数决来压迫小额债券持有人的问题。另一方面,市场实践兴起的债券置换似乎为解决前述压迫问题带来一线生机。然而,债券置换本身的程序不规范既未解决异议债券持有人的权益保护问题,还带来了发行人对债券投资的“胁迫”问题。而且,当债券置换与债券持有人会议并行时,存在着被后者架空的可能。

事实上,债券持有人会议制度与债券置换源于不同法系平衡债券持有人集体利益和个体利益的不同路径,核心在于对待债券持有人本息受偿这一根本权利的态度和救济设置不同。回到我国的现实问题上,对于解决债券持有人之间的“压迫”问题,首先要厘清规制理念:赋予债券持有人的根本性权利为集体性权利还是个体性权利。不同的赋权需要匹配的制度不同,两大法系的立法例差异印证了这一点。具言之,德国和日本将本息受偿权设置为债券持有人集体权利,通过立法规定债券持有人会议的程序正义来平衡集体与个体利益;而美国则在法律层面赋予每一个债券持有人不可侵犯的根本性权利,通过同意征集和交换要约在维护债券持有人集体利益的同时,保障个体根本利益不受集体多数决的侵害。这种差异在更大的层面上则与各法域惯有的债券投资者权益保护机制及配套制度支撑的差异化相关联。因此,任何制度并非孑然独立存在,我国的路径选择也必须综合考量我国债券持有人保护架构及现有的配套制度供给来审慎决策。笔者认为,完善债券持有人会议制度及配套法制更符合我国的历史传统及现实诉求。下面从两个层面展开分析:为什么我国应选择债券持有人会议制度这一路径,以及如何完善该制度,从而解决债券契约修改中的“胁迫”问题。

1. 实现路径：债券持有人会议机制

考虑到我国债券持有人保护架构，以及与债券相关的配套法律制度，完善债券持有人会议机制更符合历史传统及变革的低成本要求。首先，我国惯行的债券持有人保护架构为债券持有人会议机制与受托管理人结合。在我国，债券持有人与受托管理之间是委托关系，而非美国法下的信托关系。受托管理人并非像美国法下积极、主动履职来维护债券持有人利益的主体，而是扮演执行债券持有人会议决议的消极、被动角色，这与大陆法系中日本的做法类似。其次，凝聚债权人共识的机制，在大陆法系由债券持有人会议承担，在英美法系则由表决权征集与交换要约共同承担。在配套制度供给层面，德国通过单行的《债券法》、日本通过《公司法》设专章，来规定债券持有人会议制度，为债券持有人集体行权提供法定程序保障，并为异议持有人提供司法救济；美国则是通过《信托契约法》规定债券持有人根本权利不受侵犯，并借助联邦证券法下对于证券表决权征集和要约收购的规则，来维护债券持有人的根本性权利，并在除本息受偿权之外的多数事项上集体行权。我国法律并未肯定债券持有人的本息受偿权为法定实体权利，此外，现行《证券法》重心聚焦于“股票”，仅仅规定了股票的表决权征集及要约收购，并未提及债券的相关规定。新《证券法》刚刚实施，再次启动修法的可能性不高。相较而言，《公司法》正在讨论修改，也有学者提议通过单行的债券法律法规来统一我国债券市场目前的分割及监管不一。因此，从债券持有人会议制度和债券置换配套的立法和修法成本及可行性上看，完善债券持有人会议制度是优选。

当然，这并非绝对否认债券置换在我国市场中的存在空间。毕竟，债券具有契约属性，因此，只要发行人与债券持有人在协商一致的基础上同意置换，法律会尊重市场主体的意思自治。尤其是在私募债的情况下，债券持有人数量少、成熟度高、集体行动困境程度低，达成债券置换之合意并非难事。比如，前述的“瓦房店开发”发起的债券置换就获得了持有人的一致同意。需要注意的是，在公募债券置换中，出于保护公众投资者的考量，现有的债券置换操作程序还是太过简单粗暴。即便短时间内不能通过《证券法》的修订来提供程序上的制度支撑，也应该在监管规范层面出台配套规定，否则就会出现“桑德工程”债券置换中对异议债券持有人根本性权利的侵害，即同意置换的债券持有人损失了期限利益，但是得到了高利益收益，而不同意置换的债券持有人并未得到本息到期的足额偿付，而是通过召开债券持有人会议的方式进行了债券展期。

2. 完善建议：回归债券持有人会议制度的程序正义

要解决债券违约处置实践中大额债券持有人“压迫”小额持有人的问题，必须完善债券持有人会议的程序。这包括两方面：形式上，应提升程序规范的法律位阶，在法律或金融监管规范层面规定债券持有人会议制度的程序；内容上，完善持有人会议流程。

首先，债券持有人会议程序的制度供给应由立法或监管法规提供，而非交由市场约定。债券契约为格式合同，其内容通过债券募集说明书体现。而债券募集说明书是由发行人和债券承销商起草和撰写的，债券持有人作为契约一方并未参与其中，因此债券契约并非发行人与投资者充分博弈并协商的结果。尽管这并不意味着债券契约一定会损害投资者的利益，^{〔57〕}但当制定主体亦

〔57〕 作为债券市场上的重复博弈者，为了避免损失未来的融资机会，发行人的债券契约基本上都会遵循市场上的共通做法。

为承担契约义务的主体时，其必然缺乏动机去提升享有权利一方的保护水平，除非通过债券契约条款来提高债券持有人的保护会被债券市场的定价有效反映。此外，提高投资者契约保护的创新做法并不受版权或专利保护，一经公开就会被其他市场主体搭便车。这也会挫败发行人创新约定条款的意愿。因此，发行人的债券契约基本上都会遵循市场上的共通做法，而非主动创新。但强制性规范的适用会化解市场主体的激励不足问题，所以应出台效力层级较高的监管规范，对债券持有人会议机制予以规定，从而为市场中的发行文件提供内容指导。

其次，债券持有人会议制度应予完善，包括明确会议的权限范围、召集、召开、延期程序、决议生效条件与决策程序，决议效力范围等事项。其中，尤其要明晰可决议事项，并引入分层表决安排。公司债券持有人会议并非拥有无限权利，其决议的事项仅限于公司债券持有人共同利害关系的事项。我国法律法规目前没有明确规定诸如本息修改等关键事项可否作为持有人会议决议事项，因此，当持有人会议就修改本息等事项形成决议时，其效力受到质疑。因此，需要在高位阶规范性文件中明确持有人会议可就延期支付、免除违约责任等关键事项作出决议。而且，决议的重要性越高，出席会议的法定人数和表决比例要求也越高。由于持有人可能不关注影响小的议案而不参会，针对重要性低的议案可设置更低的法定人数。

此外，要明确债券持有人会议决议对全体债券持有人具有约束力，与此同时，规定异议持有人的司法救济途径，从而平衡债券持有人的集体利益与个体利益。以法律的形式确定多数决的效力，可以使公司债券持有人会议规避因少数人反对决议而使发行公司陷入困境，符合现代商法、公司法对效率追求的精神实质，方便发行公司对其债券的管理。^[58] 同时，为了避免公司债券持有人会议因“多数决”原则的滥用，致使少数公司债券持有人利益受到损害或限制的情形，还应赋予异议持有人司法救济途径。由于我国的发债规模和债券投资体量，以及经济下行期债券违约量激增所带来的债券契约修改倍增，以及债券投资的专业性和所涉利益复杂性，由法院裁判债券持有人会议决议的效力不仅会使司法资源过载，且有效解决争议的可能性也有待考量。因此，可效仿德国模式，决议通过后无需经过法院审查即可生效，但允许投资者向法院起诉，在违反法律法规或显失公平的情况下，法院可判定决议无效。^[59] 但需注意，基于效率原因，对异议债券持有人的救济途径应有一定期限限制和“时间窗口”，避免影响持有人会议机制整体运行效率。

五、结 论

债券持有人之间的“压迫问题”似乎与大股东压迫小股东的问题相似，但法律为二者所提供的制度供给截然不同。尽管股东之间的冲突和意见不一也基本服从“资本多数决”，但《公司法》也赋予异议股东回购请求权、使大股东对中小股东负有信义义务，以及特定情形下股东可提起针对股东会决议无效、可撤销之诉，来平衡股东集体利益与个体利益。反观我国的债券投资者保护，仅在自律规则中强调了持有人会议“集体多数决”的法律效力，但并未对“集体多数决”的

[58] 参见王作全、解萌：《公司债券持有人会议制度探析》，载《青海师范大学学报（哲学社会科学版）》2016年第6期。

[59] 参见中国银行间市场交易商协会法律专业委员会系列研究报告：《海外债券市场投资者保护条款和持有人会议制度研究》（2020年），第2-3页。

公正性提供充足的制度保护。另外，承载债券持有人保护的债券契约某种程度上只是满足监管规范要求的格式合同，关于债券持有人会议的内容简单且存有疏漏，对实践中出现的“压迫问题”束手无策。

域外立法解决“压迫问题”的路径呈现实体保护与程序保护上的差异。美国的做法是交换要约，德、日则为债券持有人会议制度，背后所蕴含的是对债券持有人本息受偿这一根本性权利的立法差异。从宏观视角来看，前述差异与两大法系债券持有人整体保护架构相关，进一步则与自身互异的配套法律制度供给相关。在我国，法律层面对债券持有人根本性权利的保护，既无美国法下的实体保护，也无德、日立法例下的程序保护。在监管规范和实践层面，我国债券契约修改既有大陆法系债券持有人会议自治的运用，也有美国法下交换要约制度（即债券置换）的使用。这两种制度自身存在问题，叠加使用时还存有冲突。考虑到我国债券持有人保护架构，及债券的相关配套法律制度，完善债券持有人会议机制更符合历史传统及变革的低成本诉求。

Abstract: Under the background of frequent bond defaults or expected defaults, the modification of bond contracts to protect the rights of bondholders has become the only way to go. However, since the nature of bonds is standardized securities, it is essential to aggregate the opinions of bondholders and obtain their agreement. In Chinese market practice, there is a problem that large bondholders oppress small bondholders. The path of extraterritorial legislation to solve the “oppression problem” presents a difference between substantive protection and procedural protection. The US approach is exchange offer, while Germany and Japan are bondholders’ meeting systems. What lies behind it is the legislative difference between the fundamental right of bondholders to receive the principal and interest. On a larger level, this discrepancy is related to the differences in bond investor rights protection mechanisms and their supporting systems in various jurisdictions. China has not only a bondholder meeting system in the continental law system that highlights the exercise of the collective rights of bondholders, but also a bond replacement in the common law system that protects the core individual rights of bondholders. The two systems themselves are not perfect, and there are compatibility issues between them. Considering our country’s bondholder protection structure and the existing supporting system, perfecting the bondholder meeting system and its supporting legal system is more in line with our country’s historical tradition and realistic demands.

Key Words: bond contract modification, bondholder’s meeting, trustee, bond exchange

（责任编辑：缪因知 赵建蕊）