

## 论债券预期违约救济的法理基础及分类构造

季奎明 陈霖\*

---

**内容提要：**公司债券具有继续性和关系性合同的性质，是以信用为基础的金融工具，在持续履行过程中的信用风险如何解决，是一个重要议题。我国债券司法实践中有在发行人预期违约下提前解除债券合同之做法，其目标是为受侵害之投资者提供加速到期之救济。然而债券上不仅承载持有人的期待利益，亦存有债务人之期限利益，司法上需要考虑两者之间的平衡，避免风险负担的转嫁和扭曲。对此，我国法上虽无债券加速到期制度，但观诸域外立法例以及《民法典》中体现的信用交易的规范理念，应当对之有所区分和调和。司法上宜以信用风险程度之大小为基础分别适用渐进式解除权和径直式解除权；以合同目的无法实现作为共同要件，准确把握解除权的构成要件；以商事准则为基础进行综合判断，避免债权人解除的任意化；促进债券商事信用的建设。

**关键词：**预期违约 期限利益 法定解除权 债券信用风险

---

### 一、债券预期违约救济的“法”与“理”

#### （一）预期违约救济的现实基础：债券到期之前的信用风险

公司债券是典型的信用载体，这种信用具体而言是持有人相信发行人将按照发行债券时的承诺保障债权人的权益和未来收益，<sup>〔1〕</sup>在履行期限到来前发行人负有维持信用的义务，若发行人的商事信用因其自身行为或外部因素而贬损甚至丧失，则债券继续履行之信任基础也危在旦夕，信用风险转化为预期违约风险，这可以发生在债务履行期到来之前。金融领域双方交易的标的是未来净现金流入，各类金融工具都是预期未来净现金流入，这种预期会随着信息和激励约束条件的

---

\* 季奎明，华东政法大学经济法学院教授；陈霖，华东政法大学经济法学院硕士研究生。

〔1〕 参见刘迎霜：《公司债：法理与制度》，法律出版社2008年版，第26页。

变化而变化。<sup>〔2〕</sup>在履行期到来之前，发行人陷入违约风险时，持有人不可能无所作为而等待履行期限的到来，这就产生了持有人主动救济的需求。

但是，目前我国债券市场正处于剥离政府信用而转向商事信用的转型阵痛期，路径依赖下依然存在市场人为割裂、刚性兑付落空、多头监管套利等发行弊病，<sup>〔3〕</sup>具体而言，债券信用评级制度失灵、债券利率的风险定价机制失效、债券发行人信息披露失实、债券持有人集体行动机制失能，在信用风险下持有人与发行人的自主协商机制无法有效起到定分止争、化解风险的作用，债券信用基础丧失情况下持有人最终不得不选择终结双方合同关系，通过司法诉讼求偿机制解决纠纷，然而我国以股为中心的偏正结构型证券立法又无相应的债券加速到期等制度供给，在此背景下，投资者需要提前实现救济，要求发行人还本付息从而使自己的债权风险得到化解，这是法定解除权在债券纠纷中被应用的一个现实前提。

## （二）债券预期违约救济的民法逻辑

### 1. 债券合同论

法律不是完全的，所以在适用法律时需要借助法律解释和法律补充进行法条的组合，形成完全的法律规定。<sup>〔4〕</sup>在特别法上无法寻得解决救济的法律规范后，投资者和司法机关从合同法的债法原理中寻求规范补充供给。一般认为，民法和商法存在交叉部分，民法中债法的基本理论是公司债的法理基础。<sup>〔5〕</sup>正如钱玉林所言之商法与民法之“人”字交叉关系，民法基本法在我国商事纠纷解决中亦承担了一般性规则供给的作用。通说认为，债券交易的商事实质是基于契约自由的意定之债。<sup>〔6〕</sup>这包含了将“债券”这一经济生活事实涵摄于“合同之债”这一法律概念的逻辑判断，认定债券上所表征的权利不过就是“证券化了的债权”。而债权，依照《民法典》第118条第2款的规定，是权利人请求特定义务人为或者不为一定行为的权利。债券债权表现为债券持有人在债券到期时请求发行人偿还本息的请求权。<sup>〔7〕</sup>基于这样的判断，债券合同论成为我国司法实践的一种主流观点，并指导着合同法在债券纠纷中的援用。

### 2. 未到期债权、期限利益与履行迟延

韩世远认为，履行期到来前的债权是具有期待权色彩的、请求力不足的不完全债权。<sup>〔8〕</sup>申言之，若债券规定的还本期限未届至，债券持有人对发行人无本金请求权。在此期间，若发行人发生信用风险，为避免风险扩大至债权最终无法实现，债券持有人欲求摆脱双方之间的债务期限束缚，要求提前归还本金。但是由于约定的本金债务履行期限尚未届至，持有人无法基于履行迟延而主张强制履行和违约责任，则未到期之债券持有人应当如何实现救济？为了化解债权风险，提前收回本金，持有人期待绕开契约自治对债务履行期限的限制，寻求法定解除权等合同法制度

〔2〕 参见汪其昌：《金融本质和金融工具与合同法和金融法律关系》，载赵万一主编：《合同法视野下公司法与金融法的适用》，法律出版社2017年版，第195-216页。

〔3〕 参见范鑫：《公司信用类债券发行注册制的时代构建——以商事信用流转为中心展开》，载《证券法律评论》2020年卷，中国法制出版社2020年版，第174-196页。

〔4〕 参见黄茂荣：《法学方法与现代民法》，台北元照出版社2019年版，第361页。

〔5〕 参见前引〔1〕，刘迎霜书，第62页。

〔6〕 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236页。

〔7〕 参见《公司法》第153条、第154条；《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第2条。

〔8〕 参见韩世远：《合同法总论》，法律出版社2018年版，第563页。

填补其救济，嗣前消灭或者嗣后终止合同的约束力，从而剥夺发行人享有的债务期限利益和资金用益利益，实现投资的返还。

### 3. 预期违约下的解除合同：间接实现债券加速到期

因违约而发生的合同解除，在功能上具有守约方“合同义务的解放”与“交易自由的回复”，以及违约方“合同利益的剥夺”之效果。<sup>〔9〕</sup> 债券持有人通过解除合同可以实现“加速到期”的效果，剥夺了发行人依据募集说明书条款享有的期限利益，得从消极地容忍发行人占用资金的义务中解脱出来。

在解除效果上，需要对一时性合同和继续性合同进行区分，继续性合同被解除通常不产生恢复原状义务。<sup>〔10〕</sup> 债券发行人基于自身对市场的投资承诺及投资者的投资预期决定了债券合同的继续性质，<sup>〔11〕</sup> 债券合同被解除后不产生恢复原状义务，但因债务人受领货币资金的法律上的原因被合同解除消灭，债务人因此而负担不当得利的返还义务。而且，在履行效果上，由于法定解除权属于当事人单方的形成权，无需经过债务人同意，则可以达到即时加速到期的效果，即使债务人对此表示异议，此后经过诉讼确认解除时点亦可追溯至债权人单方发出通知之时。同时，解除合同并不妨碍损害赔偿的主张，就合同解除之后的资金使用行为给债权人带来的损失，法院亦得判决债务人予以赔偿。对于合同解除之后损害赔偿的计算，实践中以《民法典》第584条的可得利益规则确定损失，参照债券票面利率而非同期银行同业存款利率进行确定。通过授予预期履行利益的损害赔偿，持有人按照债券合同享有的本息同时受到了法院的实质保护，实现了提前到期的效果。

### （三）提前解除的司法政策之确立

追根溯源，对于民商事合同提前解除的司法政策，司法机关在2008年就已经通过司法文件的形式确定下来。根据最高人民法院发布的《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》第17条的精神，当事人一方已经完全履行给付义务，即使约定的价款期限未届至，债务人有拒绝履行、预期履行不能等情形，当事人诉请付款方支付未到期价款的，除非付款方已经提供适当的担保，否则收款人可以依据不安抗辩权、预期违约等规则解除合同。<sup>〔12〕</sup> 提前解除合同成为解决债券纠纷的常用法律救济手段，使持有人可以绕开期限屏障请求偿付，主张还本付息。而2019年最高人民法院发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》则将“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”作为发行人提前还本付息的考量因素。该《纪要》还规定，债券持有人依据发行人存在欺诈发行、虚假陈述等事由提前解除合同，法院应当综合考量行为是否足以导致合同目的不能实现等因素予以确认。上述两个司法文件规定了提前解除的做法，但是停留在确认司法政策的层面，并未对基层法院给予统一明确的审判指导。

〔9〕 参见前引〔8〕，韩世远书，第649页。

〔10〕 参见前引〔8〕，韩世远书，第674页。

〔11〕 参见前引〔6〕，冯果等书，第240页。

〔12〕 该文件规定了加速到期的一些参考因素：有确切证据证明付款方明确表示不履行给付价款义务，或者付款方被吊销营业执照、被注销、被有关部门撤销、处于歇业状态，或者付款方转移财产、抽逃资金以逃避债务，或者付款方丧失商业信誉，以及付款方以自己的行为表明不履行给付价款义务。

## 二、债券预期违约救济司法现状之梳理

### （一）“合同目的不能实现”的司法判定

在本金到期前，债务人可能出现利息违约的情况，根据多则判例，法院普遍认定利息违约属于根本违约：因投资者购买债券的主要合同目的在于“获取利息”，发行人利息违约的行为使投资者的合同目的无法实现，构成根本性违约，投资者可以解除合同。<sup>〔13〕</sup>这是实践中最为典型的做法，将按期受偿利息的投资目的认定为“合同目的”，迟延付息则造成“合同目的的落空”。

除了利息违约外，违反其他合同义务也可能被认定为“根本违约”。证券信息披露义务的履行确保发行人信息的透明，是市场定价、投资决策、风险警示等的重要基础。在债券投资中，发行人充分的信息披露揭示发行人的偿债能力和偿债意愿，保护债券持有人利益，属于债券发行人的一项重要附随义务。在发行人递延付息不构成违约的永续债券下，法院认为发行人的持续信息披露违规行为损害了债券的流通性，因而导致持有人欲通过出售票据收回本金的目的无法实现，构成根本违约。<sup>〔14〕</sup>除此之外，为保障债权人权益，在债券发行时投资者可能与发行人约定了若干投资者特别保护条款，其中亦可能规定发行人的担保义务以保障债券本息的实现，构成发行人的一项从给付义务。司法实践中，存在以发行人出现利息违约，且未能履行双方约定的维持担保物价值条款的义务，导致投资者获得投资收益的主要合同目的无法实现，而认定构成根本违约的做法。<sup>〔15〕</sup>此处我们可以看出，法院在论证过程中基本上把“合同目的的实现”推定为“合同义务的全部履行”，等同于合同履行的完满形态，债券发行人主给付义务、从给付义务和附随义务的违反都可能引致解除权的发生。

### （二）法定解除权依据选择及违约认定

#### 1. 法定解除权依据之选择

由于我国法定解除权制度具有混合继受的特征，规范之间可能存在适用上的重叠。在现行制度下，履行期到来前债券发行人陷入履行不能之虞时，债权人既有可能通过主张债务人构成预期违约而解除合同，也有可能通过行使所谓不安抗辩权继而解除合同。因此，在债券预期违约纠纷中对于解除权依据的选择，有原《合同法》第94条第2项和《合同法》第69条两种路径。在景顺长城诉中城建债券交易纠纷一案中，发行人出现多期债券违约，期间转让其名下多家公司股权，偿债能力严重下降，法院认为：其可能丧失履行债务的能力时，持有人行使不安抗辩权，中止履行并以函件、决议等形式要求增加担保，但是发行人拒绝履行，因此可以解除合同。<sup>〔16〕</sup>同样的情形，实践中更为主流的做法则是认定发行人是“以行为表明不履行主要债务”，构成默示的预期违约。以上规范对于解除权的构造是不同的，因此会对权利的行使要求和法律效果产生不同的影响，亦会产生不同的疑问，这在债券合同解除纠纷中亦然，其具体情况将在下文展开。

〔13〕 参见北京市第二中级人民法院（2019）京02民初409号民事判决书；广东省深圳市南山区人民法院（2019）粤0305民初5614号民事判决书；上海市第一中级人民法院（2017）沪01民初716号民事判决书。

〔14〕 参见上海市黄浦区人民法院（2017）沪0101民初13670号民事判决书。

〔15〕 参见广东省深圳市南山区人民法院（2018）粤0305民初17751号民事判决书。

〔16〕 参见上海市黄浦区人民法院（2017）沪0101民初13670号民事判决书。

## 2. 债券发行人预期违约的判定

### (1) 明示不履行

若发行人在履行期限到来之前明确表示其无法履行兑付义务，则债权人可以依据《民法典》第578条主张债券发行人构成预期违约，要求其承担违约责任并解除合同。最高人民法院在一则判决中表示：债务人向债权人明确表示无法履行本案涉诉债券清偿义务，且在案件审理过程中债务人明确认可债权人要求提前到期的理由，因此即使债券募集说明书中没有约定加速到期条款，亦可以加速到期。<sup>〔17〕</sup>在华溢之星诉无锡五洲国际装饰城一案中，债券发行人无锡五洲发行的“16锡洲02”债券连续两年利息违约，且发行人在上交所官方网站发布公告表示公司经营困难无力支付债券本金及利息，法院结合债券发行人对外偿付能力、无力履行的意思表示等事实，认定发行人构成预期违约，对债权人提前解除合同的请求予以支持。<sup>〔18〕</sup>

### (2) 在本债中拒绝追加担保或采取补救措施

法院普遍认为在发行人偿债能力面临危机的背景下，发行人负有积极作为以保障债权人的履行期待的义务，故可以通过发行人的消极状态推定其存在拒绝履行主要债务的意思，从而得出违约的结论。具体而言，这种消极状态的“不作为”既包括发行人“未履行增加担保义务”的“不作为”，也包括发行人资信状况恶化时“未支付任何款项及采取相应补救措施”的“不作为”。

在债券募集文件条款对于债务人追加担保义务有明确约定的情况下，违约的认定也比较简单：在大成基金与神雾集团债券交易纠纷案中，案涉债券的募集说明书明确约定债券担保物价值下降时发行人有追加担保的义务，发行人未履行追加担保的义务，未能维持担保比例不低于140%，构成违约，结合发行人利息违约、涉案可转债不能依约换股等事实，法院确认并支持了持有人提前解除的请求。<sup>〔19〕</sup>在鹏华基金诉深圳一体投资一案中，案涉债券约定了发行人维持担保比例的义务，发行人未能依约使担保比例维持在110%以上，构成违约，法院认定该违约行为以及利息违约等情况共同导致投资者的主要合同目的无法实现，投资者有权解除合同。<sup>〔20〕</sup>

若债券募集说明书未约定追加担保义务条款，在发行人出现其他债券违约、资产冻结等偿付能力危机事件时，持有人另以持有人会议决议、催告函等形式要求发行人追加担保、采取补救措施等，但是发行人予以拒绝的，也可能认定其构成预期违约。在平安银行诉中冶和中城建一案中，尽管案涉债券为可递延付息的永续中期票据，但是发行人财务状况恶化，案涉债券评级下降，持有人会议作出决议要求中城建公司提供信用增进措施、增加交叉违约条款后，中城建公司均未同意，以行为表明不履行债务构成预期违约。<sup>〔21〕</sup>而在国联安诉中城建一案中，发行人资信状况恶化且不能支付案涉债券利息，持有人起诉要求解除合同，法院认为被告对未到期债务无法确保能如期支付，也不能提供进一步的保证措施，认定预期违约具有事实依据，<sup>〔22〕</sup>尽管该案中未有证据表明

〔17〕 参见最高人民法院（2016）最高法民终397号民事判决书。

〔18〕 参见北京市高级人民法院（2018）京民初字第188号民事判决书。

〔19〕 参见北京市第一中级人民法院（2018）京01民初字第460号民事判决书。

〔20〕 参见广东省深圳市南山区人民法院（2018）粤0305民初17751号民事判决书。

〔21〕 参见北京市高级人民法院（2017）京民初字第54号民事判决书。

〔22〕 参见上海市第一中级人民法院（2017）沪01民初字第716号民事判决书。

持有人向发行人提出过追加担保要求，法院仍以司法裁判方式推定发行人不提供担保，构成以行为表明拒绝履行，从而属于预期违约，这是一种司法上的拟制，但似乎存在逻辑论证上的跳跃。

### （3）其他债券中的违约

因为在债券到期前要认定债券发行人存在违约行为面临较大障碍，所以发行人其他债券的违约行为随之成为持有人起诉要求解除的重要依据，也是司法上判断预期违约的考量因素之一。对于发行人存在其他债券违约行为能否推导出涉案债券的预期违约，司法实践上有不同意见。一种观点认为，若没有规定交叉违约条款，则债券违约并不具有传染性。云南省高院认为，债券没有交叉违约的约定，其他案件中的违约情形及涉诉情形均不能成为永泰公司构成违约的依据。<sup>〔23〕</sup>上海浦东新区法院认为：“每一项债券的发行和兑付均系被告的独立履约行为，对其中任何一项债券丧失兑付能力并不必然延及其他债券的兑付结果。”<sup>〔24〕</sup>但是在徽商银行与安徽外经合同纠纷案中，债务人出现其他债券违约行为且至今未支付任何款项和采取补救措施，即使涉案债券未到期且无交叉违约规定，法院认为发行人仍构成预期违约。<sup>〔25〕</sup>而在一起永续债解除纠纷中，由于发行人递延付息不构成违约，法院则以发行人其他债券违约以及拒绝采取相应补救措施的行为作为依据，认定其对案涉永续债构成了违约，也属于违约具有传染性的观点。<sup>〔26〕</sup>

### （三）对现状的检讨

#### 1. 债券“合同目的无法实现”的认定

法院对于债券纠纷中“合同目的无法实现”的认定存在简化过度的缺陷，裁判说理不够充分，这模糊了“合同目的”的边界，导致“合同目的无法实现”异化为任意的兜底性规定，无法衡量违约行为后果的严重程度，失去了原有拘束解除权滥用的作用。司法应当精准定位特定金融产品投资的“合同目的”，不能将“合同目的”等同于“合同义务”；须仔细判断案涉行为后果的严重程度，并衡量其对于合同目的的最终实现造成的影响，而非以静态的合同实现状态概而论之，不能将“合同目的的实现”等同于“合同的完满履行”。

#### 2. 解除权规范竞合情形需要厘清

在处理规范竞合的情形时，法院对于不安抗辩权和预期违约解除权的适用关系未能厘清，导致出现法院表面上是在适用预期违约规则，但实践上却采取了类似不安抗辩权规范构造的说理思路，对债务人施加提供担保的要求，追加担保义务的履行成为法院判断预期违约的最主要依据。但是由于法院最终援引的并非不安抗辩权规范，故在判断和说理时又舍弃了不安抗辩权基础上解除权的期限、催告等限制性要件，这种法律适用上的错配可能导致实践效果的南辕北辙，使解除权的门槛过于宽松，这让法院保护投资者权益的初衷异化为扭曲的风险规避渠道。

### （四）争议核心的总结：信用风险与期限利益

信用风险的分配与预测是债券投资的基础。债券合同提前解除的争议本质在于债券发行人信用风险下的加速到期问题。债券发行人所享有的信用授予具有长期性，而信用风险由于金融市场的动态性和复杂性而具备多样形态。按照正常的债券市场逻辑，投资者基于债券信用评级和发行

〔23〕 参见云南省高级人民法院（2018）云民初122号民事判决书。

〔24〕 上海市浦东新区人民法院（2015）浦民六（商）初字第4310号民事判决书。

〔25〕 参见安徽省合肥市中级人民法院（2019）皖01民初1482号民事判决书。

〔26〕 参见北京市第二中级人民法院（2018）京02民初6号民事判决书。

人主体信用评级、债券本身的信用保障措施等判断债券的违约风险，作出投资决策后应当自行承担违约风险和违约的后果。<sup>〔27〕</sup> 据此应当着重思考：在履行期间出现的信用风险在何种情况下超越了合同约定安排甚至违背了金融市场秩序，从而使得加速到期具有正当性。

由于目前我国立法上尚无债券加速到期的特别规定，在债券募集文件中亦无明确约定的情况下，需要通过解除合同迂回地实现加速到期的效果。所以，亦须进一步考量：债券持有人对于债务人未来会履行债务的期待是否被直接危及甚至剥夺，从而使得提前解除的救济成为必需。合同的基本目的在于保证当事人对已同意的风险分配的服从。<sup>〔28〕</sup> 合同的解除是对原有风险分配的否定和推翻。从合同法的规范理念上考量，合同解除是“契约严守”原则的例外，法律规定的合同解除条件或原因必须严格，否则将危及交易安全与市场信心。<sup>〔29〕</sup> 所以解除不得任意化。风险计算是缔结契约的轴心，其等式计算包括预期收益和损失风险两个因素，缔约前提是通过“信任”和“制裁”实现等式的正值化，“制裁”以惩罚背叛行为的威胁降低了损失的风险，但信任具有更决定性的作用。<sup>〔30〕</sup> 即使是法定解除权，其在债券纠纷中的适用，也应当能发挥其预防和制裁债券发行人机会主义行为的作用，在维护信用的同时依照市场逻辑处置信用风险，并以最大努力促进契约义务的履行，这是一个非常重要的出发点。

### 三、债券发行人预期违约之分类模式

#### （一）“合同目的无法实现”作为共同限定要件

合同法规定根本违约规则的目的在于限制解除权的适用范围，<sup>〔31〕</sup> 一般而言非根本违约不得解除，其判断标准为违约结果的客观严重性，即是否实际剥夺了债权人的履行利益。<sup>〔32〕</sup> 在违约风险化解语境下债券违约是发行债券的根本性违约，即债券发行人实质上无法履行债券的本息兑付义务，债券持有人投资无法收回。<sup>〔33〕</sup> 所以，在债券纠纷中应用违约解除权，也需要以合同目的无法实现为共同的要件，在具体判断时从违约行为给守约方造成的经济损失的角度界定不能实现合同目的的意义，<sup>〔34〕</sup> 必须考虑债务人违约行为给持有人造成的损害后果的严重程度。

#### 1. 债券合同目的的识别

崔建远回溯原《合同法》立法过程，认为“不能实现合同目的”与“（严重）影响订立合同所期望的经济利益”具有相同或相似的含义。<sup>〔35〕</sup> 合同目的连接着最为核心的履行利益，是通过主要债务的履行实现的。债券投资者的收益权对公司而言是一种固定要求权，但由于投资资本的预付性，作为信用购买者的投资者承担着发行人商事信用风险。<sup>〔36〕</sup> 从债券投资的市场特性上考

〔27〕 参见窦鹏娟：《新常态下我国公司债券违约问题及其解决的法治逻辑》，载《法学评论》2016年第2期。

〔28〕 参见管斌：《金融法的风险逻辑》，法律出版社2015年版，第93页。

〔29〕 参见刘凯湘：《民法典合同解除制度评析与完善建议》，载《清华法学》2020年第3期。

〔30〕 参见〔英〕休·科林斯：《规制合同》，郭小莉译，中国人民大学出版社2014年版，第106-111页。

〔31〕 参见王利明：《论根本违约与合同解除的关系》，载《中国法学》1995年第3期。

〔32〕 参见赵文杰：《〈合同法〉第94条（法定解除）评注》，载《法学家》2019年第4期。

〔33〕 参见前引〔6〕，冯果等书，第244页。

〔34〕 参见崔建远：《论合同目的及其不能实现》，载《吉林大学社会科学学报》2015年第3期。

〔35〕 参见崔建远：《合同一般法定解除条件探微》，载《法律科学》2011年第6期。

〔36〕 参见刘迎霜：《公司债券投资者保护理论与制度》，载《月旦财经杂志》2010年第12期。

察，债券投资者主要是通过授信获得固定投资收益，而收益与风险具有相称性，高收益债券（high-yield bonds）通常也是高风险债券。低风险的债券投资人的合同目的主要是隔离企业经营风险，投资企业的信用和偿付能力较好，而债券投资人的收益一般也不与该企业盈利情况挂钩，而是获得固定的投资收益；而高风险债券投资具有“冒险游戏”的特征，市场逻辑下的高收益债券的合同目的天然地包含着“无法实现”的潜在风险，发行企业的信用和偿付能力较差，其本息的偿还具有不确定性，融资需要付出更高的成本，投资者以较低的价格买入表征较高债权数额的高风险债券，享受较高的利息，若能实现本息偿付则可获得巨大的投资收益，故其投资本身具备射幸性质。法院在确定合同目的时应当考虑具体投资逻辑，依照投资产品的经济性质确定其“合同目的”，对此可以借助债券发行时的债务人主体信用评级、涉案债券信用评级、债务人公开披露的债券资金用途、债券利率和定价与市场平均水平的比较、债券的条款特殊约定等综合进行，这一点在股债区分日益模糊的现代金融产品下尤为重要，有助于贯彻“买者自负、卖者尽责”的原则。<sup>〔37〕</sup>

## 2. 违约后果严重程度的判断

范斯沃斯在其所著的合同法经典教材中认为，判断合同目的无法实现可以综合考量：债务人的违约行为在多大程度上剥夺了债权人合理期待的利益，以及其遭受剥夺的可能性、治愈违约的可能性、行为与诚实信用与公平交易的标准相符合的程度。<sup>〔38〕</sup>学理上认为，合同目的系通过给付义务的履行得以保障和实现。<sup>〔39〕</sup>如最高人民法院在一例判决中所言：“不能简单地由所违反条款的性质推断根本违约，而必须讨论这一违约是否会产生合同目的落空的结果。”<sup>〔40〕</sup>违反主给付义务以外的其他义务是否可以产生解除权，若合同中无约定，则需要个案中考察当事人的利益状态和合同目的。<sup>〔41〕</sup>债券信息披露义务属于合同附随义务，其违反并不必然影响发行人债券本息的完全清偿；履行过程中出现的利息迟延支付，属于有瑕疵的迟延履行，但是迟延履行并不必然导致根本违约，更何况是持续履行过程中的偶然迟延，在后期仍有治愈的可能性，裁判实践中将利息违约直接等同于根本违约的做法忽视了迟延履行与根本违约之间的程度差异，存在论证逻辑上的跳跃。

### （二）债券发行人预期违约的分类基础及理路：

#### 1. 分类的必要性

##### （1）防止单方形成权的滥用

《民法典》合同编典型合同分编规定了部分信用交易的法定的加速到期规范以保护债权人利益，避免了债权人被动等待履行期届满方可行使相应权利的不利局面。例如，《民法典》第634条规定了分期付款买卖中的出卖人法定加速到期权利，以减小出卖人向买受人授予信用而面临的

〔37〕 最高人民法院在《全国法院民商事审判工作会议纪要》中认为：在审理金融产品发行人、销售者以及金融服务提供者（以下简称卖方机构）与金融消费者之间因销售各类高风险等级金融产品和为金融消费者参与高风险等级投资活动提供服务而引发的民商事案件中，必须坚持“卖者尽责、买者自负”原则，将金融消费者是否充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险并在此基础上作出自主决定作为应当查明的案件基本事实，依法保护金融消费者的合法权益，规范卖方机构的经营行为，推动形成公开、公平、公正的市场环境和市场秩序。

〔38〕 参见〔美〕E·艾伦·范斯沃斯：《美国合同法》，葛云松、丁春燕译，中国政法大学出版社2006年版，第586页。

〔39〕 参见杜景林：《合同解除的体系建构》，载《法商研究》2020年第3期。

〔40〕 最高人民法院（2016）最高法再251号民事判决书。

〔41〕 参见谢鸿飞：《合同法学的新发展》，中国社会科学出版社2014年版，第389页。

风险，但是该加速到期权利亦对债权人设置了债务比例数额和合理期限催告的限制，防止出卖人任意提前到期。正因为其对法律效果产生的重大变更，所以加速到期应当以根本违约为前提。<sup>〔42〕</sup>法定加速到期权利的行使攻击合同履行期限，产生了现时履行请求权，而解除权的行使攻击合同本身，变更了双方债务的性质，使意定之债变为法定之债，这是两者法效果上的区别。但是从实践意义上，两者均是对债权人的一种主动救济措施，且在适用上必须平衡考量双方当事人的权益，以防止单方形成权的滥用。在此前提下，分情形赋予债权人救济符合利益平衡原理的要求。

## （2）衔接债券加速到期的原理

债券加速到期的原理与债券预期违约救济具有目标上的一致性，即同为在履行期限到来之前剥夺债务人基于契约享有的债务期限利益，实现授信的回转。所以，两者在法理上具有亲缘关系，从域外债券加速到期特别规定中提取债券加速到期原理，并以此作为衔接法定解除权规范适用与债券原理的一条重要线索，有助于优化债券合同提前解除的裁判效果，恰当平衡债券发行人与债券持有人之利益。

日本《公司法》中规定了债券的法定加速到期规范，其第739条规定了发行人出现利息违约的情况下，债权人会议作出决议后，执行人可以依据决议通知发行人在一定期间内清偿，若未按期清偿，则发行人丧失公司债总额的期限利益，但通知记载的期限不得少于两个月。<sup>〔43〕</sup>该条规定对利息违约采取了渐进式的加速到期模式，对债券持有人设置了“集体会议决议+通知催告”的程序性要求，并赋予发行人一定的保护期限，在该期限内发行人可以“治愈”自己的利息违约行为，从而避免加速到期的后果。而美国法上虽然债券加速到期权利没有在立法层面予以确认，但是作为示范法典的《美国统一商法典》第1—208条亦对加速到期的一般性权利进行了限制，要求提前履行或者提供额外担保的选择权只有“当诚信地认为清偿或者履行的前景堪忧时才能行使”<sup>〔44〕</sup>。同时，美国律师协会（ABA）起草的《信托契约示范文本（修订版）》对违约事件的认定和处置采取了详细而差异化的做法：对于利息的迟延支付需持续30天才构成违约事件；本金到期未兑付则构成违约事件；对于其他违反约定的行为，需要受托管理人或者债权达到一定比例的持有人向债务人送达违约通知，并经过60天的治愈期未能解决后才构成违约事件。对于上述违约事件情形，受托管理人或者持有代表超过25%的债权份额的持有人可以主张加速到期，但是该加速到期的主张也可以被持有相对多数债权份额的持有人所撤销。<sup>〔45〕</sup>

无论是日本还是美国，其债券加速到期实践均给予债务人一定的期限“治愈”，而不是径直地宣布加速到期；而且将加速到期的风险治理与债券上组织治理和程序治理进行了衔接，从而保障每个债券持有人在面临发行人信用风险时平等的知情权、表决权以及随之而来的受偿权，避免造成不公平的个别受偿；在加速到期的触发上，都对债权人的权利进行了限制，日本法将其限制在债务本息的实质性违约之情事，而美国法则对权利进行了“预期不能履行”的前置要求，以防止加速到期的随意化，保护债务人正当的期限利益；同时，不同类型的信用风险对于债权人的期

〔42〕 参见李建星：《法定加速到期的教义学构造》，载《法商研究》2019年第1期。

〔43〕 参见吴建斌：《日本公司法：附经典判例》，法律出版社2017年版，第349页。

〔44〕 美国法学会、美国统一州法委员会：《美国〈统一商法典〉及其正式评述》，孙新强译，中国人民大学出版社2004年版，第34—35页。

〔45〕 See Section 6.01—6.02. Revised Model Simplified Indenture, 55 Bus. LAW. 1115 (2000).

待利益的损害和威胁程度是不同的，因此持有人享有的救济也进行了相应的区分。总体上，债券提前到期的门槛并不低，其标准细致而严格，尊重债务人依据契约享有的期限利益，依照风险事件的不同而设置了相应的程序对加速到期权进行缓和，促进双方通过再交涉妥善化解风险，这体现了商法上债务拯救之精神，避免了发行人债务的“硬着陆”。

## 2. 债券持有人救济的分类理路

### (1) 预期不能履行：渐进式模式

#### ① 从不安抗辩到预期不能履行

在我国法上，原大陆法系的不安抗辩权由于解除权的接入而超越了一般意义上的履行抗辩的范围。原《合同法》上基于不安抗辩权所设置的解除权经过《民法典》的修订后，成为预期不能履行下的解除权。《民法典》使预期不能履行被吸纳进入预期违约的规则体系。<sup>[46]</sup>该规则在债券发行人丧失偿债能力使得债券债务预期履行不能的情形中有适用空间，它赋予了债权人要求担保的权利和法定解除权，同时其以渐进式救济模式对双方合同利益进行了适当调和，对债权人施加了催告以及等待合理期限的前置门槛，可以避免径直解除带来的偏颇和破坏性后果，兼顾信用风险与期限利益。《民法典》第528条将不安抗辩后的合同解除视为预期不能履行下的解除，是对目前不安抗辩权规则与法定解除权规则的调和。在因发行人陷入预期不能履行之虞而适用《民法典》第563条第1款第2项时，可以参照《民法典》第528条的制度安排进行解释，以渐进式的解除权对预期不能履行进行处理，这样解释的原因主要在于：第一，由于是在第563条的基础上进行解释，故不会受到第527—528条的不安抗辩权规则体系的履行顺序要求限制，可以适当扩大预期不能履行规则的适用范围，避免“中止履行”的解释疑难；第二，预期不能履行下的解除权已经被纳入预期违约的规则体系，没有理由对同类情形因履行顺序的不同而作出差别化处理。

#### ② 适用情形

《民法典》第527条第1款列举了四种情形，但其在体系上既缺乏内部自治性，也与其他规范发生了重叠冲突，因此需要进行解释上的加工以明确区分其适用情形。其第2项“转移财产、抽逃资金以逃避债务”规定的是债务人主观上拒绝履行的情形，应当属于《民法典》第563条第1款第2项的拒绝履行调整范围，因为在发行公司已积极主动地攻击契约履行基础的情况下，抗辩已经无法为债券持有人提供有效及时的救济。除第2项外，提炼第527条第1款各项共性，可以发现该条款核心在于第4项的“债务人丧失偿债能力”，不论是商业信誉还是经营状况，都与偿债能力存在牵连关系，从第528条规定的“恢复履行能力”考察也印证了这一点。所以，在债券纠纷中适用该条款也应当牢牢把握偿债能力这一中心，判断其对发行人偿债能力的影响，将“丧失或可能丧失偿债能力”作为适用该条预期不能履行规则的共同前提。

关于第1项中规定的“经营状况严重恶化”，发行公司的自治权是受保护的，可以在不受债权人干预的情况下管理其财产，即此时债务关系的天平是向债务人倾斜的，这种平衡仅在债务人破产或者濒临破产时才会被改变。<sup>[47]</sup>公司的经营状况一般与债权人无涉。如美国特拉华州衡平法院在一则判例中认为当公司“处于破产边缘”（in the vicinity of bankruptcy）时董事的信义义

[46] 参见叶金强：《不安抗辩中止履行后的制度安排》，载《法律科学》2020年第5期。

[47] See William W. Bratton, Corporate Debt Relationships: Legal Theory in a Time of Restructuring, 1989 *DUKE L. J.*, 92 (1989).

务则不仅局限于股东，而可以延及包括债权人在内的公司整体。<sup>〔48〕</sup>公司的经营状况会受到宏观经济环境、公司经营管理层的经营决策、监管政策等内外因素的影响，而体现出一种周期性波动，这属于发行公司的一种常见的商业风险，债券投资者已经以固定利息排斥公司的盈亏影响，并以公司责任财产为基础进行适度的商业风险隔离，仅当这种隔离被突破从而危及债务清偿时，债权人先取的请求才具备正当性。换言之，只有当发行公司的亏损已经严重弱化甚至毁坏了发行公司根本偿债能力时，债券持有人才有不安的合理根据，可以采取救济行动请求提前偿还，一般意义上的业绩波动和流动性困难不足以突破这种隔离。在此前提下，对于发行公司的偿债能力状况，则可以借助发行公司其他债券的履行情况、涉及诉讼的判决执行状况、财务会计报表所呈现的资产状况等因素作综合性的判断。

关于第3项中的“丧失商业信誉”，在司法实践中债券信用评级被作为与偿债能力相关的“丧失商业信誉”的重要考量因素之一。债券信用评级制度对于投资者的风险预判以及债券的市场定价有着重要的影响。但是，由于目前我国债券市场信用评级的总体质量不高，存在评价虚高、区分度不够、跟踪评级不及时、风险预警功能弱等现象，“评级悬崖”等异常现象频发，<sup>〔49〕</sup>债券信用评级在评价发行人信用时的参考价值受到限制。同时，债券信用评级属于资信中介机构对于债券投资属性的判断，而资信中介机构与司法机构在证券市场基础设施中的不同定位决定了信用评级与司法判断之间的不同方向：作为“看门人”的资信中介机构，其侧重于对发行人发行时债券本息偿还的可靠程度和风险程度进行评估；<sup>〔50〕</sup>而司法机构是对通常已经出现信用风险的发行人与债权人之间的纠纷进行事后的裁处，其侧重于对发行人主观意图、双方风险分担平衡等进行综合判断，所以法院在裁量时亦不能有迷信信用评级的倾向，需要综合发行人的诉讼执行信息、其他契约履行情况、在涉案纠纷及其他债务纠纷中的补救行动等因素，对发行人债券市场商业信誉进行独立判断。

### ③ 渐进模式构成要件的理解

关于适当担保，首先，适当担保应当依商业标准判断，若发行人的履约风险较大、可靠程度较低，则担保比例可以适当提高；反之则可以适当降低；适当担保的判断需要尊重商业规律，而非机械适用民法上的填平的标准。其次，“适当担保”的类型不限于民事上的动产担保，还包括商事上具备足够增信作用的一切措施，属于广义上的偿债保障措施。《美国统一商法典》第2—609条规定了与大陆法系不安抗辩权规则相似的“期待贬损规则”（diminished expectation），卖方有不安的合理根据时得要求买方提供及时履行的“充分保证”，但其“充分性”需要依据商业准则判断。尽管商业准则较为抽象，但是美国统一州法委员会在其编纂《评注》中认为其充分性不能纯粹依照卖方单方“善意”的衡量标准，而必须是基于“理性”的，且卖方必须遵守诚信义务和商业准则。<sup>〔51〕</sup>法院对于“适当担保”应当独立判断，需要结合发行人所出现的风险类型和危险程度进行情景化的

〔48〕 See *Credit Lyonnais Bank Nederland, N. V. v. Pathe Communication Corp.*, 17 Del. J. Corp. L. 1099, 1155 (Del. Ch. 1991).

〔49〕 参见财新网：《财新周刊 | 信用评级如何去泡沫》，载 <https://weekly.caixin.com/2021-01-02/101645940.html>，最后访问时间：2021年3月1日。

〔50〕 参见前引〔1〕，刘迎霜书，第32页。

〔51〕 参见前引〔44〕，美国法学会、美国统一州法委员会书，第189-190页。

考察，遵循诚信和公平交易的准则，将债市交易习惯作为重要的参考依据。

关于解除权，《民法典》第528条的解除权规定与第563条的法定解除权规定进行了衔接，即在债务人满足“未提供适当担保+未恢复履行能力”要件的情况下，则视为“以自己的行为表明不履行主要债务”，这属于一种法律上的拟制，该条解除权的规定与第563条其他法定解除权规定适用同样的判断标准，否则将破坏法定解除权内在的体系，所以此处的法定解除权也应当以“合同目的无法实现”作为行使的前提。给付迟延导致债的关系分层推进，其效力具有动态性。<sup>[52]</sup> 当存在预期违约情形时，债权人可先行依据《民法典》第578条请求对方承担违约责任，要求还本付息，进而实现加速到期的效果；在请求承担违约责任终不能实现救济效果，而合同目的完全落空时，债券持有人可以依法解除合同。

## （2）期前拒绝履行：径直模式

预期不能履行处理的是债券义务履行过程中债券发行人丧失或者可能丧失履行能力的情形，是对债券发行人偿债能力的一种客观判断，暂时履行不能的状态不能直接等同于拒绝履行，而需要等待一定的期间。但是实践中除债券发行人缺乏偿债能力之外，亦存在其缺乏偿债意愿的情形，其可能采取各种措施暗自毁约，对债权人造成的危害更甚，是故有必要赋予债权人以强度更高之救济，债权人无需像在“预期不能履行”的情形下那样等待债券发行人增信或者恢复履行能力，而可以直接要求解除，提前收回债券本息。《民法典》第563条第1款第2项属于广义的预期违约规则，该规定除“预期不能履行”外，亦包括了“期前拒绝履行”的行为类型，指债务人通过行为以一种非常明确且肯定的方式，表明自己主观上不愿再履行合同，其中，债务人通过自发且积极的行为造成合同不能履行的情形为其典型。<sup>[53]</sup> 若债务人已经没有履行的意愿，则要求债权人继续受合同约束，坐等违约损害的发生会导致法秩序上的不正义。在发行人拒绝履行的情形下，契约的履行已经无期待可言，持有人解除无可厚非。但对于“拒绝履行”的判断仍需谨慎，必须考虑该拒绝履行的义务属性。附随义务的违反通常不发生相对人的解除权。<sup>[54]</sup> 持续信息披露属于发行人的附随义务，债券发行人信息披露违约的目的可能是为了掩盖发行人逃避债务的行为，如发行人对于重大资产转让事项等信息未对债券持有人及时披露等，但信息披露的违约本身并不能导出发行人拒绝履行本息偿还义务，实际危害债权人的是发行人秘密从事的逃废债行为。同时，一些轻微的、与偿债能力无重大关联的事项的信息披露义务瑕疵也并不导致合同目的落空的后果。除了发行人明确以其意思表示拒绝履行的外，期前拒绝履行以积极侵害债权行为为典型，该行为类型与第527条第1款第2项“逃避债务”发生竞合，但是从规范意旨和债权人保护的角度思考，在救济规范构造上宜采取“径直模式”。

合同的一个重要功能在于制止当事人的机会主义行为，保障合同义务的履行。金融债权因其在商事上的特殊性而具备了可侵害性，《证券法》对于发行人欺诈发行、虚假陈述等行为亦采取了侵权责任规制路径而非违约责任规制路径，这也是证券债权成为侵权对象的一个例证。在债券履行过程中，债券发行人欺诈性转移财产，导致公司资本流失而掏空债权人的未来偿付基础的，属于积

[52] 参见黄茂荣：《债法通则之二：债务不履行与损害赔偿》，厦门大学出版社2014年版，第101页。

[53] 参见陈韵希：《合同预期不履行的救济及其法理基础——再论〈合同法〉不安抗辩权和预期违约的界分》，载《比较法研究》2017年第6期。

[54] 参见前引[8]，韩世远书，第664页。

极侵害债权的行为，债权人除请求撤销该财产转移行为外，可同时以预期拒绝履行为由要求提前还本付息。因为此时发行人不仅没有履行意愿，更存在恶意欺诈和违约之情形，并不属于正常商业风险的范畴，严重损害了债权人权益，在此异常情形下，持有人要求加速到期具有正当性和紧迫性。在发行公司及其控制股东以及其他相关人员抽逃出资、以关联交易形式转让公司财产、放弃债权等恶意减损公司偿债基础，导致公司丧失偿债能力的情形下，持有人可以依据《民法典》第563条第1款第2项之规定，解除双方的债券合同关系，同时要求对方承担违约责任。

#### 四、结 语

公司债券作为一种持续授信工具，其义务履行过程中出现信用风险并不特殊，其本身亦不违背债券市场规律，但是其在我国司法上的处置具有特殊性，这背后有我国债券市场信用转轨、合同立法的多元特性、合同基础法与金融合同义务履行的调适与衔接等多方面的原因，这对司法者无疑提出了更高的要求。在处置公司债券信用风险时，司法机关既需要对合同法基本规则有深度理解，亦需要对涉案金融产品的性质有充分认识，贯彻“买者自负、卖者尽责”的原则。债券合同提前解除的司法问题正是债券司法纠纷领域中观层次的一个重要议题，司法机关需要把握好“保护投资者”的度，区分信用风险的大小对解除合同的请求进行处置，从而更好地推动债券市场商事信用的形成。

---

**Abstract:** Corporate Bonds are continuing contracts and relational contracts, as well as financial instruments based on credit. The key issue is that, during the term of continuous performance, how to tackle with the credit risks. According to legal precedents of corporate bond disputes, the contract of bonds could be rescinded before maturity date by the bondholders. The goal of this judgment is to grant acceleration remedies to the aggrieved bond investors. However, the period benefit of the debtor is also agreed and protected under the bond contracts, and judges need to consider the balance of these rights, in order to avoid risk transference and distortion. Though there is not any domestic legislation on bond acceleration, foreign legislations and the provisions about credit transaction in the Civil Code could be our references. The courts could adopt direct rescission and gradual rescission respectively based on the level of credit risks, and take the frustration of purpose doctrine as common elements of the standard, also review the elements precisely with the business principles, to avoid arbitrary rescission by the creditors, and promote the business credit of bonds.

**Key Words:** anticipatory breach, period benefits, the right to rescission, credit risk

---

(责任编辑: 周 游 赵建蕊)