



担保是否灭失？“债券场外兑付”的法律性质和法律后果

张 乐 蔡宇翔 徐梓颖 涂雪萍

摘 要 近年来，债券场外兑付已成为发行人存续期间债务管理的一项重要工具，实践中往往伴随债券权利凭证在统一登记系统注销或退出登记，由发行人与持有人对债券本息偿付另行约定。对于第三方担保债券，这一做法会令持有人担心原有的担保安排会因债券场外兑付而灭失，有必要厘清债券场外兑付的法律关系。基于对债券持有人享有的复合性权利的解构和分析，债券持有人享有的债券权利是一个权利集群，包括基础借贷债权以及基于法律法规和监管规则、债券发行文件所派生或约定的证券权利，前者反映借贷债权债务关系，后者具有显著的证券监管特征。从保护债券持有人利益出发，不论债券是否因场外兑付发生注销或退出登记的事实，在债券表征的基础借贷债权不灭失的情况下，场外兑付应视为民法理论上的“债的变更”，债券持有人与债券发行人达成的场外兑付不应影响债券发行人、债券增信机构对债券发行人还本付息义务提供的担保增信的效力。

关键词 债券场外兑付 权利束 借贷债权 证券权利 债的变更 债的更新

一、引言

近十年的中国债券市场，由于债券发行人出现短期流动性紧张、再融资受限、经营困顿或面临重大债务负担等情况，未按时兑付债券本息的债券数量逐年增多。为避免因不能按时兑付债券本息构成债券发行文件的违约定义并进一步触发交叉违约的风险，债券发行人经实践探索出与债券持有人在证券交易场所之外通过协商变更债券未偿本息兑付的方式进行债务管理，即“债券场外兑付”。尽管该方式在债券信用评级角度是否构成实质违约存在争论，但因其在法律形式上不发生债券发行人未按时兑付债券本息的违约后果，仍可

能有助于维护债券发行人在直接融资市场的形象和再融资能力，场外兑付的隐蔽性也有助于降低债券发行人的负面消息曝光度，免除债券发行人在证券交易场所的信息披露义务等。

既然是特殊背景下经实践探索走出的一条路，那么中国债券场外兑付的含义是什么？市场表现与其相适应的法律程序有何特点？域外债券市场实践经验对我们有何启示？特别是，经场外兑付的债券，债券持有人享有的权利是否受到不利影响？如何最大限度保护债券持有人的利益？这些都是值得正视并探讨的问题。但截至目前，理论界和实务界仍少有直接就债券场外兑付的行为性质及其法律后果进行讨论

张乐，金杜（广州）律师事务所合伙人；蔡宇翔、徐梓颖，金杜（广州）律师事务所律师；涂雪萍，财付通支付科技有限公司。此外，金杜（广州）律师事务所合伙人李文敏、胡凌波亦对本文有贡献。



的成熟成果。^①

由于金融法律实务中投资人对此关注度较高, 本文将就上述问题展开讨论。研究范围和研究对象说明如下。

①理论上, 债券发行人逾期兑付债券本息之后, 亦可进行场外兑付的违约债务管理, 但为聚焦本文拟展开讨论的问题, 本文所研究的“债券场外兑付”, 均指发生在逾期兑付债券本息之前的场景。

②本文在就“债券场外兑付”相关问题进行研究和讨论时, 均以该等场外兑付已经或可以取得全体债券持有人一致同意为前提; 对于全体债券持有人未就场外兑付形成一致同意而引申出的问题 (包括但不限于持有人会议表决机制 / 效力及债券个别清偿问题等), 本文认为该等问题亦有研究之必要, 但不纳入本文的研究范围。

二、债券场外兑付的含义、市场实践与法律程序

(一) 债券场外兑付的含义

我国现行法律法规并未直接明确“债券场外兑付”的含义、程序及法律后果。“债券场外兑付”是由市场主体通过实践摸索出来的非传统债券偿付方式, 是一个形象化、场景式用语, 并非法律或金融规范术语, 无传统法律渊源支持。

结合对近年来中国债券市场实践的观察, 作为本文研究对象的“债券场外兑付”,

是指一种债券偿付场景, 即对于一只通过登记托管机构进行债券登记和代理兑付, 并于指定或约定的交易市场进行流转的债券, 在法律形式上发生债券发行人逾期兑付债券本息的违约后果之前, 经债券发行人 (债务人, 下同) 与全体债券持有人 (债权人, 下同) 一致同意, 债券发行人与债券持有人另行协商结算部分或全部的债券利息及 / 或本金, 登记托管机构不再代理结算该只债券对应部分的债券利息及 / 或本金。

因此, “债券场外兑付”应构成债券的协议重组, 是债券发行人与债券持有人就债券偿付方式、债券流转方式达成的合同变更行为, 是债券当事人在遵守一定的法律规则下行使处分权的表现, 也是债券发行人进行债务管理的方式之一。

(二) 债券场外兑付的市场实践

如前所述, “债券场外兑付”是市场主体通过实践摸索出来的非传统债券偿付方式, 为此, 本文对债券场外兑付的市场实践进行检索、统计及分析。^② 经检索发现可通过公开渠道查询的信息如下 (需要说明的是, 实际发生的市场案例可能远不止于公开可查信息披露的数据)。

①截至 2023 年 12 月末, 已出现转场外兑付情形的证券交易所 (包括上海证券交易所和深圳证券交易所) 债券共 13 只, 已出现转场外兑付情形的银行间市场债券

① 除汉坤律师事务所于 2021 年 8 月发表文章《与中介机构责任有关的债券业务前沿问题 (一): “场外兑付”中的持有人利益保护与虚假陈述责任》外, 暂未通过公开检索途径检索到相关机构就此主题发表过专项系统性研究成果。

② 鉴于证券交易所债券与银行间市场债券暂未建立关于场外兑付的专项信息披露平台, 本文首先通过搜索引擎组合输入“债券”“场外兑付”等关键字进行检索, 在获悉债券场外兑付相关新闻报道等公开信息后, 进一步通过证券交易所债券与银行间市场债券的指定信息披露渠道获取相关债券的场外兑付公告等资料。



共 6 只。^①

②在上述 13 只证券交易所债券中, 3 只“场外兑付利息”, 10 只“场外兑付本息”。并且, 该等证券交易所债券的场外兑付公告时间均不晚于原债券兑付日。

③在上述 6 只银行间市场债券中, 2 只“场外兑付利息”, 4 只“场外兑付本息”。不同于上述 13 只证券交易所债券, 银行间市场债券的场外兑付公告时间大多晚于原债券兑付日; 具体而言, 其中 4 只债券均系在债券已实际发生迟延兑付或违约后才转为场外兑付, 另有 2 只债券的场外兑付安排发生在债券兑付日之前, 尽管并未实际发生债券层面的违约, 但转场外兑付前已出现债券展期或主体评级下调等情况。

综上, 根据兑付标的的不同, “债券场外兑付”在实践中有不同的组合方式, 无固定范式, 如场外兑付债券期间利息、场外兑付债券到期本金、场外兑付债券到期利息和本金等。另根据债券交易场所的不同, “债券场外兑付”在实践中还可分为证券交易所债券的场外兑付和银行间市场债券的场外兑付。

(三) 债券场外兑付的法律程序

基于兑付标的及债券交易场所的不同, 债券发行人与债券持有人间关于“债券场外兑付”的不同约定可能涉及不同的法律程序, 为此, 本文附录对证券交易所债券与银行间市场债券之场外兑付的法律程序进行详细说明及分析^②; 本文正文仅进

行概要说明及分析。结合债券交易场所及登记托管机构的相关规则、债券场外兑付的市场实践, 并经电话咨询相关工作人员, 与债券场外兑付拟实现效果相适用的法律程序如下。

1. 债券场外兑付本息及当期应付利息

鉴于发行人偿还本金计划包括到期一次性偿还本金及存续期分期偿还本金, 债券场外兑付本息同样可对应区分为场外兑付全部本息及场外兑付当期应付本金 (“场外兑付当期应付本金”还可进一步与下述“场外兑付利息”结合)。并且, 视交易所的不同, 相关法律程序也有所区别。

在证券交易所, 若债券场外兑付全部本息, 主要通过债券摘牌并退出登记的方式实现。债券发行人在就场外支付债券全部应付本金及利息、终止债券挂牌转让事宜征得全体债券持有人同意的情况下, 可向证券交易所申请摘牌, 并向登记托管机构中国证券登记结算有限责任公司 (简称中证登) 申请办理债券退出登记。办妥退出登记业务的债券将不再由中证登登记托管, 亦不再通过中证登代理兑付。但若债券场外兑付当期本金的, 则与兑付全部本息采取的摘牌退出登记方式不同, 通常采取面值调整的方式进行。发行人在取得全体债券持有人同意的情况下, 可向中证登申请调整面值, 但无须办理摘牌及退出登记手续, 后续仍然由中证登代理兑付事宜。

在银行间市场, 若债券场外兑付全部

① 囿于债券场外兑付信息的获取渠道, 无法准确统计出现场外兑付情形的债券的数量, 本文所载统计数据意在呈现市场确已出现债券场外兑付的情况, 包括 14 中债、16 盛润债、16 海空 01、16 宜华 01、16 文化 01、16 方圆 01、16 永泰 01、16 永泰 02、16 永泰 03、17 凯撒 03、17 巴安债、17 幸福基业 MTN001、18 中融新大 MTN001、18 华宇 05、19 如意科技 MTN001、20 恒大 04、20 鸿达兴业 SCP001、20 华夏幸福 MTN001 和 22 步步高 SCP002。

② 债券场外兑付的法律程序见增强出版, 中国知网—《金融市场研究》。



本息, 主要通过发行人与债券持有人协商, 以其他方式履行还本付息义务, 并申请注销部分或全部债券的方式实现。债券发行人需就注销债券召开持有人会议, 在注销方案表决生效后, 与愿意注销的持有人签订注销协议, 并向登记托管机构(银行间市场清算所股份有限公司, 简称上清所)申请注销协议所约定的银行间市场债券份额, 注销的债券将无须通过上清所进行兑付。但若债券场外兑付当期应付本金的, 目前并无明晰的规则指引, 亦无可查证的在先实践案例, 本文认为, 可尝试探索通过上述“银行间市场债券场外兑付全部本息”相似程序注销部分债券, 或下述“银行间市场债券场外兑付利息”相似程序变更债券登记要素两种路径实现。

2. 债券场外兑付利息

在证券交易所, 债券场外兑付当期应付利息主要通过调整债券兑息的方式实现。债券发行人在征得全体债券持有人同意的情况下, 可向中证登申请调整债券兑息, 以删除当期付息的记录, 由债券发行人在不通过中证登派付的情况下自行向债券持有人兑付利息; 并且, 由于债券本身仍处于存续状态, 无须办理上述证券交易所债券场外兑付本息所述的摘牌及退出登记手续, 即该债券仍然可在证券交易所挂牌转让并由中证登代理后续兑付事宜。

在银行间市场, 债券场外兑付当期应付利息主要通过调整基本偿付条款的方式实现。债券发行人召开持有人会议, 与持有人协商调整利率等核心登记要素, 并向上清所申请变更债券登记要素, 进而实现由债券发行人在不通过上清所派付的情况下自行向债券持有人兑付利息的目标; 并且, 该债券同样仍处于存续状态, 而无须

办理注销手续。

另外, 根据债券场外兑付的市场实践情况, 发行人在场外兑付当期应付本金时通常会一并完成债券场外兑付利息, 在此情况下需一并完成债券场外兑付当期应付本金所对应的法律程序与债券场外兑付利息所对应的法律程序。例如, 在办理证券交易所债券场外兑付当期应付本金与利息时, 需在征得全体债券持有人同意的情况下, 同时向中证登申请调整债券兑息及面值调整; 办理银行间市场场外兑付当期应付本金与利息时, 在相关持有人同意前提下, 可能通过变更债券登记要素一次完成相关业务办理, 或需同时完成部分债券的注销与债券登记要素变更。

本文认为, 尽管上述“债券场外兑付”所涉法律程序因兑付标的及债券交易场所的不同组合而有所区别, 但其核心均是在债券发行人与债券持有人协商一致的情况下, 通过完成相关申请手续而使涉及场外兑付的相关债券利息/本息金额不再存在于登记托管机构的登记系统或登记数据内, 债券发行人无须再通过登记托管机构向债券持有人兑付相关债券利息/本息; 特别地, 对于债券本息全部场外兑付的情形而言, 相关债券整体均需办理退出登记(适用于证券交易所债券)或注销(适用于银行间市场债券)流程; 而对仅场外兑付利息的情形而言, 相关债券仍处于存续状态, 后续如无另行操作的, 仍需通过登记托管机构向债券持有人兑付相关债券其余应付利息/本息。

三、债券场外兑付对债券投资人权益的影响

目前理论界和实务界少有直接就债券



场外兑付的行为性质及其法律后果进行讨论。如前文分析,根据兑付标的的不同,“债券场外兑付”在实践中包括场外兑付债券期间利息、场外兑付债券到期本金、场外兑付债券到期利息和本金等。有观点认为,“场外兑付^①本金时,债券项下还本付息的法律关系消灭,同时新的借款关系基于场外兑付协议成立,前后法律关系不具有同一性,属于‘债务更新’”;“涉及本金并导致债券注销的场外兑付交易是一种‘债务更新’,将彻底消灭债券的证券属性”;“仅以场外方式兑付利息的,属于债务变更,不改变原有债券属性”。该文从场外兑付的持有人利益保护与债券发行人虚假陈述责任为切入点,强调场外兑付本金对持有人利益影响严重,应以个别同意为原则,并且提出场外兑付本身不能免除发行人或中介机构的虚假陈述侵权责任(刘冬等,2021),对债券持有人的利益保护及债券市场的稳定健康发展非常有意义。但在对场外兑付本身的行为性质及其法律后果的判断上,若将涉及场外偿付本金直接认定构成“债的消灭”,对债券持有人的合法利益的保护恐难周全。

根据《证券法》《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》等相关规定^②及学

理通说(李东方,2018;祁畅等,2022),登记托管机构的债券登记系对债券持有人持有债券并享有相应证券权利的确认。本文认为,从债券交易场所和债券登记托管机构程序操作便利性角度,在债券发行人与债券投资人选择债券场外兑付全部本息的情况下,要求相关债券办理退出登记或注销有其必要性,但在债券登记及/或其信息不复存在的情况下,债券投资人的投资权益是否因债券场外兑付全部本息及其所涉法律程序的推进执行而受到不利影响?本文立足于债券持有人享有的债券权利具有复合性的特点,通过解构权利集合的方式,就场外兑付对债券持有人享有的不同债券权利的影响进行分析。

(一) 债券持有人的“权利束”

在讨论债券持有人的投资权益是否受到影响前,首先需要对债券及债券的权利特征有基本认识,在此基础上,才能进一步判断债券办理退出登记或注销是否会对债券持有人的权利产生影响。

从债券产生的历史可以得到一个简单的逻辑:债券系从借款合同衍生而来,是为实现借款债权的交易便利性而创设的一种标准化借款债权合同,简言之,债券是非标借款债权标准化的产物。现如今债券

① 该文章中对“场外兑付”的界定是:“目前,我国债券市场的场外兑付主要是发行人与债券持有人协商一致,不经债券托管结算机构(中债登、上清所、中证登),直接在证券交易系统外向持有人进行资金兑付的行为。”该界定与本文基本相同。

② 《证券法》(2019年修订)第一百五十一条:……证券登记结算机构应当根据证券登记结算的结果,确认证券持有人持有证券的事实,提供证券持有人登记资料。

《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》(中国人民银行令[2009]第1号)第十九条:债券账户是指在债券登记托管结算机构开立的用以记载债券持有人所持有债券的品种、数量及其变动等情况的电子簿记账户。

第二十条:债券持有人通过债券账户持有债券。债券持有人持有债券以其债券账户内记载的债券托管余额为准。债券持有人对债券账户记载内容有异议的,债券登记托管结算机构应当及时复查并予以答复;因债券登记托管结算机构工作失误造成数据差错并给债券持有人带来损失的,债券登记托管结算机构应当承担相应法律责任。



已经是企业法人直接融资、筹措资金的重要方式之一。《公司法》规定,公司债券是指公司发行的约定按期还本付息的有价证券。可见,债券除了表征一定的债权债务关系外,同时受到商事组织法下严格的规范约束,投资人因持有债券所享有的权利,不再是单一的要求债券发行人还本付息的请求权,债券在法律性质和法律适用方面呈现出复合权利特征与双重规范约束的特点。本文认为,债券持有人享有的权利应当是复合了基本借贷法律关系的债权,以及其他具有强制监管特征并基于法律法规和监管规则、债券发行文件所派生或约定的各种权利(包括债券的转让交易权利、信息披露请求权、虚假陈述赔偿请求权等)的集合,是一个权利集群。可以说,债券权利的内容是多元化的,亦可理解为权利组合或复合型权利(周亮,2012;祁畅等,2022)。

对于这样的权利组合或复合型权利,若借用财产法概念下的“权利束”进行解释,债券持有人享有的权利便是围绕借款本息偿付的债权债务基础关系,并以此为基础衍生出其他权利的复合性权利集合。正因如此,不论是在本文所讨论的债券场外兑付业务场景下,抑或是债券置换^①和征求同意^②的适用场景下,均不宜简单化、单一化理解债券持有人因持有债券所享有的权利。本文认为,对于债券运行过程中出现的各种债务管理方式,需要以“权利束”

的视角对债券持有人享有的权利所具有的多层次性、复合性特征进行充分 and 立体化的考量,寻求对债券投资人周全的权益保护,维护债券市场的应有秩序。

(二)“权利束”的解构

现有研究很多从债券的证券权利入手,以证券权利等同于债券持有人享有的“权利束”,如“证券权利,是证券所表彰的一系列权利的总称”(李东方,2018)。但是,本文认为,债券作为一个生发于民事法律权利并在商事组织规范下发展的债务融资工具,应当将债券持有人享有的“权利束”分解并置入民法和商法语境下进行观察和分析。其中,借贷债权债务关系是“权利束”的核心和基础,受民法的约束并适用《民法典》中借款合同的一般规定,而其他权利则属于商法规制下的权利,该等权利主要系债券的涉众性、标准化与可交易流通性所派生,受商事组织法(如《公司法》《破产法》等)的治理约束,以及《证券法》或其他证券法律规范的规范约束。如上文所述,为更好保护债券持有人的合法权益,建立“权利束”的视角对债券发行人在债券存续期间的债务管理方式进行分析和评价更有裨益。

从解构债券持有人享有的广义“证券权利”的权利集合的分析思路出发,可以将“权利束”中受民法约束的基础权利称为“借款债权”或“金钱债权”,而将“权利束”中受商法约束的派生或约定权利称

① “债券置换”(Exchange Offer),也称“契约交换”或“要约交换”,要约交换通常涉及发行人向流通债券的持有人要约用该等债券交换一定数量的新发行债券,要约可以就全部或部分(例如,以某个最大数量为限)流通债券发出。此方法使得发行人能够延长流通债券的到期日或者实际地修订其条款,而同时保持投资者基本群体(该群体相对地熟悉发行人及其信用状况)不变。

② “征求同意”(Consent Solicitation),指发行人征求债券持有人同意,以修改现有债券的条款与条件而进行的一种债务管理手段。

为“证券权利”（表 1）。

从“权利束”的基础权利和派生权利角度，本文认为，只有当核心和基础权利不复存在，债券持有人享有的“权利束”才会完全归于消灭。在债券发行人的债券管理方式上，通常体现为债券本息偿付完毕，从法律上讲，即债的消灭。但是，若核心和基础权利仍然存在，其他因债券自有特征的派生性权利消灭，则债券持有人享有的“权利束”并不当然灭失，只是“权利束”从复合性归于单一性。

(三) 场外兑付对债券持有人的“权利束”的影响

1. “权利束”之证券权利

如上所述，债券场外兑付均涉及约定场外兑付的金额部分不再存在于登记托管机构的登记系统或登记数据内。本文认为，对于该部分债券金额将因场外兑付的不同

约定存在不同影响。本文以兑付标的或兑付金额为划分维度，将债券场外兑付分为“场外兑付利息”（仅债券利息不再通过登记托管机构代理支付）和“场外兑付本息”（债券本金与利息均不再通过登记托管机构代理支付），简言之，区分点在于债券本金是否作为场外兑付的标的。

(1) 场外兑付涉及债券本金的偿付

债券持有人享有的“权利束”的基础和核心在于借款债权债务关系下债权人的权利，债券本金是借款债权债务关系之本源，债券利息则是典型民法理论下的孳息，如无特别规定或约定，该等孳息附随于本源的债券本金并归属于债券持有人。根据常规的债券发行文件的约定，债券发行条款或债券基本特征会分别列示发行金额、票面金额、发行价格、票面利率、票据期限、计息天数等，其中发行金额是指全部

表 1 债券持有人享有的“权利束”的构成及其权利内容

序号	“权利束”分项	权利范围及内容
1	金钱债权 / 借款债权 (含附属担保权益)	作为债券持有人，其核心权利即金钱债权 / 借款债权（指要求发行人履行还本付息义务的请求权），即债券持有人享有的主张债券发行人按照债券发行文件约定履行债券还本付息义务的请求权。 对于设置担保的债券而言（所担保的主债权即债券所表彰的借款债权），通常该等担保以债券发行人按期足额还本付息义务为其主债权，因此，附属担保权益应附随债券持有人享有的“权利束”中的金钱债权，其转让、消灭均与金钱债权的权属变动和消灭紧密相关
2	证券权利	可依法转让、出质债券的权利。基于债券的标准化 / 份额化特征、统一登记托管等债券市场基础设施搭建以及债券转让 / 质押等特别规则，债券的流动性高于一般的金钱债权 / 普通债权，其流动性亦是债券投资价值的重要体现（周亮，2012）。因此，持有人之依法转让、出质债券的权利，是债券的权利集群中重要组成部分。 其他依据债券法律法规派生及 / 或债券发行文件约定享有的权利，包括与信息披露、持有人会议召开 / 表决及其他投资人保护等相关的权利。该类权利可给予债券持有人不同于一般借款债权人的特殊保护（叶林，2022）



债券合计的债券本金,票面金额是指单位债券的债券本金,债券利息则通过债券发行文件约定的票面利率、票据期限、计息天数和付息方式等另行确定。同时,在债券交易时,债券持有人通常需要遵守以单位债券为最小交易单位进行转让;在债券分期或到期偿还本金时,债券持有人享有的债券本金也会相应注销;在债券持有人行使会议召集权利或表决权时,债券持有人通常系以每一单位债券面额为一表决权。可见,对于债券持有人享有的“权利束”中的证券权利,系围绕债券本金展开的,因此,如债券场外兑付涉及债券本金的偿付,债券持有人享有的证券权利必然受到影响,既可能是对债券持有人享有的证券权利的削弱,也可能导致债券持有人享有的证券权利的消灭。

目前,登记托管机构的债券登记系对债券持有人持有债券数量进行确认,债券持有人基于持有债券而享有法律法规及债券发行文件约定的证券权利。由于债券系经一定程序发行并遵守相关法律法规规定,具有监管约束的特征,证券权利的取得和行使与监管规范和现行的登记托管体制有一定的内在关系,一旦场外兑付约定涉及债券本金的部分或全部注销,则场外兑付将导致债券持有人不再享有已注销部分金额对应的证券权利。对债券持有人来说,其影响包括债券持有人无法要求已经转场外兑付的部分债券继续按债券交易规则进行转让;如场外兑付约定仅涉及部分

债券本金场外偿付的,则债券持有人在持有人会议召集及/或持有人会议议案表决时存在一定的权利削弱;如场外兑付约定涉及全部债券本金场外偿付的,则债券持有人不再有权要求债券发行人按债券相关法规进行信息披露等。

(2) 场外兑付不涉及债券本金的偿付

如场外兑付仅是债券发行人与债券持有人就债券存续期间的利息支付达成协议,因债券利息偿付并不直接影响登记托管机构对债券持有人持有债券数量情况的登记,债券持有人所享有的“权利束”下证券权利应不受影响。但是,若债券持有人对其持有的债券进行转让,因债券利息作为孳息的偿付不透明,债券受让人可能会对前次或当期债券利息兑付与否,以及其他兑付安排心存疑虑,理论上债券另行转让交易的流通性也将大打折扣。

2. “权利束”之借款债权及其附属担保权益

(1) “债的更新”与“债的变更”的理论基础

我国现行法律并未就“债的更新”做出具体规定,债的更新是传统民法范畴的概念。学理通说层面,一般将债的更新列为债的消灭^①的原因之一(与债的清偿、债的抵销等并列),其内涵是指以新债代替旧债,从而使旧债归于消灭;换言之,债的更新即通过设定新的债权债务的方式消灭旧的债权债务关系(王利明,2016)。代物清偿就是典型的债的更新的方式,又如债

① 《民法典》第557条:有下列情形之一的,债权债务终止:(一)债务已经履行;(二)债务相互抵销;(三)债务人依法将标的物提存;(四)债权人免除债务;(五)债权债务同归于一人;(六)法律规定或者当事人约定终止的其他情形。合同解除的,该合同的权利义务关系终止。



券置换，以新发行的债券置换原债券等。

就债的变更而言，因债券属于合同之债的一种，理论上可适用《民法典》关于合同的变更的相关规定。^①但值得注意的是，《民法典》所规定的“合同的变更”并不完全等同于“债的变更”，前者指的是“合同内容的变更”，含义更广，且可能产生“债的更新”的效果。^②并且，我国现行法律并未针对“债的变更”的定义、特征等做出更为具体的规定，因此无法直接从法律规定角度直接对“债的更新”和“债的变更”作出区分。学理通说层面，相比债的更新，债的变更不涉及旧债消灭、新债产生，相关债权债务前后具有同一性，仅相关债的要素发生变更（如金额、履行方式、标的数量等）。在债券发行人的债务管理方式上，举例而言，征求同一路径下的债券展期，系在原债券发行文件基础上对债券偿付条件进行修改，通常构成债的变更。

(2) “债的更新”与“债的变更”的裁判观察

司法裁判实践对于债券场外兑付是否构成债的更新无相关讨论，但司法裁判实践对于其他应用场景下债的更新的认定和分析方法对于债券场外兑付的讨论仍有重要的参考意义。

对于如何认定债的更新，最高人民法院（简称最高院）在司法实践中结合“债

权人利益保护”的原则，强调当事人“无明确的意思表示不构成债的更新”。《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》中提道：“债的更新的显著特点是，新债的成立和旧债的消灭互为因果，新债成立后旧债归于消灭，附属于旧债的担保等也一同归于消灭……考虑到债的更新彻底消灭旧债，附属于旧债的担保也随之消灭，对债权人非常不利。从保护债权人利益出发，除非当事人有明确的债的更新的意思表示，否则，应以物抵债协议解释为是债务变更而非债的更新。”又如，最高院在其（2016）最高法民终484号《民事判决书》（通州建总集团有限公司与内蒙古兴华房地产有限责任公司建设工程施工合同纠纷上诉案）中指出：“当事人于债务清偿期届满后达成的以物抵债协议，可能构成债的更改，即成立新债务，同时消灭旧债务；亦可能属于新债清偿，即成立新债务，与旧债务并存。基于保护债权的理念，债的更改一般需有当事人明确消灭旧债的合意……。”

不难看出，从司法裁判者的角度，“债权人利益保护原则”是一个非常重要的原则和基础，并以此衍生出尊重当事人明确的合意作为判断依据。

(3) 场外兑付不构成债的更新，应构成债的变更

场外兑付对于债券持有人的借款债权 /

① 《民法典》第543条：当事人协商一致，可以变更合同。《民法典》第544条：当事人对合同变更的内容约定不明确的，推定为未变更。

② 《中华人民共和国民法典合同编理解与适用》提道：本章规定的合同的变更并不包括合同主体的变更，仅指合同内容的变更。换言之，合同内容发生变化是合同变更不可或缺的条件。就合同内容变更而言，通常包括合同标的物在质量、数量、履行条件、合同价款、合同所附条件或期限、合同担保、违约责任、解除条件以及争议解决的防范等内容的变更，也可以包括合同的从给付义务、附随义务的变更。



金钱债权构成债的更新还是债的变更,关键在于场外兑付是否导致原债券项下持有人享有的“权利束”下借款债权/金钱债权消灭(“旧债消灭”)。如场外兑付导致旧债消灭的,则场外兑付前后确系涉及“以新债^①代替旧债”,则为债的更新;如场外兑付并未导致旧债消灭,则场外兑付前后仅涉债券本息履行方式等债的要素的变化,则为债的变更。

从场外兑付的含义、成因以及市场实践的分析,结合债券持有人享有的“权利束”下的权利集群的构成与分解,本文认为,场外兑付并不导致原债券项下持有人所享有的“权利束”之借款债权或金钱债权归于消灭。若发行人仍有未履行完毕的还本付息义务,则持有人享有的金钱债权/借款债权不会仅因场外兑付而消灭;并且在场外兑付前、后,所涉借款债权/金钱债权具有同一性。基于此,本文认为,场外兑付不构成债的更新,应构成债的变更。

第一,债券持有人享有的“权利束”是一系列权利的组合,而非法定的一项不可分的权利。即使如前文分析,债券持有人可能因场外兑付涉债券本金偿付导致其享有的证券权利受到削弱或消灭,但债券持有人是否继续享有借款债权/金钱债权,应结合借款债权/金钱债权之权利属性/产生基础等具体判断。不同于“权利束”之证券权利,借款债权本身仍属于传统的民法债权范畴。按照基本民法原理,若双方存在借款合意且债权人已向债务人转移货币所有权(如发行人已取得持有人支付的

债券份额认购资金),则债权人即享有对债务人的借款债权;而债券仅系作为借款债权的权利凭证或表征,债券是否继续按其本源属性进行记载、登记托管,或者其是否在约定交易场所挂牌,与该等权利人是否继续享有对债务人的借款债权并无必然联系。在场外兑付的业务实景下,债券发行人与债券持有人通常系在债券存续期间通过会议方式达成债券本息偿付方式的变更,并且各方在偿付方式变更的同时,往往会以书面形式就债券持有人对债券发行人享有主张还本付息的权利进行债权债务关系的确认,这都是以债券持有人持有的债券现状出发所做出的确权,各方并无重新创设新的债权债务关系的合意。

第二,在民间借贷管制的法律体制下,债券是建立单一借款人与多个贷款人之间合法债权债务关系的载体,债券项下债权债务得以合法创设。假如将场外兑付等类于债券置换,并以场外兑付协议认定为债券发行人与债券持有人之间重新构建的债权债务关系,可能会使新债因民间借贷、非法集资等各种约束导致其债权债务构建缺失法律保护,对债券持有人的利益损害不容忽视。

与借款债权同理,附属担保权益亦属于传统的民法权利范畴,并且,其作为从权利应当依附于主权利而存在。在债券场外兑付的业务场景下,附属担保权益所担保的主债权是债券发行人于债券项下对债券持有人的还本付息义务,在债券持有人享有的“权利束”下借款债权这一核心和

① “新债”指债权人与债务人另行协商一致的债权债务履行事宜,包括但不限于债务展期等。



基础不灭失的情况下，附属担保权益作为附随于债券持有人享有的借款债权是否会受影响取决于场外兑付达成的本息偿付方式是否加重了债券担保人的担保责任。^①根据《民法典》第695条^②与《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉有关担保制度的解释》第20条^③之规定，若上述主债权变更未加重债务人债务的（例如仅涉及变更债务履行方式），则担保人应继续按照原担保合同约定承担担保责任；若该等主债权变更加重债务人债务的（具体应视各方协商的债权变更具体内容而定），则除非经担保人同意，担保人对加重的部分不承担担保责任。

若将场外兑付视为原债券项下权利灭失且新债构建的债的更新行为，在无特别约定情况下将导致原债券项下债券持有人享有的附属担保权益随之灭失，对债券持有人的利益具有严重影响，也不符合当事人的行为合意。

四、债券场外兑付的域外实践

在考察境外债券市场的债务管理方式对中国债券市场的启发过程中发现，境外市场缺乏“债券场外兑付”的案例介绍，也未见市场对“债券场外兑付”的讨论。

有别于中国债券市场存在债券场外兑付的实践，境外债券市场更多采取债券置换（或称交换契约）、征求同意等方式进行债券重组，或是在司法程序主导下进行的债券重组。对此，本文进一步尝试以境外美元债为例从境外债券市场的发行和交易、登记托管的特点、市场成熟程度等方面进行分析，探讨境外债券市场何以不存在“债券场外兑付”。

（一）境外美元债的发行和交易

境外美元债市场是一个全球化市场，大部分美元债并不局限在一国或一地区内发行并交易。专业机构投资者是境外美元债市场的主要参与者，他们主要通过证券经纪商进行全球市场交易。在中央结算系统（全球债券市场主流的中央登记结算机构包括欧清银行、明讯银行等）对美元债进行中央集中托管和登记的金融基础设施支持下，美元债发行人可以选定债券发行文件所适用的法律，并在遵守债券实际发行、销售所在国或地区的证券法规范的前提下，在全球范围内进行债券发行和销售。拥有对应美元债委托的中央结算系统托管账户的证券经纪商，或者虽不拥有托管账户但通过第三方经纪商代理可实现接入中央结算系统的证券经纪商，均可以代表专

① 本文此处“附属担保权益”的讨论，主要适用于保证担保情形。若涉及担保物权，则除上述讨论外，还需留意债券场外兑付发生之后的担保物权登记主体问题。具体而言，通常债券项下的担保物权系登记于债券受托管理人（通常由券商或投行担任）名下，而债券场外兑付发生之后，该债券受托管理人可能会退出；此时，在同时存在多个债券持有人/债权人情形下，由哪一主体作为担保物权登记主体需各方协商确定。可选方案包括但不限于：沟通原债券受托管理人以代理人身份作为登记主体，或者由债权金额占比较大的债权人以代理人身份作为登记主体等。以上担保物权登记主体问题在实操中亦值得注意，但不是本文的研究重点，不做进一步展开。

② 《民法典》第695条：债权人和债务人未经保证人书面同意，协商变更主债权债务合同内容，减轻债务的，保证人仍对变更后的债务承担保证责任；加重债务的，保证人对加重的部分不承担保证责任。债权人和债务人变更主债权债务合同的履行期限，未经保证人书面同意的，保证期间不受影响。

③ 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉有关担保制度的解释》第20条：人民法院在审理第三人提供的物的担保纠纷案件时，可以适用民法典第六百九十五条第一款……关于保证合同的规定。



业机构投资者进行债券认购和交易。举例而言,一只发行文件约定适用A国法律的债券,发行人拟在B国和C国市场发售,发行人可委托任一主流中央登记结算系统基础设施对其拟在B国和C国市场发行和交易的债券提供登记托管服务,位于B国的专业机构投资者可通过证券经纪商认购该只债券,也可以在持有债券期间在B国向C国的专业机构投资者出售该只债券,并由买卖双方的证券经纪商协助完成该笔交易。

美元债的全球化交易通常都是通过证券经纪商的OTC柜台完成,并由证券经纪商进行持券信息的变更登记,同时视整体持券头寸变动而需要在中央登记结算系统托管账户中进行持券信息的变更。

(二) 美元债的登记托管架构和交易所功能

与国内债券市场的一级托管体制不同^①,境外主流证券市场多采用“名义持有、多级托管”的证券托管架构,即中央登记托管机构仅记载债券名义持有人(中央结算系统参与人/会员)信息,债券实际持有人则由一级证券经纪商、二级证券经纪商的清算系统逐级记录,登记托管机构无须穿透至债券最终实际持有人。

由于美元债交易市场是一个全球化的国际市场,为获取交易债券的披露信息,专业机构投资者会基于其投资习惯偏好、不同交易场所债券信息披露规则的公开性和透明化的不同,对美元债是否在交易场所挂牌,以及在哪个国际主流交易场所挂牌都有不同要求。债券发行人为取得债券

投资者的投资认可,通常也会将其发行的美元债在主流交易场所挂牌,并按照交易场所的信息披露要求履行信息披露义务。

(三) 美元债退出中央登记托管

正常情况下,在中央结算系统登记托管的债券的交易结算、兑付债券本息均根据美元债发行文件的约定执行,并且需要遵守中央登记结算机构的业务操作规则,包括债券发行人在兑付日前应提前一定时间将兑付资金划付至中央登记结算机构指定的清分账户。特殊情况下,例如当中央登记结算机构发生不可抗力等情况或发生债券违约的,债券发行人和债券持有人才会协商将债券退出中央登记托管,另行选择其他中央登记结算机构托管该只债券,或转由第三方登记机构(Registrar)根据委托将债券持有人名下的债券制成独立的债券凭证,并由第三方登记机构为债券日后交易流转提供登记服务。

在第三方登记机构独立托管的情况下,该只债券虽然可以转让交易,但实际上已丧失原本可以在全球二级市场交易的流通便利性;另一方面,除非债券已在发行和销售所在国或地区的证券交易所挂牌并按其交易所规则进行信息披露,否则债券持有人在债券信息获取等方面将十分被动,因此债券持有人通常并不会同意在债券发行人预期违约或已经违约的情况下同意将债券退出中央登记。

(四) 美元债市场已形成有自身逻辑的成熟模式

美元债市场的债券登记托管机构、债券交易经纪商、信息披露交易场所各司其

① 2017年7月开始的“债券通”之“北向通”实行多级托管是中国现行债券托管体制的例外。



职，各自具有独立性。在以专业机构投资者为主的美元债市场上，市场呈现高度自治、市场化的特点，债券发行人的债务管理工具丰富，债券市场监管机构鼓励债券发行人及时、如实、全面披露投资风险，债券市场参与各方和债券市场监管机构均已建立信用债市场“打破刚兑”的共识。

综合前述几点分析不难发现，在美元债发行和交易市场全球化、债券登记托管采取名义持有模式的综合影响下，除非债券定向小范围发行或由特定主体持有，否则债券发行人较难取得债券持有人的真实信息，并与债券持有人达成场外兑付的协议安排。全球化市场投资人更倾向于采取契约交换、征求同意等程序更为公开、透明的债券重组方式。

结合前文对行为成因的分析，本文认为，“债券场外兑付”因应特殊的监管体制和制度在中国债券市场的应用具有鲜明的地域特点，且与债券市场的阶段性发展有关。

五、结语

在强调债券市场破除“刚性兑付”，债券投资人应当“买者自负”的现代债券市场，债券违约是债券市场发展过程中不可避免会出现的情况，是否有序处理债券违约是检验债券市场成熟与否的关键。

有序处理债券违约，证券监管机关在保持监管中立的同时，可以给予市场更多的债券违约处置工具，并尽可能将债券发行人使用的债务管理工具或者债券持有人采取的债券违约处置工具纳入规范的监管体系，切实保护债券持有人的合法权益。可以预见，在经济下行周期，债券场外兑付将可能成为债券发行人应对潜在债券兑

付风险的重要处置方式，这一工具有助于市场多元化、灵活性地应对和处理债券违约。

在程序利益保护方面，规则制定者可以考虑在提高对债券发行人充分、真实、完整地进行信息披露的监管强度下，充分尊重当事人合意，给予债券场外兑付更多的灵活选择。譬如，登记托管机构、交易及信息披露场所、代理兑付机构可以通过探索使债券的集中登记托管、挂牌交易、兑付兑息等工作保持适度分离弹性的业务机制，从而无须将债券注销或退出登记作为各方选择债券场外兑付全部本息时唯一的程序性选择，防止因当事人选择债券场外兑付全部本息而招致对双方之间“权利束”中的借款债权（及其附属担保权益）存续与否的争辩。不过也应当看到，前述提到的债券集中登记托管、挂牌交易、兑付兑息等工作的适度分离不可避免涉及对国内债券/债务融资工具相关基础法规制度的变更与调整，需通过更进一步的讨论并在更多的债券市场实践中评估其可行性。

在实体权利保护方面，基于对债券场外兑付的性质和法律后果的分析，为免双方之间“权利束”中的借款债权（及其附属担保权益）因债券注销或退出登记招致存续与否的争辩，本文认为，除上文提出的探索程序规则调整外，各方当事人在现有规则制度框架下可以通过债券持有人会议、后续兑付安排协议等法律文件明确“债券转场外兑付仅系延续并变更原主债权，而非以新债代替旧债”，以充分完整的意思表示，尽可能避免日后因司法裁判机关对债券场外兑付行为性质的不同理解导致“脱保风险”。此外，在程序规则探索调



整前, 规则制定者亦可以对前述债券场外兑付的性质和法律后果在相关债券规则中做进一步明确, 以期给予各方当事人与司法审判机构更明确的实务指引。譬如, 在债券规则中明确债券注销或退出登记并不

导致金钱债权 / 担保权利的消灭, 各方当事人仍应按相关约定继续处理未偿债权债务等。^[N]

学术编辑: 卢超群

参考文献

- [1] 李东方. 证券登记结算的法理基础研究[J]. 中国政法大学学报, 2018(05): 67-81+207.
- [2] 刘冬, 邓晓明, 王雨菲. 与中介机构责任有关的债券业务前沿问题 (一): “场外兑付”中的持有人利益保护与虚假陈述责任[EB/OL]. (2021-08-31)[2023-03-30]. <https://www.hankunlaw.com/upload/newsAndInsights/abf8f9c01832d7549b8434a6a7692210.pdf>.
- [3] 祁畅, 张文, 杜泽夏. 债券登记托管的法理基础[J]. 债券, 2022(02): 39-48.
- [4] 王利明. 债法总则[M]. 北京: 中国人民大学出版社, 2016: 467.
- [5] 叶林. 公司债券的私法本质及规则展开[J]. 清华法学, 2022, 16(02): 109-124.
- [6] 中华人民共和国最高人民法院公报. 通州建总集团有限公司与内蒙古兴华房地产有限责任公司建设工程施工合同纠纷上诉案[EB/OL]. [2023-03-30]. <http://gongbao.court.gov.cn/Details/5ab201999572a8c82ab94668c80c64.html?sw=>.
- [7] 周亮. 金融商品的法律形成原理与权利构造: 统一立法的法理基础[J]. 证券法苑, 2012, 7(02): 702-729.

The Legal Nature and Consequences of Over-the-Counter Bond Repayment

ZHANG Le¹ CAI Yuxiang¹ XU Ziyang¹ TU Xueping²

(1. King & Wood Mallesons, Guangzhou Office; 2. Tenpay Payment Technology Co., Ltd)

Abstract In recent years, “over-the-counter bond repayment” has become an increasingly important debt management tool for bond issuers. In domestic practice, “over-the-counter bond repayment” is usually accompanied by the cancellation or withdrawal of the bond title certificate and the creation of a separate agreement between the bond issuer and the bondholder on the return of principal and payment of interest. Some bondholders may express concern about whether the “over-the-counter bond repayment” will cause the termination of the original bond guarantee arrangement. Bond rights enjoyed by bondholders are a cluster of rights that combine the underlying loan rights reflecting the legal relationship of borrowing and lending and the securities rights with mandatory supervision characteristics and derived from laws, regulatory rules and the bond offering circular. For the purpose of protecting the interests of bondholders, the “over-the-counter bond repayment” shall be deemed as an “alteration of obligation” under civil law theory. Provided that the underlying loan rights remain intact, the “over-the-counter bond repayment” agreed upon by bondholders and bond issuers shall not alter the effectiveness of the original bond guarantee arrangement provided by the bond issuer or the bond credit enhancement institutions.

Keywords Over-The-Counter Bond Repayment, Cluster of Rights, Loan Rights, Securities Rights, Alteration of Obligation, Renewal of Obligation

JEL Classification K22 G18 G28