

担保是否灭失？“债券场外兑付”的法律性质和法律后果（附录 1）

债券场外兑付的法律程序

“债券场外兑付”是中国债券市场制度下，由市场主体通过实践摸索出来的非传统债券偿付方式。目前，我国证券交易所（包括上海证券交易所和深圳证券交易所）及中国银行间市场交易商协会（简称交易商协会）并未直接在规则或操作规程中单独、直接明确“债券场外兑付”的法律程序；然而，市场上已出现不少债券通过现行规则已有法律程序（包括但不限于债券摘牌、债券注销及/或债券退出登记等）转场外兑付的情形。为了解国内债券市场“债券场外兑付”所涉法律程序对债券投资人权益的影响，本文附录结合相关规则及操作规程、债券场外兑付既有市场实践情况，以及电话咨询相关工作人员的情况，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梳理如下。

一、证券交易所债券场外兑付

证券交易所债券场外兑付的法律程序视兑付标的不同而有所区别，主要可区分为场外兑付全部到期应付本金和利息、场外兑付当期应付本金，以及场外兑付当期应付利息所对应的不同法律程序。

（一）场外兑付全部到期应付本金和利息

证券交易所债券场外兑付全部到期应付本金和利息（以下简称“场外兑付全部本息”），是指就到期一次还本的证券交易所债券，发行人通过场外兑付方式支付全部到期应付的本金和利息，而不再委托中证登代理兑付本金和利息。结合证券交易所相关规则¹、中国证券登记结算有限责任公司（简称中证登）相关规则²、证券交易所债券场外兑付全部本息的市场实践，以及电话咨询证券交易所相关工作人员的情况，本文认为证券交易所债券转场外兑付全部本

¹ 证券交易所相关规则包括但不限于：《上海证券交易所公司债券上市规则（2023 年修订）》（上证发〔2023〕164 号）第 5.10 条：发生下列情形之一的，债券终止在本所上市交易并摘牌：（一）债券全部完成偿付或者可交换债券全部换股，发行人解散、被责令关闭或宣告破产的；（二）经人民法院裁定，批准破产重整计划或者认可破产和解协议的；（三）经全体债券持有人同意，发行人主动申请终止债券上市交易的；（四）其他导致债券原有债权债务关系灭失或者本所规定的其他情形。

《上海证券交易所非公开发行公司债券挂牌规则（2023 年修订）》（上证发〔2023〕165 号）第 5.7 条：发生下列情形之一的，债券在本所终止挂牌并予以摘牌：（一）债券全部完成偿付或者可交换债券全部换股，发行人解散、被责令关闭或宣告破产的；（二）经人民法院裁定，批准破产重整计划或者认可破产和解协议的；（三）经全体债券持有人同意，发行人主动申请终止债券挂牌的；（四）其他导致债券原有债权债务关系灭失或者本所规定的其他情形。

《深圳证券交易所公司债券上市规则（2023 年修订）》（深证上〔2023〕974 号）第 5.10 条：债券上市交易期间，发生下列情形之一的，终止在本所上市交易：（一）债券全部偿付、全部换股，发行人解散或者被宣告破产的；（二）经人民法院裁定，批准破产重整计划或者认可破产和解协议的；（三）经全体债券持有人同意，发行人主动申请终止债券上市交易的；（四）其他导致债券原有债权债务关系消灭或者本所规定的其他情形。发行人或者受托管理人应当于上述情形发生后及时披露相关公告。

《深圳证券交易所非公开发行公司债券挂牌规则（2023 年修订）》（深证上〔2023〕975 号）第 69 条：债券挂牌转让期间，发生下列情形之一的，终止在本所挂牌转让：（一）债券全部偿付、全部换股或者转股，发行人解散或者被宣告破产的；（二）经人民法院裁定，批准破产重整计划或者认可破产和解协议的；（三）经全体债券持有人同意，发行人主动申请终止债券挂牌转让的；（四）其他导致债券原有债权债务关系消灭或者本所规定的其他情形。发行人或者受托管理人应当于上述情形发生后及时披露相关公告。

² 中证登相关规则包括但不限于：《中国证券登记结算有限责任公司证券登记规则（2023 修订）》（中国结算发〔2023〕28 号）第四章“退出登记”第 32 条：股票终止上市后，股票发行人或其代办机构应当及时到本公司办理证券交易所市场的退出登记手续……；第 37 条：其他证券的退出登记手续参照第三十二条至第三十六条的规定办理。

《中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司债券登记结算业务指南》（中国结算深业〔2023〕92 号）第 2.3.2 条：债券被深交所决定终止上市或终止挂牌转让的，本公司有权视其终止原因，决定是否继续为债券发行人提供相关登记服务。本公司决定终止登记服务的，债券发行人应向本公司申请办理退出登记……发行人不委托本公司兑付的，需向本公司申请办理退出登记……债券发行人未按要求向本公司申请办理退出登记的，本公司可将其证券登记数据和资料送达该发行人或其代办机构，视同退出登记手续办理完毕。

息的程序依次为：证券交易所预沟通、债券摘牌³（需经全体债券持有人同意）、债券退出登记。具体程序如下。

1. 证券交易所预沟通

根据已知的证券交易所债券场外兑付市场实践以及电话咨询证券交易所的情况，鉴于场外兑付并非债券存续期的常规业务事项，若发行人拟办理场外兑付的，应当先与证券交易所专员进行预沟通，说明需办理场外兑付的原因或背景。通常而言，仅在所涉债券已经存在违约情况或至少存在违约风险的情况下，证券交易所才会同意开展后续场外兑付程序。但是，证券交易所预沟通这一程序并未写明在相关规则中，因此，在预沟通过程中，证券交易所的具体要求以及需提交何种证明材料等，可能需视所涉债券具体情况一事一议。

2. 债券摘牌

债券摘牌，指在与证券交易所预沟通并取得证券交易所认可后，发行人向证券交易所申请摘牌，证券交易所依申请办理债券摘牌；摘牌业务办理完成后，相应债券将不再通过证券交易所进行流通交易。

就债券摘牌而言，发行人首先需征得全体债券持有人对相应债券拟在证券交易所摘牌事项的同意⁴。根据证券交易所债券场外兑付本息的市场实践，发行人可通过召开持有人会议（表决同意的比例需达到 100%）或提交持有人书面证明⁵的方式，证明全体债券持有人已同意债券摘牌事宜。在征得全体债券持有人同意后，发行人可向证券交易所申请摘牌。通常而言，若事先已经证券交易所预沟通，则证券交易所此时一般均会依发行人申请为其办理债券摘牌。

3. 债券退出登记

债券退出登记，指在债券摘牌后，发行人向中证登申请办理债券退出登记，中证登依申请办理债券退出登记。退出登记业务办理完成后，相应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；发行人需就此发布公告，披露对应的证券交易所债券本息将全部以场外兑付方式进行，而不通过中证登进行派付事宜。

根据中证登相关规则以及中证登公开的《证券登记及服务协议》（模板）相关条款⁶以及证券交易所债券场外兑付市场实践，“债券摘牌”与“债券退出登记”为联动程序，即债券一旦自证券交易所摘牌，证券交易所与中证登相关工作人员均会敦促发行人及时申请债券退出登记；即使发行人怠于申请办理退出登记，中证登亦有权根据证券交易所债券在证券交易所的摘牌情况，单方主动为已摘牌的证券交易所债券办理退出登记。此后，发行人需发布付息公告信息，披露当期证券交易所债券利息将场外兑付，而不通过中证登进行派付事宜。

为免疑义，本文进一步明确证券交易所债券“退出登记”及“注销”的区别。如前所述，证券交易所债券的“退出登记”系指债券本息将不再委托证券登记结算机构兑付，根据中证登相关规则以及中证登公开的《证券登记及服务协议》（模板）相关条款，中证登办理债券的退出登记的触发前提既包括“债券兑付/注销”，也包括“债券摘牌”（任一满足即可触发）。证券交易所债券的“注销”系指，债券注销的必要前提是相应债券已完成兑付，即原有债权债务关系已消灭（无论是通过中证登完成兑付抑或是场外兑付⁷），并且，债券注销后，中证登将为相应债券办理退

³ 摘牌，系指发行人向上交所申请“终止上市交易并摘牌”（适用于在上交所上市交易的公开发行公司债券）或“终止挂牌并摘牌”（适用于在上交所挂牌转让的非公开发行公司债券），或向深交所申请“终止上市交易”（适用于在深交所上市交易的公司债券）及“终止挂牌转让”（适用于在深交所挂牌转让的非公开发行公司债券）。

⁴ 根据证券交易所相关规则，如发生经人民法院裁定，批准破产重整计划或者认可破产和解协议情形的，亦属于证券交易所债券可办理摘牌的前提条件。基于本文研究对象与研究目的，本文仅对经全体债券持有人同意后申请摘牌的情形/程序进行分析讨论。

⁵ 通常适用于单一持有人的情形。

⁶ 《证券登记及服务协议》（模板）第三章“退出登记”第 8 条：因甲方（指发行人）证券在依法合规的证券交易场所退市、摘牌等原因，按照相关规定可不再由乙方（指证券登记结算机构）办理证券登记，且甲方未申请由乙方继续提供登记服务的，甲方应及时向乙方申请办理退出登记手续。甲方未在规定时间内办理退出登记手续的，乙方可将甲方证券的登记数据资料公证送达，并视同退出登记手续办理完毕。

⁷ 根据中证登相关规则，若债券发生兑付、赎回、回售或转股等情形，中证登将根据相关业务规定主动办理全

出登记。由此可见，证券交易所债券“退出登记”及“注销”是两个独立的程序，注销在前，退出登记在后。即，在证券交易所债券原有债权债务关系已消灭的情形中，证券交易所债券首先完成注销，后完成退出登记；在证券交易所债券已摘牌但原有债权债务关系未消灭的情形中，证券交易所债券无需注销，办理退出登记业务即可。

（二）场外兑付当期应付本金

证券交易所债券场外兑付当期应付本金，是指就分期偿还本金的证券交易所债券，发行人通过场外兑付方式支付当期应付的本金，即当期债券应付本金不再委托中证登代理兑付，但并不排除后续其余未到期本金和利息的代理兑付。证券交易所并未直接在规则中明确证券交易所债券场外兑付当期应付本金的程序，结合证券交易所债券场外兑付市场实践以及中证登深圳分公司于 2023 年 12 月发布的《中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司债券登记结算业务指南》（中国结算深业〔2023〕92 号）⁸，证券交易所债券转场外兑付利息的程序依次为：证券交易所预沟通与面值调整（需经全体债券持有人同意）。

具体程序如下。

1. 证券交易所预沟通

具体程序及要求与证券交易所债券之场外兑付全部本息的“证券交易所预沟通”基本一致。

2. 面值调整

面值调整，指发行人向中证登提交《债券部分兑付申请表》以申请调整面值，中证登则根据该等申请文件根据发行人的申请按场外兑付比例记减债券面值。

与证券交易所债券场外兑付全部本息相同，取得全体债券持有人的同意是发行人向中证登申请调整面值的前提。在此前提下，若事先已经证券交易所预沟通，则中证登此时一般均会依发行人申请为其办理债券面值调整。

（三）场外兑付当期应付利息

证券交易所债券场外兑付当期应付利息，是指就分期偿还利息的证券交易所债券，发行人通过场外兑付方式支付当期应付的利息，即当期债券应付利息不再委托中证登代理兑付，但并不排除后续其余未到期本金和利息的代理兑付。证券交易所同样并未直接在规则中明确证券交易所债券场外兑付利息的程序，结合证券交易所债券场外兑付市场实践以及中证登上海分公司于 2023 年 12 月发布的《沪市债券存续期发行人业务操作手册》⁹，证券交易所债券转场外兑付利息的程序依次为：证券交易所预沟通与债券兑息调整（需经全体债券持有人同意）。

具体程序如下。

1. 证券交易所预沟通

具体程序及要求与证券交易所债券之场外兑付全部本息的“证券交易所预沟通”基本一致。

2. 债券兑息调整

债券兑息调整，指发行人向中证登发送兑息调整表或类似文件，中证登根据该等申请文件在中证登系统内相应删除当期付息的记录（删除部分即拟进行场外兑付的利息金额）¹⁰。

部或部分债券的注销；对于未通过中证登派发兑付、回售、赎回资金的债券，若其发生场外受偿等了结债权债务需注销相应份额的情形，发行人应当及时向交易所申请注销相关债券。

⁸ 《中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司债券登记结算业务指南》（中国结算深业〔2023〕92 号）第 30 页：“债券部分兑付涉及面值调整的，每张本金兑付金额应与兑付比例、面值调整保持一致，调整后的面值可保留至小数点后两位。若发行人自行部分兑付的，应向本公司申请调整面值。”

⁹ 《沪市债券存续期发行人业务操作手册》第 15、17—18 页，中国证券登记结算有限责任公司上海分公司于 2023 年 12 月发布，查询网址：<http://www.chinaclear.cn/zdjs/cshsc/202312/49e2234df650448b837426f7a25628b2/files/%E6%B2%AA%E5%B8%82%E5%85%AC%E5%8F%B8%E5%80%BA%E5%88%B8%E5%AD%98%E7%B%AD%E6%9C%9F%E5%8F%91%E8%A1%8C%E4%BA%BA%E4%B8%9A%E5%8A%A1%E6%93%8D%E4%BD%9C%E6%89%8B%E5%86%8C.pdf>。

¹⁰ 举例而言，《沪市债券存续期发行人业务操作手册》载明：“默认选择委托分派，请根据实际情况选择委托分派或自行分派。若选择自行分派，字段 F 至 K 无需填写，需在附件中上传《公司债券（含资产支持证券）自行兑息/兑付/赎回申请》。”

与证券交易所债券场外兑付全部本息及场外兑付当期应付本金的前提条件相同，取得全体债券持有人的同意是发行人向中证登申请债券兑息调整的前提。在此前提下，若事先已经证券交易所预沟通，则中证登此时一般会依发行人申请为其办理债券兑息调整。此后，发行人需发布付息公告信息，披露当期证券交易所债券利息将场外兑付，而不通过中证登进行派付事宜。

另需特别说明的是，场外兑付当期应付本金和场外兑付当期应付利息可根据发行人还本付息安排结合使用，且有鉴于债券转场外兑付当期应付本金及/或应付利息后，债券本身仍处于存续状态，故无论是转场外兑付当期应付本金，抑或是转场外兑付利息均不涉及债券摘牌与债券退出登记之流程。因此，场外兑付当期应付本金及/或利息与场外兑付全部利息之间最大的区别是，场外兑付当期应付本金及/或利息后，该债券仍然在证券交易所挂牌转让并由中证登代理后续兑付事宜；而场外兑付全部利息后，该债券将在证券交易所摘牌且不再由中证登代理后续兑付事宜。

二、银行间市场债券场外兑付

银行间市场债券场外兑付的法律程序同样因应兑付标的不同而有所区别，其中，场外兑付全部到期应付本金和利息、场外兑付当期应付本金的法律程序相似，而区别于场外兑付当期应付利息的法律程序。

（一）场外兑付全部到期应付本金和利息

银行间市场债券的本金偿还方式根据债券发行时确定的发行人偿还本金计划，可分为到期一次性偿还本金及存续期分期偿还本金；因此，相对应的，就场外兑付本金而言，也可区分为场外兑付全部到期应付本金和利息（以下简称“银行间市场债券场外兑付全部本息”）、场外兑付当期应付本金。

就银行间市场债券场外兑付全部本息而言，交易商协会相关规则¹¹、银行间市场清算所股

¹¹ 《非金融企业债务融资工具违约及风险处置指南（2022 版）》（中市协发〔2022〕67 号）第二条 本指南用于指导债务融资工具的发行人、持有人、中介机构开展债务融资工具违约及风险处置工作。

本指南所称“中介机构”是指，存续期管理机构及履行同等职责的机构、受托管理人、特定目的载体管理机构、信用评级机构、会计师事务所、律师事务所等为债务融资工具提供中介服务的机构。

第三条 本指南所称“违约”是指，发行人未能按照约定按期足额支付债务融资工具本金或利息，以及因破产等法定或约定原因，导致债务融资工具提前到期且发行人未能按期足额支付本息的情形。

如债务融资工具发行文件或发行人与持有人达成的其他约定对支付时间设置宽限期，则上述“违约”指截至宽限期届满日仍未能履行足额偿付义务。

本指南所称“风险”是指，发行人按约定或法定要求按期足额支付债务融资工具本金或利息存在重大不确定性的情况。

第十九条 发行人可以与持有人协商调整当期债务融资工具的基本偿付条款。基本偿付条款包括兑付价格、利率、偿付时间以及债项担保等影响持有人按原约定收回本息的其他条款。

发行人与持有人采用本条处置措施的，可按照以下程序办理：

（一）发行人在与持有人协商的基础上制定重组方案并提交给持有人会议召集人，由召集人拟定相应议案并召集持有人会议进行表决，议案中的重组方案应明确基本偿付条款具体调整事项；

（二）议案应经当期债务融资工具全体持有人表决同意；发行人就持有人会议决议事项答复同意后，及时向全国银行间同业拆借中心和登记托管结算机构提交变更申请，并在变更完成后的 2 个工作日内披露变更结果。

发行人可与各持有人签署重组协议，重组协议内容需与持有人会议决议通过的重组方案要素一致。

如相关法律、法规另有规定或者发行文件、补充协议对变更基本偿付条款的程序另有约定，例如设置特别议案、同意征集机制等，从其规定或约定。

为债务融资工具新增信用增进安排的，不适用本条规定。

第二十一条 发行人可与债务融资工具持有人协商采取其他方式偿付本息。其中涉及需注销当期债务融资工具的全部或部分份额的，可按照以下流程办理：

（一）发行人将包含注销事宜、操作流程等内容的方案提交给持有人会议召集人，由召集人拟定相应议案并召集持有人会议，持有人就是否同意发行人启动注销事宜进行表决；

（二）议案应经持有人会议表决通过；

（三）发行人就持有人会议决议事项答复同意后，应与愿意注销的持有人签订协议，并聘请律师对协议的合法合规性出具法律意见。不注销的持有人，所持债务融资工具份额继续存续；

（四）发行人在与愿意注销的持有人签署协议后，及时披露协议主要内容及法律意见，同时发行人与持

份有限公司（简称上清所）相关规则¹²较为明晰，结合相关规则、银行间市场债券场外兑付的市场实践，以及电话咨询交易商协会相关工作人员的情况，银行间市场债券转场外兑付本息的程序依次为：交易商协会预沟通、召开持有人会议及签订注销协议、债券注销。

具体程序如下。

1.交易商协会预沟通

根据已知的银行间市场债券场外兑付市场实践以及电话咨询交易商协会的情况，鉴于场外兑付并非债券存续期的常规业务事项，若发行人拟办理场外兑付的，应当先与交易商协会专员进行预沟通，说明需办理场外兑付的原因/背景。鉴于上述交易商协会预沟通的程序并未写明在相关规则中，因此，在预沟通过程中，交易商协会的具体要求以及需提交何种证明材料等，可能需视所涉债券具体情况而定（即一事一议）。

2.召开持有人会议及签订注销协议

在与交易商协会预沟通并取得交易商协会认可后，发行人需就以其他方式履行还本付息义务并注销部分或全部债券事宜（即场外兑付本息事宜）草拟方案，将包含场外兑付本息事宜、操作流程等内容的方案提交给持有人会议召集人（下称“召集人”），再由召集人拟定相应议案、披露持有人会议召开公告、召开持有人会议¹³并进行表决。

关于上述持有人会议的最低表决生效比例，交易商协会相关规则并未作出专门规定，应适用普通的持有人会议表决比例规则。具体而言，一方面，若发行文件有专门约定，则该等表决比例应按发行文件约定执行；若发行文件无专门约定，则该等比例应按《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》确定（即高于 50%¹⁴）；另一方面，根据银行间市场债

有人尽快向债务融资工具的登记托管结算机构共同申请注销协议约定的债务融资工具份额，并应在注销完成后的 2 个工作日内披露结果并告知全国银行间同业拆借中心。

¹² 《银行间市场清算所股份有限公司债券违约及风险处置操作指引(2022 年修订版)》（清算所发〔2022〕80 号）第一条 为健全银行间债券市场违约及风险处置机制，完善违约债券登记托管、清算结算及付息兑付服务，银行间市场清算所股份有限公司（以下简称上海清算所）依据《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）、《中国人民银行 发展改革委 证监会关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》（银发〔2020〕144 号）、《银行间市场清算所股份有限公司债券登记托管、清算结算业务规则》（清算所公告〔2014〕13 号文发布）等相关规定，以及银行间市场相关自律要求等，制定本指引。

第二条 本指引所称“违约”是指，发行人未能按约定足额偿付债券本金或利息，以及因破产等法定或约定原因，导致债券提前到期且发行人未能按期足额偿付本息的情形。本指引所称“风险”，是指发行人按法定或约定要求按期足额偿付债券本金或利息存在重大不确定性的情况。

第五条 发行人与持有人协商同意变更债券到期日、利率等核心登记要素，或按照变更后的兑付价格通过上海清算所代理偿付的，发行人应提交以下申请材料：

（一）《银行间市场清算所股份有限公司违约及风险处置申请表（变更债券登记要素）》（附 1）；

（二）根据采用的持有人会议、同意征集、发行文件或其他有效合同约定程序，提交符合相应制度或约定的、证明履行相关程序的材料；

（三）上海清算所要求的其他材料。

第八条 发行人与持有人协商以其他方式履行还本付息义务，持有人根据有关规定就所持债权在金融机构债权人委员会决议机制下达成债务重组协议，或发行人进入破产程序后申请注销全部或部分债券份额的，发行人与愿意注销债券的持有人应提交以下申请材料：

（一）《银行间市场清算所股份有限公司违约及风险处置申请表（债券注销）》（附 2）；

（二）《银行间市场清算所股份有限公司违约及风险处置申请表（持有人债券注销确认）》（附 3）；

（三）根据持有人会议、发行文件或补充协议等有效合同约定，金融机构债权人委员会达成的重组安排，或法院受理发行人破产的裁定办理的，提交符合相应制度或约定的、证明履行对应流程的材料；

（四）上海清算所要求的其他材料。

¹³ 根据交易商协会相关规则，如持有人就所持债权在债委会决议机制下达成债务重组协议，需注销其所持相应银行间市场债券全部或部分份额的；或，发行人进入破产程序后，需注销部分或全部银行间市场债券份额的，银行间市场债券同样将注销。为免疑义，本文仅对发行人与银行间市场债券持有人协商采取其他方式偿付本息，并注销当期银行间市场债券的全部或部分份额以实现场外兑付本息目的的相关程序进行分析讨论。

¹⁴ 《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》（中国银行间市场交易商协会公告〔2019〕25 号）第三十一条 除法律法规另有规定或发行文件另有约定外，持有人会议决议应当由持有本期债务融资工具表决权超过总表决权数额 50%的持有人同意后方可生效；针对特别议案的决议，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。

券场外兑付市场实践以及电话咨询情况，银行间市场债券场外兑付本息不属于《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》项下的“特别议案”¹⁵，发行文件就此类议案设置高于 50%的表决比例即可（合理性在于，该等持有人会议议案即使表决通过，对于不同意注销债券的持有人并无约束力，详见下）。

注销方案表决生效后，发行人应当与愿意注销的持有人签订注销协议，注销协议应明确注销流程和时间安排。发行人应当聘请律师对注销协议的合法合规性出具法律意见，并在与接受方案的相关持有人签署注销协议后的 2 个工作日内，披露注销协议主要内容及法律意见。不愿意注销的持有人，所持有的银行间市场债券可继续存续。

3. 债券注销

注销协议签署后，发行人与持有人在协议签署完成后应当尽快向上交所共同申请注销协议约定的银行间市场债券份额，并在注销完成后的 2 个工作日内披露结果并告知全国银行间同业拆借中心。

（二）场外兑付当期应付利息

交易商协会并未直接在规则中明确银行间市场债券场外兑付当期应付利息的程序，结合了解到的银行间市场债券市场实践以及电话咨询情况，银行间市场债券转场外兑付利息可通过发行人与持有人协商调整基本偿付条款的方式进行，相关程序依次为：交易商协会预沟通、召开持有人会议及变更债券登记要素。

具体程序如下。

1. 交易商协会预沟通

具体程序及要求与银行间市场债券之场外兑付全部到期应付本金和利息的“交易商协会预沟通”基本一致。

2. 召开持有人会议

与银行间市场债券场外兑付本息相似，发行人拟进行银行间市场债券的场外兑付利息的，在与交易商协会预沟通并取得交易商协会认可后，发行人需在与持有人协商的基础上制定包含调整利率等核心登记要素在内的基本偿付条款具体调整事项的重组方案，并将重组方案提交给召集人，由召集人拟定相应议案、披露持有人会议召开公告、召开持有人会议并进行表决。

关于上述持有人会议的最低表决生效比例，如相关法律法规另有规定或者发行文件、补充协议对变更基本偿付条款的流程另有约定，例如设置特别议案、同意征集机制等，则从其规定或约定；否则，应经银行间市场债券全体持有人的表决同意。并且，即使发行文件将该事项设置为特别议案，其表决比例仍然较高（根据《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》，对于 2024 年 4 月 1 日前已完成发行的债务融资工具，由持有本期债务融资工具

《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》（中国银行间市场交易商协会公告〔2023〕27 号，2024 年 4 月 1 日起生效）第三十条：持有人会议决议应当经参加会议持有人所持表决权的过半数通过；对特别议案的决议，应当经参加会议持有人所持表决权 2/3 以上，且经本期债务融资工具总表决权过半数通过。法律法规另有规定或发行文件约定更高议案表决比例的，从其规定或约定。

¹⁵ 《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》（中国银行间市场交易商协会公告〔2019〕25 号）第二十六条：发行人应在发行文件中约定下列事项为特别议案：（一）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、信用增进协议及安排；（二）新增或变更发行文件中的选择权条款、投资人保护机制或投资人保护条款；（三）解聘、变更受托管理人或变更涉及持有人权利义务的受托管理协议条款；（四）同意第三方承担债务融资工具清偿义务；（五）授权他人代表全体持有人行使相关权利；（六）其他变更发行文件中可能会严重影响持有人收取债务融资工具本息的约定。

《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》（中国银行间市场交易商协会公告〔2023〕27 号，2024 年 4 月 1 日起生效）第五条：发行人应当在发行文件中将下列事项约定为持有人会议的特别议案：（一）变更本期债务融资工具与本息偿付直接相关的条款，包括本金或利息金额、计算方式、支付时间、信用增进安排；（二）新增、变更发行文件中的选择权条款、持有人会议机制、同意征集机制、投资人保护条款以及争议解决机制；（三）聘请、解聘、变更本期债务融资工具受托管理人或变更涉及持有人权利义务的受托管理协议条款；（四）除合并、分立外，发行人向第三方转移本期债务融资工具清偿义务；（五）变更可能会严重影响持有人收取本期债务融资工具本息的其他约定。

表决权超过总表决权数额 50%的持有人同意后方可生效；对于 2024 年 4 月 1 日后完成发行的债务融资工具，则应当经参加会议持有人所持表决权 2/3 以上，且经当期债务融资工具总表决权过半数通过）。本文认为，该表决比例的设置合理性在于，该等持有人会议议案表决通过后，变更的银行间市场债券基本偿付条款将对全体持有人生效，也即，发行人将对全体持有人统一进行场外兑付利息，而与发行人仅对愿意签署注销协议的持有人进行场外兑付本息有所区别。

3.变更债券登记要素

上述重组方案表决生效后，发行人应及时向全国银行间同业拆借中心和上清所申请登记利率等核心要素，并在登记变更完成后的 2 个工作日内披露变更结果。

（三）场外兑付当期应付本金

交易商协会同样未直接在规则中明确银行间市场债券场外兑付当期应付本金的程序，且经检索，目前并无相关银行间市场债券市场实践。结合银行间市场清算所股份有限公司所发布的《银行间市场清算所股份有限公司违约及风险处置申请表（变更债券登记要素）》《银行间市场清算所股份有限公司违约及风险处置申请表（债券注销）》¹⁶，本文认为，场外兑付当期应付本金可能主要存在以下两种方式，一是参照“银行间市场债券场外兑付全部本息”之法律程序，由发行人与债券持有人协商一致以其他方式履行偿还当期应付本金义务并注销部分债券，从而使部分债券无需再由上清所代理兑付；另一是参照“银行间市场债券场外兑付当期应付利息”之法律程序，由发行人与债券持有人协商变更登记要素，约定不再由上清所代为兑付当期应付本金。具体选择何种方式，需视发行人届时与债券持有人协商结果，如是否需与场外兑付当期应付利息一并进行、能否获得较高比例持有人同意变更登记要素的表决权等。

三、两个债券市场之场外兑付法律程序要点对比

根据上述债券场外兑付的法律程序，证券交易所市场与银行间市场债券市场的场外兑付法律程序区别既有实质区别，也有形式区别。

（一）实质区别

关于场外兑付全部本息及当期应付本金，两个债券市场之间最实质的区别，是无论是场外兑付全部本息抑或是当期应付本金，证券交易所市场的发行人均需对全体持有人所持有的当期债券进行场外兑付；而银行间债券市场的发行人仅对愿意签署注销协议的持有人所持有的当期债券进行场外兑付。该实质区别进一步导致两个债券市场场外兑付本息时持有人同意比例的不同。在证券交易所市场的场外兑付全部本息/当期应付本金程序中，持有人同意的比例需达到 100%；而在银行间债券市场的场外兑付全部本息程序中，持有人表决同意的比例仅需高于 50%（发行文件另有约定的除外），至于银行间债券的场外兑付当期应付本金表决比例则视其按“债券注销”抑或“变更登记要素”的选择而不同。

关于场外兑付当期应付利息，尽管在征得全体持有人同意或相关议案表决生效后，两个债券市场的发行人都将对全体持有人进行场外兑付当期应付利息，但二者的持有人同意比例同样有所区别。在证券交易所市场的场外兑付当期应付利息程序中，持有人同意的比例需达到 100%；而在银行间债券市场的场外兑付当期应付利息程序中，持有人表决同意的比例同样较高。

（二）形式区别

除上述实质区别外，两个债券市场在场外兑付的法律程序中存在部分形式区别，主要体现在发行人就场外兑付在两个债券市场分别所需办理的具体业务内容有所区别。在证券交易所市场的债券场外兑付程序中，就证券交易所债券的场外兑付全部本息，发行人需首先向证券交易所申请办理摘牌业务，再向中证登申请办理退出登记业务；就证券交易所债券的场外兑付当期本金，则需向中证登申请面值调整；就证券交易所债券的场外兑付利息，发行人需向中证登

¹⁶ 银行间市场清算所股份有限公司违约及风险处置申请表（更新版），查询网址：https://www.shclearing.com.cn/cpyyw/ywgz/202401/t20240103_1351520.html。

申请自行兑息。在银行间债券市场的债券场外兑付程序中，就银行间市场债券的场外兑付全部本息，发行人与持有人需向上交所共同申请注销相应银行间市场债券份额；就银行间市场债券的场外兑付当期应付利息，发行人需向全国银行间同业拆借中心和上交所申请调整利率等核心登记要素。

担保是否灭失？“债券场外兑付”的法律性质和法律后果（附录2）

外审评议与作者回复

第一份审稿意见

审稿意见（1.1）：

第一和第二部分的分析比较充分，但是第二部分在谈完“场外兑付不构成债的更新”之后，没有进一步展开论述应从哪个法律关系来正确理解“场外兑付”，可以考虑适当补充这方面的论证。

修改说明：

第二部分首先对“债的更新”和“债的变更”的理论基础和裁判实践做了介绍，而后基于此分析得出债券场外兑付不构成债的更新。为便于读者理解，结合专家意见进一步补充“债券场外兑付构成债的变更”的结论性表述。

审稿意见（1.2）：

第三部分从比较法角度开展的分析，与本文第二部分所讨论的问题之间，关联性不是太高，可以增加一些与第二部分论证内容相关的域外观点和资料。

修改说明：

本课题研究原意是希望通过对不同市场的比较分析得出对我国债券场外兑付实践的启示，但因域外并无可比的法律规定或案例，也未见与第二章论述内容相关的域外观点，故仅聚焦于域外实践情况的简要综述。

第二份审稿意见

审稿意见（2.1）：

文章认为债券场外兑付不产生债的更新，由此可以保留对应担保，更好保护投资者利益。理由是债券债权本身不具有证券法属性，场外兑付并没有改变债的核心内容。需要文章作者考虑，债券担保本身也带有浓厚的证券法特征：由于债券持有人众多，实践中所有债券的担保物权都是设定在“受托管理人”名下，需要受托管理人代债券持有人持有和行使担保物权。在场外兑付时，有关担保物权无法直接从受托管理人直接转移至某一债券持有人名下，场外一般合同关系难以处理一个担保物权为众多债券持有人服务的情况。如果债券持有人希望在场外兑付后享有担保利益，需要设定新的担保物权，或者通过建立信托计划等非常复杂的方式承接受托管理人的担保物权。

修改说明：

本文第二章第（三）节确系讨论场外兑付对债券持有人之附属担保权益的影响，并且，担保物权所涉登记主体事宜确系讨论该问题时应予关注的要点（之一）。对此，已在本文第二章第（三）节增加脚注，对这一问题进行专项提示和说明，但考虑到该问题不是本文的研究侧重点，未作进一步展开讨论。具体增加内容如下。

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（通常由主承销商或投资人一致认可的其他第三方独立机构担任）名下，若发生债券场外兑付，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/债权人的情形下，由哪一主体作为担保物权登记主体需各方协商确定，且各方合意的协商结果将会影响场外兑付议案是否顺利通过，即替代性的担保登记方案将构成场外兑付综合议案不可或缺的一部分。按本文作者对市场实践的观察，替代性的担保登记方案包括但不限于：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关注，但不是本文的研究侧重点，不作进一步展开讨论。

第三份审稿意见

审稿意见（3.1）：

关于研究范围、研究对象与研究侧重点。本文所指的场外兑付所指为何？本文研究的是债券违约，或者是非违约状况下的兑付？并且，在讨论场外兑付对持有人的影响时，若只向部分持有人兑付，在后者情况下，很容易违反平等原则；本文是否未讨论该问题？如否，理由为何，以及本文侧重于讨论的场外兑付相关问题是什么？

修改说明：

本文新增引言，就研究范围、研究对象与研究侧重点做了总括性介绍。

债券场外兑付在现行法律法规框架下并无专门规定，而是一种实践做法。金融法律实务中，投资人对此关注度较高，但本文作者通过公开检索途径暂未检索到相关机构就此主题发表过专项系统性研究成果，因此对场外兑付行为性质及其法律后果的研究具有现实意义。为聚焦本文拟展开讨论的问题，对本文研究范围和研究对象做进一步说明如下。

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，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（注：正文“债券场外兑付的市场实践”部分虽有客观列举此类“债券场外兑付”实践，但该类场外兑付并非本文研究对象）。

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/效力以及个别清偿问题等），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。

既然不涉及个别清偿，且是研究违约前的场外兑付，那是否仍有适用的实践场景且具有研究必要性呢？根据本文作者的观察，在国内债券金融监管机构和交易场所仍在主观上寄望于债券市场的零违约记录的背景下，发行人寻求“场外”开展债券的债务管理仍会是一种市场级现象。本文在结尾的建议部分，也提及了监管回归中性，且债券市场的监管应当回归强调信息披露，而这也是成熟美元债市场给予的思考。

审稿意见（3.2）：

关于本文第一章第（一）节“债券场外兑付的含义”提及的“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”观点，鉴于实践中发行人与结算机构之间存在委托关系，即由发行人委托登记托管机构办理结算等手续，且该委托关系甚至是强制性，如何实现文中所提及的由发行人与债权人协商而摆脱强制托管、结算的程序？

修改说明：

根据作者对债券场外兑付所适配的法律程序及市场实践情况分析研究，“债券场外兑付”的核心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，因此债券发行人可无需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。鉴于本文是课题研究转化成果，原就债券场外兑付所适配的法律程序因非研究性观点，故将相关内容作为文章附录。不过，结合审稿专家提出的疑问，本文作者认为仍有必要在文章中简要介绍相关法律程序。现已在本文第一章新增一节“债券场外兑付的法律程序”，以解释说明在债券场外兑付的情况下，登记托管机构为何不再代理结算该只债券对应部分的债券利息及/或本金，详情如下。

【详见原文第一章第（一）节】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，令债券发行人无需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。

审稿意见（3.3）：

我没有到百度上核对作者搜集的信息，但一方面，百度资讯的可信度较差，尤其是在研究专业问题时，似乎不宜用百度资料，另一方面，此处再次提出违约兑付和非违约兑付。此外，若将违约兑付纳入其中，绝对不限于7只或者9只，否则也不存在作者所称的“逐年攀升”。

修改说明：

本文作者以百度搜索引擎作为切入点的原因在于，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，且在官方渠道所披露的债券公告的标题通常并不会直接提及“场外兑付”或类似字眼，以关键词检索存在障碍；此外，本文无意于对场外兑付债券的情况做全面详尽梳理，仅是希望呈现市场上确已出现不少场外兑付的先例。基于此，本文作者首先通过百度搜索引擎获取场外兑付债券的线索，并进一步通过债券的官方信息披露渠道获取对应的债券公告作为依据，最终经过筛选，仅将有对应公告支持且有代表性的债券纳入本文统计口径。需要说明的是，在本文作者所接触的金融市场实践中，采取债券场外兑付的案例远不止于通过公开信息渠道查询到的结果，但囿于国内债券市场信息公开的局限性，仅能以有限披露信息作为文章支撑。

综合上述情况，本文结合专家审稿意见对研究方法以脚注方式做了补充说明。

审稿意见（3.4）：

在论证场外兑付时，为什么要讨论债券权利的权利束？权利束的概念，对本文而言，是必要的吗？我自己观察时，在讨论场外兑付对持有人的影响时，最关键的似乎不是权利束这个概念，而是发行人向全体持有人兑付，还是只向部分持有人兑付，在后者情况下，很容易违反平等原则。

修改说明：

要讨论债券场外兑付对债券持有人权利的影响，就需要分析债券持有人的权利有哪些，以及若除去债券特征，那么原债券持有人享有的权利结构是什么。之所以借用财产法下权利束的概念，是因为债券持有人所享有的权利并非单一性，而是权利集合，其包含表征债券法律关系最基础的债权债务关系，以及表征债券可流通性、可交易性、不记名性的证券法律关系。

如引言和文章其他章节提及，投资人关注债券场外兑付很重要的一点在于，债券发生场外兑付是否影响原债券法律关系项下的担保增信措施。而若要对此进行研究，则分析债券持有人享有的权利结构是讨论问题的前提。本文作者认为对权利集合（不论是否将其称为权利束）均有意义且不可忽略。

对于审稿专家提出的是否涉及个别清偿问题，本文作者已在引言对研究对象和研究范围进行澄清说明。