

公司债券募集说明书内容法定的检视及风险防范

——基于案件类型化分析的视角

马更新

【摘要】随着近年来公司债券违约不断发生,从立法、司法层面确认公司债券发行中募集说明书的内容法定性,进而不断完善其内容,对于防范债券违约风险具有重要意义。本文围绕公司债券募集说明书的内容法定,依次从学理探讨、规范分析、内容完善、司法建议四方面展开,认为公司债实质上是以募集说明书为主要内容的法定的单方允诺之债,其基础内容应由法律规定。在中国证监会2015年发布的23号准则的基础上,还应明确违反披露要求应承担的责任,在保障措施中增加对发行人接管的限制,明确违约金时间以及债券持有人会议决议适用于发行人等。司法裁判中应注意对不同种类债券进行合理区分、对持有人和受托管理人诉权安排及增信机构与发行人的共同责任等进一步界定。

【关键词】公司债券;募集说明书;法定之债

【作者简介】马更新,民商法博士,中国政法大学民商经济法学院教授。

【原文出处】《法律适用》(京),2020.10.104~116

【基金项目】本文系国家社科基金后期资助项目“现代公司控制权法律制度研究——基于公司内外部视角下的考究”(17FFX013),中国政法大学青年教师学术创新团队资助项目“民法典编纂与商事法律体系完善的大理论问题研究”(16CXTD01)的阶段性研究成果。

自2014年首起公司债券违约事件(“11超日债”违约事件)发生以来,^①债券违约愈演愈烈,逐渐呈现常态化。违约发生的原因和可能存在的解决方案都是多元的,从各个角度不断更新对我国公司债券市场的认知,促进其健康发展应该是当前和今后研究中持续发力的课题。其中,公司债券募集说明书(以下简称“募集说明书”)作为债券发行人信息披露的主要载体,亦作为违约事件发生后债券持有人主张权利的主要依据,对其性质的认定有助于从根源上防范债券违约风险。^②

一、募集说明书内容法定的学理探讨

公司债券发行、交易等实践过程中,发行人与持有人利益的均衡是一条贯穿始终的主线,募集说明书的内容法定正可体现和促进该利益均衡的达成。

对于发行人而言,由法律规定募集说明书的基础文本,可以大大降低其发行成本;对于持有人而言,可以弥补其信息弱势为其设置更全面专业的保护条款,更好的保护其利益,实现发行人高效融资和持有人权益保障的双赢效果。

募集说明书内容法定,意味着其内容确定不是发行人和持有人意思自治的结果,而是由法律来规定。通过整理学理和裁判者的观点,可以看到目前无论从学理层面还是判例层面,募集说明书是债券合同(即募集说明书内容意定)的观点都占据了上峰;而从发行人与持有人之间的法律关系出发,通过论证公司债的法定之债属性,阐明募集说明书的允诺属性,可为募集说明书内容法定确定理论依据。

(一)学理上的观点

学界对公司债券合同的研究较多,^③关于其概念的探究可归纳为两类观点:一类观点认为公司债券合同主要是指募集说明书。有学者认为:“公司债券发行契约实质上被公司债券募集说明书、公开说明书、应募书所代替。”^④对于公司债券来说,由于谈判成本太高,其债务契约一般都是由发行人拟定的较为格式化的合同。^⑤债券发行公司与债券认购人之间基于资金募集与偿还的协议形成债权债务法律关系,在实践中的具体表征即一系列法律文件的集合,其中最重要的是约定债券持有人和发行公司双方权利义务的发行合同,主要体现在募集说明书中。况且对于持有人而言,载有其与债券发行人之间合同权利义务关系的文本仅有募集说明书。因此,以募集说明书为主的债券合同形式得到了部分学者的认可。

一类观点认为公司债券合同是合同联立体。有学者认为,公司债券合同包括承载于债券票面的债券主合同、债券受托管理协议、证券登记与服务协议、股权质押担保合同、信托合同、债券上市协议等服务于债券流通及还本付息的一系列相关合同的联立体,而发行人向社会公众披露的债券募集说明书、债券募集说明书摘要、发行公告这三项文件在性质上属于要约邀请。^⑥但这种观点又可因合同联立体的重心不同而细分,上述观点其实是认为债券合同是以募集说明书为中心的合同联立体,因为承载于债券票面的债券主合同其实还是募集说明书的内容。但在美国,由于采用以受托管理人为中心的债券管理制度,债券合同联立体的重心是债券信托契约,而非募集说明书等。^⑦由此可见,这种观点认为公司债券合同是合同联立体,但该联立体的重心却根据不同国家法律制度等因素而有所不同。

(二)裁判文书中的认定

笔者在无讼案例中以“公司债券交易纠纷”为关键词检索出431篇案例。^⑧其中从裁判年份上看,案例数量从2015年开始增长,特别是2016年后急剧上升(其中2015年为24例,2016年为28例,2017年为

71例,2018年为128例,2019年至笔者检索日为177例);从地域上看,北京市以120例的案例数居首,上海市102例紧随其后,排名第三的广东省有32例;从法院层级上看,中级人民法院以上的案例占到了83.33%(其中最高人民法院为3.91%,高级人民法院为27.34%,中级人民法院为52.08%),基层人民法院占比仅为16.67%;在审理程序上,一审占比47.56%,二审占比37.82%,再审占比0.93%,其他占比13.69%;在文书性质上,裁定占比65.66%,判决占比34.34%。从以上各维度的数字可以看出,公司债券交易纠纷案例自2016年起开始暴增;案件审理主要集中于北京、上海以及一些经济较为发达的地域;法院层级主要为中级人民法院以上,因为此类纠纷复杂程度较高、专业性较强,通常有比较大的标的额。本文从上述148个出具判决书的案例中随机抽样50例进行研究,去掉其中4篇关于私募公司债券的案例,最终得到的案例样本数量是46例。

在这46例案件中,有7例判决书未对募集说明书的性质做出论述,其余的39例笔者经过整理后归纳为三类观点。一类观点认为,募集说明书是发行人与持有人之间达成的债券合同(32例,占比为82%);一类观点认为,募集说明书是发行人发出的要约(2例,占比为5%);一类观点认为,募集说明书是发行人单方做出的承诺(5例,占比为13%)。

1.募集说明书是债券合同

此类观点还可细分为三种观点:第一种明确表明募集说明书是债券合同;第二种虽未明确,但间接进行了定义;第三种既未直接定义,也未间接定义,但暗示募集说明书是债券合同。

(1)直接将募集说明书认定为债券合同

一些判决书正文中明确写明了募集说明书系发行人与持有人之间的债券合同。比如,国联安基金案中,一审法院认为,募集说明书是涉案债券发行中约定本案双方当事人权利与义务之载体,构成双方之间的有效合同。二审法院认为,《中国城建2015年度第一期中期票据募集说明书》系约定当事人双方权利义务之载体,系当事人真实意思表示,各方当事

人均应恪守。^⑨再如,海富通基金案中,一审法院认为,《募集说明书》构成双方合同权利义务的内容。二审法院认为,本案系争《募集说明书》系山水公司提供的格式合同。^⑩此外,在大成基金案中,法院强调虽然大成基金主张解除双方之间的《募集说明书》并请求返还本金及利息损失,但结合其诉讼请求,大成基金解除的实际上是双方之间形成的以《募集说明书》为内容的债券合同,故本院对于大成基金相应的诉讼请求予以支持。^⑪

上述这类案例中法院总体认为,发行人首先提供了募集说明书作为其与持有人之间债券合同的格式文本,同时在其上载明“凡通过认购、受让等合法手段取得并持有该债券的,均视同其自愿接受募集说明书中各项权利义务的约定”,持有人实际上通过“取得并持有债券”的行为做出了自己的意思表示,募集说明书实际上包含了发行人与持有人双方的意思表示,是双方合意达成的文件,因此属于双方的债券合同。

(2)间接将募集说明书认定为债券合同

还有的判决书中虽未明确将募集说明书定义为债券合同,但根据其行文逻辑不难看出其实质表达的意思,间接认定募集说明书是合同。比如,金信基金管理有限公司诉洛娃科技实业集团有限公司公司债券交易纠纷一案中,判决书中写到“洛娃集团公司发行涉案债券‘16洛娃科技MTN001’,并作出《募集说明书》,经投资者购买持有后,即与投资者之间形成合同关系”,下文又写到“双方当事人均应按照《募集说明书》的内容履行各自的权利义务”。^⑫法院首先认定了金信基金和洛娃公司之间形成了合同关系,又认为双方应按照募集说明书的内容履行各自的权利义务,这表明法院实质认为募集说明书是双方之间的债券合同,承载了双方之间关于债券的权利义务。再如,在长安国际信托股份有限公司诉神雾科技集团股份有限公司等公司债券交易纠纷一案中,判决书首先列明了对于格式条款的法律规定,进一步写到“本案纠纷的发生缘起于神雾集团未履行其在《募集说明书》承诺的义务,构成违约,发生了约

定的违约事件”。^⑬将违反募集说明书的约定定义为违约,实质上是认为募集说明书是双方达成的合约。

(3)暗示募集说明书为债券合同

此外,大部分判决书并没有直接或间接写明募集说明书是债券合同,但其多次使用了“双方当事人”和“违约”这样的表达,暗示了募集说明书是双方之间的合同。比如在招商银行股份有限公司诉山东山水水泥集团有限公司公司债券交易纠纷一案中,判决书写到“山水公司应当按照该融资债券募集说明书的内容向招商银行履行义务”。^⑭在五矿经易期货有限公司诉刚泰集团有限公司公司债券交易一案中,写到“发行人出现募集说明书载明的违约情形时,应当依法承担相应的违约责任”。^⑮在平安银行股份有限公司诉北京中冶投资有限公司等公司债券交易纠纷一案中,写到“中城建公司与平安银行均应接受《募集说明书》相关内容的约束”。^⑯在浙江欧特森物流有限公司诉上海华信国际集团有限公司公司债券交易纠纷一案中,写到“被告未能按期兑付,已构成违约,应当承担给付责任”。^⑰这些判决书中虽未明确认定发行人与持有人存在合同法律关系,但其使用的“违约”等词系合同法领域的专有表达,而法院在说理部分主要围绕的是募集说明书中的内容,其实暗示了募集说明书是双方当事人之间的债券合同。

2.募集说明书是要约

第二类观点认为,募集说明书是发行人发出的要约。在国信证券股份有限公司诉中国城市建设控股集团有限公司买卖合同纠纷案中,法院认为:“中城建公司刊登《发行公告》及《募集说明书》属于发出要约的行为,国信证券管理的资管计划购买债券是对该要约做出承诺,双方之间的债券合同自资管计划购得债券时成立,合同内容应以《发行公告》和《募集说明书》记载的内容为准”。^⑱无独有偶,在广东顺德农村商业银行股份有限公司大良支行与中国城市建设控股集团有限公司债券交易纠纷一案中,法院也做出了相同的认定,^⑲认定双方之间的债券合同自大良支行购得债券时成立。

3. 募集说明书是承诺

第三类观点认为募集说明书是发行人单方做出的承诺。比较固定的行文模式为:“某募集说明书是某公司作为发行人对涉案债券做出的承诺及说明,具有法律拘束力,当事人应予恪守。”比如,光大银行案判决书中写到“该募集说明书系山水公司作为发行人对涉诉债券的投资人(包括认购人和受让人)所做出的说明及承诺,具有法律约束力,山水公司应当恪守其承诺,本着诚实信用原则,按照约定全面履行自己的义务。”但这些案例并没有对债券合同以及募集说明书给出实质性定义,只是表明发行人应当按照募集说明书中的内容履行权利义务。

(三)笔者观点

以上分别从学理、判例层面对于募集说明书性质的认定进行了阐述,多数观点认为募集说明书是债券合同。但笔者认为,合同是一种合意文件,而募集说明书的形成其实并没有掺入持有人的意思表示,因此将募集说明书解释为合同未免牵强。界定募集说明书的性质可从发行人与持有人之间的法律关系入手,其实质上是一种关于公司债券的债权债务关系(以下简称为“公司债”),而对于这种债的性质可以有不同认定。以下尝试从公司债是合同之债和公司债是法定之债分别进行论述,并最终得出募集说明书内容应该由法律规定的结论。

1. 对于公司债是合同之债的论述

如果认为公司债是合同之债,即发行人和持有人之间形成的是公司债券合同法律关系,那么这种关系的成立可以按照“要约—承诺”的结构进行解释,也可以按照“允诺—接受”的结构进行解释。

先按照“要约—承诺”的成立结构进行解释。按照《中华人民共和国合同法》(以下简称为《合同法》)第13条的规定,^⑨要约的成立必须同时符合以下五个要件:必须是特定人的意思表示;必须有缔结合同的目的;必须向特定的相对人发出;内容必须确定;必须含有一经被接受要约人即受约束的旨意。

对于募集说明书而言,是由特定的需要资金的发行人发出的意思表示,包含着缔结合同的目的。

募集说明书中有发行概况、风险因素、发行人基本情况、财务会计信息、募集资金运用等有关发行人和持有人之间权利义务关系的具体的约定,其内容是具体明确的。同时,募集说明书在声明部分通常载明:“凡取得并持有本债券的,均视同其自愿接受募集说明书中各项权利义务的约定”,这其实是指募集说明书作为要约一旦被持有人接受即对发行人产生法律拘束力。可见,募集说明书满足上述五个要件中的四个,但对于公开发行的公司债券而言,其面向的是不特定的多数人,发行人在发出募集说明书时很难知道哪些人才是最终的债券持有人,因此其不符合要约向特定人发出的构成要件,其性质不宜认定为要约。此外,《合同法》第15条明确规定了招股说明书的性质为要约邀请,^⑩由于债券与股票具有相似性质,因此应当参照适用相应规定去对债券募集说明书进行定性,进而判断债券募集说明书应为要约邀请,而非要约。因此不能通过“要约—承诺”的认定逻辑,将募集说明书认定为要约,进而将募集说明书的内容认定为发行人与持有人之间的债券合同内容。

再尝试按照“允诺—接受”的结构进行解释。在按照此结构进行解释前,有必要对“允诺”和“承诺”进行概念的厘清。《民法典草案》中对于承诺沿用了《合同法》中的定义,即承诺是受要约人同意要约的意思表示;《民法典草案》和《民法总则》在原则部分也规定了“民事主体从事民事活动,应当遵循诚信原则,秉持诚实,恪守承诺”,同时《民法典草案》第938条规定:“物业服务人公开作出的有利于业主的服务承诺,为物业服务合同的组成部分”。应当看到,前者为狭义的承诺,是针对要约而言的;后者为广义的承诺,因为物业服务人公开作出的有利于业主的服务承诺显然不是针对要约而言的。由此认为,承诺有广义和狭义之分,而广义的承诺的概念更接近于允诺的概念。

既然要约不可以对不特定的多数人做出,那么如果从允诺入手呢?允诺不仅可以向特定的人做出,也可以向不特定的人做出,其都具有法律效力。

允诺具有效力自罗马法以来就存有诸多明证,其中最典型的形态为“向公众的允诺”。^②可以认为,募集说明书是发行人向不特定的人做出的具有法律约束力的允诺,而持有人通过取得并持有债券的行为对该允诺做出了接受,进而在每个特定的做出接受行为的持有人与发行人之间形成了以募集说明书为主要内容的债券合同。这种解释方法虽有其合理之处,但并非我国法律规定的合同成立方式,有合同形式不合法之嫌。此外,根据我国募集说明书六个月的时限性,虽然募集说明书记载了大部分债券合同预设条款,但也很难将其解释为实质上的债券合同。

还有观点认为,公司债属于特殊的借款合同之债。^③其实质上是发行人作为借款人向贷款人(持有人)借款,并承诺到期返还借款并支付利息的合同,符合《合同法》对于借款合同的规定。这种观点与认为募集说明书是债券合同的观点一样,忽略了发行人与持有人地位的不平等性,发行人凭借其信息优势往往处于优势地位;并且公司债券本质上是一种证券,其持有人是不确定的,公司债券承载的是不特定多数人的经济利益,这均不同于借款合同。

2. 关于公司债是法定的单方允诺之债的论述

事实上,无论从“要约—承诺”,还是从“允诺—接受”的角度,都是立足于合意的框架下思考问题,认为募集说明书是一种合意文件。如果我们跳出这种合意的思考模式,不难看出公司债实质上是法定之债。

在我国现行法律制度框架下,按照债的形成依据不同将其区分为意定之债和法定之债。募集说明书作为发行人发行债券时出具的标准文本,除非按照“允诺—接受”的结构,否则很难认为这个文本中包含着持有人的意思表示,更不必说其为双方的合意文件。在此基础上,将募集说明书认为是发行人做出的单方允诺更为合理,这种单方允诺符合法律规定,在发行人与持有人之间成立了法定的单方允诺之债,募集说明书作为允诺的直接依据,持有人可以凭其向发行人主张权利,要求发行人按照募集说明书的条款履行义务。

按照《中华人民共和国物权法》(以下简称为《物权法》)第112条的规定,实质上是通过法律规定在悬赏人和达成悬赏条件的人之间设立了一种法定之债,债的主要内容是悬赏人应当按照其承诺履行义务。^④悬赏广告作为向公众的允诺,是一种典型的单方允诺行为,《物权法》的规定实际上传达了“单方允诺之债是法定之债”的立法意图,这同样适用于发行人发出募集说明书的行为。

公司债券作为一种有价证券,也可理解为一种金融产品。而债券持有人通过购买这种金融产品来获得收益,其亦可被认为是金融产品的消费者。在公开发行公司债券时,消费者往往是不特定且众多的,在此情况下放弃对“何为发行人与持有人之间债权债务内容”的复杂研究,将募集说明书认定为单方允诺,有利于明确发行人与持有人之间的权利义务关系,更有效的保护持有人的利益。

3. 小结

公司债实质上是一种法定的单方允诺之债,募集说明书作为发行人的承诺构成了发行人与持有人之间债权债务的主要内容,其基础内容也应当由法律规定。为此,期待我国立法能够将单方允诺之债明确规定为法定之债,以夯实此观点的法律依据。在募集说明书基础内容法定的前提下,给予发行人一定的调整空间,对确不适用的法定内容可以自行调整,并且应不断修订法定文本的内容以适应债券市场发展。

二、募集说明书内容法定的规范分析

募集说明书的内容法定在规范层面已有部分实践,中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)通过公告的形式已持续发布了共42个公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则。中国证监会的公告属于广义上的法律,这实质上是通过法律对公开发行证券中信息披露的文本做出规定。

其中,针对募集说明书的现行有效的准则有三个,分别是2006年5月8日发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第11号——上市公司公开发行证券募集说明书》(以下简称“11号准则”)、

2014年6月11日发布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第35号——创业板上市公司公开发行证券募集说明书》(以下简称“35号准则”)和2015年3月2日发布的《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》(以下简称“23号准则”)。

11号准则调整的是上市公司公开发行的可转换债券和分离交易的可转换债券,35号准则调整的是创业板上市公司公开发行的可转换债券。而最晚发布的23号准则调整的范围最广,不将发行人限制为上市公司或者创业板上市公司,也不将债券类型限制为可转换债券,其调整的是公开发行的债券。

比较而言,23号准则内容更为全面,详略安排上也更为得当,具体体现在:

1. 规定“发行人及本期债券的资信状况”一节

23号准则规定发行人不仅要披露所聘请的资信评级机构、信用评级情况,而且要披露其他资信情况,比如主要贷款银行的授信情况、近三年与主要客户业务的违约情况、近三年发行债券的偿还情况等。募集说明书中加入上述资信状况的披露具有重要意义,资信状况往往反映了发行人的偿债能力。发行人的资信状况披露的越全面,越有利于投资者全面了解发行人的信用状况和偿债能力,有利于其做出正确的投资决策。而且23号准则要求披露的其他资信情况具有重要意义,如果只披露信用评级报告,投资者无法进行全面了解,甚至无法确定信用评级报告的真实性。

2. 规定“增信机制、偿债计划及其他保障措施”一节

对于保障措施,之前的准则要么没有规定,要么只做宣示性规定。^⑤而23号准则对此专节规定,将保障措施划分为增信措施、偿债计划和其他保障措施,还进一步将增信措施划分为提供保证担保、提供抵押或质押担保、提供其他增信措施,并分别规定。这些有利于持有人更加直观的了解自己权利的维护渠道,增强持有人对其持有的公司债券的信心。

其中,对于提供担保的增信措施,23号准则较之

前的规定大大进步。一方面,担保方式更加全面。23号准则不仅规定应披露保证担保的具体情况,而且规定应披露抵押或质押担保的具体情况。我国债券市场发展初期,保证担保作为企业债券发行中主要的担保方式,常常是银行作为保证人。而随着债券市场的不断发展,担保方式更加全面和多元,这增加了公司债券的偿还可能性,且在发行人无法偿还的情况下设立了更多的替代性解决方案。另一方面,规定了应披露对担保事项的持续监督安排。这直面了债券担保实现过程中的痛点,因为不仅要在发行前提供充分有效的担保,而且要保证保证人的资产或担保物的价值是稳定持续的,不在债券存续期间出现严重的减损。提供担保不是给持有人“做样子”,而要真正能发挥其增信的目的和价值。

3. 将“管理层讨论与分析”删减并入“财务会计信息”部分

管理层讨论与分析原是董事报告的重要组成部分,其所披露的对未来的预测性信息是对财务报表信息的重要补充,是上市公司定期报告中管理层对公司过去经营状况的评价分析以及对未来发展趋势的前瞻性预测及判断,内容包括对报告期内经营情况的回顾及对未来发展的展望两个部分。^⑥管理层讨论与分析之所以自2001年开始被证监会所中意并被正式引用至准则中,很大程度上源于其中披露的非财务信息及对未来的预测信息。通过该信息,投资者可以对企业高管做出评价,同时对企业未来经营做出判断。

因此,23号准则中的财务会计信息部分实质包含了两方面的内容。一方面是发行人近三年的财务会计信息,例如资产负债表、利润表、现金流量表等;另一方面是对发行人未来财务会计信息的预测信息,例如准则第48条第3款规定的“以合并财务报表为基础分析说明发行人资产负债结构、现金流量、偿债能力、近三年的盈利能力、未来业务目标以及盈利能力的可持续性。”

4. 规定“债券持有人会议”一节

募集说明书中体现债券持有人会议的规则(例

如会议行使权利范围、会议召开的情形)以及会议决议的生效条件和效力等,为持有人众多、分散的现实困境提出了一种解决方案,有利于持有人通过会议表决形成决议,及时维护自身的合法权益。

5. 规定“债券受托管理人”一节

23号准则规定,募集说明书中应披露债券受托管理协议、债券受托管理人保护持有人合法权益的主要措施、债券受托管理事务的主要程序和方式、如何出具债券受托管理事务报告等事项。这有利于债券受托管理人发挥其应有的职能,自觉并持续处理持有人事务,从而保护持有人的合法权益。

三、募集说明书法定内容的完善

募集说明书的法定内容很难十全十美,每个案例、每个主体对于其中条款都可能有不同的解释,这些解释和实践共同推动其逐步臻于完善和因应时代变化。^④下文结合司法案例中的判决意见等查找目前募集说明书法定文本的不足之处,并提出完善建议。

(一)明确违反披露要求应承担的责任

获得利息是公司债券持有人最重要的目的,也是激励投资的重要手段,因此募集说明书有关利息的内容非常重要,特别是对于发行总额、起息日、利息登记日、付息日期、债券利率要做到准确披露。但实践中有的募集说明书却缺少利率条款,既无法切实保障投资人的利益,也不利于债券的发行。例如《TCL集团股份有限公司2018年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)募集说明书》中表述了“债券利率及其确定方式:本期债券为固定利率。本期债券票面利率由发行人和主承销商按照发行时网下询价簿记结果共同协商确定”。

23号准则第12条明确规定了应当披露债券利率,如果债券利率确实难以在募集说明书中披露,发行人应在申报时作书面说明。上述事例中,如果发行人既未披露债券利率,也未在申报时作书面说明,其应当承担何种责任?因此建议在法定文本中还要加入具体的责任承担规定,不仅在声明部分宣示如果出现重大遗漏承担法律责任,而且要界定承担何

种类型的法律责任,以更好敦促其履行信息披露义务,不对利息等内容出现重大遗漏。

(二)在保障措施中增加对发行人接管的限制

23号准则中规定保障措施的目的是保证发行人具备足够的资产偿债,从而保障持有人的利益,增加投资人对债券的投资信心。实践中,可能造成发行人资产价值减损的因素众多,接管严重负债的公司就是其中之一。例如,在北京招润投资管理有限公司2019年12月9日发布的《关于保全方正集团资产完整性有利于推动重组停止违规“接管”的函》中提到:“单方违法违规‘接管’北大资源集团,实现资金闭环,将巨额负债包袱抛至方正集团,意图逃废债务,将会加重所有债权人乃至员工、供应商的恐慌氛围,加重各类债权人的不信任情绪,从而加剧危机。”^⑤

实际上接管严重负债的公司将会对接管公司产生重大不利影响,特别是在接管公司和被接管公司均对外发行债券的情形下。接管公司将因为接管而使自身的资产情况急剧恶化、偿债能力陡然降低;被接管公司的债权人也会容易因为信息不对称陷入恐慌,进而引发提前兑付危机。因此限制发行人接管严重负债的公司对持有人而言是重要的保障措施,同时亦有利于发行人的利益,建议在募集说明书的法定文本中加以规定。

(三)在保障措施中明确违约金起算的时间

23号准则第32条规定:“发行人应披露构成债券违约的情形、违约责任及其承担方式以及公司债券发生违约后的诉讼、仲裁或其他争议解决机制。”但实际上对于发行人责任的具体承担方式没有做出明确规定,比如违约金何时开始计算?实际案件中往往落入法院自由裁判权的范围,而案例光怪陆离,无法保证裁判者做出同样的认定,这显然不利于持有人利益的保护,应当规定最初的募集说明书中就应写明“违约金的起算时间为违约事件发生之日(或者发行人存在违约之日)”。

同时,需要在募集说明书中明确对违约事件的定义,强调发行人出现违约必须及时发布公告,进而

将发行人发布公告的时间确定为违约金的起算时间。当然,可以根据具体情况,由债券受托管理人与发行人进行协商,确定是否需要一个缓冲期间以及这个缓冲期间的长短,在缓冲期间届满后再认定发行人违约。这有利于避免形成恶性循环,有效遏止不知情投资人的连锁信任危机,在合适的条件下给发行人一个弥补的机会,实质上更有利于债券市场的健康发展。

(四)明确债券持有人会议决议适用于发行人

23号准则第59条对债券持有人会议决议的效力做出了初步规定,笔者认为在此基础上,应当在募集说明书的法定文本中明确债券持有人会议决议对发行人具有约束力。

违约事件发生后,债券持有人可以通过债券持有人会议制度寻求权利救济的方案,但债券持有人会议达成的决议仅是债券持有人单方的意思表示,必须得到发行人的认可才能对其产生约束力。但发行人违反承诺一定是陷入了某种困境,此时让其接受债券持有人会议提出的解决方案显然不易。例如,在中国金谷国际信托有限责任公司诉阳光凯迪新能源集团有限公司公司债券交易纠纷一案中,法院认为《募集说明书》和《发行公告》虽规定了债券持有人会议组成、职权和召集决议程序,但未将确定罚息标准事项纳入其职权范围,故《关于发行人债券违约应向债券持有人支付罚息的决议》中所确定的罚息标准对凯迪集团公司无约束力。^②在此案件中,募集说明书中未详细约定债券持有人会议的职权,从而阻碍了持有人向发行人主张权利。

实际上,这一建议已经存在规范依据。在上海证券交易所有关行业规定中,明确持有人会议决议需要发行人或其他相关方落实的,发行人或其他相关方应当按照相关规定或募集说明书的约定履行相关义务,并及时予以披露。^③

四、募集说明书内容法定对司法判断的启示

司法实践对于募集说明书法定内容的完善具有重要意义。每一起债券纠纷案件的终审判决书下达,不仅是为这个案子本身划上一个句号,更是为募

集说明书法定内容不断完善出谋划策,促进债券市场纠纷解决和平稳发展。对此,本文提出如下建议:

(一)需要对不同种类的债券进行合理区分

企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具是我国债券市场上现存的三种主要债券类型,法院在具体案件审理时应看到其不同之处。例如,针对不同种类的债券其可能存在的风险因素不同。对于企业债券,发行人多为国有企业,其面临的政策性风险因素可能较多。根据“卖者尽责、买者自负”的基本原则,对于这些政策性风险,卖者(发行人)披露到何种程度才算尽到了信息披露的义务,而买者需要承担责任的界限在哪里,都有赖于司法实践中进一步界定。

换言之,不同种类债券的发行人应尽到的信息披露义务范围有所不同。裁判者应该准确认知这一点,针对不同债券的特性和案件的具体情况对此加以认定,这也将进一步填充23号准则中的规定。23号准则第17条按照风险因素的类型作了分别规定是值得肯定的,但对于风险因素类型的区分不应仅从风险来源上划分为“本期债券的相关风险”和“发行人的相关风险”,应进一步按照债券类型细分为企业债券的风险因素、公司债券的风险因素和非金融企业债务融资工具的风险因素。

(二)需要对持有人和受托管理人诉权安排问题进一步界定

持有人享有诉权是合法正当的,如果其合法的权利受到了发行人的侵害,原则上就有权向法院提起诉讼,诉讼也是持有人保护自身权益的重要手段。对于比较特殊的持有人,比如信托计划、资产管理计划等非法人产品,也应当由其管理人行使诉权。那么受托管理人享有诉权的正当性何在?

基于持有人人数众多、需求各异等复杂的现实情况,由债券受托管理人来集中行使诉权,有助于债券纠纷的及时有效解决和降低诉讼成本。但应当看到的是,正义和效率相比是更应该被保护的价值,受托管理人何种情况下享有诉权、其与持有人诉权冲突时如何解决等问题在司法判断中需要更加关注。

笔者认为,在募集说明书法定文本中应加入受托管理人的诉权条款,具体可置于23号准则第62条下,且同时应规定债券持有人亦享有诉权,而具体的内容需要在司法实践中进一步总结。

(三)需要对增信机构与发行人的共同责任进一步界定

增信机构的设置有利于加强债券投资者的信心,但如果其虚有其名则会反过来对债券市场产生不利的影响。根据权责一致的基本原则,增信机构在发挥其职能、享有权益的同时也应当背负其应尽的责任,并应体现在募集说明书的法定文本当中。

例如,23号准则第25条对提供保证担保这种增信方式的信息披露义务作出了规定,那么保证人作为增信机构应当担负的责任也应当有所规定。因此,笔者建议在该条下加入保证人应当与发行人对持有人的损失承担共同责任。而这一法定内容的加入离不开司法判断的努力,因为需要通过具体案例中裁判者的判断来归纳分析保证人应当在何种情况下承担共同责任以及这种共同责任是按份责任还是连带责任。如果在每个具体的案例当中,裁判者能够对案件牵涉的诸多因素进行详尽分析,明定保证人承担责任的事实依据和法律依据,那么将有效促进“增信机构与发行人的共同责任”这一法定内容的完善,为债券持有人利益保护再添新招。

五、结语

公司债券募集说明书内容法定对于债券纠纷的解决和风险防范具有先决性意义。本文首先从学理层面探讨了募集说明书的内容法定,列举学理和裁判者的观点并进行批驳,然后从发行人与持有人之间的法律关系出发,论证公司债券的法定之债属性,阐明募集说明书的承诺属性,从而为募集说明书内容法定确定理论依据。其次从规范层面对比分析了现行有效的募集说明书法定文本(11号准则、35号准则、23号准则),最后结合司法案例实践提出了对募集说明书法定文本的完善建议以及对于司法判断的启示。当然,在募集说明书基础内容法定的前提下,也应予发行人一定的调整空间,对确不适用的法定

内容允许其自行调整。

注释:

①为论述方便,下文亦将“公司债券”简写为“债券”。

“11超日债”的发行人上海超日太阳能科技股份有限公司,其于2014年3月4日晚间发布公告称:“‘11超日债’本期利息将无法于原定付息日2014年3月7日按期全额支付,仅能够按期支付共计人民币400万元。”以此正式宣告违约,成为国内首例违约的公募公司债券。

②公司债券发行人本文中简称为“发行人”,公司债券持有人本文中简称为“持有人”。

③公司债券合同,又称公司债券契约、公司债券发行契约,或简称为债券合同、债券契约,这些表达的含义其实是一致的。本文为论述方便,采用“公司债券合同”的表达,或简称为“债券合同”。此外,针对公司债券合同的双方当事人,本文使用发行人和持有人。笔者认为,公司债券投资人(或简称为“投资人”)和持有人是针对公司债券的持有状态的不同称谓,如果现时实际持有债券则称为“持有人”,如果过去持有或意向将来持有则称为“投资人”。

④刘迎霜:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第64页。对于募集说明书,各国以及一国在不同的时期有不同的称谓。比如我国现称为“募集说明书”或“公司债券募集办法”,而我国早期称为“企业债券发行章程”,美国称为“公开说明书(prospectus)”,韩国称为“公司债应募书”。

⑤林清泉、杨丰:《公司债定价理论与实证——基于条款约束视角》,中国人民大学出版社2009年版,第5页。

⑥参见李冀:《公司债券合同及其保护性条款的界定与分析——兼论可量化保护性条款风险补偿机制的探索建立》,载《上海金融学院学报》2016年第5期。

⑦MW Mcdaniel, Bondholder and Corporate Governance, Business Lawyer, 1986, 41(2): 413-460.

⑧该数字为笔者2019年11月27日检索的数字。

⑨国联安基金管理有限公司诉中国城市建设控股集团有限公司公司债券交易纠纷上诉案,上海市高级人民法院(2018)沪民终448号民事判决书。

⑩海富通基金管理有限公司诉山东山水水泥集团有限公司公司债券交易纠纷案,上海市第一中级人民法院(2016)沪01民终7052号民事判决书。

⑪大成基金管理有限公司诉神雾科技集团股份有限公司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460号民事判决书。

⑫金信基金案,北京市第三中级人民法院(2019)京03民初51号民事判决书。

⑬长安信托案,北京市高级人民法院(2019)京民终215号民事判决书。北京市高级人民法院关于申万菱信基金管理有限公司诉神雾科技集团股份有限公司等公司债券交易纠纷一案作出的(2019)京民终142号民事判决书中也有相同的表达。

⑭招商银行案,最高人民法院(2016)最高法民终397号民事判决书。最高人民法院关于中国光大银行股份有限公司诉山东山水水泥集团有限公司公司债券交易纠纷一案作出的(2017)最高法民终188号民事判决书中也有相同的表达。

⑮五矿经易案,上海金融法院(2018)沪74民初1447号民事判决书。

⑯平安银行案,北京市高级人民法院(2017)京民初54号民事判决书。

⑰欧特森公司案,德清县人民法院(2019)浙0521民初2799号民事判决书。

⑱国信证券案,深圳市中级人民法院(2018)粤03民初3118号民事判决书。

⑲顺德农村商业银行大良支行案,北京市西城区人民法院(2017)京0102民初17384号民事判决书。

⑳《合同法》第13条规定:“要约是希望和他人订立合同的意思表示,该意思表示应当符合下列规定:(一)内容具体确定;(二)表明经受要约人承诺,要约人即受该意思表示约束。”

㉑《合同法》第15条规定:“要约邀请是希望他人向自己发出要约的意思表示。寄送的价目表、拍卖公告、招标公告、招股说明书、商业广告等为要约邀请。”

㉒Cfr. Valeria Carro, La promessa unilaterale: studio sulla formazione unilaterale del rapporto obbligatorio tra diritto romano, tradizione romanistica e prospettive future, Satura editrice, Napoli, 2012, pp.3-7. 转引自李俊:《论允诺的效力体系》,载《法商研究》2017年第6期。

㉓北京市高级人民法院对易方达基金管理有限公司诉中国城市建设控股集团有限公司公司债券交易纠纷一案作出的(2018)京民终296号民事判决书中写到:“本案虽然是公司债券交易纠纷,但涉案债券是具有法人资格的非金融企业在银行间债券市场按照计划分期发行的,并约定在一定期限还本付息的债务融资工具,因此案涉债券发行与认购实质也是中城建公司与易方达基金公司之间的借款合同关系,可以适用《中华人民共和国合同法》中关于借款合同的规定。”

㉔《物权法》第112条规定:“权利人悬赏寻找遗失物的,领取遗失物时应当按照承诺履行义务。”

㉕比如已经废止的13号准则规定,募集说明书中应体现可转换公司债券到期不能转股时发行人拟采取的具体偿债措施。

㉖参见张琛、陈彦彤、成飞:《管理层讨论与分析中环境信息披露有效性研究——基于所有权性质与媒体治理的视角》,载《经济问题》2019年第10期。

㉗参见罗伯塔·罗曼诺:《司法判决与金融创新:债券契约中保护性约定的一个案例》,陈侠侠译,载《证券法苑》2011年第四卷。

㉘在此事件中,北京招润投资管理有限公司(简称“招润公司”)和北大资产经营有限公司(简称“北大资产”)均为北大方正集团有限公司(简称“方正集团”)的股东,而北大资产却单方宣称接管方正集团旗下北大资源集团有限公司(简称“资源集团”),这引起了招润公司的强烈不满。因为北大资产单方宣称的接管行为不仅会严重损害招润公司的股东权益,而且将严重损害方正集团债权人(包括方正集团发行的债券的持有人)的利益。

㉙金谷信托公司案,湖北省高级人民法院(2018)鄂民初62号民事判决书。

㉚上海证券交易所关于修订《上海证券交易所公司债券上市规则》的通知,上证发[2018]109号,2018年12月7日发布,第四章第三节4.3.15。