

2023年4月28日

## 祥生控股案的启示——开曼群岛大法院的判决揭示了债券持有人希望直接向发行人行使权利时应当注意的陷阱

### 摘要

近日，祥生控股（集团）有限公司的清盘申请案尘埃落定（*Re Shinsun Holdings (Group) Co., Ltd.* FSD 192 of 2022 (DDJ) (2023年4月21日)）（未公开报道）。该案中，债券最终实益的所有人通过 Euroclear 清算系统持有相关债券。法院认定，该最终实益所有人未能证明其有权或有资格对发行人提出清盘申请。判决表明了，通过清算系统持有债券的持有人在直接向发行人行使权利时可能落入的相关陷阱。本文将探讨类似情况下，债券持有人可以采取哪些实际措施以避免该等陷阱。

### 事实背景

祥生控股（集团）有限公司（Shinsun Holdings (Group) Co. Ltd）（“祥生控股”）于开曼群岛注册成立，是一家中国房地产开发商的控股公司。根据一份受纽约法律管辖的契约（“《契约》”），祥生控股通过 Euroclear 和 Clearstream，以记账形式发行了 200,000,000 美元的优先票据，该等票据 2023 年到期，利率为 12%（“票据”）。中国建设银行（亚洲）股份有限公司担任受托人（“受托人”），并担任 Euroclear 和 Clearstream 清算系统的共同存托人（“共同存托人”）。该等票据由一份全球票据（global note）证明。该全球票据中指定的登记持有人为共同存托人的代名人，即 CCB Nominees Limited（“建行代名人”）。需要指出的是，截至庭审之时，《契约》项下并未签发任何凭证式票据（“凭证式票据”），并且就《契约》而言，建行代名人是唯一的“持有人”。

证据显示，申万宏源策略投资（香港）有限公司（Shenwan Hongyuan Strategic Investments (H.K.) Limited）（“申请人”）持有的票据本金金额为 5000 万美元（占未偿还本金总额 25%）。申请人的票据权益由香港金融管理局（“参与者”）持有，而香港金融管理局本身是 Euroclear 的参与者，通过其自身的 Euroclear 账户持有上述票据本金。Euroclear 先后于 2022 年 10 月和 2023 年 2 月发出说明函（“Euroclear 函件”），向法院证明了上述各者之间的持有链条。

纽约 华盛顿特区 洛杉矶 帕洛阿尔托 伦敦 巴黎 法兰克福 布鲁塞尔  
东京 香港 北京 墨尔本 悉尼

2022年2月18日，祥生控股未能支付票据到期利息。从初步证据看，2022年3月，申请人向受托人发出了指示，要求其发送提前偿还通知（“**提前偿还通知**”）；2022年4月1日，受托人发出提前偿还通知。2022年9月16日，申请人提交针对祥生控股的清盘申请。

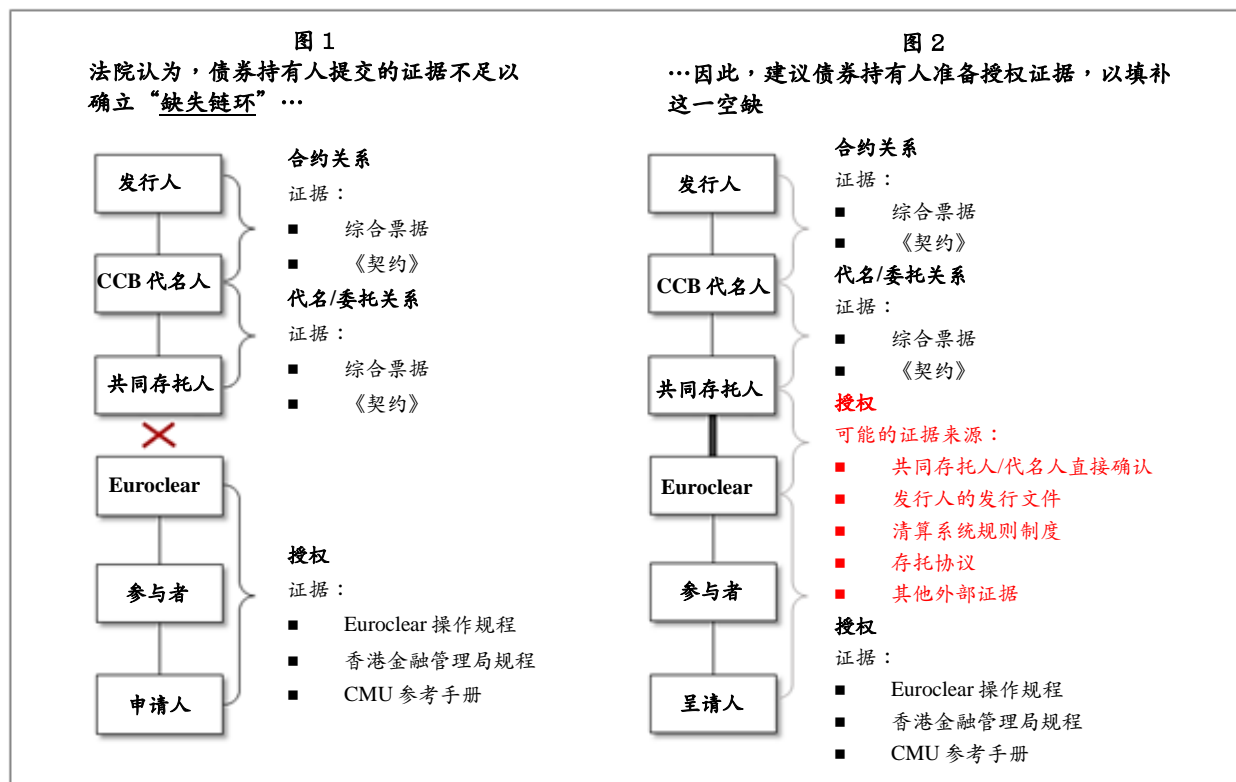
### 法院认定

当事人一致承认，申请人并非票据的登记持有人。因此，法院判决的关键在于，申请人是否提交了充分证据，证实了以下任何一点：（i）其已经获得授权，有权提起诉讼，申请强制支付票据的任何本金或利息；或（ii）依据《契约》条款，其有权要求获发凭证式票据，因此属于或有债权人而有资格提出清盘申请（尽管截至庭审之时，其并未提出任何此类要求），。

申请人试图援引 Euroclear 函件和《Euroclear 操作规程》的若干规定<sup>1</sup>，证明其已获得授权以提出清算申请。但 Doyle 法官认为，基于现有证据，申请人无法证明其依据《契约》已获得正式授权。Doyle 法官认为，票据的登记持有人为“持有人”（即建行代名人，作为共同存托人中国建设银行（亚洲）股份有限公司的代名人），而非 Euroclear，因此，申请人不能证明其已获得“持有人”的授权，有权行使“持有人”在《契约》项下的权利。在证明其已获得授权时，申请人主要依赖的是《Euroclear 操作规程》。但这一证明未被法院采纳，理由是《Euroclear 操作规程》并未被纳入《契约》，因此不得变更《契约》的条款。

关于或有债权人资格的问题，申请人辩称，由于《契约》允许交付凭证式票据，因此，实益持有人可据此成为票据的登记持有人，进而成为祥生控股的直接债权人。这足以确立申请人的或有债权人资格。但这一主张同样被 Doyle 法官驳回，原因是根据《契约》条款，凭证式票据仅能根据“持有人”指示交付；虽然申请人未来能够要求参与者，进而要求 Euroclear 交付凭证式票据，这并不代表其当前对祥生控股享有任何权利。因此，申请人未能证明，其与发行人（即祥生控股）的现行关系足以确立其或有债权人的地位。

下表概述了法院对以上两个争点的分析，及其对债券持有人的潜在影响（详见下文）。



在判决书中，Doyle 法官特别认定，受托人试图根据提前偿还通知进行的提前偿还无效，因为没有证据证明申请人发出的指示实际是“持有人”的指示。

### 判决探讨

我们可以清楚看到，在对争点做出判决时，Doyle 法官仅考虑呈现在自己面前的证据。从这个角度来看，Doyle 法官的结论并不奇怪，虽然放在更宽泛的背景下，本案判决结果可能有些出人意料。归根结底，Doyle 法官的所有结论均基于同一认定，即申请人与 Euroclear 关系虽然很明确，但申请人未能补足“缺失链环”，证明“持有人”与 Euroclear 的关系。实际上，祥生控股自己的专家也承认，“持有人”的委托方为共同存托人，<sup>2</sup>因此，“缺失链环”显然只存在于共同存托人（建行代名人作为其代名人，代持相关债券）与 Euroclear 之间。

虽然笔者并未参与法院审议，但从判决结果可以推测，若有足够的证据证明 Euroclear 享有充分的权限，有权代表“持有人”和/或共同存托人就《契约》及票据相关事务做出授权，那么法院很可能（在笔者看来，也应当会）得出不同结论。<sup>3</sup>因此，登记全球票据的实益所有人，如希望直接申请清盘或通过其他方式提起诉讼以强制执行付款，最好能够保证建立完整的授权链条，并提供相关证据，以填补“缺失链环”（见上文图 2）。

债券持有人或可通过如下方式填补“缺失链环”：《Euroclear 操作规程》及其他文件均提供了可靠证据，可证明共同存托人与 Euroclear 之间的关系；<sup>4</sup>发行人为发行票据而编制的发行备忘录中，往往也会对这一关系进行补充和描述。<sup>5</sup>就本案而言，2020 年 5 月，Euroclear、Clearstream 和中国建

## SULLIVAN & CROMWELL LLP

设银行（亚洲）股份有限公司还联合发布了一份公告，宣布 Euroclear 和 Clearstream 已委任中国建设银行（亚洲）股份有限公司担任共同存托人。除此之外，债券持有人还可寻求其他证据，证明共同存托人与 Euroclear 的关系，包括相关共同存托人签署的共同存托协议。

在实践中，债券持有人也可直接向共同存托人和其他代名人（即登记持有人）获取有关上述事项的确认。例如，债券持有人可指示共同存托人（和/或其他代名人）确认如下事实（债券持有人可通过 Euroclear 发出指示，也可基于 Euroclear 提供的授权发出指示）：（1）共同存托人（和/或其他代名人）系代表 Euroclear（或相关清算系统）并为了后者的利益持有全球票据；和/或（2）Euroclear 向实益所有人做出的授权（即，授权实益所有人就有关证券对发行人提起诉讼）对共同存托人（和/或其他代名人）具有约束力。

\* \* \*

尾注

- <sup>1</sup> 参见《Euroclear 操作规程》（2023 年 5 月）第 5.3.1.3 (d) 条，该条款授权“相关实益所有人……对发行人、担保人和任何其他方提起诉讼，但前提是我方、我方代名人、存托人或其代名人属于 Euroclear 系统中所持任何证券的登记持有人，或满足其他相关条件。”该条规定与 Euroclear 函件的措辞基本相同。
- <sup>2</sup> 参见判决书第 38 段。
- <sup>3</sup> 笔者认为，若能提供充分证据，建立完整授权链条，那么可以直接认定申请人已获得“持有人”适当授权，法院无需认定《Euroclear 操作规程》已被纳入并修改了《契约》（法官已拒绝作出这一认定，在笔者看来这是正确的）。
- <sup>4</sup> 例如，《Euroclear 使用条款和条件》（2022 年 5 月）第 4 (c) 和 (d) 条明确规定，如发行证券在 Euroclear 中持有，Euroclear 可指定一个或多个存托人持有该等证券，且“按上述规定存放或持有的证券……均将存入我方或我方代名人作为存托人设立的客户证券账户。”此外，《Euroclear 操作规程》第 5.3.2.10 条规定，对于委托给共同存托人的全球证券，共同存托人应“负责代 Euroclear 和 Clearstream 持有全球证券”，且“根据合同有义务按照我方和 Clearstream 的指示处置全球证券”。从判决书中无法看出，当事人是否已向法院提交该等（或其他）规定。
- <sup>5</sup> 参见例如，祥生控股于 2021 年 8 月 12 日发布的有关票据的发行备忘录第 208 页“记账；交付及表格”一节规定，“在初始发行日当天，全球票据将存放于共同存托人处，并以共同存托人或其代名人的名义，代表 Euroclear 和 Clearstream 进行登记”；第 209 页“全球票据”一节规定，“因此，如需转让其票据权益或行使持有人在《契约》项下的任何权利，参与者必须遵守 Euroclear 和 Clearstream 的程序，间接参与者必须遵守参与者借以取得记账权益的程序。”（下划线为笔者所加）。

## 关于苏利文·克伦威尔律师事务所

苏利文·克伦威尔律师事务所是一家知名的国际律师事务所，就重大国内与跨境并购、融资、公司与房地产交易、重大诉讼与公司调查，以及复杂的重组、监管、税务与遗产规划事宜提供法律服务。苏利文·克伦威尔律师事务所成立于 1879 年，在四大洲拥有超过 900 名律师，我们全球一体化的办公网络包括纽约总部在内的美国四个办事处、欧洲四个办事处、澳大利亚的两个办事处以及亚洲的三个办事处。

## 联系苏利文·克伦威尔律师事务所

苏利文·克伦威尔律师事务所提供本出版物作为对客户与同事的一项服务。本出版物中包含的信息不应被视为法律建议。如有任何关于本出版物中讨论事项的问题，可直接联络我们的任何一位律师或您过去就类似事项咨询过的任何苏利文·克伦威尔律师事务所的律师。如果您并非直接从我们收到本出版物，您可以通过发送电邮至 [SCPublications@sullcrom.com](mailto:SCPublications@sullcrom.com) 以获取过去或未来出版物的副本。