

新《公司法》下债券投资者 保护机制的完善^{*}

吴 弘^{**} 郭宇航^{***}

摘要:2023年修订的《公司法》对实践中存在的问题进行了积极回应,然而,债券市场高质量发展对加强投资者保护提出了更高要求。一是债券市场需要加快建设符合自身特点的信息披露体系;二是债券持有人会议制度在市场实践中存在真空地带;三是受托管理人赔偿责任的确定需要建立配套规则。未来,我国应构建适合债券市场自身特点的信息披露体系;建立持有人会议的瑕疵弥补、异议救济和分层表决机制;多元化解解决公司债券受托管理人的利益冲突问题,完善受托管理人民事赔偿的配套制度,多措并举促进债券投资者保护机制的完善。

关键词:新《公司法》 公司债券 信息披露
债券持有人会议 受托管理人

* 本文系杭州市人民检察院委托课题“证券检察法律问题研究”(HJ-WT-202301)的阶段性成果。

** 中国银行法学会副会长、上海市金融法学会会长,华东政法大学经济法学院教授、博士生导师。

*** 华东政法大学经济法学院硕士研究生。

2023年修订的《公司法》(以下简称新《公司法》)第204—206条正式从法律层面明确了债券持有人会议的对内和对外效力,规范了债券受托管理人的职权与义务,强化了债券持有人会议的中心地位,回应了理论界与实务界长期的呼声,对于保护债权人利益大有裨益。然而,债券市场的高质量发展,对加强投资者保护提出了诸多更高要求。新《公司法》颁布后,需要进一步完善债券投资者保护机制的配套措施,重新调整符合债券市场自身特点的信息披露体系、细化债券持有人会议制度和受托管理人制度的制度安排,有助于更好地保护债券投资者利益,促进多层次资本市场的发展。

一、新《公司法》对公司债券投资者保护机制的完善

(一)明确了债券持有人会议的对内和对外效力

新《公司法》第204条在《证券法》的基础上明确了债券持有人会议的决议效力。对内效力方面,与其他有价证券不同的是,公司债券可以滚动发行,由此产生的不同期持有人利益往往不一致,需要法律明确债券持有人会议对内的决议效力可以约束的范围。新《公司法》第204条采取了“以法定为原则,以约定为例外”的思路,即除公司债券募集办法另有约定外,债券持有人会议决议对同期全体债券持有人发生效力。同时,新《公司法》还界定了债券持有人会议对外效力的范围,即债券持有人会议可以对与债券持有人“有利害关系”的事项作出决议,弥补了债券持有人会议对外效力的法律空白。

(二)规范了债券受托管理人的职权与义务

第一,新《公司法》对债券受托管理人的职权进一步明晰,有助于受托管理人依法履职。新《公司法》第205条实际上明确了债券受托管理人的义务。首先,持续关注与督促的职责。受托管理人在债券存续期间,对发行人募集资金的使用情况进行监督,受托管理人应当关注发行人是否依照债券募集说明书所约定的用途来运用募集资金,避免资金被擅自挪用。其次,债券受托管理人负有在特定情形下召集债券

持有人会议的职责。^{〔1〕}再次,受托管理人同样肩负信息披露的责任。受托管理人要督促发行人履行信息披露义务,保证发行人依规定披露相应信息。最后,受托管理人自身也应当依照规定和约定履行信息披露职责,并将披露的信息登载于本期债券交易场所的网站上。

第二,新《公司法》第206条新增债券受托管理人对债券持有人的赔偿责任,有助于勤勉尽责义务的落实和公正履职义务的强化。如果受托管理人因疏忽或故意行为,未能及时发现发行人的财务状况恶化,未采取有效的风险防范措施,致使债券到期无法兑付,给债券持有人带来损失,那么债券持有人就可以依据此规定向受托管理人主张赔偿。这为债券持有人提供了直接的法律救济途径,增强了债券持有人的权益保护力度。同时,赔偿责任的存在也要求受托管理人必须公正地对待每一位债券持有人。在处理债券相关事务时,不能偏袒任何一方,要以全体债券持有人的利益最大化为目标。

(三) 强化了债券持有人会议的中心地位

新《公司法》第206条进一步强化了债券持有人会议的核心地位。当受托管理人与债券持有人存在利益冲突,且此利益冲突有损害债券持有人利益的可能时,债券持有人会议可以“变更债券受托管理人”。这表明,我国不同于日本法的债券持有人会议和受托管理人的并重模式,也区别于美国法的以受托管理人中心,加重受托管理人责任的立法模式,而是在借鉴德国法的基础上采取了以债券持有人会议为中心的立法模式。这种立法模式在一定程度上为防范债券受托管理人与债券持有人的利益冲突提供了解决思路,没有采取法院干预,减轻了法院的负担,加强了债券持有人会议的中心地位。

二、债券市场高质量发展对加强投资者保护提出了更高要求

随着债券市场的高质量发展,市场规模与产品复杂度提升,投资者

〔1〕 参见何海峰、韩非鹏:《债券受托管理人的职责与法律责任》,载《债券》2021年第4期。

面对各类创新的债券品种,需要更完善的信息披露保障和强有力的集体保护机制,以加强对投资者的保护。

(一) 现存的债券市场信息披露体系需要重塑

首先,我国债券市场信息披露体系中的财务指标缺乏针对性。我国债券市场现行的指标分析体系主要依托杜邦分析法构建而成,通过对净资产收益率进行深入拆解后形成的一系列比率进行展开分析。然而,该指标体系存在一定局限性,其重点聚焦于总资产报酬率、净资产收益率、周转率等盈利能力方面的分析,而对于有息债务以及现金流相关的指标分析则相对不足,进而导致对企业偿债能力的评价不够充分。^{〔2〕}

其次,债券信息披露的约束机制缺乏刚性。目前,债券信息披露制度尚存的问题是对违反约定的信息披露义务的责任人的惩罚力度有限。^{〔3〕} 2019年修订的《证券法》和2021年施行的《公司信用类债券信息披露管理办法》都是针对公开发行的债券,对于非公开发行的公司信用类债券,主要还是依靠约定的限制性条款的约束,在债券合约和相关规定中,对于发行人的临时信息披露要求不够严格,缺乏有效的监督和处罚机制。当企业出现了重大的经营风险,但没有及时履行临时信息披露义务时,投资者无法及时了解企业的真实情况,导致在债券价格下跌时遭受了较大损失,债券持有人较难追究发行人的相关责任。

(二) 债券持有人会议制度在市场实践中存在真空地带

第一,实践中债券持有人会议的决议机制过于粗疏。新《公司法》的议事规则采取了由“债券募集办法”规定的立法思路,在投资者认购债券之前,会议规则已事先制定完毕,实际操作中通常由保荐人代表投资者与发行公司协商制定。后期,由于债券具有证券化的属性,分散各地的债券持有人很难有动力去修改议事规则。立法者或许想践行“买者自负其责”的理念,但是未考虑到债券持有人的谈判能力,况且“债券募集办法”中用来保护债券持有人利益的债券限制性条款由于专业

〔2〕 参见宋颖:《关于以偿债能力为核心的公司信用类债券信息披露要求的思考》,载《债券》2023年第8期。

〔3〕 参见中国人民银行长沙中心支行课题组、侯加林:《公司信用类债券法律制度的完善研究》,载《金融经济》2021年第2期。

性过强、条款表述模糊不清及配套制度衔接不畅,保护作用往往大打折扣,^{〔4〕}容易使债券持有人会议制度无法发挥作用。

第二,现行法律体系缺乏债券持有人会议出现效力瑕疵的弥补制度。债券市场实践中存在通知不规范导致效力瑕疵、表决程序争议引发效力瑕疵、会议召集主体资格存疑导致效力瑕疵等几类情形,这种缺失将导致3个问题:一是债券持有人会议决策的不确定性增加。二是债券持有人的权益无法得到有效保障。三是召开债券持有人会议的成本较高,如果瑕疵无法补正,按照会议决策直接无效来处理影响债券市场的运行效率。

第三,全体生效背景下需要建立个别债券投资者的异议救济制度。新《公司法》在债券持有人会议存在瑕疵或无效的情形时,并未确立异议债券持有人的救济制度。由于债券持有人会议的决议是对同期的全体持有人生效,容易产生“多数人对少数人的暴力”。

(三) 受托管理人的赔偿责任难以确定

受托管理人与债券持有人因利益冲突难免产生矛盾。在我国,债券受托管理人大多由债券承销机构担任。然而,一方面,承销机构要为发行人承销债券;另一方面,承销机构又要维护广大债券持有人的利益,这常常使承销机构陷入利益冲突的困境,进而成为受托管理制度中的主要矛盾所在。^{〔5〕}

如果受托管理人消极履职,债券持有人面临维权困难,难以确定受托管理人的具体赔偿标准和范围。尽管我国立法持续完善债券受托管理人承担责任的相关规定,但是在实际操作层面,债券受托管理人因不当履行义务而应承担责任的案例依旧极为少见,这是因为当前我国在受托管理人民事责任追究机制方面缺乏可操作性。^{〔6〕}新《公司法》依旧没有明确采用信托法律关系,而是规定了受托管理人的“勤勉尽责”

〔4〕 参见冯果、阎维博:《论债券限制性条款及其对债券持有人利益之保护》,载《现代法学》2017年第4期。

〔5〕 参见马更新:《公司债券受托管理人利益冲突的防范与规制》,载《大连理工大学学报(社会科学版)》2023年第3期。

〔6〕 参见陈洁、张彬:《我国债券受托管理人制度的构建与选择》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》第17卷,法律出版社2016年版。

义务,实际上是借抽象的信义义务来确定受托管理人的职责。但是,抽象的信义义务并不等于完全的信托关系,缺少了对信托财产独立性的保护。此外,“勤勉尽责”这一义务在传统理论框架下具有宽泛的解释空间,这在一定程度上削弱了债券持有人对受托管理人的监督与约束力度。同时,这种情况也阻碍了司法实践在界定受托管理人的过错范围及赔偿责任时的准确性和公正性。^{〔7〕}

三、完善公司债券投资者保护机制的思考建议

(一) 构建适合债券市场自身特点的信息披露体系

首先,应明确以偿债能力为核心的差异化信息披露要求。不同于股票投资者,债券投资者更注重收益的稳定性和安全性,更需要关注企业的偿债能力,为此应当构建以偿债能力为核心的差异化信息披露体系。第一,关于信息披露的内容,可以根据有些学者的观点,将影响企业偿债能力的因素按照作用机理的不同分为直接因素和间接因素两类,直接因素包括现金流和担保,间接因素包括治理结构、经营管理和其他外部条件。在具体披露时既要兼顾全面性,又要对直接因素给予更多的关注。^{〔8〕}第二,关于信息披露的方式应采取差异化制度安排。基于债种、主体的划分,对不同债券制定区分性监管规则。从债种角度,考虑期限和发行方式的差异,例如短期和超短期融资债券不适用年报制度,应考虑较短期的定期报告制度对短期和超短期融资债券进行约束;从债券主体角度,针对异质投资者采取差异化信息披露方式,设立差异化的信息披露文本与语言范式,例如,信息披露报表采取“简繁结合”的形式。对于普通的投资者设置简化报表,用通俗的语言告知普通投资者重大事项,对于专业投资者设置详细报表,展示全部的偿债能力指标,如企业的流动比率、速动比率、利息保障倍数等指标。第三,

〔7〕 参见郑丁灏:《论公司债券治理的组织法构造——以〈公司法〉修订为进路》,载《证券市场导报》2021年第8期。

〔8〕 参见张阳:《公司信用类债券信息披露制度的统合建构——以偿债能力为中心展开》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》第21卷,法律出版社2016年版。

关于信息披露文件的章节设置,应当在募集说明书中设置关于偿债能力的独立章节,披露发行人的偿债能力风险、未来偿债的现金流预测,以及相关的偿债保障举措,也应当在评级报告、主承销商尽职调查报告、存续期定期报告等主要披露文件中设置专门的总体意见,披露发行人的偿债能力情况。

其次,要增强约定的信息披露事项的执行力 and 市场约束机制。为了使约定的信息披露事项如约履行,我国需发挥受托管理人的积极作用。明确受托管理人未依法履行披露义务致害的责任承担,即追究受托管理人披露瑕疵的赔偿责任,同时由相应行政主管部门对债券受托管理人给予行政处罚。市场约束方面,目前我国证券市场对违法案件举报奖励制度重视不足且奖励金额低,社交媒体监督作用未充分发挥,财经专业能力强的新闻记者和期刊不受关注,自媒体泛滥冲淡专业媒体理性表达,导致市场参与者不能全面客观评估债券风险。为此,我国应当建立债券市场的“吹哨人”制度,完善对违法案件举报奖励制度,加大对举报人的奖励金额。^[9]同时,我国应当进一步大力加强对媒体行业的规范与监督。具体而言,要切实强化证券监管部门与宣传监管部门、司法部门之间的合作力度。对于那些发布虚假、误导性等不良信息的媒体,应当给予严厉的惩罚,以维护市场的正常秩序和投资者的合法权益。

(二) 进一步细化债券持有人会议制度

第一,完善债券持有人会议的分层表决的程序。日本法律把决议事项分为普通事项与特别事项,且依据不同事项设置不同的决议通过比例。普通事项只需出席会议的债券持有人所持表决权过半数同意就能通过;特别事项则要求投赞成票的债券持有人表决权超过该种类公司债券持有人所持表决权总额的1/5,且达到出席会议的债券持有人表决权总额的2/3以上。德国法在会议表决通过方面原则上采用简单多数决,即出席会议债权人所持表决权需达到本期未偿付债券总额的1/2以上,且经参会持有人所持表决权的1/2以上通过。此外,

[9] 参见戴豫升、韩寒:《注册制下我国证券市场信息披露的优化路径——基于供给义务与市场约束视角》,载《银行家》2021年第5期。

《德国债券法》对债券募集说明书中涉及持券人核心利益的变更事项有特殊规定,要求决议获得参会人员所持表决权的 75% 以上通过才能成立。意大利并未针对不同决议事项设置各异的表决通过比例。

我国可以参照大陆法系国家或地区的规定,从法律层面确立债券持有人会议的分层表决程序,主要内容如表 1 所示。

表 1 债券持有人会议的分层表决程序

表决事项	表决内容	表决机制
特别事项	影响本息兑付的重要事项包括减免、延缓偿付本期债券应付本息,变更债券清偿主体,下调票面利率,以及在违约或预期违约后拟减免、延缓增信主体义务或拟减少抵质押物等	特别事项应当获得表决权总数 2/3 及以上的同 意,同时还需取得出席 会议的持有人的一致 同意
重要事项	可能影响发行人偿债能力的事项包括在 债券存续期间拟减免、延缓增信主体义 务或减少抵质押物,暂缓起诉发行人避 免交叉违约,修改债券持有人会议权限 范围及发行人进行资产划转等	重要事项应取得表决权 总数 2/3 以上同意
一般事项	基本不影响债券本息兑付或发行人偿债 能力的事项有变更债券受托管理人、提 高资金使用额度、改变募集资金用途、补 充流动资金等	一般事项须取得表决权 总数 1/2 以上同意

第二,建立债券持有人会议的瑕疵弥补制度。域外商法常将债券持有人会议的议事规则准用股东会规则,如《日本商法典》第 339 条明确要求债权人会议的召集、表决、延期准用股东会的规定。股东会和债券持有人会议在议事规则方面存在较大的相似性,我国《公司法(修订草案三次审议稿)》曾规定了“债券持有人会议决议应当经出席债券持有人会议且有表决权的持有人所持表决权的过半数通过”,不过在最终版本中予以修改。我国应在公司债券管理条例中引入平等对待原则,违反该原则的决议对异议持有人无效。如全体持有人权利受决议限制,不存在不平等对待问题;若决议区分优先劣后或不同债券兑付比例且未获异议持有人同意,则对异议人不生效。同时,在引入平等原则基础上,应在公司债券管理条例中依据会议程序瑕疵严重程度,分别列举债券持有人会

议决议无效和可撤销的情形。决议无效情形的核心是判断该瑕疵是否会使各债券持有人无法公平地参与多数意思表示的形成以及获取相关所需信息。^[10] 具体可确定为出席人数和表决权不符合规则、审议内容超越规则范围权限或与之冲突等,核心是考察瑕疵是否使债券持有人无法公平参与多数意思表示形成及获取所需信息。^[11] 若会议仅有轻微瑕疵且无实质性影响,例如会议召集通知时间过短、应回避表决的持有人未回避,可参照新《公司法》第 26 条第 1 款股东决议轻微瑕疵规定,认可决议有效性以保护债券持有人权益。^[12]

第三,我国应建立异议债券持有人的救济机制。在日本和韩国的实践中,在债券持有人会议决议作出后、各方未出现争议前,会由司法机关先行审查并确定会议决议的效力。^[13] 提前介入在理论层面极大程度上会影响会议决议实施的商业效率。因此,可以考虑借鉴意大利等国家或地区相关的域外规定,构建事后的司法审查机制。^[14] 当存在会议召集程序、表决方式、议事方式等方面的程序瑕疵时,债券持有人有权提起决议撤销之诉;而当决议内容涉及法定无效事由或者决议事项为募集文件明确禁止的实质瑕疵时,债券持有人可自决议作出之日起 60 日内,向人民法院请求撤销该决议。

(三) 健全对债券受托管理人的约束机制

第一,多元化解解决公司债券受托管理人的利益冲突问题具有必要性。一些国家规定受托信义义务与私人利益潜在冲突的机构,不能担任债券受托管理人。^[15] 但是利益冲突不必然导致受托管理人辞任,商事法领域利益冲突难以完全避免。若管理人勤勉尽职,存在利益冲突不一

[10] 参见傅耀:《从实务角度浅析我国债券持有人会议制度的现有困局及完善路径》,载《债券》2024 年第 1 期。

[11] 参见丁勇:《公司决议瑕疵诉讼制度若干问题反思及立法完善》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》第 11 卷,法律出版社 2014 年版。

[12] 参见洪艳蓉:《新〈公司法〉下的债券治理与投资者保护》,载《中国法律评论》2024 年第 4 期。

[13] 参见《日本公司法》第 732 条、《韩国公司法》第 496 条。

[14] 参见《意大利民法典》第 2416 条。

[15] 参见刁龙生:《论公司债券受托管理制度及我国的制度构建》,载《河北法学》2005 年第 8 期。

定损害债券持有人利益,对有利益冲突的受托管理人履职行为严格禁止会提高运营成本,难以实际有效推行。^{〔16〕}

在我国,应当采取设置受托管理人利益冲突的信息披露制度、自我消除制度,并通过将主动退出与债券持有人会议决议更换受托管理人相结合的方式进行处理,这种方式更加契合我国的国情。^{〔17〕}首先,对于债券受托管理人可能存在利益冲突的情形,应当在定期受托管理事务报告等文件中予以充分披露,接受债券持有人会议的审查和监督。其次,在存在利益冲突时,要求受托管理人在违约事实确定后的90日内对利益冲突予以消除,在规定期限内未予以消除的,受托管理人应当主动辞任,债券持有人也可以召开持有人会议形成解任决议或者起诉至法院。对于利益冲突的认定,应当由受托管理人对不存在利益冲突承担证明责任。

第二,应完善公司债券受托管理人民事赔偿责任的配套制度。受托管理人妥善处理利益冲突的义务来源既包括受托管理协议的约定,也包括法律规范、监管规则和自律规则。对此,债券持有人既可向受托管理人主张违约责任,也可主张侵权责任。若因受托管理人出现违约行为,并且该违约行为的严重程度已经达到了致使合同目的无法实现的地步,那么债券持有人便可以依据相关法律规定,依法行使解除权。通过行使解除权,债券持有人可以解除与受托管理人之间的合同,同时罢免受托管理人。受托管理人被罢免后依旧需要承担因自身违约行为而产生的违约责任。对于侵权责任,依据《证券法》第89条的规定以及《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第31条的规定,受托管理人作为债券服务机构应适用“过错推定”的归责原则,即受托管理人仅在证明存在法定免责事由时才可以免责。需要注意的是,由于禁止利益冲突的本质是忠实义务,基于忠实义务的严格性,受托管理人的证明责任将更高。

〔16〕 参见叶熙昊:《公司债券受托管理人信义义务的厘定与法律构造》,载《南方金融》2020年第7期。

〔17〕 参见田春雷:《新〈证券法〉视角下公司债券持有人保护困局的突破》,载《北京联合大学学报(人文社会科学版)》2022年第1期。

四、结语

新《公司法》针对公司债券投资者保护规则所进行的修改,无疑是值得充分肯定的。此次修改呈现诸多规则亮点,为公司债券投资者提供了更为坚实的法律保障。然而,作为学者应该清醒地认识到,公司债券投资者保护机制在多个方面仍存在许多不足之处。例如在债券市场统一监管方面,也存在监管标准不统一、监管力度不均衡等问题。这些不足都需要学界进行进一步深入研究,为立法者提供有价值的参考。展望未来将公司债券投资者保护机制进一步完善,更好地促进我国资本市场的多层次发展,满足公司融资的需求,为经济的持续稳定发展注入强大动力。

(编辑:孙秀满 谢贵春)