

## 公司债券治理的组织体系塑造

——以德国《债券法》的团体法路径为借鉴\*

邹青松\*\*

**摘要:**我国新《证券法》确认了“债券持有人会议+债券受托管理人”的公司债券治理组织结构,该制度有利于整合两种制度优势,但仍需进一步解决两个机构的有效融合。德国《债券法》实施了以《股份法》为模型、以债券持有人自治为宗旨的团体法改造,并以此为债券持有人会议与共同代表两个机构的融合提供了合理方案。团体法路径契合我国公司债券治理机制的发展现状,未来应当彰显债券持有人自治,对我国债券持有人会议制度、债券受托管理人制度及其两者关系进行团体法塑造,并以《公司法》修订为契机,将此改革思路融入相关条文。

**关键词:**债券持有人会议 债券受托管理人  
共同代表 债券持有人自治

---

\* 本文是广州市社会科学规划项目共建课题“复杂金融产品的消费者损害风险治理机制研究”(项目编号2022GZGJ204)的研究成果。本文在构思与修改过程得到冉昊教授的指导和建议。

\*\* 广东财经大学法学院讲师,德国科隆大学法学博士。

公司债券市场是现代资本市场的重要组成部分,其发展壮大依赖于良善的债券投资者(持有人)的保护,为此,资本市场法需构建完善的债券治理机制,以为债券持有人的权益保护提供制度保障。债券治理机制的构建又以其组织制度为核心。传统上,大陆法系国家通常以债券持有人会议制度作为发行债券的管理机构,来实施和保护其债券持有人的权利;〔1〕与之不同的是,英美国家的债券法传统上采用债券受托人制度,它以信托关系为基础,赋予受托人以自己的名义为全体公司债券持有人管理及实施公司债券的权利和义务。〔2〕随着我国公司债券市场的迅速发展,我国的公司债券治理机制也逐渐形成;尤其是近年来,我国立法尝试对两大法系债券治理机制的组织构造特点进行整合,并最终在2020年新颁布的《证券法》第92条中得到了确认及详细规定。但这一立法在具体内容和处理上是否妥善,仍有待探讨。对此,本文针对上述立法发展趋势,阐释了债券治理组织的团体法改造路径,同时以当下正在进行的《公司法》修订为契机,提出了相应的立法建议。

## 一、我国公司债券治理的组织构造雏形

### (一) 两机构融合模式:新《证券法》的选择

我国公司债券治理机制自设立以来,其组织制度就处在发展变化之中。早在2007年,证监会在其《公司债券发行试点办法》(已失效)就确立了债券受托管理人制度。随后2015年,证监会在其颁发的《公司债券发行与交易管理办法》(以下简称《管理办法》)中,初步明确了以债券持有人会议和债券受托管理人为核心的债券治理组织构建方向;然而,须指出的是,《管理办法》的制度构建以债券受托管理人为重

---

〔1〕 关于债券持有人会议制度,欧陆各国的概况可参见[挪威]马德斯·安登斯、[英]弗兰克·伍尔德里奇:《欧洲比较公司法》,汪丽丽、汪晨、胡曦彦译,法律出版社2014年版,第219~231页。受欧陆国家影响,这一制度也为东亚各国所采纳。

〔2〕 相关介绍参见刘迎霜:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第164~192页。

心,而几乎忽略了债券持有人会议制度,这一以债券受托管理人为中心的立法倾向,<sup>[3]</sup>具有明显的英美法印记。

2020年3月起生效的新《证券法》,终于在其第92条规定中,首次在法律层面上对公司债券治理的组织构建作出了规定,明确设立了债券持有人会议制度和债券受托管理人制度,从而确立了“债券持有人会议+债券受托人”两机构融合的债券治理架构。对于此两机构之间的关系,有两点可以明确。其一,立法结果体现了“债券持有人为主、债券受托管理人为辅”的立法理念。根据对新《证券法》第92条的文义分析,诸如“应当设立债券持有人会议”“为债券持有人聘请债券受托管理人”“债券持有人会议可以决议变更债券受托管理人”等法律用语,可以推知,债券持有人会议是新《证券法》规定的法定机构,债券受托管理人则是基于服务前者的目的而受聘的机构,两者之间一主一辅,昭然若揭。其二,债券受托管理人是委托关系下而非英美法信托关系下的受托人,这同样可以从前述关于债券持有人与债券受托管理人主辅地位的分析中推知,因此,债券受托管理人这一概念仍然具有大陆法系下债券持有人的代理人的法律含义。<sup>[4]</sup>

作为一种全新的制度模式,两机构融合模式在我国确立后,其合理性仍然有进一步探讨的必要。在此基础上,才能更进一步探讨两机构如何在统一框架下协同配合的问题。

## (二) 两机构融合模式的理性与续造

### 1. 比较法视野下的两机构融合模式

两机构融合模式的合理性,可以从近年来两大法系债券治理机制的发展变迁及其驱动因素中窥见端倪。

大陆法系国家采用的债券持有人会议制度,其优势在于,它可以体

---

[3] 类似观点如汪文瀛:《公司债券持有人组织性保护制度的理念更新与法律变革——基于制度融合的视角》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第17卷),法律出版社2016年版。

[4] 事实上早有学者指出,所谓“债券受托管理人”在法律性质上并非信托关系的受托人,参见陈洁、张彬:《我国债券受托管理人制度的构建与选择——以公开募集的公司债为视角》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第17卷),法律出版社2016年版。我国目前的立法和监管也倾向于将其认定为委托关系下的受托人,参见刘迎霜:《公司债券受托管理的信托法构造》,载《法学评论》2020年第3期。

现债券持有人权利主体的地位,便于其直接参与决策事关其重大权益的事项。但是,作为临时性会议组织,债券持有人会议不能对债券发行人实施日常监督并在必要时及时地作出决议,因此常常陷入被动。〔5〕另外,债券事务的专业性,也常令债券持有人束手无策。针对这些缺陷,近年来,越来越多大陆法系国家在已有的债券持有人会议的基础上,为债券持有人增加了代表债券持有人利益的执行机构。我国台湾地区“公司法”早在1966年修订时就承认公司债债权人团体化,兼采公司债债权人会议制度和受托人制度。〔6〕日本法自1993年起,在债券持有人会议制度基础上增加了债券受托人制度,这一制度又基于无担保公司债和附担保公司债的区分而不同。韩国于2012年修订其《商法》时,在该法公司篇的公司债券一节中,也正式引进了债券受托人制度。德国2009年对其《债券法》进行了自1899年颁发以来的最大规模现代化改革,通过参照《股份法》的组织制度,形成了“债券持有人会议+共同代表”的债券治理结构。〔7〕

英美法系国家采用的债券受托人制度,它在维护债券持有人的利益方面,有利于充分发挥受托公司的专业性和主动性等。〔8〕但是,也存在譬如债券持有人的处境被动、处分权及监督权缺失、利益冲突等问题。〔9〕即便英美学者也承认,债券受托人制度下,债券持有人的集体行动困境和受托人的约束问题仍然存在。〔10〕其作用甚至被批评为“作用微小,有时甚至适得其反”。〔11〕对于这些缺陷,英美法系学术界逐渐认识到债券持有人参与公司债券事务管理对于其权益维护的重要性。

---

〔5〕 参见陈洁、张彬:《我国债券受托管理人制度的构建与选择——以公开募集的公司债为视角》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第17卷),法律出版社2016年版。

〔6〕 参见刘迎霜:《公司债:法理与制度》,法律出版社2008年版,第166页。

〔7〕 详见本文第二部分。

〔8〕 同前注〔5〕。

〔9〕 同前注〔3〕。

〔10〕 See Yakov Amihud & Kenneth Garbade, Marcel Kahan, *A New Governance Structure for Corporate Bonds*, 51 Stan. L. Rev. 447, p. 468-469.

〔11〕 Schwarcz, Steven L. & Sergi, Gregory, “Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee” (2007), Duke Law School Faculty Scholarship Series, 97, p. 44. “Indenture trustees are at best only marginal, and sometimes even counterproductive, participants in most post - default situations.”

有学者主张赋予债券持有人在公司治理中的角色;〔12〕也有学者主张,应当对公司董事施加对于债券持有人的信义义务。〔13〕这一认识也已经反映在了立法实践中,例如以商事立法闻名于世的美国特拉华州公司法,早在1967年修订时,就准许债券发行公司在章程中赋予债券持有人对特定事项的投票权以及其他类似股东的权利。〔14〕

基于上述域外法律发展状况的分析可知,单独采用债券持有人会议制度或债券受托人制度的债券治理机制,都有其各自的不足之处;两种制度模式应当寻求从对方的制度优势中吸取有益的养分,以克服其本身的制度缺陷。我国采纳的“债券持有人会议+债券受托管理人”的债券治理结构具有合理性,且符合国际发展趋势,无疑值得肯定。

## 2. 两机构如何融合:未决的问题

在肯定我国“债券持有人会议+债券受托管理人”模式的合理性之后,尚需探讨两机构如何融合的问题。具体而言,这一全新的制度架构,需要为两个机构更好地协同配合、发挥各自功能和优势建立合理的规则,并避免叠床架屋、相互推诿塞责的问题。这一问题虽然在当前的实践中并不凸显,但是随着债券市场的日趋发达、债券权利保护体系有效性需求的提升,两机构的融合发展势将成为我国立法无法回避的问题。从新《证券法》、《管理办法》以及《公司法》相关规定中看来,我国对此并无明确的解决思路。

商事法律制度在国际间具有很强的可移植性,作为法制发展起步较晚的国家,我国需要发挥后发优势,借鉴法治先进国家的有益经验。

---

〔12〕 其理由是,现代社会债券作为公司的主要融资工具,与股票的差异逐渐消弭,其利益直接与公司表现相联系,这便将债券持有人纳入公司治理机制具有合理性。See Steven L. Schwarcz, *Rethinking Corporate Governance for a Bondholder Financed, Systematically Risky World*, 58 Wm. & Mary L. Rev. 1335 (2017).

〔13〕 其理由是,“债券合同并不能很好地协调股东与债券持有人之间的利益冲突……因为信义义务是高昂成本的合同的补充,因此董事也应当对债券持有人负有信义义务。债券持有人与股东一样,都是企业中的证券持有人,理应平等地获得董事会的保护”。See Morey W. McDaniel, *Bondholders and Corporate Governance*, 41 Bus. Law. 413 (1986), p. 455 - 456.

〔14〕 根据其第221条规定,公司可以在其公司章程中授予任何债券持有人就公司事务和公司经营以规定的限度和方式进行投票的权利,并且可以授予这些债券持有人与股东同样的检查图书、账簿和其他记录的权利以及其他权利。

从上述关于域外国家债券治理组织制度的分析可知,英美法系的学术主张和既有立法例,与我国法律制度和国情相去甚远,明显不适于作为参考对象;至于大陆法系国家的日本、韩国,从其公司法只言片语的规定中,亦可发现,其亦未对此问题提供明确的融合方案。

相比之下,德国法对债券治理机制进行了详细规范,其中蕴含了关于两机构融合的整体方案。早在1899年,德国就颁布了《债券法》,成为世界上少有的专门就债券立法的国家;<sup>[15]</sup>百余年后的2009年,又对其进行了现代化改革,将其打造成为一部体系完善、理念先进的“债券组织法”,极大地强化了其保护债券持有人权益的功能。德国债券法的“债券持有人会议+共同代表”的模式以及两者之间的委托关系,也与我国两机构的模式及其内部关系特性相契合。因此,研究德国债券治理机制,对于我国如何处理两机构的融合问题,或有有益启发。

## 二、公司债券治理组织的团体法构造:德国法的方案

### (一) 德国债券治理的组织构造

德国债券法以“集体约束”为基本原则,其债券治理机制以“债券持有人会议+共同代表”这一组织结构为核心内容。

#### 1. 集体约束原则:德国债券法的基本原则

德国《债券法》确定了“集体约束”(Kollektive Bindung)的原则,这一原则与主权债务重组中常用的“集体行动条款”(Collective Action Clauses)具有相通的内涵。根据该原则,若要变更债券合同,则发行人须与所有债权人订立相同内容的合同(gleichlautender Vertrag),或者须按照债券持有人多数决的程序<sup>[16]</sup>进行表决;债券发行人必须平等对待债券持有人。如此,该原则禁止了债券发行人与个别债券持有人之间的双方约定,从而产生了所有同次发行债券的持有人都受到相同内

---

[15] 德国《债券法》可以适用于除政府债券之外的所有类型的债券,其具体适用范围,可参见该法第1条的规定。

[16] 即该法第5条到第22条的相关规定。

容的债券合同约束的法律效果。

集体约束原则在德国债券法上具有基础性的地位,在学界被普遍承认为德国债券法的基本原则。<sup>[17]</sup> 作为基本原则,集体约束原则对于确保债券成为可流通证券具有重大意义,<sup>[18]</sup> 这是因为,只有保障同次发行的所有债券的同质化,才能发挥资本市场快速和匿名清算的功能,<sup>[19]</sup> 并避免债券市场的碎片化。<sup>[20]</sup> 与此同时,这一原则也在客观上超越了构建统一债券市场的初始功能,产生了组织法上的溢出效应,其原因在于,它明确排除了债券持有人与发行人的个别协议,从而为债券持有人集体行使权利以及与之相伴随的债券组织法的发展奠定了基础。<sup>[21]</sup> 总而言之,集体约束原则对于德国债券治理机制具有决定性的意义。

## 2. 债券持有人会议制度

德国债券治理机制以债券持有人会议制度为中心。在实现债权人自治、提高决策效率、保障债券持有人权益的目标指引下,德国立法者明确提出以股份公司关于股东大会的规范模式为借鉴,对债券持有人会议进行改造。<sup>[22]</sup>

德国的债券持有人会议制度中,最重要的是引入了多数决原则作为基本决策方式。根据集体约束原则,债券发行人与持有人若要变更债券合同,则有两种方式:一是发行人与所有同次发行债券的持有人签订相同内容的合同;二是由债券持有人按照多数决原则进行决议。现实中,当事人常常面临紧急状态,并且发行人与所有债券持卡人都达成

---

[17] Christoph Thole, in: Klaus J. Hopt/Christoph H. Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln 2017, § 4 Rz. 1.

[18] 同上。

[19] RegE - SchVG, BT - Drucks. 16/12814, S. 17.

[20] Florian Leber, Der Schutz und die Organisation der Obligationäre nach dem Schuldverschreibungsgesetz, Baden - Baden 2012, S. 231.

[21] Vgl. Norbert Horn, Die Stellung der Anleihegläubiger nach neuem Schuldverschreibungsgesetz und allgemeinem Privatrecht im Lichte aktueller Marktentwicklungen, ZHR 173 (2009), S. 12, 44; Markus J. Friedl/Roland Schmidtbleicher, in: Markus J. Friedl/Mauricio Hartwig - Jacob (Hrsg.), Frankfurter Kommentar zum Schuldverschreibungsgesetz, Frankfurt a. M. 2013, § 4 Rn. 6.

[22] RegE - SchVG, BT - Drucks. 16/12814, S. 14.

一致协议的可能性较小,因而多数决原则顺理成章地成为债券合同变更的基本方式。根据德国《债券法》第5条的规定,当事人可以在债券合同中约定采用多数决的形式对债券合同进行变更,同时,一旦“选入”多数决,那么相关的组织性和程序性规定(该法第5条至第22条)也随之得以适用。在此意义上,多数决条款也成为构建德国《债券法》组织规范体系的基础。因此,规定多数决原则的第5条也被德国学者称为《债券法》的“中心条款”。<sup>[23]</sup>

在债券持有人会议的运行方面,德国《债券法》基本上仿照了《股份法》中股东大会的相关程序性规范。这些规范涉及债券持有人的投票权、会议的召集、召集期限与报名、会议地点、召集的内容及通知、会议日程、代为出席、会议主席的确定、会议的决议能力、债券持有人的知情权、表决与通知等方面。这部分程序性规定,构成了德国债券持有人会议制度规范体系的主体部分。另外,该法在引入《股份法》关于通过书信或者电子系统进行投票的规定的同时,还增加了与众不同的规定:该法第18条规定,在没有特别规定的情况下,一般的会议召集和召开程序也同样适用于“不召开实体会议的表决”。这就为债券持有人通过互联网召开“虚拟会议”,奠定了法律基础。

在债券持有人救济制度方面,新《债券法》则在其第20条规定,债券持有人会议决议可以基于违反法律或债券合同的理由而通过诉讼予以撤销,<sup>[24]</sup>这就确立了债券法上的瑕疵决议撤销诉讼制度。据此,有权提起撤销诉讼的主体,包括就系争决议投下反对票的债券持有人,以及因非法阻碍而未能参加表决的债券持有人。当事人提起撤销诉讼后,系争决议仍然有效,但是在判决生效前不得执行,这使其具有阻碍执行的效果;<sup>[25]</sup>若撤销决议的主张得到法院支持,则法院判决的效力

---

[23] Dirk Bliesener/Hannes Schneider, in: Katja Langenbuch/Dirk Bliesener/Gerald Spindler (Hrsg.), Bankrechts – Kommentar, München 2013, Kapitel 17, § 5 Rn. 1.

[24] 不过,对于因违反信息义务或因技术干扰而导致的决议瑕疵,德国《债券法》对准予撤销的范围作出了限制。

[25] 鉴于执行阻碍效果可能会给其他利益相关方带来消极影响,基于诉讼双方利益平衡的考虑,该法第20条还引进了德国《股份法》第246a条规定的豁免程序(Freigabeverfahren)。豁免程序得以启动的理由有三个,包括撤销起诉不合法或明显不成立、起诉人未缴纳足额的保证金(Bagatellquorum),以及法院的自由裁量。



将对所有同次债券的持有人产生效力。这就确立了债券持有人集体救济的制度,同时也在诉讼领域体现了德国债券法“集体约束”的基本原则。<sup>[26]</sup>

### 3. 共同代表制度

早在1899年德国《债券法》颁布之时,该法就建立了共同代表制度,<sup>[27]</sup>2009年的新法在总体上继承了之前的规范体系。对于其法律性质,德国债券法将共同代表认定为意定代表,而非机关代表或法定代表。<sup>[28]</sup>与此同时,德国债券法对共同代表制度进行许多直接的规范,使其获得了强行性法的坚硬骨架,从而不同于民法上普通的代理人。这些强制性规范主要围绕共同代表的选任、职责及责任等方面展开。

首先,关于共同代表的选任及其利益冲突的防范。德国《债券法》规定,任何有行为能力的自然人和具备专业资质的法人都可以被委任为共同代表。这一低门槛的准入规定,在扩大共同代表候选人范围的同时,也增加了利益冲突的可能。为防范利益冲突,德国《债券法》分别针对两类共同代表,就其各自的产生方式作出了不同的防范措施。一方面,针对债券持有人选举产生的共同代表,德国债券法采取“公开特定候选人信息”的利益冲突防范路径。具体来说,因在债券发行人或其关联企业任职或持股、持债到达规定条件的自然人或法人,以及因与这类人有特殊个人关系而处于其影响力之下的人,其在被选任为共同代表之前,必须将该情况向债券持有人公开;若被选任后才出现相关情况,也应告知后者。另一方面,在债券合同中指定共同代表的情形,法律采取“禁止特定候选人+强化公开特定候选人信息”的路径,防范其中的利益冲突。具体来说,有前述任职关系的人,一律不得直接被指定为共同代表;前述其他人,则只有在其相关情况已经公开在债券发行

---

[26] Hans - Gert Vogel, Der Rechtsschutz des Schuldverschreibungsgläubigers, ILF Working Paper Series No. 137, 3/2013, 16f.

[27] 1899年德国《债券法》规定下的共同代表制度,参见 Hans - Gert Vogel, Das Schuldverschreibungsgesetz - Entstehung, Inhalt und Bedeutung, 载 <https://www.jura.uni-frankfurt.de/43029349/paper31.pdf>, 2020年12月3日访问。

[28] Christoph Thole, in: Klaus J. Hopt/Christoph H. Seibt (Hrsg.), Schuldverschreibungsrecht, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln 2017, § 7 SchVG Rz. 2.

文件中后,才可以委任为共同代表。这相对于前者承受了更多限制。

其次,共同代表的职责。根据德国《债券法》的规定,共同代表须履行法律和债券合同规定的具体任务和权限,并听从债券持有人的指令。另外,共同代表还承担向债券持有人报告其履职活动的义务。与其承担的职责相对应,根据德国《债券法》的规定,共同代表还负有正常履职的责任;在其履职过程中,其应当履行作为一个“善良和谨慎的经营管理者”(Geschäftsleiter)所应负的注意义务。<sup>[29]</sup> 据此,若共同代表因故意或者过失给债券持有人造成了损害,则应当对此承担损害赔偿责任。值得注意的是,为了保障共同代表履职的积极性和主动性,德国立法者在新《债券法》的立法理由书中还补充道,在发生难以避免的决策失误的情况下,共同代表可以依据《股份法》商业判断规则<sup>[30]</sup>规定的标准,免于承担责任。<sup>[31]</sup> 因此,只要共同代表是以充分信息为基础、基于债券持有人利益而作出的商业决定的,则其决策行为符合行为义务。

## (二) 理念评析:德国债券法的范式转移

### 1. 债券治理的组织塑造:团体法的路径

在传统上,就债券持有人与发行人之间关系而言,他们之间仅在个别意义上存在债权债务关系;就债券持有人之间的关系而言,他们之间也不存在联合关系,因而不互负团体法意义上的成员义务。这事实上仍然将债券持有人视为传统民法上的债权人地位,将债券法视为债法,从而区别于团体法。<sup>[32]</sup>

2009年德国《债券法》的现代化改革,显然采取了与以往不同的路径。在此次改革中,德国立法者明确提出要以股份公司股东大会为模

[29] 尽管共同代表并非“经营管理者”,但是德国立法者认为,赋予他如此的注意义务标准是合理的,因为共同代表的履职活动,使他经常须就债券发行人的情况作出商业预测。RegE - SchVG, BT - Drucks. 16/12814, S. 20.

[30] 亦即德国《股份法》第93条第1款第2句。

[31] RegE - SchVG, BT - Drucks. 16/12814, S. 20.

[32] Vgl. Roland Schmidbleicher, Die Anleihegläubigermehrheit; eine institutionenökonomische rechtsvergleichende und dogmatische Untersuchung, Tübingen 2010, S. 322; Hannes Schneider, Ist das Schuldverschreibungsgesetz noch zu retten? ILF Working Paper Series No. 135, 3/2013, S. 19, „Aktienrecht ist Verbandsrecht, Anleiherecht ist Schuldrecht“.

型,构建债券持有人的权利体系。<sup>[33]</sup>立法技术上,立法者在新《债券法》中大量引入了《股份法》的组织性规定,其中就包括股东大会的召集、召开及表决等规则、股东的投票权和知情权规则、瑕疵决议撤销诉讼和豁免程序的规则、商业判断规则、章程强制规则等。对此,德国学者评论道,这一改革使德国债券持有人组织从旧法下的“最低限度组织”(Mindestorganisation)蜕变成现代的、健全的组织体系;其组织体系不再“发育不良”,而是具有更加细致和发达的组织规范和设计;其发达程度在某些方面甚至超越了《股份法》。<sup>[34]</sup>同时,在这一组织架构下,债券持有人获得了“完全的债权人自治”<sup>[35]</sup>,能够对债券事务作出有效的集体决策;<sup>[36]</sup>债券持有人会议具有“与股份公司股东大会的结构上的相似性”<sup>[37]</sup>。

由此可知,新的德国《债券法》已经突破了过去将债券持有人视为分散的、个别的债权人的做法,而将债券持有人群体视为一个紧密联合的团体。在此基础上,德国《债券法》将团体法原理扩张适用到了债券持有人的组织上,从而突破了作为公司成员的股东与作为债权人的债券持有人之间的传统界限。《债券法》也由此被视为《股份法》的“姐妹法”<sup>[38]</sup>。

在此团体法路径上,德国《债券法》将发行人与债券持有人的关系,定位为发行人与债券持有人团体之间的关系,并限制了发行人与个别债券持有人之间的直接关系。对于债券持有人之间的关系,则确认了他们内部的联合关系,使他们互负团体法上的成员间的忠诚义务。对于债券持有人会议与共同代表两个机构的关系,则以前者为主,后者

---

[33] RegE – SchVG, BT – Drucks. 16/12814, S. 14.

[34] Philip Liebenow, Das Schuldverschreibungsgesetz als Anleiheorganisationsrecht und Gesellschaftsrecht, Tübingen 2015, S. 54.

[35] Ulrich Simon, Das neue Schuldverschreibungsgesetz und Treuepflichten im Anleiherecht als Bausteine eines außergerichtlichen Sanierungsverfahrens, Baden – Baden 2012, S. 136.

[36] 同前注[34], S. 60.

[37] Felix Steffek, Änderung von Anleihebedingungen nach dem Schuldverschreibungsgesetz, in: Festschrift für Klaus J. Hopt, Berlin 2010, S. 2597, 2612.

[38] 同前注[34], S. 67.

为辅,令其分别扮演意思机关和行动机关的角色,从而形成协调配合、分工明确的组织结构体系。通过实施团体法路径,德国《债券法》为债券持有人与共同代表的共治治理搭建了一个合理有效的框架。

## 2. 债券持有人自治:团体法改造的动因

德国《债券法》在 1899 年颁发后,在往后的一个多世纪里几乎未有修改。由于该法对债券持有人权限进行了过多限制,它逐渐丧失了现实意义。<sup>[39]</sup>有鉴于此,2009 年现代化改革的首要目标就在于强化债券持有人的决策能力,实现债券持有人自治。<sup>[40]</sup>

德国立法者之所以强调债券持有人自治,具有多方面的理论基础。首先,债券持有人是债券合同变更的经济后果的承担者,其自身最能作出符合其利益最大化的、亦即“正确的”决定;其次,债券持有人参与债券事务的管理,这不但有利于减少代理成本和限制债券受托人的机会主义行为,而且有利于提升公司治理的水平;最后,根据法经济学家科斯关于“单一所有者”(Single Owners)的理论,通过向债券持有人“赋能”(empowerment),使其如同一个单一所有者那样行动,可以增强其对债券发行人及其他债权人的谈判能力。<sup>[41]</sup>

正是基于对债券持有人自治重要性的认识,德国立法者提出了团体法改造的路径。这是因为,实现债券持有人自治及其内部的协调一致,需要以健全有效的债券治理机制为组织前提。这一治理机制须具备两个核心要素:一是能够作出对全体债券持有人有约束力的决议多数决条款,二是能够对债券持有人进行统一协调的组织机构。<sup>[42]</sup>团体法以其多数决机制和成员组织机制的特征,显然最能帮助债券持有人群体实现自治和内部的协调一致,因而成为德国《债券法》现代化改革的方向。借鉴《股份法》的团体法规则,则是《债券法》团体法改造的一

[39] RegE - SchVG, BT - Drucks. 16/12814, S. 13.

[40] 同前注[39], S. 1。

[41] 同前注[34], S. 27 ff。

[42] 前一要素之所以重要,是因为它可以限制个别债券持有人策略性的“敲竹杠”行为,并激励所有债券持有人作出符合集体利益的决议;后一要素之所以重要,是因为债券持有人群体是由匿名且经常变换的大批公众债权人组成的,因此面临极大的集体行动困境,鉴于此,其意思形成需要由一个组织机构来进行协调。同前注[34], S. 33 ff。

条捷径。

### 三、中国公司债券治理组织体系的团体法塑造

#### (一) 债券持有人自治引领下的团体法塑造

从上述论述可知,德国债券法在现代化改革中,在实现债券持有人自治为宗旨的指引下,合乎逻辑地选择了团体法改造的路径。在这一路径下,以股份公司法为模型,对债券持有人会议制度、共同代表以及两者的关系进行了规范,从而形成了独具特色的债券治理机制。这一路径对于我国处理债券持有人会议与债券受托管理人之间的关系、构建有效的债券治理机制,具有深刻的启发意义。

现代资本市场中,债券市场具有与股票市场不分伯仲的地位,债券市场是我国资本市场的重要组成部分。正如前述英美学者所言,债券作为一种融资工具,其利益越来越依赖于公司的表现,它与股票的差异也因此逐渐消弭,因此,债券持有人也应当如同股票持有人那样,得以对其债券行使自主权利。在此背景下,我国高举债券持有人自治的旗帜,成为贯彻市场主体意思自治、实现债券持有人保护以及发展债券市场的必然选择。这不仅是德国债券法的选择,也是欧洲大陆主要国家以及日本等其他大陆法系国家的通常选择。<sup>[43]</sup>我国新《证券法》第92条确立的“债券持有人会议为主、债券受托管理人为辅”的立法理念,也反映了其债券持有人自治的基本价值取向。

在实现债券持有人自治的宗旨下,团体法路径以其便于协调众多成员利益、理顺内部各机构间关系、高效形成团体意志、实现团体整体

---

[43] 关于欧洲大陆国家法律的债券持有人自治,参见[挪威]马德斯·安登斯、[英]弗兰克·伍尔德里奇:《欧洲比较公司法》,汪丽丽、汪晨、胡曦彦译,法律出版社2014年版,第219~231页。关于日本法债券持有人自治,参见官欣荣、赵津:《证券法修订视野下公司债券持有人权利救济的思考》,载黄红元、徐明主编:《证券法苑》(第17卷),法律出版社2016年版。

利益等诸方面的优势,<sup>[44]</sup>成为实现这一宗旨的最优选择。我国债券法可以沿着这一路径,对我国当前以两机构融合模式为特征的债券治理机制进行改造。通过对债券持有人会议制度和债券受托管理人制度进行团体法塑造,以团体法原则理顺两者之间以及债券持有人之间的关系,最终实现债券持有人整体利益保护这一“团体目标”。

## (二) 团体法塑造的具体思路:以《公司法》修订为契机

公司债券持有人作为与股票持有人几乎等量齐观的公司投资者,其自治组织的地位也应当在法律体系中得以明确彰显。为此,最佳的立法模式应当是将公司债券治理机制置于《公司法》而非《证券法》。其原因在于,前者是组织法,后者是行为法,将作为组织制度的债券治理机制置于作为组织法的《公司法》,具有体系上的合理性。同时,将公司债券与债券保护机制一同规范,在节约立法资源、提高法律适用效率的同时,也更能彰显立法者对于债券持有人和股票持有人予以同等重视的保护。另外,从比较法来看,这一做法也体现在了大陆法系的许多国家和地区,如法国、日本和我国台湾地区。

我国当前正在进行《公司法》的修订,为公司债券治理机制的确立和团体法塑造提供了契机。对此,本文认为,在两法联动背景下,可以将债券治理机制在《公司法》的“公司债券”专章进行规定,同时,《证券法》的相应部分则可在未来的修法中予以简化或删除。在此立法模式的构想下,下文提出的具体的团体法塑造建议及其体现的思路,可以有机地体现在《公司法》的“公司债券”专章。

### 1. 债券持有人会议制度的团体法塑造

债券持有人会议制度团体法塑造的目标在于,将债券持有人会议打造成为债券治理机制中的权力机关,使之成为债券持有人行使集体权利、实现自治的基本形式。

首先,需要确立集体行动(“集体约束”)的原则,这是债券治理组织团体法塑造的基础条件。集体行动原则是债券治理机制实施多数决并进行组织构建的前提,同时也是确保债券持有人得以公平对待、维护

---

[44] 类似的关于团体功能的阐述,参见叶林:《私法权利的转型——一个团体法视角的观察》,载《法学家》2010年第4期。

债券市场统一性的关键。我国目前对于同次发行债券的持有人,法律仍允许部分债券持有人与发行人之间,通过个别协议或者诉讼实现债券合同条款的个别变更。<sup>[45]</sup> 这不利于债券治理效率的提升以及债券市场的统一。对此,我国应当根据集体行动原则的要求,对此进行制度完善:债券受托管理人在债券违约之时提起的民事诉讼或者清算程序,无论其受全部抑或部分债券持有人的委托,相关程序的法律效力都应当对所有同次发行债券的持有人生效,以此替代现行《证券法》第92条第3款的规定。类似地,最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(以下简称《纪要》)对于因债券违约而产生的合同纠纷案件,实施“集中起诉为原则,以债券持有人个别起诉为补充”的政策,这可能会使同次发行债券发生分裂,因此亦违背了集体行动原则,建议予以变更。

其次,债券持有人会议制度的团体法塑造。一是借鉴德国法的经验,以股东大会制度为原型,塑造债券持有人会议制度:多数决对于团体决策的效率具有关键意义,应当确立为债券持有人会议决议的基本方式;以多数决作出的决议,对全体债券持有人具有约束力。同时,会议的召集、代理出席,会议决议事项的范围、债券持有人投票权与知情权、表决与通知等运行规则,也可以以股东大会制度为参照,形成债券持有人会议的规则。二是赋予债券持有人会议组织性规则半强制性或强制性的法律效力。按照新《证券法》第92条第1款的规定,债券持有人会议的组织性规则由市场主体自由约定,这一做法虽然尊重了市场主体的自主性,却可能为实际掌握规则制定权的债券发行人任意摆弄规则创造了空间,从而对债券持有人不利;同时,组织性规则的各行其是,将加深债券持有人学习适应新规则的难度,不利于其通过组织规则实施和维护自身的权利。因此,我国《公司法》可以以德国债券法为鉴,制定统一的债券持有人会议组织性规则,并赋予其半强制性、甚至强制性的法律效力,以降低公司债券市场的交易成本,便利债券持有人

---

[45] 参见最高人民法院《纪要》第二部分的规定。

行使权利。<sup>[46]</sup> 三是借鉴德国法的经验,在我国公司法既有网络投票方式的基础之上,引入“虚拟会议”制度。我国是互联网技术及运用世界领先的国家,社会大众习惯通过互联网进行消费和投资,通过网络会议开展学习和工作,因此组织和运用“虚拟会议”,具有先天优势;另外,我国具有债券持有人投资份额少、地域分布广的特征,采用这一会议组织方式也能产生良好的社会效益。

最后,债券持有人会议瑕疵决议救济制度。在团体法下,债券持有人会议一旦作出决议,即对全体债券持有人、包括持反对意见者产生拘束力。在有关决议可能存在瑕疵之时,赋予受影响的债券持有人救济权利,就显得尤为必要。对此,目前我国无论是法律层面的《公司法》《证券法》,还是规章层面的《管理办法》,都未作出相应安排;最高人民法院《纪要》虽然涉及“债券持有人会议决议的效力”的问题,但对于“存在法定无效事由”时有关主体如何救济的问题,亦未提及。这一法律状况不利于我国债券持有人的利益保护。对此,我国可以以公司法的股东大会决议瑕疵救济制度为模型,构建债券持有人会议决议瑕疵救济制度。考虑到决议瑕疵诉讼会产生执行阻碍的效果,我国可以以德国债券法为鉴,通过引入豁免程序,<sup>[47]</sup>防止决议瑕疵诉讼制度被滥用并产生负面效果。

## 2. 债券受托管理人制度的团体法塑造

债券受托管理人团体法塑造的目标在于,将其打造成为债券治理机制的执行机关,使其具备相对独立的法律地位,统一行使债券持有人的权利,履行债券法和债券持有人会议决议规定的义务。

首先,确立债券受托管理人独立的法律地位,使其成为债券持有人的唯一受托人。在我国,根据最高人民法院《纪要》的规定,债券持有人在聘有债券受托管理人的同时,仍可以推选其“诉讼代表人”,并且可以“个别起诉”,<sup>[48]</sup>从而产生侵蚀债券受托管理人职能的隐忧。另

---

[46] 根据法经济学原理,“现成的合同条款”具有降低交易成本、抑制机会主义的作用,参见[美]弗兰克·B. 克罗斯斯、[美]罗伯特·A. 普伦蒂斯:《法律与公司金融》,伍巧芳、高汉译,北京大学出版社2011年版,第53~60页。

[47] 见第二部分第(一)节第2点注脚中关于豁免程序的介绍。

[48] 参见最高人民法院《纪要》第二部分的规定。



外,债券受托管理人的委托人究竟是债券持有人还是发行人,也尚未明确,这使其履职独立性遭受质疑。<sup>[49]</sup> 这些法律状况显示出,我国债券受托管理人的法律地位仍不够独立和明确。在团体法的路径下,债券受托管理人应当被确立为债券治理机制中的执行机关,具有独立的法律定位,是公司债券持有人的且唯一的受托人。为确立其独立的法律定位,我国可以借鉴德国法共同代表制度的经验,在《公司法》中直接规范其选任、任务及职责、注意义务标准等方面,赋予其强行法的坚硬骨架,从而凸显其作为团体法行动机关且区别于民法中普通代理人的角色;在债券受托管理人权限范围内,个别或部分债券持有人不得各自行使权利,以实现债券持有人整体的行动一致及公平待遇,并维护债券受托管理人的中央执行机构的地位。如此,债券受托管理人仍然由债券持有人选任和更换债券受托管理人,但其一旦被选任,即获得了法定的独立地位,可以根据法律赋予的权限和责任,作为债券持有人的唯一受托人独立地开展履职活动。

其次,债券受托管理人制度具体运作规范的团体法塑造。这可以保障债券受托管理人维持独立法律地位。一是债券受托管理人的选任和利益冲突防范。我国新《证券法》和《管理办法》都涉及债券受托管理人的范围,后者还对发行人提出了防范利益冲突的要求,但总体来看,债券受托管理人的选任标准仍显宽泛、选任范围仍显狭窄,关于利益冲突情形的披露机制规定不明,不利于防范利益冲突和保障债券受托管理人公正履职。就此,我国可以借鉴德国法的经验,在选任范围上,扩大至特定的自然人,如受监管机构认可的律师、会计师等专业人士,通过增加可供选任的候选人范围,来增强利益冲突防范机制的有效性;加强对候选人的潜在利益冲突情况的披露,以持股或持债比例、关联关系、任职关系等标准制定更加细致的披露规则;区分债券持有人会议决议确定的和债券合同指定的债券受托管理人,分别设定不同的选任和披露标准。二是债券受托管理人的权力和职责。如上所述,我国的债券受托管理人的权力和职责可以主要由强制性法律直接规定,以强化其法定地位。同时,债券受托管理人还须履行债券合同赋予的任

---

[49] 同前注[5]。

务和权限,并执行债券持有人会议决议。对于其履职活动,我国新《证券法》已经规定了“勤勉尽责、公正履职”的义务,在此基础上,我国《公司法》可以借鉴德国法的经验,将此义务进一步提升为“经营管理者”的忠实义务和勤勉义务,违反该义务,则须承担相应的法律责任。三是债券受托管理人的免责规则。在承担前述职责的过程中,债券受托管理人需要对涉及发行人及债券市场的错综复杂的情况作出商业判断,即便竭尽所能,也难免有所失误,从而面临赔偿损失的法律后果。这一风险可能增加合格主体担任债券受托管理人的顾虑,降低债券受托管理人的履职能动性,因此会反作用于债券持有人利益的维护。经营判断规则的引入可以令债券受托管理人获得合理的免责,并最终保障其职能的实现。目前,我国学界正积极讨论将经营判断规则引入我国公司法,以此为契机,我国也应借鉴德国法的经验,将经营判断规则一并引入公司债券治理机制。

#### 四、结论

公司债券治理组织制度是实现债券持有人保护的基本保障。我国新《证券法》第92条采用的债券持有人会议和债券受托管理人“两机构融合”的模式,不仅有利于集合两种制度的各自优势,还与当前世界两大法系的发展潮流相吻合。然而,新《证券法》第92条只是初步确定了我国公司债券治理组织制度的发展方向,对于上述两机构如何实现有机融合,则并未有明确方案,尚待进一步的研究和发展。有鉴于此,我国应该在既有基础上,以确定的思路统率公司债券治理的组织体系发展。环视两大法系主要国家的立法实践,同为大陆法系国家的德国对两机构融合的问题提供了明确且细致的方案。在其新近修订的《债券法》中,德国通过仿照该国《股份法》,创造了类似于公司组织性制度的债券持有人组织性制度,由此走出了一条特色鲜明的团体法路径,其既有的债券持有人会议和共同代表两个机构也实现了有效融合。德国法的这一成功范例,立足于团体法对于实现债券持有人整体利益和目标、对于维护债券市场的功能所具有的强大解决能力,这对于我国

亦有重要的启发意义。本文因此提出,我国可以在团体法的方向上,全面塑造我国新《证券法》设定的两机构融合模式;通过对债券持有人会议制度和债券受托管理人制度的团体法塑造,实现两个机构之间的协调配合,并形成债券持有人保护的合力。以当下进行的《公司法》修改为契机,我国可将这一改革思路融入该法“公司债券”专章及相关条文中。本文就此已分别对两机构的团体法改革提出了若干建议,其更具体深入的发展,仍待学界共同努力。

(编辑:谢贵春)