

上市公司破产清偿中的投资者保护问题研究

——以重整程序中的特别代表人诉讼原告保护为中心

清华大学汤欣课题组*

摘要:2019年修订的《中华人民共和国证券法》(以下简称2019年修订的《证券法》)第95条第3款下的特别代表人诉讼一旦启动,被告上市公司将可能因高昂的索赔额和其他债务而陷入“资不抵债”的破产状态,从而被法院裁定进入破产重整程序,进而导致特别代表人诉讼程序与破产重整程序的平行交织。破产程序开始以后,原特别代表人诉讼中的原告投资者转化为上市公司破产重整程序中待决债权的债权人,国家设立的投资者保护机构如中证中小投资者保护中心(以下简称投服中心)如何在重整程序中为原告投资者提供持续性保护,成为亟待解决的实践问题。本文着眼于破产重整程序与特别代表人诉讼的交织并行,以投服中心为视角,以破产重整程序为主轴,区分破产重整程序开始前、进程中及终止后的三个阶段,聚焦于实践中凸显的十个关键要点进行专题研究。

关键词:上市公司 破产重整 投服中心 特别代表人诉讼 原告投资者保护

2019年修订的《证券法》第95条第3款下的特别代表人诉讼一旦启动,被告上市公司将可能因为高昂的索赔额和其他债务陷入“资不抵债”的破产状态,从而被法院裁定进入破产程序。从政策指引和统计数据来看,上市公司破产的通行做法是破

* 课题负责人:汤欣,清华大学法学院教授,清华大学商法研究中心主任;课题组成员:陈思含,清华大学法学院硕士研究生;陈一新,清华大学法学院博士研究生;陈骏,清华大学法学院硕士研究生;季婧儿,清华大学法学院硕士研究生;宗玉,清华大学法学院硕士研究生。

产重整。^①在特别代表人诉讼程序与破产重整程序交织并行的情况下,国家设立的投资保护机构,尤其是投服中心,如何在重整程序中持续保护特别代表人诉讼的原告投资者,^②成为亟待解决的实践问题。本文着眼于破产重整程序与特别代表人诉讼的交织并行,以投服中心为视角、以破产重整程序为主轴,聚焦于实践中凸显的十个关键性制度要点,对上市公司破产重整程序中转化为债权人的特别代表人诉讼原告投资者的保护进行专题研究。应当注意的是,特别代表人诉讼与破产重整程序并行的情形有如下两种:破产重整案件先于特别代表人诉讼受理和特别代表人诉讼先于破产重整案件受理。由于两种情形所带来的实践问题及其应对方案部分重叠,又考虑到特别代表人诉讼在案件遴选方面的现实考量,^③本文将主要着眼于特别代表人诉讼先于破产重整案件受理的情形,探讨投服中心在上市公司破产重整程序中持续保护原告投资者可能面临的法律问题及相应的解决思路。

在上市公司破产重整程序中,特别代表人诉讼原告投资者保护的前置问题之一是投服中心在破产重整程序中是否有权继续代表原告投资者。对此,比较法上的经验可供借鉴。对于两种程序并行的情形,美国判例法逐渐发展出是否允许诉讼代表延续其代表权的判断规则:在破产重整的语境下对集团诉讼进行检视,例如,如果原告集团在破产程序中仍然满足集团诉讼的构成要求,且延续集团诉讼代表的代表权限不会对破产进程造成拖延,法院将可能延续集团诉讼代表的代表权。^④反观中国A股市场,如果针对上市公司的特别代表人诉讼和破产重整程序交织并行,虽然破产程序能够高效地处理大量申报债权,但是,考虑破产法下债权实质公平原则,以及特别

① 政策方面,参见《国务院:关于进一步提高上市公司质量的意见》(国发[2020]14号);最高人民法院:《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》(法[2012]261号)。统计数据方面,截至2021年4月底,我国已有超过100家沪深交易所上市公司先后被裁定进入破产程序,其中超过80家上市公司得到受理法院的批准,被裁定进入破产重整程序。参见陈景善、李巍:《上市公司破产重整中出资人权益调整机制之完善》,载《上海政法学院学报(法治论丛)》2021年第4期。另参考金杜法律研究院课题组统计数据,“截至2020年12月31日,自2007年6月1日《企业破产法》正式实施之日起,人民法院已裁定受理重整申请,进入破产重整程序的上市公司共有76家”。金杜法律研究院课题组:《上市公司破产重整实证分析研究》,2020年“上证联合研究计划”法制系列研究报告。

② 原告投资者是特别代表人诉讼语境下的特定称谓,当上市公司被裁定进入破产重整程序后,原告投资者已经转化为破产重整程序中的破产债权人。但出于简便称谓的需要,本报告亦以“原告投资者”指代已转化为破产债权人的原告投资者。

③ 在选案时,由于投资者获得救济和对违法者进行惩戒威慑均建立在投资者实际获得赔偿的基础上,倘若违法者偿付能力有限而案件高度复杂,投服中心付出成本较大,即便案件胜诉也不能实现特别代表人诉讼的制度目的,投服中心应慎重考虑提起该特别代表人诉讼是否符合效率原则。因此,投服中心更可能选择仍在正常运营的上市公司,而非已进入破产重整程序的上市公司作为特别代表人诉讼的被告,以达到合理配置诉讼资源的效率目的。

④ See Jonathan M. Weiss, *Filing and Defending Class Proofs of Claim in Bankruptcy Cases*, California Bankruptcy Journal, Vol. 34, p. 78–185 (2017); In re Musicland Holding Corp., 362 B. R. 644.

代表人诉讼和破产程序前后衔接可能带来的特殊问题,从原告投资者保护的视角出发,于破产程序中延续特别代表人诉讼中“默示加入、明示退出”的投服中心代表权限有其必要性。首先,延续投服中心的代表权限有助于实现破产法实现实质公平的重要价值,^①改善破产重整程序中小额债权人的不利地位,令原本小额分散的债权额聚沙成塔,使小额债权人能与控股股东抗衡,与其他大额债权人博弈,显著提升其在重整计划中的谈判和信息获取能力。其次,延续投服中心的代表权限有助于持续改善特别代表人诉讼和破产重整程序衔接时原告投资者重复授权可能带来的效率问题。最后,投服中心作为公益机构,具有较高的专业性,在破产重整程序中代表原告投资者更能充分保护原告投资者利益。

在实现路径上,首先,延续投服中心的代表权限不违反2007年《中华人民共和国企业破产法》(以下简称《企业破产法》),且现行规定中,也已有规范明确就大规模侵权纠纷中的债权人代表参与其他程序的代表权作出规定。^②其次,在立法论层面,可以参照地区性相关规定,2019年修订的《证券法》第95条第3款或《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(以下简称《代表人诉讼司法解释》)的相应条款,明确授权投服中心代表原告投资者参与破产程序。最后,在解释论层面,可以参照地区性实践经验,以《企业破产法》第4条和2021年《中华人民共和国民事诉讼法》(以下简称《民事诉讼法》)第57条第1款为法律依据,由特别代表人诉讼管辖法院在其发布的诉讼权利登记公告中明确记载以下事项:参加本特别代表人诉讼的投资者视为对投服中心进行特别授权,同意该中心有权代表其参与特别代表人诉讼,以及破产重整、破产清算等程序。

前置问题之二是投服中心可能存在的利益冲突。投服中心代表原告投资者参与上市公司破产重整程序可能导致的潜在冲突包括:(1)投服中心因为在破产上市公司中“持股行权”享有的“私益”与投服中心作为特别代表人维护的原告投资者利益之间可能产生的冲突;(2)投服中心通过“持股行权”保护破产公司中小股东的职能与投服中心作为特别代表人维护原告投资者利益的职能之间可能产生的冲突。应当指

^① 参见王佐发:《上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护》,中国政法大学出版社2014年版,第26~27页。

^② 例如,公募基金管理人代表权限,见《中华人民共和国证券投资基金法》(2015修正)第19条第11项规定,“以基金管理人名义,代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为”;又如,资管产品管理人的代表权限,详见《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第11条第8项规定“以管理人名义,代表投资者利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为”;等等。

出,首先,“私益”冲突不足为虑。投服中心行使“持股行权”职能仅需持有相关上市公司的一手股票,“私益”较少。此外,投服中心是保护中小投资者利益的公益机构,亦不具有为其“私益”损害原告投资者利益的动机。^①其次,同时代表中小股东和原告投资者的投服中心因履行职能存在利益冲突的可能性较小。这是因为中小股东和原告投资者在相关公司破产重整程序中的主要利益具有一致性,均有抗衡大额债权人和控股股东的机会主义乃至不法行为的主动性。^②

当然,利益冲突并非绝对不存在,如果个案中产生了现实的利益冲突,投服中心应当优先考虑原告投资者的利益。这是因为投服中心通过“持股行权”维护破产公司中小股东利益的最佳方式是后续提起公司法上的股东代表诉讼,追究从事违法行为的控股股东等“关键少数”的责任,^③而非在破产程序中为中小股东争取利益。此外,相较于作为破产公司出资者的中小股东,原告投资者的利益诉求存在债权数额的限制,利益受损亦与破产上市公司的违法违规行具有直接因果关系,保护原告投资者利益更具有正当性。

前置问题之三是上市公司在拟申请破产重整时是否负有通知投服中心的义务。首先,既有规定均未要求相关上市公司提前通知投服中心,通知投服中心的时点应当为公司董事会作出向法院申请重整的决定时,或者公司知悉债权人向法院申请重整时。^④其次,提前通知投服中心可能存在以下理论障碍:(1)作为原告投资者代表的投服中心与上市公司处于民事程序两造的平等地位;(2)在重整前的沟通阶段中,诸多事项的不确定性较强;(3)上市公司的风险提示、业绩预告和定期报告足以给投服中心提供警示性信息。不过,根据2012年最高人民法院《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》第3条第2款的规定,直接管理投服中心的中国证监会将在

① 参见罗培新、丁勇:《赋予投服中心特殊权利的法理基础及制度设计》,载郭文英主编:《投资者》第5辑,法律出版社2019年版。

② 对于债权人,有学者指出,债权清偿比例过低通常只是债权人异议的表面原因,债权人提出异议的根本原因是公司控制权人的不当行为未得到相应惩罚。参见许德风:《破产法论:解释与功能比较的视角》,北京大学出版社2015年版,第479页。对于中小股东,有学者指出,投服中心“持股行权”的主要意图是以保护投资者之名行权防止控制权人的不当行为。参见方乐:《投服中心持股行权的限度研究——兼议比例原则的适用》,载《中国政法大学学报》2021年第2期。

③ 参见鲁小木、夏雯雯:《投资者保护机构在中国式证券集体诉讼的主体构想》,载郭文英主编:《投资者》第9辑,法律出版社2020年版。

④ 参见《上海证券交易所股票上市规则》第7.5.4条;《深圳证券交易所股票上市规则》第7.5.4条。

破产重整申请提出之前得知相关信息。^① 据此,相关公司无须提前知会投服中心,建议由证监会在恰当的时点通知投服中心。

破产重整程序开始后面临的第一个问题是,特别代表人诉讼未决债权的确认与债权额的临时确定。首先,在特别代表人诉讼未决债权的确认方面,从债权审查(核查)主体及债权确认制度的目的出发,特别代表人诉讼债权不被确认的风险较低。在债权确认程序中,有权实质审查(核查)破产债权的主体限于破产管理人和债权人会议。债权人会议享有实质核查权并无争议。破产管理人应当享有实质审查权,该权力源于破产管理人负有的实现破产债务人财产最大化的勤勉义务,临时确定债权额等制度也要求破产管理人享有实质审查权。^② 法院则仅享有形式审查并确认破产债权的权力。^③ 破产管理人和债权人会议对债权进行实质审查(核查)的目的是确认债权的真实性,即债权是否存在,^④ 债权数额的大小由债权人及债务人异议制度和临时确定债权额制度解决。

根据上述分析,在破产管理人和债权人会议对债权进行实质审查(核查)时,特别代表人诉讼债权的真实性有强有力的证据支撑,不被确认的风险较低。这是因为根据《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第5条的规定,特别代表人诉讼事实上仍保有行政处罚决定、刑事裁判文书、纪律处分措施的“前置程序”,^⑤ 投服中心的选案标准亦强调涉案上市公司应当已经受到行政处罚或刑事制裁。^⑥ 此时,参照2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)第85条的规定,“前置程序”意味着上市公司虚假陈述行为的重大性已然确定,

① 最高人民法院《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》第3条第2款规定:“申请人申请上市公司破产重整的,除提交《企业破产法》第八条规定的材料外,还应当提交关于上市公司具有重整可行性的报告、上市公司住所地省级人民政府向证券监督管理部门的通报情况材料以及证券监督管理部门的意见、上市公司住所地人民政府出具的维稳预案等。上市公司自行申请破产重整的,还应当提交切实可行的职工安置方案。”

② 例如,《浙江省律师协会破产案件中债权申报及审查流程参考》第四部分第3条规定,破产管理人应当对债权是否存在,债权性质如何以及债权数额多少等内容向法院提出书面意见,这亦要求破产管理人先行对拟临时确定债权额的申报债权进行实质审查。

③ 参见赵卫平、李春:《从新破产法谈破产债权审查确认程序的完善》,载王欣新、郑志斌主编:《破产法论坛》第3辑,法律出版社2009年版;贺丹:《有争议破产债权的确认——兼论我国新〈企业破产法〉的完善》,载《甘肃政法学院学报》2008年第5期。

④ 参见陈晓君、郝振:《破产程序中债权人代位权的行使》,载《人民司法》2021年第7期。

⑤ 有学者认为,《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》第5条的规定意味着特别代表人诉讼事实上仍然保留了“前置程序”。参见蔡伟等:《新〈证券法〉投资者保护机制实施的“中国问题”》,载《地方立法研究》2021年第4期。

⑥ 根据投服中心《特别代表人诉讼业务规则(试行)》第16条第1款的规定,有关机关作出行政处罚或刑事裁判是投服中心提起特别代表人诉讼的必要条件。

侵权事实存在几无争议。然而,虽然特别代表人诉讼未决债权不被确认的风险较小,债权额的申报仍值得注意。例如,如果上市公司的控股股东、实际控制人和证券公司已经对原告投资者进行先行赔付,投服中心应当按照先行赔付后未获清偿的剩余债权额申报其债权。

值得一提的是,虚假陈述纠纷的法定连带责任规则并不会对特别代表人诉讼债权的确认造成影响。如果连带债务人仅仅清偿了部分特别代表人诉讼债权,无须对原申报债权额进行调整;如果原告投资者最终获得了超出债权总额的清偿额,则其需要向破产的上市公司返还不当得利。^① 如果部分连带债务人全额清偿了特别代表人诉讼债权,原告投资者不应当再获得破产清偿,既已清偿全部债权的连带债务人有权代替原告投资者在破产程序中受偿。^②

其次,特别代表人诉讼债权还可能面临如何临时确定债权额的问题,特别代表人诉讼债权较有可能被列为暂缓确认债权,从而不会进入债权确认程序,即便特别代表人诉讼未决债权经过了债权确认程序的重重关卡,其他债权人、债务人亦可能对该债权提出异议。在前述两种情形下,法院可以为投服中心代为行使债权人会议上的表决权之需临时确定债权额。^③ 但是,2007年《企业破产法》与临时确定债权额的申请主体、依据标准、考虑因素、信息披露等相关规则仍有待完善。

对于前述问题,建议完善2007年《企业破产法》临时确定债权额的相关规则。在2007年《企业破产法》的框架下,建议就临时确定债权额细化安排如下:其一,投服中心等债权人作为申请主体。在2007年《企业破产法》未明确规定的情况下,允许投服中心等债权人享有申请法院临时确定债权额的权利符合私法上“法无禁止即可为”的原则,亦可以作为破产管理人申请的有益补充。投服中心可以通过提出书面意见和相关证据的方式,向法院申请临时确定债权额。^④ 其二,以债权评估额作为依据标准。临时确定债权额将不可避免地涉及未确定债权的债权人、其他债权人和债务人之间

① 参见许德风:《破产中的连带债务》,载《法学》2016年第12期。

② 例如,《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第23条第2款明确规定:“担保人清偿债权人的全部债权后,可以代替债权人在破产程序中受偿。”

③ 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第560页。

④ 司法实践已有类似做法。例如,《四川省高级人民法院关于审理破产案件若干问题的解答》(川高法〔2019〕90号)规定:“债权尚未确定的债权人,可以自己申请或通过管理人申请人民法院为其行使表决权而临时确定其债权额。”

的利益冲突,根据债权实质平等原则,^①法院临时确定债权额时以债权评估额作为依据标准较妥当。借鉴比较法规则,在进行债权评估时,投服中心可以考虑以下三条路径:(1)在特别代表人诉讼中推动与债权人之间的和解,初步拟订和解草案,并建议法院参考强制和解评估模式,依据和解金额对特别代表人诉讼未决债权进行估值。^②(2)建议法院委托第三方专家对破产债权进行评估,防止过分拖延破产程序。^③(3)建议法院或第三方机构参考折现值评估模式,先行假设并估计在未进入破产程序时,涉案上市公司虚假陈述民事责任纠纷的原告胜诉率,以该胜诉率为折现率对个案中投服中心主张的债权额进行折现。^④考虑个案的特殊性,可以通过经典贝叶斯模型对胜诉率进行更精确的测算。^⑤其三,在临时确定债权额时,法院应当遵循及时确定原则和形式审查原则。^⑥其四,向债权人披露相关信息,以提供债权人保护。相较赋予破产债权人听证权的方案,向债权人披露临时确定债权额相关信息的方案更加恰当,这有助于避免听证权方案与破产程序外的特别代表人诉讼发生冲突,亦能通过信息披露赋予权益受到影响的破产债权人知情权,帮助其获得决策所需的完整信息。

破产重整程序开始后面临的第二个问题是特别代表人诉讼管辖法院与破产法院的管辖协调。首先,关于指定管辖。在破产重整案件先于特别代表人诉讼受理的情况下,特别代表人诉讼应当适用2007年《企业破产法》第21条和《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的规定(二)》第47条的“指定管辖”规则。梳理我国适用“指定管辖”规则的地方性司法文件和司法判例可知,在指定管辖时,我国司法实践更强调结合具体案情进行判断,对特别代表人诉讼等程序和事实高度复杂、关切利益特殊性较高的案件,上级人民法院更可能将特别代表人诉讼指定给

① 债权实质平等原则要求“把破产看作是每个交易当事人都要承受的后果,各债权人应当平等承受,防止资力或能力强大的债权人以损害弱小的债权人为代价获取额外优势”。许德凤:《破产法论:解释与功能比较的视角》,北京大学出版社2015年版,第84页。

② David S. Salsburg & Jack F. Williams, *A Statistical Approach to Claims Estimation in Bankruptcy*, Wake Forest Law Review, Vol. 32:4, p. 1133 (1997).

③ See R. Spencer Clift, *Should the Federal Rules of Bankruptcy Procedure Be Amended to Expressly Authorize United States District and Bankruptcy Courts to Appoint A Special Master in an Appropriate and Rare Bankruptcy Case or Proceeding?*, University of Memphis Law Review, Vol. 31:2, p. 371 (2001).

④ 在美国司法实践中,法院多采用该估值方法。See 146 B. R. 748, 753-754 (Bankr. N. D. Ill. 1992); 170 B. R. 503, 521-522 (Bankr. E. D. N. Y. 1994); 191 B. R. 976, 982 (Bankr. S. D. N. Y. 1996).

⑤ David S. Salsburg & Jack F. Williams, *A Statistical Approach to Claims Estimation in Bankruptcy*, Wake Forest Law Review, Vol. 32:4, p. 1147 (1997).

⑥ 参见张善斌主编:《破产法实务操作105问》,武汉大学出版社2020年版,第153页;黄中梓、方海峰:《企业破产清算中临时确定债权额制度之完善》,载王欣新、郑志斌主编:《破产法论坛》第16辑,法律出版社2020年版。

专属管辖法院,而非破产法院管辖。^①例如,美国法的处理方案是,如果破产重整案件先于破产并行诉讼^②受理,原则上会将并行诉讼交予破产法院管辖,但如果案件审理可能涉及美国《证券法》等监管法规或影响州与州之间的商业活动,^③地区法院将会进行“实质性和重大性”测试,^④考虑是否撤回破产法院对并行诉讼的管辖权。判例法中,亦有法院结合案情和集团诉讼的特质,衡量不同法院处理集团诉讼的熟悉程度,最终认为集团诉讼应由对相关程序更熟悉的地区法院审理的判例。^⑤综上,上级法院在适用“指定管辖”规则时,应当将案件的具体情况作为指定管辖的标准,基于实质案件审理内容难度、专业度、前期法院投入程度等作出指定。

其次,关于当特别代表人诉讼管辖法院和破产法院并非同一法院,甚至分属不同省市法院管辖时,法院间如何管辖协调的问题。以其他类型专属管辖案件与破产程序并行的实践方案、上市公司破产重整的府院联动机制和会商机制为借鉴,法院间应建立沟通机制,相互了解各自案件的审理进展,并及时告知当事人相关的权利义务。^⑥代表人诉讼管辖法院应在查明侵权事实的基础上及时与破产法院沟通,立足制度设计的初衷,有效地向破产法院传达原告投资者在代表人诉讼程序中的诉求及与程序进展相关的最新信息,促进破产重整程序的有效开展。破产法院在沟通中也应充分理解代表人诉讼的具体安排与保护原告投资者的制度初衷,积极推进法院之间的沟通。同时,法院应充分利用上市公司破产重整的府院联动机制和会商机制,尝试建立司法协作联席会议、协作办公室、联合工作小组等作为联络和议事机构。^⑦在府院联动机制和会商机制中,建议投服中心加强与证监会间的信息沟通,推动会商机制顺利开展;畅通投资者发声和知情渠道,促进府院联动和法院间的管辖协调,以更好地保

① 参见翔源船舶诉腾龙芳烃案,最高人民法院(2018)最高法民辖170号民事裁定书;安通物流诉万丰国际案,最高人民法院(2020)最高法民辖88号民事裁定书;庄某某诉祥源船舶案,广东省高级人民法院(2017)粤民辖12号民事裁定书;信宜市农村信用合作联社诉大晟新能源案,广东省高级人民法院(2017)粤民辖126号民事裁定书;赵某某诉唐山言鼎海运有限公司、广西新闻航海运有限责任公司案,广西壮族自治区高级人民法院(2019)桂民辖24号民事裁定书;亿阳集团诉纳斯特案,广东省高级人民法院(2019)粤民辖终324号民事裁定书;华东生诉新闻航海案,广西壮族自治区高级人民法院(2020)桂民辖227号民事裁定书。

② 与破产案件密切相关的破产并行诉讼,一般是指破产企业作为一方当事人、以实体权利义务纠纷为内容的民事诉讼,并行诉讼并不仅限于破产后提起的相关诉讼,而包括破产申请受理时已经开始而尚未审结的、和破产申请受理后新提起的与破产企业相关的民事诉讼。参见梁闽海、陈长灿:《论破产衍生诉讼的审判方式——以适度强化的职权主义审判方式为视角》,载《法学》2011年第2期。

③ 28 U.S.C. § 157(d).

④ See *In re Camden Ordnance Mfg. Co. of Arkansas, Inc.*, 245 B.R. 794, 805–806 (E.D. Pa. 2000).

⑤ See *Mulone v. Norwest Financial California, Inc.*, 245 B.R. 389, 400 (E.D. Cal. 2000).

⑥ 参见钱桂芳:《破产企业所涉知识产权纠纷的管辖冲突》,载《人民司法》2011年第3期。

⑦ 吴磊:《跨区域司法协作的“四个维度”》,载《人民法院报》2020年3月12日,第8版。

护原告投资者利益。

破产重整程序开始后面临的第三个问题是投服中心作为破产公司债权人委员会的委员履职。首先,投服中心作为债委会委员具有合理性和合法性。合理性体现在:(1)特别代表人诉讼债权在破产债权中具有特殊性,其债权数额很有可能远大于普通侵权债权,债权背后的法益具有超出个体一般法益集合的公益性和社会性;^①(2)债委会的特殊职权有助于投服中心充分实现保护投资者权益的宗旨,^②投服中心的专业能力亦有助于提高债委会的专业性,能更好地维护债权人权益。^③在合法性方面,2017年《企业破产法》尚无投服中心担任债委会委员的直接法源依据。^④从长远来看,修订2017年《企业破产法》的相关条款具有必要性。在2017年《企业破产法》的框架下,合法性依据可以经由2017年《企业破产法》第67条第1款规定的“债权人代表”的扩张解释获得。扩张解释的依据在于,令投服中心作为原告投资者这类债权人的代表担任债委会委员,既有助于实现债权实质平等原则,保障破产债权人利益,也有助于实现特别代表人诉讼对于中小股东的保护目的。此外,对“债权人代表”进行扩张解释亦未超出此术语的文义射程。

其次,投服中心作为债委会委员的具体职责及其履职。破产程序中债委会职责主要包括监督权、债权人会议的提议召开权和知情权,但监督权制约较多。^⑤债委会还有促进实现债权人会议内部协调的职能。^⑥建议《企业破产法》未来细化债委会委员职责相关规定,扩大债委会监督权和知情权的范围,并增列其参与制定重整计划的权限。

但是,投服中心担任债委会委员可能面临以下质疑:(1)投服中心作为债委会委

① 例如,2021年11月,首例特别代表人诉讼案康美药业案判决落地,判决金额将近人民币25亿元。

② 参见王欣新:《破产法》,中国人民大学出版社2019年版,第250页。

③ 有学者指出,投服中心自成立以来即立足于投资者维权支持诉讼、持股行权、纠纷调解等方面开展工作,在示范引领中小投资者维权领域经验丰富,具有较好的专业水准。参见陈洁:《证券纠纷代表人诉讼制度的立法理念与制度创新》,载《人民司法》2020年第28期。

④ 2007年《企业破产法》第67条第1款规定,“债权人会议可以决定设立债权人委员会。债权人委员会由债权人会议选任的债权人代表和一名债务人的职工代表或者工会代表组成。债权人委员会成员不得超过九人。”学界一般认为,《企业破产法》下的“债权人代表”自身应当是破产债权人,是经由债权人会议选任出来的全体债权人的代表。参见金春:《破产企业董事对债权人责任的制度建构》,载《法律适用》2020年第17期;李宏伟:《我国构建个人破产制度的现实困境与法治对策》,载《中州学刊》2019年第11期;浙江省杭州市余杭区人民法院课题组、罗鑫:《涉房破产企业在建工程续建的困境与解决方法的探索》,载《法律适用》2016年第3期。

⑤ 参见2007年《企业破产法》第68条、第69条及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国企业破产法〉若干问题的解释(三)》第15条。

⑥ 参见周荆、张君:《论债权人会议对债权人委员会的适度授权》,载王欣新、郑志斌主编:《破产法论坛》第6辑,法律出版社2011年版,第392~394页。

员负有实现全体债权人利益最大化的职责,作为原告投资者代表则负有最大化原告投资者利益的职责,两者之间可能存在利益冲突;(2)投服中心的官方背景对其履职独立性可能产生影响;(3)原告投资者缺乏对投服中心的约束机制。^①对此,投服中心可以进一步细化在破产重整程序中担任债委会委员的内部规范,借鉴破产法自行管理债务人制度,正视并根据角色定位明确自身勤勉尽责义务,^②同时,细化以下方面的具体规定:(1)借鉴公司法中董事制度,投服中心参与债委会工作相关人员存在利益冲突的,或投服中心在履职时涉及利益冲突表决事项的,应当回避;^③(2)参与债委会履职的投服中心相关单位和个人知悉特别代表人诉讼或破产程序未公开信息的,应当负有保密义务,执行内幕信息知情人登记管理及保密制度,不得泄露或利用该信息。^④此外,可以依托信息化手段对原告投资者披露相关信息,对破产重整程序中可能涉及投资者重要利益且不违反保密要求的事项,借助信息化技术手段或者公开平台通知投资者,便于被代表的投资者持续了解破产程序的进展情况。^⑤

破产重整程序开始后面临的第四个问题是原告投资者的重整计划表决事项退出权。“默示加入”特别代表人诉讼的原告投资者在解释论上应被认为已授权投服中心在破产重整程序中代表其行使权利,原则上不享有破产重整程序的退出权。但对于破产重整计划表决等重大权利处分事项,尚不应当全面否定原告投资者退出权的存在,否则有失程序正义。在是否赋予退出权方面,可以以原告投资者是否受全额现金清偿作为是否赋予其退出权的标准:受全额现金清偿的原告投资者在任何情况下都不应享有退出权,因为其权益未在重整计划中受到削减;未受全额现金清偿的原告投

① 沈伟、林大山:《激励约束视角下的特别代表人诉讼制度——以新〈证券法〉为背景》,载黄红元、蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》第31卷,法律出版社2021年版,第376~377页。

② 自行管理债务人制度指由债务人负责重整期间的企业管理和营业事务执行的模式。债务人在履行部分破产管理人职责时,对全体债权人负有勤勉尽责义务,但同时其亦存在“私益”,作为企业保留的原管理层对股东负有勤勉尽责义务,多重身份使债务人在管理过程中不可避免地存在潜在利益冲突。对于自行管理债务人制度下的利益冲突,学者认为首先应明确自行管理债务人在不同情形下的勤勉尽责义务。在明确勤勉尽责义务之后,应细化债务人和管理人行使管理人职权的范围。参见郑伟华:《重整程序债务人自行管理模式下的职权义务》,载《人民司法》2020年第34期。

③ 例如,《中华人民共和国公司法》第124条、《上市公司章程指引》(2019年修订)第79条等即对关联董事、关联股东在决议中回避表决作出规定。

④ 比较法上存在破产法院一般性地要求债委会中的债权人不得披露其在债委会期间因职权便利获得的债务人非公开信息。See *In re Federated Department Stores, Inc.*, No. 1-90-00130, 1991 Bankr. LEXIS 288, 2-3 (Bankr. S.D. Ohio. 1991)。

⑤ 比较法上如美国《破产法典》§1102(b)(3)条款即规定了债委会委员对债权人的信息披露义务,该规定要求债委会必须向债委会委员之外的债权人提供获知信息的途径,征询与收集他们的反馈意见。See 11 U.S. Code § 1102 (3)。

资者可以被赋予重整计划退出权,以此作为在权益因重整计划受到削减时,其向法院表达异议的渠道。^①

在退出权的行使上,鉴于破产重整程序的效率原则,由于对重整计划持有异议的原告投资者直接向法院申请退出在破产重整程序中不具有可操作性,^②建议由异议投资者向投服中心发出投票指令的方式变通实现“退出”。由于重整计划退出权的表现形式仅是自行表决投票,即作出赞成、反对或弃权的意思表示,投服中心可以在债权人会议发布待决重整计划草案时,以公告形式表明其拟投票的方向(赞成、反对或弃权),除债权已受全额现金清偿者外,有异议的原告投资者均可以在一定期间内向投服中心发出投票指令,由投服中心在异议人数及其所占债权额比例范围内,根据其投票意向进行“分割”投票。

破产重整程序开始后面临的第五个问题是特别代表人诉讼债权的清偿。首先,仍然持有破产上市公司股票的原告投资者不适用股东债权衡平居次原则。这是因为股东债权衡平居次原则的目的是防止权利滥用,防止其他债权人合法权益受损以及股东的不公平获利,而非防止受欺诈投资者获得救济。^③

其次,不宜提高特别代表人诉讼债权的清偿顺位。这是因为提高特别代表人诉讼债权的清偿顺位可能存在以下理论障碍:(1)特别代表人诉讼债权优先于担保债权清偿将会大幅度提高信贷成本,徒增企业融资壁垒;^④(2)如果特别代表人诉讼债权优先于普通债权清偿,其他普通债权人的合法权益将会受损,因为在这种情况下,普通债权人很可能在签订交易合同时竞相要求债务人提供财产担保,大幅增加日常经营的交易成本;^⑤(3)虽然特别代表人诉讼债权本质上是侵权之债,但作为财产性侵

① 司法实践中往往对小额债权人进行全额支付,这同样是因为,只要小额债权人的权益没有受到削弱,就可以避免向他们征求关于重整计划的意见。参见丁燕:《上市公司破产重整计划法律问题研究:理念、规则与实证》,法律出版社2014年版,第106页。

② 虽然法律没有明确规定重整计划的表决期限,一旦计划草案被提交到债权人会议进行表决,实践中从投票开始到截止的时间可能极其短暂,例如,在康美药业案中,债权人会议的召开时间为11月15日,投票截止时间为11月19日,中间仅间隔4天。在这一时限内,如果沿用特别代表人诉讼中退出权的行使方式,即由异议原告投资者自省向法院提出申请,势必会打乱程序安排,拖延重整进程。

③ See *Pepper v. Litton*, 308 U. S. 295, [1998] AC 298 and (2007) 232 ALR 232.

④ 以我国设置的优先于物保债权受偿的劳动债权和建筑工程款债权为例,二者对物保债权的干预效果普遍不佳。参见冯辉:《破产债权受偿顺序的整体主义解释》,载《法学家》2013年第2期。

⑤ 参见韩长印、韩永强:《债权受偿顺位省思——基于破产法的考量》,载《中国社会科学》2010年第4期。

权之债,该债权在众多侵权之债中并不一定具有清偿上的急迫性。^①

最后,投服中心可以采取以下三种技术性方法,以提高原告投资者获赔比例:(1)以2017年《企业破产法》第82条第2款设置小额债权组的规定为依据,参考实践案例,设计单列一组清偿比例高于普通债权人分组的高比例清偿方案,或与普通债权人同组,组内根据债权额大小分段递减清偿额的清偿方案。^②(2)对特别代表人诉讼侵权债权设计差异性的清偿方案。合同债权人和侵权债权人处于不同的地位,应当适用不同的赔偿方式。^③投服中心可以建议法院将低风险资产分配给侵权债权人,将高风险资产分配给抗风险能力较强的合同债权人,或建议法院以现金作为特别代表人诉讼小额债权的清偿对价,以相关公司股份或其他混合手段作为大额债权的清偿对价。(3)在司法程序之外,利用现行的行政和解制度(或称行政执法当事人承诺制度),通过完善民事赔偿责任优先原则的方式提高投资者的偿付比例。^④为此,建议修订《证券法》,规定“政府的罚没收入按照法律规定优先用于承担民事赔偿责任的,应当暂缓入库;已经缴入国库的,应当予以回拨”。

破产重整程序开始后面临的最后一个问题是特别代表人诉讼的调解、和解。首先,关于调解、和解权限。尽管《代表人诉讼司法解释》第7条第2款未明确列举投服中心的和解权限,但该条款中列示的代表人诉讼权限范围中的“等”字应理解为“等外等”,与被告和解的权利暗含在第7条第2款对投服中心的特别授权中。不过,在特别代表人诉讼中适用调解、和解制度尚需具备可操作性的细化规定提供指引。

其次,关于调解、和解的动机和时机。投服中心和破产上市公司均有动机在特别代表人诉讼中选择和解、调解。投服中心有意防范未决诉讼债权导致的上市公司偿付困境,避免法院不予临时确定债权额或确定数额过低的情况。上市公司则有意高效引进战略投资者、降低诉讼成本和尽早确定提存数额。此外,降低破产重整公司退市风险,防止出现公司重整计划无法推进、原告投资者偿付比例下降的风险,规避公司失去“壳资源”、价值下降、经营前景堪忧的风险对投服中心和上市公司来说亦十分

① 侵权债权包括人身性债权和财产性债权,我国学者提出,大规模人身侵权债权更具紧迫性,该类债权很可能涉及受害者的“救命钱”,对社会利益有更为重要的影响。参见王欣新、乔博娟:《论食品安全领域大规模人身侵权债权在破产程序中的清偿顺位》,载《法治研究》2013年第11期。

② 参见韩长印:《从分组到分段:重整程序中的小额债权清偿机制研究》,载《法学》2019年第12期。

③ 参见王佐发:《上市公司重整中债权人与中小股东的法律保护》,中国政法大学出版社2014年版,第52页。

④ 我国早已在《证券法》第220条确立民事赔偿责任优先的原则。国内有学者指出了这一原则实施的现实困境,由于民事赔偿诉讼审理及执行效率低下,行政罚款、刑事罚金等在民事诉讼结束时早已上缴国库,投资者即使胜诉也难有收获。参见陈洁:《证券民事赔偿责任优先原则的实现机制》,载《证券市场导报》2017年第6期。

重要。^①结合前述动机,在部分被告提出以减少赔偿金额换取及时赔付时、原告方存在举证困难时、^②特别代表人诉讼过分拖延可能导致重整程序中原告投资者合法权益受损时,或债权额已获得法院或第三方机构的评估结论时,投服中心应当积极寻求特别代表人诉讼的调解或和解。同时,投服中心应当关注调解、和解方案公开后原告投资者声明退出的情况。^③

复次,关于调解、和解程序的完善。调解、和解结果是在当事人双方之间达成的,相较于法院判决而言,其透明度较低,较难获取投资者的信任。对此,投服中心可通过若干方式提升调解、和解的程序透明度并强化其结果正当性,如完善对原告投资者的通知方式、提供适当指导、设置相应答疑渠道、在制作调解或和解协议的过程中听取原告投资者的意见等。

最后,虽然和解、调解可能导致法院为特别代表人诉讼临时确定的债权额与调解协议最终确定的清偿额之间存在差距,但基于以下两点考量,清偿额的变化不应已经完成的破产程序造成影响:一方面,重整计划分组表决和法院强裁的规则使清偿额的变化不会对重整程序造成重大影响。重整计划表决不是简单多数决原则,而是分组表决原则,某些债权人债权份额的调整并不会影响重整计划的通过。即便未确定债权的最终确认额度高于临时确定的债权额,以至于该债权人有能力对重整计划投出否决权票,该否决票也仅会影响该债权人所在的表决组,只要分组表决时有一组债权人表决通过了重整计划,人民法院就拥有强裁的权力。^④另一方面,如令重整程序重新开始,债权人会议需要重新达成相关决议,这会造成资源的巨大浪费,降低企业“重生”的可能性。^⑤

破产重整程序终止后面临的主要问题是特别代表人诉讼债权的后续偿付。应当注意,破产重整程序的终止和终结并不相同,破产重整程序的终止时点是法院裁定批

① 从我国实践情况来看,双控人、管理层和外部投资者都很难从退市的上市公司获得任何好处。参见张跃文:《上市公司“退市难”的利益动机》,载《金融评论》2020年第3期。

② 参见肖宇、朱纯烨:《证券集团诉讼和解与调解制度研究》,载黄红元、蔡建春、卢文道主编:《证券法苑》第30卷,法律出版社2020年版,第17页。

③ 例如,德国《投资者示范诉讼法》第17条规定,“声明退出的诉讼参加人低于百分之三十的,和解经确认即生效”,亦即,如果声明退出者达到总人数的30%,则和解不生效。参见上海市第一中级人民法院课题组、汤黎明:《德国〈投资者示范诉讼法〉译文》,载《投资者》第3辑,法律出版社2018年版。这一制度的逻辑在于,如果调解或和解中声明退出的原告投资者比例较大,说明这一调解或和解方案未能妥善保障原告投资者的利益,难以得到支持。

④ 参见张善斌主编:《破产法实务操作105问》,武汉大学出版社2020年版,第153页;《四川省高级人民法院关于审理破产案件若干问题的解答》(川高法[2019]90号)第5条第2款。

⑤ 参见刘宁、贾洪香:《重整计划执行阶段若干法律问题探讨》,载《中国律师》2009年第9期。

准破产重整计划,破产重整程序的终结时点则是重整计划执行完毕。^①在重整计划执行完毕后,破产债权人不得再对破产债务人主张任何权利。^②因此,应当设计在破产重整程序终止后、终结前提高受偿比例的机制,以实现原告投资者利益的最大化。

对此,提出以下两种解决方案:其一,鉴于法律未规定债权人会议通过重整计划的时限,^③投服中心可以出于保护投资者利益且兼顾重整计划效率的需要,申请债权人会议对相关表决事项延期表决。该方案的可行性在于,实践中已有地方法院对延期表决作出明确规定;合理性在于,延期表决既符合特别代表人诉讼保护原告投资者利益的制度初衷,也更符合债权实质平等原则,能够避免出现临时确定债权额较大时,侵害其他小额债权人的意思自治,或者临时确定债权额较小时,投服中心无法充分行权体现原告投资者的意志的情况。当然,即便允许对相关事项延期表决,该延期也应当进行时限控制,必须依据效率原则,结合个案情形具体确定。^④从长期来看,可以修订《企业破产法》相关规则,对延期表决进行细化规定。

其二,借鉴破产法实践和康美药业案例中的破产重整计划,^⑤在重整计划中设置信托基金方案,以实现重整程序终止后对于原告投资者公平的持续偿付。^⑥信托基金方案的设计尤其需要重视如下方面:(1)以《中华人民共和国信托法》为法律依据。(2)信托基金的委托人为破产重整债务人公司,受托人为持牌信托公司,受益人为所有破产债权人或无法获取完全现金清偿的破产债权人。信托公司作为受托人,有权从重整上市公司处获得财产,并以名义所有人的身份,根据信托基金设立之目的,为

① 参见许德风:《破产法论:解释与功能比较的视角》,北京大学出版社2015年版,第504页。

② 参见许德风:《破产法论:解释与功能比较的视角》,北京大学出版社2015年版,第506~507页。

③ 2007年《企业破产法》仅对以下四个重整程序的期限作出限制性规定:债务人或管理人在裁定进入重整程序后提交重整计划草案的期限、人民法院在接收重整计划草案后召开债权人会议的期限、债务人或管理人在债权人会议表决通过重整计划后提出重整计划批准申请的期限、人民法院收到重整计划批准申请后裁定批准重整程序的期限。

④ 迟滞的破产重整程序将可能导致债务人企业的营运价值、客户资源丧失,降低债权人对管理人、债务人的信任度,影响潜在战略投资者的投资意愿。为提升效率,《最高人民法院关于推进破产案件依法高效审理的意见》(法发〔2020〕14号)提及,“将推进破产案件依法高效审理贯穿于促进市场主体积极拯救和及时退出等过程中,以更好地服务和保障国家经济高质量发展,助推营造国际一流营商环境。”

⑤ 目前的上市公司破产重整实践已经证明,信托基金模式具有可行性。例如,康美药业重整计划即设计有以债务清偿为目的的信托基金。参见康美药业股份有限公司:《康美药业股份有限公司重整计划》,载巨潮资讯网, <http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?plate=sse&orgId=gssh0600518&stockCode=600518&announcementId=1211709039&announcementTime=2021-11-27>。

⑥ 有学者认为,重整框架下的信托基金机制诞生的主要意图就是公平地对待未确定债权的债权人。See Thomas A. Smith, *A Capital Markets Approach to Mass Tort Bankruptcy*, Yale Law Journal, Vol. 104:2, pp. 373 (1994).

受益人即破产债权人的利益管理和处分信托财产。^① (3) 信托基金的资金可以由三部分来源组成,包括企业破产重整中拍卖或者收购所得对价、企业重整战略投资者出资额的一部分,以及重整债务人或者收购方的未来利润和信托基金运作产生的收益。在对价上,应特别重视对破产上市公司估值的合理性。(4) 信托基金的清偿仍需充分尊重非破产法规范拟定的债权受偿顺序。

^① 参见谢肇煌:《破产重整框架下的大规模侵权损害赔偿基金》,载《经济法论丛》2021年第1期。