

## 债券违约潮下的应对之策（之三）

在债券融资业务中，债券的发行与管理分别由债券承销机构与受托管理人负责。实践中，在债券发行后的履行阶段，债券受托管理人往往由承销机构兼任。对承销机构而言，与受托管理行为相比，债券融资业务的重心更偏向于发行阶段的尽调及发行人的资信评估。囿于实践中受托管理手段及收费的限制，承销机构对担任债券受托管理人工作的重视程度往往会低于债券发行阶段的工作。

然而，在债券违约的情形下，如果债券持有人最终发现其购买的债券到期将发生亏损，为挽回损失，除了可能追究承销机构在发行阶段可能存在的责任外，还可能基于受托管理人在履行管理义务中所存在问题，而要求受托管理人对其损失承担赔偿责任。

实际上，一旦债券发生违约（或可能出现违约的情形），受托管理人的行动确实可能对债券持有人的利益产生实质影响，例如受托管理人是否恰当地根据募集说明书及受托管理协议的约定召开持有人会议，或者及时发现发行人的财务问题，并及时告知债券持有人等。

本文将提出受托管理人在实践中容易被忽略的一些问题及注意事项并进行分析，帮助券商了解

### 一、受托管理人如何应对债券违约

作为承销机构与受托管理人参与债券融资业务的区别，以及担任受托管理人过程中潜在的阻碍及应对建议。

#### 一、受托管理人与承销机构的区别

##### 1、对受托管理人的责任认定不适用过错推定

虽然在债券发行市场上，受托管理人在大多数情况下均由债券的承销机构兼任，但在债券发行与交易的过程中，两者在法律关系上各自独立。与承销机构不同，《中华人民共和国证券法》（下称“《证券法》”）未对受托管理人的权利义务作出直接规定。

《证券法》对证券发行与交易过程中当事人因违反信息披露义务，而应向债券持有人承担赔偿责任的规定主要有两条，首先，《证券法》第六十九条规定：“发行人、上市公司公告的招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告以及其他信息披露资料，有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，发行人、上市公司应当承担赔偿责任；发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司，应当与发行人、上市公司承

担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外；发行人、上市公司的控股股东、实际控制人有过错的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任。”从文义上可以看出，第六十九条规定的信息披露义务人范围是发行人、发行人的董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及承销机构。并且法律规定，前述信息披露义务人（除发行人以外）只有在“能够证明自己没有过错”的情况下，才能免除其责任。可见，第六十九条采用了过错推定的认定规则。

其次，《证券法》关于信息披露义务赔偿责任的第二条规定载于第一百七十三条：“*证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与发行人、上市公司承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。*”该规定中信息披露义务人的范围限于“证券服务机构”。根据该条规定，证券服务机构主要是指出具审计报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件的机构，可以看出，其对应的分别是会计师事务所、投资咨询机构、财务顾问机构、资信评估机构及律师事务所，而并未包含受托管理人的职责描述。此外，在中国证券监督管理委员会2018年3月28日发布的《证券期货市场诚信监督管理办法》（2018年7月1日起施行）中，明确将债券受托管理人与证券服务机构分开列举。可见，

对于受托管理人违反信息披露时的责任认定，也很难适用《证券法》第一百七十三条。

由上可见，尽管受托管理人需要为债券持有人的利益履行勤勉尽责的管理义务，但与承销机构明显不同的是，当债券发生虚假陈述的情形时，根据《证券法》规定，承销机构将被推定对虚假陈述负有过错，适用举证责任倒置的规则。而《证券法》却未加重受托管理人的举证责任，对于在债券类争议案件中成为被告的受托管理人而言，无疑是一种“利好”消息。

## 2、对受托管理人主张赔偿责任的请求权基础选择更少

目前，法规层面，关于受托管理人的权利义务，主要见于中国证券监督管理委员会在2015年1月15日发布实施的《公司债券发行与交易管理办法》（下称“**《管理办法》**”）。另外，中国证券业协会于2015年6月5日发布的《公司债券受托管理人执业行为准则》（下称“**《准则》**”）及2017年3月17日发布的《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》（下称“**《指引》**”）对受托管理人的管理义务作出了细化规定。其中，《管理办法》应当属于部门规章的范畴，而《准则》与《指引》则属于行业规定或行业自律性文件，严格来说此类文件并不具有法律上的约束力。

根据《管理办法》、《准则》及《指引》的规定，在债券发生预计违约或实质违约的情况下，受托管理人的权利义务主要包括如下内容：

	权利义务内容	相关法规
1	勤勉尽责，公正履行受托管理职责，及时披露可能存在的利益冲突情形及相关风险防范、解决机制	《管理办法》第四十九条
2	召集债券持有人会议	《管理办法》第五十条、第五十五条； 《指引》第十一条、第十八条
3	及时履行信息披露义务	《管理办法》第五十条； 《准则》第十一条、第十七条
4	要求发行人追加担保， <b>并可以依法申请法定机关采取财产保全措施</b>	《管理办法》第五十条； 《准则》第二十条； 《指引》第十二条、第十七条、第二十条
5	<b>勤勉处理债券持有人与发行人之间的谈判或者诉讼事务，可以接受全部或部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起民事诉讼、参与重组或者破产的法律程序</b>	《管理办法》第五十条； 《准则》第二十一条； 《指引》第十九条、第二十二条

除上述违约情况出现后受托管理人的权利义务内容外，《指引》还要求受托管理人就债券违约风险处置制定应急管理制度，以便在违约风险发生时及时采取预案行动<sup>1</sup>。

由于《证券法》并未对受托管理人的赔偿责任作出特殊规定，并且，《管理办法》中也没有规定受托管理人在违反上述义务情形时应当承担赔偿责任。因此，在《证券法》项下，即使受托管理人存在履职的过失，也很难要求其承担赔偿责任。如果在侵权法体系下寻求起诉受托管理人的请求权基础，则不得不依照《中华人民共和国侵权责任法》中关于侵权的一般规定寻求救济，进而再要求受托管理人承担责任时，必须按照过错责任的认定规则，证明受托管理人存在过错，才可能要求其承担相应的赔偿责任。如前所述，这与依据《证券法》的规定要求承销机构承担责任时相比要困难许多。

<sup>1</sup> 参见《指引》第七条、第八条。

另一方面，受托管理人的上述义务常会被援引入委托管理协议中，这就转化成了一种合同义务。如果依据合同违约要求受托管理人承担违约赔偿责任，考虑到实践中担任受托管理人的券商往往仅就受托管理人行为收取较低的对价甚至不收取受托管理费用，则受托管理人在合同责任项下很可能具有较大的抗辩空间，除非能够证明其存在故意或重大过失，否则原告（债券持有人）将很难要求受托管理人承担赔偿责任。

## 二、受托管理人的起诉主体资格问题

在受托管理人的义务中，代表债券持有人提起诉讼及向法院申请采取财产保全措施是受托管理人非常重要的两项义务。但容易被忽视的一点是，现行受托管理人代表债券持有人提起诉讼或申请保全的实践做法，在法律上是存在缺陷的，这可能导致受托管理人的起诉行为蕴含一定的法律风险，这种风险可能导致受托管理人代为求偿的行动因

违反程序法的规定而被法院拒绝受理或裁定驳回。

《中华人民共和国民事诉讼法》（下称“《民事诉讼法》”）第一百一十九条规定，“*起诉必须符合下列条件：（一）原告是与本案有直接利害关系的公民、法人和其他组织*”，结合《准则》中的受托管理协议必备条款，受托管理人是接受发行人的聘任，为保障债券持有人的利益而行使的交易参与者。因此，受托管理人与发行人、债券持有人之间是委托法律关系，而受托管理人并不是债券凭证所记载的债权的权利人，因此，从合同法的角度而言，受托管理人并不是债权法律关系的一方当事人，从侵权法的角度而言，受托管理人也不会因为发行人、承销机构实施的欺诈发行而遭受直接损失。因此，根据《民事诉讼法》的规定，受托管理人在债券违约诉讼中作为原告缺乏充分的法律依据。

而《管理办法》第五十条却规定，“*公开发行公司债券的受托管理人应当履行下列职责：……（八）发行人不能偿还债务时，可以接受全部或部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起民事诉讼、参与重组或者破产的法律程序。*”根据该条规定，受托管理人在取得债券持有人委托的情况下，可以以自己的名义，代表债券持有人提起民事诉讼。目前，实践中绝大多数的债券违约案件，受托管理人均依据该规定提起诉讼，并均成功在法院进行立案。

虽然该实践目前已经普遍获得了法院的认可，但需要注意的是，由于法律依据的缺失，一旦这种实践操作遭到法院的拒绝立案或驳回起诉，则受托管理人将很难在法律程序上寻求替代方案的救济，而只能要求各债券持有人以自己名义向法院提出诉讼或财产保全的请求。因为《民事诉讼法》属于程序法，适用“法无规定不可为”的基本原则，而上述实践做法在《民事诉讼法》中缺乏充足的法律依据，虽然《管理办法》作出了特殊规定，但《管

理办法》的效力层级仅为部门规章，无权对全国人大审议通过的《民事诉讼法》的规定作出变更或补充。在一起金华市中级人民法院审理的执行异议复议审查的案件中，法院就认为执行异议的申请人、债券发行的受托管理人“*并非本案的当事人、利害关系人，亦未因金华市婺城区人民法院冻结、扣划某某公司银行存款的行为导致其合法权益受到侵害*”，因此受托管理人并非提出执行行为异议的适格主体，进而驳回了其执行异议申请。虽然该案并非上述受托管理人原告适格性问题的典型案例，但从法院的驳回理由来看，受托管理人确实存在被认定为与案件及其诉讼无利害关系的可能性。

一旦法院认为受托管理人不具有原告的起诉资格，则受托管理人提起的诉讼请求将会被全部驳回，该案件项下的保全措施也会随之解除。因此，虽然现阶段采用的取得授权后以受托管理人名义起诉的方法仍较为可行，但受托管理人应当清楚认识到法律规定之间的矛盾所导致的法律风险。毕竟，如果受托管理人因主体的适格性问题最终导致债券持有人的利益遭受损失，则无论其最终是否可能向债券持有人承担赔偿责任，都会导致面对债券持有人后续索赔的风险。

对此，较为稳妥的解决方案是，在债券发生违约或预计违约的情形出现时，在债券持有人通过持有人会议委托受托管理人代为提起诉讼的情况下，提前以书面的方式向债券持有人告知上述代为起诉所蕴含的法律风险；或者，在更早的环节中加入该等风险的提示，例如在委托管理协议中即提示该等风险的存在并约定在风险发生时需由债券持有人以自己名义提起诉讼等法律程序。

### 三、受托管理人在应急管理中的法律风险及应对策略

#### 1、受托管理人未能勤勉尽责地履行管理人义务

就受托管理人的职能而言，其主要义务是债券发行后持续交易过程中对发行人资信情况的持续监管与及时信息披露。在应急管理阶段，受托管理人的法律行动可能会直接影响到债券持有人的债权实现。因此，如前所述，无论最终受托管理人是否会被法院认定负有赔偿责任，一旦受托管理人在此阶段未能勤勉尽责地履行管理人义务，导致了债券持有人的损失，则债券持有人向受托管理人索赔的风险就会发生。这种未尽勤勉义务的表现形式具有多样性，例如向债券持有人披露发行人违约风险或违约事项的时间不合理地晚于受托管理人知道或应当知道的时间点，或缺乏合理的理由怠于召开债券持有人会议或怠于执行债券持有人会议的决议采取适当的法律行动的行为，则很可能被法院认为构成上述未能勤勉尽责地履行管理人义务的情形。

## 2、受托管理人未能及时披露与处理利益冲突

《管理办法》第四十九条规定，“*债券受托管理人由本次发行的承销机构或其他经中国证监会认可的机构担任。*”实践中，债券的受托管理人往往是由承销机构兼任，而承销机构的利益与债券持有人的利益未必始终是一致的，最终兼任受托管理人的券商为保护债券持有人利益会产生内部利益冲突。例如在承销机构可能涉嫌与发行人共同欺诈发行的情形下，债券持有人可能会要求承销机构与发行人连带赔偿债券持有人因欺诈发行所遭受的利益损失，此时受托管理人本应负有协助或代表债券持有人起诉承销机构的义务，从而引发利益冲突问题。类似情况下，受托管理人应当谨慎对待此种结构中蕴含的利益冲突情况，如果受托管理人未能及时向债券持有人披露该等利益冲突并采取适当的方式予以解决，则也可能构成对管理人义务的违反，并存在向债券持有人承担赔偿责任的风险。

应对策略上，根据具体情况的不同，受托管理

人可以考虑采用的方案包括：

- (1) 及时向所有债券持有人披露（潜在）利益冲突的存在，并要求债券持有人给予书面豁免；
- (2) 如有需要，根据与债券持有人之间的约定，按照约定程序召开债券持有人会议，由债券持有人会议对是否给予豁免或要求受托管理人辞去相应职务事宜作出决议；
- (3) 告知债券持有人，为保护债券持有人的利益，在券商兼任受托管理人期间，由债券持有人以自己名义对承销机构采取法律行动；
- (4) 在受托管理协议中，就上述事项或其他利益冲突情形下的解决方案提前作出约定及风险提示；
- (5) 向专业律师咨询相应的法律意见。

## 3、应急管理中法律风险应对策略

由于商业实践的特点，受托管理人所面临的问题常具有不可预测性，因而受托管理人在履职期间的法律义务与法律风险情形具有多样性。但从风险防范的角度来看，可以将受托管理人的法律风险分为违反合同约定义务的风险、违反监管法规与行业规范的风险及其他违反忠实勤勉义务的风险三类。

第一，对于违反合同约定义务的风险，诸如债券违约事件发生后的债券持有人会议召开，及时要求发行人采取适当担保、增信措施等，一般该等事项均会在受托管理协议及募集说明书中予以明确约定。对于此类风险的防范受托管理人应当主要着眼于合同明确约定的义务的履行，以及关于期限的约定。

第二，对于违反监管法规与行业规范的风险，主要是违反《管理办法》、《准则》、《指引》等法规、规范中对于受托管理人履职义务的要求。由于受托



管理人在受托管理协议项下负有忠实勤勉地保护债券持有人利益的原则性义务，相关监管法规与行业规范中明确规定的受托管理人责任可能会被认定为受托管理人的注意义务标准。实践中，此类义务往往与受托管理协议与募集说明书的义务内容存在高度重合，所以对于此类风险的防范，一方面仍是注意合同中明确约定的义务履行，另一方面则是对于现行法规所明确规定的义务的整理与实施。

第三，对于其他违反忠实勤勉义务的风险，此类风险主要是基于忠实勤勉义务的原则性规定而产生，但具有较强的开放性，需要在具体的案件中

根据实际情况才能予以判断。对于此类风险的防范，一方面可以由管理人基于一般善意的原则，对合同、法律法规没有规定的问题予以处理，另一方面在遇到无法判断履职标准的情形下，及时向外部律师寻求咨询与建议，实现对相应风险的把控。

最后，在应急管理阶段，对于涉及争议解决事宜的处理时，包括对发行人、承销机构采取法律行动，或面对投资者索赔，建议尽早引入专业的诉讼律师参与相关事宜的处理，以最大程度维护债券持有人及受托管理人自身的利益。

何凌云 合伙人 电话：86 21 2208 6283  
左 皓 律师 电话：86 21 2208 6073

邮箱地址：hely@junhe.com  
邮箱地址：zuoh@junhe.com

---

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

