

公司债券受托管理人责任研究（一）：债券承销商与受托管理人的区别

作者：邓晓明 | 李明之

2019年《证券法》第92条在此前监管实践基础上，正式引入“债券受托管理人”制度¹，赋予了其法律地位和诉讼主体资格，规定“受托管理人应当由本次发行的承销机构或者其他经国务院证券监督管理机构认可的机构担任”，但是受监管要求和商业现实影响，实践中几乎所有公司债券受托管理人都由承担尽职调查工作的主承销商担任。

主体身份的高度重合加上债券发行、存续阶段的连续性，以及争议解决程序中原告方有意无意的混淆，导致虽然在制度原理和与规范设计上，债券承销商与受托管理人都是完全不同的法律角色，但是在截止目前的司法实践中，特别是关乎证券公司重大利益的债券虚假陈述纠纷中，法院难以准确适用相应诉讼程序高效审理案件。同时，受托管理人作为相对新颖的法律制度和最前沿的争议事项，其工作目的、义务内容、履职边界与标准在证券行业内尚有不同理解，更谈不上司法实践经验与共识。

因此，我们计划用大约三篇文章的篇幅，对公司债券受托管理人与承销商制度的差异，以及受托管理人在债券正常存续与风险处置阶段的权利、义务和履职标准进行系统阐释，为相关争议的妥善处理提供有益参考。

一、制度功能不同

债券承销商与受托管理人分别着眼于债券市场的不同问题：前者作为证券市场“看门人”，主要解决潜在投资者与发行人间的双向信息不对称；而债券受托管理人的根本价值，是解决多个债券持有人“集体行动困难”（collective action problem）的现实维权障碍。

债券发行的信息不对称来自投资者和发行人两个维度：一方面，发行人不了解市场需求，缺乏证券销售专门知识和渠道。另一方面，投资者更不了解发行人的情况，需要中介机构督促发行人履行信息披露义务。债券承销制度可以有效降低信息不对称带来的交易成本和风险，并通过承销商的专业知识和市场渠道形成

¹ 银行间市场债券有自己独特的受托管理人制度，特别是交易商协会要求主承销商在债券发行后的存续阶段继续承担一定的管理职责。本文认为，有关制度安排不改变主承销商在债券发行与存续阶段承担完全不同的社会功能，履行完全不同的职责，适用完全不同的法律规则的结论。但是，鉴于银行间市场债券制度的客观差异，为避免讨论过于复杂，本文以证监会监管的“公司债券”为分析对象。

最优的债券定价，提高资源配置效率²。在全面实施“注册制”以后，承销商是债券发行信息披露活动最重要的监督者。

相反，受托管理人制度不以信息披露为中心，其工作重点是“行为”或“行动”。理想中的公司债券持有人数量众多，较难形成对发行人的有效制约和监督。尤其是小额持有人，其对债券和发行人进行监督管理的成本很可能高于投资债券的收益，由此产生类似于“公地悲剧”的困境³。由专业机构在债券存续阶段承担管理债券和监督发行人的职责，理论上可以有效解决集体行动困难。此外，债券的证券属性要求发行人公平对待所有持有人，但是每一持有人作为独立债权人，只对自己的利益负责，天然存在违反上述原则的倾向。受托管理人通过集体行动机制，实现对持有人个人利益与整体利益保护的平衡。因此，虽然受托管理人会以自己名义向债券持有人提供信息（反而承销商不以自己名义准备和公告发行募集文件），但是这属于一种专业意见或服务，不是《证券法》的信息披露活动，受托管理人更不是“信息披露义务人”。

这种制度功能的不同决定了债券承销商与受托管理人职责与身份的根本差异。

二、法律基础不同

债券承销商作为证券市场“看门人”，根据法律规定对投资者承担确保发行信息真实、准确、完整的勤勉尽责义务。由于发行阶段潜在投资者不确定，难以产生投资者与承销商间的合同或强信赖关系，公权力也不太接受市场参与主体通过约定对“看门人”义务进行调整。因此几乎所有的虚假陈述规则都以侵权而非合同或信义法为基础。

目前，我国关于债券受托管理人的法律基础存在争议。相较于“委托代理”⁴或“信托”⁵关系，本文认为其更类似律师与当事人间通过合同建立起的“信义关系”：即受托管理人的职责（包括行动的权利与义务）来自债券持有人对其专业能力和职业操守的特殊信赖。相较于一般的“委托代理”合同，“信义关系”还有“忠实”的内涵，而且能解决受托管理人不是简单执行债券持有人指示、享有自由裁量权的问题。相比“信托”关系，“信义义务”则避免了不存在信托财产的理论困境。

美国法上，受托管理人的信义义务也是来自受托管理人与投资者间的信赖关系，是法定义务（Trust Indenture Act of 1939, TIA）以及约定义务（债券受托管理协议）的兜底义务⁶。这一结构与我国债券受托管理人制度实践比较类似。

三、规范体系与职责内涵不同

回归现行法分析，我国债券承销商与受托管理人的规范体系及对应的职责内涵也不同。

根据《证券法》第29条，债券承销商作为证券市场“看门人”，应在债券发行阶段督促发行人履行信息披露义务，通过尽职调查及对其他专业机构意见的调查复核，确保发行文件真实、准确、完整。中国证监会

² 姚一凡：《保荐人与承销商制度定位的区分——从兴业证券未勤勉尽责案出发》，载于《法律与新金融》第23期，第75-93页。

³ 叶熙昊：“公司债券受托管理人信义义务的厘定与法律构造”，载于《南方金融》2020年527期，第87-98页。

⁴ “委托代理说”认为，债券受托管理人的权力来源于债券持有人的授权，受托管理人应为债券持有人的代理人。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》，载于《南方金融》2020年第7期，第87-98页。

⁵ “信托说”认为，债券受托管理人作为受托人，接受发行人委托，管理公司债券，受益人为公司债券持有人。参见刘迎霜：《公司债券受托管理的信托法构造》，载于《法学评论（双月刊）》2020年第3期，第93-107页。

⁶ Skiar, Martin D. “The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder.” *Banking Law Journal*, vol. 106, no. 1, January-February 1989, pp. 42-61.

《公司债券发行与交易管理办法》（“《债券管理办法》”）第 41 条进一步明确了承销商的尽职调查事项。在此基础上，中国证券业协会制定的《公司债券承销业务尽职调查指引》是承销商履职标准最主要的参考依据。

受托管理人制度直到 2019 年才被写进《证券法》。新法第 92 条对受托管理人的义务作出了概括性规定，主要包括“勤勉尽责”、“公平履职”和“不损害持有人利益”。《债券管理办法》等监管规定对受托管理人的职责作出了细化与补充，同时中国证券业协会制定《公司债券受托管理人执业行为准则》等自律规范。人民银行、发改委、证监会联合发布的《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》也强调了受托管理人应在债券存续期内承担风险监测和管理职能。此外，受登记制度限制，在有担保物权的债券中，受托管理人还要担任名义上的担保人，为债券持有人的利益处理担保事务。最后，当事人约定也是受托管理人的义务来源，中国证券业协会还专门发布《公开发行公司债券受托管理协议必备条款》，指导债券受托管理协议具体条款的拟定。

可见，在不同法律基础之上，债券承销商与受托管理人分别在法律、证券监管规则、自律组织规范层面发展出完全独立且相对完整的规范体系，制度差异非常明显。

四、法律责任与程序性规则不同

梳理以上差异最重要的现实意义，是明确债券承销商与受托管理人作为完全不同的法律角色，应当适用各自的法律责任与程序性规则，妥善处理不同争议事项。这是目前司法实践有待改善的重要问题。

（一）法律责任的性质和认定规则不同

债券承销商对投资者承担的是典型的证券虚假陈述民事侵权责任。根据《证券法》第 85 条，承销商“应当与发行人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外”。有关过错推定的连带责任是侵权法中非常特殊且严厉的责任形态。根据《民法典》第 178 条，连带责任只能由“法律规定或者当事人约定”；《民法典》第 1165 条则明确“过错推定”应由法律规定。在此基础上，最高人民法院《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（“《虚假陈述若干规定》”）部分条款可以适用于债券承销商。

相反，《证券法》第 92 条并未对债券受托管理人的法律责任做特殊规定，有关法律适用以对应法律关系的一般责任规则为主。具体而言，受托管理人对持有人主要承担违反债券受托管理协议的违约责任或违反信义义务的侵权责任。其中违反合同约定造成损失即应承担损害赔偿赔偿责任，传统合同法不问过错，但要考虑违约行为与损失间的因果关系。就信义义务部分，“忠实”、“勤勉”各有不同：就忠实义务，通常不以行为人的主观认识为归责条件，受托人未能积极避免利益冲突情形的，应当赔偿给委托人造成的损失，或者退还因此取得的利益。在此过程中，法律对“因果关系”的要求比合同违约或侵权损害赔偿要低⁷。这一领域我国还没有比较成熟的裁判规则或司法实践。最近上海金融法院审结的“全国首例银行间市场债券主承销商因利益冲突侵权向债券受让方承担赔偿责任”案件具有一定的参考价值。就勤勉义务，其核心内容是专业受托人是否“履职不当”，需要参考相关专业人士的合理履职标准进行过错判断。在没有特殊规定情况下，勤勉义务基本适用一般侵权法的责任规则。

最后，债券承销商对投资者承担的是“连带”或“衍生”责任，以发行人存在虚假陈述侵权行为并造成损失前提；但是受托管理人对持有人负有第一位的自己责任，源于合同约定和信义义务的要求。因

⁷ 例如在受托人违背忠实义务挪用受托财产进行投资并获利的情况下，委托人主张归入获利，只需证明获利客观上来自被挪用资金，不需要考虑有关投资活动通常是否可以获利，或者受托人自身的专业能力、运气对获利的影响。

此两者在致损机理与对应的因果关系判断上的推演逻辑完全不同。

（二）案由与程序性规则不同

债券承销商对投资者承担虚假陈述赔偿责任适用《虚假陈述若干规定》。该规定第3条为此类案件设置了独立案由（证券虚假陈述侵权民事赔偿案件）和非常特殊的管辖规则（发行人住所地特定中级人民法院或专门法院管辖）。有关安排是充分考虑证券虚假陈述纠纷专业性、复杂性及潜在社会影响后极其特殊的审判制度安排，其适用范围应严格遵守《虚假陈述若干规定》第1条的要求。

相反，《证券法》等法律法规没有就债券受托管理人法律责任纠纷单独设置案由或管辖规则，有关案件应根据持有人主张的诉讼请求确定为违约或侵权之诉，适用对应的程序性规则。例如标的金额不足中院标准的受托管理人责任纠纷，应当由有管辖权的基层法院审理。遗憾的是，目前我国司法实践并未对此作出严格区分，法院基本都会在债券虚假陈述责任案件中一并处理涉及的受托管理责任争议，导致案件事实更加复杂、当事人争议焦点模糊。此外，实践中经常存在债券受托管理协议约定了仲裁条款，但是并不涉及虚假陈述责任纠纷的情况。部分法院过度解读有关仲裁条款的适用范围，将虚假陈述案件推向仲裁，有所不妥。

五、结语

债券承销商和受托管理人在制度起源、法律基础、规范体系与职责等方面均根本不同，理应在实体法律责任和审判程序上有所区分。司法实践应在此基础上，明确各方权责，充分发挥市场、监管和司法审判的不同功能与作用，促进债券市场良性有序发展。

后续文章中，我们将结合域外经验、我国相关基础法律制度与具体监管规则，对债券受托管理人的履职内容与标准进行系统分析，以期对相关争议的妥善处理提供帮助。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: xm.deng@hankunlaw.com