

公司债券受托管理人责任研究（三）：实质违约处置责任

作者：邓晓明 | 彭游林

随着债券违约风险不断增加，受托管理人的主要职责可分为三个层次：（1）发行人信用状况无明显异常期间持续关注其履约情况、偿债能力和增信措施有效性，督促发行人履行信息披露义务等监督检查和定期报告工作；（2）知晓发行人存在重大事项与潜在违约风险时，予以特别关注并临时报告、开展应对措施；以及（3）发行人实质违约后，为持有人利益进行债券违约处置¹。同时，在第（2）（3）部分，受托管理人经常需要召集债券持有人会议，就有关行动方案与具体措施形成决议。

综合考察现有监管规则与行业实践，上述（2）（3）阶段受托管理人的职责定位比较明确，履职内容相对清晰，虽然在履职标准和损失认定等方面还缺乏必要的司法实践，但是不存在认定法律责任的制度障碍。相反，看似风平浪静的日常监督与定期报告工作缺乏明确的制度定位，涉及事项庞杂，受托管理人履职的目的、性质、标准缺少监管依据，更没有法律共识。受托管理人到底要在多大程度上确保其出具的意见“真实、准确、完整”，是否涉及证券虚假陈述，属于制度甚至理论空白。

因此，本系列文章将先行分析受托管理人的风险应对与违约处置责任，主要包括有关职责的具体内容与履职边界，受托管理人履职与债券持有人会议的关系等。此后，我们将对受托管理人的日常监督与定期报告工作结合理论与域外实践进行深入讨论。

《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》（“《处置违约风险指引》”）第二条定义“债券实质违约”是“发行人未能按期足额偿还公司债券本息、法院受理发行人破产申请或因发生募集说明书等约定的情形导致公司债券提前到期且发行人未能按期足额偿付本息”。在此阶段，受托管理人的目标更加明确，即通过包括诉讼仲裁在内的各种手段尽可能化解债券违约困境，降低债券持有人损失、实现债权。但是，实践表明债券违约将引发一系列严重后果，是发行人极力避免的风险事件。一旦债券实质违约，简单通过诉讼、保全、执行等司法手段实现清偿的成功率很低²。因此，实质违约处置是一个非常综合，需要市场化手段与专业判断的复杂工作：一方面受托管理人与信托受托人不同，诸多事项的执行以债券持有人或会议授权为基础，另一方面在处置过程中也需要尊重和保障受托管理人的专业裁量权。

¹ 除以上三类工作，受托管理人还需为债券持有人的利益处理部分事务性工作，例如担任债券担保物权的的名义担保人，取得担保的权利证明等。

² 例如上海金融法院2023年3月发布的《上海金融法院债券纠纷法律风险防范报告》记载：“五年来债券纠纷执行案件标的总金额为109.39亿元，到位总金额为4.25亿元，经强制执行程序受偿的比例较低。”

一、受托管理人处置实质违约的法定义务

根据相关法律法规，有关公司债券受托管理人处置实质违约的主要义务如下：

序号	义务内容	规范依据
1.	<p>及时披露可能影响投资者决策的重要信息：</p> <p>债券发生违约的，企业应当及时披露债券本息未能兑付的公告。企业、主承销商、受托管理人应当按照规定和约定履行信息披露义务，及时披露企业财务信息、违约事项、涉诉事项、违约处置方案、处置进展及其他可能影响投资者决策的重要信息。</p>	《公司信用类债券信息披露管理办法》（“《信息披露管理办法》”）第二十四条
2.	<p>督促发行人、增信机构（如有）和其他具有偿付义务的机构偿债：</p> <p>发行人不能偿还债务时，受托管理人应当以书面方式协调、督促发行人、增信机构（如有）和其他具有偿付义务的机构等落实公司债券募集说明书等文件约定的相应偿债措施，化解信用风险或处置违约事件。</p>	《执业行为准则》第二十三条第一款 《风险管理指引》第九条第一款第（五）项
3.	<p>要求发行人追加担保、根据约定或授权申请财产保全：</p> <p>发行人实质违约的，受托管理人可以要求发行人追加担保，并可根据债券募集文件、债券受托管理协议的约定或者债券持有人会议决议的授权，依法申请法定机关采取财产保全措施。</p> <p>按本指引要求提供的担保物发生价值减损或灭失导致无法覆盖违约债券本息的，受托管理人可以要求再次追加担保。相应费用由各相关主体按照受托协议的约定承担。</p>	《处置违约风险指引》第二十三条
4.	<p>接受委托以自己的名义参与法律程序：</p> <p>债券发行人不能如约偿付债券本息或者出现债券募集文件约定的违约情形时，受托管理人根据债券募集文件、债券受托管理协议的约定或者债券持有人会议决议的授权，可以接受全部或部分债券持有人的委托，以自己的名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼、仲裁或者破产等法律程序，或者代表债券持有人申请处置抵质押物。</p> <p>发行人实质违约后，受托管理人应当根据债券持有人会议决议的授权处置担保物。公司债券募集说明书、受托协议等另有约定的，从其约定。因实现担保物权，以及采取财产保全措施所产生的费用，由相关主体按照受托协议的约定承担。</p>	《中华人民共和国证券法》（“《证券法》”）第九十二条第三款 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（“《债券座谈会纪要》”）第五条 《公司债券发行与交易管理办法》（“《发行与交易管理办法》”）第五十九条第一款第（八）项 《公司债券受托管理人执业行为准则》（“《执业行为准则》”）第二十三条第一款 《处置违约风险指引》第二十二条第一款、第二十四条、第二十五条

序号	义务内容	规范依据
		《公司债券存续期信用风险管理指引（试行）》（“《风险管理指引》”）第九条第一款第（六）项
5.	<p>根据授权参加金融机构债委会并发表意见：</p> <p>受托管理人有权依据相关规定与债券持有人会议决议授权，作为债权人代表人选加入或列席金融机构债权人委员会，并根据债券持有人会议决议代表债权人发表意见。</p>	《处置违约风险指引》第二十二条第二款
6.	<p>勤勉处理谈判或者诉讼事务：</p> <p>受托管理人应在债券存续期内勤勉处理债券持有人与发行人之间的谈判或者诉讼事务。</p>	《发行与交易管理办法》第五十九条第一款第（六）项 《执业行为准则》第二十四条
7.	<p>每季度向债券持有人汇报处置进展：</p> <p>发行人不能偿还债务的，受托管理人在采取上述风险处置措施时，应当于每个季度结束后及时向债券投资者披露违约处置进展。</p>	《执业行为准则》第二十三条第二款
8.	<p>定期向监管机构报告与信息披露：</p> <p>发行人、增信主体和其他具有偿付义务的机构等拒绝或无法按照公司债券募集说明书落实偿债措施的，受托管理人应当在知晓该等情况后 2 个工作日内向相关监管机构和自律组织报告并按规定及约定进行信息披露。</p> <p>发行人、其他中介机构、增信主体（如有）等拒不配合受托管理人开展风险处置工作的，受托管理人应当向交易场所、受托管理人所在地证监局、发行人所在地证监局、中国证券业协会（以下简称相关监管机构和自律组织）报告，并按规定及约定履行信息披露义务。</p> <p>在违约风险化解和处置过程中，发行人应当及时披露违约风险化解和处置进展情况，已采取的化解和处置措施以及下一步采取的措施等信息。发行人未予披露的，受托管理人可以采取临时受托管理事务报告等方式及时予以披露。</p>	《处置违约风险指引》第八条、第二十条 《风险管理指引》第四十六条
9.	<p>提交债券信用风险管理临时报告：</p> <p>受托管理人应当按照下列要求，向本所、发行人所在地证监局等监管机构提交债券信用风险管理临时报告：</p> <p>（一）对违约类债券风险化解和处置过程的重要节点，及时报告已采取的措施及其效果，下一步工作计划和拟采取的措施；</p> <p>（二）对违约类债券的风险化解和处置工作完成后，及</p>	《风险管理指引》第五十一条第一款第（三）、第（四）和第（五）项

序号	义务内容	规范依据
	时报告风险化解和处置过程、结果、经验教训总结及改进建议等； （三）在债券信用风险监测、排查、预警、化解和处置工作中需要报告特定重要事项，或者本所、发行人所在地证监局等监管机构要求报告的重要事项，应当及时报告。	
10.	建立舆情应对机制并回应社会关切： 在违约风险化解和处置过程中，发行人、受托管理人、增信机构和其他相关机构应当加强投资者关系管理，建立舆情应对机制，及时说明情况，回应社会关切，防范和化解相关矛盾。	《风险管理指引》第四十八条
11.	报告自身履职情况： 应急处置工作结束后，受托管理人应当及时对风险事件的发生、处置及损失等情况进行评估和总结。受托管理人应当于处置工作结束后 1 个月内形成总结报告并向相关监管机构和自律组织报告。	《处置违约风险指引》第十九条、第二十六条

二、受托管理人实质违约处置的合理履职边界

受托管理人在实质违约阶段的部分履职与潜在违约阶段相似，例如公告风险情况、要求追加担保、申请财产保全措施、向监管机构报告等，有关事项的履职边界问题可见本系列上一篇文章《公司债券受托管理人责任研究（二）：潜在违约与风险预警责任》。

除此之外，债券实质违约处置非常复杂，需要多方联动，综合运用处置手段，并根据形势不断调整策略。因此，行业与司法实践既要充分发挥受托管理人的作用，督促其勤勉履职，也要给予受托管理人必要的权限与合理的容错空间，要求受托管理人有所作为、善于作为，并保障其能够作为、敢于作为。同时，应当注意我国受托管理人制度与一般的信托法律关系不同，前者没有信托受托人那样相对广泛、强大的管理权利，在重要事项上需要遵循债券持有人及其会议决议的意见，根据有关授权行为。

（一）受托管理人代为诉讼、仲裁等活动以债券持有人具体授权为前提，受托管理人不是债券的“主动管理人”，不负有为债券持有人的利益最大化主动启动法律程序的专业义务

发行人实质违约，受托管理人可以接受全部或部分债券持有人的委托，以自己的名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼、仲裁或者破产等法律程序。这与信托关系中信托受托人（管理人）为受益人的利益以自己名义参与诉讼具有相似性，但是仍有本质区别。

《信托法》第二条规定：“信托是指委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按照委托人的意愿，以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为”。在信托业务中，委托人将财产权交由受托人，受托人勤勉尽责的核心是维护受益人利益、实现信托财产增益，并为此主动采取管理措施。除了信托文件有特别约定或法律有规定，受托人无需委托人或受益人的进一步授权。包括一旦接受信托，受托人就具有为实现受益人利益所须的一切诉讼权限，只要受托人

从事诉讼行为时是忠实勤勉的，委托人和受益人都不能加以干涉。

但是，《证券法》第 92 条第 3 款允许受托管理人以自己名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼或者清算程序是综合维护中小投资者利益、节约诉讼成本、提高债券违约处置效率等因素的考虑。债券持有人未将所持债券的财产权交由受托管理人进行信托管理，法律也从未剥夺债券持有人自行主张债券权利的资格。因此《证券法》与监管规则都明确受托管理人采取法律措施的基础是债券持有人的授权：受托管理人不是受托债券的“主动管理人”，在未获得债券持有人明确授权的情况下，受托管理人既无权利，也没有义务主动采取法律措施。

（二）各方应事先明确维护债券持有人合法权益的费用承担方式并遵照执行

根据上述监管规定，受托管理人为维护持有人合法权益所支出的费用，特别是诉讼费、仲裁费及保全费等合理支出的费用，由相关主体按照受托协议的约定承担。实践中，常见的约定有以下几类：

事项	费用承担主体
财产保全费用	情形一 ：由全体债券持有人按照本期债券持有比例承担
	情形二 ：由发行人承担
受托管理人因提起、参加仲裁、诉讼或破产程序产生的合理费用	情形一 ：由作出授权的债券持有人承担
	情形二 ：由受托管理人依据与债券持有人的约定先行垫付，债券受托管理协议另有约定的，从其约定
	情形三 ：由发行人承担，如发行人拒绝承担，诉讼费用由债券持有人按照以下规定垫付： （1）受托管理人设立诉讼专项账户，用以接收债券持有人汇入的，因受托管理人向法定机关申请财产保全、对发行人提起诉讼或仲裁等司法程序所需的诉讼费用； （2）尽管受托管理人并无义务为债券持有人垫付本条规定项下的诉讼费用，但如受托管理人主动垫付该等诉讼费用的，发行人及债券持有人确认，受托管理人有权从发行人向债券持有人偿付的利息及/或本金中优先受偿垫付费用

如前所述，代为提起诉讼、仲裁或申请财产保全不是受托管理人的主动管理责任，除非有明确约定，不应要求受托管理人垫付有关费用以推进法律程序。相关法律程序，应以债券持有人明确授权和当事人按照约定承担费用为前提；在前提不具备的情况下，受托管理人应免于承担履职义务。

就此，鉴于实践中有关受托管理人职责范围的理解尚未形成共识，我们建议受托管理人在受托管理协议中进一步明确费用的承担主体与各方权利义务，例如：（1）由发行人承担；（2）如发行人拒绝或在一定时间内未实际承担的，由授权受托管理人主张权利的债券持有人垫付；（3）授权受托管理人主张权利但未实际垫付费用的债券持有人，视为没有授权；（4）明确受托管理人并无垫付相关费用的义务，但受托管理人实际垫付后可向受益的债券持有人追偿或在债券本息中优先受偿。

（三）债券持有人有权监督，但是无权干预受托管理人选聘代理律师等执行诉讼仲裁事务的具体过程

《证券法》第九十二条规定：“债券受托管理人应当勤勉尽责，公正履行受托管理职责，不得损害债券持有人利益。”具体监管规则也要求“受托管理人应在债券存续期内勤勉处理债券持有人与发行人之间的谈判或者诉讼事务。”因此，债券持有人有权监督受托管理人执行诉讼、仲裁等法律事务的过程，如果后者未能勤勉尽责甚至违反忠实义务，损害持有人权益的，债券持有人可以要求监管处罚和民事赔偿。

但是，债券受托管理不同于一般商事委托行为，具有一定的群体性、组织性和代表性。受托管理人的权利义务大体位于一般商事委托与信托受托人之间。前述债券持有人的监督权不等于个别甚至全体债券持有人可以直接干预受托管理人执行受托工作。特别是诉讼仲裁等具有高度专业性的复杂事务，因为受托管理人承担着勤勉履职的法定义务，必须尊重其按照自己的专业判断履职、不受外界干扰的权利。例如，实践中有债券持有人以受托管理人选聘的代理律师工作不力为由要求更换代理人，甚至要求聘用债券持有人指定的律师。类似的要求不应被支持，理由包括：

第一，受托管理人代表的是给予其授权的所有债券持有人的整体利益，其中各个债券持有人的具体利益存在潜在冲突，只有不持有债券的受托管理人最具中立地位，可以在法定义务约束下保护中小持有人的权益。因此，不仅不能允许个别持有人干预受托管理工作（例如通过安排自己选聘的律师代理受托管理人的诉讼仲裁），而且要防范强势债券持有人通过持有人会议决议的方式实现干预行为。

第二，诉讼仲裁代理人是案件当事人的代理人，诉讼仲裁利益归属于债券持有人不等于其是案件当事人。受托管理人代表债券持有人主张权利的基础是法律的明确规定。因此，在典型的受托管理人代表多个债券持有人主张债券权利的场景，案件当事人是且只能是受托管理人。有关代理律师是受托管理人的代理人而非部分或全部债券持有人的代理人，不受后者的意志影响。类似结构在信托、资管、资产支持证券等金融产品中非常常见。虽然有关产品管理人都是为了投资者的利益参加法律程序，但是这种最终的利益归属不能将背后的投资者直接拉入法律程序成为案件当事人，有关投资者也无权指示案件代理律师的工作。

第三，裁判规则对受托管理人重大事项决定权做出了保留，为受托管理人与债券持有人的权利划分提供了参考标准。最高人民法院《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第16条规定受托管理人“作出可能减损、让渡债券持有人利益的行为，在案件审理中与对方当事人达成调解协议，或者在破产程序中就发行人重整计划草案、和解协议进行表决时，如未获得债券持有人会议特别授权的，应当事先征求各债券持有人的意见或者由各债券持有人自行决定。”除此之外，法律法规并未要求受托管理人就诉讼仲裁的正常程序征求债券持有人意见。

第四，只有尊重受托管理人选聘代理律师等执行受托事务的权利，才能要求其勤勉履职的结果负责。选聘合适的代理律师是受托管理人履行实质违约处置职责的重要保障。实践中，许多受托管理人作为金融机构，对律师选聘事务有自己的规章制度，例如律师库制度、公开招投标和比选规则等。如果允许债券持有人直接干预有关履职事项，那么债券持有人的意见就可能与受托管理人保障自己勤勉履职的规范制度相冲突。放任有关冲突的后果，是受托管理人无法按照自己的意愿行为，却要为行为的结果承担责任，这显然有违公平原则。因此，理论上即使全部债券持有人一致同意选聘某一律师，受托管理人也有权拒绝。

总之，债券持有人有授权或不授权受托管理人诉讼仲裁的权利，也有就其履职不当主要赔偿的权利，但是没有要求受托管理人如何具体实施诉讼、仲裁的权利，因为后者属于受托管理人职责范畴，其

履职权利与义务应当统一。

（四）异议债券持有人可自行提起财产保全、诉讼或仲裁等司法程序，不必也不应与受托管理人和其他债券持有人绑定

为行文方便，本部分提及的“异议债券持有人”指不希望由受托管理人代为起诉或申请仲裁的债券持有人。

虽然根据《发行与交易管理办法》第六十二条等规定，原则上债券持有人会议按照程序形成的决议对全体债券持有人有同等效力和约束力。但是提起诉讼仲裁是持有人最基本、重要的债券权利，在《债券座谈会纪要》第十六条明确规定有关实体权利的放弃、减损需要事先征求各债券持有人的意见或者由各债券持有人自行决定的情况下，除非持有人会议规则就此事项的权利放弃有明确约定，否则不应简单认为持有人会议关于授权受托管理人启动法律程序的决议可以约束“异议债券持有人”。而且，《公开发行公司债券受托管理协议必备条款》第 2.2 条第 2 款的规定，个别债券持有人在受托管理人履行相关职责前向受托管理人书面明示自行行使相关权利的，受托管理人的相关履职行为不对其产生约束力。同时《证券法》第九十二条及《债券座谈会纪要》第六条都没有否定异议债券持有人自行起诉的权利。

因此，有理由认为债券持有人会议决议授权受托管理人起诉并未排除异议债券持有人的诉权。在没有有关决议情况下，债券持有人当然可以自行主张债券权利；即使有授权决议，债券持有人仍可以基于自身利益考虑，随时撤销对受托管理人的上述授权，自行提起司法程序。

目前，实践中存在债券持有人与受托管理人就是否起诉、何时起诉产生的纠纷。就此，一方面应明确接受债券持有人的授权代为起诉是受托管理人的义务，在债券持有人有明确授权的意思表示并承担相关费用的情况下，受托管理人应当在合理时间内尽快发起法律程序。另一方面，也应注意债券持有人拥有自行起诉的权利。因此需要考虑以《民法典》第五百九十一条守约方防止损失扩大义务和第一千一百七十三条侵权过失相抵规则。债券持有人不能在受托管理人怠于起诉时放任事态发展而无所作为。

三、小结

相比潜在违约阶段，受托管理人在债券实质违约后会代表持有人开展更具体的法律行动，包括以自己的名义提起诉讼、仲裁等。但是，受托管理人履行有关代表职责的法律依据和价值基础，既不是简单的个别持有人对受托管理人的委托行为（我国法律不认可意定诉讼担当），也不是信托法下受托管理人的主动管理职责。受托管理人的履职权限和负担，大体介于上述两种法律关系之间。有关角色和职责的特殊性，是理解受托管理人实质违约处置职责的关键。

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