

公司债券受托管理人责任研究（四）：日常监测与定期报告义务

作者：邓晓明 | 李明之

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。

此前系列文章中，我们对债券受托管理人有关（2）潜在违约风险应对和（3）实质违约处置中的具体职责与履职边界进行了梳理。总体而言，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（1）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，作为本系列文章的最后一篇，我们将在前期分析与梳理基础上，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。

一、问题的提出

经对域外类似角色与行业实践进行梳理，我们发现我国债券受托管理人在日常监测与定期报告方面，承担了非常重的履职负担，履职能力与法律责任并不匹配，有关业务的商业逻辑存在进一步检讨与完善的空间。

一方面，根据监管规则，受托管理人需要对影响发行人偿债能力的各方面风险进行持续监督与监测。但是，实践中发现发行人风险事项的成本很高。未暴露风险信号可能意味着发行人经营良好，也可能是由于债务人刻意隐瞒。受托管理人作为发行人的外部人，在尽调期结束后发现隐蔽风险的渠道与手段极其有限。

另一方面，债券违约事件发生后，发行人已无力偿付，债券持有人自然会诉诸受托管理人等“深口袋”。这意味所有监管职责都会给受托管理人带来潜在的法律风险与经济负担。因此受托管理人面临着两难困境：

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名义担保人，取得担保的权利证明等。

要么以极高的标准履职，承担不符合商业逻辑的成本；要么按照较低的标准履职，面临不确定的法律与经济风险。

总之，尽早发现发行人违约风险与实现这一目标的高昂成本之间存在矛盾。监管规则要求受托管理人关注的事项范围很广，但是并未明确划定受托管理人妥善履职的标准。模糊的履职边界如同悬在受托管理人头上的达摩克利斯之剑，也给相关司法实践提出了难题。与此同时，我国债券受托管理人往往不收取任何管理费用，履职风险、难度与回报严重不匹配。这终将影响到债券受托管理制度的良性运转。因此，确有必要明晰受托管理人在债券正常存续阶段的履职内容与标准，合理划定权责边界。

二、职责范围：对受托管理人日常监测与定期报告义务的梳理

与此前系列文章类似，我们详细梳理了现有监管规则涉及的受托管理人日常监测义务要求，如下表所示（部分法定义务可能兼具日常监测、风险监测和违约处置的属性，如召集债权人会议等）：

序号	义务内容	事项	法规依据
1	持续关注资信状况、担保物状况、增信措施及偿债保障措施的实施情况	资信状况	《公司债券发行与交易管理办法（2021）》（“《管理办法》”）第59条第1项、《公司债券受托管理人执业行为准则（2022）》（“《准则》”）第12、13条
2	动态收集影响债券信用状况的信息，及时准确掌握债券信用变化情况	资信状况	《上海证券交易所公司债券存续期信用风险管理指引（试行）》（“《上交所指引》”）第18条
3	监督募集资金使用情况	募集资金	《管理办法》第59条第2项、《准则》第14、15、26条
4	应当勤勉尽责，严格遵守相关法律法规、执业规范和自律规则，按规定和约定履行义务，对所出具的专业报告、专业意见以及其所披露的其他信息负责	信息披露	《公司信用类债券信息披露管理办法》第29条
5	履行信息披露职责或义务，并督促企业履行信息披露义务	督导发行人信息披露	《公司信用类债券信息披露管理办法》第30条、《准则》第16条
6	建立债券信用风险管理制度，设立专门机构或岗位从事信用风险管理相关工作	风险管理	《上交所指引》第9条第1项
7	对受托管理的债券持续动态开展监测、排查，进行风险分类管理	风险管理	《上交所指引》第9条第2项
8	有针对性地建立债券信用风险监测指标体系或模型，运用风险监测技术手段强化风险持续动态监测	风险管理	《上交所指引》第19条第1款
9	对债券风险分类结果进行动态管理，……偿债能力或增信措施的有效性	风险管理	《上交所指引》第21条

序号	义务内容	事项	法规依据
	发生重大变化的，……及时调整其债券风险分类		
10	对发行人的偿债能力和增信措施的有效性进行全面调查和持续关注，并至少每年向市场公告一次受托管理事务报告	定期报告	《管理办法》第 59 条第 3 项
11	在每年六月三十日前向市场公告上一年度的受托管理事务报告	定期报告	《准则》第 17 条
12	受托管理人应当于每年 5 月 31 日、11 月 30 日前，向本所提交半年度债券信用风险管理报告	定期报告	《上交所指引》第 50 条
13	提示发行人履行义务	督导	《准则》第 11 条
14	在债券存续期内持续督导发行人履行信息披露义务	督导	《管理办法》第 59 条第 4 项；《准则》第 20 条
15	至少提前二十个工作日掌握公司债券还本付息、赎回、回售、分期偿还等的资金安排，督促发行人按时履约，并将债券兑付资金安排等情况报告证券交易场所和证券登记结算机构	监测 督导	《准则》第 21 条
16	发行人为债券设定担保的，债券受托管理人应在债券发行前或债券募集说明书约定的时间内取得担保的权利证明或其他有关文件，并在增信措施有效期内妥善保管	担保物管理	《管理办法》第 59 条第 5 项；《准则》第 25 条

三、履职标准：在债券投资者构成大体相当情况下，我国现有规则与实践要求明显高于美国

受托管理人日常监测义务重点关注发行人的资信状况、增信措施状况，募集资金使用情况，并编制定期报告，督导发行人进行信息披露。区别于风险监测义务关注已经出现端倪的特定风险事项，日常监测义务不针对任何具体风险，目的在于发现风险苗头。

搁置合理性不谈，现有监管规则实际期待受托管理人督促发行人履行信息披露义务，主动发现发行人怠于或故意隐瞒的应披露事项，以纠正市场与发行人之间的信息不对称。例如：《管理办法》第 54 条规定了发行人负有就重大事项通过临时报告进行披露的义务，《准则》第 12 条就相同的重大事项要求受托管理人对发行人进行监测（《管理办法》第 59 条第 1、2 项、《准则》第 12-15、26 条）。但是，发行人资信状况与其自身运营密切相关，较难被外界所知。而且债券持有人无法像股东一样通过负有信义义务的董事会获取公司内部经营信息²，受托管理人同样面临这一问题。

² Martin D. Skiar, The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary or Mere Stakeholder, 106 BANKING L.J. 42 (1989).

我国就日常监测阶段受托管理人的履职标准尚无明确规则和观点。美国现行立场为，除非另有约定，受托管理人在发行人违约前无主动履职的法定义务。而在实践中，为避免可能的争议，受托管理协议一般也会明确约定受托管理人无调查、监测的义务（如：“Trustee not responsible for investigations”、“No obligation to monitor”等条款）。

美国立场与其债券市场结构中机构投资者占比较大有关。这些机构投资者的专业性和信息获取能力很强，并不十分倚赖管理人对潜在违约事件的调查，有些甚至是专门以调查并投资问题债券为业的“激进投资者”（Activist Investors）。此外，受托管理费用很低，因此债券募集说明书中很少约定管理人的日常监测义务。法律层面，美国债券监管法规也没有从保护投资者的角度强行植入“默示条款”（Implied Term）。在美国立法者眼中，过多的监管职能将会造成激进投资者与普通投资者之间的利益冲突，转嫁调查成本³。

事实上，对受托管理人课以较重的调查潜在违约事件的义务对少部分激进投资者是好事，但会引起投资者之间的冲突。针对潜在违约事件的调查通常将产生较高成本，尤其是在违约事件发生之前，因为调查很可能没有实质结果。而这些成本最终要转嫁到投资者身上。对于追求风险投资的激进投资者，这样的策略是有利的，但是对于绝大多数普通投资者，他们并不会愿意花费较高成本。

值得注意的是，我国债券市场同样以银行、各类资管产品和私募基金等专业机构投资者为主。到 2022 年末，债券市场余额约为 141 万亿元，从整体来看，商业银行和非法人产品是市场最主要的参与者，商业银行持有债券 68.6 万亿元，非法人产品持有债券 50.4 万亿元，二者市场份额分别为 49%和 36%⁴。此外，近年来我国债券市场低价购买问题债券并通过起诉索赔获利的专业机构投资者越来越多。从市场投资者结构来看，中美并不存在明显差异。

对于日常监测阶段的履职标准，美国《信托契约法》（Trust Indenture Act of 1939, TIA）规定如果受托人的错误判断是在善意（Good Faith）的前提下作出的，那么其可以免除责任⁵。相比之下，TIA 对于发行人违约后的履职标准则要求较高，受托管理人要达到如审慎处理自身事务般为投资者行事。其立法逻辑在于，违约事件发生后，受托管理人的义务已转变为最大程度挽回投资者损失，有最大化投资者利益的职责。

综上，我国现有规则对受托管理人的要求显著高于美国，但是两市场投资者构成与利益格局并无明显差异，我国受托管理人在日常监测过程中面临的成本压力与法律责任风险的矛盾比较突出。

四、法律责任：受托管理人是独立的法律角色，应当充分允许其信赖发行人披露的信息与第三方专业机构出具的意见

（一）责任形态：是否适用“过错推定”，在何种意义上“过错推定”

根据《民法典》第 1165 条规定，过错责任包括一般过错责任和过错推定责任，其中过错推定责任需由法律明确规定。在此基础上，受托管理人是否适用过错推定依赖法律是否有明文规定。

《证券法》第 85、163 条仅规定了信息披露义务人的相关责任人，保荐人与承销的证券公司及其直接责任人员，以及证券服务机构对虚假陈述事项承担过错推定责任。但是，受托管理人仅在债券发行之后承担督导发行人信息披露的义务，并非《证券法》第 85 条所指的信息披露义务人或保荐人与承销商，

³ Steven L. Schwarcz, Indenture Trustee Duties: The Pre-Default Puzzle, 88 U. CIN. L. REV. 659 (2020)。

⁴ 类承曜：《我国债券市场结构分析》，载于《债券》2023 年 4 月刊，第 61–66 页。

⁵ Section 315(a), TIA, Henry F. Johnson, The Forgotten Securities Statute: Problems in the Trust Indenture Act, 13 U. TOL. L. REV. 92 (1981)。

亦非《证券法》第 42 条、第 163 条规定的为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具法律意见书、审计报告、资产评估报告、资信评级报告等文件的中介机构。因此受托管理人不受《证券法》第 85、163 条调整，其法律责任只规定于该法第 92 条，不涉及过错推定。

此外，《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第 25 条规定“受托管理人**未能**勤勉尽责”时方承担赔偿责任，强调“未能”的事实状态，没有使用“不能证明...，则（推定）...”等过错推定的常用表述，也体现债券受托管理人的责任形态为一般过错责任。

我们注意到最高人民法院《全国法院金融审判工作会议纪要（征求意见稿）》（“**《金融审判纪要（征求意见稿）》**”）第 89 条规定“受托管理人**不能证明**已按照规定和约定勤勉尽责履行受托管理职责的，人民法院应当认定其存在过错”。在缺乏法律明确规定的情况下，这一要求恐怕不符合《民法典》第 1165 条的要求。

（二）履职标准的机构角色维度

受托管理人与债券发行阶段的承销商及其他证券服务机构是完全不同的法律角色，勤勉尽责标准应有明显差异。

在本系列文章的第一篇，我们详细梳理了受托管理人与承销商在职责定位、履职性质等方面的差异。受托管理人不是债券市场“看门人”，尽管其与承销商、保荐人都承担“勤勉尽责”义务，但不同角色的义务内涵完全不同。特别值得注意，受托管理人制度的核心功能是解决众多债券持有人集体行动困难的“公地悲剧”问题。但是日常信息披露是发行人对每个债券持有人的责任，并不需要所谓的“集体行动”，本就不是受托管理人的核心职责。

目前，尚没有明确的关于受托管理人与债券承销商法律角色差异的生效判决，但是精细化区分中介机构在资本市场中不同身份、合理认定履职标准已是司法实践趋势。例如，《最高人民法院关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》第 7 条规定，“要正确厘清新三板挂牌公司主办券商与上市公司保荐机构职责之间的差异，按照《虚假陈述司法解释》第二十三条的规定，审慎判定主办券商的责任范围，防止过分苛责证券中介机构产生‘寒蝉效应’”；在“尔康制药”案中，审理法院明确 IPO 保荐机构在上市后担任持续督导机构的，“并不需要在上市公司年度报告、审计报告披露过程中核查报告中的财务数据⁶”。

（三）履职标准的内容维度

参考域外立法和国内债券市场实际情况，我们认为受托管理人在日常监测阶段的履职标准不宜过高。具体而言，应在坚持过错责任的基础上，充分考虑受托管理人的角色定位、履职能力及自身特点，根据发行人信息的具体情况要求受托管理人勤勉履职。

■ 公开性维度

受托管理人应动态关注并及时披露发行人股权结构变动、重大资产抵押、质押、重大诉讼和仲裁、信用评级变化、处罚处分等可以通过第三方公开渠道核实的信息。动态关注的频率应当合理，并建议在受托管理协议中约定。需要强调，此处受托管理人对于公开信息的发现与披露并非证券法第 85、163 条所指的信息披露义务，而仅仅是对特定公开信息进行收集、整理并提供相关服务。就此，最高法院民

⁶ 参见湖南省高级人民法院（2020）湘民终 262-264 号民事判决书。

二庭负责人就《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》答记者问也明确表示，受托管理人的制度安排独立于现行法律和监管规则在信息披露责任中的要求，系为保障债券持有人和债券投资者的利益的特殊安排。

相反，对于无法通过第三方渠道核实的发行人信息，例如发行人对外担保、未披露的资产转让、真实收入与财务数据、放弃债权情况等，受托管理人并无独立挖掘、发现真实情况的条件和能力，其履职重点仅在于督促（提示）发行人披露相关信息。不能要求受托管理人对有关信息的真实性负责，理由包括：

第一，受托管理人并非发行人的内部机构，债券发行后也没有能力要求发行人接受全面核查，履职存在客观障碍。第二，对上述非公开信息进行核查涉及高昂的人力、财力投入，目前未见哪国受托管理人或类似制度支持这样的持续投入。第三，有其他专业机构，例如年审会计师对上述非公开信息进行尽调核查，没有必要重复劳动。最后，重复投入的高额成本必须有出处，目前行业实践不接受由投资者承担有关费用，结果是受托管理人为了避免无法承担的业务成本与法律风险，干脆拒绝参与有违约风险的民企债券发行活动，实际上推高了整个社会的融资成本。

因此，受托管理人不应也无法在债券发行后继续对发行人进行“尽职调查”，应当充分允许其合理信赖发行人披露信息，承担有限的注意义务。所谓有限的注意义务，指在发行人披露的信息存在表面错误，或不符合受托管理人了解的有限事实、行业客观规律甚至常识的情况下，受托管理人应进一步核查验证。除此之外，绝不应要求受托管理人成为发行人的“第二审计师”。

■ 专业性维度

实践中，受托管理人通常由承销债券的证券公司担任，具备一定的专业能力。但是，受托管理工作与证券发行保荐、会计师审计和律师出具法律意见不同，不是一项需要专业知识背景、专业牌照（机构需要业务牌照）和专业人员从业资格的工作，其更类似于证券经纪、财务顾问等的金融服务。有关工作对专业性的要求是有限的。

因此，受托管理人日常监测工作还应区分有专家意见支持和没有专家意见支持的部分。对有会计师、评估师和律师等专业意见支持的信息，应当充分允许受托管理合理信赖，不能要求其像承销商、保荐人那样，对第三方专业意见处处核查、验证。

五、结语

通过梳理，我们发现现行规则对我国债券受托管理人在债券存续期间提出了较多和较高要求，包括监测发行人的资信状况以及募集资金的使用情况等。诚然，受托管理人作为专业机构和被委托方，应严格按照法律法规及协议约定勤勉履职。但是，现实商业环境与受托管理人角色定位，都决定了不能对其课以太重的日常监督义务，否则脱离现实的要求无法落地，反而影响受托管理制度的有效运转。

归根结底，公司债券是主要由机构投资者参与的专业投资市场，各债券持有人应当对自己的投资负责，关注发行人资信状况与偿债能力。“日常监测”本就不是也不应是受托管理人的主要职责。（受托管理人的核心义务应是本系列第三篇文章涉及的债券实质违约后的权利主张问题）现有监管规则和制度设计有让受托管理人担任债券持有人“保姆”的倾向，其必要性与合理边界值得更加充分地讨论与研究。

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