

我国债券受托管理人制度的 构建与选择

——以公开募集的公司债为视角

陈洁* 张彬**

摘要:债券受托管理人制度是实施债券管理的核心机制。我国债券市场主体对债券受托人角色定位的认识不清、立法对受托管理人职责设定的不明确、对债券受托人与债券持有人利益冲突的放任以及债券受托人责任规定的缺失是当前我国债券受托管理人制度形同虚设的主要缘由。基于我国的立法现状与市场发展的需求,我国债券受托管理人制度的构建应当以信托关系为基础,以为受益人最大利益行事之原则促使受托人运用专业能力对与债券持有人有关的财产权利进行管理、处分。立法完善方面要重点对债券受托管理人的角色定位、债券受托管理人职责的设置、利益冲突的解决以及债券受托管理人的损害赔偿责任等做出合理细致的规定。

关键词:公司债 债券受托人 债券契约

* 中国社科院法学所商法研究室主任,研究员,博士生导师。

** 中国社科院研究生院经济法专业博士研究生。

股票与债券是资本市场两大基础性的投融资工具。其中,公司债券融资可谓成熟资本市场最重要的企业融资方式。然而,我国资本市场长期“重股轻债”的发展思路致使债券市场的制度建设明显滞后,难以满足市场经济发展的内在需求。近年来,我国债券市场“刚性兑付”难以为继,债券违约事件频频发生,债券投资者的权益保护问题日益凸显。正视我国资本市场失衡性的融资结构与粗放式的制度设计,切实加强债券投资者的保护以推动我国债券市场的快速发展已经成为我国资本市场可持续发展的重要课题。而债券受托管理人^[1]制度作为实施债券管理的核心机制,该制度的科学构建与功能完善,无疑是实质推进我国债券投资者权益保护的关键性举措。

一、公司债的风险特性与债券受托管理人制度的基本价值

公司债是通过发行证券的形式向社会公众募集长期资金的融资方法。从民法的视角出发,债券持有人对发行公司之债权与普通债法上一般债权人对举债公司的普通债权并无差异,但是,证券市场的存在使得债券持有人相较一般债权人而言,其对发债公司的权利义务发生了重大变化。相对于一对一的普通债权债务关系而言,公司债契约的特殊性主要表现为:(1)公司债契约的公众性与集团性。公司债发行公司是债务人,债权人则是不特定的公众投资者。这些公众投资人在地位性质上并无区别,而只是按其所缴纳金额之比例,在数量上有所不同而已。因此,同时以同一条件募集的公司债,其持有人就公司之清偿能力,具有共通的利害关系。基于此一共通利害关系,公司债债权人之间就有成立团体之可能性,即公司债契约具有集团性。(2)公司债契约的定型化与附从性。由于公司债是集团的、大量的契约,为使发行公司能够同时或反复缔结多数公司债契约,其契约内容遂趋于定型化,且

[1] 在不同的国家和地区,“债券受托管理人”的称谓有所不同。例如,美国称为债券受托人,韩国称为受托公司,日本则区分公司债是否有担保,称为附担保公司债的受托人和无担保公司债的公司债管理人。不过,上述不同称谓的内涵大体是相同的。本文采我国现行立法上的称谓方式。

公司债应募人须附从发行公司所规定的发行条件而缔结契约,并无权决定公司债契约的内容,即公司债契约具有附从性。(3)公司债契约的流动性与继续性。公司债系公司为筹集长期资金而负担之债务,公司债的流动性以及债券持有人的变化并不能改变债券到期偿付的属性,故公司债契约兼具流动性与继续性。〔2〕

上述公司债的特性致使债券持有人与发行公司的债权债务关系具有更高的公开性、市场性,从而在资本市场活动中具有更大的影响性。发债公司的违法行为不仅仅会损害一个或几个债权人,他们的行为通过高度发达的流通市场将波及所有在市场交易或者将要交易的投资人。因此,与相对型的债权债务关系相比,存在于高度发达流通市场的债权债务关系不仅需要民法、公司法的调整,更重要的是这种关系必须纳入证券法的规制范畴。这种从商法以及证券法的角度来构建债券持有人保护的市场法理论归根结底是以公司债的风险特性为出发点的,而兼顾债券持有人以及发行公司利益平衡的价值考量也正是各国构建债券受托管理人制度的法理基础。

(一) 公司债券持有人的特殊风险

1. 债权人在公司治理权力配置中的天然弱属性

基于闭锁公司场景的传统公司法认为,债权人与股东承担的风险程度不同,二者参与公司治理的角色也大相径庭。不过,有学者从资本市场的运行视角指出,无论是股东还是债券持有人,皆可划归证券市场投资者的范畴。在现代资本市场的背景下,仅从两者的经济方面考察,公司债与股份的界限正渐趋模糊,股份债券化的现象逐渐增多,公司债与股份的中间形态日益盛行。〔3〕然而,即便如此,债权人在参与公司治理方面的固有弱属性还是毋庸置疑的。由于股东拥有与公司经营有关的共益权,并通过公司的董事会来维护自己的权利,而债权人缺乏参与公司经营之权利,对董事会之业务执行亦无监督权,并且债券持有人相当分散,致使债券持有人无法直接低成本维护自己的债权。因此,如何防止债券持有人的合法利益被股东或是发行公司的董事违法侵害的

〔2〕 柯芳枝:《公司法论》,中国政法大学出版社2004年版,第352页。

〔3〕 上村达男:《公司法改革:公开股份公司法的构想》,法律出版社2015年版,第77页。

问题始终是债券持有人保护的中心问题。

2. 公开市场背景下公司债券持有人维护自身权益的客观弱势

如前所述,公司债的持有者一般是社会公众,人数众多、分散于各地,且一般不具备对债券发行人实施有效监督的专业知识和技能,因此其既无法监督债券发行人的行为,也难以为共同的利益采取一致行动。即便个别债券持有人具备能够对发行人实施有效监督的专业技能,但由于个体实施成本过高,他也不愿意以一己之力让其他人“搭便车”。因此,客观上债券持有人难以藉自身力量独立行使权利以维护自身的合法权益。^{〔4〕} 实践中,即便对附物上担保公司债而言,极度分散的债券持有人在担保权的持有和实施方面就存在相当困难;至于无担保公司债,就更需要特定管理人为债券持有人的利益实施统一管理,承担为公司债权人的利益接受受偿、实施债权保全及其他相关的公司债的管理职责。

3. 债券契约的不完备性与限制条款的局限性

债券契约是确定债券持有人与债务人法律关系的最主要的法律文件。然而,与一般的借贷契约相较,债券契约的复杂性使得一些专业的债券投资人都无法辨别该契约是否给予债权人充分的保护,更遑论一般的中小投资者了。而从债券契约的制定过程来看,公募发行的债券契约通常都是由债券发行公司的董事制定的。债券发行公司在制定债券契约时通常会与债券发行受托公司磋商债券契约的具体内容,但是,他们不会与将来可能持有该债券的债券投资人协商该债券契约。而债券发行受托公司虽与发行公司就有关债券契约的内容进行磋商,但在满足了评级公司的要求之后,发行受托公司一般不会再要求更多,因为他们希望与发行公司保持良好的合作关系,以求将来可以继续成为发行公司发行其他证券的受托公司。因此,在制订契约阶段期望受托公司努力保护债券投资人的利益是不切实际的。此外,任何人不可能将未来可能发生的偶发事件全部写入契约之中,而且债券契约的起草人,也就是发行公司的董事也不愿意将过多的限制自己行动自由的条款加

〔4〕 习龙生:“论公司债券受托管理制度及我国的制度构建”,载《河北法学》2005年第8期。

入契约之中,^[5]因此,对债券持有人的权利保护很难在债券契约中得到充分的体现。

至于债券契约中所包含的限制性条款,它是用来防止发行公司及其董事违法侵害债券持有人利益的重要手段。但是,这些限制性条款本身也存在很大的局限性。一方面,限制性条款的保护范围相当狭窄,无法完整地保护债券持有人的权益。另一方面,过多的限制性条款对于公募公司债券持有人来说,并不一定总是有利的,因为公司债券契约中存在过多的限制性条款可能对发行公司的行动产生重大的负面影响,并且一旦债券契约确定之后,几乎没有变更的可能性。所以,就域外公募债券实践来看,债券契约中限制性条款的比重越来越轻,并呈现出衰退的趋势。

4. 公司债债权人会议机制对债券持有人保护之不足

公司债债权人会议是由同次公司债债权人所组成、就有关公司债债权人共同利害关系事项做出决议的法定、临时的合议团体,其决议对全体同次公司债债权人均能发生效力。由债权人会议决议的法定事项主要有:公司怠于支付利息、公司怠于定期偿还、期限利益的丧失以及其他法定事项之外的涉及债权人利益的重大事项。

尽管公司债债权人会议是法定的公司债债权人团体意思的决定机关,能够对事关债权人保护之重大事宜做出决策,但是,由于公司债权人会议是临时性会议组织,它往往是在债务人发生违约情形后才以特别决议的方式对涉及债权人利益的重大事项做出意思决定,其对债务人日常经营的监督事项无法起到作用,而日常的经营监督恰恰是避免因债务人违约而陷入亡羊补牢困境的重要举措。事实上,由于债券从发行到偿付或者违约是一个完整的过程,当债务人沦落违约之境地,债券受托人也多是回天乏力了。而根据债务账期规律判断,对债权人保护最有效的方式是在其违约前便能够对债务人的经营状况有所把握和管理。因此,在债券发行人违约前,债券受托人就应当高度关注和监督债券发行人的资信状况。基于此,债券持有人会议制度作为最后的决策机制,难以全程有效地保护债券持有人的利益。也正因此,诸多国家

[5] 吴祺:“债券持有人保护理论的重构”,载《厦门大学法律评论》2007年第14辑。

除了通过规范债券发行契约来对债券持有人进行保护之外,还强制通过创设债券受托管理制度来弥补债券持有人会议保护之不足。

(二) 债券受托管理人的基本功能

债券受托管理人就是在发行公司债券的过程中,受让债券有关的财产权利并允诺代债券持有人进行管理、处分的人。债券受托管理人的基本功能承载着债券受托管理人制度的核心价值。尽管各国对债券受托人职责的规定不尽一致,债券受托管理人的功能略有差异,但论其实质,可谓“公司债债权人团体之执行机关”,^[6]主要负责监督发行人是否遵守了债券契约所规定的义务。

1. 对债务人进行监督并对债券契约所约定的事项进行专业化管理

如前所述,公司债债权人系经济上的弱者,以其一己之力,实难与经济上强者之发行公司分庭抗礼,故只能借团体之力量,聘请债券受托人监督发行公司履行其债务。客观上,发行公司的日常经营行为以及财务状况的改变都可能影响其履约能力,这就需要债券受托人适时地监督发行公司,了解掌握发行公司的财产和经营情况。实践中,债券受托人通常由专业的金融机构担任,他们具备对债务人的活动进行监督的专业能力。由此,指定受托人对债券契约所约定的事项进行专业化管理也就成为债券受托人基本功能的核心要义。此外,债券受托人往往还要对债券的发行、销毁、赎回、支付本金及利息、过户登记等进行日常性的管理,包括为债券持有人的利益行使抵押权等。例如,我国台湾地区“公司法”第 255 条就规定,受托人为应募人之利益,有查核及监督公司履行公司债发行事项之权;其第 256 条则规定,受托人对于前项之抵押权或质权或其担保品,应负责实行或保管之。

2. 对可能损害债券持有人利益的事项及时采取应对措施

债券受托人的另一个重要功能就是依据债券契约有权代表债券持有人采取一切行动,包括提起诉讼来强制债务人履行债务,从而使全体债券持有人的利益得到维护;^[7]在一定条件下还有权就某些事项与发

[6] 柯芳枝:《公司法论》,中国政法大学出版社 2004 年版,第 383 页。

[7] 沈达明、冯大同:《国际金融通的法律与实务》,对外经济贸易大学出版社 1985 年版,第 151 页。

行公司签订补充协议等。这也是债券受托人制度的又一核心价值。例如,美国1939年信托契约法就规定,债务人有义务定期向受托人提供财务报告和其他与履行债务有关的信息。当发生债务人违反约定事项构成违约时,受托人有权宣布所有债务到期,保护债券持有人的利益。

3. 限制债券持有人在无充分理由的情况下提起诉讼以保护债券持有人的整体利益

公司发行债券的实质是以同一借款条件同时向众多债券购买人借较小金额的资金而筹集到较大数额的资金。由于每个债券持有人所持有的债券数额不同,由每个债券持有人单独采取措施要求债务人履行债务是不经济的,也是不实际的,在一定条件下还有可能损害债券持有人的利益。因此,实践中债券契约合同往往对债券持有人的某些诉讼权利加以限制。^[8] 美国律师协会1999年的《修订标准简化信托合同》Sec. 6.06就规定债券持有人只能在一定的条件下寻求法律救济,以防止个别债券持有人在无充分理由的情况下提起诉讼,致使债务人因多次应诉导致财产减少,从而间接地损害债券持有人的整体利益。^[9] 与此同时,债券受托人制度也通过在一定程度上赋予债券受托人签订、修改、补充债券信托合同直至提起诉讼等权利,以保护债券持有人的整体利益。

4. 债券受托管理人的存在对发行人也有重大益处

债券受托管理人除了能够保护公司债债权人利益外,对发行公司亦有诸多益处。当发行公司有倒闭之虞时,事实上需要公司债债权人作某种程度的牺牲(如允许发行公司缓期清偿、降低利率、解除一部分担保或暂时停止行使其权利等),使公司免于破产之厄运,始足以确保全体公司债债权人利益。此时,“若须逐一征求各公司债债权人的同意,不仅事实上不可能,而且往往由于少数公司债权人冥顽不化,致使此一努力功亏一篑。此时唯有承认公司债债权人团体之存在,借多数决之方法,始能顺利使公司免于倒闭”。^[10] 事实上,由于债券存

[8] 李莘:“美国公司债券受托人法律问题研究”,载《国际商法论丛》2004年第6卷。

[9] Section of Business Law, American Bar Association, Revised Model Simplified Indenture, Sec. 6.06, 55 Business Lawyer 1137(2000).

[10] 柯芳枝:《公司法论》,中国政法大学出版社2004年版,第376页。

续期通常较长,发行人可能经常发生技术性违约。在这种情况下,受托人通过获得授权自行处理事务(在债券持有人的利益没有受到重大损害时)或召开债券持有人会议来缓解事态,这样既维护了债券持有人的整体利益,同时也避免了发行人不得不应付集体纠纷的尴尬境地。

二、债券受托管理人制度功能实现机制的比较借鉴

资本市场发达国家或地区大都要求公开发行公司债必须委任债券受托管理人,并对受托管理人从资格、选任、权利义务等几方面予以全面规范。尽管各个国家和地区具体制度设计有所差异,但归结起来,要通过债券受托管理人制度实现对公司债的有效管理,最终真正落实债权人权益保护的根​​本意旨,其经验主要是以下几条:

(一) 实施债券受托管理人制度的强制性

总体而言,公开发行公司债必须由债券发行人为债券投资者指派受托人已经成为世界各国债券发行的通常做法。^[11] 这种强制性要求有些是以法律的形式加以规定,有些则是通过股票交易所的规则加以要求。例如,从法律角度看,美国 1939 年的《信托契约法》要求美国公司以任何方式跨州向公众发行公司债券的都必须为债券持有人指定债券受托人。无论债券是否豁免,发行公司与债券受托人订立的信托合同都是向美国证券交易委员会申请登记核准的重要文件之一。^[12] 此外,《信托契约法》还对信托契约的内容与认证、受托人的资格、受托人和债权人的权利义务、报告制度和公司债发行说明书等问题进行了全面系统的规定。新加坡、加拿大、澳大利亚等国家的法律也要求向公众发行债券时必须指定受托人。其中,日本在 1993 年的商法典修正中,设置了公司债管理公司制度的强制性义务(除非属于面向机构法人投资者的私募,或有例外情况),突出表现出改革公司债管理制度以求保

[11] 习龙生:“公司债券受托管理制度的国际比较及立法建议”,载《证券市场导报》2005 年第 2 期。

[12] Trust Indenture Act of 1939 as Amended, Sec. 306.

护债权人的基本诉求。我国台湾地区的“公司法”也要求公司在公开发行债券时要为债券持有人指定受托人,并且有关公司债券受托人的姓名和与受托人约定的事项应申请证券主管机关审核。^[13]

除法律规定外,一些国家的自律组织规则也要求向公众发行的债券应当为公众债券持有人指定受托人。如英国金融行为监管局颁布的上市规则,就要求对上市交易的公司债券委任受托人。^[14]

此外,综观域外的法律或规则,债券受托管理人不能自由辞任。例如,日本和韩国规定两种情形除外:一是在一般情况下,在取得发行人或债权人会议的同意后可以辞任,但公司必须在其辞任前为债权人另行确定公司债管理公司;另一种情形是,受托人因不得已的事由无法履行公司债管理事宜时,获得法院的同意后可辞任。

至于强制设立债券受托人制度背后的缘由,美国1939年信托契约法 Sec. 302. (a) 款做了最直接简明的阐述:债务人没有提供受托人保护和代表投资者的利益,将会给美国国家的公共利益和票据、债券及其他向公众发行的债权凭证投资人带来不利影响。可以说,该法将是否指定债券受托人上升到国家公共利益的高度是颇具远见的。

(二) 以信托关系受托人的角色定位债券受托管理人

公司债券受托管理人的地位无疑是根据公司债发行公司与债券持有人、公司债管理人之间的债券契约来确定的。然而,问题的关键是,公司债管理人承担的究竟是委托代理中代理人的角色还是信托合同中受托人的角色? 各国做法并非完全一致。

考察各国债权受托管理之立法例,大致言之,“传统上在英美法系国家,系利用信托之法理,采受托人制。而在大陆法系国家,则以公司债债权人之自治管理为前提,透过公司债债权人会议之制度,以承认公司债债权人团体之存在”。^[15] 然而,近年来,即便在大陆法系国家,立法上也侧重于融合英美法上的受托人管理机制,通过公司债管理公司的设立强化对公司债的有效管理,以真正落实保护债权人权益的根本

[13] 2001年修订的我国台湾地区“公司法”第248条。

[14] 参见英国 FCA listing rules 5.2.9。

[15] 柯芳枝:《公司法论》,中国政法大学出版社2004年版,第383页。

意旨。例如,日本就兼采受托人制及公司债权人会议制,^[16]我国台湾地区仿日本立法例,也是兼采受托人制及公司债权人会议制。推究这种趋势背后的缘由,笔者认为,纯粹的委托代理关系中的代理人角色完全依照被代理人的意志行事,难以发挥代理人的主观能动性。而在债券事务管理中,债券受托人必须以管理自己事务的诚信态度,凭藉自己的专业技能为债券持有人的整体利益行事。因此,要真正实现债券受托人的功能价值,就必须赋予债券受托人信托关系受托人的角色,以发挥其独特的制度效用。

实践中,不管称谓是委托还是信托关系,重要的是如何通过制度设计使债券受托人真正承担起维护债券持有人利益的职责。以债券市场最发达的美国为例,其债券管理人的角色定位就颇具特殊性。

作为债券受托制度的起源国,债券受托人的角色定位是美国证券法学界与债券司法实务界长期争论的焦点。^[17]美国1939年信托契约法出台之前,美国司法部门就对债券受托人的角色地位不断地展开讨论。一方面,债券受托人要为债券持有人利益服务,对债券持有人负有一定程度的信义义务,这导致债券受托人角色类似于信托法意义上的受托人;而另一方面,债券受托人与债券持有人之间的权利义务主要是依靠债券委托协议的安排进行,具有大量的免责条款,从而使得债券受托人的角色更像是委托合同意义上的受托人。^[18]争论的结果体现在立法上,就是债券受托人的义务在债务人违约前与违约后有所不同。根据美国信托契约法 Sec. 310. 的规定,在债务人违约前,受托人只承担债券信托合同明确规定的义务和责任。受托人在并无恶意情况下,可以仅仅依据信托合同要求的文件和意见进行判断和行为,并无调查的义务。债务人违约后,受托人应当根据债券信托合同赋予他的权利,用一个谨慎的人在相同的情况下处理自己事务应有的注意和能力,来处理债券信托合同事务。在1939年该法案出台后,美国司法实践对于

[16] 日本《商法典》第297~311条、319~341条。

[17] Steven L. Schwarcz and Gregory M. Sergi, *Bond Defaults and the Dilemma of the Indenture Trustee*, 59 Ala. L. Rev. 1037, pp. 1043 - 1057.

[18] Efrat Lev, *Adv, The Indenture Trustee: Does It Really Protect Bondholders?*, 8 U. Miami Bus. L. Rev. 47, p. 60.

受托人的角色认识分歧依然没有平息。在 *Elliott Associates v. J. Henry Schroder Bank & Trust Co.* 一案^[19]中,法院认为,信托契约法并没有给债券持有人提供信托契约约定之外的保护。而 *Dabney v. Chase* 一案^[20]中,美国第二巡回区法院认为受托人应当对债券的持有人保持“忠诚”。尽管司法实践差异,但至少可以断定,当债券违约后,债券受托人对债券持有人承担着信义义务这一最高的注意义务标准。^[21]

其实,撇开美国的个性化设计,从总体趋势考察,无论是普通法还是大陆法,都强制要求受托人必须为了受益人的最佳利益而努力行事,必须以真诚的态度行事,不能容许自身的利益与其义务有所冲突,即受托人向其受益人或委托人担负受托信义义务。

(三) 强调债券受托人履行义务的能动性

债券受托人的作用主要是为债券持有人管理维护债券,并监督债券发行人按照债券发行条件使用借贷资金、还本付息。在资本市场背景下,既然证券法通过强制信息披露制度已经足以为投资者提供充分的投资判断信息,那么债券受托管理人制度的立法安排就不在于让受托人为投资者提供信息披露服务,而更重要的是在于挖掘受托人发挥专业特长履行义务的能动性。主要体现在以下三方面:

1. 受托人的调查义务

虽然各国证券法明文规定发行人要进行信息披露,但是如果信息遮蔽所避免的损失可能高于信息披露后的损失,发行公司就有很强的动机对信息不予披露。一般而言,当债券持有人发现发行人有违约行为发生时大多为时已晚。因此,一些国家的法规规定受托人有权调查公司债发行公司的业务以及财产的状况以便预先警告债券持有人即将出现的危机。^[22] 关于调查义务的规定有两种方式:一是消极调查,二

[19] *Elliott Assocs. v. J. Henry Schroder Bank & Trust Co.*, 655 F. Supp 1281, 1288 - 89 (S. D. N. Y. 1987).

[20] *United States Trust Co. of New York v. First Nat'l Bank*, 394 N. Y. S. 2d 653, 660 - 61 (N. Y. App. Div. 1977).

[21] *Efrat Lev, Adv, The Indenture Trustee; Does It Really Protect Bondholders?*, 8 U. Miami Bus. L. Rev. 47, p. 60.

[22] 习龙生:“公司债券受托管理制度的国际比较及立法建议”,载《证券市场导报》2005年第2期。

是积极调查,后者的要求明显高于前者。例如,《日本商法典》第309条规定,公司债管理公司在执行其必要的职权时经法院许可,可调查发行人的业务和财产状况;新加坡的《公司法》也将受托人变为积极的监督者,其第78条规定:受托人必须合理地努力确定借款法人团体的财产是否足以按时清偿债券。倘若受托人不满意,其有权力向法庭或有关部门部长申请要求指示调查。

2. 违约通知义务

违约通知是债券受托管理人最敏感的一项义务。根据美国信托契约法 Sec. 315. 的规定,发行公司是否有清偿债务的能力对于受托人的义务有着重大的影响。也就是说,当公司没有清偿能力的时候,受托人的信托法上的机能成为关注的焦点;当公司有清偿债务能力之时,受托人的事务管理的机能受到重视。因此,在发行公司失去偿还债务能力之前,除了信托契约中规定的义务之外,受托人不承担任何其他的责任。而且根据信托契约法第315条a(2)的规定,受托人在没有恶意的场合之下,可以完全信任发行公司所提出的关于是否遵守了债券契约的证明书。由此一来,受托人在事实上对于发行公司是否发生了违反债券契约书中规定的行为是不承担任何义务的。^[23] 但是,如何判断发行公司是否有清偿债务的能力以便进行违约通知着实困难,这就需要受托人搜集信息并做综合权衡判断的技能,而判断受托人是否尽职尽责的突出难题则是如何界定受托人应该掌握的关于违约的知识和信息。从实践来看,在美国,一旦债券契约违约发生,受托人就必须马上变成积极受托人,并且以谨慎的人在相同环境中处理自己的事务时所持有的谨慎态度和行使技巧来处理债券事务。同时,契约不得免除受托人为自己的疏忽或过错要负的责任,但若干判断错误(只要决定提交给高级管理层处理)以及真诚地按债券持有人多数票的指示而采取的行动除外。

3. 紧急情事下的处理职能

从各国立法看,紧急情事下,债券受托人可以行使个别债券持有人无法做到的职能。具体包括:(1)强制履行权。在债务人发生违约情

[23] 李莘:“美国公司债券受托人法律问题研究”,载《国际商法论丛》2004年第6卷。

事时,尽管受托人不拥有或持有任何债券信托合同下的债券,受托人却有权依据信托合同宣布整个债务到期进而控制债务人的财产;有权采取一切合理的手段包括提起诉讼强制债务人履行债务,实现债券持有人的债权。例如,美国律师协会1999年的《修订标准简化信托合同》Sec. 6.03规定:“在违约情事发生并继续时,受托人可以使用任何可能的救济手段收回债券本金和利息或使债券和信托合同所规定的义务得到履行。虽然受托人不拥有债券也不使之产生,受托人仍然有权提起诉讼。”(2)加速追偿权。如果发行公司怠于支付公司债利息或者应当定期偿还部分公司债的情形下怠于偿还时,受托人可以依照公司债债权人会议的决议通知发行公司应当在一定期间内进行清偿,不在该期间内清偿的,所有公司债本息全部视为到期,发行公司应当立即进行偿付。(3)受托管理人的撤销之诉。发行公司对公司债债务所进行的清偿、和解或者其他行为为明显不公正时受托人可以向人民法院请求撤销该行为。

(四)合理解决利益冲突问题

利益冲突问题是债券受托人制度最根本的问题。^[24]由于债券受托人与债券发行各方存在不同的利益诉求,导致债券受托人并不会如同制度设计者所预想的那样发挥为债券持有人争取权益的作用。因此,如何从制度上克服债券受托人与债券市场中其他主要主体之间利益冲突的问题是必须着重解决的。

为了避免受托人处于双重地位而形成的利益冲突,一些国家和地区立法明确规定,可能存在受托信义义务与私人利益潜在冲突的机构不能担任债券受托管理人,同时对存在潜在利益冲突的情形予以明确规范。一般有以下几项:交叉股权或交叉董事;受托人是同一发行人的两项发行的受托人,两组债券持有人就同样财产竞争;受托人同时是发行人的私人贷款人。例如,当受托人是银行时,银行可能有动力采取先为自己的利益而不通知债券持有人发行人违约,或者再注入私人资金以避免违约,或者不加速偿还债券等行为损害债券持有人的利益;受托

[24] Marcel Kahan, *Rethinking Corporate Bonds: the Trade - off Between Individual and Collective Rights*, 77 N. Y. U. L. Rev. 1040, p. 1053.

人有受托投资部门替客户投资在证券上或根据遗嘱信托持有债券;受托人拥有向发行人提供融资意见的部门而该意见可能违背债券持有人的最佳利益。^[25]

美国 1939 年的《信托契约法》Sec. 310. (B) 则做了最为细致繁复的规定:在债务人发生了违约后,如果受托人与债务人或债券承销商之间存在下列关系,就被认为是利益冲突关系:(1)受托人是债务人其他债券信托合同的受托人,或者依同一债券信托合同发行的不同系列债券的受托人;(2)受托人或其董事或其执行官是债务人所发行债券的承销人;(3)受托人直接或间接地控制或受控于所发行的债券的承销人,或者与该承销人共同受控于同一人;(4)受托人或其董事或执行官是债务人或所发行债券承销人的董事、高级经营管理人员、合伙人、雇员、代表等;(5)受托人 10% 以上的具有投票权的证券被债务人作为受益人所拥有或被债务人的董事、合伙人、执行官所拥有,或者 20% 以上受托人具有投票权的证券被两个以上这样的人所有,或者受托人 10% 以上具有投票权的证券被债券的承销人作为受益人所拥有或被承销人的董事、合伙人、执行官所拥有;(6)受托人拥有债务人 5% 以上具有投票权证券的受益权或有抵押权的证券;(7)受托人拥有 5% 以上某一人的具有投票权的证券或其他证券,而被受托人拥有该证券的人又与债务人有关联关系,包括拥有 10% 以上的具有投票权的证券或直接间接地控制债务人或与债务人共同受同一人控制;(8)受托人拥有某一人的 10% 以上公司证券,被受托人拥有证券的人,拥有债务人 50% 以上具有投票权的证券;(9)受托人拥有一定证券的名义所有权,该证券的受益权人违反上述第 6、7、8 款的规定。受托人在利益冲突关系被确认 90 天之内,如果受托人所拥有的这种利益冲突关系没有去除或解决,受托人应当辞去受托人的职务,债务人应当立即采取行动按照债券信托合同的规定指定继任的受托人。如果受托人不能在 90 天之内去除这种利益冲突关系或辞职,受托人应当在此后的 10 天内通知债券持有人。除非受托人辞职的义务可以延缓,合法持有债券 6 个月以上的持

[25] 习龙生:“公司债券受托管理制度的国际比较及立法建议”,载《证券市场导报》2005 年第 2 期。

有人有权以他自己或代表与所有与他一样地位的人请求有管辖权的法院免去受托人的职务并指定继任的受托人。

(五) 法律责任的严格落实

对债券受托人的法律责任,各国一般从三个层面予以规范落实:

1. 一般性规定

大陆法系国家公司法多采用一般性规定,即公司债的管理人应当为了公司债权人的利益公平,诚实地执行管理职责,尽到善良管理者的注意义务。债券受托管理人违反法律、债权人会议决议或信托契约,不适当履行义务致使债券持有人遭受损失的,应当承担赔偿责任。如根据日本商法典的规定,因公司债管理公司违反法律或者债权人会议决议致使债权人受到损失时,应承担赔偿责任;在因为发行人为债券受托管理人提供担保等原因致使发行人对债权人存在违约时,公司债管理公司应当向债权人承担赔偿责任。

2. 豁免条款的限制

在具有信托传统国家,当信托关系建立时,受托人往往会为自己建立各项豁免条款以保护自己的利益。在受托人和债券持有人的关系中,多数自然人持有人缺乏相应的专业知识、经验、信息等,处于劣势,而英美法律倾向于这样的立场:这些自然人应该比有经验的投资者(如参与银团贷款的银行)得到更高层次的法律保护。而且,信托契约类似于既定的标准合同:它的条款不能罔顾投资者往往既没有机会也没有能力参与准备工作。因而,英美法系国家和地区的法规限制豁免条款的范围。^[26]

3. 承担推定责任

英国1925年的《受托人法规》第61条规定了当受托人通过严谨的测验,他的行为诚实、合理、公平地应该被免除责任时,应当允许法庭免除受托人违背信托要承担的责任。但是,英国《1948年公司法》第88条规定任何为了保证债券发行的信托契约条款在下述情况下无效:当受托人没有显示作为受托人应有的谨慎及努力的程度的情况下,豁免受托人为违背信托要负的义务或者给他补偿。日本《公司法》第710

[26] 李莘:“美国公司债券受托人法律问题研究”,载《国际商法论丛》2004年第6卷。

条款第2款也规定,管理人因懈怠管理任务给公司债权人造成损失的,应当承担赔偿责任,但是管理人能够证明没有懈怠情形的除外。

三、我国债券受托管理人制度的立法评析

(一) 立法演变

1. 我国债券受托管理人制度的立法最早出现于2003年10月8日证监会颁行的《证券公司债券管理暂行办法》。该办法将债券受托管理人称为“债权代理人”,并以五个条文分别规定了债权代理人的聘请、义务、运作和法律责任。其中,第13条第1款规定:“发行人应当为债券持有人聘请债权代理人。聘请债权代理人应当订立债权代理协议,明确发行人、债券持有人及债权代理人之间的权利义务及违约责任。”^[27]该办法现已废止。

2. 2007年8月14日证监会发布的《公司债券发行试点办法》正式确立了债券受托管理人制度。该办法将为债券持有人服务的主体称为债券受托管理人。该办法第四章“债券持有人权益保护”集中规定了债券受托管理人的相关事项。其中,第23条规定:“公司应当为债券持有人聘请债券受托管理人,并订立债券受托管理协议;在债券存续期限内,由债券受托管理人依照协议的约定维护债券持有人的利益。公司应当在债券募集说明书中约定,投资者认购本期债券视作同意债券受托管理协议。”第24条规定:“债券受托管理人由本次发行的保荐人或者其他经中国证监会认可的机构担任。为本次发行提供担保的机构不得担任本次债券发行的受托管理人。债券受托管理人应当为债券持有人的最大利益行事,不得与债券持有人存在利益冲突。”该办法现已废止。

3. 目前正在适用的是2015年1月15日证监会颁行的《公司债券

[27] 《证券公司债务管理暂行办法》第13条规定,发行人应当为债券持有人聘请债权代理人。聘请债权代理人应当订立债权代理协议,明确发行人、债券持有人及债权代理人之间的权利义务及违约责任。发行人应当在募集说明书中明确约定,投资者认购本期债券视作同意债权代理协议。发行人可聘请信托投资公司、基金管理公司、证券公司、律师事务所、证券投资咨询机构等机构担任债权代理人。

发行与交易管理办法》(以下简称“《管理办法》”)。该法第四章“债券持有人权益保护”共用七个条文具体规定了债券受托人的聘任资格、职责权限等。其中,第49条第1款后部及第2、3款规定:“为本次发行提供担保的机构不得担任本次债券发行的受托管理人。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。对于债券受托管理人在履行受托管理职责时可能存在的利益冲突情形及相关风险防范、解决机制,发行人应当在债券募集说明书及债券存续期间的信息披露文件中予以充分披露,并同时在债券受托管理协议中载明。”

从立法层面观察,尽管2007年8月14日发布的《公司债券发行试点办法》的相关规定还相当粗陋,但毋庸置疑,我国从《公司债券发行试点办法》始,就已经确立了债券受托管理人制度,而2015年1月15日施行的《管理办法》则是对该制度的进一步提炼和完善。然而,在现实频频发生的债券违约案例中,我们似乎很难看到债券受托人的身影。^[28]以上海超日太阳能科技股份有限公司(以下简称“超日太阳能”)债券违约来看,2014年3月13日,该公司发布公告称无法全额支付“11超日债”当期利息而被市场认定为实质性违约。^[29]这一公告标志着我国国内债券发行人首次违约。“超日债”的实质性违约,让投资者们集合起来准备维权。他们成立了“维权联络小组”搜集债券持有人的委托授权,计划以诉讼来维护自己的权利。^[30]而与积极自力救济的集体行动形成鲜明对比的是制度上的法定管理人——债券受托人的

[28] 2014年3月,超日债利息违约事件拉开公募债违约序幕,此后债券违约日渐增多。不到两年时间,公募债券领域已发生15起严重的信用事件,其中有8起最终实质性违约。宏观经济下行,部分债券违约走向常态化成为大概率事件。参见“公募起诉山水债违约案开庭 货币基金投资或存合规漏洞”,载新浪网,<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-01-25/doc-ifxnuvxc1944295.shtml>,2016年2月17日访问。

[29] 参见“ST超日公告引爆中国资本市场”,载和讯网,<http://bond.hexun.com/2014-03-13/163006596.html>,2016年2月17日访问。

[30] “超日债维权:已征集5%委托,状告证监会无回应”,载<http://money.163.com/14/0319/19/9NNKH3JL00254TFQ.html>,2015年11月19日访问。

冷漠与被动。^[31] 而这样的案例绝非个案。最近的债券违约实践中,债券受托人不仅没有为了维护债券持有人的利益站在第一线与债券发行人进行谈判,反而要么冷眼旁观,由债券持有人进行成本高昂的维权,要么便是自身丧失了信用,成为了债券持有人的对立面。无论是哪一种情形,都使得我国立法关于债券受托人制度设计的目的落空。推究实践中受托人消极被动的表现,笔者以为,债券市场参与主体对债券受托人角色定位的认识不清、立法对受托管理人职责设定的不明确、对债券受托人与债券持有人利益冲突的放任以及受托管理人责任规定的缺失是我国债券受托管理人制度立法与实践严重背离以致形同虚设的主要缘由。

(二)我国现行债券受托管理人制度评析

1. 债券市场主体对债券受托管理人的角色定位认识不清

债券受托管理人制度建立的目的在于保障为数众多且分散的投资者利益,从而建立高效、健全的市场化债券融资渠道。由于我国债券市场长期存在“刚性兑付”这一不合理的经济现象,债券收益往往得到了政府的托底保证,致使债券受托人的地位和功能一直没有得到市场和理论界的充分探讨,以致债券违约事件发生时,债券持有人不知道寻求债券受托人的帮助乃至追究债券受托人的责任,债券受托人也是置身事外,浑然事不关己高高挂起。具体分析如下:

第一,从立法层面看。从最早《证券公司债券管理暂行办法》中的“债权代理人”到现行《管理办法》中的“债券受托人”,尽管称谓有所变化,但其角色定位并无实质性改变。如果说早期的债权代理人的主要职能是监督发行人并将信息传递给债券持有人,本质上还不具有债券受托管理人的信托特征,那么,立法行进到了《管理办法》,“债权代理人”名称变为“债券受托人”,但其基本的职责并无多大变化。依据现行《管理办法》,债券受托管理人只是对发行人基于法律规定的信息披露作出鉴别,并通知债券持有人,执行债券持有人会议的决定等,这

[31] 参见“超日债黑天鹅:中信建投遭索赔 四大垃圾债尾随”,载新浪网,<http://finance.sina.com.cn/stock/quanshang/thyj/20140309/230818453113.shtml>,2015年11月19日访问。

样的债券受托管理人总体上是作为债券持有人与债券发行人之间的传话筒而存在,并不具有实质能动参与债券管理的权能。因此,现行的债券受托人制度与我国最早实行的债权代理人制度一脉相承,实际上不是真正信托意义上的受托人制度。推究这样的立法背后,是立法者对债券受托制度功能价值及其实现机制的认识不清,最终导致债券受托人角色定位的含糊不明或徒有其名。

第二,从债券持有人角度看。发行公司与应募人之间是公司债契约关系。当公司委托之证券承销商开始募集公司债后,应募人在应募书上填写所认金额及签名盖章时,就是对公司债募集要约之承诺,公司债契约因而成立。由于持有人是债券盈亏的最终承受人,其对债券发行人的状况最为关心。限于持有人往往不具备专业知识或者足够的精力,因此不得不将对公司的监控职能交给受托人。但是,由于受托人是发行人聘任,因此持有人与受托人之间本身便很难具备信任关系。就我国《管理办法》看,其第48条规定:“发行公司债券的,发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人,并订立债券受托管理协议;在债券存续期限内,由债券受托管理人按照规定或协议的约定维护债券持有人的利益。发行人应当在债券募集说明书中约定,投资者认购或持有本期公司债券视作同意债券受托管理协议、债券持有人会议规则及债券募集说明书中其他有关发行人、债券持有人权利义务的相关约定。”实践中,由于债券契约的复杂性、格式条款化以及投资者附从性,且发行人并不对契约相关条款进行解释,因此债券持有人对债券受托管理人的角色安排可谓知之甚少。

第三,从受托管理人角度看。从法理上说,受托人虽名为公司债债权人之受托人,但并非受公司债债权人之委托,而是受公司债发行公司之委托。发行公司作为委托人,在申请发行公司债时,就须先选定具有受托人资格的机构为受托人,并与其订立契约。该契约是为债券应募人之利益而设的一种利他契约,并且由公司负担其报酬。^[32]在我国实务中,由于受托管理人不是接受债权人的委托,也不由债权人支付报酬,实践中债券违约的事件又较少发生,即使发生,也无人追究受托人

[32] 柯芳枝:《公司法论》,中国政法大学出版社2004年版,第383页。

的责任。这样,受托人实质上沦为“花瓶”实属情理。

第四,从监管者角度来看。我国没有普通法下的信托法律传统,对于信义义务的适用也没有详尽的标准。与此同时,现行立法思路不明、债券受托人基本角色定位模糊、责任规定缺失,再加上监管者对该制度运作机制也不甚了解,导致该制度运行至今,尚无监管者追究债券受托人履行职责不力行政责任之实例。

2. 对债券受托管理人职责设定的不完备

由上述角色定位不清导致对债券受托管理人职责设定的不完备主要体现在三方面。

(1) 缺乏科学的原则性规定

虽然从法条篇幅上看,我国对债券受托人的规定逐渐增多,但由于立法上对债券受托人角色定位认识不清,致使整个债券受托管理的法律实现机制缺乏科学的框架性的规定。现行《管理办法》仅在第49条提及“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”。这样的法条表述其实模糊了“委托”和“信托”的界限,而且所谓的“勤勉尽责”对债券受托人具体履行义务的程度、方式与范围均缺少实际操作规定与实务规则的支撑。从法理上说,由于法律无法对每一种影响债券持有人重大权益或者可能影响债券偿还的事件都一一进行规定,因此在实际执行受托人制度时,就需要对债券受托人的身份与角色进行明确,并依据不同的身份与角色实施不同的注意义务强度与法律责任。而从我国的立法演变考察,公司债券受托人的注意义务水平反而有所下降,即从《暂行办法》规定的“为债权人最大利益原则”变成了《管理办法》中的“勤勉原则”。这样的变化反映了立法者总体立法思路不清和对科学建构相关机制的把握不足。

(2) 债券受托人职责配置程序性规范的严重缺失

实践中,我国债券受托人无法充分发挥作用,还存在权能配置程序性规范严重不足的问题。如前所述,债券持有人的角色是积极的受信人角色,那么,法律对该主体权利的分配应当与其承担的义务相吻合。从目前《管理办法》来看,虽然第50条对受托人职责进行了列举式立法,具体包括:“(一)持续关注发行人和保证人的资信状况、担保物状

况、增信措施及偿债保障措施的实施情况,出现可能影响债券持有人重大权益的事项时,召集债券持有人会议;(二)在债券存续期内监督发行人募集资金的使用情况;(三)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;(四)在债券存续期内持续督导发行人履行信息披露义务;(五)预计发行人不能偿还债务时,要求发行人追加担保,并可以依法申请法定机关采取财产保全措施;(六)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;(七)发行人为债券设定担保的,债券受托管理协议可以约定担保财产为信托财产,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,并在担保期间妥善保管;(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。”该条款看似多样,无所不包,但深究下来,却问题重重。以调查权的设置为例,债券受托人相对于一般债券持有人最大的优势在于他比较了解债券市场和相关的债券产品,他能够分析判断债券违约的可能性大小及影响债券偿付的因素。但是,受托人的分析判断需要建立在积极的向债券发行人索取信息的基础上,债券受托人的功能发挥很大程度上取决于债券发行人的信息披露水平。然而从债券发行人的角度而言,信息披露越少越有利。因此,如果法律对债券受托人的调查权没有细致的规定,受托人履行职责的效果就会大打折扣。现行《管理办法》虽然较《试点办法》增加了“全面调查”之规定,但对如何进行调查的相关配套性程序规范只字不提。与此相似,《管理办法》虽然也规定债券受托人可以“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”,但对如何具体实施未做程序性规范。这样的立法结果,就是使债券受托人的主要职责依然是监督和关注,而这些职责的形式其实非常消极。所以,表面上看,受托人也获得法律的授权可以对债券发行人的信息进行调查了解,但由于缺乏权能配置的程序性规范,致使这些规范在实践中无法付诸实现,债券受托人的功能发挥也就无从谈起。

(3) 具体规定之间的不兼容

现行《管理办法》在第55条规定第50条明确规定的债券受托人的

职责之外：“存在下列情形的，债券受托管理人应当召集债券持有人会议：（一）拟变更债券募集说明书的约定；（二）拟修改债券持有人会议规则；（三）拟变更债券受托管理人或受托管理协议的主要内容；（四）发行人不能按期支付本息；（五）发行人减资、合并、分立、解散或者申请破产；（六）保证人、担保物或者其他偿债保障措施发生重大变化；（七）发行人、单独或合计持有本期债券总额百分之十以上的债券持有人书面提议召开；（八）发行人管理层不能正常履行职责，导致发行人债务清偿能力面临严重不确定性，需要依法采取行动的；（九）发行人提出债务重组方案的；（十）发生其他对债券持有人权益有重大影响的事项。在债券受托管理人应当召集而未召集债券持有人会议时，单独或合计持有本期债券总额百分之十以上的债券持有人有权自行召集债券持有人会议。”这些规定如何兼容实施也是问题多多。以债务人违约情形为例，第50条第5项规定：“（五）预计发行人不能偿还债务时，要求发行人追加担保，并可以依法申请法定机关采取财产保全措施。”而第55条第4项则规定，发行人不能按期支付本息时债券受托管理人就应当召集债券持有人会议。那么，实践中的情形只能是债务人违约时债券受托人赶紧召集债券持有人会议。延伸之，债务人没有违约时受托人只要消极监督关注，而一旦遇到问题债券受托人赶紧召集债券持有人会议就算履行职责了。此外，法条中如“可能影响债券持有人重大权益的事项时，召集债券持有人会议”，“预计发行人不能偿还债务时，要求发行人追加担保”，“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”这些表述，由于涉及债券受托人的主观判断和注意义务水平，均缺乏操作性。因此，如何在法条规范之间实现兼容性、可操作性，以真正确保债券受托人履行自己的职责是当前立法规定的又一突出问题。

3. 尚未解决利益冲突问题

实践中我国债券受托人与债券持有人之间的利益冲突主要表现在两方面：

（1）受托人与发行人之间的利益共谋关系

当受托人与持有人同时对发行人享有债权的时候，受托人如果为了自己的利益考虑，就会要求发行人优先偿付自己的债权。受托人作

为发行人的监督者,发行人有足够的动机与其进行协商,以优先还款为明示或者默示条件,损害持有人的利益。而此时,受托人在明知发行人的资信水平降低的时候,依然会保持沉默以保障自己的债权。这些信息将严格地封闭于受托人与发行人之间。在这种情况下,受托人与发行人之间形成共谋关系,而与持有人之间产生利益冲突。

除此之外,受托人与发行人之间存在业务合作关系。受托人一般而言是专业的投资银行或者证券公司,他们与发行人之间存在种种业务往来。在我国,受托人往往就是发债公司的承销人。^[33] 受托人从发行人处可以得到佣金、证券发行业务等经济利益。受托人与发行人在这种经济利益的驱使下会形成合谋。即使债券可能违约,但债券违约所造成的损失并不是由债券受托人承受。因此,为了保持与债券发行人之间良好的业务往来合作关系,受托人有足够的动机对发行人的违规行为保持沉默。

(2) 持有人与受托人之间的对立冲突

对于受托人而言,公司发行债券的收益主要是从发行人处得到,对于持有人超出法定要求的监控,都会付出公司的相应成本。如果持有人不断地提出要求,受托人的经营成本就会不断上升。受托人的经营成本上升带来的服务质量提升,并不会为受托人带来更高的经济回报,甚至反而可能对其他发行人聘任负责任的持有人带来负面效应。因此,持有人对受托人的要求提高与受托人尽量避免过分参与持有人事务之间就会形成尖锐的利益冲突。在我国债券违约的案例中,持有人与受托人之间显然已经变成了对立的关系。

我国立法者并非没有注意到债券受托人与债券发行人、债券持有人之间的利益冲突问题,但立法者对于如何解决利益冲突问题缺乏足够的把握。如果说,在2007年我国出台的《公司债券发行试点办法》第24条中规定“债券受托管理人应当为债券持有人的最大利益行事,不得与债券持有人存在利益冲突”还彰显了对利益冲突的严格禁止态

[33] 从我国证券交易所网站上可查到的公开信息披露中往往可以发现,发债公司的债券承销人就是债券的受托人。详情参见 <http://www.sse.com.cn/disclosure/bond/corporate/>。

度,但在2015年1月15日施行的《管理办法》中,其态度变得暧昧不清。该办法第49条第3款规定:“对于债券受托管理人在履行受托管理职责时可能存在的利益冲突情形及相关风险防范、解决机制,发行人应当在债券募集说明书及债券存续期间的信息披露文件中予以充分披露,并同时,在债券受托管理协议中载明。”从法条字面意义判断,该法条接受了利益冲突的存在,只是要求利益冲突问题必须披露并且由债券受托人提供解决方案。换言之,我国针对利益冲突问题,从最初的一禁了之改变为现在的意思自治。但是,受托人将如何通过意思自治的方式来提供解决方案呢?又由谁来评估债券受托人的解决方案是否合理有效?如果该方案并非合理有效以至于债券持有人由于债券受托人的行为导致利益受损,又该如何进行赔偿?当这些规则统统缺乏的情况下,仅仅寄希望于信息披露就可以很好地解决债券受托人的利益冲突问题,未免过于天真。何况,正如下一部分所说我国对于债券受托人制度中的责任执行问题存在严重缺陷,这将使得把信息披露作为关键解决措施的利益冲突问题更为突出。

4. 债券受托人责任规制的严重不足

我国立法虽然对债券受托人的规则不断增加,但实务中一直缺少债券受托人不当履行义务而承担责任的案例。究其原因,我国对于债券受托人的责任安排不仅“重行轻民”,而且严重缺乏可操作性。就行政责任而言,《管理办法》第66条规定:“……债券受托管理人等违反本办法规定,损害债券持有人权益的,中国证监会可以对……受托管理人及其直接负责的主管人员和其他直接责任人员采取本办法第五十八条规定的相关监管措施;情节严重的,处以警告、罚款。”这一条是针对债券受托人违反义务损害债券持有人利益所作的行政法律责任安排。但是从这条文来看,债券受托人违法承担责任的具体情形并不明确。鉴于《管理办法》中有关债券受托人的职责履行规定得笼统模糊,尤其没有勤勉尽职履行职责的具体标准,因而如何追究债券受托人的责任实在棘手。而且即便债券受托人具备严重违法情节,也仅仅是施以警告、罚款,罚款金额还不甚明了,可以说这样的责任规制毫无威慑力。至于债券受托人履行职责不力给债券持有人造成损失所应承担的民事责任则是只字不提。因此,综合来看,《管理办法》并未提供任何真正

有效、可识别的行为模式对债券受托人的义务履行状况进行评价,因而也无法根据违法情节的严重性来对其进行追责。反映在市场实践中,就是法律执行力严重不足,对受托人责任的规定沦为空文。

四、完善我国债券受托管理人制度的技术要点

基于我国的立法现状与市场发展的需求,我国债券受托管理人制度的构建应以信托关系为基础,在发行人、受托人和债券持有人之间建立明确的信托关系,由受托人运用专业判断对债券有关的财产权利进行管理、处分,以保护债券持有人的利益,并要求其承担严格的法律责任。立法设计上要重点对强制聘请债券受托管理人的情形、债券受托管理人的资格、债券受托管理人的权利和义务、债券受托管理人所应承担的责任等诸方面做出合理细致的规定。

(一) 明确定位受托人角色及其信义义务

结合债券受托管理人制度在我国的实践,对债券受托人的身份与角色给予明确合理的定位,对于构建完善我国债券受托人制度具有基础性意义。法律无法穷尽受托人具体的职责,但通过对受托人基本角色的定位能够帮助法律执行机构对受托人的义务标准进行明确,从而在适用法律的过程中演绎出受托人履行职责的评价机制。

从理论上说,面向数量有限的机构投资者私募发行的债券,其对债券受托管理人功能的要求就相对较低,基本上限于财务顾问的角色;而对于面向众多投资者公开发行的债券,就要求由能够承担一定责任与信义义务的专业金融机构担任受托管理人,从而对缺乏自我保护技能的为数众多的投资者提供高效的保护机制。因此,尽管我国没有普通法下的信托法律传统,对于信义义务的适用也没有过于详尽的标准,但从受托人制度本身的起源看,一个能够完美实现受托人制度目的的受托人应当是能够将债券持有人的利益当做自己的利益去处理。从这个角度上说,我国在设计受托人制度时,应当以信托关系中的受托人角色去定位债券受托人。

公司债券受托人要对委托人和受益人承担信托法上的受信人义

务,其核心就是忠实义务和善良管理人义务。借鉴日本立法例,日本《公司法》第704条规定,公司债管理人为了公司债债权人,负有公平且诚实地进行公司债管理的义务,同时负有以善良管理者的注意进行公司债管理的义务。所谓公平义务,指的是要根据公司债债权人所持有的公司债的内容及数额,公平地对待公司债债权人。至于诚实义务与善管注意义务,可以视同于董事对公司的忠实义务与善管注意义务。其中,忠实义务是指不允许公司债管理人为谋取自己或第三人利益而损害公司债债权人的利益;至于善管注意义务,其实不同类型的受托人的善管义务是不同的,只能根据具体情况来具体判断。但总体而言,依据我国《信托法》第25条第1款的规定,受托人应以为受益人最大利益之原则处理事务,债券受托管理人应该以一个审慎的人处理自己的事务一样从事债券管理事务。管理人因懈怠注意给公司债权人造成不利时,就是对善管注意义务的违反。

(二) 强化债券受托人权能及其能动性

科技的发展致使当今的金融市场已经与过去依靠传统书信、电话来不断征求意见的市场大相径庭。因此,受托人的职责也将逐渐地从为债券持有人获取信息转化为获得信息后的处理问题的能力。

在我国目前的《管理办法》中,债券受托人实质上仅仅是对债券发行人的行为进行关注和信息传递。但根据上文的分析,债券受托人的存在是为了解决债券持有人自我保护不足的弊端。因此,如果想要真正发挥债券受托人存在的制度功能,就必须明确要求债券受托人承担积极的信义义务,要求债券受托人能够以管理自己财产同样的注意程度来管理债券持有人的债券财产权利。当前突出的问题是两个:一是信息调查权,二是受托人履职机制与债券持有人会议机制兼容协调的问题。这两个问题可以结合起来进行思考。首先,立法者为了保护债券持有人的利益,设置了债券持有人会议这一集体决策机关。为了能够让这一决策机关充分发挥作用,就需要强化债券受托人在信息披露方面的责任。具体而言,债券受托人需要为了债券持有人的利益,主动地审核、调查发行人所披露的信息。在发行人披露信息存在疑问的时候,债券受托人应当积极主动地要求债券发行人进行补充和解释。所有这些相关信息最终将会由债券受托人予以统一与整合,将之传递给

债券持有人会议,最终让债权人会议做出决议。此种方式同时也就解决了债券持有人会议与债券受托人之间的权利义务兼容性问题。其次,我国立法应当在加强受托人义务的同时,赋予其主动积极的调查权,而债券发行人应当对受托人的调查行为予以配合。当债券受托人充分履行自己职能的时候,债券受托人可以主张就债券持有人的损失免责。但是,鉴于债券持有人与股东身份的不同,公司的深度核查一般属于股东权。股东作为公司的剩余价值分配者,对公司具有全面核实信息的权利。而公司的受托人仅仅是为了保证公司能够正常的偿付,因此也应当赋予一定的核查权,但是应当将其范围控制在仅与公司的偿付能力相关的领域里。

归而言之,为适时有效地保障债权人的利益,本文建议采取日本立法模式,赋予“受托人为了债权人受领清偿或者为保全债权的实现所必要的一切裁判内外的行为的权限”。同时,为使公司债债权人会议的自治管理不受损害,在实施处分公司债债权人权利、对债权人的权利影响重大的行为时,受托管理人须依公司债债权人会议的决议行使以求慎重。

(三) 通过改变债券受托管理人报酬的获取机制来避免利益冲突

如前所述,对利益冲突问题,各国立法都倾向于对债券受托人处于与债券持有人利益相反地位进行禁止的方法。但要从根本上解决问题,笔者认为,可以尝试改变受托人获取报酬的机制来解决利益冲突的存在。从实践来看,受托人的存在必定需要耗费一定的成本。如果费用由发行人承担,那么受托人将成为发行人的附庸,无法从根本上改变现有的债券发行制度的缺陷。美国学者探讨的解决方案是,要求担任受托人的机构需要购买债券达到一定比例。然而这一举措将极大地增加受托人的成本,也会扭曲市场的供求力量。试想,如果债券持有人的清偿比例意味着受托人获得报酬的比例,便可以改变受托人的激励机制。债券发行人向债券受托人发放报酬这一点无须改变,因为如果由债券持有人来委派,将不合理地增加债券持有人的成本。因此,解决的方案是,如果当债券发生违约的时候,债券受托人需要将自己收取的报酬返还给债券持有人,就可以解决债券受托人与债券持有人的利益冲突。返还的范围不仅包括履行受托人职责的收费,在受托人同时又是

发行人的承销商时,还应当将承销利润返还给持有人。如果债券受托人在债券违约的情况下,可以举证证明自己已经采取一切必要的手段对债券发行人的资信状况进行调查和核实,并及时地督促债券发行人补充担保或召开债券持有人大会,那么可以豁免一定的返还责任。这种机制的安排将使得证券市场更有效。因为当债务发生违约的时候,债券受托人将与债券持有人成为利益的统一体,债券受托人的报酬取得与债券持有人的偿付水平具有正相关性。因此,不仅是在债务违约的情况下,即使是在债券正常还本付息的情况下,债券受托人也将严密地关注债券发行人的经营状况和偿付能力。

(四) 注重公司债券受托管理人的损害赔偿 responsibility

与行政责任相比,对债券受托管理人更有威慑力的应该是损害赔偿 responsibility。因此,立法上要明确债券受托管理人对债券持有人所要承担的两类损害赔偿 responsibility。

1. 有关违反法令等的责任。它是指公司债受托管理人实施了违反公司法或公司债债权人会议决议的行为而需要承担的损害赔偿 responsibility。这些行为包括上述的违反公平诚实义务以及善管注意义务的行为。这是对公司债券受托管理人违反一般义务所做的原则性规定。只要受托人违反相关法令或者公司债债权人会议决议的行为致使公司债债权人遭受损失时,该受托人就要对公司债债权人承担赔偿责任。

2. 基于利益相反行为的责任。它是指债券受托人实施了违反公平诚实义务行为时的特别损害赔偿 responsibility,也可看作是利益冲突时的赔偿责任。对于该损害赔偿 responsibility,可以采取推定过错归责原则,实行举证责任倒置方法,或者受托人能够证明一定事项时免除其责任的规制方法。^[34]

[34] [日]前田庸:《公司法入门》,王作全译,北京大学出版社2012年版,第503页。