

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

作者：邓晓明 | 彭游林

上篇文章中，我们对公司债券主承销商与受托管理人进行了区分，明确两者是在制度定位、法律基础、履职内容等各方面完全不同的债券市场中介机构。此后，我们将就受托管理人的具体职责与法律责任进行系统分析。

总体而言，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，本系列后续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。

一、公司债券受托管理人责任规范体系

在《证券法》第九十二条明确其法律定位基础上，我国公司债券受托管理人的履职规则主要体现在中国证监会《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、六十三条，以及中国证券业协会和沪深交易所对应自律规范中。

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权人，取得担保的权利证明等。

其中，中国证券业协会《公司债券受托管理人执业行为准则》（“《**执业行为准则**》”）第十一至二十九条对债券受托管理人日常监测、督促发行人履约及信息披露、风险应对与违约处置等各方面职责进行了规定，是该领域最重要、最具系统化和操作性的行业规范。同时协会配套发布了《公开发行公司债券受托管理协议必备条款》，将一些具体要求以受托管理协议约定的形式落实下来。

此后，2017年3月17日证券业协会发布的《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**》”）针对债券“潜在违约”与“实质违约”两种情况，对受托管理人的应对与处置工作提出了具体要求。同日，沪深交易所各自发布《公司债券存续期信用风险管理指引（试行）》（“《**信用风险管理指引**》”），根据债券信用风险大小将其分为“正常类、关注类、风险类及违约类”四类，对受托管理人提出了不同的风险监测与处理要求。

以上规则，构成我国公司债券受托管理人履职的主要依据。

最后，根据《发行与交易管理办法》第六十条以及《执业行为准则》第十条，“非公开发行债券”的受托管理工作本应由当事人自行约定，至多是“参照公开发行公司债券受托管理人的职责执行”。这也符合私募债券高风险高收益、相关投资者都是专业机构的特点。但是，2017年3月的证券业协会《违约风险指引》没有区分公开与非公开发行债券，交易所《信用风险管理指引》更明确涵盖非公开发行债券（含中小企业私募债），导致在履职要求上两者实践区别很小。这一做法没有体现非公开发行债券的制度特点，给受托管理人增加较大负担，保护的却是高风险偏好的合格投资者，其必要性与合理性值得行业再充分讨论。

二、潜在违约与风险预警职责

根据有关监管规则，当发行人出现流动性困难等信用风险，存在影响债券还本付息的可能时，受托管理人的工作职责就从常规、定期的关注与报告，升级为以信用风险披露与应对为核心的一系列具体行为。有关义务主要规定于《处置违约风险指引》与《信用风险管理指引》，在我国的金融审判语境下，实际构成受托管理人的法定义务。

通过对相关法律法规的梳理，有关受托管理人信用风险监测以及处置潜在违约的主要义务如下：

序号	义务内容	规范依据
1.	风险预警： 受托管理人应当在履职过程中， 发现影响还本付息的风险事项，及时督促发行人或其他相关机构披露相关信息，进行风险预警。	《信用风险管理指引》第九条第一款第（三）项
2.	信用风险划分及排查： 受托管理人应当根据初步划分的债券风险分类情况，组织对债券信用风险状况及程度进行排查， 将发行人的偿债能力或增信措施的有效性严重恶化、按期还本付息存在重大不确定性且预计将发生违约的债券划分为“风险类债券”。 对风险类债券的风险排查应当以现场方式进行， 并可视情况对发行人的控股股东、实际控制人、供应商、客户、债权人、相关专业机构等进行延伸排查，不得仅以打电话、发邮件或通用问题列表问询发行人等形式开展风险排查。受托管理人相关负	《信用风险管理指引》第二十条、第二十三条、第二十九条 《上海证券交易所关于进一步 加强债券存续期信用风险管理 工作有关事项的通知》第四条

序号	义务内容	规范依据
	<p>责人应当至少参加风险类债券的首次现场排查和每次还本付息日前的现场排查。</p> <p>对风险类及违约可能性较大、需要重点关注的部分关注类债券，受托管理人还应当详细排查以下内容：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 发行人的整体负债篮子及债务结构，包括各类债务的规模、期限、成本、增信措施、是否逾期，对外担保等或有负债情况，是否存在民间借贷等表外债务，是否存在潜在债务纠纷或诉讼，债券或债务工具申报发行和存续情况等； ■ 发行人的资产质量和变现能力，包括主要资产（含所持重要子公司股权）受限及对应债务情况、变现难易程度和实际可变现价值等； ■ 发行人的现金流稳定性和持续性，包括经营性现金流状况、相关往来款情况、可实现的银行授信额度等外部融资渠道和能力等； ■ 发行人公司治理结构和实际控制人，包括公司实际决策、运营人员相关情况，控股股东或实际控制人控制的其他企业或资产、偿债意愿和诚信水平等。 	
3.	<p>及时启动应急处置工作：</p> <p>公司债券存续期内，发行人发生潜在违约或实质违约情形的，受托管理人应当及时启动应急处置工作并制定相应的受托管理人应急处置预案，并按此开展工作，并根据实际情况适当调整，及时掌握发行人风险状况，并督促发行人和增信主体（如有）按照相关规定和约定履行信息披露义务。</p>	<p>《处置违约风险指引》第十条、第十二条</p>
4.	<p>协调、督促发行人、中介机构、增信主体采取有效措施化解信用风险：</p> <p>受托管理人开展风险处置工作，有权要求发行人配合并提供必要的便利条件，协调、督促发行人、增信机构等采取有效措施化解信用风险或处置违约事件。为公司债券发行提供服务的资信评级机构、会计师事务所、资产评估机构（如有）、律师事务所等中介机构与增信主体（如有）应当配合受托管理人履行受托管理职责。</p> <p>受托管理人应当督促发行人、增信机构制定切实可行的债券信用风险化解和处置预案，避免预案存在相互冲突或责任推诿等情形。</p> <p>在债券信用风险化解和处置预案制定及实施过程中，发行人、增信机构及受托管理人应当加强沟通，密切协作，充分征求各利益相关方的意见，并根据利益相关方的意见以及风险化解或</p>	<p>《处置违约风险指引》第八条 《信用风险管理指引》第九条第一款第（五）项和第四十一条第二款、第三款</p>

序号	义务内容	规范依据
	<p>处置工作的进展情况及时调整和完善预案。</p>	
5.	<p>及时披露不配合风险处置工作的情况：</p> <p>在公司债券存续期内，发行人提供材料不真实、不准确、不完整的，或者拒绝配合受托管理工作的，且经受托管理人提醒后仍拒绝补充、纠正，导致受托管理人无法履行受托管理职责，受托管理人可以披露临时受托管理事务报告。</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、中国证券业协会报告，并按规定及约定履行信息披露义务。</p>	<p>《执业行为准则》第十八条第二款</p> <p>《处置违约风险指引》第八条</p>
6.	<p>向债券持有人公告临时受托管理事务报告：</p> <p>在公司债券存续期内，出现以下情形之一的，受托管理人在知道或应当知道该等情形之日起五个工作日内向市场公告临时受托管理事务报告：</p> <p>（一）受托管理人在履行受托管理职责时发生利益冲突；</p> <p>（二）发行人未按照相关规定与募集说明书的约定使用募集资金；</p> <p>（三）内外部增信机制、偿债保障措施发生重大变化；</p> <p>（四）发行人违反募集说明书承诺且对债券持有人权益有重大影响；</p> <p>（五）发现发行人及其关联方交易其发行的公司债券；</p> <p>（六）本准则第十二条规定的情形。</p> <p>受托管理人应当按照规定或约定，及时就债券信用风险管理过程中发现的重大事项披露临时受托管理事务报告，重点说明相关重大事项及其对投资者权益的具体影响，以及已采取、拟采取的投资者保护措施。</p> <p>受托管理人在债券风险排查中发现发行人预计或确定不能在还本付息日前落实全部偿债资金，或发生《上海证券交易所公司债券上市规则》第 3.3.1 条、《上海证券交易所非公开发行公司债券业务管理暂行办法》第 4.9 条或本所其他业务规则规定的可能影响发行人偿债能力或债券价格的重大事项的情形，应当督促发行人及时披露相关信息。发行人未及时披露的，受托管理人应当在临时受托管理事务报告中予以说明。</p> <p>在违约风险化解和处置过程中，受托管理人应当及时披露召开债券持有人会议等履行职责的情况，督促发行人及时披露前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</p>	<p>《执业行为准则》第十八条第一款</p> <p>《信用风险管理指引》第三十三条、第三十五条第二款、第四十六条第二款</p>

序号	义务内容	规范依据
	采取临时受托管理事务报告等方式及时予以披露。	
7.	<p>向监管部门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）完成风险类债券的首次现场排查和每次还本付息日前的现场排查并正式确定为风险类债券 5 个交易日内，报告债券的风险状况、形成原因、影响、已采取的措施及其效果、后续工作计划和拟采取的措施；</p> <p>（二）债券违约前，及时报告债券即将违约情况、形成原因、影响、已采取的措施及其效果、后续工作计划和拟采取的措施；</p> <p>（三）对风险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>（四）对风险类债券的风险化解和处置工作完成后，及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；</p> <p>（五）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。</p>	《信用风险管理指引》第五十一条
8.	<p>要求追加担保：</p> <p>预计发行人不能偿还债务时，受托管理人要求发行人追加担保，督促发行人履行受托协议或公司债券募集说明书约定的投资者权益保护机制与其他偿债保障措施。受托管理人预计发行人不能偿还债务时，在采取上述措施的同时告知债券交易场所和证券登记结算机构。</p> <p>发行人提供追加担保的，受托管理人应当督促并协助发行人及时签订担保合同、担保函，办理担保物抵/质押登记工作。受托管理人应当对保证人和担保物的状况进行了解和调查，并督促、提醒担保物保管人妥善保管担保物，避免担保物价值降低、毁损或灭失。</p> <p>完成追加担保工作后，受托管理人和发行人应当向债券持有人披露担保合同和担保函的主要内容以及保证人的基本情况、担保物的基本情况和登记情况等内容，并提示保证人代偿、担保物变现环节可能存在的风险。</p> <p>注：《执业行为准则》第二十二条还规定：“应当在受托协议中约定相关费用的承担方式及财产保全担保的提供方式。”</p>	<p>《发行与交易管理办法》第五十九条</p> <p>《执业行为准则》第二十二条</p> <p>《处置违约风险指引》第十四条、第十五条</p>

序号	义务内容	规范依据
9.	采取财产保全措施: 预计发行人不能偿还债务时,受托管理人可以作为债权人代表依法申请法定机关采取财产保全措施。	《发行与交易管理办法》第五十九条 《执业行为准则》第二十二条 《处置违约风险指引》第十六条
10.	勤勉处理谈判或者诉讼事务: 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。	《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
11.	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。	《信用风险管理指引》第四十八条
12.	报告风险事件处置情况: 风险事件得到妥善处置,发行人未发生实质违约的,受托管理人应当在应急处置工作结束后,按照规定和约定进行信息披露,并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》第十八条

三、受托管理人潜在违约与风险预警的合理履职边界

由于相关监管规则制定的主体、思路与实施时间都不尽相同,目前存在监管制度概念体系不统一、受托管理人责任触发条件模糊、责任体系不协调的问题。特别是《信用风险管理指引》提出的“风险预警”与《处置违约风险指引》规定的“潜在违约”概念定义不明确,且两制度间缺乏协调,给受托管理人的履职带来困难,有待行业充分讨论与司法实践予以澄清。

(一) “风险预警”与“潜在违约”的触发条件和典型情况

一方面,根据《信用风险管理指引》,受托管理人从对发行人信用状况进行日常关注到对重大事项与潜在违约风险予以特别关注并临时报告、组织应对的标志性工作即“风险预警”。该指引第九条要求受托管理人在履职过程中“**发现影响还本付息的风险事项**,及时督促发行人或其他相关机构披露相关信息,进行风险预警。”就何为“影响还本付息的风险事项”,可参考该指引第二十二条第一款第(一)至(十五)项中列举情形,并考虑风险程度类似的“可能对债券还本付息产生重要影响的其他情形”。

另一方面,根据《处置违约风险指引》的要求,受托管理人进行风险划分及排查过程中,若发现发行人存在“潜在违约”情形的,应当及时启动应急处置工作。因此与“风险预警”类似,自“潜在违约”应急处置工作开始,受托管理人的履职进行下一维度。《处置违约风险指引》将“潜在违约”定义为“**发行人偿还公司债券本息存在重大不确定性**”,但就如何界定“重大不确定性”,该指引并未明确。就此,公司债券的核心是发行人根据《募集说明书》的约定还本付息。“潜在违约”与“风险预警”虽为不同制度下的两个概念,但二者落脚点相似,均关注发行人的还本付息能力。因此,在缺少明确规定的

情况下，“潜在违约”同样可参考《信用风险管理指引》第二十二第一款第（一）至（十五）项中列举情况，并对“可能对债券还本付息产生重要影响的其他情形”予以关注。

因此，虽然《信用风险管理指引》与《处置违约风险指引》从不同角度对受托管理人的履职提出要求，但是两者应当可以在“影响发行人偿债能力的重要事件”方面达成共识。通过以上方式将两个制度相协调，对受托管理人明确履职标准、妥善履职具有重要意义。

（二）受托管理人应以“临时报告”形式落实风险预警与提示工作

“潜在违约”阶段受托管理人的重要职责是将有关风险事项报告债券持有人，以便后者做出投资决策或更好地行使债券持有人会议等权利。就传递有关信息的渠道与方式，部分《募集说明书》会混用“报告”、“通知”、“公告”等表述，实践中一些受托管理人的具体工作人员或销售部门也会向联络较多的客户通过邮件、电话、微信等方式进行点对点的沟通。

但是，应当明确无论根据有关监管规则还是证券业协会受托管理协议“必备条款”，受托管理人与债券持有人间的“标准”沟通方式只有定期报告与临时报告，其他个性化、点对点的沟通方式并不是受托管理人的义务。其原因非常简单，债券在实质违约前可以通过交易所系统自由买卖，无论是公募还是私募债券，其债券持有人都是不断变化的。因此客观上受托管理人无法掌握每一个债券持有人的个性化沟通方式。而且，债券作为一种标准化证券，“公平对待持有人”是其基本原则。如果要求受托管理人点对点“通知”，理论上就会出现持有人获得“重要信息”的时间差，可能构成证券市场“内幕交易”行为（虽然有关问题在我国债券业务实践中还未引起注意）。因此在制度层面，受托管理人不必甚至不应就影响发行人偿债能力的重要事项与债券持有人个别沟通。

在此基础上，结合风险预警的临时与紧迫性要求，显然受托管理人应当参照《执业行为准则》第十八条规定，以向债券持有人公告临时受托管理事务报告的方式落实风险预警工作。最后，需注意有关报告工作与前述梳理表格第7项“向监管部门提交债券信用风险管理临时报告”不同，两者不可相互替代。

（三）“要求追加担保”是受托管理人的行为义务而非结果义务

《发行与交易管理办法》、《执业行为准则》以及《处置违约风险指引》均规定预计发行人不能偿还债务时，受托管理人要求发行人追加担保，督促发行人履行受托协议或公司债券募集说明书约定的投资者权益保护机制与其他偿债保障措施。但是，实践中发行人很少就上述“追加担保”事宜在募集说明书或受托管理协议中与受托管理人进行明确约定，特别是不会承诺具体的担保物或担保人。因此，有关“追加担保”的监管要求实际上缺乏债券合同约定支持，不能构成发行人必须履行的合同义务。其结果是虽然受托管理人在预计发行人不能偿还债务时负有要求发行人追加担保的义务，但是除非发行人事先明确承诺在何种条件下，以何种方式、哪些具体财产提供担保，否则受托管理人无法强制发行人实际追加担保物。

换言之，监管规则中“要求追加担保”是受托管理人的行为义务而非结果义务，受托管理人不因发行人没有实际追加担保而承担责任。

（四）受托管理人申请财产保全措施以具有法律与现实可能性为前提

根据《民事诉讼法》第一百零三条第一款²的规定，申请财产保全的前提是存在诉讼或仲裁案件。

² 《民事诉讼法》第一百零三条第一款：“人民法院对于可能因当事人一方的行为或者其他原因，使判决难以执行或者造成

www.hankunlaw.com

《发行与交易管理办法》、《执业行为准则》以及《处置违约风险指引》均规定预计发行人不能偿还债务时，受托管理人可以作为债权人代表依法申请法定机关采取财产保全措施。

但是，法律法规并未赋予受托管理人越过诉讼或仲裁程序直接向有权机关申请财产保全的特殊权利。同时，潜在违约阶段可能涉诉的情形通常只有债券发生预期违约或加速到期：前者的法律实践门槛很高，后者需要债券募集说明书明确约定支持。此外，根据《民事诉讼法》第一百零八条³的规定，财产保全错误应当赔偿被保全人因保全所遭受的损失。而且诉讼、仲裁与财产保全程序都会发生司法与律师费成本。因此，申请财产保全措施并非债券面临违约风险时的“规定动作”，受托管理人需要综合发行人实际情况与募集说明书约定进行专业判断。在评价受托管理人履职时，也应充分考虑有关问题的复杂性与对受托管理人自由裁量权的尊重。

（五）受托管理人履职过程中遇到发行人不配合等困难的，有义务向持有人与监管机构报告

实践中，因缺乏对发行人、其他中介机构和/或增信主体强有力的约束手段或激励措施，受托管理人常陷入履职困境。理论上，因有关主体拒绝配合受托管理工作而引发的法律责任不应归咎于受托管理人。但是，鉴于受托管理人负有为持有人利益服务的法定与约定义务，其在遇到困难时不能“知难而退”，需要采取相应措施后才能免责。

最重要的是，相关监管规则明确要求公司债券存续期内，相关主体拒绝配合受托管理工作，且经受托管理人提醒后仍拒绝补充、纠正，导致受托管理人无法履行受托管理职责的，受托管理人应披露临时受托管理事务报告，以及向交易场所、受托管理人所在地证监局、发行人所在地证监局、中国证券业协会报告。有关“报告”工作不仅是受托管理人证明自己确实受到外部环境限制、履职遇到困难客观证据，也是可能借助监管力量督促相关主体配合受托管理工作，切实改善债券持有人潜在风险的措施。因此，在有监管规则明确要求的条件下，履行报告义务是受托管理人主张相关当事人不配合受托管理工作抗辩的基础与前提。

四、小结

本篇中，我们对受托管理人知道或应当知道发行人存在重大事项与潜在违约风险时，予以特别关注并向债券持有人临时报告、开展应对措施的职责进行了梳理。总体而言，此时债券尚未违约，监管规则明确列举的多数事项也远未达到合同法上的“预期违约”或提前解除标准。因此，即使监管规则存在受托管理人要求发行人追加担保、进行财产保全等内容，有关要求也不具有法律强制约束力。同时，债券风险处置是非常复杂的商业与专业工作，没有“一招鲜”的处置手段或规定动作，实践中也鲜有仅靠受托管理人的履职根本影响债券风险发展方向的情况。因此，“潜在违约”阶段受托管理人的工作重点仍是“风险预警”，帮助债券持有人掌握有关重要信息，及时做出投资决策。

当事人其他损害的案件，根据对方当事人的申请，可以裁定对其财产进行保全、责令其作出一定行为或者禁止其作出一定行为；当事人没有提出申请的，人民法院在必要时也可以裁定采取保全措施。”

³ 《民事诉讼法》第一百零八条：“申请有错误的，申请人应当赔偿被申请人因保全所遭受的损失。”

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