

公司债券受托管理的信托法构造

刘迎霜*

内容摘要:对公司债券受托管理制度的法律基础究竟是信托法律关系还是委托法律关系,立法并没有明确,理论界也存在争论。公司债券合同的不完备性、债权投资的委托代理成本、公司债券持有人的集体行动困境决定了需要一个常设机构来监督债券发行人,管理债券事务,而信托法律关系因受托人广泛的自由裁量功能,具有稳定性和连续性、受益人享有监督受托人的权利等特点而明显更适合公司债券受托管理制度,且比较法上也是更倾向于以信托法律关系来构建公司债券受托管理制度。公司债券之债权及其附随权利是公司债券信托的信托财产,债券持有人是公司债券信托的委托人和受益人。以信托法律关系构建我国的公司债券受托管理制度需要《信托法》、《公司法》、《证券法》等法律修改提供制度支持。

关键词:受托管理 信托财产 信托法律关系 债券持有人

DOI:10.13415/j.cnki.fxpl.2020.03.008

我国蹒跚而行的债券市场从2003年的《证券公司债券管理暂行办法》中的“债券代理人”、到2007年的《公司债券发行试点办法》中的“债券受托管理人”、2015年的《公司债券发行与交易管理办法》和2019年修订的《证券法》的“债券受托管理人”,建立了为保护债券持有人权益的公司债券受托管理制度。然而实践上公司债券受托管理制度并没有达到保护债券持有人权益的目的,有时甚至走到制度目的的反面。^①这一方面是债券市场复杂、利益多元化的原因,但是,最重要的原因是我们对这项债券市场投资者保护最重要的制度的法理研究和制度建设不够。法理不明,债券发行人、受托管理人、债券持有人之间的法律关系和权利义务责任不能很清楚地界定。

无论是我国公司债券受托管理制度的雏形《证券公司债券管理暂行办法》还是《公司债券发行试点办法》、《公司债券发行与交易管理办法》都没有对公司债券受托管理是委托管理法律关系还是信托法律关系、受托管理人是委托代理人还是信托受托人进行明确定位。《证券公司债券管理暂行办法》中将受托管理人称为“债券代理人”,望文生义,是否更倾向于“委托代理法律关系”?法学理论研究中,我国大部分学者接受美国的《1939年信托契约法》影响,几乎都认为,公司债券受托管理是架构在信托法律关系之上,公司债券受托管理人作为信托受托人,接受信义义务的约束,对受益人(债券持有人)负有谨慎义务和忠实义务。但是也有学者认为,“从现有法律环境出发,除证券投资基金托管为信托关系外,其余托管业务宜界定为受国家干预的委托关系。”^②也即债券受托管理是委托法律关系。委托代理法律关系和信托法律关系是两种不同的法律关系,因此,公司债券受托管理人的究竟是委托代理人还是信托受托人关乎受托管理人的权利义务内涵,关乎其与发行公司和债券持有人之间的权利义务职责划分,如果是委托代理法律关系,那么公司债券受托管理人的责任便被压缩至最低限度的合同责任而非信托责任,在当前债券市场“刚性兑付”的环境下,合同责任与信托责任的区分也许不明显,但是一旦打破“刚性兑付”,债券违约进入司法程序追责时,受托管理人的合同责任与信托责任的区分将对其是否正当履职,是否承担违约赔偿责任的判断休戚相关。因此,市场化的债券

* 华东师范大学法学院教授。

① “15云峰PPN005”的承销商上海浦发银行,既是管理人也是债权人,其利用信息优势和银行债权委员会委员的地位优势,在出现违约风险时率先针对云峰资产采取保全措施,从而侵害了其他投资人的利益。参见蒋莎莎:《债券受托管理人的角色定位与功能发挥》,载《西南金融》2018年第12期。

② 李江鸿、郑宏韬、黄旭:《商业银行托管业务法律问题与法律风险》,载《金融论坛》2012年第5期。

法律制度建设,应明确债券受托管理制度究竟是建立在委托法律关系之上还是信托法律关系之上,明确法理之后,再进行制度设计。

一、公司债券信托管理之法理逻辑

公司债券是发行公司向投资者以发行小额、等额面值证券化债权——债券而形成的债权债务关系。在公司债券这种长期存在的债权债务关系中,发行公司的偿债基础资产、赢利能力、信誉等并不是变动不居的,也难以为公司债券发行时所明确约定和固定,因此公司债券法制首要关注的课题即是从公司债券发行到期满偿还债务为止,其资信和偿债能力的变化,确保债券持有人债权的实现。这也是公司债券受托管理的全部意义所在。要理解公司债券受托管理的法理逻辑,须明确公司债券合同和债券持有人法律地位和特性,分析信托制度与委托代理制度在公司债券持有人保护中的价值优劣,比较考察国外公司债券受托制度。

(一)公司债券之特性

公司债券持有人与发行公司之间是一种合同债权债务关系,并且这种债权债务关系已经证券化了,具“流动性”和“继续性”。^③ 公司债券和公司债券持有人与同为债权人自愿债权人供应商、销售商相比和与同为资金交易债权人的银行相比,具有多种特征,在此不能一一赘述,^④ 仅就与其特殊保护机制的受托管理制度相关的特征进行分析。

1. 债券发行合同的不完备性

债券本质上是发行公司与投资者之间关于让渡资金使用权和支付利息的合同。双方权利义务的分配和利益的实现,似乎可以通过合同机制实现。然而,由于缔约方的有限理性、信息的不完全性以及交易事项的不确定性,现实中合同都是不完备的。公司债券投资者与发行公司之间的债券合同是一份典型的不完备合同。公司债券投资者作为缔约一方并不能“预测到未来一切不确定状态及一切偶尔事件”,也不能“在合同中明确界定不确定状态下双方的权利和义务”。^⑤ 并且,通常由债券承销商代表未来的债券购买人与发行公司协商债券合同,真正的公司债券认购者只是在公司认募书上签字认购而已。而承销商主要是考虑如何帮助发行公司完成募集任务,而不是保障债券持有人的利益,因而承销商很难从公司债持有人利益保护角度出发,参与债券合同的制定和协商。考虑到公司债券合同签订的特殊性,合同机制在公司债券投资者保护中的失灵显而易见。正如美国学者迈克尔指出的,债券承销商绝不能代表公司债券持有人的利益,因为他们是“在利益上不必然与公司债持有人发生冲突,但绝对是漠视后者利益的”谈判群体。^⑥ 因为不完全契约的普遍存在,“管制”、“监管”、“监督”等成为弥补不完全契约缺陷的重要手段。并且公司债券这份长期合同的磋商是没有公司债券投资者参与的发行公司独家策划的游戏,这更需要公司债券受托管理人来监督发行公司,在合同履行过程中保护债券持有人的利益,以求得债权的实现。

2. 债券投资者的委托代理成本

债券投资者与股东一样,都是公司的资金提供者,只是债券投资者投入资金获取的对价是债权,是一种固定要求权,股东投入资金获取的对价是股权,是公司剩余索取权。因此,两者都可以视为公司资本投资者。关于债券投资者与股东在这方面的相似性,西方学者有很多有趣的论述:买股票的投资者与买债券的投资者是基于相同的目标从事同样的活动,即两者都是进行资本投资都希望除本金外获得额外的投资回报。股东并不是所有者,他们是冒险者,除了股东更具有乐观精神外,股东与债券投资者完全一样。^⑦ 对股东而言,由于所有权与经营权的分离,产生了委托代理成本——股东权利和利益被控股股东和管理者剥夺。为此,法律设计了公司股东会、董事会、监事会三会的治理结构和董事信义义务等相关制度来克服此种代理成本。

债券投资由于资产使用权和所有权分离,债券投资者与发行公司、发行公司股东、发行公司管理者之间

^③ 柯芳枝:《公司法论》,中国政法大学出版社2004年版,第352页。

^④ 具体请参见刘迎霜:《论公司债券投资者的权益保护》,载《社会科学研究》2010年第4期。

^⑤ 翁孙哲:《不完全合同的执行机制》,载《重庆工商大学学报》(社会科学版)2006年第6期。

^⑥ Lawrence E. Mitchell, “The Fairness Rights of Corporate Bondholders”, 65 N.Y.U.L.Rev. 1990.

^⑦ B.Manning, A Concise Textbook on Legal Capital, Mineola, NY: Foundation Press, 1981, p. 8.

存在利益冲突,且债券投资者处于信息劣势,比股东面临着更高的委托代理成本,这种代理成本称之为负债代理成本。“经典意义上的股权代理成本表现为管理者不从股东利益最大化角度出发造成的效率损失,而负债代理成本则表现为由于发行公司、股东和管理者的原因给造成债权实现带来的非市场违约风险。”^⑧因此,面对比股权投资者更高的代理成本,必然需要制度设计来克服这种负债代理成本。

3. 公司债券持有人的集体行动困境

公司债券持有人绝大多数是分散的中小投资者,人数众多且分散,由此产生“搭便车”的集体行动困境,中小投资者很难达成约束监督发行公司的一致行动。这种集体行动困境同样给发行公司带来不便,例如在发行公司因经营情况变化需要变更债券发行合同(利率、期限变更),很难与众多而分散的债券持有人一一达成合意。此外,当公司债券发行存在抵押时,也存在因债券持有人众多而分散而导致的困境。首先,抵押物无法按债券持有比例登记于每一个债券持有人名下;其次,公司债券一般都是上市流通交易的,每一次债券的交易换手,都要求变更抵押权人,显然不可能;再次,若发行公司想变更抵押物时,其需要与分散的、众多的、难以联系的债券持有人进行协商,这显然也不可能。要解决这三个问题,只能推选一个常设的机构来代表债券持有人持有抵押物,并妥为管理。因此在公司债券融资中,需要有一个机构代理分散的债券持有人,在债券存续期间持有、管理担保物、监督发行公司履约,维护债券持有人整体的利益,同时,也为债券发行公司提供可以协商变更债券合同事宜的对象。

综上,因为公司债券契约的不完备性,高昂的债权代理成本的存在、分散而众多的债券持有人集体行动困境,要确保公司债券持有人债权的最终实现,需要在债务存续期间,由一个机构来监督发行公司,管理债券事务,维护债券持有人的利益,此即债券受托管理制度的终极目标。

(二) 信托之优势——与委托代理比较

信托原本是基于英美普通法系的衡平法原则而产生的一种财产移转和管理的法律制度设计。美国法律学会的《信托法重述》将信托定义为“信托,除慈善信托、归复信托及推定信托外,是指以明示的意思表示而设定的,发生在当事人之间的一种财产信义关系(fiduciary relationship),在这种关系中,一方享有法律上的财产所有权,并在衡平法上承担另一方的利益管理和处分财产的义务。”^⑨而信托从本质而言,并非法人实体而是“受托人和受益人之间关于信托财产的一种法律关系”。^⑩

大陆法系中的委托代理制度与信托制度具有相似性。委托代理是指以受托人以委托人的名义处理其所受托的事物,代理活动的后果由委托人承担的法律制度。信托中的受托人和委托代理中的受托人(代理人)都是为他人处理事务,都受“受人之托,忠人之事”理念的约束。但是,仔细比较分析,还是会发现信托制度和委托代理制度存在诸多根本区别:其一,法律关系结构不一样。委托代理关系只存在委托人(被代理人)和受托人(代理人)两方法律关系主体,虽然在代理事务履行过程中,存在交易第三人,但是第三人并不是委托代理法律关系的主体。信托法律关系存在委托人、受托人、受益人三方法律关系主体。在委托人、受托人、受益人三方架构的信托法律关系中,创设了信托受益人享有的受益权,受益权的权利主要包括信托财产受领给付的权利(自益权)和诸如信托文件阅览请求权、请求受托人报告信托管理事项状况、撤换受托人、请求受托人承担违背信义义务的民事责任等监督受托人的权利。有学者评价受益权为“超级权利”。^⑪并且受益权还类似于股权,可以转让、质押、可以多层化。委托代理关系中的第三人与代理人只是合同法律关系,对代理人只享有合同请求权,并没有监督代理人的权利。因此,信托中的受益人与委托代理中的第三人存在根本性的不同。其二,受托人权利和义务不同。在信托法律关系中,受托人处在核心地位。在信托存续期间,受托人根据信托之本质享有管理、支配信托财产和处理信托事务的权利。除非法律另有规定或委托人有所保留和限

^⑧ 李园园:《公司债券持有人利益法律保护研究——以负债代理成本为视角》,中国政法大学2007年博士学位(经济法)论文。

^⑨ American Law Institute, Restatement of Trust Law(Second), § 2.

^⑩ David A. Steel, “Business Trusts: Some Key Issues for the Trust and Estate Lawyer”, Second Annual Estates & Trusts Forum, November 24th & 25th, 1999, p.3.

^⑪ 高凌云:《被误读的信托——信托法原论》,复旦大学出版社2010年版,第30页。

制,委托人、受益人不得任意干预受托人的行为。与第三方构建法律关系时,受托人是以自己的名义行事且受托人不负有向交易第三方披露委托人的义务。信托赋予受托人高度自主权的同时,也对其设置一定的约束机制——信义义务,且这种信义义务,是向受益人为之,而不是委托人。这是委托代理关系的一项根本区别。在委托代理关系中,通过委托人与代理人订立代理协议来确定双方的权利和义务。代理人有权利以被代理人的名义与第三人进行民事活动,且该活动所产生的法律后果应由被代理人直接承担。在信托法律关系中,在信义义务的约束下,受托人行使广泛的裁量权来处理信托事务。而委托代理中,代理人只能在被代理人授权的范围内活动,而且受到委托人严格的监督与控制。其三,连续性与稳定性不同。信托具有管理的连续性效力,即信托一经生效不会因委托人及受托人的欠缺与变更而终止,信托契约原则上不得解除,除非信托文件中规定撤销权。这使信托成为一种长期稳定的财产管理制度。但是在委托代理中,被代理人和代理人均可以单方面意思表示解除委托契约的方式来终止代理。且这种解除不以该契约中存在允许由其解除的约定为前提。其四,财产是否转移不同。在信托法律关系中,法律主体的权利和义务共同指向信托财产。受托人对信托财产进行管理,且受到信托目的的约束,必须以受益人的利益行使权利。在信托中,名义上,信托财产属于受托人,实质上,信托财产属于受益人。在信托过程中,受托人依据信托契约取得信托财产的所有权,受益人则享有受益权。在委托代理中,财产所有权始终属于委托人,不发生所有权的转移,被代理人享有财产所有权和财产利益。

从上述分析的信托与委托代理的区别看,公司债券受托管理制度宜确定为信托法律关系。首先,委托代理关系中委托人对代理人权利的限制就与公司债券受托管理制度设立的目的相悖。在委托代理关系中,公司债券受托管理人无法获取更为直接与全面的权利,其作为代理人受代理权限约束。在债券长期的管理中,为了应对发行公司的经营风险和资信变化,受托公司作为专业机构,应拥有广泛的自由裁量权才能更好地维护债券持有人的利益。这点,只有信托法律关系中对受托人享有的广泛自由裁量权之法理可以提供制度支持。其次,在公司债券管理模式中,不管是日本的公司债管理公司还是我国台湾地区的无担保公司债券信托(被学者认为是委托管理,笔者注),公司债管理公司、受托公司都是以自己的名义来实行公司债券的管理,并且一旦公司债券募集完毕,发行公司则不介入公司债券管理中。公司债券持有人针对公司债券受托管理行为,也是要求公司债管理公司或受托人承担法律责任,而不是要求发行公司承担公司债管理的责任。例如,在英国唐德兰德铁矿有限公司(1909)1Ch446判例中,“公司债债权人的补救措施是针对受托人,也就是说公司债债权人(债券持有人)可以起诉受托人,迫使受托人向公司主张救济。这样公司债债权人(债券持有人)通过公司债券受托人直接对发行公司实施强制措施而间接地强制实施其救济措施。”^⑫再次,信托法律关系的稳定性和连续性远胜于委托代理关系,公司债券作为一项长期融资模式,债权债务关系的存续长达几年甚至十几年,对其管理需要一项稳定持续的法律关系与其契合,这点信托法律关系也胜于委托法律关系。

委托代理其实质就是通过代理行为达到构筑被代理人与第三人合同关系的一种制度安排。信托是一种为他人受益的财产管理制度形态。两种制度定位不同,故存在上述诸多区别,信托制度相对于委托代理制度,存在日本学者所言的四宫说功能——“权利人属性的转换”功能、“权利人人数的转换”功能、“财产权受益时间的转换”功能、“财产权性质与状态的转换”功能。^⑬公司债券信托体现了信托的“权利人人数的转换”功能——财产权的归属主体是复数的情形,将其作为单一主体或创设出一个调整者的功能——分散而数量众多的公司债券持有人通过公司债券信托创设一个受托人来调整管理其债券。

(三)公司债券受托管理制度的比较法考察

在美国,信托契约被作为向公众出售公司债券的必要工具,已经有170多年的历史。美国最高法院1873年在审理一起没有规定受托人地位的债券合同纠纷时指出:“债券合同中不对受托人做出明确约定,违反交易习惯。”^⑭当时的公司债券受托管理人主要职责是受托管理担保物,在发行人不能兑付债券时,处理担

^⑫ [英]丹尼斯·吉南:《公司法》,朱羿锟等译,法律出版社2005年版,第376页。

^⑬ [日]新井诚:《信托法》,刘华译,中国政法大学出版社2017年版,第67—69页。

^⑭ Nashville & Decatur R. R. Co. v. Orr, 85 U.S. 471(1873), 转引自 Efrat Lev, Adv. “The Indenture Trustee Does It Really Protect Bondholders?”, 8U. Miami Bus. L. Rev. 1999.

保物兑付债券。到 20 世纪 20 年代,无担保公司债开始出现,信托契约也开始适用于无担保公司债券。^⑤ 同时随着金融市场的复杂化,公司债券信托契约往往赋予受托人为保护公司债券持有人的利益所需要的全部职权,而不仅限于持有、管理处分担保物了。1939 年美国颁布了《信托契约法(Trust Indenture Act of 1939)》(1990 年修订)3.02(a)规定:“债务人没有提供受托人保护和代表投资者利益,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。”此外,美国金融法上将发债募集资金时是否需要信托,作为债券与票据的区别之一。认为没有信托契约的长期借款属于票据。发行票据是无需信托的。美国的公司债券信托制度经历了有担保公司债券信托到有担保公司债券和无担保公司债券均需信托管理,受托人为自然人到受托人为专业的公司的转变。

在欧洲债券发行中,也采用信托制度。在债券发行时,欧洲债券发行人和牵头经理人往往会订立欧洲债券信托契约。受托人的选择通常由牵头经理人、发行人及其律师共同进行。信托契约的内容亦由这些当事方加以确定。欧洲债券发行中,受托人在债券发行的整个过程中充任债券发行人和债券持有人之间的桥梁,按照信托文件的规定维护和行使交易业务中债券持有人的法定权利。^⑥

日本在明治三年(1905 年)颁布《附担保公司债信托法》,创设附担保公司债信托制度。在平成 5 年(1993 年)修正《商法》时,创设公司债管理公司,取代原有公司债信托受托管理人,而在《附担保公司债信托法》中仍维持原有的附担保公司债券受托人制度。2005 年日本制定的《公司法》继承了公司债管理公司的规定。因此,日本法依据公司债券有无担保,分别采用公司债券信托制度和公司债券管理公司制度。发行附担保公司债券时,根据《附担保公司债信托法》要求发行人与受托人缔结信托契约,受托人为公司债券持有人的利益管理监督发行公司;发行无担保公司债券时,依照《公司法》规定,原则上发行公司应为债券持有人委托公司债管理公司管理公司债权。之所以做如此区分,还是因为学理上对公司券债信托的基本原理和法律构造没有理清。一般认为,只有附担保公司债才能采用信托模式受托管理。

我国台湾地区“公司法”在 1966 年修正时,对公司债券持有人的保护,也引进了信托制度。“公司法”对公司债券受托人的资格、职责以及应受证券管理机关审核等内容予以规定。但是“公司法”中对公司债券信托的规定只有 5 条,过于简单。并且,也有学者坚持认为只有附担保公司债券才能采用信托制度,对无担保公司债券发行和存续期间的管理和债券持有人的保护只能实行是委托代理制度。^⑦

比较法上考察,公司债券受托管理制度,既有典型的美国公司债券信托管理制度,也有作为大陆法系典型的日本附担保公司债券信托管理制度和无担保公司债的委托管理制度。我国台湾地区虽然公司债券无论有无担保均一体采用信托受托管理制度,但学者之间普遍认为,附担保公司债的受托管理才是信托法律关系,而无担保公司债的受托管理是委托法律关系。

综上,无论是从公司债券和公司债券持有人之法律特性、信托制度与委托制度的区别来分析,还是从公司债券受托管理人制度的比较法观察都宜将公司债券受托管理定位为信托法律关系而不是委托法律关系。

二、公司债券信托之法律构造

一项信托的成立需要三方当事人:委托人、受托人、受益人,还需要独立可辨析的信托财产。在公司债券信托的法律构造中,要着重明晰公司债券信托中的委托人、受托人、受益人。什么是公司债券信托中明晰可辨的信托财产、公司债券信托各方当事人法律地位及其法律关系在学界还没有存在统一认识。

(一)公司债券信托的信托财产辨析

我国《信托法》第 7 条第 1 款规定:“设立信托,必须有确定的信托财产。”信托当事人是以一定的财产利益为目的建立的信托关系。没有财产就无从建立信托关系。信托财产是信托设立的前提条件,是信托赖以存在的物质基础。公司债券受托管理,如采信托法律关系论,那么信托财产究竟是什么,这是一个理论难点。

^⑤ Martin D.Sklar, “The Corporate Indenture Trustee: Genuine Fiduciary of Mere Stakeholder?” The Banking L.J., 1989.

^⑥ 沈达明、冯大同编:《国际金融通的法律与实务》,对外贸易教育出版社 1985 年版,第 125 页。

^⑦ 王惠光:《公司债债权人之受托人的地位与权限》,载《证券市场》1992 年第 13 期。

因为信托财产的问题,导致了日本和我国台湾地区学者就无担保公司债受托管理合同是委任契约还是信托契约的争论。日本的附担保公司债券,由《附担保公司债信托法》规范,明确附担保公司债发行时应该依该法,采用信托制度。而无担保公司债由《公司法》第四编第二章“公司债管理人”规范。对于发行公司与公司债券管理公司和信托公司之间的公司债券管理的契约,有学者认为,应就公司债券受托契约因发行公司所发行的公司债券为担保公司债还是无担保公司债券而区分受托契约性质。当发行公司发行无担保公司债券时,公司债券管理公司是基于委任契约,接受发行公司的委任,为公司债券持有人利益而管理公司债券监督发行公司,而附担保公司债券的公司债券受托人与发行公司缔结信托契约,基于信托关系,为公司债券持有人的利益,执行公司债券监督、管理职责。^⑬

“日本于平成5年修法,之所以就公司债受托人制度变革修法,于《商法》中创设“公司债管理公司”,取代原有的公司债受托人,而在《附担保公司债信托法》中,仍维持原有的公司债债权人之受托制度,究其原因在于无担保公司债的公司债管理公司(旧商法中称公司债受托人)和附担保公司债的公司债券受托人,两者与发行公司和公司债券持有人之间的法律关系并不相同。”^⑭也就是说学者认为:日本《公司法》上的公司债管理公司和《附担保公司债信托法》上公司债受托人的法律性质并不相同,公司债管理公司是基于与发行公司间的委任契约,为第三人——公司债债权人的利益而管理监督公司债。无担保公司债券受托契约本质上是委任契约。^⑮

我国台湾地区“公司法”虽然没有区分附担保公司债券和无担保公司债券,两者均采用公司债券信托模式。台湾地区多数学者倾向认为公司债券受托契约是信托契约。^⑯但台湾也有学者认为,“发行公司发行附担保公司债时,应将为发行公司债所设定的担保物权,由公司债受托人为公司债债权人取得,发行公司与公司债受托人接受担保物权,有超越转移行为的特定目的,故以信托契约关系处理,并无不合;唯在发行公司发行无担保公司债时,由于当事人间并无财产转移情事发生,实不宜视之以信托契约。”^⑰也就是说学者认为,发行公司发行无担保公司债时,由于当事人间并无财产移转的发生,不应该将发行公司与受托公司之间的受托契约的法律性质看作信托契约。

然而对于无担保公司债券受托契约的法律性质又为何呢?台湾学者认为,公司债券受托契约系由发行公司委任公司债受托人处理有关公司债受托人事务的契约,而该受托人的任务乃系为公司债债权人查核及监督发行公司履行公司债发行事项,及召集公司债债权人会议并执行其决议等,其性质应属于民法委任契约。^⑱当然,该契约也是发行公司为公司债债权人利益而与公司债受托人所缔结,同时属于第三人利益契约。^⑲总之,在发行无担保公司债时,由于发行公司和受托公司之间并没有财产的移转,也就是说没有信托财产,不存在构建信托法律关系的客体,所以,他们之间的受托契约不是信托契约,而是民法中的委任契约。

^⑬ 林国全:《日本之公司债受托人制度》,载《证券市场发展季刊》1991年第1期。

^⑭ 廖大颖:《公司债法理之研究——论公司债制度之基础思维与调整》,正典出版文化有限公司2003年版,第168—169页。

^⑮ 参见[日]鸿常夫:《社债法》,有斐阁,1985年初版,第201—202页;廖大颖:《公司债法理之研究——论公司债制度之基础思维与调整》,正典出版文化有限公司2003年版,第172页。

^⑯ 参见王惠光:《公司债债权人之受托人的地位与权限》,载《证券市场发展》1991年1月,第13期。柯芳枝:《公司法论》,三民书局1997年版,第437页;梁宇贤:《公司法论》,三民书局1993年版,第446页;赖源河:《实用商事法精义》,五南图书1997年版,第164页;王泰铨:《公司法新论》,三民书局1998年版,第296页。

^⑰ 陈丽玲:《从国际债券发行技巧检讨我国公司债制度,并建议立法修正》,国立台湾大学法研所1995年硕士论文。

^⑱ 我国台湾地区“民法”第528条规定:“称委任者,当事人约定,一方委托他方处理事务,他方允为处理之契约。”其相当于我国大陆地区的委托合同。

^⑲ 参见谢胜隆:《公司债受托人法律地位之研究》,国立中兴大学法律研究所1989年硕士论文;陈丽玲:《从国际债券发行技巧检讨我国公司债制度,并建议立法修正》,国立台湾大学法研所1995年硕士论文。所谓第三人利益契约,我国台湾地区“民法”第269条规定:“以契约订定向第三人给付者,要约人得请求债务人向第三人给付,其第三人对于债务人,亦有直接请求给付之权。第三人对于前项契约,未表示享受其利益之意思前,当事人得变更其契约或撤销之。第三人对于当事人之一方表示不欲享受其契约之利益者,视为自始未取得其权利。”

对无担保公司债管理制度,台湾学者称为“公司债债权人之受托人制度”,并不认可其信托法律关系性质。^⑤

而对在美国法中,不论公司债有无担保,皆将公司债受托契约称为信托契约。对此有台湾学者的见解是:美国作为普通法国家,各种法律间对名词、术语运用的一贯性远不如大陆法系国家注重,因此在信托条款中将“信托契约”之词运用到那些不包含财产移转而原本不具信托本质的契约中,在美国亦非特例。也就是说美国的“信托契约”一词所涵盖的意义较为广泛,用委任契约或代理行为称之较适宜的行为,与真正符合信托要件的狭义信托行为,均称之为信托行为,美国的公司债信托就是非“狭义信托行为”。所以,其就发行无担保公司债的受托契约,亦以信托契约称之。但对于注重法律用语的一致性的大陆法系国家,不应该将某些不具信托性质的公司债受托契约解释为信托契约。^⑥

关于无担保公司债中发行公司与受托人之间的契约性质是委任契约还是信托契约的争论,坚持是委任契约的学者,其实质隐含的观点是:发行公司与公司债受托人间转让的担保物权就是信托财产,因此发行公司与受托公司之间的受托契约是信托契约。但是在发行无担保公司债时,由于发行公司和受托公司之间并没有财产的移转,也就是说没有信托财产,不存在构建信托法律关系的客体。

我国《公司债券发行与交易管理办法》第50条第(七)规定:“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。”由此观之,似乎我国监管者立法者也秉承了日本和台湾地区学者的观点,无担保公司债的受托管理是委托代理合同关系。

然,正与笔者第一部分的分析,信托法律关系更契合调整公司债券受托管理关系,并且同为受托管理,受托人的权利职责也相同,一则视为委托代理关系,一则视为信托法律关系,也难以保证规范的一体适用。

笔者认为,日本在平成5年,《商法》修订时之所以将“公司债受托人”改称为“公司债管理公司”,是基于立法承继和沿革,而没有通盘考虑法律规范调整的统一。日本在《商法》修订时将“公司债受托人”改称为“公司债管理公司”一个非常重要的原因就是修法前的公司债券受托人的主要职责是公司债的发行募集,因此,在平成5年修法时,着眼于保护公司债债权人,创设了公司债管理公司,废弃其承销募集职权,专为公司债债权人的利益而管理其公司债。立法由于废弃了公司债管理公司的承销募集之职权,而着重于对公司债的管理,所以将其名称也由“公司债受托人”改为“公司债管理公司”。但是,比较于附担保公司债的受托人,可以发现其职责、权限、义务除了对担保物权的管理执行之外,其他都大同小异。例如,日本《公司法》的“公司债管理公司”一节和日本《附担保公司债信托法》都明文规定了公司债管理公司和公司债受托人的忠实义务和善良管理人义务。又如日本《附担保公司债信托法》第69条规定:“受托公司关于公司债之管理,除本法另有规定外,与公司债管理公司负有相同之权限与义务。”因此,立法上称谓的不同并不能说明两者的法律性质不同。法律主体的法律性质,应从对其权利义务质的规定性来辨析。从无担保公司债管理公司和附担保公司债信托公司两者的权利义务责任和他们分别与发行公司、公司债券持有人之间的实质利益关系和法律关系来理解,就可以明确得知公司债管理公司与发行公司之间的受托契约是信托契约。不能因为不能正确理解认识公司债券信托中的“信托财产”,就将本质相同的法律关系区分为信托法律关系和委托代理法律关系。

此外,将附担保公司债受托管理中的担保物权视为信托财产,还存在这个疑难点:担保物权是从权利。这种信托模式实际上是债权与担保物权的分离,也就是债券持有人把其所享有的担保物权转移给信托受托人。这对大陆法系传统的民法体系来说,也是一个挑战。从民法理论来说,担保物权具有从属性与不可分性,债权人不得将担保物权让与他人而保留债权,也不得将债权让与他人而保留担保物权。^⑦因此,日本和我国台湾地区学者将附担保公司债券信托中的担保物权视为信托财产,还是在我们大陆法系民法理论中存在法理障碍,这也表明了我们必须重思附担保公司债信托中的“信托财产”。

信托财产是指作为信托关系之标的归受托人占有并由其为受益人利益而管理或处理的财产。世界各国的信托法,均未对这种财产的种类作整体意义上的限制性规定。由此可以认为,任何财产,不论它存在形式

^⑤ 廖大颖:《公司债法理之研究——论公司债制度之基础思维与调整》,正典出版文化有限公司2003年7月版,第104页。

^⑥ 王惠光:《公司债债权人之受托人的地位与权限》,载《证券市场发展》1992年第13期。

^⑦ 杨林枫、张学银、易晓斌、段文鹏著:《信托产品概述》,中国财政经济出版社2008年版,第222页。

如何,原则上均可以成为信托财产。从我国《信托法》来看,法律和行政法规没有禁止和限制流通的任何财产都可以成为信托财产。^②《美国信托法重述》也认为任何财产都可以成为信托财产。^③如果要给信托财产的范围作出概念描述,笔者认为:信托财产是一种具有可以换算成金钱价值的权利。信托财产应当是可以用金钱计算的财产或财产权。信托财产既可以是财产,也可以是财产权。^④只是,无论是财产还是财产权利,都必须能用金钱计算其价值,否则,其价值就难以评估,管理和处分也无所依从。因此信托财产不一定是看得见摸的着的物权——动产或不动产。例如在股东表决权信托中,表决权信托的载体就是股份的法定所有权,也即在表决权信托法律关系中信托财产是股权。又例如在知识产权证券化中的信托中,其信托财产就是知识产权。据此,公司债券受托管理中,公司债券持有人的债权完全可以作为信托财产,也即是公司债信托法律关系中的客体。公司债券信托是权利信托的一种,权利信托也称为财产权信托,是以财产权为信托财产所设立的信托关系。在权利信托产品中,财产权的特性为:财产权必须是可以用货币进行衡量的;委托人必须具有财产权的处分权;权利必须真实存在且特定化。^⑤毫无疑问,公司债债权是符合这三个特性的。

笔者提出公司债信托中,信托财产应是公司债之债权及其附随权利。或许会有学者提出公司债债权作为信托财产是否违背了信托财产的确定性原则的疑问。我国《信托法》第7条规定,设立信托必须有确定的信托财产。所谓“信托财产存在的确定性”,是指在信托设立时,委托人用于设立信托的财产是实际存在的,尚未存在或已经不存在的财产,不得作为信托财产。“尚未存在的财产”是设立信托时必须要求存在?还是信托设立时可以要求不存在,只要信托存续期间可以确定存在就可以?由此又产生疑问是,“期待权”和“将来的权利”能够作为信托财产设立信托吗?期待权只是对将来取得财产权的一种希望或期待,它的内容、范围、价值在现时都是不确定的,未来能否实现,取决于很多条件,也是不能加以确定的。比如,继承权就是一种典型的期待权。虽然法律规定公民均享有继承权,但是继承权的价值现时不能确定,将来是否发生、什么时候发生也不确定。因此,期待权不是法律意义上实际的权利,最多只是一种取得权利的资格,不具有财产确定性的特征,不得以此设立信托。“将来的权利”是设立信托时还不存在,但在信托存续期间可以确定存在的权利。将来的权利实际上是法律意义上的权利,只是其实现需要在将来才能确定,比如附期限和附条件的权利,或是需要一定的时间。因此“将来的权利”准确地说不是尚未存在的权利,其权利本身现时是存在的,它的内容、范围、价值在现时可以确定的,只是在将来才能够实现的权利。显然,公司债债权是一种“将来的权利”,而不是期待权。因此,在美国信托法上,是可以作为信托财产的,^⑥我国《信托法》也没有加以禁止,依据信托法原理,也应当可以作为信托财产设立信托。此外,公司债券在发行之时,公司债券信托在设立之时,公司债券之债权数额、存续期间便明确。因此,公司债券之债权作为信托财产也是符合“信托财产范围的确定性”要求。分析至此,应该可以解释公司债券之债权作为信托财产并不违背“信托财产确定性”原则了。

因此,公司债券中,信托财产应是公司债之债权及其附随权利。至于附随权利有哪些,取决于公司债券的种类。若是附担保公司债券,那么公司债信托的信托财产就是公司债券之债权和担保权,若是可转债,那么公司债券信托的信托财产就是公司债券之债权和转换权。

在英国法上的公司债是以受托人为名义上的债权人,所以这种情形下,不仅物上担保权为信托客体,公司债债权人的债权也是信托客体。^⑦在 *Broad v. Rockwell International Corporation* 一案的判决中, *Randell* 法官说:“事实上,法律早已确立,信托可以因合同权利而成立,一个人为了他人的利益而享有合同上的权利可以使其成为受托人。”^⑧从这一解释可以得出结论,债券发行人委托给债券受托人的是合同权利,债券信托的信托财产是债券信托合同中债券持有人所享有的合同权利,即公司债债权及其附随权利。

② 我国《信托法》第14条。

③ American Law Institute, *Restatement of Trusts (Second)* § 40.

④ [日]四宫和夫:《信托法》(新版),有斐阁平成6年版,第133页。

⑤ 杨林枫、张学银、易晓斌、段文鹏著:《信托产品概述》,中国财政经济出版社2008年版,第210页。

⑥ American Law Institute, *The Restatement of Trusts (Second)* § 85.

⑦ 杨崇森:《信托与投资》,正中书局1979年版,第105页。

⑧ See Footnote 13 of *Broad v. Rockwell International Corporation*, U.S. Court of Appeals, Fifth Circuit, 642 F. 2d 929 (1981).

我国台湾地区“信托业法”明确规定“金钱债权”可以作为信托财产。^⑤即使在立法上仅规定了附担保公司债券信托的日本和韩国也明确规定了“金钱债权”可以作为信托财产。^⑥因此，公司债券所表征的“公司债权”作为“金钱债权”的一种，成为公司债券信托中的信托财产在这些国家和地区是不存在法律障碍的。

然而，虽然从法理上和比较法上分析，公司债权作为公司债券信托的信托财产不存在障碍。但是由于我国《信托法》的特色之一——禁止讨债信托，^⑦导致我国以公司债权作为公司债券信托管理的信托财产却存在法律障碍。讨债信托，是债权人作为委托人，以金钱债权为信托财产，受托人管理行使金钱债权并将由此所获得的财产作为信托利益交付给受益人，且在信托合同未作限制性规定的情形下受托人对于金钱债权既可以通过属于诉讼方式也可以通过非诉讼方式行使。讨债信托又称为“金钱债权信托”。^⑧我们知道，民法规定债是可以转让的，证券法更是规定了债券可以在证券市场上交易。那么金钱债权作为可以流通的一项财产权，理应可以成为信托财产。^⑨且讨债信托作为一种金钱债权的行使方式并无瑕疵，既不违反诚实信用原则也不违反公序良俗，就其结果而言，其在导致债务人清偿债权的同时并没有增加其负担。从比较法的视角来看，至今尚未发现在域外有哪一个国家或地区的信托法中存在规定禁止设立讨债信托或者金钱债权信托的规定。^⑩我国有学者明确建议“应当将关于讨债信托无效的规定从《中国信托法》中删除。”^⑪

综上，公司债券信托管理中信托财产应是公司债券所表征的公司债券持有人之债权和附随权利。公司债券之债权作为信托财产并不违背“信托财产确定性”原则。我国部分台湾学者对公司债券受托管理中信托财产的误解，转而否认无担保公司债券受托管理为信托关系，加之由于日本法将附担保公司债券和无担保公司债券受托管理分别立法，我国《信托法》又否认讨债信托（金钱债权信托）等都导致了我们不能正确理解公司债券受托管理之法律关系基础——信托法律关系。这些需要我们在学理上展开讨论辨析以获得正确认知，在立法上应该遵循法理应对实践需求修改法律。

（二）公司债券信托当事人——谁是委托人？

对公司债券信托，学界普遍认为，委托人为发行公司，受托人为公司债券受托管理人，受益人为公司债券持有人。^⑫我国台湾地区学界通说也认为，受托人虽名为“公司债券持有人的受托人”，却并非受公司债券持有人的委托，而是受发行公司的委托，由发行公司于申请募集公司债券时，即先与信托公司订立信托合同约定设立公司债券信托。主要理由是：（1）信托关系的成立除了物权关系之外尚需要有债权关系，而担保信托登记系基于公司债受托契约而来，该受托契约存在受托人和发行公司之间。（2）公司债的担保在设定时，债权人是谁尚不知道，因此信托关系不应成立于受托人与债权人之间。（3）固然公司债的担保本应设定给债权人，但并不能因此即认为公司债的担保是设定给债权人后再由债权人信托设定给受托人，而公司债的担保设

^⑤ 我国台湾地区“信托业法”第16条规定：“信托业经营之业务项目如下：（1）金钱之信托；（2）金钱债权及其担保物权之信托；（3）有价证券之信托；（4）动产之信托；（5）不动产之信托；（6）租赁权之信托；（7）地上权之信托；（8）专利权之信托；（9）著作权之信托；（10）其他财产权之信托。”

^⑥ 2004年修改前的日本《信托业法》第4条规定：“信托公司不得承受除下列财产以外的财产的信托：（1）金钱；（2）有价证券；（3）金钱债权；（4）动产；（5）土地及其定作物；（6）地上权以及土地租赁权。”此条在2004年这部法律修改时被删除，这意味着对能够成为营业信托的信托财产在财产类型方面已无任何限制。韩国《信托业法》第10条规定：“信托公司不得承受除下列财产以外的财产的信托：（1）金钱；（2）有价证券；（3）金钱债权；（4）动产；（5）土地和建筑物；（6）地上权、遗产权以及土地租赁权。”

^⑦ 我国《信托法》第11条规定：“有下列情形之一的，信托无效：（1）信托目的违反法律、行政法规或者损害社会公共利益；（2）信托财产不能确定；（3）委托人以非财产或者本法规定不得设立信托的财产设立信托；（4）专以诉讼或者讨债为目的设立信托；（5）受益人或者受益人范围不能确定；（6）法律、行政法规规定的其他情形。”

^⑧ 参见[日]日本东洋信托银行编：《日本银行信托法规与业务》，姜永砾译，上海外语教育出版社1989年版，第164页；谢哲胜：《信托法总论》，台湾元照出版有限公司2003年版，第59页。

^⑨ 我国《信托法》第14条第2款规定：“法律、行政法规禁止流通的财产，不能作为信托财产。”也即任何类型的财产只要其没有被法律禁止流通则可以成为信托财产。

^⑩ 参见张淳：《中国信托法特色论》，法律出版社2013年版，第139—141页。

^⑪ 张淳：《中国信托法特色论》，法律出版社2013年版，第142页。

^⑫ 汪文渊：《公司债券受托管理人制度困境的根源与法理探寻》，载《私法》2018年第1期。

定系属于他益信托,在理论上不需先将担保设定给债权人。^⑬这种观点的核心即是认为公司债券信托的委托人是公司债券的发行公司。^⑭

然而仔细分析信托当事人间的法律关系,却会发现以上这种普遍达成的共识与法理暗有不合,存在难以自圆其说之处:

第一,设立信托,该信托财产必须是委托人合法所有的财产。从信托制度的原理出发,权利信托之委托人乃权利之所有人。如果说,公司债券的发行公司是委托人,那么它就应该对该信托财产——该次公司债券的债权,拥有合法的所有权。这完全是不可能的,因为,发行公司恰恰是该次公司债的债务人。即使是附担保公司债信托中另一信托财产——抵(质)押物上的担保权也不是发行公司所拥有。无论发行公司以自身的财产提供担保,还是其他民事主体以其财产提供担保,债券发行公司都不可能成为担保物权的权利所有人,而是为担保物权的义务人。不论是有无担保公司债信托的信托财产——该次公司债的债权和抵(质)押物上的担保权的所有人都是公司债的债权人,而不是发行公司。在债券发行与认购这一法律关系之中,担保物权设立之目的在于保护债券的认购人——或者说债券债权人的利益。因此,只有债券持有人才可能成为担保物权的权利所有人。从信托财产必须是委托人合法所有的财产这个法律规定来说,发行公司不能称为公司债券信托的委托人。

第二,如果发行公司是该信托关系中的委托人,会使这种本来是为了保护公司债券持有人权益设计的制度发生信任危机。公司债券受托管理合同作为发行合同的附属合同,其内容和细节在公司债券发行之前就经由发行人与其所指定的公司债券受托管理人共同制定,而投资者只能被动地接受这些条款,认购债券即视同对公司债券受托管理合同的认可。因为受托人是基于信托契约,即基于发行公司的指示来管理公司债权的,如果发行公司的地位是信托关系中的委托人,当受托人行使对公司债权的管理时,就有可能基于发行公司的指示而危害公司债券之债权人的权益。而作为信托关系中的受益人——公司债券持有人,对信托财产所享有的仅是一种受益的请求权,因此对受托人的违约操作或违背注意义务和忠实义务的约束是有限的。

基于以上分析,笔者认为,有必要重新阐释公司债券信托中各方当事人之间的法律关系,重新构造公司债券信托法律关系。公司债券持有人将其享有的公司债债权和该债权的担保权信托给受托人,公司债券持有人才是信托财产的真正所有人,也只有公司债券持有人才是此信托契约的真正委托人。发行公司虽然是信托契约的一方当事人,但却可以理解为是以公司债券持有人的代理人的身份来签订此信托契约,发行公司只是代理未来的公司债券持有人订立公司债券信托契约。又由于真正的公司债券信托委托人是还没有确定的广大债券投资者,为了保护这些投资者的利益,需要监管机构审核或批准该公司债券信托契约。^⑮

总之,公司债券信托的法律构造应是:由应该取得即将发行的公司债券之债权及其附随权利的公司债券持有人将公司债券之债权和担保物权及其他附随权利信托给公司债券信托受托人,而不是由发行公司以公司债券持有人为受益人而将公司债券之债权和担保物权信托设定给公司债受托人。发行公司只是代理未来的公司债券持有人订立公司债券信托契约。公司债券信托中,委托人是公司债券持有人,同时他又是受益人,公司债券信托属于自益信托。发行公司不是信托法律关系的当事人,而完全成为公司债券持有人和受托人的监督对象。这样,更有利于受托人全面行使其监督权利,受托人不需听从发行公司作为委托人的指示,从而消除损害公司债券持有人利益的潜在危险,实现公司债券信托的最终目的。

三、我国公司债券信托管理立法之具体建议

我国从2007年《公司债券发行试点管理办法》以来正式设置的公司债券受托管理制度,无论是从制度构

^⑬ 王惠光:《公司债债权人之受托人的地位与权限》,载《证券市场发展》1992年第13期。

^⑭ 杨林枫、张学银、易晓斌、段文鹏著:《信托产品概述》,中国财政经济出版社2008年9月第1版,第222页。

^⑮ 在美国,如果公司债券公开发行以信托契约为发行依据,则发行公司在登记时,须另提出一份完整的信托契约书副本,请求联邦证券管理委员会(the Securities and Exchange Commission)核准(to be qualified)。如在法定期间内,证券管理委员会未表示意见时,则该登记即自动生效,而该信托契约成为合格的契约(qualified indenture)。发行公司所拟定的信托契约一经主管机关审核同意后,发行公司即与受托公司在信托契约上签名,以完成信托契约的缔结手续(execute)。我国台湾地区“公司法”第248条关于公司债募集应审核事项就有“公司债权人之受托人名称及约定事项”。

建还是从现实实践来看,都远未达到制度设置的初衷。对此,学者们也分析了制度原因和提出了制度改良的建议,例如:提升立法层级、明确债券受托管理人的角色定位,细化资格认定、合理配置债券受托管理人的权利义务、调配债券受托管理人制度与债券持有人会议制度,等等。^④无疑,这些分析和建议都切中制度要害,高屋建瓴地为我国公司债券受托管理制度的改良指引了方向,搭好了制度框架。笔者现在这些建议的指引下,对我国公司债券受托管理制度进行法条设计。

对于公司债券信托法律制度,我们首先应该考虑“顶层设计”,应将其纳入到基本法律体系之中,以提高其效力层级。在未来《信托法》、《公司法》、《证券法》修改中,关于公司债券信托制度应该考虑以下内容。

首先,应在《信托法》中将规定讨债信托(金钱债权信托)无效的规定删除。即删除《信托法》第11条第(4)项。其次,在《公司法》中将公司债券持有人的基本权利纳入。

最后,在《证券法》中明确要求公开发行的公司债券必须采用信托原理实行债券受托管理人制度,明确债券受托管理人的法律地位、法定义务和作为资本市场的金融中介机构的法律地位及权限。

2019年我国《证券法》修订,从法律层面对公司债券持有人会议和公司债券受托管理人进行了规定。^⑤这是《证券法》在修订中对债券市场基础制度建设和债券投资者保护迫切需求的积极回应。然而,《证券法》的此次修订,没有明确公司债券受托管理究竟是信托管理还是委托管理这一基本法理问题,也并未解决目前债券持有人在维护合法权益方面的问题。^⑥《证券法》第92条还存在以下几个问题有待完善:(1)将债券持有人会议和公司债券受托管理人一体在《证券法》中规定,混淆了《证券法》和《公司法》的调整界限。《公司法》作为组织法,调整公司这一组织体中各利益主体的权利义务关系,公司发行债券后,债券持有人成为公司这一组织体的权利主体之一。这与公司发行股票后上市公司股东成为公司这一组织体的一方权利主体同理。因此,债券持有人的权利义务和责任,以及其会议组织应该由《公司法》进行规范调整。这正如上市公司的股东大会是放在《公司法》中进行规范一样。公司债券受托管理人是为受托管理债券而存在的,是债券市场的中介机构,应由《证券法》进行调整规范。(2)关于公司债券受托管理人的资格、利益冲突、职责等内容在102条规定得过于简略。对于资本市场中这一新型中介机构,《证券法》应该对其准入资格、利益冲突防范、职责和追责机制做出较为详尽的规定。基于此次《证券法》修订中债券持有人保护规则的不完善,今后《证券法》的修订应进一步充实债券持有人保护规则,下文的立法建议供以后《证券法》修订时参考。

此外,在我国《证券法》、《公司法》对公司债券受托管理人制度和债券持有人会议制度做出规定后,证监会不宜再以部门规章的形式调整资本市场基本法律关系和构建基础性法律制度,故现行的《公司债券发行与交易管理办法》应当废止,而是在基本法律的指引之下出台监管细则。

具体立法建议如下:

1. 强制实施公司债券信托制度(《证券法》)

具体法条设计为:

——公开发行公司债券的,发行人应当为债券持有人聘请债券信托管理人,并订立债券信托合同。在债券存续期内,由债券信托的受托人按照法律和信托合同的约定维护债券持有人的利益。

——债券受托管理费用由发行人支付。

2. 公司债券信托受托人资格(《证券法》)

公司债券信托受托人的资格有积极条件和消极条件。积极条件应该规定:受托人为机构受托人,一般应为信托公司或金融机构;该机构受托人有符合法律规定的资产,并且在担任受托人的整个过程中都符合这一要求。消极条件为受托人与受益人不存在现实或潜在的利益冲突;在公司债券受托管理过程中,一旦发生利

^④ 冯果等著:《债券市场风险防范的法治逻辑》,法律出版社2016年版,第124—133页。汪文渊:《公司债券受托管理人制度困境的根源与法理探寻》,载《私法》2018年第1期。

^⑤ 《证券法》的第92条规定:“公开发行公司债券的,应当设立债券持有人会议,并应当在募集说明书中说明债券持有人会议的召集程序、会议规则和其他重要事项。公开发行公司债券的,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。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。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。”

^⑥ 洪艳蓉:《〈证券法(三审稿)〉债券规则评析》,载《中国法律评论》2019年第4期。

益冲突情形,必须在90天内辞职或将利益冲突消除。对此,我国可以借鉴美国的《信托契约法》将利益冲突情形分为四类:受托人或其董事、执行官与债券发行公司或承销机构存在兼职的;受托人与债券发行公司或承销机构存在证券持有关系的;受托人承担同一债券发行公司多个债券信托业务的;受托人持有债券发行公司的债权的。^④

具体的法条设计为:

——公司债券信托的受托人应为金融机构或信托公司;

——公司债券信托受托人不得与公司债券持有人之间存在利益冲突;若在信托过程中发生利益冲突情形,应在90天内辞职或将利益冲突消除;

——公司债券受托人存在以下情形的,视为与受益人存在利益冲突:(1)受托人或其董事、经理与债券发行公司或承销机构存在兼职的;(2)受托人与债券发行公司或承销机构存在证券持有关系的;(3)受托人承担同一债券发行公司多个债券信托业务的;(4)受托人持有债券发行公司的债权的。

3. 公司债券信托受托人的法定职责(《证券法》)

公司债券信托受托人的信托法上的忠诚义务、谨慎义务、公平义务、亲自管理的义务、分别管理的义务、共同管理的义务、保存记录的义务、定期报告的义务、依法保密的义务等法定义务,信托法已经作出了规定,《证券法》可以不再作出规定。但公司债券信托受托人的法定职责应作出规定。具体规定和法条设计如下:

公司债券信托受托人的职责:

(1)对债券持有人的报告通知职责——受托人须向公司债之债券持有人寄发年度报告。年度报告应记载其仍然适用的、与债务公司间的财务关系、担保物变动情形、公司债的发行情形、偿债基金的支付情形及其他信托合同所要求记载的事项等。如公司债券的本金和利息有延迟支付的情形发生,受托公司应于90天内通知公司债券持有人。

(2)了解、监督发行公司的财务和经营情况的职责——发行公司应在每个会计年度终结后,向受托人提交由发行公司主要执行官、主要财务负责人和会计负责人签字的公司财务报告等文件。受托人应就财务报告、经营报告的真实情况进行核实。

(3)接受、检查担保物保管状况的职责——公司债券信托受托人应在每个会计年度检查公司债担保物状况,或应持有公司债债权总额十分之一以上的公司债券持有人请求时,得随时检查公司债之担保物的保管和担保权的保存。

(4)保全担保物权及实行担保物权的职责——受托人负有为全体公司债券持有人保存并实行担保权的义务;公司债券到期不为清偿或发行公司的公司债券未经清偿完毕而解散时,受托人即应实行担保权。

(5)为公司债券的偿还为必要的诉讼或非诉讼行为——受托人有为公司债券持有人接受公司债券的相关债权的清偿,或为保全公司债券的相关债权的实现,实施必要的一切诉讼上或诉讼外的权限。

(6)召集公司债券持有人会议——受托人于必要时可随时召集公司债券持有人会议或应持有公司债券之债权总额十分之一以上的公司债券持有人请求时召集公司债券持有人会议。

(7)派代表出席公司债券持有人会议,或以书面陈述意见——公司债券信托受托人应派代表或代理人出席公司债券持有人会议,或以书面陈述意见。

(8)执行公司债券持有人会议的决议——公司债券持有人会议决议由公司债券信托受托人执行,但公司债券持有人会议决议已经决定由公司债券持有人会议执行的,不在此限。

(9)接受发行公司的偿债基金,承担公司债券的兑付职责——公司债券信托受托人应接受发行公司的偿债基金,在公司债券债权债务关系结束后,债券到期时,受托人需将债券金额和利息支付给债券持有人。

(10)清算职责——在公司债券到期后,受托人应制作清算报告书,并向受益人提交。清算报告应记载处理信托事务的详细情况,包括但不限于信托资产状况、债权债务情况、信托利益分配情况等。

除以上这些职责之外,其他诸如加速债券到期、在公司债券发行募集中的职责、同意公司债的变更等,属于约定职责,由信托合同约定受托人是否承担、如何承担这些职责,《证券法》不应做出强制性规定。

^④ Rodgers, "The Corporate Trust Indenture Project", 20 Bus. Law. 1965.

4. 公司债券信托受托人民事法律责任(《证券法》)

公司债券信托受托人有获得报酬的权利、享有因信托事务代为支付费用的补偿请求权和损害赔偿请求权。这些权利在《信托法》中都有明确规定,在《证券法》中可以不再重复规定,这些权利的行使方式和条件可以由信托合同双方在公司债信托合同中约定。

公司债券信托受托人正确履职关系到债权能否及时完全兑付,责任重大。而我国的《信托法》和《公司债券发行试点办法》对受托人的法律责任都规定得比较简单,对免责事由也没有规定。笔者认为,这些民事责任内容应该在《证券法》中作出强制性规定。

具体规定和法条设计如下:

(1) 受托人民事责任一般规定

——公司债券信托受托人违反信义义务或信托合同或债券持有人会议决议,并对公司债券信托受益人的利益造成损害的,必须承担损害赔偿责任,造成担保物损害的,应将担保物恢复原状。

——公司债券信托受托人没有正确履行公司债券信托合同约定的义务,导致债券持有人损失的,应当向债券持有人承担民事赔偿责任。

(2) 利益冲突时的民事责任

——受托人就自己的债权,在从发行公司取得担保或者清偿时,在其后的3个月内,发行该公司债券的公司有怠于偿还公司债券或者支付利息的事实时,该受托人须对公司债券持有人承担损害赔偿责任。但受托人证明即使不接受有关就自己债权的担保或者清偿,公司债券持有人的损害也会发生时除外。

(3) 受托人承担民事责任的举证责任

——公司债券信托受托人对其没有违反信义义务或信托合同,承担举证责任。

5. 受托人信息查询权和司法诉讼权

具体法条设计为:

——公司债券信托的受托人有权向金融机构、登记结算机构查询履职所需信息,有权代表债券持有人申请保全措施,有权代表债券持有人参与司法诉讼。

6. 公司债券持有人团体的法律地位、公司债券持有人会议的具体职责和运作(《公司法》)

公司债券信托中作为受益人和委托人的债券持有人的信托执行知情权、信托财产管理方法调整请求权、信托财产损害的救济权、受托人解任权、新受托人选任权等权利在我国《信托法》中都有原则性规定,其具体的执行和操作可以由信托合同双方在信托合同中进行约定,因此《公司法》可以不再进行规定。

法国《商事公司法》第293条规定“同一次发行的公司债券债权人,为维护其共同利益,依法自动组成享有民事法律人格的集团。”这就明确规定了公司债券持有人团体的法律地位,有利于更为有效地实现保护公司债之债券持有人利益的功能。因此,我国应当借鉴这一规定,明确规定公司债券持有人团体的法律地位,以利于有效地保护公司债券持有人的利益。我国应在《公司法》中明确规定债券持有人会议的团体地位,并借鉴日本《公司法》公司债券第三章公司债权人大会,对公司债券持有人会议进行原则性、统领性的规定。具体内容和法条设计如下:

(1) 公司债券持有人会议定义

——公司债券持有人会议,是由同次发行的公司债券持有人组成,决定与公司债券相关事项的会议机构。

(2) 公司债券持有人会议的召集

——公司债券持有人会议,由发行公司债券的公司或者公司债券信托之受托人召集;持有公司债总额的百分之十以上的公司债券持有人,可向受托人书面提出召集债券持有人会议的请求。

(3) 公司债券持有人会议之决议内容和表决

——公司债券持有人会议可以决议以下事项:解任受托公司;发行公司怠于偿还公司债券时的催告;发行公司怠于支付利息时的催告;受托公司因故意或过失使物上担保消灭时,对之请求补充担保;解任受托人;担保的变更;对发行人的支付同意延期,免除其因不履行的责任或和解;授权受托人为全体公司债券持有人为诉讼行为或属于破产程序的一切行为;接受受托人辞任和选任新的受托人。

——公司债券持有人会议还可根据债券信托合同约定,特别规定公司债券持有人会议决议事项。必要时,还可规定决议方法。

——公司债券信托合同就决议方法无特别规定时,以行使表决权过半数之普通决议方法决议。

——下述债券持有人没有表决权:①本期债券发行人;②持有本期债券且持有发行人10%以上股份的股东;③本次债券保证人;④发行人、上述发行人股东、保证人的关联企业。

——存在下列情形的公司债券持有人会议决议无效:①公司债券持有人会议召集程序或其决议方法违反法令或公司债券募集说明书;②决议通过不正当的方法成立时;③决议明显不公正时;④决议违反公司债券持有人的一般利益时。

(4)公司债券持有人会议表决的生效与执行

——公司债券持有人会议决议经表决通过之日起生效,但其中涉及须经批准的事项,经批准后生效。生效日期另有规定的决议除外。

——公司债券持有人会议的决议,对全体公司债券持有人有约束力。债券持有人单独行使债权及担保权利,不得与债券持有人会议的有效决议相抵触。

——存在下列情形的公司债券持有人会议决议无效:公司债券持有人会议召集程序或其决议方法违反法律法规或公司债券信托合同约定的;决议明显不公正时;决议违反公司债券持有人的一般利益。

——公司债券持有人会议决议由公司债券信托受托人执行。

公司债券受托人的职责在实践中是多多益善,利益冲突风险防范机制是越细化越容易操作。故在我国《证券法》对公司债券信托受托人职责和利益冲突规则作出原则性规定的基础上,中国证监会作为债券市场的监管部门,还应出台《公司债券信托受托人职责》之部门规则对这些内容进行细化,并根据资本市场变化进行适时调整。值得注意的是,当前的《公司债券发行与交易管理办法》第一条规定“根据《证券法》、《公司法》和其他相关法律法规,制定本办法。”其将《信托法》排除在外。在我国的公司债券受托管理人制度中应明确其是立足于信托法理之上,该制度应是公司债券信托制度,故今后中国证监会出台《公司债券信托受托人职责》等监管规则时,应明确表明《信托法》是其上位法和立法依据。

至于债券持有人会议召开的情形、债券持有人会议的召集和通知程序、^④会议通知应载明的具体内容、^⑤取消债券持有人会议的程序、债券持有人会议议案的提交程序、债券持有人委托代理人参与债券持有人会议的程序和规则;债券持有人会议记录等应该由证监会依据《公司法》颁布《债券持有人会议规则》规定。

结 论

我国当前虽然通过证监会颁布的《公司债券发行与交易管理办法》建立了公司债券受托管理制度,但是《公司债券发行与交易管理办法》并没有将《信托法》作为他的立法依据。^⑥2019年修订的《证券法》虽然也明确了“债券受托管理人”制度,但并没有明确其是“信托”还是“委托”之法律性质。加之,受日本对附担保公司债券和无担保公司债券受托管理分别立法和我国台湾学者对无担保公司债券受托管理系委托代理法律关系的学理解释的影响,对公司债券受托管理是信托法律关系的认识并不统一。公司债券受托管理人的法律地位直接关乎受托管理人的权利义务内涵。因为受托管理人法律地位界定不清导致的司法问题已经愈发突

^④ 实务中,债券持有人会议通知有两种情形:(1)债券持有人会议通知应于债券持有人会议召开日前10个交易日在监管部门指定的媒体上以公告形式向全体本期债券持有人及有关出席对象发出;但经代表本期债券三分之二以上未清偿的有表决权的债券持有人和/或代理人同意,会议通知公告的日期可以不受上述10个交易日期限的约束。(2)债券信托受托人或者自行召集债券持有人会议的提议人应当至少于持有人会议召开日前10个交易日发布召开债券持有人会议的通知。

^⑤ 实务中,债券持有人会议通知通常载明以下内容:(1)债券发行情况;(2)召集人名称及会务常设联系人姓名、电话;(3)会议的日期、具体时间、地点和召开方式;(4)会议拟审议的议案;(5)会议议事程序;(6)确定有权出席债券持有人会议的债券持有人之债权登记日;(7)提交债券账务资料以确认参会资格的截止时点;(8)委托事项;(9)以明显的文字说明:全体债券持有人均有权出席债券持有人会议,并可以委托代理人出席会议和参加表决,该代理人不必是债券持有人。

^⑥ 《公司债券发行与交易管理办法》第1条规定:“为了规范公司债券的发行、交易或转让行为,保护投资者的合法权益和社会公共利益,根据《证券法》、《公司法》和其他相关法律法规,制定本办法。”

出。

2018年以来,企业债券违约频繁,债券持有人向发行人索赔无果的情况下,往往将主承销商、债券受托管理人作为共同被告。其请求权基础有的是侵权责任,要求受托管理人承担虚假陈述的侵权责任,有的是依据《受托管理协议》要求受托管理人承担违约责任。^③然而,根据《证券法》第78条、79条、81条、85条的规定,公司债券受托管理人并不是虚假陈述的责任主体。因为公司债券受托管理人并非《证券法》这两条中涉及的专业信息披露文件的出具机构。对于违约责任,如果按照委托代理法律关系构建公司债券受托管理人制度,那么《受托管理协议》是存在于发行人和受托管理人之间,根据合同的相对性原理,向受托管理人主张违约责任的主体只能是发行人而不是债券持有人。因此,当前债券持有人请求债券受托管理人承担法律责任的侵权责任和违约责任其实都是缺乏请求权基础的,是一种权宜之计。在本文即将完成之时,上海高级人民法院的(2019)沪民初27号以债券受托管理人以原告身份起诉不符合《信托法》的相关规定为由否定了债券受托管理人的原告资格。^④最终导致债券持有人无法诉诸司法寻求法律救济。司法实践已经迫切需要理论研究公司债券受托管理的信托法构造了。

无论是从比较法视野分析,还是从债券和债券持有人特征、委托代理与信托制度优劣比较,都宜将公司债券受托管理的法律基础确定为信托法律关系。在公司债券信托中应将公司债权及其附随权利确定为信托财产,公司债券持有人为信托之委托人和受益人,公司债券信托为自益信托。在法律制度配套中,我们应删除不合时宜的《信托法》第11条第四款关于禁止金钱债权信托的规定,在《公司法》中规定公司债券持有人会议的职权职责和运作机制,在《证券法》中明确公司债券信托管理和公司债券受托管理人的任职条件、利益冲突防范机制和权利义务责任。总之,只有在法理上厘清公司债券受托管理的信托法基础,配之以完善的制度设计,才能发挥作为债券市场制度基石的公司债券受托管理制度的功能,促进债券市场的健康发展。

Abstract: Whether the legal basis of corporate bonds trusted management is trust legal relationship or agency by agreement is not clear in legislation, and there are also controversies in theoretical circles. The incompleteness of corporate bond contracts, the principal-agent cost of creditor's rights investment, and the collective action dilemma of corporate bond holders determine that a permanent institution is needed to supervise bond issuers and manage bond affairs. The trust legal relationship has stability and continuity due to the trustee's extensive discretion rights to trust affairs. And the beneficiaries have the supervising rights. So trust legal relationship is obviously more suitable for corporate bonds trusted management system. Extraterritorial Law is more inclined to build corporate bonds trusted management system with trust legal relationship. The creditor's rights and their collateral rights of corporate bonds are the trust property of corporate bond trust, and the bondholder is the trustor and beneficiary of corporate bond trust. To construct the trusteeship and management system of corporate bonds in China based on trust legal relationship needs the institutional support from the legal amendments of Trust Law, Company Law and Securities Law.

Key Words: Corporate Bonds Trusted Management; Trust Property; Trust Legal Relations; Bondholders

(责任编辑:张素华)

^③ (2016)最高法民终395号案例。

^④ (2019)沪民初27号,当然此裁定否定债券受托管理人原告资格,有多条理由,“受托管理人”以原告身份起诉不符合《信托法》相关规定”只是理由之一。