

## 俄罗斯的 IPO: 合同视角下的分析

М. В. 邦达列夫斯卡娅(М. В. Бондареская)\* 著

王海军\*\* 译

译者按:本文针对在证券交易所向不特定人群发行有价证券,即 IPO 这种机制进行法律层面的分析。文中基于公开发行人有价证券的过程分析了主要的合同结构:与承销经纪人签订的承销协议,在存托凭证发行和流通过程中签订的委托合同和保管合同。

### 一、引言

在现代商业实践中,通过证券公司在证券交易所向不特定范围的投资人首次公开发行有价证券(IPO)作为公司有效吸引投资的方式已经非常普遍。这种机制允许公司向广大社会公众销售证券而筹集大量资金,因此其风行程度逐年上升。

---

\* 俄罗斯莫斯科国立罗蒙诺索夫大学法律系民法教研室,私法学副博士,讲师。

\*\* 华东政法大学科学研究院助理研究员,法学博士,复旦大学金砖国家研究中心博士后,俄罗斯莫斯科国立罗蒙诺索夫大学访问学者。

从法律层面上观察,IPO 的程序就是按照严格规定顺序完成的各种步骤的复杂总合。在 IPO 过程中,发行公司必须要准备、制作并签署关于该法律行为的大量法律文件。在 IPO 形成过程中起到重要作用的合同结构在民法学上也具有重要意义,相应地,这种合同结构也处在 IPO 的核心地位。本文将讨论发行公司与承销银行签订的协议(承销协议),公司与存托凭证发行银行签订的协议(委托合同),此外还会涉及到发行银行与保管银行之间的合同(根据其自身法律性质,是类似于保管合同的委托合同)。

## 二、承销协议

承销是有经纪人参加下发行公司有价证券的特殊方式。在首次公开发行有价证券的情况下,承销人可以为转售而自行认购全部发行的有价证券,或者以自己名义或发行公司名义并由发行公司承担费用来发行有价证券。这些特性直接影响了承销协议的法律结构的变化。

在这种情况下可相对地分为两种承销方式:美国式的和英国式的。根据美国法的规定,承销被理解为由发行公司提供有价证券,投资银行直接或者以经纪人的身份向广大投资人提供和销售有价证券的特有方式。英国法对承销的理解是基于以下内容,即与发行公司签订相应协议的承销人承担认购因任何原因没有发行的有价证券的附加义务。

外国法律制度并未确定承销协议的定义。这个合同相对地可被称为无名合同(这仅仅是从其术语观点出发,与其法律性质并无关联),但是它可以按照标准合同结构中的某个合同模式来建构。实际上每个投资承销银行在自己的“库存”中都有特殊种类的协议,虽然承销合同的很多条款都是标准化的。<sup>[1]</sup>

承销协议在美国获得了更为详细和具体的调整,因为美国在 IPO 过程中对这种合同结构的实践已经很成熟了。

---

[1] Gutterman A. S., Anderson B. J. *Managing the Initial Public Offering Securities* (= Corporate Practice Series Portfolio No. 59). Bureau of National Affairs, 2000, p. A-3.

标准的承销协议就是发行公司(以及他的股东)与承销人之间签订的合同,合同双方据此确定发行证券的程序步骤、购买条件以及获得佣金等问题。由于在美国实际上所有公开发行有价证券的活动都要借助承销团(投资银行集团)来进行,所以“这种协议通常由一个或者几个代表以承销团的名义整体签订”〔2〕——他们是根据专门委托书以承销团成员名义进行活动的主承销人。主承销人本身也会与其他承销团成员签订协议,有时也会误将该协议看作是承销协议,虽然实际上并非如此。〔3〕承销团的成员们是上述协议的双方,而协议本身确定了承销人在首次公开发行有价证券范围内彼此之间在分配佣金、确定主承销人义务方面的权利义务内容,同时还确定了承销团每个成员要认购一定数量准备销售的发行公司有价证券的义务规则。

在美国,这种协议非常流行,承销人根据这种协议要承担认购发行公司有价证券和“将它们转售给投资组织”〔4〕的义务。就目前的情况而言,从签署承销协议时起,与买价相关的所有风险都要由承销人承担,如未能向社会公众公开发行有价证券。为此主承销人会组建相应的承销团,他们“像委托人本人一样在发行机关认购有价证券”〔5〕承销协议的这个框架结构是根据结果模式(即完全提供证券发行的保障)而构建的。

以最大增益为基础的承销协议,其前提就是承销人像发行公司代理人一样不承担与他们认购有价证券相关的任何风险。因此,通过这种模

〔2〕 *U. S. Regulation of the International Securities and Derivatives Market* / E. F. Greene (ed.). Wolters Kluwer, 2006, Vol. 2, pp. 2 - 59.

〔3〕 根据这个观点,承销协议是一种发行公司和承销人之间签订的协议,其确定发行公司有价证券的程序与条件,这在现代商业流转中是一致的,因此不需要证明。承销人之间的协议是一种独立类型的协议,也是在 IPO 过程中使用,但是发行公司与其没有直接关系。

〔4〕 同注〔1〕, p. A - 15; FitzGibbon S., Glazer D. W. *Legal Opinions in Corporate Transactions: The Opinion on Agreements and Instruments* // *The Journal of Corporation Law*. 1987. Vol. 12, No. 4, p. 680 (<http://lawdigitalcommons.bc.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1543&context=lsfp>). 承销人与投资人签订“关于为以后对他们进行分配而购入有价证券”的合同。(Wing J. A. *Guidelines for Underwriter Activity* // *The Business Lawyer*. 1970, Vol. 25, No. 2, p. 399).

〔5〕 同注〔1〕, p. A - 43.

式由承销人自己进行有价证券的销售,无须组建承销团。但是不能阻碍承销人吸收经纪人和中介人参与对投资者销售有价证券的活动。

如果不仅仅停留在承销协议的内容上,我们可以发现,从必备条款和双方义务的角度考察,它具有复杂的结构。最重要的就是要确定这个合同结构的法律性质。

按其法律性质来说,承销协议是根据保障结果模式而建立的,是买卖合同的结构,发行公司通过承销人按照规定价格并在规定期限内销售一定数量股票的义务都包括在合同对象内容中,同时承销人也有认购相应数量有价证券的义务。<sup>[6]</sup>

在承销人没有承担认购全部或部分发行的有价证券的保障性义务的情况下,那么承销人就要为销售尽可能多的有价证券履行各式各样的义务。换句话说,这是代理合同模式,据此承销人作为委托人(即发行公司)的代理人为发行公司提供向社会公众发行有价证券的服务。

一般而言,由于固定义务模式承销很受欢迎,所以承销银行为以后向不特定人群转售全部或部分有价证券,并以销售有价证券的方式签订的承销协议在美国得到了广泛普及。

在现代俄罗斯,承销协议并没有得到积极推广,但是我国公司 IPO 的数量却在逐渐增加,这无可争辩地证明了,这种合同结构因其与 IPO 之间存在积极法律联系而被俄罗斯的发行公司所熟知和认可。然而立法调整无论是在联邦法律层面,还是在受法律约束的规范性文件层面都不存在。此外,在俄罗斯的司法实践中,这种协议实际上并不会经常遇到,这是唯一的例外,当然也可以证明我们研究的这种法律结构对俄罗斯法律制度而言是一种新事物。

有人可能会误认为,对确定承销协议的概念、内容和法律性质的努力和尝试在我国的法学研究中从未进行过。其实在 2004 年俄罗斯的一

---

[6] Weiss St. The Underwriting Agreement - Form and Commentary // The Business Lawyer, 1970 - 1971, Vol. 26, No. 3, p. 649; Hazen Th. L., Hazen's Treatise on the Law of Securities Regulation, 6<sup>th</sup> ed. Thomson West, 2012. Vol. 1. Sects. 1.0 - 4.26. p. 52; Sterling H. D., California Corporate Securities Law of 1968; Underwriting and Corporate Reorganization, The Business Lawyees, 1967 - 1968, Vol. 23, No. 3, p. 645.

个自治组织“全国证券协会”制定了《承销及提供与发行有价证券相关的其他服务的行为准则》(以下简称《准则》)。<sup>[7]</sup>《准则》并不是官方文件且仅带有科学实用性,但是其本身具有一定的重要意义,因为可以通过它研究制定者对承销的本国模式,以及确定最接近俄罗斯法律的承销业务和承销协议法律结构的逻辑。

《准则》根据固定义务模式和最大增益模式其中之一进行承销。两者唯一和主要的区别就在于第一种模式下的承销人要承担认购发行的有价证券义务:(1)或者是一定比例;(2)或者是约定的绝对金额;(3)或者全部;(4)或者在期限内没有发行完的。但是对于这两种模式而言,承销人都是以自己名义或者以发行公司名义并由发行公司承担费用完成发行有价证券的民事法律交易活动。<sup>[8]</sup>上述行为反映出,通过承销人实施必要的事实行为和与法律行为无关协议双方所选定的承销模式。

根据协议双方最终选择法律关系的类型,承销协议可以按照买卖合同、委托合同,代销合同、代理合同的模式来设计。后三个合同结构一般是通过实施法律行为所进行的一种中介业务,“一方为完成对方事务进行活动,对方要依靠他完成自己的事务”是它们的重要而一致的特征。<sup>[9]</sup> 在我国的著述中,这种合同义务被称为“提供法律服务合同”：“义务人所提供服务的法律性质是源自于其对第三人的行为(代销、委托、代理),提供这些服务可以引起法律关系的产生、变更、终止或者直接对权益人(委托人)的其他法律后果。”<sup>[10]</sup> 为了确定上述列举的所有合同模式是否接近于首次公开发行有价证券范畴内承销人与发行公司之间所形成的法律关系,需要更加详尽地分析其中每种不同表现形式。

[7] 《承销及提供与发行证券相关的其他服务的行为规则(草案)》(自治组织“全国证券协会”主席 K. A. Волковым 在 2004 年 5 月 21 日公布的条例)。参见 [http://www.mirkin.ru/\\_docs/analyt04\\_001.pdf](http://www.mirkin.ru/_docs/analyt04_001.pdf)。

[8] 排除这种情况,即在完全保障义务范畴内承销人为了销售而认购所有发行的有价证券,以自己名义并自己承担费用发行的情况,这完全可以理解为买卖行为。

[9] Егоров. А. В. Понятие посредничества в гражданском праве: Дис. ... Канд. юрид. Наук. М., 2002. С. 152.

[10] Егоров. А. В. Предмет договора комиссии // Актуальные проблемы гражданского права: Сборник статей. Вып. 5 / Под ред. В. В. Витрянского. М.: Статут, 2002 (СПС «Консультант Плюс»).

当承销人确定以发行公司的名义并由其承担费用而进行发行有价证券的情况时,就非常类似委托合同的法律模式,著述中一般称之为“直接代理权的奠基石”。<sup>[11]</sup>在我国立法中,委托合同的对象是代理人完成的规定法律行为。俄罗斯民法学界已经不止一次地提出一个观点,认为这个立法性定义是十分不理想的,因为将代理人行为看成是仅仅完成法律行为,在这种情况下通常会被理解成只是买卖行为。<sup>[12]</sup>因此不是买卖行为的法律行为就会自动地从委托合同的对象中排除掉,因为它们被赋予了事实行为的性质(俄罗斯法院在自己的审判活动中并不会将下列行为认定为法律行为,如通过兑换外币或其他有价证券形式来发行股票、履行合同的行为、划拨资金的行为<sup>[13]</sup>)。委托合同的特点在于,除了法律行为本身外也可以同时实施事实行为。还有一个问题就是,实施事实行为“相对于委托的主要对象——法律行为而言总是具有可选的、额外的特征,而且不可将这些业务再委托给其他代理人”。<sup>[14]</sup>因此在这方面我们赞同一种观点,即在任何合同中都包含着事实行为和法律行为,但是根据合同结构以及它的主要对象,会赋予这种或那种行为以优先地位。<sup>[15]</sup>对于委托合同的模式而言,显而易见优先地位是赋予了法律行为,事实行为虽然没有被立法者直接提及,但也默认其可以归属于上述合同的对象中。另外,它们相对法律行为而言应该具有完全的可选

---

[11] Zimmermann R. *The Law of Obligations: Roman Foundations of the Civilian Tradition*. Juta & Co., 1992, p. 421.

[12] 这个观点被大多数苏联民法学家支持,主要论据就是以委托人名义实施的只能是法律行为(买卖行为),但绝不能是事实行为。参见 Ант имонов Б. С. Договор поручения // От ельные виды обязат ельст в. М., 1954. С. 283.

[13] 参见伏尔加—维亚特卡区联邦仲裁法院 2008 年 8 月 1 日 № А28 - 7678/2007 - 201/17 裁决;乌拉尔地区联邦仲裁法院 2006 年 11 月 23 日对 №71 - 2601/06 - Г7 案件的 №Ф09 - 1064906 - С4 裁决;西西伯利亚地区联邦仲裁法院 2006 年 9 月 5 日对 № А45 - 26366/05 - 1/698 案件的 №Ф04 - 5705/2006 (26066 - А45 - 16) 裁决(СПС «Консульт ант Плюс»).

[14] 同注[9], С. 156 - 157.

[15] Путинский Б. И. *Коммерческое право России*. М.: Юрай, 2000. С. 207 - 208.

择性和次要性。<sup>[16]</sup>

我们重点关注这些能够构成委托合同对象主要内容的行为并非偶然。根据承销协议, 承销人实施完成发行公司有偿证券的民事法律交易活动, 在这个范围内既实施了法律行为, 也实施了事实行为。这说明, 在承销人活动的基础上将有价证券出售给购买者的法律行为通过与他们签订相应的合同而表现出来, 而事实行为(与投资入——证券的未来购买者会面、商谈、协商等)则是随法律行为同时产生的, 并且最终目的是实现法律行为。因此可以认为, 委托合同的结构对于在首次发行有偿证券范畴内承销关系的形成而言是相对合适的。然而考虑到这些情况, 即我国的司法实践并不经常将法律行为和事实行为的范畴加以区分, 同时也缺乏关于将事实行为纳入委托合同中的一致观点, 所以这也意味着存在法院在复审中将根据委托合同所形成的承销协议认定为其他合同结构的重大风险。

当承销人以自己名义但由发行公司承担发行有偿证券费用时, 就是所说的“间接的、秘密的”<sup>[17]</sup>代理权, 对此使用的是代理合同法律结构, 代理人实施的一个或几个法律行为就是这个合同的对象(《俄罗斯联邦民法典》第 990 条第 1 款)。根据俄罗斯法律的规定, 这个合同的特点在于, 代理人根据完成委托代理中与第三人签订的合同获得权利并开始承担义务。苏联时期的立法曾规定过买卖行为的完整清单, 代理人可以在

[16] 在我国的司法实践中可以举出一些实例。在特维尔州法院 2011 年 10 月 4 日 № 33 - 4152 号判决中认为, 具有辅助性的行为能够成为委托合同的对象, 没有这些行为就不可能完成作为委托合同对象的法律行为。遗憾的是, 我们没能发现具有类似理由的司法判决。有时司法判决就证明了法院并不理解法律行为和事实行为的范畴, 以及它们在法律中介合同框架下的相互关系。这样, 法院在有些案件的一审中会认定包含法律行为和事实行为的合同为委托合同, 但是在案件复审的情况下, 法院认定这个合同的法律特性具有根据委托合同和借款合同模式而形成的代理合同的混合性和兼具性特征。[参见莫斯科区联邦仲裁法院 2005 年 2 月 1 日对 № КГ - А - 40// 13319 - 04 - П 裁决 (СПС «Консульт ант Плюс»)]。同时, 有一些法院持着片面并坚定的立场, 指出如果合同对象确定为表现出来的法律行为和事实行为, 那么就不可能是委托合同。[参见东西伯利亚区联邦仲裁法院 2005 年 8 月 5 日 № А - 58 - 2696/04 - Ф02 - 3699/05 - С2 裁决 (СПС «Консульт ант Плюс»。)]

[17] 关于“间接的代理权”术语及其对委托人实施的行为问题的详细论述参见 Рясенцев В. А. Предст авит ельст во и сделки в современном гражданском праве. М. : Ст ат ут , 2006. С. 186 - 187. (СПС «Консульт ант Плюс»).

代理关系范畴内实施这些行为,因此这个清单也具有了示范性,<sup>[18]</sup>后来为了商业流转的便利就彻底将其摒弃了。上述情况导致了对代理合同对象的广义解释,但也会发现,委托合同对象借助它的定义透过法律行为的棱镜将会更加宽泛。代理关系适用的法律范围同时会变得狭窄。在著述中会发现,上述合同结构的范围是有限制的,虽然法律表述较为宽松:“代理合同的目标和本质就是独立获得代理权利和义务,并将获得的财产收益转交给委托人……实际上任何一个合同都可以成为委托业务的对象,其中代理人就是为对方提供经济收益而获得酬金的人。”<sup>[19]</sup>

毋庸置疑,承销人发行有价证券的行为可以被纳入代理合同对象的含义和内容范围内,与此相同,与签订发行有价证券合同直接相关的事实行为可以成为代理合同的对象。所以可以说,发行有价证券的承销业务通过订立民事法律合同而完全地被纳入代理合同的具体框架中。在著述中可以发现,“在俄罗斯实践中该合同(承销协议)是一种代理合同”<sup>[20]</sup>。这种情况的出现很可能是源自其自身的历史根源:传统意义上的代理总是在“具有交易和市场价值的商品”<sup>[21]</sup>领域内普及。不过考虑到以下情况,即俄罗斯司法实践对通过将事实行为纳入合同中来确定委托合同对象的情况持怀疑态度,认为在这个层面上对于IPO过程中的发行公司和承销人所形成的法律关系而言,代理合同是比委托合同更合适的选择。

对承销协议的法律认定而言,代理合同模式可作为被允许的形式使用,并在持续性基础上按照两种可选合同,即委托合同或代理合同之一来实施法律行为和事实行为(《俄罗斯联邦民法典》第1005条第1款)。

---

[18] 参见 Антимонов Б. С. Договор поручения // Отдельные виды обязательств в М., 1954. С. 307 - 308; Брагинский М. И., Визрянский В. В. Договорное право. Книга третья: Договоры о выполнении работ и оказании услуг. 2 - е изд., стереотип. М.: Статут, 2008 (СПС «Консультант Плюс»).

[19] 同注[10]。

[20] Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации: В 3 т. Под ред. Т. Е. Абовой, А. Ю. Кабалкина. Т. 1: Комментарий к Гражданскому кодексу Российской Федерации, часть первая (постатутный). 3 - е изд., перераб. и доп. М.: Юрайт, 2007 (СПС «Консультант Плюс»).

[21] Гойхбарг А. Г. Торговая комиссия: Практический комментарий к закону о договорной комиссии. СПб.: Право, 1914. С. 74.



需要代理合同这种结构是因为“合同一方就其自身特性而言向对方提供各种服务,包括法律性服务和事实性服务会比较困难”,<sup>[22]</sup>大陆法系国家的法律正好是这种情况。根据我国大多数法学家的观点,在西欧国家的立法中,在代理人从事的业务方面对代理合同对象规定了更加清晰和明确的调整方式。与上述情况相关,一些大陆法国家(瑞士、德国)的相关立法就是由欧共体 1986 年 12 月 18 日 № 86/653“关于协调成员国间有关独立商事代理人法律的指令”相应条款转变而来的,商事代理人据此进行商谈合同,或者进行谈判并签订合同。商事代理人的行为介于履行中介职能与直接签订合同之间。<sup>[23]</sup>

在俄罗斯还有几种其他方式在使用。代理合同对象是根据代理人完成的法律行为和其他行为来确定的。“其他行为”这种表述的风险在于,它允许对包含在其中的任何行为进行解释,因此就很难厘清代理合同和提供有偿服务的承包合同二者之间的界限,或者很有可能将代理合同认定为兼有几个独立合同结构的混合合同,这经常出现在司法实践中。对上述问题,法院是参照它们的法律性质来认定内容不同的代理法律关系,这不能被称为是一个合适的方式,因为消除代理合同和与其结构相关合同之间的界限,就没有必要突出代理合同的特性了。<sup>[24]</sup>

很显然,任何“其他行为”都不能成为代理合同的组成部分,对此有更合适的合同结构(我们之前所述的有偿提供服务的承包合同)。因此我们支持的观点为,“如果将一定的法律行为委托给代理人,其事实行为就会变成与其主要任务相关的行为,即完成他们接受委托的买卖行为”。<sup>[25]</sup> 具有这种明确目的性的事实行为完全可以出现在代理法律关

[22] 代理合同在德国法律制度中具有两个特殊性质:代理法律关系的持续性;通过事实行为与法律行为同时包含在合同中来确定合同对象。

[23] 对代理业务内容类似的解释在英美法中可以见到。(参见 Munday R., *Agency: Law and Principles*, Oxford University Press, 2010. p. 14 - 15)

[24] 莫斯科区联邦仲裁法院 2013 年 1 月 28 日 № А - 40 - 50923/11 - 26 - 369 裁决;北高加索区 2010 年 8 月 23 日 № А - 53 - 22736/2010 决议;乌拉尔区联邦仲裁法院 2011 年 7 月 28 日 № Ф09 - 4614/11 裁决。在上述司法裁决中,代理合同被认定为带有承包合同、服务合同和预购合同的要素成分的混合合同。

[25] Егоров А. В. Агентский договор: опыт сравнительного анализа законодательных и теоретических конструкций // Журнал сравнительного права. 2002. № 1. С. 146.

系范畴内。

代理法律关系的持续性特征在俄罗斯法中体现的并不像外国法律那样清晰。在著述中,这种特点一般被看作是代理合同所独有的,在委托合同和代销合同中是不存在的。毫无疑问,这个观点值得赞同,因为在实践中代理合同实际上总是对持续完成不确定数量的买卖行为而使用的。<sup>[26]</sup>

在首次公开发行有价证券过程中,承销人在发行人面前有义务向潜在购买者转让有价证券的民事法律交易活动。如同之前已经谈及的,上述活动包括法律行为和事实行为,并赋予法律行为以优先地位。事实行为总是伴生性行为,且对法律行为而言仅具有辅助性。在发行方面,承销人有义务与投资人、对购买发行公司有价证券有利害关系的人缔结民事法律合同。很显然,这种合同数量可能非常多,因此也要求承销人的行为具有持续性。

我们认为,代理合同的结构(明显倾向于酬金而根据委托合同模式形成的合同)对于在IPO过程中承销人和发行公司之间根据发行有价证券所形成关系是最合理的:第一,我国立法中对代理合同对象的表述允许将承销人业务充分地反映在代理法律关系范畴内的代理职能上,因为附着于首要的、占主导地位的法律行为的事实行为能够被包括在代理合同中;第二,通过承销人多次进行发行有价证券的行为可以适当地纳入代理合同的法律框架内。我们认为,对于在首次公开发行有价证券活动的各种步骤过程中固定发行公司和承销人之间出现的民事法律关系而言,上述合同结构最为合适。

上述观点涉及的是根据最大增益模式形成代理合同—承销协议的法律结构。但是实际上存在一种情况,即当根据固定义务模式形成的承销协议。这在发行公司和承销人之间将会出现一个标准代理关系,这种代理关系会导致代理人认购所发行有价证券一定比例份额,或者所发行

---

[26] 例如,西北区联邦仲裁法院2008年6月16日№A42-2836/2007裁决;强调代理法律关系的持续性特征包括莫斯科区联邦仲裁法院2013年2月21日的№A41-46690/11裁决;西北区联邦仲裁法院2013年1月20日№A42-7915/02-C4裁决;斯维尔德洛夫斯克州法院在2010年11月9日№33-12929/10裁决。(СПС «Консульт ант Плюс»)

证券的一部分,或者认购在规定期限内没有发行完的有价证券这些附加义务更加复杂。按照另一种说法,认购一定数量有价证券的购买者义务由代理人承担,因此可能会使这个合同结构具有某种混合性。<sup>[27]</sup> 还可以发现一个问题:在中介业务方面具有固定义务的这种合同应该按照哪种合同模式来构建,委托合同还是代销合同?可以发现,这是委托问题,但考虑到承销人有认购一部分有价证券的附加义务时就会认为,这样的合同具有融合了代销合同和买卖合同要素的混合性特征。<sup>[28]</sup>

我们认为,对于承销协议的法律认定而言,没有比按照代销合同模式形成的代理合同的法律结构更合适的了。

此外也可以将承销协议认定为混合合同或者对发行有价证券的提供服务合同,<sup>[29]</sup> 认购一定数量有价证券,以及提供筹备和发行有价证券方面的某些服务是承销人不可分割的一部分义务。可以发现,这个观点具有生命力,并且这种类型的合同包含了发行有价证券机构提供服务合同的要素,以及发行有价证券本身的法律中介合同中某种合同的要素,在 IPO 过程中承销人和发行公司之间可以缔结这种合同。然而从我们的立场出发,发行有价证券机构提供服务是最为合适的,在实践中它通常以独立提供服务合同的形式存在(如与发行债券机构相联系的服

[27] 正好这种合同结构在司法实践中被认定过,如莫斯科区联邦仲裁法院 2009 年 12 月 10 日对 № А40/11396-09А 案件的 № КГ - А40 - 40119/09 - 85 - 332 裁决:法院承认合同合法,代理人据此合同承担独立购买要转交给委托人的商品的义务,如果代理人没有实施,那这个合同就是由代理合同和买卖合同元素组成的混合合同。

[28] 这种结构要在俄罗斯民法中进行分析。这样,代理人在一定情况下可以自己购买为委托人进行销售并要转交给他的商品;在这种情况下出现上述情况不会改变双方之间关系的法律特性:按照本身的法律本质就是代理。(参见 Гойхбарг А. Г. Торговая комиссия: Практический комментарий к закону о договоре торговой комиссии. СПб.: Право, 1914. С. 77 - 78; 莫斯科区联邦仲裁法院 2009 年 12 月 10 日对 № А40 - 40119/09 - 85 - 332 案件的 № КГ - А40/11396 - 09 裁决; 乌拉尔区联邦仲裁法院 2010 年 10 月 20 日 № Ф09 - 8144/10 - 5С 裁决。)

[29] 在文献中出现过这样的观点,根据这种观点,在混合合同中提供的服务是一种特殊的、独立类型的服务。这个合同义务的客体是复合的、多方面的,而关于它的义务既可以是提供服务义务,也可以是其他义务。参见 Степанов Д. И. Услуги как объект гражданских прав. М.: Статут, 2005 (СПС «Консультант Плюс»).

务)。<sup>[30]</sup>但从契约自由原则出发,混合合同的结构毫无疑问是被允许的,合同当事人可以在自己的商业活动中使用,包括在IPO过程中。

总结以上论述可以发现,无论承销人在签订承销协议时是否附随了接受保证认购一定数量有价证券的附加义务,代理合同法律结构或者是发行有价证券提供服务的混合合同结构都可以成为承销协议法律模式的基础。

在承销人认购发行的全部有价证券的情况下,买卖合同的结构就是它的基础。可以允许承销人为实现发行机关利益而实施这些行为,但需由自己承担费用(这无可争辩,因为就现在情况而言,承销人的利益明显占上风)。据此可能会将这个行为误认为是中介行为,并根据“完成以自己名义或以发行机构的名义发行有价证券的民事法律交易,但费用由其承担”来加以确定。为销售而认购发行的有价证券,承销人为了自身利益并以自己名义进行活动,也要自己承担费用。因此我们认为,就外在表现而言,发行公司和承销人这类关系的形成可以通过签订具有买卖合同法律特征的协议的方式来实现,就像美国法规定的那样,但中介关系则不是任何合同结构的基础。

尽管存在以上这些情况,但承销协议的结构在今天依然没有在俄罗斯立法层面上被固定下来,可是它在国际商业流转中进行IPO过程中却被积极地使用着。以承销人作为法律中介的参与方式,承销协议在IPO中存在两种,它们或者按照买卖合同的模式(当提及在固定义务基础上的承销时),或者按照代理合同的模式(当IPO借助于以最大增益为基础的承销来实现时)来进行设计。

### 三、委托合同

现在大多数国家的立法都允许公开向广大公众发售有价证券,其中不仅包括可长期作为民事流转客体的一般有价证券,如股票和债券,同

---

[30] 参见第九复审仲裁法院2009年7月6日对编号为№ А40-133304/09-137-84的案件的裁决(СПС «Консульт ант Плюс»).

时还有可能是这样的有价证券,即可代表外国公司股份资本的有价证券——存托凭证。<sup>[31]</sup> 这样,首次公开发行存托凭证就会使受托人(严格地说是存托银行和完成委托业务的保管银行)成为 IPO 的参与者,而其法律文件就是委托合同。

在公开发行存托凭证的过程中,存在四个主体之间的相互法律关系:发行存托凭证的外国公司,投资者(存托凭证的购买者),存托凭证的发行银行(受托人),同时还有保管存托凭证基础资产(外国有价证券)的保管银行。在实现彼此相互关系的过程中,这些主体就进入了不同种类的合同关系中。外国公司和受托人之间会签订关于发行和流转相应类型存托凭证的合同。存托凭证的购买者与受托人之间法律关系的确定是在代理问题范畴内实现的,前提是投资者要在存托凭证发行机关购买一定数量外国公司有价证券。存托银行和保管银行之间的涉及互换信息和法律文件的合同关系反映在相应协议中。

上述几种合同具有不同的主体成分、对象和法律性质,并因此具有不同的内容。但是每一个合同在某种意义上都会归结到“存托合同”这个术语之下。因此可以发现,这个术语是附条件的、组合的,起码包括三种具有各自固有特性的合同结构(但是在实践中,发行机关、受托人和存托凭证的持有人之间的法律关系通常被规定在一个合同框架下,因此将只提及两种合同模式)。

对委托合同的立法调整是十分不完整的,毫无疑问这是个重要问题——在承销协议的问题上同样如此。但对这个合同模式而言,它还处在十分“不显眼”的地位,即存托凭证本身的结构在有价证券市场上是一个较新的法律范畴。因为在首次公开发行某种与存托凭证相区别的有价证券的过程中,委托合同并非必需,这完全可以说明,这种合同模式有些落后于对快速发展的存托凭证的调整,由于其使用范围较小,所以在民法学领域还没有得到应有的研究。不过,缔结承销协议和委托合同的实际运用已经很活跃了,因此需要建立一个具有通用性质并在当今国际商业流转中具有某种“普遍通行”性质的委托合同标准形式。

---

[31] Бондаревская М. В. Депозит арная расписка: понятие, виды и особенности и правовой природы // Хозяйств во и право. 2014. № 3.

### (一) 外国公司与存托银行之间签订的委托合同

这种合同结构是 IPO 范畴内的典型委托合同,<sup>[32]</sup>它是公开发行人存托凭证的主要文件。一般而言,委托合同是调整存托凭证发行和流通,以及管理他们基础资产的协议。实际上这个复杂的合同模式确定三个参与者,即存托凭证的发行银行、以其有价证券为基础发行存托凭证的外国公司、存托凭证的购买者之间相互关系的法律基础。

上述情况决定了委托合同中的几种义务内容。首先,发行存托凭证的条件,它们的流转和注销要在这个合同中予以明确。这些义务可以相对地称为是委托合同的“技术性成分”,它可以确定存托凭证发行机关委托业务的内容,以及在实施发行存托凭证方案的法律关系范畴内受托人的主要作用。

需要重点注意的是第二种义务,它可以看作确定受托人中介义务的委托合同结构中的核心成分,且在实践中直观地体现出了存托凭证作为特殊种类的有价证券的优越性和便利性。上述义务源自于对因获得一定数量外国公司股票的存托凭证持有者实现权利提供帮助的委托业务。履行中介职能的受托人是处在外国公司和存托凭证购买者之间的“中间环节”,因为投资者与外国发行机关之间的直接接触在这种法律关系中已被排除掉了。

受托人在委托协议范围内的中介义务有助于确定因认购外国公司有价证券(优先股)的存托凭证持有人获得行使公司股东权利的程序、条件和方式。通常,在标准的委托合同中会确定受托人在外国发行机关股东大会上的投票程序、获得股息红利和其他收益的规则,以及获悉公司信息的方式。在美国文献中可以发现,履行上述义务的“受托人要作为外国公司的信息媒介,对股东履行关注公司文件、简报、通知、存托凭

---

[32] 在现行规定中,这种合同在现代商业流转中一般被称为“委托协议”或者“委托合同”,它区别于与提供受托服务相联系的其他合同,后者可以称为“保管合同”或者相对地称作“非典型委托合同”。

证持有人的清单管理,股息分配等义务”。<sup>[33]</sup> 上述活动由受托人根据外国公司的要求进行。此外,在外国公司股东大会上的投票由存托银行根据存托凭证持有人的指示进行。在实践中,受托人经常根据委托书<sup>[34]</sup>或作为全权代表自行投票。显然,受托人在履行上述义务时已经不是为外国公司利益,而是为存托凭证持有者的利益进行的,帮助他们行使参与公司管理的权利。此外,受托人为实现存托凭证持有人的利益,还会为实现从基础资本中获得收益的权利向他提供帮助,同时还会帮他提交获得股息支出税款扣除额的文件,这些可以单独征稅协议事先规定,也可以在委托合同中事先约定。<sup>[35]</sup>

签订委托合同并实施其中的双方义务反映出了一个問題,即对于存托凭证持有人利益而言,在投票問題上存有一定的缺陷。首先应提及的是当存托凭证持有人没有向受托人下达指示,也没有向他提供关于投票的相应信息的情况。<sup>[36]</sup> 对于这种情况而言,受托人会向外国公司全权代理人提供自行决定投票的委托书,后者据此可按照自己的决定进行投票。<sup>[37]</sup> 这样,上述情况致使存托凭证持有人丧失了投票决定权,而由其他人通过股票表决权行使实际决定权,这有可能不符合存托凭证持有人真实意愿。

[33] Velli J. *American Depositary Receipts: An Overview* // *Fordham International Law Journal*. 1994. Vol. 17. p. 56; Lander G. P. *American Depositary Receipts* // *The International Lawyer*. 1995. Vol. 29. No. 4. p. 905; Stevenson W. B., *Bushner D. ADRs: a defensive role in international takeovers?* // *International Financial Law Review*. 1989. Vol. 8. p. 18.

[34] Royston J. W. *The Regulation of American Depositary Receipts: Americanization of International Capital Market* // *North Carolina Journal of International Law and Commercial Regulation*. 1985. Vol. 17. p. 98; Lander G. Op. cit. P. 901; Saunders M. A. *American Depositary Receipts: An Introduction to U. S. Capital Markets for Foreign Companies* // *Fordham International Law Journal*. 1994. Vol. 17. p. 60. 以某人的名义授予委托书可称为“proxo”。上述法律关系在英美法中是代理的一种。

[35] U. S. *Regulation of the International Securities and Derivatives Market* / E. F. Greene (ed.). Vol. 2. pp. 2-14.

[36] Ратников К. Ю. Новый способ приватизации и продажи акций российских компаний и банков за рубежом. Американские и глобальные депозитарные расписки. М.: Статут, 2001. С. 229.

[37] 同注[36], С. 234.

由于委托合同的特殊主体成分,所以可能需要存托凭证持有人投票才可决定的问题,在缺乏其指示的情况下是很难解决的。委托合同本身是由受托人与外国公司(或他们的代表)签订的,但是从认购一定数量存托凭证的时刻起,存托凭证持有人(投资者)就成为了合同的一方。这样,这个协议就是一个三方协议,美国法中就将这个协议认定和解释为这种形式。<sup>[38]</sup> 与上述情况相关,美国法律(如纽约州立法)对此的态度也较为宽容,即认为作为合同一方可以是没有签署合同的人,在这种情况下,这个协议中要肯定并维护他的法律利益。<sup>[39]</sup> 参加到委托协议中的存托凭证持有人要受到一定的合同限制:他们无权影响这个合同条款的变更,因为签署合同的双方才拥有变更条款的特有权利。认购存托凭证并参加委托合同,就意味着存托凭证持有人默认了委托协议的所有条款。

根据我国法律制度,上面描述的情况像是附加合同(《俄罗斯联邦民法典》第428条),据此参加合同的一方当事人会失去影响合同条款形成和制定的可能,并只能接受已经协商一致并整体附加在合同上的条款。在这种情况下,附加方在合同中处于劣势地位,因此需要提高对他的立法保障,使其在一定情况下有权要求变更或者解除合同。这样,在将附加合同制度扩展到委托合同中的情况下,存托凭证持有人获得了附加能力,这是行使合同变更权和解除权的根据。

就存托凭证持有人而言,当在他因某种原因没有签署委托协议的情况下,会出现两种可能:或者出售存托凭证,投资也将被返还,或者把他们兑换成基础资产(作为他们基础的有价证券)。<sup>[40]</sup> 但是存托凭证持有

---

[38] U. S. Regulation of the International Securities and Derivatives Market / E. F. Greene (ed.). Vol. 2. P. 2 - 14; Lander G. Op. cit. P. 899; Orabona J. M. There's A New Sheriff In Town - Will the New SEC Chairman Allow Issuers of American Depository Receipts to Use International Accounting Standards to Satisfy Listing Requirements on U. S. Exchanges? // Journal of the National Association of Administrative Law Judges. 2002. Vol. 22. Issue 1. P. 225; см. также: Ратников К. Ю. Указ. соч. С. 107; Артмьева Н. О. Американские депозитарные расписки: Дис. ... магистр частного права. М., 2006. С. 62 - 63.

[39] Костылев К. Скакими проблемами сталкиваются держатели депозитарных расписок? // Акционерный вестник. 2012. № 10(СПС «Консультант Плюс»).

[40] 同注[36], С. 107。



人没有变更这个协议条款的权利。有趣的是,我国在 10 年前就提出“投资者知道适用什么”<sup>[41]</sup>方式的立法者,在解决上述问题时,完全坚持了类似的立场,直到今天都没有改变。

可以发现,把附加合同结构置于委托协议中,在俄罗斯的实践中很可能导致存托凭证购买方出现大量权利滥用情况,因为他们实际上可以根据任何理由提出变更或者解除委托协议的要求。同时,剥夺存托凭证持有人变更委托协议条款的权利明显也是不公平的,因为这会导致存托凭证流转时的法律障碍。我们认为,最合理地从委托合同中消除这种情况的方式是要在受托人和外国公司商定合同条款的最初阶段。如果在存托凭证持有人参加合同时这个条款已经在合同中,在缺乏关于按照股份投票的指示的情况下,允许他可以通过与管理机构协商的方式对事先确定的条款提出异议。因而在一定情况下,存托凭证持有人可以获得变更委托协议条款的权利。

我们在存托银行履行职责方面详尽地阐述了委托协议的内容并不是偶然为之。这种协议的法律性质问题已经出现。此前我们已经指出,在美国法律和俄罗斯法律中委托业务已经讨论得相当详细了,其中包括受托人的多种权能:除了向委托人提供转让有价证券的权利登记、审核服务,还有提供服务让有价证券持有人行使他们有价证券权利,包括参与管理股份公司和获得红利等权利。这样,受托人在委托合同范畴内履行的中介职责都属于委托业务的内容。在委托合同中,受托人作为外国公司的代理人进行活动,他有义务完成协议规定的法律行为和事实行为,同时又作为存托凭证持有人的代理人,根据委托书行使投票权(按照

---

[41] 《俄罗斯联邦有价证券市场法》规定,变更存托凭证发行机关和外国公司签订的合同,不要求俄罗斯存托凭证持有人的同意(第 11 条 27 - 5.3)。但是在这种情况下的俄罗斯存托凭证持有人是否为合同一方却只字未提。此外,在第 15 条关于合同条款的内容中,直接指出如果其所代表的有价证券被允许交易,那么合同可以在没有存托凭证持有人同意的情况下解除。以上阐述可以得出一个结论,即存托凭证持有人不具有变更委托协议条款的权利。上述情况在现代著述中被认为是俄罗斯立法明显不完善的表现,遗憾的是,缺乏消除它或者将其变成另外一种对投资存托凭证投资人具有吸引力的调整方式的方案。参见 Логинов П. Б. Финансово - правовой механизм регулирования депозитарных расписок // Право и экономика .2007. № 10 (СПС «Консульт ант Плюс»).

俄罗斯法的态度,这在委托合同范畴内似乎是全权代理)。相对而言,在委托合同范畴内,受托人有义务提供两种基本服务:与存托凭证发行、流转,注销相关的服务,对外国公司和存托凭证购买者而言具有代理性质的服务,它具有委托协议的对象并被理解为受托服务。

必须注意的是,委托合同的合法结构为我国法律所认可,但是在术语上却带有其他含义和意义。为现代商业流转所熟悉的典型委托协议在发行方案和发行存托凭证范畴内是作为主要文件加以使用的,俄罗斯法律不久之前对此还是陌生的,但现在类似的合同结构已经被规定在了《俄罗斯联邦有价证券市场法》的 27.5-3 中,并适用于俄罗斯存托凭证发行的情况。根据该法的第 11 条,如果外国发行机关在俄罗斯存托凭证(РДР)持有者面前接受了义务,那么这些义务应当在俄罗斯存托凭证发行机关和外国公司签订的相应合同中反映出来。《有价证券市场法》第 15 章第 27.5-3 规定了该合同必要条款的强制性目录,这些条款涉及的多半是受托人的中介职能。实际上,国家利用上述框架对这个合同结构予以限制;遗憾的是“理论层面并没有赋予它具有特殊意义的法律性质”<sup>[42]</sup> 此外,所有尝试确定该合同结构的法律性质的人都会得出结论,即这个协议不会被置于《俄罗斯联邦有价证券市场法》第 9 条规定的委托合同模式之中。鉴于此可以总结出,上述结构按照俄罗斯法律不是真正的委托合同(虽然它具有委托合同的相应内容)。对这种类型委托合同的法律认定问题非常复杂,如同此前认定任何一个合同一样,“法律认定具体合同的复杂性——民法基本原理中一个的反面——意识自治原则,包括合同自由原则”<sup>[43]</sup> 从我国法律制度的立场出发,这种结构是提供某类服务义务的无名合同,由于这个合同对象具有合成性而致使合同带有混合性,合同中至少包括两类服务:发行和流转存托凭证的服务,同时还有为外国公司和存托凭证持有人提供的中介服务。可以注意到,当提及的合同结构不为国家法律所熟知,但并不排斥它包含了各种

---

[42] Клык Н. Л. Ценные бумаги как результат эволюции имущественных прав: Монография (подгот. овлена для СПС «Консультант Плюс»(2010)).

[43] Огородов Д. В. О правовой квалификации от дельных договоров, сходных со смешанными договорами // Комментарий арий судебно - арбитражной практик ики. Вып. 17. М.: Юридическая литература, 2010( СПС «Консультант Плюс» ).

合同要素的情况下,混合合同同时可以是无名合同。

## (二) 存托银行与保管银行之间签订的委托合同

存托银行在发行存托凭证实施方案内的主要作用是以其承担大量义务为前提的,它根据委托合同接受这些义务。受托人对外国银行和存托凭证持有人实施中介业务,为了能够充分实施这些业务还需要一个主体。这样,在发行存托凭证法律关系的主体成分中还包括监护银行。这个术语也可以翻译成“保管银行”。从对这个术语的解释来看,保管银行保管基础资产——根据它发行存托凭证的有价证券。在首次公开发行的实践中,存托银行选择保管银行并与之签订相应的委托协议可以相对地称为“保管合同”。

保管银行的主要作用是在发行存托凭证过程中保管和登记受外国公司委托其保管的有价证券。在发行存托凭证范畴内,保管银行实际上总是作为名义上的基础资产持有人进行注册登记。此外,在从公司获悉涉及筹备和召开全体股东大会的消息方面,保管银行在外国公司和存托银行之间扮演了信息媒介的角色,此后它还会将获取的信息转告给受托人(不过这种情况在实践中并不会经常遇到,因为外国公司通常更愿意将所有必要的信息绕过保管银行直接通知给受托人)。除了信息媒介角色之外,保管银行还要从外国公司那里获取必要的公司文件,并用类似的方式将这些文件转交给存托银行,以便在存托凭证持有人中间继续传播。此外,保管银行要将获得的有价证券的红利和其他收益事先兑换成存托凭证持有人的本国货币,然后转交给存托银行(存托银行可以自己兑换,但是将该义务交由保管银行更为方便)。

保管银行的这些主要义务就是存托银行与保管银行签订的委托协议的对象,而这个协议是独立于外国公司和存托凭证持有人的。上述两个主体不能与保管银行存在任何法律关系,因为保管合同确定的只是两个中介银行之间的相互关系。然而在实践中委托合同经常会规定在投票和分红问题上将存托银行作为保管银行代理人的可能。<sup>[44]</sup>

在美国的著述中,对发行存托凭证层面上保管银行的法律地位问题

---

[44] 同注[36],C. 138。

形成了统一的观点:一般将保管银行看作是外国存托银行的代理人。<sup>[45]</sup>因而,存托银行为了在外国银行与存托凭证持有者之间实现二者的相互关系就要将保管银行也吸收进来,使它承担一部分存托银行的中介职能,因为后者凭借自己力量不能胜任这些职能,所以为了实现它就要适当地再吸收一个主体。对于保管银行按照保管合同完成被委托的义务,存托银行要向它支付酬金。这样,在保管银行的业务中就具有了中介业务的重要标志——为他人利益实施法律行为和事实行为,并从中获得酬金,<sup>[46]</sup>因此保管银行就如同存托银行的代理人一样,被完全地纳入了存在于彼此之间、法律性质为代理法律关系的范畴内。

在我国法律中,保管银行在保管协议范畴内进行的业务就是结构被立法规定的委托合同的对象(《俄罗斯联邦有价证券市场法》第7条)。在委托合同的范畴内理解,保管合同就是调整实施委托业务过程中受托人和委托人相互关系的合同,这些业务通常是通过提供保管有价证券的证明或者有价证券权利登记的服务而表现出来的。

在委托业务范畴内,受托人同时还向委托人提供转达关于有价证券所有信息的服务,包括从发行机构或者证券持有人登记簿的持有人那里获得的信息,同时还要提供与获得收益以及有价证券其他收益相关的服务。法人和自然人都可以是受托人的委托人(客户),有价证券的所有权或者其他财产权都归属于委托人(有价证券持有人),同时还属于其他受托人,包括明显为自己委托人有价证券名义上的持有人。<sup>[47]</sup>

以上这些阐述可以证明,俄罗斯立法强调了保管合同的主要义务内容——提供保管有价证券证明书和有价证券权利登记的服务。受托人在发行存托凭证情况下的保管合同范畴内产生的中介职能具有次要意义。

上述情况决定了现代民法学上关于委托合同对象的最普遍观点的

---

[45] Orabona J. J. M. Op. cit. P. 226; UK stamps on ADRs; Comment // International Financial Law Review, 1986, Vol. 5, p. 2.

[46] 在实践中存托银行签订保管协议,一般都要向保管银行支付“它在有价证券委托方面通过法院审理或其他审理所产生的费用”。(参见注[36], C. 139)

[47] Ротко С. В. Депозит арная дея ельност ь на рынке ценных бумаг // Юрист . 2009. № 1 (СПС «Консульт ант Плюс»).

产生和存在:通常把它的法律性质与保管合同的法律结构视为同一。<sup>[48]</sup> 虽然如此,这种合同模式同时也被认定为有偿提供服务合同。<sup>[49]</sup> 此外,这种合同还可以认定为混合合同或者匿名合同,但是这种类似的观点在我国文献中并不容易发现。<sup>[50]</sup>

有些研究者认为,《俄罗斯联邦有价证券市场法》和《俄罗斯联邦存托业务条例》(俄罗斯联邦有价证券委员会 1997 年 10 月 16 日 No 36 决议)由于在规定委托合同对象层面相互矛盾的表述<sup>[51]</sup>而导致了委托合同在我国民法中处于一个不确定的位置。

可以发现,委托合同在《俄罗斯联邦有价证券市场法》中被理解成一种有偿提供服务合同。<sup>[52]</sup>

同时必须注意,为商业流转所熟知且一般在公开发行存托凭证计划范畴内使用的保管合同的标准结构与我国某些与之类似的合同结构不能完全相提并论。保管合同的对象表达面更为广泛,包括提供超出保管银行对存托银行签订范围的中介服务(保管银行的中介职责包括法律行为和事实行为,并能归入代理法律关系中)。同时我们也不能忽视保管银行原本在保管和登记受托的有价证券方面的职责,因为这些职责具有特殊的重要意义。因此我们认为,保管合同根据自身义务类型是一种提

[48] Защита прав потребителей финансовых услуг / Отв. ред. Ю. Б. Фогельсон. М.: Норма, Инфра - М, 2010 (СПС «Консультант Плюс»).

[49] Корниичук Г. А., Ширипов Д. В. Комментарий к Федеральному закону от 22 апреля 1996 г. № 39 - ФЗ «О рынке ценных бумаг» (постатейный) [подготовлен для СПС «Консультант Плюс» (2010)].

[50] Единственный例外即 Габов А. В. Депозитарный договор в системе обязательств винного права // Право и экономика. 1999. №7 [СПС «Консультант Плюс» (2010)].

[51] Андреев В. К. Предпринимательское законодательство в России: Научные очерки. М.: Статут, 2008; 莫斯科区联邦仲裁法院 2006 年 12 月 18 日, 2006 年 12 月 21 日对 № А40 - 2251 / 06 - 62 - 22 案件的 № КГ - А40 / 12220 - 06 裁决。

[52] 这个合同结构很大程度上可以被理解为保管合同,特别是如果考虑到这种情况,即根据《俄罗斯联邦民法典》第 921 条,有价证券可以是保管合同的对象。但是委托合同模式不能仅仅仿效受托人作为代理人的职能,因为中介职能起到重要作用。将委托协议认定为保管合同实际上意味着忽视或不承认受托人的其他职能。可以发现,委托合同不能同时是无名合同,因为这样的合同模式为《俄罗斯联邦有价证券市场法》直接规定的,并且在其中列举了。因此最接近的合同类型,并可以将其归入委托合同结构之下的,就是有偿提供服务合同。

供服务合同,它融合了在委托合同范畴内提供的受托服务,以及在相应合同范畴内的代理服务。因此保管协议的法律性质带有混合性(虽然在美国文献中更加强调这个法律关系的代理性,并因此将存托银行被看作是委托人)。需要强调的是,在国际商业实务中保管合同恰恰不被看作是委托合同,虽然此前已经指出不能因此否认其委托性质。尤其这直观地在俄罗斯立法先例中表现出来,保管有价证券和登记它们权利的协议恰恰被理解成委托合同。保管合同的真正意义并不为俄罗斯法律所理解。同时,我们赞成将它适当地称为委托协议,与外国公司和存托银行之间订立的委托合同的常见结构相区别,它作为基础文件在发行存托凭证的过程中使用。委托协议和保管合同的相互关系是主从关系:前者是后者产生和存在的前提。但是在现代公开发行存托凭证的实践中,保管合同在大多数情况下占有完全的主要地位。

这样,在首次公开发行存托凭证的范畴内准备委托合同是很必要的,它是发行有价证券的重要文件。在这种情况下,可以突出两种这样的合同结构:外国公司与存托银行签订的委托协议,以及存托银行和保管银行之间签订的保管合同。