

## 资管前沿问题（四）：盘点资产证券化业务中的管理人责任风险

作者：尤杨 | 赵之涵 | 邱玉霞

资产证券化业务是资管机构的本源业务之一，并成为转型发力主动管理业务的方向之一。近日，某资产支持专项计划管理人尽职调查责任引发的巨额赔偿案件非常值得关注。该案件的审理法院为北京市某基层人民法院，裁判文书为一审判决<sup>1</sup>，然而，该案件总结的争议焦点涵盖了有关管理人责任的几大典型问题，其中部分问题得到了法院具有开创性的审理认定，充分体现了司法机关对此类新型案件的审理水平。鉴于该诉讼案件尚未审结，本文不过多提及案件细节问题，仅就案件中反映出的几大争议问题进行分析、总结。

### 一、永恒不变的“管理人责任”

管理人责任贯穿“募投管退”环节始终，主要包括：设立责任（包括交易结构的可行性、增信措施的有效性等）、尽调责任、推介责任、管理责任、信披责任、清算分配责任等等。在信义义务的框架下，管理人负有较重的履职责任。履职边界问题始终为人热议。

#### （一）管理人的“信义义务”边界不清，程序正义是重要标准之一

简单来说，“信义义务”包括忠实义务和注意义务。忠实义务要求受托人忠于受托目的和受益人的利益，抵御自我利益的诱惑，全身心地为促进受益人利益努力；注意义务则强调受托人为实现受托目的和提升受益人利益的能力与努力，其能力应当匹配专业资产管理机构应有的管理水平以及自己所宣称的管理水平；努力是指要比管理自己的事务还要尽心尽力的主观心态和外化行动。

鉴于“信义义务”的履职要求较高，作为法定义务，不限于合同约定义务（且客观上也无法通过事先约定予以穷尽），导致这一责任的义务边界不甚清晰，常常引发争议。

需要说明的是，实践中有大量的“信义义务”违反不是因为重大疑难复杂事项上遇到了棘手难题，而是因为未能充分遵守职业规范产生疏漏。从司法实践来看，这类“信义义务”的违反占到了绝大多数，法院在审理认定时，倾向于将程序正义作为信义义务的重要边界之一。本文认为其合理性在于：程序正义在某种程度上就能够体现管理人是否恪尽职守，勤勉谨慎。

以尽调责任为例，法律、行政法规和债券监管部门的规范性文件、执业规范和自律监管规则对于尽调程序作出了相应规范的，那么相关规范应当内化为管理人的尽调守则，完整履行相关程序，不遗漏所需步骤，综合采取查阅、访谈、列席会议、实地调查、印证和讨论等方法。

<sup>1</sup>（2020）京0102民初6363号一审民事判决书。

实践中，我们注意到有一些金融机构已经做得非常完善，制定了非常详细的操作手册，把重要审查事项拆分为工作人员的各项行动步骤。仅以签约为例，要求工作人员通过特定的手机软件对于签约地点、签约人员、身份证明文件、签约文件进行拍照、录像，留存材料能够显示定位、路标、办公场所、对接人员、手续材料、时间等具体信息，在符合公司设置的多个硬性要求后，才能完成协议签署。在科技信息化的今天，这些数据资料能够起到较好的证明效果。

## （二）从现有实务经验看，刑民交叉对管理人责任认定的程序和实体影响相对有限

实践中，不乏有被调对象以身犯险，“萝卜章”事件层出不穷，且越来越具有隐蔽性，场所、人员、文件、证照的真伪迷雾，时刻考验着管理人的火眼金睛。管理人在发现被调对象通过伪造、变造公文、证件等方式提供造假文件时，也通常会选择刑事报案。但是，刑事报案从程序和实体两方面都不一定能阻断司法机关对于管理人履职行为的审查和民事责任的认定。具体而言：

从程序上看，刑民交叉不代表民事程序一定会中止审理或被裁定驳回起诉。以刑事案件中止民事案件审理的标准越来越清晰、严格，《最高人民法院关于在审理经济纠纷案件中涉及经济犯罪嫌疑若干问题的规定》、《九民纪要》等文件明确，刑民交叉案件原则上应当分别处理，仅当刑事案件与民事案件具备“同一性”时才应通过刑事方式解决。假设交易对手或其法定代表人、工作人员涉刑，因主体、事实不同，投资人对管理人提起的民事程序很可能不受影响。

从实体上看，投融资交易中的刑事犯罪虽然较为少见，但不因此成为管理人责任边界，不当然豁免管理人的“审慎义务”。究其原因在于：管理人对于交易对手相关信息的了解渠道不应限于口头介绍、书面文件审查，此时“审慎义务”的边界不能划断于形式审查。因此，管理人很难以审查并相信书面文件真实成立免责抗辩。此外，如交易对手或基础资产涉刑，特别是存在资金挪用的情形，实践中还可能成为司法机关认定损失已经发生的依据，例如（2021）沪74民终375号案件。

## （三）关于违反尽调责任的民事责任类型及赔偿范围

从发生环节来看，尽调环节发生在产品设立之前，是管理人在论证交易安排是否可行的基础。如果违反尽调责任，可能导致产品本身的交易结构设计、底层资产、增信措施存在瑕疵。此时，可能引发的管理人责任类型和赔偿范围存在一定的争议。具体而言：

在设立环节发生的履职瑕疵，通常引发的管理人责任是缔约过失责任。例如，因违反法律法规强制性规定而导致资管合同无效、管理人未尽适当性义务导致投资人认购了超出其风险承受能力的产品。管理人对于产品设立负有过错，承担缔约过失责任的，其赔偿范围应当是信赖利益损失。秉持这一逻辑，《九民纪要》第五章在明确卖方机构违反适当性义务的赔偿责任时，是以本金和中国人民银行发行的同期同类存款基准利率确定利息为一般原则。仅当管理人存在欺诈时，才涉及预期收益部分的赔偿。

然而，尽调责任问题可能存在特殊性。即，管理人与投资人之间关于产品认购的合意是真实有效的，但是因为尽调责任导致资产支持证券发行说明书中所做保证、陈述、承诺与实际不符。管理人因负有保证上述内容真实、准确、完整的义务，管理人未能向投资人交付符合约定的资产支持证券，很可能构成根本违约。此时，管理人责任赔偿范围应当包括本金以及履行合同后可获得的可期待利益。这一责任赔偿范围将远远高于信赖利益的赔偿。

## （四）资产证券化业务中常见多发“增信问题”

风险隔离是资产证券化业务的重要特征之一，然而风险隔离机制往往是双向的，一方面将特殊资产独立于发起人，隔离发起人风险；另一方面，也将发起人独立于特殊资产，由投资人直接承担特殊资产

上可能存在的风险，丧失了向发起人追索的权利。为了增强投资者信心，资产证券化业务通常会作出信用增级安排。

从实践操作情况来看，资产证券化业务中增信措施的类型丰富多样，极具商业安排灵活性。从增信来源来看，资产证券化业务的增信安排包括内部及外部增信措施。内部增信包括：结构分层、超额利差、超额覆盖、超额抵押、储备金账户、现金流转付机制、信用触发机制等；外部增信包括：差额支付承诺、各项担保、流动性支持、出售与回赎、维好承诺等等。

其中，部分增信安排与传统典型担保安排存在显著区别，部分增信安排相互关联，层层叠加，导致某一层增信措施的风险将联动式的传导给其他增信安排。例如，差额支付承诺是指：针对在专项计划存续期间，如果在每一期基础资产预期收益分配前的资金确认日，发现专项计划账户中的资金余额不能支持该期优先级资产支持证券的利息和本金，则由差额支付承诺人按管理人的通知要求将该期资产支持证券的利息、本金和其他资金余额差额足额支付至专项计划的账户中。对于上述差额支付承诺的性质、效力仍存在一定争议。如将差额补足义务作为主债权，并在此之上叠加各项担保措施，也将存在一定法律风险。

资产证券化业务中增信措施的灵活性一方面为各方交易主体提供了较大的方案设计空间，体现交易各方的博弈结果；另一方面，也极大地提高了法律性质认定的辨识难度和审查难度。

## 二、实际损失认定及专项计划的后续处理问题

如我们在资管前沿问题（二）中讨论的，资管产品实际损失认定的现状是非常初级的，通常以资管产品实际清回收款作为计算标准，以至大量“僵尸”产品长时间得不到清理。

可以预见，实际损失认定问题将成为资管纠纷中的重点和难点。这一问题的解决路径很可能依赖于司法机关灵活处理以及估值技术发展。事实上，上海、北京地区的司法机关已经开始尝试灵活处理方式，不再拘泥于实际损失的具体金额计算，而是在归责之后，通过公式确定赔偿责任的计算原则，再将赔偿金额与将来资管产品的回款金额联动起来。

随之而来的问题是，资管产品仍然存续，管理人承担赔偿责任后，各方法律关系和权利义务应当是何种面貌？这一问题已经得到业内人士的关注，但尚无定论。在本文文首提及的案件中，司法机关作出了开创性的裁判：认定管理人在履行完毕赔偿责任后，以实际赔偿金额为限，取得投资人在资管产品清算中应受分配的相应金额的权利。

这一认定的出发点是值得认可的，符合公平原则，能够定分止争、取得较好的社会效果。只是这一裁判背后的法律基础和依据并不清晰，需要有更完善的说理作为支撑。

## 三、防微杜渐的“证券虚假陈述”问题

新《证券法》修订后第二条明确了“资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定。”将资产支持证券、资产管理产品纳入了《证券法》调整的范围。但是，资产证券化产品是否适用“证券虚假陈述”的相关规范尚存争议：有观点认为，资产支持证券作为证券的一种，可以适用《证券法》中关于虚假陈述的规范。亦有观点认为，资产支持证券的流通性、公开性均与股票、公司债券等其他证券不同，无法适用证券虚假陈述中构建的“推定信赖的有效市场理论”，不应当适用证券虚假陈述规则，而应当通过违约和一般侵权责任规则处理。

本文文首提及的相关案件也涉及这一问题，投资人起诉资产支持证券管理人时，援引了《证券法》第二十条、第六十九条的虚假陈述责任。从裁判文书可以看出，司法机关对此尚未形成倾向性意见，该案件案由仍确定为合同纠纷，在依据合同法等部门法足以对各方权责进行审理认定时，尚且缺乏适用《证券法》的动力。在司法态势尚不明朗时，本文暂不作过多讨论。

## 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：

### 尤杨

电话： +86 10 8524 9496

Email: [yang.you@hankunlaw.com](mailto:yang.you@hankunlaw.com)