

## 争议解决法律

### 证券实务参取：投资垃圾债，能继受前手权利主张侵权赔偿吗？

作者：尤杨 | 赵之涵<sup>1</sup>

在平稳、有序、健康发展的债券市场中，违约债券的处置和垃圾债市场的建立也同样重要。实践中，不少违约债券的转让价格极低，一折买入“十元债”的持有人通过合同违约诉讼或破产程序获得了较高的投资收益，也有不少持有人开始寻求合同权利之外的救济路径，特别是债券欺诈发行/虚假陈述侵权诉讼。此时，发行人、实控人、债券承销机构及服务机构的被诉风险进一步增加。

2020年《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称“《债券座谈纪要》”）通过21条第一款<sup>2</sup>和22条<sup>3</sup>构建出了与《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》不同的侵权损失计算模型。这一计算模型中，在实施日及之后、揭露日之前在交易市场上买入该债券的投资者属于适格原告，至于何时卖出在所不论，即：原告既可能已经卖出债券<sup>4</sup>，也可能仍然持有债券。

<sup>1</sup> 实习生程心明对本文亦有贡献。

<sup>2</sup> 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第21条【发行人的违约责任范围】：债券发行人未能如约偿付债券当期利息或者到期本息的，债券持有人请求发行人支付当期利息或者到期本息，并支付逾期利息、违约金、实现债权的合理费用的，人民法院应当予以支持。

<sup>3</sup> 《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第22条【债券欺诈发行和虚假陈述的损失计算】：债券信息披露文件中就发行人财务业务信息等与其偿付能力相关的重要内容存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，欺诈发行的债券认购人或者欺诈发行、虚假陈述行为实施日及之后、揭露日之前在交易市场上买入该债券的投资者，其损失按照如下方式计算：（1）在起诉日之前已经卖出债券，或者在起诉时虽然持有债券，但在一审判决作出前已经卖出的，本金损失按投资人购买该债券所支付的加权平均价格扣减持有该债券期间收取的本金偿付（如有），与卖出该债券的加权平均价格的差额计算，并可加计实际损失确定之日至实际清偿之日止的利息。利息分段计算，在2019年8月19日之前，按照中国人民银行确定的同期同类贷款基准利率计算；在2019年8月20日之后，按照中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率（LPR）标准计算。（2）在一审判决作出前仍然持有该债券的，债券持有人请求按照本纪要第21条第一款的规定计算损失赔偿数额的，人民法院应当予以支持；债券持有人请求赔偿虚假陈述行为所导致的利息损失的，人民法院应当在综合考量欺诈发行、虚假陈述等因素的基础上，根据相关虚假陈述内容被揭露后的发行人真实信用状况所对应的债券发行利率或者债券估值，确定合理的利率赔偿标准。

<sup>4</sup> 在起诉日之前已经卖出债券，或者在起诉时虽然持有债券，但在一审判决作出前已经卖出的。

鉴于《债券座谈纪要》未明确剔除在实施日及之后，揭露日之前已经卖出债券的投资人。因此，如原持有人及后手持有人都是在实施日之后、揭露日之前买入债券的，都具备原告起诉资格，有权依据《债券座谈纪要》主张侵权损害赔偿，由此引发更为复杂的实践操作问题。在复杂情形下，《债券座谈纪要》有关损失计算的模型还不尽完善，难以完全覆盖实践中存在的大量差异化情形。

根据《债券座谈纪要》确立的损失计算规则，原持有人卖出债券后，虽然不得要求发行人兑付本息，但仍然有权基于侵权行为主张损害赔偿。随之而来的问题是：卖出债券的原持有人能否将（可能）享有的侵权之债一并转让给后手持有人？例如，原持有人购买债券成本为 100 元，卖出价格为 10 元，期间未收取本金偿付，存在本金损失 90 元。假设该债券涉及欺诈发行，原持有人依据《债券座谈纪要》有权主张投资本金损失 90 元及利息损失，该侵权之债能否由原持有人一并作价转让给后手持有人？如果当事人作出类似的商业安排，是否合法有效？发行人、实控人、债券承销机构及服务机构是否可以作出有效抗辩？

## 一、债权让与的构成要件考察

侵权之债转让属于债权让与的一种，需要对债权让与的构成要件进行考察。债权让与规定在我国《民法典》第 545 条<sup>5</sup>，是指在不改变债权内容的情况下，由债权人将债权转让给第三人的制度。第 545 条仅对债权让与的特殊构成要件“债权具有可转让性”作出规定，而不涉及对一般构成要件的讨论，因此在实际适用中还需要补充“债权转让合同”、“债权存在”以及“债权具有可确定性”三个要件<sup>6</sup>。

### （一）债权转让合同

债权转让需在原债权人和新债权人之间达成让与的合意，其成立生效应适用《民法典》合同编的一般规则。在这一要件的讨论中还涉及债权转让是否需要通知债务人以及是否区分债权转让和债权转让合同两个复杂问题，因与本文探讨问题无关而不在在此做进一步延伸<sup>7</sup>。

### （二）债权存在

对于这一要件的理解随着时间发展产生了很大变动，从传统民法理论的角度来看，这是债权转让作为一种处分行为的内在要求<sup>8</sup>。但纵观各国的实践，能够被转让的债权不仅仅指向现实债权，将来债权在特定情况下也能够被预先让与：若债权的发生原因法律关系客观存在且内容明确，权利发生的盖然性极大，将来债权也能够提前处分<sup>9</sup>。

将来债权的本质则是一种期待或者期待权<sup>10</sup>，学界对于将来债权的定义与分类存在不同观点，本文采取台湾地区学者“有基础法律关系的将来债权”与“无基础法律关系的将来债权”的二分法：前者是指债权存在的前提性法律关系已经确定，只是需要以将来特定事实的发生为依据，后者是指该债权是

<sup>5</sup> 《民法典》第 545 条：“债权人可以将债权的全部或者部分转让给第三人，但是有下列情形之一的除外：（一）根据债权性质不得转让；（二）按照当事人约定不得转让；（三）依照法律规定不得转让。当事人约定非金钱债权不得转让的，不得对抗善意第三人。当事人约定金钱债权不得转让的，不得对抗第三人。”

<sup>6</sup> 王洪亮著：《债法总论》，北京大学出版社 2016 年版，第 452 页。

<sup>7</sup> 庄加园：《〈合同法〉第 79 条（债权让与）评注》，《法学家》，2017 年第 3 期。

<sup>8</sup> 朱庆育：《民法总论》，北京大学出版社 2013 年版，第 155 页。

<sup>9</sup> 崔建远：《论债权让与的标的物》，《河南省政法管理干部学院学报》，2003 年第 5 期。

<sup>10</sup> 刘绍猷：《将来之债权的让与》，载郑玉波主编：《民法债编论文选辑》（中），台湾五南图书出版股份有限公司 1984 年版，第 894 页。

否发生的基础法律关系尚未产生，但债权成立的部分要件已经具备<sup>11</sup>。

目前各国对于无基础法律关系的将来债权能否转让尚未形成统一观点，现实的商业实践需求在很大程度上改变了对于该问题的判断：德国法认为对于该种债权转让有效性的承认会违背公共政策并与一直以来转让财产确定的规则，但目前最高法院已经在浮动担保的案例中承认将来债权让与的效力；美国普通法坚持“自己无有者不得与人”观念，但已经被衡平法的判例不断修正，《美国统一商法典》把将来取得的一般金钱债权纳入无体财产的范畴之内。

### （三）债权具有可确定性

可确定性指的是最迟在债权发生的那一刻必须明确债权的内容、数额以及债务人。这一点主要是出于安定性的考虑，就算债权在转让时并不明确，也需要有可以被确定的标准。

### （四）债权具有可转让性

《民法典》第 545 条第一款对债权的可转让性作出了具体说明：在债权性质不允许、当事人约定和法律规定不允许这三种情况下债权不得转让。其中，“债权性质不允许”是指债权人变更会导致债权内容变更或者是使得债权目的不能实现，比如授课、咨询等高度人身性债权不得转让。“当事人约定不得转让”具有一定限制，《民法典》第 545 条第二款区分金钱债权与非金钱债权作出规定。“法律规定不允许”所指代的主要情况是法律条文的明确禁止，比如法律中规定不得扣押的债权也不得转让，此种情况主要是基于社会政策的衡量。

## 二、侵权之债转让的司法实践考察

目前债权让与多以合同债权为讨论模型，而鲜少关注到其在侵权领域的适用。《立案工作指导》2016 年第 4 辑曾刊载《侵权之债让与后债权受让人起诉权的认定 —— 贾某红与国网河北省电力公司邯郸供电分公司、国网河北省电力公司广平县供电分公司财产损害赔偿案》一文，认为在被告侵权责任和受损数额尚未确定的情况之下债权受让人与被告之间无利害关系而不具有原告主体资格，裁判理由主要有二：一是侵权之债只是责任承担的一种方式，与合同之债具有本质区别，只有法律明确规定的情况下才能转让；二是侵权之债需要经过有效的司法裁判确认，在债权尚未确定前不能转让。

这份《立案工作指导》的刊载时间较早，其中第一点理由在《民法典》通过后很可能不再具有说服力。《民法典》第 545 条在原《合同法》的基础上做出修改，将“合同权利”更改为“债权”，为侵权之债作为债权让与的客体提供了解释空间。

其中第二点则涉及到侵权之债转让中“债权存在”如何认定的问题。在“侵权之债转让”的司法案例中，既有支持转让也有不支持转让的判决。不支持的理由主要有“人身损害赔偿具有专属性”<sup>12</sup>和“侵权责

<sup>11</sup> 陈飞宇：《资产证券化中将来债权交易规则的完善》，《法商研究》，2018 年第 5 期。

<sup>12</sup> 见陈丽花与刘琳玲债权转让合同纠纷一审民事判决书，（2021）赣 0921 民初 33 号；何德富、刘某生命权、健康权、身体权纠纷二审民事裁定书，（2021）黔 26 民终 1264 号。

任在尚未确定的情况下不得转让”<sup>13</sup>；支持的理由则认为“法无明文禁止皆可为”以及“财产性损失具有可转让性”<sup>14</sup>，也有法院在判断被告构成侵权的同时一并认可侵权之债的转让效力<sup>15</sup>。

可见，目前关于侵权之债转让是否有效的争议点主要集中于：债权是否存在，是否具有可确定性，是否具有可转让性。就债权存在与可确定性而言，我国有限的司法实践总体认为侵权作为一种法定之债，其存在应该经过法院的裁判确认；就可转让性而言，具有人身专属性或者不以金钱给付为内容的侵权之债不满足该构成要件。

### 三、债券侵权之债转让的初步结论

回归到本文核心问题，通过对债权转让以及侵权之债转让构成要件和司法实践的考察，债券侵权之债的损害赔偿请求权是以金钱给付为内容，具有可转让性，但在存在性和确定性方面存在重大争议。即：根据《债券座谈纪要》规定，对于存在虚假陈述、欺诈发行等侵权行为的侵权之债，已经有相对具体的损失计算标准可以适用。虽然行为人还能够主张因果关系、系统风险等抗辩事由，但是赔付金额可以大致确定。此时，侵权之债是否存在，是否具有确定性？

根据我国现行法律法规，侵权之债转让的司法审查标准是相对保守和慎重的。法院裁判确认很可能仍然是侵权之债得以存在和确定的重要标准之一。对于尚未进入司法程序，仅由原债券持有人作出概括性转让的侵权之债，目前的司法实践可能难以认定其存在且具有确定性。如果当事人作出类似的商业安排，相关安排的效力可能受到重大挑战。反映在诉讼程序中，主要体现为原告是否是适格原告，有无实体权利的争议。

### 四、债券侵权之债转让的衍生思考

鉴于“今天的法律未必明天仍是法律”，我们也不妨从债券的特殊性出发，思考这一转让安排在未来是否可能存在探讨空间。

#### （一）“债权存在”的标准探讨

司法实践倾向于将法院判决作为侵权之债确定的标准。基于民法理论的反思，侵权作为法定之债，其成立与否的关键在于构成要件，法院的判决仅仅是具有确认效力：经过法院判决的侵权之债是溯及到构成要件满足的时刻成立。即便是合同之债，在未经法院最终裁判时也具有某种不确定性，合同是否有效、当事人是否违约都不能给出确定的答案。因此将法院判决作为侵权之债确定的标准，进而认为侵权之债在法院判决前不存在的观点，可能存在探讨的空间，实践中也已经存在一定探索经验<sup>16</sup>。

远观实践之未来，对于债券侵权之债，不排除可能会衍生出以下安排：即，当事人依据债券侵权转让协议诉请法院判决给付损害赔偿，法院需做出的给付判决本身具有一定的确认效力，如果法院认为侵权之债不成立进而债权转让客体不存在，可以判决不支持原告诉讼请求。反之，可以在判决被告构成侵权的同时一并认可侵权之债转让的效力。

<sup>13</sup> 见何德富、刘某生命权、健康权、身体权纠纷二审民事裁定书，〔2021〕黔26民终1264号；广州隧华快速路有限公司、广州市住房保障办公室债权转让合同纠纷二审民事裁定书，〔2020〕粤01民终17068号。

<sup>14</sup> 西安秦邦电信材料有限责任公司与无锡市隆盛电缆材料厂侵权责任纠纷、专利权权属、侵权纠纷再审复查与审判监督民事裁定书，〔2014〕苏审三商申字第0178号。

<sup>15</sup> 包元桥与单显益财产损害赔偿纠纷一审民事判决书，〔2019〕云0402民初2103号。

<sup>16</sup> 同上。

## （二）“法无禁止即可为”的原则适用

《民法典》第 545 条将“合同权利”的转让修改为“债权”转让，合同编的部分条文实质上承担了债法总则的功能，因此侵权之债的转让也在该条文的涵摄范围内。回顾我国之前立法，只有在《关于审理人身损害赔偿案件适用法律若干问题的解释》中明确禁止了对精神损害抚慰金请求权的让与，实践中出现的案例也全部都具有一定的人身性质，那么在私法“法无禁止即可为”的原则下，债券侵权之债这种纯粹以财产给付为内容的转让是有可能被准许的。

## （三）“投资者保护”的探索实践

随着我国资本市场的繁荣，证券欺诈民事纠纷的数量也直线上升，立案程序复杂、投资者维权能力弱等原因交杂在一起造成了当下司法维权难的现状，而这些欺诈案件又具有规模大、时间长、成本高等系列特征，是否要进入诉讼程序是投资者需要谨慎考虑的问题。2019 年《证券法》修改，为了改变这种局面让投资者得到及时、公平的赔付，已经推出了先行赔付制度，以更加多元的方式来让投资者利益得到先行赔付。允许投资者自行做出转让债券侵权之债的商业安排，也可能成为市场化的路径之一。

## 五、总结

综上所述，对于题述情形，后手持有人应当持谨慎态度，事先注意到可能存在的法律风险。如果发生诉讼，发行人、实控人、债券承销机构及服务机构应当注意查明债券持有人的认购情形，有针对性地提出抗辩，质疑类似安排的有效性。

鉴于违约、侵权、破产都是违约债券处置方式的多元化体现。债权让与制度的存在意义之一是为了提高资金的利用效率，将与债券相关的一切权利都交由商事主体自行评估、判断、转让，从最有利于自身利益的角度做出市场化的安排，可能存在一定的商业价值。在违约债券多元化处置过程中，这个问题始终值得关注和探讨。

## 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)