

信用债违约风险处置中产品管理人的责任认定逻辑

——基于法院对管理人尽职调查义务裁判的实证研究^{*}

牛 强^{**} 傅福兴^{***}

摘要：近年来我国信用债违约事件频发，由此引发的债券产品兑付风险导致投资者经济损失，主因之一是产品管理人未能充分履行尽职调查义务，监管机构常以“未能遵守审慎经营规则”责令整改，但尚未形成清晰的产品管理人追责路径。文章将以尽职调查规则及法理为起点，分析尽职调查义务在法院审判中的认定标准，探究产品管理人此项义务的合理要求程度，为监管认定产品管理人责任提供规制建议。

关键词：信用债违约 债券产品 尽职调查 监管认定 司法裁判

近年来，我国发生数起城投债项目违约事件，导致投向这类债券的资产管理计划或基金产品无法按期兑付，令投资者蒙受损失。^① 此类产品管理人多为小型券商或期货资管，未能履行尽职调查义务成为其“踩雷”的主要原因。该类产品所谓的“投资经理”变动频繁，行政、业务等岗位人员转任、挂名屡见不鲜，人员胜任能力不足。从目前监管措施文书来看，在出现兑付风险后，监管部门通常以“未能遵守审慎经营规则”责令公司整改。^② 但在产品管理人的具体责任上，监管尚未形成清晰的认定路径。

在民事法律层面，尚无直接规定明确产品管理人需要履行尽职调查义务。在司法实践中，“尽职调查”是一项重要合同义务，产品管理人未切实履行或可构成违约。

* 本文仅为作者个人观点，不代表所在单位立场与观点，不作为针对任何案件或问题的意见或建议。

** 杭州市中级人民法院法官助理。

*** 新加坡国立大学硕士研究生。

① 惠凯：《债务风暴席卷黔南州独山县逾期资管产品或达 10 亿元》，载证券市场红周刊网，<http://news.hongzhoukan.com/19/0614/cyc235537.html>，2022 年 3 月 6 日访问。

② 陕西证监局：《关于对迈科期货股份有限公司采取责令改正措施的决定》（陕证监措施字〔2019〕16 号），载陕西证监局网，<http://www.csrc.gov.cn/shaanxi/c104621/c1143654/content.shtml>，2022 年 3 月 6 日访问。

在行政监管层面,可从尽职调查义务切入,对产品管理人责任加以认定。面临的问题是,如何界定产品管理人是否已经充分履行尽职调查义务,既要做到督促产品管理人切实履责,又要保证监管规则有“期待可能性”^①,要平衡“不任人违法”和“法不强人所难”。“尽职调查”既是民事合同中相对方的义务,也是金融监管对产品管理人的要求,行政监管就“尽职调查”程度的认定参考借鉴司法实践有重大意义。

在必要性方面,当前监管对尽职调查尚未有明确的界定,无法在规则层面严格约束单只产品管理人及其投资经理,通道业务更是大行其道;在合规性方面,监管机构对产品管理人责任的认定路径若能与司法裁判保持相当的同向性,或将能提高广大投资者及产品管理人对监管规则的认同程度。在此,本文将以尽职调查的法理及规则为起点,重点分析尽职调查义务在法院审判实践中的认定标准,探究产品管理人尽职调查义务的合理要求程度,并进一步辨析义务豁免的情形。对立法部门的建议为:一是健全产品管理人制度,明确产品管理人的资格条件、权利义务,制定相应的履职激励机制,加强与债券持有人会议制度、债券受托管理人制度的衔接。二是完善产品管理人尽职调查、信息披露、风险提示与防范制度,细化尽职调查与信息披露的具体事项及量化标准,明确时效性要求。

一、文献综述

(一) 问题的提出

公司信用类债券是企业直接融资的重要渠道,在服务实体经济、优化资源配置等方面发挥着重要作用。截至 2022 年末,我国债券市场托管余额 144.8 万亿元,已成为全球第二大债券市场。但是,近年来债券违约事件频发,规模快速增长,案件数量大幅上涨。少数债券发行人因经营不善、盲目扩张、违规担保等原因而不能按期还本付息,欺诈发行、虚假陈述等违法违规事件时有发生,部分债券市场中介机构未能履职尽责,损害了债券投资者的合法权益,破坏了债券市场的公信力,影响了金融市场平稳有序运行。本文所讨论的信用类债券包括企业债券、公司债券和非金融企业债务融资工具。信用债违约是指信用债的发行方无法如期兑付本息,或者不能兑付本息,包括彻底不能和按期不能。2022 年,信用债违约金额达 498.59 亿元,2021 年达 1 603.46 亿元。^②

^① 期待可能性,是指从行为时的具体情况看,可以期待行为人做出合法行为。

^② 陈燕青:《信用债违约金额创近五年最低》,载《深圳商报》2022 年 12 月 26 日。

我国信用债违约情况在 2017 年后大幅增加,经过 4 年高位运行后境内债券违约情况在 2022 年大幅改善。信用债违约危害巨大:首先,投资者可能面临本金与预期收益的损失;其次,单一或多只债券产品“爆雷”都可能影响到普通投资者的信心,导致资管产品的大量赎回,并传导至债券市场,引发恐慌情绪,危害正常的金融秩序。债券违约的原因主要包括:在宏观层面,经济不景气,流动性收紧,债市利率快速大幅调整,货币政策的力度与边际减弱、产业政策调整导致行业景气度下降等都会影响债券产品净值波动、亏损甚至兑付不能。在微观层面,发行人经营不善导致盈利能力与偿债能力大幅下降,或出现欺诈发行、虚假信息披露,以及恶意转移资产、挪用发行资金等“逃废债”行为,也有可能人为的债券违约。此外,债券产品管理人未能尽到勤勉尽责、诚实守信的义务,也将扩大投资者所面临的风险。

我国现行立法关于债券产品管理人尽职调查义务的内涵与外延并无直接规定,多以部门规章与行业规范为主。《证券投资基金法》《信托法》对基金管理人提出了诚实信用、谨慎勤勉的义务和审慎经营规则要求,是产品管理人尽职调查职责的间接法律依据。^①《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》^②《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》^③《信托基金集合资金信托计划管理办法》也规定了公募基金管理人和信托公司管理、运用财产时应当遵循诚实信用、谨慎勤勉的义务要求。《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》对管理人尽职调查义务的内容与要求做出具体规定,是行政监管机构做出监管措施或行政处罚的直接依据,但其效力位阶较低。对此,司法实践往往会通过具体案件的裁判加以完善。暂以“管理人”“尽职调查”“谨慎勤勉”为关键词在裁判文书网检索,可以得到相关民事裁判 224 件,分析可知:法院一般援引信义义务作为产品管理人尽职调查的法理依据,以“诚实信用、谨慎勤勉”为直接规定。产品管理人未履行尽职调查职责,造成投资人损失,应当承担相应法律责任。

(二) 研究现状

尽职调查义务是债券产品管理人负有的对发行人的经营状况、财务状况和偿债能力,以及对投资者决策有重大影响的其他事项进行调查、核实与报告的行为负担。尽职调查义务包括必要的调查核实义务和充分的报告义务,而贯穿这两项义务始终

^① 参见《证券投资基金法》第 9 条。

^② 参见《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》第 9 条。

^③ 参见《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第 9 条。

的是注意义务。关于尽职调查义务的理论依据,主流观点认为是信义义务的要求。如肖宇、许可认为管理人信义义务产生的根源在于受托财产控制权的分离,投资人转移了资金的所有权,获得了份额持有权和预期的获益权,而管理人获得了受托财产的管理和处分权利,“投资人基于对管理人业务能力和职业操守的信任,将财产和权利全部交给管理人,对财产不再享有控制权;管理人提供专业的资产管理服务,享有对财产的全部控制权,但管理人可能滥用权利和怠于提供服务,为自己牟利和损害投资者利益;投资人很难完全通过约定和市场的方式来规避这种风险和保护自己的利益,需要通过具有强制力的私法规则来约束基金管理人的行为”;^①许多奇认为信义义务贯穿资产管理的全过程,包括客观募集、审慎投资、恰当管理和有效投资,对应的,管理人违反信义义务的表现形式多种多样,包括“管理人对投资者风险承受能力评级、风险评估过程中未全面审慎评估或评估程序不合规,管理人未对产品风险等级进行有效评级、未对推介材料的合规性做合理审查、未对代销机构资质和能力进行充分审查而选任不具有相应资质的代销机构等”。^②李勇认为信义义务包括忠实义务和注意义务,忠实义务包括避免利益冲突和不牟利两条规则,信义义务的一个核心必要性就是管理人具有强烈的个人牟利倾向。^③

关于产品管理人尽职调查义务纠纷的整体概况:债券违约纠纷以债券持有人自行起诉为主。债券纠纷的被告主要涵盖产品管理人、债券发行人、担保人、其他中介机构等四类。债券纠纷案件涉及债券发行、交易、偿付等各个阶段,其中偿付阶段占比为主。案由分布较为集中,公司债券交易纠纷占大多数,案件类型以债券违约为主。违约债券种类多样,违约情形以到期违约为主。涉案债券包括在沪深交易所挂牌的一般公司债、可交换公司债,在银行间市场挂牌的中期票据、短期融资券、超短期融资券,以及在地方交易所挂牌的债券融资计划、私募债券、定向债务融资工具等。违约情形以到期出现实质性违约居多,包括未能按约兑付本息、债券回售款等。其中,债券产品管理人未履职尽责或利用其信息优势从事内幕交易,主承销商与产品管理人身份重合时未采取合理措施防范利益冲突等,都可能导致产品管理人需对投资者承担相应赔偿责任。产品管理人应当识别和评估利益冲突风险,持续关注发行人和担保人的资信状况、担保物状况、增信措施及偿债保障措施的实施情况,并做好定

① 肖宇、许可:《私募股权基金管理人信义义务研究》,载《现代法学》2015年第6期。

② 许多奇:《论全周期视野下私募基金管理人的信义义务》,载《武汉大学学报(哲学社会科学版)》2022年第5期。

③ 李勇:《从基金管理人信义义务看私募基金风险防控》,载《检察日报》2020年3月30日。

期及临时报告,按照规定有效监督发行人募集资金使用及信息披露。

二、尽职调查的规则及法理依据概述

(一) 现有规则及监管实践的要求

1. 产品管理人尽职调查义务的现有规则

一方面,上位法对公司信用类债券进行了原则性规范。《公司法》和《证券法》是公司信用类债券市场的基础法律,《公司法》《证券法》《企业破产法》和《银行法》是公司信用类债券的上位法基础。《公司法》对公司债券的内涵进行界定,是指公司依照法定程序发行,约定在一定期限还本付息的有价证券。《证券法》立法宗旨首先在于规范证券发行和交易,进而保护投资者合法权益与社会公共利益,促进社会主义市场经济的良好发展。对投资者合法权益的保护,就蕴含了对债券产品管理人诚实信用、谨慎勤勉的要求。另一方面,下位阶的部门规章、行业规范对产品管理人尽职调查的具体内容和要求进行明确。《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》首先对产品管理人进行了界定,其是指为债券份额持有人的利益,依照法律规定和合同约定对专项计划资产进行管理、运用、处分的专业机构。其次对职责进行了明确,包括对相关交易主体和基础资产进行全面的尽职调查。^①《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》细化了尽职调查义务的内涵与外延,包括调查范围即证券发行人、融资主体和交易对手的资信状况,以及担保物状况、增信措施和其他保障措施的有效性;调查要求即进行充分尽职调查并制作书面报告,投后管理、信息披露、风险检测与控制。^②《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》则对产品管理人尽职调查的内容和要求做出了更为细致的规定。具体而言,尽职调查的对象包括业务参与人以及拟证券化的基础资产两大方面;方法包括查阅、访谈、列席会议、实地调查等四种手段;范围包括对投资者作出投资决策有重大影响的事项,比如业务参与人的法律存续状态、业务资质及相关业务经营情况,基础资产的法律权属、转让的合法性、基础资产的运营情况或现金流历史记录。^③另外,在公司债券发行中,除了产品管理人,还涉及承销机构、保荐人、受托管理人以及资信评

^① 参见《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》第3条、第13条。

^② 参见《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第61条、第62条。

^③ 参见《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》第6条、第13条。

级机构、会计师事务所、资产评估机构、律师事务所等专业机构,后者亦须履行勤勉尽责义务和尽职调查职责,尤其是在产品管理人和受托管理人的职责中,存在大量竞合情形。

2. 产品管理人尽职调查义务的具体行政监管规则

产品管理人尽职调查的对象包括发行人(含发行人的控股股东及实际控制人)、关联方、重要债务人、担保人、原始权益人、托管人等。范围包括发行人的收入确认、核心技术、研发费用核算、债务情况、担保情况、偿债能力、关联交易情况(比如审核有关大额关联交易的审批程序及定价公允性关键问题)、重大仲裁、诉讼和其他重大事项及或有事项、资信水平、基础资产现金流等^①;发行人的重大合同、控股股东资金占用、应收账款回款等^②;原始权益人的对外担保核查^③;公司治理及内部控制、财务会计信息等^④。形式要求是形成《尽职调查报告》,并且须有调查人签字,尽职调查应当形成工作底稿,真实、准确、完整反映尽职调查工作。^⑤ 实质要求是综合分析、独立判断、审慎论证、前后一致、明确报告。^⑥ 另外,尽职调查是一项持续性义务,贯穿债券产品存续期间,应对发行人持续跟踪与监测,对发行人募集资金使用、还本付息安排及时监督、充分核查,有效督导发行人履行有关信息披露义务。产品管理人违反尽职调查义务的具体表现是未履行或履行不到位,比如未能及时发现、披露发行人的严重失信行为^⑦;未能发现项目担保承诺函所用印章系伪造^⑧;依赖发行人、第三人提供资料^⑨;尽职调查报告存在调查分析前后不一、报告结论缺乏充分证据支撑等情形,未能全面反映重要债务人偿付能力和资信水平^⑩。另外,有证监局针对期货公司的资产管理计划未实地调研、多份尽调报告内容雷同等未履行尽职调查义务的情况采取

① 深圳证监局:《关于对招商证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》,行政监管措施决定书(2022)123号。

② 深圳证监局:《关于对万和证券股份有限公司,杜承彪、周耿明采取出具警示函措施的决定》,行政监管措施决定书(2022)228号。

③ 深圳证监局:《关于对中山证券有限责任公司采取出具警示函措施的决定》,行政监管措施决定书(2022)124号。

④ 深圳证监局:《关于对英大证券有限责任公司采取出具警示函措施的决定》,行政监管措施决定书[2018]64号。

⑤ 参见《保荐人尽职调查工作准则》第7条。

⑥ 深圳证监局:《关于对中山证券有限责任公司采取责令改正措施的决定》, <http://www.csrc.gov.cn/shenzhen/c104320/c1591889/content.shtml>, 访问时间 2023 年 3 月 14 日。

⑦ 上海证监局:《关于对民生证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》,沪证监决[2023]22号。

⑧ 上海证监局:《关于对张明炜采取出具警示函措施的决定》,沪证监决[2018]123号。

⑨ 深圳证监局:《关于对银河金汇证券资产管理有限公司采取出具警示函措施的决定》,行政监管措施决定书(2022)61号。

⑩ 上海证监局:《关于对申万宏源证券有限公司采取出具警示函措施的决定》,沪证监决[2017]6号。

了监管措施。^①

3. 产品管理人尽职调查义务的具体司法裁判规则

判定产品管理人履行尽职调查职责是否充分,实质要件包括是否对债券产品所投资产(即目标项目)进行全面实质调查,形式要件包括是否出具符合法定及约定要求的《尽职调查报告》《法律意见书》等。^②申言之,全面实质审查的范围包括对发行人偿债能力或投资人权益有重大影响的事项,环节包括信息验证与披露、风险提示与防范。比如在华溢之星资产管理(北京)有限公司与无锡五洲国际装饰城有限公司的公司债券交易纠纷一案中,案件的争议焦点之一是产品管理人是否尽到勤勉尽责义务,法院的裁判观点是产品管理人在债券存续期间持续对发行人的偿债能力进行全面调查与及时报告,尽到勤勉尽责义务。该案中,产品管理人举证证明其对发行人受处罚及失信情况,包括发行人被列为失信被执行人名单、发行人的实际控制人被列入失信被执行人名单,以及发行人资产被查封、扣押、冻结,债务重组,涉及的重大诉讼进行全面及时的信息披露与风险提示。法院对上述事实予以确认,并据此认定产品管理人尽到了勤勉尽责义务^③。又比如在曾环与联储证券有限责任公司等财产损害赔偿纠纷中,案件的争议焦点之一是联储证券作为案涉资产管理计划的管理人,履职过程中是否尽到谨慎勤勉的管理义务,是否存在侵权行为。法院认为产品管理人勤勉尽责义务不仅包括信息披露、风险提示,还包括风险防范,即在发行人偿债能力下降(本案表现为担保人担保能力显著下降)的情况下,产品管理人应当及时将相关信息披露给投资人,并采取必要的风险控制措施。该案中,担保人担保能力明显下降,联储证券没有及时披露和控制相应的风险,亦未采取积极有效的措施履行《回购合同》项下的义务,未能充分维护投资人在《资管合同》项下的合法利益。另外,该案还明确了管理人忠实义务和勤勉义务的法理依据是信义义务,勤勉义务的主要内容是管理人应当为投资者最大利益受托事务,恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。关于管理人是否充分履行尽职调查义务,法院直接采信行政机关的认定事实。^④

① 江苏证监局:《江苏证监局关于对新纪元期货股份有限公司采取责令改正监督管理措施的决定》([2020]117号),载江苏证监局网, <http://www.csrc.gov.cn/jiangsu/c103903/c1404744/content.shtml>, 2022年3月6日访问。

② 最高人民法院:曹立、吉林省信托有限责任公司合同纠纷再审审查与审判监督民事裁定书,案号(2020)最高法民申4151号,2020年12月16日。

③ 北京市高级人民法院:华溢之星资产管理(北京)有限公司与无锡五洲国际装饰城有限公司公司债券交易纠纷一案一审民事判决书,案号(2018)京民初188号,2020年1月2日。

④ 上海金融法院:曾环与联储证券有限责任公司等财产损害赔偿纠纷二审民事判决书,案号(2022)沪74民终1051号,2022年11月24日。

如果产品管理人未采取风控措施且未向投资人进行风险披露则构成违约,由此造成投资人损失的应当承担赔偿责任。^① 对于风险性显著较大的投资标的,产品管理人应当尽到审慎义务,比如在广东粤财信托有限公司营业信托纠纷系列案件中,该案的争议焦点仍是产品管理人是否尽到谨慎勤勉义务,法院认为广东粤财信托有限公司在中国证券监督管理委员会决定对发行人立案调查,发行人披露可能暂停上市的风险提示后,仍然大量买入发行人公司股票,违反了“在有效控制投资风险前提下”“所有参与行为均应在保护委托人利益的前提下进行”的约定,造成投资者财产损失,产品管理人在履行合同过程中有过错,应承担赔偿责任。该案中,产品管理人明知风险而继续投资存在欺诈发行或虚假陈述风险的上市公司股票,属严重违反注意义务,并由此造成投资人损失,产品管理人违反谨慎勤勉义务与投资人受损具有直接因果关系,应当承担赔偿责任。^② 有些情况下,产品管理人对投资标的的风险审查充分,但是在约定的资金监管措施未落实的情况下径行划款,亦属违反勤勉义务。^③ 此外,尽职调查中所涉风险信息的披露,是一个持续的动态过程,贯穿产品财产投资的始末。但是,在通道类业务中,产品管理人按照合同约定并依照投资人指示,将产品财产投资于目标项目,即视为履行诚实信用、谨慎勤勉的义务;而针对投资对象以及担保人的资产状况、信用情况、抵押财产等的实质性尽职调查则由投资人自行承担,投资人与管理人的权利义务由双方之间的投资合同约定。^④

(二) 尽职调查义务的法理依据

首先,尽职调查义务是信义义务履行的要求。信义义务,包括忠实义务和注意义务。前者是指受信人在处理受托事务时得以投资人的利益为唯一依据,不得将自己的利益置于投资人利益之上为自己或他人谋利,应当避免利益冲突。后者是指受信人在处理受托事务时应当审慎、勤勉,运用专业知识为投资人整体利益和长远利益服务。具体而言,债券产品投资是投资人将财产和权利全部交给管理人,管理人对财产提供管理和处分服务的投资活动。投资人财产变为了产品份额,失去了对财产的控制权利,管理人获得了对财产的控制权利。投资人需要通过某种方式防止管理人滥

① 北京金融法院:信泉和业(济南)私募基金管理有限公司等与周凤新合同纠纷二审民事判决书,案号(2022)京74民终671号,2022年7月8日。

② 广州市中级人民法院:广东粤财信托有限公司营业信托纠纷二审民事判决书,案号(2021)粤01民终416号。

③ 上海市高级人民法院:万家共赢资产管理有限公司、深圳景泰基金管理有限公司等其他侵权责任纠纷二审民事判决书,案号(2018)沪民终132号。

④ 湖北省高级人民法院:湖北银行股份有限公司、中国农业发展银行根河市支行合同纠纷二审民事判决书,案号(2017)鄂民终2301号,2018年1月19日。

用权利或怠于履行职责,对管理人进行制约与约束,即主观上不得将管理人自身的利益置于投资人的利益之上(忠实义务),客观上审慎、勤勉、专业地管理和处置产品财产(注意义务)。我国法律并未对信义义务作出明确规定,但是存在其他类似规定,如《证券投资基金法》第九条规定的诚实信用、谨慎勤勉义务,其中诚实信用是指债券产品管理人作为债券产品财产的受托人,在与投资人订立合同与履行合同义务时,要讲信用、守承诺、无虚假、不欺诈。^① 谨慎勤勉是指债券产品管理人处理产品事务,要像处理自己的事务一样认真负责,不得将自己的利益持有置于持有人利益之上,不得用产品财产为自己或者第三人谋取利益。而尽职调查,就是对投资对象和交易对手涉及交易信息进行必要调查,本身就是勤勉义务的体现。此外,管理人运用债券产品财产进行投资,应当遵循审慎经营规则,制定科学合理的投资策略和 risk 管理制度,有效地防范和控制风险。管理人必须对产品资产以及产品受益人基于产品资产可获得的利益负责,对产品资产的安全和稳定收益尽到合理的注意。尽职调查是对投资对象和交易对手投资价值的挖掘和利用,投资风险的暴露与排除,最终筛选、确定投资对象和交易对手,并作为下一步投资范围、投资比例和投资策略的参考,是注意义务的内在要求,是审慎经营规则的具体体现。“如何防止管理人权利滥用、保护投资人利益,是法律规制的核心,信义义务提供了最为合适的框架。”^②

其次,尽职调查义务是信赖利益保护的要求。信赖利益是在当事人依据信赖而行为的过程中产生,抽象地表现为当事人信赖合同得以有效成立进而可能带来的利益,在缔约过程中则具体表现为由此产生的费用支出或机会错失。^③ 但是,传统的信赖利益保护聚焦的是合同一方当事人因为合同不成立或无效而遭受的可得利益损失保护,在债券产品投资关系中,信赖利益保护的投资人因信息不对称而签订于己不利的合同并因此而蒙受损失。信用债强调“卖者尽责”与“买者自负”,本质是一种资产管理业务,核心是为投资者及相关当事人创造合法利润。一般而言,投资人基于对管理人的信赖签订合同,此种信赖既有对管理人职业道德、专业能力、过往业绩等的评估,也有对管理人尽职调查后所获得的投资信息的评估,从而决定自己投不投、投什么的问题。信息对称,包括管理人与投资对象和交易对手之间的信息对称,和管理人与投资人之间的信息对称双重含义。对于前者,债券投资是管理人利用产品财产参

① 李飞:《〈中华人民共和国证券投资基金法〉释义及实用指南》,法律出版社 2013 版。

② 肖宇、许可:《私募股权基金管理人信义义务研究》,载《现代法学》2015 年第 6 期。

③ 胡改蓉:《投资者适当性管理制度中金融机构的免责机制——以“信赖利益”判断为核心》,载《证券市场导报》2021 年第 10 期。

与到投资对象提供的投资品种与项目之中,并与投资对象、交易对手发生经济收益分享与风险分担的经济活动。管理人进行财产管理与处分时,需要借助一定信息来制定投资策略与进行风险管控,因而需要进行尽职调查。对于后者而言,管理人在债券投资活动中处于主导地位,债券投资是专业性很强的活动,投资人需要借助于管理人的法律、会计等专业知识和工作经历,对投资对象和交易对手进行筛选,对投资品种和具体项目进行敲定,投资人需要管理人进行尽职调查发现与汇报影响交易的信息,并作为投资决策和风险管控的依据。

最后,尽职调查义务是权利义务相对称原则的要求。管理人通过公开或非公开的方式向资产管理产品的投资者发出邀约,投资者进行承诺,从而实现募集资金并投资与管理。无论是管理人信义义务的履行,还是投资人信赖利益的保护,最终都体现为合同当事人权利义务相对称原则的要求。信用债具有投资风险,产品管理人履行尽职调查义务,是恪尽职守、谨慎勤勉、审慎经营的具体表现。债券产品管理人基于法律和合同的约定,履行受托职责,是债券产品财产的受托人,基于投资人的信任取得对债券产品财产的管理、处分权利,应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务,为产品持有人的利益管好、用好产品财产,此为“委托-受托”法律关系存在的信用基础,也是债券产品发行赖以生存和发展的保障。但是,单个投资人与管理人之间的交易地位实质不对等,除了专业知识、掌握信息之间的差距,还有经济优势和交易地位之差,以及一些产品本身的规定带来的不对等,比如持有期限、信息披露时间周期。不对称的实际交易地位往往容易引发不对称的实际权利义务,并最终导致管理人滥用权利的结果,因此需要事先预防。

三、尽职调查的监管适用构建

尽职调查的目的在于暴露隐患、排除风险,筛选并确定能够带来潜在回报的投资对象和交易对手。考虑到普通投资人较之于管理人、投资对象和交易对手,往往只是单纯的货币持有者,缺乏足够的专业知识、辨别能力、谈判能力和信息渠道。因此,尽职调查的归责应当围绕“防止管理人滥用权利和财产,降低投资人风险”这一核心。^①

^① 宋禹君:《银行理财产品的法律规制》,西南政法大学2018年博士学位论文,第73页。

首先,尽职调查的主体应当为管理人自身,其不得通过委托人或指定第三方实施尽职调查。^① 因为资产管理业务是管理人接受投资人委托,对受托的投资人财产进行投资和管理的金融服务,投资人自担风险并获得收益,投资人选定管理人主要基于对后者专业知识、行业经验、管理能力、职业道德、风控机制等的信任,而尽职调查又是管理人制定投资策略和风险管理制度的重要依据,故而不得指定第三方实施。其次,尽职调查的对象包括业务参与人和基础资产两个范畴,业务参与人应当包括投资对象和交易对手,具体内容为“与订立合同相关的重要事项”,涵盖有债券发行人的资信情况、生产能力、财务状况、担保抵押及履约能力、增信措施等可能影响投资者参与投资、收益获取、财产退出等的事项。但是,债券产品还可能存在再投资一层资产管理产品(即公募证券投资基金)的情况,此时尽职调查的对象还包括受托机构。^②

其次,尽职调查的具体行为上,尽职调查的义务内涵应包括调查与报告两个阶段。^③ 尽职调查义务可分解为调查核实义务与如实报告义务。调查核实强调管理人的过程行为,包括信息验证与风险审查;如实报告则是对客观情况的呈现结果。两项义务的结合要求管理人既要披露已有的信息,又要主动搜集核查其他信息,以切实保障投资者的利益。另外,尽职调查是一种持续性义务,贯穿于资产管理产品发行、销售、投资、管理、退出的全过程。

最后,违反尽职调查义务的法律后果,《关于信用类债券违约处置有关事项的通知》中也进一步明确各方尽职尽责原则,各方要切实履行义务,勤勉尽责,维护投资者合法权益。产品管理人未能勤勉尽责,因怠于履行职责给债券持有人造成损失的,应当承担相应赔偿责任。

(一) 调查核实内容的构建

资管业务中尽职调查职责产生的一个重要原因在于,投资者对受托金融机构新投资项目不了解,为了保护投资者权益,需要受托金融机构承担对目标项目信息的详细调查。^④ 资产管理计划可以投资的资产包括债权类资产、股权类资产、标准化商品

^① 参见《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第47条。

^② 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第22条:“资产管理产品可以再投资一层资产管理产品,但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品……委托机构应当对受托机构开展尽职调查……”

^③ 《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第62条:“资产管理计划投资于本办法第38条第(五)项规定资产的,证券期货经营机构应当建立专门的质量控制制度,进行充分尽职调查并制作书面报告,设置专岗负责投后管理、信息披露等事宜,动态监测风险。”

^④ 郭金良:《资产管理业务中受托管理人义务的界定与法律构造》,载《政法论丛》2019年第2期。

及金融衍生品类资产等,不同投资资产的尽职调查内容、程度、程序存在差异。在债券产品的尽职调查中,形式审核指管理人应当尽到最低程度的注意义务,即主动获取发行人的执照等证明文件并进行形式上的审查,且告知投资者所售产品的基本信息。发行人的基本情况包括工商登记情况、业务经营许可情况、组织结构情况、财产权属和权益投资情况、关联企业情况,以及董监高基本情况等。产品基本信息包括募集资金的用途、资金使用计划、专项账户管理安排等。^① 司法实践中,有法院明确指出管理人应当向投资者告知说明投资对象和金融产品具体情况,未充分履行告知说明义务,将构成虚假宣传、误导性陈述。^② 该案中,发行人的基本情况可能构成影响交易的重要因素,如合伙企业中一方合伙人为国有企业,因为合伙企业具有高度的人合性,投资人看中国有企业背后的良好经济状况与“隐性政府担保与支持暗示”而决定参与项目投资,此种情况下形式审核对于投资人订立资产管理合同具有重大影响。若管理人在工商登记信息与合伙协议发生冲突时(前者包含该国有企业而后者没有)未充分调查与说明,构成尽职调查义务未充分履行。若管理人仅以网络公开渠道查询的方式对相关信息进行确认,而缺乏进一步的核查措施,法院可能对此不予支持。^③

实质审核则需要就特定的交易情形,结合具体项目和交易惯例等加以判断,实践中管理人通常将相应调查内容以“尽职调查报告”的方式呈现予投资者,并在报告中对项目背景、项目方案、交易对手情况调查、风险评估及风控措施等进行陈述。形式审核更侧重于信息验证,实质审核更侧重于风险审查,具体包括发行人资产与信用情况的审查,如会计信息、内部决策、利害关系、偿债能力等;募集资金运用和增信情况,如债券资信、偿债计划和保障情况等。^④ 司法实践中,尽职调查义务要求管理人对风控措施予以落实,对于股权质押登记、应收账款质押登记、实际办理抵押的不动产抵押

① 深圳证券交易所创业企业培训中心:《公司债券和资产证券化产品发行问答》,中国财政经济出版社2021年版。

② 上海金融法院:上海钜派投资集团有限公司等与程军委托理财合同纠纷二审民事判决书,案号(2021)沪74民终1626号,2021年12月24日。

③ 北京金融法院:信文资产管理(江苏)有限公司等与洪平云合同纠纷二审民事判决书,案号(2022)京74民终674号,2022年6月30日。

④ 中国证券业协会《公司债券承销业务尽职调查指引》第9条:“发行公司债券的,尽职调查内容包括但不限于:(一)发行人基本情况;(二)财务会计信息;(三)发行人及本期债券的资信情况;(四)募集资金运用;(五)增信机制、偿债计划及其他保障措施;(六)重大利害关系;(七)发行人履行规定的内部决策程序情况;(八)发行文件中与发行条件相关的内容;(九)发行人存在的主要风险;(十)在承销业务中涉及的、可能影响发行人偿债能力的其他重大事项。”

物与计划不符且价值偏低等情形需要特别关注。^①同时,管理人不能因其对第三方的行为而免除自身义务。^②有法院认为基金管理人应当根据约定勤勉尽责管理基金财产,对投资范围内的投资标的进行详细调查,结合多方材料和渠道,谨慎核查交易对手提供的文件内容,否则将被判定为存在严重过错。^③

(二) 如实报告的要求

如实报告义务,包含了对报告内容的全面性和规范性的要求。在全面性方面,要求报告内容包含投资对象、交易对手、投资标的等基本信息,须囊括有利信息和不利信息;报告内容的规范性,则是指调查报告的形式要求(一般是《尽职调查报告》)、法律要求(一般要求出具《法律意见书》)、程序要求(如通过网络平台、电子邮件、书面文件等进行告知)和时限要求(节点报告与持续追踪)。司法实践中,除了前述对发行人基本信息的调查内容外,实质性的风险提示也应当是如实报告的重要组成部分。如仅以形式上的《风险揭示书》告知资金存在损失的风险,却在基金合同、推介材料等文件中做出“风险可控”以及固定收益的表述,则概括式、格式化的风险揭示不足以消除投资人的低风险预期。^④此外,管理人对于募集资金的重大投资活动,尤其是单一项目型基金要予以严格的关注,项目型基金应当关注底层资产的资金交割情况,确保项目型基金切实获取有足够法律保障的权益,设计合理的交易结构。对于发现的风险应当及时提醒投资人,而非为了推进交易而选择性忽视。

同时,对于高风险的产品可以适当扩大尽职调查的射程限度。如对于频发债券违约及财政状况不良的地区产品,可要求管理人如实报告潜在交易对象的履约情况、人员管理、市场舆情评价等。同时,我们应当认识到,尽职调查不仅是时点义务,如尽调查报告期后管理人知晓的足以影响投资者决策的重大信息,仍应纳入尽职调查的内容并及时向投资者报告。

如实报告的要求保障投资者作为委托人的知情权,其作用在于使委托人了解足够的信息后自行做出投资决策。须知委托人知情权行使的范围并非是无限制扩张的,

^① 北京金融法院:信文资产管理(江苏)有限公司等与洪平云合同纠纷二审民事判决书,案号(2022)京74民终674号,2022年6月30日。

^② 北京金融法院:信文资产管理(江苏)有限公司等与陆亚芳合同纠纷二审民事判决书,(2022)京74民终686号,2022年6月30日。

^③ 上海金融法院:上海钜派投资集团有限公司等与李桁其他合同纠纷民事二审案件民事判决书,(2021)沪74民终1250号,2021年12月6日。

^④ 北京金融法院:信文资产管理(江苏)有限公司等与巫春霞合同纠纷二审民事判决书,(2022)京74民终682号,2022年6月30日。

因而如实报告的范围应当结合委托人本人的财产权益是否会受到影响、已披露文件是否足以满足委托人的知情权、管理人的经营管理成本是否足以覆盖、披露告知是否影响他人合法权益等因素综合进行判断。^① 实践中,限定投资者知情权的范围与投资者适格程度具有密切关系。

(三) 其他要素的划定与区分

就构成要件而言,首先,要在主观上对故意与过失的区分规制进行讨论。有观点认为,监管认定管理人责任的要件应是管理人存在故意隐瞒或虚假陈述。但若将管理人的尽职调查责任限定在故意情形,对管理人的要求过于宽松,且在举证方面较难实现。

其次,需明确经济损失结果是否为必要构成因素。从现有的监管实践来看,管理人被采取行政监管措施或处罚主要仍以其未充分履职的行为给委托人造成经济损失为前提。在此,民事责任与行政监管应当做出区分。在民事方面,若判决管理人承担赔偿责任,其功能在于对投资者经济损失的填补;在行政监管方面,则是通过惩戒管理人以实现督促其履行尽职调查义务的目的,投资者是否存在经济损失与此并无直接关联。因此,只要管理人未充分履行尽职调查义务,损害了委托人的知情权,即使未发生实际的经济损失,也应当予以惩戒。同时,在司法实践中有法院认可,管理人不保证最低收益的约定,并未排除产品合同中约定的因管理人违反管理职责所应承担的相应赔偿责任。^②

最后,债券产品合同必然会涉及到委托人、管理人与债券发行人等三方主体,责任认定更具复杂性。如发行人并无隐瞒或虚假陈述行为,仅存在管理人对尽职调查义务的违反,则由管理人单独承担责任即可。然而,实践中多数情况均与发行人有关,则需分别追究多方的责任。此外,在管理人是一人有限责任公司的情景中,经常存在管理人与股东业务混同、人员混同的状况,若其股东不能证明公司财产独立于股东财产的,也应当承担连带责任,此亦符合当前监管对金融机构控股股东、实际控制人的追责要求。

(四) 尽职调查的豁免情形辨析

在责任豁免情形中,通道业务理当首先被提及。通道信托在权利义务的设置中

^① 北京金融法院:孙立聪与中融国际信托有限公司营业信托纠纷二审民事判决书,案号(2021)京74民终686号,2022年3月17日。

^② 上海金融法院:俞波与联储证券有限责任公司委托理财合同纠纷二审案件民事判决书,案号(2021)沪74民终775号,2021年12月1日。

有别于常规法律关系,其合规性一直存在争议。在监管对管理人的责任认定中,同样亟需明确通道业务中金融机构对外部投资者的责任边界。以信托通道为例,最高人民法院在《全国法院民商事审判工作会议纪要》中明确“通道类信托业务中,委托人和受托人之间的权利义务关系,应当依据信托文件的约定加以确定”,因而有法院将通道类信托业务归入事务管理类信托的类型,认定信托公司的义务仅为提供必要的事务协助或服务,不承担主要管理职责,但认为其仍应秉持审慎原则开展经营,并履行必要的注意义务。^① 据此,监管机构在对通道产品管理人的责任认定中或可加以借鉴,不能放任该类金融机构的监管套利行为,应根据过错情况对此类管理人进行严格追责。

此外,若投资者明知发行人存在履约障碍或担保标的瑕疵,则法院可能对委托人的诉请不予支持。相较于明知,常见的状况为投资者“应知而未知”,即按照交易惯例,未能尽到交易上必要的注意义务。在司法实践中,往往按照双方的过错程度分配责任。依据风险与收益相对等的原理,不宜苛求管理人承担全部责任。

四、结 语

债券违约突发性强、外溢性高、波及范围广,处理不慎极易导致群体性事件风险。从近年信用债违约导致的风险来看,除了发行人自身问题外,产品管理人未充分履行尽职调查义务,内控混乱、夸大宣传等行为也是当前广大投资者受损的主要原因。因而,有必要充分发挥监管功能,严格落实各方责任,对违法违规行为强化责任追究。借鉴参考司法裁判的经验,形成司法与金融监管的协同,亦符合当前金融监管法治化的建设趋向。

^① 上海金融法院:吴某诉华澳国际信托有限公司财产损害赔偿纠纷二审民事判决书,案号(2020)沪74民终29号,2020年6月10日。