

投资标的的违约，司法处置是管理人唯一的选择吗？

作者：张亦文 | 蔡文君 | 张天宇

虽然对于资管类产品而言，投资标的的违约早已不是什么新鲜事了，但在投资标的的违约后管理人应当如何履行管理职责却是至今困扰管理人的难题，其中最为核心的问题就是，**管理人是否有义务对投资标的的采取司法措施。**

1. 起诉还是不起诉，这是一个问题

管理人在这个问题上的纠结不难理解，从《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第八条的规定来看，金融机构应当履行的**职责**包括：(九)以管理人名义，代表投资者利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为。虽然该等规定在措辞上并没有使用“义务”一词，但所谓**职责**，既明确了管理人代表计划起诉的权利，更明确了管理人代表计划起诉的责任，因此某种意义上来说该等规定至少已经明确：**代表计划行使诉讼权利是投资标的的违约后管理人应尽的责任之一。**

那管理人又为何对诉讼望而却步呢？究其实质是成本和收益往往不成正比的原因。并非所有投资标的的都有充分的担保物，即便有看似充分的担保物，司法程序中也未必能够成功处置。较之结果的巨大不确定性，法院和仲裁委、司法拍卖的评估机构收取的费用却是实打实的。在已经发生巨额亏损的情况下，委托人一般不可能愿意额外支付诉讼成本(在委托人为个人的情况下尤为如此)，所以如果要采取司法措施，管理人就不得不垫付该等费用。假如司法措施有回款，管理人自然可以优先扣除维权成本，但如果司法措施颗粒无收，那管理人垫付的诉讼成本也就打了水漂，可谓是赔了夫人又折兵。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

考虑到司法措施本身的不确定性，管理人在判断是否要采取司法措施的时候往往会问的问题是：**如果不起诉，委托人会追究管理人的赔偿责任吗？**如果这个问题的答案是肯定的，那即便取得回款的可能性不高，管理人依旧愿意，也不得不为了勤勉尽责义务代表计划提起诉讼。反之，不到万不得已，很多管理人就会选择暂时不起诉，观望市场环境以及其他同业的做法，争取不当出头鸟。

姑且不论这种逻辑是否有悖于勤勉尽责义务的初衷，但在投资标的违约愈发常见和投资者维权热情高涨的双重压力下，管理人采取法律措施的标准确实发生了一定的异化，其关注点不再是是否能够真正化解风险，而是变成了是否能够避免被委托人追责。

2. 起诉还是不起诉，结果和过程的双重选择

对于委托人是否能追究管理人不起诉的赔偿责任，我们首先要明确的问题是管理人在是否起诉的事项上究竟是否有主动管理的权限，换言之在投资标的违约的情况下，管理人是否必须起诉，还是可以就起诉与否作出选择。从目前的司法案例来看，绝大部分裁判者均认可**起诉与否在管理人主动管理的权限范围之内，即管理人有权对于该等问题作出判断，但该等判断应当是符合勤勉尽责义务要求的。并且，司法实践中对于该等判断的勤勉尽责义务标准是显著高于其他投决策的。**

那么，什么样的判断是勤勉尽责的呢？对于这个问题，2020年度上海法院金融商事审判十大案例之五：张某与甲资管公司金融委托理财合同纠纷案给出过相对明确的标准。在该案中，委托人张某认为甲资管公司未行使诉权并采取诉讼保全措施，并以此为由主张甲资管公司应当承担赔偿责任。对于该等问题，法院认为：

“若委托人对管理人根据自身专业判断作出的选择持有异议，管理人应作出合理解释说明。如果委托人坚持认为管理人采取的措施明显不当，则委托人应举证证明管理人的管理水平低于行业通常标准，或证明委托人提出的举措可以使得全体资管计划委托人获得更大利益。”

从上述内容来看，我们不难发现在委托人对管理人不起诉的决定作出质疑的情况下，管理人首先应当就该等决定作出合理解释，即管理人至少需要就做出该等决定提供具体的决策依据，包括但不限于债务人未清偿债务规模，债务人直接持有的资产状况、其他债权人是否已经采取司法措施等有可能影响司法措施最终结果的信息。并且，管理人应当就其不起诉的决定与上述依据之间的逻辑关系予以合理的说明，否则不起诉的决定就有可能被认定为未尽勤勉尽责义务。还有另一种情况是，如果管理人提供的决策依据与事实情况不符，例如在管理人提供的债务人资产清单中遗漏了公开渠道可以查询到的债务人直接持有的有价值的资产，那么委托人反而可以据此质疑管理人不起诉决定的合理性。

要求管理人对不起诉的决定作出合理解释，是司法对于决策过程的要求，即管理人的决策过程首先是勤勉尽责的，是在结合市场信息后作出的合理判断，而非怠于履行职责。但是，从上述案例来看，法院对于不起诉决定的要求并不止于“过程”，对“结果”也有一定的要求，所以在管理人给出合理

解释的前提下，还赋予了委托人两种推翻合理性的方式，即“管理水平低于行业通常标准”和“委托人提出的举措可以使得全体资管计划委托人获得更大利益”。

“管理水平低于行业通常标准”可以理解为如果行业内的其他管理人普遍作出了起诉的决策，并且保全了资产，那么不起诉的决策就有可能在司法案件中遭到质疑。事实上，在我们看到的绝大部分因为未及时起诉而被裁判承担赔偿责任的案例中，裁判者均将其他管理人提起诉讼的行为作为裁判依据之一。至于此处的“普遍”需要有多少管理人作出了起诉决定，自由裁量权就掌握在裁判者手中了，因此谨慎而言，如果业内有其他管理人已经采取了司法措施，那么管理人在投资标的违约后作出不起诉的决定就存在未来被认定为未尽勤勉尽责义务的潜在风险。简言之，即便管理人的解释再合理，如果“结果”是同行都作出了相反的决策，那对裁判者来说“从众”就成为了最保险的选择。

至于“委托人提出的举措可以使得全体资管计划委托人获得更大利益”，那就是更明显的“结果论”了，即如果委托人可以举证证明管理人在当时起诉可以为产品取得回款，那么就可以推翻管理人决策的合理性。很显然，司法介入在这个问题上的标准较在其他投资决策上严格许多，例如在证券买卖上裁判者显然不会简单地以结果的盈亏来否定管理人的投资决定，而是会认为管理人投资决策的正确与否本身就是市场风险的一部分。如果我们进一步思考委托人要如何证明起诉能够获得更好的结果，就会得到很有趣的结论，即其他债权人起诉的结果是委托人完成上述证明最直接，也是最好的证据。从这点来看，管理人谨慎起见应当将是否有其他债权人选择起诉作为判断自身是否起诉的重要考量因素，而不仅仅只是业内的其他管理人。

总体而言，关于委托人是否会追究管理人不起诉的赔偿责任的问题，首先要看管理人是否能够就该等决定作出合理解释，其次要看当时其他管理人是否普遍也作出了相同的投资决策，最后还要看是否有其他债权人通过诉讼取得了回款。其中既包括了作出该等决定的过程，也包括了该等决定的结果，因此从避免后续需向委托人承担赔偿责任的角度，我们建议管理人至少应在市场上其他债权人已经提起诉讼后尽快采取司法措施。

3. 因果关系，是否能成为管理人“最后”的防线

对于未及时起诉是否能够成为委托人主张赔偿责任理由的问题，委托人最大的困境在于，无法证明投资损失与管理人未及时起诉的因果关系。事实上，司法案件中之所以要求委托人证明起诉能够取得更好的结果，某种程度上也是为了解决在认定赔偿责任时的因果关系难题。但随之而来的问题就是，如果委托人无法举证证明采取司法措施能够取得更好的结果，是否意味着即便管理人完全不采取任何措施，也能够通过因果关系抗辩，无需承担任何损失。

从法理上来说，无论委托人的请求权基础是侵权或是合同，因果关系都是委托人无法回避的问题，管理人也都会在司法实践中提出因果关系的抗辩。但我们注意到在目前的司法实践中，如果管理人存在明显的未尽勤勉尽责义务的行为，例如在投资标的违约后较长时间内均未采取任何实质性的维权措施，甚至未能举证证明曾及时向债务人发函追索的，即便委托人无法证明该等行为和损失之间的因果关系，甚至管理人可以证明其他债权人亦未通过诉讼实际取得回款的情况下，裁判者仍然会

有可能会认为管理人没有能够举证完全排除通过诉讼回款的可能性，进而要求管理人承担证明不能的不利后果，酌定一定比例的投资损失作为管理人需承担的赔偿责任。很显然，裁判者这种“酌定”的行为在实质上推定了未及时起诉和损失之间的因果关系，要求管理人承担推翻损失因果关系的证明责任。这种推定与《九民纪要》中要求管理人举证证明自身已经尽到勤勉尽责义务在司法政策导向上一脉相承，其合理性目前没有高层次法律法规的支持，但在司法实践中却真实反映了保护投资者的倾向，存在明显的司法导向，这点在案件原告为个人时尤为明显。

就结论而言，在投资标的违约后，**如果管理人无法举证证明自身已经采取了实质性的维权措施，即便采取维权措施很可能也无法挽回投资损失，但是管理人仍然很有可能会因此向委托人承担赔偿责任。**

结语

投资总有风险，在狂飙突击的年代，新项目的丰厚利润就足以弥补个别项目的风险，但是在经济结构调整的大背景下，面对实打实的亏损，如何处置风险并且确保项目风险不波及自身，已经晋升为所有管理人都必须面对的课题，也是管理人信义义务最为重要的表现。在目前的司法环境下，作为代理过诸多资管纠纷的诉讼律师，可以说在投资标的发生风险后及时起诉在绝大部分情况下都是在后续的投资者诉讼中化解管理人自身风险的安全牌，相比于上千万乃至上亿元赔偿投资本金的风险，管理人完全可以把律师费诉讼费当作是买了个保险。但是这样的做法，实际上也只是应对当下的权宜之计，正如前文中所分析的，管理人踌躇不前的根本原因还在于维权成本承担问题目前尚不清晰。国内的资管合同，无论是投资一级市场还是二级市场，普遍对于发生风险后的维权费用承担问题缺乏约定，在管理费的市场定价中也往往没有考虑是否包括后续维权费用的问题。随着中国经济经历周期、穿越周期，我们相信这些细节会进一步被整个行业考虑和完善，届时是否要及时维权的问题对管理人来说也就不再那么纠结了，而是会变成更加纯粹的专业判断——我们有理由相信这样的专业判断在未来会得到司法的尊重。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



张亦文
+86 21 3135 8700
jason.zhang@llinkslaw.com



蔡文君
+86 21 3135 8653
wenjun.cai@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2024