

## 分久必合——资产支持证券虚假陈述诉讼的前世与今生

作者：杨培明 | 张亦文 | 张天宇

自五洋债虚假陈述案件关于中介机构承担连带责任的判决犹如晴天霹雳般横空出世后，债券虚假陈述纠纷作为一种全新的金融案件纠纷类型愈发受到市场的关注。相较于以往已经缺乏偿债能力、进入破产阶段的发行人，券商、律所、会所等中介机构立刻成为了投资人眼中的“肥羊”。时过境迁，五洋债案件开天辟地之后，大连机床、胜通债的一审判决也已经陆续作出，华晨、华信债券的虚假陈述案件亦在审理过程中，针对中介机构的债券虚假陈述诉讼非但已经不再是新鲜事，反而日益成为市场上主流的债权回收方案之一。推动这种转变的核心原因，还在于证券市场法治体系的进步，尤其是《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（“《债券会议纪要》”）和《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定（2022版）》（“《新证券虚假陈述司法解释》”）对于债券虚假陈述赔偿责任构成要件、过错认定、损失计算方式等重要法律问题的明确，为债券虚假陈述案件打下了坚实的法律基础。

然而，就在市场还在熟悉债券虚假陈述的时候，近期流出的《全国法院金融审判工作会议纪要（征求意见稿）》（“《征求意见稿》”）中，最高院又将近乎一个章节的篇幅留给了另一种重要的固定收益投资品种——资产支持证券的虚假陈述案件审理，如此待遇着实令人又“惊”又“喜”，再加上近期市场上也有多个资产支持证券的虚假陈述案件判决试水，这一切都在预示着资产支持证券的虚假陈述诉讼也即将登上历史的舞台。夏至未至，但是未来已来，本文将结合《征求意见稿》和既有的司法实践，与大家共同探讨资产支持证券虚假陈述纠纷的前世今生，以及未来可能的发展方向。

.....  
如您需要了解我们的出版物，  
请联系：

Publication@linksllaw.com

## ➤ 证券纠纷还是合同纠纷?——四类资产支持证券均适用《证券法》虚假陈述侵权责任规范

说起因资产支持证券虚假陈述引发的纠纷,当下的我们本能的反应是依据《证券法》去提起证券虚假陈述之诉,但此前司法实践却呈现出更加复杂、多元的面向。如果阅读首例资产支持证券虚假陈述中介机构赔偿案件(案号:(2021)京民终 572 号)的判决书,我们就会发现案由是合同纠纷,投资者在案件中是以管理人违反管理人义务为理由主张违约损害赔偿责任。为什么上述案件的投资者没有主张管理人承担证券虚假陈述责任呢?现在和当时在司法环境上又有哪些变化?

首当其冲的原因就是法律适用问题,由于 2014 年《证券法》并未明确将资产支持证券纳入“证券”的法定概念,因此对于 2019 年《证券法》修改前发行的“资产支持证券”的法律适用问题此前一直存在争议(就好像银行间市场债券是否适用证券法也存在争议一样),如果资产支持证券不属于《证券法》下的证券,那么证券虚假陈述自然也无从适用。从诉讼策略的角度出发,避免这些在立法层面就有争议的法律问题,是一种基于理性的考量。

除了《证券法》本身,让《证券法》长出牙齿的虚假陈述司法解释的适用在此前也存在障碍。根据此前适用的《最高人民法院关于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(2003 版)》(“《旧证券虚假陈述司法解释》”)第三条第(二)项的规定,在国家批准设立的证券市场上通过**协议转让方式**进行的交易,并不适用该等司法解释。由于实践中资产支持证券的投资者往往需要签署认购协议,因此在《新证券虚假陈述司法解释》删除上述限制之前,想要根据司法解释通过证券虚假陈述诉讼来追偿,法律上也是困难重重。

随着我国证券市场法治供给的不断发展以及统一证券市场法律适用的司法政策深度发力,上述法律障碍现如今以及不复存在。2019 年的新《证券法》明确赋予了资产支持证券法定的“证券”地位,解决了 19 年之后新发行的资产支持证券的法律身份。对于此前发行的资产支持证券,则是由最高院在《征求意见稿》第 76 条的法律适用部分明确其适用《证券法》,考虑到此类纪要文件适用于所有未结案的案件,可以说最高院已经为“老”资产支持证券的法律适用问题打了补丁。在最新的司法实践中,上海金融法院在其一审审理的资产支持证券纠纷案件的判决中就资产支持证券适用 2014 年《证券法》作了详细的论述,反驳了资产支持证券不适用《证券法》的观点。综合上述分析,我们理解资产支持证券应当适用《证券法》这个问题在日后的纠纷中已然不再具有争议性,相应的,资产支持证券也就应当适用与《证券法》相匹配的《新证券虚假陈述司法解释》。

值得注意的是,《征求意见稿》专门考虑了证券交易场所和主管部门不同可能引发的法律适用争议,因此在《征求意见稿》中的“资产支持证券”明确包括了**信贷资产支持证券、企业资产支持专项计划、保险资产支持计划和非金融企业资产支持票据**,涵盖了目前在不同市场发行的全部类型的资产支持证券。即适用《证券法》的结论并不会因为资产证券的发行交易场所、主管部门和中介机构分业不同发生变化,这与此前北京金融法院明确银行间债券市场适用《证券法》的司法观点亦保持了一致性,也避免了资产支持证券的案件中再次因为银行间市场的特殊性引发法律适用争议。

## ► 资产支持证券的损失计算难题怎么破?——适用《债券会议纪要》

在明确了资产支持证券的基础法律适用问题后,让我们进入到资产支持证券诉讼实务中的第一个难题——损失计算问题。如果我们站在投资者的视角更进一步去探究此前原告方不选择证券虚假陈述诉讼的理由,其中有个很重要的因素就是《证券虚假陈述司法解释》(无论新旧)规定的损失计算方式,是资产支持证券投资者维权难以接受的。

要理解这个问题,其实我们得先看看更常见的债券虚假陈述纠纷,其中被告律师对“三日一价”至今爱不释手不是没有原因的。发行价不高于100元,再怎么跌也不会到0元,也就是说**只要是司法解释的“差值法”就不可能出现“本金全赔”的情况**。并且,三日中最重要的基准日推定是换手率达到100%之日,对于债券这种流动性远不如股票的证券品种,能在30个交易日内换手率达到100%的屈指可数,于是根据司法解释又要推定“第30个交易日”是基准日。至于基准价格,在这30个交易日里能发生多少交易,其中有多少是市场化的交易,发行人是否有可能控制部分交易影响市场价格都是不确定的,因此**如果按照《证券虚假陈述司法解释》(无论新旧)的规定来计算“损失”,非但不可能“本金全赔”,哪怕不去扣除损失因果关系,不考虑过错程度,都有可能仅占实际投资损失极低的比例**。以上情况在资产支持证券中非但不会好转,甚至可能更严重,这也是为什么在最早的资产支持证券案件中,投资者宁愿放弃对管理人以外的其他中介机构(例如律所、评级机构)索赔,也不愿意选择证券虚假陈述作为路径的更深层次原因。

最高院显然也注意到了《新证券虚假陈述司法解释》在面对包括资产支持证券和债券在内的固收产品时力有不逮,并且努力在《征求意见稿》中解决这个问题。《征求意见稿》第82条规定,信息披露文件中与资产支持证券信用状况有关的重要信息存在虚假陈述的**民事责任构成要件按照《证券法》和《新证券虚假陈述司法解释》认定,损失计算方法参照《债券会议纪要》来认定**,而《债券会议纪要》的损失计算方式与《新证券虚假陈述司法解释》最大的区别就在于,如果一审判决作出前原告仍然持有该债券,损失金额是按照债券兑付纠纷的标准来确定的,即全部本息。

但值得注意的是,《征求意见稿》第82条在参照《债券会议纪要》计算损失时,增加了虚假陈述行为需要“与**资产支持证券信用状况**有关”作为限定,和这个表述比较接近的是此前《债券会议纪要》关于“影响对发行人偿债能力的判断”的说法。但是相比后者经常各类文件中提及,“与**资产支持证券信用状况**有关”却是第一次出现在司法文件中。什么是资产支持证券的信用状况,是否包括基础资产现金流,还是指差额补足义务人的偿付能力,亦或两者皆是,还需要更多的审判实践和监管规定来明确。但是至少从上海金融法院在审理基础资产造假的案件中适用了《证券虚假陈述司法解释》这点来看,《征求意见稿》第82条“与**资产支持证券信用状况**有关”所包含的范围应当是比较宽泛的。考虑到从法律结构上资产支持证券最直接的还款来源是基础资产所产生的现金流;而从商业逻辑判断,差额补足义务人自身的信用很大程度上决定了资产支持证券到期是否能够实现收益。因此我们认为,《征求意见稿》第82条其实对资产支持证券进行了“拟法人化”的处理,将一切有可能影响资产支持证券到期还本付息的因素都概括性地统称为了“与**资产支持证券信用状况**有关”的因素,这也是和其参照《债券会议纪要》保持逻辑上的一致。

## ➤ 谁是资产支持证券的发行人?——原始权益人而非受托机构

既然要适用《证券法》，要用证券虚假陈述纠纷的逻辑审理资产支持证券虚假陈述的案件，那么首先要厘清的问题就是原始权益人、受托机构、律所、评级机构在这个交易结构中各自的身份是什么。

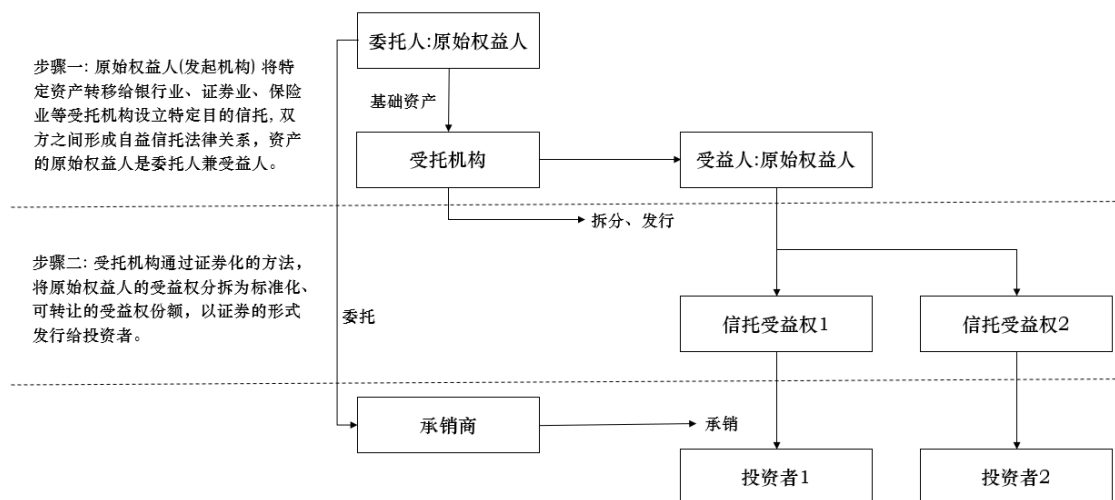
先说结论，根据《征求意见稿》第 78 条的规定，**基础资产的原始权益人是《证券法》第八十五条中的发行人，而受托机构是《证券法》第一百六十三条中的证券服务机构。**

这个结论在朴素的法感情上是完全可以接受的，毕竟资产支持证券是原始权益人的融资工具，投资者的钱最终是融给了原始权益人，原始权益人承担更重的责任是完全合理的。

但是，最高院在《征求意见稿》中特别用 78 条来明确这个问题恰恰反映了这个结论是反直觉的。《征求意见稿》第 77 条对资产支持证券的交易结构进行了描述，其中就提到了“受托机构通过证券化的方法，将原始权益人的受益权分拆为标准化、可转让的受益权份额，**以证券的形式发行给投资者**”，即在资产支持证券中**直接实施证券发行行为的主体必然是受托机构**，因此想要让受托机构脱掉发行人的“外套”，把发行责任“穿到”原始权益人身上，是需要特殊法律技术的。

对此，《征求意见稿》第 78 条给出的解释是“受托机构编报发行文件、办理证券发行是**承诺信托**后履行合同约定义务的行为，其行为效果**依法**应由委托人(原始权益人、发起机构)承受”。此处的“依法”究竟是什么法呢?最高院没有在《征求意见稿》中给出直接的答案。从上位法《民法典》和《信托法》的规定来说只有在委托人(原始权益人)与受托机构的法律关系是委托关系时，法律后果才直接由委托人承受。但无论是《征求意见稿》第 77 条或第 78 条，都是将**特殊目的载体作为资产服务信托**来看待的，如果是信托关系，受托机构行为的法律后果应当由信托财产承担，而非委托人，因此虽然《征求意见稿》第 78 条对于为何原始权益人是发行人作出了解释，这一努力值得肯定，但是该等解释从法律逻辑上是否周延仍然有待商榷。

当然，最高院在这个问题上煞费苦心的建构，其目的可能还不止于解释谁是发行人这个问题这么简单。如果我们仔细阅读第 77 条中法院根据信托法原理对于资产支持证券交易架构的解读，我们就会发现《征求意见稿》实际上是希望将实践中两类完全不同的资产支持证券特殊目的信托的产品逻辑“江湖一统”，用一套法律逻辑统摄不同的产品逻辑。我们可以用下图简单概括《征求意见稿》描述的资产支持证券：



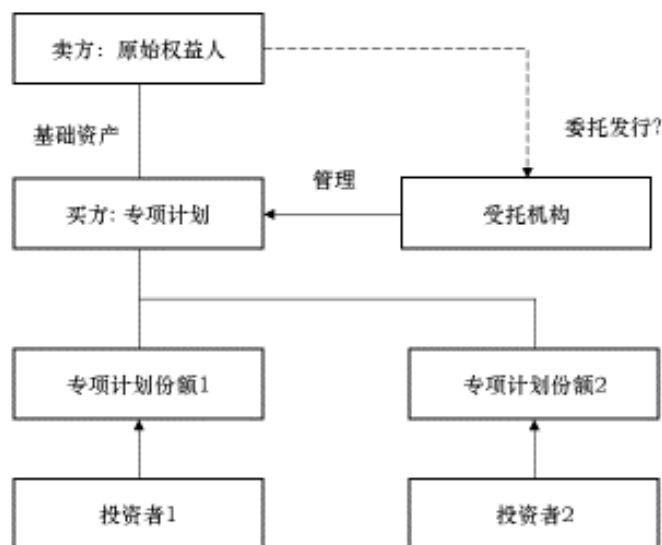
很显然，这种信托逻辑来源于非金融企业资产支持票据，特殊目的载体是典型的资产服务信托，**将基础资产证券化募集资金是其信托目的**，投资者最终持有的证券是**原始权益人将基础资产信托给特殊目的载体后形成的受益权**，投资的是基础资产所形成的受益权，因此虽然外观上证券发行的动作由受托机构实施，但将基础资产的原始权益人作为证券的实质上的发行方，要求其承担发行人责任在逻辑上并无不妥，反而是更接近于实质的。无论是从原始权益人在将受益权转让给投资者时进行了虚假陈述，或是从原始权益人在将基础资产信托给受托机构时进行了虚假陈述的角度来看，虚假陈述行为的作出主体实质上都是原始权益人，而受托机构的责任在于未能发现该等虚假陈述行为。

可见，在资产服务信托的架构下，想要解释原始权益人是实质的发行人虽然在法律技术上需要更为精细，但从交易逻辑来看是较为合理，且符合朴素的法感情的。但真正让人头疼的问题在于，并非所有的资产支持证券的交易逻辑都是如此，或者说至少在企业资产支持专项计划的交易文件上所描述的逻辑与上述资产服务信托的逻辑是完全相反的。企业资产支持专项计划的基本逻辑是**管理人设立专项计划募集资金，在专项计划募集完毕、成立后去购买原始权益人的基础资产**。显然，企业资产支持专项计划是一种以资金为交易起点的资金信托，更接近于管理人发行份额购买原始权益人的资产，而非资产服务信托。在这种逻辑下，投资者取得的是管理人发行的计划份额，**与原始权益人并不直接发生法律关系**，原始权益人的虚假陈述行为损害的也是信托财产，而非投资者，因此投资者仅在专项计划的架构下想要将原始权益人作为发行人来主张责任，在法律路径上是不通顺的，这就如同信托计划的委托人取得了代表计划对外提起诉讼的权利一般。

正是为了能够解决不同交易架构对原始权益人、受托机构在证券发行活动中角色认定的影响，《征求意见稿》第 77 条才对所有资产支持证券进行了单一的解读。为了能够将产品逻辑完全相反的资金信托也解释为资产服务信托，《征求意见稿》第 77 条中甚至使用了“人民法院在认定原始权益人、受托人、投资者之间因信托设立及受益权转让等事实而形成的法律关系时，应当主要以信托法的相关规定为依据，不能完全拘泥于合同所使用的词句或术语”这样的“说理”，但无论从交易文件的内容、交易所的监管要求以及资金信托逻辑下计划管理人本身是否可以从事资产服务信托业务的监管规定来看，《征求意见稿》要突破的东西还有很多。况且，如果这种“统一”的目的是为了进一步统一所有类型的

资产支持证券的法律适用，那么又该如何阻止资金信托产品逻辑下的委托人，以合同违约为理由向管理人主张赔偿责任呢？毕竟不是每个案件都有必要把律所、财务顾问等中介机构都列为被告一起向其主张连带责任的。

进一步的，在资金信托的交易逻辑下，能否也建构一种法律构造，让原始权益人承担发行证券的后果呢？笔者认为是有可能的。例如可以在受托机构和原始权益人之间再行增设一个“委托发行证券”的法律关系，事实很多原始权益人与计划管理人之间确实也会签署顾问协议，将其解释为“委托发行证券”在企业资产支持专项计划中是有对应的合同基础的，所需要突破的监管规定似乎也要更少些。



说了这么多，我们不难发现，即便大家都认为 SPV 是信托，认为要能起到隔离效果，但究竟是什么信托，由于受托机构本身牌照所限，其实各有差异。但《征求意见稿》之中展现出最高院的决心不可低估，目前来看原始权益人承担发行责任，受托机构作为证券服务机构承担中介机构责任，应当会在未来成为法院层面统一的裁判思路。

### ➤ 证券虚假陈述诉讼能否一统江湖？

回到本文第一部分提出的问题，为什么首个资产支持证券虚假陈述的诉讼案件是以资管纠纷的逻辑来起诉和审理的，其实和其基础的交易文件是建立在资金信托的产品逻辑上是密不可分的，也是真正隐藏在背后的最深层原因。在引发纠纷的首案中，庆汇租赁 ABS 是企业资产支持专项计划的结构，其交易结构在外观上是典型的资金信托，那么投资者基于专项计划合同主张管理人未能对投资标的进行充分的尽职调查，并借助监管规定来明确管理人勤勉尽责义务的边界，显然是可以成立的诉讼策略，甚至在投资标的实际情况与合同约定不符的情况下(基础资产造假)，亦不排除投资者主张撤销合同的可能性，类似的观点与最高院在审理资管纠纷案件时的司法观点(《征求意见稿》第 60 条)是不谋而合的。当然，在这种交易结构中，如果想要按照证券虚假陈述的思路来主张也是没有障碍的。

但是，想要在资产服务信托的结构中如法炮制资管纠纷的思路就有些困难了，因为在该等结构中，委托人是原始权益人，投资者是受益人，虽然按照《信托法》的规定，受托人负有为受益人最大利益管理信托财产的义务，但虚假陈述并非发生在信托财产的管理阶段，而是发生在形成阶段。更何况，在这个交易结构中，投资者实际是从委托人处购买了拆分并证券化的受益权，如果这个受益权所对应的基础资产存在造假，那么从常理判断作为卖方的原始权益人也应当负有最直接、最重的责任(这也是《征求意见稿》将原始权益人认定为发行人的重要原因)，而在该等过程中受托人作为拆分并证券化的角色在信托法框架下的责任是很难认定的。显然，想要在资产服务信托的结构中用类似信托合同纠纷的逻辑来主张赔偿责任可谓困难重重，而主张证券虚假陈述赔偿责任则不会遇到任何障碍。

不难看出，证券和信托是资产支持证券无法分割的属性，这也是导致资管纠纷和证券虚假陈述纠纷两种完全不同的思路在这个问题上似乎形成了“共存”的状态，但如果按照两种不同的信托结构来解读现有的资产支持证券，我们会发现在资产服务信托的结构中，无论是从赔偿主体多样性上，或是从法院裁判规则的完备性上来说，证券虚假陈述是明显更优的选择。对于最高院来说，如果不同的案件有的按照证券虚假陈述诉讼的逻辑来审理，有的案件按照资管纠纷的逻辑来审理，显然也不利于统一裁判尺度和定分止争，市场对于此类诉讼结果的可预测性也会降低。进一步地，如果我们考虑到最高院在《征求意见稿》中传递出的想要将全部资产支持证券统一为资产服务型信托，并且按照证券虚假陈述纠纷来审理相关案件的态度，以后在法院层面想要以资管纠纷的思路来索赔恐怕就不太容易了。但是鉴于目前尚无法律规定资产支持证券的投资者仅能通过证券虚假陈述诉讼来维权，特别是在争议解决方式是仲裁的情况下，产品逻辑是资金信托的资产支持证券投资者以资管纠纷思路来维权的尝试也不会马上消退，两种维权路径的竞合还将持续一段时间。

## ➤ 结语

对中国人来说，三国演义之中“分久必合、合久必分”的说法深入文化基因，其实这背后蕴藏着事物发展的普遍规律。从以银行贷款为唯一融资渠道的计划经济年代，到股票、债券、票据、资产支持证券的百花齐放，中国企业的融资渠道不断地多元化，促进了社会经济活力的释放和发展，此之谓合久必分。对于资产支持证券这个类型的金融产品来说，在其早期发展阶段也是万类霜天竞自由，持有不同牌照的市场主体和对应的监管部门各显神通地设计了不同的资产支持证券产品结构。但是随着资产支持证券市场的发展，特别是早期产品风险的暴露，市场缺乏统一的法治规范和高质量的法治供给的弊病也随之暴露，《征求意见稿》此时应运而生，希望用既有的证券虚假陈述规范一统资产支持证券的江湖，此之谓分久必合。联想到金融监管总局的成立，统一与整合似乎已经成为了时代的主旋律。希望身处于时代和周期之中的我们，能够惯看秋月春风，成为浪花淘尽后的英雄。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



杨培明  
+86 21 3135 8787  
peiming.yang@llinkslaw.com



张亦文  
+86 21 3135 8700  
jason.zhang@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](mailto: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](http://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 2023