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三季

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

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，也有可能导致人为的债券违约。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鎰

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

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》

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

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：方家誉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

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

与到投资对象提供

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的专业知识、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。

（二）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，[illegible]

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

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