

区分资管产品的刚性兑付 与产品增信

杜 晶*

对于资金信托产品以及“更上位”的资产管理产品(以下简称“资管产品”)[¹]来说,劣后级受益人的责任承担、交易增信措施的效力以及刚性兑付条款的效力等问题,一直是实务纠纷中经典法律问题。早在 2018 年 4 月的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发[2018]106 号,以下简称《资管新规》)中,就第一次统一了不同金融监管

* 中央财经大学法学院副教授,法学博士。

[1] 根据《资管新规》,“资产管理产品包括但不限于人民币或外币形式的银行非保本理财产品,资金信托,证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构、金融资产投资公司发行的资产管理产品等”。资金信托产品以信托为其基础法律关系,集中体现了“受人之托”进行投资之义,可谓经典的资产管理产品。

机关对刚性兑付禁止性的监管态度,^[2]但是,《资管新规》的相关规定仍语焉不详。例如,《资管新规》第21条规定“分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排”。那么,劣后级投资人在产品端为优先级投资人提供的差补等事先允诺,是否属于该条规定的“直接或间接”?分级资管产品投资端所设置的保本保收益的增信安排,又是否属于?

《九民会议纪要》在第90~92条就逐条分析了劣后级受益人的责任承担、增信文件的性质以及刚性兑付条款的效力等问题。这三条可以大概总结为:经典刚性兑付无效,投资端的交易增信有效,产品端增信有效。

一、经典刚性兑付无效

根据《资管新规》第19条,可归为刚性兑付的行为有三种:(1)发行人或管理人未对资管产品进行净值管理,且保本保收益;(2)发行人或管理人滚动发行资管产品,导致资管产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移,实现保本保收益;(3)资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时,发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付。根据风险实际承担方的不同,这三种行为可类别化为“经典刚性兑付”和“失信刚性兑付”。

刚性兑付的核心内涵是“保本保收益”。“保本保收益”割裂了资金与投资后果之间的关系,这与资管产品作为投资产品或投资工具所应具备的“投资性/风险性”显然是相悖的。禁止经典刚性兑付的监管

[2] 由于我国多年来的金融分业监管,在《资管新规》之前,不同监管机关对刚性兑付的监管态度并不实质相同。例如,《证券投资基金法》第20条禁止“公开募集基金的基金管理人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员……(四)向基金份额持有人违规承诺收益或者承担损失”。但对于商业银行理财来说,“保本保收益”的理财产品却又明文可见于2005年11月1日起施行的《商业银行个人理财业务管理暂行办法》(中国银行业监督管理委员会令2005年第2号,已于2018年9月26日废止)。在资金信托业,《信托公司集合资金信托计划管理办法》第8条明确禁止“保本保收益”,但由于监管层的“默许”,以及信托公司追求良好“受托人”或“管理人”的声誉以吸引更多投资者等多重原因,信托刚性兑付几乎成为一种业界共识。

目的较为明确:发行人或管理人作为事实上的偿付义务方,承担了资管产品的投资风险,违反了金融机构净资本管理的监管要求。经典刚性兑付的法律后果是在发行人或管理人与购买资管产品的投资者之间形成了类似于像债一样需“到期还本付息”的法律关系。还债承诺是金融机构的隐性负债,一旦风险落实,隐性负债就会转化为显性负债,计在金融机构的资产负债表中,增加负债率,降低资本充足率,形成“表外业务表内化”。

《资管新规》颁布之前,作为金融机构的发行人或管理人在资管产品端以合同或条款的方式明示或以其他形式表现的“保本保收益”承诺,就已被法律和监管部门禁止(商业银行保证收益理财产品除外),因此,在法律效力上,基于金融机构风险考虑,法院通常会认定该类合同或条款无效。^[3]《九民会议纪要》第92条即对该审判思路的肯定。

二、投资端的交易增信有效

《九民会议纪要》第91条涉及的是资管产品投资端的交易增信的合同性质和效力问题。

“资产管理”的核心在于“管理”,管理人要将委托人委托或信托的资金或财产进行管理和投资、交易和运用。因此,在投资端发行人或管理人的角色就转变成了投资方(资管业务在投行实务中就属于买方业务),作为融资方的交易对手则属于卖方。这意味着交易增信的义务方是投资端的融资方或其关联人。各类资管产品由于投资方向不同,增信措施也各有不同:

固定收益类产品,是指在投资端进行债权投资的资管产品。经典的债权类资管产品的交易增信就是在主债权上设定担保措施。仍以贷款类集合资金信托计划为例,受托人与融资人签订贷款合同,融资人或

[3] 参见东方汇金期货有限公司、东方汇金期货有限公司上海营业部委托理财合同纠纷案,上海市高级人民法院(2013)沪高民五(商)终字第16~22号、第24号民事判决书;中国建设银行股份有限公司陕西省分行与西安雁塔区农村信用合作联社委托理财合同纠纷案,陕西省高级人民法院(2014)陕民二终字第00087号民事判决书。

第三人以贷款合同中“到期还本付息”的义务为主债权,与作为债权人的受托人签订保证、质押、抵押等合同进行担保。这种交易增信法律关系清晰,与刚性兑付区别较大,法律效力问题一般较少。

证券投资类资管产品通常很少在投资端构架交易增信。此时资管产品是投资方,被投资证券的发行人是融资方,证券法律制度对投资者自担证券投资风险有明确的规定,资管产品作为投资者投资于证券也不例外。再者,证券有公开市场价格,投资风险较为清晰,估值管理比较简单;又由于有公开市场,资管产品的退出途径也直接顺畅。因此,证券投资类资管产品极少在投资端设置增信。

证券投资类资管产品常见的增信其实是设置在产品端,即对产品进行结构化或分级,由优先级投资人事实上为劣后投资人提供杠杆融资、劣后级投资人则以在产品端劣后于优先级投资人收益分配的方式为优先级投资人提供增信。此时,劣后级投资人是产品端的融资人。产品增信如何与刚性兑付进行区分,是资管产品纠纷实务中的难点问题,下文会单独述及。

权益类资管产品在投资端的交易增信争议较大。这类增信措施常见的有:融资人的股东或关联方或者承诺回购或收购股权/权益,或者承担差补义务,或者二者同时设置,另外还可以这种差补义务和/或回购或收购义务为主债权,设定抵押、质押、保证等担保措施。权益类投资就是传统研究中经典的“投资”,特点是根据所投资企业的业绩获得投资收益,不能像固定收益类投资那样有事先许诺好的固定预期收益。因此,权益类资管产品在投资端的增信措施通常被称为“名(明)股实债”。

从既有的金融审判实践来看,对于发行人或管理人与权益型投资端融资人的股东或其关联人签订的溢价回购/收购协议或其他名股实债的类似合同安排,法院通常认可这类合同的法律效力,支持受托人、发行人或管理人要求交易对手依据合同履行增信义务的诉讼请求。例如,认可目标公司原股东受让股权实现信托资金退出的交易安排的效力,认为这种退出不构成抽逃出资;^[4]认为“……信托公司依据信托计

[4] 参见“中航信托股份有限公司、毛某股东损害公司债权人利益责任纠纷”案,最高人民法院(2015)民二终字第435号民事判决书。

划进行股权投资和清退,在清退出资时采取协议出让股权的方式,符合相关规定……与企业之间借贷并不相同”;^[5]认为“信托公司可以采用‘买入返售’等信托资金管理模式……本案《特定资产收益权转让暨回购合同》等相关协议,系各方当事人真实的意思表示,且不违反法律、行政法规的禁止性规定,原审认定其为有效合同,适用法律正确”。^[6]可以说,《九民会议纪要》第91条因循了这一审判思路。

三、产品端增信有效

资管产品的增信除了设置在投资端的交易增信外,常见的还有设置在产品端的增信,即《九民会议纪要》第90条所涉及的分级产品的劣后级受益人的责任承担问题。

第一,资管产品的分级设置意味着增信,产品分级本身不是刚性兑付。

私募资管产品可以在符合规定杠杆比例的前提下设置分级。在期间进行收益分配,优先级投资人优先于劣后级投资人分配,又或者劣后级投资人在期间不参与收益分配、待产品到期优先级投资人分配后再获得一次性分配。“优先受益人则因先于劣后受益人分配信托利益而实现了信用增级,劣后级受益人的信托财产对优先受益人承担一定担保功能。”^[7]有学者认为,“在受益人中的优先级受益人很接近固定利益获得者,而只有劣后的受益人,才是真正的剩余利益获得者”。^[8]

第二,在符合杠杆比例的前提下,劣后级投资人在产品端为优先级投资人提供的事先允诺,性质上应属于产品增信而非刚性兑付。

[5] “范某与北方国际信托股份有限公司、云创(天津)投资有限公司等股权转让纠纷案”,最高人民法院(2015)民申字第1198号民事裁定书。

[6] “五矿国际信托有限公司与广西有色金属集团有限公司营业信托纠纷案”,最高人民法院(2016)最高法民终233号民事判决书。

[7] “上海森泽房地产有限公司与四川信托有限公司信托纠纷案”,最高人民法院(2015)民二终字第406号民事判决书。

[8] 赵廉慧:《信托法解释论》,中国法制出版社2016年版,第416页。

在产品端,劣后级投资人可能在资管合同中允诺优先级投资者提供预期收益差额补足,或者在资管产品合同签署的同时与优先级投资人签订受益权或产品份额溢价远期受让协议。监管部门如何认定该行为,本质上是一个监管口径的问题,如果监管口径较严,就可能认为构成《资管新规》第21条规定的情形。但是,此时,差额补足方或风险承担方都是劣后投资人,义务人不是发行人或管理人、也未导致发行人或管理人信义义务的违反,合同条款也都是分级投资人意思自治的结果,从性质上来看其实产品增信。^[9]

我国既有的金融审判实践亦认可资管合同中劣后级投资人以自身利益为限对优先级投资人差额补足或保证收益等条款的效力。^[10]《九民会议纪要》第90条对此进行了明确支持。

除了证券投资类资管产品外,劣后级投资人通常既是产品端的融资人也是投资端的融资人,因此,还可能自行或由其关联人与发行人或管理人签订增信合同间接为优先级投资人“保本保收益”。从法律关系上来看,合同当事人的法律地位发生了变化,劣后级投资人是以投资端融资人而非产品端融资人的身份提供增信安排,应该明确属于交易增信。

第三,在资管合同没有事先允诺条款的情形下,劣后级投资人(非发行人或管理人或其关联方)嗣后自愿受让优先级投资人资管产品份额而让优先级投资人退出,不构成刚性兑付。根据《信托法》第48条的规定,受益人有权转让信托受益权,只要不违反《信托公司集合资金信托计划管理办法》第29条关于集合资金信托计划受益权转让的规定,优先级受益人就可通过嗣后向劣后级受益人转让其信托受益权而退出。

当然,如果是发行人或管理人在分级资管产品合同中直接为优先级投资者允诺收益,该产品显然构成刚性兑付的产品,该承诺就是“保

[9] 从这一点来看,《资管新规》第21条监管目的不明,明显将产品增信和刚性兑付混淆对待。

[10] 参见深圳市邦信小额贷款有限公司、江西银行股份有限公司合同纠纷案,江西省高级人民法院(2017)赣民终44号民事判决书;史某与深圳市融通资本管理股份有限公司委托理财合同纠纷案,广东省深圳市中级人民法院(2017)粤03民终7851号民事判决书。

底条款”,应为无效条款。即使资管合同中没有事先承诺,如果发行人或管理人或其关联方嗣后进行了实际兑付。例如,集合资金信托计划的受托人用“固有资金受让劣后信托受益权,成为信托计划劣后受益人”,^[11]构成刚性兑付。

四、有限合伙型私募基金的特殊问题

尽管《九民会议纪要》第92条将刚性兑付的法律效力问题予以清晰,但毕竟主要是围绕营业信托纠纷下的资金信托产品,因此,对于有些资管产品的特殊刚性兑付问题其实未能涉及。例如,对于有限合伙型私募基金来说,有限合伙型私募基金的管理人同时亦是普通合伙人,投资实务中通常出现由私募基金执行合伙人或其关联方以固定溢价受让有限合伙人的合伙份额的情形,此时是构成管理人的刚性兑付还是产品增信,值得讨论。

在励琛(上海)投资管理有限公司证券投资基金回购合同纠纷案中,励琛公司作为唯一的普通合伙人/私募基金管理人,与其他有限合伙人签订《股权回购协议书》,约定在未能满足约定情形时励琛公司作为回购方必须以固定溢价回购其他有限合伙人的私募基金份额。在诉讼中,励琛公司提出:《资管新规》禁止金融机构进行刚性兑付,因此回购协议是无效的。一、二审法院皆支持了原告投资者的诉讼请求,认为回购协议有效,励琛公司应向有限合伙人履行私募基金份额回购义务。但两审法院的理由稍有不同。一审法院认为,“……《资管新规》约束的是金融机构,而励琛公司与案外人锦某公司既不是依法设立的基金管理公司,也不是证券公司,不属于该规定中的约束对象”。^[12]二审法院回避了私募基金管理公司是否属于“金融机构”的问题,认为“上述《股权回购协议》中励琛公司承诺以年化8%收益回购被上诉人股权份额,可以视为普通合伙人自愿以自有资金对其他有限合伙人在投资目

[11] 中国银监会江西监管局赣银监罚决字[2018]25号行政处罚决定书。

[12] 上海市金山区人民法院(2018)沪0116民初7904号民事判决书。

的不能实现时进行补偿的意思表示,既没有损害合伙企业的权益也没有损害其他人的利益,应属合法有效”。^[13]

该案充分体现了有限合伙型私募基金的特殊性:一方面,作为有限合伙,根据《合伙企业法》,合伙人之间可以通过合伙协议的约定“个性化”投资利益分配。所谓“普通合伙人自愿以自有资金对其他有限合伙人在投资目的不能实现时进行补偿的意思表示”,跟有限责任公司股东之间进行对赌的实质其实是一样的。从资管产品的视角来看,就是产品层面的投资者对投资风险分配(产品层面的增信)。另一方面,作为资管产品的私募基金,基金管理人并不是真正意义的投资人,其真正的法律角色其实更类似于公司层面的管理层,即存在“代理风险”——“管理、使用他人金钱进行投资而产生的风险”。按照现行监管规章对私募基金等同于资管产品的规制思路,^[14]作为基金管理人的普通合伙人不应为其他合伙人提供保本保收益的承诺,否则的话,私募基金投资将基本等同于保本保收益的投资。

那么,到底应该由投资者/合伙人吸收管理人的角色,还是由管理人吸收投资者/合伙人的角色?一般来说,应由义务较重的法律角色吸收义务较轻的法律角色。但是,目前对于私募基金管理人的义务,并没有明确的法律层面的依据。《证券投资基金法》第20条关于基金管理人义务的规定明确限于“公开募集基金的基金管理人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员”,而《私募投资基金监督管理暂行办法》和中国基金业协会的相关自律规定显然位阶不够,难有司法适用性。因此当法律层面只有《合伙企业法》得以适用时,就只能将私募基金管理人与私募基金份额持有人的关系视为普通合伙人与有限合伙人之间的法律关系,尽管作为资管产品的有限合伙型私募基金与作为企业的普通有限合伙之间的区别是显而易见的。

(编辑:谢贵春)

[13] 上海金融法院(2018)沪74民终112号民事判决书。

[14] 根据《资管新规》,“私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规,私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见,创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定”。