

证券公司资产管理合同中的 担保条款效力再分析

刘筱萌* 陈彬**

摘要:券商资产管理合同中的保底条款往往被认定为违反法律禁止性规定而无效,实践中券商与客户往往会选择担保方式间接保障委托人资产安全。这种担保方式不符合《担保法》,与担保形式的法定主义及物权法定原则相悖,往往也被认定为无效。券商资产管理实践中出现的非典型担保正是为了融通资金而由当事人在实践中自行创立的,在性质上属于金融创新,体现了当事人的真实意思的表示。在我国融资渠道不畅、融资方式单一、融资难度加大、融资风险增加的大背景下,委托理财合同项下的担保有其存在合理性。监管层应认可其法律效力,但在当事人没有办理相关法律手续的情况下,如没有交付担保物或没有办理登记,则该担保不能对抗第三人。

关键词:资产管理合同 担保条款 物权法定
私法自治

* 深圳证券交易所综合研究所博士后。

** 深圳证券交易所综合研究所研究员,法学博士、博士后。

与公募基金和信托相比,我国证券公司资产管理业务尽管开展最早,却在近 10 年来发展一直难有突破。2013 年之前,从资产管理行业中的地位看,证券公司资产管理在各资产管理机构中的产品数量最少,资产管理规模也最小。^[1] 2012 年 10 月 18 日,证监会发布《证券公司客户资产管理业务管理办法》及相关的实施细则,正式将资产管理产品的审批制修订为备案制,而券商集合理财产品发行节奏也因此骤升,短短两个月不到的时间,产品发行数量同比增长了约 670%,发行份额同比增长 500%。^[2] 资产管理业务也由此成为 2012 年券商创新的焦点,从而迎来了快速发展的新机遇。

我国证券公司资产管理业务的发展基本上属于先发展后规制,先混乱后有序。^[3] 尽管目前我国证券公司资产管理业务飞速发展,但这一特征仍未改变。在券商创新产品快速推出的同时,相应的法律规范仍处于相对停滞的状态。我国《证券法》仅对证券公司可以从事资产管理业务进行了规定,但资产管理业务的法律问题如何处理则没有明确规定。与国外归于信托法的监管不同,我国目前证券公司从事资产管理业务的法律关系仍然受制于《民法通则》和《合同法》的规定,因此在实践中存在较为严重的法律风险。除受到广泛抨击的资产管理业务法律关系无法在我国既有法律框架下解决之外,还存在担保法与物权法上的障碍,严重制约着目前证券公司在资产管理业务方向上的发展和创新。本文试图通过对证券公司资产管理合同中的担保条款效力的再分析,论证柔性的物权立法有利于完善我国市场规则,同时也有利于券商资产管理业务和金融市场的高效发展。

[1] 截至 2012 年 6 月末,银行理财产品余额达 10.4 万亿元,信托资产规模升至 5.54 万亿元,证券公司资产管理业务受托管理资金规模仅 4802.07 亿元。

[2] 忻尚伦:“券商松绑两个月:新产品暴增”,载《东方早报》2013 年 1 月 10 日版。

[3] 杨江涛:“证券公司资产管理业务的法律分析与建议”,载《河南省政法管理干部学院学报》2008 年第 5 期。

一、资产管理合同中的担保条款

在目前证券公司资产管理业务的实践中,尤其是证券公司实施监管的三方监管资产管理合同中,通常存在一种资金受托方对委托方保证其资金投资收益的承诺。由于我国《证券法》第144条明确规定:“证券公司不得以任何方式对客户证券买卖的收益或者赔偿证券买卖的损失作出承诺”。因此,券商资产管理合同中的保底条款往往被认定为违反法律禁止性规定而无效。^[4]为了绕开这一法律障碍,实践中券商与客户往往会选择通过担保方式间接保障委托人的资产安全。有学者称之为“抵押仓”条款,通常是受托方为保证向委托方作出的收益许诺而作出的一种担保。此种担保一般有以下两种操作方式:

一种方式是委托人将其资金、证券转入委托理财账户内,并将该账户的控制、交易权转给受托人;受托人以自己或自己控制的账户内的相应价值的资金、股票作为担保,并将上述账户托管至证券公司处;当理财账户和担保账户内的资金和股票市值之和等于或低于平仓线时,受托人丧失上述两账户的控制权,由监管人(证券公司)直接或协助委托人将理财账户和担保账户内的股票平仓,并将资金转给委托人,以保证委托人的资金及约定收益不受损失。或者在委托期限到期后,理财账户内的资金和股票不足以支付委托人本金及约定收益,则监管人将担保账户的资金和股票首先补足委托人的本金及约定收益,剩余股票、资金再交付给受托人。

另一种方式则是委托人将其资金、证券打入受托人指定账户内,同时受托人也存入该账户内同等价值的资金、证券作为担保,并将该账户托管至监管人处,并约定了平仓线,当该账户内的资金和股票市值之和等于或低于平仓线时,受托人丧失该账户的控制权,由监管方(证券公

[4] 高岭:“券商资产管理业务中的法律问题探讨”,载《证券市场导报》2005年第4期;郑文才:“证券公司客户资产管理业务之法律规制”,载《河北科技大学学报》(社会科学版)2006年第3期。

司)直接或协助委托人将该账户内的股票平仓,并将资金转给委托人,以保证委托人的资金及约定收益不受损失。或者在委托理财期满后,首先用该账户内的股票和资金归还委托人的资金及约定的利益,然后再将剩余资金和股票交付给受托人。

从实践的情况来看,上述两种“抵押仓”条款均有相应的案例出现。例如,中国金融租赁公司委托天津泰达科技发展有限公司理财(汉唐证券监管)案等采取的第一种担保方式进行的融资委托理财;而湖北安琪酵母股份有限公司与友源和海通证券资产管理案则采取第二种担保方式。

“抵押仓”条款虽然具有合同担保的性质,并以“抵押”为名,但从法律属性上来看,该条款应为质押法律关系而非抵押法律关系。此外,尽管上述委托理财合同项下的担保与《担保法》规定的质押有诸多相似之处,但也存在极大的差异,在性质上应属于是一种非典型质押担保方式。

如果资产管理合同的当事方只在合同中明确约定“抵押仓”中资金账户或股票账户的代码,而并不将资金账户和证券账户的名称并变更为资金委托方的名称,则由于股票的特殊性,尽管没有传统上的移转占有,但仍然可能形成权利质权。但在实践中,还存在直接移转账户的情况。受托方为了博取委托方更大的信任,通常会把用于设定担保的证券账户和资金账户的名称变更为委托方的名称,在此种条件下,通过担保条款在委托方和受托方之间形成的已并非仅仅是一种典型的质押关系,而更类似于一种账户转让。虽然受托人根据合同约定仅具有特定条件下的平仓权,但由于账户名称的变更,实际上委托方已经把账户中的全部权属转移给了委托方,在很多纠纷中,这一定性是很多受托方在设定该种担保条款时没有预见到的法律后果。

二、担保条款的效力

(一)担保条款的物权属性

如前所述,担保条款本质上并不是抵押,似乎与担保法上的质权类

似,但仔细分析来看,这种担保并不属于法定意义上的物权设定。

在物权法领域,物权法定原则或主义与担保形式的法定主义的精神是一致的。物权法定要求,物权的类型、各类物权的内容、取得和变更,均由法律直接规定,禁止任何人创设法律没有规定的物权和超越法律的限制行使物权。物权的种类、内容,必须由法律直接规定,任何人不得自行创制新物权。^[5]而担保物权作为法定物权之一,其形式或者方式也必须由法律直接规定,当事人只能在法定的担保方式中选择所要使用的担保方式,不能在此之外另行创设新的担保方式,并且要遵守担保法律对各类担保形式具体内容的相关规定。

从目前我国关于担保法律法规的规定来看,无论《担保法》还是《民法通则》,都肯定了物权法定的原则。^[6]此外,根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第1条的规定:当事人对由民事关系产生的债权,在不违反法律、法规强制性规定的情况下,以担保法规定的方式设定担保的,可以认定为有效。

据此可以推断,任何担保物权均必须根据《担保法》及相关担保法律的规定设立,违反担保法律设立的担保不能产生法律效力。在资产管理合同中,以股票、资金提供担保,属于物的担保范畴,因此产生的权利为担保物权。作为担保物权,就要遵循担保形式的法定主义及物权法定的原则。因此,资产管理合同中以股票、资金出质、由证券公司监管的担保方式,作为一种金融业务创新并没有直接的法律依据。而《担保法》规范的股票、资金质押与委托理财合同项下的股票、资金质押又存在许多不同,甚至是实质上的不同。2004年10月6日,包含上述担保方式的委托理财业务被证监会紧急叫停,证监会要求自2004年9月30日所有证券公司停止三方监管委托理财业务。^[7]由此,资产管理合同项下的担保方式属于当事人自行创设的,《担保法》没有直接的

[5] 尹田:“论物权法定原则的解释及其根据”,载《河南政法干部管理学院学报》2002年第4期。

[6] 《担保法》第2条:“在借贷、买卖、货物运输、加工承揽等经济活动中,债权人需要以担保方式保障其债权实现的,可以依照本法规定设定担保。本法规定的担保方式为保证、抵押、质押、留置和定金。”

[7] 李德林:“三方监管‘死亡报告’”,载《证券市场周刊》2004年11月25日版。

相关规定,与担保形式的法定主义及物权法定原则相悖。

(二)担保条款背离登记生效主义

退一步而言,即便委托理财合同项下的担保形式本身是合法的,但是由于该担保下的质押股票没有办理出质登记,也是无效的。如前所述,由于股票权利具有特殊性,因此股票担保的效力必须进行登记。根据我国《担保法》和相应司法解释的规定,“以依法可以转让的股票出质的,出质人与质权人应当订立书面合同,并向证券登记机构办理出质登记。质押合同自登记之日起生效”。未进行登记的,尽管法律关系已经成立,但并未生效。不仅不能对抗第三人,即使在委托方和受托方之间也不产生效力。因此,通过抵押仓条款在委托方和受托方之间形成的这种“质押”关系,如果未进行登记,则其担保并不能生效。例如在安琪酵母公司案中,安琪公司即向其共管账户注入7000万元人民币委托友源公司管理,友源公司则以3500万元资金或以2003年1月8日收市价为准在沪、深交易所上市的有价证券作为保证金,均未并没有在证券登记结算有限责任公司进行登记。也正是在这个角度上,有学者认为:“股票强制平仓约定,只是一种未生效的股票质押”;也有学者更是明确的指出“股票质押的法律效力是以登记为准,而三方监管协议中用于平仓担保的股票没有办理合法的质押手续,在司法部门对质押股票的冻结、查封过程中,协议丝毫不起作用”。〔8〕

而有关当事人主张委托理财合同项下的担保无效正是基于上述两方面的考虑。实际上,如果严格根据上述法律规定及相关原则,委托理财合同项下的担保就应认定为无效担保,这是在目前生效法律没有作出变更或废除之前的当然结论。但根据法律规定得出上述担保无效的结论,并不意味着最终的确定结论,而应从法理及实践层面上更深一步探讨和分析此种担保的效力。

〔8〕 贾清林:“委托理财合同项下的担保效力的分析”,载 http://article.chinalawinfo.com/Article_Detail.asp?ArticleID=35330,2013年2月20日访问。

三、资产管理合同担保条款效力再辨析

如前所述,在目前我国法律规定之下,资产管理合同所约定的担保条款是无效的。但从市场的发展来看,券商的实践中却在不断发展上述担保,尤其是涉及券商监管的资产管理中,担保条款的设置更为多见,也因此出现了大量的非典型担保方式。担保的经济功能也在快速发展中出现了由债权保全向资金融通发展的趋势,这些担保方式尽管与法定的典型担保存在诸多不同,但此类担保方式是当事人在市场交易中所逐渐发展,体现了当事人的真实意思表示。此外,实践中有的合同已经履行完毕,如果完全认定担保无效,可能会不利于市场交易的稳定、安全和秩序。因此,也有学者认为,从平仓条款约定的内容看,其往往在于减少委托方的资金损失,而非保证本金收益,其实质是平仓止损条款。所以如果委托监管合同有效,其平仓条款当然有效。而此种资产管理合同项下的担保作为当事人之间的一种金融创新,不宜认定为无效。

一方面,物权法定原则是物权法的首要原则,是物权法的基础,物权法定限制了物权的种类和内容,使物权归属关系明确化,当事人无法在物上任意设立各种权利,简明了法律关系,维护了法律的安定性和稳定性。但另一方面,随着市场交易的日渐发达,尤其是在券商资产管理快速发展的今天,资产管理创新产品也在不断推出,对物权种类和内容的限制也带来了一定程度上灵活性的牺牲,抑制了新型权利的出现,压抑了民间社会对权利的创新功能。因此“不作任何调整地一成不变地固守物权法定原则,显然已不能适应社会对其提出的现实要求。这就需要立法对物权法定原则作出调整,给予担保性物权以相当的创设自由”〔9〕。

因此,随着券商资产管理业务实践的发展,资产管理合同项下的担保作为当事人在融资理财的过程中自行创设的一种物的担保,与担保

〔9〕 梁上上:“物权法定主义:在自由与强制之间”,载《法学研究》2003年第3期。

物权之宗旨及公序良俗原则并不相悖。我们应顺应这一趋势,不宜以物权法定或担保法定而否认委托理财合同项下担保的效力。

随着市场经济的发展,财产的流转成为常态,并因其在流转中得以实现增值,使动态的财产权利得到前所未有的重视。体现在担保制度领域,其经济功能出现了由债权保全向资金融通发展的趋势,这一趋势在第二次世界大战后的商品交易中得到充分的体现。担保制度由注重对债权的保护,进而发展为市场主体提供金融帮助。^[10]而市场经济的高速发展对担保法的影响之一,是强化担保制度作为生产信用担保手段的机能,其结果是使担保制度由传统的保全型转变为金融媒介型。融资性担保已成为担保法制现代化的标志。^[11]

在市场交易中,市场主体正是借助担保制度实现短期信用,盘活企业资产,融通大量资金,活跃了市场交易、提高了交易效率,极大促进了整个市场经济的发展。在我国,尽管《担保法》第1条明确表明“为促进资金融通和商品流通,保障债权的实现,发展社会主义市场经济,制定本法”,但是我国《担保法》依然以债权保全为其基本的理念,对担保的融资功能认识不足。而资产管理合同项下的担保正是为了融通资金而由当事人在实践中自行创立的,在性质上属于金融创新,体现了担保作为融资手段的价值趋向。在我国融资渠道不畅、融资方式单一、融资难度加大、融资风险增加的大背景下,应鼓励能够促进融资的各种方式和作法。因此,从这一角度分析,资产管理合同项下的担保具有一定的现实意义。

在实践中,目前已经出现了大量非典型担保,有些甚至在司法实践中也得到了承认。就质押担保形式而言,就有出口退税托管账户质押、出租小汽车营运牌照转让质押、人寿保险单质押、工资收益质押、基金受益权质押、酒店经营权质押等担保方式。对于这些非典型担保的方式,如果简单的以不符合《担保法》的规定为由,认定为无效,将极大损害市场的诚信基础,损害交易的安全和效率。尤其在以上述方式担保

[10] 傅琳:“论担保交易”,载《商法研究》第一辑。

[11] 姚辉:“中国的市场经济与担保物权法的课题”,载 <http://www.civillaw.com.cn/Article/default.asp?id=7590>,2013年3月2日访问。

的合同已经履行完毕后,再认定担保无效,其对市场的损害也更加严重。因此,可以认为在资产管理创新发展的情况下,允许其中符合要求的权利出质,是适应市场发展要求的。而资产管理合同项下的担保作为一种新的质押、一种非典型担保方式,不应简单的以没有登记或不符合担保法规定而认定无效。

另外,从经济成本上考虑,如果设立法定典型担保必须依照法律所规定的手续进行处理,交易成本和时间成本也必然远远高于新兴担保形式。在市场交易主体越来越注重交易的便捷和效率情况下,特殊的担保形式也就自然逐渐获得市场和实践的承认,也成为国际担保物权的立法趋势。^[12]

更重要的是,尽管合同部分条款无效可能并不会影响主合同的效力,但是因认定担保条款无效而产生的质押证券的处理,则会带来更为复杂的法律问题。一方面,在认定担保条款无效的情况下,因该条款通过证券公司平仓从受托人担保账户内获得的资金及质押股票抛售后的价款就成为了不当得利,而应当返还。但另一方面,在主合同依然有效的情况下,因受托人不能按照合同约定向其支付委托资产及约定收益,则委托人有权向受托人主张其收益权,可以请求法院予以支持。如此就产生了两方面的矛盾,受托人既可以依据担保无效要求委托人返还质押资金及质押股票平仓的款项。

但同时,在委托理财合同本身(包括保底条款)有效的情况下,在受托人不能按约定向其支付委托资产及约定收益,则委托人有权向受托人主张权利,甚至可以请求法院强制受托人支付。这样,一方面受托人享有如上请求权;另一方面委托人也有权依据合同请求受托人支付受托资产及约定收益。这两项请求权是可以相互冲抵的,在这种情况下一般就不会存在返还问题。此时,担保的无效与有效根本没有实质性的区别。

尤其在委托理财合同已经履行完毕的情况下,无论保底条款是否有效,受托人主张担保无效、要求返还平仓资金,均可能对资产管理市场产生负面的影响。从当事人意思自治的层面上来看,担保条款的约

[12] 傅琳:“论担保交易”,载《商法研究》第一辑。

定是受托人与委托人真实的意思表示,如果予以推翻不仅与“禁止反言”(estoppel)的原则相悖,同时也是对市场诚信的动摇,也会对证券市场以及证券公司资产管理业务发展秩序和稳定产生极大的冲击。此外,司法资源的占用也会带来成本的增加,使得市场效率大大降低,对证券市场的发展也将产生极大的负面影响。

因此,从上述分析中可以看出,一律认定资产管理合同中的担保条款无效并不一定完全符合法律精神。“当事人可以根据协议,在法定的担保方式之外约定担保方式,这种担保方式受合同自由的调整,即只要不违反法律和行政法规的强制性规定(禁止规定),就应当认定有效”。^[13]事实上,资产管理合同项下的担保作为当事人在融资理财的过程中,受托人以自己的股票、资金作为融资质押,由证券公司监管,委托人予以接受,这本身就说明此种担保方式是各方当事人的真实意思表示,且没有违反法律和行政法规的强制性规定,根据契约自由和意思自治的原则,应认可该担保的法律效力。

从国外的立法情况来看,也有一些国家承认担保交易可以由当事人自行约定。例如美国《统一商法典》(Uniform Commercial Code)中即规定,“本篇适用于通过合同设立的担保权益,包括通过质押、让与、动产抵押、动产信托、信托契书、代办人留置权、设备信托、附条件销售、信托收据各类合同所设立的担保权益,以及通过其他保留留置权或所有权的合同所设立的担保权益;本篇还适用于意图设立担保权益和租赁或寄售”。^[14]在担保物权的标的物方面,《统一商法典》则规定可以是动产或不动产附着物,包括在货物、所有权凭证、票据、一般无形财产、动产契据或帐债上设立担保权益的交易,而不论交易采取何种形式。

根据上述规定,美国的担保交易制度采取了登记对抗主义的规定方式。担保物设定的担保应采取一定形式向社会公开,如选择不公示,则无法对抗善意第三人。一般完善的方式为登记或占有,具体到股票、债券等流通性极强的财产之上设定担保权益,只能通过转移占有获得完善。

[13] 孔祥俊:《担保法及其司法解释的理解与适用》,法律出版社2001年版,第17页。

[14] Article 9-102, Uniform Commercial Code.

因此,采取登记对抗主义则可以在涉及资产管理合同的担保条款时取得一定的利益平衡。如果资产管理合同已经履行完毕,质权已经实现,在不涉及善意第三人的情况下,则在当事人之间已经发生担保物权所产生的效力;如委托理财合同尚未履行完毕,受托人的其他债权人要求对此股票质押进行财产保全,则委托人对质押的资金及股票没有优先受偿权,只能通过司法途径及时向受托人主张权利,与其他债权人一并参与上述质押股票和资金的分配。如此既尊重了当事人的意思自治,同时也有利于提高交易效率,维护交易安全。

但是,由于作为动产质押的资金或者价证券未转移该委托人占有,即作为权利质押的股票未办理出质登记,则该项担保不能对抗善意第三人。因为转移占有和出质登记是权利公示的方式,是为保护第三人的利益而设计的。从这个角度而言,委托理财合同项下的担保只在当事人之间有效,在质物未转移占有或未办理出质登记的情况下,质权人不能对抗第三人。也就是说在登记的效力问题上,我国应采取登记对抗主义而非登记要件主义。在司法实践中,将委托理财合同项下的担保认定为有效,但不能对抗第三人更符合事实和逻辑,也容易被各方当事人认可和接受。

四、结论

如前所述,随着券商资产管理创新的不断推进,随着经济的多元化发展和交易内容的不断丰富与创新,目前我国现行法律规定相对资产管理业务的快速发展已经处于相对滞后的状态。因此,从利于市场发展和尊重当事人意思自治的角度出发,采取柔性的物权立法,给予私法自治一定的发展空间,则有利于完善我国的市场规则,同时也有利于券商资产管理业务和金融市场的高效发展。正因为此,有学者建议我国未来的《物权法》和民法典可以作如下规定:“除本法和其他法律有规定者外,物权的种类与内容不得由当事人创设或改变。当事人自行约定物权之内容,或自行创设本法和其他法律规定以外之物权种类,如不

与物权之宗旨及公序良俗原则相悖,准用物权之规则。”^[15]

由于随着社会经济的迅速发展以及市场交易的无限扩展,物权概念已由原先的注重对标的物的现实支配控制的权利,演变为注重收取物的使用收益或者获取融资价值的权利;对于不违反法律基本原则的一些非典型担保或者说法律没有规定的担保,法律应该允许当事人自行设立并承认其效力;只是在它没有办理相应的法律手续进行完善之前不能对抗第三人。这样,就既能物尽其用、充分发挥担保财产效益,又能促成交易,最终保障交易当事方之间的公平利益安排和合法利益追求。委托理财合同项下的担保作为我国特定历史时期出现的一种非典型担保形式,在现实的委托理财交易中被广泛采用,适应了融资理财的现实需要,有其存在合理性。因此,我们应认可其法律效力,但在当事人没有办理相关法律手续的情况下,如没有交付担保物或没有办理登记,则该担保不能对抗第三人。

目前,尽管我国已经建立了一套比较完整的有关担保的法律、法规,但是随着资产管理业务的快速发展,已经存在部分法律与券商资产管理业务实践相脱离的情况,并没有体现担保的发展趋势,制约了市场交易的效率和安全。因此,从保障证券公司资产管理业务发展,以及券商创新和建立以资产管理业务为核心的业务转型的角度出发,重新对资产管理合同中的担保条款进行法律考量,具有一定的法律意义。

[15] 刘凯湘:“物权法原则的重新审视”,载 <http://www.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=19295>,2013年3月8日访问。