

资管产品中差额补足协议效力的 裁判路径构建^{*}

姚思静^{**}

摘要:资管领域实践中的差额补足协议可以义务人身份为标准进行类型化归纳。判决呈现明显的阶段性特征。目前可以按照协议定性、效力认定和责任分配的逻辑顺序,对裁判路径予以完善。协议性质的司法分析主要分为形式独立性、内容从属性和内容关联性三个步骤,并相应做出定性。具备独立合同或混合合同性质的差额补足协议,可遵循以协议有效为原则、无效为例外的前提,在理论层面引入比例原则平衡公私价值,在实践层面明确“司法监管化”思维的运用边界。最后建构各类商业模式下协议内部的责任分配规则。

关键词:资管投资 差额补足 金融监管 司法监管化

* 本文是国家社科基金项目“公司法制度竞争视野下股权结构变革研究”(21BFX095)的阶段性成果。

** 武汉大学法学院 2022 届硕士研究生。现任职于中国邮政储蓄银行福建省分行。

引言

近年来,部分资管产品的兑付违约事件频发,为增加债务人的信用等级、保障债权人的债权实现可能性,差额补足协议应运而生。其意在使义务人对全部或部分投资者未达预期收益的差额部分承担补足责任,从而增加债务信用等级、保障投资者收益。但2018年中国人民银行联合证监会等多个机构所发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)“一刀切”地否定了资管领域刚性兑付行为的效力,尤其该规定赋予的3年过渡期如今已正式结束,同为预期收益保障型措施的差额补足协议的市场处境十分尴尬。此外,《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》等亦对保本型理财产品作出否定评价。在司法领域,最高人民法院于2019年出台的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)中同样提出资管合同的刚性兑付条款无效的裁判观点。在司法实践中,由于资管产品本身缺乏统一的制度规范体系,仅靠行政部门规章和《九民纪要》无法对资管产品中多元化的差额补足增信措施直接作出效力认定结论,亦无法较为明晰地确认其性质、分析内部法律关系;加上强监管形势的影响,针对差额补足协议纠纷的司法裁判频频出现协议定性的裁判观点和说理不一、金融监管政策和监管规章适用通道混乱、效力认定缺乏统一标准等问题,对纠纷解决、行业发展与金融创新带来不利影响。

为完善此类协议的司法裁判路径,本文检索搜集差额补足协议相关司法判决,以其作为基础对资管差补协议的商业实践和司法现状两个层面展开类型化研究,并依循行为定性、效力分析和责任分配的逻辑顺序提出构建方案。

一、差额补足协议在资管产品中的实践运用及其问题

(一) 实践运用的现状检视

为使实践现状的梳理归纳能更加契合后续的法律分析,本文从当前有效的司法裁判文书中提取差额补足协议的主要商业实践模式和合约形式。^{〔1〕} 由于同类或相似的法律关系会使得差额补足协议的各类商业模式在性质及效力认定方面也存在相似之处,因此可考虑以法律关系作为分类标准。差额补足协议中客体及主体的权利人在实践中均较为统一,但法律关系内容仍因差额补足义务人的身份不同存在各种细微差异,因此可将差额补足协议中的义务人身份作为进一步的分类依据,对此类协议的商业模式展开类型化分析。具体类型和分布情况如表1所示:

表1 差额补足协议的义务人身份在样本案例中的分布情况

义务人身份	劣后级投资者	独立第三方	被投资者	管理人	投资顾问
案例数量/个	10	18	15	5	4

如表1所示,在当前的资管实践中,独立第三方承担差额补足义务的协议形式属于实践中最常见的差补商业模式。需要说明的是,大部分司法案例中涉及的商业模式,都呈现一个资产管理产品囊括两个或两个以上的差额补足义务人的情形,且其身份几乎各不相同。例如,有案例中被投资者、管理人和投资顾问三方均承担差额补足义务,但其补足支付的顺序和份额不同。^{〔2〕} 针对此类存在多个差补义务人的商业模式,其所包含的每个义务人身份都应当被单独计数,故而上述样本统计汇总

〔1〕 本文在中国裁判文书网,以“差额补足”“差额补偿”“资管”“资管协议”等关键词进行检索,并以“民事”“判决书”和时间截止日为“2021年12月”作为筛选条件。初筛获得相关裁判文书524份,并从中选取与本选题契合的有效案例50份。

〔2〕 参见杭州市中级人民法院:浙江稠州商业银行股份有限公司、陕经发展集团有限公司、陕西省经济协作总公司等合同纠纷一审民事判决书,案号:(2019)浙01民初2406号,2020年8月25日。

表中的义务人身份总数会多于此次样本筛选后的有效案例总数。除此之外,不少案例中的商业模式还出现被投资者、投资顾问等资管产品参与商事主体内部的实际控制人、法定代表人、控股股东或多个股东承担差额补足义务的情形。在刨除人格混同、空壳公司等非法操作后,由于上述主体以其享有的个人财产承担义务,应当划为与被投资者、投资顾问等商事机构不同的商事主体,并将其归入“独立第三方”的范畴内统计。

劣后级投资者作为差额补足义务人的商业模式是当前资管实践中较为常见的情形,其交易结构以“邦信小额贷款—江西银行案”为例。^[3]由于商事实践中不同投资者的投资风险偏好各有不同,因此部分资管机构在设计产品时会根据投资者的风险偏好和实际风险承担能力等因素对参与资管计划的投资者进行分级,通常分为优先级和劣后级,较少产品会分为优先级、中间级和劣后级三级。其主要区别在于,当对资管产品产生的收益进行分配清算时,优先级投资者有权最先获取按合同约定所分配的收益,次一级(中间级或劣后级)投资者则按合同约定向其补足未达预期收益的差额部分。若存在两级以上的投资者,其差额补足义务将根据不同等级逐级递推。两种模式的共同点都是由次一级投资者通过事先约定补足预期收益差额的触发点和资金补足方式,形成实际投资人的“资金垫”,进而达到分担投资风险的目的。^[4]

《资管新规》颁布后,管理人作为差额补足义务人的商业模式的数量逐渐减少。原因在于实践中金融机构的管理人承担差额补足义务时,会与《资管新规》第13条所构建的金融机构代为承担风险的行为模式较为相似,而存在违规风险。此类典型的交易结构以“简某书—郑华永耀案”为例。^[5]该商业模式下的交易结构,主要体现为管理人(大多为发布投资产品的资管机构)与全部或部分的投资者约定差额补足关系,由

[3] 参见江西省高级人民法院: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二审民事判决书,案号:(2017)赣民终44号,2017年4月12日。

[4] See Guatam Saha AZB & Partners, *Enhancing Bond Guarantee Structuring in India*, Asian Development Bank Document No.48422,2016(2).

[5] 参见重庆市高级人民法院:郑华重庆市永耀投资有限公司与简某书、杜某等民间委托理财合同纠纷二审民事判决书,案号:(2018)渝民终155号,2018年6月19日。

其向协议约定的投资者补足未达预期收益的差额部分。但《资管新规》出台后打破刚性兑付的政策逐渐“落地”，监管强度趋严导致商实践中开始出现管理人的控股股东或实际控制人间接提供差额补足的形式。对于此类商业模式，需要重点关注承担差额补足责任的义务人与“真正管理人”之间是否存在人格混同等以“真正管理人”（资管机构）之自有财产承担差额补足义务的情况。

投资顾问承担差额补足责任的商业模式主要出现在由投资顾问主导的被动管理型资产管理业务中，此类业务的特点在于运营管理资管产品的裁量权并不属于管理人，其管理处分资管财产的操作内容和范围源于投资者指定的具有实质管理权限的人所发出的指令。^{〔6〕} 此类业务中出现的差额补足协议之典型交易结构以“张某英—达仁资管案”为例。^{〔7〕} 从本质上来说，被动管理型资管业务中投资顾问所拥有的管理和处分资管计划财产的权利义务，与实践较为常见的主动型资管业务管理人的权责内容几乎一致。从信托法理的视角来看，通常来说若一个资管主体享有对信托财产实质管理和处分的权限，那么其在该信托投资产品中处于类似受托人的重要地位，亦应基于权责统一原则对其行权行为承担相应义务。^{〔8〕} 从当前的金融行政监管现状来看，监管者在面对涉嫌违法违规的被动型产品时，通常会将享有实质管理和处分权限的投资顾问直接认定为责任主体。^{〔9〕} 因此，此类资管业务中的投资顾问可视为“实际管理人”，后文也将其纳入管理人为差额补足义务人的商业模式进行分析，但对于特殊情况会予以说明。

被投资者作为差额补足义务人的商业模式在实践中也较为常见，一

〔6〕 当前法律法规并未明确规定被动管理型资管产品的概念，本文所采概念主要参考中国银监会办公厅《关于修订信托公司年报披露格式规范信息披露有关问题的通知》（银监办发〔2009〕407号）、《信托业务监管分类试点工作实施方案》等文件中关于被动管理型信托的规定。

〔7〕 参见上海市浦东新区人民法院：张某英与上海达仁资产管理有限公司委托理财合同纠纷一审民事判决书，案号：（2018）沪0115民初43316号，2019年9月25日。

〔8〕 参见日本商事信托研究会编著：《日本商事信托立法研究》，朱大明译，法律出版社2019年版，第51～52页。

〔9〕 参见李逸斯：《被动管理型资产管理业务中投资顾问的法律责任——以广州穗富案为例》，载《金融法苑》2018年第2期。

一般是位于资产端或融资端的交易合同义务人(被投资者)与全部或部分投资者之间签订差额补足协议,由其对该约定投资者承担未达预期收益的差额部分进行补足支付的责任,即交易合同义务人和差额补足义务人身份重合的模式。在商事实践中,该模式还可分为两种情形:第一种是对全部投资者进行差额补足,以“杨某一安徽永顺案”为例。^[10] 此种类型的差额补足协议最初以“银信合作”的模式出现在贷款类通道业务中,尤其以银行类为典型。^[11] 此类业务结构通常设计一层或多层嵌套的资管计划投资产品,并由投资者指定证券机构、信托公司等第三方金融机构运营管理计划下的财产,且该财产的实质管理权限在于投资者自身,上述管理人主体仅按其指示提供相应的事务协助。^[12] 第二种是对部分投资者进行差额补足,以“磐晖基金—誉衡集团案”为例。^[13] 此种类型的差额补足协议通常出现在多种增信措施嵌套的资管产品中,由被投资者对一部分投资者进行差额补足,在投资者结构的内部通过协议约定止损线等内容,使中间级和劣后级对优先级承担收益担保责任,以此交易安排为优先级的投资提供增信保障,而处于融资端的被投资者及其实际控制人将对中间级和劣后级依约承担未足预期收益部分的补足责任。另外,在部分案例中,当投资结构内部仅有优先级和劣后级投资者时,则由劣后级先对优先级承担差额补足责任,进而由被投资者对劣后级投资者提供差额补足。^[14]

独立第三方作为差额补足义务人的商业模式属于兜底型模式,主要

[10] 参见安徽省合肥市瑶海区人民法院:杨某与安徽永顺房地产开发集团有限公司、故某开合同纠纷一审民事判决书,案号:(2016)皖0102民初1010号,2016年8月5日。

[11] 参见中国人民银行南京分行会计财务处课题组:《影子银行、金融业会计信息与监管机制的关系研究》,载《金融会计》2020年第2期。

[12] 参见《商业银行并表管理与监管指引》(银监发[2014]54号)、中国保监会《关于清理规范保险资产管理公司通道类业务有关事项的通知》(保监会[2016]98号)、中国证券业协会《关于规范证券公司与银行合作开展定向资产管理业务有关事项的通知》(中证协[2013]124号)等。

[13] 参见北京市高级人民法院:共青城磐晖投资管理合伙企业(有限合伙)与白某惠等合同纠纷一审民事判决书,案号:(2018)京民初122号,2019年5月31日。

[14] 参见山东省济南市中级人民法院:鲁证期货股份有限公司与王某伟合同纠纷一审民事判决书,案号:(2019)鲁01民初116号,2019年8月5日。

指除上述义务人身份之外的独立第三方主体对投资者承担差额补足责任的商事安排,其囊括与上述差额补足义务人之间存在关联关系的独立固定主体和与上述差额补足义务人之间无任何关联关系的独立第三方。该模式下法律分析需要注意两种情形:第一种是义务人是否为金融机构,若是金融机构则可能涉嫌刚性兑付而导致差额补足协议的无效,以“江苏国际信托—农行昆明分行案”为例;^[15]第二种是需要判断义务人的差额补足对象是全部还是部分投资者,若仅对部分投资者提供差额补足安排,则可能因为义务人的主体资格受限而以该部分投资者作为通道进行投资,以“华融天泽—深圳恒誉案”为例。^[16]

综上所述,从义务人身份的主体角度可将资管领域的差额补足协议分为上述5种类型,但究其本质可进一步分类成被投资者、实际管理人和投资者3种类型。因此,后文将在此类型化的基础上,针对其各自的特殊问题展开论述。

(二) 监管环境的规范探讨

当前并不存在对资管领域差额补足协议的针对性制度,但与刚性兑付手段或结构化产品设计相关的规则通常作为差额补足案件的裁判或参考依据。

法律规范层面主要是《证券法》第135条和《证券投资基金法》第20条、第103条的规定,司法判决通常适用上述条款否定可能构成“刚性兑付”的差额补足协议的效力。当判决确认案涉差额补足协议有效时,大多援引《民法典》第509条所确定的意思自治原则或简要分析案涉差额补足协议不存在《信托法》第11条规定的无效情形。但上述提到的条文均属于抽象化的原则性规定,缺乏细致标准而不具备较高的适用性。

在行政法规层面,仅《证券公司监督管理条例》第46条在判决中偶

[15] 参见最高人民法院:江苏省国际信托有限责任公司、中国农业银行股份有限公司昆明分行合同纠纷二审民事判决书,案号:(2017)最高法民终478号,2018年9月5日。因案涉差额补足协议系2012年12月6日签订,所涉业务属于《资管新规》所认定的在过渡期内的存量业务,因此判决结果依然认定其有效,但在判决的说理中已将案涉业务认定为“违反监管规定的隐形担保承诺”。

[16] 参见上海市第一中级人民法院:华融天泽投资有限公司诉深圳恒学实业投资有限公司合同纠纷一审民事判决书,案号:(2018)沪01民初1075号,2018年12月21日。

有出现。因其条款内容与《证券法》第135条一脉相承且其法律位阶较低,因此法院在判决中援引较少,其对差额补足协议的规范力度有限。

近几年涌现出大量针对“刚性兑付”和对优先级投资者提供预期收益承诺的行为的规章,对应至实践中,由同时具备管理人身份的服务方或具有金融机构身份的独立第三方对投资者承担差额补足义务的商业模式,或是由劣后级投资者或资管计划中的管理人向部分投资者承担差额补足义务的形式,可能会涉及此类金融监管规章的禁止性规定。由于在此角度下涉及的规范性文件庞杂,本节仅对具有代表性的部门规章进行列举。就管理人身份的服务方或金融机构第三方提供差额补足的商业模式而言,通常涉及违反“刚性兑付”的禁止性规定,如《期货公司监督管理办法》第79条、《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》(2023年修订)第4条、《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第2条、《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》第3条、《私募投资基金监督管理暂行办法》第15条、《信托公司管理办法》第34条。从上述条款内容可以看出,出于对“风险与收益相匹配”的资管产品设计原则的考虑,监管层对管理人或金融机构为投资者做出保本保收益的承诺予以效力否定。但资管产品领域的差额补足协议是否违反上述条款存在争议,需要对“刚性兑付”的本质进行剖析,比对差额补足协议的各类商业模式是否与其存在重合。另外还需探究以上禁止性条款的规范意旨与所保护的法益,且与契约自由、私法自治的价值进行衡平。因此,不能简单断定当前针对“刚性兑付”的监管规范否定了资管产品中差额补足协议的效力,亦不能以倡导契约自由和私法自治为由,忽视上述条款所确定的商业运作中基本权利义务的范式。就劣后级投资者或管理人向优先级或其他投资者承担差额补足责任而言,其模式本身已有金融监管禁止性规定对其进行规制,如《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第21条、《商业银行理财子公司管理办法》第31条、《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》第4条。上述禁止性监管规则的制定意旨主要有四:一是为了防止管理人或投资顾问等对优先级投资者提供保本保收益的承诺,实施刚性兑付的禁止性行为;二是为了降低劣后级投资者形为承担对优先级的差额补足责任,实为通过固定收益进行杠杆融资的结构化资管计划的融资风险;三

是为了控制劣后级份额认购者将承担差额补足责任作为实际掌控资管财产的投资通道,使管理人沦为形式上附庸的商业行为;四是为了禁止市场中通过协议约定让劣后级投资者承担过多投资风险或其他不利责任的行为,此种安排将严重违反“风险自负”原则。尽管此类模式已经受到监管层的禁止,但仍需考虑差额补足协议的商业特殊性及其与传统结构化资管产品设计的差异,在规范和实践层面都予以其自由运作的空间。

(三) 实践运用的问题归集

法院通常不会剖析案涉差额补足协议中包含的交易结构,而大多仅从形式上对当事人双方所提出的观点或争议焦点进行认定。少部分法院会提出具体的定性观点,部分法院仅简单反对当事人提出的某个观点,全然不提法律定性、法律关系剖析等问题,更遑论其对效力认定的裁判说理具备逻辑性和说服力。大部分的法院判决在对协议展开效力分析时仅以意思自治原则且“不违反法律法规等强制性规定”一句概之而未做深入解读。此外,考虑到控制金融交易风险的监管需求,我国法律、法规及部门规章均对金融机构提供预期收益承诺的行为予以效力否定,但对不具备金融机构身份的第三人实施上述行为当如何认定并未做出明确回应,法律适用又应当向何种利益予以倾斜亦未统一。这种“一刀切”的规制方式还引发金融监管规章在司法实践中的适用争议无法解决。例如,具备金融机构身份的第三方提供差额补足安排是否必然违反“刚性兑付”或结构化资管等相关禁止性规定,若其违反又是否必然导致协议无效。

二、资管产品中差额补足协议的司法介入

为进一步厘清此类协议的司法适用争议,本文立足于司法有效案例,从差额补足协议纠纷和法院的角度反思问题本质。

(一) 差额补足协议纠纷的司法认定

市场变化和金融监管转向一直以来都会对司法活动产生深刻影响,法院对资管产品中差额补足协议纠纷的态度常常顺势而变,呈现明显的

阶段性特征。

1. 意思自治的司法介入边界

商事主体在交易过程中所呈现的意志内容始终是法院在面对差额补足协议纠纷时的审查重点,但相应的司法态度会受到金融行业发展阶段特性和金融行政监管理念不同程度的影响。在《资管新规》出台并生效之前,恰逢我国金融行业发展的起步阶段,其对金融创新“量”的需求远超过对“质”的要求,由此法院采取“保护并鼓励金融创新”的司法政策和宽宥谦抑的司法态度。这反映至司法实践中,则是对协议性质和协议效力的谨慎介入。早期大部分判决都回避协议的定性问题,避免做出与商事合意相悖的认定结果,进而影响协议的正常履行。^[17] 这种司法态度反映在协议效力认定方面则更为典型。即使是违反监管规章的差额补足协议,法院在保证其无重大无效情形的前提下,仍充分尊重并维护商事主体在交易过程中出于合意达成的协议内容及其蕴含的基本商事法益,尽可能地肯定协议效力并按协议内容作出案涉当事人权利义务的认定,这为金融创新产品的形成和发展构造了足够的试错隔离带。^[18] 《资管新规》生效之前的裁判思路对商事主体在交易过程中意思表示的审查止于表面的文义审查,并不深究文义背后是否隐藏通谋、恶意串通、刚性兑付等违法违规的真实合意。此种裁判思路维护了各类商事主体为实现其营利等商业目的而设计的交易体系,保障其自由意志的发挥。这为差额补足协议营造了自由创新、充分发展的缓冲地带,在相当长的一段时间内促进了资管领域,乃至整个金融业的高速发展。

但差额补足协议在金融商事实践的不断深化中逐渐累积系统性风险并有向系统扩散之虞,《资管新规》在此背景下应运而生,将以“刚性兑付”为典型的保底条款被置于风口浪尖。司法政策也在同一时期做出

[17] 参见北京市海淀区人民法院:浙江创唯先投资管理有限公司与潘某合同纠纷一审民事判决书,案号:(2017)京0108民初48049号,2019年8月16日。该判决结果并未对双方当事人在应诉意见中提出的协议性质观点做出回应,而是认为“案涉协议属于当事人的意思自治范畴,应当按照协议内容承担相关权利义务”。

[18] 参见雷继平:《资产新规:司法的监管化趋势对资管纠纷裁判的影响》,载界面新闻网, <https://www.jiemian.com/article/2267902.html>, 2022年3月15日访问。

相应调整。^[19]这意味着法院不再停留合同文义所体现的浅层意思表示为审理对象,而将重点关注商事主体之间达成的实质合意。^[20]《资管新规》生效之后的裁判思路穿透合同文义目的之表象,将差额补足协议背后的真实法律关系、关系性质以及权利义务的真实内容暴露至司法面前,从而审查隐藏在文字背后的商事主体之间的深层合意。此种裁判进阶确实有利于金融监管政策的贯彻落实和金融市场秩序的稳定,但其对“合同文本”的过度深入干涉可能导致商事主体参与市场交易的不确定性增加,其自由意志受到过度限制,亦有损条款文义对交易关系、交易秩序以及权利义务履行的构建价值。

2. 司法认定的原则指引和规则逻辑

在司法认定的原则指引和规则适用方面,判决均存在局部的阶段性特征,具体以《民法典》的正式生效作为时间分界点。在《民法典》正式生效之前,法院在处理纠纷时倾向于采用诚实信用原则、公平原则和意思自治原则的法理切入案件焦点。例如,在“常某一罗某案”中,审理法院认为在合法合规经营的资管产品中,商事交易主体之间协议提供差额补足的安排,通常是为了降低投资者的投资风险,或解决投资非标资产时可能发生的无法及时回笼资金用以兑付的资产流动性问题,与是否诚信经营并无关联。即使在违法违规运作的资管产品经营中,差额补足协议所发挥的保障投资者权益效用,与管理人违背信义义务所承担的信义责任效用一致,并不存在违背诚实信用原则的可能性。^[21]虽有观点认为,事前约定的保底承诺会使参与资管产品的商事主体之间存在明显的权责不对等,这构成民法理论中的“显失公平”情形而应当予以撤

[19] 参见最高人民法院《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》。

[20] 参见广东省深圳前海合作区人民法院:晏某军与深圳前海华瑞基金投资管理有限公司、深圳华瑞聚富一号投资基金企业(有限合伙)、马某华合伙协议纠纷一案民事判决书,案号:(2015)深前海法商初字第165号,2016年4月7日。在该案中,法院穿透案涉当事人意图构造的表层投资关系,将原、被告双方确立的差额补足责任认定为被告(差额补足义务人)对原告(差额补足权利人)投资行为的担保,进而判决义务人应当对案涉差额补足债务承担连带保证责任。

[21] 参见湖北省武汉市中级人民法院:常某、罗某合同纠纷二审民事判决书,案号:(2018)鄂01民终10500号,2019年1月29日。

销。^[22]但在司法实践中,已有法院对此做出相反判决,以“简某书—郑华永耀案”为例,其裁判说理仅以公平原则所持法律理念作为根基展开分析。法院认为,复杂多变的市场环境使得具体商事交易中各方主体的行为模式或实际地位等大相径庭,因此不可在不加分析的情况下直接适用抽象的原则内容。案涉协议的保底条款系由专业从事投资且对市场风险具有高度认知的人员做出,其因此而处于绝对优势的地位;而投资人因资本充足度和信息获取等方面的缺乏,地位则相对弱势。但地位强势的一方向地位弱势方提供实际的预期收益补足的交易安排,并未导致商事主体之间的权利、义务不对等,反而彰显了该保底条款之权、责、利的一致性,因此不能有力说明案设条款违背公平原则。例如,认定条款无效,会出现资管产品盈利时商事主体依约分利,亏损时则以差补协议违反公平原则作为免除财产责任通道的不合理情形,这将极大地打击投资者对诚信市场的信心。^[23]由于意思自治原则在前文已有论述,故不再赘述。此外,法院的规则适用逻辑倾向于从权利义务的履行形式入手,将其直接归为原《合同法》中的有名合同。在效力认定时,原《合同法》第8条和第52条则成为法院在认定差额补足协议效力时适用频率最高的两条规定。原《合同法》第44条、第60条与上述条款相辅相成,作为法院判决差额补足义务人应当履行差额补足责任的重要依据;原《合同法》第107条、第109条则作为差额补足义务人拒绝履行相关合同义务后承担违约责任的法律依据。

在《民法典》生效之后,法院逐渐摒弃单一适用原则或其所对应条款的裁判思路,转而进一步吸取原则之立法精神,并辅以法律、行政法规、部门规章等多种规范性文件进行裁判。在此阶段法院除了继续适用上述原则外,还增引了民法中的公序良俗原则,信托法中的债权人利益保护原则等。尤其是公序良俗原则,以“前海元泉资管—中恒汇志投资

[22] 参见高民尚:《审理证券、期货、国债市场中委托理财案件的若干法律问题》,载《人民司法》2006年第6期。

[23] 参见重庆市高级人民法院:郑华重庆市永耀投资有限公司与简某书、杜某等民间委托理财合同纠纷二审民事判决书,案号:(2018)渝民终155号,2018年6月19日。

案”为例。^[24]《民法典》第153条为此种司法路径提供法源基础,《九民纪要》第31条亦将其确定为一般裁判规范,但该原则实际上是司法为顺应市场变动和监管趋势、出于形式法治考虑而选择的权益路径,其在金融场域的真实内涵仍需要进一步明确。

民法领域的公序良俗原则通常分解为“公共秩序”与“善良风俗”两个概念,^[25]但“善良风俗”在金融领域无法成为独立准则。原因在于,金融行业的更新迭代速度使在该领域内难以形成统一持久的道德规范,稳定不变的交易法则反而可能滋生金融风险。例如,民法领域所强调的“契约精神”在部分情况下演变为监管层予以禁止的“刚性兑付”。因此,司法无法亦鲜有将“善良风俗”概念作为认定金融商事行为的效力准则,而“公共秩序”概念更为多见,且其在司法实践中更多表述为“公共利益”。与民法领域中标准不一的“公共利益”概念不同,其在金融领域统一并具象为“金融安全”或“防风险”,并通过金融监管规章得到规范表达。具体来说,金融商事主体为了最高效率地实现价值兑现的目标,通常会在交易过程中拆分重组多种金融工具的期限、利率等元素,其衍生产品的复杂结构将极大掩盖自身风险;同时金融交易当事人之间的利益关联程度比传统合同行为更为密切,且随着金融网络的不断纵深发展,这种利益链接日益紧密,局部的金融风险将通过利益链条迅速传导并放大至整个金融市场。金融风险所具备天然的隐蔽性和系统性特征,对金融交易、金融市场乃至整个国家的市场经济都存在一定威胁。因此“防风险”“维护金融安全”是金融法治和金融监管的基本目标,而其对应的则是个人、社会及国家层面的公共利益需要得到保障。但民法领域将“市场波动”视为“不可抗力”进而阻却违约结果、终止或修复当事人法律关系的处理方案,并不能有效适用于金融领域的风险缓解。金融市

[24] 参见广东省深圳前海合作区人民法院:深圳前海元泉资产管理有限公司与深圳市中恒汇志投资有限公司、涂某合同纠纷一审民事判决书,案号:(2017)粤0391民初1547号,2020年7月15日。在该案中,法院为肯定案涉差额补足协议的效力,详细分析了《信托公司集合资金信托计划办法》《证券公司监督管理条例》等相关条款内容与公共利益之间的关联性,继而论述具体协议条款符合上述文件规定而合法有效。

[25] 参见梁慧星:《民法总论》(第5版),法律出版社2017年版,第206页。

场的瞬息万变与法律所应当具备的稳定性、普遍性之间的张力,使金融立法始终处于滞后状态,加上金融监管部门在行为规制力度、规制正当性等方面的相对劣势,这都对新型规制方式提出现实需求。此时,将监管政策引入司法裁判的路径应然而生,而公序良俗原则(或言之该原则内的“公共秩序”概念)则为这种方式提供了正当的介入通道。与此相对应的是法院适用《民法典》相关条款的频率有所降低,而是参考适用更具有纠纷针对性的监管规章观点和立场,以大量的裁判说理和逻辑论证对当事人所提出的观点和争议作出回应。^[26] 规则适用逻辑的另一转变,体现在金融法规则适用频率的增加,且呈现更为明显的“对症下药”特性。在维护交易意思自治的基础上,重点考虑争议与监管规章具体条文所确立的观点立场之间的契合度与具体适用。法院亦意识到大部分差额补足协议中的运作机制与现存有名合同制度并非十分相似,故而减少对《民法典》中有名合同条款的直接适用,转而将其定性为独立的无名合同。^[27] 相较于之前的司法逻辑,此阶段的司法实践大多会对纠纷本身的特殊性和规则运用做一定说理。但其裁判理由的论证分析仍不完善,此种针对当事人所提观点的回应式判决仍忽视一些问题关键,并不能有利于纠纷解决、行业发展和金融创新。

(二) 差额补足协议司法介入的困境

现阶段的司法实践虽有长足进步,但仍有不足。例如,刚性适用规则条款、司法政策和司法态度随监管态势而变、司法审查力度和重心把握不足等。其介入困境的背后,隐藏的是审判思维的局限性、司法政策及立场的不稳定。

[26] 参见最高人民法院:杨某华、曹某军合同纠纷二审民事判决书,案号:(2020)最高法民终1295号,2020年12月25日。

[27] 参见广东省深圳前海合作区人民法院:深圳前海元泉资产管理有限公司与深圳市中恒汇志投资有限公司、涂某身合同纠纷一审民事判决书,案号:(2017)粤0391民初1547号,2020年7月15日。在该案中,法院适用《信托法》第34条、《证券法》第144条,辅之《信托公司集合资金信托计划办法》第8条、《证券公司监督管理条例》第46条第1款和《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》第3条,作为被告(差额补足义务人)并非资产管理合同的当事人及案涉协议不存在对应的主债务这一裁判观点的分析依据,并据此认定案涉协议“不违反金融监管规定,亦不涉及损害社会公共利益的问题”而有效。

1. 法条主义思维的束缚

无论早期或是近年的司法实践,其在做出最后判决时均须找寻规则条款作为结论依据。但资管产品领域的差额补足协议属于新型且尚缺针对性规制的商业实践产物,这导致法院在当前的规范环境中并非次次都能寻求到契合有效的规则加以佐证。在《资管新规》出台之前的一段时期内,市场和行政监管对金融创新的需求使法院对具有保底保收益性质的条款也采取了宽容态度。法条主义思维使然,反映至审判中则是刚性适用原《合同法》第52条中关于合同无效情形的认定,而缺乏对交易特性的分析,导致出现司法判决为严重违反国家政策方针及监管规定的金融产品进行合法背书的现象。《资管新规》的出台意味着我国金融行业发展进入“大资管时代”,市场监管方式转向深层的“穿透式”且力度不断加大。在此阶段的司法实践逐渐趋向这种监管方式和力度的转变,加上法条主义思维的影响,司法实践直接适用监管规章内容作为否定差额补足协议效力的依据,而不进一步审查当事人的真实交易目的。

2. 司法审查重心的纠结

法院在大部分时期审理资管领域差额补足协议时主要考察其是否符合相关规则或原则,即审查协议的合法性。随着“穿透式司法”理念的渗入,部分法院意识到审查协议的合理性亦具有法经济学(保障商事主体的形象与声誉)和法社会学(减少维持金融市场平稳的行政负担)的双重意义。但由于司法政策和路径的模糊,本为一体两面的审查思路在实践中存在割裂和分离。大部分法院仅审查差额补足协议的合法性,例如,在《资管新规》出台之前时期的法院主要依据原《合同法》第8条和第52条,审查涉案商事交易主体订立差额补足协议的文义目的是否存在导致合同无效的情形,而未考察其实际经营目的和衡量交易本身可能对国家利益、社会公共利益、他人合法权益产生的影响。历往司法实践亦有关关注协议合理性的案例,例如,在“简某书—郑华永耀案”中,判决认为在风险发生之前做出的差额兑付承诺,尽管会在一定程度上扭曲资管投资产品收益和风险之间的对应关系并对金融市场秩序造成冲击,但此种承诺更多属于当事人利益衡量后协商做出的纠纷解决方案,其作为一种合理的、仅发生在个人之间并不涉及第三人利益的商业价值判断,并不影响正常的金融秩序,不会导致社会公共利益受损。若判定协

议无效,则可能导致获利时当事人分利润而亏损时协议无效的悖论,与维护市场诚信交易秩序的原则不符,故而认定案涉差额补足协议合法有效。该判决虽充分考虑到案涉差额补足协议背后具有的合理性,但其说理回避了协议中兑付承诺条款违反《证券法》等金融法律、监管规章对于保底承诺规定的事实。司法虽需要对差额补足协议机制下形成的商事利益格局予以尊重,但协议的合法性仍然应是司法裁判的最后一道防线。

3. 司法监管化的模糊

《民法典》通过第153条将非法律、行政法规强制性规定的其他规范排除在对民商事主体私法自治的侵扰之外,使得以监管规章为代表的行政权力和私法领域的司法权力泾渭分明,且二者转换的通道受到法律授权的严格把控。^[28]但二者之间的界限在近几年受金融监管规章介入司法裁判的趋势影响而逐渐模糊,形成了典型的金融监管司法化现象。金融司法监管化的确能在一定程度上助力行政管制的落实,但其正当性基础和规范性边界始终受到争议。^[29]无论是《九民纪要》或《民法典》所搭建的制度框架,还是法院面对争议纠纷时的司法实践,均表明这种司法监管化需要仰赖“公序良俗”作为转介通道方能具备正当性基础,同时需要结合规章执法力度、协议可能造成的社会影响等多方面因素进行综合认定方能实现规范性。但由于司法政策调整的力度、方向和边界等始终不明,法院在面对差额补足协议纠纷时不能很好地把握自由裁量的尺度和界限,故而在维护差额补足协议各方当事人的合法权益和以司法提供市场主体行为指引、减轻行政监管的负担之间举棋不定,进而导致裁判路径不一、同案不同判等问题。^[30]

[28] 参见谢鸿飞:《论法律行为生效的“适法规范”——公法对法律行为效力的影响及其限度》,载《中国社会科学》2007年第6期。

[29] 参见关丽:《强监管背景下的金融商事审判法官视角》,载 <http://www.chinainrlaw.cn/index.php?id=5380>,2022年5月10日访问。

[30] 参见最高人民法院:徐某玉、张某借款合同纠纷二审民事判决书,案号:(2017)最高法民终604号,2018年6月1日。在该案中,一审判决认为,案涉差额补足协议的签订系出于双方真实自愿的合意且不存在任何无效情形,依法成立并生效。但上诉至最高人民法院后,终审判决认为按其协议约定的交易模式属于以合法形式掩盖非法目的的合同而无效。

三、资管产品中差额补足协议司法裁判逻辑的矫正

(一) 差额补足协议的法律定性

法律定性旨在识别并确定资管产品中差额补足协议处于哪个法律关系之中,^[31]以明确法律规范的适用,^[32]此为差额补足协议一系列争议冲突的解决前提。本文建议统一差额补足协议法律性质的定性思路,即从形式独立性、内容从属性和内容关联性三个维度判断。

判断差额补足协议之于资管合同的形式独立程度,是法律定性的第一个步骤。其具体运用不需要实质穿透经济意义上的交易目的,而仅须从条文的法律意义层面判断案涉差额补足协议能否独立地发挥合同功能,即合同的主体、客体、内容等相关要素能否独立运行,能否对其所包含的民事法律关系产生法律效力,^[33]此亦为形式独立性的判断标准。实践中虽大部分法院均认同协议的形式独立性,但仍有部分法院对此予以否认。以“徐某玉—张某案”为例,该案将资管合同和差额补足协议错误地穿透认定为一个整体的借贷关系,全然不考虑资管产品本质所蕴含的信托关系等其他法律关系。这种对新型复杂金融交易模式的极端简化,使得差额补足权利人和义务人应然的法律关系遭到破坏,当事人所对应的权利义务内容亦无法有效实现。法院在处理差额补足协议纠纷时应当认识到,金融投资产品的创新实际上是对现有工具形式和内容的重新切分、排列、组合,^[34]因此金融创新产品之间必然存在一定的相

[31] 参见崔建远:《论法律关系的方法及其意义》,载《甘肃政法学院学报》2019年第3期。

[32] 参见[美]塔玛·弗兰科:《证券化:美国结构融资的法律制度》,潘攀译,法律出版社2009年版,第16页。

[33] 参见陆青:《合同联立问题研究》,载《政治与法律》2014年第5期。

[34] 参见邓峰:《对资本市场滥用“穿透式”监管,可能形成更严重系统损害》,载中国金融观察网,<https://www.chinaesm.com/jinrong/2018/0112/50638.html>,2022年2月13日访问。

似性,其各自也必然存在市场特殊性和必要性。^[35]因此,对某一法律行为的定性应当以实践现状作为基石,再加上理论、规则进行解读,而不能直接强行适用现有规则体系和理论框架,对不相适应的部分予以忽视或阉割。借由该案分析亦可得出,判断差额补足协议的形式独立性是确认协议是否构成借贷合同性质的重要步骤。

判断差额补足协议之于资管合同的内容独立程度是法律定性的第二个步骤。协议内容要件的筛查包括但不限于权利义务的设置、内容及责任承担等方面,主要考察诉争差额补足协议的具体履行效果和状态是否由资管合同的履行情况决定。若存在一个或多个要件取决于资管合同,则可得出差额补足协议具备内容从属性的结论。如果差额补足协议的履行需要依附资管合同完成,则其性质可能构成保证合同或债务加入,进而延用最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》(以下简称《担保制度解释》)第36条中对二者的情形认定以及“存疑时推定为保证”的规则,并结合《民法典》第681条、第687条、第688条和第552条中与保证、债务加入相关的认定规则进行区分处理。^[36]就目前资管交易过程中已经出现的差额补足协议而言,除了多重协议情形之外的一般差额补足协议均无法满足上述内容要件的从属性要求,其设立、履行和终止并不以资管合同作为前提。例如,在“常某一罗某案”中,差额补足协议的设定目的是使义务人向投资者提供本金差额及投资收益补足的商业安排,而其对应的资管合同中所包含的义务是令资管机构或其他管理人将剩余资管财产在资管计划结束后返还投资者。从二者义务的范围来看,不存在任何从属关系。^[37]

[35] 参见马荣伟:《信托抑或融资:结构化信托法律关系性质的认定——以郝茹莎与万向信托案为切入点》,载《法律适用(司法案例)》2019年第4期。

[36] 参见《担保制度解释》第36条。该条文对增信措施构成保证或债务加入的情形分别作出认定,同时将过往难以确定是保证还是债务加入时推定为债务加入的司法实践操作,修正为“存疑推定为保证”的区分思路,这对于鼓励当事人承担责任、平衡当事人各方利益具有积极意义。

[37] 参见湖北省武汉市中级人民法院:常某、罗某合同纠纷二审民事判决书,案号:(2018)鄂01民终10500号,2019年1月29日。该案中,终审法院认为,差额补足协议基于权利人和义务人的真实意思表示,且义务人对权利人所做出的承担投资预期收益差额部分补足责任的承诺,本质是对权利人可能遭受的投资损失的风险补偿,而非对主债权债务合同的担保履行,因此不属于保证合同。

内容关联性作为定性的最后一个判断步骤,其要点在于完成形式和内容独立性确认后,从根源上分解其与资管合同之间是否存在合同目的、合同内容或范围、合同解释及履行等方面的经济联系,进而最终得出差额补足协议是否属于独立合同的结论。若案涉差补协议和资管投资合同之间存在内容上的关联性,则可能被定性为混合合同且互为关联合同。此处提到的“关联合同”,在传统民法理论中又被称为“合同联立”,指数个合同在法律层面上具有相互独立性,但在经济层面上具有共同实现合同目的的关联性。^[38] 在该理论中,所有合同相互联结、相辅相成,进而从整体上实现交易目的和交易功能。合同之间虽具有相对独立性,但为了合同整体目的和商事主体利益的实现,仍需结合考虑各合同的内容、履行、效力等要素。^[39] 因此,若差额补足协议与资管合同之间存在联立关系,则不能将差额补足协议视为独立合同来分解内部法律关系及认定效力。商事实践中大部分差额补足协议包含的法律关系均同时符合多种民事法律关系的表征,如最为浅层的差额补足关系、借贷关系、保证关系、信托关系等。因此,不加判断地孤立审查,会导致法院无法抽丝剥茧分析差额补足协议在整个资管交易框架内的地位和作用,并针对其所内含的不同法律关系予以不同程度的规制。但需要强调的是,即使法院在判决中认定借贷、保证或债务加入等性质的成立,也不一定意味着信托、投资等关系被否定。差额补足相关的投资约定始终存在,其所约定的合同义务并不能被借贷关系的定性而掩盖。

(二) 差额补足协议效力的辨析路径

在完成上述协议定性的步骤后会出现一个新问题,即若差额补足协议的定性结论为混合合同或独立合同,^[40] 应当适用何种规则展开效力认定。由于“民事裁判的核心作用在于为民事主体尽可能建构自治空间,从而有效隔离国家公权的过度干涉”^[41]。因此,效力认定的路径构建需要兼顾差额补足协议的社会秩序(实然面)和规范秩序(应然面),

[38] 参见崔建远:《合同法》,北京大学出版社2012年版,第22~23页。

[39] 同前注[33],陆青文。

[40] 本节中所称“差额补足协议”均为具备独立合同或混合合同性质的差额补足协议。

[41] 王玥:《认真对待“刚性兑付”——资管新规与“刚性兑付”效力认定的裁判思维》,载《经济法论坛》2019年第1期。

将商法与行政监管做政策理念和规范技术上的缝合。^[42]

1. 明确差额补足协议原则有效、例外无效的准则

出于对商法自治的保护和对历往司法立场的遵循,谨慎否定协议效力。对于可能严重危害投资者和其他相关权益主体的利益、社会公共利益和金融秩序稳定的差额补足协议,应当予以严格的否定性效力评价,但对于除此之外的差额补足协议,应当综合意思自治、制度规范和社会公共利益等因素,原则上认可其效力。可能造成差额补足协议无效的“严重危害投资者及他人利益、社会公共利益”的具体情形,可参考早期的司法认定,即包括涉嫌通谋虚伪意思表示而无效、构成恶意串通进而损害他人合法权益而无效,以及违反金融监管规章而无效。对于第三点将在监管规范如何介入司法部分详细展开,此处仅对前二者进行论述。

通谋虚伪指当事人以虚假意思表示实施的虚假行为和隐藏的真实行为,^[43]其在资管实践尤其是被投资者作为差额补足义务人的商业模式中,经常涉嫌“以投资行为掩盖通谋虚伪行为”而无效,但效力认定的关键应当是判断案涉当事人是否存在建构表面虚伪行为以掩盖真实交易目的,并使隐藏的真实行为发生法律效力意思表示。^[44]具言之,若当事人仅是将资管合同作为投资通道以提高交易效率,其本质仍有对资管产品进行投资的意思表示,不应当否定效力。但此时应当着重考察差额补足协议的法律性质,如构成混合合同,则应当对投资以外的意思表示逐个判断是否存在无效事由。例如,在“浙商银行—长城影视案”中,法院认定投资者为达规避监管的目的,以资管计划作为掩盖资金最终流向、发放贷款并获取更高固定收益利率的工具,据此认定协议无效。^[45]

恶意串通指当事人之间存在损害他人合法权益的共同意思,同时客观上实施了损害他人合法权益的行为。^[46]法院在审理案件时,要加强

[42] 参见苏永钦:《民事立法与公私法的接轨》,北京大学出版社2005年版,第3~10页。

[43] 参见《民法典》第146条。

[44] 参见李永军:《民法总则》,中国法制出版社2018年版,第681页。

[45] 参见浙江省杭州市中级人民法院:浙商银行股份有限公司杭州分行与长城影视股份有限公司、赵某勇保证合同纠纷一审民事判决书,案号:(2019)浙01民初370号,2019年8月2日。

[46] 参见《民法典》第154条。

考察差额补足义务人和权利人之间订立合同的真实意思表示。同时应当注意到,资管实践中的产品设计通常会包含平仓、资金追加或止损线、预警线等交易机制,以确保投资者的投资安全,差额补足协议则是上述风险保障机制之外的增信措施。因此,投资者的合法权益已通过资管合同得到保护,若交易正常进行,差额补足协议并不会对其造成不利影响。

2. 明确私人自治价值与公法秩序价值的平衡点

监管规章以其独有的时效性、针对性和规制力度大等特征,使当前司法实践倾向于采用“公序良俗”原则作为监管规章介入裁判依据的通道。由此可知,法院判断特定规范性文件能否成为其进行差额补足协议效力认定的直接或间接依据,关键在于该规范是否具备强制性。就法律和行政法规而言,其判断强制性的要点是识别强制性词语,以及协议本身是否属于规范对象、是否违背规范目的和是否危害规范所保护的法益;而监管规章则需要通过公共秩序价值与私人利益的价值衡平,判断否定差额补足协议效力以保护社会公共秩序价值的必要性,此处可将比例原则作为衡平工具。比例原则起源于罪罚适当和行政管制的公法领域,其包含适当性原则、必要性原则和狭义比例原则。^[47] 具体来说,适当性原则又被称为“合目的性原则”,是指手段有助于规范目的达成,^[48] 即否定协议效力的判决能实现相关监管政策意旨,或至少能够助推该政策落实,且同时是合理的判决结果。必要性原则又被称为“最小伤害原则”,是指为达成目的所采用的手段是多个手段中伤害最小的方式,^[49] 即在满足适当性原则的前提下,在达成金融监管目的诸多方式中,否定差额补足协议效力是对各商事主体权益侵害最小的方式。狭义比例原则又被称为“均衡性原则”,是指规范所追求的目的与所使用的方法,与对人民权利造成的损失是成比例的,^[50] 即否定差额补足协议的效力,与相关金融监管规章意图保护的公共秩序利益之间合比例,该公共秩序价值高于私人自治价值。因此,将监管规章介入特定的差额补足纠纷,首

[47] 参见陈新民:《德国公法学基础理论》,山东人民出版社2001年版,第376页。

[48] 参见姜昕:《比例原则释义学结构构建及反思》,载《法律科学(西北政法大学学报)》2008年第5期。

[49] 同前注[47],陈新民书,第369页。

[50] 同前注[47],陈新民书,第370页。

先需要通过多种法律解释方法,探究协议是否违反行政监管规章,其次以比例原则为裁判工具,对该行政监管规章所蕴含的公共秩序价值和私人自治价值进行利益衡平,从而得出结论。

3. 明确强监管趋势下司法思维迭代的边界

现阶段的司法思维为顺应逐渐收紧的金融监管政策和民事行为效力规则的位阶壁垒而发生较为明显的转变,一是采用“穿透式”的司法审查思路,二是借道“公序良俗”原则将金融监管规则介入至差额补足协议的司法裁判中。其对于实践的渗透势必导致商事主体的私人利益受到更多的公权力威胁,故而有必要明确两种司法思维的运用边界。

“穿透式”的司法审查思路虽源于“穿透式监管”的监管政策,但在规制差额补足协议纠纷的实践中占据更为重要的地位,需要保证其独立性和公信力。首先,法院借鉴监管政策时,应当谨慎识别案涉协议争议焦点是否属于新型法律问题、现有制度与其适配度如何,而不能不加判断便拿来使用。其次,援引现有规则,关键需要识别其与案涉协议的权利义务设置是否匹配。对于违反金融监管规章的差额补足协议,在其司法判断中仍要以合法性为审查关键。原因在于资管实践的客观复杂性,使得直接将现有制度类推适用很有可能发生规则适用的水土不服,因此需要考察相关规章是否与上位法存在冲突、是否承继其立法精神并细化其原则,符合条件的监管规章才能在法院充分说理后,作为差额补足协议效力的认定依据。最后,司法审判还应当穿透判断交易主体是否存在将“违反监管政策而无效”作为事后逃避承担差额补足义务的抗辩理由的可能性。

构建“公序良俗”通道将金融监管规章引入司法裁判的最大弊端,在于“公序良俗”的内涵与外延不明晰导致司法适用不一致。因此第一,应当判断相关规章的监管目的是否涉及公序良俗。这里对“公序良俗”的认定,具体分为金融安全、市场秩序与国家宏观管制三种。^[51]另外,还需要严格考察差额补足协议效力判断与规范意旨实现之间的关联度。例如,可从规章所确定的惩罚措施入手考察其强度,若穷尽其规定的救济措施,仍然无法实现规范目的,则判定案涉行为无效能够促进其

[51] 参见《九民纪要》第31条。

规范目的落实,可认定该协议无效。还应当考虑监管规章所保护对象的利益属性,若属于商事主体的个人利益,则不能当然得出协议无效的结论,即受规章保护的一方当事人以违背社会公共利益为由主张行为无效时,还应考察其主观目的是否善意。

第二,要综合衡量个案法益。鉴于自治优先原则,法官应当倾向于协议有效的裁判结果。为了提高司法适用的统一性,最高人民法院可通过颁布指导性判例的方式提供协议无效的认定标准参考,具体可包括以下三个方面:首先,考虑当事人主观上是否存在恶意规避规范、损害社会公共利益的目的。其次,考虑商事主体的行为自愿。由于商事领域的高度意思自治,应当考虑差额补足协议系双方当事人的合意、自愿受合同约束的意思表示之现实。例如,合同另一方当事人以违背社会公共利益为由主张合同无效时,应当审查其在订立合同时对此是否明知。最后,考虑当事人规避监管行为的具体方式和违法违规的严重程度。基于私法自治优先原则,法官在适用“公序良俗”通道时应当严格把握裁量方法与尺度,为协议留有合理的有效空间。

第三,优化裁判技术。在考虑所有相关可能因素后,法官还应当充分论证说理其认定协议无效的结果确为恰当。此处的法律证成可从以下两个方面入手:一是应当说明该裁判结果是在尊重私人自治的前提下作出,且司法始终倾向于认定商事行为有效,该无效结果系作为例外或最后救济手段的特殊性情况;二是说明被商事主体规避的监管规章具有上位法的合法授权,并适用衡平原则论证其妨害金融市场安全,且案涉协议的主观意图、客观行为均与其规范意旨相悖,再综合规范法益、社会影响等方面,说明唯有认定协议无效方能维护社会公共利益。

结 论

综上分析,解决差额补足纠纷的司法困境以助金融市场发展,可从性质厘定和效力认定两个维度重构司法进路。统一性质厘定的步骤需要先判断协议是否具备形式独立性而排除借贷合同性质,其次判断协议是否具备内容从属性而排除保证合同或债务加入性质,最后判断协议是

否具备内容关联性而排除混合合同性质,若以上要件均得以排除则可得出独立合同性质的结论。在完成性质确认的基础上,因混合合同和独立合同无现有制度可直接适用,故应当对其构建相应的效力认定规则:首先确定差额补足协议原则有效、例外无效准则,以构建协议效力免受过分压制的缓冲带。其次在上述准则确立的基础上,在理论层面引入比例原则,作为平衡协议所蕴含的私法自治价值和公共秩序价值的标准;在实践层面,明确当前“司法监管化”思维的司法运用边界。

同时,在完成协议定性及其效力认定后,对于具备独立合同或混合合同性质的有效差额补足协议中的责任分配,并不能完全按照协议内容作出判决结果,否则可能出现违背基本法理的错误结论。^[52]因此,有必要对差额补足协议不同模式下的责任分配规则予以明确。在5类典型商业模式中,由于被投资者作为差额补足义务人时,协议内部仅存在权利人和义务人两个商事主体,二者之间的法律关系为相对简易的增信差补关系,仅按差额补足协议内容进行分配即可。如前文所述,投资顾问承担差额补足义务的模式通常出现在被动型资管业务中,其地位及作用等同于“实际管理人”,故而本文将投资顾问和管理人作为差额补足义务人这二种商业模式归为同一部分展开讨论。

对于独立第三方承担差额补足义务的模式,为避免独立第三方作为差额补足义务人商业模式的公平内核缺失,可将融资方(资管合同义务人)与第三方(差额补足义务人)之间的关系定为信义关系,若义务人在差额补足条件达成后没有及时履行补足责任,造成融资方信用受损,则其不仅需要按照差额补足协议对投资者(资管合同权利人)承担差额补足责任,还需基于信义关系对融资方承担信义义务;若义务人依约履行差额补足责任,其可基于信义关系向融资方主张给付报酬、获得补

[52] 参见山西省高级人民法院(2016)晋民初18号民事判决书,现已被最高人民法院(2018)最高法民终421号撤销。该案中,审判法院虽支持资管产品管理人(差额补足义务人)完整履行忠实勤勉义务的主张,但仍判决其按案涉协议约定向投资者(差额补足权利人)偿还全部投资本金与预期收益差额,另解释其在偿还完毕后可向融资方主张权利。该案的判决结果不仅与信托制度中的受托人有限制度不符,其认定管理人在承担责任后享有向融资方追偿的权利亦无法理说明。

偿。^[53]同时,受托人有限责任制度亦可在此发挥作用,^[54]即差额补足义务人仅以自身固有财产为限承担差额补足责任,不能在事前约定或事后要求其无限填补投资本金及预期收益差额。对于劣后级投资者承担差额补足义务的模式,仅在其与优先级投资者之间存在指示约定时,信托法律关系方成立,此时由于劣后级投资者同时具备受益人和指示权人身份,其应当承担差额补足义务和相应的信义义务。具体的信义义务承担方式为,在差额补足协议约定的收益条件未达成或劣后级做出错误指示导致资管财产亏损的情况下,其不得主张资管财产利益的分配。若劣后级不属于指示权人,由于其仅承担差额补足义务,再考虑到各级投资者按照资管合同分享资管财产收益的特性,可借鉴域外不少国家的做法将各级投资者之间的关系认定为按份共有。^[55]但需要明确此处的“按份共有”与民法中的相关规定存在不同。劣后级投资者在满足差额补足条件后所履行的合同义务,实质上构成独立债务,且与其他任何法律关系及其责任承担形式无涉。对于管理人或投资顾问承担差额补足义务的两种商业模式,二者均因作为受托人操作运营资管财产,而与委托人(投资者)之间构成应然的信义关系。司法在判断二者承担差额补足责任的条件时,不仅需要关注差额补足协议中所约定的责任承担条件,还需考量其是否完全履行信义义务,即在满足责任承担条件且二者未完全履行信义义务时,才需要承担差额补足责任。

(编辑:吴紫君)

[53] 参见《信托法》第57条。

[54] 参见《信托法》第34条。

[55] 参见何宝玉:《信托法原理研究》(第2版),中国法制出版社2015年版,第222页。