侵权抑或违约？资产支持证券虚假陈述民事责任请求权选择

王宝鑫

摘　要　投资者就资产支持证券虚假陈述纠纷起诉时，可选择追究侵权责任或违约责任，其中侵权路径以证券虚假陈述规则为核心，违约路径则依托合同法律关系，二者构成请求权竞合，根据“一事不再理”规则，同一事项只能择一主张。本文梳理信贷资产证券化、企业资产证券化及资产支持票据的交易结构与法律关系，比较两种路径在行为要件、过错举证、因果关系、损失认定、免责条款及责任主体范围上的差异。鉴于资产支持证券具有“资产信用”、合格投资者及部分面对面交易特征，欺诈市场理论与推定因果关系适用受限。投资者诉讼路径选择应结合交易结构与诉求：需追究证券服务机构连带责任、交易结构多层嵌套或存在非常规免责条款时，宜优先侵权路径；面对面定制发行、次级证券纠纷及存续期义务违反等情形，宜优先违约路径。

关键词　资产证券化　虚假陈述　民事责任　请求权竞合

证券虚假陈述案件近年来屡见不鲜，上海金融法院2025年收案量3 610件，为收案量第一的案由，占总收案量的38.06%。资产支持证券同股票和债券一样，都是《证券法》规范调整的子品种，其虚假陈述纠纷适用《证券法》第八十五条、第一百六十三条的规定，投资者可以据此要求证券服务机构承担虚假陈述侵权责任；此外，资产支持证券的交易结构基于合同关系构建，投资者也可以基于合同约定追究计划管理人/受托人的违约责任。从已有案例看，投资者主张侵权责任或违约责任要求赔偿的诉讼路径均得到了法院的支持。

随着资产支持证券的业务规模增长，参与主体资质在逐渐下沉，加上经济周期的波动，入池资产的质量呈现一定下滑，资产回收不及预期的情况时有发生。在此背景下，资产支持证券兑付争议及虚假陈述责任纠纷逐渐增多，当事人如何选择责任实现路径亦日益受到关注。目前，已有判例的基础资产、法律关系和参与主体等都比较简单，案件事实也相对清楚。但对于复杂交易条款的情况，不同路径的举证事项和证明责任会有差异，甚至会影响到最终裁判的结果。因此，当事人需要认真抉择诉讼路径和诉讼策略，故本文就侵权责任和违约责任这两种民事责任实现路径的区别以及特定情形下当事人应如何选择路径进行重点探讨。

一、合同视角下基础交易法律关系

资产证券化产品由若干交易合同构成，相关争议应适用《民法典》《信托法》等相关法律，主要参照《民法典》违约责任以及交易文件约定进行裁判。我国的资

王宝鑫，国泰海通证券股份有限公司债务融资部助理董事。文责自负，与所在单位无关。

产证券化市场主要由信贷资产证券化、交易所企业资产证券化和交易商协会资产支持票据等三大类组成。其中，信贷资产证券化和资产支持票据是以信托计划为核心载体搭建的交易结构，企业资产证券化是以专项计划为载体搭建的交易结构。信托计划与专项计划均不具备法律主体资格，需由受托人或管理人作为其代表对外从事民事活动，其法律角色及责任相较于公司债券中的受托管理人更重，并非单纯的中介机构，是交易结构的核心主体，起主导作用。因此本文对两种实现路径的探讨主要基于计划管理人/受托人与投资者之间的法律关系。

（一）以信托为载体的法律关系

我国信贷资产证券化和交易商协会资产支持票据采用信托计划作为特殊目的载体。从法律关系的形成顺序来看，发起机构与信托公司签署《信托合同》，将基础资产作为信托财产设立财产权信托，财产权信托的委托人是发起机构，受托人是信托公司，受益人是投资者。该财产权信托属于有偿信托，投资者以支付证券募集资金为对价，享有信托受益权。发行成功后，信托公司委托资产服务机构（一般由发起机构担任）对基础资产进行存续期管理。

（二）以专项计划为载体的法律关系

企业资产证券化采用专项计划作为特殊目的载体。从法律关系的形成顺序来看，投资者与证券公司或其子公司签署《认购协议》，与计划管理人形成委托代理的法律关系，其中投资者为委托方，计划管理人则承担着受托执行的职责。该法律关系的核心在于资金的委托与代理运作，资金的投资和收益分配规则在《专项计划说明书》中予以明确约定。专项计划的募集资金到位后，专项计划验资设立，证券公司或其子公司代表专项计划与原始权益人签署基础资产《买卖合同》。投资者缴付的募集资金是基础资产转让的对价（黄梦立，2018）。发行成功后，证券公司或其子公司委托资产服务机构（一般由原始权益人担任）对基础资产进行存续期管理，这一点与前述信托为载体的资产支持证券基本一致。

（三）投资者与管理人/受托人的法律关系

我国两类不同的资产证券化架构分别对应着信托合同关系与资金委托关系这两类基础法律关系，因此投资者与管理人/受托人的法律关系也存在差异。

在以信托为载体的资产证券化结构中，投资者、受托人以及原始权益人之间形成信托合同项下的三方法律关系。依据《信托法》的相关规定，投资者作为信托受益人享有对信托财产运营的监督权益，并有权对受托人“违背管理职责、处理信托事务不当”的行为主张损害赔偿。若因证券虚假陈述事实导致投资者遭受损失，依据《信托法》第二十二条、第四十九条之规定，投资者可以要求受托人承担损失赔偿责任。

在以专项计划为载体的资产证券化结构中，投资者将募集资金委托给计划管理人管理运用，计划管理人依据《计划说明书》约定购买基础资产，投资者与计划管理人之间构成委托合同关系。此外，原始权益人作为基础资产的出让方，资产支持专项计划是基础资产的购入方，二者形成买卖合同法律关系。就委托法律关系而言，投资者作为委托人可以依据《民法典》第九百二十九条之规定，在“因受托人的过错造成委托人损失”的情况下，要求计划

管理人承担损失赔偿责任。

信托关系是基于财产而产生的法律关系，委托关系是基于行为而产生的法律关系，二者在底层逻辑和权利关系上存在差异，但就虚假陈述行为可能引发的争议而言，“违背管理职责、处理信托事务不当”可认定为受托人存在过错，且考虑到《信托法》制定时间较早，因此，基于信托架构和基于专项计划架构的法律适用几乎无差异（刘慈航，2022）。

二、侵权视角下的虚假陈述规则的适用

从侵权责任的角度出发，证券虚假陈述法律规则体系主要包括法律和司法解释。在法律层面主要是《证券法》，其第十九条、第七十八条规定投资人享有对价值判断和投资决策所必需信息的知情权，证券服务机构有保证上述信息真实、准确、完整的义务；其第八十五条、第一百六十三条中规定了发行人、承销商和中介机构的虚假陈述侵权责任的法律后果。在司法解释层面，《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》具体规定了虚假陈述案件认定要件和损失计算方式。

（一）资产支持证券对一般债券规则的借鉴

《证券法》第二条肯定了资产支持证券的证券地位。换言之，《证券法》中关于证券虚假陈述的法律责任条款同样可适用于资产支持证券。《标准化债权类资产认定规则》第一条明确将固定收益类的资产支持证券纳入标准化债权类资产，表明资产支持证券也是一种标准化的债券产品，是具备可转让性、投资性、风险性的有价凭证，其特征与证券的基本特征一致，应属于证券的一种。而且，我国的资产证券化市场绝大部分产品以固定收益为主，因此可以参考债券的规则进行虚假陈述案件的审理。

（二）资产支持证券与一般债券的差异

虽然从法律适用规则来看，资产证券化的虚假陈述案件可以参照信用债的相关规则审理，但是资产证券化本身的交易结构较信用债更为复杂，且参与主体具有不同的法律关系，二者在信赖基础、业务模式以及投资者法律地位上存在一些差异。

1. 信赖基础的差异

资产支持证券的信赖基础主要源自基础资产的质量和现金流的稳定性。投资者需要对资产池的组成、资产质量进行详细分析。交易结构会影响资产支持证券的偿付，分层结构会影响不同投资者的风险和回报。

标准证券的信赖基础主要来自发行人自身信用。投资者需要评估发行方的财务状况、盈利能力、行业地位等因素。对于债券而言，债务人的偿付能力和意愿是核心；对于股票而言，公司业绩的持续性和增长潜力至关重要，但两类投资行为都是基于其对发行主体本身的信任。

2. 业务模式的差异

资产支持证券通常由资产管理机构根据特定的投资需求或项目设立，以资产管理为主要目标。其业务模式高度灵活，能够根据项目需求进行定制化设计。这种计划通常涉及较少的投资者，且投资门槛通常较高，投资者一般具备专业知识，风险承受能力也较强。

相比之下，股票、债券等标准证券通常由公司或政府发行，面向广泛的投资者群体。其业务模式较为标准化，且受到严

格的法律法规约束，以确保信息的充分披露和市场的公平性。这些证券的发行和交易规则较为固定，以保障投资者的权益和市场的稳定（郑彧和王辰龙，2024）。

3. 投资者法律地位的差异

资产支持证券的投资者与原始权益人/发起机构之间不存在直接的债权债务关系。以专项计划为载体的资产证券化为例，投资者和计划管理人依据《资产支持专项计划说明书》《资产支持专项计划标准条款》《认购协议》构成直接合同法律关系；计划管理人与原始权益人签订《资产买卖协议》，二者构成直接合同法律关系，但投资者与原始权益人（融资人）之间并无直接法律关系，以信托为载体的资产证券化亦如此。

公司债券、股票的投资者与发行人之间存在直接的债权/股权的投资法律关系。普通证券的发行人与投资者依据《募集说明书》《申购要约》等文件构成合同关系，违约案件中投资者可直接起诉发行人。

此外，资产支持证券的投资者通常为机构投资者等合格投资者，具有较强的投资能力和风险承受能力。投资者参与的意愿和决策过程通常较为主动，对项目的具体条款和风险有较高的了解和接受能力。而其他证券的投资者群体则更加广泛，包括普通个人投资者和机构投资者，其投资决策往往基于公开信息，对信息披露的要求更加严格，以保障投资者在交易中的公平权益（邢会强，2023）。这种投资者群体的差异也是虚假陈述规则需要予以考虑的因素。

三、资产证券化虚假陈述民事责任竞合

从证券发行的角度出发，资产证券化虚假陈述案件的请求权基础是侵权责任，侵权责任的构成要件需要结合该类案件实际进一步细化。从项目合同关系的角度来看，该类案件的请求权基础是违约责任，不同项目阶段权利义务关系不同（范圣兵和周卫青，2022）。如出现资产证券化兑付相关纠纷，当事人可从证券发行和项目合同角度分别提出请求权，两种请求权均属于民事请求权且保护的法益均是当事人基于证券投资而应享有的财产权利，所以这并非请求权聚合，而是典型的请求权竞合，一般民事法律纠纷中关于请求权竞合的理论可以适用于资产证券化虚假陈述民事责任。

（一）侵权责任的认定

如果采用侵权责任这一路径，计划管理人/受托人将被认定为类似承销商的角色，其在资产支持证券发行过程中发生虚假陈述所产生的民事责任，应当参照承销机构过错推定责任原则进行归责（冯果和贾海东，2023）。如果以《证券法》中规定的侵权责任要求管理人承担赔偿责任，则一般需要满足行为要件、过错要件、因果关系要件和损失要件。

1. 行为要件

根据《证券法》第八十五条和《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》第二条、第四条与第十条的规定，投资者要求计划管理人/受托人承担虚假陈述赔偿责任的，应当证明发行文件存在虚假陈述，并且虚假陈述的内容具有重大性（吴弘和吕志强，2021）。

不同于股票、债券等“主体信用”类证券，资产支持证券作为“资产信用”类证券，其正常运行的主要支撑为可产生稳定现金流的基础资产。因此，基础资产真

实性对资产支持证券能否兑付至关重要，资产支持证券虚假陈述行为多与基础资产的真实性相关。例如，美吉特灯都案中虚假陈述的主要理由就是作为基础资产的租金债权与实际情况不一致，庆汇租赁案中基础资产关联的应收账款债权及质权是虚假的。

2. 过错要件

按照侵权责任追究计划管理人/受托人的赔偿责任，则应按照承担过错责任的原则判定责任的有无和大小。按照《证券法》第八十五条规定的虚假陈述案件举证责任倒置的原理，管理人需就信息披露不实承担“过错推定责任”。在过错推定责任下，管理人需举证其已履行“勤勉尽责”义务，不存在过错，从而实现免责。

《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》第十七条规定承销商等机构“没有过错”的证明标准，即三种免责抗辩情形：①已按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求，对信息披露文件中的相关内容进行了审慎尽职调查；②对信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容，经过审慎尽职调查和独立判断，有合理理由相信该部分内容与真实情况相符；③对信息披露文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容，经过审慎核查和必要的调查、复核，有合理理由排除职业怀疑并形成合理信赖。

上述规定与《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》第五条和《非金融企业债务融资工具尽职调查指引（2023版）》第九条规定的标准相一致，即对无专业意见的内容履行特别注意义务，对有专业意见的内容履行普通注意义务，上述责任分配方式理论上可充分发挥各中介机构专业优势，厘清各中介机构之间的尽职调查边界和责任。

3. 因果关系要件

证券虚假陈述侵权责任的因果关系包括交易因果关系与损失因果关系。交易因果关系是指投资者因信赖信息披露文件做出投资决策；损失因果关系则是要确定虚假陈述行为应当对何种范围的损失负责，去除虚假陈述以外的其他事项所导致的投资者损失（叶林和王艺璇，2022）。

（1）交易因果关系

按照《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》第十一条之规定，投资者在虚假陈述行为实施日至揭露日期间交易标的证券，则推定投资者信赖信息披露作出投资决策，即推定交易因果关系的成立。但若存在《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》第十二条规定的以下情形，可推翻交易因果关系的推定：投资者在交易时知道或应当知道存在虚假陈述，或者信息披露义务人实施的虚假陈述已经被证券市场广泛知悉；投资者的交易行为是受到虚假陈述实施后发生的上市公司的收购、重大资产重组等其他重大事件的影响，并非基于对虚假陈述所涉信息的合理信赖；投资者的交易行为构成内幕交易、操纵证券市场等证券违法行为。

就资产证券化这一市场而言，这一条因果关系推断的适用性需要进一步考量。《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》以股票二级市场为原型，以有效市场假说和欺诈市场理论为基础，在无效市场环境中，基于欺诈市场的因果关系推断可能难以发挥有效作用（耿

利航，2020）。在交易方式上，资产证券化产品针对合格投资者发行，投资者和计划管理人以一对一签订《认购协议》的方式参与投资，在证券侵权诉讼中，原先依欺诈市场理论构建、旨在保护未特定化投资者的因果关系推定规则，已失去其立基之本，其二级市场“挂牌转让”也不具备足够的公开性和流通性，难谓有效市场，不具备适用欺诈市场理论的条件。在投资者结构上，资产证券化市场的参与者通常由具备高级金融知识与深入专业研究分析能力的专业机构投资者主导。在进行证券投资时，这些机构应遵循严谨的投资决策流程，而不能仅以购买受误导性陈述影响的证券作为判断其投资亏损与误导性陈述之间存在因果联系的依据。如果投资者未能提供证据证明其对公开信息持有审慎合理的认知态度，法院在判定是否存在交易因果关系时，不应单纯依赖“推定信赖原则”。

从实际的判例来看，美吉特灯都案件法院在说理部分就认为欺诈市场理论在资产证券化的交易中不适用，原告需自证虚假陈述与投资决策之间存在因果关系，这也许会在以后的判例中推广。

（2）损失因果关系

实践中，资产支持证券投资者损失一般是发生在违约之后，造成其违约的因素错综复杂，不能因为信息披露有瑕疵就认定虚假陈述和损失之间存在因果关系。比如，虽然在专项计划设立时基础资产上存在未披露的权利限制，但后来及时解除该限制；又如，由于国家政策使基础资产相关的运营项目终止，无法产生现金流，导致最终未能兑付。因此，资产证券化对于损失因果关系的抗辩需要结合个案的特点论证。但需要注意的是，资产支持证券是“资产信用”类证券，如果基础资产本身存在严重瑕疵甚至虚构情形，那就意味着投资者所信赖的证券偿付基础存在较大问题，甚至类似于欺诈发行债券的情形，法院可能直接以此认定投资者损失与虚假陈述存在完全因果关系。

此外，资产支持证券是面向合格投资者发行的，而司法实践中，有部分法院认为合格投资者具有相当风险识别能力和判断能力，应当负有更高注意义务。如果有证据证明投资者的投资存在不专业、不谨慎之处，对损害的发生有过错的，可按照《民法典》第一千一百七十三条“被侵权人对同一损害的发生或者扩大有过错的，可以减轻侵权人的责任”之规则减轻责任。

4. 损失要件

《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》第二十四条和第二十五条规定了投资者因欺诈发行和虚假陈述造成的损失计算范围，即以其因虚假陈述而实际发生的损失为限，包括投资差额损失、投资差额损失部分的佣金和印花税。但对于具体的损失计算公式，仅规定了投资者在集中竞价的交易市场中买卖相关股票所造成的投资差额损失计算方法，未明确规定债券、资产支持证券等固定收益类证券投资差额损失计算方法（宋华健，2023）。

大部分资产证券化产品具有还本付息的属性，因此可以适用《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》第二十一条和二十二条计算损失规则，即未能如约偿付债券当期利息或者到期本息的，有权请求发行人支付当期利息或者到期本息，并支付逾期利息、违约金、实现债权的合理费用；如造成持有期间估值价差损失的，应

当赔偿价差损失和期间利息（李有星 等，2022）。

此外，关于专项计划清算完毕之前是否影响损失要件成立的问题，目前法院认为清算完毕前可认为损失已经发生，例如，庆汇租赁案中判决责任人承担还本付息责任的同时，一并在判项中明确投资者在专项计划清算中获得分配的金额即时抵扣责任人的赔偿责任金额，以及当责任人完成赔偿义务后，根据实际赔偿金额，其将有权获得投资者在专项计划清算时应得的等值资产份额。

（二）违约责任的认定

资产证券化业务拆解来看，计划管理人/受托人在交易中与投资者之间通过合同关系组建起相应的交易结构，从前文论证而言，无论是信托合同关系还是委托合同关系，计划管理人/受托人均需要保证基础资产真实有效，《资产支持专项计划说明书》中披露的信息不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏。

在资产证券化项目的承做和发行阶段，计划管理人/受托人的关键任务主要涉及两方面：一是开展全面详尽的尽职调查，二是积极促成证券的市场销售。在实际业务开展过程中，计划管理人或受托人主要依据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》与《非金融企业资产支持票据业务尽职调查指引（试行）》等相关规则进行操作。管理人在进行销售募集活动时，严格按照《资产支持专项计划说明书》和相关发行文件的要求，全面、真实地向投资者披露具体的发行计划及安排。

在资产证券化项目的存续期阶段，计划管理人及受托人的核心任务集中于提升信息透明度与合规执行，以确保投资者能及时掌握基础资产及其收益等关键信息。此外，他们还需监控并推动原始权益人/发起机构，以及所有为专项计划提供服务的相关主体，确保其全面履行法律规定及合同约定的责任与义务。

在资产证券化项目的清算阶段，计划管理人/受托人不仅需负责信息披露、终止清算及利益分配，还需妥善应对各类风险事宜。当投资者面临无法获取全额投资回报的风险时，根据持有人的授权与适用法律法规的指引，计划管理人或受托人有权代表专项计划或信托计划采取法律措施，以最大限度保障投资者的利益不受损害。

上述阶段的计划管理人/受托人职责均是与投资者形成了合同法律关系，计划管理人/受托人不按照合同约定的义务履行职责造成投资者损失的，投资者均可以提起违约之诉。

（三）侵权和违约责任竞合

《证券法》中关于虚假陈述的侵权责任目前从法律、理论和实务界均达成了一定的共识，而就目前的资产证券化产品的基础交易关系而言，不论是按照信托法律关系处理还是按照委托合同的法律关系处理，均可以要求计划管理人/受托人承担相应的违约责任，因此就存在证券法律关系和合同法律关系请求权竞合的情况，民事诉讼中处理这一问题的一般原则是选择一个请求权提起诉讼。

违约与侵权分别触及两种性质迥异的权利——相对权利与绝对权利。违约责任系违反了特定合同下的条款承诺，而侵权责任则是损害了法定权利。合同法基于相对性原理，致力于保障合同内双方间的相对权不受侵害，故若第三人致债务人违

约时，其责任需由债务人承担。同时，履行辅助人的故意或疏忽被视为债务人的行为，即使债务人能证明在挑选及监管辅助人时尽责无误，亦不能完全豁免相应的法律责罚（文明睿，2022）。例如，庆汇租赁案件中基础资产不真实是原始权益人对计划管理人的《买卖合同》的违约行为，但恒泰证券不能因此免责，依然需要向投资者承担相应责任。侵权则不存在相对性问题，如果能证明对辅助者的选任和监督没有过失，用人者则可以免责。违约责任不存在涉及第三人的共同责任问题，侵权则普遍存在共同责任（张平华，2019）。例如，在美吉特灯都案件中，以侵权责任为由，投资者可以要求管理人以及其他证券服务机构承担连带责任。

合同法广泛采纳免责条款，旨在通过预先设定的协议高效地管理和限制风险，只要合同中约定的内容不违反法律、行政法规的强制性规定，免责的事由都可被承认，资产证券化交易文件中也常对约定的权利义务进行灵活设置。侵权法则主要通过法定免责事由以事后分散风险，免责的理由为刚性的，交易文件中约定的免除责任的内容一般会被认定为无效。

四、投资者的路径选择

由前文分析可知，对于资产证券化引起的关于信息披露与虚假陈述相关纠纷，投资者可选择《证券法》意义上的侵权责任或《民法典》意义上的违约责任向管理人/受托人追究民事责任，两种责任各具特点，庆汇租赁案和红博会展信托受益权案选择了违约责任路径主张权利。在庆汇租赁案中，恒泰证券公司作为资产支持专项计划管理人发布《资产支持专项计划说明书》和《标准条款》，与投资者签署《资产支持证券认购协议》，确立双方的发行及管理的合同关系。据此，恒泰证券公司应向认购人提供符合专项计划文件约定的资产支持证券，但《资产支持专项计划说明书》披露的应收账款信息不真实。在该合同成立后，恒泰证券公司未能遵照约定向投资人提供载有准确应收账款质押的资产支持证券，此举违反了专项计划发行及运营管理的合同规定，构成违约，故需向投资人承担相应的违约损害赔偿义务。在红博会展信托受益权资产支持专项计划违约责任争议中，华林证券作为计划管理人，对特定原始权益人、担保人的尽职调查不到位；对相关主体内部控制、关联关系、担保人的债务结构等情况尽调不到位；对专项计划的部分风险防范措施、增信措施落实不到位，存在风险监测不及时、披露不充分等问题。大连银行以计划管理人未能履行《资产支持专项计划说明书》《资产支持专项计划标准条款》《认购协议》的义务为由对华林证券申请了合同争议的仲裁，上海国际经济贸易仲裁委员会裁决华林证券存在违约行为，应当承担赔偿责任。

美吉特灯都案的投资人选择了侵权路径。法院认为该案适用《证券法》是有充分的法律依据的。美吉特灯都提交至专项计划管理人的文件必须保证其真实性、准确性与完整性，严禁含有任何虚假表述、误导性信息或关键内容遗漏，而其制作的《租赁合同》《租金确认书》《确认函》等虚假文件，导致专项计划文件存在严重信息披露违法违规问题，构成欺诈。海富通资管作为专项计划法律上的管理人，应当承担对交易主体和基础资产进行全面的尽职调查、信息披露等义务。海富通资管并

未逐一核对入池商铺和实际商铺的对应关系、银行流水与租赁合同之间的对应关系，也没有交叉验证美吉特灯都提供的三年审计报告的真实性，对于已产生职业怀疑的部分并未仔细核查，而在未排除职业怀疑的情况下出具《资产支持专项计划说明书》，未尽到管理人应尽的合理注意义务，因此法院认定其应当承担赔偿责任。

投资者应该结合资产证券化的交易结构和自身诉求选择合理路径。下文将从两种责任的行为、过错举证责任以及因果关系等因素比较二者的差异，投资者可选择更有利于案件的诉讼路径。

（一）违约责任和侵权责任的要件比较

1. 行为：违反约定责任与违反法定职责

若计划管理人或受托人在实际执行过程中未能履行交易文件或相关协议中所载的职责，其行为将被认定为违约，哪些行为构成违约，可由合同当事人依法约定，只要不违反法律行政法规的强制性规定，该约定即为有效。

如果计划管理人或受托人违反了法律明确规定的职责，其行为可能构成侵权。除《证券法》对涉及机构在文件提供与信息披露方面的全面性规定之外，资产证券化行业的合规主要依据《上海 / 深圳证券交易所资产支持证券业务规则》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引》等规范性文件执行。上述责任由监管部门的法律法规直接规定，不能够随意地删改或者排除。

2. 过错举证责任：原告举证与被告自证

投资者如果采用违约路径主张民事责任，在合同之诉中，按照前文分析不论是信托合同关系还是有偿委托合同关系，都应采用过错责任的原则，投资者的举证责任较重，应该举证证明管理人 / 受托人有过错。

侵权责任同样以过错责任为原则，但此时《证券法》采取举证责任倒置的规则，极大减轻了投资者的举证责任，投资者无需证明管理人 / 受托人有过错，被告方应自证其已履行法律要求的职责义务，证明自己没有过错。证明责任的转移会极大影响案件的审理结果，投资者即便是成熟的机构投资者仅凭自己也很难证明管理人 / 受托人有过错，这是违约和侵权的一个重要区别。

3. 因果关系：一般因果关系与推定因果关系

从因果关系的角度来看，违约求偿路径采用的是一般因果关系的方式，投资者应当自证损失和计划管理人 / 受托人的违约行为具有因果关系，要举证证明的要点是当事人不按照交易文件或发行文件中的安排进行交易结构的搭建以及基础资产的保证和搭建，前述的违约行为给投资者造成了损失，损失的范围需要投资者举证证明，适用一般的违约责任要件。

而侵权责任则是原则上采用了推定交易因果关系，即推定虚假陈述与投资者的认购决策之间存在因果关系，但需要注意的是如果认为资产证券化的发行是“面对面”交易，则无法适用推定的交易因果关系，这一点在美吉特灯都案件中有所体现，但如果是信贷资产证券化或资产支持票据这两类不签署面对面协议、公开宣传的产品也应该适用推定的交易因果关系。

（二）路径选择的建议

在违约责任和侵权责任之间存在竞

合关系的时候，按照现行的法律规定，投资者需要选择其中一种路径来主张赔偿责任，按照民事审判“一事不再理”的规则，同一事项只能提起一次诉讼，不能出现违约和侵权责任分别起诉或者先后起诉的现象，因此选择合适的路径对投资者能够获得满意的结果来说非常重要，本部分将结合前文所述的资产证券化法律关系以及两种实现路径的不同特点，分别建议优先适用侵权路径和违约路径的不同情况，以期达到更好的求偿效果。

1. 优先适用侵权路径

（1）要求其他证券服务机构承担连带责任

资产证券化交易中除了管理人/受托人之外，还存在律师事务所、会计师事务所、评级机构等证券服务机构，也可能存在销售机构、财务顾问等角色。这些管理人/受托人以外的中介机构一般由原始权益人/发起机构聘请或者由计划管理人/受托机构聘请，从专业机构意见的角度为资产支持证券提供尽职调查、结构设计和销售等相关工作。投资者和除管理人以外的中介服务机构没有合同关系，因此很难从合同违约的角度要求其承担违约责任。

侵权法律原理中为第三人共同侵权提供了规范依据，而合同坚持相对性的原理，即便是因第三人原因违约，债权人也只能向债务人要求承担违约责任，能突破合同相对性的例外情况少之又少。《证券法》第八十五条、第一百六十三条中借鉴了共同侵权的相关原理，规定了证券服务机构的虚假陈述的连带赔偿责任，同样也都适用过错推定的归责原则，证券服务机构需要自证对于虚假陈述没有过错（李涛，2024）。

在实际判例中，债券的虚假陈述都伴随着发行人资信状况的恶化而产生，投资者为保全自身的利益，将证券服务机构作为连带责任人能够实现自身诉求的最大化，不论是承销商还是管理人，其偿付能力都远比资信恶化的发行人要好得多，而且多家机构按照过错程度承担不同比例的连带赔偿责任也无疑为投资者应该获取的本息金额提供了更多的偿付保证。

（2）交易结构多层嵌套的证券化产品

证券化产品的交易结构多种多样，目前已有的司法判例均是相对简单的交易结构，能够相对容易界定基础资产、发行人、实际融资人等角色安排，无须格外进行穿透。而随着资产证券化产品不断创新，很多交易结构多层嵌套，不仅很可能存在原始权益人/发起机构为通道方的情况，还可能存在资产证券化产品没有实际融资人，基础资产需要逐层向下穿透才能找到最底层的现金流的运营情况。

这种情况下投资者以违约为由起诉主要有两个难点。一是计划管理人/受托人的尽调责任和过错难以举证判断，对于基础资产复杂的资产证券化产品缺少明确的信息披露指引和尽调规则，大多以参照同类产品披露为主，因此导致专项计划说明书等发行文件中披露的信息不完整，计划管理人/受托人的穿透尽调责任又难以界定，不利于违约关系下的过错要件和因果关系要件的举证；二是复杂交易结构下发起机构一般为通道，不仅偿付能力不强，而且又可能以本身为通道方为由进行抗辩。

这种复杂交易结构的资产证券化，选择侵权的求偿路径更切合实际，由计划管理人/受托人承担自证无过错的举证责任，

对于投资者更有利。此外，依据侵权路径下第三人共同侵权的原理，穿透多层嵌套关系的实际融资人或者增信方也可被要求承担连带赔偿责任，这无疑也增加了投资者获赔的保障。

（3）包含非常规免责条款的结构

目前资产证券化市场大部分产品是标准化产品，计划管理人/受托人依据市场通行的规则和监管的要求组建交易结构、设计证券利率期限等，这一类的资产支持证券通常结构简单透明，条款通用性较强，流动性较好，甚至引入滚动发行、ABCP等概念后，每一期的发行节奏也较快，这一类产品类似于债券，无论选择违约还是侵权责任，都是可行的路径。

而对于非常规条款的资产支持证券而言，交易文件中可能会约定计划管理人/受托人的免责条款，例如，尽调受限免责条款、形式审查等。免责条款可能与《证券公司资产证券化业务管理规定》《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》《非金融企业资产支持票据业务尽职调查指引（试行）》相互冲突，但这并不能认定该免责条款就直接无效，因为合同约定无效的内容必须满足“违反法律、行政法规的强制性规定”。如果基于合同提起诉讼，则免责条款难以被直接认定为无效。一般而言，若条款仅违反行业自律规则，仅会对相关方施加行业管理措施，不会影响合同条款的效力认定，这对于投资者的诉讼请求就非常不利。

如果以侵权为由起诉就可以避免此问题，侵权责任的免责事由为法定责任，而此处的法定责任并不要求“法律、行政法规”的层级，如果交易文件中的免责条款不符合《证券公司资产证券化业务管理规定》等相关制度的规定，计划管理人/受托人很难自证其免责有效且已尽到勤勉尽责之义务。

2. 优先适用违约路径

（1）面对面交易的资产证券化

虚假陈述案件最初的背景假设是保护不特定多数的投资者利益，在有效市场的理论下，认为信息可以影响证券的价格，虚假的信息使投资者受到欺骗，购入或者卖出证券时会受到损失。

一部分资产证券化产品完全与虚假陈述的适用背景相背离，一种情况是投资者深度参与产品的定制，对结构设计起到主导作用。例如，持有型不动产ABS（私募REITs）等与不动产相关的资产证券化，投资者在项目承做执行过程中就深入参与其中，在项目未上报监管机构之时就和原始权益人或者融资人开始谈判交易条款和发行利率，条件谈妥之时再提交证券交易所等监管部门审批备案，备案后直接定向发行，没有经过公开市场的推荐路演和信息披露，甚至很多项目的材料还严格保密，这种项目与股票债券的承销工作有很大差异，管理人/受托人更多承担撮合交易的角色，项目推进的关键主要在于融资人和投资者的谈判进展，而非证券服务机构的销售能力。产品条款中存在特定方承诺绩效、业绩对赌等典型的私募投资性质的条款，甚至这些条款是交易结构的核心，这让证券的交易流通范围受到极大限制，此类证券更像是代表着投资关系的合同。

另外一种情况是除了公告的发行文件之外，融资方还对投资者承诺其他事项，这些事项因为要满足特定要求而没有在《资产支持专项计划说明书》等发行文件中披露。例如，权益并表型资产证券化产品，

交易结构中的到期分配决议会提前出具且未完全在交易文件中披露，但会逐个发给投资者。这类资产支持证券的发行文件和其他承诺共同构成投资合同关系，仅依据代表证券权利义务关系的发行文件不足以真实反映交易的全貌。还可能存在发行文件中不存在虚假陈述，而其他承诺文件中存在虚假陈述的情况（比如，特殊承诺的程序、效力、真实性等），因此以虚假陈述侵权为由提起诉讼难以准确认定存在虚假陈述行为，这一类产品以合同违约路径维护投资者权利更为合适。

（2）次级证券的相关纠纷

大部分资产支持证券分为优先级证券和次级证券，优先级证券也占据绝大部分比例，前文所述的大部分观点也基于优先级证券而言，例如，本金、利息和标准债券类似等相关的推论。而次级证券和优先级证券相比有很大的不同，一是从发行文件中不能找到明确的保本保收益等相关字样；二是次级证券的分配方式受到的影响因素更多，需要更准确的数据支撑和计算，计算的过程以及结果往往不在发行文件中体现，需要融资人或证券服务机构提供额外的测算和场景的加压；三是大部分发行人会以明示或暗示的方式给予次级投资者额外的承诺，这些承诺未在发行文件中体现。

针对上述特点，次级投资者以侵权路径提起虚假陈述会遇到种种障碍，一是发行文件中没有约定还本付息导致投资者的损失难以计算，侵权损害赔偿就难以实现；二是对于资产盈利和回收的预测属于“安全港”规则的抗辩条款，具体规则在《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》第六条中予以规定，即“原告以信息披露文件中的盈利预测、发展规划等预测性信息与实际经营情况存在重大差异为由主张发行人实施虚假陈述的，人民法院不予支持”；三是额外承诺不包含在发行文件中，发行人不履行额外承诺导致投资者损失的，并不属于虚假陈述的规制范围。

因此，投资者需按照合同路径来追究相关主体的赔偿责任。例如，投资者可举证融资人或证券服务机构在现金流预测时存在错误、未尽职核查导致预测误差或额外承诺未履行等事由提起违约责任，要求其承担赔偿责任或因前述的过错行为致使合同目的不能实现而解除合同，恢复原状的诉求。

（3）履行义务相关的虚假承诺

资产证券化工作并非仅需在基础资产初始发行阶段开展尽职调查，还应当做好资产的后续运营管理工作，诸如特许经营权类资产需要维持运营、不良类资产需开展催收和处置、回收账户内资金需按规定进行合格投资或者循环购买。如果上述义务不按照《资产支持专项计划说明书》的要求履行并由此造成投资者损失，这种行为虽属于虚假陈述，但并不构成《证券法》规制的虚假陈述，通过侵权路径追责较为牵强。

而未履行相关义务的行为以违约责任路径追责则更为顺畅。计划管理人/受托人是资产支持证券业务的核心机构，在进入存续期后承担着管理基础资产的责任或委托资产服务机构管理基础资产，若未按照发行文件中的约定尽职履责，投资者可以以违约为由要求赔偿。除此以外，投资者还享有代位请求权，如计划管理人/受托人委托第三人履行相关义务但第三人未

按照约定履行，且计划管理人怠于行使其对第三人的债权，如不良资产类资产支持证券中一般受托人会委托发起机构担任资产服务机构进行资产催收，但资产服务机构未依约履行义务导致投资者损失的，在受托人不向资产服务机构追索的情况下，投资者可以代位行使受托人的权利，直接向资产服务机构进行追索。N

学术编辑：韦燕春

参考文献

[1] 曹明哲.债券纠纷司法实务精解[M].北京:中国法制出版社,2022:373.

[2] 陈可欣.论证券虚假陈述中介机构民事责任的司法认定[J].法律与金融,2024(00):180-201.

[3] 樊健.欺诈市场理论在公司债券虚假陈述纠纷中的适用[J].财经法学,2020(2):3-19.

[4] 范圣兵,纪富强.债券违约问题实务解析与操作指引[M].北京:中国法治出版社,2020:313.

[5] 范圣兵,周卫青.资产证券化管理人的民事责任及风险防范研究[J].中国证券,2022(4):71.

[6] 冯果,贾海东.资产支持证券欺诈发行纠纷裁判路径检讨——以管理人的角色和责任承担为中心[J].法学论坛,2023,38(1):36-50.

[7] 耿利航.欺诈市场理论反思[J].法学研究,2020,42(6):128-148.

[8] 谷昔伟.“凶宅”买卖案件中合同和侵权请求权竞合的规范分析[J].法律适用,2023(8):52-61.

[9] 郭锋,宋晓燕.证券法律评论[M].北京:中国法治出版社,2017:580.

[10] 郭家贤.证券市场中虚假陈述行为的民事责任分析[J].法制博览,2023(22):64-66.

[11] 郭雳,吴韵凯.虚假陈述案件中证券服务机构民事责任承担再审视[J].法律适用,2022(8):41-54.

[12] 黄梦立.企业资产证券化——法律结构并非如此脆弱[J].中阿科技论坛(中英阿文),2018(4):58-63+155-162.

[13] 类承曜.现代债券市场建设[M].北京:中国人民大学出版社,2023:202.

[14] 李劼.2023年资产证券化发展报告[J].债券,2024(2):66-74.

[15] 李涛.侵权法中部分连带责任制度的体系化——从证券虚假陈述的视角出发[J].上海金融,2024(5):69-79.

[16] 李有星,钱颢瑜,孟盛.证券虚假陈述侵权赔偿案件审理制度研究——新司法解释的理解与适用高端论坛综述[J].法律适用,2022(3):171-184.

[17] 李志豪,李沁.虚假陈述新规在银行间债券市场的适用性研究[J].债券,2023(3):54-57.

[18] 刘慈航.企业资产证券化中特殊目的载体的法律定位及规范路径研究[J].金融监管研究,2022(2):50-64.

[19] 刘辉,唐毅.虚假陈述新规在银行间债券市场的不可适用性[J].福建江夏学院学报,2023,13(5):61-69.

[20] 楼建波.金融商法的逻辑[M].北京:中国法治出版社,2017:481.

[21] 欧阳振远,迟骋,白晓明,等.债券虚假陈述中证券中介服务机构民事责任的认定与量化分析[J].多层次资本市场研究,2023(1):22-30.

[22] 宋华健.一个被忽视的命题：虚假陈述讨论中的股债差异及其修正[J].金融发展研究,2023(5):54-60.

[23] 宋强.中国资产证券化的发展历程与推进思路[M].天津:南开大学出版社,2015:338.

[24] 谭立.证券信息披露法理论研究[M].北京:中国检察出版社,2009.

[25] 王建文.证券法研究[M].北京:中国人民大学出版社,2021:574.

[26] 王利明.合同法研究[M].北京:中国人民大学出版社,2011:803.

[27] 王利明.侵权责任法研究[M].北京:中国人民大学出版社,2016:796.

[28] 王利明.违约责任论[M].北京:中国政法大学出版社,2000.

[29] 王卫国.民商法金融法前沿新探[M].北京:中国政法大学出版社,2022:373.

[30] 文明睿.《民法典》中请求权竞合条款的适用思考[J].法制博览,2022(33):68-71.

[31] 吴弘,吕志强.债券承销商虚假陈述侵权行为认定机制探析[J].证券法苑,2021,32(2):353-372.

[32] 邢会强.论银行间债券市场非金融企业债务融资工具虚假陈述民事纠纷对《证券法》的适用性[J].债券,2023(9):72-76.

[33] 徐文鸣,杜宇轩.债市虚假陈述裁判逻辑之反思[J].债券,2022(9):61-66.
[34] 严仁群.教义学民事诉讼法之展开[M].北京:北京大学出版社,2021:223.
[35] 杨洋.债券市场虚假陈述问题与治理对策探析[J].西南金融,2020(2):49-56.
[36] 叶林,王艺璇.债券虚假陈述赔偿中的因果关系认定[J].债券,2022(6):62-67.
[37] 尹海员.投资者行为与新干预主义监管研究[M].北京:中国人民大学出版社,2016:317.
[38] 张家勇.中国法民事责任竞合的解释论[J].交大法学,2018(1):5-11.
[39] 张平华.违约责任与侵权责任竞合:理想模式、现实状态与未来趋向[J].北方法学,2019,13(5):5-16.
[40] 赵志荣,李金珊,王倩倩.美国市政债券管理体制[M].杭州:浙江大学出版社,2020:105.
[41] 郑彧,王辰龙."股债区分"视野下证券虚假陈述民事责任的要素考量[J].证券市场导报,2024(9):37-50.
[42] Klein W A.The modern business organization:bargaining under constraints[J].The Yale Law Journal,1982, 91(8):1521-1586.
[43] Macey J R,Miller G P.Good finance,bad economics:an analysis of the fraud-on-the-market theory[J].Stanford Law Review,1990(42):1059-1092.

Tort or Breach of Contract? The Choice of Claims for Civil Liability for Misrepresentation in Asset–Backed Securities

WANG Baoxin

(Debt Financing Department, Guotai Haitong Securities Co., Ltd.)

Abstract When investors bring lawsuits over misrepresentation in asset-backed securities (ABS), they may choose to pursue tort liability or contractual liability. The tort path centers on the securities misrepresentation rules, while the contractual path relies on contractual rules. The two constitute a concurrence of claims; under the "no second action on the same matter" (res judicata) rule, only one claim may be asserted for the same matter. This article examines the transaction structures and legal relationships of credit asset securitization, enterprise asset securitization, and asset-backed notes. It compares the two paths in terms of the elements of conduct, the burden of proof on fault, causation, determination of loss, exemption clauses, and the scope of liable parties. Given that ABS are characterized by "asset credit," qualified investors, and, in some cases, face-to-face transactions, the fraud-on-the-market theory and the presumption of causation are subject to limitations. The choice of litigation path should be made in light of the transaction structure and the investor's claims: where joint and several liability of securities service institutions is to be pursued, where the transaction structure is multi-layered and nested, or where unconventional exemption clauses exist, the tort path should generally be preferred; where there is face-to-face customized issuance, disputes over subordinated securities, or breach of ongoing obligations during the transaction term, the contractual path should generally be preferred.

Keywords Asset Securitization, Misrepresentation, Civil Liability, Concurrence of Claims

JEL Classification K22 K41 G14