

金融机构原告如何主张投资决策失当的金融产品管理人赔偿责任？——以北京法院突破性判决为例

作者：刘冬 | 邓晓明 | 贺予希

近日，一篇在审判信息网上公开的判决书¹引起了部分金融与法律从业者的关注。判决认定某管理人在主动管理型的集合资金信托计划中，未能妥善履行尽职调查与信托财产处置职责，因此应就上市公司定增股票解禁后的投资决策失当对某商业银行投资者承担赔偿责任。

相比常见的自然人投资者与金融产品管理人间的纠纷，本案在原告身份、产品类型与管理人过错事项、法院主要裁判依据等方面都具有鲜明特点。本文作者之一曾作为原告代理人主导有关监管投诉与诉讼工作，将结合判决公开内容对相关纠纷处理要点及发展趋势进行专业解读。

一、问题的提出

金融机构投资者是金融产品独特且重要的客户群体。长期以来，即使管理人存在投资决策严重失当情形，金融机构也很少通过诉讼或仲裁主张管理人的赔偿责任。一方面因为“同业”间以和为贵，金融机构往往尽可能采取其他更温和的方式解决矛盾；另一方面金融机构被认为具有很高的注意义务，并不享有“金融消费者”在法律上的倾斜保护，在相关纠纷中是比较弱势的原告。过往来看，极少有金融机构成功主张金融产品管理人履行主动管理职责（区别于具体的合同义务）不当的案例。

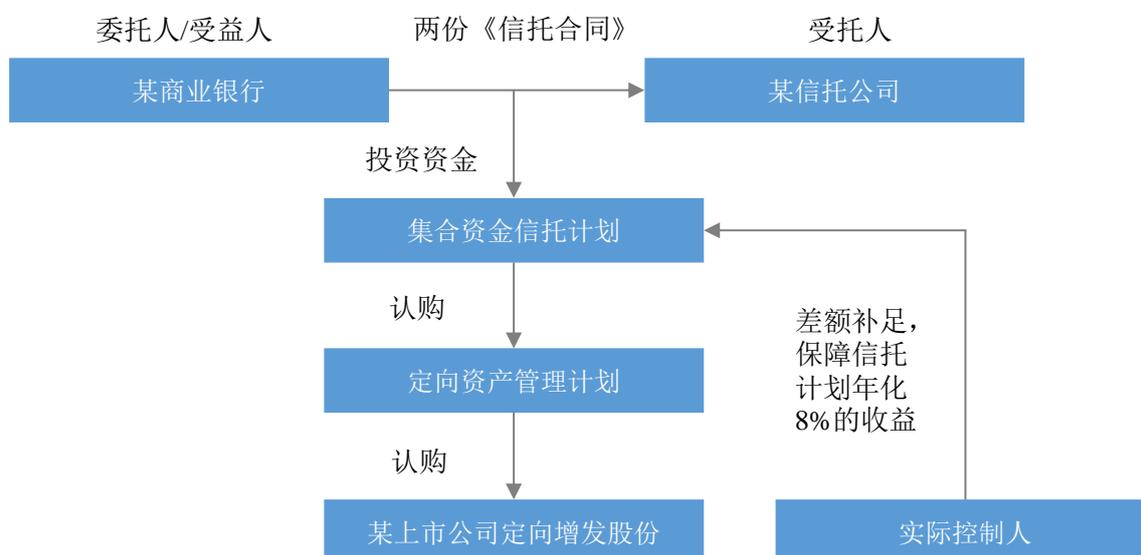
但是，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）过渡期至2021年底为止。自今年开始，有关金融机构应当严格执行《资管新规》的要求，包括不得“刚性兑付”或开展“通道”业务，除个别情形外不得以“摊余成本法”计算产品净值等。有关规则促使金融产品进一步回归市场化本源，对管理人谨慎、有效管理产品，实现资产保值增值提出了更高的要求。

同时，金融机构投资者常常自身也是所管理财产的受托人，穷尽各种手段维护投资权益，既是其权利、也是其对委托人负有的义务。因此，金融机构主张被投产品管理人的勤勉责任，可能逐渐成为特定情况下的必然选择。在此方面，我国行业与司法实践均处于非常初期的阶段，几乎所有关键问题都有待深入研究。

¹ 北京法院审判信息网：（2020）京02民初302号判决。

二、案件基本情况

2017年初，某商业银行与某信托公司签订《信托合同》，认购信托计划份额。信托文件载明“信托管理方式为主动管理型”，投资标的为通过某定向资产管理计划间接认购上市公司定向增发股票，上市公司实际控制人承诺对信托计划承担“差额补足义务”。



因企业经营不善等原因，2018年相关定增股票解禁前后，上市公司持续爆出负面消息；至信托计划减持股票完毕，某商业银行出现大额投资亏损。某商业银行认为，某信托公司在信托计划的设立、推介、管理等诸多方面未能勤勉尽责，不符合谨慎、有效管理信托计划的要求，应当赔偿其投资损失。

法院认为，某信托公司在信托计划设立前未能准确揭示产品风险，在信托财产变现处置过程中未能做到诚实、信用、谨慎、有效，其未能勤勉尽责地处理信托事务，与某商业银行损失之间存在因果关系，应当赔偿损失。考虑到股票市场固有风险，法院酌定某信托公司赔偿某商业银行信托资金损失3,000万元。

三、本案在主张金融产品管理人赔偿责任方面的特殊性

本案中，金融机构投资者成功针对产品管理人，主张其就股票二级市场投资决策严重失当而承担赔偿责任，具有鲜明的特殊性。

（一）原告主体的特殊性 — 金融机构投资者

投资者成功主张金融产品管理人赔偿责任的案例处于“持续偶发”状态，但是原告是金融机构投资者的情形非常鲜见。其原因除了上文所述金融机构“慎诉、难诉”外，更因为原告为自然人投资者时，我国法律法规及司法政策都有明显的特别保护倾向。例如《证券法》第89条规定：“普通投资者与证券公司发生纠纷的，证券公司应当证明其行为符合法律、行政法规以及国务院证券监督管理机构的规定，不存在误导、欺诈等情形。证券公司不能证明的，应当承担相应的赔偿责任。”《九民纪要》更专章系统规定“金融消费者”的权益保护问题，几乎是在“手把手”教授原告如何主张相关权利²。这些制度安排与司法政策，在金融机构为原告的案件中都不存在。相反，虽然没有明确的法律依据，且实践中金融行业内部也是“隔行如隔山”，但是裁判者总会认为金融机构投资者具有更强的专业能力和更

² 参见《全国法院民商事审判工作会议纪要》第五部分、《国务院办公厅关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》、《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法》等。

高的注意义务，并在裁判时受这一认识影响。因此，在相关纠纷的研究与司法实践中，金融机构与自然人投资者作为原告的案件，即使案由相同，也可以说是完全不同的两类纠纷，后者有关裁判规则对前者的参考意义非常有限。

因此，本案的首要特征是这是一件当事人主体地位完全平等的管理人赔偿责任纠纷，某商业银行在监管投诉与民事诉讼中，都没有因为其投资者身份受到法律或裁判者心证的“优待”。

（二）产品类型与管理人过错性质的特殊性 — 上市公司定增股票“管、退”阶段的投资决策失当问题

总体而言，此类纠纷中管理人履职事项越客观、监管规则越具体明确，裁判者认定过错的难度与压力越小。因此在已有案例中，除了大量的金融消费者适当性问题，主张管理人在“募、投、管、退”的前两个阶段未能发现投资标的已有风险、信息披露与风险揭示不充分的成功率较高，鲜少有案例支持管理人在“管、退”阶段的投资决策不合理、不尽职，导致金融产品出现本可避免的投资风险的主张。甚至在本案的监管投诉中，监管机构明确拒绝就管理人的投资决策问题发表意见。

本案中，虽然法院也认定某信托公司在产品设立阶段未能发现上市公司实际控制人质押股票的风险情况，但是据以定案的核心还是管理人在上市公司定增股票解禁后，“在股价不断下跌的情况下并未形成明确的信托财产处置思路，不利于信托财产处置”，且未能妥善行使针对实际控制人的差额补足权利等。以上过错，属于管理人在产品运行“管、退”阶段因投资决策失当引发的新增风险。

就此，法律与商业实践都认可投资决策是非常主观的专业判断，管理人在勤勉尽责范围内拥有完全、自主的决策权，同时投资风险由委托人承担，司法机关及监管机构很少介入管理人的专业判断。特别是本案争议为上市公司定增股票解禁后的二级市场投资行为，属于投资风险最高，没有任何人可以保证或期待投资结果的领域。就此，法院能够在没有监管机构明确意见的情况下认定管理人过错，具有突破性意义。

（三）法院裁判依据的突破性 — 基于勤勉义务而非具体合同约定认定管理人过错

相比具体的合同义务或其他法定义务（例如禁止利益冲突的忠实义务），管理金融产品的勤勉义务判断标准非常抽象，当事人举证难度高，法院裁判风险大，很少作为认定管理人责任的主要依据。但是，本案核心问题是管理人在定增股票的退出机制及时机选择方面严重不负责任，导致投资风险不当扩大。就此，监管规则与《信托合同》都没有，也不会有明确、具体的要求。

因此，本案第三方面的突破在于法院并非依赖《信托合同》进行“合同法”的裁判，而是基于法定义务进行了“信托法”的裁判：除“关于信托财产实际变现处置的方式和时机”部分并未依赖《信托合同》约定进行裁判外，本案判决还就“刚兑”问题跳出信托合同条款，基于管理人对委托人信义义务的违反做出价值判断。案涉《信托合同》第 12.1 条约定“受托人不保证本信托计划一定盈利，也不保证本信托计划的本金和最低收益”，但是案涉信托计划经理多次口头表示“我负责刚兑”。就此，法院认为该经理代表某信托公司作出的“刚兑”承诺不足以变更《信托合同》，但是这属于某信托公司未能诚实、信用管理信托事务的行为，该行为不利于促进信托财产处置和减少某商业银行财产损失。

四、本案对市场参与主体的借鉴意义

本案中，某商业银行主张管理人责任的角度与法院裁判思路都具有典型的信义法特征，有关司法实践，对金融机构投资者维护自身合法权益，以及产品管理人勤勉履职、防范执业风险都具有借鉴意义。具体而言：

（一）管理人有关义务就投资活动制定合理方案或计划，同时投资决策应有合理支撑

本案中，定增股票解禁后，经某商业银行多次催促，某信托公司出具《项目退出方案》，介绍了不同情况下的投资策略。

就此，某商业银行在两个方面实现了对自己非常有利的主张。第一，在股价持续下跌背景下，某信托公司在股票解禁后两个多月才向某商业银行发送《项目退出方案》草稿，且表示具体实施方案将在项目到期前六个月才能确定。法院认为，某信托公司明显迟延形成信托财产处置方案，不利于其及时采取合理的信托财产处置措施。第二，定增股票解禁后，股价相对于买入成本处于“较大程度的浮亏”状态，按照《项目退出方案》本应优先转让资管计划份额以实现退出。但是某信托公司只是按照“股价浮盈时”的退出方式，在二级市场减持股票。就此，法院认为某信托公司不按《项目退出方案》执行投资策略且没有合理理由，证明其未形成明确的信托财产处置思路，不利于信托财产处置。

以上裁判显示，虽然管理人进行投资决策的权利是受到法律保护和市场尊重的，但是任何专业、有效的投资决策，都应当基于对客观信息的充分掌握且逻辑自洽、有章可循。否则，投资就与赌博无异。因此，投资者有权要求管理人在合理范围内说明投资方案或计划。在此基础上，司法机关并不要求管理人必须按照既定的方案执行投资决策，毕竟市场瞬息万变；但是如果管理人的投资实践偏离了既定方案，其应当有合理理由支撑自己的决定，并可以在司法程序中举证证明。

（二）法院拥有判断管理人履职情况的完全权力，监管机构对管理人的评价是重要参考

直至本案一审判决作出之时，监管机构都未对某信托公司出具行政处罚或采取行政监管措施。而且，在向某商业银行提供的《北京银保监局信访答复意见书》中，监管机构拒绝就“办理股票解禁、制定并执行定增股票退出方案、处置股票与资管计划份额决策、要求实际控制人差额补足等方面问题”发表意见，建议通过诉讼或仲裁等法定途径解决。

因此，就本案争议最核心的管理人投资决策是否失当问题，监管机构并未出具意见。但是，谨慎、有效管理信托财产是《信托法》及《信托合同》的明确要求，司法机关依法行使审判权，完全可以在没有监管机构意见的情况下做出独立判断。本案审理法院也确实就此进行了系统分析与果断裁判。

同时，某商业银行进行的监管投诉工作，使得监管机构认定了某信托公司对上市公司的尽职调查工作存在不足、对员工行为管理存在不足、未履行重大事项信息披露义务、定期信息披露报告形式残缺、内容简陋等问题。这在一定程度上加强了法院对于管理人管理混乱，履职不当的看法，部分情节也被法院认定与投资损失间存在一定因果关系。客观上，监管机构意见也减轻了原告举证负担，加重了被告应诉压力，有利于原告展开诉讼。

因此，无论是否写进判决，监管机构对管理人的评价都会或多或少地影响裁判结果。有关监管投诉工作，既是金融机构投资者主张权利的重要手段，也是管理人应当全力应对的风险事件。建议在此阶段双方即聘请具有金融争议解决专业经验的律师介入。

（三）金融行业内部也是“隔行如隔山”，金融机构投资者不对管理人的投资行为负担注意义务

几乎所有此类纠纷中，被告都会主张金融机构投资者同样具有专业投资能力，应当自行承担投资风险。有时这样笼统的表达也确实一定程度上影响了法官的判断。但是本案中，法院并未在认定某信托公司尽职调查与投资决策过错部分考虑原告身份，只是在“承诺刚兑”部分强调原告作为金融机构理应知晓信托计划不得刚兑的监管要求，不应轻信信托经理承诺。

事实上，除非另有约定，即使是金融机构投资者也不对管理人的投资决策负有注意义务。一方面，就能力而言，随着专业水平的提升和金融市场的发展，没有任何人可以被认为是所有投资领域的专家。私募基金、股票、债券、金融衍生品等等，每个投资品类都有其专业壁垒，笼统的“金融机构”身份根本无法定义专业能力。另一方面，管理人收人钱财，受人之托、忠人之事，即使投资者具有更强的投资能力，其也没有义务为管理人的投资决策买单。

因此，实践中有管理人认为其将投资决策向投资者进行了充分披露甚至取得了投资者确认，便可规避履职风险，这是错误的。理论上，管理人不能依赖任何其他人（包括投资者自己）代为履行投资决策义务，以投资者是否同意为投资决策判断标准（或考虑因素）本身，可能就是管理人失职的表现。

（四）案件结果由法律而非客观事实决定，当事人证明对己方有利事实的能力与意愿至关重要

总体而言，此类纠纷明确的法律规则与裁判标准非常简单，即使是发达市场，“勤勉尽责”的具体标准也不是事先制定的，而是根据行业发展水平，基于专业性与合理性做出的综合判断。因此，每一案件可以被证成的法律事实，以及对案件事实的专业解读，是决定裁判结果的关键因素。例如，本案中某信托公司强烈主张其减持股票的决定是基于对上市公司经营情况的专业评估做出的，其也曾尝试向第三方转让作为通道的资管计划份额以实现快速退出。但是，由于信托公司怠于履行产品运作过程中的信息披露与定期报告义务，已有报告内容简单、空洞，导致其在诉讼程序中难以证明在应当做出投资决策的当时，其已经掌握上市公司的风险情况，或者尝试转让资管计划份额。在此情况下，法院就会认为某信托公司缺乏相应履职。

此外，某商业银行工作人员投入巨大精力与律师充分沟通，对案件取得良好结果具有重要影响。一方面，虽然有经验的争议解决律师可以预判管理人可能的履职瑕疵，但是每一类产品与投资标的都有其独特的商业惯例和不断变化的实践操作。通常最了解这些情况是相关业务人员。即使无法基于法律专业知识提出非常有针对性的意见，这些业务人员“不舒服、不合理”的主观感受也可能为律师的深入调查提供重要启发。另一方面，掌握案件资料的人可能并不理解有关资料对诉讼的法律影响，这种判断往往只有专业律师综合全案情况才能最终定论。因此，当事人切忌只向律师提供自己认为“有用”的资料与信息。

总之，作为专业金融机构，金融产品当事各方都应做好沟通往来与投资决策的留痕工作，并在产生争议时尽可能全面、完整地向律师提供有关素材与思路。

（五）司法实践对“损失确定”的理解越来越务实，金融产品未终止或清算不再是管理人的护身符

损失确定是判令赔偿责任的基础。早些年司法机关在认定投资损失是否确定问题上过于谨慎乃至僵化。其中较为主流的观点是，如果金融产品尚未清算，则投资者的损失没有确定，不支持有关损失的诉讼请求³。除此之外，认定投资者损失尚未确定的理由包括但不限于：管理人正在向项目底层融资方

³ 例如，在（2018）最高法民终 173 号民事判决书中，最高人民法院认为：“因案涉项目的两年信托期已届满，且未合法延期，XX 伟可向某信托公司主张清算并分配。在某信托公司尚未对案涉项目进行清算的情况下，不能确定因其违约延期的行为给 XX 伟造成损失以及损失的大小，故在本案中 XX 伟关于某信托公司应当向其赔偿信托资金本金，并按照 22.3% 的年利率计算利息的请求不能成立。”又如，在（2018）粤 01 民终 13011 号民事判决书中，广东省广州市中级人民法院认为：“XX 亮既没有主张解除涉讼《XX 合伙协议》、解散某合伙企业或要求退伙，也没有要求对某合伙企业进行清算等。XX 亮就涉案投资是否还能收回款项及收回的款项金额，均处于不明确的状态。XX 亮在出现合伙投资风险时直接要求某农行支行、某创投公司、某合伙企业承担侵权赔偿责任，赔偿其投资本金 200 万元及相应利息、律师费等的诉讼请求，欠缺事实及法律依据，一审法院不予支持正确，本院予以维持。”

追索责任⁴；管理人还将继续追索担保人的担保责任⁵等。

但是，近两年就此问题的一个明显趋势是法院越来越宽泛、务实地理解金融侵权纠纷中的损失确定问题。其核心理念是，“损失确定”不等于客观上损失数额绝对确定。在总体缺乏个人破产制度的我国，绝对确定的投资损失可能在一个人的有生之年都不会发生。因此，司法实践的“损失”，是一种具有高度概然性的确定损失。例如，本案中不仅案涉信托计划尚未终止和清算，而且某信托公司向差额补足义务人追责的诉讼仍尚在进行中。但是，法院综合实际情况认定在案涉信托计划已经没有可供管理的财产，同时多起针对差额补足义务人及其遗产继承人的执行案件均裁定“终结本次执行”的情况下，信托计划的投资损失已经发生。有关裁判思路，代表着此问题的发展趋势。

五、代结语：金融产品管理人责任纠纷的实践趋势

“就历史渊源而言，至少在英美信托法上，信义义务并非脱胎于诚信义务。”⁶此前，大量资管与营业信托纠纷其实不是信托法而是合同法争议。两者是渊源与内涵都不同的法律制度。实践角度，管理人在交易合同中明确承诺的事项，例如募集资金的使用范围、投资对象、投资行为的止损线、平仓线等，属于应当严守的合同义务，仅依据合同法规则即可追究责任。而且，这些具体、个性化的要求，往往也无法从管理人抽象的忠实与勤勉义务中得到解释，必须依赖当事人的特别约定。司法机关在这一领域的裁判一直比较从容，并不存在明显障碍。

相反，以“忠实、勤勉”义务为核心的管理人信义责任的追究一直是司法实践的难点。现阶段前者主要问题在于事实的认定，即如何发现和证明管理人从事与投资者利益冲突的交易。而后者的最大争议是就既定事实，缺乏判断行为人是否勤勉的具体标准。

但是，从发达市场的情况来看，引发重大争议、导致当事人极不确定法律风险的，还是相对抽象但又无处不在的勤勉履职问题。毕竟连合同约定都无法遵守的管理人太过离谱，无法在充分竞争的成熟市场立足。近两年，我国在此方面的发展趋势也颇为明显：一方面，“信义义务”（fiduciary duty）成为一门显学，虽然大家对其内涵的理解还不统一⁷，更谈不上对行为标准的共识，但是这是一个重要的法律领域的认识已无争议。另一方面，《九民纪要》将管理人勤勉履职的举证责任倒置，为原告主张管理人履职不当提供了现实可能。在此基础上，开始有裁判者基于合理性与商业逻辑，敢于对明显不当的财产管理行为做出独立判断。

有理由认为，未来各类金融产品中投资者与管理人间的纠纷，将向两个主要方向发展：一是以“金融消费者适当性”为代表的平等主体间的纠纷，将适用一套完全独立，具有鲜明法政策特征的裁判规则。二是本文讨论的平等商主体间有关管理人信义义务的争议。就此，应注意信义义务基于信义关系产生，不是《信托法》所独有。哪怕是相关法律传统并不发达的我国，以“忠实、勤勉”为代表的信义义务也广泛见诸于

⁴ 例如，在（2016）京02民初173号民事裁定书中，北京市第二中级人民法院认为：“本案中，XX国起诉请求撤销《信托贷款合同》，判令某信托公司返还XX国信托财产100,000,000元并赔偿相应经济损失，该诉讼请求和其此前同意某信托公司依据《信托贷款合同》申请强制执行的意思表示存在矛盾，且执行公证债权文书程序正在进行中，尚无法确定XX国的信托本金和信托收益的损失数额。”

⁵ 例如，在（2019）最高法民申6857号民事裁定书中，最高人民法院认为：“案涉信托计划项下债权已经全部在联盛重整程序中确认并在重整程序中受偿，165,239,661.82元优先债权金额已于2019年年底由某信托公司收回，某信托公司将根据信托计划项下161位投资人的信托份额向投资人支付，关于担保人的保证责任，某信托公司还将继续追索，申请人XX江的实际损失尚不能确定，其请求无支持的法律和事实依据。”

⁶ 李宇著：《商业信托法》，法律出版社，2021年9月第一版，第848页。

⁷ 传统英国法，包括我国香港地区法对信义义务（fiduciary duty）的理解是狭义的，主要指“忠实义务”（duty of loyalty）。Graham Virgo, *The Principles of Equity & Trusts (Fourth Edition)*, (Oxford University Press 2020), 15.1但美国法的普遍理解更宽泛，即信义义务至少包括忠实义务与注意义务（duty of care）【美】Tamer Frankel（著），肖宇（译）：《信义法原理》，法律出版社，2021年第1版，第106页。这也导致了国内相关研究讨论对基础概念理解的分歧。

《信托法》、《公司法》、《证券投资基金法》、《合伙企业法》⁸等法律，更普遍存在于金融产品监管规则中。《九民纪要》第 88 条第 2 款亦规定：“根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的规定，其他金融机构开展的资产管理业务构成信托关系的，当事人之间的纠纷适用信托法及其他有关规定处理”。因此，以本案为代表的有关管理人责任的裁判思维，不仅适用于信托计划，更对各类金融产品当事人具有参考意义。

⁸ 例如《信托法》第 25 条，《公司法》第 147 条，《证券投资基金法》第 9 条，《合伙企业法》第 32 条等。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

刘冬

电话： +86 10 8525 5519

Email: eric.liu@hankunlaw.com