

争议解决法律

回顾 2021 年度金融资管领域十大重要案件

作者：尤杨 | 赵之涵 | 宋泽政 | 朱志炜 | 高鹏宇 | 张树祥 | 邱玉霞

过去一年，是金融资管领域的争议解决持续深刻变化的一年，我们从未在此前任何一年里看到数量如此之多、争议如此之大的案件潮，也从未如此明显地观察到这个领域呈现的事实和法律问题已经如此集中和复杂。2019年底印发的《九民纪要》相对明确了资管纠纷的裁判规则，但仍留存许多争议问题尚待统一共识。2021年初《民法典》及配套司法解释正式实施，新旧衔接既有平稳过渡，也有正反解读，既存争议与法律适用问题叠加，统一裁判规则进入了深水区，立法者、裁判者始终在积极思考如何解决这些难题。2021年末“资管新规”结束过渡期，正式成为金融机构开展资管业务的“总纲领”，未来司法审判与监管政策的关系会更加紧密，“卖者尽责、买者自负”的理念不断加强，“代销”“通道”“损失”可能不再是卖方机构的免责金牌。同时，受经济形势等因素影响，资产处置难度增大、手段多样化，处置链条呈延长趋势，破产重整或清算的概率增加。正是以上种种注定了2021年是不平常的一年，考验如火，正在淬炼真金。

在纷繁复杂的金融资管业务中，我们以客观谨慎的态度选取了2021年度十个前沿的或者是业界关注度高的重要案件。法律的生命在于实践，争议焦点相似的案件，可能会因基本事实的不同，或者是当事人发表的意见、组织的证据的不同，而适用不同的法律、作出不同的裁判。横看成岭侧成峰，远近高低各不同，没有一个案例，可以包含世间百态，也没有一个案件，可以提炼尽当事人的辛苦和旁观者的心惊。我们深知自己认知的局限性，对典型案例的选择存在偏颇不足，但在这特殊的一年，曾有这样一个案例发生在你我身边，并最终汇聚到司法长河中。星光不负赶路人，江河眷顾奋楫者。我们选取的相关案例涉及主要问题包括：

1. 名股实债的性质认定以及破产债权确认
2. 受托人受托持有股权，是否应当承担股东瑕疵出资责任？
3. 差额补足等增信措施的法律性质认定及责任承担
4. 如何处理有限合伙型基金的清算僵局？
5. 如何认定投资人是否形成实际损失？
6. 刚性兑付效力认定及无效后的责任认定

7. 通道不一定免责
8. 《民法典》生效前上市公司对外担保效力及责任认定
9. 一般不动产买受人的物权期待权能否对抗抵押权？
10. 金融资管业务与刑事犯罪交叉问题

希望本篇总结能够帮助从业人员密切关注身边发生的重要事件，掌握司法实践的最新前沿动态。

案例一：名股实债的性质认定以及破产债权确认 — 某水电公司与某信托公司破产债权确认纠纷案

（一）案例评析

自《民法典》及其配套司法解释实施以来，名股实债、让与担保等问题的司法裁判规则已经逐渐清晰。但是在此类案件中，如何锁定“名股实债”对应的债务人，仍然存在较大争议。

本案中，信托公司通过增资以及股权转让（转让价款实际用于项目公司经营）方式向项目公司提供融资。在退出安排上，由项目公司实控人承诺回购。当项目公司进入破产程序后，信托公司能否以项目公司债权人身份申报债权？

此时，“股债性质”以及“谁是债务人”等问题的认定非常关键。就此，我们曾推送过专题文章《再谈股权让与担保》，对于名股实债的判断标准和让与担保问题进行分析。总体而言，投资人与项目公司之间的内部关系，需要通过探究当事人真实意思表示的方式予以明确，不能仅以工商登记信息为准，可以参考的因素主要有：（1）各方的真实意思表示以及投融资安排的本质；（2）投资人是否参与项目公司经营管理；（3）协议履行过程中，项目公司如何对待投资人，是否实际按照还本付息进行处理；（4）债权债务关系是否确定等。

本案中，法院综合上述因素，基于项目公司对于整体融资安排的认可并实际履行了部分付息义务等事实细节，认定信托公司是项目公司的实际债权人，并得以在项目公司破产程序中申报债权。虽然事实细节具有一定特殊性，但是其审理结果仍然值得关注。

（二）审理法院、案号及审结日期

青海省高级人民法院，（2021）青民终74号，2021年3月30日

（三）基本案情

某信托公司以增资名义取得某水电公司股权，并支付增资款27亿元，全部用于某水电公司开发建设的某水电站项目以及某水电公司的运营。某水电公司实际控制人某再生铝公司需按照增资款+回购溢价（固定溢价率13.3%/年）回购某信托公司持有的股权。为保证某信托公司债权的实现，各方进一步约定了股权质押担保、保证担保等担保措施。某水电公司在“增资”项下共计向某信托公司支付39笔前端费用或利息，其中37笔是直接由某水电公司支付，另外2笔虽是由案外人支付，但在摘要处备注为代某水电公司支付。

此后，某再生铝公司又将其持有的某水电公司5%股权转让给某信托公司，并约定某再生铝公司需回购某信托公司受让的股权，并约定了相应的担保措施。某信托公司向某再生铝公司支付了约3.47亿元股权转让价款。该等款项也全部用于某水电公司开发建设的某水电站项目以及某水电公司的运营。某

水电公司在“转让股权”项下共计向某信托公司支付了 11 笔利息。

2020 年 6 月 24 日，法院裁定受理某水电公司的破产重整案，并指定某律师事务所为某水电公司管理人。某信托公司向某水电公司管理人申报债权后，因双方对申报的案涉债权存在争议，某水电公司管理人向某信托公司出具了异议答复函，某信托公司遂提起诉讼。

（四）法院观点

本案中，各方通过履行上述协议，使某水电公司通过某信托公司的投资行为达到了融资目的，而某信托公司通过增资、转让股权取得相应股份，实现对其投入资金的保证，又通过某水电公司直接支付相应利息及某再生铝公司的转付行为，从某水电公司收取部分收益款，实现合同约定的短期固定收益目的。对于某水电公司破产重整所引发的债权确认争议，某水电公司从某信托公司进行融资用于建设水电站项目以及某再生铝公司将股权转让款直接支付给某水电公司，使某水电公司实现了融资目的。经二审查证，一审对此部分事实的认定有事实和合同依据，此种交易模式是由某信托公司、某水电公司、某再生铝公司自愿选择确定，并不为法律所禁止。

从形式上看，某信托公司持有某水电公司股份，但事实上某信托公司提交的证据证明其未参与某水电公司的经营管理活动，且某水电公司自 2014 年 8 月 15 日起至 2018 年 7 月 17 日如期向某信托公司支付利息及某信托公司自愿接受的行为，表明双方在履行合作、增资、股权转让协议期间并没有将某信托公司作为股东对待。对于某再生铝公司与某信托公司之间股权回购问题，根据北京市第二中级人民法院（2019）京 02 执 124 号民事执行裁定和某信托公司与某再生铝公司、某水电公司等达成的《执行担保、执行和解协议》，已确定为及时清偿的债权债务关系。

从工商登记的角度所显示的某信托公司是某水电公司股东一节事实，不可能完整表达由某信托公司、某水电公司、某再生铝公司自认某信托公司是某水电公司实际债权人身份的真实意思。现某水电公司在本案诉讼中既承认依据相关合同关系其长期向某信托公司支付相应利息与某信托公司通过增资、股权转让形成融资关系，又抗辩以工商登记的公示形式认定某信托公司为某水电公司股东的理由与其在破产重整前长期承认双方系债务关系，又在破产重整期间抗辩双方是股东关系自相矛盾。一审根据案件事实，对双方所产生的民事法律关系确定为名股实债，认定某信托公司向某水电公司、某再生铝公司融资款是债权，二审予以采纳。

案例二：受托人受托持有股权，是否应当承担股东瑕疵出资责任？ — 某信托公司与某股份公司等股东损害公司债权人利益责任纠纷案

（一）案例评析

由于信托财产登记制度缺失，实践中，信托公司经常只能按照工商登记的方式，登记为标的公司的股东。而仅凭工商登记表征的信息，可能无法区分信托公司取得股权的方式及信托公司的真实地位。在此情况下，信托公司受托“持有”标的公司股权，是否应当承担标的公司在公司法意义上的股东义务，是否应以固有财产承担责任，存在争议。

本案中，法院判决某信托公司向标的公司的外部债权人承担责任，主要原因在于某信托公司通过受让的方式取得标的公司股权，且在明知该股权未实缴的情况下承诺承担出资义务。这与通过名股实债/让与担保等交易受托管理标的公司股权、实际不承担出资义务的债权人不同。

值得关注的是，信托公司等资管机构的特殊性已经属于市场主体能够理解的基本常识。法律一经颁

布即视为已知的原则，不应在《信托法》这样的重要部门法上有所例外。纯粹的商事外观主义因未必能保护真正的善意而需要一定修正。此外，即便信托公司需要对外承担责任，其作为受托人，承担责任财产的范围是否应当限定在信托财产范围内，也值得进一步讨论。

（二）审理法院、案号及审结日期

最高人民法院/北京市高级人民法院，（2020）最高法民再 77 号/（2017）京民终 601 号，2021 年 12 月（注：公开渠道暂未查询到本案再审法律文书。根据某股份公司公告，再审维持了该案二审判决。）

（三）基本案情

2006 年 9 月 7 日，某信托公司与案外 A 信托公司签订《股权转让协议》，受让 A 信托公司持有的某热电厂 20.855% 股权。因该股权属职工持股信托，本次转让不支付对价。

2006 年 9 月 8 日，某信托公司与某发展公司签订《股权转让协议》，约定：某发展公司同意将其持有的某热电厂 34.145% 股权及相应的权利、义务以零价格转让给某信托公司，某信托公司同意按此价格购买某发展公司的上述股权，承担出资义务。某发展公司尚未完成出资，因此本次股权转让为零价格。

此后，各方根据相关股权变动等情况，签订了《公司合同修改协议》、《公司章程修改协议》，对某热电厂《中外合资经营企业合作合同》和《合资经营公司章程》进行了修改，并办理了相应的行政审批和工商变更登记手续。

2013 年 4 月，某股份公司作为另案的保证人，因向债权人某银行陕县支行履行了债务连带清偿保证责任，依法取得向某热电厂追偿的权利。

（四）法院观点

本案中，就某信托公司是否应当承担公司法意义上的股东责任，北京市第四中级人民法院认为，“某信托公司基于何种原因持有公司股权，涉及的是公司的内部关系，无法以此理由来对抗公司外部债权人，故该抗辩意见难以支持”。北京市高级人民法院二审则进一步认为，某信托公司持有的某热电厂 34.145% 股权受让自某发展公司，因某发展公司未缴纳该部分出资人民币 9,560.65 万元，故某发展公司未收取对价；**某信托公司对于某发展公司未履行出资义务即转让 34.145% 股权亦属明知，且承诺承担出资义务**。故某股份公司有权要求某信托公司在未出本息范围内对某热电厂债务不能清偿部分承担补充赔偿责任。

最高人民法院再审首先引述了信托法第 37 条、公司法第 33 条 3 款（股东登记）、公司法解释三第 26 条（名义股东责任），然后结合案件事实说理认为：（1）某信托公司实际上系依据信托合同作为受托人，为委托人持有股权，其与委托人分别属于某热电厂的名义股东和实际出资人；（2）名义股东和实际出资人之间的约定只具有内部效力；（3）上海信托登记中心是区域性登记机构，并非全国统一正式的信托登记机关，不具有法定的公示效力；（4）某信托公司所持股权在外观上并不具备信托财产的标识，隔离效果无法得到保障，某股份公司无从知晓作为股东的某信托公司是否是实际投资人，“故从公示制度的完善程度而言，应优先适用公司法的相关规定”，因此最高人民法院认为二审判决并无不当，应予维持。

案例三：差额补足等增信措施的法律性质认定及责任承担 — 某银行与某资本公司其他合同纠纷案

（一）案例评析

自九民纪要之后，增信文件的性质主要被区分为保证担保、债务加入和独立合同三类。鉴于保证担保和债务加入都需要相应的决议以保障效力，因此，不少案件的核心争议体现为如何认定某增信措施构成独立合同。就此，我们此前推送过专题文章《[资管争议解决：第三方增信在何种情况下被认定为独立合同？](#)》，结合司法案例对不同增信措施的区分标准进行了归纳。总体而言，在区分上述三类增信措施性质时，需要重点考虑的因素包括：1.尊重文义优先原则；2.增信主体和对象；3.是否存在确定的主债权；4.是否存在对等的权利义务（例如存在转让标的和支付对价）。

本案中，法院在认定《差额补足函》的性质时，从致函对象、各方的交易目的等角度，认定某银行是《差额补足函》的权利人，并进一步认定本案不存在被担保的主合同。由此，论证《差额补足函》不应被认定为保证担保，而应认定为是独立合同，不适用公司法第十六条的规定，不涉及越权担保。

（二）审理法院、案号及审结日期

上海市高级人民法院，（2020）沪民终 567 号，2021 年 6 月 4 日，本案入选最高人民法院发布的“2021 年全国法院十大商事案件”。

（三）基本案情

2016 年 2 月，某财富公司与某资本公司等共同发起设立某基金，其中，某财富公司认缴优先级有限合伙份额 28 亿元，某资本公司认缴劣后级有限合伙份额 6,000 万元。

2016 年 4 月，某资本公司向某银行出具《差额补足函》，载有“某银行通过某财富公司设立的专项资产管理计划，认购某基金的优先级有限合伙份额 28 亿元……我司同意在基金成立 36 个月之内，由某科技或我司指定的其他第三方以不少于 28 亿元 \times （1+8.2% \times 资管计划存续天数/365）的目标价格，受让基金持有的某投资公司 100% 股权。若最终该等股权转让价格少于目标价格，我司将对目标价格与股权实际转让价格之间的差额无条件承担全额补足义务。届时，资管计划终止日，如果 MXX 公司股权没有完全处置，我司同意承担全额差额补足义务”。某证券公司系某资本公司唯一股东，其向某资本公司出具《关于 xx 的回复》，载明“我司已知悉并认可某资本公司对某银行的补足安排”。后因收购的 MXX 公司濒临破产，某基金无法顺利退出，某银行遂诉请某资本公司履行差额补足义务。

（四）法院观点

本案中，关于《差额补足函》的核心争议主要有某银行是否系《差额补足函》的权利主体及该《差额补足函》的性质及效力。

法院认为，《差额补足函》的致函对象是某银行，某证券公司在向某资本公司出具的《关于 xx 的回复》中亦明确载明“我司已知悉并认可某资本公司对某银行的补足安排”，《差额补足函》的权利主体应是某银行，而非某基金。其次，《回购协议》系由某投资公司与某集团公司等签订，某银行并非《回购协议》项下的债权人。某资本公司在《差额补足函》中承诺的差额补足义务与某集团在《回购协议》中承诺的回购债务并不具有同一性。某资本公司主张《差额补足函》是《回购协议》的从合同，缺乏相应的事实依据。第三，根据《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 91 条之规定，对于差额补足等增信措施是何种性质，不能一概而论。如果确定符合保证规定的，应按照保证担保处理；如果属于其

他法律性质的，则应当按照差额补足的实际性质认定法律关系确定法律责任。从内容上看，系争《差额补足函》中并无明确的连带责任保证担保表意，也没有担保对象，应认定为独立合同。

《差额补足函》系某银行和某资本公司的真实意思表示，且不违反法律、法规的强制性规定，应为合法有效……《差额补足函》并非担保，故并不存在越权担保事宜，而根据某证券公司向某资本公司出具的《关于 xx 的回复》的内容，某资本公司关于某证券公司不知晓且不同意《差额补足函》的上诉主张，亦与事实不符。

案例四：如何处理有限合伙型基金的清算僵局？ — 李某、某股权投资基金企业申请公司清算纠纷案

（一）案例评析

《合伙企业法》关于合伙企业强制清算的规定较为原则，除该法第八十六条第三款的规定外，并无其他具体的规定。合伙型基金长期无法清算，有限合伙人退出困难，并且由于合伙企业型长期未完成清算，有限合伙人实际损失无法确定，也无法主张普通合伙人承担赔偿责任。这些难题常常困扰着有限合伙人。司法实践已意识到有限合伙人的前述困境，并作出了积极的回应。就此，我们曾推送过专题文章 [《资管争议解决：基金退出纠纷之二 — 合伙型私募基金中 LP 的退出之道》](#)。

可以看到，借道《民法典》（原《民法总则》）的规定，合伙企业强制清算的实践逐渐丰富，已经成为有限合伙人破解“僵局”的重要方式之一。此外，契约型基金约定的清算条件成就后，基金份额持有人能否要求强制清算、如何强制清算等问题，也值得进一步思考。

（二）审理法院、案号及审结日期

深圳前海合作区人民法院，（2020）粤 0391 清申 4 号，2021 年 6 月 17 日

（三）基本案情

李某与孙某签署《某股权投资基金企业合伙协议》，李某为某股权投资基金企业的有限合伙人，孙某为某股权投资基金企业的普通合伙人。2019 年 7 月 4 日，广东省深圳市中级人民法院作出（2019）粤 03 民终 5935 号民事判决，依法判决解散某股权投资基金企业。前述生效判决作出后，李某、某股权投资基金企业的执行事务合伙人孙某均未对某股权投资基金企业进行清算。

（四）法院观点

某股权投资基金企业已经生效判决解散，应按照《中华人民共和国合伙企业法》第八十六条的规定确定清算人进行清算，现某股权投资基金企业的两位合伙人即李某、孙某均确认尚未确定清算人，且李某、孙某均陈述无法与对方取得联系，在此情况下，李某申请人民法院指定清算人对某股权投资基金企业进行清算符合法律规定，依法应予支持。需要特别说明的是：虽然强制清算程序是在《中华人民共和国公司法》中作出规定，但没有规定强制清算只用于公司，不适合其他企业，不属于排他性的规定。因此，某股权投资基金企业以《中华人民共和国合伙企业法》中对合伙企业强制清算没有规定为由否认李某在本案中提出的清算申请不能成立。

案例五：如何认定投资人是否形成实际损失？ — 某资产管理公司、某投资集团公司与周某某其他合同纠纷案

（一）案例评析

“资管产品的实际损失是否形成”已经成为资管类案件的核心争议之一。主流裁判观点认为，资管产品的实际损失应当具有终局性、确定性，通常在资管产品清算分配后才能认定实际损失。即便可能面临一定清收障碍，也不能因此就认定投资者已经发生实际损失。就此我们曾推送过专题文章[《资管前沿问题（二）：资管产品实际损失的认定之争（简版）》](#)，对于实际损失的认定标准进行分析。总体而言，近年来，随着对金融消费者保护力度的加大，有关实际损失认定问题的争论越来越多，法院也正在积极探索如何突破“损失未确定”的束缚，在个案中保护投资者的合法权益。

（二）审理法院、案号及审结日期

上海金融法院，（2021）沪74民终375号，2021年6月23日

（三）基本案情

某资产管理公司作为直销机构向周某某销售涉案私募基金。涉案《私募基金合同》约定，“本基金的投资目标”为在严格控制风险的前提下，通过投资有限合伙企业的有限合伙份额，追求本基金财产的稳定增值；“投资策略”为本基金募集资金主要投资于由某资本公司、某股权投资基金公司作为普通合伙人发起设立的某有限合伙，根据合伙协议的约定，该合伙企业主要对某机械公司进行股权投资。2016年6月20日，周某某向某资产管理公司支付了基金认购款3,000,000元，认购费30,000元。

2018年7月，某资产管理公司发布《公告》，告知涉案私募基金投资者，某资产管理公司作为管理人，根据《私募基金合同》的约定，涉案基金进入一年的延长期。

2019年6月10日，某资产管理公司发布《公告》，告知涉案私募基金投资者，涉案私募基金在基金合同约定的存续期在2019年6月底到期后进入清算期。

2019年10月28日，某资产管理公司发布《临时信息披露公告》，告知涉案私募基金投资者：在涉案私募基金募集及存续期间，某合伙企业基金管理人某资本公司及其实际控制人和法定代表人周某，通过伪造交易法律文件、投资款划款银行流水、投后管理报告、部分资金已到账的银行网页及视频，恶意挪用基金资产，并已于2019年10月20日失联；对上述涉嫌犯罪行为，某资产管理公司已向公安机关报案，北京市公安局朝阳分局经侦支队以涉嫌合同诈骗于2019年10月25日出具了《受案回执》。北京市公安局朝阳分局已对某资本公司涉嫌合同诈骗进行立案侦查，因犯罪嫌疑人周某逃至日本，没有归案，截至本案审理终结，该刑事案件仍处于侦查阶段。

（四）法院观点

关于清算前投资人损失是否确定，上海金融法院认为，**基金的清算结果是认定投资损失的重要依据而非唯一依据，有其他证据足以证明投资损失情况的，人民法院可以依法认定损失。**根据某资产管理公司发布的《临时信息披露公告》及庭审查明事实，案涉基金资产已被案外人恶意挪用，涉嫌刑事犯罪，且主要犯罪嫌疑人尚未到案。其次，《私募基金合同》约定，案涉基金的权益基础为某合伙企业对某机械公司的股权收益。现某合伙企业并未依照基金投资目的取得某机械公司股权，合同约定的案涉基金权益无实现可能。同时，根据《私募基金合同》中约定的清算程序，由清算小组统一接管基金财产，并在基金财产清理、确认债务债权后，对剩余财产进行分配。而现实客观情况是，募集的基金资产已经

脱离管理人控制，清算小组也未接管基金财产。因此，考虑到基金清算处于停滞状态，无法预计继续清算的可能期限，且无证据证明清算小组实控任何可资清算的基金财产，如果坚持等待清算完成再行确认当事人损失，无异缘木求鱼。故一审判决据此认定当事人损失已经固定，以投资款、认购费、资金占用利息作为损失基数，并明确被上诉人周某某如在后续清算过程中获得清偿，应在两上诉人赔偿金额中予以扣除，符合损失填平原则，本院予以认可。

案例六：刚性兑付效力认定及无效后的责任认定 — 某信托公司、某财务公司营业信托纠纷案

（一） 案例评析

九民纪要呼应了监管部门“打破刚兑”的要求，规定“保底或者刚兑条款无效”，并进一步规定不管形式如何，保底或者刚兑条款均应认定无效。就此我们曾推送过专题文章 [《资管前沿问题（一）：刚性兑付行为的认定、效力及法律后果研究（简版）》](#)，对于刚性兑付的认定、效力及无效后果进行分析。

刚性兑付无效后，过错方应当赔偿相对方的直接损失。刚性兑付行为无效是否导致信托合同（信托行为）是否无效，则需要个案中具体分析。一般而言，刚性兑付约定具有独立性，刚性兑付约定无效的，原则上不应影响信托合同的效力。在信托合同有效的情况下，除“因信赖受挫时合同未能有效成立而落空的费用”外，刚性兑付行为并不会给受益人造成其他实际损失。

（二） 审理法院、案号及审结日期

湖南省高级人民法院，（2020）湘民终 1598 号，2020 年 12 月 7 日（2021 年初，该案引起了业界的广泛讨论）

（三） 基本案情

2016 年，某财务公司认购某信托公司管理的某信托计划 4 亿份信托受益权份额，信托计划存续期限为 60 个月。

2019 年 5 月 4 日，某信托公司与某财务公司签署《信托受益权转让协议》，约定某信托公司受让某财务公司所享有的 4 亿份信托受益权，转让日为 2019 年 5 月 4 日，转让价款=标的信托收益权对应的信托资金×（1+6.5%/年×转让方实际持有信托受益权的天数/365）-转让方持有标的信托受益权期间已获得分配的信托利益；自信托受益权转让日起，转让方作为受益人依据《信托合同》所享有的全部标的信托受益权及相应的权利和义务均由受让方承继。

2019 年 7 月 9 日，某财务公司与某信托公司签订《补充协议》，具体载明双方于 2019 年 5 月 4 日所签订的《信托受益权转让协议》项下受益权转让日变更为 2020 年 5 月 4 日；自 2019 年 5 月 5 日起，信托资金收益率按 7.5%/年（365 天）执行等事宜。

（四） 法院观点

本案双方争议的涉案《信托受益权转让协议》及《补充协议》应认定无效。理由如下：第一，……从上述两份协议的内容来看，均约定某信托公司保证按期返还涉案信托资金本金和一定比率的固定收益……某财务公司获得的收益为其原投入的信托资金本金+固定比例的溢价款，其所获得的是固定的收益回报，其收益情况不受涉案信托计划的实际盈亏情况影响。同时，《信托受益权转让协议》第六条亦明确……某财务公司不再承担《信托合同》项下任何权利义务和风险。可见，某财务公司并无参与涉案信托计划并承担相应风险的真实意思，也无需承担信托受益权的任何风险，即使收益为零，其亦可以

通过受益权转让款取得固定收益……如果《信托受益权转让协议》及《补充协议》实际履行，会达到委托人从受托人处得到了本息固定回报、保证本金不受损失的结果。其法律关系是名为信托受益权转让，实为保本保收益的承诺安排。违反了《中华人民共和国信托法》第三十四条“受托人以信托财产为限向受益人承担支付信托利益的义务”的规定，应属无效。

第二，……上海银保监局于 2020 年 8 月 28 日作出《上海银保监局关于回复长沙中级人民法院征询函的函》，该函载明上海银保监局对某信托公司进行了相关调查，并向湖南银保监局进行了协查问询。上海银保监局认为某信托公司与某财务公司签订的《信托受益权转让协议》等一系列操作是保证本金收益不受损失的行为，属于违规刚性兑付行为……

第三，《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 92 条规定……实践中，保底或者刚兑条款通常不在资产管理产品合同中明确约定，而是以“抽屉协议”或者其他方式约定，不管形式如何，均应认定无效。本案中，虽然没有在《信托合同》中直接约定保本保收益的条款，但在《信托受益权转让协议》《补充协议》的约定显然是保本保收益的约定，如前所述，属于刚性兑付的约定，故该两协议应认定无效。

……本案中，2017 年 5 月 5 日，某财务公司通过银行转账方式将 4 亿元信托资金一次性转入某信托公司银行账户，涉案信托计划已成立，故双方约定的资金信托期限未到期，双方应继续履行《信托合同》项下的权利和义务……履行期满后，某财务公司如认为有损失，可依法另行主张权利。

某财务公司在本案中所主张的律师代理费、律师咨询费及差旅费，实际上属于主张两协议履行中产生的损失，对于该损失的产生，根据《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 92 条的规定，某信托公司及某财务公司均属于中国银行保险监督管理委员会的被监管单位，在明知且应当知晓金融机构开展资产管理业务时不得保本保收益的基本原则的情况下，依然签订了上述协议，双方对于上述两协议的无效均有过错，应承担相应的责任。本院酌情认定各方对于律师代理费、律师咨询费及差旅费各承担 50% 的责任……

案例七：通道不一定免责 — 某信托公司与王某某财产损害赔偿纠纷案

（一）案例评析

“通道业务”一直以来因涉嫌规避金融监管而颇受争议。此前，许多从业者误认为信托公司在通道业务中只承担事务管理职责，必然不承担任何责任。但是“通道业务”不意味着受托人完全免责。本案的特殊性主要有：第一，本案要求信托公司在通道业务中也应当履行审慎经营的义务，否则可能承担一定的赔偿责任。第二，赔偿责任并不限于传统意义上的违约赔偿，如果受托人违反审慎经营原则，侵害信托合同以外的第三人的权益的，可能承担对第三人的侵权赔偿责任。

（二）审理法院、案号及审结日期

上海金融法院，（2021）沪 74 民终 1093 号，2021 年 9 月 27 日

（三）基本案情

2013 年 6 月，上海 A 管理中心（作为委托人）与某信托公司（作为受托人）签订《xx·浙江 A 公司贷款项目单一资金信托合同》。此后，王某、陈某某等人以上海 A 管理中心的名义向社会不特定公众募集资金，王某某作为有限合伙人，向收款人户名为上海 A 管理中心的账户汇款 120 万元。该 120 万元被陈某某等人用于归还辽阳 B 公司股东的对外债务。

在涉案信托项目存续期间，某信托公司内部曾于 2013 年 12 月出具过《项目风险排查报告》，载明：“二、本信托为支持浙江 A 公司补充流动资金缺口……该项目为单一被动管理类信托项目，项目风险可控，本次检查未发现重大风险事项。”

2016 年 5 月 27 日，上海 A 局出具沪银监访复（2016）443 号《信访事项处理意见书》，认定在案涉信托计划中某信托公司存在对机构委托人未作充分调查，对其委托资金来源的调查流于形式，对该信托计划的委托资金来源未尽到合规审查义务，违反了审慎经营规则。

此外，上海市第一中级人民法院在另案中查明：“……2013 年 6 月至 8 月间，被告人王某使用上海 A 管理中心等有限合伙企业的名义，以年化利率 9.5-12.5% 的高额利息为诱，向社会不特定公众销售‘浙江 A 公司杭州保障房投资基金项目’，非法集资 2.8 亿余元。嗣后，王某依照上述合同约定划款 2.8 亿元至某信托公司，某信托公司再贷款给浙江 A 公司。浙江 A 公司收到后，划款 2.53 亿余元至辽阳 B 公司，划款 558 万余元至被告人陈某某银行账户，上述钱款主要用于归还辽阳 B 公司股东的对外债务。至案发，各投资人共计收到 5,308 万余元，尚有 2.3 亿余元经济损失。”

（四）法院观点

上海金融法院认为，从某信托公司的过错来看，第一，关于某信托公司是否有义务核查信托资金来源，是否构成误导投资者的问题……**但信托公司内部从审慎管理的角度出发，确有审查委托人资金为自有资金的规范要求。**本案还存在如下特殊情况：其一，某信托公司参与系争信托业务的负责人员已了解到资金系从社会不特定人员募集而来的事实，公安机关对各方人员的询问笔录均证实曾有私募投资者向某信托公司致电征询。由于委托人本身为有限合伙企业，符合合伙型私募基金的法律特征，某信托公司作为专业的金融机构，对此资金募集形式应有充分认识。其二，某信托公司在掌握较多资金与项目信息、知晓自身与项目投资风险关联度的情况下，未对犯罪分子借用其金融机构背景进行资金募集的行为采取必要防控措施，也未对社会投资者作相应警示。其三，行政监管部门曾认定某信托公司存在对机构委托人未作充分调查，对其委托资金来源的调查流于形式，对该信托计划的委托资金来源未尽到合规审查义务，违反了审慎经营规则。由此，一审法院认为，某信托公司在信托业务开展时对委托资金来源的审核未尽必要注意义务，对王某某等投资者投资被骗受损负有一定责任。

第二，关于某信托公司是否有义务对信托产品所涉项目开展尽职调查，其出具《项目风险排查报告》是否侵害了王某某的利益。根据本案《信托合同》约定，某信托公司依据委托人的指令履行后续管理义务，不对借款人和信托资金运用的项目做实质性尽职调查和审核，只提供事务管理服务。因此，**某信托公司在涉案信托产品运行过程中确实无义务对项目开展尽职调查。**但是本案特殊之处在于，信托存续期间，**某信托公司应委托人要求向犯罪分子王某等人出具了《项目风险排查报告》，**该报告称“流动资金项目的资金用途经运营部确认无异常，用款符合合同约定……浙江 A 公司经营状况良好，工程建设进展顺利，财务状况稳定……辽阳 B 公司作为本项目担保方运营正常，还款能力也较强，也能较好的保障信托计划本息的安全。”**从事后查实的结果看，《项目风险排查报告》内容明显虚假。某信托公司作为专业的金融机构，在明知委托资金系属私募募集资金的情况下，更应当审慎回应委托人提出的明显不合理的要求。某信托公司出具的《项目风险排查报告》虽为内部资料，但被犯罪分子利用。根据《信托法》的相关规定，在信托设立后，受托人对信托财产所投项目的尽职调查、信托存续期间的事务管理等负有全面管理的责任，因此王某某等投资者从上海 A 管理中心处看到《项目风险排查报告》，有理由相信系争产品受到了某信托公司的监管和核查。因此，某信托公司出具虚假调查报告的行为客观上起到了蒙骗投资者的作用，应对王某某等投资者投资被骗受损负有一定责任。**

案例八：《民法典》生效前上市公司对外担保效力及责任认定 — 某投资公司与张某某等证券回购合同纠纷案

（一）案例评析

上市公司担保是资管业务中常见的增信措施。如何认定上市公司担保的效力及责任承担，实践中始终存在争议。《民法典》及相关司法解释生效后，新旧法如何衔接适用，特别是《民法典》及相关司法解释生效前已经存在的上市公司对外担保效力和责任认定争议较大。

本案的审理思路具有一定典型性，即，在担保效力的审查层面上，首先探究上市公司是否有提供担保的意思表示，认定案涉差额补足承诺的性质。在认定差额补足承诺的性质为保证担保的基础上，认定案涉担保未经上市公司内部决议，构成越权担保。因债权人未审查上市公司决议，主观上并非善意，该越权担保行为无效。在越权担保无效的责任认定方面，对于发生在《民法典》之前的上市公司对外担保事项，仍然根据原《担保法》解释的规定，认定主合同有效，担保合同无效，债权人和担保人都有过错的，担保人承担民事责任部分，不应超过债务人不能清偿部分的二分之一。

（二）审理法院、案号及审结日期

北京市高级人民法院，（2018）京民初 226 号，2021 年 8 月 11 日

（三）基本案情

2018 年 5 月 14 日，某集团公司、张某某作为转让方及回购方，与某投资公司签订《股票收益权转让及回购合同》，约定某集团公司、张某某向某投资公司转让其合法持有或将合法持有的某股份公司约 6,800 万股股票（下称标的股票）的股票收益权。合同约定的期限届满或条件成就后，某集团公司、张某某同意以约定的价格回购某投资公司届时持有的标的股票股票收益权。

同期，某投资公司与某股份公司签订的两份《差额补足合同》，约定如果某集团公司、张某某未能按照约定履行回购义务，某股份公司愿意就上述回购责任承担差额补足义务。当发生某集团公司、张某某的债务履行期届满或者某集团公司、张某某债务被债权人提前宣布到期时，某集团公司、张某某未全部或部分履行债务；发生主合同项下的任何违约事件，某投资公司按照主合同规定对某集团公司、张某某采取任何风险处置或违约追究措施等任一情形时，某投资公司有权直接要求某股份公司就主债权项下乙方应付未付的差额部分金额（即差额补足款）承担补足义务。

（四）法院观点

北京市高级人民法院认为，两份《差额补足合同》约定符合担保法第六条关于保证的规定，性质均应认定为保证合同。对此，某投资公司和某股份公司在向本院提交的书面意见中均已予以认可。依照《中华人民共和国公司法》（2013 年修正）第十六条之规定，并参照《最高人民法院关于适用有关担保制度的解释》第九条之规定，某股份公司作为上市公司，其与某投资公司签订《差额补足合同》，应当经过某股份公司董事会或者股东大会决议通过。某投资公司承认其未审查某股份公司签订两份《差额补足合同》是否经董事会或者股东大会决议。虽然某股份公司在《差额补足合同》中作出了“声明、保证和承诺”，但某投资公司仍应依据相关规定履行必要的审查义务。某股份公司的法定代表人张某某签订《差额补足合同》时，未经某股份公司董事会或者股东大会决议通过，属于未经授权擅自为他人提供担保，构成越权代表。某投资公司在签订两份《差额补足合同》时，未审查某股份公司签约是否经董事会或者股东大会决议通过，故某投资公司不构成善意，案涉两份《差额补足合同》应属无效。对于案涉两份《差额补足合同》的无效，某投资公司和某股份公司均存在过错，故某股份公司承担民事责任的

部分，不应超过某集团公司、某公司、张某某不能清偿部分的二分之一……依照担保法第三十一条之规定，某股份公司在对某集团公司、某公司、张某某的上述债务承担赔偿责任后，有权向某集团公司、某公司、张某某进行追偿。

案例九：一般不动产买受人的物权期待权能否对抗抵押权？ — 吴某、陈某某申请执行人执行异议之诉纠纷案

（一）案例评析

《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》（下称“《执行异议和复议规定》”）第二十八条规定了“一般不动产买受人物权期待权的保护条件”，第二十九条规定了“房屋消费者物权期待权的保护条件”。《执行异议和复议规定》于 2015 年施行后，司法审判较为混乱，在很多案件中，购房人只要满足了第二十八条、第二十九条中任意一条，即可排除抵押权的强制执行。这一混乱适用导致抵押权优先性的基本原则被一再动摇。

事实上，一般不动产买受人的物权期待权，不具有优先于抵押权的生存权至上的价值基础，不当享有优先权。各方权利排序应为：商品房消费者的物权期待权>建设工程价款优先受偿权>抵押权>一般不动产买受人的物权期待权。

本案中，最高院在一定程度上厘清了第二十八条、第二十九条在适用上的困惑与混乱，并特别强调在此类案件中要严格审查和把握，以免动摇抵押权的优先性。包括本案在内，最高院至少五次在其他案件中引用了相关裁判理由，且在 2021 年一整年中，全国各地法院至少有 16 宗案件都采用了相同的审理思路。然而，在数量庞大的案外人执行异议之诉中，各地司法机关对这一问题的认定仍然千差万别，给抵押权人造成了极大的负面影响。厘清该问题具有极强的必要性和紧迫性。

（二）审理法院、案号及审结日期

最高人民法院，（2021）最高法民申 1131 号，2021 年 4 月 19 日

（三）基本案情

购房人购买房屋后未进行所有权登记，案涉房屋仍登记在开发商名下。后开发商将案涉房屋办理抵押。购房人就抵押权人申请的强制执行提出执行异议。

（四）法院观点

吴某如要排除某银行对案涉房屋享有的抵押权优先受偿权，必须符合《执行异议和复议规定》第二十七条的规定。该条确立了享有担保物权的申请执行人的优先受偿地位，同时基于对一些特定权益优先保护的必要，通过“但书”予以排除。根据《最高人民法院关于建设工程价款优先受偿权问题的批复》第一条、第二条的规定，交付全部或者大部分款项的商品房消费者的权利优先于抵押权人优先受偿权，此即属于“但书”条款所言的例外规定，该规定是基于生存权至上的考虑，突破合同相对性和债权平等而设置的特别规定，实践中需要严格审查和把握，以免动摇抵押权的优先性基础。《执行异议和复议规定》第二十九条规定体现了对商品房消费者物权期待权的优先保护。而《执行异议和复议规定》第二十八条则规定了一般房屋买受人的物权期待权，但该类情形并不具有优先于抵押权的生存权至上的价值基础。也即，一般不动产买受人即便符合《执行异议和复议规定》第二十八条的规定，也不能对抗抵押权人。

案例十：金融资管业务与刑事犯罪交叉问题 — 吴某某、李某等内幕交易、泄露内幕信息一审刑事判决书

（一）案例评析

近年来，金融资管业务与刑事案件交织的情形，屡见不鲜，常见的表现形式有：1.资产端融资人向金融机构融资的行为涉及刑事犯罪，导致金融机构的投资行为涉及“刑民交叉”，如涉及骗取贷款、票据承兑、金融票证罪；2.金融机构违法违规开展业务，涉及刑事犯罪，如涉及非法吸收公众存款、操纵市场、违法发放贷款等犯罪；3.实际控制人利用金融机构进行刑事犯罪；4.从业人员在开展业务的同时，个人涉及刑事犯罪，如涉及非国家工作人员受贿罪。本案属于第3类情形，即：吴某某虽然不是某能源重大事项的当事人，亦不在相关主体任职，但法院认为其作为双方交易的“居间人”，也属于重大事项的内幕信息知情人。其作为某管理公司的实际控制人，通过某资管公司相关的证券账户大量交易某能源股票，亦属于内幕交易。虽然内幕交易发生亏损，但不影响其行为的定性和责任承担。

（二）审理法院、案号及审结日期

上海市第三中级人民法院，（2021）沪03刑初39号，2021年6月16日

（三）基本案情

2016年，某能源（深交所上市公司）为转型发展，拟开展金融业务并寻找相关并购标的。同年9月4日，吴某某作为某管理公司董事长，介绍某能源董事长宁某某与某投资公司董事长陈某相识，并撮合双方开展股权合作。同年9月13日，经吴某某安排，某投资公司董事长陈某等多名高级管理人员至某能源考察并与某能源达成股权合作的意向。吴某某作为双方股权合作的居间介绍人，参与当日考察并知悉上述意向。

2017年1月3日，某能源发布资产收购重大事项停牌公告。同年2月25日，某能源发布关于受让暨增资某投资公司涉及关联交易的公告，并于同月27日复牌。本次某能源与某投资公司股权合作事项为内幕信息，内幕信息敏感期为2016年9月13日至2017年2月25日，吴某某系内幕信息知情人员。

2016年9月中旬，被告人吴某某在公司会议上将上述内幕信息告知某管理公司财务总监被告人李某、某管理公司交易部负责人被告人车某某等员工。在吴某某指令下，某管理公司通过实际控制的“某管理公司”“xx单一资金信托”“xx投资管理中心”等9个证券账户大量交易某能源股票，具体由李某负责财务部开立证券账户、调拨资金及融资付息等；由车某某负责交易部进行股票交易。2016年9月14日至12月30日，某管理公司通过上述证券账户共计买入某能源股票9,747万余股，买入金额人民币8.37亿余元，截止2018年11月26日全部卖出，其中敏感期内卖出1,548万余股，卖出金额1.35亿余元，某能源复牌后卖出8,198万余股，卖出金额5.62亿余元，共计亏损1.39亿余元。

（四）法院观点

本案中，吴某某的辩护意见主要有以下两点：1.本案内幕信息形成时间应不早于2016年9月28日某能源召开对外投资工作会议的时间；2.吴某某不是内幕信息知情人员，不属于2014年证券法第七十四条规定的内幕信息知情人员范围。针对前述辩护意见，法院认为：

某投资公司董事长陈某等人在被告人吴某某的安排下，于2016年9月13日至某能源考察座谈，其间双方表达了合作意向，探讨了股权合作的方式……根据《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》第五条第三款的规定“影响内幕信息

形成的动议、筹划、决策或者执行人员，其动议、筹划、决策或者执行初始时间，应当认定为内幕信息的形成之时”。综上，认定本案内幕信息形成时间为2016年9月13日，有充分的事实和法律依据。被告人吴某某积极促成某能源与某投资公司于2016年9月13日的考察座谈，双方洽谈合作时，吴某某亦在场，应认定吴某某知悉本案内幕信息的时间为2016年9月13日。根据犯罪行为时法律即2014年修正的《中华人民共和国证券法》第七十四条的规定，内幕信息知情人主要包括七类人员，吴某某虽不是股权合作双方的当事人，不在某能源公司及某投资公司担任任何职务，亦不是相关证券机构的从业人员，但其作为双方合作的中间介绍人，在积极促成某能源与某投资公司的合作中知悉本案内幕信息，应属于2014年证券法第七十四条规定的“国务院证券监督管理机构规定的其他人员”。

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：

尤杨

电话： +86 10 8524 9496

Email: yang.you@hankunlaw.com

赵之涵

电话： +86 10 8524 9470

Email: zhihan.zhao@hankunlaw.com