

## 争议解决法律

### 私募基金托管人法律责任研究（下）：托管人的合理履职标准与法律责任抗辩

作者：孙伟 | 邓晓明 | 刘虹璐 | 朱星羽

#### 目录

- 一、我国托管人履职标准的司法与仲裁实践情况
  - （一） 托管人义务的争议解决实践情况
  - （二） 管理人缺位时司法实践对托管人的履职要求
- 二、合理、可操作的托管人履职标准与过错边界
  - （一） 投管人投资监督“形式审查”义务的核心与本质
  - （二） “合比例”的托管人具体履职标准
  - （三） 托管人向监管机构的合理报告权利
- 三、管理人缺位时托管人的主要工作内容与合理边界
  - （一） 管理人缺位时托管人适当积极履职的合理性
  - （二） 托管人适当积极履职的主要内容与合理边界
- 四、托管人民事法律责任构成要件的其他常用抗辩思路
  - （一） 投资者损失数额的认定
  - （二） 托管人履职过错与投资者损失的因果关系
  - （三） 托管人的赔偿责任形态：相应的补充赔偿责任

## 一、我国托管人履职标准的司法与仲裁实践情况

基于对各大商事仲裁机构的调研情况及我们的长期办案经验，目前仲裁机构处理的私募基金托管人责任纠纷案件中，申请人主张托管人承担责任的主要理由包括，托管人对基金的投向未尽审查职责、托管人未尽净值复核义务或信息披露义务、托管人未对管理人的违法违规或违约行为进行监管（包括是否遵守投资策略、是否及时清算、止损清仓操作）等。公开裁判文书所展示的纠纷事由也与此一致。

### （一）托管人义务的争议解决实践情况

#### 1. 产品设立阶段的评估审查义务

在产品设立阶段，涉及托管人责任的纠纷主要集中于对基金合同成立、合同效力和基金资质的审查义务。司法实践中，有法院认为托管人应当对基金合同约定的成立和生效条件是否成就承担审查义务。如基金合同以“基金备案”为生效要件，托管人在基金未完成备案的情况下执行投资指令，即存在履职过错<sup>1</sup>。在基金存续期已到期的情况下，投资者认购金额仍未达到基金合同约定的合同成立要件，托管人本应当履行监督职责、提示管理人违规风险、跟进管理人后续处理等，但托管人仍按照基金正常成立和运行的模式执行投资指令，也存在履职过错<sup>2</sup>。类似地，在基金管理人未注册、基金未备案的情况下，如果托管人执行管理人的投资指令，使得基金成为了非法吸收公众存款的犯罪工具，法院亦认定托管人对投资者的损失存在过失<sup>3</sup>。

我们认为，基金托管人对基金合同的成立和生效、基金及其管理人资质的审查义务，也是托管人执行“合法合规”的划款或投资指令的前提，如未尽此类审查义务即执行投资指令，有较大风险需对投资者承担责任。在法律法规明确要求基金及其管理人进行备案登记并在公开渠道公示的情况下，托管人可以利用合理、有效且相对低成本的方式对基金资质进行核查。而且，实践中许多基金合同也有类似约定，如托管人应当“自基金成立之日起对案涉基金主要承担安全保管、分账管理、对管理人发出的划款指令作形式审查并予以执行……义务<sup>4</sup>”。因此，托管人通常应当核查基金合同是否成立和生效，基金是否已经依法依约备案。

#### 2. 对基金投资活动的审查义务

对基金对外投资的审查义务及边界是托管人责任纠纷最为典型的问题，该义务要求托管人对管理人拟使用基金财产而发出的投资指令进行审核。仅当指令要素符合合同有关投资范围、投资限制等约定，托管人才能执行该指令，从托管账户划付款项。实践中，管理人违反或超越基金合同关于投资标的和投资范围的约定对外投资，而托管人未尽核查义务时，法院可能认定托管人未尽审慎核查义务的行为与投资者的非正常损失之间存在因果关系<sup>5</sup>。

就基金托管人审查投资指令的履职边界，法院和仲裁机构的总体观点是，托管人有义务在划款前对管理人的划款指令进行表面一致性审查。如托管人根据法律法规和合同约定进行了形式有效性、指

<sup>1</sup> 参见北京市第二中级人民法院（2019）京02民终8082号民事判决书、北京市高级人民法院（2020）京民申2255号民事裁定书。

<sup>2</sup> 参见广东省深圳市中级人民法院（2018）粤03民终16126号民事判决书。

<sup>3</sup> 参见湖南省株洲市中级人民法院（2019）湘02民终2409号民事判决书。

<sup>4</sup> 参见北京市海淀区人民法院（2020）京0108民初30669号民事判决书。

<sup>5</sup> 参见湖南省株洲市中级人民法院（2021）湘02民终2127号民事判决书；北京市第二中级人民法院（2018）京02民终6942号民事判决书。

令要素齐备性的审查，则已经尽到相应监督义务，托管人不对投资指令承担实质审查义务，不承担因正确执行有关指令而给基金财产带来损失的责任<sup>6</sup>。具体来说：

第一，托管人承担投资指令与基金合同等相关约定是否相符的表面一致性审查义务，托管人不负责审核项目及交易信息的真实性，也不对管理人提供文件的真实性负责<sup>7</sup>。

第二，托管人在划款后对投资资金流向及使用通常不负有持续监管义务。托管人执行划款指令后，仅需根据基金合同约定对投资范围和投资限制进行持续监督<sup>8</sup>。在涉及管理人利用多层嵌套实施关联交易或利益输送时，客观上托管人不具有穿透审查下层金融产品再投资情况的能力，并不负有对资金最终流向进行核查和监督的义务。

第三，如基金已完成的对外投资触发合同约定的预警线、止损线，托管人负有提示管理人的义务，但不负有改正或阻止管理人行为的责任。如果托管人能够举证证明其已经按照协议约定的预警线、止损线向管理人作出提示，管理人未按照合同约定执行预警止损操作给投资者造成损失，托管人不承担责任<sup>9</sup>。此外，托管人不应当对不属于其履职范围的投资止损情形承担监督义务。基于对广东某仲裁机构的调研，我们了解到其近几年处理的托管人责任纠纷也基本按照上述思路处理，仲裁庭亦不会考察具体的投资逻辑或投资策略。

### 3. 对投资人的“信息披露”义务

司法实践对于评价托管人是否负有“信息披露”义务，一般重点关注《证券投资基金托管业务管理办法》第二十条以及《私募基金监督管理办法》第二十四条中规定的基金托管人应披露事项。对于基金定期报告，托管人负有复核基金净值、复核基金管理人编制的私募基金定期报告相关内容的义务，但并不负有向投资者提供基金定期报告的义务<sup>10</sup>；在管理人未及时主动提供报告的情况下，托管人不应当就投资者就此遭受的损失承担连带责任<sup>11</sup>。因此，本文认为托管人的相关核查义务，严格来说不是“信息披露”义务，而主要是督促管理人履行信息披露义务的监督职责。

在仲裁机构处理的案件中，托管人因督促信息披露的职责履行不当而承担责任的案件较为鲜见，主要原因在于，管理人信息披露义务履行不当与投资者损失之间的因果关系难以证成，具体如下：

第一，上海某仲裁机构处理类似案件的普遍思路为，基金托管人和基金管理人可以通过协议的方式约定信息披露相关事项和责任义务；通过基金合同的约定，托管人的信披义务主要集中在就基金托管部门负责人变动等重大事项发布临时公告等，是对管理人信息披露责任的补充，即承担辅助角色。

第二，关于托管人对相关报告的核查义务边界和尺度，司法实践认为，托管人的义务仅限于对管理人编制的基金资产净值、基金份额净值、基金份额申购赎回价格、基金定期报告和定期更新的招募说明书等文件中的财务信息等进行复核确认；托管人未对基金净值等数据进行正确核实时，将对因此导致的

<sup>6</sup> 参见北京市朝阳区人民法院（2021）京0105民初15178号民事判决书。

<sup>7</sup> 参见济南铁路运输中级法院（2021）鲁71民初2号民事判决书；上海市虹口区人民法院（2021）沪0109民初7347号民事判决书。

<sup>8</sup> 参见广东省深圳市福田区人民法院（2018）粤0304民初31073号民事判决书；钱某某诉A资产管理合伙企业、B证券股份有限公司仲裁案。

<sup>9</sup> 参见上海金融法院（2019）沪74民终663号民事判决书。

<sup>10</sup> 参见济南铁路运输中级法院（2019）鲁71民初121号民事判决书。

<sup>11</sup> 参见上海仲裁委员会就申请人某投资人对被申请人某银行投资管理合同纠纷进行仲裁案，<http://alk.12348.gov.cn/Detail?dbID=77&dbName=GNZC&sysID=1206>。

非正常投资损失承担赔偿责任。在托管人履职限度上，托管人能够提供证据证明履行了合同约定的复核管理人报告、编制年度托管报告等义务的，不应当认定托管人存在履职过错<sup>12</sup>。

值得思考的是，最新的《私募投资基金备案指引第3号——私募投资基金变更管理人》第六条要求在变更管理人时，“私募基金托管人（如有）对新管理人是否符合本指引第五条规定发表的意见”。而所谓第五条规定，包括了“具备持续展业能力”的要求，即托管人需要对管理人具备持续展业能力发表意见。但在实践中，对商事主体的持续经营能力发表意见依赖于会计师、保荐人等专业中介机构的充分尽职调查，私募基金托管人的工作逻辑显然与此不同——托管人没有法定义务、也缺乏调查手段对管理人的持续经营能力进行背书。虽然目前尚无相关争议，但托管实践已受到该要求的困扰，这一要求被认为远超出了托管人的合理履职范围和履职能力，值得行业关注。

## （二）管理人缺位时司法实践对托管人的履职要求

在管理人缺位时，法律法规及监管规则并未对托管人的履职范围和边界作出详细具体的规定，司法实践也尚未形成有代表性的裁判路径。但已有案例显示，在管理人失联且无法履职的情况下，如果托管人仍未尽到审查基金资产净值、监督投资运作、召集投资者代表大会等义务，则属于未履行托管人的重要义务，构成严重失职<sup>13</sup>。

由此可见，在基金管理人失联或严重违反受托义务频发的现实背景下，有必要结合下文提出的考虑因素与建议，探索形成有效的风险处置机制，在不过分加重托管人责任的情况下，最大程度保证基金财产安全。

## 二、合理、可操作的托管人履职标准与过错边界

我国法律法规相对明晰地框定了托管人的核心治理功能，即保管和监督基金财产，避免管理人的侵占和挪用。同时，在金融活动高度专业化的发达市场，托管人完全不具备投资者可以合理期待的、与管理人相当的投资决策水平，在任何情况下都无法也不应代替管理人进行投资决策或类似主观判断，两者角色定位有根本不同。基于托管不同于管理的制度机理，托管人被赋予的治理功能是相对有限的，托管人制度不应当成为管理人以“治理功能”为名，转嫁管理风险和混淆行为责任的手段。立足于我国托管人制度的治理功能与合理定位，我们对托管人履职标准与过错边界的确立提出如下建议：

### （一）托管人投资监督“形式审查”义务的核心与本质

如前所述，托管人最重要、争议最集中的职责是在基金产品运行过程中的“投资监督”义务。现有监管规则、裁判思路及学术观点都试图将托管人的审查义务在“形式”或“实质”之间做出划分，强调托管人投资监督义务的“表面”或“形式”审查性质。已有司法与仲裁案件的常见思路是，托管人对于投资指令、划拨指令等的审查标准低于管理人的投资决策义务。如果相关投资标的已经超出基金合同约定范围，托管人未能核查发现问题，执行了投资指令，即构成过错；相反，如果投资标的在形式上符合投资范围，但是需要进一步核查、验证其真实情况时，如投资合同的印章是否为管理人伪造，托管人通常不承担如此高的注意义务。

但是，无论是“形式 vs 实质”，还是注意义务的高低，都难以从本质上定义托管人投资监管义务的

<sup>12</sup> 参见江苏省南京市中级人民法院（2020）苏01民终5949号民事判决书、上海仲裁委员会就申请人对被申请人资产管理合同纠纷进行仲裁案，<http://alk.12348.gov.cn/Detail?dbID=77&dbName=GNZC&sysID=2377>。

<sup>13</sup> 参见临沂市罗庄区人民法院（2020）鲁1311民初180号民事判决书（二审以应由仲裁管辖为由，撤销一审判决）。

内涵。现有规则及案例对“形式”或“实质”审查标准的把握，更像是理解管理人与托管人履职标准的两个方向与原则，较难脱离个案指导后续纠纷的裁判。对于没有明显违法违规、事后倒推又可能通过一定投入发现问题的投资行为，“形式审查”标准无法提供有效的裁判指引。

经广泛调研与研究，本文倾向于认为，理解托管人“形式审查”义务的核心与基础，在于严格区分管理人基于专业与经验的广泛的投资决策权，与托管人基于法律法规及基金合同明确约定的限制管理人对外投资的有限权利。在高度发达与专业化分工的金融活动中，管理人实现私募基金财产保值增值的投资决策行为，不仅是其对投资者整体的义务，也是相对于其他人（包括投资者与托管人）的重要权利。只要管理人不违反忠实义务和行业基本合理的投资决策勤勉义务，其投资决策就应当得到有效执行并由投资者承担相应后果。因此，托管人投资监督义务“形式审查”最重要的基础逻辑，是其应当仅就法律法规及基金合同的明确约定进行客观判断，不对有关投资是否合理、是否有可能获利或者有较大亏损风险进行主观判断（无论这种判断是否仅需较小的额外履职投入）。

举例而言，目前实践中大量存在私募基金转投其他私募基金或具有不确定收益结果的金融产品的情况。那么在基金合同允许对此类金融产品进行投资的情况下，托管人可以也应当审查有关投资标的是否正常备案、投资标的的管理人能否合法运作，即该投资标的是否依法存在及具备合法运行的可能。但是，除非另有约定，托管人不能简单因为作为投资对象的私募基金或其管理人受到监管负面评价甚至行业风评有争议，就限制管理人的投资决策。因为只要该投资标的符合约定范围，又有投资获利的理论可能，那么是否实际投资、实际投资是否合理等问题都属于主观判断，需要管理人基于专业知识与经验，甚至包括风险偏好与直觉进行投资决策，托管人没有能力和权利予以干涉。

## （二）“合比例”的托管人具体履职标准

实践中，投资者对于具有专业能力和良好声誉的托管人赋予了超出其履职范围的期待，误以为托管人能够承担产品质量和管理人信用背书甚至“刚性兑付”的功能。诚然，托管人的制度设计不应当仅仅“流于形式”而应当实质有利于保护基金财产安全。但试图无限制扩大托管人的义务范围，显然与托管人的能力、托管人与管理人的角色分工和激励机制不成比例。因此，应当针对托管人的不同职责，以及基金是否处于重大风险事件中等不同情形，确定“合比例”的托管人履职标准。

一方面，对于有明确法定或约定义务的事项，托管人应当就审查事项承担专业的注意义务、就报告和信息披露行为承担专业的复核义务，有关义务的内容为表面的审慎履职，不需要对属于管理人的投资决策行为做主观判断，同时应当充分考虑托管人的履职能力和整个基金合同给托管人留有的审查时间与可以负担的成本。譬如，管理人的拟投资标的在专业理解上是否超出合同约定的范围和方向，或者管理人提供的相关文件是否应当被专业人士发现瑕疵（如印章缺字、错字）等事项，属于托管人的履职范围。但是，如管理人利用多层嵌套进行关联交易，相关主体并非显而易见的公众公司，托管人与行业同仁不能在有限时间内发现关联关系的情况；或者管理人向托管人提供了表面无瑕疵的伪造文件等，即超出了托管人“合比例”的核查范围。

另一方面，对于法定或约定范围外的事项，托管人不负有专业审查、复核等义务，但不排除承担一般人的注意义务，如知道或者应当知道相关事项明显异常时的报告或反馈义务。如前所述，不应当概括地要求托管人承担超出法律规定和相关合同约定范围外的义务，但考虑到实践中基金及其管理人“暴雷”的诸多情况，托管人应当对于关涉基金财产安全、投资者重大利益的事项，承担一般人的注意义务。这主要是指托管人得以通过公开信息知道或者应当知道，或者已经客观知晓的监管调查、风险事件、新闻报道等，发现基金投资或运行明显异常或者存在重大风险时，应当履行提示管理人、向投资者披露乃至监管报告义务。《证券投资基金法》第9条、《私募投资基金监督管理条例》第3条关于托管人“恪尽

职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务”的一般规定可以作为此类义务的规范基础。

### （三）托管人向监管机构的合理报告权利

《证券投资基金法》第 37 条以及《证券投资基金托管业务管理办法》第 21、22 条规定，在发生管理人违反法律法规和基金合同约定对外投资或者基金收益分配存在违规失信行为时，托管人应当及时通知管理人，并向监管机构报告。从相关规定的表述来看，此处的监管报告义务是托管人的法定义务。我们认为，绝对化地要求托管人在此类情形下向监管机构报告，可能不利于最大化地维护基金整体利益和投资者权益。

应当给予托管人纠正管理人不当行为的权利和履职空间，维护私募基金的平稳运行。在发生诸如投资指令或收益分配违规事件时，托管人承担通知管理人的义务。此时，存在因管理人过失违规，或者因来自托管人或投资者的压力而改正、补正相关违规行为的可能。我们认为，在风险可得化解且未发生矛盾升级的情况下，为维护基金的声誉和基金投资者的整体利益，可以考虑区分不同情形，对监管报告事项给予托管人一定的自由裁量权：在无法通过提示、警告管理人而及时化解相关违规事件时，托管人应当及时向监管机构报告；相反，如管理人经托管人提示、通知后能够及时纠正错误且未造成实际损害后果的，则不以监管介入为必要。譬如，在投资指令违反法律规定或合同约定时，托管人拒绝执行并通知管理人后，如果管理人在一定期限内主动撤销相关指令或重新作出合法合规的投资指令，相关违规行为就能够妥善解决。设置此类监管报告门槛可能更有利于违规风险的化解和基金的整体利益。

## 三、管理人缺位时托管人的主要工作内容与合理边界

托管人在基金治理上被赋予补充管理人信用和制衡管理人滥权的功能，在私募基金管理人未正常履职时，托管人是投资者利益保护的最后一道防线。在管理人不能正常履职的语境下，有必要要求托管人适当积极履职，以维护基金投资者的基本利益。

### （一）管理人缺位时托管人适当积极履职的合理性

我国私募基金行业体量较大，且个人投资者众多，且我国私募基金管理人缺位情形比较常见。以“失联”为例，截至 2019 年底，未按照要求完成备案被注销的私募基金达到 49%，已对外公告失联的私募基金管理人超过 1,000 家。毫无疑问，在保护投资者权益，维护金融安全的基本导向下，托管人应当在管理人缺位情形下适当积极履职，以保护投资者利益。

目前监管规则对于管理人缺位时托管人的职责规定相对粗糙。这不利于为托管人提供积极明确的履职指引，也有可能引发司法裁判的模糊责任。在管理人本身清偿能力不足或失联的情况下，投资者往往以托管人未尽托管、监督职责为由要求托管人对投资损失承担连带清偿责任或补充责任<sup>14</sup>。在加强金融监管、适当加重托管人责任的监管态度下，不明确的履职内容和履职边界很可能为托管人带来法律风险。

### （二）托管人适当积极履职的主要内容与合理边界

#### 1. 托管人在基金清算中的有限功能

我们在对托管机构的调研中了解到，在私募基金管理人失联的情形下，投资人通常期待托管人召集

<sup>14</sup> 上海市高级人民法院课题组、茆荣华、单素华等：《私募基金纠纷法律适用问题研究》，载《法律适用》2023 年第 8 期，第 110 页。

持有人会议。实践中，托管人通常不以自己名义召集持有人大会，而是以投资者名义召集，但会提供必要的协助。值得注意的是，根据监管规则的规定，基金托管人不承担《监督管理条例》第 42 条规定的监管机构才有权行使的“聘请或者指定第三方机构对私募基金财产进行审计”、“接管”等职责，不符合《监督管理条例》第 34 条的情形时亦不当然负担“更换私募基金管理人、修改或者提前终止基金合同、组织私募基金清算”等职责。

就管理人缺位情况下的基金清算问题，实践中基金的投资对象并不认可托管人具有代表基金的权限，主要通过更换管理人解决。在无法更换管理人时，对于具备良好流动性的证券等投资标的，经纪商可能将操作权限赋予投资者的集体或有权代表，托管人并不参与处置投资标的。

## 2. 证券公司具备多重身份对履行托管职责的影响

实践中，存在托管人同时担任基金投资标的（譬如股票）经纪商的情况，亦存在托管人在基金募集阶段承担代销职责的情况。在发生管理人缺位时，投资者和裁判者都存在将证券公司或银行视为一个整体，从而在价值判断上要求其承担更多责任的倾向。但这一价值判断又与实践中证券公司或银行的业务隔离要求相矛盾。

**就托管人同时担任投资标的的经纪商的情形，我们认为，托管人不应当因此承担更多职责。**考虑到目前行业实践中并不承认托管人具有代表私募基金或者代表私募基金投资者的权限，且托管人也完全不具备投资或处置基金财产的权限，要求托管人处置基金财产本身即存在重大的规范和实践障碍。此外，以证券公司为例，证券托管部门并不存在“交易员”之类的岗位，要求托管人处置基金财产突破了托管人的功能范畴，不具有可行性。质言之，在这一问题上，证券公司无法被“一体化”地认为能够在管理人缺位的情况下，以经纪商的身份提供基金财产处置服务。

**至于托管机构同时担任代销机构的情形，我们认为，托管人对于“策略漂移”具有积极履职的空间，有待监管规则作出专门调整。**我们认为，“策略漂移”确实属于损害投资者预期和投资利益的行为，在价值判断上，如果托管人有渠道和能力把握相关风险，将更有利于投资者的利益保护。就此，需要从监管规则上明确给予托管人知情销售过程的权限，托管人同时承担避免“策略漂移”的注意义务，在合理范围内帮助投资者防范相关风险。

## 四、托管人民事法律责任构成要件的其他常用抗辩思路

投资者既可以基于与管理人、托管人签署的基金合同等文件主张违约责任，也可以基于法律法规和监管规则对相关主体履职的明确要求，主张侵权损害赔偿责任。经调研，我们发现实践中托管合同中与托管人义务有关的内容与《证券投资基金托管业务管理办法》等监管规则高度吻合，法院及仲裁机构主要以托管合同约定为依据，结合监管规则，对托管人履职情况进行判断。在此基础上，无论是合同还是侵权之诉，均还需考虑不当行为与损害间的因果关系、实际损害大小等因素。

因此，我们认为，实践中不同请求权基础在确定托管人需要承担的损害赔偿责任时的差异很小。本文第二章、第三章已经就托管人履职义务边界、管理人缺位时的履职要求以及履职过错问题进行了梳理。本章将结合诉讼与仲裁实践，参考《最高人民法院金融审判纪要（征求意见稿）》等最新裁判规则，重点分析投资者损失认定和损失因果关系两方面的问题，进而完整构建托管人民事责任承担的合理架构。

### （一）投资者损失数额的认定

投资者基础投资损失的认定是确定托管人损害赔偿责任的前提条件。值得注意的是，管理人、托管

人基于委托代理关系或信托关系管理投资者财产的集合并进行对外投资，且“不保本保收益”的金融产品，在投资者的基础损失确定上并无本质区别。考虑到司法实践中，判定托管人承担责任的先例较少（见本章第（三）部分），因此本文同步参考了基金管理人责任、信托和资管产品中的管理人或托管人责任案件，对此类产品中确定投资者损失的前提、计算方法以及适当性责任对投资损失认定的影响等问题展开分析。

## 1. 确定投资者损失的前提

理论上，投资者确定无法从金融产品中获得清偿时，投资损失才能确定。质言之，在计算投资损失时，自然应当扣除投资者可以通过分配获得偿付或收益的部分，损失的确定通常以金融产品完成清算为前提。但实践中，大量管理人、托管人责任纠纷案件中存在逾期未完成清算或者预计难以完成清算的情况。此时，投资者损失的确定是否以基金完成清算作为前置条件，一直是各类金融产品纠纷的争议焦点之一。

在这一问题上，司法机关尚未形成统一的裁判路径。早期主流裁判观点认为，即使基金管理人存在违反适当性义务或投资违法违规行，但在基金未完成清算、资产没有全部变现的情况下，投资者的损失没有确定<sup>15</sup>。但是，实践中未能按约清算的基金产品，部分存在底层项目变现困难或几乎已无价值<sup>16</sup>、管理人无正当理由而怠于履行清算职责<sup>17</sup>、基金财产被挪用且涉及严重违法甚至刑事犯罪<sup>18</sup>等情形。此时如果法院直接以未完成清算为由驳回投资者的损害赔偿请求，将导致问题的解决陷入僵局，不利于落实管理人和托管人责任，亦不利于投资者保护，反而放任了违法违规行为。

因此近年来，就清算问题法院逐渐展现出相对宽松和灵活的司法态度。在一则典型案例中，上海金融法院即认为“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<sup>19</sup>”。我们赞同有关趋势，认为对“损失确定”的认定，应当以完成清算为原则，但充分考虑例外情形。在虽然未完成清算，但投资损失已经相对确定且投资者利益具有保护必要的情形下，应当直接就未完成清算状态下能够计算出的投资损失予以确认。

**第一，《最高人民法院金融审判纪要（征求意见稿）》第 66 条列举的投资者有权请求提前解散清算的情形，亦应当适用于基金未能按时完成清算的情况。**具体来说，在发生基金财产或基金所投资的底层资产已无价值；基金所投资的企业已进入破产清算程序；基金所投资的企业因其自身债务被申请执行，人民法院因无财产可供执行而执行终结或终止执行；基金管理人主要工作人员失联、跑路，或因涉嫌刑事犯罪被立案侦查导致基金管理人实际上已经歇业等情形时，应当认为损失已经相对固定，从而推进投资者损失认定程序。

**第二，除上述列举情形外，在出现资产事实上无法进一步变现或者长久无法变现的情形时，应当允许裁判机关通过自由裁量判断是否进入损失认定程序。**我们从广东某仲裁机构了解到，投资者损失已经处于相对稳定状态时，即可以进行损失的认定，裁判机关通常不会因私募基金未经清算而无限期中止案件审理进展。我们认为，在发生私募基金投资标的证券违约、发行人虽理论上未被宣告破产但案件事实上无法执行回款，或者私募基金投资标的股权虽理论上有价值但长期无法变现等情况时，裁判机关

<sup>15</sup> 参见（2021）京民申 7105 号、（2020）京 0101 民初 6865 号等。

<sup>16</sup> 参见（2022）津 02 民终 1733 号、（2021）沪 74 民终 1376 号等。

<sup>17</sup> 参见（2021）沪 74 民再 13 号、（2020）沪 74 民终 1046 号等。

<sup>18</sup> 参见（2022）沪 0115 民初 37508 号、（2021）沪 74 民终 1122 号等。

<sup>19</sup> 参见《上海金融法院发布证券期货投资者权益保护十大典型案例》，<https://mp.weixin.qq.com/s/tLffjV0yVxMBwWVwUFcOEA>。



应当有权自由裁量，在必要时认定投资者的损失已经确定。

第三，为避免基金后续完成清算造成投资者重复受偿，裁判中可以一并明确，投资者持有的基金份额转让给已经承担了赔偿责任的管理人、托管人<sup>20</sup>，或判决投资者通过后续清算获得的现金及非现金资产份额由承担责任的管理人、托管人自行处理<sup>21</sup>。

## 2. 实际投资损失的确定

在投资者基础损失或投资损失总额的计算上，通常不应当以预期投资收益为计算标准。如前所述，基金不是“保本保收益”的金融产品，相关法律法规更是明确禁止基金和资管产品管理人做出“刚性兑付”“投资本金不受损失或者保证最低收益”等宣传或承诺<sup>22</sup>。实践中，基金的宣传推介资料或认购合同中，可能存在关于基金预期收益率的约定。就此，裁判观点较为一致地认为，预期收益率仅为基金产品的预期投资表现，“并不意味着保证投资人取得相应数额的投资收益”，不具备约束力更不是必然能够实现，不应当成为投资损失计算的依据<sup>23</sup>。即使管理人、托管人存在履职违法违规，也不应当成为投资者的预期收益被完全保护的理据。否则，将出现“发生违法违规，投资者即可获得固定的高额回报”的逻辑，违反此类金融产品的商业规律，且可能造成对投资和维权方向的不良引导。

实践中，投资者基础损失的计算仍以投资本金为基础，法院通常一并支持资金占用损失。大量涉及基金管理人、资管产品管理人责任的案件中，法院以投资者的投资本金作为损失计算基础，扣除已经获得分配的数额，并在存在认购费的情况下一并支持认购费损失；在资金占用损失上，多数裁判支持同期以贷款基准利率计算的资金占用损失（利息损失），即2019年8月20日以前按中国人民银行公布的同期贷款利率计算，2019年8月20日以后按全国银行同业拆借中心公布的同期贷款利率计算<sup>24</sup>。除基金合同有专门约定外，法院通常不支持投资者主张的律师费、保全费等费用<sup>25</sup>。

但在特殊情形下，法院对利息或资金占用损失可能作出例外处理。譬如，在投资者的损失已经由在先刑事案件予以确认，且刑事案件中确定的损失不包含利息或资金占用损失时，法院在民事案件中亦仅支持本金损失<sup>26</sup>。又如，在基金合同等文件存在特殊约定的情况下，法院可能按照约定确定收益损失。基金管理人“在承诺函中承诺延期期间按实际的天数计算预期年化收益13%”且“未能提供有效证据证明私募基金所投项目收益或损失的具体情况”，法院判决在基金延期期间和延期届满后均按照这一标准计算投资收益损失<sup>27</sup>。

<sup>20</sup> 参见《最高人民法院金融审判纪要（征求意见稿）》第66条（管理人以其固有财产承担责任后，主张获得该部分投资者基金份额的，人民法院应当予以支持）。

<sup>21</sup> 参见（2020）苏01民终5949号等。

<sup>22</sup> 参见《全国法院民商事审判工作会议纪要》第92条、《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第2条、《私募投资基金监督管理暂行办法》第15条等。

<sup>23</sup> 参见（2020）沪74民终1046号、（2021）沪74民终1122号、（2020）鲁71民初144号、（2020）沪74民终461号等。

<sup>24</sup> 参见（2020）沪74民终1046号、（2022）津02民终1733号、（2022）沪0115民初37508号、（2021）沪74民终1122号、（2020）粤03民终19093、19097、19099号、（2021）鲁71民初127号、（2020）苏01民终5949号、（2020）沪01民终627号等。在少数案件中，法院判决按照同期同类存款基准利率计算，参见（2020）鲁71民初144号、（2021）鲁71民初127号、（2020）苏01民终5949号等。

<sup>25</sup> 参见（2021）鲁71民初127号、（2017）京02民终10214号等。

<sup>26</sup> 参见（2019）湘02民终2409号。

<sup>27</sup> 参见（2017）京02民终10214号。

## （二）托管人履职过错与投资者损失的因果关系

涉托管人民事责任的原因多为其未尽对管理人的监督义务，而托管人违反监督义务难以脱离管理人的行为而单独成为致损原因。托管人承担责任的理论基础在于，托管人应当对于因为其履职不当而造成损失的部分承担责任。在可得确定投资者基础损失的情况下，就损失因果关系而言，一方面需要剔除并非由管理人、托管人履职不当而产生的投资损失，即由投资标的风险、市场风险等因素导致的损失（以下将剔除投资风险后的损失称为“净损失”）。另一方面，需要区分管理人和托管人过错对净损失的原因力。

### 1. 造成投资者损失的其他因素

投资者的部分投资损失可能由市场风险、行业风险、投资标的固有商业风险等导致，这些损失可能与管理人或托管人的履职行为无关。实践中，以投资损失是否由投资风险造成作为争议焦点的案件并不多见。在法院已经确认管理人和托管人存在违法违规行为和履职过错的情况下，通常并不对造成投资者损失的其他因素予以扣除，也没有专门进行论证<sup>28</sup>。在个别案件中，法院指出，基金延期清算并不影响基金收回投资款项的数额，进而认为“迟延收回投资款造成的利息损失亦属于正常投资风险”，但该案件仍以法院认为管理人尽到了清算职责为前提<sup>29</sup>。

在个案中具体考察投资损失的“多因一果”并合理剔除投资风险所导致的损失，应当是司法实践的未来关注方向。正如证券虚假陈述案件中，在不构成欺诈发行的情况下，并非所有的投资损失都是由虚假陈述造成的，而应当剔除证券市场风险、上市公司经营风险等因素。在基金相关纠纷中，同样不应当忽视由金融产品本身的投资风险造成的损失。在托管人可能存在过错的情形下，我们提出如下根据不同过错情形剔除投资风险的思路，但最终应当根据个案情况具体处理。

**其一，在基金未满足对外投资条件的情况下，托管人未尽监督义务导致基金进行了对外投资，或者基金的对外投资明显超出法定和约定范围时，托管人难以主张剔除投资风险。**在此类情形下，由于托管人对管理人的不当投资行为未尽监督义务，导致基金从事了本不应当从事的投资，此时该投资造成的全部损失都应当属于净损失，主张“即使不投资或进行其他投资也会有损失”在逻辑和法理上均难以成立。

**其二，在基金运作过程中，托管人未尽监督提示职责导致基金未及时止损和清算时，应当考虑剔除由投资风险造成的损失。**譬如，某一基金的投资标的为某“新三板”挂牌公司股票，且投资范围和方向满足基金合同约定，发生未及时止损或清算退出直至挂牌公司破产无法获得偿付时，应当认为，基金触发止损或清算条件之前已经产生的投资损失，属于基金的投资风险而不应当由管理人或托管人承担。质言之，即使管理人和托管人勤勉尽责，其也没有法定或约定义务在触发止损或清算条件之前平仓，由投资策略产生的风险应当由投资者自行承担。

### 2. 托管人履职不当行为对净损失的原因力

如前所述，涉及托管人责任的案件中，通常同时存在管理人的违法违规行为，即托管人疏于对管理人的行为进行审查监督，最终造成了投资者损失。在致损原因上，需要考察托管人履职不当行为对投资者净损失的原因力及原因力大小。

<sup>28</sup> 参见（2021）鲁71民初30号、（2022）京0101民初11536号等。

<sup>29</sup> （2019）沪0109民初22016号。

其一，在管理人和托管人对同一事项未尽职责且该事项最终造成投资损失时，应当区分管理人和托管人对净损失的“贡献”。如前所述，托管人主要承担保管和监督基金财产的义务，并无直接决定或改变管理人行为的权限。在管理人和托管人同时存在履职不当的情况下，亦应当根据各自的履职范围和边界，确定各自过错对投资净损失的原因力。

其二，应当考虑托管人履职不当，但净损失的发生与托管人的过错之间不存在因果关系的情况。譬如，在管理人伪造文件进行违规投资，而托管人完全未尽形式核查义务的情况下，如果可以认定，即使托管人履行了形式审查义务，也无法发现文件系伪造等情况时，投资损失的发生就与托管人的过错之间不存在因果关系。

其三，在管理人和托管人对多个事项未尽职责时，应当明确不同事项对最终净损失的“贡献”，托管人不应当承担由管理人单独过错导致的净损失。实践中，管理人、托管人同时存在多个违约行为的情况并不鲜见。我们认为，原则上有必要考虑不同违法违规事项对净损失的原因力，从而确定是否全部事项均导致了投资损失、托管人的过错是否均与损失存在因果关系。譬如，在管理人同时存在超出约定范围进行投资和怠于履行清算义务情形时，如果托管人在清算阶段已经勤勉尽责，那么怠于清算所导致的损失则不应当由托管人承担。

### （三）托管人的赔偿责任形态：相应的补充赔偿责任

#### 1. 托管人通常不应当与管理人承担连带责任

实践中，投资者提起相关诉讼或仲裁时，通常主张托管人与管理人系共同受托人，应承担共同或连带赔偿责任。就此，《证券投资基金法》第145条第2款明确“基金管理人、基金托管人在履行各自职责的过程中，违反本法规定或者基金合同约定，给基金财产或者基金份额持有人造成损害的，应当分别对各自的行为依法承担赔偿责任；因共同行为给基金财产或者基金份额持有人造成损害的，应当承担连带赔偿责任。”**基金托管人与基金管理人并非共同受托人，除基金管理人、基金托管人因共同行为给基金财产或者基金份额持有人造成损害外，基金管理人和基金托管人原则上分别对各自行为造成的损害承担赔偿责任。**广东某仲裁机构在处理相关案件中，会特别关注是否构成共同行为侵权，大部分案件均认定托管人承担次要责任。

“共同行为”要求托管人与管理人客观上共同实施了损害基金财产的行为，且主观上具有共同过错的意思联络。实践中认定托管人积极帮助或放任管理人侵害基金财产从而承担连带责任几乎并无先例。我们认为，托管人与管理人合谋侵占基金财产等极端情形，应当属于《证券投资基金法》第145条所指的“共同行为”；而在托管人单纯未履行监督义务的情况下，若无证据表明托管人与管理人存在意思联络，则不应当承担连带责任。此外，《民法典》第1170条和第1171条分别规定了共同危险行为和均能造成全部损害的分别侵权行为。而托管人的履职过错难以脱离管理人的行为而单独成为致损原因，通常无法认定托管人构成该等情形。

我们认为，托管人违反监督义务在性质上与违反安全保障义务相似。托管人承担执行和监督管理人投资指令的角色，在发生管理人违反法律规定或基金合同约定对外投资、管理人在基金合同未成立时对外投资之类的事件时，管理人毫无疑问应当成为第一位的、直接侵害基金财产的主体。托管人未尽审查义务时，更类似未尽保障义务而导致损害最终发生。因此，**应当将托管人责任定位为补充责任，即管理人是第一顺位的责任主体，托管人是第二顺位的责任主体。**

## 2. 托管人合理的责任形态：相应的补充赔偿责任

实践中，司法机关一般根据权利与义务、过错与责任相一致的原则，判定托管人承担一定比例的补充赔偿责任（对实践先例的整理见下表）。也即托管人对主责任人（一般为基金管理人）的违规或违反约定的行为存在一定过错，使本来可以避免或者减少的损失得以发生或者扩大，故在主责任人不能承担全部赔偿责任时，由托管人对主责任人不能偿付部分承担一定比例的赔偿责任。

对于托管人具体应承担的责任比例，司法裁判往往予以“酌定”、说理较为简明。我们认为，托管人应当仅就其过错承担一定比例的补充责任，且这一比例通常不应当为100%。正如深圳中院的裁判观点所述“考虑到基金托管人的主要职责在于基金财产的保管、清算交割、投资监督、信息披露等，不参与基金财产的投资运作，基金托管人承担的责任界限也应当与基金管理人相区别，在尽可能保障投资者合法权益的同时，不应过分加重托管人责任<sup>30</sup>。”如果不问原因，一概判定托管人承担100%的补充责任，将背离监督职能和补充责任的性质。尤其是在管理人“失联”频发的现实情况下，这种做法事实上将使托管人为管理人的失职全盘买单，不符合托管人的制度定位，亦可能将风险不当传导至证券公司等金融机构，不利于金融稳定与安全。

案件信息	托管人的履职过错	托管人承担的赔偿责任
北京金融法院（2021）京74民特56号申请撤销仲裁裁决民事裁定书	基金投资范围超出合同约定。	10%补充赔偿责任
广东省深圳市中级人民法院（2018）粤03民终16126号民事判决书	在基金成立条件未成就的情况下，托管人未能提示管理人违规风险和跟进后续处理，仍执行管理人的投资指令。	15%补充赔偿责任
广东省广州市中级人民法院（2020）粤01民特530号撤销仲裁裁决特别程序民事裁定书	基金投资范围超出合同约定。	40%赔偿责任（违约）
湖南省株洲市中级人民法院（2019）湘02民终2409号民事判决书	未对基金管理人的运作是否合法合规（基金产品未批准、未备案、未明确投资目标），未尽到基金托管人的审慎监管义务。	40%补充赔偿责任
北京市第二中级人民法院（2019）京02民终8082号民事判决书	在合同未满足生效条件的情况下，执行管理人的投资指令。	100%补充赔偿责任

<sup>30</sup> 参见广东省深圳市中级人民法院（2018）粤03民终16126号民事判决书。

## 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：

### 孙伟

电话： +86 21 6080 0399

Email: [wei.sun@hankunlaw.com](mailto:wei.sun@hankunlaw.com)

### 邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: [xm.deng@hankunlaw.com](mailto:xm.deng@hankunlaw.com)