

全国民商事审判工作会议纪要

对证券行业的影响及应对



卓纬律师事务所
CHANCE BRIDGE PARTNERS

全国民商事审判工作会议纪要

对证券行业的影响及应对



卓纬律师事务所
CHANCE BRIDGE PARTNERS

主要作者简介



胡宇翔

联系电话：13910554573

电子邮箱：yuxiang.hu@chancebridge.com

胡宇翔，本科毕业于中国人民大学法学院，目前为清华大学经济管理学院 MBA 在读，对法律和商业均有独到的洞察。

胡宇翔律师专注于金融、商事争议解决，曾代理中国建设银行、厦门国际银行、平安信托、中粮信托、华鑫信托、中信证券、中山证券、银河金汇等大型国有企业和金融机构参与在最高法院、各地高院、金融法院、仲裁委的各类重大疑难案件，涉案标的超过 60 亿元，并为中国民生银行、电建地产、南国置业、中粮地产等就其复杂风险事项处置提供专项法律服务，以出色的庭审表达能力和谈判能力获得客户的一致好评。胡宇翔律师曾荣登“2019 年度 LEGALBAND 中国律界俊杰榜 30 强”榜单。

所
NERS



周蔓仪

联系电话: 13488688462

电子邮箱: manyi.zhou@chancebridge.com

周蔓仪律师毕业于中国人民大学法学院，专注于金融、民商事争议解决，曾代理中国建设银行、厦门国际银行、平安信托、中粮信托、华鑫信托、中信证券、中山证券、银河金汇等大型国有企业和金融机构参与在最高法院、各地高院、金融法院、仲裁委的各类重大疑难案件，涉案标的超过 60 亿元，善于通过可视化工具将复杂、繁琐的事实、法律关系转换为简洁、富有表现力的图表及文件，善于寻找规律、把握事实并适用法律法规，获得了客户好评。



王梓业

联系电话: 18515598052

电子邮箱: ziye.wang@chancebridge.com

王梓业，毕业于吉林大学法学院，专注于金融、商事争议解决，曾参与厦门国际银行、平安信托、华鑫信托、中信证券、银河金汇等大型金融机构在最高法院、各地高院、各地金融法院的重大、复杂、二审、再审和抗诉案件。

其他参与作者：杨飞飞、魏朦璐、高舒阳、张弛宇、高秋芝

前言

2019 年下半年，我国经济发展面临新的风险和挑战，国内经济下行压力加大，中央政策强调要坚持稳中求进工作总基调，做好经济工作。2019 年的资管行业面临监管政策集中、项目风险控制成本增加、业务创新转型需求上升等诸多问题，发展环境和格局日趋复杂，特别是在 2018 年 4 月 27 日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局正式印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）证券资管行业的乱象有所规制，并提出了新的要求。2020 年 3 月 1 日，《中华人民共和国证券法（2019 修订）》（“《证券法》”）正式实施，也为进一步完善证券市场基础制度明确了方向。

同时，防范金融风险已经成为当前我国金融市场发展及监管体制改革的首要目标。从 2016 年初开始，中共中央政治局会议多次提到要抑制资产泡沫和防范金融风险，而在“一行三会”各种例行会议和正式文件中，防范系统性金融风险也成为必不可少的词语，也是证券行业下一步要着重把控的重点内容。

在这一背景下，2019 年 11 月 14 日，最高人民法院发布了《全国法院民商事审判工作会议纪要》（“《会议纪要》”），《会议纪要》共计 12 部分 130 条，据初步统计，其中直接涉及证券公司业务的至少有六个章节、共计 40 条（第六章共计 9 条，第七章共计 9 条，另包括其他章节的 22 条）。其中第六章采用整章的篇幅就证券纠纷案件的审理进行了说明，第七章大量涉及营业信托案件纠纷相关的内容也同样可以适用于证券的资产管理业务，因此，《会议纪要》对于证券行业关于监管和司法口径的把握和理解、创新业务的标准和尺度，以及实务操作和司法实践中的风险控制措施升级等势必起到重大影响。

北京卓纬律师事务所（“卓纬”或“本所”），以证券具体业务为导向，从《会议纪要》《〈会议纪要〉理解与适用》以及具体案例出发，内容涉及金融审判理念和《会议纪要》对证券业务的影响，对证券司法审判实务中长期存在争议的场外配资、证券虚假陈述、通道业务、保底和刚兑、适当性义务、违约金确定、增信措施、结构化业务、变相利息、公司对外担保、抵押和质押等多个问题进行了详细分析，并提出风险应对建议。

目录

一. 《会议纪要》与证券行业	1
(一) 证券行业概览	1
(二) 行业涉诉统计	4
(三) 《会议纪要》对证券行业的整体影响	8
1. 《会议纪要》体现的金融审判理念	8
1) 降低融资成本, 服务实体经济	8
2) 协同监管政策, 规范规避行为	8
3) 坚持诉讼经济, 妥善化解纠纷	9
4) 运用多种手段, 保护金融消费者	10
2. 《会议纪要》体现的金融审判方法	10
1) 体系化	10
2) 类型化	11
3) 穿透化	11
4) 规范化	13
3. 《会议纪要》的适用原则	13
4. 《会议纪要》中涉及证券业务的主要规定	14
二. 《会议纪要》对证券业务的影响与应对	15
(一) 证券销售和证券投资咨询业务	15
1. 证券销售和投资咨询业务中的适当性义务	15
1) 业务概述	15
2) 相关条文	15
3) 相关分析	21
A. 问题一: 证券销售和证券投资咨询业务的适当性义务如何区别?	21
B. 问题二: 证券公司适当性义务的认定标准是什么?	22
C. 问题三: 《会议纪要》第五章所指的金融消费者是否包含机构投资者?	25
D. 问题四: 证券公司告知说明义务的判断标准是什么?	26
E. 问题五: 举证责任如何划分?	28
F. 问题六: 证券公司的赔偿责任应当如何承担?	28
4) 应对建议	31
(二) 财务顾问、证券承销与保荐业务	32
1. 财务顾问业务中的变相利息	32
1) 业务概述	32
2) 相关条文	33
3) 相关分析	33

A. 问题一：变相利息应如何认定？	33
B. 问题二：法院认定费用不合理后如何处理？	35
4) 应对建议	35
2. 证券承销业务中的虚假陈述	35
1) 业务概述	35
2) 相关条文	36
3) 相关分析	40
A. 问题一：对于虚假陈述案件，《会议纪要》规定了哪些程序？	40
B. 问题二：如何认定虚假陈述案件的揭露日和更正日？	41
C. 问题三：虚假陈述案件中的重大性认定标准是什么？	43
4) 应对建议	45
(三) 证券融资融券业务	45
1. 融资融券业务中的场外配资	45
1) 业务概述	45
2) 相关条文	46
3) 相关分析	48
A. 问题一：无融资融券资格的主体订立的场外配资合同是否有效？	48
B. 问题二：已取得融资融券资格的证券公司订立的配资合同是否有效？	50
C. 问题三：银行、信托公司订立的配资合同是否有效？	51
D. 问题四：场外配资合同无效后应如何处理？	52
E. 问题五：如何判断融资融券业务中的强行平仓是否正当？	53
4) 应对建议	54
(四) 资产管理业务	54
➤ 资产管理业务与信托法律关系	54
1) 相关条文	54
2) 相关分析	55
A. 问题一：证券资管业务的基本法律关系是什么？	55
B. 问题二：哪些资产管理业务可以构成信托关系？	56
C. 问题三：有关信托的法律规范是否适用于证券资产管理业务？	58
➤ 资产管理业务中的资金端业务	60
● 被动管理型业务	60
1. 资产管理业务中的通道业务	60
1) 业务概述	60
2) 相关条文	62
3) 相关分析	63
A. 问题一：司法实践中的通道业务如何认定？	63

B. 问题二：通道业务的效力如何认定？	64
4) 应对建议	66
● 主动管理型业务	66
1. 资产管理业务中的保底和刚兑	66
1) 业务概述	66
2) 相关条文	68
3) 相关分析	69
A. 问题一：管理人的哪些行为构成保底刚兑？	69
B. 问题二：保底、刚兑的法律性质是什么？	70
C. 问题三：刚兑无效后如何处理？	71
4) 应对建议	75
2. 资产管理业务中的分级结构化产品	75
1) 业务概述	75
2) 相关条文	78
3) 有关分析	79
A. 问题一：优先级和劣后级受益人（份额持有人）之间的法律关系？	79
B. 问题二：劣后级受益人对优先级受益人差额补足承诺的效力如何？	80
4) 应对建议	80
3. 资产管理业务中管理人举证责任	81
1) 相关条文	81
2) 相关分析	81
A. 问题一：证券公司需对哪些义务承担举证责任	82
B. 问题二：通道业务的受托人或管理人是否要承担勤勉尽责义务？	83
3) 应对建议	84
➤ 资产管理业务中的资产端业务	84
● 固收类	85
1. 资产管理业务中的抵押和质押	85
1) 业务概述	85
2) 相关条文	85
3) 相关分析	87
A. 问题一：不动产抵押登记与合同约定不一致时担保范围如何确定？	87
B. 问题二：未办理登记是否影响不动产抵押合同效力？	89
C. 问题三：房地分别抵押下“房随地走、地随房走”原则如何适用？	92
D. 问题四：同时设立的抵押权是否优先于质权受偿？	93
4) 应对建议	94
2. 资产管理合同中的违约金确定	95

1) 业务概述	95
2) 相关条文	95
3) 相关分析	96
A. 问题一：资产管理合同的违约金能否依据 24% 进行调整？	96
B. 问题二：合同违约金过高的举证责任由谁承担？	100
C. 问题三：司法实践中，违约金过高调整程序如何启动？	101
4) 应对建议	102
3. 资产管理合同的签订问题	103
1) 相关条文	103
2) 相关分析	104
A. 问题一：“真人假章”的合同效力如何？	104
B. 问题二：“假人真章”的合同效力如何？	105
C. 问题三：盖章的“空白合同”效力如何？	106
D. 问题四：“看人不看章”的情况下，代理和代表的表象如何判定？	106
3) 应对建议	108
4. 资产管理业务中的公司对外担保	109
1) 业务概述	109
2) 相关条文	109
3) 相关分析	114
A. 问题一：《会议纪要》第 17 条确立了什么裁判思路？	114
B. 问题二：是否适用于分公司担保和员工签订的担保合同？	115
C. 问题三：善意的认定标准是什么？	116
D. 问题四：担保合同无效后，公司是否承担责任？	117
E. 问题五：无须决议的例外情况是什么？	120
F. 问题六：接受上市公司对外提供担保需注意哪些问题？	123
G. 问题七：非典型担保和推定担保是否适用《会议纪要》？	126
H. 问题八：债务加入参照何种规则处理？	127
4) 应对建议	127
5. 资产或者资产收益权转让及回购	129
1) 业务概述	129
2) 相关条文	131
A. 问题一：资产收益权的法律性质是什么？	133
B. 问题二：资产或资产收益权转让加回购业务的法律性质是什么？	136
C. 问题三：标的物是否真实存在是否影响合同效力？	137
D. 问题四：股权转让加回购的交易模式应如何定性？	138
3) 应对建议	142

6. 资产管理业务中的增信措施	143
1) 业务概述	143
2) 相关条文	144
3) 相关分析	144
A. 问题一：增信文件的法律定性？	144
B. 问题二：如何区分债务加入、担保或独立的合同关系？	148
C. 问题三：认定为债务加入、担保或独立合同关系的法律后果有何不同？	149
4) 应对建议	149
● 权益类（非上市公司股权）	150
1. 股权投资中的对赌协议	150
1) 业务概述	150
2) 相关条文	150
3) 相关分析	152
A. 问题一：对赌协议效力如何认定？	152
B. 问题二：目标公司履行减资程序是否具有可诉性？	154
C. 问题三：目标公司没有按照约定定向增资是否具有可诉性？	155
D. 问题四：今后有利润时投资方是否还可以起诉？	155
4) 应对建议	155
(四) 证券公司的不良资产处置	155
1. 不良资产处置中的以物抵债	155
1) 业务流程	155
2) 相关条文	156
3) 相关分析	157
A. 问题一：履行期限届满之后达成的以物抵债协议，效力如何认定？	157
B. 问题二：履行期限届满前的以物抵债协议效力如何？	158
C. 问题三：履行期届满后以物抵债协议产生的新债与旧债的关系？	159
D. 问题四：履行期届满前的以物抵债协议与让与担保之间关系是什么？	160
4) 应对建议	160
三.《会议纪要》与证券监管规定	161
1. 相关条文	161
2. 相关分析	162
A. 问题一：违反《资管新规》是否会导致合同无效？	162
B. 问题二：违反其他证券监管规章是否导致合同无效？	164
3. 应对建议	165

一. 《会议纪要》与证券行业

(一) 证券行业概览

根据中国证券业协会发布的数据，证券行业的发展情况如下：

1. 证券存续规模

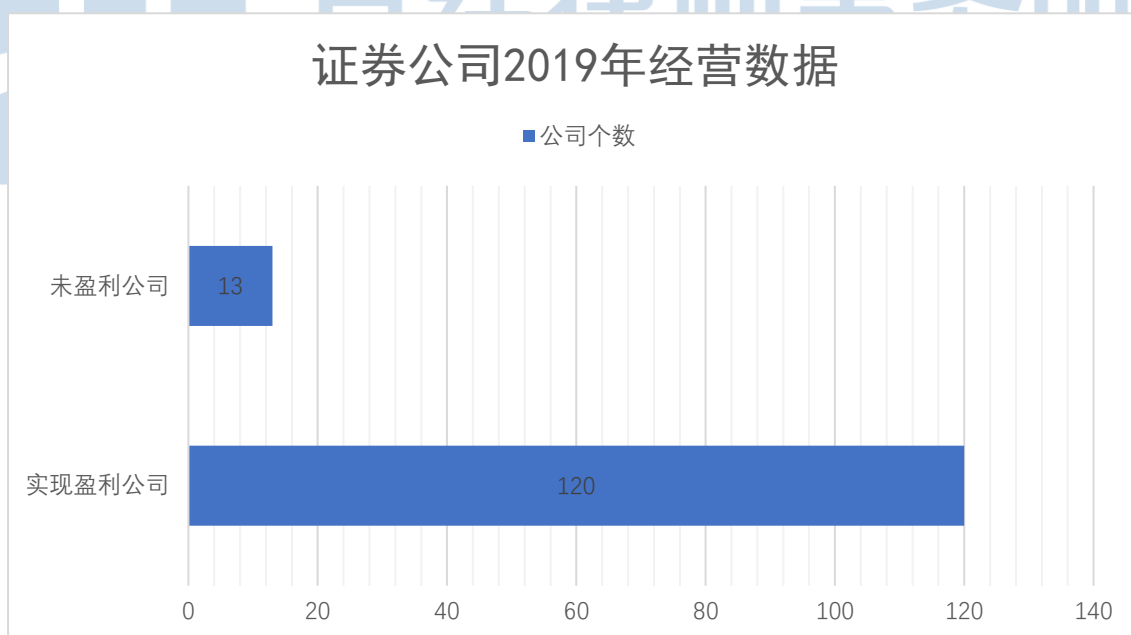
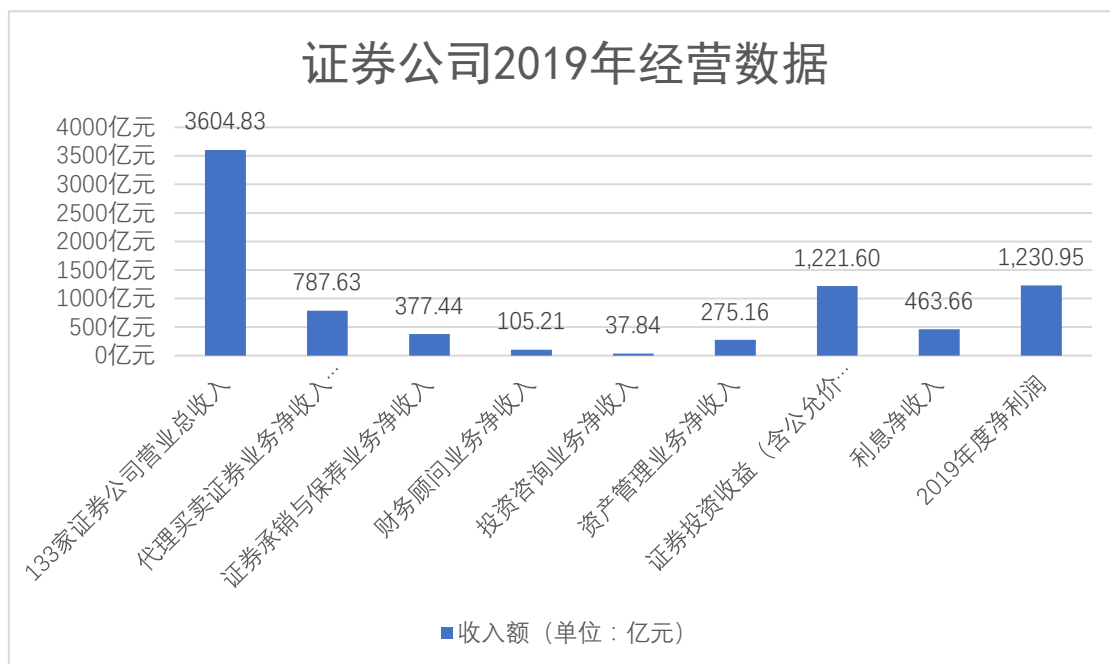
中国证券业协会对证券公司 2019 年度经营数据进行了统计。证券公司未经审计财务报表显示，133 家证券公司 2019 年度实现营业收入 3,604.83 亿元，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）787.63 亿元、证券承销与保荐业务净收入 377.44 亿元、财务顾问业务净收入 105.21 亿元、投资咨询业务净收入 37.84 亿元、资产管理业务净收入 275.16 亿元、证券投资收益（含公允价值变动）1,221.60 亿元、利息净收入 463.66 亿元，2019 年度实现净利润 1,230.95 亿元，120 家公司实现盈利。¹

据统计，截至 2019 年 12 月 31 日，133 家证券公司总资产为 7.26 万亿元，净资产为 2.02 万亿元，净资本为 1.62 万亿元，客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.30 万亿元，受托管理资金本金总额 12.29 万亿元。²

具体情况如下图：

¹ 数据来源于中国证券业协会网站 2019 年度经营数据

² 数据来源于中国证券业协会网站 2019 年度经营数据



2. 证券行业监管变化

1) 资管新规过渡期或将延长

2020年2月1日,银保监会副主席曹宇在《就银行业保险业支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情和金融市场稳定等相关工作》答记者问时称,对到2020年底确实难以完成处置的,允许适当延长过渡期。

日前，在一项对 50 余家有代表性的中小银行调研后发现，有 73% 的银行机构无法按期完成存量资产改造，且有超过 40% 的机构不能完成比例（存量老资产占理财总资产）超过 20%；普遍预期《资管新规》过渡期会适当延长，预期延长一年占比 47%，预期延长两年占比 27%；有近 40% 机构担心过渡期延长后仍然不能顺利完成转型，超 60% 机构担心本行提前完成而他行未完成。³

考虑到严格执行《资管新规》或将使得部分银行资管机构的老产品清退、新产品发行面临困难，且对存量老资产实施一刀切政策亦不利于重点金融机构或高风险机构的风险处置工作，因此，监管部门表示在适当延长资管新规过渡期安排的同时，可能针对因特殊困难而难以处置的存量资产，由相应机构提出申请，监管部门将做适当安排，也即所谓“一行一策”。⁴

2) 新《证券法》2020 年 3 月 1 日起施行

2019 年 12 月 28 日上午，十三届全国人大常委会第十五次会议全体会议审议通过了新修订的《中华人民共和国证券法（2019 修订）》（“《证券法》”，2020 年 3 月 1 日生效），修订后的《证券法》将于 2020 年 3 月 1 日起施行。

证券法修订草案审议通过后，全国人大常委会办公厅 12 月 28 日召开新闻发布会，证监会法律部主任程合红表示，这次《证券法》修改一个非常重要的内容就是注册制。一是精简优化了证券发行的条件。将现行证券法规定的公开发行股票应当“具有持续盈利能力”的要求改为“具有持续经营能力”。还比如，在债券公开发行方面，把原来公开发行的债券要求公司有净资产的数额标准，这次也给取消了。这样的修改有利于打破证券发行监管中的行政审批思维，符合注册制改革的精神。二是调整了证券发行的程序。在明确规定国务院证券监督管理机构，或者国务院授权的部门作为法定的注册机关这样一个基础上，取消了原来的法律规定的发行审核委员会制度，并明确证券交易所等机构可以按照规定对证券发行的申请进行审核。同时，授权国务院规定证券公开发行注册的具体办法。三是强化了证券发行中的信息披露。实行注册制，其中非常关键的就是要以信息披露为核心，所以这次《证券法》修改明确规定发行人报送的证券发行申请文件，应当充分披露投资者做出价值判断和投资决策所必需的信息，要求内容真实准确完整，简明清晰，通俗易懂。《证券法》的这次修改中专门设立一章，对信息披露做了

³ 和讯网《预期资管新规延期一年 近半调研对象反对“一行一策”“一地一策”》

<http://bank.hexun.com/2020-02-17/200319770.html?from=rss>

⁴ 和讯网《预期资管新规延期一年 近半调研对象反对“一行一策”“一地一策”》

<http://bank.hexun.com/2020-02-17/200319770.html?from=rss>

系统的规定。四是规定证券发行注册制的具体范围、实施步骤由国务院规定。这是为了实践中注册制的分步实施留出制度空间。

3. 证券公司业务分类

新《证券法》第一百二十条规定，经国务院证券监督管理机构核准，取得经营证券业务许可证，证券公司可以经营下列部分或者全部证券业务：（一）证券经纪；（二）证券投资咨询；（三）与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；（四）证券承销与保荐；（五）证券融资融券；（六）证券做市交易；（七）证券自营；（八）其他证券业务。

依据上述分类，本报告将以《会议纪要》的相关条文出发，以证券投资咨询业务、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问业务、证券承销与保荐业务、证券融资融券业务以及资产管理业务中遇到的具体问题为导向进行分析。

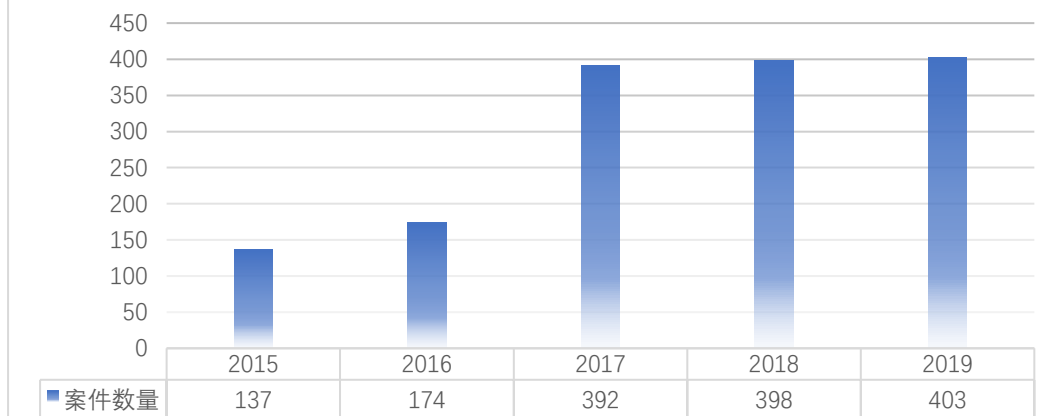
(二) 行业涉诉统计

1. 近年来，证券公司涉诉案件数量呈现增长态势。⁵

通过中国裁判文书网、alpha 等工具，我们对证券公司近年来与证券公司核心业务有关的涉诉案件进行了检索、统计，2015 年证券公司涉诉案件数量约为 137 件，2016 年证券公司涉诉案件数量约为 174 件，而 2017 年证券公司涉诉案件数量为 392 件，2018 年证券公司涉诉案件数量为 398 件，2019 年证券公司涉诉案件数量为 403 件，证券公司诉讼案件数量呈现增长态势。具体情况如下图：

⁵ 以下案件数量仅为公开渠道能够查询到的案件，不包含未开案的案件及仲裁案件，检索工具：alpha 及中国裁判文书网，关键字：当事人：证券（不包含第三人：证券），审理程序：一审，案由：民事。

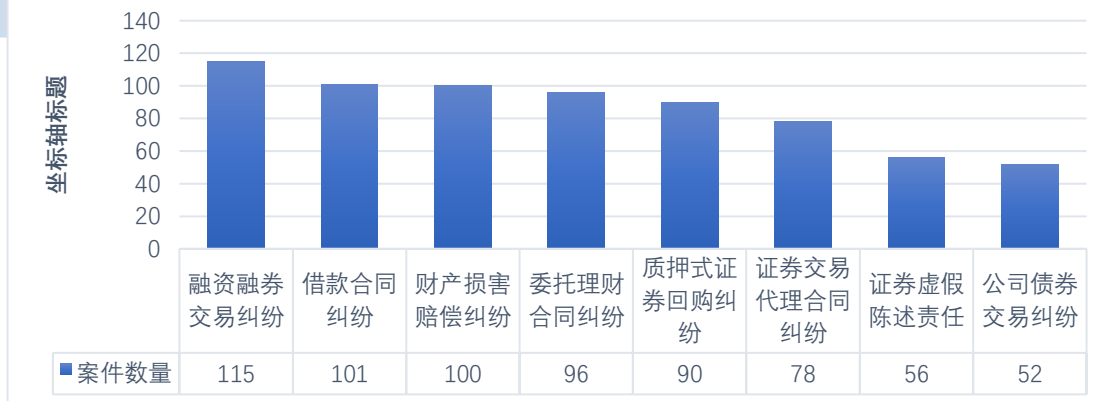
证券公司近年来民商事案件数量



2. 证券公司涉诉案由主要集中在融资融券交易纠纷。

根据统计，证券公司与证券公司核心业务有关的涉诉案件中，融资融券交易纠纷⁶案件约 115 件；借款合同纠纷⁷案件约 101 件；财产损害赔偿纠纷案件⁸约为 100 件；委托理财合同纠纷案件⁹约 96 件；质押式证券回购纠纷¹⁰案件约 90 件；证券交易代理合同纠纷¹¹案件约 78 件；证券虚假陈述责任纠纷案件¹²约 56 件；公司债券交易纠纷案件¹³约 52 件。具体情况如下图：

证券公司涉诉案件分布



3. 近五年，融资融券交易纠纷案件、质押式证券回购纠纷案件呈增长态势。

⁶ 《民事案件案由规定》第二十四条中第 301 个案由。

⁷ 《民事案件案由规定》第十条中第 89 个案由。

⁸ 《民事案件案由规定》第五条中第 38 个案由

⁹ 《民事案件案由规定》第十条中第 105 个案由，此类案件主要为投资者权益损害的情况。

¹⁰ 《民事案件案由规定》第二十四条第 292 个案由中的第 5 个子案由。

¹¹ 《民事案件案由规定》第二十四条第 294 个案由。

¹² 《民事案件案由规定》第二十四条第 298 个案由中第 3 个子案由。

¹³ 《民事案件案由规定》第二十四条第 287 个案由中第 2 个子案由。

(1) 根据统计, 2015 年经公开渠道可查询到的案件中(下同), 证券公司融资融券交易纠纷案件数量为 0 件; 2016 年证券公司融资融券交易纠纷案件数量为 15 件; 2017 年证券公司融资融券交易纠纷案件数量为 24 件; 2018 年证券公司融资融券交易纠纷案件数量为 35 件; 2019 年证券公司融资融券交易纠纷案件数量为 35 件;

具体情况如下图:

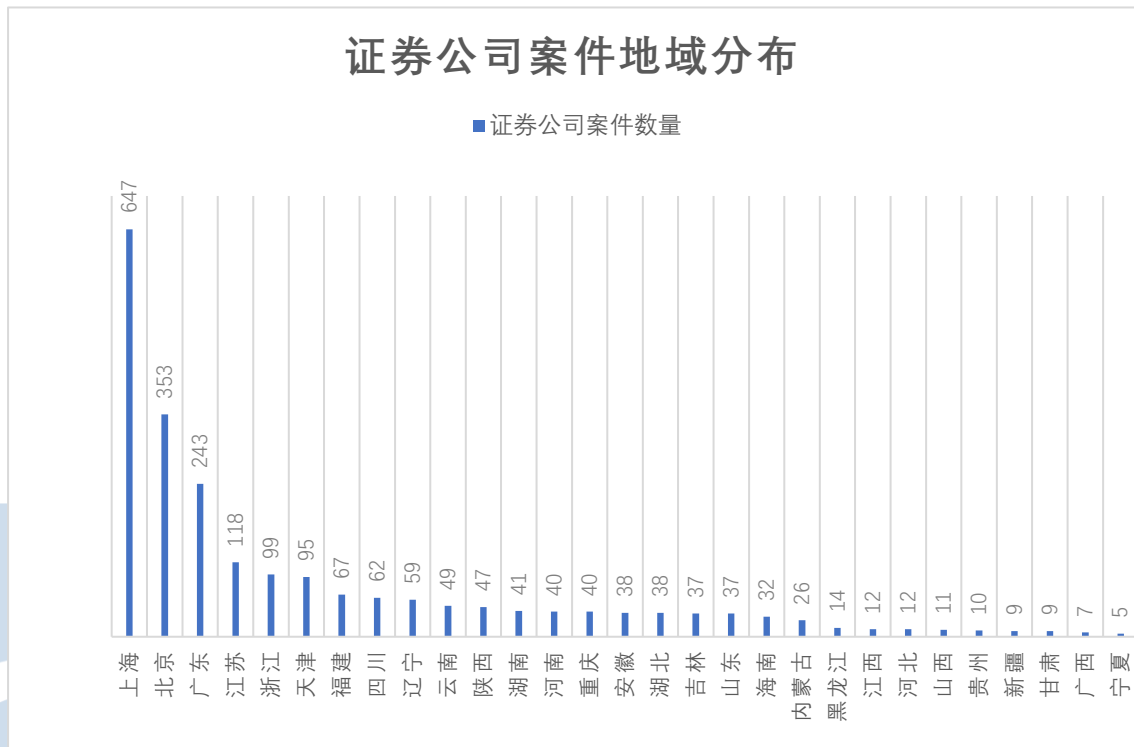


(2) 根据统计, 2017 年证券公司证券回购纠纷案件数量为 3 件; 2018 年证券公司证券回购纠纷案件数量为 28 件; 2019 年证券公司证券回购纠纷案件数量为 58 件; 具体情况如下图:



4. 证券公司涉诉案件主要分布在上海、北京、广东、江苏等地。

近五年，证券公司与证券公司核心业务有关的涉诉案件主要分布地域为：上海约 647 件，北京约 353 件，广东约 243 件，江苏约 118 件。具体如下图：



5. 证券公司涉诉总结

(1) 融资融券交易纠纷是主要案由

融资融券交易纠纷始终是证券公司涉诉案例的最主要案由。数据显示，2014 年至 2019 年融资融券交易纠纷逐年增加。经检索，融资融券交易纠纷案件适用的实体法律法规主要为《中华人民共和国合同法》（“《合同法》”）第一百零七条、第八条及第六十条第一款。

(2) 质押式证券回购纠纷案件暴增

自 2017 年起，证券公司涉及的质押式证券回购纠纷案例数量大幅增加。数据显示，2017 年证券公司涉及的质押式证券回购纠纷案例数量仅为 3 件，但到 2019 年已经增长至 55 件。

(3) 委托理财合同纠纷类案件数量不稳定，2020 年有增长的趋势

证券公司涉及的委托理财合同纠纷类案件在 2017 年曾有较大增幅，2016 年仅有 3 件，但 2017 年已经增长至 21 件。虽然 2018 年回落至 3 件，但在 2019 年开始又呈上升趋势。

(4) 券商涉诉身份转变

证券公司正在越来越多地从被告转变为原告。数据显示，证券公司作为原告的案件逐年增加，与此同时，自 2017 年起证券公司作为被告的案件逐年递减，2019 年证券公司作为原告的案件数量为 224 件，已经超过其作为被告的案件数量 159 件。

(三) 《会议纪要》对证券行业的整体影响

1. 《会议纪要》体现的金融审判理念

1) 降低融资成本，服务实体经济

金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的宗旨。金融审判工作要坚持以促进金融服务实体经济发展为出发点，积极引导金融发展同经济社会发展相协调，降低实体经济融资成本，引导资金“脱虚向实”，把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，更好地满足人民群众和实体经济多样化的金融需求。

2019 年 7 月，最高人民法院刘贵祥专委在全国民商事审判工作会议讲话中指出：在民商事审判实践中，民间借贷利率泛化适用现象较为突出，有必要坚持金融服务实体经济原则，根据切实降低实际融资利率水平的要求，区别对待金融借贷与民间借贷，适用不同的规则和利率标准。

《会议纪要》第三部分第（三）节明确规定，法院在审理借款合同纠纷案件过程中，要根据防范化解重大金融风险、金融服务实体经济、降低融资成本的精神进行审判。《会议纪要》关于金融借贷与民间借贷适用不同规则与利率标准、变相利息的规制、高利转贷行为无效等条款均体现了降低融资成本的金融审判理念。

2) 协同监管政策，规范规避行为

协同监管政策、规范规避行为是金融审判和《会议纪要》制定的指导理念之一。2018 年 10 月，最高人民法院民二庭副庭长关丽法官在北京金融法治建设研讨会上指出：在强监管背景下，金融商事审判要注重与监管部门协同配合，这

就要求人民法院在认定行为性质时，要尽可能尊重金融监管机构的专业性判断，实现金融交易的横向规范与金融市场纵向监管的有机结合。对于违反监管规定的行为，人民法院可以通过向金融监管机构发出司法建议的方式，由金融监管机构通过行政执法行为予以规范和整治，实现商事审判和金融监管的功能互补与协同配合。

2019年7月，最高人民法院刘贵祥专委在全国民商事审判工作会议讲话中指出：要充分尊重监管规定和交易规则，依法支持监管机构有效行使监管职能。要有效应对监管政策变化给民商事审判带来的挑战，加强与监管部门的协调配合，协力化解重大风险。

金融审判的专业性、金融创新的超前性以及金融立法的滞后性，是金融审判日渐与金融监管政策一致的三大原因。《会议纪要》有诸多条款体现金融审判要协同监管政策、规范规避行为的金融审判理念，如：第31条响应监管部门对于金融市场强监管的政策，规定违反规章的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，可以损害社会公共利益为由认定合同无效；第51条响应国家关于降低企业融资成本的精神，对变相利息进行规范；第52条响应国家关于防范化解重要金融风险的精神，规定违反信贷秩序的高利转贷、职业放贷行为无效；第86条和第87条响应国家关于维护资本市场交易秩序和控制资本市场信用交易规模的政策，规定场外配资合同无效。

3) 坚持诉讼经济，妥善化解纠纷

诉讼经济原则是制定《会议纪要》和金融纠纷案件审判的指导理念之一，具体是指一次性、高效解决纠纷。金融交易的参与主体多，交易环节复杂，涉及多层法律关系，将同一交易涉及的不同法律关系存在的纠纷进行合并审理，有利于正确认定案件事实、准确划分各方责任。

《会议纪要》诸多条款体现了诉讼经济原则的审判理念，如：第70条明确，保兑仓交易案件中，法院可将不同法律案件合并审理，并追加未参加诉讼当事人参加诉讼；第80条明确，证券纠纷案件中，法院可将部分案件合并审理、在示范判决基础上进行委托调解，推广代表人诉讼等；第104条明确，票据清单交易、封包交易案件中，法院可支持出资银行以实际用资人和参与交易的其他金融机构为共同被告，出资银行仅以整个交易链条的部分当事人为被告提起诉讼的，法院应当释明其应当申请追加参与交易的其他当事人作为共同被告。

4) 运用多种手段，保护金融消费者

2019年7月，最高人民法院刘贵祥专委在全国民商事审判工作会议讲话中指出：在审理发行人、销售者以及服务提供者（“卖方机构”）与金融消费者之间因销售各类高风险权益类金融产品和为金融消费者参与高风险投资活动提供服务而引发的民商事案件中，必须坚持“卖者尽责、买者自负”原则，将金融消费者是否充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险并在此基础上形成自主决定作为应当查明的案件基本事实，依法保护金融消费者的合法权益，规范卖方机构的经营行为，培育理性的金融消费文化，推动形成公开、公平、公正的市场环境和市场秩序。

《会议纪要》第五部分明确规定：在审理金融产品发行人、销售者以及金融服务提供者与金融消费者之间因销售各类高风险等级金融产品和为金融消费者参与高风险等级投资活动提供服务而引发的民商事案件中，必须坚持“卖者尽责、买者自负”原则，将金融消费者是否充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险并在此基础上作出自主决定作为应当查明的案件基本事实，依法保护金融消费者的合法权益，规范卖方机构的经营行为，推动形成公开、公平、公正的市场环境和市场秩序。《会议纪要》的起草者在对全国各级法院法官进行《会议纪要》培训时指出，第五部分“关于金融消费者权益保护纠纷案件的审理”规范意旨是金融消费者能够在自主决定的基础上，形成“意思表示”，从而实现责任自负。《会议纪要》第72条至第78条等关于金融消费者权益保护纠纷案件部分等条款均体现了消费者保护的金融审判精神。

2. 《会议纪要》体现的金融审判方法

1) 体系化

体系化具体是指将民事法律和特别商事法律视为一个整体，民法与商法之间相互融合、相互作用，不能孤立看待。体系化要求商事法律和司法解释的解读必须遵循民法原理，商法没有特别规定时，适用民法。体系化的意义在于协调司法审判和行政监管，促进金融监管由机构监管向功能监管转变，并解决金融审判中无上位法可依的困境。

体系化是《会议纪要》起草的整体思路，也是金融纠纷审判的指导理念之一。其核心思想为：对于金融交易中法律关系性质的认定、法律行为效力的认定和法律后果认定，应当在民法的基本框架下解决。《会议纪要》诸多条款体现了

体系化的审判方法，如：第 17 条至第 24 条，公司对外担保的效力及责任划分回归《合同法》第五十条和《中华人民共和国民法总则》（“《民法总则》”）第六十一条关于越权代表的规定；第 88 条，明确资管业务纠纷适用信托法及其他有关规定；第五部分，明确金融消费者权益保护纠纷审判回归意思自治和诚实信用的民法基本原则；第 68 条保兑仓交易案件和第 103 条票据清单交易、封包交易案件中当事人真实权利义务应回归《民法总则》关于通谋虚伪意思表示的有关规定。

2) 类型化

类型化的审判思路，体现为在金融审判实践中充分发挥典型合同的功能。具体而言，类型化是通过剖析法律关系的实质，把复杂的金融合同文本以及交易结构简化，在民法中找到与其对应或者可以参照的典型合同及其适用规则。一方面，可以适用或参照适用《合同法》中有名合同的规定，实现“类型化”；另一方面，在类型化无法完全实现的情况下，可以依据《合同法》第一百二十四条关于“本法分则或者其他法律没有明文规定的合同，适用本法总则的规定，并可以参照本法分则或者其他法律最相类似的规定”之规定，适用“类推规则”。

《会议纪要》征求意见稿和正式稿诸多条款体现了类型化的审判方法，如：《全国法院民商事审判工作会议纪要（征求意见稿）》（“征求意见稿”）第 90 条规定优先级受益人与劣后级受益人之间的关系一般可以认定为借款合同关系；《会议纪要》第 91 条，将符合《中华人民共和国担保法》（“《担保法》”）规定的第三方增信措施类型化为保证合同关系；征求意见稿第 89 条，将信托“特定资产或特定资产收益权转让与回购”类型化为借款合同关系。

3) 穿透化

无论交易结构多么复杂，都要穿透至双方真实的意思表示，并依据该真实意思表示确定双方之间的法律关系，这是穿透式金融审判方法的基本逻辑，其法律基础在于《民法总则》关于意思表示解释以及虚伪意思表示的相关规定，尤其是虚伪意思表示理论。

2017 年 8 月 4 日，最高人民法院发布《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》，该意见指出：对以金融创新为名掩盖金融风险、规避金融监管、进行制度套利的金融违规行为，要以其实际构成的法律关系确定其效力和各方的权利义务。

2018年10月,原最高人民法院民二庭副庭长关丽法官在北京金融法治建设研讨会上指出:总体来看,强监管给金融商事审判带来的挑战主要包括以下几个方面:一是事实查明难。为规避监管,当事人往往会采取多层嵌套、循环交易等更加复杂的交易模式,此种交易模式涉及多方当事人,增加了法院查明事实的难度。如为规避禁止企业间借贷的政策,企业之间就通过名为买卖、实为借贷的融资性贸易形式实现资金拆借的目的。为了掩饰借贷双方之间直接以同一标的物进行逆向虚假买卖的行为,当事人往往会再引入一个关联公司或合作单位,开展三方甚至更多当事人之间的托盘交易。对因此引发的纠纷,即便所有当事人都参加诉讼,都不一定能查明相关事实。更何况受制于不告不理规则,在仅有部分当事人参加诉讼的情况下,法院查清事实的难度就更大。二是行为定性难。为逃避监管,当事人往往采取虚伪意思表示的方式,以合法形式掩盖非法目的,增加了法院准确认定行为性质的难度。仍以融资性买卖为例,融资性买卖又有资金空转型和代垫资金型之分,前者属于企业间借贷,后者则属于连环买卖。在司法实践中如何认定某一种融资性买卖究竟是真正的买卖,还是名为买卖实为借贷并非易事。再如,名股实债中当事人享有的究竟是股权还是债权,回购型融资租赁究竟是企业间借贷还是融资租赁,股权让与担保究竟是股权转让、让与担保还是股权质押,等等。前述问题都是长期困扰司法实践的问题,有必要通过出台《会议纪要》、指导性案例等方式统一裁判尺度。

2019年7月,最高人民法院刘贵祥专委在全国民商事审判工作会议讲话中指出:要树立穿透式审判思维。商事交易如融资租赁、保理、信托等本来就涉及多方当事人的多个交易,再加上当事人有时为了规避监管,采取多层嵌套、循环交易、虚伪意思表示等模式,人为增加查明事实、认定真实法律关系的难度。妥善审理此类案件,要树立穿透式审判思维,在准确揭示交易模式的基础上,探究当事人真实交易目的,根据真实的权利义务关系认定交易的性质与效力。在仅有部分当事人就其中的某一交易环节提起诉讼,如在融资性买卖中,当事人仅就形式上的买卖合同提起诉讼的情况下,为方便查明事实、准确认定责任,人民法院可以依职权追加相关当事人参加诉讼。

金融交易中,当事人为规避监管,往往设置纷繁复杂的交易模式,通过表面的合法交易来隐藏实质的违法交易,最高人民法院确立了此类案件的穿透性审判原则——对以金融创新为名掩盖金融风险、规避金融监管、进行制度套利的金融违规行为,穿透性地以其实构成的法律关系确定其效力和各方的权利义务。《会议纪要》诸多条款体现了穿透性的金融审判方法,如:第69条,无真实贸

易的保兑仓交易以真实的借款关系认定各方权利义务；第 100 条，对于贴现行工作人员与贴现申请人合谋伪造贴现申请材料的，按照基础关系处理；第 102 条，对于当事人虚构转贴现事实或者当事人之间不存在真实的转贴现合同法律关系的，按照真实交易关系确定当事人责任，等等。

4) 规范化

规范化思维是指，法律仅保护合法的金融交易，对于不符合法律、行政法规和监管规定的交易，要依法确定其合同效力。

规范化思维最直接的体现是《会议纪要》第 31 条【违反规章的合同效力】。在以往的司法实践中，违反规章通常不会影响合同效力，但以福建伟杰投资有限公司、福州天策实业有限公司营业信托纠纷案【（2017）最高法民终 529 号】为标志，对于违反规章损害市场秩序的合同，最高人民法院倾向以相关法律行为损害社会公共利益为由，依据《合同法》第五十二条第（四）项认定合同无效。本次《会议纪要》进一步明确，如果规章的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，违反该规章应当认定合同无效，充分体现了强监管背景下的规范化思维。

3. 《会议纪要》的适用原则

1) 一、二审案件应严格适用《会议纪要》

最高人民法院在关于印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》的通知（“通知”）中指出，《会议纪要》经最高人民法院审判委员会民事行政专业委员会讨论决定，对统一裁判思路，规范法官自由裁量权，增强民商事审判的公开性、透明度以及可预期性，提高司法公信力具有重要意义，各级人民法院要正确把握和理解适用《会议纪要》的精神实质和基本内容，在案件审理中正确理解适用，对于适用中存在的问题，应层报最高人民法院。

上述规定实际明确了各级法院要严格适用《会议纪要》确立的裁判思路，在遇到类似案例时，应当严格按照《会议纪要》的规定进行判决，坚持同案同判。

2) 《会议纪要》不能作为裁判依据，但可作为说理依据

通知指出，纪要不是司法解释，不能作为裁判依据进行援引，法院可在裁判文书“本院认为”部分具体分析法律适用的理由时，可以根据《会议纪要》的相关规定进行说理。

3) 《会议纪要》不能适用再审案件

通知指出,《会议纪要》发布后,法院尚未审结的一审、二审案件,在裁判文书“本院认为”部分具体分析法律适用的理由时,可以根据《会议纪要》的相关规定进行说理,明确排除了再审案件的适用。

4. 《会议纪要》中涉及证券业务的主要规定

《会议纪要》共计 12 部分 130 条,据初步统计,其中直接涉及证券公司业务的至少有六个章节、共计 40 条(第六章共计 9 条,第七章共计 9 条,另包括其他章节的 22 条)。

《会议纪要》涉及证券业务的相关规定					
序号	业务	相关问题		涉及条款	
1.	证券投资咨询业务	投资咨询业务中的适当性义务		第 72 条至第 78 条	
2.	财务顾问、证券承销与保荐业务	变相利息		第 51 条	
		虚假陈述		第 79 条至第 85 条	
3.	证券融资融券业务	场外配资		第 86 条、第 87 条	
4.	资产管理业务	信托与资产管理业务		第 88 条	
		资金端	通道业务	第 93 条	
			刚兑与保底	第 92 条	
			结构化产品	第 90 条	
			管理人举证责任	第 94 条	
		资产端	固收类	抵押和质押	第 58 条、第 61 条
				违约金确定	第 50 条
				协议签订问题	第 41 条
				公司对外担保	第 17 至 20 条及第 22 条
				收益权转让及回购	第 89 条及第 71 条
			增信措施	第 91 条	
权益类	对赌协议	第 5 条			
5.	不良资产处置	以物抵债		第 44 条及第 45 条	
6.	其他	《会议纪要》与金融监管规定		第 31 条	

	诉讼保全	第 95 条、第 96 条
--	------	---------------

二.《会议纪要》对证券业务的影响与应对

(一) 证券销售和证券投资咨询业务

1. 证券销售和投资咨询业务中的适当性义务

1) 业务概述

证券销售方式通常包括：代销，即由证券公司代理发行人销售证券，所得款项扣除代销费用后，再交发行人；包销，即由证券公司将全部证券尽数购入，设法分销；直接销售，即证券发行人将证券直接售与个人投资者或团体投资者。

证券投资咨询服务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

实践中，一些证券公司为了追求更多市场份额，在证券销售和提供投资咨询服务过程中并未严格履行投资者适当性义务，金融消费者便以其违反该义务为由提起诉讼，要求赔偿损失，导致了大量金融纠纷的产生。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
适当性义务的概念	正式稿新增条文	72.【适当性义务】适当性义务是指卖方机构在向金融消费者推介、销售银行理财产品、保险投资产品、信托理财产品、券商集合理财计划、杠杆基金份额、期权及其他场外衍生品等高风险等级金融产品，以及为金融消费者参与融资融券、新三板、创业板、科创板、期货等高风险等级投资活动提供服务的过程中，必须履行的了解客户、了解产品、将适当的产品（或者服务）销售（或者提供）给适合的金融消

		费者等义务。卖方机构承担适当性义务的目的是为了确金融消费者能够在充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险的基础上作出自主决定，并承受由此产生的收益和风险。在推介、销售高风险等级金融产品和提供高风险等级金融服务领域，适当性义务的履行是“卖者尽责”的主要内容，也是“买者自负”的前提和基础。
--	--	---

类别	征求意见稿	正式稿
适当性义务的法律来源	72.【明确法律适用规则】卖方机构对金融消费者负有适当性义务，该义务性质上属于《合同法》第六十条第二款规定的先合同义务。卖方机构未尽适当性义务导致金融消费者损失的，应当根据《合同法》第四十二条第三项之规定承担赔偿责任。 在确定卖方机构适当性义务的内容时，应当以《合同法》《证券法》《证券投资基金法》《信托法》等法律规定的基本原则和国务院发布的规范性文件作为主要依据。相关部门在部门规章、规范性文件中对银行理财产品、保险投资产品、信托理财产品、券商集合理财计划、杠杆基金份额、期权及其他场外衍生品等高风险金融产品的推介、销	73.【法律适用规则】在确定卖方机构适当性义务的内容时，应当以合同法、证券法、证券投资基金法、信托法等法律规定的基本原则和国务院发布的规范性文件作为主要依据。相关部门在部门规章、规范性文件中对高风险等级金融产品的推介、销售，以及为金融消费者参与高风险等级投资活动提供服务作出的监管规定，与法律和国务院发布的规范性文件的规定不相抵触的，可以参照适用。

	售，以及为参与融资融券、新三板、创业板、科创板、期货等高风险投资活动提供服务作出的监管规定，与法律和国务院发布的规范性文件的规定不相抵触的，可以参照适用。	
--	---	--

类别	征求意见稿	正式稿
承担赔偿责任的主体	73.【依法确定责任主体】卖方机构未尽适当性义务，导致金融消费者在购买金融产品或者接受金融服务过程中遭受损失的，金融消费者既可以请求金融产品的发行人承担赔偿责任，也可以请求金融产品的销售者承担赔偿责任，还可以请求金融产品的发行人、销售者共同承担连带赔偿责任。发行人、销售者请求人民法院明确各自的责任份额的，人民法院可以在判决发行人、销售者对金融消费者承担连带赔偿责任的同时，明确发行人、销售者在实际承担了赔偿责任后，有权向责任方追偿其应当承担的赔偿份额。	74.【责任主体】金融产品发行人、销售者未尽适当性义务，导致金融消费者在购买金融产品过程中遭受损失的，金融消费者既可以请求金融产品的发行人承担赔偿责任，也可以请求金融产品的销售者承担赔偿责任，还可以根据《民法总则》第167条的规定，请求金融产品的发行人、销售者共同承担连带赔偿责任。发行人、销售者请求人民法院明确各自的责任份额的，人民法院可以在判决发行人、销售者对金融消费者承担连带赔偿责任的同时，明确发行人、销售者在实际承担了赔偿责任后，有权向责任方追偿其应当承担的赔偿份额。 金融服务提供者未尽适当性义务，导致金融消费者在接受金融服务后参与高风险等级投资活动遭受损失的，金融消费者可以请求金融服务提供者承担赔偿责任。

类别	征求意见稿	正式稿
举证责任分配	74.【依法分配举证责任】在案件审理中，金融消费者应当对购买产品或者接受服务、遭受的损失等事实承担举证责任。卖方机构对其是否履行了“将适当的产品（或者服务）销售（或者提供）给适合的金融消费者”义务承担举证责任。卖方机构不能提供其已经建立了金融产品（或者服务）的风险评估及相应管理制度、对金融消费者的风险认知、风险偏好和风险承受能力进行了测试、向金融消费者告知产品（或者服务）的收益和主要风险因素等相关证据的，应承担举证不能的法律后果。	75.【举证责任分配】在案件审理过程中，金融消费者应当对购买产品（或者接受服务）、遭受的损失等事实承担举证责任。卖方机构对其是否履行了适当性义务承担举证责任。卖方机构不能提供其已经建立了金融产品（或者服务）的风险评估及相应管理制度、对金融消费者的风险认知、风险偏好和风险承受能力进行了测试、向金融消费者告知产品（或者服务）的收益和主要风险因素等相关证据的，应当承担举证不能的法律后果。

类别	征求意见稿	正式稿
告知说明义务	75.【告知说明义务的衡量标准】告知说明义务是适当性义务的核心，是金融消费者能够真正了解产品或者服务的投资风险和收益的关键，应当根据产品的风险和金融消费者的实际状况，综合一般人能够理解的客观标准和金融消费者能够理解的主观标准来确定告知说明义务。卖方机构仅以金融消费者手写了诸如“本人明确知悉可能存在本金	76.【告知说明义务】告知说明义务的履行是金融消费者能够真正了解各类高风险等级金融产品或者高风险等级投资活动的投资风险和收益的关键，人民法院应当根据产品、投资活动的风险和金融消费者的实际情况，综合理性人能够理解的客观标准和金融消费者能够理解的主观标准来确定卖方机构是否已经履行了告知说明义务。卖方机构简单地以金融消费者手写

	损失风险”等内容主张其已经尽了告知说明义务的，人民法院不予支持。	了诸如“本人明确知悉可能存在本金损失风险”等内容主张其已经履行了告知说明义务，不能提供其他相关证据的，人民法院对其抗辩理由不予支持。
--	----------------------------------	--

类别	征求意见稿	正式稿
损失赔偿数额	76.【损失赔偿数额的确定】卖方机构未尽适当性义务导致金融消费者损失的，应当以金融消费者为获取该金融产品服务而支付的金钱总额扣除已收回部分的剩余金额作为实际损失数额。金融消费者提出赔偿其支付金钱总额的利息损失请求的，应当注意区分不同情况进行处理： （1）如果金融产品的合同文本中载明了预期收益率的，可以将该预期收益率作为计算利息损失的标准；（2）合同文本以浮动区间的方式对预期收益率进行约定的，金融消费者请求按照预期收益率的上限作为利息损失计算标准，人民法院应当予以支持；（3）合同文本中虽然没有关于预期收益率的约定，但金融消费者能够提供证据证明产品发行的广告宣传资料中载明了预期收益率的，应当将宣传资料作为合同文本的组成部分；（4）合同文本及广告宣传资料	77.【损失赔偿数额】卖方机构未尽适当性义务导致金融消费者损失的，应当赔偿金融消费者所受的实际损失。实际损失为损失的本金和利息，利息按照中国人民银行发布的同期同类存款基准利率计算。 金融消费者因购买高风险等级金融产品或者为参与高风险投资活动接受服务，以卖方机构存在欺诈行为为由，主张卖方机构应当根据《消费者权益保护法》第 55 条的规定承担惩罚性赔偿责任的，人民法院不予支持。卖方机构的行为构成欺诈的，对金融消费者提出赔偿其支付金钱总额的利息损失请求，应当注意区分不同情况进行处理： （1）金融产品的合同文本中载明了预期收益率、业绩比较基准或者类似约定的，可以将其作为计算利息损失的标准； （2）合同文本以浮动区间的方式对预期收益率或者业绩比较基准等进行约定，金融消费者请求按照

	中均未约定预期收益率的,按照中国人民银行发布的同期同类存款基准利率标准,确定损失赔偿的数额。 金融消费者因购买高风险权益类金融产品或者为参与高风险投资活动接受服务,以卖方机构存在欺诈行为为由,主张卖方机构应当根据《消费者权益保护法》第五十五条的规定承担惩罚性赔偿责任的,人民法院不予支持。	约定的上限作为利息损失计算标准的,人民法院依法予以支持; (3) 合同文本虽然没有关于预期收益率、业绩比较基准或者类似约定,但金融消费者能够提供证据证明产品发行的广告宣传资料中载明了预期收益率、业绩比较基准或者类似表述的,应当将宣传资料作为合同文本的组成部分; (4) 合同文本及广告宣传资料中未载明预期收益率、业绩比较基准或者类似表述的,按照全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率计算。
--	--	--

类别	征求意见稿	正式稿
损失赔偿数额	77. 【免责事由】因金融消费者故意提供虚假信息导致其购买产品或者接受服务不适当的,卖方机构请求免除相应责任的,人民法院应予支持,但该虚假信息的出具系卖方机构误导的除外。卖方机构能够举证证明根据金融消费者的既往投资经验、受教育程度等事实,适当性义务的违反并未影响金融消费者的自主决定的,对其关于应由金融消费者自负投资风险的诉讼理由,应当予以支持。	78. 【免责事由】因金融消费者故意提供虚假信息、拒绝听取卖方机构的建议等自身原因导致其购买产品或者接受服务不适当,卖方机构请求免除相应责任的,人民法院依法予以支持,但金融消费者能够证明该虚假信息的出具系卖方机构误导的除外。卖方机构能够举证证明根据金融消费者的既往投资经验、受教育程度等事实,适当性义务的违反并未影响金融消费者作出自主决定的,对其关于应当由金融消费者自负投资风险的抗辩理由,人民法院依法予以支持。

3) 相关分析

A. 问题一：证券销售和证券投资咨询业务的适当性义务如何区别？

证券销售过程中，无论是代销、包销或直接销售方式，证券公司都必须履行适当性义务，这是毋庸置疑的。

对于从事证券投资咨询业务的证券公司，是否要履行适当性义务？对此，《证券期货投资者适当性管理办法》（“《适当性管理办法》”）第三条规定，“**向投资者销售证券期货产品或者提供证券期货服务的机构**（以下简称经营机构）应当遵守法律、行政法规、本办法及其他有关规定，在**销售产品或者提供服务的过程中**，勤勉尽责，审慎履职，全面了解投资者情况，深入调查分析产品或者服务信息，科学有效评估，充分揭示风险，基于投资者的不同风险承受能力以及产品或者服务的不同风险等级等因素，提出明确的适当性匹配意见，将适当的产品或者服务销售或者提供给适合的投资者，并对违法违规行为承担法律责任。”由上述规定可知，证券公司在提供服务过程中也应当履行适当性义务。

另，根据中国证券业协会发布的自律性规范《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》（“《适当性管理指引》”）第二条规定，证券公司及其子公司、证券投资咨询机构（以下统称“证券经营机构”）**向投资者销售金融产品，或者以投资者买入金融产品为目的提供证券经纪、投资顾问、融资融券、资产管理、柜台交易等金融服务**，适用本指引。

《会议纪要理解与适用》指出，依法理，提供**投资咨询和顾问服务的金融服务机构**，实际上对投资者不负有法律上的适当性义务，自然不构成违反适当性义务的民事责任主体。

结合上述规定，我们认为，证券公司在从事证券销售业务和以投资者买入金融产品为目的的投资咨询等业务时应当遵循适当性义务，但如果不以投资者买入金融产品为目的的投资咨询服务则不构成违反适当性义务的民事责任主体。

与证券产品销售业务相比，在证券投资咨询业务中，自律性规范对适当性义务履行的要求也有所不同。例如，《适当性管理指引》第十一条规定，证券经营机构应当及时将投资者信息录入投资者评估数据库，并根据更新的信息持续评估投资者风险承受能力。投资者评估数据库中应当至少包含下列信息：（一）《办法》第六条所规定的投资者信息及本指引规定的证明材料；（二）历次《投资者风险承受能力评估问卷》内容、评估时间、评估结果等；（三）投资者申请成为专业投资

者或转化为普通投资者的申请书、审查结果告知和警示等；(四)投资者投资交易记录,包括但不限于产品或服务及其风险等级、交易权限、交易频率等；(五)投资者在证券经营机构的失信记录；(六)中国证监会、中国证券业协会(以下简称“协会”)及证券经营机构认为必要的其它信息。前述第(四)项不适用于证券投资咨询机构。

B. 问题二：证券公司适当性义务的认定标准是什么？

关于适当性义务的含义,《会议纪要》第 72 条规定:“72.【适当性义务】适当性义务是指卖方机构在向金融消费者推介、销售银行理财产品、保险投资产品、信托理财产品、券商集合理财计划、杠杆基金份额、期权及其他场外衍生品等高风险等级金融产品,以及为金融消费者参与融资融券、新三板、创业板、科创板、期货等高风险等级投资活动提供服务的过程中,必须履行的了解客户、了解产品、将适当的产品(或者服务)销售(或者提供)给适合的金融消费者等义务。”之所以对销售者苛以上述义务,是因为金融消费者自身金融知识及对产品了解能力有限,在交易选择上更多依赖于销售者的推介和说明。

关于如何确定证券公司作为销售者是否尽责履行了适当性义务,《会议纪要》第 73 条指出:“在确定卖方机构适当性义务的内容时,应当以合同法、证券法、证券投资基金法、信托法等法律规定的基本原则和国务院发布的规范性文件作为主要依据。相关部门在部门规章、规范性文件中对高风险等级金融产品的推介、销售,以及为金融消费者参与高风险等级投资活动提供服务作出的监管规定,与法律和国务院发布的规范性文件的规定不相抵触的,可以参照适用。”

《证券法》以及相关法律、规章对适当性义务亦有所规定。如《证券投资基金法》第 99 条与《证券公司监督管理条例》第 29 条明确规定,证券产品销售机构,以及从事证券资产管理业务、融资融券业务,销售证券类金融产品业务的证券公司应负担适当性义务;2018 年 4 月,《资管新规》第六条规定:“金融机构发行和销售资产管理产品,应当坚持“了解产品”和“了解客户”的经营理念,加强投资者适当性管理,向投资者销售与其风险识别能力和风险承受能力相适应的资产管理产品……”;2020 年 1 月,新《证券法》专列“投资者保护”一章,第 88 条同时规定了投资者适当性管理的相关内容,这是投资者适当性管理首次出现在《证券法》中,从此,投资者适当性管理有了法律层面的制度保障。

在适当性义务的具体措施方面,2016 年 12 月 12 日,证监会发布《适当性管理办法》。该办法制定了统一的适当性管理规定,对证券公司履行适当性义务

的具体措施提出不少要求。根据《适当性管理办法》，经营机构的适当性义务主要体现在：1) 了解投资者各项必要信息、区分普通投资者与专业投资者；2) 对销售的产品或提供的服务划分风险等级；3) 在不同分类的投资者与不同风险等级的产品或服务之间做出匹配判断；4) 向投资者明确告知、警示风险；5) 妥善保存履行告知、警示义务的相关信息资料；6) 制定与适当性义务有关的内部制度；7) 以及代销情况下委托销售机构与受托销售机构之间适当性义务的分配等。

在此基础上，证券交易所及中国证券业协会对上述适当性义务的履行针对不同业务进行了细化要求。

证券交易所对会员的适当性义务履行有相应要求。例如《上海证券交易所投资者适当性管理暂行办法》第四条规定，会员的投资者适当性管理包括以下内容：

（一）了解投资者的相关情况并评估其风险承受能力；（二）了解拟提供的产品或服务的相关信息；（三）向投资者提供与其风险承受能力相匹配的产品或服务，并进行持续跟踪和管理；（四）提供产品或服务前，向投资者介绍产品或服务的内容、性质、特点、业务规则等，进行有针对性的投资者教育；（五）揭示产品或服务的风险，与投资者签署《风险揭示书》。《深交所关于加强新股上市初期投资者适当性管理工作的通知》规定，一、认真做好相关规则的宣传解释，增强客户合规参与新股交易的意识；二、切实加强对客户的风险提示与教育，全面提高客户风险意识；三、密切关注客户参与新股交易的情况，进一步提高客户分类服务的适当性与有效性；四、强化客户参与新股交易的管理，有效抑制盲目炒新行为；五、进一步健全新股交易管理机制，积极配合本所自律监管。

有关**证券经纪业务**，《关于加强证券经纪业务管理的规定》第（二）条规定，建立健全客户适当性管理制度，为客户提供适当的产品和服务。证券公司应当根据客户财务与收入状况、证券专业知识、证券投资经验和风险偏好、年龄等情况，在与客户签订证券交易委托代理协议时，对客户进行初次风险承受能力评估，以后至少每两年根据客户证券投资情况等进行一次后续评估，并对客户进行分类管理，分类结果应当以书面或者电子方式记载、留存。

有关**证券投资咨询业务**，《证券投资顾问业务暂行规定》第十一条规定，证券公司、证券投资咨询机构向客户提供证券投资顾问服务，应当按照公司制定的程序和要求，了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验、投资需求与风险偏好，评估客户的风险承受能力，并以书面或者电子文件形式予以记载、保存。第十二条规定，证券公司、证券投资咨询机构向客户提供证券投资顾问服务，应

当告知客户下列基本信息：（一）公司名称、地址、联系方式、投诉电话、证券投资咨询业务资格等；（二）证券投资顾问的姓名及其证券投资咨询执业资格编码；（三）证券投资顾问服务的内容和方式；（四）投资决策由客户作出，投资风险由客户承担；（五）证券投资顾问不得代客户作出投资决策。

有关**资产证券化业务**，《证券公司资产证券化业务管理规定》第十六条规定，专项计划的管理人以及资产支持证券的销售机构应当采取下列措施，保障投资者的投资决定是在充分知悉资产支持证券风险收益特点的情形下作出的审慎决定：

（一）了解投资者的财产与收入状况、风险承受能力和投资偏好等，推荐与其风险承受能力相匹配的资产支持证券；（二）向投资者充分披露专项计划的基础资产情况、现金流预测情况以及对专项计划的影响、交易合同主要内容及资产支持证券的风险收益特点，告知投资资产支持证券的权利义务；（三）制作风险揭示书充分揭示投资风险，在接受投资者认购资金前应当确保投资者已经知悉风险揭示书内容并在风险揭示书上签字。

有关**证券投资基金销售**，《证券投资基金销售管理办法》第六十条规定，基金销售机构应当建立基金销售适用性管理制度，至少包括以下内容：（一）对基金管理人进行审慎调查的方式和方法；（二）对基金产品的风险等级进行设置、对基金产品进行风险评价的方式和方法；（三）对基金投资人风险承受能力进行调查和评价的方式和方法；（四）对基金产品和基金投资人进行匹配的方法。

有关**金融衍生品柜台交易业务**，《证券公司金融衍生品柜台交易业务规范》第十二条规定，证券公司交易对手方应限于机构，包括专业交易对手方和非专业交易对手方。证券公司应当参照协会《证券公司投资者适当性制度指引》的原则，制定区分专业交易对手方和非专业交易对手方的具体办法。证券公司应评估交易对手方的衍生品交易经验、专业能力、风险承受能力等，对交易对手方进行相应分类，并至少每年复核一次。

有关**代销金融产品业务**，《证券公司代销金融产品管理规定》第十三条规定，证券公司应当采取适当方式，向客户披露委托人提供的金融产品合同当事人情况介绍、金融产品说明书等材料，全面、公正、准确地介绍金融产品有关信息，充分说明金融产品的信用风险、市场风险、流动性风险等主要风险特征，并披露其与金融合同当事人之间是否存在关联关系。代销的金融产品流动性较低、透明度较低、损失可能超过购买支出或者不易理解的，证券公司应当以简明、易懂的文字，向客户作出有针对性的书面说明，同时详细披露金融产品的风险特征与客户

风险承受能力的匹配情况，并要求客户签字确认。证券公司应当向客户说明，因金融产品设计、运营和委托人提供的信息不真实、不准确、不完整而产生的责任由委托人承担，证券公司不承担任何担保责任。

随着监管机构对适当性义务的重视，尚有其他法律法规及自律性文件也在陆续制定中，可见监管部门正在逐渐加强“适当性管理”，这一监管理念也将进一步影响司法裁判的审理观念。

C. 问题三：《会议纪要》第五章所指的金融消费者是否包含机构投资者？

2016年12月14日，中国人民银行发布《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法》（“《央行办法》”），首次对“金融消费者”的概念进行了定义，即购买、使用金融机构提供的金融产品和服务的自然人。这也是目前唯一有关“金融消费者”的定义。

《央行办法》出台后，证券和银保监系统有关适当性管理的各项规定和自律准则中，均没有使用“金融消费者”的名称，而是使用了“投资者”和“委托人”的名称。这些规定与《央行办法》中规定的“金融消费者”存在一个重要区别，是《央行办法》规定，“金融消费者”只能是个人，而“投资者”或“委托人”可以是个人、也可以是机构，还可以是金融产品自身。可见，“金融消费者”这一概念并未被金融行业主管部门所采纳。

《会议纪要》第五章同样使用了“金融消费者”这一概念，这一概念是否与《央行办法》规定一致仅仅指自然人消费者，《会议纪要》及《会议纪要理解与适用》均未给出明确答复，相关部分也未援引《央行办法》。

仅从消费者的概念来看，《消费者权益保护法》实施后，消费者已经成为一个有特定含义的术语，即为生活消费需要购买、使用商品或者接受服务的个人是消费者，与“生活需要”存在连接点。另外根据“保护弱者”的金融审判理念，《会议纪要》第五章所适用的重点人群应该是自然人消费者，特别是风险承受能力较低的自然人消费者。

在“金融消费者”尚未有明确定义的情况下，期待最高人民法院能进一步释明，否则一旦发生诉讼纠纷，将对法律适用、举证责任分配、赔偿标准计算等各方面造成困扰。对于证券公司而言，在尚未明确的情况下，应持谨慎态度，无论对于自然人投资者，还是机构投资者都要尽到适当性义务。

D. 问题四：证券公司告知说明义务的判断标准是什么？

《会议纪要》将告知说明义务作为适当性义务的核心进行了论述，主要是基于告知说明义务在适当性管理制度的特殊重要地位决定的。

实践中，证券公司及银行等销售机构负有向金融消费者全面、如实、客观地介绍产品情况和提示产品风险，而对于“告知”之标准，以往实践中存在较大争议。部分法院认为，只要金融消费者签署了风险告知书等书面告知文件，或相关文件上载有加黑字体的“投资有风险”等类似表述，法院即片面认定销售者履行了告知说明义务，不应承担责任，如在施露露与南京银行股份有限公司玄武支行、南京银行股份有限公司财产损害赔偿纠纷案【（2017）苏 01 民终 1905 号】中，江苏省南京市中级人民法院即认为：“施露露作为一名完全民事行为能力的成年人，出于投资获利的目的购买涉案基金产品，理应具有风险认知能力和风险承受能力，特别是其对所购理财产品是基金是清楚的，而基金有风险应是一种共识，案涉基金业务交易类申请表的抬头亦有明显加黑加粗字体提示‘基金存在风险，投资须谨慎’。施露露在签名栏中签名，确认南京银行玄武支行已对案涉基金相关信息进行披露，其自愿承担投资风险，其再主张南京银行未履行风险充分告知义务，与其在该申请表上的签字确认行为，自相矛盾，故对其该项上诉主张，本院不予采信。”

为纠正上述观点，最高人民法院在《会议纪要》第 76 条明确规定：“76. 【告知说明义务】告知说明义务的履行是金融消费者能够真正了解各类高风险等级金融产品或者高风险等级投资活动的投资风险和收益的关键，人民法院应当根据产品、投资活动的风险和金融消费者的实际情况，综合理性人能够理解的客观标准和金融消费者能够理解的主观标准来确定卖方机构是否已经履行了告知说明义务。卖方机构简单地以金融消费者手写了诸如‘本人明确知悉可能存在本金损失风险’等内容主张其已经履行了告知说明义务，不能提供其他相关证据的，人民法院对其抗辩理由不予支持。”

关于告知说明义务的内容，《会议纪要理解与适用》指出，告知说明义务强调的是“信息披露义务”，指金融机构在推销金融产品时，应该向金融消费者充分说明与金融产品相关的市场风险、信用风险、合同的主要内容等重要事项，使得金融消费者对所要投资的金融产品有足够的认识来做出投资决定。卖方机构对投资风险的揭示应当是具体且实质性的，可结合以下情节予以把握：

1. 卖方机构在销售商品或提供服务时，违反诚实守信、勤勉尽责的原则，未以金融消费者能够充分了解的方式向其真实、准确、完整、及时地披露金融商品或者服务的提供者、价款、费用构成及取向、资金使用方式、履行期限、实际收益的计算方法、售后服务以及各方的权利义务与责任等影响金融消费者投资决策的信息，并就合同的主要条款作出说明的，可以认定卖方机构未履行或者未充分履行告知说明义务。

2. 卖方机构未将投资本金和收益可能发生的最大损失风险向金融消费者作出特别说明的，可以认定卖方机构未履行告知说明义务。

《会议纪要》指出，要“综合理性人能够理解的客观标准和金融消费者能够理解的主观标准来确定卖方机构是否已经履行了告知说明义务”。

客观标准需考虑的因素包括证券公司是否按照相关监管规定的流程履行了告知义务、告知的方法和内容能否为一般大众所理解和接受，但对于“金融消费者能够理解的主观标准”的界定，尚无统一标准，依赖于个案具体案件事实和法官的判断。

以往司法实践中，对于告知义务是否达到主观标准，法院较为关注以下因素：

a) 投资人的实际年龄

部分法院认为，对于高龄人士，销售机构负有更高的告知义务，如签署高龄投资者特别风险告知书、进行特别风险提示或将投资行为告知其家属等。如在金祖慧与平安银行股份有限公司南京双门楼支行委托理财合同纠纷案【（2017）苏01民终8972号】中，江苏省南京市中级人民法院即认为：“其三，平安双门楼支行作为专业的金融机构，在销售过程中未妥善尽到较高程度的注意义务。本案中，由于销售对象是高龄老人，案涉理财产品与其风险承受能力不匹配，此种情况下，平安双门楼支行应当更为谨慎地履行推荐适当产品的义务。”

b) 投资人的既往投资经历

部分法院认为，既往投资经历可推定销售者未履行适当性义务并未影响金融消费者作出自主决定。如在钟洪春诉国信证券股份有限公司、海通证券股份有限公司深圳景田南路证券营业部、海通证券股份有限公司、广发证券股份有限公司、中国证券登记结算有限责任公司、中国南方航空集团公司、上海证券交易所财产损害赔偿纠纷案【（2009）沪高民二（商）终字第65号】中，上海市高级人民法院即认为：“本案中，上诉人曾进行的权证交易涉及证券市场发行的各种权证，

是一名具有丰富实践经验和高风险投资偏好的权证投资者。上诉人在进行本案所涉权证交易的过程中发生亏损，与七被上诉人的行为之间并不存在必然的、直接的因果关系。上诉人认为投资损失是七被上诉人行为所致的上诉理由亦不能成立，本院不予支持。”

c) 投资人的学历背景和投资知识

部分法院认为，高学历金融消费者具有强于一般大众的理解能力，可在特定情况下推定销售者未履行适当性义务并未影响金融消费者作出自主决定。在王百静与中投天琪期货有限公司财产损害赔偿纠纷案【（2016）粤 0304 民初 5503 号】中，广东省深圳市福田区人民法院认为：“庭审中，原告确认其为湖南大学电机专业毕业，其后获得北京大学工商管理硕士学位……根据被告提交的证据，被告已经充分向原告告知期货交易的相关风险，原告亦明确表示知晓被告告知的相关风险，且原告的受教育程度应足以保证其理解能力。原告主张的被告安排人代原告进行最初的十笔操作，无证据证明，且被告向原告提供的《期货交易风险说明书》、《股指期货交易特别风险提示》、《客户须知》已经详尽地告知了期货的相关风险，故原告关于被告未尽到风险提示义务的主张缺乏证据支持。”

E. 问题五：举证责任如何划分？

《会议纪要》第 75 条规定：“75.【举证责任分配】在案件审理过程中，金融消费者应当对购买产品（或者接受服务）、遭受的损失等事实承担举证责任。卖方机构对其是否履行了适当性义务承担举证责任。卖方机构不能提供其已经建立了金融产品（或者服务）的风险评估及相应管理制度、对金融消费者的风险认知、风险偏好和风险承受能力进行了测试、向金融消费者告知产品（或者服务）的收益和主要风险因素等相关证据的，应当承担举证不能的法律后果。”

实践中，证券公司、银行等销售机构应当建立风险评估管理制度，对金融消费者的风险认知、风险偏好和风险承受能力进行测试，向金融消费者销售理财产品的风险等级等于或低于其风险承受能力等级的产品时，要注意相关材料的保存、过程录像等。

F. 问题六：证券公司的赔偿责任应当如何承担？

a) 责任主体

一般意义下，适当性义务为针对金融产品销售者的规则，而以往的司法实践中，大多争议案例的被告都是销售者，并不包括发行人。《会议纪要》第 74 条

改变了以往金融消费者仅向销售者追偿的局面，明确指出：“74.【责任主体】金融产品发行人、销售者未尽适当性义务，导致金融消费者在购买金融产品过程中遭受损失的，金融消费者既可以请求金融产品的发行人承担赔偿责任，也可以请求金融产品的销售者承担赔偿责任，还可以根据《民法总则》第 167 条的规定，请求金融产品的发行人、销售者共同承担连带赔偿责任。发行人、销售者请求人民法院明确各自的责任份额的，人民法院可以在判决发行人、销售者对金融消费者承担连带赔偿责任的同时，明确发行人、销售者在实际承担了赔偿责任后，有权向责任方追偿其应当承担的赔偿份额。金融服务提供者未尽适当性义务，导致金融消费者在接受金融服务后参与高风险等级投资活动遭受损失的，金融消费者可以请求金融服务提供者承担赔偿责任。”

关于发行人与销售者的责任分配模式，部分法院认为销售者仅在发行人不能清偿范围内承担一定比例的赔偿责任。如在陈莉、兴业银行股份有限公司深圳分行与兴业银行股份有限公司财产损害赔偿纠纷案【(2017)粤 03 民终 17328-17342 号】中，广东省深圳市中级人民法院认为：“二、变更广东省深圳市福田区人民法院 (2016) 粤 0304 民初 9321-9335 号民事判决第一项为：上诉人兴业银行股份有限公司深圳分行于本判决发生法律效力之日起三十日内对附表三仲裁裁决中深圳杏某投资管理有限公司、徐永斌应支付给本十五案上诉人（原审原告）王小丹等十五人未收回的投资本金及利息【利息按中国人民银行规定的一年期贷款基准利率（以不超过 6% 为限），自本十五案上诉人（原审原告）王小丹等十五人转入投资本金之日起计至付清之日止】承担补充清偿责任。”《会议纪要》第 74 条明确发行人、销售者共同承担连带赔偿责任，宣告补充责任的终结。针对发行人、销售者请求法院明确各自的责任份额的处理，《会议纪要》明确法院可以在判决发行人、销售者对金融消费者承担连带赔偿责任的同时，可以明确发行人、销售者在实际承担了赔偿责任后，有权向责任方追偿其应当承担的赔偿份额。

b) 责任定性

关于销售者未履行适当性义务的责任定性，实务界和学界一直存在较大争议：第一种观点缔约过失责任说认为，适当性义务属于先合同义务，违反适当性义务给金融消费者造成损失的，按照《合同法》第四十二条第三款之规定，因违背诚实信用原则应承担缔约过失的赔偿责任；第二种观点侵权责任说认为，销售者未尽适当性义务构成侵权，应当承担侵权责任。《会议纪要》征求意见稿采用了第一种观点对销售者未履行适当性义务的责任进行定性，认定适当性义务属于先合

同义务，因而，销售者未履行适当性义务的责任为缔约过失责任。虽然正式稿又删去对适当性义务定义为先合同义务的规定，但从《会议纪要理解与适用》来看最高人民法院的观点并未发生变化。

c) 责任分配

以往司法实践中，销售者承担的责任比例有 20%、30%、50%、70%、80%、100% 多种情形，参见：（2018）京 02 民终 7731 号、（2018）浙 0106 民初 5290 号、（2017）粤 03 民终 4424 号、（2019）京 02 民终 5844 号、（2019）皖 01 民终 8546 号、（2019）皖 01 民终 8546 号等。法院判决销售者承担不同比例的责任，主要是基于金融消费者自身也有过错，基于因果联系，应将相应责任分配给金融消费者。如在申屠菊卿与中国农业银行股份有限公司杭州保俶支行财产损害赔偿纠纷案【（2018）浙 0106 民初 5290 号】中，浙江省杭州市西湖区人民法院认为：“原告作为完全民事行为能力人，输入网银密码后未根据网络系统提示阅读风险提示，且在案涉基金购买之前也有过炒股、购买基金等投资行为，其理应知晓购买股票型基金的风险，故对案涉基金损失的发生亦具有相应过错，本院酌情确定其承担 30% 的责任。”

《会议纪要》第 77 条规定：“77.【损失赔偿数额】卖方机构未尽适当性义务导致金融消费者损失的，应当赔偿金融消费者所受的实际损失”，结合第 78 条免责事由的规定，有观点认为，《会议纪要》确立了销售者要么承担 100% 责任，要么不承担任何责任的原则。该观点值得商榷。《会议纪要》第 78 条规定：“【免责事由】因金融消费者故意提供虚假信息、拒绝听取卖方机构的建议等自身原因导致其购买产品或者接受服务不适当，卖方机构请求免除相应责任的，人民法院依法予以支持。”本条为卖方机构减轻责任提供了空间，《会议纪要理解与适用》也指出，根据缔约过失责任的原理，卖方机构的赔偿责任也应根据过错减轻而相应减轻。因此，《会议纪要》出台后，根据过错程度分配责任的原则仍将继续适用。

d) 利息损失的认定

《会议纪要》改变了征求意见稿和既往司法实践采用的处理方式，区分一般性违反适当性义务和欺诈性违反适当性义务两种情形。《会议纪要》第 77 条规定：“77.【损失赔偿数额】卖方机构未尽适当性义务导致金融消费者损失的，应当赔偿金融消费者所受的实际损失。实际损失为损失的本金和利息，利息按照中国人民银行发布的同期同类存款基准利率计算……卖方机构的行为构成欺诈的，

对金融消费者提出赔偿其支付金钱总额的利息损失请求,应当注意区分不同情况进行处理:(1)金融产品的合同文本中载明了预期收益率、业绩比较基准或者类似约定的,可以将其作为计算利息损失的标准;(2)合同文本以浮动区间的方式对预期收益率或者业绩比较基准等进行约定,金融消费者请求按照约定的上限作为利息损失计算标准的,人民法院依法予以支持;(3)合同文本虽然没有关于预期收益率、业绩比较基准或者类似约定,但金融消费者能够提供证据证明产品发行的广告宣传资料中载明了预期收益率、业绩比较基准或者类似表述的,应当将宣传资料作为合同文本的组成部分;(4)合同文本及广告宣传资料中未载明预期收益率、业绩比较基准或者类似表述的,按照全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率计算。”

e) 免责事由

《会议纪要》第 78 条规定:“卖方机构能够举证证明根据金融消费者的既往投资经验、受教育程度等事实,适当性义务的违反并未影响金融消费者作出自主决定的,对其关于应当由金融消费者自负投资风险的抗辩理由,人民法院依法予以支持。”其背后的逻辑在于,具备相应投资经验的投资者理应认识到投资理财的风险,应当具备更高的谨慎注意义务,因而可以适当减轻卖方机构的风险提示和适当推荐义务。

f) 是否排除了《消费者权益保护法》惩罚性赔偿责任之适用?

自国务院办公厅 2015 年 11 月 4 日颁布《关于加强金融消费者权益保护工作的指导意见》开始,投资者被纳入“消费者”范围,部分观点据此认为,金融消费也应适用《消费者权益保护法》第五十五条规定的欺诈下的“退一赔三”惩罚性赔偿责任。

对此,《会议纪要》第 77 条规定:“金融消费者因购买高风险等级金融产品或者为参与高风险投资活动接受服务,以卖方机构存在欺诈行为为由,主张卖方机构应当根据《消费者权益保护法》第 55 条的规定承担惩罚性赔偿责任的,人民法院不予支持。”

4) 应对建议

A. 证券公司的销售部门应建立完善的风险评估管理制度;

B. 无论是自销产品还是代销产品,销售部门都要完整对营销推介、相关风险和关键信息提示、消费者确认和反馈等重点销售环节进行录音录像(双录),

并妥善保管视频、文件等全过程资料,妥善保管销售过程资料和录音录像资料(至少 20 年);

C. 在按照监管部门规定的要求履行告知说明义务的同时,销售部门还应针对个体情况设置更多的告知程序;

D. 在证券产品销售流程中设置教育背景和投资背景调查环节,收集金融消费者具有较强的金融知识和成功投资经验的相关资料,发生诉讼时可以此主张销售者未履行适当性义务并未影响金融消费者作出自主决定;

E. 证券销售之外,以投资者买入金融产品为目的提供证券经纪、投资顾问、融资融券、资产管理、柜台交易等金融服务也应遵循适当性义务的相关要求;

F. 证券公司在销售和推介金融产品时,稳妥的做法是将机构合格投资者视同金融消费者,从宽解释、从严操作。

(二)财务顾问、证券承销与保荐业务

1. 财务顾问业务中的变相利息

1) 业务概述

财务顾问业务是指与证券交易、证券投资活动有关的咨询、建议、策划业务。与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问具体包括哪些事项,现行法律法规中未见明确的规定。全国人大证券法起草修改工作组于《中华人民共和国证券法释义》中的解释是:与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问是指证券公司以证券市场业务为核心,综合运用金融、财会、经济、投资、企业管理等专业知识和实践经验,利用分析、咨询、策划、设计和代理操作等多种方式,为投资者进行专业服务,满足其需求并从中获取报酬的活动。该解释是解读法律条文真意的重要考量因素,具有重要参考价值。

在金融借款类的融资业务开展过程中,财务顾问费(包括投资顾问费、咨询费、部分手续费),系指金融机构在与企业开展业务过程中,除合同约定利息外另行收取的费用,该部分费用在大多与融资相关,却不直接表现为利息等直观的融资成本。某些情况下,财务顾问费的收取,或是为规避相关监管规定,或是为了满足金融机构内部收入分配的需求等。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
变相利息的认定	51.【变相利息的规制】金融借款合同中，贷款人以服务费、咨询费、顾问费等为名变相收取利息，出借人认为贷款人或者由其指定的人收取的相关费用不合理的，人民法院可以根据提供服务的实际情况确定出借人应予支付或者酌减相关费用。	51.【变相利息的认定】金融借款合同纠纷中，借款人认为金融机构以服务费、咨询费、顾问费、管理费等为名变相收取利息，金融机构或者由其指定的人收取的相关费用不合理的，人民法院可以根据提供服务的实际情况确定借款人应予支付或者酌减相关费用。

3) 相关分析

A. 问题一：变相利息应如何认定？

证券公司在开展底层资产为贷款类的融资业务过程中，借款合同除约定正常利息外，还会约定借款人向证券公司支付一定比例的手续费、管理费、服务费等，或者证券公司与借款人另行签订财务顾问服务协议、资金监管协议等，约定证券公司另行收取介绍费、服务费、咨询费、顾问费、管理费等，这些费用虽不直接表现为利息，但实际上属于借款人的融资成本。发生争议时，借款人往往会主张上述费用属于变相利息请求法院予以调减。

对于上述费用性质的认定，司法实践中存在一定争议。部分法院认为，手续费、顾问费等相关费用属于变相利息，应当予以调整，如在金阿媚、成都金乐实业有限公司民间借贷纠纷案【（2018）川民终 72 号】中，四川省高级人民法院认为：“综合本案双方当事人之间除仅存借贷关系外无其他法律关系的事实，一审法院认定《承诺书》中约定的协调费系案涉 3000 万元借款中的变相利息，并无不当。”也有部分法院认为，手续费、管理费、服务费等费用并不属于利息，属于当事人之间其他法律关系，不能扣除，如在内蒙古博源控股集团有限公司、中国建设银行股份有限公司南阳分行金融借款合同纠纷案【（2018）最高法民终 422 号】中，最高人民法院即认为：“博源公司还主张，《顾问协议》《监管协

议》与《银团贷款合同》约定的项目资金监管内容重复，服务期限存在部分重叠，建行南阳分行并未实质上提供协议约定的服务，但建行南阳分行原审提交的《南阳内邓高速公路建设项目建行基建贷款资金监管规划》《南阳内邓高速公路建设项目建设资金监管月度报告》《项目基本情况表》《项目调查报告》《财务顾问服务报告》《财务顾问小组服务记录》《宏观经济分析报告》《公路行业分析报告》以及加盖宛达昕公司印章的《咨询成果交付签收单》等证据，完整记录了服务内容及过程，宛达昕公司亦签署《咨询成果交付签收单》《财务顾问服务回执》，对建行南阳分行提供的综合财务顾问服务表示认可，表明宛达昕公司确认上述协议已实际履行。因此，博源公司上诉称建行南阳分行未提供实质服务，服务费用应从本案贷款本金中扣除的理由，与本案事实不符，本院亦不予支持。”

金融机构在借款合同约定利息之外另行收取财务顾问费等额外费用，有些情况下确实提供了相应的服务，但仍有部分情况是为了规避相关监管规定，不存在其他真实的合同关系，变相加重了企业融资成本，有悖于国家降低实体企业融资成本的政策精神。

监管机构要求，没有实质服务内容的收费项目，一律予以取消。如《国务院办公厅关于多措并举缓解企业融资成本高问题的指导意见》第四条规定：“对于直接与贷款挂钩、没有实质服务内容的收费项目，一律予以取消；对于发放贷款收取利息应尽的工作职责，不得再分解设置收费项目。”

财务顾问服务中，收费方推介并促成资金方向融资方提供融资，可以解释为已经提供了“协助取得委托贷款融资，提供资金融通”服务（需要相关证据材料佐证）；但是如果收费方并未实际提供“资产管理、融资方案设计”这样的服务，法院可能会依据公平原则调整财务顾问费金额。例如，上海市第一中级人民法院2011年的判决认定某宾馆公司与某投资管理公司间的《财务顾问协议》系当事人真实意思表示。根据顾问协议约定，某投资管理公司应当为某宾馆公司提供各类融资咨询服务等，而事实上，某投资管理公司仅是寻找到唐某为某宾馆公司融资，并无其他服务内容……某投资管理公司根据借款期限按月利3.2%，逐月向某宾馆公司收取服务费，该约定明显不符合常理，也违反公平原则，故对服务费计价方式应当予以调整。

《会议纪要》第51条对变相利息进行了直接规制，明确“收取的相关费用不合理的”，法院可以根据“服务的实际情况”确定是否支付或酌减相关费用。

《会议纪要理解与适用》明确法院判断财务顾问费与业务是否存在关联，应审查：第一，财务顾问费的收取节奏与利息收取节奏是否一致；第二，财务顾问费的收取与贷款金额是否存在比例关系；第三，签订财务顾问协议时间、收取融资顾问费时间与融资或贷款发放时间是否接近等。

B. 问题二：法院认定费用不合理后如何处理？

法院认定收取费用不合理后如何处理？之前司法实践有多种处理路径，对于这些争议，《会议纪要》第 51 条明确“收取的相关费用不合理的”，法院可以根据“服务的实际情况”确定是否支付或酌减相关费用。借款人对金融机构的变相利息认为质价不符，要求酌减或者不予支付，法院应当根据借款人提供的证据进行审查，必要时可以依职权进行调查，查清是否存在质价不符或者不应支付的情况。对于金融机构向小微企业收取财务顾问费等费用，应不予支持，对质价不符的可以适当调整。

此外，《会议纪要》第 51 条明确不以是否超过 24% 作为扣减依据，而以是否合理和提供服务的实际情况作为扣减标准。

4) 应对建议

为避免“变相利息”的监管风险和司法风险，建议证券公司：

A. 收取财务顾问费用时，应当有独立于借贷行为本身的合同依据，并有明确的服务内容；

B. 服务内容应体现出针对性，并结合自身专业知识和实践经验提供专业服务，应达到服务协议约定的服务标准；

C. 应对服务进行完整记录，并妥善存档；

D. 建议在财务顾问协议中对“财务顾问服务”作出具体约定，并建议收费方注意留存财务顾问服务证据（例如财务顾问报告、融资顾问记录单、尽职调查报告、融资方案设计图等等）。

2. 证券承销业务中的虚假陈述

1) 业务概述

证券承销是指发行人委托证券经营机构向社会公开销售证券的行为。发行人向不特定对象公开发行证券，依法应当由证券公司承销。

在证券虚假陈述纠纷案件中，一般而言，在发行人或者上市公司本身财务状况不佳时，会将证券承销商列为共同被告。尤其大型证券公司，其经济实力会远优于发行人/上市公司，投资者一般会将其列为共同被告，以使得获赔多一层保障。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
虚假陈述案件共同管辖的案件移送	78. 【共同管辖的案件移送】原告人民法院受理以发行人或者上市公司以外的虚假陈述行为人为被告提起的诉讼后，被告申请追加发行人或者上市公司为共同被告，人民法院在追加后，发现其他有管辖权的人民法院已先行受理因同一虚假陈述行为引发的民事赔偿案件的，应当按照民事诉讼法司法解释第三十六条的规定，将案件移送给先立案的人民法院。	79. 【共同管辖的案件移送】原告以发行人、上市公司以外的虚假陈述行为人为被告提起诉讼，被告申请追加发行人或者上市公司为共同被告的，人民法院应予准许。人民法院在追加后发现其他有管辖权的人民法院已先行受理因同一虚假陈述引发的民事赔偿案件的，应当按照民事诉讼法司法解释第36条的规定，将案件移送给先立案的人民法院。

类别	征求意见稿	正式稿
虚假陈述案件的审理方式	79. 【案件审理方式】在案件审理方式方面，要以《民事诉讼法》第五十四条规定的代表人诉讼制度为基础，积极探索符合中国国情的证券民事诉讼制度，逐步改变过去“一案一立、分别审理”的局面，实现案件审理的集约化和诉讼	80. 【案件审理方式】案件审理方式方面，在传统的“一案一立、分别审理”的方式之外，一些人民法院已经进行了将部分案件合并审理、在示范判决基础上委托调解等改革，初步实现了案件审理的集约化和诉讼经济。在认真总结审判实践经验的基础上，有条

	经济化。	件的地方人民法院可以选择个案以《民事诉讼法》第54条规定的代表人诉讼方式进行审理，逐步展开试点工作。就案件审理中涉及的适格原告范围认定、公告通知方式、投资者权利登记、代表人推选、执行款项的发放等具体工作，积极协调相关部门和有关方面，推动信息技术审判辅助平台和常态化、可持续的工作机制建设，保障投资者能够便捷、高效、透明和低成本地维护自身合法权益，为构建符合中国国情的证券民事诉讼制度积累审判经验，培养审判队伍。
--	------	---

类别	征求意见稿	正式稿
虚假陈述案件的立案登记方式	80. 【统一登记立案】多个投资人就同一虚假陈述行为向人民法院提起诉讼的，人民法院在登记立案时可以根据原告起诉状中关于虚假陈述行为的数量、性质及其实施日、揭露日或更正日等时间节点的陈述，将投资人作为共同原告予以统一立案登记。原告主张被告实施了多个虚假陈述行为的，可以分别登记立案。	81. 【立案登记】多个投资者就同一虚假陈述向人民法院提起诉讼，可以采用代表人诉讼方式对案件进行审理的，人民法院在登记立案时可以根据原告起诉状中所描述的虚假陈述的数量、性质及其实施日、揭露日或者更正日等时间节点，将投资者作为共同原告统一立案登记。原告主张被告实施了多个虚假陈述的，可以分别立案登记。

类别	征求意见稿	正式稿
----	-------	-----

虚假陈述案件的案件甄别及程序决定	82. 【案件甄别及程序决定】 人民法院决定采用《民事诉讼法》第五十四条规定的方式审理案件的，在发出公告前，应当先行就被告的行为是否构成虚假陈述行为、投资人的交易方向与诱多或者诱空的虚假陈述行为是否一致，以及虚假陈述行为的实施日、揭露日或者更正日等案件基本事实进行初步审查。	82. 【案件甄别及程序决定】 人民法院决定采用《民事诉讼法》第54条规定的方式审理案件的，在发出公告前，应当先行就被告的行为是否构成虚假陈述，投资者的交易方向与诱多、诱空的虚假陈述是否一致，以及虚假陈述的实施日、揭露日或者更正日等案件基本事实进行审查。
------------------	---	---

类别	征求意见稿	正式稿
虚假陈述案件选定代表人方式	83. 【选定代表人】权利登记的期间届满后，人民法院应当通知当事人在指定期间内完成诉讼代表人的推选工作。当事人推选不出代表人的，人民法院在提出或者指定人选时，应当确保代表行为能够充分、公正地表达投资人的诉讼主张。国务院证券监督管理机构成立的投资者保护机构以自己的名义提起诉讼，或者接受投资人的委托指派工作人员或委托诉讼代理人参与案件审理活动的，人民法院可以指定该机构作为代表人。	83. 【选定代表人】权利登记的期间届满后，人民法院应当通知当事人在指定期间内完成代表人的推选工作。推选不出代表人的，人民法院可以与当事人商定代表人。人民法院在提出人选时，应当将当事人诉讼请求的典型性和利益诉求的份额等作为考量因素，确保代表行为能够充分、公正地表达投资者的诉讼主张。国家设立的投资者保护机构以自己的名义提起诉讼，或者接受投资者的委托指派工作人员或者委托诉讼代理人参与案件审理活动的，人民法院可以商定该机构或者其代理的当事人作为代表人。

类别	征求意见稿	正式稿
虚假陈述案件的案件甄别及程序决定	84. 【揭露日和更正日的认定】虚假陈述的揭露和更正，是指虚假陈述行为被市场所知悉、了解，其精确程度并不要求达到全面、完整、准确的程度。原则上，只要交易市场对监管部门立案调查、权威媒体刊载的揭露文章等信息存在着明显的反应，对一方当事人主张市场已经知悉虚假陈述的诉讼理由，人民法院应予支持。	84. 【揭露日和更正日的认定】虚假陈述的揭露和更正，是指虚假陈述被市场所知悉、了解，其精确程度并不以“镜像规则”为必要，不要求达到全面、完整、准确的程度。原则上，只要交易市场对监管部门立案调查、权威媒体刊载的揭露文章等信息存在着明显的反应，对一方主张市场已经知悉虚假陈述的抗辩，人民法院依法予以支持。

类别	征求意见稿	正式稿
虚假陈述案件的案件甄别及程序决定	85. 【注意区分重大性与信赖要件】审判实践中，部分法院对重大性要件和信赖要件存在着混淆认识，以行政处罚认定的信息披露违法行为对投资者的交易决定没有影响为由，否定了违法行为的重大性。这种认识应予纠正。重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息，信赖要件强调的是虚假陈述行为与投资者交易决定之间的关系。在民事案件的审理中，对于一方当事人提出的监管部门作出处罚决定的行为	85. 【重大性要件的认定】审判实践中，部分人民法院对重大性要件和信赖要件存在着混淆认识，以行政处罚认定的信息披露违法行为对投资者的交易决定没有影响为由否定违法行为的重大性，应当引起注意。重大性是指可能对投资者进行投资决策具有重要影响的信息，虚假陈述已经被监管部门行政处罚的，应当认为是具有重大性的违法行为。在案件审理过程中，对于一方提出的监管部门作出处罚决定的行为不具有重大性的抗辩，人民法院不予支持，同时应当向其释明，

	不具有重大性的抗辩理由，人民法院不予支持。	该抗辩并非民商事案件的审理范围，应当通过行政复议、行政诉讼加以解决。
--	-----------------------	------------------------------------

3) 相关分析

A. 问题一：对于虚假陈述案件，《会议纪要》规定了哪些程序？

《会议纪要》第 80 条以《中华人民共和国民事诉讼法》（“《民事诉讼法》”）第五十四条规定的代表人诉讼制度为基础，积极探索符合中国国情的证券民事诉讼制度，并在第 81 条、第 82 条和 83 条进一步提出了代表人诉讼的配套方案。

在指定代表人人选方面，近年来中证中小投资者服务中心有限责任公司、投资者保护基金有限责任公司等投资者保护机构参与虚假陈述诉讼日益深入，同时第 83 条还特别指出，国务院证券监督管理机构成立的投资者保护机构以自己的名义提起诉讼，或者接受投资人的委托指派工作人员或委托诉讼代理人参与案件审理活动的，人民法院可以指定该机构作为代表人。

上述规定的出台将使得证券公司更加集中也更加方便地作为承销商应诉。

《会议纪要》第 79 条对于虚假陈述案件的移送管辖作出了规定，在一个虚假陈述案件中，发行人、上市公司是虚假陈述行为的实施人和第一责任人，只有发行人、上市公司参加诉讼才有利于查清案件事实，并一案解决其他责任主体是否承担责任问题。

根据最高人民法院《关于审理证券市场因虚假陈述引发民事赔偿案件的若干规定》（“《虚假陈述司法解释》”）第十条的规定，在证券公司、会计师事务所等发行人、上市公司以外的虚假陈述行为人为被告的情况下，未经原告同意追加的，法院即使依职权追加也不得移送案件。以往的虚假陈述案件中，该规定导致同一虚假陈述案件出现多个法院同时审理的局面，上市公司和承销商不得不分别应诉。《会议纪要》第 79 条规定取消了原有不得移送管辖的限制，在证券虚假陈述责任纠纷案件中，通常而言，上市公司是信息披露义务人，是信息披露违法行为的法定责任主体，上市公司所在地法院原则上应被作为此类诉讼的主战场，才能真正避免“两地审理、同案不同判”的情况发生，也防止承销商单独应诉的被动局面出现。

B. 问题二：如何认定虚假陈述案件的揭露日和更正日？

之前的司法实践中对于虚假陈述行为的揭露应到何种程度往往存在较大争议，导致了承销商在应诉时面临较大的不确定性。在《会议纪要》出台前的司法实践中，法院通常以媒体揭露日、立案调查通知公告日、行政处罚事先告知书公告日等日期作为虚假陈述揭露日或更正日，并没有形成统一的标准。

例如，在上海安硕信息技术股份有限公司与侯湘证券虚假陈述责任纠纷案【（2017）沪民终 457 号】中，上海市高级人民法院将**行政处罚事先告知书公告日**认定为揭露日，上海市高级人民法院的认定具体理由为：“2015 年 8 月 17 日，安硕公司发布的关于收到中国证监会立案调查通知书暨股票复牌的公告，仅提及‘公司涉嫌违反证券法律法规’，并未指出涉嫌违反证券法律法规的具体内容，投资者仅通过该公告并不能知晓安硕公司存在虚假陈述行为，市场对股票价格走向的判断与虚假陈述行为无必然联系，公告日及其后一交易日安硕公司股票价格的下跌亦非虚假陈述行为被揭示所致，故 2015 年 8 月 17 日的公告内容未明确揭示安硕公司违反证券法律法规的内容，不具有足够的警示强度，不应以该日作为揭露日。2016 年 6 月 14 日，安硕公司发布关于收到《行政处罚事先告知书》的公告，全面、充分地披露了安硕公司进行误导性陈述的违法事实，其内容与此后中国证监会作出的（2016）138 号行政处罚决定书高度对应，充分揭示了投资风险，足以警示投资者重新判断股票价值，故应以 2016 年 6 月 14 日为本案虚假陈述的揭露日。因上述公告发布时间在 2016 年 6 月 14 日股市收盘之后，公告后第一个交易日即 2016 年 6 月 15 日其对市场产生实际影响，故确定基准日时应以 2016 年 6 月 15 日为起始日。”

赵文杰与怀集登云汽配股份有限公司、新时代证券股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案【（2018）粤民终 1342 号】中，广东省高级人民法院将**立案调查通知书公告日**认定为揭露日，广东省高级人民法院的认定具体理由为：“其一，相较于 60 号、61 号《行政处罚决定书》，《调查通知书》被更早地在全国范围发行或播放的报刊、电台、电视台等媒体上公开报道，符合《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》关于‘首次被公开揭露’的规定；其二，证监会作为国家证券监管机构，其立案调查的性质属于行政监管力度和行政监管手段都相当强烈的行政监管措施。根据相关行政法规的规定，证券监管机构只有在掌握较为确实充分的证据的前提下，才能对涉嫌证券市场违法违规者进行立案稽查。因此，登云汽配公司公告其收到《调查通知书》

的事实及调查书主要内容,对于所有投资者都应属于具有较强警示性的投资信息,足以影响投资者的投资决策,符合有关‘虚假陈述揭露’之客观要求;其三,虚假陈述被揭示的意义在于对证券市场发出警示信号。从投资人理性的角度出发,当投资人获悉证监会的《调查通知书》内容时,应当预料到其中所涉登云汽配公司的行为可能被定性为虚假陈述,进而影响自身的投资决策,防范投资风险。故登云汽配公司公告其收到《调查通知书》的事实及调查书主要内容的行为足以满足‘揭露’之本质要求。”

基于上述争议,《会议纪要》第 84 条确立规则,即虚假陈述的揭露和更正不要求达到全面、完整、准确的程度。值得注意的是,《会议纪要》第 84 条明确,应以交易市场对监管部门立案调查、权威媒体刊载的揭露文章的反应作为揭露日和更正日认定的标准。

对比上述两个法院的司法观点,从上海市高级人民法院的表述来看,其没有将立案调查通知书公告日认定为揭露日的原因在于立案调查通知书的内容并不具体;反观广东省高级人民法院的观点:“立案调查通知书对于所有投资者都应属于具有较强警示性的投资信息,足以影响投资者的投资决策,符合有关‘虚假陈述揭露’之客观要求”这一裁判思路,与《会议纪要》的观点保持一致,可以预见到的是,《会议纪要》发布后该种标准在未来会得到采纳,在没有其他情节时,法院原则上将会以立案调查通知书公告日作为揭露日。

《会议纪要》发布后相关法院也采纳了上述观点,例如在浙江祥源文化股份有限公司、西藏龙薇文化传媒有限公司证券虚假陈述责任纠纷案【(2019)浙民终 1352 号,裁判日期:2019 年 11 月 28 日】中,浙江省高级人民法院认为:“虚假陈述被揭露的意义在于其对证券市场发出了一个警示信号,提醒投资人重新判断股票价值,进而对市场价格产生影响。祥源文化公司于 2017 年 2 月 28 日在上海证券交易所网站发布的《复牌提示性公告》以及《关于收到中国证监会调查通知书的公告》系祥源文化公司包括案涉虚假陈述在内的违法违规问题在全国范围发行媒体首次被公开揭露,且证券监管机构的立案调查通知书公告后祥源文化公司的股价当日即下跌 10.02%,可以认为祥源文化公司公告立案调查通知书的行为已对证券市场具有强烈的警示作用,对市场价格也产生了影响,该时点确定为祥源文化公司虚假陈述的揭露日更符合全案现有情形。”

根据《会议纪要》的精神,揭露日或更正日的认为应具体案件具体分析,并不能一概而论,在当案件存在其他情况时,法院并不会机械化地以立案调查

通知书公告日作为揭露日。例如，在北汽蓝谷新能源科技股份有限公司、赵凤萍证券虚假陈述责任纠纷案【（2019）川民终 924 号】中，四川省高级人民法院认为：“赵凤萍主张重大诉讼事件虚假陈述行为揭露日为 2015 年 7 月 23 日，即北汽蓝谷公司发布收到中国证监会《调查通知书》的公告日。对此，一审法院认为，虚假陈述行为的‘信息真相’被揭示，应当具有一定程度的指向性和确定性。北汽蓝谷公司于 2015 年 7 月 22 日晚发布收到中国证监会《调查通知书》的公告，称因公司涉嫌信息披露违法违规，中国证监会决定对公司立案调查。因北汽蓝谷公司停牌前披露了重大担保事件，故该公告未明确指向重大诉讼事件，也不具有揭示重大诉讼事件的确定性，故对赵凤萍关于重大诉讼事件虚假陈述揭示日为 2015 年 7 月 23 日的主张，一审法院不予采纳。”

对此，《会议纪要》的起草者认为，认定揭露日须重点把握以下三个原则：一是虚假陈述行为属首次被公开，但并不要求达到全面、完整、准确的程度；二是信息在全国范围发行、传播；三是揭露行文对证券交易市场产生了实质性的影响。因此，未来的案件中，如交易市场对有关监管部门立案调查通知、权威媒体刊载的揭露文章等信息存在着明显的反应，则法院会据此认定揭露日和更正日，请证券公司在应诉中予以充分注意。

C. 问题三：虚假陈述案件中的重大性认定标准是什么？

《会议纪要》征求意见稿仅规定，在民事案件的审理中，对于一方当事人提出的监管部门作出处罚决定的行为不具有重大性的抗辩理由，法院不予支持。对此，《会议纪要》正式稿则进一步直接明确，虚假陈述已经被监管部门行政处罚的，应当认为是具有重大性的违法行为。

《会议纪要》明确将监管部门行政处罚与虚假陈述重大性相关联。实际上，之前司法实践中，存在部分法院认为监管机关对于虚假陈述的处罚并不能表示虚假陈述行为具有重大性，例如在杨美美与华闻传媒投资集团股份有限公司证券虚假陈述责任纠纷案【(2013)民申字第 1813 号】中，最高人民法院认为：“中华人民共和国财政部驻海南省财政监察专员办事处《检查结论和处理决定》，主要是针对华闻公司会计核算及财务管理中的错误进行了处罚。华闻公司按照《检查结论和处理决定》，在 2008 年年报中对相关数据进行调整，除归属于母公司所有者的净利润（调增 13.18%）和利润总额（调增 5.16%）调整的幅度较大以外，其余科目调整幅度均很微小，并不能对股票市场产生实质性影响，其所披露的信息不构成重大错报。”

但是无论是《会议纪要》还是最近的司法实践中，这一裁判观点已被改变。例如，在方正科技集团股份有限公司与卢跃保、杨建平、蔡章卿、潘雪芬证券虚假陈述责任纠纷案【（2019）沪民终 263 号】中，上海市高级人民法院认为：“方正科技公司长达十年未披露金额巨大的关联交易信息，且该信息可能对方正科技的股票价格产生影响，并足以影响投资者的决策判断，中国证监会也对此进行了顶格处罚。因此，应当认定方正科技公司的信息披露违规行为具有重大性，构成证券虚假陈述侵权行为。”

《会议纪要》起草者认为，重大性的认定标准应为理性投资者标准，辅以客观化检测标准。该标准综合考虑了投资决策影响的主观标准和交易价格造成影响的客观标准，同时也将参照《证券法》的相关规定，并参照国家证券监督管理机构和交易所的规范性文件加以认定。

首先，存在重大诉讼虚假陈述和重大担保虚假陈述等多种虚假陈述事件的，可从事件发生的**可能性和重大性**两个维度进行分别判断，再根据对比结果认定影响投资者投资决策的重大事件。例如，在北汽蓝谷新能源科技股份有限公司与赵凤萍证券虚假陈述责任纠纷案【（2019）川民终 924 号】中，四川省高级人民法院认为：“虚假陈述行为揭示的目的在于使‘市场得以知悉相关真相’。对于虚假陈述的重大性，可以从事件发生可能性和事件的重大性两个维度进行判断，即信息重要程度=事件发生可能性×事件的重大性。在该案中，无论从债务发生的可能性还是债务的金额看，重大诉讼信息都远比重大担保信息更为重要，对普通投资者的投资决策也影响更大。”

其次，重大事件的判断标准应依据《证券法》的规定，业绩快报作为业绩预披露的形式之一，因其记载的事项涉及公司财务、利润、分红等重要事项，属于上市公司应当先行向社会公布的信息，基于**投资者的合理信赖标准**，应当认定属于重大事件。例如，在武汉凡谷电子技术股份有限公司与刘有旺证券虚假陈述责任纠纷案【（2019）鄂民终 1179 号】中，湖北省高级人民法院认为：“业绩快报为业绩预披露形式之一，属于公司完成财务汇总、年报编制尚未完成时先行向社会公布的信息，其记载的事项涉及公司财务、利润、分红等重要事项。虽然业绩快报不属于《中华人民共和国证券法》规定上市公司强制承担的信息披露义务，但不代表业绩快报可以作出严重背离真实情况的随意披露……《行政处罚决定书》认定武汉凡谷公司《2016 年半年度报告》、《2016 年第三季度报告》为虚假陈述，表明国家行政监管部门对武汉凡谷公司虚假陈述行为的最终确定并给予行政

处罚，不能反向证明《2016年半年度业绩快报》不构成虚假陈述。且《2016年半年度业绩快报》与《2016年半年度报告》财务数据基本一致，无实质性差异，符合《证券虚假陈述若干规定》第十七条规定虚假陈述的要素要求。”

第三，证券行政监管部门作出的行政处罚决定不仅是人民法院受理证券虚假陈述案件的前置程序，也是实体审理认定证券虚假陈述行为的重要依据。在广东超华科技股份有限公司与崔淑爱等人证券虚假陈述责任纠纷案【（2019）粤民终2012、2019、2020、2021号】中，广东省高级人民法院认为：“证监会及其派出机构的职能是监督、管理证券市场，《若干规定》第六条规定了行政处罚作为人民法院受理证券虚假陈述案件的前置程序。证券行政监管部门的处罚决定，不仅是人民法院受理证券虚假陈述案件的前提条件，也是人民法院在实体审理中认定证券虚假陈述行为的重要依据。”

4) 应对建议

目前，我国债券市场信用违约频发，投资者与承销商的关系日渐紧张，但是能够有效解决承销商虚假陈述责任认定的专业法律法规及司法实践非常有限，《虚假陈述司法解释》及《会议纪要》从程序上初步明确了相关的司法裁判尺度与标准。

在此情况下，证券公司应回归《侵权责任法》等基本法律制度与原则，结合《会议纪要》确立的程序规则，以对案件材料的深入挖掘为前提，通过诉讼程序中的充分举证及专业论证说服法官，以最大限度地维护自身合法权益。

(三) 证券融资融券业务

1. 融资融券业务中的场外配资

1) 业务概述

股票信用交易与股票现金交易相对应，是股票交易的两种方式。股票信用交易分为融资交易和融券交易，融资融券交易，又称“证券信用交易”或保证金交易，是指投资者向具有融资融券业务资格的证券公司提供担保物，借入资金买入证券（融资交易）或借入证券并卖出（融券交易）的行为。包括券商对投资者的融资、融券和金融机构对券商的融资、融券。

证监会于 2010 年 3 月启动证券公司融资融券业务试点。2011 年 10 月，证券公司融资融券业务转入常规。但直到 2015 年，伴随着股指的一路攀升，融资融券业务真正有了用武之地。

所谓场外配资，是银行、信托、民间配资公司等非证券经营机构向投资者提供的股票融资行为。

2015 年，明处券商两融业务风生水起，暗处场外配资也在上演墙里开花墙外香，导致了较大的金融风险。在“千股跌停”的背景下，证监会于 2015 年 7 月 12 日发布了《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》，但华泰证券、海通证券、广发证券、方正证券等多家券商仍顶风作案。几家券商均存在“未严格审查客户身份的真实性，未切实防范客户借用证券交易通道违规从事交易活动，新增下挂子账户”的问题。因此，证监会对违规公司下发了巨额罚单。与此同时，证监会要求券商要高度重视两融业务的合规和风险管理工作，强调券商不得以任何形式开展场外股票配资、伞形信托等。于是，券商纷纷推出了上调保证金比例、控制信用账户持股过于集中风险、调整两融担保股票范围及折算率等多项收紧两融的措施。

从审判实践看，场外配资业务主要是指一些 P2P 公司或者私募类配资公司甚至证券公司利用互联网信息技术，搭建起游离于监管体系之外的融资业务平台，将资金融出方、资金融入方即融资人和券商营业部三方连接起来，配资公司利用计算机软件系统的二级分仓功能将其自有资金或者以较低成本融入的资金出借给融资人，赚取利息收入的行为。

不受监管的场外配资业务，不仅盲目扩张了资本市场信用交易的规模，也容易冲击资本市场的交易秩序。将证券市场的信用交易纳入国家统一监管的范围，是维护金融市场透明度和金融稳定的重要内容。

融资融券作为证券市场的主要交易方式和证券经营机构的核心业务，依法属于国家特许经营的金融业务，未经依法核准，任何单位和个人不得从事配资业务。按照我国《证券法》规定，证券公司为客户买卖证券提供融资融券服务，应当按照国务院的规定并经国务院证券监督管理机构批准。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
----	-------	-----

场外配资合同的效力	86. 【场外配资合同的效力】除依法取得融资融券资格的证券公司与客户开展的融资融券业务外,对其他任何单位或者个人与投资者签订的场外配资合同,人民法院应当根据《证券法》第一百四十二条、《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(一)》第十条的规定,认定为无效合同。 87. 【融资融券合同的无效】具有开展融资融券业务资质的证券公司违反国务院证券监督管理机构关于投资者适当性管理的规定,向不符合条件的投资者提供融资融券服务的,人民法院应当根据《合同法》第五十二条第四项的规定,认定融资融券合同无效。	86. 【场外配资合同的效力】从审判实践看,场外配资业务主要是指一些 P2P 公司或者私募类配资公司利用互联网信息技术,搭建起游离于监管体系之外的融资业务平台,将资金融出方、资金融入方即用资人和券商营业部三方连接起来,配资公司利用计算机软件系统的二级分仓功能将其自有资金或者以较低成本融入的资金出借给用资人,赚取利息收入的行为。这些场外配资公司所开展的经营活动,本质上属于只有证券公司才能依法开展的融资活动,不仅规避了监管部门对融资融券业务中资金来源、投资标的、杠杆比例等诸多方面的限制,也加剧了市场的非理性波动。在案件审理过程中,除依法取得融资融券资格的证券公司与客户开展的融资融券业务外,对其他任何单位或者个人与用资人的场外配资合同,人民法院应当根据《证券法》第 142 条、合同法司法解释(一)第 10 条的规定,认定为无效。
------------------	--	---

类别	征求意见稿	正式稿
合同无	88. 【合同无效的责任承担】	87. 【合同无效的责任承担】场外

效的 责任承担	场外配资合同被确认无效后，配资方依场外配资合同的约定，请求投资者向其支付约定的利息和费用的，人民法院不予支持。配资方请求按照中国人民银行确定的同期同类贷款基准利率赔偿利息损失的，人民法院可以支持。 配资方依场外配资合同的约定，请求分享投资者因使用配资所产生的收益的，人民法院不予支持。 投资者以其因使用配资导致投资损失请求配资方予以赔偿的，人民法院不予支持。投资者能够证明配资合同是因配资方招揽、劝诱而签订，请求配资方赔偿其全部或部分损失的，人民法院应当根据配资方招揽、劝诱行为的方式、对投资者的实际影响、投资者自身的投资经历、风险判断和承受能力等因素，判令配资方承担与其过错相适应的赔偿责任。	配资合同被确认无效后，配资方依场外配资合同的约定，请求用资人向其支付约定的利息和费用的，人民法院不予支持。 配资方依场外配资合同的约定，请求分享用资人因使用配资所产生的收益的，人民法院不予支持。 用资人以其因使用配资导致投资损失为由请求配资方予以赔偿的，人民法院不予支持。用资人能够证明因配资方采取更改密码等方式控制账户使得用资人无法及时平仓止损，并据此请求配资方赔偿其因此遭受的损失，人民法院依法予以支持。 用资人能够证明配资合同是因配资方招揽、劝诱而订立，请求配资方赔偿其全部或者部分损失的，人民法院应当综合考虑配资方招揽、劝诱行为的方式、对用资人的实际影响、用资人自身的投资经历、风险判断和承受能力等因素，判决配资方承担与其过错相适应的赔偿责任。
--------------------	--	--

3) 相关分析

A. 问题一：无融资融券资格的主体订立的场外配资合同是否有效？

《会议纪要》引用《证券法》第一百四十二条（对应新修订的《证券法》第一百二十条）、《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（一）》第十条的规定，否定了非依法取得融资融券资格的证券公司或个人

订立的场外配资合同的效力。因为场外配资行为本质上属于特许经营，当签订合同主体不具相应资质时，合同应当无效。

《会议纪要》出台前，部分司法观点认为，没有依法取得融资融券资格的公司或个人订立的场外配资合同应属有效。例如，在胡伟鸿与刘冬梅合同纠纷案【（2019）陕民申 1525 号】中，陕西省高级人民法院认为：“本院经审查认为，刘冬梅与雷扬博签订的《股票借款合作协议》系双方真实意思表示，且不违反法律强制性规定，应属合法有效。”司法实践中，持有该观点的案例还有（2018）浙 11 民终 1226 号、（2018）湘 01 民终 6811 号。

尽管如此，主流司法观点与《会议纪要》的观点一致，认为非依法取得融资融券资格的证券公司或个人订立的场外配资合同应属无效。例如在赵聚友、赵辉合同纠纷案【（2018）赣民终 442 号】中，江西省高级人民法院认为：“姚海涛与杨旭订立的《借款合作协议》，约定姚海涛向杨旭借款用于证券交易，杨旭根据姚海涛支付的保证金金额，向姚海涛提供指定的证券账户和银行关联账户，并按 1:3 的比例向该证券账户进行配资，完成向姚海涛出借资金，供姚海涛进行证券交易，姚海涛向杨旭支付利息。根据该合同上述约定的内容，可以认定该合同是姚海涛使用他人证券账户进行场外证券融资交易的合同，属于证券市场外的融资融券行为。根据《中华人民共和国证券法》第一百四十二条之规定。”与该案司法观点相类似的案例有（2018）粤 03 民终 6865 号、（2018）粤民终 1286 号、（2018）粤 01 民终 11910 号、（2017）黑民终 547 号、（2018）粤 03 民终 16772 号、（2019）粤 05 民终 15 号、（2016）粤 03 民终 22382 号及（2018）浙 01 民初 2232 号。值得注意的是，上述案例中法院认定场外配资合同无效所依据的法条却不尽相同，除与《会议纪要》援引相同法律外，另有部分法院依据《合同法》第五十二条第四款中的损害社会公共利益而认定场外配资合同无效。

对此，《会议纪要》统一了审理该类案件的裁判思路，从特许经营角度出发否定了场外配资合同的效力，2020 年 3 月 1 日起生效的新《证券法》也规定：除证券公司外，任何单位和个人不得从事证券承销、证券保荐、证券经纪和证券融资融券业务。证券公司从事证券融资融券业务，应当采取措施，严格防范和控制风险，不得违反规定向客户出借资金或者证券。对此，证券公司应当予以充分注意，不得以任何形式开展无资质的场外股票配资等活动。

B. 问题二：已取得融资融券资格的证券公司订立的配资合同是否有效？

依据《会议纪要》，已取得融资融券资格的证券公司订立的配资合同应为有效。但如果证券公司在订立配资合同时违背了适当性管理义务，其效力如何？《会议纪要》起草者的倾向性观点认为：

1) 对证券公司违反证券监管机构有关投资者适当性管理规定而开展融资融券业务并订立配资合同时，应根据《合同法》第五十二条第四项的规定，认定合同无效；

2) 实践中，某些已取得融资融券资格的证券公司会通过互联网金融创新业务突破证监会规定的投资者准入门槛，例如对资产低于 50 万的客户开展互联网的小额质押融资。对于这类配资合同，应以监管机构的投资者适当性管理文件为依据，将部门规章和自律监管文件关于投资者适当性管理的要求导入到《合同法》第五十二条第四项关于损害社会公共利益的文义之中，认定合同无效。

值得注意的是，该观点仅为《会议纪要》起草人针对法院内部培训过程中的观点，并未在《会议纪要》或《会议纪要理解与适用》中出现。

《会议纪要》出台前，部分法院认为已取得融资融券资格的证券公司在违反适当性义务的情况下签订的配资合同为有效。例如，在何榕与海通证券股份有限公司、上海海通证券资产管理有限公司融资融券合同纠纷案【（2018）沪民申 451 号】中，上海市高级人民法院认为：“因此从证券监管部门的采限监管措施来看，即使海通证券为何榕违规开立账户，未能尽到合格投资者的审查义务，但海通证券的行为并未导致合同根本违约……据此，本院认为，本案所涉《融资融券合同》不存在无效和未生效的情形。”持同样观点的案例有：（2015）黄浦民五（商）初字第 5976 号、（2019）京 0101 民初 4192 号、（2017）粤 0113 民初 341 号、（2018）粤 03 民终 16604 号及（2018）粤 12 民终 723 号。

由此可见，在此问题上，《会议纪要》起草者的倾向性观点与部分法院的司法观点存在差异。出于谨慎的态度，我们建议已取得融资融券资格的证券公司在签订配资合同的时候，应最大限度满足监管对适当性义务的要求。

有关融资融券业务中的适当性义务履行，《证券公司融资融券业务管理办法》第十一条规定，证券公司在向客户融资、融券前，应当办理客户征信，了解客户的身份、财产与收入状况、证券投资经验和风险偏好，并以书面和电子方式予以记载、保存。对未按照要求提供有关情况、在本公司及与本公司具有控制关系的

其他证券公司从事证券交易的时间连续计算不足半年、交易结算资金未纳入第三方存管、证券投资经验不足、缺乏风险承担能力或者有重大违约记录的客户，以及本公司的股东、关联人，证券公司不得向其融资、融券。前款所称股东，不包括上市证券公司仅持有 5% 以下上市流通股份的股东。证券公司应当制定符合本条第二款规定的选择客户的具体标准。第十四条 证券公司与客户签订融资融券合同前，应当指定专人向客户讲解业务规则和合同内容，并将融资融券交易风险揭示书交由客户签字确认。

C. 问题三：银行、信托公司订立的配资合同是否有效？

实践中，银行也会开展配资业务，并可能与证券公司签订配资合同。其主要形式是股票质押贷款和运用客户委托理财资金认购结构化信托产品优先级份额。对此，《会议纪要理解与适用》认为：“股票质押贷款属于银行正常信贷业务，合法有效；银行运用委托理财资金投资结构化信托产品，是否违反有关法律、法规和监管要求，其与证券公司之间签订的有关合同是否有效，需要结合信托合同的类型进行具体分析。除上述两种业务方式外，也不排除有些银行的信贷资金和自营资金违规入市的情况。银行利用信贷资金和自营资金违规入市在我国被严格禁止，银行违规与投资者签订的此类配资合同，应当认定为无效。”

对于信托公司与证券公司签订的配资合同效力，《会议纪要》起草者认为，对于具有股票配资功能的结构化信托和伞形信托合同，应当认定为场外配资合同，在信托公司未取得融资融券国家特许经营许可的情况下，应当认定合同无效。值得注意的是，《会议纪要理解与适用》并未解释何为具有股票配资功能的结构化信托。在以往司法实践中，法院也较少认定分级化产品构成融资融券或场外配资并进而认定其无效。例如，在郝茹莎、万向信托有限公司信托纠纷案【(2017)最高法民申 3856 号】中，最高人民法院认为：“万向公司并没有从事非法融资融券业务。根据《证券公司融资融券业务管理办法》第二条规定：融资融券是指向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出，并收取担保物的经营活动。71 号合同中第三条关于信托目的规定，委托人基于对受托人的信任，自愿将其合法所有的资金委托给受托人并加入信托计划，指定受托人将本信托计划项下的信托计划资金投资于股票、场内货币型基金、债券逆回购等。71 号合同第 8.23 条亦明确约定投资限制中规定不得进行融资融券交易。根据本案实际情况，万向公司与郝茹莎签署的信托合同并不符合融资融券的业务规定，万向公司也未向郝茹莎出借资金或者证券，并且诉争的信托计划属于结构化信托，其结构化形式所

产生的融资功能，是其本质具有的附随效果，并不能因为信托属于结构化信托并具有融资功能，就将其认定为融资法律关系即万向公司开展融资业务，原审法院认定诉争信托不属于非法融资融券正确。”

在唐谧、四川信托有限公司营业信托纠纷案【（2018）川 01 民终 7025 号】中，四川省成都市中级人民法院认为：“关于本案信托合同是否属于违法‘场外配资’的问题，本院认为，通常所称的‘场外配资’，根据证监会发布的《关于继续做好清理整顿违法从事证券业务活动的通知》的规定，系指信托公司擅自经营股票市场融资业务的违规行为，而根据《中国银行业监督管理委员会关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》的规定，本案的信托计划符合‘信托公司根据投资者不同的风险偏好对信托受益权进行分层配置，按照分层配置中的优先与劣后安排进行收益分配，使具有不同风险承担能力和意愿的投资者通过投资不同层级的受益权来获取不同的收益并承担相应风险的集合资金信托业务’，即结构化信托业务的特征。在结构化信托中，优先级委托人提供资金并享受固定收益，劣后级委托人可以用较少的资金配资，从而利用杠杆在二级市场博取高收益。结构化信托的融资功能，是其结构化形式所产生的附随效果，但这种融资功能并不属于《证券法》所规制的融资融券行为。”

由此可见，法院在认定信托结构是否构成融资融券业务时仍需根据案件的具体事实与融资融券的定义相对比，并综合整体情况进行判断。

D. 问题四：场外配资合同无效后应如何处理？

《合同法》第五十八条规定，合同无效或者被撤销后，因该合同取得的财产，应当予以返还；不能返还或者没有必要返还的，应当折价补偿。有过错的一方应当赔偿对方因此所受到的损失，双方都有过错的，应当各自承担相应的责任。由上可知，场外配资合同无效后，场外配资主体应按照合同无效的处理规则进行财产返还、折价补偿、赔偿损失。

《会议纪要》及《会议纪要理解与适用》，场外配资合同被确认无效后，应依据配资方和用资人的过错进行责任分担，对无效后的处理予以明确。

但值得注意的是，《会议纪要》正式稿删除了征求意见稿中“配资方请求按照中国人民银行确定的同期同类贷款基准利率赔偿利息损失的，人民法院可以支持。”的规定。这是否意味着合同无效后，配资款产生的孳息不应一并返还给配资方？

根据民法基础理论，合同在无效后，款项所产生的孳息也应一并返还给配资方，但部分观点认为，该支付孳息的请求不应该支持，以体现对非法行为的惩罚性。《会议纪要理解与适用》指出，最高人民法院民二庭的也倾向于支持前一种观点，应当向配资方支付孳息，至于孳息的标准，可以根据具体案件确定。

E. 问题五：如何判断融资融券业务中的强行平仓是否正当？

实务中，配资合同的履行往往与强行平仓相关。《会议纪要》并未规定配资合同强行平仓行为有关的规则，但《会议纪要理解与适用》对合法的融资融券业务中强行平仓正当性的司法审查规则进行了阐释。

《会议纪要理解与适用》中认为，证券公司实施强行平仓应符合以下条件：“（1）客户保证金不足；（2）证券公司应以适当方式通知客户在一定期限内追加担保物；（3）客户没有按照要求及时补交担保物；（4）客户没有及时自行平仓。只有在上述四个法定条件全部成就的情形下，证券公司才有权强行平仓。证券公司违反上述条件强行平仓的，应当承担过错强行平仓责任。证券公司与客户合同约定突破上述条件的，应认定有关条款无效。证券公司的强行平仓方式须严格依照合同约定。”

从上述表述来看，《会议纪要理解与适用》是为证券公司强行平仓行为设置了底线，如果配资合同中约定的强行平仓条件较上述条件宽松，则会产生无效的法律后果。因此，从谨慎的角度考虑，证券公司在从事合法的融资融券业务并签订配资合同时仍不应突破上述条件。

同时，《会议纪要理解与适用》认为：“人民法院在审理有关强行平仓案件时，应当严格按照当事人在合同中的约定确定强行平仓责任。即使在极端单边下跌行情下，证券公司也应严格按照约定的强行平仓条件、时间、方式进行强行平仓。否则，造成客户损失的，证券公司应当承担赔偿责任。”

需要注意的是，该观点与《会议纪要》前司法实践中的观点有较大出入，例如在兴业证券股份有限公司杭州清泰街证券营业部与庆泰信托投资有限责任公司证券返还纠纷案【（2011）民二终字第33号】中，最高人民法院认为：“2003年12月4日之后，‘桂林旅游’股票连续八天跌停，上述三家公司账户内的资金、股票市值之和已明显低于《承诺书》约定的止损点……清泰街营业部对庆泰公司1401150股‘桂林旅游’股票强行平仓的行为，虽然缺少相应的合同依据，也减少了庆泰公司的股票资产，但实质上亦减少了庆泰公司的相应债务数额，

而且是以较小的代价最大限度地避免了因‘桂林旅游’股票持续下跌所造成的更大损失的发生，从“桂林旅游”股票 2003 年 12 月 12 日之后的价格走势看更是如此。所以，清泰街营业部的平仓行为不具有违法性。”

因此，《会议纪要理解与适用》的观点仍需司法实践的检验。但从谨慎的角度，证券公司不仅应当遵守合同中的约定，还要遵守《会议纪要理解与适用》中列举的条件。

4) 应对建议

A. 已取得融资融券资格的证券公司在签订配资合同时，应注意满足融资融券业务的适当性管理要求；

B. 未取得融资融券资格的证券公司，不应从事融资融券业务；

C. 证券公司在与银行、信托公司订立配资合同时，应综合合同履行整体情况和银行、信托公司业务范围进行效力判定，防止合同无效；

D. 已取得融资融券资格的证券公司在签订配资合同约定强行平仓条件时，应符合下述条件：（1）客户保证金不足；（2）证券公司应以适当方式通知客户在一定期限内追加担保物；（3）客户没有按照要求及时补交担保物；（4）客户没有及时自行平仓；

E. 已取得融资融券资格的证券公司应严格按照合同中的约定履行强行平仓义务，按照合同约定的强行平仓条件、时间、方式进行强行平仓。

(四)资产管理业务

➤ 资产管理业务与信托法律关系

1) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
营业信托纠纷的认定	正式稿新增条文	88. 【营业信托纠纷的认定】 信托公司根据法律法规以及金融监督管理部门的监管规定，以取得信托报酬为目的接受委托人的委托，以受托人身份处理信托事务的

		经营行为，属于营业信托。由此产生的信托当事人之间的纠纷，为营业信托纠纷。 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。
--	--	--

2) 相关分析

A. 问题一：证券资管业务的基本法律关系是什么？

所谓资产管理业务，《资管新规》出台前，业界其实一直没有统一定义。对此概念，《资管新规》进行了明确。

《资管新规》第2条规定，资产管理业务是指银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。金融机构为委托人利益履行诚实信用、勤勉尽责义务并收取相应的管理费用，委托人自担投资风险并获得收益……

《资管新规》第3条规定，资产管理产品包括但不限于人民币或外币形式的银行非保本理财产品，资金信托，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构、金融资产投资公司发行的资产管理产品等。依据金融管理部门颁布规则开展的资产证券化业务，依据人力资源社会保障部门颁布规则发行的养老金产品，不适用本意见。

《资管新规》第13条第3款规定，金融机构开展资产管理业务，应当确保资产管理业务与其他业务相分离，资产管理产品与其代销的金融产品相分离，资产管理产品之间相分离，资产管理业务操作与其他业务操作相分离。

仅从《资管新规》的内容来看，资管业务符合信托关系的某些特征。此外，证券公司的相关法律法规等也规定资管业务系信托法律关系。比如《证券投资基金法》是目前私募基金领域位阶最高的法律规定，该法律第2条就明确规定如果本法没有规定的，适用《信托法》的规定。同时《证券投资基金法释义》第2

条明确载明证券投资基金法是以信托原理为基础，基金管理人与基金份额持有人之间的关系属于信托关系。

《会议纪要》专门列出“关于营业信托纠纷案件的审理”一节，确认信托及其他资管产品符合“以取得信托报酬为目的接受委托人的委托，以受托人身份处理信托事务的经营行为”这一信托关系特点而适用信托法，从司法实践的角度已认可了《信托法》的上位法地位。

当前，监管及司法均认可信托公司发行的信托计划构成信托关系，而结合其他资管业务的实际情况，其他机构发行的资管产品与信托计划实质上亦属同根同源；并且，这种同根同源的属性在其他机构发行的资管产品与自益信托/资金信托的比较中更为明显。

在法律上，资管业务本质上是一种信托法律关系。《信托法》及其相关规章不仅应适用于信托公司的资产管理业务，也应适用于银行、证券、保险等其他金融机构的资产管理业务。资产管理业务中的一些重要的原则，如禁止刚性兑付、管理人的信义义务、卖者尽责、买者自负、禁止资金池等，本质上都是信托法上的原则。

值得注意的是，《会议纪要理解与适用》指出，审判工作中需要注意的是，并非所有的资产管理产品都构成信托关系。实践中，出于机构监管的事实状况，有部分机构如证券公司、证券投资基金管理公司、基金子公司在实际开展资产管理业务的过程中，将一部分产品如“专户”产品的合同文本按照合同法所规定的委托代理关系来约定当事人之间的权利义务关系，应当注意区分。

可见，在最高人民法院看来，大部分资产管理产品都构成信托关系，但还有部分可能构成委托代理关系。

B. 问题二：哪些资产管理业务可以构成信托关系？

《信托法》第二条规定，信托为“委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人，由受托人按委托人的意愿以自己的名义，为受益人的利益或者特定目的，进行管理或者处分的行为。”

司法实践中对于资管合同的定性究竟为委托合同还是信托合同缺少统一的裁判标准，人民法院认定为属于委托合同或信托合同的都存在相关案例。

在吉林省建苑设计集团有限公司、四川信托有限公司信托纠纷案【（2017）川民终 680 号】中，四川省高级人民法院认为：“信托法律关系具有以下特点：一是委托人基于对受托人的信任，将其财产权委托给受托人管理；二是受托人以自己的名义，为受益人利益或特定目的，对信托财产进行管理、处分，信托财产具有独立性。本案中，从案涉《信托合同》的签订、内容及履行情况看，系吉林建苑公司基于对四川信托的信任，自愿将其合法所有的 3000 万元资金委托给四川信托，由四川信托在合同确定的权限内对 3000 万元信托财产进行管理、运用或处分，并约定信托的类型为被动受托，即系根据委托人吉林建苑公司指定管理并运用信托资金。同时，四川信托亦是以自己的名义与众诚钡盐公司签订的《信托贷款合同》，作为一方合同主体履行了《信托贷款合同》，独立对信托财产进行了事务型管理，双方交易符合信托法律关系的特点。”

在沈阳城市公用集团有限公司、舟山湖商智本投资有限公司借款合同纠纷案【（2019）辽民终 516 号】中，辽宁省高级人民法院认为：“渤海公司和安信公司在整体债权转让中都是按照委托人的指令开展业务，不直接、主动参与信托资产管理业务，不承担风险。委托人舟山公司的投资指令是单一的，就是购买锦州银行信贷资产。信托和资产管理的风险和利益承担者都是舟山公司，因此舟山公司与渤海公司、安信公司之间本质上就是委托关系，受托人行为的后果应当归于委托人。”

基于上述案例可见，司法实践中对于判定涉案资管合同究竟是信托合同还是委托合同的标准不一，法院可能考虑的因素包括：

- a) 是否交付财产；
- b) 是否以管理人自己的名义管理；
- c) 管理人是否主动直接参与管理；
- d) 管理人是否具备从事信托业务的相关资质；
- e) 管理人是否在委托人授权的范围内进行投资理财以及相关财产；
- f) 资管财产是否与其他财产相区分等。

证券公司的资管合同被认定信托法律关系或者委托法律关系会对资管合同当事人的诉权产生一定影响。

《合同法》第 402 条：“受托人以自己的名义，在委托人的授权范围内与第三人订立的合同，第三人在订立合同时知道受托人与委托人之间的代理关系的，该合同直接约束委托人和第三人，但有确切证据证明该合同只约束受托人和第三人的除外”；《合同法》第 403 条：“受托人以自己的名义与第三人订立合同时，第三人不知道受托人与委托人之间的代理关系的，受托人因第三人的原因对委托人不履行义务，受托人应当向委托人披露第三人，委托人因此可以行使受托人对第三人的权利，但第三人与受托人订立合同时如果知道该委托人就不会订立合同的除外。”

如资管合同被认定为委托合同，在此情况下，即使资管合同的主体仅为管理人及融资方，委托人/受益人一般也可以突破合同的相对性，直接向融资方起诉主张其权利。

不同于委托合同，在信托合同法律关系下，没有明确法律依据支持受托人与融资方之间的合同也可以约束委托人/受益人，因此，除非委托人/受益人与融资方之间存在单独的协议，如（2014）陕民二初字第 00007 号案中约定融资人违约时，无条件触发受益人要求融资人回购受益人的信托受益权，否则委托人/受益人很难突破合同的相对性向融资方主张权利。

目前，并没有法律法规明确对资管业务的法律性质作出明确性，基于《会议纪要理解与适用》，资管合同的定性不会一概被认为属于信托合同，主要是基于分业经营、实践资管产品的多样化、复杂化等多种原因。因此，司法实践中，我们应根据具体的资管业务以及合同约定情况来判断其法律属性，并据此维护合同当事人的合法权益。

C. 问题三：有关信托的法律规范是否适用于证券资产管理业务？

《会议纪要》征求意见稿出台以后，并没有第 88 条。如果仅根据征求意见稿第七章的标题而言，“营业信托”一词出自《信托法》第三条的规定，全国人大常委会法工委《中华人民共和国信托法释义》（“《信托法释义》”）对该条指出，营业信托，是以营利为目的，委托营业性的信托机构实施商事行为的信托，所以又称商事信托，与民事信托相对。仅从上述内涵而言，第七章似乎仅针对信托公司设立的信托计划，因此很多证券公司产生疑问，即该章的内容是否适用于证券公司设立的资产管理计划。

对此,《会议纪要》正式稿新增第 88 条给出准确的答案:“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。”这实际是对该章内容适用于信托关系类资管产品的确认。

同时,《会议纪要理解与适用》进一步明确,将功能监管和行为监管的经济学语言转化为法律人的语言,就是要求“相同之事理,为相同之处理”,统一适用法律,切实改变对各类金融活动不能确切适用上位法依据的现实状况,实现纠纷的依法、公正处理。因此,在营业信托纠纷的界定方面,除了传统的信托公司、基金管理公司等实际经营信托业务的机构开展的营业信托之外,对于其他金融机构开展的资产管理业务,构成信托关系的,也应按照信托法的原则和具体规定,确定当事人之间的权利义务关系。基于这一理解,《会议纪要》作出了相应的规定。

作为第七章的第一条,在功能监管混业经营的背景下,《会议纪要》第 88 条实际上表明了一个态度,即不论是银行、信托公司、证券公司、基金公司,只要从事类似信托关系的资产管理业务,都适用《信托法》及其他信托法律的规定¹⁴,同样也适用《会议纪要》第七章确定的裁判思路,当然这就解决了征求意见稿发布后证券公司的困惑。

值得注意的是,此次新《证券法》第二条第三款规定,资产支持证券、资产管理产品发行、交易的管理办法,由国务院依照本法的原则规定。该规定实质是将《证券法》作为规范资产支持证券、资产管理产品的上位法律依据,司法机关未来审理“大资管”相关的案件,存在直接适用《证券法》的相关规定的可能。

《会议纪要》发布后,最高人民法院以“明传电报”的方式,要求全国法院系统集中学习《会议纪要》,并同时邀请人大代表,政协委员和律师代表参与了旁听。培训过程中,纪要起草人对第七章信托业务进行了解读,其以资金端和资产端为主要切入点,基于《会议纪要》第 88 条的本部分在论述资产管理业务中的具体问题时,我们将主要论述构成信托关系的资产管理业务,并从资金端和资产端两个方面出发,结合具体业务类型进行分析。

¹⁴ 主要是信托行业的“一法三规”,即“一法”指《中华人民共和国信托法》,“三规”指《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》和《信托公司净资本管理办法》。

➤ 资产管理业务中的资金端业务

● 被动管理型业务

1. 资产管理业务中的通道业务

1) 业务概述

A. 通道业务的监管定义

在资产管理业务中，信托公司、证券公司、基金子公司、私募基金管理人等资产管理机构（“资管机构”）均参与开展不同形式的通道业务。在通道业务中，资管机构不承担主动管理职责，仅作为通道功能主体收取通道费（管理费）。典型的通道类信托业务，来源于 2014 年 12 月 30 日中国银行业监督管理委员会印发的《商业银行并表管理与监管指引》（“《管理与监管指引》”）对跨业通道类业务的定义。根据该《管理与监管指引》，跨业通道业务是指“商业银行或银行集团内各附属机构作为委托人，以理财、委托贷款等代理资金或者利用自有资金，借助证券公司、信托公司、保险公司等银行集团内部或者外部第三方受托人作为通道，设立一层或多层资产管理计划、信托产品等投资产品，从而为委托人的目标客户进行融资或对其他资产进行投资的交易安排。在上述交易中，委托人实质性承担上述活动中所产生的信用风险、流动性风险和市场风险等。”

可见，该《管理与监管指引》对跨业通道业务的界定主要关注：（1）信托业务的目的是否是为委托人的目标客户进行融资或对其他资产进行投资；（2）信托业务产生的信用风险、流动性风险和市场风险等是否由委托人承担。

《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》（保监资金〔2016〕98 号文）第一条规定：“本通知规定需要清理规范的银行存款通道等业务（简称通道类业务），是指在本通知发布之日前开展的资金来源与投资标的均由商业银行等机构确定，保险资产管理公司通过设立资产管理计划等形式接受商业银行等机构的委托，按照其意愿开展银行协议存款等投资，且在其委托合同中明确保险资产管理公司不承担主动管理职责，投资风险由委托人承担的各类业务。”

《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》第一条规定：“本通知所称银证合作定向业务，是指合作银行作为委托人，将委托资产委托证券公司进行定向资产管理，向证券公司发出明确交易指令，由证券公司执行，并将受托资产投资于合作银行指定标的资产的业务。”

禁止通过证券公司向委托人发送投资征询函或投资建议书，委托人回复对投资事项无异议的形式开展本通知规定的银证合作定向业务。”

《关于建议加强基金管理公司及其子公司从事特定客户资产管理业务风险管理的通知》（证监办发[2014]26号，“26号文”）第2条第3款规定：“子公司开展通道业务的，应当以合同形式明确风险承担主体和通道功能主体，明确各方权利义务；应当建立合作方遴选机制，明确遴选标准和程序，对合作方的资质、信用状况、管理能力、风控水平等进行尽职调查，审慎选择合作方；子公司应当建立防范利益冲突机制，有效防范专户产品与合作方及其管理的其他产品之间发生利益输送，防止专户产品发生内幕交易、操纵证券交易价格等违法违规行爲。”

2017年，中国证监会在机构监管情况通报中将通道业务归纳为四个方面的特征：一是资金和资产“两头在外”，通道方（或称为受托方）的资产管理业务仅作为委托资金流向委托方指定资产的“管道”；二是通道方（受托方）按照委托方的投资指令开展业务，通常不承担主动管理责任；三是投资风险通常由委托方承担；四是管理费相对较低。

通过归纳上述监管部门的不同表述，我们认为，通道业务的核心特征可以概括为三个方面：一是委托人自主决定信托设立、底层资产运用对象、或管理人管理运用处分方式等事宜；二是委托人自行承担信托风险；三是受托人或管理人仅提供必要的事务协助或者服务，不承担底层资产管理职责。

B. 通道业务的交易结构

通道业务的基本模式为，银行A作为委托方，与证券公司签订《资产管理合同》，设立资产管理计划，信托公司以对外投资形式提供款项给银行指定的企业。“通道业务”的产生最早于2008年前后以“银信合作”的形式出现，即信托公司设立信托计划作为通道，银行负责资金端的募集和资产端的投资指定，借助信托计划实现银行资金出表、规避监管指标约束等目的。此后，证券公司借鉴“银信合作”的模式，开始进行“银证合作”模式，其业务模式也与传统的“银信合作”基本类似。

随着业务规模的爆发性增长，“银证合作”“银基合作”“银证信合作”“银信基合作”等新型通道业务迅速崛起，其总规模已赶超“银信合作”，甚至出现一个投融资项目中同时存在两个或两个以上通道的现象。如商业银行发行理财产

品，并以理财产品资金购买证券公司设立的资产管理计划。证券公司以该资产管理计划资金认购信托计划的份额，与信托公司设立单一资金信托，并按照商业银行的要求指定信托资金的运用方式和运用项目这种交易结构安排中就存在证券公司和信托公司两个通道。

从实践中的情况来看，通道业务中大量存在利用信托通道掩盖风险，规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等监管规定，或者通过信托通道将表内资产虚假出表等规避监管政策的现象。以至于行业内戏称“通道”的存在，就是将不合规的东西变成合规的东西。本来资金可以从借款方直接到达融资方，但鉴于监管的障碍，为了规避监管，加入了通道方，以实现最终的融资。由此，产生了对通道业务合法性的争议。

通道业务由于体量不断增大，给监管统计和信贷指标管理造成一定困难，无论是2015年中的股市异常波动，还是2017年资管业务的急刹车效应，在给国民经济带来巨大伤害的同时，也给全民上了一堂生动的风险教育课。因此，监管机构不断通过通知和窗口指导方式规范“银信合作”，最为重要的是在2018年《资管新规》也对此进行了规制。

《资管新规》在禁止开展通道业务的同时，为了防范处置风险的过程中发生进一步的操作风险保持金融体系的稳定，规定了期限截至2020年底的过渡期¹⁵。对此，法院的审判工作也需要与之相向而行，形成合力。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
通道业务	93.【通道业务的效力认定和责任承担】当事人在信托文件中约定，委托人自主决定信托设立、信托财产运用对象、信托财产管理运用处分方式等事宜，自行承担信托风险，受托人仅提供必要的事务协助或服务，不承担信托财产管理职责的，应当认定为事务类信托或通道	93.【通道业务的效力】当事人在信托文件中约定，委托人自主决定信托设立、信托财产运用对象、信托财产管理运用处分方式等事宜，自行承担信托资产的风险管理责任和相应风险损失，受托人仅提供必要的事务协助或者服务，不承担主动管理职责的，应当认定为通道业

¹⁵ 注：该过渡期有可能延长，具体请以监管政策为准。

业务。 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第二十二条在规定“金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务”的同时，也明确按照“新老划断”原则，将过渡期设置为截止 2020 年底，确保平稳过渡。在过渡期内，对通道业务中存在的利用信托通道掩盖风险实质，规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等监管规定，或者通过信托通道将表内资产虚假出表等信托业务，如果不存在其他违反法律、行政法规强制性规定的情形，对一方当事人主张信托目的违法违规，应确认无效的诉讼理由，人民法院不予支持。对委托人和受托人之间的责任划分，应当依据信托文件的约定加以处理。	务。 《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第 22 条在规定“金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务”的同时，也在第 29 条明确按照“新老划断”原则，将过渡期设置为截止 2020 年底，确保平稳过渡。在过渡期内，对通道业务中存在的利用信托通道掩盖风险，规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等监管规定，或者通过信托通道将表内资产虚假出表等信托业务，如果不存在其他无效事由，一方以信托目的违法违规为由请求确认无效的，人民法院不予支持。至于委托人和受托人之间的权利义务关系，应当依据信托文件的约定加以确定。
---	---

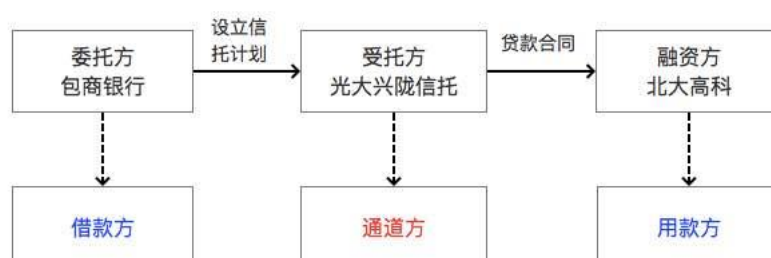
3) 相关分析

A. 问题一：司法实践中的通道业务如何认定？

司法实践中，最高人民法院对通道业务的认定也借鉴了监管机构对通道业务

信托交易中的通道业务（银信合作）

交易结构图



的定义。例如，在深圳市西丽报恩福地墓园有限公司、光大兴陇信托有限责任公司借款合同纠纷案【（2015）民二终字第 393 号】中，最高人民法院认为，信托借款人为委托人指定，同时受托人既不主动管理信托财产，也不承担业务实质风险，因此被认定为通道业务。该案件的通道业务交易结构具体情况如下：

《会议纪要》第 93 条对通道类信托或资产管理业务作出了更为详细的界定。根据该条内容，信托或资产管理业务是否为通道业务有两方面判断标准：其一，自主决定投向，信托或资产管理财产处分及管理，通道类信托或资产管理业务中，信托或资产管理设立、信托或资产管理财产运用对象、信托或资产管理财产管理运用处分方式等事宜由委托人自主决定，受托人或管理人仅负责必要的事务协助或服务；其二，信托或资产管理财产风险承担，通道类信托或资产管理业务中信托或资产管理风险由委托人自行承担。

《会议纪要》发布后，法院对通道业务也进行了认定。例如，在侯洪亮与新疆准东石油技术股份有限公司工会委员会、新疆准东石油技术股份有限公司企业借贷纠纷、借款合同纠纷案【（2018）新 0104 民初 682 号，裁判日期：2019 年 12 月 20 日】中，新疆乌鲁木齐市新市区人民法院认为：“当事人在信托文件中约定，委托人自主决定信托设立、信托财产运用对象、信托财产管理运用处分方式等事宜，自行承担信托资产的风险管理责任和相应风险损失，受托人仅提供必要的事务协助或者服务，不承担主动管理职责的，应当认定为通道业务。”

根据《会议纪要理解与适用》，通道业务的核心特征可以概括为三个方面：一是委托人自主决定信托设立、底层资产运用对象、底层资产管理运用处分方式等事宜；二是委托人自行承担信托风险；三是受托人或管理人仅提供必要的事务协助或者服务，不承担底层资产管理职责。

B. 问题二：通道业务的效力如何认定？

根据《会议纪要理解与适用》，认定通道业务的效力主要是基于防范金融市场系统性风险、决策风险，无论是 2015 年中的股市异常波动，还是 2017 年资管业务的急刹车效应，在给国民经济带来巨大伤害的同时，也给全民上了一堂生动的风险教育课。从这个角度来说，违反监管政策所开展的通道业务，依法应当以违反公共秩序为由认定无效。

对于存量业务，《会议纪要》发布前的司法观点与监管基本一致。例如在华融天泽投资有限公司与深圳市南海创富基金管理有限公司等合同纠纷案

【（2019）京 02 民初 110 号】中，北京市第二中级人民法院认为：“关于涉案合同的效力问题，涉案信托贷款属银信通道业务。根据当前金融监管原则，商业银行应还原其业务实质进行风险管控，不得利用信托通道掩盖风险实质；信托公司应确保信托目的合法合规，不得为委托方银行规避监管规定提供通道服务。但是，涉案信托产品成立于 2017 年，属于上述金融监管政策实施前的存量银信通道业务。对于该类业务，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会和国家外汇管理局于 2018 年 4 月 27 日联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第二十九条规定，按照‘新老划断’原则设置过渡期，为确保平稳过渡，过渡期设至 2020 年底。”

《会议纪要》与《资管新规》第 29 条的立场一致，即减少存量风险，按照“新老划断”原则设置过渡期，过渡期设至 2020 年底，确保平稳过渡。《会议纪要》发布后，法院也按照《会议纪要》作出了判决。例如在山西泽州农村商业银行股份有限公司与河南太康农村商业银行股份有限公司债权转让合同纠纷案

【（2019）晋 05 民初 308 号，裁判日期：2019 年 12 月 30 日】中，山西省晋城市中级人民法院认为：“《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第 22 条在规定‘金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务’的同时，也在第 29 条明确按照‘新老划断’原则，将过渡期设置为截止 2020 年底，确保平稳过渡。另外，原被告签订编号为 ZZNS-TKNS-201701《信托受益权转让协议》时间为 2017 年 3 月 30 日，而《中国银监会关于规范银信类业务的通知》（银监发[2017]55 号）是 2017 年 11 月 22 日颁布的，该《通知》也未明确其规定内容具有溯及力。因此，被告主张信托受益权转让违法的理由不能成立。”可见，法院会根据“新老划断”原则，按照过渡期设置为截止 2020 年底，确保平稳过渡，并认为在此规定出台前签订的通道协议的效力不受影响。

对于增量业务，根据《会议纪要》《会议纪要理解与适用》的表述，对过渡期之后的通道业务认定无效是该《会议纪要》第 93 条的应有之义。《会议纪要理解与适用》指出，最高人民法院都会根据监管部门工作的节奏和进度安排，对通道业务的效力作出实事求是的认定，可见最高人民法院的认定将与监管相一致。因此，对于增量业务里的通道业务模式，应当保持足够的谨慎，对于监管政策的变化，应及时关注与跟进。

4) 应对建议

A. 存量业务的合同效力认定将坚持“新老划段”，2020 年底前证券公司可以进行一个相对平稳过渡；

B. 增量业务的合同效力将根据监管部门工作的节奏和进度安排认定，证券公司应保持谨慎态度，并时刻关注监管规则的变化。

● 主动管理型业务

1. 资产管理业务中的保底和刚兑

1) 业务概述

A. 保底和刚性兑付的定义

保底和刚兑并不属于法律概念。

有关“保底”的概念，较早的规定可见于 2004 年 6 月 24 日中国银监会发布的《关于进一步加强信托投资公司监管的通知》。该通知指出：“要重点做好对信托投资公司...保底条款...等违规事项的监管工作。”

2004 年 11 月 25 日，《中国银行业监督管理委员会关于严禁信托投资公司信托业务承诺保底的通知》从三方面解释了信托公司的哪些行为构成保底进而需要被禁止：“一、信托投资公司办理信托业务，应当严格执行分账管理的原则，必须用管理信托财产所产生的实际信托收益进行分配，严禁信托投资公司挪用其他信托财产垫付信托财产的损失或收益。二、信托投资公司不得以信托合同、补充协议或其他任何方式向信托当事人承诺信托财产本金不受损失或者保证最低收益。信托投资公司应当在其营业场所显著位置对不得承诺保底的有关规定进行公示，并在签订信托合同时，以书面形式向当事人申明上述内容。三、信托投资公司在推介信托产品或办理信托业务时，不得暗示或者误导信托当事人信托财产不受损失或者保证最低收益。”

有关“刚性兑付”的概念，较早提出的文件是 2014 年发布的《关于发布〈期货公司资产管理业务管理规则（试行）〉的通知》，其中规定，期货公司或子公司和资产管理计划销售机构在推介、销售资产管理计划时，应当向客户充分披露资产管理计划的交易结构、杠杆水平、资金投向、费用安排、收益分配、投资风险、利益冲突情况以及可能影响客户合法权益的其他重要信息，不得明示或暗示刚性兑付。

2018 年,《资管新规》第十九条正式定义了刚性兑付的行为:经金融管理部门认定,存在以下行为的视为刚性兑付:

(一) 资产管理产品的发行人或者管理人违反真实公允确定净值原则,对产品进行保本保收益。

(二) 采取滚动发行等方式,使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移,实现产品保本保收益。

(三) 资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时,发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付。

(四) 金融管理部门认定的其他情形。

从上述概念流变可以看出,早期的监管使用“保底”概念较多,“刚性兑付”属于近些年逐渐使用较多的概念。从实质上看,保底和刚兑的概念基本等同;从两个概念的文义来看,“保底”字面意思是“保本或者保最低收益”;“刚兑”的字面意思是“刚性兑付”。由此可以看出,保底更多是从投资者角度出发的说法,刚兑更多是从信托公司角度出发的说法,其核心含义是重合的。在信托实践中,业内人士也常常混合使用。

B. 监管部门对“不得保底、刚兑”的规定

《证券法》的修订为其规制下的证券产品提供了明确的监管规则,《证券法》第一百三十五条规定,证券公司不得对客户证券买卖的收益或者赔偿证券买卖的损失作出承诺。第二百零九条规定,证券公司违反本法第一百三十五条的规定对客户的收益或者赔偿客户的损失作出承诺的,责令改正,给予警告,没收违法所得,并处以违法所得一倍以上十倍以下的罚款;没有违法所得或者违法所得不足五十万元的,处以五十万元以上五百万元以下的罚款;情节严重的,并处撤销相关业务许可。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告,并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第四条规定:“证券期货经营机构不得在表内从事私募资产管理业务,不得以任何方式向投资者承诺本金不受损失或者承诺最低收益。”第五十一条规定:“披露资产管理计划信息,不得有下列行为:(三)承诺收益,承诺本金不受损失或者限定损失金额或比例。”

《关于规范证券公司受托投资管理业务的通知》第 11 条规定，受托人应根据在与委托人签订的受托投资管理合同中约定的方式为委托人管理受托投资，但不得向委托人承诺收益或者分担损失。

此外，因为资管计划的基础法律关系为信托。故其在遵循证券相关法律法规规制的基础上，也要符合信托行业“一法三规”相关规定。《信托公司管理办法》第三十四条规定：“信托公司开展信托业务，不得有下列行为：（三）承诺信托财产不受损失或者保证最低收益。”

《信托公司集合资金信托计划管理办法》第八条规定：“信托公司推介信托计划时，不得有以下行为：（一）以任何方式承诺信托资金不受损失，或者以任何方式承诺信托资金的最低收益。”

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
保底和刚兑承诺无效	92.【保底和刚兑承诺无效】信托公司、商业银行等金融机构为受益人提供含有保证本息固定回报、保证本金不受损失等保底承诺的，人民法院应当认定保底承诺无效，并根据担保法司法解释第七条、第八条、第九条规定的内容，确定当事人应当承担的法律责任。	92.【保底或者刚兑条款无效】信托公司、商业银行等金融机构作为资产管理产品的受托人与受益人订立的含有保证本息固定回报、保证本金不受损失等保底或者刚兑条款的合同，人民法院应当认定该条款无效。受益人请求受托人对其损失承担与其过错相适应的赔偿责任的，人民法院依法予以支持。 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。

3) 相关分析

A. 问题一：管理人的哪些行为构成保底刚兑？

实践中，某些证券公司或信托公司会设计《资管新规》第十九条所规定的三种刚兑情形：

一是资产管理产品的发行人或者管理人违反真实公允确定净值原则，对产品进行保本保收益。在这种情形中，管理人会明确或者默示表示会兑付；后期，由于监管不允许约定，就采用“抽屉协议”的方法，这是《会议纪要》第 92 条调整的情形。鉴于目前的监管形势，较少有正规的证券公司敢于直接在合同文件中承诺刚兑，抽屉协议可能成为本条规范调整的重点。

二是采取滚动发行等方式，使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现产品保本保收益。该种情形中，滚动发行的方式也属于刚性兑付的一种，也就是说资金池客观上可以理解为类似于刚性兑付的行为，而滚动发行的情形主要是违背了《信托法》关于信托财产分别管理和信托财产独立性的原则。

三是资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时，发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付。此种情形中，管理人没有明确表示兑付，也无抽屉协议，管理人基于自身声誉采取延期，事后直接兑付等措施进行处理。

根据《会议纪要》第 92 条的文义，其主要是对《资管新规》第十九条第一款的情形进行了规定。而对于后两种情形，特别是第三种事后主动刚兑的情形，一般不会产生司法争议，但可能会面临监管机构的处罚。

我们认为，证券公司签署的一些协议和协议条款是否应被认定为刚兑不能一概而论，关键要看双方的交易结构与《会议纪要》对保底和刚兑的界定是否一致。

根据《会议纪要》的界定，保底或者刚兑条款是指“资产管理产品的管理人与受益人订立的含有保证本息固定回报、保证本金不受损失等”的条款，据此，保底刚兑中双方的真实意思表示是：如果因底层资产逾期或贬值导致投资人无法从资产管理计划中回收本金并获取预期收益，管理人同意向投资人另行支付本金和预期收益。

此外，保底、刚兑认定的前提是存在委托投资及资产管理的关系。例如，在张永东等与优选资本管理有限公司合同纠纷案【（2019）京 01 民终 10584 号】中，北京市第一中级人民法院认为：“构成刚性兑付的前提为资产管理产品的发行人或管理人对投资者投资本金及收益的承诺及兑现，故投资者之间并不构成刚性兑付的主体。”

综上，证券公司的商业安排存在被认定为保底和刚兑的风险，具体仍需根据案件的实际情况综合判断。

B. 问题二：保底、刚兑的法律性质是什么？

本条的征求意见稿规定，保底、刚兑无效后，应根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》（“《担保法司法解释》”）第七条、第八条、第九条规定的内容，确定当事人应当承担的法律责任。由此可以看出，最高人民法院曾倾向于认定保底刚兑构成保证。然而，正式稿中删除了该表述，《会议纪要理解与适用》并未对这一修改作出解释，仅指出保底刚兑承诺无效后，受益人可以依据《民法总则》第 157 条“民事法律行为无效、被撤销或者确定不发生效力后，行为人因该行为取得的财产，应当予以返还；不能返还或者没有必要返还的，应当折价补偿，有过错的乙方应当赔偿对方由此所受到的损失；各方都有过错的，应当各自承担相应的责任。法律另有规定的，依照其规定”请求受托人或管理人对其损失承担与其过错相适应的赔偿责任。

上述法律适用的变化是否意味着最高人民法院放弃了保底刚兑属于保证的观点，我们不得而知。但从《担保法》中保证的定义来看，保底刚兑是否符合《担保法》中关于保证的定义，不无疑问。《担保法》规定：“本法所称保证，是指保证人和债权人约定，当债务人不履行债务时，保证人按照约定履行债务或者承担责任的行为。”据此，构成保证须满足两个要件，一是存在明确的主债权和从属的保证债权，二是保证人履行债务的前提是债务人不履行债务。信托实践中，与保底、刚兑相关的交易条款，其担保的主债权可能是信托公司对融资人的债权，也可能是受益人对信托公司的债权，其行使条件有以债务人不履行债务为前提，有不以债务人不履行债务为前提，故对保底、刚兑条款是否构成保证，需要根据具体条款进行判断，要根据后续司法实践进一步观察。

C. 问题三：刚兑无效后如何处理？

关于刚兑无效后的损失承担，《九民会议纪要》第 92 条规定：“受益人请求受托人对其损失承担与其过错相适应的赔偿责任的，人民法院依法予以支持”。

最高人民法院关于《九民会议纪要》的理解与适用指出：“认定保底承诺或者刚兑无效后，并不意味着受托人或管理人无需承担责任。《民法总则》第 157 条规定：“民事法律行为无效、被撤销或者确定不发生效力后，行为人因该行为取得的财产，应当予以返还；不能返还或者没有必要返还的，应当折价补偿。有过错的一方应当赔偿对方由此所受到的损失；各方都有过错的，应当各自承担相应的责任。法律另有规定的，依照其规定。”据此，在认定保底和刚兑无效后，受益人请求受托人对其损失承担与其过错相适应的赔偿责任的，人民法院应予支持。

然而，上述规定及解释并未明确指出刚兑无效后受托人或管理人的具体赔偿范围，实践中存在三种观点：

第一种观点认为，应当由受托人承担本金+银行同期利率。该处理方式系参照最高人民法院对于委托理财合同保底条款无效后的处理意见，最高人民法院高民尚¹⁶在《审理证券、期货、国债市场中委托理财案件的若干法律问题》¹⁷中指出：“若没有保底条款的存在或诱惑，当事人尤其是委托人通常不会签订委托理财合同；在保底条款被确认无效后，委托人的缔约目的几乎丧失，实践中委托人愿意继续履约的情形相当函件。因此，若其继续履行合同的其它部分，不仅违背委托人的缔约目的，而且几无履行意义。有鉴于此，保底条款应属委托理财合同的目的条款或核心条款，不能成为相对独立的合同无效部分，故保底条款无效应导致委托理财合同整体无效”，在委托理财合同整体无效的情况下，“受托人应将委托资产本金返还给受托人，并按中国人民银行同期定期存款利率支付利息。”如参照上述处理方式，保底刚兑条款无效后，《信托合同》亦归于无效，从而实现本金的返还。

司法实践中，部分委托理财合同纠纷采用此种观点，如在中国光大银行长沙新华支行与湘财证券有限责任公司、第三人湖南省平安轻化科技实业有限公司债权人代位权纠纷案【(2006)民二终字第 90 号】中，最高人民法院认为：“本案保底条款的内容显然违反了上述法律的禁止性规定，应属无效条款。保底条款应

¹⁶ 通常认为，“高民尚”系最高法院民二庭在发表此文时的代名，与“最高法院民商事审判”的缩写谐音

¹⁷ 《人民司法》2006 年第 6 期

属委托理财合同之目的条款或核心条款，保底条款无效导致委托理财合同整体无效，故本案《受托投资管理合同》及《补充协议》作为委托理财合同整体无效。受托人湘财证券应当将委托资金本金返还委托人平安轻化，并按中国人民银行规定的同期定期存款利率标准支付利息。”

部分资管案件虽未采用保底条款无效导致合同整体无效的逻辑，但从裁判结果上同样采取了本金+同期银行利率的处理方式。在上海里奥高新技术投资有限公司与庆泰信托投资有限责任公司合同纠纷案【（2004）沪一中民三（商）初字第97号】中，上海市第一中级人民法院认为：“现信托合同期满，原告作为收益人依法有权享受信托利益，被告亦应按约向原告作出清算报告并兑付信托财产的本金和收益。被告无理拒付且未正当履行信托管理义务，显属违约，应当承担赔偿原告信托资金实际经济损失的违约责任...双方当事人在《补充协议》中另约定了原告应收取被告支付的固定的信托利益，该条款属保底性质，因违反信托法律关系应当遵循的公平原则，故确定为无效条款...判决如下：被告...应...偿付原告...信托财产本金人民币950万元及该款实际发生的孳息损失。”

亦有观点认为，可以参照《会议纪要》第77条卖方机构未尽适当性义务导致金融消费者损失的处理方式，即以实际损失（实际损失为损失的本金和利息，利息按照中国人民银行发布的同期同类存款基准利率计算）为准¹⁸。

我们认为，保底条款无效导致《资管合同》整体无效后，受托人或管理人返还因《资管合同》而取得的本金+同期银行利息，基本符合《民法总则》第157条关于民事法律行为无效后果的规定。但该处理方式亦存在一些问题：

1. 该处理方式将所有的保底条款无效的后果一刀切，不考虑具体案件中委托人和受托人或管理人的过错程度，是否符合《会议纪要》关于“受益人请求受托人或管理人对其损失承担与其过错相适应的赔偿责任的，人民法院依法予以支持”的规范意旨，值得商榷。

2. 该处理方式将使得合同无效时受益人的收益大于合同有效时的收益，实质上依然进行了保本，在正当性上存在一定的争议。

3. 该处理方式将使得大量的资管合同归于无效，对交易安全和现行商事秩序造成一定的影响。

18 《九民纪要简评（终篇）》II 什么叫刚兑？该不该无效？-第92条》，赵廉慧，微信公众 InlawweTrust

第二种观点认为，受益人和受托人或管理人应当按照按照一定比例（过错程度）承担本金及利息损失。

该观点的依据是《民法总则》157条，合同无效后，“有过错的一方应当赔偿对方由此所受到的损失；各方都有过错的，应当各自承担相应的责任。”此外，《会议纪要》关于“受益人请求受托人对其损失承担与其过错相适应的赔偿责任的，人民法院依法予以支持”的规定亦表达了类似的倾向。事实上，尽管最高人民法院高民尚文章的影响力很大，实务界¹⁹仍有观点认为，应当按照过错程度和盈利分配约定标准承担本金及利息损失。

司法实践中亦不乏相关案例，如在赖文静、广州财大投资管理有限公司委托理财合同纠纷案【(2019)粤01民终23878号，裁判日期：2019年12月28日】中，广东省广州市中级人民法院认为：“财大公司作为专业的投资机构，向投资者承诺本金不受损失，对于《补充协议》的无效存在过错。赖文静作为该基金的合格投资者，理应知晓投资机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益。况且，涉案主合同明确约定‘基金管理者承诺依照恪守职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则管理和运用基金财产，不保证基金财产一定盈利，也不保证最低收益’，赖文静在签署主合同时显然已知晓，因此其对于涉案《补充协议》的无效亦存在过错。双方均属于明知或应知法律所禁止的事项而签订涉案《补充协议》，对此均负有相当的过错...一审人民法院根据主合同约定的业绩报酬比例认定财大公司应就赖文静投资全部本金亏损的20%承担赔偿责任合理合法，本院予以维持。”

我们认为，该处理方式符合利益衡量的原则，在委托理财纠纷中能够得到一定程度的适用，但在资管纠纷的适用中存在一定的问题。资管结构中，底层资产可以是标准化资产（如现金、股票、债券等），亦可以是非标准化资产（如债权、非上市公司股权等）。若底层资产系标准化资产，因其有市场公允价值，受益人的损失在诉讼中可以查明并确定，但如果底层资产系非标准化资产，则受益人的损失在诉讼中是无法确定的。

如在李洪伟、新华信托股份有限公司营业信托纠纷案【(2018)最高法民终173号】中，最高人民法院认为：“关于李洪伟的财产权益。李洪伟是本案信托财产的受益人，信托计划终止后，信托公司应当作出清算报告，将剩余的信托财产按

19 《委托理财案件法律适用难点辨析——以保底条款负外部性分析及其无效后果处理为重点》 徐子良 上海市第二中级人民法院

照信托合同的约定，按受益人所持信托单位比例进行分配。本案中，由于新华信托公司延长信托期限，未对信托财产作出清算报告，也尚未处置信托财产，因此李洪伟的财产权益是否受到损失尚不能确定。”

在受益人损失无法确定的情况下，由受托人或管理人按照一定比例承担损失的处理方式存在两难：

一方面，若笼统地判决受托人或管理人就受益人的损失承担一定比例的责任，则该判决不具有可执行性，受托人或管理人如果既不对底层资产进行清算，又不向底层资产债务人（如底层资产为贷款类）追偿，则受益人的损失将永远无法确定。即使受托人或管理人对底层资产进行清算，由受益人自行向底层资产债务人追偿，在底层资产债务人执行不能的情况下，受托人或管理人本金和执行回款之间的差额能否直接作为受益人在纠纷中的损失数额，在纠纷判决的执行过程中得到法院的认可，仍然存在不确定性。

另一方面，若明确受托人或管理人承担的金额，则一旦底层资产回款金额超出资管本金与受托人或管理人承担金额之间的差额，将可能出现受益人重复受偿的问题。

第三种观点认为，应当驳回诉讼请求，告知当事人通过清算方式解决底层资产问题。

该观点认为，保底条款的效力并不影响资管合同的效力，鉴于保底条款无效而资管合同有效，委托人/受益人应当风险自担，其主张受托人或管理人赔偿损失的诉讼请求不应当予以支持。

我们认为，该观点不符合《民法总则》第 157 条和《会议纪要》第 92 条关于合同无效后，受托人或管理人应当依据过错承担责任的规定，且会鼓励不诚信的受托人或管理人反复从事保底业务。

考虑到上述三种观点均存在一定的缺陷，未来的司法实践将如何处理受托人或管理人的保底刚兑，仍存在较大的不确定性，有待于进一步观察。

D. 刚兑无效后，管理人过错的考量范围？

我们认为，作为专业机构，证券公司如主动设置“抽屉协议”、躲避监管，以达到吸引投资者的目的，则存在明显的过错。法院在认定证券公司的过错时，通常会考虑证券公司是否违反监管机构的规范性文件以及违反规范性文件的程

度，特别是证券公司作为管理人履行管理职责的情况。如证券公司因保底、刚兑被行政处罚，该行政处罚会成为法院考量双方过错的重要依据。

4) 应对建议

A. 证券公司作为委托人或受益人

一方面，增量业务中，对拟从事交易进行决策时应考虑相关增信措施可能存在无效的风险，不应过分依赖受托人或管理人提供可能被认定为保底或者刚兑的增信措施；另一方面，存量业务中，鉴于受托人或管理人被要求兑付时可能以保底或刚兑条款无效作为抗辩，需要对相关增信措施是否构成保底或者刚兑、资管计划管理人或受托人是否存在过错等提前做好应对措施。

B. 证券公司作为受托人或管理人

对于已经提供的增信措施，可以将增信措施构成保底或者刚兑、进而应认定无效作为抗辩事由（做该抗辩时要考虑可能存在的商誉风险）。对于未来需要提供的增信措施，应设计更具创新性的交易结构，既能被投资人接受，又能符合监管部门的要求。

2. 资产管理业务中的分级结构化产品

1) 业务概述

(1) 结构化产品的缘起

有关分级结构化产品，《资管新规》在第 21 条第 3 款中定义：“本条所称分级资产管理产品是指存在一级份额以上的份额为其他级份额提供一定的风险补偿，收益分配不按份额比例计算，由资产管理合同另行约定的产品。”同时，该条进一步明确：“分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。固定收益类产品的分级比例不得超过 3:1，权益类产品的分级比例不得超过 1:1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2:1。发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者。”

一般认为，我国最早的结构化业务产品是 2005 年由上海国际信托投资公司推出的“蓝宝石”系列结构化证券投资信托产品。在我国金融法领域，“结构化”一词最早源于原银监会发布的《中国银监会关于加强信托公司结构化信托业务监

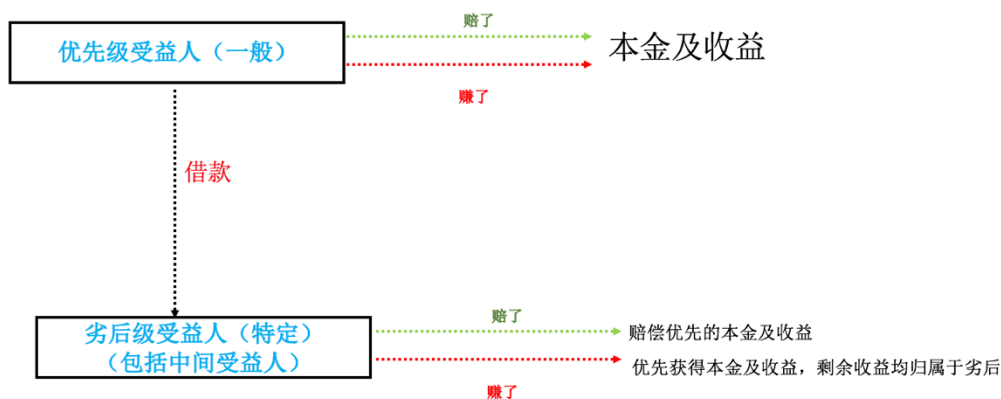
管有关问题的通知》，明确了“结构化信托业务是指信托公司根据投资者不同的风险偏好对信托受益权进行分层配置，按照分层配置中的优先级与劣后安排进行收益分配，使具有不同风险承担能力和意愿的投资者通过投资不同层级的受益权来获取不同的收益并承担相应风险的集合资金信托业务”。此后，如证监会发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》和保监会发布的《保险资金运用管理办法》对结构化资产管理计划和其他结构化金融产品（“结构化产品”）也予以规范。

由此可见，结构化业务是集合资金计划的一种形式，常见于证券投资类资产管理计划中，私募股权投资等产品中亦多见。结构化产品的特点是对资管产品的受益权进行分层设计，使具有不同风险承担能力的意愿的投资者通过投资不同层级的受益权来获取不同的收益，并承担不同的风险。

以受益人的权利顺位划分，结构化产品的受益人或投资人包括：优先级受益人（份额持有人）、劣后级受益人（份额持有人）和中间（夹层）受益人（投资人）（因中间受益人和劣后级受益人一样，分配顺序上在优先级受益人之后，因此中间级受益人也可归于广义的劣后级受益人范畴）。其交易结构通常如下图：

信托交易中的结构化业务

交易结构图



实务中，资管文件通常约定，优先级受益人的利益分配顺序优先于劣后级受益人，在优先级受益人根据约定取得分配后，劣后级受益人才有机会分配剩余利益。在此种安排之下，劣后级受益人需承担较大风险，但也可能取得更多收益。优先级受益人风险较小，接近于获得固定收益，但不排除因资产管理财产大幅贬值而承担损失的可能，不是绝对的固定收益。

（2）“不得对优先级保本保收益”的监管法律及政策演变

国内金融产品中常见的优先/劣后结构有资产证券化产品、分级基金等，在监管中，一般情况下，监管都会规定“不得对优先级份额持有人保本保收益”。主要是2018年《资管新规》第21条第2款规定，分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。

实际上在2018年以前，监管系统针对部分资管产品已经开始规定“不得对优先级保本保收益”。

2006年，《中华人民共和国合伙企业法（2006修订）》（“《合伙企业法》”）第三十三条规定，“合伙协议不得约定将全部利润分配给部分合伙人或者由部分合伙人承担全部亏损”。第六十九条规定，“有限合伙企业不得将全部利润分配给部分合伙人；但是，合伙协议另有约定的除外。”有限合伙企业是私募股权基金的基本形态之一，往往也是私募股权基金分级设置的重要方式。因此《合伙企业法》作为有限合伙型分级基金的重要法律，上述两条规定确立了优先级与劣后级之间利益共享、风险共担的基本原则。

2017年，《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（证监会发布，俗称“新八条底线”）第四条规定，“证券期货经营机构设立结构化资产管理计划，不得违背利益共享、风险共担、风险与收益相匹配的原则，不得存在以下情形：（一）直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排，包括但不限于在结构化资产管理计划合同中约定计提优先级份额收益、提前终止罚息、劣后级或第三方机构差额补足优先级收益、计提风险保证金补足优先级收益等。”该条为证监会新八条底线中的第一条，主要适用于证券期货经营机构通过资产管理计划形式开展的私募资产管理业务，私募投资证券投资基金业务参照执行。

同时，《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定问题解答》针对第“七、如何理解《暂行规定》第四条规定的‘利益共享、风险共担’原则？”证监会回答：“利益共享、风险共担”原则是指结构化资产管理计划整体产生收益或出现投资亏损时，所有投资者均应当享受收益或承担亏损，不能够出现某一级份额投资者仅享受收益不承担风险的情况。换言之，产品整体净值 ≥ 1 ，劣后级投资者不得亏损；产品整体净值 < 1 时，优先级投资者不得盈利或保本。在上述底线要求上，结构化资产管理计划可对各类份额的风险与收益分配进行约定，但应当公平恰当，不得存在利益输送。

《资管新规》中关于保本保收益的禁止性规定，和证监体系此前的规定是一脉相承的，证监会此前的公开解答，对于解读资管新规有重要的参考作用。但是，证监体系对分级产品进行特别监管，主要源于分级证券投资产品在股灾中的推波助澜作用，是基于股灾监管的反思。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
优先级与劣后级受益人之间的法律关系认定	90.【优先级与劣后级受益人之间的法律关系认定】信托文件将受益人区分为优先级受益人和劣后级受益人等不同类别，约定由优先级受益人以资金认购信托计划份额或者股权、股票、债券、票据、债权、不动产、在建工程等特定资产或特定资产收益权，或者其他信托计划、资产管理计划受益权份额，劣后级受益人负有在信托到期后向优先级受益人返还本金并支付固定收益等义务，对信托财产享有扣除相关税费、优先级受益人本金和预期收益之后的其余部分的财产利益等权利的，优先级受益人与劣后级受益人之间的关系一般可以认定为借款合同关系，劣后级受益人为债务人，优先级受益人为债权人。优先级受益人认购的特定资产、特定资产收益权、	90.【劣后级受益人的责任承担】信托文件及相关合同将受益人区分为优先级受益人和劣后级受益人等不同类别，约定优先级受益人以其财产认购信托计划份额，在信托到期后，劣后级受益人负有对优先级受益人从信托财产获得利益与其投资本金及约定收益之间的差额承担补足义务，优先级受益人请求劣后级受益人按照约定承担责任的，人民法院依法予以支持。 信托文件中关于不同类型受益人权利义务关系的约定，不影响受益人与受托人之间信托法律关系的认定。

	或者其他信托计划、资产管理计划受益权份额是否办理了过户登记手续，不影响双方之间法律关系的认定。	
--	---	--

3) 有关分析

A. 问题一：优先级和劣后级受益人（份额持有人）之间的法律关系？

根据《会议纪要》及《会议纪要理解与适用》确立的规则，在结构化资管业务中，优先级和劣后级受益人（份额持有人）之间是借款关系。

《会议纪要》第 90 条的精神可追溯至最高人民法院（2017）最高法民终 604 号案件。该案判决书中，最高人民法院特别论及特定受益人徐某与一般受益人、信托公司间的法律关系性质：关于特定受益人（劣后）与一般受益人（优先）的关系问题。最高人民法院认为，徐某作为特定受益人，其义务是在信托到期后向一般受益人返还本金、支付收益，并承担信托计划所购股份股票价格变动的风险；其权利是在支付信托计划费用、信托税费、一般受益人本金和预期收益后，享受其余部分的财产利益。根据《合同法》第一百九十六条关于“借款合同是借款人向贷款人借款，到期返还借款并支付利息的合同”的规定，该信托计划中特定受益人与一般受益人之间的法律关系，依法应认定为借款合同。

《会议纪要》正式稿第 90 条删除了征求意见稿关于应当认定为借款的表述。据《会议纪要》起草人介绍，主要因为《资管新规》第二十一条规定：“分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。”事实上，实践中对该条一直存在理解和适用上的分歧。根据《会议纪要理解与适用》，最高人民法院认为《资管新规》第二十一条规范的不足之处是明显的。主要理由如下：从前述规定的文义来看，《资管新规》是以商事自益信托的制度架构来规范分级资产管理产品中的权利义务关系，但指导意见所使用的“一定的风险补偿”“不得直接或间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排”等语义应当如何把握，实践中尚未形成统一的看法。而且，分级资产管理产品设立后，由谁作为委托人委托金融机构进行主动管理，也缺乏明确的操作指引。

根据《会议纪要》起草人的解读，虽然正式稿删除了双方关系为借款的表述，但并不影响法院可以在案件中将优先级和劣后级受益人之间认定为借款关系。

B. 问题二：劣后级受益人对优先级受益人差额补足承诺的效力如何？

《会议纪要》从正面认可了劣后级受益人对优先级受益人差额补足承诺的效力，差额的计算方式为优先级受益人“从信托财产获得利益”与“其投资本金和约定收益之和”之差。

与此同时，结合其他条文，《会议纪要》直接否定了受托人（管理人）对受益人提供保本保收益或者刚性兑付的合同效力（《会议纪要》第 92 条）。

相较此前的监管思路，从司法层面来看，这意味着在结构化资管产品中：

1. 证券公司作为资管产品的管理人的差额补足承诺可能无效；
2. 证券公司作为劣后级受益人对优先级受益人的差额补足承诺可以得到法院的支持。

4) 应对建议

A. 证券公司作为受托人或管理人

虽然《会议纪要》认可了结构化业务中不同层级受益人劣后和优先的安排，但实践中依然存在投资者以结构化业务合同中的歧义条款为由起诉受托人或管理人，如在（2019）粤民终 21 号案件中，劣后级受益人以信托合同中的“对于非货币形式的信托财产，受托人有权延长信托期限至信托财产全部变现之日止，或按照该部分非货币形式财产届时的现状按受益人持有信托单位的比例移交给受益人。受托人向受益人发出分配信托财产的书面通知，该通知到达受益人即视为受托人已经分配完毕信托财产。受托人将继续配合受益人办理相关权益转让手续”条款，主张受托人分配信托财产时不应当按照优先和劣后的顺序分配，而应当按比例同时分配。虽然广东省高级人民法院在该案中并未采纳劣后级受益人对于合同的解释，但客观来讲上述条款确实存在一定的歧义。故建议证券公司在涉及结构化产品时避免类似的歧义约定。

B. 证券公司作为劣后级受益人

通过优先级和劣后级受益人之间借贷关系的认定，《会议纪要》确立了“在信托到期后，劣后级受益人负有对优先级受益人从底层资产获得利益与其投资本金及约定收益之间的差额承担补足义务”的裁判思路。因此，对劣后级受益人而言，建立结构化信托要谨慎。

C. 证券公司作为劣后级受益人

根据本条的文义，劣后级受益人获得差额补足的前提是“信托合同和相关文件的约定”。因此，证券公司如果作为劣后级受益人参与到结构化信托时，应特别重视信托合同和相关文件的约定，首先要对是否承担差额补足义务进行约定，其次要对信托资金运用后形成的损益进行约定。

3. 资产管理业务中管理人举证责任

1) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
受托人的 举证责任	94.【信托中受托人的举证责任】资产管理产品的委托人以受托人未履行勤勉尽责、公平对待客户等义务损害其合法权益，受托人不能举证证明其已经履行了法定或约定的受托人义务的，对委托人要求受托人应当承担相应赔偿责任的诉讼请求，人民法院应予支持。	94.【受托人的举证责任】资产管理产品的委托人以受托人未履行勤勉尽责、公平对待客户等义务损害其合法权益为由，请求受托人承担损害赔偿责任的，应当由受托人举证证明其已经履行了义务。受托人不能举证证明，委托人请求其承担相应赔偿责任的，人民法院依法予以支持。

2) 相关分析

与委托人相比，证券公司等受托人或管理人作为专业机构，在行为主体、决策过程、客观效果、同行业绩等方面提供证据证明其尽到了勤勉谨慎职责更为容易。并且资管合同通常是证券公司的格式文本，随着资管产品的产品结构设计日趋复杂、投资运作专业化程度不断提高，作为金融产品的资管产品与其发行方的关系更加紧密。因此，在资管产品的结构设计和投资运作是否尽责问题上，需要受托人或管理人就已经尽责承担举证责任。

值得注意的是，《会议纪要理解与适用》指出，这种举证责任分配方式，在证据法学理论上称为举证责任的转移，不能等同于完全的举证责任倒置。

A. 问题一：证券公司需对哪些义务承担举证责任

《信托法》第二十五条规定，受托人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务。受托人管理信托财产，必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。学理上一般将受托人的义务统称为信义义务，其内容主要包括信托公司对委托人的忠实义务和勤勉义务。

a) 忠实义务

忠实义务的规范主要是禁止规范，即禁止受托人或管理人为了受益人以外的人的利益行事。违反忠实义务目前比较成熟的类型化有：自己交易、双方“代理”、利用资管财产为自己谋利、竞争行为（我国信托法对此没有规定，从法理）、收取回扣（我国信托法对此没有规定，依据法理应当加入）、其他关联交易行为等。忠实义务学理上可以理解为是无过错责任。

b) 勤勉义务

勤勉义务主要是要求受托人或管理人积极作为。管理人管理资产管理事务过程中给资管财产带来损失因管理人是否尽到尽职管理义务，是否有过错而产生不同：如果尽到尽职管理义务，则该损失变成委托人应当承担的风险；如果没有尽到职责，就成为应当由管理人承担的损害赔偿责任。勤勉义务学理上可以理解为是过错责任。

信息披露义务是受托人或管理人勤勉义务的重要组成部分。目前我国对证券公司作为管理人的信息披露义务主要见于《银行业监督管理法》《私募投资基金信息披露管理办法》《集合资金管理办法》等法律文本中。

资管产品的受托人或管理人进行信息披露应当遵循真实性、准确性、完整性原则，规范及时地披露信息。例如，在王问媛与中山证券有限责任公司、上海证券交易所证券交易合同纠纷案【（2011）沪高民五（商）终字第1号】中，上海市高级人民法院认为，中山证券不存在过错，理由之一便是中山证券已通过种种方式尽到了信息披露义务。

资管产品的受托人或管理人对于重大事项临时报告拥有一定的自由裁量权。例如，在李洪伟、新华信托股份有限公司营业信托纠纷案【（2018）最高法民终173号】中，最高人民法院认为：“该案中信托合同并未约定可能对受益人权益产生重大影响的具体事项，并且新华信托未直接管理信托资金项目的开发建设，未必能及时得知项目公司签订重大补充协议和阴阳合同、土地使用权证取得延迟、

开盘延迟、竣工延迟等重大事项信息，新华信托公司可根据专业判断自主决定是否需要披露的临时事项。”

平仓义务是证券投资类信托中，委托人与受托人或管理人约定的风险控制措施之一。例如，在荣华与上海缠红资产管理有限公司、国信证券股份有限公司金融委托理财合同纠纷案【(2019)沪74民终663号】中，上海金融法院认为：“缠红公司作为管理人，在未依约履行平仓义务的情况下，应就若按约平仓情况下的实际损失承担举证责任。现缠红公司未能举证证明非因其过错所造成的上诉人投资损失金额，则其作为违约方，应承担上诉人因此所遭受的全部损失……”

此外，勤勉义务还对证券公司在进行证券投资时的“分散投资”有所要求。《资管新规》第16条规定，“金融机构应当控制资产管理产品所投资资产的集中度”，并进而确立了单一公募基金投资单一证券或证券投资基金市值不得超过基金本身净资产10%、同一管理人发行的全部资管产品投资证券或单一证券投资基金不得超过被投资标的市值的30%、同一管理人发行的全部资管产品投资上市公司股票不得超过该股票发行量30%这三项要求。

《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》第十五条规定，一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该计划资产净值的25%；同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该资产的25%。银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券等中国证监会认可的投资品种除外。单一融资主体及其关联方的非标准化资产，视为同一资产合并计算。

B. 问题二：通道业务的受托人或管理人是否要承担勤勉尽责义务？

对此，《会议纪要理解与适用》指出，审判实践中，无论是主动管理业务，还是事务管理类业务（通道业务），在审查作为专业金融机构的受托人或管理人是否履行了勤勉尽责的义务时，可以从受托人或管理人在资产管理产品设立后，进行投资项目立项前的尽职调查材料，投资管理过程中的内部决策流程等审批材料，项目存续过程中的日常管理材料（包括各类凭证、单据、通知和指令），项目清算和风险处置过程中的相关材料等证据着手，审查受托人或管理人是否尽了法定和约定的勤勉尽责义务，并在此基础上确定责任承担。

3) 应对建议

A. 无论是主动管理业务，还是事务管理类业务，证券公司都要尽到忠实和勤勉尽责义务，并承担相应的举证责任；

B. 资管项目运行过程中，要妥善保存投资项目立项前的尽职调查材料、投资管理过程中的内部决策流程等审批材料、项目存续过程中的日常管理材料（包括各类凭证、单据、通知和指令），项目清算和风险处置过程中的相关材料。

C. 在打破刚性兑付的背景下，资管项目出现风险时，证券公司首先应自行判断自己是否尽责，第一，对照法律法规以及资产管理文件等约定，审查是否已经相关的法定和约定义务；第二，对照《尽职指引》，回顾和审视在尽职调查和审批管理、产品营销与信托设立、运营管理、合同规范、终止清算和信息披露各个涉及到的环节，是否已经尽职管理；第三，检查所有的信托文件和交易文件，信息披露文件和各类指令等是否合法合规、填写完整准确等；第四，对于投资出现的风险可以尝试判断证券公司作为专业管理人是否尽到注意义务，是否切实履行忠实义务，委托他人处理事务有无瑕疵等。

D. 证券公司在履行作为管理人的勤勉义务时，要注意平仓义务以及分散投资等义务的履行。

➤ 资产管理业务中的资产端业务

从底层资产的投向出发，当前市场上的资管产品可以分成两大类：一为**固收类**，固定收益类产品的底层资产大多是由借贷行为产生的债权，债权一般有两种形式，一种是标准的债权，主要是债券，在银行间市场以及沪深两所流转，另一种是非标债权，表现出来的形式就是资管产品，包括银行的理财、信托、券商、保险、私募基金以及金交所备案的产品等。二为**权益类**，可以分为未上市公司股权和二级市场的有价证券（股票、债券、衍生品），本部分主要论述《会议纪要》对未上市公司股权类资管产品的影响，有关《会议纪要》对底层资产为二级市场有价证券的资管产品之影响，可以参照本报告有关适当性义务以及融资融券业务的论述，在这里不做赘述。

● 固收类

1. 资产管理业务中的抵押和质押

1) 业务概述

在一些资产管理产品中，特别是房地产类的资管产品中，以资产管理合同和基础资产交易文件的审查牵涉最广、也最为重要。除了保证以外，一般基础资产交易中会设定抵押或质押，主要的类型有土地抵押、在建工程抵押和房地产抵押以及股权质押等。

此外，股票质押式回购业务从 2013 年开始正式实施，经过近 7 年的发展，已经成为资产管理中较为成熟的业务类型，因此，质押规则的变化也对证券公司有重大意义。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
担保债权的范围	正式稿新增条文	58.【担保债权的范围】以登记作为公示方式的不动产担保物权的担保范围，一般应当以登记的范围为准。但是，我国目前不动产担保物权登记，不同地区的系统设置及登记规则并不一致，人民法院在审理案件时应当充分注意制度设计上的差别，作出符合实际的判断：一是多数省区市的登记系统未设置“担保范围”栏目，仅有“被担保主债权数额（最高债权数额）”的表述，且只能填写固定数字。而当事人在合同中又往往约定担保物权的担保范围包括主债权及其利息、违约金等附属债权，致使合同约定的担保范围与登记不一致。显然，这种不一致是由于该地区登记

		系统设置及登记规则造成的该地区的普遍现象。人民法院以合同约定认定担保物权的担保范围，是符合实际的妥当选择。二是一些省区市不动产登记系统设置与登记规则比较规范，担保物权登记范围与合同约定一致在该地区是常态或者普遍现象，人民法院在审理案件时，应当以登记的担保范围为准。
--	--	---

类别	征求意见稿	正式稿
房地 分别 抵押	61.【房地分离抵押】“房随地走、地随房走”是我国《物权法》及相关法律的基本规则。但实践中，建筑物和建设用地使用权分离抵押的情形也不鲜见，主要包括建筑物或者建设用地使用权仅一项财产设定抵押，以及建筑物或者建设用地使用权分别抵押给两个不同的债权人两种情形。不论何种情形，根据《物权法》第一百八十二条之规定，在当事人对抵押财产未作特别约定的情况下，应当认为房地一并抵押。也就是说，仅以建筑物设定抵押的，抵押权的效力及于其占用范围内的建设用地使用权；仅以建设用地使用权设定抵押的，抵押权的效力也及于其上的建筑物；建筑物或者建设用地使用权分别抵押给两个不同的债权人的，两个抵押权均属合法有效，其抵押范围均	61.【房地分别抵押】根据《物权法》第 182 条之规定，仅以建筑物设定抵押的，抵押权的效力及于占用范围内的土地；仅以建设用地使用权抵押的，抵押权的效力亦及于其上的建筑物。在房地分别抵押，即建设用地使用权抵押给一个债权人，而其上的建筑物又抵押给另一个人的情况下，可能产生两个抵押权的冲突问题。基于“房地一体”规则，此时应当将建筑物和建设用地使用权视为同一财产，从而依照《物权法》第 199 条的规定确定清偿顺序：登记在先的先清偿；同时登记的，按照债权比例清偿。同一天登记的，视为同时登记。应予以注意的是，根据《物权法》第 200 条的规定，建设用地使用权抵押后，该土地上新增的建筑物不属于抵

	包括建设用地使用权和建筑物。在房地分别抵押场合，应当依照《物权法》第一百九十九条之规定确定清偿顺序：登记在先的先清偿；同时登记的，按照债权比例清偿。但《物权法》第一百八十二条允许当事人对担保财产作出特别约定，如抵押合同仅以建设用地使用权设定抵押，并且明确约定不包括其上建筑物的，应当认为抵押权仅及于建设用地使用权；反之亦然。	押财产。
--	--	------

3) 相关分析

A. 问题一：不动产抵押登记与合同约定不一致时担保范围如何确定？

实践中，由于多数省份不动产登记机构提供的登记簿上仅设有“被担保主债权数额（最高债权数额）”，且规定仅能填写数字，而未设置担保范围栏目，导致合同约定与登记簿记载不一致的情况大量发生，而该种现象的发生责任不在当事人本身。

《物权法》第十六条规定：“不动产登记簿是物权归属和内容的根据。”第一百七十三条规定：“担保物权的担保范围包括主债权及其利息、违约金、损害赔偿金、保管担保财产和实现担保物权的费用。当事人另有约定的，按照约定。”基于对上述条文的理解，当合同约定的担保范围与登记簿记载不一致时，应以何者作为确定担保范围的依据，存在不同观点：

第一种观点认为，根据《物权法》第十六条，登记作为物权公示方法和成立要件，应以登记簿记载为准。如在俊安（天津）实业有限公司、天津港交易市场有限责任公司买卖合同纠纷案【（2018）最高法民终812号】中，最高人民法院即认为：“《房产抵押合同》第二条约定：‘本合同担保范围为主合同项下9498万元债权及实现债权的费用（包括但不限于主债权、利息、违约金、赔偿金、诉讼费用等），抵押金额为9498万元。’津[2016]河北区不动产证明第4007831号《不动产登记证明》载明：‘担保债权数额：人民币94980000元’。可见，案涉担保合同约定的担保范围与案涉抵押物的登记范围并不一致。依据《最高人

民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第六十一条规定，‘抵押物登记记载的内容与抵押合同约定的内容不一致的，以登记记载的内容为准。’原审法院以抵押登记的范围为准，判决天津港公司在抵押登记的 94980000 元范围内对案涉房产享有优先受偿权，并无不当，本院予以维持。”

第二种观点认为，根据《物权法》第一百七十三条，担保范围当事人另有约定的，按照约定。如在中国东方资产管理股份有限公司江苏省分公司、江苏大成房地产开发有限公司合同纠纷案【（2019）最高法民再 69 号】中，最高人民法院即认为：“本案的争议焦点是东方资产江苏分公司对案涉抵押物享有优先受偿权的范围如何确定。首先，东方资产江苏分公司与江苏大成公司签订的《抵押合同》第四条约定，江苏大成公司所担保的主债权为《债务重组协议》项下债务重组本金 12462.67 万元、利息及其他费用，具体担保范围包括《债务重组协议》项下的债务本金、利息、罚息、复利、违约金、损害赔偿金、财务顾问费、实现债权的费用和其他所有应付费用。该合同系双方当事人真实意思表示，内容不违反法律和行政法规规定，应属有效合同.....正常而言，双方当事人办理抵押登记时的担保范围应该与《抵押合同》约定的担保范围一致。但是，本案中，案涉他项权利证书中，仅在‘债权数额’栏目中记载了《债务重组协议》中确认的债权本金，该权利证书中并无‘担保范围’的记载.....原审判决将案涉他项权利证书中记载的‘债权数额’理解为‘担保范围’的记载，并据此认定抵押物登记记载的内容与抵押合同约定的内容不一致，以及本案优先受偿权的范围为上述他项权利证书中记载的‘债权数额’，适用法律不当。再次，《中华人民共和国物权法》第一百七十三条规定：‘担保物权的担保范围包括主债权及其利息、违约金、损害赔偿金、保管担保财产和实现担保物权的费用。当事人另有约定的，按照约定’。由此，本案抵押物的担保范围依照《抵押合同》的约定进行确定，既符合双方当事人的真实意思表示，也符合法律规定.....原审判决根据案涉他项权利证书上记载的债权本金数额确定优先受偿权范围不当，本院予以纠正。”

《会议纪要》第 58 条规定：“58.【担保债权的范围】以登记作为公示方式的不动产担保物权的担保范围，一般应当以登记的范围为准。但是，我国目前不动产担保物权登记，不同地区的系统设置及登记规则并不一致，人民法院在审理案件时应当充分注意制度设计上的差别，作出符合实际的判断：一是多数省区市的登记系统未设置‘担保范围’栏目，仅有‘被担保主债权数额（最高债权数额）’的表述，且只能填写固定数字。而当事人在合同中又往往约定担保物权的担保范围包括主债权及其利息、违约金等附属债权，致使合同约定的担保范围与登记不

一致。显然，这种不一致是由于该地区登记系统设置及登记规则造成的该地区的普遍现象。人民法院以合同约定认定担保物权的担保范围，是符合实际的妥当选择。二是一些省市区不动产登记系统与登记规则比较规范，担保物权登记范围与合同约定一致在该地区是常态或者普遍现象，人民法院在审理案件时，应当以登记的担保范围为准。”需要注意的是，第二种情形应以登记时政府的不动产登记系统具体情况来衡量是否适用。

实践中，登记机关对于抵押合同往往有着特殊要求，当事人为办理登记，通常会另行签订用于备案的抵押合同，并在原抵押合同中约定“因登记机关要求需要签署合格抵押合同的，该格式合同仅用于办理抵押，双方同意本次抵押担保事宜以此合同为准”。那么，此时《会议纪要》第 58 条规定的第一种情形以“合同约定”认定担保范围，究竟应以哪一合同约定为准？尚无公开案例，未来司法实践如何认定仍需进一步关注，但我们倾向认为应以在先合同为准。

B. 问题二：未办理登记是否影响不动产抵押合同效力？

《物权法》第十五条规定：“当事人之间订立有关设立、变更、转让和消灭不动产物权的合同，除法律另有规定或者合同另有约定外，自合同成立时生效；未办理物权登记的，不影响合同效力。”

《会议纪要》第 60 条规定：“60.【未办理登记的不动产抵押合同的效力】不动产抵押合同依法成立，但未办理抵押登记手续，债权人请求抵押人办理抵押登记手续的，人民法院依法予以支持。因抵押物灭失以及抵押物转让他人等原因不能办理抵押登记，债权人请求抵押人以抵押物的价值为限承担责任的，人民法院依法予以支持，但其范围不得超过抵押权有效设立时抵押人所应当承担的责任。”该条明确了未办理登记的不动产抵押合同两种效力：第一，债权人具有办理登记请求权；第二，无法办理登记的，抵押人应以抵押物的价值为限对债权人承担责任，但责任范围不得超过抵押权有效设立时抵押人所应当承担的责任。

关于责任性质，学界主要有以下两种观点：一种观点认为，抵押权人承担的是违约责任，有权要求不能办理登记的抵押人承担损害赔偿；另一种观点认为，该种责任属于担保责任，是介于保证与抵押权之间以特定物进行的非典型担保，性质上属于债权，以抵押物为限承担连带清偿责任。《会议纪要理解与适用》认为上述观点均有一定道理，但倾向认为该责任为违约责任。

以往司法实践中，关于未办理抵押登记下，在抵押合同中未明确约定连带清偿责任时，抵押人是否承担责任及承担性质，以往司法实践中存在不同观点。

第一种观点认为，抵押权未设立，抵押人不应承担责任。如在南宫市鑫融合同担保有限公司、师丙志借款合同纠纷案【（2018）冀民申 6739 号】中，河北省高级人民法院即认为：“因案涉土地和房产均没有办理抵押登记，原审根据《中华人民共和国物权法》第一百八十七条的规定认定抵押权未设立并无不当。关于二被申请人是否应当在抵押财产范围内承担连带清偿责任问题，在抵押权未设立且案涉合同只约定了抵押担保，再审申请人并未提供证据证明被申请人具有保证担保的意思表示的情形下，其仅凭抵押合同有效，要求在抵押财产价值范围内承担连带清偿责任，并无合同和法律依据，故原审判令两被申请人不承担责任并无不当。”

第二种观点认为，抵押权未设立，抵押人承担违约责任，责任性质为补充责任，责任范围以债务不能清偿部分为限，并以抵押物价值范围为限。如在海南中亿房地产开发有限公司、绵阳市游仙国汇小额贷款有限责任公司借款合同纠纷案【（2017）川民终 102 号】中，四川省高级人民法即认为：“海南中亿公司不履行抵押登记义务抵押权未设立，使得债权人国汇小贷公司为此丧失就抵押物折价或者拍卖、变卖价款优先受偿的权利。对此，抵押人海南中亿公司应当承担赔偿责任，该种责任本质上是一种违约责任。作为违约责任，其承担责任的前提是有实际损失的存在。该案中，国汇小贷公司的借款有主债务人赵斌、樊华和担保人荃森公司履行相应责任的保障，其是否有损失及具体损失的多少均处于不确定状态。换言之，海南中亿公司承担责任的前提是主债务人赵斌、樊华和担保人荃森公司均不能履行相应债务，海南中亿公司应承担的责任性质上是补充责任，在顺位上应是在主债务人赵斌、樊华和担保人荃森公司承担相应责任之后。该种责任不属于海南中亿公司理解的侵权责任，其据此主张不承担责任的理由不能成立，本院不予支持。”抵押合同单独违约责任说存在违反担保从属性的嫌疑。补充责任说认为，《民法总则》第一百七十八条规定：“连带责任，由法律规定或者当事人约定”，除非抵押合同明确约定抵押人承担连带责任，否则抵押人仅承担补充责任。

第三种观点认为，抵押权转化为一般连带保证，抵押人应承担保证责任。如在新疆石河子农村合作银行与刘峻瑞、步春华借款合同纠纷案【（2015）民申字第 2354 号】中，最高人民法院即认为：“故应认定本案当事人之所以未办理抵

押登记手续,是因为合作银行已经因步春华的此前贷款而成为该房产的抵押权人,双方存在此前贷款还清后不办理注销登记,以 31×36、32×31 号房产继续为该 20 万元贷款的抵押担保的口头约定.....据此,刘峻瑞与合作银行之间关于先前的贷款还清后不办理注销登记,抵押房产继续为 20 万元贷款提供担保的约定尽管是双方的真实意思表示,但不能发生双方所希望的法律后果,案涉抵押合同并不能为该 20 万元贷款依法设定抵押权.....就本案而言,以此前的抵押登记继续为案涉 20 万元贷款提供担保,是刘峻瑞和合作银行缔约时的真实意思表示,且在案涉贷款的催收环节和本案诉讼的初期阶段,刘峻瑞亦未以其提供的房产担保不生效力为由进行过抗辩。由此不难得出结论,如果合作银行和刘峻瑞在案涉 20 万元借款合同和担保合同签订之时,就知道这种以在先的抵押登记担保在后发生的另一笔债权并不能产生法律效力,在不办理登记以节约抵押登记费用的情况下,双方会选择由刘峻瑞提供保证这一合法有效的担保方式,以保证贷款合同的顺利履行。相反,若仅机械适用法律认定本案房产抵押因未登记就不发生任何法律效力,则刘峻瑞不承担担保责任的结果将会明显背离一般社会大众的公平认知,亦显然有违诚实信用原则。因此,根据本案的实际情况,本院将案涉 20 万元的抵押担保合同转换为连带责任保证合同.....在担保方式转换后刘峻瑞所应承担的 20 万元本息的保证责任并未超出其所提供的担保物的价值,故本院对担保方式转换后刘峻瑞的保证责任范围不再予以限定。”

第四种观点认为,抵押权因未办理登记没有设立时,抵押人承担的是类似于保证责任的非典型担保责任,按照我国《担保法》以连带保证为原则的法理,抵押人应当在抵押物价值的限度内与债务人承担连带责任。在张鹏、罗丽君民间借贷纠纷案【(2018)湘民终 740 号】中,湖南省高级人民法院即认为:“根据我国《物权法》第十五条的规定,抵押未登记仅为抵押权未有效设立,但并不影响抵押合同的效力,抵押合同仍然有效。在抵押合同有效的前提下,债权人可基于抵押合同要求抵押人承担担保责任,即在抵押物价值范围内对担保的债务承担连带清偿责任。”

第五种观点认为,在当事人并未约定抵押人与债务人承担连带责任的情况下,抵押人仅在债务人不能清偿的范围内承担补充责任,若当事人约定承担连带责任,抵押人应承担连带责任。如征求意见稿原规定:“债权人怠于履行协助义务的,可以减轻甚至免除抵押人的责任。抵押合同是主合同的从合同,在当事人并未约定抵押人与债务人承担连带责任的情况下,抵押人仅在债务人不能清偿的范围内承担补充责任。债权人请求抵押人承担连带责任的,人民法院不予支持。”

《会议纪要》正式稿虽删除了关于未登记抵押转让为保证后、抵押人承担责任为补充责任的规定，但《会议纪要理解与适用》明确表示采用**第五种观点**，即除非抵押合同明确约定抵押人承担连带责任，否则抵押人仅承担补充责任，该补充责任仅在债务人不能清偿时承担，并以抵押物价值为限。

C. 问题三：房地分别抵押下“房随地走、地随房走”原则如何适用？

2015 年以前，我国的不动产登记比较混乱，房地权属的登记是分开的，房屋登记机关为建设局或房管局、房产交易中心或房产管理中心，土地使用权登记部门为国土资源部，导致同一房地产被分别抵押给不同主体，房地的抵押权人分离，给房地产执行带来了很大麻烦，并且滋生了大量复杂的执行异议和申诉纠纷。2015 年 3 月 1 日，我国实行《不动产登记暂行条例》，对房屋和土地实行统一的登记制度，并改由国土部门统一负责。

《物权法》第一百八十二条规定：“以建筑物抵押的，该建筑物占用范围内的建设用地使用权一并抵押。以建设用地使用权抵押的，该土地上的建筑物一并抵押。抵押人未依照前款规定一并抵押的，未抵押的财产视为一并抵押。”第二百条规定：“建设用地使用权抵押后，该土地上新增的建筑物不属于抵押财产。该建设用地使用权实现抵押权时，应当将该土地上新增的建筑物与建设用地使用权一并处分，但新增建筑物所得的价款，抵押权人无权优先受偿。”

《物权法》虽明确了房地一体抵押原则。实践中会出现一种特殊的情况，抵押人将房、地分别抵押给不同债权人，但由于以往房屋登记机关为建设局或房管局、房产交易中心或房产管理中心，土地使用权登记部门为国土资源部，房、地抵押权分别在不同部门为不同债权人办理了抵押登记，即建设用地使用权抵押给一个债权人，而其上的建筑物又抵押给另一个债权人。此时会出现两个抵押权冲突的情形。司法实践中对于解决这一冲突存在一定的争议，为解决争议，《会议纪要》第 61 条对该问题进行了明确：“61.【房地分别抵押】根据《物权法》第 182 条之规定，仅以建筑物设定抵押的，抵押权的效力及于占用范围内的土地；仅以建设用地使用权抵押的，抵押权的效力亦及于其上的建筑物。在房地分别抵押，即建设用地使用权抵押给一个债权人，而其上的建筑物又抵押给另一个人的情况下，可能产生两个抵押权的冲突问题。基于‘房地一体’规则，此时应当将建筑物和建设用地使用权视为同一财产，从而依照《物权法》第 199 条的规定确定清偿顺序：登记在先的先清偿；同时登记的，按照债权比例清偿。同一天登记

的，视为同时登记。应予以注意的是，根据《物权法》第 200 条的规定，建设用地使用权抵押后，该土地上新增的建筑物不属于抵押财产。”

D. 问题四：同时设立的抵押权是否优先于质权受偿？

《物权法》第一百九十九条规定：“同一财产向两个以上债权人抵押的，拍卖、变卖抵押财产所得的价款依照下列规定清偿：（一）抵押权已登记的，按照登记的先后顺序清偿；顺序相同的，按照债权比例清偿；（二）抵押权已登记的先于未登记的受偿；（三）抵押权未登记的，按照债权比例清偿。”《物权法》第一百七十八条规定：“担保法与本法的规定不一致的，适用本法。”

《担保法司法解释》第七十九条第一款规定：“同一财产法定登记的抵押权与质权并存时，抵押权人优先于质权人受偿。”

关于上述规定如何理解，同一财产抵押权与质权并存时清偿顺序先后，以往司法实践存在不同观点：一种观点认为，应适用《担保法司法解释》第七十九条第一款之规定，不问设立先后、采何种公示方式，抵押权优先于质权。如在江西赣县农村商业银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司赣州赣县支行第三人撤销之诉案【（2017）最高法民终 216 号】中，最高人民法院即认为：“关于同一动产上已登记抵押权与质权竞存时的顺位。担保法司法解释第七十九条第一款规定，‘同一财产法定登记的抵押权与质权并存时，抵押权人优先于质权人受偿。’据此，同一动产上法定登记的抵押权优先于质权。”另一种观点认为，应当参照适用《物权法》第一百九十九条的规定，根据是否完成公示及公示先后情况来确定清偿顺序。

《会议纪要》第 65 条采用后一种观点，明确：“65.【动产抵押权与质权竞存】同一动产上同时设立质权和抵押权的，应当参照适用《物权法》第一百九十九条的规定，根据是否完成公示以及公示先后情况来确定清偿顺序：质权有效设立、抵押权办理了抵押登记的，按照公示先后确定清偿顺序；顺序相同的，按照债权比例清偿；质权有效设立，抵押权未办理抵押登记的，质权优先于抵押权；质权未有效设立，抵押权未办理抵押登记的，因此时抵押权已经有效设立，故抵押权优先受偿。根据《物权法》第 178 条规定的精神，担保法司法解释第 79 条第 1 款不再适用。”

《会议纪要》第 65 条采用后一种观点的主要原因有三：第一，《担保法司法解释》第七十九条第一款适用于法定登记的抵押权，即以登记为生效要件的抵

押权与质权竞存情况，主要是因为《担保法司法解释》颁布之时，我国对特定动产如航空器、船舶、车辆、企业的设备和其他动产抵押权采取登记生效主义，即抵押权以登记为生效要件，而对其他一般动产抵押权采取登记对抗主义，即抵押权以合同生效为成立要件，未经登记不得对抗第三人。《担保法司法解释》第七十九条第一款所述的“法定登记的抵押权”源于《担保法》第四十一条和第四十二条规定的采取登记生效主义的特定动产抵押权。《物权法》已对动产抵押登记效力模式进行了变更，《物权法》第二十三条、第二十四条、第一百八十八条规定，特殊动产抵押以合同生效为生效要件，以登记为对抗要件。因此，《物权法》生效后，《担保法司法解释》第七十九条第一款适用的前提已不复存在。第二，该条款亦引发了诸多问题，出现了抵押权人明知抵押物上已设立质权但仍同意设立抵押权并作登记，导致质权人仍无法对抗在后的抵押权，严重地背离了《物权法》的立法精神。第三，质权与抵押权的公示方法也并无强弱之分，质权与抵押权系平等的担保物权，《物权法》并未对两者的优先受偿次序作出规定。因此，《会议纪要》明确了抵押权、质权以完成法定公示的时间先后顺序确定优先清偿顺序。

4) 应对建议

- A. 在办理抵押登记时，证券公司尽可能协调登记机关按照合同表述的担保范围进行登记；
- B. 建议证券公司在抵押合同中明确约定抵押人与债务人承担连带清偿责任；
- C. 建议证券公司在抵押合同中明确约定抵押权因未登记而未生效时，抵押人责任转化为连带保证责任；
- D. 建议证券公司在办理或设定不动产抵押前，应根据不同地区不同登记机构设定情况，分别到不动产登记中心、建设局或房管局、房产交易中心或房产管理中心、国土资源局核实拟抵押房地产是否存在在前房地单独抵押的情况；
- E. 建议证券公司在前往不动产登记中心办理不动产抵押时，应就房屋和土地使用权一并办理抵押登记，以防范法院适用房及于地时、认定抵押权仅限于建筑物垂直覆盖面积的土地使用权；
- F. 证券公司在设立动产抵押时应及时办理抵押登记，具体登记机关为：

序号	动产类别	抵押登记机关	法律依据
1	企业生产设备、原材	抵押人住所地的县级	《动产抵押登记办法》

	料、半成品、产品进行 单个抵押或浮动抵押	市场监督管理部门	(2019 修订)》第 2 条
2	民用航空器	国务院民用航空主管 部门	《民用航空法》第 16 条
3	渔业船舶	渔港监督机关	《渔业船舶登记办法》
4	20 吨以上建造中船舶	船舶建造地船舶登记 机关	《船舶登记工作规程》 第 61 条
5	20 吨以上船舶	船籍港船舶登记机关	《中华人民共和国船舶 登记条例》第 20 条
6	机动车	登记地车辆管理所	《机动车登记规定 (2012 修正)》第 22 条
7	其他个人所有的家居、 家用电器等生活资料	抵押人所在地公证机 关	《担保法》第 43 条

2. 资产管理合同中的违约金确定

1) 业务概述

在集合信托计划、资产管理计划等资产管理类项目以及股票质押式回购项目中，资金融出方与资金融入方、委托方与受托方、管理人等均会基于不同层级资管合同违约金等进行条款安排，但资管合同任一方一旦陷入困境，出现争议通过诉讼或仲裁方式解决时如何理解合同条款及适用法律规定，违约金支付的标准往往成为资管类纠纷案件的焦点问题之一。

2) 相关条文

《会议纪要》第二部分第(三)节总论部分规定：“区别对待金融借贷与民间借贷，并适用不同规则与利率标准。”

类别	征求意见稿	正式稿
违约金 过高标 准及举 证责任	50.【违约金过高标准及举证责任】认定约定违约金是否过高，一般应当以《合同法》第一百一十三条规定的损失为基础进行判断，这里的损失包括合同履行后可以获得的利益。除借款合同外	50.【违约金过高标准及举证责任】认定约定违约金是否过高，一般应当以《合同法》第 113 条规定的损失为基础进行判断，这里的损失包括合同履行后可以获得的利益。除借款合同外的双务合同，作为对价的

的双务合同，作为对价的价款或者报酬给付之债，并非借款合同项下的还款义务，不能以民间借贷利率上限作为判断违约金是否过高的标准，而应当以中国人民银行公布的相关利率标准为基础，兼顾合同履行情况、当事人过错程度以及预期利益等因素综合确定。违约方应当对违约金是否过高承担初步的举证责任。	价款或者报酬给付之债，并非借款合同项下的还款义务，不能以受法律保护的民间借贷利率上限作为判断违约金是否过高的标准，而应当兼顾合同履行情况、当事人过错程度以及预期利益等因素综合确定。主张违约金过高的违约方应当对违约金是否过高承担举证责任。
---	---

3) 相关分析

A. 问题一：资产管理合同的违约金能否依据 24% 进行调整？

司法实践中，一些资产管理计划、股票质押式回购往往会被穿透认定为金融借款。例如，在招商证券股份有限公司与王某、何某股票回购合同纠纷案【(2015)东民（商）初字第 11735 号】中，北京市东城区人民法院认为，股票质押回购交易在性质上实为股票质押借款。

司法实践中对于金融借款利息、违约金是否可参照《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（“《民间借贷司法解释》”）24% 上限的规定，一直存在争议。《民间借贷司法解释》规定了民间借贷 24% 的利率（含违约金、罚息等各项费用）上限，而《民间借贷司法解释》第一条规定：“本规定所称的民间借贷，是指自然人、法人、其他组织之间及其相互之间进行资金融通的行为。经金融监管部门批准设立的从事贷款业务的金融机构及其分支机构，因发放贷款等相关金融业务引发的纠纷，不适用本规定。”

最高人民法院《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》（2017 年 8 月 4 日发布）第二条第 2 款规定：“金融借款合同的借款人以贷款人同时主张的利息、复利、罚息、违约金和其他费用过高，显著背离实际损失为由，请求对总计超过年利率 24% 的部分予以调减的，应予支持，以有效降低实体经济的融资成本。规

范和引导民间融资秩序，依法否定民间借贷纠纷案件中预扣本金或者利息、变相高息等规避民间借贷利率司法保护上限的合同条款效力。”

关于《民间借贷司法解释》与《关于进一步加强金融审判工作的若干意见》如何适用金融借款合同违约金过高的认定标准，司法实践中主要有四种观点：

第一种观点认为，虽然金融借款合同并不适用《民间借贷司法解释》，但相较于民间借贷，金融借款合同的利率应受到更为严格的限制，故一般金融借款合同约定的利息、复利、罚息、违约金和其他费用可参照适用《民间借贷司法解释》关于 24% 上限的规定。对于超过 24% 的，可以调减至 24%。如在中国信达资产管理股份有限公司甘肃省分公司与庆阳市智霖房地产开发有限公司、庆阳智霖实业有限公司等债权债务概括转移合同纠纷案【（2018）最高法民终 355 号】中，最高人民法院即认为：“一般金融借款合同约定的利息、复利、罚息、违约金和其他费用，参照《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第二十六条第一款的规定，只要总计不超过年利率 24%，都应该肯定合同的效力，其法律依据是《合同法》第一百一十三条第一款的规定，因为这些合同约定的年利率不仅包括了实际损失，还包括了合同履行后可以获得的利益。”在平安银行股份有限公司上海分行与许飞玲、何春强金融借款合同纠纷案【（2016）沪 0115 民初 74378 号】中，上海市浦东新区人民法院即认为：“《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第二十六条、第二十九条亦对民间借贷的借款利率、逾期利率作出限定，约定年利率超出 24% 的，人民法院不予支持。虽然金融机构发放贷款并不适用上述规定，然而，相较于民间借贷，金融机构的贷款利率应受到更为严格的限制。因而，本院调整贷款逾期利率为以欠款本金为基数，按年利率 24% 计算。”

第二种观点认为，金融借款合同约定逾期贷款罚息和违约金等在借款合同载明的贷款利率水平上一并加收 30%~50% 的，符合《中国人民银行关于人民币贷款利率有关问题的通知》规定，即便超过 24% 也予以支持。对于合同约定的逾期贷款罚息和违约金等超过 24% 的，可酌定按贷款利率水平加收 30%-50% 进行调整。如在广西北部湾银行股份有限公司南宁市东盟支行与朱德军、潘先乐金融借款合同纠纷案【（2016）桂 0122 民初 1729 号】中，广西省南宁市武鸣区人民法院即认为：“《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》虽然规定了民间借贷的利率不得超过年利率 24%，但该规定也明确规定了金融机构因发放贷款而引发的纠纷不适用该规定。本案系金融借款合同纠纷，不适用上

述规定，故被告朱德军关于原告计算复利、罚息的利率已超过法律准许的范围的辩解意见，理由不成立，本院不予采信。”（该案中法院支持了 27% 的罚息）。在蓝盾发展控股有限公司与上海浦东发展银行股份有限公司北京分行金融借款合同纠纷案【（2015）西民（商）初字第 28727 号】中，北京市西城区人民法院即认为：“因此，昌泰公司关于本案贷款利息、逾期罚息及各项损失之和不得超过年 24% 的主张，缺乏法律依据，本院不予采纳。就昌泰公司请求法院调整逾期罚息利率一节，本院认为，本案涉案贷款属委托贷款合同项下，而委托贷款属银行经营的贷款类金融业务范畴，其对贷款利率、逾期罚息利率的约定均应受到调整金融借款合同法律关系的法律、行政法规、部门规章的强制性规定的约束。根据《中国人民银行关于人民币贷款利率有关问题的通知》【银发（2003）251 号】第三条之规定，‘关于罚息利率的问题。逾期贷款（借款人未按合同约定日期还款的借款）罚息利率由现行按日万分之二点一计收利息，改为在借款合同载明的贷款利率水平上加收 30%-50%’，即金融借款合同约定的逾期罚息利率不应超过合同载明的贷款期限内利率的 50%。因此，本院将本案贷款的逾期罚息利率调整为委托贷款合同约定的贷款期限内年利率 12% 上浮 50%，即年利率 18%。”

第三种观点认为，罚息、复利可分别按贷款利率水平加收 30%~50%，即实际支付罚息、复利等超过原贷款利率的 50%。如在广西北部湾银行股份有限公司南宁市东盟支行与朱德军、潘先乐金融借款合同纠纷案【（2016）桂 0122 民初 1729 号】中，广西省南宁市武鸣区人民法院即判决：“二、被告朱德军、潘先乐共同支付原告广西北部湾银行股份有限公司南宁市东盟支行利息、罚息、复利【该利息、罚息、复利的计算：1、利息的计算：（1）至 2014 年 7 月 7 日应付还款期限内的利息为 1346.38 元；（2）至 2014 年 8 月 7 日新增的应付还款期限内利息为 700.63 元；2、罚息的计算：以 89758.46 元为基数，从 2014 年 8 月 8 日起至被告实际付清之日止，按利率 18% 计算并加收 50% 计付；3、复利的计算：（1）以 1346.38 元为基数，从 2014 年 7 月 8 日起至 2014 年 8 月 7 日止，按年利率 18% 计算并加收 50% 计付；（2）以 2047.01 元为基数，从 2014 年 8 月 8 日起至被告实际付清之日止，按年利率 18% 计算并加收 50% 计付】。”（本案中，法院支持的利息、罚息和复利超过了合同约定贷款利率的 50%）。

第四种观点认为，出借人未证明其逾期收回借款的损失超过合同约定的逾期利息，在其要求既支付逾期利息又主张支付违约金时不予支持。如在中国农业银行股份有限公司沈阳和平支行与沈阳假日大厦有限公司金融借款合同纠纷二审案【（2016）最高法民终 340 号】中，最高人民法院认为：“从《借款合同》约

定的逾期利息的计算方法来看，逾期利息是对逾期贷款根据逾期天数按照日万分之二点一计收，已经高于《借款合同》约定的正常利率标准，由于逾期利息本质上是一种违约责任的承担方式，已经体现了对假日公司逾期还款行为的惩罚性，其若再对逾期利息计收复利，有违公平和补偿原则。”

金融借款业务的利息、罚息或违约金是否可参照《民间借贷司法解释》24%上限的规定一直存在争议。在中国青旅实业发展有限责任公司、中信信托有限责任公司金融借款合同纠纷案【（2019）最高法民终 776 号】中，最高人民法院对 24% 标准的适用进行了确认。该案中，最高人民法院认为：“一审法院依据《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》‘金融借款合同的借款人以贷款人同时主张的利息、复利、罚息、违约金和其他费用过高，显著背离实际损失为由，请求对总计超过年利率 24% 的部分予以调减的，应予支持’之规定，将合同约定资金成本调整为不超过 24%。该调整有法律依据，并无不当。”在深圳市红塔资产管理有限公司与深圳市中恒汇志投资有限公司、智慧城市信息技术有限公司股票回购合同纠纷案【（2017）浙民初 22 号】中，浙江省高级人民法院认为：“由于红塔资管主张的 13.5% 股票收益率加上日万分之五标准的违约金总体过高，为降低企业融资成本，本院对于合同到期之后超过年利率 24% 的部分予以调减。”

根据《会议纪要》第 50 条，借款合同可以受法律保护的民间借贷利率上限作为判断违约金是否过高的标准，但此处的借款合同仅指民间借贷合同，还是也包括金融借款合同，《会议纪要》中并未明确，《会议纪要》仅在第 50 条和第二部分第（三）条总论部分提及“区别对待金融借贷与民间借贷，并适用不同规则与利率标准”。

在《会议纪要理解与适用》中，最高人民法院明确：“至于金融借款融资总成本（各种服务、咨询、顾问、管理费用加上利息的总和）的上限，本条没有作出规定。但因为金融借款利率比民间借贷利率低。因此，金融借款的总成本显然应该低于民间借贷利率的上限。”

《会议纪要》发布后，部分法院已经采用上述观点并据此作出判决，例如在中国华融资产管理股份有限公司云南省分公司、云南昌荣建筑工程有限公司金融不良债权追偿纠纷案【（2019）云民终 1114 号】中，云南省高级人民法院认为，“第三、本案上诉人主张的利息、罚息、复利、违约金总计未超过按年利率 24% 计算的金额，应予以全部支持。最高人民法院在 2017 年 8 月 9 日印发的《最高人

民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》的通知【法发（2017）22号】中第二部分第二点规定：“金融借款合同的借款人以贷款人同时主张的利息、复利、罚息、违约金和其他费用过高，显著背离实际损失为由，请求对总计超过年利率24%的部分予以调减的，应予支持，以有效降低实体经济的融资成本。”据此，既主张利息、罚息、复利又主张违约金的情况下，只要总额不超过年利率24%，均可以支持。”

同时，应当关注的是，根据《会议纪要》，证券公司涉及金融借款类合同之外的其他合同纠纷，违约金过高标准将不再适用民间借贷24%利率标准上限的限制，法院会以违约造成的损失为基础，并根据合同履行情况、当事人过错程度以及预期利益等综合因素认定违约金是否过高。《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（二）》第二十九条规定：“当事人主张约定的违约金过高请求予以适当减少的，人民法院应当以实际损失为基础，兼顾合同的履行情况、当事人的过错程度以及预期利益等综合因素，根据公平原则和诚实信用原则予以衡量，并作出裁决。当事人约定的违约金超过造成损失的百分之三十的，一般可以认定为合同法第一百一十四条第二款规定的‘过分高于造成的损失’。”《最高人民法院关于审理商品房买卖合同案件适用法律若干问题的解释》第十六条规定：“当事人以约定的违约金过高为由请求减少的，应当以违约金超过造成的损失30%为标准适当减少；当事人以约定的违约金低于造成的损失为由请求增加的，应当以违约造成的损失确定违约金数额。”从上述规定可以看出，超过实际损失的30%是认定违约金过高的基本标准，同时结合合同履行情况，当事人过错程度，当事人缔约时对可得利益损失的预见、当事人之间的交涉能力是否平等、是否适用格式合同条款、是否存在过失相抵、减损规则以及损益相抵规则等因素综合衡量。

B. 问题二：合同违约金过高的举证责任由谁承担？

《最高人民法院关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》第八条规定：“人民法院要正确确定举证责任，违约方对于违约金约定过高的主张承担举证责任，非违约方主张违约金约定合理的，亦应提供相应的证据。”

《会议纪要》征求意见稿第50条规定：“违约方应当对违约金是否过高承担初步的举证责任。”《会议纪要》正式稿第50条规定：“主张违约金过高的违约方应当对违约金是否过高承担举证责任。”《会议纪要》正式稿规定主张违

约金过高一方应承担举证责任，以往司法实践中关于违约金过高标与举证责任分配的一系列争议尘埃落定；但将“初步的举证责任”修改为“承担举证责任”，是否完全排除了守约方的举证责任，《会议纪要》正式稿条文未予明确。但《会议纪要理解与适用》提出：“在违约方请求减少过高的违约金时，应当按照‘谁主张、谁举证’原则，违约方负有证明违约金过高的举证责任。但是，鉴于衡量违约金是否过高的最重要标准是违约造成的损失，守约方因更了解违约造成损失的事实和相关证据而具有较强的举证能力，因此，违约方的举证责任也不能绝对化守约方也要提供相应的证据。根据《最高人民法院关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》第8条规定，人民法院要正确确定举证责任，违约方对于违约金约定过高的主张承担举证责任，非违约方主张违约金约定合理的，亦应提供相应的证据。”

C. 问题三：司法实践中，违约金过高调整程序如何启动？

通常情况下，司法实践中违约金过高的启动程序是当事人向人民法院或仲裁机构提出违约金调整申请。《合同法司法解释（二）》第二十七条的规定，当事人通过反诉或者抗辩的方式，请求人民法院依照合同法第一百一十四条第二款的规定调整违约金的，人民法院应予支持。

由上可见，违约金调整程序的启动是依当事人申请，即使当事人约定的违约金符合合同法规定的违约金调整的实质要件，但如果当事人没有申请，法院或仲裁机构一般情况下不能主动介入进行调整，这是违约金调整规则对程序方面的要求。

但是，最高人民法院《关于审理买卖合同纠纷案件适用法律问题的解释》第二十七条规定，买卖合同当事人一方以对方违约为由主张支付违约金，对方以合同不成立、合同未生效、合同无效或者不构成违约等为由进行免责抗辩而未主张调整过高的违约金的，人民法院应当就法院若不支持免责抗辩，当事人是否需要主张调整违约金进行释明。

该条对于金融借款合同的违约金调整同样具有参照意义。司法实践中，为提升诉讼效率，减少诉累，妥当解决违约金纠纷，违约方以合同不成立、合同未生效、合同无效或者不构成违约等为由进行免责抗辩而未提出违约金调整请求的，法官对约定违约金过高调整应当行使释明权。

对于法院能否依职权对违约金数额进行调整的问题，法律及司法解释并未有明确规定，由此导致，实务中不同法院也存在不同的观点，具体如下：

有观点认为，法律并未禁止法院依职权对约定违约金进行调整，法院依据公平原则、根据案件的实际情况酌情调整违约金并无不当。例如，在（2016）冀01民终6695号案件中关于调整违约标准问题，人民法院认为，根据相关法律规定，原审认为双方约定的违约过高并根据最高人民法院相关司法解释规定予以适当调整，并未违反法律禁止性规定。故上诉人认定原审调整违约金标准错误，理由不充分，本院不予采信。

有观点认为，法院不可依职权对约定违约金数额进行调整，违约金的调整应依以当事人申请为原则，法院仅有释明权，不得强行干涉。例如，在（2015）鄂洪湖民初字第00013号纠纷中，关于人民法院能否依职权主动调整违约金问题，法院认为，《中华人民共和国合同法》第一百一十四条第二款基于意思自治原则，规定法院应依当事人之请求调整违约金。因此，在当事人未提出违约金调整请求时，人民法院一般不予调整，除非按照当事人约定违约金判决将严重违反公序良俗原则、诚信原则、公平原则，并导致双方利益严重失衡，人民法院才可以主动对违约金进行调整。三被告未提出违约金调整请求，本院对原告之违约金请求予以支持，不会导致双方利益严重失衡，故本院不依职权主动对原告主张的违约金进行调整。

4) 应对建议

A. 诉讼中，证券公司作为主动调整违约金一方

诉讼中，违约金调整程序的启动是依当事人申请启动的，如果证券公司作为主动调整方，应积极向法院提出申请，并提供相应证据证明对方违约金过高，行使诉讼权利。

B. 诉讼中，证券公司作为被动调整违约金一方

诉讼中，建议证券公司积极向法院主张以合同约定的违约金为准，并主张由对方承担违约金过高的举证责任。

3. 资产管理合同的签订问题

1) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
盖章行为的法律效力	38.【盖章行为的法律效力】司法实践中，有些公司有意搞两套甚至多套公章，有的法定代表人或者负责人私刻公章或恶意加盖假章，发生纠纷后法人以加盖的是假公章为由否定合同效力的情形并不鲜见。人民法院在审理此类纠纷时，应当把握“看人不看章”的原则，主要考察盖章之人于盖章时时有无代表权或者代理权，根据代表或者代理的相关规则来确定合同的效力。	41.【盖章行为的法律效力】司法实践中，有些公司有意刻制两套甚至多套公章，有的法定代表人或者代理人甚至私刻公章，订立合同时恶意加盖非备案的公章或者假公章，发生纠纷后法人以加盖的是假公章为由否定合同效力的情形并不鲜见。人民法院在审理案件时，应当主要审查签约人于盖章时时有无代表权或者代理权，从而根据代表或者代理的相关规则来确定合同的效力。 法定代表人或者其授权之人在合同上加盖法人公章的行为，表明其是以法人名义签订合同，除《公司法》第16条等法律对其职权有特别规定的情形外，应当由法人承担相应的法律后果。法人以法定代表人事后已无代表权、加盖的是假章、所盖之章与备案公章不一致等为由否定合同效力的，人民法院不予支持。 代理人以被代理人名义签订合同，要取得合法授权。代理人取得合法授权后，以被代理人

		名义签订的合同，应当由被代理人承担责任。被代理人以代理人事后已无代理权、加盖的是假章、所盖之章与备案公章不一致等为由否定合同效力的，人民法院不予支持。
--	--	---

2) 相关分析

A. 问题一：“真人假章”的合同效力如何？

实践中，在进行资产管理业务时，资产管理合同或者基础资产交易合同相对人故意使用虚假公章、与备案不一致的公章签订借款或担保合同，事后又以加盖的是假章、所盖之章与备案公章不一致、法定代表人事后已无代表权、代理人事后已无代理权等主张案涉合同非其签订，不应对其发生效力。近些年涉及虚假公章的纠纷高发，在2019年7月爆发的诺亚34亿踩雷事件中，广东承兴控股向第三人转让其对京东享有的2.6亿应收账款，京东为其出具的应收账款确认函上加盖的即为虚假公章，引发一时轰动。

关于加盖虚假公章的合同效力，之前司法实践中有两种观点。第一种观点无效说认为，加盖公章的行为意在表明合同所涉及内容系印章主体的真实意志，虚假公章不能代表公司真实的意思表示，所涉合同应属无效。如在高曙丽、吴基琳与被上诉人彭绍琴、江西永通科技有限公司民间借贷纠纷案【（2013）鼓商初字第729号】中，江苏省南京市鼓楼区人民法院即认为：“关于担保合同的效力问题，吴基琳加盖公司虚假公章是违背公司意志的行为，虽吴基琳以时任永通公司法定代表人的身份在担保合同上签名，因该行为非公司的真实意思表示，不具有相应的法律约束力。因此，永通公司无需为借款承担保证责任。吴基琳加盖公司虚假公章的行为是违法行为，公司无能力预见和防范该个人行为的发生，公司对此无过错。”第二种观点有效说认为，公司法定代表人或代理人以公司名义对外作出的民事法律行为，具有代表公司的能力和外观，无论公章是否虚假，合同均有效。如在游斌琼与福建省万翔房地产开发有限公司、翁炎金等民间借贷纠纷案【（2016）最高法民申733号】中，最高人民法院即认为：“构成表见代理必须符合两个条件：一是代理人表现出了其具有代理权的外观；二是相对人相信其具有代理权且善意无过失。虽然2006年修订后的《公司法》第十三条规定公司法定代表人可以由董事长、执行董事或者经理担任，但从实践情况看，在公司设有

董事长的情况下，由董事长担任公司法定代表人的情况是普遍现象。并且，董事长虽不一定同时担任公司法定代表人，但根据《公司法》的有关规定，其相较于公司其他管理人员显然享有更大的权力，故其对外实施的行为更能引起交易相对人的合理信赖。同时，翁炎金还是万翔公司的股东，且在签订涉案担保合同时持有万翔公司的公章，尽管刑事判决已经认定该公章为翁炎金私刻，但结合翁炎金在万翔公司所任特殊职务以及股东身份等权利外观，已经足以让交易相对人游斌琼产生合理信赖，让其负有对公章真实性进行实质审查的义务，对于相对人要求过于严苛，不利于保护交易安全。”

关于上述争议，最高人民法院第二巡回法庭 2019 年第 12 次法官会议即明确采取有效说，《会议纪要》第 41 条对于该问题进一步予以明确，规定法院在审理案件时，应当主要审查签约人于盖章之时有无代表权或者代理权，从而根据代表或者代理的相关规则来确定合同的效力，代理人取得合法授权以被代理人的名义签订的合同，应当由法人承担相应的法律后果，法院不得以法定代表人事后已无代表权、代理人事后已无代理权、加盖的是假章、所盖之章与备案公章不一致等为由否定合同效力。

B. 问题二：“假人真章”的合同效力如何？

关于“假人真章”即当无代理权人或无代表权人加盖公司真实公章时的合同效力如何认定，之前司法实践中，同样存在两种观点：

第一种观点认为，持有真实公章并不必然构成表见代理，应着重考察盖章人有无代表权或代理权来认定合同效力。如在四川省君源水电建设有限公司、习兴春民间借贷纠纷案【（2018）川民再 462 号】中，四川省高级人民法院即认为：“刘进忠虽有权使用君源公司公章，但并未得到君源公司对外借款的授权，反而被君源公司明确禁止在签约、借款、欠款等事项中使用公章，且刘进忠系分公司负责人，并非总公司法定代表人，其在对外借款中擅自使用不在使用职权范围内的总公司公章并非履职行为，而是无权代理行为。该无权代理行为是否有效，应依据《中华人民共和国合同法》第四十九条‘表见代理’的规定进行认定……虽一般情形下，合同上加盖公司印章，就具有推定该合同为公司意思表示的法律效力，但公章本身只是权利主体表达意志的工具和载体，公章的持有状态既可能代表授权，亦可能只是保管，公章的使用亦既可能系授权使用，也可能是未经授权的盗用，因此，如其他事实或证据足以否认公章的使用与公司的真实意思表示不一致，则公章的意思表示推定效力应被否定。本案中，刘进忠虽持有公章，但应

当与其他足以构成授予代理权外观的证据和事实相结合，其对君源公司的表见代理方能成立，不能在刘进忠没有被君源公司授予对外借款代理权情形下，仅以刘进忠私盖公章或在有公章的空白纸上添加借款内容的行为，认定该行为对君源公司构成表见代理。”

第二种观点认为，持有真实公章是判断是否构成表见代理的重要标准。如在北辰正方建设集团有限公司、汪卫东建设工程施工合同纠纷案【（2016）最高法民再 181 号】中，最高人民法院即认为：“北辰公司虽没有授权任月占正式签订涉案工程施工合同并履行合同，但因北辰公司与杰辉公司签订的《建设工程施工合同》上北辰公司公章真实，且有任月占签名，汪卫东作为相对人有理由相信任月占对北辰公司有代理权，据此，其与任月占签订《项目承包协议》、《解约退款协议》等协议时，任月占的代理行为有效。”

《会议纪要理解与适用》中明确采用第一种观点，认为盖章人若无代表权或代理权的，即便加盖的是真实公章，亦可认定合同对被代理人不发生效力。

C. 问题三：盖章的“空白合同”效力如何？

关于先在空白合同书上加盖公章、后确定合同内容时，合同效力及责任承担的如何认定的问题。《会议纪要理解与适用》明确以空白合同持有人与公司之间是否具有代理关系或足以使交易相对人相信其有代理权来判决合同效力是否及于公司，若持有人仅持有加盖公章的空白合同，尚不足认定其有代理权，应按无权代理规则处理。

D. 问题四：“看人不看章”的情况下，代理和代表的表象如何判定？

《会议纪要》第 41 条实际确立了“真人假章”和“假人真章”情况下“看人不看章”的裁判思路，纠正了之前司法实践中，法院过度依赖公章真假认定合同效力的裁判思路。关于代理和代表的表象如何判定，我们研究发现，之前司法实践中，除考查公章真假外，还会考虑以下因素：

a) 代理人的职务

代理人若在公司担任股东、法定代表人、董事长或其他高级管理职务，会使交易相对人产生合理信赖。如在游斌琼与福建省万翔房地产开发有限公司、翁炎金等民间借贷纠纷案【（2016）最高法民申 733 号】中，最高人民法院即认为：“虽然 2006 年修订后的《公司法》第十三条规定公司法定代表人可以由董事长、执行董事或者经理担任，但从实践情况看，在公司设有董事长的情况下，由董事

长担任公司法定代表人的情况是普遍现象。并且，董事长虽不一定同时担任公司法定代表人，但根据《公司法》的有关规定，其相较于公司其他管理人员显然享有更大的权力，故其对外实施的行为更能引起交易相对人的合理信赖。同时，翁炎金还是万翔公司的股东……已经足以让交易相对人游斌琼产生合理信赖，让其负有对公章真实性进行实质审查的义务，对于相对人要求过于严苛，不利于保护交易安全。”

b) 代理行为实施地

表见代理行为若发生被代理人办公场所，即便行为人不是被代理人工作人员，也可能构成表见代理。如在三门峡华瑞商贸有限公司、江西省丰城市华康煤炭有限公司合同纠纷案【(2017)最高法民申 999 号】中，最高人民法院即认为：“吕某虽然并非华瑞商贸公司的法定代表人，但该合同的签订地点在华瑞商贸公司法定代表人的办公室，合同上加盖有华瑞商贸公司的公章，因此吕某在合同上签字之行为具有华瑞商贸公司授权的客观表象。”

c) 代理人或代表人以谁名义实施行为

法定代表人仅以自己名义签订合同，合同未加盖公司公章，不涉及表见代表或表见代理的问题。如在福州绿力健康产品有限公司与蒋汉平、青海正远贸易有限公司等股权转让纠纷案【(2014)民四终字第 51 号】中，最高人民法院即认为：“蒋汉平是以个人名义签订的《收购协议》，而不是以包括正远贸易在内的三家矿业公司股东的法定代表人或代理人身份签订的协议，因此本案不涉及表见代表或表见代理的问题。《中华人民共和国合同法》第八条规定：‘依法成立的合同，对当事人具有法律约束力。’正远贸易、正远矿业均没有被列为《收购协议》的当事人，根据合同相对性原则，合同不能约束合同以外的当事人，故绿力公司仅与合同相对人蒋汉平之间存在合同债权债务关系。”

d) 文件种类与印章种类是否匹配

一般情况下，公司除了公章之外，往往还有其他多种印章，如合同专用章、财务章、发票专用章、项目专用章等。司法实践中，加盖印章的种类与文件种类是否匹配也是法院认定是否构成有权代理或代表的考量因素之一。如在陈晓兵与国本建设有限公司、中太建设集团股份有限公司民间借贷纠纷案【(2014)民申字第 1 号】中，最高人民法院即认为：“尽管诉争借款用于涉案工程，但借款合同与建设工程施工合同是两个不同的合同关系，实际施工人对外借款不是对涉案

项目建设工程施工合同的履行,《借款协议》也不属于工程项目资料,故在《借款协议》上加盖中太公司项目部资料专用章超越了该公章的使用范围,在未经中太公司追认的情况下,不能认定《借款协议》是中太公司的意思表示。”

关于上述观点,《会议纪要理解与适用》提出,如果盖章之人确有代理权的,即便使用印章超出使用范围,亦不宜认定合同无效,需结合交易习惯综合认定,比如借款合同虽加盖项目公司资料专用章不符合常理,但若加盖财务章,也可构成有权代理或表见代理。

e) 授权文件

授权文件对于授权事项和授权期限是否有限定、取消授权后公司是否及时收回授权文件或通知相对人,也是法院在认定是否构成表见代理时会考虑的因素。如在崔彭城、张子明民间借贷纠纷案【(2017)最高法民申 4925 号】中,最高人民法院即认为:“根据以上事实,张子明不是昌盛公司员工,其受冒昌德委托签订《授权委托书》项下工程的施工合同,并对该工程的建设全面管理。首先,由于张子明并非昌盛公司员工,因而其向崔彭城借款的行为不是职务行为,而属于个人行为。其次,《授权委托书》中约定的委托事项和权限是签订施工合同以及对工程建设全面管理,对工程建设的管理与对外融资属于不同的民事行为,原审判决认定两个行为之间存在明显区分符合一般常理。张子明在本案中的借款行为不属于《授权委托书》的授权范围。”

f) 过往交易

若过往交易中,无权代理人曾代表被代理人与相对人进行交易,代理权终止后,被代理人未履行通知义务的,相对人有理由相信代理人仍具有代理权。如在朱雷与北城致远集团有限公司、北城致远集团有限公司三建公司等民间借贷纠纷案【(2016)最高法民再 244 号】中,最高人民法院即认为:“周顺渝以及时任北城致远集团三建司负责人余义平,曾作为北城致远集团委托代理人在北城致远集团与太成房产公司签订的《建设工程施工合同》上签名,虽然《借条》上仅加盖了北城致远集团三建司公章,朱雷有理由相信周顺渝、余义平可以代表北城致远集团,朱雷的过错并不明显。”

3) 应对建议

建议证券公司在进行资产管理业务时,在签订相关基础资产交易合同时,除了公章以外,着重审查如下材料:

A. 加盖公章人员是否具有公司授权委托书，委托书中的委托事项和委托权限是否准确，委托书中加盖公章与贷款业务相关合同中使用的公章是否一致；

B. 能够证明加盖公章人员职务的材料，如身份证件、名片、公示的职务信息等；

C. 加盖公章人员是否携带了公司营业执照原件；

D. 与交易对方签约或对方相关往来文件时，一定要对方法定代表人、委托代理人签名确认，避免只盖章未签字；

E. 尽量以面签代替邮件交换签字页的方式，并通过拍照、录像、见证人等方式保存证据。如面签确有困难，则应将尽量采用法定代表人或授权代表签字加公司公章的方式。在法定代表人或授权代表签字前，应在工商网站上核查法定代表人信息或者核查授权代表的授权文件；

F. 对于交易对方印章种类与文件种类明显不符的，应予拒绝或要求授权人员签字确认；

G. 针对交易对方表示由法定代表人签字有困难而由其他授权人员签字时，应当保留双方确认该事实的相关证据（如企业邮箱的邮件往来、电话录音、沟通录像等）。

4. 资产管理业务中的公司对外担保

1) 业务概述

实践中，公司为他人债务提供担保作为融资过程中最常见的增信措施，由此引发的纠纷也就层出不穷。于资管计划而言，证券公司经常会接受融资方提供的担保，因此审查担保合同，确保担保合同发生效力亦是管理人的重要职责之一。与此同时，在司法实践中，公司对外担保的问题也面临如何裁量的争议。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
违反公司法第	18.【违反公司法第十六条构成越权代表】《公司法》第十六条为防止法定代表人随意代表公司对外提	17.【违反《公司法》第 16 条构成越权代表】为防止法定代表人随意代表公司为他人提供担保给公司

16 条构成越权代表	供担保给公司造成损失，损害中小股东利益，对法定代表人的代表权进行了限制。这意味着担保行为不是法定代表人所能单独决定的事项，而必须以公司股东会或者股东大会、董事会等公司机关的决议作为授权的基础和来源。从体系解释的角度而言，法定代表人未经授权，自然构成无权代表，应适用《合同法》第五十条关于法定代表人越权代表的规定来认定担保合同的效力。	造成损失，损害中小股东利益，《公司法》第 16 条对法定代表人的代表权进行了限制。根据该条规定，担保行为不是法定代表人所能单独决定的事项，而必须以公司股东大会（大）会、董事会等公司机关的决议作为授权的基础和来源。法定代表人未经授权擅自为他人提供担保的，构成越权代表，人民法院应当根据《合同法》第 50 条关于法定代表人越权代表的规定，区分订立合同时债权人是否善意分别认定合同效力：债权人善意的，合同有效；反之，合同无效。
---------------	--	--

类别	征求意见稿	正式稿
债权人善意的认定	19.【表见代表情况下不影响担保合同对公司发生效力】根据《民法总则》第六十一条及《合同法》第五十条的规定，在债权人系善意，法定代表人的行为构成表见代表的情况下，法定代表人越权与债权人签订担保合同，对公司仍发生法律效力，公司以法定代表人越权为由提出的抗辩不能得到支持。这里所称的善意，是指债权人不知道或者不应当知道法定代表人越权签订担保合同。《公司法》第十六条对关联担保和非关联担保的决议机关作了区别规定，因此对善意的判断亦应有所区别。一种情形是，为	18.【善意的认定】前条所称的善意，是指债权人不知道或者不应当知道法定代表人超越权限订立担保合同。《公司法》第 16 条对关联担保和非关联担保的决议机关作出了区别规定，相应地，在善意的判断标准上也应当有所区别。一种情形是，为公司股东或者实际控制人提供关联担保，《公司法》第 16 条明确规定必须由股东（大）会决议，未经股东（大）会决议，构成越权代表。在此情况下，债权人主张担保合同有效，应当提供证据证明其在订立合同时对股东（大）会决议进行了审查，决议的表决程序

公司股东、实际控制人等与公司有关联关系的主体提供担保,《公司法》第十六条明确规定须由股东会或者股东大会决议,未经股东会或者股东大会决议,构成越权代表。因此,债权人主张担保合同对公司发生效力,应提供证据证明其在订立合同时对股东会或者股东大会决议进行了审查,决议所记载的内容符合《公司法》第十六条的规定,即在排除被担保股东表决权情况下,二分之一以上股东表决同意。债权人能够提供上述证明的,应认定构成善意。另一种情形是,公司为不具有关联关系的其他主体提供担保,《公司法》第十六条规定,由公司章程规定是董事会决议还是股东会或者股东大会决议。无论章程是否对决议机关作了规定,也无论章程规定决议机关为董事会还是股东会或者股东大会,由于《民法总则》第六十一条规定,公司章程及公司机关对法定代表人代表权的限制,不得对抗善意相对人,因此,只要债权人能够证明其在签订担保合同时对董事会决议或股东会、股东大会决议的二者之一进行了审查,且决议记载内容符合《公司法》第十六条的规定,即可认定债权人善意。但是,公司能够证明债权人明知公司章程对决议机关有明确规定的除外。	符合《公司法》第 16 条的规定,即在排除被担保股东表决权的情况下,该项表决由出席会议的其他股东所持表决权的过半数通过,签字人员也符合公司章程的规定。另一种情形是,公司为公司股东或者实际控制人以外的人提供非关联担保,根据《公司法》第 16 条的规定,此时由公司章程规定是由董事会决议还是股东(大)会决议。无论章程是否对决议机关作出规定,也无论章程规定决议机关为董事会还是股东(大)会,根据《民法总则》第 61 条第 3 款关于“法人章程或者法人权力机构对法定代表人代表权的限制,不得对抗善意相对人”的规定,只要债权人能够证明其在订立担保合同时对董事会决议或者股东(大)会决议进行了审查,同意决议的人数及签字人员符合公司章程的规定,就应当认定其构成善意,但公司能够证明债权人明知公司章程对决议机关有明确规定的除外。 债权人对公司机关决议内容的审查一般限于形式审查,只要求尽到必要的注意义务即可,标准不宜太过严苛。公司以机关决议系法定代表人伪造或者变造、决议程序违法、签章(名)不实、担保金额超过法定限额等事由抗辩债权人非善意的,人民法院一般不予支持。
---	--

上述两种情况对机关决议内容的审查一般限于形式审查，只要求尽到必要的注意义务，标准不宜太过严苛。公司以机关决议系法定代表人伪造或变造、决议形式程序违法、签章（名）不实、担保金额超过法定限额等事由抗辩的，人民法院不应支持。当然，公司能够证明债权人明知上述情形的，债权人显非善意。	但是，公司有证据证明债权人明知决议系伪造或者变造的除外。
---	------------------------------

类别	征求意见稿	正式稿
无须机关决议的例外情况	20.【公司担保意思的推定】 实践中存在下列情形的，即便没有公司机关决议，也应当认定担保合同符合公司的真实意思表示，从而认定担保合同有效： （1）公司是以为他人提供担保为主营业务的担保公司，或者是开展独立保函业务的银行和非银行金融机构； （2）公司与主债务人之间存在着相互担保等商业合作关系； （3）公司为其直接或间接控制的公司开展经营活动向债权人提供担保； （4）为他人（不包括股东或实际控制人）提供担保的行为，由持有	19.【无须机关决议的例外情况】存在下列情形的，即便债权人知道或者应当知道没有公司机关决议，也应当认定担保合同符合公司的真实意思表示，合同有效： （1）公司是以为他人提供担保为主营业务的担保公司，或者是开展保函业务的银行或者非银行金融机构； （2）公司为其直接或者间接控制的公司开展经营活动向债权人提供担保； （3）公司与主债务人之间存在相互担保等商业合作关系； （4）担保合同系由单独或者共同持有公司三分之二以上有表决权

	公司 50%以上表决权的股东单独或共同实施。	的股东签字同意
--	------------------------	---------

类别	征求意见稿	正式稿
越权担保的民事责任	21.【越权代表的法律后果】法定代表人越权提供担保未经公司追认且不构成表见代表，债权人主张由法定代表人承担相应责任的，应当参照《民法总则》第一百七十一条的规定，确定法定代表人的责任。债权人在订立担保合同时知道或者应当知道法定代表人越权代表的，债权人和法定代表人按照各自的过错承担责任。 上述情况下，公司是否承担民事责任，有两种意见。 第一种意见：公司承担选任、监督法定代表人的过错责任，其承担民事责任的部分，不应超过债务人不能清偿部分的 1/3。但是，债权人与法定代表人恶意串通、债权人知道或者应当知道法定代表人越权、债权人与法定代表人此前签订担保合同时曾经审查过法定代表人有无代表权而本次没有审查的，公司不承担民事责任。 第二种意见：参照《民法总则》第一百七十一条的规定，公司不承担民事责任。	20.【越权担保的民事责任】依据前述 3 条规定，担保合同有效，债权人请求公司承担担保责任的，人民法院依法予以支持；担保合同无效，债权人请求公司承担担保责任的，人民法院不予支持，但可以按照担保法及有关司法解释关于担保无效的规定处理。公司举证证明债权人明知法定代表人超越权限或者机关决议系伪造或者变造，债权人请求公司承担合同无效后的民事责任的，人民法院不予支持。

类别	征求意见稿	正式稿
上市公司为他人提供担保的特殊规定	正式稿新增条文	22.【上市公司为他人提供担保】债权人根据上市公司公开披露的关于担保事项已经董事会或者股东大会决议通过的信息订立的担保合同，人民法院应当认定有效。

3) 相关分析

A. 问题一：《会议纪要》第 17 条确立了什么裁判思路？

关于公司对外担保的合同效力，《会议纪要》发布前的审判实践争议很大，《会议纪要》第 17 条规定：“法定代表人未经授权擅自为他人提供担保的，构成越权代表，人民法院应当根据《合同法》第 50 条关于法定代表人越权代表的规定，区分订立合同时债权人是否善意分别认定合同效力：债权人善意的，合同有效；反之，合同无效。”第 20 条规定：“依据前述 3 条规定，担保合同有效，债权人请求公司承担担保责任的，人民法院依法予以支持；担保合同无效，债权人请求公司承担担保责任的，人民法院不予支持，但可以按照担保法及有关司法解释关于担保无效的规定处理。”

对于越权担保的合同效力，早期司法实践主流观点认为法定代表人签署担保合同对公司有效，从最高人民法院民二庭第七次法官会议纪要开始，再到《公司对外担保司法解释（讨论稿）》《会议纪要》征求意见稿逐渐认为越权担保仅对公司不发生效力，至《会议纪要》正式稿最终确立合同无效，最高人民法院对于公司对外担保的效力和责任划分长久以来的争议最终尘埃落定。《会议纪要理解与适用》明确了该类案件的裁判思路：一是先看有无决议；二是有决议的，要看是否为适格决议；三是尽管有决议，但在决议伪造、变造的情况下，已经尽了必要形式审查义务的善意相对人，可认定构成表见代表。

在《会议纪要》发布后，多数法院已经接受《会议纪要》所确定的观点并依此作出判决。

例如，在安通控股股份有限公司、安康营业信托纠纷案【（2019）最高法民终 1524 号】中，最高人民法院在认定公司对外担保效力时就采用了上述观点。

B. 问题二：是否适用于分公司担保和员工签订的担保合同？

（I）企业法人分支机构担保是否适用？

《担保法司法解释》第十七条规定：“企业法人的分支机构未经法人书面授权提供保证的，保证合同无效。”该条并未明确，企业法人分支机构在获得法人授权的同时，是否还需要公司法人的相关决议。对此，有两种观点：第一种观点认为，根据反面解释，只要取得公司的书面授权，分公司提供的对外担保就是有效的；第二种观点认为，根据举重以明轻的法律解释规则，在公司对外担保尚需决议的情况下，分公司对外提供担保更需要决议，否则公司完全可以通过让其分公司提供担保的方式将公司对外担保的规则架空。

最高人民法院在《会议纪要理解与适用》中即规定采用第二种观点，并明确分公司虽有法人书面授权，但没有法人相关决议的情况下，仍属于越权担保，应当认定合同无效。

但值得注意的是，在《会议纪要》发布后仍有法院未采用上述观点而作出与上述观点相反的判决，例如在冯双银与赵鹏举，陕西国中置业有限公司，陕西省兴汉建筑有限公司民间借贷纠纷案【（2019）陕 03 民终 1781 号】中，陕西省宝鸡市中级人民法院认为：“被告国中公司应否对案涉借款承担责任？首先，关于抵押担保合同的效力，虽然在《借款合同》担保人处加盖的是国中公司宝鸡分公司的印章，但被告国中公司法定代表人庞永林在该合同上签署‘同意担保’并签名的行为，应视为国中公司宝鸡分公司已取得授权，因此该抵押担保合同有效。关于被告国中公司辩称该担保未经公司股东会决议，因而担保合同无效的意见，本院认为公司法第 16 条对公司提供担保的程序规定并非效力性强制性规定，故对其该答辩意见不予采信。”

（II）法定代表人以外的员工代表公司签署担保合同是否适用《会议纪要》？

《会议纪要》第 17 条是对“法定代表人随意代表公司为他人提供担保”的处理，但未明确法定代表人以外的人代表公司为他人提供担保是否适用。

对于该事项，《会议纪要理解与适用》区分了越权代表和无权代理，指出法定代表人的授权来源于法律规定，而代理人的授权来源于被代理人的授权，法定代表人对外从事的行为，即便是越权行为，也是公司对外从事的行为，而代理人

未经被代理人授权的，其行为与被代理人无关，对代理人不发生任何效力，应由代理人自身承担责任。据此，《会议纪要》第 20 条关于公司对外担保责任的规定仅限于法定代表人越权担保，不适用于法定代表人以外的员工代表公司对外担保。

举重以明轻，法定代表人以外的员工代表公司对外担保，如属于无权代理，公司不承担任何责任。该观点也被《会议纪要理解与适用》确认。《会议纪要》发布后，在中财招商因与浙江金盾压力容器有限公司、周建灿等民间借贷纠纷案【（2018）浙 01 民初 4553 号】中，浙江省杭州市中级人民法院认为：“周建灿为公司股东及实际控制人，本案属于公司为股东及实际控制人提供担保的情形。根据《中华人民共和国公司法》第十六条的规定，必须经股东会或者股东大会决议。且公司作为一家上市公司，公开可查询的《公司章程》亦明确规定必须经董事会审议通过并提交股东大会批准。周建灿并非公司的法定代表人，其以公司的名义为自己和周纯向金尧的借款提供担保，并不符合《中华人民共和国公司法》第十六条及《公司章程》的规定，属于无权代理行为。公司作为一家上市公司对外担保的决策程序及决策结果属于应当公开披露的事项，金尧完全可以通过查询公司公告发现并无相关信息并进一步与公司核实，但显然在本案中金尧在订立合同时并未对公司的公司章程、董事会及股东大会决议等与担保相关的文件进行审查，而直接接受周建灿代表公司作出意思表示。其并未尽到合理审查义务，并无合理理由相信周建灿有代理权，不属于善意相对人。在周建灿构成无权代理且未经公司追认的情况下，该代理行为对公司不发生法律效力，应由行为人承担责任。”

C. 问题三：善意的认定标准是什么？

《会议纪要》第 18 条规定了善意的判断标准，即债权人对公司担保经过内部决议程序是否履行了形式审查义务。具体为：

区分关联担保与非关联担保，审查是否有决议及决议是否适格。对于关联担保，善意相对人应审查股东会决议；对于非关联担保，无论审查的是董事会决议还是股东会决议，均可视为善意。《会议纪要》第 18 条规定：“善意，是指债权人不知道或者不应当知道法定代表人超越权限订立担保合同。《公司法》第 16 条对关联担保和非关联担保的决议机关作出了区别规定，相应地，在善意的判断标准上也应当有所区别。一种情形是，为公司股东或者实际控制人提供关联担保，《公司法》第 16 条明确规定必须由股东（大）会决议，未经股东（大）会决议，构成越权代表。在此情况下，债权人主张担保合同有效，应当提供证据

证明其在订立合同时对股东（大）会决议进行了审查，决议的表决程序符合《公司法》第 16 条的规定，即在排除被担保股东表决权的情况下，该项表决由出席会议的其他股东所持表决权的过半数通过，签字人员也符合公司章程的规定。另一种情形是，公司为公司股东或者实际控制人以外的人提供非关联担保，根据《公司法》第 16 条的规定，此时由公司章程规定是由董事会决议还是股东（大）会决议。无论章程是否对决议机关作出规定，也无论章程规定决议机关为董事会还是股东（大）会，根据《民法总则》第 61 条第 3 款关于‘法人章程或者法人权力机构对法定代表人代表权的限制，不得对抗善意相对人’的规定，只要债权人能够证明其在订立担保合同时对董事会决议或者股东（大）会决议进行了审查，同意决议的人数及签字人员符合公司章程的规定，就应当认定其构成善意，但公司能够证明债权人明知公司章程对决议机关有明确规定的除外。”

在《会议纪要》发布后，大多数法院采用了《会议纪要》第 18 条的观点，并据此作出判决，例如在前文所提到的安通控股股份有限公司、安康营业信托纠纷案【（2019）最高法民终 1524 号】中，最高人民法院认为：“本案中，郭东泽在签订案涉《担保合同》时是安通公司的第一大股东、法定代表人，其以安通公司名义为自己的债务提供担保，属于关联担保，道德风险很高。因此，相对于其他担保，关联担保的相对人应当承担更高的注意义务。而且，《中华人民共和国公司法》第十六条亦对关联担保和非关联担保作了区分，关联担保‘必须经股东会或者股东大会决议’。因此，关联担保的相对人应当审查担保合同是否经公司股东会或者股东大会决议，且决议的表决程序符合《中华人民共和国公司法》第十六条的规定。”

限于形式审查，标准不宜太严苛。《会议纪要》第 18 条明确规定了“公司以机关决议系法定代表人伪造或者变造、决议程序违法、签章（名）不实、担保金额超过法定限额等事由抗辩债权人非善意的，人民法院一般不予支持”，《会议纪要理解与适用》指出形式审查的基本要求包括：“一是审查股东或董事的身份是否属实；二是在关联担保情况下，审查应当回避表决的股东是否参与了表决。”

D. 问题四：担保合同无效后，公司是否承担责任？

《会议纪要》第 20 条规定：“【越权担保的民事责任】依据前述 3 条规定，担保合同有效，债权人请求公司承担担保责任的，人民法院依法予以支持；担保合同无效，债权人请求公司承担担保责任的，人民法院不予支持，但可以按照担

保法及有关司法解释关于担保无效的规定处理。公司举证证明债权人明知法定代表人超越权限或者机关决议系伪造或者变造，债权人请求公司承担合同无效后的民事责任的，人民法院不予支持。”《担保法司法解释》第七条规定：“主合同有效而担保合同无效，债权人无过错的，担保人与债务人对主合同债权人的经济损失，承担连带赔偿责任；债权人、担保人有过错的，担保人承担民事责任的部分，不应超过债务人不能清偿部分的二分之一。”

依据上述规定，越权担保的责任分为三个层次：一是债权人履行形式审查义务的，构成善意，担保合同有效，公司应承担担保责任；二是债权人未履行形式审查义务，担保合同无效，债权人无权要求公司承担担保责任，但可按照《担保法》及有关司法解释规定要求公司就担保合同无效承担不超过债务人不能清偿部分的二分之一过错责任；三是公司能举证证明债权人明知法定代表人超越权限或者机关决议系伪造或者变造，则无需承担任何责任。

但是上述责任体系的构建可能存在一定问题：《会议纪要》第 20 条对于法定代表人未经决议直接代表公司在担保合同上加盖公司公章时，公司是否存在过错并未进行规定，而之前司法实践中，不同法院对于该种情况下公司是否具有过错存在较大争议。《担保法司法解释》第七条规定：“主合同有效而担保合同无效，债权人、担保人有过错的，担保人承担民事责任的部分，不应超过债务人不能清偿部分的二分之一。” 1/2 责任适用的前提是公司有过错，而事实上，不同法院对于公司是否存在过错存在较大争议，这也是征求意见稿存在两种处理意见的原因。一种观点认为公司承担选任、监督法定代表人、公章管理不善等过错；另一种观点认为要求公司“捆住法定代表人之手”的监督成本过高，公司不具有任何过错。两种观点各有其理，并均已被部分法院实际运用于案件判决中，但《会议纪要》对此争议并未解决，未来司法实践中，对于该问题的认定将取决于个案具体情况并依赖于个案法官的具体判定。在《会议纪要》发布后，该种裁判观点已被大部分法院接受并结合案情作出了判决，具体如下：

在北海银河生物产业投资股份有限公司与深圳国投商业保理有限公司、原审被告银河天成集团有限公司、潘琦借款合同纠纷案【（2019）粤 03 民终 14995 号，裁判日期：2019 年 12 月 11 日】中，广东省深圳市中级人民法院认为：“本案中主合同有效而担保合同无效，债权人深圳国投公司未尽到审慎注意义务，对担保合同的无效存在过错，担保人银河生物公司因其法定代表人的越权行为而导致担保合同无效，银行生物公司对担保合同无效亦存在过错，银河生物公司应对

深圳国投公司的经济损失，承担赔偿责任，因此，在银河天成公司不能清偿的时候，银河生物公司对银河天成公司不能清偿的部分向深圳国投公司承担二分之一的赔偿责任。”

在湖北新济药业有限公司、湖北荆硕自动化设备有限公司金融借款合同纠纷案【（2019）鄂民终 857 号，裁判日期：2019 年 12 月 12 日】中，湖北省高级人民法院认为：“汉口银行宜昌分行与新济药业签订《最高额保证合同》时，未对新济药业董事会或者股东会同意公司对外担保的决议进行形式审查，对合同无效存在过错，新济药业在未经公司董事会或者股东会决议的情况下擅自对外提供担保，违反《中华人民共和国公司法》第十六条的规定，**对导致合同无效的法律后果亦存在过错，应承担相应的民事责任。**”

在深圳玉汇投资有限公司与新光圆成股份有限公司、虞云新保证合同纠纷案【（2019）浙 07 民初 383 号，裁判日期：2019 年 12 月 31 日】中，浙江省金华市中级人民法院认为：“关于争点二：《中华人民共和国公司法》第十六条第二款规定：‘公司为公司股东或者实际控制人提供担保的，必须经股东会或者股东大会决议。’新光圆成公司《章程》亦有相应规定。依据前述法律规定和新光圆成公司《章程》规定，新光圆成公司为其股东新光控股公司提供担保必须经新光圆成公司股东大会决议。且作为上市公司，新光圆成公司《章程》和对外担保决议情况均可通过公开渠道查询。案涉保证合同虽经新光圆成公司法定代表人签字，并加盖有新光圆成公司公章，但未经新光圆成公司股东大会决议，实系法定代表人越权代表行为。对于该越权代表行为，玉汇投资公司作为从事投资业务的商事主体，且出借大额借款，理应知晓前述法律规定和新光圆成公司披露的相关公开信息，其应更为审慎地对担保人提供担保的合法性进行审查，但玉汇投资公司并未要求签约方提供新光圆成公司股东大会决议，也未通过查阅证券市场公开信息对上市公司提供担保尽到形式审查义务，故不构成表见代表中的善意相对人，该保证合同依法应认定为无效。玉汇投资公司要求新光圆成公司承担保证责任，缺乏事实与法律依据，本院不予支持。新光圆成公司对于保证合同无效无过错，玉汇投资公司明知上市公司法定代表人超越权限订立保证合同，新光圆成公司亦不应承担保证合同无效后的民事责任。”

在国投泰康信托有限公司、深圳隆徽新能源投资合伙企业（有限合伙）、天易隆兴、西藏发展等被告金融借款合同纠纷案【（2018）京民初 33 号，裁判日期：2019 年 12 月 9 日】中，北京市高级人民法院认为：“因此，国投泰康在未

对西藏发展章程及担保文件进行审查，未见公司股东大会、董事会决议，吴刚亦非签署相关协议的有权代表时，国投泰康不能构成善意相对人，在未经西藏发展追认且不构成表见代表或者表见代理的情况下，《承诺函》对西藏发展无效。法院对国投泰康主张西藏发展承担连带赔偿责任的请求不予支持。”

E. 问题五：无须决议的例外情况是什么？

《会议纪要》第 19 条规定了无须决议的四种例外情况，推定属于公司真实意思表示，具体为：

(I) 专业担保公司、开展保函业务的银行或其他金融机构提供的担保

以担保为主营业务的专业担保公司提供的担保，开展保函业务的银行或其他金融机构提供的保函，即便没有公司决议机关的批准，其提供的营业性担保或保函也应视为真实意思表示。

需要注意的是，第一，并非所有“担保”公司或金融机构提供的担保均可视为公司真实意思，证券公司在接受上述公司提供的担保时，应注意审查相关主体的主营业务是否为担保；第二，上述规定并未排除《担保法司法解释》第十七条关于“企业法人的分支机构未经法人书面授权提供保证的，保证合同无效”之规定的适用，即证券公司接受专业担保公司或其他企业分支机构提供的保证时，仍需注意获得法人书面授权。

(II) 公司为其直接或间接控制的公司开展经营活动提供的担保

该条适用前提有二：一是被担保人为公司直接或间接控制的子公司；二是担保的主债权限于子公司开展经营活动产生的负债。

在《会议纪要》发布后，该种裁判观点已被部分法院接受并据此作出判决，例如在中联重科股份有限公司与大连虹润砼业有限公司、大连虹润房地产开发有限公司买卖合同纠纷案【（2019）湘 0104 民初 12831 号】中，湖南省长沙市岳麓区人民法院认为：“原告要求被告虹润房地产对被告虹润砼业的债务承担连带清偿责任，查两被告有相同股东，担保人为其控制的公司开展经营活动提供担保，确认其效力。”

在实践中，对于直接或间接控制一般可依据出资路径进行认定，但对于“开展经营活动”如何界定则存在一定争议。

《会议纪要理解与适用》中，最高人民法院在分析第 19 条的“例外情形”时，列举了一个典型案例即中新房南方集团有限公司、中国工商银行股份有限公司鹰潭分行金融借款合同纠纷案。

在该案中，最高人民法院认为，担保人……为债务人的项目开发提供融资支持，帮助债务人偿还债权人工商银行的 5.2 亿元贷款。担保人作为债务人的控股股东，以自身名义为担保人提供担保……其担保行为亦不损害担保人的自身利益，应认定为担保人的真实意思表示。

结合该判决书全文来看，最高人民法院并未对该笔贷款的实际用途进行实质性审查，其在确认债权人确系将该笔款项交付给债务人即担保人直接或者间接控制的公司后，即认定了为担保人的真实意思表示。从该案例看出，本条规定的“经营活动”不应当进行缩小解释，换言之，公司为直接控制或间接控制的公司提供担保，即便是为融资行为提供担保，同样也属于例外情形。

（III）存在相互担保等商业合作关系

《会议纪要》第 19 条第（3）项的具体表述为“公司与主债务人之间存在相互担保等商业合作关系”，依据该规定，相互担保可视为公司真实意思。在《会议纪要》出台后，该种裁判观点已被部分法院接受，在（2019）赣 07 民终 2700 号民事判决书、（2019）苏 08 民终 3708 号民事判决书、（2019）粤 03 民终 14995 号民事判决书中，法院在认定公司保证责任是否成立时均对公司与主债务人之间是否存在相互担保等商业合作关系进行判断。

但值得注意的是原文以“等”表述，意在限定于相互担保，还是也包含了相互担保之外的其他商业合作关系？《会议纪要》未予明确，值得关注。

（IV）2/3 以上表决权股东签署的担保合同

征求意见稿关于第四种情形的原规定为“为他人（不包括股东或实际控制人）提供担保的行为，由持有公司 50%以上表决权的股东单独或共同实施”，明确排除了关联担保的适用，并将担保实施股东的人数确定为 50%表决权以上。《会议纪要》正式稿将关联担保纳入，并将实施股东的人数由表决权 50%以上调高至表决权 2/3 以上，体现了对中小股东的保护。

在《会议纪要》发布后，部分法院也采取了该种观点，并据此作出判决例，如在山东华盛农业药械有限责任公司与山东新光股份有限公司、山东绿追偿权纠纷案【（2019）鲁 13 民初 459 号】中，山东省临沂市中级人民法院认为：“本

案中，被告山东新丝路工贸股份有限公司的股东‘新丝路控股（HK）’持有公司 94.91%的表决权，属于单独持有公司三分之二以上表决权的股东，而被告钱春生是公司实际控制人和法定代表人而非持有公司三分之二以上表决权的股东，故被告钱春生签字并加盖被告山东新丝路工贸股份有限公司公章的反担保函作出的反担保承诺，不能认定系该公司的真实意思表示，即应认定反担保无效。”

《会议纪要》列举四种例外情形的基本法理是，债权人只要有证据证明法定代表人以公司名义签订担保合同符合公司的真实意思表示，该担保行为就符合民事法律行为有效要件。值得关注的是，《会议纪要》仅列举了上述四种例外情形，那么现有及未来出现的其他特殊情形能否推定为公司担保意思？《会议纪要》本身没有规定，《会议纪要理解与适用》指出：“除本条规定的四种公司决议例外情形，在公司为提供担保领域，不存在其他任何公司决议的例外事由，须从严把握。”

实际上，“担保意思的推定”在《会议纪要》出台之前已在最高人民法院多个案例中运用，2/3 以上表决权股东签署的担保合同推定为公司意思详见(2018)最高法民申 5504 号案，公司为子公司开展经营活动提供的担保推定为公司意思详见(2017)最高法民终 369 号案。除此之外，最高人民法院过往判决案例中，还有其他两种情形也被推定为公司担保意思：一是公司多数股东配合办理抵押登记的，可视为公司真实意思，如在宁夏恒瑞投资管理有限公司、宁夏中宁农村商业银行股份有限公司第三人撤销之诉【(2018)最高法民申 6160 号】中，最高人民法院即认为：“《公司法》第十六条规定……中宁农商行在再审询问中，虽自认贷款资料有瑕疵，缺乏吴忠宾馆的股东会或者董事会同意担保的相关决议等。但恒瑞公司在询问中认可，吴忠宾馆的公司章程中并没有明确规定对外担保需经股东会或者董事会决议通过。同时，马海科是恒瑞公司实际控制人，无论是马海科还是恒瑞公司，对孙国滨以吴忠宾馆房产向中宁农商行做抵押积极配合。吴忠宾馆的两位股东恒瑞公司和孙国滨均实际参与并同意吴忠宾馆以其涉案房产向中宁农商行做抵押。因此，原判决并不存在法律适用错误的问题”；二是公司为实际用款人，即便未审查股东会/董事会决议，越权担保也视为公司真实意思表示，担保合同有效，在海南中度旅游产业开发有限公司、徐晓英民间借贷纠纷案【(2017)最高法民终 865 号】中，最高人民法院即认为：“虽因未经中度旅游公司股东会决议而属于越权签订担保合同的行为，但根据本案事实，徐晓英有理由相信徐泽宪上述行为系中度旅游公司的真实意思表示……该公司作为用款人对本案借款提供担保亦符合其利益的事实，认定中度旅游公司应当为本案借款承

担连带保证责任。”该两种情形也符合推定公司意思的基本法理，但《会议纪要理解与适用》明确规定推定公司意思仅限于四种情形，依据该规定，其他情形难以被推定为公司意思，未来其他类似情形是否会被最高人民法院认可，值得关注。

F. 问题六：接受上市公司对外提供担保需注意哪些问题？

不同于一般公司提供担保，上市公司所有为他人提供担保的事项，因涉及广大股民的利益，均须公开披露，这是《证券法》《上市公司信息披露管理办法》等法律法规及监管规则的硬性要求。因此，债权人在接受上市公司担保时应负有不同于接受一般公司担保的注意义务。

（I）上市公司公开披露担保可视为公司真实意思

《会议纪要》第22条明确规定，债权人根据上市公司公开披露的关于担保事项已经董事会或者股东会决议通过的信息订立的担保合同，应当认定有效，这主要基于上市公司公告的公信力。

（II）债权人善意的认定

若担保已经上市公司公开披露，债权人据此订立担保合同的，应当认定债权人善意，担保合同有效。对于担保未经上市公司公开信息披露时债权人善意的认定，《会议纪要理解与适用》明确区分关联担保和非关联担保：

i. 关联担保

《会议纪要理解与适用》明确违规关联担保下，债权人均不构成善意。根据《中华人民共和国公司法》（“《公司法》”）第十六条第二款之规定，上市公司关联担保均需股东会决议，而债权人审查股东会决议渠道众多，比如：召开股东大会的提前公告；召开股东会时，股东可在线参加；股东会召开后的公告等等。因此，上市公司关联担保是否经过股东会决议较易审查，债权人接受没有经过决议的关联担保，显然不能认定构成善意。

在《会议纪要》发布后，部分法院也采取了该种观点，并据此作出判决例，例如在安通控股股份有限公司、安康营业信托纠纷案【（2019）最高法民终1524号】中，最高人民法院认为：“第三，安通公司属于上市公司。相对于关联担保的相对人，上市公司的中小股东克服信息不对称、防范上市公司大股东、法定代表人等高管道德风险的成本更高，从公平的角度看，上市公司对公司股东、法定代表人提供关联担保的，相对人应当负担更高的注意义务。此外，上市公司作为

公众公司，其章程、关联担保等重大经营事项均应依法公开，相对人可以通过很低的交易成本了解到上市公司法定代表人是否有权自行决定对外担保以及公司股东大会重大决议事项。因此，无论从利益平衡的角度还是从注意义务分配的角度看，上市公司的法定代表人以公司名义对外提供关联担保的，相对人应当审查该担保是否经过股东大会决议。”

ii. 非关联担保

(i) 担保事项是否履行了法定或章程规定的决议程序

至于哪些事项必须经股东会决议，《证券法》、交易所规则及公司章程均有明确规定。《会议纪要理解与适用》明确，作为上市公司的交易相对人，债权人有权了解法律、交易所规则及公司章程，其不得以不知道这些规定为由来证明自己善意。同时，《民法总则》第六十一条第三款虽规定：“法人章程或者法人权力机构对法定代表人代表权的限制，不得对抗善意相对人”，但因上市公司是公众公司，债权人有权审查公司章程，否则不属于该条的善意相对人。

(ii) 若担保事项需经股东会决议，债权人不构成善意

(iii) 若担保事项需经董事会决议，应考察债权人是否履行了如下审查义务：

a. 担保是否具有董事会决议；

审查出席会议的董事、决议具体内容、赞成决议的董事人数、董事签名、担保金额等是否符合法律和章程规定。《会议纪要理解与适用》明确该审查义务不是形式审查，而是实质审查，原因是债权人完全可以等看到公告后再签订担保合同，故赋予其实质审查义务，并非不公平。

(III) 上市公司违规担保的效力

《会议纪要》第 20 条规定：“20.【越权担保的民事责任】依据前述 3 条规定，担保合同有效，债权人请求公司承担担保责任的，人民法院依法予以支持；担保合同无效，债权人请求公司承担担保责任的，人民法院不予支持，但可以按照担保法及有关司法解释关于担保无效的规定处理。公司举证证明债权人明知法定代表人超越权限或者机关决议系伪造或者变造，债权人请求公司承担合同无效后的民事责任的，人民法院不予支持。”该条并未对上市公司担保责任划分作出特别规定，但《会议纪要理解与适用》明确上市公司签约代表违规提供担保，若该担保事项应由股东会决议的，债权人不构成善意，“上市公司不承担责任”。

但《会议纪要理解与适用》此处的“不承担责任”，是仅指上市公司不承担担保责任，还是指上市公司既不承担担保责任也不承担担保合同无效后的责任？《会议纪要理解与适用》未予以明确，《会议纪要》出台后的司法实践呈现出不同的裁判倾向：

2019 年度人民法院十大商事案件同样有可以参照的案例。在原告姜申英与被告中鑫汇通商业保理有限公司、被告运盛（上海）医疗科技股份有限公司、被告钱仁高借款担保合同纠纷案【（2018）沪 01 民终 10784 号】中，上海市第一中级人民法院二审认为：“各方当事人在签订系争协议前，运盛医疗作为上市公司已对外公布了法定代表人变更信息，故姜申英理应知晓钱仁高无权代表运盛医疗为他人提供担保，对其要求运盛医疗承担担保责任的诉讼请求，予以驳回。根据该案例，在债权人未尽实质审查义务的情况下，上市公司无需承担任何责任。”

一种观点认为，上市公司违规提供担保，既不承担担保责任也不承担担保合同无效后的责任。如在告微弘商业保理、天马轴承等借款合同纠纷案【（2018）京 0105 民初 36681 号】中，北京市朝阳区人民法院认为：“天马轴承公司的章程对于公司对外提供担保也进行了相关的规定。天马轴承公司的章程及天马轴承公司披露的相关信息均为公开信息，微弘保理公司均可以查询到上述信息。由上述信息可知，怡乐无限公司的股东周小凤为天马轴承公司控股股东喀什星河公司及实际控制人徐茂栋控制的附属企业之高级管理人员，与天马轴承公司及徐茂栋存在关联关系，星河世界公司、徐茂栋均为天马轴承公司的关联方，因此天马轴承公司对怡乐无限公司的借款提供担保须经股东大会表决批准。现没有证据证明在借款当时微弘保理公司对此进行了形式审查，也没有证据证明天马轴承公司对当时的担保行为经过了股东大会批准，故该《借款及保证协议》对天马轴承公司不发生法律效力。微弘保理公司要求天马轴承公司承担连带保证责任的诉讼请求，没有依据，本院不予支持。”

在高升控股与浙江中泰借款合同纠纷案【（2019）京 04 民初 435 号，裁判日期：2019 年 12 月 5 日】中，北京市第四中级人民法院认为：“根据《中华人民共和国公司法》第十六条第二款的规定，对于高升控股而言，能够决定对公司股东提供担保的公司权力机构是股东大会。本案中，加盖公司公章的《第三方无限连带责任保证书》属于公司时任董事长的越权代表行为，公司并未追认，且在诉讼中作为抗辩理由提出，主张高升控股不应当对蓝鼎实业的借款行为承担无限连带保证责任。同时，根据事实可以认定中泰创展作为债权人明确知晓蓝鼎实业

为高升控股股东，高升控股在订立担保合同时应当提供股东大会决议，其法定代表人的签字行为属于越权代表，中泰创展未在审查时提出异议，不构成善意，故《第三方无限连带责任保证书》无效。合同无效后对于债权人请求公司承担合同无效后的民事责任的，人民法院不予支持。”

另一种观点认为，上市公司违规提供担保，应承担担保合同无效后的 1/2 责任。如在北海银河生物产业投资股份有限公司与深圳国投商业保理有限公司、原审被告银河天成集团有限公司、潘琦借款合同纠纷案【（2019）粤 03 民终 14995 号，裁判日期 2019 年 12 月 11 日】中，广东省深圳市中级人民法院认为：“本案中主合同有效而担保合同无效，债权人深圳国投公司未尽到审慎注意义务，对担保合同的无效存在过错，担保人银河生物公司因其法定代表人的越权行为而导致担保合同无效，银行生物公司对担保合同无效亦存在过错，银河生物公司应对深圳国投公司的经济损失，承担赔偿责任，因此，在银河天成公司不能清偿的时候，银河生物公司对银河天成公司不能清偿的部分向深圳国投公司承担二分之一的赔偿责任。”

关于须经董事会决议的上市公司担保无效后的责任划分，《会议纪要理解与适用》并未作出特殊规定，故可适用《会议纪要》第 20 条的相关规定进行划分，但需注意的是，《会议纪要理解与适用》认为没有审查公告即签订担保合同的债权人负有较高的实质审查义务，未来司法实践中对于该种情形下债权人善意的认定标准会较高。

G. 问题七：非典型担保和推定担保是否适用《会议纪要》？

《会议纪要》第 66 条规定：“66.【担保关系的认定】当事人订立的具有担保功能的合同，不存在法定无效情形的，应当认定有效。虽然合同约定的权利义务关系不属于物权法规定的典型担保类型，但是其担保功能应予肯定。”第 91 条规定：“91.【增信文件的性质】信托合同之外的当事人提供第三方差额补足、代为履行到期回购义务、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施，其内容符合法律关于保证的规定的，人民法院应当认定当事人之间成立保证合同关系。其内容不符合法律关于保证的规定的，依据承诺文件的具体内容确定相应的权利义务关系，并根据案件事实情况确定相应的民事责任。”

不同于一般担保，非典型担保和推定担保往往并不以法定担保形式呈现，如让与担保通常以买卖合同形式设定。那么，除了债务加入准用担保规则外，《公司法》十六条中的“担保”是否可作扩大解释，第 91 条“名不为担保”的“推

定担保”和第66条的具有担保功能的非典型担保能否适用《会议纪要》关于公司担保的相关规定，《会议纪要》和最高人民法院其他文件均未予明确，实务界和学界存在一定争议，值得关注。

关于上述具有担保功能的非典型担保和第三方差额补足、第三方回购、流动性支持、调剂销售等增信合同是否适用关于公司为他人提供担保的有关规则，《会议纪要》并未作出明确规定，但之前司法实践中已有适用的判例，如在通联资本管理有限公司、成都新方向科技发展有限公司与公司有关的纠纷案【（2017）最高法民再258号】中，最高人民法院即认为：“二审法院在双方当事人将《增资扩资股协议》第6.2.1条约定的‘连带责任’条款解释为‘连带担保责任’基础上，并适用公司法第十六条第二款的规定裁判本案。本院认为，连带担保责任属于连带责任的情形之一，但连带担保责任有主从债务之分，担保责任系从债务。双方当事人将‘连带责任’理解为‘连带担保责任’，并未加重久远公司的责任负担，且从通联公司诉请久远公司的责任后果看，是对新方向公司承担的股权回购价款本息承担连带责任，仍然属于金钱债务范畴，也与久远公司实际承担的法律后果一致，本院予以确认。因此，二审判决依据公司法第十六条第二款关于公司对控股股东、实际控制人提供担保的相关规定来裁判久远公司对新方向公司的股权回购义务承担履约连带责任的条款效力，并无不当。”

H. 问题八：债务加入参照何种规则处理？

正式稿第23条规定，“【债务加入准用担保规则】法定代表人以公司名义与债务人约定加入债务并通知债权人或者向债权人表示愿意加入债务，该约定的效力问题，参照本纪要关于公司为他人提供担保的有关规则处理。”

4) 应对建议

A. 应对涉及担保相关的文件及公示方式进行全面审查

《会议纪要》第18条将审查范围限定在公司章程、公司决议等与担保相关的文件。最高人民法院的判决通常也将审查范围限定在章程、股东会/董事会决议的范围内。但谨慎起见，我们建议，除了审查章程、股东会/董事会决议之外，还应对股东名册、国有资产监督管理机构同意担保的批文（如公司具有国资背景）等与担保相关的文件进行全面审查。

针对上市公司担保，证券公司应审查上市公司是否对担保事项已经过股东会/董事会决议并进行公告，并对《证券法》、交易所规则及上市公司章程等进行审查，注意担保是否符合上述法律法规和公司章程规定。

B. 应最大限度进行形式审查

《会议纪要》第 18 条将审查程度限于形式审查。我们认为，证券公司必须要审查的内容包括：

(i) 公司章程对于单笔担保金额和担保的决议机关是否有限制，单笔对外担保的金额是否超过章程规定，同意担保决议是否由公司有权机构作出，其中公司为股东或实际控制人提供担保须经股东会决议；

(ii) 股东会/董事会决议的通过比例是否符合《公司法》或公司章程规定的多数通过（根据《公司法》第十六条和第一百二十一条规定，公司为股东或实际控制人提供担保的，一般公司应经其他股东过半数通过，上市公司担保金额超过总资产 30% 应经其他股东 2/3 以上表决权通过，公司章程可以规定更高比例）；

(iii) 参与决议表决人员是否为公司章程/股东名册载明的股东或者董事；

(iv) 公司为股东或实际控制人提供担保的，被担保股东或实际控制人支配的股东是否参与了表决。

鉴于最高人民法院倾向认为接受上市公司担保的债权人负有比一般担保更高的审查义务，因此证券公司在接受上市公司担保时，除审查公告外，还应注意审查决议机构、担保金额、表决人员（股东或董事）、决议程序、通过比例、赞成人员签字、决议内容等是否符合《证券法》、交易所规则及上市公司章程等规定。

此外，虽然《会议纪要》指出股东会/董事会决议上的股东/董事签章、签字、公司公章的真伪不属于形式审查的范围，但为了最大限度地防范风险，我们建议证券公司要求公司提供股东/董事在以往股东会/董事会决议上的签章、签字以及公司在其他担保类文件上的盖章进行比对。

关于股东会/董事会的召集程序是否合法，决议是否具有可撤销、无效或不成立情形，虽然《会议纪要》也认为不属于形式审查的范围，但我们依然建议债权人要求股东会、董事会和公司书面确认股东会/董事会的召集程序合法，决议不具有可撤销、无效或不成立情形。

C. 在担保合同中加入“程序无瑕疵”和“违约赔偿”条款

建议证券公司在担保合同条款中加入“公司承诺对外提供担保已履行了法律或者章程规定的内部表决程序，并获得股东会或董事会同意，不存在程序瑕疵”和“若因公司内部表决程序存在瑕疵导致担保无效，给被担保人造成损失的，公司承诺赔偿损失并承担违约责任”等相关内容。

D. 协调公司股东加入签署担保合同

《会议纪要》第 19 条规定，担保合同系由单独或者共同持有公司三分之二以上有表决权的股东签字同意，推定为公司意思。故为防范风险，建议证券公司可协调 2/3 以上有表决权股东加入签署担保合同。

E. 非典型担保和增信措施也应审查决议

建议证券公司在开展业务中，涉及非典型担保和增信措施时也应对公司股东会/董事会决议进行审查。

F. 如何查阅公司章程

证券公司在开展业务中如果涉及到对外担保，一定要查阅并仔细审查公司章程。证券公司应要求交易对方提供公司章程以供查阅，并对章程提供的往来记录进行固定（如保留往来邮件、纸质文件及沟通记录，对提供过程进行录音录像等）。

与此同时，对于上市公司，证券公司可以从公告中查阅，以确认交易对方提供的版本与公告公示版本是否一致；对于非上市公司，可要求交易对方提供介绍信等其他协助前往工商局现场查询备案章程，或委托律师前往工商局查询企业档案并调取最新备案章程，以确认交易对方提供的版本与工商备案版本是否一致。

5. 资产或者资产收益权转让及回购

1) 业务概述

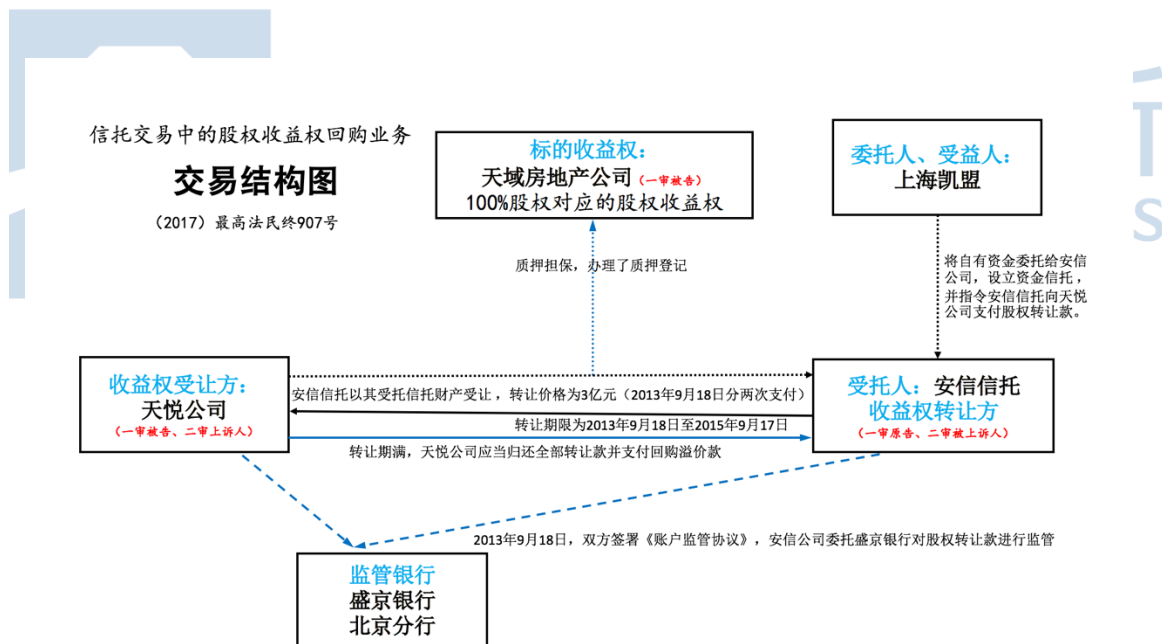
近年来，资产收益权的转让及回购作为一项金融创新概念在资管业务中发挥着日益重要的作用，也是资管非标业务的一种实现方式。收益权转让与回购的设计已经发展成为一种较为普遍的融资方式，较为常见的有股权收益权转让与回购、债权收益权转让与回购等。

随着资产收益权交易在金融市场中的活跃，金融监管文件已经广泛承认和使用收益权这一概念，如 2013 年中国银监会《关于规范商业银行理财业务投资运

作有关问题的通知》（银监发【2013】8号）、2014年中国证监会《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（证监会公告【2014】49号）、2016年4月中国银监会《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》（银监办发【2016】82号）等，都对金融机构收益权交易作出了规定。由此可见，在不断加强收益权交易监管的同时，已普遍认可收益权作为金融交易标的的行业实践。

实践中，资产收益权的存在形式丰富多样，包括基础设施收费权、信托收益权、商业不动产收益权、票据收益权、股权收益权等。资产收益权所具有的灵活性和多样性使其成为信托及其他资管在投融资项目中的重要工具，而资产收益权的交易模式通常为“买入返售”。

例如，在天悦公司与安信公司及天域公司、王君瑛、黄北海合同纠纷案【（2017）最高法民终907号，“安信信托公司案”】中，该资产收益权的交易结构通常如下：



本案中，天悦公司与安信信托签订《股权收益权转让及回购协议》约定，安信信托以其受托信托财产受让天悦公司持有的天域公司 100%股权对应的股权收益权。转让价格为 3 亿元，转让期限自 2013 年 9 月 18 日至 2015 年 9 月 17 日。转让期满，天悦公司应当归还全部转让款并支付回购溢价款。溢价款=基本价款×13.5% / 年×转让期限起始日至转让期满日 / 360。

买入返售金融资产，是指公司按返售协议约定先买入再按固定价格返售的证券等金融资产所融出的资金。以本案为例，该交易模式主要包括安信公司以 3 亿元对价购买天悦公司持有的天域公司 100% 的股权收益权，以及安信公司将该股权收益权以特定对价即 3 亿元和每年 13.5% 的固定溢价款返售给天悦公司两部分内容，在形式上符合资管业务中的“买入返售”模式。

资产管理业务中，当事人通常在相关合同中同时约定采用证券公司受让目标公司股权、向目标公司增资方式并以相应股权担保债权实现，对于该种交易模式，《会议纪要》同样作出了认定。

在金融机构资管业务领域，自 2016 年监管风暴（尤其是《资管新规》正式出台之后）以来，资产收益权已受到严格规制，资产收益权的回购或隐性回购被明令禁止。可以预见的是，纯粹规避监管、以投机套利为目的的资产收益权交易将会进一步萎缩。在司法实践中，资产收益权业务也将回归本质，走向正途。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
资产或资产收益权的转让及回购	89.【回购业务的性质】信托公司在资金信托成立后，以募集的信托资金受让股权、股票、债券、票据、债权、不动产、在建工程等特定资产或特定资产收益权，以及信托计划、资产管理计划受益权份额，由出让方或者其指定的第三方在一定期间后以交易本金加上溢价款等固定价款回购的，属于信托公司在资金依法募集后的资金运用行为。由此引发的纠纷不应认定为营业信托纠纷，而应当认定为信托公司与出让方之间的金融	89.【资产或者资产收益权转让及回购】信托公司在资金信托成立后，以募集的信托资金受让特定资产或者特定资产收益权，属于信托公司在资金依法募集后的资金运用行为，由此引发的纠纷不应当认定为营业信托纠纷。如果合同中约定由转让方或者其指定的第三方在一定期间后以交易本金加上溢价款等固定价款无条件回购的，无论转让方所转让的标的物是否真实存在、是否实际交付或者过户，只要合同不存在法定无效事由，对信托公司提出的由转让方或者其指定的第

	借款合同纠纷。	三方按约定承担责任的诉讼请求，人民法院依法予以支持。 当事人在相关合同中同时约定采用信托公司受让目标公司股权、向目标公司增资方式并以相应股权担保债权实现的，应当认定在当事人之间成立让与担保法律关系。当事人之间的具体权利义务，根据本纪要第71条的规定加以确定。
--	----------------	---

类别	征求意见稿	正式稿
让与担保	71. 【让与担保】 债务人或者第三人通过将动产、不动产或者股权等财产转让至债权人名下的方式，为主合同项下的债务提供担保的，该合同有效。作为担保财产的动产已经实际交付债权人，或者不动产、股权等已经进行变更登记的，可以参照动产质权、不动产抵押权以及股权质押的相关规定确定当事人间的权利义务关系。 在债务人不履行到期债务或者出现约定的事由时，债权人主张享有动产、不动产所有权或者股权的，人民法	71. 【让与担保】 债务人或者第三人与债权人订立合同，约定将财产形式上转让至债权人名下，债务人到期清偿债务，债权人将该财产返还给债务人或第三人，债务人到期没有清偿债务，债权人可以对财产拍卖、变卖、折价偿还债权的，人民法院应当认定合同有效。合同如果约定债务人到期没有清偿债务，财产归债权人所有的，人民法院应当认定该部分约定无效，但不影响合同其他部分的效力。 当事人根据上述合同约定，已经完成财产权利变动的公示方式转让至债权人名下，债务人到期没有清偿债务，债权人请

	院不予支持，但其与债务人事后就动产、不动产或者股权达成折价或者回购协议的除外。债务人请求人民法院参照《民事诉讼法》“实现担保物权案件”的相关规定，拍卖、变卖动产、不动产或者股权的，人民法院应予以支持。	求确认财产归其所有的，人民法院不予支持，但债权人请求参照法律关于担保物权的规定对财产拍卖、变卖、折价优先偿还其债权的，人民法院依法予以支持。债务人因到期没有清偿债务，请求对该财产拍卖、变卖、折价偿还所欠债权人合同项下债务的，人民法院亦应依法予以支持。
--	--	---

3) 相关分析

A. 问题一：资产收益权的法律性质是什么？

司法实践中，从其法律性质看，法院认为，资产或资产收益权不属于法定的物权种类，而应为可分的债权权能之一。同时，在以往的司法审判实务中，法院基于私法自治和合同自由的精神，往往肯定资产收益权交易的合法性和有效性。例如，在南昌农村商业银行股份有限公司、内蒙古银行股份有限公司合同纠纷案【（2016）最高法民终 215 号】中，最高人民法院认为：“收益权在我国法律体系中并无明确定位，法律性质亦无明确界定，尤其是我国全国人大及其常委会制定的法律中并没有收益权的表述。在司法层面，仅有的是《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第九十七条：‘以公路桥梁、公路隧道或者公路渡口等不动产收益权出质的，按照担保法第七十五条第四项的规定处理’，该规定将部分不动产收益权纳入《担保法》‘权利质押’范围。但是，随着近年来收益权交易在金融市场中的活跃，相关金融监管文件已经广泛承认和使用收益权这一概念，如 2013 年中国银监会《关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发【2013】8 号）、2014 年中国证监会《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》（证监会公告【2014】49 号）、2016 年 4 月中国银监会《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》（银监办发【2016】82 号）等，都对金融机构收益权交易作出了规定。这表明，在不断加强收益权交易监管的同时，已普遍认可收益权作为金融交易标的的行业实践。但是收益权的法律性质在无明确界定的情况下，应当根据我国法律的相关规定及其权利属性进行分析。对于物权，权能与权利相分离极为常

见，所有权人可以将所有权中的部分权能与所有权本身相分离而单独转让给其他人，在其物上设立用益物权或者担保物权，以达到物尽其用的目的。而债权虽为相对权，但其内部亦存在多项权能可以明确分辨，这就为其权能与权利的分离提供了基础。除了物权法定原则之外，我国法律对其他财产性权利并未禁止。具体到本案，各方当事人的交易标的‘私募债券收益权’‘资管计划收益权’是交易主体以基础财产权利即华珠私募债为基础，通过合同关系创设的一种新的债权债务关系，其本质在于‘收益’，即获取基于华珠私募债而产生的经济利益的可能性，包括本金、利息等资金利益。从其法律性质看，显然不属于法定的物权种类，而应为可分的债权权能之一。收益权虽然依附于基础资产，甚至收益权与基础资产在内涵与价值上高度重叠，但在各方商事主体选择以收益权作为交易标的情形下，意味着各方并无转让和受让基础财产的意思表示。此种情况下，应当尊重各方在协议中达成的合意，认定各方交易标的为收益权，而非基础财产。”

司法观点认为，基于特许经营权产生的收益权可作为民事交易的对象。例如，在福建海峡银行股份有限公司福州五一支行诉长乐亚新污水处理有限公司、福州市政工程有限公司金融借款合同纠纷案【最高法指导性案例第 11 批，（2013）闽民终字第 870 号】中，福建省高级人民法院认为：“关于污水处理项目特许经营权能否出质问题。污水处理项目特许经营权是对污水处理厂进行运营和维护，并获得相应收益的权利。污水处理厂的运营和维护，属于经营者的义务，而其收益权，则属于经营者的权利。由于对污水处理厂的运营和维护，并不属于可转让的财产权利，故讼争的污水处理项目特许经营权质押，实质上系污水处理项目收益权的质押。关于污水处理项目等特许经营的收益权能否出质问题，应当考虑以下方面：其一，本案讼争污水处理项目《特许经营权质押担保协议》签订于 2005 年，尽管当时法律、行政法规及相关司法解释并未规定污水处理项目收益权可质押，但污水处理项目收益权与公路收益权性质上相类似。《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》第九十七条规定，‘以公路桥梁、公路隧道或者公路渡口等不动产收益权出质的，按照担保法第七十五条第（四）项的规定处理’，明确公路收益权属于依法可质押的其他权利，与其类似的污水处理收益权亦应允许出质。其二，国务院办公厅 2001 年 9 月 29 日转发的《国务院西部开发办〈关于西部大开发若干政策措施的实施意见〉》（国办发〔2001〕73 号）中提出，‘对具有一定还贷能力的水利开发项目和城市环保项目（如城市污水处理和垃圾处理等），探索逐步开办以项目收益权或收费权为质押发放贷款的业务’，首次明确可试行将污水处理项目的收益权进行质押。其三，污水处

理项目收益权虽系将来金钱债权，但其行使期间及收益金额均可确定，其属于确定的财产权利。其四，在《中华人民共和国物权法》（以下简称《物权法》）颁布实施后，因污水处理项目收益权系基于提供污水处理服务而产生的将来金钱债权，依其性质亦可纳入依法可出质的‘应收账款’的范畴。因此，**诉争污水处理项目收益权作为特定化的财产权利，可以允许其出质。**”

针对股票收益权转让，司法观点认为其不属于违反法律、行政法规的强制性规定及恶意串通损害国家、集体或第三人利益的行为，不导致合同无效。例如，在深圳市红塔资产管理有限公司与深圳市中恒汇志投资有限公司、智慧城市信息技术有限公司股票回购合同纠纷案【（2017）浙民初 22 号】中，浙江省高级人民法院认为：“关于《股票收益权转让合同》的效力。中恒汇志、安防投资、涂国身、李志群辩称因股票收益权存在不确定性导致案涉《股票收益权转让合同》效力待定或无效。本院认为，案涉《股票收益权转让合同》系各方当事人真实意思表示，内容不违反法律、行政法规的强制性规定，也不存在恶意串通损害国家、集体或者第三人利益的情形，股票收益权金额或时间的不确定亦非导致合同效力待定的法定原因。”

随着金融创新的日益深入，以“资产收益权”作为交易标的进行融资的金融交易越来越多。但司法实务界和学界对于“资产收益权”如何定义，资产收益权与基础资产之间的关系，以及资产收益权能否脱离基础资产进行单独转让或者设立担保，均存在很大争议。此外，除能源、交通运输、水利、环境保护、市政工程等基础设施和公用事业项目收益权较为稳定外，很多所谓的收益权受经营因素的影响，能否获益、能获多大利益都具有很大不确定性。

对此，《会议纪要理解与适用》指出：

第一，收益权本质上属于股权、所有权、用益物权乃至债权等各种权利的权能，本身不能脱离原权利而独立存在，资产收益权原则上不能作为独立的财产进行转让或者设定担保，而只能以基础资产（或原权利）作为财产进行转让或者设立担保。

第二，某些基础资产，如学校、幼儿园、医院等以公益为目的的事业单位、社会团体的教育设施、医疗卫生设施和其他社会公益设施，以及能源、交通运输、水利、环境保护、市政工程等基础设施和公用事业项目收益权，具有限制流通性的特点，而其本身又能产生稳定的收益，为实现物尽其用的目的，可以例外允许其以收益权的形式间接实现其财产价值。这些例外收益权，属于将来债权性质

的应收账款。鉴于其基础资产具有限制流通性，一般不存在基础资产与应收账款异其主体的情形，可以例外允许其作为应收账款转让或者设立担保。

第三，关于信贷资产收益权，《信贷资产收益权转让业务规则》第2条明确规定：“本规则中信贷资产收益权是指获取信贷资产对应的本金、利息和其他约定款项的权利。”可见，信贷资产收益权本身就是一项包括本金、利息和其他约定的权利，不存在本金债权之外还存在一个独立的信贷资产收益权的问题。事实上，在基础资产之外再构建一个所谓的资产收益权，实质上是“一鱼二吃”，不当地放大了金融风险，故有必要对其给予适度规制。

B. 问题二：资产或资产收益权转让加回购业务的法律性质是什么？

根据《会议纪要》《会议纪要理解与适用》确立的规则，资产或资产收益权转让加回购业务属于借款关系。

《会议纪要》第89条相比于征求意见稿修正了对于资产或资产收益权回购业务的一刀切式的性质判定，总体上肯定了资产或者资产收益权转让及回购或者买入返售业务。

征求意见稿将回购业务定性为金融借款合同，但正式稿不再界定其性质，而是肯定其效力，主要原因：一是解决了部分资管机构没有放贷资质的问题，二是把性质判断的裁量权交给每个具体案件的法官。

实际上，在《会议纪要》正式稿公布前，最高人民法院也存在两种裁判思路。例如，在安信信托案中，最高人民法院依据穿透式审查原则认定股权收益权转让回购并非营业信托性质，而应参照最相类似的借款合同的相关规定处理。最高人民法院认定：“人民法院认定民事合同的性质，应根据合同条款所反映的当事人的真实意思，并结合其签订合同的真实目的以及合同的实际履行情况等因素，进行综合判断。《股权收益权转让及回购协议》在形式上符合‘买入返售’模式。但根据该协议约定的具体条款以及协议实际履行情况判断，安信信托并无买入案涉标的的股权收益权并承担相应风险的真实意思……天悦公司的主要合同目的在于向安信信托融通资金，安信信托的主要合同目的在于向天悦公司收取相对固定的资金收益，《股权收益权转让及回购协议》的性质参照合同法分则中最相类似的借款合同的相关规定处理。”

在2016年最高人民法院裁判的五矿信托公司与有色金属公司营业信托纠纷案【（2016）最高法民终231号，“五矿信托案”】中，最高人民法院的认定与

前述安信信托公司案并不相同。在五矿信托案中，信托公司与有色金属公司签订了《股权收益权转让暨回购合同》，约定有色金属公司将其合法持有的再生金属公司 87.37% 的股权收益权转让给信托公司。转让价款为人民币 5 亿元。信托公司取得特定股权收益权后，有色金属公司应按合同约定回购全部特定股权收益权并支付回购价款。回购价款等于回购本金总额与回购溢价金额之和，溢价率为 13% / 年。最高人民法院认为，依据信托公司—有色金属公司股权收益权投资集合资金信托计划，信托公司与案外委托人之间形成了信托法律关系；依据《回购合同》，信托公司与有色金属公司之间形成了股权收益权返售回购法律关系。根据《信托公司管理办法》《信托公司集合资金信托计划管理办法》等信托业监管规定，在具体的信托计划项下，信托公司可以采用“买入返售”等信托资金管理模式。信托公司采用股权收益权转让暨回购的方式管理信托资金，并发行相应的信托计划，与信托贷款业务存在区别。

同样，在长城国瑞证券有限公司与宁波银亿控股有限公司、银亿集团有限公司合同纠纷案【（2019）浙 02 民初 550 号】中，浙江省宁波市中级人民法院也认为，长城国瑞证券有限公司作为管理人代表资管计划买入债权收益权，并同时约定转让方回购义务的合同应当被认定为借款。

而对于一个资产或者资产收益权转让及回购被认定为借款还是被认定为买卖，在法律效果上也有极大差异。认定为营业信托时，证券公司作为买受人真实承担标的物转让的风险并享有收益，且不要求回购获取固定收益，此时即使买受人获得的收益高于年利率 24%，也不适用《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第二十六条关于利率上限的有关规定；反之，若被认定为借贷关系，法院可能认定为双方为规避法律有关民间借贷利率上限的措施，买受人获得的收益（各项综合费率）将不超过 24%。

C. 问题三：标的物是否真实存在是否影响合同效力？

本条中，正式稿增加了如下内容：无论转让方所转让的标的物是否真实存在、是否实际交付或者过户，只要合同不存在法定无效事由，对证券公司提出的由转让方或者其指定的第三方按约定承担责任的诉讼请求，人民法院依法予以支持。

有观点认为，根据《合同法司法解释（二）》第一条，合同成立的前提是标的物确定，本条突破了这一规定，存在错误。我们认为，本条所认定的是标的物是否真实存在，而并非是说标的物是否确定。

实践中,很多收益权是虚拟的,并不真实存在,也有可能部分财产需要过户,因此最高人民法院明确是否真实、是否办理过户并不影响借款合同的实质。《会议纪要》89 条确认,资产或者资产收益权转让及回购业务中,标的物是否真实存在并不影响合同效力,

D. 问题四:股权转让加回购的交易模式应如何定性?

实践中,回购的交易安排可能被认定构成借款关系,但还可能构成其他关系,如证券公司作为投资人入股目标公司成为股东,合同到期后若股权转让入未按一定价格回购或全部回购股权,投资人享有股权的所有权或可以请求对股权的拍卖、变卖、折价款优先偿还其债权。最高人民法院认为,对此情形,应当认定在当事人之间成立让与担保法律关系,因此就有了《会议纪要》89 条第二款的规定。

本条将当事人之间的权利义务关系导向了第 71 条的处理原则。71 条主要规定了让与担保制度,所谓让与担保,是指债务人或第三人为担保债务人的债务,将担保标的物的所有权等权利转移于担保权人,而使担保权人在不超过担保之目的范围内,于债务清偿后,担保标的物应返还于债务人或第三人,债务不履行时,担保权人得就该标的物优先受偿的非典型担保。

作为一种权利移转型担保,让与担保是以转让标的物权利的方式来达成债权担保的目的,包含让与和担保两个基本要素。2015 年 9 月 1 日施行的《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第二十四条关于“当事人以签订买卖合同作为民间借贷合同的担保,借款到期后借款人不能还款,出借人请求履行买卖合同的,人民法院应当按照民间借贷法律关系审理,并向当事人释明变更诉讼请求。当事人拒绝变更的,人民法院裁定驳回起诉。按照民间借贷法律关系审理作出的判决生效后,借款人不履行生效判决确定的金钱债务,出借人可以申请拍卖买卖合同的标的物,以偿还债务。就拍卖所得的价款与应偿还借款本息之间的差额,借款人或者出借人有权主张返还或补偿”的规定,系在司法解释层面上对让与担保制度的规范和调整。《会议纪要》第 71 条在此基础上进行进一步的规定。

a. 什么类型的投资协议或股权转让协议会被认定为让与担保

如前文所述,让与担保本质上一种新型担保模式,是对原有债务进行的担保,因此如果在合同中明确有相关约定,即出现“保证”或“担保”等字样,则法院有较大的可能性会认定为让与担保。例如在刘传生、徐学兰股权转让纠纷案

【（2019）最高法民申 6444 号】中，最高人民法院认为：“因刘传生欠陶圣全借款，刘传生同意向吴群霞借款 6000 万元；刘传生以其持有的墨荷园公司 51% 股权作为借款担保，在 12 月内，刘传生如将吴群霞的本、息、费用、违约金等全部还清，吴群霞应无条件、无偿将 51% 股权退还给刘传生；如刘传生连续两个月未能支付利息费用等的情况下，吴群霞可行使股东权。上述协议签订后，刘传生按约将其持有的墨荷园公司 51% 股权于 2010 年 11 月 5 日过户至吴群霞名下。吴群霞系基于其与刘传生之间的让与担保关系持有墨荷园公司 51% 股权。”

但考虑到在现实中，证券公司在相关协议中很少直接采用相关表述，而是将担保的意思作以隐藏，因此法院在认定当事人真实意思表示的时候也会根据案件的具体事实予以穿透认定。与《会议纪要》许多规定一样，71 条的规定也是来源于最高人民法院的案例，即修水县巨通投资控股有限公司、福建省稀有稀土（集团）有限公司合同纠纷案【（2018）最高法民终 119 号】，在该案中，最高人民法院对让与担保的认定作出了较为详细的认定，我们认为，在没有相关规范性文件对该问题作出确认的情况下，该案例中的裁判思路可能之后的司法实践带来一定的指引。

在上述案件中，最高人民法院认为：“**第一，稀土公司与修水巨通之间存在债权债务关系……**需要指出的是，虽该债权系具有不特定性的将来债权，但在让与担保的设定中，被担保债权不以已经存在的现实债权为必要，将来变动中的不特定债权，亦可成为担保对象。**第二，债务人修水巨通与债权人稀土公司之间具有转让案涉股权的外观……**案涉股权转让，在转让人和受让人等各方当事人之间已经达成合意、符合公司法上有限公司股权转让的条件和程序，并已经公示、变更登记至受让人名下，在外观上实现了权利转移。**第三，案涉股权虽已变更登记至稀土公司名下，但该转让系以担保债权实现为目的，稀土公司作为名义上的股权受让人，其权利范围不同于完整意义上的股东权利，受担保目的等诸多限制。（1）案涉股权转让与借款债务是否清偿、担保责任承担与否密切相关。……（2）案涉股权转让附有解除条件，无论条件满足与否，均有目标股权回复至修水巨通名下的可能。……（3）案涉股权转让价款受合同是否解除、稀土公司是否承担保证责任代为清偿借款本息等因素影响，并未确定。……（4）稀土公司作为受让人，其股东权利的行使受到诸多限制。”**

在该案例中值得注意的是，并非一定要进行“回购”标的股权的相关约定才可能会被认定为让与担保，解除权等能够使标的股权的所有权在所担保债务未履行时转移回转让人的约定均可替代回购的约定从而被认定为让与担保。

b. 被认定为让与担保后的处理方式

根据第 71 条的规定，合同如果约定债务人到期没有清偿债务，财产归债权人所有的约定，法院应认定为无效，换言之，受让人在实践中并不能主张标的股权享有所有权，但可以主张对标的股权进行拍卖等司法处置，并针对处置价款优先受偿。同时需要注意的是，根据《会议纪要理解与适用》第 71 条所规定的的处置方式仅限于标的股权已经完成过户登记的情形，对于“后让与担保”，即合同约定如债务人不履行债务的时候债务人应为证券公司办理股权变更登记等类似约定，由于其并未进行公示，因此并不产生让与担保的效果，也不能依据该条的规定进行处置。

上述规定并不难理解，但由于股权的特殊性会引发一些特殊问题，如，证券公司在完成股权变更登记后是否可以行使股东权利。《会议纪要理解与适用》认为，“股权让与担保办理的是过户登记，而这涉及老股东是否需要放弃优先购买权问题。如果转让人将让与担保的真实意思告诉了公司及其他股东，则即便受让人在公司的股东名册上进行了记载，也仅是名义股东，不得对抗公司及其他股东。此时，作为名义股东，其并不享有股东的权利，即既不享有股权中的财产权，也不享有股权中的成员权。反之，如果转让人并未告知公司及其他股东实情，而是告知他们是股权转让，则法律也要保护此种信赖。在此情况下，一旦受让人在公司的股东名册上进行了记载，即便真实的意思是股权让与担保，受让人仍然可以行使股东权利，包括财产权和成员权。从举证的角度看，首先要看受让人是否已在股东名册上进行了记载。如果已经作了记载的，原则上应推定受让人具有股东资格，但公司或其他股东可以举反证予以推翻，此种反证包括股东会或董事会有关让与担保的决议、转让人向其他股东发送的关于股权让与担保的通知等证据。反之，如果股东名册未作记载的，即便已经完成了工商变更，也应当推定受让人并无股东资格，除非其他股东予以认可。在其他股东认可的情况下，转让人同样可以举反证予以推翻。”

从上述表述看出，《会议纪要理解与适用》认为，如果转让人在转让股权时将让与担保的意思表示告知其他股东与公司，则在受让人取得股东资格后可以行使股东权利，反之则不可以。在之前的司法实践中，法院并无此标准，有的法

院直接认为如果受让人取得股权的原因是让与担保，则其在取得股权后不能行使股东权利。例如，在陶明、江苏天迈投资有限公司买卖合同纠纷再审案【（2017）最高法民申 2647 号】中，最高人民法院认为：“因此原审判决认定陶明与周飞在《6.8 协议》签订同日将股权分别转让给景昇和赖文东并办理了工商登记手续的行为系为融资提供的让与担保，周飞与陶明的股东权益并不因此丧失，并不缺乏证据证明。”

c. 股权让与担保权人能否行使股东权利？

股权让与担保中，股权转让仅是形式，当事人真实意思是担保，这种情况下，形式受让人的担保权人能否行使股东权利？

对此，《会议纪要理解与适用》明确按以下两种情形处理：

第一种情况：若转让人将让与担保的真实意思告知了公司及其他股东，即便受让人在公司股东名册上进行了登记，其也不享有股东权中的财产权和成员权；

第二种情况：若转让人并未告知公司及其他股东让与担保的真实意思，则法律应保护这种信赖，受让人在股东名册完成记载后，可以行使股东权中的财产权和成员权。

该种处理方式与之前司法实践中的司法观点有一定差异，具体而言，之前的司法实践中法官通常并不会考察转让人是否将让与担保的真实意思表示告知了公司及其他股东。

例如河北神兴建筑工程有限公司等与河北宸源房地产开发有限公司等股权转让纠纷案【（2019）鲁 01 民终 637 号】中，山东省济南市中级人民法院认为：

“关于焦点三，宸源公司和曹星星谁具有隆福公司股东资格的问题。根据以上对焦点一的分析，宸源公司与曹星星签订《股权转让协议》的真实意思系宸源公司将其在隆福公司 51% 股权变更登记在神兴公司指定的曹星星名下，为神兴公司在《合作开发协议书》中的债权设定担保，而非曹星星取得股权，《股权转让协议》的性质实际为股权让与担保，转让方宸源公司的股东权利并未丧失，曹星星不具有隆福公司股东资格，无权对股权进行使用收益，不享有参与决策、选任管理者、分取红利的股东权利，神兴公司可以就《合作开发协议书》中未实现的债权向宸源公司主张担保权利，对曹星星名下股权变价后的价值优先受偿。”

《会议纪要理解与适用》所确定的观点较之前的司法观点更为细化，但是否会被法院采用，仍有待司法实践的检验。但出于谨慎的角度，建议证券公司作为让与担保权人在取得股权后应避免行使相应股东权利。

d. 股权让与担保权人是否承担抽逃出资的责任？

《会议纪要理解与适用》明确，鉴于登记为名义股东的受让人本质上是债权人而非股东，且其实现债权的行为是合法行为，加之取得债权往往是支付相应对价的，故一般不存在抽逃出资的问题，不能要求其承担补充赔偿责任。

在之前的司法实践中已有部分法院采取该种观点，例如在刘新平、赵静、赵瑶与卫东峰、山东万思顿农业产业园有限公司、广州盛景投资有限公司、车日安、朱斌、丛新平、张兴振承揽合同纠纷案【（2018）鲁 1603 民初 1211 号】中，山东省滨州市沾化区人民法院认为：“被告张兴振受让股权并非实质股权转让，而是债务人为保证清偿借款而与债权人作出‘债务人将股权转让至债权人名下，待债务人履行清偿义务后，债权人应将股权返还’的非典型的股权让与担保，是以股权转让的方式为债务提供担保。虽在工商部门办理了股权变更登记，但被告张兴振仅为公司的名义股东，而非实际股东，并不享有股权，且该股权已经按照约定变更到卫东峰指定的车日安名下，因此原告要求其承担补充赔偿责任的请求，无事实和法律依据，本院不予支持。”

3) 应对建议

A. 买入返售业务背后应有真实交易

为了防止买入返售被认定为借款后交易利润率降低的后果，证券公司需要关注如下八个因素：一是标的物可否在法律上、事实上进行转让；二是标的物事实上是否已经转让；三是买受人是否实际承担取得标的物后的风险；四是买受人对出卖人有无追索权；五是出卖人、买受人有无赎回标的物的权利或义务；六是出卖人对标的物有无剩余价值追索权；七是买卖标的物的实际交易价格和市场公允价格比较；八是当标的物为未来应收账款时，买受人是否实际取得应收账款的管理和控制权。

转变裁判思路、探究交易真实目的是当下的司法主流趋势。在目前《会议纪要》后的主流司法观点中，买入返售业务很大概率会被认定为借贷，也请证券公司及相关人员予以充分注意。在今后草拟相关交易文件时，需结合金融借贷的特

点，综合考虑利率标准、相关费用设置等是否符合法律法规及当前监管政策的要求。

B.股权转让加回购时，应及时办理股权转移工商登记，并督促目标公司将其登记在股东名册上；

C.股权转让加回购时，如果证券公司是转让方，应在相关协议中限制受让方的股东权利并设置违约金条款；如果证券公司是投资方，在取得相应股权后应避免行使股东权利。

6. 资产管理业务中的增信措施

1) 业务概述

金融实务中，增信措施有如下内容：

差额补足，一般指在信托、资管产品、基金产品不足以根据交易文件的约定在相应的兑付日支付完毕当期预期收益或应偿还本金时，由融资方作为差额补足义务人，对差额部分承担补足义务的交易安排。主要分为为金融交易安排而提供的权益保障的差额补足以及基于确定的债权债务关系所提供的差额补足，多以协议或单方出具承诺函、确认书为表现形式。

回购，通常的交易模式为证券公司发起设立资产管理计划，以募集的资金购买融资方持有的股权、债权、不动产等特定资产或该等特定资产的收益权，并由融资方或其他第三方在约定期限内，以“资产初始转让价款本金+溢价款”回购该等特定资产或特定资产收益权，并相应提供其他增信措施。

流动性支持，常常是指优先级投资者未得到足够偿付时，流动性支持机构有义务向优先级投资者提供一定的补足支付，来确保优先级投资者的收益更稳定和安全的特别安排。在资产支持证券中，流动性支持表现为由流动性支持机构在基础资产的现金流出现风险时，承担临时短期垫付的义务。

基于创新交易的要求，差额补足协议、回购承诺函、承诺协议书等作为商业交易安排在实践中被大量运用。但鉴于该种增信方式不是典型的担保或付款承诺，亦无法律及行政法规的强制性规定，在资管类信托纠纷发生时，增信措施的性质及各方交易安排能否获得法院支持等问题常常构成主要争议焦点。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
增信文件性质认定	91.【增信文件的性质认定】当事人提供第三方差额补足、到期回购、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施，其内容符合《担保法》第十七条、十八条规定的，人民法院应当认定当事人之间成立保证合同法律关系，并根据《担保法》和担保法司法解释的相关规定，确定当事人的责任承担。不符合《担保法》第十七条、十八条规定的，依当事人合同约定的内容确定相应的责任承担。	91.【增信文件的性质】信托合同之外的当事人提供第三方差额补足、代为履行到期回购义务、流动性支持等类似承诺文件作为增信措施，其内容符合法律关于保证的规定的，人民法院应当认定当事人之间成立保证合同关系。其内容不符合法律关于保证的规定的，依据承诺文件的具体内容确定相应的权利义务关系，并根据案件事实情况确定相应的民事责任。

3) 相关分析

A. 问题一：增信文件的法律定性？

a) 流动性支持

就流动性支持性质认定，《会议纪要》发布前的司法案例中多将其认定为担保或债务加入。

例如，在珠海东方景翌投资管理中心（有限合伙）与中弘卓业集团有限公司等借款合同纠纷案【（2018）京民初 55 号-58 号】中，北京市高级人民法院认为：

“2016 年 9 月 23 日，被告中弘控股公司分别向原告东方景翌和大连银行北京分行作出《承诺函》，均承诺：为目标公司按时、足额支付全部委托贷款本金、利息、罚息、滞纳金、违约金及《人民币委托贷款合同》项下其他应付款提供流动性支持，即被告中弘控股公司将为目标公司筹集资金以保证目标公司按时足额支付前述款项；被告中弘控股公司违反本《承诺函》第一条任何内容的，原告东方景翌与大连银行北京分行有权要求被告中弘控股公司纠正其违反行为、并有权直接向被告中弘控股公司进行追偿、要求被告中弘控股公司代为偿还目标公司在本《承诺函》第一条约定中的应付未付款。……综上所述……判决如下：……五、

被告中弘控股股份有限公司对被告三亚鹿璟实业有限公司的借款本金 14 亿元及利息、罚息、复利（均按照编号：DLQ 京 201609060072《人民币委托贷款合同》约定的利率标准计算，自 2017 年 9 月 21 日起至款项实际付清之日止）承担连带清偿责任。”在该案中差额补足被认定为担保。

在中国工商银行股份有限公司昆明南市区支行与云南上基房地产开发有限公司、云南长基房地产开发有限公司金融借款合同纠纷案【（2018）云民初 30 号】中，云南省高级人民法院认为：“被告长基公司向原告工行南市区支行出具的《承诺函》中，表述为‘在办理展期后不再出现欠息的情况，若上基公司不能按约定偿还贷款本息时，我公司提供资金支持如期归还贷款本息’，在该函中，并没有提供连带责任保证的意思表示，根据《中华人民共和国担保法》第十七条规定：当事人在保证合同中约定，债务人不能履行债务时，由保证人承担保证责任的，为一般保证。一般保证的保证人在主合同纠纷未经审判或者仲裁，并就债务人财产依法强制执行仍不能履行债务前，对债权人可以拒绝承担保证责任。”在该案中流动性支持被认定为担保。

在韩啸与上海连禹工艺制品有限公司、亳州市古都酿酒有限责任公司等民间借贷委托理财合同纠纷案【（2017）沪 0151 民初 5572 号】中，上海市崇明区人民法院认为：“晟果公司向原告出具《流动性支持公开函》，言明若债权受让人发生资金流动性不足的情况，我司承诺提供流动性支持，用于向债权受让人支付投资期间本金和利息。被告晟果公司……向原告出具《流动性支持公开函》言明若债权受让人发生资金流动性不足的情况，其承诺提供资金支持，用于向债权受让人支付本金和收益。该承诺应当视为债的加入，故晟果公司应当承担共同还款责任。”在该案中流动性支持被认定为债务加入。

b) 差额补足

就差额补足性质认定，在《会议纪要》发布前后的司法案例中多将其认定**独立的合同关系**，当事人按照合同约定享有权利并履行义务，其并不构成担保或债务加入。

例如，在《会议纪要》发布后作出判决的安通控股股份有限公司、安康营业信托纠纷案【（2019）最高法民终 1524 号】中，最高人民法院认为：“《差补和受让协议》是双方当事人的真实意思表示，不违反法律、行政法规的强制性规定，合法有效。故安通公司关于案涉《差补和受让协议》是担保合同，属于无效

合同，本案应定性为担保合同纠纷的上诉理由不成立。”在该案中差额补足被**认定独立的合同关系**，当事人按照合同约定享有权利并履行义务，其并不构成担保。

在《会议纪要》发布前的司法实践中人民法院也多持上述观点。例如在深圳市中恒汇志投资有限公司、国金证券股份有限公司合同纠纷案【（2018）最高法民终 667 号】中，最高人民法院认为：“关于案涉《差额补足合同》性质及效力的问题。案涉《资产管理合同》系中安消公司作为委托人，将其设立的员工持股计划委托国金证券公司管理，由浦发银行南京分行作为托管人，三方为规范集合计划运作，明确各方权利义务而签订。其中虽约定了中恒汇志公司与风险级 C 份额委托人共同连带承担补偿责任，但中恒汇志公司未参与《资产管理合同》的签订。在此前提下，中恒汇志公司作为中安消公司的控股股东，又与中安消公司（代员工持股计划）、国金证券公司（代表集合计划）另行签订了《差额补足合同》，明确了中恒汇志公司对集合计划应承担的补偿和补仓等责任。《资产管理合同》《差额补足合同》均系各方当事人的真实意思表示。从合同订立的主体和内容看，两份合同具有关联性，但中恒汇志公司主张其依据《差额补足合同》应承担的差额补足义务属于《担保法》上的保证责任性质，理据不足。”（2019）最高法民终 1524 号民事判决书及（2018）最高法民终 127 号民事判决书中，最高人民法院均持相同的观点。

c) 到期回购

就到期回购的性质认定，在《会议纪要》出台前的司法判例中，不同人民法院的观点有较大的差异，有的人民法院将其认定为担保，有的人民法院将其认定为债务加入，有的人民法院将其认定为独立的合同关系。

例如，在湖南省高速公路管理局、湖南省高速公路建设开发总公司合同纠纷案【（2017）最高法民终 353 号】中，最高人民法院认为：“从《承诺函》载明内容‘若该公司（指宜连公司）出现没有按时履行其到期债务等违反借款合同约定的行为，或者存在危及银行贷款本息偿付的情形，出于保护投资商利益，保障贵行信贷资金安全的目的，我局承诺按《特许经营合同》第 15.6 条之规定全额回购宜连高速公路经营权，以确保化解银行贷款风险，我局所支付款项均先归还贵行贷款本息。’分析，《承诺函》系针对特定的银行贷款出具，并已经清楚表明当宜连公司出现没有按时履行其到期债务等违反借款合同约定的行为，或者存在危及银行贷款本息偿付的情形时，高管局承诺以回购经营权的方式确保招行深圳分行的债权实现。依照担保法第六条关于‘本法所称保证，是指保证人和债权人约

定，当债务人不履行债务时，保证人按照约定履行债务或者承担责任的行为。’及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》（以下简称担保法解释）第二十二条第一款关于‘第三人单方以书面形式向债权人出具担保书，债权人接受且未提出异议的，保证合同成立。’的规定可知，保证人提供保证，目的是为了保证债权能够得到实现。本案中，高管局并非仅对宜连公司清偿债务承担道义上的义务或督促履行之责，其通过出具《承诺函》的形式为自身设定的代为清偿义务的意思表示具体明确，故《承诺函》具有保证担保性质。该《承诺函》被招行深圳分行接受，双方成立保证合同。综上，高管局、高速公路总公司上诉主张《承诺函》仅为道义上的安慰函，缺乏事实及法律依据，不能成立。”在该案中到期回购被认定为担保。

在中建投信托有限责任公司与深圳天信绿能投资控股有限公司、深圳市创建业房地产开发有限公司等合同纠纷案【（2015）浙商初字第15号】中，浙江省高级人民法院认为：“本案《债权远期回购协议》中有‘创建业公司逾期支付本息协议项下债务的，中建投公司有权代表‘中投-创建业单一资金信托’根据《债权转让协议》的约定向创建业公司主张债权’的内容。同时，《债权远期回购协议》还强调了‘在不改变天信绿能与中建投公司之间债权债务关系的前提下……’。可见，按照《债权远期回购协议》，在天信绿能公司不脱离原债的关系的前提下，创建业公司加入到该债的关系当中，与天信绿能公司共同承担债务。中建投公司主张构成并存的债务承担，符合合同约定。”在该案中到期回购被认定为债务加入。

在天津滨海农村商业银行股份有限公司与嘉隆高科实业有限公司、河北融投担保集团有限公司合同纠纷案【（2016）津民初46号】中，天津市高级人民法院认为：“滨海农商行委托国盛公司管理资产，国盛公司在授权范围内与嘉隆高科公司订立的《资产收益权转让合同》、《资产收益权回购合同》，在投资项目期限届满后，滨海农商行与国盛公司、嘉隆高科公司共同签订《金狮259号定向资产管理计划展期操作协议书》，因此，嘉隆高科公司应当知道滨海农商行与国盛公司之间的委托关系，国盛公司与嘉隆高科公司签订的《资产收益权转让合同》、《资产收益权回购合同》及《资产收益权回购合同补充协议》直接约束滨海农商行和嘉隆高科公司。嘉隆高科公司未按期支付回购价款，滨海农商行要求嘉隆高科公司支付全部剩余回购价款的诉讼请求，于法有据，且符合合同约定，本院予以支持。”在该案中到期回购被认定为独立的合同关系。

但值得注意的是，在《会议纪要》发布之后的最高人民法院作出的安通控股股份有限公司、安康营业信托纠纷案【（2019）最高法民终 1524 号】中将到期回购被**认定为独立的合同关系**。在该判决书中最高人民法院认为：“远期受让信托受益权的义务指：郭东泽按照协议约定应当受让安康的信托受益权。若郭东泽已履行完毕差额补足义务，视为支付完毕信托受益权转让价款，则信托终止时，安康将信托受益权转让给郭东泽；若郭东泽未按照协议约定履行差额补足义务，安康有权利要求郭东泽补足差额，受让信托受益权。该协议约定的是郭东泽补足安康年化 13% 的信托收益、支付信托贷款本金和受让安康的信托受益权，而非为仁建公司在案涉合同项下所负债务承担担保责任。《差补和受让协议》是双方当事人的真实意思表示，不违反法律、行政法规的强制性规定，合法有效。故安通公司关于案涉《差补和受让协议》是担保合同，属于无效合同，本案应定性为担保合同纠纷的上诉理由不成立。”

B. 问题二：如何区分债务加入、担保或独立的合同关系？

《会议纪要理解与适用》认为，现有案件中的第三方增信文件均可以归入保证或债务加入两种类型，保留独立的合同关系是为了保持本条规范的开放性。

关于特定的第三方增信文件构成保证还是债务加入，《会议纪要理解与适用》认为应当重点考察以下方面：

“首先，必须坚持文义优先原则。在个案中，判断第三人承诺履行债务之意思表示究系保证抑或债务加入，首先应从第三人出具的承诺函或当事人签订的协议所使用的文字词句出发。如果承诺函或协议明确使用‘保证’或‘债务加入’的措辞，原则上应依其表述进行相应的定性，除非存在足以支持偏离文义进行解释的特别情事，即词句文义优先。

其次，判断第三人愿意承担的债务内容与原债务是否具有同一性。第三人愿意承担的债务内容是具有从属性的债务还是与原债务具有同一性的债务，就成为区分保证和债务加入的重要标准。这种区分可以从两个方面加以把握：一方面，从债务数额来说，保证人往往约定的是承担主债务人不能履行的差额部分，而债务加入的约定数额往往是加入债务时的既有债务，与主债务人嗣后的履行情况没有关系。另一方面，保证范围的约定往往包括了违约金、损害赔偿金和实现债权的费用，而在债务加入中，债务加入人负担债务之范围以加入之时原债务的内容为限，对原债务人的违约责任不予负责。因此，在个案中判断第三人的行为究系

债务加入抑或保证，最重要的是探究第三人的真实意思，以确定其意欲承担的是独立的还是从属的债务。

最后，判断当事人关于义务履行顺位的真实意思。在实践中，如果相关增信文件将第三人履行债务的前提界定为债务人届期‘不能’‘无法’‘无财产’履行债务，此时存在明显的履行顺位，符合《担保法》第十七条关于一般保证的定义，应当认定为一般保证，而不得认定为债务加入。应予以注意的是，《担保法》第十七条规定的‘债务人不能履行债务’与该法第六条规定的‘债务人不履行债务’之间存在着差别，由保证的补充性所决定，即便是连带责任保证的约定，也有以债务人不履行债务作为承担责任前提条件的空间。因此，当增信文件中出现以债务人到期不履行义务作为增信机构履行义务的前提条件约定时，尚不能单独以此约定认定是否构成保证。当然，如果第三人履行债务并不以债务人届期未履行为前提，而是直接表明第三人代替债务人履行，则可以直接认定为债务加入。”

C. 问题三：认定为债务加入、担保或独立合同关系的法律后果有何不同？

就增信合同效力而言，根据《会议纪要》第23条规定，“【债务加入准用担保规则】法定代表人以公司名义与债务人约定加入债务并通知债权人或者向债权人表示愿意加入债务，该约定的效力问题，参照本纪要关于公司为他人提供担保的有关规则处理。”如果被认定为担保或债务加入且未经董事会或股东会决议，则存在合同无效的风险。如果被认定为独立的合同关系，即使未经董事会或股东会决议，亦可被认定有效。

就追偿权而言，法律明确规定，保证人在承担保证责任后，享有对主债务人的追偿权，而债务加入人承担债务后，是否可以向原债务人追偿，现行法律并未作出明确规定，依法理，债务加入人并无追偿权，独立合同关系的增信义务人同样不享有法定追偿权。

4) 应对建议

A. 证券公司接受所有增信文件时都应严格按照审查公司对外担保的要求来审查该类文件，审查方法详见“4. 资产管理业务中的公司对外担保”中的应对建议；

B. 如证券公司无法取得增信方的股东会决议或董事会决议，建议不要依赖该增信文件提供的增信。

● 权益类（非上市公司股权）

1. 股权投资中的对赌协议

1) 业务概述

对赌协议的英文名表述为 Valuation Adjustment Mechanism, 译作估值调整机制, 国内习惯称之为对赌协议。对赌协议本质上是期权其含义是指收购方（包括投资方）与出让方（包括融资方）在达成并购或融资协议时, 对于未来不确定的情况进行一种约定, 在约定的条件成就时, 投资方可以行使约定的权利; 若约定的条件未成就, 融资方则可行使约定的权利。

在实践中, 投资方在投资目标公司时通常选择与目标公司或其股东签订对赌协议, 约定若未达到某一条件时, 投资方有权选择目标公司或其股东收购其持有的全部或部分股权, 或由目标公司或其股东向投资方直接支付一定比例的现金。

随着交易模式多样化和复杂化, 证券公司作为资管产品的受托人或管理人通过设立资管产品开展了大量的股权投资、类股权投资等权益类投资业务。就资管计划而言, 除典型的私人股权投资信托外, 以股权投资方式开展的投资类资管计划均会涉及对赌的安排。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
与目标公司对赌	6. 【与目标公司对赌】 所谓与目标公司对赌, 指的是投资方与目标公司（有时包括目标公司的股东）签订的协议约定, 当目标公司在约定期限内未能实现双方预设的目标时, 由目标公司按照事先约定的方式回购投资方的股权或者向投资方承担现金补偿义务, 或者约定由目标公司的原股东（在投资方入股目标公司后, 也可能仍然是股东, 也可能不是）向目标公	5. 【与目标公司“对赌”】 投资方与目标公司订立的“对赌协议”在不存在法定无效事由的情况下, 目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由, 主张“对赌协议”无效的, 人民法院不予支持, 但投资方主张实际履行的, 人民法院应当审查是否符合公司法关于“股东不得抽逃出资”及股份回购的强制性规定, 判决是否支持其诉讼请求。

司承担现金补偿义务。如该协议不存在其他影响合同效力的事由的，应认定有效。在对赌失败的情形，关于由目标公司的原股东向目标公司承担现金补偿义务的约定，不存在履行的法律障碍，投资方请求履行的，应予支持。但关于由目标公司回购投资方的股权或者向投资方承担现金补偿义务的约定，投资方请求履行的，能否判决强制履行，则要看是否符合《公司法》关于股份回购或者盈利分配等强制性规定。符合强制性规定的，应予支持。不符合强制性规定，存在法律上不能履行的情形的，则应当根据《合同法》第一百一十条的规定，驳回投资方请求履行上述约定的诉讼请求。例如，投资方请求目标公司收购其股权的，而目标公司一旦履行该义务，就会违反《公司法》第七十四条和第一百四十二条的规定。要不违反《公司法》的上述强制性规定，目标公司就必须履行减少公司注册资本的义务。因此，在目标公司没有履行减资义务的情况下，对投资方有关目标公司收购其股权的请求，就不应予以支持。又如，根据《公司法》第一百六十六条第四款的规定，公司只有在弥补亏损和提取公积金后仍有利润的情况下才能进行分配。投资方请求目标公司承担现金补偿义务的，由于投资方已经是目标公司的

投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”或者第142条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。

投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”和第166条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼。

	股东，如无其他法律关系如借款，只能请求公司分配利润。因此，人民法院应当查明目标公司是否有可以分配的利润。只有在目标公司有可以分配的利润的情况下，投资方的诉讼请求才能得到全部或者部分支持。否则，对投资方请求目标公司向其承担现金补偿义务的，不应予以支持。	
--	--	--

3) 相关分析

A. 问题一：对赌协议效力如何认定？

根据资本维持原则，公司在全部存续期间内，都应当保持着与资本额相当的资产。资本维持原则贯穿公司经营的始终，其意旨在于维护公司正常经营的能力、保护债权人利益。现行《公司法》关于抽逃出资、公司回购股权、分配利润等规定便是对资本维持原则的具体体现。

《公司法》第三十五条及第一百四十二条对不得抽逃出资、得回购股权的情形作出了明确规定。第三十五条规定，“公司成立后，股东不得抽逃出资”；第一百四十二条规定，“公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：

（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份用于员工持股计划或者股权激励；（四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份；（五）将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券；（六）上市公司为维护公司价值及股东权益所必需……”。

纵观对赌协议的几种主要类型，除投资方仅与目标公司的股东或实际控制人对赌之外，投资方与目标公司对赌或既与目标公司对赌、又与目标公司的股东对赌均有违反《公司法》第三十五条和第一百四十二条之嫌。由此，对赌协议的效力问题引起了广泛关注。

在讨论甚多的“海富案”中，最高人民法院认为，“海富公司有权从世恒公司处获得补偿，并约定了计算公式。这一约定使得海富公司的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了世恒公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，一审法院、二审法院根据《中华人民共和国公司法》第二十条和《中华人

民共和国中外合资经营企业法》第八条的规定认定《增资协议书》中的这部分条款无效是正确的。”

“海富案”的裁判依据是《公司法》第二十条及《中华人民共和国中外合资经营企业法》（“《中外合资经营企业法》”）第八条。《公司法》第二十条规定：“公司股东应当遵守法律、行政法规和公司章程，依法行使股东权利，不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益；不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益。公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的，应当依法承担赔偿责任。公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任，逃避债务，严重损害公司债权人利益的，应当对公司债务承担连带责任。”

《中外合资经营企业法》第八条规定：“合营企业获得的毛利润，按中华人民共和国税法规定缴纳合营企业所得税后，扣除合营企业章程规定的储备基金、职工奖励及福利基金、企业发展基金，净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配。”这两条的规定集中于对其他股东和公司债权人利益的保护。

细究“海富案”，最高人民法院否定对赌协议效力的根本原因在于投资者取得的固定收益脱离了目标公司的经营业绩，进而损害了公司利益和公司债权人利益，因此违反《公司法》第二十条和《中外合资经营企业法》第八条的规定而无效。该案不涉及回购问题，因此不涉及公司资本的相关制度。

在“海富案”之后，最为业界津津乐道的是江苏省高级人民法院作出的“华工案”判决书。关于股份回购的效力，江苏省高级人民法院认为，“本案中，扬锻公司章程亦对回购本公司股份的例外情形作出了类似的规定，并经股东一致表决同意，该规定对扬锻公司及全体股东均有法律上的约束力。《公司法》第三十七条、第四十六条、第一百七十七条、第一百七十九条，已明确规定了股份有限公司可减少注册资本回购本公司股份的合法途径。如股份有限公司应由公司董事会制定减资方案；股东会作出减资决议；公司编制资产负债表及财产清单；通知债权人并公告，债权人有权要求公司清偿债务或提供担保；办理工商变更登记。扬锻公司履行法定程序，支付股份回购款项，并不违反公司法的强制性规定，亦不会损害公司股东及债权人的利益。”

此外，就回购款项是否侵害其他股东和公司债权人利益的问题，江苏省高级人民法院在“华工案”中认为，“案涉对赌协议约定的股份回购款项的支付不会导致扬锻公司资产的减损，亦不会损害扬锻公司对其他债务人的清偿能力，不会因该义务的履行构成对其他债权人债权实现的障碍。相反，华工公司在向扬锻集团公司注资后，同时具备该公司股东及该公司债权人的双重身份，如允许扬锻公

司及原扬锻集团公司股东违反对赌协议的约定拒绝履行股份回购义务，则不仅损害华工公司作为债权人应享有的合法权益，亦会对华工公司股东及该公司债权人的利益造成侵害，有违商事活动的诚实信用原则及公平原则。案涉对赌协议约定的股份回购条款具备事实上的履行可能。”

在“海富案”与“华工案”之后，对赌协议效力的判定问题引起广泛关注，《会议纪要》亦对此问题作出回应。《会议纪要》中规定：“人民法院在审理‘对赌协议’纠纷案件时，不仅应当适用合同法的相关规定，还应当适用公司法的相关规定；既要坚持鼓励投资方对实体企业特别是科技创新企业投资原则，从而在一定程度上缓解企业融资难问题，又要贯彻资本维持原则和保护债权人合法权益原则，依法平衡投资方、公司债权人、公司之间的利益。对于投资方与目标公司的股东或者实际控制人订立的‘对赌协议’，如无其他无效事由，认定有效并支持实际履行，实践中并无争议”；“投资方与目标公司订立的‘对赌协议’在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张‘对赌协议’无效的，人民法院不予支持。”

关于对赌协议效力的认定，似乎各界一直都在寻找一个平衡投资方、公司债权人、公司这三方利益的平衡点。对公司而言，维持资本是对赌协议效力纠纷案件中的至上利益。

《会议纪要》对于对赌协议的效力问题并未一刀切，其明确了要将资本维持原则作为判定对赌协议效力的重要考虑因素，并不以对赌协议的主体是否包含公司来径行判断。

B. 问题二：目标公司履行减资程序是否具有可诉性？

为了正确处理股东和目标公司债权人利益的冲突问题，纪要规定，投资方请求目标公司回购其股份的，必须是在目标公司已经履行减少公司注册资本程序以保护债权人利益的情况下，其请求才能全部或者部分得到实现。问题是，在双方发生纠纷的情况下，如果目标公司不履行这一程序，投资方是否可以通过起诉的方式判决目标公司履行呢？这一问题在纪要起草过程就已经注意到了。一种观点认为，在投资方与目标公司签订对赌协议时，目标公司就同意在对赌失败时，回购投资方的股权。而按照《公司法》第 142 条的规定，目标公司要回购股东的股权，必须履行减资程序。故可以这样解释，即目标公司股东会是为履行对赌协议而减资的。在此前提下，投资方可以向人民法院起诉请求目标公司履行减资程序。另一种观点则认为，公司减资程序属于公司自治事项，司法不宜介入。即使介入，也不能强制执行，社会效果不好。

综合各种因素反复考虑,《会议纪要理解与适用》认为,司法不介入为宜,即投资人不可起诉要求公司履行减资程序。

C. 问题三:目标公司没有按照约定定向增资是否具有可诉性?

如前所述,在目标公司对赌失败的情况下,如果协议约定目标公司应当为投资方定向增资,但目标公司不履行该约定,投资方可否向法院起诉,请求目标公司履行该义务?

《会议纪要理解与适用》认为,该事项属于公司自治事项,法院不宜介入。因为即使判决强制履行,如果公司不履行相关的增资程序,那该判决也得不到履行,也不能强制履行或者代替履行,故司法不宜介入。

D. 问题四:今后有利润时投资方是否还可以起诉?

《会议纪要理解与适用》认为,一旦目标公司有可以分配的利润,投资方可以另行起诉。

4) 应对建议

证券公司作为投资方时应尽量避免直接与目标公司签订对赌协议,而将对赌的对象选择为公司股东,并提供由其他主体提供相应的担保。

(四) 证券公司的不良资产处置

1. 不良资产处置中的以物抵债

1) 业务流程

鉴于近年来资管业务处于新兴发展的前期,很多从事金融资管业务的信托、券商等在面临违约、逾期等情况下处置、清算、退出的工具较少、策略单一、主动管理能力不足。在此情况下,以物抵债也成为证券公司底层不良资产处置中的重要方式。

以物抵债本身并非严格的法律术语,债权人与债务人之间存在金钱债务,有时双方约定以特定物替代原金钱债务的清偿,实务上将该种替代履行债务的方式称为以物抵债。在我国《合同法》并未规定代物清偿、新债清偿以及债务更新等制度的情况下,只能通过对合同的解释,揭示蕴含在以物抵债协议中的当事人的真实意思表示,来具体确定协议的性质和效力。

出于禁止流质（或流押）以及利益衡量的考虑，本次《会议纪要》中，最高人民法院将以物抵债区分为履行期届满后达成的以物抵债以及履行期届满前达成的以物抵债，对以物抵债进行类型化分析。

2) 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
履行期届满后达成的以物抵债协议	41.【履行期届满后达成的以物抵债】当事人在债务履行期限届满后达成以物抵债协议，抵债物尚未交付债权人，债权人请求交付抵债物或者办理权属变更登记，以物抵债协议不存在合同无效事由的，人民法院应予支持。人民法院在审查以物抵债协议效力时，要注重审查是否存在恶意损害第三人合法权益等情形，避免虚假诉讼的发生。 43.【诉讼中达成的以物抵债】当事人在诉讼中达成以物抵债协议，人民法院应当建议当事人申请撤诉。当事人不申请撤诉，要求法院制作调解书的，人民法院不予支持，并对当事人之间的债权债务关系继续审理。	44.【履行期届满后达成的以物抵债协议】当事人在债务履行期限届满后达成以物抵债协议，抵债物尚未交付债权人，债权人请求债务人交付的，人民法院要着重审查以物抵债协议是否存在恶意损害第三人合法权益等情形，避免虚假诉讼的发生。经审查，不存在以上情况，且无其他无效事由的，人民法院依法予以支持。 当事人在一审程序中因达成以物抵债协议申请撤回起诉的，人民法院可予准许。当事人在二审程序中申请撤回上诉的，人民法院应当告知其申请撤回起诉。当事人申请撤回起诉，经审查不损害国家利益、社会公共利益、他人合法权益的，人民法院可予准许。当事人不申请撤回起诉，请求人民法院出具调解书对以物抵债协议予以确认的，因债务人完全可以立即履行该协议，没有必要由人民法院出具调解书，故人民法院不应准许，同时应当继续对原债权债务关系进行审理。

类别	征求意见稿	正式稿
履行期届满前达成的以物抵债协议	42.【履行期届满前达成的以物抵债】当事人在债务履行期届满前达成以物抵债协议，抵债物尚未交付债权人，债权人请求债务人交付抵债物或者办理权属变更登记的，人民法院应当向其释明，告知其根据原债权债务关系提起诉讼。经释明后当事人仍拒绝变更诉讼请求的，可以驳回其诉讼请求。 抵债物已经交付债权人或者已经办理权属变更登记的，以物抵债协议性质上属于让与担保，可以参照《物权法》抵押权或者质权实现的相关规定处理。	45.【履行期届满前达成的以物抵债协议】当事人在债务履行期届满前达成以物抵债协议，抵债物尚未交付债权人，债权人请求债务人交付的，因此种情况不同于本纪要第71条规定的让与担保，人民法院应当向其释明，其应当根据原债权债务关系提起诉讼。经释明后当事人仍拒绝变更诉讼请求的，应当驳回其诉讼请求，但不影响其根据原债权债务关系另行提起诉讼。

3) 相关分析

A. 问题一：履行期限届满之后达成的以物抵债协议，效力如何认定？

a) 以物抵债协议的性质

《会议纪要》发布前，司法实践中存在对以物抵债协议性质的争议，即，以物抵债协议属于诺成合同还是实践合同，若认定以物抵债为实践合同，则除意思表示一致外，尚需实际交付标的物才能成立。若认定以物抵债为诺成合同，则不需实际交付标的物合同便能成立。从《会议纪要》第44条第一款规定的表述来看，最高人民法院将以物抵债协议确定为诺成合同。同时，在《会议纪要理解与适用》中更是对以物抵债定性为诺成合同作出了肯定。

这一司法观点，在最高人民法院之前作出的判决中有体现，在通州建总集团有限公司与内蒙古兴华房地产有限责任公司建设工程施工合同纠纷案【（2016）最高法民终484号】中，最高人民法院认为：“首先，以物抵债，系债务清偿的

方式之一，是当事人之间对于如何清偿债务作出的安排，故对以物抵债协议的效力、履行等问题的认定，应以尊重当事人的意思自治为基本原则。一般而言，除当事人明确约定外，当事人于债务清偿期届满后签订的以物抵债协议，并不以债权人现实地受领抵债物，或取得抵债物所有权、使用权等财产权利，为成立或生效要件。只要双方当事人的意思表示真实，合同内容不违反法律、行政法规的强制性规定，合同即为有效。本案中，兴华公司与通州建总呼和浩特分公司第二工程处2012年1月13日签订的《房屋抵顶工程款协议书》，是双方当事人的真实意思表示，不存在违反法律、行政法规规定的情形，故该协议书有效。”

债权人请求法院确认抵债物所有权，能否得到支持？《会议纪要》并未规定如果债权人请求法院确认抵债物所有权的情况下法院应如何作出裁判。根据《物权法》相关规定，动产需要完成交付、不动产需要办理产权变更登记才能完成所有权转移，当事人并不能仅凭借以物抵债而享有所有权。这一观点在《会议纪要理解与适用》中得到了确认。

B. 问题二：履行期限届满前的以物抵债协议效力如何？

《物权法》第一百八十六条、第二百一十一条明令禁止抵押权人或质权人在债务履行期限届满前与抵押人或出质人约定债务人不履行债务时担保财产归债权人所有，以避免债权人乘债务人之急迫而滥用其优势地位，通过压低担保物价值的方式获取暴利。物权法关于禁止流押或流质的规定，意味着在履行期限届满前有关债务人不能履行债时抵债物就归属于债权人的约定，因违反禁止流质或流押的规定而无效。

值得注意的是，根据《会议纪要理解与适用》，流押或流质条款无效，并不意味着整个以物抵债协议都无效。

同时，如果将履行期限届满前的以物抵债协议认定为是一种担保，则抵债物是否完成相应的公示就至关重要。

对于尚未完成公示，即动产尚未交付、不动产尚未完成权属变更的。根据《会议纪要理解与适用》，鉴于以物抵债在性质和功能上与买卖合同类似，双方签订以物抵债协议，类似于签订买卖合同作为原金钱债务的担保，故此时可以参照适用《民间借贷司法解释》第24条的规定来处理；据此，所谓的买卖合同实质上是借款合同的担保，法院应当按照民间借贷关系来审理，而不应按照所谓买卖合同来审理，从而明确了审理对象；二是买卖合同既然本质上属于担保，则出借人

不得请求实际履行买卖合同，只能请求变价，从而较好地平衡了双方的权利义务关系；三是作为担保的买卖合同因未经公示，不具有物权效力，所以债权人不能对价款优先受偿。总之，此时作为履行依据的仍然是原债，以物抵债协议仅是作为债权性质的担保，债权人并无优先受偿效力，较之于新债清偿，可以较好地平衡双方当事人的利益。

对于已经完成公示，即动产已经交付债权人、不动产已经完成登记的，构成让与担保，应当参照《会议纪要》第 71 条“让与担保”的相关规定处理。

值得注意的是，当事人在债务履行期限届满前约定，债务人不履行债务时，债权人以约定的价格取得担保财产，此种约定是否属于流质或流押条款？《会议纪要理解与适用》认为，折价作为担保物权实现的方式，原则上须是债务已届履行期限时对抵押物的折价，以缔约时的价格取得抵债物，本质上就是流质或流押条款，依法应当认定无效。

C. 问题三：履行期届满后以物抵债协议产生的新债与旧债的关系？

如果抵债物已经交付债权人的，类似于传统民法的代物清偿，自以物抵债有效成立之日起，新旧两债均归于消灭，债权人同时取得抵债物的所有权。但若抵债物未交付债权人，应如何处理新债与旧债的关系？

在前文所提到的通州建总集团有限公司与内蒙古兴华房地产有限责任公司建设工程施工合同纠纷案【（2016）最高法民终 484 号】中，最高人民法院便已经作出判断：“其次，当事人于债务清偿期届满后达成的以物抵债协议，可能构成债的更改，即成立新债务，同时消灭旧债务；亦可能属于新债清偿，即成立新债务，与旧债务并存。基于保护债权的理念，债的更改一般需有当事人明确消灭旧债的合意，否则，当事人于债务清偿期届满后达成的以物抵债协议，性质一般应为新债清偿。换言之，债务清偿期届满后，债权人与债务人所签订的以物抵债协议，如未约定消灭原有的金钱给付债务，应认定系双方当事人另行增加一种清偿债务的履行方式，而非原金钱给付债务的消灭。本案中，双方当事人签订了《房屋抵顶工程款协议书》，但并未约定因此而消灭相应金额的工程款债务，故该协议在性质上应属于新债清偿协议。再次，所谓清偿，是指依照债之本旨实现债务内容的给付行为，其本意在于按约履行。若债务人未实际履行以物抵债协议，则债权人与债务人之间的旧债务并未消灭。也就是说，在新债清偿，旧债务于新债务履行之前不消灭，旧债务和新债务处于衔接并存的状态；在新债务合法有效并

得以履行完毕后，因完成了债务清偿义务，旧债务才归于消灭。”换言之，该份判决书认为抵债物未付债权人的情况下则应认定新旧债同时存在。

《会议纪要理解与适用》对上述观点进行了确认，并进一步说明：“在新债清偿中，新债作为履行旧债的方法，债权人原则上应当先请求履行新债。债务人不履行新债的，债权人既可以根据新债主张继续履行、违约责任，也可以恢复旧债的履行。”

D. 问题四：履行期届满前的以物抵债协议与让与担保之间关系是什么？

《会议纪要》第 45 条规定履行期限届满前达成的以物抵债协议，抵债物尚未交付债权人不属于让与担保，此种情况下，最高人民法院的倾向意见是参照《民间借贷司法解释》第 24 条处理，一是根据原债权债务关系处理。债权人请求债务人交付抵债物或者办理权属变更登记的，法院应当向其释明，告知其根据原债权债务关系提起诉讼。经释明后当事人仍拒绝变更诉讼请求的，可以驳回其诉讼请求。二是可在执行程序中拍卖抵债物，但并无优先受偿权。

但对于抵债物已交付债权人的以物抵债协议是否构成让与担保，《会议纪要》第 45 条并未对此作出规定，在《会议纪要》征求意见稿中曾规定：“抵债物已经交付债权人或者已经办理权属变更登记的，以物抵债协议性质上属于让与担保，可以参照《物权法》抵押权或者质权实现的相关规定处理。”但正式稿中将该规定删除。对此，在《会议纪要理解与适用》一书中写明：“如果当事人有明确的抛弃期限利益的意思，则不再适用本条规定，而应适用前一条有关履行期限届满后签订的以物抵债协议的相关规则。反之，只要当事人没有明确的抛弃期限利益的意思，则将以物抵债解释为一种担保，既能平衡双方利益，也不违背当事人的真实意思表示。”

4) 应对建议

A. 证券公司在进行交易结构或者投资文件设计时，不宜提前约定违约后的以物抵债条款；

B. 实务中，证券公司作为债权人在处理不良资产时，往往需要签订以物抵债协议。协议签署过程中，债权人与债务人应在以物抵债协议中明确新债及旧债同时存在，若债务人不履行新债务，债权人仍有权要求债务人履行旧债；

C. 如果在原债权履行期限届满前订立的以物抵债协议，双方应尽早完成公示（动产完成交付，不动产进行变更登记）；

D. 如果证券公司与对方当事人在诉讼中达成以物抵债协议，依据《会议纪要理解与适用》，鉴于法院难以审查该协议是否存在恶意串通损害他人合法权益的情形，法院通常不会出具调解书予以确认，对此证券公司应当有充分的预期；

E. 若抵债物已被证券公司首封，证券公司与对方当事人履行以物抵债协议时，应当格外注意抵债物被解除首封后不能过户的风险，在解除首封前务必查清抵债物是否存在轮候查封，通过多种方式（如约定违约金或让债务人提供额外增信）确保债务人配合过户，此外应协调好法院执行（保全）法官、登记机关和对方当事人的时间，争取在最短时间内完成解封和过户；

F. 有关双方在执行中达成的以物抵债协议，依据《最高人民法院关于执行和解若干问题的规定》第六条，当事人达成以物抵债执行和解协议的，法院不得依据该协议作出以物抵债裁定。对此，证券公司应予以充分重视。

三.《会议纪要》与证券监管规定

1. 相关条文

类别	征求意见稿	正式稿
违反规章的合同效力	29.【违反公共秩序无效】违反规章、监管政策等规范性文件的合同，不应认定无效。违反规章、监管政策同时导致违反公共秩序的，人民法院应当认定合同无效。人民法院在认定是否违反公共秩序时，可以从规范内容、监管强度以及法律后果等方面进行考量，并在裁判文书中进行充分说理。	31.【违反规章的合同效力】违反规章一般情况下不影响合同效力，但该规章的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，应当认定合同无效。人民法院在认定规章是否涉及公序良俗时，要在考察规范对象基础上，兼顾监管强度、交易安全保护以及社会影响等方面进行慎重考量，并在裁判文书中进行充分说理。

2. 相关分析

A. 问题一：违反《资管新规》是否会导致合同无效？

针对法院对于《资管新规》的引用和适用情况，我们以“关于规范金融机构资产管理业务的指导意见”为关键词，在各大裁判文书数据库中检索，共计有16份资管纠纷类的裁判文书，所涉地域包括北京市、上海市、辽宁省、湖北省、江苏省，审判级别从基层人民法院到最高人民法院都有，其中有4份最高人民法院的裁判文书。

总结案例来看，有以下几种类型：

(1) 在(2018)鄂01民初5009号、(2017)沪01民初595号、(2018)苏0402民初5231号、(2018)鄂0192民初3534号案件中，上海市第一中级人民法院等法院认为，根据《资管新规》第八条第二款第(九)项规定来判断资管产品的管理人是否具有诉讼资格，第八条第二款第(九)项规定，金融机构应当履行的管理人职责包括以管理人名义，代表投资者利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为；

(2) 在(2017)最高法民终478号、(2015)民二终字第393号、(2015)民二终字第401号、(2016)最高法民终215号案件中，最高人民法院等法院适用第二十九条对于存量通道业务根据“新老划断”原则来认定相关合同有效；

(3) 在(2018)京03民初461号案件中，北京市第三中级人民法院适用第十条来确定私募产品的投资范围，认为股权收益权符合私募投资基金的投资范围要求，从而否认了“名为股权收益权转让及回购，实为企业间借贷”的说法；

(4) 在(2018)沪0115民初78129号案件中，上海市浦东新区人民法院适用第八条第二款第(三)项规定，认为从文字理解，分别管理、分别记账的对象是金融机构所管理的不同产品。单独建账、独立核算的对象是资产管理计划，而非资产管理计划的各委托人；

(5) 在(2018)沪0116民初7904号、(2018)沪0116民初7909号案件中，上海市金山区人民法院从适用范围角度解读《资管新规》，认为其适用对象是金融机构，非金融机构不适用资管新规的规定；

(6) 在(2019)辽民终 517 号、(2019)辽民终 516 号案件中,辽宁省高级人民法院针对违反《资管新规》不是被认为是合同无效的依据,认为《资管新规》不是法律、行政法规。

从以上案件看出,最高人民法院鲜有对“结构化”“保底”“刚兑”“杠杆”“优先与劣后”等实质问题来适用《资管新规》的情况。例如,在很多机构所谓的《资管新规》第一案——北京北大高科技产业投资有限公司、光大兴陇信托有限责任公司借款合同纠纷案【(2015)民二终字第 401 号】中,最高人民法院认为:“商业银行应还原其业务实质进行风险管控,不得利用信托通道掩盖风险实质,将表内资产虚假出表;信托公司应确保信托目的合法合规,不得为委托方银行规避监管规定或第三方机构违法违规提供通道服务。但本案所涉信托贷款发生在 2011 年,属上述金融监管政策实施前的存量银信通道业务。对于此类存量业务,中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局于 2018 年 4 月 27 日联合发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发【2018】106 号)第二十九规定,为减少存量风险,按照‘新老划断’原则设置过渡期,过渡期设至 2020 年底,确保平稳过渡。据此,本院认为,北大高科公司所提案涉信托借款合同系商业银行为规避正规银行贷款而借助信托渠道谋取高息并构成以合法形式掩盖非法目的的上诉理由,没有法律依据。案涉《单一资金信托合同》和《信托资金借款合同》系各方当事人的真实意思表示,且不违反法律、行政法规的强制性规定,本院对北大高科公司有关合同无效的上诉请求,依法不予支持。”

由上可见,在《资管新规》施行的一年多,看似已经出现了很多相关案件,但司法机关实际上仅仅只针对“新老划断”的问题给出了详细的分析,也有法院并不认为《资管新规》可以作为合同效力判断的依据,因违反《资管新规》的实质性内容所引发的民事责任的判断,似乎实际尚未经受法院的检验。

事实上,早在 2007 年的最高人民法院全国民商事审判工作会议上,当时的最高人民法院副院长就在题为“《充分发挥民商事审判职能作用为构建社会主义和谐社会提供司法保障》”的讲话中指出,“人民法院只能依据全国人大及其常委会制定的法律和国务院制定的行政法规认定合同无效,而不能直接援引地方性法规和行政规章作为判断合同无效的依据。如果违反地方性法规或者行政规章将导致损害社会公共利益,则可以根据合同法第五十二条第(四)项的规定,以损害公共利益为由确认合同无效。”

司法实践中，法院在判断委托理财协议中的保底条款效力时实际上援引的就是损害公共利益【如（2010）民提字第153号、（2017）湘民再548号、（2015）闽民提字第238号】。在这些案例中，只要符合保本金或者保收益的特征，就可能被认定为保底承诺。法院通常认为保底承诺违反了民法的公平原则和金融市场规则，使民事权利失衡，从而引用《合同法》第5条“当事人应当遵循公平原则确定各方的权利和义务”，否定保底条款的效力。

从《会议纪要》来看，第31条对“金融安全、市场秩序”“监管强度、交易安全保护以及社会影响”的强调，其实是给《资管新规》这一类效力层级低但很重要并影响金融安全的规章找到了适用的出口，避免了案件中对《资管新规》效力地位“违规不等于违法”的质疑，所以《会议纪要》的该条从整体上将改变今后有关违背《资管新规》等规章而产生的效力裁判审判思路。

《会议纪要》第31条实际上是规定了何种强制规定可以构成违反公序良俗，《会议纪要》及《会议纪要理解与适用》明确了标准，即从监管的强度、交易安全保护以及社会影响等方面进行法益衡量。

B. 问题二：违反其他证券监管规章是否导致合同无效？

在该条中，最高人民法院从法益衡量的角度为违反金融类监管规章导致合同无效提供了适用的可能性，对于《资管新规》如此，对于其他金融业监管规章亦是如此。

该条的思路在最高人民法院之前的案例中已初见端倪。例如，在福建伟杰投资有限公司、福州天策实业有限公司营业信托纠纷案【（2017）最高法民终529号】中，最高人民法院认为：“天策公司、伟杰公司签订的《信托持股协议》内容，明显违反中国保险监督管理委员会制定的《保险公司股权管理办法》第八条关于‘任何单位或者个人不得委托他人或者接受他人委托持有保险公司的股权’的规定，对该《信托持股协议》的效力审查，应从《保险公司股权管理办法》禁止代持保险公司股权规定的规范目的、内容实质，以及实践中允许代持保险公司股权可能出现的危害后果进行综合分析认定。……综上可见，违反中国保险监督管理委员会《保险公司股权管理办法》有关禁止代持保险公司股权规定的行为，在一定程度上具有与直接违反《中华人民共和国保险法》等法律、行政法规一样的法律后果，同时还将出现破坏国家金融管理秩序、损害包括众多保险法律关系主体在内的社会公共利益的危害后果。故依照《中华人民共和国合同法》第五十

二条第四项等规定，本案天策公司、伟杰公司之间签订的《信托持股协议》应认定为无效。……”

同样在上海佳晔裴清股权投资基金管理有限公司诉周文豪委托理财合同纠纷案【（2018）沪 01 民终 13348 号】中上海市第一中级人民法院认为：“尽管前述中国证监会官员的讲话并非法律法规，但该文明确叫停了‘伞形信托’的融资融券业务，且从此后中国证监会发布的相关公告来看，确实也对‘伞形信托’业务予以了规制。因此，作为专业基金管理公司的上诉人，在前述《中国证监会通报证券公司融资融券业务开展情况》已在中国证监会官网公布的情况下，仍与周文豪签订具有相关内容的《委托投资管理协议》，明显违背金融监督管理部门的文件精神，且具有规避国家对证券市场和私募基金运作行为的监管之目的，有悖于稳健有序的证券市场监管秩序，有损国家利益和社会公共利益，应属无效。”

（2016）粤 0391 民初 2273 号民事判决书及（2018）沪 0105 民初 11689 号民事判决书中也持有同样观点。

《会议纪要》公布后，最高人民法院在考察违反金融领域的规章是否构成违背公序良俗而导致合同无效时，同样通常会考量规范对象、交易安全保护、监管强度以及社会影响等法益，以最终认定合同效力。

3. 应对建议

《会议纪要》对《资管新规》等金融规章及政策的肯定释放了行政监管强化的信号，证券公司需及时梳理现有业务的合规性，同时为即将到来的精细化监管及时规划业务方向，在寻找新的增长点时也应未雨绸缪；在已经开展和即将开展的业务中综合考量规范对象、交易安全保护、监管强度以及社会影响等法益，加深对监管重点和国家金融政策的理解，防止因违反监管规定违背公序良俗在司法层面导致合同无效。

*免责声明：

本材料不应以任何形式被视为法律意见或建议。如有疑问或希望获取更多信息，请联系有关作者。

致力于成为最受认可的专业律师事务所
To Be the Most Recognized Prestigious Law Firm

资本市场 | 跨境投融资 | 公司业务 | 合规业务 | 知识产权 | 建筑工程与房地产 | 反垄断 | 金融衍生品 | 争议解决



承卓越·敬不凡



北京市东城区东长安街1号东方广场E2座2107-2112室 邮编 100738
Office Tower E2 Oriental Plaza, No. 1 East Chang An Avenue, Beijing
T +86 10 8587 0068 F +86 10 8587 0079

www.chancebridge.com