



争议解决法律评述
2018年6月

上海
上海市银城中路68号
时代金融中心19和16楼
邮编: 200120
电话: +86 21 3135 8666
传真: +86 21 3135 8600

SHANGHAI
19/F&16/F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京
北京市建国门北大街8号
华润大厦4楼
邮编: 100005
电话: +86 10 8519 2266
传真: +86 10 8519 2929

BEIJING
4/F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

香港
香港中环皇后大道中5号
衡怡大厦27楼
电话: +852 2969 5300
传真: +852 2997 3385

HONG KONG
27/F, Henley Building
5 Queen's Road Central
Central, Hong Kong
T: +852 2969 5300
F: +852 2997 3385

伦敦
1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

LONDON
1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

www.llinkslaw.com

master@llinkslaw.com

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

作者：杨培明 | 安冬

- 资管纠纷是投资者提起的以资产管理人履行职责是否符合资产管理合同约定、是否符合行政监管要求为核心的诉讼/仲裁案件。
- 资产管理行业的野蛮生长、动荡的股市、不景气的实体经济都造成了资管纠纷数量激增。
- 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(“《资管新规》”)旨在“打破刚兑”(第19条),明确资产管理人职责(第8条),必然导致资管纠纷数量进一步增加。

01

- 我们从过去主办的近百起资管纠纷的代理和咨询项目中总结了资管纠纷的常见争议焦点,并根据资管计划的不同阶段进行了分类。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请与下列人员联系:

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

免责声明: 本出版物仅代表作者本人观点,不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

- ▶ 个人和机构投资者提起的资管纠纷中关注的争议焦点明显不同，**普通个人投资者的焦点往往集中在销售阶段；而机构投资者或具有证券投资专业知识的专业个人投资者**(尤其是还可以配资时，常有投资顾问实际控制人作为劣后的资产管理计划)**往往将争议焦点集中在产品管理等专业性更高的问题。**这一情况和司法机关就销售阶段问题对于普通个人投资者的大力保护密不可分。

02

- ▶ 我们进一步将产品销售阶段问题和产品管理阶段问题引发的案件和常见争议焦点出现的概率进行统计。
- ▶ 统计的样本仅以我们处理的案件为限，虽有不全面之处，但至少反映了在资产管理业务中究竟哪**些问题是最常引起争议的。**

03

不是所有的投资者都会翻开资管合同咬文嚼字，但是“**谁卖亏钱的理财产品给我，我就找谁算账**”的思路却是所有普通个人投资者都可以想到的，所以在普通个人投资者提起的资管纠纷中，销售机构永远是首当其冲的，可想而知销售机构经常会面对投资人拉横幅、静坐抗议的状况。

那么碰到这样的情况，**资产管理人应该怎么办呢**？同样是销售机构，直销和代销的模式中实际办理销售的机构不同，自然资管纠纷的走向、应对策略也完全不同：

- ▶ 如果是代销模式，**资产管理人利用资管合同中约定的仲裁条款或管辖协议，可以请求法院驳回原告对自身提起的诉讼，进而避免承担不利后果。**
- ▶ 资产管理人主动避战的策略，我们在大量公募基金案件中屡试不爽，但《资管新规》再次提出“**金融消费者权益保护**”概念后(前言部分)，因为资管合同的约定被认定为格式条款所引发的风险始终不容

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

忽视。关于格式合同的解读可见本所法律评述《[你想不到的后果——如果资产管理合同被视为格式条款](#)》虽然现在普通个人投资者都爱找销售机构麻烦，但在法律上投资者无视代销机构在销售阶段的过错，直接就资管合同提起诉讼/仲裁追究资产管理人的责任并非没有可能性。所以，就算是找人代销，管理人也别以为自己可以高枕无忧，投资者不找你麻烦，自然还会有别人来找你麻烦。

04

“买理财产品的时候说好保本保收益的，为什么最后亏钱了?!我明明说的是想买不会赔钱的产品，为什么最后亏钱了?!”

销售阶段最常见的争议焦点本质上都和投资者对理财产品风险认知不够，到现在还觉得买理财不会亏钱密不可分，妥善处理这类纠纷既是为了避免承担不必要的损失，更是投资者教育最好的形式之一。

➤ **违规承诺:** 通俗来说，就是销售人员向投资者承诺产品保本保收益。

所有资管纠纷中的违规或违约行为中，销售阶段的问题是容易引起最严重后果的。“违规承诺”虽然是最常见的问题，但**投资者往往没有证据证明销售人员承诺了“保本保收益”，因此实践中因为这个问题败诉的案例并不常见。**

➤ **销售适用性:** 即指投资人是否为产品的合格投资人，产品风险是否与其风险偏好和风险承受能力相符

“违规承诺”虽然投资人败诉的多，但管理人因为“销售适用性”承担赔偿责任的案例却不在少数，并且一旦被认定“销售适用性”存在过错，仅以上海地区的司法实践为例，**从对投资损失负全责到和投资者三七开不等**，变化范围之大，法院自由裁量权之大均令人难以忽视“销售适用性”的问题。

显然，“销售适用性”出现过错很大可能要承担赔偿责任，但是!管理人也不能坐以待毙!实践中不乏胡乱勾选风险测试问卷的投资者，因此从投资者过往的投资经验、投资的风险偏好和风险承受能力出发，**举证投资者在评测时存在不实陈述，是证明不违反“销售适用性”或者降低裁判者对投资者同情心的重要手段。**

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

《资管新规》的影响

《资管新规》在涉及“销售适用性”时不知有意无意使用了“禁止欺诈或者误导投资者购买与其风险承担能力不匹配的资产管理产品”的表述。言者无意，听者有心，该等规定是否意味着违反“销售适用性”可以适用《合同法》第五十四条而撤销资管合同？如果资管合同真的被部分投资者撤销，资管计划是否还可以存续，原本的结构化安排是否有可能受到影响。牵一发而动全身，在《资管新规》的提示下，投资者很可能打破基于有效的资管合同就损失寻求赔偿的固有思路，而是从根本上否定资管合同的约束力，这对于资产管理人而言是很不利的。

05

《资管新规》的影响

什么！监管机构在周五发布新规了？

什么！昨天还合规的资管计划突然不合规了？过渡期有多久，该怎么办？

仅以出现概率而言，监管政策变化不是最常见的争议焦点，但绝对是资产管理人最“头痛”的问题，监管政策变化从不由人，但随之而来的潜在纠纷却无法忽视。一方面是来自监管的压力，不得不从，另一方面是违反合同约定可能导致的赔偿责任，实在“进退两难”。《资管新规》后，如何应对监管政策变化带来的潜在纠纷是资产管理人的重大课题，我们在本页中特别总结了司法机关在资管纠纷中对“监管政策变化”问题的裁判思路。

- ▶ 监管政策变化通常都体现在部门规章和自律规则，不会直接导致合同无效。《资管新规》虽由国务院多部门联合颁布，但位阶仍属部门规章，因此即便不考虑过渡期的问题，《资管新规》也不会当然导致资管合同无效。近日，最高人民法院公布了一起利用“损害社会公共利益”将违反部门规章的股权代持协议认定为无效的案例，导致《资管新规》颁布后人心惶惶。但是对金融机构的股东的监管乃是金融监管之基石，而《资管新规》所规制的资产管理业务尚未达到这样的高度，故仅因此就认为违反《资管新规》会导致合同无效，为时尚早。

免责声明：本出版物仅代表作者本人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

关于违反《资管新规》是否会导致合同无效的解读可见本所法律评述《[违规即违法? 最高院可没这么“说!”](#)》

- 既然监管政策的变化不会导致合同无效，就意味着资产管理人仍然有履行合同之义务。

我们曾遇到过遵循“清理配资”的要求整改资管计划，关闭投顾指令权最终承担赔偿责任的案例，所以如果仅以遵循《资管纠纷》规定为由不履行合同义务，同样也有承担违约责任的风险。

为了应对政策变化给资管合同履行带来的不确定性，在合同中将“资产管理人或/和资产托管人按照监管机构的规定或当时有效的法律法规、本合同约定的作为或不作为而造成的损失等”约定为免责事项是极有必要的。

- 都说“法不溯及既往”，监管机构通常不会翻旧账根据新规将在前成立的资管计划认定为违规，但司法机关却不是这样的观点。司法机关将监管政策变化分为两种情况，一种情况是创设了新的规则，如原本合规的行为被新规认定为违规；另一种情况是，旧规没有就某些问题是否合规作出明确规定，存在“灰色地带”，而新规则明确了“灰色地带”属于违规。前者适用“法不溯及既往”，后者则会依据新规认定不合规。

我们就曾经遇到过根据《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》中对于杠杆比例计算的规定，认定在前设立的资管计划超杠杆比例的案例。

《资管新规》虽名为“新规”，但究竟哪些是全新创设的监管要求，哪些仅仅是对旧有规定的明确，仍需根据个案情况进行分析。

- 监管政策变化对于资管计划的影响还不止于“合规问题”，很多监管规定的变化会导致资管合同履行产生障碍。比如《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》就给定增基金的资产变现出了难题。

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

开放期到了，但底层资产仍然无法变现，如何向投资者交待。更极端的情况，还有很多“突发事件”也会影响合同履行。

例如我们就曾经处理过股票变现时遇到熔断，结果导致损失扩大；下达投资建议时遇到停电断网产生损失引发的极端案例。

考虑到司法机关对“不可抗力”的认定较为谨慎，所以在这样的案件中，尽早和投资者沟通，寻求谅解，达成补充协议才是上上策。

06

投资者：管理人在管理产品时绝对有“猫腻”，我对于产品运作的情况一无所知，要求管理提供投资明细和交易明细，自证清白!!

裁判者：这些文件都掌握在你们管理人手上，是否配合提供你们自己看着办，但是要承担举证不力的后果!!

这样的对话经常发生在资管纠纷的开庭审理过程中，谈到产品管理，绝对没有比“报告义务”和“投资者知情权”的问题更高频次出现在资管纠纷中的。发生损失后，大半投资者都会认为资产管理人没有及时告知损失影响了他们的投资决定(即便这根本是个封闭的产品)；或是认为资产管理人有“猫腻”要求行使知情权，要求提供交易明细、投资明细和关于底层资产的种种资料，势要把资产管理计划亏钱的原因翻个底朝天。这些问题看似小事，但是否应对得当实则牵连甚广。

- 法律上“报告义务”和投资损失之间的因果关系很难建立，晚点知道产品净值真的导致投资损失吗？封闭的产品知道净值又能怎么样呢？但是，抛开投资损失，**报告义务作为最基本的合同义务如果没有按时履行**，在《资管新规》明确信息披露义务属于管理人职责(第 8 条)、且对各类产品的信息披露义务范围、频率作出规定(第 12 条)的情况下，**投资者主张扣减管理费确实很有可能被支持的。**

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

- 投资者行使知情权的方式和理由是多样的，或直接在仲裁请求中列出，或通过“举证责任倒置”要求资产管理人自证清白，但无论是何种方式，投资者行使知情权的最终目的始终只有搜集证据主张赔偿。
- 就此问题，司法实践中的投资者保护倾向是相对明显的，主要是投资者不掌握投资明细和交易明细给其主张资产管理人存在产品管理上的过错造成了很大的障碍，资产管理人得益于证据优势在纠纷中保持着较高的胜率。但是，司法裁判者正尝试利用证据规则要求资产管理人开示部分证据，帮助投资者寻找资产管理人的管理瑕疵。为应对这个趋势，在资产管理合同中除了需要对信息披露范围作出明确约定以外，更应当在行使的方式(如只能查阅不能复制等)、频率(如只能每月一次等)上设置一定的限制(《资管新规》第12条亦肯定了私募产品对信息披露范围、方式和频率约定的权利)。另外，在纠纷中借助司法审计亦可在不披露资产管理计划投资明细和交易明细的情况下，为资产管理人自证清白。

《资管新规》的影响

《资管新规》第12条对于各类资管产品的信息披露要求进行了明确规定，不排除司法机关认为该等规定仅仅是对过去披露要求的进一步细化和明确，因此即便是此前成立的资管计划，也建议按照《资管新规》的规定进行信息披露。

07

投资者：路演的时候介绍要投资的东西为什么最后没有投？投资范围那么大，为什么只投了亏钱的股票呢，多投投别的不就赚钱了吗？

投资者：所有的操作都是在交易软件上完成的，资产管理人什么事情都不干，没有履行管理义务，不能收管理费！

质疑资产管理人代表计划资产进行投资的行为是资管纠纷中投资者常见的策略，而某交易软件在“股灾”

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

期间也成为了投资股票的资管计划的争议焦点。投资者的观点看似无稽，但真要自证清白也并非易事。

那么管理人应该怎么做呢？

- 守住交易明细和投资明细对于防止投资者挖出更多资产管理人的瑕疵行为至关重要，否则超范围投资很可能被投资者发现，引发赔偿。
- 我们已经说服很多裁判者接受了“**投资范围只包括可以资产管理计划可以投资的对象，并不代表全部都要投资**”的观点。
- 利用公证的方式，收盘后模拟交易软件的运作方式，设置风控阈值，分别展示符合合同约定的投资指令被执行和不符合合同约定的投资指令被拒绝执行，可以有效证明交易软件、风控阈值和资产管理人履行职责之间的关系。但该等公证无论是方案设计难度和公证步骤的复杂程度均远超普通网页公证，目前能够顺利办理的公证处尚在少数。

08

投资者：资产管理人的净值估值肯定有错，我对于产品运作的情况一无所知，要求管理提供投资明细和交易明细，自证清白!!

投资者：资产管理人没有及时通知我补仓，就自己平仓了。如果资产管理人通知我，我肯定会补仓的，资管计划就不会亏钱!!

投资者：资产管理人没有及时平仓/平仓，不然肯定少亏点!!

投资者：什么？补仓款？不计入计划份额？我怎么不知道？这些都是投资款!!

对于投资股票的资管计划，净值估值的准确性、通知补仓义务的履行、减仓/平仓约定的履行和补仓款性质的认定，都是常见的争议焦点。其中，对净值估值准确性的质疑，往往伴随着要求资产管理人开示投资明细、交易明细的要求。而在动荡的股市中，一天之差往往造成巨大的损失，所以“通知补仓义务”和“减仓/补仓义务”的履行经常成为投资者向资产管理人求偿的理由，这类纠纷往往标的较大，应对不当对于资产

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

管理人而言，损失惨重。

- 虽然资管合同中通常在约定资产管理人的“减仓/平仓”义务时往往使用“可以”一词，而非“应当”，但仅以此为由主张“减仓/平仓”是资产管理人的权利而非义务，抗辩没有按时“减仓/平仓”所造成的损失，在司法实践中接受度不高。
- 如果确实出现未及时通知补仓，或未及时平仓/减仓的情况，很难全身而退，但是**抗辩过错和损失之间的因果关系依旧可以减轻资产管理人的责任**。模拟及时通知补仓、平仓/减仓的情况下资管计划的清算结果，即便模拟不可能尽善尽美，但仍然有助于证明损失和过错之间的因果关系很小。
- 因为补仓款不会导致劣后级投资者的投资份额增加，投资者在资管纠纷中否认资管计划存续过程中的打款属于补仓款，认为属于投资款的情况并不罕见。对此，**资产管理人一方面应当在接受补仓款时向投资者明确款项性质(尤其是在付款凭证没有备注打款目的的情况下)**，另一方面也可以从合同约定的开放期条款与商业合理性说服裁判者认定款项属于补仓款。

《资管新规》的影响

《资管新规》规定净值化管理(第 18 条)后，净值如何计算成为了困扰资产管理人的难点，而净值计算是否准确又影响了最终的投资收益，因此《资管新规》后因为净值计算所引发的争议可能有上升的趋势。事实上，在最近的工作中，我们已经注意到了净值计算过程中的一些风险。

举例来说，债券和股票相同可以在二级市场交易，原本估值不是难事，但实践中很多存在明显违约风险的债券都因为停牌而未发生票面价格的变化，此时资产管理人如何调整估值，是否需要调整对资管计划的净值进行调整尚无定论。对于处于开放期的产品，如果资产管理人不下调净值，事后债券确实违约，等于后赎回的投资者为先赎回的投资者埋单；如果下调净值，是否债券成功兑付，那么先赎回的投资者又等于后赎回的投资者埋单。

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

根据《资管新规》第 18 条的规定，净值生成应当符合企业会计准则，及时反映基础金融资产的收益和风险，由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认，**也就是说对于没有把握估值应当取得会计师的认可，经得起审计。**在监管机构尚未出具明确净值生成操作细则的情况下，寻求会计师的帮助不失为避免争议的路径之一。

09

投资者：原状返还？我可以配合清算，接受原状返还，但资产管理人不要想逃避责任，该做的事情资产管理人还得自己花钱去做！

投资者：为什么这个股票卖了这么多天还没卖光，你看就是因为卖得这么慢，连吃两个跌停板，亏了这么多钱！（当然也有嫌卖太快的个案）

投资者：清算分配顺序有问题，已经分给优先级投资者的钱给我追回来！

清算阶段问题所引发的资管纠纷中投资者的质疑相对集中，其中以资产变现的快慢问题最容易引起投资者不满，也是最容易导致赔偿责任。

- 虽然多数情况，资产管理人对于清算程序有主导地位，但毕竟清算是资产管理人、资产托管人共同参与、共同确认结果的，因此在应对投资者质疑时也应当互相合作。
- 通过债权转让的方式进行原状返还还是底层资产变现困难时资产管理人常选的处理方案。**虽然债权转让在法律上只要得到投资者同意即可，但部分资产因为存在登记问题，实际返还时会遇到障碍。**以债券为例，原状返还还是债券违约时常用的清算方式，但债券违约后登记机构往往无法办理过户，虽然法律上债券权益转让不以登记为生效要件，但因为无法过户导致投资者行使债券权利面临很大障碍，比如法院在审理债券案件时主要通过持仓凭证明确债券持有人的做法，就使得虽然原状返还，但如果要提起诉讼，仍需要以资产管理人的名义进行。

资产变现是计划清算时的重要步骤，从行业惯例上与合理性的角度来看，股票类资产的变现为了避免对股价造成负面影响，**在持仓量较大时往往无法在一天内完成变现，但如果因为变现时间较长造**

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

成股价下跌严重，使得投资者在清算期间亏损严重，就很容易引发争议。

很不幸的是，我们曾经遇到过类似的案例，在最终的认定时司法机关仅给了资产管理人一天的股票变现时间。

10

格式条款的问题虽不起眼，但却影响了资管合同很多约定，尤其是对资产管理人有利的约定的效力问题，现在已经有不少投资者在资管纠纷中主张资管合同的约定属于格式条款的案例，我们此前也专门就这个问题进行了探讨。

关于格式条款的解读可见本所法律评述《[你意想不到的后果——如果资产管理合同被视为格式条款](#)》

对于资产管理人而言，底层资产出现公章真实性风险是很严重的问题，处理稍有不慎，投资者很可能基于资产管理人尽职调查存在疏忽、资管计划存在虚假陈述等理由对资产管理人发起法律程序。我们此前也专门就遇到“萝卜章”时的民刑问题进行了探讨。

关于萝卜章问题的解读可见本所法律评述《[刑事还是民事?萝卜章风险应对的常见误区](#)》

11

结语：

《孙子兵法》有云：“知己知彼，百战不殆。”了解资管纠纷中的常见争议焦点，不但可以帮助资产管理人在发生纠纷的时候更好地举证和应诉，更可在日常经营过程中优化这些易产生争议的细节，从源头上减少争议的发生，达至“善战者无赫赫之功”的理想境界。“封侯非我意，但愿海波平”，笔者从自己主办的近百起资管纠纷的实务经验中披沙拣金、去粗取精，将这些争议焦点呈现给大家，望各家资产管理人能从中

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

有所收获，通过更规范的经营有效的避免与投资者之间发生争议，也算是笔者为金融领域的法治化规范化发展所尽到的绵薄之力。

关注公众号“[通力律师](#)”，回复“[资管纠纷](#)”，即可获得PPT全文。

资管纠纷都在争什么，资管新规后管理人如何应诉

如需进一步信息，请联系：

作者	
杨培明 电话: +86 21 3135 8787 peiming.yang@llinkslaw.com	安冬 电话: +86 21 3135 8725 desmond.an@llinkslaw.com
上海	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	秦悦民 电话: +86 21 3135 8668 charles.qin@llinkslaw.com
杨培明 电话: +86 21 3135 8787 peiming.yang@llinkslaw.com	
北京	
秦悦民 电话: +86 10 8519 2266 charles.qin@llinkslaw.com	
香港(与张慧雯律师事务所有限法律责任合伙联营)	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	吕红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com
伦敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@llinkslaw.com	

© 通力律师事务所 2018