

HANKUN

汉坤律师事务所

Han Kun Law Offices

汉坤金融资管争议解决之 非典型资管纠纷

2026 | Blue Book of Unconventional Asset
Management Dispute Resolution (Han Kun)

蓝皮书 (第三册, 第一版)

二〇二六年二月

序

凛冬时节，我们完成了金融资管争议解决领域的第三本蓝皮书。写作的事一而再，再而三，想起窦文涛在《圆桌派》里说自己“贪知识”，贪到什么程度呢？桌上的书摊开，拿起一本还想去拿下一本，书多到读不过来，多到令人焦虑……如此，五年里围绕金融资产管理领域的纠纷写了三本蓝皮书，在知识大爆炸的当下确实是给大家添麻烦了！

蓝皮书第一本写资管领域的“课代表”信托，第二本是讲资管领域具有代表性的争议问题，第三本则跳到了非典型的资管纠纷，是不是现在已经没什么好写的、只能关注非主流？事实上，本次讨论的非典型资管纠纷，是相对于典型的只解决投资人与管理人之间的法律责任的纠纷而言的其他所有纠纷。根据我们的观察，受经济下行周期的影响，投资人以赔偿为目标的诉讼（囿于仲裁协议的管辖限制，非典型资管纠纷主要表现为诉讼）出现较强的结果导向性，谁有赔偿能力就告谁，如果说不好谁能赔偿，那就全部都告。虽然案件在主体上、法律关系和责任形态上更复杂了，但在立案登记制下，总归是可以被受理的。蓝皮书开篇举出一个投资人同时起诉代销机构、管理人、托管人、投资顾问、管理人的一人股东等多个主体，要求各主体承担连带赔偿责任的例子，即为实证。实践中还有投资人只起诉代销机构和管理人，或者只起诉管理人和托管人，或者只起诉管理人和投资顾问，总之被告可以出现多种各主体间的组合，不胜枚举。这类案件在资管纠纷中占比不低，虽然被我们定义为“非典型”，但却未必是非主流；不仅是真实的存在，而且还有很多民商事领域和金融监管领域亟待研讨的真问题，这是这本蓝皮书以非典型资管纠纷为主题的背景原因。

大家大概会觉得资管纠纷中投资人以一敌多的做法不太理智——不仅需要每个被告都提供要求其承担赔偿责任的初步证据，而且最难的是主张成立连带责任的依据是什么？除了投资人与管理人之间成立某种合同关系之外，投资人与其他被告之间可能都没有直接合同关系，什么样的请求权是可以突破合

同相对性的呢？如何突破呢？司法实践能做到在一个案件中一揽子地（或许也是某种穿透式地）解决围绕资产管理产品产生的各种法律责任吗？以侵权赔偿请求权为例（这是投资人最经常主张的），用团队小伙伴的总结——“侵权责任是感知朴素而认知复杂的一种法律责任”，总不能因为“只是在人群中多看了你一眼”就可能侵权？

然而，实际上并没有看起来那么难。我们从理论、法律规定、案例等多方面检索分析后认为，侵权、合同、组织法下均有可突破合同相对性主张多个主体负有赔偿责任的请求权基础，并且程序法角度也存在通过仲裁协议扩张、诉的合并等，实现同一案件处理资管产品交易结构链条上各个主体责任的切入点。遥想十年前的资管纠纷，彼时的募、投、管、退从实务、监管到审判几乎无一处是规则明确、标准清晰的，那会儿作为“疑难复杂”讨论的问题到现在不也大多数泾渭分明了？所以，只要问题真的存在，法律的理论研究、立法活动、监管意旨、司法实践均是具有充分能动性的，总有破题之日。

其实，讨论本书选题时我们也颇多顾虑。熟悉我们的朋友都知道，无论是资产端还是资金端的案件，我们历来是代理资管产品的管理人的，特别是资金端案件，代理管理人应对投资人的诉讼或者仲裁的案件占到同类案件的 95%。本书讨论投资人还可以从侵权、合同、组织法角度找到在同一个案件中主张多个主体承担责任的依据，对管理人而言，我们的做法岂不是“端人家的碗还砸人家的锅”？难道想故意把水搅浑了以便摸鱼？在此，我们也特别澄清一下：

第一，蓝皮书的出发点是发现真问题、探寻真知识，这是我们团队对法律研究一贯秉持的态度。屁股决定脑袋，这是律师在案件代理活动中的立场。治学态度和具体案件的立场，并不冲突。

第二，细读本书应能发现，我们虽然在大胆求索各种请求权基础的通途，但也尽量指出了各种充分必要条件。这就好比是理想与现实的关系，也是具体案件中各方对抗时可自行使用的趁手的兵器，毕竟有矛就有盾，辩证关系无处不在。

第三，正值《民法典》实施五周年之际，本书所总结的实体法视角下的非典型资管纠纷的实践发展，正是实务届从单行法思维到法典化思维这一转换的体现，是《民法典》作为基础法律的地位以及各编间的规则设计安排在金融资管领域具体如何运用的体现。同时，我们也注意到资管纠纷案件作为典型的民商事案件，大有引入公法作为裁判依据的趋势，这当然是金融监管与司法审判协同的反映，更是金融审判在投资者保护机制上发生着深刻的思路转变的表现。蓝皮书讨论如何法典化、“公法化”找法，是顺应形势之举。

再闲话几句。这几年我把部分周末时间花在校园里，中外历史、宗教、哲学、美学、音乐，在湖光塔影、书香漫卷中虚掷光阴，什么“没用”学什么，当然学完了也没什么用，唯一的好处是跟着先生们读了不少书，得到了不少碎片化的知识。窃以为，在人文社科领域里，历史学提供经验，社会学提供方法，方向找对了无用的知识也就有趣了许多。换个角度，法律实践就是个万花筒，反映着光怪陆离的现实世界，这本蓝皮书就是我们团队为碎片化的现实寻找体系化的解决路径所做的努力。都说自《九民纪要》以来的金融资管纠纷司法实践快步走入深水区，非典型资管纠纷会不会是那“最深处”？我们就先斗胆试着探一探深浅吧！

尤杨

2025年12月14日

雪霁天晴，窗前作序

目录

第一章 非典型资管纠纷概述	1
一、资产管理业务纠纷	1
（一）资产管理业务概念	1
（二）资产管理业务纠纷界定	3
二、非典型资管纠纷	4
三、非典型资管纠纷所涉多元主体	5
（一）代销机构	6
1. 定义	6
2. 职责及法律关系	7
（二）托管机构	8
1. 定义	8
2. 职责及法律关系	9
（三）投资顾问	10
1. 定义	10
2. 职责及法律关系	13
（四）其他第三方服务机构	14
1. 定义	14
2. 职责及法律关系	16
（五）嵌套产品中的底层资产管理人	16
1. 定义	16
2. 职责及法律关系	17
（六）底层交易对手方	17
1. 定义	17
2. 职责及法律关系	17
（七）实际管理人	18

1. 定义.....	18
2. 职责及法律关系	19
第二章 实体法视域下的非典型资管纠纷	20
一、路径一：侵权之诉.....	21
（一）资管产品份额权益是否受到侵权法保护？	22
1. 比较法视域下的侵权责任保护范围.....	23
2. 国内侵权责任保护范围的理论和实践情况	25
（1） 司法实践情况.....	25
（2） 理论争议	29
3. 结论.....	30
（二）各主体能否是侵权行为人？——各主体是否对投资人负有法定义务？	34
1. 代销机构	34
（1） 代销机构负有适当性义务	34
（2） 代销机构负有尽职调查义务	35
（3） 代销机构负有获得资质的义务.....	37
（4） 代销机构是否负有信息披露义务存在争议	37
2. 托管机构	38
（1） 托管机构负有审查资管产品合法设立义务	38
（2） 托管机构负有审核管理人指令要素义务	38
（3） 托管机构负有估值复核义务	41
（4） 托管机构负有信息披露义务	41
（5） 托管机构负有协助清算义务	41
3. 投资顾问	42
（1） 投资顾问负有获得资质的义务.....	42
（2） 投资顾问负有信义义务	42
（3） 投资顾问负有不得擅自转委托义务.....	43
（4） 投资顾问是否负有确保投资建议合规义务存在争议	44

4. 其他第三方服务机构.....	45
(1) 第三方服务机构的法定义务	45
(2) 第三方服务机构法定义务及责任的边界	47
(3) 第三方服务机构法定义务的指向对象	49
5. 底层交易对手方	51
(1) 底层交易对手方多数不负有法定义务	51
(2) 底层资管产品管理人的法定义务.....	52
6. 实际管理人	55
(1) 实际管理人负有信义义务	55
(2) 实际管理人的信义义务以证明实施了管理行为为前提	57
(三) 各主体间成立何种责任的数人侵权?	59
1. 责任形态理论概述.....	59
(1) 连带责任	60
(2) 按份责任	63
(3) 补充责任	65
(4) 不真正连带责任.....	67
(5) 按比例连带责任.....	67
(6) 小结	70
2. 代销机构的数人侵权责任形态	71
(1) 连带责任	72
(2) 按比例连带责任.....	74
(3) 补充责任	74
3. 托管机构的数人侵权责任形态	75
(1) 补充责任	76
(2) 按比例连带责任.....	79
4. 投资顾问的数人侵权责任形态	80
(1) 连带责任	80

(2) 按份责任	81
5. 第三方服务机构数人侵权责任形态	81
(1) 免责情形	81
(2) 第三方服务机构是否应承担连带责任存在争议	82
6. 下层管理人的数人侵权责任形态	84
(1) 共同侵权情形下承担连带责任	84
(2) 不存在共同意思联络时，是否成立共同侵权存在争议	85
(3) 下层管理人未尽勤勉义务时，是否成立共同侵权存在争议	86
7. 实际管理人人数人侵权责任形态	87
(1) 连带责任	87
(2) 按份责任	89
(四) 典型案例分析	91
1. 基本案情	91
2. 分析思路	92
(五) 侵权之诉的路径评价	94
1. 优势及不足	94
2. 小结	95
二、路径二：合同之诉	96
(一) 转委托	99
1. 问题提出	99
2. 基本规则	99
3. 资管纠纷是否适用	101
(二) 隐名代理	105
1. 问题提出	105
2. 基本规则	105
3. 资管纠纷是否适用	107

(1) 投资顾问	107
(2) 底层交易对手方	108
(三) 合同联立	110
1. 问题提出	110
2. 基本规则	111
(1) 应用场景一：商品房买卖合同和贷款合同	111
(2) 应用场景二：融资租赁合同	112
(3) 应用场景三：产权式商铺交易	112
(4) 其他	113
3. 资管纠纷是否适用	115
(四) 真正利益第三人合同	117
1. 问题提出	117
2. 基本规则	117
3. 资管纠纷是否适用	118
(五) 债权人代位诉讼	118
1. 问题提出	118
2. 基本规则	119
3. 资管纠纷是否适用	120
三、路径三：组织法下的其他诉讼	122
(一) 派生诉讼	122
1. 问题提出	122
2. 基本规则	123
3. 资管纠纷是否适用	124
4. 派生诉讼的路径评价	127
(二) 人格否认之诉	128
1. 问题提出	128
2. 基本规则	129

3. 资管纠纷是否适用.....	130
(三) 董事对第三人责任之诉	130
1. 问题提出	130
2. 基本规则	131
3. 资管纠纷是否适用.....	132
第三章 程序法视域下的非典型资管纠纷	134
一、仲裁协议的效力扩张问题	134
(一) 情形一：资管合同有而第三方合同无仲裁条款	134
(二) 情形二：资管合同无而第三方合同有仲裁条款	135
1. 参考股东派生诉讼的仲裁规则	136
2. 参考债权人代位诉讼的仲裁规则.....	138
(三) 情形三：资管合同与第三方合同均有仲裁条款	139
1. 一并仲裁	139
2. 一并诉讼	140
(四) 延伸问题：约定管辖情形.....	140
二、诉的合并和预备合并之诉问题.....	142
(一) 诉的合并问题.....	142
(二) 预备合并之诉问题	145
二、举证责任问题.....	149
(一) 基本规则	149
(二) 资管纠纷领域的举证责任分配规则	150
1. 管理人的举证责任分配规则	150
2. 代销机构的举证责任分配规则	151
3. 其他主体的举证责任分配规则	151

第一章 非典型资管纠纷概述

一、资产管理业务纠纷

(一) 资产管理业务概念

2018年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下称“《资管新规》”）首次对资产管理业务进行统一性的定义，改变了分业监管模式下不同金融行业对资产管理业务分别定义的情形。《资管新规》第二条规定：“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。”

此后，资产管理行业的规则趋向一体化。2023年中国注册会计师协会发布的《资产管理税收策划业务指引——税务师行业涉税专业服务规范第3.4.5号（试行）》就沿用了《资管新规》的界定，该指引规制范围包括银行、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提供的资产管理服务。¹

2025年来，这种一体化规制的趋势更加明显。2025年7月11日，国家金融监督管理总局发布了《金融机构产品适当性管理办法》，统一规范投资型产品以及保险产品的适当性管理主体责任。²2025年12月22日，国家金融监督管理总局发布了《银行保险机构资产管理产品信息披露管理办法》，统一规范信托产

¹ 《资产管理税收策划业务指引——税务师行业涉税专业服务规范第3.4.5号（试行）》第十一条规定：“本指引所称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。”

² 《金融机构产品适当性管理办法》（2025年第7号令）第三条规定：“金融机构发行或者销售、交易的收益具有不确定性且可能导致本金损失的投资型产品，以及保险产品，其适当性管理适用本办法。”

品、理财产品、保险资产管理产品的信息披露规则。³

总的来说，“受人之托，代人理财”是资产管理业务的核心，各个监管规定也是围绕这个核心要点进行定义，以典型的信托、保险资管产品、资管计划、私募基金为例，举例如下：

法律规定	资管产品的界定
中国银保监会关于规范信托公司信托业务分类的通知	资产管理信托是信托公司依据信托法律关系，销售信托产品，并为信托产品投资者 <u>提供投资和管理金融服务</u> 的自益信托。（第二条）
保险资产管理产品管理暂行办法	保险资管产品业务，是指保险资产管理机构接受投资者委托，设立保险资管产品并担任管理人，依照法律法规和有关合同约定， <u>对受托的投资者财产进行投资和管理金融服务</u> 。（第三条）
证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法	证券期货经营机构非公开募集资金或者 <u>接受财产出资</u> ，设立私募资产管理计划（以下简称资产管理计划）并担任管理人，由托管机构担任托管人， <u>为投资者的利益进行投资活动</u> 属于私募资产管理业务。（第二条）
私募投资基金监督管理条例	以非公开方式募集资金，设立投资基金或者以进行投资活动为目的依法设立公司、合伙企业，由私募基金管理人或者普通合伙人管理， <u>为投资者的利益进行投资活动</u> 属于私募投资基金。（第二条）

³ 《银行保险机构资产管理产品信息披露管理办法》第二条规定：“本办法所称资产管理产品是指银行保险机构依法在中华人民共和国境内发行和管理的资产管理信托产品、理财产品、保险资产管理产品。上述资产管理产品的信息披露行为适用本办法。”

需要说明的是，严格而言，资产管理业务涉及两大方向的法律关系，一方面是和投资人间的受托理财关系，另一方面是在投资、管理、运作受托财产过程中形成的与交易对手方之间的法律关系。由此对应的纠纷也有两大方面，一是和投资人之间的资金端纠纷，二是和底层交易对手方之间的资产端纠纷。由于后者形成的交易关系同普通民事法律主体之间的交易法律关系并无本质区别，适用一般性的股权交易、债权交易、证券交易等相关规则，本文不作专门探讨，而主要对资产管理业务下资金端所涉及的纠纷进行讨论。同时还需注意，在当前争议解决视角下，涉诉主体多样化、多层嵌套结构的资产管理产品涉诉情况逐渐增加等趋势（见后文详述），已经从主体和法律关系层面打破了前述“资金端”“资产端”的绝对划分，因此，“资产端”“资金端”这样的划分方法只是帮助厘清纠纷涉及的矛盾方向的方法之一，而缺乏在对资产管理业务及其相关法律关系定性方面的意义。

（二）资产管理业务纠纷界定

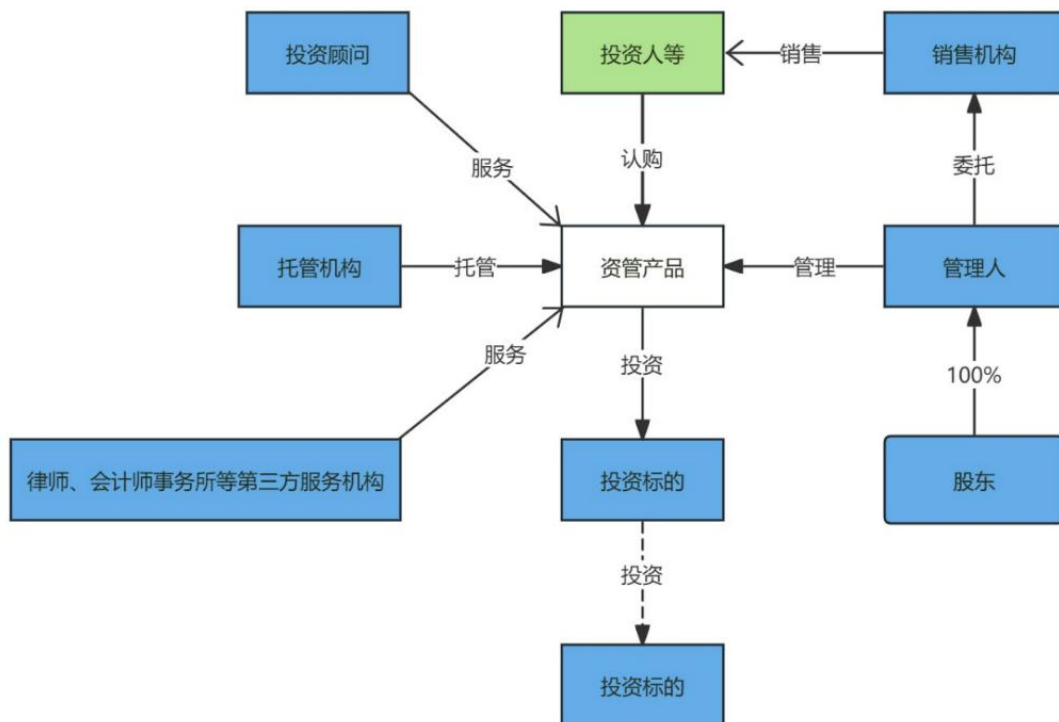
虽然资产管理业务的界定已经趋向统一化，但是司法实践中并没有对资产管理业务纠纷作出一致性的界定。可供参考的定义如上海市浦东新区人民法院发布的《2021-2022 年金融资产管理类案件审判情况白皮书》中提到，“金融资管案件”是指投资者因资产管理业务起诉商业银行、证券公司、保险公司、信托公司、基金管理公司、私募基金管理人等资管机构及相关主体引发的纠纷。

但“金融资管案件”并非具体的民事案件案由，当前资产管理业务引发的纠纷对应的案由依然零散，包括但不限于：委托理财合同纠纷、合同纠纷、财产损害赔偿纠纷、营业信托纠纷、侵权责任纠纷等。后续随着“大资管”概念的发展，不排除将资产管理纠纷也整合为大类纠纷，在审判中按照相同或者类似的规则进行处理的可能。

二、非典型资管纠纷

传统的资产管理纠纷中，投资者单独起诉管理人，主张“募、投、管、退”各个环节中管理人未勤勉尽责，要求管理人承担基于资管合同关系或者侵权关系的损害赔偿赔偿责任，这就是所谓的“典型资管纠纷”。而与之相对的“非典型资管纠纷”则不同，投资者不再局限于只要求管理人承担赔偿责任，而是可能要求参与资产管理业务的各个主体都对投资者的损失承担赔偿责任，包括但不限于在募集阶段主张代销机构的责任、在投资阶段主张投资顾问的责任、在托管成立后主张托管机构的责任、在底层交易对手违约后直接向交易对手主张权利、在嵌套产品中主张上层或者下层资管产品相关法律主体的责任等，甚至将管理人的一人股东、实际控制人及资管产品的实际管理人都纳入索赔对象范畴。

实践中，我们已经遇到了投资人把资管产品相关的所有已知主体都列为被告提起诉讼的案件，以下即为该案涉及的各主体关系图，以此为例，可以更具象化地说明上文所述的“非典型资管纠纷”的特征。



我们认为，非典型资管纠纷具有以下特征：

（1）被告主体多元化：非典型资管纠纷中被列为被告的主体更加多元，范畴涵盖了管理人、代销机构、投资顾问、托管机构、底层交易对手方等众多民事主体，甚至还将管理人的一人股东、实际控制人及资管产品的实际管理人等特殊主体纳入其中。

（2）影响因素多维化：在非典型资管纠纷下的责任认定环节，主要影响因素呈现多维化态势，其不仅关乎管理人自身是否存在过错，还涉及到各相关主体在各自履行职责环节中所存在的过错，以及这些过错与管理人过错之间的关系、是否存在合意及相互影响等。这就需要综合多方面因素进行全面、细致且多维度的考量与判定，明显增加了认定难度和复杂程度。

（3）责任类型、责任承担方式和责任形态复杂化：其一，在责任类型方面，同一纠纷项下可能同时涉及违约责任、侵权责任或其他责任等多种责任类型。其二，在责任承担方式方面，投资人可能的主张包括继续履行、支付违约金、赔偿损失、返还财产、提供材料（履行信息披露义务）等。其三，在责任形态方面（指最终认定存在多个责任主体的情况下），非典型资管纠纷很可能突破单一主体责任，而指向数人之间的责任形态，衍生出连带责任、补充责任、按份责任、不真正连带责任以及按比例连带责任等多种复杂的责任形态。这无疑增加了各主体责任界定与划分的难度与复杂性，也增加了各类主体应诉的困难和复杂性。

三、非典型资管纠纷所涉多元主体

一方面，正是因为非典型资管纠纷具有被告主体多元化的特征，也即投资人的责任主张同时涉及数个相关法律主体，进而囊括了这些主体对应的多种法律关系，导致了非典型资管纠纷之下影响因素多维化以及责任类型、责任承担方式和责任形态复杂化，所以纠纷中具体涉及何种主体，这些主体承担着何种

职责、形成了何种法律关系，就对各主体责任的考量、界定与划分发挥了基础性的关键作用。

另一方面，伴随着此类纠纷中投资人主张的责任类型及对应请求权基础的多元化，涉案相关主体不再仅限于合乎规范的典型意义上的某一环节履职主体，而出现了主体外延的突破，例如“管理人”就可以延展到名义管理人的一人股东、实际控制人，或是实际发挥了管理职责的“实际管理人”等，故也有必要对于相关主体的定义范围和外延进行厘清。

基于此，在展开后文对请求权基础、诉讼类型及责任形态等内容的具体论述之前，有必要先对非典型资管纠纷可能涉及的除管理人之外的各个主体进行界定，并明确其所承担的义务、可能涉及的法律关系等内容。

（一）代销机构

1. 定义

根据《证券公司代销金融产品管理规定》（下称“《证券公司代销规定》”）⁴、《商业银行代理销售业务管理办法》（下称“《商业银行代销办法》”）⁵规定，代销机构是指接受金融产品发行人的委托，以自己名义为委托方销售金融产品或者服务的持牌金融机构。根据《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》

⁴ 《证券公司代销金融产品管理规定》第二条第二款规定：“本规定所称代销金融产品，是指接受金融产品发行人的委托，为其销售金融产品或者介绍金融产品购买人的行为。”《国家金融监督管理总局关于印发〈商业银行代理销售业务管理办法〉的通知》第二条规定：“本办法所称代理销售业务（以下简称代销业务）是指商业银行接受由国务院金融监督管理机构依法实施监督管理并持有金融牌照的金融机构（以下简称合作机构）委托，向客户推介、销售由合作机构依法发行的金融产品（以下简称代销产品）的代理业务活动。”

⁵ 《商业银行代理销售业务管理办法》第二条规定：“本办法所称代理销售业务（以下简称代销业务）是指商业银行接受由国务院金融监督管理机构依法实施监督管理并持有金融牌照的金融机构（以下简称合作机构）委托，向客户推介、销售由合作机构依法发行的金融产品（以下简称代销产品）的代理业务活动。”

第6条规定，私募基金⁶销售机构应当具备中国证监会认可的基金销售业务资格以及《经营证券期货业务许可证》。⁷《关于加强监管防范风险推动信托业高质量发展的若干意见》中国家金融监督管理总局则明确非金融机构不得代销信托产品。⁸《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》还进一步明确了能够代销信托产品的金融机构包括：信托公司、商业银行、理财公司、保险公司、保险资产管理公司、证券公司以及国家金融监督管理总局规定的其他机构。⁹

实践中，资管产品代销机构主要包括三类，第一类为银行，主要面向高净值的客户；第二类为证券公司，主要面向由股民转化而来的客户；第三类为独立销售机构，如各基金销售公司，根据主要销售渠道又可分为传统的独立销售机构以及依赖互联网渠道的独立销售机构。

2. 职责及法律关系

代销机构的主要职责是参与资产管理产品的募集环节，负责向投资者推介产品，对投资者进行风险测评，将资管产品“销售”给投资者。除此之外，一

⁶ 《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》第六十一条规定：“私募基金，包括证券期货经营机构非公开募集资金或者接受财产委托设立的私募资产管理计划，以及经基金业协会登记的私募基金管理人设立的非公开募集基金。私募证券投资基金，是指依据《证券投资基金法》设立的、仅投资于标准化证券资产的私募基金。”

⁷ 《公开募集证券投资基金销售机构监督管理办法》第六条规定：“商业银行、证券公司、期货公司、保险公司、保险经纪公司、保险代理公司、证券投资咨询机构、独立基金销售机构从事基金销售业务的，应当向住所地中国证监会派出机构申请注册基金销售业务资格，并申领《经营证券期货业务许可证》（以下简称业务许可证）。”

⁸ 《关于加强监管防范风险推动信托业高质量发展的若干意见》第五条规定：“……规范销售行为，严格代销管理，严禁非金融机构代销信托产品。严厉打击虚假披露、违规承诺、误导销售、向非合格投资者销售等违规行为……”

⁹ 《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》第三十五条规定：“信托公司可以自行销售信托产品或者委托其他信托公司、商业银行、理财公司、保险公司、保险资产管理公司、证券公司以及国家金融监督管理总局规定的其他机构代理销售信托产品。任何其他机构和自然人不得代理销售信托产品，不得以展示、介绍、比较单只或者多只信托产品特征信息并直接或者间接提供认购、申购、赎回服务等方式变相开展信托产品销售。”

些代销机构在资产管理产品的管理环节和清算退出环节中还会持续提供服务（此时代销机构可能按照资产管理产品的存续时长进行收费，而有别于通常代销行为对应的一次性收取的认购费等），主要表现为受投资人或管理人委托持续向投资人提供信息披露材料等，此时代销机构可能被认为实际上承担了一部分信义义务。

针对代销机构参与资产管理产品募集环节的推介、风险测评、销售等行为，代销机构和管理人之间一般会签订《代销协议》，但就前述代销行为而言，代销机构和投资者之间往往并没有明确的合同关系；而针对代销机构在资产管理产品的管理环节和清算退出环节中向投资人持续提供服务，代销机构往往与投资人之间同样没有明确的合同关系。

有观点认为，代销机构和投资者可能成立中介合同关系或者金融理财合同关系。我们认为，一般而言，投资者并不负有向代销机构支付价款义务，且双方之间可能并无设立相关法律关系的意思表示，理论上可能难以认定双方间成立典型的中介合同或者金融理财合同关系。但需要注意的是，当代销机构是银行时，有时银行可能与投资人在之前已经存在金融理财合同关系，银行向投资人推介、销售某一具体资产管理产品的行为，可能同时构成在该金融理财合同之下提供投资建议等行为；此时，投资人可以选择基于金融理财合同向银行主张投资建议不当等违约责任，也可以选择基于代销行为主张银行违反适当性义务等的侵权责任，结果将取决于具体纠纷中何者构成更为简便、证明难度更低的路径。

（二）托管机构

1. 定义

根据《商业银行托管业务监督管理办法（试行）》《证券投资基金托管业务管理办法》等监管规定，托管机构是指依法取得相关托管资格的商业银行或其

他金融机构。托管机构作为独立第三方接受管理人委托，负责对资产管理产品的资产进行独立、安全的保管、监督和核算。¹⁰

此前，不同资管产品对托管机构的称呼并不一致。信托产品中主要称之为“保管人”¹¹，私募基金、资产管理计划、保险资管产品中则主要称之为“托管人”。¹²不过，《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》也将托管机构称之为“托管人”，¹³不排除该征求意见稿落地后，各个资管产品保管机构都将统称为“托管人”。

实践中，各个资管产品的托管机构一般为银行。此外，证券公司、中国证券登记结算有限责任公司、中国证券金融股份有限公司也获得了基金托管资格。

2. 职责及法律关系

托管机构主要参与“投、管、退”三个环节，负责安全保管基金财产及其衍生的开设账户、分别设置账户、保存活动资料、清算交割等保管职责，以及复核投资指令、基金净值、申购赎回、收益分配、信息披露报告，出具托管报

¹⁰ 《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第十四条第一款规定：“证券期货经营机构应当将受托财产交由依法取得基金托管资格的托管机构实施独立托管。法律、行政法规和中国证监会另有规定的除外。”《证券投资基金托管业务管理办法》第二条规定：“本办法所称证券投资基金（以下简称基金）托管，是指由依法设立并取得基金托管资格的商业银行或者其他金融机构担任托管人，按照法律法规的规定及基金合同的约定，对基金履行安全保管基金财产、办理清算交割、复核审查净值信息、开展投资监督、召集基金份额持有人大会等职责的行为。”《商业银行托管业务监督管理办法（试行）》第二条规定：“本办法所称托管是指商业银行作为独立第三方，按照法律法规规定和托管合同约定，为所托管产品在中华人民共和国境内提供财产保管及相关服务的行为。”

¹¹ 例如《信托公司集合资金信托计划管理办法》第十九条规定：“信托计划存续期间，信托公司应当选择经营稳健的商业银行担任保管人”。

¹² 例如《证券投资基金法》第二条规定：“由基金管理人管理，基金托管人托管，为基金份额持有人的利益，进行证券投资活动，适用本法……。”例如《保险资产管理产品管理暂行办法》第十五条规定：“保险资产管理机构开展保险资管产品业务，应当聘请符合银保监会规定且已具备保险资产托管业务条件的商业银行或者其他金融机构担任托管人。”

¹³ 例如《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》第四十一条第二款：“信托公司依信托文件规定需要运用信托产品的资金时，应当向托管人书面提供信托合同复印件及资金用途说明。”

告、召开份额持有人大会等职责。

托管机构和管理人、投资者的法律关系主要存在两种样态，一种样态的典型是在契约型私募基金中，托管人、管理人、投资者订立三方协议，共同约定各方权利义务，另一种样态的典型则是在合伙制/公司制私募基金或资产管理信托中，托管人只和管理人订立两方协议，托管人和投资者之间并无直接的合同关系。

（三）投资顾问

1. 定义

根据《关于规范证券公司聘用第三方机构为集合资产管理计划提供投资决策相关专业服务的通知》¹⁴和《资管新规》¹⁵等规定，资产管理业务领域的投资顾问是指依法具备相应资质，受管理人委托，为资产管理产品提供投资建议、投资策略等服务的专业机构。

针对“依法具备相应资质”，不同于证券、期货领域的投资顾问应当持有中国证券监督管理委员会（下称“中国证监会”）许可取得的证券、期货投资咨询业务资格¹⁶，资产管理业务领域的投资顾问一般为具有资产管理业务牌照的金融机构或者符合特定条件的私募基金管理人。具体资质要求因不同类别资产管理产品而略有不同，具体而言：

¹⁴ 《关于规范证券公司聘用第三方机构为集合资产管理计划提供投资决策相关专业服务的通知》第一点规定：“本通知所称第三方机构为集合计划提供投资决策相关专业服务，是指经证券公司聘用的第三方机构为其集合计划提供投资建议、资产配置、投资策略和研究咨询等专业服务，辅助集合计划的管理人做出投资决策。”

¹⁵ 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第二十二條规定：“金融机构可以聘请具有专业资质的受金融监督管理部门监管的机构作为投资顾问。投资顾问提供投资建议指导委托机构操作。”

¹⁶ 《证券、期货投资咨询管理暂行办法》第三条第一款规定：“从事证券、期货投资咨询业务，必须依照本办法的规定，取得中国证监会的业务许可。未经中国证监会许可，任何机构和个人均不得从事本办法第二条所列各种形式证券、期货投资咨询业务。”

资管计划的投资顾问要求是具有从事资产管理业务资质的证券期货经营机构、商业银行资产管理机构、保险资产管理机构以及中国证监会认可的其他金融机构以及符合特定条件的私募证券投资基金管理人。¹⁷

商业银行理财产品的投资顾问并不要求需要具备从事资产管理业务资质，而是要求构成受金融监督管理部门依法监管的金融机构、私募证券投资基金管理人或国务院银行业监督管理机构认可的其他机构，故其范围可能相对更宽。¹⁸

保险资管产品则并未明确认可私募证券投资基金管理人作为投资顾问，而是宽泛要求投资顾问应当是满足特定条件，具有专业资质并受金融监督管理部门监管的机构。¹⁹

¹⁷ 《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》第三十六条规定：“资产管理计划的投资顾问应当为依法可以从事资产管理业务的证券期货经营机构、商业银行资产管理机构、保险资产管理机构以及中国证监会认可的其他金融机构，或者同时符合以下条件的私募证券投资基金管理人：（一）在证券投资基金业协会登记满 1 年、无重大违法违规记录的会员；（二）具备 3 年以上连续可追溯证券、期货投资管理业绩且无不良从业记录的投资管理人员不少于 3 人；（三）中国证监会规定的其他条件。”

¹⁸ 《商业银行理财业务监督管理办法》第四十八条第二款规定：“本办法所称理财投资合作机构包括但不限于商业银行理财产品所投资资产管理产品的发行机构、根据合同约定从事理财产品受托投资的机构以及与理财产品投资管理相关的投资顾问等。理财投资合作机构应当是具有专业资质并受金融监督管理部门依法监管的金融机构或国务院银行业监督管理机构认可的其他机构。”《商业银行理财子公司管理办法》第三十二条规定：“银行理财子公司的理财投资合作机构包括但不限于银行理财子公司理财产品所投资资产管理产品的发行机构、根据合同约定从事理财产品受托投资的机构以及与理财产品投资管理相关的投资顾问等。银行理财子公司公募理财产品所投资资产管理产品的发行机构、根据合同约定从事理财产品受托投资的机构应当是具有专业资质并受金融监督管理部门依法监管的金融机构，其他理财投资合作机构应当是具有专业资质，符合法律、行政法规、《指导意见》和金融监督管理部门相关监管规定并受金融监督管理部门依法监管的机构。银行理财子公司可以选择符合以下条件的私募投资基金管理人担任理财投资合作机构：（一）在中国证券投资基金业协会登记满 1 年、无重大违法违规记录的会员；（二）担任银行理财子公司投资顾问的，应当为私募证券投资基金管理人，其具备 3 年以上连续可追溯证券、期货投资管理业绩且无不良从业记录的投资管理人员应当不少于 3 人；（三）金融监督管理部门规定的其他条件。”

¹⁹ 《保险资产管理产品暂行办法》第十八条第二款规定：“保险资产管理机构聘请的投资顾问，除满足上述条件外，还应当符合下列条件：（一）具有专业资质并受金融监督管理部门监管；（二）主要人员具备专业知识和技能，从事相关业务三年以上；（三）最近三年无涉及投资顾问业务的违法违规行为；（四）银保监会规定的其他条件。”《信托公司证券投资信托业务操作指引》第二十二条规定：“信托公司聘请的第三方顾问应当符合以下条件：（一）依法设立的公司或合伙企业，且没有重大违法违规记录。（二）实收资本金不低于人民币 1000 万元。（三）有合格的证券投资管理和研究团队，团队主要成员通过证券从业资

信托产品当前并未对投资顾问资质进行明确规定，但是根据《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》的规定，其要求投资顾问是具有专业资质并受金融监督管理机构依法监管的机构。²⁰

私募基金则要求投资顾问应当是《中华人民共和国证券投资基金法》规定的基金投资顾问机构，但是《证券投资基金法》仅规定了从事公开募集基金的投资顾问应当按照国务院证券监督管理机构的规定进行注册或者备案，并未对私募基金的顾问资质进行明确规定。²¹根据中国证券投资基金业协会关于“投资顾问”的答复情况，符合资质条件的投资顾问机构是指依法可从事资产管理业务的证券期货经营机构、商业银行资产管理机构、保险资产管理机构以及证监会认可的其他金融机构，或者同时符合特定条件的私募证券投资基金管理人。²²

下图对比了不同类别资管产品相关监管规定对投资顾问资质的要求：

格考试，从业经验不少于3年，且在业内具有良好的声誉，无不良从业记录，并有可追溯的证券投资管理业绩证明。（四）有健全的业务管理制度、风险控制体系，有规范的后台管理制度和业务流程。（五）有固定的营业场所和与所从事业务相适应的软硬件设施。（六）与信托公司没有关联关系。（七）中国银监会规定的其他条件。”

²⁰ 《信托公司资金信托管理暂行办法（征求意见稿）》第十四条第一款规定：“资金信托的投资合作机构应当是具有专业资质，符合法律、行政法规和国务院金融监督管理机构有关规定并受国务院金融监督管理机构依法监管的机构。投资合作机构包括但不限于资金信托所投资资产管理产品的发行机构、与资金信托投资管理相关的投资顾问等。”《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》第五十四条第二款规定：“投资合作机构应当是具有专业资质，符合法律法规和国务院金融监督管理机构有关规定并受国务院金融监督管理机构依法监管的机构，国家金融监督管理总局另有规定的从其规定。担任投资合作机构的私募投资基金管理人应当在中国证券投资基金业协会登记满一年且无重大违法违规记录。私募证券投资基金管理人应当具备三年以上连续可追溯证券、期货投资管理业绩，且无不良从业记录的投资管理人员应当不少于三人。”

²¹ 《私募投资基金监督管理条例》第二十七条第二款规定：“私募基金管理人委托其他机构为私募基金提供证券投资建议服务的，接受委托的机构应当为《证券投资基金法》规定的基金投资顾问机构。”

²² 参见《中基协关于“投资顾问”的问答汇总》，载微信公众号“山西省投资基金业协会”，2024年10月18日。

类别	要求
资产管理计划	(1) 资产管理业务资质；
私募基金	(2) 证券期货经营机构、商业银行资产管理机构、保险资产管理机构； (3) 中国证监会认可的其他金融机构； (4) 符合特定条件的私募证券投资基金管理人。
商业银行理财产品	(1) 金融监督管理部门依法监管的金融机构； (2) 私募证券投资基金管理人； (3) 国务院银行业监督管理机构认可的其他机构。
保险资管产品	(1) 具有专业资质； (2) 受金融监督管理部门监管。
信托产品	(1) 具有专业资质； (2) 金融监督管理机构监管。

2. 职责及法律关系

投资顾问主要参与资产管理产品的“投资、管理”环节，主要为资产管理产品提供投资建议服务，包括投资品种选择、投资组合建议等，但不直接负责投资决策和交易执行。

多数情况下，投资顾问与投资人之间并无直接的合同关系，但部分案件中，由于投资顾问实际上为投资人指定，投资人可能就此与投资顾问单独订立协议成立合同关系。除合同关系外，在投资者指定投资顾问时，投资顾问还可能被认为承担了基于投资人授权的信义义务，或者构成实际上的隐名代理关系（尤

其在资管合同中直接选定投资顾问并对投资顾问的权利义务进行了核心安排的情形下，详见后文论述）。

（四）其他第三方服务机构

1. 定义

除前文所述主体外，资管产品还可能聘用其他专业服务机构，为产品提供信用评估、法律服务、财务审计或者资产评估等专业服务。²³特别地，有时管理人与第三方服务机构之间并不存在任何法律关系，而只是管理人单方使用了第三方服务机构的专业意见或报告（如会计师事务所对资管产品底层投资企业出具的年度审计报告，或交易涉及的上市公司审计报告这类公开信息），致使这类第三方机构被卷入资管产品相关纠纷之中。此外，资管产品中还存在一类外包服务机构，其主要指接受基金管理公司、保险公司、信托公司、证券公司、商业银行等资产管理机构委托，承接资管产品会计核算、资产估值、注册登记、信息披露等后台运营外包服务的机构。需要注意的是，外包服务业务不是托管业务，外包服务机构主要承担的是一些辅助型服务，例如基金份额登记机构负责建立、管理基金账户、登记基金份额、保管投资者名册、基金结算等业务，基金估值核算机构负责对基金开展会计核算、估值、报表编制等业务，信息技术系统机构负责提供、维护信息技术系统等业务。

对于管理人聘请的第三方服务机构，可以区分为强制聘请情形和自愿补强情形。强制聘请情形是指管理人必须聘请第三方服务机构提供服务，而自愿补强情形则允许管理人基于资产管理产品自身业务需要，选择是否聘请律师事务所、会计师事务所等提供法律意见或者审计报告等作为参考，以确保资管业务

²³ 《保险资产管理产品管理暂行办法》第十七条规定：“保险资产管理机构开展保险资管产品业务，可以依照有关法律、行政法规以及银保监会规定，聘请专业服务机构，为产品提供独立监督、信用评估、投资顾问、法律服务、财务审计或者资产评估等专业服务。”

的合法合规、降低法律风险及履职风险。

其中，强制聘请的情形包括：私募基金管理人变更重大事项的需要律师出具专业意见²⁴；信托文件亦需要律师出具法律意见书确认信托设立合法合规²⁵；基金托管人职责终止时应当聘请会计师事务所审计²⁶、管理人应当向基金业协会报送会计师事务所审计的报告²⁷。自愿补强的情形则主要是法律鼓励管理人充分结合第三方服务机构优势履行受托职责，如鼓励信托公司在尽职调查阶段聘用会计师事务所、律师事务所、资产评估机构、资信评级机构等第三方机构出具专业意见作为参考，鼓励保险资管产品管理人聘请专业服务机构提供服务等。²⁸

²⁴ 《私募基金管理人登记法律意见书指引》规定，私募股权基金管理人作为申请机构向基金业协会申请私募基金管理人登记或重大事项变更的，应聘请律师事务所出具《私募基金管理人登记/重大变更专项法律意见书》

²⁵ 《信托公司集合资金信托计划管理办法》第十条规定：“信托计划文件应当包含以下内容：……（二）信托计划说明书；……”第十二条规定：“信托计划说明书至少应当包括以下内容：……（七）律师事务所出具的法律意见书；……”也即，律师出具的法律意见书是信托计划设立过程中必须包含的文件之一。以我们代理案件中涉及的一份信托计划说明书为例，其中第七条约定：“律师事务所出具的法律意见书摘要 为了保证本信托计划的相关交易和文件、资料合法有效，某信托公司委托J律师事务所担任本信托计划的法律顾问。J律师事务所的律师在审查了本信托计划相关资料后，出具了《某集合资金信托计划之法律意见书》。J律师事务所审查本信托计划的信托文件后认为：本信托计划的信托文件内容符合法律、行政法规及相关监管规则的规定，不违反《信托法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》和《信托公司管理办法》的强制性规定。”

²⁶ 《中华人民共和国证券投资基金法》第四十三条规定：“基金托管人职责终止的，应当按照规定聘请会计师事务所对基金财产进行审计，并将审计结果予以公告，同时报国务院证券监督管理机构备案。”

²⁷ 《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十五条第二款规定：“私募基金管理人应当于每个会计年度结束后的4个月内，向基金业协会报送经会计师事务所审计的年度财务报告和所管理私募基金年度投资运作基本情况。”

²⁸ 《信托公司受托责任尽职指引》第七条第一款规定：“尽职调查过程中，信托公司可以委托会计师事务所、律师事务所、资产评估机构等第三方机构出具专业意见并在项目审议时予以参考。”《保险资产管理产品管理暂行办法》第十七条规定：“保险资产管理机构开展保险资管产品业务，可以依照有关法律、行政法规以及银保监会规定，聘请专业服务机构，为产品提供独立监督、信用评估、投资顾问、法律服务、财务审计或者资产评估等专业服务。”

2. 职责及法律关系

不同第三方服务机构参与的资产管理产品环节及承担的具体职责差异性较大，管理人在资产管理生命周期的任一环节，都可能需要借助第三方服务机构的专业能力和专业判断作出相应决策。例如，仅就律师事务所这类第三方服务机构而言，其可能在资管产品设立阶段出具法律意见书，确认资管产品是符合监管规定的合法产品；也可能在资管产品的投资环节出具法律意见书，确认资管产品的投资方向、投资比例等符合监管规定；亦可能在资管产品的退出环节出具法律意见书，论证底层清算退出方式的合法、合理性。

原则上，在管理人聘请第三方服务机构的情形下，第三方机构仅与管理人之间就所提供的服务订立合同，第三方机构与投资人之间并无直接的合同关系。

（五）嵌套产品中的底层资产管理人

1. 定义

嵌套产品指管理人将受托管理的资管产品资金投资于其他资产管理产品的产品。《资管新规》对资管产品嵌套层数进行了限制，原则上资管产品只能再投资于一层资管产品，也即嵌套产品最多只能为两层结构的资管产品；但是，涉及公募证券投资基金²⁹、创业投资基金、政府出资产业投资基金、母基金³⁰的，在符合条件情况下可以不计入层级或者不受限制的除外。本文所指嵌套产品即为典型的双层嵌套资管产品，不涉及公募基金等特殊情形。

嵌套产品的基本结构为，投资者与首层资产管理人签订资管合同，再由首

²⁹ 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第二十二条规定：“资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。”

³⁰ 《私募投资基金监督管理条例》第二十五条规定：“私募基金的投资层级应当遵守国务院金融管理部门的规定。但符合国务院证券监督管理机构规定条件，将主要基金财产投资于其他私募基金的私募基金不计入投资层级。创业投资基金、本条例第五条第二款规定私募基金的投资层级，由国务院有关部门规定。”

层资产管理人作为投资人，与底层资产管理人订立资管合同，最终由底层资产管理人将募集而来的资金投向最终的投资标的。嵌套产品形成了“投资人-首层资管产品-底层资管产品-底层投资标的”的交易结构。在该交易结构下，投资者取得投资收益的链条较长，首先需要由底层资管产品从底层投资标的中取得回款，再根据底层资管合同约定向首层资产管理人分配利益，最后再由首层资产管理人向投资人分配利益。

2. 职责及法律关系

嵌套产品中的底层资产管理人的职责内容与一般的管理人相同，但原则上，其履职对象仅包括本层产品的投资人。这种嵌套产品中，上层产品投资人和底层资产管理人并没有直接的合同关系，但是投资人最终能否实现投资利益，受制于底层资产管理人投资、管理是否妥当。

（六）底层交易对手方

1. 定义

底层交易对手方是指管理人在管理、运用受托财产过程中形成的法律关系的相对方，因各个资管产品投向类别的不一致，底层交易对手方类别也有所差异，例如，针对上文单独分析的嵌套资管产品这一特殊情形，此时底层交易对手方就是底层资管产品的管理人；而在其他情况下，对于固定收益类资产管理产品，底层交易对手方可能是借款人、担保人等，对于股权投资类资产管理产品，交易对手方可能是标的公司、原股东等，对于证券投资类资产管理产品，交易对手方可能是发行人及中介机构等。

2. 职责及法律关系

底层交易对手方的职责根据其实际身份而有所不同，职责内容多数情况下由底层交易文件约定。底层交易对手方与管理人之间存在合同关系，但是和投资者之间不存在直接的合同关系。

（七）实际管理人

1. 定义

实践中，可能出现名义上的资管产品管理人（下称“**名义管理人**”）不承担管理职责、实际由其他主体对于资管产品进行管理（下称“**实际管理人**”）的情形（此时名义管理人构成了实际管理人开展资管业务的“通道”，但不同于通常所说的“通道业务”³¹，此时实质发挥主动管理职责的实际管理人并不是委托人，而是其他第三方），或者是名义管理人与其他主体均对资管产品进行管理的情形。无论构成前述何种情形，名义管理人之外的其他主体均可能因实质履行了管理职责而被卷入资管纠纷中，被要求承担相应赔偿责任³²。

实践中，有三类主体可能被认定为实际管理人：

一是，投资顾问构成实际管理人。《私募投资基金监督管理条例》第二十七条第一款、《私募投资基金登记备案办法》第三十条均规定了私募基金管理人不得将投资管理职责委托他人行使。³³这种将投资管理、投资决策视为资管产品管理人不可让渡的核心职责的监管逻辑，使得投资顾问因履职范围³⁴与管理人

³¹ 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 93 条规定：“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。……”

³² 实践中，此时扮演索赔角色的可能是投资人，也可能是已经向投资人承担了赔偿责任的名义管理人，基于本文主题，本文主要讨论的是前一种情形。

³³ 在中国证券投资基金业协会发布的《私募基金备案案例公示（【2022】第 1 期总第 2 期）》的案例六中，名义管理人之外的其他主体“控制私募基金投资决策委员会，负责筛选投资项目、进行投后管理”的情形被认定是由其他主体实质上管理私募基金，而原私募基金管理人出让投资决策权，将应当履行的受托责任转让他人，成为非登记机构开展私募业务的“通道”。可见，投资管理职责被认为构成管理人职责的核心，不得委托他人履行，反之，如果其他主体实质地发挥了投资管理职责、控制了投资决策权，则可能被认定为实际管理人。

³⁴ 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第二十二条第四款：“金融机构可以聘请具有专业资质的受金融监督管理部门监管的机构作为投资顾问。投资顾问提供投资建议指导委托机构操作。”

的核心职责存在天然重叠，而面临可能被认定为实际管理人的风险。

二是，名义管理人关联方构成实际管理人。除投资顾问因履职范围上与名义管理人的强关联性而可能被认定为实际管理人外，名义管理人关联方（尤其是其一人股东、实际控制人）也可能因组织、控制上与名义管理人的强关联性被认定为实质发挥了管理职能。

三是，其他主体构成实际管理人。实际管理人也可能与名义管理人之间毫无关联关系，名义管理人纯粹为第三方主体提供了合规募集、备案的通道，并收取套利报酬。此时通道关系直接体现于实际管理人与名义管理人间的抽屉协议约定，最终往往是因实际管理人与名义管理人之间的“内部争议”而暴露于司法裁判者的眼光中。³⁵

2. 职责及法律关系

实际管理人对资管产品参与的环节并无统一性的标准，其可能广泛参与“募投管退”各环节，亦可能只是对部分环节高度参与。正如实际管理人的定义，实际管理人承担的“职责”范围也并无一定的规定和约定，而是取决于其对资管产品管理工作的实际介入范围。

实际管理人和投资者之间并无直接的合同关系，名义管理人才是资管合同的当事人，但是，实际管理人可能因对资管产品的实质性参与而和投资者有所接触，包括但不限于投资者认购的手续费可能向实际管理人支付、实际管理人负责和投资者沟通等。

³⁵ 参见上海金融法院，（2022）沪74民终307号民事判决书；北京金融法院，（2023）京74民终116号民事判决书；江苏省南京市建邺区人民法院，（2020）苏0105民初7560号民事判决书。

第二章 实体法视域下的非典型资管纠纷

2021年1月1日,《中华人民共和国民法典》(下称“《民法典》”)正式实施。《民法典》采用民商合一的立法体例,形成了在《民法典》统帅下,由《民法典》与公司法、证券法、基金法等单行法构成的完整的民商事法律体系。

在法律适用层面,《民法典》终结了单行法时代散乱、困难的找法过程,要求法律人形成以《民法典》为中心的“法典化”找法思维。就《民法典》与其他民商事领域法律法规、规范性文件、司法解释的关系而言,在不具备单行法优于一般法等情形时,均应将《民法典》作为处理民商事法律纠纷的主要法律依据,并结合不断调整、更新的司法解释、金融监管规章等,及时解释法律制度内涵、填补法律制度漏洞。就《民法典》的内部关系而言,《民法典》构建了七编制体系,形成了逻辑严谨的总分结构,形成了科学的法律规则设计安排以及统一、贯穿的价值体系,³⁶这要求我们准确把握各编的内部逻辑关系和统一价值引领。

正值《民法典》实施五周年之际,本书所总结的实体法视角下的非典型资管纠纷实践发展,正是实务届从单行法思维到法典化思维这一转换的体现,是对《民法典》基础法律地位、各编间的规则设计安排在金融资管领域的应用和把握。

我们认为,资金端的投资人主要可能基于侵权之诉、合同之诉及组织法下的其他诉讼三条路径,向资管产品各环节涉及有关主体主张相应责任,分别对应《民法典》的侵权责任编、合同编、总则编(以及公司法)规定。在处理非典型资管纠纷时,应树立体系化思维,首先确定对应的是何种请求权基础,应

³⁶ 参见王利明:《民法典颁布五周年回顾与展望——以落实民法典的基础性法律地位为中心》,载《法律适用》,2025年第7期,第4-9页。

适用哪些《民法典》条款、其他法律法规、司法解释、金融监管规章，进而确定纠纷之下的诉讼构造、主张或答辩、责任类型及责任承担方式等要素。这意味着，如果某一请求权基础下主张责任难以成立，那就应当根据“体系化思维”回到上一层级，依次、逐一考察其他请求权基础能否成立；如果多种请求权基础均有可能成立，则需综合举证及证明难度、诉讼成本、能否直接受偿、主管及管辖等因素，综合确定个案中较优的诉讼构造。只有建立了体系化思维，明确分析框架及内部关系，才能避免迷失于规定、事实与各方主张的碎片化之中。

一、路径一：侵权之诉

近年来，不少投资者将多个资管产品相关主体列为共同被告，主张各主体构成数人侵权，要求各方连带赔偿其投资损失。如投资人可以同时主张多个有关主体承担侵权赔偿责任，并且可以为其主张提供足够坚实可靠的法律支撑，那么可以想见，后续投资人可能会广泛运用该权利，去最大范围地向多个主体发起数人侵权纠纷之诉，资管产品涉及的各个主体也需要在数人侵权请求权的框架下，去组织举证和答辩，最大程度避免承担责任。

所谓数人侵权，是指两个或两个以上的行为人因共同或分别实施的侵权行为导致同一损害结果发生的情形。数人侵权的特征包括：（1）各责任主体与被侵权人间均构成侵权责任关系，即侵权行为、损害后果、因果关系及过错四要件于各责任主体与被侵权人之间均已完备；（2）各责任主体所造成的损害后果具唯一性，被侵权人不得据此重复受偿；（3）各责任主体相互独立地承担相应责任；（4）各责任主体与被侵权人一方之间的关联呈现多样性。³⁷

我们认为，投资者主张资管产品相关各个主体构成数人侵权，面临如下法律问题：

³⁷ 参见王利明主编：《民法》（第八册），中国人民大学出版社2020版，第511-512页。

一是，投资者在资管产品项下享有的份额权益是否受到侵权法保护？如果投资者的权益不在侵权法保护范畴，自然也无需讨论数人侵权问题，审判机关可以直接据此驳回投资者的诉讼请求。反之，则有进一步分析数人侵权法律问题的必要。对于该问题的分析详见下文第（一）点。

二是，如果投资者享有的资管产品份额权益受到侵权法保护，相关第三人是否构成侵权法下适格的侵权行为人？对于该问题的分析详见下文第（二）点。

三是，如果前两者的答案是肯定的，各个主体可能成立何种类型的数人侵权法律关系？这需要结合现行法律规定和裁判案例，探讨数人侵权法律关系的案型、法律效果，准确界定各主体的责任形态。对于该问题的分析详见下文第（三）点。

（一）资管产品份额权益是否受到侵权法保护？

传统民法理论认为，民事利益主要包括四种类型：（1）绝对权，包括具有绝对权性质的人身权和财产权，如各类具体人格权、各类物权、专利权、商标权等；（2）相对权；（3）其他人格利益；（4）其他财产利益。³⁸《民法典》第一千一百六十五条规定：“行为人因过错侵害他人民事权益造成损害的，应当承担侵权责任。”这是关于侵权责任的一般性规定。从文义解释来看，只要属于上述四类“民事权益”，都符合该条款中侵权法的保护范围。³⁹资管产品投资人享有的份额权益一般被认定为基于投资资产管理产品产生的系列权利，属于相对性权利，也是一种典型的民事权益，因此如果只是从文义解释出发，资管产品

³⁸ 参见葛云松：《纯粹经济损失的赔偿与一般侵权行为条款》，载《中外法学》，2009年第5期，第692页。

³⁹ 《民法典》出台前，《中华人民共和国侵权责任法》（已失效，下称“《侵权责任法》”）第六条第一款规定：“行为人因过错侵害他人民事权益，应当承担侵权责任。”但同时第二条第二款规定：“本法所称民事权益，包括生命权、健康权、姓名权、名誉权、荣誉权、肖像权、隐私权、婚姻自主权、监护权、所有权、用益物权、担保物权、著作权、专利权、商标专用权、发现权、股权、继承权等人身、财产权益。”《民法典》中未再对侵权责任涉及的民事权益作此类限制性表述。

份额权益应该受到侵权责任保护。

不过，这种认为侵权责任法保护“任何权益”的文义解释，虽然为利益受损者提供了十分充分的保障力度，但却可能损害了市民社会中民事主体的行为自由。一个民事主体因为任何行为导致了任何人的利益受损，都可能卷入一场侵权责任纠纷中。这种让所有人“动辄得咎”的情况，无疑背离了侵权法的立法目的。为此，理论上有人认为，应当对侵权责任法的保护范围进行限缩性的解释，只有绝对权以及其他人格利益才能受到侵权责任法的保护，而相对权、其他财产利益（合称“**纯粹经济损失**”）原则上不受侵权责任法的保护。按照此类观点，资管产品份额权益则不应当受侵权责任法保护。

事实上，认为侵权责任法不加区分地保护“任何权益”，是资管领域投资人常常具有的误解。因为侵权责任的成立看起来更加“简单”（既不要求合同关系，也不要求组织形态），投资人很容易基于较为朴素的认知，在受到损失的情况下起诉资管产品各环节链条上涉及的各类主体，要求均向其赔偿损失。但这一朴素认知能否成立，取决于背后十分严谨的、体系化的找法过程。这既涉及前文中提及的《民法典》统领下的“法典化”思维，要求首先确定个案请求权基础，而后依据对应路径展开分析；又关乎各个请求权内部的规则辨认、明晰，具体到侵权请求权下，即需要明确侵权责任的保护范围、不同类型权益的保护方式，包括违法性、过错、可预见性标准等，并考察因果关系等其他构成要件。如果证明有关主体应承担侵权责任十分困难，那么应该做的就是回到“法典化”思维的上一个层级，考察合同等其他请求权基础能否成立。

为了进一步明确该问题，下文将从域外法和我国理论及司法实践出发，分析纯粹经济损失是否应当受到侵权法保护。

1. 比较法视域下的侵权责任保护范围

比较法上，侵权责任的保护范围可以分为德国模式、英美模式及法国模式

三类。

德国模式下严格区分权利与利益，并根据保护对象的性质设置不同的责任门槛，德国相关规定主要集中在三个一般性条款，理论界称之为“三个小的一般条款”，具体包括以下内容：

一是，《德国民法典》第 823 条第 1 款规定：“因故意或过失不法侵害他人生命、身体、健康、自由、所有权或其他权利者，负损害赔偿责任。”一般认为，该条款只保护绝对权，债权等纯粹经济利益损失被排除出该条款的适用范围。⁴⁰

二是，《德国民法典》第 823 条第 2 款规定：“违反以保护他人为目的之法律者，负相同赔偿责任。”三是，《德国民法典》第 826 条规定：“以违反善良风俗的方式故意加损害于他人者，负损害赔偿责任。”此二条款并没有限制损害范围的类别，因此，包括债权在内的纯粹经济利益损失，也可以通过此二条款得到救济；不过由于将保护情形限制为“违反以保护他人为目的之法律”“故意违反善良风俗”，其保护力度较小。从中也可见，对于绝对权以外的权利，德国并没有提供和绝对权同等程度的保护。

德国模式也在我国台湾地区得到了承继，台湾地区“民法”用一个条款概括性地规定了台湾民法一般性的三类侵权行为：一是故意或者过失侵权；二是背俗侵权；三是违反保护他人的法律型侵权。⁴¹

英美模式以英国法为代表，其并没有抽象地统一性规定侵权法的保护范围，而是通过具体的案例去确认各个侵权行为的类别、构成要件、抗辩事由，不过

⁴⁰ 参见最高人民法院侵权责任法研究小组编著：《〈中华人民共和国侵权责任法〉条文理解和适用》，人民法院出版社 2010 年版，第 22 页；最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组主编：《中华人民共和国民法典侵权责任编理解和适用》，人民法院出版社 2020 年版，第 17 页。

⁴¹ 我国台湾地区“民法”第 184 条规定：“因故意或过失，不法侵害他人之权利者，负损害赔偿责任。故意以背于善良风俗之方法，加损害于他人者亦同。违反保护他人之法律，致生损害于他人者，负赔偿责任。但能证明其行为无过失者，不在此限。”

整体而言，英国法下侵权责任规制的情形包括三类：一类是故意侵权，包括侵犯他人人身安全或者侵犯财产和经济利益；第二类是过失侵权，分为一般过失侵权和特殊过失侵权行为。一般过失侵权行为保护的利益种类众多，其要件分为：（1）被告向特定群体负有注意义务；（2）被告违反了注意义务；（3）损害是由于违反注意义务所致且具有一定因果关系。一般过失侵权行为又涵盖了违反成文法义务、负有公共的或成文法上的主体责任、占有人与建设单位责任、道路交通事故等。第三类则是侵害民意和隐私。⁴²可见，纯粹经济利益损失在英美模式下存在属于侵权责任保护范围的空间，但需要个案地甄别。

法国模式并没有通过区分权利、利益或者纯粹经济利益损失来设定侵权法的规制范围，而是直接规定了非常宽泛的适用范围，理论界称之为“大的一般条款”。《法国民法典》第 1382 条规定：“人的任何行为给他人造成损害时，因其过错而致损害发生之人应当负损害赔偿责任。”第 1383 条规定：“任何人不仅对于因其行为造成的损害负赔偿责任，而且还对因自己的懈怠或者疏忽造成的损害承担赔偿责任。”上述条文明确了只要“有损害”，侵权法就有介入的空间，纯粹经济利益损失也在其列。不过，为了克服立法模糊带来的不确定性，法国法院通过发展判例和学说的方式，实现了进一步界定侵权法下应受保护的各种权益的效果。⁴³

2. 国内侵权责任保护范围的理论和实践情况

（1）司法实践情况

实践中，已经有不少裁判机关支持要求侵权行为人赔偿纯粹经济利益损失的案例，以两个典型案例为例：

⁴² 参见程啸：《侵权责任法（第三版）》，法律出版社 2021 年版，第 206 页。

⁴³ 参见程啸：《侵权责任法（第三版）》，法律出版社 2021 年版，第 207-208 页。

案例	案例概况	
	基本案情	<p>A 公司在明知有债务需要履行的情况下，私自将其名下土地连同地上在建建筑转移给 B 公司，造成 A 公司无财产可供执行。B 公司系由 A 公司实际控制的公司，双方恶意串通转移财产，造成原告债权无法实现，该行为应予撤销并由二者共同赔偿原告损失。为此，请求法院判令：一、确认 B 公司与 A 公司签订的《在建建筑物移转协议》无效；二、B 公司与 A 公司共同赔偿因恶意规避债务给 C 公司造成的损失，含债权金额 5228404 元及相应资金占用费。被告 B 公司辩称，债权不属于侵权责任法保护对象，原告要求其承担赔偿责任于法无据。</p>
案例一 ⁴⁴	法院认为	<p>1、第三人与债务人恶意串通转移债务人财产明显具有恶意逃债、规避执行的性质，损害债权的实现，转移财产相关合同符合合同无效的法定要件。</p> <p>2、B 公司的行为明显违反了诚实信用原则和禁止权利滥用原则，但仅根据《中华人民共和国合同法》的相关规定，不足以有效保护 C 公司的合法权益。</p> <p>3、《侵权责任法》第二条规定：侵害民事权益，应当依照本法承担侵权责任。本法所称民事权益，包括生命权、健康权等人身、财产权益。侵权责任法保护民事主体合法的人身权益和财产权益，依法成立并生效的债权属于债权人合法的财产权益，受法律保护，任何人不得随意侵犯。</p>

⁴⁴ 参见重庆市高级人民法院，（2020）渝民再 206 号民事判决书（入库编号：2023-16-2-076-002）。

案例	案例概况	
		4、本案中的 B 公司和 A 公司明知他人债权权益的存在，仍采用签订合同的形式恶意串通逃避债务，造成已经被人民法院调解书确认的 C 公司债权难以实现的损失。侵权责任法第八条规定：二人以上共同实施侵权行为，造成他人损害的，应当承担连带责任。原二审判决 B 公司对 C 公司未实现的债权承担连带责任并无不妥，该院予以支持。
案例二 ⁴⁵	基本案情	A 公司经过市国资委批准，将持有股权无偿划入 B 公司，随后 A 公司进入破产程序，经过破产管理人清算核查，A 公司剩余资产尚不足以清偿第一顺位劳动报酬债权。C 公司是 A 公司债权人，起诉 B 公司要求 B 公司承担连带责任。
	法院认定	一般来说，债权发生在特定的当事人之间，缺乏公示性，第三人往往无法预见，通常不属于侵权法的保护范围，当然，《侵权责任法》亦未将债权排除在保护范围之外。故，债权保护主要通过《合同法》等法律制度救济，如认定合同当事人以外的第三人承担侵权赔偿责任，应当从严把握。……B 公司配合 A 公司逃废债务行为违反了法律和规范性文件规定，违背公序良俗，具有侵犯他人财产权的主观过错……案涉股权

⁴⁵ 参见最高人民法院，（2017）最高法民终 181 号民事判决书（《最高人民法院公报》2019 年第 3 期）。该案裁判摘要为：“侵权责任法保护民事主体合法的人身权益和财产权益。依法成立并生效的债权属于债权人合法的财产权益，受法律保护，任何人不得随意侵犯。债权发生在特定的当事人之间，缺乏公示性。一般情况下，债权人应通过合同救济主张权利。认定合同当事人以外的第三人承担侵权赔偿责任，应从严把握。当债权人权利救济途径已经穷尽，债权债务关系之外的第三人，如知道或者应当知道债权债务关系存在，且违反以保护该债权为目的的法律、法规及其他规范性文件或违背公序良俗，造成债权人合法权益受到损害，行为人承担相应的补充赔偿责任。”这体现出借鉴“德国模式”的色彩。

案例	案例概况
	<p>的无偿划转与接收客观上导致 A 公司偿债能力降低，与涉案担保债权不能实现具有直接因果关系，C 公司的债权无法依据《担保法》《合同法》等合同之债途径突破合同相对性向合同当事人以外的第三人，即无偿接收财产的 B 公司，主张权利。据此，根据本案实际情况，适用《侵权责任法》作为保护财产权益的补充手段，是必要的；否则，享有合法财产权益的债权人，难以通过法定路径予以救济，有违公平正义。本案难以认定 A 公司和 B 公司构成共同侵权，考虑到 B 公司和 C 公司各自对于债权损失的过错程度，酌定 B 公司在无偿接收案涉股权 80%的范围内承担相应的赔偿责任。</p>

案例一中，法院认定第三人和债务人恶意串通损害债权人利益，第三人和债务人构成共同侵权。该案中，由于双方主观恶意较大，即使按照对侵权法限制较多的德国模式，也可以通过第三人故意违背公序良俗纳入侵权法的规制范围。

案例二中，法院认定第三人和债务人并不存在故意损害债权人利益的主观意图，双方也没有意思联络，故双方并不构成共同侵权关系，但是法院认为，如果局限在合同相对性，债权人的利益将无法得到有效救济，而第三人主观上虽然不存在损害故意，但是却“知悉”债权存在，对于债务人无偿划转会导致债务人的偿债能力降低应当是可预见的，最终酌定了第三人赔偿 80%的损失。可见我国部分司法实践对于纯粹经济利益损失属于侵权法保护范围呈现开放态度。

（2） 理论争议

对于纯粹经济利益损失是否受到侵权法保护，我国理论界也存在一定争议，不过争议的核心并不在于是否绝对地将纯粹经济利益损失排除出侵权法保护范围，而是侵权法应当在多大程度上以及何种力度上保护包括债权在内的纯粹经济利益损失。⁴⁶

其中一种观点认为，应当严格限制将纯粹经济利益损失纳入侵权法保护法益范围。支持该观点的重要理由与德国侵权模式对于纯粹经济利益损失采取严格限制的态度相同，认为：其一，债权等纯粹经济利益损失并不具有社会典型公开性，不应当采取如同绝对权一样的保护模式；其二，侵权责任的立法目的在于平衡法益保护和行为自由保障，侵权责任法过宽地保护纯粹经济利益可能会损害行为自由；其三，侵权责任法保护纯粹经济利益可能会导致侵权责任和合同责任在保护范围上的混淆，对我国法律的体系性产生破坏；⁴⁷其四，纯粹经济利益损失的侵权责任构成要件在认定上存在困难，纯粹经济利益损失广泛存在，很难证明第三人和纯粹经济利益损失之间的因果关系。⁴⁸

另一类观点的态度则更加灵活，认为债权等纯粹经济利益损失原则上属于侵权责任保护的民事权益，并不需要对其进行特别的限制。其理由主要包括：其一，社会典型公开性并不是确定一个权利是否应当被侵权法保护的必要标准，真正重要的是特定情境下权利的具体公开性——若个案中的行为人无法识别权利

⁴⁶ 参见杨立新：《民法典对侵权责任保护范围的准确界定——对〈民法典〉第 1164 条含义理解的进一步厘清》，载《兰州大学学报（社会科学版）》，2021 年第 1 期，第 3-4 页。

⁴⁷ 参见王利明：《侵权责任法与合同法的界分——以侵权责任的扩张为视野》，载《中国法学》，2011 年第 3 期，第 113 页。

⁴⁸ 以“第三人刮蹭出租车导致延误，乘车人错过订立合同的机会”为例子，即使乘车人能够及时到达、合同是否必然能够订立、合同订立后是否必然能够实现乘车人追求的盈利等都是不确定的，因此很难证明第三人行为和纯粹经济损失之间的因果关系。

的存在，则无主观过错；⁴⁹其二，即使认可侵权责任法保护的法益包括债权也不会导致合同法（合同编）和侵权法（侵权责任编）的混淆，这是因为债权具有双相性，一面是债务人和债权人之间的债务履行相关问题，另一面是第三人需要尊重合同创设出来的法律状态，负有尊重和不得侵犯的潜在义务，合同法负责解决债权人和债务人内部的纠纷，侵权法则负责解决第三人侵犯了债权的问题，二者分工是较为清楚的。

需要注意的是，即使是后一类观点，也认同应当通过违法性、过错、违法阻却事由、可预见性标准等一般性的侵权责任构成要件来防控侵权责任泛化。⁵⁰

3. 结论

综合前述分析，我们可以得出以下结论：

首先，考察比较法视域，没有绝对不保护纯粹经济损失的侵权责任法。随着市场经济的发展和社会生活的复杂化，民事主体之间的法律关系趋向复杂化，把纯粹经济损失完全排除出侵权责任法的保护范围，会导致部分受害人无法得到救济。

其次，由于纯粹经济损失不是绝对权，不具有社会典型公开性，从保障行为自由和法益保护的平衡角度看，需要着重考察特定情境下权利的具体公开性，即个案中的“行为人”是否知晓相关权益存在。

再次，在同时满足以下三种情形时，对纯粹经济损失应该受到侵权责任保护应不存在分歧：一是，故意损害他人纯粹经济利益；二是违反了以保护他人为目的的法律规定或者公序良俗；三是，属于经过立法特别确认的应受保护的

⁴⁹ 参见施鸿鹏：《债权的侵权法保护及其法理构成》，载《法学家》，2022年第1期，第47页。

⁵⁰ 参见袁野：《债权作为侵权法保护客体之法理》，载《荆楚法学》，2022年第6期，第42-44页。

纯粹经济利益损失⁵¹。⁵²

最后，对于过失损害他人纯粹经济利益是否应当受到侵权法规制，可能存在一定争议，不过从我国目前司法实践情况来看，仍有在个案中进行适用的空间。

基于此，我们认为，资管产品中投资者享有的份额权益也属于我国侵权责任法保护的客体。《民法典》第五章等规定，民事权利除去绝对权，如生命权、身体权、健康权、物权等，还包括股权、债权、其他投资性权利等相对权利。资管产品份额权益是投资者交付自身合法财产后获得的“对价”。就性质而言，资管产品份额权益并不保证投资者收回本金，投资者获得预期收益情况取决于资管产品的运营、管理状况，因此，资管产品份额权益实质上属于一种投资性权利⁵³，也属于纯粹经济利益损失的范围，受到侵权法的保护。只不过，对于资管产品份额的保护应当受到一定限制，具体限制至少包括需满足以下层面的

⁵¹ 此种情形是指，当立法者明确认为某种纯粹经济利益损失应获赔偿时，常常通过特别法条或者特别立法的方式来规定损害赔偿。典型表现为，《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》直接规定了行为人违反信息披露义务作出虚假陈述的需要承担侵权责任。第三种情形从法益保护范围上来看可以被第二种情形所涵盖，但特别之处在于，此时由于已有立法的特别确认，构成了独立的请求权基础，不需要再论述争议行为是否满足违反“以保护他人为目的的法律法规”或公序良俗，这也是对于同时满足这三种情形的纯粹经济利益损失应受保护不存在争议的原因。不过，由于目前在资管领域，还没有诸如证券虚假陈述这类专门的特别规则，我们仍需要讨论目前资管领域的监管规定是不是为了保护投资者而为，进而能否落入侵权法的评价范畴（详见后文分析）。但是根据上文这一结论，如果有一天，立法者直接规定了《资管领域侵权纠纷》这种规则，那就无需再去讨论本节相关的问题，投资者可以直接援引相关规范起诉。

⁵² 参见葛云松：《纯粹经济损失的赔偿与一般侵权行为条款》，载《中外法学》，2009年第5期，第50-97页。

⁵³ 需要说明的是，这种投资性权利也具有一定特殊性。一方面，该权利性质可以在特定条件下发生转化，例如按照资管合同的约定，如果投资者已经确定能够取得收益，此时权利就不再是抽象的“预期利益”，而是投资者可以直接要求管理人给付的债权性权利；另一方面，资管产品份额权益也有社员权利属性，如受益人有权参加受益人大会、投票表决受益人大会议案等，只不过此种社员权利也是为了更好地实现经济利益，因此并不影响该权利的本质属性仍然是投资性的权利。

要件：（1）第三人知晓或者应当知晓投资者权利存在；⁵⁴（2）违反“以保护他人为目的”的强制性规定或者故意违背公序良俗。

对于第一个层面而言，无论第三人参与的是资金端的募集，还是资产端的投资、管理、运作、交易，大部分参与主体通常均至少知晓资管产品的存在，进而对于资管产品投资者在资管产品项下享有份额权利、依赖于资管产品回款取得投资利益具有可预见性，因此，无论是代销机构、托管机构、投资顾问，还是资管产品底层交易对手方等非资管合同主体，原则上都满足第一层次的要件要求。特别的，少数情况下，会计师事务所等第三方服务机构可能并不知晓自身出具的报告或专业意见会被资管产品管理人使用，也即并不知晓投资人权利存在，则此时可能因此而免责。

第二个层次的要件需要考察，该主体是否实施了违反“以保护他人为目的”的强制性规定的行为，或者故意地实施了违背公序良俗的行为。此时，由于实施行为的主体可以预见到行为违反了强制性规定，并因此将造成对应权益损害，可以避免此等行为而未能避免，或本来便是故意地违反了公序良俗，应推定已经符合侵权责任下的“过错”标准（但保留行为人推翻这一过错推定的空间）。

在侵权法语境之下考察强制性规定是否可以影响侵权责任认定，主要关注该强制性规定是否设置了行为人具体的行为义务，以及具有保护受损害主体私益的目的。来源上包括了多个效力层级范畴，涵盖范围不仅包括法律、行政法规中的强制性规定，还包括地方性法规、自治条例和单行条例、部门规章和地方政府规章及法律、行政法规授权制定的其他规范性文件、强制性标准。⁵⁵需要注意的是，就本书所讨论主题而言，此处“以保护他人为目的”应意指“以保护投资人资管产品份额权益为目的”，而不能扩张至全部强制性规定。

⁵⁴ 参见张红：《违反强制性规定的侵权责任构成》，载《法学评论》，2024年第42期，第85-97页。

⁵⁵ 参见张红：《违反强制性规定的侵权责任构成》，载《法学评论》，2024年第42期，第85-97页。

此种“违反法律法规型侵权”，构成了公法规范进入民商事纠纷的通道，裁判机关在考察此种侵权责任是否成立时，需要结合、援引有关的公法性监管规范，细致考察相关规范的保护目的，最终作出裁判。需要注意的是，此类裁判中述及的公法规范，仅可以用于界定被诉主体的义务范围，并不意味着民事审判应承担和行政处罚相同的职能，即行为人一旦违反公法义务就要求其承担惩罚后果，而是仍需对侵权责任认定中的因果关系等要件进行严格把握，在此基础上认定民事赔偿责任。具体到资管领域，正是由于投资人起诉资管产品涉及各类主体，认为后者构成“违反法律法规型侵权”的案件不断涌现，法院在资管纠纷中“公法化找法”的趋势越发明显，公法规范对资管领域的民商事纠纷造成的影响也因此不断提升。

公序良俗则包括“公共秩序”和“善良风俗”，前者主要是从社会管理者的角度出发，意指某种社会的管理秩序，后者主要从社会成员的观念出发，意指社会成员普遍认可、遵循的道德观念和伦理准则。⁵⁶需要强调的是，此类行为造成纯粹经济利益损失可以落入侵权法保护范围的条件十分严格，前提是必须满足故意这一主观要件，过失的情形则不在其列。此外，由于公序良俗的内涵外延弹性范围过广，司法机关在适用时也应遵守谦抑性原则，避免滥用裁量权。

行为人故意实施了违反公序良俗下的相关义务的行为、损害他人民事权益，最终被认定为应承担侵权责任的情形，通常被称为“背俗侵权”。典型情形如，乙在除夕到甲房屋门前焚烧纸钱，甲诉至法院，要求乙赔礼道歉，法院认为，乙的行为不仅存在安全隐患，还有违公序良俗，一定程度上给甲造成了精神困扰，应当承担侵权责任，判决乙通过在村委会公告栏张贴告示的方式向甲赔礼道歉。⁵⁷具体到资管领域，资管产品相关主体构成背俗侵权的情形比较有限，

⁵⁶ 参见黄薇主编：《中华人民共和国民法典总则编释义》，法律出版社 2020 年版，第 32 页。

⁵⁷ 参见《“邻居门前烧纸钱，违善背俗要道歉”入选！》，载微信公众号“徐州中院”，2023 年 6 月 30 日。

故后文暂未对此种情形展开讨论，但仍需明确这一要件可能在个案中得以适用。

我们认为，在非典型资管纠纷中，较少出现因相关主体不知晓或者不应知晓投资人（及其权利）存在而得以免责的情形，往往更应该关注相关主体是否因行为不构成违反以保护他人为目的的强制性规定或者故意违背公序良俗而得以免责。考虑到资管领域相关主体构成背俗侵权的情形较少，下文将重点逐一探讨，各个主体是否负有以保护投资人资管产品份额权益为目的的强制性规定项下的具体行为义务（下称“法定义务”），如有，则违反相应义务的行为应当划入侵权法的规制范畴，进一步考察是否满足侵权责任的其他要件。

同时，如前所述，“体系化思维”之下需首先考察成立何种请求权基础，如果投资人与相关主体间还存在有效的合同关系，并且同一行为也构成对合同约定的违反，则该行为还会落入合同法的规制范畴，构成侵权责任与违约责任的竞合；如果资管产品为合伙企业或公司，可以适用组织法下有关规则，则投资人还会面临违约或侵权之外的第三条索赔路径。本节论述暂不考虑各主体对投资人是否负有约定义务，或是否存在组织法下的索赔可能，主要围绕各主体是否对投资人负有法定义务展开讨论。

（二）各主体能否是侵权行为人？——各主体是否对投资人负有法定义务？

1. 代销机构

结合当前相关规定和司法实践情况来看，代销机构至少负有三类法定义务，且这些义务均以保护投资人资管产品份额权益为目的：

（1） 代销机构负有适当性义务

《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民纪要》”）第 72 条、第 76 条等明确了卖方机构负有了解客户、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，向金融消费者告知产品（或者服务）的收益和主要风险因素的义务。代销机构作为卖方机构，负有法定的适当性义

务。例如，某基金投资人单独起诉某银行，要求赔偿全部本金及利息损失，法院认为，某银行作为代销机构并未举证证明其对投资本金可能发生全部损失这一最大风险向投资人作出了特别说明，亦未提交证据证明其对涉案资管产品的服务提供者、价款、费用构成去向、资金使用方式、实际收益计算办法以及各方的权利义务责任予以说明，未尽到告知说明义务，同时亦未尽到将适当的产品销售给适合的金融消费者的适当推荐义务，最终判决该银行应向投资人赔偿80%的投资本金及对应利息。⁵⁸

（2） 代销机构负有尽职调查义务

代销机构负有尽职调查义务，也可以认为，尽职调查义务属于适当性义务中“了解产品”部分的具体内容，为适当性义务所涵盖。根据《资管新规》《商业银行代销办法》《证券公司代销规定》等规定，代销机构应当首先对发行或者管理机构本身的情况进行调查⁵⁹，包括信用状况、经营管理能力、市场投资能力、风险处置能力等；其次还需要对资产管理产品进行调查，《资管新规》并不要求代销机构重新针对资管产品开展全新的调查，而是允许代销机构从发行或者管理机构处获取材料即可，包括产品介绍、市场分析、风险收益测算报告等，但需进行“充分的信息验证和风险审查”，新近发布的《商业银行代销办法》同样规定商业银行需要“对产品信息的真实性、准确性、完整性进行核实……形成独立、客观的准入意见”。

司法实践中对于代销机构尽职调查的观点可梳理如下：

⁵⁸ 参见山东省高级人民法院，（2023）鲁民终 336 号民事判决书。

⁵⁹ 《商业银行代理销售业务管理办法》第十六条规定：“商业银行总行应当对合作机构实行名单制管理，确定合作机构资质审查标准，明确准入条件和程序，建立并有效实施对合作机构的尽职调查、评估和审批制度。对于已经准入的合作机构，商业银行应当加强日常管理，定期对其进行审查评估。商业银行对资产管理机构进行准入审查时，应当对其信用状况、投资管理能力和风险管控能力、信息披露情况等进行审查。商业银行对保险公司进行准入审查时，应当对其偿付能力状况、风险管控能力、信息披露情况等进行审查。”

首先，代销机构对于代销基金的管理人是否具备管理人资质、基金是否依法办理备案登记具有调查义务，一旦确认代销机构未履行调查义务的，法律后果较为严重，需要承担赔偿责任。⁶⁰

其次，针对代销机构对于底层资产是否负有尽职调查义务，司法实践中存在一定争议。

有司法观点认为，代销机构应该穿透认定所代销产品的底层资产风险，如未能尽到独立审慎核查义务，应当承担赔偿责任。在一起供应链私募基金产品相关案件中，案涉基金主要投资于受让持票人持有的电子商业承兑汇票受益权，因代销机构未核实出票人涉及高额重大未决诉讼或者明知涉及高额重大未决诉讼隐瞒投资者，法院最终认定各代销机构存在未尽到调查核实义务等违反适当性义务的行为，最终认定代销机构需要承担赔偿责任。⁶¹类似的一起案例中，银行代销的一款信托产品通过投向另一个信托计划最终持有底层信用债，投资者认购案涉信托产品时，债券发行主体已出现负面消息及底层违约情况，法院认为，代销机构作为专业金融机构，对代销产品的相关风险评估和管理不够审慎；对涉及代销产品发行主体的负面消息未及时采取应对措施；在代销产品底层已出现违约事件后仅援引某信托公司给予的信息，未经自主分析；未及时采取应对措施，而仍向金融消费者进行销售，其行为已构成对适当性义务的违反，最终判决代销机构承担赔偿责任。⁶²

亦有司法观点认为，法律并未明确规定代销机构负有穿透认定底层资产风险的义务，投资者不能以代销机构未尽尽职调查义务为由要求代销机构承担赔

⁶⁰ 参见广东省深圳市中级人民法院，（2019）粤 03 民终 30391 号民事判决书；湖南省株洲市中级人民法院，（2020）湘 02 民再 83 号民事判决书

⁶¹ 参见浙江省金华市婺城区人民法院，（2019）浙 0702 民初 4240 号民事判决书；北京市第四中级人民法院，（2019）京 04 民初 537 号民事判决书。

⁶² 参见北京金融法院，（2024）京 74 民终 1704 号二审判决书。

偿责任。例如某私募基金相关系列案件中，法院明确表示：“法律并未规定且合同并未约定基金销售机构负有对底层项目公司或相关股东进行尽职调查的义务，或其应当提供案涉基金产品尽调材料的义务。”实质上否认了代销机构负有对底层资产进行尽职调查的义务。⁶³

对此，我们认为，代销机构的尽职调查义务不同于管理人的尽职调查义务，二者相互独立。管理人的尽职调查义务应当要求全面、审慎对底层项目情况进行调查，包括但不限于投资标的、投资标的重要关联方、底层资产回款来源、担保方情况等。而代销机构的职责并不在于重新调查、复核底层项目资产情况，而是对于管理人以及管理人尽职调查内容进行形式上的确认和审核，在这个意义上，代销机构的尽职调查义务可能包括：管理人的管理资质，资管产品的依法备案并成立生效，要求管理人全面、准确提供尽调材料，对管理人提供的尽调材料内容进行最为基本的核查。其中，前述所谓“最为基本的核查”，是指能够通过公开渠道快速查询、不会过分加重代销机构负担的简易核查，如交易对象是否依法存续、是否存在重大涉诉情况、是否被列为被执行人、公开发行的证券评级和舆情等情况。

（3） 代销机构负有获得资质的义务

《资管新规》第九条第一款规定：“金融机构代理销售其他金融机构发行的资产管理产品，应当符合金融监督管理部门规定的资质条件。未经金融监督管理部门许可，任何非金融机构和个人不得代理销售资产管理产品。”根据该款规定，金融机构代销金融产品，必须符合金融监督管理部门规定的相应资质。

（4） 代销机构是否负有信息披露义务存在争议

最后，有必要讨论代销机构是否附有法定的信息披露义务。一些代销机构

⁶³ 参见上海金融法院，（2022）沪 74 民终 976 号民事判决书、（2022）沪 74 民终 1625 号民事判决书。

在资产管理产品的管理环节和清算退出环节中会持续向投资人提供服务，主要表现为受投资人或管理人委托持续向投资人提供信息披露材料，但这往往是基于代销机构与管理人或投资人间的合同约定要求。在法定义务层面，《证券公司代销规定》第九条直接规定了证券公司与管理人签订的代销合同中，应当约定向投资人进行信息披露、风险揭示以及后续服务的相关安排；《商业银行代销办法》第四十六条则规定，代销产品存续期内，银行作为代销机构应当关注产品信息披露等重要信息，督促合作机构尽责履职，按照合同约定履行主动管理责任。综合前述规定，代销机构在信息披露层面承担的义务外延并不十分清晰，但可以看出代销机构至少负有对于信息披露的协助义务。

2. 托管机构

根据《证券投资基金法》第三十六条、《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第十四条、《商业银行理财业务监督管理办法》第五十一条、《保险资产管理产品管理暂行办法》第十六条等规定，托管人负有安全保管与账户独立、资金清算与会计核算、投资监督与合规报告、信息披露与资料保存等义务，下面主要对实践中常发生争议的托管人的法定义务进行分析，我们认为，下述义务均符合“以保护投资人资管产品份额权益为目的”的要求：

(1) 托管机构负有审查资管产品合法设立义务

资管产品通常对成立、生效条件作出了具体的约定，如在满足向监管机构进行备案、认购规模达到一定标准等条件后成立或者生效，托管人应当审查资管产品满足相应条件后再划转资金用以投资、运作等。

(2) 托管机构负有审核管理人指令要素义务

托管人根据管理人指示划转资金的，需要审查资金用途是否符合合同约定。实践中对于托管人审核投资指令的标准是形式审查还是实质审查存在一定争议。由于实践中，托管人与管理人达成的托管合同或托管人与投资人、管理人签

署的资管合同中，约定的托管人审核义务往往是形式审查义务，这一争议又可以表述为，托管人是否应履行合同约定之外的其他法定的指令审查义务？

有观点认为，基金托管人仅负有形式审查义务，即在履行托管职责过程中，只需要对管理人提供的划款指令、用款文件等材料进行表面一致性核对，而不承担实质审查责任。这一立场在早期司法实践中较为常见，例如，在一起私募股权投资基金理财产品投资者纠纷案件中，法院明确指出，托管银行根据基金合同约定，仅需要对管理人划款指令进行“表面一致性审查”，属于形式审查，不涉及对指令所附随文件真实性的核实义务；即使管理人伪造目标公司收款账户说明函，也超出了托管人审查范围，不构成其承担责任的理由。⁶⁴

这种裁判思路体现了传统司法观点对托管人角色的功能定位——作为中立的资产保管方，其核心职责在于确保资金流转程序合规，而非替代管理人开展实质性的投资判断或者真实性核查。在此定位下，托管人的义务边界被严格限定在托管合同约定的“表面”审查层面，只要指令要素齐备、形式一致、流程合规，即可执行划款，托管人并不需要进一步审核交易背景的真实性或者底层资产的实际状况。

然而，近年来相关司法实践呈现出向“合理怀疑义务”演进的趋势，开始突破纯粹的形式主义立场。典型如上海金融法院在一起票据私募基金案中指出，尽管一般情形下托管人可以依赖管理人提供的投资协议、划款指令以及票据查询截图等材料完成形式审查，但在特定异常情境下，专业金融机构应当具备风险识别能力并保持合理的职业怀疑，托管人不能以“形式合规”完全免责，而

⁶⁴ 参见济南铁路运输中级法院，（2021）鲁 71 民初 2 号民事判决书。也可见上海金融法院，（2023）沪 74 民终 152 号民事判决书，该案中法院亦持相同逻辑：托管银行在核对划款指令印鉴、签名及收款账户信息、其他用款依据无误后，即视为履行了监督职责，法院据此驳回投资人关于托管人未尽审慎核查义务的主张。

应当对投资标的的真实性保持合理怀疑，否则构成履职过失。⁶⁵

由此可见，司法机关可能认定，在异常交易结构或者系统性交易风险的背景下，托管人注意义务应当不止于基于合同约定的机械的形式审查，而应包含一定程度的“合理判断”和“职业怀疑”。这种义务并非要求托管人履行管理人一样的尽职调查，而是强调作为资管产品参与者的审慎角色——当交易模式明显偏离正常商业理性、存在重大可疑特征时，应主动质疑、审慎核查而非被动服从管理人指令。如基于这一法院裁判观点，托管人对于管理人提供的划款指令进行审查的法定义务，将超出合同约定的审查义务范围，故此时如投资人与托管人之间同时存在有效合同关系，其要求托管人承担侵权责任而非合同责任可能更为有利。

综上，我们认为：托管人审核管理人指令的尽职标准正在由“被动的形式审查”向“有限度的主动合理怀疑”演进，未来司法可能更加关注个案交易结构的异常性、风险的可识别性、托管人核查的监督成本和托管人专业能力的匹配度等因素，从而综合动态界定托管人义务的边界。对于托管机构而言，不能再简单援引合同中的“形式审查”条款作为免责依据，而应在长期系统性交易中强化内部风险控制机制，对于明显背离常理的指令保持警惕、主动质疑、要求说明，真正尽到监督之责。不过，托管人的合理判断和职业怀疑标准要求应当较低，不能要求托管人深入判断项目的底层资产是否真实，例如，在系列集合信托计划构成资金池的产品中，权利和底层资产无法一一对应，底层项目亦可能存在虚构，此种情况下，不应当要求托管人实质性判断产品是否构成资金池，而是只需要审查形式上集合信托计划是否投资于符合信托文件约定的相应财产即可，否则，将会不当加重托管人履职负担，不符合托管人的“监督”定位。

⁶⁵ 参见《要案速递：私募基金托管人如何担责》，载微信公众号“上海金融法院”，2025年3月3日。

(3) 托管机构负有估值复核义务

托管人对资管产品的估值负有复核、审查、监督、报告的职责。根据《证券投资基金托管业务管理办法》第十九条规定，基金托管人与管理人应当按照《企业会计准则》及中国证监会的有关规定进行估值核算，对各类金融工具的估值方法予以定期评估，基金托管人发现基金份额净值计价出现错误的，应当提示基金管理人立即纠正，并采取合理措施防止损失进一步扩大；基金托管人发现基金份额净值计价出现重大错误或者估值出现重大偏离的，应当提示基金管理人依法履行披露和报告义务。《中国证券监督管理委员会关于证券投资基金估值业务的指导意见》也对于证券投资类基金的估值问题做出了详细规定，但主要适用于公募基金，私募类资管产品可以参照执行。

(4) 托管机构负有信息披露义务

托管机构需办理与托管业务相关的信息披露事项，出具托管报告、会计报告等，并保存业务记录、账册、报表等资料，保存期限通常不少于 15 年。《证券投资基金托管业务管理办法》第十五条规定：“基金托管人应当按照法律法规的规定以及基金合同的约定办理与基金托管业务有关的信息披露事项，包括但不限于：披露基金托管协议，对基金定期报告等信息披露文件中有关基金财务报告等信息及时进行复核审查并出具意见，在基金年度报告和中期报告中出具托管人报告，就基金托管部门负责人变动等重大事项发布临时公告。”

(5) 托管机构负有协助清算义务

《商业银行理财业务监督管理办法》第五十一条规定，托管机构应当按照托管协议约定，及时办理清算事宜。通常而言，资管合同或托管协议约定的清算的责任主体属于资管产品管理人，托管人仅负有协助性的工作，包括与管理人共同组成清算小组、核对资产账目、监督管理人清算行为、执行资金划转指令等，也即，根据合同约定，托管人并无权主动发起或者主导清算。

3. 投资顾问

实践中，投资顾问主要具有以下几类法定义务，且这些义务均以保护投资人资管产品份额权益为目的：

(1) 投资顾问负有获得资质的义务

对于担任不同资管产品投资顾问所需取得的具体资质要求，前文投资顾问的定义部分已有所讨论。实践中，有投资者以某公司不具有资产管理业务的投资顾问资质，但却依照案涉《资管合同》约定对资管计划的投资、止损进行指导、提出建议为由，主张其违规开展业务构成侵权，不过该案中法院认为案涉资管计划存续期间尚无法律法规对开展投资咨询类业务资质予以严格规制，某公司根据《资管合同》约定开展投资咨询建议服务不存在过错。⁶⁶

(2) 投资顾问负有信义义务

投资顾问不得实施侵占挪用资管产品财产、从事不公平交易或利益输送、违规关联交易、利用职务便利为投资者以外的第三方谋取不正当利益等行为。⁶⁷这是基于投资顾问承担的忠实义务的要求。

投资顾问还需要达到相关领域专业人员应当具有的合理注意水平，勤勉尽责地进行投资分析、出具投资建议。这是基于投资顾问承担的勤勉义务的要求。

关于投资顾问是否负有信义义务（包括忠实义务及勤勉义务），已有司法案例作出了明确的认定，法院认为，随着财产管理领域专业分工不断深化，部分管理人将专业职能“外包”成为行业普遍做法，例如销售、前期研究、估值、

⁶⁶ 参见上海金融法院，（2023）沪74民终2182号民事判决书。

⁶⁷ 《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第十八条规定：“证券期货经营机构、托管人、投资顾问及相关从业人员不得有下列行为：……（六）从事不公平交易、利益输送等损害投资者合法权益的行为；（七）利用资产管理计划进行商业贿赂；（八）侵占、挪用资产管理计划财产；（九）利用资产管理计划或者职务便利为投资者以外的第三方谋取不正当利益；……”

客户关系管理、风险管理、技术服务等等都存在不同程度上外聘服务的情况，理论上，管理人对投资者或权益人的信义义务链条不因此受到破坏，即虽然基金管理人或投资顾问或其他承包商之间主要通过合同约定权利义务，但信义义务作为法定义务，基金管理人或投资顾问或其他承包商在履行顾问合同过程中也在某种程度上对无合同关系的投资人承担信义义务，比如投顾建议等违反忠实义务或者严重不负责等，除了对管理人承担合同责任外，对投资者造成损失的也应承担相应的赔偿责任。⁶⁸

(3) 投资顾问负有不得擅自转委托义务

投资顾问应保持自主性，不能擅自将职责委托他人履行。从民商法的视角看，“不得擅自转委托”是委托法律关系中受托人的基本义务。⁶⁹从金融监管的视角看，投资顾问一旦丧失自主性，可能导致产品背后存在隐藏的“操盘方”，进而违反某些监管要求。例如，就采取结构化安排的资管产品（特别是证券投资类产品）而言，为了避免产品沦为劣后级投资人“借钱炒股”的工具、违反融资融券业务特许经营的规定，监管规定要求受托人必须自主管理，不得转委托给劣后级投资人。⁷⁰此类产品如果聘请了投资顾问，那么投资顾问就必须确保自身独立性，不能沦为劣后级投资人操盘的“通道”。

⁶⁸ 参见广东省深圳市中级人民法院，（2022）粤03民终16422号民事判决书。

⁶⁹ 《民法典》第九百二十三条规定：“受托人应当亲自处理委托事务。经委托人同意，受托人可以转委托。转委托经同意或者追认的，委托人可以就委托事务直接指示转委托的第三人，受托人仅就第三人的选任及其对第三人的指示承担责任。转委托未经同意或者追认的，受托人应当对转委托的第三人的行为承担责任；但是，在紧急情况下受托人为了维护委托人的利益需要转委托第三人的除外。”

⁷⁰ 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第二十一条第二款规定：“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。”

(4) 投资顾问是否负有确保投资建议合规义务存在争议

最后需要讨论的是，投资顾问是否有义务确保管理人执行其提供的投资建议不会违反金融监管规定？

举例而言，监管部门对私募 QDII 产品的投资集中度设有限制，例如持有同一机构发行的证券市值不得超过产品净值的 10%。⁷¹如果投资顾问向管理人出具了“以××金额投资××证券”的投资建议，管理人执行该投资建议导致违反投资集中度限制，是否属于投资顾问的失职行为？

一方面，投资顾问既然是“受金融监督管理部门监管的机构”，原则上应有义务熟知相关领域的监管规定，并且确保自己出具的投资建议不会与之冲突。但另一方面，与禁止内幕交易等众所周知且稳定存在的法律规则不同，诸如投资集中度这样的监管要求往往立法层级较低，并且具有很强的政策性和变动性（当然，即便如此，资管产品的管理人依然需要对投资行为的合规性负责，不能以此作为自身免责事由），如果要求投资顾问也要熟知这些层级低、易变动、强政策性的监管要求，并确保投资建议不会与之冲突，虽然确实与管理人形成了某种“双保险”，但也会相应增加投资顾问的成本和风险，最终表现为投资顾问费的上涨，增加投资者的负担。这在本质上可能构成强制投资者重复购买两份“合规性担保”。

从当前监管规定和司法实践体现出来的强化中介机构责任的趋势上看，我们认为，不排除后续投资顾问会被要求承担更高的合规责任。至于这种责任的强化是否会导致投资顾问费用的上涨，这可能是商业的因素，应当由市场决定，立法者和执法者可能难以介入。当然从法经济学角度考虑，法律还是应当考虑

⁷¹ 《中国证券监督管理委员会关于实施〈合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法〉有关问题的通知》第五条第（四）款第 2 项规定：“单只基金、集合计划持有同一机构（政府、国际金融组织除外）发行的证券市值不得超过基金、集合计划净值的 10%。指数基金可以不受上述限制。”

提高投资顾问的义务标准给资产管理领域带来的正向经济加成和反向经济成本孰高孰低的问题，具体发展留待后续观察。

4. 其他第三方服务机构

资管产品的第三方服务机构并不与投资者直接订立合同，而是接受管理人的单方委托出具专业意见或者报告，甚至有时管理人与第三方服务机构之间也不存在任何委托关系，仅是管理人直接使用了第三方机构已经出具或公开提供的专业意见或者报告。

这种法律关系安排，使得第三方服务机构在形式上至多仅为管理人的“外部智库”，而与投资人之间缺乏直接合同关系。故投资人如想向第三方服务机构主张责任，需要着重考虑其实施的特定行为是否属于侵权法的规制范畴，具体而言，需要检视第三方服务机构是否违反以保护投资人资管产品份额权益为目的的法定义务或故意违反公序良俗下的义务，以及投资人自身是否构成第三方服务机构法定义务的指向对象。

(1) 第三方服务机构的法定义务

目前并没有法律规定一体性地规范私募资管产品涉及的第三方服务机构的权利和义务，其法律地位、权利义务散见于其各自行业性的法律法规，或各层级规范中的“中介机构”条款。整体而言，各第三方服务机构均负有按照法律、行政法规、部门规章、规范性文件规定并参考行业执业规定的程序要求和工作内容开展具体工作的义务，并且负有注意保存工作底稿等义务。

例如，律师应当按照《律师法》《律师执业行为规范》等开展工作，会计师事务所应当按照《中华人民共和国注册会计师法》等开展工作⁷²，资产评估机

⁷² 例如《中华人民共和国注册会计师法》第二十一条规定：“注册会计师执行审计业务，必须按照执业准则、规则确定的工作程序出具报告。注册会计师执行审计业务出具报告时，不得有下列行为：（一）明知委托人对重要事项的财务会计处理与国家有关规定相抵触，而不予指明；（二）明知委托人的财务会

构应当按照《中华人民共和国资产评估法》《资产评估行业财政监督管理办法》《资产评估基本准则》等开展工作，资信评估机构应当遵守《证券市场资信评级业务管理暂行办法》《非金融企业债务融资工具信用评级业务指引》等开展工作。

我们认为，理论上，第三方服务机构违反上述相关规定造成损失的，存在适用侵权法讨论赔偿责任的空间，但是，在投资人作为原告起诉的情况下，相关第三方服务机构违反的强制性规定还需满足“以保护投资人资管产品份额权益为目的”这一要求。由于第三方服务机构并非托管人、代销机构、投资顾问这类本身就围绕资管产品开展业务的角色，相关规定中第三方服务机构的义务可能仅指向委托人，也可能并未说明义务的履行对象，而只规定了第三方服务机构的履职方式和履职标准⁷³。在委托人为管理人（代表资管产品）的情况下，第三方服务机构负有的义务指向的主体能否扩展至资管产品投资人，较难一概而论，需要在个案中进行具体讨论。

我们处理过的案例中，已经有投资者起诉为信托计划出具法律意见书的律师事务所，认为律师事务所在出具《集合资金信托计划法律意见书》过程中未尽到审慎核查义务，未能发现并揭示信托计划中存在的重大风险，存在过错，应与管理人承担连带赔偿责任。尽管该案尚未出具判决，但是法院并未以被告不合格为由驳回原告投资人的起诉，且律师事务所已经参与庭审并进行了实质性答辩，体现出裁判机关可能认为律师事务所作为第三方服务机构确实具有对投资人实施侵权行为的可能性。

计处理会直接损害报告使用人或者其他利害关系人的利益，而予以隐瞒或者作不实的报告；（三）明知委托人的财务会计处理会导致报告使用人或者其他利害关系人产生重大误解，而不予指明；（四）明知委托人的会计报表的重要事项有其他不实的内容，而不予指明。”

⁷³ 例如《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第十四条规定：“律师事务所及其指派的律师从事证券法律业务，应当依法对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证；在进行核查和验证前，应当编制核查和验证计划，明确需要核查和验证的具体事项和方式，并根据业务的进展情况，对其予以适当调整。”

(2) 第三方服务机构法定义务及责任的边界

进一步的，第三方服务机构的义务范围及对应的责任边界是什么？例如，某一资金池信托产品的信托文件中约定的投资范围较为广泛，只写明投资标的为信托收益权份额等，同时约定了产品分期发行，产品后续运作中也存在被监管意见认定的管理违规行为，如律师事务所出具法律意见书认为信托计划合法有效成立，该律师事务所是否需要因此承担赔偿责任？

我们认为，针对前述情形，即便不讨论投资者是否属于与律师事务所法定义务有关的强制性规定的保护范围，此时相关法律意见也可能并不构成“错误”或“不谨慎”，也即律师事务所可能并未违反其法定义务或故意违反公序良俗下的义务，使得投资者难以追究其侵权责任，具体而言：

首先，信托文件约定的投资范围模糊并不必然导致法律意见错误。在资管实践中，出于灵活性考虑，许多产品（特别是银行理财等）的文件并不会明确约定具体底层资产，而使用概括性描述。投资范围的广泛性与模糊性，与产品设立的合法性属于两个不同层面的问题。只要该表述不违反法律强制性规定，律师事务所出具“合法有效”的意见，本身并无不当。

其次，分期发行特征不足以单独认定产品违法。分期发行虽是部分资金池产品的特征之一，但资金池产品的核心法律定性在于“资金混同、滚动发行、分离定价”，即资金端与资产端无法一一对应。律师事务所仅能基于设立时点的文件进行形式审查，无法穿透至后续的实际运作环节去掌握资金划转细节，而仅凭设立时的“分期发行”这一结构设计，远未达到能够认定产品为非法的充分程度，不能苛求律师事务所在出具意见时据此得出否定性结论。

再次，事后的运作违规不等于设立无效。产品管理违规属于合同履行阶段的违约或侵权，而非产品设立阶段的法律结构存在效力瑕疵。律师对“合法有效成立”的判断，是针对产品设立时信托合同当事人资格、合同条款合法性、

程序合规性等设立要件而言的，事后发生的管理违规，原则上不能直接否定设立时点的法律意见。

然而，在另一些情形下，律师事务所的责任可能则难以豁免。例如，若信托合同明确约定资金用于向某产业园项目发放固定资产贷款，但相关交易文件中却完全缺失了受托支付、项目资本金、资金监管等发放此类贷款所必需的保障性条款，此时，律师若在未履行基本核查义务的情况下，仍出具“合法有效”的法律意见，则其过错十分明显，因为该意见掩盖了产品在设立之初即存在的、与既定投资策略严重不匹配的重大法律缺陷与风险。事后若证实资金被挪用，考虑到信托文件需要律师出具法律意见书确认信托设立合法合规，法律意见书的背书构成投资者信赖这一信托产品的重要原因，应认为投资人属于此时律师事务所义务的指向主体，律师事务所因其未能发现并揭示交易结构上显然存在的不合规问题，可能需对投资者承担相应的赔偿责任。

对于上述问题，我们认为，判断第三方服务机构义务及责任的边界，关键在于区分其是否具有“过错”，具体表现为其工作是形式审查还是实质判断，以及是未能发现表面瑕疵还是未能识破深层欺诈，如果仅需进行形式审查，则很难认定第三方服务机构存在过错，反之，如果需要作出实质判断，则更可能认定第三方服务机构存在过错。

在前述资金池案例中，律师事务所基于表面合规的文件得出“合法成立”的结论，已经妥善履行了形式审查义务，对于日后的管理行为违规不具有可预见性和可避免性，不存在过错。在后一固定资产贷款案例中，即便同样仅需履行形式审查义务，但缺失关键风控条款属于文件本身的重大表面瑕疵，律师事务所对此视而不见，则构成了执业过程中的重大过失。

(3) 第三方服务机构法定义务的指向对象

如前所述，部分第三方服务机构与投资人、管理人之间均不存在任何法律关系，仅是资管产品管理人单方使用了第三方机构出具的专业意见或报告，如该等专业意见或报告存在瑕疵，投资人主张出具意见的第三方服务机构承担侵权责任，此时就存在第三方机构以自身并不知晓或不能合理预见资管产品及投资人权利存在而主张免责的空间，否则第三方机构可能因此承担无法预料或穷尽的责任范围，导致侵权法失去了法益保护和保障行为自由的平衡。

这一问题又可以转化为，投资人是否构成合理信赖或使用第三方机构所出具专业意见的“利害关系人”？投资人是否属于第三方服务机构法定义务的指向对象？

我们在此试举两例，说明管理人与第三方服务机构间是否存在委托关系对责任认定会造成的影响。

第一个例子中，某会计师事务所受信托公司委托，就信托计划项下质押应收账款出具专项审计报告，如该审计报告最后被认定为存在错误，且这种错误是因为明显的履职不当造成的（如未审查产生基础债权的合同、结算凭证等），那么对此时会计师事务所应承担侵权责任，应无争议。

而在第二个例子中，信托计划底层投向某上市公司并表子公司股权收益权，该上市公司为实现约定的股权收益提供差额补足承诺或回购承诺，信托公司在前期尽职调查和向投资人提供的推介材料中，均使用了某会计师事务所对该上市公司出具的年度审计报告中的结论或数据等公开信息，信赖该上市公司的财务状况并因此进行投资，而最终相关年度审计报告被认定为虚假，该资管产品管理人或投资人能否据此索赔？

《最高人民法院关于审理涉及会计师事务所在审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》（下称“《**审计赔偿规定**》”）第一条规定：“利害关系人以

会计师事务所在从事注册会计师法第十四条规定的审计业务活动中出具不实报告并致其遭受损失为由，向人民法院提起民事侵权赔偿诉讼的，人民法院应当依法受理。”可见会计师事务所承担侵权责任，除需满足存在不实报告、损害关系等要件外，还要求主张侵权责任的相对方构成“利害关系人”。那么，前述例二中资管产品的管理人或投资人是否属于适格的“利害关系人”？

《审计赔偿规定》第二条规定了利害关系的范围⁷⁴，最高人民法院据此指出，《审计赔偿规定》明确限定的利害关系人只限于两类：一类是因合理信赖或者使用会计师事务所出具的不实报告，与被审计单位进行交易而遭受损失的债权人；另一类是因合理信赖或者使用会计师事务所出具的不实报告，投资于被审计单位发行证券的投资人。⁷⁵根据这一定义，上述例二中的信托公司因信赖审计报告而（代表信托计划）与被审计企业实施了交易（信托公司对此负有举证责任），应属于第一类“利害关系人”范畴，但例二中的信托计划投资人似乎便被排除在外，无法直接向会计师事务所主张侵权责任。

进一步而言，资产管理纠纷中，还有一种比较特殊的情形，管理人可能会向投资人提供第三方服务机构针对管理人自身出具的审计报告、财务尽调报告等，投资人基于此相信管理人系规范运作，不存在和资管产品财产混同等情况，因此交付财产成立资管法律关系。如果是会计师事务所对资管产品管理人自身出具的审计报告、财务尽调报告等存在虚假，投资人能否向其主张侵权责任？

此时，投资人可能构成上述第一类因信赖审计报告而与管理人进行交易的利害关系人，可以向第三方服务机构提起侵权索赔之诉。尽管满足这一起诉前提，但由于第三方服务机构行为与投资者因投资特定资管产品而形成的损失之

⁷⁴ 《审计赔偿规定》第二条第一款规定：“因合理信赖或者使用会计师事务所出具的不实报告，与被审计单位进行交易或者从事与被审计单位的股票、债券等有关的活动而遭受损失的自然人、法人或者其他组织，应认定为注册会计师法规定的利害关系人。”

⁷⁵ 参见最高人民法院，（2021）最高法民终 575 号民事判决书（入库编号：2023-10-2-504-001）。

间因果关系链条太远，投资人可能较难在资管纠纷的个体案件中去主张第三方服务机构责任，至多在对管理人的债权确定后，如发生管理人主体信用风险、甚至破产无法赔偿损失等情况，再考虑向第三方服务机构进一步主张责任。

最后，根据司法案例，限制利害关系人的范畴目的在于限制特定情形下侵权责任泛化的泛化，特别在审计对象是上市公司的情形下，由于上市公司信息对外公开披露，其审计报告必然具有传播范围的无限性，因信赖该信息而采取相关交易行动致损的第三人可能不计其数。如认定会计师事务所对前述所有第三人均负有注意义务，一方面可能导致会计师事务所拒绝提供此类审计服务以避免被诉，另一方面也忽视了从事市场交易经营活动的主体自我防范和担负风险的能力，从而导致市场风险分配机制扭曲等问题。⁷⁶这一原则也会影响个案中对于第三方机构是否应承担侵权责任的最终判断。

总而言之，我们认为，相较其他主体而言，投资人向第三方服务机构主张侵权责任能否成立，存在较大的不确定性。原则上，存在第三方服务机构构成损害资管产品投资人利益的侵权行为人的可能，但需要严格在具体情境中进行分析，依以下顺序逐一检视：（1）第三方服务机构行为是否违反其法定义务或故意违反公序良俗下的义务；（2）如违反某一法定义务，该法定义务对应强制性规定是否以保护投资人资管产品份额权益为目的；（3）第三方机构是否知晓或可以合理预见投资人权益存在并可能因其行为受损，投资人是否属于第三方机构法定义务的指向对象范围。

5. 底层交易对手方

（1） 底层交易对手方多数不负有法定义务

因资管产品投资对象不同，底层交易对手方也有所差异，如投资于底层资

⁷⁶ 参见最高人民法院，（2021）最高法民终 575 号民事判决书（入库编号：2023-10-2-504-001）。

管产品的，交易对手方为底层资管产品的管理人，如投资于股权或者债权的，底层交易对手方为目标公司或标的资产转让方、回购方、差额补足方、担保方等，如投资于证券，交易对手方可能是发行人及中介机构等。

在资管产品不涉及证券投资或投向另一资管产品的情况下，底层交易对手方往往仅负有底层交易文件项下的合同义务，而不负有基于强制性规定的法定义务或其他公序良俗下义务，投资人向底层交易对手方主张侵权责任难以成立。

在资管产品底层投资于证券的情形下，发行人、中介机构等主体实施的虚假陈述等特定行为可能构成对强制性规定下法定义务的违反，但投资人的资管产品份额权益通常不属于相关强制性规定的保护目的范围⁷⁷，司法实践中也暂未见资管产品投资人成功向底层证券交易对手方索赔的案例。

下文主要是对司法实践中涉及较多的底层资管产品管理人这类底层交易对手方进行讨论，考察其是否负有对上层资管产品投资人的法定义务。

(2) 底层资管产品管理人的法定义务

对于底层资管产品的管理人，法律设有严格的规范，要求其勤勉尽责，但是原则上，底层资管产品的管理人的信义义务只针对于与其存在直接关系的上层资管产品管理人（代表资管产品），而并不直接对上层资管产品的投资人负有法定的信义义务。

⁷⁷ 一方面，证券发行和交易市场的众多强制性规定的保护目的主要指向证券市场交易秩序，是否兼有保护个人主体私益的目的需要具体讨论；另一方面，在保护私益的情形下，私益范围也往往被限制得十分明确，结合证券账户实名制等监管制度，可能较难对此类强制性规定的私益保护范围作任意的扩大性解释。例如，根据《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》，债券发行和交易市场的规则体系保护的是债券持有人和债券投资者的利益，一般认为，债券持有人是指持有由发行人发行债券的人，债券投资者是指为获取收益使用自己的资金购买债券的投资者，包括债券持有人和曾经持有债券但已经转让的主体，但不包括其他间接持有、穿透持有债券的主体。

然而，由于信托、资管计划、契约式基金等资管产品均为契约型产品，当前并不适用组织法下的代位制度（基于组织法的追责路径详见下文专节论述），如底层资管产品管理人实施了违反法定义务或公序良俗下义务的行为，而上层契约式资管产品管理人怠于行权，甚至是与底层资管产品管理人相互勾结，上层资管产品投资人就会事实上陷于利益无法得到救济的窘境。故此，为更好地敦促各层资管产品的管理人均勤勉尽责，也为维护上层资管产品投资人合法权益，此时可以例外地允许上层资管产品投资人基于侵权路径要求底层资管产品管理人承担责任。

也即，我们认为，嵌套资管产品中的底层管理人承担侵权责任，应以层层追索为原则，以穿透追索为例外（限于上层资管产品管理人怠于履职时）。

司法实践中近来涌现出数起投资人以侵权责任纠纷为案由，同时起诉下层资管产品管理人，并且得到法院支持的案例，这类裁判趋势已经引起了行业讨论与关注。在上海金融法院年度十大典型案例之一的某案件中，法院明确，双重嵌套资管合同中，投资者就其损失向下层资管产品管理人主张权利的，原则上应受合同相对性的约束，只能请求上层资管产品管理人起诉下层资管产品管理人违约，或在上层资管产品管理人怠于行使权利的情况下依法通过代位诉讼寻求救济，但在上层资管产品已经清算或上层资管产品管理人明确不提起诉讼的情况下，投资者将难以通过常规的途径寻求救济，故例外地允许投资人对下层资管产品管理人提起侵权责任纠纷之诉；此时下层管理人行为构成侵权，需满足该管理人存在知道或者应当知道上一层中的投资者，且实施违反以保护投资者为目的的法律、法规或其他规范性法律文件，或违背公序良俗侵害行为。⁷⁸在其他同类案件中，法院也采取了类似的分析思路。⁷⁹

⁷⁸ 参见上海金融法院，（2022）沪74民终43号民事判决书。

⁷⁹ 参见北京市朝阳区人民法院，（2019）京0105民初87359号民事判决书。该案一审法院判决上层资管产品管理人A资管公司及下层信托计划受托人B信托公司共同赔偿原告投资人的本金和对应利息，

进一步延伸讨论，在底层管理人仅违反约定义务而未违反法定信义义务的情况下，是否还存在上层资管产品投资人直接向底层资管产品管理人主张责任的可能？实践中，还会存在一些由下层资管产品管理人和上层资管产品管理人之间约定达成的义务，这类约定义务未达到法定信义义务的高度，违反此类约定尚不足以构成对法定信义义务的违反，此时上层投资人是否能直接向下层管理人主张责任？

我们认为，根据合同相对性的基本原则，原则上投资人应当需要请求上层资管产品管理人向下层资管产品管理人主张违约责任，并且由于下层管理人行为并未达到违反法定信义义务的严重程度，为了避免责任泛化，此时也不应当再支持上层资管产品投资人以瑕疵较小的违约事由，直接要求底层管理人承担侵权赔偿责任或违约赔偿责任。但是例外情况下，如果上层管理人拒绝向下层管理人索赔，此时虽然投资人可以要求上层管理人向自己赔偿，但是上层管理人可能缺乏履行能力，导致投资者无法获得救济，且下层管理人无需承担违约责任，亦有违公平与诚信原则。该情况下，从保护投资者权益、实现公平精神的角度出发，我们认为，未来可以考虑例外地允许投资者直接向底层管理人要求违约赔偿。此时可以参照组织法下的派生诉讼，允许契约式资管产品投资人以自己的名义，为上层资管产品财产利益，提起针对底层投资人的违约索赔之诉。

其中，法院认为 B 信托公司应向原告承担赔偿责任的理由是：首先，虽然原告与 B 信托公司之间没有直接的合同关系，但原告投资的资管计划与 B 信托公司形成了信托合同关系，B 信托公司未履行合同义务或法定义务，将损害原告的权益，故原告有权对 B 信托公司主张损害赔偿；其次，B 信托公司明知信托资金是资管计划资金，而非 A 资管公司自有资金；最后，B 信托公司未办理信托产品登记、未妥善履行尽职调查义务、未采取必要措施防止损失扩大，未尽到作为受托人应尽的谨慎有效管理并维护受益人最大利益的法律义务，也即 B 信托公司存在违反法定义务的行为；因此，B 信托公司对原告的损失也应承担赔偿责任。尽管该案二审法院以事实不清为由裁定重审（公开渠道暂无法得知重审判决结果），但原审体现出的法官裁判思路仍有借鉴意义。

6. 实际管理人

(1) 实际管理人负有信义义务

实践中，可能出现名义管理人不承担管理职责或仅承担部分管理职责，实际由其他主体对于资管产品进行管理的情形。投资顾问、名义管理人关联方或其他第三方主体都有可能构成实际管理人，并因其实际实施的不当管理行为而被投资人主张承担侵权赔偿责任。

我国法律并未规定“实际管理人”这一概念，更未直接对实际管理人的法定义务进行规定。实际上，我国法律禁止未经登记获得管理人资格而履行管理人职责的行为，实际管理人缺乏资管产品管理人资格，却利用名义管理人名义成立、发行、运作资管产品的，本身就构成违反相关监管规定。

例如，据《私募基金监督管理暂行办法》的规定，私募基金管理人应当根据基金业协会的规定，向基金业协会申请登记，并报送相关材料，只有报送的相关材料齐备后，基金业协会才会为私募基金管理人办理登记手续，除需进行登记外，《私募投资基金监督管理条例》还对管理人的独立性有所规定，例如规定了管理人的实际控制人不得干预管理人的业务活动。⁸⁰但前述规定并未明确违反这类要求的法律后果⁸¹，资管产品投资人也难以证明名义管理人或实际管理人违反了这类监管规定与自身投资损失之间的因果关系，难以仅因为实际管理人违反了这类监管规定而要求其承担责任。

⁸⁰ 《私募投资基金监督管理条例》第十二条规定：“私募基金管理人的股东、实际控制人、合伙人不得未经股东会或者董事会决议等法定程序擅自干预私募基金管理人的业务活动。”

⁸¹ 《私募投资基金监督管理条例》第六十条规定：“违反本条例规定和基金合同约定，依法应当承担民事赔偿责任和缴纳罚款，被没收违法所得，其财产不足以同时支付时，先承担民事赔偿责任。”也即，第六十条笼统地规定需要“依法承担责任”，至于依据什么法律，承担何种责任，则留待其他法律条款规定。

实际管理人最终会被认定为需对投资人承担侵权赔偿责任，是因为其实施了对于资管产品的实际管理行为，因此应与名义管理人一般，受限于法律法规关于管理人的规定，负有管理人的法定信义义务，否则便会出现利用实际管理人身份规避对于管理人的规定的后果，出现监管套利。

司法实践中也有案例确认了实际管理人对投资者负有法定的信义义务。该案中，基金名义管理人 A 公司与 B 资管公司签订了《财务顾问合同》，委托 B 公司作为基金财务顾问，为基金提供项目信息获取及更新、交易结构设计等服务，基金财产约定用途为向 C 公司发放委托贷款，最终投向标的公司股权，后 C 公司到期后逾期未还款，并且实际上资金从未投向标的公司。该基金某投资人首先通过仲裁，确认 A 公司作为案涉基金管理人未勤勉尽责，应向投资者赔偿 70% 的投资损失，随后向法院起诉了 B 资管公司，认为案涉基金实际由 B 资管公司管理运作，B 资管公司存在侵权行为，应共同赔偿其投资损失。

对此，该案审理法院上海金融法院认为，该案争议焦点为 B 资管公司对于基金投资人是否负有法定或约定义务，而从基金实际运作看，B 资管公司的实际职能超出《财务顾问合同》约定的范围，在基金设立、运行的全过程中实际承担了推介基金产品、设计交易结构、掌控资金运作、对接底层资产的角色，对后续基金退出亦起主导作用；名义管理人 A 公司虽然履行了一定的管理职责，但实质并不掌控资金运作，收取的管理费明显低于 B 资管公司，具有一定的通道角色；投资者基于对 B 资管公司管理能力的信赖进行投资，与 B 资管公司形成事实上的信赖关系，B 资管公司作为受信人，与管理人一样应对投资者负有信义义务，如 B 资管公司违反信义义务，则应向投资者直接承担损害赔偿责任。上海金融法院最终认定，B 资管公司未能勤勉尽责，违反信义义务，应对投资人的投资损失承担主要的赔偿责任。⁸²

⁸² 该案判决书原文尚未公开，判决内容及案情信息参见信托圈内人：《10 亿资金“不翼而飞”！法院判了：赔 70%！》，载新浪财经，<https://finance.sina.com.cn/roll/2025-02-22/doc-inemkshz3916817.shtml>；及朱瑞、

(2) 实际管理人的信义义务以证明实施了管理行为为前提

我们认为，与其他资管产品运作过程中涉及主体相比，“实际管理人”这类主体承担侵权责任的特殊之处在于，投资人需要先证明这一主体实施了等同于管理人的管理行为、应当被认定为“实际管理人”，并因此对投资人负有信义义务，才能进而主张该主体承担违反信义义务的赔偿责任。而证明该主体已经构成“实际管理人”且实施了违反信义义务的行为，需要投资人主动提交大量证据。上述案例中，上海金融法院裁判思路也体现了这一特征。而这些证据很可能同样支持投资人以其他请求权基础向该主体索赔。

例如，从司法案例来看，认定名义管理人关联方实际履行资管产品管理职责、构成实际管理人的通常情形包括：产品推介材料中宣传由关联方进行产品的风控、管理等，认购资金打入关联方账户或产品收益由关联方账户支付，由关联方与产品底层交易对手方进行接触、签订协议，关联方工作人员执行管理事务、直接与投资人进行沟通等。⁸³这些情形均体现出关联方与名义管理人在履职层面一定程度上的“混同性”，在关联方为名义管理人股东等情况下，有关情形可能同样可以用于证明该主体与名义管理人构成人格混同，应承担连带赔偿责任。而在该主体为投资顾问或财务顾问的情况下，实施的不当决策行为等本身可能已经违反投资顾问或财务顾问的合同义务或法定义务，投资人也可以基于此向其提起侵权或违约索赔之诉。

有鉴于此，我们认为，在不同案件中，投资人有可能根据其自身的证据收集情况、产品管理实际情况，在权衡主张违反实际管理人信义义务、人格混同

潘祎：《要案速递 | 判赔！私募基金财务顾问名实不符承担责任》，载微信公众号“上海金融法院”，2025年1月16日。

⁸³ 参见上海金融法院，（2021）沪74民终375号民事判决书（2021年度上海法院金融商事审判十大案例之4）；上海市高级人民法院发布2023年度上海法院金融商事审判十大案例之4甲合伙企业诉乙公司侵权责任纠纷案。

或违反投资顾问义务等不同的起诉路径后，灵活选择其中证明标准和证明难度最低的路径提起诉讼。这既体现了争议解决诉讼路径设计的灵活想象空间，也增加了各主体应对潜在诉讼的准备难度。

特别地，在某一主体已经具有资管产品的投资顾问、财务顾问等“合法身份”，并且并未参与推介、退出等其他管理环节的情况下，投资人试图主张其构成实际管理人而应承担侵权赔偿责任，将会面临更大的证明困难。关键在于，需要证明名义上的投资顾问或财务顾问已经实际掌握了资管产品的投资决策权。⁸⁴

如一起投资者诉资管产品管理人和投资顾问的案例中，一审法院认为投资人并未与投资顾问 C 公司建立合同关系，无法根据合同关系向 C 公司主张违约责任，对其要求 C 公司对 B 公司债务承担共同清偿责任的诉讼请求不予支持，而二审法院最终作出完全相反的认定，认为案涉资管计划所有投资决策实际均由投资顾问 C 公司作出，B 公司通过专用网上系统的阈值设置，对 C 公司的投资决策是否符合《资管合同》约定的投资条件进行审核，通过系统审核的投资决策，B 公司即应予以执行，故 B 公司实际并不承担案涉资管计划的风险管理责任，而是将承载此项责任的投资决策职责让渡给了投资顾问 C 公司，B 公司只是名义上的决策者、实际是投资指令的执行人，C 公司才是实际上主导方，最终判决 B 公司、C 公司均需向投资人承担赔偿责任。⁸⁵

⁸⁴ 在中国证券投资基金业协会发布的《私募基金备案案例公示（【2022】第 1 期 总第 2 期）》地案例六中，名义管理人之外的其他主体“控制私募基金投资决策委员会，负责筛选投资项目、进行投后管理”的情形被认定是由其他主体实质上管理私募基金，原私募基金管理人出让投资决策权，将应当履行的受托责任转让他人，成为非登记机构开展私募业务的“通道”。

⁸⁵ 参见江苏省高级人民法院，（2022）苏民终 569 号民事判决书。需说明的是，该案原告提起的是合同违约之诉而非侵权之诉，但是一方面，二审法院最终是在穿透审查各方当事人分别签订的《资管合同》《投顾合同》后，综合认定了各方权利义务关系，已经突破了合同相对性，另一方面，对于判断投资顾问承担的究竟是一般性的投资顾问职责还是构成实际管理人的说理论述，在侵权之诉中亦有借鉴适用空间。

（三）各主体间成立何种责任的数人侵权？

1. 责任形态理论概述

实践中，我们经常遇到原告投资人同时起诉管理人、投资顾问、托管人、律师事务所、底层交易对手方等多个主体，要求各被告向其连带地承担赔偿责任的案例。有时投资人是认为不同主体对同一不当行为的发生起到了“连环作用”（例如管理人对于产品估值错误后，托管人在复核环节亦未能发现错误），有时投资人则是认为不同主体均实施了违反自身义务、侵害投资人权益的行为。因此，在讨论各个主体单独能否构成侵权行为人之后，还有必要将各主体放在“数人侵权”的语境之中，考虑各主体侵权责任应如何承担的问题。

目前尚没有特别法对非典型资管产品主体侵权问题进行规定，因此非典型资管产品数人侵权问题依然遵循《民法典》等的基本规定。根据《民法典》及相关法律的规定，我国数人侵权按照承担责任的形态划分可以划分为五大类：一是构成连带责任的数人侵权；二是构成按份责任数人侵权；三是构成补充赔偿责任的数人侵权；四是构成不真正连带的数人侵权；五是在连带责任基础上发展出来的按比例连带责任的数人侵权。

上述五个责任形态的本质区别在于，对于“风险责任”的分配不同。最终责任是指损害赔偿责任中赔偿义务人应当向权利人承担的与最终赔偿责任相等的部分，而风险责任是指超过最终责任而实质上承担了其他赔偿义务人履行不能风险的部分。⁸⁶就本质而言，各个责任形态的最终责任都是由侵权行为人在自身过错范围内承担，承担了超过自身过错范围责任的主体可以向最终侵权行为人主张补充赔偿；但是，风险责任则在各个责任形态下存在显著不同：

⁸⁶ 参见王竹：《论风险责任概念的确立》，载《北方法学》，2011年第2期，5-12页；王竹《论数人侵权责任分担原则——对〈侵权责任法〉上“相应的”数人侵权责任立法技术的解读》，载《苏州大学学报（哲学社会科学版）》，2014年第2期，第69-79页。

按份责任形态下，如果任一责任人无力支付其应付部分赔偿款的，受害人需要承担该履行不能的风险。

连带责任形态下，每个侵权行为人都需要担保其他全部侵权行为人履行不能的风险，即使某一侵权行为人不能承担其责任的，受害人还是能够要求其他侵权行为人赔偿，而其他侵权行为人因某一侵权行为人履行不能而终局性支付了超过自身过错的份额。

补充赔偿责任与连带责任不完全一样，对次要责任人而言，其承担主要侵权行为人支付不能的风险，但是不能反过来，由主要侵权行为人承担补充责任人履行不能的风险。原因在于，补充赔偿责任要求受害者先行向主要侵权责任人主张，不存在先行要求补充责任人赔偿的情形。

不真正连带责任与补充赔偿有一定类似性，由其他被诉主体而非受害人承担侵权行为人支付不能的风险，不过同补充赔偿责任不一样的是，受害人并不需要必须先执行主要侵权行为人，而是可以任意选择其他被诉主体执行。

按比例连带责任则较为复杂，在主要侵权行为人不能支付时，比例连带责任人只承担比例范围内无法支付的风险，其余风险由受害人承担。即假设比例连带责任人承担 10%连带责任，如实际侵权行为人最终无力支付的部分为 100 元，比例连带责任人只承担 10 元赔偿，剩余 90 元不能支付的风险由受害人承担。

(1) 连带责任

根据现行法律规定，构成连带责任的数人侵权，根据案型又可以再划分为五种类型：共同故意型侵权，共同过失型侵权，客观关联共同行为型侵权，教唆、帮助他人型侵权，叠加的分别侵权。

首先，共同故意型侵权、共同过失型权、客观关联共同行为型侵权三种情形统称为“共同侵权”，规定于《中华人民共和国民法典》第 1168 条：“二人

以上共同实施侵权行为，造成他人损害的，应当承担连带责任。”该条对共同侵权进行了一般性的规定，一般认为，共同侵权具有以下特征：一是，主体复数性：侵权主体须为二人以上，且均具有民事行为能力。二是，主观的关联性：行为人之间存在共同故意或共同过失，即对侵权行为存在意思联络或共同认知。三是，客观的关联性：各行为人的行为相互关联，共同导致损害结果的发生。四是，损害同一性：损害结果为同一且不可分割的整体。

共同故意的典型情形如，甲和乙经过共谋一起砸乙的汽车，甲负责砸挡风玻璃、乙负责砸轮胎。共同过失的典型情形如，甲和乙经过联系决定把花盆搬到阳台，甲觉得阳台不够安全导致花盆可能砸落，向乙表达了担忧，经过讨论，双方还是决定把花盆搬到阳台，后来果然花盆掉落砸伤丙。

实践中存在争议的是，如果各主体不存在意思联络，是否存在共同侵权的空间？目前，我国司法实践对此予以认可。如有一则司法案例，甲驾驶车辆停靠在非机动车道，乙从左侧车门开车，丙恰巧驾驶电动自行车经过，撞上车门导致受重伤，该案法院认为：同一辆机动车上的所有人因乘车可视为一个密不可分的整体，无论是作为驾驶人的胡某，还是乘车人的杨某，均应当预见停在非机动车道开左侧车门时可能致人损害，故二人对开车门致人损害的可能性应当有共同认识，但二人均轻信自己的行为不会导致损害发生，不论二人对损害后果的可能性是否交流，均可认定二人存在共同过失。最终法院判决二人构成共同侵权，对刘某的人身损害承担连带赔偿责任。⁸⁷

其次，教唆、帮助他人型侵权规定在《民法典》第 1169 条：“教唆、帮助他人实施侵权行为的，应当与行为人承担连带责任。”所谓帮助侵权是指通过提供物质、技术或其他支持，协助他人完成侵权。例如，通过出租场地供他人

⁸⁷参见王茜、孙凯茜：《共同侵权民事纠纷案件的审理思路和裁判要点|类案裁判方法》，载微信公众号“上海一中法院”，2023年1月10日。

生产假冒商品，构成商标侵权共犯。一般而言，帮助侵权需要行为人存在主观故意或重大过失，也即，帮助人明知或应知他人计划实施侵权（故意为主，但特定情况下重大过失也可能担责）。此外，帮助侵权人需要提供实质性帮助，其提供的支持客观上便利了侵权实施（如资金、工具、信息等）。⁸⁸帮助侵权和共同侵权可能存在如下区别：

	共同侵权	帮助侵权
法律依据	《民法典》第 1168 条。	《民法典》第 1169 条。
主观要件	行为人之间存在共同故意或共同过失（共同过错）。	帮助人具有故意或重大过失（明知或应知他人实施侵权行为）。
行为特征	多人共同实施侵权行为，行为具有整体关联性。	帮助行为本身不直接导致损害，但辅助他人侵权。
因果关系	各行为共同导致同一损害结果，因果关系不可分割。	帮助行为与直接侵权行为结合导致损害结果。
独立性	各行为可能独立构成侵权，但损害结果需同一。	帮助行为依附于直接侵权行为，缺乏独立性。
司法实践典型情况		
多人斗殴致伤	所有参与者构成共同侵权，连带赔偿。	若某人仅提供凶器，可能单独认定为帮助侵权。

⁸⁸ 需要说明的是，具体到资管领域，目前暂未检索到以帮助侵权为由认定管理人和其他主体承担连带责任的司法案例。但我们认为，未来随着司法实践的发展，不排除投资顾问、律师事务所、会计师事务所等主体如若对管理人的侵权行为提供帮助的，可能构成帮助侵权，需要和管理人承担连带责任。

	共同侵权	帮助侵权
网络侵权	平台与用户合谋发布侵权内容，构成共同侵权。	平台明知用户侵权仍提供技术支持，构成帮助侵权。
产品责任	生产者与销售者串通销售缺陷产品，共同侵权。	运输公司明知产品缺陷仍协助流通，构成帮助侵权。

最后，叠加的分别侵权行为规定在《民法典》第 1171 条：“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，每个人的侵权行为都足以造成全部损害的，行为人承担连带责任。”所谓叠加的分别侵权行为，是指每种行为都足以导致全部损失，而同时两种行为叠加造成了全部的损失的情形。例如甲和乙分别对同一个房子放火，每把火都足以烧毁房子，最终房屋被烧毁。判断一个行为是否足以导致全部的损失，一个简单的标准即是，假设另外一个行为不存在，该行为是否仍能造成全部损失。⁸⁹

（2）按份责任

构成按份责任的类型主要为结合的分别侵权行为，规定于《民法典》第 1172 条：“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，能够确定责任大小的，各自承担相应的责任；难以确定责任大小的，平均承担责任。”和叠加的分别侵权行为不同，其需要两种行为相互结合才导致了损失的发生。例如，甲和乙分别对同一个房子放火，每把火都不足以烧毁房子，但是两把火叠加后扩大火势，最终房屋被烧毁。⁹⁰

⁸⁹ 具体到非典型资管产品纠纷中，管理人的失职确实可能导致投资者全部的损失，而除了管理人之外的其他主体，例如托管人、投资顾问等，在管理人不存在任何失职行为的情况下，其可能很难导致投资者全部的损失，原因在于管理人是直接对投资者负责募、投、管、退全流程的责任人，其他主体的行为难以控制资产管理业务的运作。因此，与帮助侵权类似，非典型资产管理纠纷中，可能较难适用《民法典》第 1171 条规定主张各方承担连带责任。

⁹⁰ 与上文介绍的叠加的分别侵权行为不同，非典型资产管理纠纷中存在适用《民法典》第 1172 条认

理论上，围绕按份责任的一个重大的争议问题在于，各方没有意思联络时，是应当适用《民法典》第 1168 条主张各方构成客观关联共同行为而应承担连带责任，还是适用《民法典》第 1172 条主张各方构成结合的分别侵权行为而应承担按份责任？实际上，反对客观关联共同侵权行为理论的理由之一就在于：双方无意思联络的情形已经由《民法典》第 1171（叠加的分别侵权行为）、1172 条（结合的分别侵权行为）规定，无需再借助客观关联共同行为，且客观关联共同行为会导致责任范围过大。

我们倾向于认为，客观关联共同侵权行为理论仍有一定必要性，主要理由在于：

首先，大陆法系普遍存在客观关联共同行为，比如德国、日本，我国台湾地区也是如此。⁹¹

其次，实践中确有部分场景，双方行为单独不足以造成全部损害，且适用《民法典》1172 条分别侵权承担按份责任的，可能对受害者而言并不公平，比如：甲和乙分别向丙投毒，各自投毒均不足以致死，但由于双方毒物混合生成更加致命的毒物，导致乙死亡，此时适用按份责任对受害者而言可能并不公平。

再次，如前所述，这一理论已经得到了我国司法实践认可。

定各主体承担按份责任的空间。例如，在托管人具有估值复核义务的情况下，如果管理人对于资管产品估值出现了易于发现的错误（例如运算错误，或是净值显著偏离，或是在底层出现暂停交易等重大情形时未采取正确的估值方法等），而托管人在复核时并未发现，此时由于任一主体的履职失误均不足以造成最终的估值错误结果，则可能构成结合的分别侵权行为。

⁹¹ 参见唐绍均、李生根：《论客观关联共同侵权行为的理论辨正与立法回应—兼论〈民法典〉第 1168 条的解释》，载《湖南大学学报（社会科学版）》，2023 年第 4 期。其中指出：1913 年日本大审院就提出将“客观关联共同性”作为共同侵权行为承担连带责任的正当性基础；1972 年日本法院在“四日市公害案”判决书中进一步将“客观关联共同性”区分为“较强的客观关联共同性”与“较弱的客观关联共同性”，并认为共同侵权行为的“关联共同性”仅包含“客观关联共同性”。1977 年我国台湾地区“司法院”在“例变字一号”判决书中将“客观关联共同性”作为共同侵权行为承担连带责任的正当性基础。此后，理论界还形成了共同侵权行为的“主观说”与“客观说”融合发展的“关联共同说”（实质上就是共同侵权行为的“折衷说”），认为共同侵权行为不仅包含主观关联共同侵权行为，还包含客观关联共同侵权行为。

最后，客观关联共同侵权行为与结合的分别侵权行为，适用的核心区别可能在于适用按份责任对受害人而言是否公平，这体现在对于风险责任的最终分配，法院可能会根据个案进行判断。

（3） 补充责任

补充责任是我国侵权法中的一项特殊责任形态，其核心特征在于责任承担的顺位性与有限性。尽管《民法典》未设一般性条款对补充责任作出统一定义，但在学理和司法实践中，补充责任指在多个责任主体中，主责任人承担第一顺位责任，仅当其无法或无法完全履行时，补充责任人才在其相应范围内承担责任的形态。

补充责任具有以下主要特征：

一是，顺位补充性：补充责任人仅在主责任人不能承担责任或不能承担全部责任时承担责任，其地位类似于一般保证中的保证人，并享有先诉抗辩权。

二是，范围有限性：补充责任的范围通常与其过错程度及行为原因力相适应，并非对全部债务承担无限责任。

三是，内部追偿性：补充责任人在承担责任后，有权向直接责任人（主责任人）追偿。

四是，法定性：补充责任以法律有明确规定为前提，不得随意推定。

目前，《民法典》及相关司法解释规定的典型补充责任形态包括：

安全保障义务人的补充责任。包括三类：公共场所经营者、管理者或群众性活动组织者未尽安保义务的补充责任⁹²，建筑物管理人未采取必要措施防范高空抛坠物致害的补充责任⁹³以及教育机构的补充赔偿责任。⁹⁴

⁹² 《民法典》第 1198 条规定：“宾馆、商场、银行、车站、机场、体育场馆、娱乐场所等经营场所、

一般保证人的补充责任：也即一般保证人在主合同未经审判或仲裁，且债务人财产经强制执行仍不能清偿债务前，可拒绝承担责任，但在法定例外情形下应承担补充责任。⁹⁵

股东出资不足的补充责任：未履行或未全面履行出资义务的股东，应在未出资本息范围内对公司债务不能清偿部分承担补充赔偿责任。⁹⁶

此外，已失效的《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26条也曾规定，第三人未尽专款专用监督义务造成资金流失的，应承担补充赔偿责任，体现出补充责任作为一种监管责任的一贯逻辑。⁹⁷

公共场所的经营者、管理者或者群众性活动的组织者，未尽到安全保障义务，造成他人损害的，应当承担侵权责任。因第三人的行为造成他人损害的，由第三人承担侵权责任；经营者、管理者或者组织者未尽到安全保障义务的，承担相应的补充责任。经营者、管理者或者组织者承担补充责任后，可以向第三人追偿。”

⁹³ 《民法典》第1254条规定：“物业服务人等建筑物管理人未采取必要的安全保障措施防止从建筑物中抛掷物品或者从建筑物上坠落的物品造成他人损害的，应当依法承担未履行安全保障义务的侵权责任。物业服务人承担补充责任后，可以向侵权人追偿。”

⁹⁴ 《民法典》第1201条规定：“无民事行为能力人或者限制民事行为能力人在幼儿园、学校或者其他教育机构学习、生活期间，受到幼儿园、学校或者其他教育机构以外的第三人人身损害的，由第三人承担侵权责任；幼儿园、学校或者其他教育机构未尽到管理职责的，承担相应的补充责任。幼儿园、学校或者其他教育机构承担补充责任后，可以向第三人追偿。”

⁹⁵ 《民法典》第687条规定：“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，有权拒绝向债权人承担保证责任。但在债务人下落不明且无财产可供执行、人民法院已经受理债务人破产案件、债权人有证据证明债务人财产不足以履行全部债务或者丧失履行债务能力等情形下，保证人应当承担补充责任。”

⁹⁶ 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（三）》第十三条第二款规定：“公司债权人请求未履行或者未全面履行出资义务的股东在未出资本息范围内对公司债务不能清偿的部分承担补充赔偿责任的，人民法院应予支持。”

⁹⁷ 《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》（已失效）第二十六条规定：“第三人向债权人保证监督支付专款专用的，在履行了监督支付专款专用的义务后，不再承担责任。未尽监督义务造成资金流失的，应当对流失的资金承担补充赔偿责任。”

（4） 不真正连带责任

不真正连带责任，又称“非真正连带责任”，是民事责任体系中一种特殊的责任形态，指多个债务人基于不同原因对同一债权人负有同一内容的债务，每个债务人都负有全部履行的义务，但一旦任一债务人履行了全部债务，债权人的权利即告消灭的法律制度。

我国典型的不真正连带责任是产品责任，《民法典》第 1203 条规定：“产品缺陷由生产者造成的，销售者赔偿后，有权向生产者追偿。因销售者的过错使产品存在缺陷的，生产者赔偿后，有权向销售者追偿。”

不真正连带责任具有如下特点：

一是，在对外效力方面，不真正连带责任与连带责任具有相似性，债权人均可向任一债务人请求全部赔偿。这点上与补充赔偿责任并不一致。

二是，在内部关系上，不真正连带责任和连带的根本区别在于：不真正连带责任中存在终局责任人，即对损害发生负有最终责任的主体；非终局责任人在承担赔偿责任后，有权向终局责任人全额追偿。而在连带责任中，各债务人通常按照过错程度或原因力大小确定内部份额，履行义务的债务人仅能就超出自己份额的部分向其他债务人追偿。⁹⁸

三是，在追偿机制方面，不真正连带责任是“单向追偿”，终局责任人确定后，非终局责任人承担赔偿责任后即可向其全额追偿。

（5） 按比例连带责任

我国目前没有任何一部法律法规明确规定了按比例连带责任，但该责任形态已经在司法实践中被接受，尤其是在证券虚假陈述纠纷和环境侵权纠纷中，

⁹⁸ 参见黄薇主编：《中华人民共和国民法典总则编释义》，法律出版社 2020 年版，第 466-468 页。

法院已经通过个案裁判、指导性案例的方式，广泛适用按比例连带责任，判决第三方服务机构或者侵权行为人承担责任。

例如，某财务造假案中，法院开创性地对上市公司内部监督人员（独董）适用了按比例连带责任，根据其身份、专业背景、履职情况等因素精细化界定其过错程度和责任比例。具体而言，法院认为兼职独立董事（如大学教授）因投入精力有限、专业能力相对较弱，过错程度较小，判决承担 5%或 10%的责任；而其中一名独立董事因在专业机构任职，被认为应具备更高的专业审慎能力，被判承担 20%的责任。⁹⁹

又如，在某债券违约案件中，某债券发行人通过编制虚假财务文件、将应收款和应付账款对抵等方式，骗取债券发行资格并最终违约，法院根据各个中介机构在信息披露中的地位、对投资者决策的重要程度，构建了一个有层次的中介机构责任模式。具体而言，法院认为：某券商、某会计师事务所应承担 100%的连带赔偿责任，因为财务信息是债券发行的核心，承销商和审计机构的失职是造假得逞的根本性原因；而某律师事务所在 5%的范围内承担连带责任，因其在本案中的过错相对次要，其责任范围应与其过错程度相匹配；某评级机构在 10%的范围内承担连带责任，原因在于评级报告对投资者有重要参考作用，但其依赖的是经审计的财务数据，故责任次于承销商和审计机构。¹⁰⁰

按比例连带责任具有如下特征：

一是，对外责任的有限性，也即按比例连带责任突破了“某个债务人对外全额承担责任”的规则，责任人仅需在一定比例范围内对外承担责任。

⁹⁹ 参见广州中级人民法院，（2020）粤 01 民初 2171 号民事判决书。

¹⁰⁰ 参见最高人民法院，最高法民申 372 号民事裁定书；浙江省高级人民法院，（2021）浙民终 436 号民事判决书。

二是，责任比例的确定性，也即责任比例的划分通常基于过错程度和因果关系的占比因素，具体比例由法院根据案件情况酌情确定。

三是，责任形态的特殊性，也即按比例连带责任既非典型的连带责任，也非按份责任，而是一种介于两者之间的特殊责任形态。

进一步讨论，在非公开发行的私募资管业务中，若出现类似的信息披露不实或中介机构履职不当，司法机关是否会采取类似于证券虚假陈述纠纷一样的审理思路，按照按比例连带责任的逻辑进行审理？

我们认为，理论上，按比例连带责任是一种“司法衡平”的产物，其前提是存在一个法定的、严苛的“全额连带责任”规定[如《中华人民共和国证券法》（下称“《证券法》”）第163条¹⁰¹]，法院为了不违背法律文义，同时又实现过错与责任相称的实质公平，才“不得已”地创造了“按比例连带”这一工具。它是对“过度责任”的修正，而非责任形态的普遍创新。由于私募资管领域缺乏一个法定的、作为前提的“全额连带责任”规则，缺乏生成“按比例连带责任”的直接土壤，法院若认为责任过重，完全可以直接适用《民法典》规定的按份责任或补充责任，无需迂回地创造“按比例连带”。

但是，实践中，已有司法案例在私募资管领域的数人侵权案件中，认定代销机构或托管机构承担按比例连带责任，这一趋势值得予以关注。我们认为，这可能是基于以下两方面原因：

第一，通过司法解释层面的引致条款，私募资管领域也存在应予适用的

¹⁰¹ 《证券法》第一百六十三条规定：“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

“全额连带责任”规定¹⁰²，因此，与证券虚假陈述裁判领域相同，为在个案中实现过责相当，私募资管领域也可能发展出法院判决某些主体承担按比例连带责任的案例。¹⁰³

第二，更重要的是，管理人在管理环节的过错可能相当严重（例如将资金投向与合同约定完全不符的用途），与投资人损失间足以建立起 100%的因果关系，而代销机构、托管机构等主体在各自参与的环节可能也实施了侵权行为，可以推定与投资人的部分损失间存在因果关系，此时为了避免投资人的超额受偿，法院判定代销机构、托管机构等主体在各自过错对应的损失赔偿范围内（“按比例”），与管理人承担连带赔偿责任（“连带”）。也即，此时代销机构、托管机构等主体与管理人间的“连带”关系，可能不是因为各方实施了任何一个连带责任下的典型行为类型，而仅仅是为了避免投资人重复受偿的一种创设。

（6） 小结

结合上述分析，各责任形态总结如下：

责任形态/ 风险分配情况	最终责任	风险责任	典型类型
连带责任	侵权行为人 分担。	侵权行为人 承担。	（1）共同故意； （2）共同过失；

¹⁰² 《九民纪要》第 74 条第一款规定：“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。”

¹⁰³ 尽管《九民纪要》规定代销机构在对外承担责任后，可以对内向其他责任方进行追偿，但是，在代销机构过错较小的情况下，要求其投资人先承担全额的赔偿责任（也即承担无法向管理人等其他责任方追偿的全部风险责任），依然有可能使得其过错与责任不相称。

责任形态/ 风险分配情况	最终责任	风险责任	典型类型
			(3) 客观关联共同行为； (4) 教唆、帮助他人侵权； (5) 叠加的分别侵权行为。
按份责任	侵权行为人分担。	受害人承担。	(1) 分别的侵权行为。
补充赔偿责任	侵权行为人承担。	补充责任人承担。	(1) 监督管理责任； (2) 次要责任。
不真正连带责任	侵权行为人承担。	其他被诉主体承担。	(1) 产品责任。
按比例连带责任	侵权行为人承担。	在受害人和侵权行为人之间分担。	(1) 环境侵权行为； (2) 虚假陈述侵权行为。

2. 代销机构的数人侵权责任形态

代销机构的法定义务主要体现在适当性义务（包括尽职调查义务），但对于代销机构违反适当性义务后应承担何种责任的认定，司法实践中却存在连带责任、比例连带责任、补充责任三种不同结果，有必要分别进行考察。

（1） 连带责任

《九民纪要》对代销机构和管理人共同实施侵权行为进行了明确规定，其认为代销机构实为管理人委托销售的代理人，代理事项是代销资管产品，代销机构明知代理事项违法或者管理人明知代理机构行为违反法律规定却默认或者明确许可的，双方根据《民法总则》第 167 条（即《民法典》第 167 条）¹⁰⁴的规定承担连带赔偿责任。¹⁰⁵

根据上述规定，代销机构和管理人构成共同侵权需要满足以下条件：

一是一方在销售过程中实施了违反适当性义务的违法行为，例如进行了虚假宣传、风险错配、未提示关键风险、产品未备案、管理人不具有管理资格。

二是另一方可以是明知的主动参与，如管理人授意代销机构夸大收益，提供含有虚假信息的宣传材料，也可以是应知而放任的间接故意，如管理人对代销机构的明显违反适当性义务行为视而不见，未履行监督纠正职责。

在委托销售的场合，代销机构通常是积极行为的一方，而管理人则是较为被动监督其行为的一方，当然，管理人在制作、提供推介材料方面是积极发起的。从商业效率和实际操作角度，要求管理人实时监控每一笔销售是不现实的，但管理人作为产品发行人以及专业机构，应当以审慎、专业标准合理监管，如果违反适当性义务的迹象足够明显，管理人的“沉默”或“不作为”就可能被认定为“应当知道”，从而构成共同过错。具体而言：

¹⁰⁴ 《民法典》第 167 条规定：“代理人知道或者应当知道代理事项违法仍然实施代理行为，或者被代理人知道或者应当知道代理人的代理行为违法未作反对表示的，被代理人和代理人应当承担连带责任。”

¹⁰⁵ 《九民纪要》第 74 条第一款规定：“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。”

首先，管理人对推介材料负有控制和审核义务。如果管理人向代销机构提供了存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的募集说明书、产品简介、路演PPT，则其本身就是违法行为的发起者。若是代销机构明知或者应当知道推介材料不实但是未予纠正，构成共同侵权。此外，如果代销机构自行制作相关宣传资料，而管理人未对其进行必要的审核与监督，宣传资料存在明显夸大和失实的，可能可以推定管理人应当知道。司法实践的一个典型案例为，代销机构通过实际控制的公司间接控制着管理人，该基金的底层资产在基金成立时已经竣工长达八个月之久，然而，无论是管理人还是代销机构，均未在基金销售过程中向投资者披露该情况，法院最终认定双方连带赔偿投资者本金及资金占用损失。¹⁰⁶

其次，管理人负有对代销机构遴选、培训和监督的义务。管理人可能需要定期或者不定期从代销机构处获取销售机构履行适当性义务的留痕材料，例如双录视频、沟通记录，且应当获取投资者签署的资产管理合同等文件、风险承受能力调查问卷，对适当性义务进行必要监督。司法实践的一个典型案例为，投资者的风险承受能力调查问卷显示的风险承受能力等级低于资管产品的风险等级的，法院认为管理人作为专业机构，应当认识到代销机构违反了适当性义务，属于知道或者应当知道代销机构行为违法，因此，其需要和代销机构连带赔偿投资者的损失。¹⁰⁷

最后，管理人负有对异常情况的及时反应与纠正义务。投资者投诉、反映代销机构存在不当宣传或销售误导时，管理人应当及时调查并采取有效措施予以制止和纠正，否则，消极应对可能构成“应当知道但未采取行动”。

¹⁰⁶ 参见上海金融法院，（2024）沪74民终250号民事判决书。

¹⁰⁷ 参见广东省深圳市中级人民法院，（2020）粤03民终19093号民事判决书、（2020）粤03民终19097号民事判决书、（2020）粤03民终19099号民事判决书。

（2） 按比例连带责任

在某些管理人自身并未违反适当性义务、仅违反其他受托职责的情况下，管理人与代销机构并未共同实施违反适当性义务的侵权行为，但为了避免投资人重复受偿，法院也可能判决代销机构在特定比例范围内与管理人承担连带赔偿责任，也即承担按比例连带责任。

例如，法院认定，某信托公司未依约投资、未依约运用信托资金的行为导致信托合同目的不能实现，投资人要求解除信托合同的诉讼请求应予支持，并判决某信托公司赔偿投资人全部本金损失及资金占用期间的利息损失；某银行上海分行作为代销机构违反了适当性义务，结合其履行适当性义务的实际情况以及过错行为的危害程度，酌定某银行上海分行应当在投资人损失 8%范围内承担赔偿责任。同时，法院特别说明，因履行信托合同过程中存在违约行为与未履行充分的风险提示和说明义务属于不同的行为，投资人既可向某信托公司与某银行上海分行分别主张赔偿，亦可同时向某信托公司与某银行上海分行主张赔偿，但不得因某信托公司与某银行上海分行的赔偿而重复获利，故某银行上海分行应在其责任范围内与某信托公司承担连带赔偿责任。¹⁰⁸

（3） 补充责任

对于代销机构违反适当性义务的行为，还有个别法院认定此时代销机构应承担补充赔偿责任，有必要对于这种情形单独考察。

该案中，投资人通过代销机构 A 银行客户经理的推介，投资了某基金公司发行的基金，后查明该基金未经相关部门批准和备案，且某基金公司实际控制人及高管因非法吸收公众存款罪被判刑，投资人本金未收回，遂起诉要求相关方赔偿损失。该案审理法院认为，某基金管理公司进行非法吸收公众存款活动，

¹⁰⁸ 参见北京金融法院，（2024）京 74 民终 1704 号民事判决书。

造成了原告的财产损失，应对原告的财产损失承担全部的赔偿责任；A 银行作为代销机构，未对投资人风险承受能力进行过测评，未证明对基金发行人和担保人进行了尽职调查，或对案涉基金建立了风险评估及相应管理制度，对基金管理人资格和案涉基金的宣传资料未进行核实，未对基金的合法性进行充分审查，并承诺保本保收益，违反了基金销售机构的适当性义务，给投资者造成损害；此外，托管人 B 银行对某基金公司基金管理人资格不作审查，未审查某基金公司投资指令是否符合约定，导致募集资金流出，与投资人发生的损失存在因果关系，存在明显过错，依法应当对投资人的损失承担相应的赔偿责任；法院最终酌定，对于某基金公司不能返还的部分，A 银行承担 60%的补充赔偿责任，托管人 B 银行承担 40%的补充赔偿责任。¹⁰⁹

我们认为，前述案例中某基金管理公司未取得基金管理人资格、未对基金进行登记备案，已经实施了主动的故意侵权行为；而代销机构未核查基金管理人资格和基金合法性，也已经构成了应知而放任的间接故意，已经可以认定代销机构与管理人实施了共同侵权行为，并判决代销机构与管理人承担连带责任。但前述案例中法院最终认定代销机构承担的是 60%比例的补充赔偿责任，背后原因可能包括：就 60%的赔偿比例而言，法院可能是考虑到托管银行亦存在一定过错，故在比例上根据代销机构和托管银行的过错程度进行了分担；而在赔偿次序层面，法院采用补充赔偿责任而非连带责任的责任形式，则可能是为了凸显责任的主次性，强调过错更大、行为性质更加恶劣的管理人应首先承担责任。

3. 托管机构的数人侵权责任形态

《证券投资基金法》第一百四十五条规定：“基金管理人、基金托管人在履行各自职责的过程中，违反本法规定或者基金合同约定，给基金财产或者基金

¹⁰⁹ 参见湖南省株洲市中级人民法院，（2020）湘 02 民再 74 号民事判决书。

份额持有人造成损害的，应当分别对各自的行为依法承担赔偿责任；因共同行为给基金财产或者基金份额持有人造成损害的，应当承担连带赔偿责任。”

因此，托管人可能因和管理人共同侵权承担连带责任，也可能因为各自侵权和管理人承担按份责任。有疑问的是，何种情形下能够认为托管人和管理人存在共同行为？特别是，如果双方没有意思联络，能否成立此处的客观关联共同行为？比较典型的情形如，在资管产品估值业务中，管理人负责估值，管理人估值完毕后交由托管人复核，托管人复核无误后反馈给管理人，由管理人向投资者信息披露（如需披露的）。若出现估值错误导致资管计划财产损失的，托管人是否构成共同侵权？还是分别侵权？

我们认为，一般而言，管理人与托管人间的共同行为应当以双方存在意思联络为原则，即使不存在意思联络，也应该限于故意，不宜扩大连带责任的适用范围，不当加重托管人和管理人的责任负担。具体而言，构成共同侵权行为的情形包括：1）双方积极作为，共同谋划侵害投资者权益；2）双方明知损害投资利益行为发生，却共同消极懈怠；3）一方积极作为损害资管产品财产利益，另一方明知侵权行为，但故意隐瞒，姑息纵容。回到上文典型情形，在一般情形下，如果托管人并不是知道或者应当知道估值错误，可能难以认定双方存在共同行为。基于资管产品分工的需要，二者主要是各司其职，应当就其各自行为承担分别责任。

然而，实践中，并未检索到托管人和管理人构成共同故意侵权导致托管人承担完全连带责任的案例，托管人更多承担的是补充责任或者按比例连带责任。

（1） 补充责任

资管产品合同可能约定了资管合同的生效条件或资管产品的成立条件，例如需已签订某特定交易文件或交易对手已取得采矿证等特定资格。对于不满足生效条件但仍管理、运作投资人交付财产的情形，管理人一般当然具有过错，

而如果托管人未能审核资管产品或资管合同生效条件是否满足并执行了交易指令，可能因此承担对于投资人损失的补充赔偿责任。

司法实践中，原告投资人向某资管公司交付 400 万元人民币，用于认购资管计划优先级份额，资管合同约定，该合同需向监管机关备案后方能生效¹¹⁰，且某资管公司有义务办理备案手续，但某资管公司未履行备案义务，导致合同未生效，某资管公司擅自将包含原告投资人资金在内的项目资金投入其他信托计划，导致原告遭受经济损失，原告得知合同未备案后，向法院提起诉讼，要求某资管公司返还剩余投资本金并赔偿经济损失，同时要求托管人某银行承担连带责任。

该案一审法院认为，某银行在资管计划未备案的情况下依据某资管公司的指令将所监管资金汇出，须承担一定的违约责任，《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》第二十六条规定：“第三人向债权人保证监督支付专款专用的，在履行了监督支付专款专用的义务后，不再承担责任。未尽监督义务造成资金流失的，应当对流失的资金承担补充赔偿责任。”某银行在合同中负有的安全保管资产管理计划财产之义务，类似于该条款中第三人向债权人所承担监督支付专款专用的义务，故参照适用该条款，认定某银行向投资人承担补充赔偿责任。

二审法院则认为，某银行因为作为合同主体和专业的资产托管人，应当审查资管合同的生效条件是否成就，在合同不生效的情况下，某银行应当向投资人返还资金，现某银行在未审查合同生效条件是否成就的情况下，执行某资管

¹¹⁰ 该案有一个特殊的问题，合同约定的是证监会备案后生效，但是资管计划应由基金业协会备案，而不是中国证监会备案，对此法院从整体解释和目的解释角度认为合同是附条件生效的合同，条件是需要向有权备案的机构备案，也即管理人应当向基金业协会备案。

公司的投资指令，对于投资人资金损失的产生存在过错，应当向投资人承担赔偿责任。一审法院判令某银行向投资人承担补充赔偿责任，处理结果并无不当。¹¹¹

类似的案例中，基金合同约定基金成立需募集至少 3500 万元，但实际仅募集 300 万元，管理人某基金公司仍宣布基金成立，并将 300 万元投资于目标公司，后因目标公司未上市或被并购，某投资人要求返还投资款及利息未果，将管理人及托管人某银行诉至法院。该案审理法院认为：某银行作为基金托管人，与涉案基金的运行存在法律上和合同上的监督管理关系，对主责任人基金管理人的债务不履行行为具有一定的过错，使本来可以避免的或者减少的损失得以发生或者扩大，故某银行属于补充责任人，对投资者损失应承担补充赔偿责任；考虑到基金托管人的主要职责在于基金财产的保管、清算交割、投资监督、信息披露等，不参与基金财产的投资运作，基金托管人承担的责任界限也应当与基金管理人相区别，在尽可能保障投资者合法权益的同时，不应过分加重托管人责任；故为贯彻民法公平原则和权利与义务、过错与责任相一致的一般原则，综合考量某银行等当事人的过错程度、对造成损失的影响以及与投资人所遭受损失的因果关系等因素，最终酌定某银行对投资人的损失承担 15% 的补充赔偿责任。¹¹²

类似案例还有，基金合同明确约定了基金完成备案后方可进行投资运作，基金管理人以基金产品的时效性要求为由，向托管行申请先行对外投资、后补基金业协会备案，并发出《划款指令》，托管行根据指令执行了划款，将资金划向底层交易对手方收款账户，后该基金直到清算仍未取得备案。投资者向上海国际经济贸易仲裁委员会（下称“上海仲裁委”）提出仲裁申请，根据裁决书，

¹¹¹ 参见北京市第二中级人民法院，（2019）京 02 民终 8082 号民事判决书。

¹¹² 广东省深圳市中级人民法院，（2018）粤 03 民终 16127 号民事判决书。

托管人最终被裁决在管理人不能履行的部分承担 3%的补充赔偿责任。¹¹³

此外，在上文代销机构部分提到的案件中，对于未审查管理人的基金管理人资质及投资指令载明的投资标的是否符合约定范围的托管人，法院同样认定，在管理人不能赔偿的范围内承担 40%的补充赔偿责任。¹¹⁴其他仲裁案例中，还出现托管人在执行划款指令时，未充分履行对投资标的的复核监督职责，未合理关注基金的期限错配风险并进行风险提示，未履行基金的信息披露复核义务，最终被中国国际经济贸易仲裁委员会裁决，对于管理人不能清偿的部分承担 10%的补充赔偿责任。¹¹⁵

（2） 按比例连带责任

司法实践中，某投资人主张，某信托公司在信托计划交易对手发生严重逾期，以及存在以新还旧等情况下，仍不披露其行为，导致投资人判断失误，产生了损失；托管人某银行作没有尽到监督与核查义务，协助信托公司将信托资金挪去它用，二者共同的故意行为，导致了投资人的损失，故托管行与信托公司应当承担连带责任。

根据公开信息，该案审理法院认为，某信托公司未按监管要求披露资金真实用途，故意隐瞒“借新还旧”事实，构成欺诈；且资金挪用行为直接导致信托财产损失，应承担全额赔偿责任；托管人某银行作为信托财产的保管监督方，负有“合理审慎核查资金流向”的附随义务，其未对异常资金划转履行基本核查职责，存在监督失职，该失职行为虽非损失主因，但客观上为某信托挪用资

¹¹³ 该案裁决内容及案情信息参见张晓云 ZXY：《一私募产品未完成备案却先划款，基金托管人上海某银行被判承担 3% 补充赔偿责任 | 局外人》，载界面新闻，2024 年 5 月 30 日，<https://www.jiemian.com/article/11229962.html>。

¹¹⁴ 参见湖南省株洲市中级人民法院，（2020）湘 02 民再 74 号民事判决书。

¹¹⁵ 该案裁决内容及案情信息参见张晓云 ZXY：《某公司一私募产品或涉“资金池”，托管人某公司被判承担 10% 补充赔偿责任》，载界面新闻，2023 年 8 月 8 日，<https://www.jiemian.com/article/9885165.html>。

金提供了便利，与投资者损失存在间接因果关系。据此，判令托管人某银行在信托公司应赔偿债务的4%范围内承担连带赔偿责任。¹¹⁶

4. 投资顾问的数人侵权责任形态

目前，司法机关认定投资顾问承担数人侵权责任的案例较为少见，仅检索到一例，且该案中具有投资顾问身份的主体被认定为构成了实际管理人。但我们认为，法院对该主体与名义管理人之间进行责任认定的裁判思路，可以类推适用于其他纯粹投资顾问型案例，故在本节中从投资顾问身份角度出发，进行借鉴性的分析。至于对投资顾问因实质参与资管产品推介、交易结构设计、投资决策、底层资产管理、监督等行为，而被认定为实际管理人，并因此可能承担数人侵权责任的特殊情形的分析，详见下文第7部分。

该案中，法院根据投资建议的不同瑕疵情形，区分了投资顾问应承担的不同责任形态，对于违反资管合同投资比例限制的情形，认定应承担连带责任，对于标的资产存在风险仍然投资的情形，则认定应承担按份责任。¹¹⁷具体而言：

(1) 连带责任

针对投资顾问建议投资的某债券1造成的损失，法院认为：投资顾问C公司作出的投资建议违反《资管合同》中“投资于单只债券不得超过其债券发行总量的20%”的规定，而B公司作为资管计划管理人，虽为通道方，但仍负有对C公司投资建议是否符合合同约定进行审核的义务，两者均存在过错，共同

¹¹⁶ 该案判决内容及案情信息参见郑理：《国内首例！某公司输了，要替某信托还钱》，载微信公众号“独角金融”，2025年10月9日；21世纪经济报道：《国内首例！法院判决：托管银行对信托违约担4%连带责任》，载腾讯网，2025年10月10日，<https://news.qq.com/rain/a/20251010A01J5500>。

¹¹⁷ 参见江苏省高级人民法院，（2022）苏民终569号案件民事判决书。需说明的是，该案原告提起的是合同违约之诉而非侵权之诉，但是一方面，二审法院最终是在穿透审查各方当事人分别签订的《资管合同》《投顾合同》后，综合认定了各方权利义务关系，已经突破了合同相对性，另一方面，对于判断投资顾问承担何种责任形态的说理论述，在侵权之诉中亦有借鉴适用空间。

导致损失发生，构成共同侵权或违约，故法院认定投资顾问 C 公司与管理人 B 公司承担连带赔偿责任。

(2) 按份责任

针对投资顾问建议投资的债券 B 造成的损失，法院认为：C 公司作为投资顾问，在发行人已被立案调查、债券风险极高的情况下仍建议大量买入，未尽勤勉尽责义务，为主要过错方；B 公司虽为通道方，但因其参与超额收益分配，根据权利义务对等原则，应承担与其收益相匹配的责任；法院在综合考虑双方角色、职责、收益分配比例等因素的基础上，对于投资人因此造成的损失，酌定投资顾问 C 公司承担 75%、管理人 B 公司承担 25% 的按份责任。

上述司法实践可能反映了一种审理逻辑，即如果投资顾问的建议直接违反了资产管理合同的约定，则双方应当连带地赔偿投资者损失，这背后的逻辑在于，无论是投资顾问、还是管理人，都具有按照资管合同约定进行投资，不得超过投资范围、突破投资比例限制的义务，一旦违反，可以推定双方主观过错程度较大，可能构成共同侵权，应当承担连带责任；与此相对，如果只是投资顾问提出的投资建议并不审慎，并且管理人已经尽到必要的审核义务，则管理人的责任可能较轻（补充责任或按份责任），而由投资顾问承担主要的未勤勉尽职的责任。

5. 第三方服务机构数人侵权责任形态

(1) 免责情形

如前所述，第三方服务机构被“卷入”资管业务纠纷，可能是因为受管理人委托提供了某种专业意见或报告，也可能仅是资管产品管理人单方使用了第三方机构出具的专业意见或报告，或者是第三方服务机构对于管理人自身（而非特定资管产品或相关项目）出具了审计报告、财务尽调报告等。

对于其中第二种情形，前文已经说明，资管产品投资人因不符合“利害关系人”等第三方服务机构法定义务的指向对象，而被排除出索赔主体范围。而对于第三种情形，由于第三方服务机构行为与投资人因投资特定资管产品而形成的损失之间，因果关系链条太远，投资人也可能较难在资管纠纷的个体案件中去主张第三方服务机构责任，至多在对管理人的债权确定后，如发生管理人出现主体信用风险甚至破产无法赔偿损失等情况，再考虑向第三方服务机构进一步主张责任。

（2） 第三方服务机构是否应承担连带责任存在争议

实践中主要产生争议的情形，是第三方服务机构受管理人委托，围绕特定资管产品出具了尽职调查报告、对交易对手的专项审计和财务报告等专业意见或报告。投资人此时能否主张第三方服务机构对其投资损失承担责任？

目前，在私募资管产品领域，投资者直接起诉中介机构（如会计师事务所、律师事务所）并要求承担连带责任的公开司法案例确属罕见，然而，我们代理的案件中确实出现了数起该等案件。由此引出了一个关键的法律争议：在私募资管业务纠纷中，资管产品投资者能否参照或直接适用《证券法》第 163 条，向中介机构主张虚假陈述下的连带赔偿责任？¹¹⁸法院会否参照证券虚假陈述领域裁判做法，判决中介机构承担按比例连带责任？对此，有必要从正反两个维度进行深入探讨。

支持私募资管领域亦可参照适用，主要基于以下三个层面的考量：

一是，保护投资者的“合理信赖”。投资者购买资管产品，在很大程度上

¹¹⁸ 《证券法》第一百六十三条规定：“证券服务机构为证券的发行、上市、交易等证券业务活动制作、出具审计报告及其他鉴证报告、资产评估报告、财务顾问报告、资信评级报告或者法律意见书等文件，应当勤勉尽责，对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行核查和验证。其制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给他人造成损失的，应当与委托人承担连带赔偿责任，但是能够证明自己没有过错的除外。”

依赖于管理人提供的《尽职调查报告》《审计报告》《法律意见书》等文件来判断产品的风险与价值。中介机构出具的专业意见，构成了投资者做出投资决策的重要信赖基础。其中，尤其是《法律意见书》构成信托文件中披露内容，并且往往作为信托公司保存的备查文件，一般属于投资人知情权范围，投资人可以举证证明对于《法律意见书》的内容知情且信赖。这与证券市场投资者信赖上市公司披露的、经审计的财务报告等文件并无本质区别。因此，保护投资者对专业中介机构出具的文件的“合理信赖”，是《证券法》第 163 条的核心法理，这一法理在私募资管领域同样应当得到贯彻。

二是，矫正“信息不对称”。尽管私募投资者具有一定的合格门槛，但其与管理人、底层交易对手方之间依然存在巨大的信息鸿沟。投资者难以穿透核查底层资产的真实状况。中介机构，特别是会计师事务所，作为“看门人”，其职责正是通过专业服务弥补这种信息不对称。若其未能勤勉尽责，甚至出具不实报告，将严重误导投资者并加剧风险。因此，适用过错推定责任，有助于倒逼中介机构审慎履职，有效保护处于信息弱势地位的投资者。

三是，符合“压实中介机构责任”的政策导向。近年来，无论是证券市场监管还是金融司法政策，都反复强调要“压实中介机构责任”，确保其发挥好资本市场“看门人”的作用。将《证券法》中经过检验的成熟责任规则，参照适用于同样依赖信义关系和专业信用的资管领域，符合当前强化金融消费者权益保护、防范化解金融风险的宏观政策导向。

反对前述规定适用于私募资管产品的理由则可能包括：

一是，由于存在形式障碍，该条款无法直接适用。尽管《证券法》已经一定程度上承认资管产品份额也属于特殊证券，但是根据《证券法》第 2 条规定，资管产品无法直接适用《证券法》的具体规则，应当适用监管机关其他规范。因此，严格从法律适用角度出发，将专门规制证券市场虚假陈述的《证券法》第 163 条直接适用于私募资管纠纷，确实存在法律上的障碍。

二是，连带责任作为一种非常严格的责任形态，只有在法律明确规定以及当事人明确约定时才能适用，不得任意扩张适用，否则是不当损害中介机构对法秩序的预期。

三是，私募资管的合格投资者通常具备一定的风险识别和承受能力，且在交易结构上，他们与管理人之间是直接的合同关系（资管合同）。通过合同约定及法律规定，投资者享有一定的知情权和监督权。此外，在出现风险征兆时，部分机构投资者也有能力与管理人进行谈判甚至施加压力。这种地位与公开证券市场上的散户股民存在显著差异。

我们认为，在缺乏明确法律规定的情况下，法院可能不会直接适用《证券法》第 163 条进行裁判，但极有可能参照背后的精神来对私募资管纠纷审理。法官可以在《民法典》侵权责任编的框架下，根据案件具体情况，合理分配举证责任。如果投资者能证明其信赖了第三方服务机构出具的不实报告且遭受损失，法院可要求中介机构就其已尽到勤勉尽责义务承担举证责任，否则可能认定中介机构因故意或重大过失构成共同侵权，参照证券虚假陈述案件要求中介机构承担一定比例的连带责任。

6. 下层管理人的数人侵权责任形态

(1) 共同侵权情形下承担连带责任

在允许投资人直接向下层资管产品管理人提起侵权之诉的情况下，上层资管产品管理人至少已经实施了怠于向下层资管产品管理人追责这类可能违反信义义务的行为，可以预见，投资人此时倾向于同时主张两层资管产品投资人责任（除非上层资管产品投资人的责任已在另诉中明确，或由于管辖问题不便同时主张）。因此，此时主要处理的即为下层管理人与上层管理人的数人侵权责任形态的问题。

当前并没有法律明确规定下层管理人和上层管理人共同故意侵权的情形，

且不同交易结构中上层资管产品管理人和下层资管产品管理人的权利、义务不尽相同，难以一概而论其实施共同故意侵权行为的构成要件。不过，在上层管理人与下层管理人就下层管理人实施的侵权行为存在明确的意思联络，或者下层管理人的侵权行为本身就是上层管理人指令、要求实施的情形下，应认定构成共同侵权，并承担完全的连带责任，应无争议。

(2) 不存在共同意思联络时，是否成立共同侵权存在争议

需要单独讨论的第一种情形是，如果上层管理人与下层管理人之间不存在意思联络，是否还存在被认定成实施了共同侵权行为而承担连带责任的空间？

在某上海金融法院年度十大典型案例之一的案件中，案涉 A 资管计划约定主要投资于下层私募基金的有限合伙份额，最终投资于新三板挂牌公司股票及上市公司股权，后下层私募基金投资的四家项目公司被认定不符合“拟上市公司”条件。上海金融法院认为：在对四家“拟上市公司”的投资中，上层资管计划管理人 A 公司、下层基金管理人 B 公司作为投决会成员，作出的是一致同意的决议，故应认定共同实施了侵害投资者权益的关联行为；A 公司、B 公司在庭审中始终认为，两者之间不存在意思联络，即使负有赔偿责任，也不应承担连带责任，对此，法院认为，在上述项目的各投资决策中，A 公司、B 公司在投决会中行使表决权的积极行为相互关联、相互结合，同时对相应的投资项目造成了在法律上不可分割的同一损害，故依法应对受害人的损害承担连带责任；对该关联行为，《侵权责任法》第八条对连带责任承担的规定，并不以当事人存有主观上的意思联络为前提。¹¹⁹

可见，上海金融法院实际上支持了上层管理人、下层管理人之间，因实施了客观关联共同行为而成立完全连带责任。该案涉及的两层产品管理人作为下

¹¹⁹ 参见上海金融法院，（2022）沪 74 民终 43 号民事判决书（戴某诉某科投资管理公司等侵权责任纠纷案——上海金融法院涉私募基金典型案例之五）。

层资管产品投决会成员，实施了共同决策，是实践中可能被认定为“不存在意思联络”但实施了客观关联共同行为的典型情形。

（3） 下层管理人未尽勤勉义务时，是否成立共同侵权存在争议

需要单独讨论的第二种情形是，如果双方并不存在共同故意，而是其中一方不够勤勉或管理能力不足，是否也构成共同故意侵权或共同过失？尤其是在下层资管产品仅为通道方、管理人未尽勤勉义务的情况下，是否也应作出完全的连带责任这种严苛认定？

司法实践中，存在法院认定下层的信托计划受托人与上层资管计划管理人签订事务管理型信托合同，约定受托人不做尽职调查，未尽到尽职调查义务，并且受托人未在上层资管计划管理人怠于指令清收维权时督促其维权，而是仅以信托系通道业务、不应主动管理为由，放任了上层资管计划投资者的资金损失，未尽到作为受托人应尽的谨慎有效管理并维护受益人最大利益的法律义务，最终判令下层通道方管理人应当和上层资管产品管理人对上层资管计划投资者的损失承担连带责任。¹²⁰

我们认为，上述案例不无值得商榷的地方，下层通道方管理人承担如同一般管理人一样严苛的责任可能并不公平。

首先，下层受托人虽然存在法律上的尽职调查义务，但是其不履行该义务并不是上层投资者损失的原因，下层通道方并没有直接对投资者进行信息披露、履行适当性义务的职责，也即，即使下层管理人充分尽调，发现了风险，其职责应当是告知上层资管产品管理人，再由管理人告知投资者。而上层管理人实际上是知悉该等风险的，但是上层管理人却并未向投资者揭露，换言之，无论下层受托人是否向上层管理人披露，因为上层管理人的“隐瞒”，投资者都应

¹²⁰ 参见北京市朝阳区人民法院，（2019）京 0105 民初 87359 号民事判决书。该案二审法院以事实不清为由裁定重审，公开渠道暂无法得知重审判决结果。

当是无法获知该信息的。因此，下层受托人是否履行尽职调查义务和投资者并不知悉该风险之间不必然存在因果关系。

其次，对于下层管理人因为未监督上层资产管理人的行为，就认定需要和上层管理人承担连带责任，这实际上混淆了补充赔偿责任和连带责任的范畴。通常而言，损失是由主要责任引发的，如负有监管职责的人未监管的，监管人承担的是次要责任，只有主要责任人无法承担责任的时候，才需要监管人支付主要责任人不能赔偿的部分，因此，法院以该理由认定连带责任，对于下层通道方来说是责任过重的。

当然，随着通道业务被监管叫停，此类业务可能会逐步淡出商业舞台，相应的商业纠纷也会越来越少，但鉴于一方面，存量通道业务可能引发此类纠纷，另一方面，不论是否构成通道，当前监管允许资金类资管产品进行两层嵌套投资的情况下，投资者可能同时主张下层管理人和上层管理人构成共同故意、承担侵权责任，参考上述案例中的裁判意见，任一层级资管产品的管理人均有必要注意与另一层管理人间独立履职、勤勉尽责，避免被认定对某一过错行为具有意思联络且主观存在过错、因而承担完全连带责任的情形。

7. 实际管理人人数人侵权责任形态

(1) 连带责任

如前所述，某一主体被认定为资管产品的“实际管理人”，一方面，意味着其已经构成了实际上可以取代管理人职责的严重状态，这一状态本身即具有违规性，另一方面，也意味着经过举证与事实查明，已经可以确定“名实两个管理人”共同实施了对于资管产品的管理行为。在此情况下，一旦认定管理未勤勉尽职的，名义管理人与实际管理人双方通常需要承担连带责任，具体理由如下：

一是，名义管理人与实际管理人之间，可能被推定成立了事实上的委托代

理关系。从委托代理关系的角度理解，一方面，名义管理人委托他人管理资管产品，本身就是违规行为，因此可能需要对投资人连带承担赔偿责任，另一方面，从委托事务的履行情况来看，虽然签署合同的相对方、责任承担方为名义管理人，但是一直以来接洽、沟通、向投资人提供信息披露、实际投资、管理、监管底层资产的主体为实际管理人，一旦实际管理人出现违反法定信义义务，不够勤勉尽责的情形，名义管理人通常应当知晓，对于代理人代理行为违法，被代理人应当知道的，双方也是需要承担连带责任。不过，正因为名义管理人与实际管理人之间事实上的委托行为本身具有一定违法性，并且投资人对于实际管理人的代理行为知情，才例外地认定代理人与被代理人突破合同相对性，共同对投资人承担侵权责任。如果是其他可以合法委托的事项，投资人还是应该根据合同法之下的委托代理路径去追索相关主体的责任。

二是，即便不推定名义管理人与实际管理人之间构成某种法律关系，双方也可能因实施的共同管理行为而承担连带责任。名义管理人和实际管理人对于资管产品的管理行为可能已经高度结合，可以被理解为“共同管理”，在双方共同行为不够勤勉的情况下，也应当承担连带责任。

例如，一起案例中，法院区分了不同环节中，名义管理人与实际管理人应承担连带责任的法律基础：

针对销售环节，名义管理人 A 公司的实控人 B 公司向投资人出具《资金到账确认函》，载明“B 公司投资理财师在遵循诚实守信的原则前提下”向当事人推荐系争投资基金，当事人“通过 B 公司投资推介，自愿认购”系争投资基金，并且销售服务费最终划付至 B 公司账户，虽然 A 公司与 B 公司间未签订书面协议，《私募基金合同》仅由 A 公司与投资人签署，但结合前述情形，B 公司在系争基金销售募集过程中与 A 公司构成实质意义上的代销关系，应适用《民法总

则》第一百六十七条（即现《民法典》第一百六十七条）¹²¹，认定双方承担连带责任。

针对投资管理环节，A公司作为基金管理人未体现出应有的专业性和独立性，案涉私募基金实际上是由B公司进行实质管理，同时，涉案基金财产被案外人侵占转移，与A公司、B公司未切实履行管理人义务有相当因果关系，A公司、B公司应对被上诉人周某在投资中遭受的全部损失承担连带赔偿责任。¹²²

（2）按份责任

不过，我们也关注到，部分案例认为实际管理人和名义管理人并未达到共同故意的地步，进而判决应当各自承担按份责任。

该案中，乙公司为收购境外主体丙公司股权，主导设立并购基金A合伙企业（乙公司为有限合伙人，管理人为其全资子公司B公司）。在募集和管理过程中，乙公司深度介入A基金的尽职调查、投资决策、项目推介和基金管理工作。A基金投资丙公司的项目最终失败，投资人遭受损失，遂起诉乙公司要求赔偿。

该案审理法院上海市高级人民法院认为：乙公司并非A基金《资本招募说明书》中载明的基金管理人，但却是管理人B公司的唯一股东即实际控制人，且两公司部分高管重合；根据已查明事实，乙公司已通过各种方式实质性介入A基金的尽职调查、投资决策、项目推介、基金管理工作，实际执行了合伙事务，实质干预了私募基金管理人的业务活动，使投资人对其产生一定程度的信赖，相信乙公司是案涉基金的实际主导方，对投资人甲合伙企业的投资决策

¹²¹ 《民法典》第一百六十七条规定：“代理人知道或者应当知道代理事项违法仍然实施代理行为，或者被代理人知道或者应当知道代理人的代理行为违法未作反对表示的，被代理人和代理人应当承担连带责任。”

¹²² 参见上海金融法院，（2021）沪74民终375号民事判决书。

产生了重要影响，而且，无论从乙公司介入时间分析，还是从介入事件分析，诸多事实和证据可相互印证，乙公司在实际履行这些职责时存在诸多过错，对丙项目的失败负有一定责任，未能维护好投资者的合法权益，乙公司应承担相应的责任；由于投资人的证据材料尚无法证明 B 公司与乙公司在丙项目推介及管理全过程中构成共同故意侵权，故应适用《侵权责任法》第十二条规定：“二人以上分别实施侵权行为造成同一损害，能够确定责任大小的，各自承担相应的责任；难以确定责任大小的，平均承担赔偿责任”；最终，因投资人自身也存在一定过错，故经综合考量，认定乙公司应对投资人本金损失承担 30% 的责任。¹²³

由于该案判决书全文并未公布，我们暂无法得知投资人的过错程度有关事实情况，以及法院对于投资人证明存在“共同故意侵权”的标准。但是，从该案法院的裁判逻辑来看，部分法院可能认为，即便名义管理人和实际管理人之间存在关联关系，实际管理人对名义管理人管理资管产品的行为进行了实质干预，仍不能认为双方就各自实施的管理行为存在共同故意，也不存在成立客观关联共同行为的空间，原告投资人仍需就名义管理人、实际管理人之间的意思联络和主观过错承担举证责任。

此外，该案中乙公司作为管理人 B 公司的唯一股东，存在高管重叠、介入 B 公司管理工作等情况，可能也可以满足组织法下人格否认的要件。而人格否认的后果将是完全的连带责任，也即风险责任将由“名实两个管理人”承担，相比该案最终判决的“按份责任”，可以为投资人提供更高程度的保护。实践中投资人面对这种情况，很可能将选择证明难度最低的路径进行主张。

¹²³ 参见 2023 年度上海法院金融商事审判十大案例之四：私募基金管理人的实控人擅自干预管理人业务活动的民事责任认定——甲合伙企业诉乙公司侵权责任纠纷案。

（四）典型案例分析

在我们代理的一起案件中，原告投资人同时起诉基金管理人、代销机构、托管人、管理人的全资股东，并要求这些主体连带地向其承担赔偿责任。我们以该案为例，在前文有关各主体的分别论述基础上，进行综合性分析：

1. 基本案情

案件要素表		
主体	角色	诉讼地位
A	投资者	一审原告
B 基金管理公司	基金管理人	被告一
C 基金销售公司	代销机构	被告二
D 银行北京分行	托管机构	被告三
E 信托公司	B 基金管理公司全资持股 股东	被告四
原告诉讼请求	原告诉请为“判令四被告连带赔偿损失”，并主张： <ol style="list-style-type: none"> 1. B 基金管理公司承担责任的请求权基础是“销售及清算环节的侵权责任”+“投资管理环节的违约责任”； 2. C 基金销售公司承担连带责任的请求权基础是“在销售环节与 B 基金管理公司共同侵权，且造成了原告100%损失”； 3. D 银行北京分行承担连带责任的请求权基础是“在 	

案件要素表	
	清算环节与 B 基金管理公司共同侵权，且造成了原告 100%损失”； 4. E 信托公司承担连带责任的请求权基础是“作为 B 基金管理公司一人股东，与 B 基金管理公司人格混同”。
资管产品交易结构	基金资金用以收购项目公司股权，并与回购义务人签订了《股权回购合同》，对于案涉投资设定了系列增信措施。

上述案件中，投资者主张代销机构与管理人在销售环节共同侵权，造成了投资者 100%的损失；托管人和管理人在清算环节共同侵权，造成了投资者 100%的损失。按照投资者该等主张，其实质认为销售环节实施的侵权行为和清算环节实施的侵权行为属于叠加的侵权行为，每个行为都足以导致投资者 100%的投资损失。

2. 分析思路

我们认为，投资人的前述主张在法律因果关系上可能难以成立，分析思路如下：

首先，资管产品“募投管退”环环相扣，管理人如果有“募投管退”多个环节的失职行为，不同环节的失职行为与损失间的原因力不同，某一环节实施的过错行为可能只足以造成投资者的部分损失，也可能足以造成全部损失，不能想当然地认为各环节的失职行为均造成了投资者 100%的损失。

例如，募集环节的推介不当，可能导致投资人错误认购了超出其风险承受能力的产品，即如无此等推介，投资人便不会认购这一产品，此时推介不当行为可以认定造成了投资人 100%的损失；但如果只是其他说明义务履行上的轻微

瑕疵，未到达风险不匹配的严重程度，则可能只足以造成较小比例的损失。又如，如果管理人在投资管理环节实施了违反约定的投资行为，最终造成了投资损失，则这一过错行为可能已经足以导致投资者的全部损失；但如果管理人在投资管理环节仅存在风险控制上的轻微瑕疵，同时在清算退出环节也未能及时清收、存在错过，两个行为环节的失职行为结合，共同导致了损失，则可能应当是投资管理环节的过错+退出环节的过错=100%损失，例如二者分别是 40%、60%。

其次，在数人侵权的语境下，管理人之外的其他主体内部，例如投资顾问和代销机构之间，很难成立对于投资人的数人侵权责任；而往往是不同主体在不同环节分别实施了过错行为，故应当分别地考虑不同过错行为以及管理人在该环节管理行为与损失之间的关系，进而判断不同主体与管理人之间是否成立以及成立何种数人侵权责任。

回到该案项下，代销机构和托管机构即使分别和管理人存在共同侵权，也应该是各自分担对应环节的过错，而不能认为三者之间成立共同连带责任。并且，原告还应证明各环节过错行为造成的损失比例。例如，销售机构与管理人分担的是募集阶段的 30%的过错，托管机构与管理人分担的是清算环节 40%的过错。

至于代销机构、托管机构分别与管理人之间是构成对应比例责任的连带责任，还是按份责任，亦或者补充责任等，应当根据数人侵权的基本规则进行认定。如若存在共同故意、过失，或者紧密联系构成客观关联共同侵权的，应当承担连带责任；如果只是各自行为且结合构成损失，可能承担按份责任；如果是未尽到监管职责，并非直接导致损失发生的原因，则可能承担补充责任。也即，假设成立数人侵权责任关系，三者的责任关系可能是：管理人承担 100%的责任，代销机构因销售阶段的过错行为和管理人承担 100%的连带责任，托管人因清算阶段的监管不当行为承担不超过 5%的补充赔偿责任。只有精细化地认定

各个主体之间的责任关系，才能够强化各个主体在各自职责范围内勤勉履职，共同维护投资者的合法权益。

（五）侵权之诉的路径评价

1. 优势及不足

基于实体法视域下的体系化思维，对于不同请求权基础进行横向对比，相较其他诉讼路径而言，投资人提起侵权之诉的优势主要在于三方面：

首先，投资人主张责任的对象范围拓宽，不再限于具有合同关系等直接法律关系的主体，或根据组织法可以追责的主体，而扩展到没有其他直接法律关系的资管产品有关主体。

其次，投资人可以在一个诉讼之中，同时起诉其认为实施了侵权行为的全部主体（甚至可以突破资管产品层级的限制），并在同一个案件中一次性解决所有主体各自的责任以及彼此之间的责任承担问题，减少诉讼成本。

最后，如果投资人的主张得到支持，其可以直接得到责任主体在该案项下的全部赔偿，而无需与其他投资人共享，也无需等待资管产品管理人在扣除各种资管产品发生的税费后向其分配。

投资人提起侵权之诉的劣势则在于，其主张能否得到支持具有很强的不确定性，立案难度和证明难度均可能较高。

资管产品财产具有独立性，管理人因管理资管产品财产，而与各类主体形成了各种法律关系，各类主体违反约定或法定义务的行为，造成的是作为集合的资管产品财产受损（并进而导致投资人持有的份额权益受损，而非直接造成投资人自身财产受损），故原则上应当是管理人代表资管产品向各主体主张责任。投资人越过资管产品及管理人，直接将与其不具有直接法律关系、甚至是不同

产品层级的主体列为被告，要求这些主体向其承担赔偿责任，这可能有违对于资管产品财产独立性的认知，并因此被裁判机关驳回立案。

即便顺利立案，投资人也需要主动证明被诉主体存在特定的以保护投资人份额权益为目的的法定义务或公序良俗下的义务，实施了违反该等义务的行为，并且被诉主体的行为与投资人损失之间存在因果关系。这对投资人收集证据、提出充分事由的能力都提出了很高的要求，具有较高的证明难度。

此外，跳出投资人的诉讼构造，从制度视角来看，侵权之诉得以突破合同相对性的特征，使其在一定程度上起到了规避部分主体间有效的管辖约定的作用（详见后文分析）；投资人作为原告起诉，使得被诉主体无法行使基于合同关系享有的对管理人（代表资管产品）的抗辩权和抵销权；投资人可以直接获赔，也使得同一资管产品投资人内部未能公平受偿，在公平性上亦存在一定瑕疵。

2. 小结

总体而言，我们认为，投资人直接向管理人之外的其他资管产品涉及主体提起侵权之诉的案件，尤其是数人侵权类案件，本身在诉讼主体是否适格、证明难度、是否不当突破合同相对性、是否有违资管财产独立性等问题上存在较大争议和复杂性，同时也受投资人诉讼构造和司法裁判倾向等客观的变动因素影响，故而对于这类案件下各方能否是侵权行为人、责任形态等问题，现阶段仍然众说纷纭，不存在一个完全精准和正确的答案。

一方面，立足于实体法视域的体系化思维，在侵权责任成立的证明难度较大的情况下，应对照体系化思维的图谱回到上一层级，逐一考察其他请求权基础能否成立；另一方面，正如证券虚假陈述案件经历的从争论到大致统一的发展过程一样，结合前文所述侵权之诉路径的优势及实践中已经发生的情况，并考虑到裁判机关基于司法效率原则、投资人保护考虑而在这类案件上，至少是在立案环节呈现出的容忍态度，在同一案件中提起侵权之诉、一次性要求多个

主体共同赔偿损失，既是投资人可以考虑的诉讼策略，也是资管产品运转所涉各主体必须直面的问题。这将会成为资管业务纠纷在未来的发展趋势。

二、路径二：合同之诉

合同相对性是处理合同关系的基本原则，所谓合同相对性是指：1.主体的相对性：合同的权利和义务仅对合同当事人有效，非合同当事人不能主张合同权利或承担合同义务。2.内容的相对性：合同条款仅对合同当事人具有约束力，不能约束第三人。3.责任的相对性：合同当事人只能基于合同向对方提出请求或提起诉讼，不能向第三人主张合同责任。

然而，我国法律亦特别规定了突破合同相对性的情形。我们梳理如下：

法律制度	突破合同相对性的目的
债权人代位权制度 ¹²⁴	1. 保护债权人的合法利益，防止债务人的责任财产的消极减少（本应当增加而不增加），维护交易安全。 2. 类似的还有债权人撤销权制度。
买卖不破租赁制度 ¹²⁵	保护承租人的利益，维护交易安全和社会秩序。
为第三人利益的合同 ¹²⁶	1. 促进交易便捷性，在当事人需要为第三人设定利益的场合，减少不必要的法律障碍。

¹²⁴ 《民法典》第 535 条规定：“因债务人怠于行使其债权或者与该债权有关的从权利，影响债权人的到期债权实现的，债权人可以向人民法院请求以自己的名义代位行使债务人对相对人的权利，但是该权利专属于债务人自身的除外。”

¹²⁵ 《民法典》第 725 条规定：“租赁物在承租人按照租赁合同占有期限内发生所有权变动的，不影响租赁合同的效力。”

¹²⁶ 《民法典》第 522 条第 2 款规定：“法律规定或者当事人约定**第三人可以直接请求债务人向其履行债务**，第三人未在合理期限内明确拒绝，债务人未向第三人履行债务或者履行债务不符合约定的，第三人可以请求债务人承担违约责任；债务人对债权人的抗辩，可以向第三人主张。”

法律制度	突破合同相对性的目的
	2. 尊重当事人的意思自治，保护第三人的权益。 3. 法律规定包括保险领域的机动车交通事故责任强制责任险 ¹²⁷ 以及第三人商业责任险。
表见代理制度 ¹²⁸	1. 保护善意第三人的利益，使得善意第三人基于对代理权的合理信赖进行交易。 2. 维护交易安全和交易秩序，避免因代理权无效导致交易无效。
间接代理制度 ¹²⁹	1. 第三人知道受托人与委托人之间的代理关系，因此可以合理信赖委托人是实际的交易主体。允许第三人直接向委托人主张权利，保护了第三人的合法权益。 2. 尊重当事人的意思自治。

¹²⁷ 《中华人民共和国道路交通安全法》第七十六条规定：“机动车发生交通事故造成人身伤亡、财产损失的，由保险公司在机动车第三者责任强制保险责任限额范围内予以赔偿。”《机动车交通事故责任强制保险条例》第三条规定：“本条例所称机动车交通事故责任强制保险，是指由保险公司对被保险机动车发生道路交通事故造成本车人员、被保险人以外的受害人的人身伤亡、财产损失，在责任限额内予以赔偿的强制性责任保险。”这种规定有利于保障受害者及时足额获得赔偿，简化受偿成本，提高理赔效率，维护社会秩序。

¹²⁸ 《民法典》第 172 条规定：“行为人没有代理权、超越代理权或者代理权终止后，仍然实施代理行为，相对人有理由相信行为人有代理权的，代理行为有效。”

¹²⁹ 《民法典》第 925 条规定：“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；但是，有确切证据证明该合同只约束受托人和第三人的除外。”《民法典》第 926 条规定：“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。但是，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。受托人因委托人的原因对第三人不履行义务，受托人应当向第三人披露委托人，第三人因此可以选择受托人或者委托人作为相对人主张其权利，但是第三人不得变更选定的相对人。”

法律制度	突破合同相对性的目的
实际施工人向发包人主张工程款 ¹³⁰	1. 保护施工人的合法利益。 2. 维护农民工等弱势群体利益和社会稳定。
单式联运合同 ¹³¹	1. 托运人能直接向实际造成损失区段的承运人主张权利，降低维权难度，保护托运人的权益。
转委托关系 ¹³²	1. 被代理人可以直接指示转委托的第三人。

通常而言，立法者突破合同相对性往往是出于以下三个因素的考虑：（1）保护特定群体的利益，如买卖不破租赁、实际施工人向发包人的追索权、债权人的代位权、机动车交通事故责任强制责任保险以及第三人商业责任险中受害者的保险金请求权；（2）保护交易第三人的合理信赖利益，如表见代理制度、间接代理制度；（3）尊重当事人的意思自治，如真正的为第三人利益合同。

在上述制度背景下，在资管产品领域，亦有投资者试图在合同框架之下却又在合同相对性之外，将第三方主体拉入共同诉讼中，包括但不限于通过转委托、隐名代理、债权人代位诉讼等制度起诉投资顾问、实际管理人、底层管理

¹³⁰ 《最高人民法院关于审理建设工程施工合同纠纷案件适用法律问题的解释（一）》第四十三条规定：“实际施工人以转包人、违法分包人为被告起诉的，人民法院应当依法受理。实际施工人以发包人为被告主张权利的，人民法院应当追加转包人或者违法分包人为本案第三人，在查明发包人欠付转包人或者违法分包人建设工程价款的数额后，判决发包人在欠付建设工程价款范围内对实际施工人承担责任。”

¹³¹ 《民法典》第 834 条规定：“两个以上承运人以同一运输方式联运的，与托运人订立合同的承运人应当对全程运输承担责任；损失发生在某一运输区段的，与托运人订立合同的承运人和该区段的承运人承担连带责任。”

¹³² 《民法典》第 169 条规定：“代理人需要转委托第三人代理的，应当取得被代理人的同意或者追认。转委托代理经被代理人同意或者追认的，被代理人可以就代理事务直接指示转委托的第三人，代理人仅就第三人的选任以及对第三人的指示承担责任。转委托代理未经被代理人同意或者追认的，代理人应当对转委托的第三人的行为承担责任；但是，在紧急情况下代理人为了维护被代理人的利益需要转委托第三人代理的除外。”

人等，要求其承担法律责任。有鉴于此，本文亦结合合同制度的基本理论，分析相关诉讼路径的可行性。

（一）转委托

1. 问题提出

有投资者主张投资顾问对管理人的债务承担连带清偿责任，其理由是，投资顾问系投资人授权管理人聘请的¹³³，且在《投顾合同》中约定，因投资顾问违约行为造成委托财产损失的，投资顾问需要承担违约责任。因此，投资者认为，其实际上是委托管理人与投资顾问签署《投顾合同》，三方构成转委托法律关系，根据转委托的法律规定，投资者有权直接行使《投顾合同》里的相关权利，要求投资顾问向其承担一定的责任。

对此，法院认为，上述约定仅明确了投资人同意管理人聘请某公司作为案涉资管计划的投资顾问，而不是由投资人委托管理人去聘请某公司来作为投资顾问，故转委托法律关系无法成立。¹³⁴

法院并未详细展开对转委托法律关系是否成立的认定，由此引发的问题是：该认定是否正确？投资人和投资顾问，甚至投资人和第三方服务机构之间，是否可能构成转委托法律关系？

2. 基本规则

转委托在学说上又称为“复代理”。根据《民法典》第一百六十九条规定¹³⁵，转委托的构成要件包括：

¹³³ 该案中《资管合同》第 6.10 条约定，资产委托人指定并授权资产管理人聘请 C 公司担任投资顾问，授权投资顾问有权根据相关约定，对管理人管理运用计划资产提供相应的投资建议和服务。

¹³⁴ 参见江苏省高级人民法院，（2022）苏民终 569 号民事判决书。

¹³⁵ 《民法典》第 169 条规定：“代理人需要转委托第三人代理的，应当取得被代理人的同意或者追认。”

一是，存在有效的原代理关系，这是转委托的前提。代理人（复代理人）必须首先是基于一个有效的代理权（法定代理或委托代理）在为被代理人处理事务。

二是，代理人亲自代理存在障碍。原则上代理人应亲自完成代理事务。转委托必须是“需要”的，即代理人因时间、精力、专业知识、地理位置限制或突发事件等客观原因，难以亲自妥善处理全部或部分事务。

三是，经过了被代理人的同意或追认。所谓同意是指事先同意，也即代理人在转委托前，已获得被代理人的明确同意。这是最理想、最无争议的情形。追认则为事后追认，也即代理人在转委托后，及时告知被代理人，被代理人予以追认。追认具有溯及力，使转委托自始有效。

四是，存在“紧急情况”可例外转委托。即使未经事先同意或事后追认，如果同时满足以下两个条件，转委托依然有效。条件一为情况紧急：代理人自己不能办理代理事项，且无法及时联系到被代理人并取得其指示。例如，代理人在外地为被代理人采购海鲜时突发疾病入院，若不立即转托他人处理，海鲜将全部腐坏。代理人为了被代理人的利益，只好委托第三人办理采购海鲜事项。条件二为：代理人转委托的唯一目的是为了被代理人的利益遭受损失。这是因为，委托本身就是为了委托人利益最大化行事，如果确实紧急情况下由第三方履行委托职责更能实现委托人利益最大化，根据常理推定，委托人应当也不会反对。¹³⁶

转委托代理经被代理人同意或者追认的，被代理人可以就代理事务直接指示转委托的第三人，代理人仅就第三人的选任以及对第三人的指示承担责任。转委托代理未经被代理人同意或者追认的，代理人应当对转委托的第三人的行为承担责任；但是，在紧急情况下代理人为了维护被代理人的利益需要转委托第三人代理的除外。”

¹³⁶ 参见黄薇主编：《中华人民共和国民法典总则编释义》，法律出版社2020年版，第442-446页。

转委托一旦合法成立，将在被代理人、代理人和复代理人（第三人）之间产生特定的权利义务关系。

对于被代理人而言，被代理人可以直接指示复代理人履行代理事务，复代理人的代理行为后果直接由被代理人承担。并且，被代理人应当向复代理人支付处理事务所产生的费用及约定的报酬（如果存在）。

对于代理人而言，代理人的责任从“对代理事务本身负责”限缩为仅承担“选任责任”和“指示责任”。一方面，代理人必须选择一个具备相应能力和信誉的复代理人。如果因选人不当（如选了一个无民事行为能力人或明显无履约能力的人）造成损失，代理人需承担责任。另一方面，代理人向复代理人作出的指示必须明确、合法。如果因指示错误导致损失，代理人也需承担责任。

转委托经被代理人同意或追认后，代理人可以在其与复代理人之间进行事务交接，并在完成交接后，退出该代理事务，不再承担后续责任（但选任和指示责任是事先的，不因退出而免除）。

对于复代理人（第三人）而言，其取得代理权，向被代理人负责，在代理权限内，以被代理人的名义实施民事法律行为，其法律后果由被代理人承担。此外，复代理人应接受被代理人或原代理人（在被代理人授权范围内）的指示。

如果转委托不符合上述构成要件，即未经同意、追认且不属于紧急情况，则构成非法转委托。代理人需要对复代理人的一切行为向被代理人承担责任，就如同该行为是代理人自己完成的一样。被代理人有权拒绝接受复代理人所为法律行为的后果。

3. 资管纠纷是否适用

《中华人民共和国信托法》（下称“《信托法》”）第30条规定：“受托人应当自己处理信托事务，但信托文件另有规定或者有不得已事由的，可以委托

他人代为处理。受托人依法将信托事务委托他人代理的，应当对他人处理信托事务的行为承担责任。”

上述规定和转委托规定存在类似性，一是，强调原则上，受托人应当亲自处理信托事务；二是，如果要转委托的，必须有事前的约定（对应条款中的信托文件另有规定）或者紧急情况（对应不得已事由）。可见《信托法》第 30 条实为转委托制度在信托法下的特别规定。

不同的地方在于，信托法对于法律责任的规定更加严格，在通常的民法合法转委托的情况下，受托人作为代理人可以一定程度上减少义务和责任范围，只承担指示和选任责任，但是在信托法律关系项下，受托人不可能减少责任，无论他人处理信托事务过错是否由受托人造成，受托人必须承担责任。

基于上述不同点，第一层次的问题是，如果管理人确实基于合同约定或者不得已事由委托第三人处理的，投资者是否能像《民法典》169 条规定的一样，直接要求第三人承担责任，还是说只能要求受托人承担责任？

我们认为，首先，《信托法》第 30 条规定的受托人必须承担第三人责任并不等于第三人无需向投资者承担责任，至少从文义上，是无法得出《信托法》禁止投资者基于转委托关系向第三人主张违约责任的结论。其次，法律对信托关系下受托人责任的严苛程度显然高于普通民事委托代理，也即，信托法对投资者保护的力度应当高于普通民法，基于上述理念，对《信托法》第 30 条的合理解释应当是，投资者可以如同《民法典》第 169 条一样，在认可转委托关系的情况下直接主张复代理人的责任，同时，无论受托人是否存在过错，投资者也都可以向受托人主张赔偿责任。通过这种双重保障，强化对投资者的保护，强化信托关系中受托人的勤勉尽职。

第二层次的问题在于，投资者和投资顾问、第三方服务机构等的关系，是否就是《信托法》第 30 条规定的转委托关系呢？

对于该问题有两种法律观点，一种观点认为，各方确实存在转委托法律关系。《证券投资基金法》第101条规定：“**基金管理人可以委托基金服务机构代为办理基金的份额登记、核算、估值、投资顾问等事项**，基金托管人可以委托基金服务机构代为办理基金的核算、估值、复核等事项，**但基金管理人、基金托管人依法应当承担的责任不因委托而免除。**”从形式上看，该法律关系中确实存在“合法有效的本委托关系”，也即投资者和管理人之间确实存在事务上的委托关系，只要投资者同意或者确认，管理人就是在“转委托”第三人履行本应该由管理人履行的份额登记、核算、估值、确认投资标的等义务。

我们不赞成该观点，而更加赞成这并非转委托关系。转委托关系中，代理人系将其权利义务整体性移转给复代理人，例如此前举例的委托代理人外地采购海鲜，但是代理人生病情形下只能转委托第三人的情形，第三人实际上完整取得了选定海鲜并且支付货款的权利，也需要承担相应的责任。而基金管理人委托投资顾问、第三方服务机构等，对应到上述例子，更类似于委托代理人外地采购海鲜时，代理人委托当地采购商介绍店铺和协助挑选高品质海鲜的行为，此时代理人并没有完整移转权利，只是另行订立了一个单独的法律关系以更好协助其完成代理事项。

对于资管产品管理人而言，通常来说，其并不是完整的将其登记份额、核算职责、确认投资标的等义务移转出去，而是找了相关方面的“专业机构”专项负责相关事宜，以便管理人更好、更专业地完成投资者的委托事宜，也即管理人自身仍在积极履行受托职责。例如，在一起案例中，投资者虽然没有主张投资顾问承担连带责任，但是其要求信托公司承担赔偿责任的理由为：信托公司未能亲自履行管理事务，而是将管理职责转委托给投资顾问，根据投资顾问提供的投资建议作出的投资决策。对此，法院认为：对于投资顾问提交的投资建议，某信托公司在审核后才下达交易指令，并且券商营业部记录的交易报送

MAC 地址均为某信托公司 MAC 地址，因此，没有证据证明并非信托公司亲自履行管理事务。¹³⁷

在上述情形中，投资顾问实际上是由管理人选定，为管理人服务，而不对投资人负责。然而，我们也关注到，实践中，确实存在部分投资顾问系投资人同意，且相对独立地开展投资顾问事务，不受管理人的限制。我们理解，即使是这些情形，也应当将投资顾问理解为和管理人一样，均是投资者明确授权的对象而非转委托关系，此时更类似于隐名代理关系而不是转委托关系（详见下文第（二）点“隐名代理”）。

除了第三方机构之外，诸如下层资管产品管理人等交易对手方同样应难构成转委托法律关系，这也较为容易理解，A 委托 B 去 C 处采购，A 和 C 当然不是转委托法律关系。

不过，我们关注到，对于实践中“名实两套”管理人的情形，仅根据转委托的基本法理来看，各方确实可能成立转委托法律关系，甚至是非法转委托法律关系，此时可以适用《民法典》第 167 条¹³⁸的规定追究双方的违法代理责任。

综上，我们认为，由于管理人并未将其权利义务整体性移转给投资顾问、第三方服务机构等主体，投资者和投资顾问、第三方服务机构等主体之间，无法成立《信托法》第 30 条规定的转委托关系；但在资管产品存在“名义管理人”和“实际管理人”的情况下，由于实际管理人已经达到可以取代管理人职责的严重程度，投资人与实际管理人之间可能可以成立转委托关系。

¹³⁷ 参见广东省广州市中级人民法院，（2021）粤 01 民终 416 号民事判决书。

¹³⁸ 《民法典》第 167 条规定：“代理人知道或者应当知道代理事项违法仍然实施代理行为，或者被代理人知道或者应当知道代理人的代理行为违法未作反对表示的，被代理人和代理人应当承担连带责任。”

（二）隐名代理

1. 问题提出

和转委托关系存在一定相似性的制度为隐名代理。一个有意思的问题是，能否按照隐名代理法律关系来理解投资者和第三方主体的关系呢？也即，投资者系被代理人，管理人系代理人，只不过在投资人的授权范围内，管理人系以自身名义来和第三人从事法律关系？

2. 基本规则

隐名代理是代理制度中的一种特殊形式，与通常的“显名代理”相对，系指代理人以自己的名义与第三人实施民事法律行为，但该行为的效果最终由被代理人（委托人）承担的法律制度。

隐名代理被规定在《民法典》第 925 条¹³⁹和第 926 条¹⁴⁰。通常认为，隐名代理具有以下三个构成要件：

一是，存在有效的委托代理关系：委托人与代理人（受托人）之间必须存在真实、合法、有效的委托合同或授权关系。这是隐名代理产生的基础。

¹³⁹ 《民法典》第 925 条规定：“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；但是，有确切证据证明该合同只约束受托人和第三人的除外。”

¹⁴⁰ 《民法典》第 926 条规定：“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。但是，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。受托人因委托人的原因对第三人不履行义务，受托人应当向第三人披露委托人，第三人因此可以选择受托人或者委托人作为相对人主张其权利，但是，第三人不得变更选定的相对人。委托人行使受托人对第三人的权利的，第三人可以向委托人主张其对受托人的抗辩。第三人选定委托人作为相对人的，委托人可以向第三人主张其对受托人的抗辩以及受托人对第三人的抗辩。”

二是，代理人在授权范围内实施行为：代理人必须是在委托人授权的范围内，以自己的名义与第三人进行民事法律行为（如订立合同）。如果超越授权，则可能构成无权代理，需要另当别论。

三是，代理人“以自己的名义”行事：这是隐名代理与显名代理最根本的区别。在对外交易时，代理人并不表明其代理人身份，也不披露被代理人的存在，从表面上看，他就是合同的直接当事人。¹⁴¹

从上述法律规定也可以看出，隐名代理不同于转委托，具体而言：

	隐名代理	转委托（复代理）
制度目标	解决代理人与第三人对外关系的问题。	解决代理人是否可以将代理权转移给他人（次代理人）的问题。
当事人结构	三方关系：委托人（被代理人）→ 代理人（以自己的名义）→ 第三人。	四方关系：委托人（被代理人）→ 代理人（委托代理人）→ 次代理人（复代理人）→ 第三人。
名义与身份	代理人以自己的名义与第三人交易，但效果归属委托人。	代理人不涉及“交易行为”，只涉及委托行为。次代理人以委托人（被代理人）的名义进行代理行为（显名原则）。
法律效果	在符合条件时，合同效果直接约束委托人和第三人。	代理人虽需要承担一定责任，但已经退出法律关系，次代理人的行为效果直接归属于委托人（被代理人）。

¹⁴¹ 参见黄薇主编：《中华人民共和国民法典合同编释义》，法律出版社2020年版，第879-882页。

在隐名代理的法律效果方面，需要区分第三人是否知情。第三人知情的，根据《民法典》第 925 条规定，委托人可以直接向第三人主张合同权利（如请求履行合同、承担违约责任），第三人也可以直接向委托人主张合同权利；代理人原则上从该合同关系中脱离，不再是合同的当事人。

第三人不知情的，适用《民法典》第 926 条规定，代理人向委托人披露第三人后，委托人可以行使介入权，直接向第三人主张权利（如起诉第三人违约）；此时，委托人取代了代理人的地位，成为合同的相对方。例外情况是，如果第三人在订立合同时知道该委托人就不会订立合同的，即第三人系基于对代理人特定身份的信任而缔约，则委托人不得介入。因委托人的原因，导致代理人无法向第三人履行义务的（例如委托人指示错误或拒不提供资金，导致代理人无法向第三人付款），代理人向第三人披露委托人后，第三人享有选择权：其一，可选择代理人作为相对人主张权利；其二，可选择委托人作为相对人主张权利。该选择权一经行使即告消灭，经选定后不得变更。这意味着第三人必须在代理人和委托人之间做出最终选择，选定了谁就只能向谁追究责任。

3. 资管纠纷是否适用

（1） 投资顾问

前面已经提及，投资顾问的选定分为两种模式，一种模式为管理人选定投资顾问，从而更好协助管理人选定投资标的，进行投资决策；另一种模式为投资者指定投资顾问，且直接在资管合同中授权管理人选定投资顾问，并且对投资顾问的权利义务进行了核心安排。

我们理解，对于后一种模式，本质法律关系类似隐名代理关系。原因在于，此时管理人实际上是根据委托人的授权去订立合同，且合同中对投资顾问的义务和责任进行了确定，该交易行为的法律后果直接由投资顾问和投资人承担，特别是，此类合同往往约定，投资顾问违反义务的，需要直接向投资者承担违

约责任。在该交易模式下，投资顾问和管理人本质上都是投资者的“受托人”。

一起案例中，法院明确区分了管理人和投资顾问的职责：某信托公司（管理人）的职责是事务性管理，如资金拨付、信息披露，不承担主动管理职责；投资顾问的职责是发出投资指令；某信托公司依据投资顾问的指令行事，是履行《信托合同》的约定，而非将自身的管理职责“转委托”给投资顾问；三方的权利义务由一系列合同共同确定，投资者从一开始就知晓并同意此种安排。该案例表明，如果投资者通过合同明确授权了“管理人+投资顾问”的分工模式，那么投资顾问的法律地位是基于投资者直接或间接的授权，而非管理人的转委托，各方应按合同约定各负其责。¹⁴²

假设前述隐名代理关系成立，需要进一步探讨的问题是，投资顾问协议是否可以约定由投资人直接行使投资顾问协议项下的全部权利，包括但不限于要求投资顾问继续履行合同、解除合同、主张违约赔偿责任等？

对此，我们认为，一方面，投资人并不绝对享有任意要求投资顾问继续履行合同的权力，这主要取决于投资人和管理人的约定，如果投资人已经把该权利委托给管理人，那么等于投资人已经放弃了要求投资顾问履行投资顾问协议的权利，而只能由管理人来行使；另一方面，如果有多名投资人，由于仅由单个投资人决定是否行权可能损害其他投资人的利益，不应允许其自由行使，除非全体投资人同意。

（2） 底层交易对手方

资管产品业务中，更为典型的隐名代理关系应当体现为通道业务中的投资人和底层交易对手。一起案例中，原告（投资人）、某证券公司（资管计划管理人）、某银行（托管人）签订《资管合同》设立某资管计划，此后，某证券公司、

¹⁴² 参见最高人民法院，（2019）最高法民终 515 号民事判决书。

某银行和底层项目公司 A 公司签订《借款合同》，约定向 A 公司发放委托贷款，随后，原告与 A 公司签订《补充协议》，约定原告系某资管计划的单一委托方和受益人，原告与 A 公司就委托贷款的利率调整事项达成本协议。B 公司向某证券公司出具《担保函》并抄送原告，载明某证券公司作为受托人受原告委托设立资管计划，并由某证券公司通过该资管计划将原告的委托资产用于发放委托贷款给 A 公司；B 公司自愿就上述资管计划项下委托贷款中 A 公司的债务向某证券公司提供最高额连带保证责任担保。后原告直接起诉 A 公司和 B 公司，要求二被告向原告支付相应款项。

该案审理法院认为，关于原告主体资格问题，某证券公司（代表资管计划）、某银行、A 公司签订《借款合同》，《补充协议》明确约定原告系资管计划的单一委托方和受益人，即最晚在签订《补充协议》时，A 公司明知各方在委托贷款合同中的关系，原告为委托人、某证券公司为受托人，故该《借款合同》直接约束原告与 A 公司；后原告与 A 公司签订《补充协议》约定追加利息事项，虽未经《借款合同》各方协商一致，但在原告与 A 公司间依然产生拘束力，且 A 公司亦以自身实际行动履行了该《补充协议》，故原告系借款关系适格主体。¹⁴³

上述案例中，资管产品系为通道，本质上是管理人在投资者的授意下，和第三人进行交易，且第三人是知悉投资者的存在，已经在履行交易过程中直接同投资者沟通交易调整事宜，可见三方可以视为成立隐名代理关系。

综上，我们认为，资管纠纷语境下，如果投资人与第三方主体（如托管机构）之间存在正常的合同关系，则可以直接向该等主体主张合同责任；而除了资管产品同时存在“名实两套”管理人的特殊情形外，投资人通常无法与管理人之外的第三方主体建立起转委托关系，无法基于转委托关系突破合同相对性；但是，投资人有可能基于隐名代理关系，直接要求第三方主体向其承担违约责

¹⁴³ 参见上海市嘉定区人民法院，（2021）沪 0114 民初 17461 号民事判决书。

任。

资管纠纷中成立隐名代理关系的情形主要有两种，第一种是投资者指定投资顾问，且直接在资管合同中授权管理人选定投资顾问，并且对投资顾问的权利义务进行了核心安排的情形，此时投资者、管理人与投资顾问间可以视为成立隐名代理法律关系；第二种是通道业务中，管理人是在投资人授意下与底层交易对手方开展交易，底层交易对手方通常也知悉投资人的存在，甚至直接与投资人沟通，此时投资人、管理人与底层交易对手方间可以视为成立隐名代理法律关系。

（三）合同联立

1. 问题提出

一起案例中，法院在认定投资顾问承担连带责任时，有如下表述：《资管合同》《投顾合同》分别签订于 A 银行与 B 公司、B 公司与 C 公司之间，但两份合同紧密关联，共同搭建起案涉资管计划的运作框架，不能以 C 公司与 A 银行之间未签订书面合同否定三方之间通道业务模式的认定，本案系 A 银行基于该业务模式提起的违约之诉。¹⁴⁴法院该论述实际上所指向的应当是合同联立制度，即合并理解多份合同内容，直接审查虽非同一合同的当事人之间的权利义务关系。

由此引发的问题是，资管业务中往往存在投资人与管理人之间的资管合同，以及管理人（代表资管产品）与其他第三方间签订的合同，投资人能否在资管纠纷中主张适用合同联立制度，合并理解多份合同内容和各方权利义务关系，并进而直接向第三方主体主张责任？

¹⁴⁴ 参见江苏省高级人民法院，（2022）苏民终 569 号民事判决书。

2. 基本规则

合同联立是指多个合同基于当事人意思，在保持独立性的同时形成效力依存关系，一个合同的效力变更将直接影响其他合同命运的法律形态。该制度源于复杂交易实践，旨在通过“穿透式审判思维”探求当事人真意，保障交易整体的公平与效率。

合同联立是合同法中一种特殊的合同形态，它涉及多个合同相互关联又保持各自独立性的情况。合同联立的理论构成要件包括：

一是，存在数个独立的合同：合同联立的前提是存在两个或两个以上的合同，这些合同在形式上各自独立，具有独立的合同主体、标的和权利义务关系。

二是，合同之间具有依存关系：各合同之间存在一定的关联性，一个合同的效力可能依存于另一个合同的效力。这种依存关系可以是基于当事人的意思表示，也可以是基于客观的交易结构。

三是，服务于同一交易目的：数个合同共同服务于一个整体的交易目的，各合同的履行相互配合，共同实现当事人的经济利益。

合同联立制度的核心价值在于，解决关联合同纠纷时，避免因合同效力认定不一导致的裁判矛盾，减轻当事人诉累，节约司法资源。合同联立制度主要应用于融资租赁、商品房买卖担保、金融复合交易等典型场景。具体而言：

（1） 应用场景一：商品房买卖合同和贷款合同

《最高人民法院关于审理商品房买卖合同纠纷案件适用法律若干问题的解释（2020修正）》第二十条规定：“因商品房买卖合同被确认无效或者被撤销、解除，致使商品房担保贷款合同的目的无法实现，当事人请求解除商品房担保贷款合同的，应予支持。”

司法实践也对此予以认可，最高人民法院（2019）最高法民再 245 号民事

判决书中，法院认为：商品房按揭贷款商业模式下各方当事人的权利义务关系较为特殊，某公司不能交付房屋的行为致使合同解除，导致合同约定的各方权利义务严重失衡，若按合同约定的权利义务关系处理，在王某等对合同解除无过错的情况下，仍要求其对剩余贷款承担还款责任，明显不合理地加重了其负担，各方权利义务失衡，有违公平原则，因而该案中“必须充分考虑商品房按揭贷款商业模式下各合同之间的密切联系和各方权利义务关系的平衡问题，避免因强调单个合同的相对性而造成三方权利义务的失衡。”

(2) 应用场景二：融资租赁合同

《民法典》第七百五十四条规定，出租人与出卖人订立买卖合同购买租赁物，再与承租人签订融资租赁合同的，若买卖合同解除、被确认无效或被撤销，且未能重新订立买卖合同时，出租人或承租人有权解除融资租赁合同。¹⁴⁵这是典型的合同联立，也即，鉴于买卖合同、融资租赁合同系关系高度紧密，为了实现同一交易目的，在买卖合同效力存在瑕疵时，也特别赋予第三人解除融资租赁合同的权力。

(3) 应用场景三：产权式商铺交易

如在四川省成都市中级人民法院裁判的陈某等人与成都某公司等 53 个商品房预售合同纠纷案件和四川省广元市中级人民法院裁判的程某某等人与广元某公司等 16 个房屋租赁合同纠纷案件中，法院均认为虽然签订《商品房买卖合同》《装饰装修合同》《酒店委托经营管理合同》的当事人不一致，但这些合同在经济中具有整体性，故认为构成合同联立。在这些产权式商铺的交易模式中，购房人与开发商或关联企业签订的数份合同权利义务不可分割，共同实现了购房

¹⁴⁵ 《民法典》第七百五十四条规定：“有下列情形之一的，出租人或者承租人可以解除融资租赁合同：（一）出租人与出卖人订立的买卖合同解除、被确认无效或者被撤销，且未能重新订立买卖合同；（二）租赁物因不可归责于当事人的原因毁损、灭失，且不能修复或者确定替代物；（三）因出卖人的原因致使融资租赁合同的目的是不能实现。”

人购买房屋，并以所购房屋为投资基础，再交由出卖人或关联企业统一经营管理，从而取得投资收益（实为租金），以及开发商通过多份紧密关联的合同实现从交易的各个环节中获取利润的目的。此类交易中数个合同直接的依存关系以及由此产生的整体交易功能，已经相当客观化和类型化，便于司法实践中通过合同解释的方法明确合同联立的形成。¹⁴⁶

（4） 其他

其他可能的情形包括，商品房买卖合同与酒店委托经营管理合同构成的合同联立¹⁴⁷；二手房买卖合同与中介合同构成的合同联立¹⁴⁸；金融借款合同与质押监管合同构成的合同联立¹⁴⁹；消费合同与信贷合同构成的合同联立。¹⁵⁰

¹⁴⁶ 参见吴丁亚：《“合同联立”的司法认定标准》，载华律网，2021年7月28日，https://lawyers.66law.cn/s2708d7c0a0513_i982583.aspx。

¹⁴⁷ 在“产权式酒店”或“售后包租”销售模式中，购房者（业主）与开发商签订《商品房买卖合同》购买酒店房间产权；同时，与开发商或其关联的酒店管理公司签订《酒店委托经营管理合同》，将购得的房间委托给对方统一经营，并定期获得租金回报。如果《商品房买卖合同》因故无效或被解除，委托经营合同就失去了存在的基础（业主不再拥有产权），必然随之解除。反之，如果委托经营合同存在欺诈或根本无法实现预期收益，法院也可能支持购房者以此为由解除买卖合同，因为其投资目的无法实现。

¹⁴⁸ 购房者通过房产中介提供的信息和居间服务，与房东签订《二手房买卖合同》。购房者与中介之间则存在《中介服务合同》（通常以居间合同形式体现）。如果最终《二手房买卖合同》被确认为无效、或被撤销（例如因“跳单”后与房东私下交易），那么中介合同的服务目的虽已部分达成（促成签约），但在责任承担和报酬支付上会产生联动影响。更重要的是，如果买卖合同因中介的欺诈行为（如隐瞒重要信息）导致被解除，购房者不仅可以追究房东的责任，也可以追究中介的违约责任。

¹⁴⁹ 企业向银行申请贷款，并以其拥有的存货、原材料等动产作为质押物。银行（质权人）、企业（出质人）与第三方物流仓储公司（监管人）共同签订《质押监管合同》，由监管方代表银行占有并监管质押物。如果《质押监管合同》无效或监管方严重失职导致质押物毁损、灭失，银行的债权就失去了重要的担保，其借款合同项下的债权将面临巨大风险。银行可以据此要求借款人提前还款或提供新的担保，甚至宣布贷款提前到期。反之，如果借款合同履行完毕，质押监管合同也随之终止。

¹⁵⁰ 如果《消费合同》存在欺诈、重大误解或被解除，那么消费者签订《信贷合同》的目的（为本次消费融资）就已落空。在这种情况下，消费者有权要求解除信贷合同，从而免于为一场失败的交易继续偿还贷款。许多国家的消费者保护法（包括中国司法实践的趋势）都明确承认这种联动关系，以保护作为弱势方的消费者。如果《消费合同》存在欺诈、重大误解或被解除，那么消费者签订《信贷合同》的目的（为本次消费融资）就已落空。在这种情况下，消费者有权要求解除信贷合同，从而免于为一场失败的交易继续偿还贷款。许多国家的消费者保护法（包括中国司法实践的趋势）都明确承认这种联动关系，以保

最高人民法院也在一起货物买卖和授信合同纠纷中认可了合同联立规则。该案中，A公司与B公司之间签订《油品购销合同》，B公司向A公司购买货品。A公司、B公司、某银行分行签署《合作协议》，约定某银行分行为B公司提供授信支持，授信方式是为B公司开具银行承兑汇票，汇票收款人为A公司，同时为了担保授信，约定将油品购销合同项下的货物质押给某银行分行，如果A公司因为各种原因未能按照油品购销合同发出货物，A公司应该将该部分货物对应的相应款项退还给某银行分行。B公司与某银行分行签署《银行承兑协议》。后因油价下跌、B公司资金流动压力等因素，B公司未能归还汇票款项，某银行分行向B公司签订《流动资金借款合同》，向B公司发放贷款偿还汇票款项。三方又约定《合伙协议》项下权利义务不因流动性借款合同而改变。B公司未能向某银行分行清偿贷款，某银行分行起诉并获得（2015）穗中法金民初字第1046号胜诉判决。后某银行分行又起诉，要求A公司退还款项，B公司承担连带清偿责任。

一审法院认为，某银行分行已经取得胜诉判决要求B公司偿还贷款，某银行分行其他债权已经因为《流动资金借款合同》消灭，驳回其诉讼请求。二审法院认为，从实质上，胜诉判决所涉款项与本案所涉款项是为相同，A公司对该款项理应在相应范围内承担退款的保证责任，但某银行分行诉讼请求不当（因为某银行分行诉的是A公司直接退款、B公司连带清偿，而不是A公司承担某种连带保证责任），如某银行分行要求A公司对胜诉判决中B公司等不能偿还的部分承担连带的偿还责任，可以另行通过诉讼解决。

最高人民法院再审认为，A公司与B公司之间形成买卖合同关系，某银行分行与B公司之间形成借款合同关系，某银行分行与A公司之间形成具有一定担保性质的债权债务关系；尽管三方当事人在形式上形成三种不同的法律关系，

护作为弱势方的消费者。

但从前述合同签订时间、约定内容及实际履行情况来看，三方当事人权利义务紧密关联、相互依存，均服务于一个整体的交易目的，即 B 公司向某银行分行借款用于购买 A 公司的油品；综上，前述三类合同实际上形成一个整体，构成事实上的合同联立；在合同均合法有效的情况下，三方当事人均应依约全面履行自己的义务。二审判决在认定 A 公司应承担退款的保证责任的基础上，又以某银行分行在本案中的诉求存有不当为由，要求某银行分行另行通过诉讼解决案涉纠纷，存在逻辑矛盾，适用法律错误，亦徒增当事人诉累，浪费司法资源，应予纠正；最终认定，为便于本案与胜诉判决案件的协调处理，避免某银行分行就同一笔债务重复受偿，由 A 公司对胜诉判决第一项下 B 公司向某银行分行清偿借款本金的义务承担连带偿还责任，符合协议的约定，亦与本案实际情况相吻合，两案可在本案判决生效后并案执行。¹⁵¹

3. 资管纠纷是否适用

我们认为，资产管理法律关系中可能确实具有适用合同联立理论的空间，即一体性地看待资产管理合同、投资顾问合同、代销合同、托管合同、底层交易文件、第三方服务合同等。理由在于：

首先，资管产品本身就是一个由资产管理合同（投资者与管理人）、投资顾问合同（管理人与投资顾问）、代销合同（管理人与代销机构）、托管合同（管理人与托管人）、底层交易文件（管理人与底层交易对手方）、第三方服务合同（管理人与第三方服务机构）等多个独立合同构成的“合同网络”，这些合同相互独立，但确实存在一定程度的依存。为免赘余，下文主要以投资顾问合同为例进行分析，其他主体和合同可以类推适用。

其次，权利义务紧密相关、相互依存。虽然存在多份合同，但是各个合同之间当事人权利义务是紧密相关的。投资顾问对管理人的义务必然要受到资管

¹⁵¹ 参见最高人民法院，（2022）最高法民再 187 号民事判决书。

合同的约束，投资顾问提供的投资建议需要满足资管合同中对应投资范围、投资标的、投资比例等限制。如果投资顾问的任何一个建议超越了资管合同的约定，不仅可能构成对于投资顾问合同、资管合同本身的违约，甚至可能直接导致整个资管产品运作违规。

再次，交易目的高度统一。所有合同都指向一个不可分割的单一经济目的——运用集合资金进行投资，为全体份额持有人谋求利益。

最后，效力影响方面，单个投资者的资管合同无效不影响整个资管产品的存在，因此不必然导致投资顾问合同无效。但如果是资管产品整体未能设立（即资管合同作为基础法律关系无效），那么为其服务的投资顾问合同就失去了订立的意义和对象，其效力基础可能会被动摇，其可能也应当被解除或者无效。

从避免诉累的角度，把资管产品涉及的所有合同放在一个案子中处理，存在一定的合理性。按照合同联立的理论，投资者、管理人、投资顾问，三方的权利、义务关系紧密结合，投资顾问违反投资顾问合同的行为可能有损投资者的利益，要求投资者向管理人追偿，管理人再向投资顾问追偿可能增加当事人的诉累，直接在一个合同案件中一并处理两个合同的法律关系，认定投资顾问对管理人的责任以及管理人对投资者的责任，能够一次性解决当事人纠纷，避免投资者诉累。

但是，这一制度的适用障碍也十分明显。首先，没有明确法律规定支持合同林立理论。其次，合同相对性作为处理合同关系的基本原则，通常应当被严守，只有在特殊情况下允许适当突破。但是，合同联立的构成要件是非常模糊的，一旦广泛使用合同林立，可能就打开“潘多拉魔盒”，合同独立性将会被极大动摇，也即这一制度属于应当谨慎使用的工具。在行政机关运用穿透式监管方法进行追责时，这一制度也许可以有运用空间；在极其特殊的情况下，也可能允许在个别合同和个别主体间适用。但一般情况下，司法机关可能很难迈开如此大的步伐，在存在其他工具（如共同侵权）去解决多主体责任问题时，

适用合同联立这一不牢靠的模糊制度进行裁判。

我们认为，投资者适用合同联立理论向其他主体主张权利，面临法律依据不足的障碍，而且可能极大地动摇合同独立性，后果严重。总体而言，合同联立这一工具在资管纠纷中并不牢靠，应当审慎运用。如果确有必要在一案中同时主张多个主体的责任，主张数人侵权责任将会是更会便宜的路径。

（四）真正利益第三人合同

1. 问题提出

管理人和其他主体订立合同的核心目的是为了投资人的利益，为此一个问题在于，管理人和其他主体的合同能否被理解为“真正利益第三人合同”，进而投资人可以直接向第三人主张权利？

2. 基本规则

《民法典》第 552 条第 2 款规定：“法律规定或者当事人约定第三人可以直接请求债务人向其履行债务，第三人未在合理期限内明确拒绝，债务人未向第三人履行债务或者履行债务不符合约定的，第三人可以请求债务人承担违约责任；债务人对债权人的抗辩，可以向第三人主张。”这是民法典对真正利益第三人合同的正式规定。

真正利益第三人合同的核心要求是法律直接规定或者当事人的明确约定。如某些保险合同中，法律规定受益人（第三人）可以直接向保险公司请求支付保险金。此外，第三人需要享有合同利益，例如合同的目的是为了第三人直接获得某种利益（如给付价款、交付货物、提供服务等）。第三人通常是纯粹受益方，无需为此履行对等义务。

一旦认定构成真正利益第三人合同，第三人即享有直接履行请求权，可以直接以自己的名义，要求债务人向自己履行合同债务。当债务人未履行或履行

不符合约定时，第三人可以直接以自己的名义，请求债务人承担继续履行、采取补救措施或赔偿损失等违约责任，而无需通过债权人来主张权利。

对于债务人而言，其履行对象是第三人，而非债权人，且其对债权人的抗辩权利可以向第三人主张。

3. 资管纠纷是否适用

从真正利益第三人合同的构成要件来看，我们认为，当前资产管理交易结构的设计可能离真正利益第三人合同还有一定距离。该制度要求，这种第三人请求债务人履行债务的权利，需要有法律规定或直接约定在合同中，且第三人在知道后未明确拒绝。在尚不存在此类规定的情况下，这也就意味着，只有管理人和投资顾问、代销机构等第三方的合同，明确约定了投资者的直接履行请求权和违约赔偿责任请求权等，才有适用真正利益第三人合同制度的空间，而这与当前通常的资管业务实践情况并不相符。

不过，这或许可以为管理人减轻责任提供一定思路，未来管理人可以考虑，通过和第三方机构明确约定利益归属主体和追责主体，进而赋予投资者直接的履行请求权和违约责任请求权等。这样，因第三方服务机构过错导致投资者损失的，可能由投资者直接向第三方机构追偿；而管理人可以通过主张自身不存在过错、已尽到监督核查义务、不违反勤勉义务为由，减轻甚至免除自身责任。

（五）债权人代位诉讼

1. 问题提出

在资管产品的合同网中，投资者和管理人间订立了资管合同，在追究管理人责任的情景下，投资者的赔偿请求权和分配请求权具有债权性质，因而可以从债权人的角度考虑这些问题；与此同时，管理人代表资管产品和第三方订立了各类合同，在第三方主体违反合同约定情况下，管理人也可以视为债权人，第三方主体视为债务人。由此，资产管理法律关系中呈现“投资者（债权人）-

管理人（债务人）-第三方（次债务人）”的法律关系链条。进而引发的问题是，投资者能否基于债权人代位诉讼直接要求第三方向其承担赔偿责任？

2. 基本规则

根据《民法典》第 535 条法律规定，债权人代位诉讼的构成要件包括：

一是，债权人的债权合法有效成立、确定且已到期。需要说明的是，债权确定并不是指数额明确，而是计算债权的方式等是明确的。此外，债权人的债权必须已届清偿期。这是行使一般代位权的前提。¹⁵²

二是，债务人怠于行使其对次债务人的权利。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》第 33 条规定，所谓怠于履行，是指不以诉讼或者仲裁方式向相对人主张其享有的债权或者与该债权有关的从权利。也即，通过口头或者书面催收但不采取司法措施的，通常认定为怠于行使。

三是，债务人的行为已经影响到到期债权的实现。即债务人怠于行使权利的行为，导致其责任财产减少，从而足以危及债权人债权的实现，使债权有不能清偿的现实危险。

在实践中，只要债务人未清偿到期债务，且未积极通过法律途径向次债务人追偿，通常即可推定“影响债权实现”。

需要说明的是，对于基于扶养关系、抚养关系、赡养关系、继承关系产生的给付请求权和劳动报酬等专属权利可能无法代位行使。

一旦认定债权人代位诉讼的构成要件成立，直接的法律效果就是可以要求

¹⁵² 例外情形规定在《民法典》第 536 条：“债权人的债权到期前，债务人的债权或者与该债权有关的从权利存在诉讼时效期间即将届满或者未及时申报破产债权等情形，影响债权人的债权实现的，债权人可以代位向债务人的相对人请求其向债务人履行、向破产管理人申报或者作出其他必要的行为。”

次债务人在债权范围内直接向债权人履行清偿义务，在次债务人向债权人履行后，其与债务人之间的债务在相应范围内消灭。此外，债权人行使代位权的必要费用（如诉讼费、律师费等），由债务人负担。

3. 资管纠纷是否适用

资管纠纷中，不少投资者尝试通过债权人代位诉讼向底层融资方要求赔偿，但是因在“投资者是否享有合法确定的债权”问题上存在一定争议，难以获得胜诉。

例如，有法院认为，资管产品并非保本保收益的产品，投资者对管理人并不当然享有债权，具体而言：合同中并无管理人对投资人保本保收益的承诺和约定。虽然《基金合同》中约定了业绩比较基准，但通常基金合同中所约定的业绩比较基准系指根据基金所投项目的业绩表现而计算出来的投资者可能获得的预估收益，而并非固定收益，故投资人以此为由主张其与管理人之间形成借贷关系，依据不足。¹⁵³

又如，有法院认为，即使认为投资者是债权人，债权数额也并不确定，难以确定债权的行使范围，具体而言：在管理人存在违法或者违约行为给投资者造成损失时，投资者可以成为债权人，但是鉴于清算与否、清算情况及结果均不确定，管理人对投资者负有多少债务及是否到期亦不能确定，即便可以主张代位权，但也无法确定债权的行使范围，最终法院未支持投资者的代位诉讼请求。¹⁵⁴

有鉴于此，部分投资者先行通过诉讼或仲裁确认了对管理人享有债权，再向底层融资方等次债务人索赔，法院对此可能予以支持。¹⁵⁵另外，也有法院考

¹⁵³ 参见北京市第三中级人民法院，（2022）京03民终10389号民事判决书。

¹⁵⁴ 参见北京市海淀区人民法院，（2021）京0108民初34147号民事判决书。

¹⁵⁵ 参见北京市第三中级人民法院，（2021）京03民终9号民事判决书。法院认为：投资者对管理人享

考虑到投资者多次发函要求管理人对债务人主张基金项下的债权这一因素，在投资者对管理人债权未确定的情况下，支持投资者的代位权主张。该法院认为：原告作为投资人投资的涉案基金产品已经到期，但管理人并未依约向原告支付投资本金及利息收益，其行为已构成违约，原告已取得对管理人的债权；包括本案原告在内的投资人多次向管理人发出《尽职要求函》，要求管理人对被告 A 公司、B 公司（底层交易对手方）主张相关债权，但管理人并未举证证明其履行了相关义务；法院最终确认管理人怠于主张已到期债权，并未采取有效措施保护原告的合法权益，故原告在其合法权益可能遭受损害的情况下，有权依据上述法律规定，向两被告提起代位权主张，行使其债权人的权利。¹⁵⁶也即，在代位诉讼的基本构成要件已经满足的情况下（两个债权都合法有效或者投资人债权推定成立），代位诉讼在资管纠纷中确有一定的适用空间。

不过，在资管产品纠纷中适用代位权制度，存在一个无法绕过的问题：通常而言，投资人对于资管产品财产享有分配请求权或确定的债权请求权（如分配金额已经确定），而因管理人有违信义义务引发的赔偿之债，形成的是投资人对于管理人自身的债权，理论上应当由管理人的固有财产承担而不是资管产品财产承担。另一方面，管理人代表资管产品享有的对第三方的债权，并不归属于管理人固有财产，而是应当归属于资管产品财产。也即，如果投资人享有对于管理人的赔偿之债债权，并适用代位诉讼向第三方追偿，这在经济实质上是管理人利用属于资管产品的财产来清偿本应该由其自身财产承担的债务，如果不能论证此时资管产品财产与管理人固有财产之间的转换关系（例如管理人在赔偿之后，基于公平原则，通常会取得投资人原本享有的受领资管产品分配利益的权利），则无法逻辑闭环，也就无法适用债权人代位诉讼。

有赔偿请求权以及赔偿的数额已经通过仲裁程序得到确认，法院支持了投资者向基金投向的融资方主张代位权。

¹⁵⁶ 参见广东省深圳市福田区人民法院，（2020）粤 0304 民初 13194 号民事判决书。

此外，即使不考虑管理人固有财产和资管产品财产区分的问题，债权人代位诉讼的规则是直接清偿规则，也即先行起诉的投资者可以直接受偿。然而，毕竟资管产品财产应当属于全体投资者享有的权益，适用债权人代位规则可能有悖资管产品财产公平分配原则。因此代位诉讼更适用于资管产品只有单一委托人，或者多个委托人一致起诉的情形。

三、路径三：组织法下的其他诉讼

近年来，组织法的概念兴起，不少学者开始关注组织法和行为法的互动问题。传统观点认为，诸如债权人保护应当是合同制度、侵权制度所要解决的问题，公司法、合法企业法等组织法应当解决公司、合伙企业内部治理和运作。然而，随着公司法下股东派生诉讼的细化、董事责任的外化以及人格否认制度的完善，不少学者已经关注到了组织法也提供了一套债权人保护的规则，并对责任风险进行了更加细致的划分。¹⁵⁷由此引发的问题是，如果资管产品本身构成公司、合伙的组织形态的，是否也可以从组织法视角，对于投资人可能的诉讼路径及不同主体可能的责任形态进行讨论？为此，本文专门针对公司法、合伙企业法这类组织法下能够提供的债权人救济措施进行分析，主要集中在派生诉讼制度和人格否认制度。

（一）派生诉讼

1. 问题提出

派生诉讼是一项重要的法律制度，它允许公司的股东或合伙企业的合伙人，在公司/合伙企业利益受到侵害但其自身不起诉时，为了维护公司/合伙企业的利益而代表其提起诉讼。当资管产品的形态表现为合伙企业或者公司时，投资者能否适用派生诉讼制度主张责任？更进一步，相当一部分资管产品并不具备法

¹⁵⁷ 参见岳万兵：《债权人保护的公司法逻辑——以行为法的功能缺失与组织法的功能填补为视角》，载《政治与法律》2024年第2期，第80-96页。

律认可的组织形态，而只能理解为财团，如契约式私募基金、资管计划和信托计划。对于这类非组织形态的资管产品，能否将其拟制为组织实体，进而允许投资者参照派生诉讼，以自己的名义代表资管产品向资管产品的债务人主张责任？

2. 基本规则

目前派生诉讼相关的法律规定包括《中华人民共和国合伙企业法》（下称“《合伙企业法》”）第 68 条规定的执行事务合伙人怠于行使权利时，有限合伙人为了本企业的利益以自己的名义提起诉讼，以及《中华人民共和国公司法》（下称“《公司法》”）第 189 条规定的他人侵犯公司合法权益，给公司造成损失的，符合规定的股东可以依法向人民法院提起诉讼。

公司派生诉讼的构成要件包括：

一是主体要件方面，有限责任公司任何股东都可以提起股东派生诉讼，没有持股比例和时间限制，股份有限公司则不同，只有连续 180 日持股且持股比例超过公司百分之一以上股份的股东可以提起；

二是需要履行前置程序，也即股东必须书面请求公司的监事会或者董事会提起诉讼，只有监事会或者董事会拒绝提起诉讼的或者情况紧急可能会造成公司利益受到难以弥补的损害的情况下，股东才可以提起；

三是对象要件方面，股东派生诉讼的被告是侵害公司利益的人，包括公司董事、监事以及高级管理人还有第三人，第三人包括合同相对方和侵权方；

四是利益要件方面，股东必须是为了公司利益才可以提起股东派生诉讼，且公司利益已经遭受到了伤害。

合伙企业派生诉讼制度整体上类似于公司法的规则，只不过，通常认为只有有限合伙人才能适用派生诉讼制度，普通合伙人/执行事务合伙人本身就具有

管理合伙企业的权利，无需提起派生诉讼。此外，《合伙企业法》并没有明确规定有限合伙人必须要履行申请执行合伙人起诉的前置程序，只不过实践中通常认为，有限合伙人还是应当先督促执行事务合伙人行使权利，在其明确拒绝或者不作为时才可以自行行使。

3. 资管纠纷是否适用

从派生诉讼的制度目的来看，其是法律赋予中小股东和有限合伙人的一把“利剑”，用于在公司或合伙企业治理失灵时，允许中小股东或者有限合伙人挺身而出维护集体利益，本质上是一种代位权和共益权（为集体利益而非个人利益）。资管产品财产本身即是多个投资人委托财产的集合，这一维护集体利益的制度目的在资管领域显然是成立的，组织型资管产品适用派生诉讼也并不存在法律障碍。

然而，资管纠纷适用派生诉讼的必然后果是，将导致契约型资管产品投资人和组织型资管产品投资人，在法律提供的救济措施上存在客观的“不平等”。赋予契约型资管产品投资者此种权利对于保护资管产品整体财产权益具有重要价值，实践中，管理人未必有动力主动追究第三方的法律责任，原因在于管理人主动追究等于变相承认资产管理产品“出现问题”甚至已经“存在重大风险”，追究第三方法律责任对管理人而言未必是利益最大化的选择（尽管可能是资管产品利益最大化的选择）。并且，从公平对待资管产品的角度，没有道理合伙企业型私募基金以及公司制私募基金投资者能够适用派生诉讼穿透维权，而契约式基金却被差异化对待。但是，从目前法律规定来看，契约型资管产品仍不具有类推适用组织法的空间，故本节不再对其展开讨论。

如若允许投资者借助派生诉讼维护资管产品利益，进一步的问题是：投资者提起派生诉讼的前提，也即管理人怠于履职的标准是什么？是只要管理人拒绝提起诉讼或者仲裁就构成怠于履职，还是说在管理人基于主观判断认为不宜起诉时，投资者也不得起诉？

根据当前法律规定和司法实践，无论是合伙企业还是公司的派生诉讼，均采取客观标准，也即只要拒绝、未起诉或者仲裁，就可能适用派生诉讼。具体而言：

一是，如前所述，《公司法》明确规定只要监事会或者董事会拒绝提起或者三十日内不提起诉讼即可满足前置程序。《合伙企业法》虽然并未明确对何谓执行事务合伙人“怠于”行使权利进行规定，但是司法实践采取的标准也是执行事务合伙人不提起诉讼或者仲裁。

二是，从目前资管纠纷的情况来，法院通常要求管理人无法履职或者不及时提起仲裁和诉讼的，就可以适用派生诉讼，具体包括“执行事务合伙人失联、跑路”、“未提起诉讼或者仲裁”。

例如，法院认为：B公司的执行事务合伙人I公司被中国证券投资基金业协会提示为经营异常机构，I公司又于2023年5月发函表示不再担任执行事务合伙人，且案件诉讼过程中法院亦难以与I公司取得联系，A公司因此认为I公司存在怠于行使权利情形而为合伙企业利益以自己名义提起诉讼有据。¹⁵⁸

又如，最高人民法院认为：执行事务合伙人（即基金管理人）在案涉两笔委托贷款到期后不提起诉讼或仲裁，即为怠于行使权利。该案中，法院还进一步明确，以下事项均不能否认执行事务合伙人怠于行使权利，包括：（1）执行事务合伙人仅针对部分债权主张权利的；（2）执行事务合伙人超越合伙协议约定同债务人达成协议，处置资产；（3）虽然在债务人违约后，和债务人达成还款协议约定，但是还款协议未被实际履行，执行事务合伙人亦不采取其他措施；（4）明知有诉讼却不积极应诉的。¹⁵⁹

¹⁵⁸ 参见浙江省杭州市滨江区人民法院，（2023）浙0108民初1760号民事判决书。

¹⁵⁹ 参见最高人民法院，（2016）最高法民终756号民事判决书。

需要说明的是，相较于《公司法》，《合伙企业法》并没有设置代位诉讼的前置程序，不要求“向执行事务合伙人申请诉讼或者仲裁”、“召开合伙人大会表决通过”等程序，因此理论上而言，只要执行事务合伙人存在怠于行使权利的情形，有限合伙人均可以提起派生诉讼。

三是，参照《民法典》第 535 条债权人代位诉讼的对“债务人怠于行使其债权或者与该债权有关的从权利”的认定限定为“诉讼或者仲裁”，也即只要债务人不以诉讼或者仲裁的方式主张权利的，都可能构成怠于行使权利。

我们认为，参考上述制度，资管产品管理人怠于行使权利的标准应当采取客观标准，也即，只要管理人未及时提起诉讼或者仲裁的，投资者就可以提起代位之诉。这也更符合法理。

首先，从程序权利与投资者保障角度看，管理人消极不作为本身即构成对投资者程序性权利的实质剥夺。诉权是一项独立的程序性权利，其价值在于为实体权利的实现提供司法救济途径。无论最终实体胜诉与否，行使诉权本身即是权利的主张。管理人单方面决定不起诉，实质上等同于代投资者放弃了寻求公力救济的机会，直接减损了投资者所享有的、依托于资管产品的程序性权利。采取客观标准，可以有效防止管理人通过“躺平”和消极不作为来架空投资者的救济渠道。

其次，从实体判断的权属与专业性角度看，实体胜诉与否的最终判断权归属于司法机关，而非管理人。管理人可能基于其专业判断认为“胜诉希望渺茫”而决定不起诉。然而，管理人的商业判断并非司法裁判。诉讼本身存在不确定性，案件的最终结果取决于法庭对证据、法律关系的综合认定。以管理人单方、事前的实体判断作为阻却投资者行使代位权的理由，无异于让管理人僭越了裁判者的职权。客观标准尊重了司法最终裁决原则，将“是否值得起诉”的争议交由中立的法庭来裁决，而非交由可能存在利益冲突的管理人来“一言以决”。

再次，从利益衡量与意思自治角度看，在利益出现分化时，应充分尊重资

金所有者（投资者）自身的意愿。资管产品的终极利益归属于投资者。管理人与投资者之间可能存在利益不一致的情形（例如，管理人因诉讼成本、声誉风险或与交易对手方的业务关系而不愿起诉）。在此情况下，管理人以其自身的利益衡量取代投资者的利益衡量，缺乏正当性。当投资者认为通过诉讼可能挽回损失、维护自身权益时，其作为风险与收益的最终承担者，其意见应当得到优先尊重。客观标准赋予了投资者在管理人决策僵化或存在冲突时的“补救性权利”，是对投资者意思自治的保障。

最后，从权力制衡与防范道德风险角度看，主观标准将为管理人滥用权力大开方便之门，而客观标准是有效的监督机制。如果采纳主观标准，即只要管理人“主观上认为不应起诉”即可免于被追责，这将为管理人的滥权和不作为提供完美的“避风港”。管理人完全可以轻易地以“经过商业判断认为无胜算”为由，掩盖其失职、懈怠甚至与侵权方存在利益输送的真实目的。相比之下，客观标准为管理人的行为设立了清晰的底线和可验证的标准，形成强有力的外部监督，能够有效威慑和纠正管理人的机会主义行为，防范道德风险。

总体而言，我们认为，在资管产品具有公司或合伙企业组织形态的情形下，如管理人怠于行权，投资人选择基于派生诉讼而代表资管产品向第三方主张权利，是一条确定性相对较高、可操作性相对较强的诉讼路径。但是从结果上来看，派生诉讼的结果是适用“入库规则”，即第三方向资管产品财产进行赔偿，原告投资人仍需等待管理人在扣除税费后进行分配，并且需要与其他投资人共享；相对地，如果投资人是代表自身向第三方主体提起侵权之诉，或主张构成隐名代理提起合同之诉等，则均可以直接获偿。因此，仍需回到实体法视域的“体系化思维”，对于多种请求权基础能否成立进行依次考察，结合其他投资人的态度、证明难度等因素，综合判断个案中最佳的诉讼路径。

4. 派生诉讼的路径评价

从实体法视域的体系化思维来整体考察，尽管侵权之诉、合同之诉、组织

法下的其他诉讼（包括派生诉讼）这三条路径，都可以成为投资人向相关主体主张责任的可行通路，但三条路径在制度上可能存在优劣之分。

就合同之诉而言，要求依据投资人与被诉主体之间已经成立的合同关系（或在特定的严格情境下允许有条件地突破合同相对性）起诉，严格地限制了投资人可以主张责任的权利基础和主体范围；就侵权之诉而言，其可以在符合要件的情况下突破合同相对性，使投资人同时对更大范围的多个主体主张责任，并直接获赔，但存在规避部分主体间有效的管辖约定、使得被诉主体无法行使对于管理人/资管产品的抗辩权和抵销权、造成同一产品投资人内部不公平受偿等制度问题。

相较而言，派生诉讼之下，投资人实质上是在代表组织型资管产品行使资管产品享有的权利，这并不会破坏合同相对性，原则上仍须遵循资管产品与其他主体之间存在的有效管辖约定，其他主体仍可以行使对于资管产品的抗辩权和抵销权，“入库原则”的限制之下投资人内部也将公平地得到清偿。派生诉讼的主要劣势则在于，契约型资管产品的投资人不能适用。

我们认为，派生诉讼制度已经有相对成熟的规则构造，可以更好地兼顾投资人利益保护、遵守合同相对性原则、公平等多种价值取向，更具有制度优势；这一制度在资管领域的应用，尤其是对于契约型资管产品的适用，仍需要更成熟的、更高规范层级的主导和倡导，在此基础上，可能会是未来非典型资管纠纷之下诉讼路径较优的发展方向。

（二）人格否认之诉

1. 问题提出

随着人格否认制度的深入人心，以及一人股东人格否认制度的举证责任倒置规则，债权人很可能会倾向于将债务人及其股东（尤其是一人股东）列为共同被告，要求承担连带赔偿责任。资管纠纷中亦不例外，例如投资者起诉代销

机构的，可能同时将代销机构的一人股东也一并列为被告，要求其对接销机构的责任承担连带责任。

我们认为，资管纠纷中的人格否认和一般公司法上的债权人人格否认制度可能并无本质区别，下面予以简要介绍。

2. 基本规则

公司人格独立和股东有限责任是公司法的基本原则。然而，实践中存在股东利用该基本原则掏空公司资产、损害公司债权人利益的情况，为此，法律规定了人格否认制度，在例外情况下和个案中“穿透”公司外壳，追究股东或关联公司责任。

《公司法》第 23 条、《九民纪要》第 10-12 条，以及《最高人民法院关于适用〈公司法〉若干问题的司法解释（征求意见稿）》第 4-5 条等条款，规定了两大类的人格否认制度：一是纵向人格否认；二是横向关联人格否认。其中，纵向人格否认主要包括三种类型：一是财产混同；二是过度控制；三是资本显著不足。¹⁶⁰横向人格否认制度这一情形，则是为了应对股东通过组建“公司群”来逃避债务的行为。如果受同一股东控制的多个公司之间在人员、业务、财务等方面高度混同，丧失独立性，法院可以责令这些关联公司相互之间对债务承担连带责任。

此外，《公司法》第 23 条规定了一人股东的举证责任倒置规则，也即股东

¹⁶⁰ 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的解释（征求意见稿）》第四条：“认定控股股东过度控制公司，要综合考量以下因素：一是数个公司都受同一控股股东的控制，相关公司自身丧失独立意志；二是数个公司之间进行不当利益输送；三是不当利益输送行为意在逃避公司债务。认定股东与公司的财产是否混同，要综合考量以下因素：一是股东财产能否与公司财产进行区分，主要看是否作了财务记载；二是股东是否无偿使用甚至侵占了公司财产；三是是否存在人员混同、业务混同、住所混同等情形。必要时，人民法院可以根据当事人的申请，通过委托审计等方式认定是否构成财产混同。认定股东投入公司的资本是否显著不足，要综合考量以下因素：一是股东实际投入公司的资本是否与公司经营所隐含的风险明显不相匹配；二是股东是否存在使公司过度举债、恶意举债等方式，把投资风险转嫁给债权人的恶意。”

不能证明公司财产独立于股东自己的财产的，应当对公司债务承担连带责任。

3. 资管纠纷是否适用

理论上，资管纠纷中的人格否认和一般纠纷中的人格否认可能并无本质区别，这一制度在资管纠纷中同样可以适用应无争议。不过投资人作为特殊的外部债权人，并不像银行等强势债权人可能可以掌握债务人内部的财务资料，甚至投资人本身可能仅为一般的自然人，其主动证明债务人及其股东满足人格否认要件较为困难。因此，实践中资管纠纷中涉及的人格否认制度，主要还是在举证责任倒置的一人股东场景适用。

而随着横向人格否认制度的展开，未来资管纠纷可能面临的一个问题是：如果资管产品管理人利用管理、控制的多个资管产品从事资金池等财产混同业务，能否参照适用横向人格否认制度，要求管理人以构成混同的任一资管计划财产连带赔偿其他资管计划投资人的损失？

我们认为，横向人格否认的基本法理在于，实控人通过利用多个组织体来互相输送利益，并且通过策略规避债权人追偿，损害债权人利益，法律基于公平对待各个组织体债权人的精神，允许输入利益的公司清偿利益输出公司的债务。对于多个资管产品而言，如果某个资管产品经由其他资管产品利益输送，财产较为丰厚，投资者利益能够得到充分保障，而其他资管产品因为利益输出导致投资者亏损，此时若不能通过打通各个资管产品之间的责任，则也会出现不公平对待各个资管产品投资者的情形。因此，在这种特别情况下，也应当参照适用横向人格否认制度，通盘考虑各个资管产品的财产分配和债务清偿。

（三）董事对第三人责任之诉

1. 问题提出

《公司法》第一百九十一条规定：“董事、高级管理人员执行职务，给他人造成损害的，公司应当承担赔偿责任；董事、高级管理人员存在故意或者重大

过失的，也应当承担赔偿责任。”该条款是公司董事、高管（为便于指称，本节合称“董事”）对第三人（公司外部人）承担个人责任的直接法律依据，其核心在于将董事责任“外部化”，突破了传统公司法法人制度下，董事以公司为责任屏障的限制，允许第三人因董事不当职务行为受损直接向其追责。

在资产管理领域，管理人多以公司形式设立，而资管业务的具体决策与执行通常由其董事、高级管理人员（如法定代表人、投资负责人等）实际负责。由此引出的核心问题是：当资管产品管理人在“募投管退”环节出现违规操作或者过失，给投资者造成损失时，若其董事对此负有个人责任，投资者能否依据上述规则，直接追究董事个人的赔偿责任？

2. 基本规则

此前，我国《民法典》及 2018 年修订的《公司法》均未规定执行职务的董事对外部第三人直接承担责任。2023 年修订的《公司法》的第 191 条在此方面属于制度创新。该条款在修订过程中经历过多次讨论，文本表述也有明显的调整，以下为三次审议稿中相关规定的演变：

《公司法》修订草案第一次审议稿	董事、高级管理人员执行职务，因故意或者重大过失，给他人造成损害的，应当与公司承担连带责任。
《公司法》修订草案第二次审议稿、《公司法》修订草案第三次审议稿、《公司法》施行版	董事、高级管理人员执行职务，给他人造成损害的，公司应当承担赔偿责任；董事、高级管理人员存在故意或者重大过失的，也应当承担赔偿责任。

对比可见，第一次审议稿的董事对第三人责任条款特点在于：其一，明确董事对第三人责任的责任形式是连带赔偿责任。而正式条文对责任形态表述语

焉不详，在使用中可能引发争议。二是，第一次审议稿更加强调“董事故意或者重大过失”这一主观可归责性的核心地位。¹⁶¹

总体而言，董事对第三人责任的构成要件主要包括以下四个方面，一是主观过错要件，董事应当具有故意或者重大过失，一般过失并不适用本条规定；二是责任主体和行为要件，董事行为应当属于执行职务，非职务行为应当通过无权代理或者表见代理等规则处理；三是损害结果要件，应当有他人受到损害的客观事实；四是因果关系要件，损害结果与董事的职务行为之间须存在因果关系。

3. 资管纠纷是否适用

从理论基础而言，《公司法》是普遍适用于中华人民共和国境内的公司的法律，资管领域无法排除《公司法》的适用。并且资产管理业务相较于普通的公司业务，其明显具有高度的专业性、信息不对称性等特征。资管产品投资人的地位，相较于普通第三人（公司外部人），其风险识别、风险承受能力更弱，更依赖管理人的专业与诚信。因此，以该规定为请求权基础要求资管领域的管理人董事对投资者承担责任，应当是更加契合《公司法》该条的立法目的，也即，当董事在执行管理人职责时存在重大过错，穿透公司面纱追究其个人责任，对于惩戒违规、威慑不当的资产管理行为、充分补偿投资者损失具有更强的正当性。

从司法实践而言，目前已有案例表明，法院已经认定私募基金管理人的董事履职不当的，应当对投资者承担责任。具体而言：

投资者认购了某合伙型私募基金的合伙份额，用于投资南某公司项目。私募基金主要通过南某公司与上市公司并购重组实现及南某公司股东的业绩对赌

¹⁶¹ 参见邹海林：《公司法上的董事义务及其责任配置》，载《法律适用》2024年第2期，第53-56页。

与回购条款实现退出。该私募基金在投资南某公司项目过程中，具体的投资路径和向投资者披露的不一致，且相应投资文件存在法律瑕疵。投资过程中，私募基金管理人某某公司 1 及其实际控制人（兼法定代表人、执行董事）吴某 2 向投资者出具《承诺函》，承诺保障其出资及退出安全。后投资者本金出现亏损。投资者诉请私募基金（合伙企业）、私募基金管理人、私募基金管理人实控人等主体承担连带赔偿责任。

该案中，法院认定了私募基金管理人在“募投管退”全环节均存在重大过错，法院认为：吴某 2 作为管理人的法定代表人和执行董事，在明知管理人履行合伙企业执行事务合伙人职责存在违法违规情形下，对管理人的违法违规行为亦存在重大过失。因此，根据《公司法》第一百九十一条的董事对第三人责任条款，吴某 2 应当承担补充赔偿责任。同时，吴某 2 出具承诺函，可以认定为其系对投资者承担赔偿责任的共同债务人，对吴某 2 而言属于债的加入。结合《公司法》的董事责任和《承诺函》的债务加入，最终认定吴某 2 对投资者损失承担连带赔偿责任。¹⁶²

总体而言，我们认为，从实体法视域的体系化思维出发，组织法下的诉讼路径，可能在个案中与侵权之诉、合同之诉竞合，也可能单独作为证据，补强侵权之诉、合同之诉之下的证明强度（例如组织法下的“人格混同”，可能可以用于在侵权之诉下证明构成“实际管理人”），因此对于组织法有关规定在资管纠纷中的运用进行关注确有必要。此外，在多层嵌套结构的资管产品中，组织法的适用与单层资管产品中是同理的，但需额外关注下节论述的程序法问题。

¹⁶² 参见上海市崇明区人民法院（原上海市崇明县人民法院），（2024）沪 0151 民初 4624 号民事判决书。

第三章 程序法视域下的非典型资管纠纷

一、仲裁协议的效力扩张问题

非典型资管纠纷时常会发生管辖异议，案件争议焦点集中在仲裁条款、约定管辖条款在多方主体之间如何适用的问题。下文主要以约定仲裁为由进行分析，并在最后部分对约定管辖的情形进行简单的延伸性分析。

约定仲裁的情况可以包括三种：一是资管合同约定了仲裁，但是管理人代表资管产品和其他主体签订的协议中没有仲裁条款（即下文“情形一”）；二是资管合同没有约定仲裁，但是管理人代表资管产品和其他主体签订的协议中却约定了仲裁条款（即下文“情形二”）；三是，资管合同和管理人代表资管产品和其他主体签订的协议中都约定了仲裁（即下文“情形三”）。在上述情形下，如果投资者同时起诉管理人和其他主体，该如何确定主管？

（一）情形一：资管合同有而第三方合同无仲裁条款

有法院认为，应当按照一般侵权纠纷确认管辖。具体而言，由于多方当事人之间并不存在仲裁合意，案件不宜进行仲裁；又由于该案属于一般侵权责任纠纷，应当据此确认管辖法院，即任一被告住所地法院均有权管辖；该案中投资者起诉了销售人员、资产计划管理人和下层通道方受托人，最终法院以销售人员住所地所在地确认了管辖。¹⁶³

有法院认为，投资者和第三方的纠纷应当一并交由仲裁处理。该观点的理由为：在《基金合同》有效的情况下，仲裁条款并未将可提交仲裁的争议性质仅限定为合同争议，亦未对基于侵权提起的诉讼排除适用，故就该案争议事项处理应当按照《基金合同》约定予以解决，即提交上海国际经济贸易仲裁委员

¹⁶³ 参见江苏省苏州市中级人民法院，（2021）苏05民辖终537号民事裁定书。

会仲裁；即便管理人之外的其他被告（也即实际管理人及其关联方）参与了涉案基金的募集、投资、管理等工作，其行为亦应当受《基金合同》以及相关法律规定的约束；投资者与名义管理人签署《基金合同》时理应知晓《基金合同》中关于仲裁条款的约定，投资者与该《基金合同》有关的一切争议提交约定的仲裁机构处理应具有预期，在此情形下，投资者签署《基金合同》的行为亦表明愿意受《基金合同》中仲裁条款的约束；最终法院认定，该案纠纷应提交仲裁委员会仲裁处理。¹⁶⁴

还有法院认为，投资者和与之有仲裁条款的当事人之间的纠纷应当仲裁，与之没有仲裁约定的当事人之间的纠纷可以继续审理。此类案件中，持有该观点的法院驳回了投资人对签署了资管合同的管理人或者托管人的起诉，而只由法院继续审理对实际管理人、名义代销机构、实际代销机构部分的诉请。¹⁶⁵或者如果只起诉第三方而不起诉签署了资管合同的管理人、托管人的，则认定法院具有管辖权。¹⁶⁶

此外，我们亦关注到，在基金管理人同时是第三方主体一人股东时，法院会认可按照共同侵权案由确定管辖，而不考虑基金管理人与投资者之间的仲裁条款。¹⁶⁷

（二）情形二：资管合同无而第三方合同有仲裁条款

我们暂未检索到资管合同未约定管辖条款但是第三方合同约定有仲裁的案

¹⁶⁴ 参见上海市浦东新区人民法院，（2022）沪0115民初27918号民事裁定书；成都市武侯区人民法院，（2021）川0107民初3082号民事裁定书；北京市通州区人民法院，（2021）京03民辖终144号民事裁定书。

¹⁶⁵ 参见上海金融法院，（2023）沪74民终468号民事裁定书、（2021）沪74民终278号民事裁定书；成都市武侯区人民法院，（2020）川0107民初9920号民事裁定书。

¹⁶⁶ 参见上海金融法院，（2023）沪74民终301号民事裁定书。

¹⁶⁷ 参见北京金融法院，（2024）京74民终59号民事裁定书。

例，但是，仍有必要从理论角度分析该情形应当如何确认管辖。特别是当投资者同时起诉管理人以及第三方（如代销机构、投资顾问、底层管理人）时，第三方很可能以诉讼破坏其仲裁利益为由提起主管异议。

1. 参考股东派生诉讼的仲裁规则

如果基于资管产品财产的集合性和独立性，将资管产品比喻为一个公司，此时投资者是公司股东，管理人是公司董事，托管人、投资顾问、第三方服务机构等第三方主体是公司的各类高级管理人员，实际管理人是影子董事，下层资管产品管理人和其他底层交易相对方则是公司交易对手。投资者穿透公司直接将矛头对准公司高级管理人员或者交易对手，实际上类似于股东派生诉讼，为此，我们可以参照股东派生诉讼的规则分析该情形下的主管问题。

实际上，对于股东派生诉讼是否应当受到仲裁条款约束，也是存在两种观点。

一种观点认为，股东派生诉讼只能进行诉讼而不能适用公司和相对方之间的仲裁条款。支持该观点的理由为：一是，根据《公司法》第 189 条规定，股东派生诉讼只能通过诉讼解决，不能进行仲裁；二是，《中华人民共和国仲裁法》（下称《仲裁法》）及司法解释对于仲裁条款的扩张进行了严格的限制，股东派生诉讼并不属于仲裁协议扩张的情形。《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国仲裁法〉若干问题的解释》第 8 条规定，只有三种情形，仲裁协议方可扩张适用，包括：组织合并或分立、自然人死亡、债权债务转让。此外，尽管 2021 年 7 月 30 日公布的《仲裁法（修订）（征求意见稿）》还规定了主合同的仲裁条款效力及于从合同、股东（有限合伙人）派生诉讼中公司（合伙企业）与相对方签订的仲裁协议效力及于股东（有限合伙人）两种仲裁协议效力扩张的情形，但是前者已被《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》明确否定，而 2025 年 9 月 12 日公布的《仲裁法》也删除了上述条款，可见立法及司法机关对此持否认态度。

我们更倾向于另一种观点，也即，股东派生诉讼应当受到公司和第三人仲裁条款的限制。支持该观点的理由为：

一是，《深圳市中级人民法院关于审理股东代表诉讼案件的裁判指引》第三点明确：“公司与他人有书面仲裁协议，股东就仲裁协议约定的仲裁事项对他人提起股东代表诉讼的，人民法院应不予受理。”类似的规定可见《重庆市第一中级人民法院股东诉讼指引》¹⁶⁸、最高人民法院发布的《法答网精选问答（第十五批）——立案受理专题》。¹⁶⁹

二是，司法实践中也普遍性支持该情形应当进行仲裁。例如，在一起典型案例中，上海某企业管理公司、上海某物业公司与天津某资产管理公司、天津某投资合伙企业以及上海某资产管理公司、周某某签订了《合伙权益转让协议》，该协议约定本协议引发的争议应当仲裁。第三人某集团公司持有天津某资产管理公司 49%的股权；第三人某控股公司持有天津某投资合伙企业 48.9940%的合伙份额。两名第三人分别代表所持股公司和合伙企业申请仲裁，被申请人提起了仲裁主管异议。对此，法院认为，股东/合伙人诉权来源于所持股权公司或合伙份额企业，其自愿接受所持股权公司及合伙份额企业与其他案涉协议各方约定的仲裁解决争议条款的约束，就依法归属于公司、合伙企业的法律后果及权利义务，行使股东、合伙人代表权，属于其各自意思表示自治以及权利选择的

¹⁶⁸ 《重庆市第一中级人民法院股东诉讼指引》第五条规定：“与他人有书面仲裁协议，股东就仲裁协议约定的仲裁事项提起股东诉讼的，人民法院不予受理。”参见网址 <http://cqzy.cqzfy.gov.cn/article/detail/2019/10/id/4565902.shtml>，最后一次访问时间为 2025 年 12 月 16 日。

¹⁶⁹ 最高人民法院发布的《法答网精选问答（第十五批）——立案受理专题》中，问题 3 为“股东提起代表诉讼，公司与被告之间的仲裁协议有无约束力？”该问题的答疑意见为：“在其他责任主体对公司负有违约之债或者侵权之债时，如公司怠于或者拒绝提起诉讼，股东可以代表公司提起诉讼。股东代表诉讼案件的管辖问题，应当根据其基础法律关系属于合同纠纷或者侵权纠纷来具体判断。如果案件是侵权之诉，一般无事先达成仲裁协议的情况。但是在合同之诉中，如果公司与他人事先订有书面仲裁协议，股东就该仲裁协议约定仲裁的事项提起股东代表诉讼，人民法院依法不予受理，告知其依据仲裁协议申请仲裁。”

范畴和事项，且我国法律并未禁止向仲裁提起代表诉讼，故应当提起仲裁。¹⁷⁰

三是，股东代表诉讼是股东为了公司的利益而以股东的名义直接提起的诉讼，胜诉后的法律后果归于公司，因此，股东代表公司针对相对人提起的诉讼受公司和相对人之间合同管辖权条款的约束。¹⁷¹

2. 参考债权人代位诉讼的仲裁规则

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》第三十六条规定，终结了债权人代位诉讼中债权人是否应当受到债务人和次债务人仲裁条款约束的争议，明确了债权人并非仲裁条款当事人，相对人不得以存在仲裁条款为由进行抗辩。但是为了平衡第三人仲裁利益，法律特别设置了相对人可以在首次开庭前就双方债权债务关系申请仲裁的规则，此时法院可以依法中止代位诉讼。

也即，债权人代位诉讼的仲裁规则和股东派生诉讼的仲裁规则是截然不同的，前者尊重仲裁条款的约束力仅在相对方产生，后者则一定程度上属于突破仲裁条款相对性。不过我们理解，这种规则设计是符合两种制度的内在逻辑的。对于债权人代位诉讼来讲，债权人是基于自身的利益，以自身名义提起的诉讼，事实上存在两个相互独立的债权债务关系。而股东派生诉讼则不一样，股东是为了公司的利益行使，享有的权利不应当超过公司在和第三人订立的合同中所享有的权利义务。正是基于两种制度本质的不同，债权人代位诉讼中债权人无需受到仲裁协议约束，也避免了实务中债务人和相对人通过倒签仲裁协议等方式规避债权人代位诉讼的道德风险。

因此，如果资管纠纷按照股东派生诉讼的逻辑理解，在该情形下，投资者

¹⁷⁰ 参见上海第二中级人民法院，（2024）沪02民特181号民事裁定书。

¹⁷¹ 参见《股东有权基于公司与相对人签订的仲裁协议提起代表仲裁吗》，载公众号“最高人民法院司法案例研究院”，2025年4月3日。

起诉第三方主体还是应当受到管理人和第三方主体签署的仲裁条款约束；如果按照债权人代位诉讼的逻辑理解，投资者则无需受到相关条款约束，可以径行向法院起诉。我们认为，考虑到暂未检索到相关司法实践案例，并且前述两种可供参考制度的规则和结论完全相反，对于资管合同无仲裁条款而第三方合同有仲裁条款的情形下，主管机关应该如何确定，暂时没有定论，需要在个案中具体分析。

（三）情形三：资管合同与第三方合同均有仲裁条款

1. 一并仲裁

我们代理的一起案件中，投资者是合伙企业型基金的有限合伙人的有限合伙人，其主张基金除去名义管理人外还存在另一个实际管理人，并同时要求所谓的实际管理人、名义管理人和合伙企业型基金承担连带责任。

该案中，投资者一开始向法院提起诉讼，主张各个主体承担连带责任。然而在诉讼中，被申请人曾经作出过表示，认为，申请人在诉讼中诉请的标的、争议范围、请求依据以及诉讼利益归属没有超出《合伙型私募基金合伙协议》和《投资顾问协议》分别约定的仲裁条款所约定仲裁事项范围，应当由某仲裁委员会主管。法院考虑到，合伙企业合伙人之间以及合伙企业和投资顾问之间均存在仲裁协议，驳回了投资者的诉讼请求。随后，投资者向某仲裁委员会提起仲裁，申请各方承担连带责任。

对此，被申请人又提出了主管异议，其理由在于：首先，三方之间不存在共同的合同关系以及共同的仲裁协议，连带责任意味着债务人承担共同清偿责任，这超出了两份独立的仲裁协议约定的仲裁范围；其次，从争议事项看，连带责任涉及债务加入、法人人格否认等问题，这也超出了仲裁事项范围。

仲裁庭认为，当事人在民事活动中应当诚实守信，不得滥用权利，规避义务，鉴于各被申请人在此前诉讼中曾主张本案争议应当提交仲裁，说明各方当

事人此前认可通过仲裁一体性解决争议，最终仲裁庭没有支持各被申请人的主管异议。

2. 一并诉讼

也有法院认为，各方并不存在整体的仲裁协议，最终认定法院可以审理有关争议。具体而言，该案中，某某管理中心作为普通合伙人及执行事务合伙人与某某公司 1、某某公司 3 作为有限合伙人，签订《有限合伙协议》，设立某某企业 1，合伙协议约定的争议解决方式是仲裁。某某企业 1、某某管理中心与某某公司 2 签订《委托管理合同》，约定委托某某公司 2 行使对合伙企业的管理权，委托管理协议也约定了仲裁。后投资人某某公司 1 基于合伙企业派生诉讼制度，以合伙企业名义起诉要求某某公司 3、某某公司 2 及其法定代表人赔偿损失，起诉依据为恶意串通损害投资人利益。法院认为，投资人和各被告之间并没有一个整体的仲裁协议，且某某公司 3 恶意侵权行为与其有限合伙人身份并无关联，属于不同的法律关系，某某公司 3 也并没有对管辖权提出异议，因此驳回了某某公司 2 等被告的管辖异议。¹⁷²

（四）延伸问题：约定管辖情形

与约定仲裁类似，约定管辖的情形也有三种，包括：一是资管合同约定管辖法院，但是管理人代表资管产品和其他主体签订的协议中没有相应条款；二是资管合同没有约定管辖，但是管理人代表资管产品和其他主体签订的协议中却约定了管辖条款；三是，资管合同和管理人代表资管产品和其他主体签订的协议中都约定了管辖，但是管辖法院不一致的。在上述情形下，如果投资者同时起诉管理人和其他主体，该如何确定管辖法院？

我们理解，约定管辖和约定仲裁并无本质区别，需要考虑约定管辖的扩张

¹⁷² 参见上海市徐汇区人民法院，（2022）沪 0104 民初 13931 号民事裁定书。

问题。而约定管辖情形下，第三人的管辖利益相较于仲裁约定更弱，为此，在约定管辖的情况下，法院突破各个主体之间的管辖约定，一并审理各个当事人的责任更加常见。

首先，我国法律规定确实体现出约定管辖效力弱于仲裁条款的倾向。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第二十一条规定，主合同和从合同中，其中任一合同约定有仲裁条款的，法院不能突破仲裁条款合并审理；但是如果主合同或从合同均不存在仲裁条款，并且债权人一并起诉债务人和担保人的，法院则可以突破从合同的约定管辖限制，直接根据主合同确定管辖。可见，约定管辖的效力弱于仲裁条款，法院更可能基于诉讼便利等原因进行突破。

其次，司法实践中也有法院认为，约定管辖不得对抗侵权纠纷的一般管辖，在投资者以侵权责任为由主张多个主体承担连带责任时，约定有管辖条款的双方的管辖抗辩无法得到支持。例如，一起案例中，管理人代表某资管计划作为有限合伙人认购了合伙企业份额，合伙企业又通过层层设计将募集资金投向某上市公司股权收益权，合伙企业的普通合伙人为 A 公司和 B 公司，其中 A 公司为执行事务合伙人，A 公司委托 C 公司行使执行合伙人的全部职权，D 公司又通过与 C 公司签订《委托管理协议》的方式，获得合伙企业执行事务合伙人的管理权限。后资管计划管理人以侵权纠纷为由起诉 B 公司和 D 公司，要求共同向投资者承担赔偿责任。该案中，《合伙协议》约定了管辖法院，但《委托管理协议》并未约定管辖法院；法院最终以侵权纠纷管辖规则确认任一被告住所地法院均有管辖权，由先行立案的管辖。¹⁷³

需要说明的是，因缺乏明确的法律规定，实践中也有部分法院认为，应当严格遵守约定管辖，不应突破。如在投资人与管理人间的资管合同有约定管辖

¹⁷³ 参考北京市高级人民法院，（2021）京民辖终 163 号民事裁定书。

条款、投资人与代销机构间不存在合同关系，并且投资人一并起诉管理人和代销机构的情形下，应当按照资管合同约定的管辖法院确定管辖。¹⁷⁴可见司法实践在该问题上存在较大裁量权，司法审判尺度并不统一。

我们理解，管辖的确认其实取决于法院对于“尊重当事人契约自由”和“保护投资人利益、诉讼便利”两种价值的取舍，如果严格按照合同约定，则可能存在需要拆分多个诉讼、单独审理各个主体的责任，且难以审理共同责任的问题，如果倾向于保护投资者、提高司法效率、减少司法资源的浪费，一并审理可能是更加合适的选择。

二、诉的合并和预备合并之诉问题

（一）诉的合并问题

尽管如前所述，投资者可能利用侵权之诉，以及合同之诉下突破合同相对性的各种制度等，来将多个主体拉入一个诉讼，但是相关诉讼策略未必能得到支持。如若法院认为各个主体和投资者之间的关系是相对独立的，应当分别审理，那么就会引发一个程序法问题：若各起案件的管辖法院为同一个法院，投资者能否申请将各个案件合并审理？

根据法律规定，目前，有三种情形可以适用诉的合并制度，分别是反诉、共同诉讼和关联诉讼。相关法律规定具体为：

反诉	《中华人民共和国民事诉讼法》（下称“《民事诉讼法》”） 第一百四十条 原告增加诉讼请求，被告提出反诉，第三人提出与本案有关的诉讼请求，可以合并审理。
----	---

¹⁷⁴ 参见上海市浦东新区人民法院，（2023）沪0115民初92183号民事裁定书；广东省深圳市福田区人民法院，（2022）粤0304民初48292号民事裁定书。

	<p>《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》</p> <p>第二百三十二条 在案件受理后，法庭辩论结束前，原告增加诉讼请求，被告提出反诉，第三人提出与本案有关的诉讼请求，可以合并审理的，人民法院应当合并审理。</p> <p>第二百三十三条 反诉的当事人应当限于本诉的当事人的范围。反诉与本诉的诉讼请求基于相同法律关系、诉讼请求之间具有因果关系，或者反诉与本诉的诉讼请求基于相同事实的，人民法院应当合并审理。</p>
必要共同诉讼和普通共同诉讼	<p>《民事诉讼法》</p> <p>第五十五条 当事人一方或者双方为二人以上，其诉讼标的是共同的，或者诉讼标的是同一种类、人民法院认为可以合并审理并经当事人同意的，为共同诉讼。</p> <p>共同诉讼的一方当事人对诉讼标的有共同权利义务的，其中一人的诉讼行为经其他共同诉讼人承认，对其他共同诉讼人发生法律效力；对诉讼标的没有共同权利义务的，其中一人的诉讼行为对其他共同诉讼人不发生法律效力。</p>
基于同一事实发生的纠纷	<p>《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》</p> <p>第二百二十一条 基于同一事实发生的纠纷，当事人分别向同一人民法院起诉的，人民法院可以合并审理。</p>

我们认为，资管纠纷中，投资者向多个主体发起诉讼应当不构成反诉和必要共同诉讼，可能也很难构成普通共同诉讼，原因在于，此时被告一方虽然构成两人以上，但是其各自和原告之间的法律关系是不同的，很难将其解释为共同的诉讼标的或者同一种类的诉讼标的。不过，由于投资者和管理人之间的案件审理，可能涉及到资管产品“募投管退”全流程的事实查清，而在这个环节

上的各个主体，比如托管人、销售机构、第三方服务机构等与投资者之间的相关事实，与投资者和管理人之间的法律事实是高度重叠的，因而可能符合“具有一定牵连关系的诉讼能够一案审理”的情形。¹⁷⁵

目前法院对于该问题的态度也愈发明晰，在一起私募基金相关的纠纷中，投资者同时起诉了管理人、托管机构、投资标的、投资标的实际控制人及控股方、实际控制人及控股方指定的第三人（合称“**底层投资标的相关方**”）多名主体，要求各主体连带赔偿其损失。投资者主张，其主张托管机构承担赔偿责任的理由是：基金托管人没有对基金的真实用途进行核实，也没有对管理人是否尽到适当性义务进行过实质性审查，造成了投资人的损害；其主张底层投资标的相关方承担赔偿责任的理由是：底层投资者标的相关方和托管人、管理人之间存在恶意串通损害投资人资产的行为。

对此，法院认为：管理人、托管人与投资者之间形成委托理财合同关系，投资者主张管理人、托管人承担赔偿责任的主要依据是其未依据合同履行相应的合同义务造成其投资损失，因此投资人与管理人、托管人之间的争议主要系合同纠纷。而投资人与底层标的资产相关方之间不存在合同关系，但投资者认为上述各方的行为侵犯了其在《基金合同》下所获收益的财产权益，造成其财产损失，故以财产损害赔偿为由主张上述各方承担赔偿责任。综上，投资者实为分别依据委托理财合同和财产损害赔偿在本案中一并主张管理人与托管人、标的资产相关方向其承担赔偿责任，因此，本案应当以委托理财合同纠纷和财产损害赔偿纠纷两个案由进行审理，并依据不同案由下的请求权基础厘定各方

¹⁷⁵ 参见最高人民法院，（2015）民一终字第 282 号民事裁定书。该案中最高人民法院认为：反诉与本诉必须合并审理的原因在于两诉之间的牵连关系，而该牵连关系表现为本诉与反诉的诉讼请求基于相同法律关系、具有因果关系或基于相同事实，符合以上三项条件之一，即可视为本诉与反诉具有牵连关系。对于有牵连关系的反诉，只要不违反专属管辖的规定，就应当与本诉合并审理。

责任。¹⁷⁶

与该问题相关的是，合并审理的各个案件是否区分独立立案，以及应该如何缴纳诉讼费？实践中，部分合并审理案件是在一个案号项下，部分合并审理则是处于多个案号项下。例如当事人在诉讼过程中提起反诉，法院认为可以合并审理的，法院可能将反诉和本诉放在一个案号下一并审理，但如果因为管辖等原因无法一案审理，则当事人可以另行起诉，立为两个案号。

根据《关于在审判工作中促进提质增效推动实质性化解矛盾纠纷的指导意见》第五条规定，对符合法律规定的共同诉讼案件，人民法院应当登记编立一个案件，禁止“人为”拆案；依法应当合并审理的，必须合并审理；依法可以合并审理的，除当事人提出合理异议外，一般应当合并审理。从该规定可以看出，最高人民法院的态度是鼓励立为一案合并处理，提高司法效率，便捷当事人诉讼。

至于缴纳诉讼费问题，我们认为，由于投资者要求的赔偿金额是确认的，如通常要求各个主体承担其本金及相关利息损失，投资者不会获得超过该赔偿的经济利益，因此在合并审理的情况下，投资者缴纳一份诉讼费用即可，无需重复缴费。

（二）预备合并之诉问题

非典型资管纠纷中可能遇到两种涉及预备合并之诉的问题。第一种是投资者同时主张违反适当性义务和违约责任带来的¹⁷⁷，第二种是鉴于当前数人非典型资管纠纷下各方间法律关系并不明晰，投资者可能依次适用多个请求权以实

¹⁷⁶ 参见北京金融法院，（2025）京74民终227号民事判决书。

¹⁷⁷ 有观点认为：违反适当性义务和违约责任是不能并存的，因为适当性义务是合同不成立、被撤销或者无效等情形下的法律责任，而合同违约责任是在合同已经依法生效情况下的责任，二者逻辑上不能并存。也即，投资者不能一边主张合同不成立，追究合同不成立的缔约过失责任，另一边又主张合同成立，追究违约或者解约责任。

现同一求偿目的。为此，有必要分析预备合并之诉的基本规则和适用问题。

《民事诉讼法》中并没有对预备合并之诉作出明确的、直接的条文规定。也即它并非法定的一种诉讼形态，在法律实践中，其存在和发展主要依赖于法理学和司法实践的推动。关于预备合并之诉的司法实践情况具体为：

首先，最高人民法院发布《关于在审判工作中促进提质增效推动实质性化解矛盾纠纷的指导意见》，承认了预备合并之诉，允许当事人提起相互矛盾的诉讼请求，并且当在先诉求未被支持时，可以要求法院对于其他诉求继续审理。

178

其次，部分地方司法文件也认可了备位诉请，如《上海市高级人民法院关于审理涉及债权转让纠纷案件若干问题的解答》《重庆市高级人民法院关于当前民事审判若干法律问题的指导意见》。

再次，法答网精选答问（第七批）中对于问题 4，也即“原告向同一被告同时提出两个具有先后顺位、存在冲突但相互关联的诉讼请求，能否在一案中处理？”答疑意见为：“可以在一案中处理。原告向同一被告同时提出两个具有先后顺位、存在冲突但相互关联的诉讼请求的情形，理论上通常称为客观预备合并之诉。在此情形下，如果先位诉请得到支持，则不必再审理备位诉请；如果先位诉请未获支持，则需对备位诉请继续审理并作出裁判。”

最后，司法实践对此也予以认可。一案中，作为某公司股东的再审申请人认为公司股东会决议损害其利益，为了能在一案中獲得充分救济，其分别基于

¹⁷⁸ 《关于在审判工作中促进提质增效推动实质性化解矛盾纠纷的指导意见》第十一条规定：“人民法院在受理、审理合同纠纷时，可以根据起诉和答辩情况，向原告作出如下释明：（一）起诉主张解除合同的，人民法院可以告知诉讼请求不能被支持或者合同无效情形下，是否请求继续履行合同或者主张缔约过失责任；（二）起诉主张继续履行合同的，人民法院可以告知合同无效或者履行不能情形下，是否主张缔约过失责任或者请求解除合同；（三）起诉主张合同无效的，人民法院可以告知合同有效或者履行不能情形下，是否请求继续履行合同或者解除合同。经释明，原告提出相应诉讼请求的，人民法院应当向被告释明可以行使抗辩权。”

决议无效与有效提出前后两个不同诉讼请求，原审法院以诉讼请求相互矛盾故无法确定其具体请求为由，裁定驳回起诉；最高人民法院再审认为，申请人提出要求确认股东会决议无效与确认依据该股东会决议产生的相关股东权益归其所有的两个诉讼请求虽然矛盾，但诉讼要素齐全，均符合民事诉讼法规定的立案标准，当事人可以在前一个诉讼请求不被支持时，退一步选择主张后一个请求，不应以诉讼请求不明确为由驳回起诉。¹⁷⁹

而在法学理论层面，预备合并之诉是指原告在同一个诉讼程序中，同时提出了一个主位（先位）诉讼请求和一个备位（后位）诉讼请求，并明确声明：只有在主位请求不被法院支持时，才请求法院对备位请求进行审理和裁判。

支持预备之诉的理由主要包括：

一是，当事人处分主义。也即，当事人有权决定起诉的对象、范围和顺序，提起预备合并之诉是当事人为了防止因主位之诉败诉而需另行起诉的不利益，对自己实体权利和程序权利所做的一种合理安排。

二是，诉讼经济原则。预备合并之诉将两个在事实上紧密关联的诉讼请求（通常基于同一生活事实或法律关系）在一个诉讼程序中解决，避免了当事人就同一纠纷反复起诉、应诉，也节约了司法资源，提高了纠纷解决的效率。

三是，防止矛盾裁判。如果不允许预备合并，原告在主位之诉败诉后，必须另行提起备位之诉。由于是两个独立的诉讼，由不同的法官审理，存在就同一基础事实作出相互矛盾判决的风险（例如，前诉认定合同有效但驳回履行请求，后诉又认定合同无效）。预备合并由同一审判组织审理，可以有效避免这一风险。

四是，程序保障。预备合并之诉赋予了原告更充分的程序保障，使其有机

¹⁷⁹ 参见最高人民法院，（2019）最高法民再152号民事裁定书。

会在一个程序中穷尽所有可能的救济路径。它也符合现代民事诉讼“尽可能一次性解决纠纷”的理想目标。

然而，预备合并之诉也可能存在诸多弊端，对于被告而言，预备合并之诉无疑增加了答辩负担，提高了防御成本，且策略上较为被动。理论上对预备合并之诉也有诸多批评，具体而言：

一是，违背诉讼标的与既判力理论。一方面，一个诉对应一个诉讼标的，产生一个既判力。预备合并之诉将两个相互排斥的诉讼请求捆绑在一起，破坏了诉讼标的的单一性和清晰性。另一方面，当法院支持主位请求时，其对备位请求未作实体审理，那么备位请求是否受既判力约束？原告能否就同一事实再提起备位之诉？这会在既判力理论上产生争议和混乱。

二是，对被告而言并不公平。民事诉讼应保障双方当事人的程序地位平等。预备合并之诉赋予了原告过大的程序优势，使其可以“用一次诉讼的成本，进行两次不同法律关系的攻击”，而被告却要承担双倍的防御成本。这被认为打破了诉讼程序的平衡，对被告不公。

三是，导致审理复杂化，未必能提高审判效率。虽然该理论是为了诉讼经济，但在复杂案件中，审理两个不同的请求反而可能使庭审焦点分散，程序冗长。法官需要理清两套法律关系和证据，反而可能增加了庭审的复杂度和时间成本，与提高效率的初衷背道而驰。特别是非典型资管纠纷中，投资者将众多主体拉入一个案件中，杂糅各种法律关系，可以导致诉讼的极度复杂化和冗长化。

有鉴于此，我们认为，资管纠纷中，除去常见的、存在直接指导意见的合同解除与否问题可以适用预备合并之诉外，其他情形不宜适用预备合并之诉制度，特别是投资者不能够利用预备合并之诉制度，依次列举多个请求权，要求各被告分别答辩，增加被告答辩负担。然而事实上，从司法实践情况来看，法

院对于这一问题是有较大尺度的包容的，在一案中同时对于多项请求权进行应诉准备，可能是资管业务涉及各主体均需直接面对的问题。

二、举证责任问题

《九民纪要》第75条、第94条规定，卖方机构和受托人应分别承担对其是否履行了适当性义务或信义义务的举证责任，并承担举证不能的后果。此后，资管纠纷下应适用“举证责任倒置规则”似乎成为了一种共识。但事实上，非典型资管纠纷涉及管理人、托管人、投资顾问等多维主体，涉及不同主体可能承担的多维责任，由此可能产生一种误会和混淆，即认为任何主体可能承担的任何责任均适用举证责任倒置规则。在此背景下，有必要用一点文字来厘清非典型资管纠纷中举证责任倒置规则的适用范围。

（一）基本规则

举证责任，又称“证明责任”，是指在诉讼中，当事人对自己提出的主张，有责任提供证据并加以证明，否则将承担其主张不能成立的风险。

举证责任的存在基于以下几个基本理论前提：

一是，事实真伪不明是诉讼的常态：法官不是全知全能的，在很多案件中，经过双方举证、质证，案件事实仍然处于模糊不清、无法确定的状态。

二是，法官不得拒绝裁判：即使事实真伪不明，法官也必须作出判决，不能以“事实不清”为由拒绝下判。

三是，风险分配机制：举证责任本质上就是一种法律预设的风险分配方案。通过事先规定好当某个要件事实最终无法查清时，由哪一方来承担败诉的不利后果，来明确各方承担的风险。

我国《民事诉讼法》规定了举证责任的基本原则：“谁主张，谁举证”。因此，主张事实成立的一方负有举证责任。典型如借贷纠纷中，原告主张“成

立借贷关系”，因此其需要提供初步证据证明借贷关系成立，如果被告抗辩“借贷关系已经消灭”，则被告需要提供证据证明借贷关系灭失的事实。

理论上对举证责任规则进行了细化，包括行为意义上的举证责任和结果意义上的举证责任。前者是一种动态的、过程性的责任，像一种“举证的必要”。在庭审中，它可以在双方当事人之间来回转移。如果一方不履行行为责任（不提交任何证据），只是增加了败诉的风险，但不一定直接导致败诉，因为可能对方自认了其主张，或者法院从对方证据中发现了对其不利的内容。结果意义上的举证责任，则指在诉讼终结时，如果案件的要件事实仍然处于真伪不明的状态，则由负有该责任的一方当事人承担败诉风险的后果。因此有“举证责任之所在，败诉之所在”的说法。

然而，为了平衡双方当事人的权利义务，保护信息弱势方，法律发展出了举证责任倒置规则，即并非由提出主张的一方承担举证责任，而是由向对方承担。典型的如环境污染侵权、医疗损害责任、高度危险作业侵权、共同危险行为等。

（二）资管纠纷领域的举证责任分配规则

1. 管理人的举证责任分配规则

资管法律关系中，管理人负有证明自身勤勉尽职的义务。《九民纪要》第94条规定，“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的，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。”之所以如此规定，是因为资管产品管理过程具有专业性和非公开性，投资者难以获取和管理人履职相关的证据。将举证责任分配给管理人，符合公平原则和证据距离原则（谁更接近证据，谁承担举证责任）。

2. 代销机构的举证责任分配规则

《九民纪要》第 75 条明确规定，卖方机构对其是否履行了“了解客户、了解产品、适当销售”的适当性义务承担举证责任。在案件审理过程中，卖方机构应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。

3. 其他主体的举证责任分配规则

我们认为，举证责任倒置规则的适用具有法定性和特定性，目前仅明确适用于资产管理人和金融产品的卖方机构（代销机构），原则上不自动扩张适用于投资顾问、托管人、下层产品管理人等其他参与主体。具体理由如下：

首先，从法律规定来看，对于管理人和代销机构，无论投资人以何种请求权基础提起诉讼，均应当适用举证责任倒置。原因在于，《九民纪要》并未将举证倒置规则限制在某类特殊法律关系下，也即，无论投资者是以合同请求权还是侵权请求权（包括主张共同侵权），均应当受到举证责任倒置规则的影响。而对于投资顾问、托管人、下层产品管理人等其他参与方，由于缺乏如《九民纪要》般明确的司法解释规定，举证责任分配应回归《民事诉讼法》的基本原则，即“谁主张，谁举证”。

其次，之所以对管理人和代销机构适用倒置，是因为他们是核心的信义义务人和销售责任人，与投资者存在最直接、最核心的法律关系，且信息不对称最为严重。而其他机构（如托管人）的职责通常有合同明确约定和法律明确规定，范围相对限定（如资金保管、核算监督），其过错与否的证据投资者并非完全无法触及。

再次，有司法实践明确认可，投资者主张投资顾问、托管机构等主体承担

赔偿责任的，不适用举证责任倒置；特别地，在投资者主张下层资管产品管理人直接向其承担侵权责任时，也有法院认为不适用举证责任倒置规则，应由投资人承担举证责任。由此可见，司法实践可能认为，管理人的举证责任倒置规则不能突破层级限制，而只限于直接建立起资管合同关系的双方。如一起案例中，法院认为：当事人对自己提出的主张，有责任提供证据，投资人并未提交实质证据证明托管人存在违反资管计划合同约定的托管人义务的情形，也并未提交证据证明下层信托计划受托人存在违反信托合同约定义务的情形，最终对于投资人主张托管人和下层信托计划受托人存在侵权行为不予支持。¹⁸⁰

¹⁸⁰ 参见北京市东城区人民法院，（2023）京0101民初9024号民事判决书。

联系我们

本书作者：尤杨、宋泽政、邱玉霞、闫北辰、陈丽金、刘沥璟。

如您对本《蓝皮书》的内容有任何问题或建议，请联系以下或您熟悉的汉坤律师事务所律师。谢谢！



尤杨
+86 10 8524 9496
yang.you@hankunlaw.com



宋泽政
+86 10 8524 9487
zezheng.song@hankunlaw.com



邱玉霞
+86 10 8524 9475
yuxia.qiu@hankunlaw.com



闫北辰
+86 10 8560 6467
beichen.yan@hankunlaw.com



陈丽金
+86 10 8524 5812
lijin.chen@hankunlaw.com



刘沥璟
+86 10 8524 5846
lijing.liu@hankunlaw.com

如您希望获得汉坤相关活动通知及汉坤出版物，敬请联系：marcom.list@hankunlaw.com

版权与免责

本《蓝皮书》仅供业内人士参考，不应被视为任何意义上的法律意见或建议。未经本所事先书面同意，本《蓝皮书》不得被用于其他目的。如需转载，请明确注明来源。

关注汉坤公众号，获取更多专业文章



北京 Beijing · 上海 Shanghai · 深圳 Shenzhen · 香港 Hong Kong · 海口 Haikou · 武汉 Wuhan · 新加坡 Singapore · 纽约 New York · 硅谷 Silicon Valley

北京

北京市东城区东长安街 1 号东方广场 C1 座 9 层
邮编: 100738
电话: +86 10 8525 5500
传真: +86 10 8525 5511 / 5522
Email: beijing@hankunlaw.com

上海

上海市静安区石门一路 288 号兴业太古汇香港兴业中心二座 33 层
邮编: 200041
电话: +86 21 6080 0909
传真: +86 21 6080 0999
Email: shanghai@hankunlaw.com

深圳

深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场第三座 20 层
邮编: 518048
电话: +86 755 3680 6500
传真: +86 755 3680 6599
Email: shenzhen@hankunlaw.com

香港

香港中环皇后大道中 15 号置地广场告罗士打大厦 43 楼 4301-10 室
电话: +852 2820 5600
传真: +852 2820 5611
Email: hongkong@hankunlaw.com

海口

海口市龙华区滨海大道 105 号百方广场 A 座 19 层 1903 室
邮编: 570100
电话: +86 898 3665 5000
传真: +86 898 3665 5011
Email: haikou@hankunlaw.com

武汉

武汉市洪山区珞喻路 10 号群光中心 31 层 3107-18 室
邮编: 430070
电话: +86 27 5937 6200
传真: +86 27 5937 6211
Email: wuhan@hankunlaw.com

新加坡

莱佛士坊 1 号 #53-00 莱佛士坊一号 1 座
邮编: 048616
电话: +65 6013 2999
传真: +65 6013 2998
Email: singapore@hankunlaw.com

纽约

美国纽约州纽约市麦迪逊大道 551 号 1308 室
邮编: 10022
电话: +1 516 960 3600
传真: +1 516 960 3080
Email: newyork@us.hankunlaw.com

硅谷

美国加州帕洛阿托市 Page Mill 路 425 号 2 楼 200 室
邮编: 94306-2075
电话: +1 650 206 7838
Email: siliconvalley@us.hankunlaw.com