

## 证券公司客户管理责任若干问题的法律思考

陈 岚\* 朱 维\*\* 李 烁\*\*\*

**摘要:**证券公司履行客户管理责任,既基于其金融中介机构的属性,又由于其与客户之间存在不同于一般民商事关系的法律关系,同时也是证券公司履行社会责任的重要内容。近年来,管理主导、管控方式以及管控覆盖面等方面出现新的变化,但实践中依然存在一些亟待解决的问题。对此,宜在证券法层面建立客户管理责任的安全港规则,在证券公司内部建立统一的客户与服务管理体系。同时,证券公司需强化管理责任,从多个角度入手积极应对资管新规的影响。

**关键词:**证券公司 客户管理 资管通道业务管理责任

2016年以来,证券公司客户管理责任在立法和实践两个方面均取得了较大突破。沪深交易所探索建立了“以监管会员为中心”的交易行为监管模

---

\* 光大证券股份有限公司合规总监,法学博士。

\*\* 光大证券股份有限公司法律合规部员工。

\*\*\* 光大证券股份有限公司法律合规部员工。

式,针对会员接受投资者委托代其买卖证券等行为,按照会员制的运行机制,让证券公司加入到共同维护市场交易秩序的队伍中来,切实担负起管理客户交易行为的义务,督促证券公司管好客户,要求事前了解客户、事中监控交易、事后报告异常。2017年证监会发布实施的《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》和近期的《证券公司经纪业务管理办法(征求意见稿)》均对证券公司客户管理责任提出明确要求。结合证券发行领域已建立施行的保荐机构“先行赔付制度”和后续督导责任,可以说,在证券公司经纪业务、投行业务、资产管理等主业经营和反洗钱领域,规范证券公司客户管理责任的规章制度、自律规则基本全面建立。发端于反洗钱的客户管理责任,其“溢出效应”在我国证券市场表现较为明显。相较先行者美国,其仅形成了雏形,我们则要丰满许多。<sup>[1]</sup>

证券公司对此种客户管理责任的制度设计存有多重顾虑和困惑——券商的角色、定位在哪里,对经营模式会有什么影响,在规则执行过程中不理解甚或抵触情绪时有体现。本文拟对证券公司客户管理责任相关法律问题做一探讨。

## 一、证券公司履行客户管理责任的理论基础探究

### (一) 证券公司金融中介的法律属性

金融中介机构是专门从事将资金在需求者与供给者之间进行融通的媒介实体。金融是国之重器,是国民经济的血脉。金融中介是金融市场活动的重要主体,其安全稳定运行,不仅关系到投资者的切身利益,更关系到整个经济体系的稳定。金融是特许经营行业,金融中介机构作为特殊的公众性、社会性很强的持牌企业,是现代经济的核心和资源配置的枢纽。其行业特性,要求证券公司在维护资本市场秩序方面对社会承担更多的责任。

---

[1] 参见张彬:《境外证券经纪商客户管理责任的制度与实践》,载《证券法苑》2017年总第23卷。

## (二) 证券公司与客户的法律关系不同于一般民事商事关系

证券市场的突出特点是公众化参与、公众化交易,具有明显的无纸化交易、匿名交易对手方以及集中撮合的特质,使其法律关系与一般民事商事关系不同。比如,证券交易无纸化使证券权益的确认、归属、变动、流转和实现等方面,无法直接适用针对一般动产或者不动产的物权有关过户公示等规则。再如由证券登记结算机构和期货交易所充当中央对手方角色,交易参与方依据结算规则清算交收引发的责任更替,与我国《合同法》有关合同权利义务转移的法定要件不同,因此无法用普通债权债务的概括转移来解释。<sup>〔2〕</sup>此外在融资类业务中,在高度流动的条件下,传统担保法律制度在担保标的物的范围、担保的设定和行使等方面,表现出和一般的物权关系不一样的地方。<sup>〔3〕</sup>在交易方面,我国交易所实行账户直接持有、一级托管,是一户一码制度,交易所可以直接面对市场投资者。国际市场的交易监督形式更多的是直接监督会员,采取的是账户间接持有、多级托管模式,市场监测体系建立在会员之上,监管和运营的架构以会员为基础。我国交易所与券商及客户之间,相较境外交易所的单一特点,是双线管理、多头关系。

正是由于法律关系的复杂性、市场参与主体的多样性,尤其散户占比较高的市场主体结构,出于对中小投资者合法权益的有效保护,除了监管机构之外也需要作为承销商、经纪商以及资产管理人身份的证券公司参与证券市场投融资双方行为的规范与管理,促进市场形成符合预期的稳定秩序。为此,对在金融活动中占据优势地位的金融中介课以法定的维护市场义务,符合证券市场复杂性特点。对应到法律规则的设计,管理性强制规范在证券市场平等民主事体的商事活动规则中占有一定比重,券商有必要将管理性强制规范转化为平等民事主体间的合同条款,将法定义务转化为约定义务,且不能

---

〔2〕 《证券法》第155条规定:“证券登记结算机构是为证券交易提供集中登记、存管与结算服务,不以营利为目的的法人。”另外,按照《期货交易管理条例》第10条的规定,期货交易所组织并监督交易、结算和交割,为期货交易提供集中履约担保。因此,在期货市场中,由期货交易所充当中央对双方的角色。

〔3〕 肖钢:《证券法的法理与逻辑——在第四届“上证法论坛”上的演讲》,载《证券法苑》2014年总第10卷。

让渡。

### （三）证券公司客户管理责任是履行社会责任的重要内容

2002年10月,国际金融公司和荷兰银行等9家银行在伦敦主持召开会议讨论项目融资中的环境和社会问题,会后由荷兰银行、巴克莱银行、西德意志州立银行和花旗银行在国际金融公司环境和社会政策基础上共同起草了一套针对项目融资中有关环境与社会风险的指南。这项指南要求金融中介机构在向一个项目投资时,要对该项目可能对环境和社会的影响进行综合评估,并且利用金融杠杆促进该项目在环境保护以及周围社会和谐发展方面发挥积极作用。这就是赤道原则,是金融可持续发展的原则之一,也是国际金融机构践行企业社会责任的具体行动之一。<sup>〔4〕</sup>

学者引用、阐释赤道原则作为金融中介承担社会责任的理论基础。这一原则原本发端于金融机构融资项目的自然生态环境保护问题,随着金融对社会诸多领域影响力的加深,该原则的适用范围逐步扩展到对金融生态乃至经济生态环境的保护。其中,客户的管理和客户合法权益的维护是金融生态有序运行的重要环节。金融发展已从行业维度提升到国策维度,金融安全是国家安全的重要组成部分,金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。在此情势下,金融中介机构更应当考虑如何承担社会责任,成为一个负责任的、良好的经济主体。

### （四）强化证券公司客户管理责任的趋势明显

经初步统计,近年来监管机构、自律组织陆续制定相关规章制度、交易规则,强化证券公司的客户管理责任,逐步加强证券公司对客户管理的主体地位,并且这种趋势全面向证券公司经纪、资管、投行等各个业务领域延伸覆盖(见表1)。

---

〔4〕 参见朱慈蘊:《论金融中介机构的社会责任——从应对和防范危机的长效机制出发》,载《清华法学》2010年第1期。

表1 证券公司客户管理责任主要法律法规和自律规则

	经纪业务	资管业务	投行业务
法律	《证券法》第141条、第147条		《证券法》第11条、26条、31条等
行政法规	《证券公司监督管理条例》第37条等		
部门规章	《证券期货业反洗钱工作实施办法》 《证券经纪业务管理办法(征求意见稿)》第11~23条等 《证券期货投资者适当性管理办法》 《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》第6条 《非居民金融账户涉税信息尽职调查管理办法》等	《证券期货业反洗钱工作实施办法》 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第6、8条等 《证券期货投资者适当性管理办法》 《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》第6条 《非居民金融账户涉税信息尽职调查管理办法》等	《证券期货业反洗钱工作实施办法》 《证券期货投资者适当性管理办法》 《证券发行上市保荐业务管理办法》 《保荐人尽职调查工作准则》 《首次公开发行股票并上市管理办法》第5条等 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》,第18条明确保荐人应承诺先行赔付
自律规则	《上海证券交易所会员客户证券交易行为管理实施细则》 深圳证券交易所《会员客户交易行为管理指引》 《上海证券交易所关于加强重点监控账户管理工作的通知》、 《深圳证券交易所关于加强重点监控账户管理工作的通知》等		

其中,以《证券经纪业务管理办法(征求意见稿)》(以下简称《新规》)为例,其对券商经纪业务客户管理责任提出了更为详尽的具体要

求,进一步明确了强化证券公司保证主体适格义务和对投资者资质、交易行为管理的监管思路。

《新规》意见稿进一步强化了机构了解投资者、履行账户实名制管理的义务,增设了大户核查要求,对无法核实投资者(证券和资金资产合计超过50万元的个人)真实身份或重要信息的,应当拒绝为投资者提供相关服务;增设了证券公司对客户交易指令的审核责任,如发现投资者的委托指令违反规定或者可能严重影响正常交易秩序的,应当提醒投资者修改或拒绝接受委托;强化了交易席位与交易单位管理,证券公司出租交易单元的,应当按照规定报告证券交易所并纳入公司经纪业务统一管理,履行相应管理职责。

一方面,《新规》对推动证券公司建立以客户为单位的核查机制有积极作用,公司核查核算要从“账户”转变到“客户”,应当设计完善集中渠道,如客户数据中心,核查一人多业务、多账户的资金资产情况。另一方面,从目前现实情况考虑,《新规》的上述要求在操作性方面还有进一步调整空间。比如,要求实现产品的穿透核查就存在实际上的操作困难,产品客户并非券商客户,其信息属于产品管理人管理的数据,一般不会提供给主经纪商,券商核查缺少必要的手段,需要通过《新规》明确产品管理人的配合义务。再者,在客户交易指令生成阶段,如何审核,对交易目的、主观意图如何判断,是否产生交易效率问题,需要在规定中有较为明确的判断标准并进一步论证测试。第三,目前客户租用券商交易单元,由于采用托管行结算模式,客户的交易情况、清算数据、交收工作均由托管银行与客户直接对接完成。证券公司无法查看到客户交易单元的交易情况,难以实现对客户的交易管理及监控工作,后续需要在现有的结算模式下,通过客户申报,公司获得授权主动核查等方式以对租用交易单位的客户进行管理。第四,对客户异常交易行为管理,可在目前两家交易所相关自律规则的基础上,在部门规章层面如《新规》中明确证券公司管理的法律依据,以提升法律位阶和管理效力。

## 二、证券公司客户管理责任的发展变化和存在的主要问题

### (一) 客户管理责任实践的新趋势

#### 1. 从交易所主导向证券公司主动管理转变

这涉及会员角色定位和营利模式调整,对客户及其行为的管理主体由市场组织者向中介机构延伸,证券公司开始直接承担客户管理责任。证券交易所作为证券市场的组织者,直接面对上市公司、市场投资者、证券公司及相关服务机构,客观上要求证券交易所承担其对上市市场主体的一线监管责任,《证券法》也赋予了交易所制定上市、交易规则,开展实时监控,提交异常交易报告等职责。例如,在监控中,交易所通过对行情、交易、证券及资金进行监控,发现异常情况,通过证券公司核查反馈进行处理,交易所起主导作用,证券公司更多的是被动的协同配合。然而,这种被动管理无法在源头有效进行风险防范,尤其在市场大幅波动期间,容易出现诸如“谁的客户、谁的账户、谁的指令、谁的资金”都无法核查清楚的情况。证券公司为客户提供服务,与客户关系相对紧密,直接掌握客户具体的开户资料、身份信息、资金流水以及委托、交易记录,因此,相关监管规定及监管趋势要求证券公司对客户承担更主动与直接的管理责任。<sup>[5]</sup> 在实践中,深交所与上交所已于日前同步发布《关于加强重点监控账户管理工作的通知》(以下简称《通知》),明确要求推进建立“以监管会员为中心”的交易行为监管模式,充分发挥会员在客户交易行为管理方面的重要作用。<sup>[6]</sup>

#### 2. 从分散识别到集中管控的转变

长期以来,市场主体与证券公司的业务关系,均以证券公司业务类型与账户类型进行划分,证券公司的客户包括融资主体与投资主体,对客户管理的分类也是基于投行、投资、经纪、资管等不同业务类别与其开

---

[5] 参见《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》及《证券公司经纪业务管理办法》(征求意见稿)相关规定。

[6] 参见《关于加强重点监控账户管理工作的通知》(深证会[2018]156号)、《关于加强重点监控账户管理工作的通知》(上证发[2018]24号)。

立的相应的证券账户与资金账户分别开展。其结果是,同一客户在同一证券公司开展不同业务或者开立不同类型证券账户时,对其进行主体适格性、参与适当性、行为合规性、资金合法性等要素进行判断时,会因为由证券公司内部多个单位分别进行识别,缺乏统筹,既容易产生重复工作又可能存在合规风险漏洞。因此,相关监管部门已经开始着手,推动客户管理体系由以业务或账户为核心转变为以客户为核心的模式。如证券经纪业务有关大户核查、反洗钱以客户为单位管理客户身份和交易信息以及风险等级划分,以及非居民金融账户涉税信息尽调有关客户账户资产加总计算等要求。

### 3. 从前端管控到全流程覆盖的转变

客户适当性与开户实名制一直是客户管理的重点工作,证券公司长期以来也将“把好准入关”作为主要工作。然而,随着维护金融秩序稳定工作日益重要,对客户管理重心已经从“准入”向“行为”及“行为结果”转变。新近发布实施的《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》明确将持续督促客户规范证券发行行为,动态监控客户交易活动,及时报告、依法处置重大异常行为,不得为客户违规从事证券发行、交易活动提供便利作为证券公司合规管理的基本要点之一。对融资主体的管理涵盖发行承销、持续督导及受托管理等多个环节,对投资主体的管理也延伸到了交易行为的监控及重大异常行为的识别与处置。同时,对于不符合相关管理要求的客户,有明确的予以拒绝的法定义务。多项规定推动证券公司实现从单一注重提供通道服务向服务与管理客户同时并重的转变。<sup>〔7〕</sup>

### (二) 目前客户行为管理中亟待解决的问题

如前所述,强化证券公司对其客户所开展的市场行为进行管理是趋势所在,然而证券公司本身从其市场主体身份定位、客户管理权利来源以及现有市场规则的设计上看,对于客户行为管理仍然存在一些问题需要解决。

#### 1. 证券公司对客户管理的身份定位尚不适应

一直以来,证券公司作为业务服务与金融产品提供者,为整个证券

---

〔7〕 参见《证券期货投资者适当性管理办法》第27条、33条。



市场的发展发挥了重要的作用,同时也经历了由“乱”到“治”的过程。经过清理整顿,解决了长期积累的主要问题,其中包括挪用客户资产、造成巨大资金缺口等。<sup>〔8〕</sup>因此,加强客户利益保护,防范公司与客户之间的利益冲突,是搭建客户资金三方存管体系、健全证券公司内控制度、建立客户实名制管理、规范证券买卖委托禁止行为的价值取向。另外,虽然经过多年的发展,证券公司经纪业务收入占比逐渐下降,但证券公司的业务基础始终建立在客户资产规模之上。因此,证券公司在实践中更多的是依据与客户签订业务协议,以更好地为客户服务为出发点,即以客户为核心作为业务发展的目标。比如,遇到客户投诉纠纷,对于资产规模较大的客户,证券公司往往会倾向让步以留住客户。

## 2. 对客户行为管理的要求与证券公司权利来源尚不匹配

单纯从法律关系上看,不管是证券经纪还是资产管理,其基础均是来源于客户的委托,通过委托的授权,得产生证券公司代理客户交易、受托管理客户资产的权利。这种权利源自双方的意思表示,即意定的结果,明确地赋予权利。而客户行为管理更多体现出一种准法定义务,例如,上海证券交易所《关于加强重点监控账户管理工作的通知》第4条有关加强对重点监控账户名单客户管理措施规定,“对可能严重影响正常交易秩序的异常交易行为或者涉嫌违法违规的交易行为,会员应当根据委托代理协议,拒绝接受其委托或终止与其的证券交易委托代理关系,并及时以临时报告的形式向本所报告”。由于两者的不匹配,虽然《通知》从文件性质上为交易所自律规则,但如果没有上位法支撑,上述义务纳入委托代理协议中,证券公司大有因为履行自律管理义务而被客户追究民事责任之虞。

## 3. 对加强客户管理规则可操作性仍需完善

目前,对客户异常交易行为的监控是证券公司对客户行为管理的主要工作之一。上海证券交易所《会员客户证券交易行为管理实施细则》与《证券异常交易实时监控细则》均列示了客户异常交易的情形,并明确要求证券公司应当建立、完善有效的证券交易和资金监控系统,并制定相关的管理制度,结合公司客户具体情况,在监控系统中设置相关预

---

〔8〕 参见周正庆、李飞、桂敏杰主编:《新证券法条文解析》,人民法院出版社2006年版。

警指标,关注相关情形,以及时发现、制止可能存在的异常交易行为。<sup>[9]</sup>然而,虽然上述细则所列示的异常交易行为种类很多,但预警区间及量化标准并不明确,以致证券公司按照规定理解纳入监控系统的预警指标后,出现发生证券公司预警的而交易所未预警的情形,监控精准度有待提高。因此,若考虑到数据敏感,交易所不宜公开预警标准,则可以参考“黑箱”模式,建立模拟系统导入市场行情,引导客户就其投资策略,尤其是既定策略上线检测,以避免实操中频发触发异常交易预警指标的情况发生。

### 三、完善证券公司客户管理责任的制度设计与实践建议

#### (一) 建议建立客户管理责任的安全港规则

证券公司对客户管理责任最大的困惑,就是担心按照监管要求履行了相应法定义务,而被客户要求承担一定的侵权责任。无论从法律角度,还是合同角度,券商均有可能为了避免监管处罚而提交核查报告或异常交易报告等客户信息,此后又由于侵犯客户的法定权利或约定权利,承担对客户的民事赔偿责任。<sup>[10]</sup>在现行有关客户管理责任的规章制度中,均没有设定明确的证券公司安全港规则,以免除证券公司因信息报告行为所要承担的法律风险。

安全港规则适用领域非常广泛,如美国《统一有限合伙法》对有限合伙人设定该规则,即有限合伙人的行为如果被认定为有限合伙法明确列举的行为类型,则不视为参与合伙事务的控制,因而不构成对其有限责任的否定,不需要承担与普通合伙人同样的责任。<sup>[11]</sup>又如,美国与欧盟在对于网络服务商在一定条件下适用该规则,即在履行有限的法定

[9] 参见上海证券交易所《会员客户证券交易行为管理实施细则(2015年修订)》第20条、《证券异常交易实时监控细则(2015年修订)》第8条。

[10] 张彬:《境外证券经纪商客户管理责任的制度与实践》,载《证券法苑》2017年总第23卷。

[11] 粘怡佳:《美国有限合伙法上“安全港规则”——以有限责任界定为中心》,载《科技与法律》2015年第2期。

义务之后,将获得“安全港”的庇护,不会因为第三方的侵权行为承担损害赔偿 responsibility。<sup>[12]</sup> 再如,美国证监会对于预测性信息披露设定该规则,即只要预测性信息是善意做出且具有合理的基础,即使没有产生预期的结果,发行人也可以免于承担法律责任。<sup>[13]</sup> 总体而言,所谓安全港规则,实质上是在某种条件下,基于法定而对行为人产生某种侵权或违约责任豁免的效果,安全港规则特点在于:一是明确特定条件,即由规定明确规定适用范围及构成要件,从而防止权利滥用;二是豁免范围,即由规定明确在那些范围的责任可以豁免,并明确是否存在主观过错。回到证券公司客户管理责任方面,证券公司与其客户通过签订相关业务协议而确定双方权利义务,一般而言,这种法律关系是建立在提供相应服务基础上的,对客户交易行为管理的强化,可能会影响到客户的相关利益,如因客户交易过程中频繁触发交易所异常交易行为指标,而由证券公司对其交易权限进行适当限制,有可能影响客户交易之机会,甚至造成其损失。因此如果从法律上不对此问题予以解决,证券公司在实践中难以有效履行客户管理义务,在面对高净值客户和大客户流失风险时,可能会采取变通手法,使管理责任不能切实落地。建议在《证券法》修订中,在将证券公司客户管理作为基本义务予以设立时,也明确制定相应的安全港规则。

## (二) 建议建立统一的证券公司客户管理与服务管理体系

首先,设立客户服务与管理统筹机构,充分发挥该机构的统筹管理职责,公司内部各业务主管单位及执行单位各司其职,在客户开户、交易、销售产品及相关服务等各环节提供优质服务的同时,按照统一原则及各自业务的特殊标准持续做好客户适当性管理工作,实现适当性管理要求在证券公司内部各单位及所有从业人员的全覆盖。证券公司在推介金融产品时,应当坚持投资人利益优先原则,履行适当性义务,注重根据金融消费者的风险承受能力销售不同风险等级的产品,把合适的产品推介给合适的金融消费者,以避免金融消费者因其专业性上的欠缺导致

---

[12] 崔国斌:《网络服务商共同侵权制度之重塑》,载《法学研究》2013年第4期。

[13] 张楠、郭逢兵:《新股发行中的安全港规则》,载《云南社会主义学院学报》2014年第1期。

不必要的损失。对券商课以此种义务,可以防止其为追求自身利益,将不适格的金融消费者不当地引入资本市场,罔顾金融消费者权益而从中牟利。

其次,证券公司需建立统一的客户信息管理数据库,明确分类标准与分库规则,形成以客户为中心的账户管理体系。在完善客户市场行为数据的收集、分析及动态监控机制的基础上,建立统一的客户重大异常行为的发现、报告、处置机制,以持续督促客户规范证券发行与交易行为,实现对客户行为有针对性地分类与精准管理体系。

最后,证券公司需完善客户权益保护机制,以客户为核心,就客户提出的业务需求,按照各类业务有关客户权益保护的要求进行分类宣传、教育和普及。建立与完善利益冲突防范机制,有效识别业务开展过程中,证券公司与客户,以及客户之间的利益冲突,公平对待客户,防范损害客户合法权益行为的发生。通过“统一原则、集中实施、统筹配合”的信息公示与回访体系,既要发现问题,又要保证客户体验。健全客户投诉处理机制,及时预防与发现风险,并建立核查异常与督促整改的处理机制。

#### 四、客户管理责任下资产管理通道业务的审视

资产管理通道业务是证券公司履行客户管理职责中一项较为特别的业务安排。通道业务中,证券公司作为管理人,不承担主动管理责任,亦不承担投资风险,通常按照客户即委托人的投资指令开展业务,担当资金流向委托方指定资产的“通道”功能。表面上看,通道业务应是客户管理的“安全港”,事实恰恰相反——相比于主动管理业务,管理人让渡管理职责后,委托人或投资顾问在一定程度上取代了受托人的法律地位,造成法律关系异化,权责难以划分,不少争议纠纷甚至上升至司法层面。但目前司法实践并未给证券公司提供清晰的指引,证券公司的客户管理职责界限并不明朗。如今,资管业务相关新规已经出台,进一步强化了对管理人的约束,司法实践的态度也可能随之发生变化,有望形成较为统一的裁判思路,对作为管理人的证券公司有直接影响。

### (一) 资管通道业务在司法视野下的管理责任

目前,有关通道业务的司法案例并不多见,尚未形成统一的裁判思路与观点。经过有效筛选和排除,我们主要通过“中国裁判文书网”搜集了12例典型案例。第一类是违约之诉,多数为委托人主张管理人未尽勤勉尽责义务,要求返还信托本金及收益、赔偿损失,或者是管理人起诉,追究委托人或第三人的违约责任,如要求委托人立即接受信托财产,或支付转让收益权款项,并涉及反诉。第二类是侵权之诉,管理人诉请合伙人承担侵权责任,典型案例为“基金子公司第一案”——“万家共赢案”。<sup>[14]</sup> 第三类是无效之诉,在投资标的出现逾期违约后,在担保方也未履行担保责任的情况下,委托人为实现权利救济,主张通道业务协议因违反监管规则或以合法形式掩盖非法目的而无效,甚至整个交易无效,以此要求管理人返还本金利息。<sup>[15]</sup> 第四类是不当得利之诉,第三人要求委托人和管理人承担连带责任,搜集到相关案例仅1例。<sup>[16]</sup>

经梳理分析,“通道业务合同是否有效,能否作为管理人责任承担认定的依据”“管理人的义务和职责如何界定,民事责任如何承担”是通道纠纷的主要争议焦点。围绕争议焦点,我们对裁判规则进行了类型化分析和研究。

#### 1. 合同效力之争

##### (1) 司法观点

关于通道业务的合同效力,认为合同无效的理由主要是两点:一是认为通道业务合同违反金融监管强制性规定;二是认为该合同系以合法形式掩盖非法目的。诚然,通道业务诞生之初即是为了监管套利,突破监管规则障碍,具有“脱法”嫌疑。但从目前搜集的案例来看,司法观点一致认为,通道业务合同系委托人与受托人之间的权利义务安排,只要不违反法律、行政法规的强制性规定,当属意思自治范畴。地方性法规、行政规章不得作为依据。而且,规避金融强制监管不损害国家或集体或第三人利益或社会公共利益的,不宜认定为以合法形式掩盖非法目的。

[14] 参见上海市第二中级人民法院(2010)沪二中民六(商)终字第228号民事判决书。

[15] 参见江西省高级人民法院(2015)赣民二初字第31号民事判决书。

[16] 参见杭州市西湖区人民法院(2008)杭西民一初字第1740号民事判决书(一审)、杭州市中级人民法院(2010)浙杭民终字第644号民事判决书(二审)。

因此,司法实践对于通道业务合同基本秉持合同有效的观点。

## (2)综合分析

我们认为,通道业务合同的有效性,是私法自治与国家强制之间张力互相拉锯的结果。通道业务合同效力问题,实际上包含了三个问题:①通道业务违背监管规则是否导致合同无效;②通道业务让渡管理人职责是否导致合同无效;③通道业务是否违反公共利益导致合同无效。

对于第一个问题,虽然通道业务存在规避监管之嫌,但资管新规出台之前,金融监管部门并未明令禁止通道业务,委托人只能依据违背规避投资范围、杠杆约束等间接的监管规则主张合同以合法形式掩盖非法目的。但只有当事人的实质目的违反法律、行政法规规范目的,或者该行为具有外部性而影响到他人利益、公共利益时,司法才会介入管制,认定合同无效。目前来看,通道业务合同并不符合上述条件。

这背后深层次的逻辑在于司法机关与监管部门、行业自律机构功能分配不同。监管部门、行业自律机构侧重于应时而变,主动管理,具有事前性、灵活性和修正性的特点;而司法机关偏向于有限介入,给予私法自治足够的生长空间,更强调被动性、稳定性、可预期性。因此,司法机关在面对层级较低且稳定性不足的监管规则时,往往不会作过于宽泛的解释。

对于第二个问题,由于资产管理人职责大多系管理性强制性规范,违反管理性强制性规范,一般仅涉及违约问题,不涉及无效问题。当然,让渡管理人职责只能降低管理人的注意义务标准和减少管理人的责任范围,不能免除管理人的核心义务,构成“消极信托”,否则将影响合同效力评价。

对于第三个问题,违规通道业务本身就是为了规避国家金融监管政策,进而肯定影响到了国家金融管理秩序,但尚未达到违反公共利益的程度。因此,以“违反公共利益”为由否认合同效力的尚显基础单薄。但是否“违反公共利益”实际上是社会学解释问题,因此通道业务规模、经济形势、公共政策等因素的变化都将给司法态度带来影响。

## 2. 管理人承担民事责任之辨

### (1)司法观点

司法视野中,如纠纷仅发生在委托人与管理人之间,则合同约定的免责条款具有法律约束力,但不能对抗第三人;如管理人违反合同约定

义务,则委托人有权以侵权或违约为由要求管理人承担民事责任。但是,一旦投资损失由委托人或投资顾问造成,三方就开始互相推诿,司法观点对此也莫衷一是、众说纷纭,主要有以下三种观点:

第一种司法观点认为,通道业务中,委托人并不是基于对管理人能力的信任而向其委托财产,一般也不实际进行管理和处分,不符合《信托法》的相关规定,通道业务法律关系应定性为委托关系而非信托关系。故根据《合同法》第400条的规定,受托人仅就第三人的选任及其对第三人的指示承担责任。

例如,华南国际经济贸易仲裁委员会在审理的一起通道业务纠纷中认为,经委托人同意和安排,管理人将资产管理的职责转委托给C公司,在C公司交易员因失误瞬间造成巨额亏损时,管理人未发出任何交易指示,因此根据《合同法》第400条的规定,管理人不承担任何责任。<sup>[17]</sup>

第二种司法观点认为,即使是通道业务,委托人与管理人的关系仍符合信托关系的要件,应被认定为信托关系。根据《信托法》第30条的规定,受托人依法将信托事务委托给他人代理的,应当对他人处理信托事务的行为承担责任。即管理人应对委托人或投资顾问的行为“埋单”。

如前文提及的“不当得利之诉”中,根据信托合同约定,作为通道方的管理人,应将委托人的1200万元用于缴付认缴的目标公司出资额,成为大股东,并根据委托人的指令指派高某(委托人法定代表人)担任目标公司的董事兼总经理。但之后高某将目标公司账户资金全部抽逃转回委托人。管理人以其仅根据委托人的指令委派董事、并不参与具体的实际经营管理为由抗辩。但该案一审判决认为,管理人与委托人之间存在的内部关系,不能对抗目标公司外部债权人;管理人并未亲自履行信托事务,而是将信托事务交给了信托委托人处理。管理人知道或应当知道其行为违法而不表示反对的,应与委托人互负连带责任。

第三种司法观点,在同样认定为信托关系的情况下,刻意回避《信托法》第30条,而是纯粹根据合同约定义务来判断管理人是否承担责任。

例如,“安信信托”案中,光大银行太原分行以其实际控制的公司的

---

[17] 深圳国际仲裁院:《华南国仲金融仲裁典型案例精选(一):资管业务“通道方”的责任之争》,载 <http://www.sccietac.org/web/news/detail/1588.html>,2018年5月30日访问。

名义,委托安信信托资金 8000 万元,向新陵公司发放贷款,用于公路建设项目。但实际信托资金用于公路建设仅为 5350 元,剩余资金被挪用。委托人即起诉法院,主张管理人管理信托存在严重失职。<sup>[18]</sup> 法院最终认为,从本案的资金流向和账户实际控制情况来看,新陵公司的账户开设在太原光大银行,被挪用的资金是通过开设在太原光大银行的系列账户进行资金流转。结合太原光大银行实际控制了上述账户,法院认定导致账户资金被挪用是太原光大银行实际控制了上述系列账户所致,而非安信信托监管不力。且安信信托已按照信托文件以及《贷款合同》的约定,对信托资金以及项目的进展履行了监管职责,故安信信托对此不应担责。<sup>[19]</sup> 持该司法观点的案例共有 4 例,较为主流。

## (2) 综合分析

通过以上分析发现,司法机关总体持有宽容态度,认为合同是解释民事责任的首要文本,管理人所承担的义务和职责边界以合同约定为限。但在不同法律关系的认定下,管理人所承担的客户管理责任大相径庭,信托关系下的管理责任一般要远强于委托关系下的管理责任。但目前,无论是立法层面,还是司法层面,资管产品的定性都是较为模糊的。我们倾向认为,信托计划、公募基金、私募基金属于信托关系,而银行理财、券商资管计划等认定为委托关系,详见表 2。

表 2 各类资管业务法律关系属性分析

监管部门	资管业务	上位法	信托关系	委托关系
银监会	信托计划	《信托法》	√	
	银行理财	《商业银行法》		√
证监会	公募基金	《信托法》《基金法》等	√	
	券商资管	《证券法》		√
	基金资管	《基金法》	√	
	期货资管	《期货交易管理条例》	√	
	私募基金	《基金法》	√	
保监会	保险资管	《保险资金运用管理办法》		√

[18] 参见上海市第二中级人民法院(2010)沪二中民六(商)终字第 228 号民事判决书。

[19] 参见上海市第二中级人民法院(2010)沪二中民六(商)终字第 228 号民事判决书。



更为重要的是,我们认为,司法裁判在关注合同约定以外,应将视线延伸投向法定义务。因为合同约定义务有时并不完整,且《信托法》《基金法》中规定的法定义务不能通过约定让渡排除。具体如下:

①投资者适当性义务。尽管是通道业务,委托人大多为金融机构,但依然要对客户、投资标地进行适当性评估和匹配,并充分揭示投资标的的风险内容。

②直接发送投资指令义务。现实操作中,不少管理人转委托投资顾问发送投资指令。但我们认为,发送投资指令是资产管理的核心载体,该义务应系管理人勤勉尽责的“底线义务”。《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》等相关监管规范亦对此作了明确要求。一旦转委托,管理人就沦为彻底的“通道”,有构成“消极信托”的嫌疑。

③资金监管义务。主要包括财产隔离和动态管理两方面。一方面,应对信托财产或委托财产单独建账进行管理,以与管理人固有财产进行区分。另一方面,应动态监管资金流向,尽到专业金融机构的注意义务,并根据相关规定进行信息披露,以便于委托人及时了解资产运行现状。

④清算分配义务。清算分配是受益人获取利益的必经流程,因此管理人应当根据合同约定确定收益分配方案,及时、准确完成清算工作,向受益人分配收益。

如若违反上述义务,管理人应同样承担法律责任。特别是,在当前我国通道业务管理人大多无视谨慎投资义务的背景下,司法机关更应通过裁判引导和促进管理人重视法定义务,依法规范经营。

### 3. 资管新规可能给司法裁判带来的影响

“当事人的意思自由只是在国家设定的高低不同的栅栏中流动,私法自治的领域,事实上自始充满了各种国家强制。”<sup>[20]</sup>近期,国家强制又添重要砝码,中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局四部门联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《指导意

---

[20] 苏永钦:《私法自治中的国家强制》,中国法制出版社2005年版,第24页。

见》),首次在纸面上明令“禁止通道业务”,<sup>[21]</sup>引发社会关注。资管新规将给司法裁判带来怎样的影响值得研究。

### (1) 法院向监管机构看齐,穿透式认定合同效力

一般来说,法院重视合同自由,尊重意思自治,可能在监管机构看来是违规的,而法院却倾向于认可合同的效力。但近期下发的《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》体现了较大的态度转变,其第1条指出,“对以金融创新为名掩盖金融风险、规避金融监管、进行制度套利的金融违规行为,要以其实际构成的法律关系确定其效力和权利义务”。因此,在四部门联合发文逐步遏制通道的监管背景下,考虑到通道业务风险的外溢性和传导性,进而影响金融稳定,不排除法院会向监管机构看齐,通过社会学解释法适用《合同法》的“违反公共利益”条款认定合同无效。

### (2) 将资管产品统一认定为信托关系

《指导意见》的一个更早的草案中规定,资管产品的法律规范基础是信托法,但在此次发布中已将其删去。但无论如何,此次《指导意见》意味着资管产品将尝试统一监管规则。因此,有学者认为,不管该规范将来以什么样的面目出台,各类资管产品应该适用统一的法律规则,统一认定为信托关系。主要理由是:第一,资管产品属于“出表业务”,这意味着,资管业务的财产具有独立性,这符合信托财产的定义。第二,《指导意见》强调,要强力打破刚性兑付的“陋习”,与信托关系本质上属于一种权益性投资关系的特性是一致的。第三,各金融机构的监管部门出台的监管规范尽管存在细微差异,但这些法律构造的本质都属于信托关系。如果仅承认信托公司的信托产品可以适用信托法,而其他资管产品不适用信托法,就无法对本质上类似的投资者提供信托法所能提供的强大的救济,这是不公平的。<sup>[22]</sup>

### (3) 进一步明确管理人职责,民事责任审查趋严

此次《指导意见》明确了管理人的管理职责,并指出若金融机构未

[21] 此次《指导意见》主要禁止的是监管套利通道业务,有一定正当需求的通道业务不在此列。而且,基于务实考虑,允许一层嵌套。

[22] 赵廉慧:《非信托资管产品出现民事纠纷能否适用信托法?——简评所谓“五部委资管新规”》,载微信公众号“inlawweTrust”:<https://mp.weixin.qq.com/s/Dz6iW5BRNcwBvWRCYHniXw>,2018年6月20日访问。

按照诚实信用、勤勉尽责原则切实履行受托管理职责,造成投资者损失的,应当依法向投资者承担赔偿责任。从司法实践角度来说,金融监管部门的规范性文件可以作为确定管理人法定义务的重要参考。若认定为信托关系,管理人的民事责任将面临更加严格的司法审查,管理人不仅应按照信托法确立的标准履行管理义务,而且应对他人处理信托事务的行为承担责任。

## (二) 资管通道业务在监管视野下的管理责任

除《指导意见》之外,近期,证监会以“通道有风险,通道不免责”为主题,从不同角度总结了通道业务的具体特征和类型,并在通报两起案例的基础上,对通道业务管理人的责任进行了详细分析,形成了《机构监管情况通报》(以下简称《通报》),<sup>[23]</sup>具有很强的指导意义。尤其是在资管通道业务客户关系比较复杂,客户管理责任并不直接表现的背景下,该《通报》为管理人提供了明确的法律风险指引,对司法实践也带来重要的参考意义。

### 1. 明确通道业务判断标准,为确立诉讼主体提供基础

通道业务虽由来已久,但并非严谨的法律概念,没有统一定义。《通报》总结了通道业务的四大特征,有助于司法实践更好地判断案件是否涉及通道业务,更好地把握诉讼主体资格。若构成通道业务,考虑到管理人按照委托人的投资指令开展业务,即便第三人与委托人没有合同关系,亦可能将委托人视为受托人之一,应申请或应职权追加委托人成为共同被告。

### 2. 明确管理人四大义务,为识别审查抗辩权提供依据

此次《通报》明确了通道业务管理人应承担“保证主体适格义务”“合同约定义务”“诚信履行合同附随义务”“法定义务或者规定义务”四大义务,并关注到司法实践认为,“与普通投资者相比,专业投资机构在风险管理上更具优势”,应尽到更高的审慎注意义务。《通报》还重点强调了管理人的法定义务或监管义务。可以说,管理人是否勤勉尽责,上述“四大义务”及法定义务加“更高的审慎注意义务标准”也将成为司法实践重要的判断依据。

---

[23] 中国证监会证券基金机构监管部:《机构监管通报》2017年第11期。

### 3. 明确管理人三大责任,为归责原则提供标准

《通报》围绕管理人的“民事责任”“行政责任”“刑事责任”展开了具体分析,并提出民事责任多采用严格责任原则,行政责任多采用过错责任原则,管理人存在故意过错的,也应作为委托人或投资顾问的共犯或者从犯承担刑事责任,为司法实践提供了重要的参考意见。

#### (三) 证券公司在资管新规趋势下的现实选择

##### 1. 贯彻落实资管新规,以此避免合同无效

实务工作中,一方面,应审慎辨别监管套利的通道业务和有正当需求的通道业务,对新开展的通道义务进行合规性评估,逐步回归资产管理行业本源;另一方面,应切实履行资管新规对管理人职责的要求。除了份额登记、估值核算、违约追索等义务可以转委托外,结合《指导意见》与《通报》,管理人其他职责均属于不能让渡的法定义务。

##### 2. 合同安排应细致明确,以此避免实操障碍

目前,司法实践主要考察管理人合同约定义务是否履行到位,因此约定具体完备的合同条款,有助于缩小法官“自由裁量”范围,建立明确的合同履行预期。我们建议:(1)“投资执行流程”中可针对不同的投资品种,制作投资指令作为定向资产管理合同的附件。(2)“原状返还、分配条款”中,可从财产类型着手,详细设定各方当事人办理原状返还的所应履行的步骤、义务,并重点关注特殊法律问题,比如股权投资应关注公司法、公司章程等。(3)“免责条款”一般约定委托人自担投资风险,负责违约追索。但根据《合同法》第403条的规定,“委托人行使受托人对第三人的权利”的前置条件是“受托人应当向委托人披露第三人”,因此为了避免后续的违约追索争议,在约定“免责条款”的同时,受托人应在合同中披露第三人。(4)“风险揭示书”中应针对资管产品的特定风险进行充分揭示。(5)针对含有嵌套的通道业务,应审查上下游多份合同版本,防止嵌套引发的权责不明、收益分配无法衔接的法律风险。

##### 3. 明晰投资顾问职责,以此避免权责不清

对于投资顾问主导的通道业务,首先,管理人应在与委托人签订的合同里,明确管理人只要完成投资顾问的指令即为充分履行管理义务;其次,应向委托人披露投资顾问的投资业绩、资本规模等信息,并向委托人充分揭示风险;最后,管理人可与投资顾问签订合同,约定管理人与投

资顾问的权责分工、权利义务,并明确因投资顾问原因造成的损失,管理人有权向其追偿。

#### 4. 重点关注法定义务,以此避免履职不当

据我们了解,通道业务管理人都较为关注合同约定义务,但法定义务因未落实在纸面上,往往重视不足。在民事责任司法审查趋严的背景下,法定义务值得关注。在资管产品募集环节,应严格把控通道业务委托人适当性和客户准入标准,并尽到谨慎注意义务,避免法律文本用印等问题导致“合同诈骗”等刑事违法事件,从而触发民事责任;在运作环节,应严格执行交易指令,把握操作风险,如资金划转、资金头寸的监控、信息披露的及时性等;在清算环节,应逐步向净值化管理转型,并及时分配收益。

此外,在业务开展过程中,管理人应妥善保存能证明依法依约履行职责的文件、数据,并注意保留委托人实际主导资产管理的证据,以避免承担举证不能的不利后果。

(编辑:谢贵春)