

目 录

案例一	2
金融机构在诉讼中利用 APP 控制权强制缔结仲裁条款的效力认定	2
案例二	6
多层资管交易中，仲裁条款对非合同相对方不具有约束力	6
案例三	10
私募基金关联方作出保本保收益承诺的应认定无效	10
案例四	10
代销机构对投资者承担缔约过失责任的基本原理与认定路径	16
案例五	21
管理人未尽勤勉义务应向投资人承担相应赔偿责任	21
案例六	26
管理人应积极追讨底层资产维护投资者权益	26
案例七	31
基金退出阶段投资损失认定应结合清算进程判断	31

上海市虹口区人民法院涉资管纠纷审判典型案例

(2021 年-2026 年 6 月)

案例一

金融机构在诉讼中利用 APP 控制权强制缔结仲裁条款的效力认定

——方某诉某基金销售公司财产损害赔偿纠纷案

【裁判要旨】

基金销售机构于诉讼过程中，利用技术优势单方新增仲裁条款改变既有纠纷解决方式，并以“不同意即无法继续使用 APP”的方式强制投资人接受，此举违背仲裁自愿原则。在双方未就争议提交仲裁达成合意的情况下，该强制缔约的仲裁条款对投资人不具有约束力。

【基本事实】

2015 年 12 月，方某经某基金销售公司业务员线下推介认购了 100 万元基金产品，然双方未签订任何书面协议。后该产品持续亏损，方某于 2024 年 12 月赎回时，累计亏损近 38 万元。方某认为，某基金销售公司在推荐产品过程中未履行适当性义务，应对其损失承担责任，故诉至法院。

首次开庭前，某基金销售公司提出主管异议，主张双方已达成仲裁协议，本案应提交某仲裁委员会仲裁。理由为：2025 年 10 月 9 日，方某登陆某基金销售公司旗下 APP，阅读、确认并在

线签署了包含“仲裁协议”的《法律适用和争议解决》《平台服务协议》《投资人权益须知》《隐私政策》和《服务协议条款》，系列协议中的“仲裁条款”明确约定，用户与某基金销售公司之间的法律关系及其效力、履行、解释等发生争议，应提交某仲裁委员会仲裁。该仲裁条款效力溯及既往，且已通过下划线、加粗、标黄等方式予以强调，该仲裁条款对方某具有法律约束力。方某则表示，其系 84 岁老人，未曾阅看或确认上述协议。在开庭前，为查看产品最新清算情况，委托他人再次登录 APP，若有点击也是误点，实际并未查看系列协议具体内容。某基金销售公司利用技术手段推送协议，并设置“不同意即退出”的程序系强制缔约，不应产生法律效力。本案于 2025 年 9 月在法院立案，原告不可能在审理中又与被告协议变更主管。

【裁判结果】

上海市虹口区人民法院一审裁定：驳回某基金销售公司对本案提出的主管异议。某基金销售公司不服一审裁定，提起上诉。上海金融法院二审维持原裁定。

【裁判理由】

本案争议焦点在于，金融机构于诉讼中依托 APP 技术控制权强制缔结的仲裁条款，能否对投资者产生法律约束力。法院经审理认为，争议由仲裁主管应以各方当事人之间存在有效的仲裁协议为前提。某基金销售公司通过 APP 向用户提供系列协议，其虽

以弹窗方式提示用户阅读协议内容，并以加粗方式显示仲裁条款，但页面仅设置“同意并签署”“不同意并退出”两个选项，用户如不同意协议内容，则无法继续使用 APP。该签署方式具有强制性，违背了仲裁自愿原则。方某购买、赎回案涉基金产品，提起诉讼等行为均发生于 APP 上线系列协议之前；即便方某仅查看案涉基金产品信息，亦须在 APP 上点选“同意并签署”系列协议方可使用 APP。因此，现有证据无法证明方某具有通过仲裁解决本案争议的真实意思表示。在双方当事人未就本案争议提交仲裁解决达成合意的情况下，该仲裁协议对方某不具有约束力，本案争议应通过诉讼方式解决。

【裁判意义】

本案是数字金融场景下保护金融消费者程序选择权与维权救济权的代表性案例。金融机构在投资人提起诉讼后，出于规避法院管辖的目的，凭借自身 APP 后台技术管控优势，单方面更新服务协议增设仲裁条款，以不同意条款就无法正常使用应用程序的方式，迫使投资人被动确认缔约，严重侵害金融消费者自主选择纠纷解决途径的合法权益。

对此，法院坚持差异化保护金融消费者的裁判导向，严格适用仲裁自愿基本原则，对线上电子缔约行为开展穿透式实质审查，并未仅凭线上点击确认的外在形式认定仲裁协议有效，最终认定案涉仲裁条款欠缺双方真实合意，无法约束投资人。本案清晰划

定了线上电子仲裁条款的生效边界，有力遏制金融机构利用技术优势恶意变更争议解决规则、规避司法管辖的不当行为，牢牢守住消费者意思自治的法律底线，同时为同类线上金融纠纷确立统一裁判尺度，倒逼金融机构规范线上协议修订流程，对强化金融消费者权益司法保障、净化线上金融消费环境有重要意义。

案例二

多层资管交易中，仲裁条款对非合同相对方不具有约束力

——何某诉某资产管理公司、某投资管理公司侵权责任纠纷 管辖权异议案

【裁判要旨】

资管产品交易结构中，投资者、资产管理人、托管人、底层合伙企业普通合伙人、项目公司等主体之间往往形成多层法律关系，并分别签署不同合同。仲裁协议具有相对性，原则上仅约束达成仲裁合意的合同当事人。投资者认购资管计划并与资产管理人签署资管合同，资产管理人代表资管计划与底层合伙企业普通合伙人签署合伙协议，即使相关合同之间具有交易关联，也不当然意味着投资者与底层普通合伙人之间成立仲裁协议。投资者并非底层合伙协议当事人，亦未与底层普通合伙人另行达成仲裁合意的，底层普通合伙人以合伙协议仲裁条款主张法院无管辖权的，人民法院不予支持。

【基本事实】

2016 年 1 月，何某与某资产管理公司、某证券公司签署某专项资产管理计划资产管理合同，认购金额 110 万元。案涉资管计划由某资产管理公司担任管理人，某证券公司担任托管人及销售方。后某资产管理公司代表案涉资管计划作为有限合伙人，与

某投资管理公司等主体签署合伙协议，某投资管理公司担任底层有限合伙企业的普通合伙人及执行事务合伙人。

案涉资管计划到期后进入清算。何某陆续收到清算款后，仍产生本金损失。何某认为，某资产管理公司、某投资管理公司在资管计划投资运作过程中，将资管资金投向多家不符合合同约定“拟上市公司”条件的企业，违反资管合同、合伙协议关于投资范围的约定，且二者同为投资决策委员会成员，对相关投资项目作出一致同意决议，未尽合理审查和勤勉尽责义务，导致其投资目的落空、投资风险扩大并产生损失。何某遂以侵权责任为由诉至法院，要求某资产管理公司、某投资管理公司连带赔偿投资本金损失。

某投资管理公司在提交答辩状期间提出管辖权异议，认为何某主张其作为底层有限合伙企业执行事务合伙人未履行合伙协议项下勤勉尽责义务，纠纷实质来源于合伙协议。合伙协议约定，合伙人履行合伙协议发生争议的，可以向中国国际经济贸易仲裁委员会申请仲裁。某投资管理公司据此主张，某资产管理公司系代表资管计划签署合伙协议，该仲裁条款应约束资管计划及其投资人，故何某与某投资管理公司之间存在有效仲裁约定，本案应通过仲裁解决，法院应驳回起诉。

【裁判结果】

上海市虹口区人民法院作出裁定：驳回某投资管理公司提出

的管辖权异议。被告某投资管理公司不服，提起上诉。上海金融法院作出裁定：驳回上诉，维持原裁定。

【裁判理由】

法院认为，本案系何某以侵权责任为请求权基础提起的诉讼。根据民事诉讼法规定，因侵权行为提起的诉讼，由侵权行为地或者被告住所地人民法院管辖。案涉被告之一某资产管理公司的住所地位于受诉法院辖区，故受诉法院对本案依法具有管辖权。

关于某投资管理公司提出的管辖权异议，法院认为，案涉合伙协议中虽约定了仲裁条款，但该协议系某资产管理公司代表资管计划与某投资管理公司等主体签署，何某并非该合伙协议的当事人。仲裁协议属于当事人之间排除法院主管、选择仲裁方式解决纠纷的特别约定，应以当事人之间存在明确仲裁合意为前提。非合同当事人原则上不受合同中仲裁条款约束。

【裁判意义】

本案系资管产品多层交易结构中仲裁条款效力边界认定的典型案例。资管纠纷通常涉及多个主体和多层合同安排，投资者、管理人、托管人、销售机构、底层合伙企业、普通合伙人、项目公司之间可能分别形成资产管理合同、托管合同、合伙协议、投资协议等不同法律关系。各合同之间虽具有交易目的上的关联，但并不当然突破合同相对性。

本案对于涉资管纠纷程序审查具有规范意义。一方面，有助

于防止底层交易主体借由底层合同仲裁条款，不当排除投资者依法向法院起诉的权利；另一方面，也提示资管产品各参与主体在设计交易文件时，应当明确争议解决条款的适用主体、适用范围及是否延伸至投资者、受益人等相关主体。若拟使特定仲裁条款约束投资者，应通过合同文本、签署安排或者其他明确方式取得投资者仲裁合意。

案例三

私募基金关联方作出保本保收益承诺的应认定无效

——李某诉某投资管理公司、某发展公司合同纠纷案

【裁判要旨】

私募基金管理人及其控股股东、实际控制人、关联方不得通过担保协议、承诺函等方式向投资者承诺投资本金不受损失或者保证固定收益。基金管理人控股股东在基金募集阶段为基金投资本金及固定收益提供不可撤销连带责任担保的，本质上属于保本保收益和刚性兑付安排，违背私募基金“利益共享、风险共担”的基本原则，损害金融市场风险防范秩序，应依法认定无效。

【基本事实】

2018 年 1 月，李某与某投资管理公司、某银行签署某私募基金基金合同及补充协议，认购基金份额 500 万元。案涉基金由某投资管理公司担任基金管理人，某银行担任托管人，基金主要投资于拥有核心技术或者创新经营模式的高成长型未上市企业股权。基金合同及风险揭示书载明，基金管理人承诺投资本金不受损失，也不保证取得最低收益，投资者应自行承担私募基金投资风险。

同日，各方签署补充协议，对基金投资范围及业绩报酬等内容作出调整，约定基金业绩比较基准为 9.5%/年，并特别提示该

业绩比较基准并非最终收益率，基金实际收益率以实际运作情况为准。

案涉基金募集阶段，某发展公司作为某投资管理公司的控股股东，与某投资管理公司签署《担保协议》，并出具《承诺函》。相关文件载明，某发展公司愿为案涉基金投资本金及收益提供不可撤销的无限连带责任担保，约定2年以下期限收益为年化单利9%/年，2年及以上期限收益为年化单利9.5%/年；如基金亏损或收益未达到约定标准，某发展公司应补足投资本金及收益。某发展公司还形成股东会决议，同意对案涉基金本金及收益提供保底担保。

基金存续期间，某投资管理公司陆续对外投资。后基金到期并进入清算程序，截至判决前，李某共收到清算款约138万元，尚有大额投资本金未能收回。李某认为，某投资管理公司未履行投资者适当性义务，存在信息披露不充分、超越合同约定投资范围、未勤勉尽责管理基金财产等违约行为；某发展公司曾为案涉基金本金及收益提供保底担保，亦应承担责任，遂诉至法院，要求某投资管理公司赔偿投资损失，并要求某发展公司承担连带责任。

【裁判结果】

上海市虹口区人民法院一审判决：一、被告某投资管理公司于本判决生效之日起十日内赔偿原告李某投资款损失

3,622,757.52 元（若原告在清算过程中再获清偿，则该清偿款应在前述赔偿金额中予以扣除）；二、被告某发展公司对被告某投资管理公司第一项付款义务承担连带赔偿责任；三、驳回原告其他诉讼请求。判决后，被告某投资管理公司不服，提起上诉。上海金融法院二审判决：驳回上诉，维持原判。

【裁判理由】

法院认为，案涉基金合同及补充协议系各方真实意思表示，除保底刚兑安排外，合同内容不违反法律、行政法规的强制性规定，依法有效。某投资管理公司作为私募基金管理人，应当履行投资者适当性义务、信息披露义务，并按照合同约定的投资范围及诚实信用、谨慎勤勉原则管理和运用基金财产。

关于管理人责任，法院认为，某投资管理公司未能提供充分证据证明其在销售基金时对投资者风险识别能力、风险承担能力及产品风险等级进行了有效评估和匹配，不能仅以风险揭示书、合格投资者确认书等概括性文件证明其已履行适当性义务。“买者自负”应以“卖者尽责”为前提，在管理人未能证明其已履行适当性义务的情况下，投资者签署自担风险文件不能成为管理人免责依据。

同时，某投资管理公司在信息披露及投资管理中亦存在违约行为。其未按合同约定充分披露基金净值报告等信息，部分年报、半年报披露的投资时间、投资金额与实际情况不一致；监管部门

亦曾就其未按合同约定披露可能影响投资者合法权益的重大信息等问题予以警示。此外，案涉基金通过相关主体间接投资上市公司股权，与合同约定投资高成长型未上市企业股权的投资范围不符。法院认为，投资范围审查应穿透投资层级，以实际投资标的判断，不能允许管理人通过转投资方式规避合同约定的投资限制。某投资管理公司超越合同约定投资范围，未尽勤勉管理义务，应对投资者损失承担赔偿责任。

关于保底约定效力，法院认为，某发展公司虽非案涉基金管理人或销售方，但其系基金管理人的控股股东，与基金管理人存在密切关联关系。某发展公司在案涉基金募集阶段，通过《担保协议》《承诺函》等形式承诺为基金投资本金及固定收益提供无限连带责任担保，该承诺主要指向基金投资风险分配，意在使投资者不承担基金未来收益不足或本金损失风险。基金管理人亦存在借该保底承诺吸引投资者的可能。私募基金投资应遵循“利益共享、风险共担”原则，投资者应依法自行承担投资风险。基金管理人关联方在基金募集阶段对投资本金及固定收益作出保底担保，本质上属于变相保本保收益和刚性兑付安排，有意规避监管要求，破坏金融市场风险定价和风险分担机制，不利于金融风险防范，有损社会公共利益。因此，某投资管理公司与某发展公司之间关于案涉基金本金及收益保底担保的协议安排应认定无效，某发展公司不应依保底约定承担担保责任。

但是，保底约定无效并不意味着出具保底承诺的主体无须承担任何责任。案涉《担保协议》《承诺函》虽由某投资管理公司与某发展公司之间形成，但其实际面向的是案涉基金投资者，目的在于增强投资者对基金本金及收益安全性的信赖。李某在一定程度上受该增信安排影响而购买案涉基金，且已对某发展公司作出保底担保的股东会决议等材料尽到必要审查义务，在保底安排无效的合同效力认定中并无过错。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉时间效力的若干规定》第一条第二款、《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》第七条，主合同有效而担保合同无效时，债权人无过错的，因担保人的无效担保行为造成主合同债权人损失的，担保人应根据其过错与债务人承担连带赔偿责任。某发展公司虽不承担有效担保责任，但应就保底安排无效造成的投资者经济损失承担相应赔偿责任。

综合某投资管理公司在基金销售、信息披露、投资管理中的过错，以及李某已收到的清算款情况，法院认定某投资管理公司应赔偿李某尚未收回的投资本金损失 3,622,757.52 元。某发展公司作为出具保底承诺的关联方，对上述付款义务承担连带赔偿责任。李某主张的其他损失，法院不予支持。若李某在后续清算过程中再获清偿，应在赔偿金额中予以扣除。

【裁判意义】

本案系私募基金保底承诺效力认定的典型案例。裁判明确，私募基金管理人及其控股股东、实际控制人、关联方不得通过担保协议、承诺函、差额补足等方式承诺投资本金不受损失或者保证固定收益。此类安排虽然形式上可能表现为第三方担保或关联方增信，但实质上改变了私募基金风险自担的基本属性，属于刚性兑付安排，应依法认定无效。

本案同时明确，保底约定无效不等于出具保底承诺的主体当然免责。若关联方在基金募集阶段出具保本保收益承诺，足以影响投资者投资判断，并使投资者基于该增信安排形成合理信赖，在投资者自身无过错的情况下，出具保底承诺的主体应对因无效保底安排造成的损失承担相应赔偿责任。本案裁判既否定刚性兑付安排的效力，又避免相关主体借“保底无效”逃避其不当增信行为所引发的责任。

案例四

代销机构对投资者承担缔约过失责任的基本原理与认定路径

——李某诉上海某投资管理公司、某基金销售公司缔约过失 责任纠纷案

【裁判要旨】

代销机构非基金合同的当事一方，但基于其在推介销售过程中所负的投资适当性义务及与投资者间形成的特定信赖关系，对于基金合同签订具有重大影响，在此情形下可突破基金合同相对性由代销机构对投资者承担缔约过失责任。代销机构在募集销售阶段负有投资者适当性义务，即必须履行了解客户、了解产品、将适当的产品推介给适合的金融消费者等义务。前述义务构成基金合同法律关系项下的先合同义务。若代销机构未能完全履行适当性义务或告知说明义务，令投资者未能充分认知基金风险，且对造成投资者损失具有因果关系的，代销机构应承担相应的缔约过失责任。

【基本案情】

被告某基金销售公司具备基金销售业务资格，与第三人广州基某公司签订《代销协议》，受托销售第三人发行管理的私募基金产品。被告上海某投资管理公司不具备基金销售业务资格。

2017年11月24日，被告上海某投资管理公司员工周某某

通过微信向原告发送《某平台投资建议书》《某平台的小问题清单》、收益保障内容截图，后又发送《募集说明书》《基某资本过往业绩介绍》。其中《某平台投资建议书》载明：此次是以基某投资人的身份认购标的企业 IPO 份额……收益补偿机制：标的如出现 6 个月 IPO 失败的情况，基某作为管理人会以费后 6%/年（6 个月 3%）兜底，条款会以底层协议或者补充协议的方式进行担保，不会出现在合同里……该建议书未标明出处，亦无任何签章。《募集说明书》载明基金投向为“认购纳斯达克中概股 IPO 份额”，但通篇未记载基金投向为某平台。

2017 年 11 月 28 日，原告与第三人广州基某公司、案外人国某公司签订《基金合同》。同日，原告与第三人广州基某公司签订《补充协议》，该协议载明：本基金与标的企业股东达成协议，自基金成立日起 12 个月内，如标的企业不能完成 IPO，则中国某基金管理有限公司（担保方）自标的企业于约定期限内未能完成 IPO 之日起 1 个月内，由担保方以基金年化 6%的净收益对基金予以现金补偿……协议落款处加盖第三人公章。同日，原告支付投资款 100 万元，另支付认购费 1 万元。中国证券投资基金业协会私募基金公示信息显示，案涉私募基金成立于 2017 年 12 月 5 日，备案时间为 2017 年 12 月 8 日。

2019 年 11 月 8 日，第三人广州基某公司发布《基金提前终止并启动首次基金分配公告》。原告分别于 2019 年 12 月 9 日、

2020 年 12 月 2 日、2021 年 3 月 31 日收到分配款项 181,802.34 元、39,975.61 元、42,670.27 元，合计 264,448.22 元。

另查明，中国证券监督管理委员会广东监管局出具《行政处罚决定书》，认定管理人广州基某公司有关违法的主要事实包括：

（1）基金产品信息披露存在虚假记载，涉及 35 只基金，包括东方价值基金五号等；（2）挪用基金财产；（3）与投资者签订补充协议，约定由其境外关联方中国某基金管理有限公司作为担保人，以基金年化率的净收益对基金予以现金补偿，实际构成向投资者承诺最低收益，所涉 12 只基金产品包括案涉基金。

【裁判结果】

上海市虹口区人民法院一审判决：一、被告上海某投资管理公司、被告某基金销售公司于本判决生效之日起十日内共同赔偿原告李某损失 147,110.36 元；二、驳回原告的其余诉讼请求。宣判后，二被告不服，提起上诉。上海金融法院二审判决：准许上诉人某基金销售公司、上海某投资管理公司撤回上诉。一审判决自本裁定书送达之日起发生法律效力。

【裁判理由】

缔约过失责任是指当事人在订立合同过程中违反合理磋商、信息披露等诚实信用义务，致使相关方信赖利益受损，而应承担的法定责任。1999 年《合同法》第四十二条规定的承担缔约过失责任的主体为订立合同中的当事人，并未严格限于合同签署各

方。可视为留有由第三人承担缔约过失责任的空间。同时，现行法律并未将缔约过失责任局限于合同无效、被撤销的情形，在合同生效情形下，若当事人在先合同阶段存在违反诚信义务等行为，亦存在承担赔偿责任的可能。本案中，基金管理人委托第三方代销，管理人、代销主体与投资者形成三方关系，其中代销主体受托对投资者进行推介销售，以促成投资者与管理人签订基金合同。代销机构虽非基金合同的当事方，但基于其在推介销售过程中所负的投资者适当性义务及与投资者间形成的特定信赖关系，对于合同签订具有重大影响，此情形下可突破基金合同相对性由代销方对投资者承担缔约过失责任。综上，原告的请求权基础可以成立。两被告作为金融产品销售者在募集阶段的推介行为及告知说明义务的履行均有所不当，使得原告未能充分认知基金风险，影响原告投资判断。故两被告瑕疵推介销售行为与原告损失之间具有法律上的因果关系。截至本案判决前，原告未基于《基金合同》的仲裁条款约定向管理人提出仲裁申请主张责任，管理人在产品缔约、履约和退出阶段的履职情况尚未查明，管理人是否应对投资者亏损承担责任及责任比例尚无法确定，但不影响投资者就募集销售阶段代销主体的过错先行向代销方主张赔偿责任。如前所述，案涉基金虽存在未清算财产，但投资者损失已然发生。基于投资者权益保护之目的以及避免因资产清算过程延宕而造成投资者损失进一步扩大，法院认为，两被告应对原告损失先行赔付。截至本案判决前，原告获得三次清算分配金额合计 264,448.22

元，亏损金额为 735,551.78 元。法院综合考虑募集销售阶段两被告作为共同代销主体存在的过错行为、程度及与原告损失之间的关联度等因素，以及原告自身责任，酌定两被告共同赔偿原告损失 735,551.78 元的 20%，即 147,110.36 元。两被告先行赔偿后，若案涉基金发生后续清算，所收回款项的 20% 部分应当支付至两被告。原告主张利息损失，并无依据，法院不予支持。

【裁判意义】

本案明确了代销机构虽非基金合同当事人，但其在基金募集销售过程中实际参与产品推介、风险揭示和投资者适当性审查，并对投资者缔约判断产生重要影响的，其与投资者之间已形成特定信赖关系，应基于先合同义务承担相应责任，不能仅以基金合同由管理人与投资者签订为由免除责任。本案对于厘清基金管理人与代销机构之间的责任边界、强化销售机构责任意识具有积极意义。

同时，本案对代销机构审慎开展销售活动提出了明确要求。代销机构作为专业金融机构，不得对管理人提供的产品材料、收益表述和风险信息进行简单转发或者机械依赖，而应结合自身专业能力进行必要的审核、判断和风险提示，确保向投资者提供真实、准确、完整的产品信息。对于存在夸大收益、弱化风险等情形的推介材料，代销机构未尽到合理审查和告知说明义务的，应依法承担相应责任，从而推动基金销售机构将适当性义务落实到销售全过程。

案例五

管理人未尽勤勉义务应向投资人承担相应赔偿责任

——王某诉某资产管理公司、某证券公司、某投资管理公司

侵权责任纠纷案

【裁判要旨】

资产管理人受托管理资管计划财产，应当严格依照法律规定和资产管理合同约定，履行诚实信用、谨慎勤勉、有效管理义务。资管计划合同对投资范围、投资限制和投资策略作出明确约定的，资产管理人及实际参与投资管理的相关主体应当围绕约定投资方向开展尽职调查、项目筛选和投资决策，不得偏离合同约定投资范围。因管理人及相关投资管理主体未充分履行审慎调查和勤勉管理义务，导致资管资金投向不符合合同约定并造成投资者损失的，应结合其过错程度、损失形成原因及正常市场风险等因素，依法承担相应赔偿责任。

【基本事实】

2015 年 12 月至 2016 年 1 月，王某与某资产管理公司、某证券公司签署某专项资产管理计划资产管理合同，并认购该资管计划份额，投资金额合计 404 万元。合同约定，该资管计划主要投资于由某投资管理公司担任普通合伙人及执行事务合伙人的有限合伙企业份额，该有限合伙企业主要投资于新三板挂牌公司

股票及拟上市公司股权等。

案涉资管合同同时约定，某资产管理公司作为资产管理人，应当以诚实信用、勤勉尽责原则管理和运用资管计划财产，并对相关交易主体和资产进行全面尽职调查，形成书面工作底稿并制作尽职调查报告。合同亦载明，案涉资管计划具有高风险、高收益特征，资产管理人不保证资管计划本金和投资收益，投资者存在损失全部或部分委托财产的可能。

案涉资管计划到期后进入清算程序，至 2021 年 2 月完成清算。清算期间，王某共收到清算款约 224 万元，产生本金损失 1,756,778.21 元。王某认为，某资产管理公司作为资管计划管理人、某投资管理公司作为相关有限合伙企业的普通合伙人及执行事务合伙人，在投资管理过程中未按合同约定范围审慎投资，未履行尽职调查和勤勉管理义务，导致资管计划产生损失，遂诉至法院，要求相关主体赔偿投资本金损失及按年化 50%计算的收益损失。

【裁判结果】

上海市虹口区人民法院一审判决：一、被告某资产管理公司、某投资管理公司于本判决生效之日起十日内连带赔偿王某投资款本金损失 1,168,398.07 元；二、驳回王某的其余诉讼请求。判决后，王某、某投资管理公司不服，提起上诉。上海金融法院二审判决：驳回上诉，维持原判。王某、某投资管理公司不服二

审判决向上海市高级人民法院申请再审，上海市高级人民法院裁定：驳回王某、某投资管理公司再审申请。

【裁判理由】

法院认为，本案审查重点在于资管计划成立后，资产管理人及相关投资管理主体是否依约履行投资管理职责，以及其行为与投资者损失之间是否具有因果关系。

资管计划合同对投资范围、投资限制和投资策略作出明确约定，是管理人管理运用资管计划财产的重要依据，也是投资者判断产品风险收益特征的重要基础。案涉资管计划合同约定，有限合伙企业主要投资于新三板挂牌公司股票及拟上市公司股权等。某资产管理公司作为资管计划管理人，应当围绕上述约定投资范围，对投资标的、交易结构、底层资产及相关交易主体开展审慎调查，确保资管资金投向符合合同约定。某投资管理公司作为相关有限合伙企业的普通合伙人及执行事务合伙人，实际参与底层投资安排和项目运作管理，亦应依法依约履行审慎投资和勤勉管理职责。

投资的项目公司是否为拟上市公司，应尊重基金管理人的专业判断，但也须基于一定的客观事实，以充分说明项目公司有上市的意愿及条件可能，并为此进行内部决议，已进入实质计划、调查和推进阶段。法院认为，案涉四家项目公司在投资之初均难以认定为拟上市公司。某投资管理公司提交的四家项目公司的分

析报告系自行制作，虽然内容详尽、表述清晰，但均没有相关事实与证据予以佐证，且缺乏关于公司拟上市的股东会或董事会决议。此外，案涉四家项目公司在计划进入清算阶段评估时资产总值大幅缩水，同时出现前后高估低值情况，也很难说明前期投资决策时基于理性和专业的判断。

某投资管理公司向投决会提交了未经充分调查、取证的分析报告，作为投决会成员的某资产管理公司对于某投资管理公司提交的分析报告也未按照《资管合同》约定对相关交易主体和资产进行全面尽职调查、论证并制作尽职调查报告，并在投决会上全部投了赞成票，致使四个项目投资成功，最终造成投资者损失，应认定某资产管理公司、某投资管理公司未尽勤勉尽责义务。上述行为与投资者本金损失之间具有法律上的因果关系，且某资产管理公司、某投资管理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。

【裁判意义】

本案系资管计划投资管理阶段因资产管理人及相关投资管理主体未依约履职而承担赔偿责任的典型案例。资管计划成立后，管理人的职责并不止于形式上完成产品设立和资金募集，更在于依照合同约定和受托管理职责，审慎开展投资决策、项目筛选、尽职调查、投后管理和风险控制。投资范围、投资限制和投资策

略是资管合同的核心内容，管理人不得任意偏离。

本案裁判明确，资管产品具有投资风险，并不意味着管理人可以放松受托管理义务。资产管理人负有忠实、谨慎、勤勉、有效管理资管计划财产的职责。对于合同约定的投资标的和投资范围，管理人应当进行实质审查，而不能仅作形式判断。实际参与底层投资安排和项目运作管理的主体，也应根据其身份、职责和参与程度承担相应管理责任。因未尽职责导致资管资金投向偏离合同约定并造成投资者损失的，应依法承担赔偿责任。

本案对于规范资管机构投后管理、强化投资范围约束和尽职调查义务具有警示意义。资管机构应将勤勉尽责贯穿产品投资、管理、退出、清算全过程，建立健全投资决策、底层资产审查、交易文件审核、投后跟踪和风险处置机制，确保资管资金投向符合合同约定和监管要求，切实维护投资者合法权益。

案例六

管理人应积极追讨底层资产维护投资者权益

——某资产管理公司诉某供应链公司、某集团公司、某控股 公司买卖合同纠纷案

【裁判要旨】

资产支持专项计划管理人依法设立并管理专项计划，受让基础资产后，有权代表专项计划向底层债务人、共同债务人及相关增信主体主张权利。底层应收账款债务人已确认基础交易真实、合法、有效，并承诺按期清偿应收账款；共同债务人亦出具付款确认文件，同意对专项计划项下应收账款承担到期付款义务的，在债务到期且未按约履行时，专项计划管理人有权代表专项计划提起诉讼，要求相关主体承担清偿责任。管理人通过召开资产支持证券持有人会议、推动展期安排、发送催告函、提起诉讼等方式积极追讨底层资产的，体现了其对专项计划基础资产的管理和维护职责。

【基本事实】

某资产管理公司作为计划管理人，设立并管理某供应链第1期资产支持专项计划。该专项计划以应收账款为基础资产，案外保理公司先行受让案外供应商对某供应链公司享有的应收账款债权，后又将相关应收账款作为基础资产转让给某资产管理公司

管理的专项计划。案涉应收账款金额为 23,633,703.29 元。应收账款转让过程中，某供应链公司作为底层债务人出具应收账款转让通知书回执及买方确认函，确认案涉应收账款债权真实、合法、有效，基础交易合同已经适当履行，其对该等应收账款负有确定、不可撤销的付款义务，不享有抵销、扣减或者商业纠纷抗辩。某集团公司亦向保理公司及某资产管理公司出具付款确认书，确认作为共同债务人对案涉应收账款承担到期付款义务，并承诺不以任何理由抗辩。

专项计划设立后，案涉应收账款原定于 2022 年 4 月 1 日到期。因某集团公司申请展期，专项计划召开资产支持证券持有人会议，审议通过展期及分期付款安排。后某集团公司再次申请变更兑付方案，专项计划持有人会议再次审议通过相关议案，同意其支付部分款项后将其余应收账款继续展期，并约定如未能按期支付约定款项，则应提前清偿全部应收账款。同时，某控股公司与某资产管理公司签署担保协议，承诺为专项计划债务人对专项计划项下应收账款支付清偿义务提供连带责任保证。后某集团公司未能按约于 2024 年 4 月 22 日前支付 300 万元应收账款，触发提前清偿安排。某资产管理公司作为专项计划管理人，分别向某供应链公司、某集团公司、某控股公司发送催告函，要求底层债务人及共同债务人履行付款义务，并要求某控股公司承担担保责任。相关主体未按约履行后，某资产管理公司代表专项计划诉至

法院，请求判令某供应链公司、某集团公司共同支付采购款23,633,703.29元及资金占用利息，并要求某控股公司承担连带保证责任。

【裁判结果】

上海市虹口区人民法院一审判决：一、被告某供应链公司、某集团公司于本判决生效之日起十日内共同支付原告某资产管理公司采购款23,633,703.29元，及以23,633,703.29元为基数，自2024年4月23日起至实际支付之日止，按同期中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布的一年期贷款市场报价利率计算的资金占用利息；二、被告某控股公司以上述第一项判决主文所确定的付款义务中不能清偿部分的二分之一为限向原告某资产管理公司承担赔偿责任；三、驳回某资产管理公司的其余诉讼请求。判决后，当事人均未上诉。

【裁判理由】

法院认为，案涉购销合同不违反法律、行政法规的强制性规定，合法有效。某供应链公司作为买方，应承担合同项下货款支付义务。案涉应收账款经转让并最终进入专项计划后，某资产管理公司作为专项计划管理人，有权代表专项计划向相关债务人主张权利。

关于某集团公司的责任，某集团公司自愿出具付款确认书，明确表示与底层债务人共同承担案涉应收账款债务，具有债务加

入的意思表示。某集团公司亦就该债务加入行为作出有效公司决议，故其应与某供应链公司共同向专项计划承担货款支付义务。某供应链公司和某集团公司确认基础交易真实、债务确定且不以商业纠纷等理由抗辩，在债务到期后未按约清偿的，应依法承担付款责任。

关于债务到期及资金占用利息，案涉应收账款原已到期，后经某集团公司申请并经资产支持证券持有人会议审议通过，双方先后达成展期及附条件展期安排。根据变更后的约定，某集团公司未能于2024年4月22日前支付300万元的，某资产管理公司有权要求债务人于2024年4月23日支付全部应收账款。某资产管理公司主张自2024年4月23日起按照一年期贷款市场报价利率计算资金占用利息，未超出基础交易合同约定，具有事实和法律依据，法院予以支持。

【裁判意义】

本案系资产支持专项计划管理人积极履行管理职责、代表专项计划追讨底层基础资产的典型案例。资产证券化业务中，基础资产能否顺利回款直接关系到专项计划投资者权益实现。专项计划管理人作为计划管理和权利行使主体，应当持续关注底层资产履约状态，在债务人出现流动性困难、申请展期或发生违约风险时，及时通过持有人会议、展期安排、增信措施、催收追讨和诉讼维权等方式维护专项计划利益。

本案裁判体现了对管理人依法履职行为的支持。某资产管理公司在底层债务人未能按期履约后，并非消极等待风险自然暴露，而是依据专项计划文件和持有人会议决议推动展期安排，要求增加担保措施，并在展期条件未能成就后及时发送催告函、提起诉讼，向底层债务人、共同债务人及相关担保主体主张权利。

案例七

基金退出阶段投资损失认定应结合清算进程判断

——陈某诉某基金销售公司、某财富管理公司财产损害赔偿 纠纷案

【裁判要旨】

私募股权投资基金通常具有投资周期长、退出方式复杂、收益实现具有不确定性等特点。基金合同约定管理人可根据基金运作情况延长存续期限，案涉基金尚处于存续及退出过程中，底层项目正在通过债务重组等方式持续回款并已向投资者进行部分现金分配的，不能仅因基金延期、收益未达预期或者暂未足额兑付，即认定投资损失已经实际发生。投资者主张销售机构赔偿投资本金及利息损失的，应当以损失实际发生且金额能够确定为前提。投资损失尚未确定的，投资者赔偿请求缺乏事实基础，人民法院不予支持。

【基本事实】

2020年9月，陈某通过某基金销售公司APP购买某私募股权投资基金，投资金额300万元。案涉基金主要投资于未上市企业股权，基金合同约定预计存续期限为5年，同时约定管理人可根据基金实际运作情况提前结束或延长基金期限。基金合同及相关风险揭示文件均提示，私募基金投资具有市场风险、信用风险、

流动性风险、退出风险等，基金管理人及销售机构不保证基金一定盈利，也不保证本金不受损失。

购买案涉基金前，陈某已在线完成投资者风险问卷调查，测评结果为进取型，可匹配高风险及以下等级产品。案涉基金风险等级为高风险。购买过程中，某基金销售公司向陈某出具《高风险警示函》，陈某同时签署《投资者确认书》《私募基金风险揭示书》《基金合同》等文件。

后案涉基金所投资项目进入债务重组程序。基金管理人根据底层项目重组和回款安排发布延长存续期限公告，将基金存续期延长至2030年9月25日。基金存续期间，底层项目已陆续回款，基金亦向陈某进行部分现金分配。陈某认为，案涉基金未按其预期实现退出，某基金销售公司在销售过程中存在违规推介、承诺固定收益、未充分揭示风险等情形，导致其产生投资损失，遂诉至法院，要求某基金销售公司赔偿投资本金300万元及利息损失，并要求某财富管理公司承担连带责任。

【裁判结果】

上海市虹口区人民法院一审判决：驳回陈某的全部诉讼请求。判决后，原告陈某不服，提起上诉。上海金融法院二审判决：驳回上诉，维持原判。

【裁判理由】

法院认为，本案核心争议在于案涉基金退出尚未完成情况下，

陈某主张的投资损失是否已经实际发生并能够确定。

案涉基金系私募股权投资基金，主要投资于未上市企业股权。该类基金不同于固定期限、固定收益类产品，其投资收益通常依赖于底层企业经营、股权增值、项目退出、清算分配等多个环节，具有较强的不确定性。基金合同已明确约定预计存续期限，并赋予管理人根据基金实际运作情况延长基金期限的权利。因此，基金延期本身并不当然等同于基金违约或者投资损失已经形成。

从案涉基金实际运作情况看，基金管理人已根据底层项目债务重组情况发布延长存续期限公告，案涉基金仍处于存续及退出过程中。基金所投资项目虽出现阶段性风险，但底层项目正在通过债务重组等方式持续清偿，基金亦已收到部分回款并向陈某进行现金分配。现有证据不足以证明案涉基金最终无法退出，也不足以证明陈某投资本金损失已经实际发生或者具体损失金额已经确定。

投资者主张赔偿投资本金及利息损失，应当以损失已经实际发生、损失范围能够确定为前提。案涉基金尚未清算完毕，底层项目仍在回款，基金后续分配仍有可能继续发生。在此情形下，如径行认定销售机构应赔偿全部投资本金及利息，不仅缺乏明确的损失计算基础，也可能与基金后续退出及分配结果发生冲突。故陈某关于投资本金及利息损失的赔偿请求，尚不具备支持条件。

关于陈某主张某基金销售公司未履行适当性义务的问题，法

院认为，陈某在购买案涉基金前已完成风险测评，测评结果为进取型，可以匹配高风险及以下等级产品；案涉基金风险等级为高风险，与陈某风险承受能力相匹配。某基金销售公司亦通过《高风险警示函》《私募基金风险揭示书》《基金合同》等文件，对产品高风险属性、不保本不保收益、可能损失本金、收益分配不代表保本保收益等内容进行了提示。现有证据不足以证明某基金销售公司存在承诺固定收益、误导销售或者其他违反适当性义务的行为。

综上，案涉基金仍处于存续及退出过程中，投资损失是否发生及具体金额均尚未确定，陈某要求某基金销售公司赔偿投资本金及利息损失，缺乏事实基础；其要求某财富管理公司承担连带责任，亦缺乏依据，法院不予支持。

【裁判意义】

本案系私募基金退出过程中投资损失尚未确定，投资者主张销售机构赔偿未获支持的典型案例。私募股权投资基金具有长期性、非标准化和退出不确定性等特点，基金期限届满、延期存续、底层项目重组、暂未足额兑付等情形，并不当然意味着投资损失已经最终形成。人民法院在审理此类纠纷时，应结合基金合同约定、产品性质、底层资产状态、退出进展、清算分配情况等因素，审查投资损失是否实际发生、是否能够确定。

基金管理人和销售机构应持续做好产品退出阶段的信息披

露、回款分配、风险提示和投资者沟通工作。对于基金延期、底层项目重组、清算分配等重大事项，应及时、准确、完整向投资者披露，减少因信息不对称引发的争议。投资者亦应充分认识私募股权投资基金“不保本、不保收益、退出周期不确定”的产品特征，在基金仍处于退出过程中时，理性判断风险状态和权利救济时点。