
内部交流刊物

法律资讯汇编

(2016 年第三期)

上海王岩律师事务所

2016 年 3 月

目录

2016 年物权法司法解释.....	3
劳务外包、劳动关系.....	7
商业银行在销售理财产品时的“适当推介义务”和“风险提示义务”	15
私募基金“资金池业务”的“魔”与“道”	26

2016 年物权法司法解释

期待已久的《物权法司法解释一》于 2016 年 2 月 23 日公布，自 2016 年 3 月 1 日实施。《物权法司法解释一》针对不动产登记与物权确认的争议、预告登记效力的确定、特殊动产转让中的“善意第三人”的规范以及发生物权变动效力的人民法院、仲裁委员会的法律文书的范围等方面作了详细的解释规定，下面由小编在本文为您整理介绍。

最高人民法院关于适用《中华人民共和国物权法》若干问题的解释（一）

法释〔2016〕5 号

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国物权法〉若干问题的解释（一）》已于 2015 年 12 月 10 日由最高人民法院审判委员会第 1670 次会议通过，现予公布，自 2016 年 3 月 1 日起施行。

最高人民法院

2016 年 2 月 22 日

为正确审理物权纠纷案件，根据《中华人民共和国物权法》的相关规定，结合民事审判实践，制定本解释。

第一条因不动产物权的归属，以及作为不动产物权登记基础的买卖、赠与、抵押等产生争议，当事人提起民事诉讼的，应当依法受理。当事人已经在行政诉讼中申请一并解决上述民事争议，且人民法院一并审理的除外。

第二条当事人有证据证明不动产登记簿的记载与真实权利状态不符、其为该不动产物权的真实权利人，请求确认其享有物权的，应予支持。

第三条异议登记因物权法第十九条第二款规定的事由失效后，当事人提起民事诉讼，请求确认物权归属的，应当依法受理。异议登记失效不影响人民法院对案件的实体审理。

第四条未经预告登记的权利人同意，转移不动产所有权，或者设定建设用地使用权、地役权、抵押权等其他物权的，应当依照物权法第二十条第一款的规定，认定其不生物权效力。

第五条 买卖不动产物权的协议被认定无效、被撤销、被解除，或者预告登记的权利人放弃债权的，应当认定为物权法第二十条第二款所称的“债权消灭”。

第六条 转让人转移船舶、航空器和机动车等所有权，受让人已经支付对价并取得占有，虽未经登记，但转让人的债权人主张其为物权法第二十四条所称的“善意第三人”的，不予支持，法律另有规定的除外。

第七条 人民法院、仲裁委员会在分割共有不动产或者动产等案件中作出并依法生效的改变原有物权关系的判决书、裁决书、调解书，以及人民法院在执行程序中作出的拍卖成交裁定书、以物抵债裁定书，应当认定为物权法第二十八条所称导致物权设立、变更、转让或者消灭的人民法院、仲裁委员会的法律文书。

第八条 依照物权法第二十八条至第三十条规定享有物权，但尚未完成动产交付或者不动产登记的物权人，根据物权法第三十四条至第三十七条的规定，请求保护其物权的，应予支持。

第九条 共有份额的权利主体因继承、遗赠等原因发生变化时，其他按份共有人主张优先购买的，不予支持，但按份共有人之间另有约定的除外。

第十条 物权法第一百零一条所称的“同等条件”，应当综合共有份额的转让价格、价款履行方式及期限等因素确定。

第十一条 优先购买权的行使期间，按份共有人之间有约定的，按照约定处理；没有约定或者约定不明的，按照下列情形确定：

（一）转让人向其他按份共有人发出的包含同等条件内容的通知中载明行使期间的，以该期间为准；

（二）通知中未载明行使期间，或者载明的期间短于通知送达之日起十五日的，为十五日；

（三）转让人未通知的，为其他按份共有人知道或者应当知道最终确定的同等条件之日起十五日；

（四）转让人未通知，且无法确定其他按份共有人知道或者应当知道最终确定的同等条件的，为共有份额权属转移之日起六个月。

第十二条按份共有人向共有人之外的人转让其份额，其他按份共有人根据法律、司法解释规定，请求按照同等条件购买该共有份额的，应予支持。

其他按份共有人的请求具有下列情形之一的，不予支持：

（一）未在本解释第十一条规定的期间内主张优先购买，或者虽主张优先购买，但提出减少转让价款、增加转让人负担等实质性变更要求；

（二）以其优先购买权受到侵害为由，仅请求撤销共有份额转让合同或者认定该合同无效。

第十三条按份共有人之间转让共有份额，其他按份共有人主张根据物权法第一百零一条规定优先购买的，不予支持，但按份共有人之间另有约定的除外。

第十四条两个以上按份共有人主张优先购买且协商不成时，请求按照转让时各自份额比例行使优先购买权的，应予支持。

第十五条受让人受让不动产或者动产时，不知道转让人无处分权，且无重大过失的，应当认定受让人为善意。

真实权利人主张受让人不构成善意的，应当承担举证证明责任。

第十六条具有下列情形之一的，应当认定不动产受让人知道转让人无处分权：

（一）登记簿上存在有效的异议登记；

（二）预告登记有效期内，未经预告登记的权利人同意；

（三）登记簿上已经记载司法机关或者行政机关依法裁定、决定查封或者其他形式限制不动产权利的有关事项；

（四）受让人知道登记簿上记载的权利主体错误；

（五）受让人知道他人已经依法享有不动产物权。

真实权利人有证据证明不动产受让人应当知道转让人无处分权的，应当认定受让人具有重大过失。

第十七条受让人受让动产时，交易的对象、场所或者时机等不符合交易习惯的，应当认定受让人具有重大过失。

第十八条物权法第一百零六条第一款第一项所称的“受让人受让该不动产或者动产时”，是指依法完成不动产物权转移登记或者动产交付之时。

当事人以物权法第二十五条规定的方式交付动产的，转让动产法律行为生效时为动产交付之时；当事人以物权法第二十六条规定的方式交付动产的，转让人与受让人之间有关转让返还原物请求权的协议生效时为动产交付之时。

法律对不动产、动产物权的设立另有规定的，应当按照法律规定的时间认定权利人是否为善意。

第十九条物权法第一百零六条第一款第二项所称“合理的价格”，应当根据转让标的物的性质、数量以及付款方式等具体情况，参考转让时交易地市场价格以及交易习惯等因素综合认定。

第二十条转让人将物权法第二十四条规定的船舶、航空器和机动车等交付给受让人的，应当认定符合物权法第一百零六条第一款第三项规定的善意取得的条件。

第二十一条具有下列情形之一，受让人主张根据物权法第一百零六条规定取得所有权的，不予支持：

（一）转让合同因违反合同法第五十二条规定被认定无效；

（二）转让合同因受让人存在欺诈、胁迫或者乘人之危等法定事由被撤销。

第二十二条本解释自 2016 年 3 月 1 日起施行。

本解释施行后人民法院新受理的一审案件，适用本解释。

本解释施行前人民法院已经受理、施行后尚未审结的一审、二审案件，以及本解释施行前已经终审、施行后当事人申请再审或者按照审判监督程序决定再审的案件，不适用本解释。

劳务外包、劳动关系

一、案情简介

武某从事木地板安装外包工作，自 2002 年起与 A 公司保持间歇合作关系，但从未签订过任何劳务外包合同或劳动合同，自 2012 年起双方合作逐渐密切，A 公司承诺武某，若连续做满一个月便补贴 200 元房租。根据行业惯例，A 公司与武某单间计酬，武某为 A 公司安装地板的同时也为其它公司安装。武某妻子宋某，在武某业务繁忙时会随同一起出工，A 公司会给予其一定的工作指示，但 A 公司从未给宋某直接安排过工作。

2014 年 11 月 15 日，武某要求携宋某一同出工，A 公司同意。安装地板过程中，宋某不慎切伤手指，送往医院治疗。A 公司为其垫付 110000 元医疗费，武某事后归还了其中的 50000 元。

2015 年 3 月 30 日，宋某向辖区劳动人事争议仲裁委员会提起仲裁申请，要求确认与 A 公司于 2012 年 3 月 20 日至 2015 年 3 月 30 日期间存在劳动关系。

本案经辖区劳动人事争议仲裁委员会裁决，对宋某的请求不予支持，主要理由为双方未签订劳动合同，宋某也未提供其他证据证明双方存有劳动关系。宋某不服仲裁裁决，向辖区基层法院提起诉讼。在一审中，辖区基层法院做出了与仲裁截然相反的判决，确认宋某与 A 公司于 2012 年 3 月 20 日至 2015 年 3 月 30 日期间存在劳动合同。主要理由为：1. A 公司未提供足够证据证明与武某之间系劳务外包关系；2. A 公司法定代表人认可宋某受伤当日指派宋某前往客户处铺设地板；3. 宋某身穿 A 公司工作服至客户处安装地板。一审判决后 A 公司不服提起上诉，现本案尚在审理阶段。

二、案例分析

本案的争议焦点在于宋某的帮工属于何性质。宋某主张其实际劳动应构成劳动关系，而 A 公司则主张与武某之间为劳务外包，宋某的报酬在武某的报酬中一并结算，且不直接管理宋某，应当为劳务关系。

笔者认为，劳务关系与劳动关系的区别，主要在于劳动者是否接受用人单位的工作安排并支付劳动报酬，在劳动关系中用人单位直接安排劳动者的工作，劳动者受用人单位支配，由用人单位支付劳动

报酬。而在劳务关系中，劳动者接受劳务外包主体的安排进行工作，并由劳务外包主体支付报酬。

具体到本案，宋某为证明其劳动关系的存在，提交了送货单，并称自己身穿 A 公司工作服参与工作，其主要目的是证明自己的工作由 A 公司安排，并且对外以 A 公司员工的身份参与工作，以此来证明自己接受 A 公司的支配，存在劳动关系。A 公司则提交了与其他安装工签订的《劳务外包合同》以及武某签收的《暂支单》，用以证明 A 公司与武某之间是劳务外包关系，再加之宋某结算报酬及工作安排的具体情况，用以证明双方不存在劳动关系。可以说，双方提交的证据都较为间接，证明力不足。此时，劳动关系的认定依据以及举证责任的分配便直接影响到最终的结果。显然在本案中，仲裁员与法官对上述认定标准持不同意见，导致了仲裁裁决与一审判决截然相反的结果。

在仲裁裁决书中，裁决依据了《关于确立劳动关系有关事项的通知》（劳社部发[2005]12 号）中第一条、第二条的规定，认为宋某在双方未签订劳动合同的情况下，虽然符合第一条中的“（一）用人单位和劳动者符合法律、法规规定的主体资格；”以及“（三）劳动者提供的劳动是用人单位业务的组成部分。”但依据第二条所罗列的证据参照项，宋某未能提供足够证据证明其符合“（二）用人单位依法制定的各项劳动规章制度适用于劳动者，劳动者受用人单位的劳动管理，从事用人单位安排的有报酬的劳动；”。而根据第一条的规定，必须同时符合三项条件才可认定存在劳动关系。因此，宋某的仲裁申请未得到支持。

在一审判决书中，法官的认定依据为实质要件，即 1. 劳动者是否接受用人单位的管理；2. 是否从事有报酬的劳动；3. 劳动者提供的劳动是否是用人单位的业务组成部分。在此前提下判决书中认定的事实有三点：1. A 公司与武某劳务外包关系不能认定；2. A 公司指派宋某工作；3. 宋某身穿 A 公司工作服。依据这三点事实，法官认为宋某接受 A 公司工作安排从事有报酬的劳动，宋某从事的工作也属于 A 公司业务范围，因此支持宋某诉求。

从上述仲裁裁决与法院判决的对比来看，仲裁中将更多举证责任推向宋某，也即认为宋某未成功完成初步举证责任，而在法院更多地将举证责任推向 A 公司，认为 A 公司在劳务外包的主张中未成功举证抗辩。

笔者认为，抛开举证责任的倾向性，法院给出的判决理由不够严密，在宋某的举证与认定的事实之间的推理未做详细说明，稍显草率。

三、司法判例

笔者检索并参考了（2015）沪一中民三（民）终字第 621 号、（2014）松民一（民）初字第 8948 号、（2015）沪一中民三（民）终字第 208 号等案例，均为确认劳动关系纠纷。

（2015）沪一中民三（民）终字第 621 号判决中的观点主要围绕接受管理以及支付报酬，同时采纳了原告提交的工作证、工作服等证据。最终支持劳动者确认劳动关系的诉请。

（2014）松民一（民）初字第 8948 号判决中的观点为：“本院认为，判断用人单位与劳动者是否存在劳动关系，关键在于双方之间是否存在人身隶属性，即用人单位依法制定的各项劳动规章制度是否适用于劳动者，劳动者是否受用人单位的劳动管理、从事用人单位安排的有报酬的劳动。”

（2015）沪一中民三（民）终字第 208 号判决同样针对劳务关系与劳动关系做出了区分，其观点的主要依据是公司是否支付劳动报酬。

可见，各法院对于劳动关系的认定依据基本与本案一审法院相同，均从双方关系的实质性角度考虑，主要标准为是否接受管理以及是否支付报酬，并且对于工作证、工作服等证据同样作为有效证据。

四、律师观点

无论仲裁裁决还是法院判决，针对劳务关系与劳动关系的区分问题，基本都依据工作支配以及报酬支付这两点进行认定，而这样的认定条件也符合关系从属性的理论依据，即劳动关系实质认定要求劳动者与用人单位之间存在从属关系。笔者也持相同观点。

具体到宋某诉 A 公司一案，仲裁裁决与法院判决的差异也正是在工作支配与报酬支付这一点上。仲裁裁决认为宋某未完成举证，法院判决则认为宋某完成举证 A 公司未有效抗辩。那么，举证到何程度才可得到支持？

笔者认为，宋某提交的送货单可以证明其提供的劳动是 A 公司的业务组成部分，但宋某无法提供证据证明 A 公司向其发放工资，在这样的情况下，只能通过工作支配这一点来证明双方存在从属性的关系，在此可依照《关于确立劳动关系有关事项的通知》第二条

的规定来进行证明：“二、用人单位未与劳动者签订劳动合同，认定双方存在劳动关系时可参照下列凭证：（一）工资支付凭证或记录（职工工资发放花名册）、缴纳各项社会保险费的记录；（二）用人单位向劳动者发放的“工作证”、“服务证”等能够证明身份的证件；（三）劳动者填写的用人单位招工招聘“登记表”、“报名表”等招用记录；（四）考勤记录；（五）其他劳动者的证言等。其中，（一）、（三）、（四）项的有关凭证由用人单位负举证责任。”

上述参照标准已非常明确，在本案中，A 公司坚持双方不存在劳动关系，因此也不存在社保缴费记录、招工登记表、考勤记录等。作为主张存在劳动关系的宋某应当承担初步举证的义务，其提供了工作服，并由武某为其出庭作证。由于武某与宋某系夫妻关系，因此证人证言的真实性存疑，证据的关键便落到了工作服能否证明工作支配的问题上。

在前文笔者援引的案例中，法院对于工作证、工作服等证据持认可态度，但在引用案例中，劳动者提供的工作证上明确印刷有公司名称及员工姓名，而且公司对于工作服是否代表公司的问题上表示肯定，因此作为有效证据证明了劳动关系的存在。而本案中，宋某仅出示工作服用以证明受公司的支配，未免显得过于薄弱，难以起到决定性证明作用。那为何本案在一审中法院最终会支持宋某的请求？笔者进一步检索发现，A 公司在庭审过程中自认了为宋某安排过工作，而法院也正是依此认定 A 公司对宋某存在工作支配，进而认定了双方存在劳动关系。

五、结语

随着新劳务派遣条例的实施，劳务派遣的数量将受到严格限制，这必将导致越来越多的公司寻求劳务外包途径解决用人问题，因此产生的劳动关系认定纠纷可能也随之增多。

虽然劳动关系与劳务关系在理论上有着明确的区分标准，但在司法实践中，举证困难是普遍存在的问题。不仅仅是因为劳资双方

的地位不平等，更因为双方都缺乏相应的法律意识，导致必要的证据未及时保留。

最后笔者认为，无论是用人单位还是劳动者，都应本着实事求是的态度争取自己的合法权益，而不是为了些许利益无中生有、颠倒是非，浪费司法资源。

商业银行在销售理财产品时的“适当推介义务”和“风险提示义务”

案情简介

胡先生于 2011 年 3 月 9 日签署了一份《资产管理合同》，认购 A 银行代理销售的 B 基金公司发行的 C 基金产品，认购款 100 万元人民币。在交付认购款时，胡先生在该基金产品交易凭条上签字确认，在签名下方有记载“本人充分知晓投资开放式基金的风险，自愿办理银行代理的基金业务，自担投资风险”，并在该交易凭条背面的《风险提示函》下方签字。同时，胡先生签署的《资产管理合同》也未提示有本金亏损的风险。

胡先生在购买 C 基金产品时，A 银行没有对其进行风险评估。但胡先生在 2011 年 3 月 4 日购买其他基金产品时，A 银行对其进行了风险评估，其评估结果为：根据胡先生的风险承受能力评级为稳健型投资者。同时，A 银行将“稳健型投资者”定义为：“风险承受能力较低。在任何投资中，稳定是首要考虑的因素。一般希望在保证本金安全的基础上能有一些增值收入，追求较低的风险，对投资回报的要求不高。比较适合投资存款、国债等保本型理财产品。”

2013 年 3 月，胡先生到期赎回 C 基金产品时本金共计亏损 18 万元。胡先生遂以 A 银行为被告、B 基金公司为第三人提起诉讼，要求判令 A 银行赔偿其亏损 18 万余元及投资期间的利息。

一审法院认为，胡先生在购买 C 基金产品时已签署《风险提示函》，A 银行作为代销机构，已尽到了合理的风险告知义务。胡先生签署的《资产管理合同》明确记载了投资范围和风险揭示等内容，胡先生签署合同即应视为其已对合同文本的内容进行阅读并知晓。胡先生作为一个成年人，且具有多次投资理财产品的经验，应当能够了解 C 基金产品的风险程度，由此产生的投资损失应自行承担。一审判决驳回其全部诉请。

胡先生不服一审判决，提起上诉。

上海一中院二审认为，根据《商业银行个人理财业务管理暂行办法》及《商业银行个人理财业务风险管理指引》等相关规定，A 银行向其客户胡先生推介投资产品，双方构成金融服务法律关系。而银行在金融服务法律关系中，应根据“将合适的产品销售给合适的投资者”的原则，负有依照客户的风险承受能力及财务状况等推介合此免除银行在缔约前的评估和适当推介义务。胡先生属稳健型投资者，风险承受能力较差，但银行将风险相对较高的 C 基金产品销售给了胡先生，故对胡先生的损失负有主要过错。

争议法律焦点

（一）A 银行代销基金公司的基金产品与投资者是何种法律关系？

（二）A 银行在此种法律关系的框架内应承担何种责任？有无侵权过错？

（三）如果 A 银行有过错，应承担何种民事责任？

律师评析

第一，A 银行代销基金公司的基金产品与投资者是何种法律关系？

在本案中，A 银行作为 C 基金产品的代销方，接受基金公司的委托，以自己的营业场所、服务设施代销基金公司的基金产品，其本质是一种委托代理关系。也就是说，在代销 C 基金产品时，A 银行与 B 基金公司构成代销法律关系。那么，本案胡先生与 A 银行又是何种法律关系呢？

首先，胡先生作为投资者向 A 银行购买 C 基金产品，双方不存在委托代理关系，也就不可能构成代销法律关系；其次，根据中国银监会《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第八条第一、三款规定：理财顾问服务，是指商业银行向客户提供的财务分析与规划、投资建议、个人投资产品推介等专业化服务。在理财顾问的服务活动中，客户根据商业银行提供的理财顾问服务管理和运用资金，并承担由此产生的收益和风险。在本案中，A 银行向胡先生推

介、销售基金产品，由胡先生承担投资收益和风险，双方应构成金融服务法律关系。

第二，A 银行在金融服务法律关系的框架内应承担何种责任？有无侵权过错？

根据中国银监会《商业银行个人理财业务风险管理指引》第二十二条规定：商业银行向客户提供财务规划、投资顾问、推介投资产品服务，应首先调查了解客户的财务状况、投资经验、投资目

的，以及对相关风险的认知和承受能力，评估客户是否适合购买所推介的产品，并将有关评估意见告知客户，双方签字。

第二十三条规定：对于市场风险较大的投资产品，特别是与衍生交易相关的投资产品，商业银行不应主动向无相关交易经验或经评估不适宜购买该产品的客户推介或销售该产品。客户主动要求了解或购买有关产品时，商业银行应向客户当面说明有关产品的投资风险和风险管理的基本知识，并以书面形式确认是客户主动要求了解和购买产品。

第二十四条规定：客户评估报告认为某一客户不适宜购买某一产品或计划，但客户仍然要求购买的，商业银行应制定专门的文件，列明商业银行的意见、客户的意愿和其他的必要说明事项，双方签字认可。

另外，《商业银行个人理财业务管理暂行办法》第三十七条还规定：商业银行利用理财顾问服务向客户推介投资产品时，应了解客户的风险偏好、风险认知能力和承受能力，评估客户的财务状况，提供合适的投资产品由客户自主选择，并应向客户解释相关投资工具的运作市场及方式，揭示相关风险。

依据上述规定，在金融服务法律关系框架内，商业银行进行理财顾问服务，负有根据客户的风险承受能力及财务状况等推介合适产品的义务。具体来说，商业银行在向投资者推介理财产品之前，应对投资者的风险承受能力和财务状况进行评估，并根据评估结果推介合适的理财产品，并不得主动向投资者推介不适宜的理财产品。

本案中，从 C 基金产品在到期赎回时本金亏损 18 万元的结果说明 C 基金产品属于非保本型、风险较高的理财产品。而依据胡先生此前在 A 银行所做的风险评估，胡先生属于稳健型投资者，是不适合投资有本金亏损风险的理财产品的。而 A 商业银行仍主动向胡先生推介该产品，此为过错一。另外，胡先生在购买 C 基金产品

前，A 银行并没有对其进行风险评估，此为过错二。而依据胡先生此前在 A 银行所做的风险评估，胡先生属于稳健型投资者，一般希望在保证本金安全的基础上能有一些增值收入，比较适合投资保本型理财产品等，但 A 银行仍然向胡先生推介 C 基金产品，最终导致胡先生本金亏损 18 万元，此为过错三。显然，A 银行没有尽到“依照客户的风险承受能力及财务状况等推介合适产品”的义务，应负有过错责任。

那么，是不是像本案胡先生这样的“稳健型投资者”就不能购买高风险理财产品呢？答案是否定的。如果银行要向投资者销售与该投资者的风险承受能力和财务状况不相适宜的理财产品，需要让投资者签署相应的“免责声明”，并列明银行的意见，比如“根据贵行为本人进行的风险评估结果显示，本人不适宜购买本产品。但本人已充分了解并清楚知晓本产品的风险，并愿意承担相关风险。现特别声明：此次投资的决定和实施是本人自愿选择，其投资风险由本人承担”等类似内容的声明。如果本案中的 A 银行按中国银监会的规定让胡先生签署了“免责声明”，胡先生恐怕就很难胜诉了。

另外，中国银监会《商业银行个人理财业务风险管理指引》第三十条规定：商业银行提供个人理财顾问服务业务时，要向客户进行风险提示。风险提示应设计客户确认栏和签字栏。客户确认栏应载明以下语句，并要求客户抄录后签名：“本人已经阅读上述风险提示，充分了解并清楚知晓本产品的风险，愿意承担相关风险”。

第五十一条还规定：对于非保本浮动收益理财计划，风险提示的内容应至少包括以下语句：“本理财计划是高风险投资产品，您的本金可能会因市场变动而蒙受重大损失，您应充分认识投资风险，谨慎投资”。

依据上述规定，在金融服务法律关系范围内，商业银行负有充分、清晰、准确地向客户进行风险提示的义务，且风险提示的形式和内容也须符合中国银监会规定的要求。虽然在本案中，胡先生在《风险提示函》上签字确认知晓相关风险，但该《风险提示函》的内容只是对开放性基金的一般性的风险提示，A 银行既没有向胡先生提示 C 基金产品存在本金亏损的风险，风险提示的形式和内容也不符合中国银监会的规定。可见，A 银行没有履行其合理的风险告知义务。

第三，如果 A 银行有过错，应承担何种民事责任？

如上文所述，A 银行向胡先生不适当地推介理财产品，以及未向胡先生进行合理的风险提示，具有侵权过错责任。理应按照《侵权责任法》第十五条的规定承担损害赔偿责任。但《侵权责任法》第二十六条也同时规定：被侵权人对损害的发生也有过错的，可以减轻侵权人的责任。本案中，胡先生作为一个成年人，且具有一定的投资经验，理应对自身的风险承受能力和财务状况有相应的认识，但胡先生未能进行合理的投资，对损失的发生也有相应的过错，应相应减轻 A 银行的责任。据此，二审法院对胡先生的利息损失不予支持。

结 论

商业银行在向投资者推介、销售理财产品时，双方构成了金融服务法律关系。商业银行应履行该法律关系框架下的相应法律义务，比如依照客户的风险承受能力及财务状况等推介合适产品的义务以及履行风险告知的义务等。如商业银行未尽到其法律义务，将有可能承担相应的侵权过错责任。

在金融服务法律关系中，商业银行作为开展理财业务的专业机构，与投资者之间在投资专业性和信息量上存在极大的不对等。投资者不具有了解理财产品潜在风险的能力，也无法判断理财产品是否适合自己，往往依赖商业银行的推介和风险提示来购买理财产品。因此，有必要对商业银行等金融机构课以相应的义务，要求商业银行“将合适的产品销售给合适的投资者”以及“向投资者揭示投资风险”，以防止其为了追求利益，向投资者销售不合适的理财产品，损害投资者的利益。

私募基金“资金池业务”的“魔”与“道”

“资金池业务”自产生至今，所经历的时间并不长，监管部门一直没有明确禁止“资金池业务”的开展，就私募基金来说，直至今年 5 月基金业协会、北京证监局联合发布了《关于在北京市开展打击以私募投资基金为名从事非法集资专项整治行动的通告》，将私募基金的监管底线从原先的三条提升至九条，首次明确提出禁止私募基金开展“资金池业务”。本文将通过分析私募基金运作模式中可能构成“资金池业务”的情形以及可能构成利用“资金池”借

新还旧情形，探讨私募基金如何在运作过程中减少自身触碰“资金池业务”的法律风险。

虽然私募基金被归口监管的时日不长，但其资产管理规模增速惊人，是资产管理行业中神秘而庞大的组成部分，在规模疯狂增长的同时，监管措施并未与时俱进，导致乱象逐渐浮出水面。2015 年 7 月，媒体爆出河北海沧投资管理公司旗下多只有限合伙产品到期后不能兑付，涉及资金总额高达 5 亿元左右，多只基金的募集款项不知所踪，海沧资本原始法定代表人与公司失去联系。海沧资本成立于 2009 年，短短三年间，资金管理规模已超过 15 亿元，是业内人眼中的明星 GP、投资人眼中的可靠品牌。“海沧资本兑付门事件”揭露了私募基金的乱象以及监管的缺失——项目方、基金管理公司、担保机构、第三方支付机构和第三方销售渠道在这个链条中默契配合，唯独投资人因信息不对称而一头雾水。该事件折射出许多值得思考的问题，比如：基金管理公司资金期限错配问题如何监管；投资人知情权如何保障；销售环节有无保底收益保证；托管银行是否按照严格的托管协议，将钱汇入监管银行；托管银行如何确认募集资金的规模，超募的部分是否仍然接受汇入；监管银行是否按照约定将钱汇给融资方；如何避免在募集、运作过程中构成“资金池业务”等等。

一、“资金池”与“资金池业务”概念辨析

“资金池”，顾名思义就是资金的沉淀，金融机构的任何理财产品均无法避免有“资金池”的存在，无论是银行、基金亦或是信托公司，包括现在饱受争议的 P2P 平台，在债权转让模式中也不免形成“资金池”。当前而言，可以降低既存的“资金池”踩踏监管红线风险的措施当属于第三方托管。

“资金池业务”并不等同于通常所说的“资金池”。“资金池业务”在国内起源于银行理财业务，该业务具有先于项目建立资金调转平台、把项目的长期融资需求与投资者的短期理财需求进行匹

配、可灵活申购和赎回、搭建多层次和多品种的委托理财服务模式等特点，引得各类资管机构群雄逐鹿，最终形成了六大类“资金池业务”，分别是银行理财资金池、理财寄营池、信托资金池、券商理财池、保险资金委托池和基金子公司专项池，以上六类基本都是围绕银行理财资金池业务展开的。

“资金池业务”中“资金池—资产池”的模式饱受诟病，从诞生到逐渐被限制，一路走来颇为坎坷，但是并未被监管部门完全禁止。对于什么是“资金池业务”，法律上并没有明确的界定，王庆华纪委书记在《商业银行理财业务监管座谈会上的讲话》（银监发[2011]76号）明确指出资金池理财产品采取“滚动发售、集合运作、期限错配、分离定价”的运作模式，提出“不规范的资金池理财业务是指不同类型、不同期限的多只理财产品同时对多笔资产，无法做到每只理财产品的单独核算和规范管理。”

故此，“资金池业务”一边通过滚动发售产品募集资金，另一边集合投资多种资产形成“资产池”，总体来说具有“滚动发售、集合运作、期限错配、分离定价”的特点，重点在于期限与核算问题。

“滚动发行”是指连续发行理财产品，在资金端，不断有资金流出，同时不断有资金流入，除非出现极端情况，池子里总能沉淀相当体量的资金可以用于投向期限较长的资产。

“集合运作”是指利用统一集中管理的方法，将不同时间发行的各类理财产品所募集的资金，统一运用于符合该资产池投资范围的各类标的资产。

“期限错配”是指资产池理财产品资金来源方的期限，与资金运用方的期限不完全相同，典型的就是“以短配长”，即资金来源方的期限短于资金运用方。

“分离定价”是指同一资产池发售的各款理财产品收益水平，一般不与该款理财产品存续期内集合性资产包的实际收益直接挂钩，而是根据集合性资产包预期的到期收益率分离定价。

二、私募基金可能构成“资金池业务”的运作模式分析

根据我国法律规定，私募基金按照运作方式分为封闭式基金和开放式基金。相对而言，开放式基金的基金份额总额不固定，基金份额可以根据基金合同约定申购、赎回或者份额转投资，因而形成“资金池业务”的可能性远远增大。按照组织形式的不同，目前私募基金可以被分为公司式基金、契约式基金、有限合伙式基金、信托式基金等等。

在笔者看来，众多的私募基金组织模式中，可能构成“资金池业务”的模式主要是：TOF+开放式私募基金以及 FOF+开放式私募基金。

（一）TOF+开放式私募基金

TOF（Trust of Fund）又称信托基金，是一种“利益共享、风险共担”的集合投资方式。信托基金主要指通过契约或公司的形式，借助发行基金券（如收益凭证、基金单位和基金股份等）的方式，将社会上不确定的多数投资者不等额的资金集中起来，形成一定规模的信托资产，交由专门的投资机构按资产组合原理进行分散投资，获得的收益由投资者按出资比例分享，并承担相应风险的一种集合投资信托制度。

以契约式信托基金为例，其存续期间较长，往往分多期募集资金并投入运作。每一期基金存续期间届满后，基金份额持有人的基

金份额将全部赎回。赎回时，基金份额持有人账户内待结转的基金收

益将与赎回款项合并结算，并且部分投资者会将赎回资金重新用于申购，待赎回又重新申购的资金和新募集的资金合计达到第二期资产金额后，第二期基金开始投资运作，并继续用于投资第一期资金投资的投资标的，之后每一期基金均按照该操作模式循环。

鉴于该类基金在前端募集阶段，可能通过发行多类或者多期基金券形成信托资产，即资金池。在投资运作后端，由专门的投资机构按资产组合原理进行分散投资，产品的具体投向多元化，构成资产池。

（二）FOF+开放式私募基金

FOF（Fund of Fund）又称母基金，是一种专门投资于其他基金的基金，也称为基金中的基金，其通过设立私募股权投资基金，进而参与到其他股权投资基金中。在母基金为开放式私募基金的前提下，由于其可以随时赎回或者申购，因此可以形成期限错配的资金池，在资金链尾端的运作阶段，其可以投资于不同的基金，从而形成资产池。

以上两类情形，前端的资金池和后端的资产池组成链条，具备了“资金池业务”所具有的滚动发售、集合运作、期限错配等特点，很可能构成“资金池业务”。

三、私募基金可能构成以“资金池”借新还旧的运作模式分析

私募基金运用“资金池”借新还旧，主要存在于开放式基金中。开放式基金单位或者股份总规模不固定，可视投资者的需求，随时向投资者出售基金单位或者股份，并可以应投资者的要求赎回发行在外的基金单位或者股份。投资者既可以通过基金销售机构买基金

使得基金资产和规模由此相应的增加，也可以将所持有的基金份额卖给基金并收回现金使得基金资产和规模相应的减少。

此种情形，基金管理人可能将募集的资金投资于期限较长的基础产品，基础产品包含证券类标准化资产以及信托计划等非标准化资产，但是“资金池”中的资金来源一般期限为1个月、3个月、6个月、9个月和12个月，且收益率一般为年化5%-6%左右，高于同期的银行理财产品。鉴于资产池中的资产可能未到期，因此基金赎回时的收益分配是参照估算的净值和基金合同约定的收益率进行的。资产池中的资产收益率难以有确切的保证或者难以随时结算，在前端资金不断赎回的情况下，基金管理人借新还旧的可能性大大增加。

四、“资金池业务”法律风险

“资金池业务”最明显的风险应该说是流动性风险带来的兑付危机。这一风险可以用“水池”算术题来形容：两个进水口，两个出水口，水池排空的时间取决于进水口和排水口的水量博弈。私募基金“资金池业务”中，进水口表示募集资金和投资回款，出水口表示产品兑付和投资付款。对于成熟的金融机构银行来说，由于建立了相对完备的指标监控体系，因而“水池”排空的风险可量可控，而对于私募基金来说，由于自身的资金量有限且信用无保障，如果经营“资金池业务”，则“水池”排空的风险会大大增加。

如果允许私募基金开展“资金池业务”，那么根据“资金池业务”本身的特点，私募基金可能面临以下的法律风险：

（一）违约风险

私募基金管理人开展“资金池业务”可能违反基金合同及相关基金文件的约定，产生违约风险。基金管理人与投资者签署的基金合同或投资协议中，基金管理人一般负有以下义务：（1）信息披露

义务；（2）保证基金财产之间相互独立、基金财产与基金管理人的固有财产相互独立并分别管理、分别记账、分别投资的义务；（3）进行基金会计核算并报告基金份额净值；（4）按照基金文件约定的投资策略和投资范围进行基金财产的投资。鉴于“资金池”中资金运用透明度不足，无论是在销售环节，还是结算环节，基金管理人往往无法精确披露投资种类以及投资比例，违约风险大大增加。

（二）违规风险

私募基金管理人开展“资金池业务”可能违反证监会《私募投资基金监督管理暂行办法》等监管法规，以及基金业协会的自律规范。例如，《私募投资基金监督管理暂行办法》第22条至第24条明确禁止私募基金管理人从事利益输送交易，隐瞒或提供虚假信息，现实情形下“资金池”运用过于灵活，部分“资金池”容易被过度运用，导致不公允的关联交易，有违代理的本质特征和诚实信用原则。未来基金业协会可能制定私募基金管理人的信息披露规则，“资金池业务”的违规风险将进一步增大。

私募基金如果开展“资金池业务”，还可能在投资者人数、合格投资者审查方面违反相关规定，产生合规风险。《私募投资基金监督管理暂行办法》明确要求单只私募基金的投资者人数累计不得超过《证券投资基金法》、《公司法》、《合伙企业法》等法律规定的特定数量，且对投资者人数和资格实行“穿透”核查，违反该等规定可能面临基金业协会的行业制裁。

（三）违法风险

目前尚无法律和行政法规直接禁止私募基金管理人开展“资金池业务”，直接提出禁止“资金池业务”的当属2015年5月26日发布的《关于在北京市开展打击以私募投资基金为名从事非法集资专项整治行动的通告》，该文件属于行业规定。但“资金池业务”由于本身的属性，可能涉及违法，根据公开的刑事判例，刑法中规

定的集资诈骗罪（刑法修正案九已经取消该罪名）、非法吸收公众存款罪、非法经营罪和诈骗罪均有可能为非法私募定性。

私募基金在利用“资金池”借新还旧过程中，如果持续出现项目收益不能覆盖融资成本的情况，恐怕会形成“庞氏骗局”。除此以外，金融产品消费者受《消费者权益保护法》保护，由于“资金池业务”的运作特点，私募基金管理人因无法向投资者准确披露相关产品的实质运作信息，可能侵犯金融消费者知情权。

五、私募基金“资金池业务”监管底线与趋势

当前而言，私募基金有九条监管底线，并且有 13 类明令禁止行为（具体底线和禁止行为见下表）。

原有监管底线 (《私募投资基金监督管理暂行办法》)	1、坚持诚信守法,坚守职业道德底线;
	2、坚持私募原则,不变相进行公募;
	3、坚持投资者适当性管理,面向合格投资者募集资金;
新增六条监管底线 (《关于在北京市开展打击以私募投资基金为名从事非法集资专项整治行动的通告》)	4、不得有非公平交易、利益输送、“老鼠仓”等损害客户利益的行为;
	5、不得承诺保本保收益或以承诺预期收益率等方式向投资者暗示保本保收益;
	6、不得不适当地宣传、销售产品,误导欺诈客户;
	7、不得进行商业贿赂;
	8、不得开展“资金池业务”或利用“资金池”借新还旧;
明令禁止 13 类行为	9、不得采用“P2P”或众筹等方式对外募集资金。
	非公平交易;利益输送;“老鼠仓”;承诺保本保收益;以承诺预期收益率等方式向投资者暗示保本保收益;不适当地宣传;不适当销售产品;误导欺诈客户的行为;进行商业贿赂;开展“资金池业务”;利用“资金池”借新还旧;采用“P2P”方式对外募集;采用众筹等方式对外募集资金。

在关于私募基金的各类各效力级别的法律文件中(表格附后),明确禁止私募基金开展“资金池业务”的监管要求出自中国证券投资基金业协会与中国证券监督管理委员会北京监管局联合发布的《关于在北京市开展打击以私募投资基金为名从事非法集资专项整治行动的通告》。《通告》本身并未就何为私募基金“资金池业务”进行释义。笔者试图从目前已有的其他关于“资金池”的监管文件中总结监管机构对于“资金池业务”的监管重点。

《国务院办公厅关于加强影子银行监管有关问题的通知》(国办发

(2013) 107 号) 明确禁止信托公司开展 “非标准化理财资金池” 等具有影子银行特征的业务。这里所叫停的 “非标准化理财资金池” 产品的特点是, 资金使用端和资金的募集端存在期限错配情况: 资金募集端期限较短, 资金使用端期限较长, 信托公司需循环滚动发行信托产品, 实现资金募集的持续性。

根据 2015 年 8 月证监会重修的《证券期货经营机构落实资产管理业务 “八条底线” 禁止行为细则》, “资金池业务” 受到重点监视的情形包括三种: (1) 不同资产管理计划进行混同运作, 资金与资产无法明确对应; (2) 资产管理计划未单独建账、独立核算, 多个资管计划合并编制一张资产负债表或估值表; (3) 资产管理计划在开放申购、赎回或滚动发行时未进行合理估值, 脱离对应资产的实际收益率进行分离定价。 ”

而《上海市网络信贷服务业企业联盟网络借贷行业准入标准》则明确要求网络借贷服务机构不得在匹配借贷关系之前获取并归集出借资金, 不得以期限错配的方式设立资金池, 网络借贷服务机构的股东或工作人员不得以期限错配为目的参与债权投资。

六、私募基金触碰 “资金池业务” 监管红线的风险防范

第一、私募基金应当调整、完善自身的基金合同或投资管理合同, 明确每期募集资金的具体投资品种及投资比例限制, 使每期基金的投向在合同中尽量予以明确。

第二、私募基金管理人应当对每一期募集资金的运作建立投资明细账, 确保投资资产逐项清晰明确, 实现每期基金与投资标的一一对应。

第三、私募基金管理人应当对每期募集的资金单独进行会计账务处理，确保每期申购赎回的基金资产都有独立的资产负债表、利润表、

现金流量表等财务报表，使每期基金可以独立测算成本收益。

第四、及时完整的披露每期募集资金的金额、投资品种、比例、资产负债以及投资收益等等信息，确保投资者有渠道充分了解自己投资的产品，在保障消费者知情权的同时减少私募基金本身违规的风险。

第五、在 TOF+开放式私募基金模式中，当投资于一个或多个信托项目时，对信托项目的选择应适当保持谨慎态度，由于 107 号文件已经明确禁止信托“资金池业务”投资于非标准化理财产品，因此在选取信托项目时，应首先对信托项目进行充分的调查了解，尽量选择投资标的为标准化产品的信托项目，避免踩入雷区。

结语

群雄逐鹿大资管，百家争鸣，加之互联网对传统金融领域的渗入，各种金融创新层出，这其中有进步、有乱象。但受限于投资项目的局限，金融创新更多体现在投资手段上，而并未改变投资结构，如私募基金“资金池业务”有相当部分是在监管部门对银行、信托等其他传统模式严格限制的政策下产生的新通道。政策六项禁令一出，置诸多私募基金业务于“杀与不杀”之间，合规还是不合规，莫衷一是。

私募基金归口监管以来，监管方向和路径已经逐步明晰，但论终极之道，终究堵不如疏，行业的良性发展应在于市场内在的自律需求，落脚于行业机构和从业人员的道德自律与担当，监管“禁令”不如自律“标准”。要实现这一点，笔者认为，应当建立并完

善私募基金的监管体系，划定法律底线，明确行业“红线”；更重要的是，在了解私募基金行业、借鉴经验的基础上，建立并完善行业标准，如：私募基金管理人的信息披露标准、投资者适当性标准等。行业“自律”标准的建立，将会使规则更稳定、后果更可测、市场更开放、竞争更公平！●

附，私募基金主要监管文件（截至 2015 年 8 月）

发布日期	效力级别	文件名称
2015 年 7 月 3 日	行业规定	《关于进一步优化私募基金登记备案工作若干举措的通知》
2015 年 4 月 30 日	行业规定	《关于在北京市开展打击以私募投资基金为名从事非法集资专项整治行动的通告》
2015 年 4 月 24 日	法律	《证券投资基金法》
2015 年 2 月 9 日	行业规定	《基金业务外包服务指引(试行)》相关问题解答(一)
2015 年 3 月 6 日	行业规定	《关于与并购重组行政许可审核相关的私募投资基金备案的问题与解答》
2015 年 1 月 23 日	部门规范性文件	《发行监管问答——关于与发行监管工作相关的私募投资基金备案问题的解答》
2014 年 12 月 31 日	行业规定	《关于改进私募基金管理人登记备案相关工作的通知》
2014 年 11 月 24 日	行业规定	《基金业务外包服务指引(试行)》
2014 年 1 月 17 日	行业规定	《私募投资基金管理人登记和基金备案办法》
2014 年 8 月 21 日	部门规章	《私募投资基金监督管理暂行办法》