

## 【大王律师】

本案是一个资管产品纠纷，案件的当事人共同投资一个信托产品，然后该信托产品又投入一个资管计划，然后再把资金用于购买上市公司定向增发的股票。

本案的**争议焦点**就是双方签订的利益差额补足协议是否**有效**，其性质是否具有商业赌博性质；双方的交易行为是否属于场外配资行为，是否存在违规的保本保收益承诺等等。本案的特定交易行为涉及到资管产品的多层嵌套概念，故就此概念，重点作个介绍。

第一部分，资管产品的**多层嵌套**。

### 一、多层嵌套的**类型**。

#### (一) 商业银行理财产品

同类型金融产品不得嵌套，商业银行理财产品不得直接或间接投资于其他银行业金融机构发行的理财产品，包括理财子公司的理财产品之间亦不允许嵌套。

这也是银保监会特殊规定，证监会就不禁止此类操作，但是也要求不能重复收取管理费或者借此故意虚增管理规模。

#### (二) 信托计划

信托计划可以投资任何一种资管产品，但所投资的资管产品不得再投资除公募基金以外的资管产品。

#### (三) 保险机构的资产管理产品。

组合类产品可以投资公募基金、保险资产管理产品以及保险私募基金，但有几点须注意：

##### 1、投资范围**差异化**

监管。银保监会根据保险资产管理机构的**监管评级**，对保险资产管理机构发行的组合类产品的投资范围和销售对象实施差异化监管；

##### 2、**区分**

保险资金投资和非保险资金投资。保险资金投资的保险资管产品，其投资范围应当符合保险资金运用的有关监管规定，如〔2012〕91号文等；

3、股权投资计划不得投资劣后级基金份额。

(四) 证券期货经营机构的私募资管计划。

1、券商资管和基金专户嵌套其他产品没问题，但是一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该计划资产净值的25%；

2、资产管理计划投资于其他资产管理产品的，应当明确约定所投资的资产管理产品不再投资除公募基金以外的其他资产管理产品。

二、各类资管产品的嵌套目的。

在现行的资管环境下，各类资管产品形成嵌套的目的主要有两方面，一是长期存在的“监管套利”；二是在严监管的环境下寻求“能力互补”。

(一) 基于“规避监管”的嵌套需求。

1、商业银行公募理财+私募证券投资基金：股票投资；2、商业银行+保险资管：银行存款通道业务；3、商业银行理财+单一/集合资金信托计划：通道业务。；4、商业银行理财+券商资管/基金专户/信托计划：交易所债券开户；5、信托计划+券商资管/基金资管/私募基金：定增开户；6、信托计划+券商资管：提高债券投资收益率。

(二) 基于“能力互补”的嵌套需求。

1、信托计划+理财子公司+信托+私募投顾；2、理财子公司+证券投资基金（包括公募和私募）；3、理财子公司+私募股权投资基金；4、理财子公司+基金专户；5、信托计划+私募股权投资基金，如地产股权投资；6、信托计划+券商资管或基金专户。

三、多层嵌套产品（广义FOF）的运作模式。

### 资金来源

只能是机构或个人的自有资金，而不能包含资管产品，所以在一定程度上限制了资金的规模，尤其是对于证监会体系下的FOF产品，额外需满足母基金投资组合25%的要求，即母基金层面至少须投资4只以上的产品。

## (二) 豁免嵌套

的还有创业投资基金和政府出资产业投资基金。发改财金规〔2019〕1638号明确，符合该通知的这两类基金接受其他资管产品及私募基金投资时，该两类基金不视为一层嵌套，这主要是考虑到在这两类基金中存在很多类似FOF的架构。但仍须注意，两类基金投资其他资管产品需算一层。

## (三) 不同资管机构对FOF、MOM的需求不同。

对于FOF产品，目前理财子公司、信托公司、证券公司、基金公司等均有发行FOF产品，这里应注意证监会体系下的集合资产管理产品要遵守“双25%”的限制，但对证监会体系下的FOF产品的“双25%”规定，则针对投资标的25%限制进行了豁免，意味着子基金可以为母基金予以定制化，即能够达到占比标的的100%。

对于MOM产品，商业银行或理财子公司比较感兴趣，主要是出于自身“能力限制”的考虑，可以直接将投资能力强的如券商资管等投资顾问“请上门”，便于学习其风控逻辑、投资逻辑等。

第二部分，一审法院的裁判观点。

结合诉辩双方的主张，一审法院认为本案存在两个争议焦点问题。

关于争议焦点一，案涉《差额补足协议》是否有效的问题。

承诺补足收益的李春辉

、董初升认为案涉《差额补足协议》无效，其理由是该协议具有赌博属性，违背了社会公序良俗。

### (一) 案涉差额补足协议的性质认定。

赌博行为作为一种射幸行为，之所以其被排除在法律保护范围之外，在于该行为的财富分配机制是高度随机的，不会因为行为主体的努力付出而改变财富分配的方向和数量。赌博行为就是一种不具有秩序价值的行为。

本案中，李春辉、董初升之所以愿意签订案涉协议，是基于李春辉、董初升对袁建华参与认购东方精工股票的行为从商业角度出发作出的价值判断。李春辉、董初升签订协议的目的是追求投资利益，运用了经济学的方法和技能对股票未来的价值预

期进行了评估。其行为实质上是一种具有商事交易秩序价值的对赌行为，并非市李春辉、董初升所主张的丧失秩序价值的赌博行为。

## (二) 案涉差额补足协议的效力认定。

本案中，《差额补足协议》是当事人之间的真实意思表示，未违反法律、行政法规的强制性规定，亦未损害国家、集体、第三人利益，应为合法有效，予以保护，当事人应当按照合同约定履行各自义务。

关于争议焦点二，是李春辉、董初升应否向袁建华承担差额补足责任的问题。

### (一) 案涉协议是否具有担保属性。

案涉《差额补足协议》约定：“如袁建华或袁建华指定第三方在股票解禁期间或者解除锁定后8个月内未能实现上述综合收益或造成袁建华持有股票亏损的，李春辉、董初升同意以10000万元为限为袁建华承担担保责任”，李春辉、董初升据此认为双方之间是保证合同关系，因不存在相应的债权人，故袁建华要求李春辉、董初升承担担保责任不能成立。

虽然合同约定用了“承担担保责任”的表述，但本案不存在主债权债务关系，故本案的《差额补足协议》不属于保证合同，该协议应视为双方当事人之间合意形成。

(二) 收益补足责任的性质认定。案涉合同系无名合同，内容中关于李春辉、董初升承担袁建华投资损失及投资收益补足赔偿责任的部分，其本质系李春辉、董初升自愿对袁建华可能产生的投资收益不足部分及损失的承担。

袁建华按照合同约定要求李春辉、董初升对其收益及损失进行补足应当予以支持。

第三部分，二审法院的裁判观点。

关于争议焦点一，《差额补足协议》的法律效力认定问题。

(一) 案涉非公开发行股票行为的合法性问题。

2017年3月29日，袁建华与云南国际信托有限公司签订《云信新安3号集合资金信托计划资金信托合同》《信托计划说明书》等明确信托资金用于认购长信基金管理有限责任公司发起设立的长信基金-浦发银行-聚富21号资产管理计划，该资产管理计划资金又用于认购非公开定向发行的东方精工股票。

李春辉提交的《审核报告》已明确中信建投证券股份有限公司审核确认了上述投资东方精工非公开发行股票等相关事宜，投资金额为30000万元且为单一资金信托，不涉及其他投资人权益，该产品依法已完成登记和备案程序，而《审核报告》也由中信建投报证监会核准。(2019)浙05民终71号生效判决亦对案涉信托资金认购东方精工股票的行为合法性亦予以认定。故该东方精工非公开发行股票发行过程和认购主体、对象等均未违反法律规定。

(二) 案涉《差额补足协议》不属于场外配资行为。

1、案涉特定交易的内容

。《差额补足协议》《份额代持协议》约定袁建华、李春辉、董初升作为共同投资人，一致同意由袁建华与云南国际信托有限公司签署信托合同，参与长信基金设立的聚富21号资管计划，但投资范围仅限于东方精工这一特定股票，不得投资其他股票，这是双方协商达成的特定交易。

2、案涉特定交易的主体及实施程序

。云南国际信托也是经国家相关部门依法成立的金融机构。东方精工非公开发行股票的认购行为系经中信建投证券股份有限公司报证监会核准的合法投资行为。该定向增发操作模式、流程已经证监会登记和备案程序，并非金融机构接受投资者委托，对受托的投资财产进行投资管理的金融服务。



### 3、案涉特定交易行为不具有

场外配资的法律特

征。案涉认购交易涉及融资、买卖证  
券环节等并不具备配资方向用资人出借

证券账户、缴纳保证金、用资人自行决定股票投资方向等场外配资业务的法律特征。  
无论从投

资主体、投资方式、协

议的实质内容，还是从监管审核程序等来说，均不符合

未经金融监督管理部门批准的非法场外配资行为的构成要件。

### 4、案涉特定交易行为未违反

有关监管法规。李春辉提供的证监会于2015年9月17日发出的《关于继续做好清理  
整顿违法从事证券业务活动的通知》、深圳市中级人民法院《关于审理场外股票融  
资合同纠纷案件的裁判指引(2015)》、证监会于2016年7月14日发出的《证券  
期货经营机构私

募资产管理业务运作管理暂行规

定》等法律文件，均不能证明

袁建华的上述交易行为属于规避证券监督管理机构监管的非法场外配资行为，故《  
差额补足协议》未违反法律、法规的禁止性规定。

(三) 案涉《差额补足协议》不存在无效的保底收益的情形。

#### 1、协议有关利益分配、责任承担的约定。

《差额补足协议》1.2.3条约定：...造成袁建华持有的股票亏损的，李春辉、董初升  
同意以10000万元为限为袁建华承担担保责任。

第三条约定：...袁建华同意对超过部分的收益

与李春辉、董初升分成，李春辉、董初升分得20%，袁建华分得80%。

本案中，双方共同出资

10000万元参与认购非公开定向发行的东方精工股票。袁建华出资8000万元，除1  
0%获益外另享有超额收益80%的分红权；董初升出资2000万元由袁建华代持，李  
春辉、董初升共同享有10%投资收益之外超额收益的20%分红权。如投资亏损则由  
李春辉、董初升以10000万元为限向袁建华承担担保责任，超出部分由袁建华自行  
承担。

#### 2、前述约定的法律性质。

该约定仅为袁建华、李春

辉、董初升三人之间共同投资的内部约定

，并未涉及其他人的权利义务，亦未损害其他投资人合法权益，实质是投资双方对投资利益、投资风险共同承担的合作投资模式，属于当事人的意思自治范畴。

《差额补足协议》的合同主体均非金融机构，投资模式亦没有破坏证券市场稳定和增加证券市场风险，故双方的约定不属于无效的保底条款情形，亦不违反法律、行政法规的禁止性规定。

#### (四) 李春

辉、董初升对袁建华通过第三方信托认购案涉股票的事宜系明知而且同意。

经查，《差额补足协议》约定的鉴于部分

：袁建华参与东方精工2017年非公开发行股票认购，如袁建华指定第三方认购需另行签订补充协议。

#### 1、双方自愿达成协议并按协议约定履行各自出资义务

。根据《差额补足协议》《份额代持协议书》的约定，李春辉、董初升作为利益共同体和共同责任人对劣后本金、优先级投资金额、认购对象为东方精工股票等投资事项均完全明知。

在签订上述两份协议的当日，双方也按约履行了出资义务，袁建华亦向委托的第三方信托公司实际转汇10000万元资金（含董初升出资的2000万元）。袁建华自行认购或委托第三方进行认购并不存在本质差别，不会造成双方投资风险的扩大或减少。

#### 2、各方对案涉的股票投资行为，不持异议。

对袁建华委托第三方信托公司认购案涉股票并未另行签订补充协议的行为，自2017年3月29日签订案涉协议至2019年1月袁建华提起本案诉讼，李春辉、董初升对此从未提出异议。

其中，针对案涉股票的减持、补仓

情况，袁建华曾提前向董初升履行了告知义务

，李春辉与董初升作为共同责任人理应知悉袁建华减持、补仓的事实，但李春辉、董初升对袁建华未另行签订补充协议从未提出不同意见，亦从未依照《中华人民共

认可袁建华通过第三方信托公司认购案涉股票。

关于争议焦点二，李春辉、董初升是否应向袁建华承担差额补足责任的问题。

### 1、协议保证字义的真实意思

。《差额补足协议》1.2.3条约定：...造成袁建华持有股票亏损的，李春辉、董初升同意以10000万元为限为袁建华承担担保责任。此约定系双方基于对东方精工股票未来商业价值判断并愿意分担责任，为双方真实意思表示，该《差额补足协议》为李春辉、董初升自愿承担袁建华投资损失及投资收益补足义务，并以10000万元为限。概而言之，《差额补足协议》并非系保证合同。

### 2、超额收益分配条款的合法性

认定。同时，双方亦对李春辉、董

初升可享有的超额收益20%的分红权

作了约定。该约定符合等价有偿的原则，不存在其他违法无效情形，亦不具有保证合同的法律特征，故原审法院认定该《差额补足协议》“本质系董初升、李春辉自愿对袁建华可能产生的投资收益不足部分及损失的承担”，有相应的合同为据。

### 3、设立差额补偿条款的目的。

李春辉、董初升作为利益共同体、共同责任人，基于对投资东方精工股票未来估值发展的不确定性而作出的一种商业价值判断，虑及袁建华巨额投资后所产生的融资风险而为其提供的保障承诺。

### 4、差额保障背后的对赌属性。

《差额补足协议》对双方投资金额和风险等权利义务作了明确约定，其中董初升出资2000万元，李春辉、董初升可共同享有超过部分收益20%的分成，并承担最高不超过10000万元亏损的差额补足责任。案涉协议的交易标的-所认购的非公开发行东方精工股票，亦经中信建投证券报证监会核准。

双方自愿设立的《差额补足协议》，形成了一种以东方精工股票的涨跌为条件的投资对赌关系，具有商事交易秩序价值的对赌属性

。但是该对赌行为，不同于含有博彩性质的赌博行为，不损害上市公司或其债权人合法利益，亦未违反社会公序良俗。

综述，案涉《差额补足协议》合伙有效，各方应依约履行义务，包括李春辉、董初升应当向袁建华承担差额补足责任。



第四部分，**再审**法院的裁判观点。

(一) 判断案涉《差额补足协议》是否有效的**标准**。

法院认为，判断案涉协议**是否有效**

，应是着重衡量该《差额补足协议》的内容是否违反了《中华人民共和国证券法》的禁止性规定，构成了操纵、影响或者扰乱证券交易市场的情形。

2014年《证券法》第七十七条第一款

规定，**禁止任何人**

以下列手段操纵证券市场：(一) 单独或者通过合谋，集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，操纵证券交易价格或者证券交易量；(二) 与他人串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易，影响证券交易价格或者证券交易量；(三) 在自己实际控制的账户之间进行证券交易，影响证券交易价格或者证券交易量；(四) 以其他手段操纵证券市场。

(二) 案涉差额补足协议的主要**内容**。

本案中，从双方当事人签订的《差额补足协议》内容看，双方约定了袁建华或其指定的第三方参与认购上市公司东方精工非公开发行的股票，出资劣后本金8000万元，对应优先级金额16000万元，认购股份金额23200万元。李春辉、董初升同意对袁建华或其指定主体认购东方精工股份全部出售时收回的本金及收益按袁建华认购金额计算不足年化10%部分，以1亿元为限承担担保责任。

该协议还约定了认购的东方精工非公开发行股票**的减持、超额收益的支付以及协议的作废、变更和解除等**。

(三) 案涉协议的**合法性**认定。

可以看出，协议中**并无**

双方集中资金优势、持股优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，或者以事先约定的时间、价格和方式相互进行证券交易及以其他手段操纵证券交易市场等操纵或者影响、扰乱证券交易价格或者证券交易量的约定。

此外，双方当事人通过《差额补足协议》最终投资的股票为上市公司东方精工定向增发

的股票，

而非已经在二级市

场上自由流通的股票。该定向增发的

股票具有较长的交易锁定期

，且锁定期满后上市交易还需遵守中国证券监督管理委员会以及证券交易所的相关规定，一般不会造成股价的大幅波动从而危害金融秩序。

案涉《差额补足协议》系合同各方对东方精工股票未来价值做出商业判断后进行的风险以及收益的预先分配，《差额

补足协议》中既有对袁建华投资风险的保障承诺，也有

李春

辉、董初

升对超过年化10%

部分的投资收益分得20%的约定，该

协议符合正常的商业逻辑

，并非是含有博彩性质的赌博行为，亦不违反证券交易风险自负的原则。

该《差额补足协议》系双方当事人的真实意思表示，虽然协议约定李春辉、董初升以1亿元为限对袁建华未能实现的收益或者产生的亏损承担担保责任，但该担保责任系李春辉、董初升一方的主要合同义务，并非合同法或者担保法所规定的具有从属性质的担保责任，李春辉主张的因不存在主债权债务关系而应认定该担保责任为无效的申请理由不能成立。

综上，案涉《差额补足协议》应认定为合法有效，合同当事人均应信守合同义务。

（四）案涉协议的多层嵌套问题的性质认定。

李春辉提出，“袁建华通过信托计划获得2倍杠杆

银行资金，再通过单一资金信托计划、资产管理计划层层嵌套，最终投资东方精工2017年非公开发行股票，这是否属于

以信托形式掩盖的非法场外配资合同？对于该类

多层嵌套的资管产品合同，是否应当进行穿透识别并认定为无效？”

对于李春辉的主张，法院认为，对于信托公司开展或参与的多层嵌套等融资活动，应以其实际构成的法律关系确定效力，并在此基础上确定各方的权利义务。

（五）案涉协议是否构成场外配资业务。

场外配资业务主要是缺乏相应融资融券资格的市场主体通过搭建游离于监管体系之外的融资业务平台，将其自有资金或者以较低成本融入的资金出借给用资人，赚取利息收入的行为。场外配资业务活

动本质上属于只有证券公司才能依法开展的融资活动。

李春

辉、董初

升虽主张袁建华的

行为构成了多层嵌套和场外配资业务活动，但并未提供相应证据佐证其主张。

司法实践中，有关营业信托业务活动的法律主要是规制作为受托人的信托公司与作为委托人的投资者之间的法律关系，有关场外配资业务活动的法律主要是规制缺乏融资融券资格的资金融出方与用资人之间的法律关系。

申请人李春辉显然并非营业信托业务或场外配资业务的法律关系主体，并且上述营业信托业务或场外配资业务是否合法有效也并非本案必须审理查明的基本案件事实。