

私募基金管理人民事赔偿责任的 厘定与规范适用^{*}

——基于基金管理人信义义务的视角

马禄伟^{**} 王东光^{***}

摘要:要认定基金管理人民事赔偿责任,应辨析信义义务与合同义务的关联,明确合同义务在损失认定中的法律障碍,进而通过违反信义义务确定损失范围。应根据基金管理人过错程度,区分全额赔偿、部分赔偿和补充赔偿的归责标准。基金管理人的赔偿范围不应仅限于实际损害,应扩展至预期损失和非法获得不当收益的归入权,进而提高惩戒效果。同时,建议规定基金管理人承担民事赔偿责任的免责事由,最终形成基金管理人与基金持有人之间民事赔偿的制衡机制。

关键词:基金管理人 信义义务 义务厘定 民事赔偿

* 本文系华东政法大学博士研究生海外访学项目资助研究成果。

** 华东政法大学金融法博士研究生。

*** 华东政法大学经济法学院副院长,上海股份制与证券研究会副会长,博士生导师。

一、问题的提出

基金业发展的核心问题是如何保护投资者权益,树立投资者对基金的信心。^{〔1〕}近几年,我国私募基金规模庞大,但基金持有人大多亏损累累。^{〔2〕}现有研究普遍表明,以基金为代表的机构投资者不仅没有起到稳定市场的作用,反而成为股市暴涨暴跌的助推器。^{〔3〕}2018年,中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会(已撤销)、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》),明令禁止私募基金等资产管理行业承诺保底或进行刚性兑付。2019年,最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)对保底条款效力问题同样作出否定评价。^{〔4〕}2023年,国务院通过首部私募基金领域行政法规《私募投资基金监督管理条例》(以下简称《私募条例》),彰显了监管趋严的国家意志。^{〔5〕}

私募基金管理人规制体系既有法律的刚性,又有自律规范与当事人合意的柔性。^{〔6〕}换言之,基金管理人既要关注合同的约定,也要关注法律、法规、规章和相关规范性文件的要求,积极勤勉履行管理义务。

〔1〕 中国证券报编:《中国基金投资者获得感洞察报告 2022》,新华出版社 2023 年版,第 7 页。

〔2〕 詹钰叶:《年内私募基金普遍亏损,多数“公奔私”基金经理业绩不佳》,载百度百家号, <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1732984976976510641>, 2024 年 7 月 23 日访问。报道显示,截至 2022 年 5 月 9 日,94 家百亿级私募平均收益率为亏损 12.72%,其中近九成百亿级私募业绩出现亏损。

〔3〕 杜威望:《中国证券基金的投资潮涌研究》,社会科学文献出版社 2023 年版,第 30 页。

〔4〕 《九民纪要》第 92 条第 2 款规定:“实践中,保底或者刚兑条款通常不在资产管理产品合同中明确约定,而是以‘抽屉协议’或者其他方式约定,不管形式如何,均应认定无效。”

〔5〕 例如,《私募条例》第 3 条中突出强调“不得违背公序良俗”具有特别的警示意义。第 5 条进一步强调“私募基金业务活动的监督管理,应当贯彻党和国家路线方针政策、决策部署”,突出了金融的强监管属性。

〔6〕 肖宇、许可:《私募股权基金管理人信义义务研究》,载《现代法学》2015 年第 6 期。

基金管理人追求专业化管理,具有实际权利,甚至在很大程度上影响证券市场。^[7] 由于行政监管机构作出行政处罚行为的要素,也可能是法院认定基金管理机构承担民事赔偿责任的要素,在界定基金管理人承担赔偿责任的责任构成和承担时应明确:基金管理人违反的义务性质如何厘定;基金持有人的损失如何确定;违反义务的行为与基金持有人损害之间的因果关系,并界定基金管理人的损害赔偿范围等诉争,实务中存在不同的裁判标准。

(一) 证券投资基金业务的法律关系如何界定

《九民纪要》将证券投资基金业务法律关系界定为信托法律关系,但亦有法院判决将基金合同定性为委托关系,^[8]抑或不对法律关系予以定性,直接就基金管理人履行义务是否适当作出判断,最终判决基金管理人投资损失不承担赔偿责任。^[9] 例如,在谢某、广州市彝鑫投资管理有限公司委托理财合同纠纷案中,^[10]法院认定彝鑫公司在五号基金的募集和运营过程中存在风险评估不规范、未披露基金相关信息、使用无资质人员参与募集的行为,违反了合同约定以及法律法规强制性规定,应承担相应的赔偿责任。在某基金管理公司与汤某等委托理财合同纠纷案中,法院认为,基金的募集和管理中严重违反《基金合同》,直接导致汤某的投资款在基金到期后长达两年多的时间内仍无法退出,应当对汤某的损失承担赔偿责任。在华设资产管理(上海)有限公司、常某某与平安银行股份有限公司上海分行证券投资基金交易纠纷案中,^[11]上海金融法院认为私募基金管理人失职行为,违反适当

[7] See Jeffery G. Macintosh: *The Role of Institutional and Retail Investors in Canadian Capital Markets*, Osgoode Hall Law Journal, Vol. 31, 1993.

[8] 北京市高级人民法院:北京启明乐投资资产管理有限公司与中国光大银行股份有限公司北京分行等委托理财合同纠纷再审审查与审判监督民事裁定书,案号:(2020)京民申2123号,2020年6月29日。

[9] 上海金融法院:李某群与上海勇勤投资管理有限公司委托理财合同纠纷二审民事判决书,案号:(2021)沪74民终1843号,2022年10月17日。

[10] 广东省广州市中级人民法院:谢某、广州市彝鑫投资管理有限公司委托理财合同纠纷二审民事判决书,案号:(2019)粤01民终21112号,2020年2月20日。

[11] 上海金融法院:华设资产管理(上海)有限公司、常某某与平安银行股份有限公司上海分行证券投资基金交易纠纷二审民事判决书,案号:(2020)沪74民终461号,2021年5月31日。

性义务等行为具有相当严重性,因此推定发生全部损害。

在前述案例中,不难看出,由于证券投资基金的交易结构、产品合同以及当事人的法律关系较为复杂,且针对其中部分事实的判断涉及金融领域专业知识,对法官知识水平提出更高要求。司法实践中,证券投资基金法律关系多定性为委托理财合同关系,而非直接或明确界定为信托关系。基金持有人很少以违反信义义务提起诉讼,而多依据基金管理人在募投管退中的某一个或某几个阶段中实施的违约行为。法院在推理论证中也较少运用信义义务,普遍未就信义义务的法律概念及性质、体系定位以及违反信义义务的法律后果进行较为直接和完整的说理,而大多采用适当性义务、信息披露义务等具体义务类别进行表述。

(二)基金管理人的赔偿范围如何界定

围绕基金管理人的赔偿范围如何界定,司法实践中同样存在着不同的裁判意见。例如,在吴某林、广东君心盈泰投资管理有限公司委托理财合同纠纷案中,^[12]法院认为本金损失的时间范围因不同的基金运作方式而有所区别。在封闭式基金运行期间,基金持有人无法赎回基金,故对于封闭期内发生的本金损失原则上应由管理人全部赔偿。结合管理人是否尽到信息披露义务,投资者是否尽到减损义务等因素确定赔偿损失的时间范围和双方承担比例。基金持有人能否请求管理人赔偿基金合同记载的预期收益,对合同约定的投资预期收益是否属于损失存在不同理解。在另一起合同纠纷案中^[13],法院认为因《基金合同》中明确年利率11.5%为预期收益,并不意味着管理人保证投资人取得相应数额的投资收益,判决逾期期间按同期银行贷款利率、贷款市场报价利率计算资金占用利息。

综述案例,基金合同通常不会对管理人违约情形下的违约金标准或投资损失的计算方式作出明确约定,在缺乏可直接援引的违约责任

[12] 广东省广州市中级人民法院:吴某林、广东君心盈泰投资管理有限公司委托理财合同纠纷民事判决书,案号:(2020)粤01民终15306号,2020年11月10日。

[13] 上海金融法院:上海新来股权投资基金管理有限公司、上海通则久文化发展有限公司等与王某景其他合同纠纷二审民事判决书,案号:(2020)沪74民终1045号,2021年4月28日。

条款时,基金持有人只能主张法定违约责任要求赔偿投资损失。基金持有人主张民事赔偿责任是否必须以其损失发生为前提,尤其是涉及预期收益和归入权的判断,存在不同裁判观点。

二、基金管理人所负义务之厘定

(一) 法律关系定性:合同关系与信托关系的比较

合同关系双方当事人是平等民事关系,信托关系则较为复杂。^[14]如何界定证券投资基金法律关系其结果将大相径庭。私募基金合同当事人对基金管理人科以利益冲突行为以及竞业禁止行为,若完全依合同责任来处理,则超出信托范围作为一般法理的信义义务将会缺乏依据。^[15]《九民纪要》颁布后,除有保底刚兑条款和管理人不履行管理责任的情况存有争议外,基金合同法律关系为信托关系是较为一致的看法。^[16]但是司法实践对信托关系的要件、所认定信托关系的性质缺乏充分的讨论。

信托说主张,首先,信托法律关系存在两大特色,其一是信托财产之上的特殊权利架构,集中体现为信托财产的独立性;其二是信托受托人需要承担信义义务。^[17]《信托法》的构造在形式和功能上,不仅与资产管理的时机商业操作相似,而且《资管新规》等监管规则规定了资管业务禁止刚兑、贯彻卖者尽责与买者自负的理念,契合资产管理行业进行规范改造的理想方向。

[14] 参见郭金良:《资产管理业务中受托管理人义务的界定与法律构造》,载《政法论丛》2019年第2期;赵廉慧:《〈信托法〉是调整资管业务的基本法》,载《当代金融家》2018年第11期。

[15] 参见楼建波、姜雪莲:《信义义务的法理研究——兼论大陆法系国家信托法与其他法律中信义义务规则的互动》,载《社会科学》2017年第1期。

[16] 参见《年度观察专题I中国商事争议解决年度观察(2022)》,载北京仲裁委员会·北京国际仲裁中心网,<https://www.bjac.org.cn/news/view?id=4417>,2024年9月5日访问。

[17] 参见徐化耿:《资产管理人勤勉尽责义务的理论基础与司法适用》,载《现代法学》2023年第3期。

其次,信托法律关系的法定性特征,相较于依照《民法典》的规则进行演绎和推导,证明诸如信赖关系、因果关系、主观心态等要素存在,经过具体规则的适用与演绎过程,可避免简单重复的推理而导致诉讼成本的增加。

由于证券投资基金不仅汇集了众人投资而拥有的庞大资金规模,而且涉及众多社会投资人的利益,基金投资人对基金管理人的信任 and 选择不再可能是传统民事信托中委托人通过与受托人的长期相处、了解而产生对其人格、能力的信任。有些信托关系是因法律规定产生,如我国《信托法》第 55 条关于信托终止后为信托财产取得人拟制的信托。在此类法定信托关系中,受益人无法事前约束享有法定自由裁量权的受托人。^[18]

最后,当基金管理人与第三人合谋侵害受益人权利时,信托关系可突破行为限制或者表述约束,立足高于市场的道德标准,对第三人提起诉讼并要求归还财物。基金持有人的分散性与基金的流动性使持有人利益的保护更多依赖于法律的规制,更多是只关心其投资的实际收益,而不愿意为基金如何经营和决策浪费时间,证券投资基金高度的流动性亦使其可以随时转让或赎回。^[19]

合同说则认为,在金融行业分业经营的政策环境下,资管运行实际中部分资管人仅作为通道角色,委托人不承担积极主动管理职责,与标准信托相差甚远,因而不宜笼统地将所有管理行为界定为信托行为。^[20]大陆法系合同法中秉持的诚实信用原则,不具备利他性信义义务生长的土壤。^[21]以德国为代表的大陆法系,深受契约观念影响。德国判例法将私募基金管理人民事责任定位于纯粹财产损害的合同责任,其保护扩及于第三人。在私募基金管理人与基金投资者之间存在

[18] 参见杨秋宇:《信托受托人忠实义务的功能诠释与规范重塑》,载《法学研究》2023 年第 3 期。

[19] 参见奚庆:《中国证券投资基金管理人公司治理问题研究》,法律出版社 2012 年版,第 35 页。

[20] 参见缪因知:《资产管理内部法律关系之定性:回顾与前瞻》,载《法学家》2018 年第 3 期。

[21] 参见许多奇:《论全周期视野下私募基金管理人的信义义务》,载《武汉大学学报(哲学社会科学版)》2022 年第 5 期。

合同关系时,由此产生的民事责任当属合同责任,其毋庸置疑。^[22] 基金管理人提供资产管理服务的专业机构,理应负一个专业人士所应负的更高标准的信赖义务,而无须为赋予其信赖义务而强行将其定位于信托关系的受托人,所以,基金管理人的法律地位不可能在信托关系中进行定位。^[23] 资产管理合同通常授予管理人自主决定投资内容与方式的权力,属于全权委托代理行为,不应将投资信托业务的资产管理业置于信托的诠释框架。

合同关系强调说明义务的履行程度,信托关系则更强调侵权的行为规范。二者具体区别见表1。若存在特别规定或合同特别约定,则结合资管产品具体结构认定基础法律关系的性质。^[24] 各类私募基金合同文本虽在上述原则性规定的基础上对管理人义务作出了细化约定,但其中仍然充斥着大量模糊的概念。一旦条款被签订,法律关系的类型和法律后果便已确定。^[25] 综合来看,基金管理人除应履行合同约定义务外,还应尽勤勉谨慎的管理之责。基金管理人依委托合同的法理、有关基金的法律法规及基金契约的规定负有信赖义务。根据法律关系(信托关系)至义务类型(信义义务)的论证推导,资管业务为信托法律关系,基金管理人应当履行信义义务。

表1 合同关系和信托关系的区别

区别	合同关系	信托关系
关联程度	自己负责	依存关系

[22] 参见[日]浦川道太郎:《德国的专家责任》,梁慧星译,载梁慧星主编:《民商法论丛》(第5卷),法律出版社1996年版,第539~541页。

[23] 参见张国清:《投资基金治理结构之法律分析》,北京大学出版社2004年版,第51~52页。

[24] 参见《首期上海金融司法沙龙“金融资管纠纷中的热点法律问题”综述》,载微信公众号“中国上海司法智库”2021年8月10日, https://mp.weixin.qq.com/s?__biz=MzI2ODUzMdA3MA==&mid=2247498616&idx=1&sn=39927ccd478a2384d19e6946f0ebeb38&chksm=eaec8381dd9b0a975330fdc7af7186f9ff8838a14d32fc20c8e3614ad17ad18e2333d1be16a1&scene=27。

[25] 参见上海金融法院综合审判一庭课题组、单素华、孙倩、黄佩蕾:《涉契约型私募基金案件法律适用疑难问题研究——以115篇类案数据分析报告为基础》,载《上海法学研究》2021年第8卷。

续表

区别	合同关系	信托关系
义务范围	限定	广泛
救济方式	损害赔偿	交出收益等多种的方式
公私救济	私法自治	可能会有公法介入
区分财产	否	是

(二) 现有规定不足:信义义务的本土表征与内涵

第一,缺乏基金管理人信义义务的明确规范。信义义务的性质是合同义务还是法定义务,抑或是两者的复合体,在法律法规尚待完善、当事人合同约定不充分、不专业的背景下,如何准确把握管理人的信义义务的强度和范围,判断其是否违反信义义务等疑问缺乏明确规范。只能从理论或概念上去讨论信义义务在各个领域、各个环节的内涵,并通过司法判决去发展、明确、充实信义义务。与合同义务源自基金运营的条款,向基金持有人提供准确及时的信息、按照基金的投资目标行事以及遵循招股说明书中列出的具体投资指南等行事不同,信义义务基于法律要求基金管理人以基金持有人最大利益行事。综上,由于缺乏基金管理人信义义务的明确规范,信义义务的具体实施颇为倚重法官裁判水平与法院所在地区的经济发展水平,需要基金持有人意识的觉醒、基金管理人行为边界的清晰、律师和法官专业化素质的提高。

第二,将信义义务与诚实信用原则混淆,降低了对基金管理人行为的要求。立法规定的诚实信用原则不同于信义义务,诚实信用原则中包含的忠实、谨慎的因素,与信义义务中的忠实和谨慎义务的目标不同,前者是在勿害他人的前提下追求自我利益的最大化,后者是在利他的要求下追求委托人利益的最大化。信义义务对受托人的道德要求比诚实信用原则对当事人的标准高。诚信原则适用时着眼于具体当事人之间的法律关系,强调忠于事。而信义义务法律规则适用时较抽象,体现了整体社会的道德要求和价值取向,注重忠于人。故而诚实信用原则不能取代信义义务法律规则的功能,应该在立法中确立信义义务与诚信义务并

列的法律地位。^[26]

有学者认为,信义义务是资产管理业务法律规制的第三支柱,与审慎监管、行为监管共同作用于资产管理市场。^[27]基金管理人的忠实义务具有一定的刚性,要求基金管理人将投资者的利益置于自身利益之上。注意义务则具有一定的弹性,对基金管理人的能力和敬业程度要求,某种程度上依赖于内部控制和内部自觉。^[28]从《资管新规》到《九民纪要》,用信义义务统摄信托法乃至整个大资管领域,成为人民法院在审理金融纠纷案件中有效保护金融消费者和中小投资者合法权益的重要制度手段。根据《私募条例》第26条的规定,私募基金管理人要遵循专业化管理原则和投资者利益优先原则。谨慎勤勉义务的标准问题,即管理人如何证明已经尽到了专业化管理和投资者利益优先原则,司法实践中将出现越来越多的裁判解释。考虑到我国资管行业分业监管的实际,对信义义务标准的不同设定,将信义义务与诚实信用原则混淆,降低了对基金管理人行为的要求,增加了证券投资基金产品的交易成本。

(三) 基金管理人信义义务的内容

由于信义义务在各个领域、各个环节的体现有所不同,除非对此均加以丝缕分条,否则无法涵盖信义义务的全部。换言之,信义义务是什么、如何产生、对谁负责、适用范围如何、何时产生、何时终止、违反时有哪些救济途径,具备哪些相对优势等。在判断基金管理人是否明显违反合同约定,是否明显违反法律、法规、规章等争端时,应在信托关系的基础上,结合具体法律法规内容,运用信义义务规则进行综合判断。

第一,信义义务如何产生,对谁负责。信义义务一般滋生于合同关系,当事人可以在基金合同中对具体内容进行约定、填补或变更。根据《信托法》《证券投资基金法》及金融监管文件规定,基金管理人应履行法定职责,即使当事人之间所签订的合同中未作约定。基金管理人与基金持有人签订合同之后,应根据具体条款,包括基金将如何运作、利润将

[26] 参见王莹莹:《信义义务的传统逻辑与现代建构》,载《法学论坛》2019年第6期。

[27] 参见姜宇:《论资产管理业务法律规制的第三支柱:信义义务规则——兼评〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉》,载《上海金融》2018年第12期。

[28] 参见李勇:《从基金管理人信义义务看私募基金风险防控》,载《检察日报》2020年3月30日,第3版。

如何分配以及投资者如何撤回投资等以投资者的最大利益行事。换言之,基金管理人必须平衡合同义务与其对投资者所负信义义务,综合考虑此类冲突,以确保合同关系和信托关系的有效平衡,避免因冲突导致基金管理人法律、道德和声誉风险,最终损害基金持有人的整体利益。一旦基金管理人的某项行事规则被列入基金合同,基金管理人的行事义务就转化为合同义务,且被优先援引和适用。信义义务法定性特征降低因制定和监控具体条款耗费的制度成本。

第二,信义义务内涵及适用范围。尽管我国设定基金的主要手段是基金合同,一直以来也是以合同为中心进行思考,但信义义务可超越基础合同义务。主流观点认为,信义义务内涵包括忠实义务和注意义务,前者要求受托人忠于受托目的和受益人的利益,多表现为禁止性的消极义务。后者则强调受托人为实现受托目的和提升受益人利益的能力与努力。^[29]基金管理人应恪守信义义务,将基金持有人的利益置于首位,始终将基金持有人的利益最大化作为基金活动的行为准则。信义义务的履行和监督成本较高,具体到基金募集、运作和清算各个环节,主要包括公平对待投资者、公平交易、财产独立、合规运营、审慎投资、信息披露等义务,其均以基金相关监管规则和基金合同约定作为依据。信义义务既可以提供标准化的保护,也可以根据委托人保护能力的大小进行调整。基金管理人不得借由合同完全排除应负担的信义义务,否则背离信托关系本质。换言之,最低限度的信义义务是受托人义务不可削减之核心。

美国和日本两国关于信义义务的规定具有借鉴价值。《日本信托法》对受托人义务的规定较民法的规定更为具体。^[30]除信托事务遂行义务与善良管理人的注意义务,还明确规定了忠实义务、公平义务、分别管理义务、第三人委托权限和选任监督义务、提供信息义务(见表2)。

[29] 中国证券投资基金业协会:《基金管理人信义义务研究(上)》,载中国证券投资基金业协会网, <https://www.amac.org.cn/hdjl/jjhywhjs/xyw/202001/P020231126415029163468.pdf>。

[30] 《日本民法典》第644条规定,委托合同中善良管理人的注意义务。受任人必须承担、遵从委托的主旨,秉持作为善良管理人所应当具有的注意,来处理委托事务之义务。《日本信托法》第2条第1项规定,信托是指遵照一定的目的进行财产管理以及为了达成该目的所采取的必要的行为。

《日本信托法》第30条规定的忠实义务,主要体现为消极性义务,由一般性规定、禁止利益冲突和竞业禁止3个条文组成。《日本民法典》和《日本信托法》明文规定,若受托人违反了一般受信义务以及有关的具体禁制,^[31]则应当推定受托人对信托财产造成的损失与受托人由此获得的利润金额相等。一旦利润被视为损失,则受益人有义务根据第40条第1款予以赔偿。英美信托法认为,在信托关系下,受托人所应负的义务虽认为是注意义务及忠实义务等,但是因为注意义务并非仅存在于信托关系,亦存在于委任等法律关系,通常以受托人的忠实义务为核心进行学理探讨。^[32]受托人之所以负有衡平法上的忠实义务,其主要源自受托人与受益人间所存在的信任关系,而非普通法上的契约关系。^[33]美国法中基金管理人信义义务制度,既限制管理人滥用权力为己谋利,又防止管理人疏忽大意给财产带来不必要的风险和损失,同时希望激励管理人能充分运用其专业水平和技能实现委托目的,实现委托人利益。^[34]

表2 《日本信托法》中信义义务的内容及相关条文号

内容	相关条文号
信托事务遂行义务	第29条
善良管理人的注意义务	第29条
忠实义务	第30条、第31条
公平义务	第33条
分别管理义务	第34条
第三人委托权限和选任监督义务	第28条、第35条
提供信息义务	第36~39条

[31] 参见《日本信托法》第30条、第31条第1款和第2款、第32条第1款和第2款。

[32] 奥斯汀·威克曼·斯科特(A. W. Scott)及威廉·富兰克林·弗拉彻(W. F. Fratcher)将受托人的义务分为17项,分别为管理运用信托义务、忠实义务、自己管理义务、设置账簿义务、资讯提供义务、善管义务、控制信托财产义务、保全信托财产价值义务、行使请求权义务、抗辩义务、分别管理义务、存放银行义务、增值义务、分配信托利益义务、公平义务、共同受托人的共同行动义务及尊重监督机构义务等。

[33] See R. Pearce & J. Stevens, *The Law of Trusts and Equitable Obligations*, Butterworths, 1998, pp. 681-687.

[34] See A. W. Scott & W. F. Fratcher, *The Law of Trusts* (4th edition), Aspen Law & Business, 1987, pp. 169-185.

第三,信义义务的适用评价。如肖宇教授所言,信义义务既是剑,也是盾。从“剑”的角度来看,它给我国基金管理人行为树立了行业标准,是投资人维权的重要武器;从“盾”的角度而言,它是保护基金管理人的盾牌,为基金管理人的责任承担划分了边界。^[35] 信义义务旨在降低委托人在两个主要领域的风险:其一,与受信人滥用受托财产和权力相关的风险;其二,与因受信人服务的不当行为造成的委托人损失相关的风险。^[36] 笔者认为,《信托法》中对他人的注意义务延伸成为信义义务的重要组成部分。信义义务更关注基金合同当事人之间的关联、各自的承诺以及受益人对受信人的信赖程度,超越现有救济的一般规定,扩张了民事救济的适用范围。信义义务来源于当事人建立信托关系时的自愿约定,是对基金管理人自由裁量权的直接约束,更是一整套比市场道德更为严苛的、更为精细的行为准则。信义义务来自法律的概括性规定与基金合同的约定,投资者可以侵权之诉或以违约之诉追究违反信义义务的责任,无论投资者以何种诉请,法院在审理时应审查管理人履职时,是否存在过错以及其行为与基金持有人损失之间是否存在因果关系。

三、基金管理人民事赔偿的损失认定

根据案情和证据的不同,基金持有人可主张基金管理人对其构成违约,也可主张违反信托关系,进而依据《民法典》《信托法》《证券投资基金法》明确民事赔偿的损失认定。围绕基金管理人履职标准是民事赔偿责任的核心争议与聚讼焦点,结合“募投管退”各阶段的职责内容,分析基金管理人民事赔偿的损失认定。

(一) 损失认定的义务属性及适用辨析

合同义务是指双方约定并根据合同条款具有约束力的义务。信义义务的存在是为了确保某些当事人的利益受到保护,即使合同中没有约

[35] 参见《华东政法大学肖宇:加强信义义务适用 促进基金法治体系建设》,载中国证券网, <https://news.cnstock.com/news/bwtx-202306-5074594.htm>。

[36] 参见[美]塔玛·弗兰科:《信义法原理》,肖宇译,法律出版社2021年版,第106页。

定,抑或是与基金合同义务相冲突。基金合同义务是信托财产据以发生转移的基础,在司法实践背景下,合同义务与信义义务可能存在冲突。原则上优先适用合同的一般约定,再结合当事人是否有信义义务,以及信义义务范围,需要根据合同条款进行综合判定,包括双方对市场、目的、标的及环境的认识。

一方面,基金合同中未约定信义义务,基金管理人并未违约,仍可能违反信义义务。以基金管理人评估费用为例,由于基金持有人缺乏时间、资源和专业知识来评估费用的合理性,基金管理人在评估费用方面拥有广泛的自由裁量权,但必须以谨慎和适当的方式进行。其一,基金招募说明书不是评估费用合理性的唯一信息来源,遵循基金招募说明书中列出投资指南的同时,也应考虑基金整体的风险和回报情况。其二,可比基金以及比较费用的方法会因国家和地区而异,但应在透明度、公平性和投资者保护的基本原则方面具备一致性。其三,若在基金的招募说明书中明确表示,基金将只投资于低风险、可产生收益的证券,基金管理人应遵守合同义务投资符合特定信用评级的证券,有责任为基金持有人最大利益行事,而不仅仅是招募说明书中的投资指南。换言之,基金管理人必须优先考虑投资者的利益,而不是严格遵守招募说明书。其四,对涉及基金管理人合同义务与信义义务冲突的案件,评估取决于每个案件的具体事实,包括基金管理人所负信义义务、与客户的合同条款。虽然合同义务允许收取特定费用,但信义义务要求基金管理人定期审查费用并确保费用合理。

另一方面,虽然违反了合同义务,但是却没有违反信义义务。在广东省深圳市博鼎华象投资合伙企业与红土创新基金管理有限公司合同纠纷案中,^[37]基金管理人并未遵照委托人指令进行减持决策,法院认为基于资产管理人信义义务,在要求其履行主动管理职责和遵循公平交易原则的同时,应赋予管理人合理操作上的能动性。基金持有人给管理人的操作指令构成操作建议,应结合资管产品的结构、类别、底层资产的性

[37] 广东省深圳市中级人民法院:深圳市博鼎华象投资合伙企业、红土创新基金管理有限公司合同纠纷民事二审民事判决书,案号:(2020)粤03民终22461号,2020年10月28日。

质、投资者对象、人数等多种因素,判断基金管理人是否违约或者背信,不构成绝对的刚性约束。也有学者认为,明晰基金管理人责任边界的关键在于界定当事人之间的法律关系与对应的权利义务,认定委托人减持指令的性质,以及判断管理人的履职行为是否构成违约或违反信义义务。^[38] 本案中,在《减持操作指令》无具体实施期限的情况下,无法也不应事后以标的股票价格走势来评判管理人减持操作是否适当。笔者认为,考虑基金管理人是否按照一般人在其职位上所期望的谨慎标准行事,若明显超出或未达到相应的投资比例,造成投资出现损失,可推定基金管理人未按约定投资的部分与损失存在因果关系。若未采取最基本的风险控制措施,明显有悖行业惯例的,应认定违反信义义务。信义义务并未被全面法定化,在法定化之外仍存在适用空间。^[39] 是否需要满足特定过错要件,是否为类型化义务,是否单纯的义务违反即导致责任的成立等,信义义务存在首要判断规则。

(二)违反信义义务损失范围的界定

基金财产的损失是基金管理人违约或侵权所致,基金持有人可以请求基金管理人承担相应的损害赔偿责任。有观点认为,以民法之契约责任或侵权责任解释均有偏颇,私募基金法有其独立之目的,其所定民事责任应属一种独立类型,即信义义务的法定责任,不必强行纳入民法所定之责任类型中。最高人民法院在释义书^[40]中提到,无论是主动管理类信托,还是事务管理类信托,判定专业金融机构受托人是否履行了勤勉尽责的义务时,应包括受托人在资产管理产品设立后,进行投资项目立项前的尽职调查、投资管理、项目清算和风险处置过程中相关材料的全面审查。对基金管理人施以信义义务,强制性地对基金行业经营活动中的风险与收益进行重新分配,提高行业从业人员的行为标准与执业成本。在判断受托人是否明显违反合同约定,是否明显违反法律、法规、规章等规定,仍然无法解决争端时,应在信托关系的基础上,综合运用信义

[38] 参见肖宇、王子康:《委托人指令与资产管理人责任边界:以信义义务为分析视角》,载《财经法学》2023年第1期。

[39] 参见陈斌彬:《美国基金持有人民事诉讼研究》,载《国际经济法学刊》2007年第1期。

[40] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第492~493页。

义务规则进行判断。

首先,违反信义义务民事赔偿的方式认定。金融市场上的信息不对称加上投资者自身的知识和能力有限,使投资者在购买投资性金融产品或接受相关服务时往往无法真正理解其中的风险和收益。^[41] 信义义务不限于合同的具体约定,原则上是超越合同文本的法定义务,但在不同应用场景中,其范围和程度又会因当事人之间对权利义务的不同约定有个案化的体现,从而使违反信义义务的标准与责任承担方式存在差异。我国在成文法体系下,法官很难直接通过认定当事人违反信义义务而要求其承担责任,违反信义义务的救济一般仍需通过主张违约责任或侵权责任来实现。

其次,信义义务对信托合同条款缺失或模糊的行为认定。国内法院认定基金管理人违反注意义务总体持较保守态度,既非英美法系的谨慎投资人标准,也非大陆法系的善良管理人标准,主要从基金管理人是否明显违反合同约定,是否明显违反法律、法规、规章两个角度进行判断。在欧阳某玲财产损害赔偿纠纷案中,^[42] 法院关于投资者损失认定采取折中观点。尽管《资管合同》约定的清算时点以及资管计划约定的存续期间皆已到期,但投资者至今并未获得最终的清算结果。基于投资者权益保护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,法院结合基金管理人过错程度、资产清算进程以及清算利益可实现性等因素,酌定基金管理人先行赔付范围,并待清算完成后再行确定最终结算结果。

最后,私募基金管理人信义义务的因果关系认定。在基金运营过程中,私募基金管理人遵循忠实义务和注意义务(见表3)。对私募基金管理人民事责任而言,确立事实原因以私募基金管理人违反民事义务为核心,辅之以逻辑、常识等自然判断。私募基金管理人违反信赖义务构成了损害的实质条件,其失职行为既可能导致基金资产的积极损失,如额外付出、财物毁损灭失,又可能导致基金资产的消极损失,如利润损失、

[41] 参见吴则涛:《中国资本市场争议解决:前沿问题与法律实务》,法律出版社2020年版,第229页。

[42] 上海金融法院:欧阳某玲诉联储证券有限责任公司财产损害赔偿纠纷二审民事判决书,案号:(2022)沪74民终692号,2022年8月10日。

商事机会的丧失。不完备的契约型私募基金合同及相关法律制度给基金清算造成了多重障碍。基金清算对损害确定的作用,强调基金清算对损害确定的一般性意义,法院裁判常以基金清算作为损害认定的前提。长期以来,审理契约型私募基金管理人损害赔偿案件,在现行法律层面关注投资者在清算完成后,以诉讼方式行使时是否因禁止重复起诉制度而遭受限制。

表 3 私募基金管理人在基金运营过程中的义务类型

基金运营的情境化	忠实义务	注意义务
融资阶段	禁止欺诈义务	客观募资义务
	公平处理义务	
投资阶段	禁止自我交易	审慎投资义务
基金管理	禁止自谋利益	信息披露义务
基金退出	合法行事义务	有效退出义务

四、基金管理人民事赔偿制度的规范适用

信义义务在保护基金持有人权利的同时,为基金管理人的责任划定适当边界。对基金持有人的民事救济与基金管理人民事责任的追究在内涵上属于一体两面。由于证券投资基金产品投资方式、投资标的、投资风险、损失原因等相互掺杂,要准确界定管理人责任成立及其范围、赔偿比例、赔偿损害的确切标准,取决于每个案件的具体情况。在损失比例分担上,按过错责任大小或信赖对于利益的大小承担责任,^[43]立法应当明晰管理人对投资者承担损害赔偿责任的标准,以专家的高度抑或一般人的合理注意作为行为标准,从而清晰划定投资者与行业分风险分配边界。^[44]民事法律关系是每个基金正常运营所赖以建立的一种最基础

[43] 参见上海市高级人民法院课题组等:《私募基金纠纷法律适用问题研究》,载《法律适用》2023 年第 8 期。

[44] 参见周淳:《基金管理人注意义务标准之厘定》,载《人民司法》2023 年第 2 期。

和最重要的法律关系。相较于行政责任或刑事责任机制罚金都归缴国库,旨在弥补国家和公共利益的受损,民事责任机制终极目的是弥补个人投资者的损失,还应对基金管理人的违反信义义务的行为起到警示效果。

(一) 已现损失:基金管理人民事赔偿方式的类型化

我国《证券投资基金法》(2015年修正)第145条规定:“违反本法规定,给基金财产、基金份额持有人或者投资人造成损害的,依法承担赔偿责任。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。”基于证券投资基金是集合投资行为,难以分清单个投资者资金,所以无法行使撤销权或追及权。甚至有学者认为,损害赔偿请求权成为投资者行使救济权的唯一方式。^[45]当前,我国仍以实际损失发生为基金管理人承担赔偿责任的前提。从请求权发生的维度来看,违约和侵权责任的阐述均要求证成损害的实际发生以及基金管理人的违约或侵权行为与损失的直接关系。若基金持有人依据信托法、基金法,或者公司法、财产法等对基金管理人提起诉讼,胜诉后的结果通常只能要求基金管理人“吐出”非法所得。若依据侵权法,除了必须证明损害行为已发生和损害结果的存在之外,还必须证明两者之间存在因果关系。若依据合同法对其提起诉讼,胜诉后通常只能获得相应补偿。^[46]

第一,承担全部责任的归责标准。《九民纪要》第77条确立了赔偿全部实际损失的原则。要求基金管理人对其投资人的本金回收承担全部责任,可能会触发禁止保底收益和刚性兑付的原则。^[47]基金管理人承担全额赔偿的情形在实务中比较少见,比较典型的是严重违反适当性义务、怠于履行清算责任,或不当变现底层资产、信息披露义务等。无论是侵权损害赔偿还是违约损害赔偿,目标都在于投资者损失的填补,因此

[45] 参见文杰:《投资信托法律关系研究》,武汉大学2004年博士学位论文。

[46] 参见王苏生:《证券投资基金管理人的责任》,北京大学出版社2001年版,第180页。

[47] 《私募投资基金监督管理暂行办法》第15条规定:“私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益。”

在基金管理人全额赔付之后,投资者不能再次从剩余财产分配中获取超额利益。过分强调全额赔偿责任存在一定弊端。例如,导致投资者的道德风险,降低投资者在投资行为中的理性程度,不利于良好的金融秩序的建立。若基金管理人承担全额赔偿责任之后,基金财产尚有一定价值的情况下,基金管理人能否取得相应的权利并未规定。投资者自行止损的途径有限,发生过错概率和程度更为轻微,基金管理人承担全额赔偿的概率会提高。

基金管理人承担注意义务和忠实义务导致赔偿数额确定标准不同。违反注意义务产生损失,基金持有人根据该损失对基金管理人请求赔偿。改变投资用途等存在故意或重大过失等严重违约行为,则面临撤销全部法律行为或判决赔偿投资者全部损失的最严厉法律后果。我国台湾地区“信托法”第23条规定,依违反忠实义务的方式不同,赔偿范围亦不相同,单纯违反尽心尽力的注意义务,只需负填补性赔偿责任。在上海钜派投资集团有限公司等与杨某中其他合同纠纷案中,^[48]法院认为,私募基金管理人应向投资者承担信义义务,忠诚勤勉履行合约。在募集阶段既未对投资标的充分进行尽职调查,也未能尽到投资者适当性管理义务;在投资、管理过程中,未能施以必要的注意义务,密切关注并把控各个环节中的风险,未主动行使查阅权、监督权,就募集资金的流向只是核对了股权投资书面文本和资金转账截屏,在案外人伪造的转账截屏存在明显瑕疵的情况下,未及时向股权投资标的企业进行必要核实,使投资款处于高度风险状态,对投资款脱离掌控存在重大过错。钜洲公司在案涉基金运作过程中未能专业、独立、尽责地履行管理人义务,其违规违约行为与投资者的损失存在相当因果关系,应当承担相应的赔偿责任,并对投资者遭受的全部损失承担赔偿责任。

第二,承担与有过失的归责标准。与有过失规则要求受害人须有过失、受害人的行为须助成损失的发生或扩大。受害人的过失,可以是对真正义务的违反,也可以是对不真正义务的违反。^[49]《民法典》第592

[48] 上海金融法院:上海钜派投资集团有限公司等与杨某中其他合同纠纷民事二审民事判决书,案号:(2021)沪74民终1113号,2021年9月29日。

[49] 参见崔建远:《论与有过失规则》,载《荆楚法学》2022年第5期。

条第2款规定了违约责任中的与有过失规则。《民法典》第1173条规定了侵权责任中的与有过失规则。实际中基金持有人无过错的情况比较少见,如投资者未尽注意义务、轻信推介、未及时止损等。当基金持有人对于损害的发生也有过错的情况下,使基金管理人承担全部赔偿责任有失公允,而具体承担多少比例,需要结合具体案例来进行阐明。若损失是由市场风险、基金管理人失职和基金持有人自身过错等原因综合导致,则需要界定和区分。

在孙某丽、平安银行股份有限公司大连分行财产损害赔偿纠纷案中,^[50]法院认定投资者存在过错,银行应当承担80%的本金损失。在徐某强等财产损害赔偿纠纷案中,^[51]法院认为在《资管合同》对于管理人如何承担违约赔偿责任并未约定具体损失赔偿计算方式的情况下,为了填补投资者所遭受的实际损失,考虑到徐某强获得的投资收益、信保基金退款,结合联储证券的过错程度,一审法院酌定联储证券对徐某强的赔偿范围为投资本金的50%并无不当。在欧阳某玲财产损害赔偿纠纷案中,^[52]法院认为资管计划投资结构明确,且资金也已投向合同约定的底层资产。联储证券虽在管理过程中未完全尽到忠诚勤勉义务,但并非损失产生的唯一原因。基于市场风险、投资者自身原因等要素,判决在欧阳某玲求偿本金的范围内,酌定70%的赔偿比例。基金管理人作出虚假陈述或未能向基金持有人披露有关投资的重大信息、提供有关基金绩效或其风险的不准确或误导性的信息、未遵守基金招股说明书或提供文件的投资指南、投资于禁止的资产类别或超过特定投资的允许限制等,均应承担民事赔偿责任。需要结合管理人是否尽到信息披露义务,基金持有人是否尽到减损义务等因素确定赔偿损失的时间范围和双方承担比例。实践中还需根据基金产品的特质以及基金管理人和投资者的具体情况和过错程度综合判断。

第三,承担补充责任的归责标准。若对责任主体作主次之分,法院

[50] 辽宁省大连市中级人民法院:孙某丽、平安银行股份有限公司大连分行财产损害赔偿纠纷再审民事判决书,案号:(2020)辽02民再156号,2020年12月1日。

[51] 上海金融法院:徐某强等诉联储证券有限责任公司财产损害赔偿纠纷二审民事判决书,案号:(2023)沪74民终290号,2023年5月19日。

[52] 同前注[42]。

对次要责任主体判定承担部分补充赔偿责任。此时补充责任的存在应当与其过错相适应,并需要明确具体范围和实施前提。过错程度越大,所应当承担的责任也就越重;过错程度越小,责任应该越轻。基金管理人承担补充责任,相较于按份责任和连带责任更有利于对基金持有人的保护。基金管理人因过错导致基金资产的损失,应承担赔偿责任,其过错责任不因其退任而免受追偿。^[53] 由于基金设有止损线,止损线以上的本金损失是否应当赔偿取决于损失原因,若是基金管理人违反义务所致,则应纳入赔偿范围。

在我国首例间接投资权益类资管产品纠纷案中,深圳市中级人民法院二审认为,平安信托将赔偿胡先生损失 242577 元,按 100 万元投资测算,赔偿比例为 24%。在 A 项目退出过程中,华夏基金项目对应的天津海鹏 29.9% 的股权转让,构成自我交易。春华明德在转让天津海鹏 2.93% 股权的自我交易中存在利益冲突和利益输送。一方面,春华明德未充分披露交易情况,甚至未取得平安信托的同意,违反了忠实义务;另一方面,也间接证实了平安信托对投资者权益的漠视,对信托财产处分的漠不关心,严重违反信义义务。^[54] 在钜洲资产管理(上海)有限公司、上海钜派投资集团有限公司与周某华其他合同纠纷案中,^[55] 法院认为基金管理人应按照诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金财产并配备足够的具有专业能力的人员进行投资分析、决策。根据钜洲公司、钜派集团确认的投资人电话会议录音文字整理稿等证据证明,在案涉基金投资股权标的过程中,该基金财产被案外人侵占转移,与钜派集团、钜洲公司未切实履行管理人义务有相当因果关系。因此,钜洲公司、钜派集团应对被上诉人周某华在投资中遭受的损失承担赔偿责任。

(二) 未现损失:预期收益与归入权在信义义务视阈下的适用

民事救济在原则上是补偿性而非惩罚性,即以补偿受害人所遭受的

[53] 参见贺绍奇:《证券投资基金的法律透视》,人民法院出版社 2000 年版,第 56 页。

[54] 参见郭亮:《为春华资本“贱卖”蚂蚁案买单,平安信托股权投资组合里还藏有多少“秘密”》,载新浪财经, <https://finance.sina.cn/2023-07-11/detail-imzaiwi4057246.d.html?from=wap>。

[55] 上海金融法院:钜洲资产管理(上海)有限公司、上海钜派投资集团有限公司与周某华其他合同纠纷二审民事判决书,案号:(2021)沪 74 民终 375 号,2021 年 6 月 23 日。

损失为主要目标,而惩罚救济仅在侵权法上有零星体现,是一种例外和补充。民事救济具有效率不高,耗时较长,无法预防或杜绝损害后果等弊端,对基金管理人的威慑力是柔性有余而刚性不足,若仅仅以损失发生为前提,将不会起到警示作用。因此必须强化救济效果,提高惩戒力度。在损失并未发生的情况下,分为两种情况:其一,预期收益;其二,非法获得的不当收益。

一方面,预期收益。一定意义上讲,预期收益本质上属于惩罚性赔偿。根据《九民纪要》第77条的规定,若基金管理人的行为构成欺诈,基金持有人可以请求按照合同约定的预期收益率、业绩比较基准等作为计算利息损失的标准。若基金管理人存在明显恶意的其他情形,参照合同约定的预期收益标准计算利息。在确定预期收益的过程中,基金管理人的日常业务是运用基金资产进行证券投资,证券市场的波动性和不确定性也在一定程度上削弱了民事救济的效果。当基金持有人未遭受直接损失,但基金管理人行为明显违背信义义务,此时可以依据不安抗辩权予以追究民事赔偿责任。违约获益的赔偿责任也是通过信托法、侵权法向合同法中渗透。通过在当事人之间的合同关系上设定推定信托,或者在侵权责任和违约责任竞合的条件下,可能会适用侵权法中的不法获益赔偿责任。

另一方面,非法获得的不当收益。尽管付出了专业技能和时间精力,但基金管理人是否可以从不当收益中获益,抑或相关收益全部归基金持有人所有,目前实践中存在一定的混乱,有待进一步研究。笔者认为,不法行为中获得的利益,应当赔偿给原告,从而实现对基金持有人的充分救济。即使基金持有人未遭受任何损失,基金管理人的获利仍应归基金持有人所有。归入责任是将私募基金管理人及其关联人士所得的不当利益归入基金,可能等于基金所受损失抑或小于基金所受损失。若单纯的归入责任不足以弥补基金的损失,私募基金管理人及其关联人士应当继续承担损害赔偿赔偿责任。在基金持有人没有受到损失或者受到的损失无法计算的情况下,以基金管理人的获益为赔偿根据。

(三) 基金管理人民事赔偿的免责规则及例外

私募基金管理人为投资者和其他利害关系人尽心尽责地服务具有必要性,但是若一味施加苛刻的法律义务和注意水平,会造成私募基金

管理人执业风险大增,不符合社会利益平衡的理念。因此,除对私募基金管理人承担民事责任作出限制外,还应规定众多免责事由。换言之,赋予私募基金管理人一定的责任豁免权,以此作为不承担民事责任的法定抗辩理由。实践中,针对基金管理人的民事救济主要分为两类:其一,专门针对基金管理人违反信赖义务或信息披露义务等不当行为的民事救济,主要规定在《证券法》《证券投资基金法》中;其二,普通的民事救济,如《民法典》《公司法》《信托法》中的相关规定,避免不当行为对基金或基金持有人造成的损害。

基金管理人民事赔偿的免责规则包含以下内容:第一,《九民纪要》确立的卖者尽责买者自负原则。基金管理人并不对投资活动中的正常风险引发的投资损失承担责任。第二,基金管理人违反事先或者当时便已经取得了基金持有人同意的事项,或者事后已经得到了基金持有人的追认。第三,基金持有人通过合同或者弃权对基金管理人违反信托予以免责。第四,基金持有人长期不起诉要求违反信托的基金管理人承担责任,致使依当时情形,如果再允许其要求基金管理人承担责任已显得不公平。第五,违反信托的基金管理人已处于破产状态中,且其责任依破产法的规定应当予以免除。第六,损失未确定,暂时不需要承担责任。但基金未投向约定标的,基金管理人未控制任何基金资产且追回期限不可预见,造成清算无法进行的,可认定投资者损失已经固定。^[56]第七,基金管理人违反信托但法院判决禁止基金持有人向其主张违反信托的责任。

前述事项中,出现以下情况者,基金管理人民事赔偿的豁免责任将被排除:其一,基金管理人民事赔偿责任的豁免显然有悖社会正义;其二,基金管理人因恶意或未顾及信托目的或受益人利益的情况下违反基金合同;其三,免责条款是作为基金管理人的受信任关系或保密关系的结果加入信托文件的;其四,由基金管理人起草或最终导致由受托人起草的免责条款无效,除非基金管理人证明在当时的条件下免责条款是公正的,并且就条款的存在及其内容与基金持有人进行了充分沟通。

[56] 上海金融法院:上海钜派投资集团有限公司等与曹某委托理财合同纠纷民事二审案件民事判决书,案号:(2021)沪74民终1478号,2021年11月2日。

五、结论

保护基金持有人权益乃现代基金法制之灵魂。私募基金管理人的信义义务以信托关系为基本法律框架,既包括谨慎、勤勉的法定义务,也包括基金合同中约定的更高标准的义务,是法定义务与合同义务的有机结合。信义义务有助于弥补当事人在合同中完全约定的不足,避免滥用自由裁量权。私募基金管理人违反信义义务的归责要件,可依据合同或信托法律关系,选择最有利于实现基金持有人获得民事赔偿的方式。通过建立私募基金管理人的民事责任制度,增加管理人违法成本,综合评估管理人所负的信义义务,规范适用私募基金管理人民事赔偿标准,调动基金持有人参与基金治理的积极性,促进基金持有人和基金管理人之间的良性角力关系。

(编辑:张 越 赵 宇)