

论私募基金托管人的责任边界 及履职基础

张笑滔*

摘要:《证券投资基金法》对托管人的规定,从最初针对公募证券投资基金产品,逐步适用至私募证券投资基金,但对于私募基金是否一概强制托管、托管职责是否比照适用,司法实践中一直存在不同理解。将私募基金管理人和托管人认定为共同受托关系,可能无法解决全部问题。仍需要从规范与功能层面,结合监管规定的制度变化、司法裁判的考量以及托管人面临的客观困难,在尊重当事人意思自治的前提下,从规则层面明确私募基金托管人的边界,改善受托管人履职的各类基础设施。

关键词:私募基金 托管责任 共同受托人
信义义务 连带责任

引 言

2023年年底,北京华软新动力私募基金管理有限公司投资的子基金杭州瑜瑶、深圳汇盛爆发资金

* 现任职于中信建投证券有限责任公司法律合规部。

挪用丑闻,洛克资本等私募基金管理人相继出现疑似挪用基金财产事件,导致私募基金投资人甚至专业的基金中的基金(fund of funds, FOF)管理人面临本金损失,中国证券监督管理委员会(以下简称证监会)第一时间启动立案调查。除相关私募管理人可能涉嫌诈骗等刑事案件外,私募基金托管人是否履职、是否应当承担责任,一直是法学理论界和监管部门、实务界长期争论的法律问题。有学者站在维护私募基金投资人立场,从立法论角度旗帜鲜明地提出私募基金托管人与管理人作为共同受托人应承担连带责任,出发点值得赞赏,^[1]然而,受托人信义义务内容和应然边界并不能通过共同受托人的理论推导。本文试图论证:第一,托管机制的历史变迁、监管规定以及司法机关判例表明,托管人对公募和私募产品管理人的监督和保护存在较大差异。第二,托管机构的边界建立在监管要求和合同约定基础之上,并非与管理人存在绝对天然的默认连带责任。第三,托管人对私募基金财产监督保护过程存在客观限制,在合同权利义务分配时,需遵循风险防范义务由最低成本者承担这一理性原则。第四,托管人的监督不仅需要商业逻辑的支持,还应关注在技术层面是否具备可操作性等因素,应当尽快为托管人提供履职的基础设施和条件,促使托管人更好地履职尽责,保护投资人利益。

一、基金托管机制的制度变迁

基金产品或资管计划共享底层的信托法或信义法的法律关系,信义法的权威学者弗兰柯(Tamar Frankel)教授认为,信义法核心特点包括:一是受托人提供财产管理服务;二是履行管理职责要求受托人必须被授予自由裁量的权力;三是这种授权行为给委托人带来的风险是,受托人可能滥用受托权而损害委托人的利益;四是为弥补委托人在信义

[1] 参见刘俊海:《论信托型私募基金托管人与管理人的连带责任——基金法、信托法、合同法与侵权法的双重维度》,载《政法论丛》2023年第2期。

关系中的自我保护能力不足,市场和法律需要给予额外保护。^[2]前者就包括本文讨论的市场主体自发形成的第三方监督保护机制——托管。

在信托制度广泛运用于金融资产持有、管理的过程中,经历了两次飞跃:一是信托财产类型,随着财产金融化趋势,从房屋土地等不动产逐步转化为股权、债权、资金、证券、收益凭证甚至是合同契约;二是持有载体的类型,从有形载体进化为电子化数字化的数据载体,而其中最重要的载体就是“账户”,包括股票账户、债券账户、资金银行账户、交易所及登记公司的证券账户。^[3]私募基金或信托产品在管理人或外包方的记录投资者权益的份额登记账户,即TA账户等。我国语境下的托管、保管,其实就是对于受托财产按照不同财产类型、不同账户分别记载保管,保障投资安全的前提下保证投资管理效率,承担安全保管财产、根据管理人投资指令办理清算交割、与托管相关的信息披露、对管理人相关内容复核审查、投资监督、参与清算组等职责。^[4]

基于历史发展和分业监管的原因,我国的基金托管制度因不同“基金”或“产品”面临不同的监管部门,适用规则有所不同。在证监系统下,可分为公募基金托管和私募基金托管;在国家金融监督管理总局体系中,可分为信托计划、银行理财产品、保险资管产品等保管。本文着重分析证监系统下的基金财产托管。

(一)公募基金强制托管——安全高效

1997年国务院证券委员会(已变更)制定的《证券投资基金管理暂行办法》首次确立了基金的强制托管原则,该办法通过引进第三方保管机构让资产的投资运作与资产的保管权分立,保障了资产投资的安全性。2000年10月8日,证监会发布《开放式证券投资基金试点办法》(已失效),进一步规范开放式证券投资基金的托管机制。到2012年《证券投资基金法》修订后才允许由商业银行以外的其他金

[2] See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2011, pp.5-6.

[3] 账户作为金融资产的基本登记载体,受到的关注度极为有限。证券账户体系的具体法律分析,参见楼建波、刘燕:《证券持有结构对投资人证券权利法律定性的影响——一个新的分析框架》,载《商事法论集》(2009年第1卷),法律出版社2009年版。

[4] 《证券投资基金法》(2015年修正)第36条、第37条及《证券投资基金托管业务管理办法》第17条、第21条。

融机构担任基金托管人。2013年,《证券投资基金托管业务管理办法》(2020年3月修正,2020年7月公布新版)及《非银行金融机构开展证券投资基金托管业务暂行规定》(2017年修改,2020年修正,目前已失效)出台,明确规定了证券公司担任基金托管人的准入条件、审核程序、业务规范等事项。近些年公募基金的托管没有出现重大管理事故,与规则明确、管理人规范运作、托管人边界清晰,尤其是投资标的的标准化便于监督等因素,都密切相关。

(二) 私募基金非强制性托管——乱象层出

《证券投资基金法》2012年修订时明确了证监会对私募证券投资基金的监管,同时奠定了非强制托管模式,即私募基金管理人和投资者之间通过私募基金合同自行约定是否托管。2014年证监会出台的《私募投资基金监督管理暂行办法》,2023年中国证券投资基金业协会发布的自律规则(《私募投资基金备案指引第2号——私募股权、创业投资基金》《不动产私募投资基金试点备案指引(试行)》等),以及证监会发布的《私募投资基金监督管理办法(征求意见稿)》(征求意见截止时间为2024年1月8日),依然沿用上述模式,除特殊的私募基金外,并未全产品强制性托管。^[5]

到目前为止,仍然存在数量不小的未经托管的私募基金处于募集—投资—管理退出的不同环节,个别不法私募管理人就是利用了非强制托管的漏洞(以股权类私募基金为主),不按协议约定使用管理基金财产甚至挪用基金财产。^[6]

(三) 金融监督管理总局系统的保管制度

2019年出台的《中国银行业协会商业银行资产托管业务指引》,在

[5] 2023年12月证监会发布的《私募投资基金监督管理办法(征求意见稿)》仍然坚持自愿托管原则,但明确下列基金必须托管:(1)采用契约形式设立的;(2)接受资产管理产品、私募基金投资的;(3)主要投资单一标的、境外资产、场外衍生品等情形的;(4)开展杠杆融资的;(5)中国证监会规定的其他情形。

[6] 2023年12月,最高人民检察院、最高人民法院联合发布依法从严打击私募基金犯罪典型案例,涵盖私募基金管理人侵害投资人利益的挪用、侵占、商业贿赂等犯罪行为相关案例。参见《“两高”联合发布依法从严打击私募基金犯罪典型案例 进一步明确司法标准 强化办案指导》,载最高人民检察院网,https://www.spp.gov.cn/spp/xwfbh/wsfbt/202312/t0231226_638110.shtml#1。

第12条列举了托管行的职责范围,同时第15条对托管行的职责进行了排除性规定,即明示特定事项不属于托管人的职责范围,如托管人不承担投资者的适当性管理、交易项目及信息的真实性、托管产品的本金及收益保证、自身职责之外的连带责任。

2022年12月29日,原银保监会公布了《商业银行托管业务监督管理办法(征求意见稿)》(以下简称《征求意见稿》),与证监系统规则不同:其一,因托管产品适用范围不局限于基金产品,还包括信托计划、保险资管产品、保险资金等,因此将上位法定位于《商业银行法》《银监法》《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,而非《证券投资基金法》。其二,规定对投资于非标准化资产的资产管理产品,禁止商业银行承担财产保管、资产估值、投资监督等职责,仅能承担事务管理类服务,目的在于保护银行不受外部索赔影响。其三,《征求意见稿》允许银行托管人发现产品管理存在丧失履责能力情形时,可以终止托管服务,并向监管报告,明显区别于证监体系的“管理人客观上丧失继续管理基金能力时,托管人应当继续履责维护投资者利益”。

国家金融监督管理总局则将基金托管业务放在商业银行“资产托管”业务范围内,明确规定应当通过合同约定的方式,合理界定商业银行托管职责,明确规定特定事项和特定情形银行托管人不承担责任。^{〔7〕}在实务操作中,与基金协议不同的是,信托计划的保管银行并不参与信托合同的签署,而是由受托人代表信托计划委托人银行履行托管职责。^{〔8〕}而当多家信托公司出现违反信托合同约定使用信托资金的情况时,投资者几乎很少主张托管机构的责任。在这种监管思路之下,为防范私募基金行业风险传递给商业银行,从银行自身开展的

〔7〕《中国银行业协会商业银行资产托管业务指引》第16条规定:“托管银行因违反法律法规或托管合同,给托管资产造成损失的,应承担赔偿责任。管理人、受托人等相关机构因发生违法违规行为给托管资产或者相关受益人利益造成损害的,应当由各机构自行承担责任。托管银行对管理人、受托人等相关机构的行为不承担连带责任,法律法规另有规定或托管合同另有约定的除外。”

〔8〕学界对境外的托管制度介绍存在一元制与二元制的区别,将日本、韩国视为一元制,将英国视为二元制。而我国除了私募基金的托管制度外,信托计划的保管制其实更类似于德国模式。受托人与托管人的一元制与二元制关系的讨论,参见洪艳蓉:《论基金托管人的治理功能与独立责任》,载《中国法学》2019年第6期。

“资产托管业务”角度,区分“可托管资产和其他资产”,以避免托管人对履责能力之外的事项作出承诺或约定。^[9]

(四) 制度评价

基于历史原因,现阶段主要承担托管保管职责的为商业银行、证券公司。^[10] 因此,私募基金托管人和托管业务一直由证监会和原银保监会共同实施监督管理^[11]。从制度规定来说,证监体系以证监会、基金业协会针对公募基金有关规章、准则、自律规则、监管通报等托管业务相关规定,向下适用于私募基金托管,禁止证券公司基金托管人在开展私募基金托管业务中减免职责,并要求基金托管人基金触发维持运作机制时履行召集份额持有人大会、更换管理人、协助投资者维权等职责,各项要求比银保监体系严格。

但从实际效果看,公募基金管理全市场不过百余家,银保监体系的资管产品管理人数量也相对有限,此类持牌金融机构发行的产品,出现托管机构违约而赔偿的案件非常少。而截至2023年第二季度末,私募基金管理数量多达20000家,存在私募机构鱼龙混杂、部分机构合规风控意识不强、违法违规行为时有发生等乱象,投资人起诉管理人时顺便将托管人列为共同被告的纠纷层出不穷。^[12]

客观说,基金托管人确实存在独立性不高、准入门槛过高导致竞争不足、收费过低导致怠于履职、投资监督流于形式等问题。^[13] 某种程度上,证监体系的出发点是压实托管人职责,督促托管人勤勉尽责,

[9] 参见卜祥瑞:《银行托管私募基金权责清晰 依法依约不承担共同受托责任》,载《金融时报》2018年7月26日,第2版;巴曙松:《合理界定托管机构的职责范围,促进资产管理业务链的良好合作》,载中国银行业协会网站,<https://www.china-cba.net/Index/show/catid/14/id/19300.html>,2024年3月5日访问。

[10] 截至2023年12月,基金托管人机构共有62家,银行托管人31家,证券公司29家,其余2家为中国证券登记结算有限责任公司、中国证券金融股份有限公司。

[11] 《证券投资基金托管业务管理办法》(2020年)第6条规定:“中国证监会、中国银行保险监督管理委员会(以下简称中国银保监会)依照法律法规和审慎监管原则,对基金托管人及其基金托管业务活动实施监督管理。”

[12] 就笔者所在证券公司而言,此类纠纷已占据托管人全部诉讼案件数量的绝大部分。这种情况具有行业普遍性。

[13] 参见蔡云红:《我国基金托管人制度的法律问题与完善建议》,载《证券市场导报》2011年第7期。

履行管理人未尽责之事。银保监体系则更多是强调源头治理,抓住管理人这个“牛鼻子”,不要求其他机构履行合同约定之外的职责。

二、托管人的职责边界

(一) 托管人并非共同受托人

有学者认为基金管理人和托管人构成共同受托人,其主要理由是:第一,《证券投资基金法》维度,《证券投资基金法》(2015年修正)第145条第2款规定的“基金管理人、基金托管人在履行各自职责的过程中……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”中的共同行为应作扩大解释,从故意的共同行为扩大到过失的共同行为,进而将共同行为人责任升级为共同受托人责任。第二,《信托法》维度,依据特别法优先适用、一般法普通适用的法理,《证券投资基金法》是《信托法》在证券投资基金领域的特别法,私募基金合同符合信托合同的核心特征,因此,基金托管人和基金管理人 also 构成《信托法》上“共同受托人”关系。第三,《民法典》合同编维度,基金管理人和托管人与《民法典》第932条中的共同受托的构成要件具有普适性。第四,《民法典》侵权责任编维度,《民法典》第1168条的规定也适用于私募基金管理人与托管人。故基金管理人与托管人构成共同受托人,承担严格的连带责任,并认为托管人的信义义务不得约定排除。^[14]

但上述观点存在一定疑问。首先,从职责来说,《证券投资基金法》仅要求基金托管人“履行受托职责”,并未明确规定基金托管人与基金管理人应“共同履行受托职责”。从实际职责分工而言,基金托管

[14] 参见前注[1]。除此之外,《中华人民共和国证券投资基金法释义》(2012年修改)中提道:“非公开募集基金作为信托型基金,基金投资者与基金托管人、基金管理人签订基金合同,基金托管人和基金管理人是共同受托人。”参见中国人大网,http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/flsyywd/jingji/2014-01/06/content_1822699.htm, 2024年3月5日访问。

人与基金管理人并非《信托法》中的“共同处理信托事务”。^[15] 其次,基金托管人与基金管理人并不享有“共同所有权”。根据《信托法》的规定,在受托人为数人时,信托财产的法律所有权归属于管理人/受托人,与托管人没有明确的产权归属关系,在信托计划财产保管关系中,保管银行是接受信托受托人的委托,构成委托保管关系,而与信托委托人不发生直接法律关系。^[16] 比较而言,各国的基金法律法规虽然普遍明确基金托管人享有对基金财产的名义所有权,但也并没有采用基金管理人与基金托管人共同所有模式。^[17] 最后,基金托管人与基金管理人责任承担方式以“过错原则”“分别原则”为主。根据《证券投资基金法》的规定,一般情况下,基金托管人与基金管理人仅对自己的行为负责,只有在双方存在共同行为对基金财产造成损害时才需要承担连带责任。^[18]

即使认为二者构成信托法的共同受托人,在委托人同意、受托人之间协议约定各自边界的安排的前提下,似乎法律并不能一概禁止。这种共同受托人与分别按照自己权限职责承担责任,又有何本质差异?^[19]

(二) 司法机关裁判也不支持共同受托人理论

司法审判中,人民法院和仲裁机构往往倾向于以问题为导向,回避管理人与托管人之间法律本质的讨论,并没有采用“共同受托人→连带责任”裁判思路。从基金合同法律关系视角看,基金托管人在具体案件中履责的主要依据或权利来源是基金合同等托管人签署的基金法律文件。因此,裁判机关通常认为基金托管人的主要义务区别于管理人,核心是法律法规规定和合同约定的保管义务和监督义务,逐项核实是否存在违约或侵权责任。

[15] 参见前注[8],洪艳蓉文。

[16] 也可参见《信托公司集合资金信托计划管理办法》第三章。

[17] 参见王沛然:《论基金托管人的责任认定:一种回归合同安排的视角》,载蔡建春、王红主编:《证券法苑》(第29卷),法律出版社2020年版。

[18] 参见周成、吴英姿:《基金投资托管人法律责任问题研究——以15个涉托管人责任案例为切入点》,载《湖南科技大学学报(社会科学版)》2020年第6期。

[19] 参见肖宇、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。

对交易执行职责,北京金融法院认定,基金托管人在提交了划款指令、电子对账单等证据证明其已执行了管理人下达的划款指令,履行了监督职责的情况下,判定基金托管人不存在未尽托管人职责的行为。在基金合同合法生效的前提下,法院倾向通过审查基金托管人有无违约行为,无违约行为则无责任。^[20]

对于信息披露职责,北京市东城区人民法院认定,《基金合同》明确约定基金信息披露义务人为基金管理人而非托管人,故原告提出托管人违反应履行的信息披露义务的主张没有事实依据。^[21] 在发现托管人存在违约行为后,对于违约责任分配方面,裁判机构也往往科以保管人补充责任而非全部责任。^[22]

在侵权之诉中,从侵权法律关系的视角看,法院审查基金托管人是否存在对基金财产而非具体投资人的侵权行为,并判断侵权行为与损害之间是否存在因果关系。例如,北京市东城区人民法院认定,基金托管人不存在直接或间接侵权行为,法院对原告主张基金托管人的侵权行为不予支持。^[23]

对于协议能否约定排除托管人的责任,基金业协会的《私募投资基金备案须知》第4条第1款规定,托管人的法定监督职责不得被基金合同与托管合同免除。而《中国银行业协会商业银行资产托管业务指

[20] 北京市朝阳区人民法院:王某之与深圳宜投基金销售有限公司委托理财合同纠纷一审判决书,案号:(2021)京0105民初35401号,2022年3月15日。

[21] 北京市东城区人民法院:周某桥与华宇国信投资基金(北京)有限公司、中信建投股份有限公司合同纠纷一审判决书,案号:(2023)京0101民初2248号,2023年10月20日。

[22] 深圳市中级人民法院在一个案例中指出,基金托管人不参与基金财产的投资运作,基金托管人承担的责任界限也应当与基金管理人相区别,在尽可能保障投资者合法权益的同时,不应过分加重托管人责任。故为贯彻民法公平原则和权利与义务、过错与责任相一致的一般原则,综合考量当事人的过错程度、对造成损失的影响以及与投资人所遭受损失的因果关系等因素,酌定基金托管人对投资人的损失承担15%的补充赔偿责任。参见广东省深圳市中级人民法院:中国民生银行股份有限公司、史某合同纠纷二审判决书,案号:(2018)粤03民终16127号,2019年10月24日。

[23] 北京市东城区人民法院:苏某与某公司3侵权纠纷一审民事判决书,案号:(2023)京0101民初9024号,2023年9月20日。

引》赋予了银行作为受托人充分利用合同约定的空间。^[24]

裁判机构在认定托管人是否承担补充责任时,在遵循基本的公平原则基础上,通常考虑的因素包括:第一,托管人是否存在违约、违规或其他侵权行为,是否已经按照合同约定及法律规定履行了保管基金财产、监督基金管理人的投资运作等义务;第二,托管人是否存在过错以及在个案中的具体过错程度;第三,托管人相关行为对于投资人损失发生及损失扩大的影响,行为与损失之间是否存在因果关系,在发现管理人存在违法违规及违约行为时,托管人是否已经尽到通知提示义务,并采取合理的措施防止损失进一步扩大。在确定具体的补充责任范围时,裁判机构亦会综合考虑托管人不直接参与基金的投资运作,其与管理人承担的责任范围应当相互区别,基于公平原则,以及权利与义务、过错与责任相一致的原则,并没有过分加重托管人责任。^[25]

三、托管机构履职的客观限制

在实践层面,由于公募基金和私募基金在监管规则、参与主体资质要求、资金募集、投资运作、基金管理、基金退出、金融风险特征、行业特点和作用等方面存在较大差异,基金托管人完全按照公募基金托管业务规则开展私募投资基金托管业务、按照标准化资产托管来保管非标准化资产,存在实践困难。

(一) 基金成立备案环节的监督困难

根据《私募投资基金募集行为管理办法》的有关规定,基金募集为

[24] 例如,《中国银行业协会商业银行资产托管业务指引》第5条规定“依约保管委托资产,履行托管合同约定的权利义务”,第7条规定“可以通过合同选择性地约定以下内容……”,第12条规定应当“根据法律法规规定和托管合同约定,承担下述全部或部分职责”,第15条规定“托管银行承担的托管职责仅限于法律法规规定和托管合同约定”,第16条第3款明确“托管银行对管理人、受托人等相关机构的行为不承担连带责任,法律法规另有规定或托管合同另有约定的除外”。赋予银行作为受托人充分利用合同约定的空间。

[25] 参见沈竹莺、杨晖等:《私募基金纠纷的裁判逻辑与法律适用——基于上海法院2014~2020年案件审理情况分析》,载蔡建春、刘绍统主编:《证券法苑》(第36卷),法律出版社2023年版。

募集机构的职责,募集机构应当在完成合格投资者确认程序后签署私募基金合同^[26],而根据《证券投资基金托管业务管理办法》(2020年)第15条的规定,基金托管人有义务评估基金合同相关条款,确保相关约定合规清晰、风险揭示充分、会计估值科学公允。实践中,通常是托管人和管理人两方套印合同后,由管理人负责联系投资者签署合同,这样存在托管人签署合同和投资者签署合同脱节,管理人居中传递签署信息的情况,一旦发生管理人冒签、代签合同、适当性管理程序不到位、未及时给托管人寄送生效合同等情形,可能会影响基金合同的法律效力的认定,一旦基金合同存在不生效、无效或者撤销、解除等情形,托管人在这个环节面临较大的尽责瑕疵风险。全行业比照公募基金通过电子签约的诉求越发强烈,但因各家管理人信息技术水平不一,难以强制性推行电子签约。

(二)不同类型的基金财产监督保护的监管困难

根据公募基金托管业务要求,要求安全保管基金财产,包括账户开立、对账、信息保密等职责在内。实践中,由于私募基金投资标的广泛,私募基金对外投资形成的财产如股权、有限合伙份额、保证金等并未形成资金闭环,基金托管人对此类投资形成的非现金资产,难以实质掌握财产变化信息保证财产安全,主要因为非标准化基金财产的确权信息缺乏统一登记查询系统,难以实现对此类资产状况的有效的实时监控。例如,阜兴系集资诈骗案,上海第二中级人民法院和最高人民法院认定被告人朱某栋等人,使用虚构投资标的、夸大投资项目价值,以高收益、承诺到期还本付息等为诱饵,利用旗下的4家私募机构募集了368.45亿元,挪用365.65亿元,其中98.9%通过股权、债权方式投向了关联企业。因此,为避免对无法履责的事项承担责任,托管人不得不通过基金合同约定的方式减免保管财产的责任,这也是为何原银保监会将此类无法形成闭环的资产定义为“已划出托管账户以及处于托管银行实际控制之外的资产”^[27],禁止商业银行承担保管责任。

[26] 《私募投资基金募集行为管理办法》第29条第1款规定:“各方应当在完成合格投资者确认程序后签署私募基金合同。”

[27] 参见《中国银行业协会商业银行资产托管业务指引》第15条第5项。

(三) 投资监督信息获取的困难

如管理人拟下投一个私募基金,其募集户是否严格按照规定使用,托管人无从获知;如私募基金管理人存在道德风险,伪造章印提供下层私募基金虚假募集账户,则可能导致基金财产面临挪用。又如,场外衍生品(如挂钩的标的)或投资于各类不同类型衍生品(一笔交易既包括收益互换也包括场外期权),数据无法标准化,导致监控基本无法实现,对于股权等非标准化资产如管理人不及时、不配合去进行确权操作,也是实践中事后纠纷高发的风险。

(四) 信息披露的监督困难

根据监管规定和协议约定,托管人的信息披露职责包括复核管理人报告、办理定期临时报告等事项,实践中经常遇到以下情况:基金管理人失联或不及时提供相关报告,基金托管人无法及时开展复核工作,以及基金管理人 not 按照托管人复核的结果向投资者进行信息披露,托管人无法复核和监督其是否进行信息披露。

(五) 估值核算准确性的监督困难

首先,已出台的部分关于投资标的估值标准的法律法规明确约定适用于公募基金,但对私募的估值标准是否适用并没有明确约定。例如,对于退市证券的估值,行业目前未对退市证券在退市期间及股转系统挂牌后的估值给出明确标准,因此,私募基金领域目前存在估值标准不统一、难以确定公允性的问题。其次,客观条件限制产品估值的及时性和准确性,对 FOF 类产品净值取值问题,因所投底层标的价格不公开,若由管理人提供底层标的估值价格等数据公信力不高,若由该产品外包或托管机构提供阻碍较大,进而影响 FOF 类产品估值准确性和时效性。最后,还有的管理人,对于持有违约债券或停牌股票占比较高的产品仍坚持开放等,造成不平等对待投资者。

(六) 基金清算操作性困难

虽然基金托管人是法定的清算小组成员,但监管规定对清算组的分工和职责没有明确规定,股权、债权类产品到期不能兑付,或者基金管理人无法履责的情况下,基金托管人难以实质履行基金清算变现职责;对于失联或注销管理人,存在无法与管理人取得联系或虽能与管理人取得联系,但管理人不配合对产品进行后续处置的情形;对于份

额持有人大会召集等事项,托管人不掌握投资人及时、准确的联系方式,无法联系全体投资者,托管人履行召集持有人大会职责存在客观困难。

上述问题对于管理规范公募基金不算问题,但对于风险管理能力、投资能力、合规管理能力参差不齐的私募管理人而言,都是托管人日常工作普遍存在的困难。由于此前托管人出现过承担责任的先例,目前愿意承担非标准化资产(股权、债权等)托管业务的证券公司托管人已经较少。可见,严格的民事责任会对市场服务的供给有一定的挤出效应。

四、提升托管人履职能力的几点建议

(一) 统一不同托管规则

最新的《私募投资基金监督管理办法(征求意见稿)》^[28]规定了股权、创投私募基金托管人的履责依据、履责边界和合同减免条款效力的问题,但目前对证券公司与银行托管人的监管主体、规则仍然存在差异。建议按照投资标的是标准化品种还是非标准化品种而非基金类别设置差异化的托管要求,借鉴原银保监会制度的合理部分,从监管层面明确基金实际投资标的中存在托管人无法实质保管的非标准化资产时,允许通过合同自由约定方式约定履责边界,并设置特殊风险揭示条款,提示投资者注意托管人履责边界,合理评估基金投资风险。对安全保管职责和投资监督职责而言,托管银行对实际管控的托管资金账户及证券账户内的资产承担保管职责,不对已划出托管账户以及处于托

[28] 《私募投资基金监督管理办法(征求意见稿)》第24条规定:“私募基金托管人托管私募证券投资基金的,应当符合《证券投资基金法》的规定,并按照《证券投资基金法》规定和基金合同约定履行职责。私募基金托管人托管私募股权投资基金、母基金等私募基金的,应当按照法律、行政法规、中国证监会规定和基金合同约定履行职责。私募基金管理人应当配合私募基金托管人履行职责,确保所提供材料的及时、完整、真实、准确。私募基金托管人发现私募基金管理人的投资违反法律、行政法规和基金合同约定的,应当拒绝执行,及时通知私募基金管理人并向中国证监会派出机构、基金业协会报告。”

管银行实际控制之外的资产承担保管责任;在监督职责方面,托管银行根据合同约定的监督内容和方式,对托管资产的投资运作进行表面一致性审查,履行“表面一致性”审核职责。^[29]

(二) 细化估值规则

根据监管规定,基金托管人承担的估值复核的职责主要包括,基金托管人与基金管理人应当按照《企业会计准则》及中国证监会的有关规定进行估值核算,对各类金融工具的估值方法予以定期评估,复核、审查基金管理人计算的基金资产净值和基金份额申购、赎回价格等,复核收益分配等。

鉴于已出台的部分法律法规明确规定公募基金适用,对私募基金是否适用没有明确要求,建议完善私募基金适用的估值指引和估值标准,如明确私募基金适用的固定收益品种、退市证券品种的估值标准,提升估值的透明度和公允性;对于存在嵌套产品投资的私募基金,明确规定底层产品托管人或外包服务机构有义务定期向上层产品(作为投资人的产品)管理人提供估值数据。现实中,底层产品管理人及托管人的不配合导致上层产品的运作无法正常进行,不利于行业的发展和维护投资人利益。

(三) 建立信息披露及复核系统

职责划分方面,建议细化管理人和托管人信息披露方面的职责划分。建议明确管理人和托管人各司其职,托管人仅对基金财务数据复核,明确管理人对非财务数据的独立责任,避免投资者误解托管人信息披露内容,充分保障投资者的知情权。

系统建设方面,为防范管理人披露信息虚假、与托管人复核信息不一致的问题,建议通过系统功能升级实现控制,管理人、托管人、投资者在协会信息披露平台上实现基金信息披露信息的上传、复核、查询一站式功能。在协会信息披露平台赋予托管人复核权限,进行复核处理并

[29] 《中国银行业协会商业银行资产托管业务指引》第22条规定:“托管银行提供投资监督服务的,应根据法律法规规定和托管合同约定的监督内容和监督方式,对托管资产的投资运作等进行监督。相关当事人应提供监督所必需的交易材料等信息,并确保所提供的业务材料完整、准确、真实、有效,托管银行对提供材料是否与合同约定的监督事项相符进行表面一致性审查。”

开放给投资者查询的方式,避免管理人伪造托管人复核确认、披露虚假信息的情况,也有助于防范管理人通过伪造信息欺骗投资者的情况发生。

(四) 加强托管人获取管理人信息渠道

建立健全管理人信息共享传递机制。建议基金业协会进一步加强基础设施建设,建设行业、管理人风险预警信息收集汇总平台,及时汇总行业热点负面信息,传递给相关方进行风险排查和处理;建议开放“资产管理业务平台”部分权限,开放基金托管人对管理人备案基金合同文本,信息披露材料、清算文件等的查询、确认功能,与投资者信息披露系统连通,确保投资者获取的基金信息的权威性、准确性、完整性。一方面,增加投资者查询合同签约情况,以及基金产品的重大信息变动情况的权限;另一方面,为托管人开通其托管产品的基础信息查询权限,方便托管人了解管理人履行信息披露义务的情况。完善异常管理人动态向托管人的推送,并优化托管人 AMBERS 系统权限,于注销、失联、异常经营管理人的信息推送更为细化。

五、结语

对托管机构所服务的基金/资管产品管理人和受托人来说,私募基金行业因前期发展迅猛,难免存在个别管理人泥沙俱下、良莠不齐,甚至出现违反监管规定和合同约定,挪用基金财产的行为。对此,首要的解决方案,还是在《私募投资基金监督管理条例》的指导下,不断加大对违法违规的管理人监管检查和处罚力度,^[30]杜绝以私募基金为名诈骗挪用基金财产的行为,净化行业生态,维护良好行业声誉。其次,对于托管机构而言,应当根据不同产品、不同投资标的区分托管职责,尽快建立健全有利于托管人履职尽责的制度环境和行业性的系统设施。

[30] 当然,对私募行业加强监管,有人主张这会增加私募管理人的合规成本。但美国学者最新研究发现,可能事实并非如此。See Ben Bates, *The Cost of Private Fund Regulation*, http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/fellows_papers/pdf/Bates_96.pdf, visited March 5, 2024.

最后,综合考虑托管人履职的客观制约因素、收费的高低、监督职责与基金财产损失之间的因果关系等因素,确定其职责,防止笼统以共同受托人的概念,忽视具体案件的复杂性和对未来类案的示范性。

(编辑: 阎俊忆 姜沅伯)