

论私募基金管理人注意义务的边界

何颖* 王玮**

摘要:现行法律规定较为原则,有关私募基金管理人注意义务边界和允许缩减义务的自治限度始终是司法实践面对的难题。相较公募基金,私募基金投资者与管理人间信息不对称现象较为严重。为确保投资者缩减义务时获取足够信息,应将注意义务法定边界设为一般过失,缩减义务边界以知情同意为前提,限缩的最低限度为重大过失。可借鉴英美判例法形成的可预见性原则对个案中的过失进行认定,比较损害与预防措施的可预见性,判断管理人为一般过失抑或重大过失。

关键词:私募基金 注意义务 过失标准 立法完善

* 华东政法大学经济法学院副教授,法学博士。

** 中国政法大学民商经济法学院博士生。

一、问题的提出:钜洲公司案^{〔1〕}引发的私募基金管理人注意义务争议

钜洲公司案引发舆论热议,法院判决私募基金管理人钜洲公司因未尽到应有的注意义务承担100%赔偿责任,并由钜派集团承担连带责任。判决书显示,钜洲公司未尽注意义务主要表现为未如实披露股权代持事实,尽调流于形式,未审慎核实底层资产的资金流向。该判决引发了学界和实务界的诸多争议,争议焦点集中在私募基金管理人注意义务的边界问题上。

整体来看,当前相关法律法规中有关私募基金管理人的注意义务规定还停留在“恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉”等抽象规范层面,具体要求暂付阙如。学界对于私募基金管理人注意义务的性质和责任边界也尚未达成共识,有观点认为应当在“募投管退”各环节对私募基金管理人科以高度的道德义务,并建立因事制宜的归责进路。^{〔2〕}有研究表明,私募基金管理人构成重大过失才须承担责任。^{〔3〕}有学者则建言法院裁判标准应尽量形式化。^{〔4〕}而境外的研究对于私募基金管理人注意义务边界同样莫衷一是,有观点认为裁判者应当谨慎认定投资者的议价能

〔1〕 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。上海钜派投资集团有限公司(以下简称钜派集团)旗下的钜洲资产管理(上海)有限公司(以下简称钜洲公司)发行一款名为“钜洲智能制造2018”的私募基金,由钜派集团进行产品推介和销售。根据《私募基金合同》,基金主要投资于合伙企业明安万斛,并由明安万斛对卓郎智能进行股权投资。然而,由于私募基金管理人钜洲公司未适当履行注意义务,资金从最开始就未流入卓郎智能,而是被明安万斛的执行事务合伙人国投明安公司的法定代表人挪用,最终导致投资者蒙受损失。法院判决私募基金管理人钜洲公司承担100%的赔偿责任,钜派集团因参与推介、销售私募基金的事实,实际上构成钜洲公司销售、投资、管理私募基金的代理人,承担连带赔偿责任。

〔2〕 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。

〔3〕 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。

〔4〕 参见许可:《私募基金管理人义务统合论》,载《北方法学》2016年第2期。

力,确立较严的信义义务标准。^[5] 有研究主张规制重点应集中于信息披露,并剖析了另类投资基金经理指令(alternative investment fund managers directive, AIFMD)相应规则。^[6] 也有研究建议将违反注意义务的证明责任转移至私募基金管理人。^[7]

准确把握私募基金管理人注意义务的边界,有必要系统厘清以下问题:私募基金管理人的注意义务的性质为何?如果是法定缺省性义务,其边界应当如何确定?法律允许当事人通过约定降低义务的程度是什么?私募基金交易结构和类型的差异,比如资金端投资者数量的多寡或资产端的资产类型是否影响法律规则的适用?审判实践中应当如何将抽象的义务边界具体化?本文试图通过分析私募基金信义关系的特殊性,梳理管理人注意义务的法理逻辑,明晰义务边界,以探索完善注意义务规范的立法建议和司法适用路径。

二、注意义务裁判标准不明及其原因分析

(一) 私募基金管理人违反注意义务案件的司法审判现状

除钜洲公司案外,笔者以私募基金管理人注意义务纠纷为主题,分别以注意义务、诚实信用、谨慎勤勉、私募基金等关键词全面检索了裁判文书网、北大法宝、无讼、威科法律信息网等数据资源库。梳理相关案件可知,当前私募基金管理人注意义务案件类案不同判现象比较突出,争议点主要集中在注意义务是否适当履行的认定上。

由于缺乏可以直接援引的认定规则,加之法官商业知识储备的差异,各地法院对私募基金管理人注意水平的要求有着明显的差异。有的法院只要求尽到形式审查义务即可,重点关注管理人是否召开投资者委员会等过程性细节,并不要求私募基金管理人审查底层资产的资金流

[5] See William W. Clayton, *The Private Equity Negotiation Myth*, Yale J. on Reg., Vol. 37, 2020.

[6] See J. Payne, *Private Equity and Its Regulation in Europe*, European Business Organization Law Review, Vol. 12, 2011.

[7] See Dr. Lin Lin, *Partners in China*, Berkeley Bus. L.J., Vol. 15, 2018.

向。有的法院则要求私募基金管理人应当进一步核实投资的真实性。例如,有判决指出:涉案基金的投资标的是银行向自动取款机(automated teller machine, ATM)运营服务机构支付的技术管理费,故ATM的实际投放数量直接影响私募基金的净值表现,私募基金管理人没有有效核实ATM的实际数量,也没有重视因机器不同导致部分“应收账款”丧失优先受偿权的法律后果,违反了注意义务。^[8]在另一个案件中法院认为,金色木棉公司未适当尽职调查,在融资方对外负有巨额债务、具有重大涉诉风险的情况下仍对其进行投资,具有重大过失。^[9]

(二)裁判者回避适用信托法

司法审判出现上述分歧的一个重要原因在于,法院在此类案件中往往忽视或者主动回避适用信托法理论与规则审理此类案件。有的法院在考察私募基金管理人注意义务时,尽管也涉及了《信托法》条款,但仍然是以合同约定义务的违约责任的思路来处理信义义务纠纷。以钜洲公司案为例,法官在分析私募基金管理人义务履行状况时,仍以合同约定作为主要依据,认为管理人未严格履行《基金合同》项下的义务,存在严重过错,依照原《合同法》第107条(现对应《民法典》第577条)承担违约责任。

私募基金管理人的注意义务作为信托法下的信义义务,法官应当适用信托法作为判定管理人行为合理性的依据,尤其是在当事人未约定或者约定不明的情况下,判定私募基金管理人勤勉尽责的义务边界取决于信托法规定。即便当事人约定注意义务,信托法对私募基金管理人勤勉尽责行为的要求,并不能完全被合同义务替代。

法官如此裁判也实属无奈。我国《信托法》有关受托人义务的规定仅有一条,规定较为粗略,不足以提供明确指引。并且,《信托法》第25条在形式上未明确区分受托人忠实义务和注意义务,^[10]在内容上未提

[8] 北京市第二中级人民法院:北京信文资本管理有限公司与胡某红合同纠纷二审民事判决书,案号:(2020)京02民终5212号,2020年8月13日。

[9] 济南铁路运输中级法院:莫某东与深圳市金色木棉投资管理有限公司、恒丰银行股份有限公司民间委托理财合同纠纷一审民事判决书,案号:(2020)鲁71民初147号,2021年2月3日。

[10] 参见赵廉慧:《信托法解释论》,中国法制出版社2015年版,第329页。

供明晰的行为标准,仅停留在“恪尽职守”“谨慎”等抽象规范层面。相较而言,合同法理论和规范都已十分成熟,加之基金管理的系列合同文本全面且条款详细,法官回避《信托法》适用《合同法》就顺理成章。

虽然私募基金通常以合同方式构建,但是合同义务与信义义务不宜混为一谈,前者为约定义务,后者则是法定性义务。信义义务不以合同文本为限,即便受托时没有明确在合同中规定的内容,如果是信义义务所要求的,受托人必须执行。^[11]以常州九龙禅寺案为例^[12],尽管合同并未规定私募基金管理人负有充分调查投资标的所涉骨灰盒存放单元位的义务,但该义务的履行直接关乎投资目的实现。信义义务要求管理人运用专业技能和经验审慎管理投资风险,该案中,管理人通过有效手段核实骨灰盒存放单元位是信义义务的应有之义。该案表明,如果忽视基金管理人注意义务的法定性特点,将大大降低注意义务的履行标准,损害投资者利益。

三、私募基金管理人注意义务的特殊性展开

尽管信义义务在所有信义关系中均可适用,其在特定场景下的特殊性依然应当是分析起点。^[13]

私募基金首先属于商事信托,私募基金管理人的法律地位是商事信托受托人。由于资产属性、收益目标和受托人专业化程度的差异,商事信托与民事信托对于受托人注意义务的要求差别较大,民事信托注意义务强调勤勉尽责、安全保值,而商事信托还要求受托人具备专业技能和经验,并且商事信托受托人应当对投资活动的整体风险收益进行监督和

[11] 参见[日] 樋口范雄:《信托与信托法》,朱大明译,法律出版社2017年版,第15~17页。

[12] 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1月7日。

[13] Deborah A. DeMott, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, Duke L. J., Vol. 1988, 1988.

控制。需要注意的是,信托法上的信义义务也区别于公司法上的董事信义义务,私募基金管理人的注意义务较为严格,裁量权更少,也不绝对适用商业判断原则,^[14]并且,私募基金属于定向募集的资管产品,是与证券公司集合资产管理计划、单一资金信托计划、集合资金信托计划等一样的高风险投资品种,其信义关系呈现以下特点:

第一,私募基金的募集对象具有特殊性。私募基金与公募基金相对应,仅面向合格投资者进行定向募集而成立,并不涉及普通投资公众,并且私募基金追求高收益,以权益类投资品种为主要投资对象。由于定向募集只允许符合预设条件、有能力保护自己的合格投资者参与,私募基金的投资标的类型较为多样,涵盖未公开上市公司股权以及上市公司非公开发行和交易的股权、收益权、红酒艺术品等商品基金等高风险产品,投资目标一般高于同规模的公募资管产品。同时,非公开发行的本质是一对一契约行为的集合,私募条款可体现双方当事人个别意愿,与公开发行的投资者要么接受要么退出的缔约方式不同。^[15]因此,私募基金的投资比例限制较少,交易结构较为灵活。而且合格投资者在谈判能力、信息收集能力和风险承受能力方面优于普通投资者,而机构投资者的能力甚至不逊于基金管理人,因而对私募基金的监管以自律管理为主,信息披露要求较为宽松。这些差异都会影响基金管理人注意义务边界的划定。

第二,私募基金管理人享有更多的自由裁量权。私募基金结构复杂,基金履行期限较长,而商业环境和交易条件持续变化,加之受有限理性的制约,缔约双方协商未来不测事件影响的交易成本超过收益预期,因此,私募基金的合同条款难以做到尽善尽美,这为私募基金管理人的自由裁量权提供了空间。并且,私募基金管理人往往具有较高的专业能力和丰富的管理经验,作为受托人能够运用专业技能和丰富经验,权衡风险收益,灵活行使自由裁量权,作出当时条件下的最优决策。^[16]与公

[14] 参见王涌:《信义义务是私募基金业发展的“牛鼻子”》,载《清华金融评论》2019年第3期。

[15] 参见张保红:《论证券非公开发行制度的重构——以投资者规制为中心》,载《政治与法律》2015年第4期。

[16] 参见周淳:《商事领域受信制度原理研究》,北京大学出版社2021年版,第159页。

募基金相比,私募基金面向合格投资者,收益目标更高,追求绝对收益和超额收益,收益目标较高,交易结构灵活,因此,私募基金的投资比例限制相对宽松,仓位管理更为灵活,加之私募条款更能体现双方意思自治,谈判调整约定义务的范围较大。因此,私募基金管理人自由裁量权限进一步扩大。

相较银行理财,私募基金与公募基金在投资范围和投资限制方面更为相似,以权益类投资为主,收益目标较高,交易结构灵活,而固定收益类的银行理财主要投资于货币市场工具和非标债权资产,风险较低。因此,私募基金管理人的裁量权权限一般高于银行理财受托人。

第三,外部监管较为宽松也是私募基金受信关系的重要特征。私募基金面向的是资产丰厚和拥有丰富投资经验的合格投资者,具有较高的风险判断能力和承受能力,因此对其的监管可以适当放宽。私募基金的监管机制以自律监管和适度监管为主,实行登记备案制度。证监会仅负责私募基金管理人的常规管理,监管重点有限,主要围绕合格投资者准入、投资者适当性和信息披露要求进行。公募基金受到的监管更为严格,证监会以审慎监管、行为监管为主,对发行销售采取审核制,适用较严格的信息披露规则,投资目标、投资组合等信息均应披露,基金净值要求每个工作日披露,而私募基金的基金净值一般每周公布一次。

第四,私募基金的市场调节机制相对公募基金而言较为有限。开放赎回的公募基金,投资者可以“用脚投票”,及时退出止损;并且开放赎回机制使投资者能够通过观察价格波动降低信息的获取和理解成本,降低决策成本。而私募基金不具备类似的有效市场,市场调节机制较弱。例如,私募股权投资基金和创业基金,不仅投资标的是未上市公司股票,而且单个项目的项目期限较长。投资者承诺出资后,除非达成约定条件,否则不得撤资。一方面,项目的时限性使投资者与私募基金管理人间的交易通常只有一次,单次博弈大大提升了管理人道德风险。另一方面,面临集体行动困境的单个理性投资者更愿意退出项目止损,而不是付出高昂的诉讼成本,因此,风险信息也无法及时传递至其他投资者。

第五,效率导向与公共政策的调和也是私募基金受信关系的特点之一。私募基金资本集聚的特质使监管者需要在预防系统性风险与促进交易效率间寻求平衡。私募基金集聚大量资金构筑起了较长的交易链

条。一旦违约,通常也会形成一个受害者群体。金融交易中的群体性违约具有较强的传染性,即一个违约会引发另一个违约,乃至一群违约,酿就系统性风险。^[17] 为预防系统性风险,监管者会干预受信关系中的权利义务安排。然而,法定边界不能失之严苛,否则不必要的束缚会扼杀私募基金管理人的自主性,抑制运行效率。监管者需要权衡私募基金管理人信义义务规则的成本收益,不枉不纵,实现效率与公共政策间的平衡。

四、私募基金管理人注意义务的法定化

(一) 私募基金管理人注意义务边界有待明确

如前文所述,投资者对私募基金管理人的信赖惯性和获取信息难度助长了管理人的机会主义行为,而市场调节机制又无法提供有效制约。再考虑我国的投资者教育程度和资产市场现状,有必要通过立法限制当事人通过约定缩减私募基金管理人义务边界的自治限度。

将私募基金管理人注意义务法定化,关键是要形成具备可操作性的具体规则,这对于立法者而言确非易事。注意义务与受托人服务质量相关,需考察受托人依据其专业技能和经验行使裁量权的范围。^[18] 尤其是私募基金管理人义务的法定边界的划分,除要求较高的专业技能与商业经验外,还需排除市场环境波动影响。^[19]

但是,法院对于管理人注意义务履行只能进行事后评估,容易产生“后见之明偏差”(hindsight bias),导致差错看起来比决策实际情形更为显著,加之如果缺乏明确的裁判规则,法院因此可能会将超出预见范畴的责任归咎于私募基金管理人。裁判者对注意义务的履行进行事后评估较为困难。这样来看,设计义务边界的规则成本是一次性的,而司法裁判成本随着案件数量和法条适用频率上升,最终将超过设计成本。

[17] 参见陈醇:《金融法违约预防与违约处置制度研究》,法律出版社2019年版,第12~14页。

[18] 参见[美]塔玛·弗兰克:《信义法原理》,肖宇译,法律出版社2021年版,第165页。

[19] 同上,第166页。

(二) 现行立法注意义务法定边界过于抽象

我国《信托法》第 25 条规定了受托人注意义务,但是“恪尽职守”“谨慎”“有效管理”等抽象要求缺乏基本的可操作性。特别是,该规定未区分民事信托和商事信托的注意义务。如前文所述,民事信托强调的是受托人应当勤勉积极管理并尽到合理努力,确保信托财产的安全保值。商事信托在此基础上更注重对受托人专业知识和技能的考察,对谨慎的内涵扩展到对合理收益的积极追求和对整体投资收益风险的把控,而不仅仅是形式上的遵守程序和必要流程。在商事信托中,相较银行个人理财产品和公募基金,私募基金追求的收益目标较高,对注意义务的评价更强调考察管理人是否充分调动其专业技能和经验,针对风险采取必要管控措施,根据私募基金的投资目标和风险设置相应的注意基准。以美国立法为例,《美国统一信托法典》第 804 条^[20]和 1992 年的《统一谨慎投资人法》^[21]都遵循了前述理念。

我国《证券投资基金法》作为特别法,在第 9 条第 1 款重申了《信托法》第 25 条对受托人注意义务的要求,并在第 2 款详细规定了基金管理人的注意义务要求,即应当“遵守审慎经营规则,制定科学合理的投资策略和风险管理制,有效防范和控制风险”。不过第 2 款主要是风险防控规则,着眼于投资组合的多样化,对管理人具备和调动作为专业受托人所需能力和经验亦未作明确要求。^[22]

此外,有关私募基金管理人注意义务的部门规章、行政法规和规范性文件的相关规定问题也大致相似:注意义务要求过于抽象,且未提及技能和经验的要求。例如,《私募投资基金监督管理条例》第 3 条、《私募投资基金监督管理暂行办法》第 4 条、《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第 3 条和《私募证券投资基金运作指引》(征求意见稿)第 3 条对于管理人注意义务的规定基本照搬《信托法》《证券投资基金法》“恪尽职守”“谨慎勤勉”的表述。中国人民银行等《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》中,则进一步简化为“勤勉尽责”,实际

[20] See Uniform Trust Code(2010)Section 804.

[21] See Uniform Prudent Investor Act.

[22] 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。

上遗漏了对私募基金管理人技能和审慎的注意义务要求。

(三) 私募基金管理人注意义务的基本构成

私募基金管理人注意义务作为法定义务,相关规则应当包括两部分内容。

一是要有明确的法定义务条款。也即,立法者需要明确规定在未约定或约定不明时管理人的注意义务的核心要求。应当明确不能被约定排除的核心义务,即私募基金管理人必须根据基金条款、目的以及受益人利益善意管理基金的强制性义务。信义义务的本质在于保障受益人享有要求受托人积极且善意管理信托财产的权利,若任由该权利被否定,当事人并没有真正创设信托的意愿。^[23]

二是要增加约定不得排除条款,即应当明确当事人通过合同约定改变私募基金管理人注意义务边界的限度。例如,学界虽然普遍赞同基于信托功能,私募基金管理人不可免于承担因故意或者欺诈的责任,但是对能否将注意义务降至重大过失,则存在一定分歧。

此外,私募基金管理人属于职业受托人的范畴,立法者需谨慎设置允许约定排除注意义务的最低限度。针对金融行业的职业受托人,法律允许意思自治的空间更为有限。即便如英国,法院支持通过约定豁免重大过失的责任,但也不支持职业受托人通过约定排除重大过失^[24]。法院给出的理由是,相较普通受托人,职业受托人与委托人存在更加严重的信息不对称,职业受托人不应利用其优势地位损害受益人权益。

(四) 界定私募基金管理人注意义务的影响因素

由于交易结构的显著差异,私募基金管理人注意义务的法定边界会伴随情境变化而变化。

首先是投资者对私募基金管理人的授权程度。投资者根据基金协议和法律规定将处理基金事务的权利交由管理人行使。投资者对基金财产的剩余控制权与管理人的自主权此消彼长,投资者对管理人的授权范围越小,管理人的自由裁量权越小,采取机会主义的可能性也随之降

[23] See D. M. W. Waters, *Law of Trusts in Canada*, 2nd ed., Carswell, 1984, pp. 756 – 757.

[24] See *Armitage v. Nurse* [1998] Ch 241.

低,注意义务的法定标准也应有所降低。若投资者在基金协议中保留的权利越多,对基金财产的控制程度越高,越能够有效防范管理人滥用权利和瑕疵给付行为,无须施加严格的注意义务。例如,在通道业务中,受托人仅提供必要的协助义务,并不主动承担信托管理职责,投资者则保有管理信托财产的大部分权利。此时,私募基金管理人与投资者订立的缩减义务边界条款的效力应当被肯定。

并且,投资对象的流动性会影响投资者对管理人的授权程度。在资产端,私募基金按投资对象不同可分为私募证券投资基金、私募股权投资基金等。私募证券投资基金投资对象是流动性较强的证券,管理人通过高频率的转手买卖从中获利,因此,投资者不宜对管理人施加过多的限制,否则会贻误商业机会。私募股权投资基金的投资对象则是流动性较差的未上市公司股权,其信息不对称程度和投资风险相对证券更大,管理人需要更多的管理权限以便其投资决策。

即便是同类型的私募基金,投资结构甚至投资者数量都会影响投资者对管理人的授权程度。就投资者数量而言,单一投资者型的私募基金,由于是一对一的基金契约谈判,投资者保留投资管理权限的可能性更大,更靠近通道业务、单一资管计划和单一信托计划,受托人的授权权限较小,所承担的注意义务也较低。而一对多的私募基金,由于投资者较多,与集合资管计划和集合信托计划相近,采取格式合同的可能性较高,通过一对一的谈判调整义务边界的可能性较低,受托人管理权限较大,注意义务也随之提高,法院需审查缩减义务边界的约定是否建立在投资者知情同意的基础上。就资金投向而言,单一项目投资和组合投资的私募股权投资基金管理人注意义务也有明显差异。在组合投资型的私募股权投资基金中,管理人为了挽救对业绩不佳公司的投资,可能会向其倾注过高比例的资源,增加基金的杠杆率。投资者为了控制此类风险,往往会在基金合同中限制管理人对个别公司的投资规模和比例。^[25]因此,组合投资的私募股权投资基金的投资者授权程度更小,受托人的注意义务相对来说更低些。

[25] See Gompers, P. and Lerner, J., *The Use of Covenants: An Empirical Analysis of Venture Partnership Agreements*, *The Journal of Law and Economics*, Vol. 39, 1996.

其次是市场调节力量的强度。一方面,私募基金的声誉机制较弱。在一个完全竞争市场上,投资者可以通过对管理人的评价和“用脚投票”机制对管理人施加压力,声誉降低的风险迫使管理人恪守信义义务规范,全心全意为投资者利益服务。而私募基金并不存在类似的市场调节机制,无法有效预防管理人滥用权利。即便在私募基金领域,由于投资对象的流动性存在较大差异,不同类别的私募基金投资者退出途径的方便程度差异显著,投资者通过退出机制对管理人施加压力的可能性有所不同。在私募证券投资基金中,投资者在经过锁定期的限制后,可以任意转让或赎回基金份额。而私募股权投资基金的退出机制相对私募证券投资基金较少,投资者不能在基金存续期间内赎回;相反,他们必须等待基金清算结束。^[26] 并且,私募股权投资基金的投资对象为未上市公司的股票,流动性较差,投资者很难找到转让对象。因此,私募股权投资者退出受到的限制相对较多,市场调节机制较弱,应当受到更为严格的注意义务保护。另外,私募基金的信息反馈机制不足。由于私募基金并非完全竞争市场,项目周期较长,并且存在份额锁定安排,不能随意退出,即便投资者发现管理人存在机会主义行为,也不能及时将信息反馈至市场,与其他投资者分享。此外,私募基金的市场评级机构发挥力量有限。相对而言,公募基金的市场调节作用强于私募基金。公募基金的投资目标是超越业绩基准,以及追求同行业的排名,存在类似的评级机构对公募基金的产品风险和收益进行监督,声誉机制相较私募基金更为发达。而私募基金领域,除私募证券投资基金因其投资标的主要为公开交易的证券类产品,存在相应的评级机构进行监督,其他私募基金,如创业投资基金和私募股权投资基金,以非公开上市的公司股票作为投资标的,缺乏相应的市场监督力量。在市场监督力量较强的领域,由于外部约束较强,注意义务可以更为宽松。

再次是投资者获取信息的难度。投资者获取信息的难度与市场机制的完善程度有所关联。市场效率机制越完善,相关信息越能反映在“股价”或二级市场定价波动之中。投资者可以借助价格机制获取相关

[26] See John Morley, *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation*, The Yale Law Journal, Vol. 123, 2014.

信息。投资者获取信息的难度较低,有利于其确认缩减义务边界的法律和经济效果。因此,投资者获取信息的难度越低,私募基金管理人注意义务边界允许被降低的范围越大。

最后是私募基金所涉法益的重要性。法院可能基于公共政策目的干预当事人缩减注意义务边界约定的效力,对特定领域的管理人提出更为严格的行为标准。例如,美国证交会对于以公共养老金为投资者的私募基金协议的监管干预力度较强,^[27]由于投资利益的涉众性,公共养老金关系着普罗大众的退休福祉,牵连甚广。一旦公共养老金破产,政府和纳税人将承担几乎所有风险,并且存在引发系统性风险的可能。^[28]

五、私募基金管理人注意义务规则构建路径

综上,由于私募基金业务外部监管要求较为宽松,加之私募基金市场的自发调节机制有限,投资者对私募基金管理人的信赖惯性和获取信息难度容易助长管理人的机会主义行为,有必要在立法上限制当事人通过约定缩减私募基金管理人义务边界的自治限度。而现行立法有关受托人“恪尽职守”“谨慎勤勉”的注意义务条款只是提供了框架式的行为指引,远未形成明确且可操作性的行为准则。

信义法上的注意义务要求私募基金管理人尽到其法定或约定的职责,即达到同行业同类型专业管理人本来应当遵守的注意水平、技能和经验,为投资者利益最大化目的来处理基金管理事务。基金管理人只要偏离行为标准,无论其主观状况和心理状态如何,法律即认定其构成过失,因而责令管理人承担过错责任。从英美信托法实践来看,其对私募基金管理人是否违反注意义务的认定与对管理人主观过失的认定基本是一致的。法院对过失的认定转向以判断基金管理人是否具备和充分运用法律所要求的专业技能和经验应对风险为主的客观化审查标准。

[27] See William W. Clayton, *Public Investors, Private Funds, and State Law*, Baylor L. Rev., Vol. 72, 2020.

[28] See Rose, Paul, *Public Wealth Maximization: A New Framework for Public Fund Fiduciary Duties*, Ohio State Public Law Working Paper, Vol. 356, 2016.

如果以主观审查标准为主,反而会出现法院对能力越强的管理人要求的注意义务标准越高,而平庸的管理人注意义务较轻的情况。并且,以同行业同类型基金管理人的能力平均值作为注意义务的判断标准,符合大多数管理人的实际业务水平,不会加重管理人负担,反而有利于金融交易正常有序发展。

(一)私募基金管理人注意义务的法定边界

2023年4月,最高人民法院发布了一份《全国法院金融审判工作会议纪要(征求意见稿)》,首次将基金管理人不存在故意或重大过失纳入注意义务的免责情形。^[29] 据此,基金管理人是否违反注意义务以主观上是否存在故意或重大过失为限。对此笔者认为值得商榷,以故意或重大过失作为违反注意义务的法定边界,恐有标准过低之嫌。

重大过失标准,通过放松义务要求鼓励高风险的投资策略,只是符合了一小部分风险承受能力较强的投资者意愿。相较而言,一般过失作为注意义务的法定边界更符合私募基金信义关系特点。私募基金管理人与投资者以一对多的契约关系为主,双方存在较大的信息不对称。并且,私募基金的市场调节机制和监管要求均弱于公募基金,投资者难以适用市场价格机制发现和约束管理人。私募基金的非公开募集和产品复杂性,加重信息不对称。私募基金管理人可能利用信息不对称欺骗投资者订立缩减义务边界的约定,规避注意义务规范的约束。管理人可能故意隐瞒基于受托人地位获取的信息,或者以对己有利的方式选择性地传递信息,即便是合格投资者,也难以获取缩减义务边界谈判的必要信息,导致投资者对法律后果产生认知偏差。此外,投资者基于对管理人专业信誉的路径依赖可能会加重认知偏差,同意并非建立在完全知情之上。^[30] 为抑制私募基金管理人的不当策略行为,应将注意义务的法定边界设置为一般过失,对占据信息优势的管理人施加负担,使其面临两种选择,要么承受严苛的法定义务,要么向投资者披露相关信息以达成

[29] 《全国法院金融审判工作会议纪要(征求意见稿)》第64条规定:“管理人能够证明其行为并非出于故意或重大过失,或者违反勤勉义务的行为与投资者损失没有因果关系,主张不应承担责任的,人民法院应当予以支持。”

[30] See Melanie B. Leslie, *Trusting Trustees: Fiduciary Duties and the Limits of Default Rules*, *The Georgetown Law Journal*, Vol. 94, 2005.

对自己有利的义务条款。^[31]

有观点认为私募基金管理人因一般过失就必须承担责任,会降低其行事的积极性。^[32]该观点虽然符合私募基金高风险收益的特性,但是忽略了私募基金管理人注意义务的缺省性规则特征。作为缺省性规则,私募基金管理人的注意义务规范只有在当事人未约定或约定不明时才被适用,当事人可通过约定调整双方间的权利义务安排,此时,缺省性规则具有示范和引导功能,而不是强制性要求当事人不得约定将重大过失纳入免责情形。如果将重大过失作为注意义务的法定边界,虽然当事人也可以通过约定提高注意义务的过失标准,但是囿于私募基金管理人与投资者之间较大的信息不对称,占据信息优势的管理人通常不会主动提出在约定中提高过失标准,投资者也较难意识到可以要求管理人提高过失标准。

因此,以一般过失作为注意义务的法定边界,并不会对管理人施加过分的负担,抑制其投资热情。此时,当事人仍然可以通过约定将重大过失纳入免责条款,占据信息优势的管理人只需要告知投资者降低义务边界的法律后果和相关必要投资信息,只有不愿意告知必要信息的管理人才会因一般过失就要承担责任。这种制度设计反而有利于保障投资者的知情权,减少或者消弭信息不对称。

(二) 私募基金管理人注意义务的意定边界

私募基金管理人注意义务的规范属于缺省性规范,仅在当事人对于注意义务未约定或约定不明的情况下才予以适用。理论上讲,当事人可以通过基金管理等协议的约定排除适用。

缺省性规范的特征是:虽然是法定边界,但可以经由当事人约定排除适用,即意定边界优先于法定边界被适用。只有在当事人未约定或约定不明的情况下,法院才适用注意义务的法定边界。缺省性规范确立的注意义务法定边界除了充当事人未约定或约定不明时的备用规则,也在一定程度上起到示范、引导的作用,让当事人在订立注意义务的合同

[31] See Ian Ayres, *Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel*, University of Chicago Law Review, Vol. 59, 1992.

[32] 同前注[3]。

条款时参考适用,并且以较高的一般过失作为私募基金管理人注意义务的法定边界,加上对管理人告知必要信息的制度设计,在不影响交易效率的同时,有效缓解双方间的信息不对称。私募基金管理人可以向投资者披露其基于受托人地位获取的相关信息,以换取订立更低标准的注意义务条款。

约定缩减义务的自治限度因受托人资质不同有所差异。以英国为例,其对金融职业受托人的注意义务排除适用的要求较为严格,英国《2006年公司法》第19章第750条规定了债券受托人缩减注意义务边界的自治限度,免除一般过失的条款无效。^[33]即债券受托人不可通过约定将注意义务缩减至重大过失。英国1995年《养老金法》第33条也禁止通过约定限制或免除违反注意义务的法律责任。^[34]

在私募基金场景下,应将重大过失作为最低自治限度。首先,重大过失符合私募基金投资者利益最大化目标,与其风险承受能力和收益目的相吻合。一方面,私募基金面向合格投资者,其风险承受能力较强;另一方面,私募基金的优势在于灵活性,管理人应利用私募基金在投资策略、投资种类和投资限制等方面的灵活性,采取高风险高收益的投资策略,追求利益回报的最大化。过高的注意义务反而使其错失商业机会。因此,如果私募基金投资者是在知情同意的基础上通过约定将义务边界缩减到重大过失,法院无须干涉。私募基金注意义务边界的设置是为了更有效率地进行风险分配,而不是将损失从一个人转移至另一个人。^[35]令私募基金管理人承担合理限度内的注意义务有利于增强其服务的积极性,并依照投资者的意愿承担适当的风险,实现其利益最大化。^[36]

此外,我国与英国对重大过失存在认识上的差异。在英国,针对重大过失是否能被作为独立的过失标准存在争议。英国司法针对重大过失是否能被等同于欺诈,与一般过失存在本质性差异也争议颇多。有的

[33] See Company Act 2006, S750.

[34] See Pensions Act 1995, S33.

[35] See Kenneth B. Davis, Jr., *Once More, the Business Judgment Rule*, Wis. L. Rev. Vol. 2000, 2000.

[36] See Julian Velasco, *The Role of Aspiration in Corporate Fiduciary Duties*, Wm. & Mary L. Rev., Vol. 54, 2012.

法院认为重大过失不能被等同于欺诈,重大过失属于过失的一种,只是程度上有所差别。^[37]有的法院则认为可以将重大过失等同于欺诈,如 *Seton v. Dawson* 案、*Knox v. Mackinnon* 案和 *Rae v. Meek* 案。持后种观点的法院认为,相较于未经适当注意或者未能发挥适当技能和经验导致的一般过失,重大过失所指向的内容更具有根本性。如果从一般文义解释或者生活经验的视角出发,重大过失明显指向的是即便意识到风险存在,也严重不顾及或不在意的心理和行为,而不仅仅是触及风险的过失行为。^[38]这些法院认为重大过失与一般过失存在实质性差异,与主观恶意不存在本质差异,基本可以等同。因此,该种差异足以使受托人承担不同的法律责任。

我国则普遍认为重大过失属于过失的一种,只是过失程度有所加深,与故意之间存在本质性差异。^[39]只有在私募基金管理人有意地不计后果、不合理地极端背离理性的专业受托人注意标准,造成的危险已经达到其已经预见或应当预见的范畴,不仅仅是过失或专业方的不称职时,法院会认定故意。^[40]以尽职调查为例,如果管理人向投资者陈述其进行尽职调查,却未使用专业调查人士对任何潜在目标公司经理进行背景调查,或者未与目标公司董事以外的任何人交流以核实调查资料,又或者在投资前未进行审计,在此种情形下,可认定其构成故意。因此,我国法律允许私募基金管理人注意义务可通过协议缩减至重大过失并无不妥。

综上所述,具体而言,我国注意义务一般规则应从以下方面予以完善。首先,在法定边界方面,可通过在《证券投资基金法》第9条^[41]增

[37] See *Armitage v. Nurse*, [1998] Ch 241.

[38] See *Red Sea Tankers Ltd v. Papachristidis*, [1997] 2 Lloyd's Rep 547.

[39] 参见叶名怡:《重大过失理论的构建》,载《法学研究》2009年第6期。

[40] See Julian Velasco, *The Future of Fiduciary Law Symposium: Fiduciary Judgement Rules*, Wm. & Mary L. Rev., Vol. 62, 2021.

[41] 《证券投资基金法》(2015年修正)第9条规定:“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产,基金服务机构从事基金服务活动,应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。基金管理人运用基金财产进行证券投资,应当遵守审慎经营规则,制定科学合理的投资策略和风险管理制度,有效防范和控制风险。基金从业人员应当具备基金从业资格,遵守法律、行政法规,恪守职业道德和行为规范。”

设关于私募基金未约定或约定不明时的义务规则,即“私募基金管理人如果未能表现作为受托人所需的谨慎勤勉、技能和经验,则需承担过错责任”。其次,因注意义务缺省性规范的特征,意定边界优先于法定边界适用,明确意定边界的自治限度同样重要,立法者应当在同一条法定边界后增设“私募基金合同任何条款,免除管理人因重大过失造成基金财产损失的法律责任,不具有法律效力。主张免除一般过失责任约定的私募基金管理人应当提供告知投资者免责条款法律后果和相关必要投资信息的证据”。最后,由于注意义务的法定边界会随着情境变化而变化,为明确裁判指引,立法者应当在规范中明确规定法定边界的影响因素,即“法官在适用注意义务规范时,可以将投资者授权范围、市场监督力量、所涉法益重要性、投资者获取信息难度等作为参考因素”。针对不同交易结构的私募基金,法官可以灵活适用上述影响因素,审慎认定义务边界的划分是否符合投资者利益,在公共政策和效率导向间寻求平衡。

(三) 注意义务个案认定的可预见性原则

尽管能够通过法律文本明确私募基金管理人注意义务的法定标准以及约定排除的边界。但是,如何在个案中根据具体事实判定管理人是否具有过失和区分一般过失和重大过失,仍然依赖法官进行审慎裁量。

对此,英美判例法上形成了“可预见性原则”作为判断基金管理人违反注意义务过失的依据。例如,在 AMEC 养老基金案中,法院依据可预见性原则确定受托人是否构成疏忽,并强调可预见性是对过失的检验依据,所以,可预见性在违反注意义务的过失标准中最为重要。^[42] 在费尔菲尔德退休基金诉某员工持股投资咨询公司案中,法院援引可预见性作为受托人注意义务的检验标准。^[43]

所谓“可预见”,是指只有行为人预见到损害,或者一个合理谨慎的人能预见到损害,且损害本可以合理方式加以避免,行为才是有过失的。^[44] 就注意义务而言,可预见性原则通过参照风险产生当时对其结果的可预见性,帮助法官限定投资者的损害是否在管理人负担的注意义

[42] See *In re AMEC Church Empl. Ret. Fund Litig.*, [2023] U. S. Dist.

[43] See *Fairfield Ret. Programs for Empls. v. NEPC, LLC*, [2011] Conn. Super.

[44] 参见刘文杰:《论侵权法上过失认定中的“可预见性”》,载《环球法律评论》2013 年第 3 期。

务的保护范围内。具体到私募基金场景中,即私募基金管理人能够合理预见到其被期望采取积极行动保护投资者,并且能够预见到如果不这么做将会对投资者造成损害。

事实上,过失本身就包含了可预见性的要素。存在过失表明两层意思:注意义务的存在及其违反。易言之,过失责任的成立须管理人对投资者负有注意义务,并违反其注意义务而损害投资者。管理人何时违反其注意义务而负担过失责任,应考察行为人是否适度运用其注意能力以避免或防止可预见损害结果的发生。^[45]

法院在个案裁判中援引可预见性规则,准确描述当时的商业政策和风险环境下社会普遍认同的管理人行为标准,有助于提升裁判结果的可接受性。^[46] 可预见性原则清楚地确定了管理人被合理期待能够预见损害并采取相应行动避免损害的界限。此处的合理期待并非局限于单方当事人的合理期待,而是社会普遍认同的合理期待标准。可预见性通过询问管理人是否满足社会的合理期待标准,将行业惯例和社会规范引入过失标准的具体化分析,增进裁判者对注意义务保护范围的理解。即便是卡多佐法官,在确定信义义务边界时,也时常借助可预见性,诉诸行业习惯和社会规范。例如,在 *Meinhard v. Salmon* 案中,卡多佐法官运用可预见性评估社会普遍认可的对受托人终止通知的合理期待的标准和披露义务的范围。^[47]

一般来说,可预见性审查包括两部分,即管理人是否可以合理预见到该损害范围,并预见到他被期望采取积极措施避免该损害发生。法官通过比较损害与预防措施的可预见性判定私募基金管理人的过失程度。

首先,损害的可预见性是过失标准具体化中的重要组成部分。一方面,损害的可预见性为客观标准。除私募基金管理人声称自己具有超越一般专业人士的技能和经验外,通常采取客观标准。法院既不关注管理人主观状态和实际状况,也不要求其尽可能地谨慎行事,而是要求其达到同行业中与其具有类似地位、能力和熟练度的从业人员在类似情形下

[45] 参见陈聪富:《侵权归责原则与损害赔偿》,北京大学出版社2005年版,第45页。

[46] See Melvin A. Eisenberg, *The Duty of Good Faith in Corporate Law*, DEL. J. CORP. L. 1, Vol. 31, 2006.

[47] See *Meinhard v. Salmon*, [1928] 164 N. E. 545, at 547.

应有的技能、经验和注意,^[48]即此处的预见范围应当以专业人士对潜在风险的可预见程度为准。此外,实践中亦存在自然人、创业投资管理公司或财务公司等担任私募基金管理人的情形,对此类私募基金管理人专业技能和经验的要求与证券公司、基金管理公司、期货公司及其子公司相同。此类主体并非中国人民银行等《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》与《私募投资基金监督管理暂行办法》所调整的证券公司、基金管理公司、期货公司及其子公司,对其的监管只能适用包括《创业投资企业管理暂行办法》《政府出资产业投资基金管理暂行办法》《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》等法律文件,但是并不影响这些主体根据《证券投资基金法》和《私募投资基金监督管理条例》的规定,适用同等要求的注意义务规范。^[49]

另一方面,损害的可预见性是私募基金管理人行为时的标准。注意义务更多表现为过程义务,而非结果义务。管理人并不能保证投资效益的必然实现,因此,法院并不能以结果倒推管理人未履行相应的注意义务,而是以管理人行为时是否满足注意义务要求为准。在上海金元百利资产管理有限公司、深圳吾思十八期股权投资基金合伙企业合伙协议纠纷中,私募基金管理人在《尽职调查报告》中有关“资金通过委托贷款进入丰华鸿业公司账户后,将转入由政府设立的专用账户并由政府监管使用,专项用于宝华寺项目的征地拆迁,从而保证委托贷款的资金安全”的表述与后续事实不一致,丰华鸿业公司并未在资金入账后将其转入账户设立账号。对此,最高人民法院认为不能依据实际履行过程中发生的事实,判定私募基金管理人在履行尽职调查时未尽到相应注意义务。报告

[48] 同前注[16],第174页。

[49] 我国裁判实践也将担任私募基金管理人的自然人、创业投资管理公司和财务公司的注意义务要求,与证券公司、基金管理公司、期货公司及其子公司的注意义务要求等同视之。比如,在北京市中小企业服务中心与北京星云清科投资中心(有限合伙)等股权转让纠纷案中,法官认为管理人应当对基金的投资管理负有必要的谨慎和注意义务,并未因为其不具备基金管理公司等牌照而降低注意义务要求。既然自然人、创业投资管理公司和财务公司以私募基金管理人的身份从事基金管理业务,那么,就应当遵守作为私募基金管理人应当具备的行为能力要求,这也符合社会普遍认可的对基金管理人的专业能力和经验的合理期待标准。

中的表述是根据当时情况对未来还款保证所作的预估,并不能以此后的实际情况认定管理人有故意虚构和隐瞒真实情况的故意。^[50] 法院判定私募基金管理人履行尽职调查义务的注意标准应当以调查时为限,而不能强求管理人对未来结果负责,这超出管理人可预见的危险范围。北京信文资本管理有限公司与胡某红合同纠纷案亦是如此,法院在裁判时应当注意区分典型风险与固有风险,结合当时同行业的基金管理人对于电子支付市场的发展状况发布的行业研报,判断自动提款机线下布放是否落入尽职调查的事项范围内。

其次,确定管理人的过失标准时,除损害的可预见性外,法院应重点关注管理人是否勤勉地采取预防措施,或者是否运用专业技能降低风险,^[51] 即管理人被合理期待采取预防措施的可预见性。具体而言,指管理人是否能预见到他被合理期待采取积极行为来预防该损害,以及能否预见到如果不作为是否会对投资者造成损害。

例如,在冯某、宁波演音股权投资基金管理有限公司委托理财合同纠纷案中,被告认为涉案投资项目为演唱会,因此不能以私募基金管理人的注意标准要求本项目,而应当以普通理性人的注意标准。因此,被告只需确定主办方或承办方的真实身份及艺人演出场次的真实性即可。法院认为被告以私募基金管理人的身份签订基金认购协议,管理的投资基金金额为 8750 万元,数额较大,并且约定尽职调查等注意义务,故投资者可合理期待被告作为基金管理人履行尽职调查义务。然而,被告却未能提供证据证明在处理理财事项前履行了尽职调查义务,因此认定管理人违反注意义务。^[52] 在本案中,法院并未因为涉案投资项目的特殊性放低管理人的行为标准,而是根据商事受信关系认定管理人应当履行专业受托人所应具有的技能 and 谨慎。法院通过强调涉案基金资产规模之大,凸显涉众性金融违约可能造成的风险。依照社会规范和商业惯

[50] 最高人民法院:上海金元百利资产管理有限公司、深圳吾思十八期股权投资基金合伙企业合伙协议纠纷二审民事判决书,案号:(2018)最高法民终 539 号,2018 年 12 月 27 日。

[51] See Paul B. Miller, *A Theory of Fiduciary Liability*, McGill L. J. Vol. 56, 2011.

[52] 浙江省宁波市江北区人民法院:冯某、宁波演音股权投资基金管理有限公司委托理财合同纠纷一审民事判决书,案号:(2021)浙 0205 民初 2685 号,2021 年 7 月 23 日。

例,此种交易场景远非日常理性和知识可应对,需要私募基金管理人尽到专业人士的审慎注意和技能经验,管理人应当合理预见到其被合理期待运用专业技能采取积极的尽职调查行为来核实与投资标的密切相关的信息,并且能预见到未调查相关信息可能会对投资者造成损害。

综上,法院运用可预见性在个案中具体判定私募基金管理人有无过失和过失程度应当遵循如下步骤。首先,如果完全无法预见该损害,或者预防措施不在可预见范围内,此时私募基金管理人具备过失。损害不能预见意味着风险无法控制,一般表现为商业风险或者固有风险,因为损害异常不具备普遍性,社会无法期待管理人能规避该种损害,由此产生的损失不能归责于管理人。预防措施不在可预见范围内亦是脱离,此时管理人无法通过积极行动规避损害发生,不具备可责性基础。其次,如果私募基金管理人能预见该损害,却未能采取积极措施预防损害发生,符合过失标准。管理人能够预见到损害,依照社会普遍认可的合理期待,此时管理人应当采取积极行动控制危险,减免损害或者避免损害发生,而管理人行为偏离注意义务要求的行为准则,此时符合客观归责要件,构成过失。最后,在确定私募基金管理人构成过失的基础上,如果损害可预见性较高或损害范围较大,同时管理人明知可以采取相应预防措施避免却放任损害发生,符合重大过失标准。

(编辑:张 越 赵 宇)