

我国私募基金托管人监督 职责的立法完善

蔡欣瑜*

摘要:对我国私募基金托管人监督职责的完善应把握两方面逻辑。扩张逻辑上,托管人应体现金融机构的专业水准;作为常设监督机构具有“最小成本规避者”优势。限缩逻辑上,托管人无须评价投资策略效益;投资者应自我担责。后续立法应增加募资阶段的投资者适当性监督,基金间接投资时的风险防范措施监督,基金赎回的及时、公平性监督,管理人失联时的既有投资监督等职责,将监督标准转变为合理审查;应排除托管人监督投资风险的义务。

关键词:私募基金 托管人 监督义务 合理审查

一、引言

2024 年 5 月 11 日,中国证券监督管理委员会发布了“对浙江瑞丰达资产管理有限公司立案调

* 中国人民大学法学院博士研究生。

查”的通知,对瑞丰达公司涉嫌多项违法违规、实际控制人“跑路”等情形进行调查。该事件涉及金额高达数十亿元。从“杭州瑜瑶、深圳汇盛跑路”事件,到此次的“瑞丰达跑路”事件,私募基金的频繁失守必然导向对监督机制的审思。

当下,我国私募基金托管人监督职责的争议分散于“募、投、管、退”以及管理人失联等多个环节,反映出既有立法可能存在的缺陷。而目前有关私募基金托管人监督职责的研究不够精细化,^[1]更多是宽泛地讨论保护投资者权益的意义或是托管人履职的现实制约,未能细致讨论如何平衡两方面的关系,提出的立法方案在科学性、可操作性上均有所欠缺。本文从对托管人既有监督职责的完善逻辑入手,扩张逻辑上,关注托管人机构特点,强调托管人作为金融机构及基金常设机关的履职优势;限缩逻辑上,结合私募基金的产品特性,着重厘清托管人与管理人、投资者之间的风险分担逻辑。由此,通过归纳扩张及限缩托管人既有监督职责的实质理由,本文致力于发掘两重逻辑之间的平衡点,结合既有争议,提出具体的立法完善方案。

[1] 部分学者主要采取借鉴比较法的方式提出完善方向,参见梁清华:《论我国私募基金托管人制度的重构》,载《暨南学报(哲学社会科学版)》2014年第9期;闰海、刘顺利:《独立与制衡:证券投资基金托管人法律地位的重构》,载《浙江金融》2012年第6期。部分学者聚焦于合同约定是否具有优先于立法规定的效力展开探讨,参见陶伟腾:《基金托管人之义务属性辨析:信义义务抑或合同义务?》,载《南方金融》2019年第10期;孔令学、杨鑫洁、张玉:《论私募基金托管人责任认定与承担》,载《金融发展研究》2022年第8期。有学者借由具体案件的分析,指出除了立法明确的保管、监督义务,托管人还需负担其他注意义务,参见汤欣、范晓语:《私募基金托管人职责与相关争议的法律适用》,载郭文英、徐明主编:《投资者》第4辑,法律出版社2018年版。有学者从基金托管人履行监督职责过程中面临的边界不清晰、标准不明确、缺乏监督手段等问题出发,主张赋予托管人质询权、违法行为停止请求权等权利,确立主客观相结合的履职判断标准与具体行为规则,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。有学者从加强托管人监督职能的意义出发,对托管人监督职能的充实及履职条件的强化作了论述,参见陈士林:《我国证券投资基金:监管模式与监管措施》,载《上海金融》2010年第8期。还有学者从私募基金托管人法律地位的讨论入手,在主张托管人与管理人之间成立共同受托关系的基础上,主张托管人的职责一方面需要与管理人严格区分,另一方面也需体现合作协同,在管理人失联时代为行使管理职责,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、合同法与侵权法的四维维度》,载《政法论丛》2023年第2期。

二、我国私募基金托管人监督职责的争议

目前,有关我国私募基金托管人监督职责的实践存在诸多争议。这与我国私募基金托管人监督职责立法的部分模糊、冲突、不合理之处直接相关。在私募基金运营的不同阶段,托管人履职的要求及对应争议有所不同。因此,本节依据私募基金的“募、投、管、退”及管理人失联的特殊情形进行展开。

(一)募资阶段托管人监督职责的争议

募资阶段,就托管人是否需要对产品及其资金来源的合法合规性等方面进行审查,中国证券投资基金业协会(以下简称基金业协会)与中国银行业协会存在不同意见。中国银行业协会发布的《商业银行资产托管业务指引》第15条规定,除法律法规或合同另有规定的情形,托管银行不承担包括“投资者的适当性管理”“审查托管产品以及托管产品资金来源的合法合规性”在内的10项职责。而基金业协会则明确指出,资管合同若具有“托管人不承担产品的合规性审查职责,不对产品资金来源的合法合规性承担任何责任”等条款,将影响备案。^[2]

两种监管立法的根本矛盾在于:一方面,投资者适当性管理、托管产品及资金来源的合法合规性控制等事宜直接关系投资者权益保护。管理人可能通过欺骗不适格投资者、从违规渠道吸收资金、违规发行托管产品等方式,侵害投资者利益。投资者囿于自身专业知识上的有限性,往往难以自主发现并规避相关风险,投资者的权益需要由其他主体予以保护。另一方面,上述职责又会直接导致托管人履职成本及风险增加,需考量是否与托管人的现实履职条件相匹配。如何平衡二者的关系,应由后续的立法规则予以解答。

(二)投资阶段托管人监督职责的争议

投资阶段,有关托管人监督职责的争议主要体现于两个方面:其

[2] 《备案提示(二)》,载基金业协会网,https://www.amac.org.cn/businessservices_2025/smgjsmzqhyw/smgzyw/smgz_ywdt/202008/t20200826_10109.html。

一,对于私募基金通过下层载体间接投资的情形,托管人如何监督基金资产最终投向合同约定的范围?其二,私募基金托管人对于投资指令的形式审查义务是否足以保护投资者权益?是否有必要加重托管人义务?

首先,对于私募基金通过下层载体间接投资的情形,既有立法难以确保基金资产被用于基金合同所约定的目的。根据基金业协会 2023 年 9 月发布的《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》第 21 条第 2 款的规定,私募股权基金通过特殊目的载体开展投资的,托管人应当持续监督私募股权基金与特殊目的载体的资金流向,事前掌握资金划转路径,事后获取并保管资金划转及投资凭证。私募基金管理人应当及时将投资凭证交付托管人。但是,这一规定仍不足以保全私募基金财产。下层投资载体可能另有其财产保管人。一旦资金从账户中划出,托管人便丧失了直接控制资金流向的能力,基金财产也会与下层载体的其他财产混同。仅通过事前掌握路径及事后获取凭证,无法在下层载体拒不划转或挪用资金时直接阻止其违约行为,事后救济也存在难以追回损失的风险。对此,可从相关仲裁案件中获得印证。^{〔3〕}未来,是否有必要加强托管人的监督职责,进一步确保基金财产被运用于基金约定的目的?例如,是否应当要求托管人必须同时担任下层载体的保管人?或是要求管理人在通过下层载体投资时,缔结必要的风险防范措施?相关职责负担又如何与托管人的履职能力相互匹配?

其次,既有规则对于托管人的形式审查要求不足以保护投资者权益,未体现出托管人履职应有的专业水准。依据《证券投资基金法》(以下简称《基金法》)第 36 条第 5 项及第 37 条的规定,托管人需依据基金合同及法律法规审核管理人投资指令。2023 年 4 月最高人民法院发布的《全国法院金融审判工作会议纪要(征求意见稿)》第 65 条又进一步明确了托管人的这一审查义务为形式审查。从形式审查的定义

〔3〕 相关仲裁案例详细介绍参见阮万锦:《私募基金托管人责任案例分析(一)》,载北大法宝网, <https://www.pkulaw.com/lawfirmarticles/c35d577295bf8637b5c5d5e61698b801bdfb.html>, 2024 年 11 月 16 日访问。

来看,托管人需要书面审查管理人所提供的各项材料的形式要件,^[4]例如格式、范围、内容,而无须通过调查取证的方式审查相关材料的真实性、合法性。而实质审查则要求对相关材料的实质内容的真实性、合法性、有效性进行调查与确认。^[5]从既有的私募基金合同约定来看,许多合同中都约定了托管人仅对管理人的投资指令按照合同约定进行表面一致性审查,即主要审查印鉴签名、划款金额、收款账户等直观的纸面信息与基金合同等文件的一致性,而无须审查管理人同时提交的其他文件资料的合法性、真实性、完整性和有效性。许多司法裁判也将此作为托管人承担相关职责的标准。^[6]

但是,私募基金管理人侵害投资者利益的手段绝不局限于伪造印鉴签名、提供错误的收款账户等方式。管理人就投资对象的选择,在基金合同约定的范围内拥有极大的自主决策空间。管理人选择的投资方向是否符合基金合同约定或法律规定,与管理人是否利用这一投资行为恶意转移基金资产并无必然联系。很多时候,管理人都是利用看似合法合约的手段进行基金资产的转移。例如,在“瑞丰达跑路”事件中,基金管理人便疑似先行操纵抬高股价,进而利用基金资产“高位接盘”,以看似合法合约的公开市场操作实现了基金资产从托管账户向

[4] 参见梁上上:《公司担保合同的相对人审查义务》,载《法学》2013年第3期。

[5] 同上。

[6] 这一结论来自对检索到的裁判文书中的案件事实认定部分的整理,参见济南铁路运输中级法院:周某彬、世行大通资本管理有限公司等金融委托理财合同纠纷一审民事判决书,案号:(2021)鲁71民初19号,2021年9月29日。此外,还有部分案例直接在裁判理由中援引了合同对托管人仅负有表面一致性审查义务的约定,作为认定托管人已有效履职的依据,参见北京市朝阳区人民法院:张某与恒泰证券股份有限公司等合同纠纷一审民事判决书,案号:(2021)京0105民初15175号,2022年12月29日;北京市朝阳区人民法院:李某芳与恒泰证券股份有限公司等合同纠纷一审民事判决书,案号:(2021)京0105民初15180号,2022年12月29日;北京市朝阳区人民法院:杜某敏与恒泰证券股份有限公司等合同纠纷一审民事判决书,案号:(2021)京0105民初15177号,2022年12月29日;济南铁路运输中级法院:魏某、深圳市金色木棉投资管理有限公司等金融委托理财合同纠纷一审民事判决书,案号:(2020)鲁71民初181号,2021年6月23日;济南铁路运输中级法院:施某廷、上海韵隆股权投资基金管理有限公司等金融委托理财合同纠纷一审民事判决书,案号:(2021)鲁71民初127号,2022年2月8日。

“幕后操盘手”的转移。^[7]诚然,对于“瑞丰达跑路”事件中管理人的投资指令,若仅从印鉴签名、投资数额等角度进行简单的表面一致性审查,则托管人难以发现管理人的资产转移行为。但作为专业的金融机构,托管人应当对新三板股票较低的流动性有一定的认识。“瑞丰达”系列基金长期流连新三板市场,重复进行类似的“高买低卖”行为,其间相关股票的价格多次发生了异常的剧烈变动。这些事实难道不足以引起托管人的警惕?对于表面符合基金合同及法律规定,但明显不符合专业常识的投资指令,难道托管人没有进行核查或视情况进一步采取实质审查手段的义务?当然,要求托管人就管理人的投资指令负担更加充分的审查义务,存在对应的履职成本问题。未来,应由相关立法进一步明确私募基金托管人审查义务的内涵,充分体现出投资者权益保护与托管人履职条件之间的平衡。

(三) 管理阶段托管人监督职责的争议

运营管理阶段,对私募基金托管人监督职责的争议主要集中于降低投资风险是否属于其监督范畴。根据《基金法》第36条第10项的规定,托管人应监督管理人的投资运作。而从下位细化立法来看,依据《证券投资基金托管业务管理办法》第18条及《私募投资基金登记备案办法》第37条的规定,托管人需具体督促基金管理人防范结算风险,督促其在基金投资对象发生股权变更等事宜时办理投资确权。这赋予了托管人一定的运营阶段监督职责。但是,既有立法并未对托管人在基金运营阶段的监督职责提出更多明确要求。而从既有实践来看,则司法机关对托管人的监督职责存在一定的扩张倾向。

[7] 王辉:《金融圈刷屏!知名私募跑路?》,载微信公众号“中国证券报”2024年5月10日, https://mp.weixin.qq.com/s/sN-VOknzEiB_KBWRBakTLQ; 马嘉悦:《20亿元私募跑路?记者实探》,载微信公众号“上海证券报”2024年5月10日, <https://mp.weixin.qq.com/s/wwwMlIf3b-zBinEpRqhbQ>; 邱利、陈锋:《资管圈一声惊雷!瑞丰达陷兑付危机,疑似“高位接盘”多只新三板股票》,载微信公众号“华夏时报”2024年5月11日, <https://mp.weixin.qq.com/s/SOQiN7dl6upLALcYpC9zHg>; 陈雨康:《“跑路”私募瑞丰达后续!关联港股公司股价暴跌,多只新三板股票已停牌》,载微信公众号“证券时报”2024年5月13日, https://mp.weixin.qq.com/s/MUWoinQvknlv-FQyh_fV4w; 夏悦超:《“跑路”的私募瑞丰达,诸多疑点待解……》,载微信公众号“国际金融报”2024年5月14日, https://mp.weixin.qq.com/s/IFn-bxaEbfwBMM_fIYbJfQ。

例如,在“胡某星诉太平洋证券股份有限公司等合同纠纷案”中,法院不仅要求托管人对管理人的具体投资指令进行审查,还要求托管人就管理人履行合同约定的风险措施的情况进行监督。由于托管人对管理人未完全履行风控措施并不知情,也未能发现基金的投资对象破产,法院认定托管人存在失职。该判决书还进一步指出,托管人对于稳定金融市场、防范金融风险负有社会义务,由托管人加强防范措施符合社会大众的期望。^{〔8〕}而在“宋某晶、杨某兰、国泰君安证券股份有限公司委托理财合同纠纷案”中,法院更是指出,“托管人需要借助自身金融专业机构优势,对基金产品的市场价值予以评定,及时通报投资者,提高基金获得收益的概率或者做到及时止损”^{〔9〕}。如果说上述第一个案例仅是要求托管人就基金运营中的相关风险事实进行掌握,第二个案例则体现出要求托管人对基金盈利的实质风险进行评估的倾向。这反映了实践对于加强私募基金投资者保护的强烈愿望。但是,这些职责是否符合托管人的角色定位及履职能力,仍有待后续商榷。若过度扩张托管人职责,难免会使托管人与管理人角色混同,存在强行要求托管人分摊基金损失之嫌。

(四)退出阶段托管人监督职责的争议

私募基金退出阶段,有关托管人监督职责的争议主要聚焦于托管人对管理人与投资者之间赎回基金份额的整体过程是否负有监督义务。例如,托管人是否负有对投资者赎回信息的准确性进行审查的义务?^{〔10〕}托管人是否负有对管理人拒绝、拖延赎回的监督义务?是否负有对管理人在赎回中无合理理由给予投资者差别待遇的监督义务?从

〔8〕 由于无法检索获取该案一审判决书,故参见江苏省南京市中级人民法院:上诉人太平洋证券股份有限公司与被上诉人胡某星、原审被告南京中乾融股权投资基金管理有限公司合同纠纷二审民事判决书,案号:(2020)苏01民终4507号之一,2020年10月28日。

〔9〕 参见山东省临沂市罗庄区人民法院:宋某晶、杨某兰、国泰君安证券股份有限公司委托理财合同纠纷一审民事判决书,案号:(2020)鲁1311民初180号,2020年6月16日。

〔10〕 例如,A投资者与B投资公司及C证券公司关于私募基金合同纠纷仲裁案。参见王团团:《〈九民纪要〉语境下谈资管业务之五:托管法律地图及托管人责任边界解析(下)》,载北大法宝网,<https://www.pkulaw.com/lawfirmarticles/a58838aed1dbd61ba746e871ce023814bdfb.html>,2024年11月16日访问。

既有立法规定来看,托管人职责仅限于《基金法》第36条的规定,即托管人只需复核、审查基金管理人计算的基金份额赎回价格,无须关注其他赎回相关的事宜。但是,从既有实践的需求来看,私募基金赎回过程中管理人对投资者权利的侵犯往往不局限于赎回价格的争议。

一方面,管理人可能存在无合理理由拒绝或拖延赎回的情形。根据《基金法》第67条第1款的规定,除了不可抗力及证券交易场所临时停市的情形,管理人还可在基金合同约定的其他情形下停止赎回款项的支付。实践中,相关合同多约定,当基金缺乏流动性而导致无法变现赎回,或管理人认为赎回可能会导致低价抛售底层资产等损害其他投资人的情形时,管理人可暂停或拒绝赎回。^[11]而对于基金缺乏流动性等情形的判定具有专业性,投资者往往难以对管理人所提供的拒绝、迟延履行赎回的理由的真实性、合理性进行判断,其权益可能受到管理人侵犯。

另一方面,单个投资者与管理人之间的赎回行为也可能对整体投资者的利益产生影响。资金不足的情形下,管理人对投资者赎回程序等方面的差别待遇也会导致其权益的丧失或缩减。例如,在华南国际经济贸易仲裁委员会的一起仲裁案中,仲裁委便认定基金管理人在赎回中区别对待不同投资者的方式违反了合同约定。但由于相关法律及合同中均未要求托管人监督基金赎回份额数量以及止损操作,因此该案中托管人并不具备相应的监督管理职责,这使得该案的投资者最终只能向管理人主张权益损失。^[12]

总而言之,在投资者权益极易受到侵犯的基金退出阶段,是否有必要扩大托管人在基金赎回过程中的职责?如何实现相关职责与履职成本之间的平衡?这些疑问均有待解答。

(五) 管理人失联时托管人监督职责的争议

管理人失联等情形下,私募基金托管人负有何种职责?对此,托管

[11] 参见王团团、李盛:《基金争议解决(十四):基金赎回常见争议解析》,载微信公众号“金杜研究院”2022年10月10日, <https://mp.weixin.qq.com/s/yUZjc0yCpsKL6Q4kxn7itw>。

[12] 参见刘晚春主编:《金融纠纷仲裁调解指南与典型仲裁案例选编(第三辑)》,载深圳国际仲裁院网, <http://www.scia.com.cn/Home/Index/hb/sid/850.html>, 2024年11月16日访问。

人与管理人的“共同受托论”无法提供充足的理论支撑。2018年“阜兴案”中,基金业协会曾直接发布公告,要求托管人在管理人无法正常履职时承担共同受托职责,召集基金份额持有人会议、保全基金财产。^[13]但这一公告引发了过度加重托管人职责的争议。依据共同受托理论,共同受托人需要共同支配信托财产,这一职责是不可分割的,^[14]受托人应当采取共同行动,对外形成共同的意思表示。^[15]因此,这一结构地位的确定不仅关系管理人失联等情形下托管人的职责,更会对管理人及托管人在私募基金整体运作中的职责划分产生影响。管理人与托管人就基金财产支配的意思表示内容完全不同。管理人主要负责投资决策,托管人主要审核决策的规范性,二者并不符合共同受托的基本特征。从实质与形式的辩证关系来看,结构地位不过是履职内容的形式体现。管理人与托管人应分别承担何种职责取决于现实需求与履职条件。不应倒因为果,先行界定结构地位,而后推导实质的职责内容。

从既有规则来看,《证券投资基金托管业务管理办法》第23条规定,对于需要召开基金份额持有人大会的事宜,在管理人未能召集或无法召集会议的情况下,托管人负有召集之责。这似乎能够为托管人督促管理人失联后基金各项事务的开展提供一种渠道。但是,从《基金法》第47条的规定来看,基金份额持有人大会在管理人失联等情形下只可能通过提前终止基金合同、更换管理人等方式维护基金权益,无法处理即时的财产保全、维护投资运作、财产清算等事宜。《私募投资基金登记备案办法》第58条第1款就扩张托管人在管理人失联等情形中的清算职责作出了尝试。私募基金管理人因特殊原因难以履职导致基金无法正常退出的,管理人、托管人、基金份额持有人大会或者持有一

[13] 参见《关于上海意隆等4家私募基金管理人风险事件的公告》,载基金业协会网,https://www.amac.org.cn/aboutassociation/gyxh_xhdt/xhdt_xhgg/201807/t20180713_2410.html。

[14] Restatement (Second) of Trusts § 34 (1959); Restatement (Third) of Trusts § 81 (2003). 美国立法就共同受托要件进行了明确规定,本文此处引用了相关规定中的实质内容。

[15] Restatement (Second) of Trusts § 194 (1959); Restatement (Third) of Trusts § 39 (2003).

定份额比例的投资者均可以制定、执行清算退出方案,依法履行解散、清算、破产等职权。但是,这一条款仅陈述了托管人“可以”从事相关行为,而非明确的义务性规范,在具体的分工、程序上也不够明确。因此,在管理人失联的情形下,既有规则赋予托管人的监督职责仍较模糊。

从当下的实践需求来看,可以考虑从两个方面着重扩展管理人失联情形下的托管人监督职责。一方面,相当一部分既有争议集中于托管人在管理人失联等情形下是否负有主动组织清算组的职责,反映了实践对于托管人清算职责的关注。^[16]而根据《基金法》第81条第1款及第92条第1款的规定,当下托管人在清算中负有何种职责仍取决于基金合同的约定。对此,应探究后续立法是否有必要强制赋予托管人更多的清算职责。另一方面,实践中也有个别判决要求托管人在管理人失联的情况下监督既有投资运作,^[17]但同样存在争议。

对此,在后续的规则完善中,应注重从两方面予以考量。一方面,虽然私募基金管理人失联的情形需要托管人、监管机构等诸多主体的协力应对,但我国托管人作为私募基金的核心监督主体,不同于美、日等国的单纯“保管人”定位。应结合我国托管人拥有的积极履职条件,探索托管人在管理人失联的情形下负有的监督义务,夯实投资者权益保护。另一方面,也应考虑托管人的现实履职条件,避免大而笼统的赋职给托管人带来过度负累。

[16] 例如,在“莫某东诉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案”中,投资者便主张托管人应负有主动组织清算组的职责,虽然在现行立法下这一主张被驳回,但仍反映了一定的现实需求,参见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。又如,在另一仲裁案例中,投资者同样聚焦于托管人依据合同约定应负有的主动组织清算义务,体现了其对于托管人清算职责的关注,该仲裁案例的相关介绍参见王团团:《〈九民纪要〉语境下谈资管业务之五:托管法律地图及托管人责任边界解析(下)》,载北大法律网, <https://www.pkulaw.com/lawfirmarticles/a58838aed1dbd61ba746e871ce023814bdfb.html>, 2024年11月16日访问。

[17] 参见山东省临沂市罗庄区人民法院:宋某晶、杨某兰、国泰君安证券股份有限公司委托理财合同纠纷一审民事判决书,案号:(2020)鲁1311民初180号,2020年6月16日。

三、完善私募基金托管人监督职责的双重逻辑

从上文有关私募基金托管人监督职责的争议来看,主张扩张托管人监督职责的观点多强调保护投资者权益的必要性,主张限缩托管人监督职责的观点则关注现实条件的制约。欲完善既有立法,需首先把握扩张及限缩现行规范下托管人监督职责的逻辑。具体而言,应当从我国托管人机构特点及私募基金产品特性出发,发掘完善我国私募基金托管人既有监督职责的双重逻辑,并关注二者与报酬机制之间的平衡协调。

(一) 托管人机构特性影响下的监督职责扩张逻辑

1. 托管人作为金融机构的应然专业水准

私募基金中存在管理人利用知识不对称的优势谋取私利的风险。投资者及监管机构囿于自身专业知识、履职时间及人员等方面的限制,难以就管理人投资决策、管理基金运营等方面的行为进行充分审核。从比较法的借鉴角度来看,只有进一步提升对于我国托管人监督职责的专业水准要求,才能够充分满足投资者权益保护的需要。

应当认识我国与美国、日本等国在私募基金代理风险化解制度上的差异,避免管窥蠡测式的借鉴。不同于我国,美国对于私募基金的整体监管目标较为宽松。投资者仅通过投资顾问委员会、投资决策委员会等辅助机构对管理人的日常活动进行监督。^{〔18〕} 会计师以及监管机构等主体的监督则具有滞后性与非日常性。保管人也只需简单地从表面审核投资对象等是否符合合同指定的范围等事宜,而无须结合专业优势进一步判断管理人相关行为是否具有合理性。哪怕是在 2008 年金融危机后颁布了《多德—弗兰克法案》,该法案的内容也更多地致力

〔18〕 参见陈翔:《私募合伙人:有限合伙私募股权基金治理》,法律出版社 2018 年版,第 48-49、105 页;〔美〕克劳迪娅·纪斯伯格、迈克尔·普拉尔、鲍文·怀特:《精通私募股权》,刘寅龙译,清华大学出版社 2018 年版,第 219 页。

于化解系统性风险。^[19]究其原因,美国作为全球私募基金的监管洼地,基金条款谈判及后续管理中的高度自主权是吸引优质管理人的重要条件。且美国的私募基金市场已相当发达,培育巩固了一批优秀管理人。这些管理人在美国的私募基金市场上长期耕耘,依赖良好声誉获得源源不断的委托。声誉机制的有效运作使管理人从事欺诈行为的动力相对降低,私募基金市场呈现良性循环的状态。我国的私募基金市场尚未成熟,管理人长期耕耘私募基金行业意识不足,欺诈以及懈怠履职等情况时有发生。因此,对于我国私募基金管理人各项活动的监督,更加需要发挥托管人作为金融机构的专业水准,予以细致审查。至于日本,其私募基金的监督职责则大量由行政机关负担,与我国的监管传统及分工不同。日本的内阁总理就私募基金的运营拥有监督检查权、必要情况下的私募基金内部人员任命权、信息获取权、介入私募基金运行风险的控制,甚至更换管理人等一系列权力。^[20]因此,不同于我国私募基金监督职责大量由托管人负担的分工传统,日本私募基金中保管人的审核义务同样较低。^[21]

对我国托管人履职应有的专业水准的理解,可参照托管人同为私

[19] 参见郭雳:《金融危机后美国私募基金监管的制度更新与观念迭代》,载《比较法研究》2021年第6期。

[20] 参见《日本投资信托与投资法人法》第16、19、22、108、110、153、155、162、212-215条,载e-GOV网, https://elaws.e-gov.go.jp/document?lawid=326AC0100000198_20231129_505AC0000000080&keyword=%E9%A0%90%E8%A8%97%E7%AD%89%E5%8F%96%E5%BC%95%E3%81%AB%E9%96%A2%E3%81%99%E3%82%8B%E6%B3%95%E5%BE%8B,2024年11月16日访问。

[21] 我国私募基金托管人的职责主要包括9个方面。第一,协议审查。托管人需从保护基金份额持有人的角度对基金合同等相关法律文件中的投资范围、基金费用等事项进行评估。第二,资金及资料存管。托管人需规范开设账户,确保资金独立、安全、完整;妥善保存业务记录、会计凭证、投资者适当性管理记录等托管业务活动资料。第三,复核职责。托管人需复核、审查基金管理人计算的基金资产净值、份额净值和基金份额申购、赎回价格;对管理人依法依规履行收益分配的情况定期复核;就管理人编制的基金财务会计报告、中期和年度基金报告、定期更新的招募说明书等出具意见。第四,清算交割。托管人需按照管理人指示及合同规定,负责私募基金日常运作的清算交割,还需作为清算组成员参与私募基金最终的清算退出。第五,监督审查。托管人依据法律法规及合同约定监督基金管理人的投资行为,主要涉及投资范围、投资比例、投资风格、投资限制、关联交易等方面,并在发现违规违约的情况下督促管理人更正、披露并报告监管部门,督促后续赔偿。尤其是私募股权基金通过

募基金核心监督机构,且重视化解私募基金代理风险的英国的立法实践。英国私募基金托管人不仅需要审核管理人的投资决策等活动是否符合法律法规及合同约定,还需负担一系列职责。托管人需对管理人建构维持的风险管理系统的适当性进行评估。〔22〕托管人需对管理人以基金名义进行的投资活动、融资活动、设定担保、重大交易、份额发行与赎回等事项进行监督;在临时借款、发行或赎回基金份额、新兴市场投资等重大问题上,管理人还需要获得托管人的事前认可。〔23〕托管人对管理人制定的估值模型和估值结果也负有监督义务。〔24〕

由此可见,在我国管理人信用资本不足的现实背景下,应由作为私募基金核心监督主体的托管人,充分发挥其作为金融机构的专业优势。

特殊目的载体开展投资的,托管人还需持续监督资金流向,事前掌握资金划转路径,事后获取并保管资金划转及投资凭证。第六,按照规定召集基金份额持有人大会。第七,信息披露及报送。信息披露方面,托管人需依据协议约定对涉及基金投资、资产负债等可能影响投资者合法权益的重大信息进行披露。信息报送方面,托管人需向登记备案机构报送基金投资运作等信息,避免出现虚假记载、误导性陈述、重大遗漏、预测业绩、保本承诺等情形。第八,风险监控及防范。托管人应当建立突发事件处理预案制度。承担市场结算参与人职责的托管人还应当建立健全结算风险防控制度和监测系统,持续督促基金管理人防范风险,在资金或证券不足交收时督促管理人采取相应措施。第九,督促投资确权。私募基金进行股权投资,或者持有的被投企业股权、财产份额发生变更的,托管人应当督促管理人及时办理市场主体登记或者变更登记。针对私募基金托管人职责的立法,法律层面主要包括《基金法》第36条、第37条;行政法规层面包括《私募投资基金监督管理条例》第16条、第30条、第32条、第33条;部门规章层面主要包括《证券投资基金托管业务管理办法》第15—24条、第29条,中国证券监督管理委员会发布的《私募投资基金监督管理暂行办法》第23条、第24条、第26条;行业规定层面主要包括基金业协会发布的《中国基金业协会关于发布私募投资基金合同指引的通知》第25条,《私募投资基金备案指引第2号——私募股权、创业投资基金》第21条第2款,《私募投资基金信息披露管理办法》第10条,《私募投资基金登记备案办法》第37条第2款、第58条、第60条,《私募投资基金信息披露管理办法》第2条,《私募投资基金服务业务管理办法(试行)》第35条;中国银行业协会发布的《中国银行业协会商业银行资产托管业务指引》第15条、第17条。

〔22〕 参见《英国集合投资计划法规汇编》第5.6.17条,载FCA官网,<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COLL.pdf>,2024年11月16日访问。

〔23〕 参见《英国集合投资计划法规汇编》第5.2.10条、第5.2.12条,载FCA官网,<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COLL.pdf>,2024年11月16日访问。

〔24〕 参见《英国集合投资计划法规汇编》第6.3.6条,载FCA官网,<https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/COLL.pdf>,2024年11月16日访问。

托管人拥有专业的人才团队,长期在金融领域从事各项业务活动,能够运用专业知识就管理人的各项活动是否存在违约违法等情形进行判断与识别,而非局限于对收款账户、合同印鉴等书面信息的简单核对。对于虽有合法合约之形,但明显不符合一般专业常识的投资活动等,应当进一步核实。正如英国基金经理格里·胡利所言:“今天的托管人需要提供比过去多得多的服务。许多过去被认为属于增值服务的内容已经被纳入标准服务的范畴之中。客户对风险管理关注度的增加使得管理人不再以托管服务的成本降低作为选择托管者的标准,管理人需要选择流程、技术和管理水平上都更加出色的托管公司。”^[25]

2. 托管人作为常设机关的“最小成本规避者”优势

私募基金管理人不仅可能通过恶意的投资决策等积极行为损害投资者利益,还可能存在懈怠拖延等消极履职情形。对此,投资者及监管部门等主体并非私募基金的常设监管机关,往往只能以滞后的、非持续性的监督手段对管理人的消极怠工进行追究。这可能会耽误挽救投资者权益的最佳时机。

托管人则不同,托管人作为私募基金的常设保管机关,能够直接掌握私募基金每一笔收支的具体情况,持续了解私募基金的运营情况。对于管理人未能及时就私募基金投资企业的股权变更等事宜办理登记确权的情形,托管人可依据自身掌握的基金收支信息,及时督促管理人履职。对于管理人未能及时召开基金份额持有人大会的情形,托管人可依据自身保管的投资者清单及对需要召开基金份额持有人大会的情形了解,主动召开相关会议。对于管理人信息披露、信息报送不及时等情形,托管人同样可依据自身所保管的基金材料及披露报送要求,督促、辅助管理人完成相关职责。

有学者指出,卡拉布雷西从侵权责任层面提出的“最小成本规避者”理论在合同法领域同样也有运用的空间。^[26]“该理论核心观点是:为了最大限度地减少社会总成本,事故责任应划归于那些能够以最低成

[25] Ben Wilkier, *The UK Is a Market Where the Big Beasts Thrive, and Smaller Players Struggle*, <https://www.assetservicingtimes.com/>, visited Nov. 16, 2024.

[26] 参见王利明:《论越权代表中相对人的合理审查义务——以〈合同编解释〉第20条为中心》,载《中外法学》2024年第1期。

本规避事故风险的主体。”^[27]同样的,从法律经济学的角度看,私募基金托管人是能够以最小的成本承担相关职责的主体,由私募基金托管人负担相关职责的总成本与总收益之间的差额最大。因此,虽然私募基金托管人不属于管理人的共同受托人,但在管理人怠于履职以及管理人缺位等情形下,托管人可发挥自身作为常设机构的履职优势,负担及时的督促与补充职能。

(二) 私募基金产品特性决定的托管人监督职责限缩逻辑

1. 托管人不扮演超额利润创造角色

托管人的专业优势主要指向必要的财会、法律知识的运用,而非超额利润的创造。私募基金托管人的专业优势水平应参照同类机构的水准,而非管理人在私募基金投资领域进行超额利润创造所拥有的专业水准。

从智力资本与组织的结合形式来看,智力资本可被划分为机器承载的知识、通过组织内个体互动形成的集体知识、嵌入个体内部的专业知识。^[28]其中,机器所承载的知识可通过说明书被大多数个体掌握;^[29]通过组织内个体互动形成的集体知识主要指向公司组织结构及文化,组织内单个成员往往具有可替代性^[30]。相比之下,嵌入个体内部的专业知识由一个主体向另一主体转移的成本较高。哈耶克指出,并非所有知识均可被编纂或标准化,在部分场合下,拥有针对某一特定时间地点条件下的信息与经验的人才对于决策的成功具有无可取代的主导作用。^[31]正如只有常年在某一特定港口航行的水手才能够知晓该港口不

[27] 沈伟伟:《人形机器人事故责任制度的困境及应对》,载《东方法学》2024年第3期。

[28] Atrica Gorga & Michael Halberstam, *Knowledge Inputs, Legal Institutions and Firm Structure: Towards a Knowledge – Based Theory of the Firm*, Northwestern University Law Review, Vol. 101, 2007.

[29] See Demsetz, *The Theory of the Firm Revisited*, Journal of Law, Economics & Organization, Vol. 4, 1988.

[30] See Sherwin Rosen, *Learning by Experience as Joint Production*, The Quarterly Journal of Economics, Vol. 86, 1972; Annette L. Ranfi & Michael D. Lord, *Acquiring New Knowledge: The Role of Retaining Human Capital in Acquisitions of High – Tech Firms*, The Journal of High Technology Management Research, Vol. 11, 2000.

[31] See F. A. Hayek, *The Use of Knowledge in Society*, The American Economic Review, Vol. 35, 1945.

同潮汐、水流、季节状况下的停泊技巧,因为这些经验相比一般的航行规则而言具有更高的习得条件。

结合私募基金的产品特质来看,私募基金是典型的智力资本主导投资决策的产品。数字经济时代,以廉价劳动力、原材料、能源、设备等为基础的经济模式的优势不再具有可持续性,智力资本已经成为在变动不居的全球环境中创造价值的关键资源。私募基金管理人作为智力资本的持有者,能够作为基金资本与投资对象之间的重要媒介,实现双方的资产增值。这一过程中,管理人投入大量的心血进行研究与谈判,通过对自身具有稀缺性与不可替代性的智识运用,发掘有潜力的商机。投资对象由于资金的增加,各类生产要素的开发程度、商业策略的落实水平均得以提升,竞争优势成倍放大,基金资产则同样能够在智力劳动对其进行有效分配的过程中获得高额回报。因此,管理人往往就其投资领域有着深厚的知识经验积累与独到的眼界见地。哪怕托管人拥有诸多专业人才,在现代商业社会精细化专业分工的背景下,也难以在特定投资领域作出更优于管理人的投资判断。因此,对私募基金托管人专业优势的预设应着重参考同类金融机构的水平,主要聚焦其在财务会计审核、法律规则运用等方面的优势,而非具体投资决策上的优势。

2. 投资者的必要自我担责

私募投资者属于有着较高风险偏好的人群,私募投资者作为私募基金可能的高额收益的主要受益者,应当进行必要的风险自负。私募基金属于典型的以高风险换取高回报的投资领域。投资者投资成功则取得多达几十倍甚至上百倍的高额回报,但投资失败的概率亦同样高达60%—80%。^[32]从各国对私募基金合格投资者的要求来看:一方面,私募基金投资者应当能够获得通常在招股说明书中提供的信息,具有足够的专业知识及经验,评估潜在的收益和风险。另一方面,投资者往往拥有承担相关损失的足够经济实力。对于此类投资者而言,市场有理由期待其充分认知到了自身选择管理人以及相关投资目标的后果,具有自我担责能力。虽然行为经济学对投资者的自我理性提出了质疑,但是行为

[32] 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。

经济学同样指出,投资者对经济理性的偏离是高度普遍和系统性的。^[33]因此,托管人作为监督者不可能承担起消除投资者自主选定的管理人的投资水平不佳等方面风险的职责,托管人监督职责的目的应聚焦于避免投资者利益受到管理人背信行为的侵害。

(三) 报酬机制:扩张逻辑与限缩逻辑的平衡点

从既有的私募基金托管人与管理人利润分担来看,相比管理人以“固定的管理费+相当比例(一般为20%)的基金(超额)收益”收取报酬而言,托管人一般仅收取较低比例的托管资金(一般为5‰)作为托管费。^[34]这确实会给加重托管人监督职责带来一定的制约。从私募基金的价值分配规律来看,管理人通过智力资本为私募基金创造利润的属性也决定了管理人的盈利空间必然远超托管人。因此,管理人以相当比例的超额收益获取远超托管人的报酬的利润基本分配格局不会改变。

但是,这并不意味着我国托管人的薪酬毫无增长空间。托管人所获得的托管报酬是可以由市场机制调节的。在我国管理人信用不佳的背景下,管理人的私募订单招揽、投资者的权益保护相比于美国这种发达市场都更加需要托管人的信用背书。从行为激励的视角看,一个主体只有在“收益>履职基础成本+因担责负担的风险成本”的前提下,才有可能继续留在该市场之中。托管人的报酬、具体职责、民事责任分别对应这一公式中的收益、履职基础成本、因担责负担的风险成本。而对托管人监督职责的加重,更多体现在工作量的增长。对此,可通过计算增长后的托管人履职基础成本,以增长固定托管费的方式,提升托管人报酬。这符合由商业银行或者其他金融机构担任托管人的低风险盈利偏好。因此,如果后续在规则设计上确实赋予了托管人更多的职责,只要立法予以明确的职责规定,给予当事人明确预期,同时避免不合理的连带责任等制度设计,则市场完全有能力将托管人的报酬调节至更高的合适水平。不应将托管人报酬视为一成不变的前提,桎梏规则讨论。

从上述托管人监督职责的扩张与限缩逻辑来看:一方面,托管人监

[33] See Andrei Shleifer, *Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance*, New York, Oxford University Press, 2000, p. 10.

[34] 参见陶伟腾:《基金托管人之义务属性辨析:信义义务抑或合同义务?》,载《南方金融》2019年第10期。

督职责的限缩逻辑符合管理人主导利润创造、按比例获取超额收益的私募基金报酬分配基本格局。另一方面,托管人监督职责的扩张逻辑也在该基本利润分配格局下拥有一定的延展空间,具有通过市场调节机制实现托管人的报酬与职责相称的可行性。因此,以上述扩张及限缩逻辑作为后续探讨托管人监督职责完善的线索,具有基本的经济合理性。

四、私募基金托管人监督职责的立法完善

对于私募基金托管人监督职责的既有争议,可根据上述扩张及限缩逻辑进行辨析,最终完善相关的立法规则。

(一) 募资阶段托管人监督职责的立法完善

投资者适当性、资金及产品合法合规性是影响私募基金成立及运作的基本要素,为私募基金后续投资活动的规范性及合法性奠定了前提。对于募资阶段托管人是否需要负担审核投资者适当性、托管产品及资金来源的合法合规性等职责的争议,可从托管人监督职责的扩张逻辑破题。托管人作为商业银行或者其他金融机构,具有审核投资者适当性、产品及资金来源合法合规性的基本专业条件。对于这些事项的审核托管人无须进行复杂的商业决策,仅需依据基本的专业常识,对相关材料进行审核即可。

中国银行业协会对于赋予托管人审核投资者适当性、托管产品及资金来源的合法合规性等职责的忧虑主要来自两个方面。一是相关职责是否会导致托管人履职成本的不当增长。二是托管人职责的加重也可能导致托管人履职不当时负担消极责任的风险增加。对此,一方面,对于托管人监督职责的加重可通过适当提升托管人报酬解决,审核投资者适当性以及托管产品、资金来源的合法合规性所带来的托管人履职成本的增加是可预期的、可计算的,且私募投资者的人数规模本就相对较小。另一方面,对于托管人履职不当可能带来的消极责任,可通过对托管人责任机制的完善予以解决,避免不当的连带责任,确保过责相当。

因此,未来应明确将审核投资者适当性、托管产品及资金来源的合法合规性纳入托管人监督职责的范畴。具体而言,可将该职责明确写入

目前《基金法》第36条对于托管人职责的规定,改变当下通过下位行业法规甚至是各式备案说明进行规范的位阶不高、相互冲突的现状。

(二)投资阶段托管人监督职责的立法完善

1. 通过下层载体投资中的托管人监督职责规则完善

对于私募基金通过下层载体间接投资的情形,既有立法规定的托管人通过事前掌握信息与事后获取凭证的监督方式难以阻止基金资金被挪作他用。但是,通过下层载体投资在许多情形下是为了完成私募基金的投资目的的必经步骤,不可能通过“一禁了之”的方式予以解决。

对此,应从私募基金管理人应有的履职标准以及托管人对管理人相应履职标准的监督能力出发破题。从注意义务的内涵来看,英美法中的谨慎投资人规则适用于金融投资领域。该规则要求受托人像一名谨慎的投资者处理自身投资事务那样管理受托财产。^[35]而一名具有基本谨慎的投资者显然不可能在通过某一载体进行间接投资时不采取任何风险防范措施。因此,一名谨慎履职的管理人必然在私募基金通过下层载体间接投资时设置了充足的风险防范措施,并在事后充分运用了这些防范手段。因此,可通过对管理人设置、运用风险防范措施的充足有效性的审查,确保相关投资指令与基金合同及法律法规相符。而从托管人监督职责的扩张逻辑来看,托管人应体现托管人作为金融机构的应有专业水准,托管人能够有效识别通过下层载体投资的多种风险,审查管理人设置的风险防范措施是否充足,识别其后续就相关风险防范手段的运用是否及时、全面。

因此,一方面,应对既有的《私募投资基金备案指引》等文件的规定予以完善,另一方面,也应提升立法层级。可通过完善《基金法》第36条第5项的规定,明确要求托管人在根据基金合同审核管理人投资指令时,就通过下层载体投资的情形在划拨资金时审核是否缔结了充分的风险防范措施,并就相关风险措施的后续适用情况进行监督。

2. 托管人监督标准的立法完善

托管人的形式审查义务仅限于对管理人提交的各种书面材料的形

[35] 参见徐化耿:《信义义务的一般理论及其在中国法上的展开》,载《中外法学》2020年第6期。

式要件进行审查,要求极低,难以满足管理人侵权手段多样化背景下的投资者权益保护需求。实际上,形式审查与实质审查并非解答托管人监督标准的所有选项。在二者之间还存在以形式审查为主、实质审查为辅,以及以实质审查为主、形式审查为辅的过渡选项。^[36]换言之,不同监督主体的审查强度应当是一个富有层次的强弱谱系,对托管人监督标准的探究应选取一个合适的“点”,而非囿于“极与极”的探讨。对托管人监督标准的强度选择,其关键在于平衡投资者权益保护与托管人履职可行性,即上文的扩张逻辑与限缩逻辑。

首先,从托管人监督职责的扩张逻辑来看,托管人的监督职责应当体现托管人作为专业金融机构一般情况下应有的审慎、注意和技能。具体而言,除却对印鉴签名、收款账户等书面信息的形式审查,托管人还拥有依据专业常识判断发票、项目审批书、合同文本、工商及土地所有权信息等信息材料的瑕疵及真假的能力,托管人还能够了解基本的市场行情及规律,就管理人的投资决策是否具备基本合理性进行整体把握。其次,从托管人监督职责的限缩逻辑来看,投资者应进行必要的风险自担。托管人的审查义务不可能超脱经济合理性的限制。对此,有学者主张应当注重审查的效率性,若审查成本极高,则该审查不具有效率性。^[37] 托管人的审查义务应当以托管人所拥有的履职条件为限。

因此,应当将托管人的监督标准确定为一种“合理审查”义务。从既有理论对合理审查义务的界定来看,托管人应当依照一般金融机构的专业水准,就管理人的投资决策进行“审慎的形式审查”^[38]。当托管人依据金融机构的一般专业常识,认为书面材料存在明显不合理或瑕疵时,应要求管理人进一步提供相关的说明及证据,乃至视情况自行或聘请律师、会计师等主体进一步调查。对于此类特殊情况,并非托管人履职的常态,不会导致履职成本的过度增长。例如,若基金资产充足,但管

[36] 参见李游:《公司担保中交易相对人合理的审查义务——基于 458 份裁判文书的分析》,载《政治与法律》2018 年第 5 期。

[37] 参见王利明:《论越权代表中相对人的合理审查义务——以〈合同编解释〉第 20 条为中心》,载《中外法学》2024 年第 1 期。

[38] 参见高圣平:《再论公司法定代表人越权担保的法律效力》,载《现代法学》2021 年第 6 期。

理人仍然决定进行大额借贷,对于此类明显违背商业逻辑的行为,托管人便有义务要求管理人给予进一步说明,并提供相关证据。以“瑞丰达跑路”事件为例,若赋予托管人合理审查义务,则托管人完全有可能以管理人多次重仓流动性较差的新三板股票,且多次高位接盘、股价变化异常的事实,进一步关注到基金业协会对瑞丰达注册地与办公地不在同一辖区、投资者定向披露账户开户率低、存在逾期清算基金等事实的提示,^[39]及早发现管理人的恶意转移资产行为,避免悲剧发生。

当然,合理审查义务仍然是一个相对宽泛的标准,合理审查义务的现实适用需要由司法机关及监管机关具体判断。具体而言,可考虑采取如下标准界定托管人的合理审查职责。^[40]例如,有学者主张可依据相关材料的权威性 & 公信力区分管托人的审查义务,区分国家机关依法定程序出具的文件以及法人中介组织等主体出具的材料。^[41]对于与投资决策的真实性、合法性等因素高度相关的材料,应尤其注意审查材料的合法性及真实性。还需考察托管人获取不同信息的难度差异,对于可从公开渠道获取的信息,托管人未能获取应视为未尽合理审查义务,而对于部分封闭法人主体内部的材料,应依据托管人获取相应信息的难易程度界定其审查义务。^[42]又如,有学者指出应区分重大交易和日常交易。^[43]在重大交易中,托管人应当负担更加审慎的审查义务。尤其需要注意的是,司法机关及监管部门对于托管人合理审查义务的自由裁量应符合一般社会经验,避免事后“倒推式”地加重托管人的审查义务。

综上所述,未来立法应更加明确地规定托管人的合理审查义务,使

[39] 相关提示见基金业协会官网“信息公示栏”下有关瑞丰达系列产品的“机构提示信息”,载基金业协会网, <https://gs.amac.org.cn/amac-infodisc/res/pof/fund/index.html>, 2024年11月16日访问。

[40] 由于过去对托管人审查义务的探讨多聚焦于形式审查与实质审查的二元争论,因此,本文此处尝试借助“越权代表中相对人的审查义务”“行政许可中的审查义务”等研究命题下对合理审查义务的已有理论探讨成果进行展开。

[41] 参见章剑生:《行政许可审查标准:形式抑或实质——以工商企业登记为例》,载《法商研究》2009年第1期。

[42] 参见李游:《公司担保中交易相对人合理的审查义务——基于458份裁判文书的分析》,载《政治与法律》2018年第5期。

[43] 参见王利明:《论越权代表中相对人的合理审查义务——以〈合同编解释〉第20条为中心》,载《中外法学》2024年第1期。

之体现专业金融机构的应有水平。具体而言,可在现行《基金法》第36条第5项的托管人审核条款中明确托管人负有作为专业金融机构的合理审查义务,应就投资决策进行审慎的形式审查,并在发现明显不合理的情况时采取必要手段进一步调查。同时,还需在《基金法》第十四章“法律责任”中新增举证责任条款,要求托管人在一般情况下举证自身已尽了作为金融机构的合理审查义务,体现举证便利原则;在托管人已充分举证而投资者持反对意见的情形下,则转由投资者负担托管人“知道或应当知道”相关事实但未有效履职的举证义务。由此,托管人有望在“瑞丰达跑路”等类似事件中,更早发现管理人的违规行为,及时保护投资者权益。

(三) 管理阶段托管人监督职责的立法完善

投资管理阶段,托管人不应负担降低私募基金投资风险的职责。这既不符合私募基金托管人监督职责的限缩逻辑,也难以与托管人的报酬机制相互匹配。

首先,从私募基金托管人监督职责的限缩逻辑来看:一方面,托管人的专业优势并不指向私募基金的特定投资领域。只有管理人被预设拥有就基金投资行业赚取超额利润的知识积累与独到见地。私募基金投资者往往寄希望于管理人的独到投资眼光,为投资者筛选出具有较大发展潜力的投资对象。因此,托管人难以就管理人投资决策的盈利效果进行专业判断,降低投资风险。另一方面,私募基金本身便属于高风险的投资产品,投资者所选定的投资领域本身便有着无法回避的投资风险。投资者应就其选择高风险理财产品的决定负责,自负盈亏,风险自担。因此,托管人无须负担前述部分判决书中所提及的“对基金产品的市场价值予以评定,及时通报投资者,提高基金获得收益的概率或者做到及时止损”等义务。

其次,从托管人报酬机制对其履职能力的限制来看,托管人与管理人应当遵循私募基金报酬分配的基本格局,托管人的报酬虽有增长的空间,但仍远低于管理人。私募基金的投资对象往往数量庞大,甚至层层嵌套,若要求托管人就基金运行中的投资对象破产等风险进行全面关注,显然会导致工作量激增,与托管人所获取的报酬数额难以匹配。对于私募基金的投资风险,完全可通过对管理人职责的夯实,由投资者在

管理人履职不力时进行追责,而无须苛责托管人负担监督职责。

因此,无须在既有的《基金法》托管人职责中纳入对投资风险的审查。对于司法实践中存在的不当加重托管人风险控制义务的倾向,应着重清理不合理的下位立法规范,同时在相关的司法解释、司法政策、监管政策等规范性文件中,明确提示托管人无须就私募基金的投资风险负有监督义务。

(四)退出阶段托管人监督职责的立法完善

退出阶段,托管人需对投资者赎回基金的整体过程负审核义务,不当局限于对基金赎回价格的审核。这既符合当下投资者赎回权益亟须保护的现实需求,也符合充实托管人监督职责的扩张逻辑。

从私募基金中投资者权益保护的现实需求来看,赎回的过程是投资者权益变现落地的过程,是投资者进行私募投资的最终目的。若赎回权无法保障,则投资者持续参与私募活动的热情便会大受打击。而目前我国私募管理人诚信意识仍不成熟,基金“爆雷”后拒绝、拖延赎回乃至卷款逃跑,优先兑现存在利益关系的投资者的基金权益的情况时有发生,这严重威胁投资者的合法权益。在仅凭管理人自身的信用及责任约束难以维护投资者赎回权益的当下,应引入监督主体,对私募基金的赎回过程进行监督。

而从托管人监督职责的扩张逻辑来看,托管人的履职应体现出作为金融机构应有的专业水准。而基金赎回的条件是否成就,基金缺乏流动性等对抗赎回的理由是否真实,不同投资者的赎回顺序差异是否合理等内容并不涉及投资决策的效果评估,属于具有一般金融机构专业水平的托管人能够有效判断的对象。托管人作为私募基金的常设监督机构,应赋予托管人及时关注基金赎回的整体过程中的投资者合法权益保护的职责,尽可能维护投资者的赎回权益。以“瑞丰达跑路”事件为例,若能从立法上赋予托管人就资金赎回全过程的监督义务,也能够从一定程度上减轻管理人拖延、拒绝赎回所导致的投资者损失。

因此,立法规则上,可对既有《基金法》第36条第8项的规则内容予以扩张,将原本的复核、审查基金管理人计算的赎回价格的要求,扩张为监督管理人赎回的及时性、赎回顺序、赎回价格准确性等涉及投资者权益的事项。

(五) 管理人失联下托管人监督职责的立法完善

对于托管人在管理人失联的情形下负担何种监督职责的争议,同样应从投资者权益保护的现实需求出发,结合上述托管人监督职责完善的扩张及限缩逻辑予以分析。

在投资者权益保护的现实需求上,管理人失联的情形下,私募基金可能出现日常投资运作维持与财产清算两方面职责真空地带。日常投资运作的维持上,管理人失联时若无其他主体补位,维持既有投资计划的运行,监督基金交易对象及时履行与私募基金之间的契约,则必然会导致商事交易的拖延乃至失败,损及私募基金财产。财产清算方面,拖延组织清算组也可能存在基金财产保全不及时、资金财产贬值等风险。

首先,对于日常投资运作维持方面的托管人监督职责,结合托管人的履职条件来看,应赋予托管人在管理人失联的情形下维持既有投资运作的义务。一方面,从托管人监督职责的扩张逻辑上看,托管人作为常设机构,拥有在管理人怠于履职的情况下的“最小成本规避者”优势。私募基金的日常投资往往极其复杂,各类信息细节烦琐、数量庞大,哪怕是具备专业知识的投资者或监管部门,重新跟进私募基金的投资进度都需要巨大成本。托管人作为基金财产的支取保管主体,拥有关于私募基金的既有投资运作相对全面的信息。因此,托管人能够及时且以最小的成本跟进私募基金的既有投资运作。另一方面,从托管人履职的限缩逻辑来看,托管人并不拥有与管理人同样的针对基金投资领域的超额利润创造能力。因此,虽然基金合同可能对后续投资计划进行了大致的约定,但对于管理人失联前未确定展开的投资计划,应当暂缓到新的管理人产生后由其完成。托管人在维持私募基金既有投资运作的同时,也应当尽快督促投资者大会选举新的管理人。在兼顾了托管人监督职责的扩张与限缩逻辑的基础上,还应考虑管理人跑路的潜在风险,将托管人维持既有投资运作的成本花销计入托管人应获报酬的考量之中,确保托管人具备充足的履职基础。

其次,对于财产清算方面的托管人监督职责,结合托管人的履职条件来看,应要求托管人在管理人失联时负责主动召集基金份额持有人大会、通报监管部门,讨论更换管理人或提前终止基金合同等事宜,但不应强制托管人主动组织清算组、强制基金进入清算程序乃至直接负担大部

分清算职责。一方面,从托管人监督职责的扩张逻辑上看,托管人能够在管理人怠于履职时以最小的成本及时补足必要的职责空缺。因此,托管人应当在管理人失联时主动通报监管部门,召集基金份额持有人大会,以及时商榷后续事宜。另一方面,从托管人监督职责的限缩逻辑来看,托管人并不拥有就基金投资决策进行判断的专业能力。基金清算涉及启动清算的审核及表决、具体的清算及投资者补偿方案、清算管理人的选举等复杂事宜。对于社会影响广泛的私募清算,更是需要综合法理以及具体的现实因素通盘考量。这需要各方利益主体的协同合作,远非托管人能够单方面决定的范畴。基金的清算工作往往耗时长久,若强制要求托管人负担清算的主要实质工作,必然导致工作量激增,使托管人的收益与成本失衡。

因此,未来应明确在《基金法》第36条的托管人职责规定中增加托管人在管理人失联时的监督职责,一是维持既有投资的运作,二是及时召开基金份额持有人大会,通报监管部门,推动新管理人选举等后续事宜的展开。对于既有的《证券投资基金托管业务管理办法》等涉及管理人失联情形下托管人职责的下位规范,也可据此进行相应调整与细化。通过明确新增托管人的上述职责,给予市场明确的预期,使之主动对托管人报酬进行调节,在促进投资者权益保护的同时确保托管人的履职条件。

五、结语

制度设计的迷思往往不只源于现实的复杂性,亦与理论分析的精细程度紧密相关。“瑞丰达跑路”事件引发了对于私募基金托管人监督职责的诸多思考。以此为契机,反思过往规则设计及法律适用中存在的争议,可从对立法规定的托管人既有监督职责进行扩张与限缩的两方面逻辑破题,使其统合于对既有报酬机制的调整。扩张逻辑上,托管人作为金融机构,履职应体现相应的专业水准;作为基金常设机关的“最小成本规避者”优势更使得托管人能够在管理人怠于履职的情形下,以更小的成本及时补足基金运作的部分漏洞。限缩逻辑上,托管人的专业优势仅

指向其作为一般金融机构的水准,也难以体现出与管理人同样的指向私募基金投资领域的超额利润创造水平;投资者对于私募基金产品的选择也使得其投资本就存在较高风险,应进行必要的风险自负,不应向托管人不当转嫁。

本文提出的立法方案可能会加重现行立法中的托管人监督职责。这有利于投资者权益保护,也符合我国私募基金市场发展初期管理人声誉资本不足,需要托管人更强的信用背书的市场需求。但也需注重在报酬机制上对托管人扩张后的职责进行回应,这是本文对私募基金托管人监督职责的立法完善方案能够落地并成功的前提。建议通过《基金法》等法律文本,明确托管人监督职责,避免下位法的冲突与零散。明确释放加重私募基金托管人监督职责的信号,给予市场各方明确的心理预期,最终由市场机制对托管人报酬进行自主调节,实现托管人的权、责、利均衡,构建持续健康的托管人市场。

(编辑:张 越 赵 宇)