

量化私募基金管理人违反 信义义务的认定^{*}

——上诉人陶某与被上诉人某某公司

证券投资基金交易纠纷案评述

张墨洋^{**}

摘要:私募基金管理人是否违反信义义务是私募基金纠纷的争议焦点。在量化私募基金的特殊背景下,认定管理人是否违反信义义务应充分考虑量化策略的特殊性,认定管理人是否尽到告知说明义务、谨慎勤勉执行量化策略义务、信息披露义务等。目前,我国相关监管规定及司法裁判规则未对上述问题作出明确规定。未来,需要结合实践需要,完善量化私募基金管理人信义义务的相关规则。

关键词:量化私募基金 私募基金管理人 告知说明义务 勤勉义务 信息披露义务

* 本文所讨论“量化私募基金管理人”仅指私募证券投资基金的管理人。

** 武汉大学国际法研究所博士研究生,研究方向:国际金融法、国际数据法。

量化私募基金是主要通过执行量化策略或者利用量化交易^{〔1〕}实现投资的一类私募证券投资基金产品。近年来,随着量化交易在我国证券市场得到广泛关注和应用^{〔2〕},量化私募基金随之受到热烈追捧。根据中国证券投资基金业协会(以下简称中基协)及 WIND 数据统计,截至 2024 年 9 月底,我国存续私募证券投资基金 9.15 万只,采用量化策略的 1.13 万只,占比达 12%。与此同时,市场上也出现了投资者因所投资量化私募基金亏损而向基金管理人索赔的案件。相较于传统的投资管理方式,量化策略所使用的算法技术潜藏了不易公开、不够透明、较难理解等“算法黑箱”风险。^{〔3〕}在此情况下,如何在相关案件中准确认定量化私募基金管理人是否违反信义义务,值得讨论。

上海金融法院二审判决了一起案件,^{〔4〕}其中涉及私募基金管理人采用量化辅助策略的特殊背景,且该案争议焦点主要集中于管理人是否尽到诚实信用义务、勤勉义务、信息披露义务等信义义务问题上。^{〔5〕}

〔1〕 在我国监管规则语境中,“量化交易”属于“程序化交易”的下位概念。根据《证券市场程序化交易管理规定(试行)》及北京、上海、深圳证券交易所《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》等相关监管规则规定,程序化交易是指通过计算机程序自动生成或者下达交易指令参与证券交易的行为,包括按照设定的策略自动选择特定的证券和时机进行交易的量化交易,或者按照设定的算法自动执行交易指令的算法交易以及其他符合程序化交易特征的行为。在实践中,市场一般也将程序化交易俗称为“量化交易”。本文不对“量化交易”作特别限定,所有“程序化交易”均属于本文所称“量化交易”。

〔2〕 参见吕桐波:《我国证券市场量化交易的法律监管问题研究》,载蔡建春、刘绍统主编:《证券法苑》第 36 卷,法律出版社 2023 年版。

〔3〕 有学者将“算法黑箱”风险归纳为“算法作为商业秘密而不得公开”“算法决策过程缺乏可解释性而无法公开”“消费者认知有限使得算法即使公开也无法理解”3 个方面。参见杨松、周楠:《数字金融的算法风险及其法律规制》,载《陕西师范大学学报(哲学社会科学版)》2024 年第 2 期。也有学者认为“算法黑箱”风险主要包括“缺乏透明度”和“数据依赖性”。参见方元沂:《AI 金融科技监管与金融消费者保护》,载《月旦法学杂志》2024 年 8 月号。

〔4〕 参见上海金融法院:陶某与某某公司证券投资基金交易纠纷二审民事判决书,案号:(2024)沪 74 民终 659 号,2024 年 7 月 16 日。

〔5〕 该案与量化策略使用相关的争议主要包括:一是基金合同约定量化辅助投资策略是否要求管理人开发量化软件实现程序化交易;二是管理人指定具有量化背景和非量化背景的两位基金经理但基金实际仅由非量化背景基金经理参与管理是否合规;三是管理人执行量化辅助策略是否符合基金合同约定;四是量化辅助策略底层记录是否应向投资者披露。

该案为前述问题的讨论提供了具体实践场景,具有一定典型意义。本文尝试对该案例进行分析评介。

一、案情简介

上诉人(原审原告):陶某

被上诉人(原审被告):某某公司

2021年12月,陶某与某某公司签订《××××私募证券投资基金合同》(以下简称《私募基金合同》),认购由某某公司担任管理人的契约型××××私募基金产品(以下简称案涉私募基金),认购金额101万元。根据《私募基金合同》的约定,案涉私募基金投资范围包括权益类、固定收益类金融产品及金融衍生品,投资策略为:“……通过量化模型辅助挖掘优质投资标的,组建投资股票池……根据量化选股系统监测所有事件类信息以及符合市场因子,自动发现市场定价偏差,根据预先设定的权重选择未来具有超额收益的股票……通过量化模型进行投资策略的开发,通过构建基于技术面和基本面的股票量化筛选模型,从允许投资的全部A股中筛选出具有Alpha扩张潜力的一篮子股票……”〔6〕

〔6〕《私募基金合同》关于投资策略的完整表述为:“采取研究指导投资的思路,秉承价值投资理念,通过深入研究挖掘公司价值,投资于具有确定成长性的公司和价值低估的优质公司。通过量化模型辅助挖掘优质投资标的,组建投资股票池,构筑相对均衡的股票投资组合,避免投资组合异常波动,规避非系统性风险。通过基于优质股票池的有效主动管理获取优秀业绩和超额收益,并积极把握债券、货币市场投资机会,出于套期保值的目的引入股指期货对冲风险。根据量化选股系统监测所有事件类信息以及符合市场因子,自动发现市场定价偏差,根据预先设定的权重选择未来具有超额收益的股票,包括事件驱动策略与多因子选股策略。其中事件驱动策略包括:定向增发、股东高管增持、业绩报告以及成分股调入调出等。通过量化模型进行投资策略的开发,通过构建基于技术面和基本面的股票量化筛选模型,从允许投资的全部A股中筛选出具有Alpha扩张潜力的一篮子股票,通过金融工程的统计和分析方法验证所筛选出的一篮子股票关键指标的稳定性、行业分布的合理性、资金组合的流向与大盘资金流向的一致性等因素,最终构建出Alpha套利交易中的股票投资组合,同时用股指期货进行对冲,形成一个具体的Alpha策略,以便捕捉低风险的收益。根据宏观经济、市场情绪、资金流向以及量价信号所开发的多择时模型。在上涨期时,综合择时系统可以快速捕捉到市场上涨机会暴露净多头寸,获取市场上涨收益。在下跌期时,择时系统则会通过股指期货迅速降低产品净头寸,保全投资收益。通过择时系统动态调整。”

《私募基金合同》同时约定,管理人指定李某、陈某为基金经理,并载明了二人简历。其中,李某简历提及李某自2013年起负责量化对冲产品的管理和策略的研发;陈某简历提及陈某具有资深的投资理财管理经验。2022年1月,案涉私募基金在中基协完成备案,陶某系唯一投资人。2022年9月,案涉私募基金管理人与托管人发布基金清算报告,因唯一投资人陶某要求全部撤回份额,该基金于2022年8月31日终止,托管户余额526,269.83元,扣除管理费、托管费、外包费等费用后余额518,729.79元。随后,案涉私募基金向陶某划款518,729.79元。

因投资受损,陶某向一审法院起诉,请求管理人赔偿其投资损失491,270.31元及相应利息。理由主要包括:一是案涉私募基金存在由案外人手机下单的交易记录,管理人违背诚实信用义务。二是管理人未尽到勤勉义务,导致陶某投资受损。三是管理人履行信息披露义务不到位。其一,陶某未收到过私募基金信息披露备份系统发送的登录账号密码等信息,无法登录该系统查看各类披露文件。其二,管理人未向陶某提供基金经理在基金投资管理工作中工作沟通记录以及量化模型运行工作底稿,如运行测试报告、分析报告、参数记录等。

在案件审理过程中,法院查明:案涉私募基金在2022年1月至2023年8月底共计有2498条交易记录,其中显示手机登入10条(系通过案外人陈某父亲的手机下单)。2022年1月至9月,管理人于私募基金信息披露备份系统中按规定上传了月度报告、季度报告。此外,陶某自2022年1月5日至2022年2月28日曾在管理人处就职。

二、审判结论

(一)一审法院意见

一审法院认为,该案争议焦点为某某公司在管理案涉私募基金过程中是否尽到了诚实信用义务、勤勉义务、信息披露义务。

第一,关于管理人是否违反诚实信用义务。李某、陈某具有从业资格,符合担任基金经理的条件。案涉私募基金运行期间,仅10笔通过案外人陈某父亲的手机下单,考虑到2022年疫情封控的特殊因素,无

法认定管理人将基金账户交给基金经理之外的案外人管理。

第二,关于管理人是否尽到勤勉义务。案涉私募基金管理人通过量化模型的逻辑对市场上的股票进行初步筛选,后通过人工二次筛选后进行下单交易,符合《私募基金合同》中载明的量化模型辅助挖掘优质投资标的,组建投资股票池等投资策略要求。

第三,关于管理人是否尽到信息披露义务。其一,《私募基金合同》载明可以通过相关系统等履行信披义务;投资人可通过登录相关系统查询。管理人已在系统披露了相关定期报告,陶某可登录相关网站查询披露信息。其二,私募基金投资者的知情权,在于检视管理人是否违背相关的约定义务和监管规定。案涉私募基金管理人已发布基金成立以来相关定期报告,投资人可通过相关报告了解资金的运作、处分和收支情况。陶某没有其他证据证明管理人违反法律规定的义务,不能要求管理人提供基金经理的工作沟通记录以及量化模型运行工作底稿。

综上,一审法院驳回了陶某全部诉讼请求。

(二) 二审法院意见

陶某不服,向上海金融法院提起上诉,理由主要包括:一是管理人强调了李某的量化投资背景,但该基金实际由陈某主要负责,该行为违反了诚信义务。二是案涉私募基金相关量化策略不能进行买卖时点选择,且未开发量化软件实现程序化交易,不符合《私募基金合同》约定。三是一审法院关于管理人信息披露义务及其方式的认定错误。

上海金融法院二审认为,该案的争议焦点主要集中于管理人是否履行了勤勉义务,具体涉及基金经理参与投资管理、量化软件和量化策略、信息披露义务三方面问题。

第一,关于基金经理参与投资管理。投资决策不代表要亲自下单,设定选股指标、形成选股思路也可以是投资管理的一部分。同时,陶某虽主张其投资主要系信赖具有量化背景的基金经理李某,但未提供决定投资时的决策依据,如对李某历史业绩的查询、对比等,该主张不可信。

第二,关于量化软件和量化策略。其一,量化、量化交易并无精准、

统一的定义。《私募基金合同》仅提及通过“量化模型辅助选股”,未明确要求管理人开发软件自动下单交易。其二,案涉模型选股后的指标中包括股票形态、特定事件等参数,这些可以作为广义上的买卖时点的选择。

第三,关于信息披露义务。其一,执行量化策略的相关记录并不是基金合同约定应向投资人陶某提供的记录。其二,相关记录涉及一定的商业秘密,在管理人提供了相关报告、具体交易结果数据的情况下,如果仍需背后的“底稿信息”,陶某需要先完成初步举证责任,证明这些交易结果有明显不当之处。

此外,上海金融法院还特别指出了该案的特殊背景,即陶某认购案涉私募基金后曾在管理人公司任职,这表明陶某并非普通的外部投资者,其完全有机会了解具体投资策略、选股情况、记录存档情况,如果不满意则可及时沟通、协商退出与中止交易以避免损失发生。

综上,上海金融法院驳回了陶某上诉,维持原判。

三、案件评析

私募基金管理人的信义义务是贯穿私募基金“募投管退”始终的关键。^{〔7〕} 实践中,管理人义务范围的认定则是私募基金纠纷的主要疑难点之一。^{〔8〕} 上述案例相关争议的核心即在于管理人是否违反了信义义务。以下分析主要围绕此展开。

(一) 私募基金管理人信义义务的基本要求

信义义务是一个高度灵活、开放以及动态的理论体系。^{〔9〕} 一般认

〔7〕 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。

〔8〕 参见沈竹莺、杨晖、黄佩蕾、徐佳云:《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。

〔9〕 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。

为,信义义务源自信托法,核心包括忠实义务和注意义务。其中,前者要求受托人忠于受托目的和受益人的利益,后者强调受托人为实现受托目的以及提升受益人利益的能力和努力。^[10] 关于私募基金管理人的信义义务,我国相关法律法规及行业监管规则并未对其具体内涵作出明确和清晰的界定。^[11] 目前,各方已经形成了私募基金管理人负有信义义务的共识,但对相关义务的具体认识和表达各有千秋。^[12] 为此,应先厘清私募管理人信义义务的基本要求。这涉及两个问题:一是私募基金关系的本质为何。二是我国法上基金管理人的“诚实信用、谨慎勤勉”“诚实信用、勤勉尽责”的具体内涵为何。

第一,关于私募基金关系的法律性质。司法实践中,不同法院在基金合同底层法律关系的判断上也存在差异,有的认定为存在信托关系,有的认定为委托关系。^[13] 学术上对此也形成了不同的观点,有的主张应区分基金合同的具体约定予以区别认定,有的认为认定为信托关系为宜,还有的提出可以跳出信托或委托的理念之争,统一认定为

[10] 参见赵康慧:《论信义义务的法律性质》,载《北大法律评论》2020年第1期。

[11] 相关法律法规及监管规则主要涉及:《证券投资基金法》,《私募投资基金监督管理条例》,中国人民银行、原中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》,《私募投资基金监督管理暂行办法》,《关于加强私募投资基金监管的若干规定》。本文将在后文中对相关规则涉及的具体内容进行介绍。

[12] 例如,有的主张,从私募基金全周期运行角度来看,私募基金管理人的信义义务主要包括了客观募集、审慎投资、适恰管理、有效退出4个方面。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。有的理解,从法经济学角度来看,忠实义务在信义义务体系中居于更核心地位,注意义务不过是忠实义务的注脚和同义反复,私募基金管理人的信义义务的具体内容要结合基金运行的具体阶段分别观察。参见李继霞、罗心晔:《我国私募基金管理人信义义务之检视》,载《新经济》2023年第3期。

[13] 参见上海金融法院综合审判一庭课题组、单素华等:《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》2023年第8卷。

信义关系。^[14]事实上,符合相关监管规定要求、已在中基协备案的私募基金,其法律关系均应认定为信托关系。首先,从权利义务的实质来看,私募基金的投资者出于对管理人专业投资能力的信任,将其资金委托给管理人管理,相关资金独立于管理人自身的财产,管理人则以自己的名义为了投资者的利益进行投资。这符合《信托法》第2条^[15]关于“信托”的定义。其次,从我国私募基金立法的基本立场来看,《证券投资基金法》(以下简称《基金法》)、《私募投资基金监督管理条例》(以下简称《私募条例》)均将《信托法》作为上位法,《基金法》第2条还特别规定,该法未规定的适用《信托法》。而且,相关行业监管规则也明确了私募基金的信托关系定位。^[16]再次,司法实践中被认定为委托关系的私募基金合同在严格意义上实际并非《基金法》《私募条例》及相

[14] 相关观点具体如下:第一种观点认为,投资者与管理人之间的法律关系要根据基金合同内容进行区分,在管理人义务问题上,构成信托关系的则应承担信托法上的义务,构成委托关系的则应尽到善良管理人义务,没有明确的则应以基金合同对于管理人义务的约定来判断。参见上海市高级人民法院课题组、茆荣华等:《私募基金纠纷法律适用问题研究》,载《法律适用》2023年第8期。与之类似的观点还包括,在资产管理产品的法律关系认定上,应具体分析资管内部的权利义务安排来判断,分类确定是委托还是信托,抑或处于中间形态的特殊合同,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。第二种观点认为,从上位法和相关立法释义来看,《基金法》确立了投资者、管理人、托管人之间的信托法律关系,应依法认定私募证券投资基金的管理人和投资者之间构成信托关系。参见上海金融法院综合审判一庭课题组、单素华等:《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》2023年第8卷。第三种观点认为,可以跳出信托或委托的理念之争,按照信义关系的构成要件和特征来判断,不同组织形式下的投资者与管理人之间都具有共通的法律关系,即信义关系。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。

[15] 《信托法》第2条规定,信托指委托人基于对受托人的信任,将其财产权委托给受托人,由受托人按委托人的意愿以自己的名义,为受益人的利益或者特定目的,进行管理或者处分的行为。

[16] 例如,对于契约型私募基金而言,中基协在《私募投资基金合同指引》的起草说明中,也曾明确指出“契约型基金本身不具备法律实体地位,其与基金管理人的关系为信托关系”。

关行业监管规则所规范的“私募证券投资基金”^[17]。最后,信托关系虽然是信义义务的下位概念^[18],但信义关系在我国法中并无直接规定。故而,在司法实践中虽可采信义关系进行说理,但笼统地将信托关系认定为信义关系尚缺直接的法律规范基础。上述案例中,法院明确,私募基金法律关系的本质包含信托法律关系。应该说,这一裁判说明准确把握了私募基金法律关系的本质。

第二,关于我国法上私募基金管理人信义义务的具体内涵。信义义务的“车之两轮”是忠实义务和注意义务。^[19] 但我国法中并未明确提及私募基金管理人的这两项义务,相关立法所采用表述是“诚实信用、谨慎勤勉”以及“诚实信用、勤勉尽责”^[20]。因而,我国法语境中,私募基金管理人的信义义务也通常被表述为忠实义务与勤勉义务。^[21] 就具体含义而言,忠实义务、勤勉义务内涵丰富,统摄了投资者适当性

[17] 有的案件中,法院将私募基金合同认定为委托理财合同,但其并不符合私募基金的监管规定,例如未进行管理人登记、备案等。参见广东省深圳市中级人民法院:柳某波、翟某晓清算责任纠纷二审民事判决书,案号:(2018)粤03民终20340号,2019年4月10日。该案涉及基金清算纠纷,但案涉基金未进行登记备案,法院故而认为该案属于以私募的形式进行的委托理财。

[18] 参见中基协:《〈声音〉2019年第9期基金管理人信义义务研究(上)》,载中基协官网, https://www.amac.org.cn/hyyj/sy/201907/t20190703_22786.html。

[19] 参见赵廉慧:《论信义义务的法律性质》,载《北大法律评论》2020年第1期。

[20] 具体而言,我国《基金法》第9条第1款规定,“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产……应当恪尽职守、履行诚实信用、谨慎勤勉的义务”。《私募条例》第3条第3款规定,“私募基金管理人管理、运用私募基金财产……应当遵守法律、行政法规规定,恪尽职守,履行诚实守信、谨慎勤勉的义务”。《私募投资基金监督管理暂行办法》第4条第1款规定,“私募基金管理人……管理、运用私募基金财产……应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务”。中国人民银行、原中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第2条则明确了“金融机构为委托人利益履行诚实信用、勤勉尽责的义务”。

[21] 一般理解,“诚实信用”可对应忠实义务,“谨慎勤勉”“勤勉尽责”则可对应注意义务。还需要特别注意的是,虽然采用了“诚实信用”的表述,但不可将之与合同法上的诚实信用原则对应,信托法上的忠实义务才宜与之对应。这是因为,信托法上的忠实义务与合同法上的诚实信用原则虽有一定联系,但二者区别显著:合同法上的诚实信用原则只要求当事人对对方利益给予合理的关注和照顾,本质是利己的;信托上的忠实义务要求受托人为了受益人利益行使,不考虑自身的利益,本质是利他的。参见赵廉慧:《论信义义务的法律性质》,载《北大法律评论》2020年第1期。

义务、禁止利益冲突规则、公平交易规则、谨慎投资者标准等子规则,自然语言的局限性导致无法对忠实义务、勤勉义务进行准确定义。实践中,应注重把握其核心要义:忠实义务强调“克己为人”、勤勉义务强调为了投资者的最佳利益而“尽心尽力、专业审慎”^[22]。由此,可在个案中衍生,丰富忠实义务、勤勉义务的行为标准。本文所举案例中,法院尝试对基金管理人的忠实义务、勤勉义务进行了阐释,相关裁判说理把握住了忠实义务、勤勉义务的核心,可为之后的类案裁判所参考。^[23]

(二) 私募基金采取量化策略时的告知说明义务

在基金募集阶段,私募基金管理人的信义义务主要体现为投资者适当性义务和告知说明义务。^[24] 本文所举案例中,投资者并未提出关于这两项义务的具体主张。本文认为,管理人在案涉私募基金的销售

[22] 有代表官方的声音对私募基金管理忠实义务与勤勉义务的内涵进行了解释:忠实义务“要求受托人只能为受益人的利益而行事,不能从中为自己或其他人谋取利益,不能将自己的私利置于与受益人利益相冲突的位置”;勤勉义务“要求受托人尽心尽力、专业审慎,始终将投资者的利益最大化作为其受托活动的行为准则”。参见中基协:《落实行业信义义务保护投资者合法权益——协会党委书记、会长洪磊在首届“中小投资者服务论坛”上的讲话》,载中基协官网, https://www.amac.org.cn/xwfb/xhyw/201912/t20191228_15830.html, 2024年10月18日访问。

[23] 本文所举案例中,关于忠实义务,法院认为,该义务要求基金管理人忠诚地为基金投资者的利益行事,不得使基金财产及投资者的利益与其利益处于冲突状态,若有冲突,则应优先维护投资者利益。该义务主要体现为公平交易义务,包括禁止利益冲突规则、不谋利规则和诚实信用规则。关于勤勉义务,法院认为,该义务要求基金管理人在管理基金事务的过程中运用自身的专业知识、职业技能、丰富经验以及勤勉踏实从而达到法律所要求的程度,包括基金管理人在投前的尽职调查义务,或投资方向与合同约定相符,在基金财产发生重大损失风险后,按照合同的约定及时采取止损措施及时止损等。该义务要求基金管理人在进行经营决策时审慎、勤勉,并具有专业水平。

[24] 投资者适当性义务主要指管理人了解客户、了解产品、将适当的基金产品销售给合适的投资者等义务。告知说明义务主要强调管理人对所销售基金产品进行充分的说明和风险提示,以确保投资者在正确认识相关基金产品的基础上作出投资决策。理论层面,投资者适当性义务与告知说明义务的关系存在一定争议,有的认为后者是前者的组成部分,有的认为二者应予明确区分。本文支持二者应予区分的观点,但因本文所举案例不涉及投资者适当性义务认定问题,仅涉及告知说明义务认定问题,本文不对二者的关系问题作具体讨论。参见葛翔:《金融产品销售中告知说明义务与适当性义务——从缔约阶段切入》,载《地方立法研究》2022年第2期;任自力:《金融机构适当性义务的规范逻辑》,载《法律适用》2022年第2期。

过程中,对投资者陶某进行了风险评级,陶某填写了相关风险调查问卷,签字确认了其知晓且愿意承担案涉基金的风险,因此本文所举案例不涉及投资者适当性义务问题。但本文所举案例中涉及的量化策略理解争议,可能因投资者主张的侧重点不同而涉及告知说明义务问题。

1. 告知说明义务的问题识别与规范重点

本文所举案例中,投资者陶某关于量化策略应实现程序化交易,以及李某应直接参与基金管理的两项主张^[25],均反映出陶某与管理人对基金合同条款的具体理解不一致。此时,主张不同的侧重点将触及不同问题:一是若强调管理人未按照基金合同约定履行投资管理职责,争议核心是管理人是否勤勉。二是若强调管理人在募集阶段未充分告知投资者相关合同条款的含义,争议核心则是管理人是否尽到了告知说明义务。本文所举案例实际情况属于前者^[26],但如果陶某强调,管理人对投资策略的宣传使其产生了案涉基金就是要通过算法实现程序化交易且李某应主要负责基金运作,则应属于后者。此时,需要考察管理人在募集阶段是否对案涉基金产品进行了充分说明。

关于基金管理人告知说明义务的具体内涵,严格意义上,我国法上并无明确规定,部分涉及基金募集行为的规范虽与之相关,但并不具体。^[27]比较法上,英美法上并未严格区分告知说明义务与适当性义

[25] 陶某在诉讼中提出了相关主张:一是根据基金合同约定的投资策略,管理人应开发量化软件实现程序化交易;二是管理人指定李某、陶某两名基金经理,强调了李某的量化背景,但基金的实际仅由陈某具体操作。

[26] 从案件的实际情况来看,陶某并未特别提及其在募集阶段对投资策略的理解和认识,仅强调了其理解的投资策略与管理人实际的投资方式不一致,因此主要属于第一种情况。据此,审判法院将争议问题归纳为管理人勤勉义务的履行问题并无问题。

[27] 例如,《私募条例》第20条规定,“基金管理人……不得以虚假、片面、夸大等方式宣传推介……”又如,《私募投资基金募集行为管理办法》第23条规定,“募集机构应当采取合理方式向投资者披露私募基金信息,揭示投资风险,确保推介材料中的相关内容清晰、醒目”。不过,在司法政策层面,《全国法院民商事审判工作会议纪要》对金融机构销售金融产品的告知说明义务及其司法认定标准进行了规定。该纪要第76条规定,“告知说明义务的履行是金融消费者能够真正了解各类高风险等级金融产品或者高风险等级投资活动的投资风险和收益的关键,人民法院应当根据产品、投资活动的风险和金融消费者的实际情况,综合理性人能够理解的客观标准和金融消费者能够理解的主观标准来确定卖方机构是否已经履行了告知说明义务”。

务,因而也没有关于告知说明义务的具体内容的规定。^[28] 不过,日本和我国台湾地区有关于告知说明义务的具体规范。《日本金融商品销售等相关法律》第3条、第4条规定了告知说明的具体内容。^[29] 我国台湾地区“金融消费者保护法”第10条规定,在销售金融产品前,应向金融消费者充分说明相关产品的重要内容并充分揭示风险。^[30]

结合前述信义义务的基本要求和比较法上的规定来看,管理人告知说明义务的规范要旨主要如下:第一,法理层面,管理人告知说明义务实质是忠实义务的细化,忠实义务强调将受托人利益置于优先位置。在募集阶段,了解产品是投资者的核心利益,故而必须要求管理人对基金产品进行充分说明,以使投资者形成正确认识。第二,履行标准层面,关键在于投资者与管理人在基金产品的核心要素上是否形成一致预期。如能证明管理人对于重要条款没有仔细说明,或者故意忽略部分重要条款的说明,投资者的预期产生偏差,则管理人未尽告知说明义务。还需要注意的是,管理人是否承担责任,还应结合特定投资者的个体因素对其是否实际产生预期偏差进行认定。因为,部分情况下,管理人虽未对重要条款进行充分说明,但投资者具备足够的专业水平,其自身即有能力对相关条款进行全面理解。比如,投资者是专业从事基金管理的人员。此时,虽然管理人告知说明义务可能未尽到位,但投资者实际并没有形成不一样的预期。^[31]

[28] 参见葛翔:《金融产品销售中告知说明义务与适当性义务——从缔约阶段切入》,载《地方立法研究》2022年第2期。

[29] 参见中国证券监督管理委员会组织编译:《日本金融商品交易法及金融商品销售等相关法律》,法律出版社2015年版,第1251-1263页。转引自葛翔:《金融产品销售中告知说明义务与适当性义务——从缔约阶段切入》,载《地方立法研究》2022年第2期。

[30] 除此之外,我国台湾地区制定的“金融服务业提供金融商品或服务前说明契约重要内容及揭露风险办法”还对告知说明的内容进行了细化。参见李智仁:《金融服务业营销监理规范之台湾经验》。转引自葛翔:《金融产品销售中告知说明义务与适当性义务——从缔约阶段切入》,载《地方立法研究》2022年第2期。

[31] 本文所举案例中,陶某在认购案涉私募基金后,曾在管理人某某公司任职,即属于这种情况。应认定其具有一定的专业背景和理解能力,上海金融法院在审判中特别指出了这一情况,进而认为其主张不可采信,也是准确把握了这一点。

2. 管理人对量化策略的告知说明义务

在基金管理人采取量化策略的背景下,管理人对量化策略的告知说明义务涉及量化策略的具体理解和相关推介行为的具体规范两方面问题。

第一,关于量化策略执行方式的认定。本文所举案例中,投资者与管理人对于量化策略的理解各执一词。上海金融法院则结合量化、量化交易、程序化交易等用词的含义,认可了管理人的主张。事实上,《私募基金合同》所描述的投资策略的核心是“通过量化模型辅助挖掘优质投资标的”,其包含两项关键要素:一是投资中对“量化模型”的使用;二是量化结果的“辅助”使用。该策略中,量化策略只是基金经理的辅助工具,至于具体如何投资仍由基金经理人工决定。因此,只要管理人运用了包括算法、计算机程序分析等工具,就符合该量化策略要求。

第二,关于采用量化策略的基金产品的告知说明标准。根据《全国法院民商事审判工作会议纪要》第76条的规定:其一,按照“理性人能够理解的客观标准”,由于量化策略的专业性较强,普通投资者一般情况下并不了解其运作原理,因此管理人应用通俗易懂的语言对量化策略执行的基本方式进行清晰的说明。其二,按照“金融消费者能够理解的主观标准”,如果可以证明特定的投资者对于量化知识有特别了解,管理人则可对投资者的相关主张进行抗辩。管理人告知说明义务的规范要旨是让投资者清楚相关基金产品的属性,确保投资者对基金产品形成正确认识,进而可根据其风险承受能力作出合理决策。因而,告知说明义务履行到位,即表明投资者与管理人对于基金的投资运作形成了一致预期。需要强调的是,这并非要求所有事项上都预期一致,重点在于涉及基金运作的关键事项是否预期一致。而按照中基协发布的《私募投资基金募集行为管理办法》(以下简称《私募募集办法》)第23条的规定,量化投资策略的执行方式显然是量化私募基金投资的关键要素。

本文所举案例中,《私募基金合同》所描述的投资策略相当复杂,其中包括“量化选股”“事件驱动策略”“多因子选股策略”“Alpha策略”等诸多专业术语。因此,不具备相关专业知识的投资者很难理解

该策略具体会如何执行。与此同时,辅助选股和程序化交易是具有本质区别的两种投资方式,前者本质仍然是人工决策,后者本质则是通过计算机程序进行下单,属于计算机决策。这两种策略的投资风险显著不同,前者主要涉及人的决策的风险,后者则主要涉及计算机程序的执行、算法的编制是否正确等特殊风险。因此,如果陶某只是普通投资者^[32],若管理人未能对量化策略是否要采用程序化交易进行清晰说明,则属于违反告知说明义务。

3. 管理人对量化基金经理的告知说明义务

本文所举案例中,投资者与管理人之间就具有量化投资背景的李某是否应直接参与基金投资管理存在分歧。从基金合同履行的角度,具有量化投资背景的李某和没有特定背景的陈某均是《私募基金合同》中明确指定的基金经理,且《私募基金合同》并没有对二人在基金管理中的具体职责作出详细约定。故而,只要案涉基金的投资管理是由这二人而非其他第三人负责,管理人并不存在违反基金合同约定之处。至于二人在投资管理中的具体分工(比如,一人负责制定方向性的投资策略,一人负责具体的投资执行),并不是判断管理人是否有违基金合同约定的关键。上海金融法院也正是基于此种考虑,并未支持陶某的主张。但从管理人推介基金产品的角度,这一分歧实质也属于投资者与管理人对基金运作的预期产生了偏差,进而也落入了告知说明义务的讨论范畴。

就此而言,第一,量化私募基金管理人应告知投资者基金经理是否具有相关专业背景或知识。基金经理在私募基金的投资管理中发挥了重要作用,基金经理的专业背景、投资经验、历史业绩等是投资者决定是否投资的关键因素。按照《私募募集办法》第23条的规定,基金经理的人选属于必须告知投资者的基金合同要素之一。因此,管理人理应对所销售基金产品的基金经理安排作出说明。特别是在量化投资的背景下,基金经理是否具备专业的量化知识、是否具有量化投资经验,对于量化产品的实际运作有重要影响,也是投资者决定是否投资量化

[32] 前文已述,陶某在认购后曾在管理人某某公司任职,因而很难认为其完全没有专业知识,无法认为其是普通投资者。

私募产品的重要考量因素。量化投资是极具专业性的投资方式,具有较高的专业门槛,难以想象不具备相关知识或经验的人如何理解量化策略执行的逻辑,又如何根据相关结果进行投资管理。因此,管理人理应对基金经理是否具有量化专业知识或背景进行说明。当然,如果管理人告知了投资者相关量化产品的基金经理没有量化背景,而投资者仍然作出了决定投资的决策,此时管理人的告知说明义务已履行到位,投资者事后指责管理人未安排具有量化背景的基金经理参与投资则不具有合理性。

第二,基金经理的实际安排是否违反信义义务,关键仍然在于实际情况是否与投资者根据管理人的告知说明所形成的理性判断一致。本文所举案例中,陶某的主张是否合理,核心在于管理人的宣传推介是否足以让投资者形成基金必须由李某管理的理性判断。事实上,是否需要特定事项进行特别说明存在两种视角。事前而言,主要是结合相关产品的特殊因素,判断管理人是否应履行更高强度的告知说明义务。^[33] 事后而言,主要是判断如果管理人已经履行了更高强度的告知说明义务,实际情况是否与投资者据此形成的理性判断一致。该案中,如果管理人在募集阶段特别强调基金将交由李某实际运作,投资者则 will 形成基金由李某主要管理的理性判断,若此后基金主要交由陈某负责,则投资者的理性判断与实际不一致,管理人并没有为了投资者利益最大化而行事。但如果管理人在募集阶段明确说明了基金将由李某、陈某两人负责,并对二人的背景进行了说明,投资者并不会形成必须由哪位基金经理主要负责基金管理的判断,管理人后续安排陈某主要负责基金管理并无问题。^[34]

[33] 这就好比患者前往医院就医,若患者寻求的是专家号服务,则应由医院提前告知专家的特定背景,以便于患者进行选择,而普通号服务则不需要对医生的具体背景作提前说明。之所以采用医患关系举例,也是因为医患关系之间实质也适用信义义务。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。

[34] 这好比,需要手术的患者期望手术由A医生主刀,医院已告知手术将由A医生和其他医生共同主刀,此时患者并无预期A医生就必须全程为其主刀。不过,如果医院事先只告知患者手术将由A医生主刀,但实际该医生只是作了辅助工作,则医院的行为就有了可责性。

(三) 投资管理阶段执行量化策略的勤勉义务

在基金投资管理阶段,管理人是否谨慎勤勉并充分发挥专业水平和能力,是投资者关注的核心问题之一。本文所举案例中,投资者与管理人关于投资执行上的争议主要集中在对量化策略的理解上,对此前文已作分析。引申的问题是,即使投资者与管理人对量化策略的理解一致,在量化策略的具体执行过程中,相关算法或者计算机程序也可能出现差错,基金经理对相关算法输出的结果也可能使用不当。此时,即需对管理人执行量化策略是否违反勤勉义务要求进行讨论。^[35]

第一,关于量化策略执行的勤勉标准。其一,就涉及程序化交易的私募基金而言,现有监管规则中,《私募证券投资基金运作指引》第21条对私募基金采用程序化交易所应遵守的要求进行了规定,其中包括“管理人制定专门管理制度和合规风控制度”“有效执行程序化交易策略的研发、测试、验证、合规审查、上线等业务流程”等。据此,管理人对量化策略负有合规管理义务。遵守前述规定是管理人勤勉执行量化策略的基本要求。如果相关算法在执行中出现错误,比如代码错误、运算错误等,而管理人没有做好合规管理,则其执行量化策略未尽勤勉义务。其二,就量化策略只是辅助的私募基金而言,一方面,相关算法仍然可能出现运行错误,参照前述关于程序化交易的规定,管理人对量化策略所使用的方面也有一定合规管理要求,需要审查、验证相关算法的可靠性和稳定性。另一方面,由于量化结果只是投资决策的辅助参考,管理人也要尽量避免人为的错误,例如管理人错误理解了量化结果的含义等。此时,管理人应安排掌握量化知识背景的基金经理,且要充分发挥专业水平和能力,对量化策略的运算结果进行履行必要的筛查程序,从而作出合理的投资决策。

第二,关于司法实践中如何进行具体认定。实践中,问题的关键在于如何分配证明责任。对此,本文认为,执行量化策略是否谨慎勤勉的举证责任应由管理人承担,但投资者也需事先提供一定依据。一方面,量化策略所采用的算法技术具有高度不透明性,其在计算机中的执行

[35] 虽然本文所举案例不涉及这一问题,但可作未雨绸缪的讨论。

和运算过程难以被观察和知悉。^[36] 就算相关算法执行的过程被以代码的形式展示出来,普通投资者也难以判断哪一步骤可能涉及差错。另一方面,即使相关差错已被发现,也存在被管理人隐瞒的道德风险。例如,在境外市场,美国证券交易委员会就曾对一家专门从事量化投资策略的投资顾问进行处罚,该公司在量化交易模式中隐瞒了一个重要的代码错误,且指示相关人员对此保持了沉默。^[37] 综合来看,如果投资者主张量化策略出现错误,其很难具备充分举证的能力和条件。因此,从保护投资者的角度出发,将举证责任分配给管理人为宜。这也符合举证责任倒置的一般法理,即原告举证困难而其利益确有需要保护。^[38] 需要注意的是,管理人举证责任倒置并不意味着投资者完全没有举证义务。事实上,举证责任倒置的法理也蕴含原告应就发动诉讼的特定事由承担证明责任的要求。^[39] 因此,投资者也需要提供一定线索或依据,不能完全“空口无凭”地提出管理人执行量化策略有错误的主张。^[40]

(四) 执行量化策略底层记录的信息披露义务

信息披露义务是保障投资者知情权,落实信义义务基本要求的重要抓手。本文所举案例中,投资者主张管理人应向其提供量化策略执行的工作沟通记录以及量化模型运行的工作底稿。这些信息属于量化策略执行的底层记录,其是否应向投资者提供主要涉及信息披露义务的范围边界问题,需结合法定要求、约定要求以及司法中的证明责任等进行综合把握。

第一,法定要求方面,执行量化策略的底层记录不属于现行监管规

[36] 参见程雪军、赵畅:《从风险控制到风险规则:量化基金公司算法黑箱的规制进路》,载《中国科技论坛》2024年第4期。

[37] 参见中基协:《境外算法交易监管处罚案例研究(上)——违反内控要求》,载《声音》2023年第7期。

[38] 参见叶自强:《举证责任倒置规则的构成要素与适用》,载《河北法学》2011年第5期。

[39] 参见王利明:《论举证责任倒置的若干问题》,载《广东社会科学》2003年第1期。

[40] 需要注意的是,举证责任倒置有法定性,但目前我国相关制度并未就此作出规定,故而在司法实务中目前仍存在一定困难,有待未来在相关司法解释中予以明确。

则规定应予披露的内容。目前,《基金法》第95条^[41]、《私募条例》第31条^[42]、《私募投资基金监督管理暂行办法》第24条^[43]、中国人民银行、原中国银行保险监督管理委员会、中国证监会、国家外汇管理局《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第12条^[44]以及《私募投资基金信息披露管理办法》第3条^[45]、第9条^[46]等已对管理人应向投资者提供的信息范围进行了规定。^[47]据此,管理人应向投资者提供的法定信息主要集中在三方面:一是募集阶段私募基金产品的情况信息,如基金合同的主要条款内容等;二是投资运作阶段私募基金的

[41] 《基金法》第95条规定,基金管理人、基金托管人应当按照基金合同的约定,向基金份额持有人提供基金信息。

[42] 《私募条例》第31条规定,私募基金管理人在资金募集、投资运作过程中,应当按照国务院证券监督管理机构的规定和基金合同约定,向投资者提供信息。私募基金财产进行托管的,私募基金管理人应当按照国务院证券监督管理机构的规定和托管协议约定,及时向私募基金托管人提供投资者基本信息、投资标的权属变更证明材料等信息。

[43] 《私募投资基金监督管理暂行办法》第24条规定,私募基金管理人、私募基金托管人应当按照合同约定,如实向投资者披露基金投资、资产负债、投资收益分配、基金承担的费用和业绩报酬、可能存在的利益冲突情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息,不得隐瞒或者提供虚假信息。信息披露规则由基金业协会另行制定。

[44] 中国人民银行、原中国银行保险监督管理委员会、中国证监会、国家外汇管理局《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第12条规定,金融机构应当向投资者主动、真实、准确、完整、及时披露资产管理产品募集信息、资金投向、杠杆水平、收益分配、托管安排、投资账户信息和主要投资风险等内容。国家法律法规另有规定的,从其规定。……对于私募产品,其信息披露方式、内容、频率由产品合同约定,但金融机构应当至少每季度向投资者披露产品净值和其他重要信息。

[45] 《私募投资基金信息披露管理办法》第3条规定,信息披露义务人应当按照中国基金业协会的规定以及基金合同、公司章程或者合伙协议(以下统称基金合同)约定向投资者进行信息披露。

[46] 《私募投资基金信息披露管理办法》第9条规定,信息披露义务人应当向投资者披露的信息包括:(1)基金合同;(2)招募说明书等宣传推介文件;(3)基金销售协议中的主要权利义务条款(如有);(4)基金的投资情况;(5)基金的资产负债情况;(6)基金的投资收益分配情况;(7)基金承担的费用和业绩报酬安排;(8)可能存在的利益冲突;(9)涉及私募基金管理业务、基金财产、基金托管业务的重大诉讼、仲裁;(10)中国证监会以及中国基金业协会规定的影响投资者合法权益的其他重大信息。

[47] 此外,中国证监会已于2024年7月就《私募投资基金信息披露和信息报送管理规定(征求意见稿)》公开征求意见,其中第3章对私募证券投资基金管理人的信息披露要求作出了规定。

投资情况信息,如投资标的、资产负债、投资收益分配、基金承担的费用和业绩报酬等;三是对于投资者权益可能产生影响的其他信息,如利益冲突、基金涉诉情况等。就量化策略执行的底层记录而言,其反映的是投资的具体执行过程,区别于前述规定侧重的投资表现和投资结果。

第二,约定要求方面,基金合同通常不会将执行量化策略的底层记录作为约定应予披露的内容。一方面,量化策略底层记录包含了量化的底层算法,这属于管理人的核心商业机密。^[48] 一般情况下,管理人不会同意向投资者提供这部分信息。另一方面,对于普通投资者而言,即使基金合同约定应定期向投资者提供有关底层记录,对其了解基金运作情况意义也不大。量化策略的执行记录通常是数量极大的代码的运算过程,要验证这些运算过程是否存在差错需要高度的专业水平,普通投资者即使拿到这些记录,也难以理解。因此,通过披露相关量化底层记录来确保投资者了解基金运行的实际情况,其实并不现实。综合来看,量化私募基金合同通常往不会约定向投资者披露相关底层记录。就本文所举案例而言,相关基金合同事实上也没有作此约定。

第三,司法实践中,虽然管理人不负有相关法定义务、约定义务,但在诉讼中,投资者提出主张需要管理人提供底层记录,以判断相关量化策略执行是否勤勉。在此情况下,若投资者能够提供一定线索或依据,按照本文前述关于举证责任倒置的分析,管理人可能因承担证明责任而需要提供相关底层记录。此时,管理人提供相关信息是其在诉讼中的证明义务,严格意义上并非其关于基金投资运作的信息披露义务。

本文所举案例中,上海金融法院认为,管理人已按规定披露了相关定期报告,且基金合同对于披露相关底层记录没有明确约定,而投资者陶某没有提供任何线索,故管理人并无提供相关底层记录的义务。相关裁判说理在投资者知情权与管理人利益方面进行了合理平衡,可为

[48] 涉及商业秘密的信息在理论上不属于私募基金管理应披露的信息,被部分学者归为私募基金信息披露的“反向边界”。参见李建伟、李欢:《私募投资者知情权的路径、内容与完善建议》,载《经贸法律评论》2022年第2期。

类案参考。

四、余论:量化私募基金管理人信义义务规则的完善

信义义务是基金行业的灵魂和根本。在量化私募基金领域,目前的监管重心主要集中在量化交易对市场的整体影响上,而对基金管理人推介、执行量化策略的信义义务问题关注不够。从本文所举案例来看,无论是行业监管规则,还是司法裁判规则,目前都没有对涉及管理人使用量化策略的情况进行明确规定。从更好保护基金投资者的角度,未来有必要结合具体实践需求,完善涉及量化私募基金信义义务标准的规则。

一是在规范内容层面,应充分考虑量化策略特殊特征及风险,明确量化私募基金管理人的行为标准及司法认定标准。其一,募集阶段,管理人应对量化策略执行的基金方式、基金经理的专业背景等进行充分的告知说明,确保投资者正确理解量化基金产品及其风险,与管理人形成一致预期。其二,投资运作阶段,管理人应谨慎勤勉执行量化策略,强化算法技术的内控管理,如有差错应立即纠正并告知投资者。其三,相关案件中,如果投资者根据一定线索主张相关量化策略执行有误,管理人应就其量化策略执行符合要求承担证明责任。其四,管理人推介或执行量化策略违反信义义务不必然导致管理人赔偿责任,相关违规行为与投资损失之间还应具有因果关系。

二是在落地路径层面,可根据基金相关法律法规的制修订计划,通过行政监管、自律监管、司法政策同向发力、综合施策。短期内,考虑到《私募投资基金监督管理暂行办法》尚待讨论修订,《私募投资基金信息披露和信息报送管理规定》尚未正式出台,可在相关规则中对有关内容予以规定。同时,中基协可结合实践,修订有关自律指引或者自律管理案例,对量化私募基金管理人的行为进行规范和引导。此外,法院系统可考虑挖掘实践案例,发布典型案例,明确涉及相关问题的司法处理标准。中长期而言,可考虑在《基金法》修订中,聚焦信义义务的履行,对私募基金管理人的行为规范作出原则性规定。同时,在积累一定

案例的基础上,可考虑在相关司法解释中统一明确涉量化私募基金的司法裁判规则。未来,我国基金行业还需继续培植崇尚信义义务的法治环境,真正在各类私募基金产品中落实信义义务要求。

(编辑:徐安安 姜沅伯)