

## 论我国有限合伙型私募基金 观察员的法律地位

樊 健\* 孙 莅\*\*

**摘要:** 合伙型私募基金实践中形成观察员治理方式: 有限合伙人委派观察员列席投委会, 观察员享有知情权、建议权或一票否决权。观察员可绕开有限合伙人参与合伙事务的法律限制, 一定程度上缓解委托代理问题。若观察员实质履行投委会委员职能, 应认定为事实委员, 对基金负信义义务。若不是, 则承担更为宽松的保密义务。应以自治方式为主将观察员制度规范化, 以自律指引提供基金合同模板, 合同明确约定其权利义务。应参照事实董事制度对事实委员加以规定。

**关键词:** 观察员 私募基金 有限合伙企业 契约治理

### 引 言

一般认为, 有限合伙型私募基金(以下简称“私募基金”)依托合伙协议进行契约治理, 由普通合伙

---

\* 上海财经大学法学院副教授、博士生导师。

\*\* 上海财经大学法学院博士生。

人(以下简称“GP”)执行合伙事务,事实上控制着合伙企业的经营决策权,而有限合伙人(以下简称“LP”)一般不执行合伙事务,不参加管理;或者虽参加管理,但不起决策控制作用。〔1〕私募基金并无类似于公司治理结构中的三会制度,而是预留了充足的自治空间。但从全球行业实践上看,私募基金已经形成了如下“三会”组织架构:(1) 合伙人会议(或合伙人大会),由全体合伙人组成,决定包括合伙企业的重大事项(例如《中华人民共和国合伙企业法》第31条所列重大事项)。(2) 投资决策委员会(investment committee),委员一般由管理人委派代表,法律、金融等行业专家组成,决定私募基金的投资事项,包括投资决策、投后管理、投资退出等具体事项。(3) 咨询委员会(advisory committee),委员由LP、GP委派代表及外部专家担任,决定私募基金的关联交易或利益冲突等事项。〔2〕“三会”结构确保了GP专家理财的独立性,同时保证了LP监督、建议权的实现。

在中国私募基金实务中,LP对基金日常的经营决策并非完全不涉及,相反,大量私募基金LP委派了“观察员”列席私募基金的投资决策委员会,一定程度上实质参与私募基金的经营决策。需要指出的是,私募基金行业最为发达的美国在实践中亦形成了“观察员”制度,但与我国不同的是,观察员列席咨询委员会而非投资决策委员会。〔3〕

观察员通常并不具有正式的投票权,仅可以提出建议或进行监督。〔4〕

---

〔1〕 有限合伙人不得参与企业的经营管理,已经成为多数国家的共同规则。参见钱力、叶继林:《反思与启示:对有限合伙私募基金的有限合伙人权利保护制度的检视》,载《湖南大学学报(社会科学版)》2017年第1期;甘培忠、李科珍:《论风险投资有限合伙“执行合伙事务”行为暨权力之边界》,载《法学评论》2012年第2期;李永安:《我国〈合伙企业法〉中“信赖规则”适用的若干问题——以有限合伙人执行合伙事务为视角》,载《财经理论与实践》2012年第5期。

〔2〕 See ILPA, *ILPA Principles 3.0*, <https://ilpa.org/resource/ilpa-principles-3-0-english/>, visited January 10, 2025.

〔3〕 同前注〔2〕。

〔4〕 经与私募基金行业的实务人士(法务、律师)沟通,LP向投资决策委员会委派委员、观察员是非常普遍的现象。另外,也有律师撰写了实务文章。参见张忠钢:《关于合伙型私募基金合同若干谈判要点的法律思考(之一)》,载德恒律师事务所微信公众号, <https://www.dehenglaw.com/CN/tansuocontent/0008/021965/7.aspx?MID=0902&AID=>, 2024年12月5日访问;马辰等:《私募基金设立经营者集中申报之LP视角》,载汉坤律师事务所微信公众号, <https://www.hankunlaw.com/upload/newsAndInsights/a64ebdab03fd6c2de83f670dbde79388.pdf>, 2024年12月5日访问。

特殊情况下,例如,在国资基金〔5〕中,观察员对特定事项具有一票否决权。〔6〕观察员制度是GP与LP博弈后的结果,具有商业上的合理性。该制度“嵌入”了私募基金行业惯例之“三会”治理结构中,使得LP能够以一种较为温和的方式介入私募基金管理,既缓解GP与LP之间的委托代理问题,同时又不构成对GP管理权的直接挑战。〔7〕

观察员在私募基金中的设立已成为一种常见的治理方式,但其法律地位并未在现行合伙企业或私募基金相关法律法规中得到明确界定,导致其在权利行使及责任承担上存在诸多不确定性。具体而言,观察员并不对私募基金承担法定义务或契约义务,但通过知情权、建议权,甚至一票否决权,对私募基金经营决策产生了实际影响,可能存在权利义务不对等的问题。如果观察员的建议或意见(单独或与其他委员共同)影响了投资委员会的判断,造成了私募基金的决策失误,是否需要承担相应的法律责任?如果观察员通过“建议”的方式向投资决策委员会持续施加影响,观察员是否构成事实上的投资决策委员会委员,进而需要对其课以与委员相当的义务?另外,LP通过观察员制度持续参与私募基金的经营,这是否冲破了LP执行合伙事务的“安全港原则”?这些问题均存在理论上的探讨空间。

基于此背景,本文分为以下部分展开论述:第一部分通过介绍观察员产生的方式、分析观察员制度的商业和制度成因、分析观察员的权利,

---

〔5〕 本文将“国有基金”界定为由国家或地方政府直接或间接出资设立、持有或控制的基金。

〔6〕 例如,观察员一票否决权参见《甘肃省产业引导股权投资基金管理暂行办法》(甘发改高技〔2015〕678号)、《广西创新驱动发展投资基金管理办法》(桂科政字〔2021〕53号)、《广州市荔湾区产业投资基金管理办法》(荔科工信规〔2023〕5号)、《横琴粤澳深度合作区政府投资基金管理办法》(粤澳深合财政通〔2023〕146号)等。本文后文会分析,为何要设置具有一票否决权的观察员。

〔7〕 我国《合伙企业法》规定:有限合伙人执行合伙事务,不得对外代表合伙企业。从文义上看,法律似乎严禁LP参与任何合伙事务(当然包括投资决策事务)。实务中已有案例似乎表明监管部门对“投资者直接参与投资决策委员会”持反对态度。2024年8月28日,基金业协会发布了《纪律处分决定书》(中基协处分〔2024〕411号),案涉管理人管理的两支基金的投资者与管理人一起组成了投资决策委员会,因“投资者实际参与投委会决策、对投资标的有决定权”且未按合伙协议进行投后管理,而被认定为急于履行勤勉谨慎义务。

对观察员的功能进行详细阐释;第二部分主要分析观察员在现行法下的法律地位;第三部分进一步探讨观察员是否应当对私募基金承担义务,以及承担何种义务;第四部分提出观察员制度的治理建议。

## 一、观察员的职能

### (一) 观察员的产生

观察员由 LP 委派,列席投资决策委员会(投资决策委员会设立方式如图 1、图 2 所示,LP 委派观察员的组织结构见图 1)。*《合伙协议》*是观察员的制度依托,以一份实践中使用的协议模板为例:“合伙企业设立投资决策委员会。”“投资决策委员会由三名委员组成,每位委员一票,实行多数表决制。”“(某 LP)可委派一名观察员,观察员有权在投决会议上对拟投资项目的情况进行了解并提供建议。”〔8〕可以看出,投资决策委员会是观察员的依托载体和功能实现的场所,欲探究观察员的职能,有必要先了解投资决策委员会的定位和功能(见图 1 所示)。

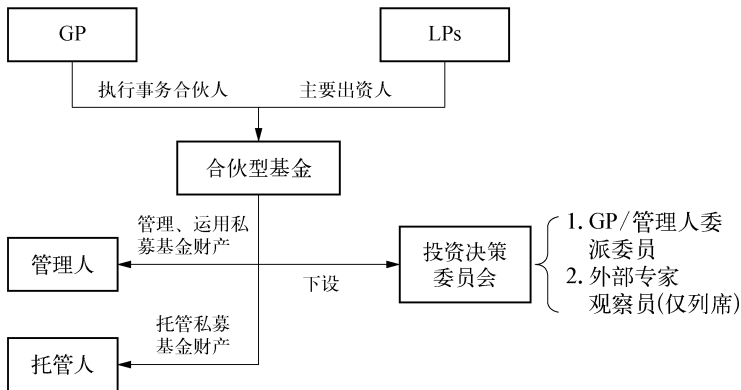
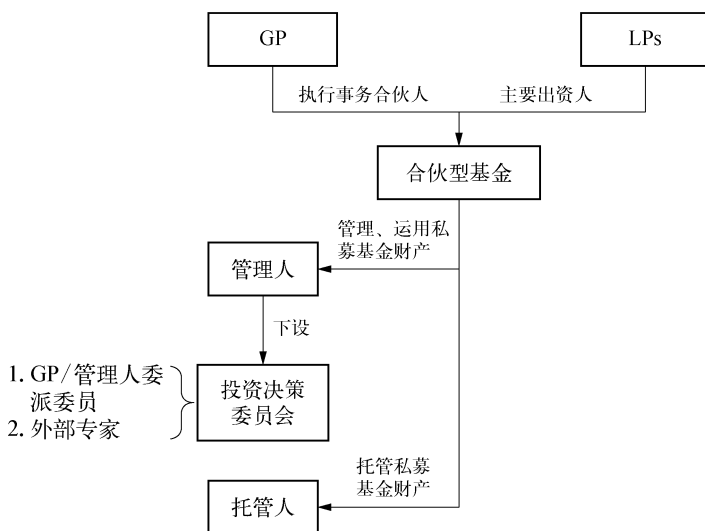


图 1 合伙企业下设投资决策委员会〔9〕

〔8〕 协议约定来自执业律师提供的模板,包括了适用于市场化基金、国有基金的不同版本,具有普遍性。其中,国有基金的观察员条款往往还包括一票否决权内容(见本节第三部分)。

〔9〕 图 1 所示结构在*《合伙协议》*中往往约定为“合伙企业设立投资决策委员会”。通常情况下,LP 委派观察员会在投资决策委员会中列席。

图2 管理人内设投资决策委员会<sup>[10]</sup>

通常将私募基金的生命周期分为募投管退等四个环节,投资决策委员会承载了除“募资”外的三个环节的主要功能。具体而言,私募基金通过《委托管理协议》将私募基金的经营决策权委托给基金管理人行使,具体包括投资项目筛选、投资协议签订、项目管理、项目融资、项目退出等事项。<sup>[11]</sup> 投资决策委员会作为基金的常设机构,具体负责私募基金投资事项决策权、投后管理的重大事项、投资退出的重大事项等,从制度功能上看,类似于公司董事会。投资决策委员会具体由委员和观察员两类人员组成,委员对具体事项行使表决权,观察员无表决权。委员通

[10] 图2所示结构在《合伙协议》中体现为“普通合伙人或合伙企业管理人设立投资决策委员会”。此类投资委员会往往不会列席LP委派的观察员。原因是管理人(或普通合伙人)内设的投资决策委员会更具有封闭性,在与LP的博弈中更为强势,往往希望享有投资决策的决定权,不希望LP对此过度参与,因此,也不允许LP在其设立的投资决策委员会内委派观察员。

[11] 由于私募基金的非公开性,《委托管理协议》无法通过公开检索获得。本文所讨论的《委托管理协议》依托于律师提供的脱敏版本、公开出版物的示范文本,在基金类别上包含市场化私募基金与国有基金,应该可以覆盖私募基金合同的常见约定。《合伙协议》亦同。对于本节讨论的私募基金内部治理的问题,包括观察员、委员如何选举,均与行业从业人员进行了确认。

常由管理人委派,观察员由 LP 委派。在人选的选举、聘任和解任上,由派出机构自行决定。

需要特别指出的是,并非所有的 LP 均有权委派观察员。允许 LP 委派观察员参与投资决策,意味着 GP 让渡了部分的权利。实践中强势的 GP 通常不允许 LP 委派观察员,相对弱勢的 GP 与相对强势的 LP 有更大的谈判空间。此外,委派观察员的 LP 对通过此制度设计享有私募基金投资决策过程的充分知情权,与其他 LP 相比,显然拥有了更广泛的权利。通常情况下,一家私募基金至多有一名观察员,委派观察员的 LP 一般是投资比例较大的投资人或代表国家或地方政府直接或间接出资的投资人。

## (二) 观察员产生的商业和制度动因

观察员制度的产生主要源自商业需求和法律制度的双重动因。商业上,观察员制度有效缓解了 LP 与 GP 之间的委托代理问题;制度上,观察员成为 LP 无法直接委派投资决策委员会委员情况下的替代安排。本文接下来分别从商业动因与制度动因两方面进行详细分析。

### 1. 商业动因:观察员作为缓解委托代理问题的润滑剂

在私募基金的治理结构中,GP 与 LP 之间构成了一种典型的委托代理关系,即 LP 作为委托人,将资本委托给 GP 进行管理,所有权(出资)与控制权(管理)在很大程度上分离。<sup>[12]</sup>理想情况下,委托人通过向管理人让渡部分收益可以使双方利益一致。在这种激励下,GP 会为提升私募基金整体收益而努力,以实现自身的利益。然而,由于 GP 作为理

---

[12] 此处委托代理关系(Principal-agent Theory)并非系指民法典下的委托关系,指的是制度经济学的概念,即在信息不对称的市场交易中,处于信息劣势的委托方与处于信息优势的代理方,相互博弈后达成均衡形成了契约关系。该理论蕴含着理性经济人假设、道德风险、信息不对称、均衡等经济学概念,已被广泛运用在现代企业治理中。经典文献 Michael C. Jensen & William H. Meckling, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976 提炼出一个核心观点,沿用至今:控制权与所有权的分离会带来委托代理问题。私募基金中专家理财的组织模式基本实现了所有权(出资)与控制权(管理)相分离,是一种典型的委托代理关系。国内的经济学者在这方面讨论颇多,参见倪宣明、邱语宁、赵慧敏:《人力资本、激励与有限合伙制》,载《管理科学学报》2024年第6期;武康平、倪宣明:《私募基金为何偏好有限合伙制?——基于委托代理理论的分析》,载《当代经济研究》2014年第12期。

性经济人,其自利动机往往会导致实际行为偏离 LP 的期望,进而产生道德风险问题,2024 年轰动一时的月之暗面即为此例。<sup>[13]</sup> 实践中,私募基金法律关系中的内部纠纷较多,主要为投资者诉私募基金管理人,多发于投资和退出阶段。<sup>[14]</sup> 业务实操中私募基金合同对管理人义务无明确约定,管理人责任边界不清,行为标准争议频发。<sup>[15]</sup>

首先,GP 可能通过隐蔽手段在私募基金收益中额外获取个人收益。GP 的利益动机可分为两部分:合法的收益分成和潜在的不当收益。GP 可能会权衡不当收益的获取和相关风险成本,以及违规带来的潜在损失及被发现的概率。由于私募基金管理的高度信息不对称,LP 很难有效监督 GP 行为,这进一步增加了 GP 偏离 LP 利益最大化的可能性,导致 LP 的利益面临侵蚀风险。<sup>[16]</sup> 其次,GP 通常同时管理多只私募基金,在这种情况下,资源配置的偏差成为另一问题。<sup>[17]</sup> GP 可能倾向于将更多精力投入回报较高或对其自身收益影响较大的私募基金,而对其他基金投入相对有限。这种行为最大化了 GP 的整体利益,但却可能损害单一私募基金 LP 的利益。对于 LP 而言,这也进一步加剧了信息不对称的风险,导致对 GP 管理的信任降低。

针对这些问题,已有的治理机制虽然在一定程度上可以缓解代理问题,但仍存在明显局限。首先,收益分成机制对 GP 虽有激励作用,但由于分成比例(如 20%)在协议签订初始即固定,缺乏灵活性,难以有效遏

---

[13] “月之暗面”事件简介:金沙江创投前管理合伙人张某在其任职期间,隐瞒其持有金沙江创投所投资公司“月之暗面”的股份。该行为遭到金沙江创投董事总经理朱某的公开指责,朱某指控张某“违反了基金合伙人对 LP 的受托责任,也违反了公司董事对股东的受托责任”。张某的任职与持股存在一定程度的利益冲突,引发道德风险问题。

[14] 参见沈竹莺等:《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 2022 年版。

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

[16] See Ferran, Eilis, *Regulation of Private Equity — Backed Leveraged Buyout Activity in Europe*, ECGI Law Working Paper Series in Law, Vol.84, 2007.

[17] 一个管理人管理多支基金是行业内常见情形。基金本身并无雇佣人员,基金的运营基本依托于管理人(及其雇员)。因此,虽然从组织形式上看,不同的基金具有独立性,但其具体从业人员会高度重合。

制 GP 的机会主义行为。其次,限制 GP 管理的私募基金数量可以在一定程度上解决资源倾斜问题,但对 GP 可能的隐性行为却无能为力。再次,在信息不透明、竞争有限的市场环境下,声誉机制对 GP 的约束力也较为有限。<sup>[18]</sup>

基于上述问题,观察员制度作为一种创新性机制应运而生,以帮助 LP 更好地监督 GP 的行为,缓解信息不对称,遏制机会主义行为。观察员作为 LP 的代表,列席私募基金的关键决策会议,行使知情权、建议权,甚至在特定情况下拥有一票否决权,为 LP 提供了一个主动参与治理的渠道。基于此,LP 能够更直接地了解私募基金的运营情况,提升管理透明度,并对 GP 形成一定程度的行为约束。首先,观察员的知情权使其能够及时获取私募基金运作中的关键信息,这在一定程度上减轻了 LP 在信息不对称下的监督难度,便于 LP 了解 GP 的决策过程。其次,建议权有助于观察员能够在发现潜在高风险投资或利益冲突时提出意见,提醒 GP 更为审慎地作出决策,从而在一定范围内遏制 GP 的机会主义行为。最后,观察员享有的一票否决权赋予了他们对特定关键决策的约束力。不可忽视的是,观察员制度增加了 LP 的监督成本(这也是一种代理成本),但通过降低道德风险和不对称,可能可以整体实现 LP 效率更优。

需要补充说明的是,美国与中国的实践差异在于观察员列席的场所为咨询委员会而非投资决策委员会。本文认为,此差异系行业发展阶段及 LP 类型等因素综合作用的结果。美国私募行业更为成熟,LP 与 GP 权责经由实践形成且相对固定,LP 多依靠咨询委员会和信息披露监督私募基金,较少参与投资决策。相较之下,中国行业起步晚,LP 与 GP 信任和惯例尚不成熟,LP 更倾向通过观察员直接参与投资决策以降低信息不对称和风险。另外,美国 LP 类型多为机构投资者,重视长期合作,较少干预投资决策;中国 LP 更多元化,部分 LP 因敏感于透明度和风险

---

[18] 基金管理人会倾向于建立良好的声誉来吸引基金投资人。在私募股权市场发达的国家,基金管理人的声誉通过经营记录来体现。参见潘从文等:《私募股权基金治理研究综述》,载《经济学动态》2010年第8期。See also Lin Lin, *Private Equity Investor Protection: Conceptualizing Duties of Partners in China*, Berkeley Business Law Journal, Vol. 15, 2018.

管理,倾向通过观察员深入了解和影响决策。

## 2. 制度动因:观察员作为正式委员的“替代品”

观察员制度可能系投资委员会委员的替代制度。至少包括下列两个主要原因制约 LP 通过委派投资委员会委员的方式直接参与投资决策,转而改为通过观察员间接参与。

第一,对于 LP 而言,其委派委员可能被认定为执行合伙事务,违反法律及自律指引的要求。《中华人民共和国合伙企业法》(以下简称《合伙企业法》)借鉴了美国《统一有限合伙法》,在第 68 条规定 LP 不执行合伙事务,不得对外代表有限合伙企业。同时,列举了八项不视为 LP 执行合伙事务的事项。基金业协会发布的《合伙协议指引》在此基础上补充,合伙协议不得做出 LP 以任何直接或间接方式,参与或变相参与超出前款规定的八种不视为执行合伙事务行为的约定。法律正面列举了不视为执行合伙事务的事项,但是“执行合伙事务”的边界依旧是模糊的,<sup>[19]</sup> LP 委派委员参与投资决策是否构成执行合伙事务,并不确定。有学者认为,这种方式实际上绕开了 LP 直接参与合伙事务的现实性法律限制。<sup>[20]</sup> 但在实务中依然存在顾虑,有些合伙协议中专门约定“LP 参与投决会不视为执行合伙事务”即为此证。

第二,对管理人而言,如果其允许 LP 委派委员共同参与投资决策,可能会被认定为不具有独立决策权,违反管理人对私募基金的信义义务。虽然,LP 委派委员在实务中并不罕见,<sup>[21]</sup> 但近日中基协发布的纪律处分决定书表明了 LP 委派投资委员会委员的行为不被监管部门所认可,引发了实务界的广泛讨论。

案涉管理人所管理的两只基金的投资者与管理人共同组成了投资决策委员会,由 5 人组成,管理人指定 2 人,投资者指定 3 人,实行全票通过制。2024 年 8 月 28 日,中基协对管理人进行纪律处分。中基协认为投资者实际参与投委会决策、对投资标的有决定权,这证明管理人未

---

[19] 参见甘培忠、李科珍:《论风险投资有限合伙人“执行合伙事务”行为暨权力之边界》,载《法学评论》2012 年第 2 期。

[20] 参见范晓娟:《论有限合伙基金的“安全港”规则的突破》,载《政治与法律》2013 年第 5 期。

[21] 同前注[20]。

按合伙协议进行投后管理,因此认定管理员怠于履行勤勉谨慎义务。<sup>[22]</sup> 管理人不服协会做出的纪律处分,认为虽然基金运营中“存在投资决策不完全独立的情形,但在项目调研、分析、投后管理等方面切实履行了勤勉义务,且未给投资者造成任何损失”,遂申请复核。协会复核认为,投资决策委员会的安排证明投资决策方面,实际由投资者与管理人共同决定,无法体现管理人的独立决策权,就此维持了纪律处分决定。<sup>[23]</sup> 该案中,监管部门虽然并未界定 LP 委派委员的行为是否符合法律法规,但从结果上看,至少表明了监管部门对此行为持有否定态度。

### (三) 观察员的权利

观察员的主要权利通常约定在《合伙协议》中,具体包括知情权、建议权,以及在特殊情况下的一票否决权。

首先,知情权是所有观察员的基本权利。大多数市场化基金<sup>[24]</sup> 的观察员为“沉默的观察员”。观察员通过列席投资决策委员会的方式,及时获取关于投资项目的关键信息,如项目筛选、投资协议条款和项目退出进度等。

其次,部分观察员享有建议权。这使得他们不仅是被动的信息接收者,还能够基于所了解的情况向投资决策委员会提供反馈或建议。这一权利赋予了观察员在私募基金管理中的影响力,使得 LP 得以通过观察员的建议介入到基金的具体运作中。在投资决策委员会上,观察员的建议虽无表决效力,但投资决策委员会在决策时往往会考虑观察员的专业意见,从而增加 LP 在投资过程中的话语权。

最后,部分观察员享有一票否决权,这是对关键 LP 特别是政府引导基金等国资 LP 所赋予的特殊权利。经不完全统计,28 个与产业投资基金/政府投资基金的地方性规范性文件内,均规定了委派一票否决权观

---

[22] 中国证券投资基金业协会:纪律处分决定书(中基协处分[2024]411号),2024年8月28日。

[23] 中国证券投资基金业协会:纪律处分复核决定书(中基协复核[2024]44号),2024年12月2日。

[24] “市场化基金”概指除产业投资基金、政府引导基金、母基金、国有企业投资基金等国有基金之外的基金。

察员的内容。<sup>[25]</sup> 这些文件将一票否决所审查的对象规定为“违法、违规和偏离政策导向”“违反基金有关规定、基金实施方案、基金章程,以及违规损害政府出资利益等情况”。在实践中,政府引导基金观察员通常约定如下:“当出现以下情形时,观察员对拟投项目享有一票否决权:(1) 从事融资担保以外的担保、抵押、质押、委托贷款等业务;(2) 投资二级市场股票(以定向增发方式落户产业的除外)、期货、房地产、证券投资基金、评级 AAA 以下的企业债、信托产品、非保本型理财产品、保险计划以及其他金融衍生品;(3) 向任何第三方提供赞助、捐赠(经合伙人会议批准的公益性捐赠除外);(4) 吸收或变相吸收存款,或向任何第三方提供贷款和资金拆借(以股权投资为目的可转债除外,但不得从事明股实债);(5) 进行承担无限连带责任的对外投资;(6) 发行信托或集合理财产品募集资金;(7) 对外举债;(8) 基金退出期内进行循环投资;(9) 从事国家法律法规禁止从事的其他业务。”<sup>[26]</sup> 合同项下的一票否决内容与《政府投资基金暂行管理办法》第 12 条规定的禁止行为有很大的重合。《政府投资基金暂行管理办法》的规范性目的约定在第 1 条“为了进一步提高财政资金使用效益,发挥好财政资金的杠杆作用,规范政府投资基金的设立、运作和风险控制、预算管理等工作,促进政府投资基金持续健康运行”。此外,在实践中,此类观察员通常有两种表决方式:第一,实时参会方式:列席投资决策委员会表达合规意见;第二,书面审查方式:将报送投资决策委员会的项目资料先报送观察员,观察员未提出异议的,进行投资决策委员会表决。<sup>[27]</sup> 综合表决事项及表决方式,本文认为,国资基金观察员行使的是风险控制监督权,其并非对投资的经济性进行审查,也不实际参与基金的日常管理与投资决策。一票否决权从名称上看是表决权,但实质上是合规审查的监督权。

综上,观察员的权利内涵并非一致:在市场化基金中,观察员往往

[25] 律商网检索结果为 28 个地方规范性文件,最后检索时间为 2025 年 3 月 12 日。

[26] 此条款摘自从事私募股权投资的律师提供的协议模板,并且确认此约定为国资基金的惯用条款。

[27] 律师撰写的实务文章可供参考。参见毕明玉:《政府引导基金对外投资之重点条款分析》,载锦天城律师事务所微信公众号, <https://www.allbrightlaw.com/CN/10475/e2fe573df316cf66.aspx>, 2024 年 12 月 5 日访问。

具有知情权,部分观察员具有建议权,通常不具有一票否决权;在国有基金中,观察员具有知情权、建议权、一票否决权,其中,一票否决权的目的更在于监督而非参与投资决策,但在实践中可能会出现权力扩张的情形,见下文详述。

## 二、观察员的法律地位

有限合伙型私募基金受《合伙企业法》和《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称《证券投资基金法》)所统领,但前述法律法规均未规定观察员这一组织结构。考虑到观察员的职能与投资决策委员会的委员最为接近,因此,对观察员的法律地位首先在“是否构成事实上的投资决策委员会委员”(以下简称“事实委员”)这一问题上探讨。其次,借由事实委员这一桥梁,对观察员法定地位的讨论将在合伙和私募基金相关法律规定下展开。

### (一) 观察员构成事实委员的情形

#### 1. 观察员与委员的边界

私募基金观察员与公司董事会观察员(board observers)<sup>[28]</sup>在职能上高度类似:在产生上,私募基金观察员或董事会观察员由LP或股东委派,LP与股东在委托代理关系中的角色一致,是拥有“所有权”的委托人。在权利上,两者也非常相似,列席参与会议,不具有正式投票权。此外,投资决策委员会和董事会也分别是私募基金与公司经营决策的核心机构。与私募基金观察员相关的纠纷尚未公开披露,本文将借鉴美国董事会观察员的诉讼案例进行分析。

在2019年美国Obasi Inv. Ltd. vs. Tibet Pharmaceuticals Inc.等一案中,原告(系被告的股东)认为被告(一家纳斯达克上市公司)的管理层和董事会未履行对股东的信义义务,导致财务信息虚假披露。该案中,法院对董事会观察员是否应当承担董事义务展开了详细讨论。多数法

---

[28] 董事会观察员多出现在VC/PE投资项目公司的组织架构中,由VC/PE委派,列席董事会,不享有董事会投票权。该等制度安排一般会体现在VC/PE的投资意向书(term sheet)中,最终在投资协议中确定。

官认为,观察员无须承担董事义务,主要理由包括:第一,观察员无表决权,难以直接对董事会的正式决策产生实质性影响;第二,观察员不对公司或股东负有忠实义务和注意义务,这使其无法被视为正式管理者;第三,观察员无法被股东免职,表明其不具备董事的直接权责。而少数法官持不同意见,认为当观察员能够对董事会决策产生实质影响、接触公司内幕信息,并享有与独立董事同等薪酬和报销时,其职责应接近董事角色,需承担一定义务。<sup>[29]</sup> 有学者认为,该案为区分董事会观察员和董事提供了有益的指导。<sup>[30]</sup> 但需要注意的是,依照该案少数法官所持的观点,即便董事会观察员不持有投票权也可能被要求承担董事责任。<sup>[31]</sup>

上述案例通过分析任免、权利、义务确认案涉董事会观察员无需作为董事同等对待,但这并不意味着,董事会观察员当然不会被认定为董事,具体可借鉴英美两国的事实董事实践。英国是近代公司法的摇篮,一直有“董事是指任何占有董事职位之人(不论其称呼)”的说法,随着司法实践的发展,事实董事的边界在扩大,<sup>[32]</sup>从“非法委派或者到期未聘继续履职的董事并不包括未被委派但行使董事职务的人”被扩张至“没有有效的董事任命但表现的如同公司董事般的人”。<sup>[33]</sup>直到英国2006年《公司法》第250条将事实董事纳入了成文法框架之内,“不论称谓如何,董事包括任何占据董事职位之人。”<sup>[34]</sup>这被称为英国的“事实董事”(de facto director)制度。事实董事的判断标准在 *Smithton Ltd v.*

[29] See *Obasi Inv. Ltd. v. Tibet Pharms., Inc.*, No. 18, 1849 (3d Cir. 2019).

[30] See Nizan Geslevich Packin and Anat Alon-Beck, *Do Board Observers Improve Corporate Governance?* <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2024/05/15/how-board-observers-are-improving-corporate-governance/>, visited January 10, 2025.

[31] See Packin, Nizan Geslevich and Alon-Beck, Anat, *Board Observers*, <https://ssrn.com/abstract=4745278>, visited January 10, 2025.

[32] 在英国司法实践中,事实董事与影子董事是不同的概念,前者指“自称以董事身份行事的人”,后者指“声称自己不是董事”。然而事实董事与影子董事的概念正在融合,事实董事概念在扩展,这两个概念的共同点为“一个不是法律上的董事的个人被指控对公司治理施加了实际影响(除专业顾问以外)”。参见葛伟军:《中国特色影子董事:新〈公司法〉第192条评析》,载《法学杂志》2024年第5期。

[33] 郑彧:《实质董事的法律规制:因何、为何与如何》,载《财经法学》2024年第3期。

[34] See sections 250 of UK Company Act of 2006.

Naggar 一案中基本确立:判断事实董事的关键在于是否履行了董事的职能。法官需要综合考虑,包括是否出席董事会会议,是否参与了公司的管理决策,以及在公司内部拥有影响力等。<sup>[35]</sup> 相较于英国,美国成文法并无“事实董事”制度,<sup>[36]</sup> 但基于大量的判例基本也可以总结出“事实董事”的判断标准:对于不知道事实董事真实身份的第三方而言,事实董事作出的行为对公司具有同等于董事的效力。<sup>[37]</sup>

确立事实董事的根本意义在于,“使得真正行使公司管理权力的人无法逃离法律对公司董事责任的基本要求”。<sup>[38]</sup> 本文认为,由于委员不代表私募基金与第三人交易,因此,判断观察员是否构成事实委员无需关注外部视角,其核心在于是否履行了委员的职能。具体而言,可以综合考虑如下因素:是否出席投资决策委员会以及参与频率;是否参与决策以及是否构成对投资委员会决策的直接或间接的实质影响力。但需要指出的是,普通观察员与事实委员之间并无严格的清晰的边界。

## 2. 观察员构成事实委员的具体情形

按照此标准可以作出如下推论:第一,沉默的(即仅享有知情权的)观察员不应认定为事实委员。无论观察员对投资决策委员会的参与频率如何,沉默的观察员对决策并无实质影响力,不应当视为事实委员。第二,享有建议权的观察员应区分判断。对于参与频率较低,且实质影响力很弱的观察员,不应视为事实委员。但是,对于职能上与委员相当的享有建议权的观察员,应视为事实委员。例如,观察员次次都出席投资决策委员会,发表自身观点,委员们需对其观点进行回应与讨论,基于此形成了最终的决策。此种情形下,观察员与委员本身的职能并无实质差别。第三,享有一票否决权的观察员应区别对待。如果拥有一票否决权的观察员的职权权限仅仅限于《政府投资基金暂行管理办法》第12条的规定,审查决议事项是否符合法律规范,否决不符合的项目。此类观察员的职能等同于一个专门负责合规审查的委员,且合规审查当为投资

[35] See *Smithton Ltd. v. Naggar* (2014) EWCA Civ 939.

[36] 参见刘俊海:《论实际控制人作为影子董事的民事责任:以新〈公司法〉第192条的解释为中心》,载《法律适用》2024年第7期。

[37] 同前注[31]。

[38] 同前注[33]。

委员会具体决议的前置事项。因此,此类观察员不应当认定为事实委员。然而,如果拥有一票否决权的观察员权利会扩张至不限于前述法律规范的其他事项,则应视为对投资决策委员会的讨论事项的实质决策。例如,观察员以一票否决的方式否定“不看好”的项目(虽然该项目并未违反法律规定),其权利边界显然大于合规审查的一票否决观察员,从职权边界上看,应当被认定为事实委员。

综上,观察员是否构成事实委员需根据其私募基金管理的参与频率和其对投资委员会决策的影响力综合判断,划分为事实委员与普通观察员,具体如下(见表1):

表1 事实委员的判断标准

权 利	判 断 标 准		
	参与频率	对投资委员会决策的影响力	事实委员
享有知情权	偶尔/频繁	极弱	否
享有建议权	偶尔/频繁	弱	否
享有建议权	频繁	强	是
享有一票否决权	频繁	仅限于合规审查事	否
享有扩张的一票否决权	频繁	强(不限于合规审查)	是

## (二) 观察员在现行法中的法律地位

《合伙企业法》和《证券投资基金法》两部法律规定的法定主体包括合伙人、合伙企业的经营管理人员、托管人及管理人。对比上述法定角色易得之:观察员并非合伙人、托管人、管理人。至于观察员是否属于合伙企业的经营管理人员,有待于从形式与实质两个层面进一步界定。

### 1. 普通观察员并非合伙企业法规定的经营管理人员

合伙企业的经营管理人员规定在《合伙企业法》第35条,经营管理人员应在授权范围内履职。在形式层面上,经营管理人员与合伙企业之间存在代理关系,应就授权事项明确约定。但观察员并不与合伙企业签署任何协议或达成代理的合意。

在实质层面上,合伙企业法未明确经营管理人员的判断标准。参照公司法的高管制度,核心是对掌握较大管理权、具有代理地位的特定人员施加比普通职员更为严格的义务。<sup>[39]</sup> 观察员的角色本质上是 LP 保护自身利益、降低信息不对称风险的一种治理安排。尽管观察员在一定条件下具备一票否决权,但该权利的适用情形严格受限于保护 LP 利益的特定事项,而非用于基金日常经营管理事务。因此,这一否决机制应被理解为 LP 所拥有的特殊保护性权利,而非赋予观察员一般性经营管理的代理权限。从合伙企业法的规范逻辑及公司法关于高管制度的类比来看,观察员并不符合经营管理人员“掌握较大管理权限并承担相应代理责任”的核心特征,而更多体现为监督者、建议者与特定情境下的权利防御者。因此,在法律意义上,观察员在职权实质上并不应被认定为合伙型私募基金的经营管理人员。

## 2. 事实委员可能构成合伙企业法规定的经营管理人员

如前所述,形式层面并未签署代理协议或达成合意。而从职权实质来看,经营管理人员通常须具备在授权范围内对企业事务的实际决策权和管理权。若事实委员的权力扩张至可实际左右投资决策,具备类似委员的实质性表决功能,该观察员已实质掌握了基金管理事务的决策权,具备了经营管理人员的职能特征。

综上所述,观察员独立于现有法定身份之外,其权利义务责任均未被法律法规所界定。事实委员(作为观察员的非常规情况)缺乏合伙企业的授权,但实质上行使经营管理人员的职权,应当加以规制。

## 三、观察员的法律义务

### (一) 观察员应当向基金承担一定的法律义务

#### 1. 观察员义务承担的必要性:以法经济学为分析视角

观察员看似是私募基金治理中的“外部人”,由 LP 委派参与私募基

---

[39] 参见周彬彬、冯平:《公司高级管理人员的主体范围研究——基于法经济学模型的解释与指导》,载《学术论坛》2019年第2期。

金事务,但形式上并不具备对私募基金事务的决策权。这种身份是否能使其完全免除对私募基金的法律义务,值得探讨。

首先,如前所述,作为事实委员的观察员会对投资委员会的决策产生实质影响。其次,观察员作为 LP 的代表,其参与带有明确的利益倾向,其行为可能优先考虑 LP 的个体利益,而非私募基金或全体 LP 的整体利益。例如,观察员可能基于单一 LP 的诉求阻碍项目进展,这种偏向性行为可能延误投资机会,并且对私募基金治理产生负面影响。再次,观察员在参与私募基金事务过程中接触到与基金决策相关的商业信息,如果在投资决策完成前泄露这些信息,可能对基金潜在竞争对手的行动产生影响,从而间接损害基金的利益。

观察员在私募基金内享有的权利与其对私募基金负有的义务不对等,构成了对私募基金的负外部性,<sup>[40]</sup>包括不公平决策、利益冲突、信息外泄等行为对私募基金造成的或有损失。在经济学的视角下,外部性需以激励机制解决。通过激励机制(通常包括合同约定、强制性的法律规则),设定义务/责任的方式将外部性予以内部化,使得行为主体对自己的行为承担完全责任,实现权利义务的对等。<sup>[41]</sup>

## 2. 观察员义务与责任的真空现象

现有法律法规对观察员的法律地位与义务并无明确规定,导致实务操作中存在责任真空。仅依靠合同义务或侵权责任难以对观察员行为形成有效约束:(1) 合同义务的局限:观察员通常未直接与私募基金订立合同,在合同义务上存在“缺口”。LP 与私募基金签署的《合伙协议》通常仅规定观察员的概括性权利,义务或责任方面的内容通常并不涉及,这种安排也难以覆盖观察员对私募基金行为的规范。合同相对性导致了对观察员课以合同义务的局限性。(2) 侵权责任的不足:侵权法强调行为与损害之间的直接因果关系,但观察员的行为多为间接影响,

[40] 胡元聪将“外部性”定义为经济主体之间权利与义务的不对等,以至于造成利益的失衡。参见胡元聪:《法与经济学视野中的外部性及其解决方法分析》,载《现代法学》2007年第6期。

[41] 参见廖建求、姜孝贤:《法律责任模型之法经济学分析》,载《西北大学学报(哲学社会科学版)》2010年第6期;胡元聪:《经济法的激励功能与外部性解决分析》,载《社会科学论坛(学术研究卷)》2009年第10期。

难以通过侵权法获得充分的救济。此外,私募基金向观察员求偿的诉权在法律阙如时无法得到支持。

### 3. 对观察员课以信义义务的可行性分析

在此背景下,信义义务理论上可能为弥补上述不足、内部化外部性提供一条新的路径。作为一种普遍适用于特殊社会关系的义务形式,信义义务所适用的主体范围很宽泛。而私募基金法律关系本质上属于信义关系,且其中的各种法律结构均适用信义义务。<sup>[42]</sup>特别是,归属于事实委员的观察员与私募基金之间,可参考类比董事与公司的关系,存在信义义务适用的空间。而对于非事实委员的观察员,其行为对私募基金的外部性较小,是否应承担信义义务,有待进一步分析。无论如何,对事实委员的观察员课以的义务应严苛于其他普通观察员。

## (二) 作为事实委员的观察员需要对基金承担信义义务

### 1. 信义义务承担与否的判断标准

众所周知,信义义务和信义关系在诸多领域得到了发展,但与此同时,其适用场景的泛化和不确定性被学界诟病。信义义务在性质上更接近于“标准”而非“规则”,<sup>[43]</sup>因此,提炼信义义务适用要素具有重要意义。例如,美国信托法专家 Tamar Frankel 将信义义务特征总结为:(1) 受信人提供的主要是服务(与产品相对);(2) 受信人被授予财产和权力(有时无需专门委托也可以构成信义关系,例如律师与客户);(3) 这种委托给委托人造成的风险在于受信人可能会滥用受托财产和权力,或者并不会提供预期的服务;(4) 委托人或市场不能避免前述风险,或者受信人建立起与委托人之间的信任成本比收益还要高。<sup>[44]</sup>美国另一位信托法学者 Robert H Sitkoff 则从信义义务的适用场景出发,指出“法律倾向于在出现经济学家所说的委托代理问题的情况下施加信义义务”。<sup>[45]</sup>需要指明

[42] 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。

[43] 参见许德凤:《道德与合同之间的信义义务——基于法教义学与社科法学的观察》,载《中国法律评论》2021年第5期。

[44] 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12页。

[45] Sitkoff, Robert H., *An Economic Theory of Fiduciary Law* in Andrew S. Gold and Paul B. Miller (eds), *Philosophical Foundations of Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2014.

的是,即便界定了适用要素,对于何种情形下应被界定为信义关系依旧存在一定的模糊性。<sup>[46]</sup>

## 2. 作为事实委员的观察员应当对基金承担信义义务

投资委员会的委员在为他人(基金)利益行事时,构成了经济学视角下的委托代理关系,属于信义关系的典型情境。这种信义关系的适用可以从以下要素进一步阐述:(1) 受信任人提供的主要是服务:投资委员会的委员对投资事项进行分析,作出决策,提供的是典型的服务。(2) 受信任人被授予权力:投资决策委员会决议的事项通常涵盖与基金投资策略、资产配置和管理相关的重大决策,通过决议,委员拥有广泛的自由裁量权决定前述基金事务。(3) 滥用的可能性:委员通常是具有专业经验或行业知识的专家,他们对市场动态、投资工具、风险评估和资产管理等方面具有深刻理解。相比之下,私募基金投资者往往缺乏相应的信息获取渠道或专业技能,无法独立判断委员会的决策是否符合其利益。(4) 成本的考量:投资者事实上无法监督委员的每一个决策,进一步地,判断委员每个决策是否有利于投资者需要大量时间成本与信息成本。基于此,委员应当对私募基金承担信义义务。

根据同等事物相同对待的普遍化原则,当相关事物在对法律评价有决定性意义的方面一致时,应给予相似的法律评价。<sup>[47]</sup>当观察员的行为达到“事实委员”标准时,其行为实质上已经履行了委员的职能,权力的扩展必须伴随义务的增加,以避免权力过大而责任过轻的失衡问题,因此,需承担与正式委员相同的信义义务。这是平衡权责关系和普遍性法理的必然。

而对于普通观察员,包括沉默的观察员与享有建议权的观察员(但其建议不产生实质影响),对投资决策委员会的事项不享有投票权,不具备自由裁量权,达不到开放式权力的标准。另外,私募基金也未对观察员施加可期待的信赖。因此,非“事实委员”的观察不符合信义关系的构成要件,不应课以信义义务。

---

[46] 正如塔玛·弗兰科所言“我们不能给一种关系是不是信义关系提供明确的答案”。同前注[44],第77页。

[47] 参见[德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,黄家镇译,商务印书馆2020年版,第475~476页。

### 3. 事实委员信义义务的具体内涵

信义义务的目的是防止受信人滥用裁量权。<sup>[48]</sup> 对于信义义务的经典描述是基于董事对公司负有的义务,包括忠实义务(the duty of loyalty)和注意义务(the duty of care)两项核心内容。<sup>[49]</sup> 忠实义务要求行为人避免利益冲突,始终以受益人的最大利益为导向;注意义务则强调行为人需表现出合理的谨慎性与专业判断。其中,忠实义务是更为核心的义务。对此,学界已经形成基本共识。

具体而言,作为事实委员的观察员应对私募基金承担信义义务,包括忠实义务和注意义务。首先,忠实义务实则则为利益冲突规则,<sup>[50]</sup> 要求事实委员在履职过程中以私募基金整体利益为导向,避免因个人利益或第三方利益影响其行为。具体包括:第一,防止利益冲突:不得利用职务便利为自身或他人谋取不当利益。例如,在参与投资决策过程中,事实委员不得基于特定 LP 的利益提出对私募基金发展不利的建议。第二,避免行为偏向性:事实委员需确保其建议或否决行为符合私募基金的长期发展目标,而非仅针对单一 LP 的诉求。其次,注意义务系为了解决行为人的懈怠问题,实质是对商业决策质量的监督。<sup>[51]</sup> 注意义务要求行为人在知情的基础上行事,保证决策要求观察员在行使权利时表现出合理的专业判断,避免因判断错误或信息不足导致私募基金受损。具体应表现为:第一,在提出建议或行使否决权前,事实委员需基于全面的信息进行审慎分析;第二,在决策过程中,观察员需充分考虑私募基金的章程、投资政策及市场风险,确保行为符合“合理投资人”的判断标准。

### 4. 双重信义义务的协调

需要额外强调的是,观察员为 LP 的代理人,观察员与 LP 之间符合

---

[48] 参见姜雪莲:《忠实义务的功能:以学说为中心》,载《中国政法大学学报》2016年第4期。

[49] 参见赵磊:《公司法上信义义务的体系构成——兼评新〈公司法〉相关规定》,载《财经法学》2024年第3期。

[50] 参见袁崇霖:《论董事忠实义务的程序性保障——以利益冲突披露义务为中心》,载《交大法学》2024年第5期。

[51] 参见翁小川:《董事注意义务标准之厘定》,载《财经法学》2021年第6期。

信义关系的适用要素(开放式权力、专业能力或信息不对称、信赖),因此,需对LP承担信义义务。概言之,观察员需为LP的利益行事。这会导致“事实委员”观察员同时对私募基金与LP负有信义义务,在忠实义务层面存在内生的必然矛盾。在此情况下,观察员需平衡两者之间的利益冲突。<sup>[52]</sup>例如,若观察员行使否决权的行为符合私募基金利益,但与LP的短期诉求产生矛盾,则其行为应优先以私募基金整体利益为核心。

### (三) 非事实委员的观察员需要对基金承担保密义务

如前述分析,普通的观察员无需对私募基金承担信义义务。但至少,普通观察员需向私募基金承担保密义务。这既是商事习惯的应有之义,也是默示保密义务之具体要求。

商事活动中,对敏感信息的保密是行业惯例。私募基金对知悉与投资决策有关的信息的保密义务有着合理且必要的期待。私募基金的投资决策涉及大量核心信息(包括投资标的、市场评估、交易计划等),对信息保密的要求已在实践中成为一种不言而喻的商事习惯。<sup>[53]</sup>私募基金在允许观察员接触核心信息时,基于观察员的角色、行业惯例以及职责边界,合理地期待其不会泄露或滥用这些信息。如果观察员泄密,在投资确定之前,竞争对手提前获悉私募基金的投资意图,可能会导致投资机会丧失;在投资进行中,会导致目标投资标的的市场价格波动,增加私募基金交易成本;此外,私募基金整体商业机密的外泄,会削弱其市场竞争力。<sup>[54]</sup>

其次,保密义务也是商业秘密保护中默示保密义务的要求。《中华人民共和国反不正当竞争法》第10条第3款规定了“违反保密义务或者

[52] 参照公司董事对公司的信义义务。葛伟军提出,派出董事负有双重信义义务,一是基于委托关系对委派股东负有的信义义务;二是基于董事身份而对公司负有的信义义务。这会导致派出董事可能处于一种公司和委派股东之间利益冲突的境地,此时,对公司的义务应当优先于对委派股东的义务。同前注[32]。

[53] “商业习惯”形成于商人们长期的反复的商业实践,不仅可以纳入法律行为而具有个别规范品格,而且部分具有了调整商人间权利义务关系的一般规范品格。参见李建伟:《法源意义上的习惯与习惯法合一论——以商事习惯与商事习惯法为视角的研究》,载《政治与法律》2011年第11期。

[54] 私募基金经理负责该基金募集和投资决策,在履职中知悉该基金的交易标的、交易时点、交易价格、交易数量等投资决策及交易执行等未公开信息,其泄露未公开信息被证监局处罚。参见中国证券监督管理委员会广东监管局:《行政处罚决定书[2021]24号,2021年12月20日。

违反权利人有关保守商业秘密的要求,披露、使用或者允许他人使用其所掌握的商业秘密”是侵犯商业秘密的类型。2019年修订时将该款“违反约定”修改为“违反保密义务”,表明了立法者有意突出默示保密义务的价值。<sup>[55]</sup>即便观察员并未与私募基金签署协议,对其知悉的商业信息的默示保密义务也应当被遵守。根据《最高人民法院关于审理侵犯商业秘密民事案件适用法律若干问题的规定》第10条第2款之规定:“当事人未在合同中约定保密义务,但根据诚信原则以及合同的性质、目的、缔约过程、交易习惯等,被诉侵权人知道或者应当知道其获取的信息属于权利人的商业秘密的,人民法院应当认定被诉侵权人对其获取的商业秘密承担保密义务。”如观察员泄密,主观上构成“过错”的,应承担侵权责任。

#### 四、观察员的规范化建议

##### (一) 观察员制度的规范化选择:法律还是自治?

如同经济学家张维迎所言,社会规范和法律都是制度的表现形式,具有协调预期、提供激励、传递信号等三个功能。对于观察员这样一个新生的内部治理机制,其权利义务边界有待通过“制度化”加以厘清,提升私募基金内部治理的规范化。观察员的制度化可以通过两种路径实现:一是依靠强制性的法律规定,二是以行业自律规则为主的自治规则。结合观察员制度的特点和私募基金行业的实际需求,本文认为自律路径更符合我国实践需求,主要基于以下原因。

##### 1. 法律规范的强制性与实践的灵活性不符

首先,强制性法律条款难以涵盖观察员制度在不同基金中的不同情形。确定性的制度安排难以与私募的市场灵活性相匹配。全球私募最为发达的美国实践亦是如此。依据《多德-弗兰克法案》,美国SEC对不同类型的私募基金投资行为进行差异化监管,<sup>[56]</sup>但私募基金内部治理

[55] 参见黎华献:《商业秘密保护中默示保密义务研究》,载《中国法学》2024年第4期。

[56] 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。

实践仍主要依赖于行业自律,行业内部的规范和标准在很大程度上决定了基金的管理和运作方式。<sup>[57]</sup> 其次,《合伙企业法》侧重于合伙人的基本权利与义务划分,为合伙协议的制定留出自治空间,对基金内部治理的细化安排较少着墨。若通过法律强制规定观察员的权利义务,有违背有限合伙企业的制度灵活性之虞。

## 2. 行业自律的示范性满足实践需求

其一,我国私募基金自律指引通过提供标准化合同模板,降低了私募基金合同的谈判和制定成本。《证券投资基金法》授权基金业协会制定和实施行业自律规则的职责。为防范并控制风险,改善基金合同制定随意的情况,基金业协会制定了《私募投资基金合同指引》,为私募基金的核心文件基金合同提供了标准化的操作指引。需要指出的是,该指引具有示范性,而非强制性。私募基金可以基于指引所提供的合同模板,灵活制定更符合自身情况的基金合同(在合伙型私募基金中指合伙协议)。正如全球私募股权行业中最具影响力的协会之一 ILPA (International Lightning Partnership Association) 所称,一套确定的建议条款无法满足私募基金市场上不同的“产品、策略和投资者偏好”。<sup>[58]</sup> 观察员制度应延续这一路径,通过合同模板进一步推动规范化发展。根据法经济学的路径依赖理论,合同专业化不仅能在短期内减少制定成本,还能在长期内促进合同条款的改进和完善。<sup>[59]</sup> 随着市场参与者对模板条款的适应度提高,标准化合同的执行成本会逐步下降,交易行为的规范性和效率会进一步提升。

其二,风险投资组织的治理结构需要在控制与激励之间实现平衡,契约治理是实现这一目标的重要方式。<sup>[60]</sup> 观察员制度正是这一理论的实践体现。通过合理设计观察员的权利与义务,可以有效缓解 GP 与 LP

---

[57] See Ordober Henry, *The Regulation of Private Equity, Hedge Funds, and State Funds*, *The American Journal of Comparative Law*, Vol. 58, 2010.

[58] 同前注[2]。

[59] See Bengtsson, Ola, and Dan Bernhardt, *Different problem, same solution: Contract specialization in venture capital*, *Journal of Economics & Management Strategy*, Vol. 23, 2014.

[60] See Ewens Michael et al., *Venture Capital Contracts*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 143, 2022; Pollman Elizabeth, *Adventure Capital*, *Southern California Law Review*, Vol. 96, 2024.

之间的代理矛盾,提高基金的运营效率。具体而言,观察员制度减少了信息不对称带来的不信任,为 LP 提供了一种软性监督手段,既避免了过多干预 GP 的日常管理,又能在必要时对其行为形成有效约束。

## (二) 观察员制度化的实现路径

### 1. 明确界定观察员的权利义务

美国的董事会观察员实践可以为我国私募基金观察员制度提供有益借鉴。根据美国证券交易委员会(SEC)网站的相关资料,观察员制度通常通过双份协议进行规范:一是委派观察员的股东与公司签署协议,主要明确观察员的权利(包括允许行为与禁止行为的范围)、信息获取机制(包括可知悉与不可知悉的信息范围)以及保密要求;二是被委派的观察员与公司签署《观察员保密信息协议》,进一步明确需履行的具体保密义务。<sup>[61]</sup>建议基金业协会在合同指引中增设有关“观察员”的内容,明确观察员的权利及义务。并且,基于行业反馈与实践需求,定期修订和完善合同模板内容。

在观察员的权利约定安排上可涵盖以下内容:在知情权上,明确知情范围和获取途径。例如,明确观察员有权获取基金运营相关的关键信息,包括基金的财务报表和投资报告;投资决策会议的会议记录;基金管理人的合规审查结果;与投资项目相关的尽职调查报告。在建议权上,允许观察员就基金重大事项发表意见,但不具有投票权。观察员可以就基金的投资方向、重大决策以及合规事项提出书面或口头建议。在一票否决权(如适用)上,仅限于特定合规事项,例如违法投资、重大违规操作等,不得用于商业判断或投资策略决策。

尤其需要强调观察员所负的保密义务。首先,明确保密信息的范围。观察员在履职过程中所接触的所有非公开信息,包括但不限于公司的财务数据、商业计划、技术资料、客户信息、战略规划等,均视为保密信息。观察员应对上述保密信息严格保密,未经公司明确书面授权,不得向任何第三方披露、传播或泄露该等信息。其次,明确保密义务的持续

---

[61] SEC 官网搜索可得多份董事会观察员协议,协议内容相似,以两份为例: [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1342287/000165495417008883/exhibit\\_1013.pdf](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1342287/000165495417008883/exhibit_1013.pdf); <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/918541/000119312521089609/d162543dex102.htm>, visited January 10, 2025.

性要求。观察员的保密义务在其任期内及离任后均持续有效,直至相关信息合法公开或公司书面解除保密义务为止。

## 2. 明确事实委员应承担信义义务

传统观点认为,私募市场投资者可以通过合意保护自身利益。但中国私募基金市场实践挑战了传统观点,主要因为传统观点对投资者保护自身利益的能力过于自信,而在中国大多数投资者不是机构投资者,而是个人,因此中国法有充分的理由保护投资者。中国法下规范私募市场的关键是关注基金经理。<sup>[62]</sup> 本文建议对构成事实委员的观察员明确课以信义义务。

应明确规定实际行使经营管理职权的人对合伙企业承担信义义务。我国的《合伙企业法》参考了美国 ULPA (Uniform Limited Partnership Act),而美国的 ULPA 内同样未规定经营管理人员的信义义务。但是,美国判例形成了代理法和信托法的大量规则,可以灵活适用在各类组织形式之中。<sup>[63]</sup> 更符合我国法律实践的方式是通过法律规范塑造信义义务。建议借鉴《中华人民共和国公司法》中对事实董事的规定,在合伙企业相关法律法规中引入事实委员的规定,明确要求实际行使管理职权的人员应承担信义义务。

此外,需要注意到中国信义义务的适用实践存在落地困难的情况。虽然信义义务由《中华人民共和国信托法》(以下简称《信托法》)统摄,但是适用范围有限。这与信义义务在英美法系国家大行其道显著不同。究其原因,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。与大陆法系相比,在司法实践中,英美法系归纳式的思维方式与以司法判决推演的方式,都有利于培育信义义务共识。<sup>[64]</sup> 在具体的司法实践中,《信托法》中信义义务的适用常常被合同法规范所取代。法院更倾向于适用合同法律规则,这反映出信义义务在司法适用中的边缘化。<sup>[65]</sup>

[62] See Lin Lin, *Private Equity Investor Protection: Conceptualizing Duties of Partners in China*, *Berkeley Business Law Journal*, Vol. 15, 2018.

[63] 由 American Law Institute 编撰的 Restatement of Agency 和 Restatement of Trusts 即为此证。

[64] 同前注[42]。

[65] 参见唐仪萱、刘琦:《〈信托法〉信义义务规则司法适用“弱势”困境的实证分析》,载《四川师范大学学报》(社会科学版)2023年第5期。

信义义务的实现需依靠有效的实现机制,使得应然层面与实然层面的鸿沟得以弥合。<sup>[66]</sup> 在构建事实委员的信义义务时,可以采取以下具体措施:首先,应明确投资决策委员会委员承担信义义务的必要性,并清晰界定其核心内涵。这包括忠实义务与勤勉义务,要求委员在履职过程中以基金整体利益为导向,避免利益冲突和滥用职权。其次,由基金业协会发布操作性强的具体指引,进一步细化信义义务的要求与边界。这不仅能够为行业提供规范化参考,还能有效提升基金业协会在软法治理中的作用和影响力。最后,明确事实委员应承担与正式委员相当的信义义务。

需要额外指出的是,LP 委派“事实委员”可能因此被认定为“执行合伙事务”。执行合伙事务的边界在中国实践中存在模糊性。虽然中国的监管实践并未明确 LP 委派委员构成执行合伙事务,但中国证券投资基金业协会对管理人作出的《纪律处分决定书》(中基协处分[2024]411号)证明了协会并不支持 LP 通过委派委员的方式直接参与投资决策。然而,有学者认为在中国的私募基金实践中,应适当扩张 LP 的参与程度。<sup>[67]</sup> 尤其是在复杂的投资环境中,LP 对基金事务的有限介入,有助于降低信息不对称,增强对管理人的监督效果。本文认为,未来的实践中,需对 LP 的管理权边界适度放宽,以满足商业实践的内在需求。制度设计不应与商业实践脱节,否则将难以执行。灵活性的调整不仅符合商业实践的实际需求,还能在一定程度上缓解 GP 与 LP 之间的信任压力,提高基金的整体运营效率。

## 结 语

中国已经成为世界第二大私募基金市场,其中半数以上采取了有限合伙制架构。与公司型基金相比,有限合伙型基金在治理结构和决策机制上具有更大的灵活性,也更易滋生委托代理问题。观察员制度的产生

---

[66] 同前注[42]。

[67] 同前注[19]。

正是 LP 与 GP 之间典型委托代理问题的现实反映与应对机制。除此之外,GP 的同业竞争、关联交易、资金挪用、利益输送、收益分配不公及信息披露不透明等诸多问题亦广泛存在。本文通过对观察员法律地位的细致分析与制度化建议,明确了观察员制度在私募基金治理中的作用边界与规范化路径。希望通过本文的研究,能够为私募基金领域进一步解决委托代理问题提供理论支撑和实践参考,并推动我国私募基金治理结构的进一步完善和发展。

(编辑: 阎俊忆 赵 宇)