

## 司法视角下我国私募基金管理人 信义义务的强化路径研究

张 彬\*

**摘要:** 私募基金行业因基金管理人未充分履行信义义务引发的法律纠纷激增。本文以典型案例为基础,分析司法实践中以合同法为中心裁判路径在风险测评、合同条款与投资策略等方面的审查缺失。法院的合同视角忽视了信托法上的勤勉与忠实义务要求,弱化了投资者在信息严重不对称背景下的利益保障。本文提出通过举证责任倒置、强化信义义务实质审查以及对基金管理人投资行为的审慎性标准进行改进的司法路径,实现私募基金投资者权益保护的优化和平衡。

**关键词:** 私募基金管理人 信义义务 司法审查 投资者保护

### 一、问题的提出

林某在 2017 年购买了甲公司为基金管理人并发行的乐享 2 号私募基金,并向基金托管人指定账户支

---

\* 郑州大学法学院讲师。

付100万元投资款。同时,李某还与甲公司签署了《私募基金合同》,约定应当按照协议约定,向李某支付18%的投资收益。但是甲公司并未如约支付,故向法院提起诉讼,要求甲公司按约定支付投资收益。但甲公司对此的抗辩是,根据双方签署的基金协议,如果基金持有的资产并非可流通变现的资产,则不能满足清算条件。鉴于在诉讼时,基金持有的财产为标的公司股权,因此无法对李某进行分配。法院经审理后,认为李某与甲公司签署的《私募基金合同》不违反法律的强制性规定,因此可以作为甲公司是否应当向李某返还投资款的依据,并据此认为李某请求甲公司分配未变现资产对应投资收益的诉请不当,驳回了李某的诉讼请求。在李某与甲公司之间签署的《私募基金合同》中,还明确了基金投资日满5年,基金项下的财产未处置完毕,管理人需处理本基金后续事务的,管理人可以延长基金合同期限。这一约定进一步将基金财产的处分节奏与基金合同期限变更权单方赋予了基金管理人。〔1〕

从上述案例可以看到,我国司法机构在处理私募基金投资法律争议时,存在着传统合同主义的视角,即将基金投资事务,首先理解为投资者与基金管理人之间的一项合同安排。然后,依据法律规定,对该合同安排进行效力性规范审查以认定合同约定是否违反法律的效力性强制规范。对于不存在违反效力性强制规定的合同约定,法院便会作为审理依据,对当事人之间的争议进行裁判。

但这一审理思路在私募投资领域其实潜藏着极大的风险。首先,我国私募基金领域发展较短,行业规范还未充分形成。投资者与管理人之间对私募财产的投资方式存在严重的信息不对称。比如,私募基金合同几乎都是由管理人单方拟定,对投资者的权利进行排除。尽管我国合同法中,明确规定,在格式合同中,排除合同相对方权利的内容无效。但私募基金合同中,投资者有哪些权利却无法得到明确与落实。因此以格式合同的思路对投资者权利进行救济是杯水车薪。

其次,在合同主义的视角下,对当事人义务的约定往往是字面意义层面。比如在我国私募基金行业中,均需要对投资者的风险承受水平进

---

〔1〕上海市浦东新区法院:李某与某某公司等私募基金合同纠纷一审民事判决书,案号:(2023)沪0115民初40344号,2024年3月27日。

行测评,也要对私募基金的投资标的进行尽职调查。但即使合同上如此约定,基金管理人完全可以对投资者的风险承受水平或者投资标的进行形式意义上的审查,便可以被认定为符合合同约定,并驳回当事人的诉请。<sup>[2]</sup>

最后,我国目前司法系统在审理私募基金纠纷的案件中,需要对诉讼纠纷进行案由归类。从目前搜索到的一些法院判决书,可以看到私募基金投资纠纷大多落入合同纠纷的范围。这一案由也对法院以合同视角审理私募投资纠纷提供了认知上的先见。

无论合同如何约定,根据信托法的基本原理,投资者与私募基金管理人之间的关系属于信托关系。受托人除了要依据签署的合同对委托人资金进行管理与处分之外,更重要的是依据信托法,对委托人资金适用忠实与勤勉义务。我国信托法中,已经明确了忠实与勤勉义务,但该规定过于原则,在缺乏普通法传统的大陆法系司法系统中,难以得到全面的审查与适用。同时,信义义务本身的模糊性,对司法系统适用也造成了一定的障碍。本文拟从信托法与合同法、金融监管法的关系出发,对我国司法机构依照信托法全面强化管理人的信义义务提供建议。

## 二、强化私募基金管理人行为信义义务审查的必要性

### (一) 私募基金投资者与管理人之间具有高昂的代理成本

投资基金作为一类重要的金融中介,为投资者提供了规模经济、期限配置、信息发现等多重经济功能,帮助投资者有效率地参与市场投融资活动。<sup>[3]</sup>而私募基金面向具有较强经济实力与较强投资经验的投资者进行资金募集,能够相较于公募基金具有更高的投资效率,并相应地降低了对私募投资者的保护。但投资基金本身的法律机构,却决定了即使是适格投资者,也同样面临着基金管理人投资者的严重侵害。

---

[2] 上海金融法院:白某与某某公司私募基金合同纠纷二审民事判决书,案号:(2024)沪74民终331号,2024年5月27日。

[3] 郭雳:《私募基金监管的新规则、新阶段、新理念——评〈私募投资基金监督管理条例〉》,载《投资者》2023年第3期。

从法律结构上看,私募投资基金可能采取多种法律形式进行组织构建,其中包括公司型、契约型以及有限合伙型。<sup>[4]</sup>但无论是哪种形态,经济功能上的共性均是由专业投资人持有他人资金进行投资。功能上的相似性带来法律规制层面的相似性。最典型的如公司型私募基金,在其内部结构中,公司基金管理人充当董事会对作为股本的资金进行投资,由公司法对董事向股东会的信义义务提供较强的制度供给。而在有限合伙型与契约型的私募基金中,尽管缺乏类似公司法上对信义义务的安排,但从投资基金的本质属性看,对资金募集与投向有实际控制能力的管理人(无论名字是合同乙方还是普通合伙人),均是使用“他人的财产”进行投资。

如此一来,便必然产生代理成本问题。有关代理成本问题的最佳阐述见于伯利与米恩斯的经典著作《现代公司与私有财产》。二人在公司法背景下,讨论了公司所有权与经营权分离所产生的代理成本问题。<sup>[5]</sup>而在私募基金背景下,投资者甚至不会拥有公司股东那样广泛的表决权;对某些封闭式私募基金投资者而言,甚至无法在对管理人不满意时用脚投票,代理成本只会更加高企。

私募基金管理人的盈利模式,并不能改变代理成本存在所依赖的基本经济结构。例如中国证券投资基金业协会所制定的《私募投资基金备案指引第1号——私募证券投资基金》第17条、18条、19条,明确了基金管理人能够收取的管理费与业绩报酬的规范。按照该指引,基金管理人仅有投资者取得正收益的情况下,能够取得业绩提成。上述指引的目的在于确保基金管理人与基金投资者之间的利益具有趋同性,避免基金管理人过度榨取基金投资收益。然而,这一规定并不能完全确保基金管理人会以投资者利益最大化为己任,处理投资问题。

在2024年证券基金业协会所披露的一起违规案件中,宋某某、刘某作为A公司的投资经理,为协助某证券公司获得债券发行人一级市场债券发行的承揽承销资格,与证券公司从业人员商定,由A公司发行私

[4] 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。

[5] Adolf A. Berle & Gardiner C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, The Macmillan Company, 1932, p. 69.

募基金募集资金,以面值购买债券发行人指定交易对手方持有的二级市场存量债券,并持有到期。买入该债券时,债券市场报价显著低于面值,且部分债券长期缺乏流动性。证券公司从业人员在获得相关业务收入后,按照事先约定的分成比例向宋某某、刘某支付报酬。〔6〕以该案例观之,即使基金管理人在基金管理业务中,与基金投资者具有利益趋同性,但基金管理人的收入来源可能不仅是基金管理,也可能是基于与其他金融类机构进行合作,获得相应补贴或者隐性收入。

代理成本的存在,决定了基金管理人与基金投资者之间需要强制性法律对二者关系进行调整。在普通法中所发展出的信义义务规则便是填补代理成本关系的重要法律规则。

## (二) 相关法律部门对私募基金投资者保护不足

在我国,有学者认为私募基金投资行为受到多个法律部门的调整,如基金法、信托法、合同法、侵权法等。〔7〕本文认同上述看法,并认为证券法也从信息披露豁免层面上间接对私募基金投资者发挥着保护作用,而监管法则从国家层面对私募基金活动提供了行为标准,并间接影响了私募基金投资者权益。不同法律部门具有不同的调整模式,相互配合,不同侧重,对私募基金投资活动进行调整。但证券法、合同法与监管法能够对投资者提供的保护是远远不够的。

### 1. 证券法

根据我国证券法,公募基金与私募基金的主要区别为是否向公开发行。公募基金针对不特定对象发行基金份额,需要证券法为中小投资者提供保护。但按照传统证券法观点,私募基金投资者与发行人彼此具有一定信任基础,且投资者数量较少,可以通过协商、缔结合同形成相互之间的权利义务关系,法律遂规定对信息披露采取定向私下提供方式,且对证券发行豁免注册。〔8〕在这样的区分原则下,私募基金投资者便被

〔6〕 关于私募基金违法违规警示案例,可参见中国证券投资基金业协会官网通知公告,[https://www.amac.org.cn/xwfb/tzgg/202405/t20240515\\_25546.html](https://www.amac.org.cn/xwfb/tzgg/202405/t20240515_25546.html),2024年11月1日访问。

〔7〕 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重维度》,载《政法论丛》2023年第2期。

〔8〕 郭峰:《资本市场信息披露双层规范体系的基本建构》,载《中国法学》2024年第3期。

视为相对拥有自我保护能力或者能够承受投资损失的主体,并被排除于公募基金投资者的保护体系,而主要依据基金合同实现对自身利益的保护。因此,证券法通过豁免制度,对私募基金投资者提供了有限保护。

## 2. 合同法

既然私募基金投资者是通过基金合同来保护自己的利益,那么我国司法实践必然将大量的契约型私募基金投资纠纷识别为合同类纠纷,并依据双方之间的《基金合同》进行裁判。例如在“白某诉基金公司”一案中,白某主张基金公司在进行投资时,未能对投资标的进行尽职调查,应当对白某的基金损失承担赔偿责任。法院认为:“白某主张某某公司2必须自证尽职调查义务的履行过程,向投资者开示尽调报告,以及在基金募集阶段向投资者开示投资项目交易文件,均无明确合同及法律依据,本院难以支持。”〔9〕

我国民法遵循合同自由,只要不违反效力性强制规定,就被认定为有效。订立合同的双方通过意思自治,以合同条款的约定进行自我保护。但订立私募基金合同的双方之间存在严重的信息不对称,〔10〕削弱了弱势一方通过合同自我保护的能力。由于订立合同的双方,无论是投资经验还是投资能力,都存在显著差别。优势地位一方可以凭借自己对投资活动的细节把握,将大量的风险通过豁免条款排除在外。同时,合同本身只能对合同履行过程中能够预见的情形进行约定,而无法对长期履行的合同进行提前约定。实际上,在任何需要长期履行的合同中,都必然需要合同一方对合同履行内容进行权利填补。在公司法领域中,公司合同理论的最大缺陷就在于它忽略了在公司董事会与股东会的关系中,合同无法对长期履行的关系发挥适当的调整功能,股东对公司董事怀有勤勉尽责的预期。〔11〕

## 3. 私募基金监管法

私募基金监管法,是监管部门对私募基金行业设置的强制性规定。根据双峰监管理论,金融监管目标,可以将私募基金监管法区分为审慎

〔9〕 同前注〔2〕。

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

〔11〕 罗培新:《从政府管制走向市场导向——公司法修改的合同路径分析》,载彭冰主编:《金融法苑》(第55辑),中国金融出版社2003年版。

监管与行为监管。<sup>[12]</sup>其中审慎监管,防范的是系统性风险;行为监管则聚焦于微观层面上的投资者保护。前者如为了避免系统性风险,对私募基金强化注册与报备要求,或者对私募基金组织交易行为进行直接限制。比如,我国《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称《资管新规》)为了保障监管透明度要求,禁止在投资基金结构中设置两层以上的嵌套,<sup>[13]</sup>禁止对投资者进行刚性兑付。<sup>[14]</sup>

基于审慎监管的基金监管法关注的并非个案交易,因此对于作为个体的基金投资者并不会直接发挥保护效应。而监管法律最易产生法律上的形式理性。马克斯·韦伯认为,形式理性在法律上是指“实体法和程序法的运作不是逐案处理,而是根据一般决定的方法”进行处理。<sup>[15]</sup>在基金监管法对基金管理人行为模式进行一般性规定后,监管机构就倾向于按照立法规定,对管理人行动进行一般性审查,而忽略在具体基金投资中的实质性合规。比如我国要求基金募集人应当在推介金融产品时对投资者进行风险测试,而实际上基金管理人只要能够举证已经按照法律规定实施了风险测评这一行动,便初步证明了自身的合规性,逃脱了监管者对其勤勉行为的进一步审查。

### 三、信托法与其他部门法的相互配合:从补充到强化

#### (一) 信托法对其他部门法律规范的补充

由于证券法、合同法、私募基金监管法均无法对私募基金投资者提

---

[12] 吴云、张涛:《危机后的金融监管改革:二元结构的“双峰监管”模式》,载《华东政法大学学报》2016年第3期。

[13] 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第22条:资产管理产品可以再投资一层资产管理产品,但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。

[14] 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第6条:金融机构应当加强投资者教育,不断提高投资者的金融知识水平和风险意识,向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念,打破刚性兑付。

[15] 王明文:《目的理性行为、形式合理性和形式法治——马克斯·韦伯法律思想解读》,载《前沿》2011年第19期。

供适当的保护,有必要对信托法加以强化以实质性增强投资者受管理人保护的程度。本文所述信托法,并非我国成文法意义上的《信托法》,而是调整所有以实质性信托架构而成的私法关系,并由于要求受托人对委托人负担有信义义务的法律规范的统称。我国有学者已经总结与提炼了包含了事实信托关系的我国各类法律规范,<sup>[16]</sup>同时也有学者充分论证了私募基金管理人与投资者关系存续的全部周期均应受到信托法调整法律关系,<sup>[17]</sup>本文在此不再赘述。总而言之,上述法律部门的存在,尽管能够对私募基金投资者提供必要的保护,但若没有信托法的配合,对基金管理人的守法合规行为进行信义义务履行强度上的审查,则相关法律部门极易坠入形式主义的窠臼。

### 1. 信托法的内在性

纵观私募基金投资法的发展历史,可以看到基金法律关系自始便是在英美法系下的信托关系中发育完善。反而是证券法、金融监管在基金投资法律框架发展中,属于晚近形成的法律规范。从委托他人投资这一活动产生伊始,信托法便始终发挥着对委托人提供保护的功能。<sup>[18]</sup>证券法、基金监管法的出现,是以信托法发挥功能的前提下,应时代要求而出现,并与信托法共同发挥对投资者保护的作用。而且信托法作为委托投资法律关系的核心,也在后续证券法、监管法的适用中,不断对新法进行填补与修正。换言之,信托法是围绕委托投资这一行为的母法,而证券法、基金监管法、合同法反而是对信托投资这一活动各个方面进行调整的“补正”。因此,从信托投资这一活动的内在属性看,脱离了信托法的配合,其他的法律部门难以发挥作用。

### 2. 信托法的填补性

信托法的核心是受托人对委托人负有信义义务。在合同法的框架下,由于委托人无法与受托人展开充分协商,必然导致合同的不完备性。对于合同未能拟定,但实际发生的情形,受托人需要按照信义义务的标准

[16] 同前注[10]。

[17] 同前注[4]。

[18] Stewart E. Sterk, *Rethinking Trust Law Reform: How Prudent Is Modern Prudent Investor Doctrine?*, Cornell Law Review, Vol. 95, 2010.

准填补合同未能约定的空白。<sup>[19]</sup> 在私募基金投资活动中,私募基金可能会遇到国家金融政策的调整、金融业系统性风险、流动性风险等超出投资者与管理人预判的事由发生。管理人仅仅对上述风险发出警示(披露)是不够的,而是必须在风险事由发生的时候,及时以审慎标准对存续期间的基金财产进行妥善管理。

### 3. 信托法的灵活性

基于信托法,在委托人与受托人之间存在高度的信义义务。但这一义务,会伴随具体交易场景的变化而出现具体的判断标准。诚如我国学者研究所言,即使在其起源地英美法系,信义义务的理论体系也远非固化成型,各种新的学说、理论以及实务见解层出不穷,毋宁说,信义义务是一个高度灵活、开放以及动态的理论体系。<sup>[20]</sup> 这种灵活性,尽管也为人以其模糊性所诟病,然作为一种基于衡平精神的动态原则,却能够为复杂多样的现代金融交易场景提供全景式的保护,而无需成文法以其僵硬去适应市场的多变,交易的创新。

### 4. 信托法的实质性

信托法的实质性,是受托人在向委托人履行信义义务时,应当以实质性满足忠实与勤勉为标准,即需要以高度的审慎标准全面审查私募基金管理人在融资、投资、管理与退出的全过程中,是否持续性地对投资者进行勤勉与忠实。美国卡多佐法官关于信义义务的著名表述:“受托人的行为标准不仅仅是诚实本身,而是最严格意义上的无上忠信”<sup>[21]</sup>,正是对信托法实质性的精准表达。法院不能满足于对某一行为是否合规进行审查,而是要在具体场景下,去检验行为人是否从高度的忠实与勤勉去履行自己的受托职责。

## (二) 信托法对其他部门法律规范的强化模式

本文认为,在对私募基金投资活动进行调整时,信托法与其他法律部门并非泾渭分明,各自独立,而是相互渗透,彼此强化。信托法通过灵

[19] Oliver Hart, *A Economist's View of Fiduciary Duty*, University Of Toronto Law Journal, Vol. 43, 1993.

[20] 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。

[21] *Meinhard v. Salmon*, 249 N. Y. 458, 463-4, 164 N. E. 545 (1928).

活、实质的信义义务对其他法律部门对私募基金管理人的行为进行审查,而其他法律部门,尤其是基金监管法通过具体规则的制定,为信义义务在私募基金投资活动中的认定进行具体化。故对投资者保护不足的法律规范,经由信托法的义务强化,可相互配合对私募基金投资者进行保护性制度供给。

### 1. 信托法对合同法的强化

信托法与合同法的关系,是在普通法背景下最具有讨论热度的学术议题。合同通过明确的行为约定对双方的行为模式与行为后果进行约定、信托法则通过灵活多样的方式在没有明确约定的情况下填补合同空白。但除了本文已经阐述过的填补性,若合同约定与信义义务下的行为标准产生冲突,那么究竟以何种法律进行优先适用?

在信义义务的要求下,私募基金管理人应当对投资标的的进行尽职调查。但私募基金管理人直接在投资合同中明确投资标的的内容,并经过签字,是否就可以自动免除对投资标的的尽职调查。更有甚者,是否能够直接约定在投资者与管理人之间就某种投资损失进行豁免?在合同法中,简单的结论就是只要不违反法律的强制性规定则有效。但法律关于信义义务的约定如此模糊,仅仅用勤勉尽责加以表述,那么在合同约定的某项义务豁免时,是否能够直接援引信托法,将直接取决于司法机关如何解释信托法关于信义义务的履行标准。

因此,信托法与合同法之间并不仅仅是非此即彼的关系:并非合同明确约定,便可以排除信托法的适用,而是需要对合同的内容进行实质性判断,识别某约定义务,是否与受托人的义务产生了直接冲突与矛盾。信托法为合同自由提供了边界。我国法律规定合同不违反效力性强制性规定则为有效,但若不能灵活、具体地对信义义务进行解释,则信托法中的勤勉尽责之类的表述,无法为法院审查合同条款的效力提供指引。因此,必须通过信托法,尤其是对勤勉义务的具体化、场景化,才能够与我国合同效力审查的“二分法”相结合,实现以“基金合同”为基础的投资者保护,避免管理人利用信息优势缔结不利于投资者的合同条款。

### 2. 信托法对基金监管法的强化

有研究者专门就信托法与金融监管法的关系提出,“资管新规”虽承认资管机构的信义义务,但该文件在效力位阶上仅为部门规章,无法

作为法院的裁判依据。投资者若要向违背信义义务的资管机构主张损害赔偿,必须获得更高位阶的法律支持。<sup>[22]</sup>

但基金监管法本身与信托法的目的是不同的。金融监管法,主要考虑的是对宏观经济的影响与对投资者利益明确的规范性的保护,不能天然的将基金监管法的内容作为信义义务的来源,而是可以利用金融监管法对信义义务的履行方式进行解释与具体化。但具体的某一规范是否能够被理解为信义义务还有待探讨。比如资管新规中,禁止刚性兑付条件下,是否会直接引起对信义义务的违反呢?如果资管机构通过引入第三人增信的方式,为一部分投资者提供了刚性兑付,相较于未能得到刚性兑付,存在投资损失的投资者而言,似乎更加符合对信义义务的遵守。从规章原意出发,刚性兑付之禁令,并非针对某一私法意义上的投资者利益,而更加着眼于整体金融环境的健康发展。<sup>[23]</sup>

总之,信托法渗透于信托投资活动的全过程,并在不同的阶段与合同法、金融监管法进行融合。信托法应当以强制性的信义义务标准对合同约定内容进行审查,而金融监管法中关于投资者保护的部分,可以作为司法机构解释某行为违反了信义义务的说理来源。

#### 四、我国司法机构对私募基金管理人行为信义义务标准审查弱化的具体呈现

信义法对信义关系中的受托人施加了丰富而广泛的义务,可以填补合同法、监管法所无法覆盖的义务空白,并对明确要求的义务规范提供实质性审查的视角。但由于我国司法系统存在的固有审判文化,导致了我国法院系统实际上很难充分地考虑信义法的内容对私募基金投资者进行保护。其中首先是因为我国作为传统大陆法系国家,大部分实际司法审判人员对信义法缺乏了解。其次,在我国的审判秩序下,各级法院

---

[22] 王琦:《资管业务中受托人信义义务的内涵与功能》,载《经济法论丛》2020年第1期。

[23] 参见朱大明:《论信托投资产品刚性兑付的法律规制》,载《法学》2019年第4期。

审判人员都希望避免错案追究,因此更倾向于采用明确的内容对审判提供指引,比如监管规则或者基金合同。利用信义法进行审判,是需要从模糊的法律概念中探索一条不确定的信义义务之路。这些缺失导致我国在实际的司法审判中,对于私募基金投资者的保护出现了下述问题。

### (一) 适当性义务的形式审查

尽管我国司法机构普遍认为,在认定私募基金管理人责任方面,应当按照风险测评要求,对投资者的风险承受能力与投资标的的收益状况进行调查。但由于我国司法机构一般采用的是合同审判的思路,对基金管理人的行为进行审查,因为往往是仅仅根据表面证据对基金管理人已经勤勉尽责进行评价。如上海某法院在审理一起基金纠纷时,认为:“被告作为基金管理人,根据《基金合同》约定,应对投资范围内的投资标的,即某公司2的有限合伙财产份额进行详细调查。而原告并未举证证明被告未对该投资标的进行尽职调查。”<sup>[24]</sup>这直接驳回了原告认为被告未能禁止调查的这一主张。同时,又从投资者风险测评的角度,认为:“原告在投资案涉基金时签订《投资者风险测试函》《风险揭示书》,对于案涉基金风险性质已知晓。被告在案涉基金年度报告中对于基金风险程度的表述确有不一致之处,但上述表述瑕疵系在原告投资完成后,且与原告投资损失之间并无因果关系,故对于原告的上述意见本院不予认可。”<sup>[25]</sup>

法院的上述表述屡见不鲜,在资金募集阶段,对于投资者利益保护最为重要的投资人风险测试与投资标的的尽职调查,几乎都是仅以相关文件的签署即认定管理人义务的完成。同时,对于风险测评,也均从管理人自行设置风险级别的角度对投资者的风险进行分级。其实,从一般推理便可知,在没有国家统一性测试的情况下,仅仅通过形式主义的测评,对投资者的风险能力进行测试,几乎会按照管理人的实际需要测评出任何想要的结果。在这样形式主义的思路指引下,私募基金投资者的风险测评,将完全退化为一个“测试游戏”,无法发挥对投资者风险进行

[24] 上海市浦东新区法院: 张某与某某公司私募基金合同纠纷一审民事判决书, 案号: (2023)沪0115民初11687号, 2024年1月15日。

[25] 同前注[24]。

保护的功能。

而且适当性义务的核心在于与投资者风险、流动性诉求相匹配。在林某与某某公司等私募基金合同纠纷一案中,林某与某公司1签署私募基金合同,并出资100万元认购了某某公司1乐享2号私募基金。之后,林某与某某公司1又签署了该基金的补充协议,“确认至2022年6月6日应支付原告基金年收益18万元,同时自2022年6月至2022年12月期间约7个月,按照基金份额的年化业绩比较基准18%核算期间收益。”<sup>[26]</sup>但由于某某公司1未能按照补充协议约定向林某支付投资收益,因此林某起诉至法院。法院经过审理后发现在基金合同中明确约定,“本基金终止时有未能流通变现的资产,清算小组在该资产可流通变现时应及时变现,变现后按基金份额持有人持有的基金份额比例进行再次分配,直至所有未能流通变现的资产全部清算完毕。”该案的主要矛盾在于林某在投资基金时有明确的流动性要求,而在基金合同中,基金财产的流动性水平完全由管理人所控制。在基金财产无法满足流动性需求的时候,管理人获得了单方延长基金管理期限的权利。从合同的角度似无问题,但如果从信义义务履行的角度出发,法院至少应当审查在投资者收益期届满时,是否应当提供具有流动性的投资标的以满足投资者的收益需要。

## (二) 对合同内容不予审查

在私募基金投资领域,基金合同为主导投资者与管理人之间关系最重要的文本,其内容表达,本身就界定了二者行为的边界。正如上文所述,合同法与信托法之间并非相互排除的关系,而是需要用信托法的视角,对合同内容进行审查,将明显违背信义义务要求的合同内容宣布为无效。但由于我国私募基金案件审理中的合同法思路,导致法院在审查基金合同时,严格遵循合同法原则,将未违反效力性强制规定的合同,认定为有效。如,“在上述材料以及相关风险提示内容下签名。虽然案涉产品确系支付款项在先、签订合同在后,但原告作为具有完全民事行为能力的自然人,在上述材料文件上签名的行为应视为其对投资款的支付系用于投资钜和共赢1号基金的确认。根据上述签署文件,原告确认风

[26] 同前注[1]。

险评估结果、确认了解产品风险、认可其投资行为。可认定钜洲资产公司在销售过程中履行了适当性义务。综上,原告现有证据不足以支持其主张。据此,本院认为原告在购买产品时应当能够了解和理解案涉基金产品的风险……”<sup>[27]</sup>同时,在私募投资法律关系中,过于强调投资者自身的意思自治,将合同约定的超风险投资行为直接认定为有效,比如在唐某案件中,由于投资者在基金合同中,选择了超出自己风险承受能力进行投资,法院便认定私募基金不存在违规销售行为。<sup>[28]</sup>

### (三) 对投资活动未进行足够审查

在信义义务的标准下,基金管理人所可能采取的投资策略可以说非常保守。在美国证券法出台之前,最初的规制模式采用了极为僵硬的“列表式”审查模式,允许基金管理人在法律允许的投资标的中进行选择,对于选择高风险投资标的的行为,均认为违背了基金管理人的法定义务。<sup>[29]</sup>从美国这一早期司法实践的监管起点来看,美国对基金管理人法定义务的审查,最早就包含对投资策略的审查。

但投资标的的列表审查模式过于僵硬,导致证券投资基金行业发展极为缓慢。美国在哈佛案件中,第一次提出了“审慎人”标准,在该标准下,认为基金管理人应当像一个审慎的人管理自己的财产那样,管理他人的财产。<sup>[30]</sup>这一标准,也是对基金管理人投资行为的具体审查。在该审查标准下,人们很快就产生了质疑:如果一个人能够为自己决定购买高风险的投资品类,那么为什么当他对他人的财产进行管理,为何反而不能购买高风险的投资品类。这样的限制,最终导致了投资基金的资本回报率很低。

真正刺激投资基金业发展的还是变化的经济现实:进入20世纪70年代,美国遭遇了严重的通货膨胀。在此经济形势下,采取保守策略的基金经理们,虽然保持了基金账户上形式上的盈余,然而却未能跑赢通

---

[27] 上海市浦东新区人民法院:曹某与钜洲某公司等私募基金纠纷一审民事判决书,案号:(2022)沪0115民初26836号,2023年2月3日。

[28] 北京市海淀区人民法院:唐某与如东精进私募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:(2020)京0108民初41925号,2023年1月6日。

[29] King v. Talbot, 40 N.Y. 76, 86-90 (1869).

[30] Harvard College v. Amory, 26 Mass. (9 Pick.) 446, 461 (1830).

胀,为投资者带来了实质上的经济损失。<sup>[31]</sup> 保守的投资策略再次彰显了其在应对金融市场风险能力上的严重不足。而此时诞生的投资组合理论则为投资基金业的变化带来了理论上的依据。<sup>[32]</sup> 根据该理论,投资收益取决于投资组合,当在一个投资组合中既存在高风险,也存在低风险的投资品种时,那么能够得到市场上较为适中的投资回报率。<sup>[33]</sup> 在理论引发的观念变革中,基金投资行业终于认识到,保守策略的应用将给投资者带来偏低的财务回报,那么再坚持保守的投资策略,便很难被认为符合投资者的最大利益。自此,基金管理人在其投资组合中买入高风险的投资品类,便不再视为一种对投资者资金的冒进。

通过上述历史回溯,可以看到,投资基金行业从来不是仅仅依据投资合同的约定进行投资,而是充分考虑投资风险给投资者带来的影响,走过了一条从极度保守到风险中性的发展道路。而主导这一路径背后的法律理念,恰是信托关系中,受托人对委托人最佳利益的保护。

作为私募基金的管理人,对审慎投资应当存在两个层次的审查:在消极意义上,不得进行违背基金合同投资范围的投资;在积极意义上,应当对自身投资策略进行专业水平的审查。前者对应的是合同义务,后者对应的是信义义务。

然而,我国目前对审慎投资的审查,更多建立在消极意义上。例如,上海金融法院发布的典型案例,潘某诉某资产管理有限公司私募基金合同纠纷案中,潘某签署《资管合同》购买 100 万份,“投资限制”条款约定:“投资于信用债债项评级不低于 AA”,而后 2018 年 5 月 15 日,联合评级公司公告决定将某信公司的主体长期信用等级由 BBB+ 下调至 B,将“17 某信 Y1”“17 沪某信 MTN002”等债券信用等级由 BBB+ 下调至 B。<sup>[34]</sup> 尽管该案例成功地挽回了投资者损失,但从法院的说理中可以

[31] Jeffrey N. Gordon, *The Puzzling Persistence of the Constrained Prudent Man Rule*, New York University Law Review, Vol. 62, 1987.

[32] Harry Markowitz, *Portfolio Selection*, 7 J. FIN. 77 (1952).

[33] John H. Langbein, *The Uniform Prudent Investor Act and the Future of Trust Investing*, Iowa Law Review, Vol. 81, 1996.

[34] 上海市浦东新区人民法院:潘某与长江证券(上海)资产管理有限公司其他合同纠纷一审民事判决书,案号:(2020)沪 0115 民初 4471 号,2020 年 11 月 9 日。

看到,潘某的损失是由于违反了合同义务才得以得到救济。

而在积极意义上,管理人充分利用自身的专业知识进行谨慎投资的法律争议,甚至罕有出现。甚至从法院的说理中,甚至能够看到法院甚至是没有“指望”管理人进行审慎投资的。比如在李某长江证券(上海)资产管理有限公司私募基金合同纠纷上诉案中,法院认为:“投资者的投资决策主要依赖于金融机构对产品的推介和说明,赋予管理人对金融产品相关信息说明及风险揭示的义务,系从程序上保障投资者作出投资决策真实意思表示的前提,也是金融市场‘卖者尽责、买者自负’的制度基石。”<sup>[35]</sup>这一观点,法院在暗示投资决策的判断上,应当依赖管理人对投资者的信息披露,自行作出决策,而该法院之所以能够向投资者进行救济,仅仅是因为管理人未能披露风险。

按照我国学者总结的审慎投资的标准:“(1) 管理人是否制定和完善科学合理的投资策略和风险管理内部细则,有效防范和控制风险;(2) 管理人是否分别管理投资人资产和自有资产;(3) 管理人是否具备与投资行为相适应的能力和法定资格;(4) 管理人在作出决策前是否采取多种方法进行资料搜集与分析,是否寻求律师、会计师和评估师的专业意见,是否慎重考量该决策对于基金在金融资产、关联企业的利益、收入和资本增值、流动性等多方面的影响。总之,管理人应在了解‘所有可合理取得的重要信息’后投资,使符合谨慎投资的要求。”<sup>[36]</sup>管理人在进行投资决策时,必须提供充分的决策依据以对投资损失进行抗辩。而这一点,在我国法院审理意见中,几乎是缺失的。而且,在一些基金管理人合同中,也明确约定:“(三) 基金托管人承诺依照恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则安全保管基金财产,并履行本合同约定的其他义务。但基金托管人不负责基金的投资管理和风险管理,不承担对基金所投资项目(或标的)的审核义务,对基金管理人的任何投资行为(包括但不限于其投资策略及决定)及其投资回报不承担任何责任。”<sup>[37]</sup>

---

[35] 上海金融法院:潘某诉某资产管理有限公司私募基金合同纠纷二审民事判决书,案号:(2021)沪74民终1062号,2021年11月3日。

[36] 同前注[10]。

[37] 上海市浦东新区人民法院:季某与某某公司等私募基金一审民事判决书,案号:(2024)沪0115民初20298号,2024年9月23日。

在某些案件中,投资者本身具有较强的投资能力,对管理人不当的投资策略进行了提示。在某案件中,杨某认识到私募基金管理人管理总规模与单只基金的走势存在必然联系。一审法院认为,“杨某此观点仅能代表其投资策略偏好,并无确凿客观依据”,二审法院认为,“鉴于管理人管理总规模并非案涉2期基金合同所约定内容,故一审法院认为某某公司1在规模问题的介绍上虽有所不当,但并未达到违反如实告知义务之程度。”<sup>[38]</sup> 该案是我国少有的就投资策略问题进行讨论的司法案例,但从法院的表述中,尽管投资者基于个人的金融知识对管理人的投资策略进行了质疑,但法院根本并未回应,而仅审查了投资策略是否进行了告知。结合我国基金管理人动辄将投资策略的自由使用纳入基金合同予以约定,我国投资者不可能通过对基金管理人投资策略的质疑而挽回自己的损失。在我国,基金管理人的投资策略可以说完全属于管理人意思自治的领域。只要管理人未能在投资操作上出现明令禁止的投资行为,其勤勉水平是被免于考察的。

## 五、强化私募基金管理人行为的信托法审查

由于我国司法系统缺乏信义法律传统,加之特有的审判文化与审判考核秩序,需要对司法机构审理私募投资基金类纠纷案件时,从信托法角度强化对现有依据合同法与明确性规章的具体适用。

### (一) 举证责任倒置

根据侵权法的基本原则,过错是对侵权人进行追责的主观基础。信义法本身并非基于合同所产生的一项相对性义务,而是基于“信托”这一行为,在委托人与受托人之间产生的一项不可让渡的法定义务。那么,结合我国传统的大陆法系传统,对法定权利的维护,应当采用侵权模式。

侵权之诉与合同之诉的一个重大区别是对行为人主观的认定。在

---

[38] 上海金融法院: 杨某与某某公司财产损害赔偿纠纷二审民事判决书, 案号: (2024)沪74民终742号, 2024年8月29日。

合同之诉中,法院无需对行为人主观进行认定,仅从行为是否充分、完全的角度对合同履行情况进行审查。但侵权之诉中,法院会认定行为人的主观过错,并根据主张过错的难度,区分为一般过错与推定过错责任。而推定过错责任,一般都存在于被侵权一方难以举证时,通过举证责任的倒置,让侵权人承担证明自己没有过错的法律负担。

在投资基金法律关系中,投资者与受托人之间恰好符合适用推定过错责任的情形。私募基金投资者虽然拥有较强的经济实力与投资经验,但一旦资金转移给受托人,由受托人依据自己的意思进行投资活动。投资者就很难对受托人没有尽责为由提起诉讼。

此外,我国法院在审理私募投资纠纷时,又往往以“合同纠纷”为案由进行立案,从一开始便排除了对私募投资基金管理人进行主观判断的逻辑起点。因此,需要考虑通过司法解释的方式,对司法机构在审理私募投资合同纠纷时,对当事人是否充分履行自己的忠实与勤勉义务进行举证。

## (二) 以信义义务标准对管理人适当履行监管规定进行审查

我国目前的风险等级测试、尽职调查行为的直接法律来源为私募基金监管法,而忽略了这些行为背后真正的法源应当是信托法,是信托法对于高度信赖的信托关系内在地提出了“风险测试”与“尽职调查”的要求,而私募基金监管法对其进行了确认,并纳入政府监管的范围。因此,对管理人是否适当地履行了监管规定,应当从信义义务标准对其进行审查。

适当性义务的履行中,管理人需确保投资组合的设计和管理符合投资者的风险偏好和收益目标,避免因激进策略或投机行为导致不必要的损失。例如,基金管理人在采用高杠杆或高风险投资时,需特别谨慎,确保这些策略不会对投资者的利益产生过度威胁。若基金管理人为了追求高回报而忽视投资者风险承受能力,则构成对勤勉义务的违反。在审查勤勉标准时,法律通常会衡量管理人的行为是否与行业内的合理做法一致,尤其是是否采取了足够的措施降低投资风险。若管理人未能将投资者的利益放在首位,其行为可能被视为不当。管理人还需主动识别、披露并管理所有潜在利益冲突,确保投资决策不受第三方利益的干扰,而不仅仅依据基金合同与私募基金监管法的规定进行“对应式披露”。

例如,若管理人在决策时优先选择与自身或关联公司利益相关的标的,却未向投资者披露该情况,那么同样可以被认定为未能尽到信义义务。

### (三) 以实质性标准强化对合同内容的审查

基金合同是约束投资者与管理人之间基本法律关系的文件。一份常见的基金合同,包含了对投资者各项风险的提示,并认为这样的提示一旦送达,一旦遭遇类似的风险损失,投资者就应当接受。这样的风险豁免,将导致基金管理人投资风险的放任。已经有研究者通过对司法实践的梳理,发现在实践中,风险告知文件几乎全部采用制式条款,法院主要根据投资者签字来作判断,录音录像可作为辅助判断的证据。若无其他证据,法院偏向于认定金融机构已完成风险告知义务。<sup>[39]</sup> 风险告知书作为一个典型例子,可以说明,基金管理人其实已经开始通过合同条款来对自己投资行为的风险防控进行了放任。除此之外,在合同中还存在大量单方剥夺投资者权益的情形。

从合同法角度看,格式条款本身具有排除对方权利,弱化己方义务的,该合同条款无效。但本文已经阐述,信义法本身具有模糊性,无法给法院以明确的指引,而有待于具体化与类型化。因此,在我国法律语境下,很难直接援引信托法对具体的责任豁免提出抗辩。对格式条款的内容审查,依然要回到信义义务本身的范畴内进行考虑。

因为信义法的规定是对合同的明确约定的限制。合同并不能排除信义法的适用,因此在投资者与管理人之间存在信义关系的前提下,应当对基金合同进行全面审查。从信义义务的力度上,可以将违反信义义务内容的行为区别为,强制性规范,比如根据我国的金融监管规章,对投资者保护不足的行为,是不得通过合同予以排除的。

### (四) 以审慎标准强化对管理人投资活动的审查

私募基金管理人在进行投资活动时,固然是要尊重其商业判断,不宜通过司法途径对其行为进行干扰。但由于私募投资者基于对基金管理人的信赖,将其财产全盘托付给具有专业技能的管理人,那么就需要对其投资活动是否审慎进行评价。在传统信义关系的框架下,美国公司

---

[39] 叶冬影:《金融机构适当性义务的法律性质与司法审查——基于裁判分歧的分析与展开》,载《商业经济与管理》2022年第11期。

法股东作为投资者,也会对公司董事的商业决策导致的损失进行发难。正是在对经营活动可能带来损失的巨大压力下,商业判断规则作为豁免董事责任的一项制度才应运而生。然而,该规则之所以被迫切地需要,恰是因为在经营活动中,对董事决策本身进行司法评价的达摩克利斯之剑一直悬停于公司董事之上。同样作为信托关系的一种:基金管理人与投资者,也应当对投资决策行为进行司法评价。

比如在王某一案中,王某投资的私募基金在标的资产即将取得重大财务收入的前夕,不再投资给标的资产,而与此同时,该私募基金的关联方却成功在关键节点买入优质资产,为其投资者带来了丰厚回报。王某就其本应获得的资金回报主张损失。我国法院在审理的过程中,认为私募基金并未造成王某实际损失,同时投资基金的商业决策应属于意思自治,驳回了王某的该项诉请。<sup>[40]</sup>

但关联方的同样同类基金在投资策略上出现明显差异,那么显然需要管理人对其投资决策进行审慎性解释,而不能以结果上的“无损失”进行抗辩,也不能仅仅以基金独立性与基金合同的约定为由就认为对投资者进行了专业而审慎的勤勉义务,而是应当就投资决策的可疑之处或者纠纷产生的争议点,要求基金管理人从审慎而专业的层面上,对其决策进行解释。必要时,我国可以设置相应的私募基金管理人的商业判断规则对其投资决策进行豁免。

(编辑:孙秀满 姜沅伯)

---

[40] 上海市浦东新区人民法院:王某与平安财富理财管理有限公司等私募基金合同纠纷一审民事判决书,案号:(2022)沪0115民初50460号,2023年3月21日。