

论全周期视野下私募基金管理人的信义义务

许多奇

摘要 管理人信义义务是贯穿私募基金始终并破解法律风险的关键。培育信义义务的进程应与私募基金市场的发展同步演进,而我国私募基金管理人信义义务生长的环境却迥异于英美国家,重募集环节,轻投资、管理和退出环节等本土特色明显。通过全周期各环节信义义务的检视,我国私募基金信义义务的实现机制既要设计适当的协议条款,把握管理人信义义务的切入点,明确监管边界,遵循最佳执行原则;又要厘定司法裁量标准,引导私募基金从被动型向主动型管理转变,形成私募基金管理人信义义务“因事制宜”的归责进路。

关键词 私募基金;管理人;信义义务;本土特色;全周期;《信托法》

中图分类号 D912.29 **文献标识码** A **文章编号** 1672-7320(2022)05-0023-12

基金项目 最高人民法院2020年度司法案例研究课题(2020SFAL010);复旦大学人文社科青年融合创新团队项目(IDH3457009)

私募基金是向特定投资者非公开发行证券,销售和赎回都通过基金管理人与投资者私下协商,从而可能享有相对“公开证券注册豁免”制度的基金^①。我国私募证券历经30多年发展,作为支持实体经济的重要力量,逐渐成为除银行贷款、公开债券市场融资和首次公开募股(IPO)之外的重要融资手段之一。由于私募基金受到政府相对宽松的监管,频繁曝出透明度不足、法律规定确定性不够等规制失灵事件,在投资者可能取得高收益的同时,蕴藏着不利于保障基金持有人权益的高风险隐患^{[1](P51-54)}。细察之,私募基金涉及的主体众多,法律架构外观纷繁,内在法律关系复杂导致其性质难辨。拨开表象见本质,相当比例的黑幕事件均由基金管理人恶意欺诈或重大过错行为所致,私募基金中贯穿始终的管理人信义义务,既是破解私募基金风险的关键之匙,也是私募基金业发展的“牛鼻子”^{[2](P54-58)}。

一、私募基金管理人信义义务发展的应然与实然

信义义务起源于英美法系,在循序渐进的发展过程中,其适用范围也自然延伸到了本质上属于信义关系的私募基金法律关系。但作为一个舶来概念,私募基金管理人的信义义务在我国仍面临应然与实然之间的冲突与落差。

(一) 应然:培育信义义务与发展私募基金市场的同步演进

众所周知,信义义务存在于信义关系之中,事实上的信义关系就是推定信托。不论契约、公司还是有限合伙形式,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。在该关系中,作为受托人的基金管理人具有信息、能力和地位上的优势,承载着投资者的信任,并为其管理财产或享有高度授权。以简约化的私募股权基金为例,基金管理人主动管理基金资产的内在逻辑是,基金经理筹集资金并投资目标公司,即以私募股权基金的投资组合资金换取目标公司的股份。通过资金的注入,私募股权基金希望该家被投公司的价值升值,以便出售股票并从中获利,理想且流行的退出策略

^① 我国私募基金发行对象不超过200人,采用没有核准、注册要求的非公开发行方式,基于市场化的激励约束机制而形成。

是:投资组合做得足够成功乃至被投公司足以申请在证券交易所上市,随后私募股权基金将在被投公司IPO成功后出售其股票,从而获得可观的利润;或将升值的股票出售给其他私募股权基金,使投资组合项目得以清算^[3](P559-585)。由于信息严重不对称,如果基金管理人滥用信任、谋取私利,后果将会不堪设想。法律必须明确,只有在投资者具备自我保护的能力,且基金管理人绝对可兹信赖时,私募股权基金的发行才能得到相应的注册/监管豁免^[4](P144-152)。毋庸置疑,现实中不乏私募投资基金经理在信义义务的范围之外开展工作,自然引发了通过加强信义义务达到保护投资者最佳方案的强烈需求。

然而,正如DeMott所言,“信义关系是英美法系中最难以捉摸的概念之一”^[5](P879-924),信义义务的内涵有着随法律发展而逐步扩张的过程。信义义务的概念起源于英国法。最初,信托被运用于宗教和遗产继承,英国普通法并不承认用益(信托)的效力;直到衡平法中,为了使信托受益人的权利获得切实保护,信托受托人的法定义务即信义义务才得以确立。后来,信托被广泛应用于商事领域,在数百年的历史长河中,逐步形成以信义义务为核心的信托传统^[2](P54-58)。简言之,它产生于英国的用益制度,随后扩张到信托制度,乃至更广阔的法律关系。为了规制受托人利用自身地位侵吞或者损害托付财产的行为,大法官从衡平法的基本理念出发,利用手中的自由裁量权,逐步强加给受托人与其权利不对等的苛刻义务和责任^[6](P1573-1595)。英美法系国家的信义关系发展至今,除了信托关系、公司董事、代理人以及合伙人四种类型的法律关系或身份蕴含信义义务外,监护人与被监护人、律师与客户、破产清算人与债权人、银行与客户、投资顾问与委托人之间都被逐步确认存在信义关系,且信义关系仍处于不断扩张的状态^[7](P24)。

英国法中的信义义务一般单指忠实义务,美国法则进一步发展并丰富其内涵,包括忠实义务和注意义务^[8](P92-102)。当前的英美法理论,通常将忠实义务理解为控制受托人裁量权^[9](P123-133)。以投资为目的的信托关系中,投资标的往往被限制在较窄的范围内,以免受信人滥用裁量权。在被授予自由裁量权的范围内,法院不能以受信人违反义务为由介入其中,只有在其行为不忠于信托目的时才能介入^[10](P338-339)。其中,受信人的自由裁量权范围颇难判断,成为限制信义义务发展的根本原因。次贷危机之后,为了度过经济危机并扶持创投企业,美国政府再次将目光转向那些创业型企业和中小企业,试图通过放宽对私募基金的监管,缓解中小微企业的融资压力并扶植其成长,通过这些企业创造更多的就业机会,促使经济复苏^①。随着注册制度逐步宽松,受信人的自由裁量权相对扩大,信义义务也随之不断加强。诚然,私募管理人为履行职责行使裁量权是受信人必不可少的权限,而自由裁量权的滥用风险正是信义关系必然的、内在的风险^[11](P808-816)。两者之间的内在张力与动态平衡关系,是不同时期美国法的关切所在。近年来,由于私募基金管理人信义义务遵循的标准不够统一,美国劳工越来越多地通过自我决策开展401(k)计划和个人退休账户(IRAs)的退休财务安排。许多储蓄者在应对理财规划挑战时会寻求专业建议,过去可能只会交给专业养老金管理人进行投资决策,现在则由数百万经纪个人做出投资方案。学术研究证明,这一建议受到利益冲突的困扰,导致许多投资者持有表现不佳的私募投资项目。鉴此,“奥巴马政府信托规则”(the Obama Administration's Fiduciary Rule)^②(P54)随之颁布,旨在通过改变财务顾问的补偿方式来解决这些冲突。特朗普政府暂停执行该规则18个月以审查施行效果,该规则最终被第五巡回法院驳回。被驳回的关键在于,该规则使美国投资者从两种截然不同的渠道获得投资建议,一部分投资者从承担信义义务的注册投资顾问处获得咨询服务^③,而另一部分投资者则通

① 2012年4月5日,时任美国总统奥巴马签署了《创业企业融资法案》。该法案一共有7篇,其中第2篇《创业企业的资本形成》和第3篇《网络公众集资法案》对美国证券私募注册豁免制度进行了修改,扩大了豁免的范围。修改的主要内容包括:取消(D条例)之《506规则》的禁止性规定;将《网络公众集资法案》加入《1933年证券法》的第4条,为符合条件的互联网股权众筹平台提供私募注册豁免,等等。

② 根据行业实践,包括信托规则、最佳利益合同豁免(BICE)、禁止交易豁免(PTE)84-24和其他次要规则在内,通称为“信托规则”,还将把“规则”作为“信托规则”的缩写。

③ 美国采用“投资者—投资公司—投资顾问”架构,大部分投资顾问也充当基金管理人角色,而我国则采用“投资者—管理人”架构。

过不承担信义义务并从金融产品中获取销售佣金的经纪商处获得投资建议,显然后者可能鼓励投资者购买风险过高、不适当的投资产品,只有前者不存在利益冲突,只为了委托人或受益人的最大利益提供投资建议而值得信赖。该信托规则极具争议,经过了几天的听证会,获得了数千条评论,并有数百页相关的新闻文章和评论在行业媒体和主流媒体上发表^[12](P54-55)。2019年,美国证券交易委员会(SEC)颁布了最佳利益条例(17 C.F.R. §240.151-1- Regulation Best Interest),直接针对信托规则尚待解决的问题。虽然信托规则最终未获通过,在其短暂的存续期间亦极少受到学术关注^[13](P387-388),但仍可从争议之声中汲取不少教训。由于保护投资者不受对立顾问服务影响的运动仍在继续,亦能管窥始终不变的是信义义务在美国法律文化中深植人心的主线,变动的只是信义义务的范围随投资者需求变化而不断加以调整,以达到满足市场需求与保护投资者权益的终极目的。

由上可知,英美法系信义义务发展是一个循序渐进的过程,私募基金管理人的资质和信用既是受信人在多次履行信义义务过程中积攒起来的“道德外衣”和“能力品牌”,又是通过一整套制度框架支持其生存空间并推动信义义务不断强化发展与夯实的漫长过程。这个过程已为历史所证成,也理应成为我国信义义务生长并参照发展的路径和方向。

(二) 实然:我国私募基金管理人信义义务生长的差异面向

我国虽然缺乏信义义务形成的历史沉淀过程,但私募基金亦与促进科技创新政策同步发展,在形式上颇为类似。私募基金是在市场供需关系拉动下,参照国外私募基金运作规律自发产生,与美国私募股权投资的发展类似。我国对私募基金的探索和发展也是从风险投资肇始,可追溯到20世纪80年代。1985年中共中央发布的《关于科学技术体制改革的决定》中提到了支持创业风险投资的问题,1985年9月,由国家科委和财政部等部门筹建了我国第一个风险投资机构——中国新技术创业投资公司(中创公司),标志着中国本土私募基金由此开始。20世纪90年代初伊始,大量的海外私募投资基金开始进入我国,从此揭开了我国私募基金投资的序幕。1996年5月15日,第八届全国人民代表大会常务委员会第十九次会议通过的《中华人民共和国促进科技成果转化法》,将“创业投资”这一概念首次纳入了法律条文。1998年3月的中国人民政治协商会议第九届全国委员会第一次会议上,旨在大力发展风险投资事业的“关于尽快发展我国风险投资事业的提案”被列为“一号提案”,中国风险投资和私募基金的政策法律实践进入了一个全面推进体制建设的新阶段,通过制定财税、金融扶持政策大力推动其快速发展,市场上随之涌现大量的咨询公司、投资工作室等,甚至出现各种违规操作的“小作坊”,在1999年5月至2000年11月达到一小高潮。随着21世纪初美国股市泡沫破灭以及恐怖袭击事件的发生,世界经济出现了格局大调整,我国国内创业板搁置,于2001年后开始规范调整,大批委托理财公司因亏损而退出。直到2004年2月,深圳国际信托投资公司发行了一只证券类信托计划“深国投·赤子(中国)集合资金信托”,这是国内第一个采取信托方式发行,由私募机构作为投资顾问的私募基金产品,该产品开创性地聘请了产品投资顾问,被业界认为是中国阳光私募证券投资基金的诞生标志,开启了我国阳光私募基金的新纪元。2008年10月发布的《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》标志着地方设立创业投资引导基金有了明确的规范。与此同时,中国法中“信义义务”的雏形主要借鉴英美法系而来,分布在《信托法》《公司法》《证券法》等多部商事法律中,但适用范围有限,此时的信义义务尤其不适用于有限合伙形式私募基金的基金管理人^[14](P185-217)。值得关注的是,2013年6月开始实施的《证券投资基金法》将非公开募集基金纳入协调范围,构建了与公开募集有所区别的制度框架,中国私募基金自此进入阳光化发展阶段,新基金法的实施是私募基金行业历史中具有里程碑意义的事件,其中部分条文涉及信义义务内容^①。2014年5月,国务院发布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》(即“新九条”),对新时

^① 《证券投资基金法》(2015年修正)中第4、5(2)、9(1)(2)、18、19、21(1)(2)、22(2)条等规定不仅确定了基金财产的信托属性,而且为基金管理人“忠实”“注意”义务确立了总则性规定、利益冲突的管理规则以及不得从事违反其信义义务的行为。

期资本市场改革、开放、发展和监管方面作出统筹规划和总体部署,并单列一条明确提出培育私募市场,将发展私募基金市场上升到了资本市场的基础与战略高度,为私募基金行业开创了前所未有的大好机遇。随着两大法系的融合,信义关系和信义义务逐步走进中国法律体系,以商事领域为甚,但与经历漫漫历史逐步发展出来的英美衡平法中的信义义务相较,存在以下明显的本质差异:

首先,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。我国《信托法》的舶来经验彰显出信义观念在与大陆法系更为接近的中国落地生根的艰难与困境,许多学者以为信义关系的规则可以放到大陆法系的框架下运作,由诚实信用原则来代劳,甚至怀疑在诚实信用原则以外引入信义义务法律规则的必要性^[15](P27-36)。实际上,英美法系一直沿着另一条道路行进,英国合同法长期不承认诚实信用,曾经一度坚持古老的“买者自负”原则(caveat emptor),其深层逻辑在于,合同属于完全的自利行为,不需要过多的道德要求。而有着内在道德要求的信义关系,在普通法中较早萌生,伴有衡平法的一套理论体系加以调整,并在该领域形成了富有利他主义精神的、道德标准较高的信义义务^[16](P107)。进一步而言,两者清晰程度不同,诚实信用作为民法的帝王原则内涵较为模糊,而信义义务虽历经演变,其适用范围不断扩张,基本主线却相对明确,居于核心的忠实义务和勤勉义务自始未变。整体而言,委托人和受托人之间的关系仍可视作建立在合意之上的关系,但该种合意与法律上狭义的合同意思存在差别^[17](P140-153)。合同关系往往同诚实信用原则紧密相连,这与可被托付与信任的信义关系不同,前者只要不损害他人利益即可,强调忠实于事,后者则是一方对另一方事务处理自由裁量权的授予,强调忠实于人。在私募基金法律关系中,自利性的智慧多为受托人自身牟利,这恰恰与利他性本质的信义义务相悖,因为其核心体现为基金管理人的行为必须忠于委托人的明确道德要求和规则取向。

其次,普通法系以司法判决推衍形成市场普遍信任,更有利于培育信义义务共识。虽然信托关系中的受托人享有的所有权,与大陆法系物权法意义上的所有权在权利外观和权能上并无太大区别^[18](P74-86),但围绕受托人展开的信义义务,关键在于其“忠”“信”的利他义务。著名的Meinhard v. Salmon案(Meinhard v. Salmon, 249 N.Y. 458, 164 N.E. 545 [1928])判决中,卡多佐法官提出了影响后世的信义义务论断:“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”^[19](P106),从而将其上升到一种基于信任的道德标准。自判决以来,对信义义务的违反不仅会破坏当事人之间交易关系的平衡,还意味着对委托人信任的背弃以及对道德义务的违反。一系列涉信义义务的司法判决对文化的影响巨大,马克斯·韦伯等著名法社会学学者曾将信任化约为文化和道德因素,然而,信任的产生和投放属于自发性的活动,任何国家、社会、团体以及私人都不可能做到强迫A必须信任B,根植于相对封闭的小农经济的生产模式也无法培育出强力的普遍信任与系统信任。质言之,必须依赖于普遍信任的管理人的信义义务,在中国传统文化中缺乏蓬勃生长的环境^[16](P107)。“忠实”本身就具有很强的道德属性,加之如今的受托人不限于传统熟人社会中的“受人之托、忠人之事”,而是演变成为大规模给他人打理财产的专业基金管理人,他们按照合同收取费用,接受相关金融监管部门监管,相应地,信义义务中“忠实义务”的强制性道德内涵也亟须更新^[20](P929),并逐步培育出具有普遍信任基因的私募基金市场文化。

最后,普通法系归纳式的思维方式,更有利于促进信义义务内涵的扩张。我们不能用大陆法系演绎式的思维方式理解普通法系的具体制度,也不宜简单将来源于典型归纳式思维的信义义务制度放在大陆法系的框架中加以理解。从历史上看,为了解决普通法无法化解的失信症结,在大法官自由心证和造法活动的主导下,在法律共同体的推动下,司法实践频繁适用信义义务,通过不断从个案中归纳总结,衡平法发展出范围不断扩张的信义义务,逐步形成了信义义务的理论内涵。如同伊斯特布鲁克等学者所言,信义义务与合同义务类似,但这里的“合同”具有相对宽泛的概念,更多地是一种经济或伦理意义上的“合同”^[17](P140-153)^[21](P427)。针对这种不同于传统私法的“合同”,裁判者则不仅考虑当事人“约定”中的文字内容,而且根据信义义务观念和当事人之间的其他因素,来解释其内容^[22](P235-240)。在英美法系中,违反信义义务的法律后果也灵活多变,高度依赖法官的自由裁量,通过一个个鲜活的案例

演绎,归纳总结得出诸如衡平法上的返还获利和拟制信托及其相应的救济方式和责任规则,反过来推动了信义义务的丰富与发展。

二、私募基金管理人信义义务的本土特色

私募基金包含公司制、契约型和有限合伙制三种组织形式,决定私募基金采取哪种组织形式的关键因素有:一是私募基金的投资者希望参与投资决策机制的深度。公司型私募基金的投资者往往能发挥更大主导作用和更强参与力,即投资者的介入程度最深,因而决策效率也最低;投资于二级市场的契约型基金,投资决策的效率相对较高,投资者则通过信息披露的形式被动地了解私募产品和项目信息,有关投资范围、投资标的、投资限制、投资比例是通过契约的形式得以实现;有限合伙形式介于两者之间,通常由作为普通合伙人的管理人进行自主独立决策,如果投资上市公司股权则会设计投资决策委员会机制,有限合伙人及其代表也有可能加入该委员会。二是主管部门在投资登记和市场准入方面的特殊要求。投资未上市公司股权需要办理企业变更登记,若以契约型基金进行投资,该股东到底是登记为管理人还是私募基金存在争议(在实践中要求登记为管理人);而有限合伙企业和投资有限责任公司恰恰可以解决投资标的的登记问题,前者甚至比后者更方便,年度备案的披露要求也更为宽松,且具备更高的隐私水平^[23](P68)。三是由税负水平决定。公司型私募基金投资运作除缴纳增值税外,投资收益须缴纳25%的企业所得税,若再向投资者分红,还要缴纳个人所得税,存在典型的双重征税现象。契约型基金的税额最低,包括由金融机构所管理的私募资管计划如果投资项目,首先须缴纳增值税,其次所有收益若向投资者分配,投资者则需自行缴纳个人所得税。

由于利弊各现,基金管理人会根据设立和运营基金的灵活性、设立和运营成本、投资者和管理者责任分配等因素,来选择不同的组织形式^[24](P128-142)。实际上,我国《证券投资基金法》第153条允许设立公司型的证券投资基金,现实中却很少采用公司形式,反之,信托计划、资管计划以及绝大部分证券投资基金均是以合同的形式存在,不具备法人资格,与单位信托具有相似性^[24](P128-142)。但不论形式如何,其本质都不失为一种信托关系,表现为具有中国特色的“信义义务”。

首先,信义义务嵌入私募基金结构的表现形式不同,而违反勤勉尽责的行为本质相同。在公司制私募基金组织架构中,公司管理者通常仅对股东而非其他债权人承担信义义务;而在合伙型私募基金中,普通合伙人GP要持续担当受托人(基金管理人),还要同时服务于多个不同委托人(有限合伙人LP),容易引发利益冲突。显然,精确界定私募基金管理人的“信义义务”内容颇为困难,不仅因私募基金信义关系的类型、投资者和基金管理人协议、投资方保护自身利益和能力存在差异,从而在范围、强度和内容上判然有别,信义义务内涵本身也正在不断演进^[25](P40-52)。在《证券投资基金法》第9条、《信托法》第25条等条文中均有恪尽职守、诚实信用等相关内容,然而,实践中因管理人对投资者风险承受能力评级、风险评估过程中未全面审慎评估或评估程序不合规,管理人未对产品风险等级进行有效评级、未对推介材料的合规性做合理审查、未对代销机构资质和能力进行充分审查而选任不具有相应资质的代销机构等违反适当性义务的情况却频频发生,其本质上均属于基金管理人自身要求不达标,不够勤勉尽责。

其次,私募基金中“伪信义义务”现象普遍。由于传统民法的委托代理中受托人、代理人不负有忠实义务,导致我国基金管理人不具有信义义务的实践传统^[8](P92-102)。一方面,管理人往往采用自己或者第三方承诺保本保收益的方式销售私募产品,目的仅限于用保底刚兑承诺取得投资者的信任以提升销量,其实最终不能保证兑付且所作承诺与真正的信义义务无关。另一方面,一些行为则显然并不符合信义义务,包括基金管理人针对可能存在利益冲突的情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息,隐瞒或提供虚假信息,导致投资者做出错误投资决策而遭受损失;在投资前未履行尽职调查义务,甚至在投资期间擅自挪用基金财产,或未依照合同管理和运用投资财产,未按约定在基金触及预警线和止损线时进行减仓和平仓操作;私募基金项目退出未按照约定或法定义务清算;甚至在投资者投资私募基金

遭受重大损失后,发生管理人经营中断、失联、跑路等极端情形。上述这些行为都未必涉及不法的意图或行为,却都牵涉对“真假信义义务”的判断^[26](P230)。事实证明,私募基金行业存在多而不精、鱼龙混杂等情况,究其原因用承诺兜底等方式吸引资金,往往淡化了私募基金管理人信义义务的核心内涵。

最后,我国私募基金普遍重视募集,轻视投资—管理—退出环节。我国私募基金纠纷涉及募集、投资、管理、退出(下文分别简称募、投、管、退)各环节,其中相对地多发生于投资和退出环节,尤其是涉及退出环节的占比高达61.25%^①。究其原因,一是我国私募基金高度重视资金募集。为了符合私募基金监管要求,尤其是新成立的管理人在获取资金方面渠道较为有限,其证明业绩需要的周期相对较长,无法与规模较大的私募基金竞争,亟须尽快增大基金规模。二是私募基金投资和管理能力亟待大幅提高。管理人未能聚焦投资主业,深入研究投研管理体系,优化基金投顾、托管、估值和评价机制。三是缺乏在全周期中全面落实监管底线的机制,一旦跟被投资企业有分歧,往往无法通过有效渠道获得被投资企业财务数据,就无法涉及专业的估值、作价抵偿,甚至难以获取拍卖标的的基础信息。私募基金行业乱象丛生,表面看似是不合规带来的纠纷,实则乃基金管理人缺乏坚守全周期信义义务信念的必然结果。

三、全周期私募基金信义义务检视

募、投、管、退是每一只私募基金生命周期中不可或缺四个环节。在各环节,基金管理人都必须恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。甚至有观点表明,管理人在全周期私募基金运行过程中,可以突破合同的相对性,遵循和守护忠实义务和注意义务,而现实却不尽如人意。

其一,客观募集的信义义务。募集阶段,基金管理人和销售机构合规意识缺乏,不仅经常疏于登记和备案手续,雇用无资质人员参与募集,还缺乏投资者适当性的有效关注。一是在相当长的时期内,未能事先了解客户(特定对象确定、合格投资者确认、投资冷静期及回访确认)、让投资者了解产品(风险评级)以及投资者适当性匹配。二是未能严格遵守法律法规,采用预期收益率零风险保本收益等表述,与投资人私下签订补充协议,使得变相承诺保本收益成为常态。三是未能充分尊重资本市场客观规律,相关项目安排未能充分体现风险收益匹配的特征,偏离市场经济基本规律和资本市场规则,承诺用基金管理人自有资金先行承担亏损或弥补投资人损失。四是不够注重基金合同风险条款起草和风险的充分披露,时常表现为夸大或片面宣传业绩,导致投资者对基金可能存在的各项风险认识不足。私募基金管理人如果在基金合同中向投资人承诺全权负责资金安全性问题,属于存在刻意隐瞒投资风险、诱导和欺诈投资者、违法募集基金的故意,具有明显过错,应当承担相应责任。质言之,募集阶段的信义义务缺陷和漏洞随处可见,导致争议和纠纷频频出现。

其二,审慎投资的信义义务。私募股权基金中的有限合伙关系通常依据合伙协议设立,这意味着可以根据投资者的需要“定制”合同条款。因为私募投资是相对非流动性的投资,所以通常确定相对长的固定投资期限,国外私募基金投资锁定期限通常不低于十年,但必须事前告知投资者的资本将被“锁定”的期限及其可能的变化^[27](P1-67),这对于投资项目与投资者保护都有重要意义。一是管理人应依法尽职调查^②。投资前履行尽职调查义务,有效管控风险,跟踪资金安全,不得进行不正当关联交易、利益输送、内幕交易、操纵市场以及向本机构注资等行为。二是各投资项目须独立运作^③。每只产品的资金单独管理、单独建账、单独核算,不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务

① 该数据是以2016年至2021年上海法院所审理的涉私募基金案件为基础进行统计分析得出,数据来源于上海金融法院于2022年2月17日发布的《私募基金纠纷法律风险防范报告》。

② 法院认为,由于ATM机的投放数量直接影响融资项目的投资收益款,属于尽职调查中的重大事项,某文公司在尽职调查中并未对此予以充分核实,因此,应视为其未尽到审慎尽职调查义务(北京市第二中级人民法院[2020]京02民终5212号民事判决书)。

③ 法院认为被告某枫公司作为案涉基金管理人,应按照《基金合同》约定履行受托人义务,独立管理和运用基金财产,包括按照约定投资范围投资运用基金财产,对投资者进行必要的信息披露,及时揭示私募基金资产运作情况,向投资者定期报告(广东省深圳市福田区人民法院[2018]粤0304民初31073号民事判决书)。

等等。三是管理人在整个流程中履行信义义务。必须按投资合同约定操作基金财产,不得擅自操作基金财产,依据合同约定在基金触及预警线和止损线时进行减仓和平仓操作,不可提前反向操作,导致基金产生亏损;必须随时结合投资标的业务领域判断是否存在各类法律风险,决定投资时未结合营业额持股比例、公司治理判断是否合法合规而进行不符合常理的投资操作等都属于未恪守谨慎投资要求、违反信义义务的行为。

其三, 恰当管理的信义义务。在投资项目后管理阶段的信义义务也不容忽视。一是管理人合法行事义务^①。管理人应切实履行主动管理职责,帮助被投资企业完善经营管理,实现受托资金增值的目的,除了常规依法登记和依法办理备案手续外,须持续关注敏感业务领域的违法风险。二是管理人充分履行法定信息披露义务^②。国内项目多为被动管理而非主动管理,即由融资方发起为自身服务(如房地产商)。这种由融资带动投资的逻辑,导致管理人难以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,隐瞒或者提供虚假信息,使投资者的知情权无法有效实现,导致其做出错误投资决策遭受损失等。三是基金管理人和托管人两者之间的义务分配。由于《信托法》在共同受托责任的规定上未有明确的例外性规则^③,且根据《证券投资基金法》的规定,托管人的信义义务不得约定排除^{④[28]}(P241-260),依照文义解释容易得出“托管人承担连带责任”的法律适用效果。虽然理论上存在争议,实际上“共同受托”最核心的含义是数个受托人“共同处理相同的信托事务”,而负责保管财产和监督职责的托管人,与负责决策和实施投资行为的管理人显然各司其职,因而,司法实践中尚未出现私募基金托管人和管理人构成共同受托人并承担连带责任的裁判案例。如果严格施加“共同连带责任”,则易使托管人处于报酬不高而风险过高的矛盾之中,逐渐丧失托管热情,与基金管理人之间推诿责任,或尽量在文件中限缩己方义务,反而不利于恰当管理信义义务的贯彻和落实。

其四, 有效退出的信义义务。不管私募基金通过被投公司IPO上市后在二级市场退出,还是将其对外投资份额出售给其他私募基金,抑或选择资产组合公司(有限合伙)的清算,退出与清算都是私募基金中一个核心问题。管理人应确定收益分配方案,及时以管理人名义代表投资者利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为,保证资金按时退出。但管理人是否尽到信义义务的情况颇为复杂,往往难以简单判断。一是私募基金合同清算条款规定不够明晰。由于私募基金合同多为管理人提供的格式条款,管理人可以通过延长期限、债转股等方式避免清算,而在许多情况中投资标的已经成为空壳,对于私募股权投资基金,管理人还会主张未能清算的原因是股权无法变现,并非管理人主观上不愿清算。二是部分基金管理人的义务履行能力和诚信意识不足,导致退出条件不成就时争议颇多。管理人因自身行为导致投资者退出条件未充分满足,又在诉讼中以退出条件未满足为由对投资者退出请求进行抗辩的情况时有发生(江西省南昌市东湖区人民法院[2020]赣0102民初697号民事判决书),时常引发投资者不满导致纠纷频发^⑤。三是部分投资者对于投资预期过高,资产流动性差导致私募基金不能清算。当发生亏损

① 法院认为被告管理人某信利源公司未按合同约定对基金仓位进行减仓和平仓操作,导致损失扩大,故应对其违约行为导致的原告投资者何某损失承担赔偿责任(四川省成都高新技术产业开发区人民法院[2018]川0191民初19002号民事判决书)。

② 参见2014年8月21日颁布生效的《私募投资基金监督管理暂行办法》(证监会令[2014]第105号)第24条。

③ 参见《信托法》第32条。

④ 参见《证券投资基金法》第9条。但亦有观点认为,将《证券投资基金法》第三章中基金托管人的职责视为法定职责不妥。一方面,面向合格投资者发行的私募基金可以豁免强制适用公募基金规则,《证券投资基金法》第十章“非公开募集基金”处处体现“按照基金合同约定”即为佐证。另一方面,即使基金合同未另有约定,私募基金被动适用《证券投资基金法》,将公募基金的托管职责全盘适用于私募基金也不尽合理,原因是《证券投资基金法》第36条、第37条的规定内容在2013年以前就已存在,而那时的基金法规制范围只包括公募基金。从市场实践角度讲,私募基金托管人强制适用《证券投资基金法》要求的托管职责也难以具备操作性。

⑤ 如因管理人过错导致投资目的不能实现,投资者以基金合同目的不能实现为由主张解除基金合同,引发“合同目的不能实现”认定纠纷。再如,私募基金投资期限届满,或者触发提前退出情形,由于基金合同中就清算启动程序、条件、主体、清算责任约定不明,或者管理人怠于履行清算义务,致使投资者是否存在损失以及损失具体金额难以确定等情况。

或者与投资者预期不相符合时,投资者倾向于认为前述情况系由于管理人未尽信义义务所致,管理者对此需要证明自己已尽到合同义务,例如有些私募基金涉及对冲风险,该如何去做以及义务该尽到什么程度;而在管理人未履行投资义务(湖北省武汉市江汉区人民法院[2019]鄂0103民初6629号民事判决书)、资金投向约定外其他事项(广东省深圳市中级人民法院[2017]粤03民终22174号民事判决书)、私募基金的产品期限和投资标的退出周期之间存在明显不匹配现象时,部分投资者能否通过行使债权人代位权向目标公司主张债权,资金管理人为尽到信义义务该如何进行清算,则都值得甄别和考量(北京市朝阳区人民法院[2019]京0105民初86863号民事判决书、浙江省丽水市中级人民法院[2020]浙11民终250号民事判决书及山东省济南市中级人民法院[2021]鲁01民终3099号民事裁定书)。

近年来,私募股权基金到期无法清算的纠纷频发。无论投资人通过违约还是侵权举证自己的损失,都需要证明自己损失的确定性,即损害原则上应是已经发生的客观事实,或者是有充分的现实依据证明未来将会发生^[29](P93-94)。但私募股权投资基金中的“损失”尤其难以确定,一方面,基金期限约定过短,据国外统计,成功的基金创投平均需要15年时间,我国由于私募基金的投资期限远远低于这一期限,通常采用延期的方式解决,但诸如财政资金和国有资金往往有按期清偿的考核指标,就会导致尖锐的矛盾冲突。另一方面,截至清算阶段,项目任务尚未完成,如果项目有回购条款,基金管理人是否必须一直尽职尽责到起诉执行,否则就是不够勤勉尽职?反之,若项目发展很有潜力,但基金期限已至,按照合同规定必须处理,而此时清算实则对投资者不利,基金管理人又该如何证明确实按照合理的价格卖出,履行了信义义务呢?若项目还在正常运行却确实有价无市,选择行使回购权会加速企业倒闭,选择司法诉讼又可能损害投资者利益,这类现实两难困境又该如何解决?以及管理人的投资策略是否应受到商业判断规则的保护呢^①?综上,在私募基金募、投、管、退全流程中,各环节问题层出不穷,而一项信义义务贯穿始终成为关键所在,值得系统关注。

四、私募基金管理人信义义务的实现机制

只有依靠合理有效的实现机制,我国私募基金管理人的信义义务在应然与实然层面的鸿沟才得以弥合,在募、投、管、退全周期过程中层出不穷问题才能真正实现本土化解决。

(一) 设计适当的协议条款,把握管理人信义义务的切入点

2014年《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十条将募集私募基金制定并签订的基金合同、公司章程或者合伙协议统称为基金合同。主流观点认为,不论私募基金采用契约、合伙还是公司形式,私募基金管理人与投资者之间协议的本质是信托法律关系^[30](P21-27),而适当的合同设计可降低代理成本。

近年来的私募基金合同纠纷多发生在合伙型基金,它应首先依赖于合伙协议分配普通合伙人(GP)和有限合伙人(LP)双方的权利和义务^[31](P259-293)。有限合伙关系是私募基金最直观的实体形式,能充分满足基金经理和投资者的需求。这类基金的投资者通常扮演LP的角色,通过注入资金到PE中,在受益于基金经理的专业知识的同时,LP可以通过协议约束GP,让基金经理承担特定的义务,如LP可要求GP提供基金健康运行的实时报告。除了为GP规定基本义务外,LP通常不能通过协议赋予自身对基金的控制权。因此,为保护投资者利益,信义义务在合伙型私募股权基金中的作用至关重要,因为囿于GP和LP间的管理控制权的划分存在权利的不对称性,LP极易受GP决策影响,PE市场的高风险性质也只会加剧GP利用LP的机会,而这正是信义义务的关注要点^[32](P1-2)。但由于许多非专业的个人投资

① 法院在审理资管产品纠纷的过程中尊重私募资管产品管理人在产品运作中基于自身能力作出的专业判断,避免投资者对管理人基于全体投资人最大利益而正常行使管理职责的不当干涉(上海市浦东新区人民法院[2019]沪0115民初68308号民事判决书)。

② GP负责基金的日常运作,并作出与融资和投资组合公司的选择和管理有关的关键决定,GP还面临着该基金的负债,并可能对超过该基金资产的索赔负责。而LP在基金的日常运营中所扮演的角色要有限得多,被称为“被动”合伙人,它没有日常管理基金的违约权利,也不能签订合同或代表基金充当代理。简单地说,LP在默认情况下几乎没有权利干预GP的运营决策,作为放弃控制权的交换条件,LP通常不会承担超出其对基金本身的资本贡献的责任。

者可能不理解信义义务富有弹性的内涵,如果将信托义务简单地载入合同本身,并非妥适的解决办法。

一个潜在的解决方案是,在合伙协议中纳入从投资获得利润的强制性分配规则。这些条款可以阻止机会主义的GP寻求将利润再投资而非将其分配给投资者的可能性。机会主义的基金管理人可能希望再投资,而不是分配利润,因为他们可以继续在下一次投资中赚取管理费^[33](P1067-1103)。强制性分配条款确保从资产清算中获得的任何利润立即得到分配,减少了这些利润被GP不当处理的风险。然而,强制性分配条款可能不足以保护LP的利益,因为它们并不能完全消除GP为自己利益而非投资者利益行事的风险。对强制性分配义务保持警惕的基金经理可能会选择推迟投资组合公司的IPO,以继续赚取管理费。此外,基金经理可能会推迟退出投资,以造福自身未来投资融资的利益。由于信息不对称,GP控制着关于基金的健康运作和投资的绝大部分信息。在项目上市之前,可能很难确定它们的确切价值。通过推迟退出,经理们可以实现掩盖糟糕的绩效指标或高估某些资产的意图^[34](P617-642)。

总之,在私募基金募集和运作之初,应根据投资者的投资目的和方向,结合投资标的情况、管理人自身管理能力及特色,确定合适的法律关系性质和私募基金组织形态,尽量在协议中明确管理人权利义务的内涵和外延、违约责任和损害赔偿计算以及争端解决方式。

(二) 明确监管边界,遵循最佳执行原则

理论上,私募基金投资者都是具有较强议价能力的合格投资者,投资者用合同方式足以保障自身的合法权利,监管宜以信息披露和保障投资者有效决策为核心^[35](P125-142)。然而,由不完全合同理论可知,人的有限理性、信息不对称和第三方不可证实性,受信任信义义务的具体内容不可能完全事前规划,由此产生了剩余立法权和司法权^[36](P39-45)。目前的私募基金法律体系主要以机构类型为标准进行规范,而专门立法尚付阙如,如以信托作为载体形式的,相关规定散见于《信托法》和《证券投资基金法》;而以有限合伙作为载体形式的,则受《合伙企业法》和私募基金相关法律法规调整,使得私募基金管理人义务的规范来源较为分散。

具体的解决思路有:一是保障立法的统一性。宜在立法层面统合调整不同组织形式的私募基金,统一各种类型的私募基金管理人的信义义务内涵^①。基于此,在当事人不违反法定标准的情况下,充分尊重当事人的意思自治,允许其约定加重或减轻注意义务的标准,并对审慎勤勉义务的内容作出安排。二是明确忠实义务的核心内涵。《信托法》规定受托人要“为受益人的最大利益处理信托事务”,《证券投资基金法》规定不得“不公平地对待其管理的不同基金财产”,旨在防范基金管理人与委托人之间的利益冲突。建议可针对私募基金投资者的特殊性,遵循私募基金财产与受托人之间不得形成利益冲突的原则,坚持不得违背委托人利益最大化的本意。三是提升基金业协会的软法治理能力。制订指引性的示范性条款,明晰基金管理人合规的界限和范围,在示范条款中约定保护缺乏关键信息的投资者利益的具体方式和路径。建立统一的行业标准,为谨慎义务的标准确立一个合理的外部边界,避免出现多样化的标准。例如,如果GP严重违法或违约行为造成了LP损失,则应有权干预并保障LP对违反信义义务的GP享有追索权,而非只是缺乏约束力的空泛约谈。四是提供具体操作指南。可适当引入诸如侧袋机制^{②[37]}(P402)等灵活装置,使相关投资者获得财产上的救济^③,但侧袋规则有严格的限制,仅适用于在侧袋操作时已经投资于该基金(或子基金)的投资者。从会计的角度来看,侧袋的资产将与基金的其他资产保持隔离,一般不包括在基金流动性投资组合资产净值(NAV)计算中^{④[38]}(P316-317)。在私募基金管理人和

① 2019年发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》第94条的规定,管理人应就其履行忠实义务和勤勉义务承担举证责任。

② 许多对冲基金为其非流动性资产建立了侧袋,这在本质上是在私募基金完成之后投资策略的分配构建,在整个更大规模的对冲基金结构中为非流动资产创建一个小型私募基金。但是通常大部分基金在初始投资协议中都会限制进入侧袋的资产份额(一般为30%),其余部分资产需保持流动性以保证投资者能够定期赎回基金份额。

③ 可参考中国证监会发布的《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(试行)》。

④ 转移到侧袋的资产的利润、损失和费用全部分配给这些投资者,新投资者不允许进入侧袋。侧袋通常用于包含对非流动性资产的一次性投资,当前投资者可以获得一部分回报(或损失),但新投资者不能。

托管人募、投、管、退的过程中,实现“最佳执行”原则(Reading v. R., 2 K.B. 232, 236 [1949]),构建“缺省性”监管规则对合同的流程指引。

(三) 厘定司法裁量标准,引导私募基金从被动向主动型管理转变

信义义务的实现及其对自由裁量权的限制表现为多种方式,其中任何一种都不能达到圆满解决的程度,英美法系的信义义务标准由一系列司法裁决沉淀而成。从历史上看,GP的信义义务的确切内涵并无完美的界定,各国法院往往在解释GP履行义务范围方面发挥重要作用。立法中信义义务的实质内容会因管辖权不同而产生截然不同的结果,但不变的是,信义义务的存在通常会保护LP等投资者免受严重疏忽、鲁莽和故意有害行为的侵害^[231](P69)。因此,这些职责可以作为一条初步的防线,保护LP免受最恶劣欺诈行为的侵害。

我国应制定须受信人遵循的、具有司法适用层面实质意义的行为规范,即由法院进行私募股权基金司法控制是最为妥善的解决方法。从证券投资基金中证券如何界定,到私募股权基金募、投、管、退中信义义务的内容和边界都要尽可能通过司法裁量规则标准的形式进行确认。一是整个过程中禁止自我交易、竞业行为等利益冲突;二是募集时控制受信人的不当行为,如基金公司工作人员在未取得基金从业资格情况下为投资者进行适当性核查(广东省广州市中级人民法院[2019]粤01民终21112号民事判决书),未按照法律规定进行募集项目备案(上海市浦东新区人民法院[2018]沪0115民初23248号民事判决书)等,都应根据法律和合同中的注意义务来约束受信人;三是投资和管理时,设定受信人在财产管理、处分、变动等过程中全程进行账簿记录以及持续性信息披露的义务;四是清算阶段可以发动财产法上的强制执行手段和退出方式,即使基金合同未约定,清算应当是受托人或基金管理人的法定义务。尤其值得重视的是,对募、投、管、退合同约定缺失而投资者又无法证明的信义义务,应转由基金管理人承担举证责任。在私募基金清算纠纷中,有关违约损害赔偿请求权或侵权责任损害赔偿请求权的成立要件,相关事实系有关请求权成立的要件事实,由投资者承担举证责任;而如果基金管理人以基金未清算或正在清算中为由抗辩,则应当对基金仍具有清算可能性、必要性承担证明责任,并须提供私募基金正在清算的文件、举证底层资产的实际存续状况等,以便于法院查明事实、释明证据并依法判决。总之,在整个过程中对基金管理人课以高度的道德义务,避免募、投、管、退各环节出现不必要的悬而未决,引发投资者对管理人是否尽职尽责、切实履行忠实勤勉义务的疑惑。

(四) 建立私募基金信义义务“因事制宜”的归责进路

注意义务是忠实义务的外在表现,私募基金中违反注意义务的认定似乎与民法中的过错归责原则毫无二致,但与普通民法法理为基础的归责进路不同,信义义务具有更灵活多变的适应性功能。一方面,私募基金管理人的信义义务意味着一种为委托人最大利益行使权利和履行义务的行为方式,更多在于承认利益归入以及禁令的救济效果,而不同于传统民法中以概括合同义务为主的损害赔偿救济方式。根据投资者倾斜性保护的原则,通过司法解释合理分配募、投、管、退全周期的证明责任,明确清算并非定损的前提条件,让受托人不能以合同未约定或无法清算为由,对信义义务和损失责任予以否认,甚至由管理人承担必要的证明责任。另一方面,信义义务的责任又体现为一种典型的因事制宜的救济形式,防止陷入Fletcher Moulton大法官所说的“套用信托公式的危险”,应甄别私募基金管理人信义义务的具体情况适用恰当的司法救济(Re Coomber, Coomber v. Coomber, 1 Ch. 723 [1911])。尽管我国管理人信义义务的责任形式主要表现为与其过错相应的赔偿责任,而道德义务被视为具有公共利益属性的价值,对该义务的违反将可能触发不确定性的“所失利益”赔偿责任,我国的司法实践也应区分损害事实与损害数额的证明标准,对基金管理人信义义务的损害数额赋予法官更大的自由裁量空间。

苹果和特斯拉等大科技跨国平台公司都离不开私募基金的早期资金播种^[31](P259-293),阿里巴巴、京东、百度、小米这些国人耳熟能详的公司,也无一不是借助私募基金助力而迅速做大做强的。毫不夸

张地说,私募基金与伟大的公司一起,共同改变着世界。然而,我国私募基金的立法极不完善,存在的问题纷繁芜杂。私募基金管理人信义义务的贯彻作为一条红线,不仅能极大地降低募、投、管、退全周期风险及其交易成本,还会逐步促进社会信任的达成。而信任又是一个现实悖论,合理的信任是可取的,为了持久的生存,投资者必须在信任的同时进行核验,这也正是法律应该赋予的权利^[39](P50)。信义义务要求私募基金管理人具有作为康德式的忠义,既包含技术上的忠义,代表着对受信人只能为受益人的最佳利益行事,又内涵“模糊”意义上的忠义,暗含具体指向委托人的情感和理性的目标。鉴于抵制利用自身地位谋取私利的诱惑有着巨大困难,要想培育一个发达且有效的私募基金市场,培养私募基金管理人对委托人的忠义意识明智且重要,即使对于最尽责的管理人亦是如此^[40](P160)。总之,我们期待,我国最终形成私募基金管理人普遍践行信义义务的行为准则,在管理人显然具有过错时,不能逃避对于投资者的违约或侵权赔偿责任,而当管理人已经充分履行信义义务,仍未能顺利盈利或完成投资目标,则应根据具体情况判别基金管理人应承担的责任边界。

参考文献

- [1] 杨为程.我国私募基金发行信息披露法律规制.新疆大学学报(哲学·人文社会科学版),2011,(5).
- [2] 王涌.信义义务是私募基金发展的“牛鼻子”.清华金融评论,2019,(3).
- [3] J. Payne. Private Equity and Its Regulation in Europe. *European Business Organization Law Review*, 2011, 12(4).
- [4] 梁清华.美国私募注册豁免制度的演变及其启示——兼论中国合格投资者制度的构建.法商研究,2013,(5).
- [5] Deborah A. DeMott. Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation. *Duke Law Journal*, 1988, (5).
- [6] 徐化耿.信义义务的一般理论及其在中国法上的展开.中外法学,2020,(6).
- [7] 张路.诚信法初论.北京:法律出版社,2013.
- [8] 楼建波,姜雪莲.信义义务的法理研究——兼论大陆法系国家信托法与其他法律中信义义务规则的互动.社会科学,2017,(1).
- [9] 姜雪莲.忠实义务的功能:以学说为中心.中国政法大学学报,2016,(4).
- [10] Authur Underhill. *The Law Relating to Private Trusts and Trustees*. St. Louis: The F. H. Thomas Law Book Co., 1896.
- [11] Tamar Frankel. Fiduciary Law. *California Law Review*, 1983, 71(3).
- [12] Quinn Curtis. The Fiduciary Rule Controversy and the Future of Investment Advice. *Harvard Business Law Review*, 2019, (9).
- [13] Anita K. Krug. The Other Securities Regulator: A Case Study in Regulatory Damage. *Tulane Law Review*, 2017, 92(2).
- [14] Lin Lin. The Private Equity Limited Partnerships in China: A Critical Evaluation of Active Limited Partners. *Journal of Corporate Law Studies*, 2013, 13(1).
- [15] 王莹莹.信义义务的传统逻辑与现代建构.法学论坛,2019,(6).
- [16] 徐化耿.信义义务研究.北京:清华大学出版社,2021.
- [17] 许德风.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.中国法律评论,2021,(5).
- [18] 赵磊.信托受托人的角色定位及其制度实现.中国法学,2013,(4).
- [19] Robert B. Thompson. *The Story of Meinhard v. Salmon: Fiduciary Duty's Punctilio*. Corporate Law Stories, Ramseyer: Foundation Press, 2009.
- [20] John H. Langbein. Questioning the Trust Law Duty of Loyalty: Sole Interest or Best Interest? *The Yale Law Journal*, 2005, 114(5).
- [21] Frank H. Easterbrook, Daniel R. Fischel. Contract and Fiduciary Duty. *The Journal of Law & Economics*, 2013, 36(1).
- [22] Tamar Frankel. *Fiduciary Law*. New York: Oxford University Press, 2011.
- [23] Chester Matthias Tan. Fiduciary Duties in the Private Equity and Venture Capital World. *International Comparative Jurisprudence*, 2018, 4(1).
- [24] 黄辉.资产管理的法理基础与运行模式——美国经验及对中国的启示.环球法律评论,2019,(5).
- [25] 许可.私募基金管理人义务统合论.北方法学,2016,(2).
- [26] 塔玛·弗兰科.信义法原理.肖宇译.北京:法律出版社,2021.

- [27] Brian R. Cheffins, John Armour. The Eclipse of Private Equity. *Delaware Journal of Corporate Law*, 2008, 33(1).
- [28] 洪艳蓉. 论基金托管人的治理功能与独立责任. *中国法学*, 2019, (6).
- [29] 张新宝. 中国侵权行为法. 北京: 中国社会科学出版社, 1998.
- [30] 吴弘, 徐振. 投资基金的法理基础辨析. *政治与法律*, 2009, (7).
- [31] Lee Harris. A Critical Theory of Private Equity. *Delaware Journal of Corporate Law*, 2010, 35(1).
- [32] Andrew H. Levy, Daniel Bamdas. Fiduciary Duty and Limited Partnership/Limited Liability Company Laws. *New York Law Journal*, 2003, 230(38).
- [33] Ronald R. Gilson. Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience. *Stanford Law Review*, 2003, (55).
- [34] Douglas Cumming, Andrej Gill, Uwe Walz. International Private Equity Valuation and Disclosure. *Northwestern Journal of International Law & Business*, 2009, 29(3).
- [35] 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. *比较法研究*, 2021, (6).
- [36] 汪其昌. 信义义务: 英美金融消费者保护的一个独特制度. *南方金融*, 2011, (2).
- [37] Jonathan T. Molot. A Market in Litigation Risk. *University of Chicago Law Review*, 2009, (76).
- [38] Joëlle Hauser, Geoffroy Hermanns. Side-Pocketing in Investment Funds and the Luxembourg Legal Regime for UCITS. *Journal of Securities Law, Regulation & Compliance*, 2010, 3(4).
- [39] Tamar Frankel. *Trust and Honesty: America's Business Culture at a Crossroad*. New York: Oxford University Press, 2005.
- [40] 安德鲁·S. 戈尔德, 保罗·B. 米勒. 信义法的法理基础. 林少伟、赵吟译. 北京: 法律出版社, 2020.

On the Fiduciary Duty of Private Fund Manager From the Perspective of Full Cycle

Xu Duoqi (Fudan University)

Abstract The fiduciary obligation of managers is the key to dissolving legal risks throughout the course of private equity funds. The process of cultivating fiduciary obligations should evolve in tandem with the development of the private fund market. However, the context in which the fiduciary obligations of private fund managers in China grow is extremely different from that of western countries. The local characteristics wherein are quite apparent, such as emphasizing fundraising over investment, management and withdrawal. Through the inspection of fiduciary obligations along all links of the full cycle, the implementation mechanism for the fiduciary obligations of private funds in China should not only design appropriate terms of the agreement, grasp the breakthrough point of managers' fiduciary obligations, clarify the regulatory boundary, and comply with the best execution principle, but also formulate the criteria of judicial discretion, push the passive management of private funds to transform into the initiative-oriented ones, and construct a circumstance-alter-case path of attribution of the fiduciary obligations of private funds.

Key words private funds; manager; fiduciary obligation; local characteristics; full cycle; *Trust Law*

■ 收稿日期 2022-01-30

■ 作者简介 许多奇, 法学博士, 复旦大学法学院教授、博士生导师; 上海 200438。

■ 责任编辑 李 媛