

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*

沈竹莺** 杨 晖*** 黄佩蕾****

徐佳云*****

摘要:私募基金纠纷相关问题涉及募集、投资、管理、退出各环节,本文结合司法裁判案例,分析基金合同性质及效力判断、刚性兑付效力认定、投资者适当性义务认定、管理人和托管人义务界定、对赌协议效力认定、清算退出的损失确定等重点疑难问题,分析私募基金纠纷发生的原因,深入剖析既有案例的裁判逻辑和法律适用问题,并为私募基金法律风险防范提出对策建议。

关键词:私募基金 投资者适当性 管理人义务 刚性兑付 退出清算

* 本文仅为作者学术见解,不代表所在单位观点。本文曾获上海法院 2021 年优秀司法统计分析成果评选一等奖。

** 上海金融法院申诉审查及审判监督庭副庭长,法学硕士。

*** 上海金融法院申诉审查及审判监督庭法官助理,法学博士。

**** 上海金融法院综合审判一庭法官助理,法学硕士。

***** 上海金融法院申诉审查及审判监督庭法官助理,法学硕士。

私募基金是直接融资市场的重要组成部分,是组合投资、专业管理、利益共享、风险共担的集合资产管理的主要方式之一。私募基金行业快速发展,在提高直接融资比重、推动科技创新、优化资本市场投资者结构、服务实体经济和丰富居民财富管理等方面发挥了积极作用。与此同时,私募基金行业也出现了一些问题,如管理运作不规范、公开或者变相公开募集资金、规避合格投资者要求、不履行登记备案义务、变相资金池运作、刚性兑付、利益传输、自融自担,甚至出现侵占、挪用基金财产、非法集资等严重侵害投资者利益的违法违规行为,行业风险逐步显现。

涉私募基金民事纠纷数量呈逐年上升趋势。相关纠纷因涉及投资者、管理人、托管人、增信第三人、投资标的公司等多方主体,法律关系较为复杂,投资者适当性要求、保底或刚兑约定、管理人义务边界等法律适用疑难问题较多,在审判实践中存在较多争议。2019年11月《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)的出台,也对私募基金纠纷的裁判产生了较大影响。本文拟结合司法裁判案例,比较私募基金纠纷的既有裁判规则,并通过对私募基金相关法律及监管规定的分析,对此类纠纷的审理思路及发生原因进行梳理,以期为涉私募纠纷的风险防范及审理裁判提供对策建议。

一、2014~2020年上海法院涉私募基金案件情况

以2014年至2020年为审结日期范围,以裁判文书中含“私募”一词,且以“委托理财合同纠纷”或“其他合同纠纷”为裁判文书案由搜索上海法院民事裁判文书,共搜索到224个裁判文书。经过人工研读筛查,去除尚未生效的案件和与私募基金无关的案件,并将一审关联到二审,最终保留有效裁判文书样本125篇。

(一)案件数量整体呈上升趋势,2017~2019年快速增长

从样本案件的立案时间分布来看,2014年为14件(其中13件为批量案件),2015年为2件,2016年为10件,2017年为8件,2018年上升至21件,2019年继续上升至43件,2020年回落至27件。考虑到法院的收

结案周期以及纠纷发生和判决作出之间的时间差,2018年该类纠纷案件数量增加具有显著性(见图1),体现出私募基金纠纷在2017~2019年间呈现快速增长趋势。

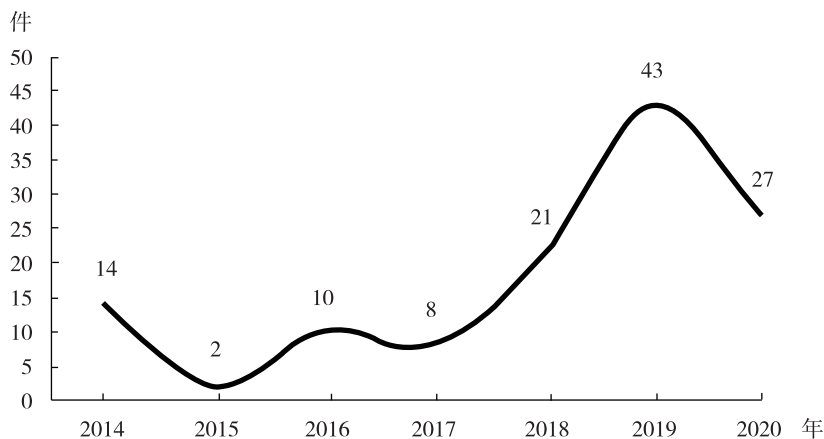


图1 2014~2020年上海涉私募基金案件数量变化趋势

(二) 纠纷主要为投资者诉基金管理人

就涉诉主体而言,所涉纠纷原告大多数为投资者,被告大多数涉及管理人,其次为第三方担保人和私募基金投资标的公司,少数涉及其他投资者。125件涉私募基金纠纷中,原告为投资者的为107件,原告为基金管理人的为14件,原告为投资顾问的为3件,原告为融资居间人的为1件。

被告涉及基金管理人的纠纷为82件(包括将管理人及其法定代表人、控股股东、担保人、投资标的等列为共同被告的纠纷),被告涉及担保人的纠纷为38件,被告涉及投资标的的纠纷为36件,被告涉及托管人的纠纷为2件,被告涉及销售机构的纠纷为2件,被告涉及投资者的纠纷为1件,存在将多种主体列为被告的情况(见图2)。

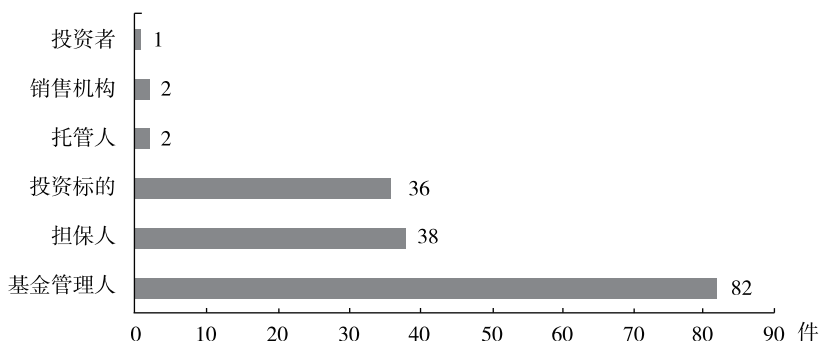


图2 涉私募基金案件被告类型

(三) 纠纷涉及募投管退各环节,相对多发于投资和退出阶段

本次样本中核心争议涉及私募基金募集环节的为22件,涉及投资环节的为26件,涉及管理环节的为17件,涉及退出环节的为82件,其中22件纠纷涉及私募基金运作的多重环节(见图3)。

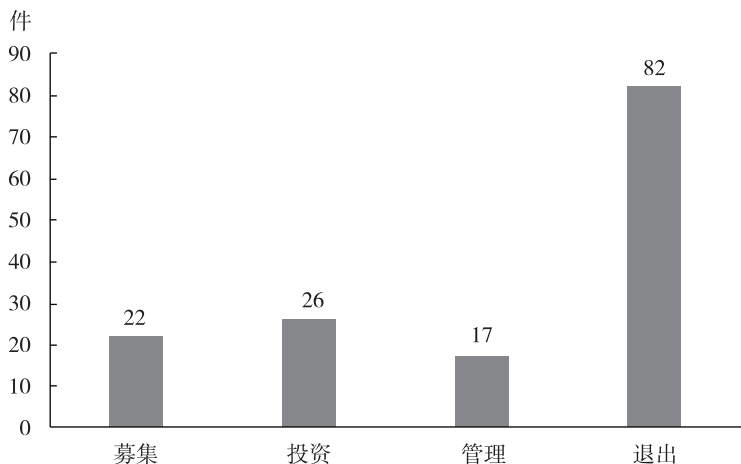


图3 私募基金纠纷涉及环节分布

1. 募集阶段。募集阶段具体争点主要为是否尽到投资者适当性义务,具体纠纷情形为:

(1) 投资者不合格纠纷。①因管理人在对投资者风险承受能力评级、风险评估等认定过程中未全面审慎评估或评估程序不合规,引发投

投资者不适格纠纷。②投资者情况在投资期间发生变化,各方对是否需进行动态风险评估及风险匹配存在争议。③非合格投资者委托合格投资者代持基金份额,管理人未对投资者委托第三方认购金融产品作出合理审查,导致涉案的投资者不具备合格投资者资格所引发的纠纷。

(2)产品不适格纠纷。①管理人未对产品进行有效风险评级,对推介资料的合规性未作合理审查,导致投资者购买的产品不适格。②基金产品风险评级因市场情况发生变化,管理人未及时更新基金产品信息引发纠纷。

(3)管理人未合理匹配投资者与产品纠纷。①管理人未充分揭示风险,如未对特殊群体作出充分的告知说明及风险揭示,后基金产生亏损,投资者主张返还投资本金和利息引发纠纷。②由于市场变化,产品发生变化导致投资者风险承受能力与基金产品风险等级不匹配,但投资者不愿退出引发纠纷。

(4)销售机构未尽责纠纷。①管理人未充分调查代销机构,选任不具有相应资质代销机构引发纠纷。②代销机构未对委托人、代销产品和投资者充分审查,导致投资者不具备适当性。③代销机构存在不当推介行为。

2. 投资阶段。投资阶段具体争点主要为管理人未履行合理审慎投资义务、对赌回购、投资者是否有权直接向投资标的主张权利等,具体纠纷情形为:

管理人未充分履行审慎投资义务引发纠纷。基金管理人投资前未尽尽职调查义务,或在投资期间擅自挪用基金财产,或未按投资合同约定擅自操作基金财产;未依据合同约定履行特定投资管理义务,如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等,导致基金产生亏损所引发的纠纷。

3. 管理阶段。管理阶段具体争点主要为管理人、托管人是否履行义务,具体纠纷情形为:

(1)管理人未充分履行信息披露义务引发纠纷。管理人在基金募集阶段和运作阶段,未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,隐瞒或者提供虚假信息,导致投

资者作出错误投资决定遭受损失所引发的纠纷。

(2)管理人违法违规行为引发纠纷。基金管理人未依法登记或基金未依法办理备案手续,或在募资阶段管理人使用无资质人员参与募集,后基金最终无法兑付本金及利息,各方对募集行为合法性和基金合同效力存在争议。

(3)管理人和托管人职责边界难以界定引发纠纷。投资者投资私募基金遭受重大损失,甚至发生管理人经营中断、“失联”、“跑路”等极端情形,此时投资者以托管人未尽监督义务、未尽托管义务为由,要求其与管理人承担连带赔偿责任或补充赔偿责任,各方对于托管人的义务内容及责任范围存在争议。

4. 退出阶段。退出阶段具体争点主要为基金合同是否达到解除条件、合伙型或公司型私募基金投资者退出程序、清算条件、基金未清算损失如何认定等,具体纠纷情形为:

(1)管理人行为导致退出条件未充分满足引发纠纷。管理人以退出条件未满足为由,对投资者退出请求进行抗辩,投资者以管理人过错导致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。

(2)投资者直接向私募投资基金投资标的主张权益引发纠纷。投资者主张行使债权人代位权或根据《合伙企业法》第68条,以管理人怠于向投资标的公司主张权益等理由向投资标的公司主张权利,弥补投资损失。

(3)合伙型、公司型、契约型私募基金中,非经合伙会议决策程序同意、公司决策程序同意、合同约定程序条件同意退出引发纠纷。

(4)私募基金未经清算时的投资者损失认定纠纷。私募基金合同未到期、已到期、分期已到期、分期未到期时,因私募基金合同或者分期合同中就清算启动程序、条件、责任主体,清算责任约定不明及如何适用发生争议。

(5)不能清算时的投资者损失确定纠纷。包括管理人过错导致清算不能,引发的是否可按管理人过错程度确定投资损失纠纷;管理人怠于履行清算义务导致损失金额无法确定时的投资者损失赔偿认定纠纷。

(6)公司型私募基金中的优先清算权条款效力认定纠纷。

(四) 基金内部纠纷占绝大多数

涉诉主要争议法律关系为基金募集、内部治理和退出法律关系的案件,在样本案件中,共有 109 件,占比 87%。少数案件为基金对外投资法律关系,共 16 件,占比 13%。

基金募集、内部治理和退出法律关系纠纷中,主要诉请表现为投资者请求基金管理人等支付投资本金及收益。就具体请求权基础而言(见图 4),请求基金管理人承担违约责任的为 77 件,请求解除合同的为 19 件,请求确认合同无效的为 10 件,请求确认合同不成立的为 1 件,请求确认合同未生效的为 1 件,请求判定侵权的为 1 件。

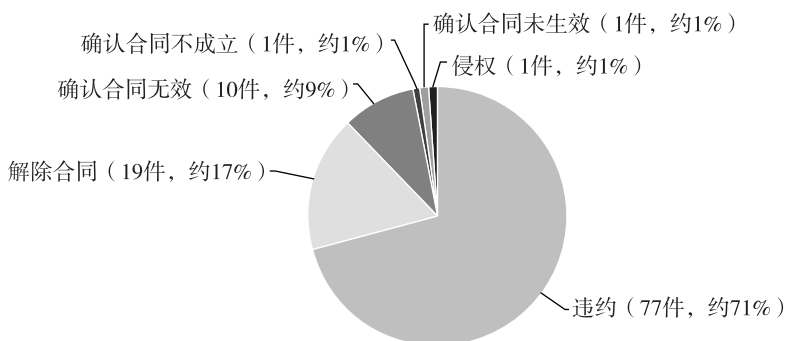


图 4 涉私募基金纠纷案件请求权基础类型

对外投资法律关系纠纷中,主要纠纷是基金管理人诉投资标的公司返还借款、履行回购义务等或投资者直接向基金用资方主张权利。对外投资中的回购现象较普遍,且形式多样,涉及法律关系复杂。涉及对外投资法律关系的 16 件案件中有 13 件主要争议焦点涉及对赌或回购,表现形式为股权回购、收益权回购、投资标的差额补足等。

(五) 私募基金涉及多种组织形态,法律关系较为复杂

私募基金作为一种灵活的资产管理形式,从其组织形态划分,可以分为契约型、合伙型、公司型。其中,契约型私募基金占多数,本次样本中涉契约型私募基金纠纷案件为 96 件,占比 77%;涉合伙型私募基金纠纷案件 28 件,占比 23%;组织形态未披露的为 1 件。私募基金的基础法律关系形式多样,实践中可以形成委托代理法律关系、信托法律关系、综合性法律关系,因其基础法律关系性质不同而受到不同法律规范,同时由于

纠纷涉及担保增信等多重法律关系,私募基金案件的范围不够明晰,案由难以统一,常见的有委托理财合同纠纷、金融借款合同纠纷、其他合同纠纷等。

(六) 本金收益承诺普遍存在且形式多样

分析发现,无论是私募内部法律关系,还是外部投资法律关系,均普遍存在本金收益承诺行为。本次样本中提供本金收益承诺的案件数为58件,占比46%。提供本金收益承诺主体主要为管理人和投资标的,少数为第三方担保人或其他投资者。其中管理人提供本金收益承诺的为35件(仅管理人提供本金收益承诺的为2件,管理人与其他主体如投资标的、第三方担保人等共同提供本金收益承诺的为33件),投资标的(投资标的本身、投资标的的股东、实际用资人等)提供本金收益承诺的为19件,第三方担保人(投资顾问等)提供本金收益承诺的为3件,其他投资者作为提供本金收益承诺主体的为1件(见图5)。形式包括本金收益承诺、差额补足、保底条款、份额回购、固定收益、连带保证等。

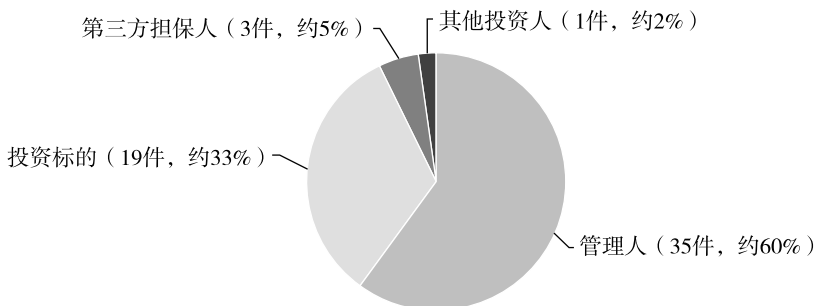


图5 提供本金收益承诺主体

二、私募基金案件审理中的主要疑难点

经分析,该类案件在审理中主要存在基金合同的性质认定、基金合同的效力判断、本金收益承诺的性质与效力认定、管理人是否违约的判断、对外投资中对赌协议效力的判断、退出是否以清算为前提等疑难问题。

（一）基金合同的定性难

关于基金合同的法律关系性质,根据具体案情不同,法院判决中存在的观点主要有信托关系、委托理财关系和借贷关系等。

首先,分歧主要集中于存在保底条款的情形。部分法院判决认为,这种投资者提供资金、定期收取固定利息、到期收回投资本金、不承担任何投资风险的行为更符合借贷法律关系的特征,故属于“名为私募基金合同,实为民间借贷”的情形,法院应按照实际构成的法律关系进行“穿透式”处理,进而判决管理人依约返还本金和利息。反之,也有法院判决认为保底条款的存在不影响委托理财关系的认定,但保底条款免除了委托人作为投资者应承担的部分投资风险,使得民事权利失衡,同时该条款有悖于委托代理制度的基本原理,故保底条款单独无效。此外,还有少数法院判决认为原、被告均未举证证明私募基金有备案手续,故不能认定基金合同为委托理财关系,应依据资金实际占有、使用的事实认定其为民间借贷关系。

其次,关于信托和委托理财关系的区分。部分法院判决明确论述了涉案法律关系为信托关系,即“投资者基于对基金管理人的信赖,将其财产委托给基金管理人,由基金管理人以自己的名义为投资者的利益进行管理,应适用有关信托法律规定”。另有法院判决认为,这种投资者将资产交给资产管理公司、投资咨询公司等非金融机构或自然人的行为,符合非金融机构作为受托人的委托理财形式,应构成民间委托理财合同关系。

（二）基金合同的效力认定难

分析发现,判决认定基金合同无效的理由主要有:保底条款无效导致合同整体无效;基金投资行为构成变相买卖外汇而无效;管理人不具备相应资质而无效;向不特定对象宣传推介私募基金,违背公共秩序而无效;构成伞形信托、场外配资,违反相关禁止性规定而无效。经分析,与合同效力认定有关的主要争议在于行政监管与司法认定的衔接,即相关监管规定是否属于法律、行政法规的效力性强制规定,违反监管规定是否属于导致合同无效的情形。

1. 基金的本金收益承诺

中国证监会2014年颁布的《私募投资基金监督管理暂行办法》第

15条规定,“私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益”。《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》)第2条和《九民纪要》第92条均禁止刚性兑付。

参考相关判决,一般法院依据《证券投资基金法》《私募投资基金监督管理暂行办法》的规定,认为基金管理人、私募基金管理人不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益;认定保底或者刚兑条款合同违反了法律法规的强制性规定而无效。^[1] 但有判决认为《私募投资基金监督管理暂行办法》属于部门规章,不属于法律或行政法规,在强制性规定的效力层级上不符合原《合同法》第52条第5种情形规定,因此不能直接导致合同无效。也有判决从损害公共利益的角度进行了论证,认为保底条款如果有效将损害私募投资领域的公共秩序,应属无效。

在本文研究的125件案件中,共有58件涉及本金收益承诺,形式较为多样。在主体上除基金管理人自身作出承诺外,还有管理人的法定代表人、股东及其关联公司,以及投资标的公司等第三方作出承诺。在时间节点上既有在基金募集时承诺保底收益,也有在基金到期后承诺返还本息。承诺方式除在基金合同中直接约定保底条款外,还有签订基金份额预约受让协议、回购协议、还款协议、和解协议、收益权转让协议以及出具保证函、承诺函、差额补足函、债务加入函等。从司法观点来看,涉本金收益承诺的法律适用疑难问题主要集中在以下几点:

一是关于基金管理人自身本金收益承诺的认定。首先,分歧在于对效力的认定以及在认定本金收益承诺有效的基础上是否需要进一步对整个基金合同进行“穿透式”认定,即是否认定双方实际构成借贷关系。其次,关于保底条款无效后的法律后果,既有认定保底条款无效导致基金合同整体无效的观点,也有认定基金合同有效、仅保底条款无效的观点。

二是关于基金管理人的密切关联利益主体如股东、投资经理、实际控制人、关联公司等关联方作出的本金收益承诺的效力。对此,因相关

[1] 参见上海金融法院:《鑫纪元资本管理有限公司与新疆峰石盛茂股权投资管理有限公司其他合同纠纷一审民事判决书》,案号:(2019)沪74民初610号,2020年11月10日。

法律法规并无明确规定,在司法实践中存在不同观点。参考相关判例,有法院判决指出基金管理人的股东是以其个人名义与投资者签订补充协议,并非履行职务行为,是双方真实的意思表示,并不违反法律强制性规定,应当认定合同有效。反之,亦有判决认定承诺主体并非管理人,但与管理人实际上是利益共同体,且从约定来看双方在签订协议时已知悉承诺人为管理人实际控制人的事实。因此,补充协议系为规避法律、行政法规的监管而做出的约定,有损社会公共利益,应认定其为无效合同。此外,除管理人关联方作出本金收益承诺承诺的外,还有投资标的公司直接对投资者作出承诺的情况,现有案例均认可其效力。

三是关于基金管理人及其密切关联方之外的第三方作出本金收益承诺的效力。对于该类保本收益承诺的具体性质认定,部分法院判决认定构成保证、非典型担保合同,部分法院判决认定构成债务加入合同,部分法院判决认定构成单方允诺、独立合同,另有较多法院判决未对本金收益承诺的性质作出明确论述,仅从协议为当事人真实意思表示、内容不违反法律和行政法规的强制性规定等角度认可了相关协议的效力。

四是关于损失确定后承诺返还本息的效力。58件涉及本金收益承诺的案件中,有15件为到期或损失发生后管理人、投资标的或其他第三方担保人通过签订还款协议或承诺函承诺返还本息,法院均判定为有效。有法院判决认为,“保本保收益条款系在合同签订或履约过程中,各方对于投资是否会产生预期收益均不能确定时所作出的无论投资实际盈亏与否均保证出资方不受损失的承诺。本案中,涉案基金合同并不保证基金财产一定盈利,亦不保证最低收益。基金存续期间届满后,盈亏情况已经固定,此时是否对投资者的损失进行补偿,系民事主体对自己民事权利的处分,不属于法律所禁止的范畴”^[2]。有判决认为原、被告将基金合同变更为还款协议“系双方的真实意思表示,合法有效,双方均应依照合同约定履行各自的义务”^[3]。

[2] 上海金融法院:赵某与邓某某其他合同纠纷二审民事判决书,案号:(2020)沪74民终736号,2020年9月29日。

[3] 上海市徐汇区人民法院:潘某某与上海西鼎股权投资基金管理有限公司委托理财合同纠纷一审民事判决书,案号:(2019)沪0104民初26271号,2020年2月10日。

2. 基金未登记备案

关于向中国证券投资基金业协会(以下简称中基协)登记备案的规定是否属于效力性强制规定,判决中也存在不同观点。一般认定基金管理人未登记的,不具备私募投资基金管理人的资质,基金合同无效。^[4]而基金未备案是否会导致合同无效,司法裁判对此存在不同观点,既有认定为有效的也有认定为无效的。^[5]但是大多数观点认为管理人已登记,仅是私募产品没有备案,在这种情况下其违反的是行业管理性规定,不应认定合同无效。

3. 场外配资

关于场外配资效力,金融监管和司法审判的认定范围和尺度不一致。司法审判中,《九民纪要》将场外配资限定于一定范围,根据《九民纪要》第86条,场外配资业务主要是指一些P2P公司或者私募类配资公司利用互联网信息技术,搭建起游离于监管体系之外的融资业务平台,将资金融出方、资金融入方即融资人和券商营业部三方连接起来,配资公司利用计算机软件系统的二级分仓功能将其自有资金或者以较低成本融入的资金出借给融资人,赚取利息收入的行为……除依法取得融资融券资格的证券公司与客户开展的融资融券业务外,对其他任何单位或者个人与融资人的场外配资合同,人民法院应当根据《证券法》第142条、《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(一)》(已失效)第10条的规定,认定为无效。也有判决认为,证监会于2015年4月22日即叫停“伞形信托”的融资融券业务,系争协议约定“伞形信托”悖于稳健有序的证券市场监管秩序,损害了社会公共利益,认定基金合同无效。^[6]行政监管上所界定的场外配资较司法审判的范围更广。2015年7月12日,证监会公布《关于清理整顿违法从事证券业

[4] 参见上海市第一中级人民法院:房银(上海)资产管理有限公司与郭某某委托理财合同纠纷二审民事判决书,案号:(2018)沪01民终1408号,2018年6月25日。

[5] 参见上海市浦东新区人民法院:朱某某与励琛(上海)投资管理有限公司委托理财合同纠纷一审民事判决书,案号:(2018)沪0115民初55275号,2018年11月7日。

[6] 参见上海市第一中级人民法院:上海佳眸长清股权投资基金管理有限公司与彭某某委托理财合同纠纷一案民事判决书,案号:(2018)沪01民终13696号,2019年3月12日。

务活动的意见》，从监管层面正式开启规范场外股票配资交易。该意见从监管角度定义的场外股票配资是指机构和个人借助信息系统为客户开立虚拟证券账户，借用他人证券账户、出借本人证券账户等形式，代理客户买卖证券，违反了《证券法》《证券公司监督管理条例》关于证券账户实名制、未经许可从事证券业务的规定，损害了投资者合法权益，严重扰乱了金融监管秩序。随后证监会在2015年9月17日《关于继续做好清理整顿违法从事证券业务活动的通知》中指出，信托产品证券账户也被纳入清理范围。

（三）投资者适当性义务认定难

基金募集阶段的争议集中于投资者适当性义务的履行，即投资者以其本身不属于合格投资者、基金销售机构未尽适当性义务为由，诉请后者就投资损失承担赔偿责任。在产品风险等级评价标准的客观性、适当性义务的具体履行标准、弱匹配水平下投资者知情且同意是否可以购买风险等级较高的产品、适当性义务履行与投资损失之间的因果关系等问题上，实践中还存在一定争议。

对于适当性义务，有判决将适当性义务分解为了解客户的义务、了解产品的义务、风险告知说明义务、适当推荐义务等四项内容，并从风险承受能力调查问卷的无签名、推介人员不了解基金存在杠杆情况、未就可能发生的最大损失风险作出特别说明等方面认定基金销售机构未尽到适当性义务。据此认为基金销售机构对造成投资损失存在过错，酌情由其承担部分的本息损失。反之，另有法院判决驳回投资者诉请，理由为：卖方机构是否妥善履行适当性义务可从其是否了解投资者并对其进行分类、是否了解产品或服务及其分级、是否对投资者与产品或服务进行匹配几方面考量。投资者对自身投资具有审慎的注意义务，即使是销售人员告知其尽量把风险承受能力填高一点，作为具有一定投资经验的投资者，在投资过程中对此缺乏理性人应有的基本注意义务，投资者就其投资者信息进行不实陈述的后果应由其自行承担。^{〔7〕}

（四）管理人、托管人义务范围界定难

管理人及托管人义务的履行，包括在证券投资基金中按照合同约定

〔7〕 参见上海市浦东新区人民法院：卢某与嘉实财富管理有限公司委托理财合同纠纷一审民事判决书，案号：(2020)沪0115民初4150号，2020年9月11日。

进行减仓及平仓操作,在股权投资基金中的投资行为符合合同约定、管理人适当履行信息披露义务以及托管人适当履行监管义务等。

1. 管理人违约行为的认定

实践中,关于管理人的违约行为,现有案例主要是依据基金合同中有关管理人义务的条款予以认定,并由管理人承担举证责任。具体情形有:未对投资者进行回访确认、对投资者存在误导性陈述、尽职调查未尽到审慎义务、通过关联公司转移挪用投资款、未按照约定投资范围投资运用基金财产、未以基金名义开立基金财产专户、未在中基协登记备案、向投资者隐瞒并提供虚假信息、在基金净值跌破止损线后伪造投资者签名签署基金补充协议继续投资运作、未及时平仓、未按时支付赎回款和约定收益、怠于行使清算义务等。关于管理人应承担的违约责任,有法院判决管理人按照合同约定支付违约金、支付投资款本金及相应利息损失、返还投资本金并承担部分投资损失、赔偿未进行减仓或平仓操作导致的损失扩大部分等。

2. 管理人的信息披露义务

当前,我国并未在立法上对私募基金运作期间的信息披露作出专门规定,而是采取行业自律管理的方式予以规范引导。中基协于2016年2月4日发布了《私募投资基金信息披露管理办法》,其中第四章专门规定了基金运作期间的信息披露义务,若违反该办法,由协会采取自律管理措施。虽然《私募投资基金信息披露管理办法》仅为自律性管理规则,但在司法实践中,亦有法院判决以此作为判断基金管理人、托管人信息披露义务的界定依据。

3. 托管人违约行为的认定

关于托管人的法律地位及其与管理人之间的职责边界,理论上存在较大争议,司法裁判中倾向于用相关法律规定及合同约定来确定二者各自的职责范围。理论上观点认为管理人是典型的受托人,应当承担信义义务,也有观点认为基金托管人与管理人应为共同受托人,还有观点认为托管人与管理人同为基金受托人但各自独立履行职责,不是信托法意义上的共同受托人等。从目前的司法裁判来看,法院并未将管理人和托管人认定为共同受托人,对于管理人和托管人的权利和义务,是直接根据有关法律规定及合同约定来加以确定。并且,即便是在管理人存在

违约行为时,在托管人不存在违约行为的情况下,托管人对投资者的损失通常不承担赔偿责任。例如,判例认定基金合同已明确约定,托管人对于管理人是否妥当执行风险控制措施不承担监督职责,管理人未按照合同约定执行预警止损操作给委托人造成损失的,由管理人承担相应责任,托管人不承担任何责任。〔8〕

(五) 对外投资之对赌、回购效力认定难

对外投资纠纷中的主要争议焦点为对赌和回购的效力认定。外部争议主要是基金管理人诉投资标的公司返还借款、履行回购义务等或投资者直接向基金投资方主张权利。对外投资中的对赌或回购条款设置现象普遍,且易引发纠纷。涉及对外投资法律关系的16件案件中有13件主要争议焦点为回购,表现形式为收益权回购、投资标的差额补足等。

(六) 基金退出和清算处理难

1. 基金合同的解除

部分投资者在未能收回本金或收益时,也会通过诉请解除合同达到挽回损失的目的。其中,判决认定合同解除的具体情形有三类,包括合同约定的投资期限已届满、管理人未履行主要合同义务以及基金合同实际未履行。例如,有判决认定基金管理人未提供该基金和所投资股权的任何信息,投资者也未获得任何投资收益,双方协议的合同目的并未实现,合同应解除。再如有判决认定,因管理人停止经营,合同目的无法实现,投资者提出解除合同,收回投资,符合法定解除条件。〔9〕

2. 清算程序差异化

契约型、合伙型和公司型私募基金,清算的方式存在差异,针对性地分类处理难度较高。公司型私募基金受到《公司法》《企业破产法》关于股东退出、股份回购、股份转让、资本维持等相关规定约束;合伙型私募要受到《民法典》规定的合伙合同以及《合伙企业法》的相关规定约束,尤其要受到上述法律法规关于退伙、合伙份额转让、合伙的利润分配和

〔8〕 参见上海金融法院:赵某某与上海缠红资产管理有限公司、国信证券股份有限公司金融委托理财合同纠纷二审民事判决书,案号:(2019)沪74民终663号,2019年11月11日。

〔9〕 参见上海市虹口区人民法院:胡某某与望洲资产管理(上海)有限公司其他所有权纠纷一案一审民事判决书,案号:(2017)沪0109民初21444号,2018年1月23日。

亏损承担问题的规定约束。

3. 未经清算时损失难以认定

在清算未启动、未完成或无法清算时,投资者往往以基金管理人履职不当为由提起损害赔偿之诉,如何判断管理人是否存在过错、损失金额无法确定时的投资者损失赔偿如何认定、管理人应在何种范围内承担责任成为司法裁判的难点,在司法实践中也形成不同的裁判路径。

由于有些私募基金的基础资产流动性较差,变现周期长,投资者损失往往难以认定。如果案涉私募基金尚未清算完成,管理人多以损失尚未确定作为抗辩理由。对投资者损失的认定存在不同的观点。有观点认为,基金财产作为独立于基金管理人的固有财产,在管理人未对涉案私募基金进行清算的情况下,投资者能否取得清算后的基金剩余财产,获取收益,目前尚不能确定。现投资者径行要求管理人返还投资款本金并按业绩比较基准支付投资收益,无事实和法律依据,不予支持。^[10]也有观点认为,私募基金未经清算也可以认定损失,即推定投资者的投资不能获得全部偿还,可先判决基金管理人偿还投资者全部投入,投资者受偿后不再参与私募基金分配,此后的收益归管理人所有,或者由管理人就其过错承担相应责任,待清算结束后该部分赔偿数额从投资者应获分配基金数额中予以扣减。还有观点认为,可通过法院委托审计、估价等方式确定私募基金价值,据此确定投资者损失,并判决管理人承担相应赔偿责任。另有观点认为,在特殊情形下,损失虽未最终确定但受托人确有责任时,为避免诉累,法院可判决受托人就“私募基金清算完成后投资者的损失”承担一定比例的赔偿责任;或者,私募基金虽未经清算但有其他证据证明损失已确定实际发生的,法院可判决管理人承担相应的赔偿责任。

以上观点体现了两种路径选择,一是严格按照侵权责任原理,认为只有在清算结束后投资者的损失才能固定,但是面对基金管理人启动清算程序或是清算期间过长的现状,这种路径对于投资者的保护不够及

[10] 参见上海市嘉定区人民法院:朱某某与上海星黔投资有限公司委托理财合同纠纷一审民事判决书,案号:(2020)沪0114民初1186号,2020年4月1日;上海金融法院:朱某某与上海星黔投资有限公司委托理财合同纠纷二审民事判决书,案号:(2020)沪74民终565号,2021年5月20日。

时、有力。二是减少诉累,使投资者可以及时得到救济,从实际运用效果达成投资者、管理人、用资人利益的平衡,但是该路径推定投资者损失这个前提缺少足够的理论支撑,在实践中也存在较大争议。

三、涉私募基金纠纷发生的原因

(一) 法律规范体系尚不完整

私募基金的规范层级较低,尚未形成系统的法治规则体系。目前针对私募基金的立法层级较低,没有专门法律规范,主要为监管部门出台的部门规章和行业自律组织出台的规范性文件。上述规范位阶较低,在司法审判法律适用中常存在分歧。同时私募基金纠纷中涉及法律关系多元,在清算退出等具体问题中均存在私募基金监管规范与《公司法》《合伙企业法》《企业破产法》等不同法律规范之间的协调问题。涉私募基金的具体法律规范体系见表1。

表1 私募基金相关法律法规、规范性文件

效力级别	发布单位	法律法规、规范性文件名称
法律	全国人民代表大会	《证券投资基金法》《公司法》《合伙企业法》《民法典》《信托法》等
部门规章	证监会	《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》等
司法解释性质文件	最高人民法院	《九民纪要》等
部门规范性文件	中国人民银行、银保监会、证监会、国家外汇管理局	《资管新规》等
行业规定	中基协	《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》《私募基金管理人登记须知(2019年版)》《私募投资基金募集行为管理办法》等

(二) 配套监管机制尚不健全

对私募基金的监管力度尚不能适应市场发展现状,易引发监管套利问题。我国对私募基金采取了不设行政许可,实行协会登记备案、行业自律管理、监管部门事中事后查处的监管体制。对于私募基金管理人没有严格的市场准入机制,无须中国证监会审批,向中基协登记即可,对私募基金实行备案制度。监管重点集中在募集环节,对私募基金后续管理运行和清算退出缺少规制,也缺少配套的私募资产评估规范和退出市场平台,私募基金风险监测机制不健全。

(三) 行业合规内控尚不完备

私募基金行业合规意识较为薄弱,风险防范意识较低。纠纷发生在私募基金募、投、管、退的各个运作环节,反映出私募基金规范运作水平较低、合规意识薄弱、内控不健全、风控能力不足,暴露出违规推介销售、虚假宣传、承诺收益、违背约定进行投资、为关联方或实际控制人提供等方面问题。部分私募基金机构甚至违规开展“资金池”“名股实债”“名基实贷”等业务,向投资者承诺刚性兑付收益,从事非标债权等影子银行与类信贷业务,涉嫌非法集资,滋生社会风险隐患。

(四) 从业人员专业水平有待提升

私募基金从业机构人员的专业化水平和预防风险能力有待提升。私募基金销售人员的金融专业知识水平与私募基金产品的复杂程度之间存在差距,无法充分履行基金参与人的相应职责义务。如适当性义务履行中,目前通行的问卷方式无法准确、科学地衡量投资者风险偏好和承受能力,通用的银行理财产品风险评级方法无法完全与私募基金金融产品风险特征相匹配,卖方机构无法科学匹配产品与投资者。私募基金管理人的专业化管理能力尚不能满足多种私募基金组织形式及多重法律关系下的私募基金规范高效运作的需要。

(五) 投资者风险防范意识仍显薄弱

投资者教育不足,投资者对私募基金定价机制、法律关系及风险防范关注不够,盲目追求高收益。目前,我国私募基金自然人投资者占比较大,投资者教育尚不能满足私募基金市场的快速发展。金融机构与投资者力量悬殊,且信息不对称问题严重。部分投资者在投资过程中缺乏理性人应有的基本谨慎注意义务,对个人风险承受能力存在不实陈述,

无法客观评估自身投资能力。同时,投资者也缺乏必要的私募基金相关法律规范知识,不了解私募基金运作的内在机制和基本原理,忽视风险,仅仅关注高收益,片面要求私募基金行业提供各种形式的保底保收益承诺,导致相关纠纷频发。

四、涉私募基金纠纷案件的审理思路

(一) 基金合同法律关系的性质

《九民纪要》第88条第2款规定:“根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的规定,其他金融机构开展的资产管理业务构成信托关系的,当事人之间的纠纷适用信托法及其他有关规定处理。”《资管新规》第2条第3款规定:“私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规,私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见,创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定。”

从现行法律规定来看,《证券投资基金法》在2012年修订时首次将非公开募集基金纳入调整范围,因此普遍认为《证券投资基金法》是私募基金领域目前的最高位阶的基础法律。该法虽没有明确规定当事人之间的法律关系,但该法以《信托法》为上位法。并且,从立法观点来看,在全国人大常委会法制工作委员会对《证券投资基金法》的释义中有明确提及,证券投资基金针对证券投资基金信托这一特殊的信托行为,确立了基金持有人(投资者)、管理人、托管人三方主体之间的信托法律关系。^[11]因此,在证券投资基金中,可依法认定私募基金管理人和投资者之间构成信托法律关系。需注意的是,现行监管根据私募基金投资领域的不同对基金类型做了划分,虽然私募股权投资基金和其他私募基金在组织架构上与证券投资基金相同,但关于是否适用《证券投资基金法》尚存疑问,这可能对认定当事人之间是否构成信托关系存在影响。从现有案例来看,关于基金合同效力、性质的认定,还要结合合同的具体

[11] 参见吴高盛主编:《中华人民共和国证券投资基金法释义及实用指南》,中国民主法制出版社2013年版,第42页。

约定,在认定形成信托关系或委托理财关系的基础上,对管理人、托管人权利义务内涵及外延进行明确,进而解决刚兑条款效力、清算退出争议。

(二)刚性兑付对基金合同的影响

根据《九民纪要》第92条和《资管新规》第19条的规定,对于存在刚性兑付的,法院应认定保底条款无效,而非合同整体无效。对于是否构成刚性兑付,应根据承诺主体区分认定效力。

根据证监会颁布的《私募投资基金监督管理暂行办法》第15条规定,私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益。中基协制定的《私募投资基金备案须知(2019年版)》第13条规定,管理人及其实际控制人、股东、关联方以及募集机构不得向投资者承诺最低收益、承诺本金不受损失,或限定损失金额和比例。但《资管新规》第19条规定的刚兑情形,限制主体为资管产品的发行人、管理人。《九民纪要》第92条规定的刚兑主体也仅限于发行人、销售机构、管理机构。

对于作为金融机构的基金管理人、销售机构所承诺的刚性兑付,应否定其效力。首先,刚性兑付使得风险仍停留在金融体系内部,将本应由投资者自行承担的损失投资风险转嫁至作为管理人的金融机构,如果此种风险累积,在各类风险尤其是信用风险集中爆发后,个别金融机构可能因不能刚性兑付而引发系统性风险。其次,刚性兑付不利于资源配置和直接融资服务实体经济。刚性兑付违反了信托业务“受人之托,代人理财”的法律关系本质,提高了无风险利率水平,不利于金融资源的合理配置,损害了金融秩序及金融市场的稳定。

投资顾问出具的本金收益承诺应为无效。《证券投资基金法》第103条明确禁止基金投资顾问机构在提供基金投资顾问服务时以任何方式承诺或者保证投资收益,该承诺或保证行为扰乱社会经济秩序,属于损害社会公共利益的行为,属于违反法律、行政法规的强制性规定的情形,应为无效。

(三)违反适当性义务的责任认定

适当性义务要求卖方机构将适当的产品销售给适当的客户,承担起合理推荐、适当销售的义务。履行适当性义务是卖方机构尽责的主要内容,也是打破刚性兑付、实现买者自负的前提和基础。目前,在大资管背

景下,《信托法》《证券法》《证券投资基金法》《证券公司监督管理条例》对适当性义务都有明确规定,实践中采取的适当性义务履行标准主要是参照《证券期货投资者适当性管理办法》的相关规定制定的。在认定未尽适当性义务导致投资损失时,应严格审查两者的因果关系。

首先,从责任主体上看,就私募基金募集销售而言,包括管理人自行募集和基金销售机构委托募集,凡是具体实施基金募集销售行为的主体,均应当履行适当性义务。

其次,在责任认定上,实行举证责任倒置。投资者仅需证明其购买了产品并遭受了损失,由管理人对其对客户了解、产品适当、告知说明和文件交付等履行适当性义务的情况承担举证责任,促使管理人更加规范地履行适当性义务。

再次,适当性义务具体内容主要对照金融监管部门规定的适当性内容,主要包括投资者认定及分类、产品风险等级划分和适当性匹配三个方面。其中,对于金融产品相关的市场风险、信用风险、合同主要内容的重要事项告知说明义务是适当推荐的前提,在审理时应对上述义务予以实质审查而非形式判断。

最后,关于违反适当性义务的责任承担。法律、行政法规规定的适当性义务属于法定义务,违反该义务应承担侵权责任。法律、行政法规未规定的适当性义务一般属先合同义务,违反先合同义务应承担缔约过失责任。金融机构应当承担损失赔偿责任,具体责任大小以实际损失为上限,按过错比例或信赖利益大小承担。在违反法定适当性义务而导致的侵权责任之诉中,损失数额按《九民纪要》第77条计算,然后根据双方过错大小分配责任、分担损失;在违反先合同义务而导致的合同之诉中,应根据信赖利益的大小确定最终的责任和损失金额。无论是判断过错比例还是衡量信赖利益大小,都可从《九民纪要》第78条所规定的两个方面进行判断:一是投资者是否存在故意提供虚假信息、拒绝听取卖方机构建议等情况;二是根据投资者投资经验、受教育程度等情况,判断适当性义务的违反是否影响投资者作出自主决定。

(四)违反受托义务的责任认定

基金作为一种资产管理形式,具体在法律组织形式上又可分为公司制、合伙制和契约制,因此管理人与客户之间的权利义务关系因其具体

法律组织形式的不同而分别受到《公司法》《合伙企业法》《信托法》等的规制。

《信托法》第25条规定,受托人应当遵守信托文件的规定,为受益人的最大利益处理信托事务。受托人管理信托财产,必须恪尽职守,履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。《九民纪要》出台后,也强调要重点审查受托人在“受人之托,忠人之事”的财产管理过程中,是否恪尽职守,履行了谨慎、有效管理等法定或者约定义务,即除审查管理人是否履行合同约定义务之外,还应审查管理人是否尽到上述法定义务。但实践中,对于受托义务的内容和边界很难形成一个统一的标准去衡量。各类私募基金合同文本虽在上述原则性规定的基础上对管理人义务作出了细化的约定,但上述合同文本中仍然充斥着大量模糊的概念。

关于托管人的法律地位及其与管理人的职责边界。契约型基金与公司型等基金不同,通常不会设置类似“股东会—董事会”等本身较为成熟的治理机制来协调资金所有人与管理人之间的关系,基金管理人对于资金运用有较大的自主权限。因此,托管人的角色在契约型基金中更为重要,其被赋予了补充基金管理人信用和制衡管理人滥权的功能。但从实践中的职责分工来看,托管人行为自主性明显低于管理人。最明显的是,即使托管人发现管理人投资指令违反合同约定,也只能通知管理人进行改正。而且,托管人也难以独立以自己名义对外代表基金行使权利,在收费水平上也明显低于管理人。因此,若将托管人与管理人视为信托法上的共同受托人,可能会混淆二者的角色分工。从司法实践来看,托管人的职责范围主要来自《信托法》《证券投资基金法》的规定以及托管人与管理人签订的基金合同、托管协议。因此,托管人不仅负有概括性的受托义务,也有具体的合同职责。至于托管人与管理人的职责边界,应在具体案件中就他们的履责能力、行为的主观过错程度以及外部条件等因素综合考虑,不宜盲目扩大托管人的责任,或在管理人缺位时直接认定托管人的替代责任。

综上,受托义务主要来自法律的概括性规定与基金合同的约定,因此投资者可以侵权之诉或以违约之诉追究违反受托义务者的责任,但无论是以何种诉请,均应审查管理人、托管人履职时是否存在过错以及二者行为与投资者损失是否存在客观因果关系。

(五) 基金对外投资之对赌协议的效力

对赌一般指投资人和投资标的合意预设特定的商业目标,并约定如在特定期间内该商业目标未成就,则投资人对投资标的享有利益补偿、股权回购等请求权,以充分保护投资人权益的行为。

《九民纪要》中讨论的对赌,主要针对的是私募基金在对外投资时和被投资企业的股东、实际控制人和被投资企业之间发生的法律关系。^[12]在私募基金对外投资中,如果投资标的为公司,依照《公司法》和《九民纪要》对公司对赌的相关规定进行审理。如果投资标的为合伙企业,则依照《合伙企业法》以及《民法典》合伙合同章节的相关规定进行审理。

关于投资标的为公司时的情形。应注意同时从《民法典》和《公司法》两个维度来审查对赌协议。《九民纪要》第5条明确规定,与投资标的公司对赌原则上有效,但是在实际履行中需要结合《公司法》的相关规定进行判断。如果投资者请求投资标的公司回购股权的,应以投资标的公司完成减资程序为前提,如果投资者请求投资标的公司金钱补偿的,应以投资标的公司存有可分配利润为前提,不具备可履行性的,判决驳回诉讼请求。

关于投资标的为合伙企业时的情形。对合伙财产份额转让、收益差额补足的认定,应当在《民法典》与《合伙企业法》对合伙法律关系进行一般与特殊并行规定的框架下,主要审查其是否符合法律关于合伙企业财产份额转让及合伙企业利润亏损分配方面的规定。一是应符合合伙企业财产份额转让的相关法律规定。要区分普通合伙与有限合伙的财产份额转让以及对内转让与对外转让,并实质审查合伙人的意思表示内涵及形式。二是应符合《合伙企业法》的利润亏损分配规定。从退出协议的差额补偿条款签订主体及形式来分析协议效力。差额补偿协议在有限合伙人与其他合伙人或者第三方之间签订,那么在私募基金有限合伙企业持续期间,对赌权利人要求义务方支付差额补偿,该金钱债务存在于私募基金有限合伙企业之外,资金并非源于有限合伙企业,更非该

[12] 参见刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司“对赌”场景的分析》,载《法学研究》2020年第2期。

有限合伙企业财产的分配,因此并未违反《合伙企业法》及《民法典》的相关规定,该差额补偿协议应为有效。若差额补偿协议的义务方是该私募基金有限合伙企业,或者资金实际来源于该有限合伙企业,则权利人行使对赌权利、要求支付投资收益差额,因该资金属于有限合伙企业的收益,其实质是在合伙企业存续期间分配财产,显然有违《合伙企业法》及《民法典》关于合伙存续期间不得分配合伙财产的相关规定。

(六)基金的退出和清算

私募基金作为一种投融资工具,存在投资者退出私募基金以及私募基金退出其投资标的两层退出关系。如私募基金对投资标的进行股权投资,私募基金退出投资标的方式包括公开上市、并购及回购。

对于清算阶段投资者利益保护这一难题,需要从清算义务、清算的启动、操作、损失认定等制度设计层面进一步完善。清算是基金管理人的义务,资管产品到期后,基金管理人未及时进行清算,投资者起诉要求金融机构履行清算义务的,应给投资者司法救济。否则,在管理人怠于清算的情况下,极易造成僵局。私募基金符合清算条件的,管理人应在一定期限内履行清算义务。对于公司型、合伙型私募基金清算应依照《公司法》、《合伙企业法》及《民法典》合伙合同等相关规定进行。具体清算期限可视案件实际合理确定,并充分保障投资者的知情权。

首先,对于公司型私募基金、合伙型私募基金,法律均规定了基金管理人的清算义务,未在法律规定期限内成立清算组或确定清算人的,投资者可以通过诉讼的方式要求法院指令强制清算。对于契约型私募基金,目前只能由当事人通过合同约定确定清算事宜。中基协制定的《私募投资基金合同指引1号(契约型私募基金合同内容与格式指引)》第57、58条列明了清算小组的组成、剩余资产的分配等私募基金财产清算的有关事项,但并未载明清算小组的确定时间以及基金管理人不清算时如何处理,而且该合同文本也仅有参考作用,不具有强制力。但即便在合同没有约定或是约定不明的情形下,投资者也有权利要求管理人对基金进行清算。

其次,进一步规范、细化清算程序。一是明晰界定清算人职责。进入清算阶段后,清算人应秉持投资者利益最大化原则,承担清算核对基金资产的义务,分类核实基金现金资产、非现金资产及对外债权债务,编

制资产负债表和财产清单。其中,对非现金资产部分能够退出的项目,应积极寻求变价方案,尽快退出并变现,对无法及时变现的,应采取合理方法进行评估,制定未来退出方案或直接分配。在此基础上,形成首次资产清理报告,并继续通过诉讼或非诉讼等方式收回基金权益,最终完成对投资者的分配、基金清算备案及工商注销登记等手续。二是明确规定资产清理报告的出具时间,积极推进清算程序。对于投资者而言,即便进入清算阶段,也并不意味着可以立即得到分配。虽然《公司法》等法律法规也未就清算期作出强制性规定,但清算人应当在清算开始后尽快(90日内)出具首次资产清理报告,投资者才可以知晓其是否产生损失、损失的大致数额,并将该报告作为侵权诉讼中所遭受损失的初步证据。三是充分保障投资者知情权。清算期间,基金管理人仍需履行中基协所要求的信息披露义务,清算人也应当及时向投资者披露清算人的组成、清算费用、资产清理报告、基金持有人会议、资产变现情况、重大诉讼进展等与投资者利益相关的信息。

最后,对于具体清算的损失认定可以区分以下三种情况进行处理:一是通常情形下应坚持清算前置,私募基金盈亏需要通过清算才能确定,只有经由清算方能确定投资者损失数额。私募基金未经清算的,投资亏损无法确定,故应驳回投资者诉请,除非损失的确定不以资管产品清算为前提。二是私募基金未经清算的情况下,可通过法院委托审计、估价等方式确定价值,据此确定投资者损失,并判决管理人承担相应赔偿责任。三是在部分案件中,管理人的违法或违约行为与损失范围的因果关系明确,尽管损失总额不易厘定但损失比例易于确定,为方便投资者进行司法救济并减少讼累,可判定受托人就清算后投资者的损失按照比例承担责任。或者,资管产品虽未经清算但有其他证据证明损失已实际发生的,可判定受托人承担相应的赔偿责任。

五、余论:多维度防范化解私募基金纠纷风险

(一)完善私募基金规范体系,明晰私募基金的内部运作及外延边界
尽快推动制定更高位阶的私募基金法律规范,协调私募基金专门法

律规范与《公司法》《合伙企业法》等组织规范协调。明确金融监管规范中针对私募基金的不同组织形式,不同法律关系性质下的基金管理人、托管人主体的权利义务范畴,细化禁止刚兑形式,明确清算退出具体环节规范。夯实加强私募基金监管的制度基础,使私募基金回归资产管理本源。

(二) 统筹行业监管和自律管理,加强私募基金全维度监管,杜绝监管套利

厘清监管和自律的边界,强化监管和自律的联动,加强严格准入制度,细化信息披露要求,着力防控系统性风险,对重点关注机构加强风险监测与排查。充分发挥行业示范引领作用,优化制定自律监管和行业标准,规范市场发展方向。对不同组织形式的基金实行差异化、精细化监管。加强投资者教育,尤其是对自然人投资者进行全方位的私募基金运作基本知识原理、法律规范体系、风险防范教育,培育好私募基金市场的投资者基础。把握好监管和发展的平衡,使私募基金在资本市场中发挥好支持创新创业、服务实体经济和促进居民财富管理的作用。

(三) 规范争议解决机关适用法律,加强裁判标准统一

正确选择适用法律,根据不同情形的私募基金注重规范间的协调,统筹协调好私募基金专门规范与《公司法》《合伙企业法》《企业破产法》等组织法律规范,合理参考适用部门规章、规范性文件等较低位阶文件。具体法律适用方面,明确私募基金的基础法律关系性质,明晰参与各方的权利义务,强化私募基金内部治理。针对不同组织形式,在私募基金设立之初明确其法律关系性质。

推动司法与仲裁相协调,促进裁判统一。实践中,对相当部分私募基金纠纷采用仲裁方式解决。根据不完全统计,2018~2020年上海国际仲裁中心一家仲裁机构受理的涉私募基金案件即达到516件,远高于司法诉讼案件数量。仲裁不公开的特性使得不同的裁判机构、裁判人员的观点缺少交流,导致仲裁裁决差异较大。考虑到市场中大部分私募基金纠纷诉诸仲裁,仲裁裁决结果又会影响私募基金行业操作,从而影响私募基金行业发展方向,因此有必要加强仲裁裁决的法律适用与司法裁判标准的统一。

(四) 规范私募基金行业募集、投资、管理、退出运作全流程

私募基金行业应提高合规意识,加强风险防范,提高私募基金从业机构人员的专业化水平。募集阶段,提高对投资者风险承受能力测评的精确性,增强投资者与产品特质间的适配性,加强对销售环节适当性义务的审查,提升适当性义务履行的审慎性与专业性。投资阶段,基金管理人应履行审慎投资义务,按照基金法律关系的约束,在投资前充分尽职调查,按照约定操作基金财产。管理阶段,基金管理人应对被投资项目进行跟踪监控,并在运作过程中充分履行披露义务。托管人应与管理人、投资者明确约定托管职责,划清权利义务界限,主动担负保护基金财产安全、及时报告监管部门的职责,与投资者、监管机构有效对接,共同推动风险事件的处置,尽最大可能维护投资者权益。退出与清算阶段,私募基金各方主体应在明确私募基金法律关系性质的前提下,按照基金合同事先明确的清算主体、清算启动条件、清算程序、清算方式、清算期限、清算责任等相关清算条款,加强清算不能时的投资者权益保护。

(五) 提升投资者主体意识,全面了解私募基金运作原理,增强风险防范意识,正确投资导向

投资者应如实客观提供自身相关风险承受能力信息,主动了解产品投资范围及标的情况。投资者应关注基金合同的关键条款,重点关注私募基金合同有关当事人权利义务关系的约定,私募基金管理人、托管人、投资顾问、代销机构、增信第三人的职责内容。在纠纷化解的过程中投资者应充分关注自身的知情权,主动了解有关产品投资、运作、损失、清算等环节的相关资料。投资者应充分认识理解私募基金定价原理与风险承受之间的关系,基金法律关系的实质以及基金法律主体之间的权利义务关系,形成合理投资预期,理性维权。

(编辑:谢贵春)