

私募股权基金管理人信义义务研究

肖宇¹, 许可²

(1. 华东政法大学 国际金融法律学院, 上海 201620;

2. 中国人民大学 法学院, 北京 100872)

摘要: 私募股权投资基金是当前我国民间和政府投资的重要载体, 基金管理人作为基金的核心, 享有基金运营与管理的全部权利, 若没有适当的约束机制, 投资人的权利极易受到侵害。信义义务是解决投资人与基金管理人信息不对称与道德风险的重要钥匙, 基于私募股权投资基金的特殊性, 信义义务在融资、投资、管理和退出环节各有具体的表现形式, 注意义务与忠实义务在不同情境中的弹性与张力也各有不同。但是信义义务的适用也受到主观判断、法官裁量水平等因素的影响, 需要与外部监管措施相结合共同保护投资人利益。

关键词: 私募股权基金; 基金管理人; 信义义务; 忠实义务; 注意义务

中图分类号: DF438.2 文献标志码: A DOI: 10.3969/j.issn.1001-2397.2015.06.07

引言

私募股权投资基金(private equity fund, 下文简称“PE基金”)在我国经历了近十年的快速发展和2008年的“全民PE”热潮, 如图1所示, 该年募资金额达到611亿美元, 约占当年GDP的1.2%^①, 从2011年开始, 由于宏观经济背景的变化, 国内上市渠道的暂停, 以及海外上市企业被做空等多方面因

素, PE基金由膨胀态势进入理性发展期, 部分PE基金因盲目投资而开始陷入困境。2013年PE基金行业进入了形势最为严峻的“收割期”, 不少基金都临近甚至逾越了预定的清算周期, 在2008年后成立的基金中, 有限合伙人(LP)连本金都未收回的占九成左右, 2013年的回报率已经下降到13.5%^②, 有基金开始爆发兑付危机^③, 行业的洗牌、分化和淘汰已成趋势, PE内部基金管理人与投资人间的矛

收稿日期: 2015-06-10

基金项目: 2012年度国家社科基金项目“私募股权基金治理法律制度研究”(12CFX072); 中国法学会研究课题“美国证券发行注册制比较研究”(CLS2014D068); 中国博士后第54批面上基金项目(2013M540350)

作者简介: 肖宇(1981), 女, 重庆人, 华东政法大学国际金融法律学院副教授, 硕士生导师, 法学博士; 许可(1981), 男, 安徽阜阳人, 中国人民大学法学院教师, 博士后, 法学博士。

^① 根据图表数据和2008年的GDP折算。(参见: 2008年修订后全国GDP总量为31.4万亿[EB/OL]. (2001-12-19) [2014-02-15]. <http://finance.sina.com.cn/roll/20091225/10227155127.shtml>.)

^② 近十年来, 中国股权投资市场回报率仅为20%, 而2003-2005年间的平均回报率达到45.5%。(参见: 闫洁. 本土LP与GP一起走向成熟[EB/OL]. (2014-01-08) [2014-05-15]. <http://research.PEdaily.cn/201401/20140108359156.shtml>.)

^③ 参见: 陆晓辉. PE产品爆发10亿兑付危机 融典投资基金现违约黑洞[EB/OL]. (2014-01-22) [2014-03-15]. http://PE.PEdaily.cn/201401/20140122359797_all.shtml.

盾逐步显露出来。2014 年之后, 随着证券市场国内 IPO 的重启与新三板的繁荣以及阿里巴巴和京东上市带来的互联网海外上市的财富效应, 新一轮的 PE 热潮和泡沫又开始兴起, 同时, 市场的大起大落也让 PE 基金投资回报跌宕起伏。PE 基金的投资失败或是未达到预期收益, 是因为市场的环境还是因为管理人未尽到职责, 需要法律确定判断的标准, 对 PE 基金管理人的私法规范体系也亟须细化与完善。

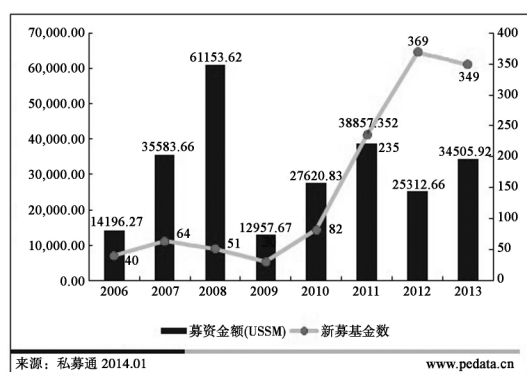


图 1

PE 基金的当事人双方都是成熟的市场专业人士, 比较讲究私密性和市场自治, 公法的介入应是谦抑性的, 对投资人利益的保护, 应更多通过私法规则实现。PE 基金多采用有限合伙形式, 基金管理人几乎享有基金全部的管理运营权, 如何防止管理人的权利滥用、保护投资人利益, 是法律规制的核心, 信义义务提供了最为合适的框架。PE 基金管理人的义务与信义义务如何契合, 其本身的特殊性体现在哪些方面? PE 基金涉及募集、投资、运营和退出多个环节, 信义义务各自又如何体现? 信义义务在约束基金管理人方面又有什么不足? 本文将结合 PE 基金的实践以及证监会出台的《私募投资基金管理暂行办法》(后文简称《暂行办法》), 讨论 PE 基金管理人信义义务的内容、实现与完善。

一、信义义务与私募股权基金管理人义务的契合

信义义务是从英美法系的衡平法中发展起来的, 最初在信托法领域得以确立, 而后被逐步应用到代理法和公司法中, 到了 20 世纪, 信义义务的适

用范围更加拓展, 人们认为其能弥补现有财产、合同和侵权制度的不足, 在英美法国家的商业和金融交易中作为指引和规范而广为适用。另外, 大陆法系国家也逐步接受了英美法中的信义义务, 通过立法的形式尽可能作出详尽的描述, 而法官在该问题上也有较大的自由裁量空间。

对于信义义务, 波士顿大学的 Tamar Frankel 教授在《信义法原理》一书中对信义关系的界定与信义义务的构成进行了统合性的阐述, 认为今后的趋势是信义义务的普遍性和统一化, 是信义义务研究的集大成者。在其他的文献中, 信义义务的研究主要集中于信托受托人的信义义务和公司董事的信义义务, 基金管理人信义义务方面的文献相对较少, 比较有代表性的是 Tamar Frankel 的《基金管理人的规制》, 以及王苏生的《证券投资基金管理人的责任》、张国清的《投资基金治理结构之法律分析》和其他相关文献^①, 讨论的对象主要是公募证券投资基金。也有学者关注金融创新中的信义义务^②, 整体而言, 切合到私募股权基金的特点讨论基金管理人的信义义务的学术文献少有。本文在 Tamar Frankel 教授总结出来的信义义务的一般原理的基础上, 探寻私募股权基金管理人义务与信义义务的契合, 以及在不同情境中内容的变化与特殊性。

(一) 信义义务的基础: 私募股权基金当事人间的信义关系

信义义务建立在当事人间有信义关系的基础上, 双方当事人一方是委托人, 另一方是受信人。Tamar Frankel 教授对信义关系的特征进行了如下总

^① 其他文献, 如: 丁凤楚, 王竹. 论基金管理人忠实义务的法律规制[J]. 社会科学研究, 2009(1): 64-68; 陈士林. 我国证券投资基金管理人信赖义务的理论分析[J]. 上海金融, 2010(10): 88-91; 王继远. 合伙人信义义务问题探讨[J]. 理论探索, 2009(2): 125-128; 张敏. 信托受托人的谨慎投资义务研究[M]. 北京: 中国法制出版社, 2011; 高岚. 日本投资信托及投资法人法律制度研究[M]. 昆明: 云南大学出版社, 2007.

^② 参见: 甘培忠, 雷驰. 对金融创新的信义义务法律规制[J]. 法学, 2009(10): 61-69; 李安安. 金融创新与董事信义义务的重塑[J]. 证券法苑, 2012(7): 362-379; 季奎明. 论金融机构董事信义义务的扩张[J]. 甘肃政法学院学报, 2009(9): 142-148; 汪其昌. 信义义务: 英美金融消费者保护的一个独特制度[J]. 国际金融, 2011(2): 39-45.

结:第一,受信任提供的主要是服务,且是社会需要、专业性较强的服务。第二,为了有效完成这些服务,受信任被授予财产和权利。第三,这种托付的风险在于受信任不值得信赖,他们可能会滥用委托的财产和权利,或者并不提供预期的服务。第四,有这样的可能性:(1) 委托人不能保护自己避免这种风险;(2) 市场不能保护委托人避免这种风险;(3) 受信任建立起他们之间信任的成本比本身的委托关系的收益还要高^[1]。具有信义关系的受信任对委托人有信义义务。

私募股权基金内部的双方当事人即投资人与PE基金管理人之间是典型的信义关系。投资人基于对管理人业务能力和职业操守的信任,将财产和权利全部交给管理人,对财产不再享有控制权;管理人提供专业的资产管理服务,享有对财产的全部控制权,但管理人可能滥用权利和怠于提供服务,为自己谋利和损害投资者利益;投资人很难完全通过约定和市场的方式来规避这种风险和保护自己的利益,需要通过具有强制力的私法规则来约束基金管理人的行为。

(二) PE基金的成熟投资人也需要信义义务的保护

PE基金的重要特征就是双方当事人都是成熟的市场人士,如机构投资者、富有的个人和家庭、投资公司等,他们对风险有较强的判断能力和承受能力,理论上他们可以更好地控制和监督管理人,但从实践来看似乎并非如此。比如2008年美国麦道夫案件涉及的高达600亿美元的骗局中,被骗的所有投资人都是成熟投资人^①就说明了这个问题。因为对他们而言,常年密切监督“名声显赫”的基金管理人麦道夫的行为,成本太高了,而且麦道夫除了给他们每年基本固定的回报外也不进行具体投资的信息披露,若向他要求提供详细资料,他就会把这个投资人直接清理出去。当一些投资人发现疑似欺诈行为时,有些人停止了投资,而大多数人没有,他们继续去做自己的事情。可见,即使对于成熟投资人,他们的监督也会产生高昂的成本,因此他们可能会怠于监督,或者因为基金管理人的地位优势,他们也很难掌握基金运作的相关情况。因

此,即便是成熟的投资人,其自我保护能力也是有限的,也需要信义义务的保护。

(三) 信义义务中的忠实义务与注意义务对基金管理人亦适用

信义义务作为开放的概念,内容丰富、抽象,为便于理解与适用,理论上对其作了类型化的处理,传统采用的是二分法,即忠实义务(duty of loyalty)和注意义务(duty of care);既要求基金管理人在主观上将投资人的利益置于自身利益之上,在客观上对基金管理人的技能、经验和敬业程度也有所要求。

忠实义务与托付的财产和权利相关,意味着可以被信赖、信任,以及相信他们之间的利益是一致的。忠实义务是对基金管理人“道德”方面的要求,传统理念认为,受信任在处理受托事务时得以投资人的利益为唯一依据,不得为自己或他人谋利,应避免利益冲突。但该理念正在受到挑战,如在PE基金中,若管理人与投资人有利益冲突,但并不损害投资人利益,并能使管理人更多受益的行为是否要禁止?这是下文要结合PE基金讨论的问题。另外,在不同的信义关系的当事人之间,权利和财产委托的分离程度是不同的,对委托人而言,分离程度越高,忠实义务的刚性就越强,就越严格。

注意义务是对基金管理人“能力”方面的要求,与其提供服务的质量和注意程度相关,它要求基金管理人在作出经营决策时审慎、勤勉,并具有专业水平。从理论角度看,基金管理人团队受过良好的教育,并长期专注于某个行业、领域甚至某个特定阶段的投资管理活动,积累了丰富的投资经验,是某些领域内具有成功投资经验的专业投资家。由于对能力的判断比较抽象,需要借助一些标准来认定,如流程评估。对不同的信义关系当事人而言,委托人对受信任的专业能力的依赖程度是不同的,

^① 麦道夫的投资人包括英国汇丰银行、苏格兰皇家银行、法国巴黎银行、荷兰富通银行、日本野村控股公司等多家大型金融机构和许多知名个人投资者,如美国波士顿房地产大亨洛克曼、电影导演斯皮尔伯格的神童基金会、服装企业家卡尔·夏皮罗(5.45亿美元)等。(参见:巨骗麦道夫被判入狱150年 投资者损失132亿美元[EB/OL]. (2009-06-30) [2014-03-15]. <http://finance.ifeng.com/money/wealth/millionaire/20090630/862039.shtml>.)

而且最后的投资结果不一定是判断受信人是否尽到注意义务的唯一标准,因为结果会受到多种外部因素的影响,对受信人行为过程的判断更为公平。

二、私募股权基金管理人信义义务的特殊性分析

信义义务作为对有信义关系的当事人适用的义务,在不同当事人间的信义关系中有不同的特点。下文拟结合私募股权基金的特点,如投资的高风险性、投资人的成熟度和是否具有较强的谈判能力等,讨论私募股权基金中信义义务的特殊性:

(一) 市场机制的调节作用会影响信义义务的程度

耶鲁大学 Roberta Romano 教授认为,市场机制会对受信人产生不同的影响,对其信义义务的要求应是有差异的,市场机制影响较小的信义关系应比市场机制影响较大的信义关系对受信人的义务要求更高、更为严格^[2]。在受市场机制影响较大的信义关系中,委托人可以通过用脚投票、解聘和薪酬增减来约束受信人。PE 基金的委托人可以通过市场机制对基金管理人产生一定的约束,但与上市公司的股东对公司高管、公募证券投资基金的投资者对基金管理人的约束相比较,其影响更小。

首先,投资人退出的自由度更小。上市公司的股东和公募证券投资基金的投资者是最为自由的投资者,他们表达对管理人不满的市场方式就是用脚投票,即卖掉股票或基金。PE 基金投资人的投资是相对长期的,短则 3-5 年,长则 7-10 余年,一旦承诺出资后,若约定条件没有出现,不能随意撤资。

其次,投资人的信息披露程度更低。上市公司和公募基金都有严格的信息公开披露要求,投资人可以很方便地查询受托人的信息;PE 基金的具体投资信息是不向公众公开的,向投资人的披露程度目前也没有明确的规定,很大程度上取决于当事人之间的约定,如果管理人没有按照约定进行披露,责任机制也不明确,但是,PE 基金投资人对管理人的解聘和薪酬控制的自由度更高。就上市公司股东和公募基金投资人对管理人的聘用和薪酬控制而言,个体的投资人能起到的作用有限。在对管理

人的薪酬控制方面,PE 基金投资人的自由度会更大一些。因此,市场机制的调节能力不同,信义义务的程度就不同。

(二) 忠实义务的刚性:有限合伙组织制 PE 基金管理人几乎拥有所有的权利

PE 基金管理人是基金的灵魂,是 PE 基金的发起人、管理人,是基金设立、投资方向决策、风险管理以及投资成败的关键。目前其适用的三种组织形式是有限合伙制、公司制和信托制,基于税收、营运效率等原因,有限合伙制是最为主流的形式。投资人作为有限合伙人(LP)认缴绝大部分的出资但不参与具体运营管理,以出资额为限承担有限责任;基金管理人担任普通合伙人(GP),负责基金投资运作事务,对基金债务承担无限连带责任。有限合伙制将 GP 的人力资源优势与 LP 的资金优势相结合,从而实现组织的最大效率,但 GP 享有全部经营管理权,其对权利的滥用和怠于履行义务易使 LP 的利益受到损害^[3]。这种委托代理风险在信托制与公司制 PE 中同样存在。

因此,对 PE 基金管理人法律约束的核心就是防止其滥用权利和财产,减少投资人的风险。从理论上讲,PE 基金的投资人作为成熟投资者,应有相当的辨别能力和谈判能力,订立的合同应细致严谨,但在复杂的经济社会中,投资人很难预测可能出现的各种情形。在合同订立中,往往都是由基金管理人提供合同模板和草案,若其在一些条款中“包藏祸心”,那么这种地位的不对等就更明显了。因此,必须通过法律的强制规定为基金管理人的忠实义务设定底线要求,而且这种要求应是刚性的,这是保护投资人利益的根本保障。

(三) 注意义务的弹性:PE 基金投资的高风险性和市场调节机制

PE 基金投资本身就是失败率和风险率较高的事业,投资成功则取得多达几十倍甚至上百倍的高额回报,但投资失败的概率高达 60%-80%,因此在国内外的 PE 制度中,均要求投资人是成熟的合格投资人,对投资人的资产状况和风险承受力有一定的门槛。面对投资失利,是由于市场本身和 PE 领域的投资风险造成的,还是与基金管理者的个人

能力和职业道德相关,需要一定的标准进行判断。投资的成功率并不是考量管理人履行注意义务的标准,其检验的重心在于其专业程度的表现与注意程度。

另外,市场机制也能起到一定的调节作用,如管理人的选用、聘任、薪酬、市场声誉等。因此,对管理人注意义务的评判标准应是弹性的,对投资的风险性宽容度较大,既给PE管理人的积极性提供空间,又能在一定程度上抑制管理人滥用权利的情形。

(四) 义务内容的情境转换: PE基金不同阶段偏重点不同

信义义务在私募股权基金的募集、运营、投资和退出阶段有更为细致的差异化表现,这些义务都是框架性的和情景依存的义务,需要在多样的具体情势中加以辨明,诸如不同投资对象、不同的投资人风险偏好以及不同的投资周期等,在不同的情形下有所发展和延伸。

三、私募股权基金管理人信义义务的规范特点与立法现状

对基金管理人的规制体系是立体的,既有法律的强制性规范,又有自律性规则,还有当事人之间的约定,三类规则形成规范体系,既有法律的刚性,又有自律规范与当事人合意的柔性。本文主要是从法律规范及司法适用的角度,讨论PE基金管理人信义规范的特点与立法。

(一) PE基金管理人信义规范的强制性、预防性与概括性

信义规范是私法规范,调整的是当事人间的法律关系,PE基金领域比起其他投资领域,更讲究私密性和当事人的意思自治,私法规范起着重要的作用。信义规范作为PE基金核心的私法规范,具有以下特点:

首先,信义规范具有强制性和预防性。信义规范虽然是私法规范,但属于商法中的强制性规则。管理人掌握着大多数的材料和证据,很容易向投资人掩盖,信义规范是防止作为财产受托人的基金管理人滥用其权利以及保护投资人利益的底线。信

义义务是对当事人行为的事前刻画,明确不能从事的行为和应当达到的行为标准,进而判断其法律责任。因此,信义规范也是预防性的,通过预防性的规则抑制管理人受到滥用权利和为己谋利的诱惑,并形成持续的提醒机制。

其次,信义规范具有概括性和灵活性。信义规范是原则性的,既可以发展出具体的规则和义务,又可以通过兜底的规定包含未曾预见的内容。其也是情境义务,须于个案中依价值判断予以具体化^[4]。在司法适用的过程中,须综合考虑基金管理人从事投资活动时的各种客观条件和管理人所做的各种准备与努力,进行利益衡量后才能确定其是否尽到了信义义务,因此法官有一定的自由裁量空间。

(二) 美国和中国关于私募股权基金管理人的立法状况

美国与投资基金相关的法律规范主要集中在1933年《证券法》、1934年《证券交易法》、1940年《投资公司法》、1940年《投资顾问法》和2010年《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法》等法律之中,目前形成了包括国会立法、证交会规章、法院判例在内的规范体系,同时与各州证券私募规则相互协调。1940年《投资顾问法》虽对投资顾问注册在达到一定条件时规定了注册豁免,但无论注册与否,都负有信义义务,并受反欺诈条款的约束,是一种更为原则性和概括性的约束^[5]。对投资人与基金管理人之间权利义务的认定,在1974年《雇员退休收入保障法》(ERISA)、1995年《统一审慎投资人法》、2003年《统一信托法》中分别对注意义务和忠实义务做了规定,但存在规定的不一致,也比较分散而无法体系化。在现行的立法体系中,对金融服务者义务的约束多以信义义务为基础,如美国1999年《现代金融服务法》以及2010年《华尔街改革与消费者保护法》。作为判例法国家,美国对信义原则的适用更多地体现在司法判例中,在次贷危机引发的一系列金融消费者诉讼中,不少是以信义义务作为司法裁量的依据,采用了衡平原则,与欺诈理论相联系。

我国2003年《证券投资基金法》对公募证券投资

资基金的基金管理人义务作出了原则性规定。2013年的修改增加了对私募证券基金的规定,但由于立法时PE基金的监管权尚未确定,PE基金仍不属于《证券投资基金法》的调整范围。直到2014年8月证监会出台了《暂行办法》,在该办法第4条中对基金管理人的义务做了原则性规定:“应当恪尽职守,履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。私募基金从业人员应当遵守法律、行政法规,恪守职业道德和行为规范。”其他的义务散见于资金募集、投资运作各章之中。证券投资基金业协会2014年12月发布《基金从业人员执业行为自律准则》,通过行业自律准则规范从业人员的行为,大体建立起了我国对PE基金管理人行为的规范体系。基金管理人的行为哪些属于信义义务的范围,作为情境性的义务,这些抽象的规定在PE基金的不同阶段的表现形式是什么,以及实践中的认定标准与尺度该如何掌握,是下文要深入探讨的问题。

四、信义义务的情景化与张力:PE基金运营不同阶段的特点与构建

私募股权基金管理人的信义义务以“忠实义务”和“注意义务”为核心:忠实义务要求基金管理人将投资人的利益放于自身利益之上,呈现出刚性的特性;注意义务对管理人的能力和敬业程度有所要求,标准需要回归到具体的场景中加以判断,呈现出了一定的弹性。下文以PE基金的实际运营为主线,采用类型化的方法逐一梳理基金管理人在融资、投资、管理和退出四个主要情景中的信义义务,进而形成操作性和开放性兼具的信义义务框架(见表1)。该框架既是立法的依据、当事人的行为指南和合同的重要参考,同时也有助于法院在新的情景下发现、识别和确立新型管理人信义义务,从而为信义义务的未来发展指明方向。

表1

信义义务 PE基金运营的情境化	忠实义务	注意义务
PE 基金融资	禁止欺诈义务	
	公平对待义务	
PE 基金投资	公平交易义务	审慎投资义务
PE 基金管理	不转移管理义务	信息披露义务
PE 基金退出	合法行事务 公平交易义务	

(一) 私募股权基金融资:禁止欺诈义务与公平对待义务

1. 禁止欺诈义务

融资是私募股权基金运营的第一步,基金管理人以发起人的身份向投资人募资并完成基金设立,其所负信义义务集中于禁止欺诈义务(忠实义务)与公平对待义务(兼有忠实义务和注意义务的性质)这两条义务都具有刚性。

首先,基金管理人在向潜在投资人推销或路演时须承担“禁止欺诈义务”,即要求其承担“最大限度的善意,完整和公平地披露所有关键事实”以及“采取合理的注意来避免误导”潜在投资人的积极义务。具体而言,基金管理人应当全面、客观反映私

募股权基金的重要特性和投资方向、既往业绩、投资回报、利润分配和或有风险等相关重要事实,语言表述应当真实、准确和清晰,不得违规承诺收益或者承担损失,不得夸大或者片面宣传业绩,违规使用安全、保证、承诺、保险、避险、有保障、高收益、无风险等与私募投资基金风险收益特性不匹配的表述等。在实践中,某些基金管理人往往以言语吹嘘或口头保证的方式对投资人进行欺诈,但相关内容并不出现在投资意向书、投资协议等正式的法律文件中,导致投资人事后无从获得司法救济。因此,为了加强对管理人的约束,美国《投资顾问法》第204-3条的“宣传册规则”(brochure rule)要求基金管理人将其投资业绩、从业经历、教育背景写入投资文件中,并

注明“不保证投资本金和收益”。我国《暂行办法》也部分吸收了《投资顾问法》的相关规定,例如,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。”否则,将视为对“禁止欺诈义务”的违反,应承担由此造成的投资人损失。当事人间的相关合同等文件无需向行业协会备案,但在讼争时,对相关内容的举证责任由基金管理人承担。

“禁止欺诈义务”的树立和“宣传册规则”的引入将有助于区分和打击以私募基金名义非法集资的非法活动。尽管最高人民法院在2010年和2014年陆续出台了《关于办理非法集资刑事案件适用法律若干问题的意见》和《关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》,但合法私募和非法集资的关键性问题——“是否向社会公众公开宣传”仍是一个难以界定的问题。不管是采取我国的“亲友、单位”等描述性标准,还是美国的“获许投资者”和“需要标准”,在我国这一关系型社会中都无法妥当适用,围绕吴英案的巨大争议即源于此^[6]。正因如此,天津、上海等私募基金活跃同时亦是非法集资高发的实务部门均将是否作出“保底或固定回报承诺”作为是否构成非法集资的试金石^[7]。不过,由于私募管理人在实践中往往以默示、暗示或误导性宣传变相实施上述承诺,该方法存在证据搜集上的困难。对投资文件内容的强制性规定,无疑加大了对私募基金管理人违法承诺的证明难度并降低了监管部门的举证成本。

2. 公平对待义务

该义务要求管理人既要公平对待每一个投资人,又要公平对待其管理的每一支基金。

首先,对每一个投资人,基金管理人不得歧视或优待,以避免投资人之间的利益冲突。这一“公平对待义务”在 *Cowan v. Scargill* 案中被重申,并被英国金融服务局(FSA)的“Principles for Businesses”第1.1(6)、(8)条明确规定。在 *Cowan* 案中, Megarry 法官强调“受信人”(管理人)必须为了现在和未来的所有“受益人”(投资人)之利益而行事,从而应在不同类型的“受益人”(投资人)之间保持中立。就此而言,公平对待义务并非要求僵化地遵循形式平

等原则,毋宁是期待管理人不能因个人偏好或未尽到应有的注意而忽视某个或某类投资人的利益,而应采取诚信的行为来区分和平衡多元化的投资人利益。在实践中,基金管理人往往根据投资的多寡将投资人划分为“主要投资人”与“普通投资人”,根据投资收益需求和风险承受能力将投资人划分为“优先级投资人”与“次级投资人”。不同类型的投资人在基金管理费的收取、利润分配顺序以及绩效分成比例方面均存在一定差异。为此,基金管理人应向投资人充分说明上述区分对待安排,并在投资文件中对不同类别投资人的利益冲突及解决办法予以披露,在知情的基础上获得所有投资人同意。

其次,基金管理人应公平对待其管理的不同基金。在实践中,基于法律、税务、监管、财务、项目等理由,基金管理人可能同时或先后创建多只基金进行投资。如在自贸区改革前,我国对外资PE投资项目有较繁杂的审批程序,外资PE为了不因审批时间拖延而丧失投资机会,在设立外资PE的同时,设立一支投资对象相同的境内人民币基金,称为“平行双币基金”,从而可以利用内资基金快速锁定交易机会。但这种设计可能产生利益冲突,当基金管理人同时控制内资与外资基金时,如何就同一商业机会在两只基金间公平分配^[8],需要建立防范利益输送和利益冲突的机制。基金管理人对待其管理的基金,应做到以下三点:应保证对各基金投入同等的管理时间和精力,从而提供同等质量的金融服务;基金管理人应向潜在的投资人披露现有基金状况和将来基金计划,规避可能的利益冲突;基金管理人不得攫取从一只基金获悉的商业机会来为另一只基金牟利。

最后,在募集环节还需要讨论的一个问题是,对非合格投资人,基金管理人是否有信义义务?新法规定,私募基金管理人不得向合格投资者之外的单位和个人募集资金,若PE基金通过作假的方式,将非合格投资人引入成为投资人,基金管理人是否对投资人有信义义务?本文认为,基金管理人对于非合格投资人仍负有信义义务,因为投资人是将财产交予其管理,在民事责任方面,其负有信义义务。但管理人违反行政法规,引入了不合格的投资人,应承担

相应的行政责任。当然,若投资者自己填写虚假信息或者提供虚假承诺文件,基金管理人已经尽到了形式上的审查义务,就无须承担责任。

(二) 私募股权基金的投资: 公平交易义务和审慎投资义务

投资是 PE 基金活动的核心,从项目寻找到投资评估,从尽职调查到投资方案设计,从投资协议签署到投资完成,无不仰仗基金管理人的决策和执行,在此过程中,基金管理人的信义义务主要体现为“公平交易义务”(忠实义务)和“审慎投资义务”(注意义务)。

1. 公平交易义务

传统的“公平交易义务”理论认为,其核心在于“禁止冲突规则”(no conflict rule)和“禁止获益规则”(no profit rule),解决的是 PE 投资过程中的利益冲突问题,主要表现是基金管理人与交易对手之间有利益关联的“自我交易”和“共同交易”等。“自我交易”是指基金与管理人或相关人控制的实体进行直接或间接的交易,或者管理人与基金的交易有利害关系,而该交易将导致管理人与基金之间的利益冲突。“共同交易”在 PE 基金中的表现形式是基金管理人管理的多只基金,或者管理人自身与基金同时投资一家公司的股权,他们处在交易的同一边,存在同向的利益关系,可能出现利益争夺或厚此薄彼的情形。在英美的立法和司法实践中,对共同交易的理解比较宽泛,SEC 认为只要存在某种“联合因素”即构成共同交易^①。英美法院的判例认为,“联合因素”包括以下情形:基金管理人的获益与基金进行的交易仅存在间接、偶然的联系;与基金的交易同时或之前、之后;与基金的利益可以是同质的,也可以是异质的。如前文提到的外资 PE 为了投资便利设立的内资基金,就构成了两只基金的共同投资。另外,这种利益冲突禁止还表现在管理人与基金托管人不得为同一机构,不得相互出资或持有股份,以使托管人能起到对管理人的监督作用^[9]。

在传统的理论中,利益冲突交易是被禁止的,但该理念目前已有所突破。如果这种行为并不危害投资人的利益,或者投资人予以允许,而行为的限制对管理人的代价非常高,从经济学的角度来看,没有必

要去禁止对基金管理人有帮助而并不损害投资人利益的行为,法律规制的标准应从“唯一利益”走向“最佳利益”^{[1]146}。这一宽松的看法亦为我国《证券投资基金法》新修订版所支持,其取消了以前禁止证券投资基金相关人员从事证券交易的规定,而是在第 18 条、第 22 条、第 74 条规定“公开募集基金的基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员,其本人、配偶、利害关系人进行证券投资,应当事先向基金管理人申报,并不得与基金份额持有人发生利益冲突”;“……在行使权利或者履行职责时,应当遵循基金份额持有人利益优先的原则。”这种理念更是适用于 PE 基金的实践。

对 PE 基金而言,其特殊性表现在:成熟投资人对利益关联交易的影响更有判断力;如果将基金管理人和投资人的利益捆绑在一起,对管理人既是激励,又是约束。在 PE 实践中,针对管理人的跟投^②,已有较常用的做法和成熟的行业惯例,不少 PE 机构内部都有一套强制跟投机制。那么,跟投是否会违反公平交易义务呢?关键的标准是看管理人是否将其个人财产与基金财产混同从事投资活动,而违背了基金财产的独立性。实践中的这两种跟投情形是不构成财产混同的:一是跟投项目,跟投的财产属于基金管理人的固有财产,不属于基金财产;二是跟投基金,管理人的投资就是基金财产的一部分,有其对应的份额与权利。因此,这两种形式的跟投是激励和约束管理人的方式,不违反公平交易义务,但若将管理人的固有财产与基金财产混同,则可能形成共同交易。

因此,为了防止管理人违反公平交易义务,又不影响投资效率,可以建立如下规则来约束管理人:(1) 设立防火墙(Chinese Wall)。基金管理人通过内部隔离措施,类似于通过“墙”将存在潜在利益冲突的管理人和实施投资的管理人分离。(2) 信息披露。在相关交易开展之前,基金管理人必须清晰、完

^① 参见:SEC v. Talley Indus inc 339 F.2d 396 2d Cir. 1968.

^② 跟投是指投资机构在对某项目进行投资时,项目负责人及/或其团队以自有资金伴随投资。部分机构认为跟投机制在基金管理团队与管理机构及投资人之间形成利益冲突。事实上,在 VC/PE 行业,基金管理人或投资经理在项目投资阶段进行跟投,已经成为成熟的行业惯例。项目的好坏决定着跟投者资金的损益。

整地告知投资人交易的性质和可能的冲突。披露的信息应详尽和具体,并应留有充分的时间以便投资者有机会向专业人士寻求意见,从而作出批准还是否决该交易的明智意见。(3)通过独立第三方来决策。在2001年 *Bevel v. Higginbottom* 案中,法官认为当存在利益冲突时,将决策交由独立第三方作出较为适宜。为此,基金管理人可以通过评估机构独立评估、征求基金顾问委员会意见等方法来实现公平交易的目的^①。上述要求可以通过法律的规定、自律规则和司法实践来共同实现。

2. 审慎投资义务

对“审慎投资义务”最全面的规定来自美国《统一审慎投资人规则》(Uniform Prudent Investor Act)和《信托法重述(第3版)》(Restatement (Third) of Trusts),我国《证券投资基金法》第9条亦有所涉及。结合上述规定,PE基金管理人的审慎投资义务应注意以下两个方面:

第一,审慎义务的弹性标准和中国本土化问题。根据注意义务,基金管理人应像审慎人(prudent man)那样投资和管理基金,要考虑基金投资约定的目的、风格与分配要求等,为了满足这个要求,受托人应当有合理的注意、技能和小心。考虑到PE基金的投资者往往是风险偏好型,高收益本身就蕴含着巨大风险,如果管理人因一般过失或轻微过失就必须承担个人责任,势必降低其行事的积极性,而激励基金管理人充分运用其专业知识、技能,发挥其投资热情显得更为重要。因此,本文认为PE基金的注意义务标准应低于公募基金、社保基金、养老金,构成“重大过失”才须承担责任。

结合到中国的实践,在金融抑制的宏观背景下,还应特别注意对赌协议、优先分红权、股权激励等国际投资条款在中国的适用性,这构成了其特殊的注意义务内容^[10]。以“对赌条款”为例,虽然其作为基于被投资公司业绩的价格调整机制已经被广泛认可,但正如江苏海富投资公司诉甘肃世恒公司等案所显示,中国各级法院对于对赌条款的效力仍存在不同认识。从尽量审慎的角度出发,基金管理人在设计对赌条款时,首先应避免绑定被投资公司,即其不应承担因对赌条款所引致的义务或责任,而应以

其他方式达到估值调整的目的。其次,最高人民法院的再判决表明,对赌条款整体安排的公平、合理性也是认定其效力的重要考量因素^②。因此,基金管理人在中国运用这些国际通用条款时,要注意结合我国的实践惯例与司法认可程度展开,以免产生不必要的风险。

第二,投资程序的刚性标准。由于PE基金对风险投资的较高容忍度,对管理人的约束主要应从投资程序的刚性展开,包括制定科学合理的投资策略和 risk management 制度、寻求专业中介机构的专业意见等。如果管理人没有按照规定的程序展开投资,投资失败则可以认为其违反了审慎投资的义务。需要特别注意的是,组合投资已经成为审慎投资的标准,在1998年新西兰的 *Re Mulligan* 案中,高等法院判定:因为管理人未使用投资组合来分散投资和规避损失,构成对信义义务的违反^[11]。但该组合投资并不必然适用于私募股权基金,因为股权的投资和退出远比可公开交易的证券困难,加之私募股权基金的规模小于公募基金,基金管理人在客观上难以实现组合投资目的。

(三) 私募股权基金的日常运作:不转移管理义务与信息披露义务

投资完成后,基金管理人日常运作的义务主要是信息披露义务与不转移管理义务。其中信息披露义务的刚性的,需要根据法律的规定或当事人之间的约定进行披露;不转移管理义务是弹性的,当事人之间有较大的意思自治空间,管理人根据约定履行义务。

基金管理人的能力和经验往往是投资人是否投资的首要因素,就此而言,基金管理人负有基金事务执行之责全赖投资人信任,基于这种个人化的信任关系,基金管理人必须亲自执行管理事务,在未经投资人一致同意或有不得已事由(如第三人协助成为必要时)外,不得再委托第三人代为履行。PE基金合同中的“关键人条款”就是不转移管理义务的

^① 参见: *Bevel v. Higginbottom*, No. CIV-98-474-X, U. S. Dist. E. D. Okla. 2001.

^② 参见: 中华人民共和国最高人民法院(2012)民提字第11号《民事判决书》。

表现,当原来约定的管理人或团队中的核心人物从基金离职,或者无法将时间和精力投入到该基金时,投资人可以中止后续投资,直到被认可的新管理人出现。此外,在实践中,基金通常会聘请专业的基金管理公司实际进行基金运营,这种关系该如何认定?基于聘请管理公司的普遍性,我们认为,在程序上,基金管理公司的选择与任免应得到全体投资人的同意才能有效。对管理公司的行为,基金管理人原则上不負責任,除非能证明其在指示或选任时有过失。

对于管理人的“信息披露义务”,《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。”综合来看,PE基金的信息披露对象应分为两大类:一是监管机构 and 行业协会,二是投资者。前者是强制性披露,是行政责任,后者是当事人之间的约定,是信义责任。从投资人保护的角度来看,当前的规定对管理人应向投资人进行信息披露的内容做了强制性规定,是与投资人利益攸关的事项,当事人之间的约定可以高于但不能低于该标准。

(四) 私募股权基金的退出:合法行事义务和公平交易义务

由于被投资企业的成长过程和结果的多样性以及外部环境 with 条件的差异性,私募股权基金的投资退出存在多种选择。从是否存在交易对手的角度出发,我们可以把退出方式分为“无交易对手的退出”(被投资企业首次公开发行股票 or 企业解散清算)与“有交易对手的退出”(股权转让^①)。就前者而言,基金管理人主要负有合法行事义务(忠实义务);就后者而言,基金管理人主要负有“公平交易义务”(忠实义务)。

PE基金投资企业面对IPO or 解散清算时,管理人有合法行事的义务。自从Eisenberg提出合法行事的义务(duty to act lawfully)属于信义义务的组成部分以来^[12],失信人的违法行为已经被美国特拉华州法院视为欠缺诚信和对忠实义务的违反,而不得

援用商事判断规则加以责任豁免。在金融机构的影响力与日俱增的时代,金融机构的管理人员对金融机构经营活动的合规性承担最终责任也成为常态^[13]。就私募股权基金退出环节而言,无论是国内上市还是境外上市,无论是破产清算还是解散清算,被投资企业均面临纷繁复杂的监管规定,遵循具体细微的程序要求,基金管理人对此应最大程度促使基金和企业严格依法行事,以免陷入“私募黑幕”的违规困境。这里的合法,不仅包括法律规范,还包括自律组织规则,如基金业协会的规定、证券交易所的规定、商业惯例以及当事人间的合同约定。

基金管理人拟通过股权转让方式实现退出时,应承担与投资时类似但并不完全一致的公平交易义务,这是因为基金管理人此时之目的远较投资时单一,即采取购买价格最高者优先的策略即可。因此,除了防范前文所述“自我交易”、“共同交易”等引发的利益冲突外,更有必要从实质上对转让价格是否“公平”作出判断。判断的标准应结合基金管理人转让途径(管理层收购、合作方收购、原股东回购、第三方受让)、转让时点、转让条件作出全面权衡,并与外部审计师和评估师按照合理估值方法确定“公平价格”之界限,以确定是否遵循了公平交易义务。

五、信义义务司法适用的难点

当然,用信义义务规范管理人的行为也并非完美的选择,立法的尺度并不好掌握,过于细致的束缚可能会减小管理人的自主权与积极性,过于弹性又可能成为管理人逃责的后门。信义义务司法实践也会面对其特殊情况与难点。如果说美国作为较成熟的资本市场,已经建立起了较为系统的信义义务的规范体系,但在2008年的金融危机中,基金管理人等金融机构高管对投资人违约失信的行为比比皆是,也需要理性认识信义义务在实践中的难点与不足。

首先,司法介入的自我抑制。伯利和明斯认为,

^① 更具体的论述,请参见:沈伟. 中国公司法真的能“孵化”私募投资吗?——一个基于比较法语境的法经济学分析[J]. 当代法学, 2014(3): 3-17.

法院并不擅长经营管理公司,故其不愿也不敢介入公司商业运作事务之中^[14]。法院须防止自身以司法判决代替组织决策的方式不当干预该组织的自治权^[15]。另外,其判断的成本也是高昂的,“法官得有能力和有意愿就特定的案情争论不休,以求得‘正确的答案’”^[16]。因此,在管理人有明显的不当行为时,司法才会介入。

其次,信义义务标准判断的主观性带来的适用难题。本文试图构建基金管理人信义义务的行为准则与边界,让抽象概括的规则更为具体可用,但即便如此,具体的规则也未能穷尽实践中可能出现的情形,而且即使是在规则中已经出现的情形,不同的法官也可能有不同的理解,在适用中也会出现差异。另外,法官与商业人士相比,对行为判断的标准、环境以及追求的目标有一定的差异,由此对同一事件同一行为,可能得出的结果就会有差异。弹性较强的注意义务更是如此,法官在信义义务的判断中,有较大的自由裁量权。

再者,信义义务起源于英美法系,如何在我国适用,还和司法适用体系与法官的裁量水平有关。目前,法律层面仅有较为原则和粗框架的规定,自律规则做了补充,在司法实践中的认定还有较大的障碍。目前PE基金管理人的信义义务尚无案例,以在我国适用相对成熟的公司董事的信义义务为例,罗培新教授通过实证研究认为^①,信义义务的实施颇为倚重法官裁判水平与法院所在地区的经济发展水平,15个省4年间也仅找到87个案例。在其样本中,绝大多数是在东部地区法院,忠实义务纠纷的数量多于注意义务,注意义务只有10%左右。可见,即使是在相对成熟的公司法领域,以信义义务为诉由提起的诉讼也相对较少,弹性的注意义务的应用就更少,且集中在经济发达的东部地区。信义义务司法保障的实现在我国是一个相对长期的过程,需要投资者意识的觉醒,基金管理人清晰的行为边界,律师和法官专业化素质的提高,信义义务才能更为有效地通过司法保障的渠道发挥作用。

结语

信义义务是防止私募股权基金管理人滥用权利和财产,保护投资人利益的核心私法规范,其在基金的投资、管理和退出等环节有其不同的侧重点与表现形式。信义义务在不同环节的弹性也不同,忠实义务更多的是刚性,而注意义务体现的是弹性。用信义义务规范管理人的行为也不是完美的,在司法实践中,会受到法官素质与自由裁量权等因素的影响,即使同类案件也会有认识上的差异。因此,对基金管理人的约束仅靠信义义务是不够的,还需要通过外部的监管措施来防止风险的发生。我国对PE基金的监管规则在逐步构建中,目前建立了PE基金在证券基金业协会的备案制度和信息披露制度^[17],正在构建成熟投资人制度、私募发行标准等监管措施,需要探寻公法干预与私法规范之间的平衡点,让监管、私法规范、行业自律、当事人自治形成共同规制体系,并推动私法规则与市场化治理在私募股权基金规范中的核心作用,这是市场规律之所在,也是当前我国资本市场改革的要义之所在。■

参考文献:

- [1] Tamar Frankel. Fiduciary Law [M]. Oxford University Press, 2011: 5.
- [2] Roberta Romano. Contract and Fiduciary Duty [J]. Journal of Law & Economics, 1993, 36(1): 447-449.
- [3] 肖宇. 股权投资基金治理机制研究: 以有限合伙制为例[J]. 社会科学研究, 2010(3): 78.
- [4] 梁慧星. 民法解释学[M]. 北京: 中国政法大学出版社, 1995: 292-293.
- [5] 毛海栋. 通过豁免的规制——美国私募基金规制政策的变迁和启示[J]. 法学评论, 2013(1): 160.
- [6] 李有星, 范俊浩. 非法集资中的不特定对象标准探析——证券私募视角的全新解读[J]. 浙江大学学报, 2011

^① 该文选取了北大法宝2009年10月到2013年10月15个省的各级法院作出的判决。(参见: 罗培新. 自贸区商事裁判经验“可复制, 可推广”之困境辨析——以信义义务案件的实证分析为视角[J]. 学术月刊, 2014(5): 46-49.)

(5):129.

[7]陈宝富,周少怡. 私募与非法集资犯罪的边界[J]. 法学 2013(11):156.

[8]肖宇. 上海自贸区背景下外资私募股权基金国民待遇的实现路径[J]. 法学 2014(9):23.

[9]梁清华. 论我国私募基金托管人制度的重构[J]. 暨南学报(哲学社会科学版) 2014(10):57

[10]李寿双. 中国式私募股权投资:基本中国法的本土化路径[M]. 北京:法律出版社 2008:3.

[11] Benjamin J. Richardson. Fiduciary Law and Responsible Investing: In Nature's Trust [M]. Routledge, 2013:133.

[12] Melvin A. Eisenberg. The Duty of Care of Corporate Directors and Officers [J]. University of Pittsburgh Law Review, 1989 51(4):945.

[13] Kern Alexander. UK Corporate Governance and Banking Regulation: The Regulator's Role as Stakeholder [J]. Stetson Law Review 2004 33(3):991-1034.

[14] Adolf A. Berle, Gardiner C. Means. The Modern Corporation and Private Property [M]. The Macmillan Company, 1933:336.

[15] E. Norman Veasey, Christine T. Di Guglielmo. What Happened in Delaware Corporate Law and Governance From 1992 - 2004? A Retrospective on Some Key Developments [J]. Delaware Journal of Corporate Law, 2005, 153(5):1399.

[16] Manning. The Business Judgment Rule and the Directors' Duty of Attention [J]. Business Law, 1984 33:39.

[17] 肖宇,李润. 我国私募股权基金备案制度评析[J]. 金融法苑 2015(1):124.

The Fiduciary Duty of Private Equity Fund Managers

XIAO Yu¹, XU Ke²

(1. International Finance Law School, East China University of Political Science and Law, Shanghai 201620; 2. Law School of Renmin University, Beijing 100872, China)

Abstract: Nowadays private equity funds play an important role in China's capital market. Fund managers are the souls of funds because they are entrusted with all the property and power of the funds, and thus easy to infringe the rights of investors. Fiduciary duty is aimed at preventing two risks, namely, the temptation to abuse the trust of property and power and the faulty performance of their services. Since private equity funds have four stages: financing, investment, management and exit, fiduciary duty has different content and flexibility in different stages. Furthermore, judicial application of fiduciary duty is influenced by judicial discretion and other considerations. As a result, the protection of investors also needs external regulatory measures.

Key Words: private equity fund; fund managers; fiduciary duty; duty of loyalty; duty of care

本文责任编辑:邵海