

声音

VOICE OF AMAC

(2019 年第 9 期，总第 113 期)

中国证券投资基金业协会

2019 年 5 月 10 日

基金管理人信义义务研究（上）

【编者按】信义义务是基金行业的灵魂和根基。基金管理人应恪守信义义务，将投资者的利益置于首位，始终将投资者的利益最大化作为基金活动的行为准则。同时，作为基金监管的核心，信义义务不只是一句口号，而是一整套比一般市场道德更为严苛的、更为精细的行为准则。为了维护行业基础法则，促进行业健康长远发展，协会设立基金管理人信义义务专项研究课题，委托北京大学法学院甘培忠教授和浙江大学法学院周淳助理教授进行研究并形成课题报告。报告就信义义务的起源、内涵以及相关国际监管标准等进行研究，并对我国基金行业进一步落实信义义务提出建议。现将课题报告精要版分两期发布，本文为上篇。

我国基金行业发展 20 年来取得了巨大成就，为服务居民理财、建设现代金融体系、支持实体经济发展做出了重要贡献。对基金管理人的规制是规范基金发挥正向作用、实现稳健发展的关键，需要法律在监管和私法规范方面共同发挥作用。美国证券法权威路易斯·罗思（Louis Loss）教授曾指出，基金管理人规制是基金监管提纲挈领的把手。基金管理人是基金的灵魂，从募集、管理、投资和退出都起着核心作用，他们控制投资人的资产并做出投资决策，却由投资人来承担其决策和管理的结果。投资人面临基金管理人滥用权力或者懒惰懈怠的风险，需要法律干预以约束基金管理人的行为，实现投资者利益的保护。信义义务为基金管理人提供了行为标准，也为约束基金管理人提供了事后裁量的依据。

一、信义关系与信义义务

（一）信义关系是信托关系的上位概念

信托诞生于英国，是一种为他人利益而向受托人移转财产法律上的所有权，并由受托人持有财产的财富管理方式。大法官法院通过一系列判例确立了受托人的义务，成为衡平法的重要组成部分。当大法官法院在个案的审理中发现，某些关系与信托存在本质相似性，义务主体处于与受托人类似的法律地位，即将约束受托人的规则类推适用于该类主体之上。这些关系包括父母与子女、医生与病人、合伙人之间、董事与公司、清算人与企业之间。此类关系的共同特点为一方基于被动或主动的选择，将自己的事务或财产置于他人的控制之下，以实现个人利益保全或提升的目的。以董事与公司为例，公司选任董事管理公司的财产和事务，目的是通过

董事的管理提升公司财产的价值。

由于此类关系通常建立在委托人对受托人的信任与信赖基础上，因此被统称为信义关系（fiduciary relationship）。

“信义”（fiduciary）这个词语来源于罗马法。*fiducia* 制度与信托制度有相似之处，徐国栋教授概括其为“受托人保证被移转的要式转移物的所有权在一定的条件成就后得返还于信托人”的简约¹。14 世纪，罗马法注释法学家 Baldus 称 fiduciary 为担负使命的人，自己不能从中获得任何个人利益²。也有英国学者认为，受信（fiduciary）在词源上以 *confidentia* 为根，而信赖（confidence）一词也出于此³。无论词源为何，fiduciary 都与信任（trust）、可信（trustworthiness）、诚实（honesty）等词语紧密联系。因此，“信义关系”（fiduciary）特指一方有权期待另一方会为其利益行事的双方关系。

19 世纪 70 年代，信义关系（fiduciary）开始独立地作为判决理由，被用于定义包括信托与其他和信托相类似的，一方的事务或财产交托他人处理的关系。受托为他人管理事务与财产的人被统称为受托人（fiduciary），其所负有的为他人利益行事的义务被称为信义义务（fiduciary duty）。而信托，则被固化为委托人基于对受托人的信任，使受托人为受益人的利益或特定目的而管理或处分财产的财产转移行为。信托关系的内涵和外延均小于信义关系，信托关系是最典型的一种信义关系。

美国学者 Tamar Frankel 在其著作《信义法》（Fiduciary

¹ 徐国栋：《民法基本原则解释——诚信原则的历史、实务、法理研究》，北京大学出版社 2013 年版，第 129 页。

² Maurizio Lupoi, Trust and Confidence, 125 L.Q.R. 253 (2009), p. 262.

³ 同上注，p. 261.

Law) 一书中概括信义关系的共同特征：(1) 受托人提供社会需要并且专业性较强的服务；(2) 为有效服务，受托人被托付财产或授予权力；(3) 这种托付产生受托人滥用权力或者服务未达预期的风险；(4) 市场机制无法保护委托人免于这种风险，或者交易成本太高导致保护机制无法建立。通过购买基金份额的方式，委托人将资金交给基金管理人管理，目的是实现财富的增加。信义关系是信托关系的上位概念，并无必要将投资者与管理人之间的关系定义为信托关系，才可能适用信义义务的规则。

(二) 信义义务的内涵

在信义关系中，受托人对委托人/受益人负有信义义务。信义义务是衡平法的重要内容，其具体规则是在判例的不断积累中逐渐发展起来的。侵权法中对他人的注意义务延伸进入信义义务并在此土壤中日益繁茂，成为信义义务的重要组成部分。由于信义义务的内容是行为标准而非规则，需要第三方事后对受托人的行为是否符合标准加以评判，即便被制定法表述出来，其本质上仍然是判例法。因此，信义义务的内涵，需要对判例法加以总结与提炼。

信义义务的内容包括忠实义务和注意义务。忠实义务，顾名思义，要求受托人忠于受托目的和受益人的利益；注意义务，则强调受托人为实现受托目的和提升受益人利益的能力与努力。忠实义务包括两个层次，较低层次是受托人应抵御自我利益的诱惑，不以受益人利益为手段促进自身或他人利益。较高层次则是受托人全身心地为促进受益人利益努力，此为宣示性或倡导性的要求，但也可能在某些特定的、违信

行为难以类型化的情形中，为法官法的续造创造空间。当受托人被要求为受益人的利益尽心竭力时，忠实义务与注意义务发生某种程度的重合。

1726 年的 **Keech v. Sandford** 确立了信托法中受托人义务的主要规则。受托人为受益人持有 **Rumford** 市场的一项租约，租约到期后，受托人请求以用益的形式为受益人续约，但被出租人以该要求缺乏适当法律基础而拒绝。鉴于租约的实际所有人，即受益人为一名幼儿，在法律上不具有签订合同的行为能力，受托人只得作为本人与出租人续签租赁合同。大法官法院要求受托人以推定信托的方式持有该租约，由此产生的所有收益归受益人所有。大法官认为，受托人宁肯让租约自然到期，也不能自己成为承租人——受托人是这个世界上唯一无权获得这个租约的人。

1795 年，**York Building Company v. Mackenzie** 案中，被告在作为代理人为法庭出售一块破产者的地产时，自己购买了该地产。大法官表达了强硬的立场：“一个人不可能同时作为法官和当事人。一个仆人也不能服务于两个主人。被他人以自己的利益相托者，不得将该事业作为获取自身利益的手段。因为利益冲突会使具备权力的人，太容易被诱惑于利用该机会，而以托付者的利益为代价来促成自己的利益。”

大法官法院要求受托人专一地为受益人的利益行事。禁止利益冲突是受托人义务的核心。利益冲突是指受托人的个人利益可能与受托人所负有的为受益人利益行事的职责相冲突。此处利益冲突非指实际产生的，而是一种可能冲突的状态。只要个人利益的存在可能诱使受托人偏离仅为受益人

利益行事的目标，即构成利益冲突。此时，法院并不考虑受益人利益是否实际受损。受托人是否存在无视或损害受益人利益的主观意图，也在所不论。大法官法院为防止或然的风险成真，施加给受托人忠实义务，要求受托人不得将自己置于利益冲突的境地。

另外，无私利规则要求受托人不得使用受托财产为自己或他人谋求私人利益。受托人也被禁止从受托职责中取得报酬。未经信托文件事先写明或者受益人同意，受托人基于其受托职位而获得的所有利润均归受益人所有。大法官法院还要求受托人对受益人负有不可分割的、专一的忠实义务（undivided loyalty）。

忠实义务规则在受托人意思自治的后花园中划出了一块禁地，但凡行为涉及的个人利益与受托人的职责相碍，没有委托人事先授权和受益人同意，受托人就禁止入内。受托人义务被类推适用于与信托关系相似的信义关系中。禁止利益冲突规则几百年来始终是信义义务的核心规则，无论信义关系的具体主体与内容有何不同。20世纪初，卡多佐法官在处理合伙人关于合伙机会的纠纷时指出，“合伙企业的管理者和积极合伙人，应当对合伙负有最完善的忠实义务。在允许交易各方保持一定独立性的交易中允许的众多行为，在存在信义纽带的人们中应被禁止。受托人应恪守比市场道德更为严苛的行为准则——诚实之外，还要求最精细的忠诚。”换言之，市场守则是追求自我利益最大化，但忠实义务却要求受托人在处理受托事务与财产时压抑自我利益。

二、信义义务调整基金法律关系的必要性

（一）不同组织形式基金中的信义关系

基金法律关系的本质为“受人之托，代人理财”。无论基金采取何种组织形式，投资者与基金管理人之间关系的性质天然地符合信义关系的定义，且通过市场与合同无法完全规范基金管理人的行为，应以信义义务制度规制管理人行为。

1. 契约型基金

在我国法下，契约型基金以基金合同为载体，投资人通过基金合同授权管理人代为行使基金财产的使用权和处分权，托管人对基金财产予以保管并收取报酬，投资人则享有基金财产的相关收益。契约型基金遵循信托法理，在投资人和管理人之间形成信托法上“委托人—受托人”的信托法律关系。因此，“契约型”基金又可名为“信托型”基金。但“契约型”基金不具有法律实体资格。

（1） 私募的契约型基金治理结构如下图（图 1）：

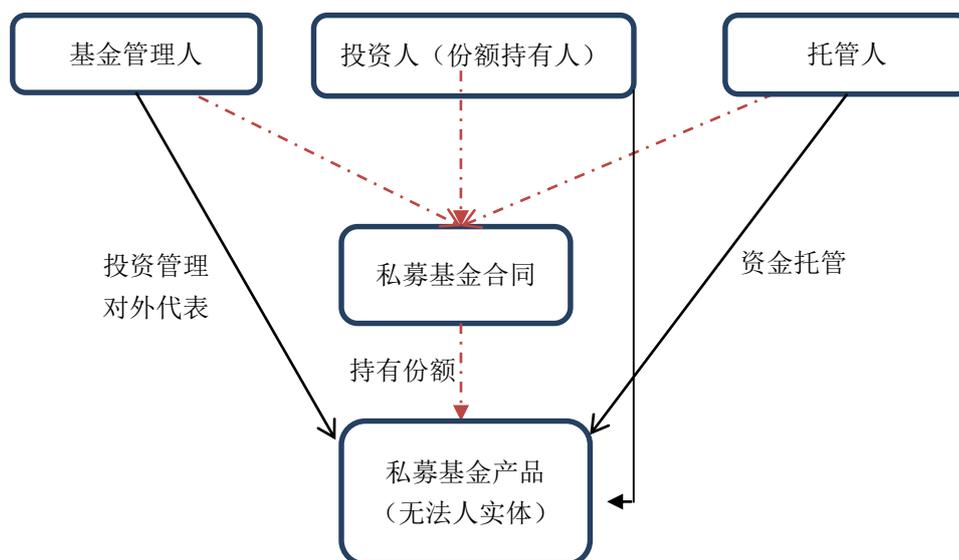


图 1

(2) 公募基金的治理结构如下图（图 2）：

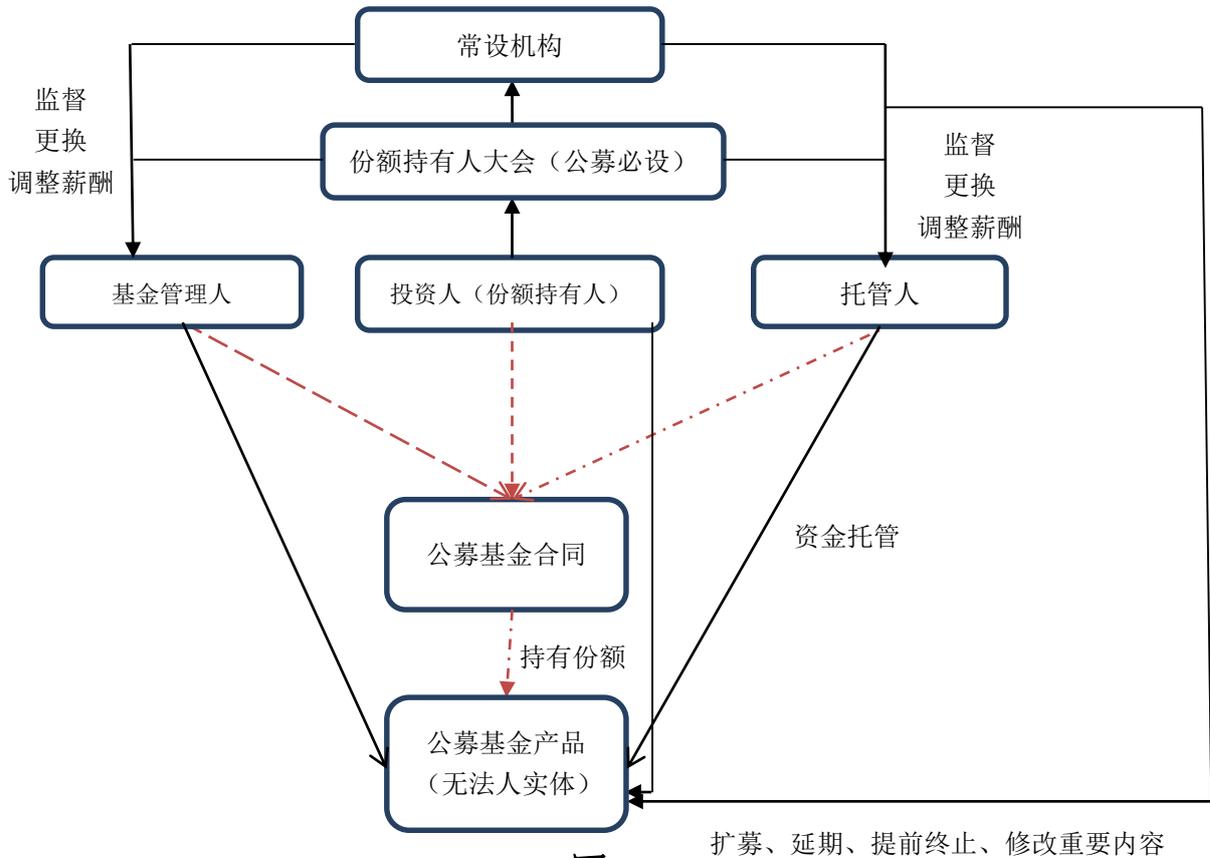


图 2

2. 公司型基金

在公司型基金中，基金为独立实体，通过发行基金份额的方式筹集资金以进行分散投资，并向持有人定期派发基金份额和红利。基金持有人为公司的股东，与基金之间是基于公司章程而成立的股东和公司的关系。基金按照公司法要求设有执行董事或董事会，董事对基金和基金持有人负有信义义务。若基金董事会不负责基金的投资与管理，而是外包给基金管理人，基金管理人，基金管理人对基金基于投资管理关系负有信义义务。

公司型基金的治理结构如下图（图 3）：

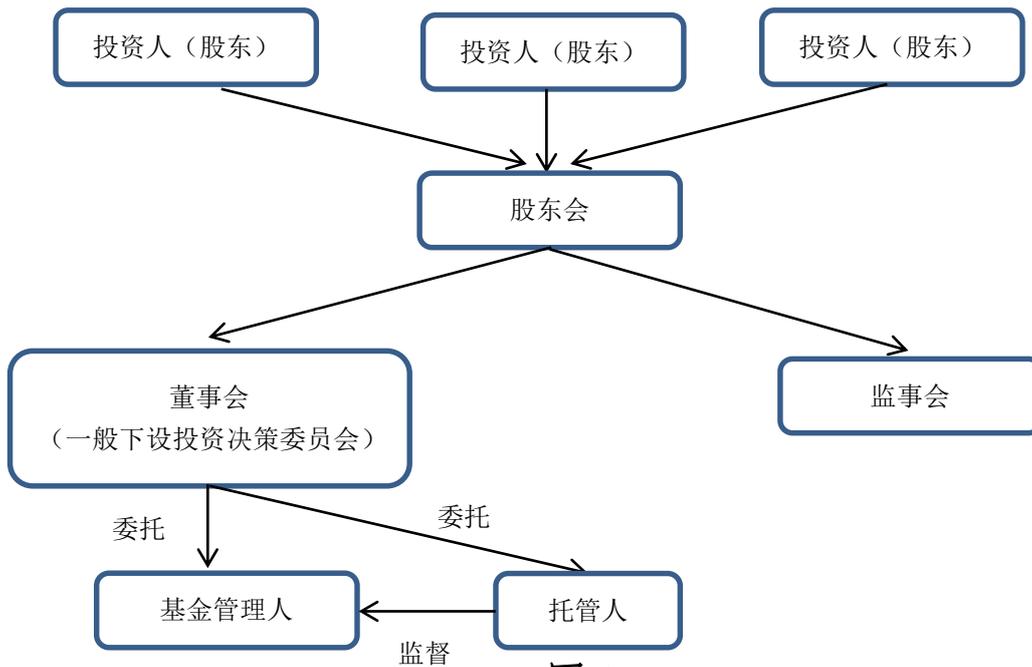


图 3

3. 合伙型基金

在有限合伙型基金中，有限合伙人为投资人，不参与基金运作，只在出资额限度内对基金债务承担有限责任；普通合伙人一般由基金发起人或其业务团队担任，管理合伙事务，并以全部财产对基金债务承担无限连带责任。合伙型基金可以由普通合伙人自行担任管理人进行管理，也可以委托其认可的外部管理人管理，两者均需按照法律规定办理相关手续，并取得私募基金管理人资质。合伙型基金特殊的管理和资产结构，使所有和控制几乎完全分离，普通合伙人由此具备了一种“类受托人”的性质。

合伙型基金的治理结构如下图（图 4）：

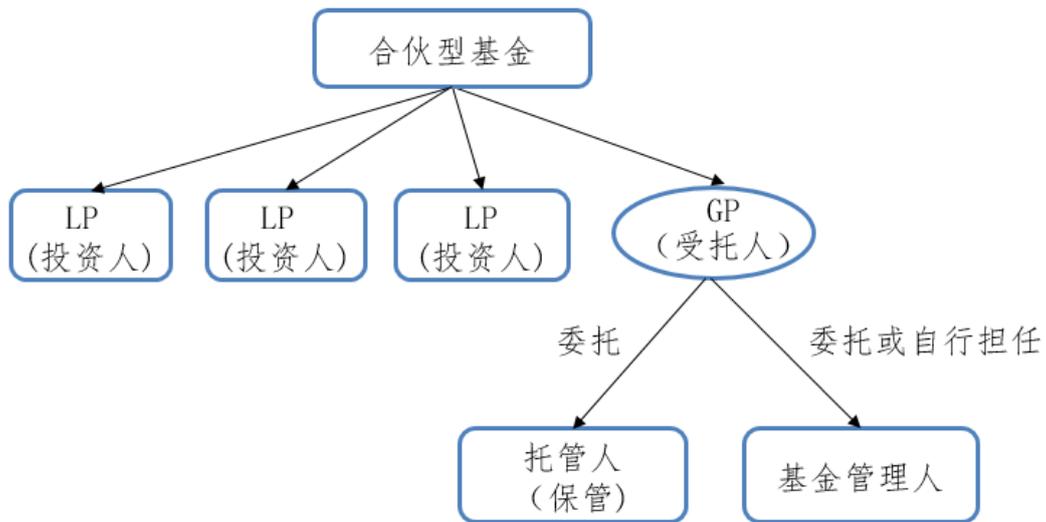
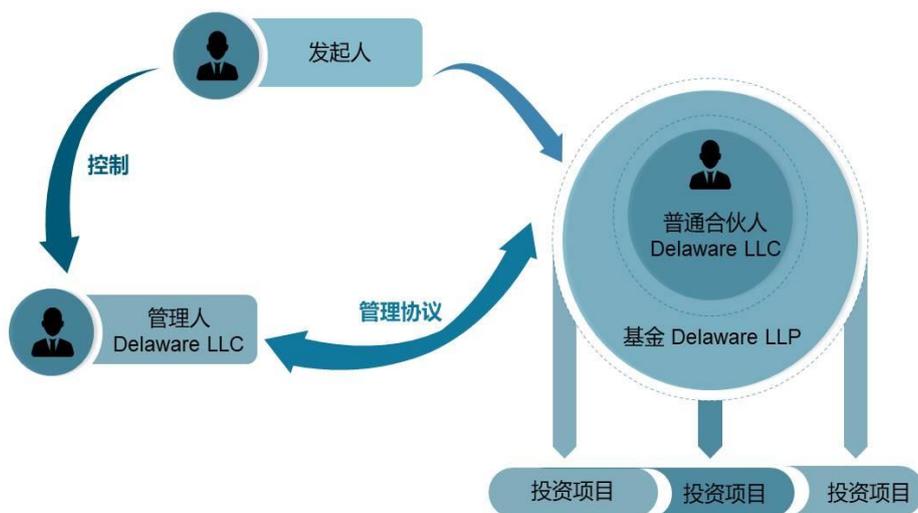


图 4

在美国的实践中，有限合伙型基金常见的组织架构为发起人设立基金，其子公司或关联公司作为有限合伙的管理合伙人和基金管理人，运作基金并对合伙债务承担无限责任；投资者作为有限合伙的有限合伙人，不参与经营管理，但以出资为限对合伙债务承担有限责任。如下图所示，管理合伙人与

图 5



基金管理人也可能为发起人所控制的不同实体，不过实际运作常常混同。

无论采用哪种组织形式，投资人都是将资金交给基金管理人，依赖基金管理人专业水平进行投资，只是在权利义务的划分上有所差异。作为募集资金、获取收益的集合投资工具，基金要求投资人将其资金投入“资产池”，由管理人统一管理和运作。投资人将财产交付管理人，并授予开放性的管理权，管理人实际取得对财产的控制权。从这一角度观察，忽略组织形式的区别，信托型、公司型、有限合伙制，仅仅具有基金财产控制上的程度差异。具体来看，基于信托财产独立性，“信托型”基金设立以投资人财产移转为有效条件；依照资产维持和资产不变的原则，“公司型”基金投资人的财产应锁定于公司之中，并由管理人负责运营和决策；最后，为避免有限责任沦为投资人谋取利益、逃废债务的工具，“有限合伙型”基金严格限制投资人介入基金管理。不同组织形式的基金存在的“投资者交托财产给专业管理人管理”、“所有与控制分离”等共通因素，为对基金管理人统一进行信义义务的监管形成基础。

（二）现有调整机制之不足凸显信义义务之重要性

各种组织形式的基金都存在名异而实同的“委托—代理”难题，蕴含着管理人滥用权力和懒惰懈怠的道德风险。基金投资者委托基金管理人管理其投资，管理好坏依赖于管理人的专业水平和尽职程度，而管理人的专业水平和尽职程度是很难直接观察到的。管理人的能力和偏好是其私人信息，委托人面临管理人不实陈述的风险。委托人能够观测到基金

业绩，但未必能评价，也不了解业绩表现与管理人个人能力与努力的关系，何况当前基金投资的交易结构、工作方式、运作流程都高度技术化，投资人可能缺乏足够的专业性知识和能力去识别、评估、判断相关信息。基金投资市场，特别是私募基金，本身是一个信息不对称和能力不对称的高风险市场，判别管理人是否称职的重要标志就在于他们能在多大程度上获得竞争对手无法探知的“秘密信息”。更最重要的是，基金运作本身存在着多样且重大的利益冲突。更有甚者，收购交易中可能还存在管理人和目标公司管理层合谋的情形。

用合同法调整投资管理中受托人与受益人的关系存在不足。由于投资者不知以何种标准评价管理人表现、制约管理人行为，甚而并不了解为实现合同目的应具体采用的专业服务内容及程序，很难拟定合同，而只能接受格式条款。缔约过程中可能会出现三种成本：缔约成本，即当事人之间进行磋商并订立合同所产生的成本；预见成本，即由于未来存在不确定性，对于没有预见到的情形导致的纠纷所产生的成本；证实成本，即在遇到纠纷后，因无法向法庭或仲裁庭提出足够证据证明事实所产生的成本。以上均为基金投资者通过合同构建自我保护机制的成本，但由于人的有限理性、双方信息与能力的不对称和商业环境的复杂多变性等因素，上述可能超过其信任基金管理人，交托财产给其管理带来的收益，形成“资本”和“知本”相互结合时面临的“双边信任困境”⁴。

⁴ 许可：“私募基金管理人义务统合论”，《北方法学》，2016年第2期。

消费者保护法也不足以充分回应规范投资管理业的需求。投资者购买基金份额，本质上是购买基金管理人的专业服务，实践中，监管部门也通过投资者分类和适当性管理等制度缓解投资者在知识和信息上的劣势，修正投资者的弱势地位。但消费者保护法的制度供给非常有限。因投资管理专业性高，投资者作为消费者，很难评价服务质量，也无法识别服务质量与管理人行为之间的因果关系。

因此，英美法通过信义义务规范投资管理行业中管理人的行为。与合同法或者消费者保护法的调整机制不同，信义义务提出管理者应当忠实和谨慎的概括性要求，当事人无须在事前预测未来每一可能事件并就如何行事达成合意，信义义务起到空白填补的作用。忠实义务中易于观察和验证的无冲突规则确保管理人致力于实现委托目的；注意义务确保其履行职责时表现良好。同时，与事前确立的、要求或禁止行为人实施某种行为的规则不同，信义义务要求独立第三方在事后对管理人的行为是否符合行为标准作出评价，本身具有弹性。此外，监管者结合投资管理行业的实践，以行为规范清单指示管理人在各类情境中如何行事；法院则在尊重行业自治的前提下确定管理人行为是否合乎行业惯例与标准，鉴别管理人是否存在过错。

【课题负责人为北京大学法学院教授甘培忠、浙江大学光华法学院助理教授周淳，报告原文共5万余字，本文系删节版，由中国证券投资基金业协会法律部梁爽、范文艺校对】