

资管前沿问题（六）：关于金融资管产品中的投资人公平对待问题

作者：尤杨 | 赵之涵 | 邱玉霞

“公平对待投资人”是金融资管领域中一个非常宏大且抽象的命题。宏大体现在这个命题在主体上贯穿银行、信托、证券、基金、期货、保险、金融资产投资公司等七大类金融资管机构，在流程上贯穿资管产品募投管退的全流程。抽象则体现在，一方面法律法规、监管政策或行业指引对于“如何公平对待投资人”始终缺乏量化细则；另一方面实践中“如何公平对待投资人”亦仍处于探索状态。

虽是一个如此宏大且抽象的命题，但在实践中，这一命题又长期处于“隐而不发”的状态。究其原因，除缺乏明确可行的可量化规范之外（这也是因为何为公平、如何实现公平本身就存在很多模糊地带，难以从规则上做到切实可行的量化），另一个重要原因是过去市场主体往往疏于全局审视，对于哪种情形下将产生“公平对待投资人”问题并不敏感。

然而近年来，投资者逐渐掌握通过监管举报等多种方式获取信息，出现越来越多的资管机构因“不公平对待投资人”而受到监管处罚，甚至面临诉讼、仲裁纠纷。因此，如何在产品设立、管理、风险处置、退出等环节公平对待投资人将成为管理人应当重点关注的问题，这既是内在合规要求，也是免于承担管理人责任、化解投资人纠纷的外在压力使然。本文将对这样一个宏观且抽象、重要且前言的问题展开讨论。

一、公平对待投资人的限缩与扩张解读

关于公平对待投资人问题，现行法规体系中存在诸多规范，包括银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理等领域，均存在关于“公平对待问题”的相关法律规定或监管要求。然而，对于究竟什么是“公平对待投资人”，以及这一问题的内涵和外延，现行法律规范并未明确。诚然，“公平对待”并不是一个容易界定及判定的问题，这既涉及“公平与否”的价值判断，又关乎立法对不同主体利益保护的抉择与平衡。我们在梳理现行法律法规、监管规定、行政处罚及司法案例的基础上，分别从“扩张”和“限缩”维度对这一问题的内核进行提炼：

（一）两个扩张

1. 适用范围的扩张

既要求公平对待不同的资管产品，也要求公平对待同一资管产品的不同投资人。

讨论公平对待问题，首先回到资管产品投资人与管理人（受托人）的法律关系，也即信托法律关系中去。《信托法》第二十五条规定了受托人积极的、总体的信义义务¹。信义义务包括忠实义务和勤勉义务，“公平对待投资人”（也即公平义务）本质上属于忠实义务的一部分。可参考《美国统一信托法》，其关于受托人“忠实义务”的规定中可以推导出关于公平义务的内容²。

因此，对“公平对待投资人”扩张性解释的第一个视角，即体现在监管精神要求受托人对每一个投资人负有忠实义务，在具体监管规范中体现为：既要求公平对待不同的资管产品，也要求公平对待同一资管产品的不同投资人。可参见下述规定³：

《中华人民共和国证券投资基金法》第四条规定：从事证券投资基金活动，应当遵循自愿、公平、诚实信用的原则，不得损害国家利益和社会公共利益。第二十条第（二）项规定：“公开募集基金的基金管理人及其董事、监事、高级管理人员和其他从业人员不得有下列行为：……（二）不公平地对待其管理的不同基金财产……”

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十二条规定：“同一私募基金管理人管理不同类别私募基金的，应当坚持专业化管理原则；管理可能导致利益输送或者利益冲突的不同私募基金的，应当建立防范利益输送和利益冲突的机制”；第二十三条规定：“私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员从事私募基金业务，不得有以下行为：……（二）不公平地对待其管理的不同基金财产……”

《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第九条规定：“私募基金管理人及其从业人员从事私募基金业务，不得有下列行为：（一）未对不同私募基金单独管理、单独建账、单独核算，将其固有财产、他人财产混同于私募基金财产，将不同私募基金财产混同运作，或者不公平对待不同私募基金财产……（三）开展或者参与具有滚动发行、集合运作、期限错配、分离定价等特征的资金池业务……（五）不公平对待同一私募基金的不同投资者，损害投资者合法权益……”

2. 义务主体范围的扩张

既包括管理人、托管人、销售机构、服务机构，也包括前述主体的出资人、实控人。

《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第九条第二款规定：“私募基金管理人的出资人和实际控制人，私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募基金服务机构及其出资人、实际控制人，不得有前款所列行为或者为前款行为提供便利。”

“公平对待投资人”扩张性解释的第二个视角，即在于义务主体范围的扩张。依据上述规定，“公平对待投资人”的义务主体范围既包括管理人、托管人、销售机构、服务机构，亦包括前述主体的出资人、实控人。

¹ 《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。”

² 《美国统一信托法》（Uniform Trust Code）认为公平义务属于忠实义务的重要部分（The duty of impartiality is an important aspect of the duty of loyalty），其中第 803 条规定，如果一个信托有两个以上受益人的，受托人必须在投资、管理、分配信托财产时，考虑各受益人的各自利益，并公平对待每一个受益人（If a trust has two or more beneficiaries, the trustee shall act impartially in investing, managing, and distributing the trust property, giving due regard to the beneficiaries' respective interests）。

³ 下列内容主要为基金领域的部分相关规定。除基金外，证券、信托、银行理财/银行理财子、期货、保险也都有类似的规定，因其实质内容相差不大，本文不再一一列示。

（二）四个限缩

1. 公平对待投资人不等于绝对相同、结果公平

公平对待并不意味着绝对相同。受托人根据文件的约定，要求次级份额持有人履行义务、承担责任，或者在委托人同意的情况下“区别对待”不同的资管产品，均不应被认定为违反公平义务。

例如，在结构化信托中，交易结构由信托文件明确约定，信托当事人权利义务存在一定差异，不属于受托人违反公平义务的情形。对此，《中国银监会关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》第一条第一款有明确规定⁴。北京第一中级人民法院（2021）京01民终462号、广州市中级人民法院（2019）粤01民终21112号裁判文书中，法院均认定：“管理人按照相关文件的约定，要求资管计划项下‘进取型份额持有人’承担责任、实现‘优先级份额持有人’利益的，**不属于不公平对待同一资管产品的不同委托人**”“不同基金产品关于预警线的约定不同，**不属于不公平对待所管理的基金财产**”。

2. 公平对待的前提是存在“利益冲突”

讨论公平问题的前提是“存在利益冲突”。相互之间不存在利益冲突的资管产品不存在公平对待问题。

例如，在（2019）粤01民终21112号案件中，对于同一管理人名下管理的两只基金，法院即认为“对比五号基金和一号基金的投资范围、投资策略等相关约定，两个基金为不同的产品。**一号基金是否设置预警线由该基金投资者与管理人、托管人自行商议，与五号基金无关，故谢某主张某投资公司不公平对待所管理的基金财产，不予支持。**”

3. “信息披露”+“同意”，可构成对公平义务的豁免

根据司法实践的主流裁判观点，受托人在进行充分的信息披露并取得投资人的同意后，可以构成对公平义务的豁免。

例如，最高人民法院（2018）最高法民申1423号案件中，原告主张“资管公司未按照两个资管计划出资比例分配获配股票，属于不公平对待所管理的不同资产”，最高院经审查认定：**由于案涉资管计划的获配金额是经张某同意后确定，所以某资管公司虽然未按两个资管计划的出资比例分配获配金额，也不存在违背公平对待义务应当向张某承担赔偿责任的问题。**

4. “公平对待投资人”的民事责任救济以发生实际损失为基础

公平作为一种抽象的价值判断，存在多个维度，包括朴素感官上的公平、监管语境中的公平及司法裁判视角下的公平。在司法裁判视角下，具有可救济性的“不公平”需要造成损失后果。换言之，在诉讼案件中，对于“公平对待投资人”问题，民事责任救济仍应以实际损失为基础。

例如，在（2015）渝一中法民终字第05003号及（2020）京02民初302号案件中，原告主张“信托公司以自有资金选择性兑付部分投资人，构成不公平对待投资人”，而法院经审理认定，信托公司以自有资金选择性兑付部分投资人，没有给信托财产造成损失，因此不存在不公平对待投资人问题。

⁴ 《中国银监会关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》第一条第一款规定：“一、结构化信托业务是指信托公司根据投资者不同的风险偏好对信托受益权进行分层配置，**按照分层配置中的优先与劣后安排进行收益分配，使具有不同风险承担能力和意愿的投资者通过投资不同层级的受益权来获取不同的收益并承担相应风险的集合资金信托业务。**”

二、公平对待投资人适用的具体情形

公平对待投资人的核心在于解决不同投资人之间存在的利益冲突，利益冲突既可能体现在同一产品内部，也可能体现在不同的产品之间；既可能存在一些共性问题，也可能在不同类型的资管产品之间存在个性问题。

（一）单一资管产品中的投资人公平对待问题

1. 平层类产品中可能涉及公平对待问题的情形

在平层类产品中，可能涉及公平对待问题的情形包括：

- (1) 资金池问题；
- (2) 借新还旧问题；
- (3) 估值问题：投资难以公允估值资产、资产流动性差的集合产品开放式运作时，估值方法如选用摊余成本法，或估值不准确，将导致申赎脱离标的资产的实际收益率，从而出现不公平；
- (4) 信息披露不公平问题：因管理人选择性提供产品持仓信息、信息披露时间不一致或内部投资人掌握信息优势等原因，导致部分投资人能够选择更为有利的时点退出，从而导致不公平；
- (5) 费用安排不公平问题等。

2. 分层类产品中可能涉及公平对待问题的情形

在分层类产品中，不同层级投资人之间仍存在公平对待问题。一是虽不同层级之间的投资人权利义务不完全一致，但仍有部分权利是重合等同的；二是不同层级的投资人的利益可能存在冲突，在没有明确的冲突解决机制的情况下，管理人需要平衡不同层级投资人的利益。

实践中，可能遇到管理人偏向维护特定投资者利益的情况，这些管理上的误区应当纠正。例如：（1）认为优先级权利人的权利更值得保护，因此，在管理决策中更偏向于考虑优先级权利人的权利；（2）认为优先级权利人实际上是可以保本保收益的，因此，在管理决策中更偏向于考虑劣后级权利人的权利。

上述倾向实际上是从事后免责、减责的角度出发的，即：既然劣后级自愿承担更大的投资风险和损失，在发生相关损失时，劣后级也不能主张赔偿，因此要更关注不愿意承担投资损失的优先级权利人的权利。又或者，既然当前优先级能够实现保本保收益，那么在决策过程中更考虑劣后级的意愿，能够降低劣后级追责的可能性。在当时的情况下，这种考虑在主观上可以理解，管理人没有损害任何一类投资人的恶意，且在决策前提完全成立的情况下，这种做法也确实不会损害任何一类投资人的权益。

但是，不同决策倾向的前提是管理人的主观判断，在某一时点，这一前提可能成立，但亦可能不成立。如果拉长审视期间，在某一时点成立的决策前提往往是不可靠的。管理人需要建立更公正的行为准则，而不是局限于一时一刻的“审时度势”，才能真正的免责、减责。

（二）同一管理人名下多个资管产品投资人之间的公平对待问题

1. 多个资管产品之间是否存在利益冲突的判断方法

关于多个资管产品之间的投资人公平对待问题，首要问题是识别是否存在利益冲突，我们梳理了如

下判断标准，可供参考：

一是，管理人同一。从实践的情况看，管理人的同一性不等于管理人的唯一性。对于存在关联关系的不同管理人，特别是受同一实际控制人统一管理控制、流程业务统一管理的多家管理人，也可能成为“公平义务”的主体。

二是，产品存续期限重叠。不同的资管产品的存续期需要有重合，如果相较于在后成立的资管产品而言，在先成立的资管产品已经终止清算完毕的，原则上，相互之间并无公平义务。

三是，投向重合。“重合”指的应当是广义上的重合，即相互之间可能存在一定交集，或是潜在交集。

如同时符合上述三个标准的，则可能存在潜在的利益冲突，管理人应当对各个资管产品的投资人承担公平义务。

2. 多个资管产品之间存在利益冲突的具体情形

多个资管产品之间的利益冲突主要包括两种情形，一是产品之间的还款来源完全重合，二是产品之间的还款来源部分重合。

例如，在某金融委托理财合同纠纷案件⁵中，管理人先后募集了四只基金，用于向同一借款人发放委托贷款并专项用于并购地产项目。原告是最后成立的基金的优先级份额持有人，主张管理人存在如下违反公平义务的行为：第一，在原告认购的基金设立前，管理人已经设立了其他三只基金，都是以发放委托贷款的方式向同一融资方提供融资，且未向投资人进行信息披露，原告认购基金的设立、到期时间在后，事实上为其他三只基金提供了安全垫；第二，融资方发现违约风险后，在管理人安排下，为部分基金增加了融资方股权质押；第三，原告认购基金的部分投资人已经在基金管理人的安排下以份额转让或增加担保方式获得退出及额外保障。

在该案中，因基金尚未清算分配，法院最终以原告的实际损失未确定为由驳回了原告的诉请。但本案中涉及的公平对待问题值得关注和讨论，例如：对于同一管理人在不同时间先后设立的还款来源完全一致的资管产品，在后产品的设立是否具有正当性？管理人是否有权将回款在不同资管产品之间平等分配？管理人能否仅为部分产品新设担保？

（三）不同类型的资管产品中利益冲突的个性问题

不同类型的资管产品中的利益冲突可能还存在一些个性问题，本文试举一些常见情形为例：

1. 债权类

（1）还款来源重合或部分重合的不同资管产品之间，存在潜在利益冲突

不同资管产品的投向或者还款来源一致/重合时，可能存在潜在的利益冲突。对于设立在后的资管产品投资人，管理人应尽量避免利益冲突，对于设立在前的产品情况进行充分披露，提示风险。对于在先设立的资管产品，投资人应当事先做好风险提示，说明不限制交易对手后续融资行为，可能有其他投资人或管理人设立的资管产品继续向交易对手提供融资并设置担保或其他增信措施等情况。

⁵ 参见（2019）浙0104民初8882号民事判决书。

(2) 常见“借新还旧”问题

如果交易对手已经发生违约风险，管理人继续发行设立新产品，且未充分信息披露，则很可能涉及利益冲突。管理人应当充分提示且说明仍然设立新产品的原因，并在经过投资人的认可后再设立新产品。

(3) 常见风险处置困惑

发生违约风险后的磋商谈判，展期、违约责任的豁免、新增增信/担保措施、以及风险处置等，都可能产生有关是否公平对待投资人的困惑，例如：

第一，期限问题。

主要体现为底层债务人为同一主体的资管产品之间的交叉违约及加速到期问题。如该等资管产品文件中存在关于交叉违约/加速到期的约定，在先的资管产品违约，将导致全部资管产品一致加速到期。但是，实践中债务人往往无力一次性清偿全部资管产品项下的债务，因此，可能争取就在先到期的某期产品单独谈判，达成违约责任豁免，从而不触发其他资管产品的加速到期。这一操作方案可能涉及是否损害后到期资管产品利益的问题。

第二，追加担保问题。

对于追加担保问题，实践中可能存在不同情形。例如，不同资管类产品的投向可能是某一集团公司下的不同项目公司，从法人主体及责任财产范围看，原本并不重合。但是在新增担保时，集团公司可能统一协调，从而出现利益冲突问题。

第三，风险处置问题。

当不同资管产品项下分别存在具体的担保措施时，如果资管产品各自的担保措施为主要回款来源，且可以充分覆盖时，利益冲突问题通常不会显化；但是当出现担保措施或特定回款来源不足以覆盖的情形时，将可能出现明显的利益冲突。

2. 股权类

对于股权投资类产品，管理人需重点关注设立、投资机会分配、投资条件差异化处理等方面的利益冲突问题。

关于设立问题，根据《私募投资基金备案须知》第三、（三十六）条的规定，在已设立的私募股权投资基金尚未完成认缴规模 70% 的投资（包括为支付基金税费的合理预留）之前，除经全体投资者一致同意或经全体投资者认可的决策机制决策通过之外，管理人不得设立与前述基金的投资策略、投资范围、投资阶段均实质相同的新基金。

关于投资机会分配问题，如存在多个投向一致的股权投资类产品，管理人应当遵守文件约定，在多个资管产品之间公平分配投资机会；

关于投资条件的差异化处理问题，不同轮次股权投资的估值、条件、退出等内容不一致，通常认为不存在不公平对待问题；但对于同一轮次的股权投资，则应当保持一致，否则可能出现不公平对待问题。

3. 证券类

《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见》对于如何确保公平交易做出了相对详细的规定，管理人需遵守相关监管文件的要求，尤其是关于同向交易、反向交易等异常交易行为的明确限制。

三、关于公平对待投资人问题的完善建议

基于前述分析，我们分别从事前、事中、事后为受托人关于公平对待投资人问题提出完善建议：

（一）事前

1. 完善协议约定

忠实义务的核心在于如何解决利益冲突问题，落实忠实义务的主要手段是信息披露，从而通过“披露+同意”化解可能存在的利益冲突。因此，管理人可通过完善协议约定，事先充分披露可能存在的利益冲突，并约定出现利益冲突的处理机制，以便在出现利益冲突时遵照约定行事，降低管理人责任风险。

（1）协议有明确且有效的约定，或得到了投资人的同意，可以作为“豁免”管理人未履行公平义务的依据

委托人/投资人同意与信托文件明确约定的法理基础一样，可以理解为是事后达成的“合意”。例如，《信托法》第 28 条第 1 款规定：“受托人不得将其固有财产与信托财产进行交易或者将不同委托人的信托财产进行相互交易，但信托文件另有规定或者经委托人或者受益人同意，并以公平的市场价格进行交易的除外。”

（2）投资人应当作出“明示同意”

《民法典》第 140 条第 2 款规定：“沉默只有在有法律规定、当事人约定或者符合当事人之间的交易习惯时，才可以视为意思表示”。根据前述规定，投资人未作出意思表示的，难以推定为同意，建议管理人应征得利益受损的投资人的明示同意。

（3）“明示同意”的基础是“充分的信息披露”

同意的基础是知情，知情的基础是充分的信息披露。因此，“委托人/投资人同意”应与管理人“信息披露义务”相关联，在具体的披露要求上，要求管理人作出真实且详细的说明，包括交易的理由、结构、风险、结果等，以供投资人作为决策依据。

2. 设置防火墙

建议管理人建立健全内部控制制度，采取有效隔离措施，包括设置防火墙等，防范公司与客户之间、不同客户之间的利益冲突。

3. 建立日常监控和分析评估制度

证券投资类产品容易发生同向交易、反向交易等异常交易行为，管理人需要建立日常监控及分析评估制度，具体而言：

第一，应加强对投资交易行为的监察稽核力度，建立有效的异常交易行为日常监控和分析评估制度，并建立相关记录制度，确保公平交易可稽核；

第二，应对不同投资组合，尤其是同一位投资组合经理管理的不同投资组合同日同向交易和反向交易的交易时机和交易价差进行监控，同时对不同投资组合临近交易日的同向交易和反向交易的交易时机和交易价差进行分析，相关投资组合经理应对异常交易情况进行合理性解释；

第三，应严格控制不同投资组合之间的同日反向交易，严格禁止可能导致不公平交易和利益输送的同日反向交易。确因投资组合的投资策略或流动性等需要而发生的同日反向交易，公司应要求相关投资组合经理提供决策依据，并留存记录备查，但是完全按照有关指数的构成比例进行投资的组合等除外。

（二）事中

1. 严格遵守法律法规及文件约定

对于利益冲突的处理，管理人应当严格遵守法律法规及资管文件约定。为此，管理人应当做到认真阅读、消化基础文件的事先约定，明确不同投资人的权利区分，以及明确基础文件所约定的议事规则、修改规则，以便在任何一个投资人提出主张时，能够予以严格对照。

2. 识别可能存在的利益冲突，并及时设立防火墙/信息披露+投资人同意

管理人应当及时识别可能存在的利益冲突，并设立防火墙或采取处理措施。其中，处理措施原则上仍应当采取“披露+同意”的模式，信息披露的内容应当包括投资人/产品之间发生利益冲突的情况、管理人防范和解决利益冲突的措施、利益冲突的解决情况或最终的处理结果等。

3. 在没有约定也无法得到事后同意的情况下，妥善履行善管义务

在没有约定也无法得到事后同意的情况下，管理人应当以善管义务作为行为标准，谨慎行事，包括公平分配投资机会，将过程管理文件留痕、为投资决策的合理性提供依据，并结合“信托目的”或“总收益法”进行个案判断等。

（三）事后

对于发生投资风险后的公平对待问题，在理论上存在两种倾向，分别是过程公平和结果公平。我们倾向于认为，结果公平应当有文件约定或投资人同意为前提，在没有文件约定或投资人同意的情况下，应当优先追求过程公平。

四、小结

总体而言，公平对待投资人问题广泛存在于各种类型、不同类别的资管产品之中，以及存在于同一管理人名下的多个资管产品之间。其核心在于如何事先防范、及时识别、妥善处理利益冲突，是对管理人履行忠实义务、勤勉义务的系统性考察，对管理人的履职水平提出了较高的要求。这一前沿问题值得我们始终保持关注。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

尤杨

电话： +86 10 8524 9496

Email: yang.you@hankunlaw.com

赵之涵

电话： +86 10 8524 9470

Email: zhihan.zhao@hankunlaw.com