

## 术与道之间：私募基金“募投管退”合规运营启示 —— 基于上海金融法院、上海证监局涉私募基金典型案例的思考

作者：投资基金组 | 争议解决组

近日，上海金融法院、上海证监局联合发布十件涉私募基金典型案例（“典型案例”）。该等典型案例极具参考意义，从不同角度反映出当前私募基金监管的重点及未来一定时期内的监管趋势。我们基于该等典型案例的裁判要旨，对私募基金“募投管退”各环节的合规重点进行了分析，以助私募基金行业参与者夯实合规意识，依法依规参与市场活动，厚植“合规、诚信、专业、稳健”的行业文化。

### 一、募集阶段

募集行为是私募基金相关法律关系产生的重要标志，私募基金募集行为的规范性直接关涉私募基金合同的效力和相关当事人的责任认定。在私募基金募集阶段，募集主体的适格性和募集程序的适当性尤为关键；管理人应当把相关的规定和要求落实到募集全流程，细节关乎责任。

#### （一）募集主体的适格性

根据《私募投资基金募集行为管理办法》的规定，在我国能够合法从事私募基金募集工作的主体应当限于在中国证券投资基金业协会登记的私募基金管理人或在中国证监会注册取得基金销售业务资格并已成为中国证券投资基金业协会会员的机构（“基金销售机构”）。《关于加强私募投资基金监管的若干规定》进一步规定，私募基金管理人的出资人、实际控制人、关联方不得从事或变相从事私募基金募集宣传推介。实践中，不乏私募基金管理人的实际控制人等关联主体借由私募基金管理人的资质，变相从事私募基金募集活动。

**重点提示：特定情况下，私募基金管理人及其关联方可能对募集行为承担连带责任。**

在周某某诉某资产管理公司、某投资集团等私募基金纠纷案[(2020)沪0115民初2780号]（“典型案例一”）一案中，私募基金管理人的实际控制人直接向投资者推销私募基金，并主导了私募基金的投资、管理。对于私募基金管理人在投资管理过程中未体现专业独立性，而由实际控制人实际管理运作私募基金的情形，法院认为实际控制人实质上构成了管理人销售、投资、管理私募基金的代理人，实际控制人负有告知说明义务和适当性义务，违法代理应承担相应的法律责任。因未尽忠诚勤勉义务造成投资者损失的，私募基金管理人及其实际控制人因违反监管规则和信义义务，应当承担连带赔偿责任。

由本案可知，因私募基金募集所产生的相关责任并不仅及于法规规定的可以开展私募基金募集工

作的主体。其他相关方实质开展募集活动的，在司法裁决中可能被视为募集机构的代理人，基于代理法律关系与募集机构承担连带责任。私募基金管理人应当加强专业化经营，强化私募基金募集的机构行为，忠实履行受托义务，私募基金管理人的出资人、实际控制人、关联方等应当尽量避免“越俎代庖”，否则存在被连带追偿的风险。

## （二）募集程序的适当性

投资者适当性是私募基金募集阶段的重中之重，募集程序主要围绕投资者适当性展开。根据《全国法院民商事审判工作会议纪要》（“《九民会议纪要》”）的释义，适当性义务的核心是要了解客户、了解产品，并将适当的产品（或者服务）销售（或者提供）给适合的金融消费者，这是为了确保金融消费者能够在充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险的基础上作出自主决定，并承受由此产生的收益和风险。适当性义务的履行是私募基金管理人“卖者尽责”的主要内容，也是投资者“买者自负”的前提和基础。

**重点提示：管理人或销售机构必须采取适当手段完成对投资者的风险识别能力和风险承担能力的测评，否则将承担不利后果。**

在典型司法案例一中，法院就认为管理人作为销售方，应当在识别合格投资者的基础上采取问卷调查等方式对投资者的风险识别能力和风险承担能力进行评估，而管理人并没有提供有关投资者风险测评的证据，仅让投资人在缔约过程中签字确认自担风险。管理人的做法无法让其“了解客户”，管理人也被法院认定未能妥善履行适当性义务。

在上海证监局对某坤资产管理公司违反私募法规进行责令改正和对公司及法定代表人、董事长处以罚款的行政处罚（“**典型行政案例四**”）一案中，管理人将基金产品风险等级评定为 R3，但实际上产品投资于非上市公司股权，流动性较差，风险等级应高于 R3，而部分投资者为 C3 稳健型投资者，其风险识别能力和风险承担能力与基金的实际风险等级不匹配。管理人的做法显示出其既不“了解产品”，也因此未能将合适的产品推荐给合适的投资者。

**重点提示：私募基金产品风险等级分类和匹配应当符合实际情况，并非随意为之，否则应当承担相应责任。**

了解客户、了解产品，是将合适的产品推荐给合适的投资者的前提和基础，而风险揭示则是私募基金管理人在推介产品时的核心环节，以便潜在投资人全面了解拟购买的产品，这已成为当前司法实践中判断私募基金管理人是否妥善履行适当性义务的基本思路。《九民会议纪要》也指出，告知说明义务的履行是金融消费者能够真正了解各类高风险等级金融产品或者高风险等级投资活动的投资风险和收益的关键。

在潘某诉某资产管理有限公司私募基金合同纠纷案[（2020）沪 0115 民初 4471 号]（“**典型司法案例二**”）中，法院认为管理人未向投资人尽到充分的风险揭示义务，从而导致投资者决策时难以真正了解产品风险，以至于做出不真实意思表示，影响缔约合同效力，并基于此最终判决管理公司向投资者赔偿相应的本金及利息损失。由此可见，在私募基金产品推介中，强调私募基金管理人的风险揭示义务的基础在于保障投资者充分的知情权，进而确保其投资决定是真实有效的。

目前，包括《私募投资基金募集行为管理办法》在内的相关法律法规和自律规则都对私募基金管理人的适当性义务及规范流程有明确要求。在实操中，私募基金管理人应当严格履行适当性程序，为所管理私募基金产品审慎风险定级，谨慎评估潜在投资者的风险识别和承受能力，并在向对应投资者推介具

体私募基金产品时，详细披露所涉风险，结合产品特点细化风险揭示的颗粒度，充分披露产品的投资风险，方能在最大程度上避免因未充分履行适当性义务而承担相应责任。

## 二、投资及管理阶段

在私募基金管理人受托管理私募基金的过程中，管理人通常对基金财产的使用有独立支配权，而基金投资人则往往仅作为财务投资人，不会具体参与到基金的运营管理中，尽管基金投资人对可以从基金的定期或不定期报告中获取信息，在管理人和投资人之间仍然存在信息不对称。管理人对投资人负有信义义务，基于其投资管理方面的专业性，其应当审慎投资，积极管理，进行充分的信息披露。相关典型案例也体现了对管理人的该等义务要求。

### （一）投资及投后管理

投资是私募基金设立的主要目的，审慎投资是基金管理人信义义务的重要组成部分。

**重点提示：私募管理人应当确保私募基金财产的独立性，审慎运作私募基金财产并履行投资及投后管理职责，否则不仅有民事法律责任，还可能承担刑事责任。**

在典型司法案例一中，法院认为私募基金管理人未审慎跟踪基金募集款流向，督促回款管理失职，且该等未尽义务与最终基金的损失存在直接关系，因此私募基金管理人为此应向投资人承担赔偿责任。

在中国证监会对某安系私募基金管理公司韦某等七人采取终身或不同年限的市场禁入措施的行政处罚（“**典型行政案例一**”）案例中，违法事实主要体现在管理人在投资管理环节存在“资金池运作”、挪用私募基金财产、未按约定用途投资、投资项目虚假等情形。且该等情形已涉及刑事犯罪，上海第二中级人民法院判处某安系私募基金管理人集资诈骗罪，判处相关涉案人员非法吸收公众存款罪。

在私募基金合同明确约定投资策略和投资目标的情况下，基金管理人应确保基金财产按照合同约定进行投资，且应当进行必要的投前尽职调查和投后跟踪，采取合理必要手段积极维护基金财产的安全，审慎经营。

### （二）信息披露

管理人对投资者的信息披露应兼具深度与广度，基于实质性审查原则，管理人应当就可能对基金产生重大影响的事项进行充分披露。

**重点提示：管理人应当按照法律法规和自律规则的规定以及合同约定切实履行信息披露义务，否则将承担不利后果。**

典型行政案例四中，上海证监局认定某坤资产管理公司在私募基金投资运作过程中未按合同约定的方式向投资者进行信息披露，未按基金合同约定向投资者披露关联交易等可能影响投资者合法权益的重大信息，且相关基金产品所投资的项目涉及多起公司与其关联方的关联交易，但公司制作的多份年度报告、半年度报告未向投资者披露关联关系和关联交易。结合其募集阶段向风险识别能力和风险承担能力不匹配的投资者推介私募基金的违规行为，上海证监局对某坤资产管理公司责令改正，给予警告并罚款，对管理公司法定代表人、董事长给予警告并处罚款。

在上海证监局对某润基金等多家私募基金管理人违反私募法规进行行政处罚（“**典型行政案例五**”）的案例中，上海证监局认为相关基金在投资过程中的相关抵消事项直接大幅减损基金财产和投资者利益，且管理人在基金运作过程中未按规定履行信息披露义务，未按要求报送年报财务报告，未妥善保存

私募基金业务相关资料，最终被上海证监局对私募基金管理人及其实控人处以罚款。

**重点提示：嵌套投资架构下，私募基金管理人仍然应当勤勉尽责，切实了解底层投资情况，否则将承担相应的法律责任。**

在上海证监局对某村资产管理公司违反私募法规进行行政处罚（“**典型行政案例二**”）的案例中，上海证监局层层查实基金投资结构，最终认定某村私募基金管理人未按规定披露与基金投资相关的重大信息，未按规定披露基金承担的费用，要求公司责令改正，给予警告，并处罚款，对董事长、法定代表人给予警告并处罚款。不同于一般对基金直接投资层面的信息披露要求，本案中，上海证监局严格论证了嵌套投资结构下信息披露的范围，认为嵌套投资结构下私募基金管理人仍应对底层投资情况负有注意义务。如下层基金有关事项影响上层基金投资、基金费用等，对上层基金投资者的合法权益产生重大影响的，上层投资者理应对此类重大事项享有知情权。上层基金管理人应谨慎勤勉地了解下层基金相关情况，并向投资者及时披露对其合法权益造成实质影响的事项。

在基金的投资运作过程中，投资范围、投资对象、决策程序、投资协议、资金流向、划款指令、关联交易、资金池等情况均是基金合规重点，私募基金管理人应当按照相关法律法规及自律规则对内部治理的要求，制定和完善内控制度并严格遵守，尽可能做到事事留痕，事事有依；同时，管理人应诚实守信，按照约定充分披露信息，特别是与投资人经济利益直接相关的信息，如实披露基金财产的运用情况，增强基金管理运作的透明度。

### 三、退出阶段

私募基金退出阶段的争议既可能与私募基金整体的资产处置相关，也可能是因投资人单方面要求退出基金而产生。

#### （一）基金清算与损失认定

**重点提示：特定情形下，投资者损失并不一定以基金清算完毕才予以确认。**

《九民会议纪要》要求金融消费者对购买产品（或者接受服务）、遭受的损失等事实承担举证责任，故原则上，投资者在请求退出基金产品并要求损失赔偿时，应对其损失承担举证责任。司法实践中，多数法院也认为对投资者的赔偿以其存在实际损失且损失金额能够确定为前提，若涉案基金未完成清算、结算工作，则难以确定投资者实际遭受损失的金额，不能支持其赔偿请求，投资者应在损失确定后再行起诉。

但典型案例一表明，基金的清算结果是认定投资损失的重要依据，但非唯一依据。该案中，案涉基金并未完成清算，但基金财产并未投向基金合同约定的标的，且因公安机关仍在进行侦查、无法确定能否追回，已经脱离管理人控制，无法预计清算的可能期限。在这种情况下，法院认为可以认定投资者损失已经固定。投资者诉请解除私募基金合同并返还投资成本，解除合同条件虽不成立，但管理人等主体应当承担赔偿责任的，法院在投资者诉请的范围内判决责任主体赔偿实际损失。

#### （二）开放式基金的赎回标准

**重点提示：实践允许的情况下，对于管理人应尽的义务可能会被强制履行，并可能采取代履行的方式。**

孔某申请执行上海某投资有限公司仲裁纠纷案[（2022）沪74执195号]（“**典型司法案例三**”）是

关于开放式基金投资人在赎回基金份额方面的纠纷，该案明确了私募基金开放赎回类仲裁案件的审查标准和基金赎回强制执行方式。本案中，投资人已就基金赎回取得仲裁委员会的生效裁决，法院基于仲裁裁决的权利义务主体和基金管理人开放赎回义务的履行标准、对象、范围均足够明确的原因，认定仲裁裁决具有可执行性，并以基金的非现金资产变现的方式判决强制赎回投资人的份额；在开放赎回日的确定上，本案结合基金实际情况和金融市场交易规则，以生效仲裁裁决确定的基金管理人自动履行期限内的最后一个证券市场交易日作为开放日，并确定当日的基金份额净值；在赎回义务履行的主体上，鉴于私募基金合同对开放赎回义务的履行标准进行有明确约定，代基金管理人履行开放赎回义务具有可行性，故法院采取了代履行的方式执行。

### （三）封闭式基金的任意退出权

不同于开放式基金的赎回，封闭式基金的减资退伙受到更多的限制。

**重点提示：私募基金封闭运作，只在特定情况下允许提前部分或全部退出。**

在某信托股份有限公司诉上海某投资管理中心（有限合伙）等退伙纠纷案[（2021）沪74民初1556号]（“典型司法案例四”）中，原告作为案涉基金的合伙人，以普通合伙人和基金管理人在管理基金中的部分行为违反约定职责，严重损害基金及原告的合法权益，造成合伙企业重大损失为由要求退伙。但法院经审理查明，案涉基金在投资各项目时虽然存在一定程序瑕疵，但均不属于严重损害原告或基金利益的重大违约行为，且原告也并未履行必要的合伙人义务，同时认为现有法律法规并未明确赋予合伙人在合伙企业约定的合伙期限未届满时享有任意退伙权，故法院驳回了原告的诉讼请求。

私募股权投资基金通常自成立之日起开始封闭运作，投资人仅在监管允许的几种情形下可以减资退出。且私募股权投资基金的组织形式多为有限合伙企业或公司，除了私募基金相关法律法规及自律规则外，还受《合伙企业法》或《公司法》规制，在基金合同没有明确约定的情况下，投资人通常没有任意退出权。

## 四、私募基金管理人信义义务之思考

基于前述分析，我们可以进一步思考，管理人对于投资人所承担的诸多看似严苛的义务来源于哪里？这需要回到私募基金管理人与投资人之间的法律关系。根据私募基金不同的组织形式，私募基金可以分为契约型、合伙型以及公司型三种，在契约型基金中，基金合同表现为管理人（通常也包括托管人）与投资者为募集设立私募基金而签订的协议；在合伙型或公司型私募基金中，基金合同通常表现为合伙协议或公司章程。前述法律文件构成了私募基金合同关系，进一步地，这种合同的法律性质，本质上是信托法律关系。投资者将财产委托给基金管理人通过专业管理获取投资收益，基金管理人对于投资者负有信义义务。

信义义务是一个涵义丰富的概念，包括了忠实义务和勤勉义务，前者要求基金管理人在主观上为投资人的利益行事，积极避免利益冲突，公平合理处理利益冲突事项，后者在客观上要求基金管理人的技能、经验和敬业程度要符合专业水平。信义义务的抽象性和概括性决定了基金管理人在日常经营过程中需要以高度的行业自律和专业水平去履行募投管退诸环节的管理职能。

**重点提示：管理人未履行忠实义务需承担法律责任。**

在沪[2022]37号行政处罚（“典型行政案例三”）案例中，上海证监局认定管理人的行为构成从事损害基金财产和投资者利益的投资活动对其责令改正，给予警告，并处罚款，对法定代表人、执行董事兼总经理给予警告并处罚款。私募基金管理人受托管理基金财产，应当履行忠实义务，其从业人员在执行职务或者办理

业务过程中不得利用所处地位损害基金财产和基金份额持有人利益，不得从事可能产生上述损害的活动。本案是对管理人未履行忠实义务而需承担责任的典型例证。

**重点提示：私募基金管理人不仅可能承担合同责任，还可能承担侵权责任。**

而戴某诉某科投资管理公司等侵权责任纠纷案[(2022)沪74民终43号]（“典型司法案例五”）则涉及嵌套模式下次级管理人的责任承担问题。一般情况下，根据合同相对性原则，投资者无权为自己的利益直接起诉次级管理人，但本案法院最终支持投资人直接向次级管理人主张侵权责任，原因在于上层资管计划已于一审判决前完成清算，且两层资管产品的管理人约定不自行或者通过任何人以任何形式为投资者提供法律援助，因此投资者难以再通过上层资管计划的管理人来寻求救济，不得不直接起诉次级管理人。本案的典型意义在于，投资人与私募基金管理人之间的纠纷，除了涉及合同纠纷项下的违约赔偿责任外，还可以考虑基于信义义务所产生的侵权损害赔偿。这也客观上进一步要求私募基金管理人以实质性原则履行勤勉尽责义务，基于信义义务的整体价值取向去规范经营活动。

综上，本文基于上海金融法院及上海证监局发布的十件涉私募基金典型案例，就其中的核心要旨，从“募投管退”各环节应注意的“术”，到信义义务之“道”，梳理了从中可获得的合规运营启示。希望通过我们的抛砖引玉，助力私募基金管理人有的放矢地进行合规化运作，共同营造良好的私募基金行业风气。

## 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：

### 冉璐

电话： +86 10 8525 5521

Email: [lu.ran@hankunlaw.com](mailto:lu.ran@hankunlaw.com)

### 邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: [xm.deng@hankunlaw.com](mailto:xm.deng@hankunlaw.com)