■ 社会主义市场经济法治 文章编号:1001-2397(2023)03-0138-12

资产管理人勤勉尽责义务的理论基础与司法适用

徐化耿

(首都经济贸易大学 法学院,北京 100070)

摘 要:资产管理法律关系本质上属于信托关系,这是资产管理人承担勤勉尽责义务的正当性基础。作为一种金融行业的行为标准,勤勉尽责义务在我国法中呈现为一般条款,起着补充法律漏洞以及弥补当事人约定不明的兜底性作用。勤勉尽责义务的内涵与标准需要法官在个案中具体确定,而其制度目的在于,通过金融行业的风险防控保障投资者利益。司法适用中,判断资产管理人是否违反勤勉尽责义务,主要是评价其行为在风险引致损失的过程中扮演的角色,所以,勤勉尽责义务又具有事后损失分配功能。

关键词:资产管理人;勤勉尽责义务;行为标准;一般条款

中图分类号:DF438.2 **文献标志码**:A
DOI:10.3969/j.issn.1001-2397.2023.03.09 **开放科学(资源服务)标识码(OSID)**:

历经多年高速发展,我国资产管理行业已达百万亿规模[①],在整个金融市场占有相当比重。与此同时,投资者与资产管理人之间的纠纷也呈频发态势。无论是为了防范系统性风险,还是维护投资者合法权益,规制管理人的行为都是资产管理行业监管的核心内容。在这一过程中,资产管理人的勤勉尽责义务无疑是重要的制度抓手。作为行业监管的基础性文件,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第 2 条明确要求,担任资产管理人的金融机构须“为委托人利益履行诚实信用、勤勉尽责义务”。尽管地位与作用如此显著,但勤勉尽责义务的正当性基础、内涵意蕴、规范属性、履行标准等一系列问题尚未明确,相应地,其司法适用也面临突出困境,这构成了本文写作的缘起。

一、资产管理人勤勉尽责义务的正当性基础

随着《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的过渡期于 2021 年底正式结束,又叠加各

收稿日期:2022-12-23

基金项目:教育部人文社科青年基金“类型与构造:资产管理人的信义义务研究”(19YJC820061)

作者简介:徐化耿(1987),山东滕州人,首都经济贸易大学法学院副教授,法学院金融法研究中心主任,硕士生导师,法学博士。

① 参见巴曙松、杨惊:《2019 年中国资产管理行业发展报告》,中国经济出版社 2019 年版,第 2 页。

种不稳定因素对投资市场带来的冲击,资产管理行业纠纷大量涌现。其中,投资者起诉资产管理人违反勤勉尽责义务的案件占比较大,勤勉尽责义务的司法适用受到各界关注。厘清勤勉尽责义务的正当性基础,是准确理解与适用该制度的前提。

(一)资产管理关系的信托属性

通常而言,金融交易及金融服务体现为法律关系的复合架构,除常见的合同关系外,尚涵盖公司、合伙、代理、担保、破产等多种具体法律关系。① 不过,其总体上可以拆解为"合同+物权"的基础性组合安排,资产管理亦不例外。就我国资产管理行业的操作模式来看,先由投资者与管理人签订委托合同,确立双方的基本权利义务,然后由投资者将特定资产划入专用账户,由第三方即托管人进行托管。故而,完整的资产管理法律关系呈现为"委托合同+专用账户"的基本法律架构,如下图所示:

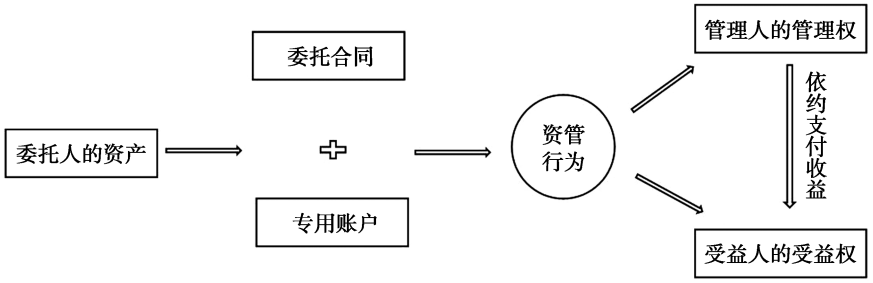


图 1:资产管理法律关系架构

拆分剖析资产管理的法律结构后,不难看出,资产管理法律关系兼具物权和债权要素。除了委托人、管理人、受益人在内的基础当事人,如果考虑到代理销售方、托管人、收益兑付方(交易对手方)、增信提供人等潜在机构或个人,则主体更加多元。在看待资产管理关系时,仅从私法层面看就非常复杂,更不用说金融监管层面的各种公法性规范与强制性监管文件了。因此,将其简单理解为委托合同,无法涵盖全部特征,而且会对司法裁判造成困扰。如果将其视作一种架构,从整体上看待和规制,资产管理关系本质上属于信托关系。

尽管资产管理关系建立在投资者(委托人)和资产管理人(受托人)的合意之上,直观上呈现为"金融委托理财合同"②,但是,受托财产需要开立专用账户,由第三人进行托管,以确保其与受托人自有财产、其他委托人的财产相隔离。进一步而言,资产管理关系中,借道专用账户及第三人托管,实现了信托与委托相比独具的制度功能——信托财产的独立性。从实际法律效果来看,这一架构与信托法律关系无异,"委托合同+专用账户=信托"的论断是成立的。

除开实际法律效果,就行业属性而言,"受人之托,代人理财"本就为信托业尤其是营业信托的固有定位,资产管理无法与之相区分。我国的资产管理业务发端于证券公司,但是,目前已经扩展到银行、信托、基金、期货、保险资产管理、金融资产投资等多部门多主体,呈现出"大资管""泛资管"的业态特征。一方面,与分业经营、分业监管的理念产生冲突,以至于催生出监管套利现象;另一方面,导致我国资产管理行业具有多维面向。从法律属性看,其属于信托;从产品属性看,其属于证券;从集合投资的行业特征以及代人融资的业务功能来看,其带有影子银行色彩。从监管机构的态

① 参见[日]北川善太郎:《商业交易服务法的结构及其基本设计(上)》,班天可译,载《交大法学》2013 年第 4 期,第 83 页。

② 根据《最高人民法院关于印发修改后的〈民事案件案由规定〉的通知》(法〔2020〕347 号),按照受托人是否具备金融机构主体资格,委托理财合同纠纷分为"金融委托理财合同纠纷"和"民间委托理财纠纷"两种类型。《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》所指的资产管理行业属于前一种。

度来看,我国资产管理亟须从“代人融资”回归“代人理财”的行业本质。为了实现这一目的,消除监管空白,监管部门推出了一体适用于各类资管产品的监管文件,这也是“资管新规”又被称为“大资管新规”的由来。统一监管的法理基础正是在于行业属性的同一性,即资产管理行业的信托业属性,也就是说,《信托法》应属于调整资产管理行业的上位法与基本法。就司法实务见解而言,最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(法〔2019〕254 号,以下简称《九民纪要》)曾规定:“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。”可见,该条基本认可了上述观点,但是,从文义解释的角度出发,该条实际上也表明,非信托公司开展的资产管理业务并非必然被认定为信托关系,仍需结合业务特征进行实质判断。

(二)信托受托人作为资产管理人的规制模板

与大陆法系传统民商事制度不同,信托法律关系主要存在两大特色:一是信托财产之上的特殊权利架构,集中体现为信托财产的独立性;二是信托受托人需要承担信义义务。其中,信义义务的突出作用是维护社会信任。具体而言,从信托的起源以及运作模式来看,信托法律关系属于广义上的“委托—代理”关系,其建立在当事人之间的信任之上,这种关系中,受托人往往需要发挥专业技能为他人处理重要事务。由于社会分工加剧,各种专家系统不断涌现,“委托—代理”关系在现代社会愈发具有普遍性,甚至成为现代性的一种体现方式。① 为解决因专业化分工和信息不对称带来的受托人违信风险,从整体上维护信任这一基本社会价值,受托人被课加了严格的信义义务。这也导致信义义务在英美法系中的适用范围呈现出显著的扩张之势。目前,英美法系中包含信任因素的社会关系被统一称为“信义关系”,其中的各种受托人均要遵守信义义务,甚至在宽泛意义上形成了所谓“信义法”这样一个新兴法律部门。② 换言之,信托受托人已经成为各种信义关系中受托人的一般性规制模板。

既然资产管理关系本质上属于信托,作为受托人的管理人必然要承担信义义务。信托法律关系中,由于受托人可以以自己的名义管理或处分信托财产,权限极大,所以信义义务的出发点是维护受益人的利益。我国《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。”可见,信义义务在我国法中被表述为“诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”,而以《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》为代表的相关监管文件则使用了“勤勉尽责义务”的表述。也就是说,勤勉尽责义务是信义义务在我国法中的另一种表达方式。英美法系中,信义义务包括忠实义务和勤勉义务两大子义务。其中,忠实义务是信义义务的核心内容,内涵清晰,类型也较为明确,主要包括亲自管理、依法依约管理、隔离自我财产与受托管理财产、隔离不同客户之间的财产、禁止自我交易、禁止利用管理人身份施加不当影响、平等对待同一投资项目中的受益人等具体要求。我国法中,《信托法》《证券投资基金法》等法律法规及监管文件也以具体条文的形式对忠实义务详加规定。勤勉义务又称为“谨慎义务”“注意义务”,内涵具有很大的不确定性,在英美法系中往往需要结合具体案情,作个案判断。我国法中的勤勉尽责义务同样具有不确定性和模糊性,本质上更接近信义义务中的勤勉义务。

① 参见[英]安东尼·吉登斯:《现代性的后果》,田禾译,黄平校,凤凰出版传媒集团、译林出版社 2011 年版,第 73 页。

② See Leonard I. Rotman, *Fiduciary Law*, Thomson Carswell, 2005, p. 241.

综上所述,资产管理本质上属于信托关系,我国法中资产管理人的角色为信托受托人,勤勉尽责义务类似于英美法系信义义务中的勤勉义务,其正当性基础也来源于信托法原理。

二、资产管理人勤勉尽责义务的规范定位

不独资产管理业,在整个金融业中,勤勉尽责作为一个高频出现的词汇,对于全体从业人员而言可谓耳熟能详。但与此形成鲜明对比的是,在法律规范的设计上,勤勉尽责义务明显区别于一般常见的"行为模式+处理后果"组成结构,呈现出显著的概括性与抽象性。追本溯源,是因为其在法律体系中的独特定位。

(一)资产管理人的行为标准

在英美法系,法律规范的类型存在"规则"与"标准"二元区分,前者是指含义清楚、指向明确、适用效果统一的规范,而后者是指内涵相对模糊、缺乏明确要件、适用效果灵活甚至需要个案衡平的一些法律规范。以侵权法为例,关于驾驶汽车穿越无防护的铁道时司机应履行何种义务,法律既可以明确要求其做到停车并且观察,也可以概括性地要求司机尽到合理注意义务,前者属于一种清晰的规则,后者则为一种灵活的标准。① 规则背后是强调自治、稳定、秩序的个人主义哲学取向,标准背后则是以公平、正义、家长式关心、维护信任为价值追求的利他主义取向。② 在信义关系中,包括资产管理人在内的受托人需要承担的勤勉义务属于典型的标准范畴。③ 与规则的调整对象一样,标准也指向当事人的行为,因此准确地说,其在英美法律体系中属于一种行为标准。

对于行为标准的理解,学界和实务界需要结合行为主体所处具体场景或者从事特定行业的基本特征,作具体分析和阐释。就资产管理而言,其属于金融投资行为,在整个投资过程中,风险的控制与分担异常重要,直接关系到投资者的切身利益。因此,在资产管理的事前、事中以及事后,立法者在法律中设计了多种机制,以保障风险的科学评估、有效防控以及合理分担,从而维护投资者的最大利益,其中,勤勉尽责义务这一资产管理人的行为标准居于核心地位。

具体而言,从金融学原理来看,投资可以分为产业投资和金融投资。前者直接投资于实体经济,参与产业发展,最终会形成各种各样的固定资产和流动资产;后者是以股票、债券、外汇等金融资产为投资标的,属于虚拟经济的范畴。金融投资的收益主要来源于无风险利率之外的风险溢价,风险与收益正相关,高收益意味着高风险。④ 资产管理无疑具有金融投资的上述典型特征。因此,如何平衡风险与收益之间的关系,获得符合投资者期待的最佳回报,是评价资产管理人行为的重要参考指标。

此外,资产管理人拥有金融投资领域的专业知识,属于专业人员的范畴,所以,当事人之间的地位事实上不平等,存在信息不对称现象,由此可能会引发道德风险。故而,这种情形之下,法律规范在价值预设上,应将投资者设定为弱势一方,并给予倾斜性保护。正是基于此种考量,《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》明确指出,"切实保护金融消费者合法权益"是其制定目的之一。

---

① 美国法律史中,规则路径为霍姆斯(Holmes)法官所主张,而标准路径则为卡多佐(Cardozo)法官所支持。参见 Pierre Schlag, *Rules and Standards*, 33 UCLA Law Review 379, 379-406(1985).

② See Duncan Kennedy, *Form and Substance in Private Law Adjudication*, 89 Harvard Law Review 1685, 1710 (1976).

③ See Duncan Kennedy, *Form and Substance in Private Law Adjudication*, 89 Harvard Law Review 1685, 1692-1693 (1976).

④ 参见李健主编:《金融学》(第3版),高等教育出版社2018年版,第123、185页。

另外,作为一种监管者对金融行业提出的整体性要求,勤勉尽责义务除了意在保护投资者的利益之外,还在于保障金融行业的有序运转,从而维护公众对行业专业性的社会信任。

虽然我国法中的勤勉尽责义务名为“义务”,但缺乏明确的构成要件,直观上看,呈现为一种总括性的规定,并且已经演变为一种包括资产管理在内的各种金融中介机构、金融服务机构及其从业人员统一遵循的行业行为标准。① 这种行为标准的核心要求是资产管理人在履行职责的过程中,必须恪尽职守,尽到合理的注意、谨慎以及勤勉义务,以维护投资者利益,所以,其同样具有利他主义价值取向。但是,考虑到本土法律体系的特殊性,英美法系中具有抽象性和灵活性的“行为标准”,在我国法中具有独特的规范定位,需要结合具体条款展开分析。

(二)调整资产管理关系的一般条款

就勤勉尽责义务的规范类型而言,结合相关条文可以看出,英美法中的这种标准在我国法中呈现为一般条款。② 具体而言,为解决制定法因社会快速发展所面临的适应性问题,立法者会在法律中设计一些原则性规定,学理上称之为“一般条款”“概括条款”或者“空白条款”,其中,诚实信用最具代表性。③ 与其他法律规范相比,一般条款具有显著的抽象性和概括性,在个案中法官往往需要发挥自由裁量权对其进行价值填充,以实现具体化,进而才能加以适用。法官通过解释一般条款赋予其适应社会变迁的新内容④,进而解决制定法的滞后性问题,这种操作模式使得法官拥有相当大的自由裁量权。从某种意义上看,法官在适用一般条款时事实上获得了部分“立法权”,当然,这种权限是立法者在制定法律时对司法人员的一种授权。

与一般条款相近的概念是法律原则,对于二者的关系,学界有不同认识。通常认为,一般条款能够在司法实务中作为裁判依据直接加以援引,属于法源类型之列,譬如《民法典》规定的诚实信用、公序良俗,而有些法律原则仅具有宣誓性和倡导性功能,无法在裁判中加以引用,故不属于一般条款。一般条款通常是对法律基本规律的高度抽象,其承载的往往是社会赖以运行的根本价值。从本质而言,其并非法律标准,更像道德标准、伦理标准,属于强行性规范,当事人不得约定排除适用。⑤ 在商事法与经济法领域,一般条款也较为常见。⑥

结合我国法中的具体条文来看,《信托法》第 25 条以及《证券投资基金法》第 9 条关于信托受托人、基金管理人勤勉尽责义务的规定皆缺乏具体构成要件,呈现出显著的概括性与抽象性,而且是将“诚实信用”这一典型的一般条款与之相提并论。另外,除《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》之外,《商业银行理财业务监督管理办法》《证券公司客户资产管理业务管理办法》《保险资产管理产品管理暂行办法》《期货公司资产管理业务试点办法》《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》等配套监管文件也都在开篇规定了资产管理人的勤勉尽责义务,但在条文设计上同样具有总括性和模糊性,呈现为一般条款。⑦ 就规范的效力类型而言,最高人民法院在相关判例中指出,勤勉尽责义务属于法定义务,具有强行性,当事人是否在合同中进行约定,不属于其适用的先决

① 参见徐化耿:《论私法中的信任机制——基于信义义务与诚实信用的例证分析》,载《法学家》2017 年第 4 期,第 36 页。
② 参见徐化耿:《信义义务的一般理论及其在中国法上的展开》,载《中外法学》2020 年第 6 期,第 1582 页。
③ 参见王利明:《法律解释学导论——以民法为视角》(第 2 版),法律出版社 2017 年版,第 489 页。
④ 参见杨仁寿:《法学方法论》(第 2 版),中国政法大学出版社 2013 年版,第 188 页。
⑤ 参见徐国栋:《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 27 页。
⑥ 参见杨峰:《商法一般条款的类型化适用》,载《中国社会科学》2022 年第 2 期,第 43 页。
⑦ 参见梁慧星:《民法解释学》(第 4 版),法律出版社 2015 年版,第 294 页。

条件。[①] 需要注意的是,这与英美法系存在显著区别。以美国法为例,包括勤勉(谨慎、注意)义务在内的信义义务被视为一种默示规则[②],而非强制规则,即当事人可以通过合同约定相反的条款甚至直接约定排除适用,如无此类约定,则默认适用其内容。[③]

三、资产管理人勤勉尽责义务司法适用的总体思路

一般条款的司法适用与普通法律规范存在显著差别。在"三段论式"的法律推理中,法律规范需要内涵清晰、构成要件明确,否则无法作为涵摄的大前提,而一般条款显然不具备这一特征。不过,既然一般条款被援引为裁判依据,至少要对其内涵厘定的路径或者参照体系形成一定共识。一般条款的适用范围不甚清晰,违反勤勉尽责义务这一事由似乎可以囊括投资者与资产管理人之间的所有纠纷。此外,勤勉尽责义务的模糊性与抽象性也意味着解释的开放性,所以,如何做到"同案同判"以及在个案中实现利益衡平,对法官而言也是一种考验。

(一)勤勉尽责义务内涵厘定的路径

对于勤勉尽责义务的内涵,一般而言,学理研究会逐渐形成一定的共识,长期的司法实践也会积累一些实务经验,会为理解勤勉尽责义务供给有价值的参照,甚至形成类型化、固定化的实务见解与操作模式,从而使法官的裁判建立在足够的"前见"之上,抑或形成可循之技术路径,避免落入彻底的"法官造法"范畴。从比较法的角度看,美国作为全球资本市场中心以及金融业高度发达的国家,其相关理论与实践可以为解决该问题提供一定的参考与借鉴。

在美国,《统一谨慎投资人法(1994)》(The Uniform Prudent Investor Act 1994, 简称 UPIA)作为该领域的示范法,影响巨大,已经被超过 2/3 的州采纳,其确立的"谨慎投资人规则"成为判定受托人谨慎义务的主流标准。谨慎投资人规则是指受托人需要充分考虑信托的目的、条款、分配要求以及其他相关情形,像一位谨慎投资者那样投资和管理信托财产。为达到这一标准,受托人需要运用合理的注意、技能以及谨慎。[④] 从基本要求看,谨慎投资人规则采纳现代投资组合理论,要求受托人必须将资产分散投资于各种股票、债券、金融衍生工具甚至不动产等多种对象,从而形成投资组合,以分散风险和扩大收益。相应地,投资收益的评价指标是投资组合的整体回报,而非单一投资对象的盈亏,受托人的投资策略也应放在整个投资组合中进行评价。[⑤]

投资组合的资产结构设计与策略选择需要考虑的因素有很多,根据《统一谨慎投资人法(1994)》的规定,主要包括与整个信托或者受益人相关联的下列 8 种事项:(1)总体经济条件;(2)通货膨胀或者通货紧缩的可能影响;(3)投资决策或者投资策略预期的税收效果;(4)每项投资或者系列投资在可能包含金融资产、闭锁企业中的利益、有形与无形的动产及不动产等资产的整个投资组合中所扮演的角色;(5)所期待的因收益与资本增值产生的整体回报;(6)受益人的其他资源;(7)对于流动性、收益规律性、资本保值或增值方面的需求;(8)某项资产对于信托目的,或者一个

① 从法律法规的有关规定看,合同法、信托法以及金融监管部门有关规范性文件规定了委托合同或信托合同受托人应承担的法定履职和尽职义务,即使当事人签订的合同中未作约定,受托人违反该法定履职或尽职义务并因其过失给委托人造成损失的,亦应根据其过错情形承担相应的民事责任。参见最高人民法院(2017)最高法民终 880 号民事判决书。

② See Uniform Prudent Investor Act, Section 1(b).

③ See Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2011, p. 195.

④ See Uniform Prudent Investor Act, Section 2(a).

⑤ 参见吴晓求主编:《证券投资学》(第 4 版),中国人民大学出版社 2014 年版,第 296 页。

(多个)受益人存在的特殊关系(特殊价值)。[①] 上述事项并不完整,在具体情形中可能还存在其他需要考量的因素。

不难看出,“谨慎投资人”是一种法律上的拟制人,意在为评价受托人的行为提供参照,总体而言仍然是一种较为抽象的标准。具体来看,其基本思路是,先要求管理人采用投资组合的方式进行资产管理,然后将评价管理人的行为转化为对投资组合设计的评价。进一步而言,评价投资组合所参考的 8 种事项可以划分为两类:一类是宏观政策与市场行情,也就是所有资产管理人都要面对的外部客观环境,即金融投资决策时的给定约束条件;另一类则是投资者自身期望与要求,一般会体现在合同条款中,即管理人与投资者之间的内部个性化约定。相应地,最终评价管理人是否勤勉尽责也需要以这两类要素作为参考指标。也就是说,谨慎投资人规则为勤勉尽责义务内涵厘定提供了一种技术路径:结合金融投资的特征,构筑由各种要素组成的评价体系,在体系中综合确定勤勉尽责的具体要求。

我国法中,界定勤勉尽责义务的内涵可以参考谨慎投资人规则,在将资产管理人作为投资领域专业人士对待的前提下,由法官在个案中参照一般市场行情以及投资者与管理人之间的内部约定,建构评价体系,进而在评价体系中结合具体案情确定资产管理人勤勉尽责义务的内涵与标准。当然,评价体系的具体组成要素与指标,可以结合我国资产管理行业的特殊性进行本土化设定。

(二)勤勉尽责义务适用范围的界定

作为行为标准,勤勉尽责的要求贯穿资产管理全过程,从理论角度看,资产管理人的任何不当行为都可以被认定为违反勤勉尽责义务。相应地,有学者主张将资产管理人的各项义务统合在信义义务或者勤勉尽责义务这一概念之下,这种学说可以称为“统合论”。[②] 该种思路发端于英美法系,因为在英美法系,信义义务的适用范围十分广泛,若考虑到还存在所谓的“信义法”这一法律部门,更是如此。

但是,结合我国法的具体情况来看,若法律对某些投资行为有明确的规范加以规制,或者当事人在合同中对特定事项有预先约定,也就是存在对管理人进行追责的直接依据,启用勤勉尽责义务的实际意义并不大,而且与一般条款的作用机制不相符。为了防止法官利用解释一般条款的权力进行恣意裁判,通常认为,相比于具体规范,一般条款为劣后之选,正所谓“有规则依规则,无规则依原则”“禁止向一般条款逃逸”。进一步而言,只有当管理人的不当行为无法涵盖在投资者适当性义务、告知说明义务、信息披露义务等具体义务种类之下,以及合同对该种行为约定不明时,才可以经由法官解释内涵并不明确的勤勉尽责义务对管理人追责。换言之,勤勉尽责义务起着补充法律漏洞以及弥补当事人约定不明的兜底性作用,其适用范围不宜过于宽泛,这种思路可以称为“补充论”。

展开来讲,投资者适当性义务、告知说明义务、信息披露义务等法定义务皆具有明确的内涵与外延,适用条件清晰,无须纳入勤勉尽责义务这一框架之内。投资者适当性义务是指金融机构在将产品销售与推介给投资者时,须满足“了解客户,了解产品,适当推介”的基本要求。该义务出现于资产管理关系正式确立之前,也就是先于委托理财合同的订立而存在,既可以理解为合同法中的先合同义务,又是一种来自金融监管法的强制性义务。告知说明义务是指资产管理产品在发售时,金

① See Uniform Prudent Investor Act, Section 2(c).

② 参见周友苏、庄斌:《资管业务中金融机构义务统合与范式表达》,载陈洁主编:《商法界论集》第 6 卷,法律出版社 2020 年版,第 67 页;郭雳、彭雨晨:《新发展格局下资管业务管理人信义义务研究》,载《江汉论坛》2021 年第 7 期,第 141 页。

融机构(管理人)需要向投资者说明与产品相关的情况,包括风险、收益等内容,以尽到必要与合理的提示义务,从而辅助投资者自主判断是否投资该产品。至于信息披露义务,其在金融监管层面也是极为普遍与常见的义务类型,并不具有特殊性。委托理财合同中当事人内部约定的特殊义务,则应根据合同具体约定来判断,一般不需要借助勤勉尽责义务来解决其司法适用问题。实务中,当事人有时会将勤勉尽责、恪尽职守、有效管理作为资产管理人的义务,直接写入委托理财合同,并且在该项下列举诸如按照约定范围投资、不得擅自改变投资标的、及时对私募基金进行清算、及时进行止损、补仓、平仓等具体要求,从而使勤勉尽责义务以合同条款的形式呈现,此时勤勉尽责义务也具有约定性。即便如此,也无法改变其法定的本质属性,当事人之间的约定不得突破监管规则。换言之,约定条款只不过是监管规则的重申,其内核仍然是法定化的强制性义务,而非当事人的自由意思表示。

另外,在通道业务中,鉴于通道业务提供方主要是利用特殊金融牌照的优势,为委托人规避监管提供空间与帮助,并不承担主动管理的职责,故而,双方之间并不存在真实的资产管理关系,其权利义务应以合同约定来确定,受托人无须承担勤勉尽责义务。当然,对于通道业务与资产管理业务的区分,应根据当事人之间的实质性约定,同时结合是否存在“抽屉协议”等形式要件进行综合判断。

(三)勤勉尽责义务适用中的“同案同判”与利益衡量

对于一般条款,随着司法实践的深入,会出现数量较多的相关判例,形成“案例群”,在此基础上对其进行归纳与梳理,会总结出类型化的操作模式,或者出现具有代表性的典型案例,从而能够为未来的裁判提供参照,避免出现“同案不同判”现象。① 可以看出,这种思路与英美法系中判例法传统及遵从先例的原则较为接近。就我国法的实践来看,适用勤勉尽责义务的相关案件中,法官往往不会在判决书中明确其具体含义,而是将勤勉尽责义务与其他义务类型并列适用,共同作为向管理人追责的依据,这就导致其内涵并不清晰,遑论裁判尺度和标准的一致性。从学理角度看,当然可以根据现有判例,尝试对勤勉尽责义务进行类型化,以供审判人员参考。但类型化作为实现一般条款具体化的主要路径,其关键在于类型化标准的选取,而标准的选取具有多样性②,学者之间的见解未必一致。所以,如欲真正解决该问题,需要做好两方面工作:一方面,需要法官在适用勤勉尽责义务时,加强说理,明晰裁判思路;另一方面,最高人民法院可以出台司法解释、审判工作会议纪要或者发布指导性案例,从而对勤勉尽责义务司法统一化进行直接指导。

此外,在个案中,为妥善适用勤勉尽责义务,需要从金融投资的特征出发,在投资者与资产管理人之间做到利益均衡。具体而言,尽管勤勉尽责义务的主要制度目的是维护投资者利益,但金融投资自身的风险客观存在,所以不能将管理人的责任绝对化。从“谨慎人”到“谨慎投资人”的演变,其背后有两层逻辑意蕴:一是要将资产管理人作为专业人士对待,在提升其理性标准与注意程度的同时,也要尊重其基于自身技能与知识作出的独立决策与专业判断,否则将不利于行业的发展,最终会损害社会公共利益;二是充分认识投资市场的风险,即投资者的损失并非必然具有可归责性。作为具备金融投资技能的专业机构,资产管理人违反勤勉尽责义务所承担的法律责任,理论上属于一

① 参见刘亚东:《民法案例群方法适用的中国模式》,载《环球法律评论》2021 年第 1 期,第 101 页。

② 一般条款的类型化可以根据法律关系的要素即主体、内容和客体进行,也可以根据行为、事物性质、利益关系、价值、原因等标准进行。参见杨峰:《商法一般条款的类型化适用》,载《中国社会科学》2022 年第 2 期,第 48 页。

种专家责任,个案中认定这种专家责任,不宜对资产管理人要求过苛。①

四、资产管理人违反勤勉尽责义务的认定及责任承担

从逻辑角度看,判断资产管理人是否尽到了勤勉尽责义务,以及是否需承担责任,应先确定勤勉尽责义务的具体标准或者内涵,然后才能以此为据评价资产管理人的行为。但是通常来看,产生亏损或者没有达到预期收益时,投资者才会以资产管理人违反该义务为由,主张追究其责任。因此,在司法适用中,判断资产管理人是否违反勤勉尽责义务与勤勉尽责义务具体内涵的确定是一体两面,统一于事后追溯归责的过程。在责任性质上,专家责任介于合同责任与侵权责任之间,目前世界范围内的主流趋势是将其认定为侵权责任。② 我国法中,鉴于勤勉尽责义务的法定性,将违反这一法定义务所应承担的责任定性为侵权责任,逻辑上更为自洽。

(一)责任认定

结合构成要件来看,对资产管理人的行为评价也就是违反勤勉尽责义务的判定明显能吸收加害行为这一构成要件,更重要的是能证成过错的存在,因而其在资产管理人责任认定中居于核心地位。具体来看,鉴于勤勉尽责义务的制度目的在于实现风险防控,判断资产管理人是否违反该义务,主要是评价其行为在风险引致损失的过程中所扮演的角色。进一步而言,虽然金融市场潜在各种风险,不过,由风险引致损失属于一种概率问题,并非必然发生,追溯评价资产管理人的行为即是厘清其在这种概率问题中起到的实际作用。③

1. 加害行为与过错:风险来源视野下的行为评价

总体上而言,若资产管理人的行为直接导致风险的产生或者放大固有风险,抑或存在有效措施能规避既有风险或者防止风险扩大而资产管理人没有实施相应行为,以至于放任损失的发生或者扩大,资产管理人即违反勤勉尽责义务,也就是存在加害行为和过错。资产管理人违反勤勉尽责义务的具体表现,既可以是直接引致或者放大风险的作为,又可以是消极应对风险的不作为。当然,风险属于金融市场的固有特征,有些风险注定无法通过专业操作加以规避,即使这类风险导致了损失,也不应归责于资产管理人。所以,风险的类型判定是评价资产管理人是否勤勉尽责的关键。

展开来讲,根据来源或者产生原因,风险可以划分为四种。第一种是由资产管理人直接引致的风险,判定这类风险的参考要素包括资产管理人设定的投资策略、内部管理及决策机制、人员任职资格、风控机制、信息披露机制等相关内容。一般而言,监管部门会出台部门规章或规范性文件,对资产管理人的特定行为提供指引甚至设定强制性义务,违反这些具体要求即可以判定资产管理人存在操作不当,进而可以要求其对投资损失承担责任。④ 另外,虽然行业自律组织制定的自律性、指引性文件无强制性效力,但也可以提供参考。⑤ 第二种是由投资者本人自愿承担甚至自我引致的风

① 参见蒋云蔚:《从合同到侵权:专家民事责任的性质》,载《甘肃政法学院学报》2008 年第 7 期,第 50 页。

② 蒋云蔚:《从合同到侵权:专家民事责任的性质》,载《甘肃政法学院学报》2008 年第 7 期,第 48 页。

③ 任何利益方都试图依靠风险界定来自我辩护,由此规避可能影响其钱袋子的风险。风险界定是一切人反对一切人的斗争,也是为了最大收益的斗争。参见[德]乌尔里希·贝克:《风险社会:新的现代性之路》,张文杰、何博闻译,译林出版社 2018 年版,第 20 页。

④ 譬如,原保监会发布的、目前依然有效的《中国保监会关于保险资产管理产品风险责任人有关事项的通知》(保监发〔2015〕24 号)就明确要求保险资管产品需要设立专门的风险责任人,即开展有关保险资产管理产品业务,应当明确 2 名符合条件的保险资产管理产品风险责任人。

⑤ 譬如,中国证券投资基金业协会制定的《私募投资基金管理人内部控制指引》等文件。

险,具体包括投资者的特殊风险偏好、产品类型选择、收益预期、自主操作行为等方面。第三种为市场风险,包括市场流动性、通胀或通缩情况、利率及汇率波动、国家外贸政策、财政政策、影响市场的偶然事件或突发事件等。第四种为产品自身风险,包括产品流动性特征、兑付方式、交易对手方的信用状况、底层资产发行人运营及资信状况等。实践中,需要根据具体情形,综合各种信息对风险来源进行厘定。从程序角度看,可以将履行勤勉尽责义务的举证责任分配给资产管理人,而资产管理人如欲证明自身尽到了勤勉尽责义务,需要证明其面对风险时采取了合理措施。

结合具体判例来看,在"卢某与山西信托股份有限公司营业信托纠纷案"中,受托管理资产即信托资金的用途为受让山西联盛能源投资有限公司(原债权人、债权让与人、债权回购方)对山西联盛能源有限公司(债务人)的应收款债权,同时,山西联盛能源投资有限公司承诺对该债权进行分期回购,以作为基本投资收益。在信托计划存续期间,山西联盛能源投资有限公司破产重整,导致债权回购无法继续进行,投资收益无法偿付。投资者卢某认为,由于信托受托人(资产管理人)山西信托股份有限公司未按照诚实信用、勤勉尽责、有效管理的原则履行受托管理职责,导致应收款债权面临无法偿付的损失,故应由受托人承担赔偿责任。山西省高级人民法院在二审判决中认为,本案信托计划因承诺回购方未履行回购义务导致信托计划尚未兑付,系该信托产品出现的"市场风险",而非山西信托股份有限公司管理行为所致,所以不予支持卢某的主张。最高人民法院在再审裁定书中支持了山西省高级人民法院的观点。① 从上述风险分类来看,判决书中所说的"市场风险"实际上属于产品自身风险,即产品真实兑付方陷入破产重整,无法履行约定回购义务,导致信托受益权无法实现,甚至影响到本金的偿付,而这些损失无法通过资产管理人的操作予以规避或者减少,因此,投资损失不能归责于资产管理人,也就是说,其并无加害行为和过错。

此外,司法实务中,金融行业的复杂性与专业性对于审判人员的个人素质与知识结构带来了一定挑战,面对风险来源的多样性,法官有时需要运用自由裁量权以及经验法则,乃至借助司法推定技术来作出判断。② 具体而言,作为行业整体性要求,"勤勉尽责"的标准与程度,既非本行业的最低水平,亦非最高水平,应该是全体从业者在内的一般水平或者平均水平。所以,为简化风险来源的厘定难度以及降低司法成本,法官可以以同类产品中同类金融机构的一般管理规程以及平均盈亏效果为"标尺",判断管理人的管理行为是否达到行业的一般水平。如果在相同或类似情形下,其他机构都采取了一定措施或者从事后结果来看并没有产生如此大的损失,则可以推定资产管理人面对风险时存在处置不当情形,进而推定其存在加害行为和过错。

2. 损失

通常而言,对于损失的存在及数额,作为原告方的投资者负有举证责任,在责任成立阶段,投资者只要能初步证明有损失存在即可。从投资者自身出发,如果是固定收益类资管产品,其个人损失包括本金及事先约定的收益;如果是权益类资管产品,损失主要为本金及同期利息。根据《九民纪要》的规定,在确定卖方机构违反适当性义务所需赔偿投资者的损失时,可以按以下方式处理:卖方机构未尽到适当性义务导致金融消费者损失的,应当赔偿金融消费者所受的实际损失;实际损失为损失的本金和利息,利息按照中国人民银行发布的同期同类存款基准利率计算。从体系解释角度出发,对于资产管理人违反勤勉尽责义务的损失赔偿,同样可以这样处理。需要指出的是,以本金

① 参见山西省高级人民法院(2019)晋民终182号民事判决书;最高人民法院(2019)最高法民申6857号民事裁定书。

② 推定属于法官审判活动中事实认定的范畴。推定的基本功能是为法官审判提供一种简捷的认定未知案件事实或争议事实的方法。参见洪冬英:《民事诉讼中推定的运用与规制》,载《法学》2010年第4期,第26页。

及利息作为实际损失,似乎与资产管理产品打破“刚性兑付”的监管要求相悖,这一点在权益类产品上尤其明显。事实上,仔细分析就可以发现,此时的“实际损失”应理解为事后损失的计算基数,其出发点是为投资者提供事后救济,因而与事前作出的保本保收益的刚性兑付承诺存在差异。

3. 因果关系

因果关系分为责任成立上的因果关系与责任范围上的因果关系,目前主流的学说是相当因果关系说。在违反勤勉尽责义务的案件中,因果关系的判断尤其是责任成立上的因果关系较为简单,违反勤勉尽责这一法定义务通常就能证成责任成立上的因果关系。具体而言,法定义务的设置目的在于优先保护特定主体与特定法益,因此,法律政策上具有显著的倾斜性,基于这一考量,投资者对因果关系的举证责任会被减轻。进一步来看,违反法定义务会导致法益侵害,法益侵害又通常表现为损失,所以在损失得到初步证明后,人民法院便可以认定违反勤勉尽责义务的行为与损失之间具备责任成立上的因果关系,这是出于法定义务的规范目的而预先作出的一种推定,这种操作也使相当因果关系判断中的不确定性得以略过。① 如欲推翻这种推定,即论证资产管理人违反勤勉尽责义务与投资者的损失无关,则需要证明风险的不可预见性或者不可避免性,也就是损失的必然性。责任范围上的因果关系决定了资产管理人在多大程度上承担损失,需要在责任承担层面讨论。

(二)责任范围与免责事由

实践中,往往是各类风险相互叠加、共同作用,最终导致了亏损的产生。所以,需要结合各种具体风险所起作用大小,系统性评价资产管理人的行为在其中扮演的角色,以确定资产管理人的责任范围。从这个意义上讲,勤勉尽责义务的司法适用实质上是一种损失分配规则的确立。

进一步而言,本金及利息作为计算损失的基数,需要在投资者与资产管理人之间作合理分配,资产管理人有可能需要赔偿本金及利息在内的全部损失,亦有可能按比例承担损失。基于风险来源的多样性及原因力的大小,实务中依比例承担损失更为普遍。实务中,有些情况下资产管理产品所在的投资项目未进行清算或者清算长期停滞,从而导致投资者的损失无法准确计算。从现有判例来看,清算结果是认定投资损失的重要依据而非唯一依据,此种情形下可以推定投资本息全部亏损,如果后续清算过程中投资权益获得清偿,应在资产管理人赔偿金额中予以扣除,这种做法也符合损失填平及公平原则。② 就责任承担形式而言,责令资产管理人退还报酬或减少相应管理费、认购费,亦属于可选形式。

结合具体案例来看,在“董振远与北京中融鼎新投资管理有限公司委托理财合同纠纷案”中,投资者董某认购了北京中融鼎新投资管理有限公司(以下简称“中融鼎新”)作为管理人的私募股权投资基金,该基金投资标的为中科招商公司在新三板市场发行的股票。后因经营模式受到监管政策限制,中科招商的股价一路走跌直至被全国股转系统摘牌,此时,董某最初的 100 万元投资已经缩水至不足 20 万元。董某以违反投资者适当性义务、勤勉尽责义务为由,诉请中融鼎新赔偿本金及同期利息,并退还认购费用。二审判决书中,北京金融法院认为,中融鼎新在销售基金产品的过程中履行投资者适当性义务不及时不全面,存在一定过错,但基金净值大幅下跌是由于中科招商摘牌触发的流动性风险,与中融鼎新的管理行为并无直接关系,其并未违反勤勉尽责义务,因此,酌情确定中融鼎新按照认购金额 20%的标准对投资者予以适当赔偿。③ 在该案中,鉴于基金已经进行展期,没

① 参见朱岩:《违反保护他人法律的过错责任》,载《法学研究》2011 年第 2 期,第 97 页。

② 参见上海金融法院(2021)沪 74 民终 1743 号民事判决书。

③ 参见北京金融法院 (2021)京 74 民终 482 号民事判决书。

有组织清算,投资者的实际损失无法全部确定,于是人民法院以本金为基数,酌情判定按比例适当赔偿。尽管该案的主要争议为是否违反适当性义务,但在确定损失分配中的裁判思路具有一定的代表性,值得肯定和借鉴。另外,实践中有产品代理销售方违反投资者适当性义务、资产管理人违反勤勉尽责义务并存,并导致投资者损失的案例,鉴于二者属于关联公司且存在共同过错,人民法院最终判令二者承担连带赔偿责任。①

此外,在确定资产管理人民事责任的过程中,会存在一些免责及减责事由,既有可能来源于合同约定,亦有可能为法定事由。约定事由不得违反监管政策,否则可能构成违反强制性规范,而法定事由则如投资者故意提供虚假信息、拒绝听取卖方机构的建议等情形。就程序而言,如果涉及的人数较多,投资者还可以采取集体诉讼的形式维护合法权利。

结语

勤勉尽责既是资产管理人需要承担的法定义务,亦属于普通民众对金融机构与从业人员期望的一种职业操守,因而其在保护投资者利益,助推金融行业健康发展中起着重要作用。但是,鉴于金融投资的天然风险性特征,勤勉尽责义务的标准需要结合具体案情综合确定,方能在投资者与资产管理人之间做到利益平衡。从司法适用的角度来看,作为对资产管理人归责的依据,勤勉尽责义务又具有事后追溯评价功能,即通过厘定风险来源及评价管理行为在其中所起的作用,最终在投资者与资产管理人之间合理分配损失。ML

The Theoretical Basis and Judicial Application of the Duty of Diligence of Asset Manager

XU Huageng

(Law School, Capital University of Economics and Business, Beijing 100070, China)

Abstract: The essence of asset management relation is a kind of fiduciary relationships, and thus asset managers have the duty of diligence for beneficiaries. As a standard of conduct of financial industry, in China's law, the duty of diligence appears as a general clause that can supplement legal loopholes and unclear terms of parties. The specific standard and point of duty of diligence that aims at controlling financial risks need interpreting by judges in single case. In judicial practice, assuring the breach of duty of diligence means to assess the role of asset managers in the process of risks resulting in losses. From this perspective, the duty of diligence is an ex post facto rule of loss distribution.

Key words: asset managers; duty of diligence; standard of conduct; general clause

本文责任编辑:邵　海

① 参见上海金融法院(2021)沪 74 民终 1743 号民事判决书。