

新时期私募维权现状评述

王沥平* 张震宇** 洪苗***

摘要:随着我国私募市场逐渐规范,私募产品逻辑进入回归投资属性的新阶段,原来的私募投资者主张与私募基金或私募机构存在民间借贷关系,进而要求前述主体到期兑付本金加收益的维权方式受到冲击。相较违约之诉,侵权之诉成为更常见的投资者追究私募机构责任的维权途径。但因基金底层资产流动性差,无法快速变现回收投资款以推进基金清算分配程序的难题致使投资者无法确定损失,从而难以获得救济。即使投资者胜诉,亦缺乏申请判决强制执行的可能性。在前述困境下,管理人如果确实存在严重不规范行为,投资者能否利用合同解除规则脱离投资关系的问题受到关注。本文以有限合伙型基金为原型进行实证研究,以类型化的方式对法院判决要旨予以总结评析,并进一步提出私募基金风险投资建议。

关键词:私募基金 投资者维权 合同解除 有限合伙型

一、私募市场规范发展对投资者维权方式的冲击

我国私募基金领域发展起步较晚,2012年修订后的《证券投资基金法》首次将私募基金纳入规制调整范围,方赋予其正式法律身份。此后,私募基金进入飞速发展阶段。但囿于细化的规则供给及合规监管领域经验的匮乏,私募基金体量急剧膨胀的同时,产生了大量资金池、刚兑等无序市场状况,私募基金的“投资属性”很大程度上被投资者“抛诸脑后”,投资私募基金与借贷一时难以区分。2017年以来,我国整体经

* 中证中小投资者服务中心调解员、浙江证券业协会调解员、中伦律师事务所律师。

** 中证中小投资者服务中心调解员、浙江证券业协会调解员、中伦律师事务所律师。

*** 中伦律师事务所律师。

济形势下行,防范金融风险,去杠杆的宏观金融政策逐步落地。私募市场在经历一场场兑付危机、“爆雷”洗礼后,回归私募基金投资本源,回归私募基金管理人“受人之托,忠人之事”的本职越来越多地成为市场和监管的共识,私募行业的发展在不断趋于理性和规范。

在上述大背景下,私募基金投资人的维权理念亦将面临巨大冲击。投资者主张与私募基金(此处主要指基金存在组织体形式的情况下,如有限合伙型基金)抑或与私募基金管理人之间存在民间借贷关系,^①进而要求前述主体到期兑付本金加收益的请求得到支持^②的空间将极大程度地被压缩,甚至几乎没有得到支持的可能。投资者的维权路径将主要锁定于基于私募基金管理人募集、投资、投后管理、退出阶段存在的失职行为,进而要求其承担相应违约或侵权损害赔偿责任,否则投资者须自担投资风险,即所谓“卖者尽责、管者尽责、买者自负”。

在以“投资属性”为基点的产品逻辑下,私募基金所投底层资产的流动性及可变现性将成为投资者维权破局的关键。若底层资产系债券或股票等流动性好的标准化产品,除非遇上停牌或退市等极端事件,在绝大部分情况下,此类底层资产易于变现,基金清算分配程序易于推进,投资者损失易于核算鉴定。若私募基金管理人确实存在失职行为导致投资者前述损失,则投资者的维权之路将会行进得较为通畅。

二、底层资产流动性欠缺对投资者维权的现实阻碍

(一)当前司法实践情况概述及要点评析

若私募基金所投底层资产为非标准化债权或股权等流动性较差的资产,则维权进程可能经年累月,司法实践中亦存在多种不同的处理方式。笔者梳理了实务中较有代表性的两类判决阐述方式,具体呈现如下。

^① 此处特别说明,部分案件中投资者未必径直定性其提起权利主张的基础法律关系为借贷,而仅基于交易文件中相关表述主张私募基金管理人应履行合同项下的本金、收益兑付义务,此类权利主张与债权人要求还本付息的诉求基本一致,但系其在定性上模糊处理。此种处理方式与径直定性为借贷关系的处理方式之间的差异性此处不再另行展开,但应意识到此种权利主张逻辑亦明显区别于风险自担的私募投资本质。

^② 类似判决参见(2019)粤0303民初921号、(2019)粤0303民初4473号。

表1 实务中两类典型的判决阐述方式

代表案件	被告	产品①所投底层资产	起诉时底层情况	判决结果	裁判理由②
(2018)粤01民终13452号	有限合伙基金、基金管理人、代销机构	某有限责任公司49%股权(附回购等增信保障)	底层交易主体违约后,有限合伙对外提起诉讼,后调解结案,法院作出具民事调解书,底层案件处于法院强制执行过程中	驳回投资者诉讼请求	投资者既未主张解除案涉合伙协议、解散合伙企业或要求退伙,也未要求对合伙企业进行清算等。投资者就涉案投资是否还能收回款项及收回的款项金额,目前均处于不确定状态。投资者在出现合伙投资风险时直接以物权保护为由要求案涉被告承担侵权赔偿责任,赔偿其投资本金及相应利息等,事实及法律依据不足
(2019)沪0115民初10860号	集合资产管理计划管理人、信托计划管理人	集合资产管理计划投资信托计划后,再由信托公司对外与某上市公司开展股权收益权转让及回购交易(附上市公司实控人夫妇等的担保增信)	信托公司原状返还后,由案涉资管计划管理人通过诉讼向违约的上市公司主张回购并要求相关担保方承担连带保证责任,底层案件二审判决已生效	案涉资管计划管理人对投资者就资管计划经清算后未兑付的损失在本金300万元范围内承担20%的补充赔偿责任	就投资者的实际损失数额,可在案涉资管计划经清算明确剩余资产价值的基础上予以确定,但应在投资者投资本金300万元范围内

上述两例案件中投资者均提起侵权之诉进行维权,但实际上若维权对象仅为基金管理人,则存在侵权与违约竞合的情况时,投资者择一均可。综观现实情况,投资者通常期望拉更多投资链条中的参与机构入局,包括产品购买时涉及的代销机构,基

① 因关于该问题的分析展开,资管产品与私募基金投资者面临的情况相同,因此,此部分笔者罗列案例不局限于私募基金领域而有所扩张,特别说明。

② 本表所列案件最终裁判结果的呈现与管理人履职状况、基金或资管产品的底层回收情况等各项因素均密切相关,为聚焦论述重点,本部分所列裁判理由主要围绕“基金或资管产品的底层回收情况”展开,其他部分可能予以概括或不专门论及,特别说明。

金对外投资涉及多层嵌套时该嵌套产品的管理人等。一方面,该类机构提供服务过程中可能的确存在部分不规范行为,且与投资者损失产生之间存在因果关系;另一方面,列其为被告可在一定程度上对其施加压力,便于投资者该项投资涉及纠纷各环节事实的查明。因此,综合考虑前述因素,又因投资者与该类机构之间通常无书面协议关系,侵权之诉成为投资者维权过程中更常见的选择。

在该维权进路下,因基金底层资产流动性差,无法快速变现回收投资款,基金清算分配程序难以推进,^①投资者无法准确量化自己已产生的投资损失,通常诉请要求赔偿全部未收回的投资本金及利息(或基金合同载明的预期收益)。如表1所示,就此法院可能直接基于损失是否产生及未确定而径直驳回投资者诉讼请求。此类判决方式在投资者以违约损害赔偿为进路的维权选择下亦较为普遍,如(2018)最高法民终173号^②等。另外,法院可能先根据管理人的过错情况在案件中酌定其应赔偿的具体比例,并表述以“投资者在基金实际清算后未兑付的损失”(该结果将在未来被确定)为基数。较之被直接驳回诉讼请求,该类“胜诉判决”似乎对投资者更有利,但实际上该操作方式将问题从审判端抛到了执行端,该类判决几乎没有申请强制执行的可能性,投资者仍需经历漫长的等待过程。

(二)关于维权核心要件“损失确定”的理解与反思

“损失何时确定?”这是一个值得探讨的问题。私募基金开展无对赌回购安排的纯股权投资,若基金到期后,股权无法转让变现,是否须等待至标的公司清算,还是在投资者起诉时通过引入第三方评估机构评定股权价值确定损失?私募基金开展债权投资,若管理人积极维权获得胜诉判决,但债务人无财产可供执行,是否须在债务人破产清算后最终确定损失,还是可以法院终本执行裁定书确定基金投资损失?在该类以投资为基础的特别侵权案件中,损失的确定系强调不可逆的终局性还是会在一定程度上兼顾维权效率,实质在于将等待的成本分配由哪方承担(投资者或基金管理人)?笔者认为,对此需要裁判者结合各方在交易过程中的具体情况具体判断,若基金管理人勤勉尽责,则投资风险毫无疑问完全由投资者承担。

^① 结合笔者自身经验,基金合同中通常约定现金清算分配为原则,即使设置非现金分配为补充亦可能存在前提条件未实现或因底层资产及增信措施等拆分存在现实难度而实际上难以推进。

^② 裁判原文表述如下:“因案涉项目的两年信托期已届满,且未合法延期,李某某可向新华信托公司主张清算并分配。在新华信托公司尚未对案涉项目进行清算的情况下,不能确定因其违约延期的行为给李某某造成损失以及损失的大小,故在本案中李某某关于新华信托公司应当向其赔偿信托资金本金,并按照22.3%的年利率计算利息的请求不能成立。”

当然,除上述两种方式外,结合笔者实务经验,司法实践中,若基金管理人在交易文件中存在类似刚性兑付的表述或募投管退进程中过错明显,同时基于维护社会稳定的考虑,裁判者亦可能通过对各项事实的梳理、罗列、堆积,径直认定投资者的损失即为其全部未收回投资本金及利息(或基金合同载明的预期收益),如(2018)粤0104民初35901号、(2019)粤01民终8838号等。这类判决通常价值判断先行,确定裁判结果后再组织构建论证过程,因此,其论证过程的严密性、可推敲性值得商榷。这与笔者开篇所论私募基金在我国的发展历程相呼应,此类裁判与现实背景密切相关(投资者投资私募基金抑或对外借贷的真实意思表示案发后难以准确鉴定区分),体现出较强的过渡期色彩,在私募市场逐渐发展完善后将逐渐压缩其存在空间。

三、私募维权进程中合同解除规则的尝试与实践

如上所述,在基金底层退出障碍的情况下,投资者侵权或违约损害赔偿的维权路程遥遥无期。若管理人确实存在重大不规范的行为时,投资者难免心有不甘,其试图寻找一种维权方式可以使其不受基金后续运行结果的影响。

《合同法》第97条规定,“合同解除后,尚未履行的,终止履行;已经履行的,根据履行情况和合同性质,当事人可以要求恢复原状、采取其他补救措施,并有权要求赔偿损失”。投资者系使用现金投资,故是否可将现金返还作为一种恢复原状的方式进行主张,给予投资者莫大想象空间。

(一)当前司法实践情况概述及要点评析

投资者可否径直运用合同解除规则使自己釜底抽薪地从投资关系中脱离?本文以有限合伙型基金为原型亦对此进行了充分观察。笔者以“基金”“有限合伙”“解除”为关键词进行案例检索、梳理、汇总后,将合同解除规则在投资者维权案例中的适用分为三大类。

1. 鉴定“合伙”为借贷关系,支持合同解除规则的适用

这类判决通常根据投资者与有限合伙基金之间签订的合伙协议不具备风险共担的特质即投资者向基金投入资金后,无论合伙企业是否盈亏,投资者均向基金收取固定投资收益,从而认定投资者与基金之间实际构成借贷关系。合伙企业未按期偿还投资者本金及利息,即认定投资者与基金之间的合同目的不能实现,进而支持合同解除规则的适用,判定基金偿还投资者本息,并由普通合伙人承担连带责任。(2017)云

0111 民初 9737 号等案件均持该裁判思路。

2. 明确系合伙关系,但关于“合同目的不能实现”的理解存在争议

该类判决均通过投资者与有限合伙型基金之间签订的合伙协议、入伙协议等文件认定双方之间确形成合伙关系而非借贷关系,但就“合同目的不能实现”这一合同解除要件的理解存在巨大差异。一类判决认为,“依据合伙协议有限合伙人投资满一年可以申请退伙,且投资者投资后,基金未按协议约定履行给付投资收益的义务,致使投资者合同目的不能实现,投资者依法享有法定解除权”,如(2019)京01民终4201号;另一类判决则认为,基金按约投向底层,即认为成立合伙企业的目的基本实现,因客观存在的障碍导致投资者无法收回投资款和获得收益系投资者应当预见的商业风险而非其合同目的不能实现,投资者不能据此主张合同解除,(2016)冀0606民初1974号、(2018)川0191民初14987号、(2017)沪01民终13694号等案件均持该裁判思路。

3. 明确合同解除规则在有限合伙型基金中无法适用

上述两类判决无论是从投资者与有限合伙型基金之间的法律关系重新鉴定出发,还是从何为“合同目的不能实现”这一合同解除要件的理解出发,均未超出合同解除规则可以在有限合伙型基金维权中运用这一范畴。但实际上,该观点本身也在经历着巨大的冲击。巨杉(上海)资产管理有限公司与上海乐昱创业投资管理中心、上海海通创世投资管理有限公司等合伙协议纠纷案历经一审、二审及再审裁判,最高人民法院最后明确有限合伙人不能通过行使《合同法》第94条第4款规定的法定解除权,以解除合伙协议的方式,使自己退出合伙企业。最高人民法院认为投资者入伙后能否退出合伙企业应适用《合伙企业法》而不是《合同法》加以判断。再者,如准许投资者不依《合伙企业法》有关退伙、解散的特别规定退出合伙企业,可能会损害其他合伙人、合伙企业和合伙企业债权人的权益。

最高人民法院认定投资者必须走退伙或解散路径。退伙、解散首先须满足合伙协议或《合伙企业法》中载明的具体情形。上述前提条件是否满足须将规定内容与投资人及合伙企业实际情况进行逐一比对、综合判断。但即使被论证满足相关前提条件,底层无法退出的障碍亦是退伙或解散选择面临的核心难题。投资者绕了一圈似乎又回到了原点。

(二)关于合同解除规则的适用反思

通过对上述三大类、四小类主要裁判观点的梳理罗列,可以看出合同解除规则在

投资者维权历程中的运用亦伴随裁判者对私募基金本质及有限合伙企业这种组织体的深入理解而逐步发生着变化。在对基金投资与借贷关系混为一谈的理解项下,合同解除规则的适用似完全不存在障碍;在裁判者开始意识到私募基金的投资属性后,其对于何为私募投资的合同目的实现进行了深刻反思,其对投资风险及投资获益的非必然性亦有了更丰满的认识,并最终回归到对私募基金所属法律组织体的完整认知。

四、新时期私募投资风险提示

由上述所论,逐渐趋于规范的私募投资市场,所谓的投资者维权实质上是限定在管理人(基金销售外包情况下还包括基金募集机构)失职语境下,投资者所产生投资损失的二次分配。建立在历史经验教训的基础上,投资者当然应更加深刻地领会“风险自担”的含义,并更加谨慎自身的投资选择。笔者结合大量实践观察及司法实务经验,提供如下意见供投资者决策参考。

(一)加强对基金产品底层的关注

当前市场上大部分投资者选择私募基金产品时缺乏对产品底层的细致关注,对管理人宣传的产品信息认知停留在较为宏观的层面,如管理人较为理想的历史业绩、较有发展前景的投资领域、交易主体或增信主体较为强大的股东背景(如大型国企央企等)等。本文建议着眼于具体项目细化观察考量点,如底层投资标的的流动性及后期可能的处置方式、处置后果,交易主体或增信主体的注册资本及实缴情况、资产情况及负债情况、舆论情况等。向管理人咨询认购时通过前述方面的深入对话亦可进一步检验其对项目的了解把握程度及其专业度。

(二)谨慎投资多层嵌套产品

当前市场上“爆雷”产品涉及多层嵌套的占大多数,此类产品资金流向涉及环节较多,不易监管,极易出现资金池、资金挪用等不规范情形。并且在管理人怠于向底层追索的情况下,若不涉及多层嵌套,投资者尚有通过派生诉讼进行权利主张的可能性[如(2016)最高法民终756号案件],而在多层嵌套情况下,最上端的投资者运用派生诉讼追到最底层的可能性微小,基本只能被动等待各层产品清算后层层向上分配。并且中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会及国家外汇管理局2018年4月27日联合印发的《关于规范金融机构资产管理业务的

指导意见》中明确强调消除多层嵌套。若市场上管理人发行的新产品仍涉此类,则其规范性有待商榷,投资者应谨慎选择。

(三) 关注基金合同中的重要条款设置

基金合同中与投资者退出密切相关的条款包括基金议事规则、基金分配规则等。基金底层变现能力尚可的情况下亦有可能因基金不合理的议事规则设置导致基金底层退出及清算僵局,如可考虑就决策沉默的投资者(指事项表决时不同意也不反对的投资者)的沉默行为设置明确的前置意思指向,或直接事先说明“沉默”的投资者将被剔除表决有效计算基数,从而推动部分投资者积极决策。就分配规则而言,本文建议充实非现金分配的细化落实举措,如底层资产系债权且附带增信的情况下,增信是否具有拆分落实可能性等。投资者可在这些方面作考量并积极与管理人沟通优化基金合同。

(四) 积极做好基金“投后管理”工作

部分投资者购买基金产品后对基金后续投资运行情况缺乏关注,导致维权时筹码有限。对此,笔者建议主动关注基金对外投资进展,对涉及的投资协议文本等进行获取保存。同时,也建议积极参与基金份额持有人会议、获取管理人的定期信息披露报告,并在认为存在风险时要求管理人进行重大事项信息披露等。一方面,给予管理人积极规范投资管理的压力;另一方面,亦为自身后续通过派生诉讼等直接或间接的方式维护自身权益做好铺垫。

规范良性的私募市场有赖于投资者与基金销售机构、基金管理人等专业机构的合力塑造,只有投资者在投资选择过程中不断趋于理性,基金销售机构、基金管理人在募投管退过程中不断趋于规范,“卖者尽责、管者尽责、买者自负”才能真正实现。