

## 委托人指令与资产管理人责任边界： 以信义义务为分析视角

肖 宇 王子康\*

**内容提要：**合理认定资产管理人承担责任的边界，是当前资管纠纷案件的裁判难点。实践中，对资产管理人未完全依据委托人的指令行事，资管产品收益未达委托人预期时，资产管理人是否承担违约责任的讨论值得关注。与纯粹的委托代理合同关系不同，资产管理人享有特定的投资决策权，其与委托人之间的法律关系本质为信义关系，因此，责任的承担需以违反信义义务为前提。以委托人诉红土基金案为例，管理人遵循公平交易原则进行减持符合忠实义务的要求，对商业逻辑和市场可操作性的考虑则是履行注意义务的体现，其尽到了管理职责，履行了信义义务，故无需承担法律责任。信义义务救济的效果也可以通过合同责任的认定来实现。管理人对减持指令性质的认识和对公平交易原则的理解，是判断其是否违约的重要因素。

**关键词：**资产管理人 信义义务 公平交易原则 商业判断规则 违约责任

截止到 2022 年上半年，我国资产管理产品的总体存量规模高达 68.51 万亿元，其中基金管理公司及基金子公司的私募资管计划产品数量已超过 1 万只，<sup>〔1〕</sup> 规模巨大。随着我国的资产管理业务快速发展，各类资管产品层出不穷，与资产管理人履职行为相关的纠纷日益频发。如何界定资产管理人的权利义务与责任边界，是委托人和资产管理人共同关注的问题，也是当前司法裁判和仲裁所面临的难题。委托人的合法权益需要受到法律保护，但保护方式并非简单地要求管理人遵守委托人的指令。在资管产品中，委托人与管理人之间形成了信义关系，当事人权利义务的配置、管理人责任的承担需要从信义关系的角度进行分析，这与合同法对权利义务和责任的传统分

\* 肖宇，华东政法大学国际金融法律学院教授；王子康，华东政法大学国际金融法律学院硕士研究生。

本文为国家社科基金项目“证券发行注册制法律实施机制研究”（20BFX130）的阶段性成果。

感谢深圳市中级人民法院金融法庭秦拓法官对本文写作提供的帮助，文责作者自负。

〔1〕 参见中国证券投资基金业协会网站，<https://www.amac.org.cn/researchstatistics/datastatistics/comprehensive/>，最后访问时间：2022 年 10 月 8 日。

配思路有所不同。委托人诉红土基金案即为典型案例。深圳市中级人民法院对本案做出判决后引发了理论界与实务界的关注，具有一定的代表性。本案争点在于委托人与管理人签订资管合同投资资管产品，因管理人未严格依据委托人的指令进行减持而最终导致委托人获利未达预期，由此造成的投资损失是否应由管理人承担赔偿责任。本文将对该典型案例进行分析，从信义关系中委托人与资产管理人的决策权分配、资产管理人在履行义务时对市场环境和公平交易原则等因素的考量，来提炼资产管理人在具体场景中责任的边界，为市场主体尽责履职提供行为标准，并探索信义义务的救济效果在成文法体系下的实现方式，从而为司法与仲裁纠纷的解决提供参考。

## 一、红土基金案：资产管理人未遵守委托人指令是否构成违约？

在资管领域，委托人与管理人之间一般会通过资管产品组织形式的选择，以及合同条款来分配各方对特定资管财产的占有、收益、管理和处分等权利。在资管合同的履行过程中，委托人往往会通过指令、授权单等方式向管理人传递建议和表达意见。然而，由于双方对指令性质存在认知差异，可能会引发资管产品运营中的纠纷，红土基金案即为典型案例。

资产委托人甲是一家有限合伙企业（以下简称“委托人”），与资产管理人红土创新基金管理有限公司（以下简称“红土基金”“资产管理人”“管理人”）、资产托管人招商证券股份有限公司于 2017 年 7 月 10 日共同签订了《资管合同》，约定有效期为 30 个月的“资管计划”投资于洛阳钼业非公开发行的 A 股股票。合同规定：资产管理人应按照约定，独立管理和运用资产管理计划财产；按照诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用资产管理计划财产；公平对待所管理的不同财产，不得从事任何有损资管计划财产及其他当事人利益的活动。同日，投资人甲与红土基金签订《补充协议》约定，在合法合规且符合管理人公平交易原则的前提下，甲可自主选择减持方式，根据可操作性来选择减持时点和减持价格，向资产管理人通过传真和邮件形式发送《减持授权单》，红土基金收到后应回复邮件确认并据此进行减持操作。

2017 年 7 月 25 日，洛阳钼业发布公告将以 3.82 元/股的发行价格向八家大型公募基金公司发行数量约为 47.12 亿股普通股（占公司总股本的 21.82%）。红土基金以其管理的 24 个投资账户参与认购，包括案涉资管计划在內由相同基金团队管理的 23 只资管计划和 1 只由其他团队管理的普通公募基金，获配 5.19 亿股（其中涉案资管计划持有的股数约为 770 万股）。交易结构详见图 1。2018 年 7 月 24 日，即限售期届满的第一天，投资人甲向红土基金发送了《减持操作指令》，要求按照 6 元以上的价格减持约 385 万股，但未载明具体减持期间。红土基金自解禁日 24 日至 2018 年 7 月 27 日，以 5.92 元/股的均价共减持涉案资管计划约 106 万股，占其总持股比例的 13.74%，其中 6 元以上减持占比约为 2.5%。同一团队管理的其他资管计划以均价 5.95 元/股减持 6840 万股，约占总持股比例的 13.27%，其中 6 元以上减持占比 3.8%。至 2020 年 12 月 28 日，红土基金公司卖出涉案资管计划剩余的全部股票，共成交约 664 万股，均价约为 5.69 元。资产管理人的减持操作情况详见表 1。

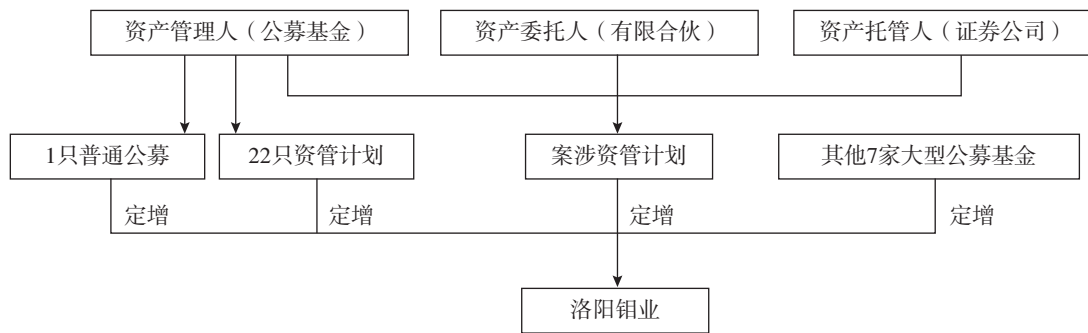


图1 交易结构示意图

表1 资产管理人的减持操作情况

减持情况		产品类型	涉案资管计划			同一团队管理的全部到期资管计划		
		数值	股数（股）	价格（元/股）	占比	股数（股）	价格（元/股）	占比
产品持有的总股数			770 万股	3.82 元	100%	5.15 亿股	3.82 元	100%
《减持操作指令》要求			385 万股	6 元以上	50%	/		
2018 年 7 月 24 日—27 日	4 日合计		106 万股	5.92 元	13.74%	6840 万股	5.95 元	13.27%
	6 元以上		20 万股	6.07 元	2.5%	1987 万股	6.14 元	3.8%
2020 年 12 月 28 日			664 万股	5.69 元	86.26%	/		
* 2018 年 7 月 24 日至 27 日，管理人分别以 6.12 元、6.05 元、5.92 元和的 5.79 元的均价卖出涉案资管计划 38400 股、76135 股、808400 股和 134900 股，以上共计 106 万股。								

委托人甲认为，资产管理人未按照指令要求在 6 元以上的价格减持相应股数，侵犯了其投资权益，于是诉请法院判决红土基金向其赔偿损失约 654 万元及其利息损失，包括 2018 年 26 日和 27 日以低于 6 元减持造成的差额损失（约 9 万），以及应当按照 6 元/股的指令减持而未减持所造成的差额损失（约 645 万）。甲的理由在于：红土基金并不当然享有法定投资决策权，涉案《补充协议》赋予了委托人投资决策权，涉案资管计划实质系“通道业务”，管理人有义务严格、完整地执行涉案减持指令；涉案减持指令具有可操作性，应当获得完整执行。红土基金则认为，其未造成投资人甲的损失，并已履行了资产管理人的职责；其享有法定投资决策权，《减持操作指令》实质是投资建议，其在当时的市场环境已尽力满足；《减持操作指令》既不符合格式要求，内容也不明确完整，受公平交易原则所限，且为了不影响股价，其只能采取分段逐步卖出的策略，无违规操作或过错；不存在“越晚减持股票，可收取的管理费越多”的可能；涉案合同亦没有“做通道业务”或“代买代卖”股票之约定。

深圳市中级人民法院审理认为，委托人甲与管理人红土基金之间形成的关系并不是“通道”业务关系，管理人享有特定的投资决策权。在《减持操作指令》无具体实施期限的情况下，无法也不应事后以标的股票价格走势来评判管理人减持操作是否适当，不能认定违约。投资人甲的指令仅构成操作建议，管理人尊重和履行委托人建议的情况可以作为判断认定其是否违约或者背信的因素，但不构成绝对的刚性约束。无论操作指令是否存在，管理人都应履行一定的主动管理职责和相应的信义义务，且该信义义务对管理人所管理产品的其他资产委托人应同等履行和适用。

管理人对参与同一定增项目、解禁交易时间相同且由同一团队管理的专户资管产品的减持比例和均价基本相当,符合公平交易原则。管理人在遵循和执行资产委托人指令时对可操作性问题的考量符合市场实际,是履行管理职责的体现。因此,管理人的减持操作未违规、未违约、未背信,无需承担赔偿责任。〔2〕

本案争议引发了亟待厘清的理论问题:资产管理人的责任边界为何。具言之,在红土基金案中,管理人是否应对资产委托人甲的投资预期与实际获利之差额承担赔偿责任。本文认为,明晰责任边界的关键在于界定当事人之间的法律关系与对应的权利义务,认定委托人减持指令的性质,以及判断管理人的履职行为是否构成违约或违反信义义务,下文将对这些问题展开具体分析。

## 二、委托人与资产管理人之间的法律关系分析

### (一) 契约型资管计划的法律关系:委托还是信托?

从组织形式看,我国资管计划可以分为契约型、合伙型和公司型三类。红土基金案涉资管计划为基金管理公司发行的公募专户产品,投资于特定上市公司定向非公开增发的股票,是仅有一名投资人的单一型资产管理计划,属于单一权益类私募资管产品。该资管计划各方当事人之间的权利义务关系由资产管理合同约定,因而属于契约型产品。

从理论上来看,契约型资管产品(如契约型私募证券投资基金或各种资管计划)是以信托关系为基础,根据一定信托关系建立起来的代理投资制度,是信托型基金在我国特殊表现形式,应遵循信托法的基本原理。〔3〕在这类资管合同中,由委托人授权管理人行使资管计划财产的使用权和处分权,托管人对资管计划财产加以保管,委托人则享有投资于资管计划份额的收益权等。在《证券投资基金法》的释义中,专家指出,证券投资基金的投资人、管理人和托管人三方主体之间是信托法律关系。〔4〕此外,《全国法院民商事审判工作会议纪要》第88条第2款规定:“……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。”通过对司法实践的总结,法院在裁判中优先考虑该等契约型产品的投资人和管理人之间构成信托法律关系。〔5〕

但需要注意的是,由于业界存在大量“通道”名义的资管计划,这就需要从法律事实出发,阐明相关法律关系的实质,不能笼统地一概而论。因此,最高人民法院民二庭编著的《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》进一步指出:“并非所有的资管产品都构成信托关系……将一部分产品如‘专户’产品的合同文本按照合同法所规定的委托代理来约定当事人之间权利义务关系,应当注意区分。”〔6〕在不同案件中,有必要结合涉案合同文本的约定对当事人之

〔2〕 参见广东省深圳市中级人民法院(2020)粤03民终22461号民事判决书。

〔3〕 参见肖宇:《股权投资基金治理机制研究——以有限合伙制基金为中心》,载《社会科学研究》2010年第3期。

〔4〕 参见吴高盛:《〈中华人民共和国证券投资基金法〉释义及实用指南》,中国民主法制出版社2013年版,第42页。

〔5〕 参见单素华、孙倩、黄佩蕾:《涉契约型私募基金案件法律适用疑难问题研究——以115篇类案数据分析报告为基础》,载《上海法学研究》第56卷,上海人民出版社2021年版,第94页。

〔6〕 最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第468页。



间的权利义务关系进行更为细致地考察。

## （二）红土基金案资管计划的法律关系分析

资管计划在运作方式上属于主动管理类还是通道类，合同是否约定了管理人的裁量权限和范围大小，是影响当事人之间权利义务关系分配和责任承担的关键因素，也是实践中管理人应否完全遵循委托人投资指令的重要依据。本文认为，红土基金案资管计划不属于“通道业务”或纯粹的委托代理，当事人之间约定内容指向的是信托法律关系。以下分析将按照“从特殊到一般”的逻辑展开，以期为其他类似纠纷的解决提供参考。

### 1. 涉案资管计划不构成“通道业务”

业内俗称的“通道业务”更多源于与银行相关的业务领域，其本质是为了形式上符合特定的监管要求，以信托计划的形式作为通道，提供通道的受托人对此仅提供必要的事务协助，收取固定的“通道费”，但对信托财产不承担主动管理职责，该职责实际由资产委托人承担。换言之，“通道业务”的“资产管理人”缺乏投资上的自由裁量权，只是资产委托人与投资对象之间的“工具人”。资管的设立、财产运用对象、财产管理和处分方式等事宜由委托人自主决定，资产的风险管理责任和风险损失也由委托人自行承担。总体来看，倘若资管计划的募集对象特定、管理费用固定、管理人对资管财产的处分不享有裁量权，且投资人指令载明了与减持有关的具体安排，资管计划则可能属于“通道业务”。

然而，红土基金案涉合同的约定和履行情况与上述“通道业务”并不相符。首先，从本案上市公司定增项目的募集对象来看，只有包括本案资产管理人在内的八家大型公募基金公司，并没有类似本案委托人甲这样中小型投资机构直接参与，说明资产委托人并非参与此次定增的合格投资人，且委托人也并非在与上市公司达成定增意向之后，才去寻找资产管理人提供通道。其次，案涉资管合同约定的管理费是浮动的，资产管理人并非一次性收取“通道费”，故管理人有自主选择最佳减持价位的动因。再次，从资管合同的条款约定以及管理人在合同条款项下的职权和实际履行来看，管理人对定增股票的处分具有自由裁量权，尤其是当资产委托人并没有给出明确具体的交易指令时。无论是资管合同本身还是本案其他证据，均无法证明资产委托人对上述处分享有完全决策权。最后，《减持操作指令》未载明具体的减持期间，资产管理人仅在此基础上提供必要的事务协助显然无法实现预期目标，必须运用自身的裁量权和专业判断能力才能完成相应操作。<sup>〔7〕</sup>

综上，涉案资管计划并非“通道业务”或者纯粹的委托合同关系，资产管理人无需完全按照资产委托人的指令行事。

### 2. 当事人之间约定内容指向信托法律关系

投资人委托管理人管理资管计划，投资于上市公司非公开发行的股票以获取收益，双方据此形成相应的法律关系。该权利义务安排所指向的法律关系属于委托还是信托，是界定管理人责任的又一关键因素。委托与信托，在主体、委托事项的范围、要式性、受托人权利义务、关系解除终止条件以及受托财产独立等方面均存在差异。其中核心差异在于：受托人对受托财产的控制程

〔7〕 参见广东省深圳市中级人民法院（2020）粤03民终22461号民事判决书。

度不同,受托人是否具有剩余的自由裁量权。就信托而言,由于信托财产基于信托目的而存在,具有高度独立性,受益人对受托人的行为和信托财产的控制权均较小。委托人虽享有知情权,但一般不得干涉受托人的管理行为。因此,除非信托合同有明确约定,符合信托目的、对信托财产任意处分的自由裁量权归受托人,受托人对此应承担信义义务。在委托关系中,受托人受托办理的事项及相关义务仅以合同约定为限,若超出合同约定范围,则可能涉及无权代理和违约问题,也即受托人的义务实质是合同债务,应以合同约定为准;而在信托关系中,委托人对受托人的控制权弱,面临受托人滥用权力的风险较大,法律施加于受托人的义务标准也高,因而需要信义义务。

据此,就红土基金案涉资管计划的约定和性质而言,一方面,用于投资特定资管计划的委托财产一经交付托管,即与委托人、资产管理人及资产托管人自身的财产相分离,构成独立的信托财产;另一方面,除了收益权和剩余财产分配权之外,资产委托人虽有知情权、监督权等制约管理人的权利,但管理人有权“独立管理和运用资产管理计划财产”,资产委托人“保证没有其他限制条件妨碍资产管理人对委托财产行使投资管理权”“不得违反本合同的约定干涉资产管理人的投资行为”,这些均为典型的信托合同的约定表述。即便合同约定资产委托人“有权自主选择减持方式、时点和价格”,但这也仅是资产委托人保留了有限的决策权,表明资产管理人一定程度上更加愿意主动接受投资人的监督和尊重其投资建议,但不能以此一项来改变整个资管合同(其他条款)法律关系的本质。合同中关于交易需满足市场“可操作性”的约定亦进一步印证,资产委托人对资管计划财产处置的权力并未大到能够对受托人决策权和资产管理能力全面控制的程度,而是要受到当时市场条件的约束。换言之,“可操作性”是对委托人行权所附加的条件。当管理人接收到不符合“可操作性”的指令或授权单时,自然也无法完全按照委托人的要求减持,而是要依赖于自身能动性和裁量权进行合理操作。

### (三) 不同组织形式下委托人与管理人之间共通的法律关系:信义关系

资管产品除契约制之外,还有公司制和有限合伙制。如何认定不同类型产品中当事人之间的法律关系,也是当前理论界与实务界的难点。同样是合同中约定了委托人承诺对管理人根据投资指令从事的投资行为承担完全后果,但不同的法院对合同的底层法律关系判断存在差异。有的法院基于案涉资管业务具有受托财产独立、受益人自担风险等特点,认定各方权利义务关系应受信托法的调整;<sup>〔8〕</sup>有的法院则基于管理人不直接、主动参与信托资产管理业务,不承担风险的事实,认定合同当事人之间本质上是委托关系。<sup>〔9〕</sup>学界对此也多有讨论。缪因知教授认为,应具体分析资管内部的权利义务安排来判断法律关系的性质,分类别确定其是委托还是信托,抑或视之为一种处于中间形态的新型合同,不应过分强调统一化的监管模式。<sup>〔10〕</sup>刘燕教授认为,大资管可能不存在单一的上位法,资管业务的法律框架是由包括《信托法》在内的民商法与包括《证券投资基金法》《证券法》等在内的监管法共同组成的一个复杂但有机分工的体系。<sup>〔11〕</sup>理论界是

〔8〕 参见最高人民法院(2018)最高法民申1423号民事裁定书。

〔9〕 参见辽宁省高级人民法院(2019)辽民终516号民事判决书。

〔10〕 参见缪因知:《资产管理内部法律关系之定性:回顾与前瞻》,载《法学家》2018年第3期。

〔11〕 参见刘燕:《大资管“上位法”之究问》,载《清华金融评论》2018年第4期。

在探索与资管产品相适宜的、准确化的法律适用路径。

本文认为，对资管产品“内部法律关系”的实然判断，可以跳出委托或信托框架的理念之争。从法律关系的本质和管理人信义义务的角度出发，会发现各种资管产品的法律结构均可适用于信义关系。塔玛·弗兰科（Tamar Frankel）教授对信义关系的构成要件进行了界定，包括三个共同的要素：财产或权力的委托、委托人对受信人的信任、委托人源于委托的风险。所有信义关系都具有四项特征：其一，受信人提供的主要是专业性较强的服务；其二，为了有效进行服务，受信人被授予了财产或权力；其三，存在受信人滥用财产或权力，或者不提供预期服务的风险；其四，有这样的可能性，即委托人自己或市场不能保护委托人免遭上述风险，委托人建立信任的成本比其从中获得的潜在收益还要高。<sup>〔12〕</sup>就资管产品而言，委托人基于对资产管理人专业能力与职业操守的信任，授予其管理和处分特定财产的权力。倘若资产管理人滥用权力或怠于履行义务将会导致资产委托人财产利益受损，而这样的损失又难以通过市场或合约而规避。因此，资产委托人与资产管理人之间构成信义关系。如果说“让资管业回归大信托格局”尚有可商榷之处，那么“让资管业回归信义关系”则无可挑剔。<sup>〔13〕</sup>资产管理人与资产委托人之间的权利义务关系，也应从信义关系的角度进行考察，方能更合理地判断管理人履行职责是否妥当。

### 三、信义义务是资产管理人责任的基础

资管产品中，资产管理人作为受信人与委托人之间即形成了信义关系，受信人即资产管理人为或不为一定行为要受到信义义务的约束，并负担违反信义义务的责任。因此，界定资产管理人责任首先需明确其信义义务的内容和标准。

信义义务是衡平法下的重要产物，<sup>〔14〕</sup>最早主要应用在信托领域，后被运用于18世纪的代理法、合伙法和19世纪美国公司法中。因其具备开放性和灵活性特征，逐步成为商业和金融交易中广泛适用的规范和指引。在基金领域，美国通过《投资顾问法》、证券交易委员会（SEC）的一系列公告以及司法判决等对基金管理人施以信义义务，英国利用《金融服务与市场法》规制基金管理人信义义务的履行，日本的《金融商品交易法》则对于资产管理人的信义义务作出了统一规定。

我国在法律规范层面未明确提及管理人的信义义务，主要通过《证券投资基金法》第9条“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产……应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务”等条款，来划定基金管理人法定义务的范围。此外，《私募投资基金监督管理暂行办法》第4条对基金管理人的义务做了“应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务”的原则性规定。已于2022年1月1日正式落地的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《资管新规》）将金融机构的诚实信用、勤勉尽责义务纳入资管业务的概念中，是对资管业务进

〔12〕 参见〔美〕塔玛·弗兰科：《信义法原理》，肖宇译，法律出版社2021年版，第12页。

〔13〕 参见王涌：《信义义务是私募基金业发展的“牛鼻子”》，载《清华金融评论》2019年第3期。

〔14〕 参见〔美〕亨利·史密斯：《信义法缘何属于衡平法？》，林少伟译，载甘培忠主编：《商业法评论》第2集，人民法院出版社2020年版，第204页。

行统一受信义务规制的有益尝试。但诚实信用无法概括忠实义务的本质，将受信人的行为标准转化为监管准则，可能导致受信人对信义义务的违反转化为对法律法规和部门规章的违法，进而忽略受信人的民事责任与委托人本应获得的救济。<sup>〔15〕</sup>因此，我国法律规范体系对资产管理人信义义务的规定以原则性规定为主，尚未构建起系统性的信义规范体系，也未确立民事判决中信义义务的认定标准。

从理论上来看，信义义务主要包括忠实义务和注意义务。以资管领域为例，忠实义务要求管理人忠实于委托人的利益，即一方面要求管理人为委托人的利益行事，不能从中获利，另一方面是禁止管理人从事与委托人利益相冲突的行为。注意义务与受信人提供的服务质量和尽职程度有关，是管理人依据其专业能力主动行使其管理职能的自由裁量权范围，违反注意义务与缺少专业知识、疏忽、过失相联系。资产管理人履行信义义务，即需要履行忠实义务和注意义务。要求资产管理人既在主观上将投资人的利益置于自身利益之上，又在客观上具备并在履职中展现出一定的技能、经验和敬业程度。<sup>〔16〕</sup>事实上，信义义务并非逻辑的产物，而是为解决具体法律问题所找出的共同方法，具有模糊性和不确定性的特征。其存在于每个案件的特定事实与具体情形之中，在不同场景下有不同的适用标准。资管计划解禁期后的减持和平仓操作，涉及对资管财产利益的重大处分。一方面，管理人不得以攫取商业机会或谋求私利为目的进行减持，也不得以损害其他资产委托人利益的方式进行减持，即必须坚持公平交易原则，避免利益冲突，此为忠实义务的体现。另一方面，基金管理人应积极主动履行职责，根据持股数量、股票价格变动趋势及市场行情等商业判断因素进行专业审慎操作，以尽可能高的价格进行减持，此为注意义务的体现。相较于忠实义务，注意义务更具弹性，往往也更难判断。

实践中，判断管理人是否违反管理职责或者信义义务，关键看不同产品类型下，投资人与管理人之间的信息优势、专业技能的悬殊程度，并由此产生的信赖强度。这种信赖产生的信义义务的履行标准，既需要考察合同的约定，也需要考察法律法规（包括自律规则）对此的基本设定，从而充分保护好投资人的权益。因此，在司法审查中，需要更多地结合案件事实、行业规范和商业惯例等进行分析和认定。即使是资产管理的信托计划产品，因产品类别不同、投资人不同、结构不同，对管理人注意义务的要求也不同。比如在单一资产委托人的资管计划中，基于意见收集方便、可操作性更高以及收益权主体的唯一性等原因，管理人履行主动管理职责的能动性有弱化的可能性，有可能会更尊重委托人的投资决策。这些具体情形都需要仔细审查。

#### 四、信义义务履行的特殊问题：公平交易原则与商业判断考量

信义义务的内涵既有确定性，也有灵活性。在资管领域中，交易机会有限，管理人对待多只具有同向利益关系的基金时不应厚此薄彼，这是公平交易的要求。塔玛·弗兰科教授也将“公平对待各委托人的义务”归纳为忠实义务所包含的附加义务。<sup>〔17〕</sup>同时，管理人运营资产时需要在

〔15〕 参见周淳：《商事领域受信制度原理研究》，北京大学出版社2021年版，第197页。

〔16〕 参见肖宇、许可：《私募股权基金管理人信义义务研究》，载《现代法学》2015年第6期。

〔17〕 参见前引〔12〕，塔玛·弗兰科书，第106页。



商业环境下考虑“可操作性”问题，这是判断管理人是否专业尽职的依据，属于注意义务的范畴。

#### （一）遵循公平交易原则符合行业惯例和忠实义务的要求

从公募基金管理人的合规运作来看，其规范逻辑主要体现为管理人是否遵守相关规范性文件的指引进行操作。委托人固然可以通过约定对管理人的权利和职责进行限定，但不得排除或违背公平交易原则。因为公平交易原则是管理人对其业务所指向的全体委托人所承担的忠实义务，不能以牺牲一方委托人的利益为代价来优先保证另一方委托人，否则对被牺牲的委托人来说，管理人就没有尽到忠实义务。<sup>〔18〕</sup>对此，证监会制定的《证券投资基金管理公司公平交易制度指导意见（2011年修订）》第2条规定：“公司应严格遵守法律法规关于公平交易的相关规定，在投资管理活动中公平对待不同投资组合，严禁直接或者通过与第三方的交易安排在不同投资组合之间进行利益输送。本指导意见所称投资组合包括封闭式基金、开放式基金、社保组合、企业年金、特定客户资产管理组合等。”第4条规定：“公司应合理设置各类资产管理业务之间以及各类资产管理业务内部的组织结构，在保证各投资组合投资决策相对独立性的同时，确保其在获得投资信息、投资建议和实施投资决策方面享有公平的机会。”有关私募基金管理人或服务机构公平交易的规定，虽不能作为由公募基金公司管理、性质上属于私募的资管计划的纠纷裁判依据，但也能在一定程度上为界定管理人的公平交易原则提供参考。<sup>〔19〕</sup>此外，“为投资人员提供公平的投资机会”和“应公平对待其管理的不同投资组合”也是资管行业的惯例与管理人操作准则。根据公开信息显示，红土基金公司也根据证监会的指导意见制定了《红土创新基金管理有限公司公平交易管理规定》，将其所管理的不同资产组合的授权、研究分析、投资决策、交易执行、业绩评估等投资管理活动均纳入公平交易管理。<sup>〔20〕</sup>可见，遵循公平交易原则具有其适用的空间和必要性。

红土基金案资管计划虽为单一受益人产品，但该产品与红土基金管理的其他22只公募专户资管计划同时参与了同一个定增项目，解禁交易时间相同，且专户资管计划的基金经理为相同团队，理应被公平对待。强制法虽然不能也不应规定资产管理人须对其管理的每个基金账户或资管计划精准投入1/n的精力，但原则上应做到“同时同价”，即对不同资管计划的减持价格和比例不应有太大差异。商业判断的合理性无法通过公式化的标准衡量，需要结合个案情况具体分析。在类似于本案的“同向交易”中，倘若管理人在卖出股票时始终安排某只资管计划以高价优先卖出，那么该资管账户相比其他账户就能获得更多收益。但这种操作必将挤占其他资管账户的交易机会，损害其他投资人的利益。资产管理人在减持时应兼顾其管理的所有账户，并不以资产委托人知晓其他案外人存在、承认其他投资人合法权益为前提，而是基于受托人履行受托职责时所应遵循的基本义务，这在本案中即体现为公平交易原则。在《资管合同》已对遵循公平交易原则作

〔18〕 参见秦子甲：《基金治理：全球观照与中国实践》，北京大学出版社2022年版，第102页。

〔19〕 《私募投资基金监督管理暂行办法》第23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……”《私募投资基金服务业务管理办法》第42条规定：“提供投资交易管理系统的服务机构应当建立公平交易机制，公平对待同一私募基金管理人管理的私募基金及不同私募基金管理人管理的私募基金，防范私募基金之间进行利益输送。……”

〔20〕 参见《红土创新新科技股票型发起式证券投资基金2021年年度报告》，载 [http://www.htcxfund.com/plat\\_files/upload/png\\_upload/20220330/202203301648606247947.pdf](http://www.htcxfund.com/plat_files/upload/png_upload/20220330/202203301648606247947.pdf)，最后访问时间2022年12月17日。

出明确约定的情况下，资产管理人通过《补充协议》表明其愿意接受并考虑资产委托人对减持方式、时间和价格等方面的意见，并不表示其放弃了资产管理人所应当遵循的公平交易原则。资产委托人的《减持操作指令》仅能作为投资建议，管理人应当尽量满足，但不能将其置于公平交易原则之上。

## （二）考量可操作性问题符合商业逻辑和注意义务的要求

资产管理人在限售期届满后和减持开始前，首先需要对股票市场的基本情况作出判断，再遵循一定的商业逻辑和交易习惯进行操作。根据洛阳钼业发布的公告，本次限售股上市流通数量约为 47 亿股人民币普通股，占公司总股本的 21.82%，禁售期均为 12 个月。也即自 2018 年 7 月 24 日起，将会有占比超过 20% 的公司股票重新流入二级市场。理论上，股票价格是市场各种信息的综合反映，其涨跌受多重因素特别是供求关系的影响。证券虽然并非短期内必须销售否则将会变质减价的商品，但某只股票将大规模解禁可能带来利空预期。通过观察该股票的价格走势（图 2）<sup>〔21〕</sup> 可知，洛阳钼业在解禁日前的股价已经存在波动下降趋势，解禁后大量抛售股票很可能会对市场单一标的股票的投资人信心造成冲击，进而导致股票价格大幅下跌甚至出现无法成交的情况，这会大大损害投资人权益并对市场交易秩序产生负面影响。因此，作为八家机构投资者之一的红土基金需要在集中减持操作时考量市场的承受能力，通过相对较长时间并在一定的价格区间实施。

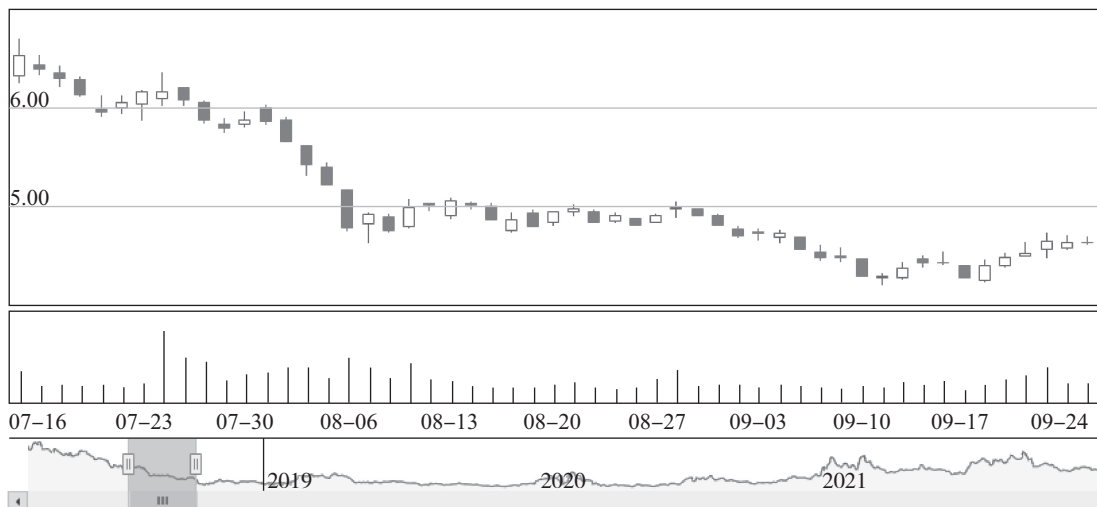


图 2 洛阳钼业股票价格走势

从解禁日的成交实况（表 2）<sup>〔22〕</sup> 来看，当日股票成交量接近 4 亿股，虽然明显高于当月和当年该股票的市场平均交易量 1.35 亿股和 1.48 亿股，以及该交易日前后其他交易日的交易股数，但相较于解禁股数总量而言，占比依旧极低。这正是管理人出于对股票市场价格波动影响因素考量所做出的商业决策。法院无法也不应贸然对管理人商业判断的合理性进行事后过度评价，

〔21〕 参见上海证券交易所网站，<http://www.sse.com.cn/market/price/trends/>，最后访问时间：2022 年 6 月 23 日。

〔22〕 参见上海证券交易所网站，[http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/info/turnover/index.shtml?COMPANY\\_CODE=603993](http://www.sse.com.cn/assortment/stock/list/info/turnover/index.shtml?COMPANY_CODE=603993)，最后访问时间：2022 年 6 月 23 日。

而应侧重于程序性审查。深圳证监局检查组对红土基金在 2018 年 7 月 24 日后所有产品减持洛阳钼业股票的交易明细、公平交易情况、投资决策依据等进行了现场检查，未认定红土基金存在违规操作或存在过错，一定程度上可以证明管理人减持操作的适当性。即便原告发出减持指令的股票数量仅占当日成交量的 1%，也并不当然具有可操作性。在股票交易市场情况瞬息万变、标的股价呈下降趋势、合适的交易机会又相对有限的情况下，管理人倘若优先满足某一投资人的利益需求，则是对其他投资人交易机会的实质性剥夺。这也是为何管理人应尽可能确保同类产品减持比例和减持均价基本相当，即贯彻“公平交易原则”的内在原因。

表 2 解禁日前后洛阳钼业股票的交易概况

	2018 年 7 月 23 日	2018 年 7 月 24 日 (解禁日)	2018 年 7 月 25 日	2018 年 7 月 26 日	2018 年 7 月 27 日	2018 年 7 月	2018 年
市价总值 (万元)	10899781.68	10899781.68	10740789.73	10369808.51	10228482.33	10352143	6642330.49
流通市值 (万元)	7992451.84	10899781.68	10740789.73	10369808.51	10228482.33	10352143	6642330.49
成交量 (万股)	10918.03	39078.64	24474.07	21873.08	12315.74	297574.9	3591756.89
累计交易日	\	\	\	\	\	22	243
开盘价 (元)	6.04	6.1	6.2	6.05	5.83	6.26	6.9
收盘价 (元)	6.17	6.17	6.08	5.87	5.79	5.86	3.76
期间振幅 (%)	5.46	5.82	3.16	4.12	2.61	23.39	178.73
涨跌幅 (%)	1.98	0	-1.46	-3.45	-1.36	-6.84	-44.24
最高价 (元)	6.18	6.36	6.2	6.07	5.89	6.7	9.8
最低价 (元)	5.86	6.01	6.01	5.83	5.74	5.43	3.44

资产管理人对案涉标的和其他同时解禁的公募专户基金进行比例和均价基本相同的减持操作，遵守了行业规范的要求，符合商业判断的基本逻辑，也是贯彻公平交易原则的体现。即使资产委托人对管理人没有关于减持指令的相关约定，管理人仍应遵循公平交易原则和相应的注意义务，按照合理的商业逻辑进行减持。此外，本案中，资产管理人尽量贴近资产委托人要求的价位卖出，主动择时择价卖出股票为客户变现，并在双方进入诉讼阶段后仍继续履行管理职责，使投资人最终获得了超过 50% 的投资收益，在“正当程序”的基础上实现了“合理结果”。因此，深圳市中级人民法院认为管理人不存在疏忽或过失，恰当履行了管理职责和信义义务。

## 五、信义义务在资管合同纠纷中的适用路径

信义义务不限于合同的具体约定，原则上是超越合同文本的法定义务，但在不同应用场景中，其范围和程度又会因当事人之间对权利义务的不同约定有个案化的体现，从而使违反信义义务的标准与责任承担方式也存在差异性。与英美法系判例法国家不同的是，我国在成文法体系下，法官很难直接通过认定当事人违反信义义务而要求其承担责任，违反信义义务的救济一般仍需通过主张违约责任或侵权责任来实现。在类似案件的裁判过程中，既需要分析考察管理人信义

义务之所在，但又不能脱离合同文本的约定认定其违约责任之承担。如何把握资管合同纠纷中信义义务的适用路径，是以信义义务作为界定管理人责任承担依据时无法回避的问题。我们可以探索如何使违反信义义务的救济效果通过合同责任的认定来实现，下文以红土基金案作为分析对象进行阐述。

#### （一）违约责任的请求权路径分析

倘若红土基金案不依照信义关系的分析路径，而是仅从合同法角度出发，是否能妥善处理涉案争议？资产管理人构成违约的前提是不履行合同义务或履行合同义务不符合约定，那么，红土基金案中是否存在这样的情况？

首先，从合同约定来看，当事人对于《补充协议》中关于减持的约定存在认识分歧，即对“资产管理人是否应当完全按照资产委托人的指令进行减持”的理解不同。根据《民法典》第466条关于合同条款解释的规定，前文已按照案涉合同条款所使用的表述，结合相关条款、行为的性质和目的、习惯以及诚信原则（在本文中体现为对信义义务的理解与适用）进行了综合分析，认为当事人之间并非“通道”业务或纯粹的委托代理关系，而更接近于信托关系。合同的相关约定能够表明的是，资产管理人在一定程度上更愿意主动接受投资人的监督和尊重其投资建议，但并不意味着资产管理人应完全根据投资人的指令来执行减持操作，换言之，资产管理人基于合同约定所享有的自由裁量权，并未因此而让渡给资产委托人。

其次，从合同的履行情况来看，资产管理人在收到形式要件与约定不完全相符且未载明具体时点的“指令”后，相关做法是否有悖资产委托人的意愿或造成其误解？资产委托人主张资产管理人在开市前主动与其联系要求发送操作指令，且资产管理人在收到指令后未提任何异议并已部分执行该指令，证明其实际上亦认可涉案减持指令的形式及内容。判决书虽未说明资产管理人在收到《减持操作指令》后是明确同意、沉默、还是反对，但由于没有证据表明资产管理人曾对该指令提出异议，且管理人在解禁当日就进行了减持操作，至少能够证明管理人绝非单纯沉默或置之不理，而是已对邮件进行了确认回复（明示）或以行为表明确认（默示）。而“回复邮件确认”的行为表示资产管理人愿意完全接受指令价格的约束，还是仅表示确认收到？如果结论为前者，资产管理人在收到不完整的指令时，则有义务主动与资产委托人进行沟通，询问其减持期间并说明可操作性问题，以免使投资人错过调整投资意见的机会。否则，应对未依照6元以上价格进行减持的部分承担违约责任。如果结论为后者，则管理人未按指令的要求进行减持也不当然构成违约。根据前文分析可知，资产管理人既非“通道”也非纯粹的代理人，而对减持事宜享有自由裁量权。因此，应当认为“回复邮件确认”是指资产管理人确认收到了投资人的减持意向，作出将在合法合规及符合资产管理人公平交易原则的前提下进行减持的承诺，并不构成在6元以下减持即承担违约责任的依据。要求资产管理人承担违约责任请求权基础不来自于《减持操作指令》，而是其对“按照诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用资产管理计划财产”“公平对待所管理的不同财产，不得从事任何有损资产管理计划财产及其他当事人利益的活动”等合同约定内容的违反。如前所述，红土基金案中并不存在以上情形，资产管理人也不应承担违约责任。

#### （二）信义义务在违约责任认定中的体现

从上述法教义学的角度，通过对合同约定内容的解释，似乎也能对当事人权利义务关系和合



同履行情况作出恰当认定，那此类资管纠纷与其他一般合同纠纷在审理上存在何种差异？事实上，对合同相关条款的解释和资产管理人履职行为的评价，需要贯彻区别于一般民事审判的商事或金融审判理念。红土基金案在分析资产管理人应否按照资产委托人的指令进行操作时，信义义务主要体现为对《减持授权单》和《减持操作指令》的理解，以及对公平交易原则的认识。

第一，资产委托人给资产管理人的《减持操作指令》《减持授权单》《委托书》，仅仅构成操作建议，某种意义上在资产委托人和资产管理人之间产生软性约束。这就好比拳击台上的围栏，约束的松紧度要考量资管产品的结构、类别、底层资产的性质、投资人对象、人数等多种因素的影响。资产管理人尊重和履行资产委托人建议的情况可以作为判断其是否勤勉、谨慎，其行为是否具有明显的不合理性从而违反信义义务的因素，但不能构成绝对的刚性约束。类似本案单一资产委托人的资管计划，在要求其履行主动管理职责和遵循公平交易原则的同时，也应赋予管理人合理的操作上的能动性。<sup>〔23〕</sup>但与集合型资管计划产品相比，本案的资产管理人可能会更尊重资产委托人的投资决策，履行管理职责时的能动性也可能相对较弱。对于集合计划而言，投资人的指令对管理人权利行使的约束则相对更小，管理人的能动性则更强。但这种变量只能在个案中加以区别和测试找寻，这也是信义义务灵活性和场景性的体现。

第二，《资管合同》及《补充协议》均约定红土基金应公平对待所管理的不同资产，不得从事任何有损资管计划财产及其他当事人利益的活动，为公平交易原则提供了解释空间。倘若合同中没有关于遵循公平交易原则的相关约定，依据“契约严守”原则和合同相对性原理，资产管理人只有严格按照资产委托人的指令减持，才不会构成违约。但如此操作可能会损害该管理人所管理的其他产品的资产委托人公平交易的机会。此时，突破合同约定将管理责任的范围适当延伸至未履行忠实义务（公平交易原则）的管理人，更符合资本市场的交易特点与商事领域的公平理念，有利于实现对投资人权益的公平保护。此为部分信义义务的内容具有法定性价值的直接体现。

## 六、结 语

随着资管市场的繁荣，我国资管领域中的法律纠纷日益增多，法院应如何区别不同资管产品和纠纷事实，准确把握管理人信义义务的边界，妥善处理合同约定与信义义务的关系，是当前司法实践中正面临的难题。

本文通过对红土基金案这一具有典型性的资管纠纷案例的分析认为，在判定管理人履行合同义务是否符合约定，以及是否应当对委托人的损失承担赔偿责任时，需在仔细考察当事人权利义务关系的基础上，从信义义务的角度分析管理人的履职行为，合理划定其责任边界。对于管理人享有的特定自由裁量权，应在保障投资人合法权益的同时，认可管理人在操作上的能动性。当投资指令在当时的商业环境下具有可操作性时，管理人应尽力满足。当投资人指令在客观上不具有可执行性时，管理人应在公平交易的前提下和可操作的范围内，尽可能满足委托人对财产利益的

〔23〕 参见广东省深圳市中级人民法院（2020）粤03民终22461号民事判决书。

诉求；但管理人未严格按照委托人的指令操作、产品收益未达到委托人预期，并不意味着违反信义义务，也无需承担相应的赔偿责任。

从管理人信义义务的角度来分析资管纠纷案件，更有助于厘清当事人之间的权利义务关系，也更符合资本市场的商业逻辑，是商事金融审判中可以参照适用的理念。囿于我国缺乏直接适用信义义务的土壤，还需要在理论研究和司法实践中，通过分析具体典型的案件来逐步探索信义义务的适用情形，违反信义义务责任承担，以及与成文法下的违约或侵权责任的关系，从而让信义义务理论在金融纠纷的解决中发挥有效作用。

---

**Abstract:** Reasonably determining the boundary of asset manager's liability is difficult in adjudicating complex asset management cases. In practice, it is worthy of discussion whether the asset manager shall bear the liability for breach of contract when the asset manager does not fully act in accordance with the client's instructions, causing the income of the asset management product does not meet the client's expectations. Different from a pure principal-agent contract relationship, the asset manager enjoys specific investment decision-making rights, and the legal relationship between the asset manager and the client is essentially a fiduciary relationship, so the assumption of liability must be based on the breach of fiduciary duty. Take the case of a client versus Hotland Innovation Asset Management as an example, the manager's reduction of stock holdings following the fair trading principle meets the requirement for the duty of loyalty, and the consideration of business logic and marketability indicates that it has fulfilled its duty of care. The manager has fulfilled its management responsibilities and fiduciary duties, therefore is not liable. The effect of fiduciary duty relief can also be achieved through the identification of contractual liability. The manager's understanding of the nature of the reduction order and the principle of fair trade are important factors in determining whether the asset manager has breached the contract.

**Key Words:** asset manager, fiduciary duty, principle of fair trade, business judgment rules, liability for breach of contract

---

(责任编辑: 李 敏 赵建蕊)