

资产管理人是否谨慎勤勉：裁判标准及构建路径

孙红庆

摘要：如何构建资产管理人谨慎勤勉的司法裁判标准是亟待解决的问题。法律既需要引导和促进受信人谨慎勤勉，保护委信人的信任，也需要激励受信人充分运用自由裁量权。行为标准和司法裁判标准的分野正是法律平衡保护该等法益的设计，也因而使得信义法的谨慎义务具有独特性。基于对我国一线城市近五年相关司法案例的特征与说理论证的梳理，可知我国资产管理人谨慎勤勉的司法裁判标准之构建需求聚焦于私募资管产品，且行为标准与司法裁判标准的关系问题是司法需求上的核心问题。美国以相应起诉标准避免管理人诉累和动辄得咎的政策考量可以参考，谨慎投资人规则中的“谨慎委托规则”以及区分“行为标准”与“司法裁判标准”的商业判断规则值得借鉴。

关键词：资产管理；信托；商业判断规则；谨慎义务；信义义务

〔中图分类号〕D922.28 〔文献标识码〕A 〔文章编号〕2096-6180（2023）04-0108-17

引言

资产管理人是否履行了谨慎勤勉义务及是否需要投资损失承担责任，近年来在资产管理行业风险处置实务和司法案件中已经成为争议的重要焦点之一。我国《信托法》《证券投资基金法》笼统规定了资产管理人“谨慎”“勤勉”的义务。^{〔1〕}基于我国以分业监管为主的金融监管体制，在中国人民银行等部门发布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号，下称《资管意见》）和资产管理的各细分领域规范中亦有非常具体和细化的规定。^{〔2〕}但问题在于，这些具体和细化的规定基本上属于监管规定，而非司法裁判标准。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，下称《九民纪要》）第七部分笼统性地规定了法院应当重点审查受托人是否恪尽职责、履行了谨慎和有效管理等法定或者约定义务，但对于谨

〔作者简介〕孙红庆，吉林大学法学院博士研究生。

〔1〕《信托法》第25条第2款规定：“受托人管理信托财产，必须恪尽职责，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。”《证券投资基金法》第9条第1款规定：“基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产，基金服务机构从事基金服务活动，应当恪尽职责，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。”

〔2〕郭强主编：《中国资产管理：法律和监管的路径》，中国政法大学出版社2015年版，第36-84页。

谨慎勤勉的司法裁判标准并没有展开。2023年1月召开的全国法院金融审判工作会议强调金融司法与金融监管协同及还原金融业务实质⁽³⁾，但金融监管规则并不等同于金融司法裁判标准。如何构建资产管理人谨慎勤勉的司法裁判标准，依然是实践中亟待解决的问题。

近年频繁出现的投资“爆雷”及投资者维权事件⁽⁴⁾，使得谨慎勤勉司法裁判标准的构建已经迫在眉睫。司法裁判标准的明晰能够使得投资者和资产管理人形成合理预期，有助于争议的理性解决。司法裁判标准的缺失或模糊，则容易使得投资者维权事件非理性化，各方试图通过非法律途径“角力”。而且，裁判标准不一，会对司法公信力造成损害，也可能使得投资者与资产管理人之间因难以信任而减少合作，减损社会因分工合作而致繁荣的程度。

目前，我国学者已对谨慎勤勉司法裁判标准开展了相关研究，但研究也存在明显的欠缺之处。一是国内学者侧重对美国信托受托人的谨慎投资人规则进行介绍和建议移植，或主张《信托法》《证券法》在资管领域的扩张适用，但由于我国的信托主要是营业信托，集合信托计划本质上属于私募基金，适用谨慎投资人规则的相应建议存在偏差，而《信托法》《证券法》扩张适用的主张与资管产品类型化背景下的司法实际需要亦有距离。二是谨慎勤勉司法裁判标准主要是基于司法裁量的视角，有些研究偏重立法论而缺乏对本土司法案例和司法需求的实证分析。三是美国资产管理中的谨慎勤勉司法裁判标准也在动态和细化发展，没有对美国相应标准的细化研究，也难以有效地进行比较和借鉴。因此，笔者将首先从法理基础上探讨谨慎义务及其独特性，而后通过梳理中国一线城市近五年司法案例以反映我国裁判标准构建需求，再尝试有针对性地进行比较和构建，在此基础上提出完善我国相应谨慎勤勉裁判标准的建议。

一、信义法理论中的谨慎义务及其独特性

（一）信义义务中的谨慎义务

很多学者主张信义义务由忠实义务和谨慎义务共同构成。⁽⁵⁾ Tamar Frankel 提出，信义义务系为降低信义关系中委信人的风险而存在。委信人面临两项风险，一是受信人滥用委信人所交托的财产或权力而引发的风险，二是受信人可能未尽履职履责而引发的风险。信义义务从而分为忠实义务和谨慎义务。⁽⁶⁾ 谨慎义务涉及受信人服务的质量，受信人运用其专长和其自由裁量权是委信人所需要的，但委信人难以予以监督，而社会不容许存有不受限制、不用负责的权力。因此，谨慎义务可视为在承认受信人专长和自由裁量权基础上对受信人服务的外围约束。⁽⁷⁾ Paul B. Miller 提

(3) 刘贵祥：《关于金融民商事审判工作中的理念、机制和法律适用问题》，载《法律适用》2023年第1期，第11-12页。

(4) 比如涉及中江信托、中信资本等管理人的投资者维权事件。参见陈嘉玲、郑利鹏：《中江信托：“危险”的尽职调查》，载中国经营网2019年3月9日，<http://www.cb.com.cn/index/show/jr/cv/cv12517210260>；闫利：《中信资本炸雷内幕：30亿产品踩雷5家上市公司 受害投资者多达千人》，载金融界网，<http://mapp.jrj.com.cn/news/stock/2019/03/15153127173372.shtml>。

(5) 也有学者主张谨慎义务不具备信义关系上的独特性，从而不认为信义义务包含谨慎义务，下文将详述。

(6) Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2011, p. 106.

(7) Tamar Frankel, *Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2011, p. 169-170.

出，忠实义务作为信义义务几无争议，谨慎义务也属信义义务，而将其他义务作为信义义务则没有说服力。⁽⁸⁾ Claire A. Hill 和 Brett H. McDonnell 认为，从最抽象的仅一个义务的角度，公司董事的信义义务则为积极追求公司最佳利益的义务；如分为两个义务，则为忠实和谨慎义务。⁽⁹⁾ Julian Velasco 提出，谨慎义务与忠实义务紧密关联，虽然有很多不同，二者在根本上是类似的。⁽¹⁰⁾

在资产管理的信义义务结构中，投资者（委托人）资金和管理人（受托人）专业投资管理能力相结合。投资者期望借助管理人投资管理的专业能力而实现财富的保值增值；管理人通过汇集和管理投资者的资金收取管理费报酬而从事营业；汇聚的资金和专业投资管理能力的结合可以引导资金流向更有价值的地方，优化社会资源的配置。但这种结构有其固有的风险，即基于投资管理事项的专业性，管理人怠于施展其专业投资管理能力或者不能谨慎决策时，投资者难以辨识投资损失到底是因市场风险还是因管理人未能谨慎勤勉，而且投资者与管理人签订的合同（信托合同/资管合同/基金合同/理财合同等）也难以事先就未来的、尚未发生的具体事项进行全面约定。这需要司法在事后适度介入，以使得信义义务结构的运用能够趋利避害，降低交易成本。⁽¹¹⁾ 否则，人们不再依赖他人而转为依靠自己，或者减少相关需求，导致社会将难以有效分工合作并因而繁荣。⁽¹²⁾ 谨慎勤勉的司法裁判标准是降低交易成本（包括司法成本）的一项利器。⁽¹³⁾

（二）谨慎义务的独特性问题

关于信义关系是否引致独特的谨慎义务，学界亦存有争议。反对信义法谨慎义务独特性的观点，主要认为信义关系上的谨慎义务与侵权责任相比并不具有独特性，故没有必要特别构建信义关系上的谨慎义务而致法律义务重叠。Deborah A. DeMott 和 D. Gordon Smith 认为，很多不在信义关系中的人也负有谨慎义务，谨慎义务并不具有信义上的独特性。⁽¹⁴⁾ Matthew Conaglen 同样认为，很多信义关系中的受托人（比如信托受托人、董事、律师）负有谨慎义务，但很多信义关系受托人以外的其他人也负有谨慎义务，谨慎义务并不专属于信义关系的受托人。而且，谨慎义务的程度对于不同的行为人而言是不同的，但该等不同是程度的不同，与是否系信义关系中的受托人无关。信托受托人负有谨慎义务，信义法将信托谨慎义务移植到信义法的其他领域，但随着“过

（8） Paul B. Miller, *A Theory of Fiduciary Liability*, 56 McGill Law Journal 235, 281 (2011).

（9） Claire A. Hill & Brett H. McDonnell, *Stone v. Ritter and the Expanding Duty of Loyalty*, 76 Fordham Law Review 1769, 1779–1796 (2007). 该文基于公司法上的案例发展，将董事的忠实义务再细分为传统的忠实义务和善意义务（good faith）。

（10） Julian Velasco, *A Defense of the Corporate Law Duty of Care*, 40 Journal of Corporation Law 647, 697 (2015).

（11） Robert H. Sitkoff, *The Economic Structure of Fiduciary Law*, 91 Boston University Law Review 1039, 1044–1045 (2011).

（12） Tamar Frankel, *The Rise of Fiduciary Law*, Boston University School of Law Public Law Research Paper No.18–18, 2018; also see https://scholarship.law.bu.edu/faculty_scholarship/345.

（13） Max M. Schanzbach & Robert H. Sitkoff, *The Prudent Investor Rule and Market Risk: An Empirical Analysis*, 14 Journal of Empirical Legal Studies 129, 132–140 (2017). 在该论文中，作者依据金融数据而较为宏观地论证了谨慎投资人规则在整体上提升了信托受托人对投资的风险管理水平。

（14） Deborah A. DeMott, *Beyond Metaphor: An Analysis of Fiduciary Obligation*, 1988 Duke Law Journal 879, 915 (1988); D. Gordon Smith, *The Critical Resource Theory of Fiduciary Duty*, 55 Vanderbilt Law Review 1399, 1409 (2002).

失”在20世纪的发展，前述移植已不再像以前一样重要。^{〔15〕}

支持信义法谨慎义务独特性的观点，则从其与侵权法谨慎义务的区别上来论证。Paul B. Miller提出，信义法的谨慎义务在起源、定位和内容上均是独特的。从起源来看，侵权法的谨慎义务要求一个人保持适当的注意，以避免对他人施加可合理预见之伤害的风险，这并不需要双方建立独特的法律关系；而信义法的谨慎义务起源于信义关系的成立。从定位来看，侵权法的谨慎义务主要约束行为，信义法的谨慎义务则为约束自由裁量权。从内容来看，侵权法的谨慎义务主要内容为合理的注意，而信义法的谨慎义务还包括合理的勤勉和技能，信义法的谨慎义务标准与侵权法上的一般过失标准也不同。^{〔16〕} Julian Velasco 则从公司法上董事的谨慎义务着手，从驳论和立论两个角度论证谨慎义务不是忠实义务的附属物，而是包含在信义义务中的重要组成部分。从驳论的角度，基于谨慎义务而判决董事承担责任的案件数量少，并不是谨慎义务不存在的有力证明，因为董事行为标准和司法裁判标准并不等同；基于法官对商业缺乏专长，法院对过失的判断并无充足把握，但如果完全没有谨慎义务案件，则董事没有这方面的警醒；对董事谨慎义务的履行不可能完全不约束，市场力量不足以消除不当行为；不是更高的谨慎标准，而是较低程度的实施标准，使得董事谨慎义务属于独特的信义义务，行为标准和司法裁判标准的分野正是建立在信义考量上。^{〔17〕} 从立论的角度，Julian Velasco 认为，从起源上看，谨慎义务在比较早的案件中即已存在，谨慎义务的作用主要在于吓阻而不是赔偿；忠实义务并不能充分识别出利益冲突，忠实义务的作用比较弱；忠实义务并不足够，因为信义关系中委托人寻找受托人最重要的是期望其运用技能和勤勉行事，利益冲突的可能是第二重要的考量，至少谨慎义务不能缩水；法律影响人们的行为，规定董事的谨慎义务，仍有促进其履职的作用。^{〔18〕} John Goldberg 提出，信义法的谨慎义务和侵权法的谨慎义务既有相同点又有重大区别。相同点在于，没有不当行为就没有责任，行为标准主要是客观的。但信义法的谨慎义务有两点重大不同，使得信义法的谨慎义务是独特的：通过约定可以减免信义法谨慎义务的责任；基于商业判断等规则，法院对信义法谨慎义务的态度系“较低程度地实施”^{〔19〕}。

综合来看，信义法的谨慎义务与非信义法的谨慎义务相比，既有共同之处又具有独特性。第一，从信托受托人谨慎义务的起源来看，其借鉴了罗马法和民法体系中的一般过失和严重过失标准以及英国寄托关系的法律规则^{〔20〕}，并非从起始就完全独立地发展起来。英国法院也并

〔15〕 Matthew Conaglen, *Fiduciary Loyalty: Protecting the Due Performance of Non-fiduciary Duties*, Hart Publishing, 2010, p. 35–39.

〔16〕 Paul B. Miller, *A Theory of Fiduciary Liability*, 56 McGill Law Journal 235, 282–283 (2011).

〔17〕 Julian Velasco, *A Defense of the Corporate Law Duty of Care*, 40 Journal of Corporation Law 647, 649–682 (2015).

〔18〕 Julian Velasco, *A Defense of the Corporate Law Duty of Care*, 40 Journal of Corporation Law 647, 683–695 (2015).

〔19〕 John C. P. Goldberg, *The Fiduciary Duty of Care*, in Evan J. Criddle, Paul B. Miller & Robert H. Sitkoff eds., *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2019, p. 406–414.

〔20〕 Joshua Getzler, *Duty of Care*, in Peter Birks & Arianna Pretto-Sakmann eds., *Breach of Trust*, Bloomsbury Publishing, 2002, p. 46–47.

未将信托受托人的谨慎义务限制在衡平法的管辖下，合同法和侵权法也能够适用于受托人的过失行为，以此保护受托人免于过重的责任负担。⁽²¹⁾ 第二，从资产管理的角度来看，确如 John Goldberg 所述，商业判断规则导致司法对谨慎义务的态度系“较低程度地实施”，而且信义法谨慎义务的责任可以通过合同约定排除适用，侵权法的谨慎义务没有这种特点。第三，基于信义关系的特殊性，受信人在履行谨慎义务过程中享有自由裁量权，而且在社会分工日趋细化的当代，委信人主要是期望受信人运用专业技能及勤勉、充分履行谨慎义务。法律需要引导和促进受信人谨慎勤勉，保护委信人的信任；同时也需要激励受信人充分运用自由裁量权，而非为自保而“不求有功，但求无过”。行为标准和司法裁判标准的分野正是法律平衡保护该等权益的设计。

我国已有学者提出重视司法机关的积极作用⁽²²⁾，提及“重大过失”标准⁽²³⁾，或“严重有悖一个从事同行业的人在类似情形下应有的注意义务，严重偏离行业惯例和标准”之标准⁽²⁴⁾，亦有司法工作者和学者结合个案尝试对司法裁判标准直接提出一定的具体化建议，主张对商业判断不宜过度介入和干预，可以结合程序综合认定。⁽²⁵⁾ 我国资产管理行业的发展本身就是高度行政导向的⁽²⁶⁾，行为标准的规范较多而司法介入的历史较短，但我国近年来也积累了不少案例。一方面，如没有系统梳理中国代表性司法案例面对的真实问题，可能使得法律移植“不接地气”，相应的法条或概念被搁置。在东亚最早移植信托法的日本，学者已提出，虽然日本已经就信义义务进行了诸多立法，但司法对受托责任的理解与裁判却显得模糊和迟缓。⁽²⁷⁾ 另一方面，在我国司法案例资源和经验相对较少的情况下，无法仅从我国司法案例和经验中提取充分的裁量规则，需要基于我国司法审判需要而有针对性地从司法案例资源丰富的国家借鉴，不仅借鉴相关概念，更需要深入对裁判规则和法理的研究⁽²⁸⁾，以“还原具体的法律适用场景，作出更精准的判断”⁽²⁹⁾。下文将结合我国案例和美国经验，逐步探讨如何构建切合我国司法需要的裁判标准，在此基础上试图澄清在我国是否需要及如何推动司法裁判标准与行为标准的分野。

(21) Joshua Getzler, *Duty of Care*, in Peter Birks & Arianna Pretto-Sakmann eds., *Breach of Trust*, Bloomsbury Publishing, 2002, p. 41–42.

(22) 夏小雄：《“得形”、“忘意”与“返本”：中国信托法的理念调整和制度转型》，载《河北法学》2016年第6期，第93页。

(23) 许可：《私募基金管理人义务统合论》，载《北方法学》2016年第2期，第49页。

(24) 周淳：《证券服务机构诚信义务统合论》，载《兰州大学学报（社会科学版）》2020年第6期，第84页。

(25) 竺常贇、范黎红、王珊：《违约潮背景下资管产品受托人违反信义义务的责任界定》，载《上海金融》2021年第6期，第58页。

(26) 缪因知：《法律如何影响金融：自法系渊源的视角》，载《华东政法大学学报》2015年第1期，第95–96、102页。

(27) Masayuki Tamaruya & Mutsuhiko Yukioka, *The Japanese Law of Fiduciaries from Comparative and Transnational Perspectives*, 5 UC Irvine Journal of International, Transnational, and Comparative Law 135, 147–153 (2020).

(28) 张文显：《法理：法理学的中心主题和法学的共同关注》，载《清华法学》2017年第4期，第28–39页。

(29) 刘贵祥：《关于金融民商事审判工作中的理念、机制和法律适用问题》，载《法律适用》2023年第1期，第13页。

二、我国司法实践中的裁判标准构建需求及路径探讨

本文以北大法宝数据库为数据来源，将审结日期设定在 2018 年 1 月 1 日到 2022 年 12 月 31 日的五年期间，设定全文中包含“谨慎”字样，将有可能包含资管纠纷的案由“证券投资基金交易纠纷”“金融委托理财合同纠纷”“民间委托理财合同纠纷”“信托纠纷”逐一进行全面检索，并基于一线城市金融审判的代表性而选取审理法院所在地为北京、上海、广州、深圳的所有裁判文书。经过对检索的裁判文书进行仔细审阅，并将一个以上投资者基于同一资管产品而诉管理人的案件仅选取一个做代表，本文共筛选出实质涉及管理人谨慎勤勉司法裁判的有效案件 29 件。^{〔30〕}

（一）案件审结年度和法院所在地

从表 1 所示案件审结年度来看，近五年间案件审结数量于 2020 年达到最高为 12 件，2021 年审结 8 件，其余年度均为 3 件。案件数量变化可能是受经济去杠杆和《资管意见》打破刚兑等因素影响。^{〔31〕}虽有观点认为我国信托上的司法救济不足，合适的商事信托因而在中国没有扎根^{〔32〕}，但中国法院已经面对和处理较多的管理人是否谨慎勤勉的争议。其中，北京（仅 1 件为最高人民法院审理）和上海的法院是审理该等纠纷的主要法院（见表 2），与京沪金融中心城市地位相称。梳理我国法院对管理人谨慎义务司法介入的既有经验并予以提升已为当务之急，也已具备一定的司法案例基础。

表 1 案件审结年度区间

案件审结年度/年	案件数/件（合计 29）
2018	3
2019	3
2020	12
2021	8
2022	3

表 2 法院所在地

法院所在地	案件数/件（合计 29）
北京	15
上海	9
广州	2
深圳	3

〔30〕 基于上述筛选范围设定，共检索出裁判文书 349 份。笔者审阅认为实质涉及管理人谨慎勤勉司法裁判的裁判文书有 136 份，其中共有 125 份裁判文书涉及同一资管产品仅选取一个做代表（18 个案例）的情形。

〔31〕 中国人民银行等于 2018 年 4 月 27 日发布的《资管意见》明确禁止刚性兑付，比如第 6 条第 2 款规定“金融机构应当加强投资者教育，不断提高投资者的金融知识水平和风险意识，向投资者传递‘卖者尽责、买者自负’的理念，打破刚性兑付”，第 19 条规定了“刚性兑付”的认定情形和惩处要求。

〔32〕 Lusina Ho, *Business Trusts in China: A Reality Check*, 88 University of Cincinnati Law Review 767, 769 (2020).

（二）案件涉及资管产品的类型和底层投资标的类型

表3显示，案件涉及产品的类型多样，包括信托公司的信托计划、券商、期货、基金子公司资管计划、私募基金管理人的私募基金和受托理财，但没有基金公司的公募基金和银行（及理财子公司）理财产品，其主要原因是公募基金或理财产品系主要面向公众募集，其监管更加严格繁复，且投资标的通常具有高流动性的特点，投资者也有比较便利的退出权。因而相比私募产品而言，公募基金或理财产品需要司法对谨慎义务的介入程度最低。这与美国《投资公司法》第36(a)款几乎没有司法介入谨慎义务案例的情况类似。因而，资产管理人谨慎勤勉的司法裁判标准，实质需求主要聚焦于非公募资管产品。而表3中案件涉及产品类型最多的是信托公司集合资金信托计划、私募基金管理人的私募基金和基金子公司资管计划。易言之，我国资产管理人谨慎勤勉司法裁判标准的构建目前应以私募资管产品上的相应需求为主，普通信托和公募基金产品相关的需求尚不迫切。

表3 案件涉及产品的类型

案件涉及产品的类型	案件数/件（合计29）
集合资金信托计划（信托公司发行）	12
私募基金管理人的私募基金（私募基金管理人发行）	9
基金子公司资管计划（公募基金子公司发行）	3
券商资管计划（证券公司发行）	2
单一资金信托计划（信托公司设立）	1
期货公司资管计划（期货公司发行）	1
私募基金管理人接受委托（私募基金管理人设立）	1

而从表4来看，涉案资管产品底层投资标的的类型中，普通证券9件，其余20件。非普通证券中，未上市公司股权、收益权、证券（定向增发）、债权（借贷、应收账款）、地产融资的案件数量相当。如果排除普通证券类型案件中基于“平仓”发生的纠纷（3件），则非标准化的标的类型更占关于谨慎勤勉纠纷的主要类型。这可能是因为非标准化的投资标的更具个性，更需要资产管理人充分运用专长和自由裁量权进行决策和管理，但也更容易引发投资者对管理人是否谨慎勤勉的不同理解，而“投资需谨慎，入市有风险”的理念在股票、债券等普通证券的投资中应已经被较高程度地接受和认可了。

表4 资管产品底层投资标的类型

资管产品底层投资标的类型	案件数/件（合计29）
普通证券	9
证券（定向增发）	3
未上市公司股权	5

续表

资管产品底层投资标的类型	案件数/件（合计 29）
收益权	4
债权（借贷，应收账款）	4
地产融资	4

（三）判定是否担责的理由及反映的裁判标准构建需求

判定管理人不承担责任的案件 18 件，承担责任的案件 11 件。另有两个案件判定管理人承担责任是因为适当性管理问题，对于谨慎勤勉的争议未再处理，故未纳入统计。^{〔33〕} 这样来看，在对管理人是否因谨慎勤勉而须承担责任进行裁量并进而判定管理人担责的案件比例约为 38%。

表 5 显示，判定不担责的主要理由是“已履行了一定行为”，进而认定管理人已尽谨慎勤勉义务（6 件案件），“投资标的系有限合伙份额或合资公司股权，非直接投资底层项目”（2 件案件）系说明已履行了较上一层的投资义务，亦与“已履行了一定行为”的理由近似。“已履行了一定行为”指向行为标准，但后文将会进一步论证，管理人的行为标准和司法裁判标准并不应当一致，“已履行了一定行为”作为主要理由可能与我国司法裁判标准的缺失和模糊有关。和商业判断规则比较近似的理由有“属于受托人商业判断范畴，符合一般的商业逻辑”“对管理人的解释予以尊重”“有权自主决定”（共 3 件案件），这指向了司法裁判标准。其他较多使用的理由包括“系通道或仅承担事务管理职责”以及简洁的“原告未提供证据证明”。

表 5 判定管理人不承担责任的主要理由

判定管理人不承担责任的主要原因	案件数/件（合计 18）
已履行了一定行为	6
投资标的系有限合伙份额或合资公司股权，非直接投资底层项目	2
系通道或仅承担事务管理职责	2
原告未提供证据证明	2
项目非管理人为委托人选定	1
有权自主决定	1
对管理人的解释予以尊重	1
对外委托投资顾问	1
并非未及时变现处置股票	1
属于受托人商业判断范畴，符合一般的商业逻辑	1

〔33〕 胡招蓉与德邦创新资本有限责任公司金融委托理财合同纠纷案，上海市浦东新区人民法院民事判决书（2020）沪 0115 民初 15501 号；前海开源资产管理有限公司、深圳市锦安基金销售有限公司委托理财合同纠纷案，广东省深圳市中级人民法院民事判决书（2020）粤 03 民终 19093、19097、19099 号。此外，投资标的、方式等与约定不符或者违反监管规定、未完全履行信息披露义务等在实践中亦可作为裁量是否担责的理由，本文论述仅着重于检索案例中提取的比较主要的理由。

对于判定管理人承担责任的原因（见表6），“未按约定平仓”“违反平仓前不得再买入的约定”系根据具体合同约定而判断，相对简单，从而较少需要司法酌情裁量的空间。而“尽职调查不谨慎”“风控措施未履行或不谨慎或无效果”“谨慎投资者的注意义务”更多体现了司法酌情裁量的空间，关涉到行为标准与司法裁判标准的适用选择。

表6 判定管理人担责的主要原因

判定管理人担责的主要原因	案件数/件（合计11）
尽职调查不谨慎	2
风控措施未履行或不谨慎或无效果	4
未按约定平仓	2
违反平仓前不得再买入的约定	1
投后未要求标的企业提供账簿	1
谨慎投资者的注意义务	1

投资管理是资产管理人工作的核心内容，需要资产管理人充分运用自由裁量权，但投资管理中的自由裁量权也是最容易引发关于资产管理人是否谨慎勤勉质疑的诱因。梳理前述判定是否担责的理由，可以看出资产管理人投资管理中的行为标准与司法裁判标准的关系问题也是我国司法审判中需要处理的核心问题。具体而言，如下两个问题在我国司法裁量中特别重要而又尚未形成明确标准，镜像出我国构建相关司法裁判标准的核心需求。其一，资产管理人在尽职调查及风控措施上是否谨慎勤勉。尽职调查是管理人投资管理中谨慎义务的核心要素，因为尽职调查是作出投资决策和进行投后管理的信息基础。可以说没有好的尽职调查，就难以有好的投资决策和风险控制。管理人应当发挥在尽职调查和风险管控上的专长，投资者则通常无此专长，即使有此专长也不需花费时间和精力去做，投资者与管理人由此而分工合作。其二，“亲自管理”与“转委托”中的谨慎义务认定（也涉及“通道”责任）。“亲自管理”与“转委托”的关系涉及资产管理人的投资管理职责能否进一步分工的问题。这两个具体问题都涉及商业判断规则或者行为标准和司法裁判标准的区分。下文将进一步展开分析。

（四）在案例梳理基础上的裁判标准构建路径探讨

前述案例梳理有助于澄清我国司法裁判标准构建路径的问题。比如，针对信托受托人谨慎勤勉裁判标准在我国尚欠缺的问题，从立法完善的角度，我国学者多聚焦于介绍美国谨慎投资人规则的演变历史，主张我国进行法律移植。^{〔34〕}比如，姚朝兵基于对美国信托法中谨慎投资人规则的

〔34〕 比如张淳：《〈美国统一谨慎投资人法〉评析》，载《法学杂志》2003年第5期，第57-58页；陈斌彬：《美国信托受托人的谨慎投资义务论析》，载《福建金融管理干部学院学报》2011年第1期，第44-48页；姚朝兵：《美国信托法中的谨慎投资人规则研究》，法律出版社2016年版，第216-257页；彭插三：《论信托法谨慎投资人规则的制度基础——兼及对我国的启示》，载《财经理论与实践》2011年第3期，第124-128页；文杰：《信托受托人的谨慎投资义务标准研究》，载《财贸研究》2011年第2期，第149-155页；张敏：《美国谨慎投资者规则与现代投资组合理论探析》，载《证券市场导报》2007年第7期，第28-33页；陈杰：《论商业信托受托人义务的演变及对我国的启示》，载《河北法学》2014年第3期，第188-194页。

研究，建议借鉴该等规则而在我国《信托法》中明确“谨慎”中的注意、技能、审慎三要素，并引入谨慎投资的具体规则，包括投资组合整体判断、风险收益权衡、分散投资、谨慎委托、成本控制、事前标准等规则。⁽³⁵⁾ 上述研究推进了对信托受托人“谨慎投资人规则”的理解，但需要留意美国《统一谨慎投资人法》的适用范围。我国信托主要在营业信托中展开，集合信托产品实质上属于基金产品⁽³⁶⁾，在类型上对标美国的私募基金，而不是美国《统一谨慎投资人法》中的私人无偿信托。⁽³⁷⁾ 因此，笼统主张我国借鉴移植美国《统一谨慎投资人法》与我国信托受托人实质上主要履行基金管理人职能的状况尚不是很匹配。有学者从移植历史的角度分析信托在亚洲的发展历程，指出日本、韩国以及我国及其台湾地区系为资产管理的社会需求而接受信托，而应用于家庭继承规划的社会需求在历史上和当下都不足，但所制定的信托法却以民事信托为范例，这使法院和行业陷入困境。⁽³⁸⁾

亦有学者主张对《信托法》或《证券法》等法规的适用进行扩张，以囊括资管产品主要类型。如邢会强主张，除不可拆分转让的单一资管产品外，将资管产品定性为证券。⁽³⁹⁾ 黄辉提出，需要将《信托法》《证券投资基金法》《证券法》等涉及信义义务的相关规则进行系统地梳理，统一表达方式与适用标准。⁽⁴⁰⁾ 王涌提出让资产管理业回归大信托的格局，并提出《资管意见》未来的立法定位应该是《营业信托法》或《谨慎投资人法》。⁽⁴¹⁾ 刘燕认为，相对于回归“大信托”的诉求，在资管行业推动“信义义务”的共识更关键。⁽⁴²⁾ 季奎明提出统一金融理财市场适用的法律规范，完善《信托法》来统一规范理财业务的当事人，扩张《证券法》的适用范围来统一规范理财产品的公开发行与流通。⁽⁴³⁾ 以上研究主张统一规则的构建路径，在我国资产管理体制仍主要是分业监管的情形下殊值继续推动。信托法能够解决商事信托所遇到的一些问题，不需要将商事信托与传统家事信托截然分开，但也需要承认商事信托与家事信托的区别。⁽⁴⁴⁾ 信托法的谨慎义务最为严格，资产管理则面临商事信托和家事信托规则不尽相同以及信义义务与监管法规重叠等问题，对信托法上的规则并非直接类推适用即可，相关司法裁判标准的构建至少也同步需要区分类型。

易言之，前述案例梳理已反映出我国资产管理人谨慎勤勉的司法裁判标准之构建需求聚焦于私募资管产品，目前应当以私募资管产品司法裁判标准的构建为重。另外，前述案例梳理反映出

(35) 姚朝兵：《美国信托法中的谨慎投资人规则研究》，法律出版社 2016 年版，第 216—257 页。

(36) 郑彧：《论我国信托产品法律结构之瑕疵》，载《上海金融》2009 年第 10 期，第 79 页。

(37) 参见 Uniform Prudent Investor Act 的序言。

(38) 何锦璇、李颖芝：《亚洲对信托的接受：历史视角》，载何锦璇、李颖芝主编：《亚洲大陆法系国家和地区中的信托法》，查松译，法律出版社 2020 年版，第 11—27 页。

(39) 邢会强：《我国〈证券法〉上证券概念的扩大及其边界》，载《中国法学》2019 年第 1 期，第 256 页。

(40) 黄辉：《资产管理的法理基础与运行模式——美国经验及对中国的启示》，载《环球法律评论》2019 年第 5 期，第 142 页。

(41) 王涌：《让资产管理行业回归大信托的格局》，载《清华金融评论》2018 年第 1 期，第 82—84 页。

(42) 刘燕：《大资管“上位法”之究问》，载《清华金融评论》2018 年第 4 期，第 25—28 页。

(43) 季奎明：《论金融理财产品法律规范的统一适用》，载《环球法律评论》2016 年第 6 期，第 103—105 页。

(44) Zhang Ruiqiao, *Changes and Challenges of the Role of a Trustee in a Commercial Context: Does this Separate Commercial Trusts from Trusts?*, 42 Business Law Review 262, 262—271 (2021).

行为标准与司法裁判标准的关系问题是司法需求上的核心问题，偏重立法论的研究难以满足该等司法需求，我国司法裁判标准需要重构。以下结合在案例梳理中识别出的我国构建相关裁判标准的核心问题展开中美比较研究，并尝试构建相关裁判标准。

三、裁判标准的中美比较及构建尝试

（一）对我国司法裁量中特别重要而又尚未形成明确标准的两个具体问题的比较研究

1. 尽职调查及风控措施上的谨慎勤勉：“过失”与“欺诈”

（1）我国司法案例上的“过失”

我国司法案例对管理人尽职调查实施情况的评判常从“过失”的角度进行。比如，在上海钜派投资集团有限公司等与程军委托理财合同纠纷案（下称上海钜派案）中，法院认为管理人在投资阶段未能发现国家企业信用信息公示的合伙人信息与所投项目《合伙协议》约定内容不符，“对此未作充分调查”；在投后管理阶段，对所投资的有限合伙企业是否将基金款项用于受让上市公司股权未尽审慎审核义务，轻信执行事务合伙人的说辞。^{〔45〕}在广东华兴银行股份有限公司与中国民生信托有限公司营业信托纠纷案中，法院认为，民生信托对差额补足义务人股票质押情况调查结果错误，直接影响华兴银行的投资决策和风险控制措施选择；民生信托明显迟延形成信托财产处置方案，未认识到所投项目预算投资的大幅增加和项目进度的延期可能导致信托财产遭受重大损失。^{〔46〕}这两个案件均系评判投前尽职调查和投后管理尽职调查中的“过失”。

关于风控措施未履行或不谨慎，我国法院同样从“过失”的角度对管理人相应履职情况进行了评判。比如，在胡晚华与北京信文资本管理有限公司等委托理财合同纠纷案（下称胡晚华与北京信文案）中，法院认为管理人未能落实有关应收账款质押、股权质押的风控措施，有关土地抵押的落实情况与《尽职调查报告》所载不同。^{〔47〕}该案件既有风控措施落实上的“过失”，也有披露信息与实际履行情况不一致的问题。在邓子君与联储证券有限责任公司营业信托纠纷案中，法院认为，案外人东方金钰和保证人多次违反《回购合同》约定，被告作为专业金融投资机构，在涉案资管计划的风险控制上应当尽到专业审慎的注意义务，但对上述事项却没有及时披露与控制相应的风险，亦未采取积极有效的措施履行《回购合同》项下的义务。^{〔48〕}此处归责理由则系采取风控措施上的“过失”。

（2）美国司法案例上的“欺诈”

美国私募基金关于尽职调查和风控措施的司法案例主要是因麦道夫或相类庞氏骗局的暴露而引发。美国案例裁判呈现出两种不同倾向：一种倾向是支持投资者，认为管理人投资庞氏骗局计

〔45〕 上海金融法院民事判决书，（2021）沪74民终1626号。

〔46〕 北京市第二中级人民法院民事判决书，（2020）京02民初302号。

〔47〕 北京市朝阳区人民法院民事判决书，（2019）京0105民初40353号。

〔48〕 上海市浦东新区人民法院民事判决书，（2019）沪0115民初13879号。

划，未能履行尽职调查承诺。另一种倾向是支持管理人，认为缺失尽职调查表明可能存在“过失”，但是尚不能构成欺诈。核心区别在于是否认定证券欺诈的“明知”要件成立。⁽⁴⁹⁾ 不同于我国案例所聚焦的“过失”，美国司法案例的争议主要聚焦于承诺的尽职调查及风控措施的缺失是否构成证券欺诈。原因主要是美国联邦证券法规对投资者诉权的限定，比如，《投资顾问法》第 206 条未提供给投资者相应私人诉权⁽⁵⁰⁾，投资者个人诉权的依据主要是《证券交易法》第 10(b) 款，即以证券欺诈为由起诉。⁽⁵¹⁾ 美国州法上的信托、代理、合同、侵权法也是责任基础，但州法院已高度依靠联邦法规作为指导以裁量信义责任。⁽⁵²⁾

反欺诈规则在美国私募基金上的适用，是由证券法规和司法判例共同达成的。美国的反欺诈条款规定在 1934 年《证券交易法》第 10(b) 款⁽⁵³⁾ 和证券交易委员会予以细化的 10b-5 规则⁽⁵⁴⁾ 中。而基于美国最高法院在解释何谓“证券”中确立的“豪威规则”(Howey Test)⁽⁵⁵⁾，私募基金符合证券中“投资合同”的特征并进而适用 10b-5 规则。⁽⁵⁶⁾ 在基于 10b-5 规则的诉讼中，原告通常需要主张五个要素：对事实的实质虚假陈述或重大遗漏；故意；与证券交易的相关性；损失和交易的因果关系；经济损失。⁽⁵⁷⁾

根据美国 1995 年的《私人证券诉讼改革法案》(Private Securities Litigation Reform Act)，就证券欺诈诉讼，原告需要主张被告的陈述或遗漏对原告造成误导。而就被告的主观状态，原告的主张需要达到“实足推断”(strong inference) 的标准。⁽⁵⁸⁾ 何谓“实足推断”，美国司法判例形成的解释是，对欺诈“故意”的推断必须是具有说服力的⁽⁵⁹⁾，如有相抵触的推论，比如推论被告是基于错误信息的过失 (careless mistakes)，该相抵触的推论须不具备原告主张的“故意的轻率”(conscious recklessness) 同样的说服力。⁽⁶⁰⁾

(3) 比较讨论

比较而言，虽然反欺诈规则对于认定资产管理人实施欺诈案件中的投资者而言能够提供有效保护，但是美国的“实足推断”标准对管理人而言仍是比较宽容的标准。在管理人承诺尽职调查

(49) Wulf A. Kaal, *Private Fund Investor Due Diligence: Evidence from 1995 to 2015*, 36 *Review of Banking & Financial Law* 257, 313 (2016).

(50) *Transamerica Mortg. Advisors, Inc. (TAMA) v. Lewis*, 444 U.S. 11, 100 S. Ct. 242 (1979).

(51) 对此并参考了作者与美国罗格斯法学院 (Rutgers Law School) 法学教授、前美国证券交易委员会助理总法律顾问 Arthur B. Laby 先生的沟通咨询意见。

(52) Arthur B. Laby, *Fiduciary Principles in Investment Advice*, in Evan J. Criddle et al. eds., *The Oxford Handbook of Fiduciary Law*, Oxford University Press, 2019, p. 145–165.

(53) 15 U.S.C. § 78j(b).

(54) 17 CFR § 240.10b-5.

(55) *Sec. & Exch. Comm'n v. W. J. Howey Co.*, 328 U.S. 293, 296–301 (1946).

(56) Kenneth J. Black, *Private Equity & Private Suits: Using 10B-5 Antifraud Suits to Discipline a Transforming Industry*, 2 *Michigan Journal of Private Equity & Venture Capital Law* 271, 280 (2013).

(57) *In re Daou Sysetms, Inc.*, 411 F. 3d 1006, 1014 (9th Cir. 2005).

(58) 15 U.S.C. § 78u-4(b).

(59) *Tellabs, Inc. v. Makor Issues & Rights, Ltd.*, 551 U.S. at 314, 323, 324, 328, 127 S. Ct. 2499 (2007).

(60) *Teamsters Local 445 Freight Div. Pension Fund v. Dynex Capital Inc.* 531 F. 3d 190 (2nd Cir. 2008), p.197.

及相应风控措施但实际未做的情形下，从谨慎投资义务上来说系未能履行该等义务，但基于“过失”和“欺诈或者故意的轻率”的区分，美国案例中的“过失”并不能得到法院的支持。对于我国案例中尽职调查（及相应风控措施）与承诺不一致的争议情形（如胡晚华与北京信文案），在说理中可以借鉴美国“实足推断”标准进行论证。即在多种相竞争的推论中，其中一种推论是基于错误信息的“过失”，另一种推论是“故意的轻率”，而法院说理部分需要论证后者比前者更有说服力或者至少一样具有说服力，以此提升判决说理程度和更精细地统一诉讼裁判规则。毕竟，尽职调查和风控措施都是要在投资管理和商业环境中实施，如同本文详述的商业判断规则的理据，不宜以管理人仅存在“过失”就赋以司法追责。在美国，“过失”要严重到“故意的轻率”的程度并且适用反欺诈规则才可能被投资者起诉和被司法追责，这种在立法和司法中以相应起诉标准避免管理人诉累和动辄得咎的政策也是将行为标准与司法标准分离，不过此处的司法标准是司法起诉标准。在我国司法推行立案登记制而“有案必立”的情况下，司法裁判标准上有必要对前述美国的政策予以适当考量，即推动司法裁判标准与行为标准的分野，以实现相类的目标。

同时，我国的资管产品也需要明确证券法上反欺诈规则的适用。我国《证券法》第2条第3款规定，资产管理产品发行和交易的管理办法由国务院依照证券法的原则规定。借鉴美国将投资合同均纳入“证券”范畴的做法，我国亦可以明确将银行理财产品、私募资管产品和私募基金等均列为“证券”，由此将证券法上反欺诈规则明确适用于资管产品。

此外，在基于仲裁条款而导致的仲裁管辖案件中，投资者关于“过失”的指摘亦是美国券商面临的核心争议之一。⁽⁶¹⁾ 基于仲裁保密原则，相关仲裁裁量规则并不明晰。美国前述司法案例的裁判结果呈现出两个方向，也表明美国私募基金的相关裁判尚未形成比较清晰的标准。⁽⁶²⁾ 目前并不宜建议我国司法中因借鉴证券法上“欺诈”“实足推断”的宽容标准而拒绝投资者对管理人投资管理中“过失”的起诉，但美国在立法和司法中以相应起诉标准避免管理人诉累和动辄得咎的政策考量可以参考，以推动我国司法裁量“过失”标准的合理化变更与平衡保护投资者和管理人的利益。

2. 谨慎投资人规则：“亲自管理”与“谨慎委托”

在刘振奎与广东粤财信托有限公司营业信托纠纷案（下称刘振奎与粤财信托案）中，法院认为谨慎的投资者也会得出欣泰电气将因欺诈发行而被暂停上市或强制退市的风险已经很高的结论，而作为专业受托人的粤财信托如果遵照审慎原则并尽到受托人的注意义务，完全能够发现投资顾问提出的大量购买欣泰电气股票的建议是风险极大且极不合理的。⁽⁶³⁾ 由此来看，该案在说理

(61) FINRA, *Dispute Resolution Statistics*, FINRA (4 June 2023), <https://www.finra.org/arbitration-mediation/dispute-resolution-top15controversycustomers>.

(62) Wulf A. Kaal, *Private Fund Investor Due Diligence: Evidence from 1995 to 2015*, 36 *Review of Banking & Financial Law* 257, 313 (2016).

(63) 广东省广州市中级人民法院民事判决书，（2021）粤01民终416号。

论证上可能受到了信托“亲自管理”理念的影响。⁽⁶⁴⁾

对此，可以借鉴美国《统一谨慎投资人法》第9条采用的“谨慎委托规则”。⁽⁶⁵⁾在历史上，美国《信托法重述（二）》的评论中曾说明管理人须对投资顾问的建议予以独立判断。⁽⁶⁶⁾但是，聘请投资顾问就是要借助投资顾问的专长，管理人可能缺乏这种专长或者不便履行投资决策职能，从而管理人难以对投资顾问的建议予以实质判断或者由管理人做实质判断并不经济，管理人监督投资顾问的建议不应是再次做实质判断。我国证监会发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》（2023年1月12日证监会令第203号修订）第69条规定了管理人对投资顾问应当明确准入标准和程序、进行尽职调查、约定权利义务、进行监督评估⁽⁶⁷⁾，这与美国《统一谨慎投资人法》第9条规定的“谨慎委托规则”⁽⁶⁸⁾相似。基于在高度不完备的法律体系下制定的规章具有“形成中的法律”的实质合理性⁽⁶⁹⁾，司法审判中可以考虑打破金融分业监管的思维掣肘，而从实质重于形式的角度予以参考。在这个意义上，刘振奎与粤财信托案在说理上是从管理人实质判断投资顾问建议的谨慎义务着手，就有一定的商榷空间。

另外，刘振奎与粤财信托案所涉信托合同约定，“受托人根据全体委托人的意愿及指定聘请创势翔公司为本信托计划的投资顾问并与之签订《投资顾问合同》”⁽⁷⁰⁾，该等约定应意在规避《信托法》第30条的适用，但其不应影响受托人在“谨慎委托”上的义务。赵廉慧教授提出，委托人选择的投资顾问的权利来源于委托人，因而《信托法》第30条不应适用，此时投资顾问属于委托人指定的指示权人。⁽⁷¹⁾在具有同类情形的新疆广汇液化天然气发展有限责任公司诉中海信托股份有限公司营业信托纠纷案中，法院就是依据信托合同的相应约定而认为系争信托计划属于事务管理型信托，并由此判定应由委托人自行承担投资顾问所作交易指令正确与否的后果。⁽⁷²⁾然而，集合

〔64〕《信托法》第30条规定：“受托人应当自己处理信托事务，但信托文件另有规定或者有不得已事由的，可以委托他人代为处理。受托人依法将信托事务委托他人代理的，应当对他人处理信托事务的行为承担责任。”

〔65〕参见 Uniform Prudent Investor Act 第9条。该条规定，对于拥有相关技能的其他受托人可以合理地将投资和管理职能对外委托的，该受托人也可以进行对外委托；但在选择受托人、明确适合信托目的和条款的委托范围和约定、定期检查监督上应运用合理的注意、技能和谨慎；在此基础上，对代理人的决定或行为，受托人对受益人或信托不负有责任；对外委托的代理人应遵守相应委托约定，对信托负有合理的注意义务。

〔66〕Restatement (Second) of Trusts § 171 (1959), at Comments f & h.

〔67〕《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》第69条规定：“证券期货经营机构应当建立资产管理计划的销售机构和投资顾问的授权管理体系，明确销售机构和投资顾问的准入标准和程序，对相关机构资质条件、专业服务能力和风险管理制度等进行尽职调查，确保其符合法规规定。证券期货经营机构应当以书面方式明确界定双方的权利与义务，明确相关风险的责任承担方式。证券期货经营机构应当建立对销售机构和投资顾问履职情况的监督评估机制，发现违法违规行为的，应当及时更换并报告中国证监会相关派出机构。”

〔68〕参考 Uniform Prudent Investor Act 的第9条及该条评论。

〔69〕缪因知：《中国证券法律实施机制研究》，北京大学出版社2017年版，第48页。

〔70〕广东省广州市中级人民法院民事判决书，（2021）粤01民终416号。

〔71〕赵廉慧：《投资顾问的法律地位：受托人转委托？还是委托人选择指示权人？》，载微信公众号“InlawweTrust”2023年1月19日，<https://mp.weixin.qq.com/s/I-d2HoeoogJV-t1aYXb35w>。

〔72〕上海金融法院民事判决书，（2019）沪74民初2871号。

信托计划的信托结构的设计和信托合同的制作均系信托公司主导，相关条款也系信托公司拟定，事实上与其说投资顾问系委托人指定，不如说委托人接受了信托公司与投资顾问的合作及对投资顾问的委托。证券投资信托的模式发展有其历史原因，21 世纪初主要为主动管理，但随着市场竞争的变化，坚持由信托公司自主管理并不符合市场实践发展。⁽⁷³⁾ 私募基金管理人仍对信托公司、基金子公司等有合作需求，因为信托公司、基金子公司等作为金融机构可以在处理申购赎回及分配、估值、风控阈值设置及管理甚至资金募集上履行职责，而私募基金管理人可以专注于投资研究和选股，专业分工仍具有价值和市场需要。在这种分工合作的模式下，信托公司作为信托结构的设计者和信托合同的制作者，由其承担对投资顾问的选择、授权范围的确定、检查监督上的谨慎义务是合理的。同时，在对“谨慎委托”的司法裁量中仍然适用商业判断规则。⁽⁷⁴⁾

（二）商业判断规则：“行为标准”与“司法裁判标准”

前述两个具体问题的比较研究均指向商业判断规则或“行为标准”与“司法裁判标准”的分野。商业判断规则使得法院可以避免对商业决策进行司法实质审查，这与“公平规则”恰好相反。比较来看，美国商业判断规则是对司法审查“公平规则”的替代。商业判断上诚实的错误不应由法院审查，而司法审查的“公平规则”则会审查交易的实质和程序的各个方面（其中最主要的是价格是否公允）。⁽⁷⁵⁾ 在我国判定管理人不担责的案件理据中，“对管理人的解释予以尊重”“有权自主决定”“符合一般的商业逻辑”均和商业判断规则比较近似，但又并未明确适用商业判断规则，因而说理论证中有“商业判断规则”的影子，但尚未达到形成比较明确的裁判规则的程度。而在判定管理人担责案件的论证中，“尽职调查不谨慎”“风控措施未履行或不谨慎或无效果”作为理由的相应案件，甚至都没有首先从能否推翻“商业判断规则”的前置程序论证，而径行对尽职调查和风控措施予以实质评价。《九民纪要》则笼统规定了由管理人承担勤勉尽责的举证责任，不能举证证明的，应承担相应赔偿责任。⁽⁷⁶⁾ 比如，在陈晨与国民信托有限公司营业信托纠纷案中，对于投资者主张管理人投资前未调查出融资方财务困境的指摘，国民信托公司则将投前的尽职调查报告及审计报告等作为证据提交以自证谨慎勤勉，法院亦作出“融资方在信托计划成立时并未有明显的财务困境”的判断。⁽⁷⁷⁾ 这已经与进行实质及程序各方面审查的司法审查“公平规则”比较接近。

我国同样需要保护管理人自主投资决策的权利和积极性，保护管理人商业判断的机制价值，因而也需要考虑美国司法审查的“公平规则”已向“商业判断规则”转变的情形。我国司法案件中也有部分法院已经借鉴商业判断规则的理念，但尚未明确具体裁判规则，还有部分法院仅简单

(73) 缪因知：《证券投资信托的法律构造与监管流变》，载《当代法学》2017 年第 2 期，第 72 页。

(74) 李宇：《商业信托法》，法律出版社 2021 年版，第 910 页。

(75) Bodell v. Gen. Gas & Elec. Corp., 15 Del. Ch. 119, 132 A. 442 (1926), 15 Del. Ch. 420, 140 A. 264 (1927).

(76) 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 94 条规定：“资产管理产品的委托人以受托人未履行勤勉尽责、公平对待客户等义务损害其合法权益为由，请求受托人承担损害赔偿责任的，应当由受托人举证证明其已经履行了义务。受托人不能举证证明，委托人请求其承担相应赔偿责任的，人民法院依法予以支持。”

(77) 北京市东城区人民法院民事判决书，(2020)京 0101 民初 11844 号。

说明“原告未提供证据证明”，论证理据不足。因此，可以明确在投资管理的谨慎勤勉司法裁量上统一适用商业判断规则，避免选择性适用，同时需要明确具体裁判规则，避免仅作为一个概念性的考量因素。

美国商业判断规则中对于公司董事可合理获得重要信息的“已知情”之判断是程序性的，并非实质性的“合理”标准^{〔78〕}，并且在该程序性的标准上采用的是严重过失（gross negligence）标准^{〔79〕}，而非一般过失标准。我国案例以“已履行了一定行为”为由判定不承担，从相反的角度来看则系没有区分严重过失与一般过失，而且该理由容易导致司法的随意性。因为“已履行了一定行为”更是一种事实认定，可以论证“已经谨慎勤勉”，也可以论证“尚有谨慎勤勉之不足”，故而与“已经谨慎勤勉”的结论之间缺少合理的推论逻辑。比如同样是投资于有限合伙份额，前述上海钜派案从未切实履行非执行事务合伙人的查阅权、监督权的角度论证“不谨慎”，恒宇天泽案则从不需要执行合伙事务的角度论证“已谨慎”^{〔80〕}。此外，“已履行了一定行为”作为理由也误将行为标准和司法裁判标准一致对待了。我国可以相应借鉴和限制司法介入的方式（程序性）和程度（严重过失），将行为标准和司法裁判标准予以区分。

四、结语

如何构建资产管理人投资管理中谨慎勤勉的司法裁判标准，是本文探讨的核心问题。法律需要引导和促进受信人谨慎勤勉，保护委信人的信任；同时也需要激励受信人充分运用自由裁量权，而非为自保而“不求有功，但求无过”。行为标准和司法裁判标准的分野正是法律平衡保护该等法益的设计，从而使得信义法的谨慎义务具有独特性。基于对我国一线城市近五年相关司法案例的特征与说理论证的梳理，可以看出我国相应司法裁判标准之构建需求聚焦于私募资管产品，行为标准与司法裁判标准的关系问题是司法需求上的核心问题。具体而论，关于资产管理人在尽职调查及风控措施上是否谨慎勤勉的问题，美国以相应起诉标准避免管理人诉累和动辄得咎的政策可予参考，在我国司法推行立案登记制而“有案必立”的情况下，可以推动司法裁判标准与行为标准的分野，以实现相类的目标。关于“亲自管理”与“转委托”中谨慎义务认定问题，谨慎投资人规则中的“谨慎委托规则”值得借鉴，而“谨慎委托”的司法裁量中仍然适用商业判断规则。这两个具体问题的比较研究均指向商业判断规则或“行为标准”与“司法裁判标准”的分野，我国需要予以借鉴并限制司法介入的方式（程序性）和程度（严重过失）。基于信义法谨慎义务独特性的合理的裁判规则有助于平衡保护投资者和管理人，是资产管理相关金融审判工作的内在要求，也是信义法提升因分工合作而致繁荣程度的体现。

〔78〕 Brehm v. Eisner, 746 A. 2d 244 (2000).

〔79〕 Smith v. Van Gorkom, 488 A. 2d 858 (1985).

〔80〕北京市东城区人民法院民事判决书，（2020）京 0101 民初 438 号。该案法院作出管理人不予赔偿判决的另一个主要理由是“损失未定”。

Whether Asset Managers Are Prudent and Diligent: Judgment Standards and Construction Paths

SUN Hongqing

Abstract: How to construct judicial standards for reviewing asset managers' prudence and diligence is an urgent problem to be solved. The law needs to guide and promote trustees' prudence and diligence in order to protect trustors' trust, while it also needs to encourage trustees to fully utilize their discretion. The divergence between behavioral standards and judicial standards, which makes the duty of prudence in fiduciary law unique, is precisely the design of legal balance to protect these legal interests. Based on an analysis of characteristics and reasoning of relevant judicial cases in China's first-tier cities in the past five years, it can be concluded that the construction of a judicial standard about asset managers' prudence and diligence in China focuses on private asset management products, and the relationship between behavioral standards and judicial standards is the core issue in judicial requirements. The policy considerations of the United States using corresponding prosecution standards to avoid the burden of litigation and blame can be referred to, while the "prudent delegation rules" in the prudent investor rules and the business judgment rules that distinguish "behavioral standards" and "judicial standards" are worthy of study.

Keywords: Asset Management; Trust; Business Judgment Rules; Duty of Prudence; Fiduciary Duty

(责任编辑: 王乐兵 汪友年)