

私募资管业务管理人的估值义务之规制及建议

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(下称“**资管新规**”)对资管产品提出“净值化管理”后,合理公允估值成为各类资管业务的管理人应尽的重要勤勉尽责工作内容。2022年1月,深圳市证监局在2022年第1期《证券期货机构监管通讯》中通报了三则未采用公允价值估值被实施行政监管措施的案例。深圳证监局同时就私募产品在投资私募债过程中估值管理不到位的情况提出了风险警示。无独有偶,自2021年起,各地证监局屡次对未妥善尽到估值义务的机构作出行政监管措施。2022年6月2日中国银行保险监督管理委员会公布的三起行政处罚信息中,也有一起涉及到了违规估值问题。不难看出,估值问题是近一段时间各基金、证券、期货机构值得关注的重点合规方向。

本文将从私募资管业务为视角,梳理现有法律法规及执法、司法实践中对估值义务的规制,并就管理人在估值过程中应注意的事宜提出相应的建议。

一、与估值相关的行政监管规制

伴生于资管新规的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》(下称“**《私募管理办法》**”)

及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》(下称“**《私募运作规定》**”,与《私募管理办法》二者统称为“**资管细则**”)对私募资管业务管理人的估值义务作出了进一步的要求。资管细则要求管理人确定合理的估值方法和科学的估值程序,真实公允地计算资产管理计划净值。

关于如何进一步真实准确地计算估值,《中国证券监督管理委员会关于证券投资基金估值业务的指导意见》(下称“**《基金估值指导意见》**”)提出了基本要求与原则性指导。就其适用范围而言,尽管其系针对证券投资基金的估值指导意见,但其在附则条款中明确,就适用范围而言,私募基金、资管计划均应参照指导意见执行。

在2021年以前,几乎无法通过公开渠道检索到监管部门就估值问题对管理人机构作出的公开行政监管措施。然而,自2021年5月至今短短一年的时间,各地证监局密集地针对估值不当问题对多家管理人机构作出责令整改、暂停产品备案等一系列行政监管措施。在此,我们梳理了目前公开渠道可检索的私募资管计划估值问题相关行政监管案例情况如下表:

序号	时 间	执 法机构	原因	违反的规 则	罚则	监管措施
1.	202 1.5.7	陕 西 证监局	部分资产管理计划所持有的金融工具估值不合理；未明确要求定期对集合计划的估值政策和程序的执行效果进行评估。	《私募运作规定》第 34 条第 1 款 ¹	《私募管理办法》第 78 条	机构被责令整改
2.	202 1.11.24	上 海 证监局	对不同私募资产管理计划持有的同类资产采用不同估值方法； 个别私募资产管理计划未严格遵守公允估值原则，估值方法不合理； 在债券已经发生实质违约的情况下未及时调整估值，估值程序存在缺陷。	《私募管理办法》第 43 条 ²	《私募管理办法》第 78 条	机构被出具警示函
3.	202 1.12.28	北 京 证监局	个别私募资产管理产品未及时调整违约债券估值。	《私募业务管理办法》第 43 条、第 58 条 ³	《私募业务管理办法》第 78 条	机构被出具警示函
4.	202 1	深 圳 证监局	资管产品所投资的私募债等资产未按照规定要求采用公允价值估值。 (共三家机构)	未披露	未披露	机构被出具警示函、责令改正； 部门负责人被监管谈话

¹ 《私募运作规定》第 34 条规定，资产管理计划应当按照《企业会计准则》、《指导意见》以及中国证监会关于资产管理计划对金融工具进行核算与估值的规定、资产管理计划净值计价及风险控制要求，确认和计量资产管理计划净值。

² 《私募管理办法》第 43 条规定，证券期货经营机构应当对资产管理计划实行净值化管理，确定合理的估值方法和科学的估值程序，真实公允地计算资产管理计划净值。

³ 《私募管理办法》第 58 条规定，证券期货经营机构应当建立健全与私募资产管理业务相关的投资者适当性、投资决策、公平交易、会计核算、风险控制、合规管理、投诉处理等管理制度，覆盖私募资产管理业务的产品设计、募集、研究、投资、交易、会计核算、信息披露、清算、信息技术、投资者服务等各个环节，明确岗位职责和责任追究机制，确保各项制度流程得到有效执行。

序号	时间	执法机构	原因	违反的规 则	罚则	监管措施
5.	202 2.1.4	浙江 证监局	对具有相同特征 的同一投资品种采用 的估值技术不一致； 对违约资产估值 不合理，未按规定向 投资者披露相关信息。	《私募管理 办法》第3条第1 款 ⁴ 、第43条、50 条第1款第4项 ⁵	《私募 管理办法》 第78条	机构被责令改正， 暂停私募资产管理产 品备案6个月，责令管 理人按照公司内部规 定处分问责有关人员； 主要负责人被监 管谈话
6.	202 2.3.3	上海 证监局	个别资产管理计 划在所投资的债券已 经停止竞价交易的情 况下仍采用历史收盘 价估值，估值方法不 合理。	《基金估值 指导意见》第二 条第（二）项 ⁶ 《私募管理 办法》第43条	《私募 资管办法》 第78条	机构被责令整改； 公司合规总监、估 值委员会委员被出具 警示函
7.	202 2.3.15	北京 证监局	对具有相同特征 的同一投资品种采用 的估值技术不一致； 使用成本法对私 募资管计划中部分资 产进行估值。	《基金估值 指导意见》第一 条（二）项 ⁷ 、第二 条第（二）项 《私募运作 规定》第34条第 1款	《私募 管理办法》 第78条	机构被责令整改； 部门执行负责人 监管谈话

概言之，监管部门容易关注到以下估值问题：

- (1) 未使用能够反映公允价值的估值方法（如不当使用成本法估值）；
- (2) 缺乏对估值程序进行评估的内控制度；
- (3) 对不同私募资产管理计划持有的同类资产采用不同估值方法；

(4) 未及时调整估值方法（包括未对违约债券、停止竞价债券调整估值方法）；

(5) 未及时向投资者披露估值信息。

在处罚措施上，尽管违反估值义务理论上可能根据《私募管理办法》第80条被处以行政处罚，但根据我们对现有执法实践的理解，监管部门更倾向于根据《私募管理办法》第78条对管理人及相关直接负责人作出行政监管措施。具体而言，如果未妥善履行公允估值义务，管理人可能受到包括但不限于责令整改，被出具警示函，暂停资

⁴ 《私募管理办法》第3条第1款规定，证券期货经营机构从事私募资产管理业务，应当遵循自愿、公平、诚实信用和客户利益至上原则，恪尽职守，谨慎勤勉，维护投资者合法权益，服务实体经济，不得损害国家利益、社会公共利益和他人合法权益。

⁵ 《私募管理办法》第50条第1款第4项规定，资产管理计划运作期间，证券期货经营机构应当按照以下要求向投资者提供相关信息：（四）发生资产管理合同约定的或者可能影响投资者利益的重大事项时，在事项发生之日起五日内向投资者披露。

⁶ 《基金估值指导意见》第二条第（二）项规定，对不存在活跃市场的投资品种，应采用在当前情况下适用并且有足够可利用数据和其他信息支持的估值技术确定公允价值。采用估值技术确定公允价值时，应优先使用可观察输入值，只有在无法取得相关资产或负债可观察输入值或取得不切实可行的情况下，才可以使用不可观察输入值。

⁷ 《基金估值指导意见》第一条第（二）项规定，基金管理人应对投资品种进行估值时应保持估值程序和技术的一致性。同一基金管理人管理的不同基金持有的具有相同特征的同一投资品种的估值原则、程序及技术应当一致(中国证监会规定的特殊品种除外)。

管新产品备案等行政监管措施；管理人机构的估值负责人和相关部门主要负责人也可能受到被出具警示函、被监管谈话等行政监管措施。

二、因估值问题可能承担的民事法律责任

《基金估值指导意见》中强调，管理人和托管人在进行估值、计算或复核资产净值的过程中未能遵循相关法律法规或合同约定，给投资人造成损害的，应分别对各自的行为依法承担赔偿责任。

不同于行政监管强调对管理人行为本身合法性的实质审查，在民事诉讼中向管理人追究责任，则需要对损失的金额以及因果关系进行举证。尽管《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 94 条对资管产品受托人是否履行勤勉尽责义务的举证证明责任进行了倒置处理，但投资人仍需要对其认为管理人不当的行为进行初步的举证或具体的描述。此外，投资人还需要证明和建立起损失金额以及管理人未尽勤勉尽责义务与损失之间的因果关系。

具体到估值问题，投资人向管理人主张赔偿损失的理由通常包括：（1）管理人估值方法错误给投资人造成损失；（2）管理人未及时调整估值给投资人造成损失；（3）管理人未及时有效披露估值给投资人造成损失。

以上理由和损失之间的因果关系链条大致可描绘为：由于管理人估值方法错误/未及时调整估值/未及时披露估值导致投资人未能及时了解其投资的产品的公允价值，进而未能在此基础上作出有效的赎回、减平仓等投资判断，并因此造成损失。不过，在司法实践中，要证明这样的因果关系存在相当程度的难度。即使管理人的估值行为存在不合规的情形，法院在认定因果关系时还会考虑投资人本身是否有根据对估值的了解作出投资决策的机会、是否存在其他影响投资收益的因素等排除因果关系的事实要素。例如：

（1）投资人了解到净值下跌与行使赎回权之间不具有必然性

在（2020）粤 01 民终 15306 号案中，法院认定投资管理公司未履行及时向投资人报告净值的义务，妨害了投资人及时行使赎回基金产品的权利，存在过错。

与此同时，法院认为投资人未能及时了解产品净值下跌的信息，也与其自身急于了解基金产品的净值信息存在关系。并且，了解到净值下跌与行使赎回权利之间仅是一种可能性，而不是必然发生的事件，因此报告义务的未履行并不必然导致投资人损失的扩大。最终，法院酌定投资管理公司赔偿投资人 20% 的投资款。

（2）估值方法的错误与否并不影响对赎回的判断

在（2019）京 0101 民初 7655 号案中，投资人主张，信托公司⁸对停牌股票使用错误的估值方式，导致其错过减仓时机，造成损失。对此，法院认为，信托公司对停牌股票进行正式估值时未采用合同约定的 AMAC 估值指数，的确存在违约行为。尽管如此，根据信托合同的约定，判断减仓日期的依据是预估信托净值，而信托公司未按照合同约定对停牌股票进行正式估值不影响其对减仓与否的判断，因此，投资人的损失与信托公司的违约行为之间不存在因果关系，不支持投资人的主张。

值得一提的是，此案二审被北京二中院裁定发回重审。截至目前，我们尚未通过公开渠道检索到案件重审的相关判决书。

（3）证券市场的系统性风险才是导致投资损失的直接原因

在（2019）京 0105 民初 8765 号案中，信托计划的净值跌破平仓线，根据信托合同的约定，原告 B 类受益人有追加增强资金的权利。投资人

⁸ 尽管该案并非针对私募资管计划管理人的案例，但鉴于信托计划中受托人的相关估值义务与资管业务管理人的估值义务类似，因此

在此列举作为参照，下同。

认为信托计划受托人没有履行信托计划净值跌破平仓线后的信息披露义务，造成其损失。而法院则认为，尽管信托公司存在信息披露、风险提示方面的违规，但该等原因并不直接对应信托财产的操作，仅是损失的间接原因，证券市场的系统性风险才是导致投资人损失的直接原因。尽管如此，鉴于存在其他违规行为，法院酌情判令信托公司承担一定的责任。

(4) 投资产品封闭期内管理人披露净值违规不影响投资决策

在（2020）沪 0104 民初 5374 号案中，法院经审理查明信托公司在发布信托计划的管理报告中未披露信托计划所投资的新三板股票净值，存在违规之处。但是，由于信托合同中并未就信息披露的方式达成明确约定，信托公司本身并不存在违约行为。更进一步的，投资人购买的是存续期间不可回购的信托产品，因此，法院认定信托公司针对信息披露的违规行为与投资人的损失之间没有因果关系，不支持投资人的请求。

此外，还有很多认定信息披露的违规行为与损失难以证明因果关系的司法实践案例。⁹可以看出，估值方法的错误或估值披露的瑕疵不一定导致民事责任的承担。但是，估值问题通常伴随着内控制度不完善、未勤勉尽责、违反合同约定等一系列的问题，该等行为一旦与损失之间构成了因果关系，即可能使管理人机构对投资人承担巨额的赔偿责任。

投资人向管理人追究损失时，常常主张以某一日的净值计算投资损失。就基金而言，司法实践的普遍观点认为，基金份额净值是对基金份额的估值，与基金权益清算后所能收回的投资款项不具有对等性¹⁰，投资人实际可取得的权益只能在基金按照程序清算后依次序分配，司法实践中通常较少支持投资人以某日净值主张损失的请求。

三、管理人在估值中应注意的事宜

结合现有法律法规、执法实践以及司法实践，我们建议管理人在处理估值工作时应注意如方面：

(1) 全面审查既往估值程序、估值技术与估值决策体系，梳理既往估值工作过程中存在的风险漏洞，如发现既往估值方法存在瑕疵，与托管人充分协商，考虑修改估值方法；

(2) 注重对具有相同特征的另一投资品种的估值原则、程序及方法的一致性，特别是对于同系列不同期的产品，要注重前后估值方法的一致性；

(3) 严格履行合同义务与监管要求，并保留履行该等估值工作的工作底稿及保存底稿的载体，包括估值委员会的会议记录，向投资人披露估值信息的发送记录等；

(4) 注重投后管理，在旗下资管产品所持资产停牌、停止竞价交易时格外注意及时通过合法合规的程序变更估值方法；

(5) 尽量使用可观察数值或公允托管场所第三方出具的公允估值，例如按照中债指数或中证指数对债券进行公允估值；

(6) 完善内部控制制度，避免通过技术性手段调整产品估值、虚增净值；

(7) 严格限制使用成本法估值，对不得使用成本法估值的资产进行充分的合理性论证并保留相关工作底稿。

四、结语

资管新规度过了三年多的过渡期，生效一年有余。资管领域不断丰富的监管经验及执法实践经验必然让精细化合规成为趋势。根据在公开渠道检索到的信息，自 2022 年 2 月至本文形成之时，有十余家管理人机构就旗下基金所持有的资产估值调整进行了及时的公告；而在此之前，这样的公告鲜少见到。市场已经敏锐地嗅到了监

⁹ 例如（2021）粤 01 民终 6448 号案

¹⁰ 可参考（2022）鲁民终 579 号案、（2021）京 02 民终 5569 号案、

（2021）京 74 民终 967 号案等。

管的新侧重点。及时梳理、反思现有估值机制存在的问题，及时解决历史遗留问题，是值得各资管业务管理人关注的命题。我们也会持续关注资

管领域的各类法律合规问题，与市场保持同步前行。

崔文辉	合伙人	电话：86 21 2208 6374	邮箱：cuiwenhui@junhe.com
陈雨崑	律 师	电话：86 21 2208 6197	邮箱：chenyuwei@junhe.com
刘晨昕	合伙人	电话：86 21 2283 8220	邮箱：liuchx@junhe.com
唐璞培	合伙人	电话：86 21 2283 8385	邮箱：tangyp@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

