

量化私募基金系列之三 ——人工干预、管理人报酬及持有人大会等问题分析

作者：吕红 | 汪健 | 李亚兰

中国量化私募基金行业近年来取得了令人瞩目的蓬勃发展，但在发展的同时也面临一些挑战。

结合我们对量化私募基金行业的观察和理解，从法律合规的视角出发，我们尝试就量化私募基金的若干方面问题进行了梳理，与行业交流与探讨。

本文为系列文章的第三篇，聚焦于量化私募基金管理人对策略模型算法进行人工干预、主动减免报酬以及份额持有人大会等问题的分析与提示。

一. 管理人是否应当对量化策略模型进行人工干预

1. 干预与否——两种不同的选择

量化私募基金管理人在 2024 年初的市场情况下，针对是否对量化策略模型进行人工干预(本文以是否对原有策略模型在不同板块的仓位布局进行调整为例)，形成了两派不同的操作。

(1) 进行人工干预

此类量化私募基金管理人，对原有策略模型进行了调整，调整了仓位布局，降低小微盘股仓位并提升大盘股仓位。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

(2) 没有进行人工干预

此类量化私募基金管理人，仍坚持原有风格，没有对仓位布局进行大幅调整。此类量化私募基金管理人，可能认为 2024 年初的市场情况是由多重风险因素共同影响造成，待市场恢复正常后将进入净值的快速恢复期，而此时进行人工干预反而可能会导致双向踏空。

从事后验证来看，坚持原有策略模型而没有大幅调整仓位布局的量化私募基金，随着小微盘股的市场反弹，较快地取得了净值回升。反倒是进行了仓位布局人工干预的量化私募基金，在超额修复方面的表现可能更为被动。

2. 从监管合规责任的视角分析

根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）第二十三条关于“因算法同质化、编程设计错误、对数据利用深度不够等人工智能算法模型缺陷或者系统异常，导致羊群效应、影响金融市场稳定运行的，金融机构应当及时采取人工干预措施，强制调整或者终止人工智能业务”的规定来看，如果存在人工智能算法模型缺陷或系统异常导致羊群效应并影响金融市场稳定运行，且基金管理人没有进行人工干预的，意味着基金管理人违反了前述规定，从而可能面临监管合规风险。

但需要承认的是，2024 年初量化私募基金行业的市场情况，是在整体市场环境面临多重风险因素叠加的情形下发生的。在这一特殊的市场环境下，希望尽量减少产品亏损并获得净值修复，相信是量化私募基金管理人的普遍共同意愿；或者说，对于专业量化私募基金管理人而言，是否进行人工干预，更多是基于其自身专业判断而做出的决策，而不太可能出现管理人基于专业判断认为应当或不应人工干预而故意采取相反的动作。尤其是，部分进行了人工干预的量化私募基金，从事后验证角度，其取得的净值修复结果，反而可能不如未进行人工干预的量化私募基金。

综合前述情况，我们倾向于认为，尽管存在《资管新规》的前述规定，但如果因此而推导出量化私募基金管理人在面对 2024 年初的市场情况下必须进行人工干预的结论，也可能不尽合理。

- (1) 《资管新规》关于适用人工干预以存在“人工智能算法模型缺陷或系统异常导致羊群效应并影响金融市场稳定运行”为前提条件，如果量化私募基金管理人能够自证不存在自身算法模型或系统异常等情况，则存在相应的解释空间。
- (2) 量化投资交易作为高度专业化的资产管理业务，是否进行人工干预属于量化私募基金管理人履行主动管理职责的范畴。无论是否进行人工干预，此等决策正当、合理的关键，都在于需要论证该等决策是量化私募基金管理人在谨慎勤勉基础上做出的决策。换言之，量化私募基金管理人是否进行了人工干预，如果其能够证明做出该等决策在当时情况下是

合理有利的，则可能不宜对量化私募基金管理人进行过分苛责。毕竟投资决策结果的不可预测性，本身就是权益投资的天然属性。

3. 从民事赔偿责任的视角分析

根据《民法典》第五百七十七条、第五百八十四条的规定，基金管理人向投资者承担民事赔偿责任，以基金管理人未能履行基金合同义务或者履行基金合同义务不符合约定为前提；而且，造成投资者损失的，损失赔偿额应当相当于因管理人违约所造成的损失。回到量化私募基金管理人在 2024 年初市场情况下是否进行人工干预而言，受限于投资结果无法准确预测的天然属性，即使管理人基于专业判断做出了自认为合理有利的决定，也可能造成不尽如人意的投资结果。因此，判断量化私募基金管理人是否需要就其人工干预与否的决定承担赔偿责任，不宜“唯结果论”，而应审慎判断管理人是否切实履行了基金合同所约定的义务。

至于量化私募基金管理人的义务，根据《证券投资基金法》、《私募投资基金监督管理条例》等法律法规、监管规则以及基金合同的约定，我们理解，最终都可以落脚为“是否履行了谨慎勤勉义务”。而根据最高人民法院于 2019 年发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》第九十四条的规定，基金管理人是否已经履行了谨慎勤勉的义务，举证责任由基金管理人承担，如果基金管理人不能举证证明已经履行勤勉义务，则面临承担赔偿责任的风险。具体到量化私募基金管理人在 2024 年初的市场情况下是否应当进行人工干预，同前文所述，我们认为不应仅以结果导向来评判。关键在于管理人在面对投资者质疑时，能否自我举证其做出人工干预与否的决策在当时是合理有利的。关于自我举证的程度问题，上海金融法院在“2022 年度上海法院金融商事审判十大案例之七——资管产品管理人投资决策勤勉义务的认定”中的观点值得关注。上海金融法院认为，在确定是否系因管理人决策失当而导致委托人遭受损失，涉及投资决策的合理性判断。上海金融法院指出，司法应当谨慎介入对投资决策合理性的判断，尽力避免用司法判断取代商业判断，以免干扰正常的商业交易；通常情况下，管理人的商业判断应予尊重，但投资决策的商业判断存在重大合理性怀疑的情况下，法院可在尊重商业判断的基础上适当介入，并谨慎把握合理性判断的标准；管理人投资决策的合理性，可在尊重商业判断的基础上，根据投资当时的可得信息，结合产品其余投资情况、市场同类投资情况、争议事件的市场反应等参照因素，以过错考量为依据，予以综合判断。

也即，对于量化私募基金管理人自我举证其做出人工干预与否的决策是否符合谨慎勤勉义务，需要结合管理人当时可得的信息、市场同类投资情况等因素进行综合判断。按照上海金融法院在该案例中的观点，除非管理人的商业判断有重大合理性怀疑，否则司法判断不应轻易介入，不应简单以损失为导向认定投资决策适当与否。例如，部分量化私募基金管理人在 2024 年初的市场情况下进行了人工干预，但从事后验证角度，其取得的净值修复结果反而可能不如未进行人工干预的量化私募基金，但这并不代表该等管理人需因此承担民事赔偿责任。

二. 关于管理人减免管理费、业绩报酬的提示

部分量化私募基金在 2024 年初的市场情况下出现了净值的大幅下跌，出于安抚投资者等方面的考虑，量化私募基金管理人寻求减免管理费或业绩报酬。尤其量化私募指增产品因其业绩报酬通常挂钩指数，因此即使基金净值亏损但只要相比于跟踪指数存在超额收益就可以收取业绩报酬，从而可能导致投资者的不满情绪更为突出，进而促使量化私募基金管理人减免业绩报酬的动力可能更大。

基金管理人主动减免管理费、业绩报酬的操作，从商业逻辑角度，属于其主动让利的行为；但在监管合规角度，仍需要关注减免方式的合规性问题。具体来说，根据《私募投资基金备案指引第 1 号——私募证券投资基金》等监管规则，基金管理人及私募基金不得通过费用返还等方式调节基金收益或亏损，不得通过约定管理费返还等方式，变相向投资者提供保本保收益安排。即，虽然私募基金管理人主动放弃或降低管理费、业绩报酬在商业上是主动让利，但仍不得违反不得向投资者“保本保收益”的底线要求。

结合我们对资产管理机构减免管理费及业绩报酬的观察，提请管理人注意以下事项。

1. 可以减免的管理费和业绩报酬的范围

减免的管理费和业绩报酬，应当以尚未产生为限。如果在该等管理费和业绩报酬已经产生后再行放弃，其实质具有管理人以自有资金补偿投资者亏损的属性，从而具有“保本保收益”的嫌疑。相比而言，如果该等管理费和业绩报酬尚未产生，此时进行放弃，属于放弃未来收取报酬的权利而非实际已经归属于管理人的费用。

需要说明的是，管理费和业绩报酬是否产生，不应以相关款项是否转入管理人账户为标准，而应当以是否“计提”进行判断。如果基金净值已经计提了管理费和业绩报酬，即使相应款项仍在产品账户，但已经构成了产品的负债和管理人的债权。形象地说，如果管理人放弃已经计提的管理费和业绩报酬，该产品净值将会出现回升的情况，可见这与该等款项是否实际划付并无实质关系。

2. 减免管理费和业绩报酬的实操注意事项

同前文分析，减免管理费和业绩报酬应以尚未产生为限，由此意味着在满足特定的条件下(例如业绩回升)，管理人将会继续收取管理费和业绩报酬。鉴此，从实操角度来看，管理人在发布减免公告时，不仅需要明确减免的相关安排，同时也需明确说明未来恢复收取管理费和业绩报酬的条件，以避免给投资者带来将长期减免的判断。

此外，在减免管理费和业绩报酬的过程中，需要关注“公平对待投资者”的问题，避免管理费和业绩报酬的减免原本是管理人主动让利的良好意愿，却因未公平对待投资者而引发新的质疑。例

如，对于同一产品仅对个别投资者进行减免，或者对同一投资策略的系列产品仅对个别产品进行减免，都可能会引发投资者关于未被公平对待的质疑。

三. 关于召开份额持有人大会修改预警止损线的分析

在 2024 年初的市场情况下，随着净值的大幅下跌，相当一部分私募基金已经触及或濒临触及基金合同约定的预警线或止损线。设置预警止损机制，对于控制投资者的亏损金额具有重要意义，但因此也可能导致基金产品失去修复的机会，从而导致投资者面临实亏。例如，部分量化私募基金在 2024 年初的市场情况下触及预警线导致被动降低仓位，从而导致在市场反弹时错失及时修复的机会；再例如，不同投资者对于市场走势存在不同判断，或者单纯是拒绝接受实亏，从而希望量化私募基金继续运作。

基于前述情况，促使管理人和部分投资者产生了下调预警止损线的动力。而实际情况是，调整预警止损线属于对基金合同的重大变更从而需要取得投资者的同意，但通过全体投资者签署补充协议的方式难度很大，因此部分基金管理人拟采用份额持有人大会的方式实现此类调整。

不同于公募基金份额持有人大会受到法律法规及监管规则的完善指引并且在实际操作中已经较为常见，私募基金份额持有人大会成功召开的案例仍相对较少。在过往的法律服务中，我们曾服务私募基金管理人完成了份额持有人大会的成功召开。近期，也有部分管理人向我们咨询了关于通过份额持有人大会下调预警止损线的相关问题，以下就其中部分要点进行相应提示：

1. 能否通过召开份额持有人大会调整预警止损线

根据《私募投资基金合同指引 1 号(契约型私募基金合同内容与格式指引)》第五十四条的规定，变更基金合同重要内容的，除可以由全体投资者、管理人和托管人协商一致变更或按照法律法规规定和基金合同约定的其他方式变更外，还可以按照基金合同的约定召开基金份额持有人大会进行决议通过。

据此，除非基金合同存在明确的限制，否则可以按照基金合同的约定通过召开份额持有人大会来调整预警止损线。这里所说的基金合同明确限制，例如份额持有人大会所列举的职权中不包括修改预警止损线，且没有设置类似于可以召开份额持有人大会就其他可能影响投资者利益的事项进行审议的兜底条款。

值得关注的是，份额持有人大会是实施多数决通过，由此必然可能导致少数不同意调整预警止损线的投资者被动接受决议通过的效果。对此，我们理解此种情况的产生是份额持有人大会“多数决”机制引致的自然结果，不因少数投资者“被代表”而否定此等机制。但尽管如此，为了保障不同意投资者的利益，建议管理人应当通过设置开放期的方式允许不同意调整预警止损线的投资者退出。

2. 召开份额持有人大会的若干实务提示

- (1) 虽然私募基金份额持有人大会并未强制要求委托公证机关或律师进行公证或见证，但考虑到大会所议事项对于产品运作的重要性，以及大会“多数决”机制导致即使决议通过但少数持否定意见的投资者仍可能提出质疑，因此聘请公证机关进行公证或聘请律师进行见证，有助于从第三方独立机构角度为份额持有人大会的召开提供专业意见支持。

值得一提的是，我们在过往服务的项目中了解到某些公证机构已经开发了公证投票小程序，从而不仅便利了会议表决，而且在表决的过程中同步进行公证也大大提高了效率。

- (2) 严格履行基金合同约定的份额持有人大会相关流程，对于份额持有人大会决议的效力至关重要。管理人在召开份额持有人大会的过程中，不可擅自进行流程的变更和简化，否则可能对决议效力产生不利后果。在我们过往服务的份额持有人大会项目中，管理人事先严格按照基金合同的约定，对份额持有大会流程进行了细致梳理并制定完整的流程预案，对份额持有人大会的成功召开尤为重要。

例如，在“海 X 投资(上海)有限公司与胡 X 委托理财合同纠纷案”((2021)沪 74 民终 1511 号)中，基于基金合同关于召集人必须于份额持有人会议召开前三十天通知基金份额持有人的约定，以及管理人仅通过网站发布相关会议通知但却未能事先向投资者告知可以通过网站公告进行信息披露的案件事实，上海金融法院认为管理人召开份额持有人大会的程序存在瑕疵，并据此成为了对管理人做出不利判决的影响因素。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



吕红
+86 21 3135 8776
sandra.lu@llinkslaw.com



汪健
+86 21 3135 8726
lawrence.wang@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: [LlinksLaw](#)

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2024