

# 保底信托效力认定的类型化

吴至诚\*

**内容提要：**根据受托人是不是承担保底之债的主体，可将保底信托分为直接保底信托与间接保底信托。保底信托违反信托财产独立性以及放任受托人违反信义义务的批评未能区分强制性规范与任意性规范，且将效力规制与履行规制混为一谈，均不足以否定其效力。我国保底信托效力认定规则的变化与英国信托法中信托与金钱之债互斥以及受益人间不负作为之债的法理存在差异，其真正变因是信托司法对监管立场的部分接纳。法院应对“九民纪要”第90条、第92条进行目的解释而非文义解释，并基于系统性风险认定保底信托的效力。对保底信托效力进行类型化展开时，除基于系统性风险之认定标准外，还可以将无效法律行为转换制度、法律行为部分无效制度作为补充依据。

**关键词：**结构化信托 保底条款 刚性兑付 系统性风险 法律行为

## 一、问题的提出

我国信托法颁布二十余年间，“保本信托”“结构化信托”“保本基金”“分级基金”“避险策略基金”等资管产品风靡全国。从投资者的视角观察，这类资管产品的共性是：通过直接或间接安排，投资者既是受益人又是债权人，规避了金融机构无过错投资失败的风险和破产风险。<sup>〔1〕</sup>由于投资者被允诺了预期回报的下限，交易又采取了信托的形式，本文将这些资管产品统一命名为“保底信托”。<sup>〔2〕</sup>

\* 中国人民大学民商事法律科学研究中心副研究员。

本文系国家社会科学基金青年项目“公司法与证券法协同背景下信义义务的内在体系研究”（19CFX048）的阶段性成果。

〔1〕 我国金融机构同样存在破产风险，如银保监会近期就批复了新华信托股份有限公司破产清算的请示（银保监复〔2022〕393号）。

〔2〕 业界也有人将其命名为“保本信托”。本文认为“保底信托”更贴切，因为在这类信托的实践中，有些不仅保本还保收益，有些只保本金，有些甚至不保本金，只保亏损的下限。另需注意的是，实践中大量保底信托给投资者配置的预期回报是按净值累进，而非封顶上限。因此，保底信托不应被描述为保固定本息的信托，其保的往往只是预期回报的下限而非上限。

在我国金融监管视野下, 保底信托属于刚性兑付。从2007年银监会《信托公司管理办法》第34条到2009年银监会《信托公司集合资金信托计划管理办法》(下称“集合资金办法”)第8条、第11条, 再到2018年银保监会等四部委发布的《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”)第19条、第21条、第30条, 刚性兑付一直受到监管层的否定评价。不过, 监管层面的行政相对人违法不等于私法层面的法律行为无效。2019年最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》(下称“九民纪要”)以前的司法裁判大多承认了信托与保底条款的效力, 除非保底信托本身存在信托法或债法上的效力瑕疵, 否则法院不会仅以信托文件存在保底条款为由, 否定信托或保底条款的效力。<sup>[3]</sup>但“九民纪要”第90条、第92条改变了保底信托效力认定的规则: 对于受托人自己承担保底之债的保底信托, 信托有效但保底条款无效; 对于采用结构化安排且有差额补足条款的保底信托, 信托与保底条款均有效。这两条规定虽有一定的裁判指引作用, 但并未给出明确的分类标准, 且分类不周延, 规范目的与规范文义亦相矛盾。

学术界同样尚未给出保底信托效力认定的方案。既有研究大多聚焦公法层面的金融监管,<sup>[4]</sup>即便是私法层面法律行为效力的讨论, 也多集中于非信托型保底投资。<sup>[5]</sup>少数涉及信托型保底投资法律关系的研究, 也均未直击保底信托的效力。<sup>[6]</sup>本文以保底信托的效力为研究对象, 以类型化为工具, 给出保底信托效力认定的完整解释论。

## 二、保底信托的本质及二分法

对于保底信托的效力认定问题, 最高人民法院在“九民纪要”中采纳了基于商事实践形成的保本信托与带差额补足条款之结构化信托的二分法。然而, 这种二分法存在遗漏子类的重大缺陷。笔者认为, 应当基于保底信托的本质, 构造更合理的二分法。

### (一) 保底信托的本质

在信托业监管体系中, 信托的本质常常被描述为“受人之托、代人理财”。这种描述较为

[3] 参见钱海莹与新华信托股份有限公司信托纠纷案, 重庆市第一中级人民法院(2015)渝一中法民终字第05004号民事判决书; 西藏华鸿财信创业投资有限公司与湖南湘晖资产经营股份有限公司、北京安控投资有限公司合同纠纷案, 湖南省高级人民法院(2016)湘民初3号民事判决书; 上海浦东发展银行股份有限公司上海分行诉顾国平合同纠纷案, 上海市浦东新区人民法院(2016)沪0115民初80403号民事判决书; 陈品元与西藏信托有限公司营业信托纠纷案, 西藏自治区高级人民法院(2017)藏民终25号民事判决书; 郝茹莎诉万向信托有限公司信托纠纷案, 最高人民法院(2017)最高法民申3856号民事裁定书; 杜宣与韬蕴资本集团有限公司合同纠纷案, 北京市第二中级人民法院(2018)京02民初207号民事判决书。

[4] 参见郭雳:《金融机构保底理财的合法性迷局与困境》,《北京大学学报(哲学社会科学版)》2006年第5期; 魏婷婷:《金融信托“刚性兑付”风险的法律控制》,《法学杂志》2018年第2期; 朱大明:《论信托投资产品刚性兑付的法律规制》,《法学》2019年第4期; 张妍:《“大资管”时代的行业监管困境与出路》,《中国法律评论》2019年第2期。

[5] 参见丁寿兴等:《“保底条款”对证券委托投资管理合同的影响》,《法学》2004年第2期; 叶名怡:《结构化资管计划的私法规制——以“宝万之争”为例》,《法学》2018年第3期; 李燕:《定向增发保底协议效力的司法判定》,《法商研究》2020年第4期; 黄绍坤:《场外配资合同效力认定的反思与重构》,《华东政法大学学报》2021年第1期。

[6] 参见刘迎霜:《金融信托: 金融行业抑或制度工具——析“通道型”信托产品之“刚性兑付”》,《社会科学》2014年第4期; 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》,《河北法学》2016年第6期; Lusina Ho, *Business Trusts in China: A Reality Check*, 88 *University of Cincinnati Law Review* 767 (2020)。

粗疏，并不是严谨的学理定义。根据信托法传统理论，信托是指受托人为了特定受益人的利益或法律允许的目的，以信托的方式持有权利的一种法律关系。<sup>〔7〕</sup>因此，信托的本质是一种持有权利的方式。<sup>〔8〕</sup>当一项财产权利被受托人以信托的方式持有时，这项权利就成了信托财产（权）。根据产生的原因，信托可分为意定信托和法定信托，前者指因委托人设立信托的意思表示（信托宣言）产生的信托，后者指因法律的特殊规定产生的信托。在意定信托中，根据受托人是否对信托财产负有管理、处分等义务，可分为积极信托和消极信托。“受人之托、代人理财”的描述非但无法涵盖法定信托，也无法涵盖意定信托中的消极信托。源于我国商事实践、融合了信托元素与债元素的保底信托正是一种新型的意定信托。它可以是积极信托，即由受托人处理投资事务，常见于保本信托，也可以是消极信托，即受托人只持有信托财产，投资事务由劣后级受益人或第三人处理，常见于结构化信托。因此，保底信托的外延已经超出了“受人之托、代人理财”。

金融机构发行理财产品时，往往有两种投资方式供投资者选择：一种为债权投资，另一种为信托投资。从投资者预期回报的角度，这两种投资选项的优劣之处恰好相反。债权投资往往无法为投资者防范金融机构的破产与执行风险，但可以防范金融机构的投资失败风险，<sup>〔9〕</sup>信托投资则正好相反。<sup>〔10〕</sup>为了增强理财产品的市场吸引力，我国信托业实践中逐渐出现了将债权投资与信托投资合二为一的自益信托交易模式：一是保本信托，即受托人从委托人处取得资金进行投资，并向受益人允诺预期回报的下限。这种信托可以是单一资金信托，也可以是集合资金信托，但无论受益人是单数还是复数，都不存在结构化的安排。二是结构化信托，即受托人从复数委托人处取得资金形成资金池，或是亲自进行投资，或是授权部分受益人进行投资，并根据结构化安排将受益人区分为优先级和劣后级。若优先级受益人根据信托文件的约定足额受领预期回报之后资金池仍有剩余，受托人才向劣后级受益人支付信托利益。<sup>〔11〕</sup>为确保优先级受益人的利益，结构化信托文件往往会附有差额补足条款，约定若遇投资失败导致资金池低于优先级受益人的预期回报，劣后级受益人应向优先级受益人支付差额。这样，对于保本信托的投资者与结构化信托中处于优先级地位的投资者而言，他们既不必担心受托人无过错的投资失败，又不必担心受托人的破产或财产被强制执行，遂享受了“双保险”。在具有“双保险”功能的信托关系中，无论承担保底之债的主体是受托人还是劣后级受益人或第三人，其共性是：信托关系中的投资者既是受益人，又享有要求给付最低预期回报的请求权。按照功能主义而非形式主义的解释理念，应从投资者（受益人）而非金融机构（受托人）的视角，将均有“双保险”功能的保本信托与结构化信托统合在“保底信托”名下进行一体研究。这种统合研

〔7〕 See John McGhee & Steven Elliott (eds.), *Snell's Equity*, 34<sup>th</sup> ed., London: Sweet & Maxwell, 2021, para. 21 - 001.

〔8〕 See William Swadling, *Trusts and Ownership: A Common Law Perspective*, 24 *European Review of Private Law* 951, 953 (2016).

〔9〕 我国合同法通说将金钱之债、结果之债的归责原则设置为无过错责任，因此，金融机构即便对投资失败的结果没有过错，也须对投资者严格履行按计算公式支付相对固定回报的给付义务。参见王利明主编：《中国民法典释评·合同编·通则》，中国人民大学出版社2020年版，第570页以下；朱广新、谢鸿飞主编：《民法典评注·合同编·通则》第2册，中国法制出版社2020年版，第295页。

〔10〕 根据信托法第34条，一般来说，不违信的受托人仅以信托财产为限向受益人履行支付信托利益的义务，即受益人须自己承担信托投资的损失。

〔11〕 关于结构化信托的具体交易架构，参见周小明：《信托制度：法理与实务》，中国法制出版社2012年版，第442页以下。

究的做法既符合信托法发展史，也利于保底刚兑的信托法规制。

从信托法发展史看，信托形态的扩张是一个动态的过程。比如可撤回信托，在这种信托关系中，受托人和受益人的关系可以是固定信托或裁量权信托、<sup>〔12〕</sup>积极信托或消极信托关系，只不过在这些普通的信托关系中加入委托人和受益人之间的法律关系，即委托人有对信托关系的单方任意解除权，使受益权消灭，而不是按照默认规则，信托生效后委托人就退出信托法律关系。英美信托法于19世纪逐渐承认这种由普通的信托关系与委托人—受益人关系拼接而成的信托是一个整体，属于新型信托。<sup>〔13〕</sup>又如单位信托，即信托受益权被设置为等值份额（受益权单位）供投资者“购买”的信托。在这种信托关系中，受托人和受益人的关系其实就是普通的消极信托，只不过在消极信托关系中加入管理人和受益人之间的法律关系。管理人有权决定信托财产的投资方向，并对受益人负有信义义务。英美信托法学术界于20世纪逐渐承认这种由普通的信托关系与管理人—受益人关系拼接而成的信托是一个整体，属于新型信托。<sup>〔14〕</sup>

从保底刚兑的信托法规制看，如果不把结构化信托当作保底信托的子类，就会产生保底刚兑效力规制被架空的风险。“九民纪要”第92条对信托公司的直接保底交易模式持否定评价，<sup>〔15〕</sup>但第90条却对信托公司的结构化信托交易模式持肯定评价。<sup>〔16〕</sup>在此规范下，如果将结构化信托从保底信托概念群中分割出去，信托公司就可以利用制度漏洞，采取交叉持份的合作方式实现恶意规避第92条的目的。比如，甲、乙两家信托公司分别购买受托人为对方的结构化信托份额，成为劣后级受益人并承担差额补足义务。这种交叉持份完全落入第90条的文义范围，但如果法院认定信托与保底条款都有效的话，就等于甲、乙均实现了与发行直接保底信托资管产品一样的效果，第92条对直接保底信托的规制就沦为了一纸空文。因此，将结构化信托理解为保底信托的子类进行一体观察，并对“九民纪要”第90条、第92条采用目的解释而非文义解释，能够实现对保底刚兑行为的完备规制。

## （二）保底信托的二分法

采用类型化探讨效力问题的目的是为了得出能适用于全类型保底信托的效力认定规则。为避免遗漏和矛盾，分类方法应当符合合理分类的标准。具体而言，在树状多层的类型化研究中，越上层的分类就越需具备以下要素：分类周延无遗漏、子集不重叠、分类标准单一。<sup>〔17〕</sup>

〔12〕 二者的区分标准为，受托人是否有权决定如何在复数受益人之间分配信托利益。

〔13〕 See Thomas Gallanis, *A Concise Restatement of Donative Transfers and Trusts*, St. Paul: West Academic Publishing, 2017, pp. 745 - 753; Lynton Tucker, Nicholas Le Poidevin & James Brightwell, *Lewin on Trusts*, Volume II, 20<sup>th</sup> ed., London: Sweet & Maxwell, 2020, pp. 246 - 252.

〔14〕 See Kam Fan Sin, *The Legal Nature of the Unit Trust*, Oxford: Clarendon Press, 1997, pp. 27 - 34.

〔15〕 “九民纪要”第92条规定：“信托公司、商业银行等金融机构作为资产管理产品的受托人与受益人订立的含有保证本息固定回报、保证本金不受损失等保底或者刚兑条款的合同，人民法院应当认定该条款无效。受益人请求受托人对其损失承担与其过错相适应的赔偿责任的，人民法院依法予以支持（第1款）。实践中，保底或者刚兑条款通常不在资产管理产品合同中明确约定，而是以‘抽屉协议’或者其他方式约定，不管形式如何，均应认定无效（第2款）。”

〔16〕 “九民纪要”第90条规定：“信托文件及相关合同将受益人区分为优先级受益人和劣后级受益人等不同类别，约定优先级受益人以其财产认购信托计划份额，在信托到期后，劣后级受益人负有对优先级受益人从信托财产获得利益与其投资本金及约定收益之间的差额承担补足义务，优先级受益人请求劣后级受益人按照约定承担责任的，人民法院依法予以支持（第1款）。信托文件中关于不同类型受益人权利义务关系的约定，不影响受益人与受托人之间信托法律关系的认定（第2款）。”

〔17〕 See Richard A. Scott, *Owners' Equity, The Anachronistic Element*, 54 *The Accounting Review* 750, 752 (1979).

对照这一标准，“九民纪要”第90条、第92条只是讨论了商事实践中两种有保底功能的信托，存在遗漏子集的缺陷，且保本与结构化的二分法分类标准不一，毕竟“结构化”的反义词应为“非结构化”。笔者认为，合理的保底信托二分法应是直接保底信托与间接保底信托，区分标准是承担保底之债的主体身份。若承担保底之债的主体是受托人，即作为受益人的投资者请求给付最低预期回报的对象是受托人，则该信托为直接保底信托；若承担保底之债的主体不是受托人，即作为受益人的投资者请求给付最低预期回报的对象是其他受益人或第三人，则该信托为间接保底信托。

第一，“九民纪要”所采二分法只代表了狭义信托业的保底信托实践，遗漏了实为信托的“保本基金”“分级基金”“避险策略基金”等证券投资基金。我国学术界对证券投资基金的性质早有讨论，有学者承认其信托性质，也有学者否认。<sup>[18]</sup>不过，学者们的论争并未立足于具体的法条分析。从解释论的视角看，虽然“证券投资基金”名称里不含“信托”二字，但证券投资基金法规定的基金关系效仿了信托关系区别于其他民商事法律关系的诸多关键特点，其配置的一系列规则符合资产分割与隔离之信托核心认定标准。<sup>[19]</sup>具体而言，该法第5条第2款区分了基金财产与固有财产，与信托法第16条第1款实质相同；第5条第3款承认了基金财产的资产池概念，与信托法第14条第2款实质相同；第6条确认了基金债权不得与基金管理人、托管人的个人债务抵销，也不得与同一管理人、托管人的其他基金债务抵销，与信托法第18条实质相同。更重要的是，该法第5条第4款和第7条分别规定了基金财产的破产隔离与执行隔离规则，与信托法第16条第2款和第17条实质相同。此外，该法第2条还规定，其未涉及的问题适用信托法，表明其是信托法的特别法。据此，证券投资基金实质上正是一种信托，商事实践中的保本基金、分级基金、避险策略基金以及其他采取类似架构的基金产品应纳入保底信托的范畴，并按照前述分类标准或是界定为直接保底信托，如保本基金（基金管理人承担保底之债），或是界定为间接保底信托，如避险策略基金（第三人承担保底之债）与分级基金（劣后级基金份额持有人承担保底之债）。

第二，“九民纪要”第92条和第90条的文义大体对应直接保底信托和间接保底信托，但无法覆盖其全部子集。以“资管新规”第19条第1款第2项描述的交易形态为例，当资管产品采取滚动发行方式，使得本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移时，虽然这种交易在功能上接近结构化信托，兑付期在后的受益人类似劣后级受益人，兑付期在前的受益人类似优先级受益人，但其在形式上没有区分优先级与劣后级受益人，也未采用常见的保本条款，无法归入“九民纪要”第90条或者第92条。而在本文的二分法下，这种滚动发行型资管产品就可以界定为直接保底信托，因为承担保底之债的主体仍是受托人。再如，在不含差额补足条款的结构化信托中，只存在优先级与劣后级受益人之分，但劣后级受益人对优先级受益人不负差额补足之债，而是只以其投资份额为限实现劣后功能，即优先级受益人实现预期利益时，不能

[18] 前者可参见陈素玉、张渝：《论证券投资基金的法律制度》，《中国法学》1998年第6期，第71页以下；赵廉慧：《信托法解释论》，中国法制出版社2015年版，第90页；高凌云：《被误读的信托——信托法原论》，复旦大学出版社2021年版，第213页。后者可参见陈丽苹：《证券投资基金的法律性质》，《中国法学》2004年第3期，第181页以下；文杰：《论证券投资基金的法律定性——兼谈〈证券投资基金法〉第2条的修改》，《贵州社会科学》2010年第3期，第111页以下；陈士林等：《我国证券投资基金：性质认定与法律模式》，《学术探索》2012年第5期，第76页以下。

[19] See Rainer Kulms, *Trusts as Vehicles for Investment*, 24 *European Review of Private Law* 1091, 1093–1094 (2016).

强制执行劣后级受益人的其他责任财产。这种信托不存在常见的保本条款或差额补足条款，也无法归入“九民纪要”第90条或者第92条。在这类信托中，保底功能存在或然性，其实现与否取决于信托财产的亏损大小：当信托财产亏损额小于劣后级受益人的信托利益时，劣后级受益人通过履行不作为之债、让渡其信托利益，就能使优先级受益人实现预期回报，保底功能得以实现，此时是保底信托。反之，当信托财产亏损额大于劣后级受益人的信托利益时，劣后级受益人即便让渡其全部信托利益，也无法使优先级受益人实现预期回报，保底功能无法实现，此时就不是保底信托。

### 三、保底信托效力认定规则的变因

“九民纪要”改变了保底信托效力认定规则，这种改变的真正原因到底是民商法内部驱动还是监管外部驱动，<sup>[20]</sup>其探寻意义在于确定具体解释论的方向。

#### （一）民商法内部驱动之否定

探寻保底信托效力认定规则的变因首先应从民商法内部检视，即这个变化是不是民商法理论为保持具体制度与整个体系的融贯而进行的“自清洁”。对此，我国学术界提出了两个“自清洁”的理由，但其合理性值得商榷。

##### 1. 卖者尽责买者自负的理念不影响保底信托的效力

卖者尽责、买者自负的理念集中体现于信托法第34条，“受托人以信托财产为限向受益人承担支付信托利益的义务”。这意味着，只要受托人管理信托财产时没有信托法第25条至第33条规定的失信情形，即便投资失败，也不必用其固有财产填平信托财产的损失，只需以信托财产的剩余价值为限，向受益人履行财产转让的义务即可，受益人应自负投资失败的风险。一些学者据此认为，保底信托部分或全部违反了这一规则，以至于违反了信托财产的独立性。<sup>[21]</sup>这种批评不足以否定保底信托的效力，理由如下：

首先，信托法第34条与信托财产独立性无关。我国学者对信托财产独立性这一法理的内涵颇有争议，但隐含在分歧中的共识是：该法理体现于信托法第15条至第18条，<sup>[22]</sup>即受托人的个人债权人、继承人对受托人行使请求权，或委托人与受益人的债权人、继承人对委托人与受益人行使请求权，要求执行信托财产。而信托法第34条的典型适用情形是：受益人要求执行受托人的固有财产以弥补信托财产的亏损。因此，第34条与第15条至第18条有本质不同：第一，请求权指向的客体不同。前者指向的客体是受托人的固有财产，后者指向的客体是信托财产。第二，行使请求权的主体不同。前者的请求权主体是受益人，后者的请求权主体是信托关系以外的第三方权利人。在保底信托尤其是直接保底信托这种不涉及第三方权利人的场景下，将信托财产独立性作为判断受托人向受益人履行保底之债的效力的标准，实属牵强。

[20] 内部驱动与外部驱动涉及信托法与信托业法的区别。作为法律关系法，信托法是调整信托领域民商事法律关系的规范合集，主要调整方式为信托的效力认定。作为金融行业监管法，信托业法则是信托业金融监管的规范合集，主要调整方式为规定受托人可能承担的行政责任，而非认定信托与保底条款的效力。

[21] 参见前引[4]，郭雳文，第118页；前引[4]，魏婷婷文，第127页；前引[4]，朱大明文，第47页。

[22] 参见张淳：《信托财产独立性的法理》，《社会科学》2011年第3期，第102页以下；赵廉慧：《信托财产独立性研究——以对委托人的独立性为分析对象》，《法学家》2021年第2期，第117页以下；甘培忠、马丽艳：《以独立性为视角再论信托财产的所有权归属》，《清华法学》2021年第5期，第55页以下。

其次，以卖者尽责、买者自负理念为基础的信托法第34条并非强制性规范。这是因为，作为信托关系的核心，受托人与受益人的权利义务配置需要一些默认规则，既可填补信托文件的空白，又可提示当事人就相关事项积极磋商以排除默认规则的适用。<sup>[23]</sup> 信托法第34条正是这样一种关于支付义务的默认规则：一方面，此条是倾向受托人而非受益人的默认规则。在信托合同没有特别约定时，没有失信行为的受托人不必对信托财产的投资失败承担无过错责任。但另一方面，既然是法律赋予受托人的一种利益，受托人就可以自愿选择放弃这种利益，排除“无过错不支付”的默认法律后果，在信托合同中加重自己的支付义务，使受益人享受保底条款的额外保护。受托人主动让利于受益人的动机是多样的，如受托人与受益人另有平衡利益的安排，受托人通过放弃短线利益换取长线利益，受托人通过让利以增强其金融产品的市场吸引力等。此外，我国信托法虽未明确规定免责和减责条款，但学术界已对此类条款的效力提出了相应的解释论。<sup>[24]</sup> 信托合同作为一种非典型合同，应当适用民法典合同编第506条第2项的规定，允许当事人在信托合同中约定，受托人因一般过失造成信托财产损失的，不必以其固有财产向受益人支付预期利益，但不允许当事人约定，受托人因故意或重大过失造成信托财产损失时可同样免除支付义务。综上，既然受托人的支付义务可以意定加重，也可意定减轻，就不应将第34条解释为强制性规范，而应解释为任意性规范。因此，不能根据这一点得出保底信托或保底条款无效的结论。

## 2. 信义义务不影响保底信托的效力

学术界对保底信托的另一种批评是，这种交易放任了受托人违反信义义务，<sup>[25]</sup> 尤其是作为其子义务的公平对待复数受益人的义务。<sup>[26]</sup> 这种批评针对的典型情形是采取滚动发行方式的保底刚兑。表面上看，受托人通过分期募集、分期偿付的方式向受益人支付信托财产的投资利益，其实质是受托人利用了对不同受益人履行期的时间差，使用从履行期在后的受益人处取得的信托财产向履行期在前的受益人进行兑付。我国信托法虽然没有明确规定公平对待复数受益人的义务，但该法第28条、第29条要求，受托人不得引发复数受益人之间的利益冲突，并将复数受益人的权益分别管理、分别记账，隐含了对公平义务的承认。从制度来源的角度看，英国信托法中的确存在公平义务，指受托人负有公平对待复数受益人的义务。受托人在管理信托财产时，应当尽量避免内部利益相冲突的受益人产生过大的差距，否则，当利益受损的受益人追究其失信责任时，受托人不能以自己让其他受益人实现了预期利益为由抗辩。<sup>[27]</sup> 因此可以认为，滚动发行场景下的保底信托受托人违反了公平义务。

然而，从公平义务的概念表述可知，英国信托法对违反公平义务的规制方式是履行规制而非效力规制。信托法为利益受损的受益人提供的救济是对受托人提起失信之诉，故可推知信托本身是有效的，因为受益人无法基于一个自始无效的信托提起失信之诉。我国民法典废除合同法第51条（无权处分的合同为效力待定合同）的方式，正是在第597条第1款规定：“因出

[23] 比如，当信托文件对报酬没有约定时，信托法第35条配置的默认规则是以无偿为原则、以有偿为例外。同时，该条也提示受托人可主动要求在信托文件中写明报酬条款，以排除该默认规则的适用。

[24] 参见朱圆：《论信托免责条款的法律效力》，《法学》2019年第9期，第43页以下。

[25] 参见前引[6]，刘迎霜文，第88页以下。

[26] 参见杜晶：《论资管产品刚性兑付和增信措施在概念上的区分》，《上海金融》2019年第12期，第58页以下。

[27] See *Dimes v. Scott* (1827) 4 Russ. 195, 38 E. R. 778; *Nestle v. National Westminster Bank plc.* [1993] 1 W. L. R. 1260.

卖人未取得处分权致使标的物所有权不能转移的,买受人可以解除合同并请求出卖人承担违约责任。”既然买受人可以提起违约之诉,该无权处分合同就应是有效的合同,因为守约方无法基于一个自始无效的合同提起违约之诉。<sup>[28]</sup>这一思路还体现于我国规制对赌协议的方式由效力性判断到履行性判断的变化上。<sup>[29]</sup>由此可见,对交易的否定性评价完全可以通过履行规制的方式实现,不必动辄否定合同的效力。同理,学术界关于保底信托放任受托人违反公平义务的评价固然有其合理性,但不能推导出保底信托无效的结论。

## (二) 监管外部驱动的变因

外部驱动与内部驱动虽有本质不同,但如果将信托业法对特定交易持肯定或否定评价与信托法认定特定法律行为的效力作对照,还是可以看出二者的相关性。

### 1. 监管机构的分歧立场

早在2007年,银监会就在《信托公司管理办法》第34条第3项中禁止信托公司“承诺信托财产不受损失或者保证最低收益”,并在2009年修订的“集合资金办法”第8条第1项中强调,信托公司推介信托计划时不得“以任何方式”保本或保收益。从文义上看,银监会对直接保底信托和间接保底信托都持否定评价。

与银监会对保底信托的一体否定立场不同,证监会对作为保底信托的证券投资基金的态度颇为微妙。证券投资基金法第20条、第77条均有禁止基金管理人向基金份额持有人“违规承诺收益或者承担损失”的规定。这里的“违规”二字并非只是起单纯的强调作用,证监会《关于保本基金的指导意见》(下称“保本基金意见”)明确支持基金管理人对基金份额持有人承担保底之债的做法,也确有多只保本基金获得证监会批准后销售。<sup>[30]</sup>直到2017年证监会《关于避险策略基金的指导意见》(下称“避险基金意见”)第23条废止了“保本基金意见”,且第21条要求市场上的保本基金逐步转化为避险策略基金,证监会的立场才发生改变。根据“避险基金意见”第1条,避险策略基金与保本基金的根本区别是:前者保底条款的债务人是受托人安排的第三人,即所谓“保障义务人”,后者保底条款的债务人是受托人自身。由此可知,证监会直到2017年才确定了对直接保底信托的否定评价,但对间接保底信托中的避险策略基金仍持肯定态度。至于间接保底信托中的分级基金,证监会在《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》第4条明确禁止了差额补足保底条款,无论该保底之债的债务人是劣后级受益人还是第三人。这体现了证监会对于不同类型间接保底信托的立场不一致——对存在结构化安排的间接保底信托持否定评价,却对不存在结构化安排的间接保底信托持肯定评价。

### 2. 基于防范系统性风险的联合立场

到了2018年4月,银保监会与证监会形成了联合立场,并与央行、外汇局一起,在“资管新规”中采取了一刀切的方案。根据“资管新规”第19条,无论是直接保底信托还是间接保底信托,均被监管层否定,包括避险策略基金也落入了“委托其他机构代为偿付”的文义中。第21条更是明确禁止当事人在分级基金和结构化信托中配置保底之债,即对差额补足条款持否定评价。从监管规则变迁的角度,“资管新规”可被理解为证监系统的立场朝着银监系

[28] 参见王轶:《〈民法典〉合同编理解与适用的重点问题》,《法律适用》2020年第19期,第14页。

[29] 参见王毓莹:《对赌纠纷裁判的法律适用逻辑与诉讼体系定位》,《华东政法大学学报》2021年第5期,第112页以下。

[30] 参见王伟:《金融理财保底条款效力之认定》,《学术交流》2013年第4期,第65页。



统的一贯立场靠拢。这或许与十九大报告中强调的“守住不发生系统性金融风险的底线”之要求有关。2022年4月公布的《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》第2条也将防控系统性风险作为金融稳定的目标，大势可见一斑。

在这样的监管背景下，结合“九民纪要”第90条、第92条对两种保底信托效力认定的不同态度可知：一方面，金融监管对系统性风险之防范是保底信托效力认定规则的外部变因。<sup>[31]</sup>另一方面，最高人民法院在协同规制时，既未全盘吸收银监会或证监会各自的监管立场，也未全盘吸收“资管新规”中“全否定”的联合立场，而是基于自己对系统性风险的理解，试图探索出保底信托效力认定的边界。倘若最高人民法院在确定保底信托裁判立场时完全照搬“资管新规”中的监管立场，则“九民纪要”第92条虽无问题，但第90条却绝不可能存在。因为第90条明确承认了结构化信托可以约定劣后级受益人为优先级受益人保底，这明显违反了“资管新规”第21条“分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排”的规定。有法官对此解释道，“资管新规”第21条禁止分级资管产品保本保收益的规定与“分级”二字的内涵存在根本冲突，既然监管层允许分级资管产品存在，就不应当禁止当事人在其中配置保本保收益条款。<sup>[32]</sup>因此，最高人民法院在处理结构化信托、分级基金问题时选择背离监管立场，基于对当事人意思自治的尊重，在“九民纪要”第90条中不仅允许劣后级受益人在其份额范围内将预期利益让位于优先级受益人，甚至允许其在份额范围外以全部责任财产对优先级受益人承担差额补足的保底之债。换言之，关于保底信托效力认定问题，民商事审判立场已经开始向监管立场靠拢，只是因为最高人民法院对“资管新规”第21条的监管规则存有质疑，才导致了审判立场对监管立场的部分背离。

## 四、保底信托效力认定规则变化的理论反思

### （一）信托与债的关系

英国是信托制度和信托法基础理论的起源国。英国法中存在两个影响保底信托效力认定的法理，分别是意定信托与金钱之债互斥以及复数受益人间不负作为之债，其共性问题为信托与债的关系。考虑到“九民纪要”保留了保底信托中信托与债均有效的可能性，我们就需反思，源于英国法的上述基础理论究竟应在多大程度上影响我国保底信托效力认定的立场。

#### 1. 意定信托与金钱之债互斥之法理的质疑

英国信托法中“意定信托与金钱之债互斥”的法理不是指债权不能成为信托财产，也不是指信托受益权不能被解释为一种债权，<sup>[33]</sup>而是指在同一意定信托法律关系中，原则上受托人不能同时作为对受益人承担金钱之债的合同债务人。尤其当债权为基于票据融资、银行存款或普通借款的偿付本息之债时，即使债权人主张其与债务人确有设立信托的意思表示，法院一般也不会承认信托的存在。<sup>[34]</sup>纵然法院例外地承认了信托的存在，也会立刻表示受托人不是

[31] 参见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485页。

[32] 参见李志刚等：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉专题解读与实务指引》，法律出版社2020年版，第423页。

[33] 参见吴至诚：《英国法传统中信托受益权的性质》，《北方法学》2015年第5期，第150页以下。

[34] See *In re Broad, ex parte Neck* (1884) 13 Q. B. D. 740; *Lariviere v. Morgan* (1874-75) L. R. 7 H. L. 423; *In re Sharpe (A Bankrupt)* [1980] 1 W. L. R. 219.

对受益人履行金钱之债的合同债务人。<sup>[35]</sup>用我国立法的术语来表达,英国法其实是将这种直接保底信托转化为投资合同,投融资双方只是债权人与债务人的关系,而非兼具受益人与受托人的关系。<sup>[36]</sup>法院之所以采取意定信托与金钱之债“二选一”的立场,原因在于,其认为识别法律关系的关键是对当事人意思表示的解释。而此处所引判例中当事人的合意均非明确追求在一个交易中同时具备意定信托和金钱之债的法律关系,法院自然可以二选一地识别法律关系。因此,这些判例并未否认当事人通过明确合意形成信托与金钱之债共存进而排除适用此法理的可能。

作为此法理的组成部分,其最著名的例外在巴克莱银行有限公司诉奎斯特克鲁斯投资有限公司案(下称“奎斯特克鲁斯案”)。<sup>[37]</sup>该案中,英国上议院没有采取前述“二选一”的做法,而是判决信托与债均有效。该案确立了一种新型信托:甲公司借款给乙公司,用途限于乙公司履行对其股东的金钱债务,但乙公司在收到借款后、履行债务前进入了破产程序。法院判定整个交易过程中存在两个信托:破产程序开始前,乙公司为了其股东的利益而以信托的方式持有这笔借款;破产程序开始后,乙公司为了甲公司的利益而以信托的方式持有这笔借款。可见,在破产程序开始后,甲、乙公司之间就同一笔资金,既是出借人与借款人的关系,又是受益人与受托人的关系。法院认为,这种信托元素与债元素共存的信托整体有效。源自该案的判例法适用范围逐步扩大,早先仅适用于破产场景,后来发展为可适用于非破产场景。<sup>[38]</sup>

在根本上,意定信托与金钱之债互斥之法理的正当性颇值商榷。比如,“奎斯特克鲁斯案”的主审法官就曾表示,该法理是对商业自由的不必要限制,英国法应当允许当事人基于意思自治作出“双保险”式的交易安排。<sup>[39]</sup>不过,这种反思仅停留在了问题的表层。英澳学者均指出,此法理虽然与意思表示的解释有关,但其正当性并不是意思表示的解释,而是法律不能允许出借人占尽好处——作为受益人,他可以不加入债务人破产清算的队列,全额取回借款;如果债务人没有破产,但这笔借款非因债务人的过错灭失或耗尽了,他竟然还可以作为债权人,要求债务人向其支付同等金额的一笔钱。<sup>[40]</sup>在用意定信托包装金钱之债的情况下,受益人的确是“占尽好处”。对于债务人的非信托无担保债权人而言,其足额受偿的可能性取决于债务人责任财产的大小,倘若后续与债务人交易的相对人全都采取这种做法,债务人嗣后取得的财产将无法被非信托无担保债权人执行。在这种情况下,如果债务人的固有财产不足,其对保底信托投资者履行保底之债的行为就有偏颇清偿之嫌。但从英国破产法的规定来看,即使债务人的固有财产不足,其承担保底之债的行为也不构成偏颇清偿。偏颇清偿是指在破产临界

[35] See *In re Tidd* [1893] 3 Ch. 154.

[36] 无独有偶,美国法也采取了英国法的立场。美国最高法院在新近的判例中指出,如果一个资管计划的出资人向投资者允诺,无论投资成功与否均可保本保收益,法院将不承认其信托关系,而是直接认定为普通的保底投资合同。See *Thole v. U. S. Bank N. A.*, 140 S. Ct. 1615, 1619 (2020).

[37] See *Barclays Bank Ltd. v. Quistclose Investment Ltd* [1970] A. C. 567.

[38] See *Re Chelsea Cloisters* (1981) 41 P. & C. R. 98; *Carreras Rothmans Ltd v. Freeman Mathews Treasure Ltd.* [1985] Ch. 207; *Re EVTR* [1987] B. C. L. C. 646; *Twinsectra v. Yardley* [2002] UKHL 12, [2002] 2 A. C. 164; Sarah Worthington, *Proprietary Interests in Commercial Transactions*, Oxford: Clarendon Press, 1996, p. 70.

[39] 参见前引 [37], “奎斯特克鲁斯案”, 第 581 页。

[40] See R. P. Meagher & W. M. C. Gummow, *Jacobs' Law of Trusts in Australia*, 5<sup>th</sup> ed., Sydney: Butterworths, 1986, p. 171; William Swadling (ed.), *Quistclose Trusts: Critical Essays*, Oxford: Hart Publishing, 2004, preface.

期内，已构成破产原因的债务人故意通过某行为提升特定债权人的清算地位的行为。<sup>[41]</sup>有判例指出，偏颇清偿制度中的所谓“行为”包括设立信托，但仅限于债务人嗣后以偏颇清偿目标债权人为受益人，就特定财产设立信托的情形，而不包括该债权人自始就是信托受益人的情形。<sup>[42]</sup>这是因为，偏颇清偿的构成要件之一是债权人清算地位的提升。<sup>[43]</sup>然而，委托人注入受托人账户的资金一开始就不能被非信托债权人强制执行、破产分配，即不论是否进入破产临界期，受益人的清算地位始终不变，根本谈不上提升。因此，受托人履行保底之债的行为无损于破产财产，不构成偏颇清偿。

综上所述，信托与金钱之债互斥的法理虽根植于英国信托法传统，但其正当性难以证立。“九民纪要”第92条关于直接保底信托效力认定的规则与这一法理表面相似，即二者都对信托与债的效力作了“二选一”的认定而非“全有效”，但存在实质差异：“九民纪要”采取的立场是保底条款无效而信托有效，英国法默认的一般立场则是信托无效而保底条款有效。因此，我国完全可以尊重当事人关于信托与债共存的合意，仍保留直接保底信托与保底之债均有效的可能性。

## 2. 受益人间不负作为之债之法理的质疑

英国信托法中“受益人之间不负作为之债”的法理一般不在信托法文献中明确提及，而是作为一种默认立场隐含于英国法中。<sup>[44]</sup>信托法教材、专著中几乎没有章节会提及复数受益人之间互负作为之债，但在同一意定信托关系中，复数受益人之间可能负有不作为之债，常见于结构化信托或称周转信托。在这种信托关系中，受托人有义务根据信托文件的约定，将管理信托财产所得的回报优先满足优先级受益人的预期利益，如果信托财产还有剩余，再满足劣后级受益人的预期利益。据此，在优先级受益人的预期利益没有足额实现之前，劣后级受益人无权向受托人主张兑付信托利益。<sup>[45]</sup>由于这种信托往往是自益信托，优先级与劣后级受益人均是向受托人投资的委托人，故可将劣后级受益人受到的上述限制理解为一种不作为之债，即劣后级受益人只以自己对受托人的投资额为限，以放弃主张信托关系中的特定请求权的方式履行对优先级受益人的不作为之债。若投资失败后的剩余信托财产价值低于优先级受益人的预期利益，优先级受益人和受托人均不能申请强制执行劣后级受益人的其他责任财产，以实现差额补足的目的。<sup>[46]</sup>由于劣后级受益人无须向优先级受益人进行积极给付，所以这种交易并未给劣后级受益人配置作为之债。

英国信托法之所以形成了间接保底信托中受益人之间不负作为之债的法理，主要归因于商事实践的结果。结构化信托的原型本不涉及信托，其是债权人之间的结构化安排。这种结构化安排起初流行于银团贷款，即若作为出借人的甲银行因种种原因提供不了足够的借款，则可以

[41] See Insolvency Act 1986 Sec. 239, Sec. 240, Sec. 340, Sec. 341.

[42] See *In re Kayford Ltd. (in Liquidation)* [1975] 1 W. L. R. 279, 281.

[43] See Insolvency Act 1986 Sec. 239 (4) (b), Sec. 340 (3) (b).

[44] See Louise Gullifer, *Goode and Gullifer on Legal Problems of Credit and Security*, 6<sup>th</sup> ed., London: Sweet & Maxwell, 2018, para. 1 – 86.

[45] See *Re SSSL Realisations (2002) Ltd. (in Liquidation)* [2004] EWHC 1760 (Ch) [26]; Look Chan Ho, *A Matter of Contractual and Trust Subordination*, 19 *Journal of International Banking Law and Regulation* 494 (2004).

[46] See Louise Gullifer & Jennifer Payne, *Corporate Finance Law: Principles and Policy*, 3<sup>rd</sup> ed., Oxford: Hart Publishing, 2020, p. 267, p. 281.

邀请乙银行共同提供借款，并且甲银行承诺，从债务人处回收借款后，应先将该款项转交给乙银行，直至乙银行足额实现预期利益，剩余款项才归属于甲银行。<sup>[47]</sup>但其缺点是，当甲银行破产时，甲乙之间意定的优先和劣后安排几乎不能排除破产法关于无担保债权人按比例分配的强制性规定，这就导致乙银行将不得不与甲银行的众多无担保债权人共同分配甲银行从债务人处回收的款项。<sup>[48]</sup>为解决这一问题，英国才逐渐演化出了用信托包装结构化安排的商事实践。在这种结构化信托中，甲、乙均不直接与债务人缔结借款合同关系，而是均作为委托人与受托人签订结构化信托文件，并将资金转让给受托人，受托人将这笔资金借给债务人。进而，受托人有权请求债务人履行还款义务，并为了受益人甲、乙的利益，以信托的方式持有该债权。因此，即便作为劣后级受益人的甲银行破产，其破产管理人或清算人也没有资格主张借款合同债权，作为优先级受益人的乙银行遂可实现完全受偿的目的。而且，基于信托的破产隔离功能，乙银行同样可以防范受托人的破产风险。由此我们就不难理解，英国的结构化信托之所以鲜有像我国这样常常涉及差额补足条款的情形，是因为差额补足条款和英国结构化信托的产生原因没有任何联系，后者主要是防范劣后级受益人的破产风险，而差额补足条款对此毫无作用。

与英国惯常的商事实践相反，差额补足条款作为一种间接保底条款，在我国的结构化信托以及分级基金中并不少见。“九民纪要”第90条既认可信托的效力又认可差额补足保底条款的效力，实际上承认了受益人之间可以负有作为之债，与英国法的差异正在于此。但这只是因为两国关于此类信托的商事实践基础不同，信托法传统理论的目的和适用情形与我国的商事实践需求并不匹配。所以，我国没有必要照搬英国法，完全可以在信托法理论层面保留间接保底信托与保底之债均有效的可能性。

## （二）信托司法监管化的反思

在商法学理中，信托司法监管化的上位概念是金融司法监管化。学术界对此评价不一，有学者持支持态度，认为金融审判应当以追随监管立场为原则，以与监管立场不同为例外。<sup>[49]</sup>有学者则持谨慎态度，认为金融审判应当遵循私法自治的固有品性，即便有限地吸收监管立场，也应尽量避免据此否定法律行为的效力。<sup>[50]</sup>也有法官表达了类似的谨慎观点。<sup>[51]</sup>其实，信托司法的核心是法院以信托法理论为基础，适用民法典、信托法、证券投资基金法等民商事规则。因此，信托司法监管化的本质就是广义信托业监管立场对信托法理论与制度的渗透。这种渗透可能造成监管与信托法既有理论的冲突，如受托人主体资格问题，<sup>[52]</sup>也可能填补信托法制度的空白，如保底信托的效力问题。

信托法理论没必要一律排斥监管立场，可以保留因监管立场导致信托无效、保底条款无效

[47] See Ewan McKendrick, *Goode and McKendrick on Commercial Law*, 6<sup>th</sup> ed., London: Penguin, 2020, para. 22 - 49.

[48] See Insolvency Act 1986 Sec. 107, Sec. 328 (3); *National Westminster Bank Ltd. v. Halesowen* [1972] A. C. 785; *British Eagle International Airlines Ltd v. Compagnie Nationale Air France* [1975] 1 W. L. R. 758; *Re Maxwell Communications Corporation plc.* (No. 3) [1993] 1 B. C. C. 369.

[49] 参见赵尧：《金融司法监管化的逻辑审视》，《华中科技大学学报（社会科学版）》2020年第5期，第72页以下；鲁篱：《论金融司法与金融监管协同治理机制》，《中国法学》2021年第2期，第189页以下。

[50] 参见钱弘道、刘静：《金融司法监管化：形成、争议与未来》，《社会科学战线》2022年第1期，第180页以下。

[51] 参见周荃：《金融创新背景下司法与监管的协调与融合：基于司法裁判的视角》，载蔡建春、卢文道主编：《证券法苑》第29卷，法律出版社2020年版，第465页以下。

[52] 《信托公司管理办法》第7条第2款规定，非信托持牌机构不得经营信托业务。但法院不应据此认定受托人是自然人的信托无效，因为在信托法理论中，受托人的主体资格从未限定为法人甚至信托公司。

甚至是均无效的可能性。然而，监管立场不能成为独立的效力认定规则，它必须找到民商法规范接口，才能间接影响保底信托的效力。其一，根据立法法第8条第8项，民事基本制度只能由法律来规定。法律行为的效力属于民事基本制度，保底信托是法律行为的一种，故其效力认定必须依据法律。“资管新规”等下位规范性文件属于金融监管的性质，只回应行政责任问题，不回应法律行为的效力这一民商法问题。<sup>[53]</sup>其二，专门调整保底信托的监管性法律只有证券投资基金法，但该法第20条、第77条只是禁止“违规”保底刚兑，并未明确规定保底信托“无效”。违反这两条的法律后果还需借助民法典第153条第1款狭义违法无效制度进行实质判定。正如有学者指出，条文中包含“应当”“不得”这类词语的规范并非都是强制性规范，应三分为倡导性规范（如书面合同必要内容的列举）、授权第三人规范（如基于保护特定第三人利益的法律行为相对无效的规范）以及涉不特定第三人利益与公共利益的强制性规范。<sup>[54]</sup>禁止保底刚兑的规定不属于上述第一类和第二类，其规范理由是宏观审慎监管与系统性风险防控，二者均属金融领域的公共利益。<sup>[55]</sup>而民法典第153条第2款正是基于公共利益否定法律行为效力的一般法规范，故可以将该款作为监管立场影响保底信托效力的规范接口。

从理论建构的角度，“九民纪要”的规定可以说是裁判立场对我国信托法理论的丰富，但裁判立场不能独立完成价值判断和利益调整。正如有学者指出，司法解释尤其是商事司法解释应当偏重于法律文本的技术完善，利益调整只是技术完善的自然结果。<sup>[56]</sup>商事司法解释如此，商事会议纪要更应遵循这一原则。“九民纪要”第90条、第92条关于保底信托效力认定的裁判规则是法院基于对监管层防范系统性风险需求的价值判断，对保底信托当事人进行的利益调整，其只有依托于调整法律行为效力的民商事法律规定，才是对保底信托效力认定有意义的技术完善。由于防范系统性风险是一种公共利益，因此，这两条裁判规则确有可依托的法律规定，即民法典第153条第2款。最高人民法院在此问题上的贡献是，明确承认了系统性风险是保底信托效力认定的标尺，这比笼统适用“公序良俗”要更有指向性。然而，如何以一种与民商法理论相融贯的方式内化监管立场，是法院在个案裁判时面临的难点。具体到保底信托效力认定问题，这种难点体现为认定承担保底之债的主体引发系统性风险的可能性。但是，最高人民法院没有更进一步规定，是不是所有的保底信托都可能引发系统性风险。认定系统性风险要找到具体的标准，法院不能简单地采取文义解释的方法适用“九民纪要”第90条、第92条，而应采取目的解释的方法：若系争之信托中承担保底之债的主体不会引发系统性风险，则法院不能以防范系统性风险这一公共利益为由，径行援引民法典第153条第2款否定该信托或保底条款的效力。

系统性风险是在次贷危机后受到全球学术界和金融监管层广泛关注的概念，主要是指单个金融机构破产或者遇到类似风险事件，通过金融市场多米诺骨牌效应，引起一连串市场和机构

[53] 参见王涌：《让资产管理行业回归大信托的格局》，《清华金融评论》2018年第1期，第82页以下；刘燕：《大资管“上位法”之究问》，《清华金融评论》2018年第4期，第25页以下。

[54] 参见王轶：《论物权法文本中“应当”的多重语境》，《政治与法律》2018年第10期，第28页；王轶：《民法典物权编规范配置的新思考》，《法学杂志》2019年第7期，第18页以下。

[55] See Rosa M. Lastra, *Systemic Risk & Macro-Prudential Supervision*, in Niamh Moloney, Eilis Ferran & Jennifer Payne (eds.), *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford: Oxford University Press, 2015, p.313; 赵霞、王德明：《围绕防范系统性风险界定公序良俗的范围》，《法律适用》2020年第24期，第105页以下。

[56] 参见陈甦：《司法解释的建构理念分析——以商事司法解释为例》，《法学研究》2012年第2期，第15页以下。

陷入危机的风险。<sup>[57]</sup> 系统性风险主要通过资产负债表渠道传染, 反映出金融机构破产给金融市场造成的负外部性。<sup>[58]</sup> 保底刚兑正是系统性风险传染的渠道之一。考虑到系统性风险有积累—爆发—扩散三个阶段, 所以需要防患于未然。<sup>[59]</sup> 但防患不能无限制扩大, 其规则应当有确定性。提高规则确定性的典型方式就是明确防患对象的范围, 如二十国集团金融稳定委员会就定期发布全球系统重要性金融机构名单。<sup>[60]</sup> 我国监管层也采取了这种陈列正面清单的方式。根据央行、银保监会与证监会联合发布的《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》第1条第2款, 可能引发系统性风险的机构是系统重要性商业银行、开发性银行、政策性银行以及从事证券、期货、基金业务的法人机构、从事保险业务的法人机构、金融控股公司, 它们被统称为“系统重要性金融机构”。鉴于营业信托是影子银行的主要部分, 且信托公司在系统性风险意义上与商业银行、证券公司、基金管理公司并无本质差别,<sup>[61]</sup> 故信托公司也应包括在内。

理想状态下, 法院只需援引监管层发布的系统重要性金融机构名单就可判定保底信托中承担保底之债的主体是否可能引发系统性风险。但截至目前, 监管层只发布了系统重要性银行名单, 其余行业则暂时空白。因此, 在监管层尚未完成金融全行业系统重要性金融机构认定的过渡期内, 除银行业外, 法院不得自行认定系统性风险。问题在于, 法院如何找到与法学固有知识体系相融贯的认定标准。首先, 该标准肯定不能是“莫须有”式的全部认定, 即当系争之信托中承担保底之债的主体是银行以外的金融机构时, 一律将其认定为可能引发系统性风险。原因在于, 我国四千余家银行中只有19家被认定为系统重要性银行, 而银行的资产管理规模在各行业中属于较大的。既然不是所有银行都可能引发系统性风险, 信托公司、基金管理公司、证券公司自然也不该被全数认定。其次, 该标准也不能只按资产规模认定。从监管视角看, 系统重要性金融机构的认定标准不是单一的资产规模, 而是规模、关联度、可替代性、复杂性等复合指标。<sup>[62]</sup> 这种复合指标看似全面, 却因监管层并未提供这些指标的量化计算公式, 法官根本无法适用, 甚至金融机构的风控部门都无法算出该机构是不是可能引发系统性风险。

从《系统重要性银行评估办法》第1条第3款对系统重要性的定义看, 这种复合指标指向的都是金融机构“无法持续经营”。与此术语最接近的法学概念是破产原因。前已述及, 系统性风险宏观审慎监管的主要情形也是金融机构的资产负债表破产而非现金流破产, 即侧重于金融机构资不抵债而非不能清偿到期债务, 这样就得出与法学固有知识体系相融贯的认定标

[57] See Steven L. Schwarcz, *Systemic Risk*, 97 *Georgetown Law Journal* 193, 202–204 (2008).

[58] See John Armour & Jeffrey N. Gordon, *Systemic Harms and Shareholder Value*, 6 *Journal of Legal Analysis* 35, 40–44 (2014).

[59] 参见张晓朴:《系统性金融风险研究: 演进、成因与监管》,《国际金融研究》2010年第7期,第60页以下。

[60] See Financial Stability Board, *Global Systemically Important Financial Institutions (G-SIFIs)*, <https://www.fsb.org/work-of-the-fsb/market-and-institutional-resilience/post-2008-financial-crisis-reforms/ending-too-big-to-fail/global-systemically-important-financial-institutions-g-sifis/>, last visited on 2022-06-22.

[61] 参见李建军、薛莹:《中国影子银行部门系统性风险的形成、影响与应对》,《数量经济技术经济研究》2014年第8期,第117页以下。

[62] 参见黎四奇:《后危机时代“太大而不能倒”金融机构监管法律问题研究》,《中国法学》2012年第5期,第92页以下;袁达松:《系统重要性金融机构监管的国际法制构建与中国回应》,《法学研究》2013年第2期,第198页;《系统重要性银行评估办法》(银发〔2020〕289号)第3条。

准——资产负债表破产的可能性。根据法院对引发系统性风险之“可能性”的理解，有两种方案可供选择：方案一是，如果法院采取类似强监管的立场，将“可能性”理解为盖然性，那么系统性风险的认定标准宜采“一步走”的方法。具体而言，若系争保底信托中承担保底之债的主体是金融机构，且该机构在信托合同成立时已构成资不抵债，则法院可认定其有引发系统性风险的可能；反之，则法院不应认定该机构可能引发系统性风险。方案二是，如果法院采取类似弱监管的立场，将“可能性”理解为高度盖然性，那么系统性风险的认定标准宜采“两步走”的方法。第一步与方案一相同，如果承担保底之债的主体已构成资不抵债，再进行第二步，即以资产负债表为准，判断其与系统重要性金融机构之间的债权债务关系是否达到了足以引发任一系统重要性金融机构破产的程度。只有两步都满足，法院才能认定系争保底信托有引发系统性风险的可能。否则，保底信托的效力就不应被否定，这与监管层对保底信托“一刀切”式的否定立场有明显差异。

## 五、保底信托效力认定的具体类型

作为共性的前提，本文认同“九民纪要”第92条第2款的立场，即无论保底条款存在于信托文件之中，还是以“抽屉协议”存在于信托文件之外，这种单纯形式上的区别不会影响信托与保底条款效力的认定。在基础分析与理论反思的基础上，可以采用四分法解释论来认定保底信托的效力。

### （一）信托与保底条款均有效

信托与保底条款均有效的最直观情形是“九民纪要”第90条规定的以结构化信托、分级基金为例的间接保底信托，即存在“优先级—劣后级”的结构化安排（劣后级受益人对优先级受益人承担不作为之债）和差额补足条款（劣后级受益人对优先级受益人承担作为之债）。在这种情形下，如前所述，若劣后级受益人不会引发系统性风险，则信托与保底条款均有效，“九民纪要”出台之后受益人为自然人的若干裁判文书可为佐证。<sup>[63]</sup>除此之外，以下情形亦可将信托与保底条款均认定为有效。

一是只存在“优先级—劣后级”的结构化安排但不存在差额补足条款的结构化信托、分级基金。如前所述，这类信托的保底功能存在或然性，其实现与否取决于信托财产的亏损大小：当信托财产亏损额小于劣后级受益人的信托利益时，它是保底信托，反之则不是。举重以明轻，既然带差额补足条款的间接保底信托都可基于“九民纪要”第90条被认定为有效，那么不带差额补足条款的间接保底信托就更应被认定为有效。更重要的是，系统性风险才是认定保底信托效力的关键。在不带差额补足条款的结构化信托中，劣后级受益人仅以其购买的信托受益权份额为限承担保底之债，而非以自己的全部责任财产对优先级受益人履行差额补足之债。因此，无论信托财产亏损多少，该信托都不可能导致劣后级受益人破产，更不可能导致多米诺骨牌式的连环破产。

[63] 参见张永东与优选资本管理有限公司合同纠纷案，北京市第一中级人民法院（2019）京01民终10584号民事判决书；光大云付互联网股份有限公司与周城东、江顺平营业信托纠纷案，上海市浦东新区人民法院（2019）沪0115民初2704号民事判决书；蔡丽卿等与渤海银行股份有限公司北京分行金融借款合同纠纷案，北京市第二中级人民法院（2020）京02民终876号民事判决书。

二是部分不存在结构化安排的间接保底信托。以避险策略基金为例,这类非结构化间接保底信托不在“九民纪要”第90条、第92条的文义范围内,应当基于系统性风险的认定标准进行目的解释。具体而言,避险策略基金作为间接保底信托,受托人不承担保底之债,自然不增加系统性风险。根据“避险基金意见”第10条,有资格与受托人签订“风险买断合同”以替代受托人承担保底之债的主体只能是商业银行、保险公司。所以,这类间接保底信托的效力认定取决于商业银行或保险公司是否可能引发系统性风险。若承担保底之债的商业银行不是19家系统重要性银行,或承担保底之债的保险公司按照系统性风险的认定标准不属于可能引发系统性风险的金融机构,则信托与保底条款均应有效。另外,当替代受托人承担保底之债的主体不是商业银行或保险公司时,法院依然应当按照系统性风险的认定标准进行判定,判定之后对应的两种结果同前述。

三是部分直接保底信托。根据“九民纪要”第92条,在直接保底信托中,若受托人是信托公司、商业银行等金融机构,则保底条款无效。采用目的解释可知,第92条之所以设置这样的条件假定,是因为“九民纪要”隐含了一个小前提,即全体信托公司与商业银行都可能引发系统性风险。但如前所述,这个小前提是错误的,故本条文义与最高人民法院制定本条的目的不符。据此,只要直接保底信托的银行受托人不是系统重要性银行,或非银行受托人按前述标准被判定不会引发系统性风险,则信托与保底条款均属有效。

## (二) 信托有效但保底条款无效

信托有效但保底条款无效的典型情形是直接保底信托,其交易结构可见安信信托股份有限公司与湖南高速集团财务有限公司营业信托纠纷案。<sup>[64]</sup>该案中,信托合同签订于2016年,信托生效于2017年。委托人和受益人是湖南高速,受托人是安信信托。2019年,受益人与受托人在信托文件中加入了保底条款。后受益人要求受托人履行保底之债。二审法院基于“九民纪要”第92条进行说理,认定保底条款无效但信托有效,故受托人不必履行保底之债,但须继续履行信托义务。

另一情形就是前节述及的不存在结构化安排的避险策略基金。在这种间接保底信托中,如果承担保底之债的主体是系统重要性银行或可能引发系统性风险的保险公司,则应以民法典第153条第2款为规范接口,认定信托有效但保底条款无效。在“九民纪要”出台之前,有法院认定此类信托与保底之债均有效。如在王素芬与平安银行股份有限公司杭州武林支行合同纠纷案中,<sup>[65]</sup>原告是一保本但不保收益的证券投资基金的受益人,被告平安银行承担保底之债,受托人是一家基金管理公司。法院基于该交易安排系各方真实意思表示且内容不违法,认定信托与保底之债均有效。倘若该案发生在当前,由于承担保底之债的平安银行是19家系统重要性银行之一,有引发系统性风险之可能,法院应当认定信托有效但保底条款无效。

存在结构化安排的间接保底信托也可能出现这种情况。如前所述,保底信托效力规则的变因是法院对金融监管的部分协同,立足点是防范系统性风险。因此,存在结构化安排的间接保

[64] 参见湖南省高级人民法院(2020)湘民终1598号民事判决书。需注意的是,该案中承担保底之债的受托人虽现已陷入财务困境,但在该信托合同成立时并未资不抵债,不能事后倒推受托人当时的行为已有引发系统性风险之可能。按照本文的解释论,该案应为信托与保底条款均有效。新近的裁判也存在对“九民纪要”第92条采文义解释的不合理做法,参见深圳万旗服饰有限公司与中国民生信托有限公司营业信托纠纷案,北京金融法院(2022)京74民终418号民事判决书。

[65] 参见杭州市下城区人民法院(2017)浙0103民初2858号民事判决书。



底信托中的保底条款是否有效，要看承担保底之债的主体是否可能引发系统性风险。沿着前述分析避险策略基金的思路，在结构化信托、分级基金中，如果承担差额补足义务的劣后级受益人是系统重要性银行或其他可能引发系统性风险的金融机构，就应认定为信托有效但保底条款即差额补足条款无效。<sup>[66]</sup> 如果不这样认定，就可能出现金融机构采取交叉持份的合作方式恶意规避第 92 条，并有引发系统性风险的可能，这恰是第 90 条的规范目的所不容许的。

### （三）信托无效但保底条款有效

信托无效但保底条款有效是英国法处理直接保底信托的默认立场。我国关于保底信托效力认定的解释论不容易产生这一结果。然而，根据信托法一般规则，保底信托可能因为其他事由归于无效，如营业信托的受托人主体不适格、信托没有采取法定的形式要件、信托不符合对象的确定性、信托作为伪装行为而投资合同作为隐藏行为等。由于保底信托是信托与保底之债的共存，故当信托关系被认定无效之后，保底条款本身不足以自动形成独立的法律关系，不具备进行效力评价的前提条件。但是，从我国民法鼓励交易的一贯立场出发，<sup>[67]</sup> 法院可以对保底条款所蕴含的当事人合意进行解释。在解释时，可适用大陆法系“无效法律行为转换”的法理，即法律行为甲无效却具备法律行为乙的要件，且法律行为乙也符合当事人合意的，则法律行为甲就会被转换为法律行为乙。<sup>[68]</sup> 如此，法院可将作为信托合同条款的保底之债转换为投资合同并进行独立评价。法院经实质审查，确定承担保底之债的主体不会引发系统性风险的，这种意思表示解释的最终结果就是信托无效但保底条款有效。

### （四）信托与保底条款均无效

信托与保底条款均无效的第一种情形是，作为法律行为的信托及其保底条款均存在民法典、信托法、证券投资基金法规定的无效事由。

第二种情形是用于场外配资的保底信托。商事实践中所谓“伞形信托”正是典例，有些采取直接保底信托的方式，有些采取间接保底信托的方式。后者相对更为常见，即用带差额补足条款的结构化信托、分级基金连结出资人与出资人。在这种交易结构中，出资人往往是股票市场的普通投资者，出资人由于种种原因不能或不愿直接借款，而是倾向于作优先级受益人，出资人作劣后级受益人，共同出资组成资金池即信托财产。出资人依约对出资人承担结构化不为之债和差额补足的作为之债，遂形成保底之债。出资人通过受益权的劣后，得到受托人的授权，使用整个资金池实现股票买卖的杠杆投机。如果买入的股票上涨，则出资人可以取得相当于非杠杆投资数倍的收益；如果下跌，则只要出资人未按合同约定追加足够的资金且跌幅满足平仓条件，受托人就会强制平仓，出资人不仅无法收回出资，往往还要额外用其他责任财产补足出资人的预期回报。这种交易是 2015 年股灾的重要原因之一，由于事涉公共利益，故

[66] “九民纪要”出台之后的有些判决虽结果正确，但论证率草，如大连天神娱乐股份有限公司等与恒丰银行股份有限公司合同纠纷案（北京市高级人民法院（2021）京民终 442 号民事判决书）。该案法院对“九民纪要”第 90 条采文义解释，省略了对承担保底之债的劣后级受益人进行系统性风险之实质审查的步骤，直接认定结构化信托和差额补足条款均有效。该案中劣后级受益人是一家非银行股份有限公司，且在信托合同成立时并未资不抵债，没有引发系统性风险的可能，法院应在进行这种实质审查后作出“全有效”的判决。

[67] 参见王利明：《合同法的目标与鼓励交易》，《法学研究》1996 年第 3 期，第 93 页以下。

[68] 参见黄忠：《无效民事行为效力转换制度研究》，《法商研究》2007 年第 2 期，第 76 页以下；殷秋实：《无效行为转换与法律行为解释——兼论转换制度的必要性与正当性》，《法学》2018 年第 2 期，第 106 页以下；房绍坤、张泽嵩：《比例原则视域下无效法律行为转换司法适用之判断》，《社会科学战线》2020 年第 12 期，第 229 页以下。

“九民纪要”第86条采取了一刀切的立场，即只要保底信托用于场外配资，则信托与保底条款均归于无效。

第三种也是最隐蔽的情形存在于信托有效但保底条款无效的场景中。保底信托给投资者提供的是双重保护，但依据“九民纪要”第92条，投资者不得不直面受托人投资失败的风险，这就可能违背了他们进入交易时的合理期待。更糟糕的是，由于商事实践中的保底信托多采取集合投资计划的模式，投资者享有的受益权是以份额形式存在于信托关系中。依信托法一般理论，受益人的单方任意解除权不适用于存在复数受益人的集合投资计划。<sup>[69]</sup>所以，我国信托法第50条为单数受益人配置的单方任意解除权无法适用。“集合资金办法”第30条关于只能通过合意或多数决集体解除信托关系的规定，也未给这些投资者提供依自己的意思退出信托关系的机制。解决这个问题的解释论方案是，借助民法典第156条规定的法律行为部分无效制度，对“九民纪要”第92条作目的性限缩，即“民事法律行为部分无效，不影响其他部分效力的，其他部分仍然有效”。具体而言，如果某个一体但又可分的法律行为中的一部分无效，那么另一部分的效力首先要看当事人的约定；若无约定，则法院要采用主观标准（当事人标准）而非客观标准（一般理性人标准），结合诚实信用原则和个案具体情况，判断当事人从无效部分失去的是不是主要的、决定性的利益，即站在当事人的立场上判断，在系争之个案情境下，其能否接受这种被切除了无效部分的交易。如果能，则法院应认定另一部分仍然有效，让当事人继续保持在该交易关系中；如果不能，则法院应认定法律行为全部无效，使当事人从交易的束缚中解脱。<sup>[70]</sup>此制度的立法目的在于不把有违交易初衷的法律后果强加于当事人，以保护当事人的意思自治。<sup>[71]</sup>

保底信托一般是自益信托，委托人就是受益人，且“九民纪要”第92条实际上给受托人减轻了负担，真正蒙受不利益的只有受益人一方。法院站在受益人立场考察时，应首先看信托文件是否对部分无效问题作特别约定。如无特别约定，则要结合受益人的交易动机、交易习惯、利益状况、追求的目标等，判断其更重视信托的抗破产与执行风险功能，还是保底条款的抗投资失败风险功能。当然，受益人的主观心态未必容易证明，可辅以受托人的客观状况推定。如果能够证明受托人几乎不能清偿到期债务或接近资不抵债，或者受托人账目管理混乱，则可推定受益人更希望防范的是受托人破产或被其他债权人申请强制执行的风险。此时，第92条的适用结果就没有违背受益人进入交易时的合理期待，法院宜认定信托有效，只是保底条款无效。反之，如果受托人经营状况良好，账目隔离规范，则可推定受益人更希望防范的是受托人投资失败的风险，那么对第92条进行文义解释就违背了受益人进入交易时的合理期待，法院宜将信托与保底条款均认定为无效。这并不违背保底信托效力认定中的公共利益，即防范系统性风险。如此，民法典第157条关于法律行为无效的法律后果规则就在客观上为受益人提供了依自己的意思并通过诉讼的方式退出信托关系的机制。

[69] See Warren Barr & John Picton, *Pearce & Stevens' Trusts and Equitable Obligations*, 8<sup>th</sup> ed., Oxford: Oxford University Press, 2022, p. 53.

[70] 参见陈甦主编：《民法总则评注》下册，法律出版社2017年版，第1102页以下；王利明主编：《中国民法典释评·总则编》，中国人民大学出版社2020年版，第379页以下；陆家豪：《论法律行为的部分无效与全部无效》，《东方法学》2022年第1期，第161页以下。

[71] See Gerhard Dannemann & Reiner Schulze (eds.), *German Civil Code*, Volume I: Books 1-3, Article-by-Article Commentary, C. H. Beck, 2020, p. 185.

## 结 语

保底信托概念将商事实践中诸多资管产品名目统合在一起。法院在认定保底信托的效力时，对“九民纪要”第90条、第92条不应采文义解释，而应基于系统性风险之认定标准进行目的解释，以精准规制信托领域的保底刚兑问题。当然，保底信托的规制并非信托法一力承当之事，它也有赖于传统民法中法律行为理论的完善、破产法中破产原因理论的细化以及金融监管中全行业系统重要性金融机构名单的制定。此外，与民法相对遵循共通的先验逻辑体系不同，商法更应致力于反映各国独特的商事实践。从全球视角观察，家族信托、房地产信托、年金信托、离岸股权信托等在国内外民商事实践中均较为常见，只有保底信托在我国的风靡程度远大于其他任何法域。因此，我国关于保底信托效力认定的方案不能只停留在会议纪要层面。未来修改信托法或制定信托法司法解释时，立法与司法机关应当吸纳学理讨论与裁判经验，为保底信托配置专属规则，这也是构建民法典时代中国信托法学自主知识体系的应有之义。

---

**Abstract:** Depending on whether the trustee is the one who promises return to the beneficiary, promised return trusts can be divided into direct promised return trusts and indirect ones. Current criticisms on promised return trusts fail to distinguish mandatory rules from default rules and confuse validity control with performance control and, as a result, are unable to negate the validity of promised return trust. Recent changes in Chinese law regarding the validity of promised return trusts have departed from two doctrines in English trust law, namely, the doctrine of mutual exclusivity of trust and debt and the doctrine that beneficiaries are not personally liable to each other. The true cause of the changes is the partial embracement of the regulatory position by the trust law judicature. In interpreting Article 90 and Article 92 of the Minutes of the National Courts' Civil and Commercial Trial Work Conference, courts should adopt the purposive approach, rather than the textual approach, and, in particular, should use the systemic risk as the criterion for determining the validity of various types of promised return trusts. When carrying out a taxonomy-based interpretation of validity, apart from applying the test of determining the system risk, the converting of void juridical acts and the partial voidness of juridical acts can be referred to as supplementary grounds.

**Key Words:** structured trust, promised return clause, absolute payment, systemic risk, juridical act

---