

# 被动管理型信托的效力澄清

邹星光\*

**内容提要：**立法上关于信托即“受人之托、代人理财”的功能定位隐含着受托人主动管理之意，掩盖了被动管理型信托与主动管理型信托实为信托之双轨这一事实。学理上关于“消极信托无效”的误读以及监管上对通道信托的禁止、对主动管理型信托的倡导，导致被动管理型信托的正当性与合法性存疑。被动管理型信托的法律效力原则上应予认可，但亦应回应效力方面的质疑。在债权人保护维度，即便是受托人极端被动的信托，通常也只需否定信托的资产区隔效果或信托财产的独立性，无需否定信托的效力。在信义义务的强制性维度，应在立法上单独构建被动管理型信托受托人的行为标准，明确指示型信托受托人的故意不当行为标准以及转委托型信托受托人的合理选任与监督义务。在公共利益维度，监管部门不应通过事前禁止被动管理型结构来防范通道风险，法院也不应过度附和金融监管，而应基于是否损害公共利益来实质判断通道信托的效力。

**关键词：**被动管理型信托 消极信托 通道信托 信义义务 信托财产

## 一、问题的提出

被动管理型信托这个概念很少出现在法学文献中，因为其并非学理概念，亦非源于英美信托法，而是源自我国金融监管部门关于信托业务的分类。<sup>〔1〕</sup>在这些金融监管规范中，被动管理型信托被定义为，信托公司不具有裁量权，而是根据委托人或者委托人指定的人的指令，对信托财产进行管理和处分的信托。在实践中，被动管理型信托还包括通过其他结构转移受托人积极管理职责的情形。

\* 清华大学法学院助理研究员。

感谢北京大学法学院刘燕教授的宝贵思路与指导意见。

〔1〕 2009年银监会办公厅《关于修订信托公司年报披露格式规范信息披露有关问题的通知》（银监办发〔2009〕407号）中首次出现主动管理型信托与被动管理型信托的区分，其中第1条第3款要求信托公司在年报中分别披露这两类信托业务的数据，目的是充分体现倡导信托公司自主创新和资产管理能力这一导向。此外，2014年中国人民银行《信托业务分类及编码》（JR/T 0106—2014）第F项以及2017年银监会《信托业务监管分类试点工作方案》（信托函〔2017〕29号）附件二《信托业务监管分类说明（试行）》，都规定了这一分类。

关于被动管理型信托，我国立法、学理和金融监管层面均存在一定的误解，导致其在正当性和法律效力上充斥着否定评价和不确定性。首先，2000年6月《全国人大法律委员会关于〈中华人民共和国信托法（草案）〉修改情况的汇报》对信托关系的描述是，“‘受人之托，代人理财’是信托的基本特征，是一种专门的理财制度。财产所有人作为委托人，基于对受托人的信任，委托受托人按照特定目的管理和处分其信托财产，形成民事财产制度中的一种特殊的信托关系。”〔2〕长期以来，在立法部门此种观念的影响下，将信托的本源、本质或功能归结为代人理财的观点屡见不鲜，甚至已经成为主流认识。〔3〕其次，部分学者引入域外学理上关于积极/主动信托与消极/被动信托这一分类时，常将消极信托与被动管理型信托等同，并存在“消极信托无效”的观点，〔4〕导致被动管理型信托在法律效力评价方面亦蒙上了负面色彩。最后，在2018年中国人民银行等制定《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号，以下简称“资管新规”）后，信托业的“去通道”改革剑指被动管理型信托在我国金融市场上的特殊形态——通道信托，监管层亦十分倡导信托行业向主动管理模式转型。〔5〕并且，监管规范中通道信托与被动管理型信托这两个概念的界限模糊，〔6〕使后者的法律效力评价整体上被“负面化”。这不仅导致了理论层面对信托制度的片面解读，亦影响了部分被动管理型信托业务的有序开展以及整个信托行业的功能定位与未来走向。

## 二、被动管理型信托有效的一般原则

拨开被动管理型信托效力的疑云，需要澄清各方对此类信托及信托本源的误解。尽管被动管理型信托的效力可能在例外情形下受到挑战，但其原则上应当被认定为有效，这一结论可以从信托实践、概念辨析以及历史考察三个方面得到验证。

### （一）基于信托的现代实践

从信托实践的角度观察，市场对被动管理型信托具有强烈的需求。根据我国信托业协会的统计，2018年被动管理型信托（事务管理类信托）的总规模高于主动管理型信托（投资类信托与融资类信托），二者占比分别约为60%、40%；2019年被动管理型信托的总规模低于主动管理型信托，二者占比分别为49.30%、50.70%；截至2023年，二者占比分别为37.12%、

〔2〕 全国人大信托法起草工作小组编：《〈中华人民共和国信托法〉释义》，中国金融出版社2001年版，第197页。

〔3〕 参见徐化耿：《资产管理人勤勉尽责义务的理论基础与司法适用》，《现代法学》2023年第3期，第139页；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63页，第68页；朱颖琦：《通道类信托业务中受托人外部责任的司法认定》，《法律适用》2020年第20期，第132页；赵磊、于晗：《回归本源：财产法视角下的信托制度》，《上海政法学院学报》2020年第3期，第116页；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。

〔4〕 参见谢哲胜：《信托法》，中国台湾元照出版公司2009年版，第50页；潘秀菊、陈佳圣：《信托法实务问题与案例》，中国台湾元照出版公司2020年版，第8页以下；上引王涌文，第84页。

〔5〕 参见《中国银保监会党委委员、副主席黄洪在2020年中国信托业年会上的讲话》，[https://mp.weixin.qq.com/s/qqlol17CQjnz1OhxNM\\_KjQ](https://mp.weixin.qq.com/s/qqlol17CQjnz1OhxNM_KjQ)，2024年10月3日最后访问；殷醒民：《2020年度中国信托业发展评析》，<http://www.txh.net/txh/statistics/46670.htm>，2024年10月3日最后访问；邓智毅：《塑造信托业文化“灵魂”》，《中国金融》2018年第4期，第26页以下。

〔6〕 参见2014年银监会办公厅《关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99号，以下简称“信托风险监管意见”）第3条第1款第1项、2014年银监会《关于调整信托公司净资本计算标准有关事项的通知（征求意见稿）》（以下简称“信托资本标准通知”）第1条。

62.88%。尽管被动管理型信托的占比呈下降趋势，但其总规模仍然不容小觑。<sup>〔7〕</sup>除规避监管外，这种强烈需求主要基于以下两种考虑：一是投资管理职能与事务管理职能的分离。例如，信托公司具有客户优势和事务管理优势，基金管理公司或私募资管公司具有获取投资机会和投资管理的优势，故前者负责资金募集、账户管理、交易执行及收益分配等事务，后者作为投资顾问全权负责投资管理。二是利用信托这一法律形式的灵活性，<sup>〔8〕</sup>尤其是受托财产的“管理人”不愿意或不能担任受托人的情形。例如，虽然我国资产支持票据业务（资产证券化业务的一种类型）可以选择采取信托或公司作为特殊目的载体，但实践中基于形式的灵活性通常选择信托，且由资产服务机构而非受托人负责底层资产的管理。基于上述商业目的以及剥离受托人管理职责的不同方式，被动管理型信托被广泛应用于各种场景，并形成了不同的结构。

1. 指示型结构。在指示型结构中，委托人、受益人或信托关系以外的第三人就信托财产的投资或管理享有决策权且对受托人享有指示权。其中，指示的内容不限于交易指令，亦包括借贷、投票权行使、企业经营管理等方面。在域内外实践中，受益人指示模式主要存在于民事信托，而委托人指示模式和第三人指示模式被广泛应用于民事和商事信托。<sup>〔9〕</sup>例如，在我国的家族信托中，既有采取委托人指示模式的实践，即委托人直接向受托人下达投资指令，也有采取“私人银行+信托”的第三人指示模式的做法，即私人银行负责提供客源、担任投资顾问，并向信托公司发送投资指令，信托公司按照指令执行交易。就商事信托而言，委托人指示模式在域外证券投资基金产品中较为常见，如日本的公募证券投资信托和韩国的投资信托。<sup>〔10〕</sup>第三人指示模式在我国投资类信托和融资类信托中较为常见，前者如顾问管理类私募证券投资基金，<sup>〔11〕</sup>后者如企业资产证券化常采取的“信托+专项计划”的双层SPV结构，其中第一层信托计划就可能要求信托公司遵循证券公司的安排和指示运用信托资金。<sup>〔12〕</sup>

2. 转委托型结构。在转委托型信托中，受托人在信托设立后将投资或经营管理权转委托给第三方顾问，同时对第三方顾问负有监督义务。这种转委托既可以限于决策权委托，亦可以包括管理决策和交易执行的“全权委托”。转委托型信托在我国十分少见，这主要源于信托法和监管规范的限制。一方面，信托法第30条规定，仅在“信托文件另有规定或者有不得已事由”的情形下，受托人才可以进行转委托，且还须“对他人处理信托事务的行为承担责任”。这种严苛的条件和责任导致受托人没有足够动力进行转委托。另一方面，2009年银监会《信

〔7〕 参见殷醒民：《2018年度中国信托业发展评析》，<http://www.txh.net/txh/statistics/45162.htm>；曾刚：《2019年度中国信托业发展评析》，<http://www.txh.net/txh/statistics/45929.htm>；曾刚：《2023年度中国信托业发展评析》，<http://www.txh.net/txh/statistics/49052.htm>。均于2024年10月5日最后访问。

〔8〕 美国公募基金的常见形式之一是商业信托，基金管理人选择这种形式的重要原因之一就是其法律形式上的灵活性。See e. g., Sheldon A. Jones et al., *The Massachusetts Business Trust and Registered Investment Companies*, 13 *Delaware Journal of Corporate Law* 456 (1988); Victoria E. Schonfeld & Thomas M. J. Kerwin, *Organization of A Mutual Fund*, 49 *Business Lawyer* 114-115 (1993).

〔9〕 民事信托是委托人通过受托人在家庭或亲属内部进行财产无偿转移的工具，商事信托则是商事交易的工具，目的主要在于投融资。参见赵廉慧：《商事信托的界定》，《月旦民商法杂志》第78期（2022年），第57页以下。

〔10〕 参见刘燕、邹星光：《信托与大资管的关系——日本实践的启示》，载卢文道、蔡建春主编：《证券法苑》第33卷（2021年），法律出版社2021年版，第11页以下；〔韩〕金容载：《证券投资信托的法律关系与立法课题》，南玉梅译，载卢文道、蒋峰主编：《证券法苑》第28卷（2020年），法律出版社2020年版，第526页以下。

〔11〕 在此种投资基金中，信托公司担任受托人，基金管理公司担任投资顾问，其有权向受托人发送投资指令，受托人对投资指令仅进行形式审查。

〔12〕 参见洪艳蓉：《双层SPV资产证券化的法律逻辑与风险规制》，《法学评论》2019年第2期，第86页以下。

托公司证券投资信托业务操作指引》（银监发〔2009〕11号）第21条禁止信托公司将管理职责进行转委托。<sup>〔13〕</sup>但在域外的家族信托、商事信托（投资类信托）以及慈善信托中，转委托型结构均有丰富的实践。如在美国的大多数商业信托型开放式公募基金中，投资者同时作为委托人和受益人，受托人委员会类似于公司董事会，主要负责监督投资顾问的投资管理行为。信托设立文件会明确授权受托人可以将投资管理职责委托给投资顾问，投资顾问根据自身投资决策向经纪商下达投资指令，无需经受托人同意。<sup>〔14〕</sup>

3. 嵌套型结构。在嵌套型结构中，由于目标财产不是直接作为信托财产，故可以将目标财产的投资管理职责转移给另一法律实体，即通过再嵌套一层法律形式（如有限合伙或有限责任公司）来持有目标财产。嵌套型结构在我国比较流行，这是因为，信托计划属于我国证券监管上所谓的“三类股东”之一，<sup>〔15〕</sup>监管部门曾以窗口指导的形式要求A股拟上市公司在公开发行上市申报前必须清理“三类股东”，<sup>〔16〕</sup>故信托计划往往选择另行嵌套一层“三类股东”以外的法律形式来持有股份。因此，嵌套的直接目的其实并非剥离主动管理职责，而是避免以“三类股东”的身份直接持股拟上市公司，只是嵌套的同时导致被动管理结构发生了改变。例如，委托人希望将家族企业的股权注入家族信托，就通过在信托中再嵌套一层有限合伙或有限责任公司的形式持有家族企业的股权，而非由家族信托直接持股。<sup>〔17〕</sup>这一结构也存在于信托公司具有客户优势而私募基金管理人具有投资管理优势的商事信托中。具体来说，为了避免指示型结构中信托计划的直接持股，由信托公司负责募集资金，然后将全部或绝大部分信托资金投资于合伙型私募基金，从而将投资职责转移给私募基金管理人。

## （二）基于概念的辨析

被动管理型信托的定义看似十分简单，即受托人对信托财产不负有主动管理职责的信托，实则其内涵、外延均不清晰。监管部门、金融实务界和司法部门又时常将被动管理型信托与事务管理类信托、<sup>〔18〕</sup>通道信托等概念混用，学理上则往往将其对标消极/被动信托。这不仅导致被动管理型信托的边界不清，且对通道信托和消极信托的误读一定程度上导致该类信托在效力上的负面评价。为澄清被动管理型信托之效力，须对这些概念之间的关系进行辨析。

### 1. 作为被动管理型信托之异化形态的通道信托

在大资管乱象时代“无序创新”的背景下，我国金融监管部门试图通过优化信托业务分类规则来实现信托业的“有序发展”，但不断更迭的分类规则导致多个业务类型之间的重叠、界限模糊。在“资管新规”出台之前，被动管理型信托或事务管理类信托在我国信托公司业

〔13〕 《信托公司证券投资信托业务操作指引》第21条规定，“证券投资信托设立后，信托公司应当亲自处理信托事务，自主决策，并亲自履行向证券交易经纪机构下达交易指令的义务，不得将投资管理职责委托他人行使。信托文件事先另有约定的，信托公司可以聘请第三方为证券投资信托业务提供投资顾问服务，但投资顾问不得代为实施投资决策”。

〔14〕 See e. g., James Alpha Funds Trust Amended and Restated Agreement and Declaration of Trust, [https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1829774/000158064221000283/ex99a\\_1.htm](https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1829774/000158064221000283/ex99a_1.htm), last visited on 2023-07-01.

〔15〕 “三类股东”的概念源自2019年证监会《首发业务若干问题解答》问题6，指的是契约性基金、信托计划与资产管理计划。

〔16〕 参见《IPO三类股东将有限突破 从禁止到允许微小比例还有多久》，<https://finance.caixin.com/2017-12-07/101181732.html>，2024年10月5日最后访问。

〔17〕 参见刘俊海：《论股权家族信托的价值功能与制度创新》，《法治研究》2023年第4期，第134页。

〔18〕 尽管二者是不同分类标准下的类别，事务管理类信托是基于资产功能的分类，与投资类信托、融资类信托相对应，但信托业协会的统计口径和监管规范经常将二者等同。



务中占据主导地位,其中很大一部分是通道信托。〔19〕这导致金融监管规范中时常将被动管理型信托或事务管理类信托与通道信托混淆,如“信托风险监管意见”将信托公司表述为“事务管理类信托业务”中“提供通道的一方”,“信托资本标准通知”直接将信托业务分为“事务管理类(通道类)和非事务管理类(非通道类)”两类。这种混淆在信托合同、司法审判实践中也普遍存在。例如,有的信托合同明确约定信托为事务管理类信托,但将受托人定义为“通道主体”。〔20〕有的法院将案涉信托定性为被动管理型信托,然后直接适用通道信托的监管规范。〔21〕

通道信托这一概念源于监管部门对于商业银行为规避信贷监管而借助信托通道发放贷款的银信合作业务的规制,“资管新规”第22条禁止的通道服务以“规避投资范围、杠杆约束等监管要求”为特征,2019年最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》(法〔2019〕254号,以下简称“九民纪要”)第93条关于通道信托效力的规定亦关注“利用信托通道掩盖风险,规避资金投向、资产分类、拨备计提和资本占用等监管规定,或者通过信托通道将表内资产虚假出表”等情形。因此,严格意义的通道信托应当包含“规避监管”这一设立目的,而不能只强调被动管理模式。作为被动管理型信托在我国金融行业机构监管体制下的“异化形态”,通道信托的效力瑕疵不应影响被动管理型信托效力的一般性判断。

## 2. 仅为极端被动情形之一的消极信托

在学理层面,国内许多文献都以消极/被动信托(以下统称“消极信托”)来定性被动管理型信托或通道信托,〔22〕与积极/主动信托(以下统称“积极信托”)相对应,〔23〕且我国及日本存在“消极信托无效”或“消极信托不受法律保护”的观点,〔24〕导致被动管理型信托在信托法理层面具有否定评价的色彩。

考察概念的源头,英国法中的消极信托指向的情形是,根据信托文件的规定,受益人对于信托财产享有完全或绝对的权利,受托人只是代受益人持有财产在普通法上的权利,除按照受益人的指示转让信托财产这一义务外,不负有任何其他义务;美国法直接表述为“受托人的唯一义务是不干涉受益人对信托财产的享有”。〔25〕因此,消极信托这个概念并非一般性地指

〔19〕 通过观察被动管理型信托规模在金融监管部门开始压降通道业务后的减少比例,可以对通道信托在“资管新规”出台之前的占比有大致了解。2017年的统计数据显示,被动管理型信托业务占比59.62%(参见中国信托业协会:《2017年4季度末信托公司主要业务数据》, <http://www.xtxh.net/xtxh/statistics/44151.htm>, 2024年10月5日最后访问),而2023年的数据显示,该比例已被压降至37.12%(参见前引〔7〕,曾刚文)。

〔20〕 参见华宇国信投资基金(北京)有限公司与贵州西南交通投资实业集团有限公司等民事信托纠纷案,北京市东城区人民法院(2022)京0101民初16807号民事判决书。另见华宇国信投资基金(北京)有限公司与吴某红合同纠纷案,北京金融法院(2022)京74民终809号民事判决书;陈某明与杭州信创担保有限公司等合同纠纷案,北京市朝阳区人民法院(2019)京0105民初76148号民事判决书。

〔21〕 参见江西银行股份有限公司与国民信托有限公司营业信托纠纷案,北京金融法院(2022)京74民终828号民事判决书。另见吴某诉华澳国际信托有限公司财产损害赔偿纠纷案,上海金融法院(2020)沪74民终29号民事判决书(以下简称“华澳信托案”);国民信托有限公司与黄某森等金融借款合同纠纷案,北京市第四中级人民法院(2020)京04民初327号民事判决书;杭州福安实业有限公司与中海信托股份有限公司营业信托纠纷案,上海金融法院(2020)沪74民初1534号民事判决书。

〔22〕 参见赵廉慧:《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122页以下;吴至诚:《保底信托效力认定的类型化》,《法学研究》2022年第6期,第115页;张淳:《论作为逃债信托的中国式家族信托及其司法对策》,《政治与法律》2023年第7期,第91页;林嘉、李敏:《TCL集团职工持股信托方案评析——运用信托方式解决职工持股问题的法律思考》,《法学杂志》2005年第5期,第139页。

〔23〕 关于消极/被动信托,英联邦法域使用的表述为“bare/naked/simple trust”,美国法的常用表述为“passive trust”。

〔24〕 参见前引〔4〕诸文献;张大为:《消极信托研究》,《月旦财经杂志》第35期(2014年),第206页。

〔25〕 See Lynton Tucker *et al.*, *Lewin on Trusts*, 19<sup>th</sup> ed., London: Sweet & Maxwell, 2015, pp. 15-16; James E. Penner, *The Law of Trusts*, 10<sup>th</sup> ed., Oxford: Oxford University Press, 2016, pp. 20-21; Restatement (Third) of Trusts 2003, § 6.

向所有受托人具有消极被动特征的信托，其只是受益人完全控制信托财产而使受托人极端被动的情形，适用的场景十分有限。典型的场景是父母或祖父母对未成年（孙）子女的赠与，即以特定财产设立信托，以未成年的受赠人作为受益人，并规定受益人在成年后可以完全支配信托财产或终止信托。在受益人成年后，即使信托未终止，受托人也不再负有任何积极义务，只需完全遵循受益人的指示。当然，在受益人成年之前，该信托属于积极信托。如若受益人为多个，且信托文件规定受托人应在委托人去世后按照特定比例向多个受益人分配信托财产，因受益人对于信托财产的权利受制于受托人按比例分配的义务，单个受益人无法完全支配信托财产，故该信托在委托人去世后亦不构成消极信托。<sup>[26]</sup>在大多数被动管理型信托中，虽然受托人对信托财产的管理不负有积极职责，但仍有义务按照信托文件规定的方式和用途持有和监督信托财产，受益人无法任意支配信托财产。鉴于消极信托仅为被动管理型信托的极端情形，二者在效力认定上不能等同视之。

更重要的是，在英美法上，消极信托不会被认定为无效，只是信托财产的独立性会被否定。在英联邦法域，消极信托是相对于“特殊信托”的一种信托类型，<sup>[27]</sup>英国 2000 年受托人法第 34 条和判例法都明确认可了这一类型。<sup>[28]</sup>由于受益人被视为信托财产的受益所有权人，故其债权人得对信托财产主张权利，即信托财产并不具有独立性。<sup>[29]</sup>美国法上的消极信托源于英国历史上的用益法，其被认定为有效，但用益法或类似规则适用于特定消极信托后，受益人会取得该信托财产在普通法上的权利。对于不适用用益法或类似规则的州，消极信托的受益人也会被认为是信托财产的所有权人，或者被认为是对信托财产享有一般性的取回权或指定权的人，即有权随时从信托中取回财产。<sup>[30]</sup>因此，受益人的债权人可以对信托财产主张权利，这也就意味着消极信托中的财产实际上归属于受益人的责任财产。

### （三）基于信托与信托法历史的考察

信托这一财产安排在很长一段时间内主要是以被动管理形态存在的。从英国的历史来看，作为信托前身的用益以及信托的产生都源自对封建义务和限制的规避，如与土地权利绑定的军事义务、土地继承时发生的沉重封建赋税、特定情形下的土地没收、禁止通过遗嘱遗赠土地等。在“用益”或“信托”这一特殊安排下，委托人不再是普通法上的土地权利人，而受托人的义务仅在于为委托人或受益人的利益持有土地，以及在特定情形下按委托人或受益人的要求转让土地，但无需负责土地的管理，故显然属于被动管理型信托。此种规避法律的财产安排在当时虽不被普通法法院承认，<sup>[31]</sup>但得到了衡平法法院的认可。<sup>[32]</sup>这些源自中世纪的关于土地转让的封建义务与限制延续了很长时间，故直至 19 世纪，信托都主要被认为是一种替代

[26] See Restatement (Third) of Trusts 2003, § 6, cmt. d.

[27] 特殊信托是指受托人持有信托财产时受制于特定信托条款规定的义务，不能完全遵从受益人的指示。参见前引 [25]，Penner 书，第 20 页。

[28] See e. g., *Christie v. Ovington*, (1875) 1 Ch D 279; *Re Cunningham and Frayling*, [1891] 2 Ch 567; *Morgan v. Swansea Urban Sanitary Authority*, (1878) 9 Ch D 582.

[29] See e. g., *JSC Mezhdunarodniy Promyshlenniy Bank v. Pugachev*, [2017] EWHC 2426 (Ch). 以下简称“普加乔夫案”。

[30] 参见 *In re Kershner's Estate*, 182 Pa. Super. 268 (1956); *Dixon v. Dixon*, 123 Me. 470 (1924); Restatement (Third) of Trusts 2003, § 6 (3), cmt. b, cmt. e; Uniform Trust Code 2023, Sec. 402, cmt.; 杨秋宇：《信托通道业务的私法构造及其规制逻辑》，《北京理工大学学报（社会科学版）》2021 年第 3 期，第 119 页。

[31] See Richard H. Helmholz, *The Early Enforcement of Uses*, 79 Columbia Law Review 1503 (1979).

[32] See John D. Morley, *The Common Law Corporation: The Power of the Trust in Anglo-American Business History*, 116 Columbia Law Review 2152-2153 (2016).

遗嘱的转让土地或不动产的工具，土地权利人可以通过信托来规避土地法上的一系列不合理限制。<sup>[33]</sup>因此，20世纪以前信托法上的默认规则是，信托受托人没有任何实质性的“权力”，“除非明确授权，否则受托人无权改变财产的性质，如将土地转换为金钱，或将金钱转换为土地”。<sup>[34]</sup>在这一阶段，被动管理型信托是信托的主要形态，且并没有因此被认为是无效的。

进入20世纪，随着金融市场的发展，土地不再是家庭财富的主要形式，包括股权、债券、基金、保险、年金以及银行存款等在内的多元金融资产逐渐成为家庭财富构成中的主要部分。信托也不再只是一种土地持有和转让的工具，作为一种主动管理工具的信托开始兴起并流行。<sup>[35]</sup>从信托法的角度来看，默认规则也从受托人无实质权力发展为受托人享有主动管理信托财产所需的各种权力。<sup>[36]</sup>然而，随着受托资产的构成和管理日渐复杂，受托人在很多情形下并非管理受托资产的合适人选。故在20世纪后期，转委托型、指示型等新型被动管理结构开始流行，英国和美国也在成文法或判例中对上述被动管理模式作出了回应。前者如英国2000年受托人法和被美国大部分州法所接受的1994年《统一谨慎投资人法》关于转委托规则自由化的规定，<sup>[37]</sup>后者如美国特拉华州等自20世纪末开始相继颁布的关于指示信托的立法。<sup>[38]</sup>英国成文法对于指示信托没有明确回应，但判例法是予以认可的。<sup>[39]</sup>有些法域为增加确定性，还在立法中明确规定被动管理型信托的效力。例如，2013年我国香港地区《受托人条例》第41X条第1款规定：“如设立信托的人（财产授予人）为其本人保留在该信托下的任何或全部投资权力或资产管理职能，该信托并不因该项保留而致无效。”2004年新加坡受托人法第90条第5款亦有基本相同的规定。

不论是在信托主要作为土地转让工具的阶段，还是在作为财富管理工具的阶段，被动管理型信托在法律效力层面原则上都是被认可的。信托的演变历史也证明了，“受人之托、代人理财”只是信托的功能之一，主动管理与被动管理实为信托业务之双轨。

### 三、债权人保护维度：否定资产区隔效果

尽管被动管理型信托原则上应当是有效的，但其效力确实会被挑战。首先就是信托财产独立性和债权人保护方面的质疑。如果受托人完全遵从委托人或受益人的指令，则信托财产实质上未与委托人或受益人的个人财产进行隔离，但信托的法律形式又可能阻碍委托人或受益人的债权人对信托财产主张权利，这些债权人的合法利益可能受到损害。然而，这种受托人“极端被动”情形下的债权人利益保护是否要采取否定信托效力的方式，需要谨慎对待。

#### （一）保留权力过度情形下的司法认定

在委托人完全控制信托财产的情形下，<sup>[40]</sup>其可以明示的方式，通过在信托文件中保留对

[33] See John H. Langbein, *The Contractarian Basis of the Law of Trusts*, 105 *Yale Law Journal* 632-633 (1995).

[34] Joseph Story & W. E. Grigsby, *Commentaries on Equity Jurisprudence*, London: Stevens and Haynes, 1884, p. 637.

[35] See John H. Langbein, *Rise of the Management Trust*, 142 *Trusts & Estates* 52-57 (2004).

[36] 同上文，第53页以下。

[37] See *Trustee Act 2000*, Sec. 15, Sec. 23 (1); *Uniform Prudent Investor Act 1994*, Sec. 9.

[38] See e. g., 65 *Del. Laws* 422, § 5 (1986); *S. D. Laws* 280, § § 1-7 (1997); *Nev. Laws* 215, § § 20-37 (2009).

[39] See e. g., *Beauclerk v. Ashburnham*, (1845) 8 *Beav* 322; *Re Hart's Will Trusts*, [1943] 2 *All ER* 557.

[40] 受益人完全控制的情形属于消极信托。如前所述，普通法系国家普遍肯定消极信托的效力，仅否定信托财产的独立性。但普通法系国家对委托人完全控制信托财产情形下信托的效力认定存在分歧，故下文主要对此种情形展开分析。



信托财产的一系列权力来实现受托人对其指令的完全遵从，这种情形在学理上被称为“保留权力过度”。这些控制权力通常表现为任意撤销或变更信托、无因更换受托人、任意指定或移除受益人（包括其自身在内），或者对受托人的权力行使或裁量进行否决等。关于保留权力过度情形下信托的效力，普通法系内部存在以下三种意见：

其一，明确认定信托无效或未能有效设立。其法律依据主要是：（1）不满足信托设立的“三个确定性原则”中的意图确定性，<sup>[41]</sup>即保留过多的权力反映出委托人没有设立信托的意图。（2）过度的权力保留导致受托人未承担“不可扣减的核心义务”。当然，采取此种立场的案件并不多见，笔者检索到的仅有两例：一例是库克群岛上诉法院与英国枢密院审理的韦伯诉韦伯案（以下简称“韦伯案”）。<sup>[42]</sup>在该案中，委托人保留了将自己指定为唯一受益人的权力。另一例是百慕大最高法院审理的一起可撤销信托案。<sup>[43]</sup>在该案中，委托人保留了撤销与变更信托以及获取信托本金与收益的权力。由于百慕大2014年修订的信托法（特别规定）第2A条明确规定，委托人可以保留包括撤销权在内的一系列权力，且不影响信托的效力，故该案中法院基于委托人保留权力过度而认定信托无效之观点的适用意义可能所剩无几。

其二，对信托效力不作明确评价，仅否定信托财产的独立性。这种意见采用的法律解释路径有以下三种：第一种路径是将权力视为财产。坚持这种路径的法院认为，委托人在信托文件中保留的权力过于“强大”以至于构成其财产，委托人的债权人或配偶得通过代位行使该权力，对信托财产进行追索。权力可以代位行使也默示信托本身是有效的。例如，在英国枢密院审理的土耳其储蓄存款保险基金诉美林银行和信托公司（开曼）及其他案（以下简称“美林银行案”）中，<sup>[44]</sup>委托人及其妻子为受益人，委托人保留了撤销信托的权力。枢密院认为，委托人保留的不受限制的撤销信托的权力可以被视为等同于所有权的权力，此种权力与财产并无实质区别，故委托人的撤销权可以“委托”给其破产接管人为了债权人的利益行使，使债权人可以从信托财产中获得清偿。第二种路径是基于权力的实际效果而将信托财产归入责任财产。在此种路径下，法院基于委托人保留的权力足以实现对信托财产的完全控制而认为委托人保留了信托财产的受益所有权，从而将信托财产归入其责任财产。<sup>[45]</sup>第三种路径是将信托财产视为财务资源。这种路径主要出现在英联邦法域夫妻财产分割的诉讼中，因为“财务资源”是其婚姻法中界定夫妻共同财产时使用的概念。此路径由英国上诉法院通过查曼诉查曼案（以下简称“查曼案”）确立。<sup>[46]</sup>根据该案判决，判断信托财产是否属于配偶一方的财务资源的标准在于：若配偶一方要求裁量性信托的受托人将全部信托本金和收益分配给他一个人，受托人是否很可能答应这一要求。这取决于配偶一方对信托财产的控制权的大小。在该案中，委托人同时也是裁量受益人之一，其保留了无因更换受托人的权力，从而对受托人形成了实质控制。受托人实际上也对委托人的意愿一直表示遵从。<sup>[47]</sup>法院因此认为，信托财产属于委托

[41] “三个确定性”是指意图、信托财产与受益人的确定性。See *Knight v. Knight*, (1840) 49 ER 58.

[42] See *Webb v. Webb*, [2017] CKCA 4, [2020] UKPC 22.

[43] See *Re the Aq Revocable Trust*, [2010] Sc (Bda) 40 Civ.

[44] 参见 *Tasarruf Mevduati Sigorta Fonu v. Merrill Lynch Bank and Trust Company (Cayman) Limited and others*, [2011] UK-PC 17。类似案件参见 *Clayton v. Clayton*, [2016] NZSC 2，以下简称“克莱顿案”。

[45] 参见 *Helvering v. Clifford*, 309 U. S. 331 (1940); *Corning v. Comm'r of Internal Revenue*, 24 T. C. 907 (U. S. T. C. 1955); *Van Beuren v. McLoughlin*, 262 F. 2d 315 (1st Cir. 1959); 前引 [29]，“普加乔夫案”。

[46] See *Charman v. Charman*, [2007] EWCA Civ 503.

[47] 类似案件参见 *Whaley v. Whaley*, [2011] EWCA Civ 617; *Kan Lai Kwan v. Poon Lok To Otto*, [2014] 17 Hkcfar 414.



人可支配的财务资源。

其三,明确认定信托有效。关于可撤销信托的效力,被美国大多数州接受的《统一信托法》第603条明确规定,委托人可以在信托文件中保留撤销或变更信托的权力,甚至可以向受托人下达违反信托条款的指令。〔48〕美国《信托法第三次重述》第63条亦明确规定,生前信托的委托人可以按照信托文件的规定享有撤销或变更信托的权力。〔49〕此外,委托人的债权人可以对可撤销信托下的信托财产主张权利。〔50〕《统一信托法》第602条(a)还将可撤销信托作为当事人的默认安排,即除非当事人明确约定信托不可撤销,否则信托为可撤销信托。〔51〕许多离岸法域甚至以成文法的形式明确了委托人可以在信托文件中保留包括撤销或变更信托,对信托财产的处分进行指示,指定、增加或者更换受托人、受益人,以及否决受托人的权力行使或裁量等一系列权力。〔52〕这些成文法虽然没有明确否定可撤销信托下信托财产的独立性,但并不妨碍法院在裁判中这样做。〔53〕英联邦法域的判例法其实也已经认可了委托人保留撤销权的信托的有效性,〔54〕只是对于保留任意指定或变更受益人等其他实质上同等程度控制权的信托的效力,尚存在争议。〔55〕

## (二) 否定资产区隔效果的正当性

总体来看,普通法系国家目前的主流观点是:在委托人通过信托文件明文规定的方式完全控制信托财产的情形下,仅否定信托的资产区隔效果或信托财产独立性,并不否定信托之效力。虽然信托财产的独立性是大多数情形下信托的设立效果与重要功能,但我国以及英美信托法从未将其作为信托成立或生效的要件。〔56〕对于债权人来说,其仅在乎信托财产是否可以用于清偿债务,即信托财产是否具有独立性,信托是否有效并不影响债权人的利益。一旦直接否定信托的效力,在没有债权人对信托财产主张权利的情形下,受益人对信托财产的利益以及受托人的权利义务就丧失了法律基础。例如,在委托人去世且没有委托人的债权人对信托财产主张权利时,若认定信托无效,则财产会归入委托人遗产,并按照法定继承的规则而非信托文件中委托人的意愿进行分配,受托人的报酬请求权也丧失了依据。

对于委托人或受益人完全控制信托财产、信托财产与个人财产“混同”的情形,我国信托法未规定债权人可以对信托财产主张权利。如此一来,债权人只能行使信托法第12条规定的撤销权。但该规定仅适用于委托人的债权人,且债权须发生于信托设立之前,故难以完全应对极端被动型信托安排对于债权人利益的侵害风险。因此,我国信托法第17条关于信托财产不得强制执行的例外规定应增加一项:“委托人或者受益人对信托财产享有绝对控制权”,使

〔48〕 See Uniform Trust Code 2023, Sec. 603.

〔49〕 See Restatement (Third) of Trusts 2003, § 63.

〔50〕 See Uniform Trust Code 2023, Sec. 505; Restatement (Third) of Trusts 2003, § 25.

〔51〕 See Uniform Trust Code 2023, Sec. 602 (a).

〔52〕 See Bahamas Trustee Act 1998, Sec. 3; Bermuda Trusts (Special Provisions) Act 1989, Sec. 2A; BVI Trustee (Amendment) Act 2021, Sec. 86; Cayman Trusts Act 2021, Sec. 14 (1); The Trusts (Guernsey) Law 2007, Sec. 15; Trusts (Jersey) Law 1984, Sec. 9A.

〔53〕 在离岸法域增订保留权力信托的规定后,笔者未检索到其法院关于委托人的债权人或配偶对可撤销信托下的财产主张权利的案例。但是,英国法院在此种情形下否定信托财产独立性的判例对其亦有先例的效力。参见前引〔44〕,“美林银行案”。

〔54〕 See e. g., *Tompson v. Browne*, (1835) 3 Myl. & K. 32.

〔55〕 认可信托效力的判例,参见前引〔44〕,“克莱顿案”;否定信托效力的判例,参见前引〔42〕,“韦伯案”。See also Tsun Hang Tey, *Reservation of Settlor's Powers*, 21 Singapore Academy of Law Journal 525-526 (2009).

〔56〕 参见前引〔22〕,赵廉慧文,第128页以下。

委托人或受益人的债权人在极端被动型信托的情形下可以“揭开信托面纱”。鉴于前述普通法案例中委托人保留撤销权、指定受益人、无因更换受托人等权力最终达到的效果实际上都是从信托中“取回”财产，故这种绝对控制应当解释为，委托人或受益人根据信托文件所享有的权力足以实现随时要求受托人向其转让信托财产的效果。

### （三）作为例外的虚假信托

如果委托人的控制权并未体现在信托文件中，而是体现在委托人对信托财产的“实际行为”中，就构成普通法上的虚假信托。与明示控制情形下信托财产的控制体现了委托人真实意思表示不同的是，虚假信托中关于转让信托财产、受托人管理信托财产以及受益人权利等内容均是虚假的。委托人与受托人的共同意图在于向第三人或法院制造一个关于信托和财产转移的假象，但其实并没有设立信托的真实意图。<sup>[57]</sup> 委托人像对待自有财产一样控制和支配信托财产，受托人对委托人的指令或行为也完全遵从或容忍，从而导致委托人个人财产与信托财产之间的“混同”。而且，设立虚假信托的目的通常在于逃避债务，包括纳税债务。故普通法系国家一致认为，虚假信托无效——信托文件无效、信托未能有效设立。<sup>[58]</sup> 具体到我国，因信托法没有对委托人与受托人恶意串通制造信托假象的情形作出规定，故可以适用民法典第 146 条关于通谋虚伪的规定，认定信托无效。

## 四、信义义务的强制性维度：受托人行为标准的构建

在信托法上，受托人承担的信义义务兼具强制性和任意性，排除强制性信义义务的约定会被认定为无效。<sup>[59]</sup> 因此，剥离受托人主动管理义务之约定的有效性，取决于该义务在多大程度上可以被排除。英美法通常认为，受托人为受益人利益诚实且善意行事的义务是不能被约定排除的。<sup>[60]</sup> 但这仍然过于模糊，无法直接作为判断主动管理义务是否具有强制性的标准。在主动管理模式的刻板印象下，一定程度的主动管理义务常被作为信义义务的强制性内容，这使得被动管理的约定无法完全实现。因此，构建被动管理型信托受托人的最低行为标准，从而明确“合同自由”在受托人主动管理义务方面的边界，<sup>[61]</sup> 才是解决该问题的适当方法。

### （一）指示型信托受托人的故意不当行为标准

#### 1. 主动管理义务的司法错配

由于传统上把信义义务理解为一种严苛的行为标准，在信托法未对指示型结构作特别规定的情况下，法官基于主动管理模式的刻板印象，会给受托人施加超出当事人约定的主动管理义务。例如，在美国弗吉尼亚州巡回法院审理的罗林思诉弗吉尼亚布兰奇银行与信托公司案中，信托财产是两家纺织品公司的股票，信托文件明确规定，关于信托基金持有、出售以及购买的

[57] See e. g., *Ashe v. Mumford and others*, [2001] 33 HLR 67; *Pankhania v. Chandegra*, [2013] 1 P & CR 238; *Snook v. London and West Riding Investments Ltd*, [1967] 2 QB 786.

[58] See e. g., *Lau Sheng Jan Alistair v. Lau Cheok Joo Richard and another*, [2023] SGHC 196.

[59] 参见杨秋宇：《信托受托人忠实义务的功能诠释与规范重塑》，《法学研究》2023年第3期，第156页以下。

[60] See *Armitage v. Nurse and others*, [1998] Ch 241; *Uniform Trust Code 2023*, Sec. 105 (b) (2), Sec. 105 (b) (3).

[61] 嵌套型结构不存在这方面的问题，因为嵌套的法律实体所对应的组织法（合伙企业法或公司法等）已经将出资人（作为有限合伙人、股东等的信托）与管理人（普通合伙人、董事等）的权利义务进行了区分，即已经明确将主动管理职责分配给了后者，信托受托人也就没有义务对被嵌套实体持有的资产或营业承担主动管理职责。

投资决定权“排他地”归属于受益人。该信托基金高度集中地持有其中一只股票长达20年，但该股票出售时的价格只有其价格峰值的二十分之一，故受益人主张受托人因未能实现投资的多元化而违反了信义义务。尽管法院认为该指示型信托的受托人无需为未能实现多元化投资所致损失承担责任，但仍判决受托人负有就信托投资价值下跌的情况通知或警示受益人的义务。<sup>[62]</sup>这意味着，法院认为受托人有义务积极主动地监测信托投资的涨跌情况。

此种司法错配在我国法院对通道信托类案件的审理中亦有体现。在“九民纪要”出台之前，法院在部分裁判中明确判定通道信托受托人对信托财产负有一定程度的主动管理职责。例如，在北川羌族自治县农村信用合作联社与天风证券股份有限公司等合同纠纷案中，虽然信托合同明确规定案涉信托为“事务管理信托”，且“信托资金的运用方式和交易模式由委托人指定，委托人对该运用方式和交易模式的合法性、有效性负责”，但最高人民法院仍然认为，受托人有义务主动向委托人报告作为信托财产的债权资产的收益未能按期支付的情况。<sup>[63]</sup>“九民纪要”第93条关于委托人和受托人之间的权利义务应当依据信托文件确定的规定，仍然没有消除法院对通道信托受托人施加主动管理义务的冲动。例如，在陈某与光大兴陇信托有限责任公司等侵权责任纠纷案中，信托文件明确约定，委托人代表负责估算标的股权收益权对应的股票价值，并判断是否触发警戒线和平仓线，受托人不负责盯市。但法院仍然认为，受托人“在投资标的公司的股价触及警戒线、发生对其经营或财产状况产生重大不利后果的诉讼以及不按约支付回购款的情况时，有义务及时商请、催促委托人指令其要求股票质押、申请强制执行”，即受托人有义务实质参与到融资交易中。<sup>[64]</sup>在刘某奎与广东粤财信托有限公司营业信托纠纷案中，案涉信托聘请了投资顾问，且信托文件明确约定，“受托人对投资建议进行审核，如投资建议内容未违反相关法律法规、信托文件及投资顾问合同的规定，受托人将根据投顾的建议进行交易”。据此，受托人仅有形式审查义务，并没有投资裁量权。然而，二审法院仍然认为受托人负有实质审核投资建议的义务。<sup>[65]</sup>

## 2. 故意不当行为标准的构建

为了抑制司法事后额外施加主动管理义务的冲动以及尊重委托人在指示型信托下的真实意思安排，美国许多州自20世纪末开始相继在成文法层面明确指示型信托受托人的最低行为标准。第一类标准最为宽松，即所谓的“无义务”标准，受托人只要遵循了指示权人的指示，就无需对指示的结果承担任何责任。<sup>[66]</sup>第二类标准要求，当指示权人的指示明显违反信托条款，或者受托人知道指示内容严重违反指示权人对信托受益人的信义义务时，受托人有义务拒绝执行该指示。反之，遵循该指示的，应对受益人的损失承担责任。<sup>[67]</sup>第三类标准是，若受托人遵循指示的行为构成“故意不当行为”或重大过失，则应当对受益人的损失承担责任。<sup>[68]</sup>第四类标准仅要求受托人对“故意不当行为”承担责任，即受托人无需对遵循指示所产生的

[62] See *Rollins v. Branch Banking & Trust Co. of Virginia*, 56 Va. Cir. 147 (Va. Cir. Ct. 2001). 需要注意的是，当时的弗吉尼亚州还没有确立后文讨论的“故意不当行为标准”。

[63] 参见最高人民法院（2018）最高法民终1209号民事判决书。

[64] 参见北京市朝阳区人民法院（2019）京0105民初87359号民事判决书。

[65] 参见广东省广州市中级人民法院（2021）粤01民终416号民事判决书。

[66] See e. g., Alaska Stat. 2024, § 13.36.375; Nev. Rev. Stat. 2023, § 163.5549; S. D. Codified Laws 2024, § 55-1B-5.

[67] See e. g., Or. Rev. Stat. 2024, § 130.685; 20 Pa. Cons. Stat. 2023, § 7778. 2024年7月，宾夕法尼亚州接受了《统一指示信托法》，修改为故意不当行为标准。

[68] See Utah Code 2024, § 75-7-906 (4).

任何直接或间接损失承担责任，除非存在故意不当行为。这类标准的代表是《统一指示信托法》第9条和特拉华州法典第12编第3313条(b)，且已经成为主流。<sup>[69]</sup>这是因为，首先，如若委托人希望受托人不负有任何义务，其完全可以直接让指示权人担任受托人。既然其选择了指示型信托，就意味着其希望受托人对指示事项负有一定程度的形式审查义务。事实上，采用“故意不当行为”标准的州关于指示型信任的实践并不比采用“无义务”标准的州要少。这表明，这一低水平的义务并不会过度干涉委托人的意思自治。<sup>[70]</sup>其次，第二类标准将“严重违反信义义务”作为责任承担的构成要件，很容易让人认为受托人仍然负有一定程度的实质审查义务，因为需要判断指示内容是否违反指示权人的信义义务。<sup>[71]</sup>最后，第三类标准中的“重大过失”具有较大的弹性，亦可能被解释为受托人仍然负有一定程度的实质审查义务。

在根本上，指示型信托的委托人不希望受托人实质性地参与信托财产的管理运作，“故意不当行为”标准更适应大多数委托人的真实意图与偏好。至于“故意不当行为”的认定，美国部分州有一些定义，如在特拉华州法中，“故意”不包括过失、重大过失或间接故意，“不当行为”是指恶意行为或者旨在欺诈或寻求不合理优势的行为。<sup>[72]</sup>然而，仅依靠这类定义仍然无法明确其具体内涵。根据有限的案例和《统一指示信托法》第9条的评论，<sup>[73]</sup>“故意不当行为”是比上文介绍的第二类和第三类标准更为宽松的行为标准，受托人的恶意程度至少应与“欺诈”相当，包括指示内容根本性地违背信托目的，如将家族信托财产无偿转让给指示权人或其关联方，或者明显违反信托文件中的禁止性规定或法律的强制性规定，或者欺诈受益人等情形。<sup>[74]</sup>

被称为我国“通道信托判赔第一案”的“华澳信托案”可以一定程度上为我们诠释这一标准，一审到二审的观点变化更为我国司法实践中合理认定通道信托受托人义务提供了较为清晰的方向。在该案中，委托人是一家未经备案的有限合伙型私募投资基金，其同时为案涉单一资金信托的指示权人。然而，整个交易实际上是私募投资基金的发起人面向投资者的集资诈骗。受托人与投资者之间不存在直接的法律关系，并非严格意义上的受托人与受益人的关系，但基于实质大于形式的原则，本案中的“受益人”亦可以穿透性地理解为私募基金的有限合伙人（投资者）。一审法院的观点鲜明地反映了对受托人施加主动管理义务的不当冲动，其认为，虽然合同约定受托人对资金运用的情况不负有实质性尽职调查和审核义务，但按照信托法第25条的规定，“华澳信托也应当审慎尽职地履行受托业务的法定责任，把控业务准入标准，

[69] 截至2024年10月，美国《统一指示信托法》已经被20个州接受。See Uniform Law Commission, *Directed Trust Act*, <https://www.uniformlaws.org/committees/community-home?CommunityKey=ca4d8a5a-55d7-4c43-b494-5f885885dd8>, last visited on 2024-10-15.

[70] See John D. Morley & Robert H. Sitkoff, *Making Directed Trusts Work: The Uniform Directed Trust Act*, 44 *American College of Trust and Estate Counsel Law Journal* 42-43 (2019).

[71] 参见上引 Morley 等文，第39页以下。

[72] See 12 Del. Code 2024, § 3301 (h).

[73] See R. Leigh Duemler v. Wilmington Trust Company, C. A. 20033 V. C. Strine (Del. Ch. 2004); Uniform Directed Trust Act 2019, Sec. 9, cmt.

[74] 为了增强确定性，美国《统一指示信托法》第11条明确规定，除另有约定外，受托人没有义务监督指示权人。当受托人可能采取不同于指示内容的行为时，其也没有义务向委托人、受益人或指示权人进行通知或提供建议。See Uniform Directed Trust Act 2019, Sec. 11.



完善项目尽职调查,同时认真做好事中事后管理,严格资金支付,严格贷(投)后管理,还应特别关注信托项目背景以及委托资金和项目用途合规性审查,不得向委托人转移信托计划合规风险管理责任”。二审法院虽然没有明确指出一审法院的观点错误,但裁判说理发生了明显变化,其尊重当事人排除受托人主动调查义务的约定,但认为受托人“在未经调查的情况下出具没有任何事实依据的《项目风险排查报告》”的行为存在过错,故需对投资者的损失承担一定的责任。〔75〕由此可见,二审判决确立的行为标准十分接近“故意不当行为”标准。

## (二) 转委托型信托受托人的合理选任与监督义务

同样基于受托人主动管理义务的影响,英国19世纪有判例认为,受托人应当对转委托的第三人的行为承担责任。〔76〕我国信托法中也存在类似的“严格责任”规定。虽然信托文件可以约定转委托结构,但信托法第30条第2款规定,“受托人依法将信托事务委托他人代理的,对他人处理信托事务的行为承担责任”。〔77〕《信托公司管理办法》第26条亦规定,“信托公司应尽足够的监督义务,并对他人处理信托事务的行为承担责任”。如果受托人须一般性地对转委托的第三人的行为承担责任,也就意味着其必须对第三人的行为进行实质审核和监督。换言之,转委托的约定不能排除受托人“实质审核和监督”第三人行为的主动义务,这被认为是受托人信义义务的强制性内容。

从转委托结构的设立目的来看,其是为了获得精细化分工带来的效率提升,而分工的前提在于“各司其职、各负其责”。若一般性地要求受托人对转委托的第三人的行为负责或承担“担保”责任,则明显有悖这一目的。为了解决严格责任的僵化限制与实践中对于转委托需求之间的矛盾,英国1925年受托人法第23条(1)明确规定,若受托人在选任第三人时是善意的,则无需为第三人的过错承担责任。2000年受托人法第23条(1)将善意义务进一步明确为,受托人对于第三人的行为或过错不承担责任,除非其未能履行达成转委托安排过程中以及审核第三人行为时的注意义务。在美国法上,1935年《信托法第一次重述》第225条就已经明确规定,受托人对转委托的第三人管理信托的行为不承担责任,除非该第三人之行为若由受托人亲自实施将违反信托义务,且受托人符合以下情形之一:(1)指示或允许第三人实施该行为;(2)将其不得转委托的职责委托给第三人;(3)选择或留用第三人时未采取合理的注意;(4)未对第三人行为进行适当的监督;(5)认可、默认或隐瞒第三人之行为;(6)未采取适当措施要求第三人纠正不当行为。〔78〕已经为美国绝大多数州接受的1994年《统一谨慎投资人法》第9条也规定,受托人转委托投资与管理职责时,应当在选任第三人、确定符合信托目的和信托条款的转委托的范围和条款、定期审查第三人行为及其是否遵守转委托条款的规定等方面,履行合理的注意、技能和谨慎义务。若受托人遵守了上述规定,则对第三人的决

〔75〕上海市浦东新区人民法院(2018)沪0115民初80151号民事判决书;前引〔21〕,“华澳信托案”。

〔76〕 See e. g., *Turner v. Corney*, [1841] 49 ER 677; *Bostock v. Floyer*, (1865) LR 1 Eq. 26; *Hopgood v. Parkin*, (1870) LR 11 Eq. 74; *Albert Hirst, Liability of Trustee for the Dishonesty of His Employee or Agent*, 66 U. S. L. Rev. 146 (1932).

〔77〕如若将此处的代理严格解释为民法意义上的法律行为“代理”,则受托人“对他人处理信托事务的行为承担责任”只适用于委托他人从事法律行为的场景。然而,学者大多将第2款的“代理”等同于第1款的“代为处理”,本文亦作此理解。参见赵廉慧:《信托法解释论》,中国法制出版社2015年版,第352页以下;何宝玉:《信托法原理》,中国法制出版社2015年版,第316页以下;袁国际:《〈信托法〉第30条修订建议》,载梁慧星主编:《民商法论丛》第49卷,法律出版社2011年版,第227页以下。

〔78〕 See *Restatement (First) of Trusts* 1935, § 225.

定或行为不承担责任。<sup>[79]</sup>

与指示型信托相比，受托人在转委托结构下虽然整体上也处于一种被动管理的状态，但负有更多义务，尤其是上文提到的持续监督第三方的义务。这种监督义务并非要求受托人持续关注、实质审核第三方的日常投资或管理行为，而主要是定期检查投资或经营的业绩表现，判断第三方是否违反信托文件和转委托文件的明确要求以及法律法规的强制性规定。定期检查的目的是及时更新关于信托财产运营情况的信息，在发生明显异常的损失或价值波动的情形下，判断是否需要进行“实质干预”，即审核投资组合的实质合理性及更换转委托的第三人。英国法上关于监督义务的讨论并不多，但英属维尔京群岛高等法院审理的毅柏企业服务（英属维尔京群岛）有限公司诉希特科受托人（英属维尔京群岛）有限公司案是理解受托人监督义务的典型案例。<sup>[80]</sup>在该案中，受托人未能定期对其转委托的投资管理人是否遵循了约定的投资指引与投资限制进行检查，且在得知账户金额大幅波动和现金余额出现负值的异常信号后未采取任何实质审查行动。由于受托人欠缺监督，投资管理人进行投资组合时严重违反了投资指引关于投资比例方面的明确限制，且违反约定频繁使用杠杆进行投机性交易。这些违约行为均是通过形式审查就可以发现的，法院因此认定受托人应当为其违反监督义务所致损失承担赔偿责任。在美国法上，这种监督义务同样体现为“定期的形式检查义务结合出现异常信号后的实质审查义务”。<sup>[81]</sup>这方面的争议常发生在养老金计划受托人转委托的场合。在此类案件中，法院通常认为，只有定期的形式检查发现了“明显”的损失或违反义务的行为，受托人才有义务进行实质干预，并考虑解聘转委托的管理人。<sup>[82]</sup>

为了适应实践中对于投资管理或资产管理进行转委托的合理需求，我国信托法第30条第2款应将“应当对他人处理信托事务的行为承担责任”的规定修改为“应当合理选任和监督转委托的第三人。该第三人代为处理信托事务的行为致使信托财产受到损失的，受托人仅在违反前述义务的情形下承担责任。”该合理选任和监督的义务正是信托法第25条规定的受托人“诚实、信用、谨慎、有效管理的义务”在转委托型信托中的具体体现。

## 五、公共利益维度：通道信托规制的谦抑路径

我国金融市场上的通道信托是典型的“脱法目的”催生出的被动管理型信托。对于通道信托效力的认定，法院过度附和金融监管规则，信托业监管者对于通道风险的过度防范也进一步扩大了打击面，许多不具有规避监管目的的被动管理型信托的效力亦变得不再确定。事实上，信托在历史上发挥了“法律改革工具”的功能，正是用益和信托制度帮助英国摧毁了封建制度。<sup>[83]</sup>信托产生的历史奠定了从公共利益维度审视被动管理型信托效力的应然思路和谦

[79] See Uniform Prudent Investor Act 1994, Sec. 9.

[80] See *Appleby Corporate Services (BVI) Ltd (as trustee of the Clef Trust) v. Citco Trustees (BVI) Ltd.*, [2014] 17 ITELR 413.

[81] See e. g., *O' Neill v. O' Neill*, 169 Ohio App. 3d 852 (Ct. App. 2006); Uniform Prudent Investor Act 1994, Sec. 9; Restatement (Third) of Trusts 2007, § 80, reporter's notes to Cmt. d-e, Cmt. g.

[82] See e. g., *Jackson v. Truck Drivers' Union Local 42 Health & Welfare Fund*, 933 F. Supp. 1124 (D. Mass. 1996); *Solis v. Webb*, 931 F. Supp. 2d 936 (N. D. Cal. 2012); *Scalia v. WPN Corp.*, 417 F. Supp. 3d 658 (W. D. Pa. 2019).

[83] See Austin W. Scott, *Trust as An Instrument of Law Reform*, 31 Yale Law Journal 457-468 (1921).

抑态度，即以规避监管为目的的信托并非当然无效。

### （一）谨慎判断通道信托的效力

在理论上，从公共利益维度否定通道信托的效力时，存在违反强制性规定无效与背俗无效两种可能路径，因为法律、行政法规的强制性规定与公序良俗体现的都是保护公共利益。“九民纪要”第93条明确规定，对于“资管新规”第29条规定的过渡期内的通道信托业务，不得以信托目的违法违规为由认定信托无效。该条规定似乎可以理解为，过渡期结束后，可以以信托目的违法违规为由认定通道信托无效。然而，这种“完全附和”金融监管规则的做法并不合理。

虽然违反法律、行政法规强制性规定的通道信托应认定为无效，<sup>〔84〕</sup>但通道信托对于某些监管指标的规避并不能直接等同于“违反”，如1995年商业银行法第39条规定的商业银行资本充足率、存贷比（于2015年取消）等。在此种情况下，首先需要进行实质上的认定，即“信托投资”是否为信贷。如为信贷，则需要对这些监管指标进行重新计算。然而，即使对个案中业务的性质进行重新认定并将其纳入相关监管指标的计算，最终得出的结果可能仍然是不违反监管限制。因为规避行为往往是整体的业务安排，不是单个业务可以实现的。例如，在北京北大高科技产业投资有限公司与光大兴陇信托有限责任公司等借款合同纠纷案中，即使案涉2.8亿元贷款是由包商银行作为贷款人直接发放，其当年的资本充足率、存贷比等相关监管指标仍明显低于监管要求。<sup>〔85〕</sup>对于此种情形，司法机关很难直接适用“违反法律、行政法规强制性规定无效”这一解释路径。

对于规避法律、行政法规强制性规定以外的金融监管规则的通道信托，其效力的判断应取决于特定监管规则是否属于公序良俗或代表社会公共利益。<sup>〔86〕</sup>但从金融司法实践来看，法院通常会以民法典第153条第2款关于“违背公序良俗的民事法律行为无效”来“附和”金融监管的要求，将违反金融监管规则的行为解释为损害特定类型的社会公共利益，进而否定其效力。<sup>〔87〕</sup>这种金融司法“附和”监管的趋势被学界称为“金融司法监管化”。<sup>〔88〕</sup>

必须承认的是，违反低位阶金融监管规则确实可能损害社会公共利益，学理上通常将其类型化为“制造系统性风险”“危害金融稳定或安全”“危害宏观经济稳定”“损害金融消费者或公众投资者利益”等。<sup>〔89〕</sup>对于通道信托而言，这尤其体现为信托为银行信贷资金和保险资

〔84〕 参见民法典第153条第1款和信托法第11条第1项的规定。

〔85〕 参见最高人民法院（2015）民二终字第401号民事判决书；沈心怡：《〈资管新规〉第一案评析——规避监管型通道业务中的合同效力认定》，载彭冰主编：《金融法苑》第102辑（2022），中国金融出版社2022年版，第44页以下。

〔86〕 “九民纪要”第31条规定，“违反规章一般情况下不影响合同效力，但该规章的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，应当认定合同无效”。2023年最高人民法院《全国法院金融审判工作会议纪要（征求意见稿）》第1条亦规定，“地方性法规、行政规章或者国家金融监管政策的规范内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公共秩序的，人民法院应当按照《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254号）第31条的要求，依据民法典第一百五十三条第二款的规定认定合同效力”。

〔87〕 参见张阳：《金融司法监管化的边界约束》，《清华法学》2023年第2期，第130页。

〔88〕 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182页以下；前引〔22〕，吴至诚文，第124页以下；上引张阳文，第130页。

〔89〕 参见沈伟：《金融合同效力判定中民法不完备理论的困境和解围——以资管通道合同为切入》，《中国法律评论》2024年第4期，第38页以下；郭金良：《金融司法与监管的协同：穿透式审判中的挑战与回应》，《当代法学》2024年第5期，第132页以下。



金提供通道的情形。前者如银行规避资本充足率等监管指标,可能导致影子银行的扩张、增加系统性风险,<sup>[90]</sup>或者银行规避《商业银行房地产贷款风险管理指引》(银监发〔2004〕57号)关于房地产行业贷款的审核要求,可能扰乱国家对房地产行业以及房屋价格的宏观调控、影响宏观经济稳定,<sup>[91]</sup>后者如规避《保险资金运用管理办法》(保监会令〔2018〕1号)关于保险资金运用的监管要求,<sup>[92]</sup>影响保险资金的安全性并损害被保险人或受益人的利益。

尽管许多学者对金融司法监管化持较为肯定的意见,<sup>[93]</sup>但将金融监管规则与社会公共利益等同的观点是理想主义的。其一,不论何种位阶的金融监管规则,都具有一定程度上的滞后性,可能无法适应瞬息万变的市场需求。其二,低位阶的金融监管规则可能更容易受到部门或地方利益、部门或地方观察视角的限制以及制定程序相对简单的影响,具有天然的局限性。其三,我国目前的低位阶金融监管规范数量庞杂、出台频率高,若司法不加实质审查地完全遵从,可能阻碍金融交易的稳定预期和自由创新。<sup>[94]</sup>从可行性的角度来看,随着我国金融审判庭、金融法院等金融审判专业化工作的逐步推进,法院对低位阶金融监管规则的合理性审查并非难以承受之重。

在通道信托的语境下,这种金融监管与社会公共利益的不匹配主要体现在大资管行业。资管机构借道信托进行监管套利所规避的主要是我国“分业监管、机构监管”体制导致的“区别对待”,而这种区别对待并不符合社会公共利益。资产管理业务属于金融机构的表外业务,即金融机构不以自身资产承担投资风险,故除在关联交易规制方面存在不同考量外,对于同类资管产品,通常不应因发行机构的不同而有不同的监管要求。换言之,对于同类资管产品的监管要求应当一视同仁,这是功能监管的基本原则,也是域外资管行业监管的通行做法。<sup>[95]</sup>在公募产品方面,2009年银监会《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》(银监发〔2009〕65号,已失效)第18条与2018年银保监会《商业银行理财业务监督管理办法》第35条都不允许商业银行自身发行的理财产品直接投资上市公司股票。此种监管要求实质上是强行压低银行系产品的风险水平,却导致基金管理公司在很长一段时期内在股票型公募资管市场享有了绝对的竞争优势。在私募产品方面,2018年《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》第17条禁止期货公司及其子公司投资非标准化资产(2023年修订后允许最近两期分类评价为A类AA级的期货公司及其子公司投资非标准化资产),故实

[90] 参见廖儒凯、任啸辰:《中国影子银行的风险与监管研究》,《金融监管研究》2019年第11期,第72页以下。

[91] 参见前引〔30〕,杨秋宇文,第122页以下。

[92] 相关案例参见国家金融监督管理总局宁波监管局行政处罚信息公开表(甬金罚决字〔2024〕7号,违规为保险公司变相投资单一信托提供通道)、国家金融监督管理总局行政处罚信息公开表(金罚决字〔2024〕3号,违规接受保险资金投资事务管理类信托计划)。

[93] 参见鲁篱:《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197页以下;前引〔88〕,钱弘道等文,第187页以下;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74页以下。

[94] 参见前引〔87〕,张阳文,第133页以下。

[95] 参见巴曙松、王琳:《资管行业的功能监管框架:国际经验与中国实践》,《清华金融评论》2018年第4期,第21页以下;吴晓灵:《中国资产管理业务的现有问题与监管建议》,《清华金融评论》2020年第8期,第107页以下;季奎明:《论金融理财产品法律规范的统一适用》,《环球法律评论》2016年第6期,第93页以下;管延友等:《试论金融理财业务的创新发展与监管模式选择——机构监管还是功能监管》,《西南金融》2013年第6期,第25页以下;黄韬:《我国金融市场从“机构监管”到“功能监管”的法律路径——以金融理财产品监管规则的改进为中心》,《法学》2011年第7期,第111页以下。



践中有期货资管计划通过嵌套信托计划来投资此类资产。又如，证监会的窗口指导禁止券商资管计划投资资产证券化次级份额，故证券公司选择借助信托通道，在信托计划中担任财务顾问，并主导信托计划的投资去向。然而，域外在确保管理人履行适当性义务的前提下，通常对私募资管产品豁免监管，<sup>[96]</sup>在产品运营和投资运作方面尊重资管机构与投资者之间的自由安排。对于经济功能相同的资管产品，基于发行机构的不同而区别对待，这只会导致大资管行业的人为割裂，不同金融机构之间无法在公平的监管环境下实现充分竞争。部分金融机构因为监管规则上的宽松对待不当地获得了竞争优势，使得市场资源无法实现最优配置。<sup>[97]</sup>

对于法院而言，如若金融机构采取通道信托结构是为了规避机构监管体制所带来的区别对待，原则上不应认为该类信托有悖公序良俗或损害社会公共利益。在金融监管积极探索大资管行业统一监管的背景下，金融司法的这种相对独立的立场亦可以倒逼金融监管层面尽早实现“功能监管”。

## （二）适度防范通道风险

在公共利益的维度下，我国监管部门不仅强调对于通道信托业务的“事后”压降与处罚，而且为了事前防范通道风险，十分笼统地将矛头指向了“被动管理模式”，这集中体现在2023年银保监会《关于规范信托公司信托业务分类的通知》（银保监规〔2023〕1号，以下简称“信托业务分类通知”）及其附件1《信托公司信托业务具体分类要求》（以下简称“信托业务分类要求”）之中。

“信托业务分类通知”第2条将信托公司可以从事的业务直接划定为资产服务、资产管理与公益慈善三大类，并明确将资产管理信托定性为私募资管业务。但其预设的资产管理（投资类）信托的交易结构只是最原始的主动管理模式，却忽略了实践中投资类信托已经发展出不同资管机构之间主动管理（投资决策）与被动管理（募集资金、事务管理）合作的模式。“信托业务分类要求”第2条将信托公司的“募集资金”职能与“主动管理”职能完全绑定，如资管产品采取信托形式募集资金，则该信托属于资产管理信托，信托公司必须承担主动管理义务。换言之，信托公司向投资者募集资金后，无法再通过指示型、转委托型与嵌套型结构转移投资管理职能，从而导致绝大多数被动管理型信托的合规性与法律效力受到质疑。由此，信托公司在资产管理信托中必须扮演“资产管理人”的角色，其他资管机构无法利用信托公司的客户优势或信托形式的灵活性而以被动管理型信托的形式搭建资管产品。

尽管上述规定的初衷是引导和鼓励金融创新，但信托制度本就是便利市场主体灵活运用信托架构进行金融创新，简单粗暴的分类以及对资产管理信托的僵化定位反而大幅压缩了业务创新的空间。<sup>[98]</sup>很难解释此种监管的动因，或许相较于通过穿透监管识别通道信托的交易实质与套利目的，被动管理模式更容易识别，相较于针对性地禁止以规避监管为目的的通道信托，禁止特定的被动管理结构的监管成本更低。只是，监管成本或许降低了，大量正当的被动管理

[96] See US Investment Company Act of 1940, § 3 (c) (1), § 3 (c) (7); Directive 2009/65/EC of the European Parliament and of the Council of 13 July 2009 on the coordination of laws, regulations and administrative provisions relating to undertakings for collective investment in transferable securities (UCITS) (recast) (Text with EEA relevance), Art. 3 (b).

[97] See Aulana L. Peters & David N. Powers, *Functional Regulation: Looking Ahead*, 18 Loy. L. A. L. Rev. 1089 - 1098 (1985); Daniel L. Goelzer, *Functional Regulation - New SEC Powers and Regulatory Trends*, May 5, 1986, <https://www.sec.gov/news/speech/1986/050586goelzer.pdf>, last visited on 2024-11-01.

[98] 参见夏小雄：《信托业务分类监管新政的信托法审视》，《清华金融评论》2023年第7期，第91页。

型信托却可能因此被认定为无效，金融市场中投资者的福利最终也减损了，这种事前防范实有过度监管之嫌。因此，监管规则应当解绑信托公司的资金募集职能与主动管理职能，允许其他资管机构以信托形式发行资管产品，并将投资管理职责赋予受托人以外的主体，如委托人或第三方顾问。

## 结 语

在经过债权人保护、信义义务的强制性以及公共利益这三个维度的检验后，被动管理型信托的效力得到了进一步澄清，即仅应在虚假信托以及有悖公共利益的通道信托等极其例外的情形下否定其效力。该类信托在法律效力层面的有效性源于其在商业层面的正当性，但“受人之托、代人理财”的观念在国内对于信托的理解中根深蒂固，导致该类信托的应用价值没有得到重视。就我国目前的实际情况而言，信托公司的优势可能更多地体现为信托形式的灵活性以及客户基础，而非主动管理的能力，监管部门一味强调信托行业向主动管理模式转型可能并非合理的选择。信托之本源或核心功能在于风险隔离或资产区隔，主动管理或被动管理均是其重要的应用场景，信托法和金融监管规则应当以相对包容的态度来成就信托交易的灵活设计与创新发展，固守主动管理的传统假设反而会限制信托行业的发展。

---

**Abstract:** The functional positioning of trusts in Chinese legislation that trusts are instruments for asset management on behalf of the trustor, presumes an active management role of the trustee. This perception, however, obscures the fact that actively and passively managed trusts are the dual track of trusts. The misunderstanding in legal scholarship that passive trusts are invalid, combined with regulatory prohibition on channel trusts and the promotion of the active management model, result in the doubt on the legitimacy and validity of passively managed trusts. The legal validity of such trusts should be acknowledged in principle, while potential challenges should be carefully addressed as well. In the dimension of creditor protection, even for extremely passive trusts, it is typically sufficient to deny the asset partitioning effect or the independence of trust property, and there is no need to deny the validity of the trust. In the dimension of the mandatory elements of fiduciary duties, standards of conduct should be separately established for trustees of passively managed trusts, specifying the willful misconduct standard for directed trustees and the duty to exercise reasonable care in selecting and supervising agents for trustees in delegated trusts. And in the dimension of public interest, financial regulators should not prevent channeling risks by prohibiting passive-management structures, and courts should make a substantive evaluation of the validity of channel trusts based on their actual impacts on public interest, rather than overly aligning with regulators.

**Key Words:** passively-managed trusts, passive trust, channel trust, fiduciary duty, trust property

---