

投资基金法律关系中托管行的地位与责任

倪受彬*

内容摘要：阜兴管理人失联，引发近 300 亿人民币投资者权益受损，引起相关金融监管机构的高度重视。基金托管人的责任应该以其在基金民商事法律关系中的地位，特别是应关注到营业信托实践中，托管人与基金管理人的内部关系构成才能在此基础上分析其对受益人或其交易相对人的责任。

关键词：投资基金法律关系 托管行 投资者权益 营业信托实践

阜兴管理人失联，引发近 300 亿人民币投资者权益受损，引起相关金融监管机构的高度重视，围绕着托管银行的地位和责任问题，中国银行业协会、中国基金业协会相关人士发表相左的观点，市场意见也莫衷一是，有认为根据《信托法》，上海银行应该与阜兴集团下属的上海意隆财富投资管理有限公司、上海西尚投资管理有限公司、上海郁泰投资管理有限公司和易财行财富资产管理有限公司等 4 家私募基金管理人构成共同受托人，因此应该对投资者承担连带赔偿责任。也有观点认为，从上海银行等托管银行收费（0.05%）远低于管理人（1%），让其承担连带责任似乎违反权责平衡的法理，也与银行一直以来对托管人的责任认知差异极大。还有学者认为，托管人作为营业行为，托管费过低不是减少其受托人责任的理由，通过追究托管人责任，恰恰可促进基金托管业的发展，提高银行托管服务这一个中间业务的营收水平。本人认为，基金托管人的责任应该以其在基金民商事法律关系中的地位，特别是应关注到营业信托实践中，托管人与基金管理人的内部关系构成才能在此基础上分析其对受益人或其交易相对人的责任。

一、几个需要厘清的理论性问题

关于私募股权基金是否适用《中华人民共和国证券投资基金法》（以下简称《基金法》）的问题。有观点认为，《私募投资基金监督管理暂行办法》条文中有明确根据《基金法》制定，因而《基金法》中关于托管人的规定同样适用于私募股权基金。本人认为，这种观点不够准确。我国《基金法》只是狭义的证券投资基金法，不是真正的《投资基金法》，明确排除对私募股权基金之适用。因此，

* 上海对外经贸大学法学院教授。

在处理类似阜兴案托管人责任的问题时，不能适用《基金法》关于基金托管人的相关条文应无疑义。就合伙制私募基金，更不能适用《基金法》，应适用《合同法》与《合伙企业法》，学者将受信法律关系简单等同于信托法律关系，不能认同。

关于《合同法》的适用，主要是涉及买契约与委任契约的效力问题。关于私募股权基金当事人的法律关系内容应适用《信托法》，而不能仅仅秉持合同法思维。强调这一点的意义是，作为金融投资的标准化合同的金融产品，一旦生效后即纳入组织法范畴，而组织法不同于契约之处在于有强制性内容，即使该内容没有定入合同，也适用于当事人。就像公司章程与投资协议本身要受《公司法》中关于组织机构内容的评价，或者说，《公司法》中的强制性内容必然置入当事人契约之中。《信托法》的强制性特征更加明显，其重要的一个理由是，当事人地位的失衡，委托人将财产交于受托人控制之下，且赋予受托人极大的自由裁量权。在金融资产管理中，受益人或受益人大会功能被弱化，私募产品具有格式化，且由基金管理人和托管人发起，向投资者即金融消费者劝诱，因此，投资者应纳入消费者保护的公法范畴，虽然很多投资者属于合格投资者。从这个意义上讲，确实应该具体分析托管合同的签署主体，以及与委托人、管理人与托管人相关的具体合同内容，特别是托管人的义务内容，但是，《托管合同》并不是处理托管人职责的唯一依据。相关法律、行政法规对托管人职责的规定同样作为判断责任的依据与标准。至于，法律位阶不高的“行业指导意见”虽然不能作为裁判的法律渊源，但是，在追究托管人侵权责任时，可以作为界定托管人过错责任的依据，因为托管人是持牌机构，应该熟悉并遵守行业监管规范文件。在投资基金实务中，托管机构多为商业银行，同时应遵守证监会、银监会的规范文件，包括中国证监会《私募投资基金监督管理暂行办法》、中国银行业协会的《商业银行托管业务指引》等。

二、关于托管人地位的比较法分析

在英国法上，托管银行属于保管受托人之一，与之相对的是管理受托人，一般情况下管理受托人既行使相应的权力，也接受和直接管理信托财产。但是，近年来为了管理上的方便，即不用在变更管理受托人时再转移系信托财产；另一方面，保管受托人在保管信托财产的安全上更专业。英国《公共受托人法》第4

条第2款规定了保管受托人的职责和权力,即信托财产的日常管理工作。支付给信托的所有款项都应支付给保管受托人,同样,从信托财产的收入或资本中付出任何款项,也必须由保管受托人支付。保管受托人必须严格按照管理受托人的指示行事,除非管理受托人要求他去做某件很可能违反信托的事情。保管受托人对于管理受托人的行为或失职,不必代替管理受托人承担责任。¹可见,英国立法是以委托人(投资人)、受托人(管理受托人+托管受托人)的自益信托的结构来构造投资信托法律关系,在共同受托人内部,虽然确立了托管机构的受托人地位,强调托管人与管理人的内部制衡,但是以分别责任为原则,不承担连带责任。

亚洲地区的托管人在投资基金中的地位,韩国和我国台湾地区系以日本为蓝本的。在日本法上,虽然,与英国一样采取契约模式,但是委托人是管理人,管理人通过发行份额凭证,通过买卖契约归集资金然后再作为委托人将该基金作为财产信托给托管人,托管人取得信托财产的名义所有权,为份额持有人的利益托管财产并分配收益,管理人是保留基金财产的投资与运用的指示权来实现管理服务。换言之,在投资信托法律关系中,实际上有两个契约,投资者与管理者之间的买卖契约(资金购买受益凭证),及管理人通过买卖契约获得资金后,以委托人身份与托管银行签订的以投资者为受益人的信托契约,托管机构是这个信托契约中的唯一受托人,取得信托财产的名义所有权并实际占有信托财产。这与英国的单一契约说不同,且这两个契约是先后继起的,先有买卖契约再有信托契约。

德国的立法又与日本不同。德国于1956年制定了《投资公司法》,明确投资基金一律采契约型。该法的两个特别设计是特别财产和保管银行。通过两个契约并存来规定投资人、投资公司(管理人)、保管银行之间的法律关系。一是投资者与投资公司之间订立信托契约,投资人获得了委托人和受益人的身份,投资公司处于受托人地位;二是投资公司与保管银行之间订立保管契约。保管银行负责信托财产的安全与完整,并依照投资司指示处理该财产,同时负责监督投资公司依信托契约办事,并对其特定的违法行为提起诉讼,甚至有权停止信托投资公司权利的行使。²

1 何宝玉:《英国信托法原理与判例》,法律出版社2001年版,第169、171页。

2 彭插三:《信托受托人法律地位比较研究——商业信托的发展及其在大陆法系的应用》,北京大学出版社2008年版,第121页。

三、我国契约型投资托管人法律地位的规范分析

（一）共同受托人连带责任说

有论者指出，按照我国《信托法》中并没有托管人这一个概念。信托法律关系当事人只包括委托人、受托人、受益人三方。《信托法》还规定了共同受托人的概念，并确立了共同受托人的连带责任。《信托法》第三十一条明确规定，“共同受托人应当共同处理信托事务，但信托文件规定对某些具体事务由受托人分别处理的，从其规定”。但是，内部事务的划分并不否定对外承担连带责任。申言之，基金实务中的托管人，是不是与基金管理人构成共同受托人，进而承担连带责任，依然需要通过规范分析来解决。《信托法》中并没有托管人的概念，只是作为“一法两规”之一的《信托公司集合资金信托计划管理办法》使用了信托财产保管人的概念。问题是，是否依据《信托法》与集合资金信托的部门规章，就可以通过法解释的技术，得出托管人虽然与基金管理人约定了各自具体事务，但是他们是共同受托人，因而如果其行为构成侵权的话，应该对投资者承担连带赔偿责任的结论。

但是按照侵权法基本理论，连带侵权属于特例，非以法律特别规定不得适用。连带侵权责任一般以有共同意思联络之共同加害行为为要件。对无意思联络者而科以连带责任者，其中形态又有其他复杂情事，例如：（1）若对损害归责无法确定的，负连带赔偿责任（如高层建筑物抛物致人伤害无法确定责任人）；（2）法定代理人、雇佣人分别对无行为能力人、受雇人侵权承担连带责任。

但是反观私募基金托管实务，托管人与基金管理人并无意思联络（合谋）的共同侵权行为，其受托行为具有独立性。且托管人也并非管理人之雇佣人（劳动法律关系）。因此，很难通过解释适用严重的连带责任。

（二）分别责任说

作为信托法的特别法，我国《基金法》规定的基金当事人则包括管理人、托管人、基金份额持有人这三方，这是个非常巨大的法律区别。换言之，如果按照传统的信托法理解契约型基金的当事人关系，《信托法》的结构类似于英国法的架构，投资者为委托人（受益人），基金管理人为受托人，而《基金法》及我国基金实务则似乎是借鉴上述德国法的结构，基金管理人作为受托人，将基金财产交由托管人保管。当然，三方当事人一般是签订一份契约。在阜兴案中，发起人

拿着托管人已经签字的合同再与投资者签约。但是又与德国法不同，委托人的地位在我国实践中被淡化，或者说只以受益人的身份出现，也只能主张信托法中受益人的权利而不能行使委托人的权利，包括管理方法的调整变更的请求权。

而在这一点上，关于托管人的责任类型，与《信托法》中规定“共同受托人”之连带责任不同，《基金法》似乎采取的是英国的上述处理路径，《基金法》第一百四十五条明确规定：“基金管理人、基金托管人在履行各自职责的过程中，违反本法规定或者基金合同约定，给基金财产或者基金份额持有人造成损害的，应当分别对各自的行为依法承担赔偿责任；因共同行为给基金财产或者基金份额持有人造成损害的，应当承担连带赔偿责任”。因此，基金托管人或管理人原则上只对因各自的行为造成的损失承担赔偿责任，只有双方存在共同不当行为时才承担连带责任。当然，该分别职责之内容（内部约定），应该告知份额持有人方为有效。

在实务中，一般由管理人在基金合同成立之前事先，或基金成立后，约定托管内容，根据此次涉事的《桐庐产业升级发展私募基金二期基金合同》第（八）、（九）条分别规定了托管人上海银行（浦东分行）的权利与义务，主要包括保管财产、净值计算、信息披露、监管与报告义务。其中监管与报告义务同时作为权利和义务出现在条文中。依据法律法规规定和合同约定，监督私募基金管理人对基金财产的投资运作，对于私募基金管理人违反法律法规和合同约定、对基金财产及其他当事人的利益造成重大损失的情形，有权报告中国基金业协会并采取必要措施。根据私募基金投资管理人的投资运作，发现私募基金管理人的投资指令违反法律法规及基金合同约定的，应当拒绝执行，立即通知私募基金管理人；发现私募基金管理人依据交易程序已经生效的投资指令违反法律法规的规定及基金合同约定的额，应当立即通知私募基金管理人。但托管人对委托资产进入其他资管计划（或委托银行贷款账户、或合伙企业等）后的流向及气候的任何资金运作及投资均不承担监管职责。按照私募基金合同约定制作相关账册并与基金管理人核对。

（三）代理说

《信托法》第三十条 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。

受托事务系以亲自处理为原则，但为灵活考虑，基金原理人可以按照《基金合同》之规定（信托文件另有规定）转托托管人代理履行部分信托事务，管理人与托管人之间构成本人与代理人之关系。关于代理，《民法总则》第一百六十二条规定：“代理人在代理权限内，以被代理人名义实施的民事法律行为，对被代理人发生效力”。《民法总则》第一百六十七条规定：“代理人知道或者应当知道代理事项违法仍然实施代理行为，或者被代理人知道或者应当知道代理人的代理行为违法未作反对表示的，被代理人 and 代理人应当承担连带责任”。如果构成代理关系，是不是可以依据此条文，追究托管人的连带责任？即托管人明知或应知管理人的指令违法或违反投资合同，依然不履行停止指令执行并向中国基金业协会报告，应否对基金财产承担连带责任呢？

但是代理说与托管实践不合，对照前述托管合同的内容，按照代理法理论，代理人不会监督被代理人。此外，在基金托管实务中，托管银行是以自己的名义而不是管理人的名义进行账户管理、资金汇划与净值管理的。且在《基金合同》中，托管人是作为独立的当事人一方，而不是作为管理人的代理人缔约的。依据代理关系说责成托管人承担连带责任还有一个问题，即基金管理人并没有将全部托管职责转托给托管人，此处的连带责任从解释上不应扩张到基金管理人没有转托的事务。因此，让托管人承担全部的连带责任在理论上也难以确立。

（四）保管人（履行辅助人）说

如前文所述，《信托公司集合资金信托计划管理办法》第19条规定：“信托计划的资金实行保管制。对非现金类的信托财产，信托当事人可约定实行第三方保管，但中国银行业监督管理委员会另有规定的，从其规定”。

保管合同又称寄托合同、寄存合同，是指双方当事人约定一方将物交付他方保管的合同。保管合同是保管人有偿地或无偿地为寄存人保管物品，并在约定期限内或应寄存人的请求，返还保管物品的合同。在债的履行中，保管人属于债务人（寄存人）的履行辅助人。而按照我国合同法，债务履行辅助人是指辅助债务

人履行债务的人。《合同法》第 121 条又规定：“当事人一方因第三人的原因造成违约的，应当向对方承担违约责任。当事人一方和第三人之间的纠纷，依照法律规定或者按照约定解决”。履行辅助人属于“第三人”的范畴应无异议。其中履行辅助人包括受债务人指令、监督之辅助人，以及具有独立地位之履行辅助人。保管合同说的缺陷比较明显，首先基金管理人并不是信托法律关系中的债务人，基金管理人与受益人之间并非合同法上的债权债务关系，受益人（份额持有人）对基金管理人的请求权内容不局限于单纯的利益分配请求权，而具有物权属性。此外，合同法中的履行辅助人责任问题，主要是解决履行辅助人责任单向传导问题，因为履行辅助人的选任与债权人没有关系，一般不存在债权人与债务人合意指定履行辅助人的情况。即债务人是基于严格责任还是过错责任对债权人承担违约或侵权责任问题。而在基金实务中，托管人的选任理论上可能是受益人与基金管理人共同指定，托管人地位具有相对独立性，责任类型呈现双向传导性，例如，既存在托管人划款错误而导致信托财产损失，也有可能发生本次上海银行托管案中，基金管理人自融、虚构标投资标的而损害受益人利益的行为。

结语

一、应充分考虑到托管这一营业信托的实际。一方面，托管人与管理人是独立主体，并非代理、雇佣和履行辅助人关系；另一方面，信托虽非法律实体，但营业信托不同于民事信托之重要特征就是受托人的内部组织化分工的特征。投资信托中，除了托管人之外，实践中尚有投资顾问、账户管理人、支付、结算机构等基金服务机构参与其中，这些金融机构通过分工发挥各自专业能力，并通过内部制衡构造内部关系。我国基金业的立法和司法应该促进和保障分工制衡的基金管理实践。因此，应坚持以分别责任为原则，借鉴德国和英国的经验，以连带责任为例外（如合谋损害受益人利益）。就阜兴案来看，应考察上海银行在监管、划款上是否根据履行了审慎核查、止付与报告义务，而不能轻率适用连带责任。

二、在评估其履职过程，应以受益人利益最大化为评价原则。在发生管理人无法履行职务（相当于公司僵局），应基于受益人利益最大化原则评价托管人的审慎、忠诚义务履行水平。托管人必须采取保全基金财产最大化的措施，并及时主动启动召集份额持有人大会，通过份额持有人大会的变更调整受托财产管理方式的决议形式，受托履行信托财产管理方法的调整变更，包括改变资金投向、更换

基金管理人或修改基金合同存续期限等。此项履职义务不能局限于合同条款之规定, 而应扩张到受托人义务。

三、希望此次托管责任之处理, 能够带来立法上的改进。本身统一的基金交易结构应该适用同一的法律关系, 而不能因为投资标的、募集方式而割裂。因此, 建议修改《证券投资基金法》为《投资基金法》, 通过确定契约式投资信托关系当事人地位, 统摄目前金融资产管理、私募股权基金、创投基金等商事信托法律关系的基础法律关系, 以受托人义务和责任为中心。在此基础上再通过特别立法, 对社保基金、企业年金、产业基金母基金等特别财产投资管理进行规范。在契约式投资基金上, 形成《信托法》、《投资基金法》到特别立法的法律体系。