



石睿

天同律师事务所合伙人

本科、硕士、博士就读于吉林大学法学院，在美国芝加哥约翰·马歇尔法学院（The John Marshall Law School）取得LLM学位，曾在中国人民大学法学院博士后流动站工作。石睿律师研究及执业领域包括商事金融争议解决、公司及建设工程房地产诉讼，是国务院国资委“融资性贸易法律风险和防范”课题等多个国家及省部级科研项目的主要执笔人。

本文共计7,722字，建议阅读时间15分钟

近年来，结构化信托因其具有杠杆性和担保性等特点被大量用作融资工具。2018年6月，最高法院作出（2017）最高法民终604号民事判决，认定案涉结构化信托产品的优先级受益人与劣后级受益人构成借款合同关系，且劣后级受益人是信托资金所购上市公司股份的实质所有权人。[1]虽然该案不是指导性案例，[2]但作为最高法院二审案件还是可以在一定程度上反映最高法院处理此类纠纷的裁判思路，进而可能给结构化信托业务带来不确定性。基于此，我们以604号案为切入点，进一步讨论结构化信托中的法律关系问题。

## 一、案件基本情况

2011年11月，徐某与信托公司签订信托合同，认购信托计划项下特定受益权3000万元，信托财产分配顺序为：一、优先支付信托计划费用和信托税费，信托财产有剩余的，按照本信托中一般受益人信托利益的约定和计算方法分配一般受益权信托利益；二、一般受益人的预期年化收益为7%，若信托计划到期遇有股票停牌等不可预见情况导致信托财产无法全部变现时，如果已经变现完成的信托财产不足以支付一般受益人的本金及逾期收益，则不足部分的差额由特定受益人在2个工作日内追加资金已补足差额部分，用于支付一般受益人的本金及收益；三、如果变现完成

的财产等于或大于支付一般受益人的本金及预期收益，则信托财产的现金部分首先用于支付一般受益人的本金及逾期收益，剩余现金及无法变现的信托财产在具备变现条件时由受托人按照信托文件的约定支付给特定受益人。

该信托计划规模为9000万元，其中3000万元特定受益权，6000万元一般受益权，信托资金用于购买某上市公司股份，股份的登记所有权人为信托公司。信托计划到期，徐某与张某等签署《过桥借款协议书》，约定徐某向张某借入过桥资金并指令信托公司以大宗交易方式将所持上市公司股份过户至张某名下，但张某非经徐某指令不得出售该股份。后因张某私自出售该股份，双方成诉。

## 二、最高法院裁判意见

本案主要争议焦点是徐某与张某间的借款合同纠纷。但最高法院在二审判决中也论及特定受益人徐某与一般受益人、信托公司间的法律关系性质，且其论证逻辑和结论可能对结构化信托产生较大影响，具体如下：

### 1、关于特定受益人与一般受益人的关系问题。

最高法院认为，徐某作为特定受益人，其义务是在信托到期后向一般受益人返还本金、支付收益，并承担信托计划所购股份股票价格变动的风险；其权利是在支付信托计划费用、信托税费、一般受益人本金和预期收益后，享受其余部分的财产利益。根据《合同法》第一百九十六条关于“借款合同是借款人向贷款人借款，到期返还借款并支付利息的合同”的规定，该信托计划中特定受益人与一般受益人之间的法律关系，依法应认定为借款合同。

### 2、关于特定受益人与信托公司间的关系问题。

最高法院认为，徐某自己出资并借入部分款项购买股份，虽然该股份名义上由信托公司持有，但徐某承担股价变动的风险也享有相关收益，故徐某是该股份的实质所有权人。

### 三、我们对本案的分析

针对最高法院在604号案中体现的裁判思路，我们有两个问题值得讨论：一是604号案中关于优先级受益人（案中称一般受益人）与劣后级受益人（案中称特定受益人）构成借款法律关系的认定是否适用于所有结构化信托产品；二是优先级受益人与劣后级受益人构成借款法律关系是否必然导致信托合同无效；三是优先级受益人与劣后级受益人构成借款法律关系时，受托人（也就是信托公司）的权利义务范围应如何认定。

（一）关于优先级受益人与劣后级受益人构成借款法律关系的认定是否适用于所有结构化信托产品

#### 1、关于结构化信托的特点

一般认为，我国最早的结构化信托产品是2005年由上海国际信托投资公司推出的“蓝宝石”系列结构化证券投资信托产品。[3]我国《信托法》对结构化信托未作出规定，但原银监会《关于加强信托公司结构化业务监管问题的通知》【银监通（2010）2号】明确了“结构化信托业务是指信托公司根据投资者不同的风险偏好对信托受益权进行分层配置，按照分层配置中的优先级与劣后安排进行收益分配，使具有不同风险承担能力和意愿的投资者通过投资不同层级的受益权来获取不同的收益并承担相应风险的集合资金信托业务”。

在中国人民银行、银保监会、证监会、国家外管局联合下发的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》【银发（2018）106号】中也提到“分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。固定收益类产品的分级比例不得超过3：1，权益类产品的分级比例不得超过1：1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过2：1。发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者。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。本条所称分级资产管理产品是指存在一级份额以上的份额为其他级份额提供一定的风险补偿，收益分配不按份额比例计算，由资产管理合同另行约定的产品。”由于该文件将资产管理业务界定为“银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管

理的金融服务”，因此其中所提到的“分级资产管理产品”当然也包括“结构化信托产品”。

基于此，有资深业内人士认为，结构化信托主要有四个特征：一是集合性，产品至少有两个委托人或受益人；二是结构性，信托受益权根据风险不同进行优先与劣后的结构设计；三是担保性，劣后级受益人对优先级受益人的本金和收益提供一定程度的担保；四是杠杆性，实际产生劣后级资金撬动优先级资金投资的杠杆效果。[4]

## 2、关于集合信托受益人间的法律关系性质

《信托法》第三十四条规定，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；第四十四条规定，受益人自信托生效之日起享有信托受益权。有学者认为，从我国《信托法》的规定来看，受益权属于一种特殊性质的债权，因为其主体性权利是受益人对受托人的财产请求权，同时具有许多保障主债权实现的工具性权利和附属性权利。也正因具有特殊性，所以信托受益权也可以视为一种“新型的民事权利”。[5]

信托受益权的法律性质决定了信托受益人之间的法律关系类型。如果认为信托受益权是债权，则集合信托受益人应为共同债权人；如果认为信托受益权是一种类似与“股权”的新型权利，则不排除其具有某种社员权的属性。《信托法》第四十五条规定，共同受益人按照信托文件的规定享受信托利益；信托文件对信托利益的分配比例或者分配方法未作规定的，各受益人按照均等的比例享受信托利益。我们认为，《信托法》上述条文立法结构类似于《物权法》第八章关于共有之规定，借鉴德国立法例关于多数债权人构成共有法律关系的观点，[6]我们认为信托受益人间的法律关系可参照共有法律关系理解。

需要特别说明的是，我们在讨论信托受益权是特殊债权，信托受益人间可参照共有法律关系理解时，并不是希望将复杂的商业设计简化为单纯的“请求给付”或“占有支配”，而只是基于法律人的本能寻找搭建复杂结构的基础框架。事实上，即使是多数债权人间的法律关系早已具有了一定程度“社员权”的属性，例如《企业破产法》中的“债权人会议”制度以及集合信托中的“受益人大会”制度。

## 3、关于结构化信托优先级受益人与劣后级受益人的法律关系性质

理解信托受益人间的法律关系，还应明确这种法律关系的“方向”。所谓“方向”有两种：一是“共向”，也就是受益人在面对共同信托利益时的关系；二是“对向”，也就是受益人以彼此为权利义务相对方时的关系。

在结构化信托中，优先级受益人与劣后级受益人的关系在“对向”维度上具有一定特殊性，主要表现为劣后级受益人为优先级受益人提供一定形式的“担保”，包括在差异化的收益分配顺序、差异化的风险分配（劣后级受益人更容易丧失本金或被遭遇强行平仓）、差异化的出资义务（信托公司可以允许劣后级受益人在信托文件约定的情形出现时追加资金）等。问题是，结构化信托受益人间这种“对向”维度上的特殊性，是否会动摇其信托本质？

我们认为，信托法律关系的核心是委托人（受益人）与受托人之间的权利义务关系，因此受益人间的“共向”维度与“对向”维度并非同等重要的，因此结构化信托的制度性特点并不改变其作为“集合信托”、甚至“信托”的本质。也就是说，受益人间的关系仍应参照“共同共有”关系进行理解。

#### 4、关于604号案认定优先级受益人与劣后级受益人构成借款法律关系的原因

我们认为，604号案认定优先级受益人与劣后级受益人构成借款法律关系，是因为该案当事人虽然采用了结构化信托的形式，但其权利义务安排却与结构化信托产品大相径庭，具体如下：

第一、从交易结构看，结构化信托虽然秉持“风险与收益相匹配”和“注重保护优先受益人合法权益”两大基本原则，但优先级与劣后级受益人均需承担本金损失的风险。[7]在604号案中，劣后级受益人徐某承诺优先级受益人完全保本、固定收益，优先级受益人完全无需承担任何商业或信用风险；

第二、从信托资金使用来看，结构化信托属于主动管理的营业信托，信托公司收取信托报酬，同时以受托人名义管理和处分信托资金。在604号案中，信托公司完全听命于劣后级受益人徐某，不负任何主动管理和资金运作，徐某实际控制和使用信托资金，信托公司仅扮演资金通道和上市公司股份代持人的角色；

第三、从当事人目的来看，结构化信托的受益人是出于对受托人专业能力的信任而将财产委托给受托人，并由受托人进行管理或者处分。在604号案中，优先级受益人事先明知信托资金是由劣后级受益人徐某而非信托公司实际控制和使用，其签订案涉信托合同的目的是为了出借资金并获取利息收益，不承担任何投资风险；

总之，我们认为604号案的特殊性在于当事人间并无任何设立真实结构化信托的意思表示，最高法院基于对当事人权利义务安排和履行情况的审查，认定该案优先级受益人与劣后级受益人构成借款法律关系是个案情况所决定的，并非否认结构化信托的本质。

## （二）关于优先级受益人与劣后级受益人构成借款法律关系是否必然导致信托合同无效的问题

尽管我们认为604号案并未否定对结构化信托的本质，但是由于结构化信托在实际操作中被大量用作融资工具，许多结构化信托产品的设计与604号案所涉信托产品如出一辙，因此该案很可能给现存结构化信托产品带来诸多不确定性。因此，我们有必要讨论优先级受益人与劣后级受益人构成借款法律关系是否必然导致信托合同无效的问题。具体而言，我们认为有可能存在三种不同观点：

1、有观点可能认为，如果优先级受益人与劣后级受益人构成借款法律关系，则表明优先级受益人的目的是出借资金，劣后级受益人的目的是借入资金，两者签署信托合同的目的都属虚伪意思表示，根据《民法总则》第一百四十三条第二款的规定，应认定为信托合同无效。

2、有观点可能认为，应区分受益人间的法律关系和受益人与受托人间的法律关系。信托合同系由优先级与劣后级受益人分别与受托人签订，只要信托合同不存在法定无效事由，即使优先级与劣后级受益人间构成借款法律关系，依法仍应认定信托合同有效。持此观点的人可能认为，作为一种合法的业务模式，结构化信托与融资租赁一样本身就具有一定的融资功能，因此优先级与劣后级受益人有关资金融通的共识可以解释为其签订信托合同的“动机”，受托人即使知道受益人的融资动机，也不直接影响信托合同的效力。

3、有观点可能认为，应区分受托人是否知道优先级与劣后级受益人签订信托合同的目的是出借资金。参考德国立法学说关于“单独虚伪表示”中“内心保留”行为效力的理论，“被保留的内心真意因为未表示于外，无论动机如何，均不能发生效力，亦无从影响表示于外行为的效力；至于表示于外的行为是否有效，则取决于相对人是否知悉保留；相对人若不知悉，基于善意相对人之保护，表示于外的行为有效；反之，知情的相对人不值得保护，意思表示无效。”[8]在实际操作当中，受托人通常会清楚优先级及劣后级受益人的交易安排。但是，由于优先级与劣后级受益人可能在信托合同之外就保证本金和收益安全等事项另行签订协议，所以也存在受托人不知情的可能性，因此讨论“单独虚伪表示”也是有必要的。

4、我们倾向于第三种观点，理由如下：

第一、主张信托合同当然无效的观点虽然注意到意思表示真实对民事法律行为效力的重要影响，但没有充分考虑受托人的意思状态。虽然《民法总则》第一百四十三条将“意思表示真实”作为民事法律行为的有效要件，但是结合该法关于虚伪意思表示对民事法律行为效力影响的规定可知，《民法总则》仅规定了“通谋的虚伪意思表示”导致民事法律行为无效的情形，而并未就“单独虚伪意思表示”作出专门规定，[9]我们认为这可以理解为对第一百四十三条适用范围的限缩，这也更有利于对善意第三人合理信赖的保护。

第二、主张信托合同当然有效与主张区别受托人意思状态的观点在论理逻辑上是基本一致的，两者的主要区别在于如何看待受益人的融资目的。如果将其作为签订信托合同的“动机”，则信托合同当然有效；如果将其作为受益人的“内在真实意思表示”，则应根据受托人是否知情对信托合同进行效力判断。我们认为，虽然学理上对意思表示的要素有诸多精深的讨论，但是在实务操作中可以将其转化为价值判断，并最终落实到举证责任的分配上。在此前提下，第三种观点可以为司法裁判者提供相对较大的自由裁量空间，进而能够更好的追求个案公平。

第三、主张区别受托人意思状态的观点既考虑到当事人真实意思表示，也兼顾“善意相对人”保护，这在金融领域频频爆雷、主管部门强调“穿透式监管”、审判机关强调“穿透式审判思维”的今天，可以在一定程度上平衡各方需求。

还需强调的是，我们认为即使认定信托合同有效，这种有效也只是针对受托人和受益人间的约定。如果信托合同的约定涉及优先级与劣后级受益人间的相互关系，则

应在借款法律关系的前提下审查该约定的性质和效力。例如，假设信托合同约定优先级受益人获得的总体收益（包括利息、违约金、保证金等）超过法定利率标准，我们认为超过法定利率范围的部分无效。

### （三）关于优先级受益人与劣后级受益人构成借款法律关系时，受托人的权利义务范围应如何认定的问题

讨论信托合同的效力问题，主要是为了明确受托人的权利义务范围。我们认为，根据信托合同效力状态的不同，确定受托人权利义务范围的依据也不一样。具体如下：

#### 1、如果信托合同有效，应依据信托合同约定确定受托人的权利义务范围

如果信托合同有效，就意味着受托人对优先级与劣后级受益人的借款安排不知情，那么根据“善意相对人保护原则”，信托合同约定应当是确定受托人权利义务范围的核心依据，受托人可以根据信托合同约定执行信托事务并收取费用。这就意味着，即使受益人一方在信托期间内向受托人披露信托背后的借款法律关系，受托人仍可依据信托合同行使权利、履行义务。

有可能出现的问题是，如果受托人执行信托事务的行为与有关借款合同的强制性法律规定冲突时应如何处理。例如，受托人根据信托合同约定向优先级受益人支付的收益（包括利息、违约金、保证金等）可能高于24%的年化利率时，劣后级受益人是否可以在披露借款情况后要求受托人停止支付？我们认为，善意不知情的受托人仅受信托合同及信托相关法律法规的约束，有关借款法律关系的强制性法律规定对其不发生约束力。在上述情况中，受托人可依据信托合同向优先级受益人支付收益，至于优先级受益人是否有权继续持有该收益，则可由人民法院依据借款关系的相关法律作出认定。我们认为，这虽然不是效率最高的方案，甚至有可能导致劣后级受益人利益受损，但这是劣后级受益人应承担的风险，因为善意受托人更应受到以保护。

#### 2、如果信托合同无效，应结合信托合同有关约定和《合同法》有关委托合同的规定确定受托人的权利义务范围



如果信托合同无效，就意味着受托人知道优先级与劣后级受益人是“以信托之名，行借款之实”，那么确定受托人的权利义务范围就应首先明确受托人在借款法律关系中的地位。关于受托人的地位，我们认为大概会有两种观点：

第一、有观点可能认为，受托人既不是出借人也不是用款人，其作用只是为借款提供平台或通道，不承担信托管理职能也无权收取相关费用。一旦发生纠纷，受托人仅需退回已收取的佣金（甚至有可能不用退回），不再承担任何民事责任，或者只需根据其过错程度承担部分侵权责任。

第二、还有观点可能认为，虽然信托合同无效，但受托人在该交易模式下承担着接受资金、对外签订合同、甚至代为购买和持有股份（例如604案的情况）等多种职能，并因此收取费用，为了避免受托人以信托合同无效为由逃避责任，可认定受托人分别与优先级和劣后级受益人形成委托法律关系，其权利义务范围可结合信托合同有关约定和《合同法》有关委托合同的规定确定。

我们赞成后一种观点，首先，即使信托合同无效，受托人与受益人间仍存在委托受托人处理委托人事务的意思表示，受托人仍有处理委托人事务的行为，因此符合委托合同的构成要件；其次，信托合同无效表明受托人并非“善意不知情”，责令其承担相应责任具有合理性；再次，在实际操作中许多结构化信托产品涉及多层嵌套的情形，采取后一种观点可以方便引入《合同法》中关于“委托人与受托人关系”、“转委托”等成熟的法律工具处理相关问题。

最后回归到604号案，我们认为该案所体现的是一种个案裁判思路，并非是对结构化信托的整体否定。但是对于为数不少的利用结构化信托产品进行借贷的交易而言，604号案无疑是一记警钟。至于结构化信托的未来，可能更多要看相关人员能否使其回归信托本质了。

注释：

---

[1]参见最高法院“徐文玉、张宇借款合同纠纷二审民事判决书”【案号：（2017）最高法民终604号】，网址为<http://wenshu.court.gov.cn/content/content?DocID=7d38faf4-dd1e-4315-a159-a99e01265e13&KeyWord=%E5%BE%90%>

E6%96%87%E7%8E%89。

[2]《最高人民法院关于案例指导工作的规定》【法发(2010)51号】第七条规定：最高人民法院发布的指导性案例，各级人民法院审判类似案例时应当参照。

[3]参见马荣伟：《信托亦或融资：结构化信托法律关系性质的认定》，载于《法律适用》2019年第4期，第20页。该文作者是资深信托从业者，其文章又是以最高法院审理的“郝如莎与万向信托再审案”为切入点展开，非常具有可读性。

[4]同注3。

[5]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250页。

[6]德国法上将“多数债权人关系”的类型区别为：分受债权人关系、连带债权人关系和共同债权人关系，我们在此不进一步讨论，具体请参见【德】迪特尔·梅迪库斯著，杜景林、卢谔译：《德国债法总论》，法律出版社2004年版，第601至603页。

[7]原银监会《关于加强信托公司结构化业务监管问题的通知》第二条“信托公司开展结构化信托业务，应当严格遵循以下原则：（一）依法合规原则；（二）风险与收益相匹配原则；（三）充分信息披露原则；（四）公平公正，注重保护优先受益人合法利益原则”；第四条“结构化信托产品的投资者应是具有风险识别和承担能力的机构或个人。信托公司在开展结构化信托业务前应对信托投资者进行风险适应性评估，了解其风险偏好和承受能力，并对本金损失风险等各项投资风险予以充分揭示”。

[8]参见朱庆育：《民法总论》，北京大学出版社2013年版，第258页。

[9]关于《民法总则》第一百四十六条是否针对“单独虚伪意思表示”的问题，请参见韩世远：《合同法总论（第四版）》，法律出版社2018年版，第218页。