

资管产品债券交易中的信义义务研究

北京京都（天津）律师事务所课题组¹

以信托法律关系定性资管业务以及对管理人课以信义义务，具有一定程度的合理性，但这一论断忽略了金融创新下资管业务多样化发展带来的挑战。倘若管理人仅被动执行投资者或投资顾问的投资指令，如果此时依然僵化地对管理人课以信义义务，显然会让管理人背负过重的责任；与此同时，投资顾问等对投资有实际控制权或影响力的主体却未被纳入规制，似乎也过于轻率。以“功能”视角而非“主体”视角判定信义义务主体，将实际承担投资职能的管理人以及其他对投资事项有控制权或影响力的主体纳入信义义务规制，既有助于金融市场健康发展，同时也有利于保护投资者合法权益。资管产品所投资底层资产的差异，应在信义义务的具体外延有所体现，且信义义务应在投前、投中和投后均有具象化要求。信义义务无论源于法律规定抑或合同约定，其免除应予适当限制。简单地允许通过合同方式加以免除，与契约公正有悖。

《信托法》是信义义务的重要源泉，但并不意味着《信托法》可以作为全品类的资产管理业务的基础法律。信义法理论可以作为资产管理业务的法理基础，对资产管理业务中的“关键主体”课以信义义务，是务实之选。在具体立法路径上，可以考虑“软法”先行（如行业自律、行为规范），再到分部门立法（如部门规章），最后制定投资顾问法。

¹ 课题主持人：金融业务二部律师柏高原；课题组成员：汤杰、戎晨、周新垒、朱家媛、刘婉婷、王佳辰、关淇文。本文为2022年“NAFMII研究计划”获奖课题成果节选。本文系个人观点，与所在机构及NAFMII无关。

一、资产管理业务模式及其演化

（一）多对一的两方模式

在我国的资产管理业务模式中，较为传统和普遍的模式为多投资人将资产交付给同一管理人进行集中投资管理。该种模式下，投资人往往为多人，其将资产集中委托给管理人进行投资管理。管理人自身通常有足够的专业能力为投资人提供投资管理的服务。我国的集合资金信托计划以及其他集合类资产管理产品通常均采用此种模式（如图 1 所示）。

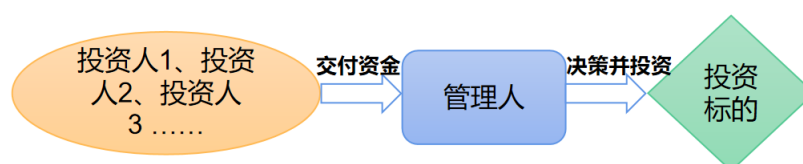


图 1 多客户、管理人自由裁量

（二）多对一的三方模式

随着资管行业业态的逐渐丰富，以及行业内部分工的不断细分，集合资管产品的业务模式也发生了变化。在业界的集合资产管理业务中，除了投资人、管理人之外，又加入了财务顾问这一新的角色。在此种模式下，集合资产管理产品的不同投资人将资金集中交付给管理人，但实际由财务顾问进行投资的建议/决策，其通过向管理人发送建议/指令的方式主导资金的投资和管理，而管理人本身仅负责被动执行（如图 2 所示）。

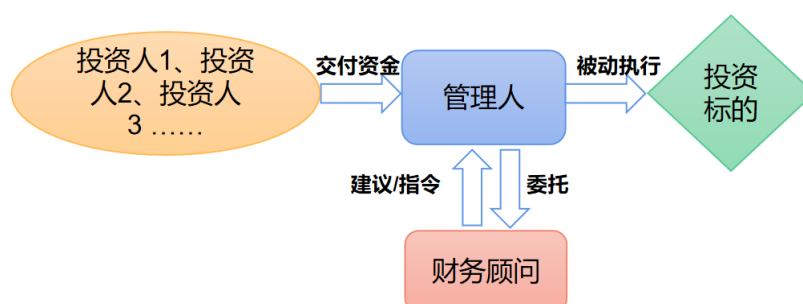


图 2 多客户、财务顾问建议、管理人执行模式

（三）一对一的两方模式

随着家族信托业务的发展，实践中大量的单一的资金型家族信托出现。其中既包括由受托人亲自进行信托财产投资管理的业务模式，也包含受托人对于信托

财产的投资进行被动管理，而财务顾问履行主动投资管理职能的模式。

在受托人亲自主动管理信托财产投资事项的业务模式中，委托人将其资金作为信托财产交付给受托人，受托人全权负责信托的投资决策以及执行（如图 3 所示）。

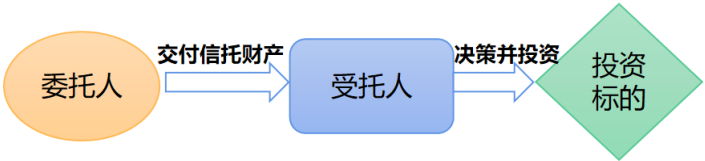


图 3 单一客户、受托人自由裁量模式

近年来，随着私人银行业务的蓬勃发展，业界在实践中基于客户需求，出现了单一的全权委托管理的业务。在此种业务模式下，委托人为单一的投资人，其将资产全权委托给资产管理人进行投资管理和运用（如图 4 所示）。



图 4 单一委托人、管理人自由裁量模式

（四）一对一的三方模式

在受托人对于信托财产的投资进行被动管理，财务顾问履行主动投资管理职能的模式下，委托人将其资金作为信托财产交付给受托人，但信托财产的投资管理职能由财务顾问承担。财务顾问通过向信托的受托人发送投资建议/指令的方式主导信托财产的投资，受托人仅被动接收财务顾问的建议/指令并执行（如图 5 所示）。

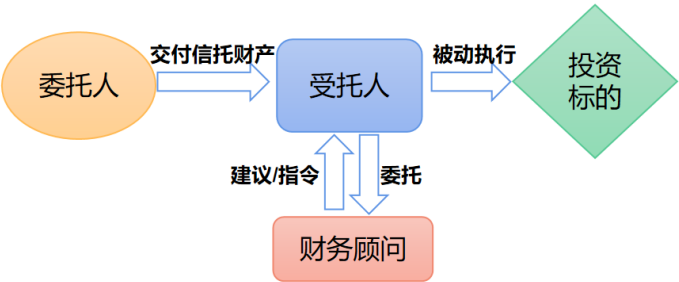


图 5 单一委托人、财务顾问建议、受托人执行模式

综上，随着金融市场的发展和金融创新的推进，资产管理业务已经突破了传统的“两方模式”（即投资者/委托人与管理人/受托人），新“两方模式”甚至“三方模式”开始出现。在新“两方模式”下，投资者保留了部分投资决策权。保留方式存在多样性，可能表现为否决权，也可为指示权；在“三方模式”下，投资者将资金交于管理人，由管理人实际占有并以管理人名义进行对外投资，但管理人并非投资决策主体，投资顾问或财务顾问将承担投资决策或投资建议职能。

二、我国现有对资管业务法律性质的学术观点综述

（一）绝对信义说、共同受托人说与转委托义务说

许多观点认为，应当将资产管理产品中管理人的义务统一界定为信义义务，以保护资产管理业务中的投资人利益。例如，我国学者于朝印认为，资产管理人的信义义务是一种法定义务，由规范性文件确定并且不可删减与免除。² 学者郭雳认为，凡属《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》认可的资管业务，管理人都负有信义义务。³ 学者叶熙昊认为，债券持有人与受托管理人之间存在信义关系，应对受托管理人课以信义义务。对受托管理人忠实义务和注意义务的细化和展开，可以借鉴公司法上董事信义义务的构造方法，以更好地激励受托管理人为债券持有人可支付价值最大化而努力。⁴ 学者宣潇然认为，我国资管产品本质上是一种信托，投资者对于管理人存在合理信赖，二者之间关系应当界定为信义义务。信义义务是投资者与管理人关系存在的基础，是“买者自负”到“卖者有责”的实现路径。构建我国资管市场中管理人信义义务，不但需要明确信义义务的法律性质，而且需要明确其在资管市场的具体表现，资管市场中管理人信义义务可以分为忠实义务以及勤勉义务。唯有明确我国资管市场中投资者与管理人之间关系，对于管理人课以相应法定义务，才能起到规范管理人行为之目的，进而实现投资者保护的目标。⁵ 学者胡继晔认为，所有发行资管产品的金融机构都应当被纳入金融资产管理受托人的行列。而规范所有资产管理受托人的上位法就是《信托法》，对投资者委托于己的财产，资产管理人应当按照信托法的要求承

² 于朝印.我国资产管理人信义义务制度的建构与完善[J].齐鲁金融法律评论,2021(00):225-243.

³ 郭雳,彭雨晨.新发展格局下资管业务管理人信义义务研究[J].江汉论坛,2021(07):137-144.

⁴ 叶熙昊.公司债券受托管理人信义义务的厘定与法律构造[J].南方金融,2020(07):87-98.

⁵ 宣潇然.我国资管市场投资者保护法律制度研究[D].西南政法大学,2019.

担信义义务，这是“受人之托，忠人之事”的根本价值所在⁶。学者周颖认为，集合投资计划管理人的信义义务乃不同集合投资计划法律关系的共性所在，乃保障集合投资计划份额持有人权益之根本⁷。笔者将其界定为“绝对信义说”。

此外，还有观点从信托法理角度延申出了“共同受托人义务说”和“信托转委托义务说”。其中，“共同受托人义务说”认为，财务顾问为投资人和管理人共同选定，管理人和财务顾问之间有所分工，虽然核心的投资建议/决策功能在于财务顾问，但管理人仍应当负有最低限度的监督义务。“信托转委托义务说”认为，管理人将核心的投资建议/决策功能委托给财务顾问，同时管理人负有对财务顾问的选聘及监督义务。但前述两种观点将管理人束缚在信义义务的框架之内，忽略了主导投资决策的财务顾问这一核心角色，从而顾此失彼。

（二）现有学说的不足之处

笔者对绝对义务说持保留的态度。简单地一刀切地将各类资管产品管理人的义务界定为信义义务，忽略了各类资产管理业务模式的差异，并不能一揽子解决所有资产管理业务中的风险和问题。并非在所有模式下的资产管理业务中，都适宜将管理人的义务界定为信义义务。因此，笔者认为，应从功能角度出发，结合具体的业务模式，分别界定。

值得注意的是，我国已有部分学者认识到了不同资产管理业务模式下管理人义务应有所差异，例如，我国学者钱俊成认为，对于以信托展开的资产管理而言，资产管理人自然负有信义义务，这是由信托本质决定的。但对于以“委托——代理”形式展开的资产管理，则需要判断资产管理人究竟是否被投资者施以主观上的信任，以及是否被赋予了充分的自由裁量权，只有既存在主观上的信任，也具有充分自由裁量权时，资产管理人才负有信义义务。信义义务从其成立的角度来看，对于受托人，委托人的主观上之信任应首先具备，即相信受托人管理受托财产，而除此以外，还需要一种信任的客观之状态，即在客观上受托人应该享有自由裁量权，决定如何处分与管理受托财产，这是信义义务的形成逻辑。⁸ 学者郭

⁶ 胡继晔.金融机构资产管理中受托人信义义务简析[J].清华金融评论,2018(03):94-96.

⁷ 周颖.论集合投资计划类金融商品的统合规制——以规范集合投资计划管理人的信义义务为中心[J].证券法苑,2015,16(03):182-202.

⁸ 钱俊成. 资产管理人信义义务研究[D].上海财经大学,2020.

金良认为，对于通道信托业务而言，就实践中的权利义务分配来看，资金方往往全面负责资产管理计划的设立、尽职调查、财产的管理与处分等事宜，作为受托人的非银行机构仅负责风险提示、账户管理等事务性管理的义务，而不承担实质性管理责任，从信托法律关系的角度看，这与受托人为实现信托目的而管理运营受托财产履行相应信义义务存在着本质上的差别⁹。

对于前述第一种模式下（即，传统集合资金资产管理模式（不含财务顾问）），管理人自身通常有足够的专业能力为投资人提供投资管理的服务。在此种情形下，通常认为，管理人应对投资人负有信义义务。笔者认为，此种情形下如此界定，与管理人亲自负责投资决策和管理的职能相呼应，具有一定的合理性，笔者将此种理论归纳为“完全信义义务说”。在第二种业务模式下（集合资金财务顾问资产管理模式（含财务顾问）），对于管理人和财务顾问应承担何种义务，存在较大的争议。其中，有观点坚持“完全信义义务说”，即认为管理人和财务顾问均为受托人，应承担信义义务。这显然与管理人仅被动执行财务顾问建议/决策的功能不符。

（三）“功能主义”的视角下的信义义务主体

笔者认为，从“功能主义”的视角，在上述资产管理业务模式下，财务顾问通常享有投资决策和管理的权利，而管理人仅处于被动接受指令和决策的地位。在此种“被动管理”的业务模式之下，如仍然对管理人苛以严格的信义义务，似有不妥。

在单一资金型家族信托模式（不含财务顾问）的模式下，由于委托人和受托人之间构成信托关系，且受托人全权负责信托财产的投资决策和管理，因此，受托人负有信义义务自不待言。

然而，在单一资金型家族信托模式（含财务顾问）的模式下，信托财产投资管理的核心功能并不是通过受托人实现，而是通过财务顾问这一角色。虽然委托人和受托人之间构成了信托法律关系，但受托人在信托财产的投资管理方面的资产管理的职能可以委托给专业的投资顾问履行，从这个角度来看，其与传统的资产管理业务具有相似性。因此，笔者认为，其受托人和财务顾问在信托财产投资

⁹ 郭金良.《资产管理业务中受托管理人义务的界定与法律构造》，载《政法论丛》2019年第2期。

管理方面的义务应类比集合资产管理业务中的责任和义务，进行适当的规范。

此外，在单一的全权委托管理的业务模式下，委托人为单一的投资人，其将资产全权委托给管理人进行投资管理和运用。投资管理的职能全部由管理人履行，因此，笔者认为，此时适用“完全信义义务说”有一定的合理性。但其与第一种模式（即，传统集合资金资产管理模式（不含财务顾问）），在信义义务的具体内容上应当有所差异。

综上，简单以信义关系或信托法律关系统一界定资产管理业务，在以下方面存在明显的解释力不足：第一，资产管理业务模式的多样性，使得对资产管理业务统一适用信义或信托法律并不能取得实际效果，存在无法规制全部业务模式的风险。“一对一”以及“多对一”的业务模式中，资产管理业务合同的定制化程度或有区别。一般而言，一对一的资产管理业务中，资产管理业务委托人相对而言有更大的可能性对资产管理合同进行个性化定制。例如，对投资决策机制进行灵活安排——引入投资顾问或财务顾问，或者由委托人对投资决策予以一定的干预（干预方式可以有否决权或指令权等）。在委托人介入资产管理业务的情况下，是否能相应减轻管理人的信义义务标准，现行法语焉不详。倘若委托人仅掌握否决权，投资管理的主体责任仍由管理人承担，但在委托人掌握投资指令权的情况下，是否仍然适用信托法律关系，似有商讨空间。

第二，在业务模式中存在投资顾问或财务顾问的情况下，其与委托人及管理人的关系为何，或难以适用信托法律关系。另外，投资顾问或财务顾问的具体聘用方式至少存在三种业务逻辑。其一由委托人和管理人共同作出聘请决策，其二则是由委托人独立聘请，其三是由管理人单方聘请。不同聘请方式下，是否对相关主体负有的信义义务构成影响，现行法也没有规定。即便通过适用信托法也无法得以解决。在部分家族信托业务的投资事项中，受托人主要承担被动管理角色，而由商业银行或证券公司等第三方金融机构承担为家族信托配置资产的职责。此时，在家族信托委托人与受托人间已然构成信托法律关系，但受托人本属被动管理，是否其依然负有信义义务，抑或其信义义务可以通过合同予以豁免或降低，信托法并无明确答案。此时，商业银行或证券公司对信托财产的管理事实上将发挥较大的影响，而委托人与商业银行或证券公司间似乎难以再构成信托法律关系。

第三，家族信托和公益慈善信托豁免资管新规的适用，但在家族信托业务和公益慈善信托业务中，受托人仍负有管理运用信托财产的职责，以促使信托财产保值增值。倘若在资产管理业务与家族信托及公益慈善信托业务之间，对于管理人或受托人的信义义务予以区别对待，似乎并无合理性。而如果因资管新规豁免家族信托与公益慈善信托，进而放宽家族信托项下信托财产投资运作过程中的信义规制，信托财产以及委托人、受益人等合法权益将面临风险。

综上，将资产管理业务统一定性为信托关系，并不能解决当下资产管理业务中的问题。对于投资顾问或财务顾问等主体存在法律规制的“真空”，不利于委托人、受益人的权益保障。经过课题组对英美法系的考察，信义义务是破解这一难题的规制工具。以下，课题组将从资产管理业务中信义义务主体的判定、债券投资中信义义务的内核、信义义务是否可以通过资产管理业务合同予以免除等方面逐次展开。最后，课题组对信义义务制度入法提出了立法建议。

三、信义义务主体的判定——基于功能的视角

课题组认为，我国学者对信义义务理论的研究极具价值，具有进步性。但是否只能将管理人判定为信义义务主体，信义义务的具体内涵，以及是否得以通过合同加以降低义务标准甚至免除方面，仍有不足。本部分，课题组从信托与信义关系，以及英美法系法院判定信义关系的最新发展趋势入手，提出了基于“功能视角”判定信义义务主体的观点。

（一）从信托到信义

在英美法系，信义义务源于衡平法最伟大的创造——信托。但有趣地是，作为信托制度源泉的英国衡平法，至今仍未形成统一的信托概念。已有的信托概念均为英美法学者对信托法的研究而概括的定义。比如 Edward C. Halbach 对信托的定义表述为，“信托是一种基于特定财产而发生的信任关系。其中，受托人就该项财产享有普通法上的产权，而为他人利益持有财产，该他人可以是一人，也可以是数人，他或他们，作为受益人，享有衡平法上的所有权。”对信托概念表述的不同，既有信托自身复杂性的原因，也有两大法系在文化、历史及法律传统上的差异性。受托人——受益人关系，一直是信义关系的基础范式。信托被认为是基于当事人之间的信任而产生的一种信义关系，这种关系的核心内容就是受托

人的信义义务。有关信托制度缘起，有多种说法，至今仍未有明确的答案。有关信托的起源，较为有力的学说包括纪元前的罗马说、中世纪的英国说以及中古日耳曼民族遗嘱执行人说等。其中，最为广泛接受的是英国说，即认为诞生于 12、13 世纪的英国。英国的信托制度，据说衍生于中世纪的用益（use）。此处的 use，并非一般意义上的“使用”，系源自于拉丁文 *ad opus*，为“for the benefit of”之意。在中世纪英国，use 作为一种土地管理、保有方式，在十字军士兵们出征期间管理土地等财产之用，是一种暂时性的土地管理、保有方式。但是值得注意的是，彼时用益之使用为国王所禁止，普通法（common law）法院亦不保护用益，但用益制度被衡平法法院判定为有效。再有，受托人背信弃义将信托财产据为己有的情形也时有发生。但彼时的普通法将受托人视作真正的权利人，无法对受益人给予充分的保护。随着这方面的矛盾越积越多，于是人们不得不求助于作为国王代表的大法官。大法官秉承良心与正义，利用手中的自由裁量权，处理了一些普通法不予受理或处理结果明显不公的案件。可以说，之所以衡平法得以发展和完善，是因为普通法的缺陷。前述有关信托起源的说法中，委托人将土地转移至受托人后，如果受托人为了一己私利而滥用权力，全然不顾受益人利益的话，早期普通法是无法对受益人提供保护的。这时候，受益人利益受到侵害，虽说受托人的做法不正义、不道德，普通法无法提供救济。衡平法的发展，可以说是对受托人“背信弃义”做法的否定，为受益人提供了救济。

时至今日，以信义义务为核心的信义法，已经构成了普通法系国家法律体系中极为重要的组成部分。信义法主要适用于委托人将自己享有重要利益的事务委托给受托人，受托人因此享有对受托事项较为宽泛的自由裁量权的法律关系。之所以在此前契约社会形式平等的“天平”上，对受托人课以更重的义务，毫无疑问是立法者对信义法律关系中委托人和受托人实力、信息不对称的基本状况的考虑。随着现代社会的发展，20 世纪以来此类司法实践愈加频发，以至于在宽泛意义上出现了“信义法”（fiduciary law）的称谓，更有学者呼吁制定统一的信义法。在英美法系国家，信义关系发展处于不断的扩张状态。除了在信托关系中受托人负有信义义务以外，公司董事、代理人、律师和医生也作为类“受托人”予以对待，分别对公司、被代理人、客户和病患负有信义义务。之所以英美法系

下信义义务呈现扩张态势，与裁判方法不无关系。在信义义务的适用中，通常首先采用类推（analogy）的方法，法官会从先前判例所认定的信义关系入手，类比此前判例法律关系与本案的相似性，从已知的类型推出未知的类型，进而将新的关系认定为信义关系。这样就使得信义义务的适用范围从先前判例扩展到本案中的法律关系中。

（二）何以成立信义关系——“法定”与“事实”

信义义务，根据《布莱克法律词典》的解释，是指为他人之利益进行代理，此时应将某人的个人利益置于他人利益之下的一项义务，是法律默示的最高标准的义务。信义义务的概念来源于英美法，普通法学者分别从信义关系、“滥用风险”和道德主义等不同角度对信义义务进行描述。英国著名的信托法学家阿拉斯泰尔·哈德逊（Alastair Hudson, 2010）认为，“衡平法下信义义务作为亚里士多德正义观的具体体现”。

关于信义义务的来源，既传统又经典的论断是源于“信义关系（Fiduciary Relationship）”。英美法上认为这种法律关系中的受信人对“施信人”负有信义义务。英美法学者认为信义关系的产生经历了三段式的演进：一是“施信人”与受信人之间基于能力等方面的差异形成了“不对等”地位，“施信人”因此处于弱势的地位；二是这种“不对等”地位是普遍性的，且产生了普遍地“施信人”因其“脆弱地位”而备受欺凌的事件；三是历史上英国衡平法院为了纠正这种失衡的“错误”，实现利益的平衡，因此额外地对受信人加之了一种义务，即信义义务。如果“受信人”违反了这些附加的义务，则需要因此承担信义责任。在历史发展中，英国衡平法院已经将一些具体的关系界定为信义关系。由此，信义关系呈现开放性，除了信托法以外，英美法的信义关系还存在于董事与公司之间、律师与客户之间、医生与病患之间等众多领域。只要符合信义关系的认定标准，其他法律关系也可能被归入其中。这为我国资管业务相关主体信义义务的研究提供了比较法基础。

关于遵守和履行信义义务的主体，英国法下主要基于两种情况：一是基于身份（法律地位）产生，属于先前已经确认的状态；二是基于事实产生，其适用条

件十分严格¹⁰。

基于事实产生的信义义务虽然不能划归于法律已确认的信义关系认定的范畴，但是如果符合自由裁量权、执行权和脆弱性三项检验标准¹¹，则法院有权基于当事人之间的信任关系扩大信义义务的范围。该检验标准具体包括，存在代表他人或为他人行事的承诺；自由裁量或影响他人利益的执行权和另一个人的特殊脆弱性（依赖信息或者建议；信任关系；特定交易的意思表示）¹²。

在 Smith v Frame 案¹³中，加拿大法官认为，如果脆弱性因素上升、受托人自由裁量权会损害受益人利益且没有任何其他立法或实践救济的可能，可以对信义义务进行扩大适用。该案中，法官特别强调脆弱的重要性。即，当一个公司能够使用自由裁量权单方面地去影响他人法定利益的情况，会产生信义义务。法官认为脆弱性因素的重要性上升，现有一般原则不能阻止一个“有危害的自由裁量权执行”并且“法律规定严重不足或者其他法律或实践的补救措施缺失”去应对滥用情况。现有的信义义务原则应扩大适用于特殊的家庭法情况。此外，该案中的情况通过任何现有立法都无法获得公平救济，其违反信义义务的原因不是“直接基于违反法规”，而是独立于法规而存在。

众所周知，许多可识别的关系都受到信义义务的约束。这些关系包括：受托人和受益人、委托人和代理人、抵押人和抵押权人、律师和委托人、公司董事，合伙人和共同合作伙伴、公民代理人 and 公权力机关等。其中最重要的一类就是受托人和受益人。公司或者个人担任受信人情形最为广泛，他们需要遵守信义义务。养老金受托人最先意识到其作为受信人的特殊地位。

信义义务也可能在一方当事人作为另一方的代理人时的情况出现。例如，客户将股票交给经纪人并指示其出售，以此建立信义关系，信义义务将强加于代理人。然而，这种情形下，法院将仔细研究实际情况并可能根据合同条款建立的代理关系。

上述分类并不能穷尽所有的信义关系。在英美法系，法官仍有权在个案中基

¹⁰ Law Commission of UK. Fiduciary Duties of Investment Intermediaries. 2014.pp34.

¹¹ Fiduciary Duties and Regulatory Rules (1992) Law Commission Consultation Paper No 124 para 2.4.6.

¹² See Snell's Equity (32nd ed 2010) para 7-005.

¹³ See Smith v Frame [1987] 2 SCR 99 at 136.

于当事人之间的潜在的信任关系扩展信义义务范围。法院可能基于某些目的认为属于信义关系，而基于另外一些目的认为不属于信义关系，这也显示了信义规则的灵活性¹⁴。

目前已确定的检验标准为——自由裁量权、执行权和脆弱性。存在下面的因素可能被认定为信义关系：代表他人或为他人行事的承诺；自由裁量或影响他人利益的执行权和另一个人的特殊脆弱性（依赖信息或者建议；信任关系；特定交易的意思表示）。

值得注意的是，提供建议并不必然意味着信义义务的适用。然而，如果委托人特别依赖这个建议时就会适用信义关系。而如果委托人可以根据独立判断和决定其利益，则不存在信义义务。

有观点认为，如果代理人作为拥有特定知识的人对客户提出建议，并期待客户依赖该建议，则通常构成信义关系。而如果代理人只是发表对现在市场情况的事实评论，尽管这些评论可能也被认为是建议，但通常不构成信义关系，因为其很少或者没有可能影响客户的行为。

（三）负有信义义务的非受托人

前述研究表明，英美法下的信义关系不是局限于成文法规定中的，而是随着司法实践不断扩张。这种扩张对于解决因社会发展和金融创新等带来的成文法滞后难题，有着较好的功效。在司法裁判中对新兴的“关系”界定为信义关系进而对受信一方课以信义义务，英美法系也不断颁布成文法。2016年4月，为了保护向退休储蓄者提供财务建议的正当性，美国劳工部（DOL）颁布了一项规则，要求在《雇员退休收入保障法》（The Employee Retirement Income Security Act，以下简称 ERISA 法）之下，向退休计划受益人提供投资方案和建议的机构均应当负有信义义务。受 ERISA 法规范之下的受信人的信义义务包括忠实义务和谨慎义务。此外，信托法理下的审慎投资者规则也适用于退休储蓄者的财务顾问。投资顾问为退休计划投资组合提供投资方案和建议中，需满足审慎的投资组合要求。为构建投资组合，ERISA 法对投资顾问提出如下要求：（1）评估个人投资者的

¹⁴ Tate v Williamson (1866) LR 2 Ch App 55 at 61; English v Dedham Vale Properties Ltd [1978] 1 W LR 93 at 110; Guerin v Canada [1984] 2 SCR 335 at 384; Schipp v Cameron [1998] NSWSC 997 at [695].

风险承受能力和投资目的；（2）选择具有相称市场风险和预期回报水平的投资组合；（3）尽可能分散不必要的特殊风险。此外，谨慎的投资组合管理还需要持续监控投资组合，并根据不断变化的环境定期重新平衡。

受信人关于个人资产的投资和管理决策必须不是孤立地进行评估，而是在整个投资组合的背景下进行评估，并作为整体投资战略的一部分进行评估，该战略应符合整体的风险和回报目标。同时，受信人必须使投资分散化，除非受信人合理地认为，由于特殊情况，信托的目的在不分散化的情况下可以更好地实现。

在信义关系开始时，受信人应当有合理的时间来制定和实施合规的投资计划。合理的时间取决于初始投资组合资产的流动性以及重新分配的税收和其他交易成本等因素。在最初的投资组合构建之后，受信人仍有“持续的责任来监控投资，并在适当的情况下进行投资组合的调整”。例如，根据实际投资表现和投资者环境的变化重新平衡投资组合。用美国最高法院的话来说，“受信人有监督投资和消除轻率投资的持续义务。这种持续义务与受信人在一开始就谨慎选择投资的义务是分开的。因此，审慎的投资者规则规定了受信人对已经进行的投资的适宜性以及……关于新投资的决定的持续监督责任。此外，在退休金的管理方面，受信人应同时重点考虑退休时间和投资者的总体财富情况。

（四）小结

课题组认为，信义义务主体的判定宜采取“功能”视角的标准，而不宜采取“主体”视角。如前分析，采取“主体”视角有以下痼疾难以解决——金融创新背景下，资产业务管理人并非必然对资产管理拥有完全的自由裁量权，负有投资经验的投资者以及相关方聘任的投资顾问或财务顾问的加入均可能事实上承担投资管理职能。因此，简单地以“管理人”负有信义义务定性，或难以实现“责权利”的一致，且对于金融市场健康发展以及投资人权益保护并非有益。课题组认为，以“功能”视角研判信义义务承担主体，可以作为规制资产管理业务的立法路径，具体而言：

第一，原则上，资管业务下的信义义务与信托法下的信义义务有重叠、交叉，但并不完全重合，具体而言：信托机构所开展的资产管理业务以及信托机构对信托财产投资管理有实质控制的资产管理业务均可归入信托法，而非信托机构所开

展的资产管理业务归入“信义关系”，信义与信托两者关系具体如下图：

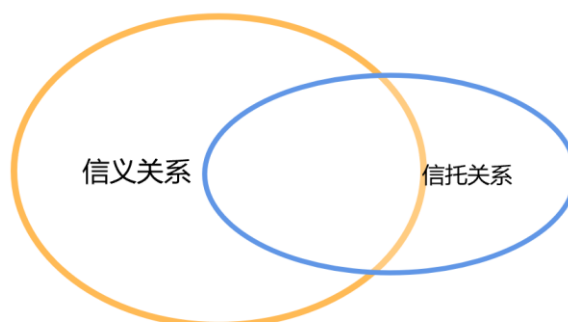


图6 信义关系与信托关系

第二，资管业务下的信义义务与信托法下的信义义务原则上应秉持同等标准；

第三，信义义务主体的研判，以“实质重于形式”作为判定原则，即：一般情形下，资产管理业务的管理人负有信义义务，但管理人不享有投资建议或决策权的除外；

第四，投资顾问或财务顾问提供投资建议或拥有投资决策权的，应课以信义义务。

四、债券交易中的信义义务标准

在英美法系，信义义务的基础理论源于信托法，信义义务的基本标准与信托的受信人义务趋于一致。本部分，课题组按照信义义务一般要求、底层资产差异在信义义务外延层面投射的差异以及债券交易中信义义务的体现为逻辑逐次展开。

（一）信义义务的一般要求

1. 忠实义务

忠实义务是受信人信义义务中最核心的内容，积极层面要求受信人为受益人的最大利益和信托目的行事；消极层面要求受信人行事不得获利，也不得将自己置于利益冲突的地位，进行利益冲突行为，但在信托文件另有规定或受益人同意的前提下，受信人确保交易的公平和充分披露必要信息时可以进行利益冲突行为。

（1）忠实义务的积极内容

首先，受信人应为受益人的最大利益而非仅为受益人的利益。“受益人的最

大利益”是相对于“唯一利益”而言的，“唯一利益”认为受信人的所有的利益冲突行为均是无效的。“最大利益”则立足于“利益冲突是普遍现象，并不必然有害”的真理，允许冲突行为的发生，为促进受益人的最佳利益而谨慎进行的交易最符合忠实义务的目的，即使受信人也确实或可能获得某种利益。随着商业发展的复杂化，法律规则的完善，要求受信人为受益人的最大利益行事更有利于对受益人的保护，不至于形成成本高于收益的情况。

其次，受信人为受益人的最大利益行事是不可被免除的基本义务。在传统的英美法系中，法院认为受信义务（信义义务）是向受益人所负有，为受益人的（最大）利益行事更是受信人不可被免除的基本义务，属于忠实义务的核心内容。

此外，受信人应当综合考虑信托目的和受益人的最大利益。信托目的和受益人的最大利益应当为统一、补充的关系。对“最大利益”的判断首先考虑信托项下受益人的需求，对相关事实和情况进行客观和多因素的分析以确定，在判断过程中则不可避免地涉及到信托目的的影响。

（2）忠实义务的消极内容

首先，在英美法系，强调受信人在行事时只能以“为受益人最大利益及信托目的行事”为目的，“受益人最大利益”允许受信人结果上获利，但不得在行事时存在获利目的。域外的规定一般允许受信人在例外情形下获利，但强调的也仅为结果上的获利。

其次，在利益冲突方面，受信人的“利益冲突之行为”包括：①利益冲突：受信人的个人利益与委托人或受益人相冲突；②义务冲突：受信人在相互冲突授权下的行为（受信人基于不同委托人的授权而负担相互冲突的义务，即使其并未从中获取个人利益，亦不得实施此等不忠实的行为）。利益冲突的标准应为可合理预见。同时，英美法系也兼顾“利益冲突之行为”严格禁止的弱化。即，若能保证受托目的的实现、受益人之利益不受损害，则并无对受信人施加严苛限制的必要。对利益冲突的严格禁止更多体现了忠实义务的预防性功能，经济活动的复杂化要求受信人更加积极行为，法律制度的完善也增大了受信人不法行为被发现的概率，因此利益冲突之行为的禁止性弱化，体现为“在信托文件另有规定或者受益人同意的情形下允许受信人行使利益冲突之行为”，实际上也是“受益人最

大利益”的要求，但受信人还需要保证交易的公平性和信息披露的充分性。此外，关于允许受信人进行利益冲突行为的限度。在事前同意、交易公平、信息披露的前提下允许进行利益冲突之行为，若未得到事先授权，则构成对忠实义务的违反。

2. 谨慎义务

谨慎义务是信托法规定的受托人处理信托事务时所应履行的基本义务，受托人处理信托事务的行为如果产生争议，难以依照信托文件的明确规定进行衡量的，即可依据谨慎义务，确定受托人的行为是否正当、合理。在受托人将信托财产运用于投资的情形下，受托人的谨慎义务就变成谨慎投资义务。谨慎投资义务是谨慎义务在信托财产投资管理中的延伸和具体化。谨慎投资要求受托人在充分考虑信托目的、受益人情况及市场风险的情况下，合理理性的投资，即尽力规避投资风险，进行多样化投资、分散投资，在保证信托财产安全性的前提下，尽可能追求信托财产的效益。同时专业受托人还具有更高层次的要求，要运用自身的专业技能进行谨慎的投资活动。判断受托人是否尽到了谨慎投资义务，主要是看受托人的投资行为过程，而不是受托人的投资行为结果。

英美法下，成文法与判例法均有大量有关谨慎义务的内容。英国 2000 年《受托人法》第 1 条：“谨慎义务(1)本款项下的义务无论何时适用于受托人，其必须行使合理的注意和技能，特别是顾及——(a) 其具有或者自认为具有的任何特殊知识或经验，以及 (b) 如果其在经营或从业过程中作为受托人而行事，该种类经营或从业过程中行事的人被合理期望的任何特殊知识或经验。第 4 条规定：标准投资原则，在行使由本部分或其他原因所产生的任何投资权力时，受托人必须顾及标准投资准则。受托人必须随时审查信托投资，并且在顾及标准投资准则的情况下，考虑是否变更信托投资。与一项信托相关的标准投资准则，是指与拟议作出或保留的任何特定投资相同的投资对信托的适合性以及作为该种类投资的该特定投资对信托的适合性，以及与信托之情势合适的范围内，该信托投资多样化的需要。

美国《信托法重述三》第 76 条规定：(1) 受托人有责任根据信托条款和适用的法律，勤奋和善意地管理信托。(2) 在管理信托时，受托人的责任包括履行以下职能：(a) 确定受托人的职责和权力，以及信托的受益人和目的。(b) 收集和保

护信托财产。(c)管理信托财产，从信托财产中提供回报或其他利益；以及(d)在信托管理期间和终止时，应用或分配信托收入和本金。美国《信托法重述三》第77条规定：谨慎义务（Duty of Prudence）包括：(1)受托人有责任根据信托的目的、条款和其他情况，以一个谨慎的人的方式管理信托。(2)谨慎的责任要求行使合理的注意、技能和谨慎。(3)如果受托人拥有或通过声称拥有特殊设施或比普通谨慎的人更高的技能而获得任命，受托人有责任使用这种设施或技能。

《美国信托法重述三》227条规定：“受托人对受益人负有如同一个谨慎投资人那样，参照信托目的、条款、分配要求及其他情况，以若是谨慎投资人将会使用的方法投资及管理的义务。(a)此标准包括合理之注意、技能及谨慎，且在适用其标准时，不将个别的投资从投资组合中分离出来，而是相对于投资组合的整体来判断。并且作为较为合理地设置了适合于该信托的风险及收益目标的综合性战略目标的一部分来判断。(b)于作成及执行投资决定时，除不分散投资方为谨慎的情况以外，受托人有责任分散信托投资。美国《统一谨慎投资人法》中规定：谨慎投资人的标准既适用于具有最丰富经验的专业投资管理企业和公司受托人，也适用于仅具有最少经验的家庭成员。谨慎的标准是关系性的，对专业的受托人适用谨慎专业人士的标准，对非专业受托人适用谨慎非专业人士的标准。”

判例法也是谨慎义务的重要法律渊源。在 Annett-Mahnken Realty Co. v. Gollin 案¹⁵中，法官确认了受托人的不作为、管理不善和疏忽所造成的损害。受托人不能因为疏忽而导致财产无法出租。受托人有谨慎义务不浪费信托财产。诚信和行使合理的自由裁量权，使信托财产保持合理的维修。Bartlett V Barclays Bank Trust Co.Ltd 案¹⁶中，一家信托机构作为受托人持有委托人交付的某家族企业的股票，持股比例高达 99.8%。受托人在董事会里占有董事席位，在董事会上，关于公司某项投资的决策，该信托机构未表示反对。结果该投资决策导致极具风险性的项目宣告失败，公司受到损失。法院在判决中认为，此类型信托机构或投资公司等从事信托管理业务的专业机构应该相比较普通谨慎人，适用更高的谨慎注意义务。专业的信托投资机构相比较普通受信人而言，信息不对称的影响

¹⁵ See Annett-Mahnken Realty Co. v. Gollin, 160 A. 399 (N.J. 1932)

¹⁶ See Bartlett v Barclays Bank Trust Co Ltd [1980]

更小，其专业水平、实务操作、注意标准、运作团队等都显示受托人具有超过一般普通谨慎人的能力，因此，专业受托人由于疏于运用其声称的特别注意义务和技术导致信托财产受损失，要承担违反信托的责任。

大陆法系移植信托过程中，谨慎义务也是重要的方面，大陆法系则通过成文法确立了谨慎义务。《日本信托法》第二十条规定：“受托人应根据信托的宗旨，以善良管理人应有的谨慎处理信托事务。”《韩国信托法》第二十八条规定：“受托人应依照信托本旨，作为一名善良管理人管理或处分信托财产。”我国台湾地区信托法第二十二条规定：“受托人应依信托本旨，以善良管理人之注意，处理信托事务。”

（二）投资顾问的信义义务及其构成

如前所述，投资顾问作为受信人，既有成文法基础也有判例实践。当然，在缺乏成为法的情况下，司法实践中判定投资顾问是否构成受信人并负有信义义务，此种研判对法院提出了较高的要求。法院在个案处理中也通常较为谨慎，法院高度关注投资人是否高度依赖、信赖投资顾问的投资建议，这必然要求大量事实的判断。英美法系的 *JP Morgan Chase Bank v Springwell Navigation Company & Ors*¹⁷ 一案中法官论述的标准具有一定的借鉴意义。该案的核心焦点是被告摩根大通（JP Morgan Chase Bank）对于作为精明投资者的原告（Springwell Navigation Company）所遭受的损失应当负责的程度，以及其作为原告的投资顾问与客户之间是否构成了信义关系。

该案中，法官指出，谨慎义务的存在始终是基于特定事实的，法院通常不愿意在以前的判例法没有确立的情况下确认这种义务，或者在证据不足的情况下武断的判定信义义务。同样，投资者是否真的依赖于建议的问题也始终是基于具体事实的。尽管本案最终法官判定信义关系并不存在，但法官也指出如信义关系存在，投资顾问作为受信人所负有的注意义务的具体要求。法官在判词中对于投资顾问的责任认定、投资顾问在高风险咨询投资组合中对相对有投资经验的客户的职责以及谨慎义务的具体标准进行了经典的描述。就谨慎义务的内涵，法官认为，受信人义务包括：

¹⁷ See *JP Morgan Chase Bank v Springwell Navigation Company & Ors* [2008] EWHC 1186 Comm

- (1) 合理谨慎地了解客户的投资目标和风险承受能力；
- (2) 合理谨慎地向客户提供与其投资目标和风险承受能力相符的投资机会；
- (3) 采取合理的谨慎措施，解释提供该投资机会的原因，并提供适当和有帮助的信息，使客户作出知情的选择；
- (4) 采取合理的谨慎措施，提供准确的价格，以便客户能够自行决定何时出售；
- (5) 根据客户的投资目标和风险承受能力，采取合理的谨慎措施，使投资组合在新兴市场中适当分散等。

从法官的判词，我们不难体会：谨慎投资义务对受信人施加了高度注意义务要求，这一义务贯穿投资的全流程。从投资前对施信人的合理谨慎了解、对投资机会合理谨慎的分析研判、向施信人的充分披露、在出售问题上提供合理谨慎的建议以及投资的分散化等。因此，对于资产管理业务中的投资顾问，其负有高度注意义务，且应基于其与客户的服务关系适当地履职。可见，英美法系下信义义务的基本标准与信托的受信人义务趋于一致，虽然没用信义法意义上的统一立法，却巧妙地“从功能主义的视角进行规范”。反观我国，《信托法》仅对于典型信托关系中的受托人信义义务进行了原则性的规范，而对于其他类型信义义务的规则存在缺失。

（三）债券交易中信义义务标准的特殊性

底层所投资资产类型的差异也将在信义义务层面有所投射。股权和债权投资是两类典型的资产，各具特征，其中：持有股权资产要求受托人积极履行股权权利，控制公司经营风险，并且股权所产生的收益具备不确定性；持有债权则往往无法使得债权人享有介入债务人经营的权利，债权所产生的收益具备相对的确定性。基于底层资产类型不同，信义义务的外延也相应有所区别。本部分，课题组从股权到债权逐次分析，以对信义义务外延予以更好的阐释。

英美法下，受托人在股权信托业务中的双重身份，不可避免地会同时涉及信托法和公司法的交叉责任问题。在股权信托业务中，受托人在信托关系下的信义义务在公司法层面通常会产生一定的“传导”效应，该原则从下述英美信托判例

中可窥视一二。在 *Re Lucking's will trusts* 案¹⁸中：L 与 B 作为共同受托人持有某公司股权，共同受托持股比例为 70%。同时，L 还出任该公司的董事。公司还聘请了 D 作为公司董事兼总经理。公司在某银行开立有支票账户，根据公司治理安排，只有两位董事同时签字方可签发公司支票。D 就某笔款项先行签发了一张支票，但支票金额事实上已经超出了对 D 的授权，可是 L 依然在支票上签字。该笔款项被公司记录为对 D 的借款。就该款项是否归还问题，D 向 L 所陈述已归还部分欠款系错误陈述，而 L 并未进行核实，L 将错误陈述告知给共同受托人 B。受益人主张 L 和 B 违反信托的责任，L 被判违反信托并承担赔偿责任。法院未判定 B 违反信托。

法官在判词中指出：如受托人拥有对下属公司的控制权之时，受托人应如同公司董事那样达到对公司事务的知情。相应地，如受托人在本应对公司事务知情的情况下，却错误地行使职权并造成信托财产损失的，则受托人被视为违反信托，对信托财产的损失负有赔偿责任。本案中，受托人兼董事 L 在其他董事意图挪用款项之时，本应积极正确行使董事职权、通过介入公司管理阻止 D 挪用公司财产，但 L 显然未能尽责。L 的行为显然是违反了受托人的谨慎义务。该案是公司法与信托法交叉领域的一个典型案例。绝大部分场景下董事需对公司负有信义义务，受托人对受益人负有信义义务，两者并无交集。但倘若受托人同时兼具董事身份，则受托人负有更高的信义义务，理由在于：作为董事，受托人有权了解公司经营状况；作为受托人，受托人有义务基于董事身份了解的信息更为积极地介入公司经营，以控制经营风险，避免股权资产价值的贬损。

与股权信托中的信义义务不同，债券交易中的管理人，并不存在股权信托业务中与董事身份以及义务的“叠加”，而是始终保持债权人的法律身份及地位。资管产品投资于债券的，受信人应为了投资人的利益，针对性地履行相应的信义义务，该等信义义务贯穿投资全过程。在美国 *Prudential Ret. Ins. & Annuity Co. v. State St. Bank & Trust Co.* 一案¹⁹中，投资人起诉管理人违反债券管理人的信义义务。在管理债券投资的过程中，债券基金实际管理的风险指标明显高

¹⁸ See *RE LUCKING'S WILL TRUSTS* [1968] 1 WLR 866

¹⁹ *Prudential Ret. Ins. & Annuity Co. v. State St. Bank & Trust Co.* (In re *State St. Bank & Trust Co. Fixed Income Funds Inv. Litig.*), 842 F. Supp. 2d 614

于管理人声称的采用“低跟踪误差”增强指数策略的基金预期的风险指标。管理人接受了远远超出《美国法典》第 29 卷第 1104 (a) (1) (B) 条“具有类似性质和目标的企业”的风险，法院认为管理人在这样做时表现得很轻率。由于误差的增加，管理人随后投资了更多的 ABS 债券。并且，值得注意的是，在此很久之前，管理人的现金部和银行资产负债委员会就收到了有关 ABS 基础抵押贷款交易信用质量恶化的警告。管理人没有充分确定债券基金是“合理设计的……为了推进计划的目的，考虑到损失风险和获利机会”。管理人也没有“适当考虑”债券基金在计划投资组合中的作用，因此违反了谨慎义务。此外，管理人也没有充分披露跟踪指数的风险，通过网上披露具有严重滞后性。

该案中，法院指出，管理人在本案中违反了审慎人标准。美国劳工部的《雇员退休收入保障法》ERISA 规定的审慎人标准包括：（i）受信人应知道或应该知道与所涉及的特定投资或投资行为相关的事实和情况，包括投资或投资行为过程在受托人负有投资责任的计划投资组合中所起的作用；以及（ii）受信人已采取相应行动。此外美国《联邦法规》第 29 章第 2550.404a-1 (b) (1) 条定义了“适当考虑”的标准，包括：（i）受托人确定其管理的投资作为投资组合的一部分，已经考虑到与投资或投资行为相关的损失风险和收益（或其他回报）机会，采取合理行为，以促进计划的目的，以及（ii）考虑与该部分投资组合相关的以下因素：（A）多元化投资组合的构成；（B）相对于计划的预期现金流要求，投资组合的流动性和当前回报；以及（C）投资组合相对于计划资金目标的预计回报。此外，受托人必须根据基金投资组合的组成和目标，就风险和回报以及适当性对拟议投资进行调查。”²⁰

在债券交易的终止和清算阶段，管理人的信义义务也具有一定的特殊性。在美国法院审理的 *Ulico Cas. Co. v. Clover Capital Mgmt.*²¹ 一案中，债券投资的管理人，在投资清算时将债券低价转成现金，投资人认为不合理从而起诉管理人，但是法院最终认为管理人的行为具有合理性，没有支持投资人的诉求。该案中的关键问题是，管理人在清算基金的 Z-Bonds 投资组合时是否违反了信义义务。

²⁰ See *Liss v. Smith*, 991 F.Supp.278, 298 (s.D.N.Y.1998)

²¹ See *Ulico Cas. Co. v. Clover Capital Mgmt.*, 335 F. Supp. 2d 335

法院认为，该公司出售 Z 债券并没有违反 ERISA《雇员退休收入保障法》规定的信义义务。值得注意的是，《雇员退休收入保障法》中谨慎的人的标准被法院引用作为客观标准，要求受托人：（1）采用适当的方法进行调查、评估投资结构；（2）以与其他有能力和熟悉此类事项的人相同的方式行事；（3）在做出投资决策时独立判断。

从上述判例可以看出，信义义务的具体标准应根据投资资产类型的不同而有所差异。股权的投资极易导致管理人信义义务与与公司董事信义义务的“叠加”，而债券的投资通常不会产生如此的“传导”效应。此外，资管产品投资于债券的，其管理人或投资顾问的信义义务也有着具象化的标准。

五、信义义务免除的限制

（一）美国法下信义义务免责的考察

美国法中对信托文件中免责条款的态度经历了严格限制立场、自由放任立场以及温和中立立场的转变。在 20 世纪初，美国法院对信托文件中免责条款效力的态度曾存在广泛的分歧。制定法中对免责条款的严格限制立场明确禁止免责条款的使用，法院无从结合个案的实际情况来判断免责条款的效力。还有部分州的制定法采用自由放任立场，这种立场承认信托文件中的受托人免责条款效力，不问受托人违反谨慎义务的程度，甚至允许受托人由于重大过失违反信托导致的责任被免除。对信托受托人免责条款的温和中立立场认为，除某些主观状态的限制情形之外，受托人可以被允许使用免责条款来免除责任。这些主观状态的限制情形一般包括重大过失或故意以及不诚信、恶意等。温和中立立场的代表是《信托法重述二》。进入 21 世纪，制定法中采取温和中立立场的州，在判例法中均贯彻了该立场，结合具体案情，对个案中受托人的主观态度进行考察，从而判断受托人能否援引免责条款而免于承担违反信托的责任。制定法中未采取温和中立立场或未制定相关法条的州，在判例法中也逐渐表现出了向温和中立立场靠近的趋势²²。

在具体义务的豁免问题上，美国法对忠实义务要求标准高于公司法下的忠实

²²汪怡安,楼建波.信托受托人免责条款效力探析——美国法的立场及其启示[J].盛京法律评论,2020,8(01):63-122.

义务标准，只要受益人能证明受托人在交易中有个人利益，受托人就要承担个人责任，而不管该交易是否给信托造成损害²³。部分州基于忠实义务，起初以制定法的形式禁止受托人各种形式的自我交易，也不允许委托人以信托文件中的条款事先排除此类义务。但后来对此有所放松。目前《信托法重述三》和《统一信托法》等，在严格禁止受托人自我交易问题上，都将信托文件条款的事先允许作为例外²⁴。对于受托人的注意义务，美国法院现在采用现代谨慎投资人标准来衡量受托人的注意义务，其中最重要的一个要求是：受托人分散投资的义务。《统一信托法》第九章《统一谨慎投资人法》的规定，沿用了1994年美国统一州法委员会全国会议通过的《统一谨慎投资人法》(Uniform Prudent Investor Act)的规定。该法规定，受托人应当对信托的投资进行分散化，除非受托人有理由认为因特殊事由非分散化投资更符合信托的目的。同时根据该法第1条(9)款的规定，《统一谨慎投资人法》是任意性法规，故有关受托人注意义务标准、分散投资义务的规定，信托条款可以对其扩展、限制、取消或者以其他方式对其进行修改。但是法院通常会对此种免责条款做出严格解释，法院通常会考察委托人做出这一决定的理性基础，有时即使委托人在信托文件中明确规定，免除受托人的分散投资义务，法院也可能认定这一免责条款无效。

(二) 英国法下信义义务免责条款的考察

英国法下，关于受托人免责条款的标志性案例是上诉法院在 *Armitage v Nurse* 案²⁵中的判决。该判决认为，在所有情况下，包括受托人自身重大过失造成的损失在内，排除受托人个人责任的条款都是有效的，但受托人自身不诚实的情况除外。该案中，受益人主张受托人应承担赔偿责任，因为受托人也是一家公司的董事，也正是该公司耕种作为信托财产的土地。受益人认为正是归责于受托人对土地的管理疏忽，土地的价值才大幅下降。受托人主张责任免除条款加以抗辩。上诉法院认为，受托人可以依赖责任排除条款。该信托文件中的免责条款规

²³ 肖百灵.论信托文件中免责条款的效力——美国法的经验和中国法的借鉴[J].南昌大学学报(人文社会科学版),2010,41(02):55-60.

²⁴ 汪怡安,楼建波.信托受托人免责条款效力探析——美国法的立场及其启示[J].盛京法律评论,2020,8(01):63-122.

²⁵ See *Armitage v Nurse* [1998] Ch 241

定，除非信托的任何损失或损害是由受托人的“自身实际欺诈”造成的，否则任何受托人都不对信托的损失负责。法院认为，即使该免责条款旨在限制受托人对重大过失的责任，该条款也将有效。Millett LJ 认为，受托人可以免除其对包括重大过失在内的所有违约的责任，但如果信托违约是由其自身的欺诈或不诚实行为造成的，受托人不能免除其自身的信托违约责任。值得注意的是，该案以前曾观点认为，受托人的重大过失不能被原谅，但该案并未继续遵循该原则。

但英国法下，受托人免责条款的效力还存在特别法规定，有一些重要类别的受托人不被允许排除其违反信托的责任。作为公共政策的一部分，法律规定了免除责任的限制。例如，养老金受托人、单位信托的受托人不得排除其责任以及债券信托的受托管理人均不得排除其责任。关于商业信托，Millett LJ 在 *Armitage v Nurse* 一案中所寻求的目标是让信托对愿意成为受托人专业的商业人士更有吸引力。因此，为了使信托法在商业上显得有利，Millett LJ 认为，受托人应该能够通过坚持在信托文件中加入一项明确的免责条款来限制其责任，而这一方法在 *Bogg v Raper* 案中得到了明确的准许。然而，尽管信托法判例法试图使其看起来更具商业性，但金融法中最具商业性的方面正朝着完全相反的方向发展，前述不得免除责任的受托人即为例证。

如前所述，三类受托人参与了现代经济中最先进的投资结构，不允许排除其责任。因为公共政策认识到，如果要对受托人进行控制并要求其以尽可能专业的方式行事，对受托人施加严格的信托责任（包括对违反信托的全部责任）至关重要。对于信义义务的免除问题，英国法律委员会也专门进行了研究，其提出的改革建议指出对有关受托人责任排除的法律进行额外法定修改的建议——要求专业受托人应提请委托人注意任何免责条款，并确保委托人在设立信托时了解其效力。

（三）免责条款效力的中国法考察

我国的资产管理产品合同通常包含了免责条款。以信托为例，根据课题组对信托业信托合同的调研，信托合同中受托人免责条款表现各异，如彻底免责型²⁶、

²⁶ “根据委托人的要求，对委托投资企业进行业务跟踪考察和监督。具体时间和每次调查的目的由委托人出具书面指令。委托人不提出考察、监督、调查的要求，受托人无需调查，并视为委托人尽到了‘诚实、信用、谨慎、有效管理’的义务。”

非重大过失免责型²⁷²⁸、特定义务免除型²⁹。此外，根据课题组对财务顾问协议的调研，还有限额免责型³⁰免责条款。我国《信托法》对于受托人义务的豁免问题，法律并没有过多涉及，至于信义义务更遑论有任何规定。从目前监管规定看，因产品风险造成的损失，受托人在尽到说明风险的义务下，可以对损失免责³¹。从司法政策文件看，《全国法院民商事审判工作会议纪要》也规定了金融机构“卖者尽责，买者自负”的原则，此规定与银监办发[2014]99号有异曲同工之处。

“卖者尽责”是指金融机构需要尽到了解客户、了解产品的责任，“确保金融消费者能够在充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险的基础上作出自主决定”，在此基础上，受托人对由产品风险产生的损失免责。

至于对忠实义务或谨慎义务的豁免，《信托法》《信托公司管理办法》《资管新规》等均并未涉及。前述法律规定及规范性文件仅从正面角度对忠实义务及谨慎义务作出了规定。尽管如此，在司法实践中，法院可以从立法目的和公共利益的角度进行说理，把违反部委规章的禁止性规定的后果提升到与违反法律法规的强制性规定等同的地位。³²因此，受托人必须为了受益人的利益行为，这是信托最核心也是最底线的义务，受托人在信托合同中约定免责条款，不得损害受益人的利益，也不得约定关联交易免责等法律法规禁止的行为。立法中唯一有所放宽的例外是《信托法》第28条允许在信托文件另有规定或者经委托人或者受益人同意，受托人可以进行自我交易，但是必须符合以公平的市场价格进行交易的条件。由此看出，约定对忠实义务的免责条款法律风险仍旧很高。

值得注意到是，对于受托人委托他人代为处理信托事务的责任，《信托法》

²⁷ “除因受托人存在重大过错导致信托财产损失外，受托人不对信托财产的损失承担任何赔偿义务。”

²⁸ “委托人应自行审核相关交易文件的内容、自行评估决策事项的风险后出具书面指令。受托人按照受益人书面指令对信托财产进行管理、运用和处分所产生的一切风险和责任由委托人承担，由此导致受益人利益损失的，由受益人自行承担。受托人对因此导致的一切后果免除责任。”

²⁹ “受托人不承担主动寻找委托人/受益人的法定继承人及主动向委托人/受益人的法定继承人分配财产的义务。”

³⁰ 如丙方向乙方发出的《投资建议函》不符合法律法规、监管政策及本协议的规定，或者丙方存在其他违约情形，由此给信托财产造成的直接损失，由丙方以本协议项下实际收取的财务顾问费用为限承担赔偿责任。

³¹ 《中国银行业监督管理委员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）》第二条第（二）款第3项规定：“信托公司应遵循诚实信用原则，切实履行“卖者尽责”义务，在产品营销时向投资人充分揭示风险，不得存在虚假披露、误导性销售等行为。加强投资者风险教育，增强投资者“买者自负”意识。在信托公司履职尽责的前提下，投资者应遵循“买者自负”原则自行承担风险损失。逐步实现信托公司以录音或录像方式保存营销记录。”

³² 参见深圳市兴云信投资发展有限公司、王一虹信托纠纷二审判决书（（2018）最高法民终364号）

《信托公司管理办法》均明确，他人代为处理信托事务不能构成受托人免责理由，受托人既负有监督义务，同时对他人处理信托事务的行为承担责任。《资管新规》从法理上移植了信托法理，第二十二条规定：“金融机构将资产管理产品投资于其他机构发行的资产管理产品，从而将本机构的资产管理产品资金委托给其他机构进行投资的，该受托机构应当为具有专业投资能力和资质的受金融监督管理部门监管的机构。公募资产管理产品的受托机构应当为金融机构，私募资产管理产品的受托机构可以为私募基金管理人。受托机构应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托，不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。委托机构应当对受托机构开展尽职调查，实行名单制管理，明确规定受托机构的准入标准和程序、责任和义务、存续期管理、利益冲突防范机制、信息披露义务以及退出机制。委托机构不得因委托其他机构投资而免除自身应当承担的责任。”

我国信托文件中约定的谨慎管理义务的免责条款较常见，并且多存在于事务管理类信托中，约定受托人仅对委托人指令行事，由此造成的一切风险由委托人及受益人承担。从已有司法实践来看，对于谨慎管理义务的豁免问题，法院通常承认了此类条款的效力，并且依据此免责条款进行裁判³³。但是受托人在信托文件中约定此条款，仍然需要注意：第一，不能违反《民法典》中关于合同效力以及格式条款效力的规定、《信托法》中的强制性规定，否则会因违反法律强制性规定而无效；第二，不能免除受托人的一切谨慎管理义务。由我国司法实践以及域外司法实践的经验可以看出，法院并不认可受托人可以免除一切谨慎义务。即便在事务管理类信托中，我国法院也认为受托人应当承担有限的谨慎管理义务。因此受托人可以在信托文件中约定按照委托人的指示管理、运用、处分信托财产，并视为尽到了谨慎、有效的管理义务，但不能约定对信托项目不承担谨慎管理义务，免除尽职调查义务或者对一切损失免责等。第三，委托其他机构管理信托事务的，不能约定对受托机构处理信托事务免责的条款，根据《中国人民银行、中

³³ 在北京中金信融资产管理中心、光大兴陇信托一案中，法院支持了信托合同中受托人投资义务的豁免条款，对待受托人义务的豁免基本以信托合同文本约定为依据。信托合同约定：“……根据委托人的要求，对委托投资企业进行业务跟踪考察和监督。具体时间和每次调查的目的由委托人出具书面指令。委托人不提出考察、监督、调查的要求，受托人无需调查，并视为委托人尽到了‘诚实、信用、谨慎、有效管理’的义务。”当然，法院也认为即便存在此免责条款，受托人负有有限的谨慎管理义务，“光大信托公司所负的仅是有限的审慎注意义务，即对信托项目的合法合规性进行独立的尽职调查”。

国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（银发〔2018〕106号）》，受托人委托其他机构进行投资的，还应当尽到尽职调查职责。

我国司法实践案例较少，课题组认为这与资管争议的滞后性不无关系。因此，目前司法实践中暂时难以获取一定数量的案例进行实证研究。本部分中，课题组主要通过对海外法域的实践进行比较法视角下的研究，为我国信义义务免责制度的构建提供启示和借鉴。

六、结论及建议

第一，对资管业务管理人课以信义义务将难免遗漏重要参与主体。随着金融市场的发展和金融创新的深入，资产管理业务逐步呈现多样化，既有面对多客户的集合类资产管理业务，也发展了面对单一客户的资产管理业务；既有管理人承担投资管理职责的传统模式，也有引入投资顾问或财务顾问的创新模式；既有管理人以外的第三方实际控制投资的模式，也有第三方提供投资建议，投资者或其指定人享有最终决定权的创新模式。考虑到资产管理业务模式的创新，如以信托法律关系定性资管业务以及对管理人课以信义义务，尽管具有一定程度的合理性，但这一论断忽略了金融创新下资管业务多样化发展带来的挑战。

第二，秉持“实质重于形式”的理念，以功能视角判定信义义务主体。在管理人仅被动执行投资者或投资顾问的投资指令的情况下，此时依然僵化地对管理人课以信义义务，显然让管理人背负过重的责任；与此同时，投资顾问等对投资有实际控制权或影响力的主体却未被纳入规制，似乎也过于轻率，未能对“关键人”课以信义义务。课题组认为，以“功能”视角而非“主体”视角判定信义义务主体，对“关键人”课以信义义务并相应施加金融监管，将实际承担投资职能的管理人以及其他对投资事项有控制权或影响力的主体纳入信义义务规制，既有助于金融市场健康发展同时也有助于保护投资者合法权益。

第三，一般性的信义义务应根据资管产品所投资底层资产的不同相应具象化。根据底层资产类型的不同，信义义务的具体外延当然应有所体现。以股权信托为例，受托人以自己名义持有股权，股权所负的义务当然沟通受托人的义务自不必赘述，但股权的权能也需受托人积极主动行使，以防控公司经营风险，避免作为

信托财产的股权价值的贬损。对于资管产品投资于债券的，管理人应在投资前、持有中以及出售等全流程负有信义义务。

第四，资产管理业务投资于债券的，对于信义义务应有特殊的规制。在投前阶段，管理人或投资顾问须合理谨慎地了解客户的投资目标和风险承受能力；合理谨慎地向客户提供与其投资目标和风险承受能力相符的投资机会；采取合理的谨慎措施，解释提供该投资机会的原因，并提供适当和有帮助的信息，使客户作出知情的选择；根据客户的投资目标和风险承受能力，采取合理的谨慎措施，使投资组合在新兴市场中适当分散。

在投中阶段（债券投资的管理阶段），应在管理债券投资的过程中，谨慎把控债券基金实际管理的风险指标，避免误差，并适当考虑债券基金在计划投资组合中的作用。信义义务主体应综合考虑多元化投资组合的构成、预期现金流要求，投资组合的流动性和当前回报等，还应通过及时、适当的方式充分披露风险。

在投后阶段（债券交易的终止和清算阶段），应谨慎地履行清算的职责，采用适当的方法进行评估和清算，有义务以与其他有能力和熟悉此类事项的人相同的方式行事，并在做出投资决策时独立判断。

第五，信义义务无论源于法律规定抑或合同约定，其免除应予适当限制。简单地允许通过合同方式加以免除，与契约公正有悖。大部分场景下，资产管理产品合同中的免责条款往往由资产管理人拟定，投资人往往没有谈判能力，在集合型资产管理业务中尤为如此。此时即便遵从所谓的合同自由，但并非意味着合同正义。再有，受托人免责条款的过度放任，并不利于提高金融行业的竞争力，也无益于投资人的权益保护。当然，资产管理业务既有涉众型产品，也有针对单一客户定制的产品。是否允许受托人免责以及免责的情形与程度，可以根据产品模式、客群类似予以分别立法。

第六，《信托法》是信义义务的重要源泉，但并不意味着《信托法》可以作为全品类的资产管理业务的基础法律。毕竟信托法以财产转移为基础，但对于那些凭借着经验、资历和业务深得投资者信任，但并不直接持有资产的投资顾问或财务顾问而言，强行纳入信托法监管，或有不妥。但这并不妨碍信义法理论作为资产管理业务的法理基础，对资产管理业务中的“关键主体”课以信义义务。在

具体立法路径上，可以考虑“软法”先行（如行业自律、行为规范），再到部门立法（如部门规章），最后制定投资顾问法。