

## 收益权信托之合法性分析

### ——兼析我国首例信托诉讼判决之得失

●高凌云\*

**【内容摘要】** 收益权信托之合法性取决于作为信托财产的收益权是否确定。我国目前房地产市场上出现的诸多以“收益权信托”命名的信托,其涉及的信托财产若被界定为收益权,则多因不确定而无效。然而,在以“安信信托诉昆山纯高案”中所涉收益权信托为代表的信托中,信托财产不仅包括基础资产的收益权,还包括基础资产本身,因此,信托财产具备确定性。这类收益权信托的合法性取决于信托财产所有权之归属。虽然我国信托法并不要求信托财产转移,但是在结构性融资交易中,不转移财产所有权的交易实质上为担保贷款,交易可能因违反我国法律法规而无效。只有转移财产所有权的交易才是商事信托。通过信托财产的转移使信托公司取得权利,然后通过超额担保的增信,使投资人得到保护,因而交易本身不需要抵押担保,只要有基本的信托登记即可保障投资人的利益。

**【关键词】** 收益权信托 结构性融资 资产证券化 金融信托

信托虽源于英美法,却为包括我国在内的、采纳大陆法传统的国家和地区所青睐,主要是因为其具有两面性,一方面信托可以成为法律革新的工具,另一方面它也经常充当法律规避的手段。这种两面性在我国信托业的发展中也非常明显。然而,法律革新与法律规避并不总易分辨,从长远来看,法律革新其实就是对那些被历史所接受了的法律规避措施的承认。<sup>①</sup>

近十年来,我国出现了一种以房地产开发项目为基础资产的“资产收益财产权信托”,由房地产企业和信托公司共同推出,在资本市场发行收益权凭证,旨在为特定房地产建设项目融资。这种信托不仅名称拗口,性质也较复杂,法律问题日益凸显。由于其既可规避政府对房地产市场的政策限制,又在房地产投融资领域实现了创新,因此一经出现,就在国内广为流行。这种新型信托到底是金融创新,应当加以鼓励和支持,还是对法律的不当规避,应当加以禁止?业界希望法院在审理号称我国“信托第一案”的“安信信托诉昆山纯高案”<sup>②</sup>(以下简称“安信信托案”)时回答这个问题。可惜,两审法院在审理中均未对其作出正面回答。该案的审理不仅未能起到规范信托市场的积极作用,反而为这类收益权信托的有效性留下了疑问。收益权信托该何去何从,仍然困扰着我国金融界。

\* 作者单位:复旦大学法学院。

<sup>①</sup> See Austin Wakeman Scott, William Franklin Fratcher & Mark L. Ascher, *Scott and Ascher on Trusts*, 5th ed., Aspen Publishers, 2006, p. 8.

<sup>②</sup> 参见上海市第二中级人民法院(2012)沪二中民六(商)初字第7号民事判决书、上海市高级人民法院(2013)沪高民五(商)终字第11号民事判决书。文中有关案情的介绍均来自该案判决书,如无特别说明,不再一一标注。

## 一、“安信信托案”所涉之收益权信托

昆山纯高投资开发有限公司(以下简称“昆山纯高”)为开发某房地产项目,于2009年与安信信托公司(以下简称“安信信托”)设立以所开发项目的国有土地使用权及其在建工程为基础资产的收益权信托,并签订了《资产收益财产权信托合同》。根据该信托合同,昆山纯高作为委托人,委托安信信托将信托财产划分为62700等份,每份价值为1万元,将其发售给优先受益人和一般受益人。合同约定,优先受益人将认购21500份信托凭证,<sup>③</sup>其余份额(41200份)由一般受益人昆山纯高持有。通过这一结构,昆山纯高可以获得2.15亿元投资以弥补其资金缺口。该信托合同的基础资产是昆山纯高合法拥有的在建工程“昆山·联邦国际”项目及其国有土地使用权;信托财产则是“委托人对基础资产依法享有取得收益的权利及因对其管理、运用、处分或者其他情形而取得的财产”,信托期限为3年。为保证该信托合同的履行,安信信托又与昆山纯高签订了一份《信托贷款合同》。该合同约定昆山纯高作为借款人,从安信信托处获得2.15亿元的贷款用于开发“昆山·联邦国际”项目,贷款期限也是3年,年利率为10%,并依据该贷款合同将该项目的基础资产办理了抵押登记。

在《资产收益财产权信托合同》与《信托贷款合同》中,双方当事人一致同意昆山纯高可以将基础资产出售,并按照特定时间表将转让款存入由安信信托持有的信托专户,并进一步约定昆山纯高有义务保证信托专户必须在不同的时间节点内保有最低现金余额。从表面上看,昆山纯高似乎可以根据上述两份合同获得总共4.3亿元的资金,但实际上昆山纯高的资金缺口只有2.15亿元,而且在上述合同签署后,安信信托向投资人发行信托凭证募集并交付给昆山纯高的资金也只有2.15亿元,因此两份合同其实指向同一项交易,由此形成所谓的“阴阳合同”现象。之所以如此,实际上是由于项目的基础资产无法按照《资产收益财产权信托合同》办理抵押登记手续。

之后,由于受国内房地产市场宏观调控政策以及市场波动等因素的影响,“昆山·联邦国际”的销售情况远远不如预期,导致该信托刚成立1年昆山纯高就未能依约维持信托专户的最低现金余额。安信信托在承担了对信托投资人的兑付义务后,遂依据《信托贷款合同》起诉昆山纯高,要求其偿还贷款本息以及各种违约金等,并要求对抵押物进行处置以偿还债务。昆山纯高则辩称解决纠纷的合同依据应为《资产收益财产权信托合同》而非《信托贷款合同》。因此,该案的主要问题是这两份合同的有效性及其相互之间的关系问题。要解决这一问题,绕不过两大法律问题,一是如何界定信托财产,二是如何确定信托财产所有权的归属。

## 二、收益权信托之两大法律问题

### (一)信托财产所有权之归属

有关英美信托法中的双重所有权机制与大陆法系的“一物一权”制度之间的冲突,国内信托界已有连篇累牍的论述。虽然我国《信托法》基本上采纳了英美信托的特点,但对信托的定义作出了有中国特色的修正,即不要求委托人将信托财产“转移”给受托人,而是采用了含糊的“委托”一词,<sup>④</sup>回避了双重所有权问题。因此,我国的信托与英美法上的信托有着根本性的不同。然而,我国《信托法》也并未禁止信托财产所有权的转移,并且在商事信托领域尤其是资产证券化交易中有着特殊的规则。

#### 1. 资产证券化交易的特殊性

在构建证券化交易时,信托不是唯一的选择。换言之,证券化可以不采用信托这一载体。即便英美法要求设立信托时必须转移信托财产的所有权,当不采用信托结构时,证券化资产的所有权也不需转移。比如,在构建一个资产证券化交易时,委托人既可以将信托财产“真实出售”即转移所有权给受托

<sup>③</sup> 事实上,该信托合同中约定的募资数额为不超过2.3亿元、不低于2.15亿元。

<sup>④</sup> 参见我国《信托法》第2条。

人,也可以只将财产作为担保物,以担保“受托人”向委托人发放的贷款。根据英美法,二者都可能被承认为资产证券化交易,但是只有前者涉及信托,后者只是担保贷款,即便交易文件以“信托”命名之,也与信托无关。鉴于信托制度的反叛天性,在信托法领域,形式永远让步于实质。

“安信信托案”中所涉交易是结构性融资交易,亦即证券化。<sup>⑤</sup>如前所述,根据国际惯例,该交易既可策划成信托,要求转移证券化资产的所有权,也可策划成担保贷款而不转移所有权。在我国目前大量的有关证券化的论著中,鲜有不强调信托财产需“真实出售”这一特点的,可见业界普遍认同证券化应采信托方式,这也反映出我国信托业界更愿意遵从国际惯例。根据我国《信托法》,当委托人选择不转移信托财产的所有权时,信托可能照样成立。然而,此时交易的实质从房地产企业的角度来说就变成担保贷款性质,无论形式上是怎样的交易架构——比如资产收益财产权信托,其实质变为集合公众投资者的资金信托,进而向房地产企业变相发放贷款。2010年11月,中国银监会已发文禁止变相发放信托贷款,并强调要“按照实质重于形式的原则予以甄别”。<sup>⑥</sup>由于我国法律严格限制不具备资质的房地产企业申请信托贷款,也禁止信托公司以其他方式变相发放信托贷款,因此昆山纯高几乎不可能合法地策划这一担保贷款交易,安信信托也不可能不知道这一后果。事实上,它们策划该信托交易的目的是为了规避这一法律限制。因此,在资产证券化交易中,如果委托人的目的是为了获取资金(对价),交易就必须也只能策划成“真实出售”,亦即信托财产的所有权必须转移,否则就构成变相发放信托贷款。

事实上,我国各大信托公司近年来都在从事证券化业务,基本上也都声称是按照英美法上商事信托的模式来操作,因此,它们都能够并愿意接受以信托财产所有权转移作为委托人获得资金对价的条件。中国银监会2005年发布的《信贷资产证券化试点管理办法》<sup>⑦</sup>第2条将“委托”改为“信托”即从侧面支持了这一观点。

## 2. 对服务商的误读

对信托财产所有权归属的不认定或错误认定还可以归咎于我国信托业界甚至法院对证券化交易中的重要参与方即服务商的理解偏差。事实上,用于结构性融资交易的商事信托,当信托财产是资金之外的其他有体财产时,受托人一般会聘用专业机构即服务商来管理信托财产,因为受托人大多是金融机构,对具体的财产管理没有经验和精力。此时,受托人与服务商之间形成委托代理关系。

由于“安信信托案”所涉信托财产为房地产及其未来收益,这不是信托公司的经常性业务内容。因此,安信信托作为信托财产的所有人,转委托昆山纯高担任服务商对作为信托财产的房地产进行管理、建造及销售,并将销售所得全额转入信托专户,用于偿付优先受益人的本金和预期收益。简言之,昆山纯高对信托财产的“持有”其实是基于安信信托的委托,其以“服务商”的身份对信托财产的持有,并非以所有权人的身份持有。这样,安信信托与昆山纯高之间又形成另外一层委托法律关系,安信信托为被代理人,昆山纯高为代理人。因此,该案当事人之间既存在信托关系,又存在委托代理关系。

然而有趣的是,双方签署的《资产收益财产权信托合同》不仅没有约定由昆山纯高作为服务商为安信信托管理信托财产和收取报酬,反而约定“因保管该基础资产所发生的各项费用由委托人(即昆山纯高)承担”,<sup>⑧</sup>即因保管基础资产而产生的开销均由服务商承担。当然,如果是双方基于充分理解本条款而作出合意约定也无可厚非。但事实上,本案所涉信托的当事人均未理解服务商的职能,因此,双方约定昆山纯高(作为服务商)唯一的义务是每月向信托专户存入约定金额的资金,以保证信托专户在每个

<sup>⑤</sup> 参见高长久、符望、吴峻雪:《信托法律关系的司法认定——以资产收益权信托的纠纷与困境为例》,《证券法苑》2014年第2期。三位作者均为上海市第二中级人民法院法官(其中符望是“安信信托案”一审审判长),此文系其在该案结案后所撰写,应该反映了法官在审理该案时的思路。

<sup>⑥</sup> 参见中国银监会办公厅于2010年11月12日发布的《关于信托公司房地产信托业务风险提示的通知》(银监办发[2010]343号)。

<sup>⑦</sup> 参见中国银监会于2005年4月20日发布的《信贷资产证券化试点管理办法》(银监发[2005]7号)。

<sup>⑧</sup> 参见“安信信托案”中《资产收益财产权信托合同》第6.2条。

确定的时间节点都保有最低资金余额。由此,服务商不但无需及时提交销售记录和账册,甚至连销售情况都无需通知安信信托,而安信信托作为名义上的信托财产所有权人也无权更换服务商。<sup>⑨</sup> 法院对此也没有进行深入分析,一审和二审法院都认为,昆山纯高未按照约定的付款时间向信托专户足额存入最低现金余额从而构成违约,因此必须承担相应的违约责任。<sup>⑩</sup>

正是由于“安信信托案”的当事人对信托财产所有权归属问题的不当理解,造成了无比混乱的法律关系。本来安信信托作为受托人持有信托财产,而结果却是昆山纯高要以安信信托所拥有的在建工程设定抵押,为安信信托提供担保。以自己已经取得法律上所有权的财产来为自己设定抵押,安信信托其实是在不明就里的情况下与自己“玩游戏”。

### 3. 损失风险的承担与信托公司的刚性兑付

“安信信托案”的缘起是昆山纯高未能如期销售所开发的房地产项目,因而无法按时向信托专户中存入约定的资金,从而构成违约。那么,在这一交易中,到底谁应承担房地产项目的损失风险,是昆山纯高还是安信信托? 这个问题是我国信托业界在将来设立类似信托时必须考虑的问题,可惜法院在判决书中对此并没有提及。

首先,安信信托作为受托人是否应承担信托财产损失的风险取决于信托财产的所有权是否已从昆山纯高转移给安信信托。鉴于上述分析,在商事信托的情况下,如果设立信托的目的是为了进行合法的结构融资,在得到融资款(对价)的那一刻起,据以融资的信托财产就属于受托人所有,而信托财产上所附有的任何收益与风险也都随之转移给受托人。也许有人会认为,本案所涉信托是“特定资产收益权”信托,风险根本不是信托财产的一部分。这是一种误读。事实上,此类信托中约定的信托财产(即受益人将据以分配信托利益的财产)不仅包括基础资产的增值部分,还包括基础资产本身的处分所得。因此,尽管在形式上信托的名称叫作“收益权信托”,但是揭开其面纱之后可以看到,其实质是一种基础资产信托,该基础资产的收益也将作为信托财产的一部分。既然是财产信托,那么一旦财产转移,所有的收益和风险也将一并转移,这符合民法的公平原则。

有人会认为,如果因房地产项目管理不善而造成亏损,而且损失由安信信托承担,则风险最后就会转嫁到公众投资人身上。法院在审理案件时,政策因素也是一个重要的考量因素。如果最终的损失完全由公众投资人承担,肯定不符合政策理念。但是应该注意的是,该案信托财产的原始价值是6.27亿元,而公众投资人所投资的价值只有2.15亿元,二者价差高达4.12亿元。用证券化术语来说,这个价差就是对投资者的“超额担保”,即便基础资产贬值,公众投资人作为优先受益人也会首先得到偿付,即便资产贬值到只有2.15亿元,公众投资人的本金也会得到全额偿付,最后承受损失的是作为一般受益人的昆山纯高。<sup>⑪</sup> 当然,只要信托财产的价值高于2.15亿元,超过部分就属于昆山纯高,这部分越多,昆山纯高的损失就越小。因此,在结构性融资交易策划阶段,房地产公司与信托公司的谈判重点主要围绕超额担保与增信措施;而信托成立后,双方也会有动力尽最大努力实现信托财产价值的最大化,这就是结构性融资与资产证券化的妙处所在。如果只复制信托架构,却不知利用信托的优势,那么我们就完全不必引进信托制度。

目前业界还存在一种奇怪的现象,即如果房地产公司的资金链断裂因而违约,信托公司本没有义务偿付公众投资人的投资收益。然而,为了吸引投资人,很多信托公司承诺愿予以“刚性兑付”,这样公众投资人的利益得到了保护。很多人对信托公司的“刚性兑付”打抱不平,甚至号召要打破“刚性兑付的怪圈”。但是如果理解了信托的理念就应该知道,以结构性融资为目的的商事信托一经设立,信托财产

<sup>⑨</sup> 参见董庶:《试论信托财产的确定》,《法律适用》2014年第7期。

<sup>⑩</sup> 参见上海市第二中级人民法院(2012)沪二中民六(商)初字第7号民事判决书、上海市高级人民法院(2013)沪高民五(商)终字第11号民事判决书。

<sup>⑪</sup> 如果资产价值事实上低于2.15亿元,那就说明安信信托在与昆山纯高签订信托合同之前完全没有做过尽职调查,责任在安信信托;如涉及渎职甚至欺诈,投资人可以诉请赔偿。

的所有权就已转移至信托公司,并且由信托公司负责信托财产的经营与管理。因此,一旦资金链断裂发生兑付危机,责任在信托公司,信托公司当然应想尽一切办法以信托财产偿付投资人。一旦信托财产本身的价值不足以偿付,此时公众投资人必须承担投资损失(也正因为如此,资产证券化交易都要求有超额担保),除非信托公司违规操作。而持有剩余利益的房地产公司则会承担最终端的损失,因此,其也不希望信托财产贬值。理解了这一理念,人们就不会再质疑所谓的刚性兑付了,你是财产的所有权人,你当然有义务“刚性兑付”,只不过兑付来源应该是信托财产,直到信托财产为零。如果信托公司为了自己的信誉与口碑自愿先以自有资金垫付,那也是他们自己为了在市场上竞争而作出的商业决定,既无可厚非,也不必叫屈。

#### 4. 信托财产所有权归属的结论

综上分析,结构性融资交易中的商事信托系以融资为目的,当委托人收到融资款后,信托财产的所有权应归属于信托公司。因此,对于“安信信托案”中信托财产所有权问题的判定,只能有两个结果:其一,如果法院认为信托财产的所有权仍然由昆山纯高所持有,则该交易为变相的担保贷款,如违反了禁止向没有资质的房地产企业发放信托贷款的规定,则信托不成立,本案诉因应为贷款合同之违约。其二,如果法院认定信托成立,则必须承认信托财产的所有权已经完全转移给受托人安信信托。然而,该案中法院判定信托成立,却没有明确信托财产所有权的归属,实为本案判决的一大缺憾。

#### (二) 信托财产之界定

根据我国《信托法》的规定,“确定的信托财产”是信托成立的必备要件,<sup>⑫</sup>信托财产如不能确定,则信托无效。<sup>⑬</sup> 信托财产的确定性问题对于收益权信托而言很重要。据报道,截至 2013 年 6 月,全国共有 202 款以收益权为标的的信托产品发行,基础资产的构成包括上市公司的股票、金融机构股权、地产项目、矿业项目、应收账款等,<sup>⑭</sup>而以如“安信信托案”中所涉的在建工程收益权最为流行。

#### 1. 收益权信托中信托财产的确定性分析

在建工程收益权属于一种未来债权或未来应收账款,<sup>⑮</sup>在“安信信托案”中称为基础资产上的收益权。对于这种收益权的有效性,有两种针锋相对的观点。有人认为,在建工程因不断建设而增值,商品房建成后又陆续出售,所以财产和财产权益始终处于不断变动的状态,具有不确定性,故信托无效。有人甚至认为该信托产品是一种在表面上符合信托法律特征,但在法律效果上却违反成文法禁止性规定的规避型信托,这种信托产品唯一的意义就是借金融创新之名行违法之实,因此无效。另一种观点是,这种信托的信托财产是确定的,而且通过抵押也能得到保障,故信托有效。<sup>⑯</sup> 笔者认为这两种观点都有失偏颇。首先,信托本来就是以创新来规避法律,权益变动并不一定说明其不具确定性;其次,通过抵押来担保的架构有时未必是信托,必须根据个案情况分析,不能一概而论。

要确定收益权类信托财产的确定性,首先要区分该收益权是委托人现在合法拥有的财产还是将来可能得到的财产。前者为确定,而后者则不一定确定。未来应收账款的处分行为有时被看作一个附生效条件的行为,其条件就是债权的产生。因此,委托人如欲以收益权设立信托,必须在该债权变成既得(vested)债权,并经通知债务人后才具备确定性。<sup>⑰</sup> 根据我国法律,信托合同的签订并不导致未来债权发生转移或“委托”的效果,如没有债权发生的行为,信托并不成立。

在“安信信托案”中,当事人坚持认为信托财产是基础资产(房地产项目)的“收益权”,然而在《资产收益财产权信托合同》签订之时,昆山纯高没有任何基础资产的销售(预售)合同,并且也没有任何证

<sup>⑫</sup> 参见我国《信托法》第 7 条。

<sup>⑬</sup> 参见我国《信托法》第 11 条。

<sup>⑭</sup> 参见刘振盛:《202 款收益权信托吸金 267 亿,假收益真借贷?》,《21 世纪经济报道》2013 年 6 月 22 日。

<sup>⑮</sup> 同前注<sup>⑭</sup>,董庶文。

<sup>⑯</sup> 同上注。

<sup>⑰</sup> 同上注。

据证明该房产在建成后确定会以某特定价格出售给购房者。事实上,房地产市场的政策调控与价格波动一直没有停止,而房产项目竣工后能否顺利出售也尚未可知,即便能够售出,出售价格也不确定,何况各地还有很多烂尾楼,最终也没能竣工。在这种情况下,基础资产有何既得收益可言?即便算上基础资产本身,除非昆山纯高的在建工程项目及其土地使用权的现有价值达到6.27亿元,才与信托财产总额持平。不过当事人又坚称信托财产只是收益权,不包括基础资产价值。这样的收益权完全不能确定,连“空中楼阁”都谈不上,根本就是“海市蜃楼”。所以,如果认定本案所涉信托的信托财产是基础资产的收益权,那么该信托就无效。上海市高级人民法院参与二审的一位法官也支持这一观点。<sup>⑮</sup>那么,是否“安信信托案”中的信托就肯定无效呢?

## 2. 收益权信托中信托财产的范围界定

在信托法领域,对每种交易架构的判断不能仅单纯依赖其法律文本中的命名或描述,而应透过现象看本质。若当前我国出现的房地产收益权信托真如其名称所言,信托财产仅仅包含财产收益权,亦即针对房地产项目基础资产将来可能取得(也可能无法取得)的收益的权利,则基础资产不是信托财产原物,只有针对基础资产取得收益的权利本身才是信托财产原物。如果基础资产不存在,那么收益权就无处附着。在英美法系国家,这种信托因没有既得收益权可以合法转移,因此信托不成立。<sup>⑯</sup>而在我国,虽然信托财产不需要转移,但是如前所述,在没有房屋预售合同等情况下,这种信托因信托财产不确定也不合法。

那么,是否我国的房地产收益权信托的信托财产真的只是收益权?在此,首先要确定什么是收益。经济学上“收益”的概念最早出现在亚当·斯密的《国富论》中,他认为收益是“那部分不侵蚀资本的准予消费的数额”,这种将收益看作是“财富的增加”的观点得到了大多数经济学家的认可。<sup>⑰</sup>同样,这一观点与英美信托法的理念也不谋而合。根据英美信托法,由委托人转移给信托的财产是信托财产原物或本金(统称为“原物”),由于信托的目的是通过受托人对信托财产的经营管理使其(保值)增值,信托财产的增值部分就是信托财产的收益,原物和收益共同构成信托财产的全部。因此,信托中的收益是受托人从信托财产原物中获得的作为现时盈利的金钱和财产,包括因财产原物的销售、交换或清算而得到的收入扣除原物原始价值后的部分。<sup>⑱</sup>原物则是信托所持有的、当信托终止时将分配给剩余利益受益人的财产。<sup>⑲</sup>原物如因其形态改变而形成新的财产,则新的财产仍然归属于原物。因而,信托受益人可以分为收益受益人和原物受益人,前者只针对信托财产的增值部分取得利益,而后者只针对信托财产的原物取得利益。

由于我国尚无真正意义上的私人民事信托,而现有的营业信托大多都是相对简单的分配模式,基本上以自益为主,受益人几乎取得所有的信托利益,因此我国《信托法》并没有对信托原物和信托收益进行区分,而将受托人接受的信托财产及其产生的任何收入和孳息一并归入“信托财产”。<sup>⑳</sup>然而,随着未来商事信托的复杂化,对不同受益人的分配模式必定也会随之发展,我国信托法必定要在信托原物和收益的区分与分配等问题上进行规范。<sup>㉑</sup>收益权信托的出现表明对信托原物与收益的区分迫在眉睫。

反观我国目前存在的所谓特定资产收益财产权信托,这类信托一般把“收益权”定义为“受益人享有的获得对基础资产预售、销售或以其他方式使用和处分在扣除基础资产预售、销售税费等支出后所形

<sup>⑮</sup> 同前注<sup>⑨</sup>,董庶文。

<sup>⑯</sup> 此时有关设立信托的合同可能成立,但是信托本身不成立,只有在该收益权变成既得收益权之时信托才成立。

<sup>⑰</sup> 转引自唐国平、张琦、樊翔编著:《会计学原理》,清华大学出版社2005年版,第140页。

<sup>⑱</sup> 参见美国1997年《统一原物和收益法》第102(4)节。

<sup>⑲</sup> 参见美国1997年《统一原物和收益法》第102(10)节。

<sup>⑳</sup> 我国《信托法》第14条第2款规定:“受托人因信托财产的管理运用、处分或者其他情形而取得的财产,也归入信托财产。”

<sup>㉑</sup> 参见高凌云:《被误读的信托——信托法原论》,复旦大学出版社2010年版,第134~140页。

成的所有现金收入的权利”,<sup>⑤</sup>这里的收益既包括财富的增加,也包括原始财富,因为扣除的只是税费,并没有扣除基础资产的原始价值。因此,根据“收益”的经济学理论与英美信托法的理念,这类信托的信托财产事实上不仅包括基础资产的收益权,还包括基础资产本身。

例如,甲房产公司拥有自有资金2亿元,其在建工程及经过核算的建设成本等总计为6亿元,而工程完工后的预期销售收入为8亿元。此时,甲公司的资金缺口为4亿元,由于目前尚无任何房屋预售合同,因此项目收益不确定,但可能是0~2亿元之间的不确定的任何数额。假如甲公司设立收益权信托融资,则信托财产应是价值为0~2亿元的收益权;假如甲公司设立财产信托融资,则信托财产应是6亿元的项目资产加上这些资产所产生的预期收益(0~2亿元)。

对应“安信信托案”中的信托,基于商业考虑,昆山纯高设立信托的初衷是充分利用房地产的价值进行最大化融资或者提供超额担保,不可能仅仅以房地产的增值部分融资。因此,其信托财产很明显是基础资产加上可能的、数额并不能确定的预期收益。

### 3. 信托财产界定的结论

在我国信托法对信托财产中的原物与收益没有明确予以区分和规定的情况下,我们可以借鉴经济法原理和英美信托法的理念,认为这类所谓的收益权信托只是在名称上玩了一个文字游戏,其实质还是财产(或资产)信托,因为所谓的“特定资产”根据信托合同直接成为信托财产,而根据我国信托法,因管理、处分信托财产所取得的收益也自动成为信托财产的一部分,用来偿付受益人。因此,“安信信托案”所涉信托的信托财产不仅仅是“昆山·联邦国际”项目这一基础资产的收益权,还包括该基础资产本身。这样,信托财产的确切性问题就得到了解决,该信托有效。反之,如果不承认基础资产为信托财产,则该信托因信托财产不确定而无效。

#### (三)“安信信托案”所涉信托之解构

综上,可以对“安信信托案”所涉信托得出以下结论:昆山纯高将其所拥有的基础资产转让给安信信托,后者为此支付了对价,此笔对价来自于安信信托向公众投资人发售的信托受益权凭证。之后,安信信托负责通过经营管理(包括建设、管理、出售等)信托财产获得收益以偿付给公众投资人。安信信托经营管理信托财产的所有费用可以依信托文件的约定从信托财产中支出。为了经营管理的便利,安信信托委托昆山纯高作为服务商为其管理信托财产,并根据代理关系要求其将信托财产的任何收益所得通过转入信托专户的形式交给信托公司,同时保留撤换服务商的权利,而不应由昆山纯高直接承担信托财产销售失败的风险。如果信托财产的管理、销售顺利,则安信信托可以按时足额偿付优先受益人和一般受益人,剩余财产则归属于一般受益人昆山纯高。在为受益人分配利益时,安信信托应首先从信托财产的收益中支付,如果信托财产的收益不足以支付优先受益人时,安信信托可以处分信托财产原物并以其所得偿付优先受益人,一般受益人只能取得剩余利益。如果信托财产原物仍然不足以偿付优先受益人,则优先受益人承担部分损失,昆山纯高自行承担其他损失,除非安信信托发生违背信义义务的情形,此时安信信托需要承担责任。

这样一来,不仅在法理上说得通,而且所有问题也都迎刃而解,公众投资人的利益由此得到保护,信托财产的管理也有法可依,而且在纠纷发生后,法院不必为抵押协议甚至“阴阳合同”而纠结,可以直接判定贷款合同不成立,抵押协议没必要,因为安信信托已经是信托财产的所有人。

### 三、“安信信托案”对我国金融信托法发展之启示

资产证券化和结构性融资作为一种金融创新,近年来已成为国内资本市场的新宠,而信托公司在其中扮演了一个日益重要的角色。公众普遍认为,商事信托是资产证券化最重要的工具,因此,信托业甚至被认为是我国“影子银行”的代表,其管理的资产规模在2014年第三季度已达到12.95万亿元,超过

<sup>⑤</sup> 参见“安信信托案”中《资产收益财产权信托合同》第1条。

保险业,成为仅次于银行业的第二大金融行业。<sup>⑥</sup>然而,由于信托制度在我国是一种舶来制度,我国的信托立法先天不足,因此信托的发展遇到了很多障碍。“安信信托案”是一个典型案例,用其来说明我国目前的金融信托法与资产证券化的发展瓶颈最好不过,本案所反映出的信托财产范围的界定、信托财产所有权转移以及信托的公示缺失等问题不解决,我国金融信托与证券化的发展仍将受到极大限制。

### (一)法院判决之积极意义

2013年3月7日,上海市第二中级人民法院开庭审理了“安信信托案”。法院判定《资产收益财产权信托合同》有效,但是没有判定《信托贷款合同》及其附属的《抵押协议》无效,反而认定《信托贷款合同》是《资产收益财产权信托合同》的从属合同,并据此允许安信信托针对昆山纯高主张抵押权的实现。2013年12月,上海市高级人民法院维持原判。该判决在一定程度上有其积极意义。

首先,法院确认昆山纯高与安信信托签订的《资产收益财产权信托合同》有效,这给全国其他大量的同类信托当事人吃了一颗“定心丸”。法院确认昆山纯高从这一起结构性融资交易所获资金只有2.15亿元,要么基于《资产收益财产权信托合同》,要么基于《信托贷款合同》,因为公众投资人的一笔款项不能既作为其购买受益权份额的款项,又作为安信信托的放贷款项。法院认为,虽然安信信托以其与昆山纯高存在《信托贷款合同》纠纷为起诉事由,但对信托成立及其与昆山纯高签订《资产收益财产权信托合同》的事实亦不予否认;又鉴于《资产收益财产权信托合同》系双方当事人的真实意思表示,且未违反法律、法规的强制性规定,因此该合同有效,双方之间存在信托法律关系。<sup>⑦</sup>

其次,法院没有判定昆山纯高与安信信托签订的《信托贷款合同》无效,而是援用“实质重于形式”的原则,创造性地判定《信托贷款合同》系《资产收益财产权信托合同》的附属合同,目的是为了保证抵押登记的有效性。由于法院认为本案的信托财产仅仅是收益权,而基础财产的抵押就成了保障公众投资人获得收益权的重要手段,因此,抵押的办理对各方当事人均有重要意义。然而,由于《资产收益财产权信托合同》结构复杂、权利义务不清晰,难以用于办理抵押登记,为此,双方签订《信托贷款合同》以达成办理抵押登记手续的目的,情有可原。对此双方均有预期且达成了合意。因此,法院认定《信托贷款合同》仅作为表面形式,其实质在于实现《资产收益财产权信托合同》所约定的抵押权登记,并非无效合同。<sup>⑧</sup>这样,认定抵押合同有效,可以保护资产收益权信托计划项下的债权债务关系及其增信措施。

最后,虽然法院没有判定《信托贷款合同》无效,却判定昆山纯高与安信信托之间的权利义务与违约责任应依《资产收益财产权信托合同》确定,而非以《信托贷款合同》为准。根据《信托贷款合同》,昆山纯高如构成违约,应承担罚息、复利、违约金等责任,而且安信信托有权在昆山纯高实际违约后主张高额的违约赔偿金等归己方所有而不是归公众投资人所有。法院认定受托人安信信托未经公众投资人同意,借助后者的财产为自己谋私利的行为违反了诚实信用原则,其以公众投资人交付的财产获取不当私利为非法,对此不予支持。<sup>⑨</sup>

综上所述,法院对“安信信托案”的判决更多是出于政策考量和利益平衡的目的,着眼于定分止争,保护公众投资人的利益,注重维护金融信托和资本市场的稳定。一审法官也承认在作出判决时着重考虑了外部关系,认为保护投资者的利益才是司法关注的重点。<sup>⑩</sup>这一做法并无不妥,其他国家的法官在判案时也经常在没有其他法律依据的情况下以政策(policy)理由作为考量因素。然而,本案并非没有法律依据,法官如能从法律角度找到更好的支持性理论,比如从信托财产的界定以及信托财产的转移入手进行分析,比单独以政策原因作出判决要更加合理、更有说服力。

<sup>⑥</sup> 参见王延锋、宗晓:《房地产信托重回龙头地位,1月募资规模169亿》,《经济导报》2013年2月21日;周雅珏:《信托业资产达12.95亿元,三季度2500亿“加仓”证券市场》,《每日经济新闻》2014年11月10日。

<sup>⑦</sup> 参见上海市第二中级人民法院(2012)沪二中民六(商)初字第7号民事判决书。

<sup>⑧</sup> 同上注。

<sup>⑨</sup> 同上注。

<sup>⑩</sup> 同前注<sup>⑤</sup>,高长久、符望、吴峻雪文。



## (二) 法院判决之缺憾及简析

“安信信托案”是检验我国有关信托与证券化法律的首起案例,受到业界的广泛关注,也引发了业界的广泛讨论。在仔细考察此案后可以发现,无论法院判定《资产收益财产权信托合同》有效,还是判定《信托贷款合同》有效,其实对金融信托法与资产证券化理论研究的意义大于对本案当事人的意义,因为这对当事人的实际结果可能是一样的:如果《信托贷款合同》有效,则《抵押协议》也随之有效,安信信托可以实现抵押权,保护投资人利益;如果《资产收益财产权信托合同》有效,则信托财产的所有权人应为安信信托,安信信托照样可以通过处置信托财产来偿付投资人。然而遗憾的是,两审法院都未能从信托法的理论高度对本案进行深入剖析。由于我国法院基本上是以纠纷解决为导向,而非以确立规则为导向,因此,虽然本案的判决从政策角度保护了公众投资人利益与信托市场,却没能树立行业标杆,对规范信托市场也没能起到积极作用。

### 1. 未能判定收益权信托的合法性

法院认定本案中《资产收益财产权信托合同》有效的理由如下:(1)安信信托对信托成立及其与昆山纯高签订《资产收益财产权信托合同》的事实不予否认;(2)《资产收益财产权信托合同》系双方当事人的真实意思表示;(3)《资产收益财产权信托合同》未违反法律、法规的强制性规定。<sup>①</sup>虽然笔者同意司法判决的结果,然而作为权威的司法判决,这一推理过程过于简单,甚至没有根据我国《信托法》来分析信托的成立要件,因此对将来的金融信托纠纷处理缺乏指导意义。其中,有关收益权的界定、确定性及其作为信托财产的合法性这些问题本来是本案备受瞩目的焦点,在业界和学术界存在较大争议。虽然双方当事人没有具体提出收益权信托的性质与有效性问题,但是信托是否成立毕竟是一个绕不过去的问题。可惜法院选择避重就轻,根本没有触及这一点。因此,本案对收益权信托的可持续发展与将来的金融信托纠纷解决缺乏指导意义,因为本案判决“并不意味着收益权的性质得到了所谓的司法确认”,也“并不意味着本案的主审法官和法院认可了收益权和收益权信托”。<sup>②</sup>

### 2. 未能界定信托财产的范围

法院仅根据《资产收益财产权信托合同》的名称错误地认定本案的信托财产是收益权而非基础资产,没能进一步分析《资产收益财产权信托合同》中有关收益权的定义,没有从中发现收益与信托原物之间的差异,因此忽视了该类信托的基本特性。结果是法院认定基础资产不是信托财产,因此必须作为抵押物来担保《资产收益财产权信托合同》的履行。为避免使从属于《信托贷款合同》的《抵押协议》无效而导致投资人的“收益权”得不到保护,法院判定《信托贷款合同》并非无效。<sup>③</sup>然而,如前所述,本案中信托的信托财产,和其他类似的信托一样,事实上既包括基础资产,也包括基础资产的收益权,因为这些信托合同都约定信托财产包括对基础资产进行管理、使用和销售后的所得,并未扣除其原始价值。该问题非常重要,甚至也与这一类信托的有效性息息相关。然而,法院对此却未置一词。

### 3. 未能认定信托财产所有权的归属

法院没能充分考虑证券化交易中信托财产所有权的转移问题。尽管我国《信托法》并没有强制要求信托财产的所有权转移,但法院应充分考虑相关国际实践以及商事信托的惯例,应判定当昆山纯高获得对价时,信托财产的所有权事实上已经转移给安信信托。这样一来,投资人的利益就能得到更好的保护,而当事人也就没有必要签署抵押协议,因为受托人已经拥有信托财产的所有权,可以对其进行处置以满足受益人的利益需求。法院也就不需要作出这个虽讨巧却不合情理的判决:支持《资产收益财产权信托合同》有效,却不判定《信托贷款合同》无效。当然,法院也可能在考虑到信托财产所有权归属的

<sup>①</sup> 同前注⑦。

<sup>②</sup> 柏钦涛:《安信信托—昆山纯高营业信托纠纷案法律问题析》, [http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_70b51b3501011j9m.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_70b51b3501011j9m.html), 2015年4月25日访问。

<sup>③</sup> 同前注⑦。

情况下,并不同意信托财产所有权已经转让给安信信托,那么该交易结构实质上就是变相的信托贷款,其可能因违反我国的法律规定与监管政策而无效。这样,结果可能会正好相反:《资产收益财产权信托合同》无效,而《信托贷款合同》有效。法院如能对这一问题加以考虑,无论作出的判决是上述哪一种,都会敦促信托业界及其监管机构深入考虑信托财产所有权转移的公示制度与后果,从而将对信托业的发展起到推动作用。

#### 4. 未能确认房地产企业在证券化交易之后的角色

法院忽视了房地产开发商在结构性融资交易中作为服务商的角色,没能分析由安信信托强加给昆山纯高定期保持信托专户最低现金余额的义务是否有效。事实上,基础资产早已转移给受托人并由其持有,因此对信托财产的管理与销售是受托人的义务而非房地产开发商的义务。即便昆山纯高仍然受托保管和管理基础资产,它也仅仅是以服务商的身份予以保管和管理,因此,昆山纯高作为服务商有义务定期向安信信托提交账册并将收到的所有销售款项存入信托专户,却不应有义务确保信托专户保有最低现金余额。因此,也不存在违约问题。在本案中,安信信托声称昆山纯高因没能确保信托专户保有最低现金余额,因此违约,这一观点虽站不住脚,却得到了法院的支持。<sup>④</sup>

#### 5. 未能刹住“阴阳合同”现象

“安信信托案”涉及相互冲突的两份合同,一份是《资产收益财产权信托合同》,另一份是《信托贷款合同》。法院已经明确案外公众投资人的同一笔款项不能既作为他们购买信托收益权份额的款项(信托),又作为信托公司的信托财产并用于房贷的款项(担保贷款),<sup>⑤</sup>即一笔业务或款项,不可能同时符合两种不同的结构性融资模式的要求。因此,两份合同中应当只有一份有效。

其实,仅从《信托贷款合同》及其履行情况就可以判断这是一份虚假合同,因为安信信托并没有为昆山纯高提供任何贷款。至于2.15亿元的“优先受益权转让款”,是基于《资产收益财产权信托合同》因昆山纯高向安信信托转让信托财产所得对价,是信托成立的前提条件,并非安信信托为其提供的贷款。事实上,如果2.15亿元资金是单纯的贷款,安信信托则存在非法集资的嫌疑,因为安信信托既不对房地产拥有权利,如何向投资者出售基础资产支持的信托受益权凭证?如果昆山纯高仍然拥有基础资产的所有权,仅委托安信信托发售信托受益权凭证,那么,基于委托关系,所得价款更加理所当然地属于昆山纯高,怎能算作安信信托发放的贷款?《资产收益财产权信托合同》还约定,“基础资产所产生的全部收益系本信托项下的信托财产,不属于委托人的资产”,可以看出昆山纯高已经不拥有基础资产及其收益的所有权。此时,昆山纯高无偿转移基础资产给安信信托,并为后者管理经营信托财产,管理费还由自己出,所得全部收益却给安信信托,拿到的钱还算贷款,这笔交易的法律关系之混乱难以想象。

法院虽然判定《资产收益财产权信托合同》有效,但是又认为如果简单判定《信托贷款合同》无效,根据“主合同无效担保合同亦无效”的思路,抵押协议就会无效,因而公众投资人的权利将会不保。<sup>⑥</sup>法院站在公众投资人的角度看问题可以理解,但是要想解决这一矛盾,法院原本应该从信托财产的界定与转移等方面设法寻找可以保护公众投资人的法律根据,判定安信信托拥有信托财产的所有权。然而法院却作出了一个没有说服力的判决,即认定《信托贷款合同》是依附于《资产收益财产权信托合同》的合同,是“形式上的合同”,<sup>⑦</sup>因此并不无效。这种判决虽然讨巧,却不合情理。虽然也有人认为这是法院的创造性发挥,却经不起推敲,其实这是向我国目前有关信托制度困境的妥协,无形中会纵容“阴阳合同”的长期存在。事实上,法院完全有更为妥当和合理的论证方式。如果法院能承认在本交易中形成了所有权转移,这一矛盾就会迎刃而解。

<sup>④</sup> 同前注②。

<sup>⑤</sup> 同前注②。

<sup>⑥</sup> 同前注②。

<sup>⑦</sup> 参见上海市高级人民法院(2013)沪高民五(商)终字第11号民事判决书。

### (三)我国金融信托法之展望

信托自传入我国后一直如同“水上浮油”，与我国的法律制度无法完全融合。我国《信托法》颁布至今从未实质性地经受过司法审判的检验。无论是学界人士还是业界人士，在撰写金融信托方面的论文时，谈及的都是与我国国情不符的英美信托法，然而在具体操作信托“项目”或“产品”时，却又完全撇开任何法律制度和法理。因此，业界都期待通过“安信信托案”的审理厘清我国信托法中的一些误区，为我国信托制度的发展扫除障碍，并希望本案的审理对完善我国信托法律制度与发展我国信托业起到推动和促进作用，从而使源自英美法的信托制度能够与我国的法律制度融为一体，为进一步深化我国金融体制改革与活跃资本市场作出贡献。

“安信信托案”的判决结果虽然皆大欢喜，然而由于相关法律的缺失，本案法官没能从理论高度对所涉信托的权利义务关系进行分析，因此本案的指导意义非常有限。在我国，资产收益财产权信托的命运仍然是未知数。本案一审法官认为：“不管资产收益权的结构如何精巧，都回避不了当事人逃避监管、实施房地产融资的目的。”<sup>⑳</sup>还有学者认为：“这种以规避监管为出发点的创新不论在文本上做得多么复杂精致，真要在法律逻辑的追问下，必然要碰到‘血管堵塞’的地方，幸好我们所碰到的是不愿意或者不能够太多追问法理的司法体系。”<sup>㉑</sup>笔者却认为这并非是说收益权信托肯定不合法，而是恰如其分地描述了文首即提及的信托的两面性，即法律革新与法律规避。

既然我国决定移植信托制度，就不得不接受信托的这种两面性。无论是基于什么理由，即便是法院也最后认定“安信信托案”所涉信托合法。虽然根据我国《信托法》和《合同法》，目的违反法律法规或损害社会公共利益的信托与以合法形式掩盖非法目的而订立的合同无效，但是一审法官却认为司法机关目前无法认定这种收益权信托无效，因为“房地产调控政策是管理性规定，而非效力性规定，不应以宣告合同无效这一较为严厉的方式予以打击”；另外，“监管部门可以通过加大风险提示力度，消除投资人关于刚性兑付的误解，也可以对某些风险较大的产品不予批准，对信托公司做出处罚来降低行业风险。”<sup>㉒</sup>因此，至少目前看来，资产收益财产权信托还是可以继续存在的。

为正确解决信托纠纷，笔者建议从以下几个方面入手对资产收益财产权信托予以全面分析。

第一，应明确资产收益财产权信托系用于结构性融资（资产证券化）的商事信托，在交易中委托人因收取对价而必须将信托财产转移给信托公司，自己不再保留所有权，而只保留一般受益权。

第二，应明确对资产收益财产权信托的合法性不能一概而论，而要根据这种权益是否为既得权益、是否可以确定而判断。如果收益权不能确定，则信托不成立；如果收益权能够确定，且在信托合同中没有相反约定，则该信托为合法的收益权信托。另外，名称为“收益权信托”的信托财产并不一定只是收益权，如果信托合同中约定信托收益包括收益权及原始基础资产，则该信托应定性为财产信托。

第三，鉴于这类信托的信托财产已经转移给信托公司，并且委托人已经通过持有一般受益权的方式对信托提供了超额担保，信托公司和投资人都不需要再要求委托人提供额外的抵押或其他形式的担保，恰当的信托公示制度即已足。这也正是很多企业决定采用证券化方式融资的原因之一。否则，其他形式的交易结构完全可以替代证券化。

第四，在结构性融资交易完成后，如果委托人继续保管或管理信托财产，应该明确此时委托人是以服务商和代理人的身份为受托人管理财产。此时委托人的权利义务与以前大不相同，而是应根据我国《合同法》和《民法通则》中有关代理的规定享有权利与负有义务。其中，服务商的权利包括可以收取服务费或辞去服务商的职务等；所承担的义务包括需要为受托人的利益勤勉管理信托财产，定期向受托人汇报信托财产的管理状况，并将收取的账款及时、全部汇入指定的信托专户等。而受托人有权根据情况

<sup>⑳</sup> 同前注⑤，高长久、符望、吴峻雪文。

<sup>㉑</sup> 同前注③，柏钦涛文。

<sup>㉒</sup> 同前注⑤，高长久、符望、吴峻雪文。

更换服务商。

第五,由于这类信托涉及公众投资人的利益,因此,必要的公示制度必不可少。虽然目前我国信托登记制度尚不完善,但相关政府部门近期在中国(上海)自由贸易试验区设立的信托登记中心以及上海市浦东新区人民政府、中国(上海)自由贸易试验区管理委员会于2014年9月3日发布的《信托登记试行办法》让信托业界看到了光明。然而,这样一个信托登记中心是否能够满足所有信托的登记需求仍有待观察。笔者建议,可以在现有的房地产登记部门单独设置一个信托登记簿,便于不动产信托的登记,同时也可以在这些方面给予特殊待遇,因为受托人毕竟只是“法律上”或者“名义上”的所有人。其他动产信托或收益权信托则可以在新设立的信托登记中心登记。

第六,司法机关在审理信托诉讼案件时,不能只着眼于定分止争、利益衡平,而更需要透过现象看本质,发掘创新交易结构中的实质法律关系。

第七,在学习英美信托法时,不能盲目照搬英美信托的做法,而应了解其背后的制度原理。比如,美国证券化交易中强调“真实出售”的原因是根据美国破产法的规定,只有委托人将信托财产“真实出售”给受托人,信托财产才能得到“破产隔离”保护。在我国并无相应法律依据,并且根据《信托法》第15条的规定,信托财产自动得到破产隔离的保护,并不需要“真实出售”。然而,英美信托法中要求委托人将信托财产所有权转移给受托人的规定却值得我们借鉴。在信托法领域有很多误区,其很容易让人在没能深入了解配套法律制度的情况下盲目引进英美法国家的一些做法。因此,研究国外信托法不能只“知其然”,还要“知其所以然”才行。“真实出售”和“破产隔离”只是其中的一个例子而已。

总之,要完善我国的信托制度,必须要修订现有法律,制定配套制度,培育信托理念,以及完善相关司法实践。

行文至此,笔者总结出一个用以判定结构性融资交易中商事信托合法性的分析框架,供信托业界、律师界以及司法界参考,这个分析框架可以称为“两步分析法”。

第一步:无论用于结构性融资的信托的名称是财产权信托还是收益权信托,首先要分析该财产是否确定。有体财产的确定性比较容易分辨,然而多数以收益权信托命名的信托财产的确定性并不明显,需要区分以下情形予以辨析。

A. 如果信托财产是既得收益权,则为确定,并直接进入第二步分析阶段。

B. 如果信托财产是非既得收益权,则分析信托财产是否还包括基础资产:(1)如果信托合同将“收益权”定义为“基础资产+收益”,则信托财产包含基础资产,且为确定,并进入到第二步分析阶段。(2)如果信托合同明确将“收益权”定义为纯收益,则信托财产不确定,该信托不具合法性,按贷款或变相发放贷款处理,是否合法要看法律法规对其是否予以禁止。

第二步:分析该结构性融资交易中的信托财产是否已从发起人(委托人)转移给受托人(信托公司)。

A. 如果信托财产发生了转移,则该信托为财产(权)信托,具备合法性。

B. 如果信托财产不发生转移,则该信托应定性为资金信托,交易为担保贷款或变相担保贷款,是否合法要看法律法规对其是否予以禁止。

(责任编辑:洪 玉)