

信托“刚性兑付”承诺法律效力辨析

我国《信托法》自 2001 年起施行，信托业起步不过十余年，信托公司资产管理业务规模却扩张迅猛。尽管近年不时产生兑付危机，但或由政府部门协调，或由信托公司与投资者协商，基本实现了金融界、媒体口中常称的“刚性兑付”。于是，刚性兑付逐渐成为众多信托计划的兜售招牌，投资者选择信托时也期待得到或明示、或暗示的刚兑承诺。

所谓刚性兑付，是指信托计划到期后，无论信托计划能否如期兑付，信托发行方或渠道方都确保投资者都能够得到其投资本金及预期收益的偿付。本文拟以一则案例为契，区分不同的承诺主体、承诺对象，对信托计划中的刚兑承诺效力进行分析。

【案例】

自然人甲作为劣后级委托人与信托公司 A 签订《结构化证券投资集合资金信托合同》（下称“《信托合同》”），发行以乙为优先级委托人的信托计划，甲、乙分别为该信托计划的劣后级受益人及优先级受益人。在该信托计划中，优先级、劣后级信托资金分别为 6 亿元、2 亿元，当信托财产净值触及止损线时，甲有权追加增强信托资金，如未追加则 A 公司应当将信托财产操作变现。

后因遭遇证券市场波动，信托财产净值骤降至止损线以下，A 公司遂要求甲签署一份《补充协议》，其中记载：本信托计划于 2015 年 6 月 1 日提前终止，如清算后信托财产不足以足额分配优先级信托本金及其预期收益，劣后级委托人有义务对差额部分予以补足。A 公司与甲在《补充协议》上签章确认。信托计划终止后，A 公司将甲诉至法院，要求甲根据《补充协议》补足刚兑差额，甲予以拒绝。

需要说明的是，刚性兑付承诺多发生于投资类自益信托计划中，在此种业务类型下，投资者既是委托人，也是受益人，本文三种称谓表述指向的主体同一。

一、 信托公司对投资者作出的刚性兑付承诺

（一） 信托公司承诺刚兑损害社会公共利益，违反法律强制性规定，应属无效。

“买者自负”是金融市场基本原则，信托公司如果对投资者承诺刚性兑付，将淡化投资者风险意识，引发社会资金大量涌入证券市场等高风险投资领域，进而扭曲证券市场正常的资源配置功能，对宏观经济、金融稳定造成不利影响。

因此《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。这一条款确立了信托公司仅以信托财产负有限清偿责任、禁止保证最低收益的原则。

HIGH VALUE LEGAL SERVICES IN SPECIALIZED AREAS

柯杰律师事务所

总机: 8610 5969 5336 传真: 8610 5969 5339

北京市朝阳区建国路79号华贸中心2号写字楼2606 (100025)

www.cathayassociates.cn · www.cathayassociates.com

柯杰联盟成员所

巴塞罗那 | 北京 | 贝尔格莱德 | 布拉迪斯拉发 | 布加勒斯特 | 布达佩斯 | 基希讷乌 | 吉隆坡 | 马德里 | 巴黎 | 波德戈里察 | 布拉格 | 普里什蒂纳 | 上海 | 索非亚 | 地拉那 | 瓦莱塔 | 维也纳 | 华沙 | 萨格勒布

此外，《信托公司管理办法》、《信托公司集合资金信托计划管理办法》、《关于严禁信托投资公司信托业务承诺保底的通知》、《信托公司证券投资信托业务操作指引》等银监会文件均有类似规定：“信托公司开展信托业务，不得承诺信托财产不受损失或者保证最低收益”、“不得以任何方式承诺资金不受损失”。

由此，根据《合同法》第五十二条“有下列情形之一的，合同无效：……(四)损害社会公共利益；(五)违反法律、行政法规的强制性规定”之规定，信托公司对投资者作出的刚性兑付承诺应当归于无效。

（二）信托公司刚兑承诺无效不影响信托合同其他部分效力。

《合同法》第五十六条规定：合同部分无效，不影响其他部分效力的，其他部分仍然有效。

实践中，为使信托合同表面上合规化，信托公司对受益人作出的刚兑承诺，少以书面形式列于信托合同中，而多见于信托公司推介信托计划时的口头承诺。但无论承诺形式如何，根据《合同法》规定，只要信托其他部分不存在无效情形，信托依然合法有效成立。

（三）司法实践的态度

在“上海里奥高新技术投资有限公司与庆泰信托投资有限责任公司合同纠纷”一案【（2004）沪一中民三（商）初字第97号、98号】中，上海市第一中级人民法院援引《信托法》第五条“信托当事人进行信托活动，必须遵守法律、行政法规，遵循自愿、公平和诚实信用原则，不得损害国家利益和社会公共利益”之规定，认定双方在信托合同《补充协议》中约定“被告保证原告信托财产的年收益率固定为10%”为“固定信托利益”，属保底条款性质，违反“信托法律关系应当遵循的公平原则”，故将该条款认定为无效。

上海市一中院就该案从更宏观的公平原则角度论证信托公司刚兑承诺无效，彰显司法实践对于信托公司刚兑承诺秉持的否定性态度，与笔者的前述分析结论完全一致。

二、劣后级受益人对优先级受益人作出的刚性兑付承诺

将受益权作出优先级与劣后级的分层设计，是结构化信托的特有表现。劣后级受益人与优先级受益人因风险承受能力、意愿不同，故信托利益分配顺序有先后之分：优先级受益人承担较低风险而预期享受较低收益，优先级受益人得到足额分配后，劣后级受益人凭借承担较高风险而预期获得高额收益。

（一）劣后级受益人承诺刚性兑付的原因

在结构化信托中，劣后级受益人实际身兼两种身份：既是信托计划的投资者，同时又是以信托计划为杠杆的融资者，其目的在于超越自有本金的限制，取得高额投资收益。因此实践中，劣后级受益人出于顺利取得融资款项的现实需要，常常允诺优先级受益人保本付息，以吸引优先级受益人加入信托。

（二）效力分析

结构化信托计划中一部分投资者向另一部分投资者作出保本付息的承诺，是两种投资者基于自身不同的风险/收益偏好，为合理安排风险而自行作出的选择。因此当劣后级受益人通过协议与优先级受益人约定承担刚兑义务时，因协议内容属双方真实意思表示，亦不违反法律及监管规范的强制性规定，应属合法有效。

银监会《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》规定：结构化信托业务运作过程中，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。可见，银监会的规定也为劣后级受益人对优先级受益人承诺刚兑留下了操作空间。

三、 本文案例分析

本文案例中《补充协议》由 A 公司与甲签署，约定由甲补足刚兑差额。与前述两种情形不同，这一承诺既非由信托公司作出，也非由劣后级受益人向优先级受益人作出。

（一）基于信托关系的效力分析

甲与 A 公司之间仅存在信托关系，双方只能依据《信托法》及《信托合同》互相享有、承担信托权利义务。

1. 信托目的具有确定性，不容任意变更，补足条款不应成为《信托合同》的补充内容。

《信托法》第二条将信托目的纳入信托定义中，揭示信托的本质是保护委托人意愿即信托目的的实现。在结构化信托中，劣后级委托人的信托目的必然是自身获取投资收益，受托人仅得在该目的框架内管理信托财产。

《补充协议》约定由甲补足信托财产与对乙实现刚兑之间的差额，A 公司一旦获取该差额，既可能分配给乙确保其取得固定投资收益，也可能自己独占侵吞补足款，达到由甲为 A 公司不当管理行为“买单”的效果。无论如何，补足差额的约定都实际变更了甲的信托目的，不应成为《信托合同》的补充内容。

2. 信托结构及权利义务分配具有法定性，补足条款对劣后级委托人课以额外负担违反法律强制性规定，应属无效。

信托计划终止前，当信托财产净值触及止损线，根据《信托法》第十五条及《信托合同》，甲享有是否追加的选择权，A 公司无权强行要求追加。

信托计划终止后，如果出现兑付困难，则因情形不同而损失承担主体不同：若受托人已尽善管义务，根据《信托法》第三十四条，损失只能由信托财产自行承担；若受托人未尽善管义务，根据《信托法》第二十二条，受托人应以固有财产进行赔偿。

以上对信托财产独立、信托责任有限、受托人信义义务的法律规制，是信托有别于其他财产管理制度的特征所在，属《信托法》中的强行性规范，不得以协议排除、变更其适用。在甲不负有对信托财产补足义务的前提下，补足条款对甲课以额外负担，违反了《信托法》强制性规定，应属无效。

（二）基于赠与合同的效力分析

也有观点认为，可将《补充协议》中补足刚性兑付差额的条款视为劣后级受益人对优先级受益人的赠与，故劣后级受益人应当履行其赠与义务。

《合同法》第一百八十五条规定：赠与合同是赠与人将自己的财产无偿给予受赠人，受赠人表示接受赠与的合同。从该定义可知，赠与是双方法律行为，当一方作出赠与的意思表示，而另一方并无接受赠与的意思表示时，赠与合同并未成立，仅在双方当事人意思表示一致下，赠与合同方能成立。

由此，因“受赠对象”乙从未表示过接受甲的赠与，“赠与合同”说也不成立，要求甲承担补足刚兑差额义务亦无依据。

【结论】

《信托法》关于信托结构及权利义务分配的全部规则，都为保护信托目的实现而构建，属必须严格遵守的强行性规范，不能由当事人以协议任意创设、变更。由此，信托公司对投资者作出的刚性兑付承诺无效，劣后级受益人向信托公司作出补足刚兑差额的承诺同样无效。

但劣后级受益人直接向优先级受益人承诺刚兑，则属双方在信托关系以外对投资风险的转移安排，迄今为止尚无任何法律或监管文件对此作出限制。考虑到劣后级受益人均属合格投资者甚至专业投资机构的实际情况，所谓“险中求利”，此种承诺效力应该得到认可。



本文作者为柯杰律师事务所田古（商事诉讼和仲裁团队）。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的研究。若就本文有任何进一步问题，请与田古联系（电话：8610 59695336，电邮：tian.gu@cathayassociates.cn）。