

(江平奖学金颁奖礼现场拜见江老师)

作者：赵廉慧徐烨韬

案例：刘振奎、广东粤财信托有限公司营业信托纠纷二审民事判决书，广东省广州市中级人民法院，(2021)粤01民终416号

2015年5月8日，刘振奎（委托人、受益人）与广东粤财信托有限公司（受托人）签订了《粤财信托·中翔1号证券投资集合资金信托计划资金信托合同》，认购金额为3500000元，认购费用为35000元。合同规定聘请创势翔公司为本信托计划的投资顾问，通过受托人的专业管理谋求信托财产的稳定增值。

2015年7月至2016年9月，欣泰公司多次发布《丹东欣泰电气股份有限公司股票存在暂停上市风险的提示性公告》。粤财信托在中国证券监督管理委员会决定对欣泰公司立案调查，欣泰公司披露可能暂停上市的风险提示后，仍然听取创势翔公司的投资建议大量买入欣泰公司股票。据查证，粤财信托·中翔1号证券投资集合资金信托计划账户持有欣泰电气2500000股（2016年3月1日至2016年3月18日，数量1320000股，均价13.56元/股；2016年3月30日至2016年4月20日，数量1180000股，均价14.28元/股）等。“欣泰电气”于2017年8月28日因欺诈发行被终止上市，成为创业板退市第一股。刘振奎与粤财信托因此发生纠纷。

刘振奎认为，粤财信托没有亲自处理信托事务，直接交由广州市创势翔投资有限公司（以下简称创势翔公司）来直接操作管理，违背了《信托法》第三十条的亲自管理义务；粤财信托在欣泰公司披露可能暂停上市的风险提示后依然听取创势翔公司的投资建议大量买入欣泰公司股票，造成刘振奎损失，违背了《信托法》第二十五条的谨慎管理义务，应当进行赔偿。粤财信托则认为，粤财信托是在审核投资顾问提交的投资建议后下达的交易指令，并未违反亲自管理义务；投资顾问建议买入欣泰电气股票前作了大量的可行性研究，同时有大量的其他投资机构、券商看好欣泰电气的发展前景，粤财信托基于投资顾问所作调研看好欣泰电气市场前景并充分评估退市风险低的情况下，粤财信托接受其建议而决定买入欣泰电气，具有充分的合理性基础；粤财信托在签订合同时已按照规定作了充分的风险提示，欣泰电气最终退市属于难以预见的市场风险，刘振奎的投资损失属于正常的市场风险，投资者应自行承担。

一审法院认为，“中翔1号信托计划”中欣泰电气退市全部损失由市场风险和粤财信托的过错共同造成，以刘振奎在“中翔1号信托计划”欣泰电气全部资金为595901.95元为刘振奎全部损失之基数[1]，酌情认定刘振奎应承担全部损失的70%即417131.37元，粤财信托应承担全部损失的30%即178770.58元。

二审法院认为，谨慎的投资者亦不难得出欣泰电气将因为欺诈发行而被暂停上市或者强制退市的风险相当高的结论。而作为专业机构的受托人粤财信托，如果遵循了审慎原则，尽到了受托人的注意义务，完全可以发现投资顾问给出的大量购买欣泰电气股票的投资建议是风险极大且极不具有合理性的。但受托人粤财信托对这一投资建议的错误性应当发现而未发现，完全漠视了欣泰电气暂停上市和强制退市风险的现实性与紧迫性，贸然接受投资顾问的建议并大量买入欣泰电气的股票，严重违反了谨慎原则和注意义务。粤财信托作为受托人应当对委托人这部分损失承担赔偿责任，即粤财信托应当因此向刘振奎赔偿595901.95元。

## 案例分析及问题

### 1. 风险抑或是损害？

根据信托法第30条，受托人有权根据信托文件约定聘请投资顾问，本案不存在违反亲自管理义务的问题。所以本文主要探讨受托人是否违反谨慎义务。

受托人违反谨慎义务的责任属于过错责任，所以首先需要判断，该案中的信托财产的损失，究竟应当认定为应由委托人承担的正常投资风险，还是受托人违背谨慎义务造成的损害。不能因为有损害结果就仓促认定受托人违背了“谨慎义务”，而要考察受托人是否存在过错。就受托人粤财信托是否违背了“谨慎义务”，一审法院和二审法院虽然都认定受托人存在过错，但论证逻辑和判决结果明显不同。

法院首先指出，“不能将受托人买入有暂停风险股票的行为，完全等同于受托人违反了审慎原则或者放弃风险控制，即本院认为受托人可以在合理判断风险的基础上，作出合理的投资于存在暂停上市风险股票的决策”。在判断买入有暂停风险股票是否合理之时，要具体考察暂停上市的原因。

暂停上市的情形既包括上市公司存在连续亏损等财务问题，也包括股本总额、股权分布或股东人数变化导致不再具备上市条件等交易性因素。许多曾经存在暂停上市风险的上市公司，克服了财务困境，或者改正了违法违规行为，最终并未暂停上市或者被强制退市，并在之后为股东创造了价值。

具体到本案，欣泰电气暂停上市的原因是首次公开发行股票并在创业板上市的过程中涉嫌欺诈发行或重大信息披露违法行为，且已被中国证监会立案调查。对于初次发行时的欺诈行为，上市公司无法通过改正错误来争取减轻处罚，再加上众所周知的被中国证监会立案调查上市公司受到行政处罚的概率相当高的事实，加上《深圳证券交易所创业板股票上市规则》（2014年修订）规定的“上市公司欺诈发行且被行政处罚或者被人民法院作出有罪判决的将被强制退市”的原则，不难得出欣泰电气将因为欺诈发行而被暂停上市或者强制退市的风险相当高的结论。

一般认为，受托人会因为自身具有专业技能而需要承担更高的“谨慎义务”。“受托人为信托公司等机构的时候，则应以较高的、专业性的注意能力为前提进行判断，应该比对个人受托人课以更高的注意义务。若其表示有超出一般受托人的能力和特殊技能，应依该标准进行判断。这都比普通人或者没有特别约定的情况下被课以更高的注意义务。” [2]

但在本案中，专业技能没有被用来规避更多风险，而是被用来“迎难而上”，受托人因拥有专业能力和信息优势变得比一般人更加冒险，而非更加小心翼翼。一个谨慎的普通人在看到欣泰电气发布暂停上市风险公告后一般会对其避让不及，而粤财信托却在专业的投资顾问建议下反其道而行之，在经过调查分析后大量买入了欣泰电气股票。粤财信托在上诉时辩称道，“投资顾问建议买入欣泰电气股票前作了大量的可行性研究，同时有大量的其他投资机构、券商看好欣泰电气的发展前景，粤财信托基于投资顾问所作调研看好欣泰电气市场前景。同时，根据其专业经验判断，在欣泰电气之前，创业板从未有过退市的历史先例。大量被提示存在暂停上市风险的上市公司（ST股票）最终实施退市的寥寥无几，且在持续提示风险的过程中，很多上市公司的股价也会出现暴涨的情况。”基于此，粤财信托主张自己买入欣泰电气是基于正常情况下对上市公司市场前景判断后的合理投资行为。

不能仅仅凭借专业投资人比普通人更冒险这一现象就推导出专业投资人违背了谨慎义务。对于同样的信息，普通人士和专业人士的判断可能是不同的；甚至，专业人士可能通过专业的调查手段获得更多的信息，以此做出更为全面的评估。专业投资公司基于搜集的更多信息和自身的专业判断，依然看好欣泰电气的前景，那么便应当承认专业投资人已经履行了谨慎义务而无过错。

至少不能得出专业的受托人就应当采取更保守、更重视安全的投资策略的结论。

因此，我们认为，不能简单地运用“举重以明轻”的方法，要求专业受托人采取更为稳健（安全）的投资策略或投资方法。要证明作为专业投资者的粤财信托违背了谨慎义务，至少还需查明粤财信托是否将法院所提及的情节考虑在内。如果粤财信托未考虑这些普通人就能获取的信息，则应当认定粤财信托违背了《信托法》第25条的谨慎义务。[3]如果粤财信托已经将这些普通人就能轻易意识到的信息考虑在内后仍然做出投资欣泰电气的决定，则还应考察同样情形下同行专业投资者在客观标准下是否会做出类似的决策。

归结而言，谨慎投资人更高的注意义务并不意味着其投资行为总是比一般谨慎人的投资行为更加保守、稳健，而是意味着专业人士必须同时履行一般谨慎人的注意义务和专业投资人的注意义务并做出综合判断。反过来说，即使谨慎投资人从事了比一般谨慎人风险更高的投资行为，也可能是专业人士综合判断的结果，不能以此判断谨慎投资人违背了“谨慎义务”。



## 2. “综合判断原则”

美国法律协会在《美国信托法第三次重述》中采用现代投资组合理论，形成了“谨慎投资人规则”。该规则强调综合判断原则，认为应从全部信托财产的投资进行判断，某一个投资的失败并不构成注意义务的违反；对于风险比较高的投资，如果放在整体的风险管理之中进行管理的话是允许的，该种投资并不直接构成对注意义务的违反。

信托公司辩称，“信托合同第8.2.1及8.2.3条明确约定了信托计划可以投资的产品以及投资限制等指标，粤财信托根据合同约定，在资产管理系统中设置了具体的风控措施，而在执行层面，买入欣泰电气是粤财信托采用‘系统设置风险控制+单笔投资建议’的审核方式进行的，在确认投资顾问的投资建议不违反合同约定及法律规定情况并评估了风险后方才接受投资建议而下达投资指令。”根据案情的介绍，欣泰电气占“中翔1号信托计划”的17.02577%（34749600元/204100000元），虽然该笔投资风险较大，但如果将该笔投资当作粤财信托整体信托产品中一部分，是否可以免除或者减轻信托公司的责任呢？

“2015年下半年开始A股市场开始经历股灾，与本信托产品同一时期，创业板指数下跌40%，个股受大盘影响同步下跌，粤财信托提交的信托产品统计数据表，表明大量不涉及买入欣泰电气的基金或信托产品净值比本案的信托产品净值更低，证明存在股灾大背景下亏损是共性的。而且，涉案信托产品在买入欣泰电气前，信托产品仍然存在低于原始净值的问题，说明同时期信托产品净值下跌是与大盘同步的表现。”信托公司相当于提出了“综合判断原则”的抗辩。

以此是否能够证明信托公司所提供的信托产品在整体上已经很好的分担了风险呢？对此，法院没有做出回应。由此引申出的思考是，单笔风险过高的投资行为占整体投资多大的比例，就可以认定为是违背了“谨慎义务”呢？这可能需要结合现代投资组合理论做出更精细的分析。

(D

isclaimer：本文为对纯文本进行分析所进行的学理探讨，不能被直接引用为对具体案件的法律意见。

赵廉慧，中国政法大学商法研究所教授，信托法研究中心主任；徐烨韬，中国政法大学政管院2018级本科生。)

[1] “中翔1号信托计划”初始信托规模为204100000元，“中翔1号信托计划”共持有欣泰电气的资金为34749600元（1320000股×13.56元/股+1180000股×14.28元/股，均价为13.89984元/股），欣泰电气的资金占“中翔1号信托计划”的17.02577%（34749600元/204100000元）。刘振奎认购3500000元，因此，刘振奎

在“中翔1号信托计划”欣泰电气占的资金为 $3500000 \times 17.02577\% = 595901.95$ 元。

[2]赵廉慧：《信托法解释论》，中国法制出版社2015年版，第332页。

[3]需要指出的是，专业投资者也是理性有限的人类，也可能犯一些简单的错误。专业投资者完全有可能考虑了种种专业要素，却忽视了普通人就能发现的常识。

本文源自InlawweTrust