

## 关于证券投资基金受托人地位的探讨

牛文婕\* 李增智\*\*

**摘要:**现行《证券投资基金法》已实施六年有余,该法在实践中促进了基金业的迅速发展壮大,意义重大。但某些规定随着市场的发展亦越来越不适应实践的需求,因此有必要进行修改。本文对证券投资基金中的受托人这一角色进行探讨,认为有必要对现行《证券投资基金法》契约型基金中的受托人重新定位,将基金托管人作为唯一受托人,同时设立基金持有人委员会,避免实践中基金持有人利益代表缺位问题。同时,鉴于公司型基金法律关系中受托人地位清晰,制度设计更有助于保护基金投资人利益,《证券投资基金法》的修改应引进公司型基金,并进行配套立法以促进公司型基金的发展。

**关键词:**受托人 契约型基金 公司型基金

《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称《基金法》)自2004年6月1日施行以来已六年多,尽管时间不长,但其间证券市场的变化、尤其是

---

\* 中国证券登记结算有限公司法律部总监。

\*\* 中国证券登记结算有限公司法律部员工。

基金业的发展可谓天翻地覆,该法的社会效果极为明显,促进了基金行业迅速发展壮大。但随着市场实践的发展,其中的某些规定也越来越不适应市场实践的需要。有鉴于此,国家近期启动了《基金法》的修改工作。

本文主要对《基金法》现行规定中受托人的地位进行探讨,阐述存在的问题,并提出相关修改建议。

### 一、现行《基金法》应当明晰契约型基金中受托人的法律地位

现行《基金法》规定的基金是契约型基金,基本借鉴了以英国和我国香港地区为代表的单位信托投资基金(UNIT TRUST)的架构,其中的法律关系主体包括基金持有人、基金管理人与基金托管人三方,并采取信托法的“自益信托”的形式,即基金持有人既是委托人,又是受益人,拥有对基金财产的最终所有权及最终收益权。但对各当事人之间的具体法律关系,该法并没有明确规定,由此导致投资基金当事人之间的法律关系架构在理论界和实务界存在很大争议,并产生了若干不同观点:

第一种是“双重受托论”,即基金托管人和基金管理人都是在信托关系中接受基金持有人的委托成为共同受托人。<sup>①</sup>

第二种是“基金管理人受托论”。从国内外的实践来看,往往是基金管理人以发售基金单位的方式从基金持有人手中得到现金,再将这些基金资产交给基金保管人。因此,持有这种观点的人认为,相对于基金持有人,基金管理人是信托关系中的受托人,然后他再以受托人的身份委托基金保管人形成代理关系。这种观点从实际操作的角度来看似乎有一定道理,但它不能满足单位信托投资基金法律关系中管理人和受托人必须分开的基本要求。采用这种理论,将基金管理人和基金受托人混同的结果,导致基金管理人一人独大,实践中极容易产生利益冲突,损害基金投资人的利益。

---

<sup>①</sup> 王连洲、董华春:《〈证券投资基金法〉条文释义与法理精析》,中国方正出版社2004年版。李飞主编:《中华人民共和国证券投资基金法释义》,法律出版社2003年版。

第三种是“基金托管人受托论”，即现行规定中的基金托管人应当是受托人，由它再行委托基金管理人，基金管理人要受到基金托管人的监督并向其负责。理论上这一观点是有道理的，只要具备一定的条件，基金受托人和基金保管人经常是合二为一的。但在实践中，基金托管人履行两者的职责，却无受托人的“名分”（即相应的法律地位），导致引起许多矛盾。

现行《基金法》第3条规定：“基金管理人、基金托管人依照本法和基金合同的约定，履行受托职责”。从现行《基金法》的规定来看，采用的是双重受托论，即基金托管人和基金管理人均是受托人，并根据法律的规定和基金合同的约定各自享有权利、承担相应的义务。现行《基金法》的多处规定也体现了这一点。<sup>②</sup>

#### （一）现行《基金法》关于基金托管人、基金管理人双重受托人的规定在实践中已产生种种弊端

证券投资基金的基础法律关系是信托法律关系，而根据信托法的基本原理，受托人的地位应当是委托人（基金持有人）的“利益代表者”和信托财产（基金资产）的“名义所有人”。基于我国法律传统、市场环境、诚信水平的实际情况，现行《基金法》将受托人的地位赋予托管人和管理人共同行使具有一定的合理性。但是，随着市场实践的发展，这种将基金托管人和基金管理人均定位成受托人角色的做法越来越显示出它的弊端：

第一，由于基金管理公司扮演受托人和管理人的双重角色，造成其地位相对于证券投资基金中其他主体地位的强势，受到监督的可能性非常小，客观上为其侵害基金持有人的权利提供了制度上的便利。实践中，发生过多起基金管理公司滥用权利进行利益输送的案例，正是这一制度设计缺陷的体现。

第二，基金托管人（托管银行）并未履行信托关系中受托人的权利

---

<sup>②</sup> 如《基金法》第19条规定：“基金管理人应当履行下列职责：……（十一）以基金管理人名义，代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为”。第29条规定：基金托管人应当履行下列职责：（二）按照规定开设基金财产的资金账户和证券账户；（五）按照基金合同的约定，根据基金管理人的投资指令，及时办理清算、交割事宜；（九）按照规定召集基金份额持有人大会；（十）按照规定监督基金管理人的投资运作”。

义务,而是已经蜕变为单纯的财产保管人。我国的管理人通常是基金的发起人,有权选聘托管人,这在客观上使得托管人处于一种相对从属的弱势地位,而这与托管人作为受托人承担监督管理人的投资运作的义务是相冲突的。在利益的驱动下,托管人有可能纵容、迁就管理人的违法违规行为,无法有效地履行监督职能,由此导致实践中基金托管人受托人义务基本没有履行,仅仅履行了保管人的角色。<sup>③</sup>

第三,基金托管人监督职责的范围限制了其受托人义务的发挥。一方面,依据现行《基金法》的规定,托管人的监督范围仅限于管理人的投资运作存在违法违规及违反基金契约等行为,对于管理人违反信赖义务的情形则未作规定。另一方面,现行制度框架下托管人的监督职责实际上成为“核对人”的角色。实践中,管理人买卖有价证券的指令无须通过托管人审单监督后下单,而是通过其租用的交易席位直接进入交易所主机撮合成交,托管人只有在对闭市后所传送的基金当日已经发生的交易数据进行分析后,才能够得知基金当日投资行为是否违规。由于交易所的交易无法撤销,即使托管人发现管理人的投资行为违法违规或违反基金契约,也只能向监管机构报告而无其他办法,由此导致托管人的监督作用大打折扣。

## (二)修改《基金法》,完善契约型基金的受托人制度

1. 借鉴境外做法,取消基金管理人作为受托人地位的设计,将基金托管人定为唯一的受托人。

如上所述,我国的《基金法》建立在信托法理论之上,并将基金管理人和基金托管人均定位为受托人。根据信托理论,信托财产所有权具有名义所有权和实际所有权的双重属性,受托人拥有信托财产名义上的所有权,这是判断基金管理人是否是受托人的根本标准。虽然基金管理人对于信托财产拥有巨大的管理处分权利,但是毫无疑问,事实上是基金托管人而不是基金管理人拥有信托财产名义上的所有权,因为:实践中,根据证券登记结算机构的业务规则,基金(即信托财产)的证券账户名称是“××银行—××证券投资基金”的双联名形式,而此处的“××银行”正是基金托管人。

<sup>③</sup> 刘焱:“论投资基金托管人制度的完善”,载《政治与法律》2009年第7期。

我们认为,《基金法》修改,首先应当明确受托人是托管银行,而不是基金管理人,并赋予受托人更强的职责,如对于基金管理人是否合规经营,是否与基金契约确定的投资风格相一致等进行规定。

证监会于2007年颁布的《合格境内机构投资者(QDII)境外证券投资管理办法》第20条和第22条详细地区分了基金托管人作为受托人(Trustee)和托管人(Custodian)所承担的职责,比现行《基金法》更加完善。<sup>④</sup>《基金法》的修改,应总结实践经验,对受托人的角色和职责进一步完善。

2. 设立基金持有人委员会以解决基金持有人利益代表缺位、受托人可能不能够完全履行职责问题。

现行制度下基金管理人和基金托管人都是受托人,但并未明确由谁代表基金投资人的利益,导致基金持有人利益代表缺位,无法行使对管理人的监督。将受托人赋予托管人担任、取消管理人受托人地位的规定,虽然解决了管理人职责冲突、明确了受托人,但由于我国托管银行相对于基金持有人居于强势地位,仍然可能面临托管人的受托人义务不能完全履行问题。现行《基金法》规定了基金持有人大会制度,但这一制度并不能有效解决托管银行作为受托人履行义务问题。

我们认为,契约型证券投资基金的治理架构下,可以考虑借鉴公司型基金董事会及独立董事制度,在基金持有人、基金管理人和基金托管人之外,设置独立的“基金持有人委员会”,以解决目前基金法律关系中实质上的基金持有人利益代表缺位问题。该委员会主要由具有独立

---

<sup>④</sup> 第20条规定:“托管人应当按照有关法律法规履行下列受托人职责:(一)保护持有人利益,按照规定对基金、集合计划日常投资行为和资金汇出入情况实施监督,如发现投资指令或资金汇出入违法、违规,应当及时向中国证监会、国家外汇局报告……(三)确保基金、集合计划按照有关法律法规、基金合同和集合资产管理合同约定的投资目标和限制进行管理;(四)按照有关法律法规、基金合同和集合资产管理合同的约定执行境内机构投资者、投资顾问的指令,及时办理清算、交割事宜……(八)按照有关法律法规、基金合同和集合资产管理合同的规定以受托人名义或其指定的代理人名义登记资产……”

第22条规定:“托管人应当按照有关法律法规履行下列托管职责:(一)安全保管基金、集合计划资产,开设资金账户和证券账户;(二)办理境内机构投资者的有关结汇、售汇、收汇、付汇和人民币资金结算业务;(三)保存境内机构投资者的资金汇出、汇入、兑换、收汇、付汇、资金往来、委托及成交记录等相关资料……(四)中国证监会和国家外汇局根据审慎监管原则规定的其他职责。”

性的专家和基金持有人的代表组成(也可以有基金管理人、基金托管人选派的代表,但在人数上或者表决权的设置上应占绝对少数),负责基金管理人和基金托管人的选聘、费用支付、更换及监督等事宜,并对基金持有人大会负责。<sup>⑤</sup> 设立该委员会主要解决托管人的选任与解聘不再由基金管理人决定,有利于托管人履行监督职责。

当然,实际运作中还会面临一定的问题。从我国基金业的实践来看,基金产品往往系由基金管理人设计并申请设立,且往往在基金产品尚未发售之前基金管理人已经选择好了基金托管人,投资者客观上都没有选择或者更换基金管理人和基金托管人的权利。针对这一情况,未来可以要求在基金产品公开募集之前,先期成立由监管机构认可的主要由具有独立性的专家组成的委员会,负责遴选基金托管人,委员会应公开其遴选基金管理人的条件及程序,并公开遴选结果。在基金运行一段时间后,应尽快吸收基金投资者的代表加入基金持有人委员会。

## 二、引入公司型基金解决受托人职责不清问题

如上所述,从我国目前的立法和实践情况看,契约型基金是证券投资基金业唯一合法的组织形式,但其存在一定的制度性缺陷。由于我国的法律传统属大陆法系,传统上信托理念缺失,可以说《信托法》从一开始就有些“水土不服”,导致在现行的《基金法》、《信托法》和《公司法》等法律框架下,基金投资人、基金管理人和基金托管人之间的法律关系及权利义务不清晰,基金投资人利益代表更是基本处于缺位状态,进而导致基金投资人的利益难以受到有效保护。

实际上,对于我国这样信托法传统薄弱的大陆法国家来说,公司型基金在法律关系上比契约型基金更易于理解,对基金投资人的利益保护力度也更强。公司型基金以美国的共同基金为代表,就目前的趋势而言,采用公司型基金已渐成为国际上投资基金业的潮流,根本原因在于其更加有利于保护基金份额持有人之利益。因此,我国有必要对公

---

<sup>⑤</sup> 刘棻:“论投资基金托管人制度的完善”,载《政治与法律》2009年第7期。

司型基金在法律上作明确规定。

其实,《基金法》已经为公司型基金留出了余地。现行《基金法》第102条规定:“通过公开发行业募集基金,设立证券投资公司,从事证券投资等活动的管理办法,由国务院另行规定”。该条实际上规定的就是公司型基金,但“国务院另行规定”迟迟未见出台,实践中也因为公司型基金在运作上受到税收、立法限制等原因而未出现。

### (一) 公司型基金的当事人

公司型基金是投资者先通过出资形成一个独立的法律实体——基金公司,基金投资者成为基金份额持有人,也是基金公司的股东,然后由基金公司将基金财产委托给基金管理人运作,基金保管人保管基金财产的法律制度。也就是说,基金公司通过向公众发行股票并向证券市场投资,在这一组织形式下,基金投资者内化为公司股东,拥有股东投票权(和普通公司无异),基金财产演变为公司财产,公司可以随时发行新的股份,投资者也随时可以赎回股份(基金份额)。

公司型基金的法律关系包括以下当事人:

(1) 基金持有人:基金持有人购买基金份额的方式成为基金公司的股东,具有与普通公司的股东相同的地位和权利义务。

(2) 基金公司:按照公司法的基本原理组成的具有独立法律主体资格的特殊商事主体。它是公司型基金制度设计的关键所在,其与普通公司不同之处在于,基金公司几乎没有自己的雇员,其主要的机构是公司董事会,公司股东(基金持有人)通过董事会对外部的基金管理人和保管人进行监督和制约,不具有监事会和经营管理层等完整的经营机构,因为经营管理的职责已经分离给管理人和保管人了。基金公司在法律上是基金持有人的利益代表者,董事会则承担了具体的守护基金持有人(股东)利益的职责。

(3) 基金保管人:由基金公司委任、负责安全保管基金财产,并接收基金管理人的投资指令,办理基金财产的清算交收业务。基金公司与基金保管人之间是委托代理关系。

(4) 基金管理人:作为专业投资机构,运用其专业知识和投资经验,受基金公司的委托代为办理所有与经营运作有关的业务,以使基金财产实现保值增值。

由此可见,公司型基金作为投资基金要受基金法律的规范,同时也要受到公司法的规范。

## (二)公司型基金各主体间的法律关系

有一种观点认为,在公司型投资基金法律关系投资者、基金公司、基金管理人、基金保管人四个主体中,投资者是委托人,基金公司处于形式上的受托人地位(或形式上的委托人地位),基金管理人为实质上的管理受托人,基金保管人则是实质上的保管受托人。这种观点,将投资者和基金公司之间的关系界定为股东和公司的关系的同时,将公司型基金涉及的各主体间的法律关系界定为信托法律关系<sup>⑥</sup>。

我们认为,投资者和基金公司之间的关系界定为股东和公司的关系是没有问题的,因为基金公司是依据公司法而设立的。但是,将各主体间的法律关系界定为信托法律关系,这种解释过于复杂。

实际上,投资者和基金公司之间是股东和公司之间的关系,基金公司与基金保管人、基金管理人之间均是委托代理关系。这是因为,公司型基金中基金公司这一关键主体的存在,已经解决了投资者利益的代表人问题。也就是说,公司型基金中投资者和基金公司之间为公司法律关系的制度设计已经解决了信托型基金(即契约型基金)中基金持有人利益维护机制薄弱、受托人职责不清等问题,没有必要再将基金公司与基金保管人、基金管理人之间的法律关系设计为信托法律关系。直接将基金公司与基金保管人、基金管理人之间的法律关系界定为委托代理关系,不仅简洁,而且也适合中国信托传统缺失的实际情况,更契合市场实践。

## (三)公司型基金中受托人定位的清晰可以有效保护投资者利益

相对契约型基金而言,公司型基金由于其治理结构上的不同,具有不可比拟的优势。

第一,公司型基金最独特之处在于基金公司的存在。基金持有人是基金公司的股东,通过公司型基金的最高权力机构——股东大会(基金持有人大会)就重大事项行使表决权。公司型基金运作中的重

---

<sup>⑥</sup> 江翔宇:“我国引入公司型基金法律制度的探讨”,载《政治与法律》2009年第7期。



大事项由董事会决定。这种制度设计,基金公司成为基金持有人利益的代表人,相当于信托型基金(契约型基金)中受托人的法律地位,解决了契约型基金所存在的基金持有人利益代表缺位的问题,可以更好地保护投资人的利益,防止基金管理人的权利滥用。

第二,在公司型基金中,基金管理人和委托人是作为被选择的对象而存在的。只有具备较高投资管理水平、较强风险控制能力、较多基金产品创新、较好客户服务意识,才能成为合格的人选。客观上迫使基金管理人的运作机制更加科学规范,托管人更加尽职尽责。也就是说,在公司型基金运行中,基金公司居于主导地位,基金管理人或基金托管人如果违反基金合同或托管协议的有关规定,基金公司可随时对其予以更换。因此,基金管理人独大的局面在公司型基金中将不复存在。

第三,公司型基金中,独立董事的制度设计,也在很大程度上起到了保护投资者利益的作用。独立董事和其他董事一起共同参与、监督和表决有关投资基金的重大决策,通过独立董事的独立性及其表决权的优势来影响董事会的决策,保障投资者免受基金经理及其关联单位违规行为的损害。

#### (四)我国引入公司型基金需要相应的配套法律法规

从目前的法律法规来看,虽然《基金法》第102条为国务院制定规范公司型基金的行政法规进行了授权,但由于公司法、税法等相关法律的限制,公司型基金在目前法律环境下尚存在一定的法律障碍,<sup>⑦</sup>主要表现在:

第一,基金份额赎回的障碍。基金的一个重要属性是基金持有人可以随时赎回其基金份额。公司型基金同样也具有此项功能,即公司型基金中基金持有人可以随时回赎,投资者可以随时购买基金份额,但是,由于公司型基金本质上是公司,是根据公司法的要求设立的,要受公司法的约束;而我国的公司法出于保护债权人利益的考虑,体现了“资本确定、资本维持、资本不变”三原则,这与公司型基金中基金持有人可以随时购买或赎回基金份额(即可以随时成为基金公司股东或不

---

<sup>⑦</sup> 江翔宇:“我国引入公司型基金法律制度的探讨”,载《政治与法律》2009年第7期。

再是股东)是相冲突的。

第二,税收的障碍。按照我国现有的税法,公司本身和公司股东都需要纳税,即双重纳税。也就是说,即使公司型基金的投资者取得的基金分配收益与契约基金投资者一样暂免征收个人所得税,但是,由于公司型基金需要缴纳公司所得税,同等收益条件下投资者从公司型基金分得的收益比契约型基金少。这样公司型基金和契约型基金相比就失去了吸引力。

第三,组织结构方面的障碍。基金公司某种程度上是一个虚壳公司,只有股东会和董事会,并不设监事会,更重要的是不设经营管理层,而这与《公司法》现行规定是冲突的。另外,“基金公司”董事会的职能也与《公司法》的规定不同:公司型基金资产管理的职能由基金管理人承担,其董事会主要并非《公司法》规定的决策执行机构,而是一个对基金管理人和托管人的监督机构。

要解决上述几方面的法律障碍问题,仅仅通过国务院制定行政法规的形式是不够的,司法实践中很可能产生行政法规和法律冲突时如何适用的争议。解决这一问题的根本办法,在于此番修订《基金法》时,对公司型基金作出系统的规定,以克服公司型基金在实践中运作存在的各种障碍。

公司型基金在国际基金行业中占有相当的比重。《基金法》的修改,确有必要考虑引进公司型基金,从而为我国基金业的发展拓展更加广阔的空间。