

资管前沿问题（一）：刚性兑付行为的认定、效力及法律后果研究（简版）

作者：尤杨 | 赵之涵 | 宋泽政 | 朱志炜 | 高鹏宇 | 张树祥 | 邱玉霞

一、问题的提出

《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“九民纪要”）首次从司法层面，明确对“刚性兑付”问题做出规定。九民纪要呼应了监管部门“打破刚兑”的要求，规定“保底或者刚兑条款无效”，并进一步规定不管形式如何，保底或者刚兑条款均应认定无效¹。通过梳理九民纪要之后的司法实践，我们发现，九民纪要后，司法实践关于刚性兑付问题形成了部分统一的裁判规则，但仍有一些问题存在争议。争议的问题主要有：

- 如何认定刚性兑付行为，特别是“变形”的刚性兑付行为？
- 刚性兑付行为是否都应当被认定为无效？
- 如何确定刚兑无效涉及的民事法律行为范围及当事人的民事责任？

（一）关于如何认定刚性兑付行为的争议

刚性兑付并非立法明确规定的概念，而是监管部门创设的概念。一直以来，监管部门都禁止信托公司向受益人提供“刚性兑付²”，并曾对刚性兑付做出定义，认为“刚性兑付”是指当理财资金出现风险、产品可能违约或达不到预期收益时，作为发行方或渠道方的商业银行、信托公司、保险机构等为维护自身声誉，通过寻求第三方机构接盘、用自有资金先行垫款、给予投资者价值补偿等方式保证理财产品本金和收益的兑付³。

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下称“资管新规”）明确提出了“打破刚性兑付”

¹ 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第92条规定：“信托公司、商业银行等金融机构作为资产管理产品的受托人与受益人订立的含有保证本息固定回报、保证本金不受损失等保底或者刚兑条款的合同，人民法院应当认定该条款无效。受益人请求受托人对其损失承担与其过错相适应的赔偿责任的，人民法院依法予以支持。实践中，保底或者刚兑条款通常不在资产管理产品合同中明确约定，而是以‘抽屉协议’或者其他方式约定，不管形式如何，均应认定无效。”

² 早在2007年，原银监会即明令禁止信托公司在信托业务中承诺，特别是在推介信托计划时承诺信托财产不受损失或者保证最低收益。具体可见《信托公司管理办法》第三十四条、《信托公司集合资金信托计划管理办法》第八条。

³ 中国人民银行金融稳定分析小组：《中国金融稳定报告2014》，第129页，但该定义未能体现在任何具体的规范性文件中。

的要求，并以“列举+兜底”的方式，规定了应当认定为刚性兑付的情形⁴。资管新规虽有“兜底性规定”，但没有具体的定义和标准，实践中该如何理解与适用，尚无统一的标准。

九民纪要提出了“主体+内容”以及“无论形式”的认定标准。这一标准为法院认定刚性兑付行为提供了一定的依据。然而，实践中，信托公司可能采取更为“隐蔽”的形式，提供“变形”的刚性兑付。由此也引发了新的问题，如何有效地认定刚性兑付行为，特别是“变形”的刚性兑付行为？

例如，对于不符合“主体”要件的交易安排，是否应当认定为刚性兑付？实践对此也有不同的认识。法院通常认为，只有管理人提供“保本保收益”承诺的，才应当认定为刚性兑付⁵。但也有法院认为，如果委托人知晓义务人为管理人的间接股东或实际控制人的，则该承诺实为双方为规避法律、行政法规的监管而作出的约定，也应属无效⁶。也即，即便是不符合“主体”要件的，也可能被法院认定为刚性兑付。

表 1 刚性兑付的表现形式

序号	交易模式
资金端层面的刚性兑付形式	
1	受托人（或其指定第三方）与委托人签署信托受益权转让协议，承诺按照“本金+预期收益（利息）”受让信托受益权。
2	投资人通过“嵌套”的方式投资信托计划：即先投资其他资管产品，再通过其他资管产品投资信托计划，受托人受让投资人实际持有的其他资管产品的权益。
3	受托人（或其指定第三方）向投资人出具承诺文件，承诺投资人能够保本保收益退出。如投资人实际取得的信托利益不足信托合同约定的预期信托利益的，差额部分由受托人（或其指定第三方）补足。
4	采取滚动发行等方式，将后募集的资金用于在先投资人的退出，而非按照信托合同的约定管理、运用后募集的资金，且未充分告知投资人其资金将用于兑付在先投资人，使得信托计划的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现保本保收益（即“发新还旧”）。
5	封闭期内或不满足赎回条件的情况下，允许部分投资人赎回/提前赎回，实现部分投资人保本保收益退出。
6	违反真实公允确定净值原则，对产品进行保本保收益。信托计划的净值偏离其真实公允的净值（虚高），并按照偏离的净值向投资人（理论上只能是部分投资人）分配信托利益。

⁴ 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第六条第二款规定：“金融机构应当加强投资者教育，不断提高投资者的金融知识水平和风险意识，向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，打破刚性兑付。”第十九条第一款规定：“经金融管理部门认定，存在以下行为的视为刚性兑付：（一）资产管理产品的发行人或者管理人违反真实公允确定净值原则，对产品进行保本保收益。（二）采取滚动发行等方式，使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现产品保本保收益。（三）资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时，发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付。（四）金融管理部门认定的其他情形。”

⁵ 类似观点可见杭州市上城区人民法院，（2019）浙 0102 民初 3368 号民事判决书；北京市第一中级人民法院，（2019）京 01 民终 10584 号民事判决书；上海浦东新区人民法院，（2019）沪 0115 民初 2704 号民事判决书。

⁶ 详见广东省广州市中级人民法院，（2019）粤 01 民终 16045 号民事判决书。

序号	交易模式
资产端层面的刚性兑付形式	
7	受托人向信托计划提供承诺函、差额补足承诺、流动性支持等，如发生信托计划的债务人未能如期履行债务或信托财产不足以向受益人分配等情形时，由受托人向信托计划承担补足义务，实现投资人保本保收益退出。
8	资产端发生风险后，受托人代债务人偿付。例如，在资产端债务人已经无力偿还债务的情况下，受托人未按照公允价值处置信托财产，而是直接受让信托财产，以实现受益人保本保收益退出。
9	资产端发生风险后，受托人指定第三方代债务人偿付，并由受托人通过其他方式向第三方提供资金支持。例如，由第三方不按照公允价值受让信托财产，实现受益人保本保收益退出，受托人通过其他产品/固有财产等向第三方提供资金支持。

关于上表，为免疑义，我们补充说明如下：

第一，以上表现形式系我们在实践中了解到的、信托公司拟进行刚性兑付时可能采取的方式，并不一定构成刚性兑付。至于是否构成刚性兑付，不应以表现形式为依据，而应当探究其实质内涵。

第二，方式四、五、六的刚性兑付行为如果发生在“资金池”或具备资金池特点的信托产品中，如果适用穿透式审查的原则，容易使人产生这类产品到底是不是信托的疑惑？以及如何处理、平衡穿透实质之后可能带来的敏感、复杂、庞大的利益保护与平衡问题？如何兼顾公平与效率？如果不适用穿透式审查原则，形式上的审理能走到哪一步呢？似乎始终在隔靴搔痒、缘木求鱼。问题不少，数额不小，暂时无解，希望接下来可以集中社会的、司法的、金融的各方面智慧寻找到最优解。

第三，相较于资金端而言，资产端层面的刚性兑付更加具有隐蔽性、复杂性。例如，以方式七为例，如果受托人履行了充分的告知说明义务，但第三人仍自愿受让信托财产的，即便其受让的价格偏离了市场公允价格，从主体、当事人意思自治等角度而言，也不应当认定为刚性兑付。

第四，无论是资金端还是资产端层面的刚性兑付，只要构成刚性兑付的，都应当被禁止。这是因为一旦留了口子，就极有可能被钻空子，最终导致禁止刚性兑付成为一纸具文。

第五，我们暂未从公开渠道检索到因资产端层面刚性兑付发生争议的案件。可能的原因是，当信托公司通过资产端进行刚性兑付时，其与受益人之间往往不会另有其他约定，涉及的主要是其与第三方之间的约定。而在信托公司与第三方之间的约定中，信托公司的身份通常是“权利人”（代表信托计划），如向第三方转让信托财产时，第三方需要信托公司支付转让价款。在资金安排上，为了控制风险，信托公司往往也会全流程监管资金使用，做到“专款专用”，并待其从第三方“收回”相应款项后，再按照信托合同约定的信托利益分配的方式向受益人分配信托利益。此时，各方之间可能难有司法争议发生。发现此类刚性兑付行为，似乎只能依靠监管部门。而司法对此类刚性兑付行为是否有规制必要以及该如何规制，尚待进一步研究。

（二）关于刚性兑付行为是否应当被认定为无效的争议

九民纪要之后，法院普遍认可如果某一行为构成刚性兑付，则该行为应属无效。但也有法院认为，信托公司受让受益人持有的信托受益权的行为虽然构成刚性兑付，但以双方实为借贷为由认定该行为合法有效。学术界也有观点认为，刚性兑付似乎并非恶魔，甚至还曾有过天使的一面，不应“一刀切”

地否定刚性兑付行为的效力。

（三）关于如何确定刚兑无效涉及的民事法律行为范围及当事人的民事责任的争议

刚性兑付行为仅仅是整体交易的一部分。除刚性兑付行为外，当事人之间还存在信托行为等其他民事法律行为。刚性兑付行为无效，是否影响其他民事法律行为，特别是信托行为的效力？

对于这一问题，司法实践存在争议。法院往往只认定刚性兑付行为的效力，而不评价其他民事法律行为的效力。但也有法院认为，因保底条款系委托理财合同的目的条款和核心条款，不能成为相对独立的合同无效部分，所以保底条款无效应当导致委托理财合同整体无效⁷。

即便认为刚性兑付行为不影响其他民事法律行为效力的，对于刚性兑付无效后，当事人如何承担民事责任，特别是如何认定受益人因刚性兑付行为而遭受的损失，也有不同认识。九民纪要第 92 条规定，刚兑无效后，受托人应当对受益人的损失，承担与其过错相适应的赔偿责任。这一规定在结论上似乎是清晰的，即受托人应当按照《民法典》第 157 条的规定承担责任⁸。但对于受托人的民事责任，实践中暂无统一的观点。

表 2 司法实践认定刚性兑付无效后的处理方式

序号	司法实践的处理方式
1	认定保底条款无效应当导致委托理财合同整体无效。
2	认定《信托合同》仍然有效，仅刚性兑付行为无效，信托公司按照第 92 条规定承担过错赔偿责任。
3	不判断《信托合同》的效力，根据委托人实际损失情况，结合信托公司在募投管退全流程履职情况，酌定赔偿责任。
4	如委托人损失暂未确定的，不处理协议无效问题，当事人可另诉解决。
5	不处理受托责任问题，认定刚兑无效的损失是因刚兑协议履行而产生的费用损失（如律师费、差旅费等）。

二、刚性兑付行为的认定规则

面对纷繁复杂的资管实践，以“列举”的方式规定刚性兑付的形式，难免会挂一漏万。事实上，无论是以立法、司法还是行政监管的方式，一旦对刚性兑付行为作出了“定义”或“列举”，则“聪明的”从业人员总能找到的规避形式。有鉴于此，我们认为不宜对刚性兑付行为进行“定义”，而应当先探究刚性兑付行为的本质特征，找到合适的认定刚性兑付行为的规则（rule）。或者说，厘清什么样的行为，才应当被认定为刚性兑付行为。

⁷ 详见上海市浦东新区人民法院，（2019）沪 0115 民初 33626 号民事判决书。

⁸ 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社 2019 年 12 月版，第 485 页。

规则（一）利益规则：受益人是否获得了超出信托内价值的利益

1. 如果某一行为让受益人获得超出信托内价值的利益的，则该行为应当被认定为刚性兑付

诚如学者所言，刚性兑付的核心内涵是割裂了资金与投资后果之间的关系，并与资管产品作为投资产品或投资工具所应具备的“投资性/风险性”相悖的“保本保收益”承诺⁹。因此，无论是监管政策还是九民纪要，在关于刚性兑付的规定中，都含有禁止信托公司向受益人提供保本保收益的兜底承诺的要求。这一要求应源于《信托法》第34条的规定¹⁰。根据该规定，受托人对受益人承担的是有限责任，即以信托财产为限向受益人支付信托利益，而无“兑付”的义务¹¹。易言之，受益人也只能在信托财产范围内获得信托利益，而不能获得超出信托财产范围的利益。

假设受益人获得的利益为 p 。根据信托法的规定， p 应当等于信托财产的价值 α （信托内价值 α ）。如果某一行为：（1）让受益人获得了超过 α 价值的其他利益 β （信托外价值 β ），即 $p=\alpha+\beta$ ，或者是，（2）让受益人获得与 α 价值无关的 γ 价值（信托外价值 γ ），即 $p=\gamma$ ，则该行为原则上应属于刚性兑付行为。

2. 如受托人需承担受托人责任的，则其向受益人提供的承诺不构成刚性兑付

刚性兑付的核心特征是受益人在信托内价值 α 之外，获得了信托外价值 β 或信托外价值 γ 。而信托内价值 α ，除了剩余信托财产的价值外，还可能有因其他主体应向信托承担赔偿责任而带来的其他价值。即信托内价值 α =剩余信托财产的价值 α_1 +其他 α_2 。

如果受托人违反了勤勉尽责的受托人义务，则原则上其应当向信托财产承担赔偿责任。只不过这种赔偿责任最终可能表现为受托人向受益人赔偿。此时，受托人实际上是以承诺受益人信托利益的方式，承担受托人的赔偿责任。在此情形下，受益人并没有获得信托外价值 β 或者信托外价值 γ ，其仍然是通过信托内价值 α 获得信托利益。因此，这种情况下受托人的承诺不应当被认定为刚性兑付。

规则（二）时间规则：事前承诺原则上构成刚性兑付，但事后承诺则需根据其实质判断是否构成刚性兑付

我们认为，从承诺的时间上看，如果是事前承诺，原则上应当构成刚性兑付，但如果是事后承诺，则应当以“规则 1-利益规则”区分该行为是否让受益人获得超过信托内利益 α 的利益，进而认定该行为是否构成刚性兑付。

规则（三）主体规则：受托人之外的主体也可能提供刚性兑付承诺

我们认为，无论是受托人还是受托人之外的主体提供的“保本保收益”承诺，都应以“规则 1-利益规则”作为认定刚性兑付的依据，而不能简单地说受托人提供的保本保收益承诺便是刚性兑付，而受托人以外的主体提供的则不是。即在主体要件上，不应将刚性兑付的主体限定为受托人。一方面，如果局限了主体要件，则资管实践将轻而易举地规避相关规定。另一方面，九民纪要只是规定了受托人提供的刚性兑付无效，而没有规定受托人以外的主体可以提供刚性兑付。如果是受托人以外的主体提供刚性兑付的，则可以九民纪要的兜底规定予以规制。

⁹ 参见杜晶：《论资管产品刚性兑付和增信措施在概念上的区分》，载《上海金融》2019年第12期。

¹⁰ 参见赵廉慧：《信托法解释论》，中国法制出版社2015年9月版，第421页。

¹¹ 参见赵廉慧：《信托法解释论》，中国法制出版社2015年9月版，第420页。

规则（四）举证规则：受益人应举证证明受托人系通过承诺履行受托责任赔偿

通常而言，查明事前承诺型刚性兑付较为容易，只需查明信托公司提供承诺的时间即可。复杂的是如何审查事后承诺型刚性兑付及举证责任如何分配。

我们认为，民事案件应当坚持“谁主张、谁举证”的一般规则。在受托责任赔偿案件中，需要证明的积极事实是“受托人存在违反受托义务的行为”。九民纪要通过“举证责任倒置”的方式，在当事人之间合理地分配举证义务，要求信托公司自证清白¹²，主要的原因在于信托公司具备相应的举证能力。但在事后承诺型刚性兑付案件不应适用前述举证责任倒置的规则，而应由受益人举证证明受托人系通过承诺履行受托责任赔偿。

三、刚性兑付行为的法律后果分析

（一）刚性兑付行为应当被禁止，且应当被认定为无效

如前所述，即便是在九民纪要之后，理论界和实务界仍有观点认为不应“一刀切”认定刚性兑付行为无效。对此问题，应当区分以下两个问题：（1）刚性兑付行为是否应当被禁止？（2）如果禁止刚性兑付行为，在民事案件中是否应认定刚性兑付行为无效？

1. 刚性兑付行为应当被禁止

刚性兑付行为是否曾经有过积极的作用，或许已经无法做出准确的判断。立足当下，我们认为，刚性兑付行为应当被禁止。具体理由大致可以分成宏观、中观和微观三个层面¹³。

第一，宏观层面，刚性兑付增加了金融体系的整体风险，甚至可能会引发系统性金融风险。

第二，中观层面，刚性兑付将导致信托行业的不公平竞争。

第三，微观层面，弱化了投资者的风险识别能力，也不利于信托业务转型。

2. 刚性兑付行为应当被认定为无效

禁止刚性兑付行为，并不能直接得出刚性兑付行为无效的结论。民法应当充分尊重当事人的意思自治，如果不能找到认定刚性兑付行为无效的法律渊源，则不应认定刚性兑付行为无效。

《民法典》第143条从正面规定了民事法律行为有效的要件¹⁴，并在第146条规定了“通谋虚伪无效¹⁵”、第153条规定了“违法行为无效”和“背俗行为无效¹⁶”。不具有相应的民事行为能力和通谋虚伪，似乎难以成为刚性兑付无效的事由，主要需要探讨的是，刚性兑付行为是否违反了法律、行政法

¹² 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第94条：“资产管理产品的委托人以受托人未履行勤勉尽责、公平对待客户等义务损害其合法权益为由，请求受托人承担损害赔偿责任的，应当由受托人举证证明其已经履行了义务。受托人不能举证证明，委托人请求其承担相应赔偿责任的，人民法院依法予以支持。”

¹³ 如果允许刚性兑付，则继续探讨如何甄别刚性兑付以及相应的法律后果，均毫无实际意义，当事人只需要按照承诺履行即可。无论是理论界还是实务界，都对禁止刚性兑付进行了深入的研究，并提出了诸多禁止刚性兑付的理由。

¹⁴ 《中华人民共和国民法典》第一百四十三条：“具备下列条件的民事法律行为有效：（一）行为人具有相应的民事行为能力；（二）意思表示真实；（三）不违反法律、行政法规的强制性规定，不违背公序良俗。”

¹⁵ 《中华人民共和国民法典》第一百四十六条第一款：“行为人与相对人以虚假的意思表示实施的民事法律行为无效。”

¹⁶ 《中华人民共和国民法典》第一百五十三条：“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效。但是，该强制性规定不导致该民事法律行为无效的除外。违背公序良俗的民事法律行为无效。”

规的强制性规定或者违背公序良俗。

强制性规定如果涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，则该强制性规定应当属于效力性强制性规定¹⁷。而所谓的公序良俗，主要包括基本权利之维护、弱者利益之保护、经济社会管理秩序之维持、婚姻家庭秩序之维护以及伦理道德之维护五大类，从商事审判的角度看，对营业自由的限制可以作为违反公序良俗的类型¹⁸。

信托财产独立性是信托制度的核心内容，很大程度上决定了信托制度的架构¹⁹。如前所述，刚性兑付行为在宏观、中观和微观三个层面，均具有极大的危害性。《信托法》第 34 条以信托财产独立这一信托法基本原则为基础，如果违反了该条规定，则信托也将不再是信托。因此，《信托法》第 34 条作为禁止刚性兑付的法律渊源，可以作为认定刚性兑付行为无效的效力性强制性规定。

退一步而言，即便不以违法为由认定刚性兑付行为无效，也可以背俗为由，认定其无效。监管部门明确禁止刚性兑付，这已无异议。监管部门的规定，在法律渊源的角度，虽不属于法律或行政法规，但在刚性兑付行为具有背俗性的情况下，该等部门规章亦可作为认定无效的依据。

（二）具体案件中，应当区分刚性兑付行为的效力和信托行为的效力

通常情况下，刚性兑付约定（刚性兑付行为）与信托合同（信托行为）是两个相互独立的民事法律行为。刚性兑付行为无效，原则上不应当影响信托行为的效力。即便将刚性兑付约定视为是整个信托合同（信托行为）的一部分，刚性兑付约定无效的，也应当对信托行为的效力区分对待。

《民法典》第 156 条规定：“民事法律行为部分无效，不影响其他部分效力的，其他部分仍然有效。”第 157 条规定：“民事法律行为无效、被撤销或者确定不发生效力后，行为人因该行为取得的财产，应当予以返还；不能返还或者没有必要返还的，应当折价补偿。有过错的一方应当赔偿对方由此所受到的损失；各方都有过错的，应当各自承担相应的责任。法律另有规定的，依照其规定。”

所谓“不影响其他部分的效力”，大致包括：（1）无效部分不重要，如无效部分对于整体法律行为不重要，则不应影响其他部分的有效性；（2）无效部分具有独立性，则无论是否重要，均不影响法律行为其余部分的效力²⁰。只有在合同部分无效会导致整个合同目的无法实现时，部分无效才可以使整个合同无效²¹。相对于信托合同，刚性兑付约定一般具有独立性，刚性兑付约定无效的，原则上不应影响信托合同的效力。只有当刚性兑付的约定，构成了信托合同的基础时，信托合同才应因刚性兑付无效而无效。

综合而言，刚性兑付约定无效后，可能存在以下两种状态：（1）刚性兑付无效，信托合同有效；（2）刚性兑付无效，且信托合同也无效。而根据信托合同效力的不同，受托人需要承担的责任也有根本区别。

¹⁷ 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 30 条：人民法院在审理合同纠纷案件时，要依据《民法总则》第 153 条第 1 款和合同法司法解释（二）第 14 条的规定慎重判断“强制性规定”的性质，特别是在考量强制性规定所保护的法益类型、违法行为的法律后果以及交易安全保护等因素的基础上认定其性质，并在裁判文书中充分说明理由。下列强制性规定，应当认定为“效力性强制性规定”：强制性规定涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的……

¹⁸ 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社 2019 年 12 月版，第 255 页。

¹⁹ 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社 2019 年 12 月版，第 483 页。

²⁰ 参见朱庆育：《民法总论》（第二版），北京大学出版社，第 311 页。

²¹ 参见韩世远：《合同法总论》（第三版），法律出版社，第 180 页。

1. 刚性兑付无效，信托合同有效

受托人基于有效的信托合同（信托行为），而不是刚性兑付行为取得信托财产。委托人并没有依据刚性兑付约定，向受托人交付任何财产。在此情况下，不发生“返还财产”的法律后果。需要进一步考量的是，受托人是否应当向委托人承担损害赔偿责任。

民事法律行为无效的情况下，过错方应当承担缔约上的过失责任²²，赔偿相对方的信赖利益，且应当限于相对方的直接损失范围内²³。通常情况下，除“因信赖受挫时合同未能有效成立而落空的费用”外，刚性兑付行为并不会给受益人造成实际损失。

此外，就刚性兑付行为，应适用“与有过失”确定受托人应当赔偿的责任。这是因为委托人对于刚性兑付行为是无效的，原则上是知道或者应当知道的。在此情况下，委托人对于其损失也应承担相应的责任。

2. 刚性兑付无效，信托合同有效，但可能引发受托责任赔偿

在刚性兑付无效，而信托合同有效的情况下，可能引发受托人违反勤勉尽责的受托人义务。常见的情形有：

(1) 对“本案”受益人的受托责任赔偿

受托人提供刚性兑付承诺的行为，可能构成其违反勤勉尽责的受托人义务的行为之一。例如，受托人提供的事前承诺，可能导致其在信托的设立或募集阶段，未履行告知说明义务，则可能归于缔约过失或者受托责任的“产品设立责任”和“募集责任”范畴。

如果受托人有违反受托人义务的行为的，委托人的请求权基础是基于信托法律关系而产生的损害赔偿请求权，应当变更诉请或另案解决，不应在刚性兑付案件中处理。

(2) 对其他受益人的受托责任赔偿

在有多个受益人的情况下，受托人如果向部分受益人履行了刚性兑付承诺的，则可能造成信托财产损失，进而影响其他受益人的利益。

例如，在发新还旧型刚性兑付中，实际上受托人是以后募集的资金兑付了在先的投资人，而没有按照信托文件的约定管理、运用后募集的资金。再如，封闭期内或不满足赎回条件的情况下，允许部分投资人赎回/提前赎回，实现部分投资人保本保收益退出。在前述情形下，受托人对部分投资人的刚性兑付行为，违反了信托文件约定的信托财产管理运用的方式，违反了受托人义务，应承担相应的赔偿责任。

3. 刚性兑付无效，且信托合同也无效

在信托合同无效的情况下，委托人、受托人法律地位须回复至信托行为实施前的状态：受托人因信托合同而取得的信托财产，应当返还委托人；如果无法返还的，受托人应当折价补偿委托人²⁴。在受托人完全返还或者足额补偿的情况下，委托人并未发生其他实际损失，原则上，受托人不应再向委托人承

²² 参见韩世远：《合同法总论》（第三版），法律出版社，第 229 页。

²³ 参见最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社 2019 年 12 月版，第 429 页。

²⁴ 实践中，较为常见的无法返还的情形是法律上无法返还，例如，委托人交付的信托资金已经转化为其他形态的信托财产（如债权）。

担赔偿责任。受托人承担前述责任，不是因为刚性兑付无效，而是信托合同无效。在责任承担方式上，具体而言：

第一，受托人应首先以返还信托财产的方式承担责任。这一责任产生的依据是基于信托合同而产生的信托法律关系无效后的返还，即受托人向委托人返还信托财产的责任（这一责任承担方式，简称为“**返还信托财产责任**”）。

第二，受托人无法履行前述信托法律关系下的返还责任时，其应当基于合同法律关系，承担折价补偿的责任，即受托人作为一般意义上的民事法律关系的当事人，以其固有财产向委托人承担折价补偿的责任（这一责任承担方式，简称为“**固有财产折价补偿责任**”）。

第三，受托人履行了固有财产折价补偿责任后，享有对信托的追偿权。在信托合同无效的情况下，原则上无效的仅仅是委托人和受托人之间信托法律关系，而不应影响受托人（代表信托）对外的法律关系。受托人（代表信托）对外进行的交易，原则上仍然有效。为了弥合这一效力上的不同带来的“空白”地带：即信托合同无效且委托人已经承担了固有财产折价补偿责任的情况下，如何维持信托对外行为的效力，我们理解，可以类推“不真正连带责任”的法理：信托设立时，受托人是代表信托取得了信托财产，相应的，其应当代表信托向委托人返还信托财产；如果受托人以固有财产折价补偿，即替代了受托人（代表信托）应承担的返还信托财产责任的，则受托人（代表固有财产）享有对受托人（代表信托）的追偿权。

第四，应当根据信托是否还有其他受益人，区别行使追偿权。《信托法》第 27 条规定：“受托人不得将信托财产转为其固有财产。受托人将信托财产转为其固有财产的，必须恢复该信托财产的原状；造成信托财产损失的，应当承担赔偿责任。”第 28 条第 1 款规定：“受托人不得将其固有财产与信托财产进行交易或者将不同委托人的信托财产进行相互交易，但信托文件另有规定或者经委托人或者受益人同意，并以公平的市场价格进行交易的除外。”第 37 条规定：“受托人因处理信托事务所支出的费用、对第三人所负债务，以信托财产承担。受托人以其固有财产先行支付的，对信托财产享有优先受偿的权利。”根据前述规定，虽然受托人（代表固有财产）享有对信托财产的追偿权，但应当根据是否还有其他委托人/受益人区别处理。

四、结论

如何处理刚性兑付问题，一直以来都是困扰司法实践的难题。九民纪要之后，司法实践对于如何认定刚性兑付行为、效力及民事责任等问题，仍存在不小的争议。

我们认为，刚性兑付的核心内涵是受益人获得了超出信托财产范围或者是与信托财产无关的信托外利益。认定刚性兑付行为，也应当围绕这一内涵展开。如果某一行为让受益人获得了信托外利益的，则该行为应当被认定为刚性兑付。而时间、主体等因素，则是辅助性的认定因素。

刚性兑付行为在宏观、中观和微观层面，均具有极大的危害性，理应被禁止。同时，刚性兑付行为属于“违法行为”和“背俗行为”，应当被认定为无效。但刚性兑付行为无效，并不必然导致信托行为无效。在民事法律责任承担上，应当严格区分刚性兑付行为的效力与信托行为的效力之间的关系。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

尤杨

电话： +86 10 8524 9496

Email: yang.you@hankunlaw.com