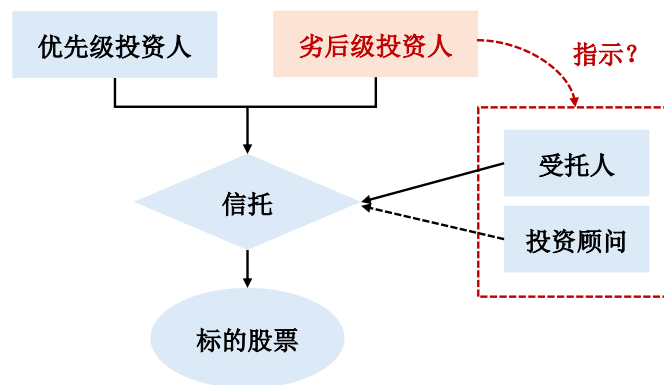


场外配资纠纷专题（五） — 劣后操盘对受托人责任的影响

作者：尤杨 | 闫北辰

在采取信托结构的股票配资交易中，常出现股票买卖操作形式上由受托人（或独立的投资顾问）决策，实际上却由劣后级投资人操盘的情况。



如本系列第一篇所述，谁为操盘方不影响配资交易给证券市场带来的风险，故不应作为是否构成场外配资的判断因素。但值得讨论的是，劣后级投资人的实际操盘，对于受托人的违约责任有何影响？

一、受托人对优先级的违约责任

在平仓问题上，优先级投资人与劣后级投资人之间存在利益冲突。受托人如果罔顾合同约定的平仓机制，完全听从劣后级的指令决定是否平仓，则违反了对优先级的忠实义务，如造成损失则应承担赔偿责任，这一点没有疑问。

可能存在疑问的是除平仓之外的日常交易情形。如果信托合同约定受托人应当自主决定股票的日常买卖，受托人却完全交由劣后级决策，则受托人是否应对优先级的损失承担赔偿责任？

笔者倾向于认为，此种情况下优先级与劣后级并无直接的利益冲突，且股价波动难以预测，日常买卖操作由谁操作与最终的盈亏结果之间难以建立必然的因果关系。因此严格从逻辑上讲，受托人对优先级的违约责任可能并不容易成立。

不过，将结构化产品交由劣后操盘毕竟属于直接违反监管规范的行为¹，基于对此种行为的否定评价，实践中可能还是会判决受托人承担一定比例的赔偿责任。例如在笔者代理的一起案件中，受托人因劣后操盘问题被判向优先级承担实际损失 5% 的赔偿责任（参见北京金融法院微信公众号：《[金典案例 | 结构化信托性质与效力认定的穿透与边界](#)》）。

二、受托人对劣后级的违约责任

这里讨论的情形是：信托文件约定了投资范围、平仓线等旨在控制投资风险的机制，而受托人将产品交由劣后完全操盘，并违反了上述机制——例如，在已触及平仓线的情况下，劣后未指示平仓或主动要求保留持仓，受托人于是没有平仓。如劣后自身因此发生损失的，受托人是否应对劣后承担赔偿责任？

从形式上看，受托人违反了信托文件约定的义务，并造成了劣后的损失，成立赔偿责任似乎并无问题。但从实质层面来看，答案则可能有所不同。

如果是受托人自主操盘的情形，由于各方都不能左右受托人的操作，故需要事先在信托文件中约定投资范围、平仓线等机制，避免受托人采取过于冒进的操作，此种情形下相关机制系为保护全体投资人的利益。但如果产品由劣后实际操盘，那么相关机制的意义则在于保护优先级投资人：**劣后本就可以基于自身利益决定采取何种操作，并不需要信托文件中各种机制的保护。**

例如，当股价跌破平仓线时，劣后如认为应当及时止损，则可以自主决定平仓；如其认为股价仍有回升空间、继续持仓更符合自身利益，亦可选择不平仓，但由此产生的风险应由其自担，而不应转嫁于受托人。

不过，受托人要提出上述抗辩，需要证明劣后能够实际操盘。然而实操中要证明这一点可能存在一定的难度：基于合规因素，信托文件通常不会直接约定由劣后操盘，受托人只能从投资顾问与劣后之间有无关联关系、实际发生的买卖操作是否全部基于劣后指令等角度举证，但在合同没有明确约定的情况下，法院能否采信受托人的主张，仍会存在很大的不确定性。

¹ 《资管新规》第二十一条第二款规定：“发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者”。

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