

私人客户及财富管理——信托管理：投资管理(第一篇)

作者: 王小刚 | Skybound Capital Limited CIO 寿祺

1. 引言

信托资产必须进行适当的投资, 以有效保障受益人的权益。信托资产普通法上的所有权在受托人名下, 因此该如何对信托资产进行投资, 原则上是受托人需要解决的问题。受托人可以选择亲力亲为, 也可以选择委任投资顾问。如果受托人考虑亲自管理信托投资, 通常的步骤是:

- 1) 研究信托适用法律, 确认受托人在信托资产投资中的角色;
- 2) 审阅信托文件, 评估信托并制定投资策略;
- 3) 基于最终确定的投资策略, 构建信托项下资产的投资组合。

作为信托资产投资管理之总论, 本系列文章会对以上三个步骤依次介绍, 并简要介绍受托人委任投资顾问时应注意的问题。

2. 受托人在信托资产投资中的角色

2.1 受信义务

受信义务(fiduciary duty)是受托人管理信托的核心义务, 可以被看作是信托项下受托人义务的一个集合大类。受信义务在受托人投资信托资产时, 具体体现在以下几个方面:

- 1) 忠诚义务(duty of loyalty);
- 2) 审慎义务(duty of prudence);
- 3) 分散投资义务(duty of diversification);
- 4) 合规义务(duty of compliance)。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

2.1.1 忠诚义务

忠诚义务要求受托人在信托投资中为信托的受益人(而非为受托人自身)谋取最大利益而行事。忠诚义务是受信关系产生的基本条件。在现代金融市场中,许多受托人往往隶属于大型跨国金融集团。尽管受托人本身为独立法人,集团或许会有各类投资产品交叉销售的鼓励,甚至是在某些交易中会充当交易对手。在这等情况下,受托人坚持为受益人的利益独立行事变得尤为可贵。在信托架构的设置上,保持极高独立性的受托人极为重要。受托人的收入应主要来源于其提供的受托人服务,而非其他的额外利益。

忠诚义务的衍生表现可以是“不偏不倚”(impartial),这在受托人可能也是受益人中的一位或几位时表现特别明显。受托人为受益人的最大利益服务是指为全体受益人之利益,对待所有的受益人必须不偏不倚。当受托人本身也是受益人之一时,忠诚义务也包含要求受托人在投资时和处理其他信托事务时不偏向自身。

倘若受托人不清楚如何行事才能不偏不倚,解决途径之一是先在不同的受益人之间进行征询,希望获得让各方均满意的均衡。如若无果,可向法院寻求帮助。事实上在以往的判例中,不乏法院就忠诚义务做出的判决。

在 1990 年的 *Northern Trust Company vs. Heuer* 一案中, Northern Trust 作为受托人向美国联邦上诉法院要求对某个具体信托的契据进行解读并进一步就信托资产分配给出意见。法院赞同其寻求法院帮助的做法为恰当,但 Northern Trust 主张的在分配中以牺牲受益人 Heuer 的部分利益为代价而令受益人 Winterbauer 获益更多则得不到法院支持。法院认为 Northern Trust 的如此主张超出其作为受托人的受信义务范围,违背了“不偏不倚”的忠诚义务,法院判决 Northern Trust 可从信托资产中支取部分来负担法院对信托契据进行解读的法律费用,但任何超出部分都应由 Northern Trust 来负担,并将超支金额退回信托资产。

在投资环境优越的情况下,假定所有市场都取得了不错的正收益,那么受托人究竟是选择侧重获取定期的收益(而因此牺牲部分资本增值的潜力),还是侧重资本增值而暂时放弃可以派现的机会呢?而如果有部分信托的受益人主要就信托定期收益部分受益,而另一部分受益人主要就信托资本增值部分受益,信托的投资组合又如何构建?受托人往往陷于两难。比较现代的观点认为,整个信托的投资组合应该统一起来看待,无论是定期收益还是资本增值都应归于“信托资产的总回报”。哪怕是全部投资用于资本增值了,其中一部分也应被视为为了那些“受益于定期收益的受益人”所进行的投资,可以用抛售资产的方式为这部分受益人提供固定的利息收益。这样的解释固然可以用来解决争议,但更好的方案仍是在信托文件中就具体的投资与分配方式做出规定。

2.1.2 审慎义务

审慎义务要求受托人在信托资产的投资中运用自己的技能,小心审慎和勤勉尽责地执行、管理及维持投资计划,一如其他熟悉此等事务的人士在通常的情况下应有的态度行事。受

托人必须施行稳妥的判断，并且观察谨慎及具备判断力及智慧的人士怎样处理他们的事务。多年来，审慎义务的判定规则通过司法判例不断加以重申和修订，包括美国、加拿大、英国及澳洲在内的多个司法管辖区也已将审慎义务写入立法之中。判断受托人是否遵从审慎义务的基本标准是：与同样情形下我们对一个称职的受托人之预期相比较，受托人在当时情况下的行事是否尽其审慎义务？

更具体而言，与管理集合理财计划的基金经理相类似，信托之受托人在管理信托资产时并不可因为管理的是他人资产便肆意做出不合理、不谨慎或过于进取投机的投资决定。受托人应当像管理自己的资产那样深思熟虑。一个常见的例子是实物地产类投资，许多人在处理自有物业时往往会投保相关产险。如若一位受托人花了很多时间精力去完成尽职调查和投资分析，但其后却忘记了给信托持有之物业进行投保，这也是与审慎义务相悖的。

审慎绝不等同于不作为。我们见过不少受托人，缺乏投资能力又不敢把投资外包给合适的外部管理人，而将大部分的信托资产投入银行存款。当部分市场长期处于零利率甚至负利率的状况下，不为所动，眼睁睁看着信托资产由于付息而日趋减少，此亦有悖审慎义务。

2.1.3 分散投资义务

分散投资义务要求受托人在对信托资产进行投资时，分散信托资产的投资，以尽量减低招致巨额损失的风险，除非在通常的情况下明显不宜去进行分散。这项义务的程度，亦是一个关乎事实的问题：受托人已否根据投资的规模、经济市场的状况、投资的种类、投资的地域、投资行业/类别的分布，以及信托本身的目的，而将其投资作合理程度的分散。

2.1.4 合规义务

合规义务要求受托人在信托投资中不违反信托赋予其之“信任”，及信托契据内所述之目的。具体而言，合规有两个不同的角度：其一是与信托契据的合规，即信托投资应当与信托契据中的规定相吻合，而不违反信托契据。例如在某个伊斯兰信托中规定了所有投资必须符合伊斯兰教义允许的范围，那么投资于传统的债券(而非伊斯兰债券 Sukuk)便是不合规的；其二是投资过程中不违反所投资资产所在相关司法辖区的法律法规，即广义的投资合规，如不参与内幕交易、不操纵市场等。

请注意，上述对四项义务之介绍并非详尽无遗。在与制定法无冲突时，上述义务应适用于受托人。若同制定法有冲突，则应仍依循制定法之规定。

2.2 各国信托资产投资立法之发展

2.2.1 英国

英国对于信托投资的相关立法可谓“出师不利”。1719年英国立法授权受托人可投资于著名的南海公司发行的股票。不少受托人紧接着就用信托资产购买了南海公司的股票。当次

年南海公司泡沫破灭时，其股价剧挫九成。英国的大法官们大约是受了惊吓，于是祭出一套他们认为适当的信托投资列表，详列了所有允许信托投资的标的。最初主要就是国债，后来慢慢加入了一些首次按揭贷款等。

1859年通过的《1859年财产法修订法案》(“Law of Property Amendment Act 1859”)允许信托投资于东印度公司股票，接下去的几十年间不同立法又逐渐加入了其他允许信托投资的标的。该法案因是由圣·利昂纳德勋爵(Lord St. Leonard)提出，故又被称为《圣利昂纳德勋爵法案》(“Lord St. Leonard's Act”)。

直到《1961年受托人投资法案》(“Trustee Investment Act 1961”)之颁布，方开始许可受托人投资于更普遍意义上的“股票”。尽管如此，股票投资仍不可超过信托资产的一半。

2000年英国议会通过了《2000年受托人法案》(“Trustee Act 2000”)并在次年生效。该法案授予了受托人远较以往丰富的投资权限。该法案颁布后，受托人在投资时可以放手去干，就好似其本身即为信托资产所有人那样。当然，信托在成立时还是可以约定受托人进行投资的权限，若授予人希望对之设定限制，完全还是可行。信托契据内的约定凌驾于该法案之上。举个简单的例子，授予人可在信托契据内约定只允许信托投资于土地，那么即便《2000年受托人法案》(“Trustee Act 2000”)赋予了受托人更宽泛的投资权限，受托人还是要依信托契据内之约定行事。

该法案同时也对受托人施加了一些过往法律中没有规定的责任，例如法定注意义务(duty of care)。该法案要求受托人必须以实现信托受益人的最优利益为目标，对于不同级别的受益人，受托人必须在投资决策时不偏不倚(特别因为部分信托的受益人可能仅从信托资产的定期收益获益，而另外部分受益人可能仅从信托资产的资本增值获益)。

该法案对专业受托人或信托公司提出了更高的标准。以法定注意义务为例，该法案要求具备相关知识和经验的专业受托人必须要合理地尽其所能来履行该义务。相较于专业受托人而言，由普通家族成员出任的受托人仅须以相对较低的标准来要求，当然如果碰巧这位家族成员也是专业人士，那么又另当别论。

该法案规定了受托人有**分散投资义务**。那么倘若受托人将所有信托资产都放在银行存款中，也属不符合分散投资的要求。

该法案规定了受托人有**保障投资适当性的义务**，即其所进行之信托投资须与信托成立时的约定相吻合，且照顾到不同受益人的差别化需要。受托人要仔细权衡每项投资的具体金额和承担的风险。

该法案规定了受托人有**评估信托投资义务**。受托人并不能在信托成立后做完一次性投资就一走了之。市场在变化，投资标的的情况也在变化，受托人应当根据信托的条款和受益人的需要对信托投资不时做出评估。

该法案规定了受托人有**获取意见并考量意见的义务**，即从相关的专家处获取适当的意见。比如涉及到信托成立，那么就可能需要征求专业信托律师的意见；信托中的税务问题则可向会计师或税务顾问请教；而信托投资则向持牌的财务顾问咨询。当然，该法案也谈及合理性，受托人需要权衡获取相关意见所耗之成本与可以因此获得的益处。

2.2.2 美国

从十九世纪到二十世纪初，美国对信托投资相关的立法走了一条与英国近似的道路，先是制定一个严格的“合法投资标的列表”，列明法律允许信托投资的范围，初期通常就是国债和首次按揭贷款，逐渐部分州才不情愿地慢慢将企业债也列入允许范围。

然而，美国就信托投资的立法率先从“合法列表”的传统做法中解脱出来，解脱的种子萌芽于马萨诸塞州。在 1830 年著名的 *Harvard College v Amory* 一案中，马萨诸塞州最高法院在判决中确立了“谨慎人士规则” (prudent person rule)，要求“受托人应当像一个谨慎的人士处理自己的事务一样，抛开投机，仅考虑其所管理资产的长期稳定，同时权衡资产可能产生的收益以及投资资本的安全性”。

马萨诸塞州最高法院的判决抛弃了先前英美法体系中试图去具体规定信托投资标的的许可列表的做法，而向前迈进了一大步。谨慎人士规则为信托投资设下了行业规则，一个信托的受托人往往会参照其他管理类似信托的受托人的做法。

伴随着谨慎人士规则的诞生，之后的司法实践中又不断批准了信托投资于各类公司发行的证券，包括股票和债券。

谨慎人士规则中非常强调的一点就是避免“投机”，因而二十世纪上半叶的许多美国受托人以保障资本安全、避免投机为主要导向，偏好投资长期政府债及企业债券，这类资产成了信托投资的主流。

二战以后的投资实践则给保守的信托资产投资管理模式以新的挑战，大量的债券投资可能令债券的持有者无法抵抗巨大的通胀风险。债券的实际价值下跌不见得少过股票。现代组合投资理论大都相信，根据经通胀调整后的实际收益来看，股票还是能够在长期跑赢债券的。Roger G. Ibbotson 和 Rex Sinquefeld 长期对美国市场的不同资产类别与通胀的数据做追踪，得出结论亦是由上世纪二十年代起经通胀调整后，股票大幅跑赢债券。纽约大学商学院的教授 Aswath Damodaran 也做了类似数据汇总，截止到 2020 年年末的结果如下：

	美国股票	3 月期美国国债	10 年期美国国债
	几何平均年化收益		
1928 年-2020 年	9.79%	3.32%	4.95%
1971 年-2020 年	10.80%	4.46%	6.89%
2011 年-2020 年	13.75%	0.51%	4.40%
	算术平均年化收益		
1928 年-2020 年	11.64%	3.36%	5.21%
1971 年-2020 年	12.18%	4.51%	7.29%
2011 年-2020 年	14.34%	0.51%	4.64%

上述的研究结论令受托人们在二十世纪下半叶将信托投资慢慢转向，逐渐增加股票的配置。更有些信托在设立之初便确定了愿意承担股票投资较高的波动率。

与此同时，对现代组合投资理论熟悉的学者和投资从业人员开始号召对“谨慎人士规则”进行改革，主张需将风险与收益有相关性、非系统性风险可通过分散投资来降低等现代理论纳入对受托人的要求。

美国法律协会(American Law Institute)在《美国信托法重述(第 3 版)》(“Restatement of Trust 3rd”)中采纳了《统一谨慎投资者法》(Uniform Prudent Investor Act, 以下简称 UPIA)。UPIA 主要就是将现代组合投资理论与“综合回报”的概念考虑进来，在做信托投资决策时将各种资产类别看成整个投资组合的一部分，不过分拘泥于单一或部分投资的风险，但着重整个组合的风险及综合收益。

UPIA 有三个方面与信托法传统中对信托投资的要求有所不同：首先，其强调信托投资的组合需要分散，而非单纯集中在看似低风险的债券中；其次，以往相关法律要求“避免投机”，但 UPIA 则改以要求受托人在投资时衡量具体信托的风险偏好和承受度，相应作出投资决策；其三，UPIA 颠覆了英美信托法传统中限制受托人进一步转委的原则，反而鼓励受托人将相应的投资授权予专业投资人。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



王小刚
+86 21 6043 3988
+852 2592 1978
steven.wang@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2021