

证券投资信托的法律关系 与立法课题*

[韩]金容载** 著 南玉梅*** 译

摘要: 证券信托的法律关系中存在着投资者、销售公司、委托公司等当事人。本文力求明确委托公司与受托公司之间,谁是对外法律行为的主体,可以对外行使处分权,以及谁是内幕交易的当事人等实践争议问题。本文从韩国法律入手,重点分析了信托关系主导权的改变,以及导致这一改变的制度因素;对比探讨了各方法律关系的理论发展;分析了现行投资信托法中受托公司可以作为法律上的处分权人及成为对外法律行为主体的原因,并提出条文修改建议。

关键词: 证券投资信托 委托公司 受托公司
投资者 金钱借贷

* 《증권투자신탁의 법률관계 분석과 입법적 과제》,原载《金融法研究》2018年第15卷第2期。感谢作者及期刊社授权翻译。

** 韩国高丽大学法学专门大学院教授,金融法研究中心主任。

*** 武汉大学法学院讲师。

一、绪论

证券投资信托的法律关系存在诸多当事人,如投资者、受益证券销售公司、委托公司以及受托公司等。^{〔1〕} 本文聚焦于论述证券投资信托关系中委托公司与受托公司中谁是法律上的处分权人,在分析证券投资信托法制的渊源与变迁、法律以及判例的基础之上明确答案。明确上述问题的意义在于,确定证券投资信托关系中的处分权人能够确定关联关系的构成,以及能够为内幕交易的当事人提供界定标准。证券信托投资发展到今天,学界与理论界仍未意识到问题的重要性以至于投资合同记载引发不必要的误会。1995年法中委托公司在证券投资信托关系中处于主导地位,而导致这一局面的根本原因在于日本证券投资信托法对韩国法制的影响。然而,这一影响随着1998年法采纳英国立法例而发生了根本性的改变。即,证券投资信托关系中,受托公司代替委托公司占据主导地位。但是,立法的改变未能引起实践的充分注意,法律实施过程中仍然存在坚持旧法惯例的痕迹而引发纠纷的频频发生。

文章的第二部分重点分析委托公司到受托公司的作用改变,并分析导致这一改变的制度因素。第三部分重点对比分析投资者、委托公司与受托公司法律关系的理论发展,如单纯信托说、双重信托说、实质信托说以及组织契约说等。随后在文章的第四部分着重分析信托法制。现行的资本市场法与信托法均明确受托公司为法律上的处分权人,是对外法律行为的主体。与此同时,在资产运营方面,除特定情况下委托公司能够以其名义直接处分信托财产之外,受托公司均为处分权的主体。金钱借贷是例外的特定情况,此时有必要进一步界定金钱借贷是否属于资产运营行为,判决争议的焦点大多集中于此。当委托公司以其名义处分财产时,处分权人为委托公司所以委托公司承担责

〔1〕 本文为便于理解,将韩国资本市场与金融投资业法(以下简称资本市场法)中的集合投资机构、集合投资人、信托业者分别翻译为:证券投资信托(或投资信托)、委托公司、受托公司(或受托人)。

任。第五部分简单介绍对韩国信托法制带来重大影响的日本与英国的立法模式,并在第六部分整理委托公司与受托公司间的几则代表性判决。第七部分对全文进行了总结,是本文的结论。

二、证券投资信托关系中委托公司地位的变化

(一)1995 年法与 1998 年法的根本差异

明确证券投资信托的法律性质首先应当比较分析 1995 年法与 1998 年法,并以此为基础明确(旧)证券投资信托业法中规定的当事人的法律地位。^[2]理由在于,1998 年法律第 5558 号修订相关条款时完全废除了委托公司在证券投资信托中的核心地位,然而,1998 年修法的内容直接反映在(旧)间接投资资产运营业法与现行的资本市场法之中。

表 1 1995 年法与 1998 年法的差异

1995 年法	1998 年法
<p>第 7 条(受益证券的赎回)</p> <p>1. 受益人有权请求发行受益证券的委托公司以现金方式赎回其证券。但由于委托公司的解散、撤销许可又或停止营业等总统令规定的事项(以下简称为“解散等”)而无法赎回时,可依总理令直接向受托公司请求赎回</p> <p>2. 第 1 款情况外,自销售公司买人的受益证券,可向销售公司请求赎回证券。但根据证券交易法等其他法律规定,销售公司因解散等事由导致无法赎回时,可向委托公司请求赎回</p> <p>3. 根据第 2 款但书的规定,收到赎回请求的委托公司因解散等事由无法履行赎回时,可准用第 1 款但书的规定</p>	<p>第 7 条(受益证券的赎回)</p> <p>1. 受益人有权请求发行受益证券的委托公司以现金方式赎回其证券。但由于委托公司的解散、撤销许可又或停止营业等总统令规定的事项(以下简称为“解散等”)而无法赎回时,可依财政经济部令直接向受托公司请求赎回</p> <p>2. 与之前相同</p> <p>3. 与之前相同</p>

[2] (旧)间接投资资产运营法随着资本市场法的制定而废除。

续表

1995 年法	1998 年法
<p>4. 根据第 1 款至第 3 款的规定收到赎回请求时,赎回义务人应当于 15 日以内赎回证券。但天灾、地变、有价证券市场的封锁、停止、休场等不可抗力情形下,可基于财政经济部长官的批准下延期赎回</p>	<p>4. 根据第 2 款收到赎回请求的销售公司应当立即要求委托公司(适用第 3 款规定时指受托公司)接受赎回</p> <p>5. 根据第 1 款至第 4 款的规定,有义务赎回的委托公司或受托公司应当以解除信托所得现金履行赎回义务</p> <p>6. 根据第 1 款至第 5 款规定赎回受益证券时,按第 29 条第 1 款规定确定赎回价格</p> <p>7. 根据第 1 款至第 3 款规定,接受赎回请求的委托公司、受托公司或销售公司,因信托财产(有价证券)的出售迟延等事由无法在第 21 条第 1 款规定的证券投资信托合同中约定的日子赎回受益证券时,应当立即通知受益人</p>
<p>第 30 条(基于固有财产销售受益证券)</p> <p>1. 取得第 10 条第 1 款第 2 项业务许可的委托公司可基于其固有财产赎回受益证券</p> <p>2. 第 1 款的情形下,委托公司可取得标准价格变动导致的差异</p>	<p>[删除]</p>

1998 年以前投资信托与存款商品无实质差别,并认为委托公司作为投资信托公司应当承担投资风险。正因为如此,金融监督当局特别关注委托公司的财务健全性。^[3]基于此,实践惯例中将委托公司视为信托财产的保管人,并认为委托公司是信托财产的实质处分权人。

[3] 1998 年《投资信托业法》(1999 年 9 月 16 日)与模范投资信托条款修订之前,韩国证券投资信托以债券基金为主,由于债券基金附加多种限制条款(出售式、债券账簿价评估、基准价格的计算、当日赎回、投资信托固有资产为限的赎回制度)导致其与银行存款差异不大,均为利率确定的投资商品。但是,对投资人与投资信托公司都具有重要的是投资信托销售的基金能否以其固有资产赎回。换言之,投资信托或销售公司的财务健全性问题(参见 Park Samcheal & LEE Jounggi:《从制度层面看投资信托法制的基本结构与发展战略》,载《弘毅法学》2014 年第 15 卷第 1 号)。

随着大宇集团的破产触发大宇公司发行的公司债与 CP 的赎回事件,信托业本身急于恢复行业信用不断促进法律修订与相关判决的产生。随着信托行业对信托本质的不断强化,1998 年法律修订中区分了投资信托与银行存款,并将信托本质界定为适用买者自负原则的投资商品,明确委托公司对受托公司经营行为的监督权。1998 年的修法亮点集中在下列几个方面:第一,通过 1998 年证券投资信托业法标准投资信托条款的修订确立“基金资产的赎回”方式;^[4]第二,1999 年大宇集团破产依法大量大宇债券赎回事件;第三,2000 年强化受托公司对委托公司的监督权;^[5]第四,2002 年与 2003 年法院判决受托公司有权对外代表信托财产履行法律行为的权限。^[6]随着 1998 年法律对受托公司作用定位的改变,1995 年与 1998 年法律对委托公司的作用定位也随之发生了改变。

(二)1995 年法中委托公司的地位

1998 年法对 1995 年法的两个条款进行了修订。1995 年法规定,第一,委托公司(或销售公司)固有资产为基础设定出售型投资信托,并以固有资产为限额支付回赎金;第二,以债券账面价格支付回赎金等。上述规定于 1998 年变更为:第一,募集型投资信托的转换,^[7]废除固有资产为限支付回赎金;第二,以债券市场价为标准支付回赎金等。可以说,1995 年法通过“委托公司对固有资产设定的投资信托承担赎回义务且赎回价格为账簿平均价格”的规定赋予委托公司在投资信托法律关系中

[4] 随着 1998 年投资信托业法与模范投资信托条款的制定,韩国证券投资信托逐渐出现依募集式销售、债券市价评估、未来价格确定的基本标准、次日赎回以及基金财产为限的赎回等。

[5] 通过这次修订不再允许委托公司与销售公司以其固有财产赎回受益证券,转而适用由投资者承担投资风险的买者自负原则。投资者利益保护的层面,基金业绩的信息公开与投资信托公司对基金运营的监督变的日益重要。2000 年 1 月法律修订后从制度层面通过赋予受托公司的监督权的方式明确了监督必要性(参见 Park Samcheal:《投资信托解说》,三宇社 2001 年版,第 142 页)。

[6] 大法院判决信托财产的所有人为受托公司,信托财产的对外法律行为必须通过受托公司而为,改变了旧法体制下委托公司主导的模式。

[7] 委托公司(又或销售公司)以自己的固有资产设定投资信托而取得受益证券之后,将受益证券销售向投资者销售的方式(参见现代证券股份公司编:《投资信托的理论与实务》,MUHAN 图书出版社 2002 年版,第 426 页)。

的主导权,但随着1998年法的修订委托公司的地位与作用逐渐发生改变,委托公司已不再具有主导权。旧法模式下,学界基于双重信托说解释委托公司的主导作用,并认为投资者(受益证券持有人)和委托公司(又或销售公司)间的法律关系在证券投资信托中占核心地位,且委托公司(又或销售公司)以其固有资产对投资者承担赎回义务构成证券投资信托法理基石。^[8]可以看出,当时的立法条件下,受托公司仅为信托财产的保管人,委托公司有权在固有财产上设定投资信托且对此承担赎回义务,并有权实质处分信托财产、对外代表投资信托行使权利。^[9]

大法院2006年12月8日宣告2002DA19018判决中指出,“旧证券投资信托业法(1998年9月16日法律第5558号修订之前)规定,委托公司承担受益证券的赎回义务,且赎回义务不得违反业绩分配主义与有限责任等两大投资基本原理”。不仅如此,“旧证券投资信托业法(1998年9月16日法律第5558号修订之前)又规定,委托公司或销售公司以固有资产为限的赎回义务在‘大量发生受益证券的赎回请求以至于不能通过委托公司或销售公司的固有资产履行赎回义务时,又或天灾、地变、有价证券市场封锁等不可抗力事由导致无法形成受益证券有效市场价时,以及有价证券账面价值与市价之间发生较大差距以至于按照账面价值赎回时,严重损害业绩分配主义乃至受益人平等待遇原则等信托的本质时’可以例外的允许变更”。

[8] 委托公司(或销售公司)以受益证券销售款为基础设定投资信托。2004年(旧)间接投资资产运营法实施后,投资信托设定方式全面变更为募集式(参见 Park Samcheal & LEE Jounggi, 前注[3], 第543页)。

[9] 当时销售公司也承担非常大的压力。大法院判决“旧政权投资信托法的历史沿革与变迁过程表明,未取得受益证券销售许可的委托公司必须与销售公司签订受益证券销售委托合同,然而旧证券投资信托业法将销售公司的资格限定在大规模的证券公司(第2条第5款、第9条第1款),并将销售公司限定为区别于委托公司的‘赎回义务人’(第7条第2款),不仅如此,证券投资信托的实践来看,销售公司作为受益证券的销售与赎回业务的主体承担连接受益人与委托公司的中介作用,不仅直接接触受益人而且还直接收取销售报酬与赎回手续费、根据受益证券委托销售合同委托公司与销售公司承担独立的责任等,综合上述理由销证券投资信托业务中,销售公司不仅仅是委托公司的代理人而是能够独立承担责任、独立履行受益证券销售业务的当事人”(参见大法院2006年12月8日宣告,2002DA19018判决)。

(三)1998年法中委托公司的地位

1998年修订后的法律大幅度改变了委托公司的地位,不仅删除了委托公司对固有资产的赎回义务,还明确了市场价赎回方式。不仅如此,随着2004年(旧)间接投资资产运营法的修订确立了募集式投资信托,委托公司不再承担对固有资产设定投资信托的义务。1998年修法后,委托公司在证券投资关系中不再承担主导作用,重新回归其应有的地位。大法院2006年12月8日宣告2002DA9018判决指出“1998年9月16日法律第5558号证券投资信托业法删除第30条(委托公司对固有资产的赎回权)表明委托公司与受托公司仅能依部分信托解除后的现金赎回资产”。可见,证券投资信托关系中委托公司与受托公司的关系是信托合同的当事人,其内容重点涉及信托财产的运用、管理与处分。尤其是确立了信托公司作为信托财产受托人的重要地位,明确受托公司对信托财产的管理、处分权,委托公司仅对信托合同运营问题上承担有限的作用。^[10]

三、投资信托的法律性质

根据资本市场法的规定,委托公司与受托公司应当分离。本条规定是确定投资者与委托公司的关系、委托公司与信托公司的关系,以及剖析投资信托的法律性质的理论基石。^[11]

(一)单纯信托说^[12]

1. 主要内容

投资者与委托公司的关系为信托,委托公司与信托公司的关系为单纯保管关系。换言之,于投资者而言,委托公司是信托关系的受托人,信

[10] 参见 Park Samcheal & LEE Jounggi, 前注[3], 第539页。

[11] 投资信托刚出现的时候,受托人具有信托财产的所有权与运营权,与信托法上受托人的地位非常类似。随着制度的演进发展,投资者保护层面的治理结构需要运营权逐渐分离至委托公司之中(参见 Park Samcheal & LEE Jounggi, 前注[3], 第537页)。

[12] 《资本市场法》第184条第4款规定,“集合投资人不得成为保管与管理自己运营的集合投资资产的信托公司”。

托公司是单纯的保管义务人。

2. 批判

单纯信托关系说违反《资本市场法》第 188 条第 1 款的规定。理由在于,在公募投资信托关系中,委托公司与受托公司必须签订信托合同(强制缔约义务)。^[13]不仅如此,从治理结构的角度受托公司无法监视委托公司行为,即有违《资本市场法》第 247 条第 1 款的规定。^[14]

(二) 双重信托说

1. 主要内容

投资者与委托公司以及委托公司与受托公司均为信托关系,其中投资者与委托公司为能动信托,委托公司与受托公司为受动信托。投资者与委托公司的关系中,投资者兼具委托人与受托人(自益信托)地位。双重信托说将投资者与委托公司的关系视为基本投资信托,而将委托公司与受托公司的关系视为保管信托财产的附属信托关系。由此,委托公司与受托公司均为信托关系中的受托人,受托公司是受动信托的受托人,处于消极的受动地位。换言之,投资者将投资款信托至委托公司,委托公司仅将其部分受托业务,即信托财产的保管、管理业务重新信托至受托公司。

[13] 《资本市场法》第 188 条(信托合同的缔结等):设定投资信托的集合投资人与信托公司签订含下列事项的信托合同。

1. 集合投资人与信托公司的商号。
2. 根据信托本金的价格与第 189 条第 1 款及第 3 款的规定,投资信托的受益权(以下简称“受益证券”)的总持股数量。
3. 投资信托财产的运营及管理事项。
4. 利益分配与赎回事项。
5. 集合投资人、信托公司的报酬及其手续费的计算方式与支付时间、支付方法。但集合投资人委托标准价格计算业务时,委托手续费应当由投资信托财产承担。
6. 受益人大会的事项。
7. 公示与报告书事项。
8. 由总统令规定的其他保护受益人所必须的事项。

[14] 《资本市场法》第 247 条(运营行为的监督):保管和管理集合投资财产(排除投资公司财产)的信托公司应当根据总统令规定的标准与方法监督集合投资人的运营指示与运营行为是否符合法律、投资说明书(含预备投资说明书及简易投资说明书)。若存在违法违规时,可以要求集合投资人变更或撤销运营指示。

2. 批判

第一,投资者与委托公司之间难以成立信托关系。尤其是出售型投资信托中,虽然委托公司与受托公司间存在信托关系,但投资者与委托公司仅为受益证券的买卖关系,无法成立信托关系。^[15]投资者直接投资至委托公司的募集式投资信托中,投资者的定位是受益证券的买受人(受益人),而非委托公司的委托人。双重信托说的主要矛盾在于,如何将非信托财产的所有人—委托公司视为信托的受托人。^[16]

第二,受益证券大多采承销或包销的方式销售,倘若证券承销商自投资者受领金钱的行为也可被定性为信托关系,那么投资信托关系极易产生三重信托又或四重信托关系。

第三,信托的核心在于赋予受托公司基于资产受托而带来的信托义务。倘若委托公司与受托公司之间成立信托关系,则委托公司处分资产后很难再被定义为受托人。不仅如此,根据《信托法》第42条的规定,受托人应当独自处理信托事务又或委托第三人处理,^[17]因此,基于委托公司在维持受托人地位的同时不能再次设定信托,即受托人再次成为委托人从理论上很难自圆其说。

第四,倘若投资者与委托公司间将委托公司视为受托人,意味着委托公司需根据资本市场法的规定取得信托业的许可。即集合投资业以外,还需要取得信托业的许可。

第五,委托公司与受托公司的关系解释为受动信托时,意味着受托公司处于消极地位,此时根据受动信托说很难合理解释《资本市场法》

[15] 参见 Kang Heaycheal/Zao Shangouk/Cha Teajean:《证券信托的几点法律争议》,载《证券法研究》2003年第4卷第2号。

[16] 基金业务的实操过程中,系统建设已经切断了委托公司向投资者获取资金的可能性,由于委托公司无法接收投资款,因而受益证券销售款缴纳至受托公司之前,投资者与委托公司的关系也不能解释为信托关系(参见 Park Samcheal & LEE Jounggi,前注[3],第544页)。

[17] 根据《信托法》第42条第1款的规定(“受托人存在正当事由时可以通过取得受益人同意的方式,委托他人代为履行信托事务”),原则上受托人应当自己履行职务,此为英美信托法上的“duty not to delegate”。此外,根据本条款第3项(“代替受托人处理信托事务的人与受托人承担相同的责任”)的规定,受托人能够委托他人代为履行职务,但此时受托人与第三人均承担“fiduciary duty”(参见法务部:《信托法修订解说》,2010年版,第324~328页)。

第 247 条第 1 款规定的受托公司对委托公司的监督权。基于此近期学界对受动信托的有效性本身具有疑虑。^[18]

(三) 实质信托说

1. 内容

实质信托说将投资者与委托公司间的关系解释为类似信托关系,而将委托公司与信托公司的关系解释为信托。区别于双重信托说,实质信托说认为,委托公司与受托公司为最基础的投资信托法律关系,但投资者与委托公司关系中,投资者通过买受益证券视为对信托合同的追认而取得受益人地位,成功加入信托关系之中。可以说,将此种形式称为类似信托关系的理由在于,为了使得委托公司对投资者承担高度的注意义务。

2. 评价

契约关系中也应当承担高度的注意义务,所以,实质信托说以承担高度注意义务为由将委托公司对投资者的关系解释为类似信托关系较为牵强。^[19]受托公司基于信托关系将资产运营权全权委托至受托公司。然而,根据《信托法》第 42 条第 1 款第 3 项的规定,委托公司作为替代受托公司管理资产运营业务的人,针对资产运营承担与受托人相同的信义义务(fiduciary duty)。^[20]由此可知,即便不解释为类似信托关系,资产运营阶段委托公司对投资者仍然承担高度的注意义务。值得肯定的是,自 1998 年修法以后实质信托说与双重信托说在剖析投资信托关系中作出了重要贡献,具体表现为两者将委托公司与受托公司的关系定位为基本信托关系,而将投资者与委托公司的关系定义为附属关系。

另外,能否将委托公司与受托公司的关系定义为实质信托说中的信

[18] 受动信托仅为名义信托,本质上是委托公司为了保留信托财产的违法行为而无效。正因为如此,信托法明示了受动信托的有效性条款(参见司法部:《信托法修订解说》,2010 年版,第 15~16 页)。

[19] 根据合同关系的性质有可能承担高度的注意义务,因此,无须使用信托类似关系的术语(参见 Lee Jonggi:《投资信托的法律性质与当事人地位》,载《商事法研究》2004 年第 23 卷第 2 号)。

[20] 信义义务是指全心全意为客户利益而运营资产(参见 Kim Yongjea:《投资中介、买卖业者的注意义务——以美国 Broker Dealer 的义务为核心》,载《证券法研究》2013 年第 14 卷第 3 号)。

托关系?投资信托中,运营权限归委托公司所有,受托公司仅对委托公司的资产运营权承担监督权,一般意义上受托人无资产运营权时,很难将其界定为信托关系中的受托人。^[21]值得注意的是,《信托法》第42条第1款规定的自己执行义务条款为任意性规定,即允许转委托。换言之,投资者作为受益人通过将资产运营权委托至委托公司的方式加入投资信托关系之中,委托公司根据转委托的规定,将资产运营权转委托至受托公司。由于资本市场法是信托法的特别法,从政策性角度将本属于受托人的资产运营权赋予至委托公司,也有一定的道理。因此,即便受托公司无资产运营权,但仍构成信托法上的信托人。

(四) 组织契约说

1. 内容

组织契约说与实质信托说均认为委托公司与受托公司的关系是基本信托关系,即受托公司基于信托关系持有信托财产,^[22]除此以外的其他则是基于投资信托关系的组织契约关系。由此可见,组织契约说认为委托公司与受托公司之间的信托关系仅在持有信托财产问题上成立。根据组织契约说能够完美解释《信托法》第42条第1款第3项的规定,即持有资产的受托公司与委托公司之间通过签订委托资产运营权的合同的方式设定投资信托。

组织契约说认为,虽然委托公司不持有资产却依资本市场法对投资者承担基于合同上的善管义务。理由在于,组织契约说在资金缴纳方面不认为投资者与委托公司之间存在固有的投资信托关系。进一步来讲,销售型的投资信托视为买卖受益证券。此外,募集式投资信托虽然可以视为金钱信托,但委托公司将资金信托至受托公司而成立的投资信托,其信托关系会基于金钱信托的目的实现而消灭。

2. 批判

从韩国法律制度角度而言,无法合理解释组织契约的准确内涵。不仅如此,组织契约角度无法准确解释受托公司对信托财产的运营权。参考实质信托说,从资本市场法的角度将其解释为,信托财产运营权受限

[21] 参见 Lee Jonggi, 前注[19]。

[22] 即所谓委托公司与受托公司间设定信托后的关系视为投资信托。

但不影响信托本质,可能更为合理。^[23]又或根据《信托法》第42条第1款的规定,解释为信托合同将资产运营事务委托给委托公司,可能更为准确。

(五) 小结

1. 受托公司的地位

单纯信托说认为受托公司是委托公司的受托人,而双重信托说则认为受托公司仅有单纯管理与持有的权限,两者均与资本市场法的规定不符。与此相反,实质信托说与组织契约说认为受托公司处于受托人地位,受托公司基于信托法上的受托人地位管理处分信托财产,受托公司不仅是受托资产的名义持有人,更是基金交易中损益归属的计算主体。

2. 委托公司的地位

单纯信托说、双重信托说将委托公司定义为信托关系中的受托人,然而,不持有信托财产却被视为受托人,不符合信托法理。理由在于,《信托法》第31条规定,“受托人作为信托财产的权利义务主体,为了达到信托目的而具有管理处分信托财产的权利。但是可以通过限制信托行为的方式限制权限”。可见,受托人持有信托财产是理所应当的事情。实质信托说认为委托公司具有与受托人类似的地位,类似地位源自委托公司对信托财产的实质运营权,但委托公司的实质运营权应当解释为委托公司对投资者承担的高度的注意义务。组织契约说根据资本市场法与委任合同要求委托公司承担注意义务。

四、资本市场法令与相关规定的检讨

以下围绕资本市场法的重点法条,通过解释具体条款探讨制度主旨可以得出,证券投资信托法律关系中,受托公司具有法律上的处分权,委托公司具有资产运营权。

[23] 其余的组织契约说认为,募集式投资信托的情况,投资者与委托公司之间最初缴纳资金时为信托关系。此时存在委托公司应当取得信托业的许可的问题。Lee Jonggi教授认为,“此时的信托是法院为了保护投资者而个别认定的信托合同,而非委托公司以营业为目的而而为的信托行为”(参见 Lee Jonggi,前注[19])。

(一) 信托财产的处分权与经营人的分离

1. 证券投资信托的定义与委托公司与受托公司的分离

(1) 法律规定

《资本市场法》第9条第18款第1项

集合投资机构(以下简称为“投资信托”)是指作为集合投资人的委托人将财产信托至受托人,且要求受托人按集合投资人的指示投资、运营时的信托形态。

(2) 条款解读

根据资本市场法对投资信托的定义可知,受托公司对信托财产具有处分、管理权,而委托公司仅具有指示权。《资本市场法》与《信托法》第31条的区别在于,区分了信托资产的处分权人与管理(指示)权人。《信托法》第31条将受托人的处分权限定在信托行为之中,而资本市场法则将受托公司的处分权与委托公司的运营(指示)权分别赋予不同的主体。

2. 运营投资信托财产时,委托公司对受托公司的指示权及例外情况下委托公司的自营权

(1) 法律规定

《资本市场法》第80条(资产运营的指示与实施)

①投资信托的集合投资人运营投资信托财产时,有权根据总统令的规定对保管、管理投资信托财产的受托人指示其取得、处分信托资产,受托人应当根据集合投资人的指示取得与处分信托资产。但为了信托财产的有效运营,集合投资人可以在必要情况下根据总统令的规定以自己的名义直接取得、处分信托资产。

②投资信托的集合投资人(含保管、管理信托财产的信托业者)根据第1款的规定取得、处分信托财产时,以信托财产承担责任。

《资本市场法》第247条(监督运营行为)

①保管、管理集合投资财产(不含投资公司财产)的受托人有权根据总统令规定的标准与方法监督集合投资人对集合投资财产的运营指示等行为是否符合法律、集合投资规约以及投资说明书(含预备投资说明书和简易投资说明书等),若运营指示行为存在违法违规又或违约时,有权要求集合投资人撤回又或变更。

(2) 条款解读

根据《资本市场法》第 80 条第 1 款及第 2 款的规定,委托公司指示受托公司资产运营时,受托公司以自己的名义取得或处分目标资产。此外,根据第 80 条第 1 款但书的规定,总统令规定的例外情形下,委托公司可以以自己的名义直接取得或处分目标资产,此时委托公司取得或处分目标资产的财产来源只能是信托财产而非固有财产。^[24]以 1998 年为“分水岭”,上述规定存在巨大差异。

从《资本市场法》第 80 条的规定来看,受托公司似乎只能被动地遵守委托公司的指示,又或受托公司无法干预委托公司以自己名义运营资产的行为,但实际情况并非如此。《资本市场法》第 80 条的规定还需结合《资本市场法》第 247 条的特例来看。即,《资本市场法》第 247 条中规定,受托公司有权全面监视委托公司对资产的运营行为,确立了受托公司积极的监督权。面对资产运营,受托公司不再是消极的旁观者,有权监督委托公司是否积极地为投资者利益而努力。^[25]第 247 条的立法意味着限制了委托公司的资产运营权,从另一侧面反映出委托公司在证券投资信托法律关系中已不再具有主导地位。^[26]

(3) 资本市场法施行令

《资本市场法施行令》第 79 条第 2 款规定了例外情形下委托公司有权直接取得、处分信托资产的情形。

《资本市场施行令》第 79 条(资产运营的指示方法)

②第 80 条第 1 款但书中规定“总统令规定的情形”是指,信托合同中约定以下列方法运营投资资产的情形:

[24] 委托公司经营的信托财产本质上是信托至信托公司的,因此法律上的处分权人是信托公司,信托公司能够以其名义取得或处分,委托公司不得以自己的名义取得或处分信托财产。但总统令规定的必要范围内委托公司能够以自己的名义取得或处分信托财产(参见韩国证券法学会编:《修订版资本市场法注释书 1》,博英社 2015 年版,第 441 页)。

[25] 参见韩国证券法学会编:《修订版资本市场法注释书 2》,博英社 2015 年版,第 349 页。

[26] (旧)《证券投资信托业法》第 41 条是现行《资本市场法》第 247 条的前身。1999 年为止(旧)《证券投资信托业法》第 41 条规定,当委托公司对信托财产的运营指示违反法律或信托条款时,受托公司有权要求委托公司变更或撤回运营指示。但 2000 年 1 月上述条款从“受托公司有权利要求”变更为“受托公司有义务要求”,由此可知,受托公司对委托公司的监督权是强制性的,凸显了受托公司的核心地位。

1. 符合下列证券买卖的情形。

第一,证券市场或海外证券市场中上市的股份、与股份证券关联的证券托管证券、受益证券及衍生结合证券;

第二,根据法第 390 条规定的证券上市规范,请求预备上市后取得符合伤势标准的交易所确认的法人发行的股份证券、股份证券相关的证券托管证券、受益证券以及衍生结合证券;

1 之 2. 买卖符合下列规定的债务证券(含外国发行的类似的债务证券):

第一,国债;

第二,地方债;

第三,特殊债券;

第四,公司债(限于自信用评级公司取得信用评级的公司债,信用评级所需事项由金融委员会公示);

第五,符合第 183 条第 1 款规定的企业票据证券或电子短期债券(《电子短期债券发行与流通法》第 2 条第 1 款规定的电子短期债券)。

2. 场内衍生商品的买卖。

3. 法第 83 条第 4 款规定的短期贷款。

4. 法第 251 条第 4 款规定的贷款。

5. 下列金融机构发行、贴现、买卖、中介、认购或保证的票据的买卖:

第一,银行;

第二至第七,(略)

6. 买卖可转让存款凭证。

7. 《外汇交易法》规定的对外支付手段的买卖交易。

8. 为了规避投资风险的场外衍生商品的交易或根据法第 5 条第 1 款第 3 项的规定以及金融委员会公示的标准签订的合同。

8 之 2. 附赎回条件的交易。

9. 金融委员会公示的有效运营投资信托财产所必要的情况。^[27]

[27] 根据《金融投资业规定》第 4-49(集合投资人名义的资产取得)施行令第 79 条第 2 款第 8 号的规定,投资信托的集合投资人应当与合同相对方签订以金利或债券价格为基础资产的外汇交易合同法(第 5 条第 1 款第 3 号的合同),当继续履行合同时,可以直接以自己的名义进行交易。

(4) 条款解读

《资本市场法施行令》第 79 条第 2 款对委托公司有权以自己的名义直接交易的情况限定在,有效运营投资信托财产所必需的情况(上市证券的买卖、场内衍生商品的买卖、短期贷款、CD 的买卖、对外支付手段的买卖、对冲为目的的场内衍生商品的买卖)和符合一定标准的外汇交易。此时考虑到“规模经济”和“经济条件的变化”,经营复合且多样性投资信托的委托公司直接以自己的名义处分投资目标资产时,委托公司即变为法律行为的当事人。^[28]从结果上看,产生了节约费用与资产运营弹性的有益结果,并给投资者带来了最大的利益。立法上严格限定委托公司直接管理委托资产的理由是受托公司处分信托资产是投资信托法律关系的基本原则,不可轻易改变。同理,对外代表信托资产的只能是受托公司,委托公司不能成为法律行为的当事人。

3. 限制委托公司的金钱借贷

(1) 法律条款

《资本市场法》第 83 条(限制金钱借贷)

①集合投资人运营集合投资资产时,不得以集合投资机构的计算从事金钱借贷。但,符合下列情况时可以以集合投资机构的计算对外举债。

1. 发生第 235 条规定的集合投资证券的赎回而导致赎回款的支付困难;

2. 发生第 191 条及第 201 条第 4 款规定的收购而导致收购款支付困难。

②根据第 1 款的规定,以集合投资机构的计算举债时,借款总额不得超过集合投资机构资产总额中扣除负债总额的百分之十。

③第 1 款所称金钱借贷的方法、投资目标资产的限制取得等由总统令规定。

[28] 根据《资本市场法》第 80 条第 3 款的规定,“集合投资人根据第 1 款但书的规定取得或处分目标资产时,应当根据投资信托财产规定的资产分配明细公平的取得与分配资产。此时集合投资人应当根据总理令制作、保管与维持资产分配明细、取得或处分的结果、分配结果”。委托公司根据规模经济聚集(aggregation)证券或场内衍生商品时,应当根据各个投资信托类别公平的分配(fair distribution)。

④集合投资人运营集合投资资产时,不得将集合投资资产用于金钱借贷(除总统令规定的特殊情况下向金融机构借贷为期30日之内的短期贷款)。

⑤集合投资人运营集合投资资产时不得以集合投资资产为集合投资机构以外的人提供债务担保。

(2) 条款解读

委托公司不得以投资信托的计算(最终向投资信托利益归属为目的)借贷金钱,不得以信托财产向投资信托以外的人提供担保。也就是说,根据《资本市场法》第83条的规定,委托公司运营信托资产时,除发生大量赎回请求等特殊情况下,严格限制来自外部的金钱借贷。理由在于,委托公司仅具有以自己的名义与投资信托的计算运营信托财产的权限,不得超过运营权限以外进行借贷行为。此时,应如何看待受托公司的借贷行为,《资本市场法》第83条未给出任何答复。考虑到资本市场法是信托法的特别法,资本市场法无规定时,应当适用《信托法》。根据《信托法》第31条的规定,“为了实现信托目的,受托人在必要的范围内有权行使任何权利”,受托公司为了投资信托的利益,有权以自己的名义自第三人借贷金钱。^[29]

首尔中央地方法院2018年2月23日2017GUA04决定中指出,“本案中,从不动产的物色到企划、设计投资结构、募集投资信托的投资者、自大股东处借款,并决定投资方式与投资形态,决定资金运营等行为均属于投资信托财产的违法运营。本案中实施借贷交易的生命保险股份

[29] 对此存在多种观点。韩国证券法学会认为,“证券集合投资人对外借贷金钱时,集合投资资产的价格下降导致其丧失债务偿还能力而进一步引发集合投资人破产,必然会引起投资者的损失,因此有必要限制对外借贷行为”(参见韩国证券法学会编写:《修订版资本市场法注释书1》,博英社2015年版,第453页);ByenJeaho等则认为,“集合投资是指投资者投资的资金投资在有价值的投资对象,并将投资结果平均分配给投资者的过程,因此原则上集合投资机构不能自第三人处借贷资金”,从规定本身看,无法断定是否能够对外举债。理由在于,将《资本市场法》第83条第1款的规定解释为未明文禁止“集合投资人以外的第三人名义,以集合投资机构的计算举债”可能更加符合信托法理。此外,《美国标准信托法典》第816条(*Specific Powers of Trustee*) (5)规定,“a trustee may... borrow money, with or without security”,且《信托法重述》第2版第191条规定信托合同另有规定的情况,受托人可以举债(参见法务部,前注[17],第236~241页)。

公司作为交易当事人是‘违法运营信托的人’(指委托公司),此时信托公司作为保管、管理信托财产的受托人(《资本市场法》第184条第3款)是合同利益的归属者。因此,本案中的借贷交易的本质是以特殊关系人生命保险股份有限公司为相对人的资金交易行为”。笔者认为,上述法院的判决具有明显的错误,因为信托法中,有权以投资信托的计算借贷金钱的主体永远是受托公司而非委托公司。

(二) 资本市场法中投资信托基本结构的混乱:双重信托说的残余

1. 概述

现行《资本市场法》自1998年修订以来,基于信托法理与证券投资信托法理,在投资信托的法律关系中将委托公司与受托公司的关系视为信托关系。但在具体条款构造中仍残留1998年修订前的部分条款。也就是说,部分条款的规定仍是以双重信托说为理论构造的。未来法律修订中应重点统一这类条款,方能减少实践适用过程中的理解分歧与适用混乱。

2. 委托公司的信托本金全额金钱缴纳义务

(1) 法律条款

《资本市场法》第188条(信托合同的签订)

④根据第1款的规定,集合信托人设定投资信托时(含追加设定投资信托的情况),应当向信托业者全额金钱缴纳信托合同规定的信托本金。

(2) 条款解读与批判

第188条第4款的规定作为委托公司固有资产为基础且以信托财产出资为前提的出售式投资信托,但自1998年法律修订时(尤其是2004年实施的间接投资资产运营法以后)全面转变为募集式投资信托,其继续存在显得非常不合时宜。理由在于,募集式投资信托中无法通过信托合同提前确定信托本金。过去1998年修法以前的出售式投资信托可以提前确定信托本金,委托公司以其固有资产提前缴纳,并在取得全部受益证券后出售至投资者,然而,本条款显然不再符合现在的募集式投资信托。^[30] 出售式投资信托中,委托公司全额缴纳信托本金,信托设定中

[30] 参见 Park Samcheal & LEE Jounggi, 前注[3]。

委托公司具有主动权,但募集式投资信托中,委托公司不再对固有资产承担缴纳义务,因此,本条款现在的意义仅具有督促受托公司及时销售受益证券、募集资金而已。^[31]

3. 受益证券的发行与投资信托的解除

(1) 法律条款

《资本市场法》第 189 条(投资信托的受益权)

① 设定投资信托时,集合投资人应当平均划分投资信托的受益权而发行受益证券;

③ 当信托合同中约定的信托本金全额缴纳时,设定投资信托的集合投资人在取得信托公司的确认后,根据《股票、债券电子登记法》的规定以电子登记的方式发行投资信托的收益权;

⑥ 设定投资信托的集合投资人应当将受益人名册的制作业务委托至托管结算机构。

《资本市场法》第 192 条(投资信托的解除)

① 设定投资信托的集合投资人,有权获得金融委员会承认后解除投资信托。但,符合总统令规定而不存在损害受益人利益时,可以不取得金融委员会的承认而解除投资信托,此时集合投资人应当将解除事实立即向金融委员会报告。

(2) 条款解读与批判

第 189 条与第 192 条将受益人名册的制作与投资信托的解除规定是委托公司的固有权限,以至于引发委托公司为受托人的误导。这类条款均是委托公司中心论为基础的法律条款,是 1998 年修法以前的残余。从现在的业务流程来看,通过销售公司销售的受益证券,其缴纳款集中至受托公司,销售公司作为受益证券发行业务的主要负责人,是制作受益人名册的最佳人选,其次才是受托公司。由此可见,现行法律规定忽视了实操过程中受益证券发行业务的流程,突出委托公司的作用,是错误的。^[32] 不仅如此,考虑到受托公司作为信托财产的取得与处分权人,

[31] 根据第 188 条第 4 款的规定,“投资信托自集合投资人与信托业者签订信托合同以外,向信托业者全额缴纳本金是成立”。此时信托本金全额缴纳前集合投资人破产时,受益人不能完全获偿。

[32] 参见 Park Samcheal & LEE Jounggi, 前注[3]。

法律层面上有权解除投资信托的主体为受托公司。《资本市场法》第189条与第192条的规定试图将受益证券的发行与投资信托的解除权解释为委托公司的固有权,是引发证券投资信托法律关系理解错误的根本原因。

4. 信托财产的保管、管理业务的委托

(1) 法律条款

《资本市场法》第184条(集合投资机构的业务履行)

③投资信托、投资隐名合伙的集合投资人或投资公司应当将集合投资财产的保管与管理业务委托至信托公司。

《资本市场法》第247条(运营行为的监督)

①保管、管理集合投资财产(除投资公司财产)的信托公司……

(2) 条款解读与批判

《资本市场法》第184条第3款与第247条的前半部分是错误理解证券投资信托法律关系的源头。理由在于,这类条款直接照搬1998年修法以前的条款造成严重违反信托法理的错误结果。1998年以前,委托公司以固有资产设定信托并承担赎回义务,在投资信托关系中具有中心地位且有权处分信托财产。基于此,修法以前从效率的角度考量,将委托公司对信托财产的保管、管理业务委托至信托公司。但修法后,基于信托法理对信托关系全面整改,受托公司作为证券投资信托法律关系的中心地位,是处分、管理信托财产的权利人。此外,根据《信托法》第42条的规定,受托公司有权通过信托行为将部分信托事务委托至第三人,但资本市场法以法律规定的方式,而非信托合同的方式,在第80条第1款中规定受托公司有权将资产运营权委托至委托公司。直接导致的后果是,修订前后无法对证券投资信托法律关系进行合理化的解释,造成解释混淆。换句话说讲,法律下修订并不彻底,《资本市场法》第184条第3款与第247条前半款暗含单纯信托说与双重信托说的影子。^[33] 单纯信托说与双重信托说在塑造委托公司的中心地位之余,将

[33] 首尔大学金建植教授与郑顺燮教授认为,资本市场法赋予受托公司监督委托公司运营指示权的义务,因此不能将受托公司单纯的视为对信托财产的保管管理的受动人,而是应视为“管理处分”的地位的能动人[参见 Kim Gunsik, Jeoung Shunsep:《资本市场法》(第3版),斗圣社2013年版,第879页]。

受托公司定位在信托财产的保管与管理之中,有违信托法理。再次强调1998年修法以后,委托公司只在有限的范围内有权运营信托财产。^[34]目前来看,应当尽快着手修订资本市场法,明确受托公司对信托财产的处分权与管理权。^[35]

五、可供参考的立法模式

(一) 日本

日本是证券投资信托作为商事信托的代表,且信托银行作为受托人的证券投资信托属于委托人指示型投资信托。为了规制这类信托,信托法制定了特别法《投资信托及投资法人法》,^[36]即通过制定《投资信托及投资法人法》的方式建构信托法作为一般法的信托规范体系。证券投资信托的受托人除投资信托的构造、条款记载事项、股份运营的限制指示权、受益人的权利、运营报告书等必要事项适用《投资信托及投资法人

[34] 韩国证券法学会编写的《修订版资本市场法注释书2》中记载,“集合投资机构的信托人有义务监督集合投资人的资产运营业务,因此有必要区分运营与保管管理业务”。本人认为上述观点值得商榷,理由在于,信托财产的运营、保管与管理权限应当属于委托公司还是受托公司是先行需要解决的法律问题。虽然现行资本市场法的规定看似像上述权利赋予委托公司,但此为1998年以前的理论。根据随后的法律修订与信托法理论,信托资产的运营、保管与管理权限属于受托公司,即受托公司作为信托财产的所有人,将运营权委托至委托公司,并有权为受益人的利益监督委托公司的业务运营。

[35] 本文的匿名评审人倾向折中说,理由在于受托公司只是形式上重要的存在,实践中信托的设定等均由委托公司代劳。笔者认为,受托公司作为信托财产法律上的所有者与对外法律行为的主体,无法存在解释为折中说的空间。

[36] 《投资信托及投资法人法》第2条第1款第1项规定,“本法所称‘委托人指示型投资信托’是指根据委托人的指示将信托财产投资于有价证券、不动产等特定资产而设定的,并将受益权分割向复数的人分配为目的的信托”。同法第3条进一步规定,“委托人指示型投资信托合同将金融商品交易人视为委托者,并将信托公司视为受托人的构造”。

法》以外,其他业务方面的事项适用信托法。^[37] 契约型投资信托的最大特点在于委托公司是信托架构的主角,委托公司有权指示受托公司运营募集资金。受托人根据其于委托公司签订的信托合同(信托条款)管理与保管运营资产,委托人对受益人承担责任。受托公司的作用在于信托合同的缔结、信托财产的管理与保管、信托财产的计算、受益权的认证等。受托公司基于其对委托公司的运营指示对受益人承担信托财产的保管与管理责任。^[38] 无论从法律层面还是实践层面,处于消极地位的受托公司无法积极监督委托公司的行为,即日本法的构造在其国家对立法体系中不存在违反信托法理的条款。日本法的构造中将投资信托视为信托的一种,并认为委托公司为核心形成的信托关系是投资信托关系的核心。^[39] 日本的立法例直接影响韩国 1998 年以前的立法,具体体现在(旧)证券投资信托法的具体条款中。^[40]

(二) 英国

2007 年制定《资本市场法》之时,韩国大量参照了英国投资信托法律制度。英国的《金融服务市场法》(*Financial Services and Markets Act*)中规定了开放型基金 CIS (collective investment scheme), UTS (unit trust scheme) 作为 CIS 的一种,性质上是开放型信托基金。UTS 是委托公司与受托公司利用信托手段诱导投资者加入投资计划的组织契约,本质上

[37] 1951 年制定了《证券投资信托法》,随后数次修订为 1998 年的《投资信托及投资法人法》。投资信托的本质是,投资者募集资金并将资金委托至第三人并由第三人投资于特定资产,最后将投资结果向投资者分配的制度。投资信托区分为:第一,投资者出资的资产为信托资产,根据信托合同投资运营并将利益向受益人分配的模式(投资信托制度);第二,投资者设立特定资产投资运营为目的的社团,并分配利益的模式(投资法人制度)。2007 年 9 月施行的《金融商品交易法》含投资信托公司与不动产投资法人等资产运营公司的行为规制(第 42 条与第 42 条之 2 的投资对象,运营指示的限制,权利人的忠实义务,善管义务,禁止利益冲突的行为,运营资产间的交易禁止)(参见《日本信托协会术语集》,载 <http://www.toushin.or.jp>, 2018 年 7 月 25 日访问)。

[38] 参见[日]早坂文高:《预金型、运用型信托》,东京大学信托法讲义第 7 回,2008 年 11 月 25 日,第 6 页。

[39] 参见 Park Samcheal & LEE Jounggi, 前注[3]。

[40] 日本法律规定下受托公司无权对委托公司的运营行为监督,韩国修法以前采双重信托说理论时能够按日本的模式加以说明,但修法以后已完全摆脱日本模式,因此现行的韩国模式下委托公司已不再具有主体地位。

是一种财产持有工具。基于组织契约说理论,UTS 的投资结构中,委托公司(manager)代替他人运营资本从而承担信义义务,有权针对资产运营指示受托公司,并对基金所属资产评估、unite 的销售与赎回、基金的会计材料与定期报告书的制作与基金销售策划。^[41]受托公司(trustee)有义务代替投资者监督委托公司,此乃受托公司的法定义务。受托公司作为基金资产的保管与对外法律行为的主体有义务制作并维持受益人名册。此外,受托公司负责受益证券的发行与注销,监督运营行为是否符合投资目的,当存在违反投资目的时,有权拒绝委托公司的投资决定。^[42]2000 年修订的(旧)《证券投资信托业法》与(旧)《间接投资资产运营业法》以及现行的《资本市场法》参照英国的 UTS 立法模式,区分了资产处分权与资产运营权,赋予受托公司处分权与管理权,使其在投资信托关系中具有主导权。1998 年以后,韩国参照英国的 UTS 立法模式,一方面强化受托公司的监督功能塑造证券投资信托的独立性;另一方面为摆脱基于日本立法模式的委托公司中心主义的旧体制(ancient regime)提供契机。

六、判例检讨

(一) 总论

1998 年(旧)《证券投资信托业法》修订后,投资信托的本质发生了改变。随着这一改变大法院认为,委托公司与受托公司是信托关系,并以判决的方式确定了受托公司是信托财产的所有权人并有权代表信托财产行使法律行为。

(二) 大法院 2002 年 11 月 22 日宣告 2001DA49241 判决

1. 争议事实

委托公司对受益人的赎回款支付债务能否与信托财产中的债权抵消?

[41] 参见 Park Samcheal & LEE Jounggi, 前注[3]。

[42] “Trustees are assigned to ensure that the fund manager runs the trust following the fund’s investment goals and objectives. It is also the trustees’ job to safeguard the assets of the trust”, 载 <https://www.investopedia.com/terms/u/unittrust.asp>, 2018 年 7 月 1 日访问。

2. 判决要旨

针对《证券投资信托业法》规定的投资信托,委托公司将投资者(受益人)的资金信托至受托公司,受托公司保管信托资产且根据《信托法》及《证券投资信托业法》的法理对外代表信托资产的所有权人,因此也有权以信托财产的债权行使抵消权,此时受动债权应当是受托公司承担的债务,且这类抵消还应当适用《信托法》与《证券投资信托业法》的限制。根据《证券投资信托业法》的规定,委托公司作为善良管理人有权管理与运营信托财产,但根据《证券投资信托业法》第 25 条第 1 款的但书规定,表决权以外的权利必须通过受托公司行使,因此,委托公司亦有权指示受托公司行使抵消权,但不得以信托财产所属债权为对象行使抵消权。^[43]

3. 判决评析

本案中,法院明确了受托公司的地位,即受托公司是管理、处分信托财产的主体并有权对外行使法律行为。由此间接暗示委托公司作为善良管理人有权管理与运营信托财产,但不是信托法律关系的受托人地位。关于证券投资信托的对外法律行为,即便接受委托公司的指示,也需要以受托公司的名义履行。^[44]赋予委托公司表决权的理由在于,委托公司知晓目标公司的信息,有利于其作出最合理的决定,正因为如此,现行《资本市场法》第 87 条第 1 款规定“集合投资人为了投资者的利益,应当忠实的行使集合投资财产内股份的表决权”。

(三)大法院 2003 年 4 月 8 日宣告 2001DA38593 判决

1. 事实关系

本案的核心是,为了对冲信托财产内的美元汇率风险而签订的期货外汇交易中,如何确认交易主体与履行责任人的问题。

被告委托公司与原告受托公司于 1996 年 11 月签订投资海外金融商品的投资合同(投资俄罗斯国债)。此时被告现代投资证券为了避免偿还本金时的汇率风险,与原告银行签订 5 份期货外汇合同。合同签订形式为,投资合同中期货外汇交易书中的银行栏记载的是原告、交易场

[43] 同理,参考大法院 2002 年 12 月 26 日宣告 2002DA12727 判决。

[44] 参见 Kang Heaycheal/Zao Shangouk/Cha Teajejan,前注[15]。

所栏记载的是被告现代投资证券,并在交易成立确认书中美元购入人栏填原告银行国际金融部、美元出售人栏填被告现代投资证券与原告银行证券投资部。此外,原告为了对冲上述期货外汇交易带来的汇率风险,与美国塞斯曼哈顿银行单独签订了期货外汇交易合同(签订的是框架合同,合同签订日和结算日均与期货外汇合同的内容一致,内容约定为2年后的1998年11月13日原告以202亿5150万韩元出售2300万美元至美国银行,合同履行则原告将获得3450万韩元的收益)。1998年8月17日俄罗斯宣布债务迟延支付导致被告无法履行本案中的期货合同,被告告知原告其拒绝履行合同,此时被告无法向原告按期货外汇合同支付美元,但原告还需按期货外汇合同(框架合同)向美国塞斯曼哈顿银行履行美元支付义务,原告利益受损(期货外汇合同与框架合同分别约定汇率为每美金879韩元与880.5韩元,原告履行框架合同时的汇率为1316韩元,从而导致巨大的汇率损失)。本案中法官支持原告诉讼请求认为被告存在过错而判决解除合同,排除了被告包括无履行义务又或减少赔偿额在内的全部诉讼请求。法官最终支持原告诉讼请求,要求被告根据上述期货外汇合同支付以约定结算日当日汇率为基准的美金金额。

2. 判决要旨

本案中,大法院认为“根据证券投资信托合同,信托财产的对外所有人为受托公司,委托公司仅有内部意思决定权,无权成为信托财产对外法律行为的主体,因而不承担履行责任”。并进一步指出,“根据原审认定的事实关系,被告与原告之间签订的本案期货外汇合同的目的是以被告的名义保全信托财产,因此事后将结果计入信托财产之时方可认定信托财产的损益,合同内容本身与信托财产无关,所以不能仅依原告兼为受托公司的事实直接认定以被告名义签订的本案期货外汇合同与信托财产有关,又或者信托财产担保原告对被告承担的责任”。

3. 判决评析

本案中的信托财产保全合同,本应由信托财产名义所有人,即原告受托公司(早兴银行证券投资部)签订,实际上却以被告委托公司名义签订了。

对此有观点认为,商行为的代理即便未表示本人亦属于非显名的代

理而效果归于本人,被告委托公司的行为属于为受托公司早兴银行投资证券部的商事代理,因此对受托公司有效。不仅如此,早兴银行国际金融部知晓委托公司的行为是代理受托公司而为之,故法院判决原告无权向委托公司请求履行合同。^[45]笔者认为法院判决有误。理由在于,本案的期货外汇合同的当事人是委托公司。部分情况下,以委托公司的名义而非受托公司的名义处分信托财产可能更为效率。换言之,本应该由受托公司名义签订的关于信托财产的合同(对外法律行为),特殊情况下直接以委托公司名义签订更为妥当。例如,为了追求交易的效率性与经济性,委托公司并非运营一份信托财产,而是同时运营多份信托财产。运营信托财产时,买卖一份投资标的(编入多个信托财产)时,委托公司为了整体的投资信托,以自己的名义认购一份投资标的后,将交易结果分配至各投资信托,这样一来既能追求规模经济,又能减少全体投资信托的费用而增加效率。当然各投资信托之间也需只求公平理念。^[46]正因为存在上述例外,以委托公司名义签订的合同根据商事代理的非显名主义而将法律效果归属于受托公司,委托公司不承担责任的观点,既不符合实践做法又不符合合同的相对性,不仅如此,还与特殊情况下委托公司直接处分信托财产的例外规定相冲突。^[47]

根据现行《资本市场法》第 80 条的规定,为了投资信托财产的有效运营,必要情况下委托公司可以自己的名义直接处分资产,法律规定的必要情况之一为“为了规避投资风险的场外衍生商品的买卖”。^[48]换言之,现行法明确规定委托公司在法律规定的情况下有权以自己的名义签订处分信托财产的合同。当委托公司以自己的名义签订合同时,委托公司作为合同当事人应当承担合同责任。

[45] 参见 Lee Jonggi, 前注[19]。

[46] 见前注[28],《资本市场法》第 80 条第 3 款采取此种观点。

[47] 证券投资信托的理论(受托公司应当是投资信托的主导)与实务(实务界认为受托公司仅为信托财产的保管人)不符,但大法院支持理论界的观点。然而,唯独大法院的这则判决则呈现出符合实务而非理论的内容。

[48] 非典型的大型场内衍生商品的交易中从追求便利性与效率性的角度考虑,受托公司更加应当对委托公司的运营行为加以监督,才会更佳有利于投资者利益的保护(参见 Kang Heaycheal/Zao Shangouk/Cha Teajeon, 前注[15])。

(四)大法院 2007 年 9 月 6 日宣告 2004DA53197 判决

1. 判决要旨

证券投资信托中,委托公司与销售公司签订受益证券销售委托合同时,即便委托公司未直接参与到受益证券的销售之中,但仍然作为受益证券销售时的利益相关人而制定投资合同的同时取得金融监督委员会的承认,并根据合同条款与受托公司一起设定证券投资信托、制作投资信托说明书、指示信托财产的投资运营决定,基于(旧)证券投资信托业法(已由 2003 年 10 月 4 日法律第 6987 号《间接投资资产运营业法》附则第 2 条所废止)第 17 条第 1 款的规定对信托财产承担善良管理人的注意义务、维护受益人利益,向投资者提供正确的投资信息有利于其通过正确的投资信息进行合理的投资判断。

2. 判决评析

韩国有部分学者基于双重信托说理解上述判例,即认为投资者与委托公司间为信托关系。^[49]但 1998 年法律修订以后,重新认识投资者与委托公司间的关系,不再认可单纯信托说与双重信托说。上述判决也是基于实质信托说与组织契约说认为,受托公司是投资信托法律关系中的核心,委托公司基于类似信托关系或组织契约向投资者承担高度的注意义务。此外,2001DA49241 判决以后证券投资信托关系的核心是委托公司与受托公司的关系,上述判决通过认定受托公司“作为受益证券销售时的利益相关人而制定投资合同的同时取得金融监督委员会的承认,并根据合同条款与受托公司一起设定证券投资信托、制作投资信托说明书、指示信托财产的投资运营决定”的方式强调其在投资信托中的重要作用。

七、结论

综观现行《资本市场法》、《判例及模范法》(英国证券投资信托法制),投资信托法律关系中处分权人与对外法律行为的主体是受托公司,

[49] 参见 Kim Gunsik, Jeoung Shunsep, 前注[33], 第 879 页。

韩国学界对此已形成通说。但是资本市场法存在例外规定,即允许委托公司以自己名义处分信托资产。此时,法律行为的当事人可为委托公司。值得注意的是,委托公司作为处分权人的情况永远是例外情况,处分权人原则上仍应当是受托公司。

过去证券投资信托关系中委托公司占有主导地位,即1995年法律参考日本的证券投资信托法制,认为委托公司以固有资产对投资信托承担赎回义务,并以账簿价格评估支付赎回对价。由此,投资者(受益证券所有人)与委托公司(或者销售公司)间的法律关系是证券投资信托法律关系的核心。其中,委托公司(或者销售公司)对投资者以其固有资产承担的赎回义务是证券投资信托法理的基石。此时单纯信托说与双重信托说是证券投资法律关系的理论基础。基于单纯信托说与双重信托说,受托公司仅为信托财产的保管人。

上述理论自1998年修法以来得到全面修订,转而是由受托公司取代委托公司成为证券投资信托法律关系中的核心。受托公司作为信托法上的受托人对信托财产具有管理处分权,委托公司仅依信托合同承担有限的运营权。由此,实质信托说与组织契约说全面取代单纯信托说与双重信托说成为学界主流学说。2000年参照英国的立法模式制定(旧)《证券投资信托业法》与(旧)《间接投资资产运营法》及现行《资本市场法》强化了受托公司对委托公司运营资产行为的监督权限,并赋予受托公司在投资信托关系中的主导地位。由此彻底摆脱日本信托法制为参考模式的旧法体制。

现行《资本市场法》明确规定受托公司对信托财产的处分权与管理权,与此同时,明确委托公司在资产运营方面的有限权利,即《信托法》第31条将受托人的处分权限定在信托行为之中,但《资本市场法》则通过明文规定区分了受托公司的处分权与委托公司的运营权。委托公司与受托公司的关系中,最为核心的条款是《资本市场法》第80条与第247条。《资本市场法》第80条规定原则上受托公司仅具有被动的承受委托公司指示的义务,又或者受托公司无权干涉委托公司基于例外规定以自己名义处分信托财产的行为。但原则规定以外,在第247条的例外规定中全面赋予受托公司积极监督委托公司资产运营的权限,由此来强

调和突出受托公司的主导地位。^[50]根据现行《资本市场法》的规定,证券投资信托中受托公司不再是消极的旁观者。随着第247条的规定出台,可以明确得出委托公司在证券投资信托法律关系以及资产运营领域内主导权的逐渐弱化。

根据《资本市场法》第80条第1款的委任,《资本市场法施行令》第79条第2款为了投资信托财产的有效运营,必要范围内允许委托公司以自己的名义处分信托资产,此时必要范围限定为“规模经济”与“经济条件的变化”为限。委托公司运营多个投资信托时,能够以自己名义处分目标资产,此时委托公司作为法律行为的当事人应当承担合同责任。除例外情形外,投资信托的对外法律行为仍应当由受托公司以其名义行使,委托公司不能成为当事人。

本文最大的贡献在于提供判断关联公司间内幕交易是否适当的标准。例如,投资信托的法律关系中,委托公司与第三人存在关联关系,此时委托公司能否抛开受托公司独自向第三人借贷金钱?针对这个问题,笔者认为,根据《资本市场法》的规定委托公司不得向第三人借贷。理由在于,《资本市场法》第83条规定委托公司不得以投资信托的计算(向投资信托利益归属为目的)借贷金钱,不得以信托资产为除投资信托以外的第三人提供担保。此外,根据《信托法》第31条的规定,“为了实现信托目的,受托公司有权行使一切行为”,由此可知,受托公司为了投资信托的利益,有权以自己的名义自第三人处借贷金钱。可以说,证券投资信托法律关系中,只有受托公司有权对外举债,因此,行政机关不得将委托公司视为举债主体,认为委托公司与出借人之间存在关联关系而认定构成不正当交易,进而处罚委托公司。

但是现行资本市场法部分条款仍有旧法残余,极易产生法条适用过程中的混乱。最具有代表性的为《资本市场法》第184条第3款,即“投资信托或投资隐名合伙的集合投资人或投资公司可以将集合投资财产

[50] 本文的一位匿名评审指出,委托公司在信托条款范围内运营信托资产时,受托公司无权干涉,但违反信托条款而运营信托财产时,受托公司应当介入,将此时受托公司的介入行为解释为“受托公司具有主导地位”可能存在过于扩大受托公司地位的嫌疑。然而,笔者认为,受托公司监督信托条款的遵循是受托人注意义务中最核心的内容,由此解释受托人的积极地位并不为过。

的保管与管理业务委托至信托人”。本条款是 1998 年修法时遗漏的条款,其逻辑错误之处在于,暗含委托公司具有信托财产的处分与管理权,因而才会有将“信托财产的保管与管理业务委托至信托人”的条款。1998 年修法以后,受托公司代替委托公司成为证券投资信托的核心,因此本条款也应当相应的修订或废除。随着 1998 年(旧)《证券投资信托业法》的修订,投资信托法制得到极大变化,随着这一变化大法院在具体案件中也应当认真贯彻信托财产归属于受托公司,受托公司具有对外法律行为的代表权的信托法理。

(编辑:彭鲁军)