

## 涉金融争议解决系列之(三): 资管产品中托管机构/代销机构的重大风险防范要点

作者: 孙伟 | 龚潇 | 朱星羽

**引言:** 资管产品的销售管理过程中, 由金融机构担当“托管机构”或“代销机构”参与产品服务已甚为常见。当产品发生亏损或兑付危机时, 本是配角的“托管机构”和“代销机构”, 却往往承担巨大压力, 甚至承担与其报酬极不匹配的巨额赔偿。本文站在“托管机构”和“代销机构”角度, 尝试总结重大业务风险点, 以协助金融机构做好相关风险防范。

### 一、托管机构/代销机构的定义和定位

#### (一) 托管机构的定义和定位

所谓托管机构<sup>1</sup>, 一般指具有托管资格的商业银行或其他金融机构作为独立第三方, 在资管产品服务过程中, 履行法律规定和合同约定的托管职责, 包括安全保管委托财产、根据管理人指令办理资金划转和清算交割、开展投资监督、履行信息披露义务等; 在私募基金、集合信托计划、证券资管产品、保险资管产品等领域, 托管人通常被赋予补充管理人信用和制衡管理人权力的功能<sup>2</sup>。

分业监管体系下, 因资管产品种类划分和监管规则的不同, 托管机构的称谓及身份基础存在一定差异。例如, 托管机构在集合信托计划中被称为“保管人”, 在其他产品中多被称为“托管人”。又如, 在契约型私募基金中, 托管人一般和基金管理人及投资人签署三方协议, 而在公募基金、合伙制/公司制私募基金或集合信托计划中, 托管人一般和管理人签署两方协议。此外, 各资管产品的相关规定对于托管机构的义务规定也有不同。本文为论述方便, 统称为“托管机构”或“托管人”。

需要说明的是, 2018年某基金暴雷事件后, 托管机构的法律地位和责任边界曾引起巨大争议。但目前实务中, 尤其是《九民纪要》出台后, 对这一问题的认知逐渐趋于一致, 即托管机构和产品管理人一样, 与投资人形成信托关系并承担忠诚义务、勤勉尽责义务, 但两者应与投资人构成“分别受托关系”而非“共同受托人”。

<sup>1</sup> 参见《中华人民共和国证券投资基金法》《证券投资基金托管业务管理办法》《中国银行业协会商业银行资产托管业务指引》《私募投资基金监督管理暂行办法》《集合信托计划管理办法》《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》《保险资产管理产品管理暂行办法》等相关规定。

<sup>2</sup> 洪艳蓉:《论基金托管人的治理功能与独立责任》, 载《中国法学》2019年第6期。

## （二）代销机构的定义和定位

所谓代销机构<sup>3</sup>，一般是指符合监管部门规定的资质条件的商业银行或其他金融机构，也包括第三方平台等非金融机构，其接受产品发行人委托，向投资者代为推介、销售资管产品，包括信托计划、基金、保险、银行理财产品等。

代销机构作为对接资管产品“发行人”与“消费者”的桥梁，一方面需对发行人及产品进行尽职调查，代理发行人实施与资管产品推介、销售有关的活动，另一方面又需向投资人如实披露产品信息，协助投资人完成产品的认购，确保将适当的产品销售给合适的投资人。因此，代销机构可与发行人成立委托合同关系，与投资人成立金融理财合同关系或金融服务法律关系。

## 二、托管机构/代销机构担责案例梳理

司法实践中，托管机构、代销机构承担赔偿责任的案例比比皆是，其中不乏全额赔偿的先例。下表梳理了部分近年来的经典案例，其中还包括了产品管理人的关联方因推介、销售等行为而担责的实例，对于代销机构的风险防范亦具有借鉴意义。

| 序号 | 裁判机关及案号                                    | 争议事实  | 裁判结果   |
|----|--|---|--|
| 1  | 北京二中院<br>(2019)京02民终8082号                  | 托管机构在未审查合同生效条件是否成就的情况下执行管理人的投资指令。   | 托管机构承担 <b>100%</b> 的补充赔偿责任。                              |
| 2  | 深圳中院<br>(2018)粤03民终16126、16127号            | 托管机构在基金未满足成立条件时执行基金管理人的投资指令。  | 托管机构承担 <b>15%</b> 的补充赔偿责任。                               |
| 3  | CIETAC<br>(2021)中国贸仲京裁字第1888号 <sup>4</sup> | 托管机构未适当履行对基金年度报告的复核义务，也未适当履行投资指令的审查义务。  | 托管机构承担约 <b>10%</b> 的赔偿责任。                                |
| 4  | CIETAC<br>(2020)中国贸仲京裁字第0024号 <sup>5</sup> | 托管机构未适当履行投资指令的审查义务，也未适当履行收益分配的监督义务。   | 托管机构承担 <b>15%</b> 的补充赔偿责任。                               |
| 5  | 株洲中院<br>(2020)湘02民再74号                     | 托管机构未审查基金管理人资格、未合理审查投资标的是否系合同约定投资范围；<br>代销机构未履行对私募基金产品和基金管理人的尽调义务，也未履行“了解客户”的适当性义务。 | 托管机构承担 <b>40%</b> 的补充赔偿责任；<br>代销机构承担 <b>60%</b> 的补充赔偿责任。 |

<sup>3</sup> 参见《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》《中国银监会关于规范商业银行代理销售业务的通知》等相关规定。

<sup>4</sup> 案例来源：北京金融法院（2021）京74民特100号撤裁定书。

<sup>5</sup> 案例来源：北京四中院（2020）京04民特431号撤裁定书。

| 序号 | 裁判机关及案号   | 争议事实   | 裁判结果   |
|----|---|--|--|
| 6  | 深圳中院<br>(2017)粤03民终17328-17342                      | 代销机构发送的推介短信误导产品为银行保本理财产品,且未对投资人进行评估及风险提示。  | <u>代销机构</u> 对十五名投资人的损失承担 <b>100%的补充赔偿责任</b> 。                    |
| 7  | 北京一中院<br>(2018)京01民终8761号<br>北京高院<br>(2019)京民申3178号 | 代销机构主动推介了“风险较大”的“经评估不适宜购买”的理财产品、未妥善履行适当性义务。<br>*本案中,被告指出投资人系从事金融审判的法官,但未影响法院对于代销机构责任的认定。     | <u>代销机构</u> 对投资人的损失承担 <b>100%的赔偿责任</b> 。                         |
| 8  | 河南高院<br>(2016)豫民再544号                               | 代销机构销售人员口头保证产品资金安全,且客户询问产品情况时隐瞒基金涨跌真实情况。   | <u>代销机构</u> 对投资者的损失承担 <b>30%的赔偿责任</b> 。                          |
| 9  | 北京二中院<br>(2020)京02民终908号                            | 代销机构销售人员在打印文件上手写标注收益率,系误导普通投资者、传达保收益的意思表示,违反适当性义务。   | <u>代销机构</u> 对投资人的损失承担 <b>100%的赔偿责任</b> 。                         |
| 10 | 宁波中院<br>(2019)浙02民终3916号                            | 代销机构销售人员通过微信沟通,误导普通投资者对产品风险的理解。  | <u>代销机构</u> 承担 <b>20%的赔偿责任</b> 。                                 |
| 11 | 岳阳中院<br>(2022)湘06民终1323号                            | 投资人已通过手机银行测试风险能力,但代销银行未能证明其在现场销售中实施了专区“双录”管理。  | <u>代销机构</u> 承担举证不能的后果,对投资者损失的 <b>10%</b> 承担 <b>赔偿责任</b> 。        |
| 12 | 上海金融法院<br>(2021)沪74民终1626号                          | 管理人违反适当性义务、勤勉尽责管理财产的义务; <u>关联公司作为管理人的代理人实际参与基金的推介、销售工作;代理人知道或者应当知道代理事项违法仍然实施代理行为,承担连带责任。</u> | <u>管理人,以及作为其代理人的关联公司</u> 对投资人的 <b>100%</b> 的损失承担 <b>连带赔偿责任</b> 。 |

### 三、托管机构的重大风险防范要点

如前所述,“托管机构”的职责并不限于保管关系下的“受托保管义务”,其作为信托关系中的受托人,应向投资人承担相应的忠实义务、勤勉义务。因此,无论合同是否做出了具体约定,在信托关系的持续期间,托管机构均应持续承担法定义务。一旦托管人出现履职瑕疵,投资人可依据违约或侵权关系追究托管人的赔偿责任。

**托管机构重大风险防范要点之一:** 托管人应当审查金融资管合同约定的复合生效条件,而非仅仅关注投资资金的实际到账;如合同未生效即办理资金划转的,托管人或被认定和投资损失之间存在直接关联并承担赔偿责任。

与普通合同约定签署生效不同，资管合同一般相对冗长，同时约定了较复杂的生效条件，在条款设计上也多为交叉引用。例如，私募基金合同一般约定“基金产品已经备案成立”、“管理人或综合服务商确认份额认购成功”等条件同时满足后，合同方才生效，管理人才有权开展投资行为，故托管机构应对资管合同的效力进行判断。

在上述**案例 1**【(2019)京 02 民终 8082 号】中，虽然私募基金合同约定了错误的备案机关（中国证监会）和对应生效条款，但法院认为：证监会备案条款应解释为“递交至基金行业协会进行备案”；托管人未审查合同生效与否即执行管理人投资指令，存在过错，应就投资人全部损失承担补充赔偿责任，并按同期贷款基准利率赔偿。

**托管机构重大风险防范要点之二：托管机构应审查资管产品是否满足成立条件，如产品未成立托管人即执行管理人的划款指令，导致资金无法正常退还的，或需承担赔偿责任。**

除较为复杂的合同生效条件，金融资管合同往往也对资管产品的成立条件予以约定，包括“投资者达到约定人数”、“募集财产达到一定规模”等。一般情况下，如资管产品无法满足成立条件，管理人须将已募集资金及时退还至投资人名下。因此，托管人应根据资管合同审查产品成立条件，避免在产品未成立时执行管理人的投资指令，影响资金的正常退还。

例如，在上述**案例 2**【(2018)粤 03 民终 16127 号】中，托管机构在基金未满足“认购金额不得低于 3,500 万元”的成立条件时执行了基金管理人的投资指令，被法院认定违反了投资监督义务，并被判令对投资人损失承担 15%的补充赔偿责任。

**托管机构重大风险防范要点之三：托管机构应审查管理人划款指令的信息是否完备、是否与预留样本表面相符、是否符合合同约定、是否存在违反法律法规禁止性规定的情形，确保指令系由管理人出具且符合合同约定及法律规定。**

在执行管理人出具的划款指令前，托管机构应先行审核指令及附随资料，具体审核范围一般包括：（1）指令载明的划款金额、收款账户信息、资金用途等信息是否齐备；（2）指令上的签章是否与管理人预留的印鉴样本表面相符；（3）投资指令及附随的投资资料是否符合资管合同约定的投资范围、投资比例、投资限制等；（4）投资指令及附随的投资资料是否违反法律法规的禁止性规定，如关联交易等；（5）除投资指令外，支付管理费、托管费、向投资者分配收益等划款指令是否符合合同约定。如资管合同、托管协议等约定其他审核内容的，托管机构应严格按照约定进行核查。只有在确保划款指令的信息完备性、表面一致性、合约合法性的情况下，托管机构方能执行划款指令。

在上述**案例 3**【(2021)京 74 民特 100 号】中，根据当事人陈述，案涉仲裁裁决指出“托管机构在复核批准表面可见违反约定及监管规定的管理人投资指令时，未遵守其在本案合同中承诺恪尽职守、诚实信用、谨慎勤勉的原则”，被判令向投资人赔偿约 10%的本金损失。

值得注意的是，托管机构作为托管职责的履行一方，在争议发生时需承担相应举证责任。因此，托管机构应注意妥善保存划款指令、付款委托书、底层投资协议及其他合同约定的划款指令审核材料，作为托管人勤勉尽职的依据。

**托管机构重大风险防范要点之四：托管机构应审查投资标的是否符合合同约定的性质、经营范围、信用状况等，并结合监督能力、监督成本审查投资标的是否实际存续或存在重大瑕疵，核查投资标的的合法性和合约性。**

资管合同一般会对投资范围或/及标的性质、经营范围、运营情况、信用状况等予以约定或排除，如“用

于投资国内优质股权私募基金”或“不得投资于上市公司发行的证券”等。因此，托管机构需谨慎核查投资标的是否符合资管合同约定的投资范围、是否超出投资限制等。同时，对于合同未明确约定但按照信托受托人的注意义务标准应当监督的事项，建议托管机构同样予以审查，如通过公开途径查询投资标的的性质、是否实际存续等。

例如，在（2018）京 02 民终 6942 号裁定书中，资管合同约定不得主动投资于\*ST 类上市公司发行的证券，虽然法院基于“因果关系”没有最终认定托管人的赔偿责任，但仍指出托管机构未拒绝执行特定指令权人购买\*ST 股票的投资建议，存在过错。又如，在上述**案例 4**【（2020）京 04 民特 431 号】中，根据当事人的表述，案涉仲裁裁决指出，投资标的（的向上穿透）是否符合约定投资范围存在不确定性、不可控性；托管人应及时向管理人提示风险，拒绝执行指令或采取其他风控措施，但其未履行监督义务，存在过错。

值得注意的是，当合同约定的审查标准不够明确、容易引发争议时，托管机构应基于“投资人利益最大化”的原则、以信托受托人的注意义务标准履行审查义务。例如，当合同约定“应投资于优质私募基金”时，托管机构应结合自身监督能力、监督成本及投资风险对投资标的是否符合该等“优质”的标准进行审查，包括投资标的是否大量涉诉、是否失信等。在上述**案例 5**【（2020）湘 02 民再 74 号】中，托管机构对投资标的是否系国内优质股权私募基金未做审查，仅审核入伙协议书、风险提示书和划款指令就划转资金，被法院判令承担 40%的赔偿责任。在实务中，也存在托管机构对于投资标的是否有效存续、投资标的是否存在明显重大负面事件等未做合理审查而引发的纠纷。

由此可见，托管机构应审查投资标的状况，如不符合合同约定，或即使缺少合同约定但存在重大瑕疵的，应拒绝执行并要求管理人纠正其投资指令，同时履行合同约定的提示风险、向监管机构报告等义务。

**托管机构重大风险防范要点之五：托管机构应审查管理人投后管理、收益分配、清算等行为及其他运作事项是否符合法律规定，履行相应的监督义务和报告义务，确保产品合法合规运营。**

除了对资管产品投资行为的监督以外，托管机构还应对管理人的投后管理、收益分配、清算退出等运营行为承担一定的监督义务，并对违反法律法规的行为予以纠正。在基金产品中，这一义务可具体表现为审查产品是否合法合规运营，并在认为管理人行为可能对资管产品财产及其他当事人利益造成重大损失时，向中国证监会、中国证券投资基金业协会等监管机构或行业自律组织报告。

在上述**案例 3、4**【（2021）京 74 民特 100 号】、【（2020）京 04 民特 431 号】中，根据当事人陈述，托管机构在复核管理人出具的基金管理报告、审查收益分配时未妥善履行监督义务，被仲裁机构裁决承担补充赔偿责任。

因此，托管机构在复核管理人编制的定期报告、审查管理人计算的资产净值、赎回价格或监督其他运作事项时发现存在违反法律法规或合同约定行为的，应及时向管理人反馈并督促其纠正。该等行为构成重大违法违规的，应及时向相关监管机构报告。

**托管机构重大风险防范要点之六：托管机构应诚实守信地披露托管报告等有关信息，不应仅因合同未约定信息披露的内容而拒绝履行该等义务。**

在实务中，资管合同通常未对托管机构应当披露的内容进行约定，或豁免了托管机构的信息披露义务，此时托管机构仍应承担法定的信息披露义务，不得以合同无约定为由拒绝履行。以私募基金为例，私募基金投资运作期间信息披露的范围通常包括基金产品投资、资产负债、投资收益分配、资产净值和份额净值、托

管情况、费用和业绩报酬、可能存在的利益冲突情况以及可能影响投资者合法权益的其他重大信息等<sup>6</sup>。其中，托管机构信息披露的内容一般限于与托管业务相关的信息，如托管报告、资管产品的资产净值和份额净值，托管机构应确保披露的信息不存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

在司法实践中，已有托管机构因违反信息披露义务而被判令承担赔偿责任的案例。例如，在（2020）鲁1311民初180号中，法院认为托管人应负有法定的信息披露义务，在管理人失联（异常）、基金未披露月报的情况下，托管人未能对托管基金的投资记录、收益分配以及回赎情况做出说明，无法证实其已经履行了基金报告复核、信息披露等义务，被判令承担赔偿责任<sup>7</sup>。

此外，实务中也存在投资人要求托管机构履行信息披露义务并获得法院支持的判例。（2019）鲁71民初121号一案中，法院认为（私募）基金的划款指令及托管机构执行划款指令的银行记录等系投资人有权了解的基金资金的管理、运用、处分及收支内容，属于托管机构应当向投资人披露的信息，支持了投资人要求托管机构提供相关资料的诉讼请求。

由此可见，当投资人索要与其相关的划款指令、银行流水等材料时，建议托管机构在确认该等信息无违法违约情形后予以提供，以免被投资人起诉，甚至受到败诉影响。

**托管机构重大风险防范要点之七：基金进入清算流程的，托管人应参照相关法律规定及合同约定履行清算职责。**

尽管相关法律或司法实践对于托管机构履行清算义务的职责界定较为宽松，一般不会认定托管人承担组织清算的义务。例如，北京仲裁委员会/北京国际仲裁中心《私募基金纠纷案件裁判指引》就指出，私募基金托管人的清算职责，应依据基金合同约定确定；如未约定或约定不明，不宜简单认定托管人承担组织清算的义务<sup>8</sup>。

但是，基于信托关系下的忠实义务和勤勉尽责义务，托管人仍应积极参与，甚至推进资管产品的清算流程。如（2020）京0101民初6865号一案中，法院认为“虽相关法律与《基金合同》对案涉契约型私募股权投资基金的清算期限未做规定和约定，但基金管理人和托管人以及二者组成的清算小组，应当忠实勤勉履行各项义务，积极推进股权退出和基金清算，若无故长期怠于履行清算义务，导致投资人损失的，投资人可另行主张权利。”

#### 四、代销机构的重大风险防范要点

如前所述，代销机构职责在于对接资管产品“发行人”与“投资者”，承担适当销售产品和如实披露信息的义务。一旦代销机构履行义务出现瑕疵，投资人可依据缔约过失责任、违约责任或侵权责任要求代销机构赔偿其投资损失，甚至可能基于“违法代理行为”<sup>9</sup>要求代销机构为发行人的错误“买单”，与发行人承担连带赔偿责任。

**代销机构重大风险防范要点之一：销售产品前，代销机构应对产品及发行人进行独立的尽职调查，确保发行人及产品合法合规，并独立对产品做出风险评级；多个评级结果不一致的，建议“就高不就低”确**

<sup>6</sup> 参见《证券投资基金法》第三十六条、第九十五条，《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十四条，《私募投资基金信息披露管理办法》等相关规定。

<sup>7</sup> 根据（2020）鲁13民终5747号《民事裁定书》，该案二审因仲裁条款被法院驳回起诉。

<sup>8</sup> 北京仲裁委员会/北京国际仲裁中心《私募基金纠纷案件裁判指引》（2021版），第40页。

<sup>9</sup> 《中华人民共和国民法典》第一百六十七条：“代理人知道或者应当知道代理事项违法仍然实施代理行为，或者被代理人知道或者应当知道代理人的代理行为违法未作反对表示的，被代理人和代理人应当承担连带责任。”

## 定评级，避免因风险错配承担赔偿责任。

在推介和销售产品前，代销机构首先应对合作机构及资管产品本身进行独立的尽职调查，包括但不限于审查发行人（管理人）的信用状况、经营管理能力、市场投资能力、风险处置能力<sup>10</sup>，以及产品发行的合法合规性、发行依据等。一旦发现发行机构或产品存在违法违规、严重失信等情况的，代销机构应拒绝推介和销售，实务中时常出现因代销机构的尽调报告完全依赖于发行人的尽调报告，导致代销机构在产品出现违约风险时承担责任的情况。

同时，代销机构还应结合拟销售产品的投资范围、投资标的、风险状况等<sup>11</sup>，独立审慎地对产品做出风险评级，不得仅以发行人或其他合作机构的审批资料作为评级结果。值得注意的是，代销机构的评级结果与发行机构不一致时，代销机构应暂缓销售、及时核实原因；如核实或重新评估后风险评级仍不一致的，应采用较高风险等级的评级结果<sup>12</sup>。

司法实践中，现已存在代销机构未独立评级而被判令承担赔偿责任的案例。在上述**案例 7【(2018)京 01 民终 8761 号】**中，法院认为基金管理人、托管人等风险评级因存在一定程度的利害关系而缺乏客观性，且“中风险”的评估结果与招募说明书中揭示案涉产品为“较高风险”的内容不符，基于“风险错配”判令代销机构对投资人的全部损失承担赔偿责任。

**代销机构重大风险防范要点之二：代销机构应在销售产品前重新评估客户风险承受能力，不应以过往风险评估结果替代新的评估义务，也不应事后评估，避免适当性义务的履行瑕疵。**

实务中，经常出现同一投资者在代销机构多次购买资管产品的情况。由于投资者的风险偏好和承受能力处于动态变化中，建议代销机构在每次销售产品前对客户进行新的风险承受能力评估，否则可能被判令承担赔偿责任。如在（2015）沪一中民六（商）终字第 198 号一案中，投资人的风险评估报告系在认购涉案理财产品前所作，法院认为代销机构在销售涉案产品时未对上诉人进行风险评估存在过错，并支持了投资者提出的本金损失请求。

尽管如此，没有重新进行风险承受能力评估也并不一定意味着适当性义务的履行瑕疵。银协会 2015 年 3 月的行业规范明确：“客户的风险承受能力评级自评估之日起有效期 1 年。当客户的财务状况发生较大变化或评级超出有效期后，销售人员应当对客户重新进行风险承受能力测试；代销产品业务也应参照进行风险测评”<sup>13</sup>。在上述**案例 8【(2016)豫民再 544 号】**中，河南高院就基于这一规定认定，代销机构虽未评估客户风险能力，但前期的评估结果仍在有效期内，代销机构未因此违反适当性义务。

此外，代销机构对客户风险能力的评估，也应避免滞后评估的情况。在（2021）京 74 民终 482 号中，北京金融法院认为管理人至迟亦应当在基金产品成立之前完成投资者风险承受能力评估。而管理人系在投资人付款后第 14 天、基金成立后第 12 天才进行该等评估并完成投资协议的签署；虽然评估结果显示投资人为合格投资者，法院认定风险评估滞后时间短，管理人对适当性义务的违反也未实质影响投资者自主决定，但仍按投资人认购金额的 20%确定了管理人的赔偿标准。该案的适当性义务履行主体虽为管理人，但对代销机构亦有参考价值。

**代销机构重大风险防范要点之三：投资者委托第三方认购的，代销机构应向投资者核实授权委托书及**

<sup>10</sup> 参见《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第九条规定。

<sup>11</sup> 参见《关于规范商业银行代理销售业务的通知》第四（二十）条规定。

<sup>12</sup> 参见《关于规范商业银行代理销售业务的通知》第四（二十）条规定。

<sup>13</sup> 参见《商业银行销售银行理财产品与代销理财产品的规范标准和销售流程》第二（二）3 条。

## 委托范围。

投资者委托第三方认购资管产品的，代销机构应当要求第三方提供授权委托材料，并向本人核实材料的真实性及具体的授权范围，确保认购行为系投资人的真实意思表示。例如，（2016）鄂民申 2446 号中，代销银行向投资者推介、销售产品时并未履行适当性义务，且在投资人的委托代理人代签申购理财产品申请书时未要求代理人提供书面的授权委托书，未审核投资者的具体授权范围，未对委托代理人进行充分明确的风险提示，最终被判令对投资人的损失承担 15% 的赔偿责任。

**代销机构重大风险防范要点之四：销售过程中，代销机构应对产品和客户进行风险匹配，不得误导投资者购买与其风险承受能力不匹配的资产管理产品；代销机构构成欺诈销售的，将根据预期收益率等标准承担投资者损失。**

代销机构应了解投资者的风险承受能力评估结果产品风险等级，并对产品和客户进行风险匹配，确保将适当的产品推介和销售给合适的投资者。一旦出现风险匹配错误的情形，代销机构极有可能需要对投资者全部损失承担赔偿责任。在（2016）苏 01 民终 1563 号、（2020）粤 03 民终 19093、19097、19099 号等案件中，代销机构均因将高风险等级产品错配给低风险承受能力投资者，被法院判令对投资者的全部损失承担赔偿责任。

此外，代销机构不得通过混淆产品性质、来源、风险等方式误导投资者购买与其风险承受能力不匹配的资产管理产品。例如，在上述**案例 9【（2020）京 02 民终 908 号】**中，北京二中院认为，代销机构的销售文件包含“1 年 4.5%”字样，具有向投资者传达保收益的意思表示，结合未履行告知说明义务的过错，代销机构被判令对投资人的损失承担全部赔偿责任。又如，在上述**案例 10【（2019）浙 02 民终 3916 号】**中，宁波中院认为，代销人员未充分披露产品信息和揭示风险，甚至违规作出盈亏承诺，存在一定过错，酌定代销机构按 20% 赔偿投资人损失。

值得注意的是，代销机构以虚构产品性质、虚假承诺保本保收益的方式诱导投资者购买产品的，可能构成欺诈行为。根据《九民纪要》第 77 条规定，销售机构构成欺诈的，投资者可以依据资管合同或宣发资料中的预期收益率、业绩比较基准的上限，或按照 LPR 计算赔偿的利息损失。在（2020）皖民申 3081 号一案中，托管机构就因“以虚假承诺保本、保收益的方式诱导投资”，被认定为欺诈销售，并被判令以 LPR 标准承担投资者的利息损失。

因此，代销机构应在推介和销售产品时严格区分自有产品和代销产品，避免使用“本行/本机构推出”、“对公理财”等易引起投资者误解的措辞，更不能承诺保本保收益，严格防范工作人员欺诈销售。

**代销机构重大风险防范要点之五：在销售阶段，代销机构应结合产品风险、投资者实际情况和一般理性人理解能力，对投资者进行明确、具体的实质性风险披露，注意设立销售专区进行“双录”。**

在推介和销售产品时，代销机构应根据产品或投资活动的风险，结合投资者的个人特点和一般社会大众的理解能力，以通俗易懂的方式向投资者说明产品的基本信息和主要风险，包括但不限于募集信息、资金投向、杠杆水平、收益分配、托管安排、投资风险等内容。同时，代销机构，尤其是代销银行，应在营业场所设立销售专区并装配电子系统，对每笔产品销售过程同步录音录像<sup>14</sup>。

例如，在上述**案例 11【（2022）湘 06 民终 1323 号】**中，岳阳中院指出：代销银行无法提交相关“双录”资料，不能证明其已完全尽到相关风险告知义务，应当承担举证不能的法律后果；法院综合考虑过错、主次

<sup>14</sup> 参见《银行业金融机构销售专区录音录像管理暂行规定》相关规定。

责任等因素，酌定代销银行对于投资者损失的 10%承担赔偿责任。

此外，(2017)苏 01 民终 10111 号、(2019)京 02 民终 15312 号等多个案例表明，告知说明义务的履行应为主动、明确、具体、实质性的，诸如在咨询台前张贴风险提示函、要求投资者手写“本人知悉可能存在本金损失风险”等被动的、流于形式的告知方式，不能视为代销机构已妥善履行告知说明义务。

因此，建议代销机构向客户介绍产品信息和风险时应尽量使用直接、明晰、通俗易懂的语言，采取书面、口头等多种告知方式，并妥善进行“双录”。面对欠缺投资经验、教育程度不高、年龄偏大偏小的投资者时，应以更高的标准履行告知说明义务。

**代销机构重大风险防范要点之六：虽然代销机构一般不承担信息披露义务，但在售后阶段，投资人向代销机构询问产品信息的，代销机构应向客户如实披露，不得隐瞒真实情况、不得提供错误或具有误导性的信息。**

实务中，除非特别约定，代销机构往往不需要在产品销售结束后主动向投资者进行信息披露，仅需督促发行人向投资者履行信息披露义务<sup>15</sup>。但是，当投资者主动向代销机构询问或索取相关信息时，代销机构仍应基于诚实信用原则承担被动的信息披露义务，如实向投资人披露可能影响其决策的重要信息，不得提供错误或具有误导性的信息，亦不得隐瞒真实情况。如代销机构确实不掌握该等信息的，应告知投资人其并不知晓的事实。

例如，在上述**案例 8【(2016)豫民再 544 号】**判决书中，法院认为，虽然代销机构没有义务向投资者报告基金涨跌情况。但在投资者向代销机构询问时，代销机构仍需向投资者实告知基金持续下跌且下跌幅度较大的真实情况；代销机构隐瞒基金涨跌真实情况的行为违反了信息披露义务，结合其违规承诺资金安全的行为，被判令对投资者的损失承担 30%的赔偿责任。

**代销机构重大风险防范要点之七：代销机构审查发行人及产品后发现可能存在违法违规情形的，应立即拒绝推介和销售；对于审查无问题后代理销售的产品，也应避免超阶段履职，避免介入或者实质参与产品投资、管理阶段。**

如代销机构与发行人被认为成立委托代理关系，且代销机构知晓或应当知晓发行人或产品存在违法违规情形但仍然进行推介、销售的，投资人可依据“违法代理制度”，要求代销机构为发行人的过错行为买单，请求代销机构与发行人承担连带责任。在具有重大社会影响力的**案例 12【(2021)沪 74 民终 1626 号】**中，不仅管理人被认定违反适当性义务及勤勉尽责义务，且管理人的关联公司因实际参与推介、销售及后续的投资管理阶段，被法院认定构成事实代理，并与管理人承担连带赔偿责任。

因此，代销机构应在推介和销售产品之前谨慎审查发行人、发行产品是否存在违法违规、严重失信等情形，如发现可能存在该等情形的，应立即拒绝推介和销售；对于审查无问题后代理销售的产品，代销机构也应避免超阶段履职，避免介入或者实质参与产品投资、管理阶段，构建与管理人之间的“防火墙”，明确二者的权利义务界限，分别履职，分别担责。

## 五、结语

在过往的案例中，我们不仅可以看到争议事实和处理结果，也可以看到托管机构、代销机构得以成功减

<sup>15</sup> 《中国银保监会关于规范商业银行代理销售业务的通知》第六（三十六）条规定：“代销产品存续期内，商业银行应当督促合作机构按照规定，及时、准确、完整地向客户披露代销产品投资运作情况、风险状况和对投资者权益或者投资收益有重大影响的风险事件等信息。”

免责任的抗辩路径，诸如“先刑后民”“产品未清算、投资人损失未确定”“因果关系不足”“过失相抵原则”等。尽管如此，通过上文内容也不难看出，托管机构和代销机构在产品服务中即使身为配角，若不能忠诚勤勉尽职或审慎处理相关事务，仍有着不可忽视的法律风险。

因此，在资管产品“募投管退”四个环节中，建议托管机构持续把握和履行监督职责，尤其注意审查资管产品是否成立，管理人划款指令是否合规合约。而代销机构则应注重所售产品与合作机构的合规性，谨慎且独立判断产品的风险评级，在消费者端积极履行适当性义务和告知说明义务，严格避免“风险错配”、“超阶段履职”或“违法代理”等重责情形，注重相关过程的留痕，坚持执行现场销售“双录”规则。

## 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：

### 孙伟

电话： +86 21 6080 0399

Email: [wei.sun@hankunlaw.com](mailto:wei.sun@hankunlaw.com)