

《证券投资基金托管业务管理办法（修订草案征求意见稿）》评述

作者：孙伟 | 邓晓明 | 朱星羽 | 王梓维 | 冯怡萱¹

近年来，私募基金违约事件频发，投资人要求基金管理人和托管人承担责任的案件日趋增加，尤其是在基金管理人违规经营、失联或丧失偿债能力的情况下，投资人倾向于将矛头直指托管人、以要求托管人担责作为挽回投资损失的最后手段，导致托管机构面临巨大的合规和担责风险。而囿于监管规则的模糊性和行业实践的局限性，托管人责任的认定长期以来面临着两个重大问题：（1）托管人的责任边界不清晰，“形式审查”标准内涵存在争议；（2）托管费率普遍较低，不足以支撑托管机构在私募基金产品的募、投、管、退各环节投入过多成本以供充分履行职责。

在此背景下，2025年4月3日，中国证监会发布了《证券投资基金托管业务管理办法（修订草案征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”），一方面对托管人的投资监督义务、对管理人的监督提示义务和对监管机构的报告义务等提出了更高的履职要求，进一步扩张了托管人的履职边界；另一方面也关注到了嵌套类产品、投资非标准资产等特殊情况下托管人的履职问题；并提出了提高托管人准入门槛、允许金融机构设立托管子公司等未来托管制度的发展方向。

一、新规趋势（一）：充实托管人“信义义务”内涵，强化托管人的履职要求，压实托管人责任

（一）托管人投资监督义务的边界扩张

托管的法律关系素来存在“委托关系”与“信托关系”之争，但近年来各方普遍认可，无论托管业务的法律性质是信托或是委托关系，基于托管人与投资人在专业能力上的差异与信息壁垒，以及投资人对托管人的信赖关系，托管人均负有信义义务，应当为投资人的最大利益行事，履行诚实信用、谨慎勤勉的托管职责。

主流的司法实践认为，托管人的投资监督义务标准为“形式审查”，核心是根据托管合同的约定，按照“表面一致性”的原则审查基金管理人的投资行为。然而，《征求意见稿》第27条提出托管人应当“采取必要手段，对基金管理人提供的信息资料进行核查验证”；第17条第一款第（三）项则明确托管人需“以证券登记结算机构、证券交易场所、场外交易对手方等独立第三方提供的投资交易相关信息”作为履行投资监督、净值复核义务的依据。

尽管“必要手段”、“基金管理人提供的信息资料”及“独立第三方”的内涵尚不明晰、需结合监管

¹ 实习生陈晓对本文的写作亦有贡献。

及司法实践进一步厘清，但上述规定很可能拓宽了托管人投资监督义务的边界，托管人不得再默认管理人提供的交易文件、信息资料的真实性、全面性和准确性，而需保持谨慎的职业怀疑、采取额外的合理手段进行核查验证。

与金融监管趋势相呼应，最新裁判观点同样对托管人提出了更高的履职要求。例如，过往司法实践倾向于认为托管人无需审查投资标的及交易信息的真实性，无需对管理人伪造、变造的文件负责，但近期上海金融法院在（2024）沪74民终239号一案却认为某证券公司作为托管人，系专业金融机构及同系列基金的托管人，应当知晓管理人提供的银行票据查询截图不完整，而其在交易金额巨大、交易主体单一的异常情况下未谨慎核查投资标的的真实性即执行划款指令，被判令承担10%的补充赔偿责任²。

（二）强化托管人对管理人的监督提示义务和对监管机构的报告义务

《征求意见稿》第18、19、21、22、23条规定了托管人在发现交收违约、基金净值错误、投资行为违法违规、收益分配违法违规、管理人未向托管人提供定期报告等情形时的监督、提示、报告义务，对上述义务的强度和广度均提出了更高要求。

值得注意的是，《征求意见稿》多达八处要求托管人“于发现当日”提示管理人纠正并披露或报告监管机构，如第19条规定出现基金份额净值计价错误时托管人应“于发现当日提示管理人立即纠正”，第18、21、22、23条规定基金出现交收违约、投资行为违法违规、收益分配违规失信、管理人未向托管人提供定期报告等时托管人应在提示、通知管理人的同时“于发现当日报告中国证监会及相关派出机构”。

一方面，明确响应时间能够敦促托管人尽快履职、避免不必要的拖延；但另一方面，托管人发现相关事项后，可能需要履行沟通、核实、内部审核等流程，不区分情形地要求托管人当日完成报告或提示工作，可能会造成履职机械化、形式化，无疑加重了托管人和监管机构的负担，在实操中的可行性和合理性仍有商榷空间。

（三）托管人对管理人信息披露的复核义务具体化

《征求意见稿》第20条规定托管人复核审查范围亦涵盖基金临时报告，明确了托管人需在托管人报告中披露的内容，包括“复核的基金投资运作遵规守信、记账方法、会计处理原则、净值计算、利润分配等具体情况”，同时明确要求托管人清晰列示管理人“虚假记载、误导性陈述或重大遗漏”的情况，进一步规范了托管人应当复核审查的事项和内容。

二、新规趋势（二）：强化托管人对下层私募基金投资信息的知情权，体现尝试管理嵌套类投资的监管趋势

2018年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）出台，其中第22条对金融机构发行的资管产品再投资其他资管产品的“嵌套投资”交易结构进行了限制³。新规颁布之初，行业对私募基金是否受此限制存在疑问，此后监管部门在多个场合表示私募基金不适用第22条进行监管，后续行业也没有以嵌套投资为由认定市场参与主体行为不当的监管案例。

² 参见 <https://mp.weixin.qq.com/s/ar1KEt3ZJbXljLz2hJdN9A>，上海金融法院微信公众号。

³ 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第22条第二款明确规定“资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品”。

客观上，在私募基金领域对嵌套投资进行监管存在较大困难。因为无论是管理人还是托管人，目前只能有效掌握和监督本层基金对外投资情况。向上，基金投资者经常申购赎回，是否存在嵌套结构随时可能发生变化；向下，下层产品的投资决策不受上层基金管理人或托管人控制，也没有向其进行详细或高频披露的法定义务或行业惯例。这导致一直以来，上层基金管理人及托管人不知晓下层产品的具体投资情况，更谈不上监督。

就此，《征求意见稿》第 28 条初步构建了托管人在嵌套类投资中对下层金融产品投资情况的知情权保障机制。该条第一款强制要求上层基金“主要投资”于其他单一私募证券类资产管理产品或具有关联关系的类似私募金融产品时，上下层产品都应由同一托管人托管。这样，托管人可以直接掌握下层产品对外投资情况，为控制特定类型的嵌套投资提供信息基础与实践可能。同时，第 28 条第二款对其他情形的嵌套投资亦做出规定，上层托管人应当从下层托管人处获取下层产品对外投资信息，管理人应当确保下层托管人提供有关信息，否则不得投资。此外，由于有关要求将对托管关系与当事人权利义务造成直接影响，《征求意见稿》第 60 条规定了三年的过渡期。

但是，知情权仅仅是托管人向下监控嵌套投资的前提和基础。在托管人资源非常有限、托管费用极低的当下，要求托管人不仅对本层基金履行投资监督义务，还要对下层投资产品的持仓与再投资情况予以关注，其成本负担与商业逻辑是必须要考虑的问题。特别是，理论上每增加一层投资层级，管理人与托管人需要关注的产品数量就将产生指数级变化，有关制度很可能使托管人从现在关注一只基金的资产配置情况，变成关注十几甚至上百只金融产品的对外投资。

三、新规趋势（三）：充分理解实践中托管人履职能力的有限性，要求就非标资产等无法有效监督的资产向投资者进行特别风险揭示，同时不得约定托管人承担“实时监督”义务

《征求意见稿》第 29 条第一款规定“基金合同包括非标准化资产等基金托管人无法有效监督的资产”，应当向投资者进行特别风险揭示。根据《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（2023）》第 38 条规定⁴，“非标准化资产”主要为非标准化债权类资产、股权类资产、期货和衍生品类资产，也包括实践中广泛存在的私募资管产品。同时，第 29 条第二款规定基金托管人不得在基金合同和托管协议中约定“实时监督”等基金托管人无法完整、有效履职的监督方式。两部分内容在列举典型情形（“非标准化资产”与“实时监督”）之外，均后缀了“等”字以开放外延。

因此，本条从反面，以概括加举例的方式划定了托管人履职边界，是对托管业务实践以及托管业务本质的重要总结与澄清。

长期以来，部分私募基金投资者有意无意地对金融机构“托管”工作存在过度期待与错误理解。私募基金大约是最“高风险、高收益”的金融产品类型，不具有普惠性质；同时作为一种商事交易，私募基金当事

⁴ 《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（2023）》第 38 条规定：“资产管理计划可以投资于以下资产：

（一）银行存款、同业存单，以及符合《指导意见》规定的标准化债权类资产，包括但不限于在证券交易所、银行间市场等国务院同意设立的交易场所交易的可以划分为均等份额、具有合理公允价值和完善流动性机制的债券、中央银行票据、资产支持证券、非金融企业债务融资工具等；

（二）上市公司股票、存托凭证，以及中国证监会认可的其他标准化股权类资产；

（三）在证券期货交易所等依法设立的交易场所集中交易清算的期货及期权合约等标准化期货和衍生品类资产；

（四）公募基金，以及中国证监会认可的比照公募基金管理的资产管理产品；

（五）第（一）至（三）项规定以外的非标准化债权类资产、股权类资产、期货和衍生品类资产；

（六）第（四）项规定以外的其他受国务院金融监督管理机构监管的机构发行的资产管理产品；

（七）中国证监会认可的其他资产。

前款第（一）项至第（四）项为标准化资产，第（五）项至第（六）项为非标准化资产。

中国证监会对证券期货经营机构从事私募资产管理业务投资于本条第一款第（五）项规定资产另有规定的，适用其规定”。

人都应当按照成本与收益相匹配和交易自由、风险自担的原则设定各方权利义务关系。如果不考虑履职成本地对托管人提出要求，势必影响金融交易效率，也会限制托管行业发展。例如就非标准化资产而言，即便下层向上报告资产状况以便上层托管人知情，但报送的信息仍有不准确乃至故意欺诈的可能，托管人在可以预见的成本投入下，缺乏能力与有效方式进行核查。如果通过监管或裁判规则强制要求托管人对此类极端风险进行防范（类似要求托管人对有关资产进行审计），那实质是强制要求整个行业购买保险，要么导致托管业务收费显著上升，要么收益与付出不成比例，机构开展托管业务的积极性进一步受挫。

因此，《征求意见稿》第 29 条比较客观地注意到这一问题，在大趋势强化托管人责任的同时尝试划定合理边界，引导投资者注意并自行承担私募基金投资的固有或极端风险。不过，该条款的具体含义以及与其他托管人履职工作要求的关系还有待明确。例如，“*无法有效监督*”的事项到底为何，是指被投资资产的估值数据、实际价值、再投资情况还是其他事项？另外第二款“*实时监督*”的对象是什么，是本层基金资产状况还是管理人履职活动，或是被投资资产情况？此外，该条款与第 27 条“*必要的核查验证手段*”的关系，也是目前《征求意见稿》没有明确的问题。

四、未来展望：提高托管人准入门槛、设立专门子公司开展托管业务

随着托管人履职标准的不断提升，当前托管机构普遍面临成本与收益无法平衡的巨大挑战，托管业务的改革已迫在眉睫。对此，《征求意见稿》一方面提高了托管人的准入门槛，另一方面则允许优质金融机构设立全资子公司开展托管业务，以期提高托管人的履职能力，促进托管业务的专业化和独立化发展。

（一）提高托管人的准入门槛

《征求意见稿》对托管人的净资产准入门槛、实质及可持续展业能力、合规风控能力等均提出了更严格的要求，以确保托管人有能力、有意愿、长期且实质开展托管业务，具体而言：

- **提高净资产准入门槛：**《征求意见稿》第 8 条第一款第（一）项提高商业银行的净资产门槛至不低于 500 亿元、证券公司及其他金融机构不低于 300 亿元，以进一步保障托管人的履职能力和风险承受能力。
- **新增实质展业及可持续经营能力：**《征求意见稿》第 8 条第一款第（一）项新增了托管人应当“*具备实质开展基金托管业务能力及可持续商业模式，最近一年总资产规模或者权益类公募基金销售保有规模居于行业前列*”的准入条件，关注托管人的长期、实质经营能力和综合行业实力。
- **强化合规风控能力：**《征求意见稿》第 8 条第一款第（九）项要求“*最近三年商业银行分类或者证券公司监管评级应当连续在 2 级或 A 类以上*”；第 11 条第一款第（二）项则要求向证监会提交最近三年无重大违法违规记录的说明及支撑文件，对托管人的合规风控资质和持续时间均提出了更高要求。
- **聚焦托管主业、避免超范围经营：**《征求意见稿》第 11 条第一款第（四）项提出托管人在取得基金托管资格后，应当向中国证监会报送“*将聚焦主业、实质开展证券投资基金托管业务的说明和承诺*”，避免托管人利用基金托管资质从事非标资产托管等其他业务。

（二）允许优质托管机构设立全资托管子公司

《征求意见稿》第 8 条允许托管业务规模、利润、市场占有率等位居行业前列且综合能力优良的金融机构设立全资托管子公司。考虑到子公司的运营管理能力可能尚不成熟，《征求意见稿》第 11 条、16 条、18 条在申请材料报送、资金支持、协助交收等方面强化了母公司的职责。

一方面，金融机构有机会设立全资子公司专门从事托管业务，有利于提升托管人的履职能力、促进托管业务的专业化、独立化和规模化发展。长期以来，我国始终由机构内部的产品部门开展托管业务，尚未形成托管业务专营模式。本次修订借鉴了美国、法国等成熟国家的托管经验，鼓励设置具有独立自主决策和经营能力的子公司，能够最大限度释放出托管子公司的活力。

具体而言，独立的托管子公司将在托管业务的定位和资源分配方面享有更大自主权，例如自主研发风险监测和管理系统、专注提升托管服务能力、专项培育客户群体，逐步实现从劳动密集型向信息技术密集型的转型，推动托管业务降本增效。

此外，基于强大的技术系统和信息分析能力，托管子公司可能突破“资金保管、投资监督”的传统托管业务，衍生出投资组合分析、风险研究与压力测试、信息咨询等增值服务，或者反哺母公司的其他业务，与全球托管业务接轨，增强托管机构在国内和 international 的竞争力。

另一方面，基于我国目前托管业务规模较小、收费较低的现状，托管全资子公司模式的落地仍待实践进一步的探索和检验。相较美国纽约梅隆银行、道富银行等专业托管银行、法国法巴国际托管银行等银行全资子公司，我国的托管业务发展尚不成熟、托管费率较低，而托管子公司初期需要实缴不低于 50 亿元的注册资本并投入 IT 系统研发费用、人才储备等大量成本，收取的托管费远远不能覆盖。

基于此，托管业务专营化的不能单纯依赖行政方式推动，市场的革新亦十分重要。如何实现海外专业托管银行或托管子公司模式在本土的应用、如何解决高额运营维护成本和低廉托管费率之间的矛盾，仍是监管、金融机构和整个行业需要共同解决的问题。

五、配套机制：健全托管退出机制、细化托管人内部管理、设定过渡期安排

除上述修订以外，《征求意见稿》亦对退出机制的规范空白、托管人内部管理等热点问题进行了回应，并就新老办法的衔接设定了过渡期。

（一）健全托管退出机制

- **新增注销基金托管业务许可证情形：**《征求意见稿》第 53 条规定了注销基金托管业务许可证的情形，在“基金托管资格被依法取消”、“基金托管人依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产”的基础上新增“基金托管人主动申请注销基金托管资格”的情形。此外，针对取消基金托管资格，《征求意见稿》第 52 条增加“未实质开展基金托管业务，取得业务许可证满 2 年后，连续 36 个月月均基金托管资产规模低于 50 亿元人民币”情形，弥补了《证券投资基金法》第四十条关于“连续三年没有开展基金托管业务的（可以取消其基金托管资格）”的规定中未能对“没有开展”具体界定导致适用障碍的缺陷，能够有效地淘汰一批“屯牌”机构，推动行业资源向优质机构集中，加速托管行业专而精发展。
- **明确终止托管职责后的衔接安排：**《征求意见稿》新增第五章“托管职责的终止”，一方面明确以基金份额持有人大会解任基金托管人方式终止托管职责的，应同时选任新基金托管人，另一方面则规定了在非以持有人大会解任基金托管人的其他情形下托管人职责终止后的衔接安排，即由持有人大会在六个月内选任新托管人，并由中国证监会指定临时托管人、持续履职至基金财产向新托管人移交完毕，以此实现托管人职责突发终止后基金托管业务的平滑过渡。

此外，《征求意见稿》第 43 条进一步规定了持有人大会未能按时选任新托管人的处理办法，即管理人可与临时托管人协商延期，若临时托管人不同意延期或延期后仍未能选任新托管人的，则基金进

入清算程序，确保基金始终不在欠缺托管的情况下脱轨运行。

（二）细化托管人内部管理

- **禁止“带病托管”：**《征求意见稿》第 30 条新增托管人不得“为迎合基金管理人需求，降低准入标准和业务管控措施”的禁止规定，亦不允许托管人在“无法核查验证相关信息资料、导致无法有效履行托管职责”的情形下承接托管业务，同时新增每三年至少一次的外部审查评估要求，监督保障托管人的履职质量。
- **强化托管财产风险隔离：**《征求意见稿》第 31 条明确托管人需将所托管的基金财产与其他托管财产隔离，有效保障托管财产的安全。
- **完善风险准备金制度：**《征求意见稿》第 32 条明确托管人不仅需依规提取、管理、使用风险准备金，还需对特定业务实施特别风险准备金制度。
- **督促实质展业：**《征求意见稿》第 25 条对托管人实质开展托管业务提出了明确要求。

（三）规定过渡期安排

就托管人准入条件，《征求意见稿》第 58 条明确了“新老划断”原则，存量托管人的准入标准保持不变，存量托管人不会因为无法达到《征求意见稿》的准入门槛而丧失托管资格。

就不符合《征求意见稿》第 28 条“一托到底”的存量基金产品，《征求意见稿》第 60 条明确，相关产品原则上需自该修订稿正式发布之日 3 年内完成整改，整改内容包括变更托管人、修改基金合同或者托管协议等。

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

邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: xm.deng@hankunlaw.com