

# 汉坤法律评述

2026 年 1 月 19 日

HANKUN  
汉坤律师事务所  
Han Kun Law Offices

北京 | 上海 | 深圳 | 香港 | 海口 | 武汉 | 新加坡 | 纽约 | 硅谷

## 争议解决法律

### 2025 证券公司法律风险年终总结与展望

作者：邓晓明 | 刘虹璐 | 王梓维

2025 年，中国资本市场法治建设在制度与实践方面深度互动。证券公司所面临的法律风险，呈现监管合规的规范遵循与裁判尺度的实践理解相互影响、动态演进的过程。从证券虚假陈述纠纷中介机构责任认定的最新发展，到资管纠纷信义义务的个案裁量；从金融衍生品交易违约引发的合同效力之争，到托管业务中注意义务范围的司法重构——法院判决正日益成为评估证券公司法律风险的关键力量。本文立足于 2025 年典型司法案例与裁判趋势，系统梳理证券公司在主要业务领域遭遇的法律风险，力图呈现一幅以“司法裁判”为重要坐标的证券行业风险全景图。

#### 一、投资银行业务：司法实践在证券虚假陈述领域已就诸多重大问题取得共识，但新的法律问题与创新观点不断涌现

以新《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（“《虚假陈述若干规定》”）和“五洋债”案件为起点，经过不断修正完善的监管和裁判体系、高投入度的执法和审判力量建设以及丰富的司法实践，近年来证券虚假陈述纠纷始终处于民商事裁判发展快车道。目前相关法院大多具备一定的审判实务经验，对虚假陈述行为、交易因果关系、损失和损失因果关系、潜在责任人的过错和赔偿责任等主要构成要件具备深入理解；以北京金融法院、上海金融法院等为代表的专业审判团队，更具备国内领先的理论研究能力。在此基础上，2025 年司法实践在银行间债券市场的法律适用、股票和债券虚假陈述“重大性”的理论差异与判断标准、不同角色中介机构在证券发行前后不同阶段的履职重点与职责边界等复杂问题上，取得了重要发展。

在法律和技术问题上，2025 年的多项判决对诸多前沿问题提供了创新解决思路，回应了复杂的实践需求。例如在投资损失测算方面，上海金融法院于 2025 年 10 月宣判了全国首例利用第三方定损机构测算债券虚假陈述损失的案件<sup>1</sup>；2025 年 12 月，深圳中院在某股票特别代表人诉讼案件中对其他方操纵市场行为所导致的投资者损失进行了定量测算。尽管此类技术创新手段在测算模型合理性和法律逻辑严谨性方面还存在争议，但不可否认属于积极有益的尝试。

<sup>1</sup> 参见：<https://mp.weixin.qq.com/s/kklHZyvTmoMsownh1m2jwA>。

在代表人诉讼方面，秉承常态化开展代表人诉讼的意见，各地法院在 2025 年启动或推进了多起代表人诉讼。同时，为落实代表人诉讼制度的初衷、保障审理效率，2025 年 5 月，深圳中院在某特别代表人诉讼中裁定，专业机构投资者不是特别代表人诉讼的保护范围，填补了特别代表人诉讼的程序空白，具有建设性意义<sup>2</sup>。在定增投资者的维权方面，已经出现了定增投资者以合同解除权、合同撤销权为请求权基础提起诉讼的案件。在汉坤代理的某一案件中，某省高院认定发生于资本市场的交易原则上不适用合同法的被撤销或恢复原状制度，体现了裁判机关对证券交易结算交收、信息披露、投资者公平对待等基本制度的深刻理解。此外，与“追首恶、打帮凶”“过责相当”的精神相一致，目前已经出现了落实协助造假方法律责任的趋势。2025 年，在某两起上市公司虚假陈述案件中，法院判决协助造假方承担虚假陈述赔偿责任<sup>3</sup>；在某上市公司信息披露违法违规的监管执法中，中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）首次对协助造假方出具行政处罚<sup>4</sup>。

在取得发展进步的同时，也要看到以股票虚假陈述为基本模型的裁判规则与不断涌现的实务问题之间仍然存在张力与冲突，虚假陈述纠纷裁判体系仍然面临诸多难以通过现有规则解决且缺乏先例或共识的问题。例如：（1）关于机构投资者、专业投资者是否适用“信赖推定”的问题，目前已经出现了在同一类证券中完全对立的裁判观点；（2）以银行间市场 PPN 为代表的“流动性”“标准化”特征较弱的证券，是否以及何种程度上适用《虚假陈述若干规定》的具体规则存在争议；（3）已经出现的主承销商、联席主承销商内部追责，以及不同中介机构之间、中介机构与发行人之间的追责的案件，但是裁判结果过于机械，没有回答中介机构间谁承担特殊注意义务、谁有权合理信赖的疑问；（4）对于虚假陈述揭露在先、债券违约在后的情形，诉讼时效起算点应当机械适用“揭露日”还是转而适用“知道权利受到损害以及义务人”的一般规则，尚缺乏参考案例；（5）债券受托管理人责任是否属于虚假陈述纠纷，法律适用、管辖法院等问题存在争议等。

## 二、金融衍生品业务：争议数量显著增长，监管新规与法律问题蓄势待发，裁判水平与争议强度仍有发展空间

《期货和衍生品法》实施至今已逾三年，与期货和衍生品有关的纠纷体量整体有限，但受经济环境影响已经呈现出快速增长的趋势。例如，根据 2025 年 9 月发布的《2024 年浙江法院金融审判工作报告》，2024 年浙江省全省范围内受理的金融衍生品交易纠纷案件数量是前一年的 4 倍<sup>5</sup>。时至今日，各裁判机关也基本上对《期货和衍生品法》实施之后的第一批争议案件作出了生效裁判。整体而言，证券公司及其期货子公司（“经营机构”）在金融衍生品业务线中，主要面临强行平仓时机选择、产品设计和产品销售、证券期货违法行为等问题。

与强行平仓有关的纠纷一直是金融衍生品领域最为常见的争议类型。该类争议多发于经营机构采取强行平仓措施后，交易对手方对经营机构的追保通知、平仓条件、平仓时间、平仓比例等要素提出质疑，最终落脚于强行平仓对应投资损失应由谁承担。一方面，强行平仓是经营机构对交易对手进行风险控制措施与权利，也是不得“透支交易”的落实手段。另一方面，强行平仓权利的实施会对交易对手方的利益产生重大影响，目前司法实践倾向认为经营机构整体上应当以勤勉尽责的态度承担一定程度的审慎注意义务。司法实践中，裁判机关会以交易双方在特定交易结构中所享有或承担的合同权利义务、实质风险及其合理的风险管理需求为核心考虑因素，进而对其强行平仓行为的妥当性进行评价。例如，北京金融法院在 2025 年 8 月发

<sup>2</sup> 参见：<https://mp.weixin.qq.com/s/Lyn8bakqNjyJ2R5sK3dCYA>。

<sup>3</sup> 参见：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1845598069390071554&wfr=spider&for=pc>。

<sup>4</sup> 参见：<https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7567398/content.shtml>。

<sup>5</sup> 参见：[https://mp.weixin.qq.com/s/xWmVLWV2CGxXjWF50XPX-g?scene=1&click\\_id=21](https://mp.weixin.qq.com/s/xWmVLWV2CGxXjWF50XPX-g?scene=1&click_id=21)。

布的一则金典案例即明确，期货公司应对超量平仓造成的投资者损失予以赔偿<sup>6</sup>。

金融衍生品的产品设计与投资者适当性义务是另一争议重灾区。从已有纠纷情况来看，经营机构可能面临的典型法律风险包括：（1）交易时间、移仓时间不合理等导致产品存在固有缺陷；（2）因挂钩标的非“一对一”对冲而导致的交易结算“黑箱”，交易文件对估值或结算的约定不足以证明结算结果合理与准确性；（3）为规避投资者适当性限制而利用金融产品“拆分”标准合约；（4）经营机构向自然人投资者推介包含金融衍生品要素的金融产品，但是对产品运行原理与金融衍生品交易风险揭示不足（以“雪球类”产品为代表）等。

此外，证券公司提供“介绍撮合”业务所引发的纠纷是较为新颖的争议类型。司法实践已经认可，证券公司根据《证券公司为期货公司提供中间介绍业务试行办法》仅提供业务介绍不承担适当性义务。但实践中更为敏感的场景是，证券公司了解交易者的投资需求后，安排自身合作的且已经完成专业投资者认证的“壳基金”等作为通道开展金融衍生品交易，此时证券公司可能面临与投资者适当性、穿透核查或者共同侵权有关的法律风险。

最后，在证券期货违法行为与《证券法》的协调方面，一直“难产”的《衍生品交易监督管理办法》可能对证券与期货和衍生品之间的“灰色地带”作出更多联动安排。对于利用金融衍生品实现证券市场“绕道减持”或规避信息披露要求等监管套利行为，《衍生品交易监督管理办法》征求意见稿明确禁止经营机构与上市公司特定主体开展挂钩该上市公司股票的衍生品交易。2026年有望正式出台的该办法将如何对证券、期货和衍生品市场以及跨市场的违法违规行为进行有效规制，是值得关注的问题。

### 三、资产管理和资产证券化业务：管理人责任风险围绕“信义义务”和“证券期货违法行为”两条主线，资产证券化业务的风险处置需求仍处高位

资管业务管理人的忠实、勤勉义务一直是该领域最为常见的争议。通常来说，管理人违反外规规定或合同约定投资是相对明确的过错行为。但近年来，关于管理人未超范围投资情况下的勤勉义务及其合理边界的纠纷逐渐增多。2025年5月上海金融法院发布一则入库案例，认为司法应当谨慎介入对投资决策合理性的判断，原则上对管理人的商业判断应予尊重，但“存在重大合理性怀疑”的情况为例外<sup>7</sup>。同时，因嵌套投资引发的纠纷也逐渐增加，典型情形诸如管理人对产品最终投向未尽勤勉核查义务、信息披露失实<sup>8</sup>；以及利用复杂结构（例如风险证券“出表”为应收账款、叠加不必要的FOF结构），导致风险隐匿与累积。忠实义务方面，司法实践要求管理人不得利用受托地位或利益冲突交易获利，常见的违反忠实义务的行为包括自我交易（例如资管业务与自营业务之间）、双方代理（例如在不同产品之间“拆东墙补西墙”完成业绩承诺）、利用受托财产获利（例如“老鼠仓”抢先交易行为）等。2025年某证券公司以资管产品接盘自营“垃圾债”的纠纷历经多轮诉讼最终“落地”，受到了行业关注<sup>9</sup>。

围绕资管业务的证券期货市场违法违规行为也是证券公司面临的另一主要法律风险。就内幕交易而言，证券公司内部人利用优势信息为自己谋取利益是最为常见的违法违规行为；2025年，多家券商员工因“老鼠仓”或内幕交易行为受到中国证监会的行政处罚。与券商资管业务直接相关的操纵市场行为相对少见，但2025年，某证券公司资管子公司因操纵市场而涉嫌刑事犯罪，行业称为“4.7操纵期货市场案”<sup>10</sup>。此外，

<sup>6</sup> 参见：<https://bjfc.bjcourt.gov.cn/cac/1756103026770.html>。

<sup>7</sup> 参见：[https://mp.weixin.qq.com/s/ckXQGqIM-TUV61TfcOjuXw?scene=1&click\\_id=9](https://mp.weixin.qq.com/s/ckXQGqIM-TUV61TfcOjuXw?scene=1&click_id=9)。

<sup>8</sup> 参见：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1852623423573752102&wfr=spider&for=pc>。

<sup>9</sup> 参见：<https://mp.weixin.qq.com/s/ECijtHmMuaHd21R9t4lgUg>。

<sup>10</sup> 参见：[https://app-web.chnfund.com/jx/202511/t20251101\\_4571956.html](https://app-web.chnfund.com/jx/202511/t20251101_4571956.html)。

近年来监管部门持续加强对“量化交易”的管理，证券公司以量化交易为核心策略的产品也面临着更高的合规性要求。2024年10月，中国证监会《证券市场程序化交易管理规定（试行）》正式实施；2025年7月，三大交易所《程序化交易管理实施细则》正式实施，标志着对程序化交易的管理进一步深入。有关规定明确，交易所将对瞬时申报速率异常、频繁瞬时撤单、频繁拉抬打压、短时间大额成交等行为予以重点监控；这就要求证券公司严守监管“红线”，在可能发生的市场极端情况范围内对量化交易策略和执行程序进行“压力测试”，并按规定履行报告义务。

就ABS业务而言，目前风险处置需求处于高位，证券公司的信息披露和存续期管理均面临一定压力与风险。根据中证鹏元评级发布的统计数据，宽口径下2025年上半年新增的24只风险债券中，有18只是资产支持证券<sup>11</sup>。整体来说，资产证券化的发行与存续期管理工作兼具投行业务和资管业务的核心特征。就证券公司以“信息披露”为核心的责任而言，在上海某灯具原始权益人ABS虚假陈述案件之后，目前暂未出现具有类似影响力的ABS虚假陈述案件。但从现有产品的风险爆发情况来看，管理人仍面临着虚假陈述责任的实质风险。另一方面，就证券公司“存续期管理”工作而言，已有多个风险产品陷入决策僵局，难以实质推进风险处置。其中最为典型的问题包括：专项计划发行文件的约定不合理，导致管理人缺乏推动风险处置的必要权限；管理人未能准确理解其自身决策权限与持有人会议的决策权限，或者受到高份额持有人的影响和掣肘，在管理人有权自由裁量的事项上“事无巨细”地组织持有人会议表决，影响风险处置效率等。从汉坤处理有关项目的经验来看，对于同一发行人发行的不同ABS产品，不同的风险处置策略与管理人权限运用可能导致差异较大的结果。证券公司应当在准确理解自身职责与权限的基础上，必要时进行主动决策，实质推动风险处置。

#### 四、托管业务：行业风险暴露与总量压降背景下，规则重塑与投资监督的转向

2025是托管行业波澜起伏的一年。可能受到近两年部分私募基金严重“暴雷”、“跑路”，传统私募基金行业相对宽松管理模式受到挑战的影响，监管部门陆续出台了细化托管人责任的规则。

先是《证券投资基金托管业务管理办法（修订草案征求意见稿）》（“《基金托管业务征求意见稿》”）预示强化托管人责任的帷幕徐徐拉开；同期，北京金融法院、上海金融法院均作出托管人未尽投资监督义务担责的裁判，引发行业对“形式审查”标准是否变化的热议。此后，资管信托、商业银行<sup>12</sup>的细化托管规则也相继登台，《资产管理信托管理办法（征求意见稿）》（“《信托业务征求意见稿》”）首次将信托产品的“保管人”统一为“托管人”，并将原保管人职责范围扩充至与“证券投资基金”托管人几乎一致。国家金融监督管理总局颁布《商业银行托管业务监督管理办法（试行）》<sup>13</sup>（国家金融监督管理总局令2025年第9号，2026年2月1日起施行，“《银行托管业务办法》”），全面系统厘清了托管银行的定位和角色，还创新性地将“负面清单”形式划定职责边界，是对托管机构职责的重要总结。

##### （一）“归类监管”——托管行业细化规则接连落地

2025年托管行业的重要发展是针对各产品或行业类型的监管细则陆续出台。客观上理财产品、证券投资基金、各类资管及信托产品等金融产品均涉及托管服务；在这些产品中托管的职责本质趋同，故托管人针对不同的金融产品所承担的法定职责及审查标准本不应有较大差异。但因分属不同监管体系，

<sup>11</sup> 参见：<https://mp.weixin.qq.com/s/WgCJKgdi6KFDJG24sAXxsA>。

<sup>12</sup> 商业银行虽与证券公司分属于不同监管体制，但是针对托管业务，两者很大程度具有相同的监管逻辑。

<sup>13</sup> 《商业银行托管业务监督管理办法（试行）》第四十七条规定：“在中华人民共和国境内依法设立的外国银行分行，以及符合国家金融监督管理总局规定的其他机构开展托管业务，参照适用本办法。”我们认为，商业银行的托管业务规则对证券公司从事托管业务具有参考意义。

信托、基金、资管等产品托管人职责相对散见于对应的业务规则、并不统一。此外，我国托管业务以券商与银行托管为主，各自受不同的监管部门管理，在监管工作尺度上有各种差异差别，由此导致托管纠纷裁判体系的模糊地带和实操层面的差异。

2025 年有关新规对此做出了改变，一是《信托业务征求意见稿》发布。此前《信托公司集合资金信托计划管理办法（2009 修订）》一直以“保管人”定义实质属于托管的业务<sup>14</sup>。然而，《信托业务征求意见稿》将“信托产品的财产托管”作为独立的小节，把“保管”修改为“托管”，第 43 条增加了“复核信托产品净值”、“监督信托公司的投资运作及报告义务”等托管核心职责内容<sup>15</sup>，这一变化不仅一改业内对“保管”职责轻于“托管”的普遍认识，还标志着信托托管在运作规范上与公募基金、资管计划等资管产品看齐。二是《银行托管业务办法》正式出台，成为国家金融监督管理总局对银行业金融机构开展托管业务的基础性、综合性监管规章，是整个银行业托管业务的顶层设计与系统性规范。值得注意的是，商业银行如若托管证券投资基金，未来将同时受《银行托管业务办法》及正式出台的“基金托管业务规则”的双重管理。

目前除《银行托管业务办法》外，《基金托管业务征求意见稿》和《信托业务征求意见稿》两部规则仍为征求意见稿，待以上三法规正式实施后，商业银行和证券公司的监管依据将进一步明确。此外有关规则统一信托和基金产品托管人监督职责，是对相关托管业务的职责依据的重要梳理和协调。

## （二）“必要合理审核”——托管人投资监督义务可能进一步加重，“形式审查”标准开始动摇

2023 年以来，市场上陆续出现涉及金额巨大、涉及投资者众多、管理人违法犯罪手段恶劣的私募基金风险事件。有关问题使得监管机构面临巨大压力，也传导到相关托管行业。

一直以来，受限于有限的核查手段和业务成本，主流司法实践均认为托管人的投资监督义务标准为“形式审查”及“表面一致性”原则。但是，2025 年多部监管规则均开始对相关注意义务进行拓宽：《基金托管业务征求意见稿》第 27 条<sup>16</sup>、《银行托管业务办法》第 17 条<sup>17</sup>均提出托管人应采取“必要”或“必要合理措施”对基金管理人提供的信息资料进行核查验证；法规没有明确或细化所谓“必要”“合理”的标准，但是不可否认托管人投资监督义务的边界较难再限于合同单据的形式审查，托管人不能再默认管理人提供的交易文件、信息资料的真实、准确、完整性，而需保持谨慎的职业怀疑、必要采取额外的合理手段进行核查验证。未来，法规多次提及的“必要合理”将成为行业履职要点。

无独有偶，与金融监管趋势相呼应，司法裁判已经开始对托管人注意义务提出了更高要求。今年上海金融法院在（2024）沪 74 民终 239 号一案<sup>18</sup>、北京金融法院在“民生信托至信 1071 号”案，均判

<sup>14</sup> 《信托公司集合资金信托计划管理办法（2009 修订）》第十九条规定“信托计划的资金实行保管制。对非现金类的信托财产，信托当事人可约定实行第三方保管，但中国银行业监督管理委员会另有规定的，从其规定。信托计划存续期间，信托公司应当选择经营稳健的商业银行担任保管人。信托财产的保管账户和信托财产专户应当为同一账户。”

<sup>15</sup> 《信托业务征求意见稿》第四十三条规定“托管人应当履行下列职责：……（三）……核算信托单位净值；（六）监督信托公司的投资运作……并向国家金融监督管理总局派出机构报告……”前述为新增的托管人职责。

<sup>16</sup> 此外，《证券投资基金托管业务管理办法（修订草案征求意见稿）》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。

<sup>17</sup> 《商业银行托管业务监督管理办法（试行）》第十七条规定：“商业银行应当制定投资监督标准与监督流程，在充分获取所必需数据信息的前提下提供投资监督服务。投资监督的内容可以包括投资范围、投资比例、投资风格、投资限制、关联方交易等。商业银行不得提供或承诺提供无法有效履职的投资监督服务。商业银行应当在托管合同中明确约定监督事项、监督内容和监督方式，按照法律法规规定和托管合同约定提供投资监督服务。在投资监督过程中，商业银行应当审慎履职，在能力范围内采取必要合理措施，对信息的真实性、准确性等进行评估……”。

<sup>18</sup> 参见 <https://mp.weixin.qq.com/s/arlKEt3ZJbXlJLz2hJdN9A>，上海金融法院微信公众号。

决托管人未对托管产品的资金用途尽到投资监督义务，应承担一定连带赔偿责任。前述判决是近年来托管行业鲜见的承担连带责任案例。

但是，《基金托管业务征求意见稿》与《银行托管业务办法》均充分理解实践中托管人履职能力的有限性，以不同方式划定了托管人履职边界。《基金托管业务征求意见稿》第 29 条及《银行托管业务办法》第 17 条均规定基金托管人“不得提供或承诺提供无法有效履职的投资监督服务”。两法规也均将“非标准化资产”界定为无法有效监督的资产，应当向投资者进行特别风险揭示。这表明，金融监管总局监管体系在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金融产品投资的固有或极端风险。特别是《银行托管业务办法》第 19 条规定创新地以“负面清单”模式形式划定托管职责边界<sup>19</sup>，系统性地列举了托管人不得承担的职责，给后续托管人清晰的免责抗辩依据。“负面清单”直指行业长期存在的权责模糊地带，包括“保证投资项目及交易信息真实性”“对已划出托管账户以及处于商业银行实际控制之外的资产承担保管责任”等常见的托管纠纷场景。该清单澄清了托管银行的角色定位：其是资产的“保管人”、交易流程的“监督者”和净值核算的“复核者”，而非“投资项目保证人”或“信用增级方”。我们理解商业银行从事托管业务的本质和角色定位与证券公司并无二致，但证券公司托管业务规则没有类似内容，在纠纷处理过程中会面临更大的压力。

## 五、金融产品适当性义务：监管与司法合力下的合规新常态

2025 年证券行业投资者适当性管理责任进一步深化加强。最高人民法院、中国证监会联合发布的《关于严格公正执法司法服务保障资本市场高质量发展的指导意见》（法发〔2025〕9 号）明确指出“严格落实证券期货基金经营机构及销售机构的适当性管理责任……”由此监管机构和司法机关从不同维度对适当性管理协同发力，监管机关更加精准识别风险行为、执行穿透式问责；司法机关的裁量仍旧与监管态度密不可分，两者在投资者保护上形成了事实上的配合与接力。

监管规则层面，2025 年 11 月中国证券投资基金业协会发布《公开募集证券投资基金投资者适当性管理细则（征求意见稿）》（“**基金适当性细则征求意见稿**”），对证券公司作为公募基金销售机构的适当性义务进行了多方面升级。国家金融监督管理总局发布的《金融机构产品适当性管理办法》（总局 7 号令）为包括银行、保险在内的全行业设立了统一适当性管理规范。两部法规均对适当性义务提出了新要求，凝聚着监管机关在长期执法实践中对“卖者尽责”原则的深刻总结。

### （一）精准打击与穿透问责：监管与司法的合力协同

2025 年适当性监管处罚精细度和威慑力逐步加强。一方面，处罚事由呈现精细化特征。例如，某证券公司营业部因未认真复核客户收入证明、专业投资者认定程序晚于产品购买时间等，被地方证监局处以“暂停办理需专业投资者认定的相关业务三个月”的处罚<sup>20</sup>。这直指适当性管理的核心逻辑——必须先有合格身份，再进行适配销售。在具体的处罚事由上，对客户信息核查形式要求仍旧是监管处罚的

<sup>19</sup> 《商业银行托管业务监督管理办法（试行）》第十九条规定：“商业银行开展托管业务，不得承担以下职责：（一）承担托管产品财产的信用风险、市场风险等；（二）为托管产品提供直接或间接、显性或隐性担保，包括承诺本金或保证收益；（三）为托管产品垫付资金、提供流动性支持或融资承诺等；（四）参与投资者适当性管理；（五）保证投资项目及交易信息真实性；（六）保证托管产品资金来源的合法合规性；（七）对已划出托管账户以及处于商业银行实际控制之外的资产承担保管责任；（八）参与产品管理人对托管产品的投资决策；（九）违规代替产品管理人向其他机构或者个人进行托管产品信息披露或提供相关数据信息；（十）产品管理人未接受商业银行的复核意见进行信息披露产生的相应责任；（十一）负责未兑付产品的资金追偿、财产保全、诉讼仲裁、债务重组和破产程序等，法律另有规定的除外；（十二）因不可抗力，以及非本机构履职错误或过失造成的托管资产损失；（十三）国务院金融监管部门规定的不属于商业银行托管业务范围的其他职责。”

<sup>20</sup> 参见：<https://www.csrc.gov.cn/dalian/c104244/c7586563/content.shtml>。

重灾区：某证券公司长春营业部<sup>21</sup>、某证券公司宁波营业部<sup>22</sup>均因“对个别投资者个人信息核查不充分”被出具警示函。此外，监管处罚还呈现“机构与个人”双罚状态，几乎所有机构处罚均伴随对单位、相关责任人员的双重追责。

另一方面，民事赔偿案件仍旧与监管的态度具有高度关联性。在 2025 年公开的适当性义务的司法案例中，判决证券公司实际承担责任的案例中大部分与监管负面评价具有密切关系。因此，一份监管罚单不仅是合规责任，更可能成为后续民事诉讼中指向赔偿责任的“关键证据”。这实质上是监管与司法在投资者保护上形成了事实上的协同与接力。

值得一提的是，针对通过线上销售是否需要设置安排“双录”环节，目前司法实践仍有争议，但最新监管规则已经逐步统一要求。例如上海金融法院在（2025）沪 74 民终 959 号、北京金融法院在（2025）京 74 民终 375 号均认为“通过自助终端电子设备进行自主购买并无地点限制，属于自主购买行为，金融机构并无义务提供销售过程的录音录像”。但是，江苏省高级人民法院于 2025 年 10 月 20 日发布了江苏法院金融商事审判典型案例（尹某诉某银行财产损害赔偿纠纷案）持有不同观点“本案是明确金融机构在线上销售中如何履行及举证适当性义务的典型案例。金融机构不能仅以系统记录为由主张已履行风险匹配义务，而必须对风险测评流程的真实性、有效性及投资者自主完成承担充分举证责任<sup>23</sup>。”要求金融机构承担线上销售流程“双录”环节的举证义务。就此分歧，《基金适当性细则征求意见稿》第 15 条<sup>24</sup>以及《金融机构产品适当性管理办法》第 14 条<sup>25</sup>均明确对线上销售金融产品“应当将适当性管理嵌入流程”。如此一来，除公募基金外的其他金融产品线上销售纳入“适当性管理”将是必然的规制方向。

## （二）细化实操：公募基金适当性新规的要点解读

《基金适当性细则征求意见稿》在匹配逻辑上与《证券期货投资者适当性管理办法》一脉相承，但要求更为精细。与侧重规范银行理财、保险等产品的《金融机构产品适当性管理办法》相比，《基金适当性细则征求意见稿》凸显了公募基金销售的特有风险管控重点，如对净值波动、流动性风险的揭示强度<sup>26</sup>，有别于后者对预期收益率、本金安全等更为通用的强调。《基金适当性细则征求意见稿》在《证券期货投资者适当性管理办法》框架下，对基金产品风险等级划分<sup>27</sup>、投资者风险评估<sup>28</sup>提出了更具体的分类标准和动态评估要求，强调证券公司需建立与产品复杂程度和风险水平相匹配的精细化匹配机制。

在义务履行标准上，《基金适当性细则征求意见稿》推动了跨监管领域的一致性深化。它吸纳了《金融机构产品适当性管理办法》中业已强化的客户身份识别与动态评估理念，例如两部规则均增加了“向六十五周岁以上普通投资者销售 R4 级及以上风险等级基金的，应当履行特别的注意义务”<sup>29</sup>；同时在

<sup>21</sup> 参见：<https://www.csrc.gov.cn/jilin/c103788/c7557921/content.shtml>。

<sup>22</sup> 参见：<https://www.csrc.gov.cn/ningbo/c104130/c7579428/content.shtml>。

<sup>23</sup> 参见：<https://mp.weixin.qq.com/s/DiJklpkrGKcbUWuwTrlg7Q>。

<sup>24</sup> 《公开募集证券投资基金投资者适当性管理细则（征求意见稿）》第十五条规定：“基金管理人、基金销售机构通过互联网、电子传真等非现场方式销售基金的，应当将适当性管理嵌入流程，客观完整记录基金风险等级划分、投资者风险承受能力评估、适当性匹配、风险提示等重点环节，妥善保存相关信息资料，确保适当性管理过程可回溯。”

<sup>25</sup> 《金融机构产品适当性管理办法》第十四条规定：“金融机构通过互联网等线上方式销售或者交易产品的，应当将适当性管理嵌入流程，充分履行适当性义务，保障客户的知情权、自主选择权等合法权益。”

<sup>26</sup> 参见《公开募集证券投资基金投资者适当性管理细则（征求意见稿）》第九条。

<sup>27</sup> 参见《公开募集证券投资基金投资者适当性管理细则（征求意见稿）》第十条。

<sup>28</sup> 参见《公开募集证券投资基金投资者适当性管理细则（征求意见稿）》第七条。

<sup>29</sup> 《金融机构产品适当性管理办法》第十八条规定“金融机构向六十五周岁以上的客户销售或者与其交易高风险产品的，应

销售过程留痕、“双录”等操作层面，提出了比《证券期货投资者适当性管理办法》更具体，且与《金融机构办法》标准看齐甚至更严的要求，缩小了不同金融产品销售间的合规差异。

总之，这两部规则不仅是监管机构对过往执法实践经验的系统总结，更是对未来监管路径的明确指引——其核心在于推动监管逻辑从机构监管向功能监管深化，从形式合规向实质尽责转变，并通过跨行业的义务趋同实现穿透式、一体化的行为监管。对证券公司而言，这意味着其在公募基金销售业务中所承担的适当性义务已全面升级：义务标准更为具体严格，风险管控要求更具针对性，全过程合规留痕成为刚性约束。

回望 2025 年，监管规则与司法裁判的互动发展，使得证券公司面临的法律风险进一步复杂与专业化。展望 2026 年，有理由认为在“市场化、法治化”根本原则指引下，资本市场法治建设将持续高速发展。司法裁判的水平与可预期性，本身就是衡量一国资本市场发展质量的关键标尺。证券公司唯有主动适应这一趋势，在业务中前瞻性识别和管理法律风险，方能在业务创新中守住底线、赢得空间。

---

当履行特别的注意义务……”《公开募集证券投资基金投资者适当性管理细则（征求意见稿）》第十三条规定：“基金管理人、基金销售机构向六十五周岁以上普通投资者销售 R4 级及以上风险等级基金的，应当履行特别的注意义务……”。

## 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：

### 邓晓明

电话： +86 10 8524 5860

Email: [xm.deng@hankunlaw.com](mailto:xm.deng@hankunlaw.com)