

## 《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》 热点问题探讨——互联网基金投顾服务拥抱新业态

作者：黎明 | 陆奇 | 狄家璐

《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定(征求意见稿)》(以下简称“意见稿”)的发布,象征着基金投顾业务即将从试点迈向常态化。在2019年《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》(以下简称“试点通知”)发布之后,《公开募集证券投资基金投资顾问业务数据交换技术接口规范(试行)》《公开募集证券投资基金投资顾问服务风险揭示书内容与格式指引》《公开募集证券投资基金投资顾问服务协议内容与格式指引》及监管指导意见(包括“百问百答”、《关于规范基金投资建议活动的通知》)等陆续发布,基金投顾试点业务的整体模式和实操细节已经得到不断完善和规范。而在几经业内探讨和意见征求后,意见稿的内容总体上与前述各类规范性文件、指导意见的引导方向一致,并进一步地为基金投顾业务提供了更细化、更合理、更明确的规则指引。同时,意见稿中的部分新要求将对互联网基金投顾业务常用的获客模式、签约流程等带来不小的影响,如何为新业态、新方向提前做好准备将成为相关机构接下来的重要课题。

需要说明的是,尽管本次意见稿预示着基金投顾业务的常态化发展,但本项基金投顾业务规定系《证券投资基金投资咨询业务管理办法》配套的基金领域的部门规范性文件,只是在规范性文件层面不设资格准入门槛,因而投顾资格的获取仍然需要待《证券投资基金投资咨询业务管理办法》这一部门规章的施行。

### 一. 基金投顾服务及基金销售附带投资建议的边界

在以组合策略形式提供基金投顾服务之外,意见稿明确将为投资者进行投资规划方案(资金规划、资产配置等)、配置不同组合策略的服务形式也纳入基金投顾服务的范围,并允许将服务作为整体进行风险评级。目前不少试点机构已经

如您需要了解我们的出版物,  
请联系:

Publication@llinkslaw.com

开始实践为客户量身定制基金投资方案(其中包含组合策略和单品基金),但意见稿强调“应当以基金组合策略的形式向客户提供具体基金品种投资建议”,因此单只基金的投资建议可能无法在基金投顾服务项下提供,前述策略与单品混合的服务需要进行合规检视、调整。

2020年发布的《证券投资基金投资咨询业务管理办法(征求意见稿)》首次提及“附带投顾服务”,而在2021年,部分机构收到了《关于规范基金投资建议活动的通知》,该通知对基金投资组合策略建议活动进行了界定和整改。与《关于规范基金投资建议活动的通知》相同地,意见稿延续了相关监管意见,将组合策略定义为“由若干基金等投资产品以一定比例构成的投资方案,其构成基金品种、数量可持续调整”,而销售机构提供附带基金投资建议时则“不得以基金组合等形式向客户提供已改变单只基金风险收益特征的基金投资建议,不得提供持续调整基金品种、数量的投资建议”。由此看来,销售机构向投资者提供包含多只基金的附带基金投资建议的合规边界要点在于——各只基金的投资建议独立、每只基金均应为合适产品、不得构成持续调整成分和比例的投资方案。

## 二. 外部合作关注要点

意见稿肯定了投顾机构之间、投顾机构与销售机构进行合作的业务模式:

- 投顾&投顾

投顾机构之间合作形成基金投资建议的(提供基金研究、基金组合策略、算法和模型的设计和运营等外部服务),合作机构均应具备投顾资质。此前不乏无资质的机构通过试点机构向投资者提供基金组合的情况,《证券投资基金投资咨询业务管理办法(征求意见稿)》第二十条及之前的监管口径已体现了相应的规范和引导,本次意见稿同样否定了这个模式。

- 投顾&销售

该等合作模式在《公开募集证券投资基金投资顾问业务数据交换技术接口规范(试行)》已获得一定程度的规范指引,而意见稿进一步明确:投顾机构与销售机构合作的,业务开展过程中投顾的归投顾,销售的归销售,销售机构不得介入投顾业务环节。而在责任分工上,适当性义务机构为投顾机构,客户账户在销售机构开立的则反洗钱义务机构为销售机构。

此外,意见稿亦明确投顾机构与IT服务机构的合作适用《证券投资基金经营机构信息技术管理办法》,意味着IT服务机构需完成备案且不得介入投顾服务的任何环节;参照目前基金销售监管的思路,为基金投顾业务提供引流服务的平台大概率也会被一并纳入规范。

## 三. 尝试纳入私募证券投资基金

意见稿将私募证券投资基金纳入组合策略下可包含的成分产品,并预留了未来被监管机构进一步纳入认可范围的其他投资产品的条款。关于私募证券投资基金的范围,笔者理解可能与《公开募集证券

《证券投资基金销售机构监督管理办法》中“仅投资于标准化证券资产的私募基金”的界定类似，并可能包含证券期货经营机构设立的私募资管计划和经基金业协会登记的私募基金管理人设立的私募证券投资基金。提供私募证券投资基金投资建议的，意见稿第四条第二款和第四款在适当性方面的特别规定则不再适用；当然地，相关组合策略必须在完成特定投资者确认程序后再进行展示。

#### 四. 回归“服务”本源，扭转“产品化”倾向

在意见稿的要求下，投顾服务机构获客后的工作流程至少分为几个明确节点且顺序不得颠倒——①适当性程序(了解投资者)、②匹配组合策略、③展示组合策略(包括组合策略历史业绩)、④以组合策略形式提供投资建议；而签署投顾服务协议的时间节点则至少需要在第④步之前。

- 相应的，这是否意味着仅能就投顾服务整体进行宣传，不再能够向不特定对象组合策略的宣推材料、详情信息呢？这一点的执行尺度和落实方式有待实践摸索。
- 与“先量体、后裁衣”同一思路，意见稿要求基金投顾机构将投资建议接收范围限定于签订服务协议的客户，也就是说，投顾机构不能主动向未签订服务协议的客户提供投资建议。该规定一旦落地，目前公开展示投资组合、公告调仓安排等等的业务模式/宣传模式都将受到限制。

完成客户投资顾问需求调查后展示基金投资组合策略的要求已经在此前各类规则文件和监管指导意见中体现，出现在意见稿中确属意料之中，也是弱化销售利益驱动、以投资者需求为主导原则的显露。相比于目前多见的、直接公开展示特定组合策略推介文案吸引投资者的模式，在前述要求被严格执行的情境下，新客到达浏览组合策略历史业绩的页面前，至少需要完成适当性表单填写、风测结果确认、组合策略匹配三个步骤，决策路径的延长对流量转化的影响恐怕很大。

上述规则一旦落地，将推动互联网基金投顾业务发展思路和模式的变化，长期发展的重心必然落在投资管理能力和客户服务能力上。如何为投资者实现投资目的、如何提高投资者的服务获得感、如何建立与投资者之间长久深层的信任——意见稿体现的是监管对目前基金投顾发展现状的纠偏，这将推动互联网基金投顾业务转变传统的卖“产品”思路，在洞察客户需求后，通过长期陪伴成就双方目标。

#### 五. 行为标准：信义义务

在此前试点通知等规范性文件要求的诚实信用、谨慎勤勉之外，意见稿对基金投资顾问机构施以的信义义务，是一种更强的投资者保护监管手段。在投顾服务法律关系中，客户依赖于投顾建议做出投资决策甚至将投资决策权限依约定让渡给基金投资顾问机构，考虑到基金投资建议服务的特性，客户可能并不具备充分的知识和信息去判断投顾机构是否存在权利滥用或懒惰懈怠的情形。而信义义务则要求投顾服务机构以客户利益最大化为目标——①忠于客户接受投资建议服务的目的和客户的利益，②为客户接受投资建议服务的目的和客户的利益而努力(包括但不限于客户利益优先等宗旨)。

相应地，意见稿对应规范了基金投顾机构的利冲防范义务、信息披露义务、持续注意义务、合规风控义务等。当然，从信义义务来讲，该等规范性机制均为对基金投顾机构的最低要求。

### 1. 利冲防范义务

基金投顾机构需架设的利冲防范框架包括：

|           |   |
|-----------|---|
| 整体利冲防范机制  | 机制应包括对利益冲突的识别、评估、披露、处理等，该等机制应当根据机构本身的情况制定，并随着业务开展过程中出现的利冲情形不断迭代                         |
| 与产品管理方的利冲 | 基金投资建议应有充分的研究依据，若涉及自身或者关联方管理的基金，则需要取得客户同意   |
| 与销售收入的利冲  | 对于兼具销售和投顾角色的机构，组合策略需要对换手率进行控制，并且对包括交易费用在内的基金销售费用做出合理安排，压抑为提升销售收入而通过投顾业务进行不必要交易的利益冲动     |
| 业务人员管理    | 组合策略经理不得担任除 FOF、MOM 以外的其他基金产品的基金/投资经理，兼任 FOF、MOM 基金/投资经理的，也需要做好业务隔离与利冲防范，公平对待产品投资者及投顾客户 |
|           | 对于同时从事销售和投顾的业务人员，需对其考核激励方案、激励发放安排进行合理设计，避免执业过程中为获取个人利益而无视或损害客户利益                        |

### 2. 信息披露义务

基金投顾机构应当制作包含规定内容的投顾协议及策略说明书供投资者查阅，向客户披露现有及潜在的利益冲突、交易异常情况、可能影响客户权益的重大事项，并且至少每季度主动向客户发送持仓明细、交易记录、运作报告等信息。特别地，意见稿中提及不得限制客户对授权账户持仓的查询权限，这对黑盒投顾策略业务模式的影响程度还不太确定，但值得留意。

### 3. 持续注意义务

基金投顾机构应履行持续注意义务，覆盖范围包括对组合策略与客户的匹配程度、投资方案的有效性、组合策略的执行情况的关注，以及通过客户回访和投诉处理进行的问题解决与服务完善、通过投资教育进行的理念培育与长期陪伴等。

### 4. 合规风控义务

基金投顾机构需要建立包括投资决策管理制度、基金备选库制度、交易管理制度、操作管理制度、利益冲突防范机制、留痕管理制度、人员管理制度等在内的各类机制，以对投顾业务进行有

效管理，并且需要建设与业务开展情况相匹配的系统(意见稿第二十六条)。同时地，意见稿中对基金投顾机构在合规风控资源、合规风控人员职能及履职保障、合规审查监督机制方面的要求已基本对标基金销售机构。

## 六. 业务开展新要求

1. 免费的组合策略基本没有合规空间——意见稿要求收取合理的投顾服务费，不得以明显低于市场一般收费水平或者低于成本的价格开展服务。若该要求落地，投顾机构旗下若有存续的不收费组合策略服务，还需就收费安排调整事宜与投资者取得沟通，安排签署补充协议等。
2. 允许组合策略设置锁定期——目前对于组合策略的变现操作限制主要是要求管理型投顾策略需按成分基金配置比例进行赎回，在策略层面设定锁定期的较为少见。该等安排亦有利于引导长期投资，并给投顾机构为投资者争取更好地投资收益提供了法规支持。
3. 对组合策略的换手率进行控制——组合策略的调整与基金销售收入之间的关系在上文“利冲防范义务”部分已探讨，同样地，基金交易成本亦是客户投资收益的负面因素。此前换手率控制要求主要存在于监管指导中，亦相应地在各家投顾机构的服务协议里有所体现，此次被明确列入意见稿。
4. 在宣推方面，有以下几个要点值得注意：
  - 业绩展示期间——组合策略业绩展示期间须为 1 年以上，同时以显著方式披露波动率、最大回撤等风险指标。19 年试点通知对业绩展示期间的要求即为一年以上，但 2020 年发布的《公开募集证券投资基金宣传推介材料管理暂行规定》明确“展示的任意业绩区间均应当超过 6 个月”且规定基金投资组合过往业绩的展示参照适用。无论如何理解此期间的法规适用变化，为审慎起见，投顾业绩的展示期间应以 1 年以上为妥。
  - 允许模拟展示——此前在基金业务的宣推方案上，法规规定和监管指导对“模拟业绩”基本持负面意见(定投除外)，本次意见稿给予了一些合规空间，允许以概率分布等方式展示组合策略风险收益特征。若以该等方式向投资者进行宣推，则应尤其注意确保投资者了解该等展示内容的依据、相应的风险指标，避免投资者将其误认为收益承诺。
  - 服务能力展示——意见稿要求宣推活动中应当以“真实、准确、完整”为原则展示投顾机构的能力与业绩，投顾机构还需对相应内容的展示范围、角度、颗粒度进行适当的内部把控。
5. 成分基金管理人新要求——考虑到同一机构提供投资建议的投资者的基金交易行为存在一致性，因此基金管理人需要对参与管理型组合策略的成分基金强化监控，与投资顾问机构协调配合，按照意见稿第二十八条的要求做好流动性风险管理。

## 七. 需要探讨摸索的内容

最后, 意见稿规范也给投顾机构的实操带来一些问题和挑战, 有待未来的实践过程中形成完善平衡的解决方案, 我们也将与各位同业机构一起保持关注:

1. 组合策略变更程序——意见稿要求组合策略说明书中应详细说明“*投资目标、投资范围、资产配置、投资策略、风险收益特征等内容*”, 组合策略运作过程中若需调整前述内容, 投顾机构的权限边界为何, 何等调整需要经投资者同意呢?原则上是对投资者利益是否存在不利影响、双方关系是否存在变化进行判定, 但在实践层面投顾机构的判断责任不可谓不重。
2. 授权账户的类型——管理型投顾服务以授权账户为基础开展, 授权账户包括投资者的基金交易账户和中国证监会认可的其他账户, 后者的范围未来是否会拓展至其他类型金融产品的交易账户、被财富管理需求激发出更多的服务模式而允许扩大授权账户范围等等, 笔者与行业机构共同期待着。
3. 异常交易监控——意见稿保持了异常交易的监控要求, 但未对异常交易的类型和概念进行明确界定, 目前实践中多从适合投资者、遵守策略比例限制等角度进行把握, 但不同机构的控制标准、监测强度差异较大。
4. 重大事项临时披露——投顾服务机构需在 2 日内披露可能影响客户权益的重大事项, 但该等事项的范围依赖于各机构自行判断, 如能够采用在立法层面对需要进行临时信披事项进行列举加机构对特殊情形自行裁定的形式, 将有助于规范投顾业务的信息披露工作。
5. 一键跟投的管控——意见稿规定带有客户便捷确认投资决策功能的非管理型投顾亦需适用集中度管控要求, 但考虑到该等业务模式下若投资者可以不按照组合策略比例对持仓基金进行赎回、转换, 那么投顾机构很难确保其服务完全遵守相关的比例限制。
6. 组合策略经理兼任的管理——组合策略经理若兼任 FOF、MOM 基金/投资经理, 机构需要做好哪些业务隔离、利冲防范的准备?笔者理解, 相应业务规则的制定应①至少确保组合策略、基金产品在获取研究信息、进行基金交易方面享有公平的机会, ②考虑在不同组合策略经理、基金/投资经理之间进行合理信息隔离、权限隔离, 并完善组合策略投决会、基金产品投决会议事内容的回避机制。
7. 对于同时从事销售和投顾的业务人员, 如何设计合理的考核激励方案?较为明显的利冲可能性即为销售人员为了增加特定基金的销量而向投资者提供包含该基金的投资建议, 考虑到机构内部必然存在的信息管控机制, 基金销售人员理论上无法获知组合策略的成分基金及其动向。因此, 考核方案是否需要采取将组合策略成分基金保有量剔除在外的方式排除利冲可能、如何寻得利益平衡且可行性最佳的方案, 有待未来行业实践。

8. 基金投资申报——意见稿明确豁免了管理型基金投资顾问服务项下基金经理以外的基金从业人员的持有期限制，而《证券投资基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》的事前申报要求在管理型投资服务项下仍然存在执行障碍。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



黎明  
+86 21 3135 8663  
raymond.li@llinkslaw.com



陆奇  
+86 21 3135 8695  
qi.lu@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](mailto: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

北京市朝阳区光华东里 8 号  
中海广场中楼 30 层  
T: +86 10 5081 3888  
F: +86 10 5081 3866

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](http://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 2023