

量化私募基金系列之二——信息披露及“风格漂移”等若干事项提示

作者：吕红 | 汪健 | 张郭晓莉

中国量化私募基金行业近年来取得了令人瞩目的蓬勃发展，但在发展的同时也面临一些挑战。

结合我们对量化私募基金行业的观察和理解，从法律合规的视角出发，我们尝试就量化私募基金的若干方面问题进行了梳理，与行业交流与探讨。

本文为系列文章的第二篇，聚焦于量化私募基金管理人在履行信息披露义务以及“风格漂移”等事项的分析与提示。

一. 量化私募基金信息披露的特殊要求

量化私募基金管理人对于信息披露义务的遵守，不仅是管控监管合规风险的基本要求，同时也是防范民事赔偿风险的应有之义。量化私募基金通过采用量化策略模型算法进行投资交易，虽然与主观投资私募基金存在显著差异，但量化私募基金作为私募基金的子类，本身并未突破私募基金的业务范畴。因此，涉及私募基金的相关信息披露规则，包括但不限于《私募投资基金登记备案办法》、《私募投资基金信息披露管理办法》、《私募投资基金备案指引》，都同样适用于量化私募基金。

在此基础上，根据《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》第二十三条的规定，量化私募基金管理人不得借助人工智能业务夸大宣传量化私募基金产品或者误导投资者，并应当充分提示人工智能算法的固有缺陷和使用风险。据此，量化私募基金管理人在履行量化私募基金信息披露义务时，还需要在以下方面予以重点关注。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

1. 对量化策略模型算法的宣传推介应当审慎和克制

量化投资交易策略及其模型算法，是量化私募基金管理人的核心竞争力来源。量化私募基金管理人在宣传推介过程中，或多或少会涉及对其策略模型算法的展示，并可能会采用与主观投资方法进行对比的方式，来论证量化投资交易的优越性。对此我们认为，量化私募基金管理人对于量化策略模型算法的宣传推介应当审慎和克制，否则有可能被质疑是“夸大宣传量化策略模型算法的效果或者误导投资者”。

(1) 量化与主观的对比

量化投资和主观投资作为不同的投资交易方式，无法得出一定孰优孰劣的结论。在特定的市场环境下，量化投资可能更为亮眼；但在不同的市场环境下，则可能更为适合主观投资。因此，我们建议不应脱离市场环境等因素进行简单对比，而贸然得出量化投资更为优越的结论。

(2) 历史数据回溯测试的局限性

部分量化私募基金管理人可能通过历史数据回溯测试的方式来检验其策略模型算法的有效性，并以此作为宣传推介的内容之一。尤其对于暂无历史业绩或虽已有历史业绩但推出了新策略模型算法的量化私募基金管理人来说，采用此等历史数据回溯检验进行宣传推介的动力更足。需要提示的是，历史回测检验的本质，是将当前的策略模型算法套用历史数据来得出验证结果。对此，量化私募基金管理人应当向投资者充分披露，该等基于历史数据的模拟，并不代表同样的策略模型算法在未来的市场环境进行实盘投资交易也能取得类似的业绩，甚至可能发生显著偏离。

2. 对量化策略模型算法的固有缺陷和使用风险进行揭示

根据我们的观察，部分量化私募基金管理人在编制量化私募基金宣传推介材料时，沿用的仍然是主观投资的材料模板，而没有对量化投资交易进行有针对性的介绍描述和风险揭示。由此，相比于“不得借助人工智能业务夸大宣传私募基金产品或者误导投资者”，量化私募基金管理人在“充分提示人工智能算法的固有缺陷和使用风险”方面的履职风险相对更为突出。对量化策略模型算法的固有缺陷和使用风险进行充分的揭示，不仅是监管合规义务，同时也是管理人在面对争议时的自身保护。

(1) 对量化策略的适当介绍

虽然受限于“算法黑箱”的限制，导致量化私募基金管理人可能无法对其策略模型算法进行详尽描述，但量化策略模型算法作为量化私募基金投资运作的基础设施，直接影响到量化私募基金未来的投资业绩及风险暴露。

因此，我们认为，量化私募基金管理人使用通俗易懂的语言，对量化策略进行描述是有必要的。而且，量化私募基金在基金业协会备案时，本身即需要报备其主辅策略，我们理解可以在此基础上做适当取舍或补充后向投资者进行披露。

(2) 对量化风险的针对披露

2024 年初量化私募基金行业的市场情况，虽然是因为多重因素叠加而产生，但一经产生就对大量的量化私募基金产生了大幅净值回撤的后果。而且量化投资交易长期以来给予投资者“具有严格的投资纪律性，有效规避主观误判”、“选股范围广，有效降低风险”等主观感受，投资者对于量化投资交易本身的缺陷及风险则未必具有充分的认知，因此对量化投资交易的固有缺陷及使用风险进行揭示，值得量化私募基金管理人重视。

例如，量化私募基金管理人可以向投资者揭示：量化策略模型算法通常是基于历史数据进行构建，而市场环境、策略容量等届时各种实际因素都可能导致策略模型算法无法达到预期的效果；加之存在风格转变、流动性下降、交易制度变化以及尾部风险暴露等因素，甚至可能导致迅速造成大额亏损的风险；此外，量化私募基金管理人构建策略模型算法，依赖于覆盖广泛的各类信息数据，但该等信息数据来源、加工规范、质量等方面的差异可能对量化策略模型算法的输出结果产生影响，从而使得量化私募基金面临数据风险。

二. 关于量化私募指增产品“风格漂移”的思考

近年来，以“中证 500 指数增强”、“中证 1000 指数增强”为代表的量化私募指数增强产品，因其在获取超额回报方面的不俗成绩，推动着量化私募指增产品的规模获得显著增长，并促使指数增强成为了量化私募基金的主流策略之一。

量化私募指增产品的基金管理人为了获取超额收益，通常会增减跟踪指数的成分股配置权重并配置跟踪指数成分股以外的个股来构建投资组合。在 2024 年初量化私募基金行业的市场情况下，量化私募指增产品虽然相比于 DMA、量化中性等策略所遭受的损失相对要小，但不可避免也遭受了一定的超额回撤，甚至部分量化私募指增产品与跟踪指数发生了大幅偏离，从而引发了量化私募指增产品“风格漂移”的讨论和思考。

1. 关于公募基金“风格漂移”的介绍

根据《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十一条的规定，“基金名称显示投资方向的，应当有百分之八十以上的非现金基金资产属于投资方向确定的内容”，公募基金名称中如果包括了投资方向的描述(即“主题公募基金”)，则需要遵循严格的仓位控制要求。但公募基金前些年“蹭热点”、“炒噱头”的情况较为普遍，主题公募基金在实际投资运作过程中可能并未严格履行仓位限制的要求。此等没有遵守主题投资限制的情况，即通称的“风格漂移”。

对此，证监会曾专门组织地方证监局对公募基金管理人的投资管理行为和基金托管人的投资监督履职情况进行了现场检查，并对多家违反主题公募基金投资要求的公募基金管理人以及未能切实履行投资监督职责的基金托管人及责任人员进行了严肃问责，指出了公募基金投资风格漂移等诸多问题。

2. 关于量化私募指增产品“风格漂移”的思考

量化私募基金管理人通过降低成分股的仓位而在全市场选股，在正常的市场行情下可能有助于获取更多的超额，但在板块分化、流动性挤压等情况下，则将可能面临超额的回撤，甚至与跟踪指数之间发生大幅偏离。2024年初量化私募基金行业的市场情况就是很好的一个例证，并在一定程度上引发了关于量化私募指增产品“风格漂移”的讨论。

(1) 监管规则

承前文关于主题公募基金的分析，相比于公募指数增强基金受限于80%以上仓位投资于指数成分股的严格要求，目前私募监管规则暂未对量化私募指增产品设置严格的仓位限制要求。

据此，如果量化私募指增产品没有在基金合同中进行严格的指数成分股限制约定，加之目前监管规则暂未设置严格的量化私募指增产品的仓位限制要求，我们理解，量化私募指增产品与处于严格监管规范下的公募基金在“风格漂移”事项上还是存在相应差异的。

(2) 相关建议

- 量化私募指增产品名称中包含“中证500指数增强”、“中证1000指数增强”的表述，的确可能会给投资者带来该产品将主要投资于成分股的预期。

因此，我们认为，量化私募指增产品将主要基金资产投资于成分股，是具有相应合理性与必要性的。一方面，这有助于回应投资者关于量化私募指增产品跟踪指数的预期；另一方面，这也可以有效防范产品实际投资业绩与跟踪指数发生大幅偏离以及由此产生的潜在客诉风险。

- 退一步说，即使量化私募基金管理人出于追求超额的目的，而并未对量化私募指增产品设置成分股仓位限制，从避免误导投资者的角度出发，就指增策略进行有针对性的解释和风险揭示也尤为重要：

例如，产品并非将主要仓位放在成分股范围内，量化私募基金管理人在实际投资运作过程中可能进行全市场选股，甚至于非成分股的仓位更高。而且，产品也不代表该基金在实际投资运作中的板块倾向。例如，即使产品名称中包括“中证500指数”的表述，但并不代表该产品是中盘股风格，该产品仍可能配置小微盘股。

再例如,产品跟踪的指数,主要是作为基金的业绩报酬计提基准使用,量化私募基金管理人有权对超过跟踪指数的超额收益收取业绩报酬。在此基础上,建议进一步揭示基金的业绩报酬计提方式只与跟踪标的指数的“相对收益”有关,不与基金“绝对收益”的盈亏直接挂钩。换言之,在业绩报酬计提的过程中,可能存在由于某笔份额对于跟踪标的指数产生了相对收益,但投资者持有基金份额期间亏损甚至投资本金亏损,此时基金管理人根据基金合同仍然可以计提业绩报酬。

三. 及时履行重大事项的信息披露义务

在 2024 年初量化私募基金行业的市场情况下,量化私募基金普遍面临超额的大幅回撤以及净值的大幅下跌,从而可能触及基金的预警线,甚至是止损线;并由此衍生了投资者的赎回操作,进而可能进一步触发巨额赎回。根据《私募投资基金信息披露管理办法》第十八条的规定,当私募基金发生包括“触及基金止损线或预警线”、“触发巨额赎回”在内的影响投资者利益的重大事项时,应当按照基金合同的约定及时向投资者发布重大事项公告。

如果量化私募基金管理人未能及时履行前述重大事项报告义务,一方面可能因为违反《私募投资基金信息披露管理办法》等监管规则的要求,从而面临监管合规风险;另一方面,也可能被投资者主张因管理人未能履行信息披露义务而导致其未能及时做出赎回基金的动作而遭受损失,并向管理人主张民事赔偿责任。对于此等类似情况,在过往案例中的教训已经屡见不鲜。

1. 监管合规责任

仅以 2023 年度为例,据不完全统计,地方证监局、基金业协会对多家私募基金管理人因“未能按照基金合同约定及时向投资者披露基金净值跌破预警线、止损线”等违规情况进行了处罚,包括但不限于浙江证监局“关于对浙江晖鸿投资管理有限公司采取出具警示函措施的决定”(2023 年 02 月 24 日)、“中基协处分(2023)23 号”、“中基协处分(2023)142 号”、“中基协处分(2023)206 号”。

2. 民事赔偿责任

私募基金管理人就基金产品信息披露义务的全面履行,对于保障投资者知情权以及据此决定是否继续持有基金份额具有重要意义。如果管理人未能履行信息披露义务,可能会被投资者质疑因管理人未及时信披导致其未能及时赎回止损,从而要求管理人对由此产生的损失承担赔偿责任。

例如,在“谢 X 与广州市犇 X 投资管理有限公司委托理财合同纠纷案”((2019)粤 0112 民初 14 号、(2019)粤 01 民终 21112 号、(2020)粤民申 9499 号)中,法院认为私募基金管理人未能及时向

投资者披露基金相关信息，从而对于投资者的后续投资决策产生一定影响，并据此要求私募基金管理人对由此产生的损失承担一定比例的赔偿责任。

在该案中还值得关注的是，私募基金管理人抗辩称其已经向投资者提供了托管人查询净值等信息的平台，认为投资者可自行注册登录查询。对此，法院援引《私募投资基金信息披露管理办法》第二条第三款“信息披露义务人委托第三方机构代为披露信息的，不得免除信息披露义务人法定应承担的信息披露义务”的规定，认定该等行为无法成为管理人已经履行信息披露义务的有效抗辩。对此，我们了解到部分私募基金管理人对于代销的私募基金产品，就是委托代销机构进行信息披露，但最后即因代销机构实际未能及时信披从而导致管理人被投资者主张要求进行赔偿。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



吕 红
+86 21 3135 8776
sandra.lu@llinkslaw.com



汪 健
+86 21 3135 8726
lawrence.wang@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

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



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 2024