



资产管理法律评述
2018 年 6 月

上海
上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 和 16 楼
邮编：200120
电话：+86 21 3135 8666
传真：+86 21 3135 8600

北京
北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
邮编：100005
电话：+86 10 8519 2266
传真：+86 10 8519 2929

香港
香港中环皇后大道中 5 号
衡怡大厦 27 楼
电话：+852 2969 5300
传真：+852 2997 3385

伦敦
1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

www.llinkslaw.com

SHANGHAI
19/F&16/F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

BEIJING
4/F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

HONG KONG
27/F, Henley Building
5 Queen's Road Central
Central, Hong Kong
T: +852 2969 5300
F: +852 2997 3385

LONDON
1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

master@llinkslaw.com

简析《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》

作者：安冬 | 孙睿 | 陈颖华

本文要点:

- 货币市场基金发展中积聚的主要风险隐患有哪些?
- “持牌方可留存销售信息”的要求对销售前置/导流影响几何?
- 没有过渡期的“禁止货币市场基金份额直接支付”要求带来哪些挑战?
- 《指导意见》下 1 万元以内的 T+0 如何合规地实现?

2018 年 5 月 30 日, 中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)与中国人民银行联合公布了《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》(证监会公告[2018]10 号, 以下简称“《指导意见》”), 引起基金行业广泛关注。本文从货币市场基金发展中的风险隐患入手, 结合《指导意见》的主要内容, 初步探讨《指导意见》各项要求对货币市场基金销售业务的影响。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请与下列人员联系:

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

免责声明：本出版物仅代表作者本人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。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。

简析《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》

一、 货币市场基金发展中的主要风险隐患

据中国证券投资基金业协会数据显示,截至2018年一季度末,公募基金总规模为12.37万亿,而货币市场基金的规模达到7.3万亿,占比超过“半壁江山”。2013年以来,依托互联网金融概念,货币市场基金在为众多投资者提供“普惠金融”理财工具的同时,也因其急剧扩张和模式创新积聚了一些风险隐患。

这些风险隐患主要包括:

- 1、 模糊基金销售业务界线,突破持牌经营的要求。部分不具备基金销售业务资格的互联网机构、非银行支付机构直接或变相从事基金销售业务。
- 2、 混淆储蓄与理财,以实时大额“取现”为卖点扩张业务规模。
- 3、 垫支业务增加了相关机构,特别是基金管理人的财务负债风险。

2015年12月,中国证监会和中国人民银行联合公布的《货币市场基金监督管理办法》(证监会令第120号,以下简称“《货币基金监管办法》”)在第四章“宣传推介与信息披露”中已对互联网机构合作过程中的基金销售行为予以规范。2016年,各地证监局对证券经营机构互联网金融风险执行过一轮专项整治。2017年10月的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》则着重化解货币市场基金投资端的流动性风险。

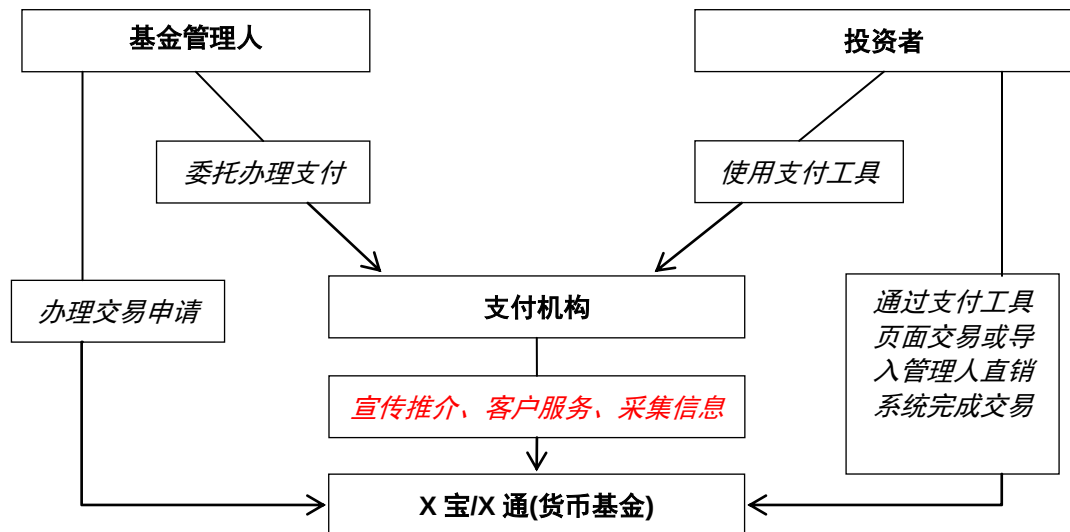
2018年初以来,监管部门多次向行业传递了规范互联网货币市场基金营销及T+0垫支业务的监管政策,这些政策的精神与本次《指导意见》大体一致,旨在解决上述风险隐患,拨乱反正,促进货币市场基金健康有序发展。

二、 强化持牌销售理念,自“销售信息留存”入手限定销售参与方

根据《证券投资基金销售管理办法》(证监会令第91号,以下简称“《销售办法》”),基金销售仅可由基金管理人(基金直销业务)及经中国证监会注册的基金销售机构办理。但并非与销售机构合作的机构均具备基金销售业务资格,在部分此类合作中,互联网平台或支付机构名义上提

简析《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》

供“销售前置”或“流量导入”服务(两者名不同而法律关系和实现方式相似),形式上交易的办理虽然仍由基金管理人或基金销售机构完成,但常由互联网机构开展宣传推介、投资者适当性调查、客户持续服务等本应由基金管理人或基金销售机构承担的职责。以基金管理人直销业务与支付机构合作的直销前置/导流为例,其合作模式如简图所示:



中国人民银行行长易纲日前在“2018 金融街论坛年会”重申,“金融是一个牌照业务,所以金融的业务一定要持牌经营”。我们认为,基金销售业务是金融资产管理业务的延伸,同样应当坚定不移地依法持牌经营。《指导意见》第一条即明确“严禁非持牌机构开展基金销售活动,严禁非持牌机构留存投资者基金销售信息”,第三条针对非银行支付机构的特别规定中亦强调非银行支付机构“不得从事或变相从事货币市场基金宣传推介、份额发售与申购赎回等基金销售业务……不得留存投资者基金销售业务信息”。

市场普遍关注上述条款对“销售前置”或“流量导入”业务的影响。我们初步理解,“严禁非持牌机构留存投资者基金销售信息”一条从根本上否定了多数此类业务。其关键在于,“基金销售信息”目前尚无法界定外延,广义上可以包括客户信息、交易情况乃至客户的交易习惯、交易特征等所谓“大数据”。无论销售前置还是流量导入,要求销售机构的合作方确保只做“二传手”而不留存任何此类信息,恐怕是难以完成的任务。

在《指导意见》的要求下,货币市场基金作为公募基金,其销售机构仍然可以通过打广告、做宣传的方式招揽客户(例如客户通过广告经营者网站发布的互联网链接跳转到基金公司网站),这

简析《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》

是公募基金不同于私募基金的法定权能。但是，随后的所有销售业务必须由销售机构亲自完成，任何不具备销售牌照的合作方不仅不可办理货币市场基金的销售业务，甚至不得留存任何的“销售信息”。

推而广之，所有的公募基金销售均应遵守上述要求。

三、 销售结算资金闭环运作，首次提出“同卡进出”原则

根据《销售办法》，基金销售结算资金是基金投资人的交易结算资金，禁止任何单位或者个人以任何形式挪用基金销售结算资金。《证券投资基金销售结算资金管理暂行规定》(证监会公告[2011]26号)亦通过明确各交易模式下的销售结算资金的划转路径来保障销售结算资金的闭环运作。

《指导意见》在强调上述基本原则的同时，明确提出“同卡进出”要求，这一要求要比2007年以来的监管要求更为严格。现行的《证券投资基金销售机构内部控制指导意见》(证监基金字[2007]277号)只要求“将赎回、分红及认申购不成功的相应款项直接划入投资人开户时指定的同名银行账户”、“基金销售机构在办理基金业务时应确保申购资金银行账户、基金份额持有人和指定赎回资金银行账户为同一身份”。基于此，部分机构在为投资者提供基金交易服务时，存在一人多卡的操作，即在保证所有银行卡的账户名与交易账户的持有人为同一身份的情况下，允许资金异卡进出。但该等业务模式将因《指导意见》的上述要求而受到影响，且对该规定的施行并无过渡期，2018年6月1日起即应符合“同卡进出”的要求。

四、 禁止份额违规转让，严禁用货币市场基金份额直接进行支付

《指导意见》不仅在第一条提出了该项要求，且未设定过渡期。《指导意见》第三条亦强调非银行支付机构“不得向投资者提供以其持有的货币市场基金份额进行消费、转账等业务的增值服务”。

1、 禁止货币市场基金份额直接支付

这一要求的内涵相对清晰，主要禁止的是利用非交易过户方式开展的货币市场基金支付行

简析《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》

为。2015年12月《货币基金监管办法》公布时，监管机构确曾提及“进一步拓展货币市场基金的现金功能与支付功能”，但货币市场基金份额本身终究不能承载货币功能。可以说，过去数年来依托非交易过户业务衍生出的货币市场基金份额“消费”功能，在《指导意见》下已被认定为对2015年政策的过度解读，不再具有合规性。

由于本条要求并无过渡期，存续中的基金份额支付业务均应随《指导意见》的施行而停止。相对困难的是，部分基金份额支付业务系以“分期付款”、“每月发放”等方式开展，基金份额支付功能一旦停止，负有支付义务的持有人即将因“断供”而对商户等主体违约。各方需依据业务协议妥善处理后续事宜，特别是基金管理人需要注意援引协议中的免责条款应对己方的民事责任。

2、禁止份额违规转让

《货币基金监管办法》明确规定：货币市场基金的基金份额可“按照法律法规和合同约定进行协议转让”。据此，上市交易的货币市场基金份额固然可以在场内转让，非上市的货币市场基金份额转让的前提须为“按照法律法规和合同约定”——在法律法规明确货币市场基金场外转让规范前，单凭基金合同的约定尚不足以支持货币市场基金份额场外转让的合规性。

如前文第1点所述，业内部分公司依托非交易过户业务为“份额支付”提供便利，除此之外，还有公司更进一步，褪去“非交易”的外衣，为特定的持有人或者特定的申请开通了交易转让过户。这类业务显然与《货币基金监管办法》、《指导意见》均不相符。

五、全面规范 T+0 快速赎回业务

中国证监会和中国人民银行有关部门负责人就规范货币市场基金业务有关问题答记者问提到，“部分基金管理人和基金销售机构的不适当宣传给投资者带来无限流动性预期，使投资者忽略货币市场基金自身蕴含的投资风险属性，忽视普通赎回安排，同时，垫支机构也面临一定的财务风险……。”即本文第一部分提及的“混淆储蓄与理财”、“增加财务负债风险”两大风险隐患。

简析《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》

1、T+0 业务实质：是销售增值服务而非法定义务

《指导意见》将 T+0 快速赎回业务严格限定在“提现业务”，排除其支付消费功能，且明确“T+0 赎回提现业务”非法定义务，而是在基金普通赎回业务之外，基金管理人、基金销售机构开展的允许投资者在提交货币市场基金赎回申请当日即可在一定额度内取得赎回款项的增值服务。

这一界定与此前业内根据《销售办法》将 T+0 认定为销售机构提供的增值服务的理解是相同的。不过，既然是销售增值服务，基金管理人、基金销售机构就必须根据《销售办法》开展，与投资人签订增值服务协议，约定权利义务，并由基金管理人和基金销售机构承担宣传推介和客户服务的职责。

此外，《指导意见》还要求基金管理人或基金销售机构应以显著方式在该类业务宣传推介材料上增加“该服务非法定义务，提现有条件，依约可暂停”，充分提示风险。

2、垫支业务的属性：既是辅助销售，更是信贷业务，须由持销售牌照的银行提供

现存的 T+0 快速赎回业务由垫支方垫付投资者的赎回款，基金份额同步过户给垫支方，T+1 时赎回款(含快速赎回申请当日的基金收益)均归垫支方所有，但其垫支来源及方式各异，大致存在以下五种模式：

- a) 商业银行向投资者提供垫支服务。
- b) 基金管理人利用自有资金提供垫支服务。
- c) 非银行支付机构、非银行销售机构、无任何牌照的互联网平台利用自有资金提供垫付。
- d) 上述 b)、c)项所述机构，特别是基金管理人采用自有资金，而利用银行授信资金提供垫付。

以基金管理人利用同业授信为例，在该模式下，信贷关系发生在基金管理人和银行之

简析《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》

间，基金管理人会对银行负债，增加基金管理人的财务风险。一旦发生基金份额被冻结、强制执行或基金负收益导致赎回款低于垫付资金乃至份额无法过户给授信行时，还款最终义务人是基金管理人，我们理解这事实上也是《指导意见》否定基金管理人依托银行授信办理 T+0 业务的主要动因。就笔者所见，在多家银行的垫支服务协议中，均要求“基金管理人应当确保银行收回垫付款及收益”或类似条款。

- e) 上述 b)、c)项机构利用在途的申购资金进行垫付(该模式直接违反上文提及的销售结算资金闭环运作原则)。

在《指导意见》施行之后，除取得基金销售业务资格的商业银行外，其他机构或个人不得以任何方式为“T+0 赎回提现业务”提供垫支。因此上述 b)-e)项四种模式以及 a)中无销售牌照的银行所提供垫支服务均将纳入整改范围，且须在 2018 年 12 月 1 日前整改完毕。这要求依托违规垫支来源的销售机构一方面尽快与垫支方签订终止协议，另一方面需援引与客户的增值服务协议中的有关条款(绝大多数增值服务协议设定管理人有暂停或终止 T+0 业务的权利)，以公告等方式及早终止此类业务。

不过，值得注意的是，《指导意见》仅要求垫支方为持有销售牌照的银行，并不要求垫支银行成为该基金的销售机构。

3、 限额管理：紧迫的过渡期

为回归“普惠、小额、便民”的业务初衷，《指导意见》在允许“T+0 赎回提现业务”合规开展的前提下，要求对单个投资者在单个销售渠道持有的单只货币市场基金单个自然日的“T+0 赎回提现业务”提现金额设定不高于 1 万元的上限。值得注意的是：

其一，《指导意见》对同一投资者单一基金账户下的多个交易账户提起快速赎回并不做加总控制。

其二，《指导意见》该条采“销售渠道”的表述而非其他条款中的“销售机构”，在执行中严格按销售机构控制抑或可区分同一销售机构的多个合作方，尚待进一步明确。

简析《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》

其三，按照《指导意见》的规定，相关机构对于限额管理的整改须在 2018 年 7 月 1 日前整改完毕。我们理解，如果现有 T+0 业务兼有垫支来源违规和额度超标，则应首先在 7 月 1 日前落实限额，进而在后续五个月中再解决垫支来源问题。

4、《指导意见》下 1 万元以内的 T+0 如何实现？

业内当前普遍的疑问是，以直销 T+0 为例，《指导意见》既已否定管理人固有资金、接受银行授信垫支模式，那么具备销售牌照的商业银行未来如何为 T+0 提供合规的垫支服务？我们认为，银行垫支、取得份额过户的模式仍然可以保留。但合规的关键在于，要通过协议将信贷关系建立在银行与持有人之间，杜绝基金公司因办理 T+0 业务而承担债务(或有负债)；遇有份额不能过户、基金亏损而导致银行垫资不能“回笼”时，由持有人对银行承担责任，基金管理人仅负协助银行之责。

这一模式的变更对于银行一方挑战显然较大，使原本最终依赖金融同业信用的同业授信转变为依赖个人信用的信贷；基金管理人既站在了“增值服务提供方”的前台，又不承担垫资银行所面临的风险。

然而，我们认为，除非监管机构对《指导意见》另作解释，否则舍此之外的业务模式均难以完全匹配《指导意见》的要求。即便不以授信为名，改头换面为“日内垫资”、“头寸调剂”、“流动性支持”等各种名目，或效率相对宽松的“T+0.5”，凡基金管理人不能明确免于对银行负债、承担还款责任的，均与授信无异，不具备合规基础。

5、加强宣传推介、信息披露监管

结合上述对于“T+0 赎回提现业务”业务本质、垫支资金来源及快速赎回额度的规范，《指导意见》要求基金管理人及基金销售机构强化风险揭示和信息披露义务，并将相应的业务风险、限制要求等涉及投资者利益的重要条款予以披露及揭示。

目前多数 T+0 增值服务协议揭示了系统风险、业务暂停风险、垫资额度不足和额度降低风险等。但是，随着限额内 T+0 业务下的法律关系逐步整改为银行与持有人之间的信贷关系，增值服务协议中应当揭示这一业务本质，强调持有人对垫支银行承担责任。

简析《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》

如需进一步信息，请联系：

作 者	
安 冬 电话: +86 21 3135 8725 desmond.an@llinkslaw.com	孙 睿 电话: +86 21 3135 8661 sue.sun@llinkslaw.com
上 海	
韩 炯 电话: (86 21) 3135 8778 christophe.han@llinkslaw.com	秦悦民 电话: (86 21) 3135 8668 charles.qin@llinkslaw.com
俞卫锋 电话: (86 21) 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	吕 红 电话: (86 21) 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com
娄斐弘 电话: (86 21) 3135 8783 nicholas.lou@llinkslaw.com	夏 亮 电话: (86 21) 3135 8769 tomy.xia@llinkslaw.com
黎 明 电话: (86 21) 3135 8663 raymond.li@llinkslaw.com	俞佳琦 电话: (86 21) 3135 8793 elva.yu@llinkslaw.com
安 冬 电话: (86 21) 3135 8725 desmond.an@llinkslaw.com	
北 京	
王利民 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@llinkslaw.com	高 云 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@llinkslaw.com
香 港(与张慧雯律师事务所有限法律责任合伙联营)	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com
伦 敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@llinkslaw.com	

© 通力律师事务所 2018

免责声明：本出版物仅代表作者本人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。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。