

## 金融法律热点问题

### 简评《证券投资基金投资咨询业务管理办法(征求意见稿)》及对行业未来趋势的展望

近期，中国证券监督管理委员会(以下简称“证监会”)发布了《证券投资基金投资咨询业务管理办法(征求意见稿)》(以下简称“《管理办法》”),拟就相关机构参与证券投资基金投资咨询业务(以下简称“投资咨询业务”)制定全面、统一的规范。我们认为,《管理办法》的出台体现了证监会拟在投资咨询业务领域推行功能监管、行为监管和穿透式监管的立法意图,同时也与近两年证券、资管领域法律法规的出台和修订相衔接,并将对投资咨询业务领域未来的业态发展产生深远影响。

以下是我们对《管理办法》的简要分析及对行业未来趋势的观察。

#### 一、立法思路与重点

结合《管理办法》的重点条文及证监会配套发布的《起草说明》,我们尝试对《管理办法》背后的立法思路进行分析。

##### (一)功能监管

《管理办法》在结合《中华人民共和国证券法》(以下简称“《证券法》”)、《中华人民共和国证券投资基金法》(以下简称“《基金法》”)、《证券、期货投资咨询管理暂行办法》(以下简称“《暂行办

法》”)、《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“《资管新规》”)等相关法律法规规定的基础上,将证券投资咨询顾问、发布证券研究报告、公募基金投资顾问、资管产品及 QFII 投资顾问业务纳入统一的规制范围,体现了按业务牌照进行功能监管的思路。

《管理办法》第三条根据提供投资咨询建议涉及的投资品种和服务方式的不同,将投资咨询业务划分为证券投资咨询顾问业务、基金投资顾问业务、发布证券研究报告业务三类业务,并规定了兜底条款为以后扩充投资咨询业务范围预留空间。三类投资咨询业务的业务内涵、申请主体和持牌要求如下表所示。

我们理解,三类投资咨询业务面向的“客户”,既包括公募或私募资管产品,也包括相关机构或个人。同时,我们理解此处的资管产品范围包括可投资于证券及其衍生品、证券投资基金或证监会认可的其他投资品种/投资产品的银行理财、保险资管、信托、基金、券商资管计划、期货资管计划、私募基金等各类资管计划。

业务类型	业务内涵	申请主体	是否需持牌
证券投资咨询顾问	接受客户委托,按照合同约定向客户提供 <b>证券及其衍生品以及证监会认可的其他投资品种</b> 的投资建议,辅助客户作出投资决策。	各类符合资质条件的机构	需核准(豁免情形除外)
基金投资顾问业务	接受客户委托,按照合同约定向客户提供 <b>证券投资基金以及证监会认可的其他投资产品</b> 的投资建议:(1)辅助客户作出投资决策;(2)按规定代理客户办理交易申请(即管理型投顾,相关规则将另行制定)。	各类符合资质条件的机构	为客户提供公募证券投资基金投资建议的基金投顾需注册(豁免情形除外)
			为客户提供公募证券投资基金以外产品的投资建议的基金投顾无需注册
发布证券研究报告	对于证券市场的 <b>整体或者部分走势</b> 进行分析预测,或者对于 <b>股票、债券等证券以及证监会认可的其他投资品种的投资价值、价格波动</b> 等进行分析,并向客户 <b>发布研究报告或者分析意见</b>	原则上为证券公司或其专门从事证券投资咨询业务的子公司(法律、行政法规和证监会另有规定除外)	需核准(豁免情形除外)

从上表可知,《管理办法》扩大了三类投资咨询业务的申请主体范围,除发布证券研究报告业务原则上仅限于证券公司或专门从事证券投资咨询业务的子公司申请外,其余投资咨询业务的申请主体包括各类符合《管理办法》所列资质要求的机构。同时,《管理办法》第六条要求从事证券投资顾问业务、提供公募证券投资基金投资建议、发布研究报告业务均应持牌。此外,《管理办法》第三十三条、第三十四条对特定机构、特定业务在适用该办法方面作出了特别规定:

1、附带提供投资顾问服务:证券公司为其证券经纪业务客户附带提供证券投资顾问服务、公募证券投资基金销售机构为其基金销售客户附带提供基金投资顾问服务,并且未就该附带服务单独签订合同、单独收取费用的,豁免核准或注册要求,但不得提供管理型投资顾问服务。同时,其投资顾问服务行为应当遵守《管理办法》有关要求。

2、证券期货经营机构为资管产品提供投资咨

询服务:即证券公司、基金公司、期货公司及前述机构从事私募资产管理业务的子公司为资管产品提供投资咨询服务的,豁免核准或注册要求,但需在首次展业后5个工作日向住所地证监会派出机构报告。同时,其投资咨询服务行为应当遵守《管理办法》有关要求。需要注意的是,此处仅豁免证券期货经营机构为资管产品类客户提供投资咨询服务的持牌要求,并未豁免其面向机构或个人类客户直接提供投资咨询服务的持牌要求。

3、特定金融机构从事投资咨询业务:证券公司、基金管理公司、期货公司、商业银行、保险公司以及证监会认可的其他金融机构从事证券投资基金投资咨询业务,豁免适用《管理办法》中关于股东条件、法人治理与内控合规、设立分支机构、风险准备金计提、备案管理、业务许可展期等要求。同时,其展业应符合法律、行政法规和金融监管部门的有关规定。

4、私募基金管理人向特定对象提供投资咨询

服务：《管理办法》规定，对私募基金管理人在(1)为资产管理产品提供证券投资基金投资咨询服务；(2)为存在实际控制关系或者受同一控制人控制的合格境外投资者提供证券投资基金投资咨询服务等两类特殊情形下，证监会另有规定的从其规定。

根据现行法律法规，我们理解，此处“另有规定”的情形包括：(1)私募基金管理人为私募资管产品提供投资顾问服务应当符合《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》、《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》，满足“1+3+3”的要求<sup>1</sup>；(2)私募基金管理人担任MOM产品的子管理人，需要符合相关资质条件(按照《证券投资基金经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引》征求意见稿，担任公募MOM子管理人还需取得公募基金管理人资格)；以及(3)待《关于实施〈合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法〉有关问题的规定(征求意见稿)》正式发布并生效后，私募基金管理人为存在实际控制关系或者受同一控制人控制的QFII提供投资咨询服务的需要符合该法规规定。

## (二) 行为监管

一方面，根据《起草说明》，过往投资咨询业务发展中暴露出一些突出问题，如证券投资咨询机构违规行为多发频发，“庄托”、“黑嘴”乃至“传销式”展业等问题十分突出，因此《管理办法》将着重从健全相关机构合规内控体系、促进形成可持续的商业模式方面进行规范。另一方面，未来随着商业银行、保险公司以及证监会认可的其他金融机构参与投资咨询业务，也有必要从行为监管的角度统一划定业务开展过程中的“底线”和“红线”，避免监管套利。重点规定如下：

1、大幅提高准入门槛，从净资产(不低于1亿元)、股权结构、高管人员和从业人员、场所设施、内控合规风控制度、遵纪守法等各个方面设定统一的准入条件，鼓励治理规范、适应监管、资本实力

强的机构从事该项业务。

2、要求证券投资基金投资咨询机构严格比照证券公司、基金公司建立内控、合规、风控体系，全面提高经营和违规成本，推动形成只有少数优质、规范机构方可参与此类业务的局面。《管理办法》从关联交易、业务范围、分支机构设立、人员从业规范、信息系统要求、客户利益优先、适当性管理义务履行、外包限制、提取风险准备金、资料保存、信息报送与审计、备案管理等各方面设定相关机构和人员开展投资咨询业务的行为规范。

3、结合行业过往典型违规案例和突出问题，明确规定展业禁止性规定，包括禁止误导性宣传、出借转让牌照、违规承诺收益、违规与客户约定收益分成、利益输送、诱使客户过度交易、为违法违规或故意规避监管的证券基金业务活动提供便利等。需要注意的是，除了《管理办法》中的禁止性规定外，开展证券投资咨询业务及发布研究报告业务还需关注新《证券法》对证券服务机构和证券公司的相关规范性要求，例如，对投资者信息和商业秘密的保密义务、禁止从事内幕交易和市场操纵等。

4、加强事后监管和对违规行为打击力度，针对新设证券投资基金投资咨询机构建立3年有效期的业务许可展期制度，对无正当理由连续3个月不开展投资咨询业务的缴回业务许可证，防止炒壳、卖壳。同时，除依据《证券法》、《基金法》等上位法对相关机构和从业人员违规行为采取行政监管措施或作出行政处罚外，《管理办法》第三十二条还规定了违反本办法的可直接予以警告并处以3万元以下的罚款。

## (三) 穿透式监管

近两年，加强金融机构股权管理是监管部门共同的关注的重点，2018年4月“一行两会”联合发布的《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》、2019年7月证监会发布的《证券公司股

<sup>1</sup> 即(1)在中国证券投资基金业协会登记满一年、无重大违法违规记录的会员；(2)具备三年以上连续可追溯证券、期货投资管理业绩且

无不良从业记录的投资管理人员应当不少于三人。

权管理规定》均体现了这一监管重点。《管理办法》亦按此监管思路实施“穿透式监管”，增加了对证券投资基金投资咨询机构股东准入资质和行为规范的要求。

例如，《管理办法》第九条针对 5%以上股东、控股股东、自然人股东、境外股东均提出了明确的资质要求；第十条则参照对证券公司、基金管理公司的监管要求，对证券投资基金投资咨询机构的股东、股东的控股股东、实际控制人参股证券投资基金投资咨询机构提出了“一参一控”的原则性要求；第二十二条针对证券投资基金投资咨询机构的股东和实际控制人明确提出禁止性规定，包括禁止虚假出资或抽逃出资、股权代持、违规干预证券投资基金投资咨询机构经营等；第二十六条备案管理也增加了变更 5%以上股权的股东或者股权的实际控制人的备案要求。

#### （四）与其他法律法规的衔接

《管理办法》中多处规定体现出与新《证券法》、《资管新规》、《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”）等新修订或出台法律法规的衔接。举例如下：

1、《管理办法》第十八条、第十九条关于证券投资基金投资咨询机构履行投资者适当性义务的规定中，特别强调对普通投资者的保护，规定原则上不得向专业投资者以外的客户提供股票、结构化产品、证券衍生品等高风险资产投资顾问服务，这与《九民纪要》设专章强调金融消费者权益保护尤其要规范高风险等级产品和服务提供行为的要求相一致。

2、《管理办法》第二十四条证券投资基金投资咨询机构应当妥善保存客户文件和相关业务资料，不得泄露、隐匿、伪造、篡改或者毁损，保存期限不少于 10 年，该规定与新《证券法》第一百六十二条新修订的规定相衔接，比《证券投资顾问业务暂行规定（2020 修订）》、《发布证券研究报告暂行规定（2020 修订）》规定的 5 年资料存档期更长。

3、《管理办法》第三十五条专门规定了提供程序化咨询服务的监管报告要求，与《资管新规》中对运用人工智能技术开展投资顾问业务的监管要求及新《证券法》对程序化交易的规范性要求相呼应。

## 二、对证券投资基金投资咨询机构未来展业的影响

尽管目前《管理办法》仍处于征求意见的阶段，但我们认为，其征求意见稿中所体现出来的立法精神和监管理念的变化将对未来证券投资基金投资咨询机构的展业模式和行业生态产生深远的影响，以下主要就基金管理公司和基金销售机构、证券公司以及过往传统的证券投资咨询机构三类主体分别进行分析。

### （一）对基金管理公司和基金销售机构的影响

出台《管理办法》的最大利好是在《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》（简称“《试点工作通知》”）的基础上，为基金投顾业务的开展提供了明确的上位法依据，弥补了曾在 2013 年征求意见但至今尚未出台的《证券投资基金服务机构业务管理办法》的缺憾。

《管理办法》第七条明确规定基金投资顾问业务可以向客户提供管理型投资顾问服务，在客户授权范围内代理客户办理交易申请等事项，该规定使基金投资顾问可以为客户办理交易申请等业务，给予该项业务模式更大的灵活性。

与之相关的一个问题是前期根据《试点工作通知》已经开展基金投顾业务的机构（以下简称“**试点机构**”）在展业要求方面适用《管理办法》的问题。根据《试点工作通知》，目前试点机构的资质为备案取得，而《管理办法》要求开展公募基金投资顾问服务的机构均需向注册，那么试点机构应当履行何种程序完成注册有待证监会明确。

此外，《管理办法》第二十一的禁止性规定包括“**违规**与客户约定分享投资收益或者分担损失”，此处以“**违规**”作为限定前提。鉴于新《证券法》第一百六十一条已明确规定证券投资咨询机构及

其从业人员不得“与委托人约定分享证券投资收益或者分担证券投资损失”，因此证券投资顾问业务应不能采取与客户分享投资收益或分担投资损失的模式；但《基金法》对基金投顾业务是否可以与客户约定分成并未做明确规定，故公募基金投顾业务是否有可能在这方面予以突破值得关注。

## (二)对证券公司的影响

总体上对证券公司开展证券投资顾问业务、发布研究报告的现有业务模式影响不大，但需全面满足业务运作规范性方面的新要求；同时，证券公司也可考虑是否参与基金投顾业务的新机会。

一方面，目前证券公司开展投资顾问业务遇到的两项比较大的限制在于不能开展证券全权委托业务以及不能与投顾客户分享证券投资收益或者分担证券投资损失。由于新《证券法》仍然保留了前述两项限制，因此对证券公司开展证券投资顾问业务的总体模式影响不大。另一方面，鉴于《管理办法》从行为监管的角度对投资咨询业务的业务运作规范性提出了新要求，证券公司需关注与过往法规要求的差异，如开展此项业务的公司统一决策程序要求、人数及人员资质要求、业务管理信息系统健全要求、针对普通投资者提供股票等高风险资产投顾服务的限制性要求等。

此外，我们注意到《管理办法》出台后 1997 年发布的《暂行办法》仍然有效，而《暂行办法》第十三条规定的证券、期货投资咨询人员需具备中国国籍的要求可能不利于下一步境外专业人员参与境内证券投资咨询业务。

## (三)对证券投资咨询机构的影响

根据证监会官网公示的《证券投资咨询机构名录》<sup>2</sup>，截至 2020 年 3 月，持牌证券投资咨询机构共计 83 家。我们预测，《管理办法》正式出台后，证券投资咨询机构行业将面临重新洗牌。具体原因如下：

1、《管理办法》落地之后，暂停多年的证券投资咨询机构新设核准将予重启，新的资本实力强、适应监管的证券基金投资咨询机构将进入该行业，未来证券投资咨询机构不仅面临来自证券公司的竞争，也将面临基金公司、商业银行、保险公司等其他金融机构和私募基金管理人的全面竞争。

2、《管理办法》落地之后，前期已经取得证券投资咨询业务资格的机构(以下简称“老证券投资咨询机构”)“保壳”更难、“壳价值”更低。

《管理办法》就过渡期作出明确规定，对于老证券投资咨询机构不符合有关内部管理和业务规范要求的规定了 1 年的整改期，对其股东不符合条件的规定了 5 年的整改期；对逾期未完成整改的或拒不整改的，可责令其暂停业务或作出处罚。由于《管理办法》极大地提高了证券投资咨询机构的股东准入门槛和业务规范运作成本，因此老证券投资咨询机构及其股东需要理性评估是否继续运营此项业务。而对于新设机构而言，由于存在业务许可有效期的限制，过往寄希望于通过申请牌照、炒卖牌照来赚钱的前提也将不复存在。

3、《管理办法》落地之后，证券投资咨询机构面临内部管理与业务流程的“再造”。一方面，其需要严格比照证券公司、基金公司建立内控、合规、风控体系，其管控难度将大幅提高；另一方面，其现有的面向普通投资者、以从业人员个人为主的荐股模式也需要调整为面向专业投资者、以证券投资咨询机构为主的荐股模式，对其自身的专业性和管理模式也提出了新的挑战。

可以预计，在不久的将来，证券投资咨询行业将经历优胜劣汰、市场逐步出清的过程，新的良性的业态将逐步形成。

以上为我们对《管理办法》征求意见稿的简要分析。我们将在《管理办法》正式稿出台后，与我们的客户持续分享证券基金投资咨询领域的监管动态和法规变化。

<sup>2</sup> 网址：  
[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306205/201510/t20151028\\_2857](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/G00306205/201510/t20151028_2857)

25.htm?keywords=投资咨询

吴曼 合伙人 电话: 86 755 2587 0866 邮箱地址: wum@junhe.com

秦天宇 律师 电话: 86 21 2208 6140 邮箱地址: qinty@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息, 敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)” 或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”



