



资产管理法律评述
2018 年 5 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

资管新规系列五：对私募股权基金的影响

作者：安随一 | 李剑伟

本文要点

- 私募股权基金是否适用《资管新规》？
- 新的合格投资者标准发生了哪些变化？
- 禁止多层嵌套的要求否定了哪些私募股权基金业务形式？
- 存量多层嵌套及分级比例限制的私募股权基金是否需要整改？
- 私募股权基金是否需进行托管？。

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。

资管新规系列五：对私募股权基金的影响

为解决近年中国资产管理行业存在的资产管理产品多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁、刚性兑付等问题，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(以下简称“**中国证监会**”)、国家外汇管理局(以下合称“**金融管理部门**”)于 2018 年 4 月 27 日联合发布了《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》**”)。本文主要从私募股权基金业务的角度分析《资管新规》的关键内容对私募股权基金的影响。

1. 第二条：私募股权基金是否适用《资管新规》？

此前《资管新规》的征求意见稿中并未明确私募投资基金(包括私募股权基金)是否适用的问题，曾引起各方的探究与讨论。而在此次正式发布的《资管新规》第二条及《中国人民银行有关负责人就<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>答记者问》中均明确：“**私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见。**”

在目前私募基金的监管体系中，已经生效的专门法律、行政法规仅有相对宏观的《中华人民共和国证券投资基金法》，而针对**私募股权投资基金**的具体规定主要为中国证监会公布的部门规章(《**私募投资基金监督管理暂行办法**》等)及中国证券投资基金业协会(以下简称“**基金业协会**”)发布的自律规则，因此我们理解目前**《资管新规》将适用于私募股权基金**。此外，国务院法制办于 2017 年 8 月 30 日公布的《私募投资基金暂行条例(征求意见稿)》若正式生效，其属于行政法规，效力将优于《资管新规》。

《资管新规》建立了中国人民银行宏观审慎管理，会同金融监督管理部门制定资产管理业务标准的体制，并要求金融监督管理部门制定和完善处罚体制，确保处罚标准一致。**就私募股权基金而言，中国证监会需在《资管新规》框架内会同中国人民银行制定出具体的实施细则。**在此过程中，该等实施细则需要注意：**(1)与中国人民银行保持监管口径的一致；(2)与其他金融监督管理部门保持处罚标准的一致；(3)《资管新规》与私募股权基金现行规则的合理衔接、整合。**

2. 第五条：新合格投资者标准适用

《资管新规》第五条规定：“合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额(其中投资于单只权益类产品的金额不低于 100 万元)且符合下列条件的自然人和法人或者其他组织。(一)具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于 300 万元，家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元。(二)最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。(三)金融管理部门视为合格投资者的其他情形。”

资管新规系列五：对私募股权基金的影响

现行针对私募股权基金合格投资者的标准主要在中国证监会于 2014 年 8 月 21 日公布的《私募投资基金监督管理暂行办法》中的相关规定，但该等现有标准与《资管新规》中的标准存在一定的差异，具体通过以下简表列示：

合格投资者标准	《资管新规》	《私募投资基金监督管理暂行办法》
投资金额下限	投资于单只权益类产品的金额不低于 100 万元	投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元
自然人标准	具有 2 年以上投资经历	/
	家庭金融资产不低于 300 万元	金融资产不低于 300 万元
	家庭金融资产不低于 500 万元	
	近 3 年本人年均收入不低于 40 万元	最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人
法人单位标准	最近 1 年末净资产不低于 1000 万元	净资产不低于 1000 万元
其他合格投资者	金融管理部门视为合格投资者的其他情形	(1) 社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金； (2) 依法设立并在基金业协会备案的投资计划； (3) 投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员； (4) 中国证监会规定的其他投资者。

根据《资管新规》的适用规则，由于私募投资基金专门法律、行政法规并未规定合格投资者的标准，我们认为，私募股权基金将适用《资管新规》所规定的新合格投资者标准，但以下问题仍需后续《资管新规》的实施细则中予以进一步明确：

资管新规系列五：对私募股权基金的影响

- (1) 中国证监会在《私募投资基金监督管理暂行办法》中规定的合格投资者标准是否属于《资管新规》中“金融管理部门视为合格投资者的其他情形”？
- (2) 私募股权基金进行合格投资者审查时，已在金融管理部门备案的资管产品是否可以直接视为合格投资者？
- (3) 《资管新规》合格投资者标准中所规定的“2 年以上投资经历”、“家庭金融资产”、“家庭金融资产”、“最近 1 年末净资产”等概念如何界定及证明？

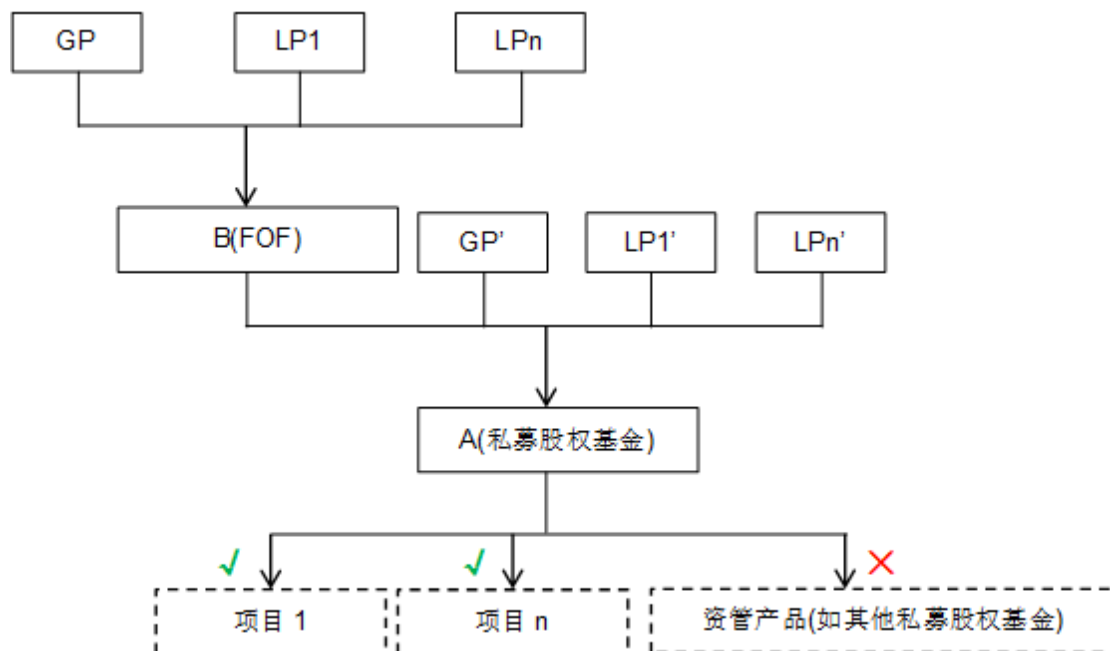
3. 第二十二条：禁止私募股权基金多层嵌套

《资管新规》第二十二条规定：“资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。”

为避免资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务，《资管新规》禁止了资产管理产品的多层嵌套。值得注意的是，如严格理解本条，为了避免多层嵌套，如果 A 私募股权基金的投资者中存在 B 私募股权基金(FOF 型)，则 A 私募股权基金不得投资任何资管产品(如其他私募股权基金)。反之，如果 B 私募股权基金(FOF 型)注意到 A 私募股权基金的已投资或拟投资范围中有资管产品(如其他私募股权基金)，B 私募股权基金(FOF 型)也不应投资 A 私募股权基金。

我们建议，从 A 私募股权基金管理人的角度而言，在募集 B 私募股权基金(FOF 型)的过程中，要求 B 作出其投资者中不存在任何资管产品的陈述与保证；同理，从 B 私募股权基金(FOF 型)的角度而言，亦需在投资 A 私募股权基金的过程中，要求 A 作出其已投资或拟投资范围中不存在任何资管产品的陈述与保证。同时，也建议《资管新规》的实施细则中明确出现多层嵌套情况时处罚责任的具体承担主体及方式。

资管新规系列五：对私募股权基金的影响



在目前已设立的私募股权基金中，部分存在三层及更多层的嵌套，且存续期限晚于 2020 年底，针对该等情况，如金融管理部门明确要求在 2020 年底前整改完毕，则在整改过程中将会涉及多层嵌套结构拆解调整的问题。以合伙型私募股权基金为例，可能遇到(1)整改后某层结构中的人数将可能超过 50 人的上限；(2)若采取份额转让方式予以整改，则在此过程中产生高额税负成本；(3)已经存在结构化安排的投资者合并可能打破该等投资者原有的商业利益诉求等一系列的障碍，**所以对于存量的多层嵌套私募股权基金来说，如何在 2020 年底前进行整改与调整，将是有关各方在整改期限届满前需面对的重大课题。**

4. 第二十一条：结构化私募股权基金分级比例限制

《资管新规》第二十一条规定：“分级私募产品应当设定分级比例(优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额)，**权益类产品的分级比例不得超过 1:1**。分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排。”

针对目前已设立的私募股权基金中存在突破该分级比例的结构化安排的，如金融管理部门明确要求在 2020 年底前整改完毕，则在整改过程中可能需要提前清退优先级投资者，进而会对该等投资者造成一定商业利益上损失，**因此，与上述第 3 点相似，对于存量的突破《资管新规》中分级比例限制的私募股权基金如何进行整改，亦将是有关各方在整改期限届满前需面对的重大课题。**

资管新规系列五：对私募股权基金的影响

5. 第十四条：私募股权基金是否需进行托管？

《资管新规》第十四条规定：“金融机构发行的资产管理产品资产应当由具有托管资质的第三方机构独立托管，法律、行政法规另有规定的除外。”

此前的私募股权基金监管规定及国务院尚未正式出台的《私募投资基金暂行条例(征求意见稿)》均规定，基金合同约定私募基金不聘请基金托管人进行托管的，应当在基金合同中明确保障基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制。

因此，从现有私募股权基金的总体监管思路而言，是允许各方在基金合同中约定不进行基金托管的。但基于《资管新规》的规定，基金托管又似乎是必须的，其中的衔接性问题亦需在私募股权基金适用《资管新规》的有关实施细则中予以进一步明确。

6. 第十三条：私募股权基金不得承诺“保本保收益”

《资管新规》第十三条规定：“金融机构不得为资产管理产品投资的股权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保、回购等代为承担风险的承诺。”

《资管新规》进一步明确了私募股权基金不得承诺保本保收益，必须打破刚性兑付，并在第十九条中明确了刚性兑付的认定标准。

7. 第十七条：私募股权基金管理公司的风险准备金

《资管新规》第十七条规定：“金融机构应当按照资产管理产品管理费收入的 10% 计提风险准备金，或者按照规定计量操作风险资本或相应风险资本准备。风险准备金余额达到产品余额的 1% 时可以不再提取。”据此，私募股权基金管理人应按照《资管新规》计提风险准备金并建立相关的风险准备金制度。

8. 其他待明确事项

《资管新规》中的以下条款在私募股权基金领域的具体适用方式亦需相关实施细则中予以明确：

(1) 《资管新规》第二条中规定：“金融机构可以与委托人在合同中事先约定收取合理的业绩报酬，

资管新规系列五：对私募股权基金的影响

业绩报酬计入管理费，须与产品一一对应并逐个结算，不同产品之间不得相互串用”；对于私募股权基金而言，业绩报酬的收取形式是否能为通常私募股权基金所采用的收益分配的形式，尤其是针对于合伙型私募股权基金。

- (2) 《资管新规》第二十条及第二十一条中规定：“每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%；分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%”；对于私募股权基金而言，该等杠杆率限制是否亦适用。

结语

《资管新规》以“指导意见”的形式制定了资产管理行业的指导原则，并建立了中国人民银行宏观审慎管理，会同金融监督管理部门制定资产管理业务标准的体制。如本文所述，由于私募股权基金并非《资管新规》所重点调整的领域，《资管新规》中的条款如何与私募股权基金现行规定及规则进行衔接，或私募股权基金现行规定及规则中哪些需要依据《资管新规》予以调整，仍有待中国证监会会同中国人民银行进一步制定相关实施细则予以明确，对此我们也将持续关注并在第一时间带来相关分析。

资管新规系列五：对私募股权基金的影响

如需进一步信息，请联系：

作 者	
安随一 电话: +86 21 3135 8761 lawrence.an@linkslaw.com	李剑伟 电话: +86 21 3135 8763 teddy.li@linkslaw.com
上 海	
韩 炯 电话: +86 21 3135 8778 christophe.han@linkslaw.com	秦悦民 电话: +86 21 3135 8668 charles.qin@linkslaw.com
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@linkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com
娄斐弘 电话: +86 21 3135 8783 nicholas.lou@linkslaw.com	夏 亮 电话: +86 21 3135 8769 tomy.xia@linkslaw.com
黎 明 电话: +86 21 3135 8663 raymond.li@linkslaw.com	俞佳琦 电话: +86 21 3135 8793 elva.yu@linkslaw.com
安 冬 电话: +86 21 3135 8725 desmond.an@linkslaw.com	
北 京	
王利民 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@linkslaw.com	高 云 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@linkslaw.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@linkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com
伦 敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@linkslaw.com	

© 通力律师事务所 2018

免责声明：本出版物仅代表作者个人观点，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。