

《关于避险策略基金的指导意见》的分析与解读

作者：黎明 / 陆开亮

2017 年 2 月 10 日，中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)公布《关于避险策略基金的指导意见》(证监会公告[2017]3 号,以下简称“《意见》”),对 2010 年 10 月 26 日开始施行的《关于保本基金的指导意见》(证监会公告[2010]30 号)进行了修订。为引导投资者形成合理投资预期,《意见》将“保本基金”的名称调整为“避险策略基金”,并在保障机制、投资策略、基金管理人的风控管理、风险监测等方面提出了新的要求,简述如下:

一. 调整基金名称

根据《意见》第一条,避险策略基金是指通过一定的避险投资策略进行运作,同时引入相关保障机制,以在避险策略周期到期时,力求避免基金份额持有人投资本金出现亏损的公开募集证券投资基金。

《意见》之所以将保本基金的名称调整为“避险策略基金”,是因为保本基金及保障机制的存在并不必然保证投资者本金的安全,在极端情况下,基金份额持有人仍然存在本金损失的风险。例如,投资者在保本周期内申购的基金份额,或者投资者在保本周期开始前认购或在过渡期申购但在保本周期内赎回的基金份额,一般不能享受保本条款。此外,即便是在保本周期内持续持有到期的基金份额,虽然可以享受保本条款,但如果发生本金亏损,能否获得本金的足额偿付也将取决于担保人和基金管理人的偿付能力。因此,所谓“保本基金”,并不能对投资者提供绝对保本,能否最终实现保本实际上存在若干前提条件。将这一类基金的名称调整为避险策略基金,可以避免误导投资者,使投资者形成合理的投资预期,有效的判断投资风险。

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

《关于避险策略基金的指导意见》的分析与解读

根据《意见》第一条的规定,《意见》适用于公开募集证券投资基金,基金公司及其子公司是否可以参照《意见》设立避险策略的特定客户资产管理计划?

相比中国证监会 2016 年 8 月 8 日发布的《关于保本基金的指导意见(征求意见稿)》,《意见》删除了征求意见稿中第二十五条关于“基金管理人及其子公司特定客户资产管理业务不得募集保本产品”的规定,即未采取征求意见稿明确禁止基金管理人及其子公司发行保本或者避险策略专户的态度,为基金管理人及其子公司发行避险策略专户留出了想象空间。并且鉴于避险策略产品并未使用“保本”字样,其并未违反《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》第三条的规定,因此基金管理人及其子公司参照《意见》发行避险策略专户具有较大的政策可能性。

二. 变更相关保障机制

《意见》公布以前,保本基金的保障机制分为连带责任保证和风险买断两种。连带责任保证的保本保障机制由基金管理人向基金份额持有人提供保本承诺,该保本承诺构成基金管理人向基金份额持有人的或有债务,同时通过基金管理人代表全体基金份额持有人与担保人签订保证合同,由担保人对于基金管理人向基金份额持有人承担的保本义务提供连带责任保证。

在连带责任保证的保障机制下,基金管理人为承担保本义务的主债务人,担保人为承担连带责任的保证人,并且担保人履行保证责任后仍有权利向基金管理人追偿。因此,连带责任保证的保障机制使基金份额持有人可以获得来自基金管理人和担保人的双重保障对于基金份额持有人而言或许是有益的,但连带责任保证不能转移基金管理人的本金赔付责任风险,而且基金管理人还需要向不承担最终赔付责任的担保人支付一笔高额的担保费,连带责任保证对于基金管理人而言,除了满足《关于保本基金的指导意见》要求的注册条件外,并无实际意义。

另一方面,由于连带责任保证的保障机制将意味着基金管理人将承担持有人本金亏损的最终赔付责任,基金管理人的风险敞口与基金初始发行规模相当,与基金管理人的资本金制度并不匹配,低等级信用债投资、剩余期限错配、风险资产放大倍数过高、发行规模快速膨胀等因素会显著增加基金管理人承担的赔付风险,最终将危及基金公司的运作体系,损害基金份额持有人的利益。

此次《意见》明确了避险策略基金的保障机制仅限于风险买断,取消了《关于保本基金的指导意见》规定的连带责任保证。风险买断的保障机制是指由基金管理人与符合条件的保障义务人签订风险买断合同,约定由基金管理人向保障义务人支付费用,保障义务人在避险策略基金到期出现基金份额净值低于基金合同约定的投资本金情形时,负责向基金份额持有人补足差额。基金管理人不对基金份额持有人承担差额补足责任,保障义务人在向基金份额持有人补足差额后,无权利向基金管理人追偿。

《关于避险策略基金的指导意见》的分析与解读

三. 增加投资策略的相关要求

1. 监管要求

为了保证投资目标及投资策略的实现,《意见》明确规定避险策略基金投资于各类金融工具的比例应当与该基金的投资目标、投资策略相匹配。避险策略基金的投资策略应该符合以下审慎监管的要求:

(1) 避险策略基金中稳健资产的投资比例及稳健资产的范围

避险策略基金中稳健资产的投资比例不得低于基金资产净值的 80%,且稳健资产仅限于“现金,剩余期限不超过剩余避险策略周期 1 年的银行存款、同业存单、债券回购、国债、地方政府债券、政策性金融债、中央银行票据、信用等级在 AAA(含)以上的债券、信用等级在 AAA(含)以上的非金融企业债务融资工具以及中国证监会认可的其他金融工具。”其中,“剩余期限不超过剩余避险策略周期 1 年”按正常文义理解是指剩余期限不超过剩余避险策略周期加 1 年,并且该剩余期限要求应适用于除现金外其他各项属于稳健资产的金融工具。

(2) 防范流动性风险

针对流动性风险,要求避险策略基金稳健资产投资组合的平均剩余期限不得超过剩余避险策略周期。

(3) 适度分散的投资策略

避险策略基金投资于具有基金托管人资格的同一商业银行的银行存款、同业存单占基金资产净值的比例合计不得超过 20%,投资于不具有基金托管人资格的同一商业银行的银行存款、同业存单占基金资产净值的比例合计不得超过 5%;同时,要求基金管理人针对风险资产审慎建议投资对象备选库,并采取适度分散的投资策略。

(4) 明确风险资产的放大倍数

权益类资产的放大倍数不得超过安全垫的 3 倍,可转换债券、可交换债券以及信用等级 AA+ 以下的固定收益类资产的放大倍数不得超过安全垫的 5 倍,信用等级 AA+(含)以上的固定收益类资产的放大倍数不得超过安全垫的 10 倍;同时各类风险资产的投资金额除以各自倍数上限,加上买入上市期权支付的权利金,合计金额不得超过安全垫。

《关于避险策略基金的指导意见》的分析与解读

安全垫是指基金资产净值减去避险策略周期到期日基金合同约定的投资本金的现值后的差额。基金管理人应当参照与剩余避险策略周期同期限利率债的利率确定贴现率。

上述各项所涉剩余期限、平均剩余期限和信用等级的确定参照货币市场基金执行。

由于基金资产净值 80%以上投资于准货币市场工具的稳健资产(信用债等级要求甚至严于货币市场基金),以及严控平均剩余期限和风险资产放大倍数,避险策略基金的风险收益特征似更偏于债券基金与货币市场基金之间。由于新的保障机制只允许风险买断,而风险买断的保障义务人承担的赔付风险远远高于连带责任保证,可以合理预见风险买断费用可能也将显著高于保本基金的保证费用,这一费用将包含在管理费中最终由基金财产承担。因此,基金管理人对避险策略基金的运作可能会面临投资收益下降和费用增加的双重挑战。

2. 基金管理人的风控管理要求

《意见》要求基金管理人向基金份额持有人说明基金的投资策略安排,并且要求基金管理人建立健全风险管理体系,采取有效的风险管理措施,确保避险策略基金管理规模与风险控制水平和投资管理能力相适应,确保避险策略基金的投资策略有效执行。

四. 控制基金规模

对于证券公司(含资产管理子公司)担任基金管理人的,《意见》要求基金管理人计提风险资本准备,计提比例为保障义务人差额补足责任金额的 12.5%;对于其他基金管理人,要求其管理的避险策略基金中,由保障义务人承担差额补足责任的总金额不得超过基金管理人最近一年经审计的净资产的 8 倍。

五. 限缩保障义务人的范围

《意见》公布之前,保本基金的担保人或保本义务人的范围包括非金融机构、证券公司及其他金融机构,并且需符合特定的条件。

《意见》明确将保障义务人的范围限定于商业银行、保险公司,这意味着作为保本基金传统担保机构的担保公司以及除商业银行、保险公司以外的其他机构均不得担任保障义务人。作为保障义务人的商业银行、保险公司也需符合特定的条件,为此,《意见》也确立了基金管理人对于选择保障义务人进行审慎调查和信用评价的义务。

对于商业银行而言,为避险策略基金提供风险买断是否能合规纳入商业银行目前可以开展的担保类和承诺类的中间业务仍有待探讨。相对而言,风险买断的保障机制本身所具有明显的保险法律关系

《关于避险策略基金的指导意见》的分析与解读

特征,使保险公司以特定保险产品提供风险买断似乎更为现实。而事实上在过去几年内,已经有部分保险公司以保险的方式为少量保本型资产管理计划提供了风险买断的保障机制。

六. 避险策略基金的申购、赎回、风险揭示和信息披露

1. 《意见》要求避险策略基金在避险策略期间不得开放申购、转换转入,但允许在避险策略期间开放赎回和转换转出。
2. 《意见》要求基金管理人在基金合同、招募说明书及宣传推介材料中说明相关保障机制的具体安排,并采用举例方式说明可能存在本金损失的极端情形,明确投资者在避险策略期间赎回、转换转出的基金份额是否可以获得差额补足保障,并对可能发生的损失进行特别风险揭示。
3. 《意见》要求基金管理人对在避险策略周期内保障义务人出现不符合相关监管要求情形的,应及时履行信息披露和报告义务。

七. 开展风险监控和压力测试

《意见》要求基金管理人每日监控避险策略基金单位累计净值变动。对于单位累计净值低于避险策略周期到期日基金合同约定的投资本金超过 2%,或者连续 20 个交易日(建仓期除外)低于避险策略周期到期日基金合同约定的投资本金的,应当及时应对、审慎作出后续安排,并且自发生之日起 3 日内向中国证监会及相关派出机构报告。

除了日常监控外,基金管理人需每三个月开展避险策略基金的压力测试。

八. 有区别的处理新老基金及过渡期安排

《意见》自公布之日起实施,对于避险策略基金的处理遵循“新老划断”原则,有区别的进行过渡安排:

1. 对于申请募集注册的基金,要按照《意见》的规定执行。
2. 对于已经批复尚未募集的基金,不符合《意见》规定的,应当履行变更注册程序。事实上,目前已经获得中国证监会的注册但尚未募集的保本基金,无论从名称还是保障机制均不符合《意见》的规定,因此这些保本基金均需要按照《意见》的规定修改基金合同履行变更注册程序。
3. 对于已经成立的基金,区别处理:

《关于避险策略基金的指导意见》的分析与解读

- (1) 不符合《意见》第一条(即未采用风险买断的保障机制)的,仍遵循原基金合同的约定,但在保本周期到期后,基金管理人履行相应程序,可以选择变更注册为避险策略基金、转为其他类型的基金或进行清算。

即原基金合同关于基金管理人与担保人承担连带责任保证的约定仍然有效,基金管理人与担保人对于投资人在保本周期期间的损失承担连带责任。在保本周期到期后,如果继续存续的,需履行相应程序后,将连带责任保障机制调整为风险买断的保障机制,并变更注册为避险策略基金。

对于该等“相应程序”是否包含基金份额持有人大会程序,我们理解需要根据基金合同的约定进行确定。如部分保本基金的基金合同明确约定:“当期保本周期结束后,基金管理人有权更换下一个保本周期的保本保障机制,并另行确定保本义务人或担保人,此项变更事项无需召开基金份额持有人大会决议通过。”对于存在该等条款的保本基金,在保本周期到期后,可以直接变更保本保障机制,并变更注册为避险策略基金,且无需召开基金份额持有人大会。否则,需由基金份额持有人大会决定是否调整保障机制,如不同意调整的,则应转型为其他基金或者进行清算。

- (2) 不符合《意见》第八条第二款第(一)项(即不符合稳健资产不低于基金资产净值 80%要求、稳健资产类别、剩余期限和信用等级)的,不得增持不符合规定的资产;不符合《意见》第八条第二款第(二)项(即不符合稳健资产平均剩余期限)的,不得增加稳健资产投资组合剩余期限;不符合《意见》第八条第二款第(三)项(即不符合银行存款和同业存单的分散投资要求)的,不得增持不符合规定的银行存款、同业存单;不符合《意见》第八条第二款第(五)项(即不符合风险资产投资杠杆倍数)的,不得调高安全垫放大倍数上限。并且在保本周期到期后,履行相应程序,选择变更注册为避险策略基金、转为其他类型的基金或进行清算。

上述对于投资策略的修改,结合《公开募集证券投资基金运作管理办法》第四十条及其实施规定第二条进行理解,应属于实质性调整事项,依法应当履行变更注册程序,由基金份额持有人大会进行审议。基金份额持有人大会同意按照《意见》执行的,则变更注册为避险策略基金,并修改基金合同及招募说明书,如不同意按照《意见》执行的,则应转型为其他基金或者进行清算。

- (3) 不符合《意见》第九条(即不符合避险策略基金发行规模上限)的,仍按原基金合同的约定进行运作。但在保本周期到期后应符合《意见》的要求或转为其他类型的基金或进行清算。

《关于避险策略基金的指导意见》的分析与解读

- (4) 不符合《意见》第十条(即保障义务人不属于符合条件的商业银行、保险公司)的, 仍按原基金合同的约定进行运作。但在保本周期到期后应履行相应程序, 按《意见》要求修订基金合同及招募说明书、或转为其他类型的基金或进行清算。
- (5) 在上述 4 项中, 除部分基金管理人的存量保本基金可能尚未超过避险策略基金规模上限的要求外, 所有存量的保本基金均采用连带责任保证的保障机制且无商业银行或保险公司提供保障义务, 绝大部分的保本基金不符合《意见》对于避险策略基金的投资策略要求。因此存量保本基金一方面在当前的保本周期内虽然可以继续按照基金合同的约定进行运作, 但在《意见》规定的投资策略的各个方面均不能出现加大与《意见》监管要求冲突的情形。另一方面, 尽管部分保本基金的基金合同允许进入下一个保本周期时变更保本保障机制无需召开基金份额持有人大会, 但如果要在下一个避险周期按避险策略基金运作, 由于存在投资策略的实质性调整, 变更注册和召开基金份额持有人大会的程序仍然不可避免。并且为了顺利过渡到下一个避险周期, 变更注册和召开基金份额持有人大会应当在当前的保本周期结束前完成。

如果无法召开基金份额持有人大会, 或者变更为避险策略基金的基金份额持有人大会决议未通过, 或者在当前保本周期结束前无法确定符合条件的保障义务人从而无法变更为符合《意见》规定的避险策略基金, 该基金只能选择转型为非避险策略的基金或者清算。多数保本基金的基金合同约定若不符合保本基金存续条件, 可转型为普通的混合型基金并无需召开基金份额持有人大会。前述情形均可视为不符合保本基金存续条件, 从而可以依据基金合同转型为普通混合型基金。但如果基金合同无上述转型约定, 或者未约定不符合保本基金存续条件可触发清算条款的, 基金若要转型为非避险基金或者清算, 仍需通过基金份额持有人大会进行。

- (6) 《意见》第六条(即基金管理人建立健全风险管理体系以及采取有效风险管理措施要求)、第七条(即累计净值每日监控、累计净值低于投资本金超过 2%或连续 20 个交易日低于投资本金的应对和报告)不存在过渡期, 应当自《意见》施行之日(根据中国证监会公告, 《意见》自公布之日起施行, 正式公布日期为 2017 年 2 月 10 日)起执行。

《关于避险策略基金的指导意见》的分析与解读

如需进一步信息, 请联系:

作 者	
黎 明 电话: (86 21) 3135 8663 raymond.li@linkslaw.com	陆开亮 电话: (86 21) 3135 8689 kevin.lu@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	
翁晓健 电话: (86 10) 8519 2266 james.weng@linkslaw.com	王利民 电话: (86 10) 8519 2266 leo.wang@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