

《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》 初读

作者：安冬 / 陈颖华

2017 年 3 月 31 日，中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)就《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定(征求意见稿)》(以下简称“《管理规定》”)公开征求意见。《管理规定》共分十章三十八条，涉及公募基金管理人(以下简称“管理人”)内控管理及开放式基金产品设立、投资运作、申购赎回、估值与披露等具体业务环节的规范。

中国证监会曾于 2007 年以规范性文件的形式下发《关于切实加强基金投资风险管理及有关问题的通知》(基金部通知[2007]17 号)及《关于进一步做好基金行业风险管理工作有关问题的通知》(基金部通知[2007]44 号)，其中对基金流动性风险管理做了原则性的规定，但并无严格的量化标准及操作细则，且前述规范性文件均已被中国证监会 2015 年第 14 号公告所废止。《管理规定》可以视为中国证监会首次系统地以部门规范性文件的形式，对开放式公募基金的流动性风险管理提出系统、全面的底线性要求。

《管理规定》适用于公开募集的开放式证券投资基金，采取定期开放方式运作的基金在开放期内亦适用该规定。根据中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”）统计，截至 2017 年 2 月底，公募基金共计 4019 只，基金资产合计 8.82 万亿元，其中，开放式基金（不含定期开放基金）3704 只，规模达到 8.19 万亿元。可见，《管理规定》的正式实施将对公募基金行业形成重大和深远的影响。

本文拟初步解析《管理规定》对管理人及其存续产品、新设产品的影响，以期与管理人共同更全面、准确地理解新规。本文内容以《管理规定》的征求意见稿为基础，但未来正式公布施行的《管理规定》可能与征求意见稿存在差异，届时本所将另行撰文或以其他方式进一步对正式稿的内容予以评述。

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

《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》的初步解析

一、《管理规定》对管理人内控制度及岗位设置的影响

《管理规定》起草说明强调，流动性风险管理本质上是管理人的自我风险管控问题，是管理人最核心的能力之一。故流动性风险管理义务执行主体及责任承担主体为管理人。管理人应建立健全流动性风险管理的内部控制体系，具体包括：

1、 建章立制，要求压力测试覆盖所有开放式基金

《管理规定》第二章要求管理人建立健全开放式基金流动性风险管理的内部控制体系，具体包括：

- 开放式基金流动性风险管理制度
- 开放式基金流动性风险管理的业务控制流程
- 关于开放式基金流动性风险管理的组织架构与职责分工
- 关于开放式基金流动性风险管理的监督制衡与评估机制
- 关于开放式基金流动性风险管理的应急处置计划

同时，要求管理人建立以压力测试为核心、覆盖全部类型的开放式基金的流动性风险监测与预警制度及风险应对预案，并授权基金业协会制定公募基金压力测试工作指引。

2、 调整组织架构、明晰岗位设置及职能

为保证流动性风险管理部门、岗位与人员的独立性；《管理规定》提出了两个“独立”：其一，压力测试应由专门部门负责定期评估，该部门应独立于投资管理部门；其二，负责基金流动性风险的评估与监测、监督相关制度执行实施情况的相关岗位与人员应独立于投资管理部门。

3、 落实流动性管理的具体责任主体

《管理规定》强调落实基金流动性风险管理的各级职能机构责任，即：(1)董事会对内控体系建立及维持的有效性承担最终责任；(2)经营层对流动性风险管理的有效执行承担责任；(3)基金经理对具体的流动性管理承担主要责任，且基金流动性风险管理状况应纳入基金经理的年度考核评价标准，并与其薪酬奖励挂钩；(4)督察长等合规负责人则负责对流动性管理及公司内控情况进行监督与检查。

《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》的初步解析

二、《管理规定》对存续基金的影响

《管理规定》明确流动性风险管理的最终目的是“确保基金组合资产的变现能力与投资者赎回需求的匹配与平衡”。故《管理规定》主要从基金的投资端及运营端两个方面加强基金流动性风险的管控，并对基金流动性风险管理提出了信息披露要求。

1、对基金投资端的管控

(1) 强调组合投资、分散风险的基本要求，完善基金持股集中度限制

为避免基金过度集中持有单一上市公司的流通股引致流动性隐患，《管理规定》在原有的“双十”投资限制¹基础上，进一步规定“同一基金管理人管理的**全部开放式基金**持有一家上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票的 15%”及“同一基金管理人管理的**全部投资组合**持有一家上市公司发行的股票，不得超过该上市公司可流通股票的 30%”。

上述 15%限制中提及的“开放式基金”，包括处于开放期内的定期开放基金；上述 30%限制中提及的“全部投资组合”，则包括管理人旗下的全部公募基金(不仅限于开放式基金)及特定客户资产管理计划(“专户”)，如管理人具有企业年金、社保、养老金等管理资格的，我们初步理解，该等投资组合所持有的上市公司流通股票也需要一并计入。此外，《管理规定》未对通道、投顾类专户做除外规定，故该等产品的持股比例也需要一并受上述 30%的限制。

(2) 增加关于开放式基金投资流动性受限资产的比例限制

中国证监会早在 2006 年就曾公布《关于基金投资非公开发行股票等流通受限证券有关问题的通知》，但该文件对流通受限证券外延界定较窄且未提出具体的投资比例要求。因此，目前存续基金的法律文件中对于流通受限证券的界定及其投资比例限制彼此有不小的差异。

此次《管理规定》要求“单只开放式基金主动投资于流动性受限资产的市值合计不得超过该基金资产净值的 15%”(对货币基金规定的上限为 5%)，而“流动性受限资产”具体是指“由于法律法规、监管、合同或操作障碍等原因无法以合理价格予以变现的资产，包括但不限于银行定期存款(含协议约定有条件提前支取的银行存款)、到期日在 10 个交易日以上的逆回购、停牌股票、流通受限的新股及非公开发行股票、资产支持证券、因发行人债务违约无法进行转让或交易的债券等”。可见，“流动性受限资产”覆盖的范围相当广

《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》的初步解析

泛，一举将资产支持证券、发行人违约且无法流通的债券以及任何有条件支取的(包括有提前通知期、提前支取导致利息损失等情形的)定期存款全部纳入其中。

在上述条款的基础上，《管理规定》还要求，因客观原因造成基金投资超出上述比例的，管理人不得再增持原有或新的流动性受限资产，在相关资产流通受限原因消除后，应在10个交易日内予以调整；且若管理人拟主动投资流动性受限资产超出上述比例的，不应采取开放式运作。

(3) 加强逆回购交易风险管理

开放式基金从事的债券回购交易中绝大多数为质押式回购，本次《管理规定》要求管理人从事逆回购交易应加强交易对手的准入及交易额度管理，健全质押品管理制度。考虑到部分类型的交易对手的违约风险整体偏高，《管理规定》要求，若开放式基金与私募类证券资管产品及中国证监会认定的其他主体作为交易对手从事逆回购交易的，可接受质押品的资质要求应与基金合同约定的投资范围保持一致。

关于“中国证监会认定的其他主体”，我们初步理解，该表述并非旨在涵盖现存所有的市场主体，而是为约束开放式基金与信用主体存在特殊性的其他交易对手开展逆回购交易预留空间，开放式基金在与其他公募基金、银行开展逆回购交易的，应不受上述质押品种类型的限制。

《管理规定》末条未对本项给予过渡期安排，故自《管理规定》施行之日起，逆回购质押品的资质即应符合上述规定。

(4) 明确现金类资产的范围

《公开募集证券投资基金运作管理办法》(“《运作办法》”)第二十八条规定，“开放式基金应当保持不低于基金资产净值百分之五的**现金**或者到期日在一年以内的政府债券，以备支付基金份额持有人的赎回款项，但中国证监会规定的特殊基金品种除外。”

《管理规定》则明确将结算备付金、存出保证金、应收申购款排除在现金类资产之外，以完善开放式基金的头寸管理。

《管理规定》末条同样未对本项给予过渡期安排，故自《管理规定》施行之日起，基金财产即应符合上述头寸计算口径的规定。

2、对基金运营端的管控

《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》的初步解析

(1) 投资者集中度管理

早在《管理规定》征求意见的前两周，即 3 月 17 日，中国证监会证券基金机构监管部通过其主办的 2017 年第 2 期《机构监管情况通报》（“《监管通报》”）即对公募基金投资者集中度管理作出明确要求，并已在行业内落实执行。本次《管理规定》将《监管通报》的内容置于流动性风险管理的大背景下予以重述，除对货币定制基金作出特别规定外（具体将在下文阐述），其他具体的监管要求并未发生实质变化，虽然条文内容不再强调“变相规避”的问题，但该项要求不宜因此被视为取消。本所律师已于近期撰文解读《监管通报》——《公募基金投资者集中度管理新政理解和执行若干问题探究》（具体参见：http://www.llinkslaw.com/uploadfile/publication/48_1490596434.pdf）。

(2) 对基金赎回的具体管控要求

基金流动性风险管理的落脚点在于管理人能以合理价格及时变现基金财产以支付投资者的赎回款项，因此《管理规定》用了比较大的篇幅规范开放式基金的赎回管理。

1) 每日评估可变现资产

《运作办法》规定，管理人应当自接受投资者有效赎回申请之日起 7 个工作日内支付赎回款项。有鉴于此，《管理规定》要求管理人“应每日对基金组合资产中 7 个工作日可变现资产的可变现价值进行审慎评估与测算，**确保当日确认的赎回申请不超过 7 个工作日可变现资产的可变现价值**”。《管理规定》第三十七条对“7 个工作日可变现资产”做了定义。

我们初步理解，上述规定并非为管理人拒绝办理赎回申请提供依据，即管理人不应以 7 个工作日可变现资产的可变现价值无法覆盖当日确认的赎回申请为由拒绝赎回申请；而是应当审慎调整投资组合，保证除触发巨额赎回情形外，基金每个工作日的 7 个工作日可变现资产的可变现价值可覆盖当日确认的所有赎回申请。另外，我们认为，对于 QDII 基金或者部分正处于注册申请阶段的 FOF（部分 FOF 基金合同约定赎回款项 10 个工作日内支付），应可视为中国证监会规定的特殊基金品种，适用与其赎回资金划出时间匹配的可变现资产要求。

2) 适时启动巨额赎回机制，审慎接受并确认赎回申请

巨额赎回条款是管理人的一项重要权利，虽然开放式基金的法律文件中均会设置巨额赎回机制，但出于公司声誉、持有人体验等因素，罕有管理人行使这一权利的

《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》的初步解析

先例。但是，不容忽视的是，巨额赎回机制除了保护管理人免受投资者短期内的巨大挤兑之外，还有助于平滑变现成本和缓释挤兑带来的冲击以保护存量持有人的利益、有助于避免市场发生连锁反应和系统性风险。

据此，《管理规定》要求管理人在基金发生巨额赎回且现金类资产不足以支付赎回款项时，应在充分评估基金组合资产变现能力与基金单位份额净值波动的基础上，审慎接受并确认赎回申请，必要时应当援引巨额赎回、连续巨额赎回条款以拒绝或暂停赎回、延缓支付赎回款项。

此外，《管理规定》要求管理人在基金合同中应明确约定，在巨额赎回情形下对特定的单一份额持有人实施预约赎回的情形及具体措施。预约赎回在专户合同中比较常见，即专户合同中约定不在退出预约期内进行预约的退出申请，管理人有权拒绝，而公募基金则相对罕见。

3) 辅助使用流动性风险管理工具

《管理规定》提及管理人在与托管人协商后，可综合运用各类流动性风险管理工具对赎回申请进行适度调整，该等辅助措施包括：延期办理巨额赎回申请；暂停接受赎回申请；延缓支付赎回款项；暂停基金估值；收取短期赎回费；摆动定价。其中，前四项措施已全部或部分在现有的基金合同中体现，而后两项措施，特别是摆动定价，则是监管针对公募基金行业的首次尝试。

a. 短期赎回费

《管理规定》要求除货币基金、ETF 外所有的开放式基金均应当对持有期少于 7 日的投资者收取不低于 1.5% 的赎回费，并将前述赎回费全部计入基金财产。而现行的《开放式证券投资基金销售费用管理规定》仅对普通的股票基金及混合基金有上述要求。本次《管理规定》扩大了短期赎回费的适用范围。此项新增短期赎回费的工作牵涉到市场中绝大多数基金，**这些基金需要且可以通过至少提前 7 日公告的方式新增该项短期赎回费**。此外，鉴于部分场内产品的赎回费率仅可设置固定费率，故对于该类产品的执行涉及到与相关结算公司的沟通、系统改造等，执行上仍存在难度。

b. 摆动定价

根据《管理规定》，摆动定价机制是指当开放式基金遭遇巨额申购赎回时，通

《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》的初步解析

过调整基金份额净值的方式，将基金调整投资组合的市场冲击成本分配给实际申购、赎回的投资者，从而减少对存量持有人利益的不利影响，确保投资者的合法权益不受损害并得到公平对待。

摆动定价机制(Swing pricing)并非国内首创，欧美市场的公募基金行业早有尝试。特别是美国证监会于 2015 年 9 月 22 日征求意见并于 2016 年 10 月 13 日正式公布的基金流动性风险管理规定(*Investment Company Liquidity Risk Management Programs*)，其中一个重要规定是允许(而非强制)除货币基金和 ETF 以外的基金采用摆动定价，前述关于摆动定价的管理规定将于 2018 年 11 月 19 日正式生效。基金业协会早在 2015 年 12 月即对该项特别机制做了研究并发表文章，这也有助于国内机构了解摆动定价机制的原理，具体可参见：<http://www.amac.org.cn/sy/390071.shtml>。

值得注意的是，一方面《管理规定》未强制要求开放式基金采用摆动定价。另一方面，摆动定价直接影响存量持有人权益，存续基金未经基金份额持有人大会审议，难以直接增加摆动定价机制。目前中国证监会已授权基金业协会制定开放式基金摆动定价实施细则，届时管理人也可尝试根据协会规则在新产品的基金合同中做事先约定。

3、对信息披露规则的补充规定

《管理规定》要求管理人按照现行的信息披露管理办法于基金招募说明书、基金份额发售公告、半年度及年度报告中，向基金投资者披露关于流动性风险的相应内容。同时对《监管通报》要求的投资者集中度披露予以了重述。

4、关于货币基金的特别规定

《管理规定》中专设一章，对货币基金的流动性风险管理作出特别规定。也就是说，除了《管理规定》明文豁免适用于货币基金(如 7 日短期赎回费)或无法适用于货币基金(如股票投资)的条款外，货币基金需要同时遵循前文所述的各项限制和如下特别要求：

- (1) 对机构类货币基金加强流动性管理。对于投资者集中度较高的机构类货币基金区分集中程度管控，即投资者集中度越高，其平均剩余期限、平均剩余存续期及高流动性金融工具(指现金、国债、中央银行票据、政策性金融债券以及 5 个交易日内到期的其他金融工具，下同)的控制要求越高。
- (2) 对货币基金投资流动性受限资产上限比例另行规定，其余类别产品的上限比例为 15%，

《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》的初步解析

而货币基金则为 5%。

- (3) 对货币基金的估值体系予以重塑，允许采用市价估值。《货币市场基金监督管理办法》（“《货基监管办法》”）第十一条规定货币基金可采用摊余成本法进行估值。目前市场上绝大多数的货币基金均采用摊余成本法，去年年底债市的剧烈波动暴露出该估值方法的诸多缺陷，多只基金发生大幅度负偏离情形。《管理规定》据此明确提出对货币基金也可采用公允价值的估值方法（“市价估值的货基”），并将其与采用摊余成本法估值的货币基金（“非市价估值的货基”）区别监管，鼓励管理人发起设立市价估值的货基。对非市价估值的货基的具体监管措施包括：

- 1) 非市价估值的货基规模应与风险准备金挂钩，限制新货币基金的发行。即同一管理人管理非市价估值的货基的月末资产净值合计不得超过该管理人风险准备金月末余额的 200 倍。

已经存续的基金产品运作及申购不受影响，但风险准备金不符合上述规定的将不可再发行新非市价估值的货基。

- 2) 新设集中度超 50% 的货币基金，若管理人不愿被限制投资组合比例（**80% 以上的基金财产须投资高流动性金融工具**）的，应当采用市价估值。

- 3) 对高集中度的“机构类货币基金”追加规定强制赎回费。《管理规定》要求，对前 10 名份额持有人的持有份额合计超过基金总份额 50% 的货币基金，当投资组合中高流动性金融工具占基金资产净值的比例合计低于 10% 且偏离度为负时，应对前 10 名份额持有人申请赎回份额超过基金总份额 1% 以上的赎回申请征收 1% 的强制赎回费用。现行的《货基监管办法》则要求高流动性金融工具占基金资产净值的比例合计低于 5% 时对超过基金总份额 1% 以上的赎回申请征收强制赎回费。**即在高流动性金融工具占比达到 5% 且未超过 10% 时，前 10 名份额持有人申请大比例赎回的，亦将支付强制赎回费。**

- 4) 信用债投资比例受限。《管理规定》要求非市价估值的货基投资主体评级低于 AAA 的机构发行的债券、非金融企业债务融资工具及资产支持证券占基金资产净值的比例合计不得超过 10%，且投资单一主体评级低于 AAA 的机构发行的债券、非金融企业债务融资工具及其作为原始权益人的资产支持证券占基金资产净值的比例合计不得超过 1%。此外，还要求投资信用类债券、非金融企业债务融资工具、资产支持证券、同业存单占基金资产净值的比例合计不得超过 40%。

对于信用债的范围，市场一般理解为除国债、地方政府债、中央银行票据、政策性

《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》的初步解析

金融债券以外的其他债券。考虑到该条对于货币基金投资的重大影响，我们期待正式稿中能够对信用债的范围做更明确的界定。

- (4) 要求在年度及半年度报告中披露期末基金的前 10 名份额持有人的相关信息，包括该持有人的名称及持有份额。且自《管理规定》施行之日起管理人应在下一交易日 10:00 前将货币基金前一交易日前 10 名基金份额持有人信息报送至托管人。

5、关于存续基金执行《管理规定》

《管理规定》末条对存续基金执行新规做了过渡安排，结合实务而言，这些要求包括：

- 过渡期为 6 个月，包括自《管理规定》施行之日起 6 个月内调整基金投资组合，以及修改原基金合同不符合《管理规定》的内容。
- 在上述过渡期内，若基金合同原有规定与《管理规定》存在冲突(比如债基 C 类份额不收取赎回费)，或《管理规定》要求基金合同必备而目前基金合同不具备的(如预约赎回)，则需要对基金合同进行相应调整。
- 若基金合同不存在上述与《管理规定》存在冲突、必备条款缺漏的情形，可根据《管理规定》直接执行(比如投资组合的调整)，而无需另行修改基金合同。
- 关于基金合同的修改程序，应根据具体修改事项的不同而有所不同。如增加摆动定价机制则需要事先召开基金份额持有人大会。

三、《管理规定》对新设基金的特别要求

本文第二部分提及的《管理规定》对存续产品的管控要求，需要在新设基金的设计时一体适用。此外，《管理规定》对于新设基金也作出了若干特别规定，强调在产品设计时，即应当综合分析投资端、运营端等因素，审慎决定基金的运作方式。

1、投资端对于产品设计的影响

如主要投资于非上市交易的股票、债券及不存在活跃市场需要采用估值技术确定公允价值的投资品种的基金，不得采用开放式运作。此外，对于主动投资流动性受限资产超过 15% 的非货币基金也不得采用开放式运作。我们期待法规正式稿或监管机构后续能够对该条中“主要”一词的标准予以明确。

《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》的初步解析

2、运营端对于产品设计的影响

《管理规定》延续了《监管通报》对集中度超 50%的产品设计要求，即对于单一投资者持有基金份额比例超过基金总份额 50%的非货币产品，应当采用封闭式或定期开放运作模式，并采用发起式基金形式。除此之外的产品，除非在存续期内变更注册为前述类型的产品，否则均须保证单一投资者的持基比例不得超过 50%。

对于货币基金，由于《货基监管办法》第二条规定货币基金须每个交易日办理申购、赎回，因此即便货币基金的单一投资者所持份额超过 50%的，亦不可采用定期开放或封闭模式运作。本次《管理规定》对集中度超 50%的货币基金的产品设计在《监管通报》的基础上做了补充规定：**(1)新设集中度超 50%的货币基金仍应采用发起式基金形式；(2)新设集中度超 50%的货币基金仅可采用市价估值法；(3)新设集中度超 50%的货币基金如仍拟采用摊余成本法的，其 80%以上的基金财产须投资高流动性金融工具**，而高流动性金融工具并不包括银行存款、同业存单等机构定制产品偏好的投资品种。

3、注册文件增加“基金流动性风险评估报告”，并由督察长等合规负责人及基金经理签字。

《管理规定》拟于 4 月 16 日结束公开征求意见。正如起草说明所言，加强流动性风险管控是现阶段公募基金行业稳健发展的所面临的突出问题，具有现实紧迫性。因此，该规定自征求意见结束至正式公布、自正式公布至施行之间留给行业的时间恐怕不会很多。管理人应当及早就征求意见稿的内容部署各项工作计划，一俟法规正式公布即相应结合正式稿的内容落实执行。

《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》的初步解析

如需进一步信息，请联系：

作 者	
安 冬 电话: (86 21) 3135 8725 desmond.an@llinkslaw.com	陈颖华 电话: (86 21) 3135 8680 tracy.chen@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	
翁晓健 电话: (86 10) 8519 2266 james.weng@llinkslaw.com	王利民 电话: (86 10) 8519 2266 leo.wang@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

© 通力律师事务所 2017

1. 现行的“双十”投资限制具体指，《公开募集证券投资基金运作管理办法》第三十二规定“基金管理人运用基金财产进行证券投资，不得有下列情形：(一)一只基金持有一家公司发行的证券，其市值超过基金资产净值的百分之十；(二)同一基金管理人管理的全部基金持有一家公司发行的证券，超过该证券的百分之十……”

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。