

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

作者: 黎明 / 安冬

中国证券监督管理委员会(“证监会”)于 2016 年 7 月 14 日公布了《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》(证监会公告[2016]13 号,以下简称“《暂行规定》”或“本规定”),并从 2016 年 7 月 18 日开始实施。《暂行规定》大体上延续了中国证券投资基金业协会(“基金业协会”)于 2015 年 3 月颁布的《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则》(“《2015 年 3 月版细则》”)以及于今年 5 月发布的《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则(修订版,征求意见稿)》(“《细则征求意见稿》”)的思路,但与作为基金业协会自律规则的《2015 年 3 月版细则》、《细则征求意见稿》不同的是,本规定由证监会以部门规范性文件的形式公布实施,其效力层级更高、适用范围更广、法律责任也更为严格全面。

本所于 2016 年 7 月 18 日撰文对比简介了本规定与《2015 年 3 月版细则》、《细则征求意见稿》的异同,本文将着重对《暂行规定》中对私募资产管理业务(“资管业务”)实务产生重要影响的条文进行解读,希望能够为业内理解和执行《暂行规定》的相关规定提供有益的思路。

一. 关于《暂行规定》的适用范围

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

《暂行规定》第二条以及第十五条共同确定了本规定的适用对象: 第二条规定了证券、基金、期货公司及其从事私募资管业务的子公司应当适用; 第十五条规定私募证券投资基金管理人参照适用。

针对第二条的规定,其适用应无疑义——证券、基金、期货公司及其从事私募资管业务的子公司从事的所有资管业务均应适用本规定,这也是自《2015 年 3 月版细则》以来一以贯之。

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

之的要求。但是,对第十五条“私募证券投资基金管理人参照适用”的规定,业内存在不同的声音和理解,其核心在于:是应当理解为“私募证券投资基金管理人发行的所有私募基金(包括私募股权基金、创业投资基金)都应当参照适用”,还是应当理解为“仅私募证券投资基金管理人发行的私募证券投资基金应当参照适用”?

就该等疑问,《<证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定>制定说明》(“《<暂行规定>制定说明》”)也没能给出特别明确的答案。我们认为,应当忠于文义和立法目的,以“私募基金管理人类型”为标准进行划分,即私募证券投资基金管理人发行的所有类型私募基金均应当适用本规定。一方面,本规定既以“证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定”命名,即已指明了监管的入手点在于机构类型,而非具体的资管业务类型;另一方面,如果基金、证券公司的资管子公司从事的股权类、债权类项目需适用本规定而私募证券投资基金管理人管理的此类业务却可豁免适用,也不尽合理,甚至可能形成监管套利。

二. 第三条: 绝对禁止保本保收益、不得宣传预期收益率、收紧合格投资者人数计算口径

《暂行规定》第三条共包含十一项内容,内涵极为丰富,其中对实务影响最为重大的几项要点可概括为:不得以任何形式向投资者承诺本金及最低收益、不得宣传预期收益率、收紧合格投资者人数计算口径等。

1. 不得以任何形式向投资者承诺本金及最低收益

第三条第一款规定资产管理人不得“以任何方式向投资者承诺本金不受损失或者承诺最低收益”。基于这一原则性但绝对化的要求,一方面,《暂行规定》第三条第(一)项至第(四)项对具体营销行为、计划命名中的不当情形和禁止行为进行了列举,此不赘述。另一方面,《暂行规定》第四条也结合了结构化资产管理计划(“分级计划”或“分级产品”)的具体情况对该等要求进行了相应细化,如不得对优先级份额提供保本保收益安排等。

业内(尤其是基金业内)对该款的主要关注点至少包括:

- (1) 比照公募基金和《关于保本基金的指导意见》(“《保本基金意见》”)要求发行的连带责任保证、风险买断保本专户是否仍然可行?
- (2) 通过购买保险公司赔付责任险的保本方式是否仍然可行?
- (3) 资管合同约定在业绩未达标时,回拨已计提但尚未支付的管理费和业绩报酬是否仍然可行?

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

- (4) 资产委托人自行与融资方、资管产品交易对手或其关联方订立未经资产管理人认可的协议, 接受这些主体的保本、保收益安排是否仍然可行?

2016 年 7 月中旬, 基金业协会就《保本基金意见》(修订稿)非公开征求意见, 该征求意见稿规定, “本指导意见所称保本基金仅指公开募集证券投资基金, 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”。我们认为, 自本规定施行后, “保本产品”将成为公募基金所独有的产品类别, 其余证监会监管的各类非公募资管产品均不得发行与保本公募基金相同或类似的保本产品。

此外, 考虑到本规定禁止“任何方式”保本保收益的要求, 曾在资管行业内出现过的资产管理人管理报酬回拨机制也未必仍然可行。但我们认为, 客户与资产管理人之外的第三方(如资管产品交易对手及其关联方)自行订立的保底安排, 因其未经资产管理人认可亦非由资产管理人所提供, 应并不属于本规定第三条所禁止的情形。

2. 不得宣传预期收益率

《2015 年 3 月版细则》第五条为资管计划预期收益率的宣传留下了“有明确投资标的”以及“分级计划”两个豁免情形。与此不同, 《暂行规定》第三条第(十)项采“一刀切”态度, 不区分情形, 强调资管业务中一律不得“向投资者宣传资产管理计划预期收益率”。

该等规定引起了业内的广泛关注, 普遍疑惑在于: 第一, 在《暂行规定》仍然明确提及并允许“分级计划”的前提下, 资管合同还能否设定优先级的“利率”? 第二, 如果可以, 优先级的利率如何表达才合规? 第三, 平层的融资类资管计划, 基于融资人确定支付的融资成本以及各项费用扣减项形成的委托人预期可以获得的投资收益如何以合规的方式体现在资管合同内。

对于上述疑问的前两点, 与《暂行规定》下分级产品的合规结构安排有关, 我们在下文结合第四条阐述。至于融资类资产管理计划的预期投资收益问题, 我们理解, 资管合同以及相关宣传推介材料中显然不可继续采用“预期收益率”、“约定收益率”这类可能使投资人忽视风险的措辞。初步考虑, 可以采用其他色彩更为中性的措辞(如“业绩基准”等)进行替代并辅以充分的风险揭示。

3. 收紧合格投资者人数计算口径

第三条第(六)项要求单一资管计划的投资者人数不得超过 200 人, 并强调不得通过“同一资产管理人为单一融资项目设立多个资产管理计划, 变相突破投资者人数限制”。我们认为, 正确适用本项规定的重点在于如何理解“单一融资项目”。

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

首先,“融资项目”不应包括仅投资标准化品种的资管业务。一方面原因是,《细则征求意见稿》就此问题采“投资标的完全相同”的表述,而《暂行规定》将其调整为“单一融资项目”。另一方面原因是,对于投向标准化品种的资管计划而言,即使其投资标的完全一致,也难以直接认定资产管理人具有规避合格投资者人数限制的目的。因此,基于该等修改以及业务实践的实际情况,我们认为,本处的“融资项目”通常情况下不包括投资标准化品种的资管业务。

其次,哪些非标项目可排除在“融资项目”之外尚不明确。在非标项目中,除了委托贷款、信托贷款、依托于权益买入返售等方式的名股实债业务等明确属于以融资为目的的业务外,股权投资、创业投资业务虽然在最广义上也可以实现向标的公司注资的目的,但通常在业务分类中并不会被视为“融资项目”。不过,如果说资产管理人同时设立多个资管产品向同一借款人的同一项目发放委托贷款需穿透累计人数,但投向同一标的企业的股权则无需遵循这一穿透规定,似也令人费解。因此,哪些非标项目可排除在“融资项目”之外尚待监管实务的检验与阐明。

最后,融资项目“单一”性的认定问题同样重要。我们认为,以房地产开发委贷项目为例,地块、还款来源、抵押、质押担保机制彼此不同的项目,即便融资方相同亦不应认定为单一项目。相反,地块、还款来源基本相同,仅是资管产品所募集资金用于不同阶段/方面(如某一资管产品所募集资金用于支付土地转让价款,另一资管产品的所募集资金用于在建工程建设),此时认定该等系列资管产品属于为单一项目融资的可能性则较高。

值得注意的是,虽然依据《私募投资基金监督管理暂行办法》的豁免条款,依法设立并在基金业协会备案的投资计划作为合格投资者无需进行穿透累加人数,但《暂行规定》的本项规定显然已构成了上述规定的例外。

三. 第四条:“共享共担、降低杠杆”原则下分级产品的重构

《暂行规定》第四条关于分级产品的规定,是业内对本规定关注的重中之重。在该条规定中,大部分内容的要求明确扼要,包括:(1)资产管理人应当加强对劣后级份额委托人的尽职调查(这一问题与下文中投资顾问关联方禁止跟投劣后级的要求相关);(2)资产管理人应对分级计划的风险、收益、风控等进行充分披露;(3)确保计划名称包含“结构化”、“分级”字样;(4)中间级计入优先级计算杠杆率等。

我们认为,本规定第四条最重要的要求却在上述条款之外,这些重点在降低资金端、投资端杠杆率的同时,可能包含着对传统分级产品内涵的重构。

1. “利益共享、风险共担、风险与收益相匹配”原则

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

《暂行规定》在《细则征求意见稿》“利益共享、风险共担”的基础上，进一步提出分级计划应当遵守“利益共享、风险共担、风险与收益相匹配”的原则。值得注意的是，《〈暂行规定〉制定说明》提出，其目的在于回归资管业务的本源，避免分级计划成为单纯的“类借贷”业务。

在传统分级机制下，业内将优先级让渡超额收益而换取本金安全和约定利率、劣后级让渡本金安全而换取超额收益理解作为一种广义上的风险共担、收益共享。但是，如果严格理解本规定下的“共享共担、风险收益匹配”原则以及清理“类借贷”的要求，那么对于结构化产品将可能出现以下的解读：

- (1) 基于“利益共享”的原则，当计划整体盈利时，必须确保优先级份额和劣后级份额都可分取收益；当计划整体亏损时，基于“风险共担”的原则，优先级份额和劣后级份额也都应承担损失，即不应出现一类份额亏损而另一类份额盈利的情形。
- (2) 基于“风险与收益相匹配”的原则，在计划整体亏损/盈利时，优先级份额可约定比劣后级份额少承担损失/少获取收益。
- (3) 因此，关于前文第三条下分级计划“优先级预期收益率”的问题也相应有了答案——资管合同虽然可以约定优先级分取收益的比例，但这不再是被劣后级份额以委托资产“保障”的收益，反而将因计划整体的亏损而丧失。因而，“优先级预期收益率”或类似的提法不仅仅是“被禁止”，而是于分级产品内在逻辑层面恐已无法成立。

无疑，上述理解将颠覆传统的“劣后级份额以其委托资产确保优先级份额本金和收益”、“亏损以劣后级份额资产先承担”的分级模式。尽管这一理解需监管实务检验，但却非常可能是本规定对分级产品的实际要求——即基于清退“类借贷”业务和拨乱反正的理念，重构分级机制。

2. 不得为优先级份额提供保本保收益安排

《暂行规定》第四条第(一)项规定，分级计划不得为优先级份额提供保本保收益安排，而且列举了为优先级份额提供保本保收益安排的四种情形，包括：

- (1) 禁止计提优先级份额收益。这通常体现为将优先级收益计提为负债，无论计划最终是否亏损，都按照该等计提数额向优先级支付收益，即在计划盈亏未知时，资管合同约定确保优先级收益“落袋”。
- (2) 禁止提前终止罚息。例如定向增发项目的资管合同约定，产品因未获配定增股票而提前终止时，资管合同约定劣后级须向优先级支付资金作为罚息。

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

(3) 禁止劣后级委托人或第三方差额补足收益。这通常体现为当计划实际收益不足以满足优先级委托人所期待获得的利益时，资管合同约定由劣后级委托人以委托财产外的自有资金或第三方以自有资金补足。

(4) 禁止计提风险保证金补足优先级收益。

上述情形及与之本质雷同的其他情形固然属于禁止之列，但是，《暂行规定》对于分级产品中常见的一些保障优先级资产的安排并未穷尽，例如，为增厚计划运作期整体净值的补仓机制是否仍然可行？从实际效果上来看，存续期补仓机制也可能对优先级期待利益的实现提供类似差额补足的效用，且与“风险与收益匹配”原则存在冲突。我们认为，资管合同约定存续期劣后承担补仓义务的安排也很大程度存在违反本规定的可能性。

3. 分级计划不得嵌套投资结构化金融产品的劣后级份额

《暂行规定》第四条第(五)项规定，分级计划不得嵌套投资其他结构化金融产品劣后级份额。依据该等规定，分级计划的投资标的将不得包含结构化产品的劣后级份额，而且本处“结构化金融产品”并不单指《暂行规定》项下的资管计划以及私募证券投资基金管理人发行的结构化基金产品，还应当包括信托等其他金融机构的结构化产品。

此外，需要留意的是，上述规定仅仅是对分级计划的投资端限制，而并未明确提及分级计划的劣后级份额能否接受除《暂行规定》规制外其他结构化金融产品(如结构化信托)的认购。我们目前建议资产管理人谨慎承做此类业务，毕竟该结构的目的是为结构化信托放大杠杆，与本规定降低杠杆的要求有所冲突。

4. 关于分级计划的分类与其他注意事项

(1) 对于非标类分级计划而言，虽然其投资标的也可能呈现固定收益，但由于非标类资产并不属于固定收益类分级计划定义中的投资范围，因此其也应当归属于“其他类”分级计划，并进而适用 2 倍杠杆的限制，而非固定收益类分级产品的 3 倍杠杆。

(2) 《暂行规定》对资管产品的投资杠杆做了适度限制，明确分级计划的总资产占净资产的比例不得超过 140%，一对多非分级计划的总资产占净资产的比例不得超过 200%。但需注意的是对单一客户的资管计划负债率并无限制。

四. 第五条：投资顾问的资质条件及其行为限制

《暂行规定》在《细则征求意见稿》的基础上，进一步强化了资产管理人与“提供投资建议的第三

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

方机构”——即通常所说的投资顾问——合作的相关规范。

1. 首次明确投资顾问的资质条件

《暂行规定》第十四条第(八)项首次明确规定了资管产品投资顾问的条件。

首先，其必须为从事资管业务的证券期货经营机构或符合条件的私募证券投资基金管理人。这意味着未在基金业协会登记为私募证券投资基金管理人的银行、信托公司、保险公司、保险资管公司均不再具备担任投资顾问的可能性。

其次，对于私募证券投资基金管理人的条件，可解析为如下数项：

- 在基金业协会登记满一年
- 无重大违法违规记录
- 已成为基金业协会会员
- 具备 3 年以上连续可追溯证券、期货投资管理业绩的投资管理人员不少于 3 人
- 上述专业人员无不良从业记录

第三，随着上述关于投资顾问资质条件的明确，一方面为资产管理人在选聘投资顾问时提供了明确的遴选标准，另一方面也意味着资产管理人需建章立制，强化在选聘投资顾问时的尽调职责。对于此，基金业协会发布的《关于落实〈证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定〉有关事项的通知》也规定，“证券期货经营机构应当在办理资产管理计划备案手续时，提交相关委托协议、第三方机构资质证明文件”。但是，对于“具备 3 年以上连续可追溯证券、期货投资管理业绩的投资管理人员不少于 3 人”这一项要求如何进行尽职调查和提供证明文件，实务中也是一个较为棘手的问题。由于私募基金管理人的投资管理人员的投资业绩信息并无公开渠道可以查询，是否仅依赖私募基金管理人出具说明即可？

最后，对于投资顾问资质的一个疑难问题是，从本规定字面看，对于非标类业务中辅助资产管理人管理、提供投资建议的投资顾问，也需要具备上述证券类私募基金管理资格以及证券期货投资专业人员。但这一要求对于非标类资管产品的实际效用、必要性和可执行性或值得商榷。

2. 禁止投资顾问直接执行投资指令以及规范投资顾问的跟投行为

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

《暂行规定》在《细则征求意见稿》基础上新增了投资顾问“不得直接执行投资指令”的要求。如果投资顾问直接执行投资指令，则已经超越了投资顾问“提供投资建议”的职责权限，而在本质上履行了资产管理人职责，从而使资管产品沦为纯粹的配资平台。事实上，2015年11月证

监会下发的《关于规范证券期货经营机构涉嫌配资的私募资管产品相关工作的通知》即已经明确“劣后级委托人以投资顾问等形式直接执行投资指令参与股票投资的私募资管产品”为涉嫌场外配资的违规行为。

此外，《暂行规定》第五条第(六)项规定，投资顾问及其关联方禁止以自有资金或募集资金跟投分级计划的劣后级份额。该等要求的目的在于彻底斩断违规场外配资的可能性，也间接要求资产管理人加强识别劣后级委托人身份，且不能再承做那些无法确保劣后级委托人与投资顾问之间无关联关系的业务。

3. 资产管理人依法应当承担的职责不因投资顾问而免除

《暂行规定》第五条第一款规定，资产管理人委托投资顾问提供投资建议的，资产管理人应当承担的职责不因委托而免除。该等规定并非是一项改变了既有法律关系或监管机构执法尺度的新要求，事实上反而是对民事法律责任归责原则和行政责任认定原则的再次申明：一方面，投资顾问的存在不改变资产管理人与资产委托人、资产托管人三方订立产品合同的法律关系，即便投资顾问的错误建议导致资产管理人违约，面对资产委托人诉讼/仲裁的仍然是资产管理人而非投资顾问；另一方面，资产管理人如果因执行投资顾问建议发生内幕交易等违法违规行为，监管机构仍将对资产管理人处以行政责任。

五. 第八条：禁止不公平交易、禁止利益输送

《暂行规定》第八条强调维护投资者的合法权益，资产管理人在开展私募资管业务时，不得从事不公平交易、利益输送……等行为。结合业务实践中容易触及的风险点来看，其需要注意：

1. 详尽披露关联交易方案

在私募资管业务中，利益输送往往与关联交易相联系，缺乏必要性又未经资产委托人同意的关联交易，往往带有较高的利益输送、不公平嫌疑。因此，资产管理人应当：

- (1) 按照《暂行规定》中第三条第(八)项的规定，预先在资产管理合同中对资管计划可能进行的关联交易进行充分的披露并揭示相关风险，从而使得资产委托人在认购或参与资管计划时即已知晓和认可资管计划可能进行的关联交易安排(包括但不限于关联交易对手、交易方式、价格或定价机制等)。

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

- (2) 《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第 33 条规定,“资产管理人应当主动避免可能的利益冲突,对于资产管理合同、交易行为中存在的或可能存在利益冲突的关联交易应当进行说明,并向中国证监会报告。”按照该等规定,如果资产管理人在投资运作过

程中发生存在利益冲突或可能存在利益冲突的关联交易时,应当及时履行向监管机构的报告义务。

2. 确保资管计划付费的合理性

为了防止为第三方谋取不正当利益,《暂行规定》第八条第(五)项规定资管计划不得向相关服务机构支付“不合理的费用”。

那么,何为“不合理的费用”?以实务中关注较多的非标业务中“财务顾问”支出为例,财务顾问与提供投资建议的投资顾问不同,往往仅向资产管理人介绍项目资源、融资方需求和交易合作方等,即实际为资产管理人从事撮合交易的居间服务,而资产委托人并未直接享受到其提供的服务,因此自委托财产中支出财务顾问费用的安排,将同时存在行政监管风险和被资产委托人挑战其合理性的民事风险。再如,实务中存在资管计划委托财产中除向销售服务机构支付固定销售服务费外,还支付与投资业绩挂钩的浮动销售服务费,由于销售机构并不参与投资管理,因此由资管计划委托财产向其支付与投资业绩挂钩的浮动销售服务费恐怕也难免超出合理范畴。

六. 第九条:禁止“参与”资金池以及资金池业务的“例外”

《暂行规定》第九条整体上延续并完善了《细则征求意见稿》关于资金池认定的基本标准,近年证监会和基金业协会也曾通报部分资金池违规案例,因此本文对于资金池的认定标准不再赘述。但是,第九条的执行中需要注意如下两个事项:

1. 《暂行规定》第九条相比于《细则征求意见稿》,除要求资产管理人不得“开展”资金池业务外,还增加要求不得“参与”或“投资具有资金池的产品”。针对该等新增规定,我们理解,监管机构的主要意图应在于防止资管计划所募集资金为资金池输送资金,以及通过投资资金池产品而承担资金池产品的滚动风险。鉴于此,资产管理人在开展资管业务时,需要尤其留意资管计划的投资标的不得为资金池产品。为了防范该等违规风险,资产管理人应当从底层计划的资金资产匹配性、期限错配情况、退出定价机制等方面加强对交易结构的尽职调查。
2. 《暂行规定》第九条第(六)项规定,“资产管理计划所投资资产发生不能按时收回投资本金和收益

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

情形的，资产管理计划不得通过开放参与、退出或滚动发行的方式由后期投资者承担此类风险，但管理人进行充分信息披露及风险揭示且机构投资者书面同意的除外。”我们认为，“资产管理人进行充分信息披露及风险揭示且机构投资者书面同意”不应被认定资金池业务的例外情形，即不能认定为机构投资者同意即可开展资金池业务，而主要是为在项目出现兑付风险时由机构投资者同意以参与的方式置换投资人、承担兑付风险留出解决路径。

七. 第十条：奖金递延发放机制的重大改变

《暂行规定》第十条对私募资管业务的主要业务人员及相关管理团队的激励制度进行了规范。该条规定直接影响资产管理人的薪酬水平和激励制度，值得资产管理人特别注意：

1. 由于《暂行规定》第十六条的“新老划断”过渡期设置并不包含未设立激励奖金递延机制情形，因此对于未按照《暂行规定》第十条设定激励奖金递延机制的资产管理人而言，则应当及时整改(当然，需确保在不违反劳动合同法等法律规定和劳动合同的前提下)。
2. 相比《2015年3月版细则》，《暂行规定》取消了“项目奖金”的表述，采用了“激励奖金”的提法；同时删除了“奖金发放机制与项目完成进度匹配”的要求，采用了更为严格的对“私募资产管理业务主要业务人员及相关管理团队”必须全面递延发放的要求。据此，我们理解，激励奖金递延不与特定项目兑付情况挂钩，而应当适用于上述人员所有与资管业务挂钩的所有浮动薪酬。
3. 上述递延要求既适用于资管子公司的主要业务人员及相关管理团队，也适用于证券公司、基金公司、期货公司从事资管业务的主要业务人员及相关管理团队。
4. 根据《暂行规定》第十条的规定，激励奖金的发放递延至少3年，比例至少40%，但并未强制上述余额在递延期间的发放进度。但是，作为《暂行规定》项下递延机制的应有之义，发生相关业务人员或管理团队在递延期间辞职、劳动合同到期拒绝续签等有悖于风险绑定初衷的离职情形的，资产管理人应当取消发放尚未支付的递延奖金，唯其如此方能起到激励约束并重的效果。

八. 第十六条：关于新老衔接问题的一些思考

《暂行规定》第十六条为私募资管业务设置了新老划断的基本原则，新设立的资管计划应当符合《暂行规定》的规定；存续的资管计划不符合《暂行规定》的，区分两种情形：

1. 情形一：未要求及时整改，但到期需转型或清盘

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

以下几类属于“情形一”所述类型，考虑到对现有资产委托人的影响，监管机构未要求这些计划在存续期“及时整改”，但到期必须终止而不得展期；同时，在到期清盘前不得提高杠杆、做大规模或在保本周期到期后继续保本：

- 资管计划名称中含有“保本”字样
- 分级计划为优先级份额提供保本保收益安排
- 分级计划杠杆倍数超标
- 分级计划投向其他结构化金融产品劣后级
- 资管计划总资产占净资产比例超标
- 投资顾问不符合资质要求

值得注意的是，我们理解，《暂行规定》并不排斥此类产品主动进行整改以符合本规定要求。如果该等产品履行适当程序(例如，经资产委托人同意而调整分级机制、改变投资标的等)转而成为符合要求产品的，到期将可以展期。

2. 情形二：及时进行整改

根据《暂行规定》第十六条第(四)项规定，除前述“情形一”之外，其余产品都应当“及时进行整改”。

那么，何谓“及时”？我们认为，这些计划的整改还是应当以尊重契约、尊重资产委托人权益为基本原则。对于资管合同约定应当征得全体资产委托人同意后方可修改的事项，资产管理人不宜直接以适用新的部门规范性文件为要求直接调整、修改，否则对投资人造成潜在不利影响的，恐与“资产委托人利益优先”原则有所背离。换言之，对于这些“应当及时整改”的产品，如资产委托人要求履行资管合同既有约定而不同意整改，恐怕唯一“及时”的整改途径只能是与“情形一”相同：在不新增违反《暂行规定》行为的基础上履行合同直至到期清盘。

3. 其他事项

提请资产管理人注意，对于分级计划 140%、平层计划 200%的总资产占净资产比例要求，通常将构成各个资管合同投资政策部分中“法律法规规定的其他比例限制”。因此，除非资管合同中存在与之冲突并排除其适用的约定，否则，自 7 月 18 日起资产管理人应当根据《暂行规定》的要求执行上述投资中的限制性要求。

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》的若干实务解读

如需进一步信息, 请联系:

作者	
黎 明 电话: (86 21) 3135 8663 raymond.li@linkslaw.com	安 冬 电话: (86 21) 3135 8725 desmond.an@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
谢 岚 电话: (86 21) 3135 8688 amigo.xie@linkslaw.com	