



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

**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

**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

**BEIJING**  
4/F, China Resources Building  
8 Jianguomenbei Avenue  
Beijing 100005 P.R.China  
T: +86 10 8519 2266  
F: +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

**HONG KONG**  
27/F, Henley Building  
5 Queen's Road Central  
Central, Hong Kong  
T: +852 2969 5300  
F: +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

**LONDON**  
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](http://www.llinkslaw.com)

[master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

作者：吕红 | 黎明 | 安冬

### 本文要点：

- 《资管新规》为公募基金业务带来了新的竞争者？
- 《资管新规》对公募基金投资比例规则会产生怎样的影响？
- 新注册与存量的摊余成本货币基金何去何从？
- 存量分级基金如何在过渡期内整改？
- 专户的合格投资者标准发生了哪些变化？
- 禁止嵌套的要求否定了哪些专户业务形式？

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日联合公布了《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》”)。

.....  
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](mailto:Publication@llinkslaw.com)

**通力律师事务所**  
[www.llinkslaw.com](http://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。

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

整体来看,《资管新规》正式稿与此前的征求意见稿差异不大,仍与公开募集证券投资基金(以下简称“公募基金”)行业现行的监管规则有较高的一致性。得益于这种一致性,也得益于净值化管理、信息披露规范、排斥刚性兑付的制度优势,公募基金行业受《资管新规》的冲击相对较小。尽管如此,《资管新规》仍然将影响乃至重塑公募基金行业的部分业务规范。本文主要从公募基金、(证券类)特定客户资产管理(以下简称“专户”)业务两个角度分析《资管新规》的关键内容对公募基金和专户业务的影响<sup>[1]</sup>。

### 一、《资管新规》对公募基金业务的影响

首先,我们认为,作为规范资产管理业务的重要规定,《资管新规》的一个遗憾是没能适用和援引《证券投资基金法》(以下简称“《基金法》”)的部分核心规则。例如《资管新规》第四条关于公开募集的标准并未援引《基金法》第五十条,也未明确公募基金管理公司以外的其他机构(主要是商业银行)发行公募产品是否需要遵守和适用《基金法》。

其次,由于公募基金业务并非《资管新规》所重点调整的领域,法规中的部分条款如何与公募基金现行规则适配,也还需要中国证监会进一步制定细则。根据《资管新规》第二十九条,中国证监会未来还将“在本意见框架内研究制定配套细则”以使《资管新规》部分概括性的要求落地,这些细则的要求可能与《资管新规》的水平一致,也可能高于《资管新规》。

第三,限于篇幅,本文不论述《资管新规》与公募基金现行规则高度相近的第六条(投资者适当性)、第八条(管理人义务)、第九条(销售)、第十一条(标准化投资)、第十七条(风险准备金)以及其他相关度较低的条款。

#### 1. 首要问题:《资管新规》为公募基金管理公司带来的新竞争者

《资管新规》征求意见稿曾规定“现阶段,银行的公募产品以固定收益类产品为主。如发行权益类和其他产品,须经银行业监管部门批准。”在征求意见阶段,该条款备受公募基金行业关注,其原因不言而喻:该条承认商业银行此前针对不特定投资者发行理财产品将被视为公募基金业务,但同时也规定商业银行以发行固定收益类产品为主,权益类产品为辅。

《资管新规》正式稿删除了征求意见稿中的上述条款,在第十条中取而代之的是:“公募产品主要投资标准化债权类资产以及上市交易的股票,除法律法规和金融管理部门另有规定外,不得投资未上市企业股权”。自此,无论是公募基金管理公司发行的公募产品,还是商业银行或其具有独立法人资格的子公司发行的公募产品,其在产品类型和投资标的方面将没有差异。商业银行将成为公募基金行业的重要组成部分,未来将与公募基金管理公司展开全面竞争。

市场竞争有利于资管行业的发展,投资者也会从中受益。但是,行业的发展应当建立在监管标准统一、公平竞争的基础之上,这也是制定和发布《资管新规》的重要目的之一,因此我

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

们建议银行和公募基金管理公司发行的两类公募产品平等适用《基金法》，避免在公募产品领域出现新的监管套利和竞争壁垒。

### 2. 第四条：公募基金的产品分类是否受影响？

《资管新规》第四条第二款根据主要投资方向的差异，将资产管理产品划分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。这一要求显然与现行《公开募集证券投资基金运作管理办法》这一部门规章及相关规范性文件(如关于商品期货基金、FOF、养老基金等专项指引)构建的公募基金类别体系有一定差异。

但是，若详细考量公募基金现行分类要求，各类产品 80%的比例下限与《资管新规》并无二致。股票基金、债券(货币)基金、混合基金也可以分别落入《资管新规》规定的权益类、固定收益类和混合类的范畴之中。基于此，我们建议，在监管口径另行明确前，公募基金的产品类别不宜也无需根据《资管新规》全面调整，可继续适用行业的特别法。

### 3. 第四条：“高风险产品超比例范围投资低风险资产”的规定值得商榷

我们认为，正式稿第四条中新增的如下规定值得商榷：“产品的实际投向不得违反合同约定，如有改变，除高风险类型的产品超出比例范围投资较低风险资产外，应当先行取得投资者书面同意……”以该条的逻辑和文义，高风险产品突破其既定投资比例投资低风险资产的，无需投资者书面同意。这与《合同法》《信托法》以及《基金法》的规定似有不合：管理人与投资者之间存在合同关系，管理人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务，应当遵守资管合同中的投资比例和范围限制。在突破投资比例和范围限制的情况下，无论是将超出比例限制的资产投资于高风险资产还是低风险资产，都属于违约行为。对于公募基金而言，根据《基金法》的规定，突破投资比例限制，需要召开基金份额持有人大会。因此，《资管新规》该条不能作为公募基金不经法定程序而突破投资比例下限或新增投资品种的理由。

### 4. 第十六条：投资组合比例限制

尽管该条在罗列若干投资比例限制之后亦规定“金融监督管理部门另有规定的除外”，但是，从立法技术来说，公募基金豁免适用《资管新规》该条的前提是，中国证监会须针对与该条相同的事项有不同的比例规定。若所约束的事项本身即不同，应视为《资管新规》对公募基金提出了新增比例控制的要求。

因此，公募基金行业仍需详细审慎地关注该条中投资比例要求与公募基金现行规定的异同。以下通过简表列示。其中第 4、5 项从逻辑上应属《资管新规》对公募基金行业的新要求：

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

#	《资管新规》	公募基金现行规定
1	单只公募资产管理产品投资单只证券的市值不得超过该资产管理产品净资产的 10%	与《公开募集证券投资基金运作管理办法》第 32 条“双十”相同
2	单只公募资产管理产品投资单只证券投资基金的市值不得超过该资产管理产品净资产的 10%	一只基金持有其他基金(不含货币市场基金), 其市值超过基金资产净值的百分之十, 但基金中基金除外。  可以视为公募基金行业另有规定。
3	同一金融机构发行的全部公募资产管理产品投资单只证券的市值不得超过该证券市值的 30%	比《公开募集证券投资基金运作管理办法》第 32 条“双十”更宽松
4	同一金融机构发行的全部公募资产管理产品投资单只证券投资基金的市值不得超过该证券投资基金市值的 30%	没有相应规定。
5	同一金融机构全部资产管理产品投资单一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%(即股票/流通股)	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可流通股票, 不得超过该上市公司可流通股票的30%。(即流通股/流通股)

(表一)

我们建议并希望公募基金能够豁免适用《资管新规》第十六条的投资比例限制, 而适用现行的监管要求。否则, 频繁地修订基金合同和投资限制, 也不利于投资者保护。

### 5. 第十六条: 关于公募产品投资单一基金比例的规定, 是否会打击银行定制基金?

就其文义而言, 表一中第 4 项有可能直接打击银行委外和定制基金业务, 值得公募基金管理公司关注。根据“同一金融机构发行的全部公募资产管理产品投资单只证券投资基金的市值不得超过该证券投资基金市值的 30%”的要求, 银行公开募资的理财产品既然已具备公募产品的属性, 则其投资于某一公募基金管理公司发行的公募基金, 将不能超过该公募基金的 30%。

尽管公募基金行业目前允许以定期开放发起式基金的形式, 吸纳比例超过 50%的单一客户资金, 但公募基金行业的这种豁免政策能否被银行视为“金融监督管理部门另有规定”尚属未知, 并需要中国证监会在落实《资管新规》的细则中进一步明确。

### 6. 第十八条: 禁止滥用摊余成本法以及存量货币基金的适用问题

在过去的一段时期, 摊余成本法在资管行业(包括专户业务)内存在滥用的迹象。摊余成本法的运用原本应符合金融品种计量的规范, 其滥用的直接后果是使资管产品资金池化, 同时也

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

是滋生违规保本、令投资者忽视投资风险以及衍生流动性风险的温床。此次《资管新规》第十八条直指这一乱象，鼓励市值计价，仅“封闭+持有到期策略”、“封闭+确无公允价值”两类产品可使用摊余成本估值。该条对新注册和存量的货币基金都可能产生重大影响。

一方面是新注册的货币市场基金。尽管中国人民银行与中国证监会制定的《货币市场基金监督管理办法》要求货币基金开放运作并可以选择摊余成本法估值，但《资管新规》的监管精神可能使得未来注册开放式摊余成本货币基金越发困难，事实上近段时期以来，市场已未见摊余成本估值的货币基金成功注册。相反，此前产品注册已受到一定限制的、采用定期开放期限匹配策略的短期理财基金反而与《资管新规》使用摊余成本法的要求吻合。

另一方面是存量货币市场基金。对于存量的开放式、摊余成本计价的货币市场基金，是否会落入《资管新规》的整改范围。理论上来说，如果存量货币市场基金需要整改，方式有两种：一是脱离中国人民银行和中国证监会制定的《货币市场基金监督管理办法》中“每个交易日可办理基金份额申购、赎回”的要求，改为封闭式；二是不再适用《货币市场基金监督管理办法》对开放式货币基金估值方法的一系列要求，改变存量货币市场基金的估值方法，统一改为市价法。但两种改变都会对市场产生巨大冲击。我们理解并建议，为防范系统性风险，并考虑到这些存量开放式货币基金采取影子定价纠偏的成熟估值机制，无需将该类产品纳入2020年底整改之列，而可继续适用《货币市场基金监督管理办法》的既定规则。

### 7. 第十九条：禁止刚性兑付

该条禁止资管产品管理人在“资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时，自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付”，并针对刚性兑付行为设定了明确的罚则。

公募基金业务并非刚性兑付的“灾区”，公募基金经理人承担差额补足义务的保本基金也早已“作古”而被避险策略基金所取代。不过，值得关注的是，本条一方面进一步确定了公募基金业务中极个别“私下返还管理费”、“到期私下补差”等行为的违规性质；另一方面，《资管新规》施行后，公募基金经理人或其关联方“买断基金持有的风险券”、“基金清算时垫付停牌证券并承担亏损”等缺乏法律法规依据<sup>[2]</sup>的行为的合规性有待探讨。

### 8. 第五条与第二十条：禁止非自有资金投资基金、禁止份额质押加杠杆

《资管新规》第五条规定“投资者不得使用贷款、发行债券等筹集的非自有资金投资资产管理产品”，在《资管新规》语境下，借贷、发债获得的资金不属于自有资金。当然，该条的义务人是投资者，即要求投资者对其自身投资基金的资金性质负责，管理人应尽必要的提示义务。

《资管新规》征求意见稿第二十条曾规定：资产管理产品的持有人不得以所持有的资产管理产品份额进行质押融资。但正式稿中，第二十条被修订为“金融机构不得以受托管理的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆”。修订后的文字令人费解：基金管理人并非基金份

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

额的权益人，依《物权法》无权质押持有人所持基金份额。我们理解，该条或指管理人不得以其自持的产品份额质押融资。尽管这一理解未必精准，但我们认为至少该条并未否定《基金法》、《物权法》确立的公募基金份额可质押的法律属性。

### 9. 第二十一条：禁止公募产品分级以及分级公募基金面临的严峻整改期

该条规定：“公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级”，即明确禁止公募基金产品分级。这对于公募基金行业已不算一项新要求。过去几年中，公募基金中的分级产品数量和规模都在逐步缩减。真正需要注意的是《资管新规》正式施行后的过渡期要求。

《资管新规》征求意见稿仅要求过渡期内管理人不得新增不符合规定的分级基金净认购规模，对于存量分级基金的全面整改未做明确规定。但是，正式稿中明确要求在2020年底前整改完毕，并要求“金融机构制定过渡期内的资产管理业务整改计划，明确时间进度安排，并报送相关金融监督管理部门，由其认可并监督实施，同时报备中国人民银行。”那么，对于存量的公募基金来说，如何在2020年底前履行《基金法》规定的程序“去分级化”，将是未来两年的重大课题。

### 10. 第二十二条：是否意味着公募基金均可聘任投资顾问？

该条规定，“金融机构可以聘请具有专业资质的受金融监督管理部门监管的机构作为投资顾问。投资顾问提供投资建议指导委托机构操作。”

《基金法》第九十七条规定“从事公开募集基金的……投资顾问……等基金服务业务的机构，应当按照国务院证券监督管理机构的规定进行注册或者备案”，在目前的公募基金业务中，除(1)QDII 公募基金通过产品注册程序可以聘任境外投资顾问，以及(2)投资港股通的公募基金有望依据正在征求意见的《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》聘任符合条件的香港机构担任投资顾问外，其他类别的公募基金尚无从备案或注册投资顾问。限于《基金法》的上述规定，《资管新规》第二十二条应不代表所有公募基金均可聘任投资顾问。

### 11. 其他问题

《资管新规》第二十五条下的“统计制度”也和公募基金现行的注册、备案、信息报送机制有显著差异，如何适用于公募基金业务存疑。

至于《资管新规》中的个别其他细节问题，在适用于公募基金行业时也可能出现疑难，需要中国证监会根据《资管新规》第二十九条研究制定配套细则进一步明确并通过实务验证。

## 二、《资管新规》对专户业务的影响

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

《资管新规》并不适用于公募基金管理公司担任投资管理人的企业年金、社保组合，其对于公募基金管理公司非公募资管业务的影响集中于专户领域。本文第一部分涉及的“高风险产品超越比例范围投资低风险品种”、分级产品限期整改、全部资产管理产品投资流通股比例限制、禁止资产管理产品滥用摊余成本法、禁止投资者非自有资金投资资管产品以及信息统计要求的适用问题，均对专户业务有相同或相似的影响，本部分不复述。

### 1. 第二条：业绩报酬逐个结算、禁止“串用”

在过去几年的专户业务中，基于个别委托人的要求，专户业务中存在这样一些安排：一是以此产品业绩报酬补彼产品业绩缺口；二是多个专户合并计算业绩报酬，此产品业绩不达标则彼产品不得收取业绩报酬。

《资管新规》第二条相较征求意见稿新增“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”的规定，可以说该规定否定了专户业务中前述安排的合规性。

### 2. 第四条：专户的类别首次得到全面明确

中国证监会现行《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》(以下简称“《证监会私募资管暂行规定》”)仅就结构化专户的类别作出了规定，按投资范围及投资比例将结构化专户分为股票类、固定收益类、混合类和其他类，然而其他专户的分类则始终是一个“空白地带”，在过去一段时期内，非结构化专户对其自身类别的界定因缺乏规范而显得较为随意。《资管新规》第四条的分类标准填补了这一空白，专户应按投资方向区分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。

对比《证监会私募资管暂行规定》适用于结构化专户的分类规定和《资管新规》普适于所有专户的分类规定，值得注意的是，其一凡资管合同约定的投资比例未达固定收益类、权益类、商品及金融衍生品类 80%下限的专户，均应约定和披露为混合类，而不能再出于有利销售等目的界定为其他类别，也不能超越《资管新规》拟制“定向增发类”、“现金管理类”等类别。其二《资管新规》中固定收益类产品是一个非常宽泛的范围，既包括非标债权类专户，也包括各类风险水平不一的标准化债权，这与中国证监会的分类(将非标债权专户列入其他类)不同，也和业内对“固定收益”的一般认知有所差异，这就要求公募基金管理公司(和专户子公司)在推介这类外延宽泛的固定收益类产品时，根据其实际投资方向做好风险揭示、投资者适当性工作，避免投资者忽视风险。

### 3. 第五条：专户投资者“合格”门槛的变化

众所周知，合格投资者是专户投资的第一道门槛，满足“合格”要求的投资者方需面临“适当”与否的考察判断。《资管新规》在投资者适当性方面并未提出超越中国证监会《证券期货投资者适当性管理办法》水平的要求，但在专户合格投资者的门槛方面则有所变化。

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

《资管新规》规定，“私募产品面向合格投资者通过非公开方式发行”，而私募产品的合格投资者需要满足资产、投资金额、投资经历等方面的条件。其中，个人需满足“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”，机构须满足“最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位<sup>[3]</sup>”，并对不同类别专户的最低投资金额作出了差异化要求，其中固定收益类资产管理产品的投资金额只需 30 万元起步。

可见，《资管新规》体现了重投资经验与资产水平而轻出资金额的合格投资者标准。显然，这与专户现行的合格投资者标准差异不小，我们理解，中国证监会还需在《资管新规》框架内修改《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》现行的标准，以切实使《资管新规》的新标准取代专户合格投资者的现行要求。若中国证监会的细则按统一监管标准的思路全面复制《资管新规》的内容，那么个别类别一对多专户产品的投资门槛将自百万元减低至数十万元，更极端的例子是，一对一专户的“起步委托价”也将从 3000 万元降低至数十万元，这将很大程度影响专户业务的客户群体与业态。当然，中国证监会的细则可以在《资管新规》的基础上设定更高标准的合格投资者投资金额要求。

### 4. 第十九条：进一步杜绝专户业务中的刚性兑付和兜底

与部分资产管理行业“证券类资管”脱胎于“信贷类、非标类资管”不同，专户业务脱胎于证券投资基金业务，可以说专户业务诞生以来即与刚性兑付基本“绝缘”。尽管如此，《资管新规》第十九条规定，专户不能如期兑付或者兑付困难时，禁止“发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他金融机构代为偿付”。这无疑是高度严格的监管要求，相形之下，专户业务中的个别实务操作颇值得探讨，例如管理人报酬回拨和风险资产买断等。

诚然，这些做法或可解决投资者投诉等燃眉之急，但是，在《资管新规》下，这类救急的做法反而可能为专户管理人带来严厉的处罚——管理人刚兑一个专户即无法不刚兑后续专户，否则，根据《资管新规》第十九条“任何单位和个人发现金融机构存在刚性兑付行为的，可以向金融管理部门举报”，后续未被刚兑的专户的委托人大可举报专户管理人此前的兑付行为。

我们感到，《资管新规》第十九条对刚兑行为设定罚则与鼓励举报机制的目的，恰是为了坚定管理人拒绝刚兑、回归资产管理业务本源的信心，同时也给了管理人抵制专户委托人不当诉求的尚方宝剑。

### 5. 第二十条：降低杠杆

《证监会私募资管暂行规定》仅要求分级专户投资端总资产与净资产的比例不得超过 140%，非分级的一对多专户不得超过 200%。对一对一专户的投资杠杆无特别规定。

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

此次《资管新规》第二十条要求，无论单一客户、多个客户专户，“每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%”，且“计算单只产品的总资产时应当按照穿透原则<sup>[4]</sup>合并计算所投资资产管理产品的总资产”。可见，《资管新规》完善和强化了《证监会私募资管暂行规定》对专户投资端杠杆率的限制。这一思路与 2018 年初中国人民银行牵头制定并公布的《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》对债券投资交易的监管要求是一致的，但是，资产管理人如何向下识别下层产品投资中为本产品部分资金叠加的杠杆会是疑难问题。

### 6. 第二十一条：金融同业的资管业务中“劣后保优先”的传统分级或将消亡

《资管新规》第二十一条禁止开放式(我们理解含定期开放)专户分级。但是在本文中，我们不探讨《资管新规》第二十一条下哪些专户可以分级、杠杆比例等法规中已然明确的细节问题，而着眼于“《资管新规》下的分级产品是什么”这个更重要的问题。

《资管新规》第二十一条指出“本条所称分级资产管理产品是指存在一级份额以上的份额为其他级份额提供一定的风险补偿，收益分配不按份额比例计算，由资产管理合同另行约定的产品。”该定义与《证监会私募资管暂行规定》下分级专户的定义相同。众所周知的是，2016 年施行的《证监会私募资管暂行规定》凭借上述规定，彻底否定了“劣后为优先保本保收益、优先为劣后加杠杆”的类信贷产品结构。自彼时起，专户的所谓结构化安排，份额之间同涨同跌，只有比例差异而无先后之分。

考虑到《资管新规》与《证监会私募资管暂行规定》对分级产品的雷同定义，以及《资管新规》同样禁止“直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排”，我们认为，《资管新规》的施行不但不会使传统的分级结构复燃，反而应使其他金融机构的结构化信托、分级保险资管产品等回归到与《证监会私募资管暂行规定》一致的轨道中，使异化为“优先借贷给劣后”、脱离资产管理业务本源的传统分级结构逐步销声匿迹。事实上，只有遵循这一理解，才能真正有利于降低金融资管行业杠杆和消除监管套利。

### 7. 第二十二条：禁止产品多层嵌套，逐步消除监管套利空间

资管产品借通道、多层嵌套，不仅增加了产品的复杂性，导致底层资产和风险难以穿透，也形成了金融机构“自娱自乐、脱实向虚”，提高了实体经济的融资成本。为此，《资管新规》对此作出了一系列的规范，主要包括以下三项：

(1) 不得为其他金融机构的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。

多层嵌套的动机通常是规避某一品种对资管产品的准入限制。例如，专户业务中最常见的信托资金委托设立一对一专户投资定向增发，其根本原因在于中国证监会《上市公司非公开发行股票实施细则》规定“信托公司作为发行对象，只能以自有资金认购”。

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

我们欣喜地看到,《资管新规》指出,“金融监督管理部门和国家有关部门应当对各类金融机构开展资产管理业务实行平等准入、给予公平待遇”,这就要求金融监督管理部门不得根据金融机构类型设置市场准入障碍,既不能限制本行业机构的产品投资其他金融监督管理部门监管的金融市场,也不能限制其他行业机构的产品投资金融监督管理部门监管的金融市场。

《资管新规》这一政策导向,有望从根本上消除产品嵌套的主要驱动因素。但是,各金融监督管理部门修订现行规定、排除壁垒并非一日之功;在此之前,专户为信托产品提供参与上市公司定向增发的通道等类似操作,将因为“不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围……的通道服务”这一规定而面临违规。公募基金管理公司需清楚地认识到,《资管新规》下,这类业务的违规者并非穿“马甲”的委托人,而是“马甲”的提供方,做通道专户业务的首要前提将是辨明委托人的真正动机,辨明上层资金对接下层资产是否合法合规。

(2) 可以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其他资产管理产品(公募基金除外)。

该条禁止资产管理产品多层嵌套的目的非常明确,其他资管产品特别是银行理财产品资金向下多层嵌套的模式显然将由此终结,不再赘述。值得注意的是,如严格理解本条,为了避免多层嵌套,如果A产品投资人中存在B资管产品,则A产品不得投资任何其他资管产品。反过来,如果B产品注意到A产品合同的投资范围里有其他资管产品,B产品也不应投资A产品。

(3) 资管产品投资于其他机构发行的资管产品,从而将本机构的资产管理产品资金委托给其他机构进行投资的,该受托机构应当为具有专业投资能力和资质的受金融监督管理部门监管的机构。公募产品的受托机构应当为金融机构,私募产品的受托机构可以为私募基金管理人。

该项要求与前述第(2)项有一定的重叠,具体到专户业务中至少应注意两点(此处兼论专户子公司):

一是专户子公司的产品仍可投资私募基金。该条相比征求意见稿有所放宽,征求意见稿要求专户向下投资资产管理产品的管理人必须为金融机构,但正式稿拓宽到“受金融监督管理部门监管的机构”。据此,一些基金子公司开展的私募FOF业务仍然可行。

二是《资管新规》还提出了“委托机构应当对受托机构开展尽职调查,实行名单制管理”等要求,这就要求专户业务既需要向下调查下层资产管理产品的管理人资质,同时也将面临其他管理人的调查。

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

### 8. 第十七条：公募基金管理公司专户的风险准备金

在专户业务中，目前仅专户子公司根据《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》自管理费提取风险准备金，而公募基金管理公司的专户在过去的十余年中未有风险准备金的要求。此次《资管新规》第十七条要求“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”。据此，公募基金管理公司专户应按照《资管新规》计提风险准备金，至此，公募基金行业各类受托管理业务的风险准备金制度全面建立。值得注意的是，《资管新规》将专户业绩报酬一并计入管理费范畴并计提风险准备金，事实上这与2016年末以来中国证监会对专户子公司的要求也是一致的。

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

如需进一步信息，请联系：

<b>作者</b>	
<b>吕红</b> 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com	<b>黎明</b> 电话: (86 21) 3135 8663 raymond.li@llinkslaw.com
<b>安冬</b> 电话: (86 21) 3135 8725 desmond.an@llinkslaw.com	
<b>上海</b>	
<b>韩炯</b> 电话: (86 21) 3135 8778 christophe.han@llinkslaw.com	<b>秦悦民</b> 电话: (86 21) 3135 8668 charles.qin@llinkslaw.com
<b>俞卫锋</b> 电话: (86 21) 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	<b>吕红</b> 电话: (86 21) 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com
<b>娄斐弘</b> 电话: (86 21) 3135 8783 nicholas.lou@llinkslaw.com	<b>夏亮</b> 电话: (86 21) 3135 8769 tomy.xia@llinkslaw.com
<b>黎明</b> 电话: (86 21) 3135 8663 raymond.li@llinkslaw.com	<b>俞佳琦</b> 电话: (86 21) 3135 8793 elva.yu@llinkslaw.com
<b>安冬</b> 电话: (86 21) 3135 8725 desmond.an@llinkslaw.com	
<b>北京</b>	
<b>王利民</b> 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@llinkslaw.com	<b>高云</b> 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@llinkslaw.com
<b>香港(与张慧雯律师事务所有限法律责任合伙联营)</b>	
<b>俞卫锋</b> 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	<b>吕红</b> 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com
<b>伦敦</b>	
<b>杨玉华</b> 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@llinkslaw.com	

## 资管新规系列一：对公募基金管理公司的影响

---

© 通力律师事务所 2018

---

<sup>1</sup> 本文主要分析对专户业务的一般影响。专户子公司从事的非标准化业务以及其他金融机构、私募基金管理人适用《资管新规》的相关问题，本所将另行撰写系列评述文章。

<sup>2</sup> 仅《货币市场基金监督管理办法》允许公募基金管理人有条件地自基金财产购买风险资产。

<sup>3</sup> 此处仅列明“法人”单位，而排除了合伙企业等其他类型的机构投资者，似值得商榷。

<sup>4</sup> 即如果某专户将部分资金投入下层资管产品，则该部分资金在下层获得的杠杆要叠加入本专户。