



资产管理法律评述
2018 年 10 月

上海
上海市银城中路 68 号
时代金融中心 16 楼和 19 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
1F, 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
16F/19F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

BEIJING
4F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

HONG KONG
27F, Henley Building
5 Queen's Road Central
Central, Hong Kong
T: +852 2969 5300
F: +852 2997 3385

LONDON
1F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

master@llinkslaw.com

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

作者: 黎明 | 邹野

为推动证券期货经营机构私募资管业务规范健康发展, 促进统一资产管理产品监管标准, 有效防范金融风险, 2018 年 10 月 22 日, 中国证券监督管理委员会(“中国证监会”)公布实施《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》(“《办法》”)和《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》(“《规定》”; 与《办法》合称“《资管细则》”)。

《资管细则》整体上延续了中国证监会于 2018 年 7 月 20 日公开的关于《资管细则》的征求意见稿中的规定, 但也在若干方面对征求意见稿做了调整。本文主要从《资管细则》对基金公司及其子公司的私募资产管理业务影响的角度, 兼顾对其他私募资管业务的影响, 对比、简评《资管细则》相较于征求意见稿的若干重要变化之处。

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。

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

1. 《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》依然有效

征求意见稿	《规定》(征求意见稿)第四十六条 本规定自 年 月 日起施行。《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》(证监会公告〔2016〕13号)同时废止。
《资管细则》	《规定》第四十六条 本规定自 2018 年 10 月 22 日起施行。

简评:

《资管细则》施行后,《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》(“《暂行规定》”)仍继续适用,并不废止。由于私募证券投资基金需参照适用《暂行规定》,《资管细则》并不废止《暂行规定》可确保私募证券投资基金暂时不会在相关投资运作规范方面出现监管政策的空窗期。但是,对于证券期货经营机构的私募资管业务如何同时适用《暂行规定》与《资管细则》,原则上依据“新法优于旧法”的原则即可处理,但仍需具体情况具体分析。

2. “双 20%”限制的有限放宽

征求意见稿	《规定》(征求意见稿)第十四条 一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金,不得超过该计划资产净值的 20% ; 同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于同一资产的资金,不得超过该资产的 20% 。国债、中央银行票据、政策性金融债等中国证监会认可的投资品种除外。单一融资主体及其关联方的非标准化资产,按照同一资产合并计算。 全部投资者均为符合中国证监会规定的专业投资者且单个投资者投资金额不低于 3000 万元 的封闭式资产管理计划以及中国证监会认可的其他资产管理计
-------	---

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

	划，不受前款规定限制。
《资管细则》	《规定》第十五条 一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该计划资产净值的 25%；同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该资产的 25%。银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券等中国证监会认可的投资品种除外。单一融资主体及其关联方的非标准化资产，视为同一资产合并计算。 全部投资者均为符合中国证监会规定的专业投资者且单个投资者投资金额不低于 1000 万元的封闭式集合资产管理计划，以及完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的资产管理计划等中国证监会认可的其他集合资产管理计划，不受前款规定限制。

简评：

基金公司特定客户资产管理业务早期出现过“双 20%”限制，征求意见稿重新提出“双 20%”限制后引起了行业的较大关注。《资管细则》对征求意见稿中的“双 20%”的限制进行了小幅放宽，调整为“双 25%”。

作为豁免情形，“全部投资者均为符合中国证监会规定的专业投资者且单个投资者投资金额不低于 3000 万元的封闭式资产管理计划”也有调整，可豁免的专业投资者的投资门槛从 3000 万元调低至 1000 万元，但也强调了必须是集合资管计划。另外新增了“完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的资产管理计划”这一豁免情形。

此处需要注意的是，根据《规定》第四十三条的规定，专业投资者不包括募集两个以上投资者资金设立的私募资产管理产品。因此，豁免情形中的专业投资者相较于《证券期货投资者适当性管理办法》、《基金募集机构投资者适当性管理实施指引(试行)》中规定的专业投资者范围更窄。

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

3. 投顾资格的放宽

征求意见稿	《规定》(征求意见稿)第三十一条 资产管理计划的投资顾问应当为依法可从事资产管理业务的证券期货经营机构, 或者同时符合以下条件的私募证券投资基金管理人.....
《资管细则》	《规定》第三十二条 资产管理计划的投资顾问应当为依法可以从事资产管理业务的证券期货经营机构、 商业银行资产管理机构、保险资产管理机构以及中国证监会认可的其他金融机构 , 或者同时符合以下条件的私募证券投资基金管理人.....

简评:

《规定》呼应《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(银发〔2018〕106号), 放宽了投资顾问的资格, 新增了“依法可以从事资产管理业务的.....商业银行资产管理机构、保险资产管理机构以及中国证监会认可的其他金融机构”。

4. 非标准化债权类资产的规模限制

征求意见稿	《规定》(征求意见稿)第十五条 同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于非标准化债权类资产的资金不得超过全部资产管理计划净资产的 35%, 投资于同一非标准化债权类资产的资金合计不得超过 300 亿元。
《资管细则》	《规定》第十六条第二、三、四款 同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于非标准化债权类资产的资金不得超过其管理的全部资产管理计划净资产的 35%。 因证券市场波动、资产管理计划规模变动等客观因素导致前述比例被动超标的, 证券期货经营

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

	机构应当及时报告中国证监会相关派出机构和证券投资基金业协会，且在调整达标前不得新增投资于非标准化债权类资产。 同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资于同一非标准化债权类资产的资金合计不得超过 300 亿元。 证券期货经营机构依照本规定第十七条第二款、《管理办法》第八十三条设立的子公司，按照其与证券期货经营机构合并计算的口径，适用本条第二款、第三款的规定。 《规定》第四十四条第三款 证券期货经营机构不符合本规定第十六条第二款规定指标的，在符合前款规定的前提下，其管理的资产管理计划在过渡期内可以新增投资于非标准化债权类资产的规模；过渡期结束后仍不达标的，不得新增投资于非标准化债权类资产。
--	--

简评：

基金子公司即属于《规定》第十七条第二款所指的子公司。这就意味着，对于基金子公司而言，在计算 35%的非标准化债权类资产投资限制时，应当按照母子公司合并计算的口径执行。由于母公司(基金公司)通常并不经营非标准化债权类资产的投资业务，母子公司合并计算私募资产管理业务的资产管理规模作为统计非标准化债权类投资比例的基数，相较于征求意见稿，基金子公司投资非标资产的规模限制有所放宽。

同时，为避免影响证券期货经营机构新开展业务，允许前述指标达标前，可以新增非标债权投资，过渡期结束前应当达标。

5. 多个资管产品投资于单一融资项目的收紧

征求意见稿	《办法》(征求意见稿)第二十六条
-------	------------------

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

	证券期货经营机构不得设立多个资产管理计划，同时 <u>为单一项目提供融资</u> ，变相突破投资者人数限制或者其他监管要求。
《资管细则》	《办法》第二十五条 证券期货经营机构不得设立多个资产管理计划，同时 <u>投资于同一非标准化资产</u> ，以变相突破投资者人数限制或者其他监管要求。 <u>单一主体及其关联方的非标准化资产，视为同一非标准化资产。</u>

简评：

“为单一项目提供融资”改为“投资于同一非标准化资产”，而且补充要求“单一主体及其关联方的非标准化资产，视为同一非标准化资产”。以往通过对同一融资方切割、设定不同的融资项目来规避该等限制的做法不再可行。

6. 重新定义资管产品的成立，并允许资管产品备案前开展部分投资活动

征求意见稿	《办法》(征求意见稿)第三十三条 <u>资产管理计划自完成备案之日起成立。</u> 资产管理计划 <u>成立前</u> 不得开展投资活动， <u>不得参与证券发行申购。</u>
《资管细则》	《办法》第三十一条 <u>集合资产管理计划在取得验资报告后，由证券期货经营机构公告资产管理计划成立；单一资产管理计划在受托资产入账后，由证券期货经营机构书面通知投资者资产管理计划成立。</u> 《办法》第三十二条 资产管理计划 <u>完成备案前</u> 不得开展投资活动， <u>以现金管理为目的，投资于银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券、货币市场基金等中国证监会认可的投资品种的除外。</u>

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

简评:

按照征求意见稿, 备案完成之日即为资管产品的成立日; 而按照《办法》, 资管产品成立后再向基金业协会备案, 也就是说, 资管产品的成立日可以早于备案完成之日。

进一步, 按照征求意见稿, 备案完成后, 资管产品方可开始投资; 而《办法》允许资管产品完成备案前开展现金管理, 提升资金使用效率。因此, 资管产品成立之后, 完成备案之前, 资管产品可以按照《办法》进行现金管理。

7. 明确禁止同日反向交易的豁免情形

征求意见稿	《办法》(征求意见稿)第六十四条 证券期货经营机构应当对不同资产管理计划之间发生的同向交易和反向交易进行监控。同一资产管理计划不得在同一交易日内进行反向交易 及其他可能导致不公平交易和利益输送的交易行为。确因投资策略或流动性等需要发生同日反向交易的, 应要求投资经理提供决策依据, 并留存书面记录备查。
《资管细则》	《办法》第六十四条 证券期货经营机构应当对不同资产管理计划之间发生的同向交易和反向交易进行监控。同一资产管理计划不得在同一交易日内进行反向交易。确因投资策略或流动性等需要发生同日反向交易的, 应要求投资经理提供决策依据, 并留存书面记录备查。 资产管理计划依法投资于本办法第三十七条第(三)项规定资产的, 在同一交易日内进行反向交易的, 不受前款规定限制。

简评:

投资于在证券期货交易所等国务院同意设立的交易场所集中交易清算的期货及期权合约等标准化商品及金融衍生品类资产, 可以豁免遵守《办法》关于同日反向交易的限制。

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

8. 业绩报酬的计提频率调整

征求意见稿	《规定》(征求意见稿)第三十六条 业绩报酬提取应当与资产管理计划的存续期限、收益分配和投资运作特征相匹配,提取频率不得超过每季度一次,提取比例不得超过业绩报酬计提基准以上投资收益的 60%。
《资管细则》	《规定》第三十七条 业绩报酬提取应当与资产管理计划的存续期限、收益分配和投资运作特征相匹配,提取频率不得超过每 6 个月一次,提取比例不得超过业绩报酬计提基准以上投资收益的 60%。因投资者退出资产管理计划,证券期货经营机构按照资产管理合同的约定提取业绩报酬的,不受前述提取频率的限制。

简评:

业绩报酬的计提频率由“不得超过每季度一次”收紧到“不得超过每 6 个月一次”,但也对因投资者退出资产管理计划而由证券期货经营机构按照资产管理合同的约定提取业绩报酬的情形予以豁免。

9. 扫清单一资产管理计划接受非货币资金委托的障碍

征求意见稿	《办法》(征求意见稿)第二十条 单一资产管理计划可以接受货币资金委托,或者接受投资者合法持有的股票、债券或中国证监会认可的其他金融资产委托。集合资产管理计划原则上应当接受货币资金委托,中国证监会认可的情形除外。
《资管细则》	《办法》第十九条 单一资产管理计划可以接受货币资金委托,或者接受投资者合法持有的股票、债券或中国证监会认可的其他金融资产委托。集合资产管理计划原则上应当接

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

	受货币资金委托，中国证监会认可的情形除外。 证券登记结算机构应当按照规定为接受股票、债券等证券委托的单一资产管理计划办理证券非交易过户等手续。
--	---

简评：

《资管细则》施行之前，基金公司及其子公司的单一资产管理计划接受投资者以合法所有的非货币资金委托，虽不违反相关监管规定，但是，实践中，以股票为例，中国证券登记结算有限责任公司并不提供为基金公司办理因股票资产委托而发生的股票过户登记业务。《办法》不但明确允许单一资产管理计划接受投资者以其合法持有的股票委托，更在征求意见稿的基础上进一步规定“证券登记结算机构应当按照规定为接受股票、债券等证券委托的单一资产管理计划办理证券非交易过户等手续”，进一步扫清该等业务模式可能存在的障碍。

10. 代销模式项下的一些疑问得以澄清

征求意见稿	《办法》(征求意见稿)第十五条 证券期货经营机构委托其他机构代理推广资产管理计划的，证券期货经营机构应当直接与投资者签订资产管理合同、接受投资者委托资金。 未经中国证监会许可，任何单位和个人不得推广或者代理推广证券期货经营机构设立的资产管理计划。
《资管细则》	《办法》第十四条 销售机构应当依法、合规销售或者推介资产管理计划。

简评：

征求意见稿中关于“证券期货经营机构应当直接与投资者签订资产管理合同、接受投资者委托资金”的规定与现行代销业务模式差异较大，曾经让行业非常困惑。《办法》删除了征求意见稿中的该等规定。销售机构的表述也从“推广机构”调整为目前更为常用的“销售机构”。

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

11. 单一资管计划可以份额化

征求意见稿	《办法》(征求意见稿)第二十三条 单一资产管理计划不设份额, 集合资产管理计划应当设定为均等份额。
《资管细则》	《办法》第二十二條 单一资产管理计划可以 不 设份额, 集合资产管理计划应当设定为均等份额。

简评:

根据曾负责券商资管产品备案的中证资本市场发展监测中心有限责任公司于 2013 年 10 月 22 日发布的《证券公司客户资产管理业务备案管理工作指引 1-8 号》, “定向资产管理合同委托资产份额化是指证券公司按照合同约定将定向委托资产划分为面值相等的份额, 定期进行估值。管理期限内, 每个交易日均为开放日, 银行理财产品全体投资人的代理人作为定向资产管理合同委托人可在开放日申请追加或提取委托资产。委托人追加委托资产时, 追加资金按照最新份额净值折算成相应份额。委托人提取委托资产时, 以提取的份额数量为基准进行申请, 每份份额的提取价格等于最新份额净值。证券公司按照定向资产管理合同约定将委托资产份额化, 每日开放, 允许委托人追加或提取委托资产, 实质上是以定向资产管理业务的形式变相开展集合资产管理业务。因此, 证券公司不得以此方式开展定向资产管理业务。”

《资管细则》施行前, 关于一对一专户的份额化问题, 没有相关监管规定。《办法》的施行, 意味着一对一专户的份额化有了明确的依据。

12. 明确嵌套其他资管产品情况下穿透计算的细节

征求意见稿	《办法》(征求意见稿)第四十五条 资产管理计划投资于其他资产管理产品的, 应当明确约定所投资的资产管理产品不再投资除公募基金以外的其他资产管理产品。
-------	---

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

	资产管理计划投资于其他资产管理产品的，计算该资产管理计划的总资产时应当按照穿透原则合并计算所投资资产管理产品的总资产。 资产管理计划投资于其他私募资产管理产品的，该资产管理计划按照穿透原则合并计算的投资同一资产的比例以及投资同一或同类资产的金额，应当符合本办法及中国证监会相关规定。
《资管细则》	《办法》第四十五条 <i>[前三款同征求意见稿]</i> 资产管理计划应当按照所投资资产管理产品披露投资组合的频率，及时更新计算该资产管理计划所投资资产的金额或比例。

简评：

征求意见稿公开后，行业对于如何执行“按照穿透原则合并计算”普遍比较困惑。例如，是否需要每日实时掌握底层资管产品的投资状况，以及频繁要求了解底层资管产品的投资情况是否实践可行，等等。《办法》就此明确了相关标准，即，“资产管理计划应当按照所投资资产管理产品披露投资组合的频率，及时更新计算该资产管理计划所投资资产的金额或比例”。

13. 穿透核查实际投资者与最终资金来源的相关要求

征求意见稿	《规定》(征求意见稿)第三条 资产管理计划接受其他资产管理产品参与的，不合并计算其他资产管理产品的投资者人数。资产管理计划接受其他私募资产管理产品参与的，证券期货经营机构应当有效识别资产管理计划的实际投资者与最终资金来源。
《资管细则》	《规定》第三条

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

	资产管理计划接受其他资产管理产品参与的，不合并计算其他资产管理产品的投资者人数，但应当有效识别资产管理计划的实际投资者与最终资金来源。
--	---

简评：

根据征求意见稿，私募资管产品投资于资产管理计划，需要穿透核查私募资管产品的实际投资者与最终资金来源，对此主流解读是，对于公募产品投资资产管理计划无需穿透核查私募资管产品的实际投资者与最终资金来源。但《规定》删除了向上穿透核查资管产品实际投资者与资金来源仅限于接受私募资产管理产品参与的情形的表述，留下了对于公募产品(由于公募基金不得投资资产管理计划，因此主要指公募银行理财产品)投资资产管理计划是否需要穿透核查实际投资者与最终资金来源的疑问。但《证监会相关部门负责人就<证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法>及其配套规则答记者问》(“中国证监会答记者问”)补充说明了：“需要说明的是，考虑到公募产品投资者人数众多、变动频繁，从监管目的及操作可行性出发，证券期货经营机构设立的资管计划，若其委托资金来源源于公募产品，仅需识别至公募产品，无需向上识别最终投资者。”

14. 募集期、建仓期的放宽

征求意见稿	《规定》(征求意见稿)第五条 资产管理计划的初始募集期自资产管理计划份额发售之日起不得超过30天。 《规定》(征求意见稿)第十二条 资产管理合同应当明确约定资产管理计划的建仓期。集合资产管理计划的建仓期自产品成立之日起不得超过6个月。
《资管细则》	《规定》第五条 集合资产管理计划的初始募集期自资产管理计划份额发售之日起不得超过60天，专门投资于未上市企业股权的集合资产管理计划的初始募集期自资产管理计划份额发售之日起不得超过12个月。

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

	封闭式单一资产管理计划的投资者可以分期缴付委托资金，但应当在资产管理合同中事先明确约定分期缴付资金的数额、期限，且首期缴付资金不得少于1000万元，全部资金缴付期限自资产管理计划成立之日起不得超过3年。 《规定》第十三条 资产管理合同应当明确约定资产管理计划的建仓期。集合资产管理计划的建仓期自产品成立之日起不得超过6个月，专门投资于未上市企业股权的集合资产管理计划除外。
--	---

简评：

相较于征求意见稿，(1)《规定》中的募集期从30天放宽到了60天，且封闭式一对一专户以及主做PE业务的一对多专户另有宽松的规定；(2) 建仓期虽维持6个月，但对主做PE业务的一对多专户另有宽松的规定。

15. QDII 业务规则

根据中国证监会答记者问，考虑到中国证监会对于证券期货经营机构开展 QDII 业务已有专门规定，证券期货经营机构主要根据现行监管规定开展 QDII 业务，《资管细则》的实施不对现有 QDII 业务模式产生影响。

就此，我们理解，QDII 资产管理计划虽然系一类特殊的资产管理计划，但是 QDII 资产管理计划本身以资产管理计划为载体，因此，中国证监会答记者问旨在说明现有 QDII 业务规则有规定的，应遵守该等规定；但是，现有 QDII 业务规则没有规定的，QDII 资产管理计划理应遵守《资管细则》的规定。

例如，《关于基金管理公司开展特定客户境外资产管理业务有关问题的回函》(基金部函[2009]129号；“《回函》”)第二条规定，“基金管理公司开展特定境外资产管理业务，适用《特定资产管理办法》、《关于实施〈基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法〉有关问题的通知》及《关于发布〈特定资产管理合同内容与格式指引〉的通知》等相关规定。同时，应遵守本函的有关要求。”既然《回函》中的相关规定(及其修订)已经被《资管细则》废止，那么，现有 QDII 业务规则没有规定的，QDII 资产管理计划需遵守《资管细则》的规定。

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

16. 过渡期及整改要求

过渡期自《资管细则》发布实施之日起至 2020 年 12 月 31 日，同时立足当前市场运行特点，作了“新老划断”的柔性安排。

过渡期内，在有序压缩存量尚不符合《资管细则》规定的产品整体规模的前提下，允许存量尚不符合《资管细则》规定的产品滚动续作，且不统一限定整改进度，允许机构结合自身情况有序规范，逐步消化，实现新旧规则的平稳、有序衔接。

根据中国证监会答记者问，过渡期结束后，对于确因特殊原因难以规范的存量非标准化债权类资产，以及未到期的存量非标准化股权类资产，经中国证监会同意，采取适当安排妥善处理。

中国证监会私募资管业务实施细则要点简评

如需进一步信息, 请联系:

作 者	
黎 明 电话: +86 21 3135 8663 raymond.li@llinkslaw.com	邹 野 电话: +86 21 3135 8659 eric.zou@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	
王利民 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@llinkslaw.com	高 云 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@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
伦 敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@llinkslaw.com	

© 通力律师事务所 2018