



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

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
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

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

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

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

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

master@llinkslaw.com

资管新规系列二：对 WFOE PFM 的影响

作者：吕红 | 邹野

为解决近年以来中国资产管理行业存在的资管产品多层嵌套、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(“中国证监会”)、国家外汇管理局(统称为“金融管理部门”)于 2018 年 4 月 27 日联合发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(“《资管新规》”)。

外商独资私募证券投资基金管理人(“WFOE PFM”)进入中国市场的时间尚短，自 2016 年 6 月 30 日中国证券投资基金业协会(“基金业协会”)发布《私募基金登记备案相关问题解答(十)》，允许符合条件的外商独资企业(“WFOE”)申请登记成为私募证券投资基金管理人以来，尚不足两年时间，目前仅有 11 家 WFOE 完成登记，其已经或者正在发行的私募基金十余只。同时，WFOE PFM 合规意识较强，运作相对规范，一般不存在前段所述的多层嵌套、杠杆不清、刚性兑付等问题，因此《资管新规》不会对其带来根本性的冲击。并且，《资管新规》确立了统一监管规则、机构监管与功能监管相结合的基本原则，对于 WFOE PFM 而言，无疑营造了更加友好的监管环境。

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。

资管新规系列二：对 WFOE PFM 的影响

《资管新规》自发布之日起施行，但我们也注意到，根据《资管新规》第二十九条的规定，中国证监会将根据《资管新规》进一步修订或制定其监管规则(“配套细则”)，以落实、细化《资管新规》，使得《资管新规》更具可执行性。与此同时，相信基金业协会也将相应地修订或制定相关行业自律规则。因此，我们理解，在配套细则发布之前，私募基金管理人是否需要立即执行《资管新规》，尚待进一步观察。

WFOE PFM 作为中国资产管理行业的新参与者，虽然基本上没有历史包袱，但也需要遵守《资管新规》及其配套细则。《资管新规》以下几个方面的内容需要 WFOE PFM 重点关注。

1. 法律适用

《资管新规》直接适用于银行非保本理财产品、资金信托以及证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理人子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构和金融资产投资公司¹发行的资产管理产品。

根据《资管新规》第二条，私募基金适用私募基金专门法律、行政法规，但私募基金专门法律、行政法规中没有明确规定的，应适用《资管新规》。

在中国的立法体系中，全国性的法律及行政法规的立法主体分别为全国人民代表大会(及其常务委员会)和国务院。因此，如果严格理解《资管新规》第二条的规定²，目前，适用于私募证券投资基金的专门法律仅有《中华人民共和国证券投资基金法》(“《基金法》”)，尚无适用的专门行政法规³。《基金法》系中国基金行业的纲领性文件，对私募证券投资基金管理人及私募证券投资基金的规范基本上都是基础性、原则性的规定，在此情况下，《资管新规》的内容基本上均将适用于私募证券投资基金。

2. 资管产品的嵌套与委外投资

(1) 两层的限制

与中国人民银行于 2017 年 11 月 7 日公布的《资管新规》之征求意见稿(“征求意见稿”)一致，《资管新规》第二十二条规定，资产管理产品可以再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公募证券投资基金以外的资产管理产品。

资管新规系列二：对 WFOE PFM 的影响

例如，假设 WFOE PFM 发行了母子基金，即，其发行的若干只子基金投向其发行的同一只母基金，在这种情况下，为确保符合以上规定，一方面，母基金不得投资于公募证券投资基金以外的其他资管产品；另一方面，子基金的投资者中不能包含任何资管产品。WFOE PFM 如果发行私募证券类 FOF 基金，亦会遇到类似的问题。

实践中还有一类特殊的 QDLP 基金。我们理解，只要确保包括 QDLP 基金在内的、在中国境内的结构不超过两层资产管理产品或应该已经能够满足《资管新规》的要求，QDLP 基金在境外的投资层级应不计算在《资管新规》要求的两层之内。

(2) 委外投资

《资管新规》第二十二规定，金融机构将资产管理产品投资于其他机构发行的资产管理产品，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。公募资产管理产品的受托机构应当为金融机构，私募资产管理产品的受托机构可以为私募基金管理人。

与征求意见稿相比，“受金融监督管理部门监管的金融机构”变为“受金融监督管理部门监管的机构”。根据《基金法》，WFOE PFM 受中国证监会监管，但其并非金融机构。如果按照征求意见稿的规定，私募基金的投资者不能包括任何金融机构发行的资管产品，这对于私募基金的影响非常大。《资管新规》对征求意见稿的修改，对于私募基金行业是个利好的消息。根据第二十二规定：

- (a) WFOE PFM 可以接受信托产品、券商资管产品、基金子公司特定客户资产管理计划等私募资管产品的投资或者委托；
- (b) 公募基金管理公司及有公募基金管理业务资格的保险资产管理公司、证券公司(或证券资产管理公司)发行的公募基金不可以投资于 WFOE PFM 发行的私募基金；
- (c) 商业银行发行的面向社会公众发行的银行理财产品不可以投资于 WFOE PFM 发行的私募基金；
- (d) 目前市场上存在的银行委外投资私募基金的模式或受到很大影响，如，银行理财产品委外投资信托公司发行的信托产品，信托产品再投资于私募基金，因为银行本身系一层理财产品，信托系一层产品，私募基金也是一层产品，加起来共三层，超过两层，类似投资结构不再可行；

资管新规系列二：对 WFOE PFM 的影响

(e) WFOE PFM 虽然原则上可以接受其他私募资管产品的资金，但也受限于其他监管要求。例如保险资金不能直接投资于私募证券投资基金，公募基金管理公司发行的专户产品不能投资于私募证券投资基金，等等。⁴

此外，拟作为受托机构的 WFOE PFM 应当接受委托机构的尽职调查。委托机构应当对受托机构实行名单制管理，明确规定受托机构的准入标准和程序、责任和义务、存续期管理、利益冲突防范机制、信息披露义务以及退出机制。

3. 基金类型

根据《资管新规》第四条的规定，资产管理产品按照投资性质的不同，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(见表一)。金融机构在发行资产管理产品时，应当按照上述分类标准向投资者明示资产管理产品的类型，并按照确定的产品性质进行投资。

#	资管产品类型	分类标准
1	固定收益类	投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于 80%
2	权益类	投资于股票、未上市企业股权等权益类资产的比例不低于 80%
3	商品及金融衍生品类	投资于商品及金融衍生品的比例不低于 80%
4	混合类	投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类产品标准

表一：《资管新规》规定的资管产品类型

需要注意的是，《资管新规》在划分前述产品类型的时候，并未区分股票与非上市公司股权，亦未区分在证券交易所和银行间市场流通的债券与其他非标准化债权，但这并不意味着 WFOE PFM 将其发行的基金定义为“固定收益类基金”或“权益类基金”以后可以将基金资产投资于非上市公司股权或非标准化债权。根据基金业协会关于专业化经营的要求，WFOE PFM 在基金业协会登记为私募证券投资基金管理人，目前仅可以发行、管理投资于境内证券(包括股票、债券等)的私募基金(即私募证券投资基金)。

事实上，就私募证券投资基金而言，《资管新规》中的该等分类标准与基金业协会的分类标准(见表二)基本一致⁵，仅就商品及金融衍生品类产品制定了更明确的投资比例标准。

资管新规系列二：对 WFOE PFM 的影响

#	基金类型	分类标准
1	固定收益类	根据合同约定的投资范围，投资于银行存款、标准化债券、债券型基金、股票质押式回购以及有预期收益率的银行理财产品、信托计划等金融产品的资产比例高于 80%(含)的私募证券投资基金
2	权益类	根据合同约定的投资范围，投资于股票或股票型基金的资产比例高于80%(含)的私募证券基金
3	期货及其他衍生品类	根据合同约定的投资范围，主要投资于期货、期权及其他金融衍生产品、现金的私募证券投资基金
4	混合类	合同约定的投资范围包括股票、债券、货币市场工具但无明确的主要投资方向的私募证券投资基金

表二：基金业协会规定的私募基金类型

4. 合格投资者

《资管新规》较之中国证监会 2014 年公布的《私募投资基金监督管理暂行办法》(“《私募办法》”) 对合格投资者的定义做了明显的调整(见表三)。

#	指标	《私募办法》	《资管新规》
1	投资于单只基金的最低金额	不少于100万元	固定收益类产品：不低于30万元；混合类产品：不低于40万元；权益类产品、商品及金融衍生品类产品：不低于100万元
2	财务指标：单位资产	净资产不低于1000万元的单位	最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位
3	财务指标：个人资产或收入	金融资产不低于300万元或者最近三年个人年均收入不低于50万元的个人	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

表三：合格投资者标准

资管新规系列二：对 WFOE PFM 的影响

需要注意的是：

- (1) 除了最低投资金额以及财务指标中的金额变化以外，《私募办法》中的“金融资产”变为《资管新规》中的“家庭金融净资产”和“家庭金融资产”。⁶
- (2) 投资者的投资经历在《资管新规》发布之前系基金募集机构进行“投资者适当性”调查的重要内容之一；《资管新规》将“2 年以上投资经历”亦做为个人“合格投资者”的考察指标之一。
- (3) 根据《私募办法》，以下投资者被视为当然的合格投资者，而根据《资管新规》，金融管理部门视为合格投资者的，无需满足表三中的财务指标，但是仍需满足“投资于单只基金的金额”指标。
 - (a) 社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；
 - (b) 依法设立并在基金业协会备案的投资计划；
 - (c) 投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员；以及
 - (d) 中国证监会规定的其他投资者。

WFOE PFM 新发行、募集的私募基金需参照上述标准制定合格投资者标准和基金合同、招募说明书等文件；对于已发行的开放式私募基金，WFOE PFM 应当修改基金合同、招募说明书等文件，并根据基金合同的约定以恰当的方式就该等合格投资者标准的变化通知现存投资者。

此外，《资管新规》要求合格投资者不得使用贷款和发行债券等非自有资金投资资管产品。就此，建议 WFOE PFM 在基金合同中加入该等规定，要求投资者做出明确的声明与承诺。

5. 计提风险准备金

根据《资管新规》第十七条的规定，金融机构应当按照资产管理产品管理费收入的 10% 计提风险准备金，风险准备金余额达到产品余额的 1% 时可以不再提取。风险准备金主要用于弥补因金融机构违法违规、违反资产管理产品协议、操作错误或者技术故障等给资产管理产品财产或者投资者造成的损失。

我们理解，如无特别的解释，私募基金管理人可能亦应参照该等要求计提风险准备金。此外，根据《资管新规》第二条的规定，私募基金计提的业绩报酬也视作管理费的一部分，因此，在计提风险准备金的过程中，管理费的计算基数应包括业绩报酬。

资管新规系列二：对 WFOE PFM 的影响

6. 净值化管理

根据《资管新规》第十八条的规定，金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险，由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门。

对于私募基金管理人而言，该等报告的内容、形式、报告频率、报告路径等事项，均尚待进一步明确。但无论该等报告以何种形式出现，需要经外部审计师审计，这在目前现行有效的基金业协会自律规则中是没有要求的。

7. 分级产品

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。与此前中国证监会和基金业协会的规定一致，《资管新规》第二十一条规定，分级资产管理产品不得直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排，并且还进一步规定，开放式私募产品不得进行份额分级。

需要说明的是，目前实践中存在因特殊需要而设置不同基金份额类别的私募基金，但不存在任何一类基金份额为其他类别的基金份额提供一定的风险补偿之安排，因此其并非《资管新规》中所指的分级资产管理产品。

8. 提供投资顾问服务

根据《资管新规》第二十二条的规定，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。因此，原则上 WFOE PFM 可以为各类资管产品提供投资顾问服务。

当然，我们理解，相关金融管理部门可能针对其监管的资管产品所聘请的投资顾问需满足的资质做出相关规定。其中，《资管新规》发布之前，相关金融管理部门已经制定的该等规定，除非另有说明，否则仍应适用。

例如，中国证监会公布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》以及原中国银行业监督管理委员会印发的《信托公司证券投资信托业务操作指引》对于证券期货经营机构及私募证券投资基金管理人发行的资管产品以及信托公司发行的证券投资信托聘请的投资顾问需满足的资质都做出了相关规定，如 1+3+3 的要求。

资管新规系列二：对 WFOE PFM 的影响

9. 从业人员管理

《资管新规》第七条要求金融机构建立健全从业人员的资格认定、培训、考核评价和问责制度。对于违反相关法律法规和《资管新规》规定的从业人员，金融管理部门将采取措施，直至取消从业资格，禁止其在其他类型的金融机构从事资产管理业务。

目前，根据中国证监会公布的《证券市场禁入规定》，违反法律、行政法规或者中国证监会有关规定且情节严重的人员，中国证监会可以根据情节严重的程度，采取证券市场禁入措施(例如，禁止其担任基金公司、证券公司等的从业人员或高级管理人员，禁止其担任上市公司的高级管理人员)。《资管新规》第七条规定的禁止从业范围则不仅限于禁止在中国证监会监管下的机构任职。以私募基金管理人的从业人员为例，违法情节严重的，可能被禁止在所有类型的金融机构和私募基金管理人中从事资产管理业务。

10. 资产管理产品统一报告制度

- (1) 根据《资管新规》第二十五条，金融机构于每只资产管理产品成立后 5 个工作日内，向中国人民银行和金融监督管理部门同时报送产品基本信息和起始募集信息；于每月 10 日前报送存续期募集信息、资产负债信息，于产品终止后 5 个工作日内报送终止信息。
- (2) 在资产管理产品信息系统正式运行前，中国人民银行会同金融监督管理部门依据统计制度拟定统一的过渡期数据报送模板；各金融监督管理部门对本行业金融机构发行的资产管理产品，于每月 10 日前按照数据报送模板向中国人民银行提供数据，及时沟通跨行业、跨市场的重大风险信息和事项。

关于报告内容、报告路径等，现阶段 WFOE PFM 尚需等待金融管理部门的进一步通知。

11. 投资组合调整

- (1) 根据《资管新规》第四条的规定，非因金融机构主观因素导致突破资产管理合同中约定的、与资管产品类型相关的投资比例限制的，金融机构应当在流动性受限资产可出售、可转让或者恢复交易的 15 个交易日内调整至符合要求。

资管新规系列二：对 WFOE PFM 的影响

- (2) 根据《资管新规》第十六条的规定，非因金融机构主观因素导致突破与投资集中度相关的比例限制的，金融机构应当在流动性受限资产可出售、可转让或者恢复交易的 10 个交易日内调整至符合相关要求。

12. 过渡期

《资管新规》要求按照“新老划断”原则设置过渡期，确保平稳过渡。过渡期至 2020 年底。

过渡期内，金融机构发行新产品应当符合《资管新规》的规定。对于存续的产品，金融机构应当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。

整体而言，《资管新规》在合格投资者、非公开发行、内控制度、风险管理、投资者适当性以及风险揭示等方面与私募证券投资基金的现行监管规定相比均没有特别大的变化，但仍有不少细节值得关注，也有许多疑问有待金融管理部门进一步释疑。

资管新规系列二：对 WFOE PFM 的影响

如需进一步信息，请联系：

作 者	
吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@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	

资管新规系列二：对 WFOE PFM 的影响

© 通力律师事务所 2018

¹ 我们理解，金融资产投资公司指商业银行出资设立的债转股实施机构。

² 尚待金融管理部门澄清此处的立法本意。

³ 2017 年 8 月 30 日，国务院法制办公室发布了《私募投资基金管理暂行条例(征求意见稿)》，向社会公开征求意见。

⁴ 请参考通力资产管理法律评述《外资私募证券投资基金管理机构的资金募集渠道》，吕红/邹野，2017 年 9 月。

⁵ 请见基金业协会《有关私募投资基金“业务类型基金类型”和“产品类型”的说明》。

⁶ 尚待金融管理部门进一步解释“家庭金融资产”、“家庭金融资产”的内涵。