



资产管理法律评述
2018 年 12 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

商业银行理财产品治理的法律分析

作者: 吕红 | 黎明

2018 年 4 月 27 日中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会(以下简称“中国银保监会”)、中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)、国家外汇管理局联合发布了《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》”),统一了资产管理产品分类标准,从募集方式和投资性质两个维度对资产管理产品进行了分类,分别统一了投资范围、杠杆约束、信息披露等要求。《资管新规》提出的产品独立运作、净值化管理、打破刚性兑付等要求,对商业银行理财产品传统运作模式冲击较大,也促使商业银行理财产品真正回归了资产管理业务的本源。2018 年 9 月 28 日中国银保监会发布了《商业银行理财业务监督管理办法》(以下简称“《理财办法》”),2018 年 12 月 2 日中国银保监会发布了《商业银行理财子公司管理办法》(以下简称“《理财子公司办法》”)。《理财办法》、《理财子公司办法》作为《资管新规》的配套实施细则公布,与《资管新规》充分衔接,共同构成了商业银行及其理财子公司(以下简称“银行资产管理机构”)开展理财业务需要遵循的监管要求。

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

在《资管新规》及其配套法规的规制下,银行资产管理机构理财产品(以下简称“理财产品”)正在向独立运作、净值化管理的资产管理产品转型,其治理结构也与传统理财产品有实质性的差异。本文拟从法律角度,分析理财产品的治理结构,以供探讨。

免责声明: 本出版物仅代表作者个人观点,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。

商业银行理财产品治理的法律分析

本文所述“理财产品治理”，系借鉴公司治理的概念以及基金治理结构的理论探讨，提出的以保护理财产品投资者利益为核心，以解决理财产品中的委托代理风险、实现对银行资产管理机构的必要约束与激励、以便以最小成本实现最佳投资回报为目标，包含理财产品组织形式、治理结构、治理机制和治理环境等构成要素在内的统一概念。

一. 理财产品的组织形式

如果借鉴基金的组织形式常见分类标准——契约型、公司型和合伙型，理财产品的组织形式无疑是契约型。理财产品的当事人，包括投资者和银行资产管理机构，双方当事人通过以产品说明书、销售协议书等销售文件构建的理财产品合同，缔结理财产品合同关系。理财产品本身并非以独立法律主体身份出现，理财产品具体指向应为投资者委托银行资产管理机构的理财产品财产以及围绕理财产品的发行、投资、运作、申购、赎回、清算所形成的权利义务关系综合体。

一方面，相比公司型或者合伙型的组织形式，契约型具有灵活、便捷的特征，在发行成立、投资者变动和清算退出等环节，可以省去较多登记备案手续。并且，开放式的公募理财产品，由于投资者人数不受限，若采用公司型或者合伙型的组织形式，也会面临有限公司和有限合伙的股东、合伙人人数限制以及股份公司股份公开发行审核的限制，因此也不得不采用契约型。

而另一方面，由于契约型的理财产品并非独立的法律主体，理财产品的对外投资名义上只能由银行资产管理机构行使，银行资产管理机构需对外行使相关权利和履行相关义务。例如，尽管银行资产管理机构可以以理财产品的名义为理财产品分别开立证券账户，但分别开户主要是为实现理财产品独立运作、分账管理的目的，并不代表每一个开户的理财产品就是独立的上市公司股东或者债券持有人。对于理财产品所投资的股票或者债券的发行人而言，银行资产管理机构是其股东或债权人，相关证券的权利由银行资产管理机构行使。但同样，作为证券投资者需要遵守的义务和监管要求，银行资产管理机构即便代表理财产品，也需遵守和执行。由此可能会衍生出一系列的待探讨问题：在持股信息披露方面，银行资产管理机构是否应当将各理财产品对同一股票的投资合并计算持股比例并履行信息披露义务？公募理财产品是否可以比照公募基金，按照单只理财产品的持股比例履行信息披露义务而无需将多只理财产品的持股比例合并计算，还是应按照私募基金的要求合并计算？银行理财子公司发行的理财产品与银行系公募基金公司发行的私募资产管理产品共同投资于同一股票是否要合并计算持股比例？在短线交易管理方面，是否也比照公募基金信息披露的规则合并计算各只理财产品对同一股票的持股比例且一并管控六个月之内的买入和卖出行为？在遵守减持限制方面，是否对于各理财产品按一致行动人处理？这些问题可能更主要还需要通过中国证监会予以规范或者说明。

商业银行理财产品治理的法律分析

另外, 由于在投资范围方面, 理财产品相比公募基金, 除标准化金融资产投资外, 还可以参与非标准化的股权投资和债权投资。而契约型的组织形式对于理财产品参与非标准化股权投资和债权投资而言, 可能会使其面临某些来自于监管政策甚至现行法律制度的障碍或者限制。例如, 契约型资管产品直接或者间接参与股权投资, 若要通过上市退出, 在投资标的企业的公开发行上市审核中可能会面临清理要求。再例如, 理财产品若进行直接股权投资, 因其并非独立法律主体, 工商管理部门一般不接受将理财产品登记为股东, 从而只能将股权登记到银行资产管理机构名下。这一登记方式, 一方面可能会使银行资产管理机构面临自身关于股权投资的监管限制, 另一方面, 实际应由理财产品享有权益的股权, 因登记在银行资产管理机构名下, 可能会因银行资产管理机构自身的债务纠纷, 导致被司法机关查封、冻结甚至执行, 从而损害理财产品投资者的利益。而对于银行资产管理机构而言, 被投资公司的公开披露信息显示银行资产管理机构为其股东, 而第三人并不知悉其实际代表理财产品, 同时也因被投资公司的银行背景而对其产生信赖, 这会产生银行资产管理机构对被投资公司债权人提供隐性背书的风险, 也可能导致银行资产管理机构代理理财产品(特别是在产品清算分配完毕后)承担股东责任。直接债权投资也会存在类似的问题, 如应收账款登记、抵押质押登记等。这些问题是任何契约型资产管理产品参与非标准化股权或债权投资的共性问题。

二. 理财产品的治理结构

对于一般的契约型基金而言, 契约关系的法律性质为信托关系, 对于本文第一部分所述的因登记而混淆管理人与产品的法律风险, 管理人理论上可以以《信托法》和《基金法》所规定的信托财产独立、破产隔离原则对抗债权人。

对于理财产品而言, 组织形式也采用了契约型的法律安排, 但其法律基础是委托关系抑或与契约型基金一样也是信托关系?

对比公募基金适用的《基金法》明确以《信托法》为母法, 中国证监会针对《资管新规》制定的配套规定《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》明确规定以《基金法》为上位法, 从而使公募基金以及证券期货经营机构私募资产管理业务的法律关系被界定为信托关系, 《理财办法》和《理财子公司办法》仅以《银行业监督管理法》和《商业银行法》作为上位法, 而未将《信托法》作为上位法, 因此会产生理财产品的民商事法律关系是否不是信托法律关系的疑问。尽管《理财办法》第四条和第五条也规定了与《信托法》第十五条、第十六条和第十八条相似的理财产品财产独立、管理人和托管机构破产隔离、禁止理财产品债权与管理人、托管机构债务抵销的原则, 但《理财办法》作为部门规章, 如果其法律关系不能被认定属于信托法律关系, 其涉及破产隔离和对抗第

商业银行理财产品治理的法律分析

三方债权人的规定能否在司法实践中得到认可将存在一定的不确定性。《理财办法》对理财业务的定义以“商业银行接受投资者委托”为基础，商业银行履行“代人理财职责”，《子公司》办法对“理财业务”的定义是“银行理财子公司接受投资者委托，按照与投资者事先约定的投资策略、风险承担和收益分配方式，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务”，但该等定义也不能准确界定理财产品的法律关系是委托关系还是信托关系。尽管如此，特别值得关注的是，《中国银保监会有关部门负责人就<商业银行理财子公司管理办法>答记者问》相比《中国银保监会有关部门负责人就<商业银行理财子公司管理办法(征求意见稿)>答记者问》最大的变化是，增加了对于理财产品法律关系的界定：“商业银行和银行理财子公司发行的理财产品依据信托法律关系设立。”因此，尽管《理财办法》和《理财子公司办法》未明确规定以《信托法》为上位法，但中国银保监会已通过答记者问的方式明确了理财业务的法律关系为信托法律关系。

理财产品信托法律关系的当事人包括投资者和管理人(即商业银行)。《资管新规》提出了第三方机构独立托管的要求，但在《资管新规》的过渡期内，商业银行可以托管本行理财产品，且在过渡期结束后“因子公司尚未成立而达不到第三方独立托管要求的”存量理财产品仍可豁免第三方独立托管的要求。因此，第三方独立托管是理财产品的原则要求，但因过渡期而存在部分例外。另外，从托管人的法律地位来说，采用信托结构的公募基金、私募资产管理产品以及契约型私募基金(以下合称“契约型基金”)，托管人与管理人为信托的共同受托人，与投资者作为委托人/受益人互为信托关系的相对方，但《资管新规》和《理财办法》并未明确或解决托管机构与投资者的法律关系问题。例如《理财办法》第五十条规定：“商业银行应当选择具有证券投资基金托管业务资格的金融机构、银行业理财登记托管机构或者国务院银行业监督管理机构认可的其他机构托管所发行的理财产品。”该规定要求托管机构由商业银行“选择”，但“选择”的法律意义是商业银行委托托管机构，还是确定托管机构后共同接受投资者的委托并不明确。但从《理财办法》第三条对于理财业务法律关系的基本描述来看，理财业务的信托法律关系当事方只有商业银行和投资者两方。因此，托管机构的法律地位，是接受商业银行委托提供托管服务的机构，与理财产品投资者之间并无直接的信托法律关系。理财产品托管机构的法律地位与契约型基金托管人作为受托人的法律地位有本质的区别。

三. 理财产品的治理机制

治理机制一般包括激励机制和约束机制两个方面。

(一) 激励机制

在管理人内部激励方面，《理财办法》没有直接规定，但《理财子公司办法》明确提出了银行

商业银行理财产品治理的法律分析

理财子公司应当建立激励约束合理的公司治理结构。在理财产品层面，管理人的激励机制以物质激励为主，管理人通过收取相应的管理报酬获得物质激励。《理财办法》和《理财子公司办法》并未对管理人报酬的具体收费方式作出规定，目前允许银行资产管理机构自主决定理财产品的收费模式和费率标准。实践中，银行资产管理机构的收费以固定管理费和浮动管理费两种方式为主。浮动管理费常见收费模式为收取超出业绩比较基准的收益部分，类似业绩报酬。即便是在《资管新规》发布后，新发行的理财产品仍然较多保留了这种收费模式。

对于净值化管理的资产管理产品来说，业绩报酬具有激励管理人的积极作用，但是，一方面由于业绩报酬可能会引发管理人激进投资而全部风险由投资者自担，考虑到中小投资者的风险承受能力和利益保护问题，业绩报酬的收费模式对于面向个人公开发售的公募产品而言也存在较为明显的风险。另一方面，目前较多采用浮动管理费的理财产品特别是现金管理类的产品，实质上仍然是《资管新规》颁布前固定收益类理财产品的变形。但《资管新规》颁布前固定收益类理财产品的浮动管理费是以银行资产管理机构的隐性刚兑为前提，《资管新规》以及《理财办法》、《理财子公司办法》提出打破刚性兑付要求后，理财产品采用净值化管理，风险完全由投资者自行承担，而理财产品仍然披露其“业绩比较基准”作为确定收益率，银行资产管理机构收取超额收益作为浮动管理费，这一收费方式理论上使投资者的风险收益并不对等，即投资收益以固定投资收益为上限，但承担的风险将覆盖全部本金，并未真正享受到净值化管理带来的增益，而且投资者的刚性兑付预期并没有真正打破。

(二) 约束机制

在约束机制方面，理财产品管理人的约束机制至少可以包括法律法规约束、合同约定、托管人约束、控制结构约束和信息披露约束五个方面。

在法律法规约束与合同约定方面，《资管新规》统一各类资产管理产品的监管标准，中国银保监会发布《理财办法》和《理财子公司办法》，制定理财产品的统一监管规范。《理财办法》、《理财子公司办法》以及中国银保监会作为银行资产管理机构理财业务监管机构未来制定的其他规范，为银行资产管理机构提供了从内部管理到投资运作、销售规范等全面的法律法规约束。同时，理财产品的合同(以产品说明书条款为主)对于产品的投资运作、认购和赎回进行的自主约定，也构成了管理人的有效约束。

在托管人约束方面，理财产品应当采用第三方独立托管。根据《理财办法》的规定，托管机构的职责包括财产保管，交易清算和交割，复核、审查资金头寸、资产账目、资产净值、认购和

商业银行理财产品治理的法律分析

赎回价格，核查认购、赎回资金到账和支付情况、监督管理人的投资运作行为，在信息披露事务中对理财产品财务会计报告出具意见，在公募理财产品定期报告中出具托管机构报告，保存托管业务资料等。该等托管职责与契约型基金托管人的主要职责无实质性差异(差异较大的是在契约型基金持有人大会程序中托管人的辅助义务，但银行理财产品无持有人大会机制)。但由于理财产品托管人并不禁止与管理人存在相互持股的关联关系，例如商业银行理财子公司的理财产品可以由商业银行托管，且托管机构的法律地位是受银行资产管理机构委托而非投资者委托办理托管业务，托管机构的选任、职责终止和更换由银行资产管理机构行使决策权，托管机构相对于管理人的独立性明显弱于契约型公募基金。

在控制结构约束方面，契约型公募基金对于管理人的控制结构约束通常主要包括基金份额持有人大会机制和赎回机制。基金份额持有人大会是《基金法》强制规定公募基金应当具有的基金份额持有人组织。由于公募基金持有人人数众多，涉及基金运作的重大变更事项，采用普通合同变更程序中当事人一致同意的协商机制并不现实；但如果单方面赋予管理人变更权限，而无需变更事项的直接利益相关方——基金份额持有人的同意，无疑也会将基金份额持有人利益置于被管理人可能做出的不当决定侵害的风险之下。持有人大会机制通过多数决的民主机制，解决了基金份额持有人对基金变更事项的权利行使难题，是基金份额持有人行使权利的重要机制。而理财产品并无基金份额持有人大会的机制，对于管理人的控制结构约束主要通过投资者行使“用脚投票”的权利。除开放式理财产品中投资者对于管理人管理业绩不满可以通过赎回“用脚投票”外，对于理财产品的部分变更事项，《理财办法》允许银行资产管理机构对客户采用“要么接受、要么退出”的规则。《理财办法》第三十七条第三款规定：“商业银行应当根据市场情况调整投资范围、投资资产种类或投资比例，并按照规定事先进行信息披露。超出销售文件约定比例的，除高风险类型的理财产品超出比例范围投资较低风险资产外，应当先取得投资者书面同意，并在全国银行业理财信息登记系统做好理财产品信息登记；投资者不接受的，应当允许投资者按照销售文件约定提前赎回理财产品。”因此，由于持有人大会机制的缺失，理财产品投资者主要的意见表达方式“用脚投票”，投资者缺乏主动提出对管理人具有约束力的诉求和主张的机制。对于不属于《理财办法》第三十七条第三款规定范围的事项，且理财产品又处于封闭期的，投资者甚至无法行使“用脚投票”的权利，例如对于明显侵害投资者利益的管理人、托管人更换事项。

在信息披露约束方面，《理财办法》重新规范了理财产品的信息披露规则，对于信息披露的信息类型、披露方式、披露时间都进行了规定，通过“及时、准确、完整”的信息披露，对银行资产管理机构进行有效约束。

商业银行理财产品治理的法律分析

四. 理财产品的治理环境

在《资管新规》和《理财办法》、《理财子公司办法》的推动下，理财产品的法律环境已经得到较大改善，特别是在主要的规则、规范方面，与监管较严的公募基金开始趋同。但由于监管机构的不同、具体配套规则的差异，理财产品与中国证监会监管下的基金，特别是目标客户和金融功能地位相似的公募基金，并不处在完全平等的市场地位，充分市场竞争的条件尚有欠缺。二者亦各有其制度红利，例如公募基金的注册发行、投资监管明显严于公募理财产品，但也享有公募理财产品不具有的分红税收优惠政策。除此之外，公募理财产品开始规范化运作的时间较短，第三方评价、评级机制也有待建立，通过对理财产品、管理人和投资经理的公开、客观、中立、科学的第三方评价，也将为管理人提供有效的非物质激励和约束。

此外，银行理财子公司与银行系基金公司受同一商业银行控股，开展的公募业务和私募业务相似，将存在较大程度的同业竞争，甚至在客户构成上也将存在较大重叠，因此对于银行理财子公司与银行系基金公司之间如何防范利益冲突也是一个值得探讨的问题。

商业银行理财产品治理的法律分析

如需进一步信息, 请联系:

作 者	
吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com	黎 明 电话: +86 21 3135 8663 raymond.li@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	
王利民 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@linkslaw.com	高 云 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@linkslaw.com
香 港(与方緯谷律师事务所联营)	
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
伦 敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@linkslaw.com	

© 通力律师事务所 2018

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。