

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

作者: 夏亮 / 俞佳琦 / 王洋

2016 年 7 月 14 日, 中国证券监督管理委员会(以下简称“**证监会**”)发布了《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》(中国证券监督管理委员会公告[2016]13 号, 以下简称“**《暂行规定》**”), 自 2016 年 7 月 18 日起施行。证监会在《暂行规定》制定说明中指出, 《暂行规定》的主要思路是在正本清源、强化约束的前提下, 重点加强对违规宣传推介和销售行为、结构化资管产品、违法从事证券期货业务活动、委托第三方机构提供投资建议、开展或参与“资金池”业务、实施过度激励等的规范。

2015 年 3 月, 中国证券投资基金业协会(以下简称“**基金业协会**”)发布《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》(以下简称“**《2015 年 3 月版细则》**”), 今年 5 月, 基金业协会就《2015 年 3 月版细则》的修改发布《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)》(以下简称“**《细则征求意见稿》**”), 《细则征求意见稿》发布后, 在私募资产管理界引起了广泛的关注, 很多证券期货经营机构已开始在实际开展业务过程中按照《细则征求意见稿》提出的监管要求执行, 《暂行规定》正是在《细则征求意见稿》的基础上以证监会规范性文件的形式落实监管要求。本文将《暂行规定》与《细则征求意见稿》进行逐条对比, 并予以评述(参见以下对比表格), 旨在供各位读者全面、直观地知晓及理解正式施行的《暂行规定》, 特别是已在实际开展业务过程中按照《细则征求意见稿》的监管要求执行的证券期货经营机构可对照《暂行规定》与《细则征求意见稿》的对比内容进一步调整内部的管理制度等。¹

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

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

《细则征求意见稿》	《暂行规定》
立法目的及依据	
第一条 为规范证券期货经营机构开展私募资产管理业务行为，结合目前私募资产管理业务实际运行情况，按照“八条底线”要求，制定本细则。	第一条 为了进一步加强对证券期货经营机构私募资产管理业务的监管，规范市场行为，强化风险管控，根据《证券法》《证券投资基金法》《证券公司监督管理条例》《期货交易管理条例》《私募投资基金监督管理暂行办法》《证券公司客户资产管理业务管理办法》《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》《期货公司监督管理办法》和《期货公司资产管理业务试点办法》等法律法规，制定本规定。
评述 1. 从立法层级上，《细则征求意见稿》是基金业协会发布的，属于行业规范与自律规则，仅有行业指导性与自律管理效力；而《暂行办法》虽内容来源于《细则征求意见稿》，但不再是“郑州会议八条底线”的细化，立法层级上属于证监会规范性文件。 2. 《暂行规定》第一条主要强调了依据，对所依据的证券期货经营机构私募资产管理业务适用的相关法律、法规予以列明。	
适用范围	
第二条 本细则所称证券期货经营机构，是指证券公司、基金管理公司、期货公司及其依法设立的从事私募资产管理业务的子公司。	第二条 本规定所称证券期货经营机构，是指证券公司、基金管理公司、期货公司及其依法设立的从事私募资产管理业务的子公司。
第十四条 私募证券投资基金管理人参照执行本细则。 证券公司、基金管理公司子公司按照规定开展的资产证券化业务不适用本细则。	第十五条 私募证券投资基金管理人参照本规定执行。 证券公司、基金管理公司子公司依法开展的资产证券化业务不适用本规定。
评述 1. 《细则征求意见稿》第十四条对比《2015年3月版细则》属于新增规定，《暂行规定》的适用范围与《细则征求意见稿》保持一致，并要求私募证券投资基金管理人参照适用《暂行规定》，从《暂行规定》的该条表述上理解，系针对私募证券类基金管理人这类主体。私募股权投资基金及其他	

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

私募投资基金的管理人未纳入适用范围。同时，证券公司、基金管理公司子公司开展的资产证券化业务不适用《暂行规定》。	
2. 另外，《暂行规定》中有关资管计划宣传推介和销售行为的要求也适用于销售机构。	
违规销售行为	
第四条 开展资产管理业务，不得存在不适当宣传、违规销售资产管理计划、误导欺诈投资者以及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等行为，包括但不限于以下情形： (一) 资产管理计划名称中含有“保本”字样，资产管理合同及销售材料中存在包含保本保收益内涵的表述，如零风险、收益有保障、本金无忧等； (二) 与投资者签订回购协议、抽屉协议或承诺函等文件，直接或间接承诺保本保收益； (三) 销售人员向投资者口头或通过微信、QQ、短信等方式承诺保本保收益；	第三条 证券期货经营机构及相关销售机构不得违规销售资产管理计划，不得存在不适当宣传、误导欺诈投资者以及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等行为，包括但不限于以下情形： (一) 资产管理合同及销售材料中存在包含保本保收益内涵的表述，如零风险、收益有保障、本金无忧等； (二) 资产管理计划名称中含有“保本”字样； (三) 与投资者私下签订回购协议或承诺函等文件，直接或间接承诺保本保收益； (四) 向投资者口头或者通过短信、微信等各种方式承诺保本保收益；
评述 1. 《暂行规定》将代销机构纳入第三条有关违规销售行为的监管范围，证券期货经营机构委托代销机构时应注意要求代销机构遵守该条规定。 2. 《暂行规定》吸收了《细则征求意见稿》有关严禁保本保收益的规定，包括禁止计划名称包含“保本”字样、禁止计划文件包含“保本”内容，以及禁止在销售过程中以各种方式承诺保本保收益。	
(四) 销售人员明知投资者不符合合格投资者条件或资产管理计划最低投资门槛，仍为其提供多人拼凑或短期借贷凑足最低投资资金等建议或便利；	(五) 向非合格投资者销售资产管理计划，明知投资者实质不符合合格投资者标准，仍予以销售确认，或者通过拆分转让资产管理计划份额或其收益权、为投资者直接或间接提供短期借贷等方式，变相突破合格投资者标准；

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

(五) 向非合格投资者销售资产管理计划, 或者投资者人数累计超过 200 人, 若同一资产管理人的多个同类型资产管理计划的投资标的完全相同, 应合并计算投资者人数;	(六) 单一资产管理计划的投资者人数超过 200 人, 或者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;
评述 该两款原则上吸收了《细则征求意见稿》相关内容, 并进一步明确以下行为属于销售禁止行为: 1. 明知投资者实质不符合合格投资者标准, 仍予以销售确认; 2. 通过拆分转让资产管理计划份额或其收益权; 拆分转让收益权系《暂行规定》新增的内容, 主要是针对P2P等互金平台通过拆份额或收益权的方式来规避合格投资者资格和法定人数的要求; 3. 为投资者直接或间接提供短期借贷; 此处强调了“间接”融资也属销售禁止行为; 4. 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。此处《暂行规定》用了“单一融资项目”的概念, 与《细则征求意见稿》中“投资标的完全相同”的表述不同, 这似乎给同一资产管理人发行多个资管计划投资同一融资主体分期开发的同一项目留下一定的操作空间。 虽然《私募投资基金监督管理暂行办法》第十三条第(二)款规定“依法设立并在基金业协会备案的投资计划视为合格投资者”, 但如果实质上变相突破投资者人数的, 则根据《暂行规定》仍需要穿透核查合格投资者。	
(六) 通过报刊、电台、电视、互联网等公众传播媒体或者讲座、报告会、分析会和布告、传单、手机短信、微信、博客和电子邮件等方式, 直接向不特定对象宣传具体产品, 证券期货经营机构和销售机构通过设置特定对象确定程序的官网、微信、客户端等互联网媒介向已注册合格投资者进行宣推介的情形除外; (七) 向投资者宣传的资产管理计划投向与资产管理合同约定投向不相符, 但	(七) 通过报刊、电台、电视、互联网等公众传播媒体, 讲座、报告会、分析会等方式, 布告、传单、短信、微信、博客和电子邮件等载体, 向不特定对象宣传具体产品, 但证券期货经营机构和销售机构通过设置特定对象确定程序的官网、客户端等互联网媒介向已注册特定对象进行宣传推介的除外;

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

已按照资产管理合同约定的程序和要求取得授权的除外;	
评述 《暂行规定》中第三条第(七)款的内容除个别表述调整外,完全吸收了《细则征求意见稿》的规定,不特定对象通过调查变为特定对象后可以进行宣传推介,比如通过官网、APP端等设置相应的合格投资者确定程序等。这里的要求与近期施行的《私募投资基金募集行为管理办法》的要求是一致的。	
(八) 销售资产管理计划时,存在未充分披露资产管理计划交易结构、当事各方权利义务条款、收益分配内容、投资顾问合作信息(如有)、关联交易情况(如有)等行为; (九) 资产管理计划完成备案手续前参与股票公开或非公开发行; (十) 资产管理计划向投资者宣传预期收益率; (十一) 夸大或者片面宣传产品,夸大或片面宣传资产管理计划管理人及其管理的产品、投资经理等的过往业绩,未充分揭示产品风险,投资者认购资产管理计划时未签订风险揭示书和资产管理合同。	(八) 销售资产管理计划时, 未真实、准确、完整地披露资产管理计划交易结构、当事各方权利义务条款、收益分配内容、委托第三方机构提供服务、关联交易情况等信息; (九) 资产管理计划完成备案手续前参与股票公开或非公开发行; (十) 向投资者宣传资产管理计划预期收益率; (十一) 夸大或者片面宣传产品,夸大或者片面宣传资产管理计划管理人及其管理的产品、投资经理等的过往业绩,未充分揭示产品风险,投资者认购资产管理计划时未签订风险揭示书和资产管理合同。
评述 1. 《暂行规定》中第三条第(八)至(十一)款与《细则征求意见稿》基本一致,第(八)款项下的“充分披露”修改为“真实、准确、完整地披露”,体现了监管部门对于信息披露的重视以及对于信息披露提出了更加具体的要求。 2. 对于《细则征求意见稿》发布后业内一直关注的“结构化资产管理计划的优先级份额能否宣传预期收益率”,《暂行规定》吸收了《细则征求意见稿》项下“一律禁止”的规定,即使结构化资产管理计划的劣后级份额为优先级份额提供一定程度的增信,但实际仅为有限的风险补偿,销售机构和投资者可能将预期收益率理解为保本保收益,容易触及监管红线。实践中,也有不少机构用“业绩比较基准”或者“最高收益”来代替“预期收益率”。	

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

3. 《暂行规定》第三条第(九)款强调了“先备案,再投资”的要求,这也与基金业协会在《私募投资基金合同指引》中的对私募证券类基金的要求相一致。

结构化资产管理计划

第八条 资产管理计划不得违背“利益共享,风险共担”基本原则,直接或间接对结构化资产管理计划优先级份额认购者提供保本、保收益安排;资产管理计划不得违反杠杆设计与风险收益相匹配的原则;资产管理计划不得存在包括但不限于以下情形:

第四条 证券期货经营机构设立结构化资产管理计划,不得违背利益共享、风险共担、风险与收益相匹配的原则,不得存在以下情形:

- (一) 直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排,包括但不限于在结构化资产管理计划合同中约定**计提优先级份额收益、提前终止罚息、劣后级或第三方机构差额补足优先级收益、计提风险保证金补足优先级收益等**;

评述

- 《暂行规定》明确禁止“直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排的具体情形”,**劣后级或第三方不得为优先级份额做任何风险补偿或兜底承诺**,防止结构化资产管理计划的优先级份额类借贷性质。该规定对目前市场上较多采用的由劣后级或第三方机构差额补足优先级收益的交易安排影响较大。
- 值得注意的是,《暂行规定》第十四条“结构化资产管理计划”定义中增加了例外补偿规定,资产管理人可以其自有资金**提供有限风险补偿**,但资产管理人不得参与收益分配,或者不得获得高于按份额比例计算的收益,有该等安排的计划不属于《暂行规定》下定义的“结构化资管计划”。该例外是此次出台的《暂行规定》较之《细则征求意见稿》新增的内容,《暂行规定》并未进一步解释“有限风险补偿”的概念,所谓“风险补偿”主要是指如果产品有亏损,则先亏管理人的补偿资金(或称增强资金),但该部分资金通常不享有收益分配,“有限”则与管理人不得对计划保本保收益的要求相匹配,实践中,具体风险补偿的方式可以结合项目具体情况以及管理人的资产情况进行一定安排。
- 本条规定的基本原则是“**利益共享、风险共担、风险与收益相匹配**”。针对实践中比较常见的金融机构作为优先级投资人,约定具体的优先级份额收益计提、提前终止罚息、劣后或第三方提供差额补足或计提风险保证金补足优先级收益等均在此次《暂行规定》明确禁止的范围之内。

- (一) 未对结构化资产管理计划劣后级份额认购者的身份及风险承担能力进行充分适当的尽职调查;

- (二) 未对结构化资产管理计划劣后级份额认购者的身份及风险承担能力进行充分适当的尽职调查;

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

(二) 未对结构化资产管理计划劣后级份额认购者的身份及风险承担能力进行充分适当的尽职调查; (三) 未在资产管理合同中充分披露和揭示结构化设计及相应风险情况、收益分配情况、风控措施等信息; (四) 结构化资产管理计划的杠杆倍数超出以下限制: 1. 股票类、混合类资产管理计划的杠杆倍数超过 1 倍; 为管理符合规定的员工持股计划设立的股票类资产管理计划的杠杆倍数超过 2 倍。 2. 期货类、固定收益类、非标类资产管理计划的杠杆倍数超过 3 倍。 3. 其他类资产管理计划的杠杆倍数超过 2 倍。 (五) 通过穿透核查, 结构化资产管理计划嵌套投资其他结构化金融产品; (六) 结构化资产管理计划名称中未包含“结构化”或“分级”字样; (七) 集合(“一对多”)资产管理计划的总资产超出净资产的 140%。	(三) 未对结构化资产管理计划劣后级份额认购者的身份及风险承担能力进行充分适当的尽职调查; (四) 未在资产管理合同中充分披露和揭示结构化设计及相应风险情况、收益分配情况、风控措施等信息; (五) 股票类、混合类结构化资产管理计划的杠杆倍数超过1倍, 固定收益类结构化资产管理计划的杠杆倍数超过3倍, 其他类结构化资产管理计划的杠杆倍数超过2倍; (六) 通过穿透核查结构化资产管理计划投资标的, 结构化资产管理计划嵌套投资其他结构化金融产品劣后级份额; (七) 结构化资产管理计划名称中未包含“结构化”或“分级”字样; (八) 结构化资产管理计划的总资产占净资产的比例超过140%, 非结构化集合资产管理计划(即“一对多”)的总资产占净资产的比例超过200%。
---	---

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

评述

1. 在杠杆比例要求方面,《暂行规定》较《细则征求意见稿》略有调整,结合《暂行规定》第十四条定义的修改,一方面是删除了“期货类资产管理计划”及“非标类资产管理计划”的定义,在《暂行规定》第四条中将该等计划纳入“其他类结构化资产管理计划”,并在实质上**将“期货类资产管理计划”及“非标类资产管理计划”的杠杆比例从此前的3倍调整为2倍**,修改后,“股票类、混合类”资管计划的杠杆比例不超过1倍(为管理符合规定的员工持股计划设立的股票类资产管理计划的杠杆倍数不再做例外规定),“固定收益类”资管计划杠杆比例不超过3倍,除此之外的“其他类”资管计划杠杆比例均不超过2倍。
2. 《暂行规定》第四条第(五)款与《细则征求意见稿》相比,强调了结构化资产管理计划不得嵌套投资其他结构化金融产品的“**劣后级**”份额,似乎意味着结构化资产管理计划嵌套其他金融产品的优先级、中间级份额或不分级的金融产品并不受此条限制。
3. 《细则征求意见稿》要求集合资产管理计划的总资产占净资产比例统一不得超过140%,对此,《暂行规定》进行了一定调整,要求“**结构化**集合资产管理计划不得超过140%、**非结构化**集合资产管理计划不得超过200%”,体现了监管部门对于“结构化”和“非结构化”资产管理计划差异化监管要求。

不得违规聘请投资顾问

第九条 资产管理人不得违规聘请第三方机构担任资产管理计划的投资顾问,包括但不限于以下情形:

- (一) 聘请个人或不符合相应条件的第三方机构担任投资顾问,或实质上承担投资顾问职责;
- (二) 未建立或未有效执行投资顾问遴选机制,未按照规定流程选聘投资顾问;
- (三) 未签订投资顾问协议,或未在资产管理合同及其它材料中明确披露投资顾问身份、未约定投资顾问职责以及未充分说明和揭示聘请投资顾问可能产生的特定风险;

第五条 证券期货经营机构开展私募资产管理业务,不得委托个人或不符合条件的第三方机构为其提供投资建议,管理人依法应当承担的职责不因委托而免除,不得存在以下情形:

- (一) 未建立或未有效执行第三方机构遴选机制,未按照规定流程选聘第三方机构;
- (二) 未签订相关委托协议,或未在资产管理合同及其它材料中明确披露第三方机构身份、未约定第三方机构职责以及未充分说明和揭示聘请第三方机构可能产生的特定风险;
- (三) **由第三方机构直接执行投资指令**,未建立或有效执行风险管控机制,未能有效防范第三方机构利用资产管理计划从事内幕交易、市场操纵等违法违规行为;

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

(四) 未建立或有效执行防范利益冲突机制，资产管理计划与投资顾问本身、其管理的或担任投资顾问的其它产品之间直接或间接存在利益输送、内幕交易、市场操纵等行为；	(四) 未建立利益冲突防范机制，资产管理计划与第三方机构本身、与第三方机构管理或服务的其他产品之间存在利益冲突或利益输送；
评述 1. 目前实践中，较多项目中资产管理人会聘请第三方机构作为投资顾问为其提供投资建议。《暂行规定》原则上吸收了《细则征求意见稿》的规定，禁止个人和不符合条件的第三方机构提供投资建议，并将“投资顾问”、“投资顾问协议”的表述调整为“第三方机构”和“委托协议”，该等修改将名义上不是投资顾问，但实质上承担投资顾问职责的第三方也纳入监管范围。 2. 《暂行规定》增加了“资产管理人的责任不因其委托第三方机构而免除”，这会对证券期货机构以及私募基金管理人的“通道类”业务产生一定影响，有些管理人要求在合同文本中设置的“通道条款”将无法直接体现。这也要求管理人应当勤勉尽责，并加强对投资顾问等第三方机构的监管。 3. 《暂行规定》同时禁止第三方机构直接执行投资指令。 4. 《暂行规定》在第十四条的定义中明确，符合提供投资建议条件的第三方机构，是指依法可从事资产管理业务的证券期货经营机构，以及同时符合以下条件的私募证券投资基金管理人： (1) 在中国证券投资基金业协会登记满一年、无重大违法违规记录的会员； (2) 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、无不良从业记录。 根据《暂行规定》，担任第三方投资顾问的机构及其管理人员均需满足一定条件。后续预计证监会或基金业协会将颁布专门的投资顾问管理规定，建议进一步关注。	
(五) 向未提供实质服务的投资顾问支付费用或支付的费用与投资顾问提供的服务不匹配； (六) 投资顾问及其关联方以其自有资金投资于结构化资产管理计划。	(五) 向未提供实质服务的第三方机构支付费用或支付的费用与其提供的服务不匹配； (六) 第三方机构及其关联方以其自有资金或募集资金投资于结构化资产管理计划劣后级份额。

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

评述

1. 《暂行规定》与《细则征求意见稿》的规定一致，要求提供投资建议的第三方仅可获得与其提供的服务相匹配的费用。
2. 《细则征求意见稿》禁止第三方机构及其关联方以自有资金投资结构化资产管理计划，《暂行规定》将其调整为不得投资结构化资产管理计划的劣后级份额，并进一步禁止有私募管理人资格的第三方机构及其关联方通过发行资管计划募集资金的方式投资劣后级份额。

禁止投资项目

第五条 资产管理计划不得投资于不符合国家产业政策、环境保护政策的项目，包括但不限于以下情形：

- (一) 投资项目被列入限制类或淘汰类产业目录；
- (二) 投资项目违反环境保护政策要求；
- (三) 通过穿透核查，资产管理计划最终投向上述投资项目。

第六条 证券期货经营机构发行的资产管理计划不得投资于不符合国家产业政策、环境保护政策的项目(证券市场投资除外)，包括但不限于以下情形：

- (一) 投资项目被列入国家发展改革委最新发布的淘汰类产业目录；
- (二) 投资项目违反国家环境保护政策要求；
- (三) 通过穿透核查，资产管理计划最终投向上述投资项目。

评述

《暂行规定》基本吸收了《细则征求意见稿》对“禁止投资项目”的规定，但与《细则征求意见稿》相比，《暂行规定》允许投资限制类的投资项目，并允许通过二级市场投资该等禁止项目。

违规开展私募资产管理业务的情形

第七条 资产管理业务不得从事违法证券期货业务活动或者为违法证券期货业务活动提供交易便利，包括但不限于以下情形：

- (一) 资产管理计划份额下设子账户、分账户、虚拟账户或将资产管理计划证券、期货账户出借他人，违反账户实名制规定；

第七条 证券期货经营机构开展私募资产管理业务，不得从事违法证券期货业务活动或者为违法证券期货业务活动提供交易便利，包括但不限于以下情形：

- (一) 资产管理计划份额下设子账户、分账户、虚拟账户或将资产管理计划证券、期货账户出借他人，违反账户实名制规定；
- (二) 为违法证券期货业务活动提供账户开立、交易通道、投资者介绍等服务或便利；

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

(二) 直接或间接为违法证券期货业务活动提供账户开立、交易通道、投资者介绍等服务或便利; (三) 资产管理计划交易系统外接未经监管机构或自律组织认证的其他交易系统, 为违法证券期货业务活动提供端口服务便利; (四) 设立伞形资产管理计划, 子伞委托人(或其关联方)分别实施投资决策, 共用同一资产管理计划证券、期货账户。	(三) 违规使用信息系统外部接入开展交易, 为违法证券期货业务活动提供系统对接或投资交易指令转发服务; (四) 设立伞形资产管理计划, 子伞委托人(或其关联方)分别实施投资决策, 共用同一资产管理计划的证券、期货账户。
评述 1. 《暂行规定》第七条内容基本与《细则征求意见稿》保持一致, “禁止违反账户实名制”的规定来源于《中华人民共和国证券法》第一百六十六条, 即: “证券登记结算机构应当按照规定以投资者本人的名义为投资者开立证券账户”, 进一步加强账户管理, 禁止账户持有人通过下设子账户、分账户、虚拟账户等方式违规进行证券交易。 2. 《暂行规定》规定证券期货经营机构不得为违法、违规的证券、期货交易活动提供便利, 不得通过伞形资产管理计划进行违法、违规的证券期货业务活动。	
禁止损害投资者合法权益行为及商业贿赂	
第三条 开展资产管理业务, 不得存在非公平交易、利益输送、利用非公开信息交易、内幕交易、操纵市场等损害投资者利益的行为, 不得利用资产管理计划进行商业贿赂, 包括但不限于以下情形: (一) 交易价格严重偏离市场公允价格, 损害投资者利益。不存在市场公允价格的投资标的, 能够证明资产管理计划的交易目的、定价依据合理且在资产管理合同中有清晰约定, 投资程序合规以及信息披露及时、充分的除外;	第八条 证券期货经营机构开展私募资产管理业务, 不得从事非公平交易、利益输送、利用未公开信息交易、内幕交易、操纵市场等损害投资者合法权益的行为, 不得利用资产管理计划进行商业贿赂, 包括但不限于以下情形: (一) 交易价格严重偏离市场公允价格, 损害投资者利益。不存在市场公允价格的投资标的, 能够证明资产管理计划的交易目的、定价依据合理且在资产管理合同中有清晰约定, 投资程序合规以及信息披露及时、充分的除外;

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

(二) 以利益输送为目的,与特定对象进行不正当交易,或在不同的资产管理计划账户之间转移收益或亏损; (三) 以获取佣金或者其他不当利益为目的,使用资产管理计划资产进行不必要的交易; (四) 泄露因职务便利获取的未公开信息,以及利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动; (五) 利用管理的资产管理计划资产为资产管理人或第三方谋取不正当利益或向相关服务机构支付不合理的费用; (六) 违背风险收益相匹配原则,利用结构化资产管理计划向特定一个或多个劣后级投资者输送利益; (七) 侵占、挪用投资者委托资产。	(二) 以利益输送为目的,与特定对象进行不正当交易,或者在不同的资产管理计划账户之间转移收益或亏损; (三) 以获取佣金或者其他不当利益为目的,使用资产管理计划资产进行不必要的交易; (四) 泄露因职务便利获取的未公开信息,以及利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动; (五) 利用管理的资产管理计划资产为资产管理人及其从业人员或第三方谋取不正当利益或向相关服务机构支付不合理的费用; (六) 违背风险收益相匹配原则,利用结构化资产管理计划向特定一个或多个劣后级投资者输送利益; (七) 侵占、挪用资产管理计划资产。
评述 1. 除个别表述外,《暂行规定》第八条规定完全吸收了《细则征求意见稿》的相关内容,第八条第(一)款项下的例外情形为《细则征求意见稿》在《2015年3月版细则》的基础上新增,如不存在公允价格的投资标的,应注意在资产管理合同中充分披露交易目的合法合规、定价依据清晰合理及投资程序合规透明。 2. 根据《暂行规定》第八条第(五)款,私募资产管理机构应关注向相关服务机构支付的费用应与其提供的服务相匹配。	
禁止“资金池”性质业务	
第十条 不得开展资金池业务,资产管理计划投资非标资产时不得存在以下情形:	第九条 证券期货经营机构不得开展或参与具有“资金池”性质的私募资产管理业务,资产管理计划不得存在以下情形或者投资存在以下情形的其他资产管理产品:

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

(一) 不同资产管理计划进行混同运作，资金与资产无法明确对应； (二) 资产管理计划在整个运作过程中未有合理估值的约定，且未按照资产管理合同约定向投资者进行充分适当的信息披露； (三) 资产管理计划未单独建账、独立核算，未单独编制估值表； (四) 资产管理计划在开放申购、赎回或滚动发行时未进行合理估值，脱离对应项目资产的实际收益率进行分离定价； (五) 资产管理计划未进行实际投资，仅以后期投资者的投资资金向前期投资者兑付投资本金和收益； (六) 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情形的，资产管理计划通过开放参与、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的除外； (七) 通过资产管理计划间的关联交易进行利益输送； (八) 以资产管理计划为非标资产提供任何直接或间接、显性或隐性担保或回购承诺。	(一) 不同资产管理计划进行混同运作，资金与资产无法明确对应； (二) 资产管理计划在整个运作过程中未有合理估值的约定，且未按照资产管理合同约定向投资者进行充分适当的信息披露； (三) 资产管理计划未单独建账、独立核算，未单独编制估值表； (四) 资产管理计划在开放申购、赎回或滚动发行时未按照规定进行合理估值，脱离对应标的资产的实际收益率进行分离定价； (五) 资产管理计划未进行实际投资或者投资于非标资产，仅以后期投资者的投资资金向前期投资者兑付投资本金和收益； (六) 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情形的，资产管理计划通过开放参与、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
评述 针对资金池“滚动发行、集合运作、期限错配、分离定价”的特点，《暂行规定》第九条规定了证券期货经营机构不得开展或参与具有“资金池”性质的私募资产管理业务的具体情形，所列举的情形基本来源于《细则征求意见稿》。	

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

激励约束机制	
第六条 开展资产管理业务，不得对资产管理业务人员及相关管理团队实施当期激励，包括但不限于以下情形： (一) 项目奖金发放机制与项目实际完成进度不匹配； (二) 项目结束前已发放奖金比例超过项目已实际到账收入的 80%。	第十条 证券期货经营机构不得对私募资产管理业务主要业务人员及相关管理团队实施过度激励，包括但不限于以下情形： (一) 未建立激励奖金递延发放机制； (二) 递延周期不足3年，递延支付的激励奖金金额不足40%。
评述 《暂行规定》将《细则征求意见稿》项下的“禁止当期激励”修改为“禁止过度激励”，要求建立激励奖金递延发放机制，且延迟周期不得少于3年，同时，递延支付的激励奖金金额不得少于40%，促进私募资产管理行业建立规范的激励约束机制。	
建立内部制度及违规处罚	
第十一条 证券期货经营机构应依据本细则要求，相应制定本机构资产管理业务禁止行为细则。 第十二条 证券期货经营机构违反本细则的，中国证券投资基金业协会可视情节轻重对其采取相应纪律处分，并通报相关机构。情节严重的，移交中国证监会处理。	第十一条 证券期货经营机构应当依据本规定要求，制定相应的内部控制与风险管理制度，严格按照上述规定从事私募资产管理业务活动。 第十二条 中国证监会及其派出机构依法对证券期货经营机构私募资产管理业务实施监督管理。对于违反本规定的，中国证监会及其派出机构可对机构采取监管谈话、出具警示函、责令改正、暂停办理相关业务等行政监管措施，对相关责任人员采取监管谈话、出具警示函、认定为不适当人选等行政监管措施；依法应予行政处罚的，依照法律法规进行行政处罚；涉嫌犯罪的，依法移送司法机关，追究其刑事责任。 第十三条 中国证券投资基金业协会按照本规定做好证券期货经营机构资产管理计划的备案管理与风险监测工作；发现违反本规定的，应当及时报告中国证监会及其派出机构。
评述	

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

根据《暂行规定》，各证券期货经营机构应及时制定内部控制与风险管理制度。与违反《细则征求意见稿》由基金业协会进行纪律处分不同，《暂行规定》作为证监会发布的规范性文件，其适用对象的违规行为将由证监会及其派出机构直接进行行政管理，涉嫌犯罪的移送司法机关。	
释义	
第十五条 释义： (一) 本细则所称结构化资产管理计划，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或收益分配保障，收益分配不按份额比例计算，由资产管理合同另行约定的资产管理计划。资产管理人应当在资产管理合同中明确份额属性划分标准，并向投资者确认其认购的份额归属于优先级还是劣后级。 (二) 本细则所称杠杆倍数计算公式为，杠杆倍数=优先级份额/劣后级份额。	第十四条 本规定涉及的相关术语释义如下： (一) 结构化资产管理计划，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资产管理计划。资产管理合同约定，由资产管理人以自有资金提供有限风险补偿，且不参与收益分配或不获得高于按份额比例计算的收益的资产管理计划，不属于本规定规范的结构化资产管理计划。 (二) 杠杆倍数=优先级份额/劣后级份额。结构化资产管理计划若存在中间级份额，应当在计算杠杆倍数时计入优先级份额。
评述 关于杠杆倍数的计算，《暂行规定》对于实践中较为困惑的中间级份额的定性明确应计入优先级份额。	
(三) 本细则所称股票类资产管理计划，是指根据资产管理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)的资产管理计划。 (四) 本细则所称期货类资产管理计划，是指根据资产管理合同约定的投资范围，仅投资于期货、期权及其他金融衍生产品、现金的资产管理计划。	(三) 股票类结构化资产管理计划，是指根据资产管理合同约定的投资范围，投资于股票或股票型基金等股票类资产比例不低于80%的结构化资产管理计划。 (四) 固定收益类结构化资产管理计划，是指根据资产管理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固定收益类金融产品的资产比例不低于80%的结构化资产管理计划。

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

(五) 本细则所称固定收益类资产管理计划,是指根据资产管理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)的资产管理计划。 (六) 本细则所称非标类资产管理计划,是指根据资产管理合同约定的投资范围,投资于未在公开证券交易场所转让的股权、债权及其他资产权利的资产比例高于 80%(含)的资产管理计划。 (七) 本细则所称混合类资产管理计划,是指投资范围包含股票类、期货类资产管理计划的投资标的,但投资比例未达到相应类别标准的资产管理计划。 (八) 本细则所称其他类资产管理计划,是指投资范围及投资比例不能归属于前述任何一类的资产管理计划。 (九) 本细则所称关联方的界定以《企业会计准则第 36 号-关联方披露》相关规定为准。 (十) 本细则所称市场公允价值区分不同交易市场特征,采取不同确定方法,在集中交易市场,可以参考最近成交价格确定公允价值;在非集中交易市场,应当在资产管理合同中事先约定公允价值确定方法,并按照约定方式确定公允价值。	(五) 混合类结构化资产管理计划,是指资产管理合同约定的投资范围包含股票或股票型基金等股票类资产,但相关标的投资比例未达到本条第(三)项、第(四)项相应类别标准的结构化资产管理计划。 (六) 其他类结构化资产管理计划,是指投资范围及投资比例不能归属于前述任何一类的结构化资产管理计划。 (七) 市场公允价值区分不同交易市场特征,采取不同确定方法,在集中交易市场,可以参考最近成交价格确定公允价值;在非集中交易市场,应当在资产管理合同中事先约定公允价值确定方法,并按照约定方式确定公允价值。 (八) 符合提供投资建议条件的第三方机构,是指依法可从事资产管理业务的证券期货经营机构,以及同时符合以下条件的私募证券投资基金管理人: 1. 在中国证券投资基金业协会登记满一年、无重大违法违规记录的会员; 2. 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、无不良从业记录。
过渡期安排	
第十六条 本细则自发布之日起实施,证券期货经营机构新设立的资产管理计划应当符合本细则要求。对于发布之日前存续的资产管理计划,不符合本细则第七条、第九条第(一)款至第(五)款的,应及时进行整改;其他不符合本细	第十六条 本规定自 2016 年 7 月 18 日起施行。证券期货经营机构新设立的资产管理计划应当符合本规定要求;本规定施行之日前存续的资产管理计划,按以下要求执行:

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

则相关条款的，到期前不得开放申购或追加资金，合同到期后予以清盘，不得续期。	(一) 不符合本规定第三条第(二)项的，合同到期前不得新增净申购规模，保本周期到期后应转为非保本产品，或者予以清盘，不得续期。 (二) 不符合本规定第四条第(一)项、第(四)项、第(五)项、第(七)项的，合同到期前不得提高杠杆倍数，不得新增优先级份额净申购规模，合同到期后予以清盘，不得续期。 (三) 委托不符合条件的第三方机构提供投资建议的，合同到期前不得新增净申购规模，合同到期后予以清盘，不得续期。 (四) 不符合本规定其他要求的，应当及时整改。
评述 《暂行规定》适用于已存续的资产管理计划，对于保本产品、结构化产品及委托提供投资建议的产品等实施“新老划断”的过渡期安排，已存续的资产管理计划存续期间不得新增净申购规模、提高杠杆倍数，合同到期后予以清盘，不得续期。需要注意的是，前述“不得新增净申购规模”不是禁止申购，是在仍然可以申购的前提下，不得新增净申购规模。如已存续的资产管理计划有其他不符合《暂行规定》要求的，需予以整改。	

小结：

《暂行规定》将会对私募资产管理业务产生极大的影响，各证券期货经营机构有必要给予足够的认识，一方面尽快根据《暂行规定》修改内部制度，在开展新的资产管理业务时注意遵守《暂行规定》；另一方面，核查已存续的资产管理业务，尽快完成整改及注意实施“新老划断”的过渡期安排。

1. 需要说明的是，《细则征求意见稿》第十三条不涉及实际内容，未在本文对比表格中予以列明。另外，《暂行规定》与《细则征求意见稿》对比后，仅属于表述变化的内容，未予以标注，对比表格中显示为红色字体的内容均属内容存在实质修改的部分。

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》之简要评述

如需进一步信息, 请联系:

作者	
夏 亮 电话: (86 21) 3135 8769 tomy.xia@llinkslaw.com	俞佳琦 电话: (86 21) 3135 8793 elva.yu@llinkslaw.com
王 洋 电话: (86 21) 3135 8771 julie.wang@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	
翁晓健 电话: (86 10) 8519 2266 james.weng@llinkslaw.com	王利民 电话: (86 10) 8519 2266 leo.wang@llinkslaw.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@llinkslaw.com	吕 红 电话: (86 21) 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com
谢 岚 电话: (86 21) 3135 8688 amigo.xie@llinkslaw.com	