



私募基金法律

金融机构资产管理产品投资两类基金规范出台

作者：齐华英 | 周林 | 胡瑶 | 钱锦 | 林施伊

2019年10月25日，发改委、央行、财政部、银保监会、证监会、外管局六部委联合发布了《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》（以下简称“《细则》”），对《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》”）第二条“创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定”从监管层面做了进一步补充。我们结合《〈关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知〉答记者问》（以下简称“《答记者问》”），简要梳理《细则》中值得重点关注的内容，供大家参考。

一、《细则》的适用对象

本《细则》主要针对金融机构资产管理产品，作为主体投资创业投资基金（以下简称“**创投基金**”）和政府出资产业投资基金（以下简称“**政府产业基金**”，与创投基金合称“**两类基金**”）的情形，与《资管新规》的逻辑保持一致¹；另外，对于“嵌套限制”的排除，则同时包含了金融机构资管产品和一般私募投资基金投资于两类基金的情形。金融机构资产管理产品是指《资管新规》中提到的银行、信托、证券、基金、期货、保险资产管理机构、金融资产投资公司等金融机构发行的资产管理产品。

二、两类基金享受“扶持政策”的条件

何为两类基金？本《细则》中对“创投基金”的定义基本沿用了发改委于2005年发布的《创业投资企业管理暂行办法》中的相关定义²，对“政府产业基金”的定义也基本沿用了发改委于2016年底发布的《政府出资产业投资基金管理暂行办法》中的相关定义³，均没有明显的变化。

¹ 请参阅汉坤法律评述《〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉系列分析—私募投资基金篇》，2018年4月28日。

² 《创业投资企业管理暂行办法》第二条规定：本办法所称创业投资企业，系指在中华人民共和国境内注册设立的主要从事创业投资的企业组织。前款所称创业投资，系指向创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后主要通过股权转让获得资本增值收益的投资方式。前款所称创业企业，系指在中华人民共和国境内注册设立的处于创建或重建过程中的成长性企业，但不含已经在公开市场上市的企业。

³ 《政府出资产业投资基金管理暂行办法》第二条规定：本办法所称政府出资产业投资基金，是指由政府出资，主要投资于非公开交易企业股权的股权投资基金和创业投资基金。

不过，并非所有的两类基金均可享受《细则》中的特别扶持政策，《细则》第一条和第二条列明了可享受特别扶持政策的两类基金需满足的条件。

对于创投基金而言，该等条件包括：

- （一）符合《创业投资企业管理暂行办法》或者《私募投资基金监督管理暂行办法》关于创业投资基金的有关规定，并按要求完成备案；
- （二）基金投向符合产业政策、投资政策等国家宏观管理政策；
- （三）基金投资范围限于未上市企业，但所投资企业上市后基金所持股份的未转让及其配售部分除外；
- （四）基金运作不涉及债权融资，但依法发行债券提高投资能力的除外；
- （五）基金存续期限不短于 7 年；对基金份额不得进行结构化安排，但政府出资设立的创业投资引导基金作为优先级的除外；
- （六）基金名称体现“创业投资”字样或基金合同和基金招募说明书中体现“创业投资”策略。

该等六项条件中，比较值得关注的是第（五）项，即“基金存续期限不短于 7 年；对基金份额不得进行结构化安排，但政府出资设立的创业投资引导基金作为优先级的除外”。《细则》鼓励创投基金长期投资，期限不短于 7 年也是发改委类创投基金的要求，从我们以往接触到的大部分创投基金来看，存续期限通常在 7 年或以上，但也有一部分创投基金（特别是专项基金）的存续期限可能达不到 7 年。同时，有结构化安排的创投基金也会面临一定障碍，实践中优先级并不仅限于政府出资设立的创业投资引导基金，而是取决于相关各方的商业安排，优先级可能包括金融机构的资管产品。

对于政府出资产业投资基金而言，其需要满足的条件包括：

- （一）中央、省级或计划单列市人民政府（含所属部门、直属机构）批复设立，且批复文件或其他文件中明确了政府出资的；政府认缴出资比例不低于基金总规模的 10%，其中，党中央、国务院批准设立的，政府认缴出资比例不低于基金总规模的 5%；
- （二）符合《政府出资产业投资基金管理暂行办法》和《政府投资基金暂行管理办法》有关规定；
- （三）基金投向符合产业政策、投资政策等国家宏观管理政策；
- （四）基金运作不涉及新增地方政府隐性债务。

政府产业基金明确不包括低于省、自治区、直辖市这一级别的政府（计划单列市⁴除外）发起设立的产业基金，因此包括直辖市一级或地级市一级的政府产业基金均不在范围内，而目前市场上相当一部分成熟、活跃政府产业基金是这一层级政府发起设立的，对于这类政府产业基金，不能适用政府出资产业投资基金的条件，只能通过达到创投基金的要求来获得《细则》下的相关待遇。

从《细则》对两类基金的定义来看，两类基金似乎都仅限于直接投资于未上市企业的直投私募股权投资基金，而政府产业类母基金以及创投母基金是否无法适用《细则》了呢？在《答记者问》中，我们注意到其中提及“部分两类基金具有‘母基金’性质，直接服务于实体经济，不属于资管新规禁止的资产管理产品在金融系统‘脱实向虚’、‘体内循环’的情形”，根据发改委的该等解释，我们理解《细则》中的两类基金也

⁴ 截止本文发布之日，全国一共有 5 个计划单列市，包括大连、青岛、宁波、厦门和深圳。

应当包括主要投资于其他私募基金权益/份额的“母基金”，不过有赖于后续实操中监管机构的进一步明确和解释。

三、嵌套限制的排除

《资管新规》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”、“私募基金适用私募基金专门法律、行政法规，私募基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见，创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定”。此前一直未有规定或监管机构明确非金融机构发起的一般私募基金在进行上述多层嵌套计算时是否算为“一层资产管理产品”，不少金融机构在投资一般私募基金时，会在多层嵌套的合规方面有着或多或少的担心。本《细则》作为六部委联合出台的书面正式文件，正是起到了定心丸的作用。

本次《细则》明确了符合条件的两类基金在接受金融机构资管产品及私募基金投资时，不视为一层资管产品，即不视为嵌套。《答记者问》中进一步解释了排除两类基金的内在逻辑：即《资管新规》对资管产品作出嵌套限制，主要是为了减少资金在金融机构内部流转，限制资管产品在金融系统中“脱实向虚”、“体内循环”的情形，而两类基金直接服务于实体经济，不属于上述情形，故不对其进行嵌套限制。这一规定在很大程度上解决了金融机构资管产品在投资一般私募基金时对嵌套限制的忧虑。在本次《细则》发布后，我们预计市场上的金融机构资管产品、政府产业基金或市场化母基金在选择投资标的时，有可能会要求标的基金符合《细则》中的条件，以降低其自身的嵌套风险。

四、“存量”产品的有效性

在《资管新规》出台前，金融机构可能已开展了对两类基金的投资行为，但随着《资管新规》设置了对金融机构开展资产管理业务的种种限制性要求，部分产品结构可能涉及对《资管新规》的违反，金融机构难以判断该等投资行为的效力。

本《细则》明确了在《资管新规》发布之前，金融机构已与符合要求的两类基金签署的认缴协议将继续有效，且在过渡期内，金融机构可发行老产品（相比于《资管新规》所规定的新产品，限制较少）出资，但该老产品的规模应得到有序压缩、逐年递减。对于过渡期到期后，金融机构发行的该老产品仍未到期的，《细则》只规定“经金融监管部门同意，采取适当安排妥善处理”的宽泛要求，在得到有关部门的进一步确认前，我们理解过渡期后仍未到期的产品可能存在一事一议的空间。

原则上，对于两类基金而言，除《细则》中明确“另行规定”或“排除”外，其他方面还应适用《资管新规》的要求。我们认为，从总体上看，《细则》对符合条件的创投基金和政府产业投资基金释放了一定的利好消息，一定程度上缓解了金融机构资管产品对两类基金的投资限制，鼓励更多资金进入早期投资、长期投资以及符合产业政策类投资，提高私募股权投资市场的活跃度。我们将持续关注《细则》实施过程中可能出现的问题，并及时与大家分享、讨论。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

齐华英

电话： +86-10-8525 4660

Email: huaying.qi@hankunlaw.com