



漢坤律師事務所
HAN KUN LAW OFFICES

大资管新规交流： 资管新规下的私募基金业务开展

王勇
汉坤律师事务所
2018年5月25日

主讲人介绍



王勇 律师

合伙人
特许金融分析师
特许另类资产分析师

james.wang@hankunlaw.com

上海市静安区石门一路288号兴业太古汇香港兴业中心二座33层, 200041

电话: (86 21) 6080 0909

传真: (86 21) 6080 0999

手机: (86) 185 1188 0418

北京市东长安街1号东方广场C1座办公楼1206室, 100738

电话: (86 10) 8525 5500

传真: (86 10) 8525 5511/ 5522

手机: (86) 138 1149 9450

王勇律师专业从事投资基金/资产管理、私募股权等法律业务18年, 代表了数百家国际和国内PE/VC基金、对冲基金、公募基金及其子公司、信托公司、证券公司、券商直投基金、保险公司、银行、期货公司完成了800多支境内外私募及信托、资管计划、理财产品的设计、设立与发行, 涉及金额超过人民币3000亿元, 亦代表大量基金或公司客户从事大量的私募股权投资、收购兼并以及境内外上市融资。加入汉坤前, 王律师在Clifford Chance, Kirkland & Ellis及Greenberg Traurig国际律所执业近10年并在国际律所的纽约总部担任权益合伙人。

王律师是上海市金融办QFLP试点、QDLP试点、厦门市政府产业引导基金等的特邀专家评委, 亦经常受邀参与国务院法制办、中国证监会、基金业协会等监管机构的立法讨论。王律师多年来一直被《钱伯斯/Chambers》、《国际金融法律评论/IFLR》、英国《银行、金融、交易法律全球顶级律师指南》、《Euromoney AsiaLaw Leading Lawyers》、《AsiaLaw Profiles》等国际权威律师评级机构评为中国私募基金领域的第一等级律师。

漢坤律師事務所
HAN KUN LAW OFFICES

目录

CONTENTS

01 | 从金融监管的国际视角看《资管新规》

02 | 《资管新规》的性质、
出台背景及核心监管思路

03 | 《资管新规》对私募基金
的适用

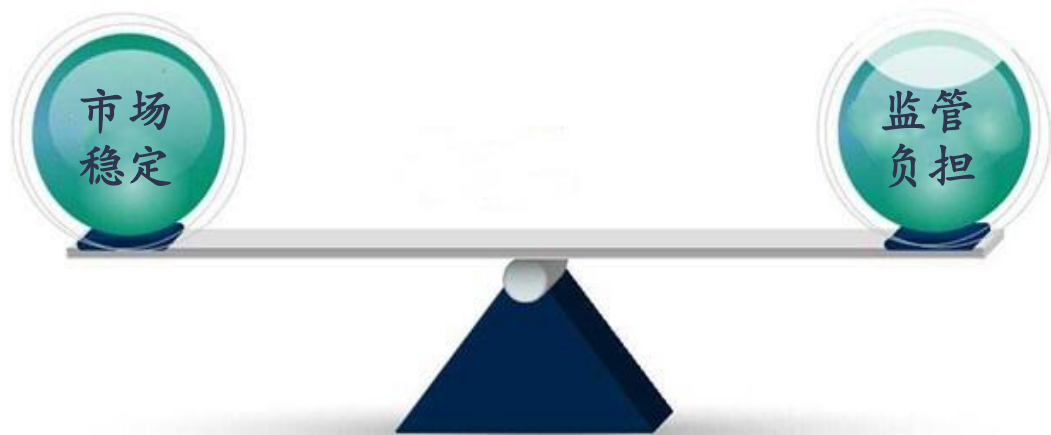
04 | 《资管新规》私募基金
相关应用要点



01

从金融监管的国际视角看《资管新规》

从金融监管的国际视角看《资管新规》



◆ 美国：多德-弗兰克法案（Dodd Frank Act）

美国2008年金融危机后出台了Dodd Frank法案，私募 基金行业也是受到牵连，2018年5月23日国会批准一项议案将废止法案部分内容

◆ 欧洲：另类投资基金管理人监管指令（AIFMD）

AIFMD制度的规定对中小基金造成沉重的负担，为市场诟病

从其本质看《资管新规》

中央政策

VS.

部门规章

- 内容：落实条文 vs. 落实精神
- 层级：法律位阶 vs. 政策规格
- 目标对象：银行为源 vs. 信托、券商、基金等为通道

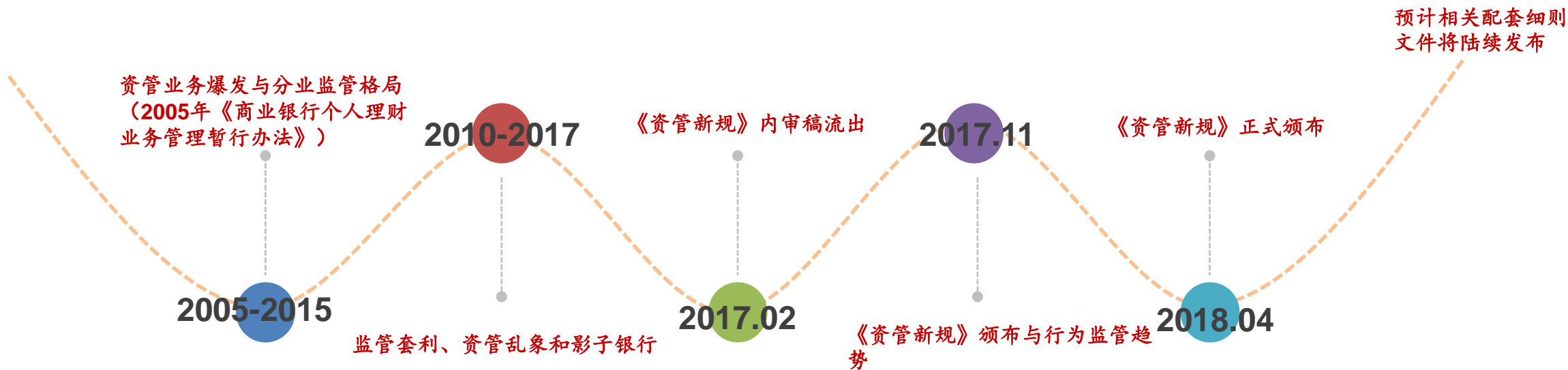


02

《资管新规》的出台背景 及核心监管思路

《资管新规》的出台背景及核心监管思路

◆ 《资管新规》出台背景



《资管新规》的出台背景及核心监管思路（续）



《资管新规》 核心监管思路

监管关键词

金融机构（非金融机构）、资产管理业务、资产管理产品、指导意见

政策核心目的

统一监管标准、防控金融风险、服务实体经济

解决的问题：多层嵌套、杠杆不清、套利严重、投机频繁等

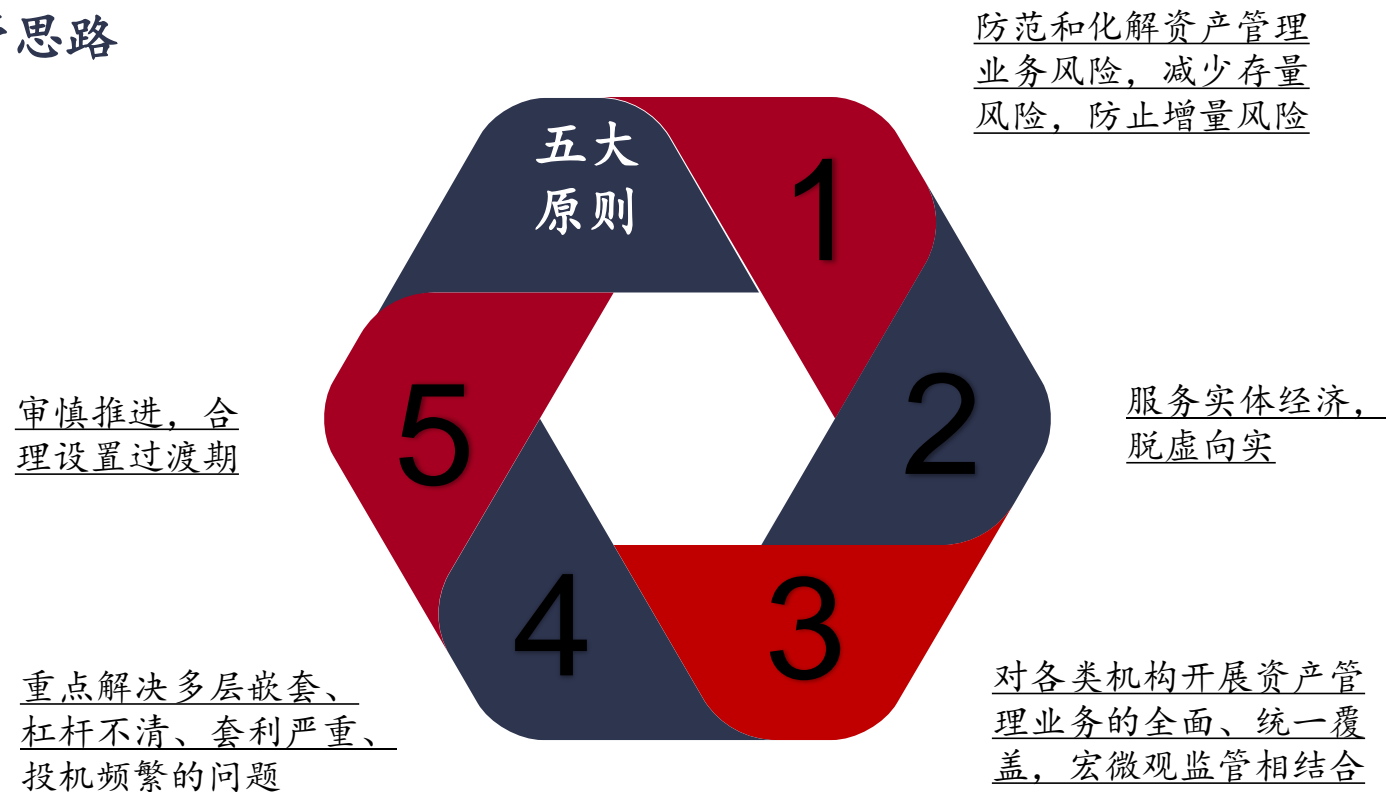
级别

法律/技术层级：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、国家外汇管理局联合发布的部门规章？

政治层级：中央全面深化改革委员会（深改委）第一次会议审议通过

《资管新规》的出台背景及监管思路（续）

◆ 总体监管思路

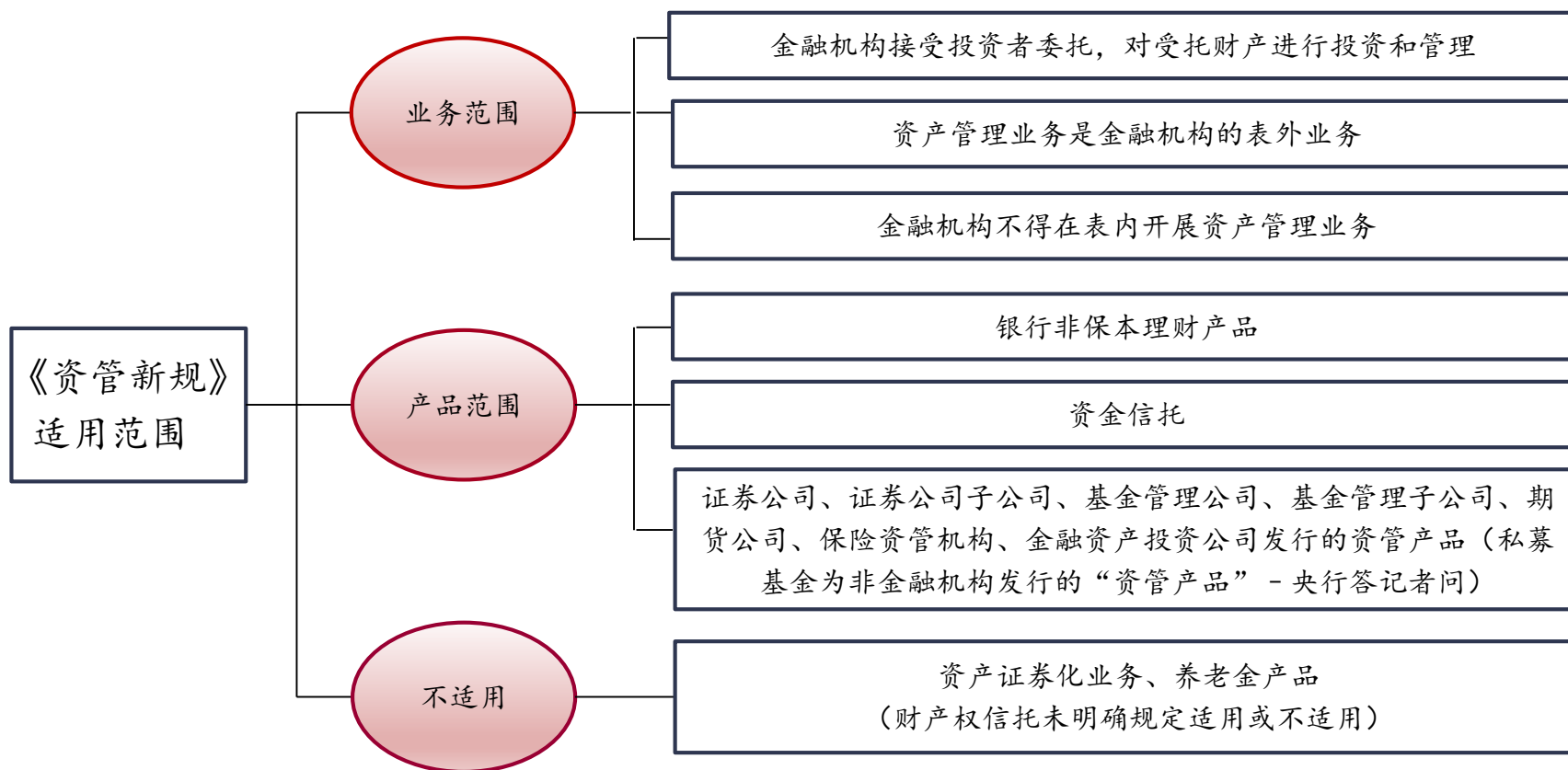


03

《资管新规》对私募 投资基金的适用

《资管新规》对私募投资基金的适用

• 《资管新规》适用范围



《资管新规》对私募投资基金的适用（续）

• 《资管新规》第二条第三款

私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、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。

• 金融机构、资产管理业务、资产管理产品

1. 《资管新规》第二条规定，“资产管理业务是指银行、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接受投资者委托，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。”
2. 《资管新规》第三十条规定，“非金融机构不得发行、销售资产管理产品，国家另有规定的除外。”
3. 《中国人民银行有关负责人就〈资管新规〉答记者问》，“国家另有规定的除外”主要指私募投资基金的发行和销售。

解读：

私募基金及其管理人不属于“金融机构”，私募基金应属于“资产管理产品”，私募基金的投资与管理按字面似又不属于“资产管理业务”。

中国证监会的部门规章与《资管新规》相冲突或不一致的，可能需按《资管新规》执行；中国证监会的部门规章、基协的自律规则与《资管新规》不冲突的，应仍按照现行规则执行。

《资管新规》对私募投资基金的适用（续）

◆ 问题与讨论

1. “专门法律、行政法规”是否指立法法意义上，由全国人大及其常委会制定的法律、国务院制定的行政法规？
2. “明确规定”需要具体和明确到何种程度？
3. 创业投资基金、政府出资产业基金的范围，其是否完全不适用？《资管新规》明确规定资产证券化业务、养老金产品不适用，但对创投和政府基金则是“相关规定另行制定”。
4. 其他与私募基金行业的特殊属性和实际情况可能不适应的内容。

《资管新规》对私募投资基金的适用（续）

◆ 建议与预期

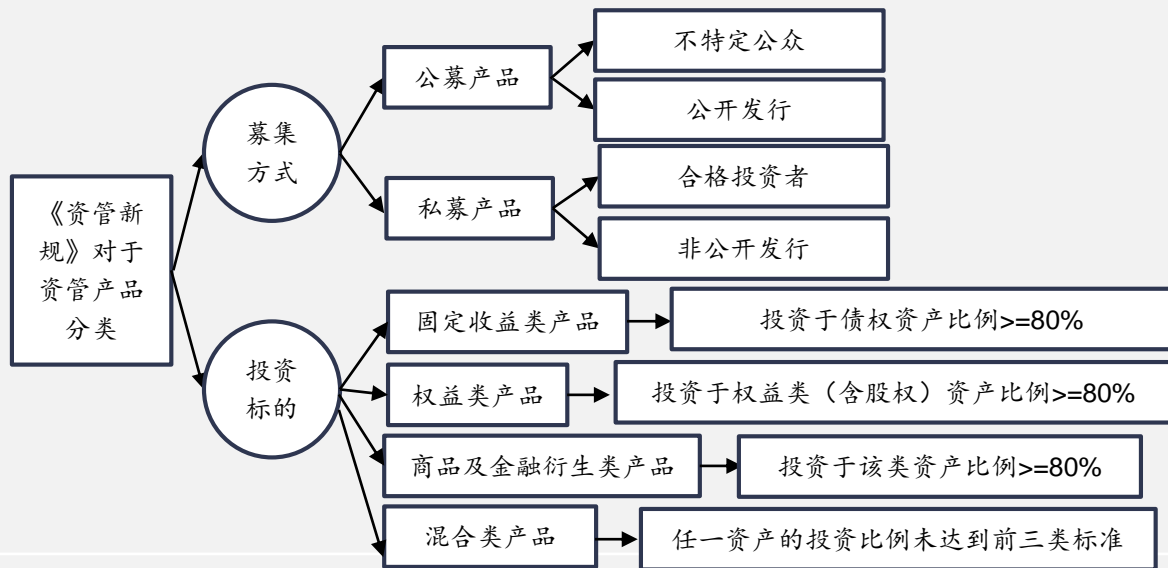
1. 中国证监会及基金业协会就《资管新规》对私募基金的适用性正在征求意见，并拟修订私募暂行办法。
2. 《资管新规》为指导性的规定，证监会及基协的处理方式：具体化、填补空白、消除冲突的规则。具体包括修订现有规则、制定新规则、对《资管新规》在私募基金领域的适用作出解释等。
3. 基金业协会的态度：从行业发展的角度倡导私募基金及管理人遵守，但是对于一些具体规则，仍要求遵守协会的要求（例如合格投资者等）。
4. 《私募投资基金管理暂行条例》的制定过程将受到《资管新规》的影响，《私募投资基金管理暂行条例》作为行政法规，其法律效力层级高于《资管新规》，其可根据《资管新规》的实施情况，对其在私募基金领域的适用作出修正。

04

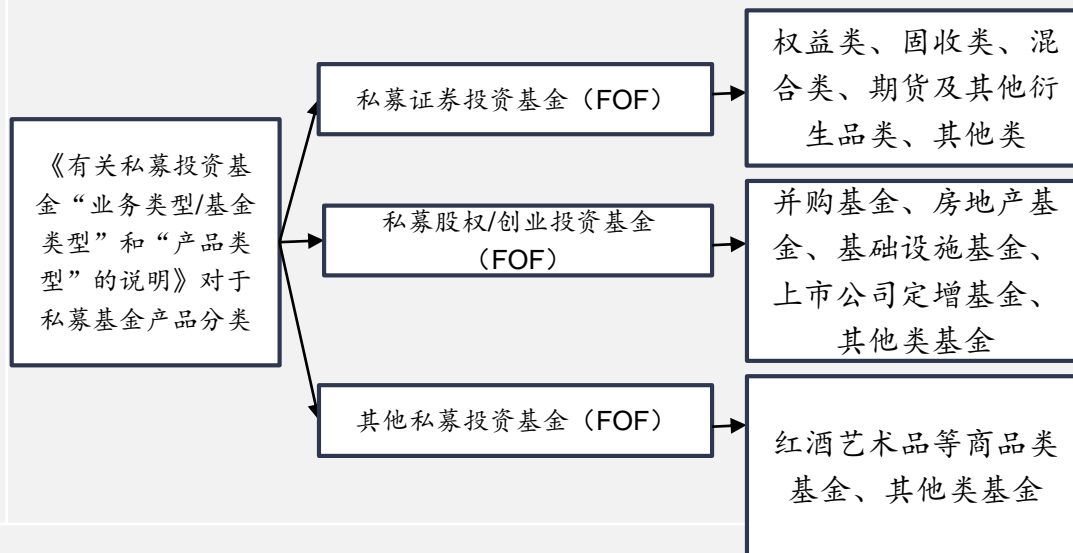
《资管新规》私募基金 相关应用要点

《资管新规》私募基金相关应用要点——产品分类

《资管新规》规定



原有规定



解读与分析:

1. 准确地识别资管产品的投资范围，是监管机构对资产管理产品实施有效监管的前提（包括杠杆比例限制等均针对不同类型资产管理产品有不同规定和标准）。
2. 私募基金也属于“资管产品”，私募基金原有规则对于私募基金类型以及私募基金产品分类还尚未形成统一、明确的标准，未来可能会根据《资管新规》进行统一修订。

《资管新规》私募基金相关应用要点——合格投资者

《资管新规》规定

● 《资管新规》的合格投资者标准

具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额（固收类 ≥ 30 万元；权益类 ≥ 100 万元；商品及金融衍生类 ≥ 100 万元；混合类产品 ≥ 30 万元）且符合下列条件的自然人和法人，其具体标准为：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，且具有2年以上投资经历；

- (1) 最近1年末净资产不低于1000万元的法人单位；
- (2) 金融监督管理部门视为合格投资者的其他情形。

另外明确规定了投资者不得使用贷款、发行债券筹集的非自有资金投资资产管理产品

原有规定

● 私募基金现行规则规定的合格投资者标准

- (1) 具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只私募投资基金的金额 ≥ 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人：净资产 ≥ 1000 万的单位；金融资产 ≥ 300 万元或者近3年个人年均收入 ≥ 50 万的个人；
- (2) 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；
- (3) 依法设立并在中国基金业协会备案的私募投资基金产品；
- (4) 受国务院金融监督管理机构监管的金融产品；
- (5) 投资于所管理私募投资基金的私募投资基金管理人及其从业人员；
- (6) 法律法规、中国证监会和中国基金业协会规定的其他投资者。

解读与分析：

1. 在私募现有规则修订前，可能需要同时符合《资管新规》和私募现行规则，以孰高者为准从严适用。
2. 私募现行规则未来可能会根据《资管新规》进行修订，但其标准可能不会低于《资管新规》。

《资管新规》私募基金相关应用要点——资金来源

《资管新规》规定	原有规定
投资者不得 <u>使用贷款、发行债券等筹集的非自有资金</u> 投资资产管理产品。	资金来源合法，向私募基金的出资通常不得代缴代付，此外未对资金来源作出明确限制。

解读与分析：

1. 可能影响部分上市公司或发债主体使用募集资金进行短期理财或投资于其他资产管理产品。
2. 仅限于通过“贷款、发行债券”筹集的非自有资金？对于合法受托管理的资金、募集的资金可能也被一并限制，是否符合监管本意？建议进一步明确“非自有资金”的定义。

《资管新规》私募基金相关应用要点——多层嵌套和通道

• 什么是嵌套？《资管新规》第二十二条

1. 嵌套特指资管产品之间的投资关系；（资管产品投资于非资管产品，如特殊目的载体等，不构成嵌套）；
2. 两个嵌套的资管产品在底层资管产品层面应体现为委托或信托法律关系，其他独立于底层资管产品合同之外的法律关系不构成嵌套。

• 为什么会有嵌套？

1. 规避监管要求（如合格投资者、投资范围、监管指标、资金来源、杠杆限制等）；
2. 合规的扩大投资范围和利用杠杆；
3. 其他为实现交易目的而进行的结构设计。

《资管新规》私募基金相关应用要点——多层嵌套和通道（续）

《资管新规》规定	原有规定
<ol style="list-style-type: none">1. 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。2. 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。受托机构应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托，不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。	<p>私募基金的现有规则未限制多层嵌套，但其他资管产品主要是银行同业业务和理财业务，已经有限制多层嵌套的规定，例如《中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》（银监发[2017]6号），要求重点检查同业业务多层嵌套，新开展的同业投资业务不得进行多层嵌套，严控理财产品的嵌套投资。</p>

解读与分析：

1. 监管目的：应当限制的是为**规避监管**而进行的嵌套，《资管新规》明确规定其主要目的在于防止资产管理产品为**规避投资范围、杠杆约束等监管要求**，通过搭建通道进而引发监管套利。
2. 对私募基金过于严苛：目前的嵌套规则限制了私募基金基于合理商业目的进行的结构设计。
3. 建议：对于合理合规的嵌套，是否可以排除适用，例如对于同一管理人管理的不同资管产品之间的嵌套（本质上未发生管理职责的转委托）是否可以不适用？

《资管新规》私募基金相关应用要点——多层嵌套和通道（续）

• 思考1：普通合伙企业（公司）vs.合伙型（公司型）私募基金

根据《私募投资基金监督管理暂行办法》等相关规定并未给出判断合伙企业或公司是否属于基金的明确标准。一家合伙企业（公司）是否以投资活动为目的在客观上难以施行明确判断标准，而任何一家合伙企业或公司无论其经营范围如何，均具备对外投资的功能。

基于对于一家合伙企业（公司）是否属于私募基金一般判断标准，若满足以下要素可以在很大程度上避免使其被认定为私募基金（1）不进行任何非公开募集行为；（2）非私募基金管理人担任GP，不委托私募基金管理人进行委托管理；（3）企业名称及经营范围中避免出现“投资”类字眼。

• 思考2：投资类或实业类企业对嵌套认定及穿透的阻断

1. 《资管新规》的穿透遇到投资类或实业类企业等非资管产品主体是否即不能穿透？
2. 如果现实中，大量出现利用投资类或实业类企业阻断多层嵌套认定或穿透的套利行为，从监管的角度对投资类企业加以关注，在未来的监管政策中是否会明确并提出穿透的监管要求？在技术上是否可行？
3. 货币不属于特定物，如果一个实业类企业通过资管产品获得融资，在其自有资金相对充沛的情况下，完全可以在严格按照约定用途使用融资资金的前提下，用融资资金置换出自有资金，然后以自有资金投向特定标的。如果对实业类企业的该等行为实施穿透监管，在操作层面将很难把握正常监管与干涉企业自主经营的界限。

《资管新规》私募基金相关应用要点——禁止刚性兑付

《资管新规》规定

《资管新规》对刚性兑付的情形做了列举。经金融管理部门认定，存在以下行为的视为刚性兑付：

（一）资产管理产品的发行人或者管理人违反真实公允确定净值原则，对产品进行保本保收益；

（二）采取滚动发行等方式，使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现产品保本保收益；

（三）资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时，发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付；

（四）金融管理部门认定的其他情形。

原有规定

1. 《私募投资基金监督管理暂行办法》第十五条；私募基金管理人、私募基金销售机构（义务主体）不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益。
2. 《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（“新八条”）第三条、第四条；证券期货经营机构及相关销售机构（仅适用于私募证券投资基金及其管理人）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。
3. 《私募投资基金募集行为管理办法》第二十四条；募集机构及其从业人员推介私募基金（义务主体）时，禁止以任何方式承诺投资者资金不受损失，或者以任何方式承诺投资者最低收益，包括宣传“预期收益”、“预计收益”、“预测投资业绩”等相关内容。
4. 私募投资基金合同指引1号（契约型私募基金合同内容与格式指引）第三十七条：私募基金采用结构化安排的，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私募基金的持有人提供保本、保收益安排。

解读与分析：

1. 刚性兑付属于信贷业务而非资管业务的要求，违反了资管业务的“委托”或“信托”关系的本质，违反了风险自担的原则。
2. 对差额补足、远期回购、提前计提收益等变相保本保收益安排的影响（包括险资此前的一些惯常回报诉求）。

《资管新规》私募基金相关应用要点——资金池与期限错配

《资管新规》规定

1. 金融机构应当做到每只资产管理产品的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务。
2. 为降低期限错配风险，金融机构应当强化资产管理产品久期管理，**封闭式资产管理产品期限不得低于90天**。资产管理产品直接或者间接投资于非标准化债权类资产的，非标准化债权类资产的终止日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日或者开放式资产管理产品的最近一次开放日。
3. 资产管理产品直接或者间接投资于未上市企业股权及其受（收）益权的，应当为封闭式资产管理产品，并明确股权及其受（收）益权的退出安排。未上市企业股权及其受（收）益权的退出日不得晚于封闭式资产管理产品的到期日。
4. 金融机构不得违反金融监督管理部门的规定，通过为单一融资项目设立多只资产管理产品的方式，变相突破投资人数限制或者其他监管要求。同一金融机构发行多只资产管理产品投资同一资产的，为防止同一资产发生风险波及多只资产管理产品，多只资产管理产品投资该资产的资金总规模合计不得超过300亿元。如果超出该限额，需经相关金融监督管理部门批准。

原有规定

- 《新八条》（仅适用于私募证券投资基金及其管理人）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：
- （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。

解读与分析：

1. 对于如何判断有限合伙形式的私募股权投资基金为“封闭式”还是“开放式”。有关封闭式基金及开放式基金的认定，目前仅见于《证券投资基金法》第45条，根据该条的规定，采用封闭式运作方式的基金，是指基金份额总额在基金合同期限内固定不变，基金份额持有人不得申请赎回的基金。目前，大多数的私募股权投资基金均以有限合伙企业的形式存续，对于应该如何判断以有限合伙形式存续的私募投资基金为“开放式”还是“封闭式”基金，目前适用法律法规层面尚无一个明确的标准。
2. 投资未上市股权退出安排有待商榷。
3. 单一融资项目判断不明。

《资管新规》私募基金相关应用要点——负债杠杆

- 什么是负债杠杆（比例）？

$$\text{负债杠杆比例} = \frac{\text{总资产}}{\text{净资产}} = \frac{\text{净资产} + \text{负债}}{\text{净资产}} = 1 + \frac{\text{负债}}{\text{净资产}}$$



《资管新规》私募基金相关应用要点——负债杠杆（续）

《资管新规》规定			原有规定（《新八条》）		
产品类别		负债比例上限	产品类别		负债比例上限
公募产品	开放式	总资产不得超过该产品净资产的140%	私募证券基金	结构化资产管理计划	总资产占净资产的比例不得超过140%
	封闭式	总资产不得超过该产品净资产的200%			
私募产品	分级	总资产不得超过该产品净资产的140%		非结构化集合资产管理计划	总资产占净资产的比例不得超过200%
	不分级	总资产不得超过该产品净资产的200%			
金融机构不得以受托管理的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆。			私募证券投资基金以外的其他类别私募基金，无负债比例要求		
备注：计算单只产品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					

解读与分析：

《资管新规》关于负债杠杆的规定对私募股权投资基金是否适用应进一步商榷。

《资管新规》私募基金相关应用要点——分级杠杆

• 什么是分级杠杆？

分级杠杆，即金融机构对产品进行优先、劣后的份额分级，优先级投资者向劣后级投资者提供融资杠杆。

• 什么是分级资产管理产品？

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。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。

注意：

1. 公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级。
2. 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。

《资管新规》私募基金相关应用要点——分级杠杆（续）

《资管新规》规定		原有规定（《新八条底线》）	
产品类别	分级比例	产品类别	杠杆比例
固定收益类产品	不得超过3:1	股票类、混合类结构化资产管理计划	不得超过1:1
权益类产品	不得超过1:1	固定收益类结构化资产管理计划	不得超过3:1
商品及金融衍生品类产品	不得超过2:1	其他类结构化资产管理产品	不得超过2:1
混合类产品	不得超过2:1		

解读与分析：

《新八条底线》规定明确规定仅适用于私募证券投资基金及其管理人；若《资管新规》关于分级杠杆的规定对私募股权投资基金是否适用应进一步商榷，若确定适用于私募投资基金，将对部分私募股权基金的实践运作造成相当大的冲击。

《资管新规》私募基金相关应用要点——统一报告制度

《资管新规》规定

1. 现建立资产管理产品统一报告制度。中国人民银行负责统筹资产管理产品的数据编码和综合统计工作，会同金融监督管理部门拟定资产管理产品统计制度，建立资产管理产品信息系统，规范和统一产品标准、信息分类、代码、数据格式，逐只产品统计基本信息、募集信息、资产负债信息和终止信息。中国人民银行和金融监督管理部门加强资产管理产品的统计信息共享。金融机构应当将含债权投资的资产管理产品信息报送至金融信用信息基础数据库。
2. 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。
3. 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。

原有规定

私募基金产品在基金业协会的Ambers系统上统一进行备案和信息报送。

解读与分析：

《资管新规》下的统一报告制度是否未来将与基金业协会的Ambers并轨处理，或者两者如何进行衔接需要进一步明确。鉴于基金业协会已经有统一的信息系统，是否由基金业协会层面与央行系统衔接。如果就同样的要求设置不同的信息报送系统，对于私募基金管理人而言，会产生实质性的重复运营成本。

《资管新规》私募基金相关应用要点——其他规则的适用性

以下新规则对私募基金是否适用待监管机构进一步明确：

第12条：信息披露

金融机构应当向投资者主动、真实、准确、完整、及时披露资产管理产品募集信息、资金投向、杠杆水平、收益分配、托管安排、投资账户信息和主要投资风险等内容。国家法律法规另有规定的，从其规定……
对于私募产品，其信息披露方式、内容、频率由产品合同约定，但金融机构应当至少每季度向投资者披露产品净值和其他重要信息。

第14条：强制第三方托管

本意见发布后，金融机构发行的资产管理产品资产应当由具有托管资质的第三方机构独立托管，法律、行政法规另有规定的除外。

第17条：计提风险准备金

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，或者按照规定计量操作风险资本或相应风险资本准备。风险准备金余额达到产品余额的1%时可以不再提取。

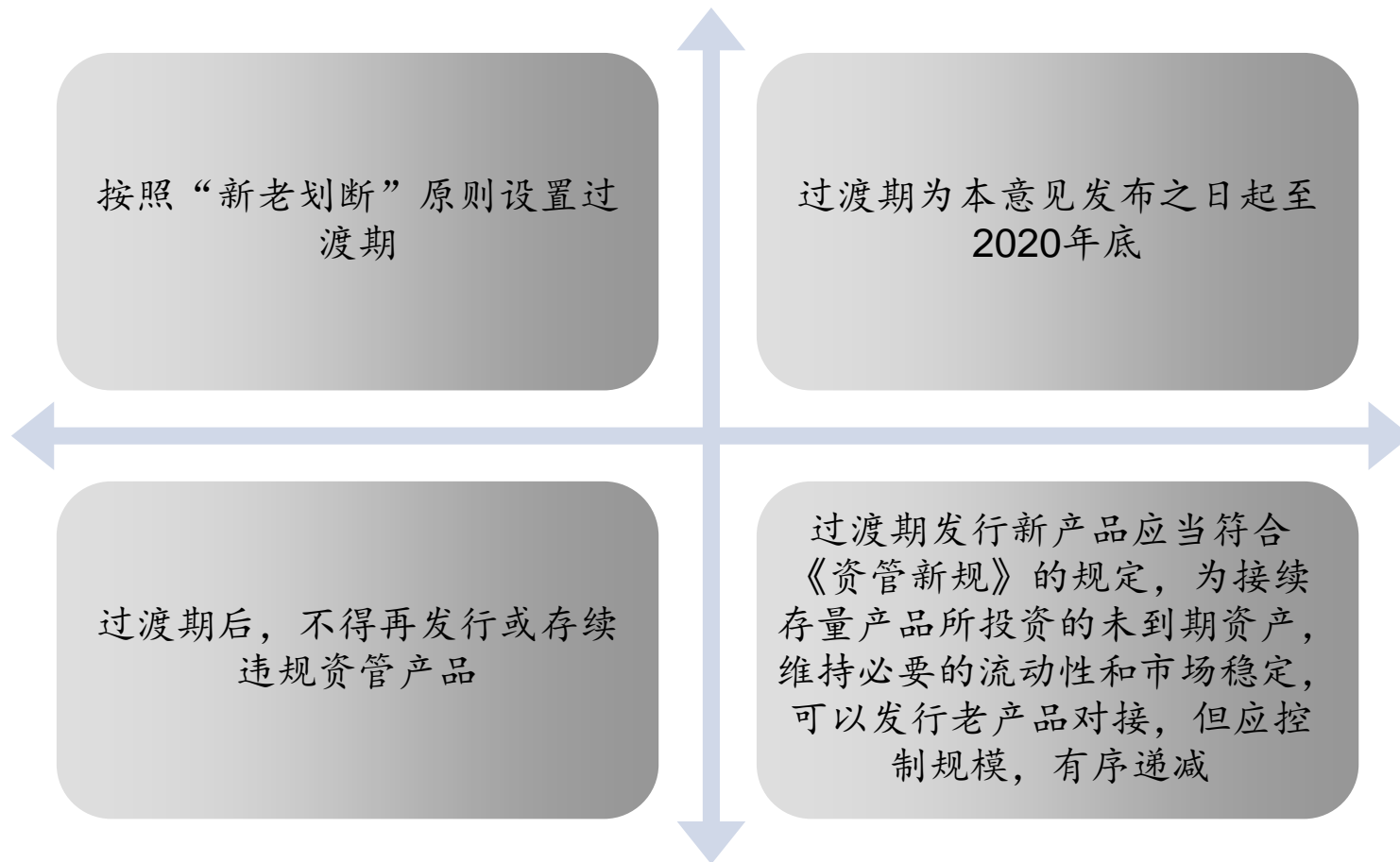
第18条：净值化管理

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。

第20条第2款：不得以产品份额质押融资、放大杠杆

金融机构不得以受托管理的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆。

《资管新规》私募基金相关应用要点——过渡期安排



提问、交流、讨论

交流

提问

讨论



漢坤律師事務所
HAN KUN LAW OFFICES

欢迎扫描关注汉坤律师事务所微信公众号



谢 谢!

声明:

- 本材料为汉坤律师事务所的重要工作成果和知识产权，未经许可不得复制或流传。
- 本材料不应视为汉坤律师事务所的正式建议和法律意见；阁下如有任何进一步的相关问题或需要专业意见，敬请联系我们。