



漢坤律師事務所

汉坤法律评述



融贯中西·务实创新

2018年4月4日

银行金融法律

无人生还？互联网资管新规项下的五大要点

金融资管部

该来的终究会来，只是比想象中更早一些。

互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室（“**整治办**”）近日下发了《关于加大通过互联网开展资产管理业务整治力度及开展验收工作的通知》（整治办函[2018]29号）（“**29号文**”）（文载日是2018年3月28日，但并未官方正式公开颁布），正式表明了监管机关对于种类繁多的互联网资产管理业务的监管立场和态度。事实上，自国务院办公厅2016年4月12日发布的《国务院办公厅关于印发互联网金融风险专项整治工作实施方案的通知》以及中国人民银行等于2016年4月14日发布的《关于印发〈通过互联网开展资产管理及跨界从事金融业务风险专项整治工作实施方案〉的通知》（银发[2016]113号）之后（这两个文件直到2016年10月才正式对外公布），监管机关便没有再针对互联网资产管理行业发布过任何公开性的政策或文件【包括29号文提及的《关于做好通过互联网开展资产管理及跨界从事金融业务风险专项整治清理整顿工作的通知》（整治办函[2016]96号）和《关于进一步做好互联网金融风险专项整治清理整顿工作的通知》（银发[2017]119号），此前亦未通过公开渠道进行发布】，我们只听闻对于一些头部互联网资管平台有过窗口指导，这也使得互联网资管行业在监管的“灰色地带”中一直存有一线生存空间。而本次29号文的发布，则宣告着互联网资管这一互联网金融领域仅存的“自由地”正式“沦陷”，对于目前整个互联网资管行业乃至整个互金行业都必将产生巨大的影响。

一、为“持牌系产品”提供“导流服务”或成为目前互联网资管行业唯一的合规模式

与“大资管新规”【即《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）】中的要求一脉相承，29号文首先明确“互联网资管”在本质上仍然属于“资产管理”业务的一种，其作为一项金融业务应当以取得相应的金融业务牌照作为展业前提。

29号文同时明确“依托互联网公开发行、销售资产管理产品，须取得**中央**金融管理部门颁发的资产管理业务牌照或资产管理产品代销牌照”。据此，29号文将有资质依托互联网发行、销售资产管理产品的牌照严格限定在了由“中央金融管理部门”（即中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证监会，“**一行两会**”）颁发的相关金融牌照。按照这一理解，包括地方金融资产交易所所在在内的各类由地方政府批设的能够开展金融或类金融业务的主体均无资质依托互联网公开发

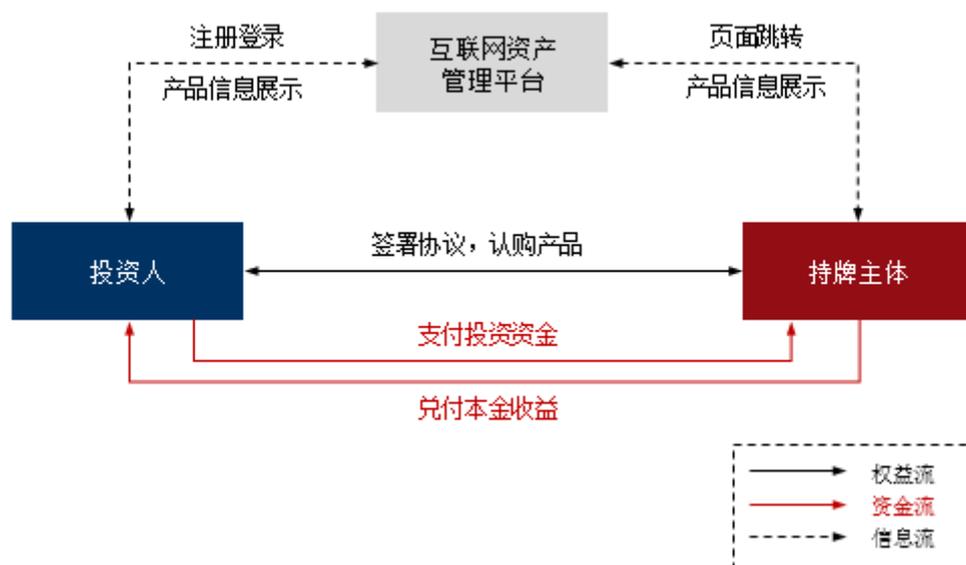
行、销售资产管理产品。

就上述金融牌照要求，我们认为不宜过度解读为“参与互联网资管业务的互联网平台应当取得相应的金融牌照”。如 29 号文中所明确，相应的金融牌照是对于资产管理类产品的“发行方”和“销售方”提出的强制性要求，而并不意在规制在产品销售过程中提供流量入口或技术支持的互联网平台。当然也不排除未来监管部门对于此类互联网平台采用“P2P”式的类牌照管理机制。

据此，从互联网平台的角度出发，在 29 号文项下，如能确保以下三点，则仍然存在继续开展互联网资管业务的空间：

1. 资管产品的“发行方”或“销售方”具备相应的金融牌照（如公募基金、保险等）；
2. 互联网平台自身仅提供纯粹的“导流”服务，即互联网平台仅参与信息流的传送（如通过页面跳转），而不作为一方参与到销售或代销的法律关系之中，且不触碰相应的认购资金和收益回款；
3. “导流”服务本身获得了其需要的牌照（如有）。

具体模式如下图所示：



特别地，就目前市场中以所谓的“前置直销”方式开展的公募基金销售，我们认为其并不直接受到 29 号文的影响，但其未来是否能继续开展存在一定的不确定性。证监会早在 2013 年 3 月 15 日发布的《证券投资基金销售机构通过第三方电子商务平台开展业务管理暂行规定》中，便已经将互联网平台在此类模式下所承担的职能定性为“提供辅助服务”，而与基金销售机构提供的“基金交易账户开户、宣传推介、基金份额的申购（认购）和赎回、相关投资顾问咨询和投诉处理等基金销售服务”相区分。如果未来继续按照这一口径解释，我们认为“前置直销”式的基金销售业务仍然有继续开展的空间。

但根据我们的了解，目前监管机关已经在各类渠道表露出对“前置直销”式的基金销售加大监管力度的态度。由于“前置直销”的基金销售模式在本质上与“代销”很难做实质性区分，因此我们认为未来监管机关也很可能将该模式直接认定为“代销”或“变相代销”，并受限于相应的牌照

要求。若监管机关未来采用这一口径解释，则通过前台的页面跳转进行导流将是无金融牌照的互联网平台参与基金销售的唯一合规模式。

二、 不仅仅是“资产管理类”产品，除 P2P 外所有具有理财或投资属性的互金产品全部纳入本次监管

29 号文中虽然通篇使用了“资产管理”的表述，但根据其中明确提及的业务类型可以看出，29 号文所规制的互联网金融产品并不仅限于以“委托投资”、“委托管理”作为底层法律关系的产
品，而同样包括基于其他底层法律关系设计的互联网理财产品。根据 29 号文“验收标准”第二项中的认定，目前市场中较为常见的“定向委托计划”、“定向融资计划”、“理财计划”以及“收益权转让”产品均属于不合规的产品。

事实上早在 29 号文出台之前，“定向委托投资”以及“理财计划”等基于“委托管理”的底层法律关系设计的产品便已经受到了监管和市场的长期质疑，体量较大的一些互联网资管平台也基于合规方面的考虑下架了此类产品。

但对于定向融资计划(底层法律关系为直接借贷)和债权/收益权转让类产品(底层法律关系为非标金融资产/权益的转让，如小贷、保理、融资租赁债权或其收益权的拆分转让)等底层法律关系并非以“委托投资”、“委托管理”构建的产品，一直以来被认为存在一定的解释空间，市场中目前开展此类业务的平台也并不鲜见。但在 29 号文出台后，此类产品全部被认定为不合规的产品，针对此类产品合规性的争论也至此告一段落。

由此可以看出，在 29 号文出台后，仅简单地通过调整或优化底层的法律关系并不能有效地规避 29 号文项下的监管要求。这一项监管要求涵盖范围之大几乎否定了目前市场中所有“非持牌系”资产管理类业务的合规性。

在未来，除通过一行两会颁发的金融牌照或 P2P 牌照设计的线上产品外，其他一切形式的具有理财或投资属性的互联网金融产品均属于不合规的产品。P2P 牌照的价值也因 29 号文而得到了进一步的提升。

三、 存量化解时间压力史上最严，仅剩 60 个工作日

3 月 28 日发文(公开渠道 4 月 3 日可见)，4 月至 6 月底验收，存量业务最迟于 6 月底前“压缩至零”，留给互联网资管平台们的时间已经所剩无几。对互联网资管平台来说，若此前未收到金融监管部门的整改意见或未有针对性的处置预案，此次突发的 29 号文可谓是当头一棒。参考此前 P2P 平台在化解不合规存量业务中遇到的各式问题和困难，如今要在短短 60 个工作日内实现“停增量、去存量”（特别是将存量压缩至零），对于存量规模较大的平台来说几乎是不可能完成的任务。互联网资管平台(乃至其所属集团)的流动性管理能力必将遭受巨大考验。

就“压缩存量”的具体方式，参照此前 P2P 平台整改中有关“压缩存量”的相关要求，我们认为并不需要要求底层资产全部提前到期兑付（客观上也很难操作），而只需要确保通过互联网认购产品的不特定投资者不再持有相应的产品份额/权益即可。实践中比较常见的做法是由第三方机构“接盘”相应的份额/权益，以实现线上投资人的退出。

鉴于化解存量业务十分困难和复杂，29 号文项下也就处理时限的问题保留了一定的灵活处理空

间，即“情况特别复杂、确有必要适当延长整改时限的，应经省级人民政府批准，并由省级人民政府指定相关部门负责后续整改监督及验收”。

但就互联网资管平台申请延期的情形而言，“情况特别复杂”如何认定？“适当延长整改时限”可以延长多久？具体的受理机关和审批流程如何？29号文并未解答，而是将裁量权交给了地方政府。考虑到29号文明确要“守住不发生系统性金融风险的底线，维护社会稳定”的总体整改思路，我们认为也同样存在此前在P2P平台整改验收工作中出现过的对整改验收期进行延长的可能。

互联网资产管理平台整改验收---“划重点”

验收 流程 安排	验收主体	验收工作专班(省金融办、人行分支机构、银监局、证监局、保监局、公安局、通管局、工商局)
	验收时间	2018年4月至6月底
分类 处置 方案	补齐牌照	继续运营(省整治办出具验收合格意见)
	无牌照且化解 至零	引导退出(签承诺书、工商和ICP变更、网站内容无误导性陈述)
	无牌照且未化 解至零	强制取缔(注销电信许可、封禁网站、下架APP、吊销营业执照、限制持牌机构向其提供金融服务、对是否涉嫌刑事犯罪进行定性)

四、金交所限制再升级——导流模式同样不合规

曾几何时，互联网资管平台对接金交所产品的业务模式曾一度成为市场主流，在这一背景下，金交所业务规模也迎来了迅速的膨胀。然而，好景不长，2017年6月30日，互金整治办下发了《关于对互联网平台与各类交易场所合作从事违法违规业务开展清理整顿的通知》（整治办函[2017]64号）（“64号文”），根据64号文的规定，互联网金融平台应于2017年7月15日前，停止与各类交易场所合作开展涉嫌突破政策红线的违法违规业务的增量。同时，互联网平台须积极配合各类交易场所，妥善化解存量违法违规业务。

在64号文的执行过程中，大部分地区的监管尺度是，只要是互联网平台与交易所合作的产品，即认定为违法违规产品，而不做进一步区分，因此，受限于64号文的规定，很多互联网资管平台直接停止了与金交所的业务合作并下线了金交所产品或至少从互联网平台公开展示页面下线了金交所产品。也有部分互联网资管平台认为64号文从行文的字面意思来看，并未完全限制互联网平台与金交所开展合法合规业务的合作，因此对金交所产品本身进行了一定限制，比如控制在200人以内、不再拆期等等，从而并未下线金交所产品。

2018年初，银监会及基金业协会先后下发了《商业银行委托贷款管理办法》（银监发[2018]2号）及《私募投资基金备案须知》，根据该等规定，募集资金投向债权类资产受到非常严格的限制。传统债权融资渠道的堵塞，迫使有债权融资需求的融资方不得不寻求新的债权融资渠道，在这种情况下，金交所业务又重回视野，在一定程度上迎来了新一波的业务增长。考虑到64号文项下的限制，互联网资管平台与金交所“创新性的”导流模式应运而生。在导流模式下，互联网资管平台仅

提供交易所产品的基础信息展示和导流服务，产品的用户开户、产品详细信息展示、认购签约、认购款支付、产品备案及产品管理等在内的相关销售及认购环节均由金交所独立主导完成，该模式也在一定程度上绕开了 64 号文的限制。

但 29 号文落地后，金交所与互联网资管平台的合作限制再次升级，29 号文中关于互联网平台不得为金交所代销资产管理产品的规定中，特别提及了“以包括‘引流’等方式变相提供代销服务”，这也意味着上述导流模式亦成为不可行，金交所与互联网资管平台的合作渠道基本被完全阻断。

值得进一步观察的是，如果金交所类的产品能够做到“非公开发行”和“符合金交所产品相关监管要求”，是否有望与互联网平台继续开展合作，我们认为在 29 号文下存在一定的不确定性。如果严格依据文义进行解释，似乎可以得出“金交所在满足‘非公开发行’和‘符合金交所产品相关监管要求’两项要求的前提下仍可与互金平台合作”的乐观结论，但正如我们在第一点中所介绍的“一行两会的牌照要求”，金交所明显不满足，因此金交所与互联网平台合作又有原则上的障碍。因此该点如何去理解，还有待市场实践去进一步检验。【针对 29 文中的“公开发行、销售”具体是指“公开发行和/或公开销售”还是“公开发行和/或一切形式（公开或非公开）的销售”这一需要深厚语文功底才能回答的问题，我们在此不做过多的讨论。根据我们对于 29 号文监管目的的理解，我们更倾向于前者。】

五、 天边飞来一口锅——P2P 平台被连坐？！

如果前面提及的几项监管要求多少还算是之前监管政策的延续，那么有关“P2P 平台连坐”的要求可完全算得上是 29 号文的“巨大创新”了。

根据 29 号文的规定，“对于网贷机构将互联网资产管理剥离、分立为不同实体的，应当将分立后的实体视为原网贷机构的组成部分，一并进行验收，承接互联网资产管理业务的实体未将存量业务压缩至零前，不得对相关网贷机构予以备案登记。”“对于存量违法违规业务未化解完成的互联网资产管理机构，不得对其实际控制人或股东投资设立的网贷机构予以备案登记。”

对于之前同时从事过网贷业务与互联网资管业务的互金平台而言，为完成网贷平台的备案，大多选择将相关的互联网资产管理业务剥离至独立的实体以确保网贷平台自身的业务完全合规，这也是之前很多 P2P 平台为了合规而普遍采用的重组方案。但根据 29 号文，即使网贷平台早已剥离了互联网资管业务，该等平台还应按期完成互联网资管业务的存量去化，这也成为了网贷机构通过备案验收的前提，在这个 P2P 备案的关键时间节点，这个要求确实是把“实锤”，可谓是“人在家中坐，锅从天上来”。

结语：

互联网金融行业自诞生之初便一直饱受争议，始终在“创新”和“合规”的天平两端不断游移。一些业务来过，一些业务会走。随着 29 号文的出台，“互联网资管”中的类固定收益投资和理财也可能真的走到了它的终点。

从业这些年，我们曾经见证过，经历过，也陪伴过。想到那些年做过的合同、写过的 memo、出过的法律意见书，或许都将随着 29 号文的出台成为历史而不再适用。与君同舟渡，达岸各自归。在这个互金监管风云变幻的十字路口，对互联网资管业务，道一声“珍重”！

● 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法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与汉坤**宛俊**律师(8621-60800995; jun.wan@hankunlaw.com)联系。