

银行金融法律

保险资管产品：确认过眼神！都是“资管新规”的“好宝宝”

作者：李虎桓 | 周成曜 | 宛俊

自从《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（下称“《资管新规》”）作为资管行业“宪法”级文件颁布以来，正式宣告资管行业“诸侯分封时代”（证券资管、基金资管、信托、银行理财、保险）正式结束。群雄无敢不从而统一遵照《资管新规》号令，陆续建立了适用于自家资管产品的配套规范。尤其是最高人民法院民二庭《九民会议纪要》明确《资管新规》有关规范性要求属于“效力强制性规范”并结合违反“公序良俗”基本民法原则，而判定相关“踩线”的合同为无效合同，从而加速了资管行业全面看齐《资管新规》的步伐。

在此大背景下，经过广泛征求意见，银保监会作为保险业行政监督管理部门于近日出台了《保险资产管理产品管理暂行办法》（下称“《暂行办法》”），自此正式宣布保险资管行业全面接轨《资管新规》。即所谓“确认过眼神”，都是资管新规的“好宝宝”。

一、《暂行办法》的范围与适用

根据《暂行办法》第3条规定，本办法所称保险资管产品业务，是指**保险资产管理机构**接受投资者委托，设立保险资管产品并担任管理人，依照法律法规和有关合同约定，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。保险资管产品包括**债权投资计划**¹（下称“**债权计划**”）、**股权投资计划**²（下称“**股权计划**”）、**组合类产品**³（下称“**组合产品**”）和银保监会规定的其他产品。

¹ 根据《基础设施债权投资计划管理暂行规定》（保监发〔2012〕92号）第2条，本规定所称债权投资计划，是指保险资产管理公司等专业管理机构（以下简称专业管理机构）作为受托人，根据《管理办法》和本规定，面向委托人发行受益凭证，募集资金以债权方式投资基础设施项目，按照约定支付预期收益并兑付本金的金融产品。

² 根据《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》（中国保险监督管理委员会主席令第二号）第9条，本办法所称投资计划，是指各方当事人以合同形式约定各自权利义务关系，确定投资份额、金额、币种、期限或者投资退出方式、资金用途、收益支付和受益凭证转让等内容的金融工具；第十条，投资计划可以采取债权、股权、物权及其他可行方式投资基础设施项目。同时，根据《中国保监会关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》（保监资金〔2017〕282号）第1条，股权投资计划，是指保险资产管理机构作为管理人发起设立，向投资人募集资金并进行投资管理，由托管人进行托管，直接或间接投资于未上市企业股权的金融工具。

³ “组合类产品”没有明确的定义，根据《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》（保监资金〔2016〕104号），一般理解为根据《关于保险资产管理公司开展及产管理产品业务试点有关问题的通知》发行的产品，通常包括定向发行、集合发行的保险资管产品。

（一）特定管理人

《暂行办法》强调了特定主体“保险资产管理机构”作为“管理人”而发起的具有“募、投、管、退”特征的资管类产品均纳入其规范范围。此处的保险资产管理机构做狭义理解，仅限于持保险资管牌照的保险资产管理公司，大家耳熟能详的例如：太平资管、泰康资管、平安资管、国寿资管等。

（二）“白名单”式产品类型

《暂行办法》作为行政授权性规范，具有明显的“公法”特征，其基本立法逻辑为“白名单”主义，即“法无许可即不可为”。《暂行办法》仅明确列举债权计划、股权计划、组合产品三类保险资管产品。需要注意的是，实践中广义的保险资管产品至少还包括根据《资产支持计划业务管理暂行办法》而发行的“资产支持计划”⁴以及根据《养老保障管理业务管理办法》及《中国保监会关于进一步加强养老保障管理业务监管有关问题的通知》设立的养老保障管理产品⁵等，该等具有“募、投、管、退”特征的资管产品并未明确列入“白名单”内。尽管《暂行办法》第62条规定，“符合条件的养老保险公司开展保险资管产品业务，参照本办法执行”，但如何“参照”尚未得明确规定。

二、《暂行办法》与债权计划、股权计划、组合产品新旧规则对比与适用

《暂行办法》出台之前，债权计划、股权计划、组合产品等资管产品的规范性文件较为零散且各个规定之间没有统一的标准，具体的规则体系如下：

品种	适用规则
债权计划	<ol style="list-style-type: none"> 1. 《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》（中国保险监督管理委员会主席令（2016）2号） 2. 《关于保险资金投资有关金融产品的通知》（保监发〔2012〕91号） 3. 《基础设施债权投资计划管理暂行规定》（保监发〔2012〕92号） 4. 《关于债权投资计划注册有关事项的通知》（保监资金〔2013〕93号） 5. 《关于债权投资计划投资重大工程有关事项的通知》（保监资金〔2017〕135号）
股权计划	<ol style="list-style-type: none"> 1. 《保险资金间接投资基础设施项目管理办法》（中国保险监督管理委员会主席令（2016）2号） 2. 《关于保险资金投资有关金融产品的通知》（保监发〔2012〕91号） 3. 《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》（保监资金〔2017〕282号）
组合产品	<ol style="list-style-type: none"> 1. 《关于保险资产管理公司开展资产管理产品业务试点有关问题的通知》（保监资金〔2013〕124号） 2. 《关于保险资金投资有关金融产品的通知》（保监发〔2012〕91号） 3. 《关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》（保监资金〔2016〕104号）

《暂行办法》的出台首次将所涉产品归类并进行了统一的规范，有利于业务实践中的统一适用，且为后续进一步出台各个具体保险资管产品实施细则奠定了上位法渊源。但值得注意的是，目前《暂行办法》并未明确废止债权计划、股权计划、组合产品的原有规范性文件，因此除非该等规范性文件与《暂行办法》相冲

⁴ 根据《资产支持计划业务管理暂行办法》（保监发〔2015〕85号）第2条，本办法所称资产支持计划（以下简称支持计划）业务，是指保险资产管理公司等专业管理机构作为受托人设立支持计划，以基础资产产生的现金流为偿付支持，面向保险机构等合格投资者发行受益凭证的业务活动。

⁵ 根据《养老保障管理业务管理办法》（保监发〔2015〕73号）第3条，本办法所称养老保障管理业务，是指养老保险公司作为管理人，接受政府机关、企事业单位及其他社会组织等团体委托人和个人委托人的委托，为其提供养老保障以及与养老保障相关的资金管理服务，包括方案设计、受托管理、账户管理、投资管理、待遇支付、薪酬递延、福利计划、留才激励等服务事项。

突，否则目前原有规范性文件的相关规定仍然需要遵守。

三、《暂行办法》征求意见稿与正式稿对比

一般而言，征求意见稿与正式稿之间的差异，能够显著观察到监管立法意图及原则变化。为此，我们就征求意见稿和正式稿之间主要变化做了如下对比表格：

	《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》	《保险资产管理产品管理暂行办法》	汉坤解读
合格投资者规定扩展	第十九条（合格投资者资质）合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人、法人或者其他组织：	第十二条 本办法所称合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人、法人或者其他组织： 新增： （三）接受金融监督管理部门监管的机构及其发行的资产管理产品； （四）基本养老金、社会保障基金、企业年金等养老基金；	认可了其他资管产品作为“一个”合格投资者的情形，同时明确不再向上“穿透”识别投资者人数。
管理人资质	第十一条（管理人资质）保险资产管理机构开展保险资管产品业务，应当符合下列条件： （三）具有丰富的专业管理经验，稳定的过往投资业绩；	第十三条 保险资产管理机构开展保险资管产品业务，应当符合下列条件： （三）具有丰富的专业管理经验，稳定的过往投资业绩；	删除了无法量化考量的“经验”、“业绩”要求。
托管人职责表述	第十四条（托管人职责）托管人应当履行下列职责： （六）监督保险资产管理机构的投资运作，对托管产品财产的投资范围、投资品种等进行监督，如发现保险资产管理机构违规操作的，应当及时向其他当事人和银保监会报告； （七）保存产品资金划拨指令，收益计算、支付和分配的会计账册、报表等； （八）主动接受投资者以及银保监会的监督，向其提供相关文件和资料；	第十六条 托管人应当履行下列职责： （六）监督保险资产管理机构的投资运作，对托管产品财产的投资范围、投资品种等进行监督，发现保险资产管理机构的投资或者清算指令违反法律、行政法规、银保监会规定或者产品合同约定的，应当拒绝执行，并及时向银保监会报告； （七）保存产品托管业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料； （八）主动接受投资者和银保监会的监督，对产品投资信息和相关资料承担保密责任，除法律、行政法规、规章规定或者审计要求、合同约定外，不得向任何机构或者个人提供相关信息和资料；	强化托管人责任。
删除自己名义账户登记要求	第二十四条（持续登记）在保险资管产品存续期，保险资产管理机构应当按照有关规定以及登记交易平台的业务规则，持续登记产品基本要素、募集情况、收益分配、投资者所持份额等信息。 投资者应当以自己名义在登记交易平台设立的统一账户体系中开立账户。	第二十二条 在保险资管产品存续期，保险资产管理机构应当按照有关规定以及登记交易平台的业务规则，持续登记产品基本要素、募集情况、收益分配、投资者所持份额等信息。 投资者应当以自己名义在登记交易平台设立的统一账户体系中开立账户。	删除登记必须以自己名义的规定。
拓宽代销销售	第二十八条（销售规范）保险资产管理机构可以自行销售保险资管产品，也可以委	第二十六条 保险资产管理机构可以自行销售保险资管产品，也可以委托符合条件	代销机构范围进一步从金融机构拓宽到

	《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》	《保险资产管理产品管理暂行办法》	汉坤解读
机构范围	托符合条件的银行业保险业金融机构代理销售保险资管产品。	的金融机构以及银保监会认可的其他机构代理销售保险资管产品。	“认可的其他机构”，为非金融机构尤其是互联网平台销售提供了可能性。
删除保险资管机构的关联交易识别报告义务	第五十五条（关联交易）保险资产管理机构应当建立健全关联交易规则，对关联交易认定标准、定价方法和决策程序等进行规范，不得以保险资管产品的资金与关联方进行不正当交易、利益输送、内幕交易和操纵市场等违法违规行为。 保险集团（控股）公司、保险公司通过保险资管产品，直接或者间接投资关联方资产的，保险资产管理机构应当有效识别关联交易情况，并按照有关规定及时向银保监会报告。	第五十四条 保险资产管理机构应当建立健全关联交易规则，对关联交易认定标准、定价方法和决策程序等进行规范，不得以保险资管产品的资金与关联方进行不正当交易、利益输送、内幕交易和操纵市场等违法违规行为。 保险集团（控股）公司、保险公司通过保险资管产品，直接或者间接投资关联方资产的，保险资产管理机构应当有效识别关联交易情况，并按照有关规定及时向银保监会报告。	适当减轻了管理人关联交易识别的责任及义务。

四、《暂行办法》值得关注的其他问题

（一）保险资管产品的定位

根据《暂行办法》第4条，保险资管产品应当面向合格投资者通过非公开方式发行。保险资管产品明确被定位为向合格投资者非公开发行的私募产品。

那么，《暂行办法》下的保险资管产品是否属于“标准化产品”范畴？根据《标准化债券类资产认定规则》（征求意见稿）（下称“《认定规则》”）第1条，保险资管产品（债权计划、股权计划、组合产品）不属于明文列举的标准化产品范畴。然而，根据《认定规则》第2条规定，若保险资管产品满足五项规定（“等分化、可交易”、“信息披露充分”、“集中登记，独立托管”、“公允定价，流动性机制完善”、“在法定市场交易”）的，可以向央行申请认定成为标准化产品。由于《暂行办法》中有关保险资管产品的相关实质性条件与《资管新规》及《认定规则》条件一致，再加上保险资管产品交易基础设施，保险业协会、保交所、保债登及托管机制日趋完善，**汉坤推测保险资管产品能够满足《认定规则》第2条的相关规定，从而被认定为“标准化产品”**。进一步“标准化”的保险资管产品能够在资金募集端打开一片新天地。

（二）严禁通道与监管套利

根据《暂行办法》第33条规定，保险资产管理机构应当切实履行主动管理责任，不得让渡管理职责，不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。

是否所有通道业务均不可为？汉坤理解，虽然《暂行办法》旗帜鲜明的明确反对“恶意通道”即规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务，但是《暂行办法》并未将所谓的“善意通道”全面堵死，前提是“善意通道”需满足投资范围和杠杆等约束条件。《暂行办法》的落脚点在于严禁监管套利而非“一刀切”阻断通道业务。

具体而言，《暂行办法》通过多个条款规定了相关实质条件，以避免监管套利行为，主要包括：（1）“非标配置”限额，即不超过全部管理净资产的35%；（2）向上穿透的例外，即投资人为资管产品的不再向上穿透，但需识别投资人和资金来源；（3）禁止“多投一”监管套利，即同一管理人通过设立多个

产品更投资单一融资项目方式监管套利；（4）禁止滚动发行、集合运作、分立定价的资金池业务。

（三）监管框架蓝图初现

根据《暂行办法》第9条及第10条，中国保险资产管理业协会（以下简称“**保险资管协会**”）、上海保险交易所股份有限公司（以下简称“**保交所**”）、中保保险资产登记交易系统有限公司（以下简称“**中保登**”）依照法律、行政法规以及银保监会的规定，对保险资产管理机构开展保险资管产品业务实施**自律管理**。保险资产管理机构开展保险资管产品业务，应当在保交所、中保登等银保监会认可的资产登记交易平台进行发行、登记、托管、交易、结算、信息披露等。

对此自律管理机制，汉坤理解如下：（1）**保险资管协会**：目前，保险资管协会在实质上已经在负责保险资管产品的登记、注册、备案等流程，汉坤理解其后续可能行使类似于证监会旗下“中国证券投资基金业协会”的职能；（2）**保交所**：汉坤理解其后续将成为保险资管私募产品的交易场所；（3）**中保登**：汉坤理解其在实际上属于登记结算机构，具有与中央国债登记结算有限责任公司（即“中债登”）类似的功能。

（四）保险资管产品股权投资监管

《暂行办法》在保险资管产品进行股权投资方面并未过多着墨。从银保监会有关部门负责人回复记者提问内容来看，未来银保监会将会通过制定单独的股权投资计划产品配套监管规则来细化监管标准，提高监管政策的针对性。但从《暂行办法》以及现有规则内容来看，配套规则除对股权投资计划产品设立流程进行监管以外，可能会在如下两个方面延续现有规则内容。

一方面，根据《暂行办法》第31条规定，保险资管产品不得直接或者间接投资法律法规和国家政策禁止进行债权或者股权投资的行业和领域。参考《保险资金股权投资管理规定》更为细化的表述，汉坤理解主要是指“不符合国家产业政策、不具有稳定现金流回报预期或者资产增值价值，高污染、高耗能、未达到国家节能和环保标准、技术附加值较低等企业股权”，具体行业可能会在配套规则出台后有详细的列举或更明确的标准。此外，2017年《中国保监会关于保险业支持实体经济发展的指导意见》还规定，明确支持推进制造业创新发展、兼并重组和转型升级类的股权投资计划。在配套细则中，是否会采取类似黑白名单的做法，列出鼓励投资或限制投资的行业也是值得进一步关注的。

另一方面，资管新规形成了“大资管”的监管模式，对资管产品投资方式做了较为明确的规定，包括禁止提供通道服务和采取“明股实债”的投资方式。相信股权投资计划的配套细则也会承接资管新规的精神，对股权投资计划的投资方式做出更为明确的规定。值得注意的是，目前银保监会相关监管规则中尚未对“明股实债”做出明确定义，这使得保险资管产品在设计股权投资交易结构时，因担心触碰监管红线而受到较多限制。目前仅有中国证券投资基金业协会在《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》中对“明股实债”做出定义，即投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，不是根据企业的投资收益或亏损进行分配，而是向投资者提供保本保收益承诺，根据约定定期向投资者支付固定收益，并在满足特定条件后由被投资企业赎回股权或者偿还本息的投资方式，常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等。实践中，结合相关法院做出的判决理由，一般认定某项投资是否构成“明股实债”通常会参考股权投资是否完成工商变更、投后是否参与公司经营管理并承担相应经营风险、是否在投资协议中约定固定收益安排、担保安排、交易目的等因素综合判断。在银保监会未来出台的配套细则中，是否会根据上述实践情况对“明股实债”做出定义，也是值得关注和期待的。

五、结语

《暂行办法》的出台向上衔接了《资管新规》，向下统一了保险资管产品的一般性规范要求，清晰界定了保险资管产品的属性及内涵外延，有利于引导包括保险资金在内的合格投资者资金充实保险资管产品资金端，更能促使保险资管产品投资端的规范运作从而更好地支持实体经济。

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：

李虎桓

电话： +86 21 6080 0295

Email: huhuan.li@hankunlaw.com

周成曜

电话： +86 10 8516 4156

Email: aaron.zhou@hankunlaw.com

宛俊

电话： +86 21 6080 0995

Email: jun.wan@hankunlaw.com