



漢坤律師事務所

汉坤法律评述

融贯中西·务实创新

2018年7月23日

私募基金法律

从私募基金角度解读资管新规体系下的银行理财监管细则

王勇 | 钱锦 | 李子阳

2018年7月20日，中国银行保险监督管理委员会（“银保监会”）发布了《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》（“《征求意见稿》”），作为备受关注的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）体系下第一个以征求意见稿形式出台的资产管理细分领域的监管细则，《征求意见稿》中哪些重点值得关注，哪些又会对私募基金领域带来重大影响，本文力图为业界作一个解读。

一、《征求意见稿》重点解读

（一）理财产品的投资范围

《征求意见稿》第35条明确了银行理财的投资范围，除了原先理财产品已经可以投资的国债、地方政府债、金融债券、银行存款、大额存单等固定收益类资产之外，进一步放开了公募证券投资基金、权益类资产（包括境内上市交易的股票、未上市企业股权及其受（收）益权）。相较之下，2009年7月6日银监会发布的《关于进一步规范商业银行个人理财业务投资管理有关问题的通知》中则明确：（1）理财资金不得投资于境内二级市场公开交易的股票或其相关的证券投资基金¹，且（2）除具有相关投资经验、风险承受能力较强的高资产净值客户通过私人银行之外，其他理财资金不得投资于未上市企业股权和上市公司非公开发行或交易的股份。

首先，该等调整无疑对二级市场和公募证券投资基金是重大利好，尽管《征求意见稿》对公募理财产品投资二级市场交易股票的相关规定有待后续另行制定²，但实际上也只是时间问题。随着银行理财资金被允许进入二级市场交易股票，实践中中国证券登记结算有限责任公司要求理财产品开立证券账户时必须出具仅用于投资特定几类固定收益产品的承诺，也将成为历史。

¹ 中国证券登记结算有限责任公司发布的《关于商业银行理财产品开立证券账户有关事项的通知》要求理财产品开立证券账户时，应承诺仅用于特定几类固定收益产品，因此理财资金参与二级市场投资在证券账户方面也存在障碍。

² 根据《征求意见稿》，公募理财产品是指商业银行面向不特定社会公众公开发行的理财产品，其中“公开发行”认定标准按照《证券法》执行，即（1）向不特定对象发行证券；（2）向特定对象发行证券累计超过200人；（3）法律、行政法规规定的其他发行行为。

其次，私募理财产品的投资范围由合同约定，给了私募理财产品极大的灵活性，同时《征求意见稿》明确私募理财产品可以投资未上市企业股权及其受（收）益权，不再将投资未上市企业股权的理财产品局限于私人银行客户。在《资管新规》通过禁止“多层嵌套”和“提供规避投资范围的通道”截断了现有银行理财投资未上市企业股权的投资路径之后，监管机构开始通过《征求意见稿》引导银行理财资金以合规的方式投资未上市企业股权。不过需要注意，由于《征求意见稿》要求投资者投资单只权益类理财产品的金额不得低于 100 万元，而且需要满足合格投资者³的要求，因此相比原先的私人银行高资产净值客户，权益类理财产品的实际受众人群有可能是减少的，并且与一般私募基金的目标投资人群体重合。

对于公募理财产品投资非标准化债权类资产（“非标债权”），《资管新规》没有明确禁止，本次《征求意见稿》及与其同一日发布的《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（“《资管新规通知》”）则进一步明确公募理财产品可以适当投资非标债权，但应当符合《资管新规》关于非标债权投资的期限匹配等监管要求、限额管理、信息披露等监管要求，同时对商业银行投资非标债权进行总量控制，即（1）商业银行全部理财产品投资于单一机构及其关联企业的非标准化债权类资产余额，不得超过理财产品发行银行资本净额的 10%；（2）商业银行全部理财产品投资于非标准化债权类资产的余额在任何时点均不得超过理财产品净资产的 35%，也不得超过商业银行上一年度审计报告披露总资产的 4%。我们认为相对于简单粗暴地分类限制理财产品投资非标准化债权，这种监管方式更能体现监管层的智慧，降低了银行通过其他途径绕开监管的主观可能。

（二） 限制“多层嵌套”背景下的银行理财投资路径

在《资管新规》出台之前，银行理财产品多通过各类通道投资到最终标的产品，如信托计划、券商资管计划、基金子公司专户等，但《资管新规》对“多层嵌套”进行限制之后，理财产品通过前述通道对外投资后，再进一步投资《资管新规》中的“资产管理产品”将存在障碍。本次《征求意见稿》则进一步明确，理财产品投资的资产管理产品，不得再投资于其他资产管理产品（公募证券投资基金除外），这也是针对目前银行理财产品普遍采用的“通道式”投资路径所作的更明确的限制。

对于后续银行理财具体可行的投资路径，由于《征求意见稿》要求商业银行通过具有独立法人地位的子公司开展理财业务（暂不具备条件的可以通过理财业务专营部门开展），因此可能需要等商业银行子公司管理办法的出台后才能最终确定。

（三） 其他关注重点

除前文论述的之外，下面我们简要列举本次《征求意见稿》中其他值得关注的内容：

- 公募理财产品的单一投资者销售起点金额由 5 万元降低至 1 万元，在区分公募和私募理财

³ 《征求意见稿》对“合格投资者”的要求，沿用了《资管新规》中的标准，即符合下列条件的自然人、法人或者其他依法成立的其他组织：

（一）具有 2 年以上投资经历，且满足下列条件之一的自然人：家庭金融资产不低于 300 万元人民币，家庭金融资产不低于 500 万元人民币，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元人民币；

（二）最近 1 年末净资产不低于 1000 万元人民币的法人或者其他依法成立的其他组织；

（三）国务院银行业监督管理机构规定的其他情形。

产品之后，降低公募理财产品的门槛，向其他公募产品如公募证券投资基金靠拢。

- 商业银行不得发行分级理财产品⁴，《资管新规》禁止公募产品和开放式私募产品进行份额分级，而《征求意见稿》将该等限制扩展到了封闭式私募理财产品。
- 放松了金融机构在《资管新规》过渡期内完成整改的要求，尽管《征求意见稿》关于过渡期的要求与《资管新规》基本保持一致，但银保监会有关部门负责人在就《征求意见稿》答记者问中（以及同日发布的《资管新规通知》中），为商业银行整改进度保留了灵活性：“过渡期结束后，对于由于特殊原因而难以回表的存量非标准化债权类资产，以及未到期的存量股权类资产，经金融监管部门同意，可以采取适当安排妥善处理”，特别是对于目前已经被理财产品投资的资产管理产品及其管理人而言，将缓解其后续运营的压力。

二、《征求意见稿》对非金融机构发行的私募基金的两大影响

（一）非金融机构发行的私募基金是否还能接纳理财资金

在原有的银行理财规范体系下，由于高净值客户的理财资金被允许通过私人银行投资未上市企业的股权，且没有明确投资方式是否包括“直接或间接”，因此一些商业银行在实践中会将理财资金通过资产管理产品投资于私募基金管理人管理的基金权益/份额。但在这次解读《征求意见稿》过程中，我们注意到第36条有下述规定：

商业银行理财产品不得直接或间接投资于本办法第三十五条所列示资产之外，其他由未经金融监督管理部门许可设立、不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产，金融资产投资公司的附属机构依法依规设立的私募股权投资基金以及国务院银行业监督管理机构另有规定的除外。

根据该规定，银行理财不能直接或间接投资于“未经金融监督管理部门许可设立、不持有金融牌照的机构发行的产品或管理的资产”，为了理解该条款是否限制了理财资金投资不属于金融机构的私募基金管理人（“一般私募管理人”）发行的私募基金，我们将从三个角度进行分析：

首先，一般私募管理人是否属于“经金融监督管理部门许可设立的机构”。《征求意见稿》中没有明确哪些监管机构属于“金融监督管理部门”，从文义理解应包括对金融机构进行监管的部门。根据《资管新规》，金融机构包括银行、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，因此银保监会、中国证券监督管理委员会（“证监会”）和中国人民银行均属于金融监督管理部门。其中，证监会通过《私募投资基金监督管理暂行办法》划定了目前私募基金管理人的监管体系，即需要在中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）完成管理人登记。至于本处提到的“许可”是仅指《行政许可法》下的行政许可还是更广范围的许可，仅根据条款文义难以准确判断。如果是仅指行政许可，则是否可以依据《证券投资基金法》第89条规定的“私募基金管理人应当按规定向基金业协会履行登记手续”认为私募基金管理人登记属于行政许可也值得商榷。因此，一般私募管理人是否属于“经金融监督管理部门许可设立的机构”，我们认为存在一定的不确定性。

其次，一般私募管理人是否属于“持有金融牌照的机构”。“金融牌照”通常是指金融机构经营许可证，一般私募管理人仅在基金业协会完成管理人登记，而不会持有任何金融机构经营许可证。

⁴ “分级理财产品”是指商业银行按照本金和收益受偿顺序的不同，将理财产品划分为不同等级的份额，不同等级份额的收益分配不按份额比例计算，而是由合同另行约定、按照优先与劣后份额安排进行收益分配的理财产品。

且《资管新规》没有将一般私募管理人归入金融机构的范畴，因此我们倾向于认为一般私募管理人不属于“持有金融牌照的机构”。

再次，假设一般私募管理人属于“经金融监督管理部门许可设立的机构”，但不属于“持有金融牌照的机构”，是否仍然受到《征求意见稿》第 36 条的限制。目前该条款没有明确这两者之间是“且”还是“或”的关系，如果是前者，那么银行理财投资于一般私募管理人发行的私募基金将受限于第 36 条的限制；但如果是后者，那么在一般私募管理人被认定为“经金融监督管理部门许可设立的机构”的情况下，将可能免于受到该条的限制。

基于上述分析，如果后续出台的正式规定完全保留《征求意见稿》第 36 条，银行理财资金投资一般私募管理人发行的私募基金将可能存在潜在合规风险，一般私募管理人接纳背后存在银行理财资金的投资人时，也需要谨慎考虑可能会因为该等潜在合规风险给管理的私募基金带来不确定性。

不过，《征求意见稿》第 36 条也提到“国务院银行业监督管理机构另有规定的除外”，因此后续银保监会是否会在《征求意见稿》的正式规定中进一步明确该条款，或后续出台单独的规定允许银行理财资金有条件地投资一般私募投资基金，值得持续关注。

(二) 非金融机构发行的私募基金是否还能接受商业银行委外或投资顾问

根据《征求意见稿》第 48 条，商业银行的理财投资合作机构，包括理财产品所投资资产管理产品的发行机构、根据合同约定从事理财产品受托投资的机构、以及与理财产品投资管理相关的投资顾问等，基本整合了目前银行理财产品“委外”和投资顾问两种模式，进行合并监管。值得注意的是，第 48 条要求理财投资合作机构应当是“具有专业资质并受金融监督管理部门依法监管的金融机构或国务院银行业监督管理机构认可的其他机构”，这样一来又将除金融机构之外的一般私募管理人排除在外。虽然该条款通过“国务院银行业监督管理机构认可的其他机构”保留了未来进一步拓展委外和投顾机构的空间，但在具体文件出台之前，实际上等于关闭了非金融机构的私募基金承接委外和投资顾问业务的大门。

综合以上两点，我们认为本次《征求意见稿》，无论是在私募产品募集资金来源，还是承接银行理财的委外和投顾业务方面，对于非金融机构的私募基金管理人而言均非利好。不过考虑到《征求意见稿》尚未正式出台，相关监管部门应该还会综合考虑业界的反馈对《征求意见稿》进行调整，我们会持续对这些问题保持关注。

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，不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》的内容有任何问题或建议，请与王勇先生（+86-10-8525 5553/138 1149 9450; james.wang@hankunlaw.com）联系。