

回归本源、统一规则 —— 《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》对比解析

作者：毛慧¹

一、颁布背景

自2013年6月《证券投资基金法》将私募证券投资基金纳入统一规范，中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）实施登记备案以来，我国私募证券投资基金行业发展迅速，规模不断增加，已经成为资本市场重要的机构投资者之一。

基金业协会结合私募证券投资基金行业实践，坚持规范发展和问题导向，起草形成《私募证券投资基金运作指引（征求意见稿）》（“《私募基金运作指引》”）。从《私募基金运作指引》所规范的重点问题来看，未来私募证券投资基金与私募资产管理计划的监管规则将进一步趋同，本文拟从私募证券投资基金与私募资产管理计划核心要求对比、衍生品交易相关要求之对比角度进行梳理，以期见微知著，为行业提供参考。

二、私募证券投资基金与私募资产管理计划核心要求对比

我们将私募证券投资基金与私募资产管理计划从适用范围、募集及存续门槛、申赎管理、投资范围、组合投资等方面进行对比，以便观察两类业态的核心合规要点。

¹ 实习生张一明、唐晓诚对本文的写作亦有贡献。

编号	项目	私募证券投资基金	私募资产管理计划	分析解读
1	适用范围	在中华人民共和国境内，依法设立的私募证券投资基金募集、投资、运作以及其他活动。	在中华人民共和国境内，证券期货经营机构非公开募集资金或者接受财产出资，设立私募资产管理计划并担任管理人，由托管机构担任托管人，依照法律法规和资产管理合同的约定，为投资者的利益进行投资活动。	私募证券投资基金与私募资产管理计划系两类不同的业态形式，私募证券投资基金系由在基金业协会登记的私募基金管理人设立；私募资产管理计划系由证券期货经营机构设立。
2	募集及存续门槛	私募证券投资基金的初始实缴募集资金规模不低于1,000万元人民币。基金合同中应当明确约定，除市场波动导致净值变化外，连续60个交易日出现基金资产净值低于1,000万元人民币的，该私募证券投资基金进入清算流程。	资产管理计划的初始募集规模不得低于1,000万元。	<p>(1) 私募证券投资基金和私募资产管理计划的初始募集规模要求均为不低于1,000万元。</p> <p>(2) 私募证券投资基金的存续规模门槛为1,000万元。</p>
3	规范申赎管理	<p>开放式私募证券投资基金应当明确投资者的申购、赎回的程序、时间、次数及限制事项。开放式私募证券投资基金至多每月开放一次基金份额的申购、赎回。</p> <p>仅面向下列投资者募集的基金可不受前款规定的开放申购、赎回频率限制：</p> <p>(一) 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；</p> <p>(二) 受国务院金融监督管理机构监管的金融机构，及其发行的资产管理产品；</p>	<p>(1) 根据资产管理计划的类别、投向资产的流动性及期限特点、投资者需求等因素，证券期货经营机构可以设立存续期间办理参与、退出的开放式资产管理计划，或者存续期间不办理参与和退出的封闭式资产管理计划。</p> <p>开放式资产管理计划应当明确投资者参与、退出的时间、次数、程序及限制事项。开放式集合资产管理计划每三个月至多开放一次计划份额的参与、退出，中国证监会另有规定的除外。</p> <p>(2) 全部资产投资于标准化资产的集合资产管理计划和证监会认可的其他资产管理计划，可以按照合同约定每季度多次开放，其主动</p>	<p>(1) 开放式私募证券投资基金原则上至多每月开放一次基金份额的申购、赎回。面向特定投资者募集的基金可不受前述规定的开放申购、赎回频率限制。私募证券投资基金可以设置临时开放日，并在基金合同中明确约定临时开放日的触发条件仅限于因法律法规、监管政策调整、重大情势变更、合同变更或解除等情形，不得利用临时开放日的安排办理申购。</p> <p>(2) 开放式资产管理计划应当明确投资者参与、退出的时间、次数、程序及限制事项。开放式集合资产管理计划每</p>

编号	项目	私募证券投资基金	私募资产管理计划	分析解读
		<p>(三) 在协会备案的私募基金;</p> <p>(四) 中国证监会、协会规定的其他投资者。</p> <p>私募证券投资基金可以设置临时开放日,并在基金合同中明确约定临时开放日的触发条件仅限于因法律法规、监管政策调整、重大情势变更、合同变更或解除等情形,不得利用临时开放日的安排办理申购。私募基金管理人应当在临时开放日前2个交易日通知全体投资者。</p>	<p>投资于流动性受限资产的市值在开放退出期内合计不得超过该资产管理计划资产净值的20%。</p> <p>前款规定的资产管理计划每个交易日开放的,其投资范围、投资比例、投资限制、参与和退出管理应当比照适用公募基金投资运作有关规则。</p>	<p>三个月至多开放一次计划份额的参与、退出,中国证监会另有规定的除外。全部资产投资于标准化资产的集合资产管理计划和证监会认可的其他资产管理计划,可以按照合同约定每季度多次开放,其主动投资于流动性受限资产的市值在开放退出期内合计不得超过该资产管理计划资产净值的20%。</p>
4	锁定期安排	<p>私募基金管理人应当建立健全产品流动性风险管理制度。基金合同应当根据产品类型、投资策略和风险特征等因素约定不少于6个月的份额锁定安排,仅面向《私募基金运作指引》第七条第三款投资者募集的基金除外。</p> <p>私募基金管理人及其员工自有资金参与私募证券投资基金跟投的份额锁定安排不得少于12个月。</p>	<p>证券期货经营机构自有资金参与、退出集合资产管理计划的,应当提前5个工作日告知全体投资者和托管人,并取得其同意;证券期货经营机构自有资金参与集合资产管理计划的,持有期限不得少于6个月。</p>	<p>(1) 私募证券投资基金应当根据产品类型、投资策略和风险特征等因素约定不少于6个月的份额锁定安排,仅面向《私募基金运作指引》特定投资者募集的基金除外。</p> <p>(2) 私募基金管理人及其员工自有资金参与私募证券投资基金跟投的份额锁定安排不得少于12个月。</p> <p>(3) 证券期货经营机构自有资金参与集合资产管理计划的,持有期限不得少于6个月。</p>
5	投资范围	<p>私募证券投资基金的投资范围主要包括股票、债券、存托凭证、资产支持证券、期货合约、期权合约、互换合</p>	<p>(1) 资产管理计划可以投资于以下资产:</p> <p>(一) 银行存款、同业存单,以及符合《关于规范金融机构资产管理业务的指导意</p>	<p>相较于私募证券投资基金的投资范围,私募资产管理计划可投资于非标准化资产。</p>

编号	项目	私募证券投资基金	私募资产管理计划	分析解读
		<p>约、远期合约、证券投资基金基金份额，以及中国证监会认可的其他资产。</p>	<p>见》规定的标准化债权类资产，包括但不限于在证券交易所、银行间市场等国务院同意设立的交易场所交易的可以划分为均等份额、具有合理公允价值和完善流动性机制的债券、中央银行票据、资产支持证券、非金融企业债务融资工具等；</p> <p>（二）上市公司股票、存托凭证，以及中国证监会认可的其他标准化股权类资产；</p> <p>（三）在证券期货交易所等依法设立的交易场所集中交易清算的期货及期权合约等标准化期货和衍生品类资产；</p> <p>（四）公募基金，以及中国证监会认可的比照公募基金管理的资产管理产品；</p> <p>（五）第（一）至（三）项规定以外的非标准化债权类资产、股权类资产、期货和衍生品类资产；</p> <p>（六）第（四）项规定以外的其他受国务院金融监督管理机构监管的机构发行的资产管理产品；</p> <p>（七）中国证监会认可的其他资产。</p> <p>前款第（一）项至第（四）项为标准化资产，第（五）项至第（六）项为非标准化资产。</p> <p>中国证监会对证券期货经营机构从事私募资产管理业务投资于本条第一款第（五）项规定资产另有规定的，适用其规定。</p> <p>（2）资产管理计划可以依法</p>	

编号	项目	私募证券投资基金	私募资产管理计划	分析解读
			<p>参与证券回购、融资融券、转融通以及中国证监会认可的其他业务。法律、行政法规和中国证监会另有规定的除外。</p> <p>证券期货经营机构可以依法设立资产管理计划在境内募集资金，投资于中国证监会认可的境外金融产品。</p> <p>(3) 资产管理计划不得直接投资商业银行信贷资产；不得违规为地方政府及其部门提供融资，不得要求或者接受地方政府及其部门违规提供担保；不得直接或者间接投资法律、行政法规和国家政策禁止投资的行业或领域。</p>	
6	规范分级基金	<p>开放式私募证券投资基金不得进行份额分级。私募基金管理人设立分级私募证券投资基金，不得违背利益共享、风险共担、风险与收益相匹配的原则，不得存在以下情形：</p> <p>(一) 直接或者间接对优先级份额认购者提供保本保收益安排，包括但不限于在基金合同中约定计提优先级份额收益、提前终止罚息、劣后级或者第三方机构差额补足优先级收益、计提风险保证金补足优先级收益等；</p> <p>.....</p> <p>(四) 固定收益类私募证券投资基金优先级</p>	<p>(1) 开放式集合资产管理计划不得进行份额分级。封闭式集合资产管理计划可以根据风险收益特征对份额进行分级。同级份额享有同等权益、承担同等风险。分级资产管理计划优先级与劣后级的比例应当符合法律、行政法规和中国证监会的规定。</p> <p>(2) 固定收益类资产管理计划优先级与劣后级的比例不得超过 3:1，权益类资产管理计划优先级与劣后级的比例不得超过 1:1，期货和衍生品类、混合类资产管理计划优先级与劣后级的比例不得超过 2:1。</p>	<p>(1) 开放式私募证券投资基金及开放式集合资产管理计划均不得进行份额分级。</p> <p>(2) 私募证券投资基金及私募资产管理计划均需满足如下条件：固定收益类优先级与劣后级的比例不得超过 3:1，权益类优先级与劣后级的比例不得超过 1:1，期货和衍生品类、混合类优先级与劣后级的比例不得超过 2:1。</p>

编号	项目	私募证券投资基金	私募资产管理计划	分析解读
		与劣后级比例超过 3 倍；混合类、期货和衍生品类私募证券投资基金优先级与劣后级比例超过 2 倍；权益类私募证券投资基金优先级与劣后级比例超过 1 倍；		
7	组合投资	私募证券投资基金应当采用资产组合的方式进行投资。单只私募证券投资基金投资于同一资产的资金，不得超过该基金净资产的 25%；同一私募基金管理人管理的全部私募证券投资基金投资于同一资产的资金，不得超过该资产的 25%。银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券、公开募集基金等中国证监会、协会认可的投资品种除外。	一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该计划资产净值的 25%。除以收购公司为目的设立的资产管理计划、专门投资于未上市企业股权的资产管理计划外，同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该资产的 25%。银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券等中国证监会认可的投资品种除外。	私募证券投资基金和集合资产管理计划均需满足双 25%要求。
8	禁止多层嵌套	(1) 私募证券投资基金架构应当清晰、透明，不得通过设置复杂架构、多层嵌套等方式规避监管要求。私募证券投资基金投资于其他私募证券投资基金或者金融机构发行的资产管理产品的，应当明确约定所投资的私募证券投资基金或者资产管理产品不再投资除公开募集基金以外的其他私募证券投	(1) 资产管理计划接受其他资产管理产品参与的，证券期货经营机构应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托，不得再投资除公募基金以外的其他资产管理产品。 (2) 资产管理计划投资于其他资产管理产品的，应当明确约定所投资的资产管理产品不再投资除公募基金以外的其他资产管理产品。	(1) 私募证券投资基金和私募资产管理计划仅允许一层嵌套，不得多层嵌套。 (2) 在基金合同中明确约定将 90%以上基金资产投资于符合组合投资要求的单只基金的私募证券投资基金（如母子基金结构），可豁免多层嵌套禁止，但所涉各层基金不得均由同一私募基金管理人及其关联方

编号	项目	私募证券投资基金	私募资产管理计划	分析解读
		<p>资基金或者资产管理产品。</p> <p>(2) 在基金合同中明确约定将 90%以上基金资产投资于符合组合投资要求的单只基金的私募证券投资基金豁免多层嵌套禁止, 但所涉各层基金不得均由同一私募基金管理人及其关联方管理。</p>		管理。
9	总杠杆要求	私募证券投资基金的总资产不得超过该基金净资产的 200%。	资产管理计划的总资产不得超过该计划净资产的 200%, 分级资产管理计划的总资产不得超过该计划净资产的 140%。	私募证券投资基金和私募资产管理计划均需满足总资产不超过净资产 200%的要求。
10	股票投资集中度要求	同一实际控制人控制的私募证券投资基金管理人的自有资金、管理的所有私募证券投资基金、担任投资顾问管理的资产管理产品合计持有单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流通股票的 30%, 中国证监会、基金业协会另有规定的除外。	同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划及公开募集证券投资基金合计持有单一上市公司发行的股票不得超过该上市公司可流通股票的 30%。完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的资产管理计划、公募基金, 以及中国证监会认定的其他投资组合可不受前述比例限制。	相较于私募资产管理计划, 私募证券投资基金计算 30%集中度时包括同一实际控制人控制的私募基金管理人的自有资金和担任投资顾问管理的资产管理产品。
11	债券投资	<p>单只私募证券投资基金投资于同一债券的资金, 不得超过该基金净资产的 10%。私募基金管理人管理的所有私募证券投资基金投资于同一债券的数量, 不得超过该债券存续数量的 10%。</p> <p>单只私募证券投资基金投资于同一发行人</p>	资产管理计划投资于同一发行人及其关联方发行的债券的比例超过其净资产 50%的, 该资产管理计划的总资产不得超过其净资产的 120%。资产管理计划投资于国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券等中国证监会认可的投资品种不受前述规定限制。	(1) 单只私募证券投资基金投资于同一发行人及其关联方发行的债券总额比例不得超过基金净资产的 25%。私募基金管理人管理的所有私募证券投资基金投资于同一发行人及其关联方发行的债券的总数量, 不得超过相关债券存续数量的 25%。

编号	项目	私募证券投资基金	私募资产管理计划	分析解读
		及其关联方发行的债券总额比例不得超过基金净资产的 25%。私募基金管理人管理的所有私募证券投资基金投资于同一发行人及其关联方发行的债券的总数量，不得超过相关债券存续数量的 25%。		(2) 私募资产管理计划投资于同一发行人及其关联方发行的债券的比例超过其净资产 50% 的，该私募资产管理计划的总资产不得超过其净资产的 120%。
12	压力测试	同一实际控制人控制的私募证券基金管理人在最近一年度末合计基金管理规模在 20 亿元以上的，应当持续建立健全流动性风险监测、预警与应急处置、关于预警线与止损线的风险管理制度，每季度至少进行一次压力测试。私募基金管理人应当结合市场状况和自身管理能力制定并持续更新流动性风险应急预案，明确预案触发情景、应急程序与措施等。	<p>证券期货经营机构应当建立健全流动性风险监测、预警与应急处置制度，将私募资产管理业务纳入常态化压力测试机制，压力测试应当至少每季度进行一次。</p> <p>证券期货经营机构应当结合市场状况和自身管理能力制定并持续更新流动性风险应急预案。</p>	证券期货经营机构将私募资产管理业务纳入常态化压力测试机制，压力测试应当每季度至少进行一次。同一实际控制人控制的私募证券基金管理人在最近一年度末合计基金管理规模在 20 亿元以上的，应当每季度至少进行一次压力测试。

三、衍生品交易相关要求之对比

《私募基金运作指引》中明确了对于私募证券投资基金参与衍生品交易的规定，此前中国证券业协会发布的《证券公司收益互换业务管理办法》《关于<证券公司收益互换业务管理办法>保证金管理有关规定的适用意见》系券商一端的规定，而此次《私募基金运作指引》则从投资人（即私募证券投资基金）一端出发，若正式实施，将对私募证券投资基金参与衍生品交易提出更严格的监管要求。

《私募基金运作指引》	《证券公司收益互换业务管理办法》	《关于<证券公司收益互换业务管理办法>保证金管理有关规定的适用意见》中的四条主要规定
第十七条【衍生品交易】 私募证券投资基金开展衍生品交易的，应当以风险	第十三条 产品参与收益互换的，应当为合规设立的非结构化产品；	一、证券公司收益互换业务挂靠标的为股票、窄基股票指数及其产品、信用债的，向单一交易对手方收取的保证金比例不得低于合约名义本金的

《私募基金运作指引》	《证券公司收益互换业务管理办法》	《关于<证券公司收益互换业务管理办法>保证金管理有关规定的适用意见》中的四条主要规定
<p>管理、资产配置为目标，以中国证监会认可的衍生品经营机构为交易对手方，并符合下列要求：</p> <p>（一）参与衍生品交易期间基金净资产不低于5,000万元人民币，但市场波动导致净值变化的除外；</p> <p>（二）向单一交易对手方缴纳的保证金不得超过基金净资产的20%；</p> <p>（三）参与衍生品交易的名义本金合计不得超过基金净资产的200%，基金合同中明确约定参与衍生品交易所缴纳的保证金不超过基金净资产50%的除外；</p> <p>（四）不得将衍生品交易异化为股票、债券等场内标的的杠杆融资工具，不得为基金销售机构向自然人投资者销售特定结构的衍生品提供通道服务，不得为不符合专业交易者标准的投资者提供衍生品交易通道服务。</p>	<p>穿透后的委托人中，单一投资者在产品中权益超过20%的，应当符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定的专业投资者标准。</p> <p>第二十二条 证券公司应当建立收益互换履约保障机制，明确履约保证金的管理程序和标准。</p> <p>第二十三条 证券公司应当根据信用风险、市场风险、流动性风险、交易模式、标的品种等确定合理的初始保证金比例，保证金比例应当符合证监会、协会有关要求，并履行必要的内部审批程序。</p> <p>证券公司应当及时、足额收取初始保证金。</p>	<p>100%，另有规定的除外。</p> <p>二、证券公司向单一交易对手方收取的保证金应当覆盖交易或衍生品风险敞口，且不低于与单一对手方开展的多头或空头名义本金孰高的25%，这主要包括以下四种情形：</p> <p>（1）多头或空头收益互换挂钩股票不少于50只，且单一股票对应的合约名义本金占多方或空方股票对应的合约名义本金的比例不高于5%；</p> <p>（2）多头与空头收益互换挂钩标的的过去一年相关系数不低于80%；</p> <p>（3）多头收益互换名义本金与空头收益互换名义本金的比例不低于80%且不高于120%；</p> <p>（4）证监会、协会规定的其他条件。</p> <p>三、证券公司收益互换业务挂钩其他标的，有对应期货或集中交易品种的，向单一交易对手方收取的保证金比例不得低于同一品种的期货或集中交易品种对应保证金比例；证券公司挂钩宽基股票指数及其产品，无对应期货品种的，向单一交易对手方收取的保证金比例不得低于50%。</p> <p>四、证券公司与同一交易对手方同时开展上述交易的，对应挂钩标的的保证金比例应分别计算，不得通过向交易对手方支付保证金等方式突破保证金管理要求。</p>

《私募基金运作指引》对私募证券投资基金参与衍生品交易提出如下要求：

第一，产品规模。《私募基金运作指引》要求参与衍生品交易期间基金净资产不低于5,000万元人民币，但市场波动导致净值变化的除外。由于目前场外相关规定未要求产品类客户需满足5,000万元人民币，此项规定将对私募证券投资基金参与衍生品交易提出规模要求。

第二，投资比例。《私募基金运作指引》要求向单一交易对手方缴纳的保证金不得超过基金净资产的20%，意味着单只私募证券投资基金需分散投资券商的场外衍生品。

第三，杠杆率。《私募基金运作指引》要求参与衍生品交易的名义本金合计不得超过基金净资产的200%，未就多空产品作出区分性规定。此项虽有“基金合同中明确约定参与衍生品交易所缴纳的保证金不超过基金净资产50%的除外”的但书规定，仍将限制私募证券投资基金在衍生品交易中的杠杆运用。

四、过渡期安排及“新老划断”

对不符合《私募基金运作指引》要求的私募证券投资基金做出如下“新老划断”的过渡期安排，提请基金管理人关注：

1. 不符合《私募基金运作指引》第四条关于“禁止通道业务”要求、第五条关于“募集及存续门槛”要求、第九条关于“投资范围”要求、第二十四条关于“防范利益输送”要求的，不得新增募集规模，不得新增投资者，不得展期，新增投资活动须符合《私募基金运作指引》要求，合同到期后予以清算；
2. 不符合《私募基金运作指引》第十二条至第十四条关于“组合投资”、“禁止多层嵌套”及“总杠杆要求”等要求，第十六条关于“债券投资”要求、第十七条关于“衍生品交易”要求的，自《私募基金运作指引》施行之日起给予十二个月过渡期，在《私募基金运作指引》施行十二个月后仍不符合前述条款投资要求的，不得新增募集规模，不得新增投资者，不得展期，新增投资活动须符合《私募基金运作指引》要求，合同到期后予以清算；
3. 新增投资者应当符合《私募基金运作指引》第八条关于“锁定期安排”的要求；
4. 涉及《私募基金运作指引》要求的基金合同条款发生变更的，变更后的内容应当符合《私募基金运作指引》要求；基金合同存续期限发生变化的，应当按照《私募基金运作指引》要求修改基金合同；无固定存续期限的私募证券投资基金，应当在《私募基金运作指引》施行十二个月内按照《私募基金运作指引》要求及基金业协会规定修改基金合同。

《私募基金运作指引》明确底线要求，针对重点问题予以规范，完善私募证券投资基金运作规则体系，可以预见未来私募证券投资基金和私募资产管理计划将在一定程度上统一规则，我们将持续关注行业实践，就具体合规要求的落地提供相关建议。

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：

毛慧

电话： +86 21 6080 0506

Email: ellen.mao@hankunlaw.com