

## 资管新规解读专题二：资管新规对私募基金的影响

施扬 合伙人 归逸扬 律师



2018-6-21

### 全文

2018年4月27日，为解决近年来中国资产管理行业存在的多层嵌套、刚性兑付、规避金融监管和宏观调控等问题，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《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称“《资管新规》”）。本文将结合资管新规的规定，从法律和实务的角度，分两部分分别探讨《资管新规》对私募基金的适用与影响。

## 一、资管新规对私募基金的适用

### 1、从法律位阶看资管新规的适用

《资管新规》：二、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。

针对私募的现行规定有：《证券投资基金法》（法律）、《私募投资基金监督管理暂行办法》（部门规章）、《私募投资基金管理暂行条例征求意见稿》（正式稿应为行政法规）、《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。

根据《资管新规》第二条规定，私募投资基金首先应当适用私募投资基金专门法律、行政法规；其中没有明确规定的则适用《资管新规》。从该条规定可以看出在《证券投资基金法》和《资管新规》成为目前约束私募投资基金的唯一法律规定，而作为部门规章的《私募投资基金监督管理暂行办法》如与《资管新规》存在冲突的，应以《资管新规》为准。《资管新规》在法律位阶上只属于“其他规范性文件”范畴，其法律位阶低于尚未颁布的作为行政法规的《私募条例》。故未来颁布的《私募条例》作为位阶更高的特别法，将有权作出特别规定。

### 2、私募投资基金是否属于“投资管理产品”

首先需要明确的是，《资管新规》第二条中列举的“金融机构”不包含私募投资基金管理人，则仅适用于“金融机构”的相关条款不适用于私募投资基金管理人。进一步需要关注的问题是《资管新规》中哪些内容适用于私募投资基金，尤其是关于“资产管理产品”的规定是否包含并适用于私募投资基金。对此，《资管新规》第三条对资产管理产品的类别进行了列举，没有明确包含私募投资基金，但是，《资管新规》后文提到“资产管理产品按照募集方式的不同，分为公募产品和私募产品”、“私募资产管理产品的受托机构可以为私募投资基金管理人”等。依据上述表述，我们理解私募投资基金将被纳入“资产管理产品”类别监管，也就是说，涉及“资产管理产品”的条文规定，将约束私募投资基金。

## 二、资管新规对私募基金的具体影响

《资管新规》中部分重要条款对私募投资基金的具体影响如下：

### 1、合格投资者标准变化

《资管新规》：五、资产管理产品的投资者分为不特定社会公众和合格投资者两大类。合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人或者其他组织。

（一）具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于 300 万元，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。（二）最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。（三）金融管理部门视为合格投资者的其他情形。

此前针对私募基金合格投资者的标准主要在《私募投资基金监督管理暂行办法》中规定为：私募基金的合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只私募基金的金额不低于 100 万元且符合下列相关标准的单位和个人：（一）净资产不低于 1000 万元的单位；（二）金融资产不低于 300 万元或者最近三年个人年均收入不低于 50 万元的个人。

根据第一部分所述之《资管新规》适用规定，由于缺少私募投资基金专门法律、行政法规对合格投资者标准的明确规定，私募基金将适用《资管新规》所规定的新合格投资者标准。

## 2、投资范围

《资管新规》：十、私募产品的投资范围由合同约定，可以投资债权类资产、上市或挂牌交易的股票、未上市企业股权（含债转股）和受（收）益权以及符合法律法规规定的其他资产，并严格遵守投资者适当性管理要求。鼓励充分运用私募产品支持市场化、法治化债转股。

《私募投资基金监督管理暂行办法》：私募基金财产的投资包括买卖股票、股权、债券、期货、期权、基金份额及投资合同约定的其他投资标的。

在投资范围方面，《资管新规》新增了“债权类资产”，并对原范围内的部分投资方向概况变化为“受（收）益权”。

## 3、信息披露

《资管新规》：十二、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。

以往，私募产品的信息披露规则由基金业协会制定。我们认为，在《资管新规》发布后，私募产品的信息披露应满足《资管新规》的要求，具体规则仍将适用基金业协会制定的信息披露规则。

## 4、负债比例限制

《资管新规》：二十、资产管理产品应当设定负债比例（总资产/净资产）上限，同类产品适用统一的负债比例上限。每只开放式公募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%，每只封闭式公募产品、每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%。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。

《资管新规》第二十条对私募产品的负债比例进行了限制，旨在控制杠杆比例，其规定每只私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 200%，分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%。

## 5、份额分级

《资管新规》：二十一、公募产品和开放式私募产品不得进行份额分级。

分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的 140%。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）。固定收益类产品的分级比例不得超过 3：1，权益类产品的分级比例不得超过 1：1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过 2：1。发行分级资产管理产品的金融机构应当对该资产管理产品进行自主管理，不得转委托给劣后级投资者。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。

本条所称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。

根据《资管新规》第二十一条对产品分级的规定，我们认为可以概括为三点：

第一，各类型资产管理产品分级比例不得超过限制；

第二，不得将资产管理产品转委托给劣后级投资人管理；

第三，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。

针对目前已设立的私募基金中存在突破该分级比例的结构化安排的，如金融管理部门明确要求在 2020 年底前整改完毕，则在整改过程中可能需要提前清退优先级投资者，进而会对该等投资者造成一定商业利益上损失，因此，对于存量的突破《资管新规》中分级比例限制的私募基金如何进行整改，将是有关各方在整改期限届满前需面对的重大课题。

## 6、多层嵌套

**《资管新规》：二十二、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。**

如上述分析，在私募投资基金被纳入“资产管理产品”监管的情形下，其他资产管理产品嵌套私募投资基金，以及私募投资基金再进行下层基金投资，在架构设计上都会受到该规定的限制。

值得注意的是，如严格理解本条，为了避免多层嵌套，如果 A 私募基金的投资者中存在 B 私募基金（即 FOF 型），则 A 私募基金不得投资任何资管产品（如其他私募基金）。反之，如果 B 私募基金（FOF 型）注意到 A 私募基金的已投资或拟投资范围中有资管产品（如其他私募基金），B 私募基金（FOF 型）也不应投资 A 私募基金。

## 7、准备金计提

《资管新规》：十七、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。风险准备金主要用于弥补因金融机构违法违规、违反资产管理产品协议、操作错误或者技术故障等给资产管理产品财产或者投资者造成的损失。金融机构应当定期将风险准备金的使用情况报告金融管理部门。

截至目前，私募基金管理人就其发行的私募投资基金暂无计提风险准备金或计量风险资本或相应风险资本准备的要求。《资管新规》颁布后，私募投资基金是否建立风险准备金计提或风险资本计量制度值得进一步关注。

## 8、打破刚兑

《资管新规》：十三、金融机构不得为资产管理产品投资的股权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保、回购等代为承担风险的承诺。

《资管新规》进一步明确了私募基金不得承诺保本保收益，必须打破刚性兑付，并在第十九条中明确了刚性兑付的认定标准。

## 9、私募产品的托管

《资管新规》：十四、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。

此前的私募基金监管规定及国务院尚未正式出台的《私募投资基金暂行条例（征求意见稿）》均规定，基金合同约定私募基金不聘请基金托管人进行托管的，应当在基金合同中明确保障基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制。

因此，从现有私募基金的总体监管思路而言，是允许各方在基金合同中约定不进行基金托管的。但基于《资管新规》的规定，基金托管似乎是必须的，其中的衔接性问题亦需进一步明确。

## 10、期限错配

《资管新规》：十五、金融机构应当合理确定资产管理产品所投资资产的期限，加强对期限错配的流动性风险管理，金融监督管理部门应当制定流动性风险管

理规定。

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。

综上所述，《资管新规》以“指导意见”的形式制定了资产管理行业的指导原则，此后各金融监管部门将据此制定各相关细则。对于私募投资基金而言，《资管新规》中的部分条款具体如何适用，以及如何与私募投资基金现行规定及规则进行衔接等问题，仍有待《私募投资基金管理暂行条例》的颁布以及证监会、基金业协会在资管新规后进一步制定细则予以规定。