

资管新规解读专题三：资管新规对公募基金的影响



施扬 合伙人 张婧婷 律师

2018-06-26

全文

自中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局于 2018 年 4 月 27 日联合公布了《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》或新规”), 资管行业进入新时代。本文挑选《资管新规》中涉及公募基金的重点条文部分, 分析其对公募基金行业的影响。

一、产品分类

《资管新规》: 四、资产管理产品按照投资性质的不同, 分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。固定收益类产品投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于 80%, 权益类产品投资于股票、未上市企业股权等权益类资产的比例不低于 80%, 商品及金融衍生品类产品投资于商品及金融衍生品的比例不低于 80%, 混合类产品投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类产品标准。

此条规定按照投资性质将资管产品分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品, 这种分类方式与现行的一般方式存在一定差异, 因此可能涉及到基金合同修改的问题。

按照《公开募集证券投资基金运作管理办法》(以下简称“《公开运作办法》”或“办法”) 公募基金的类别分为股票基金、债券基金、货币市场基金、基金中基金和混合基金。虽名称有所区别, 但对比具体投资产品的类别与限额, 两部规定对于各类产品 80%的比例限制几乎一致。债权基金对应固定收益类产品, 股票基金对应权益类产品, 货币市场基金可归于固定收益类产品, 基金中基金

根据其投资资产性质的类别不同分别对应不同类别产品。需要注意的是《资管新规》对于混合类产品明确规定投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例不能超过 80%的标准。

二、投资未上市企业股权

《资管新规》：十、公募产品主要投资标准化债权类资产以及上市交易的股票，除法律法规和金融管理部门另有规定外，不得投资未上市企业股权。公募产品可以投资商品及金融衍生品，但应当符合法律法规以及金融管理部门的相关规定。

即新规实施后公募基金需经审批才能投资未上市股权，曾在行业内引发热议的嘉实元和封闭式基金等此类创新形式至新规发布之后应无法继续发展。

另该条曾于征求意见稿阶段规定“现阶段，银行的公募产品以固定收益类产品为主。如发行权益类产品和其他产品，须经银行业监管部门批准。”该条款间接认可银行向不特定投资者发行理财产品视为公募基金产品，且应以固定收益类产品为主。然在正式发布的《资管新规》中未单独提到银行产品，从此条款之调整可看出，商业银行发行公募产品与基金公司发行公募产品将在投资产品类型上没有差别，商业银行至此可能会更加深入到公募基金行业之中，短期内商业银行的强势介入可能会对基金公司造成一定竞争冲击。

三、投资者集中度

《资管新规》：十六、金融机构应当控制资产管理产品所投资资产的集中度：

（一）单只公募资产管理产品投资单只证券或者单只证券投资基金的市值不得超过该资产管理产品净资产的 10%。

（二）同一金融机构发行的全部公募资产管理产品投资单只证券或者单只证券投资基金的市值不得超过该证券市值或者证券投资基金市值的 30%。其中，同一金融机构全部开放式公募资产管理产品投资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 15%。

（三）同一金融机构全部资产管理产品投资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%。

关于投资比例的规定，《资管新规》此条与《公开运作办法》“双十”规定相比较，第一项单只公募资产管理产品投资单只证券或者单只证券投资基金的市值不得超过该资产管理产品净资产的 10%的规定，未区分基金中基金(FOF)持有基金的比例，即对于 FOF 来说其持有单只基金的比例限制由 20%降到 10%；第二、三项则是参照了公募基金行业 2017 年 10 月开始施行的《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》第十五条的规定。

四、市值计价

《资管新规》：十八、金融资产坚持公允价值计量原则，鼓励使用市值计量。符合以下条件之一的，可按照企业会计准则以摊余成本进行计量：

（一）资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产以收取合同现金流量为目的并持有到期。

（二）资产管理产品为封闭式产品，且所投金融资产暂不具备活跃交易市场，或者在活跃市场中没有报价、也不能采用估值技术可靠计量公允价值。

金融机构以摊余成本计量金融资产净值，应当采用适当的风险控制手段，对金融资产净值的公允性进行评估。当以摊余成本计量已不能真实公允反映金融资产净值时，托管机构应当督促金融机构调整会计核算和估值方法。金融机构前期以摊余成本计量的金融资产的加权平均价格与资产管理产品实际兑付时金融资产的价值偏离度不得达到 5%或以上，如果偏离 5%或以上的产品数超过所发行产品总数的 5%，金融机构不得再发行以摊余成本计量金融资产的资产管理产品。

目前资管行业普遍运用摊余成本法计量金融资产净值，而在该种计价方式下，投资者往往无法意识到风险，各种行业乱象也滋生而出。《资管新规》明确指出仅在符合条件的两种情况下可以摊余成本进行净值计量，此条款的规定对于存量及未来新注册的开放式基金产生不小影响。

新规发布，开放式基金产品若欲使用摊余成本法估价可能无法再通过注册，对于存量的开放式货币基金来说，若被纳入整改范畴，如不想改变计价方式，是否能够将基金产品成功转变为符合条件的封闭式产品，以上问题有待应对解决。

五、刚性兑付

《资管新规》：十九、经金融管理部门认定，存在以下行为的视为刚性兑付：

（一）资产管理产品的发行人或者管理人违反真实公允确定净值原则，对产品进行保本保收益。

（二）采取滚动发行等方式，使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现产品保本保收益。

（三）资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时，发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付。

（四）金融管理部门认定的其他情形。

经认定存在刚性兑付行为的，区分以下两类机构进行惩处：（明确了罚则）

（一）存款类金融机构发生刚性兑付的，认定为利用具有存款本质特征的资产管理产品进行监管套利，由国务院银行保险监督管理机构和中国人民银行按照存款业务予以规范，足额补缴存款准备金和存款保险保费，并予以行政处罚。

（二）非存款类持牌金融机构发生刚性兑付的，认定为违规经营，由金融监督管理部门和中国人民银行依法纠正并予以处罚。

任何单位和个人发现金融机构存在刚性兑付行为的，可以向金融管理部门举报，查证属实且举报内容未被相关部门掌握的，给予适当奖励。

外部审计机构在对金融机构进行审计时，如果发现金融机构存在刚性兑付行为的，应当及时报告金融管理部门。外部审计机构在审计过程中未能勤勉尽责，依法追究相应责任或依法依规给予行政处罚，并将相关信息纳入全国信用信息共享平台，建立联合惩戒机制。

此条规定明确指出了应被视为刚性兑付的行为，主要包括违反净值确定原则对产品进行保本保收益、采取滚动发行等方式实现产品保本保收益、自行筹

集资金偿付或委托其他机构代偿等情形，并对不同的主体均予以确定了具体的罚则。

公募基金行业一直以来发生刚性兑付的情形不在多数，但实践中存在着一些本被允许的行为在新规出台之后可能被定性为应受到处罚的刚性兑付行为。而当资管产品真切出现不能如期兑付或者兑付困难之时，资产管理人又不能通过自有资金进行弥补，是否更易激化投资人的不良情绪而引起更为严重的群体性事件。在面对前述情形及严厉的监管处罚之下，资产管理人应如何抉择，能否真正实现“卖者尽责、买者自负”的原则，让投资者在时刻清楚知悉风险的情况下自担风险。

六、负债比例

《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。

金融机构不得以受托管理的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆。

此条款对公募产品的负债比例进行了限制，规定开放式公募产品的总资产不得超过产品净资产的 140%，封闭式公募产品的总资产不得超过产品净资产的 200%，同时新规禁止以非自有资金投资、禁止份额质押等形式加大杠杆。

七、产品分级

《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。

《资管新规》对公募基金的一大重要影响体现在明令禁止公募产品进行份额分级。对公募基金产品来说，分级产品近年来一直处于高速发展阶段，新规的发布直接限制了公募基金重新再发行分级产品的可能。另外关于公募产品中的存量产品，分级产品占相当大的比重，对于这部分产品的处理是目前公募基金行业亟待解决之事。新规对于过渡期内的要求是发行新产品应当符合新规的规定，为接续存量产品所投资的未到期资产，为维持必要的流动性和市场稳定，可发行老产品对接，但规模不能增长，过渡期后，所有资管产品均应按照新规进行全面规范，不得再发行或存续违反新规规定的资管产品。

有鉴于此，存量的分级产品在过渡期结束后，大概率将面临转型或强制清盘可能，分级产品将成为历史。

八、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。

此条关于禁止多层嵌套的规定，豁免了公募 FOF 即公募 FOF 仍属一级资产，在此种状况下，利用公募 FOF 提供大类资产配置和多策略配置的收益，取得一定优势获取更大市场。

九、结语

《资管新规》作为一部覆盖全面的纲领性文件，如同其二十九条所述金融监督管理部门将在新规框架内研究制定配套细则，具体实施细则出台之后资管行业还将进行更为深入的整改实施。

不可否认《资管新规》对未来资管行业的发展，将会带来更多积极的变化。新规出台后，指导思想、业务规则的明确，标志着我国资管行业也进入统一监管时代。公募基金行业在新规的引导之下也将进入大资管统一监管、充分竞争

的市场环境，若够好好把握住这次的机遇，公募基金行业将迎来全新大发展阶段。