

证监会《资管细则》修订重点解读

作者：张凯南 杨雨格 雷君婷 李沛好

为了引导证券期货经营机构私募资管业务提升服务实体经济质效，加大对科技创新、中小微企业等领域的支持力度，防范化解金融风险，中国证券监督管理委员会（“**证监会**”）对2018年《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》（“**旧《管理办法》**”）及配套规则《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（“**旧《运作规定》**”，与旧《管理办法》合称“**旧规**”或“**旧《资管细则》**”）进行了修订，继2020年10月发布征求意见稿后，于2023年1月13日，正式发布了修订后的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》（“**新《管理办法》**”）及配套规则《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（“**新《运作规定》**”，与新《管理办法》合称“**新规**”或“**新《资管细则》**”）。证券期货经营机构（包括证券公司、基金管理公司、期货公司及前述机构依法设立的从事私募资产管理业务的子公司）在中华人民共和国境内设立私募资管计划进行投资活动的，应适用《资管细则》。证券期货经营机构设立特定目的公司或者合伙企业从事私募资管业务的，参照适用《资管细则》。新规将于2023年3月1日起施行。

新《资管细则》在旧《资管细则》基础上，采纳征求意见稿部分内容，结合引导资本投向实体经济的市场诉求做出了诸多调整，本文将就其中修订重点进行解读，供业界参考。



目录

一、明确私募资管计划以信托原理为基础

二、明确监管原则和导向：实施差异化监管；支持证券公司设立私募资管子公司；证券公司、基金管理公司可以设立私募投资基金管理子公司

三、放宽部分监管要求，进一步提升产品投资运作灵活度

- （一）员工持股计划豁免穿透计算员工人数
- （二）取消集合资管计划募集后验资要求
- （三）删除资管计划完成备案前不得开展投资活动的要求
- （四）豁免创投基金、政府出资产业基金嵌套限制
- （五）放宽集合资管计划货币资金分配要求
- （六）简化备案报告要求，减少多头报送
- （七）封闭式资管计划分期缴付条件放宽
- （八）封闭式资管计划扩募条件修改
- （九）管理人自有资金参与投资条件修改
- （十）豁免私募股权、并购资管计划投资集中度限制
- （十一）非标投资私募业务限制
- （十二）允许私募股权资管计划通过SPV投资
- （十三）允许私募股权资管计划列支成立前合理费用

四、加强特定事项监管，完善风险防控制度安排

- （一）禁止为违规持有金融机构股权提供便利
- （二）限制及加强对关联交易的监管要求

- （三）明确风险事件具体情形，加强风险防控管理
- （四）防堵结构化发债行为
- （五）管理人仅可在分红、投资者退出或清算时提取业绩报酬

五、过渡期安排



一、明确私募资管计划以信托原理为基础



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

私募资管计划的法律关系属性一直是学界争论的话题之一。2018年旧规对信义义务的强调体现了将各资管行业统一到信托关系的倾向，监管也在相关答记者问中明确表示“《资管细则》依法明确各类私募资管产品均依据信托法律关系设立”，新规更是首次正式明确资管计划财产的性质为“信托财产”，明确了资管计划以信托原理为基础，并且在新规中，对“委托”等带有法律关系判断的表述进行了统一调整，更改为“出资”“参与”或“受托”等中立表述。这也意味着资管计划财产的独立性得到进一步明确，证券期货经营机构的信义义务进一步加强，应更注意勤勉尽责，坚持客户利益至上，履行各项主动管理职责。



二、明确监管原则和导向：实施差异化监管；支持证券公司设立私募资管子公司；证券公司、基金管理公司可以设立私募投资基金管理子公司



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

新《管理办法》在旧《管理办法》的基础上，扩大了审慎监管、差异化监管原则的适用范围，明确对所有证券期货经营机构基于审慎监管原则，对其私募资管业务规模、结构、子公司设立等实施差异化监管。新《管理办法》也进一步明确对证券公司及期货公司、公募基金公司提出了不同的监管导向，对于证券公司，明确将有序推动符合要求的证券公司规范发展私募资管业务，而对于期货公司及公募基金公司，则要求该等主体应当以期货业务、公募基金管理业务为主业，基于专业优势和服务能力，规范审慎发展私募资管业务。

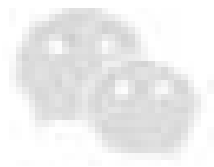
该等做法体现了《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》（“**41号文**”）及《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》（“**《管理人办法》**”）中强调的支持差异化发展及分类监管原则。根据41号文，监管强调支持基金管理公司在做优做强公募基金主业的基础上差异化发展，并将优化基金管理人分类评价制度，完善基金管理公司及子公司风险画像与分类监管机制，进一步强化扶优限劣。《管理人办法》也要求公募基金公司设立子公司或者分公司等证监会规定形式的分支机构应在合理审慎构建和完善经营管理组织机构，充分评估并履行必要的决策程序的基础上，并进一步强调了监管机构可以根据监管需要，建立公募基金管理人、基金管理公司子公司的风控指标监控体系和监管综合评价体系，实施分类监管。

此外，为防范利益冲突，加强风险隔离，新规规定支持符合条件的证券公司设立子公司从事私募资管业务，且遵守审慎经营原则，并符合规定条件的证券公司、基金管理公司，可以设立私募投资基金管理子公司开展私募股权投资业务。



三、放宽部分监管要求，进一步提升产品投资运作灵活性

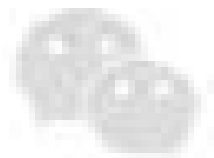
（一）员工持股计划豁免穿透计算员工人数



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

《证券法》第9条规定，“有下列情形之一的，为公开发行：（二）向特定对象发行证券累计超过二百人，但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内”，据此，新规在《证券法》规定的基础上，明确对于符合条件的员工持股计划，不穿透计算员工人数。该等做法将有利于员工持股计划的发展，并进一步提升了产品投资运作灵活度。不过，新规未明确符合何种条件的员工持股计划可以豁免穿透计算员工人数，尚待监管后续细化规定。

（二）取消集合资管计划募集后验资要求



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

相较于旧规，新《管理办法》取消了集合资管计划募集后验资要求，证券期货经营机构在集合资管计划的募集金额缴足后，无需再委托会计师事务所进行验资并出具验资报告，有助于减轻证券期货经营机构设立集合资管计划的成本，并压缩设立及对外投资时间。

（三）删除资管计划完成备案前不得开展投资活动的要求



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

相较于旧规，新规删除了资管计划完成备案前不得开展投资活动的规定，进一步提升了私募资管计划投资运作的灵活度，不过实操中是否完全放开该等限制仍有待观察，例如基协目前仍要求私募基金备案完成前除以现金管理为目的外，基金不得对外投资。

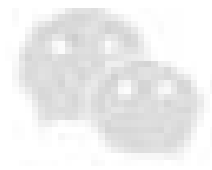
（四）豁免创投基金、政府出资产业基金嵌套限制



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

为推动实体经济发展，发改委、中国人民银行、财政部、银保监会、证监会以及外汇局于2019年10月19日联合发布并实施了《关于进一步明确规范金融机构资管产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》，明确对于符合通知规定要求的创投基金和政府出资产业投资基金接受资管产品及其他私募投资基金投资时，两类基金不视为一层资管产品。新《管理办法》延续了前述通知对创投基金和政府出资产业投资基金的嵌套限制豁免，规定证监会对创投基金、政府出资产业投资基金等另有规定的，不受新规关于再投资其他资管产品的限制。

（五）放宽集合资管计划货币资金分配要求



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

新规在旧规基础上放宽了对集合资管计划以货币资金形式分配的要求，调整为“原则上”以货币资金形式分配，过往项目中，有时会遇到集合资管计划到期或退出时无法实现完全变现，新规为集合资管计划现状分配预留了空间。

（六）简化备案报告要求，减少多头报送

为落实“放管服”要求，新规进一步简化了备案报告事项，减少多头报送，减轻了证券期货经营机构的合规负担，主要如下：

1. 以下事项不再要求向证监会派出机构及协会双头报送，或向证监会、其派出机构及协会三头报送，仅要求向证监会派出机构报送：（1）管理人的投资或清算指令违规或违约；（2）资管计划投资比例因特殊事由未能在规定时间内完成调整；（3）向投资者提供的信息披露文件；（4）资管计划因特殊原因延期清算；（5）以资管计划资产从事关联交易；（6）分管私募资管业务的高级管理人员、私募资管业务部门负责人以及投资经理的离任审查报告；（7）销售机构和投资顾问存在违法违规行为；（8）私募资管业务管理季度报告、年度报告及托管年度报告；（9）私募资管业务违规或违约；（10）出现重大风险事件；（11）管理人及其子公司自有资金参与集合资管计划；（12）管理人非标债权投资比例被动超标；（13）管理人关联方参与管理人设立的资管计划。
2. 以下事项不再要求向协会报送的同时抄送/报送证监会派出机构或证监会及其派出机构，而仅要求向协会报送：（1）资管计划成立；（2）资管合同变更；（3）资管计划终止；（4）资管计划清算；（5）资管计划的持续募集情况等信息。
3. 不再要求将年度审计结果报送证监会、其派出机构及协会。

（七）封闭式资管计划分期缴付条件放宽



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

新《运作规定》第5条结合了旧《运作规定》及《解答三》的要求，统一规定了封闭式单一及封闭式集合资管计划的分期缴付条件并有所放宽，取消了自资管计划成立之日起3年内缴付全部资金限制。对于私募股权资管计划而言，这一调整可满足其分期、分步投入的合理需求。

对于《解答三》中规定的其他分期缴付条件，如投资者原则上同比例出资或说明特殊估值安排、向投资者解释分期缴付相关风险，新《运作规定》未作明确。但出于平等对待投资者及充分揭示风险的原则，上述两项要求仍建议适用。

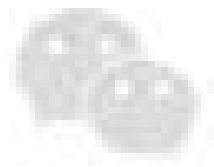
（八）封闭式资管计划扩募条件修改



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

新《运作规定》第6条删除了《解答三》中的部分扩募条件，包括资管计划运作满一年且业绩良好、每次扩募间隔不少于一年，增加了募集的灵活性，但第（三）款的增加不排除协会未来可能对扩募规模、频率提出进一步要求（例如目前基协要求的扩募规模不超过基金备案时认缴出资额的3倍）；同时也在要求取得全体投资者同意基础上增加要求托管人同意，并要求合理估值、不存在通过扩大规模向新投资者转移风险、亏损或输送利益的情形，充分保护原有投资人的利益。值得注意的是，新《运作规定》与原《解答三》允许扩募的资管计划范围不同，新《运作规定》的范围既包括单一式也包括集合式，但投资种类仅限于未上市公司股权，其他封闭式资管计划的扩募仍缺乏依据。

（九）管理人自有资金参与投资条件修改



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

新《运作规定》第10条取消了原《运作规定》对于管理人自有资金参与单个资管计划的20%比例限制，满足管理人跟投需要，也更符合目前行业实践情况，但仍保留了管理人及其子公司自有资金投资单个计划资管计划共50%的比例限制，同时增加要求管理人自有资金参与及退出取得全体投资者及托管人同意。

（十）豁免私募股权、并购资管计划投资集中度限制



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

新《运作规定》第15条新增规定私募股权集合资管计划及并购集合资管计划不受25%投资集中度限制，为其开展“投早”“投小”的创业投资以及并购投资打开空间。

（十一）非标投资私募业务限制



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

新《运作规定》第17条对证券公司及期货公司的非标投资私募业务做出了调整。对于证券公司，新《运作规定》明确私募股权投资业务应通过私募子公司等进行。对于期货公司而言，新《运作规定》从原先规定期货公司及其子公司不得从事非标投资私募业务，放宽至允许近两期分类评价为A类AA级的期货公司及其子公司设立非标投资资管计划。

（十二）允许私募股权资管计划通过SPV投资

出于隔离风险、便利投资退出等目的，私募股权资管计划可能存在通过SPV投资的需求。新《运作规定》第22条新增允许资管计划通过SPV投资于标的股权，但该SPV应当直接投资于标的股权，不能承担募资功能，不得收取管理费、业绩报酬。

（十三）非标投资私募业务限制

新《运作规定》第40条在原有不得在计划资产中列支资管计划成立前费用规定的基础上，将私募股权资管计划聘请专业服务机构等事项支出的合理费用作为例外。意味着在资管计划成立前对标的项目进行法律、财务尽调的费用，可以由资管计划承担。但应注意在资管合同中明确并充分披露信息。



四、加强特定事项监管，完善风险防控制度安排

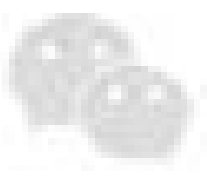
（一）禁止为违规持有金融机构股权提供便利



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

在旧规基础上，新规增加规定明确禁止证券期货经营机构、托管人、投资顾问及相关从业人员违规为本人或他人违规持有金融机构股权提供便利，更进一步要求证券期货经营机构等在进行投资行为时应加强履行管理职责，不得违规提供通道服务。

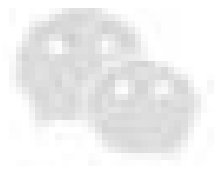
（二）限制及加强对关联交易的监管要求



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

相较于旧规，新规明确禁止证券期货经营机构、托管人、投资顾问及相关从业人员违规为本机构及其控股股东、实际控制人或者其他关联方提供融资，并删除了对关联交易的重大性限制，要求只要证券期货经营机构以资管计划资产从事关联交易的，应当事先取得投资者的同意，事后及时告知投资者和托管人，并向监管机构进行报告，更进一步加强了对关联交易的监管要求。

（三）明确风险事件具体情形，加强风险防控管理



此图片来自微信公众平台
未经允许不可引用

新规在旧规基础上调整了对风险事件具体指向的表述，删除“负面舆论、群体性事件”，新增“投资标的重大违约”作为风险事件。实操中，对于“负面舆论”“群体性事件”的把握标准不一，新规该等调整进一步明确了对风险事件的判断标准，有利于证券期货经营机构做好风险防控。

（四）防堵结构化发债行为

为防堵结构化发债行为，新《运作规定》第29条新增要求资管计划投资单一债券（国债等政府性债券除外）占比超过50%的，杠杆比例不得超过120%，较《管理办法》中规定的杠杆比例（即资管计划200%，分级资管计划140%）更加严格；同时，新《运作规定》第十九条也新增资管计划参加逆回购交易需加强流动性风险和交易对手风险的管理，包括合理分散风险，对交易对手穿透尽调等。

（五）管理人仅可在分红、投资者退出或清算时提取业绩报酬

新《运作规定》第41条再次强调业绩报酬应计入管理费，与《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》规定一致，且业绩报酬必须从分红资金、退出资金或清算资金中提取。此外，仅可在分红、投资者退出或清算时提取业绩报酬，也使得定期提取业绩报酬的模式不再可行。

证券期货经营机构
从业人员执业行为
自律公约

五、过渡期安排

新《管理办法》第82条明确了“新老划断”安排及整改安排，对于在新规施行前不符合新规要求的存量资管计划，要求合同到期前不得新增净参与规模，合同到期后不得续期，并要求证券期货经营机构应当按照证监会的要求制定整改计划，明确时间进度安排，有序压缩不符合新规规定的资管计划规模，确保按期全面规范其管理的全部资管计划。

