

资管新规

格局 · 细节 · 操作

金杜律师事务所

胡喆 · 陈府申

格局篇

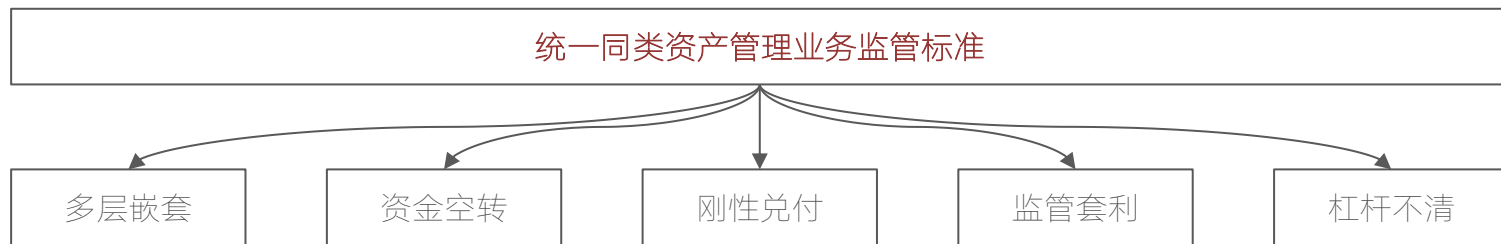


格局

问题

近年来，我国资产管理业务快速发展，在满足居民和企业投融资需求、改善社会融资结构等方面发挥了积极作用，但也存在部分业务发展不规范、**多层嵌套**、**刚性兑付**、**规避金融监管**和**宏观调控**等问题。按照党中央、国务院决策部署，为规范金融机构资产管理业务，**统一同类资产管理产品监管标准**，有效防控金融风险，**引导社会资金流向实体经济**，更好地支持经济结构调整和转型升级，经国务院同意，现提出以下意见

（四）坚持有的放矢的问题导向。重点针对资产管理业务的**多层嵌套**、**杠杆不清**、**套利严重**、**投机频繁**等问题，**设定统一的标准规制**，同时对金融创新坚持趋利避害、一分为二，留出发展空间。



格局

原则

部分原则被直接规定

“二十七、对资产管理业务实施监管遵循以下原则：

（一）**机构监管与功能监管相结合，按照产品类型而不是机构类型实施功能监管**，同一类型的资产管理产品适用同一监管标准，减少监管真空和套利。

（二）实行**穿透式监管**，对于多层嵌套资产管理产品，**向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产**（公募基金证券投资基金除外）。

（三）强化宏观审慎管理，建立资产管理业务的宏观审慎政策框架，完善政策工具，从宏观、逆周期、跨市场的角度加强监测、评估和调节。

（四）实现实时监管，对资产管理产品的发行销售、投资、兑付等各环节进行全面动态监管，建立综合统计制度。”

将影响对于新规全文和整个资产管理行业的其他相关法规文件的解释、理解与适用

部分法理原则被吸收

“二、资产管理业务是指银行、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金融机构接受投资者**委托**，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。金融机构为委托人利益履行**诚实信用、勤勉尽责***义务并收取相应的管理费用，委托人自担投资风险并获得收益。金融机构可以与委托人在合同中事先约定收取合理的业绩报酬，业绩报酬计入管理费，须与产品一一对应并逐个结算，不同产品之间不得相互串用。”

私募基金适用私募基金专门法律、行政法规，私募基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用本意见，创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定。

将通过新规中的具体机制进行落实

*“诚实信用”一词本次新增，符合民商事领域的一般法律原则，下文的条款对于“诚实信用、勤勉尽责”也会进一步展开，例如信息披露义务就是“诚实信用”原则的体现，代为诉讼制度就是“勤勉尽责”原则的具体体现。

部分条款运用原则性的表达方式

“二、出现兑付困难时，金融机构不得以**任何形式**垫资兑付。金融机构不得在表内开展资产管理业务。”

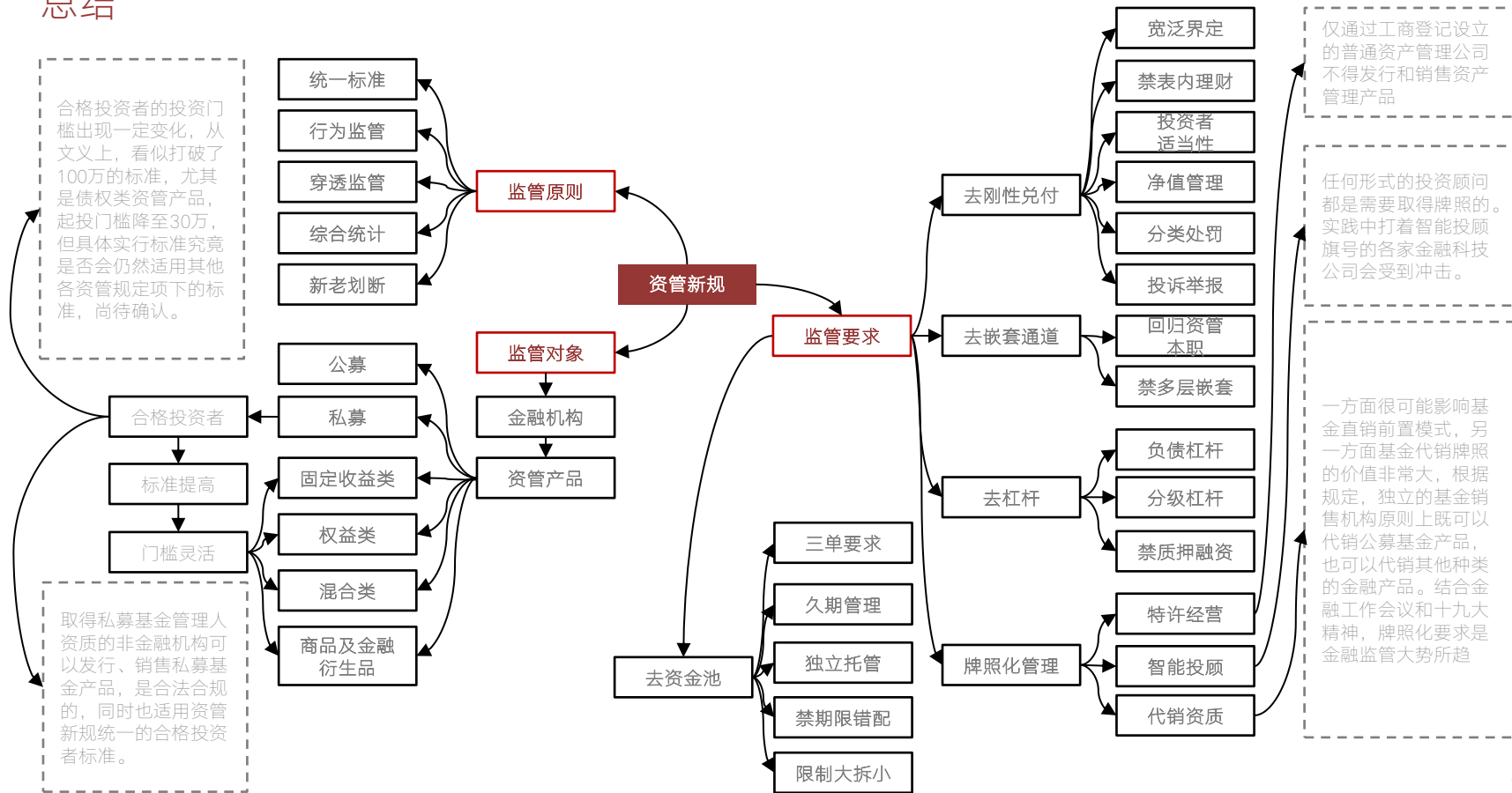
“十二、金融机构应当向投资者**主动、真实、准确、完整、及时**披露资产管理产品募集信息、资金投向、杠杆水平、收益分配、托管安排、投资账户信息和主要投资风险等内容。国家法律法规另有规定的，从其规定。”

“十三、金融机构不得为资产管理产品投资的非标准化债权类资产或者股权类资产提供**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。”

“二十二、金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供**规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务**。”

将大大减少该种安排项下的限缩解释和规避操作的可能性

总结



细节篇



细节

界定

二、资产管理业务是指银行、**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金融机构接受投资者**委托**，对受托的投资者财产进行投资和管理的金融服务。金融机构为委托人利益履行**诚实信用、勤勉尽责义务**并收取相应的管理费用，委托人自担投资风险并获得收益……

资产管理业务是金融机构的表外业务，金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益。出现兑付困难时，金融机构**不得以任何形式垫资兑付**。金融机构不得在表内开展资产管理业务。

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，创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定。

三、资产管理产品包括但不限于**人民币或外币形式**的银行非保本理财产品，**资金信托**，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构、金融资产投资公司发行的资产管理产品等。依据金融管理部门颁布规则开展的**资产证券化业务**，依据人力资源社会保障部门颁布规则发行的**养老金产品**，不适用本意见。

- 资管新规并未意图对资产管理业务的定性做一统的定义，没有在法律关系的界定上展开详细的区分。
- 该条确认了资管产品不得进行刚性兑付的原则性要求，任何形式的垫资兑付都被禁止。
- 币种为本次新增，保证监管不留任何死角，外币产品同样遵循统一监管标准。
- 相较于可以开展资产管理业务开展的主体，资产管理产品的列举缺少了财产权信托与私募投资基金，所以上述产品应当根据具体情形分别讨论。

细节

分类与适用

产品		投资要求			
募集方式	产品/资产	负债杠杆	分级杠杆	合格投资者	集中度
	公募产品 (不特定对象)	开放式:总资产/净资产 $\leq 140\%$ 封闭式:总资产/净资产 $\leq 200\%$	不得进行分级的产品: 公募; 开放式私募; 标准化资产超过50%私募	统一标准: 个人:有2年+投资经历, 且满足条件之一: • 家庭金融资产 ≥ 300 万, 家庭金融资产 ≥ 500 万;或 • 近3年年均收入 ≥ 40 万 法人:最近一年末净资产 ≥ 1000 万	单只公募产品投单只证券/证券投资基金的市值 \leq 该资管产品净资产10% 单一机构全部公募产品投单只证券/证券投资基金的市值 \leq 该证券/证券投资基金30% 单一机构全部开放式公募产品投单一公司股票 \leq 该公司流通股15%
	私募产品 (合格投资者)	总资产/净资产 $\leq 200\%$	分级私募: 总资产/净资产 $\leq 140\%$		单一机构全部资管产品投单一公司股票 \leq 该公司流通股30%
投资性质	固定收益类	/	优先:劣后 $\leq 3:1$	单产品投资 ≥ 30 万	/
	权益类	/	优先:劣后 $\leq 1:1$	单产品投资 ≥ 100 万	/
	商票及金融衍生品	/	优先:劣后 $\leq 2:1$	单产品投资 ≥ 100 万	/
	混合类	/		单产品投资 ≥ 40 万	/

细节

资金端 - 投资门槛

五、合格投资者投资于单只固定收益类产品的金额**不低于30万元**，投资于单只混合类产品的金额**不低于40万元**，投资于单只权益类产品、单只商品及金融衍生品类产品的金额不低于100万元。

投资者不得使用贷款、发行债券等筹集的**非自有资金投资资产管理产品**。

- 合格投资者的门槛出现了颠覆性的变化，打破了100万的标准，尤其是固收类资管产品，起投资金额门槛降至30万。
- 该等标准与现有其他资管产品合格投资者标准的关系，是优先-特别的关系，还是将统一门槛的关系？
- 通过债务性融资取得的资金不得用于投资资产管理产品。

细节

管理人职责

八、金融机构应当履行以下管理人职责：

...

（九）以管理人名义，代表投资者利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为。

（十）在兑付受托资金及收益时，金融机构应当保证受托资金及收益返回委托人的原账户、同名账户或者合同约定的受益人账户。

...

金融机构未按照诚实信用、勤勉尽责原则切实履行受托管理职责，造成投资者损失的，应当依法向投资者承担赔偿责任。

- 明确了诉讼方式，即以管理人名义起诉。
- 资金流原路返回和契约必守是本次新增的内容，从保障交易资金安全的角度明确了管理人的职责。
- 对金融机构作为管理人的诚实信用、勤勉义务作了细化，是禁止通道业务监管原则的体现，各家机构也需要相应地起草或者修订法律文件。
- 原状分配的机制是否会受到挑战？

细节

资金端 - 销售要求

九、金融机构代理销售其他金融机构发行的资产管理产品，应当符合金融监督管理部门规定的**资质条件**。未经金融监督管理部门许可，**任何非金融机构和个人**不得代理销售资产管理产品。

金融机构代理销售资产管理产品，应当建立相应的内部审批和风险控制程序，对发行或者管理机构的信用状况、经营管理能力、市场投资能力、风险处置能力**等开展尽职调查**，要求发行或者管理机构提供详细的产品介绍、相关市场分析和风险收益测算报告，进行充分的信息验证和风险审查，确保代理销售的产品符合本意见规定并承担相应责任。

- 强调非金融机构和个人不得代销资产管理产品，与96号文(《关于做好通过互联网开展资产管理及跨界从事金融业务风险专项整治清理整顿工作的通知》)、29号文(《关于加大通过互联网开展资产管理业务整治力度及开展验收工作的通知》)等相互印证了监管对于资管产品、互联网金融产品销售资格牌照化的决心，明确了代销资质牌照化要求。
- 因此基金代销牌照的价值仍然很大，独立的基金销售机构原则上既可以代销公募基金产品，也可以代销其他种类的金融产品。不过基金代销牌照的批准权限已经从地方收归证监会，从我们了解到情况看，目前仍然暂停发放。
- 将一部分的尽职调查责任也带到了代销方，使得直接面对资金端的节点在整个资产管理环节中做到人人有责，环环相扣。

细节

资产端 - 投资范围

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。

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。**

- 私募产品的投资范围比起征求意见稿多了兜底性描述，更加宽泛且定性清晰，符合市场实践。
- 需要注意的是，征求意见稿的原文为：“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，但用于支持市场化、法治化债转股的产品除外”原规定中划分各自市场的限制被打破，未来银行理财和公募证券投资基金的竞争冲突明显。
- 根据新规，私募投资基金未来也能开展债转股业务，既可以去杠杆，也会给金融市场带来新的操作可能行，当然前提是“市场化”、“法治化”，这两个词语不是标准的法律用语，我们认为应该是监管部门在给以后产品发行中的自由裁量权做铺垫。
- 私募基金开展债转股业务是对《商业银行新设债转股实施机构管理办法(征求意见稿)》“依法依规面向合格社会投资者募集资金用于实施债转股”的回应。

细节

资产端 - 标与非标

十一、资产管理产品进行投资应当符合以下规定：

（一）标准化债权类资产应当同时符合以下条件：

1. 等分化，可交易。
2. 信息披露充分。
3. 集中登记，独立托管。
4. 公允定价，流动性机制完善。

5. 在银行间市场、证券交易所市场等经国务院同意设立的交易市场交易。

标准化债权类资产的具体认定规则由中国人民银行会同金融监督管理部门另行制定。

标准化债权类资产之外的债权类资产**均为非标准化债权类资产**。金融机构发行资产管理产品投资于非标准化债权类资产的，应当遵守金融监督管理部门制定的**有关限额管理、流动性管理等监管标准**。金融监督管理部门未制定相关监管标准的，由中国人民银行督促根据本意见要求制定监管标准并予以执行。

- 继2013年8号文之后重新对于标与非标进行了定义。本条的五个条件也是正式稿中新增的内容。之前8号文对于非标资产予以规定，但是又规定通过银登中心登记的产品不纳入非标统计，所以市场上才会出现“非非标”这样的概念。
- 本次资管新规正式稿立法技术高超，从正面新增标准化资产的五个条件，剩余的都称为非标，彻底扼杀“非非标”的概念，排除了非非标的套利空间。
- 从这五个条件来看，我们倾向于认为只有银行间市场、证券交易所市场、保交所的产品属于标准化债权类资产。
- 之后，如何认定银登中心挂牌的产品、中证报价系统挂牌的产品、北金所债权融资计划、私募ABS等产品，仍然亟待监管明确。

细节

资产端 - 信贷资产

十一、金融机构不得将资产管理产品资金**直接投资**于商业银行**信贷资产**。商业银行**信贷资产受（收）益权**的投资限制由金融管理部门另行制定。

- 102号文即禁止银行理财直接购买信贷资产，并对信贷资产转让作出较严规定（如真实转让、洁净转让、资本计提和风险加权资产计量的无缝衔接、与债务人重新签署协议等），监管本意是引入信托或资管机构进行风险隔离，但实际上该等资管机构都沦为通道，所以内审稿将此扩大成所有资管产品不得投资信贷资产及收益权。
- 需要特别注意，正式稿在征求意见稿的基础上删除了“间接”二字，只明确资管产品不得直接投资信贷资产，那么引入财产权信托进行结构设计是否就可以绕过本条的限制了。另外，如果信贷资产收益权的投资可行，那投资收益权是否也可以绕开本条直接投资的限制了。
- 商业银行的私募理财可以间接投资于信贷资产。
- 结合银登的82号文和108号文，很可能是在给银登保留接口。

细节

资金端 - 披露要求

十二、金融机构应当向投资者**主动、真实、准确、完整、及时披露**资产管理产品募集信息、资金投向、杠杆水平、收益分配、托管安排、投资账户信息和主要投资风险等内容。国家法律法规另有规定的，从其规定。

对于公募产品，金融机构应当建立严格的信息披露管理制度，明确定期报告、临时报告、重大事项公告、投资风险披露要求以及具体内容、格式。在本机构官方网站或者通过投资者便于获取的方式披露产品净值或者投资收益情况，并定期披露其他重要信息：**开放式产品按照开放频率披露，封闭式产品至少每周披露一次。**

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。

对于固定收益类产品，金融机构应当通过**醒目方式向投资者充分披露和提示**产品的投资风险，包括但不限于产品投资债券面临的利率、汇率变化等市场风险以及债券价格波动情况，产品投资每笔非标准化债权类资产的融资客户、项目名称、剩余融资期限、到期收益分配、交易结构、风险状况等。

对于权益类产品，金融机构应当通过**醒目方式向投资者充分披露和提示**产品的投资风险，包括产品投资股票面临的风险以及股票价格波动情况等。

对于商品及金融衍生品类产品，金融机构应当通过**醒目方式向投资者充分披露**产品的挂钩资产、持仓风险、控制措施以及衍生品公允价值变化等。

对于混合类产品，金融机构应当通过**醒目方式向投资者清晰披露**产品的投资资产组合情况，并根据固定收益类、权益类、商品及金融衍生品类资产投资比例**充分披露和提示**相应的投资风险。

- 对金融机构开展资产管理业务信息披露提出了原则性要求，是对第二条“诚实信用”原则的进一步展开。

细节

资产端 - 禁止兜底

十三、金融机构不得为资产管理产品投资的非标准化债权类资产或者股权类资产提供**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。

- 本条是禁止刚性兑付的具体体现，正式稿表述比征求意见稿更加严格，“等代为承担风险的承诺”是一个兜底性的条款，暗兜、抽屉协议，担保改回购等常见套路都将被禁止。
- 《关于规范金融机构同业业务的通知》(127号文)：金融机构开展买入返售(卖出回购)和同业投资业务，不得接受和提供任何直接或间接、显性或隐性的第三方金融机构信用担保，国家另有规定的除外。

二十一、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。

- 本条目前的表述从文义来看，是一种“一刀切”的表述方法，分级产品不得通过任何方式只对优先级份额认购者提供保本保收益的安排；因此，如果设置担保、流动性支持、回购承诺等安排，应对所有的优先级与次级份额认购者提供相同的保护。

细节

资产端 - 托管要求

十四、本意见发布后，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。

过渡期内，具有证券投资基金托管业务资质的商业银行可以托管本行理财产品，但应当为每只产品单独开立托管账户，确保资产隔离。过渡期后，具有证券投资基金托管业务资质的商业银行应当设立具有独立法人地位的子公司开展资产管理业务，该商业银行可以托管子公司发行的资产管理产品，但应当实现实质性的独立托管。独立托管有名无实的，由金融监督管理部门进行纠正和处罚。

- 相比银行理财征求意见稿，不允许银行托管本行理财产品，本规定似有放松，主要是前期商业银行的反弹非常大。
- 第三方托管是回归资管产品本源的重要原则，本次加入了过渡期的安排以及子公司的约定，比较灵活，看得出各方博弈的结果。
- 本条仍将使得银行受到较大冲击，之前部分监管套利或资金池的结构，都将更易被监管穿透核查。

细节

资金端 - 资金池

十五、金融机构应当做到每只资产管理产品的资金**单独管理、单独建账、单独核算**，不得开展或者参与具有**滚动发行、集合运作、分离定价特征**的资金池业务。

- 对于资管产品，从正面提出了“三独立”要求，从反面列举了资金池的三特征，多维度、全方面区分了合规业务与资金池业务。
- 滚动发行：通过多次、循环向投资人发行募集的方式，使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
- 集合运作：一是不同资产管理计划进行混同运作，资金与资产无法明确对应；二是资产管理计划未单独建账、独立核算，多个资产管理计划合并编制一张资产负债表或估值表；
- 分离定价：理财产品的分配收益与其底层资产的“风险-收益”表现并不构成完全的关联。

细节

资金端 - 资金池

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**。

资产管理产品直接或者间接投资于**未上市企业股权及其受（收）益权的**，应当为封闭式资产管理产品，**并明确股权及其受（收）益权的退出安排**。未上市企业股权及其受（收）益权的退出日**不得晚于封闭式资产管理产品的到期日**。

- 通过禁止发行期限短于90天的封闭式产品，迫使资产管理机构发行短期开放式产品。
- 首次对于期限错配进行了非常清晰的定义，明确使得以短投长、长拆短卖的行为受到限制，也使得开放式理财产品投资非标过程中产生的期限不匹配变得难以解决，迫使现金管理类开放式产品投资标准化资产。
- 开放式理财匹配股权投资不可行，而部分私募股权投资基金设置了较为复杂的退出安排机制而导致退出期限不能确定的私募产品也会受到影响。
- 允许认缴并在产品存续期间多次实缴的安排是否根据实质重于形式的原则被认定为开放产品？

细节

资金端 - 资金池

金融机构不得违反金融监督管理部门的规定，通过为单一融资项目设立多只资产管理产品的方式，变相突破投资人数限制或者其他监管要求。同一金融机构发行多只资产管理产品投资同一资产的，为防止同一资产发生风险波及多只资产管理产品，多只资产管理产品投资该资产的资金总规模合计不得超过300亿元。如果超出该限额，需经相关金融监督管理部门批准。

- 倾向于认为是如果不存在变相突破私募200人和其他监管要求的，单一融资项目对应多只资管产品也可以操作。常见于资金池项下的母子基金结构，但受限于后一句的额度控制。

细节

资金端 - 去杠杆

二十、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**。

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。

- 持有人以自持资管产品份额放大杠杆是否不受限制？
- 公募产品和开放式私募产品不得分级是禁止刚兑的体现，之前征求意见稿中要求投资单个项目的私募产品、纯投标准化资产的私募产品不得进行分级安排的表述已被删除。

细节

资金端 - 通道业务

二十二、金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。

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。

金融机构可以聘请具有专业资质的受金融监督管理部门监管的机构作为投资顾问。投资顾问提供投资建议指导委托机构操作。

二十三、运用人工智能技术开展投资顾问业务应当取得投资顾问资质，非金融机构不得借助智能投资顾问超范围经营或者变相开展资产管理业务。

- 第一款是关于通道业务的原则性禁止表述，但似乎监管仍对通道业务保有一定解释空间。
- 资管产品最多嵌套两层，传统的银信、银证结构等还可以继续操作。
- 禁止了一般性的投资顾问角色。在专项立法中还有进一步规定，银行和保险、信托都不能作为券商资管、基金专户、私募基金的投顾，只有具备资产管理资质的券商、基金，以及具备资质的私募基金才能作为合格投顾。
- 明确了智能投顾形式的投资顾问也需要取得投资顾问资质。

细节

监管主体 - 人行大一统

二十五、建立资产管理产品**统一报告制度**。中国人民银行负责统筹资产管理产品的数据编码和综合统计工作，会同金融监督管理部门拟定资产管理产品统计制度，**建立资产管理产品信息系统**，规范和统一产品标准、信息分类、代码、数据格式，逐只产品统计基本信息、募集信息、资产负债信息和终止信息。中国人民银行和金融监督管理部门加强**资产管理产品的统计信息共享**。金融机构应当将含债权投资的资产管理产品**信息报送至金融信用信息基础数据库**。

二十六、中国人民银行负责对资产管理业务**实施宏观审慎管理**，会同金融监督管理部门制定资产管理业务的标准**规制**。金融监督管理部门实施资产管理业务的市场准入和日常监管，加强投资者保护，依照本意见会同中国人民银行制定出台各自监管领域的实施细则。

（一）机构监管与功能监管相结合，**按照产品类型而不是机构类型实施功能监管**，**同一类型的资产管理产品适用同一监管标准**，减少监管真空和套利。

- 产品信息统一报告制度打破了之前资管行业的信息割裂，力图打破传统分业监管下的监管套利弊病，也为资管新规项下人行的检查/处罚落到实处提供了前提。
- 确立中国人民银行在资产管理领域的领导地位，将领导资管产品的统一报告、数据库建立，并进行共享及宏观审慎管理，制定资产管理业务的标准和规制。
- 资管新规后，将按照产品类型而非机构类型进行监管，正式打破了分业监管的模式，杜绝了监管套利的空间。

细节

过渡期

二十九、本意见实施后，金融监督管理部门在本意见框架内研究制定配套细则，配套细则之间应当相互衔接，避免产生新的监管套利和不公平竞争。按照“新老划断”原则设置过渡期，确保平稳过渡。过渡期为**本意见发布之日起至2020年底**，对提前完成整改的机构，给予适当监管激励。过渡期内，**金融机构发行新产品应当符合本意见的规定；为接续存量产品所投资的未到期资产，维持必要的流动性和市场稳定，金融机构可以发行老产品对接，但应当严格控制在存量产品整体规模内，并有序压缩递减，防止过渡期结束时出现断崖效应。**金融机构应当制定过渡期内的资产管理业务整改计划，明确时间进度安排，并报送相关金融监督管理部门，由其认可并监督实施，同时报备中国人民银行。过渡期结束后，金融机构的资产管理产品按照本意见进行全面规范（因子公司尚未成立而达不到第三方独立托管要求的情形除外），**金融机构不得再发行或存续违反本意见规定的资产管理产品。**

- 资管新规未明确如何界定新老产品，使何种产品可以发行老产品进行对接存在不确定性。
- 过渡期延长到2020年底。
- 监管部门对于过渡期内的产品做了详尽的安排，核心是两个**方面**：1. “**控制增量**”，任何不符合新规的产品，过渡期内不能有**新增量**；但可以老产品续期或者新发新产品来滚动对接旧资产。
2. “**清零存量**”，确保过渡期结束后，不符合新规的所有产品都不再有**存量**。

操作篇

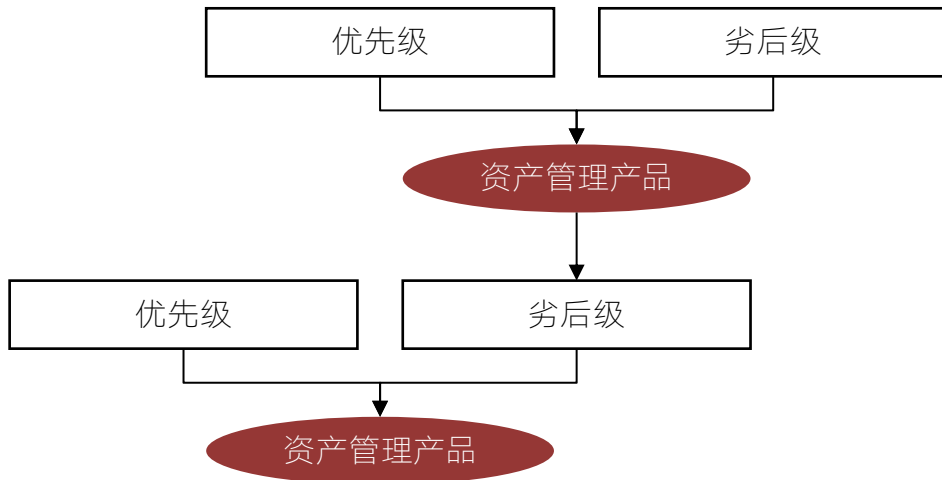


操作

多层杠杆投劣后模式

视情况？

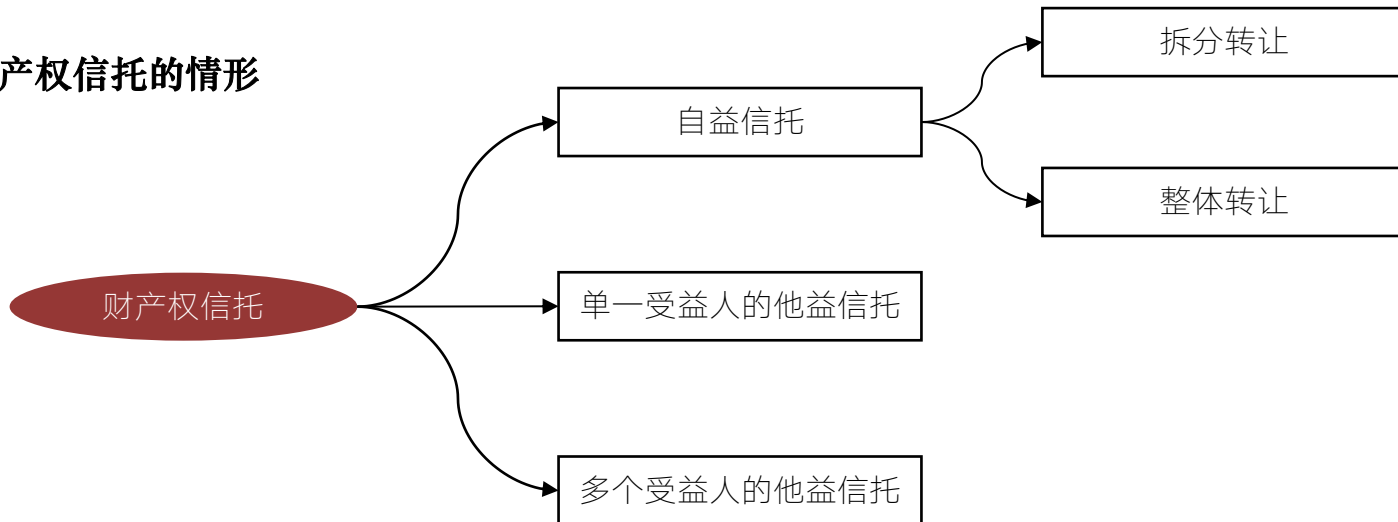
- 二十、金融机构不得以受托管理的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆。
- 二十一、分级私募产品的总资产不得超过该产品净资产的140%。分级私募产品应当根据所投资资产的风险程度设定分级比例（优先级份额/劣后级份额，中间级份额计入优先级份额）。固定收益类产品的分级比例不得超过3: 1，权益类产品的分级比例不得超过1: 1，商品及金融衍生品类产品、混合类产品的分级比例不得超过2: 1。
- 二十二、资产管理产品可以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。



操作

财产权信托模式

财产权信托的情形



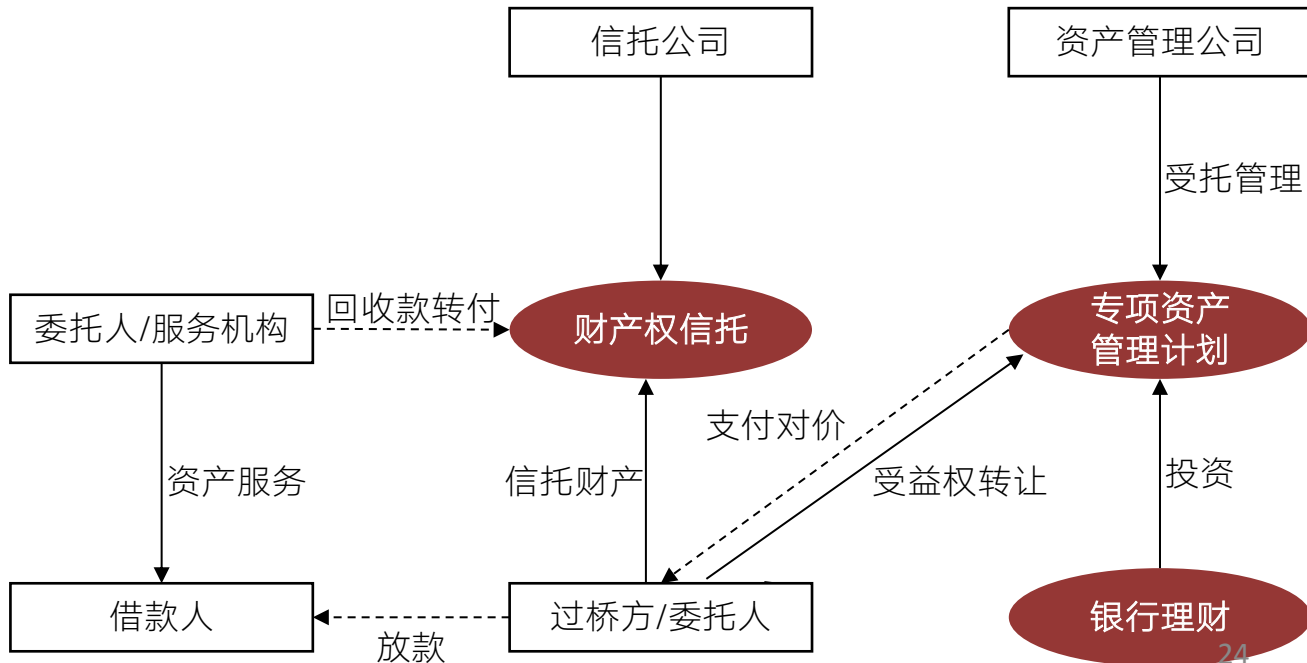
- 《信托公司集合资金信托计划管理办法》第五十三条 动产信托、不动产信托以及其他**财产和财产权信托**进行**受益权拆分转让**的，应当遵守本办法的相关规定。

操作

财产权信托模式

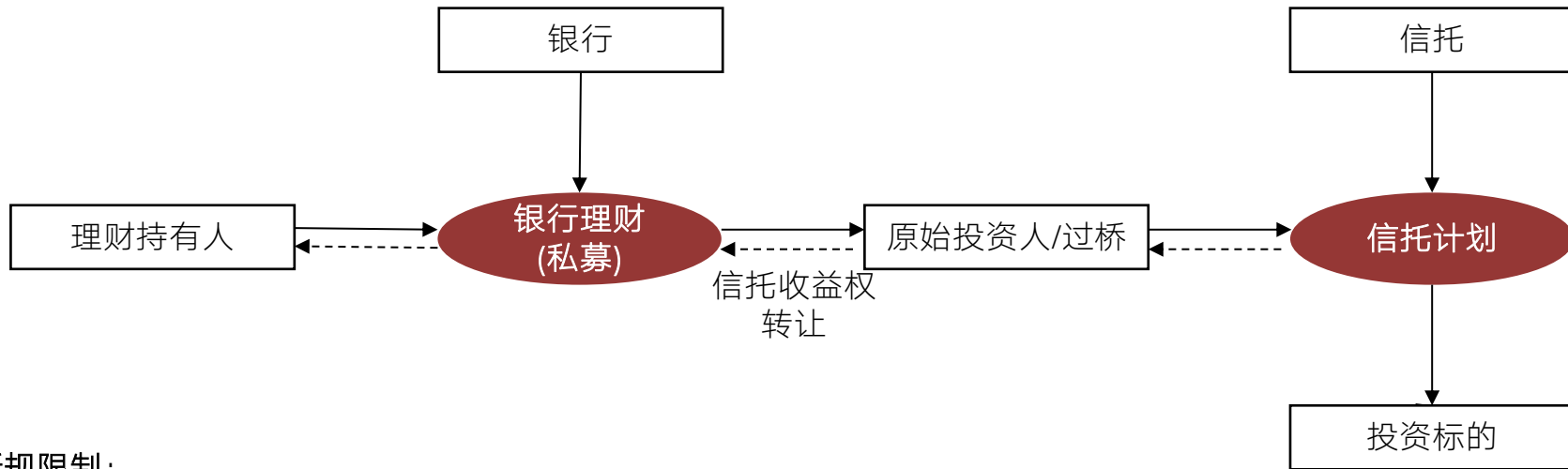
财产权信托模式？

- 由于资管新规规定的**资产管理产品并不包括财产权信托**，故可通过财产权信托实现结构设计之目的
- 对于已形成的资产，是否可以通过**设立财产权信托后对接专项资产管理计划**突破分级、多层嵌套之限制，值得关注
- 目前大部分**银登挂牌产品**均通过财产权信托实现，**理财资金可以直接投资**，亦可以**嵌套SPV投资**



操作

资产转让模式



新规限制:

- **非多层嵌套:** 如为受益权转让, 则为两层嵌套 (理财+信托); 如为收益权转让, 则不涉及嵌套问题

操作

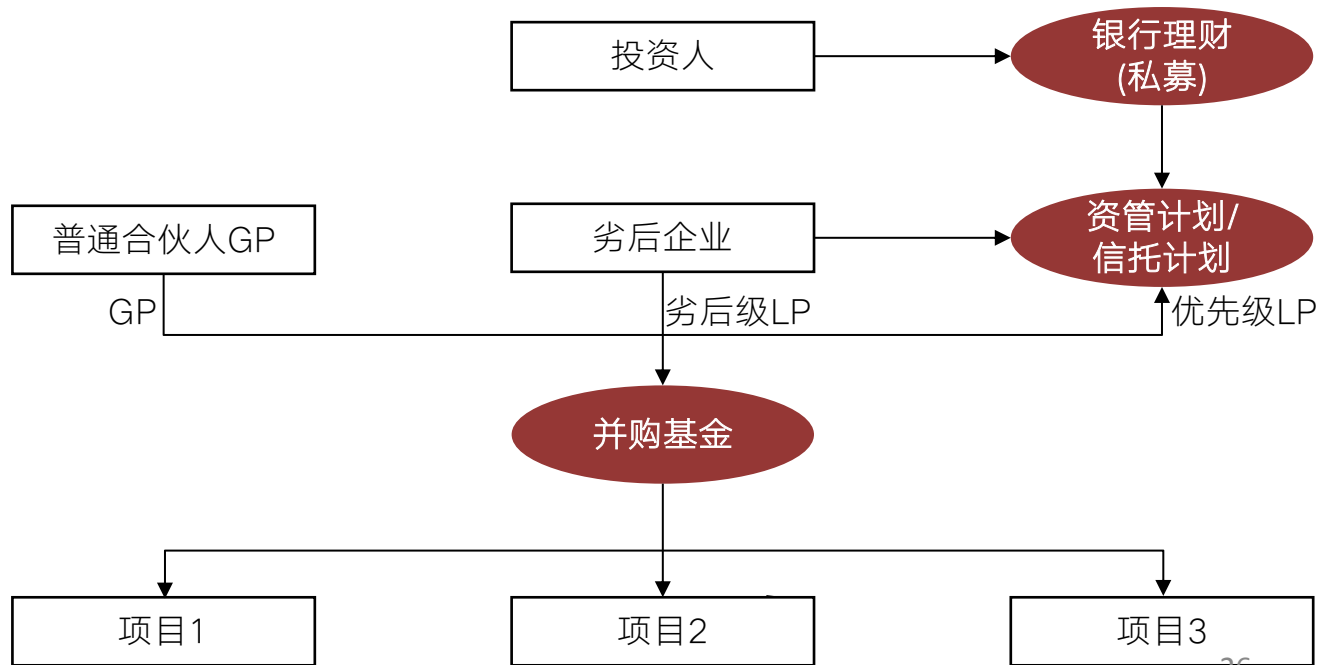
理财信托并购基金模式

理财+信托+结构化基金模式 不可行×

业务模式：理财资金直接或通过信托计划对接并购基金，由并购基金投资各项目。之前，银行一般会要求保收益，所以会要求合作企业出具回购函或差额支付承诺函。

新规限制：

- **多层嵌套：**禁止
- **明股实债：**中基协**不予备案**，资管新规**禁止存在保本保收益安排**
- **结构化设计：**权益类杠杆应符合1:1的要求，即劣后资金至少出50%以上，对于融资人的资金占比提出了更高要求



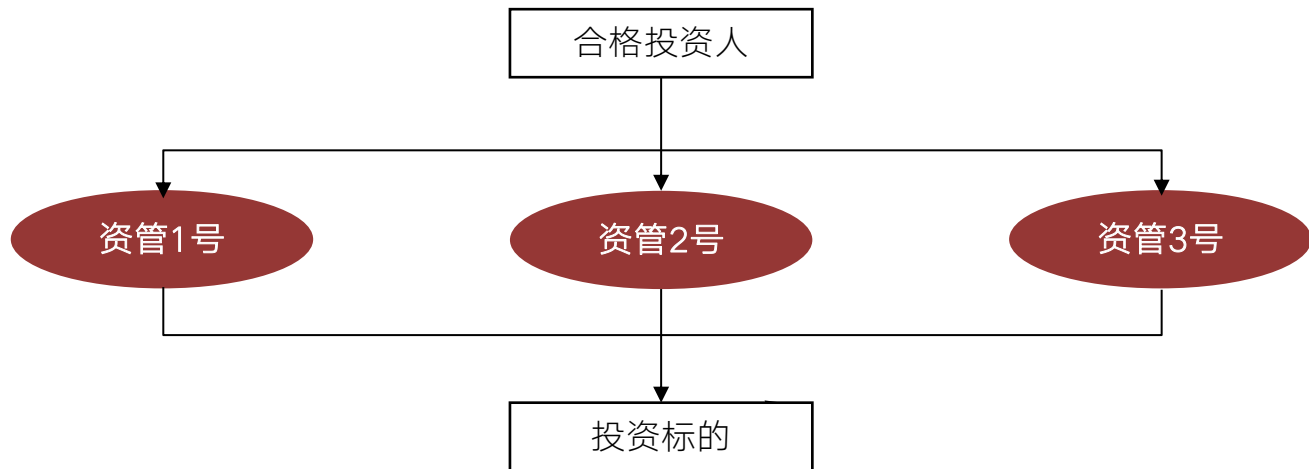
操作

一项目对接多只资产产品模式

一接多模式

新规限制：

- 根据第十五条的规定，金融机构不得违反相关金融监督管理部门的规定，通过为单一项目融资设立多只资产管理产品的方式，变相突破投资人数限制或者其他监管要求。同一金融机构发行多只资产管理产品投资同一资产的，为防止同一资产发生风险波及多只资产管理产品，多只资产管理产品投资该资产的资金总规模合计不得超过300亿元。



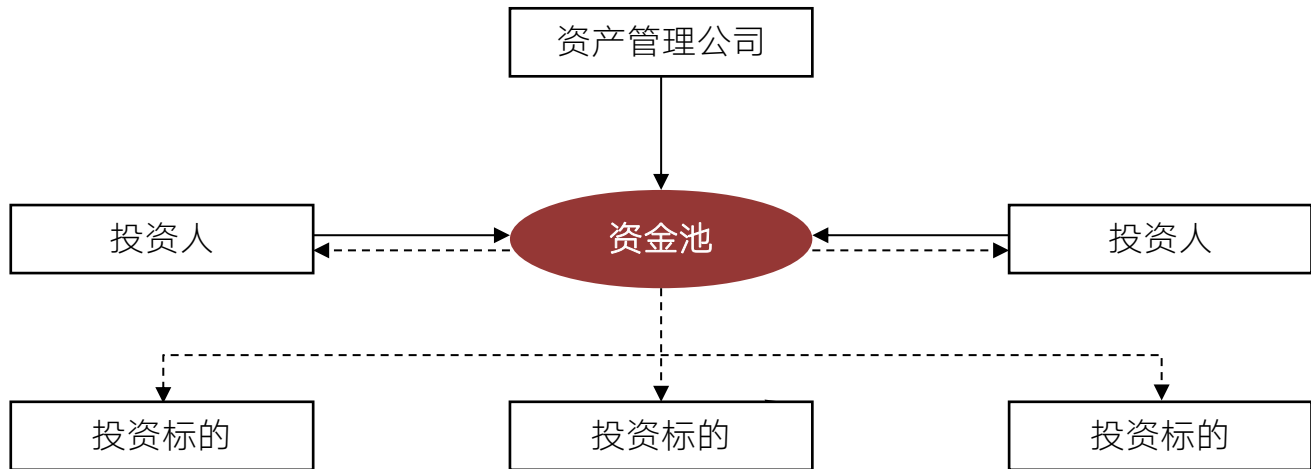
操作

资金池业务模式

不可行×

新规限制

- 滚动发行、集合运作被绝对禁止，但期限错配还存在一定疑问
- 资金池投资非标资产的，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，**明确以短投长、长拆短卖的行为还是受到限制**



资金流>
法律关系 ——>

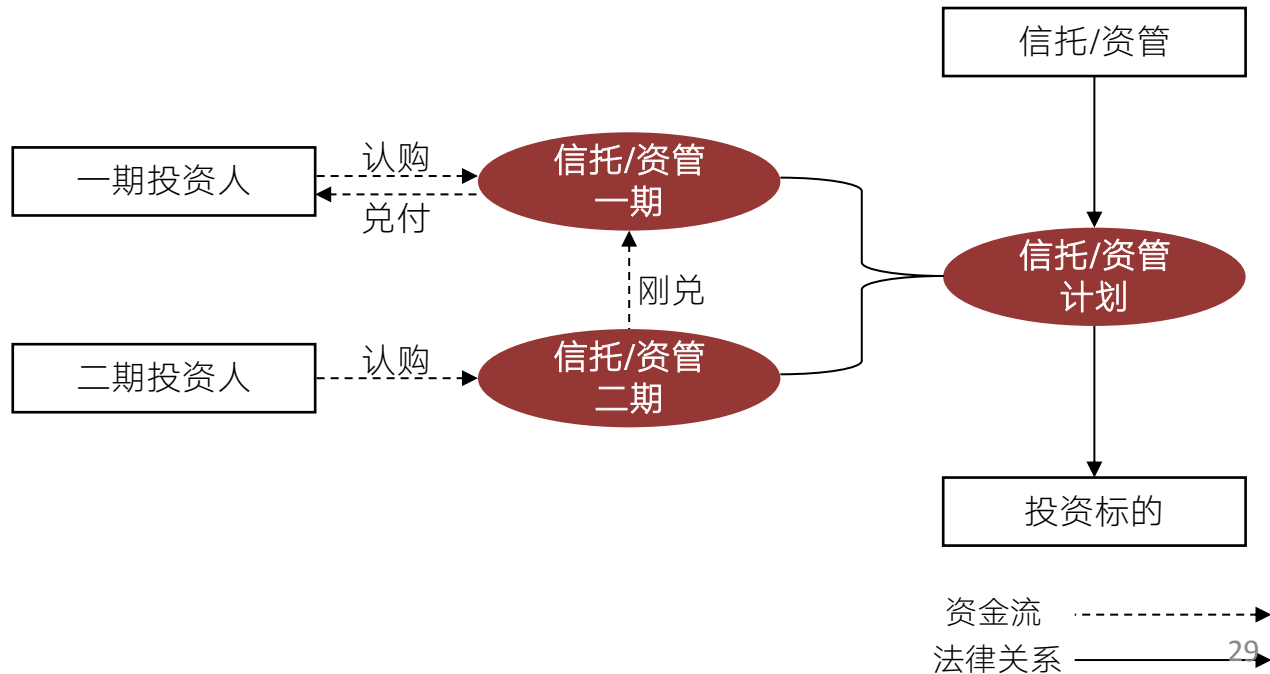
操作

滚动发行实现刚兑模式

不可行×

新规限制

- 根据第十九条的规定，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，视为刚性兑付
- 如果滚动发行的目的不在于实现保本保收益，则可能被认定为单一项目对接多个资管产品，遵守相应规定。



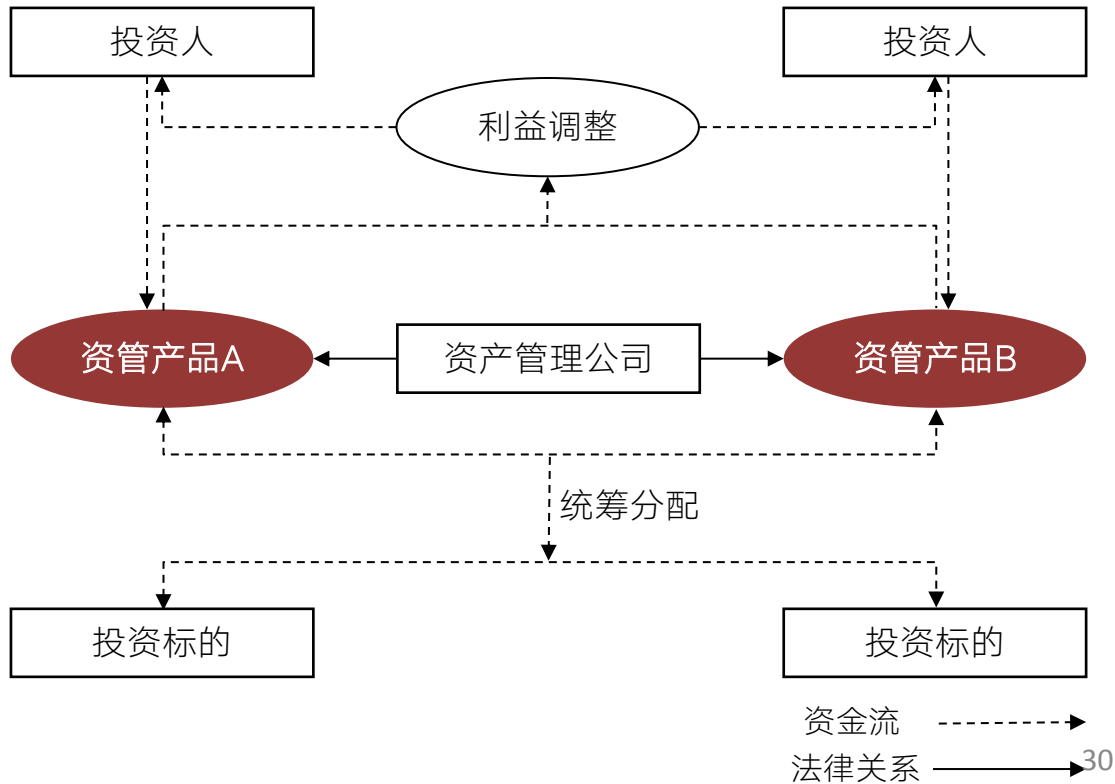
操作

统筹分配模式

不可行×

新规限制

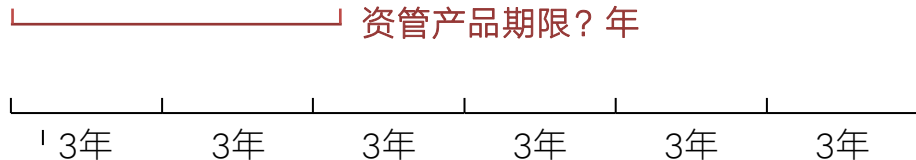
- 每只资产管理产品的资金应当单独管理、单独建帐、单独核算。
- 集合运作被认定为资金池业务特征之一，应被禁止。
- 由于涉及到收益调整，可能会被认定为两只资管产品之间相互提供保本保收益，从而被认定为违规业务。



操作

期限确定方式

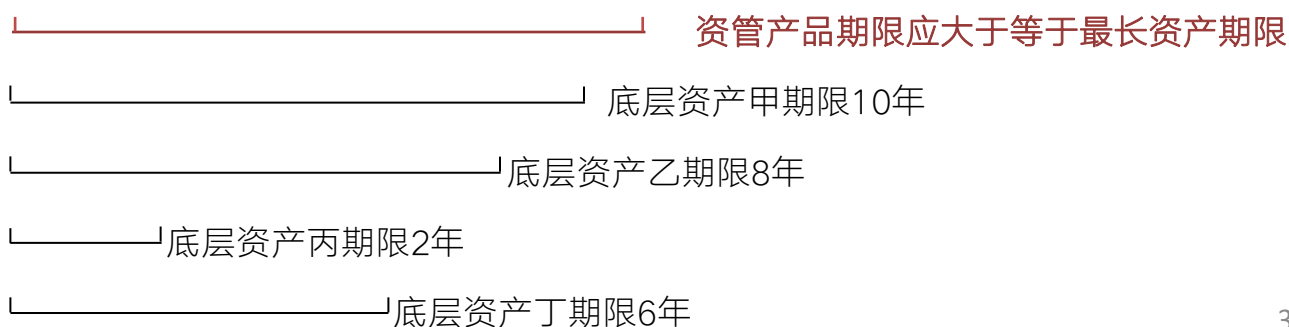
(1) N+N模式



- 底层是“标”
- 底层是“标”
- 单方行权
- 双方行权

底层资产期限3*6年

(2) 资产包模式



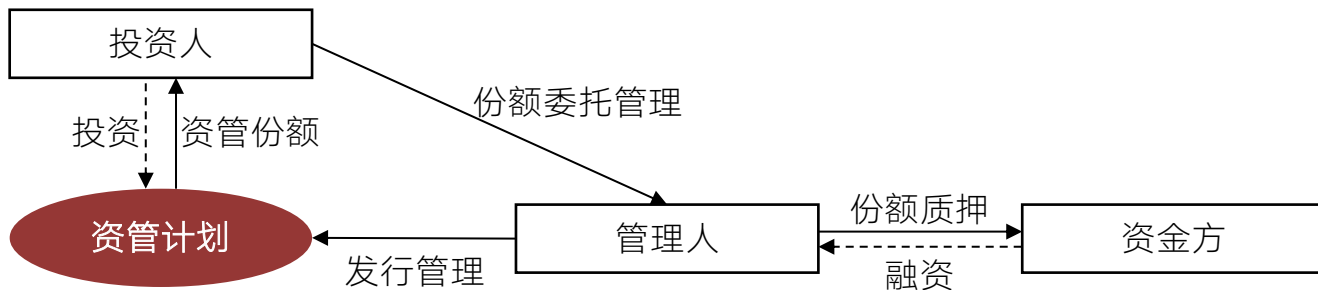
操作

资管产品质押模式

可行✓



不可行✗



资金流 ·····→
法律关系 ——→

感谢聆听

资管新规解读

金杜律师事务所

胡喆·陈府申