

《证券期货经营机构私募资产管理业务 运作管理暂行规定》制定说明

一、背景和过程

近几年来，证券期货经营机构私募资管业务发展迅速，在满足居民财富管理需求、构建多层次金融服务市场、服务实体经济等方面发挥了重要作用。但与此同时，一些问题和风险隐患也日益显现。2015年3月，为促进证券期货经营机构私募资管业务规范发展，中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）发布实施了《证券期货经营机构落实资产管理业务“八条底线”禁止行为细则》（以下简称《细则》）。自《细则》发布以来，证券期货经营机构私募资管业务得到了一定程度的规范。然而，2015年股市异常波动期间，证券期货经营机构私募资管业务暴露出业务失范等诸多问题。例如，高杠杆的股票型结构化资管产品对市场形成助涨助跌的较大扰动；又如，违规开展配资，为违法证券期货业务活动提供便利等。为此，有必要完善规则，进一步提高证券期货经营机构私募资管业务的规范化运作水平。此外，在基金业协会登记的私募证券投资基金管理人数量迅速增加，管理规模增长较快，为防范业务风险，避免监管套利，也有必要将私募证券投资基金管理人纳入调整范围。

为完善规则，进一步提高证券期货经营机构私募资管业务的规范化运作水平，今年5月，在前期较长时间调查研究工作的基础上，就《细则》内容修改向行业机构征求了意见。共有56家行业机构书面反馈了277条意见，经认真梳理研究，对完善过渡期安排等合理性意见建议予以积极采纳。近期，为把依法、从严、全面监管落到实处，增强规则约束力，更明确地传递监管政策信号，在《细则》实践及相关修改意见建议的基础上，我会研究出台了《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（以下简称《暂行规定》）。

二、主要内容

《暂行规定》的主要思路是在正本清源、强化约束的前提下，重点加强对违规宣传推介和销售行为、结构化资管产品、违法从事证券期货业务活动、委托第三方机构提供投资建议、开展或参与“资金池”业务、实施过度激励等的规范。主要内容如下：

（一）明确适用范围

《暂行规定》主要适用于证券期货经营机构通过资产管理计划形式开展的私募资产管理业务，证券公司、基金管理公司子公司按照规定开展的资产证券化业务不适用。同时，为统一监管标准、避免监管套利，要求在基金业协会备案的私募证券投资基金管理人参照执行，暂不适用于私募股权投

资基金、创业投资基金。此外，《暂行规定》中关于资管计划宣传推介和销售行为的要求，适用于相关销售机构。

（二）明确关于“违规委托第三方机构为其提供投资建议”和“从事违法证券期货业务活动”的禁止性要求

1、资产管理人不得委托个人或不符合条件的第三方机构为其提供投资建议

目前，出于多种目的，资产管理人聘请第三方机构为其提供投资建议的情况较多。通过基金业协会备案监测发现，部分资管产品存在未充分披露聘请第三方机构信息、第三方机构条件要求不统一、第三方机构权责不清晰、相关服务费用不规范等问题，隐藏的风险较大，有必要加以规范。《暂行规定》主要从相关第三方机构资质条件、基本要求、遴选及选聘、信息披露及职责约定、防范利益冲突以及费用支付等方面作了明确要求，以期进一步规范证券期货经营机构委托第三方机构为其提供投资建议的行为。需要说明的是，《暂行规定》明确禁止管理人委托个人提供投资建议，将相关资质条件限定为依法可从事资产管理业务的证券期货经营机构，以及符合一定条件的私募证券投资基金管理人。

前期监管实践中，我们发现，部分受托提供投资建议的机构或者个人存在直接执行资管计划投资指令的情形。在此过程中，相关管理人风险意识不够、风险管控缺位，对于自身资管计划最终责任承担者的角色和义务认识不深刻。这一方面可能导致资管计划沦为相关机构或者个人的交易通道，

另一方面可能使管理人承担较大的法律风险。为强化管理人的资产管理计划最终责任承担者角色、风险管控意识,《暂行规定》明确,第三方机构不得直接执行投资指令,管理人不得存在“未建立或者有效执行风险管控机制,未能有效防范第三方机构利用资产管理计划从事内幕交易、市场操纵等违法违规行为”的情形。

另外,为防范潜在的利益冲突,《暂行规定》禁止受托提供投资建议的第三方机构及其关联方以其自有资金或募集资金投资于结构化资管产品劣后级份额。

2、资产管理业务不得从事违法证券期货业务活动或者为违法证券期货业务活动提供交易便利。2015年7月,我会发布《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》(证监会公告[2015]19号),对清理整顿违法证券业务活动做了部署。监管检查发现,部分资管产品也存在外接具备分仓功能的信息技术系统以及违规设立子账户、分账户、虚拟账户、伞形资管产品等行为。为进一步明晰业务红线、规范场外配资,《暂行规定》从账户实名制、账户控制权、外接交易系统以及设立伞形资管产品等方面禁止资管产品为违法证券期货业务活动提供服务或便利。

(三)修改“结构化资产管理计划”和“不得开展或参与资金池业务”相关内容

1、资产管理计划应当遵守利益共享、风险共担、风险与收益相匹配的基本原则,严格控制杠杆风险,不得直接或

间接对结构化资产管理计划优先级份额认购者提供保本、保收益安排。此前，《细则》对结构化资管产品杠杆倍数做了最高不得超过 10 倍的限制，在一定时期内起到了一定的风险防控作用。但 2015 年的股市异常波动表明，相当数量投资于股票市场的结构化资管产品已经异化为“类借贷”产品，部分高杠杆的结构化资管产品对股票市场的扰动较大，为加强规范，此次《暂行规定》主要做了如下修改：

一是区别私募资产管理业务与股票融资行为的本质差异，回归资产管理业务“利益共享，风险共担”本源，禁止结构化资管产品直接或间接为优先级份额认购者提供保本保收益安排。当前，部分结构化资管产品过度保护优先级投资者利益，脱离资管产品实际投资结果、通过复杂的合同约定保证优先级投资者获取固定收益，一定程度上已经异化为“类借贷”产品，不符合资产管理业务本源。鉴此，《暂行规定》对结构化资管产品提出了严格的要求，禁止违背“利益共享，风险共担”原则对结构化资管产品优先级提供保本、保收益安排，并列举了不得对优先级保证收益的具体情形，例如在合同中约定计提优先级份额收益、提前终止罚息、劣后级或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情形。

二是依据投资范围及投资比例将结构化资管产品分为股票类、固定收益类、混合类和其他类，并根据不同类别产品的市场风险波动程度相应设定不同的杠杆倍数上限。将风

险较高的股票类、混合类产品杠杆倍数上限由 10 倍下调至 1 倍，是基于当前股票市场的实际情况，并明确反映出监管导向。另外，为进一步控制投资风险，降低投资杠杆水平，防控杠杆叠加风险，在参照《公开募集证券投资基金运作管理办法》相关规定以及充分考虑私募资产管理业务特点基础上，《暂行规定》对资管产品的投资杠杆做了适度限制，明确结构化资管计划的总资产占净资产的比例不得超过 140%，非结构化集合（“一对多”）资管计划的总资产占净资产的比例不得超过 200%。

三是将杠杆倍数计算公式调整为“优先级份额/劣后级份额”，使之更加简洁、明了，也与市场通行做法保持一致。为严控杠杆风险，《暂行规定》明确中间级份额在计算杠杆倍数时计入优先级份额。

四是增加了结构化资管产品信息披露内容，要求对结构化设计及相应风险情况、收益分配情况、风控措施等信息进行披露。同时，要求结构化资管产品名称中必须包含“结构化”或“分级”字样，以充分揭示结构化资管产品的风险属性。

五是严格防范结构化资管产品嵌套投资风险，禁止结构化资管产品向下嵌套投资其他结构化金融产品的劣后级份额。

2、不得开展或参与资金池业务。针对资金池“滚动发行、集合运作、期限错配、分离定价”的特征，《暂行规定》

在原有表述的基础上作了进一步细化，增加了“资产管理计划未实际投资或者投资于非标资产，仅以后期投资者资金兑付前期投资者本金和收益”、“资产管理计划所投资产发生不能按时收回投资本金和收益情形的，资产管理计划通过开放参与退出或滚动发行等方式由后期投资者承担此类风险”等禁止行为，重点防范类似“庞氏骗局”的资金池产品。此外，《暂行规定》明确，证券期货经营机构除不得开展具有“资金池”性质的私募资产管理业务外，也不得参与具有“资金池”性质的私募资产管理业务，即投资其他机构管理的、具有“资金池”性质的资管产品。

（四）进一步规范销售推介行为

一是禁止资管产品以任何方式向投资者承诺本金不受损失或者承诺最低收益，明确资管产品名称中不得出现“保本”字样，资产管理合同及销售材料中不得存在包含保本保收益内涵的表述。

二是禁止通过拆分份额或收益权、为投资者直接或间接提供短期借贷等方式变相降低合格投资者门槛。

三是禁止资管产品向投资者宣传预期收益率，包括不得口头宣传产品预期收益，不得在推介材料、资产管理合同等文字材料中写有“预期收益”、“预计收益”等字样。

（五）修改完善过度激励相关要求

目前，私募资产管理业务领域的过度激励情况较为突出，部分机构公司治理不完善，未建立有效的激励约束机制，

导致业务人员竞相追逐短期利益，偏重于开展高风险、高回报业务，损害了投资者利益和资产管理机构长期利益，一定程度上也使得资管业务核心人员流动过快，不利于行业持续稳定发展。基于此种情况，为了督促引导行业建立激励约束机制，《暂行规定》第十条要求建立激励奖金递延发放机制，递延周期不得短于 3 年，递延支付的激励奖金金额不得低于 40%。

（六）增加释义条款

《暂行规定》第十四条对结构化资管产品及相关类别、杠杆倍数计算公式、市场公允价格含义、符合提供投资建议条件的第三方机构等做了说明。

（七）关于过渡期安排

为做好新旧规则衔接工作，确保私募资管业务平稳发展，《暂行规定》对结构化产品、保本产品、委托提供投资建议等方面条款实施“新老划断”的过渡安排，相关存续资管产品不符合规定的，合同到期前杠杆倍数不得提高，不得新增净申购规模，合同到期后予以清盘，不得续期。

《暂行规定》自 2016 年 7 月 18 日起实施。证券期货经营机构应当切实履行新规要求，确保届时新设立的资产管理计划不存在本规定所禁止的各项情形。今后，证监会将不断完善证券期货经营机构私募资产管理业务规则，进一步引导行业提高风险防控水平，保护投资者合法权益。