

## 资管业务统合规制政策及其影响

张先中 北京安杰律师事务所合伙人

### 一、 前言

经过约二十年的发展,我国资产管理进入了所谓的大资管时代。大多数资管产品具有相同或相近的基础法律关系,彼此之间存在较强的可替代性,相互之间竞争也比较激烈。我国金融行业分业经营、分业监管的立法和政策使不同金融机构设立和发行的同类资管产品有不同的监管规则。监管规则的差异导致不同金融机构设立的同类产品对合格投资者的界定、产品投资范围、结构化分级安排、杠杆利用、产品设立规制方式、以及产品发行后可交易的市场等方面存在较大差异。

这种不统一性使得不同行业的同类资管产品、甚至同一行业的不同资管产品之间存在监管套利问题,并进一步导致通过不同产品嵌套方式规避监管、利益输送,在信息披露规则严重欠缺的情形下,使得投资者认定和资金投向均难以受到监管。这一情形在微观上使得投资风险难以获得充分揭示,从而不利于投资者保护,中观层面上加剧了不同金融机构资管产品之间的不公平竞争,宏观上加大了金融监管成本与难度,难以防范系统性风险。

综合互联网等媒体传播和报道的信息,中国人民银行银行会同其他金融监管机构起草了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下称“《指导意见》”)。指导意见旨在规范金融机构资产管理业务,统一同类资管产品监管标准,促进资管业务健康发展,有效防范金融风险。

本文综合互联网信息,拟对《指导意见》的主要内容做一简要介绍,并进一步分析对目前资管行业的潜在影响。

本文信息完全来源互联网及其他媒体所传播和公开的信息，本文的分析不构成法律意见。

## 二、 《指导意见》的主要内容

《指导意见》的主要内容如下：

### （一） 规定了不同资管产品的共性要求

《指导意见》根据银行、信托、证券、基金、保险等各行业不同资管产品的共性提出了共性要求，包括：

#### 1. 资管业务性质

《指导意见》明确界定了资管业务的属性，有利于打破投资者刚性兑付预期。

依据《指导意见》的规定，资管业务是金融机构受投资者委托，对投资者财产进行投资和管理的金融服务。投资者自担投资风险并获得收益，金融机构收取相应管理费，资管业务是金融机构的表外业务，金融机构不得承诺保本保收益，出现风险时，不得以自有资本进行兑付。

资管产品包括但不限于：银行理财产品，资金信托计划，证券公司、基金公司、基金子公司、期货公司和保险资管公司发行的资管产品，公募证券投资基金、私募投资基金等。

#### 2. 合格投资者界定

资管产品的投资者分为不特定社会公众和合格投资者两大类。不特定社会公众投资对应的是公募资管产品，合格投资者对应的则是私募资管产品。

长期以来，各类资管产品对合格投资者的认定和最低投资门槛的要求不统一。银行理财产品和集合资金信托计划对合格投资者的认定标准较低，证券期货经营机构资管产品认定标准较高，保险资管产品目前主要面向机构投资者，没有对个人合格投资者做界定。《指导》意见明确了合格投资者包括机构投资者和符合条

件的个人投资者。合格个人投资者的标准为：

- (a) 具备相应的风险识别能力和风险承担能力，投资于单只产品的金额不低于 100 万元；且
- (b) 家庭金融净资产不低于 100 万元或者近 3 年个人年均收入不低于 30 万元，且具有 2 年以上投资经历（金融机构高管、获得职业资格认证的从事金融相关业务的注册会计师和律师不受 2 年投资经历限制）。

### 3. 投资者适当性管理

《指导意见》要求金融机构加强投资者适当性管理，即根据投资者的风险识别能力和风险承担能力向其销售相适应的资管产品。

### 4. 投资范围

《指导》意见规定资管产品可以投资的资产为：

- (a) 固定收益类资产；
- (b) 非标准化债权类资产；
- (c) 公开发行并上市交易的股票；
- (d) 未上市股权；
- (e) 具备衍生品产品交易资格的金融机构可以按照相关规定投资金融衍生品；
- (f) 具备代客境外资产管理业务资格的金融机构可以按照相关规定投资境外资产。

### 5. 投资限制

在资管产品可投资产范围内，被限制投资的资产为非标准化债权类资产。依据《指导意见》的规定，非标准化债权类资产是指未在银行间市场或者证券交易所市场交易的债权性资产，包括信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收

账款、以债权融资为目的的各类收益权、带回购条款的股权性融资。

限制措施为：要求金融机构具有评估和管控非标债权资产信用风险能力；要符合监管部门的限额管理；禁止期限错配。

## 6. 投资禁止

《指导意见》规定了资管产品不得直接或间接投资的资产，具体为：

- (a) 非标准化商业银行信贷资产及其受益权；
- (b) 非金融机构发行的资产管理产品或者管理的金融资产；
- (c) 法律法规和国家政策禁止进行债权和股权投资的行业和领域。

### (二) 按产品募集方式分类监管

《指导意见》以募集方式为标准将资管产品分为公募产品和私募产品。

公募产品是面向社会公众公开发行的资产产品，公开发行的认定参照《证券法》的相关规定，典型的公募产品包括银行理财产品、公募证券投资基金等。公募产品不得投资未上市股权和金融衍生品（但以套期保值、对冲风险为目的者除外）。

私募产品是通过非公开方式向合格投资者发行的资管产品，包括但不限于：银行向私人银行客户、高净值客户非公开发行的理财产品，资金信托计划，证券、基金、期货公司发行的客户资产管理计划，保险资管产品，私募投资基金等。私募产品的投资范围按照投资者适当性原则由合同约定。

需要注意的是，《指导意见》还规定了豁免注册的公募产品，即俗称的“小公募产品”。对小公募产品，如果发行对象全部是合格投资者且12个月内发行募集的资金规模不高于3000万元的条件下，可以公开向不特定多数投资者募集资金。小公募产品投资范围与公募产品相同。

### (三) 资管产品特定问题的特别规制

《指导意见》对资管公司的公司治理、风险隔离、资金池业务、资本约束、杠杆管理、产品嵌套、结构化分级、主动管理、关联交易以及风险集中度等特定问题做的特别规制。

### 1. 公司治理

《指导意见》要求金融机构设立专门的资管业务部门或有独立法人地位的资管子公司。金融机构不得使用自有资金购买本机构或资管子公司发行的资管产品，不得为资管产品投资的非标准化债权类资产或股权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保或回购承诺。

### 2. 风险隔离

《指导意见》规定，金融机构应确保资管业务与其他业务、自营业务与代客业务、资管产品与其他金融产品、资管产品之间、资管业务与操作与其他业务操作相分离。

《指导意见》规定，金融机构发行的资管产品应当由第三方独立托管。这一要求进一步强化了风险隔离。

### 3. 禁止资金池

《指导意见》要求，每只资管产品与所投资资产要相对应，单只产品单独管理、单独建账、单独核算，不得开展或参与有滚动发行、集合运作、期限错配、分离定价特征的资金池业务。

同时，该条还禁止期限错配，要求根据产品期限和投资范围，合理确定所投资资产的期限，或者根据拟投资资产期限，合理确定资管产品期限，使产品期限与所投资资产存续期相匹配。

### 4. 建立资本约束与风险准备金

依据《指导意见》，资本约束机制仅针对名为代客理财但实际承担兑付责任的资管业务，以确保资本与其开展资管业务所承担的实际风险相匹配。

同时,该条还要求金融机构计提风险准备金。计提标准为管理费收入的 10%,在计提余额达到产品余额的 1%时可以不再提取。风险准备金的用途为:弥补因金融机构违法违规、违反资管产品协议、操作错误或技术故障等原因给资管产品财产或客户造成的损失。

## 5. 统一杠杆管理

《指导意见》要求资管产品设定负债比例的上限,即总资产/净资产比例上限。公募资管产品的杠杆不超过 140%,即不超过 1.4 倍,私募资管产品的杠杆不得超过 200%,即不超过 2 倍。

## 6. 统一结构化分级杠杆

资管产品结构化是指按照本金和收益受偿顺序的不同,将资管产品划分为不同等级的份额,不同等级份额的收益分配不按份额比例计算,而由合同约定按优先劣后份额安排进行收益分配。

结构化分级杠杆不同于上述资管产品的杠杆,上述杠杆本质上是资管产品通过负债方式扩大资产规模,多数通过质押融资来实现,主要有债券质押式回购和股票质押式回购。结构化杠杆并没有从外部融资,而是通过优先级份额/劣后级份额比例扩充为劣后级增厚收益。

《指导意见》规定,结构化资管产品按所投资资产的风险程度设定杠杆倍数即优先级份额/劣后级份额。投资于固定收益类资产或债券型基金的比例不低于 80%,但不得超过 3 倍;投资于股票或股票型基金等股票类资产比例不低于 20%,但不得超过 1 倍;其他类的杠杆倍数不得超过 2 倍。

## 7. 禁止产品多层嵌套

《指导意见》禁止资管产品投资其他资管产品,即多层嵌套投资将被禁止,仅如下情形例外:

- (a) 基金中的基金 (FOF) 的投资;

(b) 管理人中的管理人（MOM）的投资；

(c) 委外投资，即金融机构将管理的资产委托具有专业投资能力和资质的其他金融机构进行对外投资，但被委托机构不得再投资其他资管产品。

## 8. 限制通道业务

按照《指导意见》规定，金融机构应当承担主动管理职责，不得为其他行业金融机构发行的资管产品提供扩大投资范围、规避监管要求的通道服务。

## 9. 禁止的关联交易

依据《指导意见》的规定，金融机构不得以资管产品的资金与关联方进行不正当交易、利益输送、内幕交易和操纵市场，包括但不限于投资于关联方虚假项目、与关联方共同收购上市公司、向本机构注资等。

关联方按照财政部《企业会计准则》的规定确定。

## 10. 风险集中度控制

《指导意见》关于风险集中度的规定仅限于对投资证券和证券投资基金做出了规定。按照规定，单只资管产品投资单只证券或证券投资基金的市值不得超过该资管产品净资产的 10%，私募产品除外；全部资管产品投资单只证券或证券投资基金的市值不得超过该证券或证券投资基金市值的 10%。

### （四） 统一统计安排与监管分工

《指导意见》规定了统计制度、监管分工、监管原则、处罚、风险处置工作机制以及监管问责制度。其中，对未来资管产品影响较大的规定是统一统计制度和监管原则。

按照《指导意见》的规定，人民银行负责统筹资管产品的统计工作。金融机构需要向人民银行报送资管产品的基本信息、募集信息、负债信息和终止信息。未及时报送这些统计信息的，将会受到处罚。

《指导意见》强调功能监管，即按产品类型实施功能监管，同一类型的资管

产品使用同一监管标准，减少监管真空和套利；要求实行穿透式监管，对于已经发行的多层嵌套资管产品，向上识别最终投资者，向下识别底层资产；要求实行实时监管，对产品发行销售、投资、兑付各环节进行全面动态监管。

### （五）非金融机构资管业务许可制度

目前，除金融机构发行的资管产品外，地方交易中心等机构也发行理财产品，这些机构发行理财产品通常仅取得地方政府金融办的批复。《指导意见》要求非金融机构自主发行销售或代销资管产品均需取得许可，相关行政许可制度另行制定。

非金融机构获得许可开展资管业务，也应严格执行《指导意见》关于资管业务的各项规定。

## 三、《指导意见》对资管业务的影响

如《指导意见》正式出台，对当前资管业务实践是否有影响，有何影响，具体分析如下

### （一）非标业务

#### 1. 非标业务的缘起

非标业务的产生是受监管层对信贷额度和信贷流向的控制所驱动的。首先，《商业银行法》75%存贷比的规定限制了银行贷款余额的上限；其次，传统表内信贷业务因宏观经济调整而受到限制。于2008年开始，监管层开始限制对两高一剩行业的贷款，2010年，新一轮房地产调控、地方融资平台限制加强，投向这些领域的贷款也受到限制，而这两个领域恰恰是信贷需求较强的领域。表内融资受限驱动了金融创新，非信贷融资开始繁荣。非信贷融资表现为各种各样的债权资产，主要是银行理财产品、信托计划、资管计划等通过债权方式或带回购的股权方式向企业提供融资。



## 2. 对银行理财业务的影响

为规范非标债权融资，银监会于2013年3月25日发布了《中国银监会关于规范商业银行理财业务投资运作有关问题的通知》（银监发[2013]8号）。依据8号文，非标准化债权资产是指未在银行间市场及证券交易所市场交易的债权性资产，包括但不限于信贷资产、信托贷款、委托债权、承兑汇票、信用证、应收账款、各类受（收）益权、带回购条款的股权性融资等。8号文要求银行理财产品与所投资资产对应，实质是禁止资金池业务；同时，还对隐含理财资金投资非标债权资产总额做了限制，即所投非标资产余额在任何时点均以理财产品余额的35%与商业银行上年度审计报告披露总资产的4%孰低者为上限。

因此，《指导意见》对非标债权投资的限制，对银行理财产品投资非标债权业务不会有显著影响。

## 3. 对信托业务的影响

从信托资金投资范围来看，信托业务几乎是全能的。按现行关于信托资金投资范围的规定，信托资金既可以投资在银行间市场和证券交易所交易的标准化资产，也可以投资非标准化资产（IPO时信托持股仍受到政策禁止）。

除净资本约束和作为风险集中度控制措施的单一客户贷款不得超过信托公司所管理全部信托计划实收余额30%限额限制外，现行关于信托投资的规定没有其他限额管理。《指导意见》发布后，监管部门是否会进一步作出相关限额规定，还需要进一步观察。

因此，《指导意见》对非标债权投资的限制，对集合信托计划投资非标债权业务的影响还需观察是否有后续政策调整和出台新的要求。

## 4. 对证券公司资管业务的影响

证券公司从事资管业务的规定主要依据是《证券公司资产证券化业务管理规定》（2013[16]号）、《证券公司客户资产管理业务管理办法》（2013年6月2日修订，6月26日公布实施）、《证券公司集合资产管理业务实施细则》（2013年6

月 26 日修订)、《证券公司定向资产管理业务实施细则》(2012[20]号)。依据这些规定,证券公司资管产品主要为定向资管产品、集合资管产品和专项资管产品。

从投资范围来看,专项资管产品对应的是企业资产证券化业务;定向资管业务投资范围由资管合同约定,相关规定并未限制其投资范围,但实践中多投向证券交易所交易的标准化资产,较少投资于非标债权;集合资管产品的投资范围既包括公开市场交易的标准化产品,也包括非公开市场发行的金融产品(证券公司专项资产管理计划、商业银行理财计划、集合资金信托计划)和证监会认可的其他投资品种。

基于证券公司资管产品投资范围,与非标债权资产投资联系比较紧密的是集合资管产品,但集合资管产品并不能直接投向底层基础资产,需要借道银行理财产品 and 集合资金信托计划,而《指导意见》对嵌套产品的禁止,将导致集合资管产品无法借道这些资管产品。

因此,《指导意见》对非标债权投资的限制,对证券公司资管业务不会有直接影响,反而是对嵌套产品的禁止会导致证券公司集合资管产品无法实现对非标债权资产的投资。

## 5. 对基金公司资管业务的影响

此处所称基金管理公司或基金公司是指证券投资基金管理公司,其开展资管业务的主要依据有《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》(2012年9月26日发布,11月1日实施)和《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》(2012年10月29日发布,11月1日实施)。

依据《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第九条的规定,其资管业务可以投资于在公开市场交易的资产,也可以投资于未通过证券交易所转让的股权、债权和其他财产权利。投资于未通过证券交易所转让的股权、债权和其他财产权利这些资产的资管计划未专项资产管理计划,但需要设立专门的子公司开展这类业务。

可见,与《指导意见》限制非标债权条款相关的是基金子公司开展的投资于

非标债权的专项资管计划,但现行规定对基金子公司此类专项资管计划投资非标债权并无限额管理规定,《指导意见》如公布后,监管部门是否会发布限额管理措施,还需要进一步观察。

因此,《指导意见》对非标债权业务的限制,对基金子公司开展非标债权投资还需观察是否有后续政策调整和出台新的要求。

## 6. 对保险资管业务的影响

险资资管开展债权投资的品种主要是不动产债权投资计划和基础设施债权投资计划,以及采取名股实债安排的股权投资计划。

保监会于2014年1月23日发布的《关于加强和改进保险资金运用监管比例的通知》(保监发[2014]13号)已经将保险资金可投资资产划分为五大类,并采取了大比例监管措施。

因此,《指导意见》对非标债权业务的限制,对保险资管业务开展的非标准债权投资不会有实质影响。

## 7. 小结

《指导意见》对非标债权投资的限制措施主要两项,一是要符合各监管部门的限额管理,二是禁止期限错配。目前尚未有明确限额管理的仅是信托资金投资非标债权业务和基金子公司专项资产管理计划投资非标债权业务,未来监管部门会采取什么样的限额监管措施,尚待《指导意见》出台后进一步观察。而对银行理财业务、证券公司集合资产管理业务和保险资管业务应该不会有影响。

## (二) 通道业务

资产管理业务本质上是受人之托、代客理财,是财富与专业的结合,因此应强调管理人的主动管理责任,理论上不应该出现所谓通道现象。但通道现象的产

生有其深刻的经济和监管的原因。

首先，受不同监管机构监管的同一类型资管产品因监管规则的差异存在不同的合规要求和特征，而底层基础资产的状况和特征与某一类型资管产品特征不匹配，而与另一些类型的资管产品特征吻合，从而出现监管套利和产品套利。

其次，对资金和项目资源的掌控分布不均以及由此引起的对管理费分配需求不一致，会导致提供资管产品的管理人无法获得足够的管理费激励而需要降低自己的管理责任。

因此，市场上通道业务应运而生。通常，通道业务的实质管理责任是在管理人之外的第三方，第三方可能是资金提供方、项目方、其他资管机构或其各自的关联方，通过不同的协议组合安排来实现在减轻或免除管理人管理责任的条件下借道特定资管产品融资或投资的目标。典型的信托通道业务中，通常以集合资金信托计划作为投资借道的产品类型，但信托公司将重大决策均提交给受益人大会，由受益人大会来决策，信托公司只是从事一些事务性的管理工作，从而有关信托管理导致的风险与责任与集合资金信托的管理人即信托公司无关。

按照《指导意见》的规定，金融机构应当承担主动管理职责，不得为其他行业金融机构发行的资管产品提供扩大投资范围、规避监管要求的通道服务。该条所讲通道业务，似乎与市场实践中的通道业务并不相关。实践中的通道业务，管理人本身是资管产品的设立人，资金通过该产品投向底层资产，只是在管理合同中会减轻或免除管理人的管理义务与责任；但《指导意见》所称的通道业务，字面上表现为某一资管机构为已经其他资管机构发行的资管产品提供扩大投资范围、规避监管要求的通道服务，因此，从结构特征上看，实质表现为不同资管产品之间的嵌套，所以，这一限制实质上与《指导意见》中禁止嵌套条款起到的功能是重合的。

因此，本文认为，《指导意见》限制的通道业务指向的是不同资管产品之间的嵌套安排，对目前实践中常见的通道业务并无影响。

### （三） 结构化分级产品

#### 1. 银行理财产品与保险资管产品的结构化

有关银行理财、保险资管产品的监管规则并未明确可以设计结构化分级产品。实践中也几乎未见到结构化产品。

因此，《指导意见》关于结构产品的杠杆倍数限制对这些资管产品不适用。未来这类产品是否允许分级，需视后续监管政策而定。

#### 2. 私募股权投资基金的结构化

私募投资基金管理人发起设立的私募股权投资基金是否可以采取结构化方式设计基金产品，情况比较复杂，没有统一规定，需要根据基金采取的法律形式而定。

依据中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）于2016年4月18日发布的自律规则《私募投资基金合同指引》，契约型基金明确可以有结构化设计，且契约型私募股权投资基金和创业投资基金应当参考《私募投资基金合同指引1号（契约型私募基金合同内容与格式指引）》制定私募投资基金合同，因此契约型私募股权投资基金是可以采取结构化设计的。

公司型私募股权投资基金和有限合伙型私募股权投资基金是否可以采取结构化涉及，监管机构无明文规定，但根据《公司法》中有关有限责任公司股东投票权和分红权可以不按照出资比例设定的规定以及《合伙企业法》中关于有限合伙企业利润分配可由合伙协议约定的规定，公司型和有限合伙型基金采取结构化设计是有法律依据的。

但是，私募股权投资基金结构化的杠杆倍数并无明文规定和限制。

《指导意见》关于结构化资管产品杠杆倍数的限制，是否对私募股权投资基金产生影响，需要看《指导意见》是否将非属金融机构或其子公司的其他管理人发起设立的基金纳入统一规范。按照《指导意见》的规定，指导意见规范的私募投资基金是金融机构或其子公司设立的私募投资基金，因此不包括其他类型基金

管理人设立的私募股权投资基金。但《指导意见》又规定，非金融机构开展资管业务应当申请获得许可，经许可后开展业务的，应严格执行《指导意见》关于资管业务的各项规定。这一监管政策与目前对私募股权投资基金管理人采取的登记而非许可的政策是完全不同的，未来是否会对这类私募股权投资基金管理人采取许可，还需要后续政策予以明确。

因此，《指导意见》对结构化资管产品杠杆倍数的限制，未来是否适用于非金融机构或其子公司作为管理人的私募股权投资基金，还有待后续政策明确。从同类型资管产品同样监管的原则来看，即便仍然保持对这类私募投资基金管理人采取登记而非许可的政策，但对其产品却很可能会要求与《指导意见》的监管要求保持一致。

### 3. 集合资金信托产品的结构化

集合资金信托计划可以采取结构化设计有明确依据。

银监会于 2010 年 2 月 5 日发布了《关于加强信托公司结构化信托业务监管有关问题的通知》(银监通[2010]2 号)。该通知对结构化信托业务应遵循的原则、对信托公司的要求、投资者的要求以及监管措施做了相对原则性的规定，但并未涉及优先级与劣后级之间的杠杆倍数。银监会仅在房地产信托融资中对优先与劣后之间的杠杆倍数做了明确要求，依据 2010 年 2 月 1 日发布的《银监会办公厅关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》(银监办发[2010]54 号)，信托公司以结构化方式设计房地产集合资金信托加护的，其优先与劣后受益权后之比不得高于 3:1。

因此《指导意见》关于结构化产品杠杆倍数的限制对信托业务并无实质影响。

### 4. 证券期货经营机构资管计划的结构化

证券期货经营机构资管计划的结构化規制政策出台集中在 2016 年。2016 年 7 月 14 日，中国证监会发布《证券期货经营机构私募资产管理业务运作暂行规定》(2016[13]号)，该规定第四条第(四)项明确要求，股票类、混合类结构化

资管计划的杠杆倍数不超过 1 倍，固定收益类结构化资管计划杠杆倍数不超过 3 倍，其他类结构化资管计划杠杆倍数不超过 2 倍。

2016 年 10 月 21 日，基金业协会发布了配套自律规则《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 1-3 号》，对证券期货经营机构结构化私募资产管理计划优先与劣后级之间的亏损承担、收益分配按照“利益共享、风险分担”原则做了明确规定，禁止劣后级先承担亏损和单方面提供增强资金保障优先级利益，禁止出现亏损或未实际实现投资收益时计提或分配收益，同时要求在合同中明确杠杆倍数。

可见，证券期货经营机构结构化资管产品监管更为严格，除了杠杆倍数限制外，还禁止劣后级先承担亏损、提供增强资金、禁止无收益时计提或分配收益。过往实践中，往往要求劣后级先承担亏损、提供增强资金，或者为了构建名股实债安排，会在资管计划合同中对优先级设定固定日期与收益率的收益分配和计提安排，便于采取差额补足或流动性补足增信以保障优先级收益可以固定实现。但这一监管政策使得这类产品存在合规性风险。

因此，《指导意见》对结构化资管产品杠杆倍数的限制，对证券期货经营机构私募资产管理计划不会有影响。

## 5. 小结

本文认为，《指导意见》关于结构化资管产品杠杆倍数的要求将统一目前结构化资管产品在监管方面的差异。《指导意见》出台后，需要继续关注非金融机构或其子公司的其他私募基金管理人设立的私募股权投资基金结构化政策是否会有变化。

### （四）产品嵌套

除 FOF、MOM 和委外投资外，《指导意见》明确禁止资管产品投资其他资管产品，即产品嵌套是被禁止的。禁止产品嵌套首先会缩小目前一些资管产品的

投资范围。根据目前规定，银行理财产品可投资集合资金信托计划，证券公司集合投资计划可投资集合资金信托计划、银行理财产品、证券公司专项资产管理计划，基金子公司专项计划则对是否可投资其他资管产品无明文禁止性规定。如《指导意见》得以出台，将直接导致这些资管产品的投资范围被缩小。

除上述影响外，禁止产品嵌套还将给实务中常见的融资结构设计带来显著影响。

### 1. 名股实债融资

常见的名股实债结构有两种。一种是，资管产品直接投资于标的公司股权，第三方按固定溢价率收购资管产品所持股权，收购价款分期支付；第二种是，在资管产品与标的公司之间构造一层有限合伙基金，资管产品作为有限合伙人或优先级有限合伙人投资于基金份额，基金投资于标的公司股权，资管产品投资退出方式可以采取两种方式：一是第三方或基金劣后级按固定溢价率收购资管产品所持基金份额，收购价款分期支付，二是第三方对资管产品在基金中应获分配提供差额补足安排或流动性支持安排。无论采取那一种方式，都使得一项股权投资在风险和收益特征上完全与债权的风险收益特征一致。

名股实债的融资结构产生的原因也是因为底层资产状况合特征与单一资管产品的特点和监管规则不能完全匹配造成的，当然，也因为参与同一项目的众多主体为分配同一现金流而不得不采取嵌套方式，使得各方参与分配合法合规。

如果在资管产品与标的公司之间设立另一项资管产品来实现名股实债的目的，属于《指导意见》禁止的产品嵌套结构。

因此，《指导意见》禁止产品嵌套，将导致按照第二种方式搭建名股实债结构遇到合规障碍而不再具有可行性。

### 2. 险资股权投资计划

单纯从法律角度看，险资股权投资计划是一项比较独特的产品，我们将另文讨论。按照保监会保险资金运用监管部 2016 年 12 月 1 日下发的《保险资金设立



股权投资计划报告要件及要点监管口径的通知》，险资股权投资计划的类型之一有股权投资基金份额。如果基金纳入《指导意见》管理，险资股权投资将无法投资基金，因为这种投资构成了嵌套。

因此，险资股权投资计划投资基金应该属于《指导意见》禁止的产品嵌套结构。

### 3. FOF 投资问题

《指导意见》第十九条将 FOF 界定为不直接投资股票或债券，而是以基金组合为投资标的，间接投资于股票或者债券的投资方式。按照这一界定，FOF 的资金将不直接投资股票或债券，而是投资基金，基金再投资于股票或债券。这一情形属于禁止嵌套的例外。

需注意的是，该条定义 FOF 时将底层资产限定为股票和债券，所以该条 FOF 应该是指证监会 2016 年 9 月 11 日发布的《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号-基金中基金指引》中所指的基金中基金，即通常所说的公募 FOF。公募 FOF 应将 80% 的基金资产投资于经证监会核准或注册的公开募集基金份额的基金。

因此，私募 FOF 是否属于被禁止的产品嵌套呢？本文认为，从基金业协会最近大力提倡发展私募 FOF 的举措来看，未来私募 FOF 应该不会属于《指导意见》禁止的产品嵌套。但需要继续观察后续出台的监管政策。

### 4. 股权投资中 SPV 的构造

在未上市股权投资实践中，常常需要在标的公司与资管产品之间构建一层或多层 SPV，原因各异。如果中间层 SPV 构成《指导意见》规制的资管产品，SPV 构建会导致产品嵌套问题。

《指导意见》禁止产品嵌套将会给给私募股权投资实践中 SPV 构建带来一定障碍。

### 5. 小结

《指导意见》几乎采取了一刀切方式禁止产品嵌套，这对资管行业的影响是显著。一方面将显著导致现有资管产品投资范围的缩小，另一方面会给投资实务常见的结构设计造成障碍。

本文认为，投资实践是复杂的，嵌套投资有客观合理的需求，嵌套投资引起的问题在于向上难以识别最终投资者是否合格，向下难以识别底层资产状况与风险，也容易出现规避监管要求的通道业务。《指导意见》要求建立完善的统计制度、坚持穿透监管的原则和限制规避监管的通道业务，如果再建立完善的信息披露制度，几乎可以将嵌套结构的弊端排除掉，但仍然一刀切式地禁止嵌套结构，其合理性值得进一步探讨。

#### （五） 私募股权投资业务

需要讨论的是非金融机构或其子公司作为管理人设立的私募股权投资业务是否受《指导意见》的规范（为行为简便，以下称为私募股权投资业务）。

依据《指导意见》的规定，《指导意见》规范的是金融机构作为管理人设立的资管产品和投资基金，但对于非金融机构发起设立资管产品的，《指导意见》要求取得许可，取得许可的非金融机构开展资管业务应严格执行《指导意见》的规定。因此，私募股权投资业务似乎有被纳入《指导意见》规范的可能。《指导意见》同时规定了行政许可办法另行制定。

依据《行政许可法》，设立行政许可只能由法律、行政法规或国务院决定、地方性法规来设定，金融业事关经济全局，不可能由地方性法规来设定，只能由法律或国务院来设定。所以，私募股权投资业务未来是否需要取得许可，还需要看国家更高层级的立法机关是否会制定相应法律或行政法规。如果仍按目前管理人登记与基金产品备案方式来管理，也不排除对私募股权基金指定与《指导意见》规定相同的监管规则。

#### 四、 结论

综上所述，本文认为，《指导意见》如能出台，其影响表现为：

##### （一） 有利于资管行业公平竞争

《指导意见》统一了资管产品的共性要求，主要体现在合格投资者标准、投资范围、限制和禁止的投资范围与行为。这一统一标准有利于消除监管套利，有利于资管行业公平竞争。

##### （二） 对目前业务实践具有有限的限制

《指导意见》的若干限制和禁止性要求，对目前的资管业务实践会造成一定影响。主要体现在：

###### 1. 对非标准化债权投资的影响

主要体现在要求设定限额限制，具体影响需要观察后续相应监管机构出台更具体的限额限制政策。

###### 2. 对嵌套结构的影响

禁止嵌套结构将导致目前业务实践中名股实债的结构设计和股权投资实践中 SPV 构造途径受到限制。

##### （三） 对私募股权投资行业的影响尚不能确定

如前所述，《指导意见》对私募 FOF、私募寂静管理人开展业务是否需要许可以及私募股权投资基金业务的影响尚不能确定，需要看《指导意见》出台后是否会有私募股权投资基金方面的政策变化。

##### （四） 对资管业务合规性的影响

如上所述，《指导意见》建立的投资者适当性制度、产品统计制度和穿透监管的原则，这些监管要求对资管产品设立及存续的合规性提出了更高和更多要求。