

植德金融资管月报（第 18 期）2021-08

1 监管动态

1.1 中国人民银行、国家发展和改革委员会、财政部、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会：关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知

2021年8月6日，中国人民银行等部门联合发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》，对信用评级机构提出了明确的监督管理要求。

发文机关：中国人民银行、国家发展和改革委员会、财政部、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会

发文字号： /

发文日期：2021年08月06日

施行日期：2022年08月06日

效力层级：部门规范性文件

关键词：债券市场、信用评级

主要内容：中国人民银行等部门联合发布《关于促进债券市场信用评级行业健康发展的通知》（以下简称“《通知》”）共分为五条，具体包含十六项，遵循市场化、法治化、国际化改革方向，从加强评级方法体系建设、完善公司治理和内部控制机制、强化信息披露等方面对信用评级机构提出了明确要求，同时强调优化评级生态，严格对信用评级机构监督管理。

要点提示：《通知》规定，信用评级机构应当加强评级方法体系建设，提升评级质量和区分度；完善信用评级机构公司治理和内部控制机制，坚守评级独立性；加强信息披露，强化市场约束机制；优化评级生

态，营造公平、公正的市场环境。长期构建以违约率为核心的评级质量验证机制，制定实施方案，2022 年底前建立并使用能够实现合理区分度的评级方法体系，有效提升评级质量。鼓励评级机构按照信用等级定期披露代表性企业名单、评级要素表现及检验测试情况。

1.2 中国证券监督管理委员会：关于就修改《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》公开征求意见的通知

证监会出台《关于修改〈创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定〉的决定（征求意见稿）》，进一步优化注册制新股发行承销制度，促进各方利益均衡。

发文机关：中国证券监督管理委员会

发文字号：/

发文日期：2021 年 08 月 06 日

意见反馈截止日期：2021 年 9 月 5 日

效力层级：部门规范性文件

关键词：创业板、首次公开发行证券、承销

主要内容：对原《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》

（以下简称“原规定”）第八条进行了修改，取消了新股发行定价与申购安排、投资者风险特别公告次数挂钩的要求。同时删除累计投标询价发行价格区间的相关规定，由深圳证券交易所在其业务规则中予以明确。

要点提示：《通知》总体思路是平衡好发行人、承销机构、报价机构和投资者之间的利益关系，兼顾发行承销过程的公平性与效率，主要取消了新股发行定价与申购时间安排、投资风险特别公告次数挂钩的要求，删除了发行人和主承销商确定的发行价格区间上限要求。

1.3 中国银行保险监督管理委员会：中国银行保险监督管理委员会派出机构监管职责规定

为明确中国银行保险监督管理委员会派出机构监管职责，银保监会公布了《中国银行保险监督管理委员会派出机构监管职责规定》。

发文机关：中国银行保险监督管理委员会

发文字号：中国银行保险监督管理委员会令（2021 年第 9 号）

发文日期：2021 年 07 月 30 日

施行日期：2021 年 10 月 01 日

效力层级：部门规范性文件

关键词：银保监会派出机构、监管职责

主要内容：《中国银行保险监督管理委员会派出机构监管职责规定》（以下简称“《规定》”）共三十四条，其主要内容包括：一是明确派出机构监管职责的总则性规定，包括监管职责体系、派出机构履职原则；二是明确派出机构的主要监管职责，包括对机构、人员、业务等方面的监管；三是明确银保监会授权派出机构履行的其他监管职责，主要包括偿付能力监管、辖区内重大风险事件处置等；四是明确与履行监管职责相关的内容，包括行政处罚、复议受理等；五是明确派出机构应当与辖区地方人民政府相关部门等建立健全监管协调机制。

要点提示：

《规定》明确了派出机构的主要监管职责，派出机构应当与辖区地方人民政府相关部门等建立健全监管协调机制等。

一、派出机构，是指银保监会派驻各省（自治区、直辖市）和计划单列市的监管局（以下简称银保监局）、派驻地市（州、盟）的监管分局（以下简称银保监分局）以及设在县（市、区、旗）的监管组。

二、派出机构监管职责的确立，遵循职权法定、属地监管、分级负责、权责统一的原则。

三、银保监会、银保监分局依法对辖内银行保险机构的公司治理、风险管理、内部控制、资本充足、偿付能力、资产质量、业务活动、信息披露、信息科技、第三方合作等实施监督管理，具体监管事项依照法律、行政法规和银保监会的相关规定确定。

四、银保监会、银保监分局按照银保监会的统一部署，支持辖内相关自律组织等发挥金融纠纷调解作用，监督辖区银行业和保险业调解机构规范运行。

1.4 中国银行保险监督管理委员会：保险公司非寿险业务准备金管理办法（征求意见稿）

为进一步完善非寿险业务准备金监管制度，增强非寿险准备金监管的科学性和有效性，银保监会起草《保险公司非寿险业务准备金管理办法（征求意见稿）》。

发文机关：中国银行保险监督管理委员会

发文字号：/

发文日期：2021年08月10日

意见反馈截止日期：2021年9月9日

效力层级：部门规章

关键词：非寿险业务准备金

主要内容：《保险公司非寿险业务准备金管理办法（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）修订内容主要有六个方面：一是将非寿险准备金评估规则与会计准则、监管制度协调一致；二是总结提炼非寿险准备金监管的实践经验，将原办法配套规范性文件中关于准备金监管的相关制度进行了梳理，集中体现在《征求意见稿》中；三是增加内控管理规定，督促保险公司完善非寿险准备金工作相关制度；四是增加监督管理规定；五是增加法律责任规定，依据《保险法》对非寿险准备金相关违法行为进行明确；六是删除原办法中的准备金报告章节，作为细则另行发布。

要点提示：

一是使非寿险准备金监管制度与会计准则及偿付能力监管规定做到了协调统一，为保险公司的非寿险准备金评估和管理提供了更加完善、可循的制度依据。

二是对非寿险准备金监管的各项规章和规范性文件进行了梳理。原保监会关于非寿险准备金监管曾出台了一系列规范性文件，内容涉及准备金基础数据管理、回溯分析、工作底稿、准备金报告等方面，但没有经过系统的梳理和完善。《征求意见稿》将上述内容进行了梳理归纳，形成一套非寿险准备金监管制度。

三是补齐了非寿险准备金监管制度的短板。《保险公司非寿险业务准备金管理办法（试行）》在内控管理、监督管理、法律责任等方面内容存在缺失，准备金监管实践中也出现分支机构准备金随意调节、准备金有利进展释放等问题，因此本次修订工作重点针对准备金的监管制度及法律责任进行了明确及细化。

1.5 住房和城乡建设部：《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知（征求意见稿）》公开征求意见的通知

为积极稳妥实施城市更新行动，住房和城乡建设部公布了《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知（征求意见稿）》公开征求意见的通知。

发文机关：住房和城乡建设部

发文字号：/

发文日期：2021年08月10日

意见反馈截止日期：2021年08月20日

效力层级：部门工作文件

关键词：城市更新、防止大拆大建

主要内容：《关于在实施城市更新行动中防止大拆大建问题的通知（征求意见稿）》公开征求意见的通知（以下简称“《征求意见稿》”）共三条十一项，从坚持划定底线，防止城市更新变形走样；坚持应留尽留，全力保持城市记忆；坚持量力而行，稳妥推进改造提升三个方面实施城市更新行动，要顺应城市发展规律，尊重人民群众意愿，以内涵集约、绿色低碳发展为路径，转变城市开发建设方式，坚持“留改拆”并举、以保留利用提升为主，严管大拆大建，加强修缮改造，注重提升功能，增强城市活力等。

要点提示：《征求意见稿》从“坚持划定底线，防止城市更新变形走样”等三个方面确立了严格控制大规模拆除等十一项具体内容。其中，《征求意见稿》要求，除违法建筑和被鉴定为危房的以外，不大规模、成片集中拆除现状建筑，原则上老城区更新单元（片区）或项目内拆除建筑面积不应大于现状总建筑面积的 20%。《征求意见稿》明确，严格控制老城区改扩建、新建建筑规模和建设强度，原则上更新单元（片区）或项目内拆建比不宜大于 2。鼓励以就地安置为主，更新单元（片区）或项目居民就地、就近安置率不宜低于 50%。

1.6 中国人民银行：中国人民银行公告〔2021〕第 11 号-央行试点取消非金融企业债务融资工具发行环节信用评级要求

为进一步提升市场主体使用外部评级的自主性，推动信用评级行业市场化改革，中国人民银行决定试点取消非金融企业债务融资工具发行环节信用评级的要求。

发文机关：中国人民银行

发文字号：中国人民银行公告〔2021〕第 11 号

发文日期：2021 年 08 月 11 日

施行日期：2021 年 08 月 11 日

效力层级：部门规范性文件

关键词：非金融企业债务融资工具、发行信用评级取消

主要内容：《中国人民银行公告〔2021〕第11号-央行试点取消非金融企业债务融资工具发行环节信用评级要求》（以下简称“《要求》”）共三条，试点取消非金融企业债务融资工具发行环节信用评级的要求。

要点提示：公告试点期间，非金融企业发行债务融资工具暂时停止适用涉及《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》第九条信用评级的相关规定。

1.7 上海证券交易所、深圳证券交易所：投资者保护文本编制

上海证券交易所制发《公开发行公司债券募集说明书编制》和《投资者权益保护》相关文本，同时，深圳证券交易所也发布《投资者权益保护》相关文本。

发文机关：上海证券交易所、深圳证券交易所

发文字号：上证函〔2021〕1388号、上证函〔2021〕1389号、深证上〔2021〕814号

发文日期：2021年08月13日

生效日期：2021年08月13日

效力层级：行业规定

关键词：公司债券募集说明书、投资者权益保护

主要内容：上海证券交易所制发《公司债券发行上市审核业务指南第1号——公开发行公司债券募集说明书编制（参考文本）》和《公司债券发行上市审核业务指南第2号——投资者权益保护（参考文本）》，同时，深圳证券交易所也发布《公司债券发行上市审核业务指南第2号——投资者权益保护（参考文本）》（以下统称“《投保指南》”）。《投保指南》具有以下三个特点：一是构建科学完备体系，提升条款规范性。二是

聚焦市场主体关切，突出条款针对性。三是兼顾参与各方权益，保留条款灵活性。

要点提示：《投保指南》针对性设置发行人偿债保障措施承诺、财务承诺、行为限制承诺、资信维持承诺和交叉保护承诺，加强对发行人事先约束。在违约事项及纠纷解决机制方面，明确违约的六种类型，梳理承担违约责任的六种方式等。

1.8 中国证券投资基金业协会：关于发布《公开募集证券投资基金管理人及从业人员职业操守和道德规范指南》的通知

为推进基金行业加快培育并践行行业文化，中国证券投资基金业协会发出《公开募集证券投资基金管理人及从业人员职业操守和道德规范指南》。

发文机关：中国证券投资基金业协会

发文字号：中基协字[2021]327号

发文日期：2021年08月11日

生效日期：2021年08月11日

效力层级：行业规定

关键词：公募基金、管理人及从业人员、道德操守

主要内容：关于发布《公开募集证券投资基金管理人及从业人员职业操守和道德规范指南》的通知（以下简称“《指南》”）共五大部分，包括总则、基金行业职业道德规范、内部管理、自律管理、附则等。

要点提示：《指南》明确了公开募集证券投资基金管理人及从业人员职业操守和道德规范的具体要求。《指南》提出，基金管理人应当建立、健全关联交易、公平交易等各项制度，制定并完善关联方识别、关联交易价格确定等事项的标准和流程，不得向第三方输送利益，不得在不同资产组合之间输送利益。同时，《指南》明确，基金管理人应当公平对待所管理的不同资产组合，通过集中交易、公平交易等制度，确保不同资产组合获得平等的投资、交易机会。

1.9 中国人民银行、发展改革委、财政部、银保监会、证监会、外汇局：
关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见

为进一步推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展，中国人民银行等六部门联合发布《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》。

发文机关：中国人民银行、发展改革委、财政部、银保监会、证监会、外汇局

发文字号： /

发文日期：2021年08月17日

生效日期：2021年08月17日

效力层级：部门规范性文件

关键词：信用类债券市场

主要内容：《关于推动公司信用类债券市场改革开放高质量发展的指导意见》（以下简称“《意见》”）共十二条，包括推动完善债券市场法制，着力夯实法律基础，推动发行交易管理分类趋同，防范监管套利，提升信息披露有效性，强化市场化约束机制，强化信用评级机构监管，提升信用评级质量，加强投资者适当性管理，健全投资者保护机制，健全定价机制，加强债券市场监管和统一执法等。

要点提示：《意见》从完善法制、推动发行交易管理分类趋同、提升信息披露有效性、强化信用评级机构监管、加强投资者适当性管理、健全定价机制等十个方面提出具体意见。《意见》明确，统筹多层次债券市场建设，健全产品工具谱系，壮大合格投资者队伍，丰富发展多层次交易服务体系。依法建设全国集中统一的登记结算制度体系，坚持一级托管为主、兼容多级托管的包容性制度安排，支持并鼓励银行办理债券交易的资金结算。统筹同步推进银行间债券市场、交易所债券市场对外开放，统一债券市场境外机构投资者准入和资金跨境管理，共同树立统一开放的良好形象。

2 行业资讯

2.1 如何看 15 号文及其影响

8 月 1 日，引起市场高度关注的银保监“15 号文”已经开始实施，多家信托公司内部进行自查叫停涉及隐性债务的城投主体业务。

7 月 10 日，一份名为《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15 号，简称“15 号文”）的文件在信托行业间广为流传，该文指出各银行保险机构要严格执行地方政府融资相关政策要求，打消财政兜底幻觉，强化合规管理、尽职调查，不得以任何形式新增地方政府隐性债务，并做实作细化债方案，妥善化解存量地方政府债务。

一、地方政府隐性债的政策演进

追溯已经过去的本世纪第二个十年，以具有标志性意义的最高层级文件为起点，结合实际的业务发展历程，可以将地方政府债务管控划分为以下三个阶段，而目前应是第三个阶段中新一轮管控的小高潮。

(1) 第一阶段：2010 年开始，以《关于加强地方政府融资平台公司管理有关问题的通知》国发〔2010〕19 号文为标志，银监为管控主力。

2008 年金融危机爆发并快速波及全球，2009 年中共中央政府推出实施四万亿经济刺激计划，相关项目快速上马，融资平台公司作为实施主体，举债的融资规模迅速膨胀，地方政府违规或变相提供担保，偿债风险日益加大。在此背景下，2010 年，国务院下发国发〔2010〕19 号文，中央政府正式开始了地方政府债务管控。2010 至 2014 年间，以银监会为代表的主要管控部门，相继下发了银监办发〔2010〕244 号、银监办发〔2010〕309 号、银监发〔2010〕103 号、银监发〔2010〕110 号、银监发〔2011〕34 号、银监办发〔2011〕191 号、银监发〔2012〕12 号、国土资发〔2012〕162 号、银监发〔2013〕10 号等一系列监管文件，推进平台贷款清理、规范、化解。

(2) 第二阶段：2014 年末开始，以国发〔2014〕43 号文为标志，财政为管控主力。

尽管经过 2010 年开始近四年的管控，但只管住了名单内的银监口径融资平台，而新的融资平台不断设立，且对存量平台仍留有新发放贷款的“五个方面”的空间。同时还新产生采用集资、回购(BT)等方式举债建设公益性项目；向融资平台公司注资或提供担保；通过财务公司、信托公司、租赁公司等违规举借政府性债务等多种问题，导致旧债未化解，又快速产生了一批新的地方政府债务。在此情况下，2014 年，国务院下发《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，下称“43 号文”），提出建立规范的地方政府举债融资机制，对地方政府债务实行规模控制和预算管理。标志着中央政府开始从“钱袋子”——财政预算体系入手，意图从根本上管控住地方政府债务问题。该文奠定了目前地方政府债务管控的基本逻辑和政策框架。

此阶段的监管文件包括财预〔2014〕351 号、财金〔2014〕113 号、财金〔2014〕156 号、财库〔2015〕64 号、财库〔2015〕83 号、国办发〔2015〕40 号、财预〔2015〕225 号、财综〔2016〕4 号、国办函〔2016〕88 号、财预〔2016〕154 号、财预〔2016〕155 号、财预〔2017〕50 号、财预〔2017〕87 号、财金〔2018〕23 号等一系列重要的部门规章。

(3) 第三阶段：2018 年开始，以中发〔2018〕27 号文为标志，财政和银保监协同管控。

2015 至 2017 年的管控中，由于对各种举债行为是一个逐步规范的过程，地方政府利用政策窗口期，不断寻找新的融资模式，先后集中在土储、棚改、政府购买服务、PPP、政府投资基金等方面进行了大量的违规融资，导致 2015 至 2018 年不到三年的时间内再次新产生了至今仍未公开数量的隐性债务，出现边规范边快冒的现象。2017 年 7 月，全国金融工作会议强调“严控地方政府债务增量，终身问责、倒查责任”，同月召开的中央政治局会议，首次在最高决策层会议上提及“地方政府隐性债务”的概念。2018 年，中共中央、国务院联合下发《关于防范化解地方政府隐性

债务风险的意见》（中发〔2018〕27号，下称“27号文”）以及《中共中央办公厅国务院办公厅关于印发〈地方政府隐性债务问责办法〉的通知》（中办发〔2018〕46号），将地方政府隐性债务管控提级到最高层政策，提出用5至10年的时间化解存量地方政府隐性债务。由此正式揭开了最近一轮管控的序幕。

为有序推动存量隐性债务化解，防止累积发生系统性风险，2019年银保监会下发《关于配合做好防范化解融资平台到期存量地方政府隐性债务风险工作的通知》（银保监发〔2019〕45号，下称“45号文”）。以此文为政策依据，银行开始了近两年的存量地方政府隐性债务置换工作。尽管45号文提出了置换要求，但在实际置换过程中，仍出现置换本息、虚假置换、置换贷款资金挪用等问题。再加上新冠疫情以来的社融规模较快增加。至此，银保监、财政部联合下发15号文，部分业内人士认为可以将其视为对45号文的补充和强化。

二、15号文的影响

（1）什么是地方政府融资平台的问题已清晰

此次最大变化之一，就是用财政部的监测平台有隐形债务企业名单代替银保监会的政府融资平台名单。未来，什么是地方政府融资平台的问题已经非常清晰，就是以财政部监测平台里面查询到有存量未结清隐性债务的企业为准。也就是说，对平台公司身份认定，不再是先入为主地以法人身份判定是否为平台，而是以是否有隐性债务这一点，来倒推是否属于平台。

（2）对地方政府融资平台而言融资难度加大，或出现部分融资平台违约事件

部分融资业务链条拉长、新增融资难度提高、细化并增加存量隐债置换要求以及形成严肃各方责任的导向这些均将增加地方政府融资平台的融资难度。本轮管控，将进一步加剧地方政府财政紧张的状况，特别是综合财力偏弱的东北部和中西部地区，可能会新发部分违约事件。但15号文的补充通知称对于涉及隐形债务的城投公司的存量流动贷款可以视必要程

度续作，在一定程度上给予城投公司更多时间去降低融资成本，优化融资结构。

(3) 对于金融机构而言对于可能涉及隐债的项目审批将收紧，未来对合规政府类信贷项目的争夺或将加剧

预计地方财政存款及融资平台公司存款将在一段时间内有所减少，银行对该部分存款的稳存增存压力将会增加；预计对流贷、专项债配套融资、PPP 及其他商业化项目的审查审批尺度将更严，审批通过率将有所下降；预计各商业银行对隐债置换将进一步收紧；预计政府类信贷业务将出现下滑，而该部分资产业务较实体类贷款收益更高，将进一步加剧银行对合规的政府类信贷项目的争夺。

信息来源

《从政策演进看 15 号文及其影响》：

https://mp.weixin.qq.com/s/AYZk8ZvjsT7fWgv_wDL_Tg

《行业聚焦】多家信托公司对涉隐城投停止放款！》：

<https://mp.weixin.qq.com/s/qzYbgBvn3GhWMOh5oO6OFw>

《15 号文落地及影响！》：

https://mp.weixin.qq.com/s/saSY0b7Cd31cEl1_1_9p2w

《热点点评 | “15 号文”补充通知——真的放松了吗？》：

<https://mp.weixin.qq.com/s/WHS0j2a3iqjKltdS2m0kXw>

2.2 土地拍卖再现新规？土地溢价率不得超过 15%！

网传自然资源部于 8 月 10 日召开闭门会议，明确供地政策调整：单宗住宅用地溢价率不得超 15%；不以竞配建等方式增加实际地价；通过摇号、一次性报价、竞高标方案决定土地归属。

8 月 6 日，深圳成为首个中止第二批集中供地的城市，随后上海、青岛、济南等城市跟进。直至 8 月 18 日，杭州和沈阳同日终止和延期第二轮集中供地中出让的地块后，已有 16 城推迟和调整了二轮集中土拍出让

时间与内容。第二轮土拍“变局”背后，与业内盛传的自然资源部 8 月 10 日闭门会议中对集中供地试点城市土地出让政策调整有关。

据称新政策明确要求商品住宅用地出让公告需体现四个方面：第一，参加宅地竞拍企业需具有房地产开发资质。第二，建立有效的购地审查制度，参与土地竞买的主体必须提供资金来源证明。第三，单宗地溢价率不得超过 15%，严控城市楼面地价新高。第四，在达到地价或溢价率上限的时候，不得以竞配建等方式增加实际地价，可通过一次性合理报价、摇号、竞更高更优品质建设方案等方式确定竞得人。

目前来看，这些中止或暂缓第二轮土地出让的城市中，已有城市（例如济南、天津、沈阳、苏州、杭州等）明确新的土拍规则。从已公布最新土拍规则的城市来看，基本印证了网传的上述 8.10 土拍新规的调控要点。预计接下来更多城市将重新调整土地出让方式及土拍细节，设置最高限价以及摇号等将成为重要内容，重点城市将进入“拿地摇号”时代。

信息来源

《土拍新规下项目利润被释放，重点城市进入“拿地摇号”时代》：

<https://mp.weixin.qq.com/s/4fP4jov2JOHE2sefPQaaTg>

《多个城市土地出让突变，自然资源部：严控楼面地价新高》：

<https://mp.weixin.qq.com/s/RfJtp-v7SWOMVfSbotCr9Q>

2.3 理财子公司加速壮大 银行理财产品净值化转型加速

目前已有 29 家银行理财子公司获批筹建，理财子公司队伍日益扩大。在加快承接母行存量产品和资产的同时，理财子公司也在通过自主发行方式获得规模的增长。

8 月 3 日，城商行中理财产品规模最大的上海银行发布公告称，近日收到中国银行保险监督管理委员会批复，获准筹建上银理财有限责任公司。至此，已有 29 家银行理财子公司获批筹建，理财子公司队伍日益扩大。

随着资规新规过渡期仅剩 4 个多月，各家理财子公司都在加快承接母行存量产品和资产，同时银行理财市场的净值化转型也进入冲刺阶段。银行业理财登记托管中心日前发布《中国银行业理财市场半年报告(2021 年上半年)》(以下简称“《报告》”)显示，截至 2021 年 6 月末，银行理财产品存续规模为 25.80 万亿元，其中，理财子公司的产品存续规模 10.01 万亿元，占理财市场比例达 38.8%；净值型理财产品存续规模达 20.39 万亿元，较年初增长 17.18%，同比增长 51.06%。中国银行研究院博士后郑沈阳表示，照此速度，除了“一行一策”安排的特殊资产外，预计年底前银行理财有望提前实现整体净值化。

在加快承接母行存量产品和资产的同时，理财子公司也在通过自主发行方式获得规模的增长。作为首批成立的理财子公司之一，8 月 18 日工银理财成为首家自主管理规模突破 1.7 万亿元的理财子公司。业内人士认为，未来，理财子公司通过自主发行方式获得规模的增长，也是主要方向之一。

信息来源

《这家理财规模最大的城商行获批筹建理财子公司》：

<http://stock.10jqka.com.cn/20210803/c631531978.shtml>

《理财子公司净利猛增 银行理财产品净值化转型加速“冲刺”》

<https://search.weixin.qq.com/k/RldUUFJFa15ZR1VWR1ZeakZZSkdSaUdQUIFIRVVQblZRXL2VVAuI0FvXQ?scene=88>

《理财子公司加速壮大 工银理财自主管理产品规模率先突破 1.7 万亿元》：

<http://finance.eastmoney.com/a/202108232060126088.html>

2.4 恒大高管被央行及银保监会约谈

8 月 19 日，人民银行、银保监会相关部门负责同志约谈恒大集团高管，要求恒大努力保持经营稳定，积极化解债务风险，及时澄清不实信息。

许家印“卸任”乌龙、高管减持等信息引来监管约谈

2021年6月以来，恒大负面舆情增，公司信用评级连续下调。8月18日，上交所公告显示，恒大地产集团完成内部人事调整，董事长由许家印变更为赵长龙，法人、总理由柯鹏变更为赵长龙。即网传的许家印“卸任”的乌龙风波。消息一出，业内哗然。尽管，这是其借壳深深房回A终止后的正常变动，不涉及具体管理架构和股权变化，许家印仍为中国恒大集团董事局主席、恒大地产集团实际控制人，但高管“一进一退”之间，还是引发业内外对恒大危机的担忧。

一波未平，一波又起。同日晚间消息显示，中国恒大董事局副局长夏海钧分别减持恒大物业和恒大汽车的股票，合计套现约1.15亿港元。

8月19日，人民银行、银保监会相关部门负责同志约谈恒大集团高管。人民银行、银保监会指出，恒大集团作为房地产行业的头部企业，必须认真落实中央关于房地产市场平稳健康发展的战略部署，努力保持经营稳定，积极化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定；依法依规做好重大事项真实信息披露，不传播并及时澄清不实信息。

恒大回应被监管部门约谈，并称确曾与小米洽谈汽车业务战投事宜

20日凌晨，恒大官方微信公众发文回应，称将全面落实约谈要求，全力以赴、想尽一切办法确保工程建设，保质保量完成楼盘交付；坚决依法依规做好重大事项信息披露，绝不传播并及时澄清不实信息；以最大决心、最大力度保持公司经营稳定，化解债务风险，维护房地产市场和金融稳定。并发布声明称恒大汽车在战略股东引进过程中，曾与小米集团有过初步交流，并未深入洽谈推进。

此次约谈是“利好”还是“利空”？

多位关注房地产金融领域的市场人士分析认为，这一约谈表明监管方面对恒大集团的态度有了一定改变。一方面仍然希望恒大平稳并积极化解债务风险，不造成风险的外溢；另一方面，约谈既是敦促，也代表了监管当局严肃的态度。

信息来源

恒大问题引来高级别约谈 | 一财地产日评:

<https://mp.weixin.qq.com/s/Y0K1qWHbf3dWOFDLrDIa-g>

《最新! 恒大回应被约谈, 确曾与小米洽谈汽车业务战投事宜》:

<https://mp.weixin.qq.com/s/J28-e7G1wwYtMQvTXOMfMQ>

恒大集团为何被监管约谈 债务风险如何化解:

<https://mp.weixin.qq.com/s/NmtWp-QhR3S0ve2JbLp6lw>

2.5 个人信息保护法出台 个人信息保护将进入新篇章

8月20日, 个人信息保护法获得全国人大常委会表决通过, “大数据杀熟”迎来法律管束, 个人信息保护进入新篇章。也对金融机构展业提出了更高的合规要求。

2001年, 国家成立国家信息化领导小组, 下设国务院信息化工作办公室(下简称“国信办”), 主要负责推动国家的信息化相关立法。此后个人信息保护法既经历过机构改革、立法资源制约的困顿, 也曾因智能手机普及和“徐玉玉案”被加速推进, 历经十数载, 终于出台。个人信息保护进入新篇章。

过度收集个人信息、大数据杀熟以及非法买卖、泄露个人信息为重点规范方向, 网络空间或将成信息保护“主战场”

个人信息保护法明确, 处理个人信息应当遵循合法、正当、必要和诚信原则, 收集个人信息应当限于实现处理目的的最小范围, 不得过度收集个人信息。明确通过自动化决策方式向个人进行信息推送、商业营销, 应提供不针对其个人特征的选项或提供便捷的拒绝方式。处理生物识别、医疗健康、金融账户、行踪轨迹等敏感个人信息, 应取得个人的单独同意。任何组织、个人不得非法收集、使用、加工、传输他人个人信息, 不得非法买卖、提供或者公开他人个人信息。对违法处理个人信息的应用程序, 责令暂停或者终止提供服务。

随着大数据、人工智能等新技术发展以及网络对人们生活的深度渗透, 以电子方式记录的个人信息无论从数量级还是面临侵害的风险程度来说,

都无疑占据主要地位。因此，网络空间必将成为个人信息保护工作的“主战场”。

对金融机构及金融业务的影响

个人信息保护法对于违法处理个人信息的行为设立了行政处罚和民事赔偿制度，对于金融机构来说，对比《金融消保办法》，《个人信息保护法》中对于违法处理信息的惩戒力度大幅增加。金融机构和类金融机构展业过程中涉及收集、处理大量个人信息，若违反个人信息保护法的相关规定，将可能面临轻则由监管部门责令改正、重则吊销相关业务许可和牌照，同时面临对机构处以最高五千万元罚款、对直接责任人员处以最高一百万元罚款与限期从业禁止。可见，“个人信息保护”将成为金融机构新的合规重地。

个人信息保护法中对于敏感个人信息设立了更高级别的处理规则。结合个人信息保护法中对于敏感信息的界定与金融业目前有效的行业规范《金融信息保护规范》中对于个人金融信息的分类来看，金融领域涉及到的大部分信息，都属于《个人信息保护法》中的“敏感信息”，应当受到特别保护。

信息来源

《个人信息保护法来了！“专杀”大数据杀熟，不得过度收集、处理敏感个人信息需经本人同意》：

<https://mp.weixin.qq.com/s/uXWEdnzvAF6hv5GRLO7fFA>

《个人信息保护法出台记：历十八载，执法“九龙治水”争议多年》：

https://page.om.qq.com/page/OQSD5eHRGWhz_qFwRWkHLHtQ0?refer=c_p_1021

《个人信息保护法下金融机构合规提示》

https://mp.weixin.qq.com/s/DxT_lZeb-KEgIL03D7FcoA

2.6 全国首单公租房类 REITs 成功发行

全国首单公共租赁住房类 REITs 产品——“国开-北京保障房中心公租房资产支持专项计划”于 8 月 18 日成功发行，开启了公租房私募 REITs 的新篇章。

“国开-北京保障房中心公租房资产支持专项计划”（下称专项计划）由国家开发银行和北京金控集团担任专项计划统一协调人，国开证券为专项计划管理人和主承销机构，北京保障房中心为专项计划资产服务机构，首都建设投资引导基金担任基金管理人，底层资产为北京保障房中心持有的公共租赁住房。发行总额 4 亿元，其中，优先级规模 3.8 亿元，次级规模 0.2 亿元，优先级票面利率 3.35%，创今年以来不动产资产证券化产品新低，创公租房资产证券化产品有史以来最低。

通过市场化方式创新使用私募 REITs 作为融资工具，有效盘活了存量公租房资产，提升了公租房企业的融资能力；由资产评估价值决定公租房的融资规模，提升了公租房资产依靠自身价值融资的空间；存续期只付息不还本的产品结构，降低了公租房企业的负债偿还压力；私募 REITs 加大了对中低收入家庭住房的支持力度，对促进住房租赁市场健康可持续发展、建立“多主体供应、多渠道保障、租购并举”的住房制度具有重要引导与示范意义。

信息来源

《全国首单公租房类 REITs 成功发行!》：

https://mp.weixin.qq.com/s/r-gqk9_IYIHFCNKMhzoOg

《规模 4 个亿、利率低至 3.35% 全国首单公租房类 REITs 成功发行》：

<https://cj.sina.com.cn/articles/view/1651428902/626ece2602000wtv6>

2.7 多家信托公司拟进行重组

8 月份，包括新华信托、华融信托在内的多家信托公司发布公告寻求股权重组。

8月5日，2020年已被接管的新华信托有了新进展：新华信托官网发布公告，拟面向社会公开招募投资者参与重组，并对意向投资者提出了5大资格条件。多名信托从业人士认为新华信托对意向投资者的要求较高。

8月11日，天津国资控股的北方国际信托股份有限公司（简称“北方信托”）新混改项目公布，根据项目公告，北方信托拟通过“增资扩股和股权转让相结合”的方式混改，引进投资者持股比例35%。目前北方信托注册资本10.01亿元，股东共计24家，其中国有企业18家，合计持股比例84.86%。

8月2日晚，中国华融（2799.HK）在港交所公告，拟对子公司华融信托实施股权重组，拟以“债转股+股权转让”方式进行重组。

此外，8月10日，北京银保监局发布了关于民生信托有限公司（简称：民生信托）变更股权及调整股权结构的批复，批复内容显示，同意武汉中央商务区股份有限公司将持有的民生信托5.9455%转让至江苏洋河厂股份有限公司。

信息来源

《这家信托公司公开招募投资方参与重组！》：

https://mp.weixin.qq.com/s/9LQLCX50_iUHYpWZst_oJg

《北方信托再谋混改！拟通过“增资扩股+股权转让”给出35%股权》：

https://mp.weixin.qq.com/s/41soGoV_WsSRXMd8EFtUiw

《华融信托将以“债转股+股权转让”方式重组！AMC集体“甩卖”信托牌照》：

<https://mp.weixin.qq.com/s/LKkHouU7R4goLD1oxU2PUA>

《民生信托股权调整 第四大股东洋河股份持有5.9455%》：

<https://search.weixin.qq.com/k/RIBbXVVFbVVUQVBTSIpYaU5aSkdSaUdQUIFIRVVQblZRXVQ2VVQpJUdvXQ?scene=88>

3 处罚案例

3.1 XX 信托有限责任公司因信托资金违规用于缴纳土地出让价款，被责令改正并给予 50 万元罚款

XX 信托有限责任公司被中国银行保险监督管理委员会北京监管局出具一张罚单，被责令改正并处以罚款 50 万元，并对相关人员予以警告。

基本情况

2021 年 8 月 18 日，北京银保监局对 XX 信托有限责任公司作出京银保监罚决字〔2021〕20 号的行政处罚。

主要违法违规事实：

信托资金违规用于缴纳土地出让价款。

行政处罚依据：《中华人民共和国银行业监督管理法》第四十六条、第四十八条。

行政处罚决定：责令改正并给予 50 万元罚款的行政处罚，并对相关人员予以警告。

警示要点

在目前严监管的大背景下，各信托公司开展信托业务应当合理控制信托资金用途，切勿触碰监管红线将信托资金违规用于缴纳土地出让价款。

3.2 XX 信托有限责任公司因员工行为管理不到位被宁波银保监局处罚

XX 信托有限责任公司被中国银行保险监督管理委员会宁波监管局出具一张罚单，被处以罚款 30 万元，并责令 XX 信托有限责任公司对相关直接责任人给予纪律处分。

基本情况

2021年7月30日，中国银行保险监督管理委员会宁波监管局对XX信托有限责任公司作出甬银保监罚决字〔2021〕61号的行政处罚。

主要违法违规事实：

员工行为管理不到位。

行政处罚依据：

《中华人民共和国银行业监督管理法》第四十六条、第四十八条。

行政处罚决定：罚款人民币30万元，并责令该公司对相关直接责任人给予纪律处分。

警示要点

信托公司应当严格管理员工行为，严守《信托公司管理办法》、《中华人民共和国银行业监督管理法》等法律法规，注意审查董事及高级管理人员的任职资格，按照审慎原则进行经营，加强对于员工的行为及管理，引导员工合法合规进行信托业务。

3.3 XX银行因员工行为资金投向不合规等被湖北银保监局处罚

XX银行被中国银行保险监督管理委员会湖北监管局出具一张罚单，被处以罚款170万元，对责任人予以警告并处罚款20万元，并对责任人予以警告。

基本情况

2021年8月16日，中国银行保险监督管理委员会湖北监管局对XX信托有限责任公司作出鄂银保监罚决字〔2021〕18号的行政处罚。

主要违法违规事实：

- 一、理财业务未比照自营贷款进行管理，导致资金投向不合规；
- 二、贷前调查和贷后管理不尽职，导致贷款被挪用；
- 三、未落实授信条件，违规向“四证”不全的房地产项目发放贷款；

四、贷前调查不尽职，违规发放贷款偿还银行承兑汇票垫款且贷款五级分类不准。

行政处罚依据：

《中华人民共和国银行业监督管理法》第四十六条第（五）项、第四十八条第（二）项。

行政处罚决定：对 XX 银行予以罚款 170 万元；对责任人予以警告并处罚款 20 万元,对责任人分别予以警告。

警示要点

银行在开展贷款业务时应当完成尽职调查，了解实际用款资金需求，如流向房地产必须满足“四三二”条件，禁止向不满足相关条件的项目发放银行贷款，同时应当做好项目中后期管理工作，自行或聘请第三方对资金使用进行监管。

3.4 XX 银行因信贷资金用途管控不到位等被宁波银保监局处罚

XX 银行被中国银行保险监督管理委员会宁波监管局出具一张罚单，罚款人民币 308.32 万元，没收违法所得 39.44 万元,并责令 XX 银行对相关直接责任人给予纪律处分。

基本情况

2021 年 7 月 30 日，中国银行保险监督管理委员会宁波监管局对 XX 银行作出甬银保监罚决字〔2021〕54 号的行政处罚。

主要违法违规事实：

信贷资金用途管控不到位、违规增加企业融资成本、未按规定合理分摊小微企业融资成本、信贷资金未实贷实付、受托管理的理财业务投后管理不到位、信用卡分期业务管理不规范。

行政处罚依据：

《中华人民共和国银行业监督管理法》第四十六条、第四十八条、《中华人民共和国商业银行法》第七十三条。

行政处罚决定：罚款人民币 308.32 万元，没收违法所得 39.44 万元，并责令该分行对相关直接责任人给予纪律处分。

警示要点

银行在开展小微企业贷款业务时应注意流程规范，在贷前进行尽职调查，贷中进行追踪管理，以保护客户利益为核心，同时严格进行业务管理，严格管控贷款发放后的资金使用情况并采取相应的控制措施，维护客户资金安全。

4 司法判例与分析

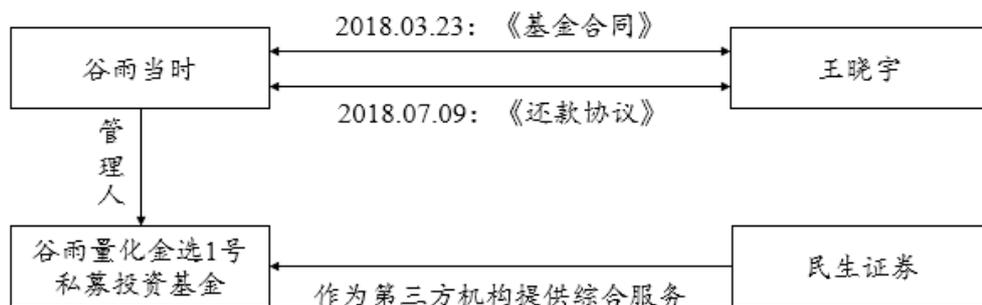
4.1 私募基金管理人于基金亏损后作出的补亏承诺有效

法院在审理复杂案件时，将一并审查与争议合同相关的交易背景和其他交易文件，以尽可能还原事实，探寻各方真实意思表示，若争议合同并非真实意思表示，则该合同无效。

一、 裁判规则

私募基金出现实际亏损后，管理人与投资者协商签订《还款协议》，约定由管理人向投资者弥补本金亏损，管理人的该行为不属于为募集资金而向投资者承诺投资本金不受损失的保底或刚性兑付安排，而是管理人自愿弥补投资者损失的行为，该协议条款并不存在违反法律、行政法规的强制性规定的情形，应属合法有效。

二、 案情介绍



2018年3月23日，王晓宇（作为基金投资者）与西藏谷雨当时投资管理有限公司（以下称“谷雨当时公司”，作为基金管理人）、民生证券股份有限公司（作为综合服务机构）签订《谷雨量化金选1号私募投资基金基金合同》，合同约定：基金名称为谷雨量化金选1号私募投资基金；运作方式为开放式运作，存续期间不设封闭期；投资范围为拟以证券投资方式，投资于中华人民共和国境内依法发行和上市的沪深证券交易所挂牌交易的A股股票、证券投资基金……依法设立的集合资产管理计划；存续期限为无固定期限；存续期间无分级安排；本基金无基金托管人，民生证券股份有限公司作为第三方机构为本基金提供综合服务。王晓宇的净认购金额为300万元。

2018年3月23日，王晓宇通过银行转账向基金募集账户支付认购款300万元。根据民生证券股份有限公司制作的《交易确认明细表》记载，王晓宇的申购确认日期为2018年3月26日，确认净额为300万元，确认份额为2,605,976.37份，单位净值为1.1512元。

2018年7月3日，“谷雨量化金选1号私募证券投资基金”终止，谷雨当时公司于2018年7月5日制作《谷雨量化金选1号私募证券投资基金清算方案》。根据民生证券股份有限公司制作的《交易确认明细表》记载，王晓宇的赎回确认日期为2018年7月5日，确认净额为686,990.72元，确认份额为2,605,976.37份，单位净值为0.2636元。

2018年7月5日，王晓宇收到基金清算款项686,990.72元。

王晓宇（作为甲方）与谷雨当时公司（作为乙方）签订了《还款协议》。协议约定：鉴于甲方于2018年3月22日认购乙方旗下私募基金“谷雨量化金选

1号私募投资基金”，该基金后续投资出现较大亏损，已于2018年6月28日清盘。因甲方投资该基金出现较大亏损，双方经友好协商，就相关事项协议如下：乙方承诺归还甲方投资款的全部亏损部分，共计2,313,000元；乙方将本协议约定之款项以银行转账的方式，分三次转入甲方指定账户；乙方如因本身责任不按本协议规定支付甲方欠款的，乙方应付违约责任。《还款协议》没有载明签署日期，谷雨当时公司陈述签署日期是2018年6月27日，即基金清算前，王晓宇陈述签署日期是2018年6月28日，后又改称是2018年7月9日，即基金清算后。

谷雨当时公司于2018年7月31日和2019年3月29日分别向王晓宇还款578,250元、144,563元，剩余款项未予支付。

因此，王晓宇向一审法院起诉请求谷雨当时公司支付剩余款项及相应利息。

三、 判决结果

北京市朝阳区人民法院一审判决：谷雨当时公司给付原告王晓宇剩余款项及相应利息。

北京市第三中级人民法院二审判决：驳回上诉，维持原判。

四、 法院观点

一审法院认为：根据查明的事实，王晓宇与谷雨当时公司的法定代表人杨某的谈话录音显示，双方当事人于2018年6月26日就签署《还款协议》一事进行了协商，尽管在录音中杨某所说的是签订“借款协议”，但是双方所协商的协议内容与《还款协议》的内容相符，谷雨当时公司主张录音与本案无关联性的质证意见，一审法院不予采纳。《还款协议》的“鉴于”段落写明签订该协议的背景是案涉基金出现较大亏损，这一事实可以通过录音证据与一审法院从民生证券股份有限公司调取的文书证据得到印证。因此，王晓宇与谷雨当时公司签订《还款协议》的背景是案涉基金已经发生亏损，谷雨当时公司自愿对亏损承担责任，同意弥补王晓宇亏损的金额。王晓宇主张依照《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第十五条第二款的规定，《还款协议》属于“当事人通过

调解、和解或者清算达成的债权债务协议”的意见，符合事实情况，本院予以采纳。

《私募投资基金监督管理暂行办法》第十五条“私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益”，规定在该办法的第四章“资金募集”中。在资金募集阶段，投资的风险尚不确定，如果私募基金管理人、私募基金销售机构向投资者承诺本金不受损失或者承诺最低收益，会误导投资者忽视或者低估投资风险，错误投资与投资者风险识别能力、风险承担能力不相匹配的投资项目。本案中，谷雨当时公司并非在资金募集阶段向王晓宇承诺投资本金不受损失，双方签订的基金合同也未约定投资本金不受损失或者约定最低收益，双方当事人是在基金已经实际出现亏损，投资风险已经确实发生的情况下，对于善后问题进行协商并签订《还款协议》，谷雨当时公司不是为了向投资人募集资金而承诺保本，而是在亏损发生后出于自身对责任的认识，愿意弥补王晓宇的损失，《还款协议》并不违反《私募投资基金监督管理暂行办法》第十五条的规定。谷雨当时公司主张《还款协议》是在基金清算之前签订，协议不是弥补亏损而是保本承诺。但是案涉基金并不是在清算后才出现亏损，而是因为基金已经亏损，单位净值跌破止损线才导致基金终止并清算，亏损事实在清算之前已经产生，即使《还款协议》是双方当事人在基金清算之前签署，也不影响该协议目的是弥补亏损。

谷雨当时公司主张《还款协议》侵犯其他投资人利益，应属无效，但是《还款协议》系约定谷雨当时公司在基金清算后向王晓宇支付投资款与赎回款之间差额，并不影响其他投资人经基金清算取得赎回款，谷雨当时公司的主张没有证据佐证，缺乏事实依据。谷雨当时公司主张《还款协议》影响金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗，亦明显缺乏事实依据。谷雨当时公司与王晓宇签订《还款协议》是双方真实意思表示，协议内容不违反法律法规的强制性规定，应属合法有效，本院对谷雨当时公司主张协议无效的抗辩意见不予采纳。

二审法院认为：涉案基金在清盘之前已经发生亏损，双方基于该情况就签订《还款协议》进行了协商，《还款协议》是基于出现亏损这一事实而签订，双方在签订《还款协议》时已对涉案基金发生亏损的情况予以知晓。谷雨当时公司签订《还款协议》系在涉案基金出现亏损的情况下，自愿对亏损承担责任，同意弥补王晓宇的亏损，故《还款协议》系双方真实意思表示，并不存在违反法律、行

政法规的强制性规定的情形，应属合法有效。谷雨当时公司主张《还款协议》中相关条款系保底或刚兑条款，应为无效；谷雨当时公司的该项主张于法无据，本院不予支持。

五、 植德解析

本案的争议焦点为《还款协议》的效力，而认定其效力的关键在于判断私募基金管理人在基金出现亏损后再做出补亏承诺是否构成相关金融监管部门及行业协会所禁止的保底或刚性兑付。根据整体解释和目的解释原则，《私募投资基金监督管理暂行办法》第十五条“私募基金管理人、私募基金销售机构不得向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益”，即禁止刚性兑付规定位于该办法的第四章“资金募集”中，说明禁止刚性兑付的目的在于防止私募基金管理人为了吸引投资者而在资金募集的过程中作出保底保收益承诺，误导投资者忽视或者低估投资风险，导致其错误投资与风险识别能力、风险承担能力不相匹配的投资项目，从而放大系统性金融风险。而在缔约完成后，投资者已经合理评估并认可了投资风险，当基金出现亏损时，私募基金管理人没有作出保底保收益承诺的必要，此时作出的弥补投资者亏损的承诺应当认定为私募基金管理人自担债务，且此类承诺并不会引发系统性的兑付危机，故不构成保底或刚性兑付条款，《还款协议》合法有效。事实上，中国证券投资基金业协会（以下称“中基协”）发布的《私募投资基金备案须知》规定的“禁止刚性兑付”条款也蕴含着上述逻辑，即为了禁止私募基金管理人为了吸引投资者而在募集过程中向投资者承诺最低收益、承诺本金不受损失等误导投资者，中基协在基金备案阶段对“刚性兑付”进行了严格把关，但在基金备案完成后或者基金清算时，投资者已在一定程度上能够对投资风险进行充分识别与评估，故中基协对该等阶段并没有关于保底或刚性兑付方面的审查要求。

保底或刚性兑付条款不是严格意义上的法律概念，却是当前审理资管纠纷案件中一个难以绕开的问题。受托人对投资者作出明确固定回报承诺的，无论其采用约定回购条款、差额补足承诺、信托受益权转让协议、流动性支持函或其他形式，原则上均应认定为保底或刚性兑付条款。但是构成保底或刚性兑付就必然会导致合同或者该条款无效吗？对于该问题，实践中存在一部分学者及法官认为，《私募投资基金监督管理暂行办法》、《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》以及《私募投资基金募集行为管理办法》等明确否定保底或刚

性兑付条款效力的规范均非法律或行政法规，其中前两者为证监会制定的部门规章，最后一个则为中基协制定的自律规则。根据《中华人民共和国民法典》（以下简称“《民法典》”）第一百五十三条的规定，由于以上文件均不属于法律或行政法规，该等文件中所包含的禁止性规定也非效力性强制规定，而仅为管理性强制规定，因此在相关合同不存在《民法典》规定的其他无效情形时，不能以违反上述部门规章和自律规则为由认定保底或刚性兑付条款无效。笔者认为，上述观点值得商榷。因为在《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“九民纪要”）第30条已明确规定“违反规章一般情况下不影响合同效力，但该规章的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，应当认定合同无效”的背景下，我们可以合理预期到，将来在涉及金融安全、市场秩序和国家宏观政策等公序良俗的情况下，即使相关禁止性规定仅以规章的形式体现出来，也能够成为认定合同或具体条款无效的法律依据。换言之，法官在裁判涉及保底或刚性兑付案件时，在考虑九民纪要的上述规定以及国家加强金融监管的前提下，将更有可能以《私募投资基金监督管理暂行办法》等部门规章为依据，认定私募基金管理人向投资人作出的保底或刚性兑付承诺无效。

此外，目前对于该类承诺作出的时间点是否会影响其被认定为保底或刚性兑付条款尚存在争议。一种观点认为不应区分时间点，只要受托金融机构作出保本保收益的承诺就构成保底或刚性兑付；另一种观点认为保本保收益的承诺原则上应当是在缔约过程中才构成保底或刚性兑付，在基金已出现亏损后协商解决纠纷的过程中作出的弥补亏损的承诺不在其列。¹ 本案中一审、二审法院均采用了第二种观点，认为私募基金管理人并未在缔约过程中向投资者作出保本承诺，而是在案涉基金出现亏损及清盘后，管理人与投资者签署的《还款协议》约定由管理人弥补投资者的本金亏损，因此一审法院与二审法院均认定该条款不属于保底或刚性兑付条款，而是管理人自愿对亏损承担责任，应属有效。值得注意的是，本案二审虽然维持原判，但一审法院与二审法院的观点略有差别。一审法院并未就案涉《还款协议》的签署时间进行认定，其认为不论签署时间是在基金清盘前还是清盘后，只要《还款协议》签署时私募基金已经出现亏损，即可认定管理人在《还款协议》中作出的补亏承诺属于自愿补亏，不属于保底或刚性兑付条款。而二审法院结合相关证据就《还款协议》的签署时间进行了认定，认为《还款协议》签署于基金出现亏损且清盘后，管理人在《还款协议》中作出的补亏承诺不属于

¹ 《首期上海金融司法沙龙“金融资管纠纷中的热点法律问题”综述》，
<https://mp.weixin.qq.com/s/tVsaWt5htkG4XVfAL5ITeg>。

保底或刚性兑付条款。从亏损的确定性来看，基金终止并经清算后，投资者的亏损已然成为确定的事实，但在清算前，市场尚存转机的可能，此时基金出现亏损并不代表投资者最终必然面临损失。一审法院与二审法院观点之间的细微差别带来的问题是：若管理人作出补亏承诺的时间点为基金亏损后清算前，那么该承诺是否属于保底或刚性兑付？此外，值得思考的是，由于实践中保底或刚兑条款的订立时间节点存在被当事人人为操控的可能性，²区分时间点认定保底或刚性兑付条款是否能够有效杜绝保底或刚兑行为？双方当事人在实践中可能会以其它方式对此进行规避，比如在签订投资理财协议的同时签订补充协议，但将涉及保底或刚兑条款的补充协议签订时间定为未来的某一特定日期。可见，根据承诺时间区分认定保底或刚兑条款虽然是对意思自治的尊重，但也会在一定程度上给当事人规避相关法律规定带来新的途径，给金融秩序的稳定带来新的挑战。

六、 附裁判文书

1. 王晓宇与西藏谷雨当时投资管理有限公司委托理财合同纠纷一审民事判决书、北京市朝阳区人民法院、(2019)京 0105 民初 68729 号、裁判日期：2019 年 12 月 30 日
2. 西藏谷雨当时投资管理有限公司与王晓宇委托理财合同纠纷二审民事判决书、北京市第三中级人民法院、(2020)京 03 民终 5181 号、裁判日期：2020 年 5 月 26 日

植德结构化融资法律工作组

北京植德律师事务所银行与金融领域下设结构化融资法律工作组，工作组专注于“大资管”业务，为银行、信托公司、证券公司、保险公司、保险资产管理公司、基金公司、基金公司子公司、证券公司另类投资子公司、私募基金管理人等机构客户提供交易结构设计、专项法律问题分析、交易文件起草、法律尽职调查、风险项目处置的一站式法律服务，涵盖资管产品资金端、资产端、退出

²《首期上海金融司法沙龙“金融资管纠纷中的热点法律问题”综述》，
<https://mp.weixin.qq.com/s/tVsaWt5htkG4XVfAL5ITeg>。

端全流程，参与的信托项目超过千亿级规模，在传统信托业务、互联网金融、消费金融、创新型金融业务方面具有显著优势。

编委会成员：龙海涛、姜胜、吴旻、李凯伦、邓伟方

本期执行编辑：杨蔚曦、赵蒋云、夏蕊、吕文艳

本期采编：董曼、袁海波、夏蕊、吕文艳

如您对本期月报内容有任何疑问或问题，请直接向
jinrongyuebao@meritsandtree.com 发送邮件，我们将会第一时间与您联系。谢谢！