

植德 观点

银行与金融

Banking and Finance



目 录

正式颁行的资管新规对信托实务的十大影响.....	1
公募可投非标，是否意味着信托产品公募私募之争破局?	24
《商业银行委托贷款管理办法》重磅出台，植德分析之对银行及资管业务的影响	29
正式施行的《信托登记管理办法》对信托实务的影响.....	34



正式颁行的资管新规对信托实务的十大影响

作者：龙海涛 吴旻 李凯伦

业内翘首以盼多时的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号，以下简称“新规”或《指导意见》）终于在2018年4月27日正式发布。值此靴子落地之际，北京植德律师事务所在去年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）（以下简称“《征求意见稿》”）发布时已公开发表的《十大影响——〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）〉对信托实务的影响分析》的长篇解读文章的基础上，结合新鲜出炉的《指导意见》中的相关内容，就其对于我国信托实务行将产生的深远影响再作进一步的分析和探讨，力求为信托从业者提供具有现实意义和价值的参考意见。

一、与信托相关的新规适用范围

新规第三条：“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。”

1.1 财产权信托是否适用新规

相较《征求意见稿》而言，新规将该条列举的“资金信托计划”改为“资金信托”，由此明确了单一资金信托也应适用新规。但至少从文义理解，资金信托显然并不当然包含财产权信托，即财产权信托是否适用新规仍存在不确定性。财产权信托未被明确列举纳入新规的适用范围为今后涉及财产权信托的资管产品交易结构留下了一定的想象空间，主要体现在对于多层嵌套资管产品的认定（即资管产品投资财产权信托是否算是嵌套了一层资管产品？）、独立托管（即财产权信托是否应当由具有托管资质的第三方机构独立托管？）、净值管理（即财产权信托是否必须按照净值化管理的规定进行估值、审计等操作？）等多个方面。

1.2 不适用新规的资产证券化业务的界定

该条明确了“依据金融管理部门颁布规则开展的资产证券化业务”不适用新规，那么此处所称的“资产证券化业务”具体包括哪些业务尚待明确。目前市场上的资产证券化业务根据监管部门和发行场所的不同主要分为四类：一是银监会监管的信贷资产证券化；二是证监会监管的企业资产证券化；三是保监会监管的保险资产证券化（虽然目前银监会与保监会已经合并为“银保监会”，但是之前二者分别监管的两类资产证券化业务后续将如何具体操作尚未可知，本文暂不对此展开讨论）；四是由中国银行间市场交易商协会发布的《非金融企业资产支持票据指引》规范的 ABN 业务。从原则上看，以上四类资产证券化业务均应属于新规所称的“依据金融管理部门颁布规则开展的资产证券化业务”而排除适用新规。但即使如此，由于我国之前分业监管的历史原因，在实务中，各地银监部门并未对证券公司或基金管理公司子公司依据《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》发行的企业资产证券化产品均纳入统一的标准化产品认可范畴，比如：对于未在证券交易所挂牌但在机构间报价系统挂牌的企业资产证券化产品，有些地方银监局不视为其是标准化的资产证券化产品而有些地方银监局却对此予以认可。因此，在实务中，对于具体资产证券化业务的认定还有待于相关监管部门的表态或窗口指导意见的传达。

除此之外，市场上由证券公司、基金公司子公司设立的名为“资产支持专项计划”但实质并非资产证券化的资管业务^①、信托公司以财产权信托形式发行结构化信托单位并将相应的信托受益权在银登中心挂牌转让业务等类资产证券化业务，是否可以不适用新规？我们认为，基于目前的强监管趋势，尤其是从《关于进一步深化整治银行业市场乱象的通知》（即 4 号文）的相关内容来看，银监会点名以下为“违规开展表外业务”：以信贷资产或资管产品为基础资产，通过特定目的载体以打包、分层、份额化销售等方式，在银行间市场、证券交易所市场以外的场所发行类资产证券化产品，实现资产非洁净出表并减少资本计提等。因此，在上述两类资产证券化业务中，名为“资产支持专项计划”但实质并非资产证券化的资管业务这一操作模式已经被明确封杀，而银登中心挂牌转让财产权信托项下信托受益权的做法虽然在银监体系下还有“非标”转“非非标”的现实效果，但是否可以被视为依据金融管理部门颁布规则开展的资产证券化业务而不适用新规，尚存在不确定性。

^①此处所称的名为“资产支持专项计划”但实质并非资产证券化的资管业务是指名为“资产支持专项计划”但实质并未按照《中国证券监督管理委员会公告[2014]49 号——证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定、证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务信息披露指引、证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务尽职调查工作指引》等规定进行发行的业务，例如并未按照规定在证券交易所、全国中小企业股份转让系统、机构间私募产品报价与服务系统、证券公司柜台市场以及中国证监会认可的其他证券交易场所进行挂牌、转让，该等业务的实质应为常规的资产管理业务而非资产证券化业务。

二、净值化管理

2.1 确定净值的方法

新规第十八条规定：“金融机构对资产管理产品应当实行净值化管理，净值生成应当符合企业会计准则规定，及时反映基础金融资产的收益和风险，由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认，被审计金融机构应当披露审计结果并同时报送金融管理部门。”

相较《征求意见稿》而言，新规将“净值生成应当符合公允价值原则”改为“净值生成应当符合企业会计准则规定”，明确了净值生成的依据。同时，明确了由托管机构进行核算并定期提供报告，由外部审计机构进行审计确认。目前在各信托公司开展的集合资金信托业务中，托管机构是必备要素，而大多数单一资金信托业务并不另行聘请托管机构。但是除了上述净值化管理要求的资产管理产品应聘请托管机构，同时还应聘请外部审计机构对净值进行审计确认以外，新规第十四条还明确规定“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”。因此，今后单一资金信托业务也应聘请托管机构进行托管。

同时，新规中也明确了原则上在符合相应条件时金融机构可按照会计准则以摊余成本计量金融资产净值，当以摊余成本计量已不能真实公允反映金融资产净值时，托管机构应当督促金融机构调整会计核算和估值方法。因此，今后各信托公司应在信托文件中增加估值、净值化管理等相关内容。

2.2 净值信息披露

新规第十二条规定：“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.....”

新规要求的按季度披露相关信息的频率要求与《信托公司集合资金信托计划管理办法》第三十六条关于“信托计划设立后，信托公司应当依信托计划的不同，按季制作信托资金管理报告、信托资金运用及收益情况表”的要求一致。今后各信托公司应新增定期信息披露事项，并在信托文件的定期信息披露事项中增加产品净值等相关内容。

2.3 净值化管理是明晰风险的重要基础

新规要求净值化管理最终是为了打破刚性兑付，让投资者在明晰风险的基础上自担风险，回归资管业务的本源。而对于信托公司而言，净值化管理并非简单的在信托文件中增加估值、净值信息披露等条款即可，对于信托分配以及信托公司收入等将产生重大影响，主要体现在以下两方面：

一方面，净值化管理可能对目前信托业通行的“预期收益率”的概念及实操模式产生潜在影响。2016年颁布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告[2016]13号）（以下简称“私募新八条”）明确规定，证券期货经营机构及相关销售机构不得向投资者宣传资产管理计划预期收益率。在信托业务中，受托人按照信托文件约定的预期收益率向投资者分配信托利益是目前通行的做法。但是，此次新规的净值化管理要求，虽未直接明确金融机构不得宣传资管产品的预期收益率，但是，净值化管理中关于“明晰风险、自担风险”的核心目标可能会对目前信托业通行的按照预期收益率计算信托收益的实操模式产生潜在影响，逐步要求信托公司仅能按照产品净值作为依据向投资者进行收益分配。同时，这也必将对不同类别的信托受益权设置不同的预期收益率等业务模式造成冲击。

另一方面，净值化管理将改变实践中投资收益超额留存的做法。信托实务中，在资产端融资成本锁定且资金端的预期收益固化的情况下将会导致部分投资收益超额留存，上述超额留存部分大多作为浮动信托报酬、浮动代理收付费等浮动费用向中介机构进行分配。尽管在《中国人民银行有关部门负责人就〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）〉答记者问》（以下简称“《征求意见稿答记者问》”）中严格禁止金融机构将投资收益超额留存的部分转化为管理费或者直接纳入中间业务收入，也就是说，在净值化管理的要求下，各中介机构仅能收取固定费用，扣除税费、费用等成本后的投资收益均归投资者所有。但是在本次正式颁布的新规中，不仅未直接采纳《征求意见稿答记者问》中关于投资收益超额留存的使用和限制内容，反而新增了以下内容“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——对应并逐个结算，不同产品之间不得相互串用。”由此可知，金融管理部门并未对金融机构收取业绩报酬采用一刀切的做法，而是给金融机构按照合理的市场化运作收取合理的业绩报酬留下了操作空间。

三、刚性兑付

刚性兑付行为具体如何认定？新规第十九条通过列举的方式予以明确：“经金融管理部门认定，存在以下行为的视为刚性兑付：（一）资产管理产品的发行人或者管理人违反真实公允确定净值原则，对产品进行保本保收益。（二）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。（三）资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时，发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付。（四）金融管理部门认定的其他情形。”

上述第（一）项已在本文第二部分“净值化管理”中有所论述，以下主要分析第（二）和第（三）项内容。

3.1 什么是滚动发行？

“滚动发行”是新规在资金池及刚性兑付的限制中均明确提及的内容，也就是说，无论从对资金池的限制，还是对刚性兑付的限制来看，滚动发行均是今后的信托业务中明确禁止的行为。那么，到底什么是滚动发行呢？首先，我们对各监管部门关于“滚动发行”的规定进行了梳理，如下表所示。

序号	文件名称	相关规定
1	《中国银监会办公厅关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》（银监办发〔2016〕58号）（以下简称“58号文”）	银监局要加强对各信托产品资金来源与运用的期限结构分析，特别是资金来源为开放式、滚动发行、分期发行的信托产品期限错配情况，对复杂信托产品要按“穿透”原则监测底层资产流动性状况。
2	《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告[2016]13号）（“私募新八条”）	证券期货经营机构不得开展或参与具有“资金池”性质的私募资产管理业务，资产管理计划不得存在以下情形或者投资存在以下情形的其他资产管理产品： （四）资产管理计划在开放申购、赎回或滚动发行时未按照规定进行合理估值，脱离对应标的资产的实际收益率进行分离定价……（六）资产管理计划所投资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、退出或滚动发行的方式由后期投资者承担此类风险，但管理人进行充分信息披露及风险揭示且机构投资者书面同意的除外。

由此可知，58号文中银监会要求对信托产品中涉及到滚动发行的情形进行结构分析，但并未明确禁止。随后颁布的私募新八条中，对于滚动发行模式予以了认可，仅是对采取滚动发行模式未能合理估值，脱离对应标的资产的实际收益率进行分离定价的行为，以及所投资资产发生不能按时收回投资本金和收益情形时，通过**滚动发行**的方式由后期投资者承担此类风险的行为进行了明确禁止。但是，新规对于滚动发行进行了史上最严的限定：第一，金融机构不得开展或者参与具有滚动发行特征的资金池业务；第二，金融机构不得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。

无论在58号文、私募新八条，还是在新规中，虽均提及了滚动发行，但是各监管部门均未对什么是滚动发行进行明确的界定。从监管部门在不同的文中将滚动发行与开放式、分期发行、开放申购、赎回等内容一并提及的情况来看，监管部门认为“滚动发行”与“开放式、分期发行、开放申购、赎回”是有区别的，我们理解，滚动发行强调的是短期资金长期运用，即将资金进行短配长的滚动运用。例如资产端为2年的产品，而资金端需要滚动发行四次6个月的资金进行对接等。而新规中特意将滚动发行放在资金池和刚性兑付的限制条款中，我

们理解，监管部门最关心同时也最担心的恰恰是“期限错配导致的流动性问题”，以及“期限错配导致的风险转移行为”。

3.2 信托受益权转让能否认定为刚性兑付

本条第（二）项首先明确了“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”的行为应当被认定为刚性兑付，那么信托受益权转让同样可能会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，是否信托受益权转让模式同样会被认定为刚性兑付？我们认为需要区分受益人自行转让和信托公司主导转让两种不同情形，前者是市场行为，由转让方与受让方自行协商确定，与信托公司无关，应不属于新规中禁止的刚性兑付行为；但后者由信托公司主导，且该等信托受益权转让使得本金、收益、风险在不同投资者之间发生了转移，让受让方承接转让方的风险，保证转让方的退出，就存在被认定为刚性兑付的可能。但是，如何判断信托公司是否主导转让，是以信托账户参与信托受益权转让价款的支付流程为认定标准，还是以信托公司参与签署《信托受益权转让合同》为认定标准，抑或是其他相关标准，目前尚无法确定。

3.2 关联方垫付能否认定为刚性兑付

本条第（三）项规定：“资产管理产品不能如期兑付或者兑付困难时，发行或者管理该产品的金融机构自行筹集资金偿付或者委托其他机构代为偿付。”新规具体列举了两种偿付的情形，一是金融机构自行筹集资金偿付，二是委托其他机构代为偿付。提示大家注意的是，《征求意见稿》中禁止的是“委托其他金融机构代为偿付”，当时，大家还质疑，那么信托公司关联方（即非金融机构）垫付资金进行兑付的行为是否就不被认定为刚性兑付？此次正式颁布的新规直接明确禁止“委托其他机构代为偿付”，打消了市场之前的疑虑，即任何机构的垫付行为都是被严格禁止的。由此可见，新规的该项规定进一步明确表达了监管部门破除刚性兑付的决心。

四、结构化

4.1 产品类型

新规第四条“产品分类”首先将资产管理产品按照募集方式的不同，分为公募产品和私募产品。然后将资产管理产品按照投资性质的不同，分为固定收益类产品、权益类产品、商品及金融衍生品类产品和混合类产品。固定收益类产品投资于存款、债券等债权类资产的比例不低于 80%，权益类产品投资于股票、未上市企业股权等权益类资产的比例不低于 80%，商品及金融衍生品类产品投资于商品及金融衍生品的比例不低于 80%，混合类产品投资于债权类资产、权益类资产、商品及金融衍生品类资产且任一资产的投资比例未达到前三类产品标

准。非因金融机构主观因素导致突破前述比例限制的，金融机构应当在流动性受限资产可出售、可转让或者恢复交易的 15 个交易日内调整至符合要求。

4.2 结构化的认定

《中国银行业监督管理委员会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）（以下简称“银监通[2010]2 号”）规定：“结构化信托业务是指信托公司根据投资者不同的风险偏好对信托受益权进行分层配置，按照分层配置中的优先与劣后安排进行收益分配，使具有不同风险承担能力和意愿的投资者通过投资不同层级的受益权来获取不同的收益并承担相应风险的集合资金信托业务。本通知中，享有优先受益权的信托产品投资者称为优先受益人，所有享有劣后受益权的投资者称为劣后受益人。”

随后，根据银监会非银部下发的界定标准，同时符合下述标准的受益权层级均可视为优先级受益权，凡不符合任一标准的即为劣后级受益权：1、在时间上优先获得信托利益支付；2、该层级受益权的预期信托利益是经过测算的固定收益或固定区间收益，且计算科学有合理依据；3、除上述第 2 条分配信托利益外，不再参与任何信托利益的分配。

新规第二十一条规定：“本条所称分级资产管理产品是指存在一级份额以上的份额为其他级份额提供一定的风险补偿，收益分配不按份额比例计算，由资产管理合同另行约定的产品。”

新规和银监通[2010]2 号文都是从两个角度来界定结构化安排，一是风险，二是收益。而新规的判断标准更加明确，一是风险补偿，二是收益分配不按份额比例计算。但是仍有问题尚待明确，例如设置不同到期日的信托受益权导致先到期的信托受益权的风险向后转移是否就被认定为“为其他级份额提供一定的风险补偿”；因认购份额数量的不同设置不同的预期收益率是否就被认定为“收益分配不按份额比例计算”等。当然，除此之外，前述因认购份额数量的不同设置不同的预期收益率还会受到上文所述的净值化管理规定的影响。由此可见，目前新规对于信托实务的影响并非单一条款的针对性约束，更多采取的是多维度的综合性管控。

4.3 结构化的限制及不同的分级比例要求

新规第二十条规定“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。”

相较《征求意见稿》而言，正式颁布的新规中删除了以下两种争议较大且理解容易产生偏差的不得进行份额分级的产品：（1）投资于单一投资标的私募产品，投资比例超过 50%即视为单一；（2）投资债券、股票等标准化资产比例超过 50%的私募产品。

根据新规的上述规定，开放式信托产品不得进行份额分级。那什么是开放式呢？首先，我们对各监管部门关于“开放”、“开放式”的主要规定进行了如下梳理。

序号	文件名称	相关规定
1	《中华人民共和国证券投资基金法》（主席令第 23 号）	基金的运作方式可以采用封闭式、开放式或者其他方式。采用开放式运作方式的基金（以下简称开放式基金），是指基金份额总额不固定，基金份额可以在基金合同约定的时间和场所申购或者赎回的基金。
2	《中国银监会关于规范银信理财合作业务有关事项的通知》（银监发[2010]72 号）	商业银行和信托公司开展融资类银信理财合作业务，信托公司信托产品均不得设计为开放式。
3	《中国银监会办公厅关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》（银监办发〔2016〕58 号）	银监局要加强对各信托产品资金来源与运用的期限结构分析，特别是资金来源为开放式、滚动发行、分期发行的信托产品期限错配情况，对复杂信托产品要按“穿透”原则监测底层资产流动性状况。
4	《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（中国证券监督管理委员会公告[2016]13 号）（“私募新八条”）	证券期货经营机构不得开展或参与具有“资金池”性质的私募资产管理业务，资产管理计划不得存在以下情形或者投资存在以下情形的其他资产管理产品：（四）资产管理计划在开放申购、赎回或滚动发行时未按照规定进行合理估值，脱离对应标的资产的实际收益率进行分离定价……（六）资产管理计划所投资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、退出或滚动发行的方式由后期投资者承担此类风险，但管理人进行充分信息披露及风险揭示且机构投资者书面同意的除外。

由此可见，《中华人民共和国证券投资基金法》明确规定“开放式基金是份额总额不固定，份额可以申购或赎回的基金”。但是，在银监会层面却并未对开放式进行明确的界定。如参照《中华人民共和国证券投资基金法》

执行，则开放式信托是指信托单位份额总额不固定，信托单位份额可以申购或赎回的信托。但是，是否只要设置申购、赎回机制的信托产品就是开放式信托，如何理解信托单位份额总额不固定等仍存在不确定性，还有待于相关监管部门后续制定相应的细则予以明确。

除此之外，在信托实务中，为了降低信托业保障基金的缴纳金额，或为了实现信托产品从非标向非非标的转换，信托公司设立财产权信托并发行结构化信托单位的交易模式较为常见。财产权信托并未明确被列入适用新规的范畴，而且，正式颁布的新规中明确删除了“投资于单一投资标的私募产品不得进行份额分级”的相关规定，由此可见，上述发行结构化信托单位的财产权信托的交易模式并不当然属于此次新规的禁止范畴。

五、资金池

新规第十五条规定：“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。”

新规所规定的三个判断标准并非第一次提出，相关主管机关曾经出台过一系列关于资金池监管的法律法规和规范性文件，如下表所示：

序号	文件名称	相关规定
1	《关于加强影子银行监管有关问题的通知》(国办发〔2013〕107号)	运用净资本管理约束信托公司信贷类业务，信托公司不得开展非标准化理财资金池等具有影子银行特征的业务。
2	《中国银行业监督管理委员会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》(银监办发〔2014〕99号)	信托公司不得开展非标准化理财资金池等具有影子银行特征的业务。对已开展的非标准化理财资金池业务，要查明情况，摸清底数，形成整改方案，于2014年6月30日前报送监管机构。各信托公司要结合自身实际，循序渐进、积极稳妥推进资金池业务清理工作。各银监局要加强监督指导，避免因“一刀切”引发流动性风险。
3	《关于99号文的执行细则》	信托公司非标准化理财资金池业务指信托资金投资于资本市场、银行间市场以外没有公开市价、流动性较差的金融产品和工具，从而导致资金来源和资金运用不能一一对应、资金来源和资金运用的期限不匹配(短期资金长期运用，期限错配)的业务。

4	《中国银监会办公厅关于进一步加强信托公司风险监管工作的意见》（银监办发〔2016〕58号）	各银监局要加强对各信托产品资金来源与运用的期限结构分析，特别是资金来源为开放式、滚动发行、分期发行的信托产品期限错配情况，对复杂信托产品要按“穿透”原则监测底层资产流动性状况。要加大非标资金池信托排查清理力度，摸清底数，督促信托公司积极推进存量非标资金池清理，严禁新设非标资金池，按月报送非标资金池信托清理计划执行情况，直至达标为止。
5	《中国保监会关于加强组合类保险资产管理产品业务监管的通知》（保监资金〔2016〕104号）	管理人开展产品业务，禁止出现以下情形：发行具有“资金池”性质的产品，主要是指投资于非公开市场投资品种，且具有滚动募集、混合运作、期限错配、分离定价、未单独建账或未独立核算等特征的产品。
6	《中国银监会办公厅关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》（银监办发〔2017〕46号）	规避流动性风险指标。主要内容包括但不限于：……是否存在违规开展资金池理财业务，理财产品期限严重错配，通过滚动发售、混合运作、分离定价，发行分级理财产品或理财产品与代销产品之间相互交易，调节流动性，隐匿流动性风险；
7	《中国银监会办公厅关于开展银行业“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”专项治理工作的通知》（银监办发〔2017〕53号）	是否对每只理财产品实施单独管理、单独建账和单独核算；是否开展了滚动发售、混合运作、期限错配、分离定价的资金池模式理财业务。 …… 信托公司是否通过信托中信托（TOT）业务规避监管，如隐匿信托产品风险、变相开展“非标资金池”业务、规避结构化产品杠杆比例要求、突破合格投资者标准和信息披露要求等。
8	《中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》（银监发〔2017〕6号）	加强银行理财业务风险管控。银行业金融机构应当确保每只理财产品与所投资资产相对应，做到单独管理、单独建账、单独核算；不得开展滚动发售、混合运作、期限错配、分离定价的资金池理财业务；确保自营业务与代客业务相分离；不得在理财产品之间、理财产品客户之间或理财产品客户与其他主体之间进行利益输送。

如上表所示，包括新规在内，虽有一系列关于资金池认定的法规规定，但是仍会让人产生些许疑惑，滚动发行、集合运作尚无确切的定义，滚动发行和开放式产品的实质性区别到底为何？滚动发行是否不仅包括《关于 99 号文的执行细则》规定的“短期资金长期运用，期限错配”，同时也包括长期资金拆分投入短期资产的情况？滚动发行、开放式产品、申购赎回安排、分期发行之间的界限和联系如何界定？开放式与封闭式的实质性区别为何？是否有申购赎回、分期发行或信托公司主导的信托受益权转让的安排就会被认定为资金池？“集合运作”是否就是“混合运作”？资金池具体有哪些模式，新规列举的三个特征是否是做了穷尽列举？等等。

5.1 资金池仍主要限定在非标准化

如上表所示，在新规颁布之前，银监会对于信托公司开展资金池业务的限制仅限定在非标准化产品中。但是，《征求意见稿》中对于资金池的规定并未明确界定标准化和非标准化，仅是在规范资产管理产品的到期日或开放日与所投资资产的终止日的期限匹配时限定在非标准化债权类资产的范畴。但此次正式颁布的新规则在开篇时就明确“严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险。”由此可见，监管部门仍将开展资金池业务的限制主要限定在非标准化债权类资产投资。

5.2 开放式不明确属于资金池限制的对象

在信托实务中，除了投资标准化产品的信托计划设置净值申购、份额赎回等安排外，在投资非标准化产品的信托计划中，因过桥资金退出、项目流动性等需求也常会设置相应的申购、赎回机制。如上文所述，银监会并未对“开放式”进行明确的界定，如参照《中华人民共和国证券投资基金法》执行，则开放式需具备信托单位份额总额不固定以及信托单位份额可以申购或赎回两个特征。无论监管部门最终如何界定“开放式”，根据新规目前的内容来看，开放式并不明确属于资金池限制的对象，即开放式是一种被新规认可的资金募集模式。

5.3 滚动发行明确属于资金池限制的对象

如上表所示，在历次监管部门出台的限定资金池的文件中，均会提及“滚动发行”、“滚动发售”、“滚动募集”等词语，我们理解，这些词语均为同一含义只是表述不同。但是，如上文所述，尽管银监会并未对信托业务涉及的“滚动发行”进行明确的界定，但是结合各监管部门对资金池的重点监管内容来看，我们理解监管部门禁止的信托业务涉及的“滚动发行”强调的应是短期资金长期运用，即将资金进行短配长的滚动运用，导致后进入的资金方需要承担先退出的资金方遗留的风险和损失。

5.4 开放式和滚动发行有何区别

同为资金募集方式，一个被新规认可（即开放式），另一个则被新规明确禁止（即滚动发行），二者到底有何区别呢？从资金存续期限来看，二者均有别于封闭式资金，二者的存续期限均可与其所投资的资产端存续期限不一致。但是，我们理解，二者的实质区别在于其退出资金的来源以及退出确定性的不同，对于开放式而言，在开放式模式下兑付赎回（退出）资金的来源可能是资产端的回款，也可能是新的投资者申购信托单位交付的资金。但是，如资产端未能获得相应回款，而且也未能有新的投资者交付申购资金的，则提出赎回申请（即拟申请退出）的投资者存在未能按期退出的风险，但该等退出的滞后并不当然导致信托产品出现兑付风险，因为这种赎回兑付区别于到期兑付；但是对于滚动发行而言，除最后一期信托资金以外，其他之前发行的各期信托资金到期退出的资金来源仅能依赖于新发行募集的申购信托资金。如某期信托资金到期时，未能成功募集等额的新一期信托资金向其进行兑付的，则该等退出的滞后将导致信托产品爆发兑付风险。

六、消除多层嵌套和通道

新规第二十二规定：“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。金融机构将资产管理产品投资于其他机构发行的资产管理产品，从而将本机构的资产管理产品资金委托给其他机构进行投资的，该受托机构应当为具有专业投资能力和资质的受金融监督管理部门监管的机构。公募资产管理产品的受托机构应当为金融机构，私募资产管理产品的受托机构可以为私募基金管理人。受托机构应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托，不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。委托机构应当对受托机构开展尽职调查，实行名单制管理，明确规定受托机构的准入标准和程序、责任和义务、存续期管理、利益冲突防范机制、信息披露义务以及退出机制。委托机构不得因委托其他机构投资而免除自身应当承担的责任。”

相关主管机关也曾经出台过一系列关于少嵌套、去通道的法律法规和规范性文件，如下表所示，但新规明确只允许一层嵌套，不允许多层嵌套：

序号	文件名称	相关规定
1	《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》(中国证券监督管理委员会公告[2016]13号)	证券期货经营机构设立结构化资产管理计划，不得违背利益共享、风险共担、风险与收益相匹配的原则，不得存在以下情形：.....通过穿透核查结构化资产管理计划投资标的，结构化资产管理计划嵌套投资其他结构化金融产品劣后级份额。

2	<p>《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(2017年2月内审稿)(以下简称“内审稿”)</p>	<p>【禁止多层嵌套】资产管理产品不得投资其他资产管理产品，以下情形除外：</p> <p>(一) 基金中基金 (FOF) 和管理人中管理人 (MOM) 的投资。</p> <p>FOF 是指不直接投资股票或者债券，而以基金组合为投资标的，间接投资于股票或者债券，发挥组合优势，分散投资风险。</p> <p>MOM 是指基金管理人直接管理基金投资，而是通过长期跟踪、研究基金经理投资过程，精选专业的基金经理构建投资顾问团队，并以投资子账户委托形式让其负责投资管理，分配资金，分散风险。</p> <p>(二) 金融机构可以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产管理产品。</p> <p>金融机构应当对被委托机构开展尽职调查，实行名单制管理，明确规定被委托机构的准入标准和程度、责任与义务、存续期管理、利益冲突防范机制、信息披露义务及退出机制。金融机构应当切实履行投资管理责任，不因委托其他机构投资而免除自身应当承担的责任。</p> <p>【限制通道业务】金融机构应当切实履行对资产管理产品的主动管理职责，不得为其他行业金融机构发行的资产管理产品提供扩大投资范围、规避监管要求的通道业务。</p>
3	<p>《中国银监会办公厅关于开展银行业“监管套利、空转套利、关联套利”专项治理工作的通知》(银监办发[2017]46号)</p>	<p>本次专项治理工作是贯彻落实中央经济工作会议精神和银监会 2017 年度工作计划的具体部署，是针对当前各银行业金融机构同业业务、投资业务、理财业务等跨市场、跨行业交叉性金融业务中存在的杠杆高、嵌套多、链条长、套利多等问题开展的专项治理。</p>
4	<p>《中国银监会关于提升银行业服务实体经济质效的指导意见》(银监发[2017]4号)</p>	<p>开展跨业、跨市场金融业务，要按照减少嵌套、缩短链条的原则，穿透监测资金流向，全面掌握底层基础资产信息，真实投向符合国家政策的实体经济领域。要按照实质重于形式的原则，加强风险管理，防止监管套利。</p>
5	<p>《中国银监会关于银行业风险防控工作的指导意见》(银监发[2017]6号)</p>	<p>银行业金融机构应当按照“简单、透明、可控”的原则设计和运作理财产品，在资金来源、运用、杠杆率、流动性、信息披露等方面严格遵守监管要求；严控嵌套投资，强化穿透管理，切实履行自身投资管理职责，不得简单将理财业务作为各类资管产品的资金募集通道；严格控制杠杆，防范资金在金融体系内自我循环，不得使用自有资金购买本行发行的理财产品。</p>

6	《中国保监会关于保险业支持实体经济发展的指导意见》（保监发〔2017〕42号）	坚持去杠杆、去嵌套、去通道导向，引导保险资金秉承价值投资、长期投资和稳健投资原则，为国家战略和实体经济提供长期稳定的优质资金。
7	《中国保监会关于弥补监管短板构建严密有效保险监管体系的通知》（保监发〔2017〕44号）	坚持去杠杆、去嵌套、去通道导向，从严监管保险资金投资各类金融产品，严禁投资基础资产不清、资金去向不清、风险状况不清等多层嵌套产品。进一步完善保险资金服务国家战略的引导政策和服务实体经济的配套政策。

如上表所示，除内审稿以外，新规的规定最为严格，明确了只允许一层嵌套的原则，同时不同于内审稿的完全严格禁止，从另一方面进行了宽松化的处理，兼顾了不对“本行业机构的产品投资其他部门监管的金融市场”进行过度限制。

6.1 资金来源于资管产品的资金信托项下的投资范围受限

如上表所示，监管部门多次对资管产品之间的嵌套行为进行原则上的限制，但是，此次新规明确规定“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”。对资金来源于资产管理产品的资金信托而言，其投资范围明显受到了限制和约束，即该信托计划不能再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品，仅能直接对接底层资产。

6.2 资金来源于资管产品的资金信托必须是主动管理信托

新规明确要求“金融机构将资产管理产品投资于其他机构发行的资产管理产品，从而将本机构的资产管理产品资金委托给其他机构进行投资的，该受托机构应当为具有专业投资能力和资质的受金融监督管理部门监管的机构。……受托机构应当切实履行主动管理职责，不得进行转委托，不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品”。新规颁布之前，关于其他资产管理产品投资信托计划时，仅有保监会颁布的《关于保险资金投资有关金融产品的通知》（保监发〔2012〕91号）明确规定“保险资金投资的集合资金信托计划，基础资产限于融资类资产和风险可控的非上市权益类资产，且由受托人自主管理，承担产品设计、项目筛选、投资决策及后续管理等实质性责任”，即保险资金投资的集合资金信托计划必须是受托人主动管理型信托计划。而根据新规的要求，如资金信托接受其他资管产品的投资，则该资金信托必须为主动管理型，不得为事务管理型。

6.3 信托无法再利用其他资管通道进行投融资

在信托实务中,信托计划通过其他资管产品作为通道再投资于资产端的交易结构较为常见。但根据新规的要求,信托计划投资的其他资管产品的受托人/管理人仅能履行主动管理职责,因此,信托公司无法再利用其他资管通道进行投融资活动。对于一些信托计划无法直接投资的领域,例如认购定向增发的上市公司股票等,信托公司将无法再通过信托计划投资通道类资产管理计划的交易模式进行投资,这将对此类业务造成一定不利影响。

6.4 信托与私募基金的嵌套

相较《征求意见稿》而言,在新规第二十二條中明确新增“公募资产管理产品的受托机构应当为金融机构,私募资产管理产品的受托机构可以为私募基金管理人。”由此可见,新规在消除多层嵌套和通道的条款中,明确了私募资产管理产品的受托机构可以为私募基金管理人,且按照“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”的相关规定,可知:(1)私募基金投资信托计划的,信托计划只能直接投资底层资产或投资公募证券投资基金,且该信托计划仅能是主动管理型;(2)信托计划投资私募基金的,私募基金不能再投资其他资管产品,私募基金管理人需承担主动管理职责。

七、对信贷资产、信贷资产收益权投资的限制

此前,相关监管部门曾经出台过一系列关于信贷资产及信贷资产收益权转让的法律法规和规范性文件,包括但不限于《中国银监会办公厅关于银行业信贷资产流转集中登记的通知》(银监办发[2015]108号)、《银行业信贷资产登记流转中心关于发布<银行业信贷资产流转集中登记规则>的通知》(银登字〔2015〕9号)、《中国银监会关于规范信贷资产转让及信贷资产类理财业务有关事项的通知》(银监发[2009]113号),该等法规均未禁止信托公司投资商业银行信贷资产。

《中国银监会办公厅关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》(银监办发[2016]82号)规定:“不良资产收益权的投资者限于合格机构投资者,个人投资者参与认购的银行理财产品、信托计划和资产管理计划不得投资;对机构投资者资金来源应当实行穿透原则,不得通过嵌套等方式直接或变相引入个人投资者资金。”

新规第十一条规定:“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。”

新规就信托资金投资商业银行信贷资产及其受(收)益权的内容比内审稿的相关规定更加宽松,内审稿第八条“禁止投资的要求”规定:“资产管理产品不得直接或者间接投资以下资产:(一)非标准化商业银行信贷资

产及其收益权。已经投资的纳入金融机构的合并财务报表范围，进行风险加权资产计量和资本计提，并在过渡期内进行清理规范.....”

再相较《征求意见稿》而言，正式颁布的新规更加宽松，删除了对“金融机构不得将资产管理产品资金间接投资于商业银行信贷资产”的限制。由此可见，监管部门对于资管产品间接投资商业银行信贷资产保留了操作空间，即信托资金不得直接投资于商业银行信贷资产，但可间接投资于商业银行信贷资产，但提示注意的是该等间接投资仍受限于“多层嵌套”的规定。信托资金投资商业银行信贷资产受（收）益权的投资限制将由金融管理部门另行制定。

综上所述，之所以监管部门在新规中放宽对资产管理产品资金投资商业银行信贷资产及其受（收）益权的相关要求，意在规范信贷资产投资资金来源、防止金融风险向社会公众无序扩散的同时，仍在一定程度上满足商业银行存量资产的流动性需求，以免加大系统性金融风险。

八、合格投资者的审核责任

8.1 合格投资者的认定标准

	《信托公司集合资金信托计划管理办法》	新规
合格投资者	<p>符合下列条件之一，能够识别、判断和承担信托计划相应风险的人：</p> <p>（一）投资一个信托计划的最低金额不少于 100 万元人民币的自然人、法人或者依法成立的其他组织；</p> <p>（二）个人或家庭金融资产总计在其认购时超过 100 万元人民币，且能提供相关财产证明的自然人；</p> <p>（三）个人收入在最近三年内每年收入超过 20 万元人民币或者夫妻双方合计收入在最近三年内每年收入超过 30 万元人民币，且能提供相关收入证明的自然人。</p>	<p>合格投资者是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，投资于单只资产管理产品不低于一定金额且符合下列条件的自然人和法人或者其他组织。</p> <p>（一）具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于 300 万元，家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元。</p> <p>（二）最近 1 年末净资产不低于 1000 万元的法人单位。</p> <p>（三）金融管理部门视为合格投资者的其他情形。</p> <p>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。</p>

首先，《信托公司集合资金信托计划管理办法》第六条对于合格投资者的认定标准是否能被认定为新规第五条第（三）项所述的“金融管理部门视为合格投资者的其他情形”仍存在不确定性，若能被认定为新规第五条第

(三) 项所述的其他情形，则信托公司在审核合格投资者时继续遵循原有的判断标准即可，通过约定最低投资门槛 100 万元即可省去审核合格投资者的其他条件；若不能被认定为上述其他情形，则需要适用新规要求的合格投资者认定标准。那么，对于信托公司自销的信托产品，则会增加信托公司对于合格投资者的审核责任；对于委托其他金融机构代销的信托产品，则会增加信托公司与代销机构的沟通成本，同时，各方需明确对于审核责任的划分问题。

其次，新规从两个方面对合格投资者进行了限定，二者是“且”的关系，必须同时符合才能被认定为合格投资者，加重了信托公司对于合格投资者的审查义务，不同于《信托公司集合资金信托计划管理办法》符合条件之一即可认定的规定。根据新规的要求，合格投资者需同时满足下述条件，一方面，就投资者本身条件而言，若为自然人投资者，须具有 2 年以上投资经历，且满足以下条件之一：家庭金融净资产不低于 300 万元，家庭金融资产不低于 500 万元，或者近 3 年本人年均收入不低于 40 万元；若为机构投资者，最近 1 年末净资产须不低于 1000 万元。另一方面，就投资门槛而言，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。

另外，提示注意的是，相较《征求意见稿》而言，新规将合格投资者的范围由“自然人和法人”扩大到“自然人和法人或者其他组织”。新规也进一步完善了合格投资者的范围。

8.2 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

《征求意见稿》第十九条规定：“个人不得使用银行贷款等非自有资金投资资产管理产品，资产负债率达到或者超出警戒线的企业不得投资资产管理产品，警戒线的具体标准由人民银行会同相关部门另行规定。”

新规第五条明确规定：“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。”

由此可见，正式颁布的新规明确无论是个人还是机构均不得使用贷款、发行债券等筹集的非自有资金投资资管产品，删除了《征求意见稿》中关于“资产负债率达到或者超出警戒线的企业不得投资资产管理产品”的限制。该等变更也正是监管部门考虑到之前的《征求意见稿》中关于审核机构投资者“资产负债率”的难度。但是，对于投资者如何证明自己不是使用“银行贷款、发行债券等筹集的非自有资金”进行投资，信托公司需要审查到何种程度，获得何种材料就可以确认投资者不是使用“银行贷款、发行债券等筹集的非自有资金”进行投资，仅按照目前信托文件中惯常表述的“委托人承诺以其合法所有的资金投资信托”能否满足审核标准，尚待监管部门后续予以明确。

九、关联方的认定标准

目前，信托实务中经常会援引《中华人民共和国公司法》等相关法律法规对关联方进行认定，同时，上市规则也有对于关联人的相关规定。如下表所示，上述准则、法律法规和规则从不同的角度对于关联方进行认定：

序号	文件名称	相关规定
1	《企业会计准则第 36 号 - 关联方披露》（财会[2006]3 号）	<p>一方控制、共同控制另一方或对另一方施加重大影响，以及两方或两方以上同受一方控制、共同控制或重大影响的，构成关联方。控制，是指有权决定一个企业的财务和经营政策，并能据以从该企业的经营活动中获取利益。共同控制，是指按照合同约定对某项经济活动所共有的控制，仅在与该项经济活动相关的重要财务和经营决策需要分享控制权的投资方一致同意时存在。重大影响，是指对一个企业的财务和经营政策有参与决策的权力，但并不能够控制或者与其他方一起共同控制这些政策的制定。</p> <p>下列各方构成企业的关联方：</p> <p>（一）该企业的母公司。</p> <p>（二）该企业的子公司。</p> <p>（三）与该企业受同一母公司控制的其他企业。</p> <p>（四）对该企业实施共同控制的投资方。</p> <p>（五）对该企业施加重大影响的投资方。</p> <p>（六）该企业的合营企业。</p> <p>（七）该企业的联营企业。</p> <p>（八）该企业的主要投资者个人及与其关系密切的家庭成员。主要投资者个人，是指能够控制、共同控制一个企业或者对一个企业施加重大影响的个人投资者。</p> <p>（九）该企业或其母公司的关键管理人员及与其关系密切的家庭成员。关键管理人员，是指有权力并负责计划、指挥和控制企业活动的人员。与主要投资者个人或关键管理人员关系密切的家庭成员，是指在处理与企业的交易时可能影响该个人或受该个人影响的家庭成员。</p> <p>（十）该企业主要投资者个人、关键管理人员或与其关系密切的家庭成员控制、共同控制或施加重大影响的其他企业。</p> <p>仅与企业存在下列关系的各方，不构成企业的关联方：</p> <p>（一）与该企业发生日常往来的资金提供者、公用事业部门、政府部门和机构。</p> <p>（二）与该企业发生大量交易而存在经济依存关系的单个客户、供应商、特许商、经销商或代理商。</p>

		<p>(三) 与该企业共同控制合营企业的合营者。</p> <p>仅仅同受国家控制而不存在其他关联方关系的企业，不构成关联方。</p>
2	《中华人民共和国公司法》	<p>关联关系，是指公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员与其直接或者间接控制的企业之间的关系，以及可能导致公司利益转移的其他关系。但是，国家控股的企业之间不仅因为同受国家控股而具有关联关系。</p>
3	《上海证券交易所关于发布〈上海证券交易所股票上市规则(2014年修订)〉的通知》(上证发〔2014〕65号)	<p>10.1.2 上市公司的关联人包括关联法人和关联自然人。</p> <p>10.1.3 具有以下情形之一的法人或其他组织，为上市公司的关联法人：</p> <p>(一) 直接或者间接控制上市公司的法人或其他组织；</p> <p>(二) 由上述第(一)项直接或者间接控制的除上市公司及其控股子公司以外的法人或其他组织；</p> <p>(三) 由第 10.1.5 条所列上市公司的关联自然人直接或者间接控制的，或者由关联自然人担任董事、高级管理人员的除上市公司及其控股子公司以外的法人或其他组织；</p> <p>(四) 持有上市公司 5%以上股份的法人或其他组织；</p> <p>(五) 中国证监会、本所或者上市公司根据实质重于形式原则认定的其他与上市公司有特殊关系，可能导致上市公司利益对其倾斜的法人或其他组织。</p> <p>10.1.4 上市公司与前条第(二)项所列法人受同一国有资产管理机构控制的，不因此而形成关联关系，但该法人的法定代表人、总经理或者半数以上的董事兼任上市公司董事、监事或者高级管理人员的除外。</p> <p>10.1.5 具有以下情形之一的自然人，为上市公司的关联自然人：</p> <p>(一) 直接或间接持有上市公司 5%以上股份的自然人；</p> <p>(二) 上市公司董事、监事和高级管理人员；</p> <p>(三) 第 10.1.3 条第(一)项所列关联法人的董事、监事和高级管理人员；</p> <p>(四) 本条第(一)项和第(二)项所述人士的关系密切的家庭成员，包括配偶、年满 18 周岁的子女及其配偶、父母及配偶的父母、兄弟姐妹及其配偶、配偶的兄弟姐妹、子女配偶的父母；</p> <p>(五) 中国证监会、本所或者上市公司根据实质重于形式原则认定的其他与上市公司有特殊关系，可能导致上市公司利益对其倾斜的自然人。</p> <p>10.1.6 具有以下情形之一的法人或其他组织或者自然人，视同上市公司的关联人：</p> <p>(一) 根据与上市公司或者其关联人签署的协议或者作出的安排，在协议或者安排生效后，或在未来十二个月内，将具有第 10.1.3 条或者第 10.1.5 条规定的情形之一；</p>

	(二) 过去十二个月内, 曾经具有第 10.1.3 条或者第 10.1.5 条规定的情形之一。
--	---

此外, 在信托实务中, 通常也会涉及到资金来源的关联和资金运用的关联。一方面, 《信托公司集合资金信托计划管理办法》第二十七条规定: “信托公司管理信托计划, 应当遵守以下规定:不得将信托资金直接或间接运用于信托公司的股东及其关联人, 但信托资金全部来源于股东或其关联人的除外。” 另一方面, 《中国银行业监督管理委员会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) 规定: “信托公司开展结构化信托业务不得有以下行为: (四) 以利益相关人作为劣后受益人, 利益相关人包括但不限于信托公司及其全体员工、信托公司股东等。”

《征求意见稿》中曾规定“关联方按照财政部《企业会计准则》的规定确定”, 但此次正式颁布的新规中却明确删除了上述内容。我们理解, 因《企业会计准则》中关于关联方的认定标准更多地是从经济实质认定的角度出发, 其与法律认定标准存在一定差异, 此次新规删除《征求意见稿》中“关联方按照财政部《企业会计准则》的规定确定”的内容, 也在一定程度上反映了监管部门的态度。但目前新规中就关联方的认定仍缺乏明确的判断标准, 对此仍有待于监管部门进一步出台相关细则予以明确。

十、实施和过渡期安排

新规第二十九条规定了组织实施和过渡期安排: “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者存续违反本意见规定的资产管理产品。”

相较《征求意见稿》而言, 关于过渡期的安排有以下不同:

	《征求意见稿》的相关规定	新规的相关规定
对于已经发行的资产管理产品	金融机构已经发行的资产管理产品自然存续至所投资资产到期。	无

对于新增的资产管理产品	过渡期（自本意见发布实施后至 2019 年 6 月 30 日）内，金融机构不得新增不符合本意见规定的资产管理产品的净认购规模。	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。
关于过渡期的期限	过渡期自本意见发布实施后至 2019 年 6 月 30 日。	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。
对于过渡期结束后的安排	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，金融机构不得再发行或者续期违反本意见规定的资产管理产品。	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。

可见新规对于过渡期的安排思路如下：

1. 无论是新增发行的资产管理产品还是已经发行的资产管理产品，在过渡期结束后均不能再发行或存续。该条较《征求意见稿》而言更为严苛，显然直接堵死了信托公司发行长期限信托产品“一直自然存续至所投资资产到期”的变通思路。
2. 过渡期内，金融机构发行新产品应当符合新规的规定；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。
3. 过渡期的结束日期由 2019 年 6 月 30 日延长至 2020 年底。
4. 对金融机构提出更严格的整改要求。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。

综上所述，尽管在正式颁布的新规中将过渡期的结束日期延长了 1 年半，但同时也对于金融机构在过渡期的产品发行、整改要求等提出了更为具体的要求。

十一、结语

除了上述十大影响外，新规仍有一些其他影响，包括但不限于（1）新规明确了“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”，删除了《征求意见稿》中关于“资产管理产品的持有人不得以所持有的资产管理产品份额进行质押融资，放大杠杆”的规定。由此可知，新规为信托受益权质押融资保留了操作空间。（2）新规强化资本和准备金计提要求，与《信托公司管理办法》（中国银行业监督管理委员会令 2007 年第 2 号）第四十九条规定的“信托公司每年应当从税后利润中提取 5% 作为信托赔偿准备金，但该赔偿准备金累计总额达到公司注册资本的 20% 时，可不再提取”存在区别，后续如何具体衔接或调整，尚需相关监管

部门制定细则予以明确。对此，中国人民银行有关负责人就新规答记者问时明确指出“需要说明的是，对于目前不适用风险准备金计提或资本计量的金融机构，如信托公司，《意见》并非要求在此基础上进行双重计提，而是由金融监督管理部门按照《意见》的标准，在具体细则中进行规范”。（3）新规明确规定“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”，这就等于明确禁止了信托公司在信托利益分配时的受托支付行为。（4）……

就新规对于信托实务的影响，植德仍将继续保持关注，并持续跟踪新规后续相关配套细则及监管政策的最新进展。如有进一步分析意见，植德将及时与业内同仁分享。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

作者简介



龙海涛 合伙人

业务领域： 银行与金融、投融资并购、家事服务与财富管理
电 话： 010-5650988
邮 箱： haitao.long@meritsandtree.com



吴 旻 合伙人

业务领域： 银行与金融、家事夫妇与财富管理
电 话： 010-5650916
邮 箱： yang.wu@meritsandtree.com



李凯伦 律师

业务领域： 银行与金融、投融资并购、家事服务与财富管理
电 话： 010-5650957
邮 箱： kailun.li@meritsandtree.com



公募可投非标，是否意味着信托产品公募私募之争破局？

作者：龙海涛 吴旻 李凯伦

2018年7月20日，又是一个似曾熟悉的周五，一天之内，中国银保监会、中国人民银行、中国证监会陆续发布了《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》、《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》（以下简称“《执行通知》”）和《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定（征求意见稿）》，引起各界热议。其中，《执行通知》明确打开了公募产品投资非标债权资产的口子，一时之间，“公募可投非标”似乎刷了全世界的屏，很多信托公司的朋友们也在转发相关文章，似乎之前困扰大家的涉及公募性质的信托产品无法投资非标债权资产的合规问题已经彻底解决。但在热度之下冷静一想，对于目前大资管格局中的信托产品而言，是否真如这些标题所示，公募可投非标就真的意味着信托产品公募私募之争破局了？

一、信托产品公募私募之争的缘起

其实自2018年4月27日《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号，以下简称“新规”或《指导意见》）正式颁布以来，信托产品是否有公募、私募之分一直是业界争议的焦点，引发上述争议的主要原因无非有两个：第一，由于《指导意见》和《信托公司集合资金信托计划管理办法》（以下简称“《集合资金信托管理办法》”）并存的现状，导致信托公司能否向200人以上的合格投资者发行，以及如向200人以上的合格投资者发行到底是公募还是私募的标准不明晰；第二，对于委托人在200人以上的信托产品而言，如被认定为公募性质，则根据《指导意见》的规定其以非标为主的投资范围必然受到影响和限制。

鉴于此，为了让读者更加清晰地理解信托产品公募私募性质之争的缘由和焦点，笔者进行了如下梳理：

首先，在《指导意见》正式施行之前，根据《集合资金信托管理办法》第五条以及第八条的规定，集合资金信托产品是不得进行公开营销宣传且委托人只能是合格投资者的资管产品，单个信托产品的自然人人数不得超过50人，但单笔委托金额在300万元以上的自然人投资者和合格的机构投资者数量不受限制；单一资金信托的委托人没有合格投资者的限制要求。由此可见，集合资金信托计划的委托人人数可以超过200人，同时，信托产品的推介不得进行公开营销宣传。

其次，在《指导意见》正式颁布之后，根据《指导意见》第四条的规定，资产管理产品分为公募产品和私募产品。公募产品的两个特点是（1）面向不特定社会公众；（2）公开发行。反之，私募产品的两个特点是（1）面向合格投资者；（2）非公开方式发行。同时，依据《中华人民共和国证券法》第十条的规定，有下列情形之一的，为公开发行：（一）向不特定对象发行证券的；（二）向特定对象发行证券累计超过二百人的；（三）法律、行政法规规定的其他发行行为。由此可见，对于单一资金信托而言，因《指导意见》统一将资金信托纳入监管范围且不再区分单一和集合，所有投资者均应符合合格投资者的标准，所以单一资金信托的委托人也应为合格投资者且其应属于私募产品的范畴；对于委托人人数不超过二百人的集合资金信托产品而言，其也应属于私募产品的范畴；但对于委托人人数超过二百人的集合资金信托产品，则存在争议。因为依据《中华人民共和国证券法》第十条的内容，“向特定对象发行证券累计超过二百人的”符合公开发行的认定标准，再结合前述《指导意见》中明确规定的公募产品和私募产品各自的特征来看，超过二百人的集合资金信托产品显然是公开发行，并不完全符合私募产品的两个特征。但按照《集合资金信托管理办法》的要求，集合资金信托产品的委托人必须是合格投资者且不得公开营销，即使是超过二百人的集合资金信托产品也并不符合向不特定社会公众公开发行的特点，因此，也有观点认为其也并不当然属于公募产品的范畴。

二、信托产品公募私募之争的市场态度

对于委托人超过二百人的集合资金信托产品而言，若根据《指导意见》的要求及行文逻辑来看，它是面向合格投资者公开发行的资管产品，其性质到底属于公募还是私募判断标准并不明晰。也正因为如此，才使得《指导意见》正式颁布至今，业界对于信托产品公募私募性质之争颇为关注，各种观点，或出自于对趋利避害的分析，或源自于与监管博弈的试探，莫衷一是。

根据目前的市场实践来看，大多数信托公司对此争议焦点还是持相对谨慎的态度，虽然《指导意见》中并没有完全禁止公募产品投资非标债权资产，但是却将公募产品的主要投资范围限制为标准化债权资产以及上市公司股票等，为了在合规的前提下不影响信托产品对非标债权资产的正常投资，大多数信托公司均尽量控制其集合资金信托产品的委托人人数不超过 200 人。当然，也不排除个别信托公司的具体产品突破委托人 200 人人数的限制，仍按照私募产品进行报备处理的特殊情况。由此可见，限于《指导意见》对投资范围的要求，对于信托公司而言，目前的主流观点倾向于将信托产品认定为私募性质，尽量避免向公募性质靠拢。

三、信托产品公募私募之争何去何从

2018 年 7 月 20 日，《执行通知》的正式出台，是否意味着前述信托产品公募私募之争破局，经分析，我们认为情况可能恰恰相反，这种争论和分析不仅不会因《执行通知》的出台而消失，反而可能会进一步加强。具体原因如下：

1、虽然《执行通知》打开了公募产品投资非标债权资产的口子，但并未解决之前关于信托产品公募私募之争的首要问题，即信托公司如向 200 人以上的合格投资者发行信托产品到底是公募还是私募的认定标准仍不明晰。当然，《执行通知》的出台的确在一定程度上打消了信托公司对信托产品如被认定为公募产品则投资非标债权资产受限方面的顾虑。但是，根据与《执行通知》同日出台的《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》以及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定（征求意见稿）》的内容来看，监管部门对商业银行理财产品以及同一证券期货经营机构管理的全部资产管理计划投资非标债权资产的比例均进行了明确限制（基本沿用了之前银监会 8 号文的比例限制），这也反映了监管部门对于资管产品投资非标债权资产的监管态度。

当然，信托产品有其特殊性，从目前的现状来看，信托产品的投资领域主要集中在非标债权资产，且此类存量信托产品的规模不容忽视，因此，从金融稳定的角度考虑，监管部门在短期内硬性要求信托产品也遵照类似于上述银行理财产品、证券期货经营机构管理的资管产品投资非标债权资产的较低比例限制的可能性不大。但若一旦明确区分信托产品的公募和私募性质，那么，可以预见公募性质的信托产品投资非标债权资产时所受到的限制一定会明显严于私募性质的信托产品。

另外，我们注意到，《指导意见》第二条中明确列举的从事资管业务的金融机构中除了信托和金融资产管理公司之外的其他主体均为《执行通知》的正式发文对象，甚至还明确包括了私募投资基金管理机构，为何发文对象中没有包括信托公司，这是否也透露了监管部门对信托产品在公募产品投资范围、估值及过渡期等方面将有特殊安排的打算？原因不得而知。

2、从信托实务现状来看，银行理财资金通过嵌套信托产品进行投资是常见的交易模式。依据《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》的规定，商业银行应当根据募集方式的不同，将理财产品分为公募理财产品和私募理财产品。同时，按照《指导意见》第二十七条关于向上识别产品的最终投资者穿透监管的要求，以及依据京银监罚决字〔2018〕3 号和 4 号公开的信息，北京银监局近期对某信托公司未按“穿透”原则向上识别最终投资者开出罚单的情况，新规的严格规定加上监管部门空前的处罚力度，导致目前市场上出现了一种倾向性观点，即今后银行公募理财产品投资私募资管产品将受到较大限制，银行公募理财产品只能委外给公募资管产品。因此，为了给未来信托产品仍然能够对接银行公募理财资金预留“接口”，保留信托产品公募性质的探讨和可能性仍有其现实必要性。

笔者在此对上述观点的正确与否不做评论，但按照目前的监管规定和监管处罚情况来看，监管层在监管审核信托产品会要求向上穿透核查合格投资者，而穿透核查通常又包括“投资者是否符合《指导意见》的合格投资者的要求”以及“投资者人数是否符合《指导意见》、《集合资金信托管理办法》的要求”两个方面。银行公募理财产品无论从合格投资者的标准还是人数来看，要想符合信托产品的合规要求难度均较大，这在一定程度上也限制了信托产品对接银行公募理财资金的路径。因此，即使保留了公募性质信托产品的认定口子，仍取决于

监管部门未来对于公募性质信托产品的定位、识别标准和相关监管政策，因为我们理解，公募性质信托产品的募集方式、投资者资质要求等若均比照银行公募理财产品的标准进行特殊性规定，并对《集合资金信托管理办法》进行相应调整的可能性不大。也就是说，即使保留了公募性质信托产品的口子，如在募集方式、合格投资者等方面仍按照《集合资金信托管理办法》的现有相关规定执行，则公募性质信托产品在与银行公募理财产品对接时，仍会受到向上穿透核查合格投资者因素的不利影响，因为两个资管产品层面的标准本来就不一致，穿透之后只会将这种不一致放大并呈现出来。

如在上述障碍无法突破导致信托产品无法被认定为公募性质的情况下，信托产品能否对接银行公募理财产品，也可借鉴中国证监会最新的监管思路。在其同日发布的《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定（征求意见稿）》第三条中规定“资产管理计划接受其他资产管理产品参与的，不合并计算其他资产管理产品的投资者人数。资产管理计划接受其他私募资产管理产品参与的，证券期货经营机构应当有效识别资产管理计划的实际投资者与最终资金来源”。如果仅根据上述文字本身分析，我们是否可以理解为，在中国证监会的监管思路中，对于资产管理计划在资金端对接银行公募理财产品资金是允许的，并且不用担心穿透合并计算银行公募理财产品的投资者人数会导致该私募资产管理计划违反委托人不得超过 200 人的合规要求的风险。但是对于资产管理计划在资金端对接其他私募资产管理产品资金的，则要按照穿透原则核查其他私募资产管理产品的最终投资者与最终资金来源，即需要核查是否符合合格投资者标准及其资金来源的合法性。但有意思的是，本条规定似乎刻意回避了“资产管理计划接受其他公募资产管理产品参与的，证券期货经营机构是否应当有效识别资产管理计划的实际投资者与最终资金来源”的情况。因此，在信托产品未来能否对接银行公募理财产品的问题上，中国银保监会是否会采取类似于中国证监会的上述监管思路，还需等待。

综上，对于信托产品的公募与私募之争，实质上就是各方当事人从不同利益驱动层面寻求立足点并力争为自身在未来的资管业务市场中谋求有利局面，这也确实是信托从业者和监管部门所面临的一个现实问题。本文中的观点为笔者浅见，仅供参考。总而言之，要破解信托产品公募私募之争的困境，还有赖于监管部门相关监管意见的进一步出台和明示。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

作者简介



龙海涛 合伙人

业务领域： 银行与金融、投融资并购、家事服务与财富管理
电 话： 010-5650988
邮 箱： haitao.long@meritsandtree.com



吴 旸 合伙人

业务领域： 银行与金融、家事服务与财富管理
电 话： 010-5650916
邮 箱： yang.wu@meritsandtree.com



李凯伦 律师

业务领域： 银行与金融、投融资并购、家事服务与财富管理
电 话： 010-5650957
邮 箱： kailun.li@meritsandtree.com



《商业银行委托贷款管理办法》重磅出台， 植德分析之对银行及资管业务的影响

作者：龙海涛 吴旻 李凯伦

2018年1月5日，中国银行业监督管理委员会（以下简称“银监会”）正式出台《商业银行委托贷款管理办法》（银监发[2018]2号）（以下简称“《管理办法》”）。在过去一周的周末里，相关公众号和媒体密集发布了一系列的反应文章。与以往一样，植德不做简单的法条梳理和汇总，也过多的进行理论探讨，而是一如既往的从银行及资管业务实操的角度出发，奉上我们对该《管理办法》的几点思考，供业内同仁参考。

一、《管理办法》出台的实际意义

早在2015年1月16日，银监会就已经按照“准确定位、回归本源，限制范围、避免套利，问题导向、严格设限，加强管理、规范发展”的总体思路发布了《商业银行委托贷款管理办法》（征求意见稿）（以下简称“《征求意见稿》”），时隔三年，经过吸收各方意见，慎重考量分析，该《管理办法》终于颁布，这标志着我国**首个委托贷款监管标准**正式出台。同时，继此前引起市场高度关注的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）（以下简称“《资管新规》”）之后，这也是银监会在其监管领域对《资管新规》的再次呼应，尤其就“**去通道**”、“**去嵌套**”等监管原则在委托贷款方面给予了明确响应，具体规定将对资管业务的发展产生重大影响。

二、限制委托贷款委托人的范围

《管理办法》第七条第二款规定：“商业银行不得接受委托人为金融资产管理公司和经营贷款业务机构的委托贷款业务申请。”

由上述规定可知，金融资产管理公司和经营贷款业务机构不得作为委托贷款的委托人。在金融业务实践中，经营贷款业务机构主要有商业银行、信托公司等。自《管理办法》出台后，实操中常见的一家商业银行委托其他

商业银行发放委托贷款，或一家银行的不同分支机构之间委托发放贷款的模式将被明确禁止。同时，信托公司也不得再委托商业银行发放委托贷款。

三、限制委托人资金来源

《管理办法》第八条规定：“商业银行受托办理委托贷款业务，应要求委托人承担以下职责，并在合同中作出明确约定……（二）确保委托资金来源合法合规且委托人有权自主支配，并按合同约定及时向商业银行提供委托资金……”

《管理办法》第九规定：“商业银行审查委托人资金来源时，应要求委托人提供证明其资金来源合法合规的相关文件或具有同等法律效力的相关证明，对委托人的财务报表、信用记录等进行必要的审核，重点加强对以下内容的审查和测算：（一）委托人的委托资金是否超过其正常收入来源和资金实力。（二）委托人在银行有授信余额的，商业银行应合理测算委托人自有资金，并将测算情况作为发放委托贷款的重要依据。”

由上述规定可知，商业银行受托办理委托贷款业务，有义务审查委托人资金来源。商业银行审核委托人资金来源时，至少应审核下述材料：

- 1) 委托人证明其资金来源合法合规的相关文件或具有同等法律效力的相关证明；
- 2) 委托人的财务报表；
- 3) 委托人的信用记录。

同时，商业银行应重点核查：

- 1) 委托资金是否超过其正常收入来源和资金实力；
- 2) 委托人在银行有授信余额的，商业银行应合理测算委托人自有资金。

这无疑加大了商业银行在办理委托贷款业务时对委托人资金来源的审核义务和责任，也严格限制了发放委托贷款的委托人的资金来源，在一定程度上缩小了委托人的范围。

四、明确禁止受托管理的资金发放委托贷款

《管理办法》第十条规定：“商业银行不得接受委托人下述资金发放委托贷款：（一）受托管理的他人资金。（二）银行的授信资金。（三）具有特定用途的各类专项基金（国务院有关部门另有规定的除外）。（四）其他债务性资金（国务院有关部门另有规定的除外）。（五）无法证明来源的资金。企业集团发行债券筹集并用于集团内部的资金，不受本条规定限制。”

由上述规定可知，商业银行**不得接受委托人受托管理的他人资金**办理委托贷款业务。在实操中，因各类资管产品和私募基金不具备发放贷款的资质，通过商业银行发放委托贷款是各类资管产品、私募基金开展业务的常见交易模式。资管产品主要包括券商资管（包括证券公司设立的集合资产管理计划、证券公司设立的定向资产管理计划）、基金资管（包括基金管理公司设立的资产管理计划、基金子公司设立的一对一专项资产管理计划、基金子公司设立的一对多专项资产管理计划等），《管理办法》颁行后，上述各类资管产品将不得再通过商业银行开展委托贷款业务，这将在一定程度上压缩证券公司、基金管理公司及基金子公司的业务范围，同时，商业银行、信托公司的贷款业务将相应增加。

鉴于私募基金领域比较特殊，私募基金产品能否办理委托贷款的具体分析请详见本所同日发表的另一篇专业分析文章《<商业银行委托贷款管理办法>重磅出台，植德分析之对私募基金业务的影响》。

综上所述，《管理办法》堵上了各类资管产品、私募基金借道商业银行发放委托贷款的重要渠道，也再次重申了《资管新规》中关于整治“多层嵌套”、“套利严重”的决心。

五、限制委托贷款的资金用途

《管理办法》第十一条规定：“商业银行受托发放的贷款应有明确用途，资金用途应符合法律法规、国家宏观调控和产业政策。资金用途不得为以下方面：（一）生产、经营或投资国家禁止的领域和用途。（二）从事债券、期货、金融衍生品、资产管理产品等投资。（三）作为注册资本金、注册验资。（四）用于股本权益性投资或增资扩股（监管部门另有规定的除外）。（五）其他违反监管规定的用途。”

此前，银监会并不明确禁止委托贷款用于资产管理产品的投资，只是要求关注由此引发的各类风险以及产生的监管套利、风险隐匿和风险转移。而本次《管理办法》将《征求意见稿》规定的禁止委托贷款投向“理财产品”扩大到“资产管理产品”，体现了更加严厉的监管态度，再次呼应《监管新规》中“去通道”、“去嵌套”的监管原则。同时，《管理办法》并非完全禁止委托贷款用于股本权益性投资或增资扩股，明确了“监管部门另有规定的除外”，我们理解这是给并购贷款留出的口子，并购贷款并非委托贷款禁止投向领域。

六、对委托贷款担保措施的限制

《管理办法》第十四条规定：“委托贷款采取担保方式的，委托人和担保人应就担保形式和担保人（物）达成一致，并签订委托贷款担保合同。”

《征求意见稿》第十五条规定：“委托贷款实行担保方式的，委托人和担保人应就担保形式和担保人（物）达成一致，并共同签订委托贷款担保合同。委托贷款为抵质押担保的，抵质押权人应为委托人。”

显而易见，相较《征求意见稿》而言，《管理办法》关于委托贷款担保合同的签署继续沿用《征求意见稿》的表述，明确“委托贷款实行担保方式的，委托人和担保人应就担保形式和担保人（物）达成一致，并共同签订委托贷款担保合同”，但是，却删除了“委托贷款为抵质押担保的，抵质押权人应为委托人”的表述。这也许是监管部门在《管理办法》中对于委托贷款的抵质押权人留了一个口子，即委托贷款的抵质押权人并非一定是委托人，也可能是委贷银行。但是，在担保合同的签署方确定的情况下，抵质押权人为非签署担保合同的第三方，这明显与现行担保法律制度冲突。当然，监管部门在正式出台《管理办法》时留出抵质押权人的口子也是对当前各地抵质押登记办理实操问题的考量，我国一些地方在办理抵质押登记时，并不接受除金融机构以外的主体作为抵质押权人。关于委托贷款抵质押担保的具体事宜待监管部门进一步出台实施细则予以明确。

七、禁止商业银行开展主动类委托贷款业务

《管理办法》第十九条规定：“商业银行应严格隔离委托贷款业务与自营业务的风险，严禁以下行为：（一）代委托人确定借款人。（二）参与委托人的贷款决策。（三）代委托人垫付资金发放委托贷款。（四）代借款人确定担保人。（五）代借款人垫付资金归还委托贷款，或者用信贷、理财资金直接或间接承接委托贷款。（六）为委托贷款提供各种形式的担保。（七）签订改变委托贷款业务性质的其他合同或协议。（八）其他代为承担风险的行为。”

目前实操中，委托贷款主要分为主动类委托贷款和通道类委托贷款两大类，主动类委托贷款是指商业银行主导的以表外业务的形式实质开展表内业务的委托贷款模式（以下简称“主动类委贷模式”）；通道类委托贷款是指商业银行按照委托人确定的要素发放贷款的业务模式（以下简称“通道类委贷模式”）。

结合以往的委托贷款实务来看，

（1）如果是主动类委贷模式，则所有的风险及责任均由占主导地位的商业银行（以下简称“主导银行”）承担，除“表内贷款”转“表外贷款”的交易形式以外，该等委贷的审核因素及风控程度基本均遵循主导银行的表内业务内控标准，即委贷银行通常按照《贷款通则》及其内部规章制度要求的审批流程确定贷款对象、用途、金额、期限、利率等，同时，为委托人提供一定形式的担保，确保委托人委托资金的顺利退出。但是，《管理办法》的出台明确禁止商业银行继续开展主动类委托贷款业务。

（2）如果是通道类委贷模式，则绝大多数的委贷银行原来都倾向于通过合同约定转移责任和风险的方式达到免除其审核义务的目的，即委贷银行只认委托人的风险兜底承诺，而不对包括委托人资金来源、贷款对象、用途、金额、期限、利率等核心要素进行实质审核。在《管理办法》出台后，委贷银行的这种审核习惯也必然要发生相应的转变，至少其有义务审查委托人资金来源。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

作者简介



龙海涛 合伙人

业务领域： 银行金融、投融资并购、家事服务与财富管理
电 话： 010-5650988
邮 箱： haitao.long@meritsandtree.com



吴 旻 合伙人

业务领域： 银行与金融、家事服务与财富管理
电 话： 010-5650916
邮 箱： yang.wu@meritsandtree.com



李凯伦 律师

业务领域： 银行与金融、投融资并购、家事服务与财富管理
电 话： 010-5650957
邮 箱： kailun.li@meritsandtree.com



正式施行的《信托登记管理办法》对信托实务的影响

作者：龙海涛 吴旻 李凯伦

2017年9月1日，《信托登记管理办法》（以下简称“《办法》”）正式施行，中国信托登记有限责任公司（以下简称“信托登记公司”）的信托登记系统也将正式上线运营，这意味着之前整个信托行业翘首以待的全国性信托登记制度终于得以在国务院银行业监督管理机构（即中国银行业监督管理委员会，以下简称“中国银监会”）的层面获得批准和支持并正式进入实操领域，今后的各类信托业务都要按照《办法》的规定办理相应的信托登记。

为此，植德特地组织在**结构化融资领域**（尤其是信托业务领域）有着丰富实践经验的律师，对《办法》条文进行了仔细的研读和分析，力图通过对《办法》中的主要规定及其对相关信托实务的影响，以及《办法》中虽有规定但是尚需在信托实务中进一步核实并确认的问题及内容进行简单的梳理和分析，以期对信托从业人士有所裨益。

一、《办法》中所称“信托登记公司”到底是什么性质的机构

1.1 信托登记公司的基本情况

《办法》第二条规定，本办法所称信托登记是指中国信托登记有限责任公司对信托机构的信托产品及其受益权信息、国务院银行业监督管理机构规定的其他信息及其变动情况予以记录的行为。

其中的“中国信托登记有限责任公司”即信托登记公司，成立于2016年12月19日，是一家经国务院同意、由中国银监会批准设立并实施监督管理、提供信托业基础服务的会管非银行金融机构。信托登记公司注册地为上海自由贸易试验区，公司注册资本30亿元人民币，由中央国债登记结算有限责任公司控股，中国信托业协会、中国信托业保障基金有限责任公司、国内18家信托公司等共同参股。

信托登记公司的业务范围包括集合信托计划发行公示；信托产品及其信托受益权登记、信托产品发行、交易、转让、结算等服务；信托受益权账户的设立和管理；信托产品及其权益的估值、评价、查询、咨询等相关服务；信托产品权属纠纷的查询和举证；提供其他不需要办理法定权属登记的信托财产的公示登记服务；国务院银行业监督管理机构批准的其他业务等。

今日信托登记系统的上线和《办法》的正式施行将为信托登记公司执行信托登记制度保驾护航。

1.2 信托登记公司与之前市场上已经出现过的“上海信托登记中心”、“银登中心”有何不同？

上海信托登记中心

2006年，上海信托登记中心由中国银监会批准、上海市浦东新区政府设立，是国内首个信托登记机构。

但是，目前其官方网站基本处于停滞状态，最后更新日期是2015年6月。从目前的实际效果来看，上海信托登记中心的运营并没有达到当初设立时的预期，既没有起到全国性信托登记机构的作用，也没能有效地促进国内信托受益权的交易流转。

银登中心

2014年6月，为了落实国务院“盘活货币信贷存量，支持实体经济转型升级”的要求，经财政部同意、中国银监会批准成立银行业信贷资产登记流转中心有限公司（本文简称“银登中心”），主要开展信贷资产及银行业其他金融资产的登记、流转业务。

因《银行业信贷资产登记流转中心信贷资产收益权转让业务规则（试行）》的出台，明确了“银行业金融机构按照由信托公司设立信托计划，受让商业银行信贷资产收益权的模式进行信贷资产收益权转让”，以及监管部门对于在银登中心转让的产品可以视为“非标转非非标[1]”的默许，紧密联系了信托公司与银登中心的合作。

但是，无论是信托公司设立信托计划在银登中心受让信贷资产收益权，还是信托公司将其发起设立的信托产品对应的信托受益权在银登中心进行流转，都并非传统意义的信托登记制度项下的信托登记。

因此，通过与以上二者的比较不难发现，信托登记公司的设立和信托登记系统的上线将开启我国信托登记制度新的篇章。[1]

为了便于大家的理解，笔者特对上海信托登记中心、银登中心与信托登记公司的基本情况汇总如下：

	上海信托登记中心	银行业信贷资产登记流转中心有限公司	中国信托登记有限责任公司
登记平台	上海信托登记中心	银行业信贷资产登记流转中心	中国信托登记有限责任公司官网
成立时间	2006年6月	2014年6月10日	2016年12月19日
审批机关	中国银监会	财政部同意、中国银监会批准	国务院同意、中国银监会批准
股东/出资	上海市浦东新区	中央国债登记结算有限责任公司，	中央国债登记结算有限责任公司，持股

人	政府	持股比例 85.7143%；《中国农村金融》杂志社，持股比例 14.2857%	比例 51%，中国信托业协会，持股比例 0.3333%、中国信托业保障基金有限责任公司，持股比例 2%、上海陆家嘴金融发展有限公司，持股比例 2%、国内 18 家信托公司[2]等共同参股
企业类型	事业性、非金融 中介服务机构	其他有限责任公司	会管非银行金融机构、有限责任公司(国有控股)
经营范围	一、信托基本信息登记；二、信托财产登记；三、信托相关的信息披露与信息发布；四、信托登记信息的查询和证明服务；五、信托登记与相关权益登记的研究、咨询服务；六、促进信托产品标准化和流动性的相关业务；七、其他业务。	信贷资产及银行业其他金融资产的登记、托管、流转、结算服务，代理本息兑付服务，交易管理和市场监测服务；金融信息服务和有关的咨询、技术服务；银监会批准的其他业务。(依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。)	(一) 集合信托计划发行公示；(二) 信托产品及其信托受益权登记，包括：预登记、初始登记、变更登记、终止登记、更正登记等；(三) 信托产品发行、交易、转让、结算等服务；(四) 信托受益权账户的设立和管理；(五) 信托产品及其权益的估值、评价、查询、咨询等相关服务；(六) 信托产品权属纠纷的查询和举证；(七) 提供其他不需要办理法定权属登记的信托财产的登记服务；(八) 国务院银行业监督管理机构批准的其他业务。

二、《办法》规定了哪些信托登记类型

2.1 信托预登记

根据《办法》第十条的规定，信托机构应当在集合资金信托计划发行日五个工作日前或者在单一资金信托和财产权信托成立日两个工作日前申请办理信托产品预登记（简称“信托预登记”），并在信托登记公司取得唯一产品编码。

此处需要提醒大家在信托实务中注意以下事项：

(1) 每个信托产品登记后对应的唯一产品编码就是在此时获取的，而并不是在信托成立或生效后办理信托初始登记时获取。

(2) 此时信托机构只需要向信托登记公司提交《信托预登记申请书》，并不需要提交信托文件文本。

(3) 《办法》要求信托机构向信托登记公司提交的《信托预登记申请书》中应包括信托产品名称、信托类别、拟发行或者成立时间、预计存续期限、拟发行或者成立信托规模、信托财产来源、信托财产管理或者运用方向和方式、交易对手、交易结构、风险提示、风控措施、清算方式、异地推介信息、关联交易信息、保管人信息等内容。而对于部分信托机构仍在开展或存续中的资金池或者类资金池信托业务，以及虽然满足“一一对应”且“各期单独核算”等核心监管要求但是在信托成立前或信托成立后需开放性募集后续各期信托资金的信托业务而言，在办理信托预登记时，具体的信托财产来源、信托财产管理或者运用方向和方式、交易对手、交易结构、风控措施等信托要素未必能够很清晰、准确地进行填写和申报，因此关于《信托预登记申请书》的上述填报内容的具体程度及其要求，还有待于信托机构与信托登记公司在实践中进行沟通及确认。

(4) 预登记后六个月内信托未成立或未生效的，或者信托机构未按照规定办理信托初始登记的，该预登记自动注销，无需专门就此办理终止登记。

(5) 信托机构办理信托预登记后，信托登记信息发生重大变动的，应当重新申请办理信托预登记。

2.2 信托初始登记

根据《办法》第十一条的规定，信托机构应当在信托成立或者生效后十个工作日内申请办理信托产品及其受益权初始登记。

此处需要提醒大家在信托实务中注意以下事项：

(1) 此时信托机构除了需要向信托登记公司提交《信托初始登记申请书》外，还需要提交加盖公章的信托文件样本。

(2) 上述规定中的受益权初始登记具体所指是什么，是否包括信托项下的初始受益人及其持有的信托受益权登记？如果答案是肯定的，那么即使初始受益人在《办法》规定的自愿原则之下选择不开立信托受益权账户，其投资该信托而取得信托受益权的信息也已经一并纳入了信托登记的信息采集范围并录入信托登记系统留痕。

2.3 信托变更登记

根据《办法》第十二条的规定，信托存续期间，信托登记信息发生重大变动的，信托机构应当在相关事项发生变动之日起十个工作日内就变动事项申请办理信托产品及其受益权变更登记。

此处需要提醒大家在信托实务中注意以下事项：

(1) 上述规定中的受益权变更登记具体所指是什么，是指信托项下的信托受益权转让方（即上一手的受益人）、信托受益权受让方（即现在的受益人）及其之间的信托受益权转让登记吗？同上所述，如果答案是肯定的，即使这两方受益人在《办法》规定的自愿原则之下选择不开立信托受益权账户，其个人主体信息及二者之间转让（受让）信托受益权的信息也已经一并纳入了信托登记的信息采集范围并录入信托登记系统留痕。

(2) 在分期发行的信托产品中,先到期的信托受益权对于整个信托计划而言,属于信托登记信息发生重大变动,即信托份额的变动;但是,对于信托受益权自身而言,属于信托受益权的终止。那么,对于先到期的信托受益权而言,是该办理信托变更登记还是办理信托终止登记呢?笔者倾向于前者。

我们理解,在信托终止登记中,强调的是信托终止且信托机构解除受托人责任后的登记事项,区别于本款所涉的信托存续期间的变更登记。

2.4 信托终止登记

根据《办法》第十三条的规定,信托终止后,信托机构应当在按照信托合同约定解除受托人责任后十个工作日内申请办理信托产品及其受益权终止登记。

此处需要提醒大家在信托实务中注意以下事项:

(1) 此时信托机构除了需要向信托登记公司提交《信托终止登记申请书》外,还需要提交受托人出具的清算报告。

(2) 需要关注申请办理信托产品及其受益权终止登记的时点。

笔者提示大家注意的是,办理信托产品及其受益权终止登记的时点是信托机构应当在按照信托合同约定解除受托人责任后十个工作日内,而非信托终止后十个工作日内。

目前有些信托机构的信托文件中,仅有关于信托计划终止的约定,但是缺失解除受托人责任的相关约定。

根据《中华人民共和国信托法》(以下简称“《信托法》”)、《信托公司管理办法》的规定,信托终止的,受托人应当作出处理信托事务的清算报告。受益人或者信托财产的权利归属人对清算报告无异议的,受托人就清算报告所列事项解除责任。但受托人有不正当行为的除外。

建议信托机构在信托文件中明确约定清算报告的出具时间、清算报告的异议期以及受托人解除责任的条件等内容,以确保信托机构明确解除受托人责任的时点以及申请办理信托产品及其受益权终止登记的时点。

(3) 在信托实务中,有时会出现信托机构基于某些交易目的,在信托期限届满后或者在信托项下的受益人的信托利益全部分配完毕后仍然保持信托存续不终止的情况。在此情况下,为了满足信托存续的合理性及合规性,信托机构通常会保留一个形式上的受益人或者在信托账户中保留部分信托资金不予分配。

笔者特别提示信托机构注意,在上述安排中仍需关注解除受托人责任的时点以及申请办理信托产品及其受益权终止登记的时点的相关约定。

2.5 信托更正登记

根据《办法》第十四条的规定，信托机构发现信托登记信息错误需要更正的，应当在发现之日起十个工作日内申请办理信托产品及其受益权更正登记。

这条规定属于常规的纠错性登记类型，不多赘述。

2.6 在《办法》正式施行后的过渡期内应该注意的信托登记事项

《办法》施行设立 3 个月过渡期，过渡期为 2017 年 9 月 1 日至 11 月 30 日。在过渡期内，信托机构对于新设立的信托应采取登记、报告双轨制，既要按照《办法》的规定在信托登记公司办理相应的信托登记（包括信托预登记和信托初始登记等），也要按照《中国银监会办公厅关于信托公司风险监管的指导意见》（银监办发〔2014〕99 号）等规定继续向其各自所属的银行业监督管理机构进行产品报告。过渡期结束后，前述产品报告按照《办法》执行。

笔者理解，2017 年 11 月 30 日后，新设立的信托无需再按照上述 99 号文的要求进行产品报告，只需要按照《办法》办理相应的信托登记即可。

对于《办法》施行前已成立或生效的存续信托产品，2018 年 6 月 30 日（含）前到期的，可不补办信托登记；2018 年 6 月 30 日后仍存续的，应当于 2018 年 7 月 1 日前按照《办法》补办信托登记。

请大家注意，根据《办法》的相关规定以及仍存续的信托产品特征来看，此处需要补办的信托登记可能包括信托初始登记以及信托变更登记两类。对于在《办法》施行前已成立或生效且在 2018 年 6 月 30 日后仍存续的信托产品而言，其存续期内可能已经发生了受益权的转让交易并由此导致受益权信息的变更，所以信托机构按照上述过渡期安排要求补办信托登记时，应补办的具体信托登记类型以及相关信托产品信息的填报程度及其要求，还有待于信托机构与信托登记公司在实践中进行沟通及确认。

2.7 小结

尽管《办法》中明确规定了上述五种信托登记类型，但是信托文件中约定的信托生效条件以及终止条件还是相对独立的，其合同效力并不受是否在信托登记公司办理了信托初始登记以及信托终止登记的影响，也就是说，除需在信托文件中明确约定受托人解除责任条款外，《办法》中的规定对目前各信托机构在开展实际业务时形成的各类模板性文件的内容调整并没有太大的影响。但是如果信托机构没有按照《办法》中的规定办理相应的信托登记，则银行业监督管理机构应当责令限期改正；逾期未改正的，或者其行为严重危及信托机构的稳健运行、损害受益人合法权益的，银行业监督管理机构可以依据《中华人民共和国银行业监督管理法》等法律法规，采取相应的监管措施。

三、《办法》中为何没有规定单独的“信托财产登记”类型

3.1 信托财产登记藏身于《办法》规定的信托登记信息之中

根据《办法》第九条的规定，信托登记信息包括信托产品名称、信托类别、信托目的、信托期限、信托当事人、信托财产、信托利益分配等信托产品及其受益权信息和变动情况。也就是说，信托财产只是本文上述的五大信托登记类型中应当包含的登记信息之一，其本身并不是一类单独的信托登记类型。但是根据中国银监会发布实施的《中国信托登记有限责任公司监督管理办法》，信托登记公司可以经营下列业务：（一）集合信托计划发行公示；（二）信托产品及其信托受益权登记，包括：预登记、初始登记、变更登记、终止登记、更正登记等；（三）信托产品发行、交易、转让、结算等服务；（四）信托受益权账户的设立和管理；（五）信托产品及其权益的估值、评价、查询、咨询等相关服务；（六）信托产品权属纠纷的查询和举证；（七）提供其他不需要办理法定权属登记的信托财产的登记服务；（八）国务院银行业监督管理机构批准的其他业务。

由此可见，在中国银监会批准的信托登记公司的经营范围内，明确将“其他不需要办理法定权属登记的信托财产的登记服务”与《办法》规定的五类信托产品及其信托受益权登记并列，并不是从属关系。更进一步分析，“其他不需要办理法定权属登记的信托财产的登记服务”与之前上海信托登记中心的经营范围内明确列示的“信托财产登记”相比，在信托财产登记范围上有明显的限制，前者只限于不需要办理法定权属登记的信托财产，比如现在市场上大行其道的各类资产收益权等，而上海信托登记中心设立之初向外公示的信托财产登记中并没有在登记范围上作出类似的限制。

3.2 信托财产登记没有单独列为一种独立信托登记类型的原因分析

3.2.1 法律法规的缺失

《信托法》第十条规定：“设立信托，对于信托财产，有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的，应当依法办理信托登记。未依照前款规定办理信托登记的，应当补办登记手续；不补办的，该信托不产生效力”。该条系法律层面对信托财产登记的提及，但是，也仅限制在“有关法律、行政法规规定应当办理登记手续的信托财产”的范围内，对于“法律、行政法规未规定应当办理登记手续的信托财产”如何登记并无具体规定。

3.2.2 信托财产的法定登记主管机构众多且分散

从我国目前的实际情况来看，根据信托财产的不同类型，办理财产法定登记的主管机构众多且分散于各个不同的政府行政监管体系之内，即使是同一类型信托财产的法定登记主管机构也常因所处地域不同经常出台差异较大的具体登记政策，这使得制定统一的全国性信托财产登记制度难度较大。

3.2.2 配套制度的缺失

信托财产登记制度的设立，必将对目前的税收、司法执行等方面产生较大影响。相关配套制度的缺失，会导致信托财产登记制度的设立犹如空中楼阁，其真实目的往往难以实现。

四、受益人必须开立信托受益权账户吗

根据《办法》第四章第二十二条至二十九条的规定：信托受益权账户是信托登记公司为受益人开立的记载其信托受益权及其变动情况的簿记账户。委托人或者受益人根据**自愿原则**申请开立信托受益权账户。信托受益权账户由信托登记公司集中管理。信托登记公司为符合条件的受益人开立信托受益权账户，配发唯一账户编码，并出具开户通知书。信托登记公司和信托受益权账户代理开户机构应当对所知悉的委托人或者受益人开户信息以及信托受益权账户信息依法保密。**信托受益权账户采用实名制，不得出租、出借或者转让。**受益人可以依法查询其信托受益权账户中记载的信托受益权信息。**受益人可以申请注销或者委托代理开户机构代为申请注销其信托受益权账户。**当受益人出现民事行为能力丧失等情形时，信托财产法定继承人或者承继人等利害关系人，可以凭具有法律效力的证明文件，申请注销或者委托代理开户机构代为申请注销其信托受益权账户。**无信托受益权份额的信托受益权账户方可办理注销。**

基于上述规定可知：

- (1) 信托受益权账户的开立遵循自愿原则，并不强制受益人在投资信托产品时必须开立。
- (2) 信托受益权账户的注销也遵循自愿原则，但是相较于开立而言，受益人自愿申请注销信托受益权账户时应符合一项前提条件，即确保该账户内已无信托受益权份额。
- (3) 即使受益人没有开立信托受益权账户，那么其已经投资并持有的信托受益权信息及其曾经投资并持有过的信托受益权信息就无从统计了吗？答案是“未必”。也就是说，在信托登记公司的登记系统中，对于信托产品的投资者，即受益人信息的统计并不以受益人是否自愿开立信托受益权账户为前提。如上文分析的五种信托登记类型中所述，如信托初始登记时要记载初始受益人及其持有的信托受益权信息，信托变更登记时要记载两方受益人（即受益权的转让方和受让方）的主体信息及二者之间转让（受让）信托受益权的信息等，则我们理解，即使受益人未自愿开立信托受益权账户，但是在信托登记公司的登记系统中，也随时可以通过以某个受益人主体为基础进行其名下的所有信托受益权信息的汇总和筛选，实现对特定主体名下信托受益权及其变动情况的统计。

当然，即便如此，受益人也无需过度担心自身的信息保密问题，根据《办法》第五章第三十条至第三十七条的规定，信托登记信息受法律保护，信托登记公司应当对信托登记信息及相关文件依法保密。除法律、行政法规或者国务院银行业监督管理机构规定可以公开的情形外，任何单位或者个人不得查询或者获取信托登记信息。除法律、行政法规规定或者国务院银行业监督管理机构同意的情形外，信托登记公司不得将由信托登记信息统计、分析形成的有关信息进行披露或者对外提供。除法律明确规定或者授权外，任何单位或者个人不得查询受

益人的个人基本信息。信托登记公司对委托人、受益人、信托机构以及银行业监督管理机构和其他有权机关均设置不同级别的查询权限，对信托登记信息采取严格保密制度。

五、信托登记信息中被纳入公示范围的有哪些

根据《办法》第九条的规定，信托登记信息包括信托产品名称、信托类别、信托目的、信托期限、信托当事人、信托财产、信托利益分配等信托产品及其受益权信息和变动情况。

根据《办法》第三十八条的规定，集合资金信托计划的信托登记基本信息应当在信托初始登记后五个工作日内在信托登记公司官方网站公示。前款所称信托登记基本信息包括集合资金信托计划名称、登记时间、产品编码、信托类别、受托人名称、预计存续期限、信托财产主要运用领域等内容，国务院银行业监督管理机构另有规定的除外。财产权信托进行受益权拆分转让或者对外发行受益权的，参照集合资金信托计划进行公示。

基于上述规定可知：

(1) 并不是所有的信托产品类型都需要在信托登记公司官网上公示，只有集合资金信托计划以及进行受益权拆分转让或者对外发行受益权的财产权信托的相关产品信息才需要公示，而单一资金信托和不涉及受益权拆分转让或者对外发行受益权的财产权信托的产品信息无需公示。

(2) 对于需要进行公示的信托产品，根据《办法》的规定，只需要公示集合资金信托计划名称、登记时间、产品编码、信托类别、受托人名称、预计存续期限、信托财产主要运用领域等内容。

(3) 就信托机构在信托登记公司登记的信托登记信息而言，信托目的、除受托人以外的其他信托当事人、信托利益分配等信托产品及其受益权信息和变动情况，无需公示。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

[1] 非非标：指不纳入非标准化统计和管理的产品，严格来讲，非非标产品与标准化产品并不是同一个概念。2016年4月底《关于规范银行业金融机构信贷资产收益权转让业务的通知》（银监办发[2016]82号）规定：“符合上述规定的合格投资者认购的银行理财产品投资信贷资产收益权，按本通知要求在银登中心完成转让和集中登记的，相关资产不计入非标准化债权资产统计，在全国银行业理财信息登记系统中单独列示”。但在实践中，市场上部分金融机构扩大了上述82号文关于“不计入非标准化债权资产统计”的范围，将投资在银登中心转让的金融产品（包括但不限于信托受益权等）也不计入非标准化债权资产统计。

[2] 18家信托公司包括：中信信托有限责任公司、重庆国际信托股份有限公司、上海国际信托有限公司、中融国际信托有限公司、中航信托股份有限公司、中国民生信托有限公司、建信信托有限责任公司、平安信托有限责任公司、华信信托股份有限公司、华宝信托有限责任公司、安信信托股份有限公司、兴业国际信托有限公司、华润深国投信托有限公司、江苏省国际信托有限责任公司、华能贵诚信托有限公司、昆仑信托有限责任公司、广东粤财信托有限公司、渤海国际信托股份有限公司。

作者简介



龙海涛 合伙人

业务领域： 银行与金融、投融资并购、家事服务与财富管理
电 话： 010-5650988
邮 箱： haitao.long@meritsandtree.com



吴 旻 合伙人

业务领域： 银行与金融、家事服务与财富管理
电 话： 010-5650916
邮 箱： yang.wu@meritsandtree.com



李凯伦 律师

业务领域： 银行与金融、投融资并购、家事服务与财富管理
电 话： 010-5650957
邮 箱： kailun.li@meritsandtree.com