

## 一、资金池限定的政策演变

资金池并没有一个官方的确切定义，监管文件的口径也前后存在一定差异。以下是具有代表性的监管文件中对于资金池业务的界定：

### 相关文件规范

《国务院办公厅关于加强影子银行监管有关问题的通知》（国办发〔2013〕107号）

明确信托公司“受人之托、代人理财”的功能定位，推动信托公司业务模式转型，回归信托主业，运用净资本管理约束信贷类业务，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。

《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》（证监会公告〔2016〕13号）

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：

- （一）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）资产管理计划在整个运作过程中未有合理估值的约定，且未按照资产管理合同约定向投资者进行充分适当的信息披露；
- （三）资产管理计划未单独建账、独立核算，未单独编制估值表；
- （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；
- （五）资产管理计划未进行实际投资或者投资于非标资产，仅以后期投资者的投资资金向前期投资者兑付投资本金和收益；
- （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。

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号）

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。

虽然2018年以前的监管文件中关于资金池业务特征的规定不太一致，但自2018年以来，监管部门关于资金池业务特征的规定已基本趋于一致。

本次资管新规也准确地抓住了资金池业务的三大本质特征，即：滚动发行、集合运作和分离定价。

## 二、资金池业务的本质特征

### 1、滚动发行

又可称之为滚动发售、滚动募集。

具体指资产管理产品项下的资金并非一次性募集完毕，而是通过分期发行或开放申购的方式在不同时点分别完成募集。

根据后续滚动募集的资金用途不同，滚动发行可分为两大模式：

模式一：借新还旧模式，即在前期已募集的资金到期时，提前或同时募集新的资金以兑付已到期的资金，实现已到期资金的顺利退出。该等操作会导致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，尤其是向在后退出的投资者身上集中转移。

模式二：滚动投资模式，也即后续滚动募集的新的资金专项用于对外投资管理运用，并非用于兑付其他已到期资金。

知识点：

鉴于管理人内部操作及资金流向的非公开性，具体资金池业务的发行模式属于上述何种模式，旁人往往难以准确界定。即便在管理人内部，其很多情况下也不会单纯采取某一种模式进行发行，更多的是上述两种发行模式的结合。

### 2、集合运作

又可称之为混合运作。

具体指所有募集的资金，不论资金是否来源于同一投资者或同一产品，且不论募集

时间的先后，均由管理人进行统一核算、统一汇总使用，资金来源和资产运用没有明确——对应。

鉴于集合运作能够汇总大规模资金集中对外投资，既增强了管理人的资金调动的灵活性，又有利于提高资金运用的收益率，故备受诸多金融机构青睐。

知识点：

与集合运作相对应的是伞型运作，伞型运作是指不同时间投入资产管理产品的资金或者不同投资者的资金分别独立核算、独立管理运用，资金来源和资产运用能够做到——对应。

### 3、分离定价

分离定价是资金池业务的最核心的特征、最根本的属性，具体是指资产管理产品下的资金申购或赎回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确定投资者的申购价格及赎回、到期时的收益水平。

目前在资产管理产品常见的分离定价的操作就是：管理人在最初发行某款集合资产管理产品时，投资者认购的价格为1元/份；此后不论产品投资盈亏，后出的资金均按照1元/份进行认购，先出的资金均按照事先确定的预期收益率水平确定投资收益。

知识点：

值得提一笔的是资管新规中没有将期限错配纳入为资金池的特征之一，是否意味着资金池业务不具备期限错配的特征呢？恰恰相反，资金池业务起源的初衷就是为了通过期限错配达到短募长投的目的。

具体而言，一方面通过较短期限的设置吸引公众投资者大量短期资金的汇入，另一方面通过较长期限的资产配置投向回报较高的领域。也正因为如此，银行理财业务及其他资管业务均非常青睐于资金池业务的开展。

如此说来，期限错配也是资金池的一大特征才对，不过期限错配的实现路径就是滚动发行，二者实际上具有相通之义，因此无需赘述，资管新规便没有明确提出。

### 三、资金池业务的危害

#### 1、易导致投资者之间的不公平待遇

分离定价违背了“收益共享、风险共担”的原则，例如在资产管理产品投资出现亏损时，如果仍按最初的认购价格（即1元/份）接受新的投资者的认购，将明显对新的投资者不公平；如果仍按照预先设定的收益率向先退出的投资者分配投资事宜，将明显对后退出的投资者不公平。

这种不公平，最终将会导致资产管理产品的收益、风险在不同投资者之间发生转移，尤其是向在后退出的投资者身上集中转移，极易引发管理人拆东墙补西墙、造成资金链断裂，并且最终导致投资者陷入庞氏骗局。

## 2、诱导管理人暗箱操作

事实上目前公募基金及私募开放式资产管理产品，均会采纳滚动发行和集合运作。但是如果在分离定价的前提下采纳滚动发行和集合运作，将使得管理人能够毫无限制的操纵资金的分配和使用，并会直接导致管理人对募集资金的随心所欲，并且极有可能诱发管理人将募集的资金擅自挪用、投入违法违规的领域或进行反洗钱运作，甚至直接将投资者的资金中饱私囊后逃之夭夭。

此前纷纷被曝光的P2P倒闭、实际控制人跑路就是典型的资金池负面效应的案例。

总之，非标资金池由于期限错配，对于管理人的资产管理能力要求非常高，容易产生潜在风险。依靠滚动发行来运作，如果所投非标资产风险爆发，后续融资跟不上，产生庞氏危机。如果池子体量极大，认购方又以金融机构为主，对金融机构会产生连锁反应，造成风险蔓延。

## 四、清除资金池业务

在今年4月份召开了一次信托业监管工作会议，会议重点提出，三年内清理信托公司非标资金池业务。

信托行业资金池大约为 3000 亿，存量资金池平均有60%-65%的资金投往非标产品。若要求资金池“清空非标”，则超过1800亿的入池资产将受影响。

三年内清理非标资金池，意味着到2020年即清理完毕。前述华北地区信托公司人士称，处置的最大难点在于如果资金池里持有不良资产，不良资产短期内又难以处置，资金池中也可能持有期限超过3年的产品。此外，现在信托资金端本就比较受限，若资金池被清理，未来信托公司资金端可调配的余地更小。

存量产品也要在过渡期内逐步清理，资金池业务难以为继，规模趋降。同时短期限理财产品通过资金池投资长久期非标的路被完全堵死，也会导致理财投资非标难度

加大，资产端收益下降倒逼理财收益率下行。

过渡期并非是对以往违规行为的纵容期，本次资管新规对资金池业务的严打并非首提，而是重申，因此，在过渡期内，金融机构可结合实际情况逐步压缩资金规模及逐步收回投资，亦可整改为规范的开放式运作业务，但其不得继续新增资金规模或继续滚动投资。

信托业68家信托公司中，目前有大概1/3的公司有着资金池业务，存量资金池信托产品整改一般是要等产品自然到期，通过自然到期的方式进行整改。

随着信托资金池业务的逐步清除，这将有助于信托业的健康稳步发展。

本文源自杰出私募圈

更多精彩资讯，请来金融界网站([www.jrj.com.cn](http://www.jrj.com.cn))