

# 私募业热议监管新规：提高门槛优化供给 助推高质量发展

证券时报记者 沈宁

“五一”前夕，《私募证券投资基金运作指引》(以下简称《指引》)正式发布,新规的出台受到私募业的热议。

接受证券时报记者采访的私募机构普遍认为,新规将从多个维度推动私募业进一步高质量发展,给行业发展带来深远的改变。

## 有助于优化行业供给

星石投资副总经理方磊表示,《指引》有助于优化行业供给,行业马太效应或将进一步增强。

目前,私募证券投资基金行业已出现明显的两极分化。截至2024年3月末,私募证券投资基金管理人有8328家,存续私募证券投资基金超9.6万只,存续规模达5.51万亿元。其中,管理规模前400家私募证券机构占行业管理规模比例近80%。

“《指引》对私募证券投资基金的初始备案规模和存续规模门槛提出明确要求,要求初始实缴募集资金规模不得低于1000万元,并将存续规模门槛设定为500万元,这将对‘壳产品’有较强的限制作用。”方磊表示,虽然可能会增加中小型私募证券投资基金管理人的短期压力,但当前小于500万元的私募证券投资基金产品占比极小,相关门槛的设立,将更好地助力行业中长期健康发展。

黑翼资产认为,《指引》在去年征求意见稿的基础上,进一步明确了私募证券投资基金的募集、投资、运作等规则,并设置差异化监管要求。这在扶优限劣的监管大背景下,对规范私募行业秩序、提升市场透明度、推动私募行业高质量发展迈上新台阶具有重大意义。

“我们能够充分感受到,《指引》在严监管规范行业发展、提高门槛防风险等方面的创新性和可操作性,也看到协会对过渡期政策的合理设置,给予一定时间的适应期,保障市场的平稳过渡。”淡水泉投资相关负责人向证券时报记者表示。

## 进一步规范私募行为

新规对私募基金投资等行为进行了规范。淡水泉投资分析,从严监管规范行业发展的角度看,《指引》对投资组合、投资者适当性等方面,都有进一步的规范要求。比如,为了引导私募证券投资基金管理人提升专业投资能力,在组合投资、分散风险方面,《指引》提出了“双25%”的组合投资要求,并对专业



图虫创意/供图 彭春霞/制图

投资者等有差异化规定。

淡水泉投资认为,《指引》还突出风险导向,针对防风险有一系列的指导要求。比如,对风险补偿、多层嵌套等进行明确限制,对衍生品交易等有细化规定,明确不鼓励设置预警线、止损线等。从长期看,这些举措将促使私募基金管理人采取更加审慎和合规的投资行为,不仅能增强私募基金的抗风险能力,也能更好地保护投资者合法权益。

在方磊看来,分散投资的要求,意味着目前部分私募证券投资基金押注式投资的行为将被减少,投资研究等更加科学的方式在私募证券投资基金投资过程中的占比,将会逐步提升。头部私募证券投资基金管理人在投研资源和投研团队建设上具有明显优势,在后续发展中有望占据领先地位。

值得注意的是,此次新规还重点对私募基金的债券投资进行规范,涉及申购赎回、交易杠杆和投资范围的限制。业内人士认为,此举从基金合同层面防范私募从事结构化发行,同时对私募基金二级市场投资债券进行相

对严格的限制。

## 引导投资者建立长期投资理念

对投资者而言,《指引》对私募证券投资基金管理人在销售、投资和业绩报酬设定等方面进行优化,更好地保护投资者的合法权益。

淡水泉投资称,《指引》要求“私募证券投资基金投资者风险评级不得低于基金风险等级”,并进一步规范机构的宣传推介行为,包括完整展示业绩、不能宣传迷你基金短期业绩、非管理人非代销机构不能展示基金业绩等。这些有助于引导管理人加强长期投资能力建设,引导投资者建立长期投资理念。

方磊还提到了业绩计提的问题,在业绩计提方面,《指引》要求在基金合同中合理设定业绩报酬的计提方法、频率、比例,并与基金业绩表现挂钩,不得采用对自身明显有利或者过度激励的计提方式。这更好保障了私募基金管理人与投资者利益保持一致,激励

私募证券投资基金管理人通过提高投资能力和业绩来赚取合法报酬,也有望为投资者带来更加丰厚的投资回报和更舒适的体验。

此外,对于资本市场来说,《指引》通过限定杠杆等要求,助力减少市场的非理性波动。一方面,限定私募证券投资基金的总资产不得超过该基金净资产的200%,不得通过场外衍生品等工具规避杠杆限制;另一方面,私募证券投资基金开展场外衍生品交易时也面临着杠杆限制,例如明确要求私募证券投资基金参与DMA(多空收益互换)业务不得超过2倍杠杆、参与雪球结构衍生品的合约名义本金不得超过基金净资产的25%。此外,明确开放式私募证券投资基金原则上不设置预警线、止损线,有助于减少市场波动较大时负反馈的形成。

黑翼资产分析,《指引》的出台有助于规范各类管理人合规运作,保护投资人利益,提高市场稳定性。未来,随着新规的落地执行,私募行业将进入更加规范化、专业化的发展新阶段。持续优化的行业发展环境,将有助于提升中国私募基金的国际竞争力。

# 自营业务乏力 14家券商陷入亏损

证券时报记者 李文清

随着年报披露季落幕,非上市证券公司2023年业绩也随之浮出水面。据证券时报记者不完全统计,受市场震荡等多重因素影响,2023年有14家券商归母净利润亏损,合计亏损额约31.5亿元。

近年来,券商“亏损王”年年各不同,2021年和2022年分别是大同证券和天风证券,分别亏损7.32亿元和15.09亿元,2023年位列亏损榜首的是华源证券,净利润亏损超9亿元。自营业务亏损是这些券商亏损的主要原因。

## 3家券商亏损超2亿

记者根据东方财富Choice数据统计,2023年有14家证券公司净利润(合并报表)亏损,分别是华源证券、东海证券、中天国富证券、瑞信证券、野村东方国际证券、东亚前海证券、华金证券、联储证券、甬兴证券、爱建证券、华兴证券、中山证券、中德证券、摩根士丹利(中国)证券。

其中,上述列举的14家券商中,前10家券商净利润均亏损过亿元,其余4家券商分别亏损9949万元、9110万元、7703万元和6847万元。

华源证券、东海证券和中天国富证券亏损额分别位列前三,分别亏损9.07亿元、4.92亿元和2.19亿元。

名而来,前身为三江源证券、天源证券。去年1月,该公司完成股权变更,实际控制人变更为武汉金控,成为武汉唯一市属国资控股券商。

数据显示,华源证券2022年和2023年上半年净利润分别为1.29亿元和2246万元,这意味着,2023年下半年出现巨亏。

回顾这3年业绩亏损榜首券商,每年都是新面孔。2021年、2022年和2023年分别是大同证券、天风证券和华源证券,净利润分别亏损7.32亿元、15.09亿元和9.07亿元。

除了大同证券,天风证券和华源证券均属于大股东出现较大变化的当年,业绩发生重大改变。2022年上半年,“当代系”彻底退出,湖北国资背景的宏泰集团成为天风证券大股东;华源证券则是武汉国资2023年正式入局,并完成华源证券内部管理层调整。

## 受自营业务拖累

在经纪、投行以及资管等业务收入全面下滑的背景下,自营业务再次成为影响券商业绩的关键因素。

证券时报记者以“自营收入=投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动净收益”粗略计算,华源证券2023年自营亏损6.92亿元,而2022年自营收入为3.79亿元,即由盈转亏;东海

证券2023年年报显示,该公司自营业务收入亏损4.76亿元;中天国富证券2023年净利润为-2.19亿元,较2022年的净利润-12.79亿元大幅缩小,也归因于自营业务收入亏损大幅减少,从2022年的亏损11.28亿元减至6570万元。

华源证券在年报中并未对业绩大幅变化作具体解释,对外解释为,因为清理历史包袱重,压缩历史金融资产风险。即在股权变更前“原九州证券”时期持有的金融资产,尤其是非上市股权、涉及诉讼的信用资产等陆续暴露风险,为了客观公允地反映资产情况,华源证券聘请会计师事务所对金融资产可回收现金流进行评估,对减值、估值模型进行充分论证,并体现到了年度财务报告中。

中天国富证券对业绩变化的解释是,除了外部原因,从自身因素来看,一是投行部分人员离职,同时新引进团队节奏放缓,对全年收入及项目储备有较大影响;二是由于公司主动提升投行业务执业质量,调整部分业务发行节奏,公司多单股权、债券项目年内未能按计划落地;三是自营业务对“绝对收益”理念落实不到位,个股选择及操作未能把握住市场节奏,导致股权投资产生较大亏损。

## 去年整体增收不增利

此前,中国证券业协会披露,2023

年证券行业实现营收4059.02亿元,同比增长2.77%;实现净利1378.33亿元,同比下降3.14%。

其中,自营业务收入成为第一大收入来源。145家证券公司2023年共实现投资收益(含公允价值变动)1217.13亿元,同比增长约100%,占营业收入的30%。

对于行业情况,东兴证券非银首席分析师刘嘉玮分析,2023年证券行业整体呈现出增收不增利的问题,主要是基于权益市场持续大幅波动的背景下,市场低迷造成交易活跃度下降,同业高度竞争下信用业务利差缩小,资管业务和投资、直投类业务收入波动剧烈且大幅分化,以及严监管环境下去年下半年股权投资业务增量空间承压。

从证券公司行业表现来看,2023年头部券商依旧发展稳健。中信证券以600.68亿元的营业收入继续领先,华泰证券、国泰君安、中国银河的营业收入均超过300亿元。

值得一提的是,也有一些中小券商业绩表现弹性十足。以上市券商阵营为例,红塔证券2023年净利润同比增速位列上市券商第一位,达710.57%;中泰证券、东北证券、西部证券、财达证券紧随其后,去年净利润同比增幅均超100%;太平洋证券、天风证券去年净利润则实现扭亏为盈。

# 股权融资项目持续督导违规 国信证券收到警示函

证券时报记者 谭楚丹

5月6日,广东证监局对国信证券出具警示函,认为该券商作为奥普特的首发上市保荐机构,在持续督导过程中存在违规情形。这是最近一个月,第四家因股权融资项目持续督导业务出问题而被处罚的券商,显示监管部门对保荐机构是否在持续督导期间真正发挥“看门人”作用的重视。

广东证监局表示,国信证券一是未及时发现奥普特存在超募计划变更审议及披露程序。在持续督导期间,国信证券未能勤勉尽责,未及时发现奥普特存在超募计划发放员工薪酬的情况,也未按要求督促奥普特履行审议和披露程序。二是未纠正奥普特使用其他募集专户发放薪酬问题。国信证券未能持续关注奥普特募集资金的存储使用情况,未及时发现奥普特使用营销中心募投资金向其他项目支付员工薪酬的问题,在发现问题后也未要求奥普特及时整改。

广东证监局要求国信证券认真吸取教训,切实完善管理制度和内部控制措施,全面检查公司保荐业务制度体系建立、保荐代表人持续培训制度执行和相关问题的规范整改工作落实情况,定期对

保荐业务内部控制的有效性进行全面评估,督促保荐代表人、项目协办人及其他保荐业务相关人员勤勉尽责,严格控制风险,提高执业质量。同时,广东证监局要求国信证券应对相关责任人员进行内部问责,提交整改报告、内部问责情况。

最近一个月,多家券商因持续督导业务存在问题被罚。比如金通灵,该上市公司分别在2017年、2019年进行定增。江苏证监局在4月底表示,在2019年定增项目中,华西证券在该项目执业过程中存在持续督导阶段出具的相关报告存在不实记载以及持续督导现场检查执行不到位等问题。江苏证监局还指出,国海证券在金通灵2017年非公开发行股票履行持续督导职责过程中,未能勤勉尽责履行持续督导义务,出具的持续督导现场检查报告存在不实记载,持续督导报告对外发布程序不符合规定等。

此外,广东证监局表示,华英证券作为搜于特2020年公开发行可转换公司债券保荐机构,在履行持续督导职责期间,存在未制定持续督导现场检查工作计划、内部控制不完善、未对搜于特大额资金往来交易真实性审慎核查、未能有效识别出搜于特关联交易情况等问题。

(上接A1版)

## 鼓励上市公司之间的整合

注册制实施以来,市场马太效应显著,呈“二八分化”格局,资源向头部公司集中。随着产业整合日趋深入,资本市场的分化,单纯的上市公司并购非上市公司已不能满足并购的整合需要。越来越多的并购标的将来自于资本市场本身,即上市公司之间的深度整合发挥“1+1>2”的效果。因此建议鼓励上市公司之间的整合,具体而言:

一是鼓励上市公司之间市场化吸收合并。目前,市场上“大A控小A”交易已越来越多,如长飞光纤收购博创科技等。但从整合路径来看,目前A股上市公司之间整合的方式以协议收购为主,非同一体制下的市场化吸收合并十分罕见。此类交易虽然较为复杂,但从产业整合的角度看,却是最为彻底的一种整合方式,有利于推动上市公司高质量发展,支持和培育头部上市公司。

出于产业整合的需要,越来越多的上市公司有市场化吸收合并的诉求,但此类交易“牵一发而动全身”,涉及众多主体和相关方,同时也涉及与相关主管部门和机构的沟通,因此该类交易往往较为复杂。建议从鼓励高质量并购整合的原则出发,对符合国家战略、有利于上市公司高质量发展的市场化吸收合并,适当给予更高的包容度,在加强监管切实维护上市公司和中小投资者合法权益的基础上,合理鼓励上市公司之间基于产业整合需要开展市场化吸收合并。

二是充分发挥上市公司资源整合优势,允许上市公司之间以发行股份方式进行资产交易整合。随着产业整合的深入,上市公司之间资产买卖的需求也相应愈发迫切,多主业上市公司可能存在剥离某一项资产、实现业务聚焦的需要,而其他上市公司可能恰好有布局该类业务的诉求,市场上也陆续出现了上市公司之间买卖资产的交易。

从交易路径来看,近年来上市公司之间的资产交易主要使用现金支付,上市公司之间通过发行股份方式进行资产买卖的交易方式尚不明确。而对于金额较大的交易,上市公司之间资产交易以股份支付方式交付,可减少并购方的资金压力,有助于交易的实施和推动。可考虑针对在交易后不会形成“大A控小A”且具有商业合理

性、必要性的上市公司之间买卖资产交易,合理尝试和探索发行股份作为对价,更好地发挥上市公司作为并购方在支付手段方面具有的天然优势,推动资本市场优化存量资源配置效率,夯实转型实效和发展质量。

## 丰富主动退市渠道 和引导并购基金参与

“有进有出”是资本市场中应有之义。在境外成熟市场,上市公司私有化是常见且成熟的交易类型,是实现资本市场资源配置、价值发现的重要方式。

上市公司选择主动私有化的原因,通常包括价值被严重低估或未充分体现、业务需要调整重塑和转型、行业处于低谷等。以美国市场为例,美国资本市场上市公司数量最高峰曾超过8000家,随后开启存量整合和优胜劣汰,数量逐步下降至5000余家(不含SPAC)。2019年至2023年,纽约证券交易所及纳斯达克合计退市超过1800家上市公司,其中被并购退市占比超60%。

近年来,A股常态化退市机制逐步成熟,上市公司退市数量逐渐增加。目前,A股市场退市以强制退市为主,以并购实现主动退市的很少,一定程度上与主动退市机制有关。主动退市包括上市公司被私有化退市和被吸收合并退市,鉴于私有化交易中A股上市公司没有多余股份挤出机制,因而实用性较低,目前A股市场理论上较为可行的主动退市方式只有被吸收合并退市。

但目前仅有上市公司之间换股吸收合并使被合并方退市的案例,尚无支付现金对价吸收合并上市公司的案例,可考虑明确该种退市方式的适用情形,进一步打开资本市场的“出口”。

与此同时,并购基金是成熟资本市场并购交易中的“常客”。作为长期资金和专业力量参与并购交易,并购基金可协助上市公司进行价值判断,起到把关作用;也可进一步提升交易的市场化程度,发挥为标的资产合理定价的功能,提供标的资产定价的“市场信号”。此外,并购基金也有助于减轻上市公司资金压力,分担上市公司投资并购的风险,并在并购后的公司治理中发挥积极作用,提升公司治理水平。

新“国九条”提出,大力推动中长期资金入市,持续壮大长期投资力量。在此背景下,可考虑进一步支持和引导并购基金积极参与并购交易。