

公募市场化 私募规范化

六大焦点问题解密基金法修订草案

证券时报记者 陈楚 杨丽花

历经四年半，广受关注的《证券投资基金法（修订草案）》经过全国人大常委会初次审议，日前终于亮相，向社会公开征求意见。

基金法修订草案内容，涉及诸多业内关心的问题，比如将私募基金纳入统一的监管范畴、放松对基金从业人员买卖证券的限制、私募可以发行公募产品、扩大基金管理人组织形式和放松基金公司主要股东限制等。毫无疑问，未来公募基金将更加市场化，私募基金也将更加规范化。

基金法修订背景如何？草案中新的内容背后，折射出怎样的行业变化和市场需求？证券时报记者就这些问题采访了相关业内人士，揭秘基金法修改背后的方方面面。

1 将私募基金纳入监管 保护投资者权益

业内人士认为，目前有一部分非公开募集基金活动法律关系不明确、透明度低、随意性强，在一定程度上影响和制约证券资产管理行业及资本市场的进一步健康稳定发展。主要表现在：

一是在我国当前的市场环境下，投资者权益难以得到有效保护，部分机构从业人员职业操守低下，损害投资者合法权益，不法分子以证券投资为名，以高额回报为诱饵，诈骗群众钱财等非法活动时时有发生。

二是一些机构向社会公开进行广告宣传，导致大量没有风险承受能力和自我保护能力的社会公众参与其中，大大增加了社会影响的波及面，一旦市场行情出现调整，可能影响社会稳定。

三是一些机构的投资管理行为不规范，投机性强，内幕交易、市场操纵、“老鼠仓”等违法违规行为难以及时发现和查处，容易造成市场的非理性波动。

四是各类主体开展的资产管理活动监管标准、管理方式、资金募集和运用的规范各异，经营相同或相似类型的业务，其市场准入、行为规范等诸多环节宽严不一致，使得市场竞争秩序混乱，客观上存在“监管套利”的情形。

五是容易成为滋生洗钱、腐败等违法犯罪活动的温床，以及境外游资进入境内资本市场的便捷和隐蔽通道。

立足于保护投资者合法权益和防范系统性风险，不少业内人士都认为有必要将非公开募集基金纳入监管范围。

2 创新基金组织形式 增加持有人意志表达

现行基金法规定基金的组织形式仅限于契约型。业内人士认为，在基金实践过程中，这种形式的基金份额持有人意志表达受到一定限制，对管理人的约束相对较弱，有必要创新基金的组织形式。

首先，契约型公募基金对投资者利益保护的法定规定较少，有必要借鉴公司内部治理的相关规定加以强化。在实践中，由于契约型基金的基金份额持有人大会难以召开，对基金管理人缺乏有效的市场化制衡力量。为此，呼吁比照上市公司的公司治理机制，强化对管理人的市场化监督约束，成为专家学者及市场人士共识。其次，一些特殊类型的公募基金如房地产投资基金（REITs），其自身特

征与上市公司极为相似，也难以采用契约型的组织形式。此外，市场发展实践表明，契约型基金无法完全适应非公开募集基金的业务特点，如将私募基金纳入监管范围，则需要对基金的组织形式上进行创新。

理事会型、无限责任基金是与契约型基金本质相同、操作方式有所区别的信托性资金集合体。三类基金的共同点是投资者均为委托人和受托人，基金管理人与托管人均为受托人或共同受托人。与契约型基金不同的是，理事会型基金对基金内部治理结构有所强化，增加一个意志表达机构，来表达持有人意志并选择基金管理人和托管人；无限责任型基金为加强对管理人的约束机制，要求无限责任人由基金管理人或其有控制关系的机构担任。因此，业内人士认为有必要允许契约型、理事会型、无限责任型等多种基金组织形式存在。

3 扩大基金公司股东范围 避免基金管理人同质化

现行基金法规定，公司制企业作为基金管理人组织形式过于单一和不利于基金管理人组织形式创新以及激烈的市场竞争环境，导致基金管理人同质化，业界普遍希望放宽基金管理人组织形式，允许设立合伙企业等作为基金管理人。

从境外的经验来看，基金管理人包括公司和合伙企业等。在国外由专业人员组建合伙企业从事资产管理业务十分普遍，许多大的资产管理公司均采取合伙制。但考虑到目前我国没有成熟的实践经验，因此新基金法只作了原则性规定，同时明确合伙企业担任公募基金管理人的具体办法。

同时，业内人士认为，现行基金法规定基金管理公司的主要股东只限于金融机构，也不利于市场充分竞争和基金行业持续稳定发展。一些有实力的大型国有企业集团由于不是金融机构而不能直接成为基金管理公司的主要股东，也不利于这些国有企业集团构建实施多元化的企业发展战略。因此，多数业内人士认为，有必要适当扩大基金管理公司主要股东的范围，允许有实力、具有明确发展战略、长期经营理念的大型企业集团作为基金管理公司的主要股东。因此，业内人士认为，应放松主要股东限制，主要股东只要具有经营金融业务或管理金融机构的经验且符合规定条件即可。

4 私募基金监管四大原则 与公募区别对待

非公开募集基金的活力来自于其灵活的运作形式，这决定了对此类基金在管理资格、产品发售、人员要求、内部控制、信息披露等方面的制度安排，应明显区别于公募基金。因此，基金法修改草案注意发挥非公开募集基金运作灵活的优势，专章对非公开募集基金作出了规定，在制度设计上与公募基金有非常明显的区别，更多地体现相关当事人的意思自治，更多地体现行业自律，尽量减少行政监管介入，将监管资源更多地配备在公募基金的管理规范上，这样的做法也与目前境外市场对私募基金的监管理念和趋势大体一致。

具体来说，新基金法修改草案对私募基金的监管思路主要有：一、基金管理人的强制注册和自律管理相结合制度。草案还明确规定，未经注册或者登记，任何单位或者个人不得使



吴比较/制图

用基金或基金管理字样或近似名称。二、确立合格投资者制度。即非公开募集基金只能向合格投资者募集，合格投资者是指达到规定收入水平或者资产规模，并且具备一定的风险识别能力和风险承担能力，其基金份额认购金额不低于规定限额的单位和个人，合格投资者累计不得超过二百人。三、豁免非公开募集基金产品注册，非公开募集基金无需像公募基金一样进行注册，仅需事后备案，即非公开募集基金募集完毕，经注册、登记的基金管理人应当分别向证券监管机构或者基金行业协会备案。四、规范非公开募集基金的托管和基金合同必备条款。

5 基金从业人员也可炒股 增加行业透明度及吸引力

现行基金法、证券法都没有对基金从业人员买卖证券做出明确规定，实践中已经允许从业人员投资开放式基金，但严格禁止投资股票、债券、封闭式基金等产品。由于实践中发生多起基金从业人员“老鼠仓”案件，法律对从业人员买卖证券如何规定，立法过程中一直存在争议。

多数意见对此问题提出“疏”与“堵”两种解决手段：一方面在避免利益输送的情况下适当放开基金从业人员投资股票、债券、封闭式基金、可转债、未上市股权以及股指期货、权证等金融衍生品；基金经理等投资人员的投资行为还应依法公开披露。另一方面，

强化基金从业人员的诚信义务，禁止基金从业人员从事背信行为及与基金和基金持有人利益相冲突的行为，否则予以严厉处罚。

从境外成熟市场的做法来看，并不禁止基金从业人员投资证券，在不构成利益输送的情况下，法律允许该投资行为，只要制度设计合理，“疏”“堵”得当，允许基金从业人员买卖股票并不会使“老鼠仓”合法化，反而会增加行业的透明度及吸引力。因引，多数业内人士认为可以放松对基金从业人员买卖证券及衍生品的限制，同时明确基金管理人应当建立相关的申报、登记、审查、处理等管理制度并设定从业人员违反规定买卖证券的处罚措施。

6 实行专业人士持股计划 建立长效激励约束机制

资产管理行业是注人力资本的的行业，专业人士是基金管理公司的核心竞争力。目前，基金管理公司的长效激励约束机制尚不健全，激励约束方式以现金薪酬为主，手段单一，未实现员工持股，不能有效体现人力资本的核心价值，迫切需要建立完善长效激励约束机制和有效的公司治理，调动专业人士投身基金行业的积极性，实现公司员工长远利益与基金持有人利益一致。

为进一步强调基金行业的这一特点，基金法修订草案明确规定，基金资产管理公司可以实行专业人士持股计划，建立长效激励约束机制。”

私募发公募 天上真的掉馅饼？

证券时报记者 陈楚

私募基金也可发公募产品，即将成为现实。

对于私募基金来说，公募产品发行的开闸，到底意味着规模做大的“天时地利人和”，还是一堆虚幻的泡沫？而私募基金的加入，习惯了收取固定管理费和受制于公司治理结构等问题的公募基金，是否迎来涅槃重生的契机呢？

“对私募来说是重大利好！”

“私募也可发公募产品，这对我们来说是重大利好！”博弘数君总经理刘宏难掩喜悦之情，如果私募的客户投资门槛由100万元降低为1000元，这意味着私募也可以发交易型开放式指数基金（ETF），私募产品也可以堂而皇之地进入银行零售渠道，私募的客户将大幅增长。

我们目前正在从两方面做准备，一是尽快达到监管要求；二是设计出独特的，能够给客户带来稳定优异业绩的产品。”据刘宏介绍，未来私募发行的公募产品将按照公募基金的标准进行监管，私募在风险控制、人员配置、流程再造等方面也必须进行提高。在客户的投资门槛方面，私募还可以把发行的公募产品设计成不同的风格，一些产品还可以把客户分档，比如资金门槛可以设定为20万元以上。

深圳一家私募基金的负责人向证券时报记者表示，目前私募基金的发行方式都属于非公开的定向发行，和公募产品公开发行的主要区别，一是能否在公开媒体上进行宣传推广，二是是否有人数限制。按照现行的规定，阳光私募基金发行产品时不得进行公开宣传推广，在投资者数量上也限制在300万元以下的客户不能超过50人。

“私募如果能够发行公募产品，上面这些瓶颈我们都能打破，私募做大规模，甚至超过公募基金，也许不是一句苍白无力的空话。”据介绍，由于私募产品有持有人数量限制，导致一些私募不得不通过发行多款产品来满足客户需求，在信托账户昂贵的当下，私募被迫提高了运行成本。允许私募发行公募产品，有助于打破公募基金垄断，促进公募基金的变革。

展博投资研究总监罗四新认为，私募发行公募产品，实际上是降低了客户门槛，这对于投资者来说是一件好事，可以满足更多客户对私募基金

公募基金 狼真的来了！

证券时报记者 陈楚

私募也可发行公募产品，这一方面意味着公募的公募化，另一方面也意味着公募的市场化。

长期以来，公募基金倚靠金融牌照资源，发行了逾千只产品，“旱涝保收”地收取着固定的管理费，但遗憾的是，在资产管理行业飞速发展的时代洪流中，公募基金落伍了！2007年到2012年5年间，信托资产管理规模已突破5万亿元；券商资产管理规模由800亿增至去年底的2819亿；保险截至去年底管理的总资产规模超过6万亿元；银行理财产品则从万亿左右飙升到去年的16.99万亿；阳光私募也从10亿到突破1600亿；而公募基金，从2007年的3万多亿缩水到2.4万亿。

公募基金的落伍，最根本的还是一系列体制性弊端，比如公司治理结构问题就久受诟病，在强势的大股东面前，基金公司的管理层最“忠”于大股东的利益，基金业的衣食父母——持有人的利益被搁置后面！“大股东出一两个亿的注册资本，就每年享受着基金公司数亿的管理费收益，世界上还有比这更赚钱的生意吗？”一家大型基金公司的老总如是感慨。

证券时报统计显示，国内基金公司总经理的平均任职时间只有3.5年，在中国基金业14年的历史中，已有84位总经理离职。不少业内人

的需求。公募如果不通过股权激励等措施留住人才的话，业绩好的公募界人士就更有意愿跳槽到私募，这实际上对公募会产生更大的压力，促进公募求新求变。

“体制不改，神马也是浮云！”

“如果公募的体制不改，私募即使能够发行公募产品，也改变不了行业格局！”在深圳晟泰投资公司投资总监薛冰岩看来，公募基金如今陷入停滞不前的尴尬，最根本的还是公司治理结构等体制性原因未改革到位，再比如仓位限制、排名压力等，“公募基金不缺人才，一些业绩很好的私募，本身也是从公募出来的。”薛冰岩认为，公募基金必须从影响行业发展的深层次方面进行改革，否则，在现有的制度环境下，私募基金即使能发行公募产品，如果在投资范围、仓位要求等方面和公募相同，也难以做好业绩。业绩不佳，客户不认同，公募基金反倒陷入被动。

罗四新认为，有资格发行公募产品的私募基金非常之少，这会进一步加大私募之间的分化。与此同时，私募规模做大之后如何保证投资业绩也跟上来？这是最大的挑战。有私募基金总经理表示，一些私募基金经理习惯于中小规模的“游击战术”，一旦规模变大，反而会削弱私募的投资能力，“毕竟玩2个亿和玩50个亿是不一样的！”私募目前是没有仓位限制的，在市场下跌时，完全可以空仓以待，而且申购赎回也是定期打开，不会像公募那样，即使市场发生系统性风险，也必须按契约承诺保持一定的股票仓位。另外，私募发行公募产品，客户的门槛降低，散户频繁申购赎回会严重影响到私募基金经理的操作。

最新的统计数据也显示，今年上半年，已有131只私募产品清盘，其中48只产品被提前清盘，不少私募基金正在“死亡线”上苦苦挣扎。以私募目前的实力，大多数私募其实处境并不乐观，即便让他们发行公募产品，也难在短期开拓银行等渠道，建立和客户之间的信任关系。一方面大部分私募没有这个经济实力，另一方面这也需要一个较长的时间过程。

“公募基金和银行渠道有着多年的密切关系，私募基金大多是草根出身，营销人员有限，哪有那么多时间和资金去拓展银行等渠道？”有私募基金人士还认为，私募基金本来就是服务于高净值客户的，如果私募的定位模糊不清，会让私募看不清前进的方向，和公募比拼处于下风。

士都认为，基金公司高管如此短暂的任职时间，折射出公募基金在体制上从没有确立为持有人服务的长效机制。

深圳一家基金公司的督察长认为，公司治理结构问题仅仅是公募基金陷入行业发展困局的诸多症结中的一个，其他还比如基金经理等核心投研人员频繁流失、基金公司规模马首是瞻、持有人服务不到位等问题，都亟待治本之策。

如今，私募基金也可以发行公募产品，以私募在市场多年“真枪实弹”的历练，以及他们灵活的投资优势，尤其是部分一线私募，不排除他们在新的游戏规则下继续做大做强，对公募形成实实在在的挑战，有业内人士乐观预计。

更关键的是，私募发行公募产品，公募和私募之间的竞争将更加激烈，这种竞争体现在投资业绩上的竞争，资产管理规模上的竞争，但最后还是持有人服务上的竞争。对于持有人来说，尤其是100万资产以下的持有人，他们以后也可以选择业绩优异的私募产品，享受公募提供不了的服务。这将刺激公募加快速度改革，以持续稳健的业绩和良好的服务留住持有人。

无论是私募的公募化，还是公募的市场化，可以肯定的是，公募和私募之间将迎来短兵交接式的竞争，但相信最后一定是竞争的关系，彼此之间既有竞争，也有合作，一起推动资产管理行业的发展。”展博投资研究总监罗四新表示。

■ 摩根天下 | J.P. Morgan View |

成熟市场央行的“推绳游戏”

莫兆奇

面对全球经济的种种不确定因素，各国央行最近纷纷出手放松银根，刺激经济增长。除中国在一个月第二次减息以外，欧洲央行亦于最近宣布，将基准利率下降25个基点至四厘，存款利率则降至零。英伦银行则进一步扩大量化宽松的规模，增加购买500亿英镑资产。

欧洲央行的减息行动基本在市场

预料之中。市场普遍认为，欧洲央行并不会采取非传统的货币政策，例如通过证券市场购买计划来进行干预、为欧洲稳定机制提供支持、或者其他类似于量化宽松政策的做法。但考虑到欧洲经济岌岌可危，下调利率似乎成为必然选择。

但市场对于成熟市场央行的这一系列做法究竟能否生效仍心存怀疑。事实上，从成熟市场过去3年低息政策的结果来看，放松银根的做法未必

能够带来实质经济增长。尽管中央银行可以增加银行储备，但却无法迫使私营银行发放贷款或者命令消费者和企业开始借贷。而透过非传统方式降低长期利率，亦只会增加市场的不确定因素，并进而削弱信心。

摩根资产管理认为，正如经济学家凯恩斯的著名比喻“推绳游戏”，这些措施仿佛泥牛入海，很难对经济增长产生实质作用。不过，对投资者而言，“推绳游戏”通常会利好债券市场。大

规模的债券购买行动加上经济增长放缓，已令美国国库券、德国国债和日本政府债券等在近年不断上涨，未来其他新兴市场债券市场也可能因此受惠。

（作者系摩根资产管理执行董事）

