

停“大”进“公”前“狼”后“虎”

资管裂变重构券商系基金

□本报记者 曹淑彦 曹乘瑜

近期有关国泰君安为了开展公募业务而出售国联安基金股权的消息，扰乱了基金市场一池春水。“这个消息传了很久了。”曾在海外知名基金公司PIMCO工作的老肖说。而PIMCO公司大股东即德国安联保险集团，后者与国泰君安于2003年4月共同发起设立国联安基金公司。他透露，国联安和国泰君安在管理上合作得并不顺畅，具体原因不得而知，但是这或许是国泰君安觉得不如自己开展公募业务的原因之一。而有基金分析人士认为，目前国联安的业绩稳定，且投研团队是其史上最好的，国泰君安不见得会抛弃它而从零开始高成本地打造公募业务。

尽管目前相关券商和基金公司尚未对这一传闻表态，但真实地折射出当前资管市场最新的变化：监管层允许券商等资产管理机构开展公募业务后，众多券商正对以设立子公司的形式开展公募业务跃跃欲试，但目前在法律法规层面还存在诸多限制。如果券商为了合规放弃目前参股、控股的基金公司，这意味着至少12家券商系基金面临着股权变动的风波。显然，对于券商而言，开展公募业务的春天，美丽却不易得。



IC图片

多家券商系基金股权“临考”

今年2月18日，证监会公布了《资产管理机构开展公募证券投资基金管理业务暂行规定》，允许符合条件的券商、保险和私募等资产管理机构开展公募业务。假如国泰君安要自己开展公募业务，就必须对国联安的持股降低到50%或以下。《证券投资基金管理办法》第三十九条规定，基金管理公司的单个股东或者有关联交易的股东合计持股比例在50%以上的，上述股东及其控制的机构不得经营公募或者类似公募的证券资产管理业务。”

中国证券报记者发现，与国泰君安面临同种问题的券商并不在少数。根据金牛理财网的不完全统计，目前57家被券商参股的基金公司中，已至少有12家基金公司的券商股东持股比例超过50%，如申万菱信基金被申银万国持股67%，海富通基金被海通证券持股51%，纽银梅隆西部基金被西部证券持股51%。如果这些券商想再辟“门户”，极有可能舍弃已有基金公司的股份，基金业在今年内或将面临一波券商股东股权变动。

摆在券商面前的“拦路虎”还不止这一个。“控股50%以上不是最重要的问题，我们的问题是‘一参一控’。”光大证券资产管理部的老刘（化名）表示。根据《证券投资基金管理办法》第十一条规定，一家机构或者受同一实际控制人控制的多家机构参股基金管理公司的数量不得超过2家，其中控股基金管理公司的数

量不得超过1家。这意味着，如果券商已经参股两家基金公司，无论是直接申请公募牌照或者设立资管子公司来开展公募业务，都是不可能的事情。

根据金牛理财网的不完全统计，目前至少有9家券商是两家基金公司的股东，分别是长江证券、兴业证券、申银万国证券、华泰证券、海通证券、广发证券、光大证券、东北证券和长城证券。老刘所在的光大证券即控股光大保信基金、参股大成基金。

一位业内人士透露，“如果他们不想再开展公募业务，这些就不是问题。恰恰券商发公募的积极性非常高。”老刘则称，多家券商正在与监管层协商，要求对券商“豁免”“一参一控”。由于面临该问题的券商较多，证监会正在考虑修改这一规定。现在我们都在等正式的批文。”老刘说。

此外，券商还面临第三只“拦路虎”——高管兼任问题。在华泰证券资产管理部任职的老田（化名）表示，“我们参股了华泰柏瑞基金和南方基金，都向两家公司派驻高管，如果再开展公募业务，就直接跟基金法冲突了。”

根据新《基金法》第十九条，公开募集基金的基金管理人的董事、监事、高级管理人员和其他从业人员，不得担任基金托管人或者其他基金管理人的任何职务。这意味着，如果某券商控股或参股基金公司并派出高管兼任的话，该券商将不能再申请公募牌照。

“基金法是上位法，要修改是比较难的。何况刚刚才修订完，不可能马上修订。”老田很苦恼，“我们现在只能通过设立资管子公司来做公募了。”

资管子公司是独立法人资格，可以规避这一问题。但是在老田看来，券商“大集合”被叫停，又不能马上发公募产品，则面临长达六个月的空档期。目前“大集合”被叫停的难题，这一定程度迫使券商将“大集合”转为公募基金。

据悉，近期证监会发布内部文件《关于加强证券公司资

产管理业务的通知》（又称“26号文”），叫停了券商此前做得如火如荼的类似公募产品的“大集合”（即投资者超过200人的集合资产管理计划），自6月1日后券商只能以公募业务取而代之。根据国金证券的数据，截至2012年底，券商的大集合产品达到大集合产品320只，仅2012年就发行873亿份，如果不能开展公募业务，券商将失去一块大蛋糕。

对于券商而言，停了大集合必须转通过公募来和基金硬拼，肯定不是一件好事。”某券商资管部的老杨细数起

将要面临的“转型阵痛”：首先，公募基金募集几乎没有资金门槛，券商大集合是5万起，这不同于原有的客户定位；其次，投资范围有很大不同，券商大集合投资范围较宽，仓位也特别灵活，公募基金范围相对较窄，对仓位也有限制，例如股票基金有六成仓位限制，这样投资思路上也不同；再次，原来大集合产品速度很快，但是公募基金从准备上报到审核再到准备发行需要好几个月，这也导致产品更新变慢。

不过，公募产品也并非想

发就能发。老杨透露，“其实，达到能做公募的券商不多。那些达不到条件，大集合到时又停了的券商，只能要么改发小集合，要么就是等待熬到达标。”老杨所在的券商就处在“合格线”的边缘，所以他特别希望最近公司规模能上去点。他表示，如果做公募业务，不能跟基金公司硬拼，要拼差异。“基金公司的优势就是投资能力和产品设计能力，属于人力资本密集型行业，人力方面我们没办法跟基金拼，不想跟基金硬拼，就要发和基金不同质的产品。”

“大”转“公”不得已

即使券商能够满足法律法规中关于股权比例、“一参一控”以及高管兼任的条件，即使“大集合”转型公募，但是在外界的眼中，券商开展公募业务还要有三个门槛，即如何解决利益冲突？如何转换研究角色？如何在公募红海中销售？

券商集合理财一个问题就是信息不透明，现在让他们做公募，按照公募基金托管分开、净值披露等一套规则，不透明、不规范的问题能解决。”一位基金公司的战略部负责人表示，

“但是还有一个问题，券商业务除了受托理财还有自营、投行，三者之间会有利益冲突的。做投行承销，肯定定价报告要往高了报；做自营，好的股票给资管还是自己先拿。也许通过机制能分得清楚，但是外界来看还是会担心。基金公司原本就是单纯做基金、资产管理的，

基金的制度优势还在，最起码规范透明。”

对此，券商人士也承认难以避免。一位券商资管人士坦言，券商各部门之间涉及利益冲突，可能有关联交易、利益输送问题，所以在部门人员隔离方面，将来该公司肯定要成立单独的部门来做公募，交易平台可以共享，但是需要设立隔离墙。“利益输送很可能存在，问题就是不能够把自己的利益压在投资人之上。”他说。

投研方面，券商的研究团队人数和成本似乎比基金公司更有优势，但是券商一直作为卖方角色存在，能否顺利地转变至买方思路，基金业内人也提出了质疑。“券商的研究都是卖方研究，一般都是看涨、看涨，而基金的研究更加务实，基金经理知道什么时候该卖。”一位基金公司高管表

示，他认为基金公司在投研方面仍相对券商占有优势。不过也有基金业内人士认为，尽管很多人评价基金的优势在于投资管理能力，其实券商在二级市场的投研能力也很强。

究竟谁的投研能力更胜一筹，似乎尚未有定论，毕竟到时要凭券商发行的公募基金产品业绩来说话。但是摆在券商面前的，发行什么产品、产品怎么销售却是很现实的问题。目前公募基金整体仍然同质化明显，销售主要依赖于银行渠道，尾随佣金居高不下，券商是不是最终也沦为“银行打工”？

券商似乎另有打算。券商资管部的老杨尽管公司尚未“达标”，但是首只产品的路已经铺好了。值得注意的是，他把未来公募产品首先定位在固定收益类，例如比货币基金久期更长的短期理财产品。

券商的客户主要是炒股的，但是这些客户也需要资产分散配置。相对于他们，券商在固定收益投资方面还是更专业的。”

老杨指出，对于券商而言，营业部渠道资源是其最大的优势。一方面，基金实际上是产品找客户，券商营业部可以反馈渠道的需求，有需求再发产品；另一方面营业部有客户，销售成本比较低。他透露，现在手里也有关系比较好的银行。“到时销售不会像基金公司一样全国范围的销售，我们可能会更主要依赖于营业部的渠道，找几个关系好的银行、城商行之类的渠道，发个3、5个亿就行了。”这就是老杨所说的非“硬拼”之道。