

# 猛犸提酬引众怒 私募反思急“排雷”

□本报记者 徐文擎 刘夏村



## “未违反合同”:难平众怒

此次事件的关键事实是,明星基金经理陈扬帆创立猛犸资产后,其发行的首只产品“光辉岁月”在即将结束1年封闭期时,被投资者发现在2015年7月、11月、12月通过“缩减份额法”分别进行了三次业绩提成共600多万元,且上述行为发生时投资者并不知情。而此时,“光辉岁月”的单位净值跌至0.896元/份(截至2月26日数据),引发投资者的不满和质疑,而猛犸资产的回应是合法合规。对此,基金业协会反应神速,当即启动了相关调查。

细看之下,双方争论的关键点有三:其一,对于“开放日”如何定义;其二,“缩减份额法”是否常规;其三,在业绩报酬计提行为发生时,私募基金管理人是否具有告知义务。

双方争论的焦点之一是“开放日”的界定。中国证券报记者获得的一份《猛犸光辉岁月证券投资基金私募基金合同》(下称“《光辉岁月基金合同》”))显示,“委托人赎回日、分红日、清算日或业绩报酬结算日(开放日的前一个交易日),称为业绩报酬计提日”,对“开放日”的定义是“基金管理人办理基金申购、赎回业务的工作日”。回顾事件本身,猛犸资产于2015年7月、11月、12月计提业绩报酬时,均在“光辉岁月”封闭期内,产品在固定日期开放申购、但未开放赎回,也引起投资者的强烈质疑。对此,陈扬帆此前回应称:“专门请教过托管商的法务,这个顿号,不是‘和’或者‘或’,而是包含三种情况:接受申购,接受赎回,接受申购和赎回,开放日是这三项中的一项。‘三次计提时间分别为7月17日,11月19日和12月18日,都是当月20日前一工作日’,并非投资者所说‘任意日期提取’。”

前述知名律师称,基金的开放日是由基金合同约定的基金管理人办理基金申购、赎回业务的工作日,开放日一般就是申购、赎回日、费用结算和支付日,这属于合同自治的范畴,并没有现成的法律法规对具体的日子做出明确规定,根据上述《光辉岁月基金合同》,每个月的20日是开放日,投资者可以申购或赎回基金,但在前12个月(即封闭期),只能申购、不能赎回,因此从法律角度,猛犸资产并没有违反其合同约定。

其次是“缩减份额法”是否常规的问题。业内人士称,通常情况下,私募业绩报酬的计提方式有定期(高水位法)或不定期(赎回或清盘法)。其中,“高水位法”即当业绩提取日,产品

累计净值创出新高,私募基金管理人就有权提取,提取部分为超过历史业绩报酬计提日时基金份额累计净值最高值部分的20%,并从基金资产中扣除。而“高水位法”又分为“整体投资高水位法(扣除净值法)”和“单笔投资高水位法(缩减份额法)”。所谓“整体高水位法”,即是基金份额净值创新高,则计提业绩报酬。一般来说,计提日和基金申购赎回开放日是相匹配的。所谓“单笔高水位法”,即按照每笔认购或申购来计提业绩报酬,其计提周期可以和基金开放频率相分离。

根据好买私募梦工厂给出的一份推演:当产品净值从1元涨到1.2元,持有人购买了100万份,则按照“净值法”,私募公司按照超额收益 $1.2-1=0.2$ 元,提取20%业绩报酬比例,会收获 $0.2*20\%=0.04$ 元。那么持有人的总资产就会变为 $(1.2-0.04)*100$ 万份=116万元;若按“份额法”,私募公司提取的份额为 $0.04/1.2*100=3.33$ 万份,单位净值仍然是1.2元,那么持有人的总资产就会变为 $1.2*(100-3.33)$ 万份=116.004万元。从结果上看,私募基金管理人提取的报酬总量几乎相差无异。

国内某大型券商PB业务负责人告诉记者,从专业角度而言,“份额法”和“净值法”均为业内通用的方法。两种计提方式最后产生的结果确实比较接近。但是他特别提醒到,就基金管理人而言,“份额法”无疑更优,因为“份额法”保持了单位份额净值的不变,使净值曲线更加平滑漂亮,同时,份额净值也有虚高的成分,更有利于招徕后续客户。同时,在某个特定时段,“份额法”能够解决“净值法”给老持有人带来的不公,基金管理人能针对每个持有人单独提取业绩报酬,规避新客户通过波段操作逃避被计提业绩报酬的个例,所以很多新私募采取了这类办法。

“不过,由于‘净值法’更直接客观,持有人很容易接受,而‘份额法’往往给人一种‘被偷了钱’的感觉,所以‘净值法’目前仍然是业内最主流的业绩报酬计提手段。”上述负责人说。

## 履行信披:是义务还是体验

当前争论的第三点涉及私募基金管理人的信息披露义务。华东某大型私募的常务副总经理直言:“我们的原则是‘不分红不提业绩报酬’。如果采用‘高水位法’,我觉得私募基金管理人还是要注意‘权责对等’,尽管猛犸资产在封闭期计提业绩报酬不违反他们的合同约定,但在投

资者没有赎回权利的情况下,管理人却有提取业绩报酬的权利,这是典型的责权不对等。而且不通知到投资者,这就不仅是‘客户体验差’的问题,而是没有履行信披义务的问题。”

“除开事件本身,这其中折射出两个问题值得深思:第一,私募基金投资者的知识水平是否跟上了私募基金各种规则的变化速度,签署合同是否过于依赖基金经理的明星效应而忽略了对合同细节以及市场行情的理解;第二,当合同中出现容易让投资者误会的细节,管理人是否更应该加强事前提醒、履行事中信息披露的职责。”上述券商PB人士说。

上海某私募人士称,投资者愤怒于在被提取业绩报酬后,为什么没有收到相应的信息披露,但事实上,对于采用“份额法”来计提报酬的私募,履行实时信披职责时可能会面临技术上的难题。“从表面上看,产品公布的净值只有一个,但由于‘份额法’单独对应了每个时段进入产品的客户,单个客户就会有相应不同的基金净值和基金份额,如果需要一一通知客户,对于很多新私募来说,进行信息披露的成本很高,公募可以做到,但私募短期可能还达不到,可能连查询份额功能都无法实现。”他说:“但券商PB或管理人委外的第三方应该有数据,就看管理人舍不舍得投入以便及时推送这部分数据。”

好买私募梦工厂也表达了相同的观点,解决上述问题的最好的方式就是在每周向客户披露信息时,列明客户持有产品的单位净值、累计净值、持有份额以及总资产金额。

如前述合同“报告义务”一栏规定,基金管理人向基金份额持有人提供的报告包括净值报告和年度报告,其中季度报告按季度披露,未对份额披露提出要求;而年度报告的披露时间则在四月底之前。

对此,某信托法务人士认为,按照阳光私募产品的正常信披流程,确实是根据合同约定按照一定频率进行净值报告,在净值报告中一般并不对份额变化作出披露。至于计提业绩报酬是否属于重大事项要作出临时信披,这个并不好界定。不过,某券商法务人士认为,由于绝大多数私募采用净值法进行计提,按照约定定期披露净值具有重要意义,因此一般而言,私募产品合同中会作出约定,要求披露相应的基金净值和基金份额净值,但未必要对基金份额变化情况作出披露要求。问题在于,如果按照份额缩减法来计提业绩报酬,那么基金份额变化已成为决定基金财产的一项重要变量。“从尽职

上海知名私募猛犸资产“非常规手段”提取业绩报酬的事上周引爆了基金圈。一时间,对于业绩报酬提取方法、开放日如何界定等问题各有说法、不一而足。不过,统一的是,券商PB、律所等第三方服务机构几乎同时受到客户委托或出于自发意识,开始迅速“排雷”。

“猛犸资产的事情发生后,我们的私募客户都在紧急排查基金合同,特别是一些设立合同阶段的客户,如果此前预备用‘缩减份额法’的,现在一律改成‘扣除净值法’。”某知名律所主做私募业务的律师说。

无独有偶,中国证券报记者从多家券商、信托公司人士了解到,相关机构正在全线排查公司旗下相关私募产品合同。某券商人士透露,经过一番排查后,发现其公司旗下有少数几只私募产品是采用份额缩减法。他说:“作为法务而言,我们尽可能会选择我们熟悉的方式进行操作,来避免一些未知的、不必要的麻烦和纠纷。”

管理的角度来说,如果私募管理人选择份额缩减法,那么是否应该对一般合同中通常适用于扣除净值法的信披内容作出相应的修改?”他反问到。

上海一私募人士说:“我想如果这次‘光辉岁月’赚得盆满钵满,问题可能还会被一直掩盖下去,包括管理人自身、托管方等可能都预料不到会发生这样的事情,可能会觉得理所当然,也不会因此进行及时的信息披露。这就有点类似过程正义和结果正义的关系。这次单个管理人问题的暴露,反而有利于全行业服务的改善。”

## 私募阳光化:道阻且长

在一些业内人士看来,目前私募基金的相关信披要求主要是与“净值法”相配套的,采用“份额法”而导致在信披环节出现“漏洞”,是始料未及的。

事实上,今年2月4日中国基金业协会最新发布的《私募投资基金信息披露管理办法》,也只是要求,私募基金运行期间,信息披露义务人应当在每季度结束之日起10个工作日内向投资者披露基金净值、主要财务指标以及投资组合情况等信息。单只私募证券投资基金管理规模金额达到5000万元以上的,应当持续在每月结束之日起5个工作日内向投资者披露基金净值信息。

中国证券报记者从多家券商、信托公司人士处获悉,这一事件曝光后,不少公司紧急排查旗下相关私募产品的合同。某券商人士透露,经过一番排查,发现其公司旗下亦有少数几只私募产品采用了份额缩减法。他说:“我们尽可能会选择我们熟悉的方式进行操作,来避免一些未知的不必要的麻烦和纠纷。”

此外,中国基金业协会日前宣布对这一事件进行自律调查。基金业协会强调,私募基金的业绩报酬应当由私募基金管理人与合格投资者按照自愿、公平、诚实信用的原则进行协商,在基金合同中予以约定。基金合同应当符合法律法规的规定,私募基金不得面向非合格投资者募集,私募基金管理人不得违反合同约定或者违法违规提取业绩报酬。

业内人士认为,私募基金阳光化以来,行业得以快速发展。但是,由于投资范围、策略的多样性和复杂性,监管以及行业自律等未必能够及时反应行业最新情况,因此,作为以“受人之财,忠人之事”为宗旨的资产管理机构,应该积极尽职尽责,不辜负投资者信任。