

私募资管产品的穿透监管

金融领域的穿透监管是一个舶来品。最早出现于2001年，中国人民银行在借鉴美国私募基金监管经验时，将1940年投资基金法3(c)(1)(A)条解释为“穿透监管(look through)”条款。2016~2017年间，在加强金融监管的背景下，穿透监管越来越多地出现于一行三会的政策文件中，其涵义也得到了进一步的扩充。针对资管产品，特别是非公募资管产品的穿透是当前监管政策的重点，可以做如下界定：以信息披露为手段，力图识别资管产品的最终投资者、资金来源及流向以及权利义务关系，并在必要时采取相应监管措施的政策集合。

对比中外穿透监管相关的法律规定可以发现一个很重要的区别：因为保护商业秘密和个人隐私信息等考虑，英美发达国家仅在非常有限的领域(如反洗钱)实施穿透监管，与我国大范围要求穿透的政策形成鲜明对比，这主要是因为当前中国的经济社会环境比之英美发达国家存在显著的不同。目前，我国要求穿透监管源于以下三点背景：一是为了应对监管套利，防范系统性风险。目前我国的金融监管架构在部门之间、不同地区之间存在监管权限条块分割、数据格式不统一，没有便利的共享渠道等突出问题；同时，一行三会为了实现所监管市场和市场主体发展所设立的监管指标有很多不同。很多私募产品利用这些制度缺陷，通过跨部门、跨地区的交叉金融产品设计，调节监管指标、规避宏观调控政策。二是防范变相公开发行，维护金融和社会稳定。与发达国家不同，我国的资管产品管理人的专业化程度、投资者的风险承受度都相对初级。很多名为私募产品实际上是面向普通投资者发行的，与公募产品类似的产品。穿透监管有助于识别这类变相公募的产品，防范群体性事件，维护金融稳定。第三，防止利益输送、关联交易。一些资管产品利用有限合伙、契约型基金等新型组织形式灵活多样、监管披露较弱的特征，实施利益输送、关联交易等活动，给金融监管带来较大的

挑战。

当前中国的金融环境中，既需要理解穿透监管的合理性，也不可夸大其作用。大规模的穿透监管要求是一个多棱镜，折射出我国金融市场现阶段存在的诸多更深层次的问题，包括分业监管的弊端、机构和投资者的不成熟、金融创新和监管滞后的紧张关系等问题。解决这些问题不能单靠一个穿透的要求。一方面，穿透监管的彻底贯彻落实需要打破分业监管下的数据和权力分割，建立跨越一行三会的金融基础数据共享和有效的监管协调机制。在监管条块分割的背景下，很容易出现无法穿透或者穿透后执行难的问题。另一方面，穿透监管的成本也不小。例如在对拟IPO企业中“三类股东”进行穿透时，需要通过现场调查企业工商登记资料、投资者身份证明等信息。此外，如果大规模进行穿透登记，还涉及大量的人工成本和固定设施成本以及一定的审核成本。最后，从法律理论上讲，穿透监管政策牵涉私募资管产品“私”的属性，有限合伙(特别是备案的有限合伙)的法律主体独立性，以及集合资管产品的披露范围、披露义务是否与投资者的投资比例相挂钩等有争议性的法律问题。

2017年年中的全国金融工作会议提出设立国务院金融稳定发展委员会，加强金融基础设施的统筹监管和互联互通等重要举措，为未来的金融监管指明了方向。在落实这些措施过程中，建议分阶段分步骤解决穿透监管背后折射的复杂问题。第一步，通过的集中检查，摸清当前资管产品的投向、杠杆情况，排除系统性风险的隐患。第二步，打破资管产品的刚性兑付，通过合理的收益分配比例设置强化买者自负和管理人责任。同时，通过持续的登记备案制度实施私募资管产品管理人的金融牌照管理，通过加大违法违规行为的处罚力度，强化私募资管产品管理人的责任。第三步，以功能监管为导向，完善金融监管架构和金融基础设施建设。(文/陈娟)