

两类创新私募产品利弊分析

袁方

在2009年信托公司的证券账户停开后,信托模式遇到了一定的困难,业界出现了以合伙企业为框架的创新及探索,尽管目前普及度和影响力还较有限,但在股指期货等衍生品方面的积极尝试及对推动行业发展都有积极意义。就目前市场主要包括了两种做法,一种是单纯合伙制企业的模式,另一种是有限合伙信托模式。

在第一种模式中,管理人,即私募基金公司作为有限合伙企业的一般合伙人,负责基金的管理和运作,同时提取管理费与业绩报酬。而投资者则是作为有限合伙人加入企业,享受投资收益,但不拥有具体决策权,产品中同时引入托管行以保障资金安全。这种模式最大的优点在于有效地解决了困扰阳光私募已久的证券账户难题。这一模式还可以开立股指期货账户,可以让单边操作的私募转化为对冲基金。

尽管有限合伙是海外对冲基金的主流模式,在国内运用时也有上述优势,但由于法规政策等尚存不配套之处,实践中存在一些无法忽视的劣势。首先,根据先分后税的原则,投资者通过有限合伙的方式投资获益后,需要承担5%~35%税率的税负。尽管一些地方出台了优惠政策,可以有一定豁免,但相对于现行私募的不征税仍处于相对劣势;其次,有限合伙企业要受到合伙人协议的约束,在投资人申购、赎回,即合伙人发生变更时,需要得到全体合伙人的同意并对合伙协议进行相应的修改,然后在工商管理部门进行登记注册变更,实际运作中存在手续繁杂,运营成本高的弊端。

而另一种则是更具中国特色的创新模式——有限合伙信托模式,其结构为:成立有限合伙形式的企业,由管理人担任一般合伙人的角色,而投资人购买信托计划的份额,信托计划整体作为有限合伙人加入有限合伙企业。这种模式优点在于,有限合伙企业本身在开立证券账户和股指期货账户方面没有障碍,这让私募向国际通行的对冲基金迈进一大步;面对客户的终端产品是以信托计划存在,这让目前国内普遍已熟悉了信托产品的投资者更易于接受。通过信托计划的资金以及合同条款的整合,也使得未来合伙人协议的变更、登记等存在简化可能,有利于规避有限合伙企业手续繁琐的弊端。

对这一模式存在变更繁琐及纳税上的问题,这就需要政府出台一些配套措施予以支持。1、在该模式的税收环节上给予地方性优惠;2、由于有限合伙中合伙人的进入、退出变更较为繁琐且涉及工商登记变更,同意在信托计划中加入有限合伙人对于一般合伙人的授权以及在变更环节给予可能的便利。

总的说来,现有私募基金产品主要有以下三种操作模式,各有其利弊。但未来随着《基金法》的修改,私募产品的法律属性会更加明确,监管会更加有力,发展模式也会有一定的统一。

三种私募产品模式的特点比较

名称	税收	股票账户	期货账户	法律地位	变更登记
信托型	无	不能新开	不能开立	明确	无
有限合伙型	先分后税,存在一定的优惠空间	可开立	可开立	明确	较为繁琐
有限合伙信托型	地方配套措施下可减免	可开立	可开立	法律允许需进一步明确	可以简化

从基于有限合伙框架的现行产品看,由于可以开立股指期货账户,很多公司积极运用新的对冲基金投资策略,如多空仓、市场中性、全球宏观等投资策略,为投资者也提供了不同于传统单边做多私募的更多选择。

(作者系好买基金研究中心研究员)

狭路相逢 阳光私募点对点PK公募基金

证券时报记者 刘明

阳光私募与公募基金之间的战火,已经从行业与行业之间面上的PK蔓延到具体产品的点对点之间的贴身肉搏。

证券时报记者从银行渠道获悉,上海一大型私募近期发行的一只医疗行业的阳光私募基金的宣传材料中,直接与广东一家大型公募基金公司在售的医疗行业公募基金进行直观对比。

该大型私募以表格的形式展现其医疗行业基金与公募基金产品的差异,比较方面包括激励机制、仓位限制、投资范围、投资目标、手续费

用、管理人士、投资业绩七大方面。

资料显示,该阳光私募在与公募基金进行对比时,以私募基金着重突出了其以下特点:激励机制方面,仅在每月基金净值创下新高时提取管理费,而公募的基金产品提取管理费并不考虑投资者的收益;仓位限制方面,在市场风险较大时,可以空仓,而公募基金却要维持60%至95%的仓位;投资范围方面,该阳光私募基金中规定的投资的医疗行业股票较公募基金范围更广;投资目标方面,追求市场绝对收益;手续费方面,认购费仅为1%,封闭期后没有赎回费;管理人士方面,基金管理人

为博士,并曾担任国内医药公司总经理以及境外券商的医药行业主管,相比之下公募基金基金经理的从业经历则相对单薄。

更为有趣的是,该资料还称自己一只2010年6月底成立的产品为2010年度的私募冠军,在半年内取得了46.83%的高额收益,而上述公募基金业绩最好的产品则在2010年所有公募产品中仅排名第43位,仅仅取得了16.75%的年度收益,甚至直指该公募基金公司在大规模扩张,并向数字化方向发展。

对于这种点对点PK,市场各方人士看法不同。一位银行理财经理表示,阳光私募在销售自己产品的时候

会通过各种方式突出自己的优势,与同类公募产品相比也是为了抢夺客户资源,这种宣传方式只要没有误导信息就可。且随着公募基金特色产品增多,以后同类产品同台竞技的情况也会随之增加。他还表示,从客户的角度出发,只要能带来持续稳定的收益就好,至于哪一类产品并不重要。

好买基金卢加西也认同上述理财经理的观点,他表示,阳光私募与公募基金做对比,并没有什么不可,都是为投资者理财,只要有好的收益,无所谓公募还是私募。

但是也有人认为,因为这一PK数据是由参与PK的其中一方提供,并非第三方公正评价对比,再加

上如果以销售为目的,很可能存在“拿自己的优点与别人的缺点比”的情况,如在比较业绩时,忽略了去年上半年市场出现大幅下挫,若从与沪深300相比的超额收益来看,上述公募基金产品最好的产品一年超额收益较私募的半年冠军产品超额收益高,因而投资者需要理性判断。

同时,也有人认为,公募产品与私募产品有很大的区别,这种比较有点类似于“扔标枪”和“掷铁饼”比成绩,可能会失公允。他还特别提醒,在公募与私募的比较中,有时候业界会强调二者的不可比,有的时候又硬要二者同台比武,而出发点到底是什么,投资者要三思。

磨刀不误砍柴工 另类调研风行

证券时报记者 余子君

俗话说磨刀不误砍柴工。对于投资来说,广泛搜集信息就相当于磨刀阶段,信息搜集得越快越好,对投资贡献就越大。目前,不少私募公司为了更快更准地获得一手信息,在调研过程中绞尽脑汁,怪招频出。

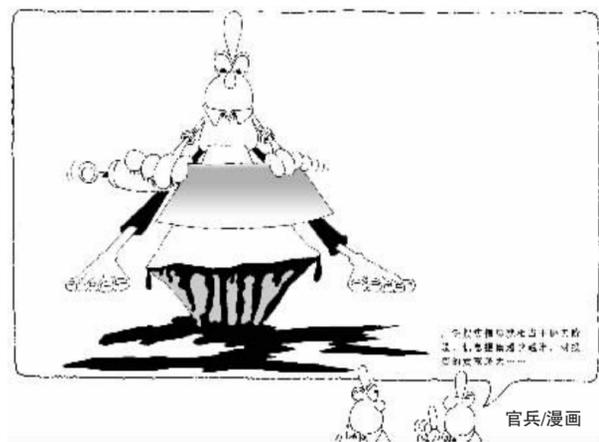
日前,一家私募公司研究员对证券时报记者表示,西南地区有家私募公司相中了一家上市公司,而这家上市公司研制出了一种新药,目前正处于临床试验阶段,一旦新药临床试验成功,对企业利润的贡献度非常高,为了及时获取该药品的临床试验结果,上述私募公司负责人辗转找到了一位参与临床试验的病人,采取支付这位病人一定酬劳的方式,获取这位病人的临床试验结果。

更有研究员为了获取有效信息,自掏腰包做市场调查。据一家阳光私募研究员透露,该公司有一个房地产研究员,在去年一系列房地

打压政策出台后,为了测算市民的购房需求,以及消费能力,自己设计调查问卷,去附近城市邀请市民填写问卷,以作采样标的。为了提高市民参与度,该研究员自掏腰包购买小礼品,每位参与问卷调查的市民,填写问卷后都能获得小礼品。最终,这名研究员终于完成了调研报告,并受到了公司领导

的嘉奖。事实上,这种独特的调研手段,在公募基金、券商和私募都存在,且为数不少。一家券商研究所研究员透露,日前北京一家大型基金公司准备着力研究新能源领域,因此,决定对该公司牵头安排上述基金公司去国外调研相关市场。为了能独家并快速获取相关信息,上述基金公司承诺给予一定的交易量,但前提是,这家券商只能安排上述基金公司一家机构出国调研。

深圳一家阳光私募负责人表示,信息收集对于投资来说是非常重要的一个环节,信息得到的时间早晚、准确与否会直接影响投资成果,得到信息时间越早,越准确对



官兵/漫画

投资的贡献度越大。目前,虽然上市公司信息披露已经比较完善,但是,部分上市公司会故意粉饰季度报告,迷惑投资者,因此,不少研究员在对上市公司季度报告有疑问时,会采取非常手段来甄别,以求衡量上市公司信息是否值得投资。

运行半年负收益 保本类一对多遭遇滑铁卢

证券时报记者 木鱼

去年下半年开始大面积出现的保本类基金专户一对多业绩暂时表现不理想,在招行销售的5只已运行3到6个月的保本类一对多全部出现亏损,亏损幅度都在0.8%到1.5%之间。

据悉,2010年8月到10月保本类一对多产品批量发行,其中已在招行渠道发行的产品较多,达到了5只。上海一家基金公司管理的3只保本一对多产品同时于2010年8月30日开始发行,9月份发

行结束并随即开始投资运作。运作这半年来,截至2011年2月18日,这三只产品的单位净值分别为0.986元、0.992元和0.987元,并且成立以来三只产品每周单位净值从未达到过1元面值以上。

深圳一家基金公司管理的保本1号和2号去年10月20日开始发行,11月中旬结束发行并随即开始投资运作。截至2011年2月24日,两只产品的单位净值均为0.985元。

去年12月份,不少基金公司又在招行发行了一批保本类一对多,

这些产品目前单位净值还在面值附近,单位净值最高的不超过1.01元。

一位购买了上述保本类一对多产品的投资者表示,基金公司和银行当时宣传保本类一对多时声称,该产品“退可守,进可攻”,谁知道他们投资回报率比普通一对一业绩表现还要差很多,投资浮亏还不知道什么时候能赚回来。

去年下半年至今,A股市场整体处在震荡中,上证指数目前点位比2010年9月中旬高出了接近10%,和2010年年中下旬的点位基本相当,并未出现整体下跌,大

批普通专户一对多产品在此期间取得了正收益,保本类一对多却集体出现亏损。

业内专家表示,为了保证在到期时能够在1元面值以上,阶段亏损的保本类产品一般会采用大幅降低股票投资比例,增加债券特别是中短期债券的投资比例,这样一来,保本类产品的进攻性将大大削弱。即使未来股市出现大涨,浮动亏损的保本类产品从股市中的受益也会十分有限。不过,也有专家表示,对保本类一对多产品的考察不可以太短期,应该看该产品的长期业绩。

国金证券:非结构化私募一年期风险收益表 (截至2011年1月)——top100

名称	投资顾问	跟踪净值披露截止日	实际资产净值增长率	相对HS300收益率	夏普比率	标准差	下跌风险
深国投·世通一期	南京世通资产管理	2011-1-5	96.16%	107.06%	1.86	39.68%	24.82%
华国信托·睿博1期	深圳国信资产管理	2011-1-31	47.22%	54.78%	1.70	22.96%	2.16%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-2-1	40.32%	40.32%	1.09	31.54%	20.64%
中融·瑞盈一期	上海瑞盈资产管理	2011-1-31	34.19%	38.19%	1.26	12.37%	5.86%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-28	33.44%	38.67%	1.53	18.35%	11.41%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-10	33.33%	44.02%	0.94	34.23%	23.32%
中融·瑞盈一期	成都瑞盈投资管理	2011-1-28	31.22%	36.54%	0.78	41.50%	34.46%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-28	27.32%	27.32%	1.13	30.73%	32.85%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-10	28.68%	39.37%	0.80	36.42%	37.70%
中融·瑞盈二期	中融信托	2011-1-31	27.83%	31.82%	1.41	16.81%	12.63%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-31	27.78%	31.77%	1.03	24.44%	26.65%
中融·瑞盈二期	四川瑞盈投资管理	2011-1-28	27.76%	33.06%	0.84	31.76%	31.61%
中融·瑞盈三期	重庆市瑞盈投资管理	2011-1-28	26.72%	31.95%	1.47	16.10%	9.98%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-31	26.16%	28.58%	1.17	19.55%	14.46%
中融·瑞盈三期	北京瑞盈资产管理	2011-1-20	25.93%	39.18%	0.76	34.49%	33.60%
中融·瑞盈二期	北京瑞盈资产管理	2011-1-28	25.96%	30.81%	0.80	31.52%	30.49%
中融·瑞盈三期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-5	25.44%	26.44%	0.75	33.79%	30.33%
中融·瑞盈二期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-26	24.81%	31.85%	0.69	38.18%	35.42%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-31	24.22%	26.64%	1.13	18.63%	17.86%
中融·瑞盈二期	北京瑞盈资产管理	2011-1-31	24.18%	28.17%	0.76	34.49%	8.92%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-28	20.76%	20.95%	1.24	14.42%	9.09%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-10	21.89%	32.88%	1.45	12.62%	9.32%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-28	21.13%	26.35%	0.64	34.62%	32.17%
中融·瑞盈二期	广东瑞盈投资管理	2011-1-5	20.94%	31.84%	0.88	21.38%	20.99%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-28	20.76%	25.93%	0.53	30.73%	32.85%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-18	20.21%	25.44%	0.52	50.89%	32.86%
中融·瑞盈三期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-14	19.12%	30.34%	0.74	24.43%	27.35%
中融·瑞盈二期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-31	18.56%	22.55%	0.80	20.68%	7.44%
中融·瑞盈三期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-31	18.22%	22.46%	0.88	18.42%	18.36%
中融·瑞盈二期	北京瑞盈资产管理	2011-1-31	18.48%	22.46%	0.62	30.12%	27.31%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-10	18.42%	29.11%	0.61	30.82%	30.76%
中融·瑞盈二期	北京金百利资产管理	2011-1-28	18.24%	23.56%	1.74	8.61%	3.11%
中融·瑞盈三期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-31	17.16%	21.13%	1.27	14.49%	8.36%
中融·瑞盈二期	中融信托	2011-1-31	16.96%	20.95%	1.24	14.42%	9.09%
中融·瑞盈三期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-31	16.93%	20.91%	0.66	28.16%	30.32%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-31	16.88%	20.87%	1.22	14.71%	9.48%
中融·瑞盈三期	中融信托	2011-1-31	16.69%	20.67%	1.22	14.43%	9.28%
中融·瑞盈二期	中融信托	2011-1-31	16.23%	20.50%	1.21	14.43%	9.31%
中融·瑞盈三期	广东新价值投资管理	2011-1-5	16.34%	22.46%	0.63	23.90%	26.31%
中融·瑞盈二期	成都瑞盈投资管理	2011-1-14	15.85%	19.35%	0.80	22.66%	8.43%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-28	15.82%	25.61%	0.91	14.61%	11.81%
中融·瑞盈二期	中融信托	2011-1-31	15.79%	20.73%	1.10	11.55%	7.58%
中融·瑞盈三期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-10	15.11%	26.00%	0.60	24.47%	27.07%
中融·瑞盈二期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-5	15.19%	26.09%	0.59	25.61%	28.62%
中融·瑞盈三期	中融信托	2011-1-10	15.09%	25.78%	0.53	30.54%	34.68%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-10	14.92%	25.61%	0.52	30.79%	35.69%

国金证券:非结构化私募两年期风险收益表 (截至2011年1月)——top50

名称	投资顾问	跟踪净值披露截止日	实际资产净值增长率	相对HS300收益率	夏普比率	标准差	下跌风险
粤信信托·新价值二期	广东新价值投资管理	2011-1-5	229.36%	100.70%	1.36	47.14%	43.78%
深国投·世通一期	南京世通资产管理	2011-1-5	184.31%	143.51%	1.11	57.10%	56.68%
深国投·世通二期	南京世通资产管理	2011-1-5	184.31%	143.51%	1.21	46.19%	44.73%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-14	169.92%	111.76%	1.04	52.43%	53.90%
中融·瑞盈三期	广东新价值投资管理	2011-1-5	163.53%	94.87%	1.38	36.40%	35.02%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-10	162.74%	100.72%	1.01	52.41%	52.61%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-10	156.93%	94.91%	0.96	54.36%	54.46%
中融·瑞盈二期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-28	100.03%	40.48%	1.15	41.06%	29.89%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-10	130.02%	74.06%	0.86	57.00%	57.36%
中融·瑞盈二期	中融信托	2011-1-31	131.48%	80.13%	1.28	33.59%	26.97%
中融·瑞盈三期	北京瑞盈资产管理	2011-1-31	122.49%	71.13%	1.11	37.59%	32.11%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-10	121.21%	59.19%	0.80	56.71%	59.53%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-10	120.46%	58.44%	1.09	37.89%	43.15%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-31	119.82%	56.44%	1.57	24.96%	13.69%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-31	114.70%	51.32%	1.58	23.90%	13.76%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-31	111.78%	60.43%	1.04	37.77%	42.25%
中融·瑞盈三期	北京瑞盈资产管理	2011-1-28	88.01%	29.95%	0.92	35.41%	26.18%
中融·瑞盈二期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-14	106.96%	48.80%	1.02	36.92%	39.56%
中融·瑞盈三期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-10	106.67%	61.27%	1.06	35.35%	35.88%
中融·瑞盈二期	中融信托	2011-1-28	104.23%	51.65%	0.91	41.54%	43.12%
中融·瑞盈三期	美国瑞盈投资管理	2011-1-14	110.23%	88.83%	1.05	36.18%	33.27%
中融·瑞盈二期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-14	103.75%	45.59%	0.80	48.98%	53.58%
中融·瑞盈三期	粤信信托	2011-1-31	103.55%	52.19%	1.14	31.61%	31.69%
中融·瑞盈二期	深圳市瑞盈投资管理	2011-1-14	103.11%	44.95%	0.98	37.68%	40.92%
中融·瑞盈三期	广东新价值投资管理	2011-1-5	98.48%	37.13%	1.05	30.49%	33.45%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-10	93.59%	31.57%	1.30	25.02%	17.36%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-20	93.15%	47.74%	0.85	41.34%	49.29%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-20	89.94%	44.54%	1.10	29.28%	27.18%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-31	88.48%	37.13%	1.05	30.49%	33.45%
中融·瑞盈二期	上海瑞盈资产管理	2011-1-17	70.96%	29.95%	0.87	36.18%	33.27%
中融·瑞盈三期	上海瑞盈资产管理	2011-1-31	88.01%	36.60%	0.		