

借鉴海外对冲基金经验 拓展中国私募发展空间

夏阳 陶忻翊

春风渐暖，笔者偶得闲暇与一些私募界的朋友茶叙。股市波澜不惊，本以为几位朋友会借机放松一下身心，品茗聊天之下却发现，原来个个都做足了准备，打算借着新证券投资基金法施行之机大展拳脚，目标便是实现多空双边交易，打造中国的对冲基金。

从1949年第一家严格意义上的对冲基金在美国成立，对冲基金的发展已经超过60年。1990年时，全球对冲基金资本总额仅约250亿美元。伴随着新兴市场的快速发展和全球经济一体化，2004年对冲基金所管理资产的总额已经突破1万亿美元。此后虽然由于2008年金融危机的爆发而遭遇大幅赎回，导致总规模一度下滑超过30%，但在2012年，全球对冲基金总资产规模已经重新踏上2万亿美元的台阶。

海外对冲基金何以能够如此蓬勃发展？又有哪些方面是我们可以借鉴的？笔者以为可以归结到四点：经济环境、金融创新、政策监管、人才储备。

需要良好的经济环境

总体稳定并积极向上的经济环境推动投资与发展，为专业投资者带来积极投资的信心。上世纪90年代，正是美国经济增长最为迅猛的时候。十年间美国国内生产总值(GDP)平均增速达到4.3%，并曾经一度接近6%，失业率也下降至4.8%的健康水平，达到1973年以来的最低值。经济的良性发展，为各产业带来了成长机遇。众多对冲基金在这个黄金年代里迅速成长。

对照中国的现状，经济增长稳定在7.5%~8%的水平，通胀率在经过一段时间的调整后也逐渐趋于平稳，而失业率也仅为4.1%（截至2012年底），对冲基金发展所需的健康向上的经济基础已完全具备。

推进金融创新

笔者所认为的金融创新，不仅是指对冲基金准备好做空的工具，还包括相关的配套设施和服务。中国资本市场内现有的做空工具，主要包括沪深300股指期货、融券交易和转融券交易。其中股指期货对指数基金类投资组合具有比较精确的对冲作用，对个股而言对冲效果不佳。而融券交易和转融券交易都面临标的股票限制，以及券源不足等问题，因此成交稀少，无法充分表达投资者的做空意愿。相对于欧美资本市场内极大丰富的信用交易产品，国内相关品种的丰富程度和成熟程度都相去甚远，依旧需要不断扩大创新。

可喜的是，我们已经看到了监管者在逐步放宽融资融券标的证券数量。另外，股指期货新交易品种的开发也在顺利进行中，预计将有数个新指数合约挂牌交易。在配套服务方面，国内一些大型券商已经在创新领域进行了大胆尝试，部分券商的创新业务收入已经在总体收入中占据了较大比例。

绕不开的政策门槛

对于任何一个市场而言，政策永远都是绕不开的门槛。目前海外对冲基金通过合格境外机构投资者(QFII)的渠道投资A股市场的难度较大，因此，大多数知名的对冲基金通过设立代表处的方式开始涉足中国资本市场。在这些海外成熟对冲基金尚不能完全进入中国的情况下，国内对冲基金的发展氛围可能相对轻松。但这种宽松的环境不可能长期保持，随着更多投资者聚焦中国，政策也会逐步放宽，届时中国的对冲基金将直面外来者的挑战。

而从资产的地域配置上看，国内对冲基金面临的海外竞争将可能更为直接。市场上关于合格境内有限合伙人(QDLP)的讨论已经持续了一段时间，一旦试点正式启动，国内投资者——特别是机构投资者和高净值个人投资者，将可以通过QDLP通道投资海外二级市场。尽管短期内QDLP在税收成本和额度方面存在劣势，国内对冲基金仍然需要不懈努力获取具有吸引力的“绝对收益”，才能在长期的客户争夺战中更具竞争力。

人才储备需加强

以上所述都是外部环境，而中国的对冲基金最重要的内生条件，应当是人才储备，尤其是对冲基金经理。作为金融领域竞争最为激烈的行业，对冲基金生命周期往往很短，海外经验告诉我们，一家普通的对冲基金，通常在成立三年后便进入衰退，五年左右即退出市场。

而那些在市场上存活超过十年的对冲基金，无一例外都至少有一位优秀的基金经理作为领军人物。想要成为一名优秀的对冲基金经理，除了紧跟宏观经济形势、熟知金融理论、善用金融工具外，还需要有独特的投资理念，并适应当前对冲基金量化的趋势。当下国内私募基金经理不乏公募出身或海外背景的优秀人才，假以时日，必定有出类拔萃者成为中国第一代成功的对冲基金经理。

夏阳系瑞银中国证券部总监，陶忻翊系瑞银证券业务研究员

万福生科造假案补偿申报期限延长12天

截至6月11日，逾93%适格投资者已签署承诺函，和解金额超过补偿总额99%

证券时报记者 桂衍民

万福生科专项补偿基金管理人决定，今日起延长适格投资者网签期限12天，以保护尚未完成网签的少数适格投资者利益。

截至6月11日23:00，超过93%的适格投资者已确认《和解承诺函》，和解金额超过补偿总额的99%。

补偿申报延长12天

中国证券投资者保护基金今日公告称，作为万福生科虚假陈述事

件投资者利益补偿专项基金的管理人，考虑到未完成网签的适格投资者的需求，为最大限度地维护投资者利益，专项补偿基金管理人决定，重新开放适格投资者网签。重新开放的日期定为6月17日起至6月28日15:00。

投资者保护基金提示，适格投资者获得补偿资金，必须完成网签和有效申报，两者缺一不可。而在延长的申报期间里，未完成网签的适格投资者进行的符合申报要求的申报为不完备申报。适格投资者需要在6月28日15:00前注册并登录

专项补偿基金网站完成网签，前述不完备申报在适格投资者完成网签后自动生效，未在前述时限完成网签的不完备申报自始无效。

值得注意的是，投资者通过深交所交易系统进行网络申报的有效时间为6月17日至6月28日期间交易时间。通过深交所互联网投票系统申报或手工方式申报的有效时间为6月17日9:30至6月28日15:00期间的任意时间。在申报当日，投资者可以在相应的申报渠道查询申报结果。

投资者保护基金提示，所有方

式的申报均需在有效申报时间内完成，补偿资金的确认申报不能撤单，在有效申报时间内可在任一证券公司进行申报，多次申报以第一次有效申报为准；对于未能确认为有效申报的情形，投资者应注意查询原因，并及时按正确的方法进行再次申报。

和解金额超99%

证券时报记者获悉，万福生科虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金自5月20日开放适格投资者

网签以来，截至6月11日23:00，超过93%的适格投资者已经通过专项补偿基金网站点击确认《和解承诺函》，和解金额超过补偿总额的99%。

证券时报记者此前从补偿资金垫付方平安证券了解到的情况为，截至6月3日已有9082个适格投资者账户与平安证券签署了和解协议，涉及和解金额1.44亿元，单一个人投资者最高补偿金额已达380万元。6月5日，万福生科造假案中符合赔付资格的最大机构投资者——潞安集团财务公司与相关方签署了补偿基金和解协议，预计获赔金额超过420万元。

投行并购业务重排座次 中小券商异军突起

企业并购重组失败率上升，1~5月有10家上市公司申请终止重组

见习记者 杨庆婉

今年首次保代培训开班在即，培训主题将一改以往讲授首发(IPO)审核政策的做法，取而代之的是并购业务培训。而与此相对应的是，长期依赖IPO业务收入的投行业务结构正在调整，各家券商并购业务实力也重排座次。

据中国证券业协会统计，2012年并购重组财务顾问业务净收入位居前三甲的是中金公司、中信证券、华泰证券。中金公司、中信证券已连续三年轮流领先，而华泰证券、西南证券一路前进，海通证券、广发证券、招商证券稳居高位，华融证券、华龙证券异军突起，而平安证券、国信证券不进则退。

并购业务重排座次

近期，中国证券业协会公布了2012年券商经营数据。在投行业务结构调整之际，并购重组财务顾问业务净收入的排行格外引人注目。其中，排名位居前三甲的是中金、中信、华泰证券，净收入分别为2.43亿元、1.56亿元和1.35亿元。

自2010年以来，中金、中信轮流在国内并购市场上领先。这两家券商不同于一些近期才突击发展并购业务的同行，其借助自身承做大项目的经验和资源整合能力，很早就组成了专门从事并购的团队，即使在IPO市场热火朝天的时候，也没有放缓脚步。

而排行第3的华泰证券，并购团队也积累了多年的业务经验。华泰证券从2010年排名第11位，到2011年排行第4，到去年进入前三甲，近三年来业绩一路前进。与大投行不同的是，近三年来该公司涉及的13家次产业并购全部来自中小板(6家)和创业板(10家)。

此外，2012年并购净收入业绩领先的还有西南、广发、海通、中银国际、瑞银、中信建投等。西南证券类似于华泰证券，并购业务逐年向前迈进，2012年净收入(0.0554亿元)是2010年的4倍多。广发、海通的业绩排行则基本保持稳定，反而是华融、华龙两家小券商异军突起，从40名之外一举跃至第11位和第12位。

在去年其他券商高唱并购的情况下，以中小项目见长的国信、平安却掉了队。国信2011年并购净收入为5.254亿元，2012年几乎缩减了一半，只有2.667亿元，排名从第8掉到了第14；平安则从第13下滑至第18。

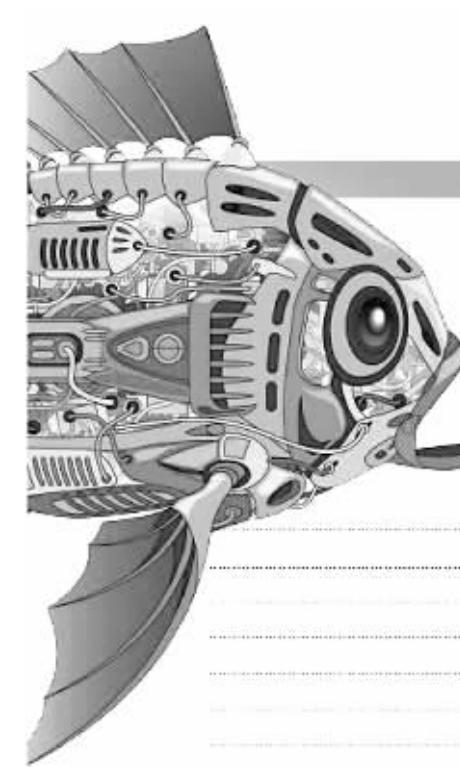
重组失败率上升

尽管IPO审批放缓使投行再次将眼光转移到并购业务，但国内拥有专业并购团队的券商并不多，据不完全统计只有10多家，并且普遍存两种情况：有些并购部门并非专职承做并购项目，实际上是在IPO再融资之外再寻找并购机会；二是并购部与投行的IPO等业务团队存在客户交叉，整体协同效应不乐观。

从2012年的情况看，行业领先的投行承揽的并购项目和净收入都有所增加。但企业并购重组的失败率也在上升，因此，并购业务成为今年首次保代培训主题。

据统计，今年前5个月，申请中止和终止重组的上市公司有14家，其中4家中止重组，10家终止。重组止步的原因大多因审批未通过或买卖双方无法达成一致。

擅长IPO承销的保代，未必能成就一单并购。因为IPO审核有相对标准化的操作，而并购重组的棘手问题却千变万化，很难一概而论。”一位从事并购业务超过10年



去年券商并购重组财务顾问业务净收入前10名

序号	券商	并购重组财务顾问业务净收入(亿元)
1	中金公司	24277
2	中信证券	15632
3	华泰证券(华泰联合证券)	13538
4	西南证券	10554
5	广发证券	6116
6	海通证券	6032
7	中银国际	4413
8	瑞银证券	4137
9	中信建投	3600
10	齐鲁证券	3118

数据来源：中国证券业协会网站

林根/制表 张常春/制图

的投行人士表示。

记者获悉，目前并购案例多为上市公司购买资产，因而监管层对资产的质量有所要求，在规范性、盈利预期、关联交易等方面进行把关。

另外，买卖双方难以达成一致意见也是导致并购胎死腹中的主要原因。但上述券商并购业务负责人表示：其实价格并不是达成一致意见的主要因素，很多时候还要看双方的文化契合度。”

重构保代个人能力

随着并购重组失败率的上升，上市公司对促成并购的财务顾问的要求也在提高。一位业内人士表示，毕竟不像IPO——支付给投行的保荐

承销费用是从募集资金中划出，要让上市公司心甘情愿地支付财务顾问费，投行的服务必须物有所值。

目前，投行在产业并购中的作用还没有得到充分认可和重视。上述券商并购业务负责人向记者表示：“有些客户到了重组的最后阶段才邀请财务顾问入场，它们认为我们的作用只是让重组能通过监管层审批。其实，从前期的洽谈、支付方式、并购方案设计都需要投行运作。”

不过在介绍卖方资产方面，财务顾问确实没有深耕行业的上市公司更了解同行的情况，所以大多上市公司都是自己寻找要收购的资产方。

记者获悉，券商中专门从事并

购业务的投行团队，拥有保荐代表人资格的比例并不高，一家业务领先的投行并购小组只有一名保代。该小组负责人告诉记者，并购财务顾问服务并不要求签字权，他们并没有享受到保代的制度红利，自然也没有动力去考取保代资格”。但是，这并不意味并购业务对投行的业务能力要求低，相反的是，从事并购必须要有很强的专业能力和撮合能力。

业内人士表示，今年首次保代培训在即，未来对保代个人能力的要求，不再只是能标准化地运作IPO使其符合监管要求实现上市，而是要能全方位地服务客户融资、产业整合等多方面的需求。在国内投行业务实力出现分化的情况下，保代的个人能力也面临重构。

期货公司服务私募机构心有余力不足

证券时报记者 潘玉蓉

管理着300亿资金的期货私募，虽然体量不大，但却是期货市场上的活跃分子。在期货公司资管牌照放开后，期货私募又多了一条阳光化的渠道。

然而，由于期货公司服务期货私募的能力有限，期货私募目前极少选择这一条阳光化道路。

基金专户仍是首选

期货资管日前发布的《中国期货私募发展状况调查报告》显示，国内期货私募机构有100家左右，管理资金约300亿元——约占全市场规模的资金总量15%左右。目

前，这类机构已在期货市场上扮演了重要角色。

由于期货私募与期货公司联系较为紧密，在期货公司拿到资管牌照后，期货私募在阳光化的路径上，除了借助基金专户之外又多了一个选择。然而，这一选择趋势目前并不明显。据期货资管对全国40多家期货私募进行的调研显示，目前全国期货私募发行产品主流通道仍是基金专户，目前市场上通过基金专户发行的产品数量超过60只，管理规模在20亿元以上。

自2012年底首批期货资管牌照获批以来，目前已经有多家期货公司获准开展资管业务，这些公司管理的资金规模在10亿元左右，尚未超过基金专户通道的资金规模。

资管牌照并未给期货公司带来可观的增量资金，基本上都是存量客户在使用资管通道。”期货资管网创始人杨志表示，期货公司拥有资管牌照后，服务期货私募这个大客户却颇感心有余而力不足。

对此，杨志表示，一方面与期货行业长期以来监管较严，束缚较多有关。这在一定程度上限制了期货公司创新能力及投研能力的成长；另一方面，期货公司研究实力偏弱，分析师缺乏，难以满足期货私募的研究服务需求。

对于基金专户受期货私募青睐的原因，一位期货私募合伙人解释说，主要是因为基金专户和银行、券商有良好的传统合作关系，这一良

好的合作关系便于解决“优先资金”来源的问题，目前基金专户的期货产品以结构化产品居多。另外，基金专户管理成熟，有能力花高价打造自动化的风控平台，能有效控制结构化产品的风险。

不过，国内一些有实力的期货公司已经积极开展与大型期货私募的合作，比如永安、中证、海通等。

券商关注期货私募

股指期货业务推出以来，券商便开始不断寻求与期货私募合作的机会。一些期货公司牌照的券商，通过股指IB(介绍经纪人)业务通道，向旗下期货子公司及期货私募输送了大量客户。

证券时报记者了解到，目前，不少券商通过展示与操盘手合作期间的业绩，来吸引旗下的高净值客户。尤其是些擅长操作股指期货私募，格外受券商大客户青睐。在合作中，券商通过展示期货私募在股指期货上的投资业绩，逐步建立客户对操盘手盈利能力及风控能力的信任。在此基础上，双方还逐步扩大投资品种，实现从股指期货向其他期货品种的过渡。

对于期货私募而言，虽然可以通过基金专户或期货公司实现“阳光化”，但它们也非常看重券商的平台，尤其是券商完善稳定的后台系统，以及强大的销售能力。对期货投资而言，开发系统的成本非常高，我们非常希望能找到实力强大的合伙人。”一位期货私募人士表示。