

# 嘉实模式破冰 直投A股基金登陆欧美



香港子公司不再做基金的主要管理人,而是退到后台成为次级管理人;在美国、欧洲等没有RQFII额度的地区,也可以使用RQFII额度募集成立基金,相当于在没有额度的地区使用了划分给香港的额度。

中国基金报记者 姚波

11月6日,对美国人而言,意味着在上千只交易型开放式指数基金(ETF)中,出现了首只可以直接投资A股的产品;对于中国基金公司而言,这只谋划一年多的产品意味着中国基金公司以香港为跳板,打开了与全球顶尖投资机构合作的新路径,直投中国A股基金或将拓展至全球各地。

db X-trackers嘉实沪深300 A股ETF(ASHR)掀起了一股新的出海潮:11月14日,嘉实国际获得在欧洲发行首只人民币合格境外机构投资者(RQFII)产品的资格,博时香港子公司筹备的MSCI中国A股ETF也蓄势待发。据中国基金报记者独家了解,欧美市场近期还会有中资基金公司推出类似产品。

## 嘉实模式

这只新产品的成立开辟了一条中资香港子公司合作拓展的新路径。该基金提交美证监会的相关材料显示,德意志资产及财富管理(DeAWM)是主要管理人,负责该基金在美国的销售和日常后台运作;嘉实国际作为次级管理人,负责提供RQFII额度直接投资管理A股并追踪沪深300指数。这种海外机构作为主要管理人负责产品落地,香港基金子公司负责提供RQFII额度并管理投资的方式,前所未有。

业内人士分析指出,嘉实产品落地,是多方监管机构协调的结果,表明目前RQFII出现了两大松动:一是,香港子公司可以不用做基金的主要管理人,退到后台成为次级管理人;二是,美国、欧洲等没有RQFII额度的地区,也可以使用RQFII额度募集成立基金,相当于在没有额度的地区使用了划分给香港的额度。

一位香港子公司高管对中国基金报记者表示,尽管从外汇管理的角度看,嘉实的产品还需要在香港结算并向大陆汇钱,产品仍然划归在香港RQFII的使用框架下,但从监管角度看,这又确实是一个较大的突破”。他表示,RQFII制度确立伊始,其意义更多是希望香港子公司成为RQFII的法定管理人。但嘉实模式,相当于默许基金的法定管理人可以是全球其他公司。

而Lim也向中国基金报记者透露,在RQFII的规则中,尽管明确了哪些实体可以申请RQFII牌照,但是并没有规定产品的使用地点。”这成为了RQFII跨境落地的关键。

不过,也有人对此提出了质疑。据香港某基金

业内人士表示,按照其所任公司对目前RQFII额度使用的理解,公司获批的香港RQFII额度只允许在香港募资,如果可以跨区使用,划分给各地的额度就没有太大意义。例如,目前新加坡、伦敦等离岸人民币中心已经开始获得RQFII额度。如果在伦敦本地注册的公司获得RQFII额度发行产品之前,香港公司通过合作伙伴就可以将产品在伦敦发行,伦敦获批额度的意义就会减弱。

## 登陆美国

作为美国首只直投中国A股的ETF,美国资深基金分析人士Dennis Hudachek直呼“真正具有开创性”。

市场的热情说明了一切。通常情况下,美国ETF首发只有200万美元左右规模和不过数十万份的认购份额,而db X-trackers嘉实沪深300 A股ETF首募高达435万份和1.08亿美元,创下今年股票ETF中募集规模之最。根据德银资管官网的数据,截至11月22日,这只ETF的净资产达到1.54亿美元。同时,该产品成为在美国上市的国际ETF中为数不多的活跃产品,18日交易超过100万份。截至11月22日,该基金价格为25.41美元,净值25.0957美元,溢价率1.25%。

不过,在ASHR之前,中国基金公司在美国发新产品还是一种不可能任务。Jeff Lim,嘉实国际新闻发言人向中国基金报记者表示,美国市场非常特别,它相当封闭——大部分在亚洲或欧洲成立的基金不能够直接在美国市场销售,同时它又非常庞大且高度发达,而且没有类似的产品销售,所以也没有竞争者。香港市场已有如此之多的RQFII-ETF,而美国是个空白;打开美国市场,之前对中资基金公司来说是不可能的任务。”

实际上,2012年初RQFII在香港刚刚试点,当年嘉实就开始研究布局。Lim表示,从筹备到实施花了一年时间,其中大部分花在和证监会、外管局及各地监管层讨论产品的可行性上。要让外方监管层、外资合作方和第三方服务商理解RQFII及资本项目管制等内容并不容易。我们和美国监管层多次沟通,尤其因为美方对RQFII制度不熟悉,要让他们同意我们在此框架下发行产品,需要详细解释反复解释。”

## 合作与风险

对嘉实这种合资基金公司,寻求海外合作伙伴更容易操作。2005年,嘉实基金就获得德意志银

行的战略投资,德意志资产管理(亚洲)有限公司作为嘉实基金的股东,持有嘉实30%股份,股东方合作发行产品自然而然。寻求合作伙伴最大的优势在当地的分销网络和人脉。ASHR首发成功,显示德意志银行在预售上下了非常大的功夫。

不过,合作同时意味着利益分配和法律风险。在目前美国的法律框架下,一只公募基金的法律责任是由基金管理人来承担,基金管理人为了基金利益可以随时解除次级管理人。这意味着,随着RQFII制度开始向伦敦、新加坡等其他离岸人民币中心扩散,基金管理人获得RQFII额度后,甚至完全可以解聘次级管理人。此外,基金管理人同次级管理人的合同期通常为两年,两年后自然面临着续约问题。

合作是一把双刃剑,一方面可以帮助公司加速出海,解决当地市场的语言文化障碍,迅速打开渠道通路;另一方面,产品法律意义上归属于合作方,存在法律合作的隐忧,而产品也是需要考虑到双方的布局需求,而不仅仅是中资公司的想法”,上述高管表示,美国市场上的黑石、贝莱德和先锋等大牌公司肯定也不会选择合作,而会等待时机独立申请额度。

他也表示,嘉实和德意志的这种股权结构可以形成一种天然的保护框架。此外,次级管理人可以和基金管理人签订保护协议。博时挑选的合作对象来自一家新兴公司,可能就不会面临这种强势合作对象可能面临的风险。

## 模式能否复制

业内反响非常大,现在很多公司在寻找合作伙伴。”一位香港基金子公司高管向中国基金报记者表示。

嘉实这一步让很多基金子公司不得不重新审视原有的海外拓展计划。以刚获得RQFII资格的新加坡为例,基金子公司可能需要花一年左右时间设立机构来发行产品,但通过寻求合作伙伴,可能只需要两个月时间,按部就班已成劣势。现在,已有公司开始放弃独立出海,寻求合作伙伴成为当务之急。

据了解,博时香港子公司博时国际,近期正在美国筹备发起瑞金博时MSCI中国A股ETF,并选择了一家规模不大的公司——金瑞基金作为当地的合作伙伴。

业内人士对资料进行了解读,认为博时的合作模式与嘉实的操作类似,即香港子公司负责额度和产品投资,而美国的合作方负责产品在当地的落地和募资。

## WallStreet 街景

### 赢家

#### 道琼斯指数

22%

道琼斯指数上周四再次创出历史新高,收盘站在16000点上方。道指年初至今上涨幅度为22%。考虑到支持继续“量化宽松”政策的耶伦极有可能当选下一届美联储主席,美股的牛市仍有望延续。

#### 波音公司

\$950 亿

波音公司在迪拜航展上宣布启动777X项目,获得259架订单和承诺订单数,总价值超过950亿美元。订单顾客包括中东土豪阿联酋航空和卡塔尔航空。波音的主要竞争对手空中客车公司也获得160架飞机订单,价值440亿美元。

#### 文艺复兴基金

8.65%

对冲基金巨头文艺复兴基金公布有史以来最好月度收益,其10月份的回报率高达8.65%,大幅超过股指4.6%的回报率。文艺复兴基金称,通过做空生物技术和药品行业的股票,实现了一半的超额收益。

#### 500彩票网

\$1.2 亿

中国互联网彩票行业龙头500彩票网上周五上市,IPO发行价每股13美元,当天收于20.01美元,大涨53%。500彩票网共发行578.6万股美国存托股票(ADS),每股ADS代表10股A类普通股,融资总额为1.2亿美元。

### 输家

#### 美国财政部

\$100 亿

美国财政部上周四表示,将于年底前将其持有的通用汽车股份全部出售。按照目前的股价,仅可回收约12亿美元。2009年,美财政部曾动用495亿美元救助困境中的通用汽车。此前,财政部通过出售大部分股份收回了384亿美元。因此整个救助计划预计将亏损100亿美元。

#### 特斯拉

35%

电动汽车制造商特斯拉的股价上周大幅下跌。进入四季度,公司股价持续低迷,10月初至今跌幅超过35%。彭博社评论员称该公司三季度报表存在明显粉饰。此外,连续发生的着火事故,让公司明星车型Model S遭到广泛质疑。

#### 金价

26%

上周二美联储公布会议纪要后,黄金价格跌至4个月新低。年初至今,国际金价已经下跌了26%。更糟糕的是,彭博社数据显示,截至11月20日,投资者通过黄金支持的交易产品共出售了768.9吨黄金,持仓量降至2010年4月以来最低。

#### 威廉·阿克曼

\$4-5 亿

知名投资人威廉·阿克曼(William Ackman)上周五再次谈到了自己做空营养补充品直销商康宝莱的原因,但该股股价随后大涨4.6%。阿克曼今年一直在做空康宝莱。彭博社计算,阿克曼的空头仓位已经损失了4亿到5亿美元。(陈震昌整理)

## 专栏

# 跨国公司百年繁荣的秘笈

打造百年老店是很多中国企业家的梦想,投资于这些百年企业,获得长期优异的回报也是价值投资派基金经理们的夙愿。在中国企业家思考“百年大计”之时,欧莱雅、宝马等业界翘楚用百年荣誉提供了样本。

全球最大的化妆品企业欧莱雅,1907年开始创业,今天,欧莱雅收入达到200亿欧元,净利润25亿欧元,并且每年还能保持10%的增长。不可思议的是,百年的丰功伟绩只经历了5位CEO的传承。100多年间,虽然经历了家族股权传承,上市和雀巢收购其股权,始终没有改变专业团队经营公司的治理轨迹。5位CEO平均掌管超过20年,而且背景相同:一毕业就加入欧莱雅,职业生涯的前20年从基层做起,后20年担任CEO。1872年在日本成立的资生堂却是另一番光景。过去10年里他们的CEO几乎是3年一变,结果是公司扩张乏力,经营绩效低迷。

欧莱雅的做法让投资于它的雀巢获得了启示,他们通过并购建立起1000亿美元的全球最大食品帝国,在中国收购太太乐、银鹭、徐福记等企业的过程中,雀巢给创业者和管理团队保留了

20%到40%的股权,并邀请他们继续经营企业。巴菲特在他的并购中同样保留了20%股权给创始人和经营团队。

在历经两次大战依旧从战争废墟中崛起的企业宝马,也体现了同样的规律。在过去50年里,宝马仅有6位CEO的更迭。这6位CEO都有着大体相同的经历:机械学博士的学历,毕业后就进入宝马,从工程师干起,在职业生涯的最后10年升到管理层岗位。

在1837年成立以来的176年里,美国的农业机械行业龙头约翰迪尔更难以置信地只有9位CEO的更迭。

反观中国,在过去10年中为资本市场创造巨大收益的那些公司,如万科、格力电器、潍柴动力、青岛啤酒和宇通客车在某一阶段也都具备这种看似简单的治理特征。它们大多由国企改制为公众公司,管理团队却机缘巧合地形成了内部传承的治理格局。稳定和内部传承的管理层治理结构保证了企业能够深谋远虑,让企业在市场占有率、经营绩效和投资者回报层面均取得优良业绩。

回溯历史可以发现,中国晋商采用的大学柜模式与职业经理人持股也非常相似。大学柜们拥有20%的红利分配权,商号的买卖才得以风生水起,东家才能财源广进。反观现在国有资本经营、依仗股东权利频繁更换CEO、官员空降方式经营的企业,成功者寡,失败者却比比皆是,投资者更是处于诉求无门的境地。

可以想象,如果一个人一生只在一家企业工作,他就会把企业当做自己的家,把将要相处一生的同事当成兄弟姐妹,绝不会因为短期收益而背弃家庭的稳定和安全。在德国企业中,管理者需要对职工推选的监事会负责,而不只是对代表资本家的董事会负责。在当权者的决策是基于对组织的爱而不只是个人利益的时候,企业的凝聚力和经营策略才可能经得起历史的检验。

在当下资本市场股东结构高度变动,国有股权即将退出竞争性行业的时候,我们更有必要回顾下成功企业的治理经验。我们相信,建立优秀的治理文化将越来越成为公司的长期竞争力所在。(Jerry)