

资本项目逐步开放 海外对冲基金借 QDLP “邂逅” 国内投资者

2013-05-29 清科研究中心 闫洁

2013 年是中国经济改革继续前进的一年，特别是金融改革继续迈向“深水区”的一年，清科研究中心观察到，在经历了 2012 年的资金退出难，IPO 出现“堰塞湖”现象，投资周期过长，投资回报率下降等一系列的挫折后，中国私募股权投资市场上的 LP 们遇到了前所未有的困难，同样也给市场上的 VC/PE 投资机构们带来了巨大的挑战。基于此，借着金融改革继续推进的春风，清科研究中心特推出《2013 年中国 QDLP 政策研究报告》，着重分析在此政策下，中国从政府政策、市场参与者及投资策略等方面该如何应对，并提出了具有参考性的案例以供分析。

QDLP 的定义

所谓 QDLP (Qualified Domestic Limited Partner 即合格境内有限合伙人) 是指，允许注册于海外，并且投资于海外的对冲基金，能向境内的合格投资者募集人民币资金，并将所募集的人民币资金投资于海外市场。

QDLP 的申请条件

由于 QDLP 政策在上海先试先行，所以现阶段的申请条件以上海推出的政策条款为参照依据。根据上海市《关于本市开展合格境内有限合伙人试点公司实施办法》规定，设立外商投资海外投资基金管理企业（即 QDLP），应满足如下条件：

（一）企业章程或合伙协议中约定从事如下业务：

- 发起设立投资于境外二级市场的境外投资基金企业；
- 受托管理海外投资基金企业的投资业务并提供相关服务；
- 投资咨询业务；
- 经领审批或登记机关许可的其他相关业务。

（二）外商投资海外投资基金管理企业的注册资本（或认缴出资）应不低于 200.00 万美元或等值货币，出资方式限于货币形式。注册资本（或认缴出资）应当在营业执照签发之日起 3 日内到位 20%或以上，余额在 2 年内全部到位。

（三）外商投资海外投资基金管理企业的控股投资者或该控股投资者的关联实体应具备下列条件：

- 经营投资境外二级市场的私募基金投资管理业务，且有良好投资业绩；
- 在境外设立的相关实体须经所在国家或地区监管机构批准从事投资管理业务，具备当地监管机构颁发的许可证件（若适用）；
- 有健全的治理结构和完善的内控制度，经营行为规范，最近三年未受所在国家或地区监管机构的重大处罚，无重大事项正在接受司法部门、监管机构的立案调查。

（四）外商投资海外投资基金管理企业申请设立时，拟任法定代表人或执行事务合伙人（委派代表）应同时具备下列条件：

- 在被投地区有超过 7 年以上的证券投资或相关经历；
- 有 2 年及以上高级管理职务¹任职经历；
- 个人信用良好，在最近五年内无违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件。

注：¹ 办法所称高级管理人员是指单人执行董事及以上职务或相当职务的管理人员。

- 外资境外投资基金管理企业在本市必须设有一名高级管理人员作为常驻人员。

（五）外商投资海外投资基金管理企业的高级管理人员应在证券投资领域及证券投资管理行业具有良好的业绩；

（六）企业运作规范，具有严格合理的投资决策程序和风险控制机制；

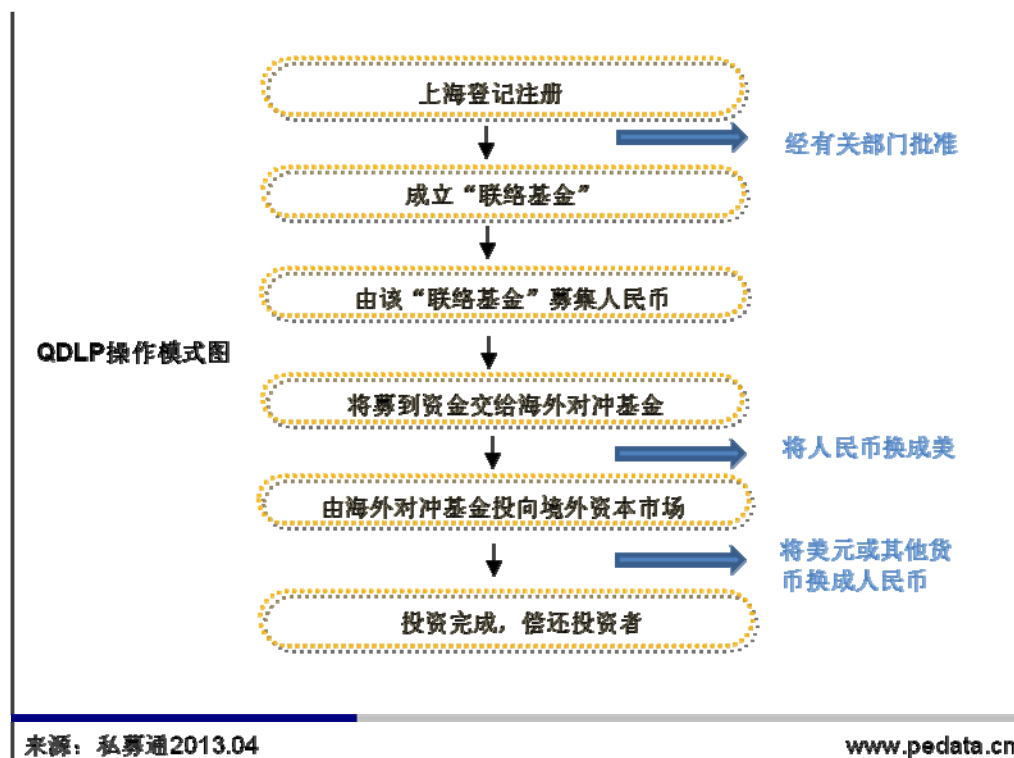
（七）按照国家企业财务、会计制度规定具有健全的内部财务管理制度和会计核算办法。

QDLP 的运作模式

从定义上可以看出，QDLP 本身作为人民币基金海外运作模式中的一种，有着区别于其他基金类型的操作模式，是基于监管部门、海外对冲基金、投资者三者之间的运作关系，具体的运作原理如下：

根据上海最近的实践，首先须由符合条件的外资基金（主要是对冲基金）或管理人先在上海注册一个“联络基金”，再由该“联络基金”在境内以人民币形式向符合条件的境内投资者募集资金，将募集到的资金结汇后交给海外注册的对冲基金，最后由海外对冲基金投资于境外二级市场。（如图 1 所示）

图 1 QDLP 操作模式示意图



在有关部门批准海外对冲基金时设置了一定的门槛，实质上是替国内投资者在选择 GP 时做的第一道把关；这与 LP 在选择 GP 时考虑的因素基本一致，如考察团队核心成员的履历、信用、基金过去的投资历史和业绩、投资方向和策略等，据了解最初获批准入的海外基金管理资产规模可能至少要百亿美元以上。该模式的核心工作应集中在对市场风险的考核方面，监管层一方面应考虑到市场风险，另一方面更要考虑到潜在的政治风险，以避免对冲基金可能会在实行境内募集资金后做空中国进行套利。

此外，业界也提出另外一种 QDLP 可参照的试点模式，即由中资机构作为 GP（一般合伙人）发起设立一只私募股权基金，外资的资产管理机构作为有限合伙人（LP）参与其中，基金的投向必须是海外二级市场，但具体以何种方式、投向哪个市场都尚未限定。

QDLP 的影响

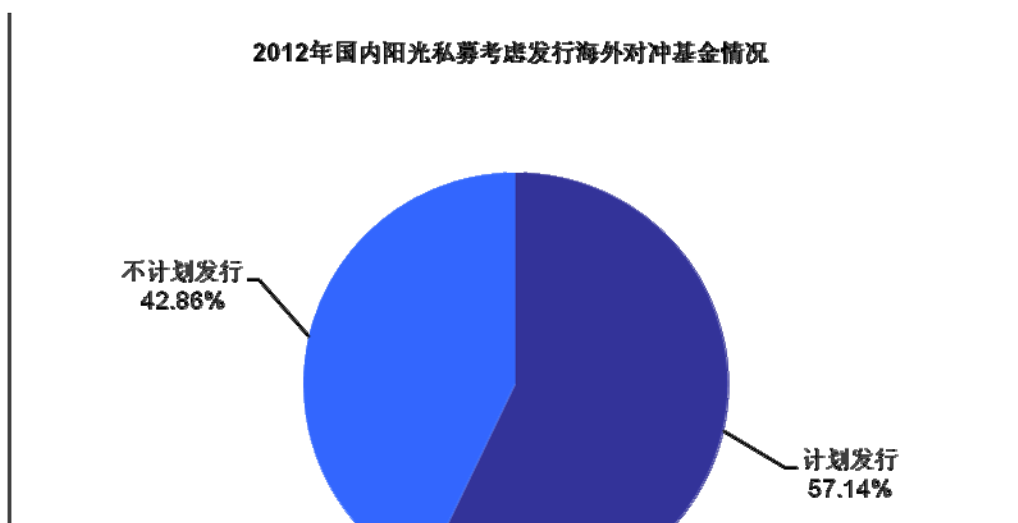
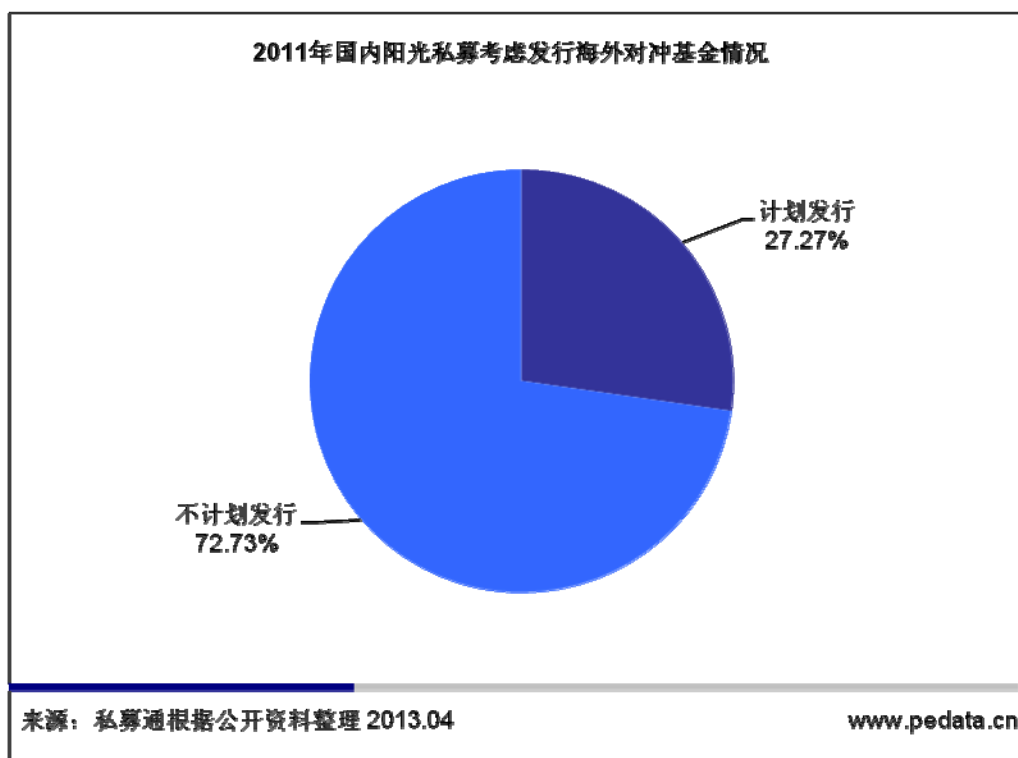
QDLP 政策出台的影响应该是多方面的，从同行业的其他机构如：阳光私募机构，到投资者，再到具体开设试点地方的金融改革，直至人民币国际化的进程，潜移默化中的影响将不断蔓延。

从对阳光私募机构的影响来看，由于短期内对首批 QDLP 有意向的都是一些知名的大型对冲基金，对投资者有较大的吸引力，对国内阳光私募行业会起到一定的分流作用，但是冲击不会很大。一方面，QDLP 的额度仅限于 50 亿美元，相对于国内约 3000 亿元人民币的阳光私募管理规模来说，占比仅在 10% 左右。另一方面，了解海外投资市场的境内投资者数量较少，加上汇率及税收成本，现有阳光私募的客户及潜在客户大量转向 QDLP 还不现实。从长期来看，国内阳光私募与海外对冲基金的竞争，有助于提升整个阳光私募行业的投资能力。

QDLP 对中国海外对冲基金的影响也有着利好的方面。中国已经有部分私募基金试水海外市场，据有关调查数据来看，29.55% 私募基金在海外发行对冲基金，并取得了不错的成绩，得到了国际市场的认可，走向国际俨然也成为一种趋势。但 69.23% 私募是通过专户形式参与海外市场的投资，23.08% 私募则是通过基金的形式参与，60% 的私募认为募资难是中国私募基金走向海外最顾虑的因素，因为海外投资者对资产管理机构的适应和了解大概需要 3 年以上的时间。然而，也正是困难会使得越来越多的中国私募基金走向国际化，参与国际化的竞争。

如果 QDLP 政策推出，国内私募“出海”的意愿大为增强，一项针对 50 位私募基金经理的调查显示，一旦 QDLP 政策获批，57.14% 的阳光私募公司考虑发行海外对冲基金，这一数值较 2011 年底调查提高了近 30 个百分点，当时仅有 27.27% 的阳光私募有计划在海外发行对冲基金。（如图 2 所示）

图 2 2011 年、2012 年国内阳光私募考虑发行海外对冲基金情况



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_15595

