

# 柳暗花明 券商私募步入快车道

□本报记者 王蕊

随着券商系私募机构的整改方案相继获得监管认可公示,券商系私募机构的新基金发行似乎正在从停滞中复苏过来。根据中国证券投资基金业协会官网数据,截至7月30日,2018年共有44只券商系私募机构产品完成备案,涉及25家券商私募子公司,其中10只为2018年新成立的私募基金。这意味着,随着整改进程的不断进行,已有券商私募子公司相继打破备案僵局,争先抢占市场的桥头堡。

充分发挥母公司的各种资源和能力优势,将是未来券商私募子公司参与业内激烈竞争的重要依仗。中国证券报记者了解到,在当前私募股权投资普遍募资困难的情况下,背靠券商母公司资源的券商系私募相对更占优势,20%自有出资比“红线”带来的募资限制得到逐步消化,业务范围呈现出从单一的Pre-IPO向多元化发展的趋势。



## 平安财智董事长封群： 联合作战 谋建后发优势

□本报记者 王蕊

作为最早一批转型第三方资管模式的券商私募子公司,平安财智的业务模式创新一直走在行业前列。秉承“轻资本、轻资产”运营的理念,平安财智自2012年起便开始由自有资金直投向第三方资管模式转型,在同行中率先走向私募资管业务模式。

“相比于市场化PE机构,大部分券商私募子公司已错过了建立核心竞争优势的最佳时期。”平安财智董事长封群日前在接受中国证券报采访时表示,券商私募子公司要参与市场化竞争,在数以万计的PE机构中建立后发优势、突围而出,必须充分协同证券公司母体的行业研究、投行能力、财富管理等方面的资源优势。“具备这些方面的优质土壤,券商私募子公司就有可能‘冒出头来’”。

### 强化投资能力

封群介绍,平安集团各子公司一直以来致力于打造“1+N”产品服务战略,为客户提供全方位、全生命周期的金融服务。在战略导向、文化氛围、协同机制的基础上,平安财智也建立起“投资+N”的特色联动模式,从资金募集、项目获取、投后服务三方面与兄弟机构进行业务联动。

资金募集方面,平安证券财富管理、平安银行私人银行等为财智提供广泛的募资渠道;平安财智也建立起“投资+N”的特色联动模式,从资金募集、项目获取、投后服务三方面与兄弟机构进行业务联动。

封群表示:“公司从2015年起便开始第三方资金募集,有一定的品牌影响力和客户积累。今年的募资情况还算顺利,近日刚刚完成第四只PE基金募集。”

他认为,当前市场上还是缺好资产,缺好的投资管理人,缺优秀的财富管理规划顾问。无论是资金端还是资产端,好的东西永远是稀缺的,因此要不断优中选优。

项目获取方面,平安银行及平安租赁为平安财智提供了宽频的项目推送,并从各自专业的角度帮助公司行业投资组强化对行业的理解,尽可能减少认知盲区。封群表示,平安财智注重重建投研一体化能力,结合平安集团生态圈选择聚焦“大健康、大科技、大汽车及大制造、大消费”行业,通过“面一线一点”层层传导驱动,由此形成相对标准化的项目初判筛选工具,推送给集团内各兄弟机构,借助他们的市场触角及存量客户群筛选出合适的投资标的。

他表示,平安财智在公司制定不可能孤军奋战,母公司架构下的证券业务、财富管理业务也必须协同强大起来。同时,券商私募子公司在投研能力、投资能力、以及母公司财富管理资源等方面具有天然优势,这也是券商私募子公司未来建立竞争优势、区别于其他私募机构的关键所在。

封群表示,如果能借助这些优势进一步转化成为自身能力,未来应该会有一些券商私募子公司能够冲出重围。或许,平安财智就是下一个。

## 华鑫证券陈戈： 券商资管业务将加快重塑

□本报记者 陈健 实习记者 陈心怡

近日,华鑫证券资产管理部副总经理陈戈对中国证券报记者表示,随着近期资管新规细则的发布,通道业务将进一步压缩,逐步退出历史舞台。此后,资管行业的核心竞争力将围绕客户服务管理和主动管理能力展开,形成差异化、特色化的资管业务,重塑新的资管业态格局。

陈戈指出,对券商资管行业而言,或将面临大洗牌。未来券商资管发展方向,一方面,要把握零售客户需求,在合规前提下不断丰富交易账户功能,部分券商已全面系统开启经纪业务向财富管理升级方向;另一方面,机构业务也正在转型,FOF、ABS、量化投资等都是重要发展方向。

陈戈认为,通道业务本质上是一种“牌照业务”或“套利业务”,并没有做到资源的最优配置,没有回归资产管理主动管理的本源。资产管理业务有风控环节,涉及到投资风险、市场风险、流动性风险等。通道业务所谓的“风控”主要看是否违规,而这并不能体现一家金融机构在资产管理方面的专业能力。资管业务新规就是要消除这种现象。随着资管新规及细则的发布,行业集中

区。封群表示:“我们不追热点,不做随机项目。项目选择时,我们重视客户黏性和对企业家的熟悉程度;投资判断时,我们重视规范性、成长性、估值合理性和退出可行性的评估。”

在投后管理方面,财智投资团队会及时检视当初投资逻辑验证偏差和业绩达成偏差,做归因分析和问责,力所能及做好增值服务,为企业增长添砖加瓦。同时,也会协同集团内相关资源为被投企业提供协助。例如:平安银行可以联动为项目提供授信和非授信服务,进行账户的监管及资金回流情况的监控;当企业发展到一定阶段后,平安财智可以将其推荐给平安证券,提供资本市场服务,终身伴随企业成长。封群称:“投资是低频的,商业银行业务是高频率的,投行是长周期跟进的,这是我们的铁三角打法”。

### 多元业务协同发展

“券商直投‘躺着赚钱’的时代已经过去。”封群再次重复起一年前的这句话。在近年来的积极转型中,平安财智的业务版图从Pre-IPO一家独大,逐渐变得丰富多元。截至目前,平安财智已经建立起包括Pre-IPO及成长PE基金、上市并购基金、政府合作产业基金在内的三大业务版图。

“投资是长跑,因此必须立足长远,做大概率事情,尽量做熟不做生。我们希望三大业务均衡发展,但也要尊重不同的业务存在的周期变化。”封群表示,比如当前市场环境下,并购需求更多,而PE投资的估值和退出风险则稍微偏大,因此,我们在PE方面会更加优中选优。

另外,平安财智在FA领投+跟投、轻量化的投研业务方面也取得了突破。

“当前,券商私募子公司在PE投资业内占比仍非常小,这表明整体能力还不够强。”封群认为,市场化私募投资机构在过去PE黄金时代做对了很多事情,并快速提升了自己的投资能力、市场口碑和LP的累积效应,券商私募子公司在从直投向私募转型的过程中已经落后在了起跑线上。

他表示,券商私募子公司制定不可能孤军奋战,母公司架构下的证券业务、财富管理业务也必须协同强大起来。同时,券商私募子公司在投研能力、投资能力、以及母公司财富管理资源等方面具有天然优势,这也是券商私募子公司未来建立竞争优势、区别于其他私募机构的关键所在。

封群表示,如果能借助这些优势进一步转化成为自身能力,未来应该会有一些券商私募子公司能够冲出重围。或许,平安财智就是下一个。

度预计将进一步提升,主动管理能力突出且风控好的公司将持续受益。

机构业务方面,陈戈认为,ABS作为券商资管的一个战略性发展方向的定位得到进一步明确。但由于ABS基础资产的多样性以及产品交易结构设计的复杂性等因素,大部分投资机构并不具有专门的主动管理团队或能力。这为券商资管在ABS的一级发行以及随后的二级投资与投后方面提供了更大的服务空间和用武之地。

“结合目前公司的资源禀赋以及历史投资经验,华鑫证券将聚焦几个核心的主动管理业务方向,力争形成一定的专业化、结合华鑫证券在金融科技“五位一体”的战略发展方向以及内部在投资、策略和场外衍生品等方面的积淀,聚焦针对个人或机构的定制化FOF、量化等产品的设计与投资服务;产品设计方面突出私募业务的比较优势,如结构化产品设计、自有资金联动等;立足证券公司的特色,注重销售模式的定制化与区隔化。”

## 募资破局

业内资深人士表示,“券商私募还可以自己出资20%,而社会私募通常只能出资5%。在减轻了募资压力的同时,券商私募的高出资比例更是一种实力背书,从而更容易赢得LP的认可和信赖。”

中国证券业协会2016年12月30日发布的《证券公司私募基金子公司管理规范》和《证券公司另类投资子公司管理规范》将券商直投明确区分为“私募基金管理”和“自有资金另类投资”,直接吹响了券商直投全面向券商私募子公司转型的号角。按照规范要求,自有资金在私募基金子公司或其下设管理机构设立的单只私募基金中的投资不得超过该只基金总额的20%。券商直投被砸掉了“金饭碗”,开始探索市场化道路。

在此之前,券商直投大多依靠“投行保荐+自有资金Pre-IPO”的投资模式,依靠保荐项目的高确定性以及自有资金投资的

高回报率,轻松在股权投资机构中一骑绝尘。然而,随着自有资金投资受限,转型中的券商系私募仿佛猛然间被截破了游泳圈,扔进了竞争的深水区。叠加股权投资热潮逐渐消退,资金面逐渐收紧,“募资难”成了券商私募转型面临的第一大难题。

南方某券商私募部门负责人表示,由于银行募资端的紧缩,私募机构在募资方面出现明显的“二八分化”,预计占少数的头部管理机构将能够募到大多数的钱,中部甚至于底部的一批管理机构,可能会面临较大的募资困难。

不过,并非所有的券商系私募都是在猝不及防中迎来变局。中国证券报记者了解到,一些券商私募早在新规尚未出台之前,就已经划定了基金中自有资金出资上限,提前布局从自营向资管方向转型。例如,华南某上市券商私募子公司人士表示,由于此前公司已

规定自有资金占比不能超过25%,其余75%的资金必须面向市场募集,因此,20%的新规红线并未给公司带来多大的募资压力。

平安证券旗下的私募公司平安财智表示,平安证券一直坚持轻资本运作,平安财智自2012年起便开始酝酿第三方资管模式,凭借平安集团在零售领域的领先优势,目前更是完全抛弃了自有资金投资,率先在行业内实现了100%市场化方式运作。

事实上,即便面临着同样的募资环境,券商系私募相对那些普通私募似乎日子更好过一些。

上述业内资深人士指出,目前国内券商大多具有国资背景,往来LP通常是各种央企、地方国有企业以及政府引导基金这种出资大方的“金主”,加上券商投行等部门建立了长期合作关系的上市公司,资金来源实际上相对丰富。

## 业务革新

募资问题并非券商直投转型私募子公司的唯一障碍,当前的市场环境对券商私募的投资能力提出了更高要求。

根据《证券公司私募基金子公司管理规范》,券商担任企业IPO的辅导机构、财务顾问、保荐机构、主承销商或担任拟挂牌企业股票挂牌并公开转让的主办券商的,私募子公司以及下设的基金管理机构的私募基金,不得对该企业进行投资。这意味着,过往按照“投行+直投”简单进行的Pre-IPO套利路子已然行不通,探索新的投资模式迫在眉睫。

“未来这个行业里拼的是什么?其实拼的是投资能力。”前述南方某券商私募部门负责人指出:“你到底有什么样的渠道,能找到好的项目?能说服这些好的项目来接受投资?对比社会化的私募机构,券商私募可能会在行业的专注等方面更具专长优势。”

私募股权机构每年接触的项目案源数量非常大,但只有极少一部分才能最终转化为投资项目。据中国证券报记者不完全调查,对具有券商渠道优势的券商私募子公司来说,每年的项目案源数量可高达500-1000个,其中仅有20%-30%能够获得尽职调研,最终落地的项目通常在10个左右。

据了解,为进一步集中精力对项目优中选优,同时提高对单个行业的垂直专研度,尽可能看清一个行业,目前券商私募通常会选择仿照投行部门,给投资团队划分行业事业部,重点关注公司具有资源、投研优势,且发展前景广受看好的相关行业领域,例如大健康、先进制造、人工智能等。事实上,行业组制也更方便券商私募与投行、投研等券商其他业务条线实现联动合作。

作为带有鲜明券商风格的私募,券商私募子公司天然保持着与母公司,乃至集团的

综合金融条线密切联系。例如券商投行、银行对公司可以通过广泛的客户基础帮助筛选推送潜在项目;研究所、投行及公募机构研究团队可以随时提供宏观经济及行业研究的技术支持;而券商财富管理、商业银行等在资金募集等方面发挥了举足轻重的作用。

借助上述得天独厚的优势,券商私募的综合金融服务能力越发凸显。“对小一些的企业,我们有场外市场;对稍大一些的企业,我们有PE;要上市,我们有投行;上不了市,我们还能帮他并购;万一公司出了问题,我们还有不良资产管理公司来进行处置。”一位券商系私募高管对中国证券报记者说,随着业务链条的日渐完善,当前越来越多的券商私募除了进一步聚焦投资Pre-IPO阶段的股权基金,也在逐渐尝试创投基金、产业并购基金以及夹层基金等在内的多元化业务。

## 优势壁垒

“在与企业接触的过程中,我们发现,除了已经打出品牌的头部私募股权机构,企业尤其是民营企业,其实更倾向于选择券商系私募作为GP。”前述资深人士表示:“企业实际看中的是券商私募资金注入后,可能会带来的更多增值服务。你的钱投进来,双方就形成了利益共同体,券商的各种优质资源都会优先导入。尤其是一些国资或央企背景的券商,可能会帮企业进一步争取在当地的政策优待。比如我们一个典型案例就是帮助一家企业申请到优厚的场地和税收待遇,帮助企业直接实现迁址”。

至于资金端,有券商私募高管指出,相比过去,国内的LP现在逐渐表现出越来越多的诉求,更多希望私募管理人能带给自己

能力上的提升。背靠母公司成熟的运作框架、完善的风控体系、优质的人才储备等先天条件,券商系私募天生更擅长进一步满足LP对于考察交流、制度学习、资产配置等方面的综合诉求。“甚至我们可以专门请研究员帮他们进行内部梳理,出具专门的战略报告。换言之,就是让LP在投资的同时不断成长,增加双方的互信,建立长期合作。”

虽然相比国外成熟的股权投资市场仍有差距,但国内的投资人正在逐渐成熟起来,预计未来机构投资者将成为主流。“从长远来看,部分投资人可能会愿意出资跟着基金来做,一个项目完结之后,他可能会希望管理人带来新的项目,进行复投。”该高管表示:“在这个市场中,基金管理人需要

不断提升投资能力,真正满足投资人的各种需求。这样的话,投资人才会持续跟着你往下走。”

2007年券商直投业务开展试点迄今已有10年,券商直投业务正在步入快速发展成熟期。东吴证券非银行分析师丁文韬认为,在券商直投转型PE后,将进一步强化龙头效应和市场化竞争。转型后,券商直投将直面市场化PE/VC机构,倒逼券商提升“募投管退”能力以吸引LP,管理能力优异的券商借此扩张私募基金资产管理规模形成新增长点。2016年以来IPO加速及新三板持续扩容,将助力券商直投业务兑现可观投资收益。相当看好龙头券商私募基金业务的成长空间。