

16 股市基金 Stock-funds

“拆除 VIE”五道坎 PE 豪赌中概股回归套利

■ 陈植 报道

暴风科技拆除 VIE 结构后登陆创业板, 股价历经 30 多个涨停板所衍生的赚钱效应,迅速搅动国内高端财富管理市场。

记者多方了解到,诺亚财富正酝酿发起一只 30 亿-50 亿元的人民币 PE 母基金(FOF),其中一项重要的投资策略,就是协助国内企业拆除 VIE 结构(包括已经赴美上市的中国概念股私有化),回归 A 股上市。

“业内把这类投资模式称为接力基金。”一位诺亚财富人士承认,它的最佳投资时机出现在 2009 年-2010 年,当时众多海外中国概念股广泛受到财务质疑而估值大跌,此时 PE 协助这些企业私有化并回归 A 股,年化预期收益可能在 40%以上。不过,他认为考虑到当前的牛市行情,FOF 产品此时参与这项投资,年化预期收益也能至少维持在 20%-30%之间。

然而,看似高回报的投资,暗藏的风险同样不少。

一家熟悉 VIE 结构的 PE 基金人士坦言,在拆除 VIE 阶段,PE 基金就可能遇到五大难关。这包括,解决境外投资人去留问题;终止全部 VIE 控制协议;重组境内企业业务架构;终止基于境外上市的员工股票期权激励计划;注销或转让境外主体,注销境内居民设立境外特殊目的公司(SPV)返程投资的外汇登记等。

每个环节稍有处理不当,就可能影响到企业后续 A 股上市进程,给投资资金带来额外的时间成本;在回归 A 股阶段,企业还要面临财务数据合并带来的利润增长持续性问题,若企业业绩迟迟无法满足 A 股 IPO 要求,项目退出同样会变得遥遥无期。

上述诺亚财富人士表示,基于上述投资策略的风险特征,这款 FOF 产品更倾向吸引具有高风险承受能力的高净值投资者。目前,诺亚财富正在向潜在投资者进行产品募资路演,具体的单个投资者准入门槛,将视投资者的认购热情而定。

但考虑到股权投资的高收益高风险特点,他表示通常诺亚财富对 PE FOF 的募资准入门槛,是单个投资者最低投资额不低于 300 万元。

在业内人士看来,诺亚这款人民币股权投资母基金之所以引入这项投资策略,除了赶潮流捕捉红筹企业回归 A 股的巨大套利空间,另一个目的就是缓解 FOF“二次收费”的压力。

所谓二次收费,是指 FOF 在子基金收取管理费与超额利润分红的基础上,还要向投资者再加收一笔管理费与利润提成,变相摊薄了投资者的收益。

上述诺亚财富人士表示,FOF 管理机构也注意到这个问题,开始在直投 PE 基金同时逐步增加跟投比例。

“在欧美成熟市场,跟投策略已经成为

FOF 提高自身投资收益的一项重要武器。”他强调说。

VIE 回归 A 股五道坎

在一家 PE 机构主管看来,企业解除 VIE 结构回归 A 股,蕴藏着巨大的价差套利空间。

一个明显的差别就是,赴美上市的不少视频网络企业估值长期徘徊在数十亿美元,但受近期国内 A 股牛市行情刺激,在创业板上市的视频网络企业——乐视网市值一度超过 1200 亿元,市盈率甚至超过 300 倍。这意味着这些赴美上市的视频网络企业一旦回归 A 股,估值也可能翻几倍,由此带来股价大幅上涨。

“随着国务院相关部门近期打算推动特殊股权结构类企业(VIE 结构)在境内上市,这种价差套利行为将持续相当长的一段时间,可以说是一项政策红利。”他直言。但他承认,企业从拆除 VIE 结构到回归 A 股,要克服的困难不少,任何一个环节出现差错,都会大幅影响整个投资回报预期。

记者多方了解到,在拆除 VIE 阶段,企业主要遇到的风险至少有 5 项,其中包括解决境外投资人去留问题,终止全部 VIE 控制协议,重组境内企业业务架构,终止基于境外上市的员工股票期权激励计划、注销或转让境外主体,注销境内居民设立境外特殊目的公司返程投资的外汇登记等。

其中最大的风险挑战是,不少境外机构股东知道企业拆除 VIE 结构(或中概股私有化)的目的就是回归 A 股分享牛市成果,自然在股份退出谈判环节漫天要价,实现自身投资收益最大化。这需要 PE 机构“软硬兼施”,努力说服境外机构股东接受一个相对合理的报价。

回归 A 股阶段,企业基于解决同业竞争与关联交易的需要,要在拆除 VIE 结构同时对境内业务进行重组,会引发利润增长持续性的问题。

毕竟,VIE 结构的一项优势,就是由境内公司向境外 VIE 架构下的特殊目的公司支付专利使用费、咨询费等,将利润转移至境外上市主体同时,将负债留在境内经营企业。但随着 VIE 结构被拆除,境内外关联企业的财务报表一同合并,企业利润有可能出现大幅下滑,从而给利润增长持续性带来巨大变数。

一位精通 VIE 结构的律师还指出,由于 VIE 架构下的境内经营主体属于外商投资企业,享有一定的外资企业所有税优惠政策,一旦 VIE 结构被拆除,若这家外资企业“经营期限不到 10 年,还将面临补缴税款压力,又会对利润持续增长带来负面影响。”

对此,不少 PE 基金在投资企业拆除 VIE 结构后,会观察企业 2-3 年的业绩增长速度,等到企业满足 A 股上市要求后,才会考虑申请上市实现项目退出。



在上述 PE 机构主管眼里,其中暗藏两大投资风险,一是项目退出期限可能被拉长,无形间提高投资资金的时间成本;二是项目退出存在不小的变数。比如有些企业在拆除 VIE 结构后出现业绩大幅下滑,迟迟无法满足 A 股上市要求,就可能面临项目难以退出的尴尬。

上述诺亚财富人士对此解释说,这款 FOF 产品对此有自己的风控体系,一是将 FOF 存续期限暂定为 10 年,便于投资企业在拆除 VIE 结构后,拥有充足时间重组发展业务,并在合适的牛市时机上市,带来高回报;二是在跟投策略中引入自己的风控体系,即使领投的 PE 基金给项目退出做了信用背书,他们仍会考察项目的经营状况、业务发展前景等,并邀请业内人士对其回归 A 股进行可行性分析,最终决定是否跟投。

他指出,基于风控需要,目前 FOF 对这些跟投项目设定的持股比例,最多在 2%-3%之间。考虑到 FOF 存续期限偏长可能给投资者带来不小的资金沉淀压力,这款产品拟采取按项目分红的模式,即当一个投资项目实现退出时,就按相应的利润分红约定向投资者分红。

跟投玄机: 缓解 FOF 二次收费压力

在业内人士看来,诺亚这款 FOF 产品之所以引入跟投策略,也是希望能通过高回报,缓解 FOF 长期面临的二次收费问题。

按照行业惯例,通常 FOF 在 VC/PE 基金收取 2%管理费与 20%超额利润分红的基礎上,还会加收取 1%管理费与累进式的利润提成——具体而言,若一款 FOF 产品内部收益率(IRR)达到 8%,FOF 管理方将提取全部收益的 8%,当 IRR 超过 15%时,FOF 管理方则将提取超额收益的 10%。

这种两次收费模式,令投资者颇为不爽——尤其是一旦 FOF 产品无法兑现年化

20%-30%的行业平均收益预期,他们就会拿二次收费问责,甚至要求 FOF 管理方返还管理费,作为利润未达预期的补偿。

然而,相关部门不允许类似的管理费返还行为。多数情况下,FOF 管理方采取的妥协方案,就是邀请这些投资者出国旅游,“替代”他们要求的管理费返还要求。

上述 PE 机构主管认为,这并非长久之策,FOF 必须找到提升自身收益的可持续投资策略。跟投策略的最大好处,就是 FOF 所投资的项目股权,无需再向 VC/PE 基金缴纳相应的管理费与利润分红,等于少了一层收费。

记者多方了解到,为了顺利实施跟投策略,不少 FOF 机构在决定投资 VC/PE 基金时,事先会约定 FOF 的项目跟投权利与相应的最大持股比例。比如,在企业拆解 VIE 结构后回归 A 股的投资领域,FOF 能通过跟投方式持有最高 2%-3%项目股权比例。

不过跟投策略能否实施,还面临 VC/PE 基金不同 LP 的利益分配问题。通常,VC/PE 基金除了引入 FOF 作为主要 LP,还会吸引大学基金、机构投资者等不同类型 LP,他们未必认可 FOF 拥有跟投的“特权”,因为他们会认为 PE 基金白白将投资机会“转让”给 FOF,无形间牺牲了他们自身的投资权益。

“这同样需要谈判技巧。”这位 PE 机构主管坦言。多数情况下,PE 基金会先征求基金最主要 LP 的意见,如果 LP 觉得投资项目在拆解 VIE 结构后,回归 A 股存在较大的风险,他们自然会同意给予 FOF 更多的跟投持股比例;反之 PE 基金就会与 FOF 谈判,尽可能压缩后者的持股比例。

他强调,基于企业拆除 VIE 结构后回归 A 股的投资策略,绝不是无风险套利——整个投资环节风险隐患正在日益提高。尤其是部分准备拆除 VIE 结构回归 A 股的企业同样开始待价而沽,坐视 PE 基金争相抬高价,但这种竞争在压低投资回报预期同时,变相增加了 PE 高价接盘的几率。



■ 何晓晴 报道

面对沪深两市融资融券余额迭创新高的现状,券商两融风控亦在不断收紧。

6 月 9 日,广发证券和银河证券同时就调整信用账户单一证券持仓集中度实时控制指标发布相关通知。记者注意到,就在 5 月股市高歌猛进时,券商对于两融业务的收紧也随之而来。

仅以广发证券为例,自今年 5 月以来,该公司已经连续两次调整融资融券可充抵保证金证券折算率和二度提高融资融券业务融资保证金比例。

而券商不断加强两融风控的诱因则与证监会 4 月 17 日对两融业务提出的七项要求相关:要求的其中一项就是“加强两融业务风险管理,及时调整初始保证金比例,标的证券范围”。

四大招收缩两融杠杆

记者调查发现,券商新一轮调整两融业务的公告主要出现在 5 月底至 6 月初的这一时段,涉及十余家券商。从风控的手段来看,主要包括对融资融券业务设定多项监管指标、调出部分融资融券标的证券、对客户信用帐户持仓集中度采取分级控制措施以及上调融资融券保证金比例等四大手段。

曾经因为两融业务违规被罚的中信证券,对于两融业务的风控设定了在行业内相对严格的措施,除了出台了其他券商均有使用的措施外,还设立了多项监管指标来降低风险。

6 月 5 日,中信证券发布通知,公司针对融资融券监管设立了 11 项监控指标,如出现“中信证券全体客户融资买入单只证券

券商两融定向风控路线图:四大招收缩杠杆

的市值占该证券流通市值的比例达到或超过 10%”;“全体客户融券卖出单只证券的市值占该证券流通市值的比例达到或超过 10%”;“单一客户融资规模占中信证券净资产的比例达到或超过 5%”等情形,公司有权对客户采取相应措施。

调出融资融券标的证券的措施,使用的券商较多,较受关注的是国盛证券于 6 月 4 日下发《关于调整融资融券标的券有关事项的通知》称,即日起将创业板股票全部调出融资融券标的证券;调整创业板股票的可充抵保证金的折算率。同天,东吴证券亦剔除了 39 只融资融券标的证券,其中,沪市 23 只,深市主板 5 只、中小板 9 只、创业板 2 只。

国盛证券该通知发布前一天,创业板指数盘中突破 4000 点,6 月 5 日,创业板指数盘中创出了 4037.96 点历史新高后出现调整。

针对客户信用帐户持仓集中度管理是近期大券商开始陆续的措施,如银河证券 6 月 9 日就表示,公司决定自 6 月 15 日起,对信用账户单一证券集中度指标进行调整。投资者有未到期的融资融券负债,当客户维持担保比例低于 180%时,所持有的单一证券的价值占信用账户证券总市值的比例不得超过 60%,达到指标控制上限时,由交易系统实时限制该只证券的新增融资买入、担保品买入或担保物提交委托。

上调客户融资融券保证金比例的措施有些券商已经是多次使用,如 5 月 29 日,广发证券表示自 2015 年 6 月 1 日起,将融资融券业务标的证券的融资保证金比例由 75%上调至 80%。这次也是广发证券于 5 月 26 日起将融资保证金比例由 70%上调至 75%后短期内第二次上调。

上调客户保证金是一个较为直接的控制两融规模的措施。“在投资者保证金金额一定的情况下,保证金比例越高,投资者向

证券公司融资、融券的规模就越小,财务杠杆效应越低。”国信证券发展研究总部研究员曹睿轩如是评价。

定向调控

券商加强两融风控的措施,有着明显的定向调控味道,以创业板为典型高估值股以及两融规模较大的股票都成为定向调控的重点目标。

6 月 8 日,国泰君安发布《可充抵保证金证券名单及折算率调整公告》,对融资融券业务可充抵保证金证券标准参数进行定向调整。在 18 只调出可充抵保证金证券名单中,创业板有 7 只,分别为东方财富、乐视网、万达信息、长亮科技、金运激光、博济医药及全信股份;中小板 4 只,分别为生意宝、百润股份、伊立浦及天润控股;深市主板 5 只,为蓝鼎控股、万方发展、南华生物、深中华 A;沪市的两只则是金证股份、运盛实业。

通过对 18 只个股进行分析,可以发现,它们的共同点是前期涨幅巨大,同时估值水平要远远超出市场的平均水平。

国盛证券直接将创业板股票全部调出融资融券标的证券的做法,则明显是针对创业板板块整体的高估值。

一些估值虽然有优势,但是融资融券规模过大的个股也成为券商眼里的风险点。今年年初,数家券商把暴涨的中国南车和中国北车调出两融标的。5 月 29 日,申万宏源证券公告将中国平安调出融资标的证券范围,这也是融资融券业务推出以来,券商首次将单一个股调出融资标的。中国平安估值虽然较 A 股大多数个股低,但其融资规模一直个股中最高的,5 月 29 日当天,其融资余额规模高达 491.17 亿元。6 月 1 日兴业证券也跟随发布新的两融公告称,暂停中信证券、中国平安、兴业银行的融资买入,待融资集中度风险平缓后,再恢复其融资买入功能。当天三只股票的融资余额总额规模接近 1100 亿

元,长期位居个股融资余额规模前五的位置。

而一个有意思的现象在于,尽管已有不少券商开始收紧两融风控,但除了市场情绪一度受到影响之外,对两融余额规模的影响却并未显现出来。

最新统计数据表明,截至 6 月 9 日,A 股融资融券余额已高达 21861.14 亿元,较前一交易日的 21748.30 亿元增加 112.84 亿元,再创历史新高。

“虽然已多家券商调整两融比例,收缩杠杆,但因每个客户的持仓情况无法得知,因此无法准确地计算出调整比例对两融的影响,但从这些券商纷纷做出调整的效果来看,两融总规模仍然在攀升,因此目前影响或许还无法显现,可能还需要更多的券商加入后形成集群效应才会体现出来。”对此,一家中型券商相关负责人告诉记者,“此外,因参与两融业务的券商多,标的股票更多,少数券商调出个别股票,最多对这几只标的个股有微不足道的影响,对整个市场影响则可以忽略不计。”

被定向调控的中国平安融资余额规模仍在缓慢增加,至 6 月 9 日,其融资余额已经达到了 502.13 亿元,较 5 月 29 日增加 11 亿元。

而创业板指数在突破 4000 点后连续回调两个交易日后,6 月 10 日大涨 3.49%,收于 3834.7 点,“狂牛”本色不减。

严控两融业务对创业板整体的“杀伤力”并不强,截至 6 月 9 日,创业板所有个股两融余额是 1016.54 亿,相对于创业板市场总市值 63631.45 亿,仅占 1.60%;而相对于整个市场 2.17 万亿的两融规模而言,也仅占 4.68%,规模还是很小。

“我们认为,只有随着羊群效应的不断放大,越来越多券商对两融标的的逐渐放大到涨幅较大的个股,包括主板、中小板和创业板等等,后期才有可能对市场形成冲击。”该人士称。

外媒: 中国小股民盲目炒股

■ 涂硕 报道

外媒称,通过几个散户的故事,可以看出中国股市中普通股民的众生相。

据美联社 6 月 10 日报道,李海涛(音),24 岁,在钢材贸易公司工作。去年 6 月,没有做过任何研究的他随着一大堆新股民杀入了不断推高的中国股市。但是,他为自己的冒险付出了代价。

在湖南省工作的李海涛说:“我入市是盲目的。我已经遭受一些损失,所幸损失不大。”

报道称,许多抢着进入中国股市的新股民——人数在不到一年就已经翻了一倍以上——都和李海涛一样:新手,掌握的信息不多,热衷于风险高的投机性交易。这不禁让人越来越担心,一旦股市降温,他们可能会受到打击。

上海的一个证券分析师、曾为几家报纸写金融专栏稿的张弛(音)说:“股民甚至都不知道自己所投资的企业是干什么的,这种事情很常见。他们根本不关心。所以我很担心他们。”

相反,在美国、欧洲或日本,很多人都通过共同基金来投资的,大多数中国投资者直接购买股票,有时甚至连公司名字都不记得。

1990 年,第一家证券交易所在上海开张时,人们的金融知识都很有限。券商提供股票交易的课程,劝人从事低风险、长期投资的股评文化尚未建立起来。许多中小投资者都靠传言或朋友的荐股,市场充斥着对内幕交易和欺诈的怨言。报道称,西南财经大学进行的中国家庭金融调查报告发现,近 6%的新股民是文盲,四分之一只读完了小学,三分之一多初中后就不上学了。

54 岁的黄女士是北京一家证券公司的常客。她说:“我买股票几乎没有依据,很盲目。”她说她从 2000 年以来一直投资股市,这次牛市赚了 20%到 30%。她说:“学太多股票知识没必要。”

为什么呢?黄女士的话反映了一种常见看法,因为驱动股票价格的更多是政策而不是经济基本面:“中国的股市显然是受操纵的,所以如果你亏损了,那是命中注定,与你知道的多少没有关系。”

报道称,最近的牛市是在国有新闻机构去年夏天说股票很便宜后才开始的。投资人认为,这意味着政府希望股价上涨——必要时还会挺股市。

一年来,上海综合指数已经飙升了 150%,尽管这期间也发生过惊人的下跌,最近一次 5 月 28 日暴跌了 6.5%。

报道称,政府希望中国股市成为一种帮助经济变得更加高效的工具,但领导人似乎对牛市失控感到越来越不安。国家媒体逐渐开始敲响警钟。

80 岁的黄静茹是个 12 年的老股民。她说:“我相信我要做的就是看新闻和电视上的股评,跟朋友商量,回顾股市的历史,搞清楚中国经济的总体状况。”

每天早晨,她拿着当天的财经报纸和一壶茶,坐到北京一家证券公司,寻找最新的股票信息。

她说:“今天的报纸强调了重工业和军事工业,所以我会更加关心这些行业的个股。”

报导称,许多新股民都是 90 后。也许他们太年轻,记不得 2007 年上一次中国牛市。牛市崩盘后,股价暴跌,次年的股指暴跌了 70%。

新股民往往受到股市推动财富增长的故事所鼓舞。今年上半年,在股价不断上涨的推动下,中国几乎每个星期都能造就一个新的亿万富翁。

黄女士说,她从 2014 年下半年起投资已经翻番,但她也承认,2007 年的股灾让她的投资损失了 70%。

她说:“我对投资没有多少经验和知识。”据中国证券登记结算有限责任公司,在截至 5 月 22 日的那一周,有 260 万股民开通了新的交易账户。

60 岁的张女士说:“我已经准备好投资于股市,主要是受朋友的鼓励。我没有计划或者精力去学习投资的基本知识。所以基本上,我就是到处看看,看看瞎猫是否能逮住一只耗子。”