

# P2P资本狂欢吹大估值泡沫

## 银行系口风转向急避风险

□本报记者 张莉

近日,联想控股投资北京同城翼龙贷的消息在业界引发波澜,有知情人士透露,当前项目投资到账金额已经达到1亿元,后续资金到位需要满足对赌条件;若坊间盛传的9亿元投资规模属实,或将刷新P2P平台融资规模新的记录。数据显示,今年以来,已有多达20多家P2P机构获得亿元级别融资,在互联网金融热炒之际,资本也在加速入局P2P行业。

站在风口的P2P市场,吸引各路资金土豪蜂拥进场,其平台估值也旋即飙升数倍。不过,有创投人士分析,P2P平台估值动辄千万甚至上亿级别,难免存在一些泡沫,当前市场对P2P机构估值方法随机性比较大,机构扎堆投资也推高行业估值水平。与此同时,不少企业砸下重金跨界进驻P2P领域,却筹谋通过平台通道为自身项目寻找融资渠道,P2P自融和资金池的运营模式日渐成为P2P平台的危险游戏。

由于平台跑路、风控模式模糊、征信体系不全等问题日益突出,一度热衷入股P2P的银行系机构态度开始转向,看空唱衰情绪弥漫。据熟悉银行系统金融监管的人士分析,当前一些P2P平台资金成本居高不下,嫁接票据贴现、应收账款保理、融资租赁等多项业务,安全性及稳定性令人担忧,并且尚未拥有大数据风控能力,不良率已达到接近让投资人收益全无的状态,“多数的P2P金融平台可能会死亡,创投对P2P行业盲目乐观非常危险”。



CFP图片

## 平台“兜底”能力存疑 去担保化仍难落地

□本报记者 张莉

11月以来,贷帮网合作机构前海租赁批量出售的债券项目出现集体逾期,至今仍有1280万元资金尚难知晓流向,而平台负责人也公开发表“不兜底”言论,不会无条件垫付,以打破此前P2P行业刚性兑付的传统做法。而同样受到前海租赁借款人逾期牵连的人人聚财则选择通过平台自有资金进行先行垫付。一时之间,P2P平台“保本文化”引起业界的广泛争议。

今年以来,P2P平台频频出现项目逾期,尽管不少平台负责人坚持通过担保公司或平台自身实力来进行兜底,但大额坏账事件的曝光也令投资人对P2P行业担保能力产生质疑。不少业内人士认为,尽管P2P平台定位信息中介,但同时却不断为坏账项目买单,令平台频频陷入刚性兑付的困境,不少平台已经开始尝试“去担保化”,但真正实施落地却异常艰难。

### 逾期谁来买单

贷帮网千万元项目逾期事件仍在发酵,除了投资人关注项目资金最终流向成为谜题之外,平台放弃偿付也成为P2P行业打破潜在刚性兑付规则的首例。与之形成鲜明对比的是,同样受到前海项目逾期影响的人人聚财平台则选择用自有资金进行垫付,而这正是P2P平台发生坏账之后的传统做法。此前红岭创投遭遇广州纸业项目总额1亿元的借款逾期后,平台发布公告称,对此次逾期项目已经分批次全部进行本息垫付,以保障投资人利益。

P2P借款发生坏账、逾期之后,平台是否应该“兜底”引起了业界的广泛争议。针对此次贷帮网拒绝为千万逾期贷款进行“兜底”的事件,有业内人士认为,尽管P2P定位信息中介而非信用中介,的确需要适时打破刚性兑付的规则,“兜底”模式实际上也会给P2P平台带来巨大的资金压力,不过现在并非是打破刚性兑付的好时机,大部分P2P投资人尚不成熟,不“兜底”可能会挫伤投资人信心,造成投资人大规模出局。

目前来看,P2P平台往往采取两种方式来解决信用风险:一是凭借自身风控能力进行本息的全额担保,二是引入外部机构进行担保。当前,P2P担保思维依然沿用传统银行的方式对投资者进行“兜底”,即便发生逾期,也是由平台或者通过不断发标来进行填充资金坑,或者外部融资金额进入以承担坏账。

不过有银行系内部人士已经就P2P担保模式提出质疑,认为当前P2P行业所承诺的担保方式仍然难以把控平台风险。该人士认为,当前除了几家银行系、国资系统或者融入上市公司的P2P平台具备资本实力之外,普通的P2P平台资本金实际上难以抵偿坏账的发生,与此同时,有第三方提供担保的模式,在当前信贷危机频发的投资环境下,可能也难以真正做到承担尽职调查成本及代偿风险,这也意味着由第三方机构向P2P平台输入借款项目来屏蔽风险的方法并不可靠,贷帮网遭遇的借款逾期正是如此。

### “去担保化”进退维谷

由于担保模式对P2P行业发展的制约,实行“去担保化”早已成为业内热议话题,同时P2P去担保化也成为未来金融监管的思路。今年7月,银监会创新监管部官员提出,P2P机构应当明确定位为民间借贷的信息中介而非信用中介,同时P2P平台自身不得进行担保,不得承诺贷款本息收益以及不承担信用风险和流动性风险。

不少P2P业内人士纷纷提出,当前P2P担保模式的风险已经逐渐暴露,去担保化将势在必行。陆金所董事长计葵生透露,由于陆金所规模快速扩张,曾经为其担保的平安投资担保有限公司即将触碰到担保额度为注册资本金10倍的杠杆红线,因此,陆金所早已在酝酿“去担保化”的实施。

尽管去担保化在业内呼声渐高,但真正能够实施落地却仍需要经历行业漫长的努力。有P2P从业人士表示,P2P平台引入担保之后才能不断扩大市场,P2P公司在寻找借款人之际也会制定标准和门槛,许多投资者都会根据平台拥有的信用背书而进行选择,一旦将担保责任剥离,平台的发展可能就会受到阻碍,这也造成“去担保化”路程艰难的因素。“总体而言,平台自身要加大力度建立有效风控体系,提供优质项目,强化项目信息披露,令平台其他风控手段成为项目安全的保证,同时投资者也要形成成熟的投资理念,不要过分迷信担保。”

## 资本疯狂追逐P2P市场 机构成平台估值飙升“推手”

尽管实体经济颓靡不振,但今年以来,互联网金融却不断上演着一场场资本狂欢的剧目:今年年初,人人贷公司披露1.3亿美元巨额A轮融资,开启资本进场P2P领域的盛宴;6月开始,包括券商、银行、PE/VC等在内的各路投资人注资P2P的消息频繁见诸报端,收购价格动辄上升至千万至亿元级别;联想巨资入股翼龙贷的事件也在坊间掀起巨大波澜,市场预测其融资规模有望刷新行业历史记录。

P2P机构无疑正在成为风投机构眼中的“黄金标的”,不少平台运营模式也获得市场认可,其B轮、C轮的大规模的融资速度也令业界咋舌。以融360为例,平台今年7月宣布完成C轮融资,主投资方为兰亭投资,光速、红杉、KPCB增资,根据A轮和B轮的融资金额推算,此次融资金额在6000万美元左右。而91金融在2013年9月获得宽带资本等机构的投资后,于今年7月又获得海通证券直投子公司海通开元领投的投资。据零壹财经的统计数据,6月至今,每个月宣布获得融资的P2P机构均在3个或3个以上。

值得注意的是,市场资本的疯狂追逐令

P2P平台估值直线飙升。今年9月,积木盒子宣布完成B轮融资,金额达到3719万美元,尽管其整体估值及令投资方具体投资比例尚未披露,但创投界内部人士分析,其B轮投资所占创业公司股权多在10%—20%,具体比例则取决于项目的估值。照此计算,积木盒子的估值约在1.8595亿美元至3.719亿美元之间。此外,有利网B轮融资达5000万美元,估值约在2.5亿—5亿美元之间;人人贷公司估值在6.5亿—26亿美元的区间内;而翼龙贷近10亿元融资额度,也将其平台估值想象空间推升至20亿元左右。

不过,在P2P平台巨额融资也暴露出因行业过热引致的“泡沫化”问题,其背后隐匿着机构营销炒作、估值随机性、对赌协议引人等一系列行业潜规则。有风投机构内部人士透露,尽管P2P平台公开融资规模动辄千万级别,但风投机构出于控制自身风险,实际初期到位资金会控制得比较低,约占总计划规模四分之一,需要签订一些对赌协议,只有P2P平台业绩达到一定标准时,才会进行后期投资。“整个行业不确定性大,早期发展迅速的

## P2P金融泡沫隐忧出现 盈利模式“异化”问题重重

这两年以来,P2P行业大跨度发展、市场繁荣构成当下互联网金融潮流热涌的局面,越来越多机构、上市公司及机构陆续介入P2P市场,有乐观者甚至认为,互联网金融将发起一场替代传统金融的颠覆性革命。然而,伴随P2P平台行业逐步发展、各类金融业务的嫁接、平台管理架构的复杂化,不少身处金融圈的从业人士敏感嗅出来自P2P行业可能正在酝酿的泡沫风险,对当下市场混杂的局面和行业未来的判断也日趋谨慎。

P2P也正被各路资本追逐,但泡沫也会伴随市场的疯狂而逐渐吹大,这令不少业内人士开始对P2P行业发出警示。经纬创投合伙人张颖曾对当下创投融资的频繁投资项目表示担忧,并在内部公开信表示,泡沫可能随时破裂。而一位曾长期在监管系统任职金融监管的银行系人士认为,当前大部分P2P的各类盈利模式、担保方式、风控手段都发生异化,令其日渐远离信息中介的本质,加上缺乏监管的环境,令P2P市场出现骗子横行、非法集资风险积聚、平台频频倒闭等一系列问题,“99%的P2P金融平台可能即将死亡”。

从诞生之初,P2P金融便被视为对接资金供需双方的信息交易中介,而当P2P概念引入中国之后,其运营理念却发生较大变化,为获得投资者信任,许多资本实力雄厚的P2P平

台先后推出保底、保证金、抵押、担保等多种形式来架构风险控制体系,加上券商、银行等机构信用背书的加入,令投资人日渐依赖平台自身的担保能力和风控能力,P2P扮演的角色也越来越类似银行。

当前,中国P2P平台正在展现出惊人的融资能力,凭借对接大多数传统信贷产品而向借款人输送资金,并向投资人承诺高于其他理财产品的收益回报。但仔细观察,P2P市场所谓空间巨大也许只是“看上去很美”。上述银行系人士分析,由于互联网金融平台的公信力不足,网上募集的资金成本远远高于银行存款,且总量、稳定性不强,为了赢得市场,一般都要依靠放松风控手段、牺牲安全性来维持,“票据贴现、应收账款保理、融资租赁,P2P看似无所不能,都可以嫁接,但是一旦加上那么高的资金成本,一切就又变成了空中楼阁”。

与此同时,对于借款人而言,P2P融资的借贷成本也高于银行贷款利率,P2P借贷并非益于草根的普惠金融。网贷之家统计数据显示的当前的平均利率为18.18%,还不包括大量的担保费、服务费、保证金、提现费等。据融360最新报告,业内瞩目的P2P小微贷款行业有九成的信贷产品月综合利率超过2%。分析人士认为,部分平台令借款人支付超过经营利润的高额利息的同时,无疑也增加了平台风险控制和操

## 资金链危机频发引洗牌加剧 P2P“公约”拟破风险局

临近年底,由于银行放款收紧、催收加剧,一些企业的资金面会趋于紧张,P2P平台也将迎来兑付考验。从去年以来,大量平台由于资金紧张出现问题,资金链断裂、平台倒闭跑路事件频发,今年随着P2P市场规模的扩大,不少资质、风控水平不足的平台也将遭遇危机。有市场观点认为,当前一些小企业面临依赖高息贷款、难以扭转亏损的困境,有些企业在行业普遍不景气的情况下而濒临破产边缘,不少融资担保、小额贷款等机构也因此面临巨大的资金压力,“野蛮”生长的P2P行业也将出现大幅度的洗牌局面。

上述银行系人士认为,国内的P2P行业的不良率可能已经接近令投资人收益近乎全无的状态。据网贷之家不完全统计,2013年至今约有60家P2P平台近20亿元的待收金额进入了危机状态。粗略测算,200家以上的问题平台应给这个行业带来60亿至100亿元的不良贷款及损失。结合当下所有平台约600亿元的贷款余额,

参照银行业金融机构中小企业不良率24%测算,行业合计不良率最少不低于12%。依据当前投资人以服务佣金方式付出的运营费用、担保等中间成本,其最终利息回报约占2%。“根据线下调查情况,当前公布的小微企业贷款不良率实际数值可能要高于公布数值,这也意味着P2P投资人的回报率基本接近于零。”

由于当下P2P市场发展无序、鱼龙混杂,越来越多有实力和资质的P2P机构开始发起一场“抱团”自律的运动,以期通过行业自律规则来净化P2P市场,圈定P2P运营的规则底线,以防止一些伪P2P机构进行圈钱诈骗。11月5日,中国小额信贷联盟P2P行业委员会发布《小额信贷信息中介机构(P2P)行业自律公约(修订版)》,提出P2P须与银行或第三方支付机构进行账户托管,并且及时披露逾期90天以上的同账龄逾期率。11月6日,深圳市互联网金融协会正式宣布成立,并同时公布《深圳互联网金融协会标准和运营守则》、《深圳

P2P行业自律公约》《深圳众筹行业自律公约》等3份行业自律性文件。

上述文件明确,互联网金融金融机构在开展互联网金融各类业务时,不得从事非法吸收公众存款、非法集资、非法支付结算、非法证券等各类金融违法违规行为;始终遵循“小额便利、信息披露”原则,严禁欺诈,以及出现理财-资金池等国家金融监管部门明确禁止的业务。深圳互联网金融协会指出将加快建立互联网金融网站备案制度,建立P2P网贷行业指数,同时引导P2P机构明确经营“底线”政策“红线”,推动互联网金融企业开展客户资金存管(监管)、做实各类准备金账户,切实提升自身风险防控能力。

有消息称,对于互联网金融的监管政策将有望年内出台,而相关的监管思路也逐渐清晰化。有央行人士公开表示,监管原则仍然是分业的方向。“平台信息披露要放在第一位,信息平台的监管职能也很重要,要设立平台的准入门槛。”

### 记者观察

## P2P创新知易行难

□本报记者 杜雅文

VC说,P2P还是要投的,万一哪天就盈利了呢?在创投资金疯狂涌入网贷行业的同时,这句玩笑也广为流传。据不完全统计,截至目前已经开始运营的网贷平台数量接近1500家,然而实现盈利的却寥寥无几。因互联网基因,一些创投机构给予网贷平台较高估值,但因征信系统不完善等因素,绝大部分网贷平台在运营上并未有创新,更多只是传统信贷技术披上了互联网渠道的外衣,要真正融合互联网形成全新的金融业态,还有漫长的道路需要探索。

众所周知,因财务不规范、信息不透明、缺乏抵押物等原因,多年来大量小微企业融资难问题得不到解决。而以P2P为代表的网贷平台,力图借助互联网实现金融脱媒,希望通过投融资双方的直接对接,实现高效、低成本的运营,然而现实却充满了窘境。

按照一些网贷平台的宣传,他们是以大数据为支撑,通过国外先进的风险控制模型来实现风控。姑且不论照搬国外的风控模型是否有效,仅就数据采集而言,与传统金融机构相比,网贷平台的数据并不占优。从大环境来看,我国个人征信体系还处于刚起步阶段,无论是数据的准确度、深度和广度都不完善,无法与欧美国家已经形成的开放式、全覆盖、系统化的个人信用数据同日而语。网贷平台从多个渠道搜集而来的零散的个人信用信息,其真实性准确性难免大打折扣。不仅如此,网贷平台至今没有接入人民银行征信系统,而且在行业内部也未建立起信息数据共享机制,对于违约者也无法将其记入人民银行或者行业内部的“黑名单”,降低了对“老赖”的约束力,也使得投融资双方信息极度不对称。

为增强投资者的投资意愿,大量网贷平台放弃了“中介人”身份,而通过抵押、担保、供应链融资等形式来降低风险。需要看到的是,在这种形势下一些知名网贷平台高薪引入的仍然是银行等传统金融机构风控人员,并成立了自己的专业信贷调查队伍,甚至在全国多个城市都设立有办事处,采取实地尽职调查的模式。这种线下传统借贷手段与线上推广相结合的形式,实际上是“新瓶装旧酒”,带来的直接后果是信贷调查成本大幅增长但不良率仍然高于传统金融机构。加之互联网平台天生具有的寡头效应,后进者在市场推广上越来越难,导致运营成本越来越高。

有统计数据显示,一些主流网贷平台如果综合计算其成本,借款人需要支付的资金成本甚至已经达到25%,在当前经济环境下,小微企业的利润率很难支撑这一借贷成本。这将导致大量资质差风险高而被银行拒之门外的借款人,蜂拥而至到了网贷平台,造成大量坏账,甚至一些网贷平台到了不注意已经难以以为继的地步。即便一些宣告盈利的网贷平台,其盈利模式也非常脆弱,稍有不慎一笔坏账就可能让其多年努力付诸东流。

由此可见,创投机构要给予网贷平台比传统金融机构更高的估值,应基于其业务模式创新的力度。而网贷平台对大数据的提取与处理,与信用环境的整体发展及互联网技术进步息息相关,从目前来看这一切显然还有很长的路要走。