

新三板PE“应考”各显神通 私募期盼实施细则

□本报记者 徐文擎 吴娟娟

合晟资产的一则拟摘牌公告将新三板挂牌私募的“5·27”大限再次拉回大众的焦点之中。记者获悉,大部分挂牌私募已按照全国中小企业股份转让系统(以下简称“股转系统”)的最新要求,提交了最新一轮自查整改报告和主办券商核查报告,并上报了公司各类型资产规模等核心数据等材料。为了满足去年5月27日《关于金融类企业挂牌融资有关事项的通知》(以下简称“通知”)中的八条新增规定,部分私募开始各显神通,例如扩大管理费收入、剥离其他类金融资产等。

业内人士称,此轮自查是否能通过股转系统的审核仍是未知数,去年“5·27”之后率先发布自查报告的9家私募,其“自我圆场型”或“自我规避型”的报告是否通关“也不会由他们自己说了算”。另一方面,“新八条”整改意见的最大难点在于相关细则还未出台,而资管行业本身分类较细,机构正期待相关实施细则的落地,摆脱目前的“自证合规”,实现“依规合规”。

2016年5月27日,股转系统在叫停了私募机构、小额贷款等其它具有金融属性企业挂牌新三板之后,发布了上述《通知》,此项政策针对私募基金挂牌融资新增了八个条件,并对PE机构挂牌期间的差异化信息披露及监管进行了具体的规定。如今,《通知》发布已近一年,即使算上挂牌后立即撤销的自查报告,截至5月24日,在29家新三板挂牌私募中,仅有九鼎集团、合晟资产、浙商创投、天图投资、菁英时代、天信投资、麦高金融、原点股份(现雷石集团)、思考投资(后取消)、金茂投资(后取消)等10家主动公告了自查报告,并且多数集中在去年“新八条”出台后的数月之内。

“这说明大家观望情绪浓厚,前期9家机构率先做自查,对自身业务各种各样的解读方式都有,但是否能得到监管层的认同并不好说,与其公告之后又要撤销或给外界留下口实,不如和监管层沟通,或者等待细则出台后再提交材料。”某知名新三板挂牌私募的副总经理于越(化名)称。

北京大成律师事务所某律师认为,在第一条与第五条难度较高,即“管理费收入与业绩报酬之和须占收入来源的80%以上”,以及“创业投资类私募机构最近3年年均实缴资产管理规模在20亿元以上,私募股权类私募机构最近3年年均实缴资产管理规模在50亿元以上”。

以10份自查报告为例,相关私募机构为了自证合



CFP图片

自查报告花样迭出

规,对此条款的解读可谓各有各的“精巧之处”。

九鼎集团在报告中称,私募股权投资管理业务仅为九鼎集团的一个业务板块,公司将核查对象选定为九鼎集团内部从事私募股权投资管理的运营主体——昆吾九鼎投资管理有限公司,因后者符合新增挂牌条件,所以九鼎集团可以继续留在新三板。天图投资“变更”了自查对象,认为“内部私募运营主体符合=挂牌公司本身符合”。

天信投资、麦高金融双双对私募资产进行剥离,注销私募基金管理人登记证明,不再进行私募基金管理服务业务,表示将致力于为投资者提供证券投资咨询服务或完全转型为实业型投资控股公司等。另外,还有私募认为自己既不是VC也不是PE,无需自查“实缴资产管理规模”,希望以此过关第五条。

“通常为了达标第一条,多数私募机构会通过剥离其他业务收入的方式完成,但这面临毁约及寻找新的业务载体的困难,因此难度较高。而针对第五条,大部分中小型私募机构在一年时间内达标也存在较大难度。”上述律师表示。相较之下,“私募机构持续运营5年以上,且至少存在一只管理基金已实现退出”、“私募机构作为基金管理人在其管理基金中的出资额不得高于20%”、“私募机构及其股东、董事、监事、高级管理人员最近三年不存在重大违法违规行为,不属于中国证券投资基金业协会‘黑名单’成员,不存在‘诚信

公示’列示情形’等规定,要么对已挂牌的私募机构不适用;要么就是整改难度不大,并不存在太大问题。”

于越表示,从他们公司的实际情况以及与同行交流的情况来看,“新八条”整改意见的最大难点在于相关细则还未出台,而资管行业本身分类较细,且不少机构采取的是混业经营模式,因此如何定义、如何操作还存在不确定性。

“混业经营的机构中,怎么定义和计算相关的规模比较模糊,‘新八条’中除了对股权、创投的有规定,但对于其他业务应该符合什么要求还没有规定;对于那些在境内外都有资产的公司,怎么去统一国内外的规模统计标准,也是难题。”于越说。

他还提到,股转系统在今年4月底已对各主办券商下发通知,要求新三板挂牌私募填写《已挂牌私募机构自查整改情况表》,并在5月27日前披露自查整改报告和主办券商核查报告。最新的自查报告要求大致和去年的要求相同,并不涉及操作细则,但不同的是,机构还被要求提交公司各个类型业务的核心数据,现在股转系统应该正处于数据统计和分析的阶段。“具体怎么整改,之后一定会有确切的说法,并且我相信监管层在了解行业大面上的情况后,会把相关细则通过规定的形式固定下来”,他说,“而过去已经发布的数份机构自查报告,是否能合规也不会由他们自己说了算,会为监管层提供更多的案例,为如何定义标准提供基础。”

临阵磨枪“跳高”达标

值得注意的一个细节是,金茂投资于2017年5月20日连续发了四份公告,分别是自查整改报告及撤销报告,及其主板券商的核查报告及其撤销报告。同样的事也发生在思考投资身上。上述两家被撤销的公告中均称相关机构符合股转公司《公告》对挂牌私募提出的新要求。业内人士称,发布公告之后再取消,这提醒很多挂牌私募不能贸然行动,还是希望在与监管层充分沟通之后再发公告。不过,也有私募为了维持挂牌状态,临时“跳高”达标。

某家挂牌私募财务负责人黄明(化名)告诉记者,目前挂牌私募最关心的是第一条。而思考投资汇报第一条的方法比较讨巧。

上述人士称,思考投资被撤销的公告中显示,思考投资2015年、2016年的管理费收入与业绩报酬之和占比分别为102.38%(占比大于1是因为管理费、业绩报酬收入之外部分出现负收益)和89.31%,符合《公告》80%的要求。上述公告指出其主营业务收入包含(1)公司作为基金管理人,收取的投资管理费收入;(2)公司作为投资顾问收取的投资顾问费收入;(3)公司投资其作为投资顾问的产品,跟投部分以及作为B类份额委托人持有的份额而享有的普通及特定信托利益,特定信托利益即业绩报酬收入;(4)公司投资其自主发行的作为基金管理人的私募基金或者投资其他私募基

金取得的收益。思考投资将(1)(2)(3)全部计入管理费和业绩报酬。黄明表示,将(3)归于管理费和业绩报酬是讨巧的做法,“公司投资其作为投资顾问的产品,跟投部分收入”实为投资收益,同理“B类份额委托人持有的份额而享有的普通及特定信托利益”也应该归于投资收益。

他称,要想管理费和业绩报酬营业收入占比超过80%,理论上计算时可以想两方面的办法:一是增加可计入管理费和业绩报酬的收益部分;二是减少可以计入自有资金投资的部分,思考投资这一做法可谓“一箭双雕”。他还提到,除此之外,子公司投资挂牌私募作为投顾的产品能不能计入管理费和业绩报酬收入,业内目前也无一致意见。

上海某律师事务所律师覃丹表示,(2)能不能计入管理费和业绩报酬要根据基金管理人和投资者签订的基金合同来确定。私募基金投资自己作为投资顾问的基金产品在实际操作中较为常见。私募基金在这里会产生两部分的收入:一是自己作为投资顾问管理自己投入资金获得的产品份额的管理费、超额业绩报酬收入;二是投入资金所产生的投资收益。部分基金合同会注明不收取投资顾问自己投入资金的管理费,以回避因此产生的税费。这种情况下投资自己作为投资顾问的产品就只产生了投资收益。这部分投资收益应该

计入私募当年的营业收入,但不应该计入管理费赎回费。具体(2)怎么计算,覃丹表示要依照具体合同约定看。而思考投资并未在自查报告中明晰覃丹指出的(2)可能存在的模糊之处,其在随后发表的撤销公告中并未明确公告撤销的原因。

为了满足令私募“头疼”的第一条规定,有业内人士表示部分机构存在“跳高”达标动作,把管理费收入和业绩报酬占比做上去。某知名挂牌私募表示,有机构甚至把多年前已经退出的项目所实现的管理费挪到“达标困难”的年份来计算,但他表示,如果股转系统要求挂牌私募提交设立基金的全部合同,很多“凑数”的做法就不攻自破了。

另一家挂牌私募人士则告诉记者,“新八条”中第一条的设置,其目的是要求挂牌私募以绝对精力集中于代人理财投资,且自有投资要压缩再压缩,引导挂牌私募回归代人理财投资的本质。

浙商创投在发布的公告中表示,2015年由于公司自有投资收益较高,2015年未能达标第一条规定,也印证了上述私募人士的结论,即要想第一条达标,则管理他人的投资需在管理资金的总额中占绝对优势。他表示:“新三板欢迎的是代人投资理财的私募,而非以自有资金、通过各种方式投资二级市场的私募。”

监管层意向尚不明朗

心数据的工作来看,监管层或要在了解“大面上”的情况后制定更详细的规则,前期数家机构“自我圆场型”、“自我规避型”的自查整改报告能否顺利过关犹未可知。

对于合晟资产在自查报告中自认为合规,但于近期公告表态拟在新三板摘牌的行为,上述私募人士表示相当理解,“他们可能遇到了大部分同类机构的问题,即使能够通过一些办法去达标,例如扩大管理规模和管理费收入、减少其他业务收入来源

等,但在没有操作细则以及担心后续政策不确定的情况下,可能不敢特别大幅度地去做这些事,因此挂牌后即没有融资,也没能在挂牌主体中装入其他资产,同时面临较大的整改压力,因此还不如摘牌。”不过,他表示,摘牌对合晟这种规模相对较小、股东数量相对较少的公司来说更容易,而对于那些拥有成千上百股东的公司来说,摘牌不容易,对于这些挂牌私募来说,继续留在新三板上,还是较优选择。

股权投资基金现井喷

□本报记者 徐文擎 实习记者 刘宗根

私募基金大爆发,而私募股权基金和创投基金功不可没。中国证券投资基金业协会最新数据显示,截至2017年4月底,私募基金认缴规模达12.28万亿元,实缴规模达8.95万亿元,其中,私募股权和创投基金的规模,与私募证券基金的规模差距进一步拉大,管理资金规模相差3.2万亿元。分析人士认为,股权、创投基金的大爆发仍会继续,中国未来五到十年将是股权投资的黄金期。

股权投资规模井喷

中国证券投资基金业协会最新披露的登记备案总体情况显示,截至4月底,股权及创投基金管理人为10553家,较上月新增346家;管理基金21523只,较上月新增1081只;管理规模55925亿元,较上月新增1099亿元。

相比之下,私募证券基金由于二级市场震荡不休,表现相对逊色:截至4月底,管理规模由2633亿元减少为23996亿元,环比下降8.87%,这是私募证券基金的管理规模连续第三个月出现下滑。

事实上,私募股权基金从2016年三季度开始进入迅速增长期,成为私募规模突破12万亿元的重要推手。记者了解到,在股市、债市缺乏投资机会的背景下,一些资管机构加大了一级股权投资业务的力度。同时,以传统企业家为代表的高净值客户通过私募股权投资基金参与“新经济”,传统金融机构加大对私募股权投资的布局,也使得私募股权投资基金规模迅速膨胀。

一家知名财富管理机构表示,旗下多家公司布局了证券投资基金、股权投资基金、委托贷款、影视基金等业务,在去年三季度,该公司旗下的私募股权类基金规模大幅上涨,增长势头远超私募证券基金产品。如果说过去十年,中国最赚钱的领域是房地产市场,那么未来五到十年,中国的黄金宝地就是私募股权领域。

助力新兴产业发展

“私募股权投资基金对于新产业的发掘力度加大,从实际的投资情况来看,近期一些概念性的产业不断崛起,尤其是结合供给侧结构性改革等内容的产业,吸引了越来越多的机构投身其中。”某私募股权投资机构人士对记者表示。

他称,私募基金从源头开始,持续推动技术创新、组织创新,是创新创业的催化剂,在推动新经济、培育新产业中承担了重要的使命。目前,我国经济转型和供给侧结构性改革在加速推进,经济将从投资驱动转向消费驱动,从资源投入转向创新增长,从商品竞争转向资源互补、互利共赢。这不但对金融创新提出了新的要求,也为金融服务业的发展提供了广阔空间。专家认为,创投基金投资于人,帮助创业人才建立商业模式和盈利模式;股权投资基金投资于规模企业,培养企业竞争优势,提升价值创造能力;私募基金,尤其是股权、创投基金推动技术创新,孕育和培育先进生产力,堪称上市公司成长之母。

挂牌上市:美国对冲基金的两难抉择

□本报记者 吴娟娟

1994年英仕曼集团在伦敦证交所上市。自此23年来,不少对冲基金(包含PE基金)在英美交易所上市。虽然上市能为对冲基金扩充融资途径、提升资产管理规模,完善的信息披露有助于投资者认识和了解原本“神秘”的对冲基金,但由于对冲基金业绩波动较一般上市公司更大,业内人士表示,对冲基金上市较一般的上市公司或更不易获得高估值,而为了维持业绩稳定,对冲基金则需要调整投资策略向更稳健的方向靠近。上市之于对冲基金,利弊之争到现在仍是莫衷一是。

城堡投资成反面教材

业内人士表示,在纳斯达克上市的对冲基金中,城堡投资(Fortress)可能不是最幸运的。2007年2月9日,距离金融危机前美股见顶约半年,城堡投资在纳斯达克上市。城堡投资首发价18.5美元/股,上市首日股价飙升至31美元。2017年5月24日城堡投资收盘在7.96美元,不足首发价一半。

另一家资管规模在全美对冲基金中排名靠前的对冲基金——奥氏资本(Och-Ziff)2007年11月在纳斯达克上市,首发价32美元/股。2017年5月24日收2.39美元,不足首发价的十分之一。

业内人士认为,对冲基金业绩波动幅度较一般上市公司更大,不太容易获得高估值。上市未必是最好的选择。城堡投资的每股收益2014年下跌44%,但2013年上涨193%。2012年每股收益持平,2011年下跌32%。这种波动幅度在上市公司中比较少见,这或许能部分解释城堡投资盈率长期低于10倍的原因。

目前美国对冲基金在纳斯达克上市的还包括贝莱德、黑石、景顺、橡树资本、奥氏资本、阿波罗、KKR、骏利资本(Janus Capital)等。

对冲基金的上市悖论

美国知名对冲基金中既包含低调神秘的桥水、文艺复兴,也包含挂牌交易的贝莱德、黑石。由于对冲基金一般业绩波动幅度较大,不少对冲基金上市后估值一直较低,挂牌上市对于对冲基金而言,利弊莫衷一是。

对冲基金为什么要上市?曾在美国家对冲基金上市公司工作过的冯剑云告诉记者,对冲基金上市有两重目的。对于创始人来说,身价上涨是不可否认的目的。另一方面上市的确扩充了对冲基金的融资渠道,从只能从少数特定投资者募集资金到可以向一般投资者募资。他认为,从长期来看上市是有利对冲基金发展的。对冲基金的估值除了受超额业绩回报影响,还受到资产管理规模影响。如果规模可以维持稳定的话,对冲基金的估值比较容易维持稳定。

不过,某知名对冲基金研究机构的分析师表示,对冲基金在决定上市不上市需要考虑到极端情况。当金融危机发生时,相较于一般的对冲基金或者上市公司,上市对冲基金面临的冲击更大。它既面临股市波动对投资组合公允价值的影响,又面临着股东情绪波动带来的压力。上市的对冲基金既要向基金投资者负责,又要向股东负责。而由于对冲基金的投资者多为机构投资者,决策相对散户更为理性。但上市之后就必须面临包括散户在内全部股东的压力。双重压力下,有时更不容易理性决策。