

国融基金欲卖牌照 尾部公募缘何难以生存

旗下数只迷你基金、公司规模不足 5 亿元的国融基金已有易主意向，大股东出手内情如何？

3 月 22 日，国融基金管理有限公司（下称“国融基金”）旗下光伏主题基金发行失败，成为年内第二只发行失败的公募产品。国融基金自身的命运也来到了关键的十字路口。

据了解，3 月初，东部沿海一家中小型券商对国融基金进行了尽职调查，有意以 2.7 亿元对价收购国融基金 100% 股权。目前，尽调已经结束，相关交易仍有不确定性。

成立于 2017 年的国融基金，本可以探索一条“小而美”的基金公司差异化发展道路，顶峰时期公司规模也摸到了 50 亿元。然而，在公募行业跨越式大发展的近四年，国融基金“高开低走”，公司治理和经营困难迟迟不能破局。

阻碍国融基金卖壳的障碍，与其设立之初大股东承诺的股权激励有关。该激励计划推迟多年未有具体方案成行，一直受到监管部门的关注，如若处理不干净，国融基金实控权转让恐有障碍。

I. 卖壳意向

国融基金于 2017 年 6 月 1 日经证监会批准设立,注册资本为 20000 万元人民币, 股东为国融证券股份有限公司(下称“国融证券”)和上海谷若投资中心(有限合伙)(下称“谷若投资”), 公司实际控制人为侯守法。

现年 62 岁的侯守法为安徽籍, 在京城做房地产起家, 曾与首创关系密切。房地产之外, 侯守法成立的北京长安投资集团有限责任公司(下称“长安投资”)逐渐涉足金融、投资, 在 2007 年前后通过资本运作, 拿到国融证券的实控权, 还拥有首创期货、长安德瑞威等金融平台。

据了解, 此番有意收购国融基金的为上海证券, 有国资背景。目前若按照流程申请设立一家公募基金, 排队等待时间不可控因素较多。截至 2023 年 3 月 23 日, 共有 32 家申请人排队等待审批。而 2019 年至 2022 年, 分别只有 2、8、4、1 家新基金公司获批成立。

“3 月初, 上海证券进场做尽职调查, 目前已经结束。长安投资最开始要价 3 亿, 买方还价到 2.7 亿元。”一位知情人士表示, 该券商倚重经纪业务, 公司的基金研究团队也比较出众, 对直接买个公募壳的

兴趣很大。

国融基金自身的处境尴尬，到了不得不卖牌照的被动局面。一方面，旗下存续的基金产品规模再跌破 5000 万元，成为迷你基金，与清盘命运顽强抵抗。另一方面，国融基金 2021 年净资产刚好达到及格线 4000 万元，管理团队对于做大做强公募业务心有余而力不足。过去三年，不下五位中高层管理人员发生变更，投资经理也一变再变。

按照《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》，基金管理公司的净资产低于 4000 万元人民币，或者流动资产低于 2000 万元且低于公司上一会计年度营业支出的，证监会可以暂停受理及审核其基金产品募集申请或者其他业务申请，并限期要求改善财务流动性。财务状况持续恶化的证监会责令其进行停业整顿。

而在大股东层面，2019 年起，长安投资经营出现分水岭，国融证券资管产品和债券自营两大业务，均被证监会采取限制措施。2018 年度财务数据为了确保微盈，避免触发大股东的回购协议，相关计提不够，财务数据备受质疑。

与此同时，长安投资身为国融证券的控股股东券商控股股东资金红线让其力不从心。根据《证券公司股权管理规定》，单个非金融企业实控的证券公司股权比例不得超过 50%，而长安投资持有国融证券

70.61%的股份，需要在五年过渡期内整改；另外券商控股股东的总资产、净资产分别不低于 500 亿元和 200 亿元的底线，长安投资远未达到。

处置旗下金融牌照不失为一种理性选择。2021 年 4 月，青岛国资背景的青岛国信发展集团有限公司（下称“青岛国信”）发布公告，将作价 68.4 亿元、以 2.64 倍 PB 想拿下国融证券的控股权。

做大内资券商大背景下，民营控股股东让渡券商牌照的消息备受关注。2020 年四季度，青岛国资方面对国融证券开展尽调，彼时，欲出价近 80 亿元钟意国融证券的控制权，并要求注册地从内蒙古迁址青岛。而市场人士大多对交易对价的估值及实施难度存疑。该交易最终以青岛国信未拿到国资和监管的批文而失败。2022 年 1 月，青岛国信宣布终止收购国融证券，原因是交易的先决条件未能达成。

国融基金的股权转让交易又会怎样？

II. 基金经营不佳

设立之初，虽为新设公募基金管理人，国融基金的开局并不被动，甚至颇有后起之秀的冲劲。2018 年，国融基金与银河证券合作的国内首个券结模式基金——国融融银募集成功。

从基金命名就能看出是各取了两家机构名字中的一个字，此后，国泰君安、华泰、广发证券等头部券商作为托管人均与国融基金有过合作，国融融君、国融融泰等产品的取名也是相同逻辑。规模最鼎盛的 2019 年，国融基金公募产品达 10 亿元，专户有 40 亿元。

所谓券商结算模式，是指证券公司受基金公司委托、担任场内资金结算的对手方，并深度参与基金产品的交易与结算流程。券结模式在 2017 年底启动试点，2019 年初由试点转为常规。

“券结模式对中小基金公司是很有吸引力的，可以深度绑定券商的渠道，有效开拓市场。国融基金当时还是市场化人才激励导向，公司风控也是受到了监管认可，才能拿到首个券结产品落地。”一位资深公募基金人士评价道。

2020 年开始，侯守法逐渐直接参与国融基金治理，原管理团队相继离职。彼时，亦是国内公募基金大发展的开端，但国融基金并未乘着风口壮大，经营治理愈发困难。

“中小公募基金公司要突围，要么自己培养组建团队，这个周末至少需要 3 到 5 年；要么从市场上引入流量基金经理，复制粘贴一些策略和打法对管理规模会有质的提升，但成熟的基金经理对薪酬和绩效

考核的预期较高。”一位知情人士表示，曾经也有规模排名前 20 的中上游基金公司的顶流经理有意加入，但实控人认为对方开出的是天文数字而作罢。

人才之外，中小基金公司要做到“小而美”，抓住些制度红利也是必要的。2021 年，市面上一些封闭期 3 年的债基获批，在估值方法上有一些弹性，可使用摊余成本法，银行理财子对此类产品的吸引力很大。“相当于是通道业务，找三、四家银行，了解各家机构偏好什么标的，喜欢利率债就多投一些，管理费在千三左右，机构资金买小几十亿的规模并不难，但市场上近 50 只产品，国融基金也没拿下一只。”上述人士表示。

2020 年 7 月之后，国融基金几乎没有新产品发行。此前存续的基金在投研投入上微乎其微，每只产品几千万的资金量变成了押宝赛道的模式。截至 2022 年末，国融基金的管理规模仅为 4.34 亿元，旗下 16 只基金，多为净资产低于 5000 万的迷你基金。成立于 2018 年 6 月的国融融银 C，一只产品占据整个公司规模的半壁江山，重仓的个股均为新能源行业。

国融基金旗下可统计过去三年收益率的 12 只基金中，有 6 只产品收益率为负，且净值跌幅均超 10%。其中，国融融银 A、C 两只基金过去三年净值跌幅超 30%，分别是-33.41%、-33.81%。

3月20日，国融基金公告，2022年6月23日获批的国融光伏主题行业优选混合基金在基金募集期内发行失败。据了解，国融基金对此产品并未上心，销售渠道也未用力，只是走完公开募集的流程，似乎早早就做好了发行失败的准备，只为保留公司此后申请新产品的权限和资格。若拿到批文不发行，恐将影响后续产品申报。

公募基金成长离不开资本金的大力支持，2022年6月25日，国融基金完成最近一次增资，注册资本由1.7亿元增加至2亿元，股东不变，即便这样，此次补血也显得杯水车薪。至此，国融证券出资比例由51%调整为53%，谷若投资出资比例由49%调整为47%。

III. 交易隐情

在国融基金目前的股权结构中，国融证券和谷若投资分别持有53%、47%的股权。长安投资分别合并持有国融证券的70.61%、谷若投资的95.12%的股份。

值得注意的是，按照证监会设立公募基金管理公司审批相关制度，除员工持股平台等中国证监会规定情形外，有限合伙企业不得成为基金管理公司股东。也就是说，谷若投资在设立之初就是国融基金的员工持股平台，相关承诺作为国融基金获批设立的前提，曾在机构部和北

京证监局履行过相应的备案程序。

由于谷若投资拟作为国融基金未来实施员工股权激励的持股平台公司，长安投资持有的合伙份额拟作为国融基金实施员工股权激励的主要来源。为推动落实国融基金员工股权激励事项，长安投资曾经承诺自国融基金成立之日起三年内，将根据届时法律法规等规定及相关监管要求落实员工股权激励计划，不过该激励计划一直未有实质性进展。

如果国融基金实控权变更，潜在买家拿下 100%的股权，则意味着上述股权激励的履约标的将会彻底失效，而此前的承诺也将有名无实。

“相当于潜在买家用 2.7 亿元以为买了 100%的股权，但里面涉及谷若投资的 47%是悬而未决的。如果得不到妥善解决，潜在买家恐怕也很难拿到这块公募牌照。” 上述知情人士表示。

而在长安投资层面，也是因为当年与小股东的对赌协议没有妥善处置，导致青岛国信在尽调完国融证券后，未拿到监管批文，终止收购意向。

2016 年国融证券的增资扩股期间，国融证券与五家公司签订对赌协议，若 60 个月之内公司不能上市，将触发股份回购条款。国融证券待支付这五家对赌公司的金额高达 24 亿元。

长安投资未将上述对赌事项向国融证券注册地的内蒙德证监局报备。而 2017 年 2 月 20 日,国融证券向内蒙古证监局进行 IPO 辅导备案。五份回购性质的增资转股协议早于国融证券上市辅导时间,涉及转股事宜均需要获得证监会的审批,而国融证券未及时报备,股权不稳定对公司上市将带来未知隐患。

“无论是国融证券还是国融基金,民营金融机构都有一个共通性的问题,当金融机构出现治理问题时,狼性、野路子的打法并不能使其在行业竞争中突围,反而反噬自身。如不能用专业的态度稳扎稳打,到头来盲目倒卖金融牌照,也并非易事。”上述资深公募人士评价道。