

大股东迟迟不减持 360 私有化投资人代价几何？

前十大股东中的八家纷纷减持，仅有这家出资超 700 亿元、36 家股东构成的财务投资人一直没有卖出一股，为什么？

360 安全科技股份有限公司（601360.SH，下称 360）在 2023 年最出圈的一次大新闻，非创始人周鸿祎在 4 月初正式宣布离婚莫属。

离婚后，周鸿祎前妻胡欢将获 360 公司 6.25% 股份。作为中国本土的 ChatGPT 概念股之一，360 在过去几个月经历了股价大涨，从 2 月 1 日的每股 7.19 元涨至 4 月 4 日的每股 20.08 元。这意味着，胡欢此次获得的 4.47 亿股股份，账面价值近 90 亿元。

360 创建于 2005 年 11 月，是国内最大的互联网安全厂商之一，于 2011 年登陆美国纽交所。2015 年 6 月，周鸿祎宣布启动 360 私有化计划回归 A 股，并于 2018 年 2 月 28 日通过重组江南嘉捷，实现 A 股上市。

就在这波中概股回归浪潮的过程中，360 是最抢手的标的。从最终的结果看，360 如今架构中的股东之一——天津奇信志成科技有限公

司（下称奇信志成）里面包括了大大小小私有化买方团，合计成本超 700 亿元。

周鸿祎以 17.38% 的持股比例拥有奇信志成 67.68% 的股东表决权，并且担任奇信志成的执行董事，接任执行董事选举也需由周鸿祎提名。这就意味着，买方团的减持计划需要周鸿祎点头，而奇信志成里面的股东从 2021 年 3 月解禁至今，未减持过一股。这究竟是为什么，买方团投资人对此非常关注。

I. 事起 360 回 A

2015 年 6 月，中概股掀起退市浪潮，20 多家公司宣布收到要约。其中，奇虎 360 成为领头羊，以接近百亿美元的体量成为最大项目。公告显示，要约来自公司董事长兼 CEO 周鸿祎、中信证券、红杉资本中国基金、私募基金 Golden Brick Capital 和华兴控股，以相当于每股美国存托股 77 美元的现金，收购其尚未持有的奇虎 360 全部已发行普通股。

奇虎 360 宣布退市计划，在中概股回 A 的大浪潮下，由于美国和中国市场的估值差异，彼时在美市场市值不足 90 亿美元的奇虎 360，回归 A 股上市后估值至少在 3800 亿元人民币，存在投资吸引力。

不到一个月时间，A股市场经历2015年断崖式下跌的股灾。当年8月，全球资本市场暴跌，奇虎360最低股价跌至41.64美元/ADS，收购价格溢价高达60%。

在此情况下，同期开始运作的中概股会选择下调价格，或引入“BAT”作为提升募资信心的关键。但奇虎360从一开始就拒绝降价的可能，其最大阻力来自公司内部，持有股份的员工和董事会都不赞同。

高成本募资何解？由于资金需求巨大，很难再吸引互联网巨头且不愿意调价的奇虎360走上了向散户分销的道路。很快，奇虎360出现在多份不同机构发起的“私有化专项基金”“新兴产业投资基金”中，和博纳、万达等项目分食“借壳”套利的市场狂欢。

最终，共计36家机构参与了奇虎360退市，两家保险公司，一家实业公司，其余均为各类风险投资机构和财富管理公司。这36家机构均在奇信志成以及其它嵌套结构的股东名单中。

各类有限合伙人背后出现了一些A股上市公司身影。2015年12月10日电广传媒(000917.SZ)公告称，公司拟认购“华融360专项投资基金”，间接投资奇虎360股权，参与奇虎360退市回归A股上市项目，投资额不超过3亿元人民币。

到 2016 年 4 月，更多 A 股公司披露了参与奇虎 360 退市，投资通道眼花缭乱。天业股份（600807.SH）首先以增资作为单一 LP（有限合伙人），出资 7 亿元认购深圳天盈汇鑫投资中心 99.93% 股份，然后天盈汇鑫通过受让天恒盈合在中恒星光-VIE 回归基金一期下的委托财产，作为单一 LP 参与投资中恒星光。同时，中恒星光作为单一 LP 出资 6.51 亿元，认购宁波挚信一期股权投资合伙企业的份额。最终，上市公司投向奇虎 360 退市的金额为 8971 万美元。

此外，爱尔眼科（300015.SZ）公告称公司全资子公司山南智联医疗信息科技有限公司出资 3032.4 万美元等值人民币，以参与投资天津欣新盛股权投资合伙企业（有限合伙）的方式间接投资奇虎 360 退市。

2016 年 4 月 26 日，早已在融资材料中作为机构投资人背书之用的中信国安（000839.SZ）发布公告称，拟投资约 4.13 亿美元，获得约 4.46% 股权。公告显示，公司作为单一出资人的私募股权投资基金睿威基金向天津奇信志成增资 2.093 亿美元，增资后持有后者 5.25% 股权；并向天津奇信通达科技增资 2.034 亿美元，持有后者 1.74%。

投资层层嵌套的不仅仅是上市公司，还有各类以 100 万元甚至更低价格杀入的散户。相比价格，很多散户投资人更难确定的是项目的真假。投资了奇虎 360 产品的投资人表示，曾经收到过多个融资推介

材料, 很多机构号称有奇虎 360 份额, 有收 2.5%管理费的, 也有 4%管理费的: “有些一开始说是投奇虎 360, 结果材料发过来一看, 是新基金专项基金, 奇虎 360 之外还搭着一家 A 股上市公司的定增。”

II. 分层架构

个人投资者李明 (化名) 就是上述杀入奇虎 360 退市资本狂欢的散户。2015 年底, 李明购买了淳信创达私有化投资基金 (下称 “淳信创达”) 私募产品, 其管理人为北京奋信投资管理有限公司 (下称 “奋信投资”)。相关产品在公司均在基金业协会备案。淳信创达于 2015 年 12 月 31 日成立, 基金存续期预计是三年, 到了 2018 年末, 相关延期流程并未获得投资者通过, 基金产品一直延续至今。

根据基金合同第十一条约定: “基金募集资金通过直接或间接的方式主要投资于 QIHOO 360 TECHNOLOGY CO,LTD(奇虎 360)或其关联公司的私有化交易, 间接方式为通过投资于基金业协会登记的私募基金管理人作为普通合伙人设立的有限合伙企业的有限合伙人财产份额, 然后以该有限合伙人作为主体投资于 QIHOO 360 TECHNOLOGY CO,LTD(奇虎 360)或其关联公司的私有化交易”。

但事实上, 奋信投资募集资金没有投资奇虎 360, 而是投资奇虎 360 公司股东的股东。基金公司投资的嘉兴英飞投资中心 (有限合伙) 并

未直接持股 360 安全科技股份有限公司,而是通过奇信志成持股 360 安全科技股份有限公司。

也就是说,李明所购入的私募产品层级过多,结构复杂,导致资金流向不明、增加了投资人的风险和资金成本。

截至 2023 年 6 月 5 日,奇信志成成为 360 的最大股东占比 46.14%。但周鸿祎以 17.38%的持股比例拥有奇信志成 67.68%的股东表决权,并担任奇信志成的执行董事,接任执行董事选举也需由周鸿祎提名。

其中,最直接的问题是,奋信投资募集资金投资的底层公司奇信志成在没有事先通知投资人的情况下,违规进行股权质押和贷款加杠杆,而且因为增加层级和需要偿还银行贷款,导致基金公司持有的奇信志成至今无法退出和减持,银行贷款亦存在违约的风险。

也就是说,基金管理人没有披露银行贷款加杠杆情况,基金合同里面亦没有对管理人加杠杆的授权;而且奇虎 360 公司团队获得干股事先没有披露;在奇虎 360 运作期间,公司资产被不断处置、股权不断被稀释,导致天津奇信志成科技有限公司持有奇虎 360 的股份降低,股权处置的不透明给投资人带来了不小损失。

III. 何时会减持?

2023年4月4日晚，360发公告称，于近日收到公司实际控制人周鸿祎通知，获悉4月4日周鸿祎与胡欢经友好协商，已办理离婚手续，并就股份分割等事宜作出相关安排。

根据《离婚协议书》，周鸿祎拟将个人持有的360公司6.25%的股份转至胡欢名下。周鸿祎未来仍将持有360公司5.24%的股份，并通过奇信志成间接持有46.14%股份。

当市场热议这场“90亿分手”大戏时，奇信志成从2021年3月解禁至今，都没有减持过一股360。而2022年年底至今年一季度末，360的前十大股东中除控股股东奇信志成以及第二大股东周鸿祎未进行减持，其它八位股东均大幅减持所持股票。

其中的原因是周鸿祎用17.38%的股权就控制了奇信志成，奇信志成的减持操作需要周鸿祎点头。与奇信志成同期解禁的、由周鸿祎几乎全资控制的上海冠鹰（曾用名“天津众信股权投资合伙企业”），却在几个月内减持了全部1.9亿股360股票。

不过360第一大股东天津奇信志成虽然由周鸿祎掌握实际控制权，但其背后还有当时参与360私有化的36家外部投资机构，包括金砖丝路、红杉资本中国、平安保险、阳光保险、招商银行等，而这些机

构通过其他渠道入股 360 的股份都在之前纷纷减持大半。

财务数据的波动或是奇信志成“按兵不动”的主要原因。2022 年，由于互联网行业整体趋势下滑及 360 向数字安全行业持续加大投入，360 实现营业收入 94.9 亿元，同比减少约 13%，全年亏损 24.8 亿元，而 2021 年净利润为 9.02 亿元。

买方团的其中一员曾在“远山淡影江南雨”公众号中提及了估值信息，投资人直接出资部分按 520 亿元人民币估值，而通过奇信志成间接持有部分按 778 亿元人民币估值，综合平均成本约为 620 亿元人民币，折合约 93 亿美元。

若以 778 亿元和 46.14%持股比例估算，奇信志成的入股成本约为 359 亿元，2021 年 3 月解禁时 360 市值不到 400 亿元，除去资金成本、贷款、税费等，买方团的收益甚至不能保证为正。2022 年全年，360 股价跌入 10 元以下区间徘徊。市场行情对减持缺乏吸引力。

2023 年以来，市场上出现多起上市公司股东因离婚分割所持公司股份事件，多数上市公司系暴涨题材 AI 产业链公司，相关股价在离婚公之于众时已经涨势颇好，此举非常容易让投资者联想到通过离婚方式在股价高点减持的操作。但在周鸿祎离婚后，360 的买方团到底有没有进行减持，目前尚无正式公告。

此外，根据重组时的《贷款合同》，买方团与六家银行签订的合同，有一笔 30 亿美元的贷款在 2023 年 6 月 29 日到期，奇信志成存在还款压力。2022 年 11 月，360 在投资者互动平台上答复投资人：奇信志成未偿还贷款本息金额总计仅剩不到 7 亿元人民币，未偿还本息余额并不大。至于奇信志成何时会减持，仍需拭目以待。