

本报记者 罗辑 北京报道

“假投资真借贷”被判合同无效的案例再增一例。

日前，裁判文书网公布了一份终审判决书，该判决书显示，确认由激石伟业（普通合伙人）与华金证券（有限合伙人）、高安城投（有限合伙人）签订的《奥其斯投资管理中心（有限合伙）合伙协议》《奥其斯投资管理中心（有限合伙）合伙协议之补充协议》无效。这两份协议从表面上看，是三方为参与奥其斯公司增资扩股而合伙设立投资中心（编者注：或称基金）进行投资，但实际穿透后，这两份协议却是为促成奥其斯公司向江西银行融资目的而签订。

正打算冲刺IPO的华金证券因出现上述案件而引起关注，该案件会对其造成何种影响？《中国经营报》记者多方联系华金证券方面，但截至发稿，暂未得到回应。不过，一般来说，作为定向资管计划的管理人，券商只需按委托人指令对定向标的进行投资，其相关交易决策、最终的投资损益等都与券商无关。

“通道”之祸

从该案件来看，华金证券在整个交易设计中，实际上只是提供了较为常见的通道服务，即通过设立定向资管计划，将委托人的相关资金按照约定投到委托人指定的项目中。

时间回溯到2017年2月21日，华金融汇94号定向资产管理计划（以下简称“华金融汇94号”）在中国证券投资基金业协会进行备案，该资管计划的委托人为江西银行，华金证券担任管理人，兴业银行南昌分行担任托管人。2月23日，激石伟业作为普通合伙人，与华金证券、高安城投签订《合伙协议》和《补充协议》，约定成立高安市奥其斯投资管理中心（有限合伙）（以下简称“奥其斯合伙”），首期合伙额度为6亿元，期限为4年，拟投资项目仅为向奥其斯公司增资扩股。

根据协议，这6亿元分别是由激石伟业认缴出资数额100万元，华金证券为优先级有限合伙人，认缴出资不超过4.79亿元，高安城投为劣后级有限合伙人，认缴1.2亿元。其中，华金证券的出资4.79亿元，由江西银行通过华金融汇94号兴业银行托管专户缴纳。也就是说，江西银行相关资金实际是交由华金证券以其名义出资设立合伙企业后再由合伙企业以股权投资方式将该笔资金最终流入奥其斯公司。

为了这笔资金仍保有“借贷”的“风险回报比”，三方再通过协议进行了一系列设计，例如2017年3月初，多方再签订了《股权收购合同》《回购协议》《合伙企业份额受让合同》，其中不仅约定了高安城投受让华金证券持有的奥其斯合伙的全部合伙份额，并向华金证券按首年为6.5%的年利率支付份额受让相关溢价款。而对高

安城投面临的风险，再通过上述一揽子设计，约定奥其斯公司的董事长罗某以6亿元的原价格、不支付任何溢价款的情况下，分四年回购奥其斯合伙对奥其斯公司的全部股权，此外约定奥其斯公司在收到奥其斯合伙的6亿元资金后，半个月将高安城投出资的1.2亿元予以返回，同时约定由高安城投支付的溢价款，由奥其斯公司支付。

简化来看，即激石伟业、华金证券、高安城投均只是提供了“通道”，看上去是股权投资项目的设计背后，股权溢价类似“固定收益”、回购类似“本金偿还”，而实际交易双方是江西银行和奥其斯公司及其董事长罗某。

这种设计并不罕见，但问题是当“融资方”不再支付或偿还时，如何寻求法律对“融资方”的约束。事情的纠纷出现在2018年10月下旬，华金证券向高安城投出具《告知函》，要求按前述协议支付转让价款及溢价款；并称江西银行作为其委托人、投资人、实际上的权利主体，将通过划扣高安城投在江西银行的存款1591.34万元冲抵欠款。同年12月21日，江西银行宜春高安支行营业部从高安城投账户直接扣划逾期利息2487.38万元。在此之前的2017年3月21日至2018年4月3日期间，高安城投根据约定，按季度向华金融汇94号兴业银行托管账户支付溢价款，合计3286.47万元。这其中，2017年第二、第三季度的款项实际为奥其斯公司支付，2017年第四季度、2018年第一季度的款项实际由高安城投支付。

在这个纠纷的另一面，是奥其斯公司出现的严重经营问题，2018年10月18日，奥其斯发布关于暂停经营的提示性公告，公告显示，奥其斯生产经营处于停滞状态，公司持续经营能力存在不确定性。多家供应商诉讼公司，使得公司生产受到影响，出现生产不连续的情形。考虑到公司存在不确定性以及供应商诉讼带来的影响，目前公司决定全面暂停生产经营。

同业排名靠后

华金证券在上述案件中的角色不如江西银行、高安城投等重要，从整个案情来看，华金证券并未提供实际出资。同时，一般来说，作为定向资管计划的管理人，券商只需按委托人指令对定向标的进行投资，其相关交易决策、最终的投资损益等都与券商无关。这意味着，上述判决对于华金证券的经营发展也几无影响。

根据华金证券相关公告，上述判决除了确认两份协议无效外，还判决一审、二审的受理费合计608.36万元由华金证券、激石伟业共同负担，且华金证券称，公司各项业务经营情况正常，财务状况稳健，上述事项诉讼成本及其诉讼结果按资管、计划合同等相关文件不由公司承担，对公司业务经营财务状况及偿债能力无重大不利影响。

不过，值得注意的是，这类定向资管计划作为最为常见通道业务，正面临着近年来监管收紧下的转型压力。

众所周知，在2018年4月27日“资管新规”下发后（指《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的颁布），券商通道业务出现了全面、较快的收缩，券商资管也随之加快向主动管理转型。

数据显示，2018年3月券商资管业务定向资管项余额为14.07万亿元，2020年该数值降至5.92万亿元，降幅高达57.9%。由于此前通道业务占券商整体资管业务的比例较高，这种收缩导致了券商整体资管规模的明显下滑，仅就近期券商整体资管计划规模的环比表现来看，其仍处于下滑通道中。

截至2020年四季度证券公司资管计划规模为8.55万亿元，环比下降9.95%。在此情况下，券商们也在积极向主动管理转型，2020年，公募基金产品已占证券公司资管业务份额大约为16%，同时近期环比数据显示，截至2021年1月底，通道类产品规模5.40万亿元，较上月底下降3.5%；主动管理类产品规模10.56万亿元，较上月底增长4.2%。

根据华金证券披露的最新一期财务数据，2020年上半年华金证券资管业务净收入为1585.44万元，在全部主营业务净收入（包括资管净收入、自营投资收益与公允价值变动损益、投行、利息、经纪、投资咨询、其他手续费及佣金的净收入总和）中占比仅4.6%。在2017年，资管新规颁布前，该资管业务净收入为3071.65万元，占比达到9.03%。

中信证券在关于华金证券IPO并上市辅导备案情况报告中也提到，华金证券资产管理业务主要包括集合资产管理、定向资产管理和专项资产管理三种类型，“目前公司已形成完整的产品体系，开拓了银行机构定制化产品、非银行机构定制化产品以及高端个人客户定制产品三种主动管理型的定向资产管理计划产品。”华金证券则提及在资管新规下，公司也在提高主动管理的规模，“近年来，公司资管业务在资管新规的指引下，搭建投研、销售、风控、运营、交易、信评六大体系，做大做强主动管理，资产管理业务规模中主动管理规模及占比逐年提升。”

整体来看，华金证券的资管业务规模在券商同行中排位缺乏优势，根据《证券公司2020年上半年度经营业绩排名情况》，2020年上半年资管业务净收入在1亿元以上的券商有29家，华金证券排在第70位（在该排名中，其上半年资管净收入数据为2305万元）。而除资管业务外，华金证券截止2020年6月末总资产约144.42亿元，净资产41.47亿元，净资本46.47亿元，营业总收入约3.53亿元，净利润约4816.64万元，这一系列数据在同业中排名均较为靠后。

在此背景下，华金证券在2020年就启动了IPO计划，在2020年3月，中信证券发布了上述辅导备案情况报告。在2021年4月中信证券的上市辅导工作进展报告发布后，暂未见标志着辅导完成的辅导工作总结报告披露。

一般来说，辅导期长短与项目质量相关，项目需要整改、完善治理的部分越多，时间则越长，3个月到一年以上不等。不过也有一些例外情况，例如红塔证券，在2016年1月与东吴证券签订辅导协议，2017年5月辅导期结束，东吴证券在2016年5月就报送了辅导工作总结，但由于监管机构对红塔证券IPO的监管意见书等必备文件出具发生延迟而导致红塔证券三个年度的报告期顺延，最终2017年5月再重新报送辅导工作总结。

由于截至记者发稿，华金证券并未对目前上市推动情况的相关问题回应，其IPO进展除上述公开资料外暂无法得知。仅就2021年4月的进展报告来看，公司2020年5月提交变更主要股东请示，2021年2月证监会核准，3月华金证券控股股东由珠海华发投资控股集团有限公司（以下简称“珠海华发”）全资子公司珠海铎创投资管理有限公司变为珠海华发（占股份总数79.01%）。此外2020年3月，华金证券进行了董事会、监事会换届，换届后调整了董事会通过了聘任高管的议案，此后再经过部分人事调整，领导班子落地。

中信证券称，下一阶段辅导工作重点主要包括“进一步完善法律和财务核查工作；结合公司前期整改情况进一步细化具体要求，持续督促公司整改落实工作，进一步提高内控水平，保证辅导效果；针对公司具体情况进行工作总结，开展下一步辅导工作；对公司是否达到发行上市条件进行综合评估，协助公司开展首次公开发行股票申报准备工作。”