

VIE公司回归潮到来 人民币基金走在风口

业内人士称,回归的核心矛盾在于美元基金和人民币基金之间,即双方股东能否快速达成交易

证券时报记者 李明珠

近期暴风科技的A股“造富神话”搅动了资本市场参与者的神经。

作为拆解VIE结构回国上市的前行者,其丰厚的回报引得同行竞相效仿,一时间,一批以“互联网+”为代表的新型企业,各自调整上市计划,希望解除VIE架构回归境内上市。此前尴尬的人民币基金成了宠儿,站上了浪潮的风口。

问题是,事情真有那么好办吗?中信建投执行总经理王道达表示,红筹回归的核心矛盾是美元基金和人民币基金之间的矛盾,即能不能够和人民币股东快速达成交易。

王道达强调,虽然在上海自贸区有更加宽松的政策,但并不能满足所有红筹回归企业的现实需求,有些公司主体业务在国内,调整付出的财务代价非常高。

人民币基金走在风口

近期,解除VIE架构回归A股的各种消息一直占据财经头条,焦点当属暴风科技,该企业在牛市背景下登陆创业板后,创造了上市后30多个涨停板的“造富神话”,令万千股民躁动,而分众传媒、盛大游戏等中概股也纷纷在海外私有化后采用借壳的方式登陆A股,部分建立VIE架构的新兴行业公司也计划要拆解架构回到国内上市。

当然,国内资本市场的火爆只是诱因之一,更多的原因在于多层次资本市场的架构完善,以及“万众创业大众创新”社会大背景的推动,在经济结构转型中,国家对新型企业的政策支持空前,比如近期国务院会议中特别强调的推动特殊股权结构类创业企业在境内上市。

在这波企业回归大潮中,创投机构扮演了积极角色,而人民币基金更活跃。近两年A股退出渠道越来越多,原因包括A股的开放和未来注册制的实现以及新三板的火爆,使得原来不能在国内资本市场退出的项目找到了好的机会。”君联资本投资副总裁康毅接受采访时表示。

结合过去管理的6期美元基金和3期人民币基金的经验,康毅发现,最近一年有比较明显的变化:

第一,首批美元投资的早期项目,在第二轮有更多的人民币基金参与,体量也很大,但附带要求是分拆VIE结构回A股上市,或者到新三板。

第二,创业者希望人民币基金接盘美元基金,从计划在海外市场上市到如今希望回归国内,同时,由于国内资本市场的活跃,使得部分创业者和投资者在退出渠道的选择上有了较大的变化。

清科数据显示,2015年5月,中外创业投资及私募股权投资机构新募集基金共计63只,5月新募集基金中,人民币基金共58只,募资金额为40.04亿美元,占比超过8成;5只外币基金,募资总额为7.64亿美元,占5月募资总额不到2成。

而就在去年同期,达晨创投总裁肖冰则曾表示过相关的忧虑。

他认为,人民币基金在过去几年缺席了互联网、移动互联网,担忧美元基金已经卡好了位置,未来人民币基金遭遇的挑战会更大。

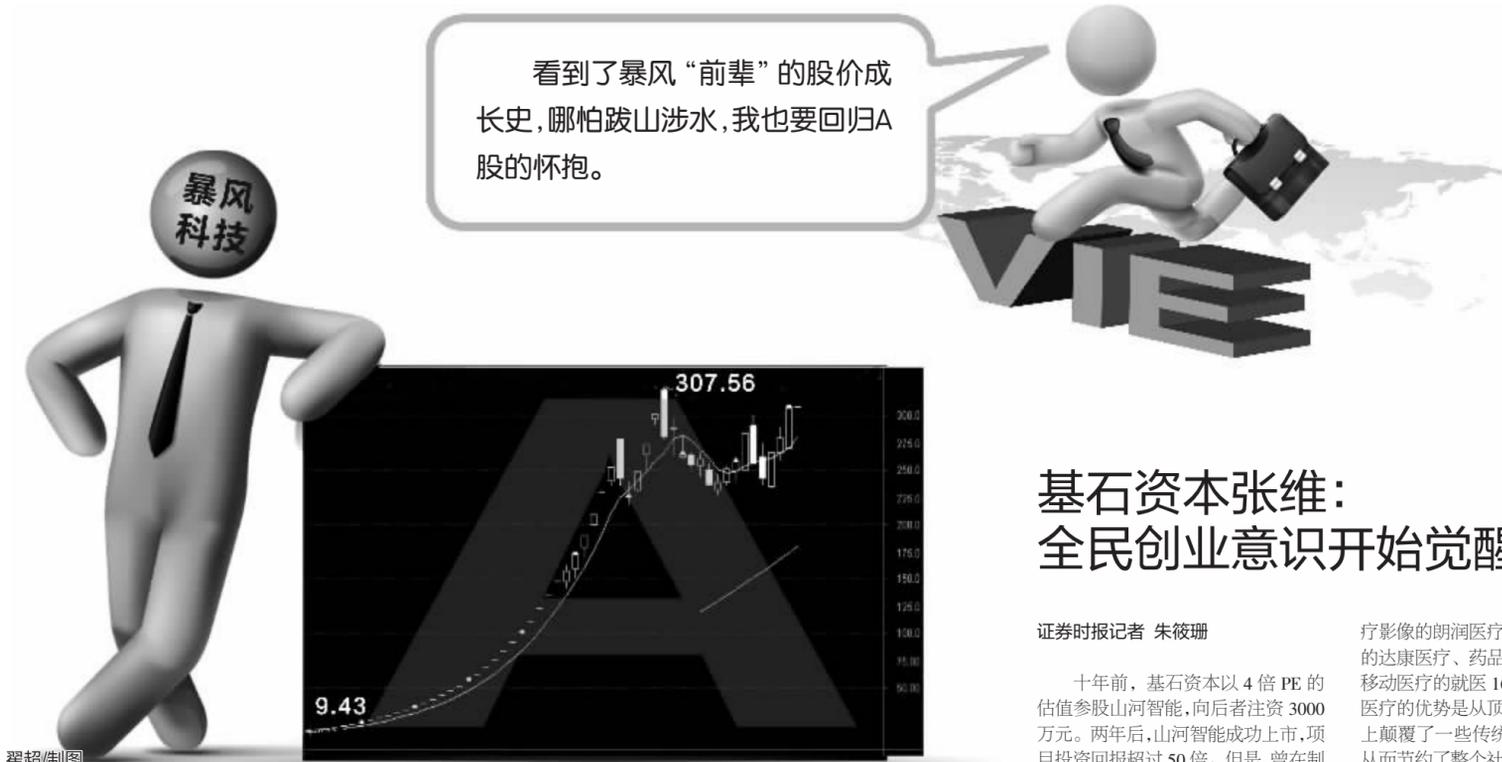
但今年风向大变,大批想解除VIE架构、回归境内的公司给了人民币基金接盘的新机会。

目前市场上可以接盘VIE架构公司的内资机构,主要包括美元基金管理人管理的内资属性的人民币基金、有内资属性持股平台的战略投资人、境内金融机构背景的投资人、阳光私募基金以及通常意义上的人民币VC和PE基金等。

基石资本合伙人陈延立表示,VIE公司回归,对于创投机构而言,提供了一个跨市场套利机会,中概股标的普遍素质高,属于市场稀缺标的,在国内有机会得到更好的估值。

深创投研究院的内部人士也透露,能够参与国内科技类公司的高速成长,有可能成为企业业务模块中的重要部分。

单一作战已经满足不了投资机构的要求,资源整合联手迎接“海外游



翟超/制图

子”回归的方式似乎更受业内推崇。

5月底,华兴资本与中信证券战略合作,华兴资本CEO包凡就明确表示,红筹回归的核心矛盾是美元基金和人民币基金之间的矛盾,即能不能够和人民币股东快速达成交易。

6月初,红杉资本联合华泰证券成立百亿元产业并购基金,核心投资策略聚焦中国概念股和红筹股回归。而有消息指出,诺亚财富正酝酿发起一只30亿-50亿元的人民币PE母基金(FOF),其中一项重要的投资策略,就是协助国内企业拆除VIE结构(包括已经赴美上市的中国概念股私有化),回归A股上市。

接盘基金面临诸多障碍

VIE架构的企业要回归国内的过程并不容易,尽管高层在推动这股回归潮,但目前来看,并无具体的措施,原来搭建VIE的结构是因为政策面有外资行业禁人的限制,如果政策没有调整,回来还是会有障碍。

中信建投执行总经理王道达表示,红筹回归的核心矛盾是美元基金和人民币基金之间的矛盾,即能不能够和人民币股东快速达成交易。

王道达强调,虽然在上海自贸区有更加宽松的政策,但并不能满足所有红筹回归企业的现实需求,有些公司主体业务在国内,调整付出的财务代价非常高。而关于境内资金的对价,涉及若干个外资股东和若干个内资股东的谈判,王道达继续指出,以往的套路是逐一谈判,现在形成两个阵营的谈判,这是前所未有的情况,企业的创始人统一去协调外资股东的利益,中介机构团队去协调内资承接方的利益,然后形成大致一致的价格,内外资股东直接兑换。

在此之后还要克服一些难关,基石资本合伙人陈延立介绍,人民币基金接盘美元基金最大的障碍,是外汇管制的问题,将人民币换成美元需要一个长时间的审批过程,从一个月到几个月时间不等。

曾以美元基金为主投资互联网企业的CA创投合伙人杨溢,道出了很多苦衷,早期美元基金投的企业想转回国内上市,但是找不到人民币基金来接盘,这是非常大的一个障碍,也没有相应的中介机构能够提供途径,所以外资股东一般通过以企业内部回购的方式,将人民币换成美元需要到合适的接盘者,创始人以低价回购,对美元投资者而言损失非常大。另外一种方式则是以“代持”的形式继续持有,不过代持方式在以后上市的时候有诸多不便。

百合网最新的增资方案就引入了盛大矿业与大湖股份两家上市公司,创始人兼CEO田范江日前明确表示,

百合网此次增资募集款项,将用于原境外VIE模式(协议控制)改制为符合国内上市标准的内资结构及公司未来的业务发展。为实现这一战略目标,公司决心很大,不能平视回国内的外方股东的股权被公司进行了赎回,新引进的股东都将全力支持登陆国内资本市场。”百合网内部人士介绍说。

对于有双币基金的机构而言,接盘过程也不是那么简单。易凯资本CEO王冉认为,即便美元基金的管理公司同时还在管理一只足够大的人民币基金并且愿意尝试“左手倒右手”的安排,由于它们的投资者是两拨完全不同的人,如果没有强大外力的推动和定价,“左手倒右手”操作起来也会遇到很多挑战。

法律问题也是不能忽视的一个方面。深创投研究中心的研究人员表示,海外私募和国内私募的法律架构不同,美元基金协助中概股私有化之后签署的一些协议,没有明确的法律定位,这在身份上会带来一定的不确定性,需要法律层面给予明确,将来需要给予很多监管政策,这样,加上实际层面各个部委的配合才能将细节落地。

普华永道中国科技、娱乐及媒体与通信行业合伙人周伟然认为,中概股回归从美国退市最大的风险来自于法律和税务,一旦公司宣布从美国退市,美国的投资者和律师极有可能发起集体诉讼。

普华永道科技行业合伙人张勤则表示这一概率高达99%。如果公司遭遇集体诉讼,时间成本和经济成本都会大大增加。除去法律风险,税务筹划也是中概股能否顺利回归的关键因素,一般来讲,中概股回归过程至少需要1-2年。

新三板更获得青睐?

事实上,在2014年底,深交所就已经开始研究VIE架构企业回归。创业板将积极研究解决VIE架构企业回归A股上市中存在的主要障碍,包括允许连续计算VIE架构存续期间的经营时间,合并计算VIE架构下相关主体的业绩等,以加快此类企业回归境内上市,增强创业板市场的包容性。

此外,无论是新三板,还是未来可期的注册制,对于创业企业来说,都意味着上市的门槛已经低到和海外上市没有太大区别。

创业者决定拆掉VIE架构回归国内资本市场都将面临一个问题——到底该上哪个市场?

有业内人士表示,回归的企业只存在上与不上的问题,主要看时间的长短,估值方面,不管是在A股、借壳或是新三板等,在目前的市场条件下相关企业都能获得一个很好的估值。

易凯资本CEO王冉则认为,选择资本市场路径的本质是在为重要性排序——在确定性和时间、估值和流动

性、变现需求这三个大维度上,排序决定了企业最终的选择。

据了解,VIE架构企业回归后的资本市场路径大致可以分为三种:第一,通过IPO上A股(对新产业和创新型企业来说主要是中小板和创业板和未来可能推出的战略新兴板);第二,通过借壳上A股;第三,被A股公司并购以及新三板挂牌。

已有的案例包括暴风科技直接登陆创业板,和借壳成功的分众传媒,而更多拟回归的公司将目光投向了新三板。相对于创业板,新三板虽然在估值、流动性和品牌形象方面还存在一定的差距,但它在挂牌确定性、业绩要求、后续增发和并购中股权支付的自由度、实际控制人禁售限制等方面对挂牌公司有着非常显著的吸引力。

天涯社区在2015年4月公布了公开转让说明书,拟登陆新三板;百合网CEO田范江也表示2015年第三季度将登陆新三板;全球最大移动效果营销服务商YeahMobi、分类信息网百姓网也有意拆除VIE结构挂牌新三板。

至于红筹回归以后的估值问题,中信建投执行总经理王道达认为,在海外对VIE架构的公司已经有一定的估值体系,但涉及具体公司方法不一定能完全反映公司的运营状况,同一类型的企业需要有不同的维度来看,海外对社区、电商类公司的估值方法国内机构也在用,而回到国内由于市场过于庞大,中小投资者不能理解这样的估值方法,新三板市场有专业机构投资者,有研究和分析能力,有了“互联网+”研究标的,研究方法会相应出现。

天星资本主管合伙人吴韵秋表示,有专门的团队做VIE架构企业的回归,牵涉到美元基金和制度上的各种问题,虽然价格方面这些公司相对贵一些,但素质都很高,VIE架构的分拆对于申请新三板企业的质量而言,会整体提高很多。

新三板已经有一家企业,是在纽约上市的公司分拆其部分业务后在新三板挂牌的,“国信证券场外市场总部总经理鲁先德指出,对于拆VIE架构回到新三板企业,眼下市场持包容和欢迎的态度,下半年会看到在纳斯达克上市的中国企业会批量回到新三板,基于暴风影音的良好示范效应,新三板正在全面和境外资产实现对接。”

王道达预期,今年到明年,会有大量C端的公司回来,依赖流量变现的公司和游戏公司首当其冲,之后是电商类公司。从行业而言,包括教育(母婴社区电商)、垂直电商、O2O、互联网金融公司(涉P2P)、智能硬件、智能家居、健康和娱乐等。

他认为,红筹企业回归的先后顺序分别是:B轮融资公司、C轮及以后融资公司、主动私有化退市公司、巨头公司和平台公司。最快的应该是从去年到今年就已经在纳斯达克主动退市的公司,2C类型的公司会在新三板市场大量出现。”

基石资本张维:全民创业意识开始觉醒

证券时报记者 朱筱珊

十年前,基石资本以4倍PE的估值参股山河智能,向后者注资3000万元。两年后,山河智能成功上市,项目投资回报超过50倍。但是,曾在制造业收获颇丰的基石资本,在过去一年却未曾投资任何一家制造业企业。

“我们也在转型。”谈及业务发展方向,基石资本董事长张维表示,基石资本的投资业务慢慢向中国经济的新形态转变:医疗、移动互联网和电商类。

对于投资方向转型的原因,张维表示,整个中国经济增长的逻辑发生了很大变化,政府的重商主义和GDP导向成为驱动中国经济发展的重要力量,下一个投资机会将出现在互联网和创新创业领域,而非此前的先进制造业。

全民创业意识觉醒

通常情况下,经济学家们预测的一些经济增长率,对于个人的投资决策其实并无多大意义”。在证券时报社此前主办的“中国投行·创投高峰论坛”上,张维表示,宏观经济和股市没有确定的正相关关系。所以他认为,依赖中短期的宏观经济数字来做投资决策,既缺乏事实上的依据,也缺乏理论上的支撑。

他认为,投资不是投资于整个宏观经济,投资的本质是投资行业。更重要的是,投资行业中的优秀企业。在他看来,从发展经济学的角度出发,发展经济学3.0版本以及弯道超车的空间和优势也将带动中国经济增长,同时,改革开放将会释放巨大红利。

张维认为,目前中国的国有资源力量比较强大,大量的资源都是非市场化配置。因此,在土地、基础设施等重要行业都存在巨大的释放空间。同时,中国已经形成了完备的制造业体系,金砖四国其他几个国家,在制造业的体系上跟中国比都有较大的差距。

中国的民营经济已成气候,全民创业的意识已经开始觉醒。”张维觉得真正驱动中国经济增长是这些元素的叠加和混合驱动,这样一个年代是非常值得期待的。

创新创业和互联网

山河智能、华中数控、华昌达等先进制造业的投资曾给基石资本带来不菲的回报。回看过去一年,基石资本频频在医疗健康和文化传媒领域发力,而先进制造业则慢慢淡出基石的投资版图。

我们已经从所谓消费互联网进入产业互联网,产业互联网正在重塑企业行为。”张维称,所谓“互联网+”的概念出现在政府报告里:以流量导入为前提,以用户体验为中心。在云计算、大数据的技术支持下,以数据驱动运营,数据引导决策。构建开放,互联互通,去中间环节的平台,尤其在金融、汽车、教育、泛娱乐,还有智能硬件领域,这些将大有作为,也是未来基石投资关注的重心。

过去一年,围绕移动领域,基石资本投资了做体外诊断的新产业、医

疗影像的朗润医疗、肾透析连锁医院的达康医疗、药品生产的康恩贝以及移动医疗的就医160、全值药房。移动医疗的优势是从顶层设计到技术革命上颠覆了一些传统企业的运作模式,从而节约了整个社会的成本。

张维举例说,如果政府鼓励电商直接处方药,假设价格是医院价格的1/3,这样国家的社保开支可以大大缩减,个人医保账户也节约开支。尽管医院院长没有动力推动改革,但社会其他方面有动力推动改革。

与移动医疗相同,互联网金融背后的意义也在于此。张维说,以前P2P是归类到非法集资的范畴,国家今年有可能出台规范措施保护投资者利益。

此前,美国SEC刚刚批准了一项颠覆性的最终规则,最终加强了在2012年推出的《初创企业推动法案》(即JOBS法案)的效果。该法案对股权众筹豁免注册,将可募集资金上限从500万提高到5000万美元,并将募资对象从授信投资人扩大到普通公众。

张维认为,法案修改意义重大,美国一直在不断拆除阻碍整个社会创新创业的制度藩篱,中国在政策上可多学习美国。”

除去创新创业和互联网领域,张维认为,国企改革是另一个投资机会。“一带一路”不仅是要把中国过剩的产能输出去,更是要改变中国与国际社会的交往方式,包括建立一个新的贸易体系。

他认为,国有企业的核心问题是解决委托代理链条过长和代理人层层委托的问题;公司治理缺陷导致资产长期低效运营和国有企业利益的长期持续“漏出”,即国有资产流失;另外,国有企业改革不是万能灵药,它无法解决现代大公司的通病,但是可以解决国有企业的特殊问题。作为职业投资人,他更关注如何在国企改革中通过适当的制度和股权安排激发企业家精神,从而最大化资产的社会效应。

爱投B轮的原因: B轮已显示出潜力

基石资本在业内的风格是多投B轮的项目。

对此,张维表示,B轮就是在长跑中已经跑出几百米的选手,跑步的动作和形状已经显示选手有获奖的潜力。我们的投资策略是希望能发现一些在风口上有着翅膀的猪,没有翅膀的企业,台风一过就摔死了。”

对于未来的投资方向,张维表示,投资项目的周期会往前移,现在开始也会有一些天使投资。但他表示,天使轮的投资要有两个前置条件:一是基于对产业的理解,二是对企业家精神的深刻认知。

在投资的行业倾向性方面,张维表示,过去一年的投资更多集中在医疗健康产业链领域。此外,垃圾发电类的盛运股份,游戏行业的原力动画和岂凡网络都是基石过去投资的标的。未来,服务业正在进行更多的深化,张维认为,整个中国趋势和经济增长的逻辑的确发生了一个大的变化,这也正是基石响应时代号召,积极调整投资标的的原因。