

PE苦觅退出术 只为卖个好价钱

不少PE增设项目退出管理部门,有的甚至酝酿成立专门的二级市场投资公司

证券时报记者 胡南

股票投资行业流传着这样一句话:会买的是徒弟,会卖的才是师傅——这道理现如今放到私募股权投资(PE)行业也适用,在入股价偏高和发行价受打压的双重挤压之下,PE机构开始面临“不仅要投的价格低,还得卖的价格好”的要求,越来越多的PE机构开始重视退出。为此,不少PE机构招聘了专门的二级市场人才,增设了项目退出管理部门,甚至有机构酝酿成立专门的二级市场投资公司或基金服务项目退出。

对退出越来越斤斤计较

“PE机构开始越来越重视退出,事出有因。”一位从事PE项目投后管理的业内人士认为,主要原因有二:其一,在目前创投争抢项目非常激烈的情况下,很多创投在投资时已经很难对被投企业压价,压10%的价格很难,但在二级市场减持时如果策略得当,提高10%的收益相对容易,这就使得不少PE机构开始重视对二级市场的退出管理。其二,数据表明,与以往曾经动辄几十倍,甚至近百倍的投资收益相比,近来投资收益率逐渐下降也使得财大气粗的PE机构开始在退出时变得越来越斤斤计较。

事实上,还存在着另外一种特殊情况,那就是,由于目前体制、政策等方面限制,一些PE机构,尤其是部分国有性质的机构,有项目在成功上市后,必须在某个特定的时间阶段退出,但这个特定时间阶段,因受股指走势等无法控制的系统因素影响,项目公司的股价很可能低于内在价值,从而使得PE机构损失了原本很多可以获得的股权价值增值。这也使得这一类机构觉得有必要设计一种操作机制,来保证机构获取最大收益。

有业内人士认为,从PE的“募、投、管、退”四大环节来看,退出是最关键的一环,前面的三个环节相当于PE花费心血和成本播种、施肥和培养,那么最后的退出就是收获,要想收成好就得摘了西瓜,还最好不要丢了芝麻。”一家有意成立二级市场投资公司的创投机构人士如此表示。

花足心思就为卖个好价钱

为了卖得更好,实现投资收益的最大化,不少PE机构在这方面花足了心思。

PE借此涉足二级市场,其中一个目的就是为了与一级市场的投资结合起来,相互配合,更好地服务投资项目退出,提高收益率。具体来看,一种是主动型,即投资项目上市后,PE通过设立专门的二级市场基金或投资公司,在上市项目股价低于其内在价值而PE机构本身又不得不退出时,通过再次买入持有,保证机构长远把握投资项目收益。据悉,中信产业基金就有专门的团队负责基金所投公司的市值管理以及股票解禁后的退出等工作,其最终设想就是成为一个较为全面的资产管理公司。另一种则是被动型,比如有限合伙人(LP)临时退出,PE可以通过设立专门的基金或公司接盘,从而保证其他基金的投资不受影响。不过,严格来说,后者其实并不是真正的二级市场,而是一级市场的PE份额转让。

深圳一家中等规模的PE机构人士表示,尽管他们的投资项目不少,但是上市数量相对有限,所以二级市场退出目前不是最重要的,转让退出才是公司较多考虑的方式。不过,他同时认为,随着投资项目上市日渐增多,PE机构将更多精力投入到退出环节是必然,即便暂时没有成立专门的退出部门,相应退出体系和人才储备肯定要配置。

事实上,有迹象显示,去年下半年



CFP供图

以来,大量证券行业人才流向PE,其中不乏华泰联合副总裁、投行业务负责人马卫国这样的大佬。

上海一家金融行业猎头机构有关人员也证实,从去年下半年以来,PE机构对于券商背景人才的需求明显增加,一些规模比较大的PE机构纷纷表示,希望能引进“对国内资本市场业务比较熟悉的人才”。值得一提的是,据该猎

头公司人士介绍,除了对宏观分析、产业分析的研究人员存在需求外,近年来不少PE机构更是明确要求“具有二级市场投资经验”。

■记者观察 | Observation

PE二级市场进退惹争议

证券时报记者 胡南

二级市场生变,倒逼PE机构生变。为了在二级市场全身而退,越来越多的PE机构开始尝试“越线”,横跨一级市场和二级市场进行操作。目前,此类行为仍属于监管上的模糊地带,尚存争议。

例如,有业内人士质疑,假如允许PE机构既有针对二级市场投资者发行的产品,又有负责PE基金退出的混合经营模式,那对这样的PE机构及其运营模式从法律法规上该如何界定?又比如,如果PE机构设立的二级市场投资公司看好PE仍持有的股票,那么,在该股票解禁后半年内,投资公司去购买是否违规?PE和所属的二级市场公司账户属于同一实际控制人,是否存在操纵市场和内幕交易嫌疑?

以成立二级市场投资公司或基金服务所在PE退出项目的情况为例,按

监管模糊地带待明晰

上市公司股份百分之五以上的股东,将其持有的该公司股票在买入后六个月内卖出,或者在卖出六个月后又买入,由此所得的收益归该公司所有。”对照来看,若PE持有的股份在解禁后直接转让至旗下的二级市场公司,就有发生此类情形的可能性。由于PE和所属的二级市场公司账户属于同一个实际控制人,为了实现投资收益的最大化,难免产生影响交易价格和交易量的可能。

对此,有业内人士认为,上述条款主要针对恶意的二级市场操纵,一般来说,专门成立二级市场投资公司服务所在PE项目退出的,其本质目的是为了通过长线持有相关股票获得长期收益,因此,实际上并不违背法规;另外,也可通过建立二级市场投资公司信息披露制度来避免违规嫌疑。

另外,《证券法》中要求,上市公司董事、监事、高级管理人员、持有

级市场公司避免在内幕信息公布的时间窗口期建仓则可。

南丰资本合伙人黄庆伟提出,尽管不能简单判断PE成立二级市场公司服务所投上市项目退出是否可能出现违规,但的确可能存在违规的嫌疑。因为尤其是在内幕交易方面,相比市场上纯粹的二级市场投资机构,PE肯定对所投项目了解得更深入,更具有信息渠道优势。另外,“相比之下,PE二级市场投资公司接盘后,是否继续利用敏感时点进行交易的后续跟进监督更需要引起关注,往往这一块是被忽视的。”黄庆伟说。

国浩律师集团事务所创始合伙人李淳认为,要解决上述这些问题,可以考虑建立防火墙,一是制度层面的防火墙,通过法律、规则、章程和协议等进行约束和监管;二是操守层面的防火墙,即要求参与各方相关人员应该具备高度的职业操守和道德。

全民PE退烧时 努力做好“四道菜”

肖水龙

好项目难找,投资价格不低。”这是创投业界近期共同的感受。

站在创投机构的角度,一方面期望“进货”便宜,另一方面期望“出货”价高以获取高收益。但是,进得更低卖得更高,并不符合商业的共赢原则,即使短期存在这种可能,也无法长久维系。面对这样的市场环境,就要看各家机构“做菜”的手艺了。

用通俗的说法,现在的市场情形是“全民PE”高烧渐渐退却。一级市场投资正在回归正常的温度,而二级市场久未见有大的起色,从而带动一级市场价格回落;另外,私募股权投资(PE)监管也渐趋严格,以风险投资(VC)/PE名义圈钱的行为遭到“叫停”;有些快速做大规模的投资机构认为,今年的募资没有前两年容易了。

在这样的背景下,行业内外的喧哗声不绝于耳。这实际上是一些投资人习惯了高温之后对于常温普遍感觉不适。不过,本人对行业“温度”的感受有些与众不同:高温固然让人兴奋,但常温能让人清醒。虽然前两年行业的火热疯狂已告一段落,但一级市场的投资依然以不可阻挡之势呈现快速发展态势,而且,创投在国家经济转型之中的作用将会越来越明显,而各种鼓励政策在千呼万唤之后相信也终究会出台。

该如何应对PE市场退烧后的市场?我常常以“四道菜”来打比方,这四道菜在深圳可谓人人皆知:第一道是“真功夫”,也就是专业化,在某个行业领域成为真正的行家里手;第二道菜是“肯德基”,也就是研究型,在行业研究和投资研究方面要啃得深,三是“春满园”,逐步适应和偏向做偏早期的投资

项目,学会看准团队、善于把握趋势、精于发现风险,项目判断做到敏锐、果敢;四是“湘鄂情”,对已投资企业要奉献真诚、奉献专业、奉献资源、奉献情感,实实在在做增值服务。

第一道菜讲的是专业化。未来市场将更加专业细分化,发展也会更加快速更加完善,要想稳健发展必将从规模化转化为精细化、特色化运作。

第二是做研究型的机构:对一个行业只有深入地了解和研究,将所有因素都考虑进去后才会做出正确的选择,很难想象一项投资在没有经过抽丝剥茧的分解和研究而随意投资成功的,除非你拥有百分百的运气,但这显然是不可能的。在我看来,研究就是投资力。

第三道菜强调的是“偏VC”,随着同业大量地挤在PE投资中,造成诸多项目都挤在新股公开发行(IPO)退

出这座独木桥上,“塞车”现象已经出现。投资偏VC的早期项目,不但价格相对较低,而且退出渠道可以多选,不一定非挤IPO退出这座独木桥,例如还可以并购退出、中途转让等方式。

第四是重服务,现在每个投资机构几乎都在强调重服务,但真正要做到位并非易事,一些投资公司所投项目多,管理和服务很难到位,是否做好服务关系到项目的增值,所以我们强调服务,兑现服务。创投机构最好能发挥“教练式指导”及“保姆式服务”的优势或取向。

作者系创东方投资有限公司董事长、创始合伙人)



非上市公司纳入监管 私募发行名额可适当放宽

可以预见的是袁以明监管办法曳为基础建立的证券场外市场袁必将为创业投资的退出增加新的渠道袁特别是将为投资早期和初创期项目的股权/股份提供较为便捷的退出变现和获利的渠道袁这对VC/PE机构而言无疑是重大利好遥

证券时报记者 陈中

证监会日前发布了《非上市公司监督管理办法征求意见稿》(下称“监管办法”),不仅为全国性场外市场建设铺平了道路,也标志着非上市公司将被正式纳入证监会的监管范围。作为对场外市场建设和创投行业有着长期深入研究的专家、深圳市创投业协会常务副会长兼秘书长王守仁在接受证券时报记者采访时表示,“监管办法”是场外市场制度设计的重大创新,但同时也存在着部分定义不明确、事后监管方面的问题。

备案式注册制具开创意义

2006年修订的《证券法》明确了股东人数超过200人的股份公司即为公众公司,此后,200人红线从此成为是否接受证监会监管的分水岭。时至今日,“监管办法”第四十四条规定,“中国证监会及其派出机构依法履行对公司股票转让、定向发行、信息披露的监管职责,有权对公司(非上市公司)、证券公司、证券服务机构采取《证券法》第一百八十条规定的措施。”

王守仁表示,这次出台的“监管办法”严格按照《证券法》相关规定,要求无论股票以公开方式向社会公众公开转让,或者是向特定对象发行股票导致股东累计超过200人,股票转让必须要向证监会申请核准。这样一来,场外市场便依法处于证监会的统一监管之下。

根据“监管办法”第四十条规定,公司定向发行后股东累计不超过二百人的,或者公司在十二个月内发行股票累计融资额低于一千万元的,豁免向中国证监会申请核准,但要事后备案。王守仁表示,这明确了对非上市公司进行分层次管理,为大量的小微企业募集初期的创业资金,为企业的高成长增大资本实力。

这是第一次在多层次资本市场体系建设上实行审核豁免的备案式注册制,并在证券市场制度设计上具有开创性的深远意义。”王守仁说。

法规仍有改进空间

目前正处于“监管办法”征求意见期,王守仁对“监管办法”提出多项建议。

首先是关于“公开转让”与“公开发行”的区别。根据“监管办法”第二条,股票以公开方式向社会公众公开转让的被列为非上市公司,而《证券法》则规定,“依法公开发行的股票、公司债券及其他证券,应当在依法设立的证券交易所上市交易或者在国务院批准的其他证券交易场所转让。”王守仁表示,美国证券市场的做法是,公司以公开方式向社会公众发行股票,既可以选择在证券交易所挂牌,也可以选择在证券场外市场挂牌。所以,有必要分别明确“公开发行”与“公开转让”的定义。

“监管办法”第三十四条规定,本办法所称向特定对象发行股票导致股东累计超过二百人,以及股东人数超过二百人的公司向特定对象发行股票两种情形。公司确定发行对象时,应符合投资者适当性管理规定的自然人、法人及其他经济组织合计不得超过三十五名。王守仁指出,通过查阅资料发现,“三十五名”的限制是借鉴美国的做法,根据美国证监会D条例506款规定,对于低于500万美元的私募发行进行豁免,并允许向少数的不超过35人)“非资格投资者”和“非复杂投资者”出售证券。

王守仁表示,这种名额限制有一定的合理性,强调股东超过200人

的公众投资者必须符合投资者适当性管理,以防范非上市公司盲目地向一般社会公众发行股票,从而避免增大发行风险。但是,“三十五名”的限制似乎根据不足:首先,美国证券法D条例504条款指的是对加以豁免的私募发行,其35人指的是“不合格投资者”和“非复杂投资者”;其次,我国合格投资者的队伍也正在不断壮大和成熟,包括创业投资基金、阳光私募基金、长期从事证券投资的专业人士等。王守仁认为,吸引更多的合格投资人参与挂牌企业的公开发行,有利于非上市公司企业在发行过程当中有更大的选择余地。因此建议“三十五名”的限制可适当扩大。另外,为了活跃证券场外市场,虽有必要吸引一些短期投资者,但更需要吸引更多能为企业提供增值价值的价值投资者,以利于企业快速孵化成功并获得高成长。

根据“监管办法”第三十一条,股票向特定对象转让导致股东累计超过二百人的公司,应当自上述行为发生之日起三个月内,按照中国证监会有关规定制作申请文件,并申报核准。”王守仁认为,该条款存在着“事后监管”的风险。“这里面存在一个不容忽视的漏洞:既然股票转让的行为已经发生,并导致累计股东超过200人,为什么要求企业3个月后才去证监会申请?如果发现受让的新股东里有不合格的投资者该如何处理?是否要强制退股?又如何退股?”

王守仁建议将该条例修改为,“股票向特定对象转让将导致股东累计超过200人时,应按照中国证监会有关规定制作申请文件提前申报核准。”这样将便于证监会在违规行为发生时进行有效监管,而不是事后监管。

多元化退出利好创投业

当前我国创投业已经进入新的战略发展期,大量创投基金的投资策略也有所变化:一是项目投资向企业成长的前期阶段转移,二是投资新兴产业专业化。王守仁对记者表示,当投资向早期和初创期转移时,就需要有一个发达的对应前期投资的退出变现渠道。可以预见的是,以“监管办法”为基础建立的证券场外市场,必将为创业投资的退出增加新的渠道,特别是将为投资早期和初创期项目的股权/股份提供较为便捷的退出变现和获利的渠道。

经历了前些年的快速发展,据业内人士观察,目前许多创投基金已投资的项目中,公开上市的企业比例不超过10%,大量资金沉淀在未能上市的企业里。王守仁认为,场外市场的建立也有利于企业开展收购兼并和重组整合。证券场外市场的成功开设和平稳运行,有助于创投基金将已投资并符合条件的非上市公司推荐到证券场外市场挂牌,然后通过转让股份实现退出获利。同时,也有助于创投基金通过向挂牌企业提供股权资金和增值服务使其尽快达到上市条件,顺利转板到创业板和中小板市场。

清科研究中心此前发布的报告也认为,“监管办法”出台后,场外市场将逐步规范,交投也将日益活跃,风险投资(VC)/私募股权(PE)机构将面临更多的投资机会;同时,通过推动被投企业场外市场挂牌交易,VC/PE退出渠道也将多元化,这对VC/PE机构而言无疑是重大利好。

王守仁还表示,“监管办法”实施后,还将为创投基金寻找具有高成长的创新型企业提供平台,也有利于推动天使投资基金业的发展,大批拥有投资能力和丰富经验的个人,可以在场外市场里投注于初创期的创新型小微企业,并给企业带去资金和经验。而证券场外市场里挂牌的中小微企业,在创投基金的支持下能实现持续快速的发展,证券场外市场也将由此充分发挥小微企业孵化器的功能。