

流动性“命门”步步紧 新三板玩法悄悄变

机构齐齐瞄准Pre-IPO 对赌买壳应付挂牌“堰塞湖”

□本报记者 黄丽

新三板市场的“监管风暴”有愈演愈烈之势,二级市场流动性持续趋紧,交投热度难见起色。面对不再任性、逐步回归理性的市场,中国证券报记者发现,包括原本主要关注二级市场的基金子公司、券商资管等,大部分机构已经不约而同地将目光转向拟挂牌项目,摇身一变担纲PE/VC的角色,提前埋伏。“在这个市场中,目前PE才是最赚钱的。”前海开源基金新三板投资经理付柏瑞告诉记者。

值得注意的是,随着新三板名声大噪,中小企业蜂拥而来,排队企业数量与日俱增,不断加剧着新三板的“堰塞湖”,挂牌不再像过去那么快速容易。为了保障机构能顺利退出,对赌协议、高价买壳等手段齐齐上阵,试图冲破目前的挂牌困境。



CFP图片

流动性趋紧催生PE化浪潮

从去年下半年开始,新三板的“风”越刮越大,迅速席卷整个投资领域,各种资本力量在新三板的舞台上陆续登场,私募、券商资管、PE/VC、众筹等众多机构成为参与市场的主力。经历短期大跃进式的发展后,信披违规、操纵市场、内幕交易、股价虚高等埋伏在新三板市场上的种种问题开始逐渐暴露,年初以来的新三板市场“监管风暴”有愈演愈烈之势。市场自4月起进入调整模式,交投热度回落许多,形成一道明显的“分水岭”。面对调整,最早入场的少数机构手握超过100%的浮盈,依旧淡定,而后进场的人不得不“穷则思变”,将目光从二级市场转向Pre-IPO项目,PE化的新三板玩法已经初现端倪。

“未来有多少上市公司会从这里诞生呢?”付柏瑞上个月站在北京中关村创业大街门口,晒出朋友圈第一张照片。他是第一位从公募转型做新三板的基金经理,产品发行时间比较早,第一只产品浮盈已经十分惊人。从目前市场来看,“流动性是新三板最大的风险,这是投资者首先要考虑的。”付柏瑞说,三板市场

未来一定会有很多僵尸股,主要体现在协议转让中,券商不肯做市,公司又融不到资,投资者一旦接盘就很难退出。

如今,新三板有可能成为蓝筹的好公司筹码难寻,有些价格太高,僵尸股又毫无投资价值,一些原本只投资二级市场的机构投资者手中募集的资金变得十分棘手。付柏瑞告诉记者,他对新三板的投资思路已经发生变化,由于子公司资管计划的特殊性,近期他已经开始到全国各地调研未上三板的拟挂牌企业,“这个优势是拿到的价格比较便宜,角色类似于创投,毕竟PE还是最赚钱的。”

嘉实基金手法与之类似,也是以PE/VC投资模式进行。据了解,嘉实基金专门组建了有着十余年PE/VC投资经验的专职投研队伍,其中包括专职的投资人员3名,这些投资人员主要是来自一级市场,且TMT行业投资经验丰富;兼职的研究人员有6名,这些研究人员基本上自于二级市场,既有专门的行业背景,又非常熟悉二级市场的投资之道。

一些券商直投系基金也没有错过这一趋势。东吴证券旗下直投基金东吴创新资本,短短

一个月4次投资新三板项目。中信证券熟悉情况人士也对记者透露,目前的投资项目大多针对Pre-IPO项目,偏向比较成熟的后端投资项目,但目前VC化的趋势十分明显,“我们也在做一些调整和改变,希望投资方向能往前端方向转变。”

此外,股权众筹平台也蜂拥而至。据统计,目前涉足新三板业务的股权众筹平台有众投邦、天使客、智金汇、原始会等。这些股权众筹平台抢滩新三板业务大致有两种模式:一是拟挂牌新三板的企业在众筹平台上直接出让部分公司股权,投资者参与认购;二是股权众筹平台设立专门针对新三板项目的基金,由众筹平台作为领投,个人投资者进行跟投,最后以有限合伙企业的方式参与项目。智金汇创始人杨溢介绍称,该公司新三板领投基金规模为5000万元,由CA创投和新峰创投进行管理,在线下募集完毕后,该基金选择拟上新三板和新三板定增项目,在平台进行“领投”,而平台的注册投资人则可以最低十万元进行跟投。在合规的前提下,打通股权众筹和新三板之间的渠道。

券商开始“挑挑拣拣”

尽管近期交投趋于平静,新三板的“造富神话”从未停止,大量中小企业如潮水般涌来,排队等候在前往股转系统敲钟的路上,目前看来,挂牌仍是“持久战”,置身其中的机构投资者需要耐心。

根据全国股权系统提供的最新数据,截至2015年5月28日,目前股转系统共有748家申请挂牌企业处于在审状态;今年1月以来,每月新增挂牌公司家数分别为292家、130家、156家、193家、144家,过审速度并未因为等候企业增多而加快。

“近期想挂牌的企业比之前多了很多。”从事新三板挂牌业务快三年的广东华商律师事务所律师谭广良对中国证券报记者表示,原来的市场主导权在企业方,现在已经转变到券商

方。从最初为了储备项目而四处奔走,如今券商已经有资格“挑”企业,“券商根本忙不过来,人手不够。”

5月初,北京就已有券商投行人士告诉记者,除了西藏的企业有政策支持免排队以外,其他地域的企业挂牌新三板都需要排队。现在申请新三板挂牌的企业,并非像之前一样申请之后可以直接进入审查系统进行反馈,而是在提交申请公开相关资料之后,需要一个半到两个月的排队时间,才能进入审查程序进行反馈。还有部分券商出现暂停新三板挂牌业务接单和暂停新的进场协议的签署,集中力量消化存量项目。

据中国证券报记者了解,部分券商的某些团队已经停止接外地单,因为时间成本太高,同

时招兵买马,紧急增加人手;一部分券商则对挂牌企业有了一些财务上的硬性指标,有些要求年收入5000万元、盈利500万元,有的要求低一点,企业年收入要达到3000万元、盈利300万元。作为承接挂牌业务的律师,谭广良也告诉记者,原本也是经常要全国各地跑,现在跟随券商的步伐,财务上要满足相应券商的要求,并且企业所在区位也是重点考虑因素,“我现在基本只接一些深圳本地或距离较近的周边城市的业务。真的没时间,忙不过来,有时候一天之内,上午在惠州,中午在东莞,下午在广州。”

不过,不久后挂牌“堰塞湖”现象可能将得到缓解。全国股转系统近日已发布通知称,在总结挂牌公司股票发行备案审查经验基础上,将进一步提高挂牌公司股票发行备案审查效率。

对赌回归买壳风行

资本市场永远逐利,在拥挤的挂牌道路上,拟挂牌企业究竟能不能顺利挂牌还要打一个问号。因此,为了实现股东的尽快推出,部分企业不得不高价买壳。此外,尽管很多有意向或者已经挂牌新三板的企业发展潜力巨大,在投资企业取得股权的同时,部分机构投资者还是与公司的大股东签订对赌协议,确保自身的利益得到相应的保障。

“券商态度变了之后,很多企业都开始着急了,想尽各种办法都要上。现在比较快的方法只有买壳。”另一位从事新三板挂牌业务的机构人士告诉记者,原来办过挂牌的企业最近想退出,找他帮忙卖壳挂1000万元,没几天就找好买壳方,已经开始做尽职调查了。“行情差不多是1000万元左右,也有1200万-1500万元的。价格有浮动区间,主要看企业大小。”

与此同时,对赌协议正在回归新三板。据谭广良介绍,在机构涌进新三板前,拟挂牌企业的股权结构中不常看见PE/VC的身影,而

现在比较多,尤其体现在科技类企业中,“通常的三种条件就是现金补偿、股权调整和大股东回购。”

以智金汇近期的新三板项目为例,标的公司众恒光电去年净利润4400万元,已经提出登陆资本市场的详细时间表:已经签订挂牌辅导券商,即将完成股改,预计年内登录新三板市场;计划于2015年底前登陆新三板,并于2016年12月30日之前向证监会/交易所申报上市材料。如2017年12月30日之前未能在境内主板、中小板或创业板上市或今年利润不达标,投资人可按10%的年利率要求控股股东回购所持股份。

一位资深PE人士透露,在与新三板拟挂牌企业的对赌中,PE提出的条件越来越多。从最基本的业绩对赌、股价对赌,到目前依据新三板市场特点,针对创始人行为的约束、针对未挂牌成功特殊退出渠道的约定,甚至还有公司挂牌后参与做市商时将股票卖给券商的安排。

从2015年上市公司中存在的37例对赌协议截止到目前的执行情况来看,结果并不能很好地朝着企业拟定协议时预估的方向在发展,大多关于财务业绩的对赌标的都不能很好的实现,所以广证恒生认为,企业家应当更加慎重地考虑对赌协议的使用,在充分了解自己企业的基础上,正确评估企业本身的发展能力,制定客观可行的发展目标,从而选择与企业相符合的对赌标的。

由于中小企业未来盈利能力的的不确定性,对赌协议成为投资方利益的保护伞,而对融资企业来说却是双刃剑。一方面可以对融资企业起着一一定的激励作用,另一方面,对赌协议中如果隐含不切实际的业绩目标,企业大股东在之后经营过程中为了兑现协议内容,容易实施过于激进的发展战略,从而把企业推向困境,损害股东权益,甚至有的企业由于业绩或者上市时间未达标失去退路而导致失去控股权。

各路资金追逐优质成长企业

□本报实习记者 周文静

企业对于新三板挂牌的积极性和踊跃性提高。从2014年1月以来,市场容量扩张7倍左右。从合格投资者开户来看,合格投资者开户数从2014年1月只有千人到现在达8万人;在交易量上,从去年一月的日均不足十万元到目前日均交易达千万元以上,足以反映新三板市场的活跃。智金汇创始人杨溢介绍,“日前一家做LED拟挂牌新三板的企业在潜力平台融资,不到三小时认购满1000万元,至今已超募126%。”

快速扩容

“如同创业板的增长,从长远来看新三板未来的空间也将超乎大家的预期。当前在整体实体经济的不振和房地产的萎靡的情况下,部分资金从实体经济解套出来投入新三板中。同时,新三板的制度不像A股有那么大包袱,不设盈利门槛,现在想上新三板的企业越来越多,也造成了鱼龙混杂的现象。股转系统的要求也在趋严,作为投资者,应注意判断哪些高成长性企业,而不是一窝蜂投资。”一家新三板基金创始人向中国证券报记者表示。

该人士认为,目前市场扩容速度太快,拟挂牌企业数量急剧增多,很多企业不能很快拿到投资;而一些企业以前没有接触过资本市场,容易急功近利想把估值股价做上去,导致现在的市场不能反映企业的真实价值。新三板市场稍有冷却,亦是对过去一段时间新三板过于火爆的一个回应。第一批新三板市场已经建仓完毕,现在第二、第三批正在疯狂建仓,但有些企业现在可能没法承受这样的估值。

由于企业发展阶段不同,与登陆A股的成熟企业相比,新三板企业在业务、经营、合规治理、挂牌审核各方面要求都相对较低,另外新三板的投资工具也远不如A股丰富。“新三板中可能只有20%的企业具有投资价值,因而投资者必须要有判断能力,在新三板做投资更要主动去选择标的,当然这些新三板企业有着更高的成长性。”上述人士说。

股权众筹欲“尝鲜”

在资金方面,各路资金正在源源不

断地过来。一家新三板基金人士说:“我们也在做新三板的基金,好的项目供给能不能持续跟上,是三板市场能不能持续火爆下去的关键。现在新三板门槛较高,很多新三板投资者无法参与市场,这也导致新三板流动性没那么强。”

杨溢表示,个人投资者参与新三板市场时不仅受限于门槛,在投资判断和标的渠道上也有劣势。新三板挂牌企业数量超过2000家,资质参差不齐,个人投资者很难从海量的企业中筛选出潜力股。

目前,一些股权众筹平台纷纷推出新三板业务,通过在平台直推项目募资或者设“领投基金”再分散投资项目。杨溢表示,旗下智金汇将重点打造“平台”+“领投基金”的模式,平台的注册投资人可以最低十万元进行跟投。在合规的前提下,打通股权众筹和新三板之间的渠道,大大降低个人投资者参与新三板的门槛。而设立专业的新三板基金进行领投,能让有风险识别能力的基金来负责标的筛选、投资决策、尽职调查和投后管理,相当于“基金带着散户玩”。投资新三板企业标准是企业前三年净利润比较稳定;处在市场比较大的行业,企业具有高成长性;需要有核心的竞争壁垒。

杨溢认为,企业上新三板无非就是为了获得资金、名气和人才。与传统投资机构相比,通过股权众筹的方式具有优势。从资金来说,股权众筹降低个人投资门槛能汇集各种中小投资者的资金,而且融资速度非常快。事实上,私募股权基金也是一种众筹的形式,只不过汇集的是更高净值的人群。股权众筹投资机构通过在股权众筹平台领投的形式,可以撬动更大的资金量,获得更多的收益。所以一方面企业筹到更多的钱,一方面领投和跟投者都以小博大,获得更多的收益。

在传播上,由于互联网信息开放的特性使得信息可以得到更多的传播。且股权众筹属定向传播,参与股权众筹的融资者还是对企业有一定的了解,可以吸引到产业上下游人,还有可以进行资源互补的各方。同时,股权众筹也可对企业自身的员工开放,可以起到股权激励的作用,帮助企业去留住人才和吸引人才。

5月新三板交投回落 市场估值出现下降

□本报记者 黄丽

5月份新三板两指数依然呈现出横盘整理的态势,整体来看,市场已经从狂热状态回归,成交活跃度略有回落。截至2015年6月2日,新三板现有2496家挂牌公司,6月2日成交11.63亿元。部分机构认为,在经历粗放式发展后,监管日趋完善等因素将是未来新三板发展的决定性因素。

活跃度下降

6月2日,三板成指收报1814.95点,上涨3.51%,全市场成交11.63亿元;三板做市收报1863.51点,微跌0.76%,做市转让板块成交4.28亿元。事实上,整个5月份,三板做市指数都在1850点至2070点间近200点空间里进行窄幅盘整。截至6月2日,该指数已连续4个交易日收绿,处于持续缓慢下跌通道中。

股转系统提供的数据显示,截至6月2日,新三板挂牌公司达到2496家,总股本达到1159.58亿股,其中流通股股本有410.44亿股。根据不同转让方式区分,做市转让公司有385家,总股本达208.55亿股,流通股本94.56亿股;协议转让公司有2111家,总股本为951.03亿股,流通股本315.88亿股。

整体来看,新三板的规模正在稳步上升中,但由于监管日趋严格,市场交投热度有所回落,市盈率也出现下降。数据显示,自1月份以来,无论成交热度还是市场指标来看,新三板都在3、4月份达到鼎盛时期,而刚刚过去的5月份则显示出转冷的迹象。5月,新三板共成交24.53亿股,环比下降30.94%;成交金额为226.12亿元,环比下降39.4%。不仅交投热度回落,市场估值也出现下降。5月市场成交均价为9.22元,而4月成交均价为10.5元。年初至今,新三板平均市盈率持续稳步提升,3月份更是出现跳跃式上涨,但5月份平均市盈率首度出现回落,从4月的60.90倍下降至52.31倍。

从个股来看,九鼎投资依然是新三板最耀眼的明星股,无论是成交金额还是成交量均遥遥领先,分别达到63.64亿元、4.45亿股。成交金额居前的个股还包括中科招商、联讯证券等两只协议转让股,以及中海

阳、金达莱、九恒星、融信租赁、星火环境、维珍创意、先临三维等做市股。

上个月,做市股呈现出涨少跌多的格局,104只做市股上涨,247只做市股下跌。Wind资讯显示,近20个交易日中,有33只做市股实现翻倍,其中平原非标、博安通涨幅均超过1000倍,星火环境、电科电源、易科势涨幅超过10倍;跌幅居前的个股主要是卡特股份、众深股份、旭龙物联、轩轶网络,跌幅均超过50%。昨日,中科股份因变更为做市转让股而大涨106.67%,赛德丽、海芯华夏涨幅也超过10%;美基影业、巨龙生物、信达化工、合力思腾跌幅则超过10%。

监管制度日趋完善

市场人士普遍认为,新三板交投热度下降或因为监管趋严影响。新三板快速发展下引发的各种问题正在引发监管层的关注,监管趋严的信号不断增强。自今年以来,监管部门频频“亮剑”,“中山帮”和中海阳相继被查,让新三板市场掀起监管风暴。

5月19日,全国股转系统董事长杨晓嘉表示,新三板是一个包容性很高的市场,包容创新、包容多元、包容不成熟,但决不容违法违纪。部分机构解读为,当前新三板发展已经从前期的放水养鱼阶段,逐渐向水龙头收紧阶段过渡,监管趋严应是新三板未来一个重要影响因素。

民生证券认为,未来针对新三板市场的监管政策应有四个重点:一是信息披露要求趋严趋紧;二是主办券商勤勉尽责的责任约束加强,预计主办券商的资质或将成为公司挂牌、股权转让、定增的一项参考指标;三是新三板配资监管加强;四是中小股东利益将得到强化。

市场人士认为,监管制度的完善有利于后续制度红利的推出。“市场分层今年推出的可能性很大,但投资者门槛下降的可能性比较小,因为目前市场还没有完全肃清,违法违规行乱象丛生,对个人投资者而言风险太大。”在经历粗放式发展后,监管制度、手段和理念的进步将成为新三板市场未来发展的决定性因素,也是潜在投资方向的指引。随着监管制度日趋完善,新三板的投资趋势将从短期套利演变为价值投资,真正成为发展壮大中小企业的融资平台。