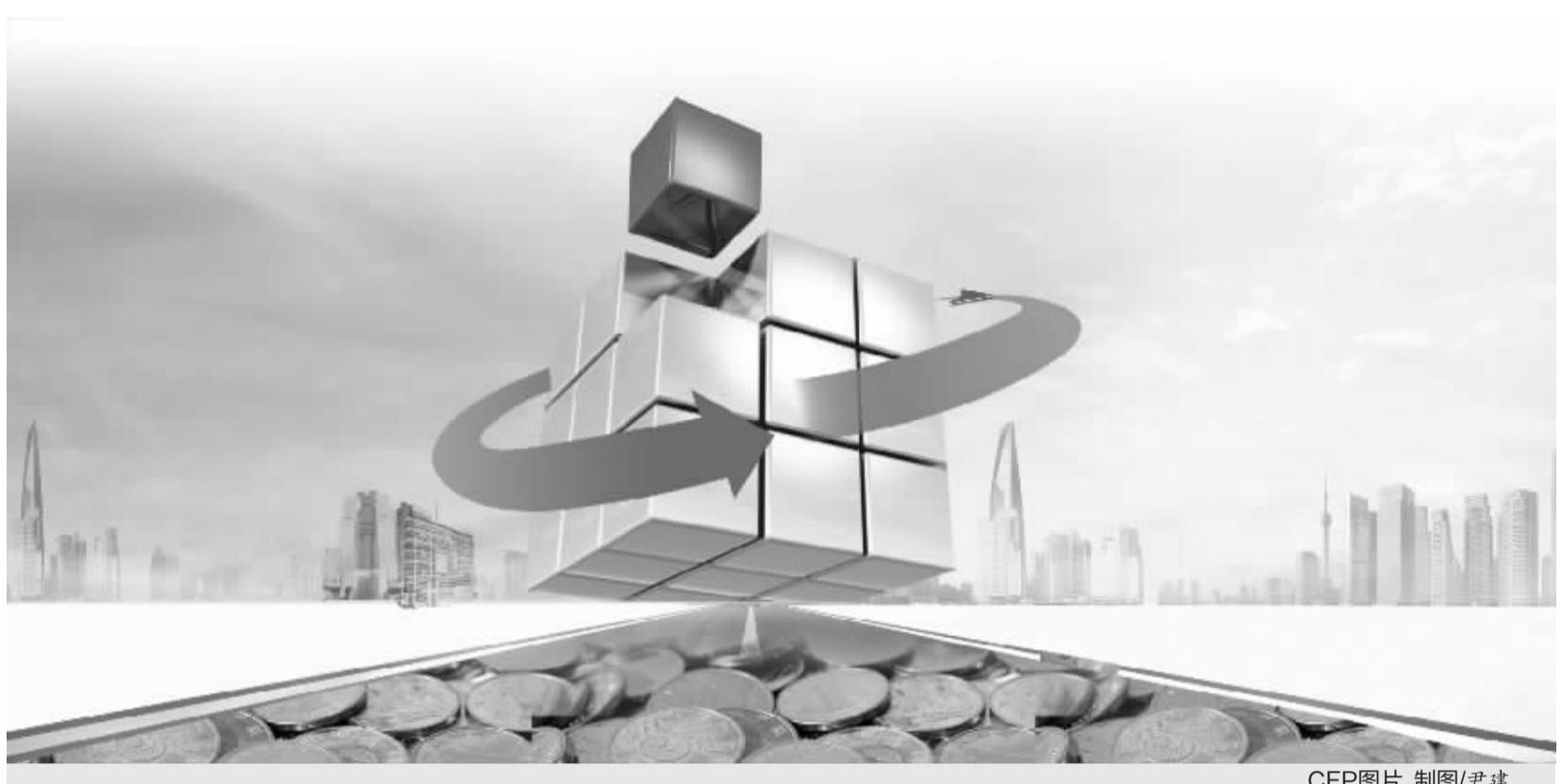


窗口指导从严落地 定增价差有望收窄

业内人士认为投资者穿透要求利于防范利益输送

□本报记者 朱茵



CFP图片 制图/尹建

近期,定增窗口指导新规在投行业界引起持续关注,但部分机构表示在个别具体操作环节上尚存疑问,有待相关细则进一步明确。业内人士认为,虽然还有一些细节尚待完善,但监管层有关定增的窗口指导肯定会严格执行。未来定增项目价格形成机制更趋市场化,定增价格与市场价格之间的差距有望收窄,参与定增的投资者也会更公开、透明。

三年期定增项目受影响

业内人士表示,新规鼓励非公开发行项目以发行期首日为定价基准日,这体现了定价的市场化改革方向。在对定增的价格引导上,预计三年期定增受到的影响更大。

据悉,此次窗口指导要求,“长期停牌的(超过20个交易日)的,要求复牌后交易至少20个交易日,再确定非公开基准日和底价。鼓励以发行期首日为定价基准日,这类交易如审核无重大问题,直接上初审会。”

定增的定价基准日一般会有三个可选节点,一是董事会决议公告日,二是股东大会决议公告日,三是发行期首日。一般情况下,公司与券商会选择董事会决议日为定价基准日。在业内人士看来,监管层之所以要求停牌期超过20日的公司延期定价,其目的在于保证定增价格更具市场效率,且能在一定程度上防范利益输送。

送。但在实际操作中,也有保荐人表示操作起来不容易。发行期首日定价价差不大,这适合在市场上行期发行。如果市场不稳,容易出现发行失败的情况,这是发行人绝不想承担的风险。

业内人士认为,这次窗口指导意见对三年期定增项目影响更大。其原因在于,一年期定增基本上是通过询价确定,在这几年的规范发展中,已经不太可能有猫腻存在,此次新规对一年期定增影响不大。三年期定增项目原先都是以董事会决议公告日为基准日锁定价格,常常导致发行价与市场价格差异较大,受本次政策影响,价差缩小,所以对三年期的定增项目影响会比较大。

值得关注的是,投行人士透露,当前再融资审核的各类关注问题中,“非公开发行定价的公允性”较受重点关注。有保荐人表示,监管层所

关注的方向包括:信息披露的合规性,定价基准日前后,重大事项是否及时公告。具体来看,对于定价的合理性关注点有几个方面:是否存在敏感期定价;定价基准日前,是否长期不合理停牌;停牌期间公司资产、业务是否发生重大变化;实际控制人是否变更;是否发生对股价有重大影响的其他事项;定价是否损害中小投资者的利益。

“我们团队的项目也都在比对当中,但暂时还没有影响变化特别大的。”有投行人士表示,在他看来,未来定增价格与市场价格差距极大的情形将不会出现。市场化的规范操作将促使定增给出更为合理的公允价格,或许未来“价差大”的情形将成为历史。兴业证券保荐代表人表示,对于发行承销工作而言,“择时”的重要性增强。

结构化安排将告别市场

“投资者选择更加严格。”业内人士表示,未来参与定增的投资者将更为公开、公平。窗口指导意见提出的不能分级,以及穿透的要求其实已经在执行,资管计划、理财产品作为定增投资者时,对其实施穿透式核查也成为“规定动作”。

窗口指导意见要求,投资者涉及资管计划、理财产品等,在公告预案时即要求穿透披露至最终出资人(随后发行部将通知交易所在审核公告中落实),所有出资人合计不能超200人(不适用于员工持股计划参与认购的情形),即不能变为变相公开发行,不能有分级(结构化)安排。

有投行人士表示,实际上,对于资管理财产品参与要求穿透已经有一段时间了,去年以来一直是定增项目反馈阶段重点审核的问题,今后更是严格要求穿透到个人。这也是防止利益相关人“穿马甲”。所以最近新出的定增项目,对资金来源要穿透到终极出资人。“正因为这一规定,有些出资者不一定能完全

暴露在阳光下,才导致不少公司出现定增方案的调整。”

此前参与定增的结构化产品主要有两个方面:一是以上市公司高管为主体,借道机构资管产品参与自家公司定增,相当于变相的股权激励;二是以券商、银行、信托为主体,发行可以参与上市公司定增的理财产品。这两类理财产品在设计时均分为A、B级,属于典型的结构化产品(即优先级享受固定收益,劣后级享受浮动收益)。在针对定增的结构化配资中,银行理财资金通过认购券商资管或基金子公司专项计划的优先级份额来参与,进而实现为劣后方,即定增参与方“加杠杆”的效果。不过,早在2014年8月22日,证监会新闻发言人张晓军就明确表示,结构化的资产管理产品权利义务关系复杂,上市公司大股东、董事和高级管理人员等关联方参与的资产管理产品认购非公开发行的股票后,其如何适用短线交易、内幕交易、操纵市场、高管持股变动以及相应的信息披露等法规,如何在发行方案等相关文件

中事先明确约定各方的权利义务等,涉及到诸多法律规范的理解与适用,对于这些新问题、新现象,需要认真研究、合理规范,暂未对此类申请发核准批文。

关于结构化产品认购上市公司非公开发行股票事宜,张晓军称,审核实践中,针对发行方案涉及的相关问题,证监会向发行人和保荐机构提出了反馈意见。部分发行人和中介机构结合反馈问题,对发行方案做了调整,包括落实出资人,明确资产管理产品成立时间及权利义务关系,约定上市公司大股东、董事和高管等关联方信息披露、持股变动相关义务与管理规则等。

据悉,证监会已向券商投行下发了一份内部通知,明确禁止个人或机构通过三年期结构化产品参与上市公司定向增发。根据监管部门的最新通知,定向定价增发锁定期三年项目,发行时上市公司必须承诺“最终出资不包含任何杠杆融资结构化设计产品”。

投资者穿透要求待细化

一位券商资管投资经理表示,如果严格按照出资人合计不超过200人的规定,就会把公募基金和券商大集合都排除在外。但在之前的操作当中,对这一类参与者都是放行的,这一部分未来应该还是可以参与,但今后具体怎么操作,还有待政策规则细化。

一位机构人士表示,由于银行理财背后的投资者众多,因此在穿透式核查实施后,其作为资金方参与定增或不再具备条件。资管和理财产品穿透式核查,等于定增在适当性管理上严格了。如穿透到底,像银行理财和公募基金的投资者通常很多,很容易突破200人限制。

这一新规定相当于否定了理财产品参与定增业务。

但业内人士认为,没有特别的理由拒绝公募资金产品参与定增项目。“之前,我们大集合产品在参与定增的时候虽然没有公告,但实际上投资者的情况也都是备案的,穿透到投资者并没有什么问题,但200人的限制可能需要有个具体说明。”有券商资产管理公司表示。

此外,“在定增核准后、发行备案前,资管产品或有限合伙企业资金需到位。”这一要求和以前操作中有较大的区别。据悉,

以前参与定增的资管计划,很多都是在发行前资金到位就可以了。要求资金提早到位,对一些有限合伙公司参与定增会有一定影响。

民生证券一位保荐代表人表示,定增新政主要是为了堵住利益输送的口子,但短期还有一些业务细节不知道怎么执行操作。一些投行人士对该规定的执行范围存有疑问,业内比较认可的口径是新老划断,已被受理相关定价材料的项目,不用执行新的方法。但如果相关定价材料还没上报,很可能要以新的标准去衡量定增项目。

公私募人士认为

新规利于定增合规化合理化

□本报记者 徐金忠

近期,监管层定增窗口指导意见引起上市公司、参与定增机构的广泛关注。中国证券记者在采访中发现,不少公募、私募基金人士认为,该窗口指导意见指向的范围有针对性,代表着监管部门推进定增合规化的监管意图,有助于市场健康发展,但新政相关规则仍有待进一步明确细化。

定价新规影响较大

此次窗口指导意见分别指向定增定价、投资者身份明确化以及募资规模指导。在公募基金人士看来,定价的规定对之前高位停牌上市公司来说是“疏通”。在市场非理性下跌后,高位停牌个股处境尴尬。《上市公司证券发行管理办法》规定,定价基准日是指计算发行底价的基准日,定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日,也可以为发行期的首日。

此前,大多数上市公司在选择定增定价时,多选择董事会决议公告日,而在董事会决议公告前,上市公司一般已经停牌一段时间,由此导致定增定价与市场价格出现偏离,在上行市场环境中,这种“前置”定价模式能在低位确定定价,预留的价格空间保证了定增的顺利推行。“而在今年年中市场快速下跌中,认购方反悔的现象频频出现,导致很多公司定增夭折。”上海一家上市公司高管表示。

而要求长期停牌的(超过20个交易日)公司“复牌后交易至少20个交易日后再确定非公开基准日和底价”、“鼓励以发行期首日为定价基准日”为之前的定增“堰塞湖”提供了疏通途径。“定增价将更接近现价,定价也更加灵活,为目前市场环境下的定增实施指示了方向。但我比较担心这样的定价,没有了较高折扣率和差价,参与机构的积极性如何保持。”

基金机构认为,监管部门对结构化产品、杠杆产品等参与定增一直保持严格监管的态势,公募基金很少去触碰这根红线。“政策出台是对机构公正、公平、公开参与定增的要求,这也是整个市场的发展趋势所在。作为负责任的参与机构,欢迎监管部门推动定增市场持续健康发展。”公募基金投研人士表示。

记者手记

参与定增风险上升

□本报记者 官平

定向增发又称非公开发行,由上市公司选择特定的投资者认购新发行股票,一般新发行股票价格较市价有折扣。一方面定价上有较好的“安全垫”,机构投资者热衷;另一方面,作为再融资的重要手段,也备受上市公司青睐。业内人士认为,随着定增门槛不断提高,定增市场的风险也会不断提升。要想参与定增市场,这一市场的风险就需要投资者作出科学判断。

相关机构统计显示,今年前三季度共有341家A股上市公司实施了定向增发方案,融资金额总计5814.6亿元;而2014年,共有427家上市公司实施定向增发,实际募集资金达6690.26亿元。2014年以来,定增市场持续火爆。

据中国证券报记者统计,截至今年11月3日,按照预案公告日计,有83家公司公告了定增预案,股东大会通过的定增公司案例为30家,处于证监会受理状态的有110家,另外发审委通过91家。

10月31日,云维股份发布了一份《关于非公开发行股票认购对象穿透后涉及认购主体数量的说明公告》,披露了公司定增认购对象的最终主体。这则看似普通的公告,其背后意味着上市公司定增的“操作空间”正在逐渐被挤压。

日前监管层对上市公司定增进行了窗口指导,对发行价格、发行对象以及发行规模等提出新的要求。一是长期停牌的(超过20个交易日),要求复牌后交易至少20个交易日后再确定非公开基准日和底价。鼓励以发行期首日为定价基准日,这类交易如审核无重大问题,直接上初审会。二是董事会阶段确定投资者,投资者涉及资管计划、理财产品等的,要求穿透,人数不能超200人,且不能分级。三是募集资金规模不超过最近一期净资产,募集资金可以补充流动性,但要测算合理性。

业内人士表示,所谓“穿透”是对相关资管计划或者理财产品具体认购的投资者的信息进行充分披露之后,再上报告行份额申请,且名单一经确立之后,不可以再行更改。如此一来可以有效避免上市公司大股东等相关参与者,通过利用非公开发行中的资管计划或理财产品等信息披露不充分的漏洞,多次获取定增份额,

证?”上述上市公司人士认为。

对此,多位公私募人士在接受记者采访时表示,政策代表着监管的方向,对定增定价带来不小的影响,但在具体实施中定增定价可调节的因素很多。随着监管部门对上市公司停牌的关注,长期停牌公司多涉及借壳重组等事项,多数定增融资项目停牌时间可压缩。“对上市公司来说,多数定增融资仍可采用适当方式规避。此外,发行期首日定价这一政策也仅停留在鼓励阶段,并没有完全堵死。”有私募人士认为。

投资者更公开透明

“董事会阶段确定投资者,投资者涉及资管计划、理财产品等的,要求穿透,人数不能超200人,不能分级。”这样的政策指导在公募基金人士来看,是定增市场公正、公平、公开发展的必要措施,但目前机构参与定增已经相对合规化,政策触动的机构投资者相对有限。

具体来讲,“董事会阶段确定投资者”主要是针对锁价发行制定的规则,重点是针对三年锁定期的定增,而新规对于一年锁定期询价发行的定增影响不会太大。据悉,目前机构参与的定增类型中,对一年锁定期询价发行项目的热情更高。

此前,定向增发对象是隐性的投资人,只披露到资管计划、理财产品为止,现在要求“穿透”,定增对象的透明度大大增加。认购对象进行“穿透”对参与定增的理财产品等提出更加公开、透明的要求。“不能分级”则更是对定增对象提出了“去杠杆”的要求。

基金机构认为,监管部门对结构化产品、杠杆产品等参与定增一直保持严格监管的态势,公募基金很少去触碰这根红线。“政策出台是对机构公正、公平、公开参与定增的要求,这也是整个市场的发展趋势所在。作为负责任的参与机构,欢迎监管部门推动定增市场持续健康发展。”公募基金投研人士表示。

进行利益输送。

定价方面,按照《上市公司证券发行管理办法》的规定,定价基准日是指计算发行底价的基准日,定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日,也可以为发行期的首日。发行价不得低于定价基准日(前20个交易日)股价的90%。

目前大多数上市公司确定再融资定价基准日时,都会选择董事会决议公告日。记者翻阅开能环保近日发布的定增预案显示,该公司本次非公开发行的定价基准日为公司第三届董事会第十八次会议决议公告日。该次非公开发行的发行价格为16.33元/股,不低于本次非公开发行的定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90%。除此之外,上实发展、东方集团新近发布的定增预案或者定增修订预案,均按照原先规定操作。

此前,部分上市公司钻空子的现象时有发生,在认为股价比较合适的时候先停牌,然后再慢慢策划增发项目。个别公司停牌长达数月,导致增发定价和真实市价严重“偏离”。但根据新规,要么上市公司停牌20个交易日后再复牌公告预案,要么就以发行期首日作为基准日,这个规定很明显会阻止“长期停牌”的发生。

募集资金规模方面,窗口指导意见也提到,最好不超过最近一期净资产,这将在很大程度上限制对“壳公司”的炒作。此前不少上市公司再融资从二级市场获取超过其运营能力的资金,而这在目前的定增案例中并不罕见。据了解,此轮牛市以来上百家上市公司的再融资计划募资规模超过公司现有的净资产规模。如大恒科技拟非公开发行募资不超过23.9亿元,而至三季度末公司的净资产规模为14.6亿元。

“实际上,年初定增就提高过一次门槛。尽管操作空间会变小,但公司靠谱的、项目有想象力的,定增不会存在难度。”一位不愿透露姓名的业内人士表示,当前A股并不处于牛市,IPO也暂停了,市场热度下降,募资规模自然而然就会下降。定增门槛提高,定增市场的风险也会提升。有价格安全垫的大多数是定增收购资产类型的,要参与定增市场,这一市场的风险就需要投资者自己作出科学判断。