

# 并购迎时间窗口 机构关注税收问题

□本报记者 刘宗根

10月以来,优化并购重组一系列政策陆续出台,作为并购重组的重要参与方,部分VC/PE开始考虑在投资策略上进行调整,可能的结果之一就是增配并购业务。业内人士认为,不少国内基金税收意识比较薄弱,在当前并购环境下尽早规划变得越来越重要。同时并购是把“双刃剑”,整合得当才能发挥“1+1>2”的效果。

## IPO不是唯一最优选择

“我们10月做了第一单,仅用20多天就审核通过。从资本市场来说,现在是并购的一个好的时间窗口。”北京某大型律所管理合伙人说。

近期并购重组市场利好政策陆续出台,在政策带动下,市场情绪出现回暖迹象。10月上旬,证监会针对不构成重大资产重组的小额交易,推出“小额快速”并购重组审核机制,直接由上市公司并购重组审核委员会审议,简化行政许可,压缩审核时间。在推进并购重组市场化改革的同时,进一步强化监管,加强对财务顾问、资产评估、审计、法律顾问等中介机构的问责。通过大幅取消和简化行政许可,90%以上的并购重组交易目前已无需证监会审核,有效激发了市场活力。11月中旬,证监会修订发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组(2018年修订)》,减少简化了上市公司并购重组预案披露要求,落实股票停牌制度改革,进一步鼓励支持上市公司并购重组。

深圳某中型VC联合创始人认为,在资本市场好的时候,几乎所

有创业者都希望进入二级市场,因为他们看到了财富效应,但是现在情况有所不同,上市公司手里不一定有钱,上市不再是唯一的最优选择。此外,创投机构总是希望以IPO退出为主,实际上也是不现实的。未来上市公司对未上市公司的并购将会更多发生,究其原因,除了资本市场形势严峻,还有对现金流的渴求。

“从美国数据来看,2010年之前IPO退出比例是比较高的,但是2010年以后IPO退出比例逐渐降低。现在美国VC通过IPO退出的比例其实只占到10%左右,70%都是通过并购重组退出;PE通过IPO退出的比例也不高,40%左右是通过二次转让退出的。”该联合创始人表示。

上海某中型PE合伙人认为,新股破发进一步促使投资人把目光转向并购。“不久前看到一个数据,有点触目惊心。2018年以来在美国和香港上市的企业中,近八成企业破发,再往前一点,近五成的Pre-IPO都在亏钱。这也给大家敲响了一个警钟,以前对于投资人或者创业者而言,IPO是一个终极梦想,然而现在发现,原来IPO也不一定能赚到钱。”

## 税收需要尽早考虑

“在并购交易过程中,甚至在整个资本运作过程中,税收都是很重要的点,并购市场现在面临巨大机会,呈现出不断转型升级的趋势。不过,行业也面临危机,这个危机就是——中介机构仅仅提供简单的项目尽调、文件制作等已经比较传统的律师服务,并没有帮助投资机构很多。”上海某大型律所高级合伙人表示,其所在的机构现在

正在集中从税收角度帮助基金管理人,帮助被投企业,实现整个税收的运作。

3月初,证监会发布《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》,上交所、深交所出台实施细则,进一步明确创业投资基金所投资企业上市解禁期与投资期限反向挂钩政策。10月中旬,监管部门负责人在中国基金业20周年论坛和国际投资基金业协会2018年年会上表示,进一步健全适应创投行业的差异化监管机制,研究完善并购重组领域创投基金所投企业上市解禁期与投资期限反向挂钩机制。

上述高级合伙人认为,并购基金投资时是买家,退出时又是卖家,不少并购基金在投资时实际上没有做好充分的税收准备,尤其是面对国内现在税法变化的情况下,等到退出的时候,税收成本很高。

他表示,不少基金在成立和运行过程中,也存在税收的问题,这也说明大部分投资机构尤其是国内的基金税收意识比较薄弱。基金税收主要是增值税,涉及到管理费或者收益分成或者超额报酬。

业内人士表示,税收在当前的并购环境之下变得越来越重要,无论是投资机构还是被投企业,有了税收意识,才能在资本寒冬下“高筑墙,广积粮”。

“创投基金解禁期与投资期反向挂钩,减持规则的政策优惠力度还是比较大的。就参与度而言,创投基金的投资积极性无疑会有所提高。此外,创投类基金的设立、运行等都将受益。而对于已经存续的基金来说,反向挂钩机制也使得基金参与主动性增强,能动性加大,有相对充裕的时间来处理退出事

宜,让退出所造成的波动降低。”上海某中型VC合伙人表示。

## 更重要的是整合

“并购是一方面,更重要的是整合,如果文化不同,甚至完全不一样的企业,和大公司强行整合到一起,效率甚至可能是下降的。”国内某中型眼科医院集团总裁表示。

北京某大型医药PE总经理认为,并购能否发挥“1+1>2”的效果要看投资方式是否得当。如果是控股性收购,投资人从生产经营各个方面全面接管,整合难度不大,因为变成了投资机构自己的企业;第二个是参股性投资,最早选择何种投资标的就显得非常关键,首先要选择志同道合的团队,其次技术发展、市场发展都要有一个正相关的作用;再次还要看能为被投企业提供什么样的增值服务,这点非常重要。

“从投资角度来看,对赌只是一个防火墙,不是投资目的。如果投资为了对赌,那就失败了。根本还是企业的成长、企业的发展,把对赌作为最后的一个手段,不能作为追求的主要目的。”该总经理表示。

国际某知名PE巨头董事总经理认为,投后服务方面,成熟阶段的大型龙头企业需要做的事情总结起来不外乎三种:一是调整策略,比如现有的销售策略;二是引入最佳运营模式,比如布置产业;三是进一步通过并购优化排列组合,把规模效应充分发挥出来,以此获得新的市场、新的管理能力。“我们内部有一个团队专门来协助被投企业共同完成,和他们共同制定一百天计划,投完以后大家都有一个非常清晰的目标,马上就开始执行,这是就我们做投后管理一个比较重要的方式”。

# 科创板渐近 考验机构投后管理能力

□本报记者 张焕昀

近期,科创板以及试点注册制将推出的消息,极大提振了创投行业从业人员热情。有机构表示,科创板有望给投资机构带来新的退出渠道。此外,目前A股上市企业的估值中枢并不低,科创板及注册制落地后,一二级市场估值差有望减小,企业成长性将是未来股权投资的核心盈利来源。

## 一二级市场价差缩小

对于科创板以及试点注册制,恒大研究院认为,科创板的推出将利好私募和券商机构。科创板有望给投资机构带来新的退出渠道,并极大提高PE/VC对科技创新企业的投资力度。

广证恒生分析认为,试点注册制,对创投机构的行业专业化投资及投后管理两大能力提出了更高的要求,头部机构将真正受益。目前,我国上市企业的估值中枢仍高于实施注册制的美股、港股市场。科创板及注册制落地后,预计一二级市场估值差将进一步缩小,企业成长性将是未来股权投资的核心盈利来源。“行业专业化投资+投后管理”将是未来投资机构的重要能力。

海通证券分析,科创板的设立将是A股IPO体制市场化改革的重大突破,发行条件可能相较创业板更为宽松。从创投行业投向来看,投资金额占比最高的前三大行业为互联网(20%)、生物技术/医疗健康(17%)、IT(14%),均是属于前期资本投入较大,短期盈利可能较难体现的行业。因此,科创板的诞生可能将为一些创新企业,尤其是暂时未能达到盈利标准或者股权结构不符合当前A股发行要求的企业带来实质利好。

平安证券分析表示,扩大直接融资比例、提升股市对实体经济的支持力度是当前金融改革以配合实体经济结构转型的重要且必然的推进方向;进一步考虑到当前推动创新发展、促进新旧动能转换具有一定的紧迫性,所以新增长线资金继续流入股市、股权市场扩容、直接融资比例提升存在较大的想象空间。同时,在金融方面的融资结构与实体经济结构更加契合、中小创企业的融资需求与经营发展得到更好的服务之后,经济基本面的改善对于股市的利好也不容忽视。

对于具体的可投资的细分板块,此前有机构建议:汽车制造、教育服务、互联网零售、医疗健康等行业因政策鼓励、刚性需求、市场空间大,增速良好,可关注行业内符合市场需求、商业模式良好、有一定技术优势的项目。

## 政策支持有望带动市场活跃

清科数据显示,2002年以来,我国创投市场可投资资本规模不断增长。截至2017年末,可投资资本总量已达到7681亿元,10年复合增长率达到17%。尤其近两年来,优质资产荒使得资本存量增长迅速,融资和投资比例略有失衡。

海通证券研究认为,国内创投市场发展从规模超速增长到结构调整,政策支持有望带动市场活跃。从需求端来看,随着中小企业规模的不断增长,资金需求增速迅猛,不过从现实来看,大部分中小企业都存在资金短缺的问题,融资难问题也比较突出,主要体现在融资渠道比较狭窄、获取银行贷款难度较大、资金成本仍较高等因素。从供给端来看,随着个人可投资资产快速增长,财富管理和资产配置的需求被激发,同时创投可投资资本自2002年以来亦不断增长,带动创投行业持续活跃。

业内人士认为,募资经过两年的快速发展,创业投资机构手握大量资金,从而拉高了投资规模。过去十年投资金额及项目数均大幅增长。2014年IPO重启,并开始常态化后,创投迎来爆发式增长。根据清科数据,截至2017年末VC投资规模已达2026亿元,同比增长54%;投资项目数4822个,较2016年增加1139例。

业内人士认为,尽管2017年四季度以来,IPO发行速度减缓,但直接融资渠道仍较为通畅,目前对于并购重组、科创板的设立及注册制试点等均给予支持,预计未来创投行业持续增长仍可期。

# 陈刚:数字创意产业步入成长期 看好“平台+内容”商业模式

□本报记者 陈健

作为国家战略性新兴产业,数字创意产业正迎来快速发展,这也不断吸引股权投资机构的关注。近日,湖南广电网络控股集团、电广传媒董事长,分管马栏山文创投的陈刚接受记者专访时表示,马栏山文创投作为湖南广电旗下的股权投资机构与兴业证券旗下的股权投资机构——兴证创新资本管理有限公司签署了基金战略合作协议,计划设立一只规模首期约6亿元,总规模约20亿元的数字文创类股权投资基金,主要投资于有潜力的数字文创企业,具体涵盖影视、文化、娱乐、科技、媒体、互联网、移动互联网等领域。

“看好数字创意产业的发展,主要理由是,当前随着互联网用户激增,数字文化消费正成为主流;5G、虚拟现实等高新技术和优质丰富内容支撑下,数字创意产业将迎来持续发展,并有望诞生一批优质企业。此外,‘平台+内容’应该是今后数字文化创意产业发展的基本商业模式。公司在未来投资中将重点瞄准数字文化创意产业这一领域,培育、发掘一批优质的内容和技术企业,丰富芒果生态链。”陈刚表示。

## 有望诞生一批优质企业

从当前的互联网环境看,陈刚介绍,已经为数字创意产业发展打下了良好的基础。数据显示,截至2017年12月,中国网民规模达到7.72亿人,普及率为55.8%。网络视频、网络音乐的用户规模激增,超过网络购物用户规模。动漫游戏、网络文学、网络音乐、网络视频、数字新闻向着全民化、便利化、平民化发展。网络直播、虚拟旅游、移动听书等数字文化消费形态,尽显数字化、网络化、个性化特征,数字创意产品消费也成为文化消费的重要组成。

陈刚认为,未来5年到10年,是全球新一轮科技革命和产业变革从蓄势待发到群体进发的关键时期。数字化潮流兴起,互联网、特别是未来5G等数字技术,势必深刻影响各个行业发展。在高新技术支撑叠加优质丰富内容基础上,依旧会延续平台为王的特点。平台既包括传统广电渠道,也包括新兴渠道,如互联网、移动终端。但“平台+内容”应该是今后数字文化创意产业发展的基本商业模式。而随着版权保护意识的普及,内容付费领域也将迎来一波红利。

此外,内容与技术装备协同创

新,跨界融合更加多元,也将是数字创意产业发展趋势,陈刚表示,未来行业可能会加大空间和情感感知等基础性技术研发,加快虚拟现实、增强现实、全息成像、裸眼3D、交互娱乐引擎开发、文化资源数字化处理、互动影视等核心技术的创新发展,加强大数据、物联网、人工智能等技术在数字文化创意创作生产领域的应用,而在创新链和产业链衔接发展的过程中,有望诞生一批优质企业。

## 多维度挖掘投资机会

谈到未来数字创意产业的投资机会,陈刚有自己独特的观点。他介绍,未来马栏山文创投及子公司马栏山资本将通过多种途径发掘优秀企业,包括,利用湖南广电的全产业链布局优势,寻找成熟期数字文化创意行业的Pre-IPO项目或者并购前的项目,并对接湖南广电资源助其业务实现稳定增长。同时,围绕“北有中关村,南有马栏山”目标,致力于将马栏山打造成中国一流的数字视频产业集聚区,具有国际影响力的“中国V谷”。

他表示,以平台、技术、渠道为重点,充分利用湖南广电在内容IP、一台一网、广告流量等资源,寻找细分行业头部公司。以内容和IP衍生

开发为重点,挖掘湖南广电内部资源、培育团队、IP进行创作的内容或衍生产品开发。以湖南广电旗下两大上市平台——芒果超媒和电广传媒为依托,退出渠道清晰,欢迎更多成长性好的企业加入到芒果千亿市值战略中。

此外,在资金募集方面,陈刚并不担心,他表示,今年以来,随着资管新规发布,PE行业进入洗牌期。中小PE机构将被推到优胜劣汰的轨道上,但在这样的背景下,LP对GP的选择也发生了变化。除了头部GP受到争抢,一些“小而美”的基金也成了“香饽饽”。业绩好的中小机构一般都有三个特点:在自己专业领域里扎根,有自己清晰的投资赛道;资金规模在合适的范围内;业绩良好,储备项目明确,上下游资源投得进也退得出。所以,面对众多中小基金,现在LP更喜欢专注细分领域的GP——毕竟,精耕细作,才能守好自己的“一亩三分地”,马栏山文创投及马栏山资本满足以上特点。

陈刚表示,未来,马栏山文创投及马栏山资本将以基金为抓手,挖掘数字文创领域的各细分领域的投资机会,布局产业链上下游,储备新的业务机会,推动促进芒果体系产业健康发展。