

回购焦虑刺痛私募股权投资行业神经

国资背景资金“明股实债”悄然走红

□本报记者 杨皖玉

一纸回购协议,让投资人炮轰、创业者自我怀疑等戏码轮流上演。“对赌”,成为今年以来私募股权投资行业绕不开的话题之一,中国证券报记者了解到,这一现象和今年特殊的经济和市场环境密不可分。与此同时,国资背景资金的迅速崛起,也是“对赌”,或者回购协议增多的重要推手。

中国证券报记者调研了解到,国资背景的管理人确实普遍有资金保本诉求,并会签署回购协议,但他们追求产业落地等多重投资目标的方式并非倒逼创业者,“明股实债”的回购模式正在许多政府引导基金和上市公司之间悄然“走红”。

从本质上来看,回购协议是基于博弈的一种市场化的商业行为,有其存在的合理性。与此同时,业内人士表示,需要谨防“对赌”机制的滥用,同时也需要关注到,触发回购条款事件增多和退出环境有关,针对创业公司的退出方式有待多元化。



视觉中国图片

回购协议成为众矢之的

“回购协议是一种调节和平衡投融资各方利益的方式,俗称‘对赌’。”中关村大河并购重组研究院院长王雪松表示。

2023年一级投资市场,“对赌”“回购协议”今年以来多次挑拨着投资人与创业者之间的信任神经,令双方时常维持着剑拔弩张的状态。一件件因回购协议令投资各方“闹掰”的事件,都让“回购协议”成为行业的众矢之的。

一般来看,在创业者和投资机构(GP)签署的投资协议中,会增设回购条款。“‘对赌’一般赌两个事情:一是赌业绩,公司需保证每年业绩多少的增速;二是赌IPO,企业在某个时间范围内必须上市。业绩不达标或无法上市需要创业公司回购投资机构手中的股份。”某政府引导基金总经理对中国证券报记者表示。

某芯片创业公司创始人展示了其与投资机构签署的回购协议:若该公司2026年12月31日之前仍未成功IPO,需要该公司创始人回购投资方持有的全部或部分股权,回购股权的价格应为投资方按年投资回报率6%计算的投资本金和收益之和。

也就是说,如果该公司在约定期限前没有成功上市,需要拿出之前融资的本金并加上6%的年化利息,来回购投资机构手中的股权。

在另一家创业公司签署的回购协议中,“赌业绩”具体体现为:连续两年业绩出现亏损或营业利润比上年同期下降50%以上,该公司回购投资方持有的全部或部分股权。

“回购协议中涉及保本的年化利息水平,目前普遍在8%左右。”王雪松表示。

今年IPO暂缓后,一级市场一度盛传,由于对赌IPO的截止日期即将来临,不少投资人忙着去法院冻结创业公司的资产。

“投资人和创业者本质上是合伙关系,你出钱,我出技术、资金、劳动,除非创业者存在明显的过失,否则让创业者承担所有失败而投资人只享受成果是不公平的,创业的本身就是充满不确定性,既然选择了投资,就应该跟创业者共同承担风险。”某创业者对中国证券报记者表示。

紫荆资本法务总监汪澍认为,如果滥用“对赌”,会使部分创业者在融资时面临“背水一战”的窘况,而个人破产制度的缺失使得创业者不得不在创业失败时面对一些严重后果,使得他们创业的热情受到极大打击。

站在投资方的角度,某国资基金总经理表示,假设投资时创业公司一股值1元,但投资方为了拿到股权给出10元/股的价格,这一估值已经包含了对创业者和企业未来产生的价值,因

此投资方比创业者承担了更高的成本,所以要求创业者签署回购协议也是合理的,以“对赌”来进行估值调整也成为了“商业惯例”。

“我们最近遇到一件事,公司创始人拿了投资款买了别墅,名义上说是员工宿舍,实际就是他本人住,我们在回购协议里没有写这一条,我们一点办法都没有。”深圳某投资机构创始人刘挺(化名)对中国证券报记者表示。

刘挺说:“对于投资机构来说,基金是有期限的,到时间必须要实现退出,如果业绩完不成或无法保本,投资机构无法对投资人交代,所以一环扣一环,最后压力传导至创业者身上。”

多方因素促使“对赌”走进舆论漩涡

中国证券报记者调研了解到,回购协议并非新事物,是绝大多数成长型企业在融资时普遍需要签署的协议,“对赌”今年之所以不断走进行业话题中心,和特殊的经济和市场环境密不可分。与此同时,国资背景资金的迅速崛起,也让外界认为是助推回购协议“流行”的重要因素,但部分行业人士对此并不认同。

王雪松表示,股权基金一般分为两类:早期投资(也叫风险投资)的VC,成长类股权投资的PE。早期投资阶段签署回购协议的情况并不多,首先投资款不多,另外创始人也鲜有能力执行回购协议。一般企业B轮融资之后,投资机构才会和企业签署回购协议。

“如果是在企业很早期设立回购协议,与让创业者回购相比,投资方会认为不如赌创业者下一次创业会成功,因此一般会在条款里要求拿到创业者下一个公司同样的股份。”上述国资基金总经理表示。

“今年对赌触发回购条款的现象确实越来越多了,因为IPO项目在减少。”上述政府引导基金总经理称。

晨哨集团CEO王云帆认为,第一,经济有不确定因素的阶段,投资预期收益率普遍降低,LP(投资人)倒逼GP回款,压力传导至创业者;第二,近几年投资赛道发生变化,从移动互联网产业到硬科技产业,前者是百舸争流赢家通吃模式,单项目回报往往以百倍计算;后者是相对稳定的收益曲线,所以GP对项目的成功率要求大幅提升,每个项目的回购条款也会强化;第三,这两年,国资、政府引导基金等国资背景管理人持续活跃,国资监管投资的规则要求降低风险,甚至是无风险。

中国证券报记者询问多家政府引导基金和国资基金人士发现,国资背景管理人确实有着资金保本诉求,也会和创业公司签署“对赌”协议,但市面上那些对赌闹剧,多数和国资关系不大,因为如果创业公司无力执行回购条款,国资多半也不会投资。在这其中,还出现了许多有趣的“回购玩法”。

“明股实债”满足多方的好买卖

近几年,受地方财政模式转换以及产业经济发展等因素的影响,国资在私募股权投资行业强势崛起,许多地方政府、国有企业下场做起投资,通过设立私募股权投资基金,遴选管理人的方式参与一级市场的投资。

了解国资的回购模式,先要将国资背景管理人进行区分。上述政府引导基金总经理介绍,市场上常见的国资一般有两种来源:地方财政资金(政府引导基金)、国有企业资金(国资基金)。他表示,财政资金需要起到产业引导作用,所投资的企业会更偏早期,对基金的考核保值增值是次要的,是否将产业引到当地产生税收和就业岗位等是主要的;国有企业资金成立一只基金时,自身的资金并不多,多数来源于对外融资,融来的钱成本年化利息在3%-4%,因此这类基金其实是“负债”做投资,因而更倾向于中后期项目。

“政府引导基金参与一级市场投资,更多带有产业引导的性质,不是出于盈利需要,投资的目的是产业落地和资金保本。因此他们回购协议的设定遵循两个逻辑:让利和保本。回购协议中会设计保本条款,但没有那么高的资金补偿利息。”王雪松表示。

为了平衡保本与产业落地,地方政府引导基金与企业之间形成了一种“不足为外人道也”的股权投资模式。

中国证券报记者了解到,国资的回购协议有“真回购”和“假回购”之分,所谓的“假回购”是指通过回购协议做到“明股实债”,其中多是政府引导基金,他们投资赚的不是企业上市的钱或者企业估值提升的钱,而是回购协议中偿还本金附带的利息。

上述国资基金总经理透露,“假回购”的设定可能是政府引导基金主导的,也可能是企业主导。比如政府招引一家上市公司在当地设立一个子公司,子公司发展后期会并入上市公司,政府若依旧持有子公司的股权,带来的收益或比较高,上市公司并不愿意给政府这么高的收益,一般会设置一个子公司完全完成不了的“对赌”条件,无论如何都会触发回购条款,一旦完不成则会按约定的6%-8%的利息进行本金偿付,站在政府引导基金方面,这样做既能保证本金安全,又能吸引产业落地。

“这种方式各地都在用,并不全是政府方面的原因,也有企业方的要求。现在地方政府招商引资的压力很大,通过上市公司引入子公司落地的好处在于,这个项目大概率不会失败,而且退出有确定性。”他说。

“‘明股实债’的假回购协议最大的不合理之处,在于投资多方没有共担股权投资的风险;其次,若企业有债权人,一旦企业破产,法律会

先保护债权人而非股权投资人,政府引导基金所投资的钱就要排在后面偿还。”上述国资基金总经理表示。

而对于许多“负债”做股权投资的国资基金管理人来说,由于基金业绩关系到自身在体制内的职业生涯,合规和风控成为他们投资时的第一准则。

“我能做的就是保证投资各个环节的合规性,每一项程序都不能出问题,因为我们最怕在接受审计的时候说不清一些问题,比如截止日期内没有IPO肯定要执行回购协议。”某国资投资经理表示。

他说,决定是否投资一家企业时,除了尽调企业质地,还要尽调创业者若对赌失败,是否有能力进行偿还。

退出路径亟待多元化

业内人士称,“对赌”的本质是一种博弈,对于创业者来说,是拿到融资款的一枚筹码;对投资人来说,是合规风控的一种手段,回购协议本质上是一种市场化的商业行为,有其存在的合理性。但与此同时,需要谨防“对赌”机制的滥用,也需要关注到,触发回购条款事件增多和退出环境有关,针对创业公司的退出方式有待多元化。

在投资人刘挺看来,创业者可以选择接受或拒绝投资人的投资款,一旦接受并且签下回购协议,履约是创业者的责任。问题在于,现在很多创业者在融资时选择少,没有底气拒绝可选的投资人,选择参与对赌,这本质上就是“一个愿打一个愿挨”的事情。

“对赌机制的滥用容易造成现实上股权投资行业的‘虚假繁荣’。”汪澍认为,不少投资机构将“对赌”作为风控最终手段,从而忽视了投资尽调的责任,忽视了审慎估值的投资责任,甚至将作为直接融资手段代表的股权投资异化为具有间接融资手段特点的债权投资,这对专业化的股权投资人群体无益,反而会压缩他们的生存空间。另外,也有不少诚信水平不高的创业者以“对赌”为诱饵,将其与投资机构捆绑,实际上是为了获得投资机构对其创业项目的高估值来维持虚假繁荣,不关心对实体经济的贡献而关心是否能够实现最后上市一搏。

“从退出角度来说,回购协议中是否可以增加退出方式,增加对公司未来估值评价的方式,这方面可以多一些探讨。”王雪松表示,很多创业公司期待做成一家大体量上市企业。而随着经济高质量发展,国内产业专业化进程加速,越来越多的创业企业会在专业细分领域耕耘成长。如果一定要做成一家大而全的公司,只通过IPO实现退出,无异于过独木桥。一级市场的退出业态应该是健康和多元的,当IPO从增量市场变为存量市场,并购等退出方式应逐渐被重视。