



CFP图片

或介入上市公司定增,或借道并购基金介入资本运作,或控股上市公司,或直接登陆新三板

阳光私募转型潮起

□本报记者 黄莹颖

介入定增提升收益确定性

近些年,阳光私募参与定增的案例数不胜数,比如近期被调查的徐翔,其控制的资本平台泽熙系在最近两年即频频参与上市公司定增。据不完全统计显示,2012年以来,泽熙系总共参与鑫科材料、华丽家族定增,拟参加乐通股份、华东重机、宝莫股份、龙宇燃油、南洋科技、赤天化、大恒科技7家公司的增发,预计动用的资金接近76亿元,其中对于大恒科技的定增,泽熙系拟投入的资金就高达30亿元。

此外,还有诸多知名阳光私募也在积极介入上市公司定增,如朱雀投资参与西藏旅游定增,宏流投资参与朗玛信息定增,上海六禾丁香参与宝钢股份、刚泰控股定增等等。单纯的定增私募产品,目前市场上已接近150只,根据私募排排网的统计,纳入收益统计的121只私募定增产品在10月份平均月度收益达10.47%,其中“泽熙增煦定增二期”凭借53.98%的月度收益排名第一,紧随其后的则是“森森增盈3号”、“定向增持1号”。

据了解,参与定增的机构会与上市公司大股东或实际控制人签订保底协议(此类协议是定增交易中公开的“秘密”),上市公司大股东或实际控制人对参与定增的对象承诺保本或者一定的收益率,主要通过大宗回购、抵押担保、预付收益等设置来保证定增者的收益。此外,还有对赌协议,其主要是参照PE行业的潜规则,既可以对赌股价,也可以对赌业绩,以放大收益率水平,这一做法可以增加股价弹性,增加机构持股时间。

“在参与上市公司定增的过程中,有更多的机会去了解上市公司,获得的信息更加全面,从而对上市公司的价值判断更加准确。”深圳一资产规模接近百亿的私募坦言。

值得注意的是,未来上市公司定增融资仍会活跃,这将为阳光私募提供大量的投资机会。根据投中研究院统计显示,2015年上半年,有189家A股上市公司实施了定向增发方案,融资金额总计2856.8亿元,与2014年同期的2738.37亿元相比增加4.32%。从单笔融资金额来看,上半年完成定增的189家企业平均单笔融资金额为15.12亿元。

而7月以来尽管市场遭遇大幅调整,但是定增市场仍保持相当的活跃度。根据投中研究院统计数据显示,7月-10月,共有182家A股上市公司实施了定增方案,再融资额高达3384.72亿元,平均单笔融资达到18.6亿元,无论是单月融资公司数量还是单笔融资额度,都明显超过上半年。值得注意的是,10月已有88家A股上市公司宣布了定向增发预案,环比上升21.60%;预计融资金额总计2271.69亿元,环比上升22.36%。

从介入上市公司定增到与上市公司成立并购基金,甚至控股上市公司,登陆新三板,近些年,阳光私募在资本市场的玩法愈来愈高级,在二级市场赚辛苦钱的模式,已经被业内资深大佬摒弃。

借道并购基金深度介入资本运作

Wind数据统计显示,2014年至今,A股共有超过160家上市公司成立产业并购基金,涉及资金规模接近1500亿元。并购基金是私募股权基金的一种,用于并购企业,获得标的企业的控制权。常见的运作方式是并购企业后,通过重组、改善、提升,实现企业上市或者出售股权,从而获得丰厚的收益,经常出现在MBO和MBI中。

目前国内并购基金常见的设立和运作步骤为:(1)成立基金管理公司,用于充当并购基金的GP;(2)挖掘一个或若干个项目,设立并购基金,募集LP。并购基金常常有一定的存续期,比如3年、5年、10年等;(3)项目结束,并购基金到期,并购基金清盘,按照收益分配机制给LP提供相应的投资收益。

过去两年多,A股市场中利用上市公司平台完成产业转型的案例不胜枚举,比如“PE+上市公司”模式,即PE出并购资源,上市公司出融资平台,完成金融资本和产业间的转换。以并购基金的盈利模式看,亏损的概率并不大。并购基金在成立后,其盈利的核心在于一二级市场差价。并购基金成立后,在一级市场以较低的P/E倍数收购项目公司,经过一段时间培育,以较高的P/E倍数(合理溢价)注入上市公司,实现项目退出,获取投资回报。

并购基金盈利的关键在于一二级的市场差。深圳一创投人士指出,“经过10月以来的反弹,中小创股价反弹明显,市盈率再次提升,其中创业板接近80倍,而目前并购企业环节普遍的出价是市盈率10倍到20倍,中间存在非常大的利差,虽然没有上半年那么高,但也足够丰厚。”

相对于二级市场的交易,并购基金赚钱模式显然更为稳定,这吸引了诸多阳光私募参与其中。比如前海旗隆近期即连续成立了两只并购基金,此前该私募主要投资二级市场。

事实上,阳光私募通过并购基金介入上市

公司资本运作,只算后知后觉。早在2011年,硅谷天堂即与大康牧业设立平台公司天堂大康,以畜牧业及相关领域企业项目为主要投资方向。打通产业链之后的大康牧业营业收入大幅增长,并购当年业绩即大幅超出市场预期,一系列的资本运作促使大康牧业股价飙升。此后,所谓的“PE+上市公司”,即PE/VC机构通过与行业内上市公司成立合伙企业或并购基金,寻找产业链上下游企业,控股之后进行培养整合,达到一定盈利能力时,将项目卖给上市公司,套现退出。在一整套流程管理下,PE在这一过程中演变成了“牛股”批量生产的推手。

阳光私募介入并购基金,其实是近年来阳光私募投资PE化的一种趋势。目前不少此前只投资二级市场的阳光私募,在PE领域也做得风生水起。比如瀚信资产蒋国云,通过旗下公司时代伯乐,目前管理资产规模超过30亿元人民币,已经投资的项目超过30家,2015年内将超过40家。

直接控制融资平台

从近年的情况看,一些实力雄厚的阳光私募早已放弃在二级市场赚辛苦钱的模式,其方向逐渐延伸至一级市场,或通过控制上市股权,或直接登陆新三板。

以徐翔为例,2014年11月“郑素贞”以30亿元包揽大恒科技定增,公司原大股东中国新纪元与郑素贞于2014年11月24日签署《股份转让协议书》,将其所持有的公司1.29亿股(占公司总股本29.52%)转让给郑素贞。时隔两个月,大恒科技在今年1月16日公告向控股股东及实际控制人郑素贞,非公开发行不超过30895.98万股股份。发行完成后,郑素贞将合计持有4.38亿股,占发行后总股本的58.72%。此外,2014年12月23日,文峰股份大股东文峰集团与郑素贞达成股份转让协议,文峰集团将其持有公司的1.1亿无限售流通股转让给郑素贞。转让完成后,郑素贞的持股比例将超过原第二大股股东南通新有斐大酒店有限公司。而“郑素贞”正是徐翔的马甲账户。

不过,直接控制上市公司股权,显得未免过于招摇,而近日徐翔案的东窗事发,似乎也再次印证这一点。对于阳光私募而言,更为稳妥的方式是直接通过新三板上市。

据记者不完全统计,阳光私募中挂牌新三板的机构或突破5家,比如10月22日深圳菁英时代登陆新三板挂牌交易。资料显示,此前菁英时代主要投资二级市场,目前旗下产品接近30只,2015年上半年产品平均业绩更是在广深地区排名第一,全国第四。

值得注意的是,据记者了解,目前已有近20家阳光私募准备登陆新三板。“上新三板,通过定增募集资金会更加容易,这与走信托等渠道发产品募集资金,规模和速度都会大很多。”深

圳一计划挂牌新三板的私募表示。

已挂牌新三板的私募以达仁资管为例,挂牌后的达仁资管发展迅猛。达仁资管2014年前7个月投资顾问收入仅937.20万元,而在挂牌新三板后,达仁资管迅速发展。公司2015年半年报显示,其今年上半年营业收入为2112万元,同比增长140%;净利润3027万,同比增长518%。其定增计划中,募集资金投向主要为发起设立新基金,收购上市公司作为产业整合的平台、在香港设立分支机构、发起新业务、补充公司流动资金等用途。11月3日和4日,达仁资管接连发布公告称拟收购持有合法金融牌照的海外资产管理机构、拟申请公募基金牌照,并且拟收购香港证券持牌机构。

二级联动成趋势

从定增到并购基金,再到控股上市公司、登陆新三板,阳光私募介入资本市场的力度愈来愈深,一二级市场联动成主流模式。

格上理财的一份报告指出,一二级市场联动,即阳光私募公司通过定增方式大量购入上市公司股票,然后PE机构在一级市场上帮助上市公司在上下游产业链上寻找并购标的,控制股权,一旦上市公司完成并购,利好刺激股价,阳光私募机构则可实现持有股票市值的上涨,伺机退出,而PE机构也可实现并购退出,同时分别收取基金管理费,实现三方收益。

瀚信资产董事长蒋国云指出,PE市场属于一级市场,是食物链条中的上游,而二级市场是食物链条的最低端。PE机构能够成为真正的股东,真正得到被投资企业的尊重,因此,PE管理公司在投资人股前可以进行详尽的尽职调查,能够充分了解被投资企业的状况,而二级市场的投资者难以得到股东地位,很难获得真正的尊重,因此,买卖股票时,很难对企业进行深入调研,往往一个董事会秘书就能够打发所有调研者。

蒋国云指出,PE市场中所投资的项目企业,普遍存在一个保本保息的回购条款,也就是说,在通常情况下,三年不上市,大股东或者企业必须按照8%-10%以上的利息进行回购,这类似于产品生产的“包销”,而二级市场买卖股票是盈亏自负,根本无人负责。

“现在流行的是以并购基金为主导,定增、一二级市场、结构化三种方式联动。并购基金的目的在于协助上市公司进行产业整合,做强上市公司;定增则是增加手中筹码。”深圳一股权投资机构高管表示。

“以前的玩法,阳光私募是以产业链分利者的形式参与,基本上是靠天吃饭,而通过一二级市场联动则可获得较为稳定的收益,通过挂牌新三板更是直接助力资本市场,实现跨越式发展。”前述深圳一拟挂牌新三板的阳光私募表示。