

KKR投资集团孙铮:

切忌跟风 并购市场退出路径更待多元化

□本报记者 杨皖玉

2023年,全面注册制落地。与一般参股型的私募股权投资基金相比,并购基金主要并购上市公司存量股权,其投资、退出与资本市场的联系更为密切。

近日,中国证券投资基金业协会私募股权及并购投资基金委员会召开相关会议并表示,私募股权及并购投资基金行业面临历史性的发展新机遇;同时,也需要积极应对相关挑战,其中包括,在企业并购投资方面,产业需求和市场信息互通有待加强、行业整合效率有待提高、与保险等长期资金的合作尚需深化、市场对并购业务的正面价值理解亟待增进,并购投资服务于科技创新和实体经济的功能有待进一步发挥。

作为全球历史最悠久也是经验最为丰富的私募股权投资机构之一,KKR投资集团(Kohlberg Kravis Roberts & Co. L.P.)尤其擅长管理层收购,被业界称为“杠杆收购天王”。对标资本市场全面注册制改革的新要求新任务,国内并购基金投资将如何抓住发展新机遇?传统大量加杠杆实现投资回报的并购模式能否持续奏效?“追风口”式投资能否适用于并购基金?带着这些问题,中国证券报记者独家专访了KKR投资集团合伙人孙铮(Chris Sun)。

投资逻辑生变 国内并购基金迎发展机遇

中国证券报:三年来,国内一级市场投资逻辑发生了很大的改变,二级倒挂现象成为常态,一级投资通过IPO退出的赚钱效应越来越差。这一背景下,如何看待国内并购基金所面临的机遇,以及在市场环境变化中充当的角色?

孙铮:首先,我们认为一二级估值倒挂是市场对过去几年一级市场整体偏高估值水平的一次调整,也是国内资本市场全面实施注册制以后会频繁发生的情况。注册制的实施使得企业上市的技术门槛变低,上市公司的估值水平将更加公允地反映公司实际的内在价值,由此带来的一二级估值价差越来越小,也就是IPO退出赚钱效应越来越差。

在这种情况下,并购基金将有更大的发展机遇,因为企业并购成为投资者退出的一个重要的备选途径,而愿意出售控股权的企业也越来越多了。当然并购基金的机会不仅在于IPO退出难,我认为并购基金应当扮演的角色和承担的使命,一方面是促进被投企业的健康发展、向成熟的公司治理和持续的盈利能力迈进;另一方面是为基金的投资者(LP)创造一个与股票二级市场周期波动相关性较小、真正意义上的“另类资产投资”产品。

中国证券报:基于国内经济、全面注册制的发展情况,以及国内企业的成长阶段,如何看待中国并购市场的机会?

孙铮:我认为中国的并购市场迎来了发展机遇,但这需要一个长期的过程,需要基金的出资方(LP)以理性和长期的眼光来看待并购市场。这也对并购基金的基金管理人提出了非常高的要求。

从LP的角度,应当认识到并购交易和目前市场主流的少数股权投资是不一样的。一方面,并购交易的标的可能不全是高增长的企业,但需要

有稳定的发展预期和自由现金流。大部分高增长但需要很高的资本开支或者市场费用投入、尚未盈利或者自由现金流为负数的企业,是不适合并购交易的。所以市场上符合上述特点的一些热点行业中的部分企业,比如新能源、硬科技等,并不一定适合并购交易。

另一方面,对并购基金应当有比较合理的预期,因为并购交易是不太容易通过一二级市场的估值差套利来实现超额回报的,但并购项目往往交易规模更大,LP可以投放更多的资金,且通过并购基金的投后管理赋能,被投企业的价值提升可能与资本市场的波动相关性较小,并有可能实现比二级市场股票投资更高的回报。

从并购基金的角度看,应当意识到并购投资和少数股权投资的差别是非常大的,对基金管理人的要求也不一样。这种差别体现在项目类别的筛选、投后赋能的方式以及投资退出路径的选择。

举两个例子,一是并购投资往往需要非常有经验、有能力且愿意和并购基金合作的职业经理人团队,而这样的团队目前在市场上是非常稀缺的,需要并购基金花大量的时间和精力来积累和筛选。二是一些股权投资的退出是通过企业成功上市,在二级市场套现实现的,而并购投资的最佳退出路径往往不是被投企业的直接上市,因为并购基金作为控股股东,在上市和减持方面都有诸多限制。因此就需要为被投企业找到合适的买家,往往是大的战略方或者其他并购基金,而这一过程也需要投入大量的时间精力。

杠杆模式已成过去式 盈利增长是主要回报来源

中国证券报:KKR投资集团以善于运用以小博大的收购策略著称,善于使用管理层收购与杠杆收购相结合模式。目前KKR在中国的有关收购或并购发展情况如何?



孙铮,2007年加入KKR私募股权基金,曾参与字节跳动(今日头条)、开域集团、裕灌现代农业、兴盛优选、火花思维、乖宝集团、圣农发展、粤海饲料、中粮肉食、现代牧业、华致酒行等项目的投资。现任KKR投资集团合伙人。

孙铮:KKR投资集团自2006年起在中国开展业务。虽然我们在海外成熟市场的投资以并购为主,但中国过去十几年的现实情况是大部分优秀企业仍然由创始人管理,企业出让控股权的交易机会较少以及缺少有独立管理和运营企业能力的高级职业经理人团队等。

我们的并购投资主要集中于消费、零售和医疗服务等较为传统的行业,主要的类型有三种:

一是整合型并购,我们找到好的管理团队,在一些仍然比较分散但有增长潜力、通过整合可以带来效率提升的行业,通过平台型的并购整合,打造行业领先的企业。

二是资产分拆,包括大的外资企业或者国内的综合性控股集团,出于战略和成本考虑要剥离出售旗下的部分业务。这类交易在日本、韩国等市场非常普遍,我们认为在中国也会逐步显现。

三是独立企业的杠杆并购,即以股权+并购贷款,收购一家公司的控股权。并购标的可以是非上市公司,也可以是上市公司的退市交易。需要指出的是,我们讲的并购交易是指并购基金获得控股权,在此前提下可以保留公司原来的管理团队,也可以选择更换管理团队。过往一些海外上市公司的创始人与私募基金组成财团将公司从海外退市,寻求国内重新上市的交易,这些很多并不是并购交易而是少数股权投资,因为基金在企业中扮演的仍然是小股东的角色。

中国证券报:现在来看,海外并购基金也不再主要靠加杠杆来赚钱,当下并购基金赚钱的主流模式是什么?

孙铮:的确,靠大量加杠杆实现投资回报的年代已经过去了。KKR投资集团在二十多年以前就意识到这一点,我们在行业中首先成立了专业的投后管理团队KKR Capstone,也为并购基金的投后管理模式开创了先河。

一个并购交易的回报来源主要

有三个:盈利增长(主要看息税折旧前利润,即EBITDA)、估值倍数和债务杠杆。我们计算了KKR在亚洲的交易回报来源,发现过去几年项目中约超半数回报是通过盈利增长实现的。这种盈利增长,不仅来自收入的增长,更重要的是来自效率提升和公司利润率的提升,这些正是投后管理团队价值创造的重点。

因为企业的盈利能力提升,在退出时往往也能实现一定的估值倍数提升。相比之下,债务杠杆在回报来源中的重要性很低,几乎可以忽略不计。

并购基金切忌跟风 退出不能依赖IPO

中国证券报:相较于少数股权投资,以控股为主的并购基金若想促成交易,需要具备哪些特质?

孙铮:关于并购交易的促成,我认为有几点重要的考量:

一是要选取合适的赛道和行业。并购交易和少数股权投资,对行业的选择标准是不一样的。相比少数股权投资看重的高速增长,并购交易更应当关注稳定的增长和现金流。当然,这也不是绝对的,有一些很成功的并购交易,也发生在高增长的新兴行业,但往往采用的是平台性的并购整合模式,而非传统的杠杆并购。无论选取什么赛道,都需要并购基金对行业有深入的理解和积累,切忌跟风。完全没有碰过的行业,不建议上来就做并购。

二是“找对人”,这里的人既包括对行业真正有深入了解的专家和顾问,也包括并购后操盘企业的管理团队。少数股权投资在尽调时也会做很多专家访谈,或者聘请行业顾问,但更多的是对行业、企业状况及竞争格局的判断。并购项目的专家,需要对企业的经营、管理、运营都有深入的见解,最好还能帮助并购基金筛选合适的管理团队,甚至在某些情况下直接担任被投企业的董事或者高管。如果是一个整合型并购的交易,找对

操盘的CEO是项目成败最关键的因素。因此,遴选和积累这样的专家和人才库,是并购基金成功的一个关键要素。

三是非常强的执行能力。和少数股权投资相比,并购交易涉及的利益相关方往往更多,交易执行的难度也要大得多。并购基金需要考虑原有股东的利益诉求、原有管理团队的心态和去留选择、新管理团队的激励和新旧团队的融合、并购贷款的使用和与银行的磋商,如果涉及大企业的资产剥离,则还有一系列的知识产权切割、过渡期安排和客户、供应商沟通等等。可以说,并购交易是一个复杂的技术活,对团队综合能力的要求非常高。

中国证券报:对于并购基金的退出,什么才是关键?IPO还是并购退出?最近几年国内这方面有什么变化?

孙铮:并购基金的退出往往不能依赖IPO。目前A股市场IPO还不能够成为并购基金被投企业退出的首选,因为上市后对控股股东的退出限制还是很严格的。

并购基金被投企业的一个重要退出路径,是将企业出售给有实力的战略买家,包括一些上市公司。我们认为随着中国经济的发展和行业的日趋成熟,许多领域都已经涌现出实力非常强的头部企业,现金储备充裕,但增长速度也明显放缓。未来这些企业通过并购实现持续增长,是一个可预期的趋势。

另一个退出路径,是把被投企业出售给其他的并购基金。这样的交易在欧美市场很常见,在中国也已经有不少美元并购基金之间的项目交易。随着中国并购市场的成熟,我们也希望看到更多本土人民币并购基金的涌现,同时希望监管政策也能对并购基金有更大的支持,使其发挥为并购企业创造价值、吸引高水平和国际化的企业管理人才、促进行业高水平发展的功能,同时也为成长型股权投资的企业提供除上市之外的另一条退出路径。