



耐心生态 科创未来

2024股权投资创新会议

暨第八届股权投资金牛奖颁奖典礼

探索多元转让路径 并购重组与S基金“以退为进”

8月30日,由中国证券报主办的“耐心生态 科创未来——2024股权投资创新会议”在南京市建邺区举行。与会专家在圆桌论坛上表示,在IPO收紧的背景下,S基金(Secondary Fund,也称二手份额转让基金)、并购成为投资者退出的多元化选择。

与会专家普遍认为,并购重组为行业提供了更多流动性,应成为未来常规的退出路径;处于成长期的S基金市场在克服供给端、退出端、交易端的瓶颈问题后,将会迎来大发展。

● 本报记者 葛瑶 张舒琳



并购热潮是市场发展必然选择

海通并购资本董事长陈超表示,当前环境下国家鼓励通过并购把企业做大做强,以产业发展为前驱,给投资机构带来了新的机遇。在IPO收紧的背景下,S基金作为新的退出路径较为火热,并购的活跃度则相对更高。

“并购和回购都是重要的非IPO退出路径,作为母基金投资经理,在选择GP(管理人)队伍的时候非常看中非IPO的退出能力。”前海母基金主管合伙人张雪冰在圆桌论坛上表示,当前并购退出业务的难度较大,一是因为过去几年二级市场表现不尽如人意,导致了并购交易低迷,无论是并购的数量还是金额均有所下降;二是缺乏完善的并购生态体系,并购相关的财务和法律体系尚不成熟,且中介机构和桥梁资金均相对匮乏;三是在认知方面,国内企业家对于并购退出这一路径的接受度相对较低。

谈及并购的退出案例,中信资本董事总经理叶鑫表示,中信资本作为私募股权并购基金,操作了多起并购和整体转让退出案例。过

去一年多,中信资本操作的多个退出项目,其中仅1个是通过IPO退出,其余项目均是通过整体转让或并购的形式实现退出。叶鑫表示,当前,投资者越来越关注投资过程中企业的现金流,中信资本寻找到了“双曲线退出”策略,即在持有期间未退出的情况下,可通过被投资企业自身产生的现金流或通过再融资方式拿回一部分回报。经过测算,很多被投企业在5年持有期内仅仅通过分红和再融资就可以拿到约50%回报,并且还可以择机将剩下的股权退出。当前,并购业务正当时,很多投资者都在思考并购退出问题,与此同时,也要考虑能不能利用好被投企业的现金流和其他金融工具。叶鑫表示,当前并购投资潮火热,但原因与以往有所不同。一是经济进入高质量发展新阶段,增长模式从量的提升转变到质的改善,并购有利于改善企业治理,提升管理团队素质,促进行业更高质量发展。二是政策春风频吹,鼓励各行业龙头企业利用好并购重组这一工具,发挥龙头企业的示范效应和领导效应,现在越来越多的上市公司、大型央企及行业龙头都在积极探索并购重组,并购重组为行业提供了更多流动

性,应成为未来常规的退出路径。三是在低利率时代,银行的息差压力、保险机构面临的资产配置压力等因素,均为并购基金提供了更多结构性融资机会。因此,本轮并购热潮是市场发展达到一定阶段的必然选择。

S基金有望迎来大发展

目前国内有大量存量资产基金进入退出期,德弘资本董事总经理王玮认为,在二级市场退出难、并购尚不发达的情况下,S基金是一个提供流动性的选择,但买卖双方需找到标的价值的中间点。“S基金的一个重要特点是其所交易的底层资产是非标类型。”王玮表示,对于S基金份额的卖方和买方而言,交易过程中存在大量的信息不对称。因此,双方需要投入大量时间和精力以达成对标的价值的共识。从这一角度看,王玮认为,相对可行的思路是让现有LP(出资人)接手其他LP的份额。这在定价效率方面具有明显优势,因为现有LP对底层资产及GP的管理情况较为了解,更容易促成交易。

上海科创基金行政总裁康鸣表示,从全球的实践经验来看,S基金的渗透率在5%—7%,国内前两年已经做到千亿市场规模,而这距离万亿规模目标,仍有非常大的发展潜力。目前处于成长期的S市场还面临一些痛点。一是供给端。市场迫切需要更多耐心资本,市场期待社保、险资、养老金等长期资金加大对S市场的投入,共同培育市场生态。二是退出端。S基金的实质是退出难、退出慢大背景下的分段退出续接,但是这并未真正解决底层资产的终极退出问题,仍依赖于多元化退出来解决底层资产退出问题。三是交易端的技术障碍,具体包括尽调难、估值难等。

在康鸣看来,未来中国的S市场将具备三大特点:第一,金融属性越来越强,保险、银行、信托在内的越来越多金融机构将进一步加强对S交易的投资布局;第二,产品策略越来越专业,在越来越多的产品化S基金的基础上,未来S份额交易的策略会进一步专业化、精细化和体系化;第三,生态体系越来越强,随着配套政策、交易平台、中介机构等方面的不断优化,将看到各类主体、要素、资源的多元化参与和体系化集成。

细观S基金的发展现状,康鸣表示,尽管中国市场“雷声很大,但是雨点还不够大”,但只要未来克服供给端、退出端,特别是交易端的瓶颈问题,S基金市场将会迎来大发展。据康鸣介绍,作为S市场的参与者,上海科创基金近几年做了充分的研究和实践。在两期母基金的基础上,上海科创基金在去年设立了上海科创接力一期基金,也是上海国资体系第一只创投类的S基金,规模达15亿元。它集合了金控、银行、证券、保险等金融机构以及五省市的国资、引导基金等多元化LP。同时,上海科创基金注重和同行一起培育S基金市场生态。“我们跟上海股权托管交易中心联合发起了全国第一家S基金联盟——上海S基金联盟,集聚了国内外100家左右头部机构,我们希望通过联盟的方式一起来培育S基金市场生态。”康鸣表示,作为母基金,上海科创基金高度关注退出,相关过程中积极引导子基金加强退出的策略设计和主动实施,特别是在当前的市场周期,尤其要打破过往的惯性思维:一方面,要打破心理预设,放低预期,稳健为先;另一方面,要打破路径依赖,主动作为,多管齐下。

毅达资本本应文禄:

VC生态链应回归平衡 目前可蓄势布局



● 本报记者 杨婉玉

8月30日,在“耐心生态 科创未来——2024股权投资创新会议”上,毅达资本董事长文应禄做了以“呼吁VC生态链重回平衡”为主题的演讲。他表示,当下创投行业正面临前所未有的压力,但行业的特殊作用和战略位置得到了前所未有的重视,行业肩负培育和发展新质生产力的历史使命。

创投行业环境生变

作为从业20多年的创投老兵,文应禄表示,最近有两个非常深刻的感受。首先,创投行业普遍承压,许多机构在上半年投资数量只有个位数甚至是零出手。他认为,这背后有不可忽略两大变化出现。一是伴随国内经济转型,创投从业者需要考虑如何适应目前的大环境。他表示,目前“科技—金融—产业”转型模式仍在构建当中,拉动我国经济增长的传统产能依然占据很大比例。投资者可能需要长时间的调整和磨合过程,创投从业者可能有路径依赖,会有不适应的情况。二是大国竞争重塑一切,包括产业链、供应链等都被重塑,投资环境发生巨大变化。他表示,区域化趋势和产业重构加速进行,而投资决策在变化中

变难。

其次,创投行业的特殊作用和战略位置得到了前所未有的重视。他认为,自2023年下半年以来,决策层多次发文鼓励发展创业投资。结合海外经验,创投行业对于支持科技创新、产业发展的重要性不言而喻,在金融强国的历史进程中一定有创投行业的战略位置。

促进三角良性循环

文应禄表示,“科技—产业—金融”的三角循环是驱动经济持续增长的强劲动力,科技公司能够与资本市场互相成就。创投行业在促进科技、产业、金融良性循环,助推新质生产力发展的过程中具有独特的价值。

文应禄认为,一级市场和二级市场相辅相成,一级市场是二级市场的重要供给力量,拥抱科技创新、重视研发投入、容忍亏损对于畅通二级市场非常重要,只有持续发展一级市场、畅通二级市场才能真正地促进科技创新、培育更多优秀的科技企业。他表示,创投行业肩负培育和发展新质生产力的历史使命,核心是围绕传统产业焕新、新兴产业壮大、未来产业培育展开。

他表示,目前,行业募投退数据暂时下滑,VC行业生态链相对“失衡”。由于退出端发生

了变化,投出去的钱退不出,IPO等退出渠道尽快畅通有助于行业生态链的修复。

可逆势出手

“下半年可以快速出手、快速布局。”在文应禄看来,越是在市场信心不足的时候,越可能是投资机会来临的时候。

具体而言,第一,当下一二级市场价格倒挂。第二,产业调整进入了新的平衡态势,部分产业有回暖迹象,“将来一些伟大的企业可能不是在成长过程当中产生的,而是在存量博弈中胜出的龙头企业中产生”。第三,集成电路大基金和各地政府为主导的基金集群正在整装待发。第四,海外以黑石、KKR为代表的机构正在疯狂扫货。

对于如何投资布局,文应禄表示,第一是“投早、投小、投科技”;第二是投资人工智能(AI)赋能的产业升级;第三是构建包含“早、中、晚期”的基金组合;第四是投资周期机会。第五是投资并购机会。第六是关注一级半市场的投资机会。

“创投行业已经进入出清时代。”文应禄表示,目前机构新备案数量减少,行业“僵尸型机构”数量增加,未来行业将从“胜者为王”过渡到“剩者为王”,出清将成为这个行业无法绕开的话题。

如何在出清时代胜出,文应禄认为,第一,应该坚守本心,牢记做创投行业的初心,始终做最好的自己,才能守得云开见月明。

第二,用长远的眼光看问题。在历史的长河中,任何事物的发展都伴随着问题与挑战,这是自然规律的体现。面对行业发展的短期困境,应以发展的眼光来审视问题。不论外部环境如何变化,“该种田种田”,这时候不种何时种?

第三,在国资主导的创投时代,需要拥有责任感和使命感,顺势而为,合规、守法、规范,做行业里的“好孩子”。越是在国家需要的时候,品牌机构和头部机构越应该站出来,顺势而为,在科技强国的战略中承担应尽的使命和责任。

第四,重视持久战中的核心指标——DPI(投入资本分红率),创投基金任何时候都要重视绝对收益,项目要做好“三性”管理,关注安全性基础上的流动性和收益性。

第五,逆势之下,创投行业需要有一颗“大心脏”,学会打逆风仗。创投行业是长跑,需要努力、耐力,更需要抗压能力。

KKR集团孙铮:

中国私募股权并购正逢其时



● 本报记者 杨婉玉

8月30日,在“耐心生态 科创未来——2024股权投资创新会议”上,KKR集团合伙人孙铮在以“关于中国私募股权并购市场的思考”为主题的演讲中表示,中国私募股权并购正逢其时,中国并购交易市场有巨大发展潜力。投后价值创造是并购交易最重要的回报来源,投后管理团队在项目全生命周期都扮演着重要角色。

中国市场潜力巨大

孙铮表示,基于当前IPO环境,未来控股收购的相关业务交易机会多多。随着中国经济的逐步转型,成长期私募股权项目将会减少,控股收购交易将逐渐成为主流。

中美市场对比来看,孙铮表示,2012年至2022年上半年,中国市场成长期投资总规模远大于并购交易,美国反之。他认为,中国并购交易市场起步较晚,尚处于初步发展阶段。大多数民营企业仍然由第一代企业家经营,并且不断寻求小股权融资以支持增长。另外,优秀的职业经理人,尤其是可以操盘并购业务的专业人才数量有限。

孙铮认为,中国并购交易市场有巨大发展潜力。目前积极因素持续展现:第一代企业家逐渐进入退休年龄,面临继承人接班和企业后续发展问题,在目前IPO有不确定性的背景下,创始人出售企业控股权的意愿有所提升;跨国企业和一些国内大企业,在大的宏观

环境下思考战略取舍,可能会剥离部分业务;受过良好教育,有能力、有管理经验和职业素养的经理人数持续增加。

关注投后价值创造

对于投后管理团队如何创造价值,以KKR投后管理团队为例,孙铮表示,团队为每家被投企业配备1—3位投后管理成员,通常提供12—18个月以上的支持服务;团队在投资后期参与尽职调查,专注于发现投资后亟待解决的运营问题,并起草相应的改善性计划;通过管理层培训、协调行业专家经验分享提升管理效率,实现持续性运营改善;投后全周期参与制定、落实详细的价值创造方案,包括产品创新、定价优化、精准营销、供应链优化、成本管控、现金管理等方案;团队为被投企业制定完备、高效的激励机制,保证员工与企业利益的高度一致性。

他表示,KKR投后管理的价值创造抓手主要体现在六方面:公司治理、人员优化、企业发展、资本结构调整、收入提升、成本管控。孙铮认为,投后管理团队在项目全生命周期都扮演着重要角色。投后管理团队从项目早期或尽职调查阶段就参与投资流程,在投资后及时准确发现公司的价值创造抓手,和管理层一起制定行动方案,保持与企业的密切沟通并与管理层一起把行动方案和公司战略落实到位;而且投后管理团队不仅扮演“咨询”的角色,也要为投资项目的最终收益负责。