

政策一步妙手 创投市场有望“走活全局”

□本报记者 杨皖玉



视觉中国图片

上周,正在上海洽谈上市公司并购业务的广慧并购研究院院长、广慧投资董事长俞铁成看到《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(简称“并购六条”)的消息激动不已,用他自己的话说是“眼眶都红了”。

“大量项目在手中”“成交率很低”,这是俞铁成过去一年多来从事并购交易的真实写照。

“并购六条”支持上市公司开展符合商业逻辑的跨行业并购、支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司、对私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”等多项措施让创投行业眼前一亮,部分提法甚至为首次提出。

“努力解决实际操作中的关键问题”是多数创投人士对“并购六条”的反映。中国证券报记者调研了解到,在“退出”成为创投市场发展最大难题的当下,创投市场投资的大量新兴产业项目有望通过被上市公司收购,实现资金退出,“募投管退”循环得以真正畅通。与此同时,“并购六条”专门针对私募投资基金,多处提出“支持”内容,也标志着监管层对私募投资基金参与上市公司并购的态度从“不鼓励不限制”转变为“支持”。

并购一旦活跃,有望让创投市场“走活全局”。

“退出难”有望缓解

俞铁成介绍,去年下半年以来,他的业务重心围绕上市公司并购交易展开,把创投基金投资的企业卖给上市公司,帮助上市公司收购合适标的企业等。

近两年,伴随着A股IPO节奏放缓,私募股权创投基金“退出难”问题愈演愈烈,一度被认为是当下创投市场发展的最大难题。在此背景下,并购退出被不少投资者寄予实现资金回流的期望。在近两年,创投基金、股权基金以及并购基金所投资的大量新兴产业项目被上市公司收购,存在诸多操作过程中的难点。

“这一年多时间,手上积累了大量项目资源,每天都在各种项目的洽谈和交易中。看起来业务量很饱满,但实际成交率非常低。”俞铁成告诉中国证券报记者。

9月24日,为进一步激发并购重组市场活力,推动提升上市公司质量和投资价值,证监会发布“并购六条”,从支持上市公司向新质生产力方向转型升级,鼓励上市公司加强产业整合,进一步提高监管包容度,提升重组市场交易效率等方面提出具体意见。

“努力解决实际操作中的关键问题。”这是信宸资本管理合伙人信跃升对“并购六条”的直观感受。他对中国证券报记者表示,“并购六条”的出台是并购市场的重大利好,意见落地实施有望激发上市公司与投资机构的热情,为并购市场注入新的活力,引导更多资本和资源合理规范地推动经济高质量发展。

可操作性、针对性是私募股权创投行业对本次“并购六条”的主要评价。

“为什么我很激动,主要是跨界并购这一条。”谈及“并购六条”的针对性和可操作性,俞铁成表示,终于明确提出“支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购,加快向新质生产力转型步伐”。

他认为,如果目前大量处于落后或过剩产能状态的小市值上市公司,允许利用上市公司这一宝贵的上市资源,通过增发股票募集资金或者换股方式来收购一些新质生产力赛道的高科技高成长企业,或许能让这些企业脱胎换骨。“当然,跨界并购的风险极高,我也反对企业盲目跨界并购。”俞铁成说。

“以往上市公司的‘跨行业并购’被监管层严管,导致许多夕阳行业的企业通过并购跨界转型受阻。‘并购六条’的出台,短期来看,许多有着上述需求的上市公司将集中发起跨界并购,长期来看,国内并购市场发展的‘号角’将进一步吹响。”晨哨集团S基金研究总监韩琪对中国证券报记者表示。

若当前创投市场投资的大量新兴产业项目能够通过被上市公司收购而实现资金退出,“退出难”问题或可得到一定程度的缓解。母基金研究中心认为,国内一直以来高度依赖IPO单一退出路径,而随着IPO节奏放缓,畅通多元化的退出渠道意义重大,并购就是其中有着巨大潜力和发展空间的退出选择。本次“并购六条”的出台有利于畅通股权投资的退出渠道,对于私募股权基金来说,并购退出周期短、程序简单,是较为理想的退出方式。

鼓励耐心资本

对于私募股权创投行业来说,“并购六条”给行业带来的提振并不仅仅限于并购操作本身,“并购六条”中出现了多条针对私募投资基金参与上市公司收购的罕见提法,有的甚至是首次提出。

“并购六条”提出,支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司。

“此前,监管部门主要担忧该类基金的实际控制人难以穿透确认,会影响上市公司的控制权稳定。多数基金特别是市场化程度较高的并购基金,控股上市公司或参与上市公司收购存

在诸多难点。”某并购基金董事长对中国证券报记者表示。

俞铁成表示,“支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司”这一点在监管明文规定中比较罕见,让投资界眼前一亮,颇有为私募股权投资基金或者说并购基金“正名”的味道,由此前“不鼓励不限制”转变为“支持”的态度。

此外,“并购六条”提出,对私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”,促进“募投管退”良性循环。这是监管层首次对私募投资基金参与并购相关投资提出“反向挂钩”政策。

“以前只是针对创业投资基金对创业企业进行增量权益资本投资,所投资企业上市以后,才可以对创业投资基金的锁定期限实施‘反向挂钩’政策。”湖南大学金融与统计学院教授、博士生导师,清华大学全球私募股权研究院首席专家,《中国科技投资》杂志社总编刘健钧对中国证券报记者表示。

信跃升表示,2016年《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》中提出了“研究建立所投资企业上市解禁期与上市前投资期限长短反向挂钩的制度安排”。为落实此项政策要求,2018年3月证监会发布特别规定,明确创业投资基金反向挂钩政策。

“本质上,‘反向挂钩’政策鼓励投资者放心做耐心资本。”韩琪表示。

具体来看,配套的证监会《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定(征求意见稿)》的说明中显示,私募基金投资期限满5年的,第三方交易中的锁定期限由12个月缩短为6个月,重组上市中作为中小股东的锁定期限由24个月缩短为12个月。

刘健钧表示,对创业投资基金所持上市公司股票锁定期的显著缩短,可以显著加快创业投资基金对所持上市公司股票的减持节奏,进而有利于形成“投资-退出-再投资”良性循环。这次,将“反向挂钩”政策的适用范围扩大,将显著加快股权与创业投资基金借助上市公司收购其所投资企业后的退出节奏,进而有利于畅通股权与创业投资基金的退出通道。

多而不强难题待解

近日,央行创设新的货币工具为股票市

场持续提供流动性,监管出台利好政策促进上市公司并购活跃度。目前,国内并购基金在“天时”“地利”等方面,利好因素正在持续积累。

俞铁成表示,上市公司并购活跃,私募股权创投基金投资的大量企业便不会“千军万马过独木桥”等着IPO实现退出,被上市公司收购将成为主要退出渠道,对于促进创投市场“募投管退”良性循环有着重大意义,创投市场一旦活跃起来,中国的创新型中小企业就会跟着活跃起来。因此,“并购六条”若能贯彻实施,有望令创投市场“一步活,步步活”。

多位业内人士认为,并购基金真正把握住发展拐点,还需要“人和”。并购基金作为并购交易的“造雨者”,则是“人和”中不可或缺的一部分。

以本次“并购六条”中提到的“反向挂钩”政策为例,信跃升告诉中国证券报记者,这一政策不适用的并购基金包括两类,一是那些专注于短期投资、追求快速回报的并购基金,这些基金通常更注重资金的快速周转和短期收益,较长的投资期限和锁定期可能不符合其投资策略;二是对于一些规模较小、资金实力较弱的并购基金来说,可能也难以满足持有满一定年限的条件,从而无法享受锁定期缩短的政策优惠。

“市场中不乏受短期利益驱动的投资者,急于通过并购有规模的公司以实现业务的快速扩张或多元化发展,从而忽视了自身核心竞争力、资源整合能力的边界,高估跨界并购的可行性与增长潜力,低估整合的难度。正因如此,开展并购投资的机构更应清晰地认识自己的能力边界。”鼎晖投资在《2024年中国并购投资趋势洞察与战略指南》中表示。

另外,通过保有数据观察,我国并购基金仍以中小规模为主。并购基金“多而不大,多而不强”的现状,以及行业缺少真正理解并购交易的“造雨者”均是并购基金发展接下来面临的问题。

俞铁成表示,并购本身是一件高风险的事情,因此对于国内并购基金来说,当前的难点在于国内缺少真正富有操盘经验的专业并购团队,专业并购人才目前还是稀缺资源。此外,并购整合运营人才稀缺,能够在并购完成后调动全球资源运营好企业的人才非常少。