

随着注册制改革的推进,以及国内多层次资本市场体系的不断完善,A股上市公司数量开始增加,私募股权投资(PE)开始进入项目收获期。在此过程中,部分机构为了日后能锁定退出渠道,降低投资风险,开始重新考虑“上市公司+PE”的模式。

纯财务投资人&合作产业基金

“上市公司+PE”模式如何演进

新金融记者 张兆瑞

走出低谷

2019年下半年,经纬中国创始管理合伙人张颖发了一条微博,“这段时间,外部融资环境比较恶劣,融资难度无限加大。”更为重要的是,张颖直接表明,“我们只会继续加码支持那些数据持续给力、创始人明显在快速成长的潜力公司。对于投错了且我们彻底失望的经纬系公司,不再把更多新钱浪费。”

在当时,这被看作是国内PE进入低谷的一个标志性事件。也是在那个时候,德富资产执行合伙人吴舸在接受媒体采访时表示,国内PE行业的整体退出率大约在15%,但另一家机构负责人却说,“这是头部PE才能达到的比例。”行业整体情况可见一斑。

有数据统计显示,2018年前11个月,国内VC/PE募资总规模为1006亿美元,同比骤降64%。但2019年的PE投资更冷,特别是张颖发表微博之前的5月至7月份,投中研究院发布的VC/PE报告显示,创投融资交易跌破300起,融资规模23.03亿美元,同比下降82.87%,特别是大额交易案例减少,上亿美元级别的交易仅2起。

“这与当时的政策环境和市场环境都有关系。”一位PE投资人告诉新金融记者,从资金募集端来说,2018年国内金融“去杠杆”,各金融主体都“钱紧”;另一方面,当时国内的多层次市场体系尚未搭建完毕,虽然有新三板市场,但缺乏流动性,而主板、创业板上市难度又大,海外市场的额度,头部PE占了大头,大量基金缺乏退出渠道,“简单说,新钱拿不到,老钱退不出,PE市场整体遇冷也就不奇怪了。”

但从2019年下半年开始,随着科创板的推出,以及2020年的新三板精选层和创

业板注册制改革,PE行业逐渐走出低谷。

特别是7月22日,在科创板开市一周年到来之际,科创板也迎来了第一批原始股的解禁。

据上海证券交易所统计,科创板一年来累计上市公司140家,总市值接近2.8万亿,合计融资超过2000亿元。2020年下半年,预计将有5000亿元市值的限售股陆续解禁,这其中94.4%均为首发原股东限售股份,这也是众多PE机构的“收获期”。

模式演变

在PE的发展历史中,资金退出始终是机构最为关心的问题之一。为此,部分PE机构开始尝试“上市公司+PE”的模式。

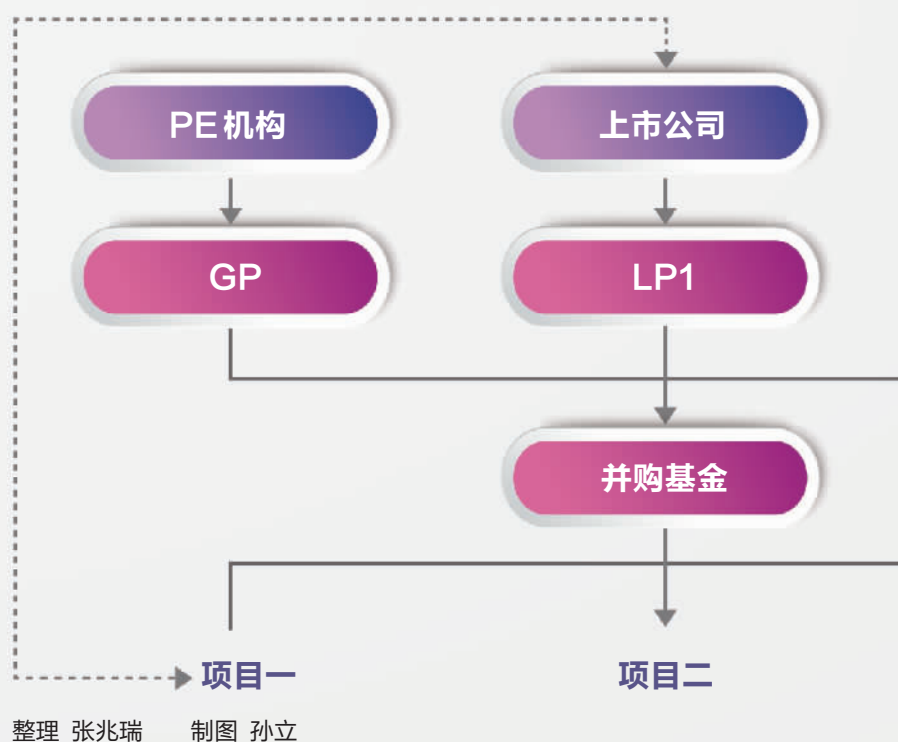
在上市公司与PE的这对组合中,双方各取所需。对上市公司来说,利用PE寻找并购重组的机会,比如向产业上下游布局延伸;对PE来说,则是在资产达到上市公司要求后,通过优先出售给上市公司实现资金退出。

市场普遍认为,“上市公司+PE”模式的雏形,是上市公司大康农业(原名大康牧业)和PE机构浙江天堂硅谷一起尝试的。

据当时披露的信息,2011年大康牧业和浙江天堂硅谷共同发起设立天堂硅谷大康产业发展合伙企业(简称天堂大康),具体出资比例是大康牧业和天堂硅谷(最后实际出资人是天堂硅谷全资子公司)各出资3000万元,其余80%资金向社会自然人和机构投资者募集,由天堂硅谷来负责。

双方的合作定位十分清晰。浙江天堂硅谷作为PE,利用资源寻找项目,大康牧业作为上市公司利用其专业性来“把关”。双方核心诉求很明确,大康牧业借助PE资源完成在畜牧业的整合,浙江天堂硅谷获得未来股权退出的超额收益,显然大康牧业是实

“上市公司+PE”模式简图



现这一目标的关键合作方。这也被市场称为“上市公司+PE1.0版本”。

但很多人未曾注意的是,2015年浙江天堂硅谷和大康牧业爆发了“冲突”,其原因在于双方利益诉求不一致。天堂大康项目因各种原因未能被大康牧业并入上市公司,浙江天堂硅谷的退去自然是没有成功,双方为此甚至一度“对簿公堂”。

不过颇具戏剧性的是,2016年浙江天堂硅谷和大康牧业共同发起50亿元的国际农业产业并购基金,算是双方“握手言和”了,依旧还是“上市公司+PE”的模式。

此后几年中,“上市公司+PE”模式中,PE与上市公司不断调整自己的定位。

从PE机构来说,如果只将上市公司作为资金退出渠道,这就将合作双方从伙伴

变为了利益对手。因此在“上市公司+PE2.0”版本中,PE机构不仅战略入股,还要提供并购方案设计、财务和法律尽职调查、资本市场日常咨询等多种工作。正如一位机构人士所言,“市场不好的时候,顾问费也是一笔收入嘛。”

近两年,也有部分PE机构因为各种原因,比如自有资金不足,或是为了摆脱入股后的利益冲突以及内幕交易的嫌疑,只承担“金融服务”功能,即只作为上市公司的并购顾问的角色。

与此同时,上市公司的角色定位也在发生调整。

一方面,和大康牧业类似,上市公司从自身战略出发,与PE机构合作成为产业资金,即当前比较热门的“产业+资本”模式,