

募资渠道受阻 退出路径不畅 清盘高峰临近

PE遭遇“十面埋伏” 六千亿资金欲退无门

□本报记者 黄莹颖



CFP图片 合成/王力

IPO财务核查风暴对PE机构退出渠道的压力可能比想象的要严重。业内人士表示,自2000年以来私募股权投资投资的9000多个项目中,仍有超过7500个项目未能实现退出,这些超过6000亿元的投资目前仿佛陷入一个巨大的迷宫,难以找到出路。

PE/VC一度以暴利形成“全民PE”热潮,但一级市场和二级市场行情转冷让这个火爆的行业迅速降温。尤其是去年以来,募资渠道受阻,A股IPO退出渠道中断,“退出难、募资难”的两头受阻使PE行业冷意更浓。业内人士介绍,2006年-2008年是国内PE/VC成立和投资的高峰,如果按照三到五年的存续期计算,今明两年将进入清盘高峰期。

在PE行业暴利预期“撞上”景气度急剧下降的背景之下,“转型”、“寻找新的退出渠道”等成为热门词汇。有PE机构认为,建立直销渠道以及更多通过二级市场并购退出,或可以找到行业的突破口。

内忧外患 难以“抽身”

等待三个多月后,康勇(化名)最终还是把上市的地定在香港。去年10月康勇将1亿元投入西部省份的一家企业,不过在推动企业上市目的地上,还是有诸多犹豫,但自今年1月以来的IPO财务核查风暴,最终还是打消了康勇谋求在A股上市退出的想法。

通过A股IPO退出难度越来越大;考虑再三,还是寻求香港上市比较现实。”康勇说。最新公布的“首次公开发行股票审核工作流程及申报企业情况”显示,截至今年2月7日,沪深主板共有在审企业540家,其中处于中止状态的企业3家,创业板共有在审企业332家,其中处于中止状态的14家。

从1月3日IPO财务核查令发布之日起的一个月内,撤销IPO申报的企业数量增至39家,其中创业板撤退15家、中小板撤退16家、沪市主板撤退8

家。据不完全统计,800多家在审公司中,能够查到PE/VC机构的项目接近400家,九鼎参与项目最多,达15个;其次是深创投,有13个;鼎晖投资有9个。

去年10月下旬以来,IPO悄然暂停,放缓的IPO节奏以及审核条件严格程度不断加深,正在不断收窄PE/VC的退出渠道。根据中国首创投资最新的研究报告,2012年实现境内IPO的企业只有154家(其中有PE投资过的不到100家),较2011年、2010年分别下降45%和56%。同时,一些财务问题使得境外资本市场几乎对境内的中小企业关闭。综合考虑各方因素,未来数年内由PE支持的企业每年实现境内外IPO的总数很难超过150家。

从被挡在IPO门外的上市公司数量,似乎并不能完全反映目前PE/VC机构受阻于退出渠道的压力。中国首创投资董

事长Peter Fuhrman通过调研发现,情况比想象的要严重。他表示,根据已有数据,自2000年以来PE投资的9000多个项目中,仍有超过7500个项目未能实现退出,这些未退出项目的投资总额在6000亿元以上。考虑到还有许多PE投资项目是私下进行、未披露的,因此真实的数字要超出6000亿元。这笔巨额资金仿佛陷入一个巨大的迷宫,难以找到出路。”他说。

此外,伴随IPO市场的低迷,即使成功IPO,发行市盈率也今非昔比,退出平均账面回报率下降。据清科数据库统计,今年1月共有3家中国企业完成IPO,合计融资约5.11亿美元,平均每家企业融资1.70亿美元。与上月相比,IPO数量环比下降40.0%,融资规模环比下降87.6%;与去年同期相比,IPO数量和融资规模也大

幅下降,分别同比下降78.6%和55.0%。

这直接导致回报率水平下滑。投中集团高级分析师冯坡认为,2012年境内外资本市场企业估值整体下滑,中国市场PE/VC投资回报水平也相应下滑,IPO退出平均账面回报率仅为4.38倍,比2011年7.22倍的退出回报大幅缩水。受此影响,券商直投投资回报同样大幅缩水,其1.78倍账面回报率也远低于2011年超过4倍的退出回报率。在25起退出案例中,低于2倍账面回报率的案例超过半数。

对于IPO放缓对于PE/VC的冲击,也有机构负责人表示不悲观。硅谷天堂高级合伙人韩惠源表示,2007年到2008年,每年都有五六百家在排队IPO,并不是2012年才有800家,存量是一直在这个地方的,不能用简单算法来说明问题。

募资受阻 无奈自降“身价”

募资难度也在加大。去年11月,我们已经做好计划,准备从银行渠道募集一笔资金,以成立主投医药等新行业的PE基金,但从目前情况看,这一计划受到了一些政策上的阻力。”深圳一中型PE机构负责人向中国证券报记者表示。

上述人士所说的阻力源于证监会的一项新规。今年1月召开的全国银行业监管工作会议上,证监会要求“严格管理理财产品设计销售和资金投向,严禁未经授权销售产品,严禁销售私募股权基金产品”。

此前证监会已出台相关规定限制券商渠道代销PE。2012年11月,证监会向各家证券公司下发“关于落实《证券公司代销金融产品管理规定》

有关事项的通知”,称“考虑到合伙企业有限合伙份额形式的私募股权投资基金的监管机构和监管规则尚不确定,此类金融产品暂不纳入证券公司代销范围。”

值得注意的是,尽管暂未有关于禁售的细则和时间表,但券商和银行两个重要募资渠道同时受阻,对早已陷入募资难的中小机构而言,无疑又是一次重创。

尽管LP市场机构化趋势日渐明显,但散户LP仍是LP市场的重要组成部分,散户LP数量占LP市场总数的五成,大部分PE/VC基金均通过银行渠道来发掘LP资源。清科研究中心张国庆认为,作为散户LP资金的主要来源渠道,上述决定将给PE/VC募资市场格局带来

重大变化,对于PE/VC机构来说,由于银行是其散户LP的重要来源,这将严重影响本来就已经处于困境的募资市场。

作为PE/VC资金主要源头的散户LP,目前的投资热情也在不断降低。张国庆认为,PE/VC基金往日的高回报难以再现,散户LP投资PE/VC基金的热情在逐渐减退。

募资难度的增加已有明显迹象。投中集团统计显示,今年1月披露9只基金成立并开始募资,相比上月(8只)基本持平;目标规模9.68亿美元,相比上月(12.24亿美元)下降20.9%。此前的2012年11月、12月份新成立基金数量则继续保持低位。本月新成立基金目标规模普遍较小,单只基金目标规模

均在10亿元人民币以下。

诺亚财富认为,一方面是由于不少基金在投资进度上未能实现当初的承诺,引发投资者不满甚至抵触情绪,不少投资者宁愿选择拖延不久的募资产务,甚至某些品牌PE/VC机构也出现后续募款不能按时到位情况;另一方面,今年不少民营企业资本出现的资金缺口也是重要原因。活跃度与资金量上延续的低迷态势,无法为投资市场提供有效的资金支持,造成潜在的需求难以满足。

不断增加的募资难度迫使一些PE/VC自降“身价”,前述深圳中型PE机构负责人表示,为尽快募集,会降低门槛,由原来的500万元,降低至300万元,以至更低。

救赎之路 多方突破求“疗伤”

上不了市,募资难度越来越大,PE/VC怎么办?

由于行业过热,PE/VC行业积弊一直掩盖在暴利的外衣之下,由于钱来得容易,PE/VC为抢项目,往往疏于对项目的具体考察,诸如一些明显作假的公司也有诸多相关机构介入。深圳创新投资资金管理总部总经理申少军认为,行业发展到现在已引起全民关注,因为PE行业的高收益性,一些PE出现背后违法的事情,如一些可以成为拖拉机账户的非法融资,还有一些自律行为不是很严格。

在行业景气度急剧下降的背景下,“转型”、“寻找新的退出渠道”等成为PE/VC业的热门词汇。深圳东方财富网总裁程厚博表示,像美国这些投资机构,上市的比例很少,大部分是并购。PE机构退出不能完全指望IPO,其他像新三板、并购也是很好的退出方式,将来一级市场PE、VC投资退出的方式应该不是上市,可能是并购。

分析人士认为,随着资本市场的完善,PE/VC退出渠道将更加多元化,尤其是在市场和政策的双层因素推动下,并

购市场迅速发展。中国首创投资发布的报告认为,PE行业正处于由单一渠道退出向多渠道退出的转折点。这一转变是必然的,因此投资者只要能顺应时势,就能在艰难的环境中发掘崭新的机遇。

中国首创投资董事长Peter Fuhrman认为,对于大多数PE而言,他们手上或多或少都有一些可以且需要被交易的好项目。生命周期较短的PE面临着更大的压力,预计这些PE将会是二级交易中的净卖家,而投资周期较长并拥有更专业LP

的PE将会是净买家。虽然中国GDP增速在2012年有所回落,但很多得到PE投资的优质企业仍然保持了强劲的发展势头,随之带动了股权的升值。过去5年中国市场上所有的私募股权投资中,大约有1/3是由上面提到的“净买家”PE完成的。

针对募资渠道,机构已在考虑建立自身的销售渠道进行募资,目前九鼎、鼎晖等机构均已开设第三方理财机构进行募资。据中国证券报记者了解,基石资本目前已是直销为主,未来会以机构客户为主。

中国首创投资董事长Peter Fuhrman:

二级市场并购有望发力

□本报记者 黄莹颖

IPO退出受限正迫使国内私募股权机构寻找新的退出方式。中国首创投资董事长Peter Fuhrman接受中国证券报记者专访时表示,并购在欧美已经成为PE主流的退出方式,但在中国并非如此。尽管目前中国二级私募股权投资还不够活跃,但相信二级交易最终将在所有的PE退出渠道中占据相当分量。

对IPO退出过度依赖

中国证券报:近期有关PE陷入寒冬的信息增多,你了解的情况如何?

Peter Fuhrman:目前已有800多家企业在排队等待证监会的IPO审批。过去每年证监会批准的上市企业中,有PE参与的过会企业数目不超过150家,而2012年这一数字更是降到100家。目前还有几千家企业在积极准备资料申请IPO,而其中大多数企业背后都有私募股权基金的身影。

根据我们的调查,自2000年以来,至少有7500个私募股权基金已经投资但还未实现退出。

这直接导致回报率水平下滑。投中集团高级分析师冯坡认为,2012年境内外资本市场企业估值整体下滑,中国市场PE/VC投资回报水平也相应下滑,IPO退出平均账面回报率仅为4.38倍,比2011年7.22倍的退出回报大幅缩水。受此影响,券商直投投资回报同样大幅缩水,其1.78倍账面回报率也远低于2011年超过4倍的退出回报率。在25起退出案例中,低于2倍账面回报率的案例超过半数。

对于IPO放缓对于PE/VC的冲击,也有机构负责人表示不悲观。硅谷天堂高级合伙人韩惠源表示,2007年到2008年,每年都有五六百家在排队IPO,并不是2012年才有800家,存量是一直在这个地方的,不能用简单算法来说明问题。

诺亚财富认为,一方面是由于不少基金在投资进度上未能实现当初的承诺,引发投资者不满甚至抵触情绪,不少投资者宁愿选择拖延不久的募资产务,甚至某些品牌PE/VC机构也出现后续募款不能按时到位情况;另一方面,今年不少民营企业资本出现的资金缺口也是重要原因。活跃度与资金量上延续的低迷态势,无法为投资市场提供有效的资金支持,造成潜在的需求难以满足。

不断增加的募资难度迫使一些PE/VC自降“身价”,前述深圳中型PE机构负责人表示,为尽快募集,会降低门槛,由原来的500万元,降低至300万元,以至更低。

互联网行业受青睐

清科数据库统计结果显示,今年1月中国私募股权市场共发生投资案例31起,披露金额案例数25起,总投资金额4.25亿美元,平均投资金额1,701.02万美元。1月VC/PE投资共涉及10个一级行业,从案例数来看,互联网行业重新回到了第一位的位置,共发生投资案例13起,占总案例数的41.9%;电子及光电设备行业排在第二位,发生投资案例4起,占总案例数的12.9%;生物技术/医疗健康行业和房地产行业并列位居第三。

得益于互联网行业投资热度回升,1月份有11家初创业企业获得融资,占总案例数的35.5%。整体来看,1月份投资规模整体偏小,小额投资共发生投资案例16笔,占披露金额案例数的64.0%,案例个数环比上

二级私募股权投资将活跃

中国证券报:相对于在中国的经验,除IPO退出外,国外成熟市场还有哪些比较可行的退出渠道?

Peter Fuhrman:在国外成熟资本市场,投资者可以选择IPO、并购、二级交易、股权回购等多种退出方式;并购在欧美已经成为PE主流的退出方式,但在中国并非如此。

中国证券报:此前不少PE也希望通过并购作为退出渠道,但从目前情况看,效果并不佳,主要原因是什么?

Peter Fuhrman:中国的并购市场远不够成熟,二级交易尚不被市场熟知,而股权回购协议则由于阻力几乎变成了一纸空文。

一方面,从资本方来看,由于PE行业的短期粗放式发展,众多投资机构缺少并购退出的经验;另一方面,从企业家的角度来看,因为民营企业老板“一言堂式”的管理结构,很多卖方企业家并不愿意出售自己从无到有、从小到大艰苦打拼出来的企业,而收购方也往往对被收购企业的出售动机心存疑虑。

中国证券报:在这种情况下,已经投入的PE资金该如何退出?

Peter Fuhrman:对于众多被因的PE,二级交易会是比较可行的退出方式——即把股权转让给那些能够继续等待5至7年之后再次实现的PE。但也不是所有项目都适合转让——买方往往只愿意购买优质的、持续增长的、并在未来有机会通过IPO等方式实现退出的项目。我们认为,在当下的7500多家未退出企业中,只有一个小部分可以作为二级交易的对象。其实二级交易的好处不只是帮助卖方PE实现退出,还能使买方PE省去许多尽职调查的麻烦,同时企业家也往往可以借此机会从买方PE融到一些新的资金用于公司发展。

在当前的环境下,如果一些“优质”项目“能够以市场价格被交易,那么这种二级项目的投资将进一步挖掘中国私募股权基金的潜力与价值。尽

管目前中国的二级私募股权投资还不够活跃,但我们相信二级交易最终将在所有的PE退出渠道中占据相当大的分量。

要顺利地行二级交易并非易事。由于募资上的竞争以及对LP的交代等问题,很多PE都会试图隐藏自身的问题,这使得卖方PE的发掘变得非常困难。但事实上,二级交易在欧美已经非常普遍。中国二级交易遇到的困难往往和远不算成熟且经验尚浅的LP和GP有关。我们相信,这些问题在未来会得到逐步的解决,企业、买方PE以及卖方PE都能借助二级交易走出当前的危机。毕竟,中国企业家、中国企业、中国是目前世界上最有发展潜力和最具发展前景的。

企业有发展 PE才有钱赚

中国证券报:PE行业进入寒冬,面临转型。投资方遇到的困境,这对于企业会造成哪些影响?

Peter Fuhrman: 其实,在PE退出受阻的当下,日子最难受的还不是焦躁的GP和LP,而是亲身站在“悬崖”边上的企业、企业家、企业员工和他们的家人。日子再不好过,LP家底丰厚身体强壮,GP有旱涝保收的管理费可以拿,而企业呢?原定的IPO远不可及,按照IPO融资安排的项目自然无法追加投资。同时,整个PE行业又不约而同的进入休眠状态,使得企业引入新的PE股东难上加难。

企业的发展向来是不进则退,而持续前进是要有持续资金支持的。民营企业融资一直是很大的问题,PE的出现给习惯了“数米而炊”过日子的民营企业带来了高速发展的希望和可能。在企业刚刚进入快速发展轨道、尚在逐步适应规范化管理模式转变的节骨眼上,资金的突然吃紧可能会是致命的。企业是经济发展的动力,PE的衣食父母,归根结底,还是企业和做企业的人。从这个角度,PE也应该竭尽全力解决行业面临的问题。企业有发展,PE才有钱赚。

互联网行业投资热度回升

前海成私募股权热土

□本报记者 黄莹颖

受行业转冷的影响,今年1月私募股权投资活跃度明显降低。但从具体投向看,互联网行业重新回到最受机构青睐的行业。同时,作为金融创新试点的前海平台也成为私募股权机构眼中的“热土”。

互联网行业受青睐

清科数据库统计结果显示,今年1月中国私募股权市场共发生投资案例31起,披露金额案例数25起,总投资金额4.25亿美元,平均投资金额1,701.02万美元。1月VC/PE投资共涉及10个一级行业,从案例数来看,互联网行业重新回到了第一位的位置,共发生投资案例13起,占总案例数的41.9%;电子及光电设备行业排在第二位,发生投资案例4起,占总案例数的12.9%;生物技术/医疗健康行业和房地产行业并列位居第三。

得益于互联网行业投资热度回升,1月份有11家初创业企业获得融资,占总案例数的35.5%。整体来看,1月份投资规模整体偏小,小额投资共发生投资案例16笔,占披露金额案例数的64.0%,案例个数环比上

升14.3%;投资规模大于5,000万美元的案例仅1笔,占披露金额案例数的4.0%,投资金额约1.37亿美元,占总投资金额的32.2%;投资额在1,000万美元到5,000万美元之间的案例数为8笔。

从投资地域看,今年1月共发生投资案例31笔,分布在北京、上海和深圳等12个省市。北京地区为投资案例数最多的地域,发生投资案例7笔,占投资案例总数的22.6%;上海地区排在第二位,有6笔投资案例,占投资案例总数的19.4%;深圳地区排名第三,发生投资案例4笔。从投资金额上来看,甘肃省位居首位,投资额约1.47亿美元,占投资总额的34.5%,主要原因是酒钢宏兴的定向增发中,机构投资金额高达1.37亿美元,拉高了甘肃省的整体投资额;北京地区排在第二位,投资额约7,300万美元,占投资总额的17.2%;深圳地区排在第三位,投资额约为6,341万美元。

前海成“热土”

据统计显示,1月新设立的14只私募股权基金中,过半数基金为产业发展专项基金,投资领域涉及地理信息、茶文化、食

品安全、绿色低碳、房地产、金融和文化旅游等产业。值得注意的是,14只基金中有3只基金落户深圳前海。作为金融创新试点的前海平台已被各大金融机构视为“热饽饽”,私募股权机构自然没有例外。

深圳本土汇江、中科院等金融控股集团也开始加速进驻前海,未来或设立保险、小额贷款、担保、资产管理、私募股权等分支机构。此外,弘毅资本也希望在前海建设股权投资中心,募集海外的优质资金。中科院金融控股集团也在前海发起设立了100亿规模的中科赛富产业并购投资基金。

2012年5月,深圳市政府出台了《关于加强改善金融服务支持实体经济发展的若干意见》,提到鼓励各类股权投资基金在前海聚集发展,并且,国开行拟在前海设立首期约为30亿元的股权投资母基金,用以发展包括科技服务业在内的战略性新兴产业,通过母基金的集聚力量,前海将会获得更多私募股权投资市场的发展机会。清科研究中心预计,前海将吸引更多VC/PE机构入驻,推动前海成为中国私募股权市场的活跃地区之一。