

China venture

受制三大因素 创投发债融资难扩容

进入2009年,要在中国成功募集一只创投基金,变得越来越难了。

清科集团发布的《2009年第一季度中国创业投资研究报告》显示,2009年一季度,中国创投市场募资出现大幅回落。本季度中外创投机构新募10只基金,与上季度相比减少65.5%;共募集资金8.89亿美元,环比上季度下降36.9%。与上年同期相比,新募基金数量减少58.3%,募资额则下降60.9%。

4月30日,首只由创投机构发行的5亿元企业债发行成功。企业债能否成为中国创投机构募资“冬天中的一把火”?多位业内人士认为,创业投资企业通过发行企业债的方式增强投资能力,受到三个主要因素的制约。

这三个主要制约因素是:第一,有限合伙制创投机构无法发债;第二,有发债融资意愿的民营创投公司缺乏担保人;第三,投资人所承受的风险和收益不匹配。

◎本报记者 岳敬飞

苏州创投试水首单创投企业债

4月30日,被称为“中国第一只创投企业债”的09苏创投债成功发行。据主承销商光大证券的项目经理刘濛介绍,因为系在银行间市场发行,购买09苏创投债的投资者都是机构投资者,而且呈现出投资者较为分散的特征,但是单个投资人所购买的债券价值均为数千万元。由于发行前和投资人沟通顺畅,09苏创投债在发行首日就全部售出。

刘濛表示,在09苏创投债的发行中,投资者最关注该债券的票面年利率。该年利率是通过事先与投资人沟通、询价后确定的。而作为主承销商,因为面临包销的风险,光大证券最关注的是发行人的偿付能力,以及评级机构对发行人的主体信用等级和债券信用等级的评级。

09苏创投债的发行人为中新苏州工业园区创业投资有限公司(以下简称“中新苏州创投”),发行总额为人民币5亿元,7年期固定利率品种,采取“5+2”模式发行,即前五年票面年利率为6.70%,固定不变;在债券存续期的第五年末,发行人可选择上调票面利率0至100个基点(含本数),并在债券存续期后两年固定不变。发行人作出关于是否上调本期债券票面利率及上调幅度的公告后,投资者有回售选择权。中新苏州创投的注册资本为17.30亿元,苏州创业投资集团有限公司持有其85.69%的股权,而苏州工业园区国有资产控股发展有限公司持有后者100%的股权。

它的成功发行,开辟了创业投资机构一个新的融资渠道,因此受到业内广泛关注。09苏创投债募集资金的拟投资项目为:2亿元投向神州数码信息技术服务有限公司股权投资项目;2000万元投向注册地址在开曼岛的一家计算机设备服务公司;1亿元用于补充中新苏州创投的运营资金;1.8亿元用于改善债务结构,提前偿还中国银行项目并购贷款。

苏州创业投资集团副总裁戴刚表示,大概在两年前,监管部门就曾经就创业投资企业发债的可行性来到中新苏州创投调研。相信一旦09苏创投债“被证明是个比较成功的试点,可能会有更多的创投企业通过这种方式来筹集资金。

戴刚认为,创投发债融资是一条创新之路,监管部门对于风险等各方面因素也要进行更多的考量,所以,如果《创业投资企业债权融资管理办法》能够出台,相信要设一定的门槛,只有符合一定条件的创投企业才能发债。

联想控股曾发债做LP

在09苏创投债获准发行之前,虽然没有创投公司作为企业债发行主体的先例,但通过发行企业债获得从事股权投资急需的资金,却已有人捷足先登,这就是联想集团的母公司联想控股。联想控股是弘毅投资的LP(有限合伙人,即投资机构的出资人),它将发行企业债所获得的一部分资金投资给弘毅投资。

2008年10月8日,联想控股发行的20亿元企业债在发行首日顺利完成认购。在本次发行债券募集的20亿元资金中,有9亿元用于偿还银行贷款,9亿元投向弘毅投资,剩余2亿元用于补充流动资金。

与09苏创投债不同,联想控股的企业债是无担保债券,且票面年利率为5.87%,低于09苏创投债的6.7%。其主要原因在于,评级机构联合资信将联想控股企业债的信用评级和企业主体长期信用评级均评为AAA级,而经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定09苏创投债发行人的主体信用等级为A+,本期债券信用等级为AA。信用评级是企业债发行中评价对象非常关注的一个指标。

简而言之,较之作为创投机构的中新苏州创投,联想控



股可谓“巨无霸”。除了拥有良好的信用评级,联想控股还拥有充足的现金流,对债券的本息偿付能力极强。联想控股成立于1984年,旗下涉及IT、投资、地产三个行业,包括联想集团(香港交易所代码:00992)、神州数码(香港交易所代码:00861)、联想投资、融科智地和弘毅投资五个业务单元,2007年共实现营业收入1466亿元。

基于联想控股的强大实力,以及弘毅投资已有的成功的股权投资运作,很多分析人士认为,联想控股通过发行企业债做LP,再从事股权投资的模式,在中国很难找出几个能够复制的企业。因此,联想控股的这一融资手法依然独一无二。

深圳创新投资集团也有意发债

深圳市政府在2009年2月公布的一份政府公报显示,深圳市将研究制定创业投资企业发行企业债券方案,向国家发改委报批深圳市创新投资集团有限公司等发行企业债券的申请,推动创投企业发行企业债券,建立创投企业融资新机制。

这使得深圳市创新投资集团成为目前唯一一家已知的有发行企业债融资计划的创投机构。深圳市创新投资集团的注册资本为16亿元人民币,其官方网站称其投资能力达80亿元。

从1999年成立至2009年5月,深圳创新投资集团在IT技术/芯片、光机电/先进制造、消费品/物流/连锁服务、生物医药、能源/环保、新材料/化工、互联网/新媒体等领域投资220个项目,总投资额近41亿元人民币。其中,已上市项目近40个。

目前,尚不清楚深圳创新投资集团具体的企业债发行规模和票面利率。但是,一个隐隐约约的信号显示,国家发改委正在积极推动公司制创投机构通过发债来实现多渠道融资,苏州创投集团和深圳创投集团即为试点。

但是,一位不愿透露姓名的创投机构负责人表示,发改委选择苏州创投集团和深圳创新投资集团作为创投机构债券融资试点机构,虽然能在很大程度上确保发行成功,并且降低债券风险,但却不具有试点的真正效果。要知道,无论深创投,还是苏州创投集团,都是中国本土创投机构中的“巨无霸”。这两家公司背后的资源优势,在中国本土创投机构中,几乎无人能出其右。即使它们的企业债都发行成功,

对整个中国创投业来说,又能怎么样呢?”

建议选择小型创投公司试点

这位负责人建议,可以考虑选择小型创投公司进行企业债发行融资试点,而且,最好是由地方政府引导基金提供发行担保。

事实上,创投企业发债融资,在立法时早已埋下伏笔。2006年3月1日开始施行的《创业投资管理暂行办法》第二十条规定,创业投资企业可以在法律规定的范围内通过债权融资方式增强投资能力。该《暂行办法》第二十二条规定,国家与地方政府可以设立创业投资引导基金,通过参股和提供融资担保等方式扶持创业投资企业的设立与发展。具体管理办法另行制定。

而且,引导基金为创投机构提供融资担保,亦有法可依。2008年10月18日,国家发改委、财政部、商务部联合发出的《关于创业投资引导基金规范设立与运作的指导意见》第三条规定,引导基金有运作方式:一是参股,二是融资担保,三是跟进投资或其他方式。就融资担保而言,该《指导意见》规定,引导基金可根据信贷征信机构提供的信用报告,对历史信用记录良好的创业投资企业,可采取提供融资担保方式,支持其通过债权融资增强投资能力。

同时,上述《指导意见》还明确规定,引导基金的担保收益“是引导基金的资金来源之一,以提供融资担保方式和跟进投资方式支持创业投资企业的,引导基金应加强对所支持创业投资企业的资金使用监管,防范财务风险。

此外,2008年2月底,国家发改委副主任毕井泉在“中国风险投资十周年座谈会”上透露,《创业投资企业债权融资管理规定》已经送交有关部门征求意见。虽然该《管理规定》尚未公布,但是,2008年1月2日,国家发展改革委就已发布了《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》。该《通知》规定了企业公开发行企业债券应符合的条件等内容,还提供了两个附件,包括公开发行企业(公司)债券申请材料目录,以及企业(公司)债券募集说明书目录。

也就是说,在《创业投资企业债权融资管理规定》之前,创投公司可根据《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》来申报发行企业债券,以

实现多渠道融资。

三大因素决定创投发债难扩容

那么,为何时至今日,仍只有“09苏创投债”一家面世呢?

接受本报采访的业内人士认为,有三个主要因素,决定了创投发债融资很难扩容:第一,有限合伙制创投机构无法发债;第二,有发债融资意愿的民营创投公司缺乏担保人;第三,投资人所承受的风险和收益不匹配。

联想投资一位不愿透露姓名的董事总经理告诉记者,中新苏州创投发债融资,对发行人而言,是一件好事,肯定能放大他们的利益。但是,对联想投资而言,想通过发行企业债来融资,是行不通的,原因在于:

首先,联想投资是有限合伙制,其管理公司没有资产,企业债本身有赎回压力,管理公司无法承受这种压力。而类似于联想投资的有限合伙制创投,其募集的基金是一只一只的,且每只都是合伙企业,在主体环节的合规性上,就不可能进行企业债的发行。我们只是管理人,钱不属于我们,我们不能用A的钱去募集B的钱。”

其次,通过发行企业债来融资,对于创投机构而言,是一种非传统的募集资金方式。创投的常规出资人是养老金、保险金、企业年金、银行资金以及富裕人士或家族资金。

对于什么样的创投机构能通过发行企业债来融资,这位联想投资的董事总经理认为,首先是公司制的创投;其次,要有一定的资产,同时具备良好的流动性;再次,发行人要有一定的投资组合,能分担风险;最后,募集资金的使用投向,一定不能是早期项目,就算不全是成熟期项目,也要偏向成熟期。

同时,他还对创投机构发行债券融资表达了一定的担忧。他说,创业投资基金从募集到退出,周期一般达8~10年,而发债融资的周期大约是7年,赎回压力大;而且,债券有固定的年利率,这相当于给了投资者固定的回报,这里是不是存在一定的问题,有待研究。总之,创投公司发债融资,我还是有点看不懂。”

达晨创投执行合伙人、执行总裁肖冰则告诉记者,创投机构能发债融资,是一件好事,我们也想发,收益能放大。因为目前传统的银行贷款还不支持创投股权投资。”

但肖冰同时也表示,“09苏创投债”很难复制,原因首先就在于创投的模式不该是这样的,管别人的钱,是要一期一期做的,你发债获得的资金,在创投基金本身的存续期到了之后,怎么清算呢?”

虽然国家发展改革委《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》第三条规定,完善企业债券市场化约束机制,企业可发行无担保信用债券、资产抵押债券、第三方担保债券。但是,目前创投机构发行无担保信用债券看上去还很遥远。

肖冰说,“09苏创投债”很难复制的另一大原因是在于发行需要担保,“一般的创投机构,谁来给它担保?我们达晨还有这个可能,因为大股东是上市公司(广电传媒),可以提供担保。而且,我们旗下虽然有合伙制的创投基金,但也有公司制的创投基金,如果我们用公司制的创投基金去发行企业债,虽然基金的股东可能会感兴趣,但如何解决管理人的激励问题,是我们不得不面对的疑问。”

因此,肖冰认为,创投发债融资,不具备普遍意义,不会成为创投机构募集资金的一个主要选择,只是少数机构多样化融资渠道中的一张牌。

申银万国证券研究所债券分析师张睿亦认为,创投发行企业债融资,不会一下子铺开,总的募集资金规模也不会很大。她说,虽然进入2009年,企业债的发行乃至所有信用债券的发行呈现出越来越密集的姿态,但是,能发行企业债的公司,除了央企,就是实力非常强的公司,发行主体主要集中在煤、电、油、运四大行业。就目前而言,外资没有在中国发行企业债的例子,民营企业成功发行企业债的亦非常少。

张睿表示,还有一个制约创投企业债发行的因素是,投资人所承受的风险和收益不匹配。债券的收益是固定收益,而创投的风险相对较大。同时,企业债在上市后,一般来讲,初期的流动性比较好,但渐渐地交易规模就会下降,这也使得这一产品在一定程度上吸引力不如上市公司的股票。

资料链接

企业发债应符合七大条件

(一)股份有限公司的净资产不低于人民币3000万元,有限责任公司和其他类型企业的净资产不低于人民币6000万元;

(二)累计债券余额不超过企业净资产(不包括少数股东权益)的40%;

(三)最近三年平均可分配利润(净利润)足以支付企业债券一年的利息;

(四)募集资金的投向符合国家产业政策和行业发展方向,所需相关手续齐全。用于固定资产投资项目的,应符合固定资产投资项目资本金制度的要求,原则上累计发行额不得超过该项目总投资的60%。用于收购产权(股权)的,比照该比例执行。用于调整债务结构的,不受该比例限制,但企业应提供银行同意以债还债的证明;用于补充营运资金的,不超过发债总额的20%;

(五)债券的利率由企业根据市场情况确定,但不得超过国务院限定的利率水平;

(六)已发行的企业债券或者其他债务未处于违约或者延迟支付本息的状态;

(七)最近三年没有重大违法违规行为。

禁止发债买卖股票或买房

债券募集资金必须按照核准的用途,用于企业的生产经营,不得擅自挪作他用。不得用于弥补亏损和非生产性支出,也不得用于房地产买卖、股票买卖以及期货等高风险投资。