

PIPE 基金在中国

私募实务系列报告之一

分析师：赵恒珩

执业证书编号：S0890510120007

电话：021-68778086

邮箱：zhaohengheng@cnhbstock.com

研究助理：奕丽萍

电话：021-68778183

销售服务电话：

021-68778075

相关研究报告

- 1 《私募基金所得税制度专题研究》，2014.09.25
- 2 《量化私募产品第三季——股票多空》，2014.09.01
- 3 《私募基金管理办法出台，公/私募分类监管架构渐明》，2014.08.25
- 4 《量化私募产品第二季——管理期货》，2014.08.07
- 5 《量化私募产品第一季——股票市场中性》，2014.06.05

◎投资要点：

◆**定义和分类。**PIPE 全称为 Private Investment in Public Equity，从投资者的角度可以翻译为私募股权投资已上市公司股份，从上市公司的角度可以翻译为上市公司私募股权融资。PIPE 业务指将公开交易的普通股和某些形式的优先股、可转债以私人交易方式出售给投资者。

按照上市公司发售给投资者的股票数量是否确定，可以将 PIPE 分为标准 PIPE 和结构化 PIPE 两种。按照上市公司发行的证券类型，PIPE 可以分为普通股 PIPE、可转换证券 PIPE、股本额度 PIPE 等。

◆**PIPE 基金在美国。**据 privateraise 公司统计，2001 年至今，美国市场上 PIPE（指上市公司在 NYSE、Nasdaq、AMEX、OTC-BB、OTC-Pink Sheets 挂牌上市的）合计交易 19840 笔，总募集资金 5904 亿美元，平均单笔募集资金 2976 万美元。

PIPE 基金“小额、快速、定向”天生匹配中小型上市公司的融资需求。Privateraise 数据显示，市值在 1 亿美元以下的小型上市公司占据了 PIPE 交易 60% 以上的份额。

美国 PIPE 的投资者十分多元化，既包括外部投资者，如私募股权基金、风险投资基金、对冲基金、证券公司等，也包括上市公司内部人士或关联公司；既包括证券、信托、养老等机构投资者，也包括自然人投资者；既包括美国国内投资者，也包括外国投资方、主权基金。

◆**PIPE 基金在中国。**投中集团对公开交易进行统计显示，2010 年至今，PIPE 交易笔数占 PE（不含 VC）交易笔数的比重上升，由 2010 年的 19% 上升至 2014 年三季度 55%。PIPE 交易金额占总 PE（不含 VC）交易金额的比重比较稳定，2010 年至今基本维持在 40% 的水平。2013 年底，PIPE 单笔交易金额下降至 0.75 亿美元。

与国外类似的，国内的 PIPE 交易既包括境内投资者，也包括境外投资者。目前境外投资者以 PIPE 方式直接投资境内 A 股上市公司的途径有两种：一是申请成为合格境外机构投资者（QFII）直接投资 A 股；二是以战略投资者身份直接投资 A 股。

当前国内主流的 PIPE 交易类型包括竞价定增、定价定增、协议转让等。当前国内 PIPE 交易中最常用的证券类型就是普通股，未来在政策放开的情情况下，优先股也有望逐步纳入 PIPE 交易。可转换证券未得到充分利用是当前国内 PIPE 业务区别于国外的一个重要现象。

正文目录

1. 什么是 PIPE?	3
1.1. 定义.....	3
1.2. 分类.....	4
2. PIPE 基金在美国	5
2.1. 发行规模.....	6
2.2. 什么样的上市公司青睐 PIPE?	6
2.3. 谁在投资 PIPE?	7
3. PIPE 基金在中国	8
3.1. 发展现状.....	8
3.2. 境外投资者如何参与国内 PIPE 交易?	9
3.3. 国内 PIPE 类型.....	10

图表目录

图 1 私募股权投资基金按被投资企业发展周期分类	4
图 2 2013 年美国 PIPE 基金按证券分类 (笔数)	5
图 3 2013 年美国 PIPE 基金按证券分类 (金额, 百万美元)	5
图 4 2013 年美国 PIPE 基金按证券分类 (笔数)	5
图 5 2013 年美国 PIPE 基金按证券分类 (金额, 百万美元)	5
图 6 美国 PIPE 业务交易笔数和金额: 2001~2014 年.....	6
图 7 S&P 500 走势: 2001~2014 年	6
图 8 不同市值上市公司交易笔数: 2009 年	7
图 9 不同市值上市公司交易金额 (亿美元): 2009 年	7
图 10 2009 年 PIPE 投资者类型 (按交易笔数)	8
图 11 2009 年 PIPE 投资者类型 (按交易金额: 亿美元)	8
表 1 2013 年美国 PIPE 业务十大热门行业.....	7
表 2 2013 年 PIPE 业务机构投资者 TOP 10 (按交易笔数)	8
表 3 中国 PIPE 交易统计: 2010~2014 年三季度.....	9

(本报告共有图 11 张, 表 3 张)

1.什么是 PIPE?

1.1.定义

2011 年以来，二级市场经历了长期的低迷期，二级市场投资管理遭遇困境。在低迷行情背景下，私募定增基金异军突起，“PIPE”也逐渐跃入投资者视线。

PIPE 全称为 Private Investment in Public Equity，从投资者的角度可以翻译为私募股权投资已上市公司股份，从上市公司的角度可以翻译为上市公司私募股权融资。

关于 PIPE，目前没有统一的定义。按照维基百科，可以定义如下：PIPE 业务指将公开交易的普通股和某些形式的优先股、可转债以私人交易方式出售给投资者。PIPE 是上市公司在公开发售方式以外提供上市股份的一种途径，带有一级市场的色彩。在美国，PIPE 业务既可以在 SEC 注册完成，也可以经非注册的方式完成私募发行。

归纳而言，PIPE 具有以下特点：

- 私人交易性。PIPE 业务是发行方和投资者之间的私下交易，具有私人交易属性。PIPE 的“Private”强调的是交易的私人属性，而不是指投资者是私募股权投资基金，这种私人属性决定了在每一笔 PIPE 交易中投资者的数量都是有限的，这是与公开发行的区别。当然，在 PIPE 发展相对成熟的国外，私募股权投资基金是 PIPE 的重要投资者，但也有其他重要投资者，如共同基金、对冲基金等。
- 一级市场性。在 PIPE 业务中，投资者直接从上市公司获得股票或其他证券，而非由二级市场购买获得，因此 PIPE 带有一级市场性。
- 股权相关性。PIPE 业务的投资者获得的是股权性的证券，既可以是普通股，也可以是股票相关的证券，如可转换优先股、可转换债券、认股权证、股本额度等。同时应强调的是，PIPE 投资者获得的是已上市公司的股权或相关证券。

PIPE 基金的兴起可以追溯到 20 世纪 80 年代，当时小市值的公司普遍融资困难，其股票和股票相关证券在资本市场上不具备吸引力。由此，小市值公司不得不求助于那些投资方向对口的对冲基金、高净值个人等。

20 世纪 90 年代后期，PIPE 逐步被大中型上市公司认可为优良的融资渠道，PIPE 基金走向成熟。究其规模增长的原因，可以归结为上市公司和投资者两个层面：

从上市公司角度看，当前国内外上市公司面临的融资渠道相对丰富，股权性融资工具有定向增发、配股、优先股等，债权性融资工具有公司债、中票、短融、次级债等，介于股债之间的工具有可转债、可交换债等。但是，与融资渠道的丰富形成对比的是，对于多数中小型上市公司而言，债券发行成本受累于主体评级影响居高不下，而公开的股票发行在市场低迷期少有投资者问津。与公开的股票发行相比，PIPE 为上市公司提供了“小额、快速、低门槛”的融资跑道，吸引相对专业、眼光独到的投资者，可获取较长期的股权资金。PIPE 在购买价格、赎回期限、认股权证配置、转换价格等条款方面的高度灵活性和可协商性也是其受青睐的重要原因。

从投资者角度看，最常见的 PIPE 投资者可以折价方式获得上市公司股票，在收益预期一致的情况下，增加了获利空间。若 PIPE 投资者以可转换证券的方式参与上市公司股权投资，则资金成本更低。此外，PIPE 交易的条款大多可协商决定，为投资者获得预期收益增加了筹码。

投资于 PIPE 的私募股权投资基金属于私募股权投资的一种形式。按被投资企业的发展周期划分，广义的私募股权投资基金（PE）可以分为：

（1）投资于企业种子期、初创期或早期的创业投资基金。创业投资基金投资于企业的初始阶段，此时企业可能只是一个想法或概念，未来发展存在诸多不确定性，创业投资基金面临的风险最大、收益也最高。

（2）投资于企业成长期的发展型基金。此时企业经营项目已从研发阶段过渡到市场推广阶段并产生一定的收益。

（3）投资于企业上市前阶段的 Pre-IPO 基金。此时企业有望于近期上市或盈利已达到上市标准，Pre-IPO 基金往往从企业上市后的股份出售获利。

（4）投资于上市后企业的 PIPE 基金。此时企业已公开发行股份，PIPE 基金为上市公司提供了一种融资方式。

从投资周期看，PIPE 处于 PE 投资周期的后端，相应的风险较低、收益稳健。

图 1 私募股权投资基金按被投资企业发展周期分类



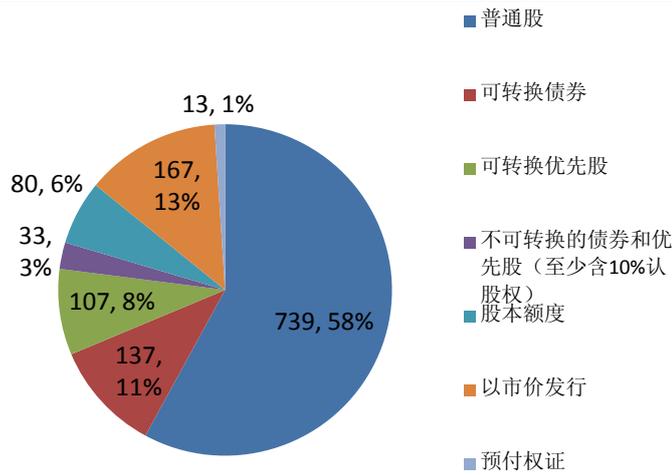
资料来源：华宝证券研究所

1.2.分类

按照上市公司发售给投资者的股票数量是否确定，可以将 PIPE 分为标准 PIPE 和结构化 PIPE 两种。普通股的 PIPE 通常被称为“标准的 PIPE”，股票发售数量确定；而可转换证券的 PIPE 通常被称为“结构化 PIPE”，股票发售数量不确定。结构化 PIPE 的出现既满足了上市公司降低融资成本的需求（可转换证券的固定利率支出较小），也使得投资者既可获取保底收益，又可参与分享上涨收益。

按照上市公司发行的证券类型，PIPE 可以分为普通股 PIPE、可转换证券 PIPE、股本额度 PIPE 等。在 PIPE 的各种证券形式中，普通股占据了绝对的比重。近年来，随着注册直接发行放开，以市价发行（at-the-market offering）对市场影响小、规模灵活、无需路演等优势被充分发掘，在交易笔数和金额上都有很大的提升，但传统的股票定增在交易笔数上仍占有绝对优势。可转换债券和可转换优先股在 PIPE 交易中地位稳定，2014 年至今，两者在交易笔数中的占比分别为 11%和 8%。PIPE 的其余证券形式还有股本额度、不可转换的债券（往往带权证）、不可转换的优先股（往往带权证）、预付款证等。

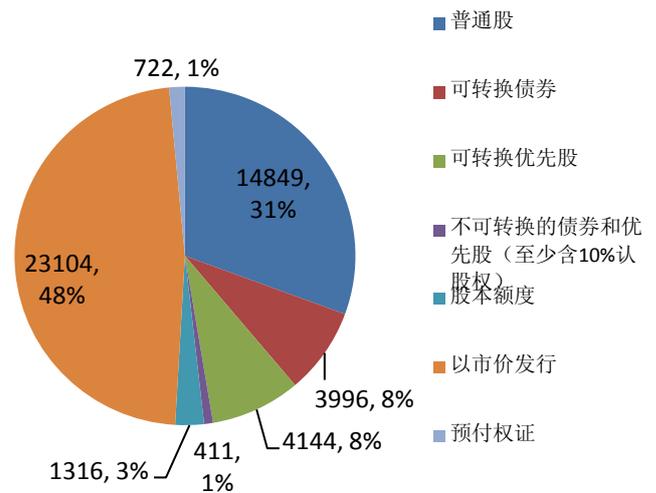
图 2 2013 年美国 PIPE 基金按证券分类 (笔数)



资料来源: privateraise, 华宝证券研究所

注: 含不受 144A 监管的 PIPE 和已注册的直接发行

图 3 2013 年美国 PIPE 基金按证券分类 (金额, 百万美元)

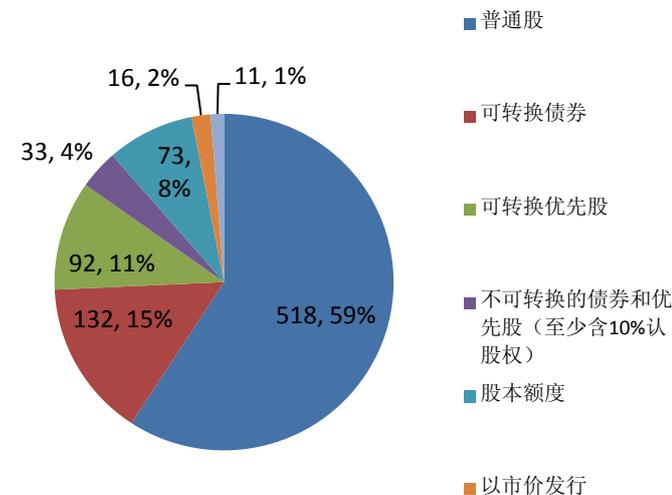


资料来源: privateraise, 华宝证券研究所

注: 含不受 144A 监管的 PIPE 和已注册的直接发行

关于 2008 年开始兴起的注册直接发行, 由于兼具公开发行为和 PIPE 的特点, 如果将其剔除, 则 PIPE 基金按证券分类的结构如下:

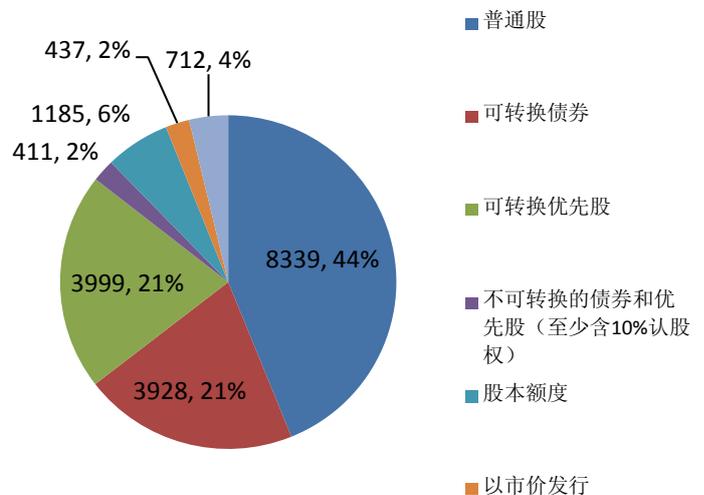
图 4 2013 年美国 PIPE 基金按证券分类 (笔数)



资料来源: privateraise, 华宝证券研究所

注: 只含不受 144A 监管的 PIPE

图 5 2013 年美国 PIPE 基金按证券分类 (金额, 百万美元)



资料来源: privateraise, 华宝证券研究所

注: 只含不受 144A 监管的 PIPE

2. PIPE 基金在美国

当前, PIPE 业务已走向全球化, 不仅各个国家的资本市场中均有 PIPE 交易, 而且许多专业投资者将业务触角延伸至国内外。在发展相对成熟的美国市场, PIPE 业务主要分成两类: 一类是不受 144A 规则监管的交易, 另一类是已注册的直接发行。

其中, 不受 144A 规则监管的交易指的是依据 1933 年《证券法》及其修订版、D 条例、S 条例等享有“非注册”豁免的交易。但投资者必须是授信投资人, 且交易的证券形式可以是普通股、优先股、可转换证券等。

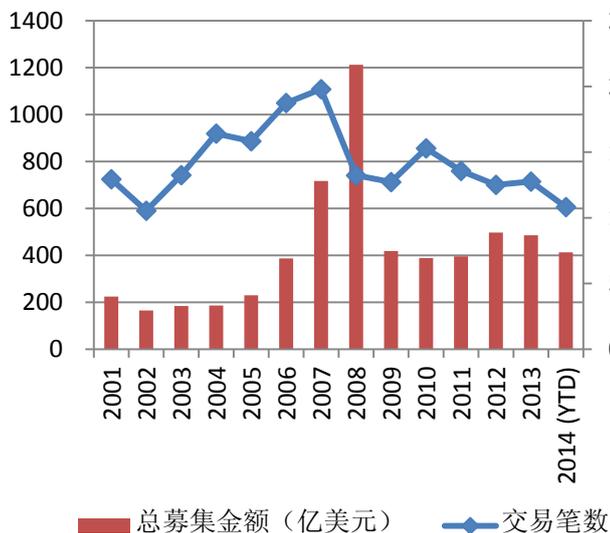
已注册的直接发行是向受信投资者私募发行已注册股票及相关证券，交易的证券形式有预先注册的普通股、优先股、可转换证券等。

2.1.发行规模

由于 PIPE 基金与上市公司融资相生相伴，上市公司融资环境的难易和需求的旺盛与否决定了 PIPE 基金的发行规模。2001~2002 年正值网络泡沫破灭时期，市场和经济双下跌，PIPE 业务在交易笔数和金额上也出现了双跌。而后随着市场的复苏，PIPE 业务的规模被市场的狂热情绪冲高。但随着 2008 年金融危机的到来，PIPE 业务规模“一夜”缩减至 2007 年以前。随后尽管股市逐渐复苏并创新高，但在经济没有大起色的背景下，上市公司融资需求平平，PIPE 业务维持在相对稳定的水平。

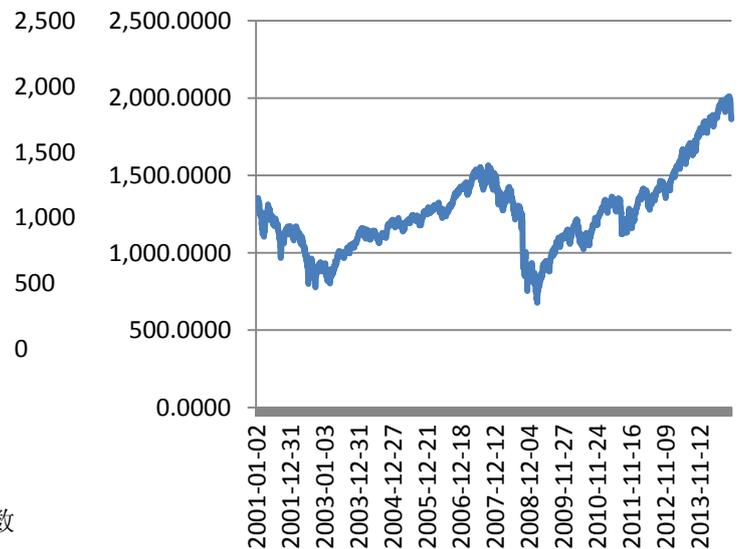
据 privateraise 公司统计，2001 年至今，美国市场上 PIPE（指上市公司在 NYSE、Nasdaq、AMEX、OTC-BB、OTC-Pink Sheets 挂牌上市的）合计交易 19840 笔，总募集资金 5904 亿美元，平均单笔募集资金 2976 万美元。

图 6 美国 PIPE 业务交易笔数和金额：2001~2014 年



资料来源：privateraise，华宝证券研究所

图 7 S&P 500 走势：2001~2014 年



资料来源：privateraise，华宝证券研究所

2.2.什么样的上市公司青睐 PIPE?

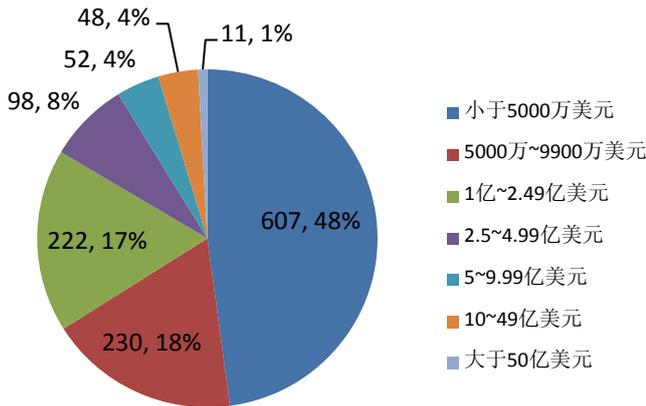
如前所述，大型上市公司可得的融资渠道相对丰富，而中小型上市公司可得的融资渠道相对狭窄，尤其在经济环境不佳的时候。PIPE 基金“小额、快速、定向”天生匹配中小型上市公司的融资需求。

Privateraise 数据显示，在 2009 年的 1268 笔 PIPE 交易中，有 607 笔交易发生在市值小于 5000 万美元的上市公司中，占比 48%；有 230 笔发生在市值为 5000 万~9900 万美元的上市公司，占比 18%。这就意味着市值在 1 亿美元以下的小型上市公司占据了 PIPE 交易 60% 以上的份额，而市值在 2.5 亿美元以下的中小型上市公司占据了 PIPE 交易 80% 以上的份额。

尽管如此，市值在 2.5 亿美元以上的大中型上市公司在交易笔数上仍占据了约 20% 的份额，且在交易金额上占比达 70% 以上，这意味着部分大中型上市公司也会出于丰富投资者结构、引入战略资金等考虑采用 PIPE 交易。

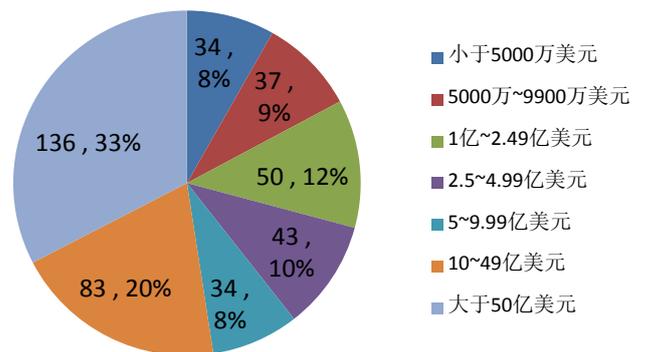
从行业分布看，privateraise 研究显示 PIPE 交易从历史上看主要集中于生物技术、医药、医疗设备、能源、电气等领域，近年来 REITS 也成为 PIPE 业务的重要领域。这些领域的共同特点：一是业务对资金的消耗量较大，需要持续的资本补充；二是发展前景普遍看好，投资者不难发掘。

图 8 不同市值上市公司交易笔数：2009 年



资料来源：privateraise，华宝证券研究所

图 9 不同市值上市公司交易金额（亿美元）：2009 年



资料来源：privateraise，华宝证券研究所

表 1 2013 年美国 PIPE 业务十大热门行业

PIPE 业务十大热门行业 (按交易笔数)	交易笔数	PIPE 业务十大热门行业 (按交易金额)	交易金额 (亿美元)
生物技术：生物医药/基因	159	能源：石油和天然气	171.06
金属、矿产和矿石	125	REITS	85.41
医药及相关	125	生物技术：生物医药/基因	34.23
能源：石油和天然气	116	医药及相关	29.60
保健：医疗设备	72	运输及相关	22.63
矿业及相关	67	电子及相关	16.53
REITS	57	半导体及相关	15.31
能源：替代能源	39	计算机：综合	12.92
运输及相关	35	金属、矿产和矿石	10.22
电气公司与装备	24	保健：医疗设备	8.67

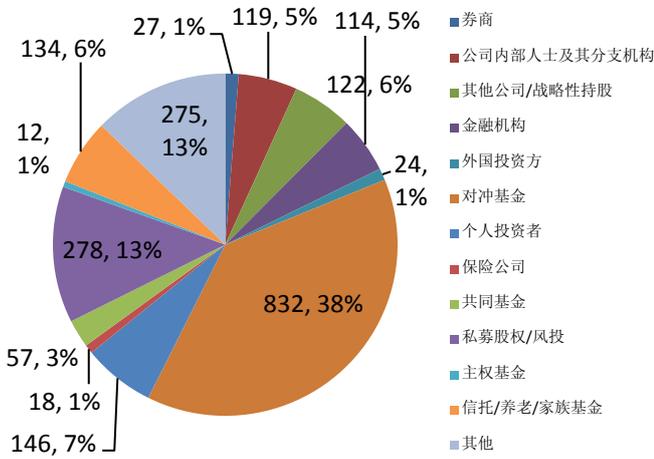
资料来源：privateraise，华宝证券研究所

2.3.谁在投资 PIPE?

美国 PIPE 的投资者十分多元化，既包括外部投资者，如私募股权基金、风险投资基金、对冲基金、证券公司等，也包括上市公司内部人士或关联公司；既包括证券、信托、养老等机构投资者，也包括自然人投资者；既包括美国国内投资者，也包括外国投资方、主权基金。

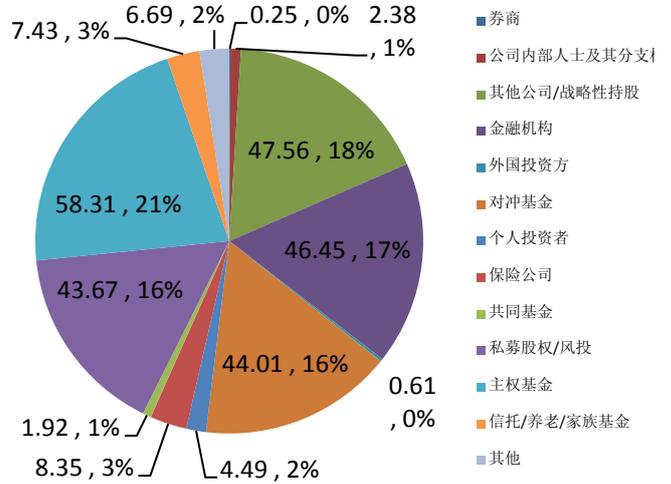
2013年PIPE投资者中,Millennium Management,LLC、Heights Capital Management, Inc、D.E. Shaw & Co 等对冲基金均榜上有名。其中 Millennium Management,LLC、Sabby Management, LLC (医疗投资基金)、Empery Asset Management LP 分别以 48 笔、41 笔、32 笔 PIPE 交易位居最活跃交易前三名。

图 10 2009 年 PIPE 投资者类型 (按交易笔数)



资料来源: privateraise, 华宝证券研究所

图 11 2009 年 PIPE 投资者类型 (按交易金额: 亿美元)



资料来源: privateraise, 华宝证券研究所

表 2 2013 年 PIPE 业务机构投资者 TOP 10 (按交易笔数)

机构名称	交易笔数	总投资金额 (万美元)
Millennium Management, LLC	48	755.00
Sabby Management, LLC	41	4448.70
Empery Asset Management LP	32	6277.81
Fidelity Management & Research Corporation	31	1861.90
Deerfield Management	28	31297.02
Heights Capital Management, Inc.	27	3745.11
D.E. Shaw & Co., L.P.	23	未披露
Perceptive Advisors, LLC	22	761.00
UBS O'Connor LLC	22	未披露
AWM Investment Management (MGP Advisors, LLC)	21	2364.00

资料来源: placementtracker, 华宝证券研究所

3.PIPE 基金在中国

3.1.发展现状

PIPE 基金在国内尚处于发展早期,此外投资者多将目光聚焦于二级市场证券投资。2008 年金融危机以后,国内市场在 4 万亿的刺激下维持了一段时间的高位。但当政策红利退去,上市公司股票价格普遍下调,PIPE 业务吸引力增加。

投中集团对公开交易进行统计显示,2010 年至今,PIPE 交易笔数占 PE (不含 VC) 交易笔数的比重上升,具体的,已由 2010 年的 19% 上升至 2014 年三季度 55%。PIPE

交易金额占总 PE（不含 VC）交易金额的比重比较稳定，2010 年至今基本维持在 40% 的水平。

从单笔交易金额看，PIPE 交易单笔金额逐年下降，显示 PIPE 正逐渐被更多的中小型上市公司采纳为融资工具。2010 年，PIPE 单笔交易金额 1.10 亿美元；而到了 2013 年底，PIPE 单笔交易金额下降至 0.75 亿美元。

从行业分布看，投中数据显示 2012 年至今，制造业、化学工业、金融、医疗健康等行业以较高的交易笔数成为 PIPE 交易最活跃的行业。而从投资金额看，金融、制造业、建筑建材等行业的 PIPE 交易金额较高。

表 3 中国 PIPE 交易统计：2010~2014 年三季度

年份	PIPE 交易笔数	PIPE 交易金额(亿美元)	PIPE 平均单笔交易金额(亿美元)	PE 交易笔数(不含 VC)	PE 交易金额(亿美元, 不含 VC)	PIPE 交易笔数占比	PIPE 交易金额占比
2010	71	78.33	1.10	375	196.13	19%	40%
2011	143	127.7	0.89	403	289.34	35%	44%
2012	81	77.78	0.96	275	198.85	29%	39%
2013	120	90	0.75	325	215.87	37%	42%
2014Q3	36	25.94	0.72	66	121.91	55%	21%

资料来源：投中集团、华宝证券研究所

3.2. 境外投资者如何参与国内 PIPE 交易？

与国外类似的，国内的 PIPE 交易既包括境内投资者，也包括境外投资者。

境内投资者类型丰富，有统计显示，目前市场上共有超 3500 家机构参与 PIPE 交易，包括公募基金、私募基金、保险、券商、券商资管、信托、财务公司、社保基金、企业年金等。

境外投资者方面，目前境外投资者以 PIPE 方式直接投资境内 A 股上市公司的途径有两种：一是申请成为合格境外机构投资者（QFII）直接投资 A 股；二是以战略投资者身份直接投资 A 股。除此以外，外国投资者还可以通过外商投资企业（具中国法人资格）并购上市公司以达到投资 A 股的目的。

QFII

在 2006 年以前，外方投资者大多依据 2002 年的《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》，以 QFII 方式直接投资境内 A 股。申请成为合格境外投资者需满足较高的资产要求（管理资产不少于 100 亿美元）。单个合格投资者对单个上市公司的持股比例，不超过该上市公司股份总数的 10%。

2006 年《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》和《关于实施〈合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法〉有关问题的规定》出台，下调了申请成为 QFII 的资产规模条件，并将原由托管人代为开立证券账户的规定改为直接开立证券账户。但单个投资者对单个上市公司的持股比例上限不变。

根据相关规定，QFII 在经批准的额度内，可以投资的品种有：

- （一）在证券交易所交易或转让的股票、债券和权证；
- （二）在银行间债券市场交易的固定收益产品；

- (三) 证券投资基金;
- (四) 股指期货;
- (五) 中国证监会允许的其他金融工具。

合格投资者可以参与新股发行、可转换债券发行、股票增发和配股的申购。

战略投资者

2006年,商务部、中国证监会、国家税务总局、国家工商总局、国家外汇局联合制定了《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》,使得外国投资者可以以战略投资者身份直接投资A股上市公司。随后发布的《关于外商投资举办投资性公司的补充规定》将外方战略投资上市公司的主体由“外国法人或其他主体”扩展至“外商在中国境内举办的投资性公司”。但以该种方式投资的,外资投资比例应不低于公司已发行股份总数的10%、锁定期不得少于3年。

在这种方式下,外国投资者可以以协议转让、上市公司定向发行新股方式以及国家法律法规规定的其他方式取得上市公司A股股份。

例如,2006年11月,福耀玻璃即公告,拟根据《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》,通过向高盛控制并管理的GS Capital Partners V Fund,L.P或其附属公司定向非公开发行股票11127.7万股的方式引进境外战略投资者。虽然证监会最终未审核通过该定增议案,但《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》的政策效应已得到显现。

综合而言,目前外国投资者投资境内PIPE交易在证券品种上可以是普通股、优先股、可转债、权证和“证监会允许的其他金融工具”,在交易方式上可以是定向发行(非公开发行)、协议转让。

3.3.国内 PIPE 类型

当前国内PIPE交易大多披着“定增”的外衣,很多投资者也由此将定增和PIPE混为一谈。实际上,本文的前述分析已经指出,目前国内法律框架允许的PIPE类型并不止于定增。

交易类型

当前国内主流的PIPE交易类型包括竞价定增、定价定增、协议转让等。

A、竞价定增

竞价定增是目前国内最常见的PIPE交易类型。根据《上市公司证券发行管理办法》和《上市公司非公开发行股票实施细则》,上市公司可采用非公开方式,向特定对象发行股票,其中特定对象不得超过十名。

上市公司非公开发行股票,发行价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之九十;发行的股份自发行结束之日起,十二个月内不得转让。

竞价定增方式下,投资者应基于自身对上市公司价值的判断,确定拟申购价格和数量并填写申购报价表。申购报价结束后,上市公司及保荐人应当对有效申购按照报价高低进行累计统计,按照价格优先的原则合理确定发行对象、发行价格和发行股数。

案例:

2011年6月,弘毅投资旗下北京弘毅贰零壹零股权投资中心(有限合伙)以12亿元认购苏宁电器溢价发行的非公开发行股票,价格12.30元,认购数量9756万股。

B、定价定增

根据《上市公司非公开发行股票实施细则》,发行对象属于下列情形之一的,具体发行对象及其认购价格或者定价原则应当由上市公司董事会的非公开发行股票决议确定(但仍应遵守“不低于90%”的规定),并经股东大会批准;认购的股份自发行结束之日起36个月内不得转让:

- (一) 上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人;
- (二) 通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者;
- (三) 董事会拟引入的境内外战略投资者。

除上述三种情况以外的非公开发行股票,上市公司应当在取得发行核准批文后,按照细则的规定以竞价方式确定发行价格和发行对象。

即当PIPE的投资者为上市公司控股股东等内部人或关联人、新晋实际控制人、战略投资者时,上市公司可自主决定发行对象,而无需采用竞价方式确定。

案例:

2014年8月,深国商公告拟向皇庭金融控股、皇庭投资、和瑞九鼎非公开发行股票,其中皇庭金融控股、皇庭投资为公司实际控制人控制的公司,和瑞九鼎属九鼎投资旗下、以战略投资者身份参与定增。

C、协议转让

根据《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》,上市公司流通股股份转让涉及下列情形之一的,可以通过证券交易所和结算公司办理流通股协议转让手续:

- (一) 与上市公司收购及股东权益变动相关的股份转让;
- (二) 转让双方存在实际控制关系,或均受同一控制人所控制的;
- (三) 外国投资者战略投资上市公司所涉及的股份转让;
- (四) 中国证监会认定的其他情形。

证券交易所和结算公司对转让双方提交的申请材料进行形式审核,转让双方应当对其提供的申请材料的真实性、准确性、完整性和合法性负责。

即,无论是国内投资者还是国外投资者,均可以通过协议转让方式受让上市公司流通股股权。

案例:

2014年9月4日,秀强股份的控股股东新星投资拟通过协议转让股份方式引进战略投资合作伙伴——蝶彩资管。预计在未来3个月内向战略合作方蝶彩资管转让不超过其持有的秀强股份股票1000万股。蝶彩资管指定如意宝证券投资基金协议受让该部分股权。

证券类型

当前国内 PIPE 交易中最常用的证券类型就是普通股，未来优先股也有望逐步纳入 PIPE 交易。

A、普通股

目前国内 PIPE 交易的两大主流形式：定增和协议转让均以普通股作为主要的交易工具。尤其在市场行情低迷、上市公司估值具备吸引力的时候，普通股形式的 PIPE 交易活跃。

据财通基金统计，在股市为 2000 点左右发的定增项目到期收益率均值为 250%；股市为 2000~2500 点左右发的定增项目到期收益率均值为 43%；股市为 2500~3000 点左右发的定增项目到期收益率均值为 41%；股市为 3000~4000 点左右发的定增项目到期收益率均值为 45%；而股市为 4000~5000 点左右发的定增项目到期收益率均值为 5%。

B、优先股

2014 年 3 月出台的《优先股试点管理办法》关于上市公司非公开发行优先股的相关规定可以总结如下：

- 上市公司既可公开发行优先股，也可以非公开发行优先股。
- 上市公司非公开发行优先股仅向本办法规定的合格投资者发行，每次发行对象不得超过二百人，且相同条款优先股的发行对象累计不得超过二百人。
- 非公开发行优先股且发行对象确定的，上市公司与相应发行对象签订的附条件生效的优先股认购合同。非公开发行优先股且发行对象尚未确定的，决议应包括发行对象的范围和资格、定价原则、发行数量或数量区间。上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人参与认购本次非公开发行优先股的，按照确定对象办理。
- 上市公司非公开发行的优先股可以在证券交易所转让。
- 上市公司不得发行可转换为普通股的优先股。

当前已有以银行为代表的上市公司发行优先股，但以优先股作为工具进行 PIPE 交易的尚未发生。上述规定意味着随着优先股试点的铺开，PIPE 交易或将新增非公开发行优先股的方式，但可转换优先股目前仍面临政策障碍。且非公开发行优先股既可自主选择发行对象也可采用其他方式确定发行对象。

C、关于可转债

《上市公司证券发行管理办法》对“公开发行可转换公司债券”、“公开发行认股权证和债券分离交易的可转换公司债券”做了较明晰的规定，但关于“非公开发行可转换公司债券”，目前国内政策框架和实务均未涉及。

对国外 PIPE 业务的统计显示，可转换债券在交易笔数和金额上都维持着 10%左右的份额，未来该领域有望成为国内 PIPE 业务的重点突破领域。

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。