

上市公司掀并购基金潮



弱市之下,并购活跃。继去年下半年券商大举设立并购基金之后,今年上半年,上市公司接过接力棒,联合各路资本在市场上掀起一波并购基金热,所到之处无不股价疯涨。并购基金正成为上市公司愈发重要的投资手段甚至是利润增长点,越来越多的上市公司正选择借道并购基金进行产业整合。

私募券商转投新洼地 联手上市公司掀并购基金热

随着证监会再次发布了两条针对重组并购领域的政策,即《非上市公司收购管理办法》和《非上市公司重大资产重组管理办法》,这也是继国务院《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》之后证监会的配套政策之一,同时也将并购重组市场目光引向了非上市公司领域。

几个重要政策的落地无疑也为今年火爆的并购市场再添了一把火。段和段律师事务所合伙人张志胜告诉记者:“去年以来的政策都有一个明显的特征,除了一些特定和行业以外,重组并购的审核越来越宽松,完全让市场去做选择的情况下,并购重组自然就热了起来。”

政策面的宽松和监管层的引导,也让众多中介机构更多的开始在并购重组领域寻找机遇。

券商新高地

一位沪上券商人士告诉记者:“华泰联合主要关注创业板和中小板公司的市场化并购,其并购重组业务在中小券商这块做得非常突出。”

根据 IFIND,2014 年上半年上市公司并购数据中,担任公司财务顾问的统计中,华泰联合以 35 单坐上第一把交椅。

事实上,不仅仅是数量方面,华泰联合在重组并购这块的许多案例都采取了大胆的创新。在蓝色光标收购分时传媒之时,华泰联合在业绩对赌上首次尝试正向激励;而掌趣科技收购动网先锋的案例之中,又首次设计出一份“同股不同价”的交易方案;还在今年立思辰收购汇金科技时尝试了资本介入的方式。

一位资深参与并购重组的市场人士认为:“华泰在多个案例中的创新也得到了市场的认可,这也是华泰联合目前重组并购业务出色的一个原因。”

除了华泰联合之外,几家传统的资金实力雄厚的大券商在并购重组领域也各领风骚。前述沪上券商人士认为:“目前中金、中信关注大央企的海外并购,海通主要是上海国资的项目,西南则利用地方优势称霸一方诸侯。”

记者还了解到,近年来重组并购市场的兴起,也催生了券商直投业务的巨大发展。一位华中地区某大型券商直投人士告诉记者:“我们今年有好几单并购重组项目通过,这一两年来并购重组这块的业务有明显的增加。”

该人士还向记者表示:“目前券商直投部门在并购重组一块是已投资项目通过并购重组的方式退出;一块是像弘毅一样,亲自参与企业的并购重组,一方面自己参与投资,还提供增值的财务顾问服务。”

华泰联合则更加紧密的联系了直投公司和自身业务的发展。在去年蓝色光标收购博杰广告案例中,华泰联合的直投子公司华泰紫金投资有限公司便为蓝色光标提供了 23 亿元的过桥贷款,这一次创新又提升了不少券商直投在并购重组领域的运作空间。

与此同时,券商直投业务另一项大的发展便是并购基金如雨后春笋般发芽。

据悉,业内券商直投公司已经有 60 多家,近期逐渐有多家公司成立并购基金,但是因为注册资本的不同,各自在并购基金的运作模式上也不尽相同。有的依托与当地政府的关系,可以较多的参与国企重组。还有些和行业领头公司合作,进行产业并购。

私募的觉醒

与国内投行一样,IPO 闭闸让众多私募一时间也乱了阵脚。曾经被视为回报率最高,因此也将其变成了几乎唯一的退出通道。

IPO 暂停对于私募行业来讲,就好比高速行驶的马车前方突然出现了悬崖,如果不停下来调头,那么结果不言而喻。

简单来讲,私募需要另外的退出通道。这时候,并购重组便扮演了这样的角色,打开了一扇窗。

然而私募对于并购重组在今年的兴起既是因也是果。

一位北京地区的投行人士说道:“私募将并购重组作为退出通道正是去年以来并购重组的火热背后的推手之一。”

此次登陆新三板的九鼎投资便是如此,根据其公开转让说明书披露的信息,九鼎在 2012 年开始尝试并购投资和并购退出。截至 2013 年 12 月 31 日,在其 185 个在管项目中拟并购退出的有 15 家,占比达 8%,一位九鼎的內部人士告诉记者,未来这一比例肯定还会升高。

另有一位北京地区大型私募人士告诉记者:“此前排队上市被否的长城影视和海澜之家均在此列,企业方面迫于对赌协议压力以及 VC/PE 机构试图缩短退出进程成为 VC/PE 助推借壳上市的主要原因。”

根据 CVResearch 投中研究院统计,2013 年初至今的 18 起借壳交易中(包括进行中交易以及完成交易),其中 8 家企业具有 VC/PE 背景,涉及 17 家 VC/PE 机构。

另一家国内知名的私募硅谷天堂更是在并购重组这个行业开花结果,创新了私募并购重组的新玩法。

“在硅谷天堂和上市公司的合作中,作为基金管理公司的硅谷天堂负责选择标的、资产评估定价、交易结构设计和整个项目的管控;而上市公司负责整个项目的基本运营管理,并且正式收购之前,上市公司握有一票否决权。”广发证券的分析师李音临汾报道。

“此模式为私募联手行业集中度低的上市公司设立并购基金,进行控股型并购,并购标的团队保留持股,待业务成熟后,选择将该资产出售给上市公司,或选择现金退出,或参与换股收购以退出。上市企业只需付出部分出资,且根据项目进度逐期支付,剩余资金由外部募集,具有杠杆收购的特质。”

接下来硅谷天堂继续复制这一模式,又先后于 2011、2013 和 2014 年分别与上市公司合众思壮、升华拜克、京新药业成立产业并购基金,在资本市场掀起了一场“并购基金复制运动”。

记者了解到,其实除了券商和私募等中介机构以外,律师事务所,会计师事务所也纷纷转投到重组并购这个新的战场,除此之外还有一些财务顾问公司和一些并购重组的掮客。就如 IPO 的产业链一样,这些中介机构也会使出浑身解数将重组并购演绎到极致。

并购基金八成为定制 医疗文化互联网热度最盛

IPO 退出受阻催生并购热潮,并让一种新的“并购基金”玩法盛行 A 股市场——上市公司投资股权投资基金热潮涌现。

统计显示,今年以来至少有 28 家 A 股上市公司参与设立并购基金,这些并购基金设立总规模超过 160 亿元。清科研究中心称,上市公司参与设立并购基金渐成趋势,且投资范围多与其自身的行业相关,在某种意义上可以加快上市公司的产业整合、结构升级。

八成系上市公司“度身定制”

梳理这些参与并购基金的上市公司投资公告可以发现,80%以上的并购基金都是为单家或几家上市公司量身定制。

广发证券研报称,“上市公司+PE”模式在本土创投机构天堂硅谷 2011 年联合大唐牧业开创了首例后逐渐兴起,广受追捧。此模式为 PE 联手行业集中度低的上市公司设立并购基金,进行控股型并购,并购标的团队保留持股,待业务成熟后,选择将该资产出售给上市公司,或选择现金退出,或参与换股收购以退出。上市企业只需付出部分出资,且根据项目进度逐期支付,剩余资金由外部募集,具有杠杆收购的特质。

不少上市公司亦明确称,与 PE 合作设立并购基金,可以“在加强公司外延扩张的同时合理降低公司投资整合可能存在的风险”。换言之,上市公司希望待项目孵化“成熟”之时再轻松摘取果实。

造纸企业合兴包装与中新融创资本合作成立的并购基金管理公司,就明确约定,“若并购标的符合合兴包装的战略方向及并购条件时,合兴包装对并购标的有优先收购权”,中恒集团拟与大股东中恒实业和北京盛世景共同设立医药产业并购基金也明确表示,上市公司享有优先收购权。

“通过并购基金介入,上市公司既能够享受到并购带来的潜在收益,同时又能很好地规避潜在的风险。”普华永道并购及企业咨询合伙人鲁俊称,若上市公司直接进行并购,对于一些中早期阶段或尚存不确定性的项目,则将存在并购失败或并购效果未达预期的可能,就会直接影响到上市公司的报表。在达到一定的盈利能力和规范程度后由公司按照相关证券法规和程序收购储备项目,有利于消除公司并购项目前期的决策风险、财务风险,提前化解税务、法律等各种或有风险,更好地保护公司及股东的利益。

鲁俊同时称,在中国做并购基金,普遍存在人才不足、资金匮乏、退出困难三大难点,而“上市公司+PE”的模式则能有效地解决上述三大问题。在人力支持上,双方能在产业、资本等维度上形成智力互补,专业的投资团队也能加快项目筛查、净值调查过程,使公司并购速度加快。资金方面,除了能够通过外部募集,不少上市公司本身的现金流都非常充裕,而退出的优势则更为明显,上市公司本身就是潜在并购方。

但在一些 PE 人士看来,目前“上市公司+PE”的合作案例并不能称之为严格意义上的并购基金。

“上市公司在并购基金中扮演的角色已不是传统意义上单纯出资的 LP(有限合伙人),而是在投资决策中享有很大的话语权。一些上市公司在并购基金投资决策委员会中的话语权甚至与作为 GP(普通合伙人)的 PE 公司平起平坐,有的上市公司甚至在投资决策中享有一票否决权。”一位 PE 行业资深人士称,这样的情况并不能称为独立运作和有独立投资策略的并购基金,只不过是套用了并购基金的名,从效率角度是解决问题,但是存在利益冲突、运作不专业等问题。

如瑞凌股份就在投资公告中披露,在与深圳市口鑫众诚投资有限公司共同发起设立的焊接产业并购基金中,上市公司对投资项目拥有一票否决权。

医疗、文化、互联网热度最盛

梳理上市公司参与并购基金的案例不难发现,并购基金的涉足产业主要集中在医疗服务、文化娱乐、互联网三大领域,这也代表了今年最热的产业投资方向。

在医药类上市公司中,爱尔眼科、昆明制药、莱美制药、武汉健民、中恒集团、迪安判断、香雪医药等公司积极参与,其中迪安判断的并购方向甚至伸向了海外,其拟与韩国投资机构 SV 合作设立和运营规模为 2000 万至 3000 万美元的“迪安医疗大健康产业基金”(Dian Healthcare Fund),以韩国的生物技术与健康产业为主要目标市场,共同发掘和寻找投资机会。

而在文化领域,互动娱乐与复星集团的合作、当代东方与华安基金子公司共同发起的并购资产管理计划、山水文化与两家 PE 合作发起的文化产业基金,都引起投资界的热烈关注。而互联网方面,参与的相关上市公司有天舟文化、乐视网、朗玛信息、掌趣科技等。上市公司成立并购基金的合作伙伴除了 PE 机构外,也不乏券商身影。

今年 3 月 28 日,蓝色光标、爱尔眼科、掌趣科技就发布公告称,将分别斥资 1 亿元参与投资北京华泰瑞联并购基金中心(有限合伙),该基金拟总募集 10 亿元。华泰并购基金唯一普通合伙人 and 基金管理人均为华泰瑞联基金管理公司,其是华泰证券直投子公司华泰紫金投资公司的控股子公司。上市公司+券商直投的案例还有奥飞动漫与广发证券直投子公司广发信德的携手,昆明制药与平安证券直投子公司平安财智的合作。

联创光电 6 月 24 日公告称,以不超过 29000 万元认购上海并购基金股权投资合伙企业(有限合伙)的出资份额,而该并购基金的管理人就是海通证券旗下并购基金子公司。并且根据海通并购资本的收益测算,并购基金的预期内部收益率可为 18%左右。国内券商已成立直投子公司的达 60 多家,但受制于资本金的劣势,直投子公司的发展并不尽如人意,并购基金的设立,则可使券商充分利用自身资源和外部资金,扩大投资规模。在今年的证券行业创新大会上,监管层明确表示,将支持证券经营机构设立并购基金、夹层基金、产业基金等直投基金,私募市场的创新和发展也成为大会六大主题之一。

上市公司+PE 模式风行 多家上市公司试水并购基金

与 KKR、黑石、TPG 等并购基金大佬在美国市场风生水起不同的是,在中国并购基金江湖,私募股权基金更多扮演的是助力产业资本的角色,独立主导的控股型并购并不多见。2013 年以来随着中国并购市场逐渐升温,直接催生“上市公司+PE”模式并购基金的快速生长。

多家上市公司试水并购基金

7 月 3 日,东阳光科公告称,公司拟与深圳市九派资本管理有限公司共同发起设立专门为公司产业整合服务的并购基金,规模不超过 3 亿元,其中公司占股 99%。公告显示,该并购基金作为公司产业整合的平台,围绕公司既定的战略发展方向开展投资、并购、整合等业务。

上市公司频频成立或参与投资并购基

金,据不完全统计,今年以来已有超过 20 家上市公司披露了参与产业并购基金的设立投资。在并购多发的文化、医药等行业尤为普遍。山水文化、天舟文化、省广股份、蓝色光标、当代东方等文化企业,中恒集团、迪安诊断、昆明制药、莱美药业、爱尔眼科等医药企业均纷纷设立产业并购基金。其中,不乏大手笔的投资,如当代东方与华安资管发起 50 亿元规模的并购基金,山水文化也发起规模 20 亿的并购基金。

这种“上市企业+PE”式的产业并购基金所投资项目,主要是上市企业同行业或产业链上下游企业。上市公司在并购基金中扮演的角色已不是传统意义上单纯出资的 LP(有限合伙人),而是在投资决策中享有很大的话语权。

与 PE 合作,上市公司一方面可以利用 PE 专业投资团队和融资渠道,放大投资能力,为公司未来发展储备更多并购标的;同时能够把收购标的在并购基金控制下运营一段时间,防止收购后的不确定性给上市公司短期业绩带来负面影响。

以爱尔眼科为例,今年以来分别参与设立了前海东方爱尔医疗产业并购基金(2 亿金额)和华泰瑞联并购基金(10 亿金额),主要用于新建或收购医院,以及物色医疗医药行业优质项目。由于新建医院盈亏平衡点一般在 2-3 年,通过并购基金设立医院可在其盈利后再由上市公司收购,从而起到了稳定上市公司业绩的作用。

而这种模式也直接解决了目前 PE 直接设立并购基金面临的现实问题。对此,清科研究中心认为,投资机构对此也喜闻乐见,虽然自 1 月份 IPO 已经重启,但是排队上市企业众多,IPO 退出依然不容乐观,对于投资机构而言,上市公司参与并购基金等同于提前锁定退出渠道。

协同并购短期仍是主流

业内人士普遍认为,随着券商、产业资本、以及大型 PE 机构对并购基金参与度逐渐提升,我国并购基金将步入快速发展期,未来几年将成为我国私募股权投资市场重要的基金。

在全球,并购基金早已是私募股权投资基金领域中规模最大的基金类型。并购基金的规模已超过 Growth PE,成为另类资产的首要配置。有数据显示,目前全球超过 9000 家私募机构管理超过 19 万亿美元的资金,其中并购基金占比达到 63%。不过,清科集团董事长倪正东预测,我国并购基金要成为主导至少还需要十年时间。

并且,由于国内并购基金的发展仍然处于初级阶段,相对于国外成熟的并购基金发展模式,国内完全主导并购交易的基金十分稀少,业内人士认为,短期内协同并购模式仍将是主流。

并购基金券商梯队初现 10 券商 3 模式拓进

据记者不完全统计,已有 10 家券商通过直投子公司独立或联合上市公司、地方政府或 PE 机构发起并开展并购基金业务。

事实上,券商对并购基金业务的热衷既是其开拓新盈利方向的尝试,亦与当下并购重组的市场化提速有关。

上周五,证监会就修订《上市公司重大资产重组管理办法》和《上市公司收购管理办法》向社会公开征求意见(下称新意见),而新意见将极大缩减上市公司并购重组所需的行政审批。

相关行政审批事项减少所释放的制度红利,意味着新一轮的并购重组热潮或将来临,而更有业内人士指出,随着上市公司并购重组市场化的提速以及支付工具的丰富,未来将有更多券商等机构将尝试并购基金等直投领域。

券商系并购基金崛起

事实上,早在两年前,券商系的并购基金就已悄然出现。2012 年 6 月 15 日,中信证券取得证监会机构监管部的无异议函,并通过子公司金石投资发起设立中信并购基金管理有限公司,而其亦成为首家发起设立并购基金的国内券商。

据中信并购基金 2012 年的一份路演材

料显示,其目标规模为 100 亿元,且采取资金缴纳承诺制,而在该基金的控制结构上则为金石投资全资控股。

与之不同的是,部分券商则采取以直投子公司与上市公司、私募机构甚至地方政府合作的模式发起、设立并购基金。

今年 6 月,国金证券直投子公司国金鼎兴投资有限公司与私募机构诺亚财富联合发起设立并购基金——上海国金鼎兴一期股权投资基金中心(下称国金鼎兴基金),该基金首期规模为 15 亿元。

据相关人士介绍称,国金鼎兴基金将优先考虑医疗、文化传媒、消费及能源环境等行业,目前基金已储备多个项目,而首期的 7.5 亿资金预计将在半年内完成投资。

与之相比,广发证券子公司——广发信德投资管理有限公司(下称广发信德)在并购基金方面的合作则更加明显。

今年 3 月 6 日,奥飞动漫公告称其与广发信德共同出资设立基金管理公司“珠海广发信德奥飞资本管理有限公司”。广发信德与奥飞动漫的持股比例分别为 60%和 40%。据了解,该基金成立的“珠海广发信德奥飞产业投资基金一期(有限合伙)”,将主要投向互联网文化产业。

这并非广发信德的第一只并购基金,2012 年 9 月,广发信德曾与延安市政府旗下的延安鼎源投资公司合作,双方谋划设立延安广发产业整合和升级并购基金,首期规模 20 亿。

无独有偶,海通证券旗下的并购基金管理公司——海通并购资本管理有限公司也已与今年 4 月份注册登记,而除海通证券子公司海通开元投资有限公司为公司股东外,上市公司东方创业亦曾作为该公司股东参与设立,与此同时,另一家上市公司联创光电也通过股权转让的方式参与和该基金的合作。

而另据不完全统计,目前已有不少于 10 家券商已独资或合作发起并购基金业务。而在业内人士看来,券商对并购基金的参与或与其拓宽新的盈利方向不无关联。

“IPO 的增量业务仍然会被诸多排队企业所堵塞,而在现有存量上市公司中挖掘并购重组的业务可能会成为下一轮热点。”上海一位投行人士表示。

事实上,已经有越来越多的券商在对发起并购基金事宜摩拳擦掌进行筹备。

记者获得的一份来自国信证券的资料透露,国信证券去年底或曾筹备搭建中小企业并购基金。在设计框架中,该基金目标规模为 10 亿元人民币,并采取有限合伙企业制进行管理。

而与前述多家券商通过直投子公司间接参与并购基金不同,资料中所设计的中小企业并购基金将直接设在国信证券旗下,且注册地位于深圳前海,另一方面执行团队及合作伙伴也将通过合伙人的形式入股该基金,以实现激励机制。

三类模式浮现

券商系并购基金风起云涌,其扩张路径却各异神同。

据记者调查整理,在券商主导的多只并购基金渐已分化为三种模式,即综合投资、产业并购及夹层投资。

其中,综合投资类主要为券商通过子公司独资设立或控股主导的并购基金。例如中信证券、中金公司等券商发起的并购基金。

“在其运作中,这类基金既可能对标的公司实现控股,也可能仅作为财务投资出现。”一位接近华泰证券的并购人士介绍称。

与之不同的是,产业并购型并购基金则体现在券商同部分上市公司的合作上,该模式更多侧重于合作公司的上下游整合,在当前券商系并购基金中占较大比重。

据记者不完全统计,当前已有不少于 6 家券商发起的并购基金或管理公司得到了来自上市公司的参与。

如中青宝与中投证券联合成立的并购基金,据其董事长李瑞杰称,该基金主要面向研发、渠道及服务应用等产业链各环节。

此外,专注于夹层投资的并购基金也已出现。前述国金证券与诺亚财富共同成立的国金鼎兴基金就属该类。

据了解,夹层投资主要指向处在成长扩张期的企业进行针对资金需求的投资,由于该类投资的风险、收益介于债权与股权之间,故称“夹层”。

“夹层投资项目的回报率一般在 20%~30%,风险收益低于 IPO,但高于债权。”前述接近华泰证券人士表示,“这类模式之前曾主要应用在一些房地产信托中,夹层投资可获得超过传统信贷贷款的高收益。”

但在运作模式上,该类基金的回报仍需通过在二级市场退出得以实现,若以国金鼎兴基金为例,其退出渠道仍然为二级市场。

“运作模式是率先梳理出优质标的公司,然后寻找到潜在的二级市场退出渠道。”国金鼎兴基金一位人士表示,“这一模式通过对退出渠道的率先把控,实现投资期限短、可预见性较强、风险可控等优势。”