

组合拳清障 并购重组市场化博弈凸显

□本报记者 蔡宗琦

从分道制、提高借壳上市监管标准到支持上市公司向非关联方发行股份购买资产,今年并购重组领域政策市场化力度超前。在政策支持下,并购重组领域除规模攀升外,创新方案层出不穷,市场化博弈色彩逐渐凸显。

改革方兴未艾。中国证券报记者日前赴证监会上市一部采访获悉,从增加定价时间窗口、大幅简化保留的行政许可到并购支付方式多元化,证监会正在酝酿“把透明做到极致”,进一步为并购重组清障。

从一箱材料到电子存档

12月19日,当中国证券报记者走进证监会上市一部办公区时,在拐角处看到堆积成小山的申报材料,都用绿色的大布袋扎扎实实地装好码放在地上。

“你们以后再来看看不到这样的情况了。”上市一部并购一处某负责人介绍,堆在地上的已是已审核完成的项目材料,正准备送往专门场所处理销毁,以后需要处理的材料将大大减少。“我们大幅简化了申报材料要求,以后从受理到落实重组委意见的四个环节所需材料,由原来的7至10套书面材料改为保留2套书面材料备查、存档,其他材料均改成电子版”。

对申请人来说,这一改变是一笔非常实际的成本账。在上市一部,中国证券报记者还看到了装材料的大行李箱,满满一箱都是装订成册的材料,制作这样一箱子的成本高达数万元,改为电子版后成本将大大降低。

这仅是证监会优化并购审核的一个缩影。在证监会主席肖钢力促资本市场“市场化、法治化、国际化”的过程中,并购重组市场化改革正在快速推进。一是行政许可大幅清理简化。去年上市公司一部减少约60单行政许可事项,目前约七成上市公司并购重组无需证监会审核即可实施。二是并购重组市场化改革大步推进,借壳上市条件与IPO等同,并购重组分道制审核启动;三是除简化申报材料外,证监会将进一步优化审核流程,提高透明度和审核效率。对于涉及多项许可的并购重组申请,实行“一站式”审批,目前平均审核时间压缩至20个工作日左右,远远低于规定的3个月时限。四是针对并购重组中“老大难”的内幕交易问题,经过两年多努力,已会同公安部等部门初步建立了内幕交易综合防控机制。

不一样的并购重组

多项并购重组政策的“组合拳”打出,今年以来并购重组市场亮点频出。证监会数据显示,截至11月30日,今年累计受理并购重组行政许可项目197单,其中重大资产重组116单;累计审核156单,其中重大资产重组78单,涉及交易总金额约2740.67亿元,产业整合46单,整体上市28单,借壳上市16单。

在并购重组审核数量大幅增长的背景下,一些与以往不同的并购重组案例悄然出现。在上市一部工作人员看来,近期审核的并购重组交易方案,无论是交易估值、支付方式、支付节奏、对赌、风险控制条款还是并购后的交割时间及整合计划,交易双方的市场化博弈色彩正逐渐凸显,交易各方的诉求在方案中体现得更加明显。

“今年好几单并购创新不断,值得上市公司和中介关注。”上市一部某负责人剖析了几单颇具代表性的案例。

掌趣科技收购动网先锋的案例创新地设计了同股不同价方案,针对交易各方获对价的形式,未来承担的业绩承诺责任和补偿风险的不同,对现金支付部分和股份加现金支付部分给出了不同对价,以满足各方的利益诉求。此外,在现行收益法估值定价的强烈盈利预测对



IC图片

赌中,出现了在盈利承诺和股份补偿的同时,做出奖励或估值调整的安排。掌趣科技的方案提出,在经营业绩达到承诺利润的前提下,如果动网先锋2013-2015年实际实现的净利润总和高于承诺净利润的综合,超出部分将作为奖励对价支付给相应的管理层高管。在证监会看来,这一方案设计将最大程度地使交易价格贴近标的的资产真实价格。

蓝色光标收购博杰广告也引入了业绩对赌等方案,并且,为保护上市公司权益及增强盈利预测补偿的可实现性,约定部分交易对手所持股份需在法定锁定期基础上分步解禁。当标的资产出现实际利润低于承诺利润的情况

■现场直击

□本报记者 蔡宗琦

12月19日,中国证券报记者在位于北京富凯大厦A座的证监会办公楼里见证了一场并购重组会。这是证监会上市公司并购重组委工作会议首次向媒体开放,当天的主角是申请发行股份购买资产的广东科达机电。该公司可谓并购重组市场的“老江湖”,公司自上市以来已三上重组会。公司董事长边程说:“对并购重组的规定和上会要求熟得很。”

紧张的问答环节

19日下午3点多钟,在委员签到和讨论环节后,重组会进入最紧张的申请人回答问题环节。简单寒暄不到半分钟,来自湖南证监局的会议召集人便直奔主题,拉开了密集提问的序幕。

“标的资产的独立性如何?人员的独立性能否保证?”

“业绩补偿面临着跨年的时间问题,能否放到2014年?”

“收益评估法是否重复计算了资金?里面多项资金是否存在前后矛盾?”

“标的资产专利用度情况如何?”

重组会持续45分钟,来自投行、派出机构、会计师事务所和律师事务所的五名并购重组委委员连珠炮般地轮番提问。担任财务顾问的西南证券工作人员逐条回复。当涉及标的资产的专业性问题时,对方公司的负责人赶紧接过去话题解释。你来我往的问答环节节奏紧张。当对发行人和财务顾问的回答不满意时,并购重组委委员并未跳过,穷追不舍地补充提问。

“整个环节,我憋了好几句关于这次并购

下,部分交易对手的股份锁定期将延长。这一分步解禁的创新做法为多家上市公司采用,吴通通讯、红日药业等公司的并购重组均设计了类似方案。

此外,在蓝色光标并购案中,更值得关注的是财务顾问资本介入。为了解决标的资产实际控制人对标的资产约2.3亿元的欠款问题,独立财务顾问关联公司提供了2.3亿元并购融资,满足了各方利益诉求,促使交易快速达成。

改革进行时

并购重组市场的新变化来自监管部门的政策调整,也来自市场主体的博弈创新。改革

并购重组“老江湖”上会

的原因和意义的话想说,结果委员们都没问,到问答环节结束我都没抢着话筒。”问答环节结束后,边程感慨地说。在召集人茅剑刚委员看来,这样快节奏的问答重点应集中在并购重组委最关心的环节。

三次闯关关键重组会

已多次闯关的边程直言自己在重组会上“并不紧张”。自科达机电上市以来,这已是公司第三次闯关重组会,并购重组已成为公司升级转型的必由之路。

作为一家主要从事专业机械制造的公司,科达机电2011、2012年分别收购佛山恒力泰机械有限公司、芜湖新铭丰机械装备有限公司,向陶瓷机械、墙材机械领域转型。业内人士表示,经过这两次收购,科达机电成为国内陶机行业具有垄断地位的“霸主”,其与国际巨头萨米克争夺国际市场的战略又迈进了一步。

2013年,科达机电开始酝酿新一轮并购。自2007年以来,科达机电进入应用于陶瓷、氧化铝行业的清洁煤气化装备市场。2013年夏,经调研后,边程决定并购一家经营电解铝、氧化铝相关净化和焙烧炉系统的高新技术企业东大泰隆。“我们看中这家公司的资质和牌照,他们有专用、节能、环保设备等领域多项专利产品和专有技术,在行业里处于领先地位。”科达机电希望通过收购使自身与东大泰隆在经营资质、技术水平及客户资源等方面形成优势互补,从而在清洁煤气炉等节能环保设备领域快速发力。

“干企业这么多年,我直到整合了恒力泰后才觉得我们的公司不会死了。我们深深地感受到,技术型企业特别是创业板公司如果只靠

环保行业并购或高潮迭起

向全国扩张,单一业务公司向多元业务延伸将是环保并购的三条主线。

第一条主线一直是北控的拿手好戏。2013年,北控意图通过并购绿能一举成为国内垃圾发电翘楚的计划虽然失利,但公司通过并购做大固废业务的战略并未改变。

国内垃圾处理的另一龙头光大国际,也在考虑通过并购将固废业务做大做强。光大国际总经理王天义日前在2013(第七届)固废战略论坛上告诉中国证券报记者,从光大国际产业链上看,除通过横向并购继续做大规模外,纵向上,光大的强项是垃圾运营,也有自己的焚烧设备,因此未来可以考虑通过并购切入上游的规划设计领域。

而地方环保公司通过并购成为全国性环保公司,将成为2014年环保并购的另一条主线。中银国际研报认为,重庆水务母公司资产中,尚有100万吨污水处理能力未注入上市公司,因此与上市公司构成潜在同业竞争,母公司曾承诺在合适时机将相关资产注入。如果注入实现,上市公司的污水处理能力一举从199万吨/日提升至299万吨/日,大幅增长近50%。

此外,重庆水务大股东为重庆市国资委,在地方国资改革中,重庆国资改革一直闭门不低,而重庆水务新任董事长李祖伟上任之初对媒体表示要涉足环保领域,因此业内对重庆水务并购抱有很强预期。

对于第三条主线,通过并购延长产业链,切

入其他领域,具有此类并购预期的公司很多。具体说来,尽管此前天壕节能收购新疆西拓失败,但天壕节能这一发展脉络并未改变,公司后期还将继续寻找其他并购项目。

此外,也不排除2014年再杀出湘鄂情一类的公司,通过并购相关公司,为自己贴上环保标签。由于此类并购行业跨度较大,超出逻辑预期之外,因此较难为一般投资者所把握和捕捉。

政策扶持有望加码

在环保行业并购方兴未艾的背后,是环保行业分散弱小的现实。据全国工商联环境商会数据统计,在我国主要环保上市公司中,一半以上的市值低于50亿元,市值在200亿元以上的只有5家,去年全年盈利超过10亿元的仅三家,与国际环保巨头丹纳赫、威立雅和苏伊士等规模相去甚远。

就收入而言,截至2009年,全球最大环保企业威立雅集团营业收入为320亿欧元(约合人民币2814亿元),第二大环保企业苏伊士集团营业收入为123亿欧元(约合人民币1081亿元),目前我国大型环保企业年营业收入大多在20亿-30亿元。

2012年年中公布的《“十二五”节能环保产业发展规划》提出,到2015年,我国节能环保产业总产值要达到4.5万亿元,培育一批具有国际竞争力的节能环保大型企业集团。截至目前,距离实现上述目标仅剩2年时间。

尚在进行时。下一步,为了推进并购重组,证监会仍有一系列政策将逐步出台。

上市公司一部有关负责人透露,首先,针对清理和简化行政许可的各项工作的将继续深化。一是拟取消“上市公司收购报告书审核”行政许可,改为事中、事后监管;二是大幅简化保留的行政许可,对于“上市公司重大购买、出售、置换资产行为审批”,除构成借壳上市外,其他情形的审批全部取消;三是简化要约收购豁免情形,取消“因取得上市公司发行新股导致持股超过30%、金融机构因承销导致持股超过30%”两种情形的审批,改为中介机构专项核查并出具专业意见。

其次,为了推动并购重组市场化改革,正在研究推出市场化定价安排,增加定价时间窗口,增强定价弹性;并购支付方式亦有望多元化,优先将优先股、可转债等纳入并购重组支付工具,鼓励市场主体创新支付手段;将拓宽融资渠道,鼓励通过并购基金、过桥融资等方式融资实施兼并重组;研究放宽向第三方发行股份的最低数量限制。

上市公司一部正在研究扩大并购重组行政许可公示范围,推动反馈意见公开,最终实现审核全过程信息的公开。为了优化外部环境,证监会正在推动建立跨部门的并联式审批机制。未来不再以反垄断、对外投资、外资审查作为并购重组行政许可的前置条件,上市公司获得证监会行政许可批复后,同时披露重组尚需取得有关部门批准,在此之前不得实施。

“这样的改革会给我们的工作带来很大压力。”上述负责人表示,“但我们仍要大力推进,把简化行政审批、提高并购重组审核的透明度做到极致,有效发挥资本市场服务实体经济发展的功能”。

借并购重组做大做强

对于试图通过并购重组做大的企业来说,促使结构转型升级的只是原因之一,并购重组对企业具有多重意义。

证监会上市公司一部的工作人员发现,近年来,众多企业通过并购重组拓展上下游产业链。以触摸屏产业链为例,产业链中游的星星科技收购产业链下游的深越光电,宇顺电子收购雅视科技,处于产业链上游的长信科技收购产业链中游的赣州德普特。通过这样的并购,产业链中的各家企业延长了产业链,提升了产业服务能力,从而实现优化资源配置,形成更具抗风险能力的产业布局。

并购也是部分企业提高行业集中度和市场占有率、促进资源向优势企业集中的战略举措。在太极股份收购慧点科技的案例中,两家公司均属软件服务行业,但客户领域不同,收购完成后,太极股份的客户覆盖更加全面,扩大了它在企业信息化领域的市场份额。新大新材收购了最大的竞争对手易成新材,使新大新材市场占有率达40%,增强了对下游企业的议价能力,有力地制约了行业内企业盲目降价的局面,提升了整个行业的竞争力。

全国工商联环境商会秘书长骆建华认为,解决我国环保产业存在规模不大、集中度不高的问题,除企业自身努力外,也需要良好的市场与政策环境。刚刚闭幕的十八届三中全会就指出,要建立吸引社会资本投入生态环境保护的市场化机制,推行环境污染第三方治理。考虑到第三方治理的重要程度,2014年具体操作性文件很可能落地,这将有助于环保企业做大做强。

业内人士认为,目前环保企业市场碎片化趋势十分明显。这种碎片化,一是各地政府有自己控股的环保公司,二是不少企业都有自己的污染处理公司。中科院科技政策与管理科学研究所副所长王毅建议,工业污染治理应走专业化的道路,由专业运营公司来负责企业的污染治理。专业运营公司除了规模上、成本上有优势外,还可以成为企业突发环境事故后承担经济与环境责任的缓冲阀,因此应加大第三方治理的政策支持力度。

此外,财科所副所长苏明日透露,环境税方案已上报国务院。从政策层面看,2014最值得关注的就是新的环保法和环境税的出台。更严格的环保法,将催化出更大的第三方治理市场,而作为地方税种,环境税的开征将给地方政府带来额外的税收收入,这将使地方有更多资金投入到大气、水和土壤污染治理中,在有助于国内环保企业做大做强的同时,也为环保行业并购潮添加更多催化剂。

第五届中国私募基金牛奖 评选即将启动

第五届“中国私募基金牛奖”评选工作预计将在元旦节前后启动。中国私募基金牛奖由中国证券报主办,其前身为“中国阳光私募基金牛奖”,迄今已举办四届。自本届起,该评选活动名称变更为“中国私募基金牛奖”,券商集合计划中的小集合产品将纳入评选。

一直以来,国内私募基金的法律地位模糊不清,私募基金公司通常采取借道信托公司的方式实现所谓“阳光化”。今年6月1日,新基金法颁布实施,明确了国内私募基金的法律地位。“阳光私募”这一说法有望成为历史。为了顺应新基金法实施后的资产管理行业发展趋势,评选工作小组经讨论,做出了变更评选活动名称为“中国私募基金牛奖”的决定,同时将券商集合计划中的小集合产品纳入评选。

在奖项设置方面,第五届“中国私募基金牛奖”将对阳光私募和券商资管两类不同的私募管理机构分类评选。在两大类别下,分别设立金牛股票私募基金管理机构、金牛债券私募基金管理机构、金牛对冲私募基金机构和金牛股票私募投资经理四大奖项。(黄莹颖)

促进邮轮运输业发展 指导意见正制定

中国证券报记者从消息人士处获悉,交通部正在制定关于促进邮轮运输业健康发展的指导意见,目前已进入意见征求阶段。意见提出,将研究制定邮轮运输业发展规划,加大政策扶持,加快研究本土邮轮扶持政策,大力发展本土邮轮,鼓励企业探索建立邮轮产业发展基金。

意见提出了到2020年的目标:我国成为亚太地区最大邮轮市场,东北亚、台湾海峡、东南亚、洲际及环球邮轮运输市场航线航班显著增加,国内沿海邮轮运输市场基本成型;邮轮运力规模适应发展需要,中资船队形成规模,邮轮港口体系形成,打造2-3个具有影响力的邮轮母港。(欧阳春香)

深化农村改革 加快推进农业现代化

(上接A01版)坚持稳定土地承包关系,依法保障农民对承包地占有、使用、收益、流转及承包经营权抵押、担保权利。土地承包经营权主体同经营权主体发生分离,这是我国农业生产关系变化的新趋势,对完善农村基本经营制度提出了新的要求,要不断探索农村土地集体所有制的有效实现形式,落实集体所有权,稳定农户承包权、放活土地经营权,加快构建以农户家庭经营为基础、合作与联合为纽带、社会化服务为支撑的立体式复合现代农业经营体系。土地经营权流转、集中、规模经营,要与城镇化进程和农村劳动力转移规模相适应,与农业科技进步和生产手段改进程度相适应,与农业社会化服务水平提高相适应。要加强土地经营权流转管理和服务,推动土地经营权等农村产权流转交易公开、公正、规范运行。

会议指出,要提高种地集约经营、规模经营、社会化服务水平,增加农民务农收入,鼓励发展、大力扶持家庭农场、专业大户、农民专业合作社、产业化龙头企业等新型主体。要强化政府对农业的支持保护,创造良好农业条件和环境,要加大农业投入力度,建立适合农业农村特点的金融体系。

会议指出,要加快推进农业现代化,以保障国家粮食安全和促进农民增收为核心,立足我国基本国情农情,遵循现代化规律,依靠科技支撑和创新驱动,提高土地产出率、资源利用率、劳动生产率,努力走出一条生产技术先进、经营规模适度、市场竞争力强、生态环境可持续的中国特色新型农业现代化道路。加快转变政府职能,积极推进涉农行政管理方式创新。处理好政府和市场的关系,继续破除一切束缚农民手脚的不合理限制和歧视,增强农业农村发展的内生动力;处理好政府和农民的关系,切实维护农民权益,坚持因地制宜、试点先行,尊重农民和基层首创精神;处理好中央和地方的关系,中央把方向、管大局、抓重点,地方按照中央“三农”决策部署解决好农业农村发展的实际问题。要积极稳妥扎实推进城镇化,到2020年,要解决约1亿进城常住的农业转移人口落户城镇、约1亿人口的城镇棚户区和城中村改造、约1亿人口在中西部地区的城镇化,推动新型城镇化要与农业现代化相辅相成,突出特色推进新农村建设,努力让广大农民群众过上更好的日子。

会议讨论了《中共中央、国务院关于全面深化改革加快推进农业现代化的若干意见(讨论稿)》。

以精细化操作 熨平资金价格波动

(上接A01版)在6月钱荒之后,银监会起草并公布了《商业银行流动性风险管理办法(试行)》,强化金融机构对流动性风险和资产负债的风险管理。

但由于存贷款业务仍在银行业占据较大比重,所以新的流动性风险管理办法没有取消呼声最高的“存贷比”指标。联想到数次“钱荒”均发生在季末等金融机构存款考核的关键时点。因此,监管机构未来可考虑弱存贷比的时点考核,而强化对金融机构日均存贷比的监管。

最后,从长远考虑,现在商业银行的潜在风险之一就是中长期贷款占比过高,融资体系中正规的长期资金和股权性资金占比相对较小,亟待在未来的长期资本中加以调整和改善。应进一步丰富多层次资本市场,加大直接融资比例;大力规范发展债券市场,一是发行市政债券,二是大力推行资产证券化。