

家化“战争”启示录

“情投意合”却成“引狼入室” 并购“野蛮人”深陷角力场

□本报记者 黄淑慧



CFP图片

海家化业绩改善、股价上扬,来自于投资人的压力肯定小不了。从这个角度而言,尽管将不合作的前管理层逐出了公司,警报仍未解除。未来并购基金对于资金的掌控能力仍然是必修课。

在多位家化内部人士看来,正是由于平安资金来源导致其难以持长远发展的经营思路,最终引发了其与管理层之间的摩擦。

冲突愈演愈烈 资本与产业诉求契合难

2012年下半年起,双方之间对于经营理念的分歧逐渐显现。葛文耀团队认为,家化集团除了上市公司的化妆品业务之外,还应当以打造民族时尚产业为目标,因此将考察收购天津海鸥手表厂提上了议事日程。平安方面对这种扩张性思路持不同的意见,导致这一收购项目不了了之。最终直接引爆内部纷争的导火索是平安希望处置家化集团旗下的一些资产如酒店、办公楼等,引发了管理团队间的抵制。

事实上,在一些分析人士看来,从海外并购基金所为来看,收购之后通过出售资产、削减成本、关停亏损生产线而快速攫取利润,均是常见的做法,这与管理层、员工利益诉求也时常发生冲突。正因如此,并购基金作为“门口的野蛮人”颇具争议。尽管家化事件目前演绎的视角被引向了王茁与谢文坚个人之间理念、行事方式上的分歧,抛开这些个人恩怨,资本意志与实业企业家期望之间的冲突,现代治理结构与中国企业传统管理模式的对抗,仍然是此类事件共性的核心点。

不仅是放弃了化妆品业务之外的拓展,上海家化最新发布的5年新战略再度强化了聚焦策略。2013年8月发布的化妆品专营店品牌“恒妍”因不适应渠道对于定位和包装的要求,已被确认放弃。与此同时,公司表示对诸多处于培育期的品牌会暂停投入并作重新审视和梳理,这包括电商品牌“茶颜”、药妆品牌“玉泽”甚至是高端品牌“双妹”等。

了解上海家化历史渊源的人士表示,“双妹”是民国时期老品牌,葛文耀选择在上海家化成立110周年时开启其激活征程,可以说“双妹”承载了葛氏团队复兴民族品牌的情结。这可以视为一个资本与传统企业家诉求难以契合的细节,并购基金作为财务投资人,容易忽略社会和文化层面的意义,而被质疑为缺少长远投入,进而与具有产业经营情怀的管理层产生摩擦。

王茁本人也在《给上海家化投资者的一封信》中写道,就像多数人的民主可能产生“多数人的暴政一样”,完全靠资本的权重来说话不一定能带来最正确、最合理的长期决策,如何避免资本的傲慢和短视,既鼓励长期创新的守护者,又防止“贪婪的管理层”,这是上海家化这个案例应该深入思考的问题。

频频交锋 资本做积极股东OR野蛮人

尽管近年来,中国市场上陆续成立诸多并购基金,但真正意义上由基金所主导的控股型并购目前仍然屈指可数。这类收购要求并购基金成为支配型

股东,拥有对董事会的控制权及对战略方向的主导权,然后对其进行重组改造后再次上市或出售实现退出。国内比较典型的案例包括弘毅投资对于中国玻璃的收购和整合、鼎晖联合中信产业基金收购绿叶制药集团50%控股权的交易等等。

不过,通过二级市场举牌方式获得上市公司控制权或相应话语权的案例正在与日俱增,这也是被视为并购基金操作的一种模式,这被一部分人赞为“股东积极主义”的行为,也被另外一些人斥责为“门口的野蛮人”。

在天目药业案例中,2012年4月,宋晓明主导的长城国汇通过旗下4家有限合伙企业的3次举牌、一次协议转让后,成为天目药业的第一大股东,但之后由于长城国汇股东之间的纠葛,天目药业的重组陷入僵局。之后宋晓明于2013年5月转让长城国汇全部股权,被迫退出对天目药业的控制。不过,今年4月宋晓明率财通基金—长城汇理1号这只新基金重新举牌天目药业,再次撩拨了资本市场的神经。天目药业也以紧急停牌筹划重组应对宋晓明的重新举牌。

对此,宋晓明在接受媒体采访时表示,无意与大股东争夺上市公司控制权,而是希望以此为契机,上市公司能够通过产业整合、资产重组等手段早日实现脱胎换骨。不过,市场人士预测,新一轮的交锋或许已在拐角处。

再如今年以来,知名证券私募基金泽熙成功进入工大首创董事会,并在其重仓的宁波联合、黔源电力等股票中,作为重要股东提案要求上市公司高送转。虽然最终提案遭到了股东大会否决,但这种“泽熙模式”引发了市场极大的关注和讨论。观察人士认为,尽管各路资本通过各种方式展开并购基金实践,但诞生类似于KKR一样的并购大鳄尚需较长的时日,短期内协同型基金较为多见,即成为上市公司的重要参股股东,参与改造上市公司提升估值后获利退出。

一些频频举牌上市公司的PE机构如硅谷天堂就强调,不会成为这些上市公司的控股股东,只会做一个负责任的小股东,通过专业能力去提升、改变、创造上市公司的价值。

在一些并购基金从业人士看来,并购基金如果进行控股收购而非参股,而并购目标又是成熟企业,必然耗资巨大,也会给收购带来额外的风险因素。海外基金可以通过并购贷款或发行垃圾债券等杠杆工具来实施并购,但国内这些杠杆工具的应用并不顺利。因此,启动这类收购尤其需要谨慎,需要考虑资金“弹药”的充足性,以及资金退出时点安排问题。

与此同时,控股型收购往往对基金管理机构的运作能力及行业背景要求较高,因此并购基金多引进职业经理人或充分调动原有管理层的积极性。中国职业经理人阶层和完善的公司治理文化还没有完全形成,收购控股后基金管理机构的未必能派出经验丰富的管理层。如果类似于上海家化这样与现有管理层产生巨大的经营分歧,则更是会让被收购企业元气大伤。

上市公司+PE模式风行

□本报记者 黄淑慧

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

业内人士普遍预期,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1.9万亿美元的资金,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。

券商系并购基金崭露头角

□本报记者 朱茵

国金证券直投子公司国金鼎兴投资有限公司日前宣布,与诺亚财富携手发起设立专注夹层投资的结构化并购基金——上海国金鼎兴一期股权投资基金中心。随着中信证券、海通证券、华泰证券、国金证券等券商纷纷设立并购基金,券商等机构成为并购市场重要的创新推动力量,协同细分行业龙头企业并购成长成为券商系并购基金的着力点之一。

国金鼎兴以并购夹层投资为主

据悉,国金鼎兴基金首期募资金额15亿元,第一期7.5亿预计半年内投资完毕,其策略就以并购夹层投资为主,服务于细分行业龙头企业的并购成长。据介绍,夹层投资在中国并购市场的发展机遇主要体现在五大方面:一是参与上市公司对目标企业的逐步收购,以较低对价实现控股权转移;二是为管理层收购等项目提供资金支持;三是为借壳方提供融资或参与收购上市公司部分股权;四是与国内优秀高成长企业合资设立新公司,开展地域扩张及业务整合;五是参与上市公司收购时的配套融资。

国金鼎兴表示,“十二五”规划已经为17个行业提出了通过并购重组提升行业集中度的要求,预计“十二五”期间全行业并购规模将达到6.5万亿元,上市公司并购规模将达到约8500亿元,将产生巨量的并购融资需求。而同时,我国并购市场融资渠道单一,收购方式匮乏,自有资金占比接近

70%,美国并购资金融资方式多元,股权债券和并购贷款、债券融资合计超过80%,未来创新空间巨大。

券商并购基金日益活跃

除了国金证券,目前国内已经有多家券商设立并购基金,如中信证券、广发证券、华泰证券、海通证券等均推出并购相关产品。目前券商有几类设立并购基金的方式,一是参与地方主导的并购基金,特别是一些具有资金实力的大券商。二是合资组建并购基金,与国际知名资本巨头开拓国内业务。三是直投模式,由券商自有资金发起设立,也可以向社会募集资金,发起设立并购基金产品。

在运作模式上,并购基金也各有不同,有些是以产业并购为主,有些是参与政府主导基金的管理,还有一些则是以协同并购、夹层基金的方式满足了市场多种需求。

业内专家认为,当前正值产业升级和转型的重要时期,市场中并购交易步伐提速,企业资金需求扩大,并购资本可以借此机会支持中小企业通过债券融资或者杠杆收购进入主流市场,提升企业竞争力,促进市场中的资源整合。2012年以来,境内外资本市场持续低迷,Pre-IPO投资机会逐渐减少,一二级市场盈利空间逐渐缩小,IPO市场容量有限等环境下,国内VC/PE机构纷纷积极布局,将并购重组作为重要的退出方式。与此同时,国家也相继发布了一系列推进并购重组的积极政策,更有力地助推这种趋势的发展。

朗玛信息全力进军医疗健康大数据产业

7月3日,朗玛信息在北京召开“朗玛·39健康网:携手进军医疗健康大数据产业”的新闻发布会,向市场详细解读公司战略。用户、数据、以及医疗服务是医疗健康大数据服务中至关重要的三要素,这也是公司产业布局的方向,公司目前已经逐步启动了在这一领域的全面布局。朗玛信息此次收购39健康网,从而成为医疗健康大数据产业的新晋者。

“健康服务业与互联网技术、大数据技术的结合,蕴藏着巨大的市场机遇。此次与39健康网的合作,将是朗玛进军医疗健康大数据产业的第一步。朗玛作为互联网行业的老兵,进入医疗健康服务的崭新领域,相信会碰撞出很多火花。朗玛是贵州走出来的互联网公司,在贵州大力发展大数据产业和医药产业的东风下,朗玛有决心、也有信心把这一步走好,迈出进军医疗健康大数据产业的坚实一步。”在良好的产业政策环境下,朗玛信息全力进军医疗健康大数据产业的举措已经获得了贵州省和贵阳市两级政府的大力支持。“下一步,我们将在省市政府的支持下,整合贵州当地的医疗服务资源,开展医疗健康大数据的新技术应用实践,”王伟表

示,“朗玛是要通过3-5年的时间,建设资源承载平台、人才聚集平台、流程实践平台、服务新平台等四大平台,推动国内外高端医疗资源往网络集中,最终是要打造一个新型的网络示范医院,或者说是互联网医院。在我们新型的互联网医院中,除了传统诊疗之外,还会有网络诊疗、远程医疗;除了看病之外,还有健康管理;我们还会尝试实践多点执业等等。朗玛互联网医院的建成,将是互联网与健康服务业融合发展的创新与实践。朗玛作为一家互联网公司和技术驱动型公司,重视在技术和商业模式上的创新,力图在医疗健康大数据领域走出自身独特的发展道路。”

为了补强在大数据领域、特别是医疗健康大数据领域的技术力量,朗玛公司在此次发布会上也宣布了与电子科技大学建立医疗健康领域的联合实验室。朗玛公司将与电子科技大学开展为期三年的联合研发合作,主要致力于在医疗健康与大数据的融合领域进行前沿技术的研究,包括但不限于健康医疗大数据的相关基础理论、体系架构、系统设计、以及应用技术等重要研究方向。此外,占据学术领



域的高地也有助于建立国家级的医疗健康大数据中心。

随着健康服务业和互联网的融合逐步深化,面向患者、医生、医院、医保的创新互联网模式正不断涌现,医疗健康领域的互联网投资案例不断涌现。正是在这样的背景下,朗玛信息借助对39健康网的并购,全力进军这一蓝海市场。

“在获得用户人口、建立大数据的基础上,更为重要的是,互联网技术、大数据及云计算技术、医疗及智能穿戴技术要应用到线下的医疗服务上。新技术的应用将重塑医疗服务流程,构建分级诊疗体系、提供网络化医疗服务的基础,这些将有利于效率的提升,并从外部解决国家医改中面临的一些痼疾。同时,新技术的应用也将从深层次的影响和改造整个行业。例如,我们可以想象一下,新技术引入以后,是不是有可能以后医院不仅仅是一个看病诊疗的地方,而是成为个人的健康管理中心?”王伟展望道,“本着这样的理解,朗玛公司在并购39健康网的同时,也启动了行业的全面布局。”

—企业形象—