

“PE+上市公司”并购模式星火燎原 硅谷天堂“私人定制”大起底

□本报记者 任明杰

并购的进化

在很大程度上,硅谷天堂在并购业务上的创新之举,是一个有关进化论的故事。

一切都要从2011年说起。2011年9月19日,湖南生猪龙头企业大康牧业公告称,拟与硅谷天堂集团控股的浙江天堂硅谷资产管理集团有限公司共同设立从事产业并购服务合伙企业——长沙天堂大康基金。大康牧业作为天堂大康基金的有限合伙人出资人民币3000万元,占天堂大康出资总额的10%。浙江天堂硅谷指定其全资子公司恒裕创投作为天堂大康基金的出资人,并由恒裕创投担任天堂大康的普通合伙人,出资人民币3000万元,占天堂大康出资总额的10%。80%的出资额由天堂硅谷负责对外募集,并根据项目实际投资进度分期到位。由此,硅谷天堂在国内首创了“PE+上市公司”的并购模式。这一看似简单模式的背后,是硅谷天堂乃至国内PE发展史上“惊险的一跃”。

时间再往前推两年,2009年,创业板开闸。因为增加了一条重要的退出通道,此前受金融危机影响而遭遇大幅调整的PE行业迎来了“春天”。但很快,一个“全民PE时代”到来了,刚刚得到缓解的退出道路再次变得拥挤不堪。“当时,光是浙江一个省PE投资的企业就有上千家,这意味着全国有上万家的企业在等着IPO。这是什么概念?退出问题在当时成为一个非常现实的问题。”硅谷天堂执行总裁鲍毓告诉中国证券报记者,“国内PE的退出渠道一直比较狭窄,大家都往IPO这条路上挤。在这种情况下,再仅仅依靠IPO这条道路已经变得不现实了,当时我们开始考虑开辟新的退出渠道,那就是并购。”

在当时,中国经济面临转型的大环境也为并购时代的到来营造了氛围。随着国内企业从内生性增长进入到外延式扩张,企业的并购意愿增强,加之很多企业在上市后有大量资金趴在账上,包括硅谷天堂在内的很多PE自然想到了与上市公司合作的模式。

但是,与很多PE只是让上市公司出资成为PE基金的LP不同,硅谷天堂从一开始便是围绕一家上市公司进行上下游的产业整合,鲍毓称之为“私人定制”。三年后,在被问及当初为何要“私人定制”时,鲍毓告诉中国证券报记者,“公司管理团队的很多高管具有深厚的产业背景,大部分都在上市公司或者产业集团担任过高管,对一些行业有着深入了解。可以说,硅谷天堂团队的产业背景DNA铸就了公司在做并购整合业务方面有着天然的优势。”

自从与大康牧业首创这一模式开始,硅谷天堂又先后与京新药业、升华拜克等上市公司成立并购基金。之后,这一模式更是被其它PE不断模仿和复制。据海通证券统计,到目前为止,已经有40余只由PE和上市公司联合成立的并购基金。

“实际上,自2003年弘毅投资成立,中国本土并购基金崛起之后,其发展便带有‘橘生淮南则为橘,生于淮北则为枳’的中国特色。与国外成熟市场的并购基金相比,受制于国内企业控制权难以获取、融资渠道狭窄、退出渠道单一、整合能力不强等问题,国内并购基金的发展路径一直比较模糊。而硅谷天堂在很大程度上为国内并购基金的发展探索到了一条可行的道路。”某北京PE界人士李海(化名)告诉中国证券报记者。

在这种模式下,上市公司产业方面的优势得以发挥,并购标的的整合问题将在很大程度上得到解决。而且,很多上市公司有闲钱趴在账上,无意中拓宽了PE的融资渠道。最重要的是,并购标的会在约定时间“装”入所合作的上市公司,PE的退出进行了提前锁定。

真正让硅谷天堂一战成名的要数2012年的博盈投资(已更名斯太尔)案例。2012年11月5日,游走在保壳边缘、停牌4个月之久的博盈投资抛出了上市15年来的首个定增预案,募资额高达15亿元,是自身资产规模的2倍,甚至超出了其当时的市值水平(12.53亿元)。在定增的15亿元中,5亿元用来收购斯太尔。后者是由硅谷天堂2012年4月以3245万欧元(约合2.84亿元人民币)的价格并购来的,硅谷天堂由此获利2.16亿元。硅谷天堂又利用5亿元变现资金中的2亿元资金参与了博盈投资的定向增发。

这一案例在当时引起资本市场巨大轰动,鲍毓也认为其是硅谷天堂并购业务历史上最成功的案例。“这个案例是在特定的历史条件下产生的,当时主要是欧洲正处于债务危机之中,他们愿意将一些先进的技术和企业进行出售,而中国又是制造业大国,所以我们就进行了这样一种对接。这中间也经历了各种曲折和困难,但最终还是顺利把斯太尔卖给了博盈投资。通过此次合作,硅谷天堂助力博盈投资收购了斯太尔动力,填补了中国柴油发动机高端研发领域的空白。”鲍毓告诉中国证券报记者。

从这个案例开始,硅谷天堂开始从体外并购逐步介入到上市公司中来,为硅谷天堂进化到入股上市公司协助并购的模式埋下了伏笔。

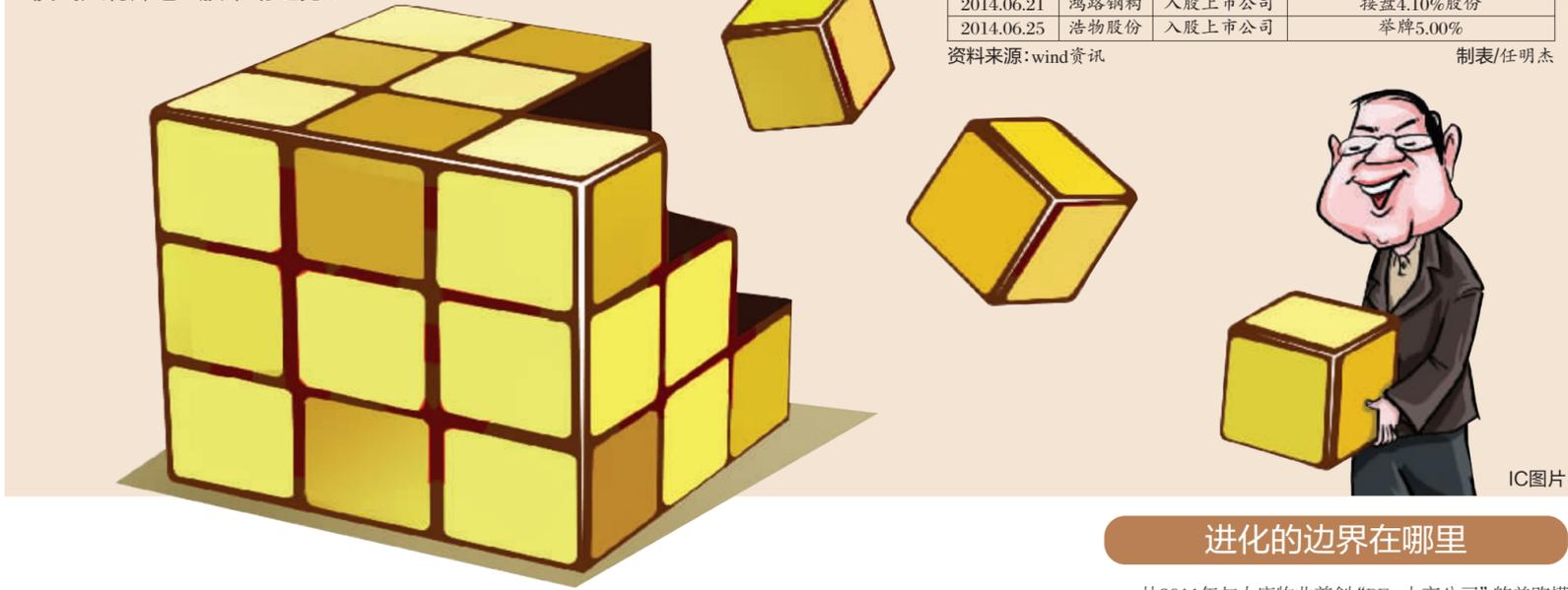
2013年9月11日,长城集团实际控制人吴淡珠通过大宗交易平台减持198万股,减持比例1.32%;减持股权受让方为硅谷天堂下属恒嘉股权投资基金。硅谷天堂入股后开始着手对长城集团进行战略、品牌梳理及外部并购布局及运作。由此,硅谷天堂再次实现“惊险的一跃”,真正打通了一级市场和二级市场的隔阂,并引发资本市场的空前热议。

一发而不可收拾的是,2014年以来,硅谷天堂又先后参与华数传媒增发0.48%股份、入股万马股份0.70%股份、举牌精伦电子、接盘通威股份4.83%股份、参与赞宇科技增发3.84%股份、接盘鸿路钢构4.10%股份、举牌浩物股份。而且,这一模式也开始为其它PE所模仿和复制,仅7月份,中植系便先后染指康盛股份、荃银高科和超华科技,PE入股上市公司的模式大有席卷A股市场之势。

2014年,A股市场迎来真正意义上的“并购之年”。但在空前活跃的并购市场上,最惹人瞩目的并不是作为并购主体的上市公司,而是站在上市公司门口的疑似“野蛮人”——硅谷天堂。

参与华数传媒和赞宇科技增发、入股万马股份、接盘通威股份和鸿路钢构、举牌精伦电子和浩物股份……继2013年首创PE联合上市公司成立并购基金并进化为PE直接入股上市公司协助并购的模式后,硅谷天堂在2014年将这一模式发挥到了极致。

伴随着中植系等PE纷纷模仿和复制,“PE+上市公司”并购模式大有席卷A股市场之势。



进化的逻辑

值得注意的是,在硅谷天堂开创了PE与上市公司成立并购基金的模式后,这一模式在今年被大量模仿和复制。据中国证券报记者不完全统计,今年以来已有30余只该类模式的并购基金成立,其发展可谓风头正劲。可是,从2013年9月入股长城集团以来,硅谷天堂最近的8个“PE+上市公司”的案例已经全部是入股上市公司的模式,再无联手上市公司成立并购基金的痕迹。

在硅谷天堂与大康牧业取得“双赢”的情况下,硅谷天堂为什么会选择向新模式进化呢?

“在大康牧业模式下,我们在项目退出的时候一般有两种选择,一是管理层回购,二是卖给第三方。若卖给第三方,最好是卖给上市公司。因为卖给企业集团的话,它的PE和上市公司的PE是不一样的,这样估值上不去;而卖给上市公司,的话,换来股份,上市公司业绩增加,你的股份也随之升值,且这种退出方式也是速度最快的。”鲍毓告诉中国证券报记者。

“但是,在做大康牧业的时候,我们发现这种模式存在一个很大的缺陷。随着我们并购的推进,上市公司的股票可能会上

涨。而这对我们其实是没有好处的,因为股价高了的话,我们项目退出的时候跟上市公司换股的数量就少了。当时,我们还不是大康牧业的股东,还只是摸着石头过河,就是觉得农业是我们的主攻方向,我们又有资源,想法就这么简单。后来我们反思,如果我们当时是大康牧业的小股东,在严格遵守法律法规的基础上,就可以在帮助上市公司提升、改变价值的过程中分享上市公司的市值增量,而且硅谷天堂这时候跟上市公司大股东、小股东的利益是完全一致的,立足点是帮助上市公司改善业绩,而不是炒炒股票赚钱就跑。因此,之前和大康这种合作模式被我们称为并购1.0版本。我们开玩笑说,合法空间下,我们应该赚到的钱没赚到。”鲍毓继续介绍道。

于是,为了赚到该赚到的钱,也为了更好地帮助上市公司改善业绩,从博盈投资开始,硅谷天堂便开始探索入股上市公司的模式。在博盈投资的案例中,除了以5亿的价格把斯太尔卖给博盈投资获利2.16亿元外,硅谷天堂还利用5亿变现资金中的2亿元参与博盈投资定向增发,进一步分享未来收益。而这2亿股权现在已经增值至5.5亿元。这被鲍毓视为并购

2.0版本。

长城集团的案例则被视为并购3.0版本。在硅谷天堂通过大宗交易平台接手长城集团1.32%股权后,长城集团先是与上海沃沃文化传播有限公司实际控制人签署《投资意向书》,接着就公告因重大资产重组事项停牌,期间公司股价涨幅达到64.19%。虽然除长城集团之外的案例至今未有实质性并购动作,但硅谷天堂以入股方式参与的华数传媒、万马股份、精伦电子、通威股份、赞宇科技、鸿路钢构、浩物股份7家上市公司股价自其入股后也均有10%—40%左右的涨幅。

“通过这种设计,硅谷天堂获取收益的方式也变得更为多元和可观,其获取到的收益主要有三部分:一部分是帮助上市公司进行并购业务的财务顾问费,一部分是并购标的最终被装入上市公司,还有一部分是其持有上市公司的股份经过上市公司并购整合之后往往能带来较高的股权增值。”李海指出。

“这条路走下来,到了2013年、2014年,我们发现盈利模式越来越清晰:在与上市公司的合作过程中,PE机构可以提供更多层面的服务。”鲍毓表示。

站在门口的野蛮人?

从与上市公司合作成立并购基金进化到入股上市公司协助并购,以硅谷天堂为代表的PE与上市公司的合作越来越深入,一二级市场的隔阂也逐渐被打通。但是,针对这种“甜蜜关系”,PE与上市公司到底应该维持一种什么样的关系不断引发市场热议,特别是随着硅谷天堂频频举牌,市场不禁疑问:硅谷天堂会寻求控股上市公司,做一个“站在门口的野蛮人”吗?

“我们肯定不会寻求控股上市公司,而只会做一个负责人的小股东。”鲍毓表示,“总结起来,我们的这种模式有两点:第一,我们要做一个负责任的小股东,帮助上市公司改变、提升和创造价值,进而提升中国资本市场的细胞质量;第二,我们通过做负责任的小股东,赚取资本市场和上市公司增值的部分。”而且,作为一个负责任的小股东,我们跟一般意义上的小股东是不一样的,他们是“用脚投票”,公司不行选择走人就是了,而我们是“用手投票”,对于上市公司发展不利的事项我们会举手反对。”

硅谷天堂的做法在很大程度上也契合了今年A股市场兴起的“股东积极主义”浪潮。但李海告诉中国证券报记者,“‘股东积极主义’在国内有些变味了,从今年A股市场的几个案例来看,所谓的‘股东积极主义’主要是要求上市公司提高分红或高送转,目的是刺激短期股价,对公司治理并没有什么积极意义。”

以泽熙投资为例,今年4月,华润信托·泽熙1期单一资金信托计划与华润信托·泽熙6期单一资金信托计划联合起来,由华润深国投信托有限公司作为代表合计持有4.98%股份的股东,向黔源电力提出改变2013年度利润分配方案的提案,要求分配方案由此前的向全体股东每10股转增5股变更为每10股转增10股。同时,华润信托还代泽熙投资向宁波联合提出,要求在股东大会上增加临时提案,实施“每10股派发现金红利1.60元(含税),以资本公积金转增股本方式向全体股东每10股转增15股”的2013年度利润分配方案。

与泽熙的做法不同,鲍毓指出,“我们的目的和目标绝对不是刺激短期的股价,这和很多并购顾问是不一样的。我们原则上跟所有入股的上市公司都要签订并购顾问协议,而且,我们签署的协议至少是三年,甚至有五年的,这就意味着我们作为一个负责任的小股东周期是三到五年。在这种情况下,我们必须要对上市公司负责,要帮助上市公司提升、改变和创造价值,跟上市公司的长期目标是一致的。”

这一点从通威股份发布的公告中便可见一斑。5月14日晚间,通威股份公告称,公司与硅谷天堂于5月13日签署了《战略咨询及并购整合服务协议》,公司将与硅谷天堂进行合作,重在对公司的战略规划与并购思路进行专业梳理,以抓住

行业整合机会,促进公司快速、稳健发展。根据公告,该协议总金额300万元,协议期限自2014年5月起至2017年5月止。

“我们跟硅谷天堂的合作一定是着眼长远的,一是考虑到硅谷天堂可以帮我们做一个长远的战略整合,二是在并购的方案设计等方面提供帮助,三是很多大的并购同行之间不好谈,硅谷天堂能起到一个很好的桥梁作用。所以,不管从哪方面说,这种合作都是着眼于公司长远发展的。”通威股份董秘李高飞在接受中国证券报记者采访时表示。

不过,由于硅谷天堂既是上市公司的小股东,同时在并购中又扮演着投行的角色,这种“双重角色”将更加考验硅谷天堂撮合交易的能力。

今年以来,随着并购市场的持续火爆,并购失败的案例也随之增多。据相关统计,今年以来,上市公司的并购案例中,未能达成的已经多达40余起,较2013年全年的31起还多。而在众多的失败原因中,并购双方对标的资产评估和对价等问题无法达成一致成为最主要的原因。

对此,鲍毓表示,“我们做‘私人定制’一个前提条件就是必须成为企业家的朋友,作为朋友有时候我们是需要去提醒他的。比如在并购标的的估值方面,有时候他的想法是偏离资本市场的,而作为并购的外包服务商,我们需要站在公平公正的立场上去说服他。这实际上是一个更难的角色。”

硅谷天堂“PE+上市公司”两大并购模式案例一览

公告日	上市公司	合作模式	合作内容
2011.09.23	大康牧业	成立并购基金	设立天堂大康基金,规模3亿
2011.11.29	合众思壮	成立并购基金	设立天堂众实基金,规模5亿
2012.12.19	广宇集团	成立并购基金	设立房地产基金
2013.01.30	京新药业	成立并购基金	设立天堂元金基金,规模10亿
2013.08.19	升华拜克	成立并购基金	设立产业并购基金,规模3亿
2013.09.11	长城集团	入股上市公司	接盘1.32%股份,后增持至4.67%
2013.12.27	华数传媒	入股上市公司	参与非公开增发0.48%股份
2014.03.01	万马股份	入股上市公司	接盘0.70%股份
2014.03.21	精伦电子	入股上市公司	举牌5.00%
2014.05.15	通威股份	入股上市公司	接盘4.83%股份
2014.05.20	赞宇科技	入股上市公司	参与分公开增发3.84%股份
2014.06.21	鸿路钢构	入股上市公司	接盘4.10%股份
2014.06.25	浩物股份	入股上市公司	举牌5.00%

资料来源:wind资讯

制表/任明杰

进化的边界在哪里

从2011年与大康牧业首创“PE+上市公司”的并购模式后,硅谷天堂一直是并购市场上的开拓者,而在并购市场空前活跃的背景下,硅谷天堂进化的尽头又在哪里呢?

“我们的创新一定是要结合上市公司的需求来做的。比如,大康牧业当年的需求就是集约化养殖,而沃森生物的需求则是市值被低估的情况下需要增值。”鲍毓表示,“现在A股市场有2500家上市公司,上市公司的特点不一样,上市公司所处行业不一样,上市公司的需求也不一样,在这种情况下,如果把这些不同的特点排列组合的话,我觉得这个排列组合的需求可以非常多。”

但是,今年以来,在所谓的“市值管理”泛滥的情况下,上市公司跨界并购的需求也愈发增多。华泰联合证券并购部负责人郑俊指出,“现在很多上市公司主业单一,中国的经济又面临着制造业转型,无论是出于主动还是被动,企业都要转型。在这种情况下,跨界转型无可厚非。但是,现在的情况是跨界并购游戏和影视类标的的上市公司比较多,这时候就要辨别上市公司是出于长远发展的需要还是刺激短期股价的需要,因为这类公司二级市场的估值会比较高。而如果是后者的话,那么风险就会比较大了,因为相对而言跨界并购的整合是非常难的。”

而在硅谷天堂的“PE+上市公司”16个并购案例中,尚无一例跨界并购的案例。“今年确实有很多来找我们做跨界并购的上市公司,但我们还是抱着一个谨慎鼓励的态度。为什么这么说呢?因为很多企业确实面临着转型的需要,受国家宏观经济的影响,继续在传统行业里做下去已经没有前途了。但也有很多企业是出于市值管理的需要,为了并购而并购,这样的话,风险就很大了。我们怕的就是为了并购而并购的跨界并购。今年光是上半年来找我们做跨界并购的就有十几家,都被我们谢绝了。有些是行业我们确实不了解,不知道该如何给他们做并购;另一些的目的是出于市值管理的需要为了并购而并购的,而我们是需要跟上市公司签三到五年的合作协议的,这样的风险太大,我们不能砸了自己的牌子。”鲍毓介绍道。

鲍毓指出,“入股上市公司协助并购这种模式并不适合于所有上市公司,比如说国有控股上市公司,入股的话需要国资委审批,这样层层上报,等审批完成,股价也可能已经涨上去了,那入股的成本就非常高了。再比如说很多创业板的公司,为了上市进行了几轮的融资,第一大股东的持股比例很低,他就不愿意再稀释比例让我们入股了。所以说,创新一定要因地制宜。”

鲍毓表示,虽然现在并购市场持续火爆,但硅谷天堂新模式的发展步伐不会太快。“一方面,我们是做‘私人定制’的,这也就决定了我们不会搞批发;另一方面,一个子行业里面我们只会选择一家公司来做,而且,除了项目选择以外,每一个项目里面我们都需要配置相应的团队进行服务。这些都决定了我们的步伐不会太快,还是成熟一家做一家。”

也有市场人士指出,在这种模式中,有时候硅谷天堂会处于一种“两头均沾”的局面,也就是硅谷天堂入股的上市公司所并购标的恰好为硅谷天堂所有,这时候,内幕交易的嫌疑似乎不可避免。“我倒是觉得内幕交易的风险可能没有想象中那么严重。一方面,硅谷天堂虽然频频举牌,但所占股权仍然很小,话语权不会太大,能左右并购标的定价的可能性很小;另一方面,根据规定,如果并购标的为硅谷天堂所有,那么硅谷天堂作为关联方是要回避表决的,进一步降低了内幕交易的风险。当然,毕竟硅谷天堂‘两头均沾’,对交易信息一定程度上是知晓的,因此需要通过‘信息隔离墙’等手段来进一步降低内幕交易的风险。”李海认为。

鲍毓也表示,硅谷天堂在内幕信息管理方面有严格的风控措施,所有员工都签署了内幕信息知情人保密承诺,并且公司制度方面设置了严格的“防火墙”,“硅谷天堂的创新是在风险控制下,严格遵守国家法律法规的创新;而且,硅谷天堂部门的品牌是通过一个个成功的案例建立起来的,而监管部门对我们的认可也是在一次次的项目核查中确认的。”