

# 重组失败数量创新高 跨界并购成重灾区 监管机构频发问询函严防“忽悠式重组”

□本报记者 任明杰

并购重组市场日益活跃,交易数量屡创新高。同时,重组失败的案例也大大增加。据中国证券报记者统计,今年以来,重组失败的案例已高达77起,超过去年上半年总和。核心条款未达成一致、标的资产业绩不达标、二级市场波动、不符合相关规定,以及“黑天鹅”事件影响等成为重组失败多发的主因。同时,跨界并购,特别是热门行业的并购成为重组失败的重灾区。在重组失败的众多案例中,不乏涉嫌“忽悠式重组”的上市公司,并成为监管层严查的重点。今年上半年,沪深两地交易所向金瑞矿业等终止重组的多家上市公司发去问询函,层层逼问,严防“忽悠式重组”。



CFP图片

## 五大原因致重组失败

据Wind数据统计,今年以来,宣布终止重大资产重组的案例已高达77起,再创历史新高,而去年上半年为69起。

重组谈判复杂多变,核心条款无法达成一致,一直是重大资产重组失败的重要原因。海伦哲、新奥股份、丰林集团、新华龙、中茵股份、金鸿能源、深信泰丰、天目药业、华懋科技、万家乐、科泰电源、万盛股份、青松股份、栋梁新材等上市公司均是因为上述原因无奈半途终止了重大资产重组。

由于停牌时间漫长,在这一过程中重组标的业绩“露馅”,从而导致重大资产重组终止的上市公司也不在少数。骅威股份、金瑞矿业、齐心集团、中水渔业等公司均是因此导致重组失败。以中水渔业为例,公司原计划收购中渔环球100%股权,但因为中

渔环球2015年的实际经营业绩大幅下滑,与盈利预测水平相比有重大差异;中渔环球所处行业支持政策尚未明确,未来业绩存在很大不确定性;本次交易较长时间处于中止状态,影响了中渔环球正常的生产经营及下一步的发展规划。公司因此决定终止此次重组。

同时,二级市场大幅波动对重组谈判发挥着重要影响。以科达洁能为例,公司今年3月16日晚间公告称,受A股股票市场整体波动幅度较大的影响,公司股价亦出现大幅下跌。本次资产重组涉及交易对方数量众多,因资本市场的较大波动,交易各方对本次重组方案产生较大分歧,经多次反复沟通,无法对重组推进达成一致意见。最终,经各方充分沟通,公司决定终止本次资产重组。

还有是因为不符合相关法律法规规定,从而导致重组失败。东北电气是因为重大资产出售完成后无法维持港交所上市地位所需的足够业务运作或资产从而被港交所叫停;栖霞建设和亚邦股份则是因为不符合证监会相关规定而无奈放弃重组;潞安环能则是因为重组暂不符合《上市公司重大资产重组管理办法》对标的资产的要求而作罢。

另外,“黑天鹅”事件对重大资产重组的影响不可小觑。江山股份、德力股份、圣莱达、中能电气等多家上市公司便是因为不慎“踩雷”从而导致重组失败。其中,江山股份的遭遇最为典型,公司原本打算收购常州隆化80%股权和常州隆化35%股权,在常州外国语学校“毒地事件”爆发后,因常州隆化是所涉三家化工厂之一,江山股份无奈终止了此次重组。

## 跨界并购成重组失败多发区

在重组失败的众多案例中,跨界并购成为重灾区,特别是向游戏等热门行业的跨界并购。一方面,由于政策收紧预期的原因,很多上市公司的跨界并购“未战先怯”;另一方面,热门行业标的估值普遍高企,这也无形之中增加了难度。另外,由于游戏等热门行业业绩波动大,因业绩不达预期终止重组的也不在少数。

对于叫停上市公司涉及互联网金融、游戏、影视、VR四个行业的跨界定增并购,证监会在5月13日的例行发布会上回应称,支持符合条件的公司再融资和并购重组,目前再融资和并购重组政策没有变化。不过,据媒体报道,在实际操作中,涉及类金融的跨界并购事实上已被暂缓。对于游戏、影视和VR等资本热捧的几个行业,具体审核时则是一事一议。

在此背景下,多家上市公司的跨界并购“胎死腹中”。以零售、酒店、物流为主营业务的大连友谊原本打算收购武汉信用担保、武汉信用小额贷款、武汉信用评级、汉信互联网金融服务等多家公司100%股权。不过,公司5月18日晚间公告称,鉴于证券市场重大资产重组政策的最新变化,并考虑到目前公司及中介机构尚未取得与本次交易标的相关的国资监管部门审核文件,无法按照相关规定召开董事会并发布召开股东大会的通知,本次重组事项自然终止。

部分上市公司跨界并购的标的来自游戏等估值高企的热门行业,无形中增加了谈判的难度,因核心交易条款无法达成一致导致交易失败的案例不在少数。以方直科技为例,公司原计划进行的重大资产重组的交

易对手方为一家棋牌类游戏平台及两家棋牌类游戏公司,并拟将并购的标的打造成智力竞技、素质教育的泛文体教项目。公司最终表示,“经过多次努力,公司与标的公司股东最终未能就关键交易条款达成一致,未能在规定时间内签署重组相关协议”,因此决定终止实施该重组事项。

另外,游戏等热门行业业绩波动大,业绩情况不及预期也是失败的一大原因。以骅威文化为例,公司原计划收购掌娱天下和乐通两家公司100%股权。由于市场环境变化和取得游戏发行版号滞后等因素影响,掌娱天下2016年一季度业绩实现情况不及预期,并预计掌娱天下2016年度承诺业绩的完成存在较大的不确定性。

## 交易所严防“忽悠式重组”

近年来,“忽悠式重组”在A股市场时有出现。随着并购重组市场的日趋活跃,并购重组数量不断攀升,同时重组失败的案例也大幅增加。其中,部分公司便涉嫌“忽悠式重组”。“所谓‘忽悠式重组’就是以重组为幌子忽悠股价的行为。有的公司在公布重组预案并复牌后股价大幅上涨,大股东等相关方借机减持,随即宣布重组失败,有的公司甚至反复进行‘忽悠式重组’渲染重组预期,掩护大股东等相关方套利。这扰乱了正常的市场秩序,涉嫌内幕交易。”有市场人士在接受中国证券报记者采访时表示。

“忽悠式重组”也成为监管层打击的重点。以上交所为例,2015年,在三类重点监管情形中,除了“信息披露不公平不及时、误导性陈述、滥用直通车渠道、业绩预告”以及“违规举牌和减持股份、董监高买卖股票、关联交易、资金占用”外,“停牌不审慎、忽悠式重组”成为监管的另一大重点领域。

今年上半年,沪深两地交易所向金瑞矿业、九鼎新材、日海通讯、齐心集团、海亮股份、骅威文化等终止重组的多家上市公司发去了问询函,层层逼问,严防“忽悠式重组”。

以金瑞矿业为例,公司原计划收购游戏标的公司成都魔方100%股权。不过,公司5月20日晚间公告称,根据双方签署的协议,“如成都魔方2016年第一季度经审计的扣除非经常性损益后的经营性净利润低于当年业绩承诺金额(6000万元)的四分之一的80%,即低于1200万元的,任何一方均有权通知对方行使单方解除权”。而成都魔方2016年一季度经营业绩未达到1200万元,因此决定终止此次重组。

此消息一出,引起了市场的极大关注,上交所更是发来问询函,要求公司说明获知标的资产成都魔方一季度业绩未达到预期的时间点,并将知悉该信息的

内幕知情人名单报送上交所核查,并说明在2月3日披露重组预案,以及于2016年3月4日在回复完上交所问询函后复牌交易时,是否已知悉标的资产前两个月的经营业绩,并对2016年一季度的业绩能否实现有预期判断。

实际上,早在重组预案披露后的2月19日晚间,上交所便发来问询函,要求上市公司对标的资产估值较高和业绩承诺无法实现的风险作出说明。资料显示,2015年5月,杭州悠可化妆品有限公司将成都魔方股权转让给青岛金王时,标的资产估值为2.3亿元;2015年6月,北京紫金云投资管理有限公司将成都魔方股权转让给宁晨时,标的资产估值为2亿元;而金瑞矿业收购成都魔方的交易价格却高达7.2亿元。同时,成都魔方股东承诺标的资产2016年、2017年、2018年预测净利润分别为6000万元、8000万元和10000万元。孰料上交所的担心最终都成为现实。

## 上市公司“搭档”PE热度不减 投资项目披露寥寥 多在孵化期

□本报记者 王荣

并购市场风云变幻,上市公司设立产业基金的热情依然高涨。仅5月24日,又有京新药业、神思电子、恒星科技、长城电工、中国天楹、爱尔眼科等多家公司公告参与设立并购基金。

Wind统计数据 displays,今年以来在不到半年的时间里,A股上市公司参与设立了124只基金。其中,43只基金已完成资金募集,累计募集资金2176402万元。不过,过去一年期间,A股公司参与设立的108只基金完成了募资,只有7只基金明确了投资项目。

### 上市公司热衷搭档PE

恒星科技5月24日公告,公司于5月23日与丰利(天津)基金管理有限公司(简称“丰利基金”)签订合作框架协议,拟共同发起设立并购基金,总规模不超过10亿元,以符合“恒星科技”产业整合战略的新材料、新能源、先进制造等新兴行业的企业为基金的投资方向。

早在2015年6月,公司出资1亿元设立鼎恒投资控股,随后鼎恒投资出资1000万元参股北京嘉富诚股权投资基金管理有限公司。自此,公司开始加码股权投资,实业投资、投资管理等领域。或许受市场整体低迷的影响,公司对鼎恒投资控股的投资业绩并不理想。不过,公司仍看好新兴产业投资前景,2015年9月参与设立新材料投资基金,并于今年年初增资鼎恒投资,持续加码新兴产业投资。

以并购基金为支点,布局新兴产业在A股市场普遍存在。5月24日,又有多家上市公司公告参与设立并购基金,包括京新药业、神思电子、长城电工、中国天楹、爱尔眼科等。

以京新药业为例,公司表示,为做大做强健康产业,实现产业整合与产业升级延伸,拟与京新控股共同发起设立健康产业投资基金,基金总规模不低于10亿元,将基于医药制造、精准医疗、健康管理和移动医疗等大健康产业布局而分多期设立运作。

此外,神思电子公告,拟作为有限合伙人与普通合伙人新沃投资等共同设立沃际投资,拟认缴出资2000万元,占第一期实缴出资额的40%;原则上投资于符合有限合伙人主营或转型方向的具有成长性的未上市企业。

事实上,2011年以来,硅谷天堂先后与大康牧业、合众思壮、京新药业和升华拜克等上市公司合作设立产业并购基金。经过近几年的发展,上市公司参与设立产业并购基金呈爆发式增长,逐渐成为上市公司外延式扩展的重要方式。Wind统计数据 displays,今年以来在不到半年的时间里,A股公司参与设立了124只产业基金。其中,有43只基金已完成资金募集,累计募集资金217.64亿元。

### 部分投资标的质地优良

对于已设立的并购基金,多数上市公司并未公布具体投资项目。Wind统计数据 displays,截至5月24日,过去一年期间,A股公司参与设立的108只基金完成了资金募集,可统计的93只基金累计募集了8739355.67万元。其中,7只基金明确了投资项目。

以凯迪生态为例,公司与长安财富资产、元达信资本(北京)、和新源投资发起设立凯迪生态生物基金,基金规模为10.1亿元,目前已经完成资金募集。主要投资收购了3家生物质电厂100%股权,并向投资标的发放委托贷款。

此外,凯迪生态与东方前海投资、东润添锦投资、东润添宝投资、阳光凯迪资本共同发起设立产业并购基金,由阳光凯迪资本负责管理,基金规模为10.21亿元,基金存续年限为10年。该基金完成了对格薪源公司进行增资。

从已公布的投资标的的情况看,部分并购基金投资标的质地优良。以蓝思科技为例,公司与国信弘盛创业投资有限公司、深圳市华一创投集团共同发起设立国信弘盛创业投资有限公司,深圳市华一创投集团持有该基金2.4亿元投资汽车零售行业的广汇汽车服务有限责任公司,占该公司总股本的0.77%;2013年10月增资12.5亿元,占股本的6.42%。该投资于2014年12月退出。广汇汽车服务有限责任公司经营状况较好,去年的收入是937亿元,净利润为20.22亿元。

医药行业并购近年来兴盛,通过并购基金进行相关运作也很普遍。在7家公布基金投资标的的公司中,包括中源协和、博雅生物、通化金马等医药行业公司。运作方式主要采取并购基金先行进入获得控制权,然后再注入上市公司。

根据博雅生物此前公告,公司拟以发行股份方式购买懿康投资持有的新百药业83.87%股权;以支付现金的方式购买王民雨持有的天安药业27.77%股权。值得注意的是,博雅生物与控股股东深圳市博雅特佳投资集团有限公司控制的子公司弘瑞投资及其他方以有限合伙企业的形式共同设立了博雅高特佳医药并购基金。该基金在2015年4月和7月分两次投资了南京新百药业有限公司,累计投资金额达6.19亿元,合计持有其100%股份。

### 外延式扩张重要工具

由于具有速度快、高杠杆、收益高等优势,产业并购基金已成为上市公司进行并购重组的重要工具。其中,以医药生物、机械自动化、TMT等行业的中小创业板公司尤甚。

广发证券分析师指出,对于上市公司而言,利用金融机构的融资渠道,在进行外延并购时占用较少的自有资金。通过并购基金将项目运营孵化成熟后,可注入上市公司,降低公司直接介入新产业并购整合面临的风险。国泰君安分析师则指出,上市公司通过产业并购基金收购标的资产,可以先行进行管理及培育,减少信息不对称,充分掌握标的公司的有关信息,便于进行二次收购,将标的资产整合进入上市公司。

统计数据显示,2015年以来,上市公司共参与设立了431只产业并购基金,138只基金完成了资金募集,但绝大多数未公布投资标的。业内人士表示,这主要是因为其投资项目尚在孵化中。

根据爱尔眼科5月24日的公告,公司以自有资金1.9亿元作为有限合伙人投资设立南京爱尔安星眼科医疗产业投资中心。这是公司继深圳前海东方爱尔、爱尔中钰后在产业并购基金方面又一次扩展,有助于为公司未来储备更多优质的眼科医院并购标的,进一步完善眼科上游产业链布局。

不过,并购新兴产业有机遇也有风险。并购市场火爆,也使得上市并购相关资产后通常带来高商誉,一旦业绩不达标,会给相关商誉带来减值,上市公司的业绩也将受到影响。国泰君安分析师指出,市场对于上市公司设立并购基金依然追捧。研究发现,无论是新兴、周期性产业还是混合性产业,商誉长期相对较高的公司在成立产业并购基金后股价无明显异常收益;商誉相对较低的公司成立产业并购基金后股价异常收益更高。