

并购基金站上风口 多而不强难题待解

□本报记者 杨皖玉

近日,阿里巴巴原CEO张勇加盟并购基金晨壹投资,并购基金再次成为资本市场的焦点话题。近年来,注册制进一步走深走实以及IPO节奏放缓等因素使得资本市场逻辑生变,并购投资无论在二级市场还是在一级市场都不缺话题热度,被认为是提高上市公司质量、疏通私募股权创投基金退出通道的“良药”。

据观察,国内并购基金有近5000只,但平均规模不足4亿元。与此同时,业内人士表示,并购基金控股公司上市,以及并购基金参与上市公司并购重组方面,仍存在较多操作难点。行业亟需更多深刻理解产业、交易执行的角色,也需要体制机制等多方面的完善。



视觉中国图片

强强组合引热议

近日,离开阿里巴巴半年的张勇(花名“逍遥子”)加盟晨壹投资,与刘晓丹强强联手的消息引发资本市场热议。

一位是原阿里巴巴集团CEO,创造了“双十一”全球消费盛事的中国顶级职业经理人;一位是曾主导多次境内外重大资本运作,国内并购圈耳熟能详的“并购女王”。

晨壹投资对外公告称,张勇将和创始人刘晓丹共同担任管理合伙人,携手探索并购基金新未来。晨壹投资这一纸通稿,张勇扑朔迷离的职业去向尘埃落定,“逍遥子”与“并购女王”这一组合,更拉满了市场对并购投资的期待。不少业内人士感慨:国内并购基金时代的来临了!

由于交易复杂、周期长,并购被业界称为“资本市场皇冠上的明珠”,被认为是一种高阶的、复杂的资本市场行为。专注此类交易的并购基金,较常见的参股型股权投资,常以“控股”为目标进行股权投资,目的是通过获得企业的控制权,改善公司治理,赚企业价值提升的钱。

在官宣公告中,张勇用“巨大机遇”来形容当前并购投资面临的形势。近两年,刘晓丹曾多次对外称“并购市场拐点到来”“中国并购市场系统性机会已现”。

其实,近两年,随着经济环境和资本市场底层逻辑的改变,并购交易并不缺少话题热度。注册制进一步走深走实以及A股IPO节奏放缓等,让并购交易在一级二级市场上的重要性俱增。

一方面,自注册制实施以来,A股5000余家上市公司这一存量市场,为并购基金参与上市公司并购提供了广袤天地。“IPO爆发几年后往往催生一波并购潮。”刘晓丹说。湖南大学金融与统计学院教授刘健钧在接受中国证券报记者采访时也表示,并购基金主要并购上市公司存量股权。在全面注册制之下,地方政府等主体的“屯壳”行为将失去土壤,退市机制才能顺畅建立起来,进而给并购基金带来并购投资机遇。

A股上市公司数量增加的背后,涌动着

是产业周期转换与企业家代际交接等暗流。刘晓丹表示,产业进入成熟期增速放缓、行业周期性过剩、技术变革打破竞争格局等情形一旦出现,头部企业会自发通过并购来提升市场占有率、提高行业效率。“中国企业尤其是民营企业,正在经历新一轮代际传承。很多企业的二代、三代,对家族股权的开放度越来越高。”晨哨集团CEO王云帆对中国证券报记者表示。

另一方面,在非公开发行市场——一级市场上,随着IPO节奏放缓,私募股权创投机构退出“主渠道”受阻,并购基金被部分机构看作实现资本有序循环的“救命稻草”。“截至2023年末,私募股权行业整体已经达到14.3万亿元的存续规模,基金数量超过5.4万只,当前处于退出期的超过一半,‘退出堰塞湖’现象已非常显著。”中信资本董事长兼首席执行官张懿宸说。

面临多重发展难题

近日,监管方面表示,为进一步适应新质生产力的发展需要,对发行上市、并购重组、股权激励等制度进行必要的调整完善,增强制度的包容性。

一家小型私募机构创始人对中国证券报记者表示,今年以来,监管部门不止一次召开关于支持上市公司并购重组的相关会议,推动上市公司高质量发展的信号很明显。

无论是从并购投资发展的内在规律,还是从当前政策呼吁的方向来看,并购基金的春天似乎真的要来了。

中国证券报记者近日采访了多家头部私募股权投资机构负责人,受访人士普遍表示,对于发展并购基金,业内喜忧参半。

“并购基金多而不大,大而不强,能够操盘并购交易的管理人很少。”某头部PE总经理对中国证券报记者表示。

清科研究中心统计,2023年度中国企业参与的并购交易活跃度稳步提升,并购案例数总量2654起,同比增长4.7%;涉及交易总金额近1万亿元,受大额案例浮动的影响,同比小幅下滑2.7%。

这一数据背后,央国企通过并购重组提升核心竞争力、龙头企业产业整合、传统产业转型升级等目的并购仍是主流,鲜有并购基金所参与的并购项目。

从新成立数据来看,2023年度全市场募集成立的并购基金仅有29只,募集规模合计535.27亿元,占总募集规模的2.9%。要知道,一项并购交易常常动辄几十亿、上百亿元,因此过去一年500多亿元的成立规模,对于并购市场来说,只能用“乏善可陈”来形容。

在保有量数据上,我国并购基金仍以中小规模为主。中国证券投资基金业协会数据显示,截至2020年年底,并购基金管理人数量共计2473家,共管理4818只并购基金,合计管理规模为18119.42亿元,并购基金平均规模为3.76亿元。

即使是多次操盘并购交易并成功的刘晓丹,在2019年成为并购基金创始人后,交出来的并购成绩单也难以称得上“优秀”。目前,可以查询到的并购案例仅有2024年开年迈瑞医疗溢价收购惠泰医疗控制权一例,其中收购的部分股份来自于晨壹投资。

一方面,即使并购基金可以作为PE/VC机构退出的选择,但并购基金控股某项目后,多数时候也需要通过IPO进行退出。“当前的监管政策下,多数基金特别是市场化程度较高的并购基金,其控股的公司难以在A股IPO上市。”张懿宸表示,监管部门主要担忧该类基金的实际控制人难以穿透确认,会影响发行人上市后的控制权稳定。

另一方面,在参与上市公司并购重组方面,并购基金目前仍有较多操作难点。张懿宸举例说,多数消费、医疗、新经济领域企业短期内难以实现上市,这些公司能否通过被并购重组的方式间接上市,目前缺少明确监管指引。

行业期待“造雨者”

在并购市场,能够成功撮合并购交易的角色被称为“造雨者”。在部分业内人士看来,中国并购基金的发展需要天时、地利,也需要“人和”,而“造雨者”是人和中不可或缺的一

部分。

“并购交易,是非常个性化、非常复杂的交易。打个比喻就像两个人的婚姻。造雨者是促成交易的关键,需要非常多元化的能力。除了审时度势,对经济、政治大环境的把握,还有对产业的深刻理解,对交易执行的专业度,更关键是对买方、卖方需求的深入把握。”王云帆称。

“张勇与刘晓丹的强强联合,给并购基金打了一剂强心针,业内很期待这对组合带来的示范效应。”有PE人士对中国证券报记者表示。

KKR投资集团合伙人孙铮曾在接受中国证券报采访时表示,“找对人”是促成并购交易的关键因素之一。他表示,这里的“人”既包括对行业真正有深入了解的专家和顾问,也包括并购后操盘企业的管理团队。并购项目的专家,需要对企业的经营、管理、运营都有深入的见解,最好还能帮助并购基金筛选合适的管理团队,甚至在某些情况下直接担任被投企业的董事或者高管。如果是一个整合型并购的交易,找对操盘的CEO是项目成败最关键的因素。因此,遴选和积累专家和人才库,是并购基金成功的一个关键要素。

“需要设立更多的并购基金,提供优质资本支持。”中关村大河并购重组研究院院长王雪松表示,一级市场的退出业态应该是健康和多元的,当IPO从增量市场变为存量市场,并购等退出方式将逐渐受到重视。

此外,在并购基金生态方面,业内人士认为仍有多项机制待完善。

张懿宸表示,第一,可以积极研究放宽并购基金控股的公司A股上市的可行路径。他表示,多数并购基金运营时间较久,虽长期处于无实控股东状态,但经营稳定,单只基金存续期通常在10年-12年,奉行价值投资和长期投资理念。参考中国香港、新加坡等亚太成熟资本市场经验,并不排斥该类基金作为控股股东的公司上市,这也有助于保持市场交易的活跃和理性。第二,研究消费、医疗、新经济领域企业通过被并购或重组方式登陆A股市场,或积极引导和鼓励这些企业实现H股上市。第三,为并购基金通过接续基金实现投资人退出提供更清晰、合理的政策支持和指引。