

PE引领并购市场创新

海外并购孕藏爆发点

□本报记者 任明杰

星火燎原的“PE+上市公司”模式不断引领着国内并购市场的创新。业内人士指出，随着国内并购市场日益火爆，特别是海外并购的兴起，PE机构有望发挥更大的作用。



IC图片

引领并购市场创新

作为并购市场上的重要力量，PE的创新之路似乎没有止境。

2011年9月，硅谷天堂与大康牧业联手设立了长沙天堂大康基金，在国内首创了“PE+上市公司”的并购模式；2013年9月，硅谷天堂受让长城集团1.32%，通过入股上市公司，硅谷天堂将“PE+上市公司”模式进行了升级。到了2014年，这一模式不断被复制，复星系、中植系等众多PE机构纷纷试水“PE+上市公司”模式。在日益活跃的国内并购市场上，PE逐渐成为市场创新的一股主要力量。

硅谷天堂执行总裁鲍锐告诉中国证券报记者，“PE+上市公司”模式的不断创新是多种因素作用的结果。“一直以来PE退出渠道狭窄，让很多PE机构开始考虑并购这一退出渠道；同时，中国经济转型背景下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，很多PE自然想到了与上市公司合作的

模式。在帮助上市公司提升价值的同时，PE可以分享升值的部分。‘PE+上市公司’的模式也从最初的与上市公司联手成立并购基金的模式发展到现在的人股上市公司的模式。”

作为“PE+上市公司”模式的首创者，硅谷天堂又将“PE+上市公司”模式引入到新三板。亿童文教近日公告称，与硅谷天堂签署了《财务顾问协议》，亿童文教将聘请硅谷天堂担任收购与兼并等资本领域业务的财务顾问，由硅谷天堂向公司提供并购方案设计、财务与法律尽职调查、引荐投资人等服务。

以往新三板公司在很大程度上只是上市公司并购的围猎场。而随着新三板的扩容，一批有并购能力的新三板公司开始凸显。“目前在新三板挂牌的公司多达2000多家，并涌现出了一批行业龙头，有一些公司的实力甚至比中小板和创业板公司的实力还要强，他们自身有并购需求、孵化的需求、创新的需求，在公司

发展的过程中也会有与外部机构合作的需要。我们将‘PE+上市公司’的模式引入到新三板也是顺势而为。随着新三板的壮大，‘PE+上市公司’的案例预计会越来越多。”负责亿童文教项目的硅谷天堂董事总经理乐荣军对中国证券报记者表示。

“PE+上市公司”模式作为市场创新，有利于促进并购重组市场化发展，有效整合各类市场资源，促进上市公司积极利用并购重组实现产业转型和升级。同时，并购基金通过外部融资，放大杠杆，有利于提高资本运作效率。对于PE机构来讲，提前锁定特定上市公司作为退出渠道，提高了PE投资的安全性和流动性，同时还能分享上市公司重组整合收益。

“‘PE+上市公司’的模式无论如何创新，本质上都是为了提升公司的价值，只要有利于提升公司的价值，很多创新都值得去探索。”乐荣军表示。

两大操作手法并行

业内人士表示，对于“PE+上市公司”投资模式，PE机构通常会获取上市公司部分股权，主要有两种模式，成为不足5%的小股东，或成为有较大影响力的股东。然后PE机构和上市公司或其关联方通过成立并购基金或设立公司等方式搭建并购平台，或者双方直接签订市值管理协议或并购顾问协议约定利益分配方式，捆绑成利益共同体。PE机构根据上市公司的经营战略寻找并购标的，进行控股型收购。二者联合管理并购标的，并在约定时间将其出售给上市公司。

其中，“成为不足5%的小股东”以硅谷天堂较为典型。从硅谷天堂入股上市公司的众多案例来看，其持股比例普遍不超过5%：长城集团入股1.32%股份，后增持至4.67%；精伦电子持股5.00%；通威股份持股4.83%；赞宇科技持股3.84%；鸿路钢构持股4.10%；浩物股份5.00%……人股方式上则比较多样，定增、二级市场买入、大宗交易等手段都有展现。

“我们不寻求控制上市公司。”鲍锐表示，“与其他小股东‘用脚投票’不一样，我们选

择‘用手投票’。在帮助上市公司改变、提升和创造价值的同时，我们赚取增值的部分。”

以中植系为代表的PE则选择成为“有较大影响力的股东。”去年3月，中植系旗下的中植资本、嘉诚资本、常州京控参与中南重工的重组方案，重组后成为中南重工的第二大股东；7月3日，中植系旗下的常州星河资本、拓洋投资参与康盛股份的定增，发行完成后成为康盛股份第二大股东；7月23日，京控泰丰参与超华科技定增，发行完成后成为其第二大股东，而京控泰丰的合伙人为常州京控资本和常州星河资本，两者均属中植系……

“中植系入股上市公司也是为了通过推动上市公司并购实现成长，只不过中植系希望能获得更大的主导权。但同时为了退出方便，他们不会谋求控股权，这是中植系入股上市公司的一大特点。此外，其入股方式上多采用定增的手段。”一接近中植系的人士告诉中国证券报记者。

当然，不同PE在入股上市公司股权比例上的不同，除了与PE自身的投资理念、操作方

式等有关外，也与其自身结构有关系。以中植系为例，其旗下包含了信托、新金融、财富管理、金融投资、矿业及并购六大板块。其中，中融信托则是整个中植系运转的心脏。资料显示，中融信托前身为哈尔滨信托投资公司，成立于1987年。去年6月，中融信托将注册资本从16亿元增加至60亿元，一跃成为国内信托公司中注册资本仅次于平安信托的第2名。中融信托的存在也保证了中植系能以巨量资金不断出击，并屡屡通过定增成为上市公司的二股东。

乐荣军告诉中国证券报记者，与并购市场上的其他机构相比，PE某种程度上更加专注，而且PE本身通常有很多股权投资，涵盖企业发展的各个阶段，对很多行业和很多企业有着更为深刻的理解；PE在寻找和筛选项目方面往往更有经验，PE自身就投资了很多项目，在帮助企业寻找和筛选并购标的方面能提供更多项目资源。“并购市场容量足够大。随着并购市场的持续火爆，PE在未来的并购市场上将发挥更大的作用。”

海外并购重要力量

Wind数据显示，2007年—2014年间国内上市公司共发生5987起并购；而2013年—2014年的不到两年间，共发生并购2544起，占比高达42.5%。持续井喷的并购市场也成为PE机构的掘金洼地。同时，业内人士告诉中国证券报记者，海外并购将是并购市场新的爆发点，PE机构有望在海外并购的过程中发挥更大的作用。

普华永道发布的报告显示，2014年全年中国地区企业并购交易创历史新高，其中，PE成为参与海外并购的重要力量。老牌PE弘毅投资在2014年海外并购市场上的动作尤其引人关注。2014年7月，弘毅投资宣布斥资9亿英镑（折合人民币约95.5亿元），全资收购英国连锁餐饮品牌Pizza Express，创下欧洲餐饮行业过去5年来的并购金额纪录。

而作为“PE+上市公司”的开创者，硅谷天堂早在2012年便在海外并购市场有所尝试。

2012年11月，游走在保壳边缘、停牌4个月之久的博盈投资抛出上市15年来的首个定增预案，募资额高达15亿元，是自身资产规模的两倍，甚至超出其当时的市值水平（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）的价格并购而来，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。

除了自身进行海外并购或海外并购后再转手卖给国内企业外，PE在国内企业直接进行海外并购的过程中也发挥了重要作用。以弘毅投资为例，2008年弘毅投资与中联重科、高盛和曼达林基金耗资2.71亿欧元，全资收购世界第三大混凝土机械制造商意大利CIFA公司，此次并购被普遍认为是中国最成功的跨境

并购案例之一。

2015年，国内企业进行海外并购有望更上一层楼。3月10日，法国证监会宣布复星国际成功收购法国度假村运营商地中海俱乐部(Club Mediterranee SA)；3月12日，复星又耗资9185万英镑入股英国休闲旅游集团Thomas Cook，占其目前已发行普通股股本的5%，并后续有意继续增持股份至10%。

“与国内企业直接去海外市场寻找并购标的相比，通过PE进行海外并购主要有两方面优势：一方面，PE与企业相比，往往更熟悉并购市场，渠道更丰富，通过PE往往可以提高海外并购的专业性和成功率；另一方面，很多时候，作为并购方的企业往往不方便直接与并购标的进行谈判，通过第三方的PE进行接触和谈判往往更有利。”北京一位PE界人士对中国证券报记者表示。

环保并购基金渐成产业催化剂

□本报记者 刘兴龙

随着雾霾、污染等问题越来越受到关注，环保成为了公众关注的焦点。在上市公司层面，环保类公司正在积极通过并购扩大环保产能和覆盖领域，在此期间，上市公司参与筹建并购基金的行为渐趋频繁。市场人士指出，这类由行业内的上市公司参与发起，以实业为基础的产业并购基金体现了“产业资本”与“金融资本”的利益诉求的高度互补性，有助于环保产业的快速发展。

并购基金成风

2015年3月3日，万邦达与昆吾九鼎投资管理有限公司签署了《共同发起设立万邦九鼎并购基金之战略合作协议》。公司此次发起设立万邦九鼎环保产业投资基金，将作为公司并购整合环保产业优质资源的平台，聚焦“大环保”产业链上下游具有重要意义的相关标的，充分发掘在工业水处理、市政水处理、烟气治理、固废处理处置、节能减排等方面的投资机会，服务于公司的外延发展。

3月7日，三泰控股公告称，公司使用自有资金10000万元参与设立“西藏联合股权并购投资基金”，占10%股权。联合并购基金重点投资领域为互联网金融、社区金融、科技、媒体和通信；医疗服务及医药、能源、燃气、环保等行业，并将优先与基金的出资人等相关部门合作，通过并购重组方式推动出资人产业整合与升级，分享企业成长价值。

事实上，随着环保产业的需求不断增长，环保企业的业务范围正在扩大，原本一些细分行业龙头也在纷纷涉足更多的环保产业链，衍生出更多的并购需求和机会。万邦达就提出，成立并购基金，加快公司并购扩张步伐，打造综合性环保服务商。根据公司中长期发展规划及战略布局，公司致力通过5年时间，发展为全方位服务、全寿命周期服务、多工业领域覆盖及多元化发展的“两全两多”的综合性环保服务商。

环保类上市公司参与筹建并购基金的数量增多，既是行业发展的需要，同时也顺应了并购市场的变化。2009年之后，随着企业债

的推广等一系列措施的推行，为并购基金的设立和交易提供了更多的工具，并购基金进一步获得发展。最近，并购基金发展再获支持，《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》中明确鼓励各类财务主体通过设立并购基金参与兼并重组。证监会近日发布的《上市公司重大资产重组管理办法（征求意见稿）》中，也针对并购基金等投资机构新增了相应鼓励性条款。并购基金的发展环境正不断成熟和完善。

双赢模式受追捧

环保类上市公司参与并购基金因组织、控制以及分工模式不同有多种类型，但共有的最主要的特点是该模式以上市公司收购目标企业为退出渠道。市场人士介绍：“这种模式对于上市公司而言，一方面可以利用专业的投资团队及其便利的融资渠道，放大杠杆，为公司储备更多环保并购标的；另一方面将环保收购标的在并购基金下面运营一段时间，待孵化成熟后再注入上市公司，降低并购风险。此外，国内绝大部分的PE退出渠道都高度依赖IPO，但目前IPO渠道依然拥堵，对于PE等机构来说，待项目成熟后让上市公司收购，即降低了独自孵化项目的风险，也拥有了一个更为理想的退出途径。”

一位PE机构合伙人指出，“我们认为产业基金对于环保产业来说意义主要体现在以下几个方面。首先，对于并购重组，环保企业更加擅长‘战略’，即对业务协同的规划，而投资机构更加在行‘战术’，即并购的专业的专业化操作。二者结合可以发挥各自所长，提升并购重组的绩效。其次，环保企业仅需部分出资，投资风险和资金压力都有所降低。杠杆收购对于流动资金较为有限的环保企业而言意义重大。第三，对于上市公司来说，不以公司为收购主体可便于规避一些因并购触发的审核、披露义务，提升了收购效率。近日披露的环保上市公司参与成立并购基金并非个案，而是环保产业在资本市场的发展趋势之一。而这种上市公司和投资机构共同建立的模式因其特殊的组织和运行模式，或将成为推动环保并购浪潮到来的关键力量之一。”

新三板大扩容为PE营造新机遇

□本报记者 刘兴龙

新三板无疑是2015年资本市场的热点词汇，随着行情的爆发和流动性释放，新三板未来发展被寄予厚望。业内人士表示，目前不少PE/VC机构开始布局新三板公司，随着新三板扩容加快，未来将为PE/VC提供更大资本运作空间。

新三板公司寻求并购渠道

新三板“移动互联第一概念”点点客，因其收购微巴信息100%股权而一天暴涨95%，这引来了更多新三板公司主动并购的遐想。2014年8月做市商制度落地之前，新三板公司更愿意被上市公司收购；但随着做市开展及股性活跃，尤其是今年以来，做市的新三板公司已经不甘于被别人并购，筹谋以“定增+现金”方式主动出击去收购成为这些公司主流心态。

事实上，除点点客外，目前还有不少新三板公司在筹划主动并购计划，比如沃捷传媒拟收购科伦比亚户外传媒广告公司。一家已做市的新三板公司高层向中国证券报记者透露，其所在公司正在筹划并购事项，并购的主要为产业链上下游企业，目前还在筛选并购项目。“实际上，很多新三板公司在筹划或开展并购，只是有的还没有公告出来。”该人士直言。

对于开展外延并购的原因，上述人士总结归纳了三点原因：首先，登陆新三板后，中小企业具备一定的资金实力，有能力拓展产业链并购并购；其次，公司可以通过定增股份方式实施收购，多了一种低廉的收购支付方式，而原来必须用现金支付；第三也是最重要的原因是，做市企业股票流通性强、交易活跃，投资者对公司有较强的的信心，就会比较踊跃参与公司发行股份收购事项。这也正是目前实施自主并购的主体以做市企业居多的原因。

虽然从过往案例看，多数新三板公司的重组都是被上市公司并购。但随着新三板市场内企业规模的分化，这种现象及心态正发生逆转。有新三板公司董事长告诉中国证券报记者，“很多新三板企业已经不愿意被A股并购了，理由很简单，新三板交易制度在不断完善，分层制度等也会陆续出台，企业如果能做市，PE平均已达到40多倍，基本上和创业板的市盈率差不多。而从之前被A股收购的新三板公司案例看，其收购时估值对应的市盈率均未超过20倍。”

扩容营造并购温床

新三板定增融资日益火热。数据显示，今年2月有86家新三板公司公布增发预案，累计拟定募资19.62亿元。拟融资企业主要分布在计算机、电子制造、专业设备制造等高新技术领域。其中2月完成的新三板定增52次，包括46次已挂牌公司股票定增和6次“挂牌即定增”模式，发行融资总额13.81亿元。

新三板的并购和融资需求大量涌现，使得PE/VC自身拥有了对接资本市场的窗口。投中研究报告指出，在当前资本市场监管体制下，私募股权投资机构很难直接在A股上市，在新三板挂牌恰恰是当前最佳选择。九鼎投资之前曾有两笔巨额融资，一方面，同创九鼎对原基金LP进行定向增发，购买LP持有的基金份额或全部份额，将LP持有的基金份额换挂牌公司的股份；另一方面，同创九鼎对新投资人进行定向增发，募集大量资金。在稍后一两年内，该模式有望在股权投资市场中陆续复制、进化，预计将有三五家机构在未来几年内相继挂牌新三板，进而尝试登陆A股市场。

除定增融资外，挂牌企业以转板或被并购方式融入A股市场是实现募资诉求的另外两条关键渠道。已披露信息显示，新三板挂牌企业有8家成功转板（注：是指从新三板撤牌再重新IPO，不等于目前新三板推进的转板机制）；截至去年底，有13家企业被并购，其中9家企业被上市公司并购。另外，挂牌企业也作为并购方参与到交易中来。而随着新三板越来越受到资本市场关注，让投资者看到转板带来的巨大收益，即先让所投资企业在新三板挂牌，通过并购等方式快速成长，然后通过转板上市退出获利。

近年来PE/VC和上市公司的捆绑越来越多。而从新三板的爆发情况来看，通过投资新三板的企业再被上市公司并购后退出，不失为一种上佳的操作模式。新三板企业除作为优质的并购资源而备受瞩目之外，挂牌公司也在积极加入到并购大军中来。自2014年以来，已有部分新三板公司通过定向增发进行并购重组。由于并购市场持续火热，通过定向增发方式筹集资金进行并购的案例会越来越多，这对PE/VC而言同样是一个新的操作机遇。

业内人士预计，2015年底新三板总挂牌公司数量有望达到或突破3000家，2016年总量预计达到5000家左右，将为资本运作提供更大空间。