



CFP图片  
制图/尹建

## 并购基金“僵尸”遍地

# “PE+上市公司”模式遭遇拷问

□本报记者 张莉

### “僵尸基金”泛滥

自2011年以来,以“PE+上市公司”模式为主设立产业并购基金规模一度呈现“井喷”状态,而经历市场大幅波动之后,如今这些并购基金的运作却陷入了“毫无进展”的尴尬境地,并引来监管部门的高度关注。与成立之初掀起的资金狂潮相比,这类有外部投资机构深度介入的并购基金逐渐沦为“僵尸基金”。

日前,上交所对某上市公司去年筹备组建规模达数亿的产业并购基金进展情况进行问询,要求公司说明筹备该基金时未披露实质性内容且长期无进展的原因,以及披露该事项开展具体内容及相关不确定性和风险。无独有偶,4月份,深交所对某上市公司20亿并购基金的情况发出关注函,要求公司说明确定首期规模的依据及合理性、上市公司与投资机构双方是否存在真实的并购基金设立意向及计划、首次披露时未充分揭示“短期内无法设立并购基金”风险的原因。

实际上,上述“运作无进展”的并购基金并非孤例。有数据统计显示,2014年,“PE+上市公司”模式设立的并购基金接近200个,规模超过2000亿元,但除了上市公司公布相关并购基金设立计划的公告引发股价暴涨效应之外,后续没有下文的比例高达64%以上,“并购基金”泛滥成灾,无疑让监管部门和市场深感疑惑。

在业内人士看来,“僵尸基金”的形成原因复杂多样,其核心主要在于设立基金管理的运作机制设计不成熟,投资机构和上市公司双方之间利益冲突明显,最终令并购基金名存实亡。

“有很多并购基金成立之初,在基金管理方面,上市公司与投资机构双方的责任分工相对模糊,合作的具体方式难以敲定。同时,上市公司产业转型的需求与PE机构本身的短期利益诉求和退出需要之间,存在矛盾且对接不佳,造成双方沟通失去效率,而令这类合作协议流于表面而缺乏实质的后续方案。”一位熟悉并购基金运作的投资机构人士指出,在基金成立之后,涉及标的项目进展的节奏、并购中的细节衔接以及收购后的资源整合等一系列环节,任何环节出现利益的冲突,都可能让并购基金难以运作下去。此外,在最初股权设计方案中,如果上市公司和投资机构之间的控制权问题出现分歧,同样也令这样的合作貌合神离。

另一方面,从过去并购市场的资

近日,部分筹备已久的并购基金因长期没有取得进展而被交易所问询,从而引发各方关注。与此前上市公司热情牵手PE机构相比,一大批“僵尸基金”的出现开始成为资本市场的独特景象,而这也让曾被资本市场热炒的“PE+上市公司”模式遭遇发展的瓶颈。

在业内人士看来,在实践操作中,“PE+上市公司”模式牵涉多方利益,后续运作往往不及预期,事实上,出现项目纠纷的案例也不在少数。而“僵尸基金”的增多,也令“PE+上市公司”这类缠绕多重资本链条的新型模式逐渐开始失去神秘光环,其中涉及的炒作股价、项目退出困难、收益单薄等问题频频暴露,更让市场人士担心“PE+上市公司”是否已经模式破产。

不过,据熟悉并购基金运作的人士表示,尽管在履约和退出等问题上,合作各方存在不少分歧,但并不代表“PE+上市公司”模式走向历史。相反,在当前并购重组时代,并购基金在方案设计、合作机制等方面进一步完善后,依然能够成为市场主流。

本流动脉络来看,多数并购重组的标的往往迎合二级市场的热点或主题炒作,以此制造虚高的估值高峰,而这些以新型模式运行的并购基金,实际上也难以逃开“估值制造、市值管理”的短期投机冲动,“僵尸基金”出现便在所难免。

据深圳某私募机构人士分析,过去出现的不少并购基金,都是借着市值管理来做并购交易,迎合市场热门题材装入资产,通过设立并购基金的利好消息来提升股价,维护市值。“一些并购基金的成立本身就是跟风或者盲目炒作题材,其后续运作既缺乏实质的规划,也没有合适的项目资源入手。还有少数并购基金的运作甚至在最初就预先谈好大致的股价框架以及上涨幅度预期,纯粹是以短期博弈股价为主,与上市公司本身的产业布局和规模扩张关系不大。”

一位券商投行人士指出,目前中国的并购式基金还缺乏专业的职业经理人和完善的公司治理文化,收购股权后可能难以进行专业的管理和整合,未来资产流转的效率也会受到影响。“可以看到身边原来在银行、信托、从事与投行业务无关的人士在这几年开始陆续转行加入并购基金,但糟糕的是,很少有人能够专业和精准地选择项目并进行调研,一拥而上的最终结果,就是把并购基金给玩坏了。”

### 多个利益方联手做局

“僵尸基金”的泛滥,无疑让曾

经备受资本市场关注的“PE+上市公司”模式遭遇多重拷问。一方面,运作不佳、收益单薄、退出困难、商誉减值的情形越来越多,让这类模式难以发挥原有预期的优势;另一方面,其背后资金链条的复杂、内幕交易的可能以及信息披露的不透明,也让这种创新模式更容易踩上监管的红线,其原有的神秘光环正在逐渐消退。

2015年10月,曾牵手打造首例“PE+上市公司”模式的硅谷天堂与大康牧业之间因上市公司履约问题造成合作未达预期而对簿公堂,引发了坊间热议,并一度让“PE+上市公司”模式受到非议。硅谷天堂相关人士曾就上述纠纷回应称,与大康牧业的合作模式存在缺陷,即上市公司发展战略的决策变更风险引发双方合作的失败。

尽管这类由于战略决策变更导致的明显败局并不是多数,但对于上市公司和投资机构而言,“PE+上市公司”模式在实践中仍然存在诸多问题,其优势也难以发挥。仅从基金的业绩而言,2015年年报披露的信息显示,多家涉及设立并购基金的上市公司,其收益状况并未体现在财务报表中的“现金红利”一栏中。

据券商人士分析,不少并购基金设立之后,并没有实质的项目运作,孵化的项目失败,或者项目没有实现退出,其收益状况表现不佳。“排除存在上市公司和PE联合炒作股价的成分之外,真正想通过这类模式为上市公司的产业布局和收益增长带来贡

献的,实际上也会遭遇很多现实问题,包括募集资金的落地、投资项目的挖掘以及团队合作的运行等等。目前资本市场中并购重组的话题不断,加上新三板市场的兴起,市场上不乏投资资金,但真正的好项目却非常难找。”

另一方面,由于“PE+上市公司”模式涉及多方利益,介入者众多,其背后的资金链条相对复杂,无论是上市公司还是投资机构,都需要投入相对的时间和资金成本,消耗较大。“普通的并购交易就有上市公司、银行、投资机构甚至有人脉关系的资本中介,同时还存在一些专职为并购交易牵线搭桥的资本掮客参与其中,利益链条很长。”上述并购基金相关人士指出,这种涉及多方的并购基金模式往往会存在利益激烈博弈的情况,同时也难以避免内部人控制的问题,很难保证是否存在上市公司高层和利益方联手做局,以关联交易的方式实现股价操纵和利润套现、掏空上市公司的情况。

实际上,对于以“PE+上市公司”模式为主运作的并购基金存在的问题,近年来监管部门也开始加大监管力度,对可能借市值管理之名实施股价操纵的“越线”行为和模式高度关注。据接近监管部门的人士指出,当前上市公司对市值管理的认知存在较深误区,将市值管理等等同于股价管理,部分通过操纵股价或进行资本运作来影响和抬高市值,实质已经背离市值管理初衷,并触及内幕交易、操纵市场等禁区。“现在上市公司非常热衷做市值管理,但有些忽视公司主营业务,而专注在通过资本运作和机构介入来推高股价。一些可能引起风险的创新模式进入市场很快会被其他公司效仿并复制推广,上市公司也会陷入题材炒作、股价操纵的误区,对整个市场运行带来不好的示范效应。”

由于存在的缺陷较多和监管趋严,不少上市公司也开始对引入外部投资机构、设立产业并购基金的方式逐渐谨慎起来。有上市公司人士坦言,直接收购标的项目对于上市公司而言实际上更为便捷,除非需要同时进行审核操作的并购项目较多,很多情况下并没有必要设立外部的产业基金。另有专家提出,当前借道并购基金概念拉升股价的空间不大,实际操作的过程也非常繁琐,而并购基金的“僵尸”状态令各方付出不小代价,也让上市公司逐渐开始放弃“PE+上市公司”模式。

### “PE+上市公司”热潮难退

不过,尽管存在诸多瑕疵,但并不代表“PE+上市公司”模式已经破产。在业内人士看来,尽管在履约和退出等问题上,合作各方存在不少分歧,但当前资本市场已经迎来并购重组的黄金时代,这种由上市公司和PE机构共同参与的并购基金依然是当前市场的主流。

据投行人士分析,当前并购市场火爆,各方对于上市公司设立并购基金依然追捧。公开资料显示,今年以来,有130多家上市公司与各类机构成立并购基金,仅6月单月,就有43家上市公司参与设立产业并购基金,总规模预计达到635亿元,投资方向主要集中在积极寻求变革的文化、体育、教育、传媒等新兴轻资产行业。而此前闹出纠纷的大康牧业和硅谷天堂,也在今年年初达成和解,公告披露,将共同发起设立总规模为50亿元的农业产业并购基金。

上述私募人士也指出,“上市公司+PE”模式依然是目前并购市场中非常流行的玩法,且运作有序后也能实现多方共赢的局面。“对于资金实力有限的上市公司而言,并购基金的介入既可以通过杠杆化操作撬动较大的收购资金金额,也可以利用PE机构的金融资本优势筛选项目,降低并购的不确定风险。对于PE机构而言,通过参与并购基金可以提前锁定退出渠道,享受上市公司收购完成后股价上升的增值收益。”

有法律人士指出,在考虑“PE+上市公司”为主的并购基金业务时,需要注意几个方面:一是上市公司对目标公司实施“控制”时点,上市公司应在一次收购完成后就介入目标公司的经营管理,控制权判断以实质形成的原则为主;二是避免上市公司实际控制人侵害上市公司利益的情况发生;三是避免出现上市公司与并购基金之间的交叉持股现象。

而对于如何避免“僵尸基金”的出现,一位熟悉产业整合的专业机构人士分析指出,产业并购基金是否成功,取决于基金运营是否以产业整合为最终目的,这就要求产业整合方拥有一票否决权以及相关的兜底协议,同时配备专业团队来支撑基金的运营。“产业整合需要产业资产包来支撑,仅靠一两个单一的项目作为起点来设立产业并购基金略显力不从心,也迟早会成为有头无尾的僵尸基金。”