



重组过会6月陡增 并购基金“新玩法”另辟蹊径

□本报实习记者 刘宗根

审核提速

上半年的最后一个工作日,有5家企业并购重组项目过会,单月过会数量合计超过20家,环比增幅约一倍,远超前5个月的平均值,引起了不少关注。业内人士预测,年中突然放量,释放信号意味明显,并购重组正在逐步回升至过去两年的水平。

对于此说法,北京一大型PE机构投资总监并不认同。他认为,现阶段确定回暖还为时尚早。“并购重组本身并没有加速,只是监管层的审批速度加快了。”

天风证券分析师徐彪介绍,从上市公司因重大资产重组停牌的数量来看,年初以来因为重大事项停牌的上市公司数量在4月达到高峰,4月以来因重大事项停牌的比例始终保持40%以上。目前来看,并购重组数量提升初见端倪,但仍有待进一步确认信号的出现。

据记者粗略统计,今年前5个月,并购重组上会的家数分别为10家、6家、14家、11家、11家,而6月份合计共有23家并购重组上会,其中21家过会,环比增幅约一倍,提速明显。

对比历史数据,今年6月份的上会数目并不算高,可以说是中规中矩。Wind统计显示,2014年-2016年并购重组的上会家数分别为194家、337家、268家,平均每月的上会数量分别为16家、28家、22家,其中,单月并购重组上会最多的是2015年9月份,上会数量为44家。

徐彪认为,去年6月,重组新规出台使得借壳上市的难度加大,市场“炒壳”情绪得到有效限制,但也波及到了上市公司一般的资产重组行为。虽然新规给出了新老划断的过渡期安排,但去年的并购仍然整体放缓。

实际上,眼下除了并购重组审核提速,审批程序也在简化。此前证监会副主席姜洋在中投论坛2017暨“一带一路”与跨境投资CEO峰会上表示,2014年以来,证监会在并购重组市场化改革方面采取了一系列措施,取消简化并购重组行政审批,目前90%的上市公司并购重组项目已经无需证监会审批。

2017年6月中旬,证监会主席刘士余在中国证券业协会第六次会员大会上表示,证券公司不能只盯着承销保荐,更要在并购重组、盘活存量上做文章,为国企改革、化解过剩产能、“僵尸企业”的市场出清、创新催化等方面提供更加专业化的服务,加快对产业转型升级的支持力度。

“从去年开始,监管层一直是鼓励并购重组的,这个大方向未来也不太会调整。目前A股有大量的上市公司持续经营能力不佳,甚至沦为壳公司,需要通过并购重组来重塑上市公司基本面,支持产业转型升级。”前述投资总监说。

对PE机构来说,刚刚过去的6月或许有些不同,因为并购重组审核突然加速。据记者粗略统计,合计有超过20家并购重组申请在6月份获得通过,远高于前5个月的平均值。加上近期监管层在多个场合表示支持并购重组、产业整合,并购市场将回暖的猜想一时间成了资本市场热议的话题,不少手握并购重组项目的PE机构期待转机由此出现。

自去年IPO加速以来,项目估值飙升,优质标的成了稀缺资源。再加上再融资和减持新规先后出台后,定增融资受到影响,退出期限延长,主做并购重组业务的部分PE机构受到不小冲击。对此,为了实现并购和融资,市场上出现一些新玩法,即通过上市公司的子公司与并购基金等资金方进行股权融资,募集资金用于收购资产,实现变相融资和并购。

并购“新玩法”

“现在很多PE都在往并购业务方向转,最近我们公司与一家上市公司大股东联合并购了一项德国资产,整个交易历时一年半,目前交割已经完成。”前述投资总监表示。

年初以来,加码产业整合和并购业务的PE机构不在少数。今年6月份,九鼎投资董事长蔡雷在中国风险投资论坛提出了九鼎的“见龙计划”。他认为,当前中国PE行业已告别过去的典型高成长投资和Pre-IPO上市型投资的阶段,进入到以整合型投资为主的阶段。而“见龙计划”即是“1+N”产业整合投资作为PE投资的主线,具体来看,就是选择具有发展潜力的细分市场龙头企业或准龙头(即“1”)作为投资标的,在助推龙头企业内生增长的同时,支持龙头企业实施行业内、产业链上下游、境内外的持续整合(被整合对象为“N”)。

目前来看,国内不少并购重组背后都有PE

机构的参与。以高新兴为例,今年6月下旬,其公告称通过发行股份及支付现金相结合的方式,购买凯腾投资、亿倍投资、亿格投资、亿泰投资四家投资机构合计持有的中兴物联共计84.07%的股权,交易价格为6.81亿元。

公开资料显示,凯腾投资是PE凯利易方旗下的一只基金。此前,凯利易方设立凯腾投资作为投资主体,以约6亿元现金价格受让中兴物联74.07%的股权,而中兴物联原是中兴通讯旗下努比亚的控股子公司。

然而,对于大多数PE机构来说,并购重组运作起来并不简单。“并购重组业务有几个门槛,包括时间长、金额大、监管严、交易结构复杂等。”在前述投资总监看来,并购重组业务的门槛其实非常高,短期内成功转型并不容易。

北京一私募人士介绍,过去并购多数是通过定增募集资金达到收购资产的目的,但再融资新规出台后,定增受到了一定影响。为了实现并购和融资,市场上出现一些“新玩法”,即由于上市公司层面再融资受限,而子公司融资不受监管影响,便在子公司层面做一级市场股权融资。具体做法是用上市公司的子公司与并购基金等资金方进行股权融资,募集资金用于收购资产,然后由上市公司发行股份收购前期对子公司增资的投资人的股份,变相实现融资和并购。

突破“落地难”

2011年,“上市公司+PE”模式出现后,逐渐成为并购基金的主导模式。然而,并购基金落地难问题一直难有转机,让并购基金的发展蒙上阴影。

“发布设立并购基金公告的企业很多,最后成立并落地运营的却不多。”北京一大型PE机构副总对记者表示。

去年年底,该副总所在的PE机构与一家A股上市公司签署了一份《合作框架协议》,协议约定共同设立目标规模为10亿元的并购基金,上市公司出资10%作为劣后级基金,剩余资金由该PE机构募集。基金存续期为4年,前两年为投资期,后两年中1年为退出期,1年为延长期。

据业内人士介绍,签订合作协议并不能确保基金的成功“落地”,距离真实运营还有很长的路程要走。在上述副总看来,目前市面上的并购基金存在协议签订多落地少的状况,而原因多是没有找到合适的投资项目,或者募集资金不能及时到位。

事实上,已有不少并购基金因标的问题而最终未能成功运营。以格林美为例,今年5月,格林美一口气终止了三只基金的成立协议,包括与荆门蓝源和慧云科技的两项产业基金协议,与中植资本、汇丰源的并购基金协议。格林美对

此的官方说法是合作协议签署以来,三只基金一直未能成立,为控制资金使用风险,不得已向协议对方提出终止合作协议。此前格林美董秘曾表示,协议签署以来,一直未能找到合适的标的,基金一直未动用,担心对公司筹划的定增造成影响,索性选择了终止。

记者注意到,早在2014年9月,格林美就与中植资本、汇丰源签订了共同成立并购基金的合作框架协议,并购基金的首期规模不超过10亿元,存续期为5年,其中前3年投资期,后两年为退出期。从时间段来看,至2017年5月投资期已接近尾声,显然格林美是选在投资期过期的前一刻终止了并购基金协议。

而格林美并非个案。去年4月,深市上市公司科恒股份宣布终止与华融控股合作设立并购基金的议案。按原计划,并购基金一期主要投资某水处理行业标的企业,后来因未能与该标的企业达成最终合作协议,并购基金不了了之。

实际上,格林美、科恒股份纷纷折戟反映了现阶段并购基金的无奈现状。一方面,上市公司希望联合PE机构设立产业并购基金;另一方面,市场上优质项目稀少,募资不易,并购基金落地情况并不理想。在“骨感”的现实面前,不少企业只能选择放弃。

“并购基金更多的是一种工具,是针对具体情况的定制化设计,没有固定的套路,每一只并购基金都没办法直接照搬模仿其他基金。”前述投资总监认为,想要运用好并购基金,提高并购基金的设计能力是关键。

很长一段时间以来,国内的并购重组大多以现金和发行股份的方式进行,并购基金占比并不高,与国外并购基金的高占比有一定差距。而随着国内私募股权市场的逐渐成熟,并购基金越来越受关注。

“如果上市公司自身现金不够,直接定增募集资金收购时间较长,而且监管趋严,这个时候就需要并购基金来进行收购。后续通过发行股份收购资产的方式将标的装入上市公司,这样不涉及募集资金,审批会更快。”前述投资总监对记者表示。

他认为,并购基金在两种情况下作用巨大:一种是并购标的暂时不适合直接转让给上市公司,需要在并购基金下面进行培育,满足一定条件后再择机装入上市公司;另一种是标的比较优质,上市公司直接发公告收购需要审批,流程复杂耗时较长,标的企业等不及,存在被其他竞争对手并购的风险,可以通过更灵活的并购基金先收购,后续再装入上市公司,而并购基金承担的是一个过桥的角色。

“特别是目前很多海外优质资产的并购,时间较长,涉及资金出境,并购基金的优势就更明显了。”该投资总监坦言。