

2013年中国并购市场回顾

手游并购空前火爆 高溢价与对赌同现

根据投中研究院统计,2013年初至今手游领域宣布并购交易18起,交易规模高达141.23亿元,并购火爆程度空前,成为2013年中国并购市场一大看点。国内移动端迅速普及以及移动互联网崛起、手机游戏填充消费者碎片化时间比例逐渐提高促使我国手机游戏行业迅速发展,而并购主体全部来自上市公司、不同行业甚至与手游业务毫不相关、高溢价收购同时伴有对赌协议的矛盾特性成为今年手游并购的一大特色。

国内并购基金崭露头角 产业资本积极参与

今年以来产业资本联合PE机构设立并购基金较为活跃:如升华拜克联合深语此运作模式的天堂硅谷于今年8月设立3亿元升华拜克产业并购基金,围绕升华拜克既定战略方向开展并购整合业务;8月底,湘鄂情与广能投资发起3亿元设立国内首只餐饮并购基金,收购餐饮企业及其上下游项目。

这种合作模式主要是产业资本基于自身发展需求,并且希望通过专业资本运作而设立的一种并购基金,PE机构则更多地承担并购财务顾问角色。

BAT战略布局脚步加快 巩固行业霸主地位

今年以来,互联网行业三大巨头百度(Baidu)、阿里巴巴(Alibaba)、腾讯(Tencent)开始加紧战略布局,并购标的选择一方面着眼于初具端倪的中小企业,如1月阿里巴巴宣布拟全资收购数字音乐平台虾米网,7月百度拟收购手机游戏交流社区口袋巴士,9月腾讯宣布4.48亿元战略收购搜狗36.5%股权。

BAT战略布局频繁主要基于以下三点原因:一方面BAT手中拥有充足的现金流,在面临行业内竞争以及移动互联网崛起的形势下,进行多元化业务布局已成大势所趋,利用现金优势布局移动端入口较为便捷;另外以小团队运作的互联网和移动互联网企业在新产品面世后,很难与行业内大玩家相抗衡,选择被收购不失为一种理想选择;最后此前布局早期TMT的VC机构在面临IPO退出渠道受阻后亟需通过并购方式尽快退出。

证券行业并购潮将至

6月中旬,监管部门召集证券公司等召开闭门会议,拟起草证券行业规划与发展战略,提出券商行业十年增长十倍的长远计划,在此背景下,券商行业并购整合将成大势所趋。9月方正证券确定收购民族证券,后者实现曲线上市,11月1日,广州证券在否认被收购消息后并透露目前已接近完成并购天源证券,与此同时,11月20日,宏源证券公告称已与中银万国签署资产重组意向书,新一轮券商重组即将拉开大幕。

首先监管部门的大力推动为券商整合提供了更多的政策导向;其次来自行业内的整合示范效应不容小觑;第三来自券商行业自身的发展需求,尤其一些中小型券商在IPO停滞下经纪业务利润空间急剧下降、生存空间面临挑战,出让股权甚至曲线上市便成为理想的选择。

PE助推已投企业开展并购

在国内PE行业的寒冬下,PE机构重视投后管理帮助已投企业实现增值,已经从“书面承诺”逐渐发展到有所作为,今年以来初露端倪:5月鼎晖协助双汇国际71亿美元收购美国史密斯菲尔德100%股权,8月协助百丽公司9396万美元收购日本时尚女装巴罗克集团54.96%股权,5月弘毅联合苏宁云商4.2亿美元战略投资PPTV,其中苏宁云商拟出资2.5亿美元占股44%,成为第一大股东。

与市场上主流的PE机构作为卖方推动并购交易,实现退出的运作方式不同,这种运作方式往往是PE作为买方企业的股东,利用手中的战略资源帮助企业实现并购,从而提高被投企业的市值,为日后PE机构退出带来增值的同时提升其在行业内知名度。

(杨晨 整理)

中国要打开私募股权母基金发展空间

——专访盛世投资首席执行官、合伙人姜明明

对于LP基金的千万元准入门槛,现实中很难操作,因为大部分机构都难达到。即使在美国这样成熟的市场,其准入门槛也只有100万美元。

据盛世投资统计,PE的二级市场未来两年的存量为6000亿~7000亿元,FOF的目标就是要为市场创造流动性。

证券时报记者 刘纯标
见习记者 叶梦蝶

海外私募股权投资母基金(PE FOF)市场近些年发展得如火如荼,逐渐成为机构投资者配置PE资产的首选。相较而言,国内PE FOF目前仍属小众市场。对于这样一种号称能集腋成裘、让散户变身机构的投资工具,国内的发展情况怎样?其主要的政策制约因素有哪些?投资收益率如何?就这些问题,证券时报记者采访了中国投资协会股权和创业投资专业委员会副会长、盛世投资首席执行官、合伙人姜明明。

海外PE FOF成主流 国内处于起步阶段

证券时报记者:私募股权母基金目前在国内外发展现状如何?与海外同行比,有哪些差异?

姜明明:海外PE FOF已经存在了很多年,在管理模式、投资理念、数据库、募资管理等方面都具有比较成熟的经验,通过FOF来配置在私募股权领域的资产也已经成为公认的主流方式之一,而这种投资方式更是机构投资者配置PE资产的首选。以美国为例,PE FOF的历史很长,管理规模也很大,管理了上千亿美元的资产,市场已经非常成熟。不少国外基金也参与进来,包括加州政府的退休基金在内,超过投资总额的三成。而国内的机构投资者还没有形成成熟的市场,投资人仍以散户化为主,虽然社保、保险公司等已经开始涉猎到私募股权投资领域,但是真正意义上的机构投资者市场还有待进一步培育和开放。

国内FOF目前正处在起步阶段,市场化肯定是大方向,而要实现市场化主要有三个方面的因素:第一是资金来源的市场化。不能完全只依靠国有资本,而应该逐步形成中央资本+地方资本+国有资本+民间资本的多层次和多元化的资金结构;第二是投资决策的市场化。这个非常关键,很多地方政府的引导基金在投资决策方面很难市场化,因为本身就在体制内,要受到各种因素的干扰,难以让资金发挥最大的投资效果;第三是激励机制的市场化。基金的管理人必须和出资人利益保持一致,管理人帮投资人赚了钱,才能够从里面挣钱。这样才能把好的人才留在这里。

实施独立监管 降低LP资金门槛

证券时报记者:国内政策方面,对FOF基金主要制约因素有哪些?

姜明明:第一个建议是要实施独立监管。不能把PE FOF笼统看成一般的私募股权基金,然后放在一起监管。FOF毕竟不是投资项目的基金,而

是投资基金的基金,其管理模式、投资主体以及运作规律都有别于一般的私募基金。2011年国家发改委出台了2864号文,规定单个投资人(LP)出资不低于1000万元,但实际上很难做到。像深圳的主流基金都是三五百万一份就可以运作了。

实际上对于基金LP的千万元准入门槛,现实中很难操作,因为大部分都达不到。即使在美国这么成熟的市场,其准入门槛也只有100万美元,折算成人民币600多万,中国这么一个初级的市场很难达到这个标准。政策初衷是担心非法集资问题,但监管不能因噎废食。所以现在监管方面据说有新的说法,准入门槛只要100万。

第二是提高PE FOF的从业准入门槛,现在大部分做FOF的人都不是创投行业出身,应该提高这个行业的准入门槛,加强对从业人员的监管。另一方面,降低中小投资人的准入门槛,让FOF管理人去挑选和教育中小投资人,帮他们做资源的二次配置。合格的FOF其实是制约非法集资、摒弃盲目PE投资的有效工具,应该得到国家和政策层面的鼓励与支持。

高回报率非常常态化

证券时报记者:与传统的PE比,近些年国内FOF基金的收益率如何?

姜明明:FOF行业本身不是暴利行业,前两年深圳有些基金在创业板刚开的特殊时期,那时候市盈率非常高,有七八十倍。早年像我们投的一些基金,如松禾的一期、天图的三期,同创伟业的二、三期收益率都非常高,回报率能做到50%~60%。但这种情况不可持续,非常常态化。

然而从美国市场完整行业周期看,美国40年私募股权投资回报要远远高于房地产和股票市场。所以我们对投资人讲,我们追求的是一个行业的平均回报率,如果做得好,应该达到年化20%的回报率以上。而通过投资的组合,接转PE二级市场的份额,又能够把这个回报做得再高一些。如果我们的模式证明,能为投资人带来20%以上的稳定回报,那中国的PE FOF市场肯定会有更多资金参与进来。

盛世投资现在投了22个基金,覆盖了278个项目,截至目前已经有9个项目上市了。我们最早做的第一期基金,投资人本金已经归还了50%。

PE二级市场机会多 FOF既帮LP也帮基金

证券时报记者:目前国内PE二级市场业务风生水起,与海外的差距体现在哪?FOF基金在这方面

的业务开展情况怎样?

姜明明:美国的PE二级市场规模比我们大很多。在美国,大家把PE的二级市场看做一项金融资产,是一个规模比较大的资产转让市场。但国内还是把它看成类房产投资,不可能打很大的折扣。另外,美国的PE二级市场,大多是机构和机构在运作,但国内百分之九十五都是个人的市场,和国外有很大不同。

国内传统的投资模式都是投房地产和做股票,这两年市场系统性风险很高,避免不了单一市场回报率下降的系统性风险。当初创业板一开,很多钱涌到这个行业中来,前一两年创投确实有过度的发展,有些出资都是分期到位,一些传统行业的LP,特别是房地产行业的LP一开始承诺了很多钱,但只出了第一期的资金,第二期和第三期就拿不出来。我们把他的份额接转过来,这是PE二级市场的一个方面。

PE本身的周期比较长,一个基金存续周期都是7到10年的时间,因为各种原因LP可能会需要转让和退出。PE二级市场机会非常大,特别是在新股发行(IPO)暂停的情况下。但传统的模式必须等到基金结束才能退。FOF的工作就是要为市场创造流动性,既帮助LP也帮助基金能够平稳运行。

特别在金融危机以后,大家都纷纷打折甩卖股权,甚至低至三折、四折。在这个市场里,PE FOF做的就是盘活存量。目前我们已经接转了11个二手基金份额,有的基金份额在平价接转后几个月就有项目上市,市值已经能够覆盖份额的全部本金,充分体现了我们对股权价值和投资时点的判断能力。

据盛世投资统计,PE的二级市场未来两年内有6千亿到7千亿元的存量。盛世投资本身是母基金,所以有接转基金份额的功能。一般的直投基金可能去接别的基金的项,也不可能接转别的基金的二手份额。盛世接转的资产包中,大部分项目是未来要上市的,但不排除已经上市了的,那出售股权的公司就会要求溢价。本来一块钱投进去的,就会要求一块五一块六了。而盛世投资依靠自身强大的专业能力以及做投资出身对行业和项目的理解与研究,通过科学化的估值方法和关键指标的测算,能够准确地评估资产包的价值,再加上灵活的交易结构设计的能力,和专业的谈判能力,往往能以平价甚至折价的价格来接转一些优质的资产包,而这也成为盛世投资在PE二级市场的核心竞争力之一。

此外,不少上市公司也会接转PE手中的项目,上市公司和PE的结合也越来越密切。我个人感觉,大部分公司上市前三年收入和利润增长非常快,但是上市以后很快就缺乏内生式的增长,必须依靠外部的



图为盛世投资首席执行官、合伙人姜明明

兼并和收购。但上市公司很难控制好项目,所以他们和PE合作,等市值涨到一定时候不能独立上市的话,就买过来,这方面是未来PE行业发展的趋势。

证券时报记者:IPO开闸后,对PE FOF基金会产生哪些影响?

姜明明:IPO重启后,对FOF利好因素比较多。FOF这种模式好处在于,同样一笔钱,普通基金只能投10个项目,但通过FOF可以投100~200个项目,上市概率会大大增加,能系统分散这个风险。而坏处是你不可能有暴利,单个项目占比比较低。

我们做过统计,盛世投资间接投资的270多家公司,2011年平均净利润增长率为30%,而在2012年市场处于低谷的时期仍然保持了20%左右的增长。这个增长速度在目前情形下还不错,所以一旦IPO开闸我们投的企业上市概率更大些,特别是在注册制改革的背景之下。

投资者人选择基金 不能盲目看市场排名

证券时报记者:作为业内领先机构,盛世投资目前如何开展PE FOF业务?有哪些经验可借鉴?

姜明明:现在国内FOF商业化主要体现在两个方面,一是和地方政府合作,改造和升级政府的引导基金,这比政府自己出资然后自己管理的方式要好。真正发挥资金的引导作用,让社会资本、民间资本能参与到这个市场中来,同时又进行相对市场化的运作,盛世投资这块业务做得比较领先。盛世投资目前是全国的民营机构中唯一一家运用FOF的模式帮助政府管理引导基金的机构。在上海,盛世投资管理了闵

行区和金山区的两只引导基金,金额大约7亿元。这是我们最稳定的一块管理费和收入来源。

在FOF领域盛世投资做了很多金融创新模式的尝试,在这方面积累了比较多的经验。目前做得比较好的分两块,第一块是受托管理、升级改造各地方政府的引导基金。过去政府传统的单一依靠土地和税收政策已经难以以为继,现在再要想带动当地产业的转型和升级,引导基金是一个很好的方式。但引导基金如果单纯靠政府出资和政府管理,会存在很多弊端。资金的来源不可持续,投资选择不够市场化,激励机制不够合理,更有甚者还可能沦为政府寻租的工具。而我们就是把政府的资本和市场资本做结合,政府资本发挥引导的作用,让利于民,通过完全市场化的运作,把钱配置到最好的基金和产业里去,吸引最优秀的并且适合当地产业发展的基金管理团队来本地区落户,从而打造良好的金融生态和创业投资环境。

第二块是PE的二级市场。清科的数据显示,过去五六年,创投行业一共投了一万亿,差不多叫全民PE,很多人觉得PE是个暴利行业,很疯狂。由于国内本身没有什么很好的投资渠道,所以当时创业板一下子开出来,有很大的创富效应。很多投资人在选择基金时会盲目地参照市场的各种排名,但这些排名往往只是根据基金的活跃程度来排名的,数据也往往以基金当年的业绩表现为基础,具有片面性。但盛世投资不太一样,我们会对基金进行严格审慎的尽职调查,充分掌握基金的历史数据和全面信息,除了公开披露的信息以外,我们更看重基金团队过往的业绩和业绩的驱动因素、团队的稳定性、激励机制的合理性、投资决策的流程和风险控制的权力,这些都是很重要的因素。

前11月中国并购市场火爆 案例及交易额双双创纪录

证券时报记者 杨晨

在境内IPO暂停和并购鼓励政策频出的双重刺激下,中国并购市场前11个月表现强劲,涉及的案例数与金额双双刷新纪录。

清科研究中心最新数据显示:2013年前11个月中国并购市场共完成交易1015起,同比上升23.8%;披露金额的并购案例总计932起,共

涉及金额726.23亿美元,较去年同期上涨65.8%。其中,国内并购904起,同比上升32.7%,共涉及交易金额285.58亿美元;海外并购80起,同比下降22.3%,涉及交易金额321.79亿美元;外资并购31起案例,基本与上一年度持平,涉及交易金额118.85亿美元,较去年大幅提升275.8%。

清科研究中心认为,一方面,2013年中国经济社会发展稳中向

好,宏观经济政策重点还是调结构、促改革,推动经济转型升级,稳定的经济环境和调结构的政策导向为国内并购表现创造良好基础;另一方面,上海自由贸易区的成立、三中全会的召开等一系列举措为国内企业带来巨大的机会和希望。此外,IPO今年开启有望,全球发达国家经济复苏迹象也促使一大批企业走上“借壳”和海外置业的道路。在此背

景下,国内并购案例表现较去年同期出现明显增长。

从行业分布来看,2013年前11个月中国并购市场完成的1015起并购交易分布于能源及矿产、房地产、机械制造、生物技术/医疗健康、清洁技术、电子及光电设备、化工原料及加工、电信及增值业务等23个一级行业。其中能源及矿产行业共完成123起案例,总体占比

12.1%,位于全行业首位;房地产行业的表现与能源及矿产基本持平,已完成并购案例120起,总体占比11.8%的成绩屈居第二名;排名第三的机械制造行业较往年表现差强人意,共完成95起并购案例,占比9.4%。并购金额方面,能源及矿产依然以交易额267.94亿美元,总体占比36.9%的成绩稳居榜首,其平均交易金额为2.31亿美元。



IC/供图