

## 并购基金及其盈利模式解读

### 背景

十八届三中全会后，中国的企业转型升级开始探索“深水区”的创新路子。比如对“混合经济体制”的承认和肯定意味着更多的国企和民企之间的交易、合作、并购。大型国有企业的深度改革也提出了通过设立“资本运营公司”实现新的管控模式、激励机制等。

近期，国务院发布了国发[2014] 14 号文件（14 号文）优化政策，鼓励推动企业兼并重组活动，并提出优化资本市场环境以解决企业融资难的问题。并购基金是目前产业结构调整、产权优化过程的多种手段之一。

### 西方的并购基金

西方的并购基金（Buyout Fund）是私募股权基金的一种，用于并购企业并且获得标的企业的控制权，也就是说并购基金通常能控制目标公司的董事会主要席位，对公司发展战略有绝对的影响力。同时，绝大多数情况下并购基金的运作方式是把上市企业通过退市后重组、改善、提升，再二次上市或出售给其它更适合管理和运营的企业，最终使投资者获得丰厚的财务收益。从历史数据看，国际上的并购基金一般从投入到退出要 5 到 10 年时间，可接受的年化内部收益率（IRR）在 30%左右，如果用“现金回报倍数”（Cash-On-Cash, COC），一般在 2 倍到 5 倍之间。

### 国内“并购基金”

今天国内讲的“并购基金”和西方通行多年的并购基金概念不完全等同。国内的并购基金并没有一个严格的框架，相反却具有很多灵活性和创新性，比如不一定需要获得被并购企业的“控制权”而只是参股，不一定退市整改而可以延续旧壳的运行持续注入新资产或新业务得到股价提升。近期上海盛大新创投资管理有限公司、弘毅（上海）股权投资基金中心分别买进上海市国有上市公司新世界和上海城投控股大量股份，并均成为各自公司的第二大股东。东方创业与海通开元投资有限公司等共同发起设立一期目标 30 亿元的海通并购资本管理有限公司。诸如此类的“并购基金”实际上和国际上通行的并购基金概念还是有区别的，严格讲是参股重组的私募股权基金。前不久，中国工信部的苗长兴副司长指出，“并购基金是发达国家行业进行并购重组的主要组成部分。但目前（国内）缺乏真正意义上的并购基金，资本市场的作用也没有发挥，税收负担重也增加了企业的成本。民营企业反映取得融资和贷款较难。”

## 并购基金的发展

国际上企业并购在过去的一百年里经历了六轮并购大潮，但并购基金只有在 20 世纪 80 年代的第四轮并购潮中才开始大显身手。从 1984 到 1989 年是美国第四轮并购潮，其鲜明特点一是“恶意收购”的兴起和被接受，二是并购对象的规模史无前例的巨大，三是投资银行积极介入其中，四是大量使用债务融资。垃圾债券、杠杆收购（LBO）的概念正是在这段时间兴起，小公司吞并大企业的“蛇吞象”现象开始出现。大型的并购案主要集中在石油工业、医疗器械、航空业。第五轮并购潮始于 1992 年，20 世纪 90 年代是美国战后经济扩张持续最长时间的年代，这轮并购潮的特点是超大并购交易（megamergers）和战略并购，主要在金融机构、通信公司、传媒公司中间展开。这期间的另一特点是国际并购交易的增多，比如欧洲、亚洲、中南美洲等。例如，印度的米塔尔（Mittal）通过一系列国际并购成为全球最大钢铁集团、塔塔集团（Tata Group）通过并购成为世界级汽车厂家、迪拜的港口世界集团（Ports World）以 68 亿美元成功并购半岛东方航运公司等。这一轮还包括中国的联想集团收购 IBM 个人电脑业务部门。到第六轮并购潮（2003 到 2007 年间）的时候，并购基金几乎达到了登峰造极的地步。这轮的并购潮是以私募股权基金为主，通过低成本债务融资（高杠杆化）进行股权收购和重组。因为这期间房地产价格和股市都处于上升阶段，这为私人股权并购投资的退出创造了绝好的机遇。从一定程度上讲，今天的黑石集团、KKR、凯雷基金、贝恩资本等公司的成功，无一不是获益于大规模的并购投资活动。

## 并购基金的七种盈利模式

### 模式 1. “资本重置”获利

并购基金可以通过资本注入降低企业负债，即实现资产负债表的重置，或叫资本结构调整（recapitalization）。去年中国钢铁行业的平均资产负债率升至 70%，负债额达到 1 万亿元。有专家则建议钢企“不要借款，要想方设法让别人来投股权”。华菱钢铁今年希望继续创新尝试发展混合所有制，引入新的战略投资者，有可能是产业基金。对于兼并重组和股权运作驾轻就熟的华菱，是湖南省内第一家把企业合并成集团的公司，目前引入世界第一大钢铁企业安赛乐米塔尔为战略投资者，并且投资了上游矿商 FMG。并购基金的注入使负债累累的企业去杠杆化、大幅度降低债务成本，给予企业喘气、生存和休整的机会。这样的“资本重置”过程往往能帮助企业提升效益、获得资本市场更好的估值。

### 模式 2. “资产重组”获利于 $1+1>2$ 或 $3-1>2$

并购基金可以参与企业的资产梳理、剥离、新增等一系列活动，给企业组建一个新的、被认可的资产组合，然后通过并购进行转让，以这种方式来实现收益。比如美国通用汽车，当时已经申请破产保护，并购基金进去，通过各种方式打包重新再 IPO 或卖出。当年弘毅资本收购江苏的一家玻璃企业，再整合其他的六七家玻璃企业，然后打包为“中国玻璃”于 2005 年 6 月 23 日在香港主板上市，成为 2005 年内地仅有的两家红筹公司之一。中国玻璃法定股本 7 亿股，已扩大股本 3.6 亿股，IPO 后首日市值为 8 亿元。弘毅投资拥有其中 62.56% 的股权。

### 模式 3. “改善运营”法

很多时候并购基金不是单纯靠资本的注入来实现投资回报，而是通过指导和参与所投资企业的日常运营，提升企业的经营业绩最终获得收益。这类盈利模式是国际并购基金中最常见的。通过引入新的 CEO 和高管团队、推动新的发展战略、提升运营效能等等，企业在两三年内经营业绩如果能实现大幅度改善，那无论是“二次上市”还是卖给下一个投资者或基金，这时的企业价值可能翻了几倍。当然，改善运营还可以通过大规模的横向并购形成“市场控制力”，比如中国建材集团通过并购实现水泥产业的“核心利润区”、降低恶性竞争；也可以通过上下游企业的“纵向并购”降低运营成本，比如煤炭企业进入发电行业、电商并购物流仓储企业等。

#### 模式 4. 通过“税负优化”获利

一般来说，税前的债务成本比股权成本要低；如果债务利息成本又享受免税，那么这又降低了税后债务成本。因此，并购基金也可以人为地增大所投资企业的杠杆，以此获得税负优化。如果允许采用固定资产加速折旧，那么这样组合起来的高杠杆和高折旧，通常会给并购后的企业带来可观的短期收益。当并购基金是实际的企业控制者的时候，分红政策也由并购基金说了算，那么连续几年的快速分红会给基金带来不错的回报！这类通过债务结构获利而不是通过经营业绩获利的所谓“分红重置法”（dividend recapitalization），时常受到媒体的批评。

#### 模式 5. “借壳获利”法

目前如果要收购一个香港主板上市公司的壳已经从前几年的一两亿港元上升到三四亿港元的价格。并购基金在收购上市公司“壳”后，通过不断往里注入自产或引入新的业务，拉升股价，在二级市场获利。在 A 股市场，这类借壳的行为主要发生在 ST 公司，用以帮助那些急于上市、盈利较好的企业。并购基金作为新公司的股权投资者可以采取“跟投”占股的策略，实现日后较高的二级市场回报。类似地，并购基金可以去收购一些资产，通过一系列“整合装饰”，未来可以转让给上市公司，或者是以发行股份购买资产的方式再变成上市公司的小股东，但是不一定构成反向并购成为上市公司的大股东。弘毅投资旗下在成功上市“中国玻璃”后，它对河北耀华玻璃的收购，曾经引发传言，弘毅投资有意将耀华包装后，转手卖给英国皮尔金顿公司（Pilkington）或日本板硝子玻璃有限公司（NSG）。

#### 模式 6. “过程盈利”法

因为任何一宗大型的并购案都会涉及到“交易结构设计”，这包括并购交易的支付方式可以是现金、换股、或是带有“对赌”性质的付款条约；交易结构设计还包括了融资工具的选择。随着并购融资工具或者并购支付工具的增多，比如过桥贷款、定向可转债、认股权证，或者是垃圾债券，或者推行股票分级制度，未来并购重组有很多种组合的方式，这样并购基金在操作过程中能够通过不同的并购工具来实现收益增值或收益放大。

#### 模式 7. “公司改制”获利法

这是一个很具中国特色的并购基金获利方法，即通过并购基金的介入，打破原来“纯国有”或“纯家族”的公司治理结构，通过建立更科学合理的董事会、公司治理系统、

激励体系等，从源头上改变企业的行为方式和企业文化等，以期获得更佳的经营业绩回报。比如，弘毅资本近些年来大量并购或参股地方政府主导的企业改制重组，目前仍旧持有新华保险、中复连众、快乐购物、耀华玻璃、石药集团等多家具有国企血统的企业。在美国，类似的做法来自一些被称为维权派（activist）的对冲基金经理。他们试图通过并购参股获得影响董事会的机会，进而从股票市场套现。这包括了 Edward Lampert 大举整合 Kmart 连锁店、Nelson Peltz 并购温蒂快餐店等，都迫使董事会更改战略和更换高管。类似地，卡尔·伊坎（Carl Icahn）抓住美国在线和时代华纳合并的机会，通过二级市场收购持有了 3% 以上的股份，使自己成为上市公司的董事。在这种情况下，他不断地游说进行分拆或者重组，以期股价能够得到进一步的提升，以期公司的价值能够不断地释放或者是管理上能够得到提升，未来的股价能够走高，这也是并购基金的一种方式。

本文内容只供一般参考之用。我们建议读者就有关资料做出行动前咨询专业顾问的意见。如欲垂询有关资料或其它税务分析及意见，请联络：

中伯伦财务管理咨询有限公司 / 中伯伦税务师事务所有限公司

#### 企业并购&重组税务服务

李永良 合伙人

电话：+8610 6591 3000

电邮：kevin.li@cplchina.cn

石娜 高级税务经理

电话：+8610 6591 3000

电邮：Tina.shi@cplchina.cn