

A 股上市公司参与设立并购基金模式及案例研究

一、A 股上市公司参与并购基金相关政策

2014 年 10 月，证监会重新修订的《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》明确规定，A 股上市公司（以下简称“上市公司”）不涉及借壳上市或发行股份购买资产的并购重组将取消行政审批，并提出“鼓励依法设立的并购基金、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等投资机构参与上市公司并购重组”。大幅减少并购重组审批的政策松绑和证监会对并购基金参与上市公司并购重组的明确鼓励，将在政策层面进一步推动上市公司借助并购基金进行并购重组。

依据市场公开信息不完全统计，截至 2014 年 12 月，共有超过 80 家上市公司参与设立并购基金，基金总规模超过 700 亿。上市公司参与设立并购基金进入“蓬勃发展”期，其独一无二的新特点也在大量实践案例中进一步凸显：从投资领域来看，该类并购基金投资范围多与上市公司自身行业相关，其中大部分是为上市公司并购重组“量身定制”；从运营模式来看，上市公司联合私募股权投资基金（以下简称“PE”），即“上市公司+PE”模式，成为该类并购基金的主要运营模式。

二、主要运营模式及相关典型案例

经研究市场公开信息，上市公司参与并购基金主要模式有两大类，即“上市公司+PE”，或“上市公司+券商（或券商系基金）”，其中作为主流的“上市公司+PE”模式又可细分为：（1）上市公司直接与 PE 合作设立并购基金；（2）上市公司与关联方合作再联手 PE 设立并购基金；（3）上市公司与 PE

子公司合作设立并购基金；（4）上市公司子公司联合 PE 设立并购基金。

（一）“上市公司+PE”模式

上市公司与 PE 合作设立并购基金进行项目投资是上市公司与 PE 投资战略上的“双赢”。一方面，上市公司在并购基金中已从单纯出资的有限合伙人（以下简称“LP”），发展成为在投资决策上有话语权的类似普通合伙人（以下简称“GP”），因此，上市公司可以利用 PE 专业投资团队和融资渠道，以较少的资金撬动较大的收购资源，专注投资上市公司同行业或产业链上下游企业，同时能够把收购标的在并购基金控制下运营一段时间，防止收购后的不确定性给上市公司短期业绩带来负面影响；另一方面，对于 PE 来说，尚未解决的 A 股 IPO 堰塞湖使得 IPO 形式投后退出方式依然较为困难，而上市公司参与设立并购基金所投资项目，一般都会由上市公司优先回购，实际上等同于提前锁定 PE 退出渠道。

以爱尔眼科（300015.SZ）为例，于 2014 年 3 月出资 1 亿元联合华泰瑞联基金管理有限公司设立北京华泰瑞联并购基金中心（有限合伙）（合伙企业出资总额为 10 亿元），于 2014 年 12 月出资 9,800 万元联合达孜县中钰健康创业投资基金共同设立湖南爱尔中钰眼科医疗产业并购投资基金（合伙企业出资总额为 10 亿元），上述基金主要投资方向为医疗健康产业。由于医疗健康领域项目（如新建医院）的盈亏平衡点一般在 2~3 年，通过并购基金开展项目投资可在其盈利后再由上市公司收购，从而

起到了稳定上市公司业绩的作用，同时也解决了合作方 PE 投后退出问题。

“上市公司+PE”模式具体分为如下四种：

1. 上市公司直接与 PE 合作设立并购基金

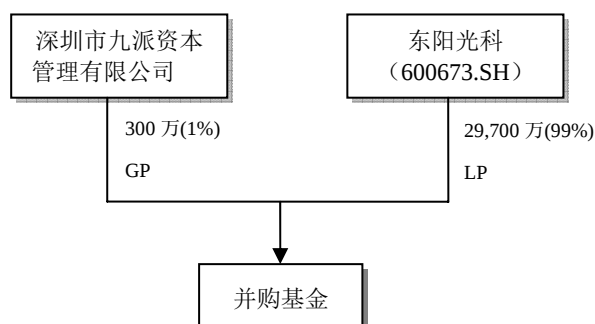
■ 东阳光科（600673.SH）联合九派资本设立新能源产业并购基金

➤ 投资背景

广东东阳光科技控股股份有限公司（以下简称“东阳光科”）与深圳市九派资本管理有限公司（以下简称“九派资本”）合作共同发起设立专门为东阳光科产业整合服务的并购基金深圳市九派东阳光科移动通信及新能源产业并购基金（有限合伙）（以下简称“并购基金”）。并购基金作为东阳光科产业整合的平台，围绕东阳光科既定的战略发展方向开展投资、并购、整合等业务。

➤ 并购基金设立方案

- （1） 并购基金成立于2014年7月，注册于深圳市前海深港合作区，组织形式为有限合伙，认缴出资额为30,000万元，出资比例为九派资本作为GP，认缴出资300万，出资比例为1%；东阳光科作为LP，认缴出资29,700万，出资比例为99%，具体出资结构如下图所示：



- （2） 九派资本为并购基金管理人，主要负责并购基金的日常经营管理及对外投资项目管理；东阳光科协助九派资本进行投资管理，并购基金对标的公司成功投资后，东阳光科有权选定专业人员参与标的公司管理。

- （3） 并购基金设立的主要目的是为投资符合东阳光科产业战略布局的公司，且东阳光科有权选择在并购基金存续期内的合理时点，优先收购并购基金投资标的公司的股权。

➤ 并购基金的投资方向

并购基金主要投资方向为移动互联、通信电子（含NFC）、可穿戴设备、高端新材料、新能源在汽车、高铁相关领域。

2. 上市公司与关联方合作再联手 PE 设立并购基金

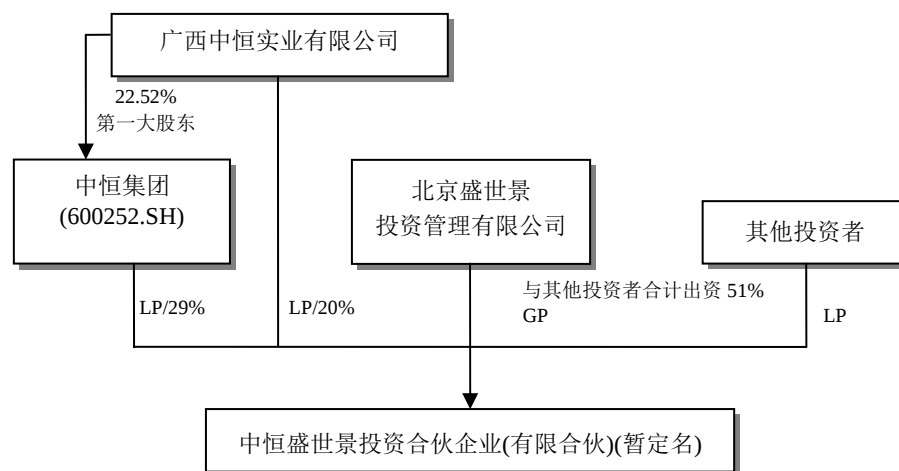
■ 中恒集团（600252.SH）设立医药产业并购基金

➤ 投资背景

广西梧州中恒集团股份有限公司（以下简称“中恒集团”）拟与公司第一大股东广西中恒实业有限公司（以下简称“中恒实业”）、北京盛世景投资管理有限公司（以下简称“盛世景”）及其负责募集的出资方共同出资，设立以有限合伙企业为形式的医药产业并购基金（以下简称“并购基金”）。

➤ 并购基金设立方案

- （1） 并购基金拟注册于广东省珠海市横琴新区，组织形式为有限合伙，出资总额上限为20亿元，出资比例为中恒集团作为LP，出资占比29%，中恒实业作为LP，出资占比20%，盛世景作为GP及其他由其募集LP合计出资占比51%，具体出资结构如下图所示：



- (2) 并购基金投资决策委员会是并购基金决定项目投资的最高权力机构,投资决策委员人员5名,盛世景推荐2名,中恒集团及中恒实业各推荐1名,其他出资人推荐1名。投资决策程序采用投票制,一人一票,共5票,4票通过有效;
- (3) 并购基金投资的项目为中恒集团推荐项目或按市场化标准寻找项目;
- (4) 并购基金投资的项目未来优先由中恒集团进行收购;
- (5) 并购基金委托盛世景经营管理合伙企业资产。

➤ 并购基金的投资方向

并购基金投资方向为法律、法规、政策允许的医药行业股权投资业务和创业投资业务;代理其他股权投资机构、创业投资机构或个人开展医药行业创业投资和股权投资业务。

3. 上市公司与 PE 子公司合作设立并购基金

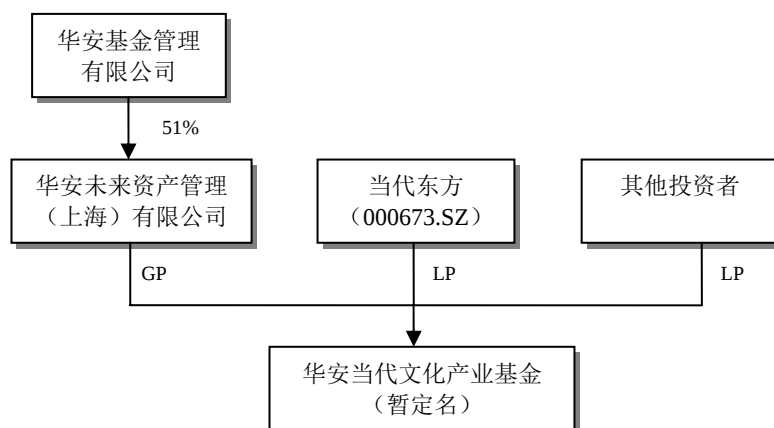
- 当代东方 (000673.SZ) 联合华安基金子公司设立文化产业基金

➤ 投资背景

当代东方投资股份有限公司 (以下简称“当代东方”) 为专注于文化传媒领域的投资及运营等领域的上市公司。当代东方与华安基金管理有限公司控股的资产管理子公司——华安未来资产管理 (上海) 有限公司 (下称“华安资管”) 共同看好中国文化传媒领域资产的投资、并购及相关上市公司定向增发业务, 拟共同设立一系列特定多个客户资产管理计划 (以下简称“并购基金”) 在文化传媒产业进行投资。

➤ 并购基金设立方案

- (1) 当代东方与华安资管发起设立并购基金暂命名为“华安当代文化产业基金”, 组织形式为特定多个客户资产管理计划 (当代东方及其关联方认购华安资管设立的资产管理计划劣后份额)。基金总规模50亿元, 首期将募集5~10亿元, 具体出资结构如下图所示:



(2) 双方共同募集基金、共同管理基金、共同寻找优质项目,并共同进行调查及投资决策。

(3) 并购基金投资对象为当代东方选择的有增长潜力的文化企业,并购基金参股或控股投资文化企业后对其提供全方位的增值服务,然后于合适时机由当代东方或其关联方及第三方通过并购重组等方式收购。

➤ 并购基金的投资方向

并购基金主要参与文化传媒行业优质资产的并购、重组等一系列涉及一、二级市场的投资。

4. 上市公司子公司联合 PE 设立并购基金

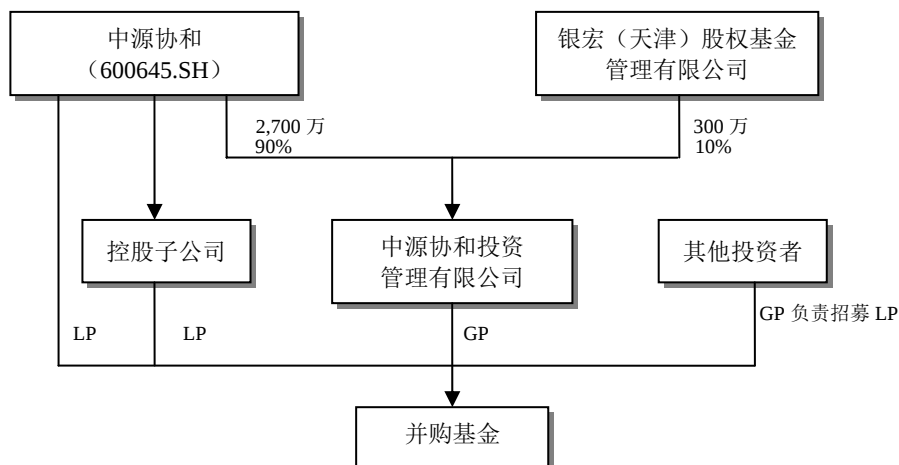
■ 中源协和(600645.SH)拟设子公司联合银宏基金设立医药产业基金

➤ 投资背景

中源协和干细胞生物工程股份公司(以下简称“**中源协和**”)为从事生命科学技术开发和干细胞基因工程产业化的上市公司。中源协和拟设立控股子公司中源协和投资管理有限公司(以下简称“**中源投资**”)作为并购基金运营管理平台,参与发起设立多只并购基金(以下简称“**并购基金**”)。

➤ 并购基金设立方案

(1) 并购基金 GP 为中源投资,其设立于 2014 年 10 月,注册于北京经济技术开发区,组织形式为有限责任公司,注册资本为 3000 万元,其中中源协和以现金出资 2700 万元人民币,持股比例为 90%;银宏(天津)股权基金管理有限公司以现金出资 300 万元人民币,持股比例为 10%,具体出资结构如下图所示:



- (2) LP 中源协和及其控股子公司自筹不超过 10 亿元的资金参与发起设立多只并购基金,并且对单支并购基金的出资上限不超过 4 亿元或出资比例不超过基金规模的 20%,并购基金总规模为 50 亿元。
- (3) GP 中源投资负责寻找并购项目,实施投资和投后管理,选择适当时机完成项目转让,实现基金退出。
- (4) 中源协和对所参与出资(不含以普通合伙人身份的出资)的并购基金拟投资项目可以享有一票否决权。
- (5) 并购基金退出时,中源协和对拟退出的投资项目享有优先受让权。

➤ 并购基金的投资方向

并购基金的投资方向面向国内外医疗、医药领域,且限于符合公司发展战略和产业链布局的盈利性或现金流优秀的高成长企业;符合公司发展战略和产业链布局的包括但不限于以生物治疗为特色的临床专科医疗机构等。

综上所述,通过分析“上市公司+PE”模式的典型案例,可以发现该模式并购基金具有以下四个特点:

1. 并购基金组织形式一般为有限合伙。上市公司或关联方的出资比例通常为 10%以上,可担任 LP,也可与 PE 合资成立公司担任 GP 或基金管理人;PE 作为并购基金的 GP 并兼任基金管理人时,出资比例一般为 2%左右,PE 关联方也可作为 LP 出资,并购基金的剩余资金一般由 PE 负责对外募集。
2. 上市公司在并购基金中地位愈发重要。上市公司已从单纯出资发展到与 PE 共同管理并购基金日常事务、共同决策投资项目,甚至对投资项目决策具有一票否决权。
3. 并购基金投资项目时注重取得控制权。与

一般 PE 通常作为财务投资人购买目标公司的少数股权不同,上市公司参与设立并购基金通常需要取得目标公司的控制权,才能顺利实现由上市公司对目标公司进行业务整合,并在适当的时机出售给上市公司或其关联方而实现退出的目的。

4. 上市公司一般都要求并购基金从投资项目退出时,上市公司及其关联方可优先收购该等项目,以整合上市公司现有业务和资源。即相对于上市公司而言,完整的并购模式包括两次并购,一次是上市公司参与设立的并购基金并购投资项目,另一次是上市公司或关联方通过并购取得项目控制权。

我们理解,“上市公司+PE”模式并购基金的特点主要源于上市公司参与设立的并购基金目的,即为上市公司整合所属行业资源及上下游产业链提供投资服务,因此上市公司强化了在并购基金决策地位,基金投资的项目一般亦取得控制权并在项目成熟时退出收回投资收益,上市公司及关联方接盘时直接控制项目,并进行后续业务和资源整合。

(二) “上市公司+券商/券商系基金”模式

上市公司参与设立并购基金的合作伙伴除了 PE 机构外,还有证券公司(以下简称“券商”)。上市公司一般联合券商旗下直投子公司设立并购基金进行产业投资。

■ 昆明制药(600442.SH)联合平安证券旗下基金设立医药产业并购基金

➤ 投资背景

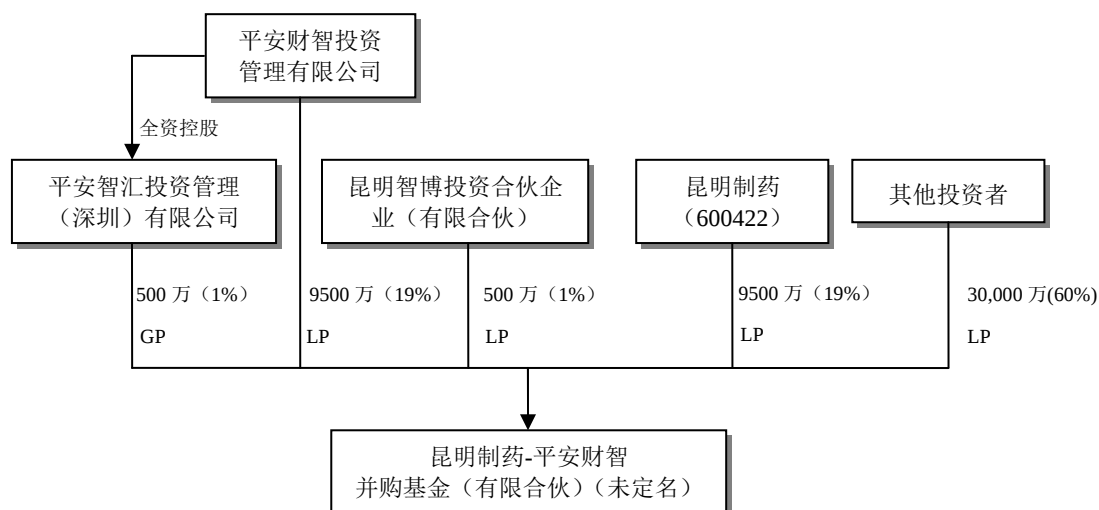
昆明制药集团股份有限公司(以下简称“昆明制药”)为专注于医药生产的上市公司。为提高昆明制药的投资效率,公司及其高管团队合伙成立昆明智博投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“智博投资”)与平安证券旗下唯一投资平台平安财智投资管理有限公司(以下简称“平安财智”)及其子公司平安智汇投资管理(深圳)有限公司(以

下简称“平安智汇”)共同发起设立医药产业并购基金(以下简称“并购基金”)。

➤ 并购基金设立方案

- (1) 并购基金采用有限合伙组织形式,由平安财智、平安智汇、昆明制药及智博投资共同出资和募集设立,认缴出资总额不低于人民币 5 亿元,其中平安财智作

为 LP 出资 9,500 万元,平安智汇作为 GP 出资 500 万元,昆明制药作为 LP 出资 9,500 万元人民币,智博投资作为 LP 出资 500 万元人民币;平安财智负责募集剩余金额 3 亿元。具体出资结构如下图所示:



- (2) 投资决策委员会将授权投资管理团队寻找合适的并购标的,项目投资决策须经投资决策委员会 4 票以上(含 4 票)通过。
- (3) 并购基金投资时尽可能选择能取得控股权的投资项目,并购基金所投资的项目以并购方式退出为主,在符合公允性及同等条件的前提下,投资项目可优先被昆明制药及其关联公司回购退出。

➤ 并购基金的投资方向

并购基金的投资领域为制药为主的企业或医疗机构或大中型医院、民营综合医院、专科连锁医院等。

除上述案例外,上市公司联合券商设立并购基金的案例还有奥飞动漫(002292.SZ)与广发证券直投子公司广发信德携手、华泰证券控股子公司联合多家上市公司(爱尔眼科(300015.SZ)、蓝色光标(300058.SZ)和掌趣科技(300315.SZ))设立并购

基金等。

根据市场公开信息不完全统计,国内券商成立直投子公司已多达 60 余家,但受制于资本金限制,券商直投子公司发展缓慢。上市公司联合券商直投子公司参与并购基金设立,一方面上市公司可借助券商的丰富投资经验、专业投资团队以及充足的市场资源,获得产业发展最优并购标的,另一方面,券商也可以借助外部资金,扩大投资规模,取得投资收益。

值得关注的是,证监会于 2014 年 5 月发布并实施的《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》明确指出,监管层支持证券经营机构设立并购基金、夹层基金、产业基金等直投资基金。因此,上市公司联合券商/券商系基金设立并购基金模式也将迎来快速发展的机遇期。

三、上市公司参与设立并购基金的发展趋势

- (一) 上市公司协同 PE/券商设立并购基金成趋势

鉴于国内并购基金发展仍然处于初级阶段，短期内上市公司与 PE 或券商合作设立并购基金进行协同并购的模式仍是发展趋势。随着监管政策促进、上市公司自身业务整合需要，上市公司参与设立并购基金并投资的领域将进一步拓宽、加深，我国并购基金或将步入快速发展期，未来数年内协同并购基金有望成为我国私募股权投资市场重要基金类型。

（二） 医疗、文化、环保、移动互联行业成热点

根据市场数据显示，上市公司参与设立并购基金所投资的领域大多与其本身行业或上下游产业相关。从具体行业类型来看，目前上市公司参与并购基金并投资的案例大量集中于医疗、文化、环保、移动互联等领域，因此，随着并购基金对上述行业频繁投资和整合，医疗、文化、环保、移动互联行

业将成为上市公司并购重组市场新热点。

（三） 监管层将加强规范协同并购模式运作

由于灵活便捷的“上市公司+PE”协同并购模式既能方便上市公司融资需要，又能满足 PE 退出需求，因此自 2011 年天堂硅谷与大康牧业合作首创该模式始，多家上市公司和 PE 相继效仿。但由于该模式特点决定了 PE 能方便地介入或知悉上市公司内部运作，因此证券交易所等监管层在肯定模式创新的同时，也已开始关注此模式下可能引发的市场操作、内幕交易以及信息披露等问题，预期监管层会增加明文规定或通过“窗口指导”等方式进一步规范协同并购模式发展。

陶旭东 合伙人 电话：86 021 2208 6213 邮箱地址：taoxd@junhe.com

牛元栋 律师 电话：86 021 2208 6232 邮箱地址：niuycd@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

