

并购基金

实务运作与精要解析

PRACTICAL OPERATION AND
ESSENTIAL ANALYSIS OF BUYOUT FUND

• • • • •

陈宝胜 毛世辉 周欣 著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

并购基金

实务运作与精要解析

PRACTICAL OPERATION AND
ESSENTIAL ANALYSIS OF BUYOUT FUND

• • • • •

陈宝胜 毛世辉 周欣 著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

并购基金实务运作与精要解析 / 陈宝胜, 毛世辉, 周欣著. —北京:
中国法制出版社, 2018.5

ISBN 978-7-5093-9237-9

I. ①并… II. ①陈… ②毛… ③周… III. ①企业兼并—基金—
经济法—研究—中国 IV. ① D922.291.925

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 026929 号

策划编辑 / 责任编辑: 黄会丽

封面设计: 周黎明

并购基金实务运作与精要解析

BINGGOU JIJIN SHIWU YUNZUO YU JINGYAO JIEXI

著者 / 陈宝胜 毛世辉 周 欣

经销 / 新华书店

印刷 / 三河市紫恒印装有限公司

开本 / 710 毫米 × 1000 毫米 16 开

版次 / 2018 年 5 月第 1 版

印张 / 24.5 字数 / 395 千

2018 年 5 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978-7-5093-9237-9



定价: 78.00 元

值班电话: 010-66026508

传真: 010-66031119

北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031

网址: <http://www.zgfzs.com>

市场营销部电话: 010-66033393

编辑部电话: 010-66070084

邮购部电话: 010-66033288

(如有印装质量问题, 请与本社印务部联系调换。电话: 010-66032926)

序

PREFACE

并购交易随着中国经济转型和战略转变，持续蓬勃发展，上演了一幕又一幕的资本大戏。以 A 股上市公司的数据为例，2013 年上市公司并购重组交易金额为 8892 亿元，到 2016 年已增至 2.39 万亿元，年均增长率 41.14%，居全球第二。在全球并购市场上，中国已经成为一支主导性的力量。2016 年，中国企业跨境并购的金额高达 2210 亿美元，跃居世界第一，成为全球最大跨境并购国！

十九大报告中，习近平总书记指出，“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展”。这为新时代我国金融建设指明了方向。资本市场要牢牢坚持服务实体经济的本质，完善多层次资本市场服务。企业实施并购有助于产融结合，并直接服务于实体经济，能够有效促进传统产业转型升级和新兴产业发展突破。

并购是成长为世界级公司的必要手段，世界 500 强企业几乎都是通过不断并购成长起来的，并购也将成为中国企业快速成长的主要方式。目前中国经济已经进入经济增速“换挡期”，一方面是部分行业产能过剩、竞争激烈，另一方面高端制造和现代服务业的供应不足；行业整合、产业升级以及产融结合将是并购市场发展的主要方向，也是并购基金核心机会所在。

并购基金是传统产业转型升级和战略新兴产业发展突破的助推器与加速器。最优秀的并购基金团队将能够从产业发展的高度出发，加强供应链上下游企业之间的协同，从产业链整合的高度通过组合投资促进整个产业的升级发展。因此，并购基金会协助打造各细分行业的龙头企业，也会加速战略新兴产业的形成。同时，并购基金能够从整个产业链生态圈去研究，可以站在产业链生态圈的高度，做有效的资源配置和整合，从而实现金融

与产业无缝衔接，金融自然成为产业发展的一部分，也就解决了金融“脱实向虚”的问题。

产业思维是并购基金区别于VC/PE基金的重要特征之一。金融只有深植于产业、深耕于产业，顺应时代大趋势，通过促进产业的发展、产业的整合、产业的转型升级来实现自身的发展，才是正道，才会有活力，也才能持久。在并购的具体运作过程中，从最初的并购战略制定、到并购方案设计、并购谈判及交易、再到并购接管，并购整合，这些都要求并购基金操盘者与产业深度融合，能够站在细分产业发展的高度，看待一个企业的发展。在对产业趋势有深刻理解的前提下，再来看企业自身发展的问题，帮助标的企业在产业中获得竞争优势，进而实施产业整合，从而获得更高的市场估值。同时，并购基金在并购实施后，也将在企业战略制定、资产重组、财务管理、组织结构与业务流程再造等方面提供一系列服务与咨询，帮助企业提升经营管理水平。而所有这一切，在提升企业价值的同时，也为并购基金安全退出提供了保障。（见笔者上一本专著《并购重组精要与案例》）

产融结合为并购基金运作内核。通过产业与金融的结合，并购基金可以协助企业抓住产业发展和资本市场的机会，快速扩张，实现非线性增长。我们做资本和产业运作，主要就是要解决好两个事项：一个是资金（融资）事项，也就是钱从哪里来；一个是资产（投资）事项，也就是钱到哪里去。这两个事项解决的优劣程度直接决定了企业发展的快慢与成败。通过并购基金，可以实现产业与金融的结合，将金融资本转化为产业资本，把金融的优势通过产业发挥出来，脱虚向实，脚踏实地，在推动实体产业发展的同时实现自身的价值，这既是时代大趋势，也是为获取价值而做出的必要选择。

得到巴菲特大力推崇的3G资本，其实施的“赋能式投资”，以控股投资、主动管理、产融互动为核心，以“梦想-文化-人才”为驱动，贯彻赋能式主动管理，实施人才选育用留，向被投企业输出“产业+管理+资金+市值”的赋能式综合解决方案。3G资本通过主动管理和产融互动，改善企业运营，提升企业利润，推动企业转型升级和价值增长，并在此基础上实施进一步并购，从而形成良性循环。

另一方面，上市公司并购基金近年来呈现加速发展趋势。从2012年到2017年8月底，共有1167家上市公司设立或参与产业并购基金，总计目标募集资金规模超过1.6万亿元人民币。但除了上市公司公布相关设立基金的公告外，其中超过半数的基金便再无下文，沦为“僵尸基金”。2006年以来，中国并购基金数量迅速增长，但是从并购基金的投资项目来看，外资并购基金在项目数量和金额上超过本土并购基金，这反映出大部分本土并购基金仍缺乏资本之外的核心竞争力。

按照并购基金运作流程，从募、投、管、退这四方面来看，并购基金的核心竞争力具体体现为：募资环节的投资者关系管理能力、基金产品设计能力；投资环节的战略规划能力、标的寻找能力；管理环节的产业整合能力、价值提升能力；退出环节的交易结构设计能力、交易撮合能力。并购基金运作是一项复杂而具有高超技巧的系统性工程，战略、标的、方案、谈判、交割、接管到后期的整合，每一个环节都考验并购基金管理团队的能力。只有优秀的团队，才能够获得优质标的和合理对价，进而进行全方位对接，实施产业整合与价值提升；后续设计交易结构、撮合交易及实现退出，同时为并购基金的投资者带来长期稳定的高收益。

人认识世界分为三个层次：“道、势、术”。同时，我们的人生规划与事业发展也要把握好这三个层次。从字面上理解，“道”，就是指大的道理或者是叫作客观规律。我个人的体会，道又分为三个层面：首先是要走正道；其次是我们尊重每一个人，要广结善缘；最后，做事一定要做到合作共赢。中间的层次是“势”，也就是大形势、大环境。孙中山先生曾说过“天下大势，浩浩荡荡，顺之者昌，逆之者亡”。包括我们俗话说的“男怕入错行，女怕嫁错郎”，都是一直在强调“势”的重要性。第三个层次是“术”，也就是我们具体的操作办法，或者是具体对策。总体来说，小成于术，中成于势，大成于道。我们要有所成就，一定要明于道、立于势、精于术。

并购基金在我国还处于发展初期，未来空间巨大，我们也期盼能有更多的有识之士投身其中，赢在未来。真诚其实是最重要的能力，运作并购基金必须要真诚面对投资人、真诚面对上市公司、真诚面对标的企业、真诚面对每一位利益相

关者……来不得半点脱离实际情况的虚伪，否则，用坏一分钱，就有可能在资本市场失去诚信与信誉这样的立足之本。“天下难事必作于易，天下大事必作于细”，深信因果，广结善缘，我们做人做事坚持走正道、靠谱、合作共赢，平日从小处一点一点积累自己的信用，终将会有所成就。感恩生活在这样一个大气磅礴、充满机会的年代。我们希望通过本书抛砖引玉，祝愿大家一方面脚踏实地，一方面仰望星空，一起来开创未来；期待在并购基金领域，未来能够出现中国的“黑石”“KKR”“凯雷”。

笔者 陈宝胜

前言

PREFACE

本书以回顾国内外并购基金的发展历史为开端，通过理论和案例阐述了运作并购基金过程中产业思维以及并购战略的重要意义，提出了并购战略的六大实战类型、并购基金运作所需的资本之外的八项核心竞争力，以及并购基金的六大实战类型，较为全面地总结了当前我国并购基金发展现状和方向。然后本书深入剖析了并购基金在资本市场中的三类特殊运作模式——上市公司并购基金、新三板并购基金、不良资产并购基金，通过实际案例重点分析实务要点，并据此针对性地提出了运作策略的建议。最后本书还归纳了并购基金在“募、投、管、退”四个关键环节上的风险控制及其应对策略。

希望能够为我国从事并购基金事业的人们提供思路和借鉴。

本书主要由8个章节组成，主要内容介绍：

（1）第一章 并购基金概述

介绍了并购基金的基本概念，归纳了并购基金区别于其他基金的显著特征，以及并购基金的运作模式。结合世界并购史，介绍了国内外并购基金的发展历史和国内并购市场的现状。

（2）第二章 并购基金之产业思维与并购战略

从并购与产业之间的关系出发，论述了产业思维对并购基金运作的重要意义，以及产业思维的具体表现——赋能式投资、投资的专业化和赋能增值服务提供。再基于我国的经济和社会发展阶段，论述了产融结合式的并购战略可以实现企业在产业与金融方面的互相协同，而并购基金正是协助实现这一战略的必要工具。基于产业思维与并购战略，对并购战略的六大实战类型进行了深入分析，总结了它们的应用条件、特点和优劣势。

(3) 第三章 并购基金核心运作流程及关键点

全面梳理了并购基金的核心运作流程及关键点，从并购基金的运作流程为视角，创新提出了并购基金运作所需的资本之外的八项核心竞争力，并对这些核心竞争力建立了分析框架，讨论了它们的必要性、核心重点、实务要点，进行了对应的案例分析。

(4) 第四章 并购基金六大实战类型及核心模式分析

基于我国并购基金发展现状和发展方向，总结了国内并购基金六大实战类型，通过最具代表性的并购基金案例，对它们的核心盈利模式和核心运作模式进行了深入分析，对它们的优劣势进行了实务性的探讨。

(5) 第五章 上市公司并购基金

论述了上市公司并购基金的作用、多种设立模式，以及退出模式。针对上市公司并购基金在运作过程中操盘者、投资者和交易各方普遍关注的实务要点，进行了深入的剖析和详细的案例说明。

(6) 第六章 新三板并购与并购基金

首先对新三板市场和并购情况做了概述，全面梳理了新三板公司的并购规则（包括收购与被收购），分析了近年新三板市场中的各种并购类型、新三板公司设立并购基金情况，以及新三板市场并购交易与主板市场的差异。

(7) 第七章 不良资产并购基金

介绍了不良资产处置的发展历史和市场情况，从“募、投、管、退”角度对不良资产并购基金的运作进行全面的分析。对不良资产并购基金的核心业务——“破产重整企业并购”的核心运作流程作了介绍和对应案例分析。

(8) 第八章 并购基金之风险控制

在并购基金“募、投、管、退”四个关键环节上，详解了运作并购基金可能发生的风险，并就如何防范各类风险给出了对应的策略建议。

目 录

CONTENTS

第一章 | 并购基金概述

- 第一节 并购基金的基本概念 / 003
- 第二节 国外并购基金的发展 / 007
- 第三节 国内并购基金与并购市场的发展 / 013

第二章 | 并购基金之产业思维与并购战略

- 第一节 并购基金以产业思维为本 / 025
- 第二节 并购基金以产融结合为基 / 038
- 第三节 并购战略六大实战类型及模式分析 / 050

第三章 | 并购基金核心运作流程及关键点

- 第一节 资本之外的核心竞争力 / 086
- 第二节 并购基金的设立 / 088
- 第三节 并购基金募资——投资者关系管理能力及基金产品设计能力 / 097
- 第四节 并购基金投资——战略规划能力及标的寻找能力 / 111
- 第五节 并购基金管理——产业整合能力及价值提升能力 / 125
- 第六节 并购基金退出——交易结构设计能力及交易撮合能力 / 135

第四章 | 并购基金六大实战类型及核心模式分析

- 第一节 传统并购基金 / 153
- 第二节 “PE+ 上市公司” 并购基金 / 162
- 第三节 嵌入式并购基金 / 171
- 第四节 PMA (A 股并购基金) / 181
- 第五节 海外并购基金 / 190
- 第六节 “敌意收购” 并购基金 / 207

第五章 | 上市公司并购基金

- 第一节 上市公司设立并购基金的作用 / 221
- 第二节 上市公司设立并购基金的主要模式 / 223
- 第三节 上市公司并购基金的退出模式 / 230
- 第四节 上市公司并购基金实务要点 / 232

002

第六章 | 新三板并购与并购基金

- 第一节 新三板市场基本情况 / 257
- 第二节 新三板企业并购情况 / 262
- 第三节 新三板公司并购规则 / 264
- 第四节 新三板并购典型案例 / 273
- 第五节 新三板企业设立并购基金 / 283
- 第六节 新三板市场与主板市场并购交易的差异 / 288

第七章 | 不良资产并购基金

- 第一节 不良资产概述 / 295
- 第二节 不良资产并购基金募资 / 303
- 第三节 不良资产并购基金投资 / 306
- 第四节 不良资产并购基金管理 / 312

- 第五节 不良资产并购基金退出 / 319
- 第六节 企业破产重整 / 320
- 第七节 破产重整企业并购核心运作流程 / 323
- 第八节 超日太阳破产重整案例 / 341

第八章 | 并购基金之风险控制

- 第一节 并购基金募资之风险控制 / 348
- 第二节 并购基金投资之风险控制 / 351
- 第三节 并购基金管理之风险控制 / 366
- 第四节 并购基金退出之风险控制 / 373

1

CHAPTER

第一章

并购基金概述

第一节 并购基金的基本概念

第二节 国外并购基金的发展

第三节 国内并购基金与并购市场的发展

CHAPTER

1

THE

THE

THE

THE

第一节 | 并购基金的基本概念

一、并购基金的基本定义

并购基金（Buyout Fund），狭义上来说，是私募股权投资基金（PE）的一种，用于并购目标企业，获得标的企业的控制权。并购后，通过重组、改善、提升，实现目标企业上市或者通过出售股权、管理层回购、兼并收购等方式退出，从而获得收益。

随着一级与二级市场投资的联动以及各类基金业务的融合发展，我们认为，广义的并购基金业务包括：并购活动中涉及的行业整合投资、认购上市公司股份、夹层投资以及法律法规允许的其他投资方式。

二、并购基金与其他股权投资基金的区别

1. 传统类型划分

我国国内股权投资类型主要划分为创业投资（VC）和私募股权投资（PE）。它们在认知和概念上具有明显的划分标准——主要是投资标的所处企业成长阶段之间的差异。如下图所示，传统 VC 投资包括天使投资和风险投资，主要投资于企业的种子期和初创期。而相对地，传统 PE 投资包括普通 PE 基金和并购基金，主要投资于企业的成长期和成熟期。

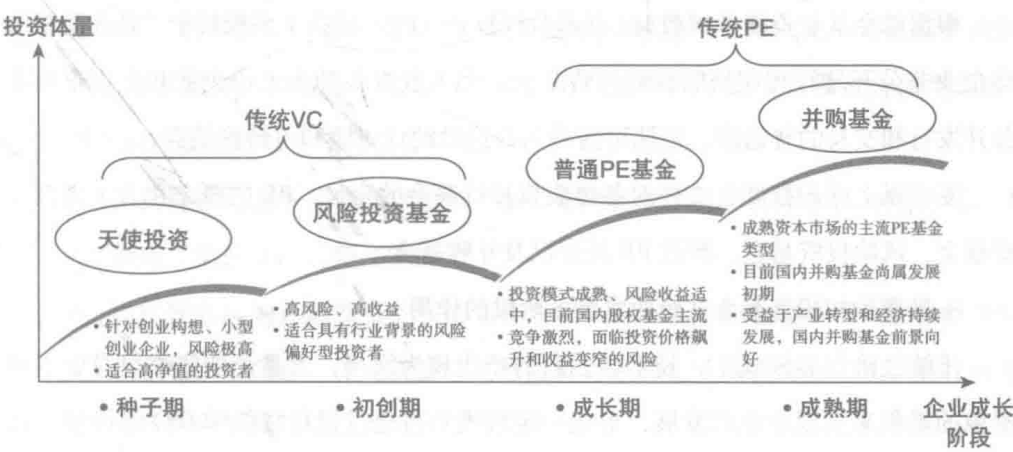


图 1-1 各类股权投资基金的划分

基于投资企业成长阶段的差异，各类基金在风险、收益、投资者匹配以及退出渠道上是具有较大差异的。

表 1-1 各类股权投资基金的特点

项目	风险投资基金	普通 PE 基金	并购基金
投资选择对象	创业型未上市企业	商业模式成熟的未上市企业	成长期或成熟企业
企业控制权	对企业控制权不感兴趣		获取企业控制权或对企业控制权具有一定控制力
运营管理	基本不参与	基本不参与	积极参与运营管理提升
风险及收益情况	高风险，高收益	风险收益适中	风险相对较低，收益较高
现状	竞争激烈，面临投资价格飙升和收益变窄的风险		受益于产业转型升级需求，国内并购基金前景向好，退出渠道明确
退出渠道	IPO、并购退出、股权转让、企业管理层回购		并购退出、IPO、股权转让、分拆出售、企业管理层回购

004

2. 中国政府及监管机构对股权投资基金的最新定义和划分

2016 年 9 月 16 日，国务院发布了《国务院关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》，其中创业投资的定义是：向处于创建或重建过程中的未上市成长性创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后，主要通过股权转让获取资本增值收益的投资方式。

根据基金从业资格考试教材，私募股权投资（PE）是指主要投资于“私人股权”，即企业非公开发行和交易股权的投资基金。私人股权包括未上市企业和上市企业非公开发行和交易的普通股、依法可转换为普通股的优先股和可转换债券。

鉴于以上国内权威性文件对各类股权投资基金的定义，PE 的概念包含了天使投资基金、风险投资基金、普通 PE 基金以及并购基金。

3. 私募股权投资基金在企业发展的各阶段的作用

传统经济发展模式下，技术和创新的步伐较为缓慢，大量企业依靠自身资本和资源的累积来实现企业的发展，形成一定规模后再通过银行贷款和 IPO 等传统方式募集资金，解决企业融资问题。

社会经济在不断发展进步，日趋激烈的竞争要求企业必须快速发展，而仅仅依靠自有资本的积累来发展是远远不够的，必须借助资本的力量。但一般初创型企业难以通过银行贷款和 IPO 等方式实现融资，创业投资基金即是在这种背景下所产生的。通过成为初创型企业或成长型企业的股东，进行“利益共享，风险共担”的投资，随着企业的成长，最终大部分创业投资基金定位于通过 IPO 或并购退出。

当初创型企业经过发展，成为成长期或成熟期的企业后，就可能会遇到发展的瓶颈，会存在企业的控制权、机制、管理、技术等无法适应企业最新发展需要的情况，此时如果企业自身无法做出相应调整，将会影响企业的进一步发展，停滞不前。在这种情况下，并购基金对企业实施并购，可以通过资产重组、资源整合、机制创新等方式，解决企业在控制权、机制、管理、核心技术、供销渠道等方面的问题，从而提升企业的运营效率和内在价值，并最终获得投资收益。

三、并购基金的一般运作模式

并购基金的运作模式一般是通过收购目标公司的股权，从而获得对目标公司的控制权，然后对其管理层、商业模式或资产进行整合、重组及优化经营，持有一段时间并且在利润得到提升后再进行股权的出售。

从收购目标公司股权的比例来区分，并购基金总体上可分为两类：

（一）控股型并购基金

控股型并购基金的运作模式强调获得并购标的控制权，并以此主导目标企业的整合、重组及运营。控股型并购基金能最大限度地提高并购效率和资金使用效率。控股型并购基金具有以下三个重要特征：

- 以获得标的企业控制权为投资前提：并购基金获得了目标企业的控制权，才拥有了实施并购后整合的决策力。
- 以杠杆收购为并购投资的核心运作手段：国外成熟的金融体系为控股型并购基金提供了债券、优先贷款、夹层融资等多样化的并购金融工具，高杠杆率使得投资规模和收益率随之获得提升。
- 以打造具有优秀整合能力的管理团队为安全保障：控股型并购可能需要对标