



(2024 年第 13 期，总第 196 期)

中国证券投资基金业协会

2024 年 11 月 20 日

境外并购基金典型案例研究

——并购基金课题成果之二

【编者按】并购重组是培育新质生产力的有效手段。并购重组的开展过程，是生产要素的重新配置过程，也是金融资本的运用和配置过程。在并购贷款、并购债券、并购基金等金融工具当中，并购基金既能提供直接的资金支持，又以存量股权受让方式主导企业整合，因此并购基金的效能发挥不仅有助于微观企业个体的成长壮大，也对宏观并购重组市场的活跃起到至关重要的作用。

为此，协会开展《我国并购基金发展趋势与效能研究》课题，梳理并购基金的理论研究与实践发展情况，结合案例深入剖析中美并购基金运作特点与效能发挥机制，研判我国并购基金的未来发展机遇及挑战。本文为课题成果之二，主要介绍了黑石收购塞拉尼斯和泰丰资本收购百代唱片的两则实践案例，供大家参阅。

一、黑石收购塞拉尼斯案例分析

塞拉尼斯（Celanese AG）是一家家族式化学公司，主营业务为化学产品、醋酸纤维产品、高科技聚合物 Ticona，以及功能性化工产品。1930 年，塞拉尼斯美国公司在纽交所上市。1961 年，塞拉尼斯美国公司与德国的赫司特公司（Hoechst AG）合作在德国建厂生产高性能塑料。1987 年，赫司特公司收购塞拉尼斯美国公司。1998 年，赫司特集团将塞拉尼斯美国公司原有业务及集团内大部分工业化学业务剥离出来，合并成一家新公司即塞拉尼斯（Celanese AG）。1999 年，塞拉尼斯在法兰克福交易所上市交易。

黑石集团（Blackstone Group）是一家成立于 1985 年的美国另类资产管理公司，2007 年在纽交所上市，经历近 40 年发展，业务主要涵盖私募股权、房地产、信贷和保险、多资产投资等领域，截至 2024 年三季度末资产管理规模达 1.1 万亿美元。

（一）收购背景

2003 年，黑石集团在汉堡开设了第一个德国办事处，随后将塞拉尼斯纳入重点关注范围，当时收购背景主要有以下几方面：

全球经济遇冷，塞拉尼斯公司陷入困境。2000 年互联网泡沫破灭，一大批公司倒闭，失业率上升，居民收入下降，上市公司股价大幅下跌。经济危机从美国向全球蔓延，塞拉尼斯公司也在此时陷入困境。2001 年，塞拉尼斯实现销售收入 39.7 亿美元，净亏损 3.1 亿美元。

公司运营效率低下，费用开支渐增。塞拉尼斯在前期业

务扩张过程中，逐步出现管理机构官僚、臃肿，经营效率低下问题。1999年至2001年，塞拉尼斯公司毛利率从17.2%降至14.1%；支付的员工遣散费、办公室关闭费等重组费用从3.5亿美元增至4.4亿美元；每年的销售管理费用在5亿美元左右浮动，占公司营业收入的12%至15%。

德国资本市场对公司的估值不高。虽然在法兰克福挂牌上市，但是塞拉尼斯公司过半的业务和利润来源都在美国，在欧洲的部分只占20%左右。因此，公司在德国市场上并未被重视。公司股票在德国的估值与在美国相比更低，如果在德国能获得4倍现金流估值，在美国就可以获得5倍估值。

（二）交易过程

1. 协商过程

2002年2月，黑石集团及其合作伙伴通用电气，以及作为首席并购顾问和潜在融资来源的摩根士丹利，三方一起和塞拉尼斯进行了初步接触。2月下旬至10月初，黑石和塞拉尼斯进行了8次会谈，讨论交易的可行性并开展尽职调查。11月13日，黑石集团及其合作伙伴提交了一份初步意向书，表示有意以每股28至30欧元的价格收购塞拉尼斯公司，但未打动塞拉尼斯。

在2002年12月至2003年7月的多次会面中，黑石相继开出了以每股28欧元收购至少90%的股份、以每股29欧元收购至少85%的股份、以每股30欧元收购至少85%的股份的要约条件，以及承担塞拉尼斯约3.8亿欧元的养老金负债。此外，黑石还积极争取到持股塞拉尼斯29.2%股份的大股东科威特石油公司支持。至此，黑石和塞拉尼斯初步达成

共识。

8月，黑石正式聘请德意志银行证券公司和摩根士丹利为这项收购提供融资。10月3日，塞拉尼斯管理层表示，公司股价已经从2003年7月的22欧元上涨至10月2日的28.19欧元，涨幅大约为28%，这一涨幅大大降低了以每股30欧元收购带来的溢价，因此管理层要求黑石继续提高收购价格。10月14日，黑石将收购价格增至每股32.5欧元。11月，摩根士丹利向黑石提供了收购要约融资的最新情况。12月初，黑石与德意志银行证券公司及其部分附属机构以及摩根士丹利的附属机构展开了融资沟通。12月15日，黑石与科威特石油公司签署协议，科威特石油公司承诺将其持有的14,400,000股塞拉尼斯股票以每股32.5欧元的价格在要约开始后的15个工作日内转让给黑石。

2003年12月16日，黑石正式发起对塞拉尼斯的要约收购，以现金形式按每股32.5欧元的价格收购塞拉尼斯普通股；按此价格计算，塞拉尼斯的市值达到16亿欧元。同时黑石还将承担塞拉尼斯的养老金负债以及部分其他债务，整个交易价值约31亿欧元（约38亿美元），是当时德国最大规模的收购案例。

2.交易详情

截至2004年4月，黑石已经通过要约收购了41,588,227股塞拉尼斯股份，约占其流通股数量的84.3%，耗资约13.5亿欧元（约16亿美元）；同时按照与塞拉尼斯原管理层达成的协议，黑石承担了塞拉尼斯约4.63亿美元的养老金负债。此外，黑石还预留了5.55亿美元用于继续收购塞拉尼斯的股

份，偿还塞拉尼斯额外的现有债务，支付高级次级债务的利息，并向塞拉尼斯及其子公司提供营运资金。再加上要约完成后就要进行置换的 1.75 亿美元的可变利率贷款，以及预留的 2.06 亿美元交易费用支出，黑石总共以 30.23 亿美元的代价取得了塞拉尼斯控制权（见表 1）。

表 1 黑石收购塞拉尼斯资金筹措和使用表（单位：百万美元）

资金筹措		资金使用	
项目	金额	项目	金额
定期贷款	608	要约收购	1624
优先级过桥融资	1565	养老金负债	463
发行优先股	200	现有债务置换	175
自有资金	650	待使用资金	555
		交易费用	206
合计	3023	合计	3023

在这些资金中，黑石通过其“资本合伙人 IV 号”基金（Blackstone Crystal Holdings Capital Partners (Cayman) IV Ltd）出资 6.5 亿美元，其余资金均通过债权融资取得。也就是说，黑石以 6.5 亿美元的自有资金出资，撬动了价值 38 亿美元的交易，杠杆达到了 5.8 倍。

在借款中，最大的一笔资金来自过桥贷款——黑石共筹措了 15.65 亿美元的优先级过桥贷款（Senior Subordinated Bridge Loan Facilities），其中包含 8.14 亿美元、利率高于伦敦同业拆借利率 250 个基点的 B 级贷款，以及 7.51 亿美元的可变利率 C 级贷款。这笔过桥贷款的期限长达 10 年，在满足一定条件的情况下可到 2014 年才偿还本金。此外，黑石获得了 6.08 亿美元的 7 年期、利率高出伦敦同业拆借利率 275 个基点的定期贷款；通过发行优先股（Preferred Shares）筹资到 2 亿美元（见表 1）。

黑石还另行获得了约 6.1 亿美元的无条件循环贷款额度 (Revolving Credit Facilities) 以备不时之需。

(三) 整合情况

1. 收购后公司结构

在通过要约收购取得塞拉尼斯控制权后，尽管还有约 16% 的股份未获得，黑石就开始了塞拉尼斯的整合。首先，黑石将要约收购的主体 BCP Crystal Aquisition GmbH & Co.KG 更名为 Celanese Europe Holdings GmbH & Co.KG (塞拉尼斯欧洲集团公司)；将原来出资的 Blackstone Crystal Holdings Capital Partners (Cayman) IV Ltd 更名为 Celanese Corporation (塞拉尼斯公司)。在股权结构上，塞拉尼斯欧洲集团公司和塞拉尼斯公司之间还设置了 Crystal LLC、Celanese Holdings、BCP Crystal 等几个没有实际业务的持股公司。在这个结构下，黑石以塞拉尼斯公司 (Celanese Corporation) 为主体，于 2004 年 11 月 3 日向美国 SEC 提交了上市申请。同时，黑石以 Crystal LLC、BCP Crystal 等为主体展开债务融资，对前期为取得塞拉尼斯 (Celanese AG) 控制权而背负的约 24 亿美元的债务进行置换或者支付利息。

2. 债务整合

在取得塞拉尼斯控制权不久后，2004 年 6 月至 7 月，黑石以 BCP Caylux 为主体，发行了十年期的 12.25 亿美元、利率为 9.625% 的优先级次级票据 (Senior Subordinated Notes) 以及 2 亿欧元、利率为 10.375% 的优先级次级票据。同时 BCP Caylux 还借了 3.5 亿美元的浮动利率借款 (Floating Rate Term Loan)。加上 4700 万美元的资金，黑石偿还当时为收购塞拉

尼斯而借的过桥贷款（本金 15.65 亿美元，利息 2900 万美元，合计 15.94 亿美元）并回购了优先股（见表 2）。随后，黑石通过一系列协议安排，由 BCP Crystal 来承担 BCP Caylux 的债务。

表 2 收购完成后黑石债务置换表（单位：百万美元）

资金筹措		资金使用	
项目	金额	项目	金额
优先级次级票据	1475	优先级过桥融资偿还	1594
浮动利率借款	350	优先股赎回	227
现金	47	交易费用	51
合计	1872	合计	1872

通过这次置换，收购前以黑石信用为背书取得的约 17 亿美元过桥贷款和优先股得以偿还。收购前黑石的债务置换成了收购完成后黑石控股下的公司塞拉尼斯的债务。

9 月，黑石又以 Crystal LLC 为主体，发行了 8.53 亿美元、十年期、五年内不得赎回的优先级折扣票据（Senior Discount Notes），其中，系列 A 票据为 1.83 亿美元、利率为 10%；系列 B 票据为 6.9 亿美元、利率为 10.5%。此次发行获得的 5 亿美元被支付给了塞拉尼斯公司（Celanese Corporation），也就是原来的 Blackstone Crystal Holdings Capital Partners (Cayman) IV Ltd，黑石开始实现投资回报。

2005 年 1 月，塞拉尼斯公司（Celanese Corporation）再次登陆纽约证券交易所。除了发行普通股、优先股融资外，塞拉尼斯公司在上市的同时还通过优先级信用贷款（Senior Credit Facilities）借了 11.35 亿美元，累计募集资金 21.87 亿美元。这些资金中，约 11.32 亿美元将用来偿还债务，8.04 亿美元用来向原股东即黑石分红（见表 3）。

表 3 塞拉尼斯上市募集资金使用情况表（单位：百万美元）

资金筹措		资金使用	
项目	金额	项目	金额
普通股	800	部分偿还优先级折扣票据（Senior Discount Notes）	207
优先股	200	部分偿还优先级次级票据（Senior Subordinated Notes）	572
优先级信用贷款	1135	浮动利率借款偿还	353
折扣股票	12	向原股东分红	804
		交易费用	51
		为收购 Vinamul 提供资金	200
合计	2187	合计	2187

至此，从获得塞拉尼斯控制权后仅 9 个月的时间，黑石在持有塞拉尼斯大量股份的同时，就已经全部收回了其在交易中提供的 6.5 亿美元资金，还增加了约 5 亿美金回报。

图 1 可更清晰看到被黑石收购后，塞拉尼斯公司整个股权结构中各个层级公司在资本市场融资中的作用。

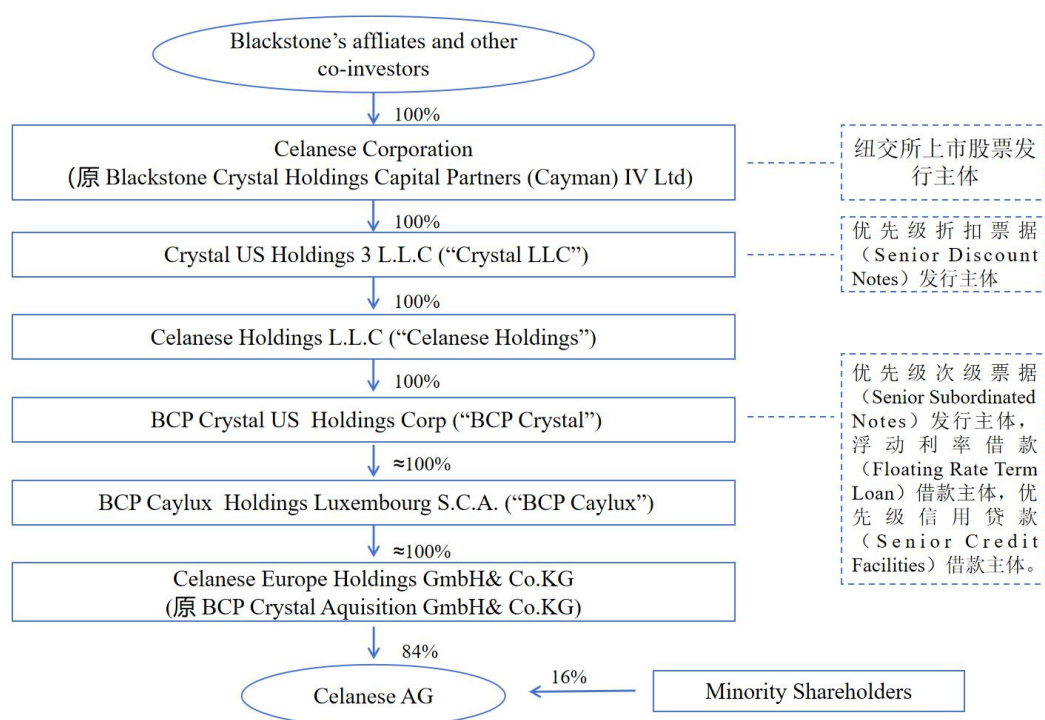


图 1 塞拉尼斯公司股权结构及其融资作用示意图

3. 业务整合

在进行债务置换、筹备上市等资本运作的同时，黑石也

对塞拉尼斯的业务展开了整合。

(1) 管理运营整合

一是公司总部迁移。将总部从德国的法兰克福迁移到美国的特拉华州，同时削弱了萨默塞特、新泽西以及达拉斯等三个外派机构的权力，一方面减少组织惰性，降低了公司的管理费用，另一方面税率从法兰克福的 39%降低到美国特拉华州的 8.7%。

二是管理层激励。2004 年 12 月，塞拉尼斯正式执行高管、关键员工和董事的股票激励计划，留住公司的核心员工。

三是降本增效。首先，黑石对北美地区的生产进行整合，以比自己生产成本更低的价格购买甲醇，提高了生产率、降低了劳动力需求，每年大约节省成本 8100 万美元。其次，黑石将香烟过滤嘴醋酸纤维的生产转移到中国，每年大约可节约用工成本 2700 万美元。同时，黑石在塞拉尼斯推动“先进过程控制”并执行六西格玛管理方式，在节约能源和原材料的同时，提高了生产单位的产量。通过一系列的运营优化，塞拉尼斯的营业利润率从 2003 年的 4.5%增至 2005 年的 9.2%。

四是剥离资产。黑石大刀阔斧将塞拉尼斯一些微盈利或者亏损的非核心资产剥离，将业务集中在乙酰基产品等先进工程材料、工业和消费高性能工程塑料材料方向。

(2) 投资与收购

控股塞拉尼斯后，黑石持续推动公司在增长领域的投资，并通过收购以扩大其在全球市场的领导地位。

一方面，塞拉尼斯将其在德国的 GUR 超高分子量聚乙

烯工厂的产能提高了 33%、增至年产 1 万吨；同时还将其位于北美的聚醛树脂工厂产能提高了 20%、增至年产 10.2 万吨。还在中国投资新建年产 60 万吨的醋酸及其衍生物工厂。

另一方面，塞拉尼斯以 4.9 亿美元收购了加拿大乙酰基产品和特种聚合物和薄膜生产商艾特公司（Acetex Corporation），塞拉尼斯一跃成为全球第一大乙酰生产商，占全球市场份额的 28%，并给公司增加了 600 万美元的现金流。此外，塞拉尼斯还花费 2.08 亿美元收购维纳姆聚合物公司（Vinamul），将其聚合物业务拓展至整个欧洲和北美，有力提升了市场地位。

（四）基金退出

在黑石担任其股东的 2004 年至 2007 年期间，塞拉尼斯的营业收入从 49.6 亿美元增至 64.4 亿美元，净利润从亏损 1.7 亿美元增至 4.2 亿美元；公司市值从 28.5 亿美元增至 64.5 亿美元。塞拉尼斯的股价从上市初期的 12 美元逐渐上涨（见图 2），黑石也开始陆续通过二级市场出售其持有的股票。2005 年 12 月至 2007 年 5 月，黑石分批次完成了对塞拉尼斯股票的减持，实现了退出。

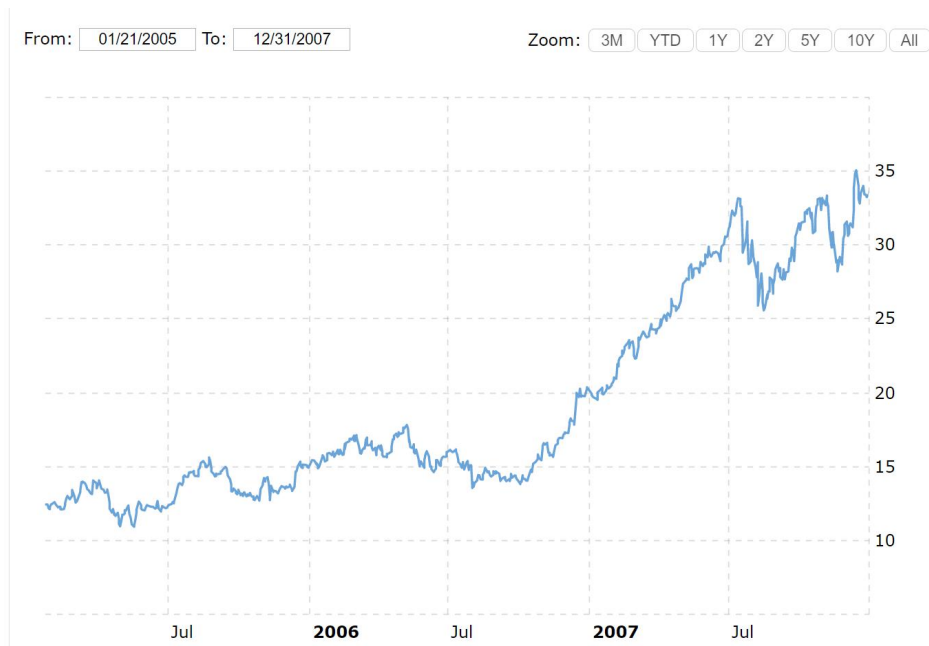


图 2 2005 年至 2007 年塞拉尼斯股价走势图

从 2002 年启动对塞拉尼斯的收购事项沟通，2004 年完成收购，再到 2007 年完成退出，五年左右的时间里，黑石以 6.5 亿美元的自有资金出资，撬动了价值 38 亿美元的交易，获得了约 34 亿美元的净利润。黑石对塞拉尼斯的收购，成为美国并购基金发展史中的一个经典案例。

（五）案例小结

黑石收购塞拉尼斯案例中，黑石充分发挥了并购基金的价值发现功能和价值创造功能。

1. 价值发现

首先，黑石敏锐地识别了不同资本市场对同一标的的估值差异。塞拉尼斯在法兰克福挂牌时，德国投资者给予其 4 倍现金流的估值；一年后塞拉尼斯登陆纽约交易所，美国投资者给予公司 6.4 倍现金流的估值。其次，黑石充分识别并利用了化工行业的周期。在化工行业处于低谷的时候，以 7.6 倍 EBITDA 的价格收购塞拉尼斯，随着行业的复苏，塞拉尼

斯市值逐渐增至 9.1 倍 EBITDA 左右后，黑石择机退出。

2. 价值创造

首先，黑石充分发挥了自己的运营管理能力。通过改进成本管理、提高公司管理能力、扩产以实现规模效应等方式降低生产成本、提高塞拉尼斯的盈利能力。其次，黑石精准挖掘了塞拉尼斯的价值创造点。通过大刀阔斧剥离微盈利或者亏损的非核心资产，集中力量收购乙酰基产品相关资产，推动塞拉尼斯成为全球领先的乙酰基产品制造商。最后，黑石有效利用了不同国家税收政策的差异。通过将塞拉尼斯的总部从德国搬到税率更低的美国，减少公司的税收支出。

二、泰丰资本收购百代唱片案例分析

（一）交易标的

百代唱片前身可追溯到 1897 年美国人 Emile Berliner 在伦敦成立的留声机公司。1931 年，留声机公司与哥伦比亚唱片公司合并为电子音乐工业有限公司。1962 年，与披头士乐队签约后，公司更名为“百代”。1979 年底，英国索恩电子产业集团将百代收购。1996 年，百代从索恩集团剥离、在伦敦交易所上市，并更名为百代集团有限公司。

（二）收购背景

所有权变更的不确定性影响了员工士气。2000 年，华纳音乐试图收购百代，但是被 SEC 叫停。2003 年，百代试图以 16 亿美元收购华纳音乐，但最终被前宝丽金和环球集团的大股东 Bronfman 联合众多 PE 投资机构以 26 亿美元的价格完成对华纳音乐的收购。2005 年，华纳音乐上市，业绩信息公布，引起更多关注。2006 年，百代向华纳音乐提出了

42 亿美元的收购报价；但华纳音乐不仅拒绝被收购，还表达了以 20% 的溢价收购百代的意愿。一个月后，华纳拒绝了对方增加到 46 亿美元的报价、百代也拒绝了对方 25.4 亿英镑的报价。在反复拉锯过程中，员工士气大跌，2006 年上半年百代的业绩同比下滑了 6%。

网络盗版的出现冲击了百代业绩。百代唱片上市后，整个行业开始融入互联网，在线音乐商店、音乐电子零售商、数字点唱机等产品开始出现。盗版大大减少了音乐载体的出货量，2000 年至 2005 年，美国的 CD 出货量减少了 1/5 以上。百代的业务也受到冲击，2006 年财年的营业收入下降 16%、EBITDA 下降 37%，百代面临巨大的亏损风险，一度在数月内连续做出盈利预警并暂停派发股息。2007 年 1 月和 2 月，评级机构穆迪和标准普尔分别下调了百代的债务评级。

泰丰资本急于投资。2007 年初，泰丰资本竞争失败、退出了英国大型医疗保健批发零售商 Alliance Boots 的私有化交易，其在 2004 年募集的“泰丰资本 II 号基金”还有大量的未投资资本，刚刚筹集的“泰丰资本 III 号基金”大部分资产亟待投资，因此泰丰资本对百代的私有化交易志在必得，开出了 24 亿英镑估值加上承担 8 亿英镑贷款的对价，取得了百代唱片的控制权。这一报价，相当于百代 EBITDA 的 21.3 倍。

（三）交易详情

为了尽快达成这笔交易，泰丰资本向百代提出的是现金收购。与华纳提出的股票支付部分对价的方案相比，泰丰资本的方案大大减少了监管环节的不确定性。

2007年夏季，全球信贷市场处于萎缩，银团贷款很难获得。泰丰资本几经周折，最终与花旗银行达成融资协议。花旗银行向其提供了11.8亿英镑的优先级贷款，14.1亿英镑的证券化过桥贷款、1.55亿英镑的夹层贷款。泰丰资本除了发行7.05亿英镑的优先股外，还认购了2017年到期的10.5亿英镑股东贷款。

花旗银行是这笔交易唯一一个资金提供方，其提供债务的主要限制条件是百代的债务必须维持在EBITDA的某个倍数内。每隔六个月花旗银行要做一次测试，如果超过倍数，泰丰资本需要注入股权资金（银行允许将股权投入在测试时视为EBITDA），以降低负债与EBITDA的比例。如果超过倍数，公司一旦进入债务重整，花旗银行通过债转股就会成为百代的新股东。

泰丰资本对收购后提升百代EBITDA信心满满。收购完成后的债务置换，大部分也采用的是一次性还本并按期计提利息的条款，也就意味着本金和利息是在退出或到期时一起偿还，而不是分期偿还的。这种情况下，百代的债务规模将呈上升趋势，管理层只有不断提升EBITDA才能避免触发债务违约条款。

2007年8月，泰丰资本对百代唱片的私有化收购终于得到了百代唱片91.5%的股东的支持，超过了强制收购必须达到的90%红线。泰丰资本对百代唱片收购以26亿英镑的股份支付，以及承担8亿英镑的债务为对价完成。

（四）整合情况

控股百代唱片后，泰丰资本开始了投后整合，并购基金

常用的控费、处置资产、战略重建等整合工具自然也成为了泰丰资本的着手点。

削减成本，减少公司费用支出。泰丰资本注意到，作为百代唱片的老对手，华纳音乐的收入规模与之相近，但员工人数比百代少了三分之一，音乐录制的利润率是百代的三倍。为了提升百代的利润率，泰丰资本制定了一个每年削减2亿英镑成本的计划。控股百代的前三年，泰丰资本开始大量裁员，百代的员工从5500多人降至不到3400人，其中还有400多名中层管理人员。同时，进一步加强了对明星艺人某些活动预付款的压缩，削减了外地办事处的招待费用、降低招待艺人的公寓装饰费用等。

处置资产，试图剥离“不良”资产。对于百代唱片这样一个轻资产的公司来说，核心资产就是公司的高管和明星艺人。泰丰资本在收购百代时，并没有与百代时任的管理层合作，这样做的目的就是为了在交易结束后引入新的管理层。事实上，并购完成后几周内，百代约一半的高级管理人员就被解雇或辞职。在音乐产业，畅销专辑是收入增长的主要来源，但新专辑何时畅销存在高度的不可预测性，而泰丰资本并未考虑音乐行业的这一特点，仅从录制或出版的数量来认定艺人是否“过气”，这样的做法也在一定程度上导致了百代旗下几位顶级艺人的离开。

重建战略，委派新任高官。泰丰资本控股后，提出了一揽子振兴计划：大幅裁员、将某些非核心业务外包、整合音乐品牌、与供应商重新谈判合同等。但这些做法在应对互联网对音乐行业的冲击时，对百代盈利能力的提升着实有限。

此外，泰丰资本任命了没有音乐行业相关经验的总裁和高管，对行业的不了解让百代的整合日益困难，大量资深人员纷纷离职。由于管理人能力缺失，加之百代迟迟没有树立起应对互联网时代的新战略，百代的业绩持续恶化。2009年3月，公司债务与 EBITDA 的比例已经达到了 16.6 倍。重重压力下，2010年9月，泰丰资本第三次对百代高管进行大换血。

此外，值得一提的是，泰丰资本试图在不成熟的时机下发起首次股权转让。收购一完成，泰丰资本 Guy Hands 就在寻找其他 PE 集团、对冲基金，希望能转让泰丰资本持有的价值约 5 亿英镑的股份。但是，时值 2007 年，信贷环境、市场环境都让机构不敢贸然出手，市场对百代唱片能否成功应对互联网的冲击持观望态度。最终，这笔转让没有实现，泰丰资本后续想通过百代举债融资变得更加困难。

（五）案例小结

泰丰资本收购百代唱片案例，也是一个标准模式的收购，但却以失败而告终，主要因为泰丰资本错判了自己对百代唱片的运营整合能力，也就是说泰丰资本选择了一个自己不熟悉的行业、也选择了一个自己没有足够整合能力的标的。

行业认知不够，缺乏合适的整合人才。并购基金控股后对标的的整合是基于基金管理人行业的深刻理解，但泰丰资本在控股百代唱片期间，委派的管理人员均没有音乐行业的实战经验。在传统的唱片行业遇到互联网冲击时，泰丰资本没有及时调整百代的战略，反而将主要精力放在了对百代成本费用的控制上。虽然，极度的费用控制也在一定程度上

提升了百代的 EBITDA，但流失了大量的签约艺人，损害了百代的核心盈利能力。泰丰资本用运营人员去取代专业的商业人员，过度重视了财务和运营工具，忽视了当行业面临颠覆性创新时业界专家的重要作用。

并购标的选择不当，杠杆加速了风险暴露。由于标的是并购基金偿还债务的主要来源，所以基金会选择现金流稳定的公司作为收购的目标。而 2007 年的百代，面对互联网音乐的冲击，财务业绩表现平庸，现金流入可预见的持续减少，并不是一个适合做收购的标的。面对不可避免的数字化趋势，百代需要的不是重整，是模式再造，而模式再造就需要足够的灵活性。遗憾的是，泰丰资本的并购给百代加上了沉重的债务负担。一个在衰退行业中失去市场份额的企业，加上沉重的债务，想要实现破坏性的变革、做到不破不立是非常困难的。毕竟在债务条款的相关约束下，泰丰资本的大部分精力放在了如何规避债务违约上。

标的下行时，出售股权希望快速回款是不明智之举。虽然出售标的股权、尽快回流现金是并购基金提升收益率的办法，但出售的时机非常重要。当整个行业处于衰退，并购标的业绩没有出现明显好转时，股权出售反而向市场释放了负面信号，增加了后续融资难度，使得财务改善更加艰难。