

监管层重拳出击 穿透杠杆收购

证券时报记者 张骞文

从“宝万之争”,再到万家文化收购案,无不伴随着杠杆收购。不同的是,在“宝万之争”中,收购主体“宝能系”动用了多个资管账户,而万家文化收购案中,赵薇则试图利用借贷资金。无论是资管账户,抑或借贷资金,鉴于资金的非自有性,或实际收购人与资金的权益关系,均会构建不同层级的杠杆关系。通过比例不等的杠杆,收购人借以实现资金的以小博大,据以完成对上市公司的收购。

实务中,杠杆收购形式远不限于资管账户及借贷资金,还包括合伙企业、股权质押甚至更为复杂的金融衍生工具。特别是,近年来诸多案例显示,将多重杠杆工具打包处理的花式杠杆、嵌套杠杆亦层出不穷,催生出类别繁复的杠杆收购。

证券时报记者发现,在现行收购案例,尤其是涉及上市公司控制权更迭的案例中,杠杆收购实际上已被广泛应用,几乎不存在零杠杆的收购案例,这也从侧面反映出,杠杆收购已经成为上市公司收购的主要模式。

同时也应该看到,由于杠杆收购的特殊性及对监管的天然逃避,实务中不少杠杆收购出现严重的后遗症。

正因为如此,监管层近期频频表示要对高杠杆收购实行穿透式监管,期望通过重拳出击规范杠杆收购。

无杠杆不收购

在上市公司收购案中,收购主体直接出资的比例决定了杠杆的倍数。理论上,杠杆倍数越低,收购所面临的不确定性因素将越少,这些不确定性因素包括监管、审批、资金成本及舆情等。

不过,过低的杠杆倍数将会对收购规模形成制约。近两年来,A股市场不乏百亿元级别的巨型收购案例,数十亿元规模的收购案例则比比皆是。

据不完全统计,去年以来,A股共有十余家上市公司在杠杆收购中易主,更多的公司则是被杠杆资金增持、举牌。另有部分公司曾试图或正在筹划经由杠杆收购易主。

系列案例中,万家文化运作轨迹较为突出。去年12月,黄有龙、赵薇夫妇控制的龙薇传媒拟斥资30.6亿元,受让万家集团所持万家文化29.14%的股权。交易完成后,赵薇夫妇将成为万家文化实际控制人。这桩交易甫一抛出便备受关注,除明星效应外,收购资金的具体构成是重要诱因。资料显示,龙薇传媒注册资本仅为200万元,赵薇、孙丹分别持股95%、5%,且未实缴到位。

按照设计,上述30.6亿元资金由三部分构成。

第一部分龙薇传媒向股东借款6000万元,利息等资金成本获豁免;第二部分,龙薇传媒向曾参与过圣莱达收购案的西藏银必信资产管理有限公司(下称“银必信”)借款15亿元,年化利率为10%;第三部分,龙薇传媒通过股权质押的形式向金融机构融资14.9亿元,年化利率约为6%。

仅从龙薇传媒作为独立收购主体的角度而言,此番收购之资金均系杠杆资金,包括借贷资金及股权质押资金等,杠杆被无限放大。

新黄浦的案例也较为典型。今年一季度,上海领资股权投资基金合伙企业(有限合伙)(下称“领资投资”按照月均一次的频率先后3次举牌新黄浦,并有意继续增持,撼动新黄浦控制权。

3次举牌合计耗资超过15.52亿元,全部来源于领资投资的合伙人。该合伙企业包括3名合伙人,认缴总额为30.01亿元,实缴20.01亿元。其中,普通合伙人杭州领达资产管理有限公司(下称“领达资产”)实缴100万元。

有限合伙人几经变更,从初始的单一有限合伙人王丁辉(融信租赁实控人、董事长),再到厦门信托,最后变成厦门信托与云南信托双有限合伙人。穿透披露后,王丁辉系领达资产实控人,亦即领资投资实控人,通过担任有限合伙人王丁辉,连番举牌新黄浦。对于王丁辉而言,上述收购便构成杠杆收购,成功实现以小博大。

资管计划也是收购人惯用手段之一,“宝万之争”中宝能系举牌万科资金中相当一部分即来源于资管计划,顺威股份现实控人蒋九明入主过程亦是资管计划的撬动效应。

去年4月份,蒋九明与顺威股份

原控股股东新余祥顺投资管理有限公司、顺威国际控股有限公司签署控制权受让协议,初期约定的对价为17.28亿元,后改为20.15亿元。

此次入主方案由中山证券汇融1号集合资产管理计划具体实施,该计划设置优先级与劣后级,两者配比为2:1。优先级部分由中山证券负责筹措,劣后级部分由蒋九明自筹,隐含进一步的杠杆计划。

在蒋九明逐步取得顺威股份控制权的同时,独立第三方自然人文菁华同样通过资管计划“西部利得增盈1号资产管理计划”,受让顺威股份25.06%股权,总代价14.94亿元。该资管计划优先级与劣后级资金配比亦为2:1。

假设蒋九明与文菁华负责的劣后级资金均系自有资金,则上述收购或入股过程的杠杆倍数为3倍,如果劣后级资金存在其他的融资安排,杠杆倍数将更大。

据了解,监管层对杠杆倍数过高的资管计划并不认可,并曾下发有针对性的监管意见。实际操作中,相关收购主体为了充分利用杠杆,往往通过夹层或在劣后级资金方面设置更为精妙的复合杠杆人为扩大倍数。除非监管层严令彻底穿透,否则,收购资金最终来源便始终成谜。

除上述案例外,另有部分杠杆收购案例也较有代表性。

如汇源通信控股股东广州惠富骐骥投资合伙企业(有限合伙)入主过程便充分利用了合伙企业的撬动作用,嘉应制药第二大股东方深圳市老虎汇资产管理有限公司入股过程中,便借助了股东借款、银行借款等手段。

此外,华闻传媒新的举牌方常州煦沁投资中心(有限合伙)则经由前海开源基金设立的三只资管计划完成举牌,三只资管计划均设置分级计划,常州煦沁投资中心(有限合伙)系直接或间接劣方,透露出尚有其他杠杆安排。

共达电声潜在新主于荣强(*ST鲁丰前实控人)的入主资金是向山东宏桥(中国宏桥关联方)转让*ST鲁丰控制权获得的对价。于荣强初期已做计划,若转让*ST鲁丰控制权失败,他将质押*ST鲁丰取得融资,用以受让共达电声控制权。

如前所述,杠杆资金在上市公司实际收购案例中广泛存在,零杠杆收购是小概率事件。不止于此,实务中的杠杆收购往往不是结构清晰的单一杠杆,而是多重杠杆的叠加混合,杠杆效应愈加明显,穿透难度也更大。

复合杠杆 层级叠加

在实际收购案例中,单一杠杆的撬动作用有限,无法最大限度发挥资本的吞噬作用。因此,复合杠杆便大行其道。理论上,借由精妙的杠杆设计,“空手套白狼”具备实现基础。早期“空手套白狼”的资本游戏一般通过设立多个空壳主体,多重质押,互相担保增信,套取金融机构资金或社会资金,随着信披制度的日趋严厉和监管手段的多元化,过于赤裸的“空手套白狼”游戏已不再多见,代之以更有尺度、更有据可循的复合杠杆。

龙薇传媒收购万家文化实际上就涉及复合杠杆。其中,6000万元的股东借款及银必信拟提供的15亿元授信额度系最为直接的杠杆资金,此类资金无明显的附加条款,且不对收购人提出利息成本等以外的其他要求。

此番收购的另一部分资金14.9亿元拟通过股权质押取得,即龙薇传媒将拟受让的万家文化全部或部分股权质押给金融机构获得授信,待股权转让交割完毕后,再与金融机构完成实际质押。

这并非龙薇传媒的首创,实务中不胜枚举。曾为德隆系“三驾马车”之一的*ST合金原控股股东2015年1月拟转让控制权,受让方康华投资在向实控人借款3亿元之余,还将拟受让的*ST合金股权向中融信托质押融资6亿元,最终杠杆倍数达9倍。

相对而言,万家文化的双复合杠杆层级较少,无需深入穿透即可窥见资金结构。对杠杆收购持认可态度的观点认为,龙薇传媒收购万家文化并无太多实质性瑕疵,监管层连番问询也不叫停该交易为目的,只是在实际操作中,相关各方与监管层的博弈渐落下风,直至主动终止。

与之相比,汇源通信、顺威股份、新黄浦等涉杠杆收购案例则更为繁

复。其中,汇源通信现控股股东广州惠富骐骥投资合伙企业(有限合伙)(下称“惠富骐骥”)背后资金涉及合伙企业、资管计划等嵌套叠加。

2015年11月,惠富骐骥以6亿元的代价取代明君集团入主汇源通信,其资金结构可分成三个层级。

第一层级,广州汇垠澳丰股权投资基金管理有限公司(下称“汇垠澳丰”)以普通合伙人身份实际控制惠富骐骥,出资100万元;深圳平安大华汇通财富管理有限公司(下称“平安大华”)通过“平安-汇垠澳丰6号”出资6亿元,系惠富骐骥有限合伙人,主要的资方。

汇垠澳丰系广州国资与社会资本共同搭建的投资平台,广州国资持股30.68%,但并非控股股东。

第二层级,平安-汇垠澳丰6号系分级资管计划,A级份额由平安大华募集,B级份额由珠海横琴泓沛股权投资基金(有限合伙)(下称“珠海泓沛”)认购,后者享有平安-汇垠澳丰6号控制权,A级份额与B级份额杠杆比例为2:1。

第三层级,珠海泓沛共有12名合伙人,北京鸿晓投资管理有限公司系普通合伙人,实际资方即有限合伙人包括自然人林志强、郭倩等。

若进一步挖掘,珠海泓沛其中一名有限合伙人宁波梅山保税港区龙知投资合伙企业(有限合伙)也存在杠杆安排。

通过上述多重资金层级,汇垠澳丰以100万元的出资实现了对汇源通信的控股收购,至于汇源通信连续重组失利,甚至出现类似于中房股份杠杆资金内斗的局面,则是后话。

领资投资连续3次举牌新黄浦所动用的杠杆资金也层层嵌套,目前的主级杠杆结构是,王丁辉控制的领达资产以普通合伙人身份执掌领资投资,出资100万元,厦门信托与云南信托担任有限合伙人。

次级杠杆结构中,厦门信托原系领资投资唯一有限合伙人,拟出资30亿元,后将20亿元认缴份额让予云南信托。截至目前,厦门信托与云南信托均已实缴10亿元,云南信托尚需实缴10亿元认缴出资。

在已实缴的20亿元认缴资金中,两信托公司分别以“厦门信托-汇金1658号集合资金信托计划”及“云南信托-汇金1660号集合资金信托计划”实施,信托计划内含的优先级信托单元与一般级信托单元出资之比为1:1。

其中,一般级信托单元出资方为王丁辉及晨鸣纸业控股股东寿光晨鸣控股有限公司(下称“晨鸣控股”),二者对上述两只信托计划均对等出资,即已分别出资5亿元,后续将各自向云南信托10亿元待缴信托计划出资2.5亿元。

杠杆穿透并未结束,还有下一级杠杆。王丁辉已缴的5亿元出资及待缴的2.5亿元出资中,仅有3亿元系自有资金,其余资金来源于第三方寿光东方宝鼎家具有限公司的有偿贷款(年化利率8.5%),王丁辉以所持融信租赁股份提供股权担保。

其中,王丁辉已实缴的5亿元出资中,2亿元系自有资金,3亿元系上述股权担保融资。不过,晨鸣控股已实缴的5亿元出资均为自有资金,无杠杆安排。

可见,领资投资举牌新黄浦的杠杆资金亦被拆分为三个层级,特别是,云南信托尚余10亿元待缴出资额,这本身也

■记者观察 | Observation |

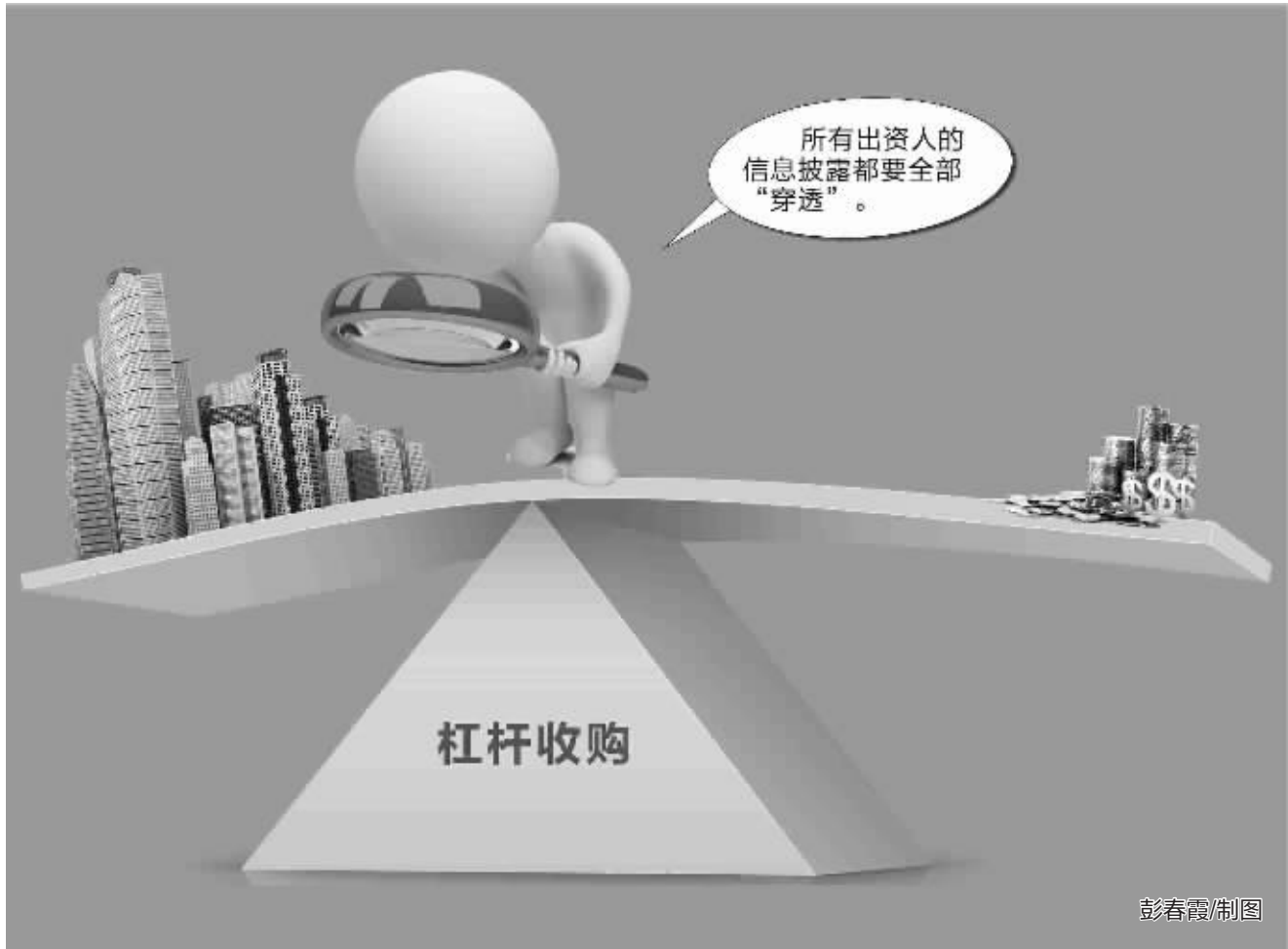
杠杆收购为什么不受待见?

证券时报记者 张骞文

回顾诸多涉及巨额资金的收购案例,若不施以适当的杠杆,则对上市公司的收购行为很难完成。理论上,经穿透后的资金来源合法,且操作流程合规,杠杆收购不存在太大问题。至少,杠杆收购不应该被冠之以“洪水猛兽”的贬损性评价。

但在实务中,一些杠杆收购确实演变成了洪水猛兽,部分上市公司及高管对杠杆收购深恶痛绝,不惜动用各种资源抵制杠杆收购。在他们看来,杠杆收购以资本运作为导向,与恶意收购可以划等号,将会扰乱上市公司及实体经济正常的经营秩序。

既然杠杆收购是一种正常的资本运作,为何实务中应用到杠杆资金的收购案例频现障碍?可能有三方面的原因。



彭春霞/制图

是隐形杠杆。

除了在收购过程中叠加杠杆,收购人在完成上市公司收购后也往往会进行股权质押乃至连环质押。

例如华信超越(北京)投资有限公司(下称“华信北京”)今年3月份拟以26.08亿元代价受让文菁华所持顺威股份25.06%股份,除3亿元自有资金及向黄如论旗下世纪金源投资集团借款17亿元外,另拟向金融机构质押融资6.08亿元。后续两年,华信北京将继续进行股权质押,为前述质押融资增信。

嵌套越复杂,层级结构越多,杠杆收购的效用将更加明显,这也引发了监管层的急剧反弹。近年来,监管层对杠杆资金的穿透问询力度之大,较为罕见,包括上述案例在内,几乎所有涉及两层以上杠杆资金的收购案均会被要求补充披露,收购人试图通过精妙的设计掩盖金主的难度可见一斑。

尽管如此,杠杆收购依然层出不穷,除非遭遇重大变故。

杠杆双刃剑

杠杆收购凭借精准的定向设计,可在短期内汇聚大量资金实现对上市公司的控股收购或举牌,若单纯依靠自有资金,将会对收购形成明显制约,过往数十起上市公司易主案例将大幅减少。

然而,杠杆收购涉及多个资金主体,任一层级资金均有大小不等的成本要求及其他利益诉求;此外,杠杆资金对上市公司股价更为敏感。凡此种种,构成了杠杆成本。

换言之,在汇源通信的三级杠杆结构中,汇垠澳丰虽仅出资100万元即撬动6亿元收购资金,但必须承受6亿元杠杆资金的潜在成本,包括有限合伙人提出的基本收益率要求、信任成本等。而

在次级结构中,资管计划A级份额出资人的固定收益率要求、B级份额出资人的预期收益率要求等均会回溯至上一级杠杆结构,由此对充当主级普通合伙人、控股股东的汇垠澳丰形成压力。

众多案例表明,最终收购人对杠杆资金的控制力度具有较大的弹性,取决于杠杆层级结构背后的系列协议。一旦某一层级的资金主体认为利益受损,会随时向最终收购人发难,继而对上市公司造成冲击。

同样以汇源通信为例,汇垠澳丰控制的惠富骐骥入主之后,抛出于去年底之前重组汇源通信的承诺。随后,汇源通信连续两次筹划重组,首次重组系作价32.75亿元收购安防资产,但遭股东大会否决;二次重组系收购云存储等资产,亦无疾而终。

于是,汇垠澳丰前述第二层级杠杆资金的B级份额出资人珠海泓沛对汇垠澳丰产生强烈质疑,认为其不具备重组汇源通信的能力,遂一度要求惠富骐骥召开合伙人大会罢免汇垠澳丰。此事招致监管问询,各层级杠杆资金出资人暂时罢手言和。

早在2015年7月份,中房股份间接控股股东百傲特(天津)投资合伙企业(有限合伙)便曾发生合伙人内讧事件。彼时合伙人诉求不一,互不买账,以至于中房股份实控人在长达一年时间内悬空。直至去年12月,自然人呼健控制的深圳市盈泰浩能投资管理有限公司成为前述合伙企业的普通合伙人及执行事务合伙人,从而入主中房股份。

利益诉求的不尽一致,令杠杆资金稳定性大打折扣,而股价大幅波动会令杠杆资金面临的风险倍增。

去年年初,银河生物控股股东银河天成集团一笔杠杆增持资管计划触及平仓线,银河天成集团紧急追加保证金

4508.7万元,防止爆仓。

几乎同期,鼎立股份控股股东鼎立控股集团通过带杠杆的资管计划增持之股份被平仓。宝万之争期间,宝能系部分资管计划一度浮亏,也被广泛认为接近平仓线。

无论是收购过程中动用杠杆资金,抑或收购之后加杠杆,股价单边下行已成为杠杆资金所有参与主体面临的重大风险。

实务中,收购人基于适当降低风险的考量,会逐步置换高成本及长周期杠杆资金。例如尤夫股份现间接控股股东苏州正悦投资去年入主时,曾向浙江三花钱江汽车部件集团有限公司融资15亿元,年化利率高达18%,约占受让总代价的79.11%,杠杆倍数约为4.79倍。另外,该笔贷款还要求苏州正悦投资以间接所持尤夫股份提供质押担保,进一步加杠杆。

监管层旋即下发问询,苏州正悦投资亦无法承受上述高杠杆高成本资金,遂寻求上海贵衡建筑工程有限公司,最终取得年化利率12%的15亿元贷款,完成置换。

但不管如何调节资金成本,均只能起到缓释杠杆风险的作用,而一旦出现汇源通信式的杠杆资金“逼宫”现象,则更加难以约束。

另需指出的是,不少杠杆收购主体产业经历缺失,通过各类花式杠杆收购上市公司,资本运作成分居多。

东北电气原控股股东苏州青创贸易集团有限公司2015年底杠杆入主后,主导公司重组但并不成功,今年1月份将东北电气控制权让予海航系,除获利5亿元之外,并未令东北电气的经营产生实质性改善。

此类现象令监管层频频重拳出击。事实上,自宝万之争以来,监管层对杠杆收购的穿透监管力度明显加强,客观上对无节制的杠杆收购形成了一定程度的压制。

公司而被迫采用了成本较高的资金,后期再置换低成本资金。一旦收购人的置换要求无法取得原资金方的谅解,将不得不按协议偿付高昂成本。

第三,杠杆资金对上市公司股价过于敏感,会令收购人及杠杆资金各个层级将精力集中于市值管理等层面,而忽视对上市公司经营的实质性改善,此类案例不在少数。

市场对杠杆收购的质疑原因之一便是,认为杠杆资金“唯股价论”的短视思维会扼杀上市公司既有的经营策略,例如频繁主导与上市公司主业关联度不大的重组,过早兑现市值增长预期。

特别是,当上市公司股价连续下跌时,杠杆资金承压明显,对控制权形成反噬,上市公司正常经营也会受到冲击。

此外,一些与实际能力不匹配的“蛇

吞象”式杠杆收购,最大风险在于遇到金融危机、或宏观政策大转向导致的还贷困难,进而引发违约甚至清盘。

从2016年下半年以来,杠杆收购成为了监管层“发难”的重点。其中朦胧的资金来源、超高杠杆比例、杠杆嵌套杠杆的设计,以及连环杠杆中隐匿的背后金主一再被监管层盯上,不少收购人试图通过打太极的方式规避监管,这本身也反映出收购人对杠杆收购的模棱两可态度。

回看万家文化的案例,赵薇动用的杠杆资金来源于股东借款+第三方借款+股权质押,这其实是一种最简单直观的杠杆收购。但赵薇的明星效应将该杠杆收购进一步“加杠杆”,最终引发舆论狂潮,被迫中止。

可以设想,如果是张三或李四杠杆收购万家文化,或许交易已经完成。