

李书福收购款打高息欠条 秘密筹资还高盛

编者按:

吉利集团堪称中国民营企业的样本,掌门人李书福亦堪称中国企业家群体中一颗耀眼的明星。从 1996 年开始在小作坊里用铁头和玻璃纤维敲打出第一辆汽车,到收购全球知名品牌沃尔沃,短短 10 多年时间,这个高中毕业的浙江民企老板实现惊人飞跃,收购沃尔沃汽车公司更使得吉利集团与李书福名声大震。

但现在,吉利集团及李书福陷入了危局之中,海外高利贷正在勒紧浙江吉利控股集团的脖子。中国企业的并购之路漫长,还需上下求索。

据《证券市场周刊》了解,至少从 2011 年上半年开始,吉利集团已重新开始秘密接洽海内外私募机构,如凯雷、TPG 等国际大型 PE 机构,筹资的重要原因就是还高盛的高息债券。巧合的是,再次寻求的这批海外 PE,恰恰是 2009 年吉利集团洽购沃尔沃期间,寻找战略股东的那一批。

据本刊记者调查,截至目前,多家海外私募机构仍保持和两年前一样的、拒绝合作的审慎态度。其原因,是这些海外机构的投资委员会均担心吉利集团的还款能力,认为融资风险太大。高利贷亟待偿还,压力空前,缘起于对沃尔沃的收购,高潮于对沃尔沃的运营。相伴相随的,还有资产负债率高企和偿付能力欠佳。从 2008 年到 2010 年,吉利集团的负债总额就从 47.8 亿元攀升到了 710.7 亿元,资产负债率高达 73.4%。

吉利集团旗下香港上市公司吉利汽车发布公告称,公司具备良好的偿付能力,总资产负债率合理。财务状况不好并不一定导致企业陷入困境,但因为财务状况欠佳而最终陷入困境的企业却比比皆是。“股神”巴菲特就不喜欢高负债的企业,他说:“经营这样的企业就好像开车时方向盘上绑着一把匕首,路面一颠簸,匕首就有可能扎到开车人的心脏。”

本刊记者的调查表明,吉利集团的各类融资途径也逐渐呈现堵塞之势。

A “高盛牌”高利贷绞索 吉利头上的达摩克利斯之剑

危局的由来还得从头说起。当初收购沃尔沃,吉利集团之所以能够从众多竞争者中胜出,是因为其出价远高于其他竞争者,大多数竞争者的方案是从福特手中购买沃尔沃是小头,大头放在了沃尔沃日后的重组和运营上。

“吉利集团恰恰相反,当时深陷次贷危机的福特汽车已经顾虑不了这么多了。”有知情人士告诉本刊记者,“当时披露的收购价,吉利集团总共需要支付 27 亿美元,收购沃尔沃价格为 18 亿美元,后续发展流动资金 9 亿美元。比传闻中缩水一半,实则回避了很多问题。披露的仅仅是交易价格,即吉利购买沃尔沃,需要支付给福特的并购款,此外,吉利还需要向福特支付沃尔沃多年的 35 亿美元欠债。对于并购后的沃尔沃费用开支,更是一大单:吉利承诺不重组不裁员的承诺下,投入沃尔沃欧洲总部运营的费用是多少?并购后,保证现有人员安置及福利,又需要投入多少?”

吉利集团的债主不仅有高盛。李书福曾经在接受记者采访中称,融资中近 50% 来自海外资金,包括美国、欧洲、中国香港的机构出资近 13 亿美元。

“既然国外资金这么愿意支持一家中国民营车企,那么当初他们为什么不支持全球车企三巨头之一

的福特呢?”本刊记者带着疑问询问了吉利集团相关负责人后,得到的解释,这是符合双方的利益需求达成的协议,高利息是其中的一个方面。

2011 年 8 月份,高盛完成的一份对吉利集团的投资报告,揭开了吉利集团当初高利贷和应急资金的来源。

除了作为福特出售沃尔沃的财务顾问外,高盛还充当了吉利集团的海外融资方,并参与其向海外发行高息债券。上述知情人士透露,高息债券就是“高利贷”,“至于这笔高利贷高到什么程度,你完全可以根据现实经验展开想象。”

回想 2009 年 9 月 23 日,吉利集团引入高盛作为外资战略投资者,向其发行可换股债券 18.97 亿港元及 3 亿份认股权证,获得 25.86 亿港元的融资——高盛则获得了吉利汽车 15% 的股权,成为其第二大股东。高盛不仅作为战略股东,为吉利集团上市公司融资,还承担了为其在海外发行高息债券的营生。

高盛的做法是,通过吉利集团母公司分头发债,高盛选择了财务披露清晰的香港上市公司吉利汽车发债,再以母公司做 100% 资产担保,锁定了看得见的收益。此外,还通过联合海外其他投行共同为吉利集团发债融资。

本刊记者获得的一份高盛投资团队的推荐书上,高盛对吉利集团的投资案被列为第二大股东项目,第一位的项目则是高盛入股工商银行。两者的重要性和获利水平可以相提并论。

据熟悉高盛的分析人士估计,高盛入股工商银行一个项目的收益便超过了高盛在中国做的所有 IPO 项目之和——2006 年初,高盛以 25.8 亿美元购入工商银行 6.05% 的股份,成为其最大规模单笔投资。

在交易结构设计上,该项目获得了有利投资者的条件,包括仅对股票市价 6% 的可转债价格的溢价,3% 的现金年利息以及超过可转换债券金额 1/3 的入股股权,在投资 2009 年年底至 2011 年 4 月不足一年半的时间里已实现两倍的获利。

这种投资方式名为 PIPE (Private Investment in Public Equity, 是私募基金以市场价格的一定折价率购买上市公司股份以扩大公司资本的一种投资方式),在全球范围内并不罕见,实质是 PE 投资上市公司股份、为上市公司借债输血的一种方式,对应的是高额的回报以及债转股的机会,但在中国却并不多——上一轮经济危机中,当新浪、搜狐和网易的股价纷纷跌破 1 美元时,为数极少的投资者适时买进而大获其利,这就是 PIPE 的威力。

B 空手敢套狼 收购款打的是高息欠条

“与大手笔收购相比,吉利当时现有的资金实力几乎是空手套白狼,这样也决定了吉利在资金筹措上捉襟见肘。”该知情人士说。

根据吉利集团提供的财务报表,截至 2008 年 6 月底,吉利集团的非流动资产为 5.79 亿美元,流动资产 7.89 亿美元,两者合计 13.68 亿美元。即,吉利集团自身的实力无法买下沃尔沃。换言之,吉利集团收购沃尔沃必须依靠各类贷款,但也将使得吉利集团的负债迅速增加,对其经营将会造成巨大的压力,也会带来空前的风险。

除了对外披露的仅有很少一部分资金来自于欧洲银行外,吉利集团寄



希望于国内银行。上述知情人士告诉记者:“欧洲银行提供的资金支持仅是为保证解决并购中出现的人员安置等应急问题资金,该资金不能用于并购。”

通常情况下,中国进出口银行和中国国家开发银行因其特殊的性质,而积极支持中国企业走出去。吉利集团的贷款融资方案中,自然少不了这两家银行的重要角色。但吉利集团本身资产已承受高盛海外发债及国内地下钱庄的多重资产担保压力,以其本身资产作为抵押,并不能在银行形成有效的贷款抵押资产。所以,吉利集团最初的融资计划实施并不顺利。

与此同时,吉利集团并不像其子公司财报披露显示的那样手握大量现金。2010 年 8 月 2 日,吉利集团为完成收购沃尔沃开出了 2 亿美元票据并支付了第一笔资金——13 亿美元现金。据知情人士透露,由于资金筹措不足,吉利集团在支付了第一笔资金后,并未继续向福特支付剩余的沃尔沃收购款。2 亿美元票据也是吉利集团为福特开具的高息欠条。

福特于 2010 年 3 月 28 日的公告中就已指出:“吉利的 18 亿美元购买价格,2 亿美元将通过票据形式支付,其余的为现金支付。”福特在纽交所的信息披露,2 亿美元票据为交易结束时所授出的卖方信贷。有接近该交易的人士告诉本刊记者:“2 亿美元票据实际上是吉利开给福特的欠条,吉利将在收购后,再以高利息支付给福特。”

另据本刊记者了解,在当初紧张筹措高盛发起的债息时,吉利集团的解决方式之一还有民间融资渠道,但具体金额不详。“即使不收购沃尔沃,吉利也是浙江、江苏一带民间金融‘输血’的大户之一。”据接近吉利集团财务的人士透露,在吉利集团竞购沃尔沃的尽职调查中,就从某民间融资机构借入的单笔金额达到 6 亿元。

一把放在胸前的匕首 高负债经营风险大 收购沃尔沃以来,吉利集团的财务压力也愈来愈严重。根据吉利集团披露的近 3 年合并资产负债表,吉利集团 2008 年、2009 年、2010 年的负债总额分别是 47.8 亿元、160.5 亿元、710.7 亿元,攀升幅度

巨大。一个重要因素,就是吉利集团 2010 年收购沃尔沃之后,也继承了其高达 35 亿美元的债务。相关财务数据显示,吉利集团 710.7 亿元负债中,流动负债为 479.7 亿元,非流动负债为 230.9 亿元,流动负债高达近 70%。如此高的流动负债比例,风险不言而喻。

资产负债率高达 73.4%,偿还能力大幅降低,势必不利于后续的银行借贷。而一汽轿车、长安汽车、东风汽车、上海汽车、江铃汽车等车企同行的资产负债率,最高的也只有 60% 左右。截至 2010 年年底,吉利集团一年内到期的非流动负债为 108.85 亿元,2009 年底为 0.87 亿元;长期借款为 86.6 亿元,而 2009 年为 23.68 亿元。

针对媒体的大面积质疑,吉利集团宣称,自己的资产负债率合理,吉利汽车截至 2010 年年底的资产负债率为 62%,而吉利集团在合并吉利汽车和沃尔沃轿车报表后的 2010 年年底的资产负债率为 73%。根据 2010 年 12 月 31 日世界 500 强企业上榜的汽车企业的财务信息,欧美大型汽车企业资产负债率一般保持在 70%—80% 之间,有的甚至更高。而《中国 500 强企业发展报告 2010》中显示,中国企业 500 强平均资产负债率为 79.8%。

而业内人士则认为,企业规模越大、国际化程度越高,资产负债率就可以越高的观点并没有道理。国际大型汽车企业资产负债率高不假,但必须弄清楚的是——这是企业有意如此还是纯属无奈呢?答案很有可能是后者。

E 天量资金何来 各类融资路径难言顺畅

回到并购沃尔沃的另一部分 50% 的国内出资。

经本刊记者确认,这一部分有接近 50% 的资金在李书福的描述中是“少数地方政府投资公司”,包括北京、上海、成都、大庆。

“收购沃尔沃,光靠钱是不行的。”在接受媒体采访中,李书福反复提及的背后,存在重要推手。在中国汽车行业,民企尚没有如此资金实力能进行如此大规模的国际并购,他选择了和政府联盟。

这个坚韧而精明的商人,在 2010 年 3 月 30 日返京后的媒体说明会上坦承:“在党和政府的正确领导下,我们沐浴着党的阳光雨露,怀着一颗感恩的心,积极响应党和政府关于走出去、引进来一系列重大战略部署,按照



科学发展观和和谐社会建设的要求,参与全球经济的竞争。”

“李书福创新,巧妙地运用了地方政府的影响力和财政支持,说服了各地方政府乐意支持沃尔沃的生产基地落地。”一位知情人士描述。

北京、上海、成都、大庆在坊间流传类似的版本,将出资 30 亿—40 亿人民币支持沃尔沃落地。凭什么地方政府敢于这么大规模地承诺?

上述知情人描述,地方政府的承诺主要基于两点,其一,政府的承诺出资不是完全的真金白银,有一部分是以土地作价;第二,给钱是有条件的,而且也不是立即取现,这是由中国政府的财税体系决定的,即生产流转税,税率很高。在地方政府心中,引入沃尔沃是笔明晰账。

该知情人士进一步解释道,以沃尔沃售价最便宜的车型 F40 来计算,每辆车售价至少 40 万元,生产的税率成本 12 万元,生产 10 万辆,生产成本就是 120 亿元。按照中央、地方税率分配制度,中央、地方税率六四开,沃尔沃生产一两年就可以回本,这就是地方政府的账本。另一方面,换成吉利集团的角度,也非常合算。

“吉利本身负债率太高,地方政府的出资既不是投资,又不是借债,也不存在入股股份的问题;吉利赚钱之后再还给政府,不存在资金占用成本,用一种财务上含糊的方式解决了其收购资金不足的问题,形成了财务成本低廉的融资模式。”该知情人士说。

本刊记者还了解到,通过地方政府的支持,吉利集团也从银行获得了贷款。但吉利集团曾经计划以获得沃尔沃并购的资产以及重要知识产权作为抵押物,获得国内银行长期低息贷款,却并不顺利。

眼下的吉利集团,正是急需天量资金来进行高息偿债和巨额运营的时候。

随着沃尔沃在上海、成都、大庆三地项目的相关审批工作的陆续推进,总共高达 130 多亿元的投资需求,将进一步考验吉利集团的资金链。

沃尔沃大庆工厂总投资计划是 45.76 亿元,目前已经通过了国家环保部门的测评,正等待着国家发改委的最终审批通过。与此同时,落户上海的沃尔沃发动机工厂和研发中心等项目,计划投资近 50 亿元;落户成都的另一个沃尔沃整车厂项目,计划投资 32 亿元。

有知情人士告诉本刊记者,政府如今对沃尔沃项目已变得相当谨慎,其基调多是让吉利集团自筹资金,地方政府不能再出真金白银。

而上述三地的沃尔沃项目建成投产的时间节点都被定在 2013 年。刻不容缓,吉利集团必须尽快找到新的资金来源突破口。

但令业界担心的是,包括上述海外融资路径遇阻在内,吉利集团的各类正常融资途径皆逐渐呈现堵塞之势。如果被逼无奈,最终走上以高利贷还高利贷的道路,其风险之大,不堪想象。

根据吉利集团公布的财务数据,2010 年吉利集团的净利润为 138.86 亿元,相比上年的 12.52 亿元,暴增了 10 倍有余。业绩暴增的重要因素,在于低价收购沃尔沃所产生的大额营业外收入。然而,沃尔沃带来的只是账面收益,并不能转化为现金流。吉利集团是通过上海吉利兆圆国际投资有限公司及下属子公司收购沃尔沃的全部股权,截至 2010 年 12 月 31 日,上海兆圆总资产 702.53 亿元,净资产 213.38 亿元;2010 年度实现营业收入 482.66 亿元,净利润 124.43 亿元。正是上海兆圆 90% 的贡献率,吉利集团的业绩才实现了上述暴增。

从财务报表看,2010 年吉利集团的营业利润仅为 18.87 亿元,净利润的绝大部分是经营外收入,而不是主营汽车业务带来的利润。通过查阅吉利集团公布的相关资料,吉利集团 2010 年营业外收入为 129.63 亿元。其中,110.84 亿元来自于折价购买。

(摘自《证券市场周刊》文/孙旭东 曹圣明)