

国际私募大鳄瞄上中企海外并购 ——海尔并购美泰克案例分析

文/《法律风险观察》研究员 邵博

最新数字显示，2006年全球并购交易额再创历史新高，其中私募基金参与的并购交易金额约占全部交易额的17%。根据 Thomson Financial 的数字，2006年，美国高额并购的前六笔交易中有五笔出自私募基金之手。

与此同时，走出去的中国企业正在与国际私募资本紧密联系。在海尔收购美泰克的案例中，美国私募资本首次将中国产业资本带入美国。

观察家认为，随着中国企业国际化步伐的加快，这一趋势未来会更加明显，但在这一欣喜现象的背后，企业与资本的矛盾等相关风险同样要引起中国企业的重视。

利：借力国际私募缓解融资压力

2005年6月20日，美国家电制造商—美泰克(Maytag)公告称，中国的海尔集团已经组建了竞标团，并向它发出初步收购建议书。如果收购成功，海尔将成为全球最大的家电厂商之一，这也将成为继联想收购IBM的PC业务之后，中国企业的又一重大海外收购。

与海尔进行合作的是美国两家著名的私募基金—贝恩投资(Bain Capital)和黑石投资(Blackstone Capital)。海尔此次也并不是以海尔中国的身份进行收购的，而是以海尔美国贸易公司的名义出面运作。竞标团出价为每股16美元，高于主要竞争对手瑞坡德领导的竞标团每股14美元的出价。瑞坡德也是美国的一家私募基金。

对于资金短缺的海尔来说，牵手私募基金最显而易见的好处便是为其收购提供了足够的收购资本。在联想并购IBM时，过桥贷款是重要的融资方式。不过与联想H股上市公司市值大、流通性好的特点相比，海尔的海外上市公司规模很小，因而申请过桥贷款也非常困难。

海尔集团的融资渠道主要是银行贷款，以及内地、香港两间上市公司的融资能力。但是2005年，国内A股市场的持续低迷使得青岛海尔的融资通道不畅，而香港上市公司海尔电器，连续四年亏损，亏损总额超过20亿港元，再融资也非常渺茫。

私募基金的现身使以上这些问题迎刃而解，海尔集团的资信能力和融资渠道得到大幅度提升与拓宽。海尔的初步收购建议书显示，美林将为此项收购提供债权融资，这也正是拜贝恩投资和黑石投资所赐，而且海尔与私募基金组成了合资企业，资金雄厚的私募基金成为竞购团的股东，对卖方来说也很有说服力。

大部分的中国企业在进行海外收购时，都面临着同海尔集团一样的窘境。他们并不能像中海油或者联想等知名企业一样得到银行等金融机构的支持，其融资能力有限，而且国际融资手段也是乏善可陈。因此，借力国际私募基金可以说是中国企业解决资金短缺问题的一个全新选择。

弊：两种投资思路的冲突

易凯资本有限公司首席执行官王冉对这一事件评价，“这是美国私募基金第一次尝试将中国产业资本带到美国。事实上这种需求很大，中国企业手里没有足够的现金去做真正的收购，往往需要境外金融资本的介入，而国际金融资本也看到了产业整合的趋势。”

当时，家电行业处于全球生产过剩状态，经营状况并不良好，美泰克只有将其工厂和主要销售市场转移至亚洲或中国，才能在未来几年内或最后套现的时候为收购它的私募基金带来良好的收益，这正是私募基金与海尔结盟的主要原因。

但这一表面看上去是“双赢”的合作也有暗潮涌动的风险。

首先，私募基金与企业不同，作为金融收购者他们注重的是目标公司短期利益的增加，因此基金投资人不会长期持有公司股权。而海尔收购美泰克的目的，则是想要通过美泰克拓宽欧洲和美国市场。私募基金和海尔集团为美泰克规划了截然不同的两种将来。一旦收购成功，这两种目标指向必然在日后的经营管理中产生很大分歧，一个是长期稳定发展，一个是快速增值变现，矛盾冲突由此产生。

其次，企业收购一般会以现金和股权交换两种方式进行。而私募基金采取全部现金收购的方式，一是因为这些基金有着比较自由的资金流，另一方面这些基金可以依靠借贷大量债务来进行杠杆收购。因此，即使在收购阶段，双方如何协调这一矛盾也是需要仔细考虑的重要议题。

公开数字表明，美泰克的财务状况并不理想，短期借款有 5.46 亿美元，其中有 4 亿多美元即将到期，还有近 4 亿美元的应付款项。因为私募基金的短期投资性，即使当年海尔集团收购美泰克成功，其也必须选择适合自己财务结构的融资方式，而且后续还要面对私募基金退出的风险。

就像私募基金本身一样，借力私募进行国际收购也是机遇和挑战并存。某种意义上，中企海外并购借力国际私募资本更像是一柄双刃剑，既可以伤人，又可能伤己。出于解决融资困难的考虑而计划寻求私募基金的帮助时，中企应该将眼光放在那些业界声誉良好、实力雄厚的大型国际私募基金上，如果能够结合自己的行业特点找到擅长该领域投资经营的私募基金更是最佳选择。这样既能缓解资金短缺，又能借助国外新进的管理经验。

名词解释：

过桥贷款(bridge loan)：又称搭桥贷款。从一般意义上讲，过桥贷款是一种短期过渡性的贷款。过桥贷款在国外通常是指中介机构在安排较为复杂的中长期贷款前，为满足其服务公司正常运营的资金需要而提供的短期融资。

对中国证券公司来说，过桥贷款是专指由承销商推荐并提供担保，由银行向预上市公司或上市公司提供的流动资金贷款，也就是说，预上市公司发行新股或上市公司配股、增发的方案已得到国家有关证券监管部门批准，因募集资金尚不到位，为解决临时性的正常资金需要向银行申请并由具有法人资格的承销商提供担保的流动资金贷款。此外，过桥贷款还可以用于满足并购方实施并购前的短期融资需求。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。