

International Credit
practice and cases

国际信贷

实务与案例

钱婵娟◎编著

 上海财经大学出版社

国际信贷实务与案例

钱婵娟 编著



上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

国际信贷实务与案例/钱婵娟编著. —上海:上海财经大学出版社,
2017.9

ISBN 978-7-5642-2714-2/F·2714

I.①国… II.①钱… III.①国际信贷 IV.①F831.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2017)第 090630 号

☐ 责任编辑 江 玉

☐ 封面设计

GUOJI XINDAI SHIWU YU ANLI

国际信贷实务与案例

钱婵娟 编著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮箱: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海崇明裕安印刷厂印刷装订
2017 年 9 月第 1 版 2017 年 9 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 19 印张 393 千字

印数:0 001—3 000 定价:48.00 元

前 言

国际信贷是国际经济、国际金融领域的重要研究方向,但目前偏重实务的可操作性研究成果及图书较为鲜见。本书主要精选近年来该领域的中国本土案例,对应各种国际信贷方式分类设立专题,详细展示了每一典型案例的事实情境与解决方案,对其操作特征、交易细节、关键点、利弊得失等辅之以专业性的剖析和点评,总结和提炼有益的经验启示与对策建议。在帮助读者正确掌握案例所体现的国际信贷原理和操作方法的同时,本书强化相关知识在实践中的应用,为进一步探索国际信贷业务创新提供可资借鉴的丰富样本。

本书内容力求体现系统性和综合性,集取的案例涵盖了各种广泛应用的国际信贷方式,具体包括国际银行信贷、政府贷款、国际金融机构贷款、国际债券融资、国际租赁融资、国际项目融资、国际贸易短期信贷以及出口信贷与信保等,借助案例的分析与解读提供具体的实践指导。同时,本书也力求具有较强的可读性,行文提纲挈领、数据资料准确、语言流畅简洁,适合作为高等院校金融专业和其他经济管理类本科生及研究生案例教学的教材,也可供金融机构和企业相关专业人士作参考。此外,在新形势下,基于实践角度的国际信贷策略需要不断顺应环境变化作适时调整,本书也强调与时俱进,添加了最新的实务动态,以便保持与外部环境的同步变化。

本书的出版,衷心感谢上海财经大学出版社江玉编辑的努力和帮助。由于时间仓促和作者水平所限,书中错漏缺点在所难免,不尽如人意之处衷心希望同行专家及广大读者见谅并不吝指正。

钱婵娟

2017年5月

目 录

前言	1
第一部分 国际银行信贷专题	1
案例 1 中国银行再融资助力发电企业“走出去”	1
案例 2 光明联姻维他麦的融资创新	7
案例 3 两岸三地上海银行的双币银团贷款	15
案例 4 万华集团的海外并购之路	20
案例 5 仲利国际银团贷款项目	25
案例 6 巴克莱银行 LIBOR 利率操纵案	29
案例 7 国际银团贷款的税费分析	37
第二部分 政府贷款专题	42
案例 8 日本“黑字还流”贷款	42
案例 9 日元政府贷款的汇率风险	49
案例 10 陕西省四城市五个天然气输配项目 ——政府贷款与国际金融组织贷款的比较	53
第三部分 国际金融机构贷款专题	58
案例 11 兴业银行与 IFC 的能效融资合作	58
案例 12 北京环境二期世界银行贷款项目	63
案例 13 上海城市环境项目世界银行 APL 贷款及融资创新	68
案例 14 甘肃黑河水电亚洲开发银行贷款项目	77
案例 15 亚洲开发银行对东盟国家的高等教育援助	85
案例 16 新疆职业教育世界银行贷款项目	91

第四部分 国际债券融资专题	100
案例 17 房企海外发债的结构创新	100
案例 18 中国银行成功发行全球首只“一带一路”债券	110
案例 19 从熊猫债、点心债到木兰债 ——中国债券市场的“请进来”与“走出去”	115
第五部分 国际租赁融资专题	126
案例 20 工银租赁与天津保税区携手开拓飞机租赁的“东疆模式”	126
案例 21 橡胶机械设备之跨境融资租赁	134
案例 22 长航的船舶租赁之殇	139
第六部分 国际项目融资专题	150
案例 23 中亚天然气管道工程项目融资	150
案例 24 南美 MPE3 油田开发项目融资	158
案例 25 北京地铁 4 号线:PPP 运作轨道交通模式	165
第七部分 国际贸易短期信贷专题	180
案例 26 青岛港有色金属融资骗贷案	180
案例 27 打包放款的风险	186
案例 28 进口押汇无力偿付案	188
案例 29 提货保函欺诈风险案一	190
案例 30 提货保函欺诈风险案二	192
案例 31 进口保理商的信用风险	194
案例 32 进口保理商拒付案	198
案例 33 国际保理争议案	200
案例 34 国际暗保理的尴尬	203
案例 35 出口背对背保理	208
案例 36 CEF 在中国的首单国际保理	214
案例 37 渣打携手李宁打造银企供应链融资	221
案例 38 浙江义乌“e 透”供应链融资	228
案例 39 大宗商品结构性贸易融资	233
第八部分 出口信贷与信保专题	237
案例 40 中国五矿和中冶集团出口巴西钢厂项目	237

案例 41	福费廷止付风波	240
案例 42	代理型福费廷被动垫款案	242
案例 43	TBEA 的福费廷融资	245
案例 44	IFC 担保项下出口贸易融资	250
案例 45	福费廷包买商的风险	255
案例 46	出口信保融资风险案一	256
案例 47	出口信保融资风险案二	259
案例 48	结算方式调整与银行风险	261
案例 49	宁波 SDN 公司的出口信用风险管理	266
案例 50	农产品出口的政治风险	275
案例 51	低风险老买家追偿案	278
案例 52	非洲买方集团诈骗案	280
参考文献		285

第一部分 国际银行信贷专题

案例 1 中国银行再融资助力发电企业“走出去”

一、案情回放

(一)背景概述

1. 收购方

华能国际电力股份有限公司(以下简称“华能国际”)是中国最大的上市发电公司之一。公司主要业务为投资、建设、经营管理电厂,发电业务广泛分布于境内的东北电网、华北电网、西北电网、华东电网、华中电网和南方电网及境外的新加坡。公司及其附属公司截至 2008 年底全资拥有 17 家营运电厂、1 家营运电力公司,控股 13 家营运电力公司及参股 5 家营运电力公司。其股权结构参见图 1-1。

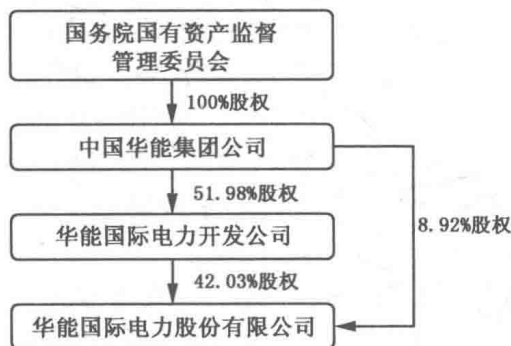


图 1-1 华能国际的股权结构

2. 被收购方

新加坡大士能源公司(Tuas Power Ltd. 以下简称“大士能源”)是新加坡淡马锡控股

(私人)有限公司^①的子公司(以下简称“淡马锡”)。大士能源是新加坡三大发电厂之一,占新加坡电力市场约 26% 的份额。公司成立于 1995 年,其业务范围包括发电、多元电力设施的开发、供应、贸易及零售以及其他相关服务。大士能源共拥有 2 670 兆瓦装机容量,包括 1 200 兆瓦的燃油蒸汽轮机组及 1 470 兆瓦天然气联合循环发电机组。同时,大士能源还通过其全资子公司大士能源供应私人有限公司提供能源零售服务。2007 年 6 月,为开放新加坡的电力市场,引入竞争模式,淡马锡宣布计划出售大士能源 100% 的股权。

(二)并购告捷

2008 年初,华能国际成功通过首轮投标,随后进入第二轮竞标。其竞争对手主要是日本的丸红、中国香港电灯集团、马来西亚的 Tanjong Plc 等 5 家公司。

竞标中,华能国际与日本的丸红报价旗鼓相当,淡马锡决定上述两家公司谁承诺先完成交割就由谁中标。2008 年 3 月 12 日,华能集团考虑到华能国际是上市公司,此笔收购涉及上市公司相关的信息披露、股东大会等因素,难以符合淡马锡要求的时效,因此,华能集团内部临时决定将收购主体变更为华能集团以满足淡马锡对交割时限的要求,并承诺于 2008 年 3 月 24 日前完成交割。

2008 年 3 月 10 日,华能集团的境外子公司中新电力(私人)有限公司(以下简称“中新电力”)成立。该公司于 2008 年 3 月 24 日以 42.35 亿新元(约合 30 亿美元、210 亿元人民币)的交易价格从淡马锡手中成功收购大士能源 100% 的股权,从而获得了新加坡约 1/4 的电力市场份额,以及世界第三大炼油中心——新加坡裕廊岛登布苏工业区的热电多联产项目开发权。2008 年 4 月 29 日,华能国际与华能集团签署转让协议,受让华能集团拥有的中新电力 100% 的股权。

华能融资结构的合理安排成为此次成功竞购的关键因素之一。雷曼兄弟是华能集团聘请的并购财务顾问,中国银行与雷曼兄弟共同主导了方案设计。最终的融资方案是:由华能集团的中新电力作为收购主体,由进出口银行、中国银行海外银团和雷曼兄弟组织的海外银团分别对华能国际、中新电力两个层次主体贷款。

具体融资结构包括:①由雷曼兄弟组织 8 家境外银行提供海外银团无追索权的项目过桥贷款^② 22.5 亿新元(等值 14 亿美元)。②华能集团以资本金形式向中新电力注入 9.85 亿美元资本金,其中包括人民币自有资金购汇 1.97 亿美元和进出口银行外汇贷款 15 年期 7.88 亿美元。③中国银行以中银香港为牵头行、新加坡分行为簿记行,其他 9 家海外分、子行参与的方式组织海外银团,向中新电力提供等值 6 亿美元的 5 年期股本贷

① 新加坡淡马锡控股(私人)有限公司是由新加坡财政部独资拥有,于 1974 年按新加坡公司法注册的有限责任公司,是当今世界著名的国有控股公司之一。

② 过桥贷款(bridge loan)又称搭桥贷款,是一种过渡性的短期资金融通,期限较短,最长不超过一年,利率相对较高,可以用于满足并购方实施并购前的短期融资需求。

款。其中,中银香港提供 5 000 万美元贷款,新加坡分行提供 1.5 亿元新元贷款,其他海外分、子行参与剩余约 4.4 亿美元贷款,总行公司部向该银团提供担保。中银香港 5 000 万美元由总行公司部委托国际结算部开立融资保函,其余部分由总行公司部切分额度。

此次并购过程如图 1-2 所示。

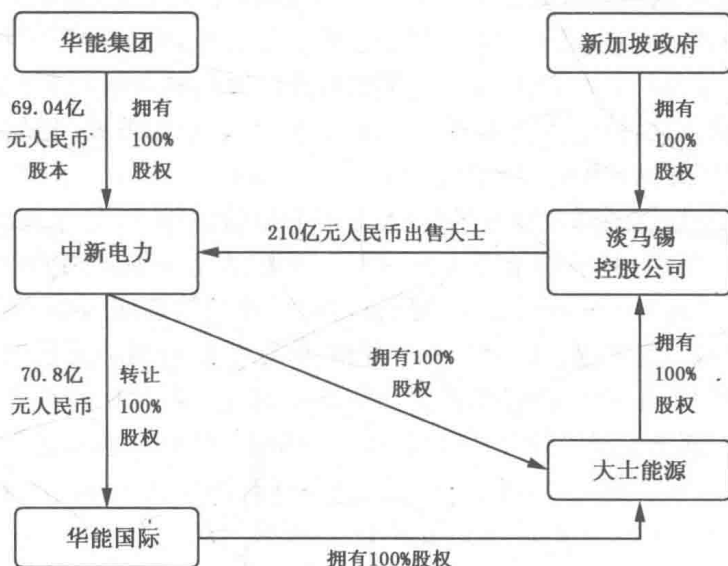


图 1-2 华能国际对新加坡大士能源并购过程

(三)再融资困境

该项目境外银团过桥贷款于 2009 年 9 月 24 日到期。2008 年 9 月,雷曼兄弟宣布破产,全球金融市场动荡,已经很难开展大规模的信贷融资。海外各家银行的信贷政策更加审慎,条件异常苛刻:①融资金额大幅缩水。不仅无法按照原有份额提供融资支持,而且需要公司引入额外的贷款银行参加再融资,使得公司按时偿付过桥贷款面临较大的风险。②融资期限大幅缩短。大多数银行只能提供 3~5 年的贷款,贷款迅速到期再融资的不确定性使得大士能源的长期稳定发展面临较大挑战。③融资成本大幅上扬。境外银行再融资利差约在 350BP~400BP,即便华能国际提供担保,利差可降至 300BP~350BP,仍远远超过了过桥贷款提供时双方确定的意向价格,这将大大降低大士项目的经济价值和经营回报。④还款计划十分苛刻。大士能源在融资期内将始终保持现金流极为紧张的局面,财务风险较大。⑤限制性条款众多。如严格的财务比率和账户限制、额外的尽职调查要求和财务模型分析等,这些条款严重束缚了大士能源的正常经营,并使其时刻面临较大的违约风险。

华能国际高层与海外银团各牵头安排行进行了多次沟通和交流,但海外行对大士项

(四) 中国银行操盘重组融资

最终,中国银行提供的再融资方案是:大士能源以价值约 12 亿新加坡元的部分资产在新加坡注册成立 100%控股的全资子公司大士发电;华能国际向中国银行总行提供反担保后,中国银行总行利用国家外汇管理局核定的对外担保额度为中国银行境外银团提供融资担保;中国银行境外银团为大士发电提供约 31.5 亿新加坡元长期贷款;大士发电向大士能源支付约 31.5 亿新加坡元,购买大士能源其他全部发电相关资产;大士能源以无息贷款方式向中新电力提供约 31.5 亿新加坡元资金,中新电力归还全部现有贷款(共计约 31.5 亿新加坡元,包括 22.5 亿新加坡元过桥贷款、中国银行 4.9 亿美元和 1.5 亿新加坡元 5 年期贷款)。这一再融资方案如图 1-3 所示。

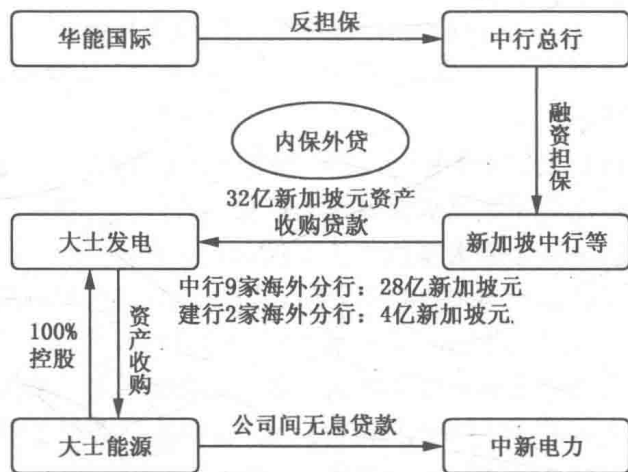


图 1-3 华能再融资方案

(五)再融资完美收官

2009年9月21日,华能国际与中国银行签署“新加坡大士公司再融资项目”银团贷款协议。该银团贷款总金额32亿新加坡元,由中国银行下属中银香港及新加坡分行担任

该银团安排行,中国银行新加坡分行同时担任代理行,中国银行九家海外分行及两家中国建设银行海外分行作为参与行参加该银团,参贷总额 28 亿新加坡元,中国建设银行海外分行参贷总额 4 亿新加坡元,期限 15 年。该协议的签署为按时偿还境外银团过桥贷款提供了强有力的保证,最大限度地降低了项目融资成本,有效规避了汇率风险。

二、案例评析

(一)中行再融资方案的亮点

1. 内保外贷降低融资成本

内保外贷是指境内银行根据境内企业总公司的申请,在境内企业向境内银行出具无条件、不可撤销反担保的前提下,为该企业在境外注册的全资附属企业或参股企业出具融资性保函或备用信用证(即内保),银行将保函/备用证发至银行的境外分行或其有授信额度的代理行,由境外分行或其代理行向集团企业的境外分支机构放款的融资行为(即外贷)。内保外贷具有审批快、贷款额度大、融资成本相对较低、手续简便等特点。由于境外子公司往往设立时间不长,很多是壳公司,财务报表数据不理想,难以在当地依靠自身力量直接获得银行融资,这时就需要借助母公司的担保来实现信用增级以获得银行授信支持,同时也可以充分利用境外相对较低的融资利率实现低成本融资。

中国银行大胆引入内保外贷。2009 年 9 月 21 日,华能国际与中国银行股份有限公司、中国建设银行股份有限公司在北京签署了保证合同。本次担保的被担保人为大士发电,债权人为中国银行股份有限公司和中国建设银行股份有限公司,担保的方式为连带责任保证,所担保的主债权为债权人中国银行股份有限公司的澳门分行、东京分行、悉尼分行、伦敦分行、新加坡分行、巴黎分行、米兰分行、约翰内斯堡分行、法兰克福分行和债权人中国建设银行股份有限公司的香港分行、新加坡分行与大士发电于 2009 年 9 月 21 日签署的融资协议及其修订或补充项下发生的债权,其金额不超过 32 亿新加坡元。担保的期限为主债权的清偿期届满之日起两年。此举大大提高了大士发电的信用等级,降低了项目融资成本,利率仅为 2.41%~2.46%,与海外银团单位提供的方案相比,华能的融资费用大大降低。

2. 债务与资产重组获取税收优惠

根据新加坡当地企业所得税法规定,只有直接用于购买生产经营性资产的贷款的利息才能在税前抵扣,而中新电力贷款购买的是大士能源的股权,其贷款利息不能税前抵扣。为有效利用新加坡当地税收政策,取得收购贷款利息税前抵扣的税收优惠,必须将中新电力的股权收购贷款转变为资产收购贷款。

中国银行为此设计了庞大的资产、债务重组方案:由华能国际向新加坡当地税务部门申请并取得批准后,在新加坡成立由大士能源 100%控股的大士发电私人有限公司(简称“大士发电”),以大士发电作为再融资的借款人,借入款项后支付给大士能源,以完成对大

士能源的资产收购,购买大士能源其他全部发电相关资产,再由大士能源通过公司间贷款的形式将款项转至中新电力,由中新电力偿还现有贷款。由于大士发电的贷款用于收购大士能源的资产而非股权,因此,其贷款利息可在税前作为费用列支。这一方案每年将为华能国际节约约 1 900 万新加坡元税务支出,约合 1 亿元人民币。

3. 特批对外担保

根据中国外汇管理局规定,对外担保人必须是境内公司的全资子公司,而根据重组方案,未来再融资的借款人大士发电是华能国际的三级子公司,如何为其进行海外担保成为再融资的又一困难。为此,中国银行专门向外汇管理局上交了特批申请并在预定的时间内得到了满足。

(二) 中国银行牵头再融资的优势与经验

1. 充分发挥国际化和多元化特色

中国银行是中国国际化和多元化程度最高的、具有全球重要性影响的跨国经营银行集团,拥有遍布世界的业务网络,具有海内外一体化、多元化的集团优势,专业能力、经验积累及国际人才优势突出。借助海内外全功能平台,总分行联动、海内外联动,跨境业务、复杂业务境内境外协同开展,中国银行为客户设计了综合性、专业化的金融服务方案,缓解了华能“走出去”的资金“瓶颈”,成为支持国家“走出去”战略的金融中坚力量。

2. 注重银团贷款资源整合和跨境协调

银团贷款一直是中国银行的传统优势产品。中国银行从 20 世纪 80 年代初就率先在国内成立专业团队开展银团贷款业务,2007 年在全球成立了亚太、欧非和美洲三大银团贷款中心,以实现经营的集约化和管理的专业化。对银团贷款的各种资源,中国银行十分注重整合和协调:三大银团贷款中心分别负责各自的区域市场,各海外分支机构负责具体银团贷款客户关系和具体市场跟踪,总行负责全面协调整合各海外分行的客户资源和人力资源。银团贷款中心集中统一调配各家海外分支机构负责银团贷款的人才,控制银团贷款风险,为华能的海外布局提供了优质、高效的金融支持。

3. 抓住机遇,积极迎合客户需求

2008 年次贷危机致使全球金融市场动荡,多家重要的金融机构宣布破产或关闭,跨国银行的银团业务大幅萎缩,这却给了中资银行发展海外银团贷款一个逆势突围的绝好机遇。中国银行及时捕捉到这一百年难遇的市场商机,在再融资项目中担当了重要角色。作为牵头行,所设计的银团方案应适合项目的特点,融资结构必须得到各方认可。中国银行从客户需求出发,凭借其全球庞大的分支机构,为华能集团提供了多达 6 种融资方案以供选择。债务与资产重组、特批对外担保、全球统一资金调度和划转,在中国银行设计的复杂融资方案背后,由于各海外行有时差问题,意味着各相关业务部门必须 24 小时盯住各行放款进度和资金划转,同时,为了帮助华能规避汇率风险,中国银行在自身新加坡元存款有限的情况下,通过货币掉期从国际市场筹集新加坡元以满足资金需求。整个过程

中,中国银行上下高度重视,克服了时间要求紧、融资金额大、重组结构复杂、涉及跨国税收政策等重重困难,在很短时间内就完成了全部环节,创造了中资银行支持跨国并购的一个经典范例。

三、结论与启示

银团贷款可以有效降低集中性风险、节约资本,收益又具有中间业务收入的特点,目前已成为国际金融市场重要的融资方式之一。在我国,随着经济的高速增长,为基础设施建设、企业“走出去”等提供金融支持的大型银团贷款项目日益增多,华能再融资项目的顺利完成,是我国发电企业和金融业实现强强联合、互利共赢、共对危机的成功典范。中国银行作为独家牵头安排行,凭借其全球网络和有竞争力的报价,最终成为这笔巨额融资的赢家。按照国际惯例,银团贷款的牵头安排行一般可收取相当于筹资额1%~2%的银团安排费。中国银行在赚取资产利息收入的同时,还可以获得一笔很可观的中间业务收入。华能企业则借助中国银行的信用增级和信用输出,帮助自己在境外的尚不具备当地融资能力的子公司获得融资,最大限度降低了融资成本,有效规避了汇率风险,是全球经济不景气背景下央企“走出去”的成功样本。

这一融资案例同时也折射出金融危机后全球融资格局“西进东退,重心东移”的微妙变化,标志着中国银行在全球主流商业银行林立的银团贷款市场上取得了突破性的进展,其市场品牌和国际影响力正在逐步扩大。

参考文献:

[1]杜艳.中行操刀华能国际150亿元再融资[N].21世纪经济报道,2009-09-22.

[2]卢东斌,黄振京.基于软、硬约束因素的跨国并购人力资源整合研究——以中国华能国际并购新加坡大士能源为例[J].管理学家,2010(5).

案例2 光明联姻维他麦的融资创新

一、案情回放

(一)背景概述

1. 收购方

光明食品集团(Bright Food,以下简称“光明集团”)成立于2006年8月8日,集团整合了上海益民食品一厂、上海农工商集团、上海市糖业烟酒集团、锦江国际的相关资产组建而成,是一家以食品产业链为核心的大型国有综合性食品产业集团,资产规模达458亿

元。其目前拥有光明乳业、金枫酒业、梅林股份和海博股份等上市公司以及光明、大白兔、冠生园、梅林、正广和等知名品牌。在 2010 年度中国品牌 500 强排行榜中,光明品牌排名第 23 位,品牌价值达 455.12 亿元。

2. 被收购方

维他麦(Weetabix)创建于 1932 年,总部设在英国北安普顿郡。2003 年 11 月,维他麦被专注于杠杆收购(leverage buyout)的私募股权基金狮王资本(Lion Capital)斥资 6.42 亿英镑收购。^① 作为英国最大的麦片生产企业、第二大谷物类和谷物条食品生产商,维他麦公司旗下除了具有代表性的 Weetabix 品牌外,同时拥有欧宝、Oatibix、乐迪及维多滋等优质品牌,约占英国 14.5% 的市场份额。除在英国本土有 5 家工厂外,公司在北美拥有 2 家工厂,南非和肯尼亚有 2 个销售公司,全球雇员约 2 000 人。产品出口全球 80 多个国家和地区。公司收入与利润长期保持强健和可持续增长,2010 年销售收入近 4.5 亿英镑,税前利润 2 040 万英镑。

但是,维他麦在中国的业务尚未铺开,全部由专营进口食品代理的西诺迪斯(Sinodis)进口销售,由于渠道受限,中国区销售只做到了 600 万元人民币,远远落后于百事食品旗下的桂格和美国的家乐氏。

(二)强强联姻,各取所需

光明集团拥有渠道优势,在上海及华东地区零售网络发达,但原有品牌和产品无法满足集团扩张需要,因此,通过海外并购进入高端产品市场,实现规模扩张的同时提升利润,成为光明谋求长远发展的战略选择。集团从 2010 年起大举开展海外并购,成功率超过 30%,树立了企业良好的国际形象。

选择维他麦,主要是看中它在健康食品领域的国际市场竞争力。维他麦拥有丰富的产品线,代表产品 Weetabix 早餐饼是世界上唯一使用群体覆盖从婴儿到老人的产品,有极强的市场能力和议价能力;公司年毛利率达 64.7%;拥有优秀的职业管理团队;产品研发能力亦为同业翘楚。并购这家企业符合光明集团的发展战略,并对现有产业有很好的协同效应和示范作用。

而维他麦选择联姻光明集团的重要因素则是看好潜力巨大的中国市场。尼尔森数据显示,目前中国早餐谷物市场的年销售额达到 26 亿元人民币,近几年一直以 10%~20% 的速度增长。借助光明集团在长三角地区强大的分销实力,维他麦有望打开市场局面。由于战略愿景和战略理念上,维他麦的股权持有者狮王资本与光明集团很是契合,双方很快确定了排他性谈判的并购方式。

(三)并购融资过程

经过谈判,交易双方以维他麦企业价值 12 亿英镑、负债 9 亿英镑和股权价值 3 亿英

^① Lion Capital 的前身是总部位于美国得克萨斯州达拉斯市的私募股权基金巨头 Hicks, Muse, Tate & Furst 的欧洲分支。

镑定价。2012年5月3日,光明集团和狮王资本联合宣布,光明集团收购英国 Weetabix 公司 60%的股权,其余 40%股份继续由狮王资本和管理层持有。这成为当时中国食品企业最大一宗海外并购案。

按照国际惯例,光明集团在支付股权价格的同时,还必须主导目标公司的债务重组。这意味着要完成交易,光明集团必须支付 1.8 亿英镑股权,并对 9 亿英镑负债中的股东贷款(shareholder loan,约 5 亿英镑)提供再融资。

光明集团 2011 年营业收入 769 亿元人民币(122 亿美元)、税息折旧及摊销前利润 12 亿美元、净利润 26.5 亿元人民币,业内普遍认为公司的自有资金并不充裕。为了完成收购,光明集团先后应用了杠杆收购(leverage buyout)、过桥贷款(bridge loan)和俱乐部贷款(club loan)等诸多创新金融手段。

1. 调整目标企业的债务结构

维他麦原有 9 亿英镑负债中,2.3 亿英镑为年利率 9%的股东贷款,6.7 亿英镑为年利率 7%的商业贷款。按国际上利率市场化的执行规则,股东贷款视同权益性贷款,可不计入商业贷款的负债率,并在不影响现金流的情况下,可获得更好的贷款利率。为此,光明集团对维他麦债务结构作了重新安排,将股东贷款调整为 5 亿英镑,商业贷款降低为 4 亿英镑,商业贷款的负债率由原来的 2.2 倍降为 1.3 倍,为商业贷款利率创造了下调空间。

2. 全杠杆方式开展债务再融资

具体途径是:1.8 亿英镑的股权收购款由国家开发银行提供 5 年期的并购贷款,其中自筹 30%,借款 70%,公司将并购贷款作为资本金注入光明集团在香港的公司,后者再把 1.8 亿英镑注入境外的融资和并购平台,以自有资金 27%的比例向香港银行融资并发行美元债,共计融资 5 亿英镑,再用 6.8 亿英镑去完成交易。

3. 俱乐部贷款、过桥贷款、发债多管齐下

并购团队与参与融资的银行谈妥,如果光明集团评级达到投资级别,将会拆分融资,商业贷款与发债同时进行,融资行可按融资比重参与发债。这一创新想法得到了银行的积极响应。于是光明集团将香港融资的 5 亿英镑折合成 8.5 亿美元,其中 5.5 亿美元作为商业贷款,3 亿美元发行美元债。

2012 年 6 月,光明集团在香港向全球金融机构发出 3 年期 5.5 亿~8.5 亿美元贷款的条款书,并允许各金融机构在 10 月后予以回复。30 多家中外资银行纷纷表示合作意愿,但在光明集团开出“苛刻”的融资价格以及财务承诺等条件后,16 家银行主动退出。对留下的 10 多家银行,光明集团宣布采取财务成本更低的“俱乐部贷款”方式。

10 月,光明集团与 14 家中外资银行达成 3 年期 7.5 亿美元俱乐部贷款和 5 年期 5 亿美元的债券发行。其中,国家开发银行、中国银行、交通银行等中资银行的贷款占融资总额的 50%左右,另外还包括汇丰、苏格兰皇家、巴克莱、荷兰合作银行、澳新等外资银行的

贷款。此次俱乐部贷款的综合成本为 LIBOR+230BP,每家参与行最低认购额为 2 000 万美元。

要想发行利率较低的美元债,就必须接受国际评级机构的市场评级。在我国,此前几乎没有国有企业开放国际评级的先例,但光明集团主动通过三大国际信用评级机构对企业信用进行评级,2012 年 9 月分别获得穆迪 Baa、标准普尔 BBB 和惠誉 BBB 的信用评级,评级展望为“稳定”,均列于投资等级。标准普尔指出,虽然光明集团财务杠杆较高、现金流疲软,但由于其与上海市政府的关联关系,所以光明集团在国内资本市场融资的渠道非常宽敞,而且上海市政府在其面临财务困境时提供足够且及时的特别支持的可能性“较高”。这次评级为在香港发行海外债券顺利铺路。

考虑到发行美元债的时间窗口问题,发债之前,光明集团所需的这部分资金由银行给予 3 亿美元 1 年期的过桥贷款。光明集团的思路很清晰:先通过 1 年期的过桥贷款募得资金完成交割,然后找合适的时间窗口在海外发行国际债券。过桥贷款虽然成本较高,但对完成收购至关重要。

伦敦时间 2013 年 5 月 13 日,光明香港公司完成美元债券定价,成功发行了 5 亿美元年固定利率为 3.123% 的 5 年期国际债券。^①其中 3 亿美元偿还过桥贷款,2 亿美元置换成 5 年期的国债,偿还部分银行贷款。

(四)大结局

2012 年 11 月 5 日,光明集团正式完成了对维他麦 60% 股份的并购和股权交割,交易对价 6.8 亿英镑(约合 70 亿元人民币),并购顺利完成。

并购后的 2013 年 1—2 月,维多麦即实现“开门红”:完成 9 亿元人民币的销售收入,利润总额 5 500 万元,其中光明集团可获净利润 3 900 万元。上半年净收入为 26 亿元,同比增长 5%;实现净利润 1.41 亿元,增长 130%。收购不到两年,维他麦焕发“第二春”,营业收入超过 52 亿元,净利润近 4 亿元,相比收购前的净利润翻了近 3 倍。

靓丽的成绩单集中体现了并购的经营协同、财务协同效应:光明集团的渠道和维他麦优良的产品组合、一流的生产标准和产品创新优势结合达到了优势互补;光明利用维他麦的上游产业链资源,加强了自身产业链控制以及与国外高端品牌的竞争力;维他麦进军拥有广阔市场的中国,在上游资源整合的同时进行渠道互享;维他麦财务状况改善,融资成本下降 2 260 万英镑;光明集团增加了 1 600 万英镑的年利息收入。

二、案例评析

从 2010 年起,光明集团参与了多项海外并购,通过数次国际化的大练兵,不断调整海

^① 发债主体是“光明国际”下设的“光明香港”,而“光明国际”是光明集团在海外管理融资的平台。光明集团借助这个平台向香港银行融资并发行美元债,完成了最后 5 亿英镑(8.5 亿美元)的融资。