

[美] Michael A. Carr 著
叶有明

Middle Market Leveraged Finance for China

中值市场杠杆融资

——专为中国同行介绍

An Overview of Middle Market Lending

中值市场借贷概览

复旦大学出版社

014034193

F837. 125
151

[美] Michael A. Carr 著
叶有明

Middle Market Leveraged Finance for China

中值市场杠杆融资

——专为中国同行介绍



An Overview of Middle Market Lending

中值市场借贷概览



北航

C1722468

复旦大学出版社

F837.125
151

图书在版编目(CIP)数据

中值市场杠杆融资——专为中国同行介绍/[美]卡尔(Carr, M. A), [美]叶有明著.
—上海: 复旦大学出版社, 2014. 3
ISBN 978-7-309-10303-8

I. 中… II. ①卡…②叶… III. 金融市场-融资-研究-美国-汉、英 IV. F837.125

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 014788 号

中值市场杠杆融资——专为中国同行介绍
[美]卡尔(Carr, M. A) [美]叶有明 著
责任编辑/张志军

复旦大学出版社有限公司出版发行
上海市国权路 579 号 邮编: 200433
网址: fupnet@fudanpress.com <http://www.fudanpress.com>
门市零售: 86-21-65642857 团体订购: 86-21-65118853
外埠邮购: 86-21-65109143
上海浦东北联印刷厂

开本 890 × 1240 1/32 印张 6 字数 127 千
2014 年 3 月第 1 版第 1 次印刷

ISBN 978-7-309-10303-8/F · 2005
定价: 22.00 元

如有印装质量问题, 请向复旦大学出版社有限公司发行部调换。
版权所有 侵权必究



北航

C1722468



Michael A. Carr

Mr. Carr is a partner of BAC Investments, where he works with growth-intensive companies and related cross border transactions. At the same time, Mr. Carr advises company boards and management teams about operations, transactional matters, and critical governance issues around the world. Throughout his career he has helped facilitate joint ventures, growth opportunities and acquisitions in China, Canada, Mexico, and Western Europe.

Previously, Mr. Carr was an executive in the buyouts group at international private equity firm American Capital (NASDAQ: ACAS). In addition, he has provided his unique senior executive perspective to various leadership roles within the Association for Corporate Growth (ACG) Global and his experience also includes corporate executive positions in business development, strategy, operations and sales position.



Mr. Carr started his career in sales and marketing with leading global investment firm Pacific Life.

Mr. Carr is a recognized thought leader regarding middle-market corporate, governance and capital markets issues. He actively participates in speaking engagements and media opportunities including appearances on Fox Business News, CNBC's Closing Bell, the China Daily newspaper, and the China International Private Equity Forum (CIPEF) Conference.

Mr. Carr earned his MBA from Pepperdine University, Graziadio School of Business and Management, and received his BA in Business Administration from California State University. He is also a past Board Member for Junior Achievement and Pepperdine University's Alumni Association. Mr. Carr has native English proficiency and has elementary written and verbal Mandarin proficiency.



迈克·卡尔先生

卡尔先生是 BAC 投资基金(BAC Investment)的合伙人之一,负责与高成长公司及相关跨境交易有关的投资事宜。同时,他还向公司的董事会及管理层提供咨询。咨询的内容包括公司运营、与交易有关的事项以及全球范围内的重要的治理问题。在其过往的职业生涯中,他曾帮助很多公司在中国、加拿大、墨西哥和西欧建立合资企业,获得增长机会以及完成跨境收购。

此前,卡尔先生在美国资本(American Capital)旗下的收购部门任执行官,美国资本是一家在纳斯达克上市的国际股权投资基金管理机构(NASDAQ: ACAS)。此外,因具有独特的高级执行官经历,他在美国企业成长协会-环球(ACG Global)担任多项领导职务时多有建树。卡尔先生的经历还包括在很多公司的业务发展、战略、运营和销售等部门中担任高管职位。他的职业生涯始于一家全球领先的投资公司——太平洋人寿保险公司的销售和市场部。

在中值市场的企业、治理及资本市场领域,卡尔先生是一位公

认的思想领袖。他积极地出席报告会并经常出现在媒体上,例如福克斯商业新闻(Fox Business News)、消费者新闻与商业频道的收盘铃节目(CNBC's Closing Bell)、中国日报(the China Daily newspaper)和中国国际股权融资洽谈会(the China International Private Equity Forum (CIPEF) Conference)等。

卡尔先生获得了佩珀代因大学(Pepperdine University)格拉齐阿迪奥商学院(Graziadio School of Business and Management)的MBA学位和加州州立大学(California State University)工商管理学士学位。他还是青年成就组织(Junior Achievement)的前董事会成员和佩珀代因大学校友会的前董事会成员。卡尔先生的母语是英语,还初步掌握了中文写作与普通话口语交流的能力。



Ye Youming

Youming Ye is the Managing Director of The Jordan Company (China). Mr. Ye joined The Jordan Group in 1995 as Director of International Business and was promoted to Vice President. He is responsible for developing business opportunities in Pacific Rim countries, especially in China.

Since joining the Jordan Group, Mr. Ye has taken the leading role for investments/acquisitions in China. In addition to his responsibilities for investments, he also serves as board members on numerous portfolio companies.

Mr. Ye earned an MBA from Arizona State University, and an MIM from American Graduate School of International Management (Thunderbird).

Mr. Ye is a member of the International Committee of the Executives' Club of Chicago, a member of the Executive Committee and Honorary Advisory Board of The US-China Chamber of Commerce; Director of China M & A Association and founding Chairman for ACG China Chapter.



叶有明先生

叶有明先生是乔丹公司(中国)董事总经理。叶先生于1995年初加入美国乔丹集团,先后任国际部主任、集团副总裁,并于2003年兼任乔丹公司(中国)董事总经理。叶先生负责集团在亚太地区,特别是在中国的业务发展。

叶先生是带领美国PE在中国从事投资/收购最早的专业人士之一。自1995年以来,在叶先生的主导下,乔丹公司(中国)先后在中国成功完成20余个投资项目。投资形式包括民营企业收购、国有企业改制中的股权竞购和绿地投资等。

叶先生拥有著名的美国国际管理研究院(雷鸟)管理硕士(MIM)学位,主攻国际金融,同时拥有美国亚利桑那州立大学MBA学位,主攻营销管理。

叶先生是美国芝加哥高级经理人协会国际委员会成员,同时也是美中商会芝加哥总会的理事成员。叶先生在国内担任中国并购公会(全联并购公会)常务理事,并且是美国企业成长协会(ACG)中国总部的创始主席。

前言

FOREWORD

收购基金(Buyout Fund)在欧美从事股权投资或收购交易所需的资金通常由自有资金与债务资金组合的方式构成。债务资金来源主要有银团贷款、高收益债券等方式,且在很多时候资金成本与融资金额都能满足收购交易的需要。这种由收购基金自有资金与债务资金组合方式完成的收购活动被称为杠杆收购(Leveraged Buyout)。对收购基金而言,杠杆收购的好处是可以支持更大的交易规模和更高的交易价格,从而使并购交易市场更加活跃。

长期以来,一些海外收购基金在中国境内从事股权投资所需的资金通常仅来自基金的自有资金。一方面,这可能是因为早期在中国境内发生的收购交易规模较小,而为交易在海外安排债务融资的吸引力不大。另一方面,受制于1996年中国人民银行制定的《贷款通则》的规定,即借款人不得使用贷款从事股本权益性投资,使得在2008年年底之前收购基金在中国从事股权投资无法获得境内商业银行贷款的支持。缺少了财务杠杆效应,收购基金通常更为谨慎地对待那些报价较高的项目,因而制约了中国收购交易数量的增长。

2008年年底,境内商业银行并购贷款业务解禁,从长期来看,这是一个有利于中国股权投资行业发展的积极的政策变化。同年12月3日,中国国务院常务会议提出通过并购贷款等形式拓宽企业融资渠道。12月8日,国务院办公厅发布金融促进经济发展的30条意见,其中第十七条提出允许商业银行对境内外企业发放并购贷款。12月9日银监会颁布《商业银行并购贷款风险管理指引》(以下简称“指引”),允许符合条件的商业银行开展并购贷款业务。

此后,中国商业银行迅速开展了并购贷款业务。据报道,2009年1月,国家开发银行与中信集团、中信国安签署了中信集团战略投资白银集团项目的并购贷款合同,贷款金额16.3亿元人民币,被视为解禁后的首笔并购贷款。2009年3月,中国银行等国内4家银行组成银团向中铝公司提供约210亿美元的并购贷款额度,用以支持中铝公司对力拓集团的投资,被视为首笔境外并购贷款。截至2011年1月,国内商业银行并购贷款余额已达850亿元人民币,涉及钢铁、水泥、电力、房地产和能源等行业。

然而,通过并购贷款来为收购基金的交易提供或筹措债务资金,在中国仍然面临着一些制约。

从收购基金角度看,制约主要体现在两个方面。一是“指引”规定,商业银行应要求借款人提供充足的能够覆盖并购贷款风险的担保。该担保规定在执行中会遇到两个问题。首先,对借款人提供“充足”担保的要求,仍没有摆脱传统资产抵押贷款的窠臼,与欧美银行业关注借款人现金流的做法差异较大,增加了杠杆收购交易的费用。其次,担保主体是谁。如果必须由并购基金来提供担保,则既不符合市场惯例也在现实中无法操作。海外并购基金

是基金管理机构,通常采用“招款”制而不会日常保留大量的现金或高流动性资产,无法提供贷款担保。二是“指引”规定,并购的资金来源中并购贷款所占比例不应高于50%。并购贷款上限的设置限制了交易各方灵活选择交易融资结构的空间。

从国内商业银行角度看,制约主要体现在两个方面。一是在尝试阶段,国内商业银行更倾向于把并购贷款提供给大型国有企业。这种做法对商业银行或许是安全的,但不一定是更有效率的。二是因为并购贷款周期较长且缺乏将贷款资产证券化的途径,则在银行资产负债表中将增加大量的流动性较差的资产,对银行的资金管理提出挑战,商业银行可能以甚为审慎的态度对待并购贷款。

尽管存在诸多制约,并购贷款政策解禁本身仍然具有积极意义,也为收购基金在中国筹措债务资金提供了一个备选方案。在发达的资本市场上,除并购贷款外,还有哪些债务工具可以为收购基金所运用呢?本书将向中国读者简要介绍美国金融市场中杠杆融资的债务工具及其市场运作情况,主要内容源于作者在美国从事股权投资和杠杆融资的实践经验和长期观察,基本反映了美国最新的市场发展状况,旨在为中国读者提供管窥美国杠杆融资债务工具及其市场运作的捷径。

本书由迈克·卡尔(Michael A. Carr)先生主笔并负责大部分英文内容,由我负责中译文、少部分英文内容和校订。卡尔先生是美国中值市场的企业、治理及资本市场等领域公认的思想领袖。他曾担任美国企业成长协会主席,同时拥有丰富的跨国收购、股权投资和企业管理经验。卡尔先生与我交往多年。他曾鼎力支持我担任美国企业成长协会中国分会主席,并对我在协会内开展工作

帮助良多。

我的著作《股权投资基金运作——PE 价值创造的流程》创作于 2008 年,彼时并购贷款因政策禁止在中国境内尚不具有可操作性,因此在该书中对杠杆融资着墨不多。随着并购贷款政策解禁,中国境内杠杆收购交易从无到有并趋于活跃,杠杆融资越发显现其重要性。近三年来,我一直希望有机会将美国金融市场杠杆融资的实践经验介绍给中国同行以资借鉴,并开始了初步的资料搜集和整理工作。恰逢卡尔先生在 2013 年 5 月来访,谈及我的书稿创作计划,他对此很感兴趣并欣然接受了我的邀请参与合著本书。卡尔先生在美国中值市场中的资深背景及其对促进美国 PE 基金在中国开展投资业务的高度热情,使他足以胜任本书的创作工作。

为了便于国内读者阅读,本书正文部分采用先英文后中文的编排方式,词汇表和附录采用中英文对照的编排方式。

王钊先生和刘敬斌先生为本书的图表及文字处理做了大量的工作并提出了宝贵的建议,在此表示衷心的感谢。很荣幸由复旦大学出版社出版本书,也感谢王联合先生的帮助以及为本书的校订、排版和出版发行而辛勤工作的相关人员。

由于作者的经验与知识的局限,书中难免疏漏与错误,作者对由此给读者造成的不便深表歉意,并敬请同行朋友与读者指正。

叶有明

2013 年 12 月 31 日

目录

CONTENTS

Chapter 1	Introduction	003
Chapter 2	What is Leveraged Finance?	008
Chapter 3	Leveraged Loans	014
Chapter 4	High Yield Bonds	034
Chapter 5	Leveraged Loan Investors and Collateralized Loan Obligations	044
Chapter 6	Assessing a Company's Risk Profile	055
Chapter 7	Summary Considerations	066
	Glossary	116
	Appendix	138

目录

CONTENTS

第一章 概述	069
第二章 什么是杠杆融资?	073
第三章 杠杆贷款	077
第四章 高收益债券	091
第五章 杠杆贷款投资者和贷款抵押证券	098
第六章 评估公司的风险状况	107
第七章 总结思考	114
词汇表	116
附录	138
参考书目	178

目录

CONTENTS

Chapter 1	Introduction	003
Chapter 2	What is Leveraged Finance?	008
Chapter 3	Leveraged Loans	014
Chapter 4	High Yield Bonds	034
Chapter 5	Leveraged Loan Investors and Collateralized Loan Obligations	044
Chapter 6	Assessing a Company's Risk Profile	055
Chapter 7	Summary Considerations	066
Glossary		116
Appendix		138

目录

CONTENTS

第一章 概述	069
第二章 什么是杠杆融资?	073
第三章 杠杆贷款	077
第四章 高收益债券	091
第五章 杠杆贷款投资者和贷款抵押证券	098
第六章 评估公司的风险状况	107
第七章 总结思考	114
词汇表	116
附录	138
参考书目	178