



视觉中国图片

## 屡涉关联交易

# PE“杠杆玩家”操盘重组频频受挫

□本报记者 刘宗根

### 巧设杠杆

10月12日,汇源通信发布公告称,控股股东广州蕙富骐骥投资合伙企业(有限合伙)(以下简称蕙富骐骥)持有的上市公司1040万股股份被冻结,占其所持股份的26%。值得注意的是,申请人不是别人,而是汇源通信的现任董事、副总经理刘中一。公开资料显示,刘中一2002年进入汇源通信董事会,曾任四川汇源光通信有限公司常务副总经理兼总工程师等职务。

刘中一在《仲裁前财产保全申请书》中直指控股股东的财务状况“被申请人现在存在巨额债务纠纷,经营状况急剧恶化”。“内江”揭开了汇源通信重组乱局的冰山一角。从2015年11月蕙富骐骥宣布入主汇源通信以来,先后操盘过汇源通信两次重组,均以失败告终,重组承诺也因此再三延期,从2016年12月24日到2018年6月24日,再到2019年6月24日。

“能否重组、何时重组是控股股东的的事情,上市公司决定不了。”10月12日,记者以投资者名义致电汇源通信,询问上述事件是否会影响到控股股东继续履行重组承诺时,汇源通信表示。

天眼查数据显示,PE机构蕙富骐骥成立于2015年4月,平安大华以平安汇通广州汇源澳丰6号专项资产管理计划(以下简称“资管计划”)认缴金额6亿元,持股99.83%,为LP(有限合伙人)。汇源澳丰认缴金额为100万元,持股0.17%,为GP(普通合伙人,即基金管理人)。不过,记者注意到,汇源澳丰虽为蕙富骐骥名义上的GP,却并非运作上市公司的真正操盘手。

为了实现收购,资管计划在设计上巧妙地加了一层“隐形”杠杆:通过投资收益分配的安排,将委托人持有的份额按照预期收益与风险的不同分为A类和B类份额,其中A级委托人农银国际出资4亿元,B级委托人珠海泓沛出资2.03亿元。

2018年5月9日,汇源通信披露《北京鸿晓投资管理有限公司关于问询函的回复》显示,珠海泓沛系唐小宏牵头筹划组建,由唐小宏、李红星和方程三人共同管理的投资于汇源通信股权收购项目的专项基金。由于唐小宏不愿意在珠海泓沛中披露他本人的信息资料,故珠海泓沛组建时,邀请北京鸿晓担任珠海泓沛的GP。唐小宏、方程代表珠海泓沛与汇源澳丰和汇源天粤(汇源澳丰关联人)谈判,于2015年11月签订《合作协议》,约定由平安大华代表资管计

划和汇源澳丰签订合伙协议并成立蕙富骐骥,汇源澳丰担任蕙富骐骥执行合伙人,即基金管理人,由蕙富骐骥根据股权转让协议受让明君集团持有的汇源通信20.68%股权。

唐小宏则表示,其与其控制的企业与方程先生、珠海泓沛、北京鸿晓、蕙富骐骥、汇源澳丰无关联,互无资金往来,不存在亲属关系或任职交叉。

天眼查数据显示,截至记者发稿,唐小宏为法人的企业有8家,担任股东的有9家,担任高管的高达17家,是“泓沛系”的代表性人物,曾在全新好等多家“壳公司”现身。

### 重组陷入僵局

然而,上述合作却因汇源通信股价的下跌而改变了走向。2018年7月,汇源天粤就与珠海泓沛的合同纠纷向中国广州仲裁委员会提起仲裁申请,请求广东省珠海市中级人民法院查封、扣押、冻结珠海泓沛持有的在资管计划B类份额及其全部收益。事情的起因是由于汇源通信二级市场价格下跌,触发了资管计划B类份额委托人追加补仓资金的约定。而汇源天粤认为蕙富骐骥履行了相应追加资金的义务,遂要求合伙企业向其返还资金,但珠海泓沛未履行偿还补仓资金及相应垫付金补偿费等义务。

事实上,在这次对簿公堂之前,珠海泓沛就曾考虑过更换蕙富骐骥的GP汇源澳丰为北京鸿晓,后者为珠海泓沛自己的GP,不过这项“腾笼换鸟”的计划最终因遭到强烈反对而未能成功。值得一提的是,为了完成重组,珠海泓沛在一手操盘蕙富骐骥运作上市公司的同时,另一手还准备了一个扶持第三方上位的计划。

根据北京鸿晓的回复,2017年6月底7月初,珠海泓沛通过宁波翼杉并以其名义与上海乐铮签订了《增资协议》、《收益权分配协议》,随后将1亿元出资款支付给上海乐铮。由唐小宏等配合上海乐铮进行收购,取得汇源通信的控制权。2017年7月,上海乐铮举牌汇源通信。

不过,上海乐铮对此予以否认。上海乐铮于2018年4月20日回复称,经公司自查,参与增持汇源通信股份的资金来源于股东出资、金融机构借款及关联公司借款,非来自珠海泓沛,与横琴泓沛不存在任何关联关系,不构成一致行动人。

与珠海泓沛结束合作后,上海乐铮决定独自收购汇源通信。2018年2月,不甘做二股东的上海乐铮宣布联合安徽鸿旭邀约收购汇源通信。对此,珠海泓沛表示并不知情,并非上海乐铮邀约收购汇源通信的一致行动人。珠海泓沛还表示,获悉公告文件后,其已通过执行合伙人北京鸿晓向交易所发送了异议函,也向汇源澳丰发送了通知函表示反对。

截至目前,上海乐铮邀约收购至今仍迟迟没有下文。至此,珠海泓沛引入汇源澳丰、扶持上海乐铮均未达到预期的结果,汇源通信的重组再次陷入僵局。

### 频涉关联交易

复盘汇源通信的两次失败的重组发现,关联交易是绕不过去的一个坎,这也成为外界质疑并购标的高估值的主要原因。在重组通宝莱和迅通科技的过程中,控股股东蕙富骐骥关联人蕙富君奥和汇源成长分别为持有标的公司通宝莱5.00%股权和迅通科技21.38%股权的股东,是交易对方之一,存在明显的关联交易。

大成律师事务所高级合伙人杨春宝认为,如果PE机构收购上市公司后,控制上市公司收购和其有关联关系的公司,难免有利益输送的嫌疑,其直接后果可能就是收购方案被否决。

事实上,不止蕙富骐骥,近期多起PE运作上市公司失败的案例中,都有关联交易的身

影。9月1日,在操盘金字火腿(002515.SZ)多起并购重组连续失败后,PE机构中钰资本宣布着手从金字火腿回购股份,准备离场。而在2018年4月19日,金字火腿还发布了关于重大资产购买的公告,拟支付现金购买的中钰资本旗下晨牌药业81.23%股份,交易初步作价约10.56亿元。重大资产重组预案发布不久后,金字火腿就收到了证监会问询函。证监会江苏监管局要求金字火腿说明晨牌药业账面净资产1.39亿元,评估预估值13亿元,增值率高达836.72%的原因,以及说明重组标的为中钰资本系企业,是否存在利益输送的可能性及原因。由于交易各方就估值调整等相关具体条款难以达成一致意见,收购很快宣告终止。

9月18日,在多次延期回复上交所问询函,两次修订重大资产购买报告书(草案)及其摘要后,四川金顶宣布放弃收购海盈科技,PE机构朴素资本操盘四川金顶重大资产重组以失败告终。四川金顶公告显示,朴素资本曾持有重组标的海盈科技股权,2016年6月,朴素资本通过定向增发方式认购海盈科技300万股股份,持股比例为4.44%;同年9月,以协议转让方式获得海盈科技160万股股份,本次转让后,朴素资本合计持有海盈科技460万股股份,持股比例为6.81%。此后不久,2017年12月,朴素资本又将其所持有的股权全部转出。对此,上交所发函要求四川金顶说明海盈科技是否与公司、控股股东及实际控制人存在关联关系或潜在关联关系。

盈科(广州)律师事务所、私募股权专业律师贺俊认为,从操作便利性及对标的的熟悉程度考虑,PE机构在重组中常常会选择自身的关联方或是曾经参股的企业。本质上,PE机构是利用了上市公司这一良好的融资渠道,以及与其他投资者特别是小股东之间的信息不对称的优势。

记者注意到,在并购重组失败后,四川金顶股价出现了不小的跌幅,遭遇连续多个一字跌停板。“重组失败一般会造成长两方面的影响,一是重组的利好预期消失,股票价格反而承受更大压力;二是上市公司重组往往也会伴随着业绩对赌,对赌失败则有可能导致PE机构遭受损失。”贺俊表示。

杨春宝认为,资管计划等一般都有存续期,如何认定有限合伙型PE的实际控制人也存在一些争议,因此,PE收购上市公司很大程度上可能会影响上市公司控股权的稳定性。