



视觉中国图片

## 企业被指责“逃废债” 债权人被埋怨“求刚兑” 百亿债转股方案屡陷困局调查

□本报记者 吴娟娟 许晓

### 债转股方案被斥“没诚意”

知情人士向中国证券报记者表示,上周凯迪生态向债权人公布了拟定的债务重组方案。据了解,截至2018年6月底,凯迪生态有息负债余额237.58亿元。而上周凯迪生态给出的债务重组方案,将其中部分债务进行转股处置。例如,对于信托类债务,债务重组方案给出的一种解决方案是,本金的60%进行债转股,其余40%分三期偿付,利息亦分期偿付。对于产业基金类债务,凯迪生态也给出了本金60%债转股,40%的分三期偿付、利息亦分期偿付的方案。凯迪生态一直寄望债转股部分化解债务危机。9月底,凯迪生态董事长陈义龙接受媒体采访时就曾表示,若一切顺利,凯迪生态在年底前将回笼70多亿元的现金,再通过股权折现、债转股和债务展期等方式,化解公司负债140亿元-150亿元,降低公司的负债率,以此救活凯迪生态,恢复公司正常的经营能力。

该知情人介绍,10月份,公司已经通过债委会表达了以债转股处置部分债务的意向,但一直难以推进。一方面,部分债权人舍不得“割肉”;另一方面,债权人反映凯迪生态给出的方案缺乏诚意。

10月凯迪生态给出的债转股方案如下:一次性现金偿还本金的20%-30%,剩余部分进行转股处置。转股的价格是5元/每股,当时凯迪生态的股价约为1.5元/每股。

该知情人说,对于10月的处置方案,部分债权人表示“缺乏诚意”。他介绍,债权人的意见可分为两部分:一是现金偿付仅20%-30%,比例太低;二是转股的部分估值不合理。2018年前三个季度公司归属上市公司股东的净利润是-17.3亿元,2018年全年亏损几成定局。2017年全年盈利已经呈现亏损,这意味着如果2019年继续亏损,公司将因连续三年亏损面临退市风险。企业前景如此,公司还是给出了5元/每股的转股方案,也就是说,债权人一块钱的债权被转换成了约3毛钱的股权。债权人认为这缺乏诚意。此外,现金偿付的部分需要基于公司资产处置产生的资金。但凯迪生态公司多处资产被冻结,这一部分资金也存在不确定性。凯迪生态此前承诺的12月底30家电厂恢复运营,而截至目前,据知情人透露,仅有10多家恢复运营。

该知情人表示,相较于10月方案中的一次性现金偿付20%-30%,日前提出的债务重组方案中分三期现金偿付40%的方案不具备吸引

近日,凯迪生态向债权人发送了债务重组方案,而这一重组方案引起债权人不满。无独有偶,亿阳集团的债转股方案也遭到投资人质疑。一旦债权人不同意,这些债转股方案将被迫搁置。这背后到底是企业给出的方案缺乏诚意,还是债权人“刚兑”心理使然不肯让步?

中国证券报记者调查了数家企业的债转股情况。调查显示,由于种种原因,企业和债权人难以建立信任。债权人质疑企业逃废债,而企业则认为债权人一直寄望“刚兑”是债转股难以推进的重要原因。业内人士指出,培育市场化困境投资机构,是打破僵局、盘活债转股市场的关键。

力,其预计债权人认可此方案的可能性不高。

该知情人透露,凯迪生态经营状态堪忧,从2月到现在没有发工资。不过“凯迪下属电厂的工资是正常发放的”,他补充道。值得注意的是,该债务重组方案还包含资产重组等部分。12月7日,深交所向凯迪生态发出问询函,要求凯迪生态就媒体报道的其向债权人发放的债务重组方案进行解释。

深交所的问询函称:“请你公司对照《上市公司证券发行管理办法》《上市公司重大资产重组管理办法》等相关规定,提供有关筹划报道中的定向增发、资产重组等事项的合法合规性分析,并结合有关分析,详细说明对你公司后续债务重组、资产重组的具体影响,以及充分揭示相关风险。请你公司聘请的律师核查并发表明确意见。”

根据《上市公司重大资产重组管理办法》,上市公司及最近3年内的控股股东、实际控制人正在被立案调查或侦查的,上市公司不能进行重组上市。按照此规定,凯迪生态给出的资产重组方案中的“资产重组部分”也面临较大不确定性。12月7日,凯迪生态已经就证监会立案调

查一事进行公告和风险提示,但公告中并未提及前述的债务处置方案。

### 百亿债转股方案纷纷陷困局

据记者了解,目前不少债务问题突出的公司正在酝酿债转股方案,以部分化解公司债务问题。对此,部分债权人持怀疑态度。有人甚至认为,债转股不过是债务问题突出企业逃废债的“托辞”。近日深陷债务危机的亿阳集团所给出的债转股方案也让债权人不满意。

据媒体报道,亿阳集团负债200亿元,拟定的债务化解方案显示,其将先化解旗下上市公司\*ST信通的50亿元负债,其余50亿元的有抵押债务则通过资产变现来化解,剩余100亿元左右的高风险债务则债转股到“新亿阳”。

部分债权人表示,上述方案缺乏合理论证。虽然账面评估值基本能化解质押债权,但是100亿元的高风险债权全部转股到估值只有60亿元的新亿阳集团,则新亿阳估值可能存在水分。因为新亿阳集团的资产主要是海外收购的钨锡矿和油田项目,而矿山后续开发需要大量资金,持续经营情况存在很大不确定性。另外,新亿阳集团也并非上市公司,其股权流动性很差。一位持有亿阳集团债券的机构人士则直接表示不会同意这一债转股方案。

对此,记者致电亿阳集团和\*ST信通董秘,其电话均无人接听,亿阳集团董事长邓伟的电话一直处于关机状态。

日前,\*ST信通公告表示,公司并未参加前期控股股东召开的债权人会议,对于控股股东的方案并不知情。目前,\*ST信通已向人民法院提出司法重整申请。

北京中投律师事务所主任秦丽萍此前接受中证报记者采访时表示,债转股在我国刚刚推行,企业对于债转股也缺乏了解,不少企业确有将债转股当成销债、逃废债工具的可能。前述知情人也说,部分企业给出的方案的确缺乏诚意。此外,我国刚刚开始打破刚兑,债权人普遍存在刚兑预期,这也增加了方案落地的难度。

### 培育市场化困境投资机构势在必行

今年以来,在监管层的大力推动下,债转股落地速度较此前大幅提升,不少企业通过债转股减轻了债务负担。例如,近日上市公司华菱钢铁披露了市场化债转股方案。华菱钢铁于12月4日发布的公告显示,拟引入建信金融资产投资

有限公司等6家投资机构,以债权或现金对下属控股子公司华菱湘钢、华菱涟钢、华菱钢管合计增资32.8亿元,将分别持有华菱湘钢、华菱涟钢及华菱钢管部分股权。

12月4日,国家发展改革委财金司相关负责人在全国市场化债转股政策宣讲和项目对接会上表示,今年以来,市场化债转股签约项目总金额1711亿元,特别是参与债转股的民营企业显著增加,今年签约金额达到了250亿元。业内人士表示,今年市场化债转股落地显示了提速的迹象。那么,前述债务负担沉重企业的债转股方案搁浅,是不是意味着债转股本身不适用这些积重难返的企业?

某大行金融资产投资公司高级投资经理告诉记者,目前经济下行压力较大,在选择债转股项目时会倾向行业龙头。所有的企业都有债务问题,但对于投资机构来说,“起死回生和帮助你强身健体的难度”不可同日而语。

一位大型公募机构人士也向记者表示,债转股是企业化解债务危机的方式之一,主要聚焦在有发展潜力而只是暂时出现困难的企业。要警惕已经扭亏无望、基本面极差的企业借助债转股浑水摸鱼,把债务从左口袋倒腾到右口袋,玩金融游戏。不过,信托基金研究人士孙飞则表示,债转股一般是企业迫不得已采取的办法。他认为,债转股给了企业重生的机会,也给了金融机构和债权人获得原来投资及收益的机会。

在债转股实施的过程中,如何进行估值?某金融机构人士表示,企业债权转股的核心是定价问题,包括债券是否折价、股价如何确定、股权如何变现退出等等。在股权定价时,如果是上市公司,一般是参考市价。如果是非上市公司,一般是参考同类市场价值来确定估值。

东方藏山资产管理有限公司执行总裁韩峰则表示,债转股一般说来要根据公司的具体情况,一事一议,估值要看公司未来的现金流预期。

而要令企业“重生”,业内人士表示,培育具备困境投资能力的市场化机构是关键。据了解,在成熟市场,困境投资是重要的投资策略。橡树资本、黑石、KKR等专职或涉及困境投资的机构在经济下行时,通过对困境企业进行债转股或者其它方式的困境投资,为市场提供流动性,加速了市场出清。相较之下,我国的困境投资机构非常少,困境投资尚处于起步阶段,发展缓慢,而且自2018年以来其本身面临募资难题。业内人士表示,支持和培育市场化的困境投资机构,是盘活债转股市场的关键。