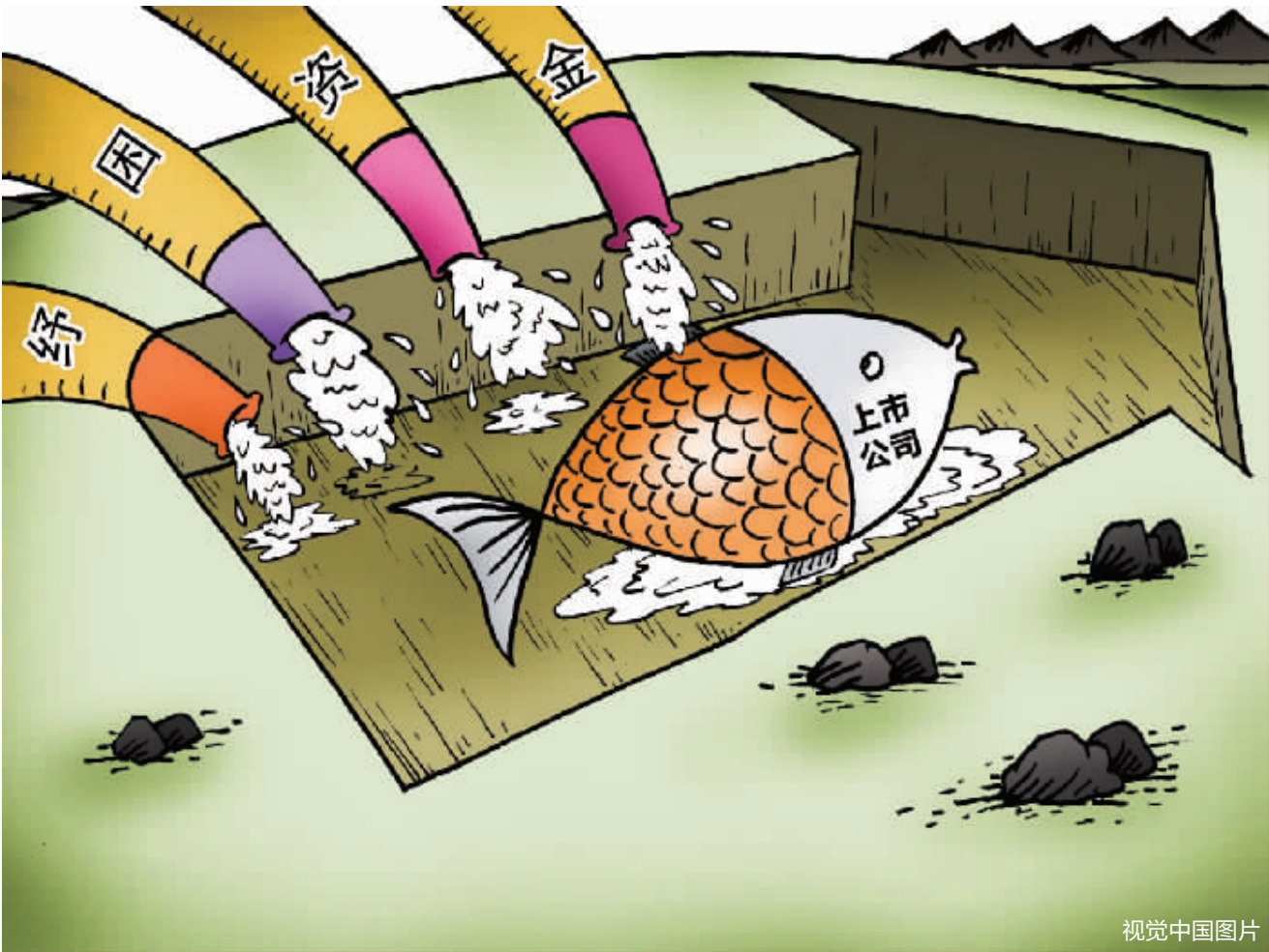


纾困基金相继成立 机构探索多赢模式

□本报记者 陈健 黄淑慧



视觉中国图片

纾困企业“画像”渐清晰

2018年11月以来,一些地方政府及国资平台、券商、保险资管等纷纷牵头设立纾困基金,以帮助民营企业上市公司及大股东化解流动性风险和股票质押风险。据中国证券报记者不完全统计,股权质押纾困资金规模预计已经达到约5000亿元。首批设立的纾困基金目前已经开始着手寻找投资标的,近期陆续有项目落地。

天风证券有关人士莫以琛(化名)告诉中国证券报记者,该公司目前通过“天风1号集合资管计划”以及后续成立的“天风1号单一资管计划”已参与水晶光电、申华控股、ST天马等4家上市公司纾困,合计提供纾困资金约11.5亿元。

记者从浙商证券了解到,2018年11月13日,浙商证券承销的全国首单地市级纾困专项债,也是浙江省首单纾困专项债——台州金投纾困债完成发行,发行规模5亿元。在浙江首单

纾困债发行之后,浙商证券紧锣密鼓地筹备纾困基金,目前已经与民生银行、温州银行、浙商银行杭州分行等金融机构和地方政府合作筹集子基金的方式募资,预计规模逾百亿元。

保险资管方面,近期已有国寿资产、阳光资产、太平资产、人保资产、新华资产、太保资产、华泰资产、泰康资产、中再资产等9家保险资管公司在中国保险资产登记交易系统完成专项产品的登记,合计目标规模1060亿元。其他保险资管公司也在积极筹划专项产品的设立事宜。根据万达信息等信息上市公司公告,目前已有相关项目落地。

业内人士称,地方政府或当地国资平台牵头设立的私募投资基金规模已超过2000亿元,是当前纾困行动的一大“主力”。陆续有上市公司公告获得了来自地方政府纾困基金的支

持。如2018年12月,宝塔实业、金通灵等上市公司均公告获得了当地纾困基金的支持。

联讯证券策略分析师廖宗魁表示,从目前落地的纾困对象来看,一些经营业绩稳定,具有较高ROE,仅仅由于短期流动性而产生质押风险的标的,更容易得到纾困资金的惠顾。这些标的集中在医药、化工和房地产等行业,分布在广东、江苏、浙江等东部发达地区。

浙商证券相关业务负责人周为军告诉中国证券报记者,公司对于纾困企业的画像已明晰。上述纾困基金将主要在优势特色产业中选择救助标的,重点选择高新技术企业以及战略性新兴产业、优势传统产业和现代供应链等领域上市公司。尤其是资产质量优越,竞争力突出的行业龙头,和具有核心技术壁垒的高科技企业,并将从信息、电商、医药、现代服务等

主导产业中选择细分市场龙头进行重点扶持。

莫以琛表示,在纾困对象选择上,他们主要选择主营业务及业绩均有较大发展空间,但在解决流动性问题方面已不适用于银行信贷体系的上市公司,这类公司事实上有持续盈利和发展的能力,需要券商投行帮助他们解决流动性问题以渡过难关,并在此基础上进一步通过债务重组或资产重组等运作,持续推动上市公司向更加健康的方向发展。

廖宗魁认为,纾困基金的成立对于上市公司及二级市场的影响是整体偏向于正面的。首先,从实体经济方面来看,能够纾解上市公司融资难、融资贵的困境,有利于企业的进一步发展;其次,在二级市场出现大幅下跌的过程中,缓解了资金流动性紧张以及市场担忧的大股东股权变更的问题,能够形成较好的抗风险能力。

两类投资模式为主

中国证券报记者了解到,目前纾困基金的投资思路以市场化方式为主,商业化模式运作,具体方案设计主要有两类:债权模式与股权模式,目前也有相关案例落地。例如,广发证券管理的系列资管计划于2018年11月13日出资近7000万元,通过债权投资方式向美尚生态的控股股东进行融资。东吴证券私募基金子公司东吴创投于2018年12月3日募集资金成立系列资管计划,通过受让胜利精密控股股东部分持股的方式进行融资,目前已完成首笔1.2亿元出资。

廖宗魁表示,债权类模式对上市公司要求

较高,主要适用于因股价下跌而带来的短期融资资金问题。股权类模式适合有出让股权意愿,具备长期投资价值的上市公司,是更具根本性的解决民营企业债务问题的方法。

莫以琛介绍,债权投资型的纾困基金可采用股票质押、债权转让的方式为大股东提供融资借款,缓解其流动性压力,退出方式也较为直接,主要通过融资人还本付息退出。股权型投资的纾困基金按照市场价值判断筛选基本面良好、经营正常、股价超跌的上市公司,通过大宗交易或协议转让的方式受让大股东部分

股权或受让员工持股计划、定增资管计划持有的上市公司股票以解决大股东的流动性问题,退出方式通过二级市场减持为主。

此外,其他方式的纾困基金投资也在探索中。一些机构人士认为,在实际运作过程中,也会通过交易条款的设计形成“股权+债权”的投资模式,其本质类似可交换债,既能为大股东提供流动性支持,又能参与上市公司财务投资,分享企业成长价值。

在莫以琛看来,纾困基金可行的投资方式还可以有:券商承接大股东体外资产型,纾困

基金联合上市公司大股东和信托、券商、银行等原大股东债权方成立专项纾困基金收购上市公司大股东持有的体外资产的全部或部分股权。另外还有上市公司输入流动性型,即通过市场化选择机制,投资上市公司定增、可转债、纾困专项公司债等再融资产品,为上市公司注入流动性;或通过“上市公司股份回购+可转债”的方式为上市公司注入流动性;或者对子公司增资或借款,未来通过发股购买资产或发行定向可转债,将资金对子公司的股权或债权转变为上市公司股票。

“白衣骑士”的难题

莫以琛表示,下一步天风证券将强化与其他金融机构和地方国资平台合作,发挥各自的比较优势,撬动更多资金共同参与纾困工作。公司与民生银行、光大银行、兴业银行、交通银行、农业银行、华夏幸福保险、中再保险等金融机构,以及武汉国资、吉林省金控等地方国资平台正在进行深入探讨,筛选项目、设计架构,拟共同发起设立资管子计划或私募基金。此外,公司目前有约10家上市公司纾困项目正在商洽中。

周为军表示,浙商证券纾困基金的投资策略及投资方向将广泛灵活,以提供流动性支持的财务投资为主要方式。同时不谋求上市公司

控制权,以保持上市公司股权结构和治理结构的相对稳定为主要考量。

记者了解到,不少机构人士反映,纾困基金在实际操作过程中,还面临着募资产难、标的筛选难等困扰。

“公司想设计的纾困基金模式是券商、地方政府、银行,共同出资,三方合力,化解股票质押风险。但在真正落地过程中发现有不少挑战,例如,三方合作的决策机制的建立;银行资金受资管新规等政策的约束如何投资参与纾困基金等。”有券商机构业务人士表示。

智信资产管理研究院资本市场研究组认为,纾困上市公司本质是投资困境资产。从参

与纾困目的来看,分为救助类和投资获利类两种。但无论是何种目的,没有机构愿意做亏本买卖。纾困机构固然可以通过交易结构的设计和增信措施来降低风险敞口,但最终还款来源仍然要依靠上市公司估值提升、股价上涨。因此,现在是否是市场底部、基金期限多长,这些因素是目前纾困机构、尤其是以投资获利为目的的纾困机构的核心关注点。

“从我们接触的一些资金方来看,他们注意到了这方面的机会,也在进行研究和测算,但是目前尚在观望,等待市场底部的到来。”某大券商研究人士告诉记者。

业内人士表示,募资产难的同时,投资也并

不容易。由于投资标的的特殊性,使得尽职调查压力和难度加大,特别是存在个别上市公司存在隐性债务甚至是刻意隐瞒问题,“白衣骑士”并不好当。

总体上,上述挑战对券商等机构的能力提出了更高要求。莫以琛表示,纾困不仅是短期救急,更要有长久之效。纾困最核心的要点不在于有多少资金,而在于其投部门是否具备专业过硬的技术能力。具体就是以纾困为契机,不仅要解决上市公司的短期流动性问题,还应该为企业从长远着眼,通过资产重组、产业规划等综合性资本运作方案,让上市公司步入良性发展轨道,实现可持续发展。

纾困基金运作需防道德风险

汰的落后产能。

首先,纾困基金选择投资标的时,应当本着“帮困不帮劣”的原则,为有市场前景、有技术优势但暂时出现资金链紧张的优质企业提供支持,给予其摆脱困境的时间和空间;而对于一些质地较差、并没有救助希望的公司,尤其是一些已经沦为僵尸企业,或者仅剩下壳价值的垃圾股,则不宜纳入选择范围。救助一些主业惨淡、不符合产业发展趋势的企业,也无助于营造一个鼓励企业家发挥积极性和创造力的营商环境。

其次,对激进高杠杆企业的救援往往容易助长道德风险,纾困基金的投资决策中要警惕道德风险,防范恶意隐瞒、利益输送、趁机套现

等不良企图。在具体实践中,可能存在个别上市公司大股东刻意隐瞒隐性负债的情况,也可能存在一些大股东此前借股权质押变相减持且资金去向不明,对于这些企业的救助极易引发道德风险和逆向激励,因此尽调过程中尤其需要进行严格的风险甄别,保证资金的安全。甚至,不排除有一些市场主体希望利用救助资金为自己解套并进行违规炒作。前段时间,就已经出现了个别上市公司股东借纾困救助趁机减持“金蝉脱壳”的情况,这种乱象极易引发市场的担忧。

此外,纾困基金的牵头主体包括地方政府、证券公司和保险资管等,各有诉求在所难免,地方政府希望救助当地重点上市公司脱困,保住

利税大户和就业大户;而券商则希望化解股权质押存量出险资产的危机,因此对于谁来实际操盘、选择什么样的标的等,不同出资人意见可能存在分歧。有着不同的诉求在所难免,但参与项目的各方尽可能以专业化的视角进行标的遴选和投资决策十分重要。因此,对被救助公司治理结构、经营指标、盈利能力、社会责任等方面的考察都应符合市场化、专业化原则。

同时,对于纾困基金的出资人而言,要明确纾困不能指望一蹴而就,最终基金实现盈利必然需要依赖于所投标的的经营改善和估值提升,不可抱有急功近利的想法。若过多考虑其他因素,最终纾困基金的运作效果可能难以达到预期。

海通资管叶文超：多措并举 市场化运作

□本报记者 陈健

日前,海通证券资产管理有限公司(简称“海通资管”)通过其管理的资产管理计划参与上市公司纾困项目的消息在证券市场上引起了较大的关注。负责纾困基金投资的海通资管另类投资部总监叶文超近日接受中国证券报记者采访时表示,当前的市场环境,正是通过多种途径为上市公司提供缓解资金压力的适当时机。选择有发展前景、但暂时遇到困难的上市公司进行投资,一方面有利于化解相关上市公司股权质押风险;另一方面,目前上市公司估值处于相对较稳健的位置,是不错的投资机会。这也是市场化运作的纾困基金的重要运作逻辑。总体看,纾困基金是新生事物,纾困项目的落地需要各参与主体沟通、协作、探索;纾困基金既要满足上市公司的合理资金需求,更要维护好纾困基金委托人的利益。

两个问题

叶文超表示,在目前较为低迷的市况下,纾困基金面临的问题很多,但最根本的有两方面,其一是纾困对象的选择;其二是纾困方法的选择。

一方面,当前一些深耕行业多年、经营情况良好的民营上市公司短期内或多或少面临流动性偏紧的问题。正因如此,市场上各类纾困基金纷纷成立。但大部分纾困基金主要面向具有行业或地区系统性影响,或市值较大的上市公司,除此以外的其他上市公司则仍较难获得纾困资金支持。

另一方面,化解上市公司股东流动性紧张情形的常见路径是借新债还旧债和出让控股权。但借新还旧的模式无法从根本上改变债务人的债务整体情况。随着时间的推移,如果债务人无力继续偿还债务,还可能会加重自身的债务负担。而出让控股权的方式则是很多上市公司控股股东所无法接受的。

纾困新尝试

叶文超介绍,海通证券、海通资管作为第一批开展场内股票质押业务的金融机构,市场份额居于前列。经过多年的实践,海通资管已发行了多只专门开展股票质押式回购交易的资产管理计划,积累了较为丰富的项目投资、管理、销售等方面的经验。海通证券目前已出资50亿元投入纾困相关项目,海通资管积极响应监管号召,通过市场化方式对上述在纾困过程中发现的痛点开展了纾困新模式的尝试。

叶文超表示,海通资管的纾困基金以财务投资为目标,采取市场化方式运作,资金来源主要以社会资金为主,投资项目则以公司现有的股票质押式回购客户为主。主要挑选市值相对较小,大股东或实控人等负债金额较低,估值已低于合理水平,且经营情况较为良好的上市公司作为投资标的。而对于规模更大、系统性影响更显著的上市公司,海通资管更希望与地方政府、银行等投资方开展深度合作以实现纾困的目标。

叶文超说:“最近这段时间,我们的团队一直在各地挑选合适的项目,也在和地方政府、银行洽谈合作事宜。母公司海通证券给予了我们很大支持。海通资管的运营、合规、销售等各个部门都在通力合作,与我们投资部门一起形成一个高效的团队。”

而谈及市场化纾困基金投资运作的感受时,叶文超认为,纾困基金投资更像是二级市场的PE投资,对上市公司价值发现与价值挖掘能力要求高。在投资上市公司后,还可以借助公司以及母公司的力量,为上市公司提供更多的综合服务。

下一步,叶文超指出,海通资管还希望作为上市公司与银行、地方政府等各方的桥梁,为不同风险偏好的投资者找到合适的项目。虽然面对各种挑战,海通资管仍会坚持探索,寻求最佳合作方式,继续为证券市场的稳定和发展贡献绵薄之力。

关于中国期货市场监控中心互联网相关系统停机维护的公告

为确保期货市场的持续平稳运行,加强技术系统的保障能力,我中心根据既定安排,按计划对有关设备进行更换。

停机维护期为2019年1月5日8:00-20:00。届时,我中心门户网站、期货互联网开户云平台、期货投资者查询服务系统及指数行情接口将暂停提供服务。

请各市场主体加强相关系统的运维监控,如有问题,及时与我中心联系,电话:010-66555077,010-66553022。

感谢您的理解与支持。

特此公告。

中国期货市场监控中心
2019年1月4日

■ 记者观察

□本报记者 黄淑慧

当前,约5000亿元规模的纾困基金,正陆续进场寻找投资标的,市场各方都对其缓解上市公司流动性风险寄予厚望。从目前落地项目的投资运作来看,亦是方式多样。不管形式如何,设立纾困基金的初衷是为了缓解因股权质押引发的上市公司流动性风险以及由此可能导致的资本市场“反身性”之困。不过,对瑕疵企业救助时也应防范道德风险。纾困基金的运作应当坚持资源有效配置,推行市场化运作和专业化遴选,筛选标的时应不忘初心,救助具备发展前景且只是流动性暂时遇到困难的企业,而非那些本应被市场淘