



视觉中国图片

# 债转股提速 中国“秃鹫”机会来临

□本报记者 叶斯琦 吴娟娟

## “秃鹫”的盛宴

上世纪70年代,毕业于沃顿商学院和芝加哥大学的高材生霍华德·马克斯选择从花旗股票投资部门转向高收益债投资部门时,他的同学们感到匪夷所思。

高收益债又被称作垃圾债,当时在美国刚刚起步,一般人唯恐避之不及,因为穆迪评级中将垃圾债描述为“不具投资价值的债券”。后来,在1985年至1990年的杠杆收购狂潮中,垃圾债因提供了杠杆收购融资工具才广为人知,其发行从寥若星辰到逐渐泛滥。

1985年至1995年间,霍华德·马克斯来到西部信托集团(TCW Group, Inc.),负责困境债务、高收益债券及可转换证券策略的投资。此时他已在高收益债领域声名鹊起,其积累的丰富经验为日后的困境投资事业奠定了坚实基础。1995年,霍华德·马克斯与同事离开TCW,创建了自己的困境投资公司,那就是多年之后的另类资产管理巨头——橡树资本。

如今,橡树资本已是全球最成功的困境投资公司之一,截至2018年3月,橡树资本的资管规模超过1200亿美元。霍华德·马克斯定期撰写的投资备忘录也因其独特洞见,收获了包括巴菲特在内的众多粉丝。

垃圾债投资与困境资产投资,实质上都是从不被看好的公司中攫取机会。“陷入困境的公司,其发行的债券价格可能经历从100元到10元再涨到30元的阶段,我们要做的就是10元时入场,等它涨到30元。”霍华德·马克斯在接受媒体采访时表示。

如同橡树这样的投资机构又被称为“秃鹫”,其专门投资陷入困境公司发行的债券,帮助其扭转局面,并通过债券增值退出获利。在经济下行时,被错杀的公司中蕴含着大量机会。“秃鹫”往往是经济下行时市场出清的结果,并在提供流动性方面起到重要作用。

“中国的困境投资正需要一群‘秃鹫’。目前,银行资金风险偏好极低,需要高风险偏好的专业机构到困境资产中寻找机会,提升困境资产流动性。”一位银行同业人士介绍。霍华德·马克斯也曾表示,中国的去杠杆为“秃鹫”带来盛宴。中国的“秃鹫”如果能够择时出击,它们中间或许会诞生如同橡树般的佼佼者。

眼下正是中国“秃鹫”成长的绝佳时机。日前,中国人民银行决定,自7月5日起,下调工行、农行、中行、建行、交行五家国有大型商业银行和中信银行、光大银行等十二家股份制商业银行人民币存款准备金率0.5个百分点,可释放资金约5000亿元,用于支持市场化法治化“债转股”项目,同时撬动社会资金参与。就在6月30日晚间,银保监会发布重磅文件

在华尔街,处置不良资产的公司往往被称作“秃鹫”,他们靠“腐肉”为生的同时,也替整个经济体清理垃圾。

本轮债转股中,监管层强调以市场化方式推进,吸引社会资本参与。对于中国的“秃鹫”来说,机会来临。业内人士直言,债转股对参与机构要求很高,既包括投资能力,还包括相关法律问题等。谁有金刚钻,谁揽这瓷器活儿,谁就有望成为分食万亿市场蛋糕的佼佼者。

《金融资产投资公司管理办法(试行)》(下称“管理办法”)。管理办法明确,符合条件的商业银行可设立金融资产投资公司专司债转股;允许银行理财资金交叉投资债转股;为鼓励社会资金参与,管理办法表示金融资产投资公司由境内商业银行作为主要股东发起设立,但并不要求商业银行控股,允许其他符合条件的投资者投入股金融资产投资公司,充分调动社会资金参与债转股的积极性。

未来,已来。

## 谁是头号玩家

据中国证券报记者了解,部分机构对债转股表现出了浓厚兴趣。“债转股子公司拥有同业拆借牌照,同业资金成本远低于贷款或企业发债。同时,可以使用理财资金,这是十分具有吸引力的。此外,银行可作为发起人但不控股,民营企业会有动力参与。”一位资深的不良资产投资人士表示。不过他直言,民营资本是否有动力参与,关键在于能否投到真正有增长潜力的企业。

业内人士冯川也表示,债转股的机遇在于其可以带来的业务效果。债转股对企业来说可以降低财务杠杆,缓解债务压力;对金融机构来说可以降低账面不良率,坏账压力得到一定程度缓解。

“但债转股在实际业务推进过程中也面临一定的风险和问题。”冯川进一步表示,首先就是对金融机构风险管理提出了更高要求。债转股使金融机构由原来收取固定收益的债权人转换为企业股东,可预期的固定收益变成了不可

预期的非固定收益,拉长了资金回收期,金融机构资金周转率下降,流动性管理难度大幅提升。

其次,退出机制还不完善也是一大压力。“金融机构债转股后,什么时候退出,如何退出,以什么价格退出等,目前并没有明确方案。特别是对大量非上市公司而言,定价机制不够公开,流动性相对不足,金融机构退出渠道单一。”他说。

国信证券金融业首席分析师王剑在报告中也表示,不断有企业债务紧张或违约,高杠杆问题突出,这为债转股带来了机会。但需要意识到,债转股本身就是一种带风险的投资业务。

在这个激烈的游戏中,谁会脱颖而出呢?不良资产PE鼎一投资董事长郑华玲表示,本轮债转股将有三类主要玩家,其关注不同类型的债务企业。首先,目前落地的债转股项目主要为负债居于产能过剩行业前列的关键性企业以及关系国家安全的战略性企业,主要为大型国有企业。参与主体来源于国有银行所属实施机构、四大AMC、保险公司等。其次,地方AMC将是一股重要的参与力量,主要关注地方重要企业的债转股投资机会。再次,国内特殊机遇基金则关注于成长型中小企业,包括消费、医疗、高端制造业等行业的债转股投资机会。

银行子公司和AMC可能会成为主要玩家。“现在市场上找我们聊债转股的企业很多,尤其央企。”一家股份制银行相关业务负责人告诉中国证券报记者。据测算,根据2017年数据估计,我国目前煤炭、钢铁、有色、水泥四大板块债务总额达到5.4万亿元,按15%的比例转股(上一轮债转股比例约为30%),有将近1万亿元规模。银行理财资金参与市场化债转股主要渠道包括:投资AMC发行的“债转股”专项债券、投资AMC机构发行的资产证券化项目、结构化投资项目、直接投资项目、参与债转股私募股权投资基金,等等。

他进一步指出,银行理财作为机构投资者参与市场化债转股,具备资产渠道、信息优势、投后赋能、募资渠道等方面的优势。银行理财资金参与市场化债转股,有助于打破刚兑,化解银行理财的潜在风险。未来,随着刚性兑付被逐步打破,理财业务回归资产管理的本源,权益类投资将会迎来大幅度增长,所以,银行理财资金参与私募股权投资也是银行资管的一个重要趋势。

冯川则表示,虽然银行、AMC、保险资管机构等都是主力,但险资或更值得关注。“根据各个机构的资金特点,目前保险资金参与债转股项目最为合适。保险资金期限长、成本低,满足债转股退出期限较长的需求。”冯川说,相比之下,银行在没有成立专业子公司前,参与债转股面临的监管风险和市场风险都比较大。

特殊机遇基金无疑也是重要参与方。郑华

玲表示,能否参与债转股投资,取决于该机构是否具备挖掘项目、进行债务重组、识别企业成长性的能力。相对而言,专注于困境资产投资的特殊机遇基金,由于在过往投资中建立了与银行及四大AMC的紧密合作关系,并具备丰富的债务重组和资产重组经验,加上成熟的投资体系和长期限机构化资金的配合,具备了主导和参与债转股投资的能力,参与难度在可控范围内。另有一家AMC分支机构人士表示,债转股子公司入场会激发竞争,有专业能力的债转股机构议价能力或许会提高。

## 配套制度亟待跟进

业内普遍认为,债转股还有很大空间。但配套制度跟进才能确保市场机构参与,促进市场有效性。

中国不良资产行业联盟秘书长、北京中投律师事务所主任秦丽萍表示,商业银行基于规避道德风险的考虑,不能主动成为信贷投放企业的股东。现实中,大部分债转股都是被迫实施,而且很多企业都认为实施债转股就是削债,就是降低财务成本,这种情况导致银行在谈判中很被动,所以,银行主观意愿并不强烈。而且,债转股的退出机制渠道不明朗。很多企业股份都不具有市场定价和退出机制,在这种情况下,银行实施债转股之后无法退出,会导致银行损失风险计提等多个问题,这也导致银行对于债转股慎之又慎。此外,债转股企业对债转股的理解和认知一定程度上也影响了债转股的实施。

上述银行负责人对此也态度谨慎。“说实话,现在银行的积极性还不是很高。现在市场上做的标杆性项目,基本上以四大AMC和险资为主。”他表示,主要有两方面原因,一是实施机构还没搭建好,二是资管新规要求的一一对应发行理财难度较大。

鼎一投资表示,我国债转股从起步时纯粹的企业自救,到后来商业银行主导,引入社会资本的模式已经向前迈出了一大步。由市场化投资机构作为第三方实施机构发起基金募集社会资本,承接银行债务并获得债务企业股权或子公司股权,最终通过二级市场、并购或转让退出将成为我国债转股业务的主要模式。因此,这些市场的流动性将决定债转股能否顺利退出。

冯川表示,目前参与债转股交易复杂,难度较高,交易对价是双方争议的焦点。对价过低金融机构不愿意,对价太高企业没有转股的积极性。特别是涉及国有企业的债转股,如果对价评估不公,还面临国有资产流失的问题。

另一专司不良资产投资的机构人士也表示,推动债转股,关键是民营资本在与银行的合作中能否掌握足够主动权,从而实践自己的投资想法。