

浅析PE基金获取境内并购贷款的相关法律与实践

2016年7月29日

在境外发达资本市场上，商业银行并购贷款作为并购交易中的重要融资工具之一，被私募股权投资基金（“PE基金”）所广泛采用。与境外资本市场相比，境内的并购贷款存在发放条件严格、贷款利率偏高、杠杆比率受限等问题，PE基金获取境内并购贷款的情形比较少见。但随着并购市场的迅速发展及相关政策的进一步放开，以及利率市场化、外汇市场变化和银行业务转型，境内并购贷款也开始逐渐成为PE基金的融资渠道之一。在此，我们就现阶段PE基金获得境内并购贷款的相关中国法律与实践问题进行了初步梳理和总结，以供有兴趣的相关人士参考和交流。

PE基金获取并购贷款的背景概况

在国际资本市场上，以目标企业的资产和未来收益作为担保和还款来源，利用并购贷款（即，商业银行向并购方企业或其控股子公司发放的、用于支付并购股权对价款项的贷款）这一债务性融资工具对目标企业进行杠杆收购已经成为PE基金，尤其是大型PE基金在并购交易中广泛使用的融资渠道之一。通过并购贷款进行收购交易，PE基金不仅可以凭借较少的自有资金收购较大规模的目标企业（*并购贷款额一般可占到收购资金总额的50%-70%*），还可以依靠大量债务产生的利息节税作用及资本结构改变带来的效率改善来提高目标企业的盈利水平，从而进一步提升投资回报率。

受到市场及监管环境的限制，境内并购贷款业务的起步比较晚，经历了从1996年《贷款通则》的原则性禁止、到2005年银监会的“一事一批”、到2008年出台相关规定有条件放开、再到2015年银监会进一步支持发展的过程。目前关于境内并购贷款最主要的规定为2008年12月银监会发布的《商业银行并购贷款风险管理指引》（“《指引》”）。《指引》首次明确允许境内企业在并购中使用银行贷款支付并购交易价款，打破了《贷款通则》禁止利用银行贷款进行股本权益性投资的规定。2015年2月，银监会对《指引》进行了修订，将贷款期限从5年延长至7年，贷款金额占并购交易价款的比例从50%提高到60%，并进一步降低了对于担保的要求，使得获取并购贷款的条件更为宽松。就PE基金而言，《指引》并未对其能否获取并购贷款作出明确的规定。2014年上半年，银监会定向允许多家银行在上海自贸区试点开展针对PE基金的并购贷款业务，包括浦发银行在内的相关银行据此开始制定和实行相关试点政策（“试点政策”），以主要适用于在上海自贸区内注册成立的PE基金。

与境外市场相比，境内并购贷款的发放对象和发放条件受到较为严格的限制，且存在着贷款利率偏高、杠杆比率受限等问题，实践中主要用于国有企业、大型企业集团及龙头企业的产业并购。相关PE基金由于缺乏产业背景以及资信担保能力不足等原因，较难获得并购贷款，因此一段时间以来使用境内并购贷款的情形非常少见。但随着相关政策的进一步放开，以及利率市场化、外汇市场变化和银行业务转型，境内并购贷款也开始逐渐成为PE基金的境内融资渠道之一。目前已有银行根据试点政策正式开展针对PE基金的并购贷款业务，市场上也出现了一些PE基金获取并购贷款的成功案例。

PE基金获取并购贷款的主要条件

1. 针对并购方的主要条件

- 具有产业相关度或战略相关性 根据《指引》，并购方需要与目标企业之间具有较高的产业相关度或战略相关性，通过并购能够获得目标企业的研发能力、关键技术与工艺、商标、特许权、供应或分销网络等战略性资源以提高其核

心竞争能力。根据试点政策，PE基金主要投资或经营的行业领域应与并购交易相关，有明确的战略目标和战略导向；并购交易必须是以长期持有和提升目标企业价值为目的的战略性。我们注意到，实务中，目前少数几例获得并购贷款的PE基金基本上均具有较强的产业背景（如中信、联想等大型产业集团发起的产业投资基金）。

- 并购交易需以获得控制权为目的 根据《指引》的规定，获取并购贷款的并购交易必须取得或维持对目标企业的控制权为目的。在试点政策下，并购交易形式既可以是PE基金作为控股方的控股型并购，也可以是PE基金通过和并购方进行战略合作以取得控制权的跟随型并购。基于上述，不谋求直接或间接控制权的PE基金基本不能取得并购贷款，只能通过投贷联动等其他安排间接获取银行的资金支持。
- 自有资金的配比要求 为了防范高杠杆并购融资带来的风险，《指引》要求并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于60%，且提款条件应至少包括并购方自筹资金已足额到位。除此之外，在发放并购贷款前，商业银行应当综合考虑相关风险、并购双方情况、并购融资方式和金额等因素，审慎确定并购项目的财务杠杆率，确保并购的资金来源中含有合理比例的权益性资金。
- 尽管上述规定并未明确要求除并购贷款外的40%交易价款不得包含债务性融资，但实践中银行往往会倾向于要求该部分价款全部来自于并购方的自有资金，且需在并购贷款发放前足额到位。因此，获取并购贷款的PE基金进行杠杆收购的杠杆比率（负债与自有资本的比率）将受到比较严格的限制，远低于境外杠杆收购所能达到的9-10倍杠杆比率。
- 并购交易合法合规 并购方进行并购交易应合法合规，涉及国家产业政策、行业准入、反垄断、国有资产转让等事项的，应按相关法律法规和政策要求，取得有关方面的批准和履行相关手续。

2. 针对贷款银行的主要要求

根据《指引》的规定，开办并购贷款业务的商业银行（政策性银行、外国银行分行和企业集团财务公司参照商业银行适用）应具有相应的风险管理和内控机制以及专业的尽调和风险评估团队，并且资本充足率不低于10%。目前四大国有商业银行、主要的股份制商业银行（如浦发银行、招商银行、民生银行、兴业银行）以及规模较大的城市商业银行（如北京银行、上海银行）均已开展常规的并购贷款业务，其中仅工商银行一家的并购贷款余额便已突破千亿元。据报道，浦发银行是业内拓展PE基金并购贷款业务最为积极的一家银行。其不仅参与了试点政策下首单PE基金并购贷款的发放，并且已开展常规的PE基金并购贷款试点业务以及专门的PE基金融资创新金融服务。

此外，《指引》要求全部并购贷款余额占同期银行一级资本净额的比例不超过50%，对单一借款人的并购贷款余额比例不超过5%。因此，PE基金可获得的并购贷款数额取决于银行规模及资金实力，如单一银行能提供的贷款金额有限，其可能需要通过银团贷款的模式获取所需的全部贷款金额。

PE基金获取并购贷款的模式

根据目前的案例，在《指引》出台后，试点政策实行前后，实践中PE基金获取并购贷款的模式主要有以下几种：

- 通过PE基金设立的无其他业务经营活动的全资或控股子公司（“SPV”）获得并购贷款。 据报道，2013年，中信并购投资基金（深圳）合伙企业（有限合伙）通过其SPV深圳市信实投资有限公司入股深圳南玻显示器件科技有限公司，取得控制权。此次并购获得了招商银行深圳前海分行总额为交易价款50%的并购贷款，为全国首单PE基金SPV并购贷款。此笔贷款利率为9%，而交易所获得的目标公司的股权亦全部质押给银行。目前中信投资并购基金已通过大股东回购实现了部分退出。

由于直接申请并购贷款可能因银行内部审批时间长、审批不确定性大而影响并购交易达成，在实践中PE基金也存在先利用其他过渡性融资安排对境内目标公司开展收购，再获取银行的境内并购贷款以替代该安排的情况。此类安排包括：PE基金寻找银行认可的投资性机构与其共同收购目标企业并达成回购协议，之后PE基金再获取银行的并购贷款以回购该机构的股份，完成对目标企业的收购；另一种方式是PE基金在国际资本市场先获取境外银行提供的并购贷款以完成对目标企业的收购，再通过从境内银行处获取并购贷款以清偿境外贷款，完成债务下沉。

- 根据试点政策直接申请并购贷款。 如上所述，2014年上半年银监会曾定向允许多家银行试点PE基金并购贷款业务，其中浦发银行已正式开展这一业务。据报道，2015年初，借助自贸区试点和非居民金融政策，浦发银行、中国银行及上海银行为弘毅投资以人民币15.08亿元入股上海锦江国际酒店发展股份有限公司（“锦江股份”）提供了首单PE基金并购贷款。在该交易中，获得授信的主体是弘毅（上海）股权投资基金中心（有限合伙），其获得并购贷款后以定向增发的方式入股锦江股份，成为其第二大股东。

PE基金并购贷款的主要法律文件

与向实业企业提供并购贷款类似，商业银行向PE基金发放并购贷款所涉及的主要法律文件包括：并购贷款协议、担保文件（包括保证协议、股权质押协议、房地产抵押协议等）以及其他相关协议（如银团贷款涉及的债权人协议）。上述文件中，并购贷款协议是最为核心的法律文件，详尽规定了借贷双方的权利和义务，其主要内容通常包括：

- 提款先决条件条款 并购贷款的提款条件应至少包括并购方自筹资金已足额到位和并购合规性条件已满足等内容。
- 贷款用途条款 贷款资金应仅用于支付交易价款及其他相关费用，如借款人挪作他用，则需支付罚息且银行有权要求其提前还款。
- 担保条款 借款人应提供充足的能够覆盖并购贷款风险的担保，包括但不限于资产抵押、股权质押、第三方保证。除此之外，银行还可能要求成为目标企业为主要资产投保的保险受益人以加强保障。
- 其他保护性条款
 - (a) 对借款人或并购后企业重要财务指标（如对企业的杠杆比率、利息保障倍数、资本支出）设置要求；
 - (b) 要求借款人在特定情形（如上市、处置重大资产、获得保险收益等情况）下获得的额外现金流需用于提前还款；
 - (c) 对借款人或并购后企业的主要或专用账户进行监控；以及
 - (d) 确保贷款人对重大事项的同意权（如控制权变

更、重大资产出售等）及知情权（如贷款存续期间定期报送自身和提供担保的关联方的财务报表等资料）。

结语

尽管已在国际资本市场得到广泛应用，PE基金并购贷款业务在中国仍属于起步阶段。但随着实践的探索 and 政策的放开，目前PE基金已可以通过上海自贸区PE基金并购贷款试点、区外PE基金SPV并购贷款等多种模式直接或间接获取并购贷款，且已有银行开始积极拓展PE金融融资的相关业务。相信随着未来境内资本市场的开放和并购业务的增加，PE基金并购贷款业务将取得进一步的发展。

本文视点和内容仅供一般性参考，不得视为瀚一律师事务所及其律师就相关事项出具的正式法律意见、建议或解读。本文的全部知识产权归属于瀚一律师事务所，如需转载或引用本文的任何内容，请注明来源。如阁下对本文之内容有任何疑问或需要任何法律意见，敬请随时与本所联系（inquiry@hanyilaw.com）。

© 瀚一律师事务所

联系我们

上海办公室
上海市中山西路2020号华宜大厦1座
1801室
邮政编码：200235
电话：(86-21) 6083-9800
传真：(86-21) 6083-9811

