

## 中投向大摩买了些什么？

华尔街危情不已。三菱UFJ金融集团对摩根士丹利（以下简称“大摩”）股权的高调收购，又唤起了公众对于 2007 年冬季中国投资有限责任公司（以下简称“中投”）投资大摩的关注。关于此次投资，直至目前国内大多主流媒体仍然仅称：中投斥资 50 亿美元购买了大摩不超过 9.9%的可转换股权单位，中投按年收取大摩 9%的利息，两年零七个月后强制转股，转股价格区间为每股 48.07 美元至 57.684 美元之间。<sup>i</sup>

然而，根据大摩向SEC披露的交易文件，<sup>ii</sup>中投此次的投资金额高达约 55.8 亿美元，而非媒体所报道的 50 亿美元。“简陋”的媒体报道再加上“散户”心理的作用，使得公众对此次投资成败的评判多集中在了大摩目前的股价上。至于中投从大摩购买的究竟是什么样的可转换股权单位，如何实现强制转换，收益如何支付以及有何种投资保护机制则是无人问津。

本文将通过对投资工具的透析逐一解答上述疑问，同时希望将公众目光的焦点由投资中不可控的价格风险转移到投资工具本身以及投资保护机制上来。

### 何种投资工具？

根据大摩与中投之间的交易文件，中投向大摩投资的约 55.8 亿美元购买的是一种被称为 Premium Equity Participating Security Units(以下简称“PEPS Units”)的投资工具。PEPS Units 有两种表现形式: Corporate Units 和 Treasury Units。2007 年 12 月 27 日初始发行时，大摩只向中投发行 Corporate Units。

#### 1. Corporate Units

Corporate Units 由信托优先证券与普通股购买协议组成。根据交易文件的

约定,中投一旦购买 Corporate Units,即视为同意将其投入的约 55.8 亿美元全部用于购买大摩信托 (Morgan Stanley Capital Trust A/B/C) 发行的信托优先证券,而该信托优先证券所筹集的资金将被用来购买大摩 2004 年发行的次级债 (Junior Subordinated Debentures, 到期日为 2042 年)。因此,中投投入大摩的约 55.8 亿美元的资金最初实际上是购买了大摩自己发行的次级债。

根据普通股购买协议,中投将在 2010 年 8 月 17 日至 2011 年 8 月 17 日期间 (以下简称“购股期间”) 购买大摩的普通股。为了保证中投履行普通股购买协议,大摩要求中投将信托优先证券及其收益质押于纽约银行 (该行为大摩信托的托管人) 作为担保,质押期限直至普通股购买协议履行完成。

## 2. Treasury Units

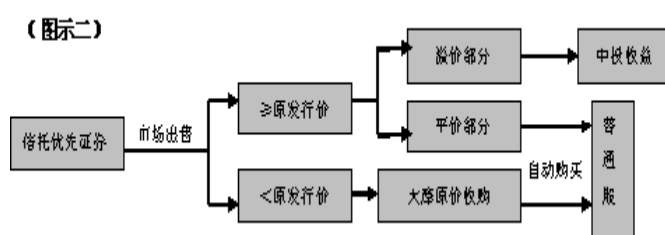
为实现对信托优先证券的直接收益,中投也可以用等值的合格美国国债 (到期日在 2011 年 8 月 17 日之前) 来替代信托优先证券作为质押物,以解除对信托优先证券的质押。此时,该等合格美国国债和普通股购买协议即构成 Treasury Units。故 Treasury Units 与 Corporate Units 的区别仅在于质押物不同,前者为合格美国国债,而后者为信托优先证券,普通股购买协议的内容并没有变化。如果中投只选择用合格美国国债替代部分信托优

先证券,此时的投资工具就包括 Corporate Units 和 Treasury Units。在 2007 年 12 月 28 日至 2010 年 8 月 17 日之间,中投可以根据需要将 Corporate Units 与 Treasury Units 相互进行转换。

## 3. 信托优先证券的法律地位

根据交易文件,如果大摩在普通股购买协议履行前破产,普通股购买协议将自动终止。此时中投可根据其所持有的信托优先证券向大摩主张权利。信托优先证券具有债权和股权的双重特征,而美国法院在对其性质的认定上还存在着分歧;大摩在交易文件中也声明,其并不能保证信托优先证券的持有人一定能在破产程序中获得债权人的地位。

### 如何“转”为普通股?



### 1. 强制转换

根据交易文件,中投未来将获得的普通股并非由 Corporate Units 或 Treasury Units 直接转换而来,而是需要依照普通股购买协议来“购买”。

如果在购股期间中投持有 Corporate Units，则大摩会尽力尝试将其中的信托优先证券在公开市场上出售。若出售价格高于原发行价格，则出售成功。所得价款中，平价部分将被自动履行普通股购买协议，溢价的部分属于中投。在购股期间内，如果没有其他机构购买信托优先证券，或者其他机构的出价低于原发行价格，则出售失败。此时，大摩将以原发行价格回购中投持有的信托优先证券，并用该回购价款为中投购买其发行的普通股，中投视为自动接受。

如果届时中投持有 Treasury Units，偿付到期的合格美国国债所得价款将在购股期间被自动用于购买大摩的普通股。

## 2. 购股价格、持股比例与调整

根据交易文件，中投购买大摩普通股的参考价为 48.07 美元，并且随着市场变化，最终购买价格将会在每股 48.07 美元至 57.684 美元之间调整，但中投持股比例最终不得超过 9.9%。

另外，根据双方约定的反稀释条款，在普通股购买协议履行之前，若发生大摩以股票作为股利分红、拆股以及进行现金分红等事项，中投可以在履行普通股购买协议时行使反稀释的权利，以保证未来在大摩的持股比例。

### 9%年收益如何支付？

## 1. 9%年收益的构成

9%年收益实际上分为两部分：在普通股购买协议未履行完毕之前，大摩将会按总投资额的 3%向中投支付年收益；而 6%年收益则来源于大摩信托所投资的次级债的利息。

## 2. 9%年收益的分配方式

3%收益是否支付将根据中投何时履行普通股购买协议而定。一般情形下，中投在 2010 年 8 月 17 日之前均可获得大摩支付的 3%年收益，但当中投选择在 2010 年 8 月 17 日之前以另行支付现金的方式购买大摩普通股时（Early Settlement），则大摩在收到中投就上述事项的书面通知起，不再向中投支付 3%年收益。

中投根据信托优先证券享有 6%年收益，收益的分配时间开始于 2008 年 2 月 17 日，终止于信托优先证券在市场上成功出售或至大摩回购之日。但由于质押担保的关系，只有中投履行了普通股购买协议，或是以等额的合格美国国债作替换以解除信托优先证券的质押后，才能收到上述 6%收益。同时为保证 6%收益的确定性，中投要求大摩为此作了保证担保。根据交易文件，大摩有权推迟支付上述 9%的年收益，而且在现金不足以支付时，大摩可以通过发行次级债券的方式支付。

## 反思

10月8日大摩的股价已跌至每股约17.65美元，考虑到中投将来购股时每股48.07至57.684美元的价格区间，国内有评论认为中投此次又将重蹈投资百仕通的覆辙。然而，价格的波动是不可控制的，用目前的形势去评价投资者当时的判断本身是一种“事后诸葛亮”式的苛责，所以焦点不应仅局限于价格。

仅就交易文件而言，中投为交易中可能遇见的风险因素进行了防范，体现了一个投资者应有的专业性与谨慎态度。例如，根据反稀释条款，中投可以在特定情形下行使反稀释权，以保证持股比例；根据价格调整条款，中投有权要求大摩在市场价发生变化时，在一定范围内调整股票购买价格；在利息的支付上，中投要求大摩提供保证，以确保在信托优先证券6%的收益无法得到的情形下由大摩支付；另外，双方在购买PEPS Units交易的先决条件中约定了重大不利变化条款，从而使中投在某些不利情况下可以退出交易。

然而不足的是，上述重大不利变化条款仅仅针对购买PEPS Units交易本身，对于中投购买PEPS Units之后须进一步履行的普通股购买协议，却没有约定任何类似的保护性条款。因此，

一旦中投购买了PEPS Units，在其履行普通股购买协议前的两年零七个月的时间里，除因大摩破产、清算以及重组而被动退出外，中投约55.8亿美元的投资没有任何可选择的“退路”。而在两年零七个月之后，无论大摩经营状况如何，中投都要成为这55.8亿美元股票的持有者。

另外，三菱UFJ金融集团向大摩投资时购买的是普通股和可转换优先股，而与中投同时入主华尔街的淡马锡在投资美林时购买的全部是普通股。尽管将三者的投资工具进行比较未必合理，但令我们感到不解的是，中投在对大摩的投资中为何要选择如此复杂的投资工具，中投为何不直接购买大摩的普通股？如果中投顾虑作为大摩股东所承受的风险，并想有一段观察期，那么为何不选择更易操作的可换股债券，而是选择两年后强制转为普通股的PEPS Units？对此，或许只有当事方清楚。



本文作者为柯杰律师事务所何杰（合伙人）、何峰年和张方，曹蕾和李欣对本文亦有贡献。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的研究。若就本文有任何进一步问题，请与何杰律师联系（电话：8610 59695336，电邮：[he.jie@kejielaw.com](mailto:he.jie@kejielaw.com)）。

本文于 2008 年 10 月 13 日发表于《财经网》。

- 
- <sup>i</sup> “中投公司 50 亿美元投资摩根士丹利，或持股近 10%”，2007-12-19; <http://finance.People.com>; “中投公司购买 50 亿美元摩根士丹利可转换股权单位”，<http://news.XinHuanet.com>, 2007-12-19; “中投的诱惑”，《财经》，2008 年第 20 期。2008 年 9 月 29 日出版
- <sup>ii</sup> SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION  
WASHINGTON, D.C. 20549 FORM 8-K  
CURRENT REPORTS “Pursuant To Section 13 or  
15(d) of the Securities Exchange Act of 1934”.