

## 私募基金重整 汽车版图

### 美国汽车业灭顶之灾 VS 重温底特律复兴梦

Cerberus资本管理公司来了,阿帕卢萨管理公司来了,一个个国际私募基金如老鹰般“掠”得濒临破产的汽车生产企业的资产。在近年来的汽车整车生产巨头和汽车零部件巨头并购案中,通用、麦格纳等参与者纷纷败下阵来。是什么令全球汽车巨头们痛失并购机会?是什么令全球汽车巨头眼睁睁看着华尔街的“大鳄”们所向披靡?这些“华尔街门口的野蛮人”看中的下一个汽车企业将是谁?

■背景

### 美国汽车业 三次并购浪潮

◎本报记者 吴琼

美国汽车史上第三次并购浪潮开始了。在过去的两次并购浪潮中,都诞生了一个“巨无霸”级的汽车集团;且每一次并购都闪烁着投资银行家的身影,他们或者是最终的“掠夺者”,或是并购的“推波助澜者”。

第一次并购,产生了通用汽车这个庞然大物。1907年9月,当别克汽车厂与奥尔兹汽车厂合并后,通用汽车公司诞生了。而后至20世纪20年代,通用汽车一直纠缠在创始人与银行家的权力争夺中。最终,1920年美国经济和汽车业的衰退退了银行家一臂之力,拥有雄厚实力的摩根等银行家尽数购下杜兰特(通用汽车创始人)的所有股票。

第二次并购则诞生了横跨大西洋两岸的汽车巨头——戴姆勒·克莱斯勒集团。价值被低估的克莱斯勒公司成了美国著名投资家柯克瑞安追逐的猎物。为了躲避柯克瑞安的虎视,克莱斯勒选择了与戴姆勒·奔驰合并。1998年,德国汽车巨头戴姆勒·奔驰公司以360亿美元并购克莱斯勒。

21世纪,过去的银行家、投资家的角色由私募基金扮演。在第三次并购浪潮中,Cerberus资本管理公司是否会创造出新的汽车“巨无霸”?是造就一个历尽风浪而不倒,数次死里逃生的通用汽车?还是建立戴姆勒·克莱斯勒集团这样不稳定的联盟?一切皆有可能。

◎本报记者 吴琼

Cerberus资本管理公司有一个可怕的名字。在希腊神话中,Cerberus指“三个头的地狱看门狗”。如今这个“地狱看门狗”看上了全球汽车资产。

7月,Cerberus资本管理公司再次宣布,以10亿美元收购全球最大的车架供应商塔奥汽车零部件公司(Tower Automotive)。由此,Cerberus的庞大汽车帝国已经建立:1家整车企业——克莱斯勒(原三大美国汽车巨头之一),2家汽车金融公司——通用汽车金融和克莱斯勒汽车金融公司(其业务居世界首位),3家汽车零部件企业。

如果论年龄,15岁的Cerberus资本管理公司还是乳臭未干的小毛孩。而其收购的任何一家汽车公司,都比他年长,如克莱斯勒汽车公司已经有80多岁高龄了。

与Cerberus资本管理公司在汽车资产收购战中同样顺风顺水的,还有阿帕卢萨管理公司等组成的财团。该财团近期成功购得全球汽车零部件巨头德尔福的大部分股权。

### 汽车企业捉襟见肘 私募基金财大气粗

是什么令这些“华尔街门口的野蛮人”毫不费力地将通用汽车、麦格纳打败,并在短期内将一个历史悠久的“汽车大亨”收于囊中?在几起汽车资产并购案中,汽车巨头们的出价远远低于私募基金。

原德尔福中国区总裁、现任精益企业中国总裁的赵克强表示,“汽车巨头们可能觉得这个(并购)游戏不好玩,阻力也特别大,市场也没有预期的那么好,因此走到最后就放弃了。阻力主要来自:估值,以及筹集现金的能力。”

“对目标收购对象估值方法不同,可能是汽

车企业败给资产管理公司的一个原因。”沃特财务集团上海代表处董事总经理张志浩表示:“一旦战略投资者认为某个行业具有融合机会时,他不会仅仅依据市盈率估值,而可能会更多考虑未来上市后的年投资回报率。这样一来,战略投资者的出价通常会高于非战略投资者。”

Cerberus资本管理公司则声称,自己是有耐心的战略持有者。

另一个不争的事实则是,在全世界范围内,一般规模公司的经济实力低于私募基金。如果论及筹集现金的能力,陷入困境的汽车巨头们更无法与私募基金相提并论。

“在国际汽车业总体不景气时,不可能出现较有实力的买家。”德国中国投资基金主管合伙人邵俊告诉上海证券报,“通用汽车、福特汽车等汽车巨头是‘泥菩萨过河——自身难保’,没有多少钱来购买其它汽车资产。”

2006年,通用汽车净亏损20亿美元,虽然较2005年的104亿美元亏损收窄,但仍处于试图走出败局的艰难时刻;福特汽车亏损126.13亿美元,亏损额较2005年增加21亿美元。

与汽车巨头们的捉襟见肘相反,私募基金拥有强大的融资能力。

美国多元国际投资董事长林富元指出,国际私募基金的回报率十分惊人,据说其年平均净回报率高达37.5%。在这种高额的回报率下,国际私募基金能像磁石一样吸引巨额资金。

### 底特律沉沦 VS 重启辉煌梦

当克莱斯勒被 Cerberus 资本管理公司收



■主角

### Cerberus 汽车资产 收购路线图

◎本报记者 吴琼

2006年,Cerberus资本管理公司以74亿美元购得美国通用汽车金融服务公司(GMAC)多数股份。

2007年5月14日,Cerberus资本管理公司出资74亿美元,获得未来新公司克莱斯勒控股有限责任公司的80.1%股权。

2007年7月,经美国破产法庭批准,Cerberus以10亿美元的绝对报价优势收购全球最大的车架供应商塔奥汽车零部件公司(Tower Automotive)。

在拥有这3家汽车企业资产的同时,Cerberus资本管理公司还拥有2家汽车零部件公司——美国GDX和德国Peguf-GmbH。

到目前为止,Cerberus资本管理公司在汽车并购战场上唯一失利的一仗就是德尔福收购战。

2007年7月中旬,美国汽车零部件巨头德尔福宣布,获得25.5亿美元的新注资。牵头投资方为阿帕卢萨管理公司(Appaloosa Management LP),投资团成员包括知名投行美林和高盛、瑞银证券、Paradus资本管理公司(法国汽车零部件制造商雷奥集团的最大股东)等。这一价格低于此前34亿美元的竞购价。

在此前的收购团队中,本来有Cerberus资本管理公司的踪影。但工会不愿削减新雇员工的薪资和福利等因素,导致Cerberus资本管理公司最终退出了此轮竞购。

于旗下的消息传出后,克莱斯勒前总裁李·亚科卡的话几被引爆。而这些电话均指向一个争议:这些国际私募基金将毁灭美国汽车业?还是将带领汽车之都底特律重新走向辉煌?

众多对私募基金不抱好感的汽车人士认为,这些交易宛如来自地狱的交易。尤其在美国联合汽车工会主席Ron Gettelinger看来,Cerberus资本管理公司仅仅是一个资本运作,未来其将对克莱斯勒进行“剥离-出售”。

李·亚科卡则属于“重启辉煌梦”派,其看好克莱斯勒现任CEO汤姆·拉索达和Cerberus资本管理公司的组合。但李·亚科卡也指出,未来克莱斯勒的命运取决于Cerberus在桌面上传递给它的权力。

Cerberus资本管理公司董事长、美国前财政部部长约翰·斯诺的表态,无疑是对李·亚科卡的最好回应:Cerberus资本管理公司与这个领域里其他人有所不同。我们和通用电气有相似之处,那就是我们会给管理层足够的时间去执行他们的长期战略,而避免匆忙实现季度赢利。

在标榜“我们的名片,我们的签名,就是‘耐心的资本’”之后,斯诺甚至毫不客气地说,“Cerberus比那些在华尔街发了横财的艺术家们更像通用电气。”

如果斯诺所言能代表大多数介入汽车业的私募基金,或许美国汽车业关注者可以松一口气。因为在多数人看来,美国汽车业并非病人沉疴,只要对症下药即可治愈。

“令美国汽车制造业巨头深受其害的并不

是效率低下,而是历史遗留成本。”李·亚科卡认为,“在巨额员工医疗保险费用和养老基金负担下,克莱斯勒每辆轿车的平均成本增加了1500美元。”

而这并非克莱斯勒独有的现象。据统计,美国汽车产业工人每小时平均工资近25美元,而在中国这个数字为约1美元。

精益企业中国总裁赵克强则开了另外一个药方——控制物流成本。

“物流成本居高不下,也是造成美国汽车业成本居高不下的原因。正因为控制好了物流成本,日本汽车企业的整体生产成本才低于美国汽车企业,其盈利能力才高于美国汽车企业。”赵克强指出,“人工成本仅占全部成本的25%至30%,成本控制得当的企业,其人工成本在28%以下,如丰田汽车;如果人工成本在30%以上,则公司基本上亏损,如美国三大汽车巨头。”

如今,重新开启美国汽车业辉煌的一把钥匙交到了资本管理公司的手上。或许在精明的资本管理高手运作下,美国汽车业有瘦身成功,再造一个类似于通用电气的美国汽车模式。

但这一切还有疑惑。

“Cerberus资本管理公司需要考虑有无能力进行整合,买下这些汽车资产后如何消化?”赵克强指出,“另外,管理团队也很重要。未来由懂行的人如原班人马管理这些公司,还是由新进来的懂行者大开杀戒?”

如果这一次资本管理公司胜利了,则底特律汽车复兴又加入了新生力量。如果失败,则或许正如反对者所言:美国汽车工业再次受创。

5家公司竞购克莱斯勒出价表			
报价方	时间	特点	条件
通用汽车	2007年1月	出价最低,不支付现金	通用汽车以低于10%的股份交换克莱斯勒股份;且戴姆勒·克莱斯勒集团需向通用汽车支付约10亿多美元的相关费用,以解决克莱斯勒员工的医保费用;且戴姆勒·克莱斯勒集团须与通用汽车共同应对全美汽车工人联合会的谈判,希望全美汽车工人联合会接受裁减裁员等瘦身方案。
投资大亨柯克瑞安	2007年4月上旬	全现金收购	收购价为45亿美元。且为确保获得独家竞购克莱斯勒股权,柯克瑞安的私人投资公司Tracinda提出先支付1亿美元;且如果Tracinda在仔细研究了克莱斯勒的财务状况后决定不进行收购,将支付2500万美元的违约罚款。
麦格纳	2007年4月左右		47亿换大部分股权
黑石和私人证券公司 Centerbridge Partners 组成 的竞购团队	2007年4月	保密协议	因保密未对外透露
Cerberus资本管理公司	2007年5月	74亿美元	未来新公司克莱斯勒控股有限责任公司80.1%的股权

■评论

### 新合资时代,实力决定地位

◎本报记者 吴琼

中国汽车业的历史,在2007年夏天改写了!而在这历史的转折点中,不断闪现出中国汽车巨头上汽集团的身影!

仿佛一夜之间,德、日系巨头开始承认中国合资企业的技术开发能力:7月18日,上海大众与德国大众共同签署开发中高级车的协议;7月19日,广州本田研发中心挂牌。

一流的汽车设计在德国!当素来以技术自傲的日尔曼民族将中国合作伙伴纳入全球研发体系时,业内倍加关注;上海大众和德国大众将重点开发最新B级全球车,该车型主要首先面向北美和中国市场,其后将面向全球。

中国汽车业惊呼:中国汽车新合资时代已经到来!

在这个新合资时代里,中国汽车企业不再止步于单一的生产制造能力提升阶段。中国汽车企业与外资伙伴的合作,正在向海外销售、全球研发方向迈进。可以说,中国汽车合资时代,正由最初级的生产工厂时代转入技术、市场、销售三合一时代。

在过去的20余年来,中国企业只拥有汽车产业链的半环(即生产能力和国内销售能力),缺失了海外销售、研发能力这重要的另半个环。而这两个环节不仅能给中国企业带来利润,也能将中国汽车企业带向更广阔的市场。



■幕后

### 劳工:压垮美国汽车业最后一根稻草

◎本报特约记者 宦璐

据报道,美国通用汽车和福特汽车于7月23日开始与美国汽车工人联盟(UAW)谈判,希望赢得对方全面让步,为处境艰难的美国汽车业削减劳工成本。

这些汽车厂商坚持认为,要把生产岗位留在美国并恢复获利,就需要大幅削减成本,尤其是在工人的医疗保健支出方面。

分析师和业内专家曾警告,如果新的劳工合同没有彻底的变化,美国三大厂商中至少有一家会倒闭。克莱斯勒本周五将开始与UAW谈判。

对于通用汽车来说,医疗保健问题特别沉重。去年该公司在其员工及退休人员的保险和医疗方面支出高达48亿美元。

据汽车厂商汇编的数据,通用汽车和福特汽车每小时劳工成本分别为73.26和70.51美元,比日本厂商在美国工厂的单位成本高出30美元左右。

UAW与底特律三大厂商间目前的四年期合同

将于今年9月14日到期。UAW总裁Ron Gettelinger表示,如果各方不能达成协议,则罢工的可能性仍在。

通用汽车与UAW开始谈判后,大约有100名通用汽车退休员工当时在外面示威,呼吁UAW在退休员工医保方面坚守立场。

三大厂商中,福特是“最弱”的一环了。许多分析师认为,福特是底特律车厂中“最弱”的一个,最需要赢得UAW的妥协。

福特2006年在北美市场每售出一辆汽车,就会亏损5000美元。去年该厂被迫将其大部分资产用作抵押,其中包括其蓝色的椭圆形标识,以帮助取得234亿美元的贷款。

不过,Gettelinger称,对福特财务状况的看法存在分歧,而且UAW为了帮助福特步出困境,已经做了很大让步。

他指出,不仅仅是时薪工人,公司高层管理人员的薪酬也应加以审视,“你不能要求单方面做出牺牲。”