

# 美元债二次展期蔓延至非房企，校企改革先锋启迪何去何从

还在校企改革阵痛中挣扎的启迪，二次展期的方案被指不仅没有改善增信，反而较一年前的方案条件更差。



2022年8月31日，启迪控股对美元债第二次展期方案的“早鸟”投票截止，尽管还未公布最新的债券持有人投票结果，但这次展期看上去不会像一年前那样顺利。

一年前的2021年8月16日，启迪控股下属离岸公司启迪科华宣布，其美元债持有人同意对其两笔美元债共同展期至2024年5月13日。

但在一年后的 2022 年 8 月 15 日，启迪再次违约。

8 月 24 日，启迪科华发布展期方案（Consent Solicitation Memorandum，“同意征集备忘录”），请求债权人同意将这两笔债再展期 10 个月，并修改分期偿付方案。

2021 年 6 月 28 日，清华大学将名下校办企业清华控股有限公司（下称“清华控股”）无偿划转给地方国资四川能源投资集团有限公司（下称“四川能投”），清华控股改名为“天府清源控股有限公司”。清华控股是启迪的主要股东之一。

2022 年 7 月 1 日，股权划转全部完成，自此，启迪控股的前三大股东为天府清源（22.242%）、北京百骏投资有限公司（22.242%）和合肥建设投资控股（集团）有限公司（14.828%）。这三家股东中，天府清源和合肥建投是地方国资，北京百骏是启迪董事长王济武 100%控股企业。此外，青岛城投下属的青岛红景智谷科创服务合伙企业也是启迪控股的主要股东之一，持股 14.7826%。

二次展期难以获得债券持有人的齐心支持。“启迪开了个不好的头，这意味着中资美元债发行人‘躺平’已经从房企蔓延到非房企了。”有债券持有人感慨。

## I. 特设小组强硬反对

8月26日，高博金律师事务所(Kobre & Kim LLP)召开了一场公开的视频会，这家代表启迪债券持有人特设小组的律所，呼吁其他债券持有人也加入抵制这次展期方案。

特设小组认为，二次展期的方案不仅没有改善增信，反而较一年前的方案条件更差，这体现在不仅没有提供更好的条件。发行人还修改了一些条款目并没有特别说明——尽管债券持有人主要为专业机构，但也鲜有人会仔细阅读海外债券冗长的法律文件。

根据展期方案，分期偿付计划将继续延期，但是时间表较为含糊，仅称计划2022年9月22日偿付3%的预付本金款，并支付2月至8月这六个月两笔债券的应付利息。一个月后的10月22日再偿付7%的预付本金款：此后，2023年6月13日偿付应付本金的15%，2024年和2025年各自偿付30%和40%。此次展期方案有0.2%的基础同意费，如果在8月之内表态支持、同意费是0.5%。

特设小组认为，启迪的展期方案没有提供需要展期的理由，未说明启迪将如何运用展期时间偿付债务，没有实质增信：对于时间点，尽管给了9月22日和一个月后的10月22日两个时间点，但是却称“对

于这个时间点的选择，发行人可以自由裁量”。

增信方面，二次展期主要新增启迪目前的前三大股东——天府清源控股、合肥建投以及北京百骏投资——各自出具的维好协议(keepwell letter)。然而，维好协议已经被证明为存在法律瑕疵的增信手段，在国内不构成保证担保，不具备认定境内母公司债务的法律效率。例如北大方正在境外的附有维好协议的债券，最后就未被其境内破产管理人认定为北大方正的直接债务，这部分债券持有人为此在海外诉讼并申请境内执行，相关法律程序还在进行中。

对于为何只出具维好协议，启迪控股总裁、财务负责人蔡晓卫在多家媒体表示，因为启迪没有实控股东，而国企大股东不能对非并表企业的海外债直接担保，因此只能出维好协议。“三大股东共同出具维好函已是最大的诚意，市场并无先例。”

除了维好协议的法律瑕疵，特设小组还认为，二次展期的方案不再强制要求发行人取得离岸汇款许可，也削弱了对债权人的保障。

“也就是说，如果我同意了这个方案，可能拿到他们说的 10%的资金都遥遥无期，他们可以说离岸汇款未获得监管批准而一直不履行付款的承诺。”一位债券持有人担心。

另一方面，对“违约”的定义狭隘，让美元债持有人更“劣后”。在展期方案中，发行人提议豁免部分“违约事件”的定义，包括控制权变更、未决诉讼索赔等，例如启迪的两家子公司目前分别与农行和民生银行有共计 2.3 亿元人民币的贷款未决诉讼。特设小组认为，豁免部分违约事件后，债券持有人将失去对部分违约行为的权利、补救措施和追索权。

此外，特设小组认为，从展期方案来看，启迪没有提供新增资金支付价款，也无法保证启迪将依据承诺付款。

## II. “真的没钱了”

对于特设小组的高调反对，启迪很快回应，并对自身困难直言不讳——无论如何，就是没钱了，展期方案甚至无法确定是否会在期望时间内凑齐 10%的预付本金。

特设小组认为，新方案产生的费用，包括同意费、早鸟费甚至 10%的预付本金，很可能是通过债券持有人在违约情况下本就拥有权益的抵押物来募资，即 2021 年展期方案中新增的上市公司世纪互联 (VNET.NASDAQ) 和山高新能源 (01250.HK, 原名“北控清洁能源”) 的股票处置资金。根据 2021 年的展期方案，启迪新增了境外子公司启迪创业和启迪科创为担保人，并将这两家子公司旗下前述两家上市

公司的股票转移至托管账户，计划处置现金的 20%用于回购这两笔债券。新的展期方案将比例提升至 40%。

不过蔡晓卫则称，二次展期的增信措施较先前是增强了。一方面维持了境外资产增信，包括世纪互联和山高新能源的境外股票继续在托管账户托管；另外还维持境内特定资产包的增信，境外还有应收账款的本息质押。

其中，境外的应收账款是指启迪与剑桥大学三一学院合作的剑桥科技园项目上的合计 1.5 亿美元的应收账款。该科技园占地 38 万英尺，已经实现 100%入驻。但有债券持有人称，该项目本身还有一笔进出口银行的抵押贷款未还，“实际价值有限，可能最后还了口行贷款后，也剩不了多少了。

而境内特定资产包，是指一处光伏电站投资、两家新三板公司股票以及位于北京的一座大楼，启迪给整个资产包估值总计 100 亿元。这些增信手段都来自 2021 年展期方案，彼时启迪答应债权人同意展期方案后可以对这些资产实地尽调，然而时至今日，债权人也未能获准入场尽调。不此，启迪的说法是正在寻求战投过程中，可能战投还在尽调，会与债权人的尽调起冲突。

这似乎是启迪能用上的所有自身“资源了，因此第一次展期因为这些

增信措施而获得债券持有人的支持。但到了第二次展期，启迪就捉襟见肘，所有指望转向了新的国资股东。

一位债权人称，在8月25日对债券持有人的会议上，启迪的蔡晓卫表示，偿还10%预付本金的资金还计划通过四川能投收购启迪青云70%的股份来筹集，但目前这一交易尚未交割完成。启迪青云主营业务为清洁能源，跟四川能投业务有一定重合。

随后启迪发言人或蔡晓卫本人均多次向境外媒体“哭穷”，称未来所有的债券偿还资金都指望股东的支持，单靠启迪自身的财务难以为继；而只有这次方案通过，启迪才能获得四川能投进一步的支持：如果这次方案未能通过，“可能我们的大股东会重新审视对待境外债权人”。

然而，国资股东对启迪的支持表态则比较暧昧。合肥建投党委副书记在前述债券持有人电话会上称，将在符合国资监管规定的框架下对启迪提供帮助，督促启迪执行资产处置计划；而四川能投的总会计师则在前述场合表示，将继续清华控股对启迪的支持。

一位接近原清华控股人士称，2021年12月四川能投无偿划转清华控股资产的同时，也接走了清华控股200亿元债务和对启迪等持股企业约40亿至50亿元的担保，此外清华控股对启迪还有40多亿元的应收款，这部分可能是坏账。如果启迪要股东“给钱”，则新股东

也需要“增资”，关键是增资的投前估值有多少。“天府清源已经将原清华控股给启迪担保的债务上迁自身，所以启迪自己的债券还得自己还，不然只能靠增资解决。

截至发稿，启迪控股未能回复询问。

根据最新的公开数据，2020年上半年，启迪控股实现营收83.05亿元，同比下滑5.38%，其中当期归母净利润由负转正实现6.87亿元。年度数据看，净利润从2017年达到顶峰后连续两年下滑。

资产负债方面，截至2020年6月末，启迪控股总资产为1412.75亿元，总负债1043.73亿元，净资产369.02亿元，资产负债率73.88%。从债务结构来看，流动负债618.66亿元，占总负债一半以上，而流动资产578.19亿元，尚不能覆盖流动负债，偿债压力较大。

### III. 一盘散沙

在8月25日对债券投资人的电话会上，蔡晓卫对此次再次违约的理由解释为，一方面宏观经济下行压力大，另一方面校企板块频频出险导致启迪拿不到银行授信，此外资产出售进展缓慢不及预期，并称启迪计划引进国资战略投资者结束没有实际控制人的局面。

启迪控股股份有限公司成立于 2000 年 7 月，其前身是成立于 1994 年 8 月的清华科技园发展中心。作为依托清华大学设立的聚焦科技服务领域的科技投资控股集团，启迪控股一直是清华科技园开发建设与运营管理单位，控(参)股启迪古汉(000590.SZ，现名启迪药业)、启迪环境(000826.SZ)、世纪互联、北控清洁能源、启迪国际(00872.HK，现名泰坦智华科技)等上市及非上市企业 800 多家。

2012 年，清华经管学院 88 级校友王济武 100%控股的北京百骏投资有限公司入股启迪，成为启迪控股主要的非公有制股东，也开启了启迪控股混合所有制改革的序幕。

现年 50 岁的王济武是江苏句容人，1988 年考入清华大学经管学院。大学毕业后，王济武先是进入北京市房地产开发经营总公司(现为首开集团)，从拆迁办主任做起，在 24 岁之时成为北京市最年轻的外级干部，并一路做到该公司董事长。1998 年，受北京市政府委派，王济武前往香港从事金融工作，担任香港京泰证券公司董事总经理、副总裁。2003 年，王济武辞职“下海”，并在当年创立了香港百骏(中国)投资控股有限公司，回到北京投身他的“老本行”房地产。

2012 年入股启迪后，王济武开始任启迪控股总裁，并深入“清华系”的产业，曾兼任紫光股份董事长、清华控股董事等职。2016 年，王济武任启迪控股董事长至今。也是从 2012 年开始，启迪的资产规模

快速增长，从 2012 年的总资产仅 30 多亿元，到 2016 年 6 月突破 1000 亿元，到 2022 年管理规模已经超过 2000 多亿元。

依托清华科技园，王济武治下的启迪控股把自己视作一个大型孵化器，立志做“清华产业之花”“科技服务业的引领者”，在各地建立科技园、科技城，并且入股多家科技、初创企业，涉及大健康、清洁环保、新能源、数字信息等多个领域，下属企业错综复杂，渐渐面目模糊。

“老板(王济武)进来之后，公司规模快速扩张，收购了很多项目，但不少项目质量不好，很快就不行了，现在也处理不掉。”一位启迪控股资深员工表示。

2017 年上半年，中央巡视组在对清华大学党委的专项巡视中，认为清华大学对校属企业的领导、规范、监管有所忽视和放松，新一轮校企改革自此拉开序幕。清华控股开始筹划稀释在启迪控股中的股权。

2020 年 12 月 1 日，合肥建投及其一致行动人蜀山城投通过 22.2 亿元的公开摘牌及 22.8 亿元增资，成为启迪控股并列第一大股东；青岛红景智谷基金通过 30 亿元增资成为并列第二大股东。自此，清华控股不再是启迪控股的控股股东，启迪控股历时三年的校企改革任务完成。

2021年，随着紫光破产重整尘埃落定，清华控股也被清华大学无偿转让给四川能投，改名天府清源，从此脱离校企身份。自此，启迪控股出现了三个并列第一大股东：天府清源、北京百骏和合肥建投，但却没有控股股东。

在急需解决问题的关口，没有控股股东意味着没有人愿意站出来拍板负责。前述启迪资深员工称，几个新加入的股东容易意见不一致，博弈在所难免，偿债问题上口角分歧就会更大。

一位长期关注启迪的人士称，尽管国资入股对2020年至2021年的启迪偿债有一定帮助，但是控制权松散加上债务压力沉重，不可避免导致启迪经营管理效率难以提高，经营造血能力下降，更加重债务负担。

控制权松散也影响启迪下属企业的发展。例如启迪控股下属上市公司启迪环境、启迪药业等也属于没有实控人的状态，这些公司目前也捉襟见肘。”