

PDF-CASE2016022

“收购”与“反收购”，“做空”与“轧空” ——保时捷的“成功”与“失败”¹

案例正文

摘要：2005 年至 2012 年，保时捷和大众之间发生了一场长达八年的收购攻防战，双方利益交错，过程跌宕起伏。原本已胜券在握的保时捷控股，在外部经济危机和内部融资压力的影响下，最终全面收购大众失败，并被大众汽车公司分两次收购保时捷汽车的所有股份，完成反收购。在保时捷收购大众的过程中，许多对冲基金做空大众股票，却被保时捷借助衍生品交易实现轧空，使其在 2008 年获得了极大投资收入，被称为“汽车制造商中的对冲基金”。

关键词：收购，反收购，做空，轧空

0 引言

2014 年 3 月 26 日，德国法院驳回包括海岛全球投资者、Glenhill Capital、Greenlight Capital 在内的 20 多个对冲基金对保时捷公司的起诉。其诉讼理由为 2008 年保时捷通过控制股票期权的方式隐瞒了其收购大众汽车的计划，导致对冲基金遭受巨额损失。因此，他们对保时捷公司提出 12 亿欧元的索赔请求。而

-
- 1 本案例由西南民族大学经济学院的杜红艳撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 - 2 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

在此之前，保时捷已就相同理由被基金公司起诉多次。那么，事情到底是怎样的呢？

1 背景介绍

保时捷汽车和大众汽车渊源颇深，其创始人均为费迪南德 保时捷博士。1931 年，费迪南德 保时捷在斯图加特创建了保时捷博士股份公司（Dr. Ing. h. c. F. Porsche GmbH），专营汽车、飞机及轮船的发动机，1948 年推出第一款保时捷跑车，1966 年生产出第十万量跑车，1972 年转型成为保时捷汽车有限责任公司（下称 Porsche AG 或保时捷汽车）。2007 年 6 月，成立保时捷控股有限公司（Porsche Automobile Holding SE，下称 Porsche SE 或保时捷控股），持有保时捷汽车 100% 的股份。

大众汽车的前身“德国国民汽车筹备公司”成立于 1937 年，总部位于德国的沃尔夫斯堡，由费迪南德 保时捷博士创立，同年 9 月更名为大众汽车股份有限公司（下称 Volkswagen AG 或大众汽车），现为欧洲最大的汽车公司，同时也是与美国通用、福特和日本丰田并列的全球四大汽车制造商之一。二战后，大众公司被英军占领，后移交德国政府接管，成为一家国有企业。1960 年，大众汽车进行股份制改造，联邦政府从中撤出，股权逐渐被私有化。同时，为了保护州政府对大众的控制权，以及防止其不被外国公司兼并收购，联邦政府于 1960 年 7 月 12 日颁布了《关于大众有限责任公司股权转为私有法》（下称《大众法》）的联邦法律。截止 2005 年 8 月，德国下萨克森州政府仍是大众的最大股东，拥有 20.1% 的大众汽车股权。

保时捷和大众虽然都作为汽车生产商，但由于定位不同，二者之间的直接竞争关系较小，并有着较强的合作关系。保时捷约 30% 的零件都由大众供应，且占公司销售额 1/3 的卡宴的底盘也主要采用的是大众的 SUV 底盘。除此之外，两个公司的实际控制人为表兄弟关系，如图 1 所示。费迪南德 保时捷之孙沃尔夫冈·保时捷于 1978 年出任保时捷汽车监事会成员，并于 2007 年出任监事会主席。而其外孙费迪南德·皮耶希于 1993 年成为大众公司的领导，并于 2002 年成为大众监事会主席。因此，在较长的时期内，保时捷汽车是由保时捷家族所控制，而大众汽车则由皮耶希家族所控制。

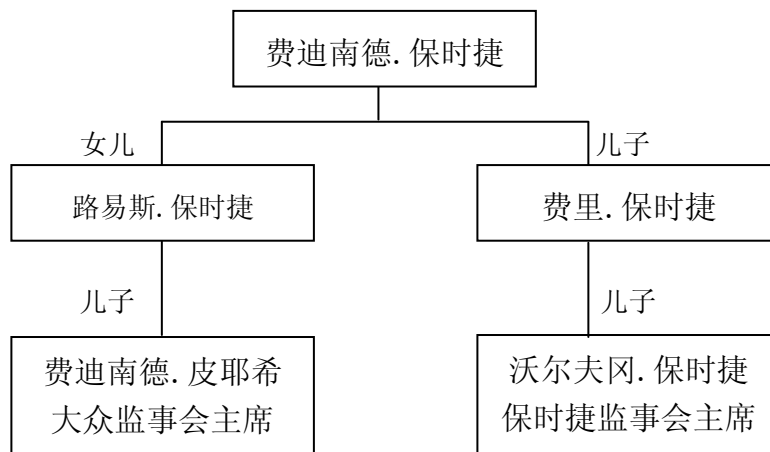


图 1 保时捷和皮耶希家族关系

来源：作者整理。

2 保时捷对大众的收购

2.1 宣告收购

自 2005 年开始，保时捷开始从二级市场上增持大众汽车的股份，最初公告的理由为稳定零件供应关系，防止成本上升，但其逐步增持的行为最终暴露了收购意图。收购的具体进程如下：

2005 年 10 月 7 日，保时捷从机构投资者手中增持了 8.27% 的大众股份，加上已有的 10.26%，其对大众的持股总数达到 18.53%，并表示将继续购买大众股份；

2006 年 11 月，保时捷再次出资 40 亿欧元购买大众股份，此时其所持股份已达到 27.3%，超越了下萨克森州政府的 20.1%，成为大众的第一大股东；

2007 年 1 月，保时捷再次收购 3.6% 的大众股份，总持股达到 30.9%；

2008 年 9 月，保时捷增持大众股份至 35.14%；

2008 年 10 月，保时捷对大众的持股比例达到 42.6%。

并且，保时捷宣布，公司监事会已经批准将所持大众股份增加至 50% 以上，如果财务条件允许，将会在 2008 年年底达到 75%。此时，保时捷对大众的收购意图昭然若揭。因为保时捷与大众的销量相差巨大，如 2007 年，大众汽车的销量为 620 万辆，而保时捷不到 10 万辆；2011 年，二者的销量分比为 816 万辆和 11.8 万辆。业界将其收购行为称之为“蛇吞象”。

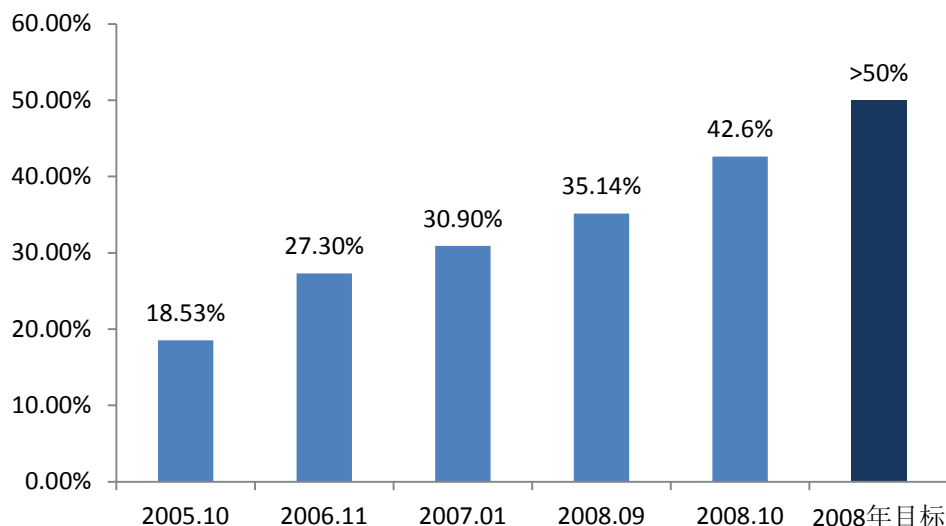


图 2 保时捷对大众的持股比例变化

来源：作者整理。

在保时捷不断增持的过程中，大众的普通股股价呈现出持续上涨的趋势。2008年10月初，大众股价从2007年1月的不足100欧元上涨至接近300欧元，而同期德国股市因受到全球金融危机的影响大幅下跌，大众是德国绩优股中唯一逆市上涨的股票。截止2008年7月，保时捷所持的大众股份产生了约10亿欧元的增值收益，大众股价的上升同时也提高了保时捷进一步收购的成本。

2.2 基金做空大众

2.2.1 做空原因

在大众股价持续上涨的趋势下，市场对于保时捷的收购前景却并不看好，如德意志银行的分析报告认为，保时捷这一投资属于财务投资，即使未来会为股东带来收益，但因投资金额过大，可能会影响公司的正常运营，由保时捷的股东自己从二级市场购买大众汽车的股票也可以达到同样的投资目的。同时，市场也认为保时捷的收购行为并不会成功，大量对冲基金参与“空众”（做空大众）行为，据说这是自1997年索罗斯组团攻击亚洲货币以来，最大规模的一次“秃鹰”集结（秃鹰，即专事放空者）。其大量做空大众的原因主要包括以下两点。

一是《大众法》的阻碍。

如前文所述，为了防止大众股权被国外企业收购，德国联邦政府专门为其出台了《大众法》，该法案对大众非政府股东的表决权进行了限制。《大众法》总共有 14 条，但其中的 5-12 条早已废止，对大众股东的股权限制主要有以下内容：

“单一股东持有大众公司股份超过总股本 20 % 的，其表决权以全部表决权的 20 % 为上限。而且，某个股东的关联公司或个人持有的股票也被视为由该股东实际拥有。”

——《大众法》第二条

“德国政府和大众总部所在的下萨克森州只要持有大众公司一股股票，便有权分别向公司监事会派遣两位监事。”

“按照股份法规定须经出席股东大会的股东所持表决权的四分之三多数通过的决议，在大众公司需要五分之四以上多数方可通过。”

——《大众法》第四条

对于普通企业，《公司法》规定只要单一股东持股超过 75%，就能取得其控制权，收购企业就可以合并目标企业的财务报表，并动用目标企业的现金。但是对于大众公司，想要取得其控制权，必须持股超过 80%。由于下萨克森州政府持股 20% 以上，且从法律上讲，州政府只是代全体纳税人持股，如果要释出该部分股权，需要提交议会表决。所以，在州政府不会释出股权的前提下，任何企业都无法拥有大众的实质控制权，《大众法》成为保时捷收购大众的最大障碍。虽然在 2004 年 10 月，欧盟委员会就《大众法》违法了《反垄断法》向欧洲法院提起诉讼，但考虑到诉讼难度较高，以及法律修订的影响，该法案是否被废除还存在很大的不确定性。

因此，在《大众法》没有失效的前提下，保时捷没有可能拥有大众的实际控制权。而随着大众的股价越来越高，其收购的成本会进一步增加。所以，很多对冲基金认为保时捷没有动力将其对大众的持股比例提升至 50% 以上。在保时捷停止增持大众股票时，大众普通股股价将会回归至合理水平。因此，基金巨头们纷纷做空大众普通股。

二是《证交法》的规定。

即便欧盟委员会诉讼成功，大众法被废除，保时捷存在持有 75% 的大众股权、实际控制大众的可能性，但是，对冲基金依然选择做空大众普通股。因为德国的另一部法律《证交法》规定：“**通过买入股票对一家上市公司持股超过 30% 之后，如再增持便属要约收购，必须公告**”。在此规定下，保时捷对大众的持股超过 30% 时，再增持大众股份，就必须随时披露其信息。而 30% 离 75%（保时捷拥有大众控制权）还有较大的距离，市场也会有较长的时间去反应其变化，空头们完全可以静观其变、相机离场。

2.2.2 做空行为

虽然 2007 年 11 月，欧洲法院裁定，《大众法》与欧盟有关法律相左，建议废止该法，但是德国政府在接收到欧洲法院的裁定后，并没有立即废除，而是在 2008 年对其进行了修订，称之为新《大众法》。新《大众法》废除了原法的第二条，即取消了对股东的表决权限制，但仍然坚持“**下萨克森州仍然具有一票否决权，公司的重大决议须由固定大会超过 80%+1 股的多数通过**”。根据此规定，即便保时捷持股超过 50% 或 75%，依然不能享有对大众的单独经营决策权。同时，考虑到《证交法》对保时捷收购行为的披露要求，对冲基金有较长的时间选择平仓，所以开始通过融券卖空和衍生品做空大众股票。

在做空行为的影响下，大众股价出现下跌。至 2008 年 10 月 24 日，大众股价自 10 月 16 日的 400 多欧元，下跌至 210 欧元。在 10 月 20 日当天，大众股价暴跌 23%，为近 20 年来最大的单日跌幅。与此同时，当保时捷对大众的持股比例达到 42.6% 后，就再也没有进一步提高，于是对冲基金进一步加大做空程度。至 2008 年 10 月 23 日，大众的空单余额达到历史最高峰，占到大众流通盘的 12.9%，相当于总股本的 10.4%。

2.3 保时捷的轧空

2008 年 10 月 26 日，星期日，保时捷公司宣告其对大众汽车的持股比例已达到总股本的 74.1%，远远超过对冲基金所知道的 42.6%，引起了市场的极大恐慌。保时捷实现如此高持股比例的方法有两个，一是在二级市场上增持，在达到 42.6% 以后停止了购买；二是在衍生品市场购买大众的看涨期权，通过此方式锁定了 31.5% 的大众流通股买权。为什么保时捷可以不披露其期权购买行为呢？因

为在法兰克福市场上，衍生品的交易披露机制不同于普通股票。对于期权交易有一项极为特殊的规定，如果买方买入看涨期权是按全额价款支付期权费，而不使用杠杆融资，那么由买方决定何时公布其期权仓位，不管其已经持有了多少目标股份。正是利用此项交易规则，保时捷隐瞒了其对大众的真实持仓头寸，而在10月26日给出了关键一击。

此时，空头们面临着如下现状：保时捷持有31.5%的大众看涨期权，42.6%的股票，下萨克森州政府持有20.1%的股票，及其在2008年6月又增持的50万股。理论上，如果以上股份不释出，空头们可用于平仓的大众股票已不足总股数的6%，而空仓总头寸却达到总股数的10.4%，这形成了极端轧空局面。因为法兰克福市场不允许无券放空，卖空方必须回补空单。在轧空局面下，可以交易股票数少于空单总量，所以理论上标的股价可以上升至无限高。

2008年10月27日，空头们为了抢先平仓，避免落入无券可补的局面，疯狂购入大众股票，导致法兰克福市场上的大众股价盘中一度上升至600多欧元，收盘价为471欧元，单日涨幅达到124%，成交量372168股。2008年10月28日，暴涨行情继续，盘中股价升至990欧元，收盘价为919.5欧元，涨幅高达95.22%，交易量为695134股。若按此股价计算，大众的市值将超过美国埃克森——美孚公司，成为全球市值最大的公司。

为了提高大众股票的流动性，避免市场价格过度扭曲，2008年10月29日，保时捷主动释出其所持有的5%大众股权，让空头买入平仓，当日大众收盘股价回归至514.6欧元。此后，大众股价逐渐下降，2008年12月底，已下降至250欧元左右。

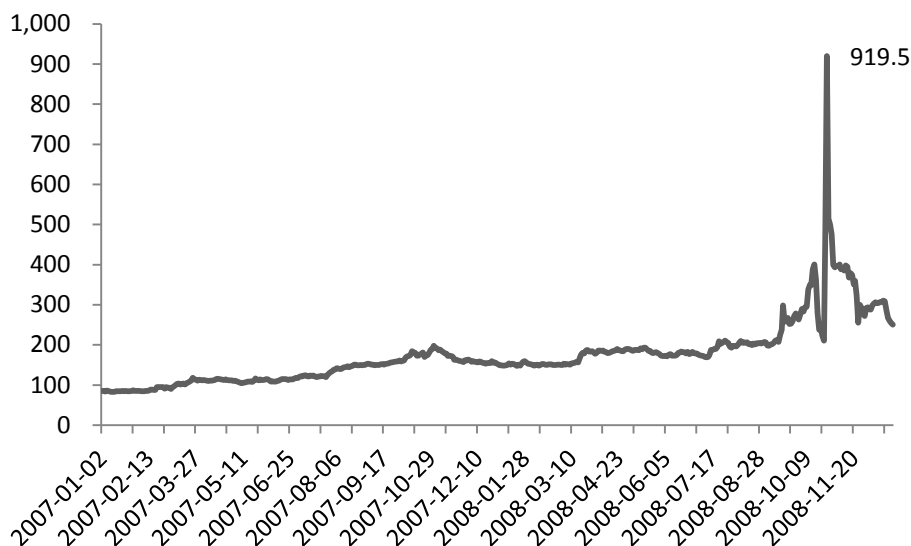


图 3 大众股票日收盘价

来源: wind 数据库。

据业内人士估计,本次“逼空战”至少能为保时捷带来数十亿欧元的收益,而对冲基金则遭遇了巨大损失,一些小型对冲基金甚至破产倒闭。保时捷汽车的财务报表显示,其在 2007/08 财年的销售收入为 74.6 亿欧元,而税前利润达到 85.7 亿欧元,超过销售收入,同比上涨 46%,如图 4 所示。同时,其 2008/09 上半财年的财务报告也显示,截止 2009 年 1 月底,虽然公司的销售额同比下降了 12.7%,但税前利润却由去年同期的 16.6 亿上升至 73.4 亿,增幅达到 342%,如图 5 所示。据估计,保时捷 2008/09 上半财年 93% 的税前利润来自于其所持大众股票的增值收益以及期权业务的获益。德国媒体因此称保时捷为德国最大的不务正业的企业,也是德国最大的对冲基金。而与此同时,2009 年 1 月,保时捷持有的大众股份数也达到 50.7%,保时捷控股、保时捷汽车和大众汽车之间的股权关系如图 6 所示。

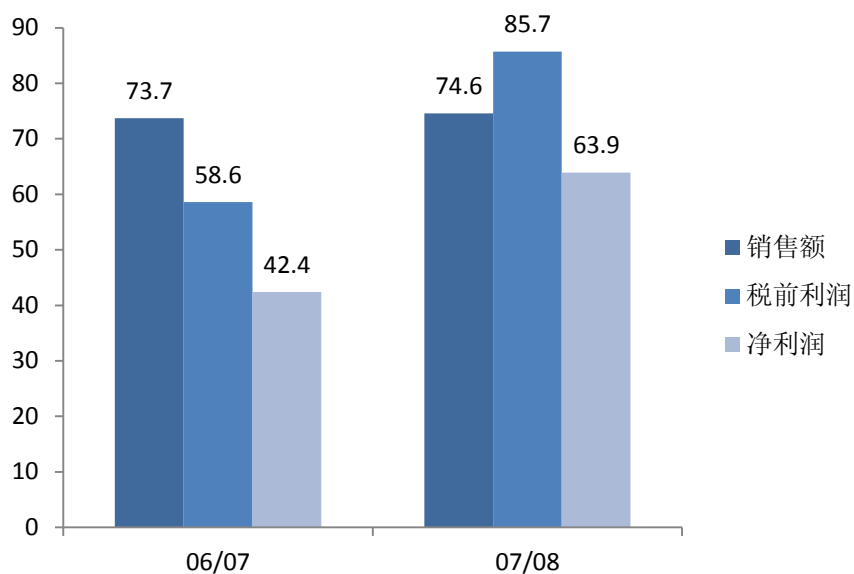


图 4 保时捷 2006/07，2007/08 财年财务指标对比（单位：亿欧元）

来源：林志轩.保时捷收购大众：一场收购与被收购的游戏.产业经济报道.2009, (5):16-20.

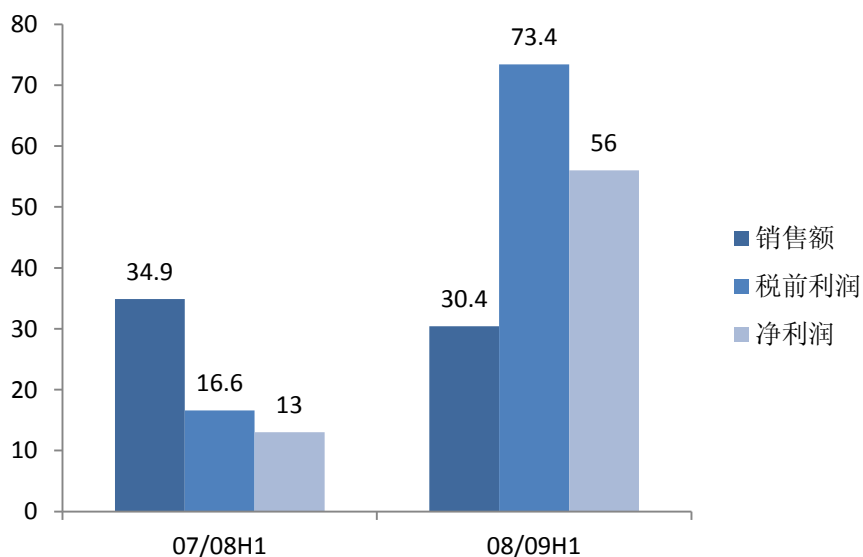


图 5 保时捷 2007/08，2009/09 财年上半年财务指标对比（单位：亿欧元）

来源：林志轩.保时捷收购大众：一场收购与被收购的游戏.产业经济报道.2009, (5):16-20.

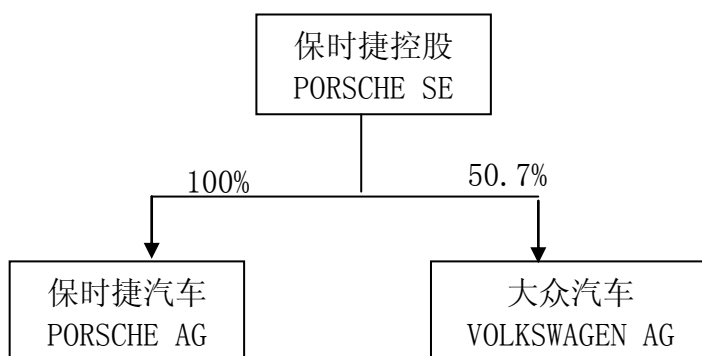


图 6 收购阶段保时捷和大众的股权关系

来源：作者整理。

3 大众对保时捷的反收购

3.1 保时捷的财务困境

正当保时捷在金融市场春风得意之际，其汽车经营业绩在全球金融风暴的影响下出现了严重下滑，因杠杆收购大众带来的财务风险也逐渐显现，极大的影响了其收购进程。

一是金融危机下的汽车销量下滑。保时捷和大众都是汽车制造商，但是由于定位不同，前者专注于生产高端汽车，后者的大部分业务布局于中低端产品，金融危机对于二者的冲击有显著差异。在 2008/09 财年的前 9 个月，保时捷的销量同比下降了 27.6%，营业收入则同比下降了 15%；而截止 2009 年 11 月，大众汽车的全球销量达到了 585 万辆，同比增长 210%。二者此消彼长，进一步增加了保时捷对大众的收购难度。

二是保时捷的融资能力下降。从表 1 中可以看出，自保时捷 2005 年增持大众股票以来，其负债水平逐渐上升。其中，长期负债从 2005/06 年度的约 50 亿欧元上涨至 2007/08 年度的约 59.8 亿欧元，上涨幅度为 18.39%，其流动负债则出现了大幅上涨，2006/07 年度和 2007/08 年度，分别上涨了 94.91% 和 174.70%。而且，在 2007/08 年度的负债结构中，流动负债占比为 79.18%。在保时捷销售业绩下滑、债务高企的同时，受金融危机的影响，各大银行都银根紧缩，为了向

银行筹集新的贷款资金以偿还即将到期的负债，保时捷不得不同意以更高的利率以新债换旧债。

表 1 保时捷 2005-2008 财年的主要财务数据

会计年度	长期负债 (亿欧元)	流动负债 (亿欧元)	资产负债 率	财务费用 (亿欧元)	现金流量 比率
2005/6	50.54	42.49	64%	1.990	0.49
2006/7	55.70	82.81	59%	2.72	0.23
2007/8	59.83	227.48	63%	5.48	-0.13

来源：黄爱华.大众反并购保时捷的分析与启示. 致富时代. 2010. 12:60-61.

随着短期债务的逐步到期以及大众期权执行日期的逼近，保时捷的财务风险被再次激化。但此时，其债权融资通道也被再次堵塞，部分银行甚至收紧了对它的经营性生产资料贷款的发放。2009年5月，保时捷公司宣告暂停全面收购大众汽车的计划，并被迫向政府申请救援，甚至向国有德国复兴信贷银行申请以中小企业为主要对象的救助基金，后被其拒绝。时任下萨克森州的州长 Christian Wulff 就此评论说：“要国家救助一家过去几年来靠着衍生品金融业务发财并且使利润超过销售额的公司简直就是荒唐至极，国家要用钱的地方很多，但不会去帮助烫平有人在金融市场欠下的赌债。”

3.2 大众的反守为攻

在保时捷控股濒临破产边缘之际，大众汽车向其提出了要约收购，经过多次协商，二者于2009年8月达成了一揽子复杂合资协议。协议内容如下：大众汽车以39亿欧元价格购得保时捷汽车的49.9%股权，并通过中间控股公司控制这部分股权，保时捷控股控制其余的50.1%股权。同时，保时捷控股公司可以对剩余的50.1%股权行使认沽权限，期限为2012年11月15日至2013年1月14日之间，或者2014年12月1日至2015年1月31日之间。大众汽车可行使相应的认购权买下这50.1%股权，期限为2013年3月1日至2013年4月30日之间，或者2014年8月1日至2014年9月30日之间。

2009年12月，大众汽车完成了对保时捷汽车的第一步收购行为，即出资39亿欧元取得保时捷汽车49.9%的股权，此时双方的股份关系如图7所示。2012

年7月4日，大众汽车突然宣布他们提前行使之前协议中规定的认购权，发起了对保时捷汽车的新一轮收购行动。大众汽车对保时捷控股支付44.6亿欧元，以购买其子公司保时捷汽车50.1%的股权。在此同时，大众还授予保时捷一股普通表决权股股票，这使双方绕开了此次合并面临的巨额税费问题。也因此，斯图加特地方税务部门裁定本次大众汽车发起的收购行为实际上属于企业重组，而不是实际意义上的收购。合并计划将在8月完成，届时保时捷汽车股权将全部收归大众汽车集团所有，结束“同宗不合体”的局面，双方的股权关系如图8所示。

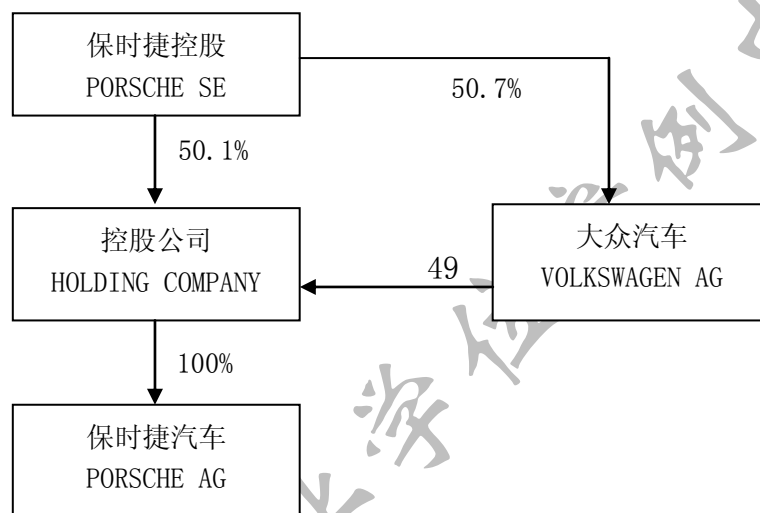


图7 反收购第一阶段大众和保时捷的股权关系

来源：作者整理。

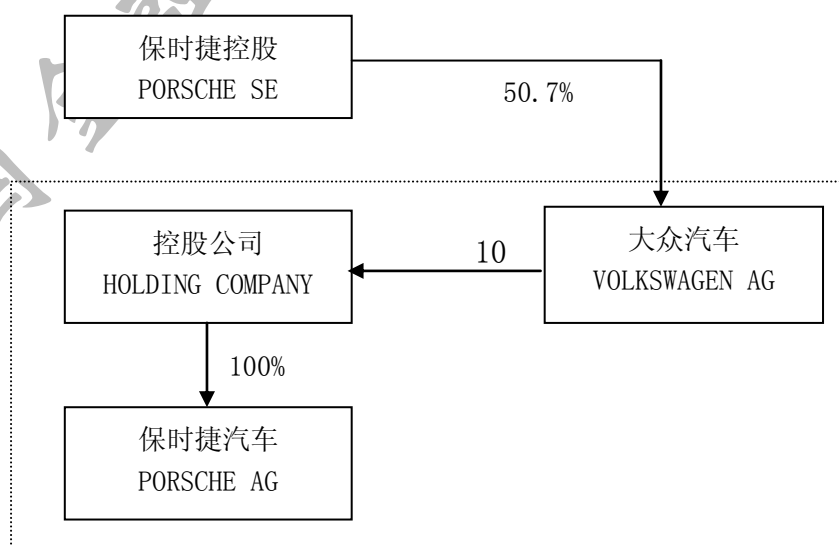


图8 反收购第二阶段大众和保时捷的股权关系

来源：作者整理。

“Takeover” and “Reverse Takeover”, “Short Selling” and “Short Squeeze”---- the “Success” and “Failure” of Porsche

Abstract: There is a takeover battle between Porsche SE and Volkswagen AG spanned from 2005 to 2012. Porsche SE has almost achieved a full takeover of Volkswagen AG during the first half time. However, because of the effect of financial crisis outside and debt financing pressure inside the company, the situation is reversed. At last, Volkswagen AG buys 100% common shares of Porsche AG at twice. Meanwhile, during the takeover process of Porsche, many hedge funds short the common shares of Volkswagen AG, but go through a short squeeze as Porsche SE uses the tool of financial derivatives. That causes a great investment return for Porsche SE, which is called “the hedge fund among automobile manufactories”.

Keywords: takeover, reverse takeover, short selling, short squeeze