

PDF-TN2015011

博盈投资并购武汉梧桐的交易结构设计¹

案例使用说明

一、教学目的与用途

1. 本案例主要应用于金融专业的本科生和金融专业硕士研究生阶段学习使用，可以用于投资银行、并购与重组、私募股权投资、金融机构与金融市场、金融风险管理等课程的课堂讨论教学。

2. 案例内容。本案例主要内容为博盈投资的定向增发并购的交易结构设计。此案例堪称中国证券市场交易结构设计的经典。此案例涉及到定向增发、财务并购、PE 基金运作、信托以及并购重组、监管的规避等众多领域。此案例堪称中国证券市场交易结构设计的经典，其案例实施之后，资本市场上发生的很多案例都是在其基础上的翻版。

二、启发思考题

1. 英达钢构的角色是什么？
2. 长沙泽瑞、长沙泽洛、宁波贝鑫、宁波理瑞 4 家 PE 公司的作用是什么？
3. 硅谷天堂的角色是什么？
4. 此案例是如何规避重大资产重组的？
5. 此案例是如何规避关联交易的？
6. 此案例是如何规避发行股份购买资产的？
7. 如何解释并购出价过高的问题(相对于账面价值)？

1. 本案例由中国人民大学财政金融学院的李风云、徐焕杰撰写，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。

8. 2011年4月,以目前武汉梧桐管理层为主的中方团队和 Steyr Motors 展开并购洽谈时, Steyr Motors 原股东根据安永以 2010 年 12 月 31 日为基准日为其提供的估值意见(3200-3510 万欧元)为基础进行了报价。本次评估系中联资产评估集团有限公司以 2012 年 9 月 30 日为评估基准日,对武汉梧桐股东全部权益价值评估值为人民币 54,731.17 万元。如何解释资产评估差异过大的问题?

9. 并购各方的利益是什么?上市公司股东财富增加还是减少?

10. 为何募集资金数额是约 15 亿元,为何投资其他三个项目?

11. 为什么不是被并购方进行业绩补偿,而是英达钢构自己进行业绩补偿?

12. 借壳上市的定义是什么?本案例属于借壳上市吗?

三、分析思路

教师可以根据自己的教学目标(目的)来灵活使用本案例。这里提出本案例的分析思路,仅供参考。

这个案例描述了博盈投资通过非公开发行股票收购武汉硅谷天堂的过程。博盈投资面对并购监管的规制设计了精巧的交易结构,参与交易的不仅有上市公司,还有 PE 公司,以及为此交易专门设计信托计划的信托公司。通过此案例可以了解中国并购监管的规则,以及交易结构如何设计才能实现成功的交易。

四、理论依据与分析

这个并购案例涉及几个概念:交易结构设计、非公开发行、PE 公司、信托公司。

五、关键点

本案例的分析要点有三个:交易结构设计是公司并购中的重要一环,通过精巧的交易结构设计来达成交易,满足各方的利益是并购成功的关键;交易结构的设计更多地是熟悉监管的法规,达到监管的要求;此案例中交易结构的设计涉及到上市公司、PE 公司、信托公司、投资银行、资产评估公司等机构,为此,应该了解这些机构的经营方式、盈利模式以及在并购中的作用。

六、建议的教学计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行。以下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在 2 课时，共 90 分钟。

课前计划：将案例正文和启发思考题提前一周发给学生，请学生在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：

1. 简要的课堂前言，明确主题（5 分钟）；
2. 请两位同学发表对整个案例的总体看法，对思考题的想法（20 分钟）；
3. 小组讨论（30 分钟）：以小组为单位分角色，每个小组代表事件中的一个当事主体，让学生能更深刻地理解该真实案例中各方行为后的真实动机以及各方之间的利益博弈；
4. 小组发言（每组 5 分钟，控制在 30 分钟）
5. 归纳总结（5 分钟）

课后计划：学员根据课前阅读、课堂讨论、指导教师的引导和归纳总结，撰写完整的案例研究报告。

七、案例中问题的参考分析

1. 英达钢构的角色是什么？

英达钢构通过认购上市公司增发的股份，成为上市公司第一大股东，获得控股权，在其中担任了多方面的角色。

（1）上市公司新任控股股东——在增发阶段，与其他 5 名战略投资者（实为财务投资人）一起，为上市公司现金并购及后续项目扩产提供资金，同时通过协议安排及其他新进股东的承诺获得了上市公司控股权，成为上市公司控股股东；

（2）并购业绩补偿的保底人——在一般的上市公司并购案例中，并购完成后会由标的资产的原控股股东或出售方对上市公司做出业绩补偿承诺，本案例中即需要标的资产武汉梧桐的控股股东天津桐盈向博盈投资做业绩补偿。但实际的补充承诺却由英达钢构以收购方（上市公司）控股股东的身份做出。

（3）避免交易被认定为发行股份购买资产的“中间人”——根据《上市公司重大资产重组管理办法》（2011 年 73 号令）的规定，“特定对象以现金或者资产认购上市公司非公开发行的股份后，上市公司用同一次非公开发行所募集的资金向该特定对象购买资产的，视同上市公司发行股份购买资产。”为避免被认定为重大资产重组适用的“发行股份购买资产”，

除了天津恒丰（与被收购资产存在关联关系）之外的 5 名投资者（包含英达钢构）还有规避前述法规使用条件的作用，除收购武汉梧桐项目外，本次非公开发行后募集的资金还用于其他三个投资项目，增加的募集资金可以压低天津恒丰认购资金的比例，防止本次非公开发行变成发行股份购买资产。同时也规避了对关联交易的认定。

由上述情况分析，英达钢构参与本次交易的初衷决不仅限于获得上市公司控股权，其作出的业绩承诺、配合资产出让方的种种安排，体现出其在整个交易中并不占据完全的主动权，无法排除英达钢构配合资产出让方（含关联人天津恒丰）及 4 名战略投资者完成套利的可能。

2. 长沙泽瑞、长沙泽洛、宁波贝鑫、宁波理瑞 4 家 PE 公司的作用是什么？

（1）为上市公司现金并购及后续项目扩产提供资金，以战略投资之名行财务投资之实，承诺无条件、不可撤销的放弃其所持博盈投资股权所对应的选举权和被选举权，并且不得向博盈投资推荐董事、高级管理人员人选。4 家 PE 公司未来将通过二级市场退出的方式实现财务投资套利。

（2）与英达钢构的一个作用类似，这 4 家 PE 公司的增资可以压低天津恒丰认购资金的比例，有助于本次交易规避《上市公司重大资产重组管理办法》的相关规定，防止本次非公开发行变成发行股份购买资产，同时也规避了对关联交易的认定。

3. 硅谷天堂的角色是什么？

由案例介绍可知，“硅谷天堂”出现在其中多个主体的公司名字中，包括被收购公司“武汉梧桐硅谷天堂投资有限公司”的股东“天津硅谷天堂桐盈科技有限公司”以及其股东的股东“硅谷天堂资产管理集团股份有限公司”；还有本次交易中的股份认购人“天津硅谷天堂恒丰股权投资基金合伙企业”以及其 LP“硅谷天堂资产管理集团股份有限公司”和 GP“天津硅谷天堂股权投资基金管理有限公司”。

因此，一方面，硅谷天堂通过全资子公司天津桐盈为上市公司提供了被并购的对象，且该并购标的是为了转让而专门设立的持股平台公司（武汉梧桐），营业收入为 0，帮助上市公司规避了重大资产重组的认定；另一方面，硅谷天堂还通过另一关联方认购上市公司股份，非公开发行完成后，硅谷天堂通过关联的有限合伙企业天津恒丰间接持股 7.61%。左右手腾挪之间，硅谷天堂通过关联方实现了将所购资产装入上市公司并规避重大资产重组、关联交易、借壳上市等一系列的可能，并通过资产转让、二级市场退出实现两次套现，基本可以确认其幕后操盘人的身份。

4. 此案例是如何规避重大资产重组的？

《上市公司重大资产重组管理办法》（2011 年 73 号令）规定，满足以下条件之一的，构成重大资产重组：

（1）以标的资产最近一期经审计财务报表为准，若期末资产总额超过上市公司（购买方）相同会计年度经审计合并财务报表资产总额之比例达到 50% 以上；

（2）以标的资产最近一期经审计财务报表为准，若本期营业收入总额超过上市公司（购

买方) 同期经审计财务报表营业收入总额之比例达到 50% 以上;

(3) 以标的资产最近一期经审计财务报表为准, 若期末净资产额超过上市公司(购买方) 相同会计年度经审计合并财务报表净资产额之比例达到 50% 以上, 并且金额超过 5,000 万元。

该办法同时还规定, 购买股权导致上市公司取得被投资企业控股权的, 其资产总额以被投资企业的资产总额和成交金额二者中的较高者为准, 营业收入以被投资企业的营业收入为准, 资产净额以被投资企业的净资产额和成交金额二者中的较高者为准。

因此, 若博盈投资通过常规方式以新增股份或现金直接购买武汉梧桐股权或资产时, 参考上市公司和被并购标的的财务数据(详见下表), 此交易将会被认定为重大资产重组。

	总资产	营业收入	净资产
博盈投资	7.53 亿元	4.49 亿元	1.73 亿元
武汉梧桐	4.86 亿元	0	2.89 亿元
是否满足重大资产重组条件	以成交价 5 亿元计算, 标的公司资产总额占上市公司资产总额的 66%, 满足重大重组条件	不满足	以成交价 5 亿元计算, 占上市公司净资产总额的 289%, 满足重大重组条件

办法还规定, 若上市公司采取向特定对象发行股份, 特定对象以现金认购, 上市公司将本次非公开发行所募集的资金用于购买资产或者对外投资等, 不属于重大资产重组的范畴。在本案例中, 博盈投资首先进行了约 15 亿元的非公开发行, 然后用其中 5 亿元收购武汉梧桐 100% 的股权, 有效规避了办法中“特定对象以现金或者资产认购上市公司非公开发行的股份后, 上市公司用同一次非公开发行所募集的资金向该特定对象购买资产的, 视同上市公司发行股份购买资产”的规定, 将募集现金与购买资产两个环节相分离, 且购买资产的对价远低于定向增发后上市公司的总资产、净资产的 50% (详见下表), 从而实现了对重大资产重组的有效规避。

	总资产	营业收入	净资产
博盈投资(定增后)	22.53 亿元	4.49 亿元	16.73 亿元
武汉梧桐	4.86 亿元	0	2.89 亿元
是否满足重大资产重组条件	以成交价 5 亿元计算, 占上市公司资产总额的 21.5%, 不满足重大重组条件	不满足	以成交价 5 亿元计算, 占上市公司净资产总额的 17.3% 不满足重大重组条件

5. 此案例是如何规避关联交易的?

本案例中可能涉及的关联交易为博盈投资用向天津恒丰定增募集来的现金购买天津恒丰关联方天津桐盈所持有的武汉梧桐的股权。

为规避前述关联交易，博盈投资扩大了募集现金的金额，并引入更多的战略投资者（英达钢构和其他 4 家 PE 机构），共募集现金 15 亿元，其中除 5 亿元是用于收购标的资产武汉梧桐 100% 的股权外，还有 3 亿元用于 Steyr Motors GmbH 产能扩张和国产化项目、3 亿元用于技术研发项目和约 4 亿元补充公司流动资金。募集资金仅有 33.33% 用于对标的资产武汉梧桐 100% 股权的收购。

并且，天津恒丰在全部募集金额中仅出资 2 亿元，占非公开发行募集资金总额的 13.33%，据此可以推算天津恒丰在此次现金认购部分中用于购买标的公司股权的比例仅为 $33.33\% \times 13.33\% = 4.44\%$ 。交易比例低于 5%，可以有效规避对关联交易的认定。

6. 此案例是如何规避发行股份购买资产的？

《上市公司重大资产重组管理办法》（2011 年 73 号令）规定，若上市公司采取向特定对象发行股份，特定对象以现金认购，上市公司将本次非公开发行所募集的资金用于购买资产或者对外投资等，不属于重大资产重组的范畴。同时，办法还规定，特定对象以现金或者资产认购上市公司非公开发行的股份后，上市公司用同一次非公开发行所募集的资金向该特定对象购买资产的，视同上市公司发行股份购买资产。

本案例中，天津恒丰系博盈投资本次非公开发行对象之一，而其与标的资产武汉梧桐系同一实际控制人控制，若本次非公开发行天津恒丰认购的股份数量较多，将无法适用办法中关于“以现金认购不属于重大资产重组”的认定。正如第五题中分析的那样，因其他战略投资者的稀释，天津恒丰现金认购部分中用于购买标的公司股权的比例仅为 4.44%，交易比例低于 5%，可以被认为不适用于“上市公司用同一次非公开发行所募集的资金向特定对象购买资产”的情形，进而实现规避发行股份购买资产的目的。

7. 如何解释并购出价过高的问题（相对于账面价值）？

根据案例介绍的相关内容，博盈投资非公开发行收购标的资产武汉梧桐的资产评估报告由中联资产评估集团有限公司给出，评估基准日为 2012 年 9 月 30 日。最终采取收益法进行评估，评估结果为 54,731.17 万元人民币。在博盈投资与武汉梧桐原股东天津桐盈协商基础上确定本次收购价格为 5 亿元人民币。而 9 月 30 日，武汉梧桐的净资产约为 2.9 亿元，交易对价相对于账面净资产而言出价相对较高。

武汉梧桐成立时间为 2012 年 3 月，是其股东为收购 Steyr Motors GmbH 而专门设立的收购主体，主要资产即为其所持有的 Steyr Motors GmbH 的 100% 股权，无其他实质性经营业务。

博盈投资本次非公开发行采用收益法和市场法对标的资产武汉梧桐进行评估，最终以收益法评估结果为准。收益法主要看中企业未来的获利能力，将企业未来股权现金流量以其权益资本成本折现的现值。武汉梧桐的股权价值主要来自于其收购的 Steyr Motors GmbH 所产

生的经济效益，因此，作为生产制造类企业，以 Steyr Motors GmbH 未来的现金流折现值作为交易对价亦是合理的选择。根据英达钢构做出的业绩承诺保障，武汉梧桐未来三年完成的净利润各年不低于 2.3 亿元、3.4 亿元和 6.1 亿元，这些净利润需将在每年产生较高净现金流入，从而导致了估值结果相对账面价值有较大幅度的增值。

8. 2011 年 4 月，以目前武汉梧桐管理层为主的中方团队和 SteyrMotors 展开并购洽谈时，Steyr Motors 原股东根据安永 2010 年 12 月 13 日为基准日为其提供的估值意见（3200-3510 欧元）为基础对其进行报价。此次评估系中联资产评估集团有限公司以 2012 年 9 月为评估基准日，对武汉梧桐股东全部权益价值评估值为 54,731.17 万元。如何解释资产评估差异过大的问题？

安永 2010 年 12 月 13 日为基准日为 Steyr Motors 原股东提供的估值为 3200~3510 欧元，而案例中提及这块资产在 2011 年 12 月 31 日的净资产只有约 5000 万人民币，因此可以推断安永的估值方法用的应该是市场法或收益法。

若采用的是市场法，可以理解为双方资本市场对该行业给出的估值不同，奥地利所处欧洲是机器制造业相对成熟的市场，Steyr Motors 的技术领先优势不够明显，并且欧洲的资本市场也相对成熟，机器制造业估值水平相对国内而言较低，故安永在当地给出的估值也相对较低。

若采用的是收益法，虽然被评估的主体不同，但其两次评估对应的可产生现金流的基础资产是一样的，造成资产评估差异过大的原因，可能是两次估值对该资产未来产生现金流的判断不同。Steyr Motors 在被博盈投资收购前后的生产环境相同，但在被收购后将借助股东优势进一步打开中国国内市场，有望实现销量的大幅提升。同时，根据中联资产评估出具的评估报告的相关内容，可以看出产生较高估值的原因还包括上市公司将所募资金用于扩大 Steyr Motors 产能项目等情况，产能的扩大为产生更多的净现金流提供了可能，进而推动估值提升。

两种估值方法都会造成先后两次资产评估的差异过大，但也无法排除第二次估值刻意高估的嫌疑。根据收益法评估的基本原则，未来非常规的资金投入（如本次定增所募资金中用于扩大产能的部分）不应计入评估考虑因素中，因此，中联资产的评估方法存在一定瑕疵，有刻意高估项目价值的嫌疑。如此估值的原因，与该项目背后的操盘人硅谷天堂有较强套现冲动，存在着千丝万缕的联系。

9. 并购各方的利益是什么？上市公司股东财富增加还是减少？

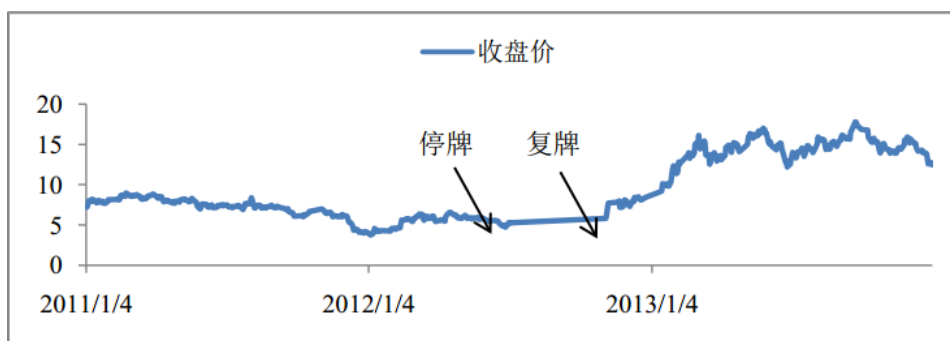
博盈投资通过本次交易充实了报表，避免了被强制退市的风险，原控股股东虽然失去了上市公司的控制权，但通过上市公司估值提升实现了所持股权的增值；

英达钢构通过本次交易，以相对较少的现金投入，取得了对上市公司的控制权；

硅谷天堂通过资产出让方天津桐盈及上市公司股份认购方天津恒丰，在资产出让、二级

市场退出环节两次实现套利；

长沙泽瑞、长沙泽洺、宁波贝鑫、宁波理瑞 4 家 PE 公司认购上市公司新增发行的股份，承诺无条件、不可撤销的放弃其所持博盈投资股权所对应的选举权和被选举权，并且不得向博盈投资推荐董事、高级管理人员人选，以战略投资人之名行使财务投资人之实，通过股权增值实现获利。



上图是博盈投资在重组前后股价的变动图，可以看到，上市公司复牌之后，股价波动上行，并且增发价格 4.77 元/股相对于当时的股价已经是折价发行，故上市公司老股东及新进股东所持股权的均因本次交易而有所增值。

10. 为何募集资金数额是约 15 亿元，为何投资其他三个项目？

本次非公开发行募集资金为 15 亿元，主要用途为：5 亿元用于收购标的资产武汉梧桐 100% 的股权，3 亿元用于 Steyr Motors GmbH 产能扩张和国产化项目、3 亿元用于技术研发项目和约 4 亿元补充公司流动资金。

如前分析，募资约 15 亿元并投资其他三个项目，一方面是为了规避被认定为重大资产重组、关联交易及发行股份购买资产的可能，如此做可缩短审批时间并能有效减低监管审批不通过的风险；另一方面，向 Steyr Motors GmbH 增资扩产，将直接带动被并购资产的业绩提升，给市场投资者以充分想象空间，可有效带动提升公司估值。

11. 为什么不是被并购方进行业绩补偿，而是英达钢构自己进行业绩补偿？

在一般的上市公司并购案例中，并购完成后会由标的资产的原控股股东或出售方对上市公司做出业绩补偿承诺，本案例中即需要标的资产武汉梧桐的控股股东天津桐盈向博盈投资做业绩补偿，但实际的补充承诺却由英达钢构以收购方（上市公司）控股股东的身份做出。究其原因，一方面资产出让方天津桐盈是为本次资产转让而专门设立的持股平台公司，注册资本较低、无实业运营背景，且无其他实际业务，由天津桐盈作出业绩承诺的市场认可度及可信性相对较低；另一方面，英达钢构作为新取得上市公司控股权的控股股东，作出业绩补充承诺有利于提升市场对上市公司的认可，并且英达钢构注册资本为 15,600 万元，整体财务状况良好，长短期偿债能力较强，盈利能力较高，自由现金流量比较充裕，同时其主营业务与被收购资产的业务存在一定相关性，由英达钢构做出业绩承诺也更具可信性。

12. 借壳上市的定义是什么？本案例属于借壳上市吗？

借壳上市是指一家非上市公司通过把资产注入一家市值较低的已上市公司（壳），得到该公司一定程度的控股权（绝对控股/相对控股），利用其上市公司地位，使母公司的资产得以上市上市公司，实现新资产的上市。

本案例不属于借壳上市，根据《上市公司重大资产重组管理办法》（2011 年 73 号令）规定，“借壳上市”的界定方式为“自控制权变更之日起，上市公司向收购人购买的资产总额，占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到 100% 以上的”。虽然本案例中，博盈投资的控股权发生了转移，由原控股股东荆州恒丰转移至英达钢构，但根据博盈投资与天津桐盈签订的《附生效条件的股份转让协议》，上市公司控股权转移后收购的标的资产（武汉梧桐）并非来自新任控股股东英达钢构。

从资产出让方天津桐盈的角度出发，虽然上市公司定向增发股份的认购方中有天津桐盈的关联方天津恒丰，但如前分析的那样，天津恒丰现金认购部分中用于购买标的公司股权的比例仅为 4.44%，交易完成后，天津恒丰持股比例为 7.61%，虽然与其他 2 家 PE 机构并列上市公司第三大股东，为上市公司主要股东，但由于不行事股东决策权力，对上市公司无法施加重大影响，故可以不被认定为《上市公司重大资产重组管理办法》对借壳上市界定的情形。

因此，本案例中硅谷天堂通过多方主体的参与，规避了监管对借壳上市的认定，本案例不属于借壳上市。