

中国私募股权投资创新专题

交易结构设计

2014 年 08 月



交易结构（Deal Structure）是指交易双方以合同条款的形式所确定的、协调与实现交易双方最终利益关系的一般系列安排。其内容一般包括交易主体组织结构（离岸/境内、企业的法律组织形式、内部控制方式、股权结构）、交易标的、交易方式（资产/股权）、支付方式（现金/股权互换）与时间、融资结构、风险分配与控制、退出机制等方面。降低交易成本与风险，实现交易双方利益最大化，是交易结构设计的主要原则与目的。

当前，由于中国资本市场监管制度有待完善，交易的支付手段与方式相对简单，而且要完成一起交易，尤其是大型项目，需要面临诸多的行政审批和与利益协调，因为某个细节的疏忽导致项目交易失败的情况也并不鲜见。因此，交易结构设计作为其中的重要一环，关乎着投资成败。随着国内相关监管政策的不断完善，在近期的中国资本市场投资并购项目中，出现了众多的创新方案，操作和运作的手法日益成熟，不少个案令人耳目一新。

上市公司联合 PE 设立并购基金 交易结构创新玩法涌现

近期，上市公司通过与 PE 及券商等机构合作成立并购基金，从而实现并购重组的玩法，正成为上市公司资本运作的新手段。具体模式为上市公司大股东与 PE 或券商合作，成立并购基金，对目标收购对象进行控股型收购，待业务成熟后，选择将该资产出售给上市公司，或选择现金退出，或参与换股收购以实现退出。

根据投中研究院的观察，近年来国内有多家上市公司参与设立并购基金（相关数据统计见表 1），基金设立总规模已超过 220 亿元，其特点是投资范围多与上市公司自身所处行业相关，大部分是为上市公司并购重组铺路而设立。数据分析发现，目前来说，这些上市公司产业并购基金的设立模式主要包含以下两种：一种是通过和 PE 等投资机构合作设立产业投资基金；另一种是通过和券商机构合作，共同设立产业投资基金；再有就是上市公司联合其股东共同成立产业投资基金，谋求多渠道发展。

投中研究院研究发现，在上市公司设立并购基金的三种模式中，以与 PE 机构合作设立基金的模式占比最高。该种模式对于上市公司大股东而言，可以较少的资金撬动较大的收购资金金额，从完成杠杆收购，另一方面还可以避免收购对上市公司短期业绩造成的影响；而对于 PE 机构而言，其通过与上市公司合作获得了更多较为优质的项目源，未来资金退出也能够有所保障。

在众多上市公司设立的并购基金中，有一个与众不同的案例，上市公司康得新的合作方保利龙马是保利集团的全资子公司，有着军工背景及强大的资源整合平台，借助保利集团的平台，为康得新今后的产业整合升级提供巨大的推动力，同时，借助德图资本在基金管理与资本运作上的能量，能够达到产业资本、金融资本的强强联手，确保康得新未来发展战略的有效实施。

上市公司	基金规模	投资方向	合作方	基金投向
海马汽车	10亿元	股权类投融资业务	—	
辅仁药业				
国金证券	15亿元	夹层投资	诺亚财富	
齐心文具	5亿元	未上市企业股权投资	和君集团，融通资本	
全通教育	-10亿元	教育及相关产业	盛世景	
山水文化	20亿元	文化传媒产业	七弦投资、六合逢春	
乐视网	5-10亿元	乐视视频技术生态产业链上下游	领势资本	
奥飞动漫	1亿元	互联网游戏、广告、文学、视频及影视、动漫	广发信德	TMT领域
中青宝	—	移动互联网生态产业链上下游	鹏德创投	
东阳光科	3亿元	移动互联、通信电子（含NFC）；2、可穿戴设备；3、高端新材料、新能源在汽车、高铁相关领域	九派投资	
隆基机械	—	汽车后市场产业和高端汽车制动部件	东源投资	
厦门国贸	—	船舶、海洋工程及相关装备制造产业	东方汇富	装备制造
辉煌科技	10亿元	铁路和轨道交通相关领域	丰图投资	
莱美药业	4.22亿元	医药行业	天毅伟业天毅君立	
迪安诊断	3千万美元	大健康产业	韩国SV Investment(株)	医药健康
昆明制药	5亿元	医药行业	平安财智	
中恒集团	20亿元	医药行业	盛世景	
泰格医药	3亿元	医药行业	睿德信	
东方创业	100亿元	成熟、传统行业	海通开元	
长城集团	1.8亿元	陶瓷制品产业整合投资	金元惠理	传统行业
合兴包装	4亿元	包装领域	新疆裕荣、中新融创	
比亚迪	10亿元	充电桩设施	中科招商	
康得新	20亿元	碳纤维、石墨烯、新能源汽车行业类项目	保利龙马、德图投资	新能源、新材料

投中研究院整理，2014.08

表 1：上市公司参与设立并购基金情况（不完全统计）

在交易结构创新的层面，通常来说，要完成一个具体的并购交易，往往涉及到支付方式的选择等各个层面，比如是采用现金方式，还是股权方式，这涉及重组各方的利益协调，如重组完成后的业绩补偿等。这些计划和安排如何天衣无缝巧妙糅合在一起，在某种程度上成为项目运作成败的关键。在当前的资本市场，单就上市公司的资本运作手法而言，有着许多创新的交易结构设计方案。

➤ 增大现金收购比例，化解借壳嫌疑

随着国家对于借壳上市的审批标准日益严格，重组涉及的各利益主体纷纷祭出各种创新的曲线收购方式来规避制度约束，核心是围绕借壳上市控制权是否发生变化和收购人注入资产规模两条硬性辨识标准展开。

与向上市公司注入资产以期改变其主营业务不同，当一家上市公司主动去收购一项资产以扩充其产业链规模时，如果拟收购资产过于庞大，很有可能会引发借壳上市嫌疑并有可能触发要约收购义务。在这种情况下，就需要上市公司在收购对价支付方式，即在现金支付与股份支付之间取得平衡，或者降低拟收购资产的比例，降低收购成本，将收购方案调整为分步实施。

联建光电在收购分时传媒时曾采取了“股票+现金”的方式规避借壳上市嫌疑。当时，何吉伦、何大恩父子共持有分时传媒近 78% 的股权，若联建光电直接采取全部发行股份购买资产的方式收购分时传媒控制人股份，何氏父子持有联建光电的股份数将超过联建光电实际控制人刘虎军及其配偶的持股数，联建光电的控制权发生变化，由此便引发了借壳上市问题。为此，联建光电对何吉伦持有股权采取股份支付，对何大恩持有股权则采取现金对价，并募集相应配套资金。在配套募资时，刘虎军与何吉伦分别募资 2.05 亿元和 0.55 亿元。交易完成后，刘虎军与其配偶合计持有联建光电约 5476 万股，何吉伦持有 3078 万股，从而化解了借壳上市之嫌疑。

➤ 用存量股替换发行新股份

由于某些特定的政策环境使发行股份审核存在障碍，如房地产行业再融资，一些上市公司在采取发行股份购买资产时也采取了相应的变通方法。比如三湘股份曾成功以“存量股权+现金收购”的方式收购中鹰置业 99% 股权。

在这次收购中，三湘股份以 6.03 亿元现金的方式收购了中鹰置业 99% 股权，但同时三湘股份的控股股东三湘控股与中鹰置业的股东中鹰投资签署了股份远期转让协议，三湘控股将其仍处于限售期的 6000 万股股份以 5.85 元/股的价格转让给中鹰投资，转让价格总计为 3.51 亿元。由于处于限售期，上述股份不能在当期完成过户，但中鹰投资将 3.51 亿元全额受让资金以履约保证金的方式支付给三湘控股。而三湘控股承诺，在收到这笔资金后，将适时提供给三湘股份，持续支持三湘股份的发展。

根据三湘股份收购中鹰置业股权支付进度的安排，收购完成后将先期支付 3.51 亿元，到 2016 年，如果中鹰置业实现重组时承诺的利润目标，再支付剩余款项。从这个方案中三湘股份第一笔收购资金的流动来看，三湘股份的资金净流出只有未来的 2.52 亿元，对其当期的资金压力影响不大；而三湘控股对三湘股份的 3.51 亿元债权可以在以后合适的时机通过非公开发行等方式完成债转股，依旧可以保持对三湘股份的控制力；中鹰投资则变相获

得了三湘股份的流通股份。这个方案与发行股份购买资产的效果基本上是一样的，但这样操作避免了一系列的审批，交易得以较快速度完成。

➤ 双向业绩对赌趋势

在上市公司收购中，以往更多的是单边承诺，即由资产注入方单方面向上市公司进行业绩补偿承诺。这一情况现在已经发生了明显的变化，在上市公司资产收购中，有越来越多的案例采取了双向对赌的方式。

去年 8 月，蒙草抗旱收购宋敏敏、李怡敏二人所持浙江普天园林 70% 股权。在收购后的业绩补偿承诺上，该案采取了“双向对赌”的方式。如果普天园林的业绩未达到承诺指标，由蒙草抗旱以 1 元的总对价回购宋、李二人在此次重组中所获得股份，或宋、李二人将所获得的股份无偿划转给蒙草抗旱的其他股东，当股份不足补偿时，宋、李二人以现金方式予以补充。但如果在完成承诺净利润的基础上，普天园林 2014-2016 年度三年平均复合净利润增长率达到或超过 25%，普天园林 70% 股权作价将由 3.99 亿元调整为 4.69 亿元，对于其中的 7000 万元差额将由蒙草抗旱向宋、李二人予以补充支付。

互联网巨头 BAT 并购重组交易结构创新

在创新思维的主导下，互联网企业走在并购技巧运用的前列不足为奇，而在争夺未来移动互联网船票的过程中，几大巨头之间针对入口厮杀的不停升级，也必将倒逼互联网巨头日后在资本运作方面或将更为创新与激进。

2014 年，互联网 BAT 三大巨头并购过招愈演愈烈，糯米网、京东、华数集团、四维图新等一众股权悉数纳入巨头的投资范畴。随着并购活跃度的持续增加，BAT 巨头新鲜的并购技法逐渐浮出水面，巧妙的结构设计、高超的杠杆运作越来越成为这些巨头善于挥动的并购“武器”。

腾讯借助基金实现并购拓展：今年 4 月底，四维图新公司控股股东中国四维腾讯产业投资基金签署《股份转让协议》，协议转让所持有的 7800 万股无限售条件流通股，由此腾讯以 11.7 亿元成为四维图新的“二当家”。

阿里巴巴借道云溪 SPV 收购华数传媒：华数传媒定增唯一的发行对象云溪投资为有限合伙企业，其三名股东分别为史玉柱、云煌投资和谢世煌，持股比例分别为 0.9943%，0.0002% 和 99.0055%。华数传媒所处的广播电视节目制作、出版、发行及播放行业恰在“禁止外商投资产业目录”之列，因此阿里巴巴欲收购华数传媒，通过国内成立云溪 SPV 无疑是最好选择。

另外，马云在此次并购中的杠杆运用也成为市场关注的焦点。马云仅出资 9900 元，即撬动了 65 亿的资金。云溪投资出资结构如表 2 所示。

合伙人类型	出资人	出资额	占比
GP	马云	9900元	0.0002%
	史玉柱	6500万元	0.9943%
LP	谢世煌	64.72亿元	99.0055%

投中研究院整理，2014.08

表2 云溪投资出资结构

通过接连涌现的创新型并购交易技法，灵活的股权机制使民企在并购市场中的活跃度正在逐渐超过国有企业。根据投中 CVsource 数据库统计，在今年上半年完成的并购交易中，以民企主导的互联网产业并购案例总数量已经超过了由国有企业主导的能源和矿业并购案例。

硅谷天堂——深谙资本运作之道

硅谷天堂资产管理集团股份有限公司起家于浙江，曾在博盈投资（000760.SZ，现更名为斯太尔）借壳一案中一战成名，近日又频频举牌上市公司，在并购市场和二级市场风头正劲。据相关数据统计，今年一季度末，硅谷天堂旗下公司已经是 8 家上市公司的前 10 大股东。其中，在去年 9 月，深圳前海硅谷天堂恒嘉股权投资基金承接了长城集团 4.7% 的股份，接近举牌红线；而在今年，天津硅谷天堂恒通股权投资基金合伙企业（有限合伙）举牌精伦电子、新疆硅谷天堂恒瑞股权投资合伙企业（有限合伙）增持浩物股份。

在硅谷天堂旗下，有限合伙企业数量庞大，LP 数量更是庞杂。硅谷天堂官网显示，目前其累计管理各类基金产品超过 80 只，涵盖股权投资基金、定增投资基金、产业整合基金、夹层基金，并通过在基金产品加入固定、类固定及浮动收益的设计，可以满足投资人的需求偏好。

另外，硅谷天堂也充分利用了其股东优势，如多年来钱江水利一直为天堂硅谷提供担保，二者曾签订了高达 3.5 亿元的互保额度。6 月 26 日，硅谷天堂资产管理集团股份有限公司、深圳前海硅谷天堂股权投资基金管理有限公司发起成立的新疆硅谷天堂恒瑞股权投资合伙企业(有限合伙)通过深圳证券交易所集中竞价交易系统增持浩物股份 5.0036% 股份后引爆公司股价，随后公司股票出现连续涨停。

2013 年 1 月 31 日，京新药业宣布浙江天堂硅谷股权投资管理集团有限公司(下称“天堂硅谷”)和浙江元金投资有限公司(下称“元金投资”)共同发起设立专门为公司的产业整合服务的并购基金，通过并购基金对并购对象进行收购，并对并购对象培育管理，在并购对象达到各方约定的并购条件时，由京新药业对并购对象进行收购。

此天堂硅谷为上述硅谷天堂资产管理集团股份有限公司关联公司。元金投资是当时持有京新药业 4.57%股份的股东，元金投资的控股股东和实际控制人也是京新药业的大股东和实际控制人。

而后，天堂硅谷和元金投资发起设立并购基金(下称“天堂元金”)，出资结构为元金投资占 10%——20%，天堂硅谷和社会投资者出资占 80%——90%(除天堂硅谷指定全资子公司出资 500 万外，其余全部由天堂硅谷向社会投资者募集)。2013 年 10 月 10 日，天堂元金与广东益和堂制药有限公司原股东签订收购协议，以 1.2 亿元收购益和堂 100%股权。通过复杂的交易设机构设计，顺利完成了并购基金首次行业内企业收购。

研究垂询

李 鑫 Sherry Li (分析师)

Email: Sherry@chinaventure.com.cn

媒体垂询

于晓姣 Caroline

Tel: +86-10-59799690-681

Fax: +86-10-85893650

Email: Caroline@chinaventure.com.cn

投中研究院隶属于投中集团，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

投中集团是一家专注于中国投资市场的领先信息咨询机构。投中集团为致力于中国市场的投资机构、投资银行与企业等客户提供专业的第三方信息产品及研究咨询服务。投中集团成立于 2005 年，在北京、上海和深圳设有办公室。

法律声明

本报告为上海投中信息咨询有限公司（以下简称投中集团）制作，数据部分来源于公开资料。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本报告只作为投资参考资料，报告中信息及所表达观点并不作为投资决策依据。

本报告包含的所有内容（包括但不限于文本、数据、图片、图标、LOGO 等）的所有权归属投中集团，受中国及国际版权法的保护。本报告及其任何组成部分（包括但不限于文本、数据、图片等）在用于再造、复制、传播时（无论是否用于商业、盈利、广告等目的），必须保留投中集团 LOGO，并注明出处为“投中研究院”。如果用于商业、盈利、广告等目的，需征得投中集团同意并有书面特别授权，同时需注明出处“投中研究院”。

上海投中信息咨询有限公司
ChinaVenture Investment Consulting., Ltd.

北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 A 座 7 层,100007

电话: +86-10-59799690 传真: +86-10-57636090

上海市南京西路 1266 号恒隆广场 1 座 1201 室 200040

Tel: +86-21-61919966 传真: +86-21-61919967

深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 3302 室 518048

电话: +86-755-33067695

媒体支持: 投资中国网

数据支持: CVSource 投中数据终端

