

Case of AXM

Being Listed and Financing in U.S. OTCBB by Reverse Merger

爱生药业美国 OTCBB 买壳上市与融资案例分析

在国内众多的境外买壳上市融资的企业中，爱生药业有限公司 (AXM Pharmaceuticals Inc., 以下简称“AXM 公司”) 是一个较为成功的资本运作典范，具体表现在两个方面：一是公司通过“反向并购” (reverse merger) 方式在美国场外柜台交易系统 (OTCBB) 买壳上市，然后很快成功地转到美国证券交易所 (AMEX) 上市和交易；二是公司在持续亏损且收入没有高增长的背景下，成功地实现了多次股票融资，打造了一个强大的上市融资平台

美国 OTCBB “反向并购” 买壳上市

1. 公司背景与历史

1998年，以王维实为主的管理层收购了沈阳天威制药厂，该制药厂成立于1993年，原先为国有企业。2001年1月

16日，沈阳天威制药厂与美国威尔克制药有限公司 (以下简称“美国 Werke”) 合资，成立中外合资企业沈阳天威威尔克制药有限公司 (简称“STWP”)，其中沈阳天威制药厂投入全部资产占55%股份，美国 Werke 占45%股份。2002年12月9日，沈阳天威制药厂与美国 Wer-

ke公司实施股权置换,沈阳天威制药厂股东将其持有STWP公司55%的股份换成美国Werke公司的股份。换股完成后,美国Werke公司拥有STWP公司100%的股份。STWP主要从事OTC和处方药品的生产与销售。

上述资本运作过程包括两个步骤:第一步,在美国注册公司。美国Werke公司是作为买壳上市的主体,成立于2000年12月,注册在美国特拉华州,公司主业是中国制药企业的权益投资。第二步,换股。通过换股,将中国境内资产转移到这家美国注册的公司,由美国公司来持有境内资产或股权。

2.“反向并购”OTCBB买壳上市

美国Werke公司选择了一家在OTCBB上市的名为“维克利夫国际公司”(简称“WICK”)的壳公司作为收购对象。WICK公司成立于1999年6月30日,主要业务为通过互联网销售商品,但由于经营不善,至2002年6月30日止,总计亏损178,426美元。在Werke公司收购该公司之前,WICK公司总资产为零,总负债2625万美元,业务已经停顿,2002年1~6月期间股价为0.11美元,基本没有交易量。从壳公司的角度分析,WICK公司是个“干净”的壳。2003年3月14日,实施换股协议,WICK公司增发11,420,000股给Werke公司55名股东,以置换Werke公司所有股份。反向并购(reverse merger)换股完成后,WICK公司拥有Werke公司100%的股份,同时,Werke公司股东成为WICK公司的控股股东,Werke公司管理层接管WICK董事会。

换股完成后,WICK公司总股本从1,669,180股增加到12,846,680股,其中Werke公司股东持有11,420,000股,占总股本的88.89%,原WICK公司股东1,426,680股,占总股本的11.11%。随后,公司更名为AXM制药有限公司,继续在OTCBB上市和交易。经过反向并购后,AXM公司的组织结构为:AXM公司全资控股美国Werke公司,Werke

公司拥有沈阳天威威克制药有限公司(STWP)100%股权。至此,STWP成功在美国OTCBB上市交易。

公司业务战略重建与私募融资

反向并购上市完成后,AXM公司面临的首要问题是发行股票融资,包括私募和二次公开发售。一般来说,国内企业在美国上市融资的卖点有两种,一种卖点是公司已经具有良好的可持续性盈利水平,另一种卖点是公司具有良好的未来盈利前景、增长快的业务结构。对于AXM公司来说,第一种卖点不具备,公司自2001年1月成立以来连续亏损,2001年亏损151.77万美元,2002年亏损5.24万元,2003年1~6月亏损39.26万美元。因此,公司必须重新构建一种未来盈利前景好、增长潜力大的业务战略,以此来吸引投资者。为此,AXM公司重新构建了如下的业务战略定位:(1)基于“中国概念”的制药行业高增长背景。中国经济的持续高增长、中国人均收入突破1000美元、中国人健康意识的提高和中国高达14亿的人口使

这一业务战略的实现预示着公司未来高增长的盈利前景、向国际性大制药公司转变的远景以及与此相关巨大的投资潜力。在不断向投资者反复宣传这一业务战略的基础上,AXM公司通过各种措施活跃公司股票的交易,公司股价快速上涨,成交量也日趋活跃。从成交量来看,在2003年4月1日~6月10日期间,平均每天成交3750股,而在6月11日~12月31日期间,平均每天成交96850股,期间最高成交达30万股。公司股价快速上涨且维持高位波动以及活跃的交易不断强化着AXM的潜在投资价值。

投资潜力巨大的业务战略和持续快速上涨的股价和活跃的交易量最终成为AXM公司成功私募融资的两大卖点,公司上市后的一系列私募融资均以此为基础。

2003年9月23日,AXM公司向美国两家合格机构投资者Gryphon Master Fund,L.P.和SF Capital Partners Ltd 私募发行系列A优先股(Preferred Stock Series A)和认股权证(Warrant Coverage)募集资金550万美元,扣除发行费用,实际募集资金485万美元。本

表1 AXM公司主要会计和财务数据 (单位:万美元)

	2005年1-6月	2004年	2003年	2002年
收入	324.92	211.58	1002.56	310.37
净利润(亏损)	(292.29)	(1398.99)	(370.81)	(5.24)
累计亏损	(2219.08)	(1926.79)	(527.81)	(157.00)
经营活动	(539.93)	(358.47)	(175.02)	6,027
净现金(流出)				

资料来源:公司定期公开报告

中国药品市场处于高速增长过程中,中国将成为世界上最大的药品市场,这将给中国制药企业带来巨大的商机和盈利前景。(2)利用美国的资本,按照美国FDA制订的GMP标准及中国GMP标准重新改造STWP,依托高标准和高技术快速扩大在中国的药品生产和销售,成为中国领先的制药企业。(3)以中国的生产和销售为基础,逐步建立全球化的销售渠道。

次发行系列A优先股275万股,每股优先股可转换成1股普通股,转股价格为2.00美元;发行认股权证275万份,每份认股权证可购买1股普通股,购买价格为3.00美元,期限为5年。在2003年9月19日,公司在OTCBB市场的报价为4.93美元,这使发行的认股权证具有较高的价值。募集资金主要用于沈阳天威威克制药有限公司的重建和补充流动资金,以实现业务战略的第一步,即

以美国资本在中国建造一个高标准、高技术的生产和销售基地，重建后的STWP是中国第一家固体制剂按美国FDA及中国GMP标准建设的企业。

2003年12月30日，AXM公司再向美国两家合格投资者私募发行优先股和认股权证募集资金193.5万美元，扣除发行费用实际募集资金174万美元。

美国证券交易所上市与构建更加完善的融资平台

在2003年6月至2004年4月期间，AXM公司股价维持在每股4美元~7美元之间波动，股票市值在5200万美元~9100万美元之间，2003年末股东权益为758万美元，成交日趋活跃。公司已达到在美国证券交易所上市的要求。为了提升公司的融资和交易平台，AXM公司提出申请将公司股票交易从OTCBB市场转到美国证券交易所交易。2004年4月27日，AXM公司股票成功转入美国证券交易所交易上市和交易，这为公司融资和交易创造了更加有利的环境。

2004年，AXM公司融资渠道得到全面的改善，当年优先股融资450.86万美元，行使认股权证融资327.22万元，总计对外融资778.08万美元。此外，更为重要的是公司首次打通了银行贷款融资渠道，实现短期银行贷款100.16万美元，这使2004年总计融资规模达到878.25万美元。股票融资与银行债务的组合融资方式使AXM公司的资本结构更趋合理。

2005年4月20日，AXM公司向合格投资者发行可换股担保票据和认股权证私募融资342.5万美元，扣除发行费用后实际募集306.75万美元。2005年8月9日，公司发行特别认股权证，融资212.74万美元。2005年1~6月，AXM公司累计融资530.55万美元，其中优先股融资309.40万美元，银行债务融资227.15万美元。

从上述融资规模与融资方式来看，AXM公司通过OTCBB买壳上市

来构建融资平台的目的基本实现，截至2005年6月30日，在两年半里累计实现对外融资1897.66万美元，其中证券私募融资1570.34万美元，银行债务融资327.32万美元，融资组合趋于完善。

AXM公司成功构建上市融资平台的另一突出特点是：公司是在持续亏损的背景下完成多次私募融资的。自公司成立5年以来，累计亏损额高达2219万美元，并且是每年亏损，经营活动现金净流量表现为逐年大幅度增长的净现金流出。这样一份财务业绩在国内证券市场是根本无法获得资金的，但在美国证券市场却能持续得到资金的支持，这一方面体现出美国证券市场对创业初期企业的巨大优势，即对有发展前景但暂时亏损的企业提供持续的资本支持，同时也体现了AXM公司高超的资本运作能力。

以股票及认股权证支付各种服务费用

中国企业美国买壳上市最大的风险就是缺乏上市后的支持和融资，上市后的支持主要指公司得到美国投资者的认同，如果得不到投资者的认同与关注，公司股票成交清淡，股价低迷，那么后续融资就很难进行，买壳上市也就失去了意义。AXM公司之所以能成功地进行一系列的持续私募融资，关键就是与美国众多的证券投资机构、证券经纪人、证券分析师和券商建立起紧密的联系，通过这些美国相关的证券投资机构的研究报告、持有公司股票等形式使公司得到了投资者的认可与关注，公司股票成交日渐活跃，股价大幅度上涨，从而使公司能顺利地实现持续的融资。

在反向买壳上市过程中以及上市后，AXM公司评聘了美国许多证券投资银行与证券咨询公司作为公司的顾问和股票私募承销商，顾问费用和证券承销费用大都以股票和认股权证形式支付。这种支付形式具有三大好处：

一是使公司有能力聘请美国的证券投资机构来为公司提供服务，在美国，这类费用一般都是很高的；二是减少现金流出；三是建立有投资吸引力的股东结构，截至2005年4月31日，有10大机构投资者和7家共同基金持有公司股票，许多美国机构投资者作为公司股东对公司股价具有强有力的支持作用。

为支付各种服务费用，AXM公司每年发行数量不等的股票和认股权证。在2003年和2004年，AXM公司总计发行161.10万股普通股和88.17万份认股权证，以支付金额为352.21万美元（2003年）和562.05万美元（2004年）的各种与资本运作相关的服务费用。例如，AXM公司在2003年4月30日和9月18日，先后发行了15万股（发行时AXM公司股价为每股1.8美元）和40万股（发行时股价为每股5美元）限制性普通股（restricted common stock）给美国Madden Consulting, Inc.公司，以支付该咨询公司的就并购与私募等方面的咨询费用27万美元和200万美元。正是以股票和认股权证的支付方式使AXM公司能支付高额的咨询费用聘请美国的这些投资与咨询机构为公司股票交易和后续的持续融资提供有效的服务。

结论

上述分析表明，在持续亏损和主业收入没有实现高速增长的情况下，AXM公司成功实现多次股票和认股权证融资的关键因素有三：首先，成功地向投资者讲述了一个基于“中国概念”的未来盈利高增长的制药业务发展战略规划；其次，成功的股票运作与股价上涨的财富效应有效地创造了投资需求，成为公司多次成功私募的关键；第三，股票和认股权证支付模式使公司获得了美国多家投资银行和证券咨询公司提供的高质量资本运作与融资服务。这些经验值得国内有意境外买壳上市融资企业的借鉴。IFM