

国投安信重组是否构成借壳上市

案例简介:国投安信的前身中纺投资发展股份有限公司成立于1997年,并于同年5月在上海证券交易所上市,上市时控股股东为中国纺织物资总公司,实际控制人为国务院国资委。物资总公司原为国务院国资委下属一级集团公司,2007年11月被国务院国资委整体划转至国家开发投资公司,成为二级公司。2014年11月,中纺投资披露重大资产重组方案,拟以非公开发行股份的方式购买国投公司等14名交易对方合计持有的安信证券股份有限公司100%的股份,同时募集配套资金。

一、交易背景

国投安信的前身中纺投资发展股份有限公司(以下简称中纺投资)成立于1997年,主要从事纺织原材料的生产和销售,主营业务包括化纤及新材料业务、国际国内贸易业务、羊绒制品业务和物流服务业务。上市时控股股东为中国纺织物资总公司(以下简称物资总公司),实际控制人为国务院国资委。

物资总公司原为国务院国资委下属一级集团

公司,2007年11月,物资总公司被国务院国资委整体划转至国家开发投资公司(以下简称国投公司),成为二级公司。2009年5月,上市公司公告披露,经国投公司批准,国家工商行政管理总局核准,物资总公司更名为“中国国投国际贸易有限公司”(以下简称国投贸易)。

近年来,受国内外宏观经济形势的影响,再加上纺织化纤行业市场低迷,市场竞争激烈,生产要素成本受政策影响有所波动,不利的外部环境给纺织企业的生产经营带来重重困难,导致公司经营面临较大压力,盈利能力有待加强。中纺投资2012年净利润仅为509万元,较2011年下降近七成,扣除非经常性损益后更是亏损432万元,2013年、2014年净利润维持在630万元左右。为此,中纺投资亟须通过转型升级以发掘新的利润增长点。

2014年7月,国务院国资委宣布在中央企业启动4项改革的试点,尤其是国有资本投资公司试点和混合所有制经济试点。国家开发投资公司决定开展国有资本投资公司试点,通过内部资产整合,提高中纺投资的公司质量。同年11月,中纺投资正式披露本次交易方案。

二、交易各方情况

本次重大资产重组前,本次交易标的安信证券和上市公司的情况如下。

(一)收购标的——安信证券

安信证券系由投保基金、深投控股共同出资发起设立的股份有限公司,于2006年8月22日正式成立,设立时注册资本15.10亿元。经数次增资和股权转让,截至2014年5月,安信证券出资额总计319,999.3145万元,其中国投公司持股比例为58.01%,投保基金持股比例为25.88%,远致投资等其他投资者合计持有剩余16.11%的股份。

安信证券主营业务为金融证券服务,多年来安信证券业务发展良好。截至2012年12月31日、2013年12月31日和2014年6月30日,资产总额分别为302亿元、387亿元和481亿元,净资产约100亿元;

2012年、2013年和2014年上半年分别实现营业收入23.3亿元、31.4亿元和18.3亿元,分别实现归属于母公司股东的净利润3.3亿元、5.2亿元和4.3亿元。

(二)收购方——中纺投资

中纺投资的控股股东为国投贸易,国投贸易直接持有中纺投资154,423,617股股份,持股比例为35.99%,通过子公司CTRC.A持有14,813,285股股份,持股比例为3.45%,合计持股比例为39.44%。

国投贸易的前身物资总公司原为国务院国资委下属一级集团公司,2007年11月,物资总公司被国务院国资委整体划转至国投公司,成为二级公司。2009年5月,物资总公司更名为“中国国投国际贸易有限公司”。国投公司持有国投贸易100%的股份,国务院国资委为国投公司的唯一股东。

中纺投资的主营业务为化纤及新材料业务、国际国内贸易业务、羊绒制品业务和物流服务业务。截至2012年12月31日、2013年12月31日及2014年6月30日,中纺投资资产总额分别为17.28亿元、20.47亿元和21.82亿元,归属于上市公司股东的资产净额分别为5.90亿元、5.96亿元和5.99亿元,2012年、2013年和2014年上半年分别实现营业收入32.53亿元、43.56亿元和19.81亿元,实现归属于上市公司股东净利润509.75万元、635.66万元和260.70万元。

三、交易概述

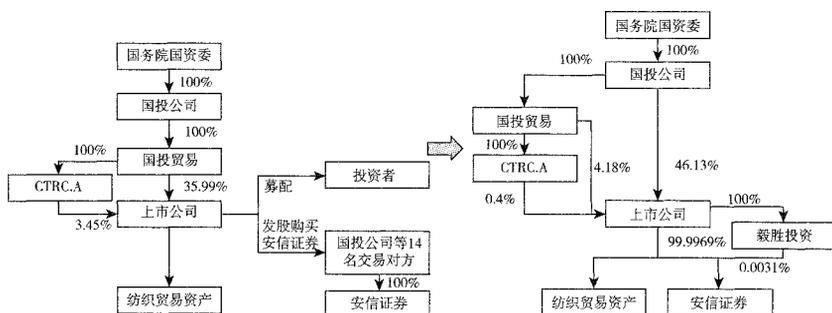
本次重组,中纺投资拟以非公开发行股份的方式购买国家开发投资公司等14名交易对方合计持有的安信证券股份有限公司100%的股份,交易作价182.72亿元,同时募集配套资金60.91亿元。

资产重组前,国投贸易持有中纺投资35.99%股权。截至2013年年底,中纺投资股本总额429,082,940股,资产总额20.47亿元,归属于母公司股东的净资产5.96亿元,2013年实现营业收入43.56亿元,归属于母公司股东的净利润为635.66万元。近年来,受市场低迷、需求量减少的影响,中纺投资纤维、羊绒制品等业务营收降低,盈利水平

下降。虽然中纺投资积极谋求转型,新材料业务收入的增长较快,国际国内贸易业务不断开拓发展,但由于处于转型初期,中纺投资经营效益及盈利能力仍然较弱(2011~2013年三年平均每股收益仅为0.02元)。

本次重组,上市公司以6.22元/股的价格发行2,937,614,279股份购买国投公司等14名交易对方合计持有的安信证券100%的股份,交易作价1,827,196.09万元;并通过询价方式向7名投资者共计募集配套资金609,065.36万元。本次交易完成后,安信证券成为上市公司的子公司。

本次交易的结构如下图所示:



交易结构图

四、疑难问题

本次重组,中纺投资向国投公司等14名交易对方发行股份购买安信证券100%股权,同时募集配套资金。对于本次交易是否构成借壳上市,市场当时存有一定争议。争议焦点在于,上市公司控制权是否发生变化。鉴于《重组办法》规定,金融创投企业借壳上市另行规定。在另行规定前,金融创投企业不得借壳上市。而安信证券属于金融企业,因此是否构成借壳上市,将直接关系本次交易成败。

一种观点认为,物资总公司原为国务院国资委下属一级集团公司,2007年11月被国务院国资委整体划转至国投公司,成为二级公司。因此,2007年上市公司控制权发生变化,由物资总公司变更为国投公司。按照“累计首次原则”,本次国投公司向上市公司注入资产,超过

上市公司控制权变更前一个会计年度 2006 年资产总额的 100%,应构成借壳上市。

另一种观点认为,本次交易方案不构成借壳上市。其理由是,上市公司的实际控制人自上市以来一直为国务院国资委,本次重组前后上市公司实际控制人未发生改变。因此,本次重组不构成借壳上市。

公司公告显示,本次交易不构成借壳上市,理由是实际控制人一直为国务院国资委,控制权未发生变更。本次交易最终获得监管部门批准。

五、案例点评

本案例中的关键问题,为国有控股上市公司控制权变更的认定。在借壳上市中,控制权是否变更可能直接决定交易方案是否构成借壳上市。拟置入资产不符合 IPO 条件而构成借壳上市,意味着交易无法进行。但现行规定并没有关于上市公司重大资产重组中国有股东控制权变更的认定标准,下文拟通过相关规则和具体案例讨论重组上市中,国有控股上市公司控制权变更的具体认定标准。

鉴于《重组办法》(2016 年修订)第 13 条明确,控制权按照《上市公司收购管理办法》第 84 条的规定进行认定,首先来看要约收购豁免中国有控股上市公司控制权变更的认定。监管部门于 2012 年 8 月 7 日明确,上市公司国有股转让中,收购人与出让人属于同一出资人出资且控制的,属于《收购办法》第 62 条第 1 款第 1 项所规定的“股权转让完成后上市公司的实际控制人未发生变化”。同一出资人系指同属于国务院国资委或同属于同一省、自治区、直辖市人民政府。上市公司国有股在不同省、自治区、直辖市的国有企业之间,国务院国资委和地方国有企业之间进行的转让,视为实际控制人发生变化。

其次,由于借壳上市与 IPO 等同审查,IPO 中国有控股上市公司控制权变更的认定具有一定借鉴意义。《证券期货法律适用意见第 1 号》第 5 条规定,因国有资产监督管理需要,国务院或者省级人民政府国有资产监督管理机构无偿划转直属国有控股企业的国有股权或者对该等企业进行重组等导致发行人控股股东发生变更的,如果符合以下

情形,可视为公司控制权没有发生变更:(1)有关国有股权无偿划转或者重组等属于国有资产监督管理的整体性调整,经国务院国有资产监督管理机构或者省级人民政府按照相关程序决策通过,且发行人能够提供有关决策或者批复文件;(2)发行人与原控股股东不存在同业竞争或者大量的关联交易,不存在故意规避《首发办法》规定的其他发行条件的情形;(3)有关国有股权无偿划转或者重组等对发行人的经营管理层、主营业务和独立性没有重大不利影响。按照国有资产监督管理的整体性调整,国务院国有资产监督管理机构直属国有企业与地方国有企业之间无偿划转国有股权或者重组等导致发行人控股股东发生变更的,比照执行,但是应当经国务院国有资产监督管理机构批准并提交相关批复文件。不属于前两种规定情形的国有股权无偿划转或者重组等导致发行人控股股东发生变更的,视为公司控制权发生变更。

对比上述两项规则,要约豁免中的国有控股上市公司控制权变更的认定标准更简明,只需满足主体层级和控制关系两个条件,对具体转让方式并无要求。而IPO中国有控股企业的控制权变更认定标准则更为复杂:首先,股权变动的原因需要符合一定的前提条件,即国有资产监督管理需要;其次,股权变动的决策主体也应当是国务院或者省级人民政府国有资产监督管理机构;再次,股权变动的方式必须是无偿划转;最后,股权变动后还需要符合三项情形。这是因为要约豁免所涉及的利益面较窄,标准较易出台,而IPO(或重组上市)中判断国有控股上市公司控制权是否发生变更则更加复杂。

在相关借壳上市案例中,控制权是否变更通常以国务院国资委或省级政府及国资委下属的一级集团公司来判断。一级集团公司变更的,一般视为控制权变更,如果同时符合借壳上市的其他构成要件,交易方案将属于借壳上市。该认定标准在实践中适用多年,上市公司、中介机构、投资者基本均认可该标准。不过,作为上市公司股东的国有资产管理部门具有双重性质,从而导致国有控股上市公司控制权变更的认定标准也具有双重性质。当出现《证券期货法律适用意见第1号》规定的无偿划转情形时,国有资产管理部门即代表国家行使股东权利,从而可视为公司控制权没有发生变更。据此,监管部门认同国投安信实际控制人未发生变化,本次重组不构成借壳上市。