

并购重组新规催生上市公司新玩法 “分离式”重组将大行其道

证券时报记者 周少杰

继发行改革、退市改革之后,并购重组改革接踵而至。证监会日前全面修订《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》,并向社会公开征求意见。据悉,不少上市公司正研读两个办法的意见稿。

相比发行改革、退市改革,并购重组改革对于上市公司影响范围更广。今年以来,两市共有1573起并购事件,并购重组已经成为上市公司资本运作的重要手段之一。在证券时报记者采访中,一位上市公司高管的直观感受是“现金收购免审,但发行股份收购仍需核准,审核程序上变化不大”。

不过,早有资金嗅到了新的机会。一位私募基金人士告诉记者,现金收购免审将催生“分离式”重组,即上市公司将增发融资和收购资产分开,现金收购标的资产同时增发股份募集补充因收购产生的资金缺口。

并购井喷年

并购重组正在成为上市公司的“家常便饭”。一些拟上市公司则通过借壳上市“曲线救国”,完成上市梦。

数据显示,今年以来,沪深两市涉及资产收购的事件共有1573起。其中,有608起收购事件目前已经完成所有程序。与之形成对比的是,去年全年沪深两市收购事件共有1018起。

近两年,资本市场并购事件迭起,其中一个重要原因是宏观经济环境变化,国内经济增速放缓,不少公司业务发展出现压力,给同行的上市公司提供了并购的机会。“山东威达副总经理、董秘宋战友告诉证券时报记者。该公司最近完成了并购老国企济南第一机床有限公司,从而由全球最大电动工具钻头供应商切入机床行业。

宋战友认为,尽管机床行业目前处于低迷时期,但也给了公司一个较好的收购契机,能以较为合理的价格收购连同一“济一机”品牌在内的济南第一机床全部资产。未来,机床行业回暖,相信会为公司提供较好的回报。”他说。

另一个方面,此前IPO长时间关闸,也给一些急需资金发展壮大的拟上市公司增加了不少压力。同时,IPO排队队长龙令这些公司感到担忧。近期,不少原本准备在深交所上市的公司更改上市地,其中一个原因是上交所排队企业较少。

合力泰借壳联合化工(即*ST合泰前身)就是典型代表。联合化工原董事长王宜明告诉证券时报记者,此前联合化工由于连续两年亏损,眼看2014年扭亏(指重组前的联合化工)无望,四处寻找重组资源,巧合的是江西合力泰正准备IPO,但证监会迟迟未重启IPO,也在寻找壳资源,于是在保荐机构的牵线搭桥下,双方达成重组意愿,并最终促成这桩联姻。

通过并购重组,上市公司可以快速发展壮大,实现弯道超车。”新北洋副总经理、董秘宋森表示,上市公司进行并购重组,不仅仅收购标的资产的设备、厂房等有形资产和专利、商标等无形资产,更重要的是将标的管理团队纳入到公司。这些头脑才是最宝贵的资产,可以让上市公司少奋斗几年。”宋森说。

如果说去年是A股并购元年,那么今年就是并购井喷年。”山东省金融工作办公室证券与资本市场处处长张伟告诉记者,截至今年一季度,山东省并购重组事件就有20余起。

分离式重组

在上市公司并购重组事件日渐频繁的背景下,证监会对并购重组办法进行全面修订,势必影响A股市场并购重组生态。

两个办法征求意见稿发布后,不少上市公司高管向证券时报记者表示,正在认真研读。翠微股份董秘姜荣生告诉证券时报记者:直观地看,两个办法放开了审批,以后现金收购都可以免审,对于资金实力雄厚的公司来说,



最新披露日	交易标的	交易买方	交易卖方	交易总价值(亿元)
2014-07-03	当代商城 100%股权;甘家口大厦 100%股权	翠微股份(603123.SH)	海淀国资	24.68
2014-03-10	雅润文化 100%股权	省广股份(002400.SZ)	海通开元;福建丰泽创业投资;高特佳精选成长基金;上虞大通投资有限公司;首诚邦达投资;天津信达股权投资;上海长益投资;南通杉杉投资;长江资本;嘉诚资本;康原股权投资	5.70
2014-06-28	网印巨量 100%股权	天仪仪表(000710.SZ)	无锡恒泰九鼎基金;同丰光华	4.00
2014-01-11	国际电力 12家子公司各 45%股权	通宝能源(600780.SH)	山西电力集团;星湖煤焦	108.41
2014-05-10	国都互联 100%股权	吴通通讯(300292.SZ)	---	5.50
2014-01-03	黔锡矿业 100%股权	武昌鱼(600275.SH)	京通海;神宝华通;世欣鼎成基金;华普投资;皖投矿业	21.07
2014-03-10	晨光稀土 100%股份	银润投资(000526.SZ)	赣州度盛基金;沃丰新材料投资;宏腾投资;伟创富通;赣州红石基金	13.13

最新披露日	交易标的	交易买方	交易卖方	交易进度	交易总价值(亿元)	标的方所属行业
2014-07-01	绿地集团 100%股权	金丰投资(600606.SH)	天宸股份(600620.SH);上海国投协力基金;上海城投;宁波汇盛聚智基金;格林兰投资;上海地产集团;上海鼎晖嘉熙基金;上海中星;珠海普罗基金;平安创新资本	股东大会通过	667.32	房地产开发
2014-05-06	包钢集团相关资产	包钢股份(600010.SH)	包钢集团	证监会受理	290.10	---
2014-07-03	北京信威 95.61%股权	中创信测(600485.SH)	欣奕恒投资;天兆欣基金;卓创金银基金;聚益科;大正元致勤投资;大正元致信;恒益经贸;华赛大有;天津火石创投基金;恒通投资;上海正赛联基金;山东高新投;鑫和泰达;恒信富通;大正元致远投资;赛伯乐;乐赛新能源基金;大唐控股;宁波厚泽;赛伯乐创业投资	发审委通过	224.87	通信设备
2014-03-24	CIR50%股权;Mansarovar50%股权和股东贷款;Taihu 49%的股权及特别分红权;	中国石化(SNP.N, 0386.HK, SNPMF.OO, 600028.SH, SNP.L)	Tiptop Energy (BVI) Corporation; Sinopec Overseas Oil & Gas Limited	完成	188.12	石油天然气勘探与生产
2014-04-25	首钢迁钢公司的全部相关资产	首钢股份(000959.SZ)	首钢集团	完成	162.88	钢铁
2014-05-19	沈飞集团 100%股权;成飞集团 100%股权;洪都科技 100%股权	成飞集成(002190.SZ)	中航工业;中国华融;洪都航空集团	董事会预案	158.47	机械、航空航天与国防、航空
2014-03-15	海澜之家 100%股权	海澜之家(600398.SH)	海澜国贸;华东投资;晟汇国贸;万成亚太;荣基国际;国星集团;海澜集团	完成	130.00	服装零售
2014-04-16	民族证券 100%股权	方正证券(601901.SH)	政策控股;兵工财务;新兴产业投资;乐山国资;东方集团(600811.SH)	董事会预案	129.84	投资银行业与经纪业
2014-05-28	重庆鲁能 34.50%股权;海南三亚湾 100%股权等	广宇发展(000537.SZ)	鲁能置业;世纪恒美;鲁能集团	股东大会通过	125.23	房地产开发
2014-03-28	中信和业待售物业	中信银行(0998.HK, 601998.SH)	中信和业	达成转让意向	104.07	---

数据来源:上市公司公告 周少杰/制表

收购将变得十分便捷。”

不过,此次并购重组改革修订提出的取消对上市公司重大购买、出售、置换资产行为审批”并不包括发行股份购买资产核准行政许可。根据《证券法》,上市公司发行新股用于并购重组的,因涉及股份发行行为,不论是否达到重大标准,仍须核准。

就目前来看,绝大多数上市公司仍偏好发行股份购买资产,以现金全额收购其他公司的案例占比不高。数据显示,今年以来,现金收购资产的数据事件共有392起,仅占全部并购事件的四分之一。

另一方面,在上市公司现金收购资产的案例中,多数公司采取小额现金收购方式。由于收购标的资产占上市公司总资产比例较小,并没有形成重大资产重组,因而本身也无需经过证监会审核。数据显示,上述392起现金收购资产的并购事件中,收购总额低于1亿元的就有199起。

除非上市公司资金实力十分雄厚,很少上市公司能做到全额现金收购。不过,海外并购可能可以做到。”一位上市公司董秘告诉记者,由于国内现行的金融政策不允许境外自然人或普通法人持有A股,不少上市公司进行海外并购往往不能向交易对方发行股份,现金收购成为唯一的支付方式。虽然可能证监会免审了,但海外并购仍需商务部审核。”

此前,中金岭南私有化澳大利亚上市公司佩利雅就是以澳元现金支付的。随后不久,中金岭南在国内A股定向增

发募集资金,用于偿还全面收购澳大利亚佩利雅有限公司专项银行贷款。

先现金收购,然后再增发募资,在并购重组新规下将可能大行其道。”一位私募基金投资经理表示,一旦新规施行,在现金收购免审的条件下,将诞生分离式重组的新模式,即上市公司以现金收购资产,同时在二级市场上发行股份募集资金补充运营资金。这样一来,上市公司既可以快捷完成并购事项,同时收购标的资产又不用经过证监会审核。”

事实上,分离式重组案例早就被上市公司采用。康恩贝今年4月份同时发布收购资产公告和定向增发公告,表面上两事项不关联,但实际上将原来发行股份收购资产分两步完成。康恩贝以自有资金、银行贷款及部分变更2010年非公开发行募集资金用途等多种方式筹措收购资金,收购朱麟持有的贵州拜特51%股权。同时,公司推出增发预案,向包括朱麟在内的投资者增发股份募集21亿元,全部用于补充公司运营资金。

也有业内人士指出,新规出台之后,在此前并购事项被证监会否决的上市公司有可能重新修改项目后通过免审通道再次重组。证券时报记者采访部分今年并购事项被否的上市公司,多数公司表示观望态度。

翠微股份此前的发行股份购买资产方案未通过证监会并购重组委审核。该公司董秘姜荣生表示,目前在等待证监会正式批文,未来将按照正常程序推进有关工作。

定价市场化

此次并购重组改革涉及定价机制等多个方面。

一位券商投行人士告诉记者,除了审批方式,此次改革还拓宽了发行股份定价方式,并且可以根据市场情况进行调整,这一影响更加深远。

据了解,在此之前,上市公司发行股份定价主要依据董事会决议公告日前20个交易日股票交易均价,上市公司一旦拿到证监会批文,就锁定增发底价不高于此均价。这一规定初衷是防止上市公司原股东权益被过分摊薄,但在市场极端的情况下,容易造成上市公司定增无法成行,造成并购资产违约,给上市公司带来更大的损失。

在2011年的单边市行情中,拓邦股份就曾发生类似的案例。此前,该公司拟以19.41元/股的增发底价募资约3亿元,用于收购并增资深圳煜城鑫源源科技有限公司。然而,当公司于2011年3月份拿到批文后,股市行情急剧下滑,公司股价一度低于8元/股,以至于公司最后只能眼睁睁看着批文到期而无缘这家主营锂电池的公司。

在此次修订中,两个办法拓宽定价区间,并运行适当折扣,定价区间从董事会决议日前20个交易日均价拓宽为,前20个交易日、60个交易日或120个交易日的股票交易均价中任选其一,允许打九折。引入可以根据股票市价重大变化调整发行价的机制,要求首次董事会决议第一时间披露,给投资者明确预期。

记者观察 | Observation |

并购重组 简政放权恰逢其时

证券时报记者 余胜良

日前公布的《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见稿在资本市场引起强烈反响,亮点众多。在记者看来,一方面有利于简政放权提高效率,另一方面加强了对借壳的监管,此种做法值得称道。

很多上市公司进入资本市场不仅是为了融资,还希望借助资本市场力量快速做大做强。如此一来,靠原始积累显然太慢,借助增发进行重组快速又有效率。但是,长期以来中国资本市场的这个功能被弱化,主要原因就是监管审批太多。

今年两会上,记者采访了多位上市公司董事长,希望了解他们对资本市场有什么期望,他们不约而同讲到监管太多太死。启明星辰董事长严望佳认为,公司借助资本市场进行收购,这体现了上市的好处,但是收购前后花了三年时间,用时过长。她很羡慕国外IT公司一年可以发起几十宗收购,而在国内市场,这基本不可能。她希望国内资本市场做出调整,以支持IT企业并购需求。科大讯飞董事长刘庆峰则认为,定向增发的审核没必要那么严格,增发对象自己会控制风险,“能交给市场的就交给市场”。

此次证监会简政放权,在兼并重组中用事后追责的方式进行监管,无疑将大大加快重组步伐,让有能力的上市公司加快步伐,也有利于整个国家产业结构调整。

与此同时,证监会在借壳上市方面,将会依然严格——甚至比以前还

要严格,标准与IPO等同。

海外市场对借壳也同样严格,以前在香港市场借壳相当容易,但2004年3月,香港交易所新修订的《上市规则》正式生效,其中对借壳上市(反收购行动)规定:买方在成为拥有超过30%普通股的股东后的24个月内,累计注入资产的任一指标高于壳公司的收益、市值、资产、盈利、股本等五个测试指标中任何一条的100%,则该交易构成非常重大交易,注入的资产将通过等重新上市公司的审批程序(须提供资产的3年业绩记录,符合港交所的3年盈利要求等)。

在这个规定中,借壳资产要按照IPO标准进行审核,除非是在买方成为持有30%股东2年后。这无疑增加了买壳卖壳的成本。

美国证券交易委员会(SEC)在2011年11月9日决定对借壳公司采取更严格的新监管规定。SEC执法部门主管RobertKhuzami认为,“空壳公司对股票造市者和注入倾销骗局的操作者来说就好像枪支对于抢劫者,是他们非法行为的重要工具。”

空壳公司可能成为操纵工具,而一些并购重组则可能有利于产业发展,这二者之间虽然看起来相似,但有明显界限。

记者采访过一位并购专家,他认为,上市公司进行相关多元化的收购时,应该放松管制,因为这是相关产业进行整合,而一旦上市公司收购跟非主业有关的资产,则应该严格监管,这表明上市公司冒险踏入一个陌生领域,或者在玩弄概念。

海外成熟市场 并购重组监管理念

证券时报记者 邝龙

中国证监会11日就修订《上市公司重大资产重组管理办法》、《上市公司收购管理办法》向社会公开征求意见,开放了更多审批权限。

事实上,查阅美国、香港等成熟市场,并购重组的监管一直都处于较为松弛的状态,对于借壳的审批则较为严格。

股东表决兼并

拥有三大证券交易所的美国,目前实施自愿要约收购的政策。上市公司的并购、重组等交易主要在美国证券交易委员会SEC的监管之下。在当前SEC部门中,公司财务部并购处、首席会计师办公室、首席律师办公室、经济分析办公室以及外派机构办公室等部门,均会就并购事项进行日常监管。

在美国,监管的法律依据包括联邦证券法、经济法类案以及地方法案。这些法案对上市公司的并购过程作了规定,该法确立了并购的基本程序和过程,并对并购的参与者在并购中的欺诈和误导性的信息披露作出惩罚性规定。

相对于上述较为宏观的监管要求,美国三大交易所则有更为细致的要求。如纽约证券交易所列出了股东表决兼并的各种要求。在增发普通股或者可以转换成普通股的证券前,如果这两种证券占发行前普通股或者将会有不少于20%的表决权,或者增发的普通股数量大于发行前优先股数量的20%,就要取得股东的赞成。

与美国较为不同的是,目前包括英国、新加坡等大部分国家均实行全面要约义务,相关的收购、合并

及相关交易的监管由专门成立的并购委员会来负责,其中香港就是其中之一。

香港仍需审核

香港联交所上市公司及并购各参与方,在进行并购重组事宜时必须遵守由香港证监会颁布的《公司收购、合并及股份回购守则》,一般情况下,上市公司需要委任财务顾问并组织中介机构共同参与并购活动,中介机构主要由财务顾问、法律顾问、会计师及资产评估师组成。

收购方与中介机构一同向香港证监会及联交所报送并购相关资料,香港证监会设有收购及合并委员会,对报送资料进行审核。审核通过后双方即可签署并购合同,并着手办理相关股权的登记或资产权属的过户。

借壳审批严格

不过,由于并购重组条件过于宽松,SEC及香港证监会均针对越来越多的“借壳事件”,出台新的规则。SEC规定,借壳重组的标的公司必须在美国境外市场或其他受监管的美国或外国交易所至少挂牌交易一年,才能在美国上市。这些公司必须按要求提交所有报告,包括经审计的财务报表等。此外,标的公司还必须在美国上市前60个交易日里有30个交易日符合最低股价要求。

港交所和香港证监会方面,若上市发行人通过交易实现将收购资产上市的意图,并规避新申请人规定的行为定义为反收购行动,将对拟进行此反收购行动的上市发行人当作新上市申请人处理。