

干货分享 | 12 个并购重组 实战笔记

作者：裴礼镜

一、东方航空吸收合并上海航空

东航、上航两个难兄难弟实在有太多的相似点了，在 2008 年的金融危机的寒流中都分别披星戴帽，而这两家公司的业务均立足上海，放眼全国，业务上存在颇多重叠之处，重组是个双赢的选择。

但实际中，由于东航属于国务院国资委下属企业，上航属于上海国资委下属企业，这两个属于不同娘家的国有企业最后能够走上重组之路，这与上海对局部利益的放弃和打造一个国际航运中心的迫切需求是分不开的。

（一）交易结构

1、东航发行股份吸并上航，上航注销法人资格，所有资产和负债人员业务均并入东航设立的全资子公司上海航空有限公司中。

2、双方的换股价格均按照停牌前 20 个交易日均价确定，对接受换股的上海航空股东给予 25% 的风险溢价作为风险补偿。

3、方案赋予东航和上航的异议股东由国家开发投资公司提供的现金选择权，包括 H 股和 A 股股东，异议股东可以按照换股价格行使现金选择权，无风险补偿。行使现金选择权的股东要求：

①在股东大会上投反对票；

②持续持有股票至收购请求权、现金选择权实施日。

4、由于国务院国资委等领导要求东航需要非公发行融资，方案采取换股吸收合并和 A+H 非公开发行两个项目并行操作，且相互独立，不互为条件，达到“一次停牌、同时锁价”的目标

（二）实战心得

1、上航被吸收合并的资产东航由东航通过其设立全资子公司上航有限来接收原上海航空主业资产及债权债务，并重新领域新的行政许可证照。上海有限为东航的全资子公司，这我就不理解了，为何不干脆直接采取控股合并上航的方式，反而绕了一圈却需要重新办理几乎所有的经营许可证照？

难道是吸收合并有强制换股的味道但控股合并可能不能干干净净的换股，可能个别股东因这那原因不会办理换股手续？这可能也是某一个全面要约案例中的原因，在那个案例中，有部分股东就是没有接受控股股东发出的要约收购，控股股东在要约收购取得 90% 左右的股权后没有办法，只能将公司注销后重新设立一个公司将相关资产装进去。

2、在日常业务中，有几个优先权需要充分注意，以免造成不必要的差错，股东优先购买权，承租方优先购买权等。

3、2009 年 11 月 4 日，发审委审核通过了非公开发行不超过 13.5 亿股 A 股股票事宜，2009 年 11 月 30 日，重组委审核通过关于吸收合并事宜。这两次审核独立分开办理。这里有一个问题被有意无意回避了，东航发行股票吸并上航，发行股

份的数量已逾十人，构成公开发行 A 股，这种情形下是否仅由重组委审核而无需发审委审核即可发行？

二、友谊股份发行股份购买资产及换股吸收合并百联股份

友谊股份和百联股份均为上海国资委下属从事百货超商类业务上市公司，友谊股份由友谊复星和百联集团分别持有 20.95%和 6.31%的股份，同时发行有 B 股。百联股份由百联集团持有 44.01%的股份。这两家公司在百货业务上存在一定的同业竞争。

（一）交易结构

- 1、友谊股份发行股份购买八佰伴 36%股权和投资公司 100%股权
- 2、友谊股份换股吸并百联股份
- 3、由海通证券向友谊股份异议股东提供收购请求权，向百联股份异议股东提供现金选择权
- 4、1 和 2 的股份定价根据董事会决议公告日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价经除息调整后确定
- 5、1、2 为资产重组不可分割的一部分。

（二）实战心得

- 1、友谊股份同时发行 B 股，同样 B 股股东也涉及现金选择权问题，由于政策的限制，持有 B 股的只能是非居民，境内机构不能持有 B 股，由海通证券的境外子公司向友谊股份 B 股异议股东提供现金选择权。
- 2、原百联集团拟作为现金选择权的提供方，但由于本来百联集团的持股比例已经比较高，应该已经过 30%了，如果再因提供现金选择权导致更高的持股比例，而现金选择权的提供导致增持的股份能否豁免要约，《收购管理办法》尚无明确的规定，因此改由海通证券单独提供现金选择权，避免审核上的障碍。
- 3、友谊股份发行股份吸收合并与东方航空类似，同样由重组委审核通过。

三、上海医药换股吸收合并、发行股份购买资产

这个案例个人认为在目前上市公司并购重组案例中最复杂也是技术含量最高的一个案例，该案例同时涉及到 H 股上市的上实控股，被吸并方股东通过现金选择权的行使退出上市公司确实为一个很好的创新。

（一）交易结构

- 1、上海医药以换股方式吸收合并上实医药和中西药业，换股价格按照本次重组董事会决议公告日前 20 个交易日的交易均价确定。
- 2、上海医药向上药集团发行股份，上药集团将其与医药相关的主要经营性资产注入上海医药。
- 3、上海医药向上海上实发行股份募集资金 20.00 亿元，并以该等资金向上实控股购买医药资产。上实控股医药资产的评估值即为 20.00 亿元

4、在上述吸收合并交易环节中，赋予了上海医药异议股东收购请求权、上实医药和中西药业的全体股东现金选择权，现金选择权由上海国盛（集团）有限公司和申能（集团）有限公司提供。

5、上实医药的控股股东上实控股（HK）通过行使现金选择权退出医药业务，现金选择权的提供方上海国盛（集团）有限公司和申能（集团）有限公司作为战略投资者受让上实控股持有的全部上实医药的股权，股权价值 30.60 亿元。

（二）实战心得

1、干脆上实控股直接协议转让给国盛和申能即可啊，搞神马滑头行使现金选择权？但是现金选择权的行权对象有限制吗？像你这控股股东都行使现金选择权，让人觉得有点无厘头。不过方案设计者确实挺有意思的，这么操作确实独到啊，省却挂牌，省却评估，一气呵成，这么大块肥肉，想吃的估计不少。

2、根据《重大资产重组管理办法》第四十二条规定：“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。”

第二条规定：“上市公司按照经中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）核准的发行证券文件披露的募集资金用途，使用募集资金购买资产、对外投资的行为，不适用本办法。”

本例中，上海医药向特定对象发行股份募集资金，并以该等资金向其同一控制下关联方购买资产，从字面上看是不符合法律的规定，因为四十二条明确规定向该特定对象购买资产。但实际上，上海医药的本次资产重组仅仅由重组委审核通过，未经过发审委审核程序。

3、从前几个均涉及吸收合并已存的上市公司的案例来看，这些重组方案均仅由重组委审核通过即可，不认为向公众换股为公开发行股份的行为，也就是说，《重组办法》中的发行股份购买资产中的发行股份并无数量上的要求或限制，可以公开也可以非公开发行。

四、金隅股份首次公开发行 A 股暨换股吸收合并太行水泥

金隅股份为 H 股上市公司，拟回归 A 股公开发行股票，由于旗下的水泥业务与太行水泥形成同业竞争关系，因此，公开发行 A 股，如何解决这个同业竞争问题成为一个无法回避的问题。

太行水泥由太行华信持股 30%，而太行华信股东分别为金隅股份（33%）、金隅集团（66%），其中金隅集团 66%的股份委托金隅股份管理。

整个重组方案就此展开。

（一）方案选择

为解决同业竞争问题，公司可选择的整合方案主要有三种：

方案一：将金隅股份旗下全部水泥资产注入太行水泥，这不仅符合资本市场预期，而且操作简单，对公司来说是最为简单直接的方案。

方案二：金隅股份发行 A 股，同时换股吸收合并太行水泥，该方案属于资本市场创新方案，操作较为复杂，但通过合理设计换股方案，可以充分保护太行水泥中小股东利益、兼顾金隅股份 H 股股东利益，符合监管机构关于整体上市和促进水泥企业兼并重组的政策导向，因此公司也有信心获得监管机构的认可和支持。

方案三：金隅股份出售太行水泥的“壳资源”，同时置换回太行水泥的水泥资产。这种方案如果在条件成熟的情况下，金隅股份通过股份回购或者出售太行水泥控制权的方式取得太行水泥的水泥资产，这种方案不失为一种可供选择的方案。

具体而言，换股吸收合并的方案具有如下优势：

1、换股吸收合并有利于完善公司治理架构，如果仅仅简单采取金隅股份采取将水泥资产注入太行水泥的方案，仍将无法根本彻底解决以上治理架构、决策机制、长远发展利益问题。而如果采用换股吸收合并的方式，则可以彻底达到解决同业竞争、完善公司治理架构等目的。

2、将水泥资产全部注入太行水泥将给金隅股份未来回归 A 股带来障碍，而换股吸收合并太行水泥有利于金隅股份的战略布局和长远发展

3、换股吸收合并方式能更好地保护太行水泥中小股东利益、更好地履行前期承诺

（二）方案实施要点

①本次所发行的 A 股除用于换股外，不募集资金。

②交易完成后，金隅股份 A 股股票在上海证券交易所挂牌上市，太行水泥股票终止上市。

③将金隅集团和金隅股份的间接持股转变为股东按比例直接持股

④金隅股份持有的太行水泥股份不参与换股，该部分股票将在交易完成后将予以注销。金隅集团持有的太行水泥股票参与换股，不行使现金选择权。

⑤在完成退市后，太行水泥的法人资格被注销，金隅股份作为存续公司，承继及承接太行水泥的所有职工、资产、负债、权利、义务、业务、责任等。

（三）现金选择权

（1）现金选择权

本次换股吸收合并由金隅集团和中国信达资产管理股份有限公司向现金选择权目标股东提供现金选择权。在现金选择权实施的股权登记日登记在册的太行水泥股东（除金隅股份和金隅集团及持有权利受限股票股东以外）可以以其所持有的太行水泥股票按照 10.65 元/股的价格全部或部分申报行使现金选择权。

为避免触发联交所上市规则要约收购条件，金隅集团在不超过 150,058,400 股范围内，无条件受让部分太行水泥股东申报行使现金选择权的股份并支付现金对价；金隅股份另一国有股东中国信达愿意增持本公司股份，因此将无条件受让其他太行水泥股东全部剩余申报行使现金选择权的股份并支付现金对价。

（2）追加选择权

由于方案设计期间恒生指数从 21,537 点一度跌至最低 18,971 点，H 股市场的疲软以及较高的换股溢价可能引发投资者对金隅股份换股价格的质疑。因此，为进

一步保护因参与换股而持有金隅股份的原太行水泥 A 股股东的利益，同时也有利于金隅股份 A 股上市后的股价稳定。

本次换股吸收合并中创新性的设置了追加选择权，由中国信达向追加选择权目标股东提供：即若金隅股份 A 股上市首日的交易均价低于金隅股份换股价格，至金隅股份 A 股在上海证券交易所上市首日收盘时止，如参加换股的投资者仍持有金隅股份 A 股，上述投资者可以行使选择权，将所持有的金隅股份 A 股按照金隅股份 A 股换股价格 9.00 元/股部分或全部转让给中国信达。

（四）关注要点

1、在换股价格上，中介机构花了很大的功夫论述 IPO 的价格确定的公允性合理性。换股价格的确定确实较为困难，因为 IPO 价格通常情况下根据市场和询价的情况即时确定的，市场的变化波谲云诡，提前太长时间就确定 IPO 价格风险很大，一个价格是一级市场，一个价格是二级市场，在这两者之间计算换股比例谈何容易。

2、追加现金选择权的设置很有创意，一级市场转为二级市场的过程中可能由于市场风险等原因存在较多变数，并且现实中确有存在跌破发行价的股票，通过设置追加现金选择权使得当时选择换股的中小投资者规避了一定的市场风险。

3、本次方案将首次公开发行及换股吸收合并相结合，需要中国证监会发行部和上市部的双重审核，同时还需履行国务院国资委、商务部和环保部的前置审批，香港联交所和上海证券交易所两地监管和信息披露也需要同步协调。

五、上海汽车发行股份购买资产实现整体上市

（一）方案的几个要点

1、保留华域汽车独立上市地位

重组项目初期，公司及财务顾问就对华域汽车是吸收合并还是保留独立上市地位的重组方式进行了反复论证和研究。

由于华域汽车独立供应汽车零部件业务经过多年发展，已具备为美、欧、日等不同体系整车配套的自主能力，“中性化、零级化、国际化”的发展路径已日渐明晰，如果采用吸收合并的方式，势必影响华域汽车的中性化发展，不利于其独立零部件业务进一步发挥规模效应，也必将影响到上汽整车业务的长远发展。

而且，采用吸收合并的方式还需向华域汽车社会公众股股东提供现金选择权，按照华域汽车 10.3 亿股的社会公众股测算，需要安排超过 100 亿的现金，这将大大增加重组方案的风险和操作难度。

经过全盘谨慎分析，公司选择了发行股份购买华域汽车 60.1% 股权并保留华域汽车独立上市地位的方案，这一方案的好处主要体现在四个方面：

一是，通过购买华域汽车 60.1% 股权，将充分发挥上海汽车与华域汽车的协同效应，增强华域汽车零级化（整车与零部件同步研发）优势，加快上汽自主品牌汽车和新能源汽车建设；

二是，保留华域汽车独立上市地位，将不影响华域汽车独立性和中性化发展战略，有利于其进一步发挥规模优势，进而促进上汽整车业务发展；

三是，重组后华域汽车将成为上海汽车的控股子公司，原先上海汽车与上汽集团及其关联方的关联交易将因此大幅减少，进一步提升公司治理水平；

四是，这一方案将不涉及华域汽车社会公众股股东的权益变化和现金选择权的安排，易于获得市场投资者的认可，方案风险较小、易于操作。

虽然根据现行监管要求，一家 A 股上市公司控股另一家 A 股上市公司的行为受到严格限制，但是考虑到汽车行业的发展特点、两家上市公司的具体情况、社会公众股东的长远利益，公司多次与上海市主管领导以及证券监管部门领导进行沟通，并获得了充分肯定和大力支持，确保这一方案得以成功获批实施。

2、合理确定华域汽车和招商银行股份转让价格

本次交易涉及上汽集团持有的华域汽车 1,552,448,271 股股份以及工业有限持有的招商银行 368,079,979 股流通股股票。根据国务院国资委《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》的相关规定，国有股东协议转让上市公司股份的价格应当以上市公司股份转让信息公告日前 30 个交易日的每日加权平均价格算术平均值为基础确定；确需折价的，其最低价格不得低于该算术平均值的 90%。因此，能否按九折计算此次华域汽车和招商银行股份的转让价格，成为确定重组方案的一项重要条件。

上汽集团持有华域汽车 11.11 亿股限售股和 4.42 亿股非限售股股票，据相关市场研究表明，限售股的不可流通折扣率约为 26%，鉴于本次转让的华域汽车股份存在 28.46% 的流通股，经加权测算后的不可流通折扣率约为 18%。本次交易完成后，上海汽车将承继上汽集团股票的限售义务，因此华域汽车股份按 90% 折扣率转让是合适合理的。

确定转让价格之后，公司第一时间将国有股权转让申报文件上报国务院国资委，并获得国务院国资委的认可，成功在二董召开之前取得国务院国资委对华域汽车及招商银行股份转让的批复。

3、本次重组项目拟注入上市公司的土地中，有多幅地块性质为空转或划拨，按照监管机构要求，需要对此类地块进行转性后再注入上市公司。

4、个人认为，将华域汽车私有化变成上海汽车的全资子公司保持其独立法人的资格倒是不失为一种不错的选择，可以借鉴东方锅炉的要约收购的方式，采用新增发的股票作为对价，与吸收合并并无实质区别。

六、南京钢铁发行股份购买资产暨整体上市

（一）交易结构

方案将拟注入上市公司的资产采取存续分立的方式装入一个公司中，通过注入该公司的股权从而完成相关资产的注入，该方案通过增资→分立→定向发行三步走。

1、复星与南钢集团出资设立南京钢联，然后复星与南钢集团以南钢联合 100% 股权增资南京钢联。

2、南钢联合进行“存续分立”，将拟注入上市公司的资产与负债分立至新成立的南钢发展，非上市资产及南钢股份股权仍留在存续的南钢联合。

3、南钢股份向南京钢联发行 A 股，购买南钢发展 100% 股权。

（二）实战心得

1、这是第一例我看到的基于税负考虑而调整重组方案的一个例子，很好，税负问题终于有方案开始考虑了。一直以来的都是国有大爷们在玩，税务局是侍从。

2、企业整体上市过程中，上市公司购买母公司资产，往往是包含资产和负债的一个“净资产包”。上市公司付出的现金或股份购买的价值反映的是最终的净资产。但根据上述财税[2009]59 号文，资产收购过程中承担的债务应作为非股权支付对价。

在该种界定方式下，“受让企业在该资产收购发生时的股权支付金额不低于其交易支付总额的 85%”的条件往往难以满足。因此，采取资产收购的方式进行整体上市，资产出售方可能需要在交易当期起缴纳巨额企业所得税。

七、首商股份控股合并新燕莎集团

西友集团和首旅集团均属于北京国资委的下属企业，西单商场为西友集团控股下的上市公司，新燕莎集团为首旅集团的全资子公司，与西单商场的主营业务相似。

（一）交易结构

①由北京市国资委以无偿划转的方式，将西单商场的原控股股东西友集团及其持有的西单商场股权划转至首旅集团名下。

②由西单商场发行股份购买首旅集团下属的新燕莎集团 100% 股权。由于新燕莎集团资产体量较大，方案实施后首旅集团将控股西单商场，西单商场的原控股股东西友集团将成为西单商场的第二大股东。

（二）实战心得

1、原来方案中的第二步为第一步，会计师认为会构成非同一控制下的企业合并，需要确认巨额的商誉，影响企业未来的盈利能力。

2、通过方案调整，虽然持股时间不足一年，会计师仍然认为构成同一控制下的企业合并。

3、这个案例个人认为本来的重组完全可以认定为在国资委下的同一控制的业务合并，根本不需要所谓的先将西单集团的股权划转至首都集团下面，再说你划转后过一年再做重组啊，否则又突破的一年的控制权的要求，搞来搞去，无用功。

4、不过倒是有一点值得我借鉴，这是我看到的第一例由于会计处理方面的要求导致整个重组方案调整的案例。

八、重庆百货收购新世纪百货

重庆百货作为上市公司，其体量相比新世纪百货小许多，对于新世纪百货采取何种方式踏入资本市场，可以有以下几种方式：

1、重庆百货再融资收购新世纪百货

重庆百货再融资收购新世纪百货方案，存在融资量较大容易失败（考虑到 2008 年股市走势不乐观）、国有和投资者持有的新世纪百货股权价值增值不高、完成后商社集团控股比例太低等弊端不予采纳。

2、新世纪百货 IPO 并换股吸收合并重庆百货

IPO 并换股吸收合并这一方案对国有资产、战略投资者较有吸引力，因为其持有的新世纪百货股权可按 IPO 发行价确定，预期股权价值较高，但存在以下严重缺点：IPO 下的新世纪百货的估值——相对于其他方式——给新世纪百货的估值要高得多

①新世纪百货 2007 年还是全民所有制企业，改制成股份公司后还必须等待 36 个月才具备 IPO 申报资格，难以满足履行股权分置改革承诺的期限要求；若以新世纪百货下属子公司新世纪连锁为主体，并入新世纪百货母公司和商社电器资产，再改制成股份公司，又涉及复杂的资产整合、员工股份清理工作，且危及“新世纪百货”品牌，商社集团和新世纪百货都难以接受。

②新世纪百货吸收合并重庆百货，涉及要约收购重庆百货并私有化，操作复杂而风险高。要约收购必须给重庆百货其他股东比市价更高的溢价才能成功，如果方案公布后重庆百货股价大幅上升超过要约价格，存在其他股东不接受要约而失败可能。

如果要保留重庆百货的主体法人资格的话，这种要约收购的方式可能存在部分股东由于特定原因不接受这种要约，但是如果采取吸收合并的方式则相对可能不存在这个问题，你不接受，但公司已经注销，你的股份已经不存在了。

③由于要给重庆百货其他股东一定溢价，财务测算结果，新世纪百货 IPO 并吸收合并重庆百货后，商社集团在上市公司的股权比例和股权价值，与重庆百货发行股份收购新世纪百货方案相比，不占优势。

3、重庆百货发行股份收购新世纪百货

相比之下，重庆百货发行股份收购新世纪百货，具有较强的操作性，可快速推进满足履行股改承诺要求，如果适当选择时机，精心设计操作细节，国资、战略投资者、公众股东可以取得多赢。这种方案实际也是一种最简单的方式。

九、恒源煤电股份加现金方式购买煤炭资源

（一）交易结构

1、上市公司向集团公司发行股票并支付现金的方式购买集团所拥有的任楼煤矿、祁东煤矿、钱营孜煤矿及煤炭生产辅助单位（供应分公司、销售公司、机械总厂、铁路运输分公司等）的相关资产和负债，资产估价 3 亿元。

2、公司向集团公司发行股票 1.37 亿股，作为支付收购标的资产的部分对价，计 1.5 亿元，约占标的资产收购价款总额的 50%。

3、收购价款的其余部分 1.5 亿元在支付前形成公司对集团公司的负债，公司将通过向不超过十家特定投资者（不包括集团公司）非公开发行股票以募集的现金支付该负债。

（二）实战心得

1、该案例可能实在是如果均发行股份购买资产的话，会导致控股股东持有上市公司股份比例太高几乎超过 80%了，不利于上市公司再融资和公司治理结构的完善。

2、资产重组与募集资金分开办理，并且前后的距离时间较长。2009 年 6 月公司重组方案获得重组委通过，2010 年 9 月非公开募集资金获得发审委通过。

3、随着重大资产重组办法的修订，像这种配套融资完全可以做到一次审核，通过发审委或重组委的审核就可以完成整个发型。

十、上海梅林发行股份购买食品资产

（一）交易结构

1、上海梅林拟通过向包括光明食品集团在内的不超过十名特定投资者募集不超过 150,761 万元的资金

2、募集资金将用于如下资产购买和补充流动资金项目：收购冠生园集团全部食品主业经营性资产、收购爱森公司 100%股权、收购正广和网购 56.5%股权、收购老外食公司主业经营性资产、向收购完成后的新外食公司增资、补充上海梅林流动资金。

（二）实战心得

1、究竟走发审委还是走重组委程序？

①将方案定为非公开发行，走发审委程序。《重组办法》第 2 条规定，上市公司按照经中国证监会核准的发行证券文件披露的募集资金用途，使用募集资金购买资产、对外投资的行为，不适用《重组办法》。另外，根据 2011 年保荐人培训，监管层认为，募集资金购买资产与是否达到 50%无关，不适用重大资产重组，是融资行为，由发行部受理，审核融资申请。

②该项监管精神也印证了项目组对上海梅林重组的审核形式把握。同时，市场上也有大秦铁路等通过募集资金来收购集团业务资产的案例。

③从项目节奏与程序来看，非公开发行的程序相对简单，效率较高，故最终选取该方式。

④但上海医药案例中虽然也有募集资金后购买资产的情形，但最终依然走重组委程序。

2、是否可以收购冠生园的股权而不收购经营性资产？

①冠生园集团含有大量主业无关或无法注入上市公司的资产，同时这些资产也难以直接从冠生园集团剥离。

②冠生园集团一直以来在采购、销售、资金管控及人力等各个方面均采取高度集约的管理模式，为保证稳定经营，在注入上海梅林后必须继续保持其现有的管理模式。这两个因素决定采取股权收购方式不合适，而只能采取资产收购的方式。

3、冠生园集团的资产整合

①将冠生园集团的全资子公司上海冠生园食品有限公司作为注入上海梅林以后的业务管控中心，将旗下各业务板块的相关业务资产及总部管理人员全部转移至冠食公司名下

②以冠食公司为平台，将冠生园集团的全部食品业务资产注入上海梅林。一方面，在注入上海梅林后仍可保持冠生园原有的经营模式，另一方面也实现了全部主业资产的注入。

4、外食品公司的业务整合

①老外食公司为全民所有制企业，由于历史原因，其背负较大金额负债，完成改制困难较大，成本较高。

②老外食公司对旗下全资持有的全民所有制企业上海市食品进出口公司浦东公司进行了公司制改制并更名为新外食公司；

③老外食公司对全资持有的全民所有制企业家禽公司进行改制，然后将其 100% 股权和贸基公司 80% 的股权一同以无偿划转的方式注入新成立的新外食公司，并将 84 个商标无偿划转至新外食公司。

5、如何使用老外食公司的资质和牌照

①由于老外食公司拥有多项稀缺业务资质，并且在海外具有良好的品牌效应，公司的主要进出口业务均有老外食公司直接承担，故业务的转移是关键，也是难点。

②为了保证在过渡期新外食公司的业务能够正常开展，新外食公司与老外食公司签订了合作协议，简要内容如下：

(1) 新外食公司向老外食公司派出业务人员组成业务团队，该业务团队以老外食公司的名义进行合作范围内货物的进出口业务；

(2) 老外食公司为业务团队进行合作范围内货物进出口业务提供全面协助，包括但不限于新外食公司有权以老外食公司名义对外签署合同、申请开立信用证、制作货物出口报关及出口所需发票、装箱单、货物委托书、保险单等单据、保证出口货物安全且及时顺利的出口清关、完成外汇核销和出口退税等；

(3) 老外食公司按照新外食公司进出口货物价格的一定比例收取费用（注：相当于资质使用费，具体比例视订单金额大小和毛利高低而定），老外食公司在扣除双方约定的其他杂费后（如银行费用、利息、运费、办证费、清关费用等），凭新外食开具的等额发票将剩余款项支付给新外食公司。

③这种约定，相当于新外食公司承包了老外食公司的一个部门，老外食公司为 licensee holder，这种行政许可资格证照既不能租又不能借，否则均为违法，于是中介机构想出这种类似部门承包经营的方式来解决相关资质暂时不能过户的问题，不能不说这是一种创新和解决问题的能力。不过个人觉得也可采用业务托管的方式

规避法律对许可证照的限制性规定，将约定范围内的业务托管给新外食公司经营，并由新外食公司享受收益和承担亏损

6、同业竞争的安排

光明集团计划将下属直营连锁超市转型，加盟店维持现状，加盟店就没有同业竞争的问题了吗？个人认为加盟店至少是在光明集团下属统一管理的机构，经营品种和主营业务方面应当构成同业竞争，而不仅仅是批发客户的概念，加盟店的经营品种对于光明集团来讲是无法控制和限制的，并且并非所有品种均由光明集团销售和提供。

十一、西藏城投借壳上市

上海闸北区国资委下属城投企业借壳跑到西藏去了，不能不说新鲜，同时整个洗壳过程也很有意思。

（一）交易结构

1、重大资产出售

上市公司将其持有的除已用于担保的资产外的所有资产和负债（净资产评估值为负数）以 1 元价格转让给洗壳的投资公司。人员资产负债均由洗壳者承担。

2、三项担保事项的处置

（1）西藏雅砻对四川方向光电股份有限公司逾期借款的连带担保-股东代付

（2）西藏雅砻对金珠集团的贷款提供的连带担保-债权人豁免

西藏自治区国有资产经营公司已出具书面文件豁免西藏雅砻上述担保责任

（3）西藏雅砻对深圳市金珠南方贸易有限公司的银行借款的连带保证-股东代替担保同时约定借壳方以股份代偿解除担保责任

西藏雅砻对深圳市金珠南方贸易有限公司对银行的借款提供连带担保责任，截止 2009 年 1 月 31 日担保的借款本金折合为人民币 519,480,610.98 元。

西藏雅砻、全体债权人以及金珠南方、闸北区国资委以及新联金达签署了《保证担保责任解除及债务偿还协议书》，约定《保证担保责任解除及债务偿还协议书》生效之日起，西藏雅砻第一大股东新联金达将其持有的西藏雅砻的 2,900 万股股份质押给全体债权人，上述质押手续办理完毕后，西藏雅砻的担保责任自动解除。

闸北区国资委同意在获得西藏雅砻股份之日起 36 个月后的 90 日内，将其中的 3,000 万股依法支付给全体债权人作为其解除西藏雅砻担保责任的对价，且在本次重组完成，闸北区国资委成为西藏雅砻控股股东的第三年（重组完成当年为第一年），如经会计师事务所出具的无保留意见审计报告所确认的西藏雅砻的每股税后利润低于 0.5 元，则闸北区国资委将依法再支付 1,000 万股西藏雅砻股份给全体债权人。

同时，闸北区国资委同意在获得雅砻藏药股份之日起 60 日内，将获得的西藏雅砻股份中的 3,000 万股质押给全体债权人，作为其履行该协议约定的依法支付股份义务的担保。

3、发行股份购买资产

所有的这些协议均约定借壳成功为协议生效要件，因此相比较重整计划就没有这么幸运了，法院裁定的重整计划无法做到与借壳成功互为条件。

（二）本次借壳上市的会计处理

1、由于上市公司控股合并北方城投而闸北区国资委却在本次合并后成为上市公司的实际控制人，因此属于反向购买。依据财政部 60 号文的规定，合并时上市公司不持有业务，属于不构成业务的反向购买，并按此进行会计处理。

2、在该等资产入账时需按照公允价值入账，但既没有采用重组时的估值，也没有采用重组上市时的市场估值，而是另行确定了一个价格。

十二、象屿股份借壳上市

夏新电子在七八年前出的夏新手机那可是绝对流行和高端的产品，却在这短短几年中，“谈笑间，檣櫓灰飞烟灭”，幸好，手机业务在重组中保存下来，也算一脉尚存吧。

（一）交易结构

夏新电子其时经营已经停顿，资不抵债，被债权人申请进入破产重整程序。在重整期间，根据债权申报和资产评估的情况，管理人制订了《重整计划（草案）》，破产重整的方案要点和主要内容是：

①将公司的所有资产进行处置变现，用以偿还公司负债；

②同时，全体股东均让渡一定份额的股票用以支持重组，其中控股股东让渡其所持夏新电子股份的 100%，中小股东让渡其所持夏新电子股份的 10%，所让渡的股份共计 209,672,203 股。让渡的股份中的 70,000,000 股按照《重整计划》的规定用于清偿债权，其余的 139,672,203 股由重组方有条件受让。；

③此外，《重整计划》中还明确了重组方为象屿集团，由重组方支付 1 亿元现金作为对债权人的补充清偿，并承诺以认购夏新电子向其定向发行股份的方式注入净资产不低于 10 亿元的优质资产。也就是说，发行股份购买资产作为重整计划的一部分。

（二）实战心得

1、夏新电子必须在 2009 年度产生盈利才能避免终止上市，而这唯一出路就是实施债务重组。根据相关会计准则及证监部门对破产重整收益确认的要求，上市公司只能在《重整计划》执行完毕或有确凿证据证明执行的过程和结果存在的重大不确定性已经消除的条件下，才能确认债务重组收益。换言之，《重整计划》必须在 2009 年 12 月 31 日前执行完毕或已经消除重大不确定性，夏新电子才能“保壳”成功。

2、重组方受让了股东让渡的部分股份，并且因发行股份购买资产从而持有上市公司的股份超过 30%，但如何申请要约豁免，以什么理由申请要约豁免。由于经法院裁定的重整计划中包括了发行股份以及股份让渡的事项，但司法裁定又不能作为申请豁免的理由。

最终确定重组方以资产认购夏新电子非公开发行的股份以及受让夏新电子原有股东让渡的股份两个事项是《重整计划》中不可分割的组成部分，都是属于“挽救公司的重组方案”，实际上是一个方案；该方案涉及的两个事项各自都由其权力部门进行了批准，即非公开发行由股东大会批准、股份让渡由出资人组会议批准；重组方承诺基于两个事项取得的股权锁定三年。因而可以适用《收购办法》第62条第2款的规定，将两个事项作为一个整体一并申请豁免。

3、破产重整对于借壳方来讲是一种轻装上阵的便利途径，这也成了上市公司清理成为净壳的一道工序，通过司法裁定的破产重整有如下优势：

①首先，破产重整可以经由司法途径清理上市公司债务，最大程度地减轻上市公司的负担。通行的做法是以上市公司的资产处置所得偿还公司全部负债。因需要重组的上市公司大都连年巨额亏损、积重难返，资产也大都质量很差、金额严重不实，此举一方面可以清理公司债务，同时还可以通过有效途径（如司法拍卖、变卖等）处理掉公司的劣质资产。债务清理可以使上市公司甩掉包袱，为后续重组创造条件；

②其次，很多破产重整案例中，使用了出资人权益调整的方式，即股东全部或部分让渡其所持公司的股权，以换取公司更有利的重组条件。让渡出来的股权可用于向债权人追加清偿以提高其受偿率，亦可由重组方有条件受让以降低其重组成本。权益调整是多方利益平衡的有效手段，可进一步改善上市公司后续重组的条件；

③最后，通过破产重整可以很大程度上避免或有债务等陷阱。通过法定的债权申报期和具有法律效力的债权受偿率（通常较低），即便上市公司存在或有负债陷阱，未来也不会给上市公司带来灾难性的后果，可有效保障重组方的利益。

4、在本案例中，重整计划中不仅将引入象屿集团作为重组方和注入不低于10亿元的优质资产等内容明确纳入其范畴，同时在资产重组方案中，继续细化《重整计划》中的经营方案，通过明确定价依据和发行股份数量，注入资产规模等，将恢复上市公司持续经营能力和盈利能力落实到位。从实质内容上看，已经实现了重整和重组的一体化，但是在实践中，作为司法程序的重整和作为行政程序的重组如何衔接是一个尚待实践深化的问题。