



资本市场法律评述
2019年10月

上海
上海市银城中路68号
时代金融中心16楼和19楼
邮编: 200120
电话: +86 21 3135 8666
传真: +86 21 3135 8600

北京
北京市建国门北大街8号
华润大厦4楼
邮编: 100005
电话: +86 10 8519 2266
传真: +86 10 8519 2929

香港
香港中环皇后大道中5号
衡怡大厦27楼
电话: +852 2592 1978
传真: +852 2868 0883

伦敦
1F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

www.llinkslaw.com

SHANGHAI
16F/19F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

BEIJING
4F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

HONG KONG
27F, Henley Building
5 Queen's Road Central
Central, Hong Kong
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

LONDON
1F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

master@llinkslaw.com

上市公司参与市场化债转股的实践

作者: 翁晓健 | 张洁 | 朱培焯

自市场化债转股相关规定颁行至今, 已有 26 家上市公司公布了实施市场化债转股公告, 其中 4 家已通过中国证监会重组委审核。本文简要梳理市场化债转股政策, 以及过会项目的核心方案及监管部门关注重点, 以备参考。

一. 市场化债转股规定概览

市场化债转股主要有三个规范性文件: (1) 国务院于 2016 年 9 月 22 日发布的《关于积极稳妥降低企业杠杆率的意见》及其附件《关于市场化银行债权转股权的指导意见》(“以下简称《意见》”); (2) 国家发改委等 7 部委于 2018 年 1 月 19 日发布的《关于市场化银行债权转股权实施中有关具体政策问题的通知》; (3) 国家发改委等 5 部委于 2018 年 11 月 13 日发布的《关于鼓励相关机构参与市场化债转股的通知》。主要内容如下:

.....
如您需要了解我们的出版物,
请与下列人员联系:

郭建良: +86 21 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

免责声明: 本出版物仅代表作者本人观点, 不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

上市公司参与市场化债转股的实践

序号	主要内容	具体要求
1.	适用企业范围	“ <u>发展前景较好</u> ，具有可行的企业改革计划和脱困安排； <u>主要生产装备、产品、能力符合国家产业发展方向</u> ，技术先进，产品有市场，环保和安全生产达标；信用状况较好，无故意违约、转移资产等不良信用记录。”、“支持各类所有制企业开展市场化债转股”
2.	转股债权范围	“ <u>以银行对企业发放贷款形成的债权为主</u> ，并 <u>适当考虑其他类型债权</u> ，包括但不限于财务公司贷款债权、委托贷款债权、融资租赁债权、经营性债权等，但 <u>不包括民间借贷形成的债权</u> 。银行所属实施机构开展市场化债转股所收购的债权或所偿还的债务范围原则上限于银行贷款，适当考虑其他类型银行债权和非银行金融机构债权。”
3.	实施机构范围(即通过债转股取得上市公司子公司股权的投资方)	<u>可以是金融类企业(金融资产管理公司、保险资产管理公司、国有资本投资运营公司等)</u> 、 <u>银行为实施债转股而设立的新机构、依法设立的资管产品、私募股权基金</u> ；除非国家另有规定， <u>银行不得直接将债权转为股权</u> 。
4.	市场化原则	交易主体自主协商确定债权转让、转股价格和条件，债转股所需资金由实施机构通过市场化方式筹集，实施机构可与企业协商约定所持股权退出方式，政府不干预债转股市场主体具体事务等。

二. 上市公司参与市场化债转股实践

目前已有 26 家上市公司公布了实施市场化债转股公告。其中 5 家为民企，21 家为国有控股企业；3 家涉及服务业，23 家涉及工业制造业等行业；4 家企业的重组事项已获通过，22 家交易尚未审批。

实践中上市公司市场化债转股方案分为两步。**第一步**由投资方对上市公司子公司增资(包括债权转股、现金两种增资方式)。**第二步**由上市公司发行股份/定向可转债收购投资方持有的上市公司子公司股权，或者由上市公司或其指定第三方现金回购。下文以中国铝业(601600)、华菱钢铁(000932)两家过会项目为例梳理核心方案及监管部门关注重点。

(一) 中国铝业(601600)

2017 年 10 月中国铝业公告拟引入第三方投资者对所属部分企业实施增资。2019 年 2 月中国铝业发行股份购买资产交易完成过户。交易历时近一年半。具体情况如下：

1. 交易方案

上市公司参与市场化债转股的实践

标的公司	中国铝业所属的四家全资子公司(中铝山东、中州铝业、包头铝业、中铝矿业)。																		
投资方	3家金融资产管理公司或其控股的机构(华融瑞通、招平投资、中国信达)、2家保险资产管理公司(中国人寿、太保寿险)、3家银行设立的开展市场化债转股的新机构(中银金融、工银金融、农银金融)。																		
整体方案简介	<p>第一步: 投资方通过“债权直接转为股权”及“现金增资偿还债务”的方式入股标的公司。增资总金额 126 亿元(其中债权 56 亿元, 现金 70 亿元), 现金用于偿还标的公司贷款。增资完成后, 标的公司股权结构如下:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th></th> <th>中铝山东</th> <th>中州铝业</th> <th>包头铝业</th> <th>中铝矿业</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>中国铝业</td> <td>69.20%</td> <td>63.10%</td> <td>74.33%</td> <td>18.86%</td> </tr> <tr> <td>投资方</td> <td>30.80%</td> <td>36.90%</td> <td>25.67%</td> <td>81.14%</td> </tr> </tbody> </table>					中铝山东	中州铝业	包头铝业	中铝矿业	中国铝业	69.20%	63.10%	74.33%	18.86%	投资方	30.80%	36.90%	25.67%	81.14%
		中铝山东	中州铝业	包头铝业	中铝矿业														
	中国铝业	69.20%	63.10%	74.33%	18.86%														
投资方	30.80%	36.90%	25.67%	81.14%															
<p>第二步: 中国铝业通过向投资方发行股份购买标的公司股权的方式, 实现投资方退出。投资方所持标的公司股权作价合计约为 127 亿元。</p>																			
第一步动作分解	<p>(1) 相关投资方向标的公司的贷款银行按贷款余额账面价格购买债权;</p> <p>(2) 投资方以债权本金或/及实缴现金金额对标的公司增资。增资后每一投资方持股比例=该投资方出资金额/(该标的公司投资方出资总金额+该标的公司评估值);</p> <p>(3) 期间损益安排: 标的公司评估基准日至增资日期间所发生的损益均由中国铝业及投资方按增资后的持股比例共享或承担;</p> <p>(4) 一致行动安排: 因投资方对某标的公司投资比例达到 81%, 为达到合并报表目的, 投资方与中国铝业约定在标的公司层面构成一致行动人, 同时约定投资方均不应被视为中国铝业控股股东在中国铝业层面的一致行动人;</p> <p>(5) 交易先决条件: 中国铝业控股股东、董事会、股东大会批准通过。</p>																		
第二步动作分解	<p>(6) 中国铝业发行股份向投资方购买标的公司的少数股权, 构成关联交易;</p> <p>(7) 发行种类及面值、发行价格、发行对象及数量、锁定期安排等按《上市公司重大资产重组管理办法》执行。</p>																		

2. 并购重组委主要问询问题

中国证监会并购重组委就中国铝业案例提出的主要问题如下:

- (1) 关于交易方案合理性/合规性: 现金增资的原因; 现金增资用于偿还的贷款情况; 用于增资债权的形成、是否属于银行债权、是否符合《意见》规定; 交易对方是否属于合格的实施机构; 通过发行股份购买资产的目的, 分析交易的必要性; 本次交易是否有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力, 是否有利于上市公司减少关联交易和同业竞争、增强独立性; 本次交易是否符合市场化债转股相关政策要求; 交易完成对上市公司治理的影响; 标的资产评估作价合理性。

上市公司参与市场化债转股的实践

- (2) 关于标的公司合规性以及财务状况: 标的公司及下属子公司土地使用权、房屋所有权、租赁物业瑕疵情况, 资质证书续期及变更情况、处罚情况; 标的公司关联方资金拆借情况、关联交易情况、业绩波动原因及合理性。
- (3) 交易涉及的审批/决议程序: 标的资产的评估备案程序; 交易对方内部决策程序, 是否需经交易对方控股股东或实际控制人同意。

(二) 华菱钢铁(000932)

2018年12月, 华菱钢铁发布引入投资者对三家控股子公司增资的公告; 2019年8月, 华菱钢铁发行股份及现金购买资产交易获证监会并购重组委有条件通过。具体的方案内容及证监会问询情况如下:

3. 交易方案

标的公司	华菱湘钢(华菱钢铁持股 94.71%)、华菱涟钢(华菱钢铁持股 62.75%)、华菱钢管(华菱钢铁持股 68.36%)			
投资方	6家金融资产管理公司、银行设立开展市场化债转股机构或前述机构控制的机构(建信金融、中银金融、湖南华弘、中国华融、农银金融、招平穗达)			
整体方案简介	第一步: 投资方以现金或债权增资标的公司。增资总金额为 32.8 亿元(其中债权 3 亿元、现金 29.8 亿元), 现金用于偿还标的公司贷款。增资完成后, 标的公司股权结构如下:			
		华菱湘钢	华菱涟钢	华菱钢管
	华菱钢铁	84.8436%	54.2713%	55.6470%
	投资方	10.4143%	13.5055%	18.5936%
	其他股东	4.7421%	32.2232%	25.7594%
	第二步: 华菱钢铁向投资方和其他股东发行股份购买标的公司少数股权。标的公司少数股权作价合计约为 105 亿元(其中投资方部分作价约为 36 亿元)。			
第一步	<ol style="list-style-type: none"> (1) 相关投资方向标的公司的贷款银行按贷款余额账面价格购买债权(目标债权付款日前的利息和其他费用由标的公司与银行一次性结清, 目标债权转让后至债转股协议约定的转股日期间利息由标的公司向相关投资方支付); (2) 投资方以债权本金或/及实缴现金金额作为出资额对标的公司增资。每一投资方认缴的新增注册资本=该投资方出资金额/[(标的公司股权评估值+过渡期损益)/标的公司本次增资前的注册资本]; (3) 期间损益安排: 由标的公司原股东按照其在本次增资前对标的公司持股比例享有或承担; (4) 先决条件: 增资事项取得国资主管部门批准, 并同意豁免进场交易; 增资评估 			

上市公司参与市场化债转股的实践

	报告备案; 增资事项经标的公司内部审议通过, 且原股东放弃优先认购权。
第二步	华菱钢铁发行股份及现金向投资方、其他股东购买标的公司的少数股权, 构成关联交易, 构成重大资产重组, 不构成重组上市。

4. 并购重组委主要问询问题

本交易方案涉及上市公司发行股份购买资产且构成重大资产重组。并购重组委的主要问题如下:

- (1) 关于交易方案合理性/合规性: 现金增资的原因; 用于增资债权的形成、是否属于银行债权; 交易对方是否属于合格的实施机构; 通过发行股份购买资产的目的, 分析交易的必要性; 本次交易是否有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况、增强持续盈利能力, 是否有利于上市公司减少关联交易和同业竞争、增强独立性; 本次交易是否符合市场化债转股相关政策要求; 交易完成对上市公司治理的影响; 标的资产评估作价合理性。
- (2) 关于标的公司合规性以及财务状况: 标的公司及下属子公司土地使用权、房屋所有权、处罚情况、关联交易; 标的公司应收账款大幅增加原因、业绩波动原因及合理性、经营数据(营收、毛利、净利润)。
- (3) 交易涉及的审批/决议程序: 交易对方内部决策程序, 是否需经交易对方控股股东或实际控制人同意。

上市公司参与市场化债转股的实践

附件：主要案例情况汇总

序号	上市公司名称	公司实际控制人	公司行业	首次披露时间	进展	资金用途
1.	中国重工 (601989)	国资委	运输设备制造业	2017.8	2018.3 实施完成	偿还标的公司债务
2.	中国铝业 (601600)	国资委	金属冶炼和压延加工业	2017.10	2019.2 实施完成	偿还标的公司债务
3.	中国船舶 (600150)	中国船舶集团 (国资委控制)	运输设备制造业	2018.1	进行中	偿还标的公司债务
4.	中船防务 (600685)	国资委	运输设备制造业	2018.1	进行中	偿还标的公司债务
5.	中国中铁 (601390)	国资委	土木工程建筑业	2018.6	2019.5 重组事项获无条件通过	偿还标的公司债务
6.	东方园林 (002310)	自然人	土木工程建筑业	2018.8	进行中	协助上市公司降杠杆、调结构
7.	华友钴业 (603799)	自然人	金属冶炼和压延加工业	2018.10	进行中	--
8.	包钢股份 (600010)	内蒙古自治区人民政府	金属冶炼和压延加工业	2018.10	进行中	偿还债务
9.	中金黄金 (600489)	国资委	有色金属矿采选业	2018.11	进行中	偿还标的公司债务
10.	上海电力 (600021)	国资委	电力、热力生产和供应业	2018.11	进行中	偿还标的公司债务
11.	卓郎智能 (600545)	自然人	专用设备制造业	2018.11	进行中	偿还标的公司债务、补流
12.	华菱钢铁 (000932)	湖南省国资委	金属冶炼和压延加工业	2018.12	2019.8 重组事项有条件通过	偿还标的公司债务
13.	吉电股份 (000875)	国家电力投资集团(国资委控制)	电力、热力生产和供应业	2018.12	进行中	偿还标的公司债务
14.	远兴能源 (000683)	自然人	化学原料和化学制品制造业	2018.12	进行中	偿还上市公司体系内银行债

上市公司参与市场化债转股的实践

						务
15.	山东路桥 (000498)	山东省国资委	土木工程建筑业	2018.12	进行中	偿还标的公司 债务
16.	中国动力 (600482)	国资委	运输设备制造业	2018.12	进行中	--
17.	晨鸣纸业 (000488)	寿光市国资委	造纸和纸制品业	2018.12	进行中	偿还标的公司 债务
18.	甘肃电投 (000791)	甘肃省国资委	电力、热力生产和供应业	2019.5	进行中	偿还标的公司 债务
19.	西宁特钢 (600117)	青海省国资委	金属冶炼和压延加工业	2019.6	进行中	偿还上市公司 债务
20.	厦门象屿 (600057)	厦门市国资委	商务服务业	2019.6	进行中	偿还标的公司 债务
21.	云天化 (600096)	云南省国资委	化学原料和化学制品制造业	2019.6	进行中	偿还债务
22.	安徽水利 (600502)	安徽省国资委	土木工程建筑业	2018.12	进行中	--
23.	航发动力 (600893)	中国航空发动机集团(国资委控制)	运输设备制造业	2019.7	进行中	偿还债务
24.	天富能源 (600509)	市国资委	电力、热力生产和供应业	2019.7	进行中	偿还上市公司 债务
25.	天沃科技 (002564)	上海市国资委	专业技术服务业	2019.8	进行中	偿还债务
26.	天神娱乐 (002354)	自然人	互联网和相关服务	2019.8	进行中	--

上市公司参与市场化债转股的实践

如需进一步信息，请联系：

作者	
翁晓健 电话: +86 21 8519 2266 james.weng@linkslaw.com	张洁 电话: +86 21 3135 8679 april.zhang@linkslaw.com
上海	
韩 炯 电话: +86 21 3135 8778 christophe.han@linkslaw.com	陈 臻 电话: +86 21 3135 8699 grant.chen@linkslaw.com
黄 艳 电话: +86 21 3135 8788 calista.huang@linkslaw.com	翁晓健 电话: +86 21 8519 2266 james.weng@linkslaw.com
陈 鹏 电话: +86 21 3135 8765 patrick.chen@linkslaw.com	张征轶 电话: +86 21 3135 8727 zhengyi.zhang@linkslaw.com
北京	
王利民 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@linkslaw.com	高 云 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@linkslaw.com
香港(与方緯谷律师事务所联营)	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@linkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com
伦敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@linkslaw.com	

© 通力律师事务所 2019