

# 定向可转债在 A 股上市公司并购重组交易中运用的案例研究

方夏骏、高小敏

## 一、定向发行可转债作为并购工具的由来

可转换公司债券（“可转债”）是指公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。作为 A 股上市公司的一种权益产品，可转债的历史由来已久，但以往可转债只是被允许作为一种融资工具，由上市公司发行用以募集资金，且往往限于公开发售。虽然 2014 年中国证券监督管理委员会（“证监会”）修订《上市公司重大资产重组管理办法》（“《重组管理办法》”）时，已新增规定允许上市公司向特定对象发行可转债（“定向可转债”）用于购买资产或者与其他公司合并，即允许上市公司将定向可转债作为并购交易中对价支付工具，但实践中并未放开。此种情况在去年得以打破，2018 年 11 月证监会发布名为《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》的新闻稿（“定向可转债试点新闻稿”），明确“积极推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点，支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强”。此后，市场逐步出现以定向可转债作为交易工具的上市公司并购重组交易。

根据我们的不完全统计，截至目前，已有约二十余家 A 股上市公司发布的并购重组方案中，将定向可转债作为并购重组的支付工具，部分同时发行定向可转债用于募集配套融资。虽然如此，上市公司并购重组中发行定向可转债尚处于试点阶段，具体的配套细则尚未出台，而《上市公司证券发行管理办法》（“《发行管理办法》”）及《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》（“《创业板发行管理办法》”）中所规定的上市公司发行可转债所需满足的条件，系针对上市公司公开发售可转债，并不必然适用于定向可转债。因此，目前的案例中对于定向可转债的限售期、转股期间、转股价格等均系为个案约定。虽然如此，这些案例也体现出了定向可转债机制在一定程度上的共同特征，以下将做具体论述。

## 二、定向可转债在并购重组交易中的应用范围

由于目前上市公司在并购重组交易中发行定向可转债尚未制定具体的实施细则，因此定向可转债在并购重组交易中的具体应用范围尚无明确规定。根据已有的二十余宗案例的情况，并购重组交易中定向可转债可用于作为对价支付工具和配套融资募集工具，但在此大原则下又呈现一些细节特点，具体如下：

发行定向可转债作为并购对价支付工具。定向可转债是否可以用于作为并购对价支付工具这一问题，不论是从《重组管理办法》的法规表述、前述“定向可转债试点新闻稿”所表达的支持态度，以及已有的二十余宗案例中定向可转债的发行情况来看，上市公司发行定向可转债作为并购对价支付工具的可行性已无疑义。2019年3月，苏州赛腾精密电子股份有限公司（“**赛腾股份**”）发行可转换债券、股份及支付现金购买资产并募集配套融资项目获得证监会核准通过，成为首例经证监会批准的将定向可转债作为并购对价支付的案例。

发行定向可转债作为配套融资募集工具。定向可转债是否可以用于并购重组中募集配套融资的融资工具这一问题，从“定向可转债试点新闻稿”的表述中并未明确。目前我们所看到的二十余宗案例中，绝大多数案例均在配套融资的募集中发行了定向可转债。并且，2019年7月广东新劲刚新材料科技股份有限公司（“**新劲刚**”）的重大资产重组项目过会，新劲刚的此项交易成为首例经证监会核准的将定向可转债用于配套融资的案例，其后通过并购重组审核委员会（“**并购重组委**”）审核的宁波继峰汽车零部件股份有限公司（“**继峰股份**”）、上海华铭智能终端设备股份有限公司（“**华铭智能**”）并购重组项目进一步印证了其可行性。

作为并购对价支付工具与作为配套融资募集工具的相互关系。根据我们对目前二十余宗案例的统计，在上市公司并购重组交易的两部分，即并购交易、募集配套融资中，定向可转债的运用呈现出如下特点：

(1) 并购交易中存在发行定向可转债的，其配套融资中并非全部（虽然为大多数）都发行了定向可转债；而相反，配套融资中发行定向可转债的，其并购交易中必然存在定向可转债，暂未出现仅在募集配套融资中发行定向可转债的案例。这一特点或许也印证了此前坊间所说的在并购重组交易中，不能仅在配套融资部分发行定向可转债这一要求。

(2) 大多数案例中，以定向可转债支付的交易对价金额占该并购交易对价总额的占比均较低，大部分案例的占比均在约10%左右，仅有少量案例的定向可转债的支付占比超过40%。而在募集配套融资这方面，有不少案例中，全部配套融资均采用发行定向可转债的方式募集，通过定向可转债方式募集金额占整个配套融资募集总额的占比较高。此种安排也或与并购交易若要满足特殊税务重组构成条件时，并购交易所需支付的股权类对价占对价总额的占比有一定关系。

### 三、在并购重组交易中发行定向可转债所需满足的条件

如上所述，目前对于上市公司并购重组中发行定向可转债尚未制定具体的实施细则，因此在并购重组交易中发行定向可转债时，上市公司所需满足的发行条件并无明确的法规规定。虽然如此，从目前已过会的赛腾股份、继峰股份、新劲刚、华铭智能并购重组案例中的证监会反馈意见来看，证监会要求中介机构对于上市公司发行可转债是否符合《公司法》第一百六十一条、《证券法》第十一条、《证券法》第十六条（即公开发行公司债券应符合的条件）、《发行管理办法》第十四条第（二）、（三）项（即公开发行可转换债券的部分条件）<sup>1</sup>的要求发表意见。该等法条的具体规定如下：

公司法	<b>第 161 条：</b> 上市公司经股东大会决议可以发行可转换为股票的公司债券，并在公司债券募集办法中规定具体的转换办法。上市公司发行可转换为股票的公司债券，应当报国务院证券监督管理机构核准。
证券法	<b>第 11 条：</b> 发行人申请公开发行股票、可转换为股票的公司债券，依法采取承销方式的，或者公开发行法律、行政法规规定实行保荐制度的其他证券的，应当聘请具有保荐资格的机构担任保荐人。保荐人应当遵守业务规则和行业规范，诚实守信，勤勉尽责，对发行人的申请文件和信息披露资料进行审慎核查，督导发行人规范运作。保荐人的资格及其管理办法由国务院证券监督管理机构规定。
	<b>第 16 条：</b> 公开发行公司债券，应当符合下列条件：（一）股份有限公司的净资产不低于人民币三千万元，有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元；（二）累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十；（三）最近三年平均可分配利润足以支付公司债券一年的利息；（四）筹集的资金投向符合国家产业政策；（五）债券的利率不超过国务院限定的利率水平；（六）国务院规定的其他条件。公开发行公司债券筹集的资金，必须用于核准的用途，不得用于弥补亏损和非生产性支出。上市公司发行可转换为股票的公司债券，除应当符合第一款规定的条件外，还应当符合本法关于公开发行股票的条件，并报国务院证券监督管理机构核准。
发行管理办法	<b>第 14 条：</b> 公开发行可转换公司债券的公司，除应当符合本章第一节规定外，还应当符

<sup>1</sup>要求针对《发行管理办法》第十四条第（二）、（三）项发表意见是赛腾股份和继峰股份并购重组案例中出现的情况，之所以在创业板上市公司新劲刚、华铭智能的案例中未出现，是因为《创业板发行管理办法》中未作类似法条的规定。

	<p>合下列规定：</p> <p>（一）最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六。扣除非经常性损益后的净利润与扣除前的净利润相比，以低者作为加权平均净资产收益率的计算依据；</p> <p>（二）本次发行后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的百分之四十；</p> <p>（三）最近三个会计年度实现的年均可分配利润不少于公司债券一年的利息。</p> <p>前款所称可转换公司债券，是指发行公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成股份的公司债券。</p>
--	---

基于上述案例的情况，我们可以认为，在上市公司发行定向可转债作为并购工具的交易中，证监会仍要求定向可转债需符合公开发行公司债券的各项条件，以及公开发行可转债的部分条件。但也可以同时看到，相对于公开发行可转债的要求，定向可转债不再要求《发行管理办法》第十四条第（一）项中所要求的“上市公司最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于 6%”的限制。

#### 四、定向可转债债券条款的特点

由于目前对于上市公司并购重组中发行定向可转债尚未制定具体的实施细则，因此对于并购重组交易所发行的定向可转债的转股价格定价、债券期限、转股期限等各项机制亦均尚无明确的规定。在此基础上，我们对目前已通过审核的四宗案例中定向可转债的债券条款进行的研读，其债券条款体现出如下特点：

##### （一）转股定价机制、转股期限与股份发行相关机制的比较

为便于以下表述，我们将《发行管理办法》及《创业板发行管理办法》中对上市公司公开发行可转债的转股定价机制、转股期限的规定，并购重组交易中的购买资产所发行股份的发行定价、限售机制的规定，以及募集资金非公开发行股份的发行定价、限售机制的规定罗列如下：

	发行股份购买资产中股份发行定价机制(a)	非公开发行股票募资中股份发行定价机制(b)	公开发行可转债中转股价格定价机制(c)
<b>转股定价机制与股份发行定价机制</b>	上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 90%。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易	定价基准日为本次非公开发行股票发行期首日，上市公司发行股份的价格不低于发行期首日前 20 个交易日公司股	转股价格应不低于募集说明书公告日前 20 个交易日该公司股票交易均价和前一交易日的均价。

(1)	日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一。	票均价的 90%（创业板上市公司另可选择不低于发行期首日前 1 个交易日公司股票均价的 90%）。	
可转债限售时间与股份限售期间(2)	<p>特定对象以资产认购而取得的上市公司股份，自股份发行结束之日起 12 个月内不得转让。属于下列情形之一的，36 个月内不得转让：</p> <p>（一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；</p> <p>（二）特定对象通过认购本次发行的股份取得上市公司的实际控制权；</p> <p>（三）特定对象取得本次发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足 12 个月。</p>	<p>本次发行的股份自发行结束之日起，12 个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，36 个月内不得转让。</p>	<p>公开发行的可转债本身无限售期，转股所得股份亦无限售期。</p>
转股期限及其起始时间(3)	无对应机制	无对应机制	<p>可转换公司债券的期限最短为一年，最长为六年（创业板上市公司发行的可转换公司债券无最长期限制），自发行结束之日起 6 个月后方可转换为公司股票。</p> <p>转股期限由公司根据可转换公司债券的存续期限及公司财务状况确定。</p>

我们将目前已通过审核的四宗案例中定向可转债的转股价格定价、限售期等

机制与上述公开发行可转债、发行股份购买资产中所发行股份、非公开发行股票募资中所发行股份的相应机制做了比较。总体而言，呈现如下特点：

(1) 在转股价格定价机制方面，定向可转债用于支付并购对价的，其初始转股价格确定机制往往与同一交易中发行股份购买资产的股份发行定价机制（即上表第 a1 格）相同；定向可转债用于募集配套融资的，其初始转股价格确定机制往往与同一交易中配套融资的定价机制（即上表第 b1 格）相同。因此，定向可转债的转股价格定价机制与公开发行可转债的转股价格定价机制（即上表第 c1 格）存在较大差异；

(2) 在限售期方面，定向可转债本身及其转股后的股份一般均规定了限售期，并且该限售期通常分别与同一交易中发行股份购买资产所发行股份的限售期（即上表第 a2 格）、募集配套融资所发行股份的限售期（即上表第 b2 格）相一致，而公开发行的可转债及其转股所得股份并无限售期的规定（见上表第 c2 格）；

(3) 在转股期限方面，定向可转债的转股期限通常为自发行结束之日起满 12 个月后第一个交易日起或其他更长的债券解锁条件满足后才可以转股，而公开发行的可转债规定自发行结束之日起 6 个月后可转换为公司股票（见上表第 c3 格）；

## （二）其他定向可转债债券条款与公开发行可转债相应债券条款的比较

我们将已通过审核的四宗案例中定向可转债的特定债券条款与《发行管理办法》及《创业板发行管理办法》中有关公开发行可转债的债券条款的相关规定做了比较，具体如下：

	公开发行可转换债券	定向可转债
面值及利率	100 元/张，利率由发行公司与主承销商协商确定，但必须符合国家的有关规定。	与公开发行可转换债券类似
期限	可转换公司债券的期限最短为一年，最长为六年（创业板上市公司发行的可转换公司债券无最长期限限制）。	与公开发行可转换债券类似
评级	应当委托具有资格的资信评级机构进行信用评级和跟踪评级。资信评级机构每年至少公告一次跟踪评级报告。	一般不安排评级
担保	应当提供担保，但最近一期未经审计的净资产不低于人民币十五亿元的	一般不设担保

	公司除外（创业板上市公司无此要求）。	
<b>赎回及本息偿还</b>	募集说明书可以约定赎回条款，规定上市公司可按事先约定的条件和价格赎回尚未转股的可转换公司债券。上市公司应当在可转换公司债券期满后五个工作日内办理完毕偿还债券余额本息的事项。	与公开发行可转换债券类似
<b>回售条款</b>	募集说明书可以约定回售条款，规定债券持有人可按事先约定的条件和价格将所持债券回售给上市公司。募集说明书应当约定，上市公司改变公告的募集资金用途的，赋予债券持有人一次回售的权利。	与公开发行可转换债券类似
<b>向下修正条款</b>	<p>募集说明书约定转股价格向下修正条款的，应当同时约定：</p> <p>（一）转股价格修正方案须提交公司股东大会表决，且须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上同意。股东大会进行表决时，持有公司可转换债券的股东应当回避；</p> <p>（二）修正后的转股价格不低于前项规定的股东大会召开日前二十个交易日该公司股票交易均价和前一交易日的均价。</p>	<p>定向可转债的向下修正条款往往参考公开发行可转债的向下修正条款而设计，因而有一定的相似性。但同时亦有区别，主要在于修正后的转股价格下限方面。公开发行可转债的向下修正条款为“修正后的转股价格应不低于审议转股价格修正议案的股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日公司股票的交易均价”，而部分定向可转债案例中，定向可转债向下修正条款的下限规定为“修正后的转股价格不得低于董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日交易均价的 90%”（即与发行股份购买资产的股份发行定价机制相同）。</p>
<b>向上修正</b>	无对应机制	在上市公司发行的可转换债券存续期间，如上市公司股价表现触发一定指标（比如提交转股申请日前二十日上市公司股票交易均价不低于当期转股价格 150%），转股价格可以向上修正，且修正后的转股价格一般不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。
<b>有条件强制转股</b>	无对应机制	在上市公司发行的可转换债券存续期间，如上市公司股价表现触发一定指标（比如上市公司股票连续 30 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%）时，上市公司董事会

		有权提出强制转股方案，并提交股东大会表决。
--	--	-----------------------

从以上比较中我们可以看到：

(1) 一般性约定条款：定向可转债在票面及利率确定机制、债券期限、向下修正、到期赎回、回售安排方面，与公开发行可转债的机制基本一致。

(2) 特殊约定条款：相较于公开发行可转债，定向可转债存在有条件强制转股、向上修正、锁定期安排条款，以上条款均属于定向可转债的特殊约定条款。

(3) 若在同一次交易中，定向可转债同时用于支付并购对价及募集配套融资的，在定向可转债的主要条款中除锁定期、初始转股价格机制不同外，在定向可转债的面值、利率、债券期限、转股期限、赎回、回售、向上修正、向下修正等安排上，购买资产部分及募集配套资金部分发行可转换的条款安排上基本保持一致。从华铭智能并购重组交易中可以看到，该交易首次公告的重组方案中，购买资产部分及募集配套资金部分发行可转换债券条款存在差异化约定，但其后经监管机构问询后，其对购买资产部分可转债的债券期限及转股期限条款进行调整，同时对购买资产部分和募集配套资金部分其他存在差异化的可转债条款进行调整。

## 五、其他关注点

以上我们从案例角度分析了在并购重组交易中定向可转债的若干特点，此外在并购重组中发行定向可转债亦涉及其他一些与交易方案设计等方面相关的问题，诸如在发行定向可转债的情况下，配套融资募集资金上限的确定标准；发行定向可转债对并购交易构成特殊税务重组的影响；募集配套融资发行定向可转债与发行股份之间差异等，亦值得通过对已有二十余宗案例的研究予以关注。

此外，需要说明的是，本文中有关定向可转债的一些特点及机制，系主要根据现有案例，特别是已过会案例所作的总结，随着后续新案例的增多，相信定向可转债的机制还将呈现进一步的发展和变化，对此亦值得持续关注。