

简评首单定向可转债方案

一、背景

2014年3月7日，国务院发布《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发[2014]14号），提及“允许符合条件的企业发行优先股、定向发行可转换债券作为兼并重组支付方式”。在此基础上，2014年10月23日，中国证监会修订发布《上市公司重大资产重组管理办法》（“《重组办法》”），规定了上市公司可以向特定对象发行可转债用于购买资产或者与其他公司合并。尽管有上述政策性支持，但规则层面一直未出台定向可转债的相关细则，A股市场上也无定向可转债的实践先例。

2018年11月1日，中国证监会发布《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》的公告，鼓励上市公司在并购重组中定向发行可转换债券作为支付工具，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。试点公告发出后，赛腾股份（603283）作为市场首单，率先发出停牌公告，公告其因拟筹划发行定向可转换债券及股份购买资产并配套融资事宜于2018年11月2日开市起停牌，并于2018年11月8日晚公告了重组预案，披露了首单定向可转债的具体条款。

二、简评首单定向可转债方案

结合现有法规体系和对A股市场并购重组交易的理解，我们尝试对首单定向可转债方案简评如下：

1、定向可转债对于并购重组的意义

中国证监会公告对于定向可转债意义，做了提炼和概括，“上市公司在并购重组中定向发行可转换债券作为支付工具，有利于增加并购交易谈判弹性，为交易提供更为灵活的利益博弈机制，有利于有效缓解上市公司现金压力及大股东股权稀释风险，丰富并购重组融资渠道”。具体来看：

- 对于上市公司而言，一方面，以定向可转债作为对价支付工具，上市公司无需立刻支付现金，有利于缓解上市公司现金压力；另一方面，定向可转债的转股将在一定期限后发生且可以设置为分批进行，一定程度缓释了直接发股对于大股东股权的稀释。

- 对于交易对方而言，定向可转债相当于附加了期权的债券，在证券市场下行、上市公司股价持续下跌的情况下，交易对方可以选择持有债权，以“本金+利息”的方式退出，保障其能够获得最基本的交易对价；如果上市公司股价上涨，交易对方也可以行使换股权利，在交易对价的基础上获得股价上升的收益。

2、定向可转债的性质

已有的国务院政策性文件、《重组办法》以及中国证监会的最新公告，均倾向于将定向可转债界定为“对价支付工具”，而非融资工具。首单定向可转债方案也从初始转股价格、锁定期、是否优先承担业绩补偿义务等方面体现了对定向可转债作为“对价支付工具”的定性。具体而言：

- 初始转股价格：赛腾股份拟发行的定向可转债，初始转股价格参照购买资产发行股份的定价标准，即发行价格不低于定价基准日前60个交易日上市公司股票交易均价的90%。

- 锁定期：赛腾股份拟发行的定向可转债，锁定期参考购买资产发行股份的锁定期，发行完成后12个月内不得

转让及转股，12个月限制期届满后根据业绩承诺期内每年度的业绩承诺实现情况，按30%、30%、40%比例分三期解锁。

· 优先承担业绩补偿义务：参考业绩补偿应先以股份补偿，不足部分以现金补偿的原则，当业绩承诺未实现时，定向可转债在补偿顺序上与对价股份类似，优先于现金补偿。赛腾股份方案中，进行业绩补偿时，先以补偿义务人取得的可转债进行补偿，不足部分以取得的上市公司股份进行补偿（所补偿的可转换债券及股份由上市公司以1元总价回购并注销），仍不足的部分由补偿义务人以现金补偿。

3、定向可转债的条款设置原则

赛腾股份的重组预案在确认定向可转债作为对价支付工具的基础之上，也充分参考了可转换债券的赎回、回售、转股价格下修等机制，针对上市公司股票价格未来下行和上行的不同情况，分别设置了转股价格向下修正+提前回售条款，转股价格向上修正+强制转股条款等灵活机制，体现了一定的灵活性和交易双方的博弈。规则层面，目前尚无配套的细则对定向可转债的条款设置原则作出明确的规定，后续待进一步观察中国证监会是否会在保留该类工具弹性的基础上，针对此类新型工具设置一些底线原则。

4、定向可转债待明确的问题

首单定向可转债方案让我们看到了该类工具的灵活性和市场化，鉴于目前尚未有具体实施细则，一些问题未能从首单定向可转债方案中得到回应，有待中国证监会后续的实施细则进一步明确：

· 上市公司是否需满足一定发行条件：上市公司发行定向可转债作为并购对价支付工具，是否要满足《上市公司证券发行管理办法》、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》所述公开发行可转债的发行条件，目前尚不明确。从“对价支付工具”的性质出发，上市公司需满足的发行条件原则上应适当放松。

· 存续期限的设置应符合何等原则：赛腾股份拟发行的定向可转债存续期限与交易对方业绩承诺期相关，存续期限自发行之日起，至标的公司最后一期《专项审核报告》及《减值测试报告》出具日与补偿实施完毕日孰晚后30个交易日。对于有业绩承诺的并购重组，定向可转债的存续期限是否必须与业绩承诺期挂钩；无业绩承诺的并购重组，定向可转债的存续期限应如何设置，暂无明确答案。

· 票面利率是否有上限要求：考虑到所附带的认股期权，定向可转债票面利率通常不高。赛腾股份拟发行的定向可转债票面利率为0.01%/年，计息方式为债券到期后一次性还本付息，符合提前回售条件但未行使提前回售权的部分，自行权期满后第一日起，票面利率跳升至0.6%/年。尽管现有案例中票面利率设置较低，但是否允许按市场化原则完全由双方协商确定票面利率，暂不明确。

· 外国投资者是否可以接受定向可转债对价：如果定向可转债在性质上不作为融资工具，上市公司应无法直接发行该类证券品种募集资金，外国投资者直接认购可能存在一定障碍。但在外国投资者已持有某境内标的一定权益的情况下，根据目前发行股份购买资产交易的市场实践，外国投资者取得股份对价已不存在实质障碍，在已有的股份支付市场实践以及放松外资准入限制的大背景下，推测对于不受限于外商投资准入特别管理措施限制的上市公司向外国投资者发行定向可转债作为支付对价应存在一定空间，但在证券账户开立、转股、后续债券转让等方面的具体操作和衔接上，有待主管部门进一步明确。

三、首单定向可转债方案条款总结

为便于了解赛腾股份的定向可转债方案，我们对其具体条款总结如下：

1、发行背景及主体

本次交易中，赛腾股份拟通过发行可转换债券、股份及支付现金的方式购买张玺、陈雪兴、邵聪持有的菱欧科技100%的股权，并同时通过询价方式向其他不超过10名特定投资者发行股份募集配套资。发行可转换债券、股份及支付现金将分别支付交易对价的60%、30%和10%。

本次发行定向可转换债券的种类为可转换为公司A股股票的可转换债券。本次发行定向可转换债券的主体为赛腾股份，赛腾股份为上海证券交易所主板上市公司，2015年、2016年、2017年公司归属于母公司所有者的净利润分别为12,704.65万元、4,804.87万元、9,566.91万元，加权平均净资产收益率分别为60.09%、16.35%、27.40%。本次定向可转换债券发行后，公司累计债券余额为1.26亿元，不超过公司最近一期期末净资产的40%即2.83亿元。（注：在发行规模上，并未突破《上市公司证券发行管理办法》中累计债券余额不超过最近一期期末净资产40%的限制。）

2、发行规模和发行数量

以发行可转换债券的方式支付交易对价的60%，可转换债券发行资金总额为12,600万元，数量为126万张，具体发行金额及数量以中国证监会批复为准。

3、票面金额和发行价格

本次发行的可转换债券每张面值为人民币100元，按面值发行。

4、发行方式及发行对象

发行方式为非公开发行，发行对象为交易对方张玺、陈雪兴及邵聪。

5、转股价格的确定依据

本次发行的可转换债券初始转股价格参照本次发行股份购买资产部分的定价标准，即发行价格不低于定价基准日前60个交易日上市公司股票交易均价的90%，最终经各方协商确定为19.30元/股。

6、转股股份来源

赛腾股份发行的股份或赛腾股份因回购股份形成的库存股。

7、债券期限

本次定向可转换债券的存续期限与交易对方业绩承诺期相关。本次定向可转换债券的存续期限自发行之日起，至标的公司最后一期《专项审核报告》及《减值测试报告》出具日与补偿实施完毕日孰晚后30个交易日。

8、债券利率

票面利率为0.01%/年，计息方式为债券到期后一次性还本付息。

9、转股条件暨锁定期安排

12个月内不得转让及转股（“限制期”），12个月后分批解锁；交易对方承诺在12个月限制期届满后，其所持的因本次交易获得的可转换债券应按30%、30%、40%比例分三期解锁，具体如下：

期数	解锁条件	累计可解锁的可转债
第一期	赛腾股份在指定媒体披露标的公司2018年度盈利预测实现情况的专项审核报告且12个月限制期届满后，标的公司2018年的实际净利润达到2018年承诺净利润	可解锁的可转债=本次向交易对方发行的可转债*30%—当年已补偿的可转债（如有）
第二期	赛腾股份在指定媒体披露标的公司2019年度盈利预测实现情况的专项审核报告后，标的公司2018年至2019年实现净利润之和达到2018年至2019年承诺净利润之和	可解锁的可转债=本次向交易对方发行的可转债*60%—累计已补偿的可转债（如有）
第三期	赛腾股份在指定媒体披露标的公司2020年度盈利预测实现情况的专项审核报告和承诺期间减值测试报告后，标的公司2018年至2020年实现净利润之和达到2018年至2020年承诺净利润之和，本次向交易对方发行的全部可转债均可解锁	可解锁的可转债=本次向交易对方发行的可转债*100%—累计已补偿的可转债（如有）

最后一期盈利预测实现情况的专项审核报告和承诺期间减值测试报告出具后，交易对方应当根据交易协议完成全部补偿义务。补偿义务履行完毕后，交易对方所持可转换债券如有剩余，剩余部分自动解锁。

10、转股价格向下修正条款

在本次发行的可转换债券存续期间，当公司股票在任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决，修正后的转股价格不得低于审议转股价格向下修正方案的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%。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转换债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于上市公司最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

11、转股价格向上修正条款

在本次发行的可转换债券存续期间，当交易对方提交转股申请日前二十日赛腾股份股票交易均价不低于当期转股价格150%时，则当次转股时应按照当期转股价的130%进行转股，但当次转股价格最高不超过初始转股价格的130%。

12、有条件强制转股条款

在本次发行的可转换债券存续期间，如公司股票连续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，该方案须经出席股东大会的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施，股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换债券的股东应当回避。通过上述程序后，上市公司有权行使强制转股权，将满足解锁条件的可转换债券按照当时有效的转股价格强制转化为赛腾股份普通股股票。

13、提前回售条款

当交易对方所持可转换债券满足解锁条件后，如公司股票连续30个交易日的收盘价格均低于当期转股价格的80%，则交易对方有权行使提前回售权，将满足解锁条件的可转换债券的全部或部分以面值加当期应计利息的金额回售给上市公司。在各年度首次达到提前回售权行使条件时起，交易对方的提前回售权进入行权期，行权期长度为10个交易日（含达到提前回售权行使条件的当天），如交易对方在行权期内未行使提前回售权，则交易对方至下一考核期审计报告出具前不应再行使提前回售权。行权期满后，交易对方所持满足解锁条件的可转换债券中未回售的部分，自行权期满后第一日起，按照0.6%年利率计算利息。

14、担保、评级事项

本次定向发行可转换债券不设担保、不安排评级。