

爱使股份跨界并购游久时代

案例简介:在煤炭行业产能过剩、煤炭价格持续下滑初现的背景下,爱使股份于2014年启动重组,收购市场热点题材游戏标的。方案在设计上,围绕证监会2014年修订的《重大资产管理办法》的规定,通过配募巩固原大股东持股比例、新进股东承诺放弃部分表决权及承诺一定期限内不谋求控制权等安排,规避了实际控制人发生变更的认定;通过延迟剥离原有煤炭资产,规避了标的资产总额超过公司上一年度总资产的100%的认定,从而当时未被认定为重组上市。

一、交易背景及目的

(一)原主营行业处于周期底部,盈利能力亟待加强

公司在2014年重组完成前,主要从事煤炭开采、洗选与销售业务。2012年以来,随着国家宏观经济增速放缓,节能减排力度加大,煤炭行业结构性过剩的问题日趋突出,导致煤炭市场出现整体总量宽松,结构性过剩,煤价持续低位徘徊状态,整个行业进入供需关系相对较弱阶段,公司经营面临着

前所未有的巨大压力。2013年,公司实现归属于上市公司股东的净利润447.43万元,较2012年减少97.74%;2014年1~5月,公司实现归属于上市公司股东的净利润-4699.15万元,经营业绩已出现逐年下滑态势,且煤炭行业未来好转预期并不明朗。为分散单一煤炭业务给企业带来的风险,在继续经营原有主业的同时,爱使股份开始关注外部经济环境的走向,寻求恰当的转型契机及业务领域,以求降低公司经营业绩的波动,打造新的利润增长点。

(二) 互联网行业发展迅猛,网络游戏市场追捧

与煤炭行业遭遇寒冬的境况相反,2014年正是游戏行业爆发式发展的春天。近年来,国家相继出台多项扶持文化产业的利好政策,对蓬勃发展的游戏产业而言如虎添翼。2011年3月,全国人大通过的《十二五规划纲要》提出,要推动文化产业成为国民经济支柱产业,增强文化产业整体实力和竞争力,将文化产业上升为国家重大战略产业。2011年12月,国务院办公厅发布了《国务院办公厅关于加快发展高技术服务业的指导意见》(国办发〔2011〕58号),提出要重点加快数字内容服务等八个领域的高技术服务发展,拓展数字动漫、健康游戏等数字内容服务。2013年8月,国务院发布了《国务院关于促进信息消费扩大内需的若干意见》(国发〔2013〕32号),提出“到2015年,信息消费规模超过3.2万亿元,年均增长20%以上,带动相关行业新增产出超过1.2万亿元,其中基于互联网的新型信息消费规模达到2.4万亿元,年均增长30%以上”的主要目标,并提出要大力发展数字出版、互动新媒体、移动多媒体等新兴文化产业,促进动漫游戏、数字音乐、网络艺术品等数字文化内容的消费。因此,为快速扭转企业经营状况面临的不利局面,紧跟国家产业结构调整步伐,公司选择了游戏业内快速成长的游久时代作为并购重组的标的。

二、交易各方基本情况

(一) 上市公司基本情况

爱使股份前身为上海爱使电子有限公司,经上海市电子仪器设备

工业公司批准设立。爱使股份于1985年1月19日经中国人民银行上海市分行(85)沪人金股2号文批准,向社会公众发行人民币普通股股票30万股,采用募集方式设立股份公司,是上海市首批股份制试点企业和上市公司之一。重组前,公司控股股东为天天科技有限公司(以下简称“天天科技”),持股比例仅为9.09%,实际控制人为刘祥、雷宪红和张立燕。

实际控制人对爱使股份的控制关系见图1:

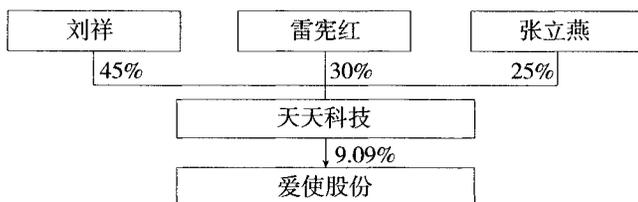


图1 实际控制人对爱使股份的控制关系

上市公司重组前二年一期的主要财务数据如表1所示:

表1 上市公司重组前二年一期的主要财务数据

单位:万元

项目	2014年3月31日	2013年12月31日	2012年12月31日
资产总额	319,327.62	322,022.38	316,770.36
负债总额	148,915.99	150,126.52	137,522.70
所有者权益合计	170,411.62	171,895.86	179,247.66
归属于母公司所有者权益合计	94,871.93	95,924.97	101,442.83
项目	2014年3月31日	2013年度	2012年度
营业收入	42,640.14	185,781.01	212,960.28
归属母公司股东净利润	-1918.42	447.43	19,758.9
扣非后净利润	-1928.11	-3345.10	-6220.22

(二) 标的资产基本情况

本次重组标的公司游久时代(北京)科技有限公司(以下简称“游久时代”),2012年3月12日经北京市工商行政管理局石景山分局核准设立,主营业务为游戏的研发与运营,并拥有已成功运营十年游戏行业一

流的媒体资讯网站——游久网。该公司主要以端游、页游和手游的代理发行业务为核心,兼顾手游研发,并且全方位提供游戏资讯服务。

本次重组标的公司股权结构如表 2 所示:

表 2 本次重组标的公司股权结构

单位:%

序号	股东名称	认缴出资额	实缴出资额	持股比例	股东性质
1	刘亮	42.50	42.50	42.50	刘亮为实质股东
2	代琳	50.00	50.00	50.00	代琳为实质股东
3	大连卓皓	7.50	7.50	7.50	大连卓皓为实质股东
合计		100	100	100	—

2012 年、2013 年和 2014 年 1~5 月,游久时代营业收入分别为 6533.30 万元、20,264.06 万元和 8437.92 万元,实现归属于母公司所有者净利润分别为 -1139.90 万元、3093.53 万元和 1769.92 万元,营业收入、净利润均实现了爆发式增长,且该行业毛利率较高。

表 3 2012 年度、2013 年度利润

单位:万元

游戏类型	2013 年度				2012 年度			
	营业收入	营业成本	营业毛利	毛利率	营业收入	营业成本	营业毛利	毛利率
端游	10,469.33	3554.01	6915.32	66.05%	4027.18	2474.53	1552.65	38.55%
页游	5793.79	1826.11	3967.68	68.48%	—	—	—	—
手游	932.46	89.94	842.52	90.35%	—	—	—	—
小计	17,195.58	5470.06	11,725.52	68.19%	4027.18	2474.53	1552.65	38.55%

三、交易方案

(一) 交易方案简况

本次重组方案主要由两部分组成。第一部分,爱使股份通过发行股份及支付现金相结合的方式,购买游久时代股东刘亮、代琳、大连卓皓持

有的游久时代合计 100% 股权,本次交易作价 118,000.00 万元,具体安排如下(见表 4):

表 4 本次交易方案具体安排

单位:万元

交易对方	出售比例	出售价值	股份支付		现金支付	
			价值	支付比例	价值	支付比例
刘亮	42.50%	50,150.00	36,653.75	31.06%	13,496.25	11.44%
代琳	50.00%	59,000.00	33,162.92	28.10%	25,837.08	21.90%
大连卓皓	7.50%	8850.00	8850.00	7.50%	—	—
合计	100%	118,000.00	78,666.67	66.67%	39,333.33	33.33%

第二部分,爱使股份向控股股东天天科技发行股份募集配套资金,用于向刘亮、代琳支付购买标的股权的现金对价。按照本次交易的现金对价 39,333.33 万元、发行价格 4.28 元/股计算,配套融资的股份发行数量为 9190.03 万股。

本次重组的交易架构图和主要交易过程如图 2 所示:

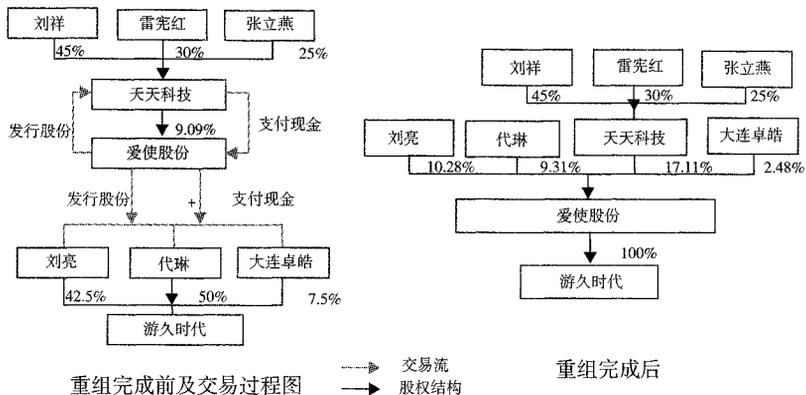


图 2 本次重组交易架构和主要交易过程

发行股份及支付现金购买资产与募集配套资金互为条件、同时进行,共同构成本次并购重组不可分割的组成部分,其中任何一项未获得所需的批准(包括但不限于公司内部有权审批机构的批准和相关政府部

门的批准),则本次重组自始不生效。

本次交易实施完成前后,公司的股权结构变化情况如表 5 所示:

表 5 交易实施前后公司股权结构变化

股东	交易完成前		交易完成后	
	持股数量(万股)	持股比例	持股数量(万股)	持股比例
天天科技	5061.24	9.09%	14,251.27	17.11%
刘亮			8563.96	10.28%
代琳			7748.35	9.31%
大连卓皓			2067.76	2.48%
其他流通股东	50,639.02	90.91%	50,639.02	60.81%
合计	55,700.26	100%	83,270.35	100%

(二) 股份锁定安排

根据方案约定,本次交易中新发行股份的锁定期安排如下:

1. 刘亮因本次交易获得的公司股份中的 47.06% 部分,即 4030.10 万股,自发行结束之日起 12 个月内不转让;52.94% 部分,即 4533.86 万股,自发行结束之日起 36 个月内不转让。

2. 代琳因本次交易获得的公司股份中的 25% 部分,即 1937.09 万股,自发行结束之日起 12 个月内不转让;35% 部分,即 2711.92 万股,自发行结束之日起 17 个月内不转让;40% 部分,即 3099.39 万股,自发行结束之日起 29 个月内不转让。

3. 大连卓皓因本次交易获得的股份在发行结束之日起 36 个月内不转让。

4. 天天科技获得本次募集配套资金发行的股份在发行结束之日起 36 个月内不转让。

(三) 业绩承诺、补偿安排以及奖励对价

刘亮、代琳承诺 2014 年度、2015 年度、2016 年度游久时代各年实现的净利润分别不低于 10,000 万元、12,000 万元、14,400 万元。对游久时代未来业绩作出承诺并承担盈利补偿义务的主体为刘亮、代琳,大连卓皓不承担补偿义务,其相应的补偿责任由刘亮代其向公司承担。在盈

利承诺期内,若标的资产各年度内实际净利润数小于预测净利润数,净利润差额部分由刘亮、代琳优先以补偿股份的方式对公司进行业绩补偿,差额部分以现金补足。刘亮、代琳向爱使股份支付的补偿总额不超过本次交易的交易对价 118,000.00 万元。

如果承诺期游久时代实际实现的净利润总和超出承诺期承诺净利润总和,爱使股份将超出部分的 70% 作为奖励对价以分红的方式向截至 2016 年 12 月 31 日仍持有游久时代股份的股东支付。

四、方案难点及处理

爱使股份通过本次重组,欲实现从传统行业的煤炭销售转向时下热点领域网络游戏的转型,然而,新旧两类业务本身不存在协同性问题。以此为背景设计本次重组,上市公司的方向或目标应当是通过重组剥离原有业务,同时注入新的业务。同时面临的现实问题是,上市公司原有业务体量较大但持续盈利能力差,拟注入资产盈利性较好但持续盈利能力存在较大不确定性。因此,一方面如何选择剥离原有资产的时机与步骤以避免净壳重组;另一方面如何避免通过发行股份而导致实际控制人变更等,都是方案设计时重点关注之处。

(一)先置入后置出,避免触及重组上市标准

由于爱使股份的煤炭业务亏损面趋大,且公司转跨行业并购,在不以双主营为未来方向的前提下,公司剥离原主营业务势在必行。而公司 2014 年完成收购游戏时代后,再次重组,并已于 2015 年 10 月将其旗下煤炭资产出售给天天科技,目前已经实施完毕。通过重大资产出售,公司目前已转型为单一的游戏类公司。但公司在本次重组中,并未急于剥离原有煤炭资产,可能主要基于以下几方面考虑:

第一,爱使股份初涉游戏行业,收购后能否完成对游久时代的顺利整合,游久时代能否持续健康发展存在较大的不确定性,公司为保证营业收入等指标,并出于对新业务领域不确定性的谨慎判断,未在本次方案中一并剥离原有业务,而是在重组完成后,视公司的整合状况、经营状况及游戏行业的发展状况再定夺。

第二,如果在注入游戏资产时一并剥离煤炭资产,一方面,公司主营业务发生了根本性的改变,公司变成了净壳重组,本次重组有可能被认定为借壳重组,按《重大资产重组(征求意见稿)》的规定,主营业务明显发生变更,也会被认定为借壳。另一方面,如果通过一次重组,将公司主营业务变成单纯游类,游久时代全体股东可能被认定为一致行动人,此时重组方案亦存在被认定为构成借壳的可能。

因重组标的未必满足借壳条件,而借壳重组标准等于IPO,这些无疑都会给所筹划的重组增加较大难度及变数。因此,公司最终选择了本次方案,仅注入新的资产,未同步剥离原有资产。根据爱使股份、游久时代经审计的2013年度财务数据以及交易作价情况,上市公司本次向交易对方购买的资产总额仅占上市公司2013年年末资产总额的36.64%,未超过100%。

(二)收购方未持有标的资产股份,避免适用“首次累计”原则

由于爱使股份控股股东天天科技原持有的公司股份比例较低(9.09%),如何在收购标的资产的同时,保证大股东的控股地位成为方案设计及双方谈判中的一个重要因素。在方案设计中,可以先由天天科技以现金收购游久时代部分股权,以关联交易的形式收购游久时代剩余全部股权。此种方式一方面可以降低标的资产原有股东在重组后持有上市公司股份的数量,同时增加控股股东持股数量;另一方面,与向控股股东发行股份募集配套资金相比,现金支付压力较小,而且也不会面临募集资金被否决的风险。

但这种方案的弊端也十分明显,如天天科技先行收购了标的资产部分股份,重组时构成向控股股东发行股份购买资产,又因天天科技是通过收购股份的方式取得的爱使股份控制权,按《重组管理办法》的有关规定,需要累计计算天天科技自取得上市公司控制权以来,历次向爱使股份注入的资产,给方案带来较大的难度,且存在构成借壳的风险。

此外,根据证监会2016年最新发布的《关于并购重组业绩补偿相关问题与解答》,无论标的资产是否为上市公司的控股股东、实际控制人所有或控制,也无论其参与此次交易是否基于过桥等暂时性安排,上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人均应以其获得的股份和

现金进行业绩补偿。因此,如果采取先取得标的资产部分股权的方式来实施重组,构成向控股股东发行股份购买资产,天天科技同样需要在本次重组中承担业绩承诺的义务。

综合上述考虑因素,虽然有关限制借壳的规则在公司重组完成后才发布实施,但考虑到监管政策及监管动向的因素,为避免构成借壳,交易双方最终选择了现有方案,即两步走策略:一边发行股份及支付现金购买资产;一边向控股股东天天科技发行股份募集配套资金,且两者互为前提。

(三) 多举措并施维持实际控制人不变

本次方案中,最核心的部分,是关于公司实际控制人保持不变的设计安排。本次交易前,天天科技持有爱使股份 5061.24 万股,持股比例为 9.09%,为控股股东。刘祥、雷宪红、张立燕为公司的实际控制人。在本次交易的募集配套资金环节,为巩固其控股地位,天天科技以现金方式认购爱使股份非公开发行的 9190.03 万股。交易完成后,天天科技合计持有爱使股份 14,251.27 万股,持股比例为 17.11%,刘亮持有 8563.96 万股,持股比例为 10.28%,代琳持有 7748.35 万股,持股比例为 9.31%,大连卓皓持有 2067.76 万股,持股比例为 2.48%。2014 年 11 月,公司重组实施完成后,刘亮和代琳分别持有公司 10.28% 和 9.31% 股份,为上市公司第二及第三大股东,两人合计持股比例已经超过第一大股东天天科技 17.11% 的持股比例。为解决上市公司实际控制人未发生变化的问题,重组方案中作出以下设计。

一是相关方承诺不存在关联关系及一致行动关系。在重组报告书中,刘亮、代琳公开承诺双方之间不存在任何亲属关系或其他关联关系,且在重组完成后不会基于所持有的上市公司股份与对方谋求一致行动关系。根据《上市公司收购管理办法》第 83 条的相关规定,在上市公司的收购及相关股份权益变动活动中投资者之间有股权控制关系,受同一主体控制,存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系等情形之一的,为一致行动人。基于上述“投资者之间存在合伙、合作、联营等其他经济利益关系”如无相反证据,资产的股东之间通常被认为构成一致行动人关系。因此。本案中,像在大多数游戏并购案例一样,交易对方亦做出了不构成一致行动人的承诺。

二是放弃部分股份对应的表决权、提名权、提案权。从大量重组案例的反馈及证监会过会情况分析,是否构成一致行动人,除了需要具备相关承诺外,还要求有具体措施以保证上市公司控制权的稳定。例如,证监会于2014年3月27日公告的顺荣股份未通过审核意见中认为,由于顺荣股份拟收购的标的资产交易对方在重组完成后合计持股超过上市公司原控股股东,而仅仅通过出具承诺函方式承诺不构成一致行动人的方式不被证监会认可。在顺荣股份再次申报的材料中增加了标的资产股东之一放弃所持上市公司股份的表决权的安排以保证上市公司控制权的稳定。本案中,证监会并购重组委2014年第40次会议审核结果为有条件通过,与最终通过的方案对比,最终方案中增加了游久时代原股东代琳和大连卓皓分别承诺:在本次交易完成后36个月内,放弃所持上市公司3000万股(占公司总股本的3.60%)和全部股份(2067.76万股)对应的表决权、提名权、提案权。根据上述承诺,重组完成后,爱使股份控股股东天天科技享有表决权的股份数为14,251.27万股,高于标的公司股东合计享有表决权的公司股份数13,312.31万股。代琳承诺放弃所持股份的表决权。

此外,重组方案中还约定,因爱使股份重组前董事会成员共9名,其中包含3名独立董事。交易完成后,代琳、刘亮各提名1名董事人选,大连卓皓不提名董事人选。为此,本次交易不会导致代琳、刘亮及大连卓皓决定公司董事会半数以上成员选任。

三是天天科技并未在重组期间突击入股标的资产。本次交易中,公司控股股东天天科技为了巩固控制权,采取的是认购募集资金的方式,同时公司以该部分资金支付收购标的资产的对价。天天科技的这种作法,不能说不是为了抛开借壳嫌疑。在同期的重组案例中,控股股东突击入股标的资产,除了如前所述,可能使控股股东面临业绩补偿承诺压力之外,还可能带来其他负面影响。例如,交易所及证监会都会更加关注股东突击入股的动机与必要性、作价依据及合理性、与本次交易中标的资产估值差异的合理性等。此外,如果根据证监会2016年6月17日发布的《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》规定,天天科技在停牌期间取得标的资产权益的,以该部分权益认购的上市公司股份,在认定控制权是否变更时,应予以

剔除计算。考虑到借壳标准趋严的动向,天天科技并未选择在重组期间突击入股。

五、案例点评

(一) 一致行动人的认定

本案例中,公司重组实施完成后,刘亮和代琳分别持有上市公司10.28%和9.31%股份,为上市公司第二及第三大股东,两人合计持股比例已经超过第一大股东天天科技17.11%的持股比例。为了保持上市公司控制权不发生变更,刘亮和代琳承诺双方之间不存在任何亲属关系或其他关联关系,且在重组完成后不会基于所持有的上市公司股份与对方谋求一致行动关系。

但在重组完成后,有媒体报道,股东刘亮、代琳已于2016年年初登记,构成一致行动关系。上交所通过舆情监测发现上述事项后,向公司发送问询函,要求公司及股东自查并回复问询。后经查明,刘亮与代琳二人于2015年1月登记结婚。根据《上市公司收购管理办法》第83条的规定,二者构成一致行动关系,合计持有的游久游戏股份比例为19.59%,其中有表决权股份比例为15.99%。但刘亮、代琳在结婚后,一直未告知公司并披露二者的一致行动关系,也未及时披露相关的权益变动报告书,直至经上交所问询后才分别在2016年1月12日和19日进行了补充披露。

“一致行动人”的概念类似于“法人”,是一种法律拟制。符合规定(一致行动人的定义)或一定情形(一致行动人的推定情形且无反证)即由法律直接规定其法律效果,即一致行动人的持股权益被视为一体,需合并计算。

就我国现行立法而言,对一致行动人直接定义的是《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购管理办法》)第83条。该条规定,“一致行动,是指投资者通过协议、其他安排,与其他投资者共同扩大其所能支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实”。从规制模式看,该条规定采取的是定义+推定情形的方式。这种模式较为清晰,理论

上,属于明文规定的推定情形,则由当事人进行反证。推定情形未有明确规定,仍能通过定义发挥兜底规范的作用。但这种规范形式产生的问题是,《收购管理办法》规范范围之外的其他法律制度,如信息披露、并购重组行为,能否直接或参照适用该规定并不明确,造成实践中认定困难。

在本案例中,因刘亮、代琳隐瞒两人系恋人关系,且不久将登记结婚等事实,使本次重组未被认定构成重组上市,规避动机明显。2016年9月,证监会修订了《重大资产重组管理办法》,被市场解读为“最严重重组新规”,此后出现了多起绕道重组上市认定标准的新案例,大多从“控制权”做文章。交易对方(标的资产管理层)是否构成一致行动人,成为上市公司控制权是否发生变更,进而是否构成重组上市的关键。在严格重组上市认定标准的情况下,对可能存在规避嫌疑的案例,加大问询和核查力度,对于存在刻意隐瞒一致行动关系的,采取必要的监管措施。

(二) 放弃表决权的效力

本案例中,除上述承诺不存在关联关系及一致行动关系外,最终方案中增加了游久时代原股东代琳和大连卓皓放弃表决权的承诺。其中,代琳承诺放弃所持有上市公司3000万股,即占公司总股本的3.60%股份的表决权;大连卓皓承诺放弃所持有的2067.76万股,即占公司总股本2.48%股份的表决权。

在股东的所有者权益中,表决权是其核心权利,直接影响到股东的资产收益分配、管理决策等其他权利,很大程度上决定了公司控制权的归属,而在重大资产重组中,股份表决权往往具有特定的目的和功能,甚至成为某些交易达成的关键。在本案例中,公司股东通过放弃部分表决权的方式防止了上市公司的控制权发生变更,从而规避了重组上市,但同时,在市场上也引起了广泛的争议和质疑,重组监管也面临了严峻的考验。

从法律层面看,我国现行法律法规并未对重大资产重组中放弃表决权等事宜作出明确规定。我国《公司法》规定,股东可以委托代理人出席股东大会,并在授权范围内行使表决权,但并未明确是否可以放弃表决权;重大资产重组法律规则中关于表决权的的规定较少,仅在《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重

组申请文件》中规定了发行优先股购买资产时表决权的限制、恢复及计算方法,但对于发行普通股购买资产或募集配套资金的,并未规定表决权放弃相关内容。

在学术界,关于表决权是否可以放弃,各位专家学者持有不同意见。一种意见认为,股份表决权属于共益权而非自益权,表决权的行使不仅涉及投票股东自身的利益,而且影响到公司的整体利益,因此股东有义务行使表决权,且在行使表决权的时候,不仅要维护自己的利益,还要兼顾公司和其他股东的利益,如果允许表决权放弃,则与表决权的共益权性质相违背。另一种意见则认为,强制要求股东行使表决权,且在行使时兼顾他人和公司利益并不合理,股东对与自己有利害关系的事宜,真诚地依公司最佳利益表决,这是为有良心的绅士制定的义务,这一义务不切实际也无法操作,不符合理性经济人的假定。

国内关于表决权是否可以放弃的主要分歧在于股东对于公司和其他股东是否负有信义义务。在公司法领域,信义义务分为注意义务与忠实义务,注意义务是指在处理公司事务时,应如同一个谨慎的人处于同等地位与情形下给予应有的谨慎义务,即怀有善意并谨慎合理,维护公司利益最大化。忠实义务,是指不得从事有损于公司和其他股东利益的行为。国内外公司法及相关判例未明确规定普通股东的信义义务,但是均确认了上市公司控股股东及实际控制人的信义义务,主要是因为控股股东及实际控制人在公司管理决策中居于强势,信义义务的规定有利于防止控股股东及实际控制人滥用权利侵害公司及中小股东的合法权益。进一步而言,与他国公司法确立的“董事会中心主义”不同,我国公司法奉行“股东大会中心主义”,公司控股股东及实际控制人在公司管理决策中的优势地位更加明显,因此,对其信义义务的要求也理应更加严格。

从实践层面看,若允许交易各方随意放弃表决权,可能会产生规避监管、影响公司控制权稳定、扭曲公司治理等一系列问题:一是以放弃表决权的方式规避重组上市,易形成负面示范效应;二是放弃表决权可能影响上市公司控制权稳定,难以明确市场预期;三是附期限或大比例放弃表决权,可能会扭曲公司治理。

放弃表决权作为并购重组谈判中的重要砝码甚至交易达成的关键

要素,但其存在的潜在风险及合规性问题不容小觑,在当前“依法、从严、全面”监管的背景下,应当将现行法律规范和重大资产重组监管实践相结合,从严认定重大资产重组中放弃表决权的效力。根据上文所述,建议在重大资产重组中放弃表决权涉及控制权变更的,应当予以禁止,同时对放弃表决权的信息披露和股份锁定期进行严格规范。