

Acquiring an A-share Listed Company, Part 2: Methods for Acquiring a Listed Company - Tender Offer

Author: XU, Qifei CHI, Weili

Haiwen & Partners

序言

《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）第六十二条规定，投资者可以采取要约收购、协议收购及其他合法方式收购上市公司。《上市公司收购管理办法》第五条规定，收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东，可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人，也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权。

在实务中，取得上市公司控制权最直接的方式是通过取得上市公司的股权实现对上市公司的控制，但囿于上市公司股份的权利限制（限售承诺、质押、冻结等）、收购方资金、是否会触发强制要约收购义务等因素，收购人通常还会采用若干辅助手段来取得上市公司控制权。

与一般非上市公司的控制权收购不同，在上市公司的控制权收购过程中，为防止各种潜在的内幕交易，保障全体股东尤其是中小股东的权益，《证券法》和《上市公司收购管理办法》规定了“要约收购”制度。而无论采用哪种具体的收购方式，都可以叠加自愿要约的收购方式，而达到一定比例之后，也都有可能触发强制要约收购义务。因此，本文将先行介绍要约收购制度，以期在上市公司控制权收购类交易中交易架构的选择提供指引。

一、要约收购的含义与分类

要约收购是指收购人通过向被收购上市公司的所有股东发出购买其所持上市公司全部或部分股份的意思表示，并按照其依法公告的收购要约中所规定的收购条件、收购价格、收购期限等收购上市公司股份的收购方式。

按照不同的分类标准，要约收购可被划分为不同的类型，具体情况如下表：

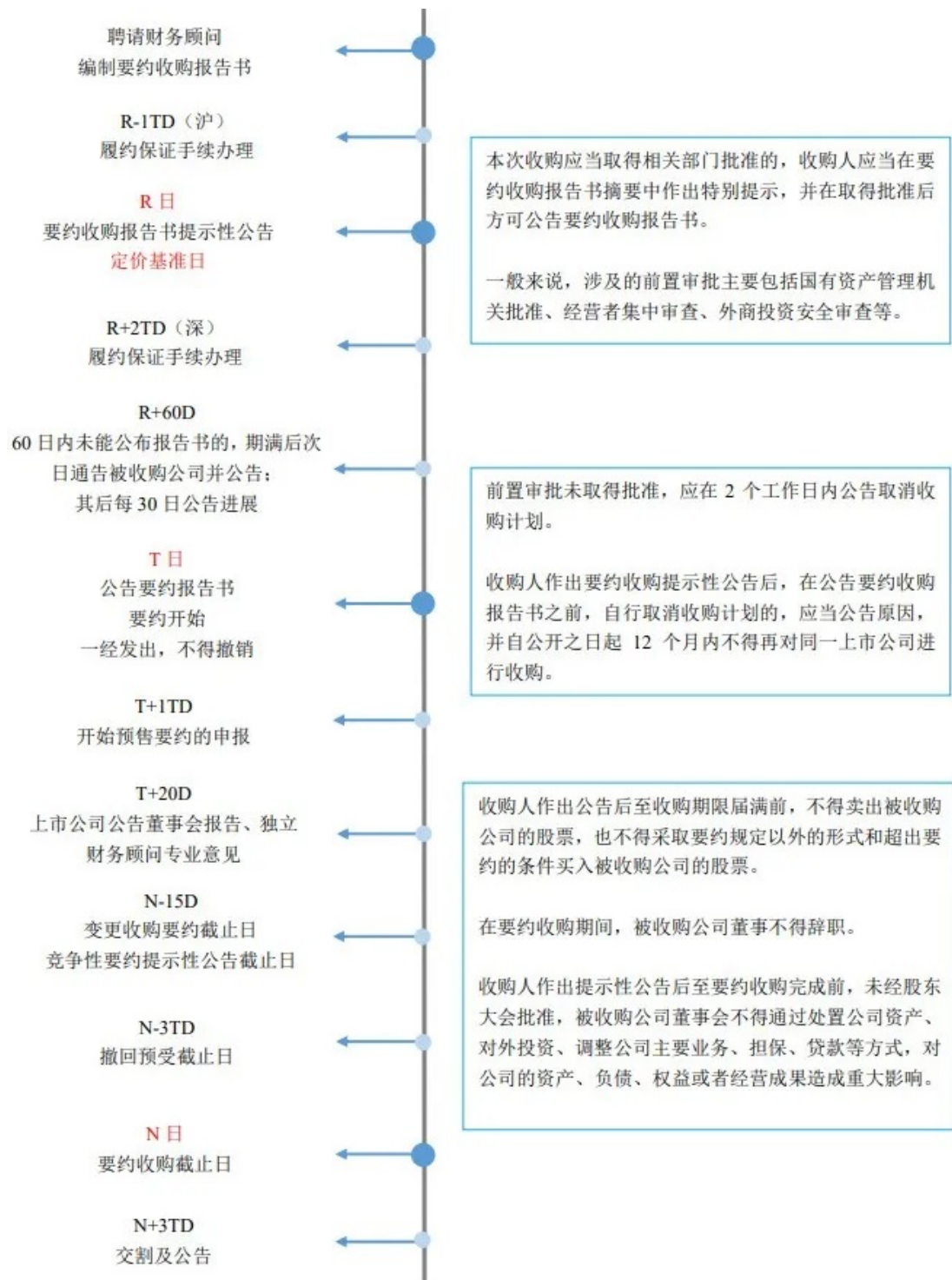
分类标准	要约类型	具体含义	
是否收购上市公司全部股份	全面要约	收购人向被收购公司的所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约。	
	部分要约	收购人向被收购公司的所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约。	
是否自愿发出要约	自愿要约	收购人自主决定是否要约，发出多少要约。	
	强制要约	收购人根据法律法规、规章的规定，在某些特定情形下需向上市公司所有股东发出收购其持有的全部或部分股份的要约。	情形一：收购人通过证券交易所的证券交易持有有一个上市公司的股份达到该上市公司已发行股份的 30%时，继续增持股份的，应发出全面要约或者部分要约。
			情形二：收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过 30%的，超过 30%的部分，应当改以要约方式进行；但符合法定情形的，收购人可以免于发出要约。符合要约豁免情形的，收购人可以履行其收购协议；不符合要约豁免情形的，在履行其收购协议前，应当发出全面要约。
			情形三：收购人通过间接收购方式拥有权益的股份超过上市已发行股份的 30%的，应当向该公司所有股东发出全面要约。
要约目的	私有化要约	收购人为终止上市公司的上市地位而发出全面要约。	
	巩固控制权要约	现有控股股东为进一步巩固其控制权，或收购人为争夺上市公司控制权发出的不以终止上市公司的上市地位为目的的要约。	

不难看出，持有上市公司30%的股份或者以其他方式拥有上市公司权益的股份超过30%是触发强制要约收购的法定红线，当收购人通过协议转让、表决权委托或者其他协议安排、间接收购、认购定增等方式达到前述红线的，除非符合要约豁免的情形，否则将触发强制要约义务。而一旦触发要约收购义务，收购人就应该按照法律的规定程序开展要约收购工作，这一机制能够使中小股东与大股东同一顺位实现投资变现，也能够使得对收购存在异议的股东以较好的价格退出公司。

二、要约收购的流程及关键法律问题

1. 要约收购的流程

根据《上市公司收购管理办法》《深圳证券交易所上市公司自律监管指南第1号——业务办理》《深圳证券交易所创业板上市公司自律监管指南第1号——业务办理（2023年12月修订）》以及沪深证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司的相关监管规则，要约收购大致流程如下：



2. 要约收购的关键法律问题

■ 要约收购的比例

根据《上市公司收购管理办法》第25条规定，对于采取自愿要约收购或者其他未触发全面要约收购的强制性要约收购，收购人预定收购的股份比例不得低于上市公司已发行股份的5%。

在实务中，收购人或者上市公司的现有控股股东通常会利用这一机制直接发起部分要约收购，从而能够以较小的代价取得或者巩固对上市公司的控制权。如，在海南豫珠企业管理有限公司（“海南豫珠”）要约收购金徽酒（603919）的案例中，在要约收购前，海南豫珠的一致行动人豫园股份已经取得金徽酒29.99998%的股份，为巩固控制权，海南豫珠拟收购的股份为金徽酒除豫园股份已持有的股份外的40,580,800股已上市无限售条件流通股（占金徽酒总股本比例8%）。又如，在广东格兰仕家用电器制造有限公司（“格兰仕”）要约收购惠而浦（600983）的案例中，在要约收购前，收购人格兰仕及其控股股东、实际控制人均未直接或间接持有惠而浦股份，为取得控制权，格兰仕向惠而浦股东发出部分要约，要约收购股份数量为467,527,790股，占惠而浦已发行股份总数的61.00%，若预受要约股份的数量少于390,883,890股（占惠而浦股份总数的51%），则本次要约收购自始不生效。

■ 要约收购的定价

根据《上市公司收购管理办法》第35条规定，收购人收购上市公司股份的，其收购价格：

- （1）不得低于要约收购提示性公告日前6个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格；
- （2）原则上不低于要约收购提示性公告日前30个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值，如果低于，则收购人聘请的财务顾问应当就该种股票前6个月的交易情况进行分析，说明是否存在股价被操纵、收购人是否有未披露的一致行动人、收购人前6个月取得公司股份是否存在其他支付安排、要约价格的合理性等。

■ 要约收购的对价

根据《上市公司收购管理办法》第36条规定，收购人可以采用现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款。收购人以证券支付收购价款的，应当提供该证券的发行人最近3年经审计的财务会计报告、证券估值报告，并配合被收购公司聘请的独立财务顾问的尽职调查工作。

根据《上市公司收购管理办法》第27条规定，收购人为终止上市公司的上市地位而发出全面要约的，或者因不符合《上市公司收购管理办法》第六章“免除发出要约”的规定而发出全面要约的，应当以现金支付收购价款；以依法可以转让的证券支付收购价款的，应当同时提供现金方式供被收购公司股东选择。

在实务中，收购人基本会选择以现金方式作为要约收购的支付方式。目前，以证券或者现金与证券相结合的支付方式基本只出现在以吸收合并上市公司为主的类型化交易中。

■ 履约保证手续

根据《上市公司收购管理办法》第36条规定，收购人聘请的财务顾问应当对收购人支付收购价款的能力和资金来源进行充分的尽职调查，详细披露核查的过程和依据，说明收购人是否具备要约收购的能力。收购人应当在作出要约收购提示性公告的同时，提供以下至少一项安排保证其具备履约能力：

（1）以现金支付收购价款的，将不少于收购价款总额的20%作为履约保证金存入证券登记结算机构指定的银行；

（2）收购人以在证券交易所上市交易的证券支付收购价款的，将用于支付的全部证券交由证券登记结算机构保管，但上市公司发行新股的除外；

（3）银行对要约收购所需价款出具保函；

（4）财务顾问出具承担连带保证责任的书面承诺，明确如要约期满收购人不支付收购价款，财务顾问进行支付。

在实务中，收购人通常会采用履约保证金的保证方式，少数项目会采用银行保函作为保证方式。需要注意的是，对于不同证券交易所，办理履约保证手续的时间略有区别，具体而言，对于上交所的上市公司，收购人最晚应当于要约收购报告书摘要公告提交交易所审核日的前一交易日将不少于收购总金额20%的履约保证金存放于中国证券登记结算有限责任公司上海分公司指定的账户；对于深交所的上市公司，收购人应当在披露要约收购报告书摘要后的两个交易日内，向中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司申请办理履约保证手续。

■ 要约收购的期限

根据《上市公司收购管理办法》第37条和40条规定，收购要约约定的收购期限不得少于30日，并不得超过60日；但是出现竞争要约的除外。出现竞争要约时，发出初始要约的收购人变更收购要约距初始要约收购期限届满不足15日的，应当延长收购期限，延长后的要约期应当不少于15日，不得超过最后一个竞争要约的期满日，并按规定追加履约保证。

在A股资本市场，竞争性要约非常罕见，究其原因主要是在竞争要约过程中，双方为形成竞争优势可能需要付出较其他收购方式更多的资金成本和时间成本。进而，在实务中，收购人大多选择将要约收购的期限设定为30个自然日，并且在期限届满后就不再延长。

三、要约收购的豁免

2020年3月20日，为响应《证券法》的修改和调整，中国证监会发布《关于修改部分证券期货规章的决定》以及《关于修改部分证券期货规范性文件的决定》，对包括《上市公司收购管理办法》在内的系列证券监管规则进行了调整和修改。修改后的《上市公司收购管理办法》将原规则中可以豁免要约收购的事项，由“免于以要约方式增持股份”“免于发出要约”和“免于提交豁免申请”调整为“免于以要约方式增持股份”和“免于发出要约”两大类。

由于修改后的《上市公司收购管理办法》不再对“免于以要约方式增持股份”和“免于发出要约”设置前置审批程序，因此，在实践中，前述两类免除发出要约的情形已经不存在实质性差异。以下情形系现行《上市公司收购管理办法》明确规定可以免除发出要约的具体情形：

序号	具体情形	备注
1	收购人与出让人能够证明本次股份转让是在同一实际控制人控制的不同主体之间进行，未导致上市公司的实际控制人发生变化。	《监管规则适用指引——上市类第1号》释明： （一）存在以下情形之一的，属于股权转让完成后上市公司的实际控制人未发生变化：1.收购人与出让人在同一控股集团内，受同一自然人或法人控制。2.收购人与出让人属于同一出资人出资且控制。对于国有控股的，同一出资人系指同属于国务院国资委或者同属于同一省、自治区、直辖市地方人民政府。 （二）上市公司国有股在不同省、自治区、直辖市的国有企业之间，国务院国资委和地方国有企业之间进行转让时，视为实际控制人发生变化。
2	上市公司面临严重财务困难，收购人提出的挽救公司的重组方案取得该公司股东大会批准，且收购人承诺3年内不转让其在该公司中所拥有的权益。	《〈上市公司收购管理办法〉第六十二条有关上市公司严重财务困难的适用意见——证券期货法律适用意见第7号（2022年修订）》释明： 上市公司存在以下情形之一的，可以认定其面临严重财务困难： （1）最近两年连续亏损； （2）最近一年期末股东权益为负值； （3）最近一年亏损且其主营业务已停顿半年以上； （4）中国证监会认定的其他情形。 在上市公司实施破产重整等事项时，重整投资人取得上市公司股份后成为控股股东、实际控制人，或者成为上市公司第一大股东及其最终控制人，可以聘请律师事务所对本次收购属于该条豁免情形的情况下实施重整计划出具专业意见，但前述重整投资人应当承诺在取得股份之日起36个月内不转让或者委托他人管理其直接和间接持有的上市公司股份。
3	经政府或者国有资产管理部门批准进行国有资产无偿划转、变更、合并，导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例超过30%。	
4	因上市公司按照股东大会批准的确定价格向特定股东回购股份而减少股本，导致投资者在该公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的30%。	《上市公司股份回购规则（2023）》规定，因上市公司回购股份，导致投资者持有或者通过协议、其他安排与他人共同持有该公司已发行的有表决权股份超过百分之三十的，投资者可以免于发出要约。

5	经上市公司股东大会非关联股东批准, 投资者取得上市公司向其发行的新股, 导致其在该公司拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%, 投资者承诺 3 年内不转让本次向其发行的新股, 且公司股东大会同意投资者免于发出要约。	在上市公司控制权交易中, 收购人可以将协议转让、表决权委托/放弃与取得上市公司向其定向增发的股份结合使用, 在利用本条免于发出收购要约的情况下将收购人实际持有的上市公司有表决权股份比例扩大至 30% 以上, 实现取得或巩固控制权的目的。
6	在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的 30% 的, 自上述事实发生之日起一年后, 每 12 个月内增持不超过该公司已发行的 2% 的股份。	即“爬行增持”原则, 该情形下的起算时间点是达到 30% 及以上状态满一年后且增持的股份要受到 6 个月锁定期的限制。
7	在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的 50% 的, 继续增加其在该公司拥有的权益不影响该公司的上市地位。	采用集中竞价方式增持股份的, 每累计增持股份比例达到上市公司已发行股份的 2% 的, 在事实发生当日和上市公司发布相关股东增持公司股份进展公告的当日不得再行增持股份。
8	证券公司、银行等金融机构在其经营范围内依法从事承销、贷款等业务导致其持有一个上市公司已发行股份超过 30%, 没有实际控制该公司的行为或者意图, 并且提出在合理期限内向非关联方转让相关股份的解决方案。	
9	因继承导致在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%。	
10	因履行约定购回式证券交易协议购回上市公司股份导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%, 并且能够证明标的股份的表决权在协议期间未发生转移。	
11	因所持优先股表决权依法恢复导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%。	
12	中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形。	该等条款的适用存在较大的不确定性, 需要中国证监会的事先豁免。

根据《上市公司收购管理办法》第61条和63条规定, 投资者免于发出要约的, 应在权益变动行为完成后3日内就股份增持情况做出公告, 并聘请律师就其权益变动行为符合免于发出要约的上述情形出具专项核查意见并由上市公司予以披露。投资者不符合免于发出要约的情形的, 投资者及其一致行动人应当在30日内将其或者其控制的股东所持有的被收购公司股份减持到30%或者30%以下, 后拟以要约以外的方式继续增持股份的, 应当发出全面要约。

2024-05-20