



## 私募股权基金寻求上市公司控制权系列之二 ——主动要约收购方式介绍及案例评析

作者：姜涛 周峰

最近两年由于国内股市低迷，上市公司估值相对处于历史低位，通过要约方式收购上市公司，不仅可以以较低的成本快速获取上市公司的控制权用于产业整合，还可以享受股份增值的收益。因此，自 2017 年以来，通过要约方式收购上市公司的案例大幅增长，其中收购方不乏私募股权基金。

### 一、要约收购市场情况

据不完全统计，2003 年-2016 年，我国资本市场共发生 74 起上市公司要约收购事件，年均仅 5.29 例。2017 年，要约收购数量激增到 15 起，截至 2018 年 7 月，沪深两市合计有 13 起要约收购事件。

近两年要约收购事件增加的主要原因一方面是我国资本市场整体估值下降，另一方面是监管政策变化。自 2016 年以来，监管层陆续发布了借壳新规、再融资新规及减持新政等一系列政策，使通过借壳、非公开发行和二级市场增持的方式获得上市公司控制权的难度有所增加，从而让本来很少被采用的要约收购方式逐渐成为主流。

### 二、要约收购的流程和规则要点

要约收购分为强制要约收购<sup>[1]</sup>和自愿要约收购，自愿要约收购又分为全面要约收购和部分要约收购。全面要约收购是收购方向上市公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约，通常是以终止上市公司的上市地位实现私有化为目的的要约收购行为；部分要约收购是收购方向上市公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约，通常是控股股东为了巩固其控制权或非控股股东为了争夺控制权而发出的要约（为争夺控制权而采取的部分要约收购行为也称为“敌意收购”）。如无特别说明，本文所述的要约收购均指收购方为争夺控制权而发出的自愿部分要约收购。

2014 年修订后的《上市公司收购管理办法》取消要约收购中的证监会前置审批程序，使要约收购的流程大为简化，监管环节仅为上市公司所在交易所的问询和审核。根据《上市公司收购管理办法》和其他相关规定<sup>[2]</sup>，要

约收购的流程如下图所示：



注：R 是指提示性公告之日；T 是指公告要约报告书之日；N 是指要约收购期满之日。

要约收购的规则要点如下表：

规则要点	内容
收购比例	不得低于该上市公司已发行股份的 5%。
对价支付方式	现金、证券、现金和证券相结合等合法方式。
要约收购期间上市公司活动限制	<p>1) 收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，上市公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。</p> <p>2) 上市公司董事不得辞职。</p>

<p>要约收购价格</p>	<p>1) 对同一种类股票的要约价格，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。</p> <p>2) 要约价格低于提示性公告日前 30 个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的，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。</p>
<p>要约收购期限</p>	<p>不得少于 30 日，并不得超过 60 日；但是出现竞争要约的除外。</p>
<p>收购人限制事项</p>	<p>1) 收购人作出公告后至收购期限届满前，不得卖出上市公司的股票，也不得采取要约规定以外的形式和超出要约的条件买入上市公司的股票。</p> <p>2) 收购人需要变更收购要约的，必须及时公告，载明具体变更事项，并通知上市公司。</p> <p>3) 要约收购报告书所披露的基本事实发生重大变化的，收购人应当在该重大变化发生之日起 2 个工作日内作出公告，并通知上市公司。</p>
<p>竞争性要约</p>	<p>1) 收购要约期限届满前 15 日内，收购人不得变更收购要约；但是出现竞争要约的除外。</p> <p>2) 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。</p> <p>3) 发出竞争要约的收购人最迟不得晚于初始要约收购期限届满前 15 日发出要约收购的提示性公告。</p>
<p>减持限制</p>	<p>1) 在上市公司收购中，收购人持有的上市公司的股份，在收购完成后 12 个月内不得转让。</p> <p>2) 收购人在上市公司中拥有权益的股份在同一实际控制人控制的不同主体之间进行转让不受前述 12 个月的限制。</p>

### 三、浙民投要约收购 ST 生化案例介绍

浙民投通过要约收购成功获得 ST 生化控制权被认为是 A 股市场上第一例真正意义上的敌意收购，对于整个 A 股的要约收购具有标志性意义。

收购方杭州浙民投天弘投资合伙企业（有限合伙）（“天弘投资”）是一家由浙江省 8 家民营企业和工银瑞信投资管理有限公司出资设立的浙江民营企业联合投资股份有限公司（“浙民投”）持有 100% 份额的有限合伙企业，被收购方振兴生化股份有限公司（“ST 生化”）是一家主营业务为生产和销售血液制品的上市公司，振兴集团有限公司（“振兴集团”）持有 ST 生化 29.11% 的股权，为 ST 生化第一大股东。在天弘投资发动对 ST 生化的要约收购前，浙民投体系就已经通过集中竞价交易方式持有 ST 生化 2.51% 的股份。2017 年 6 月 27 日，ST 生化公告，天弘投资拟以 36 元/股的价格要约收购 ST 生化 27.49% 的股份，加上浙民投体系之前已持有的股份，收购完成后浙民投体系将持有 ST 生化 29.99% 的股份，成为 ST 生化的第一大股东；如果要约期限届满，预受要约的股份数量未达到本次要约的数量，则本次要约收购自始不生效，浙民投体系之前已持有的股份将在 12 个月内通过集中竞价或大宗交易的方式全部减持。

面对突然来敲门的“野蛮人”，振兴集团为了保住上市公司的控制权，采取了如下一系列的反收购措施：

#### 1. 公告重大资产重组事宜

ST 生化在发布收购报告书摘要的同时发布了一份重大资产重组停牌公告，以期通过重大资产重组计划提振股民对上市公司股价上涨的预期，以阻止股民向浙民投出售股份。根据《上市公司收购管理办法》，收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，上市公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。深交所在《关注函》中反复询问该重大资产交易的真实性和合规性，ST 生化认为，上市公司是在筹划重大资产重组期间收到收购方的要约收购事项，而不是在收购方作出提示性公告后进行重大资产重组行为。然而 ST 生化的重大资产重组计划仅是拖延战术，在交易所的反复问询下不得不于 2017 年 9 月 21 日公告终止重大资产重组。

#### 2. 法律诉讼

2017 年 9 月 15 日，振兴集团向山西省高院提起诉讼，将天弘投资与 ST 生化共同列为被告，理由为：1）、天弘投资在本次要约收购信息披露中存在未披露的一致行动人；2）、天弘投资用于收购上市公司的资金来源不明；3）、天弘投资在本次要约收购中存在内幕交易及利益输送行为；4）、天弘投资在本次收购前利用资金优

势打压上市公司股价。就上述问题，收购方财务顾问和律师——进行核查后向交易所进行了回复，法律诉讼也没有起到实际的效果，ST生化于2017年11月2日公布诉讼被驳回。天弘投资于当日公告了要约收购报告书，给予了股民33天的收购期限，最后的截止日期为2017年12月5日。

2017年11月29日，ST生化发布公告，振兴集团将18.57%的股份以每股43.2元的价格转让给佳兆业子公司航运健康，将剩余4.04%的股份以抵偿债权的方式转让给信达深圳；同时，信达深圳又将所获得的4.04%的股份表决权委托给航运健康，期限为1年。在转让完成后，航运健康可以控制的表决权比例达到22.61%，在天弘投资收购完成前成为ST生化第一大股东。佳兆业受让股份的价格要比天弘投资的要约价格高了20%。公告当天就有接近70%的股东撤回预受要约，而此时距要约期限届满已不足15日，天弘投资已经无法在要约条件上进行还击。

然而最终，截止到12月5日，天弘投资要约收购ST生化的预受要约股份数量远超要约收购的数量，天弘投资的要约收购成功，浙民投体系控制了ST生化29.99%的股权，成为了ST生化第一大股东。

#### 四、案例评析

##### 1. 浙民投为何选择ST生化作为要约收购的目标？

收购方要约收购的目的无非是希望以最低的成本取得上市公司控制权，通过改善公司治理和经营情况获取股份增值的收益，或者通过上市公司作为未来产业整合的平台，因此收购方通常会选择存在以下情况的上市公司作为要约收购的目标：1)、价值存在低估；2)、股权较为分散；3)公司治理或经营管理存在问题；4)、大股东资金实力不强。

ST生化主营为血液制品的研发、生产与销售，血制品行业具有高景气和高成长性，同行业中，上海莱士、华兰生物等公司均受到投资者追捧，而ST生化却因公司治理问题，业绩和估值长期得不到体现。要约收购前ST生化的第一大股东振兴集团持股比例为22.61%，持股比例不高，其他股东的股权比例也很分散。根据公开披露的信息，要约收购前振兴集团已经将其全部股份进行质押，本身债务负担沉重，资金实力不强。在此情况下，浙民投有机会以相对较低的成本获取ST生化的控制权，而振兴集团因为自身资金实力有限很难通过增持股份或竞争要约的方式进行反击。

##### 2. 收购方如何规避反收购措施？

作为敌意收购方，在发起要约收购后必将招致上市公司和大股东激烈的反抗，运用各种反收购措施避免被收购。



在本案中，振兴集团便先后祭出重大资产重组计划、法律诉讼、举报和寻找白衣骑士的手段阻止浙民投的要约收购。虽然这些手段最终没能阻止本次收购，但却对收购进程构成了很大的障碍，尤其是白衣骑士佳兆业的出现，一度使股民撤回了接近 70%的预受要约，而根据规则，浙民投此时已经无法通过改变要约条件进行反击，可谓命悬一线。

除了本案中运用的反收购手段，上市公司和大股东通常还会运用诸如“修改公司章程”、“毒丸”、“降落伞”等等其他的反收购手段，因此收购方需要提前对收购目标和大股东做好充分、详细的调查和了解，分析和预判对方可能存在的反收购措施，并且在整个收购过程中合法合规地履行信息披露义务和防止内幕交易等。

### 3. 要约收购的主要风险有哪些？

要约收购的最大风险是其具有非常大的不确定性，要约收购的价格是要约收购成功与否的关键因素。本案中，浙民投要约收购的价格为 36 元/股，溢价率为 17.34%。由于振兴集团和浙民投收购完成后的持股比例相差不多，如果振兴集团以高于 36 元/股进行增持或竞争要约，浙民投必须作好进攻和撤退的两手准备。根据《收购报告书》，浙民投不排除会根据市场情况、进一步巩固控制权目的及/或自身战略安排等原因继续增持 ST 生化股份的可能，此为进；同时披露，如果要约期限届满，预受要约的股份数量未达到本次要约的数量，则本次要约收购自始不生效，浙民投体系之前已持有的股份将在 12 个月内通过集中竞价或大宗交易的方式全部减持，此为退。进则双方进入血拼的肉搏战，进攻不成，浙民投体系可在股价上涨过程中将其已持有的 2.51%的股份顺势出售对冲风险，同时也是对股民的心理震慑，可谓进中可退、退中有进。

即使要约收购成功，收购方成为上市公司第一大股东，在和原大股东股份比例相差不多的情况下，能否顺利改选或接管公司原来的管理团队，化敌为友，还会面临较多挑战。我们不妨设想一下，即使浙民投成功完成要约收购，如果达到 3%股份的小股东通过表决权委托等方式与第二大股站在同一阵线，浙民投在不增持的情况下，仍然无法取得上市公司控制权。

### 4. 要约收购中的审核要点

在本案及其他要约收购案例中，交易所关注函中重点对收购方的最终出资方、融资方式进行了问询，如果融资方式为借款，需要披露借款的具体内容和后续还款计划；如果融资方式存在对外募集行为的，需要披露是否存在结构化安排以及是否符合金融监管规定。

交易所上述问题的核心在于维持上市公司的稳定性，如果收购方存在巨大的还款压力，可能会影响上市公司的稳定和长期健康发展。对于私募股权基金而言，资金系募集而来，不同的出资人对资金的退出时间、收益保障

方式的诉求和上市公司对控股股东稳定性的要求存在一定程度的背离。资管新规出台后,对私募基金的结构化、杠杆比例和保底收益等均进行了严格的规定,私募基金拟通过要约收购上市公司的,还需要在基金设立的方案设计上未雨绸缪,以便能顺利通过监管机构的审核。

## 五、结论

市场化的要约收购具有公平、公正、公开的特点,中小投资者享有与大股东相同的出售股份获取投资收益的权利,更能体现市场的公平性,因此,在当前资本市场的大环境下,通过要约收购的方式获取上市公司控制权越来越成为收购方和监管部门青睐的方式。然而,由于要约收购存在巨大的不确定性,私募股权基金拟通过该方式获取上市公司控制权的,需要在基金结构设计、对收购目标的调查、收购过程中的合法合规进行周密的安排和部署。

特此申明：以上分析，仅系我们根据现行法律法规、监管政策及相关案例所做的分析和探讨，并不作为我们对相关事项的法律结论意见。

[1]强制要约收购是指按照法律法规要求，强制触发要约收购的情形。如通过证券交易所的证券交易或协议转让，收购人持有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行。

[2]在上交所进行的要约收购主要根据《上市公司收购管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第17号——要约收购报告书(2014年修订)》、《上海证券交易所股票上市规则》等规定进行操作；而在深交所，除根据《上市公司收购管理办法》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第17号——要约收购报告书(2014年修订)》外，还需遵循深交所出台的《上市公司要约收购业务指引（2016年修订）》的规定。本流程图以深交所上市公司为例。

## 作者简介



姜 涛 合伙人

业务领域： 证券资本市场、投融资并购、投资基金

电 话： 139 1770 2524

邮 箱： tao.jiang@meritsandtree.com



周 峰 律师

业务领域： 证券资本市场、投资基金

电 话： 187 2188 0210

邮 箱： feng.zhou@meritsandtree.com