

模拟案例一： 外资并购中国上市公司

当中国经济成熟到外资收购对国内经济利益的威胁不大时，跨境收购中国的上市公司将成为外国投资者进入中国和扩展市场的重要途径

文 / 吕立山 (Robert Lewis) 徐亮

作者分别为路伟律师事务所北京代表处主任合伙人和法律顾问

跨国并购，目前在中国还为数不多，但许多观察家预测，未来，跨国并购在中国市场将会变得越来越重要。本文以外资并购中国上市公司为例，进行实务分析。

目前，中国资本市场相对不发达。从一个国际投资者的角度来看，目前中国的法律和商业环境的诸多实际情况是，仅有一部分中国上市公司可以成为外国公司的潜在并购对象，据报道，中国上市公司并购案至今还不到20例，涉及外方收购的更寥寥无几。未来，由于经济发展对战略性收购的要求，跨国收购作为一种趋势必将在中国市场加速发展。

为了分析新法规对并购实践的影响，以一起虚拟并购案进行分析，虚拟的收购方—外国公司（“国际公司”），虚拟被并购方—一家中国国内上市公司。在收购之前，卖方持有被收购公司已发行股票总数的60%非流通股，其余40%由公众投资者分散持有。收购方国际公司意图向卖方购买被收购公司51%的非流通股。

新法规的交易机遇和风险

根据2002年和2006年收购办法，国际公司要获得被收购公司30%以上的股份，应当向被收购公司的所有股东发出收购要约。不同之处在于，新法规规定，在大多数情况下，收购人可以就欲收购股份超过30%部分向所有股东发出部分要约，而旧办法则要求收购人必须就余下的全部股本向所有股东发出全面要约。然而，从新法规字面上来看，收购方只能通过股权购买协议收购被收购公司30%的股份，收购方欲收购剩余股份，必须通过向所有股东发出全面或部分要约的方式获得。

这一新规定使国际公司和卖方多了一些交易结构上的选择。国际公司可以和卖方签订股权购买协议，先购买30%的股份，然后再向包括卖方在内的所有股东发出部分要约，购买21%的股份。如果所有公众股东都不出卖他们的股份，那么国际公司可以根据卖方另行作出的承诺从卖方手中购买剩下的21%股份。

当然，这也会给双方带来一些风险。卖方可能想将51%的股份全部卖给国际公司，因此可能要求国际公司保证从卖方购买不少于51%的股份，而不论其它公众股东对于部分要约有何回应。另一方面，国际公司则可能想要保证它能收购51%的股份，但可能并不想收购超过51%的股份，因此不愿承担公众实际出售股份的风险。这便可能导致僵持局面的出现。

豁免的前提

不论是《2002年收购办法》还是《2006年收购办法》，某些特定的收购人可以获得强制性要约义务的豁免。一般来说，收购人在以下情况下可以向中国证监会申请豁免：

企业内部转让，即实际控制人没有改变；

“白衣骑士”收购，即目标公司处于严重的经济困境，收购人试图并能够加以援助；

因目标公司发行新股或减少股本，或因法庭判决、继承或对国有资产的行政划拨，导致收购人最终持有或控制30%以上的股份。

过去中国证监会在批准豁免申请方面较为宽松，但最近，如果不符合以上列出的三项具体例外之一，要获得豁免就变得困难得多了。

《2006年收购办法》在豁免方面规定的另一个变化就是：如果某一股东在一个上市公司中拥有的股份达到或超过30%，并在该事实发生之日起一年内没有增加在该公司中的股权，那么只要其每12个月内在该公司中增加的股份不超过2%，就可以向中国证监会提起豁免申请。这项新规定赋予控股股东更大的空间，使他们可随时间而增加股权。

新定价标准

《2006年收购办法》的一个重要特点，就是取消了非流通股的单独定价机制，并简化了流通股的定价规程。

根据《2002年收购办法》，非流通股的要约价格不得低于下列价格中较高者：（1）在提示性公告日前6个月内，收购人买入同种非流通股所支付的最高价格；（2）被收购公司最近一期经审计的每股净资产值。对于流通股，要约收购价格不得低于下列价格中的较高者：（1）在提示性公告日前6个月内，收购人买入同种流通股所支付的最高价格；（2）在提示性公告日前30个交易日内，同种流通股的每日加权平均价格的算术平均值的90%。

《2006年收购办法》不再因定价目的而区分非流通股和流通股，且《2006年收购办法》规定的定价方法只是要求对于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。根据《2006年收购办法》，对于流通股的定价而言，30个交易日的每日平均交易价格也仅作为参考，而不再是法定最低要约价格的标准。但是，如果流通股的要约价格低于30个交易日的平均交易价格，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、要约价格是否合理等。

这种新的定价标准对国际公司有利。如果在交易前至少六个月内国际公司不参与被收购公司股份市场的任何交易，那么它就可以依照严格的商业条款与出卖人协商非流通股的价格，而不必参考净资产值（此种定价方法在大多数国际并购交易都不是首选的）。而对于某些交易，依照《2002年收购办法》规定，如果（一般也都会如此）根据净资产值和根据更普遍的国际评估方法（比如现金流量折现法，或以对同一产业其他公司的评估为基础的收入

倍数法)所算出来的价值不同,外国收购者就可能面临严峻的挑战,一方面要符合中国法律规定以获得批准,另一方面还要说服其董事会,使之相信根据国际通行的评估方法,该价格也是一个合理的价格。

同样,只要国际公司在交易前六个月内没有购买被收购公司的股票,并且其财务顾问做出的上文提到的分析,表明股价没有被操纵并且要约价格合理,那么国际公司对流通股的要约收购价格就不必受30日平均交易价格的限制。因此,国际公司可以在部分要约中设定较低的收购价格,从而有可能阻止公众股东出售他们的股票。

支付、完成和保管

国际实践中,在所有各种生效条件成就或被豁免后,出卖人将交付股权证书,购买人同时将价款汇至出卖人账户。然而,在这个案例研究的情况中,依据现行有效适用的股份转让规则,国际公司必须在非流通股转至其名下之前全额支付购买对价。《2006年收购办法》中指出将会修改现行股份转让规则,但没有明确修改时间,也没有明确支付股票对价的时间是否会有所改变。

这令境外收购人头痛,但还并不致命,只是令人烦恼。为使其在实践中可行,完成收购需要经过两个阶段:初步交割,在这一阶段,国际公司首先将对价汇至以出卖人名义开设的银行专项账户中;最终交割,也就是股票转让至国际公司名下的登记完成之时。

收购的初步交割标志着已取得所有主要的政府审批和公司内部的批准文件,所有法律要求的信息披露,及文件提交均已完成。这些是收购批准程序中最难而且最花费时间的部分,这一时间可能会长达几个月。收购的最终完成只是走个程序,证券结算机构所通常不会对交易作实质审查。最终完成阶段据说会需要一到两个星期。

这种支付结构也会影响托管安排。与国际实践保持一致,国际公司可能希望将一部分对价款项在托管账户中保留一定年份,以保证出卖人按照股权转让协议履行义务。然而,在提前支付全额价款的情况下,这种标准安排不可能实现。即使这项关于支付时间的股份转让规则有所改变,同样适用于上市公司收购的《2006年跨国并购规定》,一般要求境外投资者在工商局登记后三个月内全额支付价款;若情况特殊,并且获得了特殊批准,工商局登记后一年内全额支付价款。所以这也将会严重影响这种托管安排的作用。

如果标准托管安排不可行,那么国际公司可以研究另一种交易保障安排:在出卖人保留的非流通股上设立抵押权。最终,国际公司还可以考虑使用银行担保,银行担保在收购初步或最终交割时或在其之前生效。但这又使出卖人有所顾虑,一方面是开设银行担保可能需要现金抵押,另一方面是需要起草提款的条件,因为出卖人要确保购买者在没有客观证实的事件发生时,不能简单的经过请求立即提取钱款。

外国投资者换股交易短期内难实现

在股份收购交易中以股份作为对价是国际上常见的方式,但在中国的实践中却是史无前例(至少对于外资收购是如此)。《2006年收购办法》第一次规定了换股,但是设定了一些审计和评估要求,并且如果用于支付的股票未在证券交易所上市交易,那么就必须将现金

支付作为对价的一种候选方式。

在这里法律规定可能走到了市场甚至监管者的前面。考虑到中国资本市场法律制度的相对不成熟以及外汇管制的继续存在，我们估计外国投资者在短时间内还很难实现以换股方式进行交易。

《2006年收购办法》对于反收购措施采取了更为宽容的态度。例如董事会可以建议，由股东批准新股的发行或是回购现有股份等等（这在《2002年收购办法》中是不被允许的）。即使原本在董事会权限范围内（例如处置公司资产、投资、改变公司核心业务、提供担保或承担债务等）的事项，如果可能会对收购公司的资产、债务、权益或者运营结果产生重大影响，也须征得股东大会同意。

《2006年收购办法》还规定被收购公司的董事在公开要约收购期间不得辞职。并且，作为最近试图在上市公司的章程中纳入更有力的反收购措施的回应，《2006年收购办法》明确规定，如果这些措施违反了相关法律规定，证监会可以责令改正。无论如何，这些规则实际上都不太可能立即广泛适用，因为绝大部分中国上市公司中公开流通的股份所占比例还不到所有已发行股份的30-40%，（在大部分中国上市公司用三年时间完成股改项目以后，这一比例可以达到50%以上，但是仍不能保证现有股东同意将股份卖给敌意收购者），市场条件并不利于意在收购多数股权的敌意收购。

司法管辖的新要求

对外国投资者意义最为重大的规定是《2006年收购办法》的第4条，它规定外国投资者进行上市公司的收购及相关股份权益变动活动的，相关交易文件必须适用中国法律（不是新规定），并服从中国的司法、仲裁管辖（一个新要求，在中国的其他任何外商投资交易领域都没有出现过）。如果当事方不遵守，证监会可以要求不遵守的外国收购人暂停或终止其收购活动。

外国投资者当然不欢迎这一规定，但是多数情况下他们不太可能会仅仅因为这一条规定就放弃收购计划，而会尽可能利用在中国国内进行国际仲裁。

结论

总体来说，《2006年收购办法》在跨境并购中国上市公司方面迈出了重大的一步，但是中国的监管机制仍然是不完善的，在短期内只有少数外国投资者愿意承担投资伴随的不确定风险。但是随着时间推移，越来越多的中国公司将在国内股票交易市场上市，当中国的经济成熟到外国收购对国内经济利益的威胁看起来不那么大时，跨境收购中国的上市公司将成为外国投资者进入中国市场和扩展市场的重要途径。同时中国的法律制度仍需继续高速发展，以保持与世界最有活力的中国经济相适应。

（由于篇幅所限，本文将不涉及跨境收购中国未上市公司的情况。）

近两年并购热点

2005

米塔尔钢铁公司控股华菱管线

2005年1月14日，米塔尔钢铁公司以25.9875亿元人民币受让华菱集团持有的华菱管线656,250,000股国有法人股股份（占华菱管线总股本的37.17%）。转让后华菱集团与米塔尔钢铁公司共同控制华菱管线。

张裕集团股权转让

2005年1月18日，意大利利瓦公司以4.81亿元购得张裕集团33%股权；美国国际金融公司以1.46亿元购得张裕集团10%股权。此次股权多元化改造后，张裕集团职工和管理层因持股45%成为第一大股东。

海尔美国竞购美国美泰克

2005年6月21日，海尔美国公司与两家美国私人银团一起向美泰克开出每股16美元的收购要约。按照这一报价，3家企业至少要支付12.8亿美元，加上同时还要承担美泰克留下的9.7亿美元债务，但最后海尔因种种原因退出竞购。

中海油要约收购优尼科

2005年6月23日，中国海洋石油公司向美国优尼科公司发出收购要约，收购总额为185亿美元。除185亿美元的收购款外，中海油还将承担优尼科所有的债务，约16亿美元。但最终中海油退出竞购。

红塔集团与红河卷烟厂合并

2005年7月11日，红塔集团与红河卷烟厂两厂合并工作正式展开。二者合并后将成世界第四大烟草制造商。与红塔重组红河同步进行的是昆明卷烟厂与曲靖卷烟厂的重组。由此，云烟板块从原来的九个卷烟厂，摇身变成由昆明卷烟及红塔卷烟两大集团并存的现状。

阿里巴巴收购雅虎中国全部资产

2005年8月10日，阿里巴巴收购雅虎中国全部资产，同时获得雅虎10亿美元投资，并享有雅虎品牌在中国的无限期使用权。

苏格兰皇家银行收购中国银行10%股权

2005年8月18日，苏格兰皇家银行集团宣布与中国银行签订战略性投资与合作协议。苏格兰皇家银行牵头的财团决定收购中国银行10%的股权，此项收购耗资31亿美元，是当时银行业内单笔并购额最大的一例。

2006

英博收购雪津啤酒

英博啤酒集团于2006年1月23日宣布，英博将通过一系列交易，分别从国有股东和非国有股东方面收购福建省最大的啤酒企业福建雪津啤酒有限公司（雪津啤酒）100%的股权，交易总额达58.86亿元人民币。

瑞银收购北京证券

2006年4月5日有消息称，瑞银集团以17亿元收购北京证券股份的协议，即将获得中国有关部门批准。而20%股权的获得，也使瑞银成为第一家在中国突破外资股权政策上限的外资金融机构。

韩国SK电信10亿美元收购联通6.67%股份

2006年6月，韩国SK电信与中国联通签署一项合作协议，购买中国联通价值10亿美元的可换股债券，获得中国联通6.67%的股份。

中石化集团33亿收购北京化二

2006年6月6日，中石化集团北京燕山石油化工有限公司受让信达资产管理公司与东方资产管理公司所持有的北京化二控股股东东方石化的全部股权。此次股权转让价款约33.03亿元将全部由中石化集团以其自有资金一次性支付。本次收购完成后，中石化集团燕山石化公司将透过东方石化控制北京化二股份总数的58.1%，成为北京化二的实际控制人。

宝钢收购G邯钢战役打响

6月28日G邯钢方面公告称，宝钢集团有限公司及其下属公司持有G邯钢的股份超过了总股本的5%，达到5.0002%。业内人士认为，宝钢系公司增持G邯钢股权已进行了相当一段时间，此前又大量购入G邯钢认购权证邯钢JTB1(580003)并持有邯钢转债，此次宝钢系首次在二级市场上举牌G邯钢，更印证了市场对其收购G邯钢的猜想。

国美并购永乐

2006年7月25日，国美和永乐共同对外表示，双方已经达成合并条款。交易条件为1股永乐股份兑换0.327股国美股份和0.136港元现金，交易总金额达到52.68亿港元。在经过监管方面审批后，双方最迟在10月30前完成交易，永乐将最终退市。

资料编辑 / 邵博

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。