

美国上市的中国概念股私有化

一、私有化概述

美国上市公司私有化有广义和狭义之分。广义私有化，泛指所有使上市公司变为非上市公司的交易；狭义私有化，仅指美国《1934年证券交易法》规则 13e-3 (Rule 13e-3 Going private transactions by certain issuers or their affiliates) 所定义和规制的私有化，即上市公司的控股股东或其他关联方，通过一个或一系列交易，使上市公司转变为非上市公司的交易。狭义私有化又可分为两种：一种为非彻底的私有化，私有化使上市公司股东人数低于上市标准而退市，即所谓的 going dark，但退市后的公司仍有一部分外部股东。另一种为彻底的私有化，即上市公司控股股东或其他关联方取得上市公司其他股东持有的全部股份，使上市公司转变为非上市公司。目前完成和宣布计划的中国概念股私有化，绝大多数是这种狭义的彻底私有化。

上市公司私有化的原因有多种。较常见的是一方面公司股价下

跌，而另一方面合规成本和风险却不断增加。过去两年多时间里，由于个别中国概念股公司遭遇引起广泛关注的财务造假指控、关于 VIE 结构出现的传闻以及围绕个别公司 VIE 结构产生的争议，加上世界经济持续低迷、中国经济增速放缓等宏观经济环境方面的原因，中国概念股尤其是通过反向并购 (Reverse Merger) 美国上市公司而上市的中国概念股公司的股票经历了一轮长期下跌。而另一方面，由于萨班斯法的实施等原因，美国上市公司的维持费用大幅上升。在这样的背景下，一方面中国公司赴美 IPO 的企业数量锐减，另一方面一些不甘被低估的中国概念股公司纷纷选择私有化，从美国市场退市。除了估值低之外，对于某些中国概念股公司，选择私有化也存在其他方面的考虑，例如母子公司同在美国上市 (例如盛大)，而利润主要来源于子公司，为了节约成本，同时也为更好地实现子公司价值而选择母公司私有化。在整个中国概念股私有化的浪潮中，寻求通过中国概念股公司私有化和再上市牟利的投资人、贷款人的介入，对中国概念股私有化亦起到了推波助澜的作用。

2011年4月以来完成私有化或已公布私有化计划的中国概念股公司如下：

已完成私有化的中国概念股公司			
	公司名称	股票代码	完成日期
1	同济堂药业有限公司	TCM	2011年4月
2	中国安防技术有限公司	CSR	2011年4月
3	SOKO 健身	SOKO	2011年7月
4	乐语中国控股有限公司	FTLK	2011年8月
5	天狮美国生物科技有限公司	TBG	2011年8月
6	康鹏国际有限公司	CPC	2011年8月
7	中国消防安全集团有限公司	CFSG	2011年11月
8	哈尔滨泰富电气有限公司	HRBN	2011年11月
9	盛大互动娱乐有限公司	SNDA	2012年2月
10	深圳国人通信有限公司	GRRF	2012年4月
11	经纬国际有限公司	JNGW	2012年5月
12	古杉环境能源有限公司	GU	2012年10月
13	北京千方科技集团有限公司	CTFO	2012年11月
14	广而告之合众国际广告有限公司	CMMCY	2012年11月
15	普联软件	PSOF	2012年11月
16	傅氏国际	FSIN	2013年1月
17	中国诺康生物医药股份有限公司	NKBP	2013年2月
已公布私有化计划的中国概念股公司 ¹			
	公司名称	股票代码	公布日期
1	普大煤业	PUDA	2011年4月
2	亚信联创	ASIA	2012年1月
3	潍坊盛泰药业有限公司	SGTI	2012年4月
4	WSP 控股有限公司	WH	2011年12月
5	分众传媒控股有限公司	FMCN	2012年8月
6	7天连锁酒店集团	SVN	2012年9月
7	三生制药	SSRX	2012年9月
8	思源公司	SYSW	2012年9月
9	美新半导体	MEMS	2012年11月

¹ 不包括已撤销私有化计划的公司。

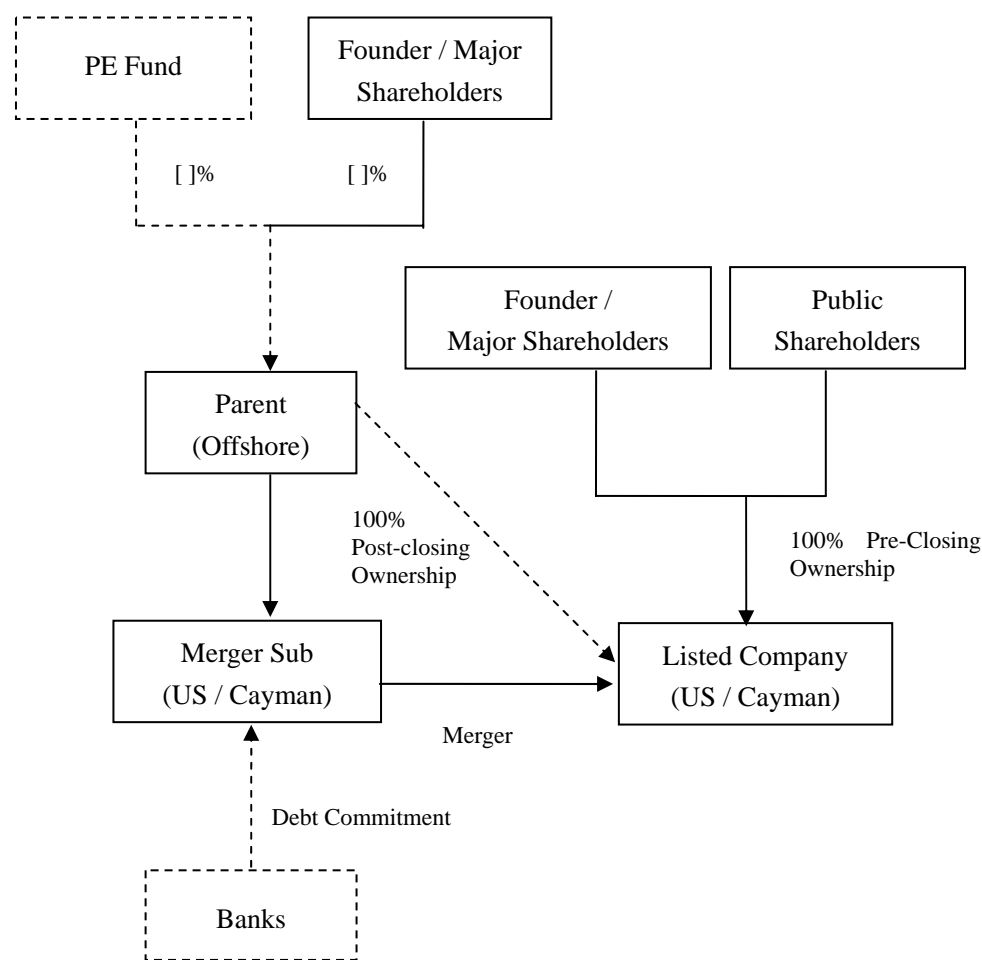
二、 私有化的方式和步骤

私有化的方式包括一步式合并、两步式合并、缩股，两步式合并又包括短式两步式合并和长式两步式合并。

(一) 一步式合并

即由上市公司控股股东持有的公司的子公司，与上市公司直接合并。合并后，上市公司非关联股东取得现金对价（“私有化对价”）并被挤出（Squeeze-out），上市公司成为控股股东控制的私人公司，并退市。一步式合并是私有化的最直接的方式。目前多数中国概念股公司私有化采用了一步式合并。一步式合并的缺点是，投票说明（Proxy Statement）在向股东发出之前须经过美国证监会（SEC）审查，这会延长私有化完成时间。

一步式合并的交易结构如下图所示：



一步式合并的主要流程如下：

1. 控股股东（以及 PE，若有 PE 参与，下同）向上市公司提出合并方案，提议由控股股东持有的控股公司（Parent）下属合并实体（Merger Sub）（以上各方合称为“收购方”或“要约方”）与上市公司合并；控股公司以一定的价格收购所有非关联股东持有的股份（或 ADS）。不同意合并的公众股东将有权申请评估²，按评估价格向控股公司出让其所持上市公司股份。
2. 上市公司发布 6K/8K 表格，宣布收到合并方案。
3. 上市公司董事会成立由非关联董事组成的特别委员会，研究合并方案。特别委员会聘请律师和财务顾问协助特别委员会研究合并方案。
4. 上市公司与收购方签订合并协议。

5. 上市公司及收购方发布附表 13D³，披露收购方案。
6. 合并相关各方发布附表 13E-3⁴，详细披露合并方案。
7. 上市公司向 SEC 报送股东投票说明（Proxy Statement），接受审查。
8. 上市公司召开股东大会审议并通过合并方案及相关文件。对于开曼公司，合并须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。对于特拉华州或内华达州公司，合并须经有权在会上表决的已发行股份的多数通过。

由于控股股东及其关联方不必回避关于合并议案的表决，而通常情况下，控股股东或其关联方持有上市公司的多数股份（例如，七天连锁控股股东何伯权、郑南雁及其关联方持有七天连锁 50.01% 的股份；广而告之控股股东王生成持有广而告之 75.4% 的股份），因此合并议案通常都会得到股东大会批准。不同意合并方案的股东，可申请评估，以评估价将股份转让给收购方。

为了降低诉讼风险，在一些私有化案例中，合并文件规定，合并须经收购方及其关联方以外的非关联股东以多数票通过。

9. 上市公司发布表格 6K/8K，宣布完成合并。
10. 上市公司发布由交易所出具的表格 25，宣布从交易所退市。
11. 上市公司发布表格 15B，宣布终止美国《1934 年证券交易法》下的注册和报告义务，完成私有化。

(二) 两步式合并

第一步，控股股东控制的收购方向上市公司发出收购要约，目标为收购上市公司特定比例（通常为 90%）以上的股份。从目前的两步式合并案例看，收购的方式为控股股东及其关联方将其所持上市公司股份（Rollover Shares）作为出资注入收购方母公司，母公司再注入合并实体。

第二步，若收购方获得上市公司 90% 以上的股份，上市公司董事会、股东会不需要采取任何行动，合并实体自动与上市公司合并。合并后存续的实体按合并价格回购非关联股东所持有的股份（不接受合并价格的股东有权申请评估，要求以评估价收购其所持股份），非关联股东被挤出，完成私有化，即所谓短式合并（Short-form Merger）。若达不到 90%，则需要由上市公司股东大会投票表决合并事宜，即所谓长式合并（Long-form Merger）。

两步式合并的优点在于，有关要约收购的文件在向股东发出之前不需要美国证监会审查，因此，若收购方能够获得达到短式合并比例要求的股份，两步式合并完成的速度通常比一步式合并快。两步式合并的缺点在于，若收购方在第一步收购中无法获得 90% 以上的股份，后续则需要走一步式合并的程序，私有化的时间反而会拉长。

两步式合并较少被采用，在第一部分所列举的完成私有化中国概

² 非关联股东是否享有评估权或类似权利，取决于公司注册地的规定。特拉华州公司法、内华达州公司法、开曼公司法赋予非关联股东评估权。评估由法院进行。关于评估权的具体规定，可参见 Delaware General Corporation Law, § 262. Appraisal Rights; Nevada Revised

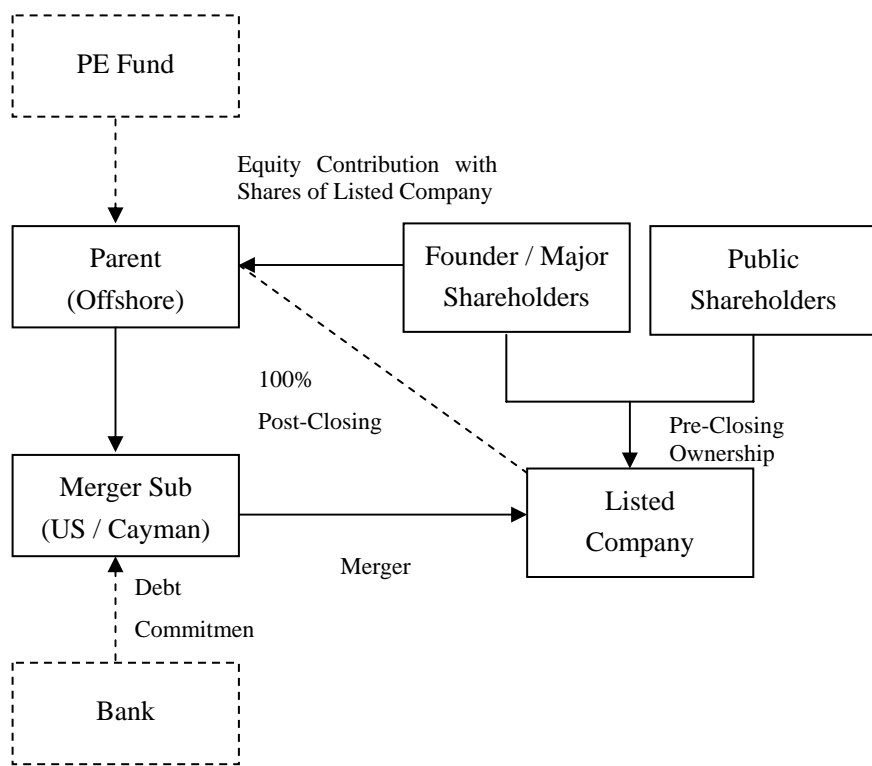
Statutes, NRS 78.3793 Rights of dissenting stockholders; 开曼 Company Law, 238. Rights of dissenters.

³ 关于上市公司收购的披露表格

⁴ 关于上市公司私有化的披露表格

念股公司中，SOKO 健身 (SOKO Fitness & Spa Group, Inc.)、天狮美国生物科技有限公司 (Tiens Biotech Group (USA), Inc.)、傅氏国际 (Fushi Copperweld, Inc.) 采用两步式合并，其中 SOKO 健身、天狮美国生物科技有限公司为短式合并，傅氏国际为长式合并。

两步式合并的交易结构如下图所示：



两步式合并的主要流程如下：

1. 短式两步式合并

- (1) 上市公司发布 6K/8K 表格，宣布收到合并方案。
- (2) 上市公司发布附表 13D，宣布收购方收购上市公司股权，宣布私有化方案。
- (3) 上市公司发布附表 13E-3，宣布私有化方案。内容主要包括合并各方、合并的主要条款和步骤、合并的目的、合并的公允性、合并的法律后果、向非关联股东支付的合并价格及其确定依据、合并资金的来源、非关联股东的评估权等。
- (4) 在上市公司向股东发出附表 13E-3 之日起的 20 天后或者根据实际情况和规则 13E-3 等法律所确定的更晚时间，不需要上市公司董事会或股东大会批准，不需要签订合并协议，合并相关方完成上市公司与合并实体以短式合并的方式合并。上市公司股东对合并无表决权，只有评估权。
- (5) 在合并生效后，收购方以及行使了评估权的股东之外的剩余股东所持上市公司股份将被注销并自动转换为合并对价领取权。
- (6) 上市公司发布由交易所出具的表格 25，宣布从交易所退市。
- (7) 上市公司发布表格 15B，宣布终止美国《1934 年证券交易法》下的注册和报告义务，完成私有化。

在短式合并中，上市公司不一定要设立特别委员会，也不一定聘请财务顾问或法律顾问。

2. 长式两步式合并

- (1) 上市公司发布 6K/8K 表格，宣布收到合并方案。

- (2) 上市公司发布附表 13D，宣布收购方收购上市公司股权。
- (3) 上市公司发布附表 13E-3，宣布私有化方案。内容主要包括合并各方、合并的主要条款和步骤、合并的目的、合并的公允性、合并的法律后果、合并价格及其确定依据、合并资金的来源、非关联股东的评估权等。
- (4) 上市公司成立由非关联董事组成的特别委员会研究私有化方案。
- (5) 上市公司发布股东大会通知、向股东发出投票说明 (Proxy Statement)，召开股东大会审议并通过合并方案及相关文件。对于开曼公司，合并须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。对于特拉华州或内华达州公司，合并须经有权在会上表决的已发行股份的多数通过。为了降低诉讼风险，在一些私有化案例中，合并文件规定，合并须经收购方及其关联方以外的股东以多数票通过。
- (6) 在合并生效后，收购方以及行使了评估权的股东之外的剩余股东所持上市公司股份将被注销并自动转换为合并对价领取权。
- (7) 上市公司发布由交易所出具的表格 25，宣布从交易所退市。
- (8) 上市公司发布表格 15B，宣布终止美国《1934 年证券交易法》下的注册和报告义务，完成私有化。

(三) 缩股

私有化的第三种方式为缩股 (Reverse Stock Split)，即按一定比例 (例如经纬国际缩股比例为 20,000:1) 减少上市公司的股份数至公众公司的标准以下，以便将上市公司转变为非上市公司。缩股过程中，零头股份 (Fractional Shares) 将被上市公司回购，其股东由此被挤出。如前所述，这种方式只能实现退市，难以使上市公司彻底私有化为控股股东及其关联方的私人企业，实践中很少采用。在第一部分所列举的案例中，只有经纬国际采用了缩股方式。

缩股的主要流程如下：

1. 上市公司发布 8K/6K 表格，宣布收到控股股东 (及其关联方) 提出的私有化方案，简要介绍通过缩股实现私有化方案的内容，并宣布上市公司将组成由独立董事构成的特别委员会研究私有化方案。
2. 上市公司发布附表 13D，披露私有化方案。
3. 特别委员会就私有化方案与控股股东进行谈判。
4. 上市公司发布附表 13E-3，披露私有化方案，内容包括私有化的原因，私有化的方式，缩股比例，向非关联股东支付的对价及定价过程和依据，资金来源等等。
5. 上市公司按一定比例缩股，回购非关联股东所持零头股份，然后再按一定倍数拆分缩股后剩余股东所持股份 (Forward Stock Split)。

缩股是否需经股东大会批准视上市公司注册地法律而定。第一部分所列举的公司中唯一采用缩股方式实施私有化的经纬国际为

内华达州公司。按内华达公司法，缩股和拆股，均不需要股东大会批准。不同意缩股的股东，有权要求上市公司以评估价回购其所持股份⁵。

6. 上市公司发布由交易所出具的表格 25，宣布从交易所退市。

7. 上市公司发布表格 15B，宣布终止美国《1934 年证券交易法》下的注册和报告义务，完成私有化。

三、 SEC 关注点

私有化须接受 SEC 的审查。SEC 通常会就上市公司披露的附表 13E-3 及其附件股东投票说明（Proxy Statement）等申报文件提出两轮、数十个问题。根据以往中国概念股私有化案例，SEC 关注的重点是私有化过程中信息披露的准确性和充分性、私有化过程中非关联股东利益的保护。其提出的问题包括但不限于：

1. 私有化的原因。上市公司应详细说明私有化的原因，简单罗列理由难以通过 SEC 审查。上市公司合规成本通常是私有化的原因之一。对此，SEC 要求量化股东所承担的合规成本。过往案例中，有公司认为美国资本市场无法为公司提供适当的融资平台，并将此作为私有化的原因之一。对此，SEC 要求公司解释何为适当融资平台。

2. 几种私有化方式的比较。上市公司及收购方须向 SEC 说明其采用的私有化方式的合理性。

3. 私有化的公允性。上市公司及收购方应详细说明私有化对于非关联股东在程序上、实质上的公允性，上市公司及收购方认定私有化之公允性的依据。

4. 私有化对价确定依据及经过。应披露上市公司特别委员会与收购方就私有化对价谈判的过程。

5. 私有化对价的公允性。上市公司及收购方应根据 SEC 规则 Instruction 2 to Item 1014 of Regulation M-A，从(i) 当前市场价格；(ii) 历史市场价格；(iii) 每股账面净值；(iv) 每股持续经营价值；(v) 每股清算价值；(vi) 历史交易价格等方面详细说明私有化对价的公允性。若认为 Instruction 2 to Item 1014 of Regulation M-A 不适用，应说明理由。

6. 用于支付私有化对价的资金的来源。私有化的资金来源通常包括控股股东自有资金，PE 投入的资金以及银行贷款。上市公司及收购方须向 SEC 说明，私有化资金是否有充分的保障。应详细披露各项资金来源的具体数额，资金的支付是否存在法律上或合同上的任何条件和限制等。

7. 财务顾问（上市公司特别委员会聘请的就私有化对价的公允性等出具意见的中介机构）的选择程序，财务顾问收取的费用等。

8. 有关私有化的信息披露与上市公司以往信息披露的一致性。

9. 私有化的信息披露义务人应承诺对有关私有化的信息披露的准确性、充分性承担责任。

四、 影响私有化交易的主要因素

1. 私有化对价

私有化对价是决定私有化成败的关键因素。价格过低，私有化将受到非关联股东的抵制，抵制的方式包括抵制股东大会，提起集体诉讼等等。从以往案例看，各案的定价依据不尽相同，例如：经纬国际私有化向非关联股东支付的对价为上市公司宣布将研究私有化方案前 30 日收盘价均价的 168%；亚信联创私有化向非关联股东支付的对价为上市公司收到私有化方案前一交易日的收盘价的 152%，前 30 个交易日成交量加权平均价（volume weighted average price）的 153%。总体上看，私有化对价都较市场价有不同程度的溢价，溢价幅度从 10%到 100%不等。

2. 诉讼

私有化经常会面临股东集体诉讼风险，例如傅氏国际私有化过程中有 12 个股东对公司及其部分董事、高管提起诉讼。理由是公司、董事和高管在私有化交易中违反了对股东的诚信义务，私有化对价和估值不公平、不适当。请求法院阻止按现有条件实施私有化交易并要求被告履行对股东的诚信义务，以使股东利益最大化的方式与收购方谈判私有化价格。北京北大千方科技有限公司及其董事在私有化过程中亦被股东提起三起集体诉讼，诉讼的理由亦是董事违反了对股东的诚信义务，请求法院阻止私有化交易。

私有化几乎全部以不存在与私有化相关的诉讼为交割前提。从以往案例看，股东诉讼，虽然最终难以阻止私有化交易的完成，但至少会拖延交易时间，增加交易成本。为降低诉讼风险，首先，公司及其董事应充分、公平地披露对股东做出是否同意私有化方案的决定很可能有实质性影响的重要信息。第二，在确定私有化价格时，公司董事应以拍卖人所应具有的价格高者得的心态询价和谈判，确保非关联股东利益的最大化⁶。第三，控股股东及其关联方回避股东大会对私有化议案的表决。

3. 投资人的配合

私有化需要一笔不菲的资金，通常由控股股东与投资人（PE）组成的联合财团（Consortium）组成收购方或要约方来实施。私有化进程中，若出现投资人与控股股东发生分歧、中途退出等情形，私有化交易将受到不利影响。

五、 私有化后的选择

私有化完成后，一部分中国概念股公司将选择作为私人公司继续经营。另一部分，尤其是有投资人参与私有化的、被低估的中国概念股公司，会考虑选择其他交易所，主要是国内 A 股市场和港交所重新上市。影响中国概念股公司选择重新上市地的主要因素有两个，一是估值，二是上市条件。估值方面，A 股许多行业的估值，包括中国概念股公司居多的 TMT 行业，都高于港股。在上市条件方面，A 股的政策尚不允许境外注册公司直接上市；对于红筹回归项目，中国证监会要求境内拟上市主体的控制权必须回到境内；再加上其他方面的高标准严要求，中国概念股公司，尤其是那些不是通过 IPO 方式登陆美国资本市场的中国概念股公司，一时难以达到 A 股上市条件。而在香港，除少数注册地外，

⁵ 参见 Nevada Revised Statutes, NRS 78.207 Change in number of authorized shares of class or series: Resolution by board of directors, approval by stockholders, rights of stockholders.

⁶ 参见 Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings 案。

允许海外注册公司直接上市，对上市主体的控股股东所在地亦无限制。中国概念股公司在香港重新上市，一般不需要为满足联交所要求而进行特别重组，再加上其他方面的相对宽松的条件，香港应该是中国概念股公司重新上市的首选地。

六、 中国律师在私有化项目中的作用

参与中国概念股私有化项目的中介机构主要包括：上市公司美国法律顾问以及财务顾问，收购方的美国法律顾问，财务顾问的美国法律顾问。无论是上市公司、美国律师还是财务顾问，都离不开中国律师的支持，中国律师在私有化项目中起着重要作用。私有化至少在以下方面需要中国律师：

1. 对中国境内公司开展必要的尽职调查。
2. 审阅 Agreement and Plan of Merge, Proxy Statement, Opinion of Financial Advisor, Rollover Agreement 等交易文件，就其中涉及的中国境内公司、中国境内个人（包括上市公司控股股东、董事和高管）和中国法律问题（包括反垄断、75 号文登记、税务等方面的问题）提供意见。
3. 就 SEC 反馈问题中的中国法律问题提供意见。以往案例中，SEC 曾多次提出涉及中国法律的问题，例如：

(1) 向非关联股东支付的私有化对价是否涉及中国有关向股

东分配和支付的任何法律法规。若涉及，应详细分析涉及的法律法规的内容，这些法律法规所规定的关于向股东分配和支付的所有限制、申请、登记和批准程序。上市公司向股东分配利润所需要办理的中国外汇管理方面的程序是否适用于向非关联股东支付私有化对价。如果不适用，应说明上市公司向中国境外的非中国籍股东支付私有化对价必须遵守的程序性规定，以及是否需要中国政府批准。

(2) 境外注册中资控股企业的税务问题。上市公司是否为中国税法下的居民企业。上市公司认为自己中国税法上的法律地位存在不确定性的原因、依据等。

(3) 增值电信业务的外资准入问题。有关上市公司应说明其中国境内企业是否经营增值电信业务。如果是，应说明如何遵守了中国法律关于外商投资增值电信业务的限制性规定。若未遵守，应披露，并且说明特别委员会在确定交易价格时，是否考虑到了这一因素。

陶旭东 合伙人 Tel: 8621 2208 6213 Email: taoxd@junhe.com
张鸿午 律师 Tel: 8621 2208 6379 Email: zhanghw@junhe.com

本报告仅为提供法律信息之目的，供参考使用，并不构成君合律师事务所的法律意见或建议。