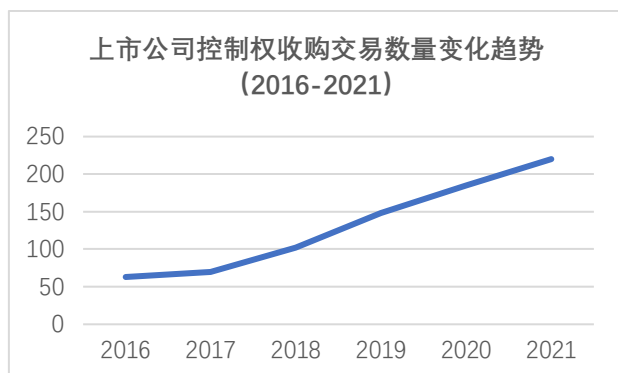


## A股上市公司控制权收购的交易流程及要点关注

随着 A 股注册制改革的深入、退市制度的全面推行，我国资本市场在动态平衡当中活跃发展，在“不进则退”的市场背景下，被“并购”成为一些上市公司更好的选择。根据万得“上市公司控制权转让观察”的统计，在 2016 年至 2021 年期间，上市公司公告控制权交易的项目由 2016 年的 63 家稳步增长到 2021 年的 220 家（如下图所示）。在上市公司控制权收购交易的大潮中，由于不同类型的项目可能涉及到不同条线的监管（包括但不限于境内证券监管、境外证券监管、国资监管、外资监管、反垄断审查等），结合我们近期参与的数家上市公司控制权收购交易的经验和心得，我们尝试将我们在各类项目中所积累的一些经验和理解进行整理，以供市场参考。



本文中，我们主要想介绍以下我们在几个方面的经验和理解：

- 一、 上市公司控制权收购的主要交易流程
  - 二、 一般交易中的主要关注要点
  - 三、 特别关注事项
- 一、 上市公司控制权收购的主要交易流程**

### （一） 前期工作

一般而言，收购人在准备阶段，需要完成下列事项：选择拟收购的上市公司、初步论证交易方案、接触乃至于此阶段即聘请财务顾问、律师事务所、会计师事务所等中介机构（如涉及到境外上市公司收购境内 A 股上市公司，还会涉及到接触并聘请境外交易顾问）、知情的各方就收购事项签署保密协议、内幕信息知情人表格等；实践当中，在此阶段较少会签署实质性的交易文件，但不排除会形成交易方案或大致的交易框架。根据收购人在本领域的项目经验积累以及与标的上市公司的具体沟通情况，上述准备阶段的工作内容和顺序需要根据情况进行安排。

实践中，如果收购人基于特别的目的实施本次交易（例如实施管理层收购），一般还需要组建特殊并购实体（例如专项并购基金），如此需要收购人先行聘请具有资本市场业务经验的中介机构协助设立特殊并购实体。考虑该等收购人的特殊性，需要结合后续监管潜在问询问题实施前期的准备工作，包括上市公司未来实际控制人的设置及其合理性、并购实体其他投资人的组成及并购实体内部的治理安排、基金管理人的登记及基金的备案、资金的调集等，避免前期考虑不到位导致形成后期实施交易的障碍、出现将收购人架构推倒重来甚至项目最终放弃的问题。

### （二） 聘用交易顾问团队

收购人在收购过程中，收购人需聘请财务顾问承担交易方案论证、财务尽调、权益变动文件的撰写、公司估值测算、出具财务顾问核查意见等工作；收购人的法律顾问参与交易方案的论证（包括收购人架构的设置）、负责法律尽职调查、

协助收购人与交易对方进行谈判、撰写/修订/定稿交易文件、主导反垄断申报及其他相关行政程序（如适用）等工作。如果涉及到收购人为境外上市公司的情形，则需要聘请境外律师（一般而言还可能包括财务顾问）从境外上市公司监管的角度参与本次交易；如果涉及国有资产评估核准/备案的情形，收购人/标的公司还需聘请审计师和评估师出具相关的审计报告和评估报告，律师出具必要的法律意见书等。

### （三）尽职调查及停牌

针对上市公司的控制权收购，收购人和中介机构不仅需要对公司自身进行尽职调查，也需要对交易对方、收购人本身进行尽职调查。

针对上市公司的尽职调查，一般而言，上市公司已在财务、法律、业务等方面披露达到披露标准的事项，但仍可能存在披露的信息不能真实、完整、准确反映上市公司实际状况的情况。就上市公司控制权收购而言，除通过尽职调查判断其公开披露的信息是否存在欺诈、重大遗漏和误导等，亦需要对上市公司尚未披露的信息进行一定程度的调查。此外，尽职调查为上市公司控制权收购是否符合收购人的商业目的、为交易结构的设计、收购后的运营规划安排提供判断的依据。尽职调查使收购人对标的公司的财务、法律、业务等合规状况及估值、拟议的收购价格、条件等有更为清晰的判断，从而达到决策是否收购标的上市公司控制权的目的。

对收购人的尽职调查，需确认收购人是否存在《上市公司收购管理办法》（简称“《收购管理办法》”）规定的下列情形：（一）收购人负有数额较大债务，到期未清偿，且处于持续状态；（二）收购人最近3年有重大违法行为或者涉嫌有重大违法行为；（三）收购人最近3年有严重的证券市场失信行为；（四）收购人为自然人的，存在《公司法》第一百四十六条规定情形；（五）法律、行政法规规定以及中国证监会认定的不得收购上市公司

的其他情形。收购人如有上述情形之一的，不得收购上市公司。此外，若考虑定向增发作为交易方案的，需考虑卖方作为定向增发认购主体的资格及条件<sup>1</sup>。

对拟收购股份的尽职调查，主要需关注标的股份是否能够依法转让，对股份转让的障碍主要来自于股份质押和冻结或标的股份尚在限售期间。若标的股份存在股份质押和冻结等权利负担，股份质押冻结的情况、原因、风险、解除安排等问题较可能会引起监管机构关注。更重要的是，标的股份的权利负担会影响其顺利交割。据此，收购人应对标的股份的质押和冻结情况进行详细及全面核查，合理安排解除质押或冻结，防止后续对股份交割造成障碍。由于法律、法规的相关要求，上市公司股东、实际控制人、持有上市公司股份的董事和高级管理人员往往会出具各类股份的限售承诺，法规要求其严格履行其作出的公开声明和各项承诺。根据监管机构的相关规定<sup>2</sup>，收购人成为上市公司新的实际控制人时，如原实际控制人承诺的相关事项未履行完毕，相关承诺义务应予以履行或由收购人予以承接，相关事项应在收购报告书或权益变动报告中明确披露，控制权转让的交易需选择符合此前限售承诺的方案。据此，收购人需调查标的股份是否处于可合法转让的状态，根据实际情况制定相应的交易方案以满足监管要求并顺利完成交割。另外，收购人需要对上市公司股东间的关联关系、一致行动协议等其他特殊协议安排进行详细核查，需确认收购完成后，其他股东不存在危及收购人的控制地位相关的特殊的协议安排。

尽职调查结束后，进入交易文件磋商阶段，此阶段需考虑停牌要求，确需公司申请停牌的，可以申请停牌不超过2个交易日，并依规履行信息披露义务。确有必要的，可以延长至5个交易日。

除上述尽职调查先于交易文件签署的情况外，因为卖方市场导致的原因、避免保密不到位问题等，买方需要在进行尽职调查前根据对上市公司

<sup>1</sup> 第三十七条 非公开发行股票的特定对象应当符合下列规定：  
（一）特定对象符合股东大会决议规定的条件；  
（二）发行对象不超过三十五名。

发行对象为境外战略投资者的，应当遵守国家的相关规定。  
<sup>2</sup> 《上市公司监管指引第4号——上市公司及其相关承诺》

基本情况的了解，与卖方签署交易文件，之后再行尽职调查。该等模式下，一般会在谈判交易方案前安排停牌，公告后再进行尽调，但尽调的结果可能会导致交易方案和交易对价的调整，使得交易的推进处于更强的不确定性之中，交易双方面临更大的监管压力和市场压力。

#### （四）交易实施阶段

下述事项在交易实施阶段需特别注意：国资主管部门审批、行业主管部门审批、反垄断审查、交易所关注及审核（若适用）、证监会注册或核准（若适用）；

##### 1、 国资管理特殊规则

收购上市公司控制权涉及的国资管理特殊规则主要是国资审批程序、交易标的定价两个方面；

如国有股东通过证券交易系统增持、协议受让、认购上市公司发行股票导致上市公司控制权转移的，需由国有资产监督管理机构批准。国有股东收购上市公司控股权的，需要聘请财务顾问对上市公司出具尽职调查报告和估值报告<sup>3</sup>。

国有股东间接收购上市公司的，需对拟收购的非上市公司标的股权聘请有资质的评估机构进行资产评估，以经国资监管机构备案的资产评估结果作为定价依据。

##### 2、 行业主管部门批准

根据《收购管理办法》的规定，上市公司的收购及相关股份权益变动活动涉及国家产业政策、行业准入等事项，需要取得国家相关部门批准的，应当在取得批准后进行。相关交易需根据标的公司的行业情况及具体安排来判断是否需取得行业主管的审批同意。

##### 3、 反垄断审查

根据《中华人民共和国反垄断法》（简称“**《反垄断法》**”）、《国务院关于经营者集中申报标准的规定》等相关规定：经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权的，属

于经营者集中；若一项经营者集中的交易中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币，并且参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 100 亿元人民币或参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 20 亿元人民币，则经营者应当事先向反垄断局申报，未完成申报的不得实施集中。

在收购上市公司股份并取得控制权的案例中，如收购人和标的公司体量较大，很可能触发上述申报要求。根据上述规定，未完成申报的不得实施集中。为符合上述反垄断的规定，部分案例的交易双方选择将交易所涉及之经营者集中申报以通过国家市场监督管理总局反垄断局反垄断审查或取得不予立案的决定作为股权转让协议的生效条件或交割的前提条件。

如收购行为分步完成，即存在多个关联方参与、各项交易依次展开和履行等情况的，交易间如相互依存且交易目的一致，且最终由同一经营者及关联方取得控制权，可能被商务部们认定为符合《反垄断法》第二十五条的规定，属于经营者集中，该种情形如在实施之前未向商务部们申报的，根据《反垄断法》第二十六条，将构成未依法申报违法实施的经营者集中<sup>4</sup>。

##### 4、 交易所问询及确认

以协议转让或者要约收购的方式进行收购的，收购人需将交易相关材料提交给交易所，交易所对审查通过符合条件的交易，出具确认意见；

就收购交易当中的交易所问询事宜，交易所的关注重点通常包括以下几个方面（通常以“关注函”的形式下发相应的问题）：

1) 收购资金来源：是否具有收购实力、来源是否合法；

2) 上市公司及其关联方在过去两年内是否与收购人及其近亲属以及其关联方存在资金、业

<sup>3</sup> 《上市公司国有股权监督管理办法》

<sup>4</sup> 商务部行政处罚决定书（商法函[2017]206 号）

务往来，是否存在资金占用、担保行为及其他上市公司向收购人利益输送行为；

3) 收购人、一致行动人及其控股股东、实际控制人所从事的业务与上市公司的业务是否存在同业竞争或者潜在的同业竞争，是否存在持续关联交易；存在同业竞争或者持续关联交易的，是否已做出相应的安排，确保投资者、一致行动人及其关联方与上市公司之间避免同业竞争以及保持上市公司的独立性；

4) 收购人及其一致行动人取得上市公司控制权而未按照本办法的规定聘请财务顾问，规避法定程序和义务，变相进行上市公司的收购；

5) 交易的标的股权如存在股份质押的，股份解除质押、冻结的相关安排，相关股份的过户是否存在实质性障碍。

## 5、中登结算登记手续

在交易双方取得交易所出具的确认函或其他同意本次股份转让的书面文件后，需要进一步完成目标股份在中国证券登记结算有限公司过户登记手续。至此，协议转让/大宗交易方式下的标的股份转让至收购人名下。

## 6、其他必要流程

若上市公司控制权交易涉及到上市公司定向增发，则一般在公告交易方案的同时披露上市公司定向增发的方案，并按照定向增发相关规则实施本次交易。根据《上市公司非公开发行股票实施细则》等规则的规定，通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者，可以按照锁价发行安排，且相应定价价格可以为定价基准日所确定的股票交易均价的八折，因此定向增发也成为上市公司控制权交易中的重要工具之一。

## 二、一般交易中的主要关注要点

### (一) 交易结构的设计

根据《收购管理办法》的规定，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。收购人包括投资者及与其一致行动的其他人。

实践中常见的交易结构包括：单纯协议转让、协议转让+表决权委托、协议转让+定向增发、协议转让+表决权委托+定向增发、间接收购、要约收购等。交易结构设计中，需考虑卖方，包括上市公司股东、实际控制人、持有上市公司股份的董事和高级管理人员在内的锁定期问题（详见尽职调查部分分析）。

根据我们的经验和了解，目前证券监管部门针对协议转让、表决权委托/一致行动/部分或全部表决权放弃及定向增发等交易工具的结合采用方面，存在着一定的监管态度的变动性和不确定性。实践中需要收购人与中介机构提前做好相应研究，本着尊重监管和市场的精神且不损害上市公司及中小股东利益的原则，结合标的上市公司情况、本次收购方案的诸多情况综合研究确认，并在过程中保持与监管的沟通。

### 1、协议转让

协议收购是指收购人与上市公司股东（主要是持股比例较大的股东）私下达成协议，在证券交易场所之外交易的形式收购其所持有的上市公司股份并进而实现控制上市公司的收购方式。协议收购在收购数量、收购价格、交割条件等方面具有一定灵活性。采取协议转让方式的，单个受让方的受让比例不得低于上市公司总股本的5%。

### 2、表决权委托

实践中，由于标的股份可能存在各种转让限制（详见尽职调查部分分析），所以出现原控股股东向收购人委托表决权的情形，目的是使收购人在实际取得股份所有权之前，尽早完成对上市公司的控制。一般来说，表决权委托为过渡性的替代措施，收购人会通过各种方式进一步增持股份从而巩固对上市公司的控制权。

### 3、定向增发

收购人同时实施定向增发和其他收购方式取得上市公司控制权的案例相对较多。除上述情况外，通过协议转让、表决权委托等程序取得控制

权先于定向增发完成的情况也较为常见；仅通过定向增发取得控制权的案例中，收购人通常在定向增发前已经持有有一定的股份，定向增发属于继续增持股份并取得控制权的手段。

#### 4、间接收购

间接收购是指收购人在形式上没有直接成为上市公司的股东，但通过投资关系、协议或取得上市公司股东的控制权，间接取得上市公司控制权的收购方式。间接收购的优势在于操作方式具有较大灵活性，信息披露、交易所确认、过户程序等要求上相对简易。

#### 5、要约收购

要约收购是指收购人向上市公司的全体股东发出意向公告，以明确而统一的条件通过场内交易收购其持有的全部或部分上市公司股份。与二

级市场交易类似，要约收购同样受制于流通股的数量、价格、程序等问题，与协议收购相比，要约收购要经过较多的环节，操作程序比较繁琐，收购人的收购成本较高，但其优势在于所有股东是在平等获取信息的基础上自主做出选择，有利于防止内幕交易和保障中小股东的利益。此外，协议收购适用于上市公司股权分布较为集中的情形，若股权较为分散、股价偏低，也可以采用要约收购的方式。

无论采取何种收购方式，除符合免除发出要约的情况外<sup>5</sup>，收购人持有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，发出全面要约或者部分要约（即强制要约收购）。

上述交易结构参考案例如下：

协议转让						
上市公司	转让人		收购人		股份数（股）	占比
600396 金山股份	华电能源股份有限公司		中国华电集团有限公司		308,061,649	20.92%
300536 农尚环境	吴亮		海南芯联微科技有限公司		58,660,000	20%
协议转让+表决权委托/放弃						
上市公司	转让人	收购人	股份数（股）	占比	表决权委托（放弃）股数	表决权委托（放弃）比例
300540 蜀道装备（曾用名：深冷股份）	谢乐敏先生及其一致行动人	四川交投实业有限公司	12,133,561	9.73%	谢乐敏先生及其部分一致行动人将深冷股份 24,587,262 股表决权委托给收购人	19.72%
002731 萃华珠宝	深圳市翠艺投资有限公司	陈思伟	30,738,720	12.00%	转让人及其一致行动人放弃上市公司 49,647,062 股表决权	19.38%
协议转让+定向增发						
上市公司	转让人	收购人	转让股数	转让比例	定增股数	定增比例
603078 江化微	殷福华、季文庆、镇江市杰华投资有限公司	淄博星恒途松	22,448,620	11.46%	41,880,124	14.12%
协议转让+表决权委托+定向增发						

<sup>5</sup> 《收购管理办法》第六章

上市公司	转让人	收购人	转让股数	转让比例	定增股数	定增比例	表决权委托 (放弃)股 数	表决权委托 (放弃)比 例
603161 科华控股	陈洪民、陈 小科、江苏 科华投资管 理有限公司	陈伟	16,008,000	12.00%	陈伟认购 40,000,0 00 科华控 股股份	20.30%	陈洪民、陈 小科、江苏 科华投资管 理有限公司 放弃 49,379,400 股表决权	37.02%
000702 正虹科技	岳阳市屈原 农垦有限责 任公司	岳阳观盛 农业科技有 限责任公司(岳 阳观盛投资发 展有限公司全 资子公司)	40,341,811	15.13%	岳阳观盛 投资发展有 限公司认 购 79,990,3 72 股	/	屈原农垦将 其持有上市 公司 26,675,805 股表决权委 托给岳阳观 盛投资发展 有限公司行 使	10.00%
<b>间接收购</b>								
上市公司	转让人	收购人	转让股数			对应上市公司 股数	对应上市公司股 比	
300345 华民股份	桃源县湘晖 农业投资有 限公司	欧阳少红	湖南建湘晖鸿产业投资有限公司 60%股权 (本次交易前, 欧阳少红已持有建湘晖鸿 40.00%的股权) 交易后收购人持有建湘晖 鸿 100%股权			88,259,100	20%	
002729 好利科技	黄舒婷	东山投资 控股有限公 司	旭昇亚洲投资有限公司 100%股权			16,350,000	24.52%	
<b>要约收购</b>								
上市公司	转让人	收购人	要约收购股数			占比		
600983 惠而浦		惠而浦股东	格兰仕家用电器			467,527,790 61.00%		
<b>协议收购+要约收购</b>								
上市公司	协议转 让人	协议收 购人	协议转让股数	协议转让股比	要约收购股数	要约收购占比		
600006 东风汽车	东风汽 车有限 公司	东风汽 车集团 股份有 限公司	598,000,000	29.90%	502,000,000	25.10%		

## (二) 收购资金来源

一般来说, 上市公司控制权收购资金来源的主要关注点为收购人是否有资金实力进行收购、收购资金来源及其合法性、收购资金是否来源于关联方等等。近年来, 采用合伙企业形式收购上市公司控制权的情况有所增加, 能使规模和资金

实力有限但行业经验丰富的投资机构更有效利用资金资源, 更好地实现收购控制权的目的, 该种方式亦逐渐成为国有资本参与上市公司控制权收购的常见手段。

此外, 银行并购贷款也是收购资金来源的一种, 其优势在于资金利率相对较低、还款期限较



长、还款计划稳定，但不足之处就是面临着严格的外部监管及行业限制。近期案例中，亦有公司披露了使用定向可转债作为收购资金来源。相对于现金支付、股份支付而言，该等方案推后了现金或股份的兑现时间，交易对手可以根据未来股价情况进行选择，灵活的交易方式和条款设计可以降低交易风险和交易成本，提高交易效率。近期案例如华盈投资收购岭南股份、恒裕资本收购华联控股（间接通过收购其控股股东华联集团股份）股份等。

### （三）信息披露

上市公司控制权变动将对经营管理决策和投资者利益造成影响，因此相关法律法规规定了相应阶段的信息披露义务。对于协议收购、要约收购、间接收购等不同方式，法律法规有不同的信息披露要求。《上市公司信息披露管理办法》及相关披露规则要求实际控制人及其一致行动人应当及时、准确地告知上市公司是否存在拟发生的股权转让并配合做好信息披露工作，在准备阶段，如董事会或者监事会就该重大事件形成决议时、有关各方就该重大事件签署意向书或者协议时或董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生时（孰早），上市公司需履行披露义务。

信息披露工作在上市公司控制权收购交易中至关重要（详细内容请参见君合法律评论同系列文章），不当的保密机制及信息披露安排很可能导致交易功亏一篑，因此需要格外重视。

## 三、特别关注事项

### （一）换股收购

从规则层面上看，根据《收购管理办法》，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。收购人以未在证券交易所上市交易的证券支付收购价款的，必须同时提供现金方式供被收购公司的股东选择，并详细披露相关证券的保管、送达被收购公司股东的方式和程序安排，即上市公司证券或未上市公司证券均可用作支付收购价款。相关案例如上海莱士向西班牙上市公司 Grifols, S. A. 发行股份，

以购买 Grifols Diagnostic Solutions Inc. 45% 股权的交易、君实生物换股并购众合医药等。

### （二）外资收购

我国规范外国投资者对 A 股上市公司进行战略投资的规定主要为《外国投资者对上市公司战略投资管理办法（2015 年修正）》，根据该办法，除需符合法律法规对外商投资在行业、领域方面的要求外，其他主要要求如下：1、外国投资者对 A 股上市公司进行战略投资需经过商务部的审批；2、首次投资完成后取得的股份比例不低于该公司已发行股份的百分之十；3、取得的股份三年内不得转让。根据尚在征求意见过程当中的《外国投资者对上市公司战略投资管理办法(修订草案公开征求意见稿)》（“《征求意见稿》”），商务部审批的要求根据《外商投资法》《外商投资信息报告办法》等相关规定，修改为“对外国投资者及上市公司履行外商投资信息报告义务的情况实施监督检查”；对取得股份比例的要求修改为外国投资者采用要约收购、协议转让方式的收购，收购比例不得低于该上市公司已发行股份的百分之五；在锁定期方面修改为：外国投资者取得的上市公司 A 股股份 12 个月内不得转让。《征求意见稿》虽然尚未正式颁布，但根据近期案例走向，但已经可以看到较多参照《征求意见稿》设计的交易。相关案例如 LAL 公司（注册地在香港的公司）收购科华生物（002022）、奇耐亚太（注册地在香港的公司）收购鲁阳节能（002088）。

### （三）国资收购后的迁址问题

国资收购上市公司控股权后，大多数都有变更注册地的诉求。收购人变更上市公司注册地的好处比较明显，例如对于迁入地而言，一个地区上市公司的数量与经济发展速度成正比，同时能促进产业协同发展，由于税收管辖范围为工商注册地辖区内企业，迁入上市公司能明显增加当地税收，也增加地方政府政绩。目前 A 股的证券监管还是注册地属地原则，迁址可便利与所属证监局的沟通等。对于迁出地，即会产生对应的负面影响，如资本市场形象和地位下降、税收减少、政府补助返还等问题，上述原因即会成为上市公

司迁址的障碍。目前市场上较为常见的折中办法为延迟迁址、子公司设立地为收购人所在地、原

注册地的生产经营不发生变化，在收购人所在地新增投资等方式。

王毅 合伙人 电话：+86-21-22086282 邮箱地址：wangyi@junhe.com  
蒋文俊 合伙人 电话：+86-21-22086357 邮箱地址：jiangwj@junhe.com  
尚世鸣 合伙人 电话：+86-21-22086203 邮箱地址：shangshm@junhe.com  
何廷财 合伙人 电话：+86-21-22086027 邮箱地址：hetc@junhe.com  
钟晓依云 律 师 电话：+86-28-67398011 邮箱地址：zhongxyy@junhe.com  
黄文欢 律 师 电话：+86-21-22086087 邮箱地址：huangwh@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

