



资本市场法律评述
2018年9月

上海
上海市银城中路68号
时代金融中心16楼和19楼
邮编: 200120
电话: +86 21 3135 8666
传真: +86 21 3135 8600

北京
北京市建国门北大街8号
华润大厦4楼
邮编: 100005
电话: +86 10 8519 2266
传真: +86 10 8519 2929

香港
香港中环皇后大道中5号
衡怡大厦27楼
电话: +852 2969 5300
传真: +852 2997 3385

伦敦
1F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

www.llinkslaw.com

SHANGHAI
16F/19F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

BEIJING
4F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

HONG KONG
27F, Henley Building
5 Queen's Road Central
Central, Hong Kong
T: +852 2969 5300
F: +852 2997 3385

LONDON
1F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

master@llinkslaw.com

上市公司控制权收购新路径评述

作者: 黄艳 | 夏慧君 | 连可

在评述上市公司控制权收购新路径之前,笔者先稍花笔墨对其概念作简要讨论。根据《上市公司收购管理办法》,投资者在一个上市公司中拥有的权益,包括登记在其名下的股份和虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份,当投资者持有的股份或表决权达到《上市公司收购管理办法》第八十四条标准之一,即视为拥有上市公司的控制权。而关于收购,目前主要存在三种观点:第一种观点认为收购是指取得或者巩固上市公司控制权的行为;第二种观点认为收购仅指取得上市公司控制权的行为;第三种观点认为取得股份超过上市公司已发行股份30%的行为方为收购。根据中国证监会上市部于2009年12月14日向上海证券交易所发出的《关于上市公司收购有关界定情况的函》,收购是指为了获得或者巩固对上市公司的控制权的行为,投资者持股比例低于30%,但成为上市公司第一大股东的,仍属于收购。同时,《上市公司收购管理办法》虽未明确收购的定义,但其规范的收购行为既包括取得上市公司30%以上的股份,亦包括收购方持股未达30%但成为第一大股东或者实际控制人的情况,以及收购方取得控制权后的增持行为。因此,本文所讨论的控制权收购,按照前述第一种观点,指取得或者巩固上市公司控制权的行为。

如您需要了解我们的出版物,
请与下列人员联系:

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

免责声明: 本出版物仅代表作者本人观点,不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

上市公司控制权收购新路径评述

关于收购方式,《上市公司收购管理办法》第5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。”据此,上市公司控制权收购可以通过直接收购股份的方式进行,亦可通过投资、协议以及其他安排的方式间接实现。就个案而言,通过表决权安排实现收购可能是在目前的证券监管口径下对收购股份方式的变通,例如:对处于限售期的股份,由于存在过户限制,有收购双方考虑签署协议锁定后续协议转让价格,并约定股份解锁后进行过户,即所谓的“远期交割”。从《合同法》的角度来说,这是典型的附期限的股权转让协议,在不具备《合同法》第五十二条合同无效因素的前提下,该约定应属有效¹。但从证券监管的角度来说,证券交易所目前倾向于认定这种远期交割安排实际规避了限售限制,不予支持。在此背景下,收购双方可能转而通过表决权的安排实现控制权转移²。

可以看到,围绕上市公司的表决权,在近几年的证券市场中,已经演变出了一些新型的收购方式,包括“协议转让+部分表决权委托”、签署表决权委托协议、签署一致行动协议等,现就前述几种新型收购方式展开讨论。

一. “协议转让+部分表决权委托”

协议收购,是指收购方在证券交易所集中交易系统之外与目标公司的股东(控股股东或持股比例较高的股东,下称“出售方”)就股票的交易价格、数量等进行协商,购买目标公司的股票,以期获得或巩固对目标公司的控制权。³从近几年上市公司控制权收购案例来看,协议收购仍然是上市公司控制权收购的主要方式,其原因在于,相较于其他收购方式,协议收购可以锁定交易对象、操作流程较为简便,且定价不受限于二级市场定价机制,存在控制权溢价的协商空间。但同时,协议收购也存有一定的局限性:第一,限售股份在解除限售前无法进行协议转让;第二,协议收购多为控股权溢价收购,收购成本较高。

为破除上述局限,市场上逐渐出现了“协议转让+部分表决权委托”的收购形式,该等安排的优势在于:首先,表决权委托不涉及股份转让,无需取得证券交易所的确认意见,在股份限售的情形下,收购方可先通过表决权委托的方式取得控制权,待股份解禁后再进行股份转让;其次,通过“协议转让+部分表决权委托”方式进行收购,委托表决权所对应的股份仍登记于出售方名下,且出售方就该等股份继续享有分红权等财产权利,总体而言,收购成本低于一次性协议收购方式的成本。近期采用“协议转让+部分表决权委托”进行控制权收购的案例有乐金健康(300247)、红宇新材(300345)、长方集团(300301)等,以乐金健康(300247)为例:2018年6月27日,收购人融捷投资控股集团有限公司(下称“融捷集团”)与金乐健康实际控制人金道明及其一致行动人金浩、马绍琴签署了《控制权转让协议》,约定融捷集团以协议方式受让金道明、金浩、马绍琴持有的乐金健康40,800,000股股份(占乐金健康

上市公司控制权收购新路径评述

总股本的 5.07%)，同时，金道明、金浩、马绍琴将其持有的乐金健康 82,786,952 股股份(占乐金健康总股本的 10.29%)对应的表决权委托给融捷集团行使。前述权益变动完成后，融捷集团合计可支配乐金健康 21.02% 股份对应的表决权，成为乐金健康的控股股东(此次权益变动完成前，融捷集团已持有的乐金健康 5.66% 的股份)。

就证券监管部门在问询中担忧的表决权委托是否实质上构成股份转让的问题，目前市场普遍的观点认为，收购方在接受表决权委托后仅能行使股份对应的部分股东权利(如出席股东大会的权利、表决权)，且表决权委托往往未约定对价且无需办理股份转让过户，因此，表决权委托不宜视为实质的股份转让。

虽然“协议转让+部分表决权委托”具备操作灵活、成本较低的优势，但由于收购双方系通过约定的方式实现表决权的集中，其不可避免具有后续履约上的风险。具体而言：首先，根据《合同法》第 411 条，委托人或者受托人可以随时解除委托合同。实践中，为防止表决权委托被一方任意解除，委托双方通常在协议中约定表决权委托不可撤销，单方不得随意解除。但《合同法》第 411 条规定的委托合同任意解除权是否可以通过约定方式排除，司法实践中存在不同的理解。⁴即使法院支持当事人合意可以排除委托合同的任意解除权，在一方执意违约的情况下，委托合同的执行力也会大打折扣，可能会进一步导致公司治理方面的混乱和纠纷。其次，目前采用“协议转让+部分表决权委托”方式收购上市公司控股权的，多是在大股东质押股权接近平仓线、收购交易天平向买家倾斜的背景下进行，在这类交易中，如果大股东已经被质押的股份后续因质权人行使质权而流转至第三方，收购方是否能够继续行使表决权也存在很大疑问。

从上海证券交易所、深圳证券交易所于 2018 年 4 月 13 日分别发布的《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》来看，交易所已经关注到“协议转让+部分表决权委托”这种新的收购形式，并对协议签订以及上市公司公告有了进一步的要求。⁵根据前述征求意见稿，在表决权委托的情况下，受托方和委托方将视为一致行动人，这意味着，委托方在表决权委托后将无法“置身事外”，而仍需遵守股份限售、信息披露的相关要求。

二. 签署表决权委托协议

在目标股份存在法定限售、司法冻结等限制而导致无法进行股份转让的情况下，收购双方可通过签署表决权委托协议的方式进行控制权转移。

如前所述，证券市场中，对于存在法定限售限制的股份，亦有通过约定远期交割并辅以过渡期间表

上市公司控制权收购新路径评述

决权委托进行收购的案例，但从目前的监管口径看，远期交割安排实质上规避了限售限制，并不为监管机构所提倡⁶。因此，对于处于法定限售期的股份，收购双方可能退而求其次通过单一的表决权委托实现控制权转移，在限售期届满后再进行协议转让。这种情况下，与“协议转让+部分表决权委托”方式相似，收购方面临履约方面的风险。

同时，如质押、冻结的股份被执行，可能导致目标股份流转至收购方以外的第三方。根据最高人民法院于2018年3月1日颁布的《关于执行和解若干问题的规定》，当事人达成以物抵债执行和解协议的，人民法院不得依据该协议作出以物抵债裁定。因此，在建立债权债务关系后，收购双方关于直接将股份执行给收购方以股抵债的安排可能不会得到人民法院的支持。实践中，在执行限售股时，法院通常采取的操作有两种：一是通过司法拍卖进行处置，二是先将限售股扣划至申请执行人名下，待限售股解禁后再按照流通股处置。因此，在质押、冻结股份被执行的情况下，目标股份的最终归属，以及目标股份流转至第三方后收购方是否能够就目标股份继续行使表决权，存在较大的不确定性。例如，准油股份(002207)于2016年12月24日公告《新疆准东石油技术股份有限公司详式权益变动报告书》：2016年12月21日，准油股份控股股东创越能源集团有限公司(下称“创越集团”)与国浩科技产业(深圳)有限公司(下称“国浩科技”)签署《表决权委托协议》，约定创越集团不可撤销、唯一的将其持有的准油股份40,260,000股股份(占准油股份总股本的16.83%，委托授权效力及于因准油股份配股、送股、转增股等而新增的股份)对应的全部股东表决权、董事提名权等股东权利(不包括分红权等股东财产性权利)全权委托授权给国浩科技代为行使。前述协议签署前，国浩科技未持有准油股份的股份；前述协议签署后，国浩科技实际控制准油股份16.83%股份的表决权，成为准油股份的控股股东。准油股份于前述报告中同时披露，上述委托表决的股份在签署《表决权委托协议》时全部处于司法冻结状态。如后续该等股份被司法拍卖予国浩科技之外的第三方，国浩科技将丧失该等股份对应之表决权。

三. 签署一致行动协议

根据《上市公司收购管理办法》第83条的规定，一致行动，是指投资者通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其所能够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实。通过签署一致行动协议，收购方可以扩大其所拥有的在上市公司的表决权，由此实现对上市公司的控制。

例如，天音控股(000829)于2018年8月23日公告《天音通信控股股份有限公司详式权益变动报告书》：2018年8月20日，持有天音控股17.41%股份的股东深圳市投资控股有限公司(下称“深投控”)和持有天音控股9.47%股份的股东深圳市天富锦创业投资有限责任公司(下称“天富锦”)签署了《一致行动协议》。《一致行动协议》签署后，天富锦将在董事会及股东大会中与深投控表决意见保持一致，深投控

上市公司控制权收购新路径评述

将合计控制天音控股 26.88% 股份。另根据双方签署的《一致行动协议》关于董事提名的安排，深投控与天富锦合计提名董事人数将超过董事会全体人数的一半。由此，深投控通过实际支配天音控股股份表决权能够决定天音控股董事会半数以上成员选任、依其可实际支配的天音控股股份表决权足以对天音控股股东大会的决议产生重大影响，从而成为天音控股的控股股东。

针对这种新型收购方式，上海证券交易所、和深圳证券交易所于 2018 年 4 月 13 日分别发布的《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》对一致行动协议的签署和履行提出了与表决权委托相同的要求，包括：协议须有明确期限；提前终止的，投资者在原约定期限内仍须遵守原有限售、一致行动等义务和承诺，未约定期限或约定不明的，则应当在发布解除公告之日起的十二个月内继续遵守原有限售、一致行动等义务和承诺等。

近几年，通过表决权安排进行控制权收购的路径逐渐受到收购人的青睐。相较于其它传统收购方式，签署表决权委托协议或一致行动协议同样可以达到取得上市公司控制权之目的，且在程序上更为简便，收购成本更低，但其中的风险同样也亦值得关注。如前所述，通过协议方式设立或扩大表决权存在后续履约上风险，目前证券市场上也已经出现了因表决权委托协议而发生的纠纷的案例⁷。上海证券交易所和深圳证券交易所于 2018 年 4 月 13 日发布了《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》，该等规定正式施行后，通过协议以及其他方式的方式实现控制权收购将受到更加严格的监管。随着证券监管体系的不断完善，我们相信，滥用股东权利、规避信息披露义务等投机行为的操作空间将逐步缩小，证券市场认可的是真正尊重上市公司价值、有利于中小股东利益的投资行为。

上市公司控制权收购新路径评述

如需进一步信息，请联系：

| | |
|--|---|
| 作者 | |
| 黄 艳 电话: +86 21 3135 8788 calista.huang@llinkslaw.com | 夏慧君 电话: +86 21 3135 8739 chris.xia@llinkslaw.com |
| 上海 | |
| 韩 炯 电话: +86 21 3135 8778 christophe.han@llinkslaw.com | 陈 臻 电话: +86 21 3135 8699 grant.chen@llinkslaw.com |
| 黄 艳 电话: +86 21 3135 8788 calista.huang@llinkslaw.com | 翁晓健 电话: +86 21 8519 2266 james.weng@llinkslaw.com |
| 陈 鹏 电话: +86 21 3135 8765 patrick.chen@llinkslaw.com | 张征轶 电话: +86 21 3135 8727 zhengyi.zhang@llinkslaw.com |
| 北京 | |
| 王利民 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@llinkslaw.com | 高 云 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@llinkslaw.com |
| 香港(与张慧雯律师事务所有限法律责任合伙联营) | |
| 俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com | 吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com |
| 伦敦 | |
| 杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@llinkslaw.com | |

© 通力律师事务所 2018

上市公司控制权收购新路径评述

¹ 参见河北省久泰实业有限公司与合慧伟业商贸(北京)有限公司股权转让纠纷一案民事判决书, 河北省高级人民法院, (2015)冀民二初字第5号。

² 红宇新材(300345)于2018年6月6日的公告称:“关于朱红玉、朱明楚、朱红专拟分步转让其合计所持红宇新材股份88,300,000股给华融国信控股(深圳)有限公司(下称“华融国信”)的事项, 因其中64,088,672股股份目前属于高管锁定股和首发后限售股, 不能进行转让, 现经交易双方协商, 本次交易变更如下: 朱红玉及一致行动人朱红专拟转让合计所持红宇新材无限售流通股24,211,328股给华融国信, 并拟委托合计所持红宇新材股份64,088,672股所涉及的表决权、提案权等相应股东权利给华融国信。”

³ 马骁.上市公司并购重组监管制度解析[M].北京:法律出版社,2009.70。

⁴ 最高人民法院在湖南康帅房地产开发有限公司诉深圳天骜投资策划有限公司委托合同纠纷案中认为:在委托合同系有偿合同的情况下,当事人通过合同就任意解除权不得行使的约定具有法律约束力。具体见最高人民法院(2015)民申字第990号民事裁定书。

北京市第一中级人民法院在陈某与李某委托合同纠纷案中则认为:双方就股东权及经营、管理权“不可撤销”地委托行使之约定,在委托合同关系中,并不因当事人预先对权利行使作出限制而随即产生丧失单方解除权的法律后果。具体见北京市第一中级人民法院(2017)京01民终4548号民事判决书。

⁵ 上海证券交易所《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》第二十、第二十一条;深圳证券交易所《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》第三十一条。

⁶ 根据《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引(2016修订)》和《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》的相关规定,股份协议转让可能导致规避股份限售相关规定的,证券交易所不予受理。

⁷ 根据*ST准油的相关公告文件,2017年6月2日,*ST准油收到股东创越集团和秦勇的《告知函》,要求单方收回委托予国浩科技行使的全部表决权。就单方收回表决权委托之效力,创越集团和秦勇、国浩科技存在争议。