

# 有关上市公司或控股股东破产重整中涉及的 强制要约收购及其免除的分析

作者：张坚键 孙奕 林周汪

在涉及上市公司的破产重整中，战略投资人往往以获得上市公司的控制权为目的进行重整投资。当战略投资人直接取得上市公司的股份，或取得上市公司控股股东的控制权，从而间接取得对上市公司的控制权时，就有可能触发《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）、《上市公司收购管理办法》（以下简称“《收购管理办法》”）规定的强制要约收购。本文拟围绕上市公司相关破产重整中，强制要约收购义务的触发和免除进行展开。

## 一、强制要约收购的触发情形

要约收购指投资者以公开要约方式收购上市公司股票的行为。该公开要约应以公告方式进行，并在公告中明确收购条件、价格、期限以及其他规定事项。

### （一）直接收购触发的强制要约收购

根据《收购管理办法》第 23 条、24 条、47 条之规定，要约收购可分为自愿要约和强制要约。自愿要约为投资者自愿选择以全面要约或者部分要约的方式向被收购公司所有股东发出收购其所持有全部或部分股份的要约。强制要约为投资者因协议收购或者其他原因导致其持有的一个上市公司的股份超过 30% 时触发的法定义务，投资者应当发出全面要约或部分要约。《收购管理办法》第 47 条第 3 款进一步规定，收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过 30% 的，对于超过 30% 的部分，如不符合免除要约收购的情形，应当发出全面要约。

因此，直接收购的情况下，触发全面强制要约收购的要件包括：（1）收购人以证券交易所证券交易方式或协议收购等方式收购上市公司股份；（2）收购人在上市公司中拥有权益的股份已达到 30%，拟继续进行增持的，或者拟收购的股份超过该上市公司股份的 30%。方大锦化化工科技股份有限公司（000818，以

下简称“\*ST 化工”）于 2011 年 10 月 11 日发布的《长城证券有限责任公司关于辽宁方大集团实业有限公司收购公司暨豁免要约之财务顾问报告》（以下简称“《财务顾问报告》”），辽宁方大集团实业有限公司（以下简称“辽宁方大”）通过\*ST 化工破产重整程序，获得\*ST 化工 55.92%的股份（重整计划执行完毕后，辽宁方大对\*ST 化工的持股比例降至 39.14%），触发了全面要约收购义务。

## （二）间接收购触发的强制要约收购

《收购管理办法》第 56 条、第 57 条则规定了间接收购情形下的要约收购义务。具体规定为，收购人虽不是上市公司的股东，但通过投资关系、协议、其他安排导致其拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%，或通过投资关系取得对上市公司股东的控制权的，而受其支配的上市公司股东所持股份达到前条规定比例、且对该股东的资产和利润构成重大影响的，如不符合免除要约收购的情形，应当发出全面要约。

因此，间接收购的情况下，触发全面强制要约收购的要件包括：（1）投资者通过投资关系、协议、其他安排导致其拥有上市公司的权益，或通过投资关系取得上市公司股东的控制权；（2）投资者拥有权益的股份或受投资者支配的上市公司股东所持上市公司股份达到 30%以上。

如上市公司控股股东进入破产重整程序，重整投资人通过重整投资取得该公司控制权的，则有可能触发间接收购导致重整投资人承担强制要约收购义务。2017 年，宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司（以下简称“锦程沙洲”）通过东北特钢集团（以下简称“东北特钢”）破产重整程序，获得东北特钢 43%的股权，间接收购东北特钢持有的上市公司抚顺特殊钢股份有限公司（以下简称“\*ST 抚钢”）共计 38.22%的股份，触发了全面强制要约收购。

## 二、强制要约收购的免除

### （一）免除发出要约的情形

根据《收购管理办法》第 62 条、第 63 条之规定，免除发出要约的法定情形大致可分为四类，一是不存在控制权争夺的股份取得，即同一控制下的股份转让

<sup>1</sup>、国有资产无偿划转、投资者被动增持、绝对控股、金融机构展业、继承、购回式证券交易和优先股表决权恢复<sup>2</sup>等情形；二是长期持股或缓慢增持的行为，即认购增发和爬行增持<sup>3</sup>；三是拯救财务困难的上市公司<sup>4</sup>；四是由中国证监会认定的其他情形，该类情形应当符合证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要<sup>5</sup>。

由于本文所讨论的主题仅涉及上市公司或其控股股东重整过程中的控制权转移，因此仅针对挽救公司财务困境与中国证监会认定的其他情形两项，分析免除强制要约收购的可行性。

## （二）因挽救公司财务困境而免除强制要约收购

根据《收购管理办法》第 62 条第 1 款第（二）项之规定，上市公司面临严重财务困难，收购人提出的挽救公司的重组方案取得该公司股东大会批准，且收购人承诺 3 年内不转让其在该公司中所拥有的权益，收购人可以免于以要约方式增持股份。但关于“上市公司面临严重财务困难”的认定，《收购管理办法》并未直接作出规定。

依照中国证监会颁布的《〈上市公司收购管理办法〉第六十二条有关上市公司严重财务困难的适用意见——证券期货法律适用意见第 7 号》，上市公司存在以下情形之一的，可以认定其面临严重财务困难：（1）最近两年连续亏损；（2）因三年连续亏损，股票被暂停上市；（3）最近一年期末股东权益为负值；（4）最近一年亏损且其主营业务已停顿半年以上；（5）证监会认定的其他情形。

根据中国证监会的要求，因挽救公司财务困境而免除强制要约收购，上市公司本身应当符合“面临严重财务困难”的情形。在前述\*ST 化工重整案中，辽宁方大就以该项规定为由，向中国证监会提出豁免要约收购义务的申请。长城证券有限责任公司在《财务顾问报告》中称，\*ST 化工面临严重的财务困难，根据\*ST 化工 2009 年年度报告披露内容，截止 2009 年 12 月 31 日，\*ST 化工总资产合计约为 23.47 亿元，负债合计则高达约 24.81 亿元，归属母公司的所有者权益为

<sup>1</sup> 《收购管理办法》第 62 条第（一）项。

<sup>2</sup> 《收购管理办法》第 63 条第 1 款第（一）项、第（二）项与第（五）项至第（九）项。

<sup>3</sup> 《收购管理办法》第 63 条第 1 款第（三）项、第（四）项。

<sup>4</sup> 《收购管理办法》第 62 条第（二）项。

<sup>5</sup> 《收购管理办法》第 62 条第（三）项与第 63 条第 1 款第（十）项。

-1.34 亿元；\*ST 化工 2008、2009 年度分别亏损 2.36 亿元和 11.01 亿元。2010 年 3 月 19 日，葫芦岛中院裁定\*ST 化工进入破产重整程序；2010 年 7 月 30 日，该院裁定终结重整程序。在 2010 年 7 月 30 日葫芦岛中院裁定锦化集团持有的\*ST 化工 190,126,969 股 A 股股票归辽宁方大所有时，\*ST 化工正处于重整计划执行阶段，且\*ST 化工已连续两个会计年度亏损，截止 2009 年底已经资不抵债。\*ST 化工已陷入严重的财务困难。另，收购人提出的挽救\*ST 化工的重组方案取得\*ST 化工股东大会批准，且收购人已作出承诺 3 年内不转让其在\*ST 化工中所拥有的权益。因此，该申请符合《收购管理办法》第 62 条第 1 款第（二）项规定的免于以要约方式增持股份的豁免条件。2011 年 9 月 30 日，中国证监会作出《关于核准辽宁方大集团实业有限公司公告方大锦化化工科技股份有限公司收购报告书并豁免其要约收购义务的批复》（证监许可〔2011〕1579 号），核准豁免辽宁方大因重整投资获得\*ST 化工超过 30%的股份而应履行的要约收购义务。

因此，在上市公司本身的破产重整过程中，战略投资人通过直接重整投资获得上市公司股份的比例超过 30%触发强制要约收购义务的，可以援引本项规定，聘请律师事务所等专业机构出具专业意见，并由财务顾问就本次收购出具财务顾问报告，明确说明本次收购是否属于免于发出要约的情形，收购人是否作出承诺及是否具备履行相关承诺的实力，即可实施重整计划中规定的股份划转。

但是，若上市公司的控股股东进入破产重整程序，则难以被认定为上市公司本身面临严重财务困难。在此情形下，可考虑通过《收购管理办法》第 62 条第（三）项兜底条款，由中国证监会对是否可以免于要约收购作出认定。

### **（三）通过中国证监会认定的其他情形免除强制要约收购**

在排除了上市公司控股股东重整中援引“挽救公司财务困境”条款的可行性后，本文将分析根据《收购管理办法》第 62 条第（三）项兜底条款“中国证监会为适应证券市场变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形”免除要约收购的可行性。

《收购管理办法》于 2020 年 3 月作出修订，取消了原先针对要约收购豁免的行政许可。但需要注意的是，本次修订仍然保留了第 62 条第（三）项之规定，即“中国证监会为适应证券市场变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形”。对于该项所列情形是否应当报中国证监会予以认定，本文认为仍有

此必要。该条第（一）项与第（二）项均列示了较为明确的免除情形，并以第（三）项为兜底条款，该兜底条款明定“中国证监会……认定的其他情形”。依一般逻辑，中国证监会的认定应以收购者和上市公司的报告申请为前提。自2020年3月修订以来，该项规定尚无适用先例。

通过对《收购管理规定》修订前案例的检索，东北特钢重整案中豁免重整投资人要约收购义务即为该项规定适用的典型一例。根据中国证监会网站核准批复文件显示，中国证监会于2018年1月作出证监许可[2017]2395号《关于核准豁免宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司要约收购抚顺特殊钢股份有限公司股份义务的批复》，批准豁免\*ST抚钢（600399）控股股东东北特钢重整投资人锦程沙洲因其他情形控制\*ST抚钢38.22%的股份而应履行的要约收购义务。该案为重整投资人通过上市公司控股股东的破产重整程序取得上市公司控股股东的控制权而间接控制上市公司的情形，属于间接收购上市公司触发要约收购，并根据中国证监会的审批而豁免。

锦程沙洲就本次间接收购聘请的财务顾问在《财务顾问核查意见》中称，控股股东在上市公司的决策程序中具有重要影响，控股股东的稳定经营对于上市公司的健康发展、上市公司中小股东的利益维护也具有重要意义。通过本次重整解决抚顺特钢控股股东东北特钢的债务危机及经营困境，将有效的防止控股股东的的不稳定性对上市公司造成负面影响；同时，收购人主导本次重整，将有利于东北特钢快速复苏，通过产品结构调整、管理优化等方式与上市公司形成有效协同，也将有利于维护上市公司中小股东利益。若本次重整履行要约收购程序，则将延后重整进程、增加重整时间和投资者的成本，进而直接减少重整后投资者用于对东北特钢改造发展的资金，存在引发员工队伍不稳定和债权人恐慌等社会问题的风险，导致重整的效果将难以得到保障。如豁免要约收购程序，收购方将能够更快着手改善东北特钢的生产经营，同时也将能够投入更多的资金、时间及精力，有利于扭转东北特钢的亏损局面。因此，本次收购适用《收购管理办法》第六十二条兜底条款。

上市公司收购人基于《收购管理办法》第62条第（三）项规定向中国证监会提出免于以要约方式增持股份的申请具有先例可循，但鉴于东北特钢破产重整案的社会影响巨大，政府及其他监管部门的支持力度大，故而该案具有相当之特



殊性。至于其他上市公司控股股东的破产重整能否适用该种方式申请免除要约收购，仍存在很大的不确定性，因此，在制定具体方案前仍应当提前与证券交易所、中国证监会进行沟通，确定该等情形的适用与否。

### 三、结论

上市公司或其控股股东的重整往往会导致上市公司控股股东/实际控制人的变化，而这一变化过程又通常是因重整投资人受让上市公司或其控股股东的股权而造成的。重整投资人受让上市公司的股份，构成直接收购；而其受让上市公司控股股东的股权，则构成间接收购。当其直接或间接收购的比例超过上市公司股份的 30% 时，就会触发强制要约收购义务。针对这一义务的豁免，《收购管理办法》作出了详细规定。而关于本文所讨论的情形，较为可行的做法是：

1. 对于上市公司重整中，因直接收购触发强制要约收购义务的情形，可援引第 62 条第（二）项之规定，由律师事务所及财务顾问对其“面临严重财务困难，收购人提出的挽救公司的重组方案取得该公司股东大会批准，且收购人承诺 3 年内不转让其在该公司中所拥有的权益”等事宜出具专业意见并予披露后，实施股份转让。

2. 对于上市公司控股股东重整中，因间接收购触发强制要约收购义务的情形，可援引第 62 条第（三）项之规定，申请中国证监会将其认定为符合“为适应证券市场变化和保护投资者合法权益的需要”的其他情形。但这一方式同时也存在着较大的不确定性，需要重整投资人及管理人提前与证监会等进行相关沟通。

附录 1:

相关案件对照表						
序号	案件主体	案件性质	上市公司控股股东是否变更	上市公司实际控制人是否发生变更	是否触发要约收购	取得要约收购豁免的批复
1	辽宁方大-*ST 化工	破产重整+直接收购（全面要约）；要约收购义务被豁免	是	是	是	《关于核准辽宁方大集团实业有限公司公告方大锦化化工科技股份有限公司收购报告书并豁免其要约收购义务的批复》（证监许可【2011】1579号）
3	锦程沙洲-东北特钢-*ST 抚钢	破产重整+间接收购（全面要约）；要约收购义务被豁免	否	是	是	《关于核准豁免宁波梅山保税港区锦程沙洲股权投资有限公司要约收购抚顺特殊钢股份有限公司股份义务的批复》（证监许可【2017】2395号）