

“庶民”的胜利

——“ST 生化要约收购案”评析

陈 洁*

“须知这种潮流,是只能迎,不可抗拒的。我们应该准备怎样适应这个潮流,不可抵抗这个潮流。”

——李大钊《庶民的胜利》

2017 年的 A 股并购市场风起云涌,但浙民投天弘投资合伙企业(以下简称浙民投)收购振兴生化股份有限公司(以下简称 ST 生化)事件却广受关注。不仅因为这是 A 股市场第一次以公开要约收购方式成功取得上市公司控制权的案例,更因为浙民投获得此次要约收购的胜利主要归功于广大中小投资者的认可及支持。数据显示,除去 ST 生化原控股股东振兴集团持有的股份、其他限售流通股以及收购人浙民投与其一致行动人原持有的 ST 生化 2.51% 股份后,ST 生化实际可参加要约的全部流通股数量为 1.94 亿股。而此次收购有效预受股份达 1.47 亿股,股东出席比例高达 75.5%。如此之高的股东出席比例创下了我国中小股东集体行权的记录,该事件也成为我国中小股东参与公司治理及决策人数最多、意义重大的典型案例。为此,浙民投要约收购成功后,中国证监会直接管理的证券金融类公益组织——中证中小投资者服务中心(以下简称投服中心)第一时间发声,称此次要约收购是“中小投资者集体积极行使股东权利的结果”,这对中国资本市场公开要约收购具有里程碑的意义。^①

* 中国社会科学院法学研究所商法研究室主任,研究员,博士研究生导师。

① 周松林、徐金忠:《投服中心:ST 生化要约收购成功具有里程碑意义》,载《中国证券报》2017 年 12 月 7 日, A02 版。

虽然 ST 生化收购案创造了 A 股市场以要约收购方式成功获取上市公司控制权的历史,让饱受压抑的中小投资者领略到了资本市场“庶民的胜利”的曙光,但它毕竟只是个案。通过该要约收购案,值得业界反思之处甚多,尤其是对该案例中诸多监管问题的探究,更迫切需要市场的共识并付诸规则的完善。

一、浙民投收购 ST 生化案始末

2017 年 6 月,浙民投以 36 元/股的价格要约收购 ST 生化 7492 万股,占总股份比例为 27.49%。浙民投为此次要约收购设置了 33 个自然日期限,自 2017 年 11 月 3 日至 2017 年 12 月 5 日。如果要约收购成功,加上其原先持有的 2.51% 股份,浙民投将合计持有 29.99% 的股份,目标直指 ST 生化公司实际控制权(其时 ST 生化的第一大股东振兴集团只持有 22.61% 的股份)。针对突然出现的“门口野蛮人”,ST 生化筹划了种种反收购措施进行应对,致使浙民投要约收购过程一波三折,颇具“戏剧性”。

2017 年 6 月 21 日,浙民投向 ST 生化董事会提交要约收购相关文件,随后 ST 生化盘中紧急停牌。6 月 28 日 ST 生化披露要约收购报告书摘要,同时宣布公司筹划重组事项。7 月 6 日 ST 生化对外披露了第一次重大资产重组的交易标的——山西康宝生物制品股份有限公司。7 月 7 日 ST 生化收到大股东振兴集团的实名举报函,称发现浙民投公开披露的《要约收购报告书摘要》及相关文件中存在重大虚假记载,隐瞒其自身持有 ST 生化股票事实。同时振兴集团也将上述情况向相关机构进行了实名举报。振兴集团认为浙民投严重违反了相关规定,不具备收购人资格,应立即终止其要约收购行为。8 月 16 日 ST 生化公告称,由于交易双方始终未能就交易方案核心条款达成一致,经与交易对方协商同意,ST 生化决定终止与山西康宝的重组事项。ST 生化重新选定了重组标的,继续推进重大资产重组事项。交易对方为呼和浩特市海博畜牧生物科技有限公司。9 月 21 日,ST 生化再度公告称,经多次沟通与磋商,交易各方未能在核心交易条款上达成一致意见,经审慎研究后 ST 生化决定终止筹划该次重组事项。3 个月停牌期间两次重大资产重组失败后,ST 生化于 9 月 21 日复牌。

2017 年 11 月 2 日,《要约收购报告书》全文发布。次日 ST 生化要约收购进入正式要约期。然而,就在 12 月 5 日要约截至日前一周,香港上市公司佳兆业集团突然

宣布以远高于浙民投要约价的对价收购 ST 生化控股股东振兴集团所持股权。^① 受此影响,ST 生化股价 12 月 1 日盘中攀升至 35.5 元/股,逼近 36 元的浙民投的要约收购价,一度令浙民投要约收购前景变得扑朔迷离。^②

ST 生化 12 月 4 日午间披露,其于 12 月 1 日收到深圳证券交易所监管函,称交易所对香港佳兆业子公司航运健康拟收购 ST 生化 18.57% 股权表示关注。深圳证券交易所认为,航运健康、ST 生化向其提交的《详式权益变动报告书》存在内容不完整、风险提示不充分等问题,同时要求 ST 生化补充披露协议的合规性,以及收购目的、补充承接振兴集团承诺的安排等内容。^③ 披露一出,该股走势风云突变,当天临收盘前突然出现跳水。12 月 5 日高开后尾盘再次出现跳水,以 33.15 元报收。这样,ST 生化股价需要上涨 8.6% 才能涨至 36 元。换言之,下一个交易日即使该股涨停,也无法达到要约收购价。客观上,或许正是由于临近要约收购截止期前的股价大幅下跌,才促使浙民投要约收购成功。据统计,截至 2017 年 12 月 4 日收盘,浙民投获接纳的预受股份数量只有 1840 万股,但在 12 月 5 日当天预受股份数量接近 1.28 亿股。截至 12 月 5 日收盘,浙民投要约收购 ST 生化的预受股份达到 1.47 亿股,占公司总股份 54%,预受要约股东数量达到 3870 户。浙民投要约收购 ST 生化 7492 万股的目标已经实现,要约收购宣告成功。

该次要约收购后,浙民投及其一致行动人合计持有 ST 生化 29.99% 股份,超过原第一大股东振兴集团 22.61% 的持股。可以说,正是在中小投资者的积极参与之下,浙民投对 ST 生化的要约收购方告成功。而香港佳兆业收购 ST 生化控股股东振兴集团所持股份的方案遭遇挫折。

① 2017 年 11 月 29 日,距离浙民投结束要约收购不足一周时间,香港佳兆业和 ST 生化先后公告,香港佳兆业旗下的航运健康拟以 21.87 亿元(包括偿还信达资产子公司深圳信达贷款)收购 ST 生化 18.57% 的股权。根据交易的设计,振兴集团拟通过协议转让的方式,将其持有的 ST 生化 5062 万股股份转让给航运健康,占 ST 生化已发行股份的 18.57%,同时将其持有的 ST 生化 1100 万股股份转让给信达深分,以补偿信达深分于 2016 年 12 月 14 日与振兴集团、振兴有限签订的《债务重组合作协议》项下未能实现的投资收益。同时,航运健康还分别同振兴集团和信达深分签署了《投票权委托协议》,航运健康在 ST 生化中拥有投票权的股份数量合计 6162 万股,占上市公司股份总额的 22.61%。航运健康将成为 ST 生化控股股东,其实际控制人郭英成和郭英智将成为 ST 生化新的实际控制人。不过,这一交易设置了众多解除条款。

② 潘清:《中小股东集体行权获胜 ST 生化要约收购成“标杆”》,载新华网:http://www.xinhuanet.com/fortune/2017-12/08/c_1122082153.htm,最后访问日期:2017 年 12 月 8 日。

③ 关婧:《浙民投成功要约 ST 生化佳兆业竞购控制权落空》,载《经济参考报》2017 年 12 月 12 日,第 7 版。

二、本案法律要点评析

(一)收购人的资格条件问题

尽管《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)及《上市公司收购管理办法》(以下简称《收购办法》)并未对收购人的内涵作明确的界定,但通常认为,凡是取得或者旨在取得上市公司控制权的投资者,就可称为收购人。当然,无论在理论上抑或实务中,由于各公司股权结构差异,投资者是否取得公司控制权,并无严格统一的标准。同时,在收购意图与公司控制权之间实质关联性的认定上也存在相当大的讨论空间。

对收购人资格条件的限定,主要见于《收购办法》第6条及第36条。其中,第6条规定了收购人资格的消极条件,第36条则侧面规定了收购人资格的积极条件。

其一,消极条件的限定。《收购办法》第6条规定,任何人不得利用上市公司的收购损害被收购公司及其股东的合法权益。有下列情形之一的,不得收购上市公司:(1)收购人负有数额较大债务,到期未清偿,且处于持续状态;(2)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;(3)收购人最近3年有严重的证券市场失信行为;(4)收购人为自然人的,存在《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)第146条规定情形;^①(5)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。

根据该条规定,有上述五种情形之一的人,都不得作为收购人。这五种情形归结起来,主要是三个要素,即收购人必须诚实守信、遵纪守法、不得负较大债务。收购人若是自然人的,还必须具备一定的经营管理能力。《收购办法》如此规定的缘由在于,收购人是与公司控制权相关的市场主体,收购成功后势必对目标公司未来的经营产生重大影响。上述五种情形的发生,可能是由于当事人缺乏守法意识、不信守承诺、

^① 《公司法》第146条规定:“有下列情形之一的,不得担任公司的董事、监事、高级管理人员:(一)无民事行为能力或者限制民事行为能力;(二)因贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序,被判处有期徒刑,执行期满未逾五年,或者因犯罪被剥夺政治权利,执行期满未逾五年;(三)担任破产清算的公司、企业的董事或者厂长、经理,对该公司、企业的破产负有个人责任的,自该公司、企业破产清算完结之日起未逾三年;(四)担任因违法被吊销营业执照、责令关闭的公司、企业的法定代表人,并负有个人责任的,自该公司、企业被吊销营业执照之日起未逾三年;(五)个人所负数额较大的债务到期未清偿。公司违反前款规定选举、委派董事、监事或者聘任高级管理人员的,该选举、委派或者聘任无效。董事、监事、高级管理人员在任职期间出现本条第一款所列情形的,公司应当解除其职务。”

故意逃避清偿债务,也可能是当事人无力偿还到期债务。不管属于哪种情况,允许这类人员收购目标公司都是有较大风险的。为了确保目标公司运行的规范性,防止其被不良控制股东控制,《收购办法》特意对收购人规定了限制性条件。

其二,积极条件的规定。《收购办法》第36条第2款规定,收购人聘请的财务顾问应当对收购人支付收购价款的能力和资金来源进行充分的尽职调查,详细披露核查的过程和依据,说明收购人是否具备要约收购的能力。收购人应当在作出要约收购提示性公告的同时,提供以下至少一项安排保证其具备履约能力:(1)以现金支付收购价款的,将不少于收购价款总额的20%作为履约保证金存入证券登记结算机构指定的银行;收购人以在证券交易所上市交易的证券支付收购价款的,将用于支付的全部证券交由证券登记结算机构保管,但上市公司发行新股的除外。(2)银行对要约收购所需价款出具保函。(3)财务顾问出具承担连带保证责任的书面承诺,明确如要约期满后收购人不支付收购价款,财务顾问进行支付。

该条款尽管表面上似乎是对财务顾问的职责要求,但实质上也是对收购人必须具备要约收购履约能力的积极性条件。其立法目的就是通过各种规定来保障收购人必须具有与收购规模相适应的经济实力,防止资本市场“空手套白狼”“蛇吞象”之类的乱象发生。

在该案中,ST生化大股东振兴集团实名举报收购人,认为收购人隐瞒其自身持有ST生化股票事实,且公开披露的《要约收购报告书摘要》及相关文件中存在重大虚假记载,振兴集团认为收购人严重违反了相关规定,不具备收购人资格,应立即终止收购人的要约收购行为。对此,目标公司及其大股东只有查实收购人具备《收购办法》第6条规定的五种禁止性情形才能阻却其收购行为。至于大股东认为收购人隐瞒其自身持有ST生化股票的事实对否定收购人的资格毫无意义。实践中,收购人发起收购之前往往先持有目标公司一定数量的股票,而这种预先持有股票立法上并不禁止。依据《收购办法》第35条之规定:“收购人按照本办法规定进行要约收购的,对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。”该规定可谓立法上允许收购人在收购之前拥有目标公司股票之最好注脚。

(二) 要约期间目标公司进行资产重组的合法性分析

在该案中,2017年6月21日,浙民投向ST生化董事会提交要约收购相关文件后,ST生化盘中紧急停牌,同时宣布公司筹划重组事项。此后,ST生化3个月停牌

期间发起两次重大资产重组。对这两次重大资产重组,深圳证券交易所也发布了监管函,但监管函的内容都是常规式的针对资产重组真实性与合规性进行的问询。^① 对此问询内容,笔者深感困惑。最大的困惑就是,要约期间目标公司究竟能否进行重大资产重组?监管部门对《收购办法》第 33 条之规定为何视而不见?

依据《收购办法》第 33 条之规定:“收购人作出提示性公告后至要约收购完成前,被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外,未经股东大会批准,被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式,对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。”简言之,收购人发布提示性公告到收购完成前,除非是正常的经营活动或者执行股东大会业已作出决议外,目标公司不得作重大决议处置资产。推究《收购办法》第 33 条规定之立法缘由,主要有二:其一,根据《收购办法》第 35 条的规定,要约收购提示性公告日是要约价格的定价基准日。要约收购的价格锁定在提示性公告日,有助于收购人根据自身资金实力评估收购股份数量,确定自己的履约能力。如果在要约收购提示性公告日至要约收购结束期间,允许目标公司筹划重大资产重组等对股价有重大影响的事项,势必引起股价巨大波动,通常是引发股价大幅上涨,致使收购人的要约成本变得不可控,收购人的风险无限扩大,最终导致收购人无力负担收购结果,从而令要约收购制度形同虚设。其二,要约收购多属敌意收购。在要约期间,若允许目标公司筹划重大资产重组事项,目标公司就可以通过筹划重大资产重组大幅拉升股价,突破收购人的要约价格,也就没有股东愿意接受要约,从而使要约收购流产。这样,重大资产重组客观上就可能成为目标公司阻止要约收购的利器。

正是基于上述考虑,各国收购法律大都规定了要约期间目标公司不能进行重大资产处置行为,而只能是继续保持正常的经营活动,包括执行股东大会已经作出的决议。但在该案中,在 2017 年 6 月 21 日浙民投向 ST 生化董事会提交要约收购相关文件之前,目标公司从未对外披露任何相关重组事项的信息,也未就重组事项作出任何董事会决议、股东大会决议。而就在收到浙民投提交的要约收购相关文件当日,ST 生化就因重大资产重组申请长期停牌,其中的重大资产重组事项的真实性着实让人生疑。更令人疑虑的是,第一次与山西康宝的重组失败后,ST 生化重新选定标的资产,该标的资产的前任法人股东为宁波普奥思生物科技有限公司(以下简称普奥思),

^① 笔者未能查阅到具体的监管函。相关内容参见彭梦飞、韩玮:《浙民投天弘要取控制权 ST 生化资产重组真实性存疑》,载《北京商报》2017 年 8 月 21 日,第 6 版。

该公司法定代表人为振兴集团之法定代表人史珉志。普奥思也是 2015 年 ST 生化重大资产重组的标的资产之一,自 2015 年 1 月 27 日起停牌近 9 个月,ST 生化已经终止了对其的重组计划。而在浙民投发起要约收购之后,ST 生化重启这样的重组计划,这样重大资产重组事项的目的性深值探究。

此外,即便上述两次重大资产重组事项曾在 2017 年 6 月 21 日之前发生,但只要 ST 生化董事会、股东大会尚未对任何重大资产重组事项作出任何决议,则该重大资产重组也就不属于“继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议”。依据《收购办法》第 33 条之规定,ST 生化的重大资产重组行为不具有合法性,交易所应对其行为予以阻止乃至惩戒。

值得一提的是,投服中心作为 ST 生化小股东以及中小投资者的维权组织,针对 ST 生化的两次重大资产重组,及时公开发声质疑:“ST 生化本次重大资产重组是否真实,是否存在忽悠式重组的可能,是否拟利用重大资产重组事项进行长期恶意停牌,拖延履行要约收购事项的信息披露义务,抵御、阻碍本次要约收购的正常开展?ST 生化因重大资产重组申请股票继续停牌,将损害中小投资者的自主交易权并对投资者是否接受要约收购的投资决策产生影响。”^①可以说,这样的发声,展示了投服中心区别于普通小股东和一般性维权组织的专业性,值得市场各界的嘉许与信赖。

(三)要约收购中目标公司的信息披露问题

1. 目标公司应当何时披露要约收购提示性公告?

《收购办法》第 28 条规定:“以要约方式收购上市公司股份的,收购人应当编制要约收购报告书,聘请财务顾问,通知被收购公司,同时对要约收购报告书摘要作出提示性公告。本次收购依法应当取得相关部门批准的,收购人应当在要约收购报告书摘要中作出特别提示,并在取得批准后公告要约收购报告书。”依此规定,收购人在编制要约收购报告书后,在通知被收购公司的同时对要约收购报告书摘要作出提示性公告。但目标公司在收到通知后究竟应当何时披露提示性公告,《收购办法》对此并未作明确规范,现行《证券法》以及交易所《上市公司要约收购业务指引》(2016 年修订)也未提及。

在该案中,2017 年 6 月 21 日上午收市后,ST 生化收到浙民投发来的《要约收购报告书摘要》等信息披露文件,立即向深圳证券交易所申请午间停牌。停牌后,深圳

^① 王一鸣:《投服中心:中小投资者欢迎市场化的要约收购》,载证券时报网:<http://kuaixun.stcn.com/2017/1126/13791996.shtml#>,最后访问日期:2018 年 1 月 27 日。

证券交易所持续督促 ST 生化及时履行信息披露义务并复牌,但 ST 生化迟至 6 月 28 日才披露收购方提交的信息披露文件(《要约收购报告书摘要》),并公告因筹划重大资产重组事项申请股票继续停牌。

依据《证券法》第 67 条、^①《上市公司信息披露管理办法》(中国证券监督管理委员会令第 40 号)第 30 条^②之规定,收购人发起要约收购显然属于“可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件”。对于“重大事件”的披露,《上市公司信息披露管理办法》第 31 条规定:“上市公司应当在最先发生的以下任一时点,及时履行重大事件的信息披露义务:(一)董事会或者监事会就该重大事件形成决议时;(二)有关各方就该重大事件签署意向书或者协议时;(三)董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生并报告时。在前款规定的时点之前出现下列情形之一的,上市公司应当及时披露相关事项的现状、可能影响事件进展的风险因素:(一)该重大事件难以保密;(二)该重大事件已经泄露或者市场出现传闻;(三)公司证券及其衍生品种出现异常交易情况。”

① 《证券法》第 67 条规定:“发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司应当立即将有关该重大事件的情况向国务院证券监督管理机构和证券交易所报送临时报告,并予公告,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的法律后果。下列情况为前款所称重大事件:(一)公司的经营方针和经营范围的重大变化;(二)公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定;(三)公司订立重要合同,可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响;(四)公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况;(五)公司发生重大亏损或者重大损失;(六)公司生产经营的外部条件发生的重大变化;(七)公司的董事、三分之一以上监事或者经理发生变动;(八)持有公司百分之五以上股份的股东或者实际控制人,其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化;(九)公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定;(十)涉及公司的重大诉讼,股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效;(十一)公司涉嫌犯罪被司法机关立案调查,公司董事、监事、高级管理人员涉嫌犯罪被司法机关采取强制措施;(十二)国务院证券监督管理机构规定的其他事项。”

② 《上市公司信息披露管理办法》第 30 条规定:“发生可能对上市公司证券及其衍生品种交易价格产生较大影响的重大事件,投资者尚未得知时,上市公司应当立即披露,说明事件的起因、目前的状态和可能产生的影响。前款所称重大事件包括:(一)公司的经营方针和经营范围的重大变化;(二)公司的重大投资行为和重大的购置财产的决定;(三)公司订立重要合同,可能对公司的资产、负债、权益和经营成果产生重要影响;(四)公司发生重大债务和未能清偿到期重大债务的违约情况,或者发生大额赔偿责任;(五)公司发生重大亏损或者重大损失;(六)公司生产经营的外部条件发生的重大变化;(七)公司的董事、1/3 以上监事或者经理发生变动;董事长或者经理无法履行职责;(八)持有公司 5% 以上股份的股东或者实际控制人,其持有股份或者控制公司的情况发生较大变化;(九)公司减资、合并、分立、解散及申请破产的决定;或者依法进入破产程序、被责令关闭;(十)涉及公司的重大诉讼、仲裁,股东大会、董事会决议被依法撤销或者宣告无效;(十一)公司涉嫌违法违规被有权机关调查,或者受到刑事处罚、重大行政处罚;公司董事、监事、高级管理人员涉嫌违法违规被有权机关调查或者采取强制措施;(十二)新公布的法律、法规、规章、行业政策可能对公司产生重大影响;(十三)董事会就发行新股或者其他再融资方案、股权激励方案形成相关决议;(十四)法院裁决禁止控股股东转让其所持股份;任一股东所持公司 5% 以上股份被质押、冻结、司法拍卖、托管、设定信托或者被依法限制表决权;(十五)主要资产被查封、扣押、冻结或者被抵押、质押;(十六)主要或者全部业务陷入停顿;(十七)对外提供重大担保;(十八)获得大额政府补贴等可能对公司资产、负债、权益或者经营成果产生重大影响的额外收益;(十九)变更会计政策、会计估计;(二十)因前期已披露的信息存在差错、未按规定披露或者虚假记载,被有关机关责令改正或者经董事会决定进行更正;(二十一)中国证监会规定的其他情形。”

鉴于《收购办法》第28条之规定,收购人在编制要约收购报告书后,在通知被收购公司的同时要对《要约收购报告书摘要》作出提示性公告。既然收购人发布了提示性公告,则“该重大事件难以保密”,而且属于“董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生并报告时”,因此,目标公司应当“立即”披露相关事项才是符合监管要求的。如何理解“立即”?长期以来理论界和实务界意见不一。近日,上海证券交易所、深圳证券交易所发布《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)》对此问题作了明确。其第7条规定:“上市公司收购及股份权益变动活动出现本指引第二章第二节、第三节、第四节规定的应当编制并披露权益变动报告书、收购报告书摘要或者收购报告书等情形的,投资者应当通知上市公司在事实发生之日起的两个交易日内发布提示性公告。”换言之,交易所把重大事件临时报告的“及时”限定为两个交易日。该案的发生,尽管在该指引发布之前,但ST生化迟至2017年6月28日,即在市场已经知悉收购消息之后一个星期才披露收购方提交的信息披露文件(《要约收购报告书摘要》),显然违反了信息披露义务及时性的要求。

不过,这里值得探讨的是,《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)》将目标公司在收到收购人通知起“两个交易日内”作为信息披露的时间节点规定是否合适?更准确地说,收购人先发布收购提示性公告后再通知目标公司,这样的做法是否合适?从域外经验考察,在英国及我国香港特别行政区的收购法中,都是要求收购要约应当首先向目标公司的董事会或其顾问作出,然后才向公众公布。^① 澳大利亚《公司法》也要求收购人先将含有法定资料的要约收购意向通知书送交目标公司,然后再向目标公司所有的股东发送收购要约。^② 笔者认为,从制度设计考虑,收购人首先应向目标公司的董事会提出收购要约,然后收购人和目标公司同时发布提示性公告才是最合理的;其一,收购人先向目标公司表明自己的收购计划,这是对目标公司基本的尊重和礼仪。其二,给目标公司必要的准备信息披露时间,免于仓促披露,避免出差错。其三,双方同时披露,才能避免收购信息泄露引发的股价波动。

有学者指出,《收购办法》中规定,“收购人要将收购报告书通知被收购公司。很显然,由于收购人事先通知了目标公司,这在某种程度上可能加大收购人的收购难

① 参见《香港公司收购及合并守则》(1986年)中“规则”的第1条:“1.1 接触:要约应首先向受要约公司的董事局或其顾问作出,然后才向公众公布。”

② 参见《证券管理与证券法——十四国证券及其法律的考察》,郭锋等译,群众出版社1989年版,第11页。

度,有利于目标公司的反收购行为的实施”。^① 笔者对此不敢苟同。从规则层面看,收购人事先要将收购要约通知目标公司是各国和地区收购规则的常规性做法;从实践考察,收购人将收购要约通知目标公司到收购人向全体股东发出要约直到要约期结束,往往都有很长一段时间供目标公司准备应对,包括筹划反收购事宜,很难说“收购人事先通知被收购公司”就“加大了收购人的收购难度,有利于目标公司的反收购行为的实施”。

2. 目标公司及其管理层在收购过程中的信息披露义务

在资本市场成熟国家和地区的收购立法中,除规定收购人负有严格的信息披露义务外,大都规定目标公司在收购中也要承担必要的信息披露义务。这样立法的出发点,主要是考虑到目标公司的中小股东作为普通投资者,受其自身的专业知识以及财力所限,无法聘请专家顾问为其投资决策提供帮助。为此,目标公司的管理层应从维护目标公司及其股东利益之角度,发表意见以指导目标公司中小股东在收购活动中的投资判断。

我国《证券法》并未规定收购进程中目标公司及管理层的信息披露义务,《收购办法》对此有所规定。该法第 32 条规定:“被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查,对要约条件进行分析,对股东是否接受要约提出建议,并聘请独立财务顾问提出专业意见。在收购人公告要约收购报告书后 20 日内,被收购公司董事会应当公告被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见。收购人对收购要约条件做出重大变更的,被收购公司董事会应当在 3 个工作日内公告董事会及独立财务顾问就要约条件的变更情况所出具的补充意见。”《上市公司要约收购业务指引》(2016 年修订)(深证上[2016]68 号)第 13 条对此也作了相同的规定。^② 上述规定尽管对目标公司管理层施加了一定的信息披露义务,但仅仅要求“在收购人公告要约收购报告书后 20 日内,被收购公司董事会应当公告被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见”。这样规定之不足在于,收购人在发出要约提示性公告后,往往要间隔较长一段时间才发布《要约收购报告书》,这样,在很长的一段时间里,目标公司董事会不发表专业性意见,将使中小投资者无从做出自己的判断。而等到收购人发布要约收购报告书后,一般就马上进入要约期,要约期间大都

^① 张巍:《关于 ST 生化大股东转让股权应对浙民投要约收购:我的几点看法》,载搜狐网:http://www.sohu.com/a/208847460_498729,最后访问日期:2018 年 1 月 17 日。

^② 《上市公司要约收购业务指引(2016 年修订)》(深证上[2016]68 号)第 13 条规定,被收购公司董事会应当在收购人披露要约收购报告书后 20 日内公告被收购公司董事会报告书和独立财务顾问的专业意见。

略大于30日左右。^①这样,倘若目标公司董事会在要约收购报告书发布第20日才公告董事会意见,则留给投资者决策的时间就非常有限。以本案为例,目标公司6月28日公布提示性公告,一直到2017年11月2日才发布收购报告书全文,11月3日进入要约期,12月5日到期。换句话说,在6月28日至11月2日长达4个多月的时间里,目标公司董事会没有义务发布任何信息披露。而在进入要约期后,目标公司董事会可以在第20日发布信息,第33日要约截止。那么,留给投资者思考判断投资决策的时间只有13天。事实上,在进入要约期后,笔者也未在网络媒体上查找到有关目标公司ST生化发表董事会对收购意见的信息披露,看到的都是交易所不断在向目标公司发监管函催告目标公司进行信息披露。

结合中国证监会2001年发布的《要约收购中被收购公司董事会报告》的披露要求,在收购活动中,目标公司和管理层需要作出信息披露的应该区分不同的时段:

其一,当收购人将收购要约通知目标公司后,在收购要约未向投资者发出前,目标公司董事会就应当聘请独立财务顾问等专业机构,分析收购人及目标公司的财务状况,就收购要约条件是否公平合理、收购可能对公司产生的影响等事宜提出专业意见。如果目标公司管理层、员工作为收购人进行收购的,目标公司的独立董事应当为公司聘请独立财务顾问等专业机构,分析可能对公司产生的影响等事宜提出专业意见,这样,能保证意见的独立性与公正性。^②

其二,在收购要约期内,即收购人发出收购要约一段时间内,目标公司的董事会应当将编制的《董事会报告书》和独立财务顾问的专业意见,按规定的方式向目标公司的所有股东公告。特别要求的是,在《董事会报告书》中应当就是否接受收购要约,向股东提出建议。^③

其三,当目标公司收购人对收购要约条件作出重大更改的,目标公司董事会应补充《董事会报告书》,独立董事应当发表补充意见,并进行公告。对此,《上市公司要约收购业务指引》(2016年修订)(深证上[2016]68号)第17条也有规定:“收购人在要约收购期限内对收购要约条件做出重大变更的,被收购公司董事会应当在三个交

^① 《上市公司要约收购业务指引(2016年修订)》(深证上[2016]68号)第14条规定,收购人应当安排要约收购报告书公告后的次一交易日开始预受要约的申报。要约收购约定的收购期限不得少于30日,并不得超过60日,但出现竞争要约的除外。

^② 朱谦:《论公开要约收购与中小股东利益之保护》,载《法学》2003年第8期。

^③ 《要约收购中被收购公司董事会报告》第25条规定,被收购公司董事的建议或者声明可以是下列四种情形之一:建议股东接受要约、建议股东拒绝要约、董事声明保持中立、董事声明无法表示意见。

易日内,公告董事会及独立财务顾问就要约条件的变更情况出具补充意见。”

近日,上海证券交易所就发布《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)》“答记者问问题四中,针对上市公司及其董事会在相关信息披露中,需要承担哪些义务?关注哪些问题?”时,强调指出:“在此过程中,上市公司及其董事会应当本着对全体投资者负责的态度,忠实勤勉,客观公正,发挥应有的作用。具体而言,需要履行好如下4方面义务。”换言之,提醒义务、实义务、协助义务、纠偏义务。^①

尽管该回答已经特意强调了目标公司董事会的信息披露问题,尤其是第三点的“协助义务。上市公司董事会应当平等对待各类股东,积极协助其利用上市公司信息披露通道,及时披露持股变动信息。在发生控制权争夺时,应当保证双方股东合法合规的信息披露权利,确保权益变动信息的及时披露”,但该回答未能实现上市公司董事会在更高位接规则层面的义务,而且中国证监会2001年发布的《要约收购中被收购公司董事会报告》,仅仅是对要约收购中被收购公司董事会报告内容的规范化要求,没有明确的披露时间的规范性要求,因而未能有效弥补我国现行《证券法》及《收购办法》中对董事会信息披露义务要求的漏洞,这显然对目标公司股东,尤其是中小股东极不利。

(四)竞争性要约收购中要约条件的修改问题

在收购期限内,因市场行情的变化或者反收购行为的出现,收购要约中预先确定的购买股份条件可能不再合适,难以为目标公司股东所接受,因此,为了实现收购目的,就应该允许收购人变更其收购要约的条件。各国及一些地区的收购立法,从保护目标公司中小股东的利益出发,对收购要约的更改,在时间、内容及方式等方面都加以限制,特别是为维护收购要约的稳定性及保证要约人有一定时间考虑如何因应要

^① 一是提醒义务。上市公司及其董事会应当定期跟踪主要股东的持股变动情况,及时提醒相关股东履行必要的信息披露义务。公司股价出现大幅波动时,除核查公司生产经营和投融资活动外,还应当关注主要股东的持股变动情况,确保不出现重大信息披露遗漏。二是核实义务。上市公司董事会在收到主要股东持股变动信息后,应当及时核对,并对照《收购办法》及本指引的相关要求,核实投资者信息披露的真实性、准确性、完整性,确保所披露的持股变动信息不存在重大误导。三是协助义务。上市公司董事会应当平等对待各类股东,积极协助其利用上市公司信息披露通道,及时披露持股变动信息。在发生控制权争夺时,应当保证双方股东合法合规的信息披露权利,确保权益变动信息的及时披露。四是纠偏义务。上市公司董事会对于相关股东在披露权益变动信息时,同步提出的未来资产注入计划、调整董事会成员、修改公司章程等重大事项,应当给予必要的关注。对存在重大不确定性、明显不适当、超出公司法规定的相关提案,应当要求相关股东予以调整。参见上海证券交易所就发布《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)》答记者问。

约条件的变更,对允许变更的期间及此后要约期间的延长,都规定得较明确。^①

依据我国《证券法》第91条之规定,我国立法允许收购人变更收购要约的内容,但并未规定收购要约可以变更的范围或限度,从而导致实践中可能出现收购人在想撤销要约或放弃要约收购时,就通过故意将收购价格降低、减少预定收购数额或者缩短收购期限等变更收购要约实质条件的方式,达到阻止要约继续进行的实际效果,从而也达到规避法律的目的。对此,域外相关立法大都规定收购人变更收购要约时,不得以较低的收购条件取代原来较高的收购条件,而只能以更高的收购条件取代原来的收购条件。^②例如,德国《证券交易法》就规定了不得变更的收购条件:调降公开收购价格;降低预定公开收购有价证券数量;缩短公开收购期间;以及其他经主管机关规定之事项。原日本《证券交易法》,现《金融商品交易法》第27条之六也作了类似规定。^③

除上述变更收购要约内容的问题,我国立法对收购要约更改在时间及方式等方面尚有斟酌空间。以竞争性要约为例,《收购办法》第40条规定:“收购要约期限届满前15日内,收购人不得变更收购要约;但是出现竞争要约的除外。出现竞争要约时,发出初始要约的收购人变更收购要约距初始要约收购期限届满不足15日的,应当延长收购期限,延长后的要约期应当不少于15日,不得超过最后一个竞争要约的期满日,并按规定追加履约保证。发出竞争要约的收购人最迟不得晚于初始要约收购期限届满前15日发出要约收购的提示性公告,并应当根据本办法第二十八条和第二十九条的规定履行公告义务。”就该规定而言,是对初始要约的收购人要约更改期限以及竞争收购人发出要约的时间上的限制。该规定允许收购人在出现竞争性要约时,适当延长要约期限,但该规定没有明确发出竞争要约的收购人能否在发出要约后再修改要约条件。申言之,当初始要约收购人可以因竞争性要约提高要约条件后,竞争要约人却无法再修改自己的要约条件,这样的竞争性要约规则无疑是疏漏不公平的。以本案为例,如果说香港佳兆业不是收购大股东的股权,而是与浙民投来竞争要约,向全体股东发出要约。那么,在现有的监管规则下,出现竞争性要约,浙民投是可以修改要约提高价格的,而在要约的最后几天发出竞争要约的收购人反倒没有办法修改要约价格来应对。这客观上可能导致初始要约人可以利用规则漏洞寻求不公平的

① 官以德:《上市公司收购的法律透视:理论与案例分析》,人民法院出版社1999年版,第132页。

② 陈洁:《上市公司协议收购信息披露的逻辑与规范》,载《法学》2018年第3期。

③ 日本《金融商品交易法》(原《证券交易法》)第27条之六规定,公开收购者不得变更下列收购条件:降低购买价格、减少预定购买的股票数额、缩短公开购买期间、政令规定的其他收购条件的变更。

竞争条件,而资本市场上的不公平竞争,通常都是不利于中小投资人的。^①

(五) 目标公司控股股东以及管理层反收购行为的规制

在并购实践中,公开要约收购往往是敌意收购。由于收购人是与目标公司股东进行股份交易,目标公司管理层无疑就是敌意收购的最大利益受损者。因此,在要约收购中,目标公司管理层与目标公司股东之间存在潜在的利益冲突。如何促使目标公司管理层运用专业知识及技能,保护公司股东的利益,同时又要预防目标公司管理层为了私利而阻止、破坏对目标公司股东有利的收购行为就成为各国反收购立法的宗旨。

在我国,尽管《公司法》规定了控股股东的诚信义务以及董事、监事和高级管理人员对其所任职的上市公司及其股东负有诚信义务,而且《收购办法》第8条也规定:“被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务,应当公平对待收购本公司的所有收购人。被收购公司董事会针对收购所做出的决策及采取的措施,应当有利于维护公司及其股东的利益,不得滥用职权对收购设置不适当的障碍,不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助,不得损害公司及其股东的合法权益。”这些原则性规定,为衡量目标公司管理层可能实施的反收购措施是否合法,提供了重要的判断标准。但是,由于现行《证券法》以及《收购办法》都未具体明确地涉及反收购规制措施问题,致使目标公司管理层的反收购行为游离于收购立法的框架之外,这为目标公司管理层为自身之私利而阻碍正当的收购,甚至滥施反收购行为大开方便之门。仅从本案出发,就可以发现我国反收购立法至少存在以下问题。

其一,没有明确规定目标公司管理层在不损害公司及股东合法权益的情形下是否有权采取反收购措施。当然,从《收购办法》第8条规定的目标公司管理层,针对收购行为所作出的决策及采取的措施,不得损害目标公司及其股东的合法权益的内容看,似乎可以理解为目标公司管理层可以针对收购行为作出相应的决策及采取措施。

其二,没有明确除《收购办法》第33条规定的几类可以构成事实上的反收购措施外,其他类型的反收购措施是否可以实施。从实践看,由于反收购措施五花八门,监管规则客观上也难以穷尽市场上的反收购措施。

其三,如果允许目标公司进行反收购,那么决定反收购的主体是谁。从世界范围的公司收购立法中关于目标公司反收购立法的模式选择看,主要有英国模式与美国

^① 张巍:《关于ST生化大股东转让股权应对浙民投要约收购:我的几点看法》,载搜狐网:http://www.sohu.com/a/208847460_498729,最后访问日期:2018年1月17日。

模式。在英国等国家,将反收购的决定权赋予股东大会,董事会只有采取部分反收购措施的权力,而以美国为代表的另一些国家,则承认了董事会的反收购的决定权,但制定了完善的董事义务规范。^①就我国来看,如果赋予目标公司管理层反收购决定权,就必须相应地进一步落实和完善管理层的忠实与善管义务。如果未能改善目前董事义务空洞化的情形下,还是将反收购决定权赋予股东会大会比较合适。

具体到ST生化案,控股股东振兴集团先是起诉上市公司和浙民投,请求法院判令浙民投停止对ST生化实施要约收购,并要求上市公司和浙民投赔偿损失1.57亿元。此后,在《收购办法》第33条明确规定下,目标公司屡屡发动资产重组,尤其第二次重组更蹊跷,而第三次收购大股东股份也是迷雾重重。这都足以表明目标公司控股股东以及董事会的反收购措施违反了诚信义务。鉴于此,投服中心也几次发声表示:“依据《收购管理办法》第七条、第八条的规定,被收购公司的控股股东或者实际控制人不得滥用股东权利损害被收购公司或者其他股东的合法权益;被收购公司的董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务和勤勉义务,应当公平对待所有收购人,不得滥用职权对收购设置不适当的障碍,不得损害公司及其股东的合法权益。因此,ST生化的控股股东振兴集团及实际控制人应依照前述规定履行其相关义务,积极配合ST生化及其他信息披露义务人履行相关信息披露义务。ST生化的董事、监事、高级管理人员在要约收购过程中也应履行勤勉、忠实义务,积极配合ST生化及其他信息披露义务人履行信息披露义务,配合推进市场化的要约收购。ST生化的大股东、实际控制人、管理层应尊重中小股东的知情权、收益权、自主交易权以及对要约收购的选择权。”^②但上述宣示性的督促实际收效甚微。究其原因,如果收购立法层面,仅仅是抽象性的原则,而缺乏具体的规制措施以及严格的责任追究机制,任何的规则都是没有“牙齿”的“纸老虎”。

(六)要约价格的制度设计问题

要约收购成功与否取决于要约期间的股价和市场预期。要约价格是其中的关键,也是争议的焦点。

根据《收购办法》第35条的规定,要约收购提示性公告日是目前要约价格的定价基准日。而由于要约收购提示性公告日往往远远早于要约报告书公告日,就有两类市场主体可以利用这中间的时间窗口进行交易设计,达到自己的不法目的。第一类

^① 朱谦:《论公开要约收购与中小股东利益之保护》,载《法学》2003年第8期。

^② 王一鸣:《投服中心:中小投资者欢迎市场化要约收购》,载《证券时报》2017年11月27日,A02版。

人,是利用部分要约收购制度,想规避要约义务实际想协议收购的收购人。具体而言,在目前部分要约收购制度下,收购期限届满后,收购人应当按照收购要约约定条件收购预受要约股份(除非预受要约股份超过预定收购数量时,收购人应当按照同比例收购)。如果收购人在《要约收购报告书摘要》公告后、《要约收购报告书》公告前借拉动股价挤出潜在接受要约方,锁定最终的收购对象,就达到规避强制要约、定向减持、协议转让等目的。第二类人就是目标公司及其管理层,可以在要约期限截至日前拉升股价,致使无人接受要约,从而使要约收购流产。综观市场相关要约收购的失败案例,股价异动导致的要约失败主要就是上述两类。第一类类似于“海隆软件收购案”,公司股价因为某种利好在《要约收购报告书摘要》公告后、《要约收购报告书》公告前大幅上涨。第二类类似于“上海家化收购案”,公司股价在要约期间被“神秘资金”暴力拉升。ST 生化案中的目标公司股价暴涨无疑属于第二类。

针对上述情形,有观点认为,要约价格的定价基准日是否有必要后延至《要约收购报告书》公告日。对此,笔者认为,只要存在定价基准日,不管这个定价基准日是在提示性公告日还是报告书公告日,只要该定价基准日与要约截止日之间有时间差,就无法避免不良意图者利用时间窗口操纵股价实现不法目的。如果不要定价基准日,而让要约价格随行就市,就无法控制要约收购成本,致使未来市场主体轻易不敢发动要约收购。

还有观点认为,可以设置部分要约收购失败机制。所谓部分要约失败制度,是指收购人发出《要约收购报告书》后,最终预受要约方达不到限定数量或者预受股份达不到限定数量,将导致部分要约失败,收购人也不得以要约价格收购原预受要约方股份。这样设置的原因,在于平衡收购人部分要约的权利和存在制度套利的现实之间的矛盾。笔者认同部分要约失败制度可以降低收购人通过操纵市场价格调节最终收购对象的动机,但是,部分要约失败制度也可能扩大部分要约收购制度的不确定性,上市公司也可以利用该机制“狙击”外来投资者的收购行为。^①

三、结 语

资本市场每一则并购案例的发生,都不仅是对市场监管规则的检验,而且是对监

^① 上海证券交易所:《上海家化:大股东协议+要约收购》,载黄红元、卢文道主编:《证券法苑》(第 19 卷),法律出版社 2017 年版,第 312 页。

管层监管水平的考验。因此,在资本多数决和资金为王的并购市场上,市场各方对监管规则的理解和运用同市场主体对公司控制权的争夺一样,都要不断经受市场的洗礼和冲击。在这样复杂多元的博弈中,“庶民”的胜利很难是常态。但是,伴随着上市公司股权结构的多元化,监管规则的完善与监管水平的提升,中小投资者集体积极行使股东权利,维护自己的权利的愿望并非梦想。尽管道路漫漫,但我国并购市场越来越多“庶民”的胜利,就意味着我们投资者保护的进步和我国资本市场的成熟。我们期待这样的胜利,即便它是透着沧桑,跋涉而来。