

## “收购上市公司”专题系列之四：要约收购与要约义务的豁免（上）

根据《中华人民共和国证券法》（“《证券法》”）第六十二条的规定，投资者可以采取要约收购、协议收购及其他合法方式收购上市公司。相较于协议收购及表决权安排，要约收购并非常见的上市公司的收购方式。但如何避免触发强制全面要约收购义务，却是不少投资者在设计上市公司收购方案时重点考虑的问题。本文旨在结合《证券法》、中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）发布的《上市公司收购管理办法》（“《收购办法》”）、信息披露内容与格式准则等部门规章和规范性文件，以及证券交易所的相关自律规则和近期的市场案例，对要约收购及要约义务的豁免涉及的相关监管规则进行总结概述。

### 一、要约的类型及要约收购的主要关注事项

#### （一）要约的类型

以是否收购上市公司全部股份为标准，上市公司收购涉及的要约可分为全面要约与部分要约。全面要约是投资者向被收购公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约；部分要约是投资者向被收购公司所有股东发出收购其所持有的部分股份的要约。据不完全统计，2019年1月至2022年6月，A股市场共有22家上市公司披露了要约收购报告书并最终完成了交割。其中，涉及部分要约的共13家，涉及全面要约的共9家。部分要约占比接近三分之二，系近年来投资者采用的主要要约形

式。

以是否自愿发出要约为标准，上市公司收购涉及的要约可分为自愿要约与强制要约。通常而言，投资者可自愿选择以要约方式或其他方式收购上市公司股份。然而，除依法可以免于发出要约的情形外，当出现下列情形之一时，投资者应当以要约方式收购上市公司股份：

1. 投资者拥有权益的股份达到一家上市公司已发行股份的30%时（注：此处的“达到”，取值范围为对应持股比例的前后一手，下同），继续进行收购的，应当发出全面要约或者部分要约；

2. 投资者拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过（不含本数，下同）30%的，应当发出全面要约；

3. 投资者通过间接收购拥有权益的股份超过一个上市公司已发行股份的30%的，应当发出全面要约。

30%是触发强制要约收购义务的红线。当收购人通过协议转让、表决权或其他协议安排、间接收购、二级市场交易、认购定增等方式直接或间接取得超过30%的有表决权股份时，除非符合要约豁免情形，否则应当发出全面要约。2020年5月30日，重庆燃气（600917）披露要约收购报告书提示性公告，因进行混合所有制改革需要，重庆燃气的股东

重庆渝康引进华润金控作为战略投资者。华润金控通过参与重庆渝康股权公开挂牌转让，竞买取得重庆渝康 54%的股权，从而通过重庆渝康间接持有重庆燃气 15%的股份。联同一致行动人华润燃气投资已持有的重庆燃气 22.49%的股份，华润金控及其一致行动人合计持有的重庆燃气股份已超过 30%，从而触发全面要约收购义务。<sup>i</sup>

当收购人拥有权益的股份达到上市公司已发行股份的 30%时，如仍继续收购的，收购人应当以要约方式进行收购，但收购人此时有权选择发出全面要约或部分要约。如在阎志 2019 年部分要约收购汉商集团（600774）的案例中，阎志在要约收购前直接持有汉商集团 22,694,715 股股份，占汉商集团股份总数的 10.00%，其一致行动人卓尔控股持有汉商集团 45,389,595 股股份，占汉商集团股份总数的 20.00%，卓尔控股与阎志合计持有汉商集团 68,084,310 股，占汉商集团股份总数的 30.00%。2018 年 11 月，汉商集团披露要约收购报告书摘要及要约收购报告书，收购人向除阎志及其一致行动人卓尔控股以外的汉商集团其他股东主动发出部分要约，拟收购 21,560,000 股股份，占汉商集团股份总数的 9.50%。

## （二）要约收购的定价

要约收购的定价，受到以下两个方面的限制或影响：

首先，收购人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（“前 6 个月最高价”）。

其次，如果要约价格低于提示性公告日前 30 个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值（“前 30 日均价”）的，收购人聘请的财务顾问应当就该种股票前 6 个月的交易情况进行分析，说明是否存在股价被操纵、收购人是否有未披露的一致

行动人、收购人前 6 个月取得上市公司股份是否存在其他支付安排、要约价格的合理性等。

简而言之，要约价格不得低于前 6 个月最高价，可以低于前 30 日均价。但若低于前 30 日均价，收购人委聘的财务顾问需就相关事项作出专项说明。

就不得低于前 6 个月最高价的限制，实践中存在收购人过去 6 个月内未买卖上市公司股票的情形。前文所述 22 个案例中，有 18 个案例存在要约收购报告书摘要提示性公告日前 6 个月内收购人未买卖上市公司股份的情况。在这 18 个案例中，有 8 个案例的要约收购价格以前 30 日均价为准；9 个案例的要约收购价格高于前 30 日均价，其中溢价最高的为格力地产（600185），要约价格（6.50 元/股）相对前 30 日均价（4.48 元/股），溢价约 45.09%；还有 1 个案例（重庆百货，600729）的要约收购价格低于前 30 日均价，折价约 8.77%，收购人聘请的财务顾问为此出具了专项说明。总体而言，在不存在前 6 个月最高价的情形下，要约价格通常等于或高于前 30 日均价。

就前 30 日均价，前文所述 22 个案例中，仅有 2 个案例存在要约价格低于前 30 日均价的情形。除上文所述重庆百货的案例外，在中联重科部分要约收购路畅科技（002813）的案例中，中联重科向路畅科技股东发出部分要约的要约价格为 21.67 元/股，相较于路畅科技前 30 日均价 26.31 元/股，折价约 17.64%。

## （三）要约收购的支付方式及履约保证

### 1. 支付方式

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。

以依法可以转让的证券支付收购价款的，收购人除应当提供该证券的发行人最近 3 年经审计的财务会计报告、证券估值报告，配合被收购公司聘请

的独立财务顾问的尽职调查工作外，还应当满足如下要求：

非现金支付方式	特定要求
在证券交易所上市的债券	债券的可上市交易时间应当不少于一个月
未在证券交易所上市交易的证券	同时提供现金方式供被收购公司的股东选择，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

收购人为终止上市公司的上市地位而发出全面要约的，或者因不符合《收购办法》第六章关于免除发出要约的相关规定而发出全面要约的，应当以现金支付收购价款；以依法可以转让的证券支付收购价款的，应当同时提供现金方式供被收购公司股东选择。

前文所述 22 个案例，收购人均以现金作为要约收购的支付方式，未出现以证券作为支付方式的案例。

## 2. 履约保证

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；

(2) 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；

(3) 银行对要约收购所需价款出具保函；

(4) 财务顾问出具承担连带保证责任的书面承诺，明确如要约期满收购人不支付收购价款，财务顾问进行支付。

如前文所述，前述 22 个案例均以现金支付要约收购价款。其中，18 个案例采用了履约保证金的保证方式，占比约 81.82%；剩余 4 个案例采用了银行保函作为履约保证，保函覆盖范围为要约收购所需最高资金总额。近三年半来未出现由财务顾问承担连带保证责任作为履约担保的要约收购案例。

此外，在履约保证手续的办理时间要求方面，不同的证券交易所的要求略有差异，具体如下：

证券交易所	履约保证手续办理时间要求
上海证券交易所	收购人最晚应当于要约收购摘要公告提交上海证券交易所审核日的前一交易日，将履约保证金存放于中国证券登记结算有限责任公司上海分公司指定的账户
深圳证券交易所	收购人应在披露要约收购报告书摘要后的两个交易日内，向中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司申请办理履约保证手续
北京证券交易所	收购人应当在披露要约收购报告书摘要后的两个交易日内，向中国证券登记结算有限责任公司北京分公司申请办理履约保证手续

## (四) 要约收购的期限

收购要约约定的收购期限不得少于 30 日，并不得超过 60 日；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。

前文所述 22 个案例中，19 个案例的要约期限

为 30 个自然日。其余 3 个案例中，汇通能源(600605) 为 32 个自然日，格力地产为 34 个自然日，期限最长的为\*ST 宜生（600978），为 46 个自然日。

#### （五）要约收购的限制行为

##### 1. 对收购人的限制

（1）收购人作出提示性公告后至收购期限届满前，不得卖出被收购公司的股票，也不得采取要约规定以外的形式和超出要约的条件买入被收购公司的股票。

（2）收购人作出要约收购提示性公告后，在公告要约收购报告书之前自行取消收购计划的，应当公告原因。自公告之日起 12 个月内，该收购人不得再次对同一上市公司进行收购。

（3）收购要约约定的收购期限内，收购人不得撤销其收购要约。

除遵守上述限制外，收购人应当公平对待被收购公司的所有股东。持有同一种类股份的股东应当

得到同等对待。

##### 2. 对被收购公司的限制

（1）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。

（2）在要约收购期间，被收购公司董事不得辞职。

## 二、要约收购的主要阶段

以收购深圳证券交易所主板上市公司为例，根据《收购办法》及深圳证券交易所自律监管指南的相关规定，要约收购的主要阶段包括：

主要阶段	相关事项	基本内容	备注
披露要约收购报告书摘要阶段	披露要约收购报告书摘要并作提示性公告	<p>收购人以要约方式收购上市公司股份的，应当：</p> <p>（1） 编制要约收购报告书；</p> <p>（2） 聘请财务顾问；</p> <p>（3） 通知被收购公司；</p> <p>（4） 披露要约收购报告书摘要及财务顾问专业意见。</p> <p>被收购公司应同时对要约收购报告书摘要作出提示性公告。</p> <p>收购人拟以协议方式收购上市公司股份超过 30%，须改以要约方式进行收购的，收购人应当在达成收购协议或者做出类似安</p>	<p>收购人应当在披露要约收购报告书摘要的同时，向深圳证券交易所提交以下文件：</p> <p>（1） 收购人及其董事、监事和高级管理人员买卖被收购公司股份自查表；</p> <p>（2） 与本次要约收购有关的合同、协议和其他安排的文件；</p> <p>（3） 要约收购报告书；</p> <p>（4） 收购人（包括股份持有人、股份控制人和一致行动人）及其关联人名单、证券账户、证券余额及在要约收购提示性公告日前六个月买卖被收购公司股票及其他具有股权性质的证券的情况；</p> <p>（5） 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 17 号——要约收购报告书（2022 修订）》（“《17 号格式准则》”）要</p>

主要阶段	相关事项	基本内容	备注
		排后的 3 日内履行上述义务。	求的其他备查文件； (6) 深圳证券交易所要求提交的其他文件。
	办理履约保证手续	收购人应当在披露要约收购报告书摘要后的 2 个交易日内，向结算公司申请办理现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司价款的履约保证手续。	
披露要约收购报告书阶段	公告要约收购报告书	<p>收购人自作出要约收购提示性公告起 60 日内，未公告要约收购报告书的，收购人应当：</p> <p>(1) 在期满后的次 1 个交易日通知被收购公司，并予公告；</p> <p>(2) 此后每 30 日应当公告 1 次，直至公告要约收购报告书。</p> <p>收购人披露要约收购报告书摘要后、公告要约收购报告书前，拟自行取消收购计划或者要约收购报告书摘要披露后未能取得有关部门批准的，应当在作出取消收购计划的决定或收到不获准的相关通知后，及时通知被收购公司，并公告收购计划取消及其原因。</p>	<p>收购人应当在公告要约收购报告书前的 3 至 5 个交易日向深圳证券交易所提交要约收购报告书及以下文件：</p> <p>(1) 证券登记结算公司出具的相关履约保证文件；</p> <p>(2) 有关部门对本次要约收购的批准文件（如适用）；</p> <p>(3) 收购人根据证券交易所要求报备的内幕信息知情人档案；</p> <p>(4) 《17 号格式准则》要求的其他文件；</p> <p>(5) 深圳证券交易所要求提交的其他文件。</p>
要约阶段	预受要约	<p>收购人应在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。</p> <p>要约收购期限内，收购人应当至少发布三次预受要约的提示性公告。</p>	<p>预受是被收购公司股东同意接受要约的初步意思表示，要约收购期限，预受要约在不可撤回之前不构成承诺。</p> <p>证券登记结算机构临时保管的预受要约的股票，除司法强制扣划以外，在要约收购期间不得转让。要约收购期限内预受要约的股份被司法冻结的，证券公司应当在协助执行</p>

主要阶段	相关事项	基本内容	备注
		<p>同意接受收购要约的股东（“预受股东”），应当委托证券公司办理预受要约的相关手续。</p> <p>收购人应当委托证券公司向证券登记结算机构申请办理预受要约股票的临时保管。</p> <p>在要约收购期限届满3个交易日前，预受股东可以撤回已申报的预受要约。</p> <p>在要约收购期限届满前3个交易日内，预受股东可撤回当日申报的预受要约，但不得撤回已被结算公司临时保管的预受要约。</p> <p>收购人应当在要约收购期限内的每个交易日开市前，在深圳证券交易所网站上公告上一交易日的预受要约以及撤回预受的有关情况。</p>	<p>股份冻结前通过深圳证券交易所交易系统撤回相应股份的预受要约申报。</p> <p>要约收购期限内，收购人变更收购要约的，原预受要约申报不再有效。被收购公司股东如接受变更后的收购要约，应当重新申报。</p>
	公告被收购公司董事会报告书	在要约收购报告书公告后 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 个交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所出具的补充意见。
	变更要约	<p>收购人在要约收购的期限内需要变更收购要约的，应当及时公告，载明具体变更事项，并通知被收购公司。</p> <p>要约收购报告书所披露的基本</p>	<p>变更收购要约不得存在下列情形：</p> <p>(1) 降低收购价格；</p> <p>(2) 减少预定收购股份数额；</p> <p>(3) 缩短收购期限；</p> <p>(4) 中国证监会规定的其他情形。</p>

主要阶段	相关事项	基本内容	备注
		事实发生重大变化的，收购人应当在该重大变化发生之日起2个交易日内作出公告，并通知被收购公司。	要约收购期限届满前15日内，收购人不得变更收购要约，但出现竞争要约的除外。  若因收购要约变更导致收购资金数额发生变化的，收购人还应当重新办理履约保证金等相关手续。
	竞争要约	拟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，并根据《收购办法》规定履行公告义务、办理相关手续。	出现竞争要约时，接受初始要约的预受股东，拟将全部或部分预受股份售予竞争要约人的，在预受竞争要约前应当先撤回相应股份的预受初始要约。
预受股份过户阶段	预受股份过户	收购期限届满，发出部分要约的收购人应当按照收购要约约定的条件购买被收购公司股东预受的股份，预受要约股份的数量超过预定收购数量时，收购人应当按照同等比例收购预受要约的股份。  以终止被收购公司上市地位为目的的，收购人应当按照收购要约约定的条件购买被收购公司股东预受的全部股份。  收购期限届满后3个交易日内，接受委托的证券公司应当向证券登记结算机构申请办理股份转让结算、过户登记手续，解除对超过预定收购比例的股票的临时保管。	收购期限届满，被收购公司股权分布不符合证券交易所规定的上市交易要求，该上市公司的股票由证券交易所依法终止上市交易。在收购行为完成前，其余仍持有被收购公司股票股东，有权在收购报告书规定的合理期限内向收购人以收购要约的同等条件出售其股票，收购人应当收购。
	披露上市公司要约收购情况报告及	收购人应当在股份过户手续完成后，及时披露上市公司要约收购情况报告及结果公告。	要约收购期届满至公告上市公司要约收购结果期间，被收购公司股票及其衍生品种停牌。根据收购完成后被收购公司股权分布是

主要阶段	相关事项	基本内容	备注
	结果公告		否具备上市条件等收购结果情况,被收购公司股票及其衍生品种将于要约收购结果公告日开市起复牌或者继续停牌。

郭 曦 合伙人 电话: 86-20 2805 9056 邮箱地址: guoxi@junhe.com

张 平 合伙人 电话: 86-20 2805 9093 邮箱地址: zhangp@junhe.com

姚继伟 合伙人 电话: 86-20 2805 9087 邮箱地址: yaojw@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](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。

<sup>i</sup> 本文中引用的所有案例信息均来源于上市公司信息披露网站(例如深圳证券交易所法定信息披露平台巨潮资讯网<http://www.cninfo.com.cn/new/index>)披露的上市公司公告。

