

海问观察：上市公司交易简析——格兰仕要约收购惠而浦

本期上市公司交易简析精选了格兰仕要约收购惠而浦案例，对本次交易的基本架构以及交易看点进行简要梳理、评析。

一. 前言

2021年5月6日，惠而浦（中国）股份有限公司（股份代码：600983，“惠而浦”）发布公告，广东格兰仕家用电器制造有限公司（“格兰仕”）通过部分要约收购的方式，取得惠而浦51.1%的股份，惠而浦的控股股东由惠而浦（中国）投资有限公司（“惠而浦中国”）变更为格兰仕。

以下是我们对本次交易基本情况以及重点关注问题进行的简要梳理。

二. 本次交易基本情况

本次交易前，惠而浦中国和合肥市国有资产控股有限公司（“合肥国控”）分别持有惠而浦51%和23.34%的股份，格兰仕及其控股股东、实际控制人均未持有惠而浦的任何股份。

2020年8月26日，惠而浦公告了要约收购报告书摘要及提示性公告（“《提示性公告》”），称格兰仕正在与惠而浦相关股东商谈本次要约收购事宜，各方尚未达成一致意见。此外，本次要约收购尚待取得中国及境外反垄断部门的批复。2020年8月27日，惠而浦中国、合肥国控分别发布公告，对格兰仕本次要约收购表示欢迎。2021年3月29日，惠而浦披露了《要约收购报告书》等公告。

根据公开信息，本次要约收购方案如下：

要约类型：	部分要约
要约数量：	467,527,790股，占惠而浦总股本的61%
要约价格：	在《提示性公告》披露前6个月内，收购人不存在买卖惠而浦股份的情形。本次要约收购价格以《提示性公告》披露日前30个交易日惠而浦的每日加权平均价格的算术平均值计算，为5.23元/股。
要约生效条件：	若接受要约的股份总数少于390,883,890股（占惠而浦总股本的51%），则本次要约不生效

要约期限：合计30个自然日，自2021年3月31日至2021年4月29日

要约对价：现金

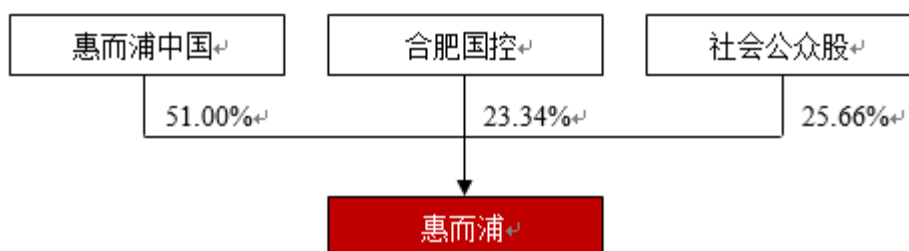
前置程序：已完成中国及境外反垄断审查程序

是否与相关股东就接受要约达成一致：暂无

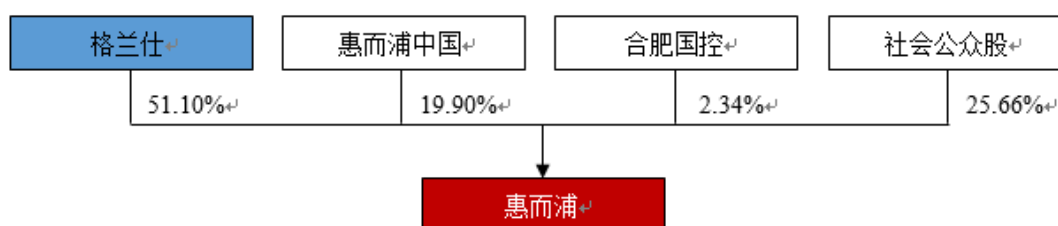
2021年5月，惠而浦中国和合肥国控分别接受要约，将所持有的23,836.28万股股份（占惠而浦总股本的31.1%）和15,328.78万股（占惠而浦总股本的20%）转让给格兰仕。本次交易结束后，格兰仕持有惠而浦51.1%的股份，惠而浦中国和合肥国控分别持有19.9%和2.34%的股份。

本次交易前后惠而浦的股权结构变化如下：

交易完成前



交易完成后



为本次交易中的A股上市公司。

为本次交易中的收购方。

三. 本次交易的主要看点

1. 关于收购上市公司控股权不同方式的探讨

我们理解，格兰仕本次交易旨在取得惠而浦的控制权。考虑到本次交易前惠而浦的股权较为集中，若格兰仕仅取得30%以下的股份可能无法达到控股之目的；若格兰仕拟取得惠而浦30%以上的股份，可以直接采取部分要约收购的方式（“一步走模式”），也可以先通过协议转让方式受让惠而浦股东所持有的部分股份，再发起部分要约收购以取得惠而浦的控股权（“两步走模式”）。关于前述两种模式在收购价格和交易完成确定性等方面的区别，我们尝试做如下分析和说明：

1. 关于收购价格

根据《上市公司收购管理办法》等相关监管规定，以上两种模式的交易价格应满足如下要求：

- 一步走模式：①最低价格：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；②一般基准：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个月取得公司股份是否存在其他支付安排、要约价格的合理性等。
- 两步走模式：①协议转让价格：对于上交所和深交所主板上市公司而言，不低于股份转让协议签署日前一交易日收盘价的九折，对于上交所科创板和深交所创业板上市公司而言，不低于八折；②要约收购价格：须满足前述“一步走模式”下的最低价格要求和一般基准要求。

我们理解，前述两种模式应满足的交易价格要求不同，且并无任何一种在交易价格方面有明显的优势，实践中两种模式均有先例。对于“两步走模式”而言，若其在协议转让后6个月内披露要约收购提示性公告，要约收购价格应不低于协议转让价格，若未能在6个月内披露的，法律法规层面对于协议转让价格和要约收购价格的关系未作规定。我们梳理了“两步走模式”部分市场案例的交易流程和价格安排，具体可参见附件。

(2) 关于交易完成的确定性

在“两步走模式”下，鉴于收购人和转让方签署了股份转让协议，转让方有义务据此向收购人转让相关股份，且技术上可以要求转让方承诺参与要约收购，交易完成的确定性相对较强，例如附件中的案例一。在“一步走模式”下，若上市公司披露提示性公告的时点和实际开展要约收购的时点存在一定间隔，则不排除实际收购时的二级市场股价远高于收购价格的可能，如果收购人未事先与大股东就其接受要约达成一致，将会加大交易完成的不确定性。

2. 关于股东特殊权利安排

2021年5月6日，惠而浦中国与格兰仕签订了《股东协议》，就要约收购完成后惠而浦的公司治理事宜进行约定：（1）就惠而浦的公司章程修订、增加或减少注册资本、发行证券及分立、合并、解散、重组、清算等事项，须经出席股东大会的股东所持表决权80%以上通过；（2）就聘任或者更换承担上市公司审计工作的会计师事务所及其他合规审计师事项，须经全体董事80%以上通过；（3）惠而浦设置12个董事席位，其中格兰仕9席，惠而浦中国3席。2021年5月22日，惠而浦股东大会审议通过了前述约定所涉及的章程条款修正案，我们暂未检索到监管部门对于前述约定和章程修订的问询函。

考虑到要约收购完成后惠而浦中国持有惠而浦19.9%的股份，我们理解，前述安排的实质是给予惠而浦中国对特定事项的一票否决权。根据我们的项目经验，可能是出于保护上市公司股东平等权利的考虑，监管机构对于上市公司特定股东在公司治理层面享有特殊权利的态度较为谨慎，前述案例并不常见。

3. 关于国有企业接受大幅低于二级市场股价的要约收购价格

在本次交易中，要约收购价格为5.23元/股，要约收购期的首日收盘价为7.58元/股，最后一日收盘价为9.90元/股，均高于要约收购价格。根据公开信息，合肥国控并未事先承诺接受要约，但最终仍参与了要约收购。

我们理解，合肥国控接受低于二级市场股价的要约收购价并未违反国资监管规定。实践中，国有企业股东在参与上市公司相关交易时，通常会关注交易价格低于二级市场股价是否存在国有资产流失的问题，本次交易中合肥国控案例可供其他交易参考。

附件：“两步走模式”市场案例的交易流程和价格安排

序号	上市公司名称	协议转让价格和时间	要约收购价格和时间
	宝鼎科技（股份代码：002552） <u>【协议转让信息披露后，上市公司股价上涨，但要约收购价格仍适用协议转让价格】</u>	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2019年9月19日披露提示性公告 ➢ 以10.06 元/股的价格受让29.99%的公司股份 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2019年11月21日披露提示性公告 ➢ 以10.06元/股的价格收购8.00%的股份 ➢ 提示性公告日前30个交易日每日加权平均价格的算术平均值的为22.63 元/股
	金徽酒（股份代码：603919） <u>【协议转让信息披露后，上市公司股价上涨，要约收购价格按照提示性公告日前30个交易日均价计算】</u>	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2020年5月28日披露提示性公告 ➢ 以12.07元/股的价格受让29.99%的公司股份 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2020年9月8日披露提示性公告 ➢ 以17.62 元/股的价格收购8.00%的股份 ➢ 提示性公告日前30个交易日每日加权平均价格的算术平均值的为17.62 元/股
	汇通能源（股份代码：600605） <u>【协议转让信息披露后，上市公司股价上涨，要约收购价格略高于提示性公告日前30个交易日均价计算】</u>	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2018年12月29日披露提示性公告 ➢ 以20.36 元/股的价格受让29.99%的公司股份 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 2019年7月24日披露提示性公告 ➢ 以12.50 元/股的价格收购21.00%的股份 ➢ 提示性公告日前30个交易日每日加权平均价格的算术平均值的为11.12 元/股

序号	上市公司名称	协议转让价格和时间	要约收购价格和时间
	聚隆科技（股份 代码：300475） <u>【协议转让和要 约收购几乎同时 披露，采用同一 价格】</u>	➤ 2019年5月18日披露 提示性公告 ➤ 以14元/股的价格受 让26.43%的公司股 份	➤ 2019年5月20日披露提 示性公告 ➤ 以14元/股的价格收购 13.00%的股份 ➤ 提示性公告日前30个 交易日每日加权平均 价格的算术平均值的 为11.21元/股