

中概股未来及出路系列（四）：私有化的那些事儿

作者：薛冰 | 吴璐露 | 张丞 | 黄宇哲

如本系列前序文章所述，在中美博弈加剧、中美监管规则不断发展甚至冲突的背景下，大量在美中概股开始思考未来的出路。除了谋求在香港、新加坡等其他境外交易所上市地位或者考虑回归 A 股上市之外，本着“谋定而后动”的战略思路，暂时放弃上市地位、通过私有化实现退市后再择机启动其他上市安排也成为部分在美中概股的考虑方向。本篇主要就在美中概股的私有化这一选择进行简介。

一、私有化的主要路径

私有化的具体操作模式与上市公司的注册地、上市公司的股权结构现状、买方团的诉求、背景与组成，以及各方可能受到的境内外公司、证券、外汇、税收等方面的监管等情况紧密相关，上市公司需要结合自身的具体情况与相关方的商业诉求，在法律顾问、税务顾问、财务顾问等专业机构的支持下综合评估并谨慎地选择最适合自身的私有化方案。

目前，市场上的私有化路径主要包括一步式合并、两步式合并以及缩股¹，具体而言：

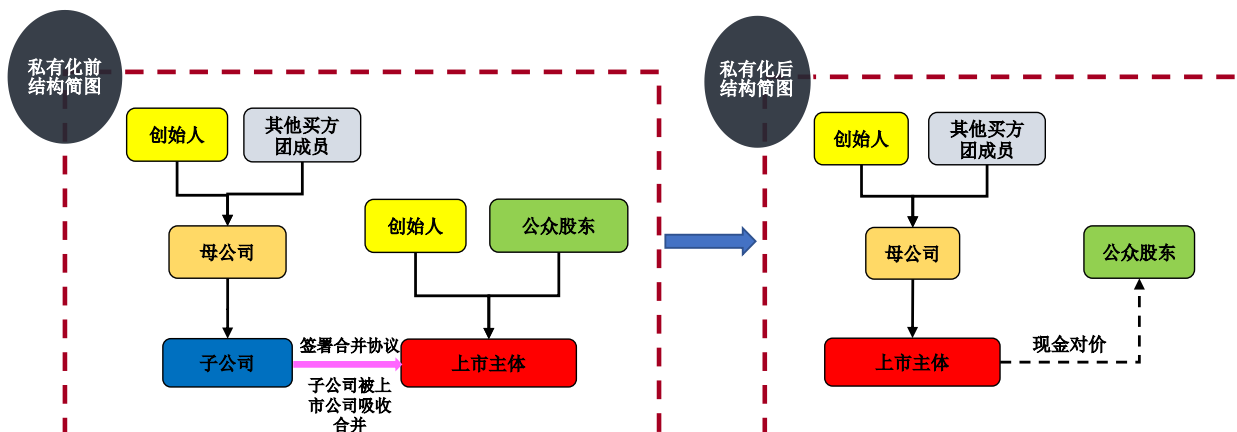
（一）一步式合并（最为常见）：

交易架构：一步式合并（又称长式合并或“Long-form Merger”）是近年来中概股最常用的私有化交易方式，系指由上市公司控股股东、产业资本等组成的买方团指定买方团全资控制的主体与上市公司签署合并协议并直接合并，通过向上市公司的非关联股东支付一定的收购对价收购其全部股份，从而取得上市公司的全部资产并一步到位地实现私有化。实操中，发起方通常会先共同设立一家特殊目的公司（“**母公司**”），再以该公司的名义新设一家全资子公司（“**子公司**”）并由子公司与拟私有化的上市公司签署合并协议并进行合并；当然，出于税务规划、结构性融资等商业安排的差异化背景，在前述母公司、子公司的结构中也可能引入其他中间层次的持股公司安排。

原股东的权利：在一步式合并交易过程中，上市公司的原有股东可以基于自身的需求作出如下选择：（1）同意根据合并协议的约定出售上市公司股份并收取一定数额的现金对价；（2）将原所持有的上市公司股份上翻（Roll Over）至合并后公司层面，进而转换为合并后公司的股东；或（3）根据上市公司注册地（如在美中概股的主流注册地开曼群岛）的公司法在审批合并交易的股东大会前向上市公司提交书面反对意见，并作为异议股东要求按照“公平价格”（Fair Value）出售持有的上市公司股份。

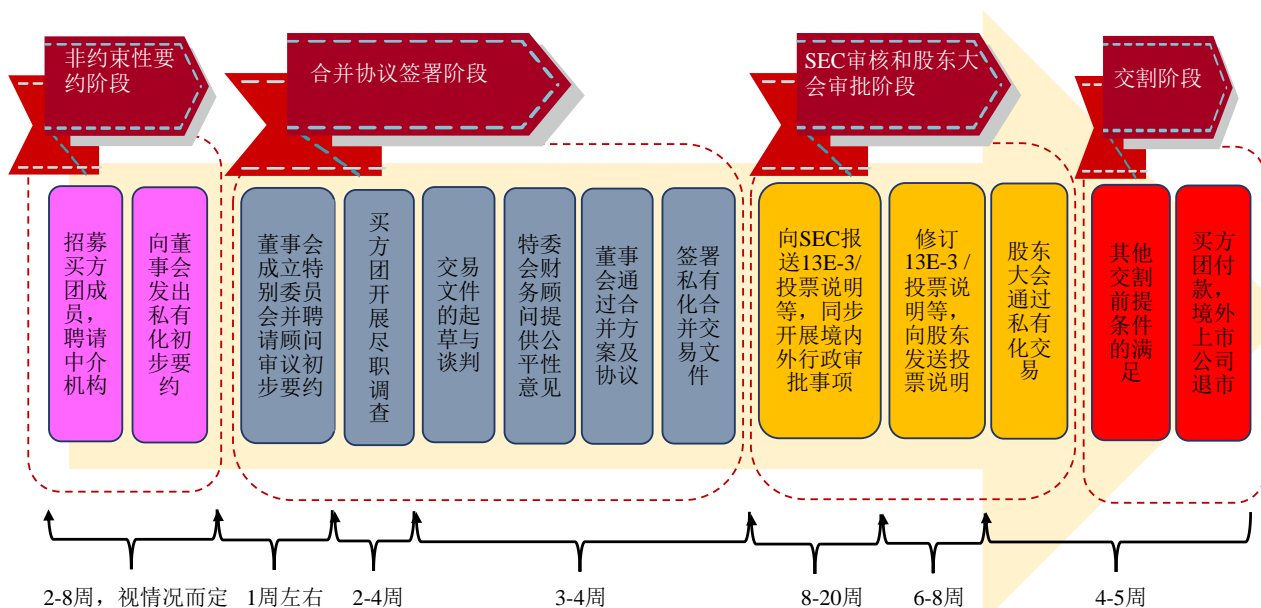
¹ <https://www.investor.gov/introduction-investing/investing-basics/glossary/going-private>.

基于上述，一步式合并的基本交易结构如下图所示：



交易流程：

如下图所示，为完成一步式合并，通常情况下，上市公司涉及到就合并交易进行股东大会决议，且在召开股东大会之前，上市公司需要将投票说明（Proxy Statement）等公告文件报送给 SEC 审核。SEC 在审核过程中一般会重点关注私有化交易的信息披露合规性、合并协议条款是否公平合理（包括交易对价的公允性）、中小股东在私有化交易中的权利保障等情况。



注：以上为最常见的一步式合并的主要流程；以上时间表仅供参考，具体时间需视项目情况而定

（二） 两步式合并

两步式合并路径项下主要包括两大步骤：

第一步（要约收购）：收购方向上市公司股东发出收购要约（一般先和大股东进行谈判再将收购范围扩大到其他股东），目标为收购取得上市公司特定比例（通常为 90%）以上的股份。

第二步（短式/长式合并）：第二步的具体合并交易方式的选择取决于第一步要约收购的“战果”。

（1）选择短式合并：如收购方通过要约收购成功获得上市公司 90%以上的股份，则收购方与上市公司

的合并将较为快速完成，要约收购文件在向股东发出前也无需经过 SEC 的审核（最后将 13E-3 附表提交 SEC 审核除外），合并后存续的实体按合并价格回购非关联股东所持有股份，这种模式也被市场称作“短式合并（Short-form Merger）”；（2）选择长式合并：相对地，如果在第一步完成后收购方持有的上市公司股份未达到 90%，则收购方需要发出股东投票说明并由上市公司股东大会对合并事宜进行特别决议，这种模式被称作“长式合并（Long-form Merger）”。长式合并发生在短式合并失败时，需要按照一步式合并履行相关程序，此时将拉长私有化的整体时间表。

（三）缩股（较少采用）

缩股，又称反向股份分割（Reverse Stock Split），系指按一定比例减少上市公司的股份数至公众公司的标准以下，从而使上市公司变为非上市公司。典型的操作方式为让上市公司股东以原持有的 10 股、100 股、1,000 股甚至更高的数量换取缩股后的 1 股。缩股后由非关联方股东持有的零星股份（Fractional Shares）将由上市公司回购，最终实现私有化的目的。

由于缩股难以完全清除控股股东及其关联方之外的公众股东，无法彻底实现将上市公司转换为私人公司的目的，实践中中概股较少采用缩股这一方式来进行私有化（中概股人人网曾宣布实施缩股，但最终未实际执行）。

综上，我们将各主要私有化路径梳理对比如下：

私有化路径		优势	劣势/难点
一步式合并		流程清晰、程序直接，交易确定性相对较强	需签订合并协议并进行股东大会表决；向股东发出投票说明前须经 SEC 审核。整体流程理论上慢于短式合并
两步式合并	短式合并	收购方与上市公司的合并将较为快速完成，要约收购文件在向股东发出前无需 SEC 审核，私有化速度理论上更快于一步式合并	通过要约收购方式取得 90%以上股份的难度较大，且如短式合并失败，则需通过长式合并实现私有化
	长式合并	/	长式合并发生在短式合并失败时，需要按照一步式合并履行相关程序，私有化时间比直接采用一步式合并更长
缩股		整体成本较低	无法彻底清理所有小股东

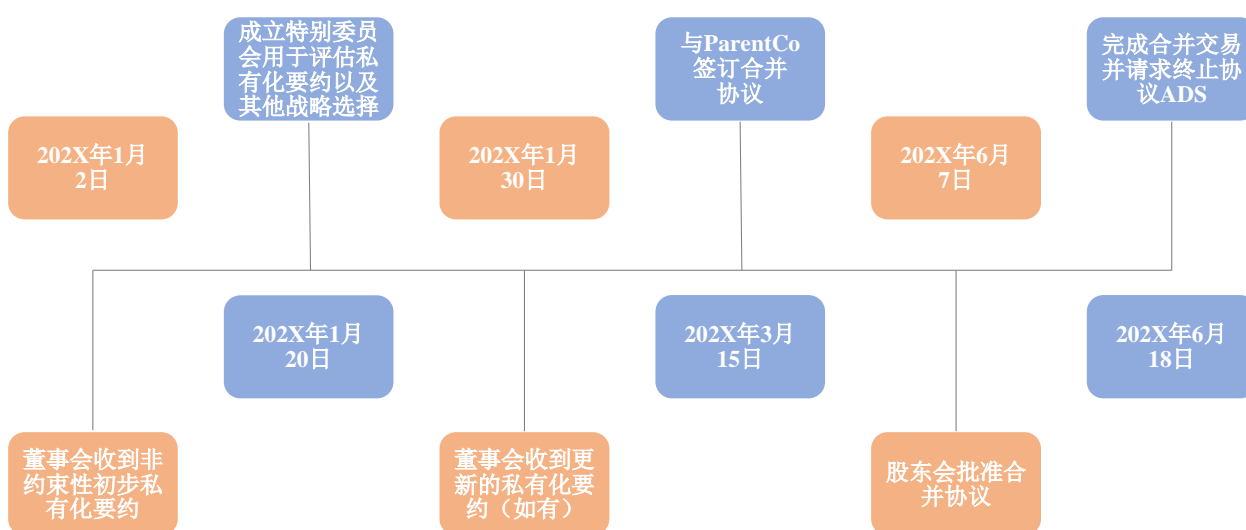
二、模拟案例

我们结合本所参与的多项私有化交易实例，就其中的要点总结为下述 ABC 公司的模拟案例，将中概股私有化交易的基本流程进行说明：

买方团成员	ABC 公司的长期投资机构、新增的私有化投资人以及 ABC 公司董事长 A 先生
私有化方式	一步式合并
交易架构	买方团设立 ParentCo（即母公司），并由 ParentCo 设立全资子公司 MergerSub（即子公司），母公司与子公司均于开曼群岛注册设立。

	母公司、子公司与上市公司 ABC 签订合并协议，约定由上市主体吸收合并（merged with and into）子公司。合并完成后，子公司将注销其股份，上市主体继续存续并成为母公司的全资子公司
交易对价	每股普通股 X 美元（包括 A 类与 B 类普通股），每份存托凭证（即 ADS）2X 美元；异议股东将根据开曼公司法的规定取得所持有股份的公平市场价格
资金来源	包括根据股份承诺函（Equity Commitment Letters）提供的现金，部分股东的滚动出资（Rollover Equity Contributions），以及某家商业银行提供的总额不超过 Y billion 美元的定期借款（Committed Term Loan Facility）

ABC 公司私有化交易的主要流程与进度如下所示：



三、私有化交易中其他重点关注事项

信息披露：在最近几年的私有化交易中，多家中概股公司在私有化过程中都曾因信息披露问题被投资人提起集体诉讼。从防范与投资人产生争议的角度考虑，上市公司在私有化的过程中须特别关注相关文件披露细节的准确性与全面性，包括但不限于私有化之后未来的上市计划。

反垄断监管：在国家加强反垄断监管的大背景下，如果私有化交易满足需进行经营者集中申报标准的，则在实施集中前应进行申报并取得主管部门的批准。如可能涉及前述情况，则在私有化交易过程中应充分考虑反垄断审批对交易时间表的影响。

境外投资监管：如私有化交易中的买方团成员系中国境内主体，则根据实际情况需根据发改、商务以及外汇部门的规定就境外投资完成相关核准、备案以及业务登记程序。

其他：根据私有化交易的具体情况（如买方团背景、私有化融资方式以及收购的标的情况等），还可能涉及国资相关手续、外债备案、内保外贷登记、美国证券监管部门的行政程序以及 CFIUS 审查等监管事项。

四、私有化之后的选择

在大多数情况下，私有化不是公司资本运作的终点，相反，它很可能是通向更加符合自身情况以及时代背景的资本运作路径的起点。随着国内资本市场监管规则的不断完善以及中国内地与香港、新加坡等境外资本市场合作的不断深化，从美股市场完成私有化并在中国内地、香港、新加坡等境内外资本市场再上市已经形成了相对稳定且成熟的模式，在美中概股在筹划私有化时应对后续的资本运作路径及其可行性进行充分的考虑，以期在合适的时间再次回归公开资本市场。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

薛冰

电话： +86 755 3680 6568

Email: bing.xue@hankunlaw.com

吴璐露

电话： +86 755 3680 6582

Email: lulu.wu@hankunlaw.com