

私有化： 您需要知道些什么？

美国**EGS**律师事务所

EGS
Ellenoff Grossman & Schole LLP

概览

- 什么是私有化？
- 私有化与暂停履行信息披露义务（以下简称“暂停信息披露”）”的比较。
- 私有化是怎样的一个过程？
- 私有化是否需承担潜在责任？
- 私有化有哪些益处？
- 私有化有哪些弊端？

什么是私有化？

- 产生如下影响之一的下述任何一项交易或一系列交易：
 - 导致某一类证券被不到300名登记股东所持有（或资产少于1000万美元时，被不到500名登记股东所持有），从而使注销登记和暂停履行信息披露义务生效*；或
 - 导致任一类证券从某一证交所或纳斯达克证券交易所（NASDAQ）摘牌退市**
- 交易
 - 发行人（上市公司）或其关联方购买了某种股权证券/权益证券；
 - 发行人或其关联方提出要约收购；
 - 就合并、整合或资本重组等事宜向股东发出通知书；
 - 将实质性全部资产出售给某一关联方；
 - 涉及零散权益收购的反向股票分割。

* 发行人受制于《证券交易法》第12(g)条或第15(d)条的约束

** 发行人受制于《证券交易法》第12(b)条的约束

“暂停信息披露”和“私有化”的比较

私有化 – 发行人、某一关联方、一群现有股东、管理层或某一私有股权投资机构收购所有流通在外的股票

- 私有化通常涉及以现金支付的方式收购某一公司所有的或几乎所有的公开流通股；
- 可采取多种方式（例如：合并、要约收购或反向股票分割）；
- 通常由控股股东或第三方收购者执行；
- 发行人股票从证券交易所或NASDAQ交易所摘牌退市*；
- 发行人注销其股票在美国证券交易委员会（SEC）的登记；
- 以现金支付的方式将少数股东逐出公司。

*如果股票是在美国柜台交易板（OTCBB）上市交易，则无需摘牌退市。

“暂停信息披露”和“私有化”的比较

暂停信息披露

- 发行人并未收购所有流通在外的股票；
- 不涉及以现金支付的方式收购某一公司所有的或几乎所有的公开流通股票；
- 拥有不到300名登记股东（或资产小于1000万美元时，拥有不到500名登记股东）的发行人自愿放弃作为公开公司/报告公司；或
- 发行人股票从证券交易所摘牌退市（不适用于在OTCBB上市的公司）；
- 发行人注销其股票在SEC的登记。

*如果股票是在美国柜台交易板（OTCBB）上市交易，则无需摘牌退市。

“暂停信息披露”和“私有化”的比较

“暂停信息披露”交易常常蕴涵着：

- 潜在的对董事是否履行了信托义务（fiduciary duty)的争议；
- 股票交易虽继续进行，但通常却伴随着量价齐跌；
- 诉讼风险（但比私有化过程中所涉及的风险小得多）；
- 股东基数通常保持不变；
- 无论是美国公司还是外国公司，在股东数量回升至300/500名时，需恢复履行向SEC披露信息的义务；
- 持续对股东信息披露的要求降低了。

为什么要“私有化”？

- 上市即使是对相对小型公司而言，也需花费近200万美元的费用，其中涉及：
 - 制备和提交定期报告以及其他SEC要求的文件；
 - 投资者关系管理要求 – 新闻发布、调研分析讨论、股东讨论及投资者会议；
 - 法律和会计方面的成本；
 - 萨班斯法案（SOX）404条款合规成本；
 - 当前的市场和监管环境 – 为维持上市而导致效益减少。
- 上市对较小型公司的好处减少
 - 不受股票分析师的关注；
 - 交易量/流通量较低；
 - 进入资本市场的渠道有限。
- 私有化可令公司管理层更专注于公司义务
- 私有化可令公司管理层关注长期目标
- 减少负债
- 减少或消除需披露竞争性业务信息/商业秘密的义务（会对较小型公司产生重大影响）

选择“暂停信息披露”而不是“私有化”的好处

- 无需通过任何交易手段
 - “暂停信息披露”只需要提交：
 - 表格25，申请从国家证券交易所摘牌退市；
 - 表格15，撤销从其他证券交易板块的登记。
 - 股东基数不会发生改变且无需以现金支付方式将股东从公司逐出；
 - 无公平性意见（fairness opinion）要求。
- 更低的信息披露要求
 - 公司不需要向SEC提交任何信息披露文件；
 - 公司无需经股东投票表决就可完成“暂停信息披露”交易，因此公司无需向其股东发放任何信息披露文件。
- 降低成本
 - 与“暂停信息披露”交易的情况相比，“私有化”交易所需成本更低。

选择“私有化”而非“暂停信息披露”的好处

- 对诉讼案进行辩护更容易
 - 尽管两项交易均会导致股东股票在公开市场上遭受损失，然则股东可从“私有化”交易获得补偿，但却不能从“暂停信息披露”交易获得补偿。
- “重新开始信息披露”的风险较低
 - 无论是“私有化”或“暂停信息披露”，公司的登记股东数量一旦回升超过300/500名的门槛数量，公司就必须恢复履行信息披露义务。
 - 在“私有化”交易中，公司有能力和控制登记股东的数量，以此确保公司继续保持为“私有化”。
 - 在“暂停信息披露”交易中，公司不具备这样的控制能力。
 - 例如：“经纪人出局”- 代理众多受益所有人持有公司股票的一家金融机构如果不想再继续再担任代理股东并将股票交还给其客户，在这种情况下，公司会一不小心地再次成为公开公司。

“私有化”的第一步

- 对继续保持为公开公司还是选择“私有化”进行成本效益分析；
- 查阅登记股东名册，确定股东的数量和性质；
- 查阅相关文件，从而查明任何对“私有化”的限制 – 包括合同、融资文件，信贷协议、股票期权计划、公司注册证明以及相关规章制度；
- 确定其框架（例如：要约收购、合并、反向股票分割）；
- 确定“暂停信息披露”/“私有化”的时间点
 - 考虑先“暂停信息披露”后“私有化”的两步过程

“私有化”交易框架

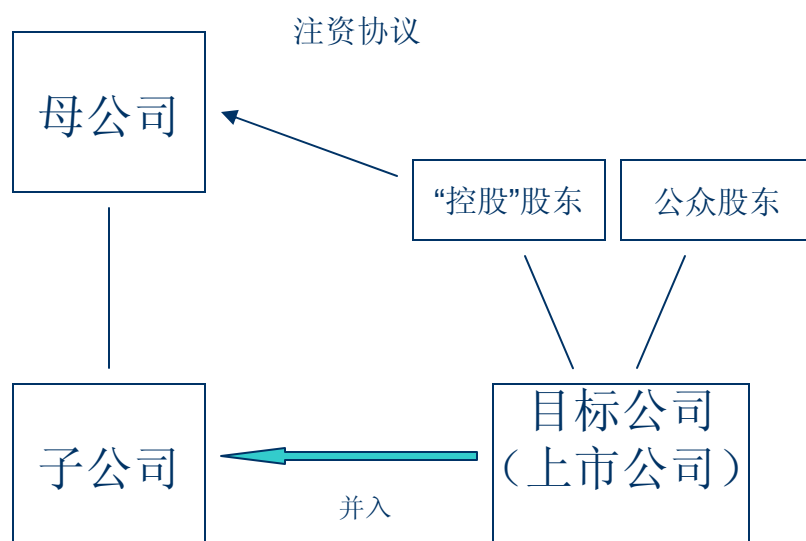
- 要约收购 (Tender Offer)
 - 收购者 (可以是公司、其管理层或第三方) 向股东寄送一份书面要约文件 (其中阐明了包含SEC披露要求的要约条款) 和一封传达指示信;
 - 在收购者取得了公司90%的股份的情况下可实施简易合并(Short Form Merger), 与此同时余下的10%的股份将会被转变为主张评估权的权利 (appraisal right) 或获得合并对价的权利;
 - 什么是“要约收购”
 - 更快速 – 无需股东投票书, 接受此要约的股东无权寻求独立法庭对其股票价值的鉴定。
- 长式合并 (Long Form Merger)
 - 收购者和公司董事会 (特别委员会) 进行协商并签署合并协议;
 - 经董事会批准后, 股东对此交易进行投票表决;
 - 近来倾向于采取长式合并框架, 因为它要获得股东的批准。
- 反向股票分割 (Reverse Stock Split)
 - 公司宣布旨在减少登记股东数量的反向股票分割计划。
 - 在反向股票分割中, 通常公司让股东以原来的10股、100股、或1000股换取现在的一股。
 - 遵照这一换股原则, 公司通常会以现金支付的方式获得某些股东手中不足一股的股份, 这样一来较小的登记股东将会被挤出公司, 从而也减少了股东的总数量。
- 要考虑的因素:
 - 外源性融资/对外融资的需要
 - 股东基数的构成
 - 竞争性报价发生的可能性
 - 交易的时间点

私有化：案例

- 中国公司私有化
 - 中国领先建筑材料集团
 - 长式合并
 - 中柴机器有限公司
 - 反向股票分割
 - 中国化工集团公司
 - 长式合并
 - 中国安防技术有限公司
 - 长式合并
 - 天狮美国生物科技集团
 - 简易合并
- 在特拉华州（DE）成立的中国公司中最近趋向于采取长式合并。

私有化：案例（续）

长式合并趋势



- 法定三角合并，在此目标公司被并入母公司的子公司（反之亦然）。
- 目标公司的公众股东收到一份股东委托书并要求对现金逐出合并做出表决。
- “控股”股东或股权转换股东与母公司签订出资协议，出资协议约定母公司可取得目标公司的股份，而股权转换股东可获得母公司的股份（股权转换股东并未参与合并交易）。

“暂停信息披露”机制

- 要注销股票登记，公司必须要提交表格15*，披露有关登记股东的数量；
- 要从证券交易所摘牌退市，公司必须要提交表格25**；
- 信息披露义务不能被终止，只能被暂停；
- 于是，当公司股东的数量以后再回升超过300/500名时，公司无论是国内公司性质或外国公司性质，均将恢复履行向SEC披露信息的义务。
 - 例如：在特拉华州执行“暂停信息披露”交易的X公司，后来在一外国证券交易所上市，如果登记股东的数量回升超过了300名的门槛数量，X公司在特拉华州同样会变成一家上市公司。

*有关注销登记的长度为一页的通知

**有关摘牌退市和/或注销登记的一页通知

案例时间表

暂停信息披露

- 第1天：召开新闻发布会并提交新闻稿，及向SEC提交相关报告，宣布有关从证交所摘牌退市和“暂停信息披露”的意向。
 - 在向SEC提交表格25之前提前至少10天通知证券交易所有关其决定摘牌的事宜。
- 第10天：向SEC提交相关报告。
- 第20天：摘牌生效。向SEC提交相关报告。
- 第21天：股票开始或继续在粉单市场（ Pink Sheets ）上进行交易。

案例时间表（续）

- 第100天：表格25生效*
 - 在SEC的登记现已注销。不再有义务向SEC披露信息。
- 第110天：表格15生效**
 - 在SEC的登记现已注销。不再有义务向SEC披露信息。

* 《证券交易法》第12(b)条下规定的注销登记；第12(b)条下无进一步SEC义务要求。

** 《证券交易法》第12(b)条下规定的注销登记；第15(d)条下规定的信息披露义务暂停（如适用）。

案例时间表 – 私有化*

要约收购/简易合并

- 第1天：组建特别委员会并聘请独立的特别委员会顾问。
- 第1-10天：特别委员会和买方协商要约收购和合并协议的条款条件。
- 第12-19天：公司和买方共同合作起草《购买要约》。
- 第20天：特别委员会和董事会批准通过合并协议。公司和买方召开新闻发布会，宣告同意业务合并的各条款以及预期的要约收购。
- 第20天：要约收购的“开始日”。投放报纸广告，概述购买要约。公司和买方合作向股东发放要约收购文件。
- 第20天：向SEC提交Schedule 13E-3表。
- 第20-50天：公开要约收购。如果要约收购在报价、有意购买的股份数或经销商招揽宣传费用方面做了修改，要约应延长至少10天，从修改日起计。
- 第50天：要约收购的交割。完成要约收购时，控股股东需向少数股东支付现金对价。因此，在进行要约收购的同时，控股股东必须完成必要的融资以为要约收购筹集资金。然后，交付资金以将认购的股份转化为存托股份。
- 第110天：SEC完成Schedule 13E-3表的审查。*
- 第122天：完成简易合并。

*注：这可能是一项很紧凑的时间安排。

可能被忽略的问题

- 如以下表格被**SEC**宣布生效，在宣布生效的这个财政年度内，公司不能暂停履行信息披露义务：
 - 证券申请上市登记表或
 - 证券申请上市登记表的生效后修正稿
- **SEC**曾经发布不追究信（**no-action letter**），对于在发布**10-K**之前已撤回所有已生效并需要更新的证券登记表（例如：表格**S-3**）的公司，**SEC**同意该公司暂停信息披露。
- 如果公司已经提交了表格**10-K**，公司将必须要继续提交该会计年度的全部信息披露文件，包括会计年度结束后才需提交的表格**10-K**，除非公司从**SEC**获得了不追究信。

可能忽略的问题

- 当公司提交表格15时，公司务必要善意诚信地确信公司拥有的登记股东少于300/500名。
- 出于各种原因，在公司决定“暂停信息披露”和提交表格15的这段时间内登记股东的数量可能会发生改变：
 - 经纪人将代理权返还给受益所有人或因解聘而将代理权返回给受益所有者
 - 正常的交易，或
 - 股东的故意行为
- 登记股东的数量在后来回升超过300/500名后，公司将需重新恢复履行向SEC披露信息的义务。
- 在提交表格15之前，公司必须确认公司没有面临回到超过300/500名股东的危险。

可能忽略的问题

- 向市场发布公告可能会被视为公司私有化开始；
- 合并可能具有评估权（**appraisal right**）；
- 考虑谁会被要求向**SEC**提交“私有化”相关文件（**Schedule 13E-3** 表）且在“内部人员”中进行讨论时会引发其向**SEC**提交有关披露文件的要求。

私有化文档提交/Schedule 13E-3表*

某些私有化交易参与者须向SEC提交与私有化交易有关的Schedule 13E-3表。

- 参与私有化交易的各发行人及其关联方直接地或间接地被要求向SEC提交一份Schedule 13E-3表，并让股东获知必要的信息披露。
- 私有化交易是指“任一项交易或一系列的交易……”（规则13E-3(a)(3)）。
- 有意进行私有化，即使不成功也会触及规则13E-3。
- 确认促进私有化进程的第一步；完成第一步即会引发向SEC提交表格的义务；启动市场收购可能是第一步。
- 关联方被定义为是控制着发行人，或被发行人控制，或受发行人共同控制的人（例如：高管人员、董事会成员、高持股量股东）。
- 必须包括公平性判定。

*除了合并框架所要求的股东委托书/信息声明书外，还要求征得股东的批准同意。

私有化文档提交（续）

谁参与了“私有化”交易

- 提出互换要约的目标公司
- 征集批准该项交易的委托书的发行人
- 收购机构

管理层何时参与

- 寻求其他股东得不到的效益时
- 持续股权参与
- 增加补偿时
- 现有聘用协议的变更修改有利于管理层时
- 出任收购公司董事会代表时

通过与管理层合作而成为关联方

- 原本与公司非关联的实体，如果和公司管理层合作推动公司的私有化，被视为规则13e-3中的关联方。
- 完成交易后，该实体拥有公司的股权吗？
- 时间点 – 在协商交易条款之前是否与管理层建立了关联关系（是，未建立关联关系时的出价拍卖过程）

“私有化”信息披露要求

- 比常规的信息披露要求更为繁重，私有化信息必须包括有关交易目的、发行人完成交易后的计划、以及投标人关于交易对社会公众股东的公平性的看法等的披露。
- 主要的披露条款须论述所提议交易的公平性。
- 要求提交的附件材料包括由财务顾问为发行人（或者是投标人）制备的与交易密切相关的报告（例如：董事会记录），还进一步包括讨论交易公平性及其他事项的口头报告、书面报告和意见。
- 发行人和文件编制提交方可能需对重大遗漏负责

“私有化”信息披露要求

过去的接触、交易、协商和协议

- 导致决定“私有化”的事件 – 过去两年内与有关方的任何接触、协商或互动。
- 是谁提出了“私有化”这个想法？
- 选择该时间点进行“私有化”的原因。
- 董事会审议
- 合并的主要条款是如何协商的

“私有化”信息披露要求

交易的目的、替代方案、原因和影响

- 陈述交易的目的；讨论可替代方案以及此类替代方案为什么会被拒绝；
- 替代方案应涉及为什么不继续上市公司的地位以及为什么选择“私有化”；
- 陈述选择该框架的原因及为什么要在该时间执行交易；
- 包括交易对发行人、关联方及非关联证券持有人的影响的明确描述，其中包括尽可能量化的利与弊。

“私有化”信息披露要求

交易的公平性

- 交易对非关联证券持有人的公平性
- 各需要向SEC申报的申报人必须对公平性做出自己的判断。
- 必须讨论其实质公平性和程序公平性（例如：得到独立的、没有利益关系的董事的批准同意）
- 决定公平性的因素：
 - 当前市场价格；
 - 历史市场价格；
 - 账面价值；
 - 持续经营价值；
 - 清算价值；
 - 上一次购买时支付的购买价格；
 - 任何报告、意见或评估
- 识别确定的要约

“私有化”信息披露要求

公平意见

- 陈述是否收到与交易有重大关系的报告、意见或评估；
- 必须进行口头或书面综述（初步总结和最终总结），包括草稿、讨论文件、电子数据表、总结、摘要、董事会白皮书，等等；
- 还必须披露那些向公平顾问提供的、形成了相关意见的预测信息；
- 必须对所使用的方法及所得到的评估进行详细描述。

“私有化”：潜在责任

- 关注：股东可能会因董事会违反受托责任而起诉董事会。
 - 考虑公司的股东基数及对诉讼可能性的影响。
 - 是大额股份还是零散股份？
 - 是由机构持有人主导的吗？

“私有化”：潜在责任

- 违反受托责任
 - 大股东的责任
 - 仅当股东持有公司的大部分权益/股权或能对公司业务行使控制权时才适用（*Kahn v. Lynch* 案）；
 - 如果交易是通过要约收购来完成的，只需提供完整公允的信息披露（*Siliconix* 案）；
 - 如果交易是通过简易合并方式完成的，在披露了关于合并的一切重大信息后，且不存在欺骗和非法行为，这时异议股东拥有的唯一权利就是评估权。
 - 董事会的责任
 - 忠实义务
 - 忠实义务规定“公司和股东的最佳利益优先于董事、高级管理人员或控股股东所享有的且通常不和股东们分享的任何利益。”（*Pogostin v. Rice* 案）
 - 露华浓义务（*Revlon duties*）-在出售公司的控制权时应确保使短期股东价值达到最大。
 - 勤勉义务/注意义务
 - 董事在履行职责时“应尽普通小心谨慎之人在同等情形下的注意”。（*Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.* 案）
- 违反信息披露义务
 - 隐瞒/未披露“重大事实”
 - 股东委托书、Schedule TO表或其他披露文件中含有虚假或误导性信息。

“私有化”交易框架及审查方法

- 协商要约收购 (Negotiated Tender Offer)
 - 特拉华州高级法院认为，协商要约收购（又称“协商两步式合并”）应受制于**完全公平标准**的约束。参见 *Kahn v. Lynch Commc'n Sys., Inc.* 案； *accord In re Revlon, inc. S'holders Litig.* 案； *In re Emerging Commc'ns S'holders Litig.* 案； 以及 *In re Unocal Exploration Corp.* 案。
- 单边要约收购 (Unilateral Tender Offer)
 - 特拉华州高级法院还未对审查单边要约收购时应采用的审查方法做出裁定。初审法院采用了下列三种独立的方法：
 - 美国Cox通信公司/CNX天然气公司
 - 要约收购如果 (i) 是经独立董事的正式授权特别委员会推荐；且 (ii) 以过半少数股东肯定出卖为条件，那么它受制于**业务判断规则(business Judgment Rule)** 的约束。否则，它应受制于**完全公平标准(Entire Fairness)** 的约束
 - Pure Resources公司
 - 单边要约收购“不会受到实质性审查”，前提是 (i) 要约收购以“过半少数股东同意卖”为不可撤回之条件； (ii) 控股股东承诺一旦收购了90%的股权，就会以相同的价格立即完成简易合并； (iii) 控股股东未有任何惩罚性威胁之行为；且 (iv) 目标公司董事会的独立董事具备自由裁量权及充裕的时间对要约收购做出回应。否则，它应受制于**完全公平标准**的约束。
 - Siliconix公司
 - 除非该单边要约收购是**强制性要约收购**，否则不会依照完全公平标准进行审查。
- 制式合并
 - 特拉华州高级法院认为，制式合并（又称“单步合并”）应受制于**完全公平标准**的约束。参见 *Emerald Partners v. Berlin* 案； *Weinberger v. UOP, Inc.* 案。

“私有化”： 审查方法定义

- 完全公平性测试 (Entire Fairness)
 - 定义：要求董事以最诚信、最审慎、固有公平的态度对待交易。
 - 公平交易
 - 交易定在何时进行？
 - 交易该如何发起、采用什么框架、如何进行协商及向董事披露信息？
 - 如何征得董事和股东的批准同意？
 - 公允价格
 - 确定价格时做了那些财务和经济考量（资产、市值、未来展望，等等）？
 - 被告方负有举证责任。
- 业务判断规则 (Business Judgment Rule)
 - 定义：较低一级标准，要求董事在充分掌握信息的基础上，善意真诚而为，并诚实地相信其所作所为是为了公司的利益最大化。
 - 如果同意该交易的决策是基于善意真诚、勤勉义务及在董事的权利范围内作出，则可豁免公司董事承担公司交易不获利或造成损害
 - 原告负有举证责任。

私有化：最小化完全公平标准的潜在责任

- 怎样将责任转移给原告股东
 - 独立董事的特别委员会或已告知的不可撤回的过半数少数股东投票表决（*Kahn v. Lynch*案）
 - 这就是说，如果收购者口述了合并条款，或特别委员会没有真正的讨价还价权利，责任将不会被转移给原告（参见*Kahn v. Lynch*案；*Rosenblatt v. Getty Oil Co.*案）
- 最小化责任的其他措施方法
 - 专家评估或公平意见
 - 及时、全面、准确的公开信息披露
 - 一切的协商和评估均是由真正独立的董事、特别委员会、或少数股东的特别独立代表做出的。
 - 如果是独立董事或特别委员会，请确认他们：
 - 已经获得了董事会的广泛授权批准去参与该公平交易的协商；
 - 能够咨询独立检察官和财务顾问；
 - 拥有与交易有关的一切委员会会议、协商、审议意见和诉讼的完整准确文件。
 - 应及时但不应过早批准提案
 - 过半少数股东的投票表决标准
 - 考虑董事或股东利益之间是否存在任何潜在冲突（例如：回避第13/16条规定的报告要求）；
 - 注销登记后应防止关联方在公开市场购买公司股票。

私有化：股东救济方式

- 禁令救济
 - 法庭将会阻止交易继续进行。
 - 股东必须证明：
 - (i) 受损不会很容易就得到补救；且 (ii) 损害赔偿是不足够的补救措施（*Gradient OC Master, Ltd. v. NBC Universal, Inc*案）
 - 少数股东可利用禁令作为杠杆来抬高售价或阻止公司走向私有化。
- 评估权救济
 - 少数股东被赋予有限的法定权利，可要求法庭对他们股份的公允价值做出评估。
 - 这是在完成不存在欺诈或不法行为的简易合并后的唯一救济方式（*Glassman v. Unocal Exploration Corp.*案）。

私有化的益处

1. 大幅降低运营成本
2. 无萨班斯法案（SOX）404条款合规成本
3. 管理层可更加关注业务
4. 减轻了高级经理人员和董事的潜在责任
5. 可能有助于减少董事及高级经理人员责任保险成本（D & O 保险成本）

私有化的益处（续）

- 摆脱了信息披露要求
- 业务活动的保密性更强
- 简化了公司治理
- 探寻有利于公司的交易机会的自由度更大

私有化的弊端

1. 诉讼风险
2. 超过300/500名股东时需恢复履行向SEC披露信息的义务
3. 缺少公众对其的监督
4. 股份对收购和员工补偿不太有用
5. 可能会引发冲突性交易
6. 股东可能会认为公司有意为之或在隐藏什么

最后要考虑的问题

- 主要决策：保持为上市公司的益处比私有化的要多吗？
- 有些公司规模太小以致不能享受作为上市公司的好处。
- 私有化可能会大幅降低员工认股权或其他股票酬劳计划的价值和吸引力。

最终想法

- 私有化之前要考虑的因素：
 - 股价
 - 公众持股量
 - 公司业绩
 - 合规成本（包括 SOX 404 合规成本）
 - 会计处理要求
 - 用于支付收购和员工的货币
 - 债权人和客户的要求
 - 与股东的关系
 - 声誉
 - 诉讼风险
 - SEC 审查程序

联系信息

美国EGS德诺律师事务所（Ellenoff Grossman & Schole LLP）是坐落于纽约的一家法律公司。它拥有近60名专业人员（包括35名以上的证券业务律师），为客户提供与商业相关的一系列广泛法律业务。公司建立于1992年，专攻多个商法领域：法人法、证券法（1933年和1934年证券交易法）、反向并购、私人投资基金（PIPEs）、私有化、并购及收购。我们是全球，包括中国（15家在美国上市交易的公司）、印度和以色列在内，涉及生化技术、医疗设备、信息金属、金融服务、替代能源、消费产品及商业服务、对冲基金的成立和监管、经纪人-经销商规则、交易性房地产（租赁、融资和买卖；国内公司税收和一般商业诉讼）等各行业中的近50家公开公司的代表。

美国德诺律师事务所

本陈述仅供参考之用，并不含有或传递任何法律建议。本信息由律师提供，其中所含信息不应被应用于或被信赖为是关于任何特定事实或情况的解释。

Ellenoff Grossman & Schole LLP

纽约第42大街东150号，10017

(212) 370-1300

www.EGSllp.com