

嘉士伯收购重庆啤酒:外资要约 收购国有股权实现战略投资

案例简介:2013 年 12 月,丹麦嘉士伯集团经国资委、商务部和证监会批准,对重庆啤酒股份有限公司(600132)发起了部分要约,成功收购了 30.29% 的股份,将其持股份额提升至 60%,取得了绝对控股地位。本案例是在《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》框架下首个以要约收购单一方式完成的外商战略投资 A 股上市公司的交易,克服了法律空白所带来的不确定性,对完善外资战投的法律体系起到了积极的推动作用。

一、案例简况

嘉士伯集团(Carlsberg A/S)是世界第四大酿酒集团,于 1847 年创立,总部位于丹麦哥本哈根,在哥本哈根交易所上市,并在多地挂牌,主营啤酒和其他饮料产品,旗下拥有嘉士伯啤酒(Carlsberg)、波罗的海啤酒(Baltika)、乐堡啤酒(Tuborg)等国际知名啤酒品牌。

与同级别国际知名啤酒企业重点投资中国中东部地区的战略不同,在综合考量发展前景和增长

空间等要素的基础上,嘉士伯集团对中国市场布局提出了向西发展的“西部拓展”战略。嘉士伯集团的中国投资是紧紧围绕着中国政府的“西部大开发”战略进行布局的。在收购重庆啤酒股份有限公司(下称“重庆啤酒”)前的十多年里,嘉士伯集团通过新设或收购等方式在云南、宁夏、新疆、西藏、甘肃等广袤的西部地区建立起了自己的商业版图。此次收购重庆啤酒,一方面可以直接增加市场份额,确立行业内市场地位;另一方面,可以获得重庆啤酒旗下啤酒品牌、产能和渠道等支持,实现在华的快速发展。对嘉士伯而言,是其深化西部发展战略、稳固西部市场份额,乃至整合西部资源的重要一步。

对嘉士伯集团而言,重庆啤酒作为中国中西部最大的啤酒制造商,无疑是其“西部战略”中最为重要的收购对象。从地理位置上来看,重庆处在中部和西部交界的要塞,既可向西拓展,以增加嘉士伯集团中国布局的版图;亦可巩固中部,增厚嘉士伯集团的业务根基。与此同时,还可以和东部的业务相呼应,形成网络协同效应。因此,收购重庆啤酒对于嘉士伯集团具有十分特殊的战略意义。

与其主要竞争对手多数主打单一品牌的经营策略不同,嘉士伯集团一贯奉行高中低结合的多品牌战略,在中国一方面发展国际高档品牌,同时更加强调与当地的强势伙伴合作打造本地品牌,旗下拥有包括大理啤酒、乌苏啤酒、黄河啤酒、拉萨啤酒等在内的知名本地品牌。重庆啤酒拥有“山城啤酒”这一国内驰名商标,与嘉士伯集团在中国的品牌及地域市场都具有高度互补性,两者强强联手,可将重庆啤酒做大做强。

对重庆啤酒而言,嘉士伯是国际知名品牌,具有多年的酿酒经验,以及相关资源、资金、技术、管理和市场优势,因此重庆啤酒公司和政府均对通过此次收购引入海外战略投资者寄予厚望。

嘉士伯对重庆啤酒的收购意图由来已久,其收购重庆啤酒并取得其绝对控股权的交易并非一蹴而就,整个收购过程可以分为三个阶段,跨越了从2008年到2013年的五年时间。

第一阶段,2008年嘉士伯集团通过海外资本运作,仅以5.25亿元接手重庆啤酒第二大股东纽卡斯尔持有的17.46%股权。在这一阶段,嘉士伯收购了英国最大的啤酒公司苏格兰纽卡斯尔啤酒(下称“苏

纽啤酒”)。由于苏纽啤酒早在2004年通过其全资子公司苏纽重庆有限公司取得了重庆啤酒17.46%的股权,此次收购使嘉士伯集团接手了重庆啤酒的这部分股权,但没能实现将其主打品牌嘉士伯输入重庆生产的目的。

第二阶段,2010年4月,重庆啤酒控股股东重庆啤酒(集团)有限责任公司(下称“重啤集团”)将持有公司12.25%的国有股权挂牌出售,经过与百威英博、华润雪花等竞拍者的一番争夺,嘉士伯最终以每股40.22元的价格,以协议转让方式从重啤集团收购了重庆啤酒的股权(下称“第一次收购”)。此次股权收购之后,嘉士伯成功入主重庆啤酒,成为重庆啤酒第一大股东,持有公司29.71%的股权。

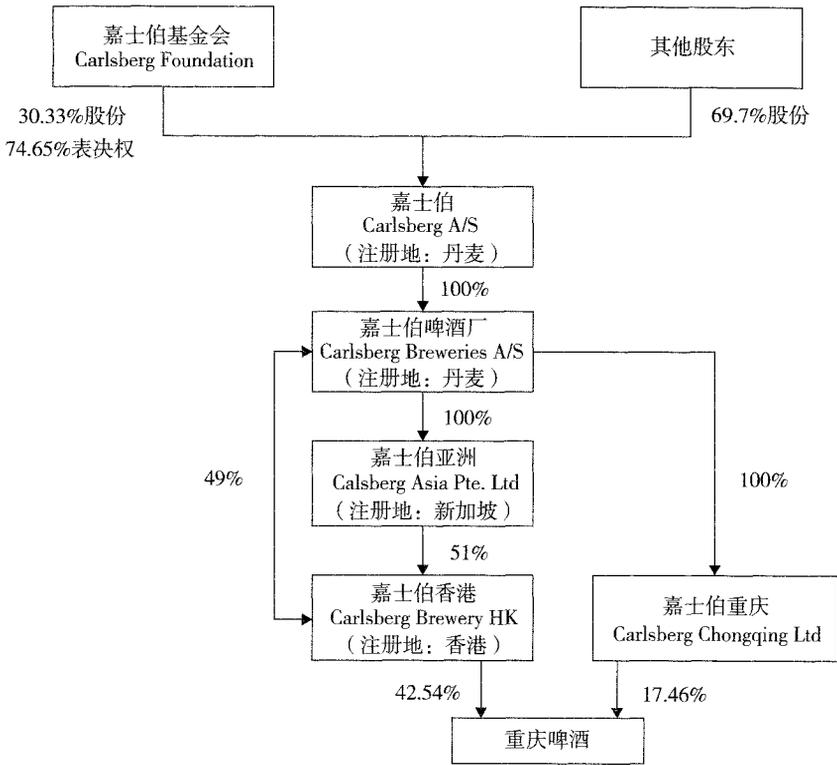
第三阶段,2013年,嘉士伯集团成功实施部分要约收购重庆啤酒30.29%的股权(下称“第二次收购”),将其股权份额进一步提升至60%,实现了绝对控股的目标。

二、交易主体

(一)收购方

与绝大多数大型跨国公司不同,嘉士伯集团实行非常独特的基金会管理模式,其实际控制人嘉士伯基金会拥有30.33%股权以及74.65%的表决权。嘉士伯集团对重庆啤酒的第一次收购和第二次收购均通过嘉士伯香港啤酒厂有限公司(下称“嘉士伯香港”)实施。嘉士伯香港为嘉士伯在国内投资的控股运营平台之一,其股东为嘉士伯集团全资拥有的嘉士伯亚洲有限公司(持股51%)和嘉士伯啤酒厂有限公司(持股49%)。原从苏纽啤酒继受的17.46%的股份则继续由苏纽重庆有限公司(更名为嘉士伯重庆啤酒有限公司)持有。

收购方的股权关系如下图所示:



收购方股权关系图

(二) 被收购方

第一次收购采用了协议收购方式,交易对方是重啤集团,其前身为重庆啤酒厂,始建于1958年。经过四十余年的不断发展,重啤集团由建厂之初的总资产60万元,发展为拥有资产近40亿元,集啤酒、饮料、生物制药于一体的大型企业集团。

重庆啤酒作为重啤集团旗下的主要业务,长期以来是以“国资”身份示人的。为了增强国企在市场中的竞争力,进一步提高国有企业的产业创新能力和市场活力,重庆国资委选择以国资退出、市场主导的方式来对国有企业进行改革。

第二次收购为要约收购,交易对方为全体股东。在第二次收购实施前,嘉士伯与重啤集团签署了《股份转让锁定协议》,从而提前确保

重啤集团以其持有的 20% 股权接受要约。

三、收购方案

鉴于重啤集团的国有企业身份和嘉士伯香港的外资身份，两次收购除了需要符合《上市公司收购管理办法》的规定外，还需要遵守《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（下称“战投办法”）和《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》（下称“国有股份转让办法”）所规定的制度框架。

第一次收购以协议转让的方式实施。2010 年 4 月 12 日，重啤集团通过重庆啤酒发布协议转让国有股权的提示性公告，并在重庆联合产权交易所启动相关挂牌程序，以公开征集方式转让其所持重庆啤酒 12.25% 的股权。包括嘉士伯香港、华润雪花、百威英博在内的主流啤酒企业表达了购买意向并提交了报价。嘉士伯香港最终以最优价格胜出，并以协议转让方式与重啤集团签订了《股份转让协议》等交易文件。该交易经国务院国资委、商务部和证监会批准，于同年 12 月实现交割。第一次收购完成后，嘉士伯集团共持有重庆啤酒 29.71% 的股权，由第二大股东升格为第一大股东；重啤集团持有重庆啤酒 20% 的股权，由第一大股东降格为第二大股东。

在《股份转让协议》中，交易双方的核心利益都得到了充分保障。重啤集团所关注的付款风险，通过一个以嘉士伯香港的名义开立、并由双方共同控制的离岸外汇账户得到保障。嘉士伯香港所关注的“山城啤酒”商标注入问题，通过重啤集团与重庆啤酒同期签署《商标转让协议》并将该协议的批准和执行作为《股权转让协议》生效、付款和终止条件的安排得到保障。

第二次收购以要约收购方式实施。2013 年 3 月 5 日，嘉士伯香港通过重庆啤酒发布公告，通过部分要约收购重庆啤酒 30.29% 的股权。为确保要约收购成功，减少在市场化交易的过程中可能出现的风险，嘉士伯香港和重啤集团在要约收购实施前事先签订了《股份转让锁定协议》，提前锁定了重啤集团以其剩余 20% 股权接受要约的结果。该交

易经国务院国资委、商务部和证监会批准后,于同年12月实施并顺利完成。第二次收购完成后,嘉士伯香港共持有重庆啤酒60%的股权,取得绝对控股地位;由于接受要约,原第二大股东重啤集团的持股比例进一步下降至4.95%。

在嘉士伯香港发布要约收购报告书摘要公告前的30个交易日内,重庆啤酒股份的每日加权平均价格的算术平均值为15.87元/股,而在该公告前的6个月内,嘉士伯集团不存在买卖重庆啤酒股份的情形。因此,遵循相关法律法规的要求,并综合考虑了其他因素,嘉士伯香港将要约价格确定为20元/股。

根据《股份转让锁定协议》,在要约价格不低于20元/股的前提下,重啤集团将在要约收购期间内以其持有的全部20%重庆啤酒股份接受要约。如果在要约收购期间届满时,由于超额预受要约导致重啤集团仍有任何剩余股份,则重啤集团有权按照与要约价格同等的价格向嘉士伯香港出售全部或部分剩余股份,但前提是重啤集团须在下列时限内启动公开征集受让程序,且嘉士伯香港在公开征集受让程序中被选定为受让人,并获得相关部门的批准:(1)如剩余股份总量为5%以下,在交割日后1年内;(2)如果剩余股份总量在5%和10%之间,在交割日后2年内;(3)如果剩余股份总量在10%以上,在交割日后3年内。

四、收购的关键问题和解决方案

(一) 股权协议转让比例的确定

在第一次转让之前,重啤集团共持有重庆啤酒32.25%的股权。为何决定转让12.25%的股份,而不是更多或更少,市场有诸多猜忌和传言,而流传最广的说法是为嘉士伯集团量身定制。

事实上,12.25%这一转股比例的设定是重啤集团几经考虑后作出的最能刺激充分竞价、最有利于国有资产保值增值、且最能保证上市公司平稳运行的明智选择。显然,如果一次性转让全部股权,任何收购方都将触发要约,以当时重庆啤酒的股价,这不仅将极大地限制意向买方

的人数,也极大地增加了交易失败的风险。而如果将转股比例设定在超出13%以上、30%以下的水平,则将导致嘉士伯集团单独面对要约义务的局面,势必将嘉士伯集团这一上市公司既有战略合作伙伴排除在潜在买家范围之外,交易完成更会造成嘉士伯集团与新股东两虎恶斗、徒增内耗的情况。

相比之下,将转股比例设定在12.25%,既能确保嘉士伯集团参与竞价,又能利用剩余20%股权所蕴含的控股权想象空间吸引第三方参与竞价,对于重啤集团而言无疑是最佳方案。如果该等股权被第三方竞得,重啤集团仍保有第一大股东的地位,能对嘉士伯集团和第三方买家进行有效牵制,一方面确保上市公司的平稳运行;另一方面迫使第三方以更高价格谋求第一大股东地位,为自身换取最大利益。而如果该等股权被嘉士伯集团获取,则上市公司运营不受影响,重啤集团仍以其20%股份对嘉士伯集团形成有效牵制。

(二)“山城啤酒”商标权转让问题

和其他股权转让不同的是,此次嘉士伯收购重庆啤酒股权附有“生效条件”。该生效条件是“重啤集团应尽快向重庆啤酒转让并促使重庆啤酒向重啤集团购买山城商标。否则,嘉士伯可以终止《股份转让协议》”。

所谓附生效条件,是合同在成立以后还不能立即生效,必须待生效条件完成以后合同才产生效力,当事人才可以实际享受权利和承担义务。之所以要“附生效条件”,是因为重啤集团拥有“山城牌”啤酒系列注册商标的所有权,重庆啤酒只有使用权。在2004~2009年间,重庆啤酒按照80万元/年的标准向重啤集团支付“山城”商标使用费。

嘉士伯入主重庆啤酒,不可能没有自主的商标权。拿到“山城牌”商标权无疑成为此次收购的核心。最终,重庆啤酒以支付9920.06万元为对价购买了重啤集团拥有的“山城牌”啤酒系列注册商标及关联商标。这样一来,嘉士伯成为了“山城”商标的实际所有者。

(三)要约收购方式的选择

对嘉士伯集团而言,由于第一次收购之后其所持股份已经达到要约收购的临界点,如果再以协议转让方式收购重啤集团的剩余股份,一方面触发要约收购义务;另一方面还将自己置于国有股份转让必须履

行的公开征集程序中,面临其他竞争对手的竞价。而以定向增发的方式提高其股权份额虽然可能使其免于发出要约,但势必违逆重啤集团的利益诉求,既不能使其借机沽清剩余股份,相反又使其股份摊薄而导致话语权削弱,因此不可能获得重啤集团的支持。对于重啤集团而言,其对重庆啤酒的持股策略非常明显,要么维持现状,要么全身而退。基于此,以要约方式完成下一步收购成为嘉士伯集团的不二选择。

为了确保成功,要约收购的方案充分考虑了双方的核心诉求。双方事先签订了《股份转让锁定协议》,提前锁定了重啤集团以全部20%股权接受要约的结果,并约定了剩余股份的处置方案。从最终的收购结果来看,此次要约收购的方案设计是成功的。在要约收购过程中,重啤集团绝大多数股权转移到了嘉士伯香港,仅剩4.95%的股份。而嘉士伯则控股60%,成为重庆啤酒第一大股东和实际控制人。

五、案例点评

鉴于收购双方的特殊身份,本次收购创造了中国上市公司并购历史上的两个首例。首先,嘉士伯集团要约收购重庆啤酒是外资首次以要约收购的单一方式实现对上市公司的战略投资。其次,本案例也是国内首例国有企业通过要约收购的方式退出上市公司的股权交易,为国资出售上市公司提供了新的可能路径。目前,我国正在积极推动混合所有制改革,以提高国有企业的市场竞争力和运行效率。通过要约收购的方式来进行国资转让,提高了交易过程的效率和信息对称程度,但本案例也反映出以下两方面的法规适应性问题。

(一) 以要约收购方式实施外资战投的可行性

根据战投办法,外国投资者可以协议转让、定向增发以及按照国家法律法规规定的其他方式取得上市公司A股股份。虽然办法规定了通过除协议转让和定向增发以外的第三种方式实施的可能性,但却仅规定了协议转让和定向增发情况下的审批流程和报批文件要求,对其他方式则未做任何规定。

在本案例之前,要约收购在外资战略投资框架下仅出现过一次,即

法国 SEB 收购苏泊尔案。在该案例中,由于部分要约和协议转让、定向增发捆绑使用,因而在报批环节采用了协议转让和定向增发的流程,法律空白所带来的问题并不凸显。在本案中,由于部分要约是唯一的战略投资方式,收购是否需要取得重庆啤酒股东大会的批准、依照何种程序报经商务部和证监会批准、需要提交哪些文件,这些问题都需要在没有明确法律指引的情况下做出应对。

在此情况下,嘉士伯香港采用了安全性较高的参照适用策略,依照战投办法对协议转让和定向增发所设立的合规性要求履行了报批程序,而没有采用更激进的新创模式。这样就将要约收购纳入股东大会的审批范围,从而出现逻辑和操作上的多重矛盾。首先,是否接受要约是股东自由处置股份的天然权利,由其他股东审议表决,有损股东财产所有权。不赞同要约收购的股东可以选择不接受要约,但不应有权阻止其他股东接受要约。其次,股东是否接受要约已然是其做出的直接选择,再提交股东大会审议表决,存在重复表决的情形。最后,由于股东大会投票意向与是否选择要约并无必然联系,从逻辑上可能出现股东整体意愿自相矛盾的问题。

从尊重股东股份所有权和维护上市公司利益的角度,建议将要约收购明确纳入外资战投方式的范畴并制定相应的办理程序、审批流程和文件要求,并结合要约收购的特点免除董事会和股东大会批准的要求。

(二) 股份转让锁定协议的法律效力

根据国有股份转让办法的规定,国有股东转让上市公司股份须履行征集意向购买人的程序,但在接受要约的情况下可经省级或以上国资委批准后直接签署股份转让协议,而无须公开股份转让信息。因此,该办法实际上将接受要约视同协议转让,但做出了例外的安排。

该办法同时规定,经批准无须公开股份转让信息的,转让价格应当以股份转让协议签署日前 30 个交易日的每日加权平均价格算术平均值为基础确定。但该办法并未规定接受要约情形下股份转让协议的签约时点,即在要约正式开始之前或之后。特别是在外资战投的背景下,要约收购的正式发起取决于多项政府审批,在该等审批取得之前签署的股份转让协议是否构成该办法所规定的“接受要约”的情况? 如果

不构成,则股份购买协议的签署就存在因未履行征集意向购买人程序而违规的风险。而如果必须等到要约正式开始之后方可签署股份转让协议,则由于信息披露的要求和报批的漫长等待过程,要约开始前30个交易日的市场价格(国有股份的转让价格基准)可能飙升到一个令要约方无法承受的水平,导致整个交易失败。

在本案例中,鉴于上述问题的存在,考虑到交易各方在要约正式开始后再行签署股份转让协议很可能来不及在要约收购的法定时限内取得国资委的审批,交易各方采取了签署股份转让锁定协议的灵活安排,一方面确保锁定交易价格;另一方面,为日后应国资委要求签署正式股权转让协议预留空间。

为进一步明确国有股权转让办理程序,建议取消要约收购情形下签署转让协议的安排,但允许国有股东与收购方事先签订股份转让锁定协议,并可以将锁定协议的签约时点作为定价基准日。