

上海家化:大股东协议+要约收购

案例简介:上海家化是国内日化行业龙头企业,旗下拥有“六神”、“佰草集”、“美加净”等诸多名牌,在业内拥有良好的品牌价值和市场口碑。2011年公司国资退出,平安竞购成功,公司实际控制人由上海国资委变更为中国平安。2013年,公司爆发内斗,公司原董事长葛文耀和原总经理王茁先后离职,以谢文坚为首的平安系管理团队逐渐掌权。在此背景下,为了巩固对上海家化的控股地位,2015年,平安对上海家化的股权进行整合和优化,计划耗资168亿元对上海家化进行协议+要约收购。其中,协议收购的交易实质为平安集团采用寿险长期资金置换信托短期资金,显示了平安集团对家化长期看好的信心,同时也是国内保险公司控股实业上市公司的首单案例;要约收购系平安集团通过旗下股权投资基金增持上海家化股份以到达绝对控股的目的,虽然最终接受要约的股份数量不足,没有达到预期,但仍然向市场传递了平安集团稳定上市公司治理结构的决心,同时这也是国内第一例沪股通个股要约收购案例。

一、交易背景和目的

上海家化于 2001 年在上海证券交易所上市，在 2011 年之前实际控制人一直为上海国资委。2011 年，在国企改革的大背景下，上海家化集团国资谋求退出，平安、海航、复星等三大集团争相竞购。在上海家化原董事长葛文耀的支持下，平安最终胜出，平安旗下的平浦投资以 51.09 亿元夺得上海国资委出让的家化集团 100% 股权，上海家化的实际控制人由上海市国资委变为中国平安。当时，这场联姻被称为“产业 + 资本”的完美融合。然而，不曾料想，2013 年，风云突变，上海家化内斗爆发。上海家化控股股东平安信托先是罢免了公司原董事长葛文耀，而后请来了强生医疗前中国区总裁谢文坚。次年，上海家化董事会又解除了葛文耀一手提拔的接班人王茁的总经理职务。随着大批平安系人员空降上海家化，平安逐渐掌握了上海家化的控制权，而上海家化的董事会和管理团队也大幅换血。

在此背景下，2015 年，平安对上海家化的股权进行整合和优化，先后发起对上海家化的协议收购和要约收购，主要出于以下考虑和目的。

（一）长期看好上海家化前景，中国平安希望巩固控制权

在 2011 年夺得上海家化实际控制权时，平安即表达了对上海家化所在行业和公司前景看好的信心。正式入主公司后，平安先后对上海家化的董事会、管理团队和业务发展战略进行了调整。随着对行业和公司的理解进一步加深，平安对上海家化的投资逻辑也进一步确定。

行业方面，国内日化产品市场规模近年一直保持两位数增长，随着新一代年轻消费者逐渐成为消费主流，日化行业的增长趋势有望继续延续。公司方面，作为中国历史最悠久的日化企业之一，上海家化以本土文化为核心竞争力，业务覆盖护肤、彩妆、香氛、家用等多个领域，拥有“六神”、“佰草集”、“美加净”等多个品牌，公司的产品、品牌和渠道在业内和市场上都拥有良好的口碑和价值。平安入主后，上海家化业绩稳步上涨。上海家化营业总收入规模从 2011 年的 35.8 亿元上升到 2014 年的 53.3 亿元。2015 年前三季度，上海家化实现营业收入 46.18

亿元,同比增长 10.78%;归属上市公司股东净利润 7.9 亿元,同比增长 8.56%。

因此,在本次交易中,平安在已获得公司控制权四年、对公司已有相当了解的情况下,坚持以寿险长期资金置换信托短期资金,并主动增持公司股份试图绝对控股上海家化,充分表明了平安坚定看好上海家化前景的信心和巩固控制权的决心。

(二) 历经实际控制人变更和管理层风波,上海家化需要稳定内外信心

如前所述,上海家化在 2011 年变更实际控制人,2013 年爆发内斗,风波过后,平安掌握了上海家化的控制权,上海家化也基本由平安系人马管理。自以谢文坚为首的平安系管理团队执掌上海家化后,平安系对公司进行了大刀阔斧的改革,包括暂停部分品牌的市场投入、出售“现金奶牛”天江药业股权等。2014 年投资者交流会上,上海家化展示了未来 5 年的发展战略规划,提出“2018 年营业收入突破 120 亿元”的目标。为了实现 2018 年 120 亿元的营收目标,上海家化将重点打造和提升系统有效运用中国文化元素、加强分销管理和终端掌控、高质量快速响应中国市场、利用新技术接近并锁定消费者等四大核心竞争力。提出新的业务发展战略后,上海家化虽然业绩保持增长,但是增速有所放缓。除了宏观经济低迷的影响,渠道调整阵痛也是重要因素。随着电商和化妆品专营店的快速崛起,百货和商超两大传统渠道的增速和份额明显下降。为了适应化妆品行业的渠道调整,上海家化对电商的组织架构和高夫品牌的渠道进行了调整,但是调整尚待成效。事实上,公司新任管理层的新战略新举措都还需要时间和市场的检验,当时公司内和市场中均不乏质疑之声。

在这种情况下,平安通过协议收购和要约收购,对内可以稳定军心,增强信心,促进上海家化健康发展;对外则可以有效回应质疑,向市场传递大股东看好并支持上海家化未来发展的积极信号,可谓一举两得。

二、交易方案概述

(一) 第一步:大股东协议收购

2015年7月27日,平安人寿和平安创新资本签署《股权转让协议》,平安人寿以84.4亿元收购平安创新资本持有的平浦投资100%的股权。

本次股权转让前,平安人寿并不持有或控制上海家化股权。本次股权转让后,平安人寿通过上海家化(集团)有限公司持有上海家化股份182,449,233股,占公司总股本的27.13%,与上海惠盛实业有限公司合并持有上海家化股份187,865,810股,占公司总股本的27.94%。协议转让前后上海家化的股权结构如图1所示:

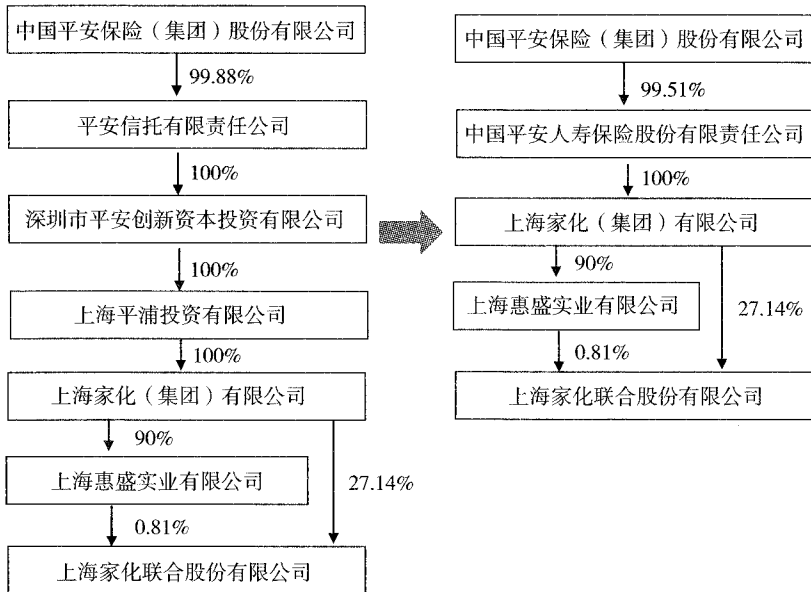


图1 协议转让前后上海家化股权结构图

平安信托和平安人寿都是中国平安旗下的重要成员。本次股权转让前后上海家化的实际控制人都是中国平安,没有发生变化。本次交

易的实质为中国平安由通过平安信托间接持有上市公司股份转为通过平安人寿间接持有上市公司股份,利用寿险长期资金置换信托短期资金。这在一定程度上显示了平安集团对家化长期看好的信心。

(二) 第二步:要约收购

2015年11月4日,中国平安通过旗下太富祥尔股权投资基金主动发起了对上海家化的部分要约收购,试图进一步增强对上市公司的影响力。具体要约情况如表1所示:

表1 具体要约情况表

收购方	上海太富祥尔股权投资基金合伙企业(有限合伙)
被收购公司	上海家化联合股份有限公司
被收购公司股票名称	上海家化
被收购公司股票代码	600315
收购股份的种类	人民币普通股
预定收购的股份数量	208,949,954 股
占被收购公司总股本的比例	31.00%
支付方式	现金支付
要约价格	40.00 元/股
要约期间	2015年11月4日至2015年12月3日

在本次要约收购报告书摘要提示性公告之日前,上海家化前30个交易日均价为36.38元,前一交易日的收盘价为34.46元,要约价格为40元,溢价15%。要约数量208,949,954股,如若要约收购全部完成,需要资金83.58亿元。

要约收购的主体太富祥尔股权投资基金系为本次要约收购新设立的有限合伙企业,未直接或间接控制其他企业或拥有其他企业股权,亦未进行任何实体经营。其资金来源是承诺入伙的有限合伙人平安财富*富祥集合资金信托计划认缴的出资额,平安财富*富祥集合资金信托计划的资金规模不低于80亿元。太富祥尔股权投资基金的股权结构如图2所示:

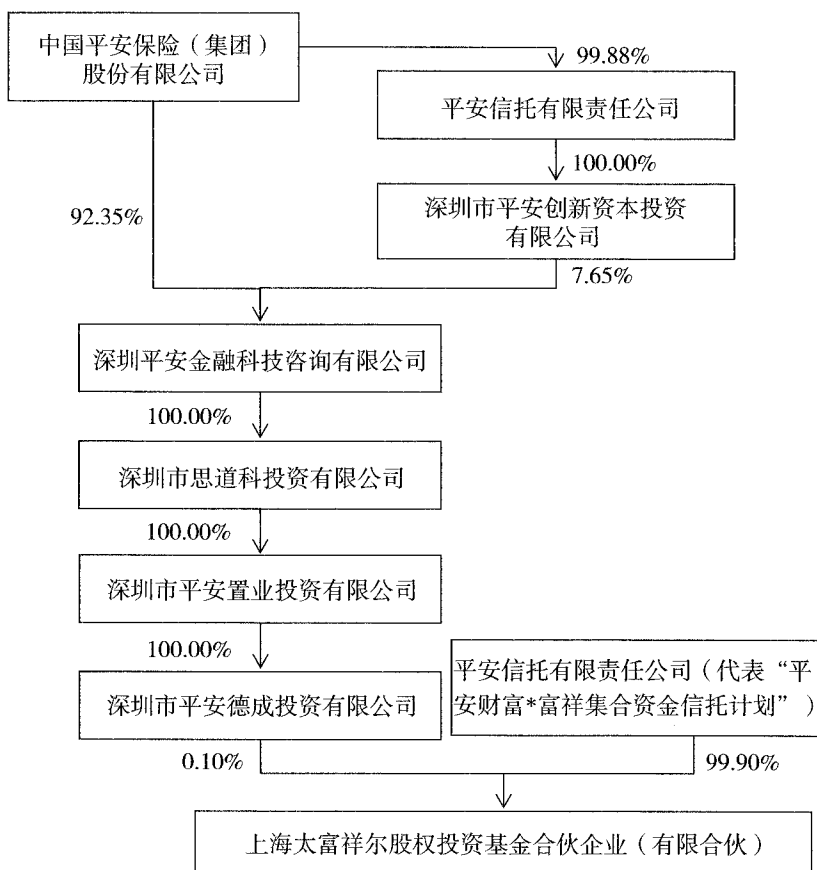


图2 太富祥尔股权投资基金股权结构图

2015年12月3日,要约收购期满,只有73户共计10,226,588股接受要约。太富祥尔股权投资基金按照收购要约约定的条件购买被股东预受的股份为10,226,588股上海家化股份,占上海家化总股本的1.52%。要约收购完成后,中国平安通过家化集团、上海惠盛及太富祥尔合计持有上海家化29.39%的股权。

本次要约收购是出于中国平安对上海家化所在行业和上海家化上市公司的前景长期看好的考虑,虽然最终接受要约的股份数量不足,平安集团增持股份的资本运作结果未达预期,但仍然向市场传递了大股东看好并支持上海家化未来发展的积极信号。

三、交易的亮点

在本次平安协议及要约收购上海家化的交易中,大股东协议收购和要约收购这两步设计都比较巧妙,值得研究和参考。

(一) 大股东协议收购:充分发挥优势,以最低成本达成目标

本次交易的第一步,平安发起大股东协议收购,利用寿险资金接盘信托资金,可以说是充分发挥了平安作为金融集团的独特优势,以最低成本实现了向市场释放积极信号的目标。由于资金性质不同,寿险资金倾向于长期稳定的投资,而信托资金则多为短期的财务投资,平安集团利用寿险长期资金置换信托短期资金的行为本身即向市场传递了平安长期看好上海家化、将上海家化作为长期投资对象的信号。当然,这种方式对实际控制人有非常高的金融实力和产业布局要求,可能只对大型金融集团有参考意义。

(二) 要约收购:独辟蹊径,主动作为

本次交易的第二步,平安主动发起部分要约收购,可以说是独辟蹊径进行增持,因为目前在境内并购案例中大股东增持一般多采用定向增发的方式,要约收购还比较少见。事实上,本次交易是国内第一例沪股通个股要约收购案例。

根据《上市公司收购管理办法》第23~24条的规定,投资者自愿选择以要约方式收购上市公司股份的,可以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(以下简称全面要约),也可以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(以下简称部分要约);通过证券交易所的证券交易,收购人持有—个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时,继续增持股份的,应当采取要约方式进行,发出全面要约或者部分要约。在平安要约收购上海家化前,平安已经持有上海家化股份187,865,810股,占比27.94%,离30%的临界线非常接近。因此,平安选择主动作为,主动发出部分要约收购。

相比于其他收购方式,要约收购具有比较明显的优势。第一,要约收购的市场效率较高。要约收购可以在较短时间内迅速取得被收购公司大量股份,较快并相对容易地通过审核批准程序,较快实现收购的目

的。第二,要约收购不会导致每股收益降低。由于要约收购只涉及上市股份老股交易,不会增发新股,也就没有定向增发方式中如果没有高利润的募投项目而导致每股收益降低的问题。第三,要约收购相对公平。要约收购是在所有股东平等获取信息的基础上由股东自主作出选择,对所有股东、特别是中小股东是十分公平的。

当然,要约收购也有较高的门槛,对要约收购提出方的资金实力要求非常高。在平安要约收购上海家化的交易中,如若要约收购全部完成,收购人需要资金 83.58 亿元。并且,根据《上市公司收购管理办法》第 36 条的规定,在作出要约收购提示性公告的同时,收购人就应当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;收购人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。(2)银行对要约收购所需价款出具保函。(3)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。

四、交易的难点:要约期间股价可能异动

在要约期间,由于有要约价格作为参考,上市公司股价通常会在贴近要约价格的范围内小幅波动,但事实往往不尽如人意。在本次交易中,自 2015 年 11 月 4 日平安发出部分要约后,上海家化股价也确实在要约价格 40 元附近盘桓。但是,2015 年 11 月 26 日,也就是距离要约收购期截止还有 4 个交易日的时候,在一笔近 4 亿元的“神秘资金”拉动下,上海家化股价瞬间大涨 9.03%,从 40 元左右突然拉升至 43.77 元,远高于中国平安的要约收购价。鉴于在要约期届满前 3 个交易日内接受要约条件的股东不得撤回对要约的预受,这笔“神秘资金”的暴力拉升直接导致很多投资者不接受要约以及撤回之前的预受要约。这也直接导致要约收购期满后只有 73 户共计 10,226,588 股接受要约,平安仅实现增持 1.52% 的股份。

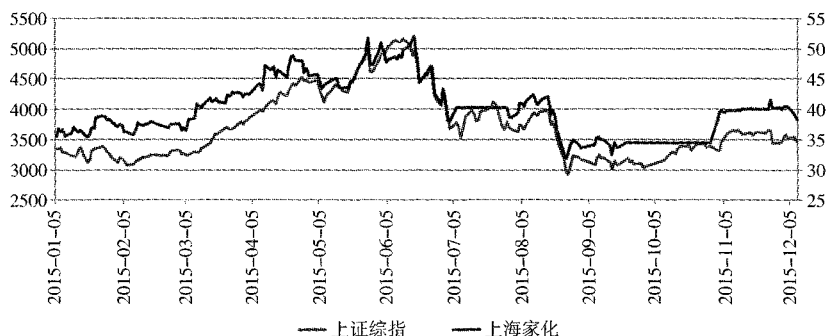


图3 上证综指与上海家化股价对比

在要约收购中,二级市场股价的高低对最终收购结果往往起着决定性作用。如果市场价格较要约价低且有较大的差距,投资者肯定会选择接受要约;如果市场价格更高或接近收购价格,一些持股量较少的中小投资者出于节省时间成本等考虑,可直接从二级市场抛售而无须接受要约。要约收购报告书摘要公告后,二级市场股价通常会逼近收购价格,在一定程度上导致中小投资者接受要约的比例较小。本案例中,临近要约收购期结束,上海家化在“神秘资金”的拉动下股价大幅上涨,超过要约价格,直接导致最终要约收购效果甚微,不禁让人怀疑有人刻意拉升股价来搅黄上海家化的要约收购。

五、案例点评

(一) 中国平安要约收购上海家化的后续进展

平安要约收购上海家化的主要目的是巩固控制权。其一,通过部分要约增持股份;其二,通过部分要约向市场表态,向中小股东传递大股东增持的信号,增强中小股东信心,促使改组董事会议案通过。在平安发出要约不久,上海家化前董事长葛文耀就指出:“因为上海家化业绩和股价表现太差,在即将举行的董事会改组的股东大会上,平安难以掌控局面,所以为了不出意外,平安才打算增持。”虽然要约收购最终仅实现增持了1.52%的股份,但是,在上海家化之后的股东大会上,董事会改组相

关议案悉数通过，平安入主董事会的目的已经实现。但是，从长远看，平安的巩固控制权的目的并未实现。首先，平安入主上海家化后，上海家化的业绩表现并不理想，2015 年扣非后归母净利润仅 8.2 亿元，同比下滑 6.4%；2016 年前三季度扣非后归母净利润更是只有 4.2 亿元，同比大幅下降 44.3%。上述情况导致市场并不十分看好上海家化，其股价在要约收购后一路下滑，基本在 25 ~ 30 元的区间盘桓。其次，上海家化的管理层也并未因此稳定。2016 年 11 月，谢文坚从上海家化离职，上海家化董事长再度易主。部分市场人士评价，平安入主上海家化后，直接将上海家化带入“职业经理人时代”，也直接导致上海家化这匹“千里马”碰上了“盲骑手”。

另外，值得一提的是，在要约期间，上海家化频繁出现在上交所大宗交易平台上，交易价格 36 元左右（低于要约价格 40 元），交易金额合计 6333.3 万元，交易总数为 175.29 万股。换句话说，部分投资者宁可低价抛售股份，也不愿接受要约，令人难以理解。或许，这只是要约收购背后复杂博弈的一个表征。

（二）关于部分要约的探讨

1. 部分要约沦为规避强制要约的工具

收购人进行部分要约的意图主要分为两类：一是单纯增持股份，例如上海家化、小天鹅等，此处不再赘述；二是借要约之名行协议转让之实，以实现锁定转让价格、规避强制要约义务等目的，如海隆软件、天科股份和中国天楹等。

在海隆软件一案中，公司先是在公告要约收购报告书摘要时以 15.06 元的要约价格确定了两位预受要约意向方，而后公告重组预案，待股价上涨至 33.86 元后再公告要约收购报告书。股价上涨局面导致小股东持股观望，最终除了两位预受要约方，无人接受要约，海隆软件借此实现了协议收购的意图，要约收购沦为了协议收购的工具。

表 2 海隆软件部分要约收购的重要节点

日期	事件	说明
2013 年 11 月 1 日	公司拟披露重大事项,股票停牌	停牌时公司股价 15.8 元/股
2013 年 12 月 20 日	公司公告要约收购报告书摘要,包叔平拟以 15.06 元/股的价格要约收购 43.18% 海隆软件股份。同时披露,包叔平已于 2013 年 12 月 12 日分别与欧姆龙、慧盛创业签订了《预受要约意向协议》,欧姆龙与慧盛创业已承诺将以其目前持有之海隆软件股份接受本次包叔平发出的收购要约	要约收购前,包叔平直接持有海隆软件 3.79% 的股份,通过其一致行动人合计控制 26.82% 的股份。本次要约收购完成后,包叔平最多直接持有海隆软件 46.97% 的股份,通过其一致行动人合计最多控制 70% 的股份
2014 年 1 月 16 日	公司公告重组预案,拟购买二三四五 100% 股权,股票复牌	
2014 年 2 月 13 日	公司公告要约收购报告书,要约收购期限自 2014 年 4 月 8 日开始,至 2014 年 5 月 7 日	要约收购报告书公告时,股票价格已上涨至 33.86 元/股
2014 年 5 月 7 日	要约收购期满	股票收于 36.75 元/股
2014 年 5 月 14 日	公司公告要约收购情况报告,经确认的预受要约户数为 2 户,预受要约股份占本次拟收购股份的比例为 47.7%	

近年来,市场有多起部分要约搁浅,如沙隆 B、小天鹅 A/小天鹅 B、海隆软件等。按照前述分类,意在增持股份的部分要约成功与否取决于要约期间的股价和市场预期;意在协议转让的部分要约则基本是走形式,会以失败告终。

表 3 近年部分要约收购未达预期的案例

股票代码	股票简称	要约股份占总股本比	接受股份占总股本比	接受比例	要约价格	要约期截止日期	截止日价格
200553.SZ	沙隆达 B	25%	10.5%	42%	6.58 港元	2013 年 11 月 11 日	6.89 港元
002195.SZ	海隆软件	43.18%	20.6%	48%	15.06 元	2014 年 5 月 7 日	36.75 元

续表

股票代码	股票简称	要约股份占总股本比	接受股份占总股本比	接受比例	要约价格	要约期截止日期	截止日价格
000418. SZ/ 200418. SZ	小天鹅 A/ 小天鹅 B	20%	12.6%	63%	10.45 元/ 10.05 港元	2014 年 8 月 1 日	11.02 元/ 10.36 港元
600378. SH	天科股份	5.86%	2.83%	48%	12.85 元	2014 年 9 月 20 日	13.92 元
002570. SZ	贝因美	20%	18.8%	94%	18 元	2015 年 3 月 13 日	17.68 元
600315. SH	上海家化	31%	1.52%	5%	40.00 元	2015 年 12 月 3 日	39.06 元
000035. SZ	中国天楹	12.19%	12.17%	99.8%	6.84 元	2016 年 11 月 26 日	8.12 元

综观相关失败案例,或是类似于上海家化,公司股价在要约期间被“神秘资金”暴力拉升;或是类似于海隆软件,公司股价因为某种利好在要约收购报告书摘要公告后、要约收购报告书公告前大幅上涨。要约价格是其中的关键,也是争议的焦点。按照《上市公司收购管理办法》的立法本意,要约收购应当按照最优价格原则确定要约价格,反映上市公司最新情况,公平对待股东。这是否说明要约价格应当反映要约期间开始时上市公司的最新情况呢?根据《上市公司收购管理办法》第35条的规定,要约收购提示性公告日是目前要约价格的定价基准日。而在实务中,要约收购提示性公告日往往远远早于要约报告书公告日,第二类部分要约也通常是利用这中间的时间窗口进行交易设计,以规避要约义务。但这种设计是否符合立法本意,要约价格的定价基准日是否有必要后延至要约收购报告书公告日,均值得仔细探讨。

2. 关于部分要约的平衡机制探讨

出现上述情形的主要原因在于:在现行规则下,一方面,要约收购的价格可以锁定在提示性公告日,要约收购报告书公告距此尚有时间间隔,而要约价格并不随行就市。另一方面,目前部分要约收购制度下,收购期限届满后,收购人应当按照收购要约约定条件收购预受要约股份(除非预受要约股份超过预定收购数量时,收购人应当按照同比例收

购)。收购人可以借拉动股价挤出潜在接受要约方,锁定最终的收购对象,借此达到规避强制要约、定向减持、协议转让等目的。

有观点认为,应当要求要约价格随行就市。从部分要约收购制度的初心来看,部分要约在于为收购人提供一个像不特定方大量收购股份的途径,在境外成熟资本市场较为普遍。其价格机制的原因在于价格锁定有助于收购人根据自身资金实力评估收购股份数量。因此,简单的要求要约价格随行就市将使收购人的风险将无限扩大,最终导致收购人无力负担收购结果、部分要约收购流产,从而令部分要约收购制度形同虚设。

因此,我们可以从制度设计的初心探讨反制措施,主要有两个方向:一是设置“冷静期”,即在要约收购提示性公告公布至要约收购结束期间,禁止上市公司筹划重大资产重组等对股价有重大影响的事项,或者上市公司公布对股价有重大影响的事项的,要求收购人随之调整价格,这种机制设置虽然能够抑制上市公司大股东要约收购时通过重大事项拉动股价,但是对于非股东的收购方而言,要约成本将变得不可控;二是设置部分要约收购失败机制。所谓部分要约失败制度,是指收购人发出要约收购报告书后,最终预受要约方达不到限定数量或者预受股份达不到限定数量,将导致部分要约失败,收购人也不得以要约价格收购原预受要约方股份。这样设置的原因在于平衡收购人部分要约的权利和存在制度套利的现实之间的矛盾。部分要约失败制度可以降低收购人通过操纵市场价格调节最终收购对象的动机,保证上市公司中小投资者在正常市场秩序下对公司价值进行判断,维护公平公正的交易制度。当然,部分要约失败制度将扩大部分要约收购制度的不确定性,且如“冷静期”制度一样,上市公司可以利用该机制“狙击”外来投资者的收购行为。

制度设计的要义在于平衡各种利益及价值判断的矛盾,很难寄希望于某个制度的一劳永逸,监管作为制度的执行者和保障者,在日常交易中应当关注导致制度异化的行为,究根问底,追溯行为背后的实质,保证市场秩序的公开公正。