

瑞士投资报告

2026 年 7 月



* 瑞士投资报告由瑞士律师事务所文斐律师事务所（“文斐”）提供，该事务所是一家在大中华区提供服务方面积累了丰富经验的瑞士律所。

瑞士投资报告专为打算将业务扩展到瑞士或欧洲或已经在瑞士开展业务的中国投资者设计。

瑞士投资报告提供了有关瑞士投资相关法律框架的背景信息，以及从外国投资者的角度来看瑞士立法的当前发展情况。

瑞士上市公司敌意收购全流程：相关各方的关键考量

- 一 概述
- 二 要约发出之前—构建防御体系
- 三 要约启动之后—进入严格监管的交易阶段
- 四 取得控制权之后—挤出少数股东
- 五 总结

瑞士上市公司敌意要约收购全流程：相关各方的关键考量

一、概述

敌意收购，是指收购方未取得目标公司董事会事先同意，直接向目标公司股东发起收购要约。对于目标公司而言，这通常是其可能面临的重大公司事件之一。瑞士关于此类交易的法律框架较为详尽，且受到严格监管，其影响不仅限于交易参与者和律师，同时也涉及创始人、董事、员工以及个人股东。

本文将围绕敌意收购的完整流程展开，涵盖要约发出前的防御安排、要约公开后适用的严格规则，以及取得控制权后挤出剩余少数股东的最终步骤。对于任何可能参与瑞士上市公司公开收购，或可能受其影响的主体而言，无论其作为收购方、目标公司还是股东，理解上述规则均具有重要意义。

二、要约发出之前—构建防御体系

早在任何敌意收购方出现之前，瑞士上市公司即可采取一系列措施保护自身。这些措施通常预先设置于公司章程等组织性文件及商业协议中，并可能直接影响未来任何收购行动的走向和结果。

- **表决权上限：**公司可以限制单一股东可登记于股东名册或可在股东大会上行使的表决权比例。常见上限为 2%至 5%。其效果是，即使某一股东不断增持并取得较高比例的经济权益，也并不当然取得相应的表决控制权。
- **取消或修改表决权上限的特别多数要求：**公司章程可以规定，取消或修改表决权上限须满足特别法定人数要求，或经特别多数表决通过。因此，敌意收购方如未能获得其他投资者的广泛支持，通常难以轻易突破这一障碍。
- **预授权资本增发（“毒丸安排”）：**公司章程可以授权董事会在收购要约发起时发行大量新股，并排除现有股东的优先认购权。由此产生的即时稀释效应，会显著提高收购成本，并往往使收购在商业上变得不可行。
- **合同中的控制权变更条款：**融资协议、供应合同和其他重要商业合同可以约定，在公司发生控制权变更时，合同相对方有权终止合作关系或要求债务提前清偿。此类条款设计可能迅速削弱目标公司的价值，从而降低潜在收购方的收购意愿。

- **员工期权的加速归属：**股权激励计划可以规定，一旦发生控制权变更，尚未满足归属条件的全部奖励权益将自动提前完成归属。由此产生的即时财务负担，将增加收购方完成收购的成本。
- **通过友好股东集中表决权：**公司可以将表决权最高达普通股十倍的高表决权股份交由创始人或长期友好股东持有。即使收购方取得多数经济权益，表决控制权仍可能掌握在内部人手中，从而使敌意收购要约在未经其同意的情况下难以推进。

法律界限：需要注意的是，上述防御措施并非没有限制。董事会必须始终以公司最佳利益行事，并平等对待所有股东。若某项措施缺乏可信的商业理由，而仅服务于巩固管理层地位，则可能受到挑战。此外，董事须每年重新选举，其任职或聘用合同项下的解约通知期最长不得超过一年，法律亦明确禁止异常高额的离职补偿金，即所谓的“黄金降落伞”。这些限制旨在防止董事仅为保全自身职位而动用公司资源。

三、 要约启动之后—进入严格监管的交易阶段

公开收购要约一经公告，无论是通过预先公告，还是通过正式发布要约说明书，相关法律环境均会发生根本变化。瑞士收购委员会(Swiss Takeover Board, 简称“TOB”)将承担核心监管职责，而目标公司董事会的行动空间也会受到显著限制。

1. 对目标公司董事会的限制

自要约公开之日起至最终结果公布之日止，目标公司董事会不得采取任何可能显著改变公司资产或负债状况的行动。其背后的逻辑十分明确：是否接受要约，应由股东决定，而非由董事会决定。具体而言，董事会不得采取以下措施：

- 出售或设置权利负担于所谓“核心资产”，即收购方认定为主要收购目标的资产；
- 出售或收购超过公司总资产或盈利 10% 的资产，即所谓“焦土防御”；
- 在不向现有股东授予优先认购权的情况下发行股份；
- 回购公司自有股份，或授予期权、转换权，但常规员工参与计划或为履行既有义务而采取的安排除外；

- 发放“黄金降落伞”。

上述限制仅可在股东大会明确批准相关行动的情况下被排除适用。此外，董事会始终可以寻找友好的替代收购方（即所谓“白衣骑士”），因为竞争性要约可能有利于股东。尤其需要注意的是，目标公司向任何友好收购方提供的公司信息，也必须以完全相同的方式提供给敌意收购方。只有在基于公司重大利益并取得瑞士收购委员会事先同意的情况下，才允许差别对待。

2. 收购方可在要约中附加的条件

自愿公开收购要约可以附加条件，但该等条件应当具有客观正当性、表述明确、不受收购方单方控制，并符合公平原则。实践中，通常可以接受的条件包括：

- 达到最低接受比例，该最低接受比例原则上不得高于有表决权股份的三分之二，但收购方已持有相当比例股份的除外；
- 取得必要的监管批准，或不存在法院禁令；
- 未发生重大不利变化。此类变化须通过具体数字门槛界定，例如营业额下降 5% 或利润下降 10%。若“重大不利变化”条款表述过于宽泛，并赋予收购方过大的自由裁量权，通常不会被接受；
- 不存在破坏性股东大会决议，例如派发大额股息，或作出金额超过公司总资产约 10% 的资本变更；
- 在换股要约中，对价股份完成发行和上市。
- 对于强制性公开收购要约，只有在存在重大理由的情况下才允许附加条件，而该等理由通常限于监管审批。

另外，有一项重要限制适用于所有情形：在现金要约中，收购方不得将“获得融资”作为要约条件。这是保护投资者的一项核心规则。

3. “资金确定性”要求

在要约说明书发布之前，收购方必须已完成全部融资安排。独立审查机构须审查相关安排，并在要约说明书中确认，必要的现金或证券将在结算日可供支付或交付。该规则旨在确保股东在作出不可撤销的接受要约决定时，可以信赖收购方的实际支

付能力。目标公司不对收购方的融资承担任何责任，且要约不得附加融资条件。上述“资金确定性”制度不适用于法定合并，因为法定合并适用不同的程序安排。

4. 交易保护和解约费

解约费原则上是允许的，但须受到瑞士收购委员会在实践中形成的一项重要非成文限制的约束：其金额和安排不得阻碍竞争性收购方提出要约，也不得对股东形成压力。实践中，解约费金额通常应大致对应收购方实际发生的成本，且不得与目标公司的财务状况明显不相称。一般而言，只有在交易因竞争性要约，或目标公司违反其对收购方承担的义务而未能完成时，解约费才会被触发。

反向解约费，即收购方未能完成交割时由其向目标公司支付的费用，在实践中较少见。即使约定了反向解约费，也不意味着目标公司一方可以承担更高金额的解约费。上述公平原则同样适用于需经股东批准的友好法定合并。

5. 竞争法之外的政府干预

瑞士预计将于 2027 年 1 月左右起引入外国直接投资审查制度。根据该制度，受外国国家控制的投资者如收购敏感领域企业，包括国防、能源和公用事业基础设施、供水、对政府运行具有关键意义的信息技术、医疗健康、金融服务、交通运输、食品供应及电信等领域的企业，将需要事先取得瑞士联邦经济事务秘书处（State Secretariat for Economic Affairs, 简称“SECO”）的批准。该制度旨在防止国家关键基础设施在未经审查的情况下落入外国国家控制之下。此外，受到制裁的个人和实体不得在瑞士投资。外国投资者收购非上市房地产公司或直接购买房地产，也可能需要取得许可，但上市房地产公司通常可适用豁免。

6. 公开收购要约时间表

公开收购要约须遵循由 TOB 监督的严格、透明的时间安排。主要时间节点包括：

- 要约说明书发布后 10 个交易日的等待期；
- 20 至 40 个交易日的主要要约期；
- 主要要约期届满后 4 个交易日内公布中期结果；届时，任何尚未满足的条件均须得到满足或被放弃；
- 如要约成功，将进入为期 10 个交易日的强制性追加接受期；

- 追加接受期结束后 4 个交易日内公布最终结果；
- 最终结果公布后 10 个交易日内完成结算。

四、 取得控制权之后一挤出少数股东

取得多数股权通常只是收购过程中的一个中间步骤。多数收购方的最终目标是实现对目标公司的 100%所有权，以便对其进行全面整合，并简化其治理结构。瑞士法律根据收购方所达到的控制程度，提供了若干不同的后续路径。

1. 通过法院程序注销剩余股份（超过 98%）

如果收购方持有超过 98%的表决权，可在三个月内向法院申请注销全部剩余股份。少数股东将按要约价格获得对价，且不享有另行请求股份估值的权利。其制度逻辑在于，由 TOB 监管的要约程序本身已经确保了价格的公允性，而极少数剩余股东不应能够阻碍股份注销。

2. 挤出式合并（超过 90%）

如果收购方持有至少 90%的表决权，则可将目标公司并入其子公司，并使少数股东取得现金或另一家公司的股份，而非取得合并后存续实体的股权。持异议的股东可以就合并本身或相关对价向法院提出异议，从而获得司法层面的保障。

3. 低于 90%时的其他策略

如果收购方持有的表决权低于 90%，则可继续通过市场交易或场外交易收购股份，但在追加接受期结束后的六个月内须遵守“最佳价格”规则。收购方也可寻求将目标公司从证券交易所退市。退市须取得股东大会所代表表决权三分之二多数的同意，并可能对剩余股东形成出售压力。除此之外，收购方还可通过向目标公司注入资产并换取新股的方式，稀释少数股东权益。

五、 结论

瑞士关于敌意收购的制度，在不同利益之间形成了审慎平衡：在收购要约出现前，公司可以通过章程安排及商业合同设置具有实际意义的防御措施；但一旦要约公开，董事会即受到严格的中立义务约束，从而维护股东对是否接受要约的决策权。与此同时，收购方必须事先落实融资安排，并只能附加清晰、公平的要约条件。

在取得控制权后，瑞士法律亦提供了进一步实现完全持股的明确路径，同时通过相应程序安排保护少数股东权益。对于任何参与或可能受到瑞士公开收购影响的人而言，无论其身份是创始人、董事、员工还是股东，充分理解上述规则不仅具有参考价值，更是在交易过程中稳妥应对的必要前提。

本文仅提供一般信息不意图提供法律建议。

© 文斐律师事务所，2026 年 7 月。

访问我们的网站 www.wenfei.com 获取所有版本的瑞士投资报告。