

2020威科先行系列实务指引

上市公司并购重组 实务指引



Wolters Kluwer | 威科先行®

总序

承载一百八十年的专业服务品质，立足中国法律服务市场的需求。2020年，本着以精品内容持续服务法律市场的愿景，威科先行法律信息库推出的“威科先行实务指引”系列内容，特邀持续耕耘法律实务领域且成绩卓越的律师及团队为作者进行深度撰写。本年度“威科先行实务指引”系列品牌内容将聚焦网络安全、金融、反商业贿赂、劳动法四大领域，受邀作者团队将从多维视角出发进行内容撰写，落地成册，汇集成法律实务领域的智慧指引，赋能中国法律实务人士。

《上市公司并购重组实务指引》为金融系列实务指引其中一册，由环球律师事务所**刘成伟、赵久光、任清、余峥、陈捷奕、张斯怡、张思婧、湛晶心**等八位行业资深律师悉心写作而成。该指引从流程切入，对上市公司并购重组业务中需要应对的各个层面问题提供了实务性指引。指引涵盖上市公司收购的主要方式、上市公司收购的特定交易、上市公司重大资产重组、借壳上市/重组上市、上市公司并购重组中的反垄断申报及国家安全审查、上市公司并购重组中的激励对赌及人员安置、破产重整、上市公司并购重组中的争议解决等章节。清晰分明的体例与完整细致的内容将为上市公司并购重组业务提供可落地的操作建议。



刘成伟 简介

合伙人

直线: 86-10-6584-6599

总机: 86-10-6584-6688

传真: 86-10-6584-6666

手机: +86 138-1030-8745

邮箱: alliu@glo.com.cn

微信: ListCo

刘成伟律师是环球律师事务所的合伙人，常驻北京，从业超过十五年。刘律师的主要执业领域包括并购重组、私募投融资及资本市场。在并购领域，包括上市公司收购、重大重组、跨境交易及国企混改等，刘律师已经主办了众多有代表性的项目。在私募投融资领域，刘律师代表众多知名基金参与了大量私募股权投资、基金募集及管理人登记等项目、人民币或红筹架构境内外投资项目。在资本市场领域，刘律师主办并协助众多客户完成纳斯达克上市、纽交所上市、香港联交所上市、B转H股、H股私有化退市、公开发行可转债、以及若干房地产公司的海外债券发行等。



赵久光 简介

合伙人

直线：86-10-6584-6767

总机：86-10-6584-6688

传真：86-10-6584-6666

手机：+86 137-0118-3283

邮箱：zhaojiuguang@glo.com.cn

赵久光律师为环球律师事务所的合伙人，常驻北京，其主要执业领域为国内诉讼、仲裁、各类商事纠纷的非诉解决，以及公司清算、破产方面的有关业务；擅长处理公司控制权纠纷、公司并购与重组纠纷、金融类纠纷、中外合资合作纠纷以及公司自行清算、破产清算/重整等方面业务。赵律师所服务的主要客户包括各类大型国有企业、境内外上市公司、国有及外资银行、信托公司、投资公司、行业领先的互联网企业、高新科技企业等。赵律师在综合解决方案的制定以及诉讼/仲裁案件的策划/应对等方面具有丰富的实战经验，得到了客户的充分认可和好评。



任清 简介

合伙人

直线: 86-10-6584-6563

总机: 86-10-6584-6688

传真: 86-10-6584-6666

邮箱: renqing@glo.com.cn

任清律师为环球律师事务所常驻北京的合伙人，主要执业领域为反垄断、WTO/国际贸易、国际争议解决。任律师代表国内外企业办理了数十起经营者集中反垄断申报和调查案件，涉及非简易案件（含附加限制性条件批准案件）、简易案件和未依法申报案件等。任律师还代理反垄断调查和民事诉讼，并提供反垄断合规服务。任律师担任中国世贸组织法研究会常务理事，在WTO争端解决、出口管制、经济制裁、贸易调查等领域具有丰富的实务经验。任律师受聘为中国贸仲、中国海仲、北仲、上海国仲、深圳国仲等仲裁机构的仲裁员，并代理商事仲裁和投资仲裁案件。



余峥 简介

合伙人

直线：86-755-8388-5980

总机：86-755-8388-5987

传真：86-755-8388-5988

邮箱：yuzheng@glo.com.cn

余峥律师为环球律师事务所的合伙人，常驻深圳。余律师目前专注从事大消费及 TMT 行业的 PE/VC 基金国内及跨境的收购及投资业务。近年来他一直代表大中华区专注新消费品投资的领先 PE 基金投资多宗如游戏、大数据、互联网文化、连锁经营、新品类食品等新消费类、新技术类项目。他对于大消费类资产（含农业）的行业特点、风险点及控制、收购方案设计富有心得。同时，余律师在香港 IPO 业务也具有娴熟执业经验，并从事部分涉外劳动法业务。



陈捷奕 简介

合伙人

直线：86-755-8388-5402

总机：86-755-8388-5988

传真：86-755-8388-5987

邮箱：chenjieyi@glo.com.cn

陈捷奕律师为环球律师事务所的合伙人，常驻深圳，其主要执业领域为兼并与收购、投融资、破产重整、争议解决（公司及金融）等，尤其擅长与金融、地产、生物医药、环保、科技等行业相关的法律服务。陈律师具备金融交易与争议解决复合经验，其丰富的争议解决经验为重大并购、投融资项目中的尽职调查、交易结构设计、交易文件起草、商业谈判等事项提供了前沿的实务经验支持；其并购、投融资项目的丰富经验同时亦为公司、金融等相关商事争议解决提供了行业背景和交易习惯的有力补充。

在并购、投融资领域，陈律师主导或参与了多个综合性重大项目，为国有企业及上市公司投融资、PE/VC 投资、新经济公司融资、企业兼并及收购等项目提供全流程法律服务。



张斯怡 简介

顾问律师

直线：86-755-8388-5965

总机：86-755-8388-5987

传真：86-755-8388-5988

邮箱：zhangsiyi@glo.com.cn

张斯怡律师为环球律师事务所常驻深圳的顾问律师，其主要执业领域为境内外上市、境内外债券发行、并购与重组及私募股权投资等。张律师主办了诸多私募股权投资、境外上市与重组、境内上市及发债项目，相关项目涉及科技、消费、制造业、房地产、基础设施等行业。



张思婧 简介

顾问律师

直线: 86-10-6584-6523

总机: 86-10-6584-6688

传真: 86-10-6584-6666

邮箱: zhangsijing@glo.com.cn

张思婧是环球律师事务所的顾问律师，常驻北京，其主要执业领域为跨境并购、基金及股权投资、企业合规等，业务涉及高科技、房地产、金融、消费、医疗、制造业等多个领域。张律师代表诸多国有企业、A股上市公司完成海外投资和并购的项目，也代表诸多外国投资者在中国境内开展投资和并购，处理过大量交易结构复杂且重大的交易。张律师不仅主办过多个人民币和美元基金募集设立，还曾代表资金方投资私募基金。此外，张律师主办了数百个美元基金和人民币基金的风险投资项目，并为诸多独角兽公司提供融资和企业合规咨询。



湛晶心 简介

顾问律师

直线：86-10-6584-6581

总机：86-10-6584-6688

传真：86-10-6584-6666

邮箱：zhanjingxin@glo.com.cn

湛晶心是环球律师事务所顾问律师，常驻北京，其主要执业领域为并购、资本市场等。湛律师主办了诸多境内和跨境投资并购及境外上市的项目。湛律师擅长互联网和科技企业的融资并购、搭建及拆除红筹结构、赴境外上市等，主办了诸多科技企业私募融资及美国、香港上市项目。湛律师还曾在证券监管机构从事研究工作，对于境内外证券监管体系有较深入的研究，并曾在核心期刊上发表若干研究报告。

目录

第一章 上市公司收购的主要方式	1
一、前言.....	1
二、主要方式.....	1
(一) 二级市场收购.....	2
(二) 协议收购.....	3
(三) 要约收购.....	5
(四) 间接收购.....	8
(五) 表决权委托.....	9
三、小结.....	9
第二章 上市公司控制权交易	10
一、上市公司控制权交易概述.....	10
二、上市公司控制权交易的主要步骤.....	11
(一) 委托中介.....	11
(二) 尽职调查.....	12
(三) 监管程序.....	14
三、上市公司控制权交易的常见问题.....	15
(一) 注意触发要约收购的情形.....	15
(二) 控制权交易对上市公司控制权稳定性的影响.....	16
第三章 上市公司收购中的国有股转让	18
一、监管脉络.....	18
(一) 监管对象.....	18
(二) 监管部门.....	20
二、各交易类型的监管概要.....	21
三、二级市场交易.....	25
(一) 国有股东通过二级市场减持.....	25
(二) 国有股东通过二级市场增持.....	26

四、国有股协议转让.....	26
(一) 定价原则	26
(二) 非公开协议转让适用情形	27
(三) 交易流程	27
五、间接转让.....	29
(一) 规则适用	29
(二) 定价原则	29
第四章 外国投资者战略投资 A 股上市公司	30
一、主要监管规定	30
二、外资战投方式	31
三、外资战投的资质及交易要求	31
(一) 战略投资者应符合以下要求.....	32
(二) 外资战投受限于以下规定	32
四、外资战投的审批程序	32
五、外资战投与上市公司并购	33
六、《2020 年征求意见稿》的主要修订	34
七、实践中的突破	36
第五章 上市公司重大重组的界定与交易流程	37
一、重大重组的监管框架及交易类型	37
二、重大重组的界定.....	39
(一) 重大重组的界定指标及计算公式.....	39
(二) 重大重组 50% 指标的分子—区分不同标的资产	41
(三) 非股权类资产的重大重组 50% 指标的计算.....	41
三、重大重组交易进程中的股票停复牌	42
四、重组交易中的内幕交易防控	45
五、重大重组的内部决策	49

六、重大重组的外部审核	51
(一) 证券监管环节的外部审核	51
(二) 其他环节的外部审核	54
七、重大重组的交易实施及持续监督	55
第六章 上市公司并购重组中的激励对赌与员工安置	57
一、上市公司并购重组中的激励对赌	57
(一) 定义	57
(二) 上市公司并购重组中需要进行激励对赌的情况	58
(三) 上市公司并购重组中激励对赌的补偿形式	58
(四) 上市公司并购重组中补偿的计算方法和期限	60
(五) 上市公司并购重组的对赌协议中业绩补偿承诺的变更	61
(六) 小结	61
二、上市公司并购重组中的员工安置	62
(一) 上市公司并购重组中员工安置的概述	62
(二) 员工安置方案的主要内容	62
(三) 对员工安置方案的相关监管问题	64
(四) 小结	65
第七章 上市公司并购重组中的反垄断审查及国家安全审查	66
一、反垄断审查	66
(一) 法律框架和执法机构	66
(二) 哪些交易需要进行经营者集中申报?	67
(三) 申报义务人	72
(四) 申报时间点	72
(五) 申报和审查的流程	73
(六) 竞争影响评估	77
(七) 审查决定	78

(八) 未依法申报违法实施集中 (“抢跑”)	80
二、外商投资安全审查	81
(一) 法律框架和审查机构	81
(二) 哪些交易需要经过外商投资安全审查?	82
(三) 外商投资安全审查内容	83
(四) 外商投资安全审查的程序	83
(五) 永辉超市收购中百集团案	85
第八章 破产重整	87
一、上市公司破产重整过程中的特殊问题	87
(一) 案件受理	87
(二) 信息披露	89
(三) 重整计划	90
(四) 停复牌制度	92
(五) 其他	93
二、上市公司预重整	94
(一) 主要操作流程	95
(二) 预重整的申请条件	95
(三) 预重整中的主要法律问题	96
(四) 司法实践	99
三、合并重整	100
(一) 实质合并重整模式	100
(二) 程序合并重整模式	101
(三) 协调审理模式	102
第九章 上市公司并购重组中的争议解决	104
一、一般合同争议	104
(一) 合同生效问题	104

(二) 合同履行问题.....	1 0 5
(三) 合同解除问题.....	108
二、对赌类争议	109
(一) 对赌协议的效力问题	109
(二) 对赌条款的履行问题	112
三、公司控制权类争议	116
(一) 股东资格确认纠纷.....	116
(二) 公司决议纠纷.....	118
(三) 控股权之争中的行为保全.....	119
四、担保类争议	120
(一) 关于担保合同效力的认定.....	120
(二) 关于担保合同无效的后果.....	122

第一章 上市公司收购的主要方式

作者：陈捷奕 | 叶长城（彭璐亦有贡献）

一、前言

2020年3月，上市公司收购适用的相关法律法规发生了重要变化，一是最新修订的《中华人民共和国证券法》（下称“《证券法》”）于3月1日施行，二是为了适应新修订的《证券法》，《上市公司收购管理办法》（下称“《管理办法》”）及相关配套文件亦于2020年3月20日进行了修订并于同日施行。

虽然上述法律法规未就“上市公司收购”作出明确定义，但实践中通常以证监会上市部发出的《关于上市公司收购有关界定情况的函》（上市部[2009]171号）为依据，认为上市公司收购是指“为了获得或巩固上市公司控制权的行为”。在此意义上，本文讨论的对象实际为“广义的上市公司收购”，即参照证券法第四章“上市公司的收购”及《管理办法》的相关规定，涵盖了收购上市公司控制权及不涉及收购上市公司控制权的常规权益变动情形。

二、主要方式

根据《证券法》第62条规定，“投资者可以采取要约收购、协议收购及其他合法方式收购上市公司”；此外，《管理办法》第5条规定，“收购人可以通过取得股份的方式成为一个上市公司的控股股东，可以通过投资关系、协议、其他安排的途径成为一个上市公司的实际控制人，也可以同时采取上述方式和途径取得上市公司控制权”。

具体而言，目前实践中上市公司收购的主要方式包括**二级市场收购、要约收购、协议收购、间接收购、表决权委托**等。此外，认购增发、股份托管、司法拍卖、质押执行等亦属于广义的上市公

司收购方式，但该等收购方式的适用场景较少，基于本文篇幅缘故在此暂不展开讨论。

（一）二级市场收购

二级市场收购是指通过证券交易所竞价交易系统或者大宗交易系统购买上市公司股份。

二级市场收购具有流通性强、交易成本低、效率高等优势，但与此同时，流通股数量有限、价格存在一定的不确定性、相关权益变动的信息披露义务繁杂等劣势亦十分明显，故通常情况下二级市场收购常见于少量持股的情形（但在敌意收购时是收购方收购上市公司的重要方式之一），一般不作为收购上市公司控制权的方式，而更多成为补充或巩固控制权地位的方式。当然，二级市场收购亦可以与一致行动、表决权委托等其它收购方式相结合作为争夺上市公司控制权的方式，例如万宝之争中，宝能系深圳市钜盛华股份有限公司及其一致行动人即是自 2015 年 7 月起通过不断在二级市场增持万科 A（000002）股份的方式与万科 A 当时的实际控制人华润股份有限公司开展控制权争夺。

二级市场收购对于收购方的资金储备要求较高，且如收购事项（以谋求第一大股东或主要股东为意图的收购）未与上市公司董事会达成合意的情况下，通常会被视为“敌意收购”进而遭受控股股东、董事会的反收购阻击。而相关法律法规中对于二级市场收购的相关规定（如举牌等权益披露要求）给予了上市公司准备的时间，进而对收购方的进一步收购造成阻力。根据《管理办法》第 13 条的规定，二级市场收购应符合相应的条件及程序，具体如下所示：

1. 初次达到 5%，举牌及禁止交易（T+3）：投资者及其一致行动人通过二级市场交易拥有权益的股份达到相关上市公司已发行股份的 5% 时，应当在该事实发生之日起 3 日（指交易日，不含公告日当天）内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，通知该上市公司，并予公告；在上述期限内，不得再行买卖该上市公司的股票，但中国证监会规定的情形除外。

2. 已达 5% 后权益变动幅度达 5%，举牌及禁止交易（T+3+3）：投资者及其一致行动人通过二级市场交易拥有权益的股份达到相关上市公司已发行股份的 5% 后，再次通过二级市场增加或减少其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例达 5% 的，应当在该事实发生之日起至公告后 3 日内编制权益变动报告书，向中国证监会、证券交易所提交书面报告，通知该上市公司，并予公告；在上述期限内，不得再行买卖该上市公司的股票，但中国证监会规定的情形除外。

3. 已达 5% 后权益变动幅度达 1% 不满 5%，举牌：投资者及其一致行动人通过二级市场交易拥有权益的股份达到相关上市公司已发行股份的 5% 后，再次通过二级市场增加或减少其拥有权益的股份占该上市公司已发行股份的比例达 1% 的，应当在该事实发生的次日通知该上市公司，并予公告。

此外，根据《管理办法》的规定，如收购方及其一致行动人通过二级市场收购等方式成为上市公司第一大股东或者实际控制人，其拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的 5%，但未达到 20% 的，除应当编制权益变动报告书外，还应当披露《管理办法》第 17 条第 1 款规定的内容；如通过二级市场收购触发要约收购义务的，应当发出要约收购并按其相关规定执行。

（二）协议收购

根据《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》（下称“《上交所协议转让指引》”）、《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》（下称“《深交所协议转让指引》”），协议收购是指转让双方依据依法订立的协议申请转让交易所上市公司流通股股份的行为。协议收购具有信披义务集中、转让条件灵活、收购价格可预期等优势，属于上市公司收购较为常见的方式，仅以笔者于某资本市场数据库以“股东协议转让”为标题关键词进行检索的结果为例，2020年5月发布关于股东协议转让公告的上市公司就有20余家，包括曲美家居（603818）、宇信科技（300674）、尚纬股份（603333）等。

此外，根据《管理办法》第47条第3款，收购人拟通过协议方式收购一个上市公司的股份超过30%的，超过30%的部分，应当改以要约方式进行（适用要约豁免的除外），否则在发出全面要约前不得履行收购协议。

1. 适用条件

根据上交所、深交所及中国证券登记结算有限公司（下称“中登公司”）联合发布的《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》（下称“《协议转让暂行规则》”）的规定：“采用协议转让方式的上市公司的收购可以通过证券交易所和结算公司办理流通股协议转让手续”。

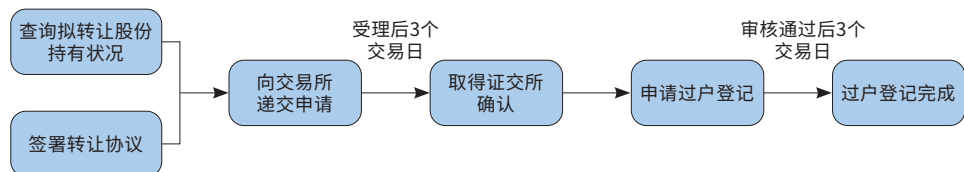
在此基础上，《上交所协议转让指引》及《深交所协议转让指引》提出了进一步要求，主要要求如下：

事项	上交所	深交所
申请协议转让应符合的要求	<p>(1) 拟转让股份的性质为无限售条件流通股（法律、行政法规、部门规章、规范性文件以及本所业务规则另有规定的除外）；</p> <p>(2) 单个受让方的受让比例不低于公司股份总数的5%（转让双方存在实际控制关系、均受同一控制人所控制及法律、行政法规、部门规章、规范性文件、本所业务规则另有规定的除外）；</p> <p>(3) 股份转让价格不低于转让协议签署日（当日为非交易日的顺延至次一交易日）公司股份大宗交易价格范围的下限（法律、行政法规、部门规章、规范性文件、本所业务规则另有规定的除外）；</p> <p>(4) 依据相关规定应当经行政审批方可进行的协议转让，已获得有关部门的批准。</p>	<p>(1) 上市公司控股股东和持股5%以上股东通过协议转让方式向多个受让方减持股份的，单个受让方的受让比例不得低于5%（转让双方存在实际控制关系、均受同一控制人所控制或者法律法规等另有规定的除外）；</p> <p>(2) 拟转让股份的性质为无限售条件流通股（法律、行政法规、部门规章、规范性文件以及本所业务规则另有规定的除外）；</p> <p>(3) 应当以协议签署日的前一交易日转让股份二级市场收盘价为定价基准，转让价格范围下限比照大宗交易的规定执行（法律、行政法规、部门规章、规范性文件及本所业务规则等另有规定的除外）；</p> <p>(4) 依法须经行政审批方可进行的股份转让，已经获得有关部门的批准。</p>

事项	上交所	深交所
不予受理的情形	(1) 拟转让股份已经被质押且质权人未书面同意转让； (2) 拟转让股份存在尚未了结的诉讼、仲裁、其它争议或者被司法冻结等权利受限情形； (3) 拟转让股份存在不得减持的情形； (4) 本次转让可能导致规避股份限售相关规定； (5) 违反转让双方或者任何一方作出的承诺； (6) 协议签署日与提交申请日期间超过 6 个月且无正当理由； (7) 本次转让可能构成短线交易或者存在其他违反法律、行政法规、部门规章、规范性文件或本所业务规则的情形； (8) 上交所认定的其他情形。	(1) 拟转让的股份已被质押且质权人未出具书面同意函； (2) 拟转让的股份存在尚未了结的诉讼、仲裁或者其他争议或者被司法冻结等权利受限情形； (3) 本次转让存在不得减持的情形； (4) 违反股份转让双方作出的相关承诺； (5) 本次转让可能导致规避股份限售相关规定； (6) 本次转让可能构成短线交易或者其他违反法律法规的情形； (7) 本所认定的其他情形。

2. 基本流程

根据《协议转让暂行规则》，协议转让基本流程如下：



3. 协议收购的注意事项

递交协议收购申请时，应严格按照《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指南》（下称“《**上交所协议转让指南**》”）及其附件或《深交所协议转让指引》附件“深圳证券交易所上市公司股份协议转让申请文件清单”中规定的要求准备相关材料，包括应确认是否需要公证、认证手续、是否需要国资部门出具批准或备案文件、是否涉及持牌金融机构主管部门出具批准文件、是否涉及特殊情形下的限售股转让、是否涉及要约收购等。

其中，下列情形还需要由律师事务所出具法律意见书：（1）转让双方存在实际控制关系，或者均为同一控制人所控制的；（2）拟依据《<上市公司收购管理办法>第六十二条及<上市公司重大资产重组管理办法>第四十三条有关限制股份转让的适用意见——证券期货法律适用意见第4号》相关规定转让限售股份的。

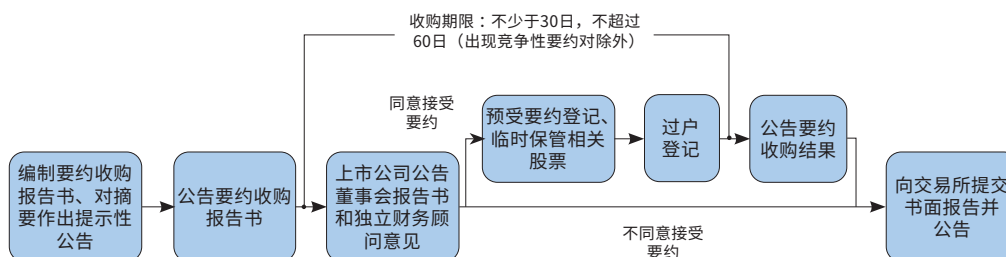
（三）要约收购

要约收购包括全面要约和部分要约。全面要约是指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；部分要约是指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。无论是全面要约还是部分要约，均需要向被收购上市公司的所有股东发出意向公告，以明确的条件通过场内交易收购相关股东持有的全部或部分上市公司股份。虽然要约收购与二级市场交易类似，同样受到流通股的数量、价格、程序等问题的限制，但由于此收购方式下收购方不需要明确的合作方，故要约收购也常出现于敌意收购中。

此外，根据《管理办法》第 24 条，通过证券交易所的证券交易，收购人持有有一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。但必须注意的是，根据《管理办法》第 56 条第 2 款，收购人无论通过任何方式导致其拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30% 的，应当向该公司所有股东发出全面要约（符合要约豁免条件的除外）。

1. 基本流程

根据《管理办法》，要约收购基本流程如下：



2. 主要监管要求

根据《管理办法》，要约收购主要监管要求如下：

序号	类型	具体要求
1	价格限制	(1) 收购人可以针对持有不同种类股份的股东提出不同的收购条件； (2) 对同一种类股票的要约价格，不得低于要约收购提示性公告日前 6 个月内收购人取得该种股票所支付的最高价格； (3) 要约价格低于提示性公告日前 30 个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的，收购人聘请的财务顾问应当就该种股票前 6 个月的交易情况进行分析，说明是否存在股价被操纵、收购人是否有未披露的一致行动人、收购人前 6 个月取得公司股份是否存在其他支付安排、要约价格的合理性等。

2	价款支付方式	收购人可以采用现金、证券、现金与证券相结合等合法方式支付收购上市公司的价款（具体应符合《管理办法第36条的相关规定》），并在作出要约收购提示性公告的同时，提供至少一项法定安排以保证其具备履约能力。
3	被收购公司董事会对收购人进行调查	被收购公司董事会应当对收购人的主体资格、资信情况及收购意图进行调查，对要约条件进行分析，对股东是否接受要约提出建议，并聘请独立财务顾问提出专业意见。在收购人公告要约收购报告书后20日内，被收购公司董事会应当公告被收购公司董事会报告书与独立财务顾问的专业意见。
4	被收购公司董事会重大经营活动限制	收购人作出提示性公告后至要约收购完成前，被收购公司除继续从事正常的经营活动或者执行股东大会已经作出的决议外，未经股东大会批准，被收购公司董事会不得通过处置公司资产、对外投资、调整公司主要业务、担保、贷款等方式，对公司的资产、负债、权益或者经营成果造成重大影响。
5	董事不得辞职	在要约收购期间，被收购公司董事不得辞职。

3. 要约豁免

从上文中的要约收购方式基本流程图中可以看出，要约收购流程较为复杂，为了简化相关流程，《管理办法》规定了要约豁免的情形，且2020年新修订版本较上一版本而言进一步放宽了要约豁免的范围并简化了相关流程。

首先，新修订的《管理办法》取消了原第62条情况下须向证监会申请豁免的要求。根据新修订的《管理办法》，出现下列情形时，收购人可以直接免于以要约方式增持股份，且无须经过证监会的审批：

- (1) 收购人与出让人能够证明本次股份转让是在同一实际控制人控制的不同主体之间进行，未导致上市公司的实际控制人发生变化；
- (2) 上市公司面临严重财务困难，收购人提出的挽救公司的重组方案取得该公司股东大会批准，且收购人承诺3年内不转让其在该公司中所拥有的权益；
- (3) 中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形。

其次，新修订的《管理办法》取消了原第63条第1款情况下须向证监会申请豁免的要求，将原第63条第1款项下由证监会适用简易程序审批豁免申请的情形与原第63条第2款项下自动豁免、无须证监会审批的情形（个别情形亦稍作调整）进行了整合，即出现下列情形时，投资者可以直接免于发出要约，且无须经过证监会的审批：

- (1) 经政府或者国有资产管理部门批准进行国有资产无偿划转、变更、合并，导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例超过30%；

- (2) 因上市公司按照股东大会批准的确定价格向特定股东回购股份而减少股本，导致投资者在该公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%；
- (3) 经上市公司股东大会非关联股东批准，投资者取得上市公司向其发行的新股，导致其在该公司拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%，投资者承诺 3 年内不转让本次向其发行的新股，且公司股东大会同意投资者免于发出要约；
- (4) 在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的 30% 的，自上述事实发生之日起一年后，每 12 个月内增持不超过该公司已发行的 2% 的股份；
- (5) 在一个上市公司中拥有权益的股份达到或者超过该公司已发行股份的 50% 的，继续增加其在该公司拥有的权益不影响该公司的上市地位；
- (6) 证券公司、银行等金融机构在其经营范围内依法从事承销、贷款等业务导致其持有有一个上市公司已发行股份超过 30%，没有实际控制该公司的行为或者意图，并且提出在合理期限内向非关联方转让相关股份的解决方案；
- (7) 因继承导致在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%；
- (8) 因履行约定购回式证券交易协议购回上市公司股份导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%，并且能够证明标的股份的表决权在协议期间未发生转移；
- (9) 因所持优先股表决权依法恢复导致投资者在一个上市公司中拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%；
- (10) 中国证监会为适应证券市场发展变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形。

对于适用第 63 条进行要约豁免的，根据《管理办法》，相关投资者应在前款规定的权益变动行为完成后 3 日内就股份增持情况做出公告，并由律师就相关投资者权益变动行为发表符合规定的专项核查意见。此外，对于相关投资者按照前款第（5）项规定采用集中竞价方式增持股份的，每累计增持股份比例达到上市公司已发行股份的 2% 的，在事实发生当日和上市公司发布相关股东增持公司股份进展公告的当日不得再行增持股份；爬行增持情况下（即前款第（4）项规定的情况）股份锁定期为增持行为完成之日起 6 个月。

新修订《管理办法》生效后，鸿利智汇（300219）因终止期权激励计划、回购已授予的限制性股票导致其控股股东金蛇投资的持股比例由 29.94% 被动增加至 30.08%，从而触发了要约收购义务，相关律所就收购人的主体资格、该次收购是否符合免除发出要约的情形、本次收购履行的法定程序、该次收购是否存在或可能存在法律障碍、收购人履行信息披露义务的情况、该次收购完成后上市公司股权控制关系情况、收购人在该次收购中是否存在证券违法行为进行了核查并发表了意见，最终认为金蛇投资本次收购符合免于发出要约的情形。

（四）间接收购

二级市场收购、协议收购、要约收购等均属于最终将取得上市公司股份并成为上市公司直接持股股东的情形，属于直接收购。与之相对的，在登记层面而言收购完成后不会成为上市公司直接持股股东的收购情况则属于间接收购。

参照《管理办法》第 56 条、第 57 条，间接收购包括下列两种情形：

序号	类型	具体要求
1	间接控制上市公司 5% 以上、30% 以下股份	收购人虽不是上市公司的股东，但通过投资关系、协议、其他安排导致其拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的 5% 未超过 30% 的。实践中常见的方式例如表决权控制等。
2	取得相关上市公司股东的控制权	投资者虽不是上市公司的股东，但通过投资关系取得对上市公司股东的控制权，而受其支配的上市公司股东所持股份达到前条规定比例、且对该股东的资产和利润构成重大影响的。实践中常见的方式例如对上市公司的股东进行增资或受让老股等。

与协议转让类似，间接收购不能作为规避要约收购的方式，根据《管理办法》，如收购人拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30% 的，应当向该公司所有股东发出全面要约（适用要约豁免的除外）。例如，唐德影视（300426）在其 2020 年 5 月拟发生表决权委托相关交易时，深交所向其向唐德影视发出的关注函中就要求唐德影视对照《管理办法》第 83 条的规定，说明相关方是否构成一致行动人，以及受让方是否应按照《管理办法》第 47 条的规定履行要约收购义务，并要求律师对此核查并发表明确意见。

此外，《管理办法》对于间接收购中上市公司实际控制人及受其支配的股东的披露义务，以及上市公司的相关调查报告义务进行了明确的规定。

1. 上市公司实际控制人及受其支配的股东负有如实披露义务

根据《管理办法》第 58 条，即使在间接收购中，上市公司实际控制人及受其支配的股东亦负有配合上市公司真实、准确、完整披露有关实际控制人发生变化的信息的义务。

如实际控制人及受其支配的股东拒不履行上述配合义务，一方面，在导致上市公司无法履行法定信息披露义务而承担民事、行政责任的情况下，上市公司有权对上述人员提起诉讼。另一方面，对于实际控制人、控股股东指使上市公司及其有关人员不依法履行信息披露义务的行为，中国证监会依法对上述人员进行查处。

2. 上市公司的报告及查询义务

虽然间接收购方式下上市公司对于发生在上市公司股东甚至上市公司股东的股东层面的交易不一定了解，但上市公司并不会因此免除全部责任。根据《管理办法》第 59 条，在上市公司实际控

制人及受其支配的股东未履行报告、公告义务的情况下，上市公司应当自知悉之日起立即作出报告和公告。此外，上市公司就实际控制人发生变化的情况予以公告后，实际控制人仍未披露的，上市公司董事会有义务向实际控制人和受其支配的股东查询，并将查询情况向中国证监会、上市公司所在地的中国证监会派出机构和证券交易所报告。

上市公司知悉实际控制人发生较大变化而未能将有关实际控制人的变化情况及时予以报告和公告的，中国证监会将责令其改正；证监会认定情节严重的情况下，有权认定上市公司负有责任的董事为不适当人选。

此外，对于未履行报告、公告义务的实际控制人及受其支配的股东，或者是实际控制人存在不得收购上市公司情形的，上市公司董事会应当拒绝相关股东的提案 / 议案并向监管机构报告，否则负有责任的董事亦将可能面临被证监会认定为不适当人选的不利后果。

（五）表决权委托

表决权委托严格意义上不属于上市公司收购的方式，其本身系收购过程中各方根据监管规则的要求（股份转让限制）所采取一种过渡性或变通策略。上市公司原股东在一定期间内，将其所持上市公司股份所对应的表决权委托于第三方行使即为表决权委托，该方式一般也会与协议转让配套实施。《深圳证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》及《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》规定投资者之间通过协议、其他安排以表决权委托等形式让渡上市公司股份表决权的，出让人与受让人为一致行动人，从而将表决权委托一并纳入《证券法》《管理办法》的规制范围。

实践中，表决权委托一般包含委托范围、委托生效条件、委托期限、权利限制及单方解除 / 撤销等主要条款，具体项目中基于不同的收购目的、交易结构，委托协议的具体安排也会存在个性化差异。

三、小结

熟悉掌握我国法律对于上市公司收购的主要方式、各种收购方式的相关规制要求是制定上市公司收购策略的基础，但在实践中因上市公司个体差异及交易各方角色地位、收购目的不同，在配置上市公司收购方式时应同时权衡法律合规、收购成本、收购实施难度等方面的问题，以实现最优收购效果。

第二章 上市公司控制权交易

作者：张斯怡

近些年，我国 A 股市场的上市公司控制权交易越来越频繁、交易规模日益增大。根据中国证券报于 2019 年 12 月 24 日的报道，2019 年以来，共有 165 家 A 股公司发生控制权变更，与 2018 年的相关交易情况相比增长了 58.65%。

与早些年我国 A 股市场的上市公司控制权变动大都属于国企的行政划转或者借壳的情况不同，近些年，我国 A 股上市公司控制权变动案例更多是市场化的合意交易案例。本章节将从拥有上市公司控制权的判断标准、控制权交易定义、主要步骤、监管程序及常见问题等方面介绍上市公司控制权交易的相关规定及实践情况。

一、上市公司控制权交易概述

如上文有关上市公司收购方式章节所述，广义的上市公司收购包括两类，即涉及控制权变更的上市公司收购及不涉及控制权变更的上市公司收购。换言之，上市公司控制权交易本质上属于上市公司收购，适用上市公司收购的相关规定。

虽然我国相关法律法规未明确规定上市公司控制权的定义，但是规定了判断拥有上市公司控制权的标准。根据《上市公司收购管理办法(2020 修正)》第八十四条规定，有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：（一）投资者为上市公司持股 50% 以上的控股股东；（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%；（三）投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任；（四）投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响；（五）中国证监会认定的其他情形。

取得上市公司控制权的方式多种多样，包括交易型与非交易型。本章节所述的我国 A 股市场的上市公司控制权交易是指，通过交易当事人合意交易的方式取得上市公司控制权的交易，交易的具体方式和途径包括通过同时采取以下一种或多种交易方式和途径取得上市公司控制权的情形：协议转让、要约收购、委托表决、定增及间接收购。

二、上市公司控制权交易的主要步骤

（一）委托中介

拟进行上市公司控制权交易的潜在收购人通常不是孤军奋战地完成上市公司控制权交易。基于上市公司控制权交易的复杂性，《上市公司收购管理办法（2020 修正）》等相关法律法规明确规定了有关上市公司控制权交易的委托中介及中介机构须出具的文件等方面的要求，具体情况如下：

1. 有关聘请财务顾问的规定

《上市公司收购管理办法（2020 修正）》规定，（1）收购人进行上市公司的收购，应当聘请符合《证券法》规定的专业机构担任财务顾问。收购人未按照本办法规定聘请财务顾问的，不得收购上市公司；（2）投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的 20% 但未超过 30%，且为上市公司第一大股东或者实际控制人，收购人应当聘请财务顾问，但是投资者及其一致行动人承诺至少 3 年放弃行使相关股份表决权的情形除外；（3）以协议方式收购上市公司股份超过 30%，且属于免于发出要约的情形，收购人应当聘请财务顾问；（4）就要约收购，收购人应当聘请财务顾问，被收购公司董事会应当聘请独立财务顾问；（5）就管理层收购控制权的情形，独立董事应当聘请独立财务顾问。

2. 有关聘请律师的规定

《上市公司收购管理办法（2020 修正）》规定，（1）以协议方式收购上市公司股份，收购人拥有权益的股份超过该公司已发行股份的 30%，且属于免于发出要约的情形，收购人应当在收购报告书摘要公告后 5 日内，公告其律师出具的法律意见书；（2）收购人按照本章（即该管理办法第六章）规定的情形免于发出要约的，应当聘请符合《证券法》规定的律师事务所等专业机构出具专业意见。

《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 17 号——要约收购报告书（2020 修正）》规定，律师在法律意见书中就本要约收购报告书内容的真实性、准确性、完整性所发表的结论性意见。

实践中，就投资者及其一致行动人拥有权益的股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的 20% 但未超过 30% 的控制权交易，部分案例亦披露了收购人聘请的律师出具的法律意见，且主管证券交易所对相关控制权交易发出关注函、问询函时也有可能要求收购人的律师就专项问题发表法律意见。

3. 有关聘请其他中介的规定

《上市公司收购管理办法(2020修正)》规定，(1)就管理层收购控制权的情形，公司应当聘请符合《证券法》规定的资产评估机构提供公司资产评估报告；(2)就要约收购的情形，收购人以证券支付收购价款的，应当提供该证券的发行人最近3年经审计的财务会计报告、证券估值报告。

《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第15号——权益变动报告书(2020修正)》规定，信息披露义务人以其非现金资产认购上市公司发行的新股的，还应当披露非现金资产最近两年经符合《证券法》规定的会计师事务所审计的财务会计报告，或经符合《证券法》规定的评估机构出具的有效期内的资产评估报告。

《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号——上市公司收购报告书(2020修正)》规定，收购人应当披露最近3年财务会计报表，并提供最近一个会计年度经符合《证券法》规定的会计师事务所审计的财务会计报告。

上述有关控制权交易中涉及的委托中介机构的要求的总结如下：

收购人拥有上市公司股份的比例	法定聘请机构	备注
少于20%，且为第一大股东或者实际控制人	/	(1)就管理层收购控制权的情形，上市公司应当聘请资产评估机构、上市公司独立董事应当聘请独立财务顾问；
超过20%，但未超过30%，且为第一大股东或者实际控制人	财务顾问（但承诺至少3年放弃行使相关股份表决权的情形除外）	(2)就收购人拥有上市公司股份的比例超过20%，但未超过30%，且为第一大股东或者实际控制人的情形，实践中，收购人通常也会主动聘请律师协助其完成收购交易，包括但不限于协助其进行法律尽调、起草及审阅交易文件等等。
超过30%且属于免于要约收购的情形	财务顾问、律师、会计师	
要约收购	财务顾问、律师、会计师（适用于非现金收购）； 目标公司聘请独立财务顾问	

（二）尽职调查

收购人在决定收购上市公司控制权之前通常会进行尽职调查。开展尽职调查程序有利于收购人进一步判断该交易是否符合收购人的收购目的、有利于交易相关方进一步确认初步收购方案的可行性及难点以完善收购方案。控制权交易的法律尽职调查的主要关注问题包括以下方面：

1. 收购人主体资格

《上市公司收购管理办法(2020修正)》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第15号——权益变动报告书(2020修正)》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号——

上市公司收购报告书(2020修正)》及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第17号——要约收购报告书(2020修正)》均规定了有关收购人主体资格的要求。概而言之,有关收购人主体资格的要求包括收购人自身条件、收购资金情况及关联交易与同业竞争等方面,具体的规定情况如下:

(1) 有关收购人自身条件的规定

《上市公司收购管理办法(2020修正)》规定,有下列情形之一的,不得收购上市公司:(一)收购人负有数额较大债务,到期未清偿,且处于持续状态;(二)收购人最近3年有重大违法行为或者涉嫌有重大违法行为;(三)收购人最近3年有严重的证券市场失信行为;(四)收购人为自然人的,存在《公司法》第一百四十六条规定情形;(五)法律、行政法规规定以及中国证监会认定的不得收购上市公司的其他情形。

同时,若收购主体为境外法人或者境外其他组织,则还需要关注收购人是否符合对上市公司进行战略投资的条件。

因此,控制权交易的法律尽职调查应关注收购人的情况是否符合相关法律法规规定。

(2) 收购资金

《上市公司收购管理办法(2020修正)》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第15号——权益变动报告书(2020修正)》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号——上市公司收购报告书(2020修正)》及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第17号——要约收购报告书(2020修正)》均规定了有关收购资金支付安排、资金来源(如资金来源于向第三方借款,应当披露借款协议的主要内容,包括借款方、借款的条件、金额、还款计划及资金来源)、合法合规性及履行支付义务的能力等方面的披露要求。

实践中,尤其是收购人为基金的情形下,证券交易所可能会询问以下相关问题:请补充披露自有资金和自筹资金金额、占比,自筹资金的筹措来源、方式、期限、利率等,若涉及杠杆资金,请穿透披露杠杆资金出资人、具体借款协议、产品或合约安排等。有关收购资金来源问题与控制权稳定性方面的问题存在一定联系。

因此,控制权交易的法律尽职调查需要关注收购人收购资金的相关情况,并结合法律法规及监管的要求协助收购人在进行控制权交易前做好合规筹集资金的相关准备。

(3) 关联交易与同业竞争

根据《上市公司收购管理办法(2020修正)》等相关法律法规的规定,控制权交易应披露的信息包括与关联交易与同业竞争相关的信息,具体是指投资者、一致行动人及其控股股东、实际控制人所从事的业务与上市公司的业务是否存在同业竞争或者潜在的同业竞争,是否存在持续关联交易;存在同业竞争或者持续关联交易的,是否已做出相应的安排,确保投资者、一致行动人及其关联方与上市公司之间避免同业竞争以及保持上市公司的独立性。

基于上述规定可知，交易相关方在开展控制权交易时应注意确保相关交易完成后，收购人、一致行动人及其关联方与上市公司之间能避免同业竞争、保持上市公司的独立性。因而，控制权交易的法律尽职调查需要关注收购人、一致行动人及其关联方与上市公司之间同业竞争及关联交易情况，若存在同业竞争或关联交易问题，相关中介机构需要协助收购人在进行控制权交易前确定相应的解决办法。有关同业竞争问题的常见解决办法主要包括收购人、一致行动人或其关联方停止从事同业竞争的业务（例如注销或转让相关主体、承诺不再从事相关业务）、将相关业务委托上市公司经营管理、承诺限期内完成整改等。

2. 标的股份是否存在质押、冻结等第三方权利限制及是否存在其他限制情形

标的股份是否存在质押、冻结等第三方权利限制及是否存在减持等方面的限制直接影响控制权交易是否能顺利交割。实践中，就控制权交易案例，若控制权交易的整体交割时间较长且原实际控制人持有的标的股份存在质押的情形，证券交易所有可能通过问询函或关注函提出相关问题，例如近期的英唐智控的控制权交易案例被证券交易所问及“转让方股份质押情况，并说明相关质押股份是否存在强制平仓风险。若是，请说明对上市公司的影响以及后续化解措施”。同时，尽调过程中需要关注标的股份的持有人的减持受限情况，包括法定的受限情况及承诺的受限情况。若标的股份的持有人受限于相关减持规定或承诺，则相关主体在就收购方案进行设计、谈判过程应及时沟通协调相关问题，制定相应的应对措施或解决方案，及时调整交易方案。

因此，为确保控制权交易的顺利交割，控制权交易的法律尽职调查需要关注标的股份的是否存在质押、冻结等第三方权利限制及是否存在其他限制情形。

3. 上市公司是否存在强制退市的风险

新修订的《证券法》简化了退市程序，取消了暂停上市和恢复上市环节，并授权证券交易所规定具体的终止上市情形。新修订的《证券法》的修订情况体现了退市常态化的改革方向。根据《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见（2018 修正）》，强制退市的情形主要包括：

- （1）因实施重大违法违规行而触发强制退市规定（包括欺诈风险发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为的）；
- （2）因不满足交易标准要求而触发强制退市规定；
- （3）因财务状况符合强制退市指标而触发强制退市规定。

因而，在控制权交易法律尽调过程中，收购人及其中介机构需要在控制权交易法律尽调过程中关注上市公司是否存在强制退市的风险，以保证收购人的权益。

（三）监管程序

1. 披露程序

根据《上市公司收购管理办法（2020 修正）》等相关法律法规的规定，控制权交易涉及的披露程序要求主要如下：

收购人拥有上市公司股份的比例	披露要求	备注
少于 20%，且为第一大股东或者实际控制人	收购人应披露详式权益变动报告书	(1) 有关收购人应聘请中介机构并应披露的中介机构文件请见本章节第二部分第(一)项委托中介的相关内容； (2) 收购人未按《上市公司收购管理办法(2020 修正)》的规定履行披露义务，则在改正前，相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权； (3) 若涉及以定增方式进行控制权交易，则还应该遵守有关上市公司非公开发行股票的相关披露程序要求。
超过 20%，但未超过 30%，且为第一大股东或者实际控制人	收购人应披露详式权益变动报告书	
超过 30% 且属于免于要约收购的情形	收购人应披露收购报告书摘要及收购报告书	
要约收购	收购人应披露要约收购报告书摘要及要约收购报告书	

2. 证监会 / 交易所监管程序

如上所述，控制权交易的具体方式和途径包括通过同时采取以下一种或多种交易方式和途径取得上市公司控制权的情形：协议转让、要约收购、委托表决、定增及间接收购。定增的控制权交易方式涉及上市公司非公开发行新股的证监会行政许可程序，除定增以外的其他控制权交易均不涉及证监会的行政许可程序，主要受证券交易所的监管，证券交易所通过下发关注函、问询函、监管函及合规确认等方式对该等控制权交易进行监管。值得注意的是，新修订的《证券法》取消了豁免要约收购的行政许可程序，相关监管安排由证监会事前审批调整为由证券交易所事中事后审核，相关具体的规定调整为符合中国证监会规定的条件即可自动免除发出要约的义务，由收购人聘请律师事务所等专业机构出具有关免于发出要约的专业意见。

3. 其他监管程序

除了上述披露程序及证监会 / 交易所监管程序以外，控制权交易的其他监管程序包括：(1) 若控制权交易的相关交易主体涉及国资背景，包括收购人、交易相对方及上市公司具有国资背景的情形，则该等交易应遵循有关国有资产管理的相关法律法规的规定（具体情况可参见本报告相应部分的内容）；(2) 若控制权交易的收购人为外国投资者，则需要按《外商投资法》《外商投资信息报告办法》《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》等法律法规的规定履行商务主管部门的相关程序（具体情况可参见本报告相应部分的内容）；(3) 若收购人收购上市公司控制权的交易达到国务院规定的经营者集中申报标准的，则收购人应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施收购（具体情况可参见本报告相应部分的内容）。

三、上市公司控制权交易的常见问题

(一) 注意触发要约收购的情形

根据相关法律法规的规定，若在控制权交易过程中，投资者及其一致行动人拥有上市公司权益的

股份达到或者超过一个上市公司已发行股份的 30%，除非相关交易符合豁免要约收购的要求，否则超过 30% 的部分，应当改以要约收购方式进行。因而，实践中大部分控制权交易的收购人通常会将其及其一致行动人拥有上市公司权益的股比控制在未达 30% 的情形，仅有少数案例的收购人及其一致行动人拥有上市公司权益的股比超过 30%。同时，在收购人及其一致行动人拥有上市公司权益的股比超过 30% 的案例中，大部分案例因为适用豁免 / 免于要约收购的规定而不会触发要约收购。

鉴于要约收购的程序较为复杂，且以要约方式收购上市公司控制权的限制较多，因而，实践中，不少收购人在进行控制权交易方案设计、谈判时均提出“不触发要约收购”的要求。在设计交易方案过程中，针对此要求，首先要判断潜在的交易是否符合豁免要约收购的条件，若符合豁免要约收购的条件，则交易相关方在设计交易方案过程中不需要划定收购人及其一致行动人拥有上市公司权益的股比不超过 30% 的红线；若是不符合豁免要约收购的条件，则交易相关方在设计交易方案过程中需要注意前述 30% 的红线。受限于前述 30% 的红线，交易相关方在设计控制权交易方案时可能会遇到无法实现取得控制权的目的或者控制权稳定性存在风险等困境。有些案例通过表决权的委托或放弃安排解决了上述在 30% 的红线内设计控制权交易方案的困境，例如金明精机（300281）通过采用“协议转让 + 放弃表决权”的交易方案实现控制权变更且不触发要约收购、思美传媒（002712）通过采用“股份转让 + 表决权委托 + 表决权放弃承诺”的交易方案实现控制权变更且不触发要约收购。不过即便有前述可参考的先例，交易相关方仍需要注意，实践中，监管机构通常认为收购人与表决权的委托或放弃主体应推定为一致行动人，若在相关交易中，不将收购人与表决权的委托或放弃主体认定为一致行动人，需要充分论证不构成一致行动人的认定理由并应提供相应的证据。总体而言，涉及表决权委托的控制权交易方案通常会受到证券交易所的重点关注，相关交易主体适用此种控制权交易方案时应结合案例实际情况充分考虑及论证不将收购人与表决权的委托或放弃主体认定为一致行动人的理由是否合理及充分。

（二）控制权交易对上市公司控制权稳定性的影响

上市公司控制权的稳定性影响着上市公司经营管理的稳定性，若上市公司经营管理存在不稳定因素，则上市公司的经营情况可能会因此而受到不利影响，进而影响了上市公司中小投资者的利益。因而，在控制权交易中，相关交易对上市公司控制权稳定性的影响及收购人未来保障控制权稳定性的措施属于证券交易所监管的高频问询问题。

根据过往案例可知，若属于收购资金来源涉及借贷资金、收购人通过委托表决权或放弃表决权安排取得控制权或者通过一致行动协议方式取得控制权、第一大股东与第二大股东股比差异较小等情形，则证券交易所很可能会问及控制权交易对上市公司控制权稳定性的影响及有关保持上市公司控制权稳定性的措施。

针对因收购资金来源而被问及控制权稳定性的情形，相关案例在回复中会通过披露还款计划、还款资金来源及还款能力保障等信息论证不会因为收购资金来源涉及借款（杠杠资金）而影响控制权稳定性。

针对收购人通过委托表决权或放弃表决权安排取得控制权或者通过一致行动协议方式取得控制权、第一大股东与第二大股东股比差异较小等情形，相关交易主体主要通过采取以下措施保持上

上市公司控制权的稳定性：（1）转让方及 / 或交易完成后的第二大股东出具不谋求上市公司控制权的承诺；（2）转让方及 / 或交易完成后的第二大股东作出不可撤销的委托表决权或放弃表决权的承诺；（3）转让方承诺协助收购人获得董事会的多数席位；（4）收购人出具以下承诺：在未来一段时间（例如 12 个月）内不转让上市公司股份，不排除未来在合适的情况下进一步增持上市公司股份等等。

第三章

上市公司收购中的国有股转让

作者：张思婧

一、监管脉络

规范上市公司国有股的基础规则包括：

1. 《企业国有资产法》（主席令 [2008] 第 5 号）；
2. 《企业国有资产监督管理暂行条例》（国务院令 [2003] 第 378 号）；
3. 《企业国有资产交易监督管理办法》（国资委、财政部令 [2016] 第 32 号，“32 号令”）；
4. 《上市公司国有股权监督管理办法》（国资委、财政部、证监会令 [2018] 第 36 号，“36 号令”）。

其中关于上市公司国有股权变动监管的核心规定是 36 号令。36 号令生效后，原《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》（国资委、证监会令 19 号，“19 号令”）同时废止。本节将以 36 号令为基础展开上市公司国有股交易的主要问题。

（一）监管对象

36 号令规范的上市公司国有股权变动行为，是指上市公司国有股权持股主体、数量或比例等发生变化的行为，具体包括：

1. 国有股东所持上市公司股份通过证券交易系统转让、公开征集转让、非公开协议转让、无偿

划转、间接转让、国有股东发行可交换公司债券；

2. 国有股东通过证券交易系统增持、协议受让、间接受让、要约收购上市公司股份和认购上市公司发行股票；
3. 国有股东所控股上市公司吸收合并、发行证券；
4. 国有股东与上市公司进行资产重组等行为。

上述“国有股东”一般是指其证券账户加注“SS”或“CS”标识的国有股东。证券账户标注“SS”的国有股东直接适用 36 号令，包括以下企业和单位：

1. 政府部门、机构、事业单位、**境内**国有独资或全资企业；
2. 第一款中所述单位或企业独家持股比例超过 50%，或合计持股比例超过 50%，且其中之一为第一大股东的**境内企业**；
3. 第二款中所述企业直接或间接持股的各级**境内**独资或全资企业。

证券账户标注为“CS”的国有股东参照适用 36 号令，包括不符合“SS”国有股标准，但政府部门、机构、事业单位和国有独资或全资企业通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配其行为的**境内外企业**。

关于以上规定，有两点值得注意。第一，标注“SS”的国有股东均为境内主体，包括政府部门、机构、事业单位和符合规定标准的境内企业；而标注“CS”的国有股东除了境内企业，还包括境外企业。第二，关于“参照”适用。与证券账户加注“SS”标识的国有股东需要直接适用 36 号令不同，加注“CS”的国有股东则是“参照适用”。这也就意味着，对于 CS 类型的国有股东而言，原则上应参照适用 36 号令的有关要求，但存在着根据客观实际情况与监管机构进行沟通或个案例外处理的空间。

除了标注“SS”和“CS”以外，36 号令还列举了其他特殊国有股东的适用规则：

1. 政府部门、机构、事业单位及其所属企业持有的上市公司国有股权变动行为，按照现行监管体制，比照 36 号令管理。
2. 金融、文化类上市公司国有股权的监督管理，国家另有规定的，依照其规定。
3. 国有或国有控股的专门从事证券业务的证券公司及基金管理公司转让、受让上市公司股份的监督管理按照相关规定办理。
4. 国有出资的有限合伙企业不作国有股东认定，其所持上市公司股份的监督管理另行规定。

上述关于特殊国有股东的适用规则中，尤为引起关注的是针对有限合伙企业的规定：“国有出资的有限合伙企业不作国有股东认定，其所持上市公司股份的监督管理另行规定”。市场上不少基金的有限合伙人、普通合伙人或基金管理人具有国资背景，或者是有限合伙人的出资人包括国有企业、政府引导基金或国资主导的母基金等情形。对于此类国资背景的合伙制基金，36号令给出了明确答复，“不作国有股东认定”，即不适用36号令关于上市公司国有股权的监管规定。非上市公司国有股权交易主要适用32号令。32号令未明确排除国有出资的有限合伙企业适用，但是国资委曾经在其网站中答复32号令适用于公司制企业，国有企业转让有限合伙企业份额的监督管理另行规定。国资委2020年1月印发了《有限合伙企业国有权益登记暂行规定》（国资发产权规[2020]2号），并在答记者问中表示“国资委将在有限合伙企业国有权益登记工作的基础上，系统分析有限合伙企业国有权益的规模、分布、变动情况，按照不缺位、不越位、不错位的监管要求，持续完善以管资本为主的国有资产监管体制，履行好监管职责。”可见针对国有出资的有限合伙企业的“另行规定”已经拉开序幕，未来合伙制国有企业持有的国有股监管规范有待进一步观察。

（二）监管部门

原19号令规定，国务院国资委负责国有股东转让上市公司股份的审核工作，其央企转让上市公司股份对国民经济关键行业、领域和国有经济布局与结构有重大影响的还需报国务院批准，地方国有股东持有的上市公司国有股变动，通常也需要逐级上报国务院国资委审批。

而36号令则旗帜鲜明地放权：一方面，地方国有股东持有的上市公司国有股变动下放由省级国资委审批；另一方面，一些特定情形的股权变动则是由国有股东或其集团母公司（即36号令中的“国家出资企业”）自主决策。具体而言，36号令将上市公司国有股权交易的审批权限划分为“企业自主决策”和“国资委审批”两类。

“企业自主决策”的交易由国家出资企业¹负责管理，国家出资企业审核批准的事项通过上市公司国有股权管理信息系统作备案管理，并取得统一编号的备案表。国家出资企业负责管理的事项包括：

1. 国有股东通过证券交易系统转让所持上市公司股份，未达到36号令第十二条规定的比例或数量的事项²；
2. 国有股东所持上市公司股份在本企业集团内部进行的无偿划转、非公开协议转让事项；
3. 国有控股股东所持上市公司股份公开征集转让、发行可交换公司债券及所控股上市公司发行

¹ 即集团母公司，通常为一级央企或地方国企。

² 36号令第十二条规定：“国有股东通过证券交易系统转让上市公司股份，按照国家出资企业内部决策程序决定，有下列情形之一的，应报国有资产监督管理机构审核批准：

（一）国有控股股东转让上市公司股份可能导致持股比例低于合理持股比例的；

（二）总股本不超过10亿股的上市公司，国有控股股东拟于一个会计年度内累计净转让（累计转让股份扣除累计增持股份后的余额，下同）达到总股本5%及以上的；总股本超过10亿股的上市公司，国有控股股东拟于一个会计年度内累计净转让数量达到5000万股及以上的；

（三）国有参股股东拟于一个会计年度内累计净转让达到上市公司总股本5%及以上的。”

证券，未导致其持股比例低于合理持股比例的事项；国有参股股东所持上市公司股份公开征集转让、发行可交换公司债券事项；

4. 国有股东通过证券交易系统增持、协议受让、认购上市公司发行股票等未导致上市公司控股权转移的事项；
5. 国有股东与所控股上市公司进行资产重组，不属于中国证监会规定的重大资产重组范围的事项。

“国资委审批”的交易仍需根据国有股东和交易类型经相应层级的国资委审批。除了 36 号令第七条规定的企业自行决策的事项外，其他事项的审批由各级国资委负责。各级国资委的审批权限划分如下：

国有股东类型	主管国资委
央企	国务院国资委
地方国有企业	省级国资委
地市级以下国有企业	地市级国资委（省级国资委经省级人民政府同意后授权）

关于交易的审批权限，有四点提示：

1. 涉及国有控股权转移的交易还需报同级人民政府批准。
2. 无论是国资委审批还是企业自主决策的交易，上市公司国有股权变动涉及政府社会公共管理事项的，应当依法报政府有关部门审核。受让方为境外投资者的，应当符合外商投资产业指导目录或负面清单管理的要求，以及外商投资安全审查的规定，涉及该类情形的，各审核主体在接到相关申请后，应就转让行为是否符合吸收外商投资政策向同级商务部门征求意见。具体申报程序由省级以上国资委商同级商务部门制定。
3. 36 号令中提到的国有控股股东的“合理持股比例”由国家出资企业研究确定，并报国有资产监督管理机构备案。确定合理持股比例的具体办法由省级以上国有资产监督管理机构另行制定。可见，企业需要根据国资委制定的办法来决定本企业适用的“合理持股比例”。
4. 金融机构或事业单位等实业企业以外国资单位的相关事项由财政系统负责审批。

二、各交易类型的监管概要

我们总结了 36 号令列举的各类上市公司国有股权变动行为的具体监管要求，以下主要从适用情形、审批权限、交易价格和流程四个方面予以简要说明。其中，二级市场交易、协议转让和间接转让将在本文第三、四、五节中展开讨论。

交易类型	适用情形	审批权限	交易价格	流程提示
通过证券交易系统转让	二级市场减持，包括大宗交易	<p>以下情形国资委审批</p> <p>(1) 国有控股股东转让后持股低于合理持股比例；</p> <p>(2) 国有控股股东一个会计年度累计转让总股本不超过10亿股以上的上市公司股份5%及以上，或总股本超过10亿股的上市公司股份数量达到5000万股及以上；</p> <p>(3) 国有参股股东一个会计年度累计内转让上市公司总股本5%及以上。</p> <p>其他情形由企业自主决策。</p>	/	/
公开征集转让	国有股东依法公开披露信息，征集受让方转让上市公司股份的行为	<p>国有控股股东所持上市公司股份公开征集转让，未导致其持股比例低于合理持股比例的，由企业自主决策；低于合理持股比例的，国资委审批。</p> <p>国有参股股东所持上市公司股份公开征集转让，由企业自主决策。</p>	协议转让定价原则：按提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价格的算术平均值及最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值二者孰高原则。	<p>导致控制权转移的，在提交国资监管机构审批前由财务顾问出具尽调报告；</p> <p>国有股东应在股份转让协议签订后5个工作日内收取不低于转让价款30%的保证金，其余价款应在股份过户前全部结清。在全部转让价款支付完毕或交由转让双方共同认可的第三方妥善保管前，不得办理股份过户登记手续。</p>

交易类型	适用情形	审批权限	交易价格	流程提示
非公开协议转让	不公开征集受让方，通过直接签订协议转让上市公司股份的行为，具体适用情形请见下文第四节第(二)段	集团内部非公开协议转让由企业自主决策，其他情形由国资委审批。	<p>一般情况下适用协议转让定价原则，在资源整合或重组的特定情况下可以适用特殊定价规则：</p> <p>(1) 转让后全部回购上市公司主业资产的，根据中介机构出具的上市公司股票合理估值结果确定；</p> <p>(2) 国有股东之间转让且上市公司中国有权益不减少的，根据每股净资产、净资产收益率、合理的市盈率等因素确定。</p>	<p>导致控制权转移的，在协议签署前由财务顾问出具尽调报告；</p> <p>国有股东应在股份转让协议签订后5个工作日内收取不低于转让价款30%的保证金，其余价款应在股份过户前全部结清。在全部转让价款支付完毕或交由转让双方共同认可的第三方妥善保管前，不得办理股份过户登记手续；</p> <p>以非货币资产支付股份转让价款的，应当符合国家相关规定。</p>
无偿划转	政府部门、机构、事业单位、国有独资或全资企业之间依法无偿划转所持上市公司股份	集团内部无偿划转由企业自主决策，其他情形由国资委审批。	/	/

交易类型	适用情形	审批权限	交易价格	流程提示
间接转让	国有股东所持上市公司股份间接转让是指因国有产权转让或增资扩股等原因导致国有股东不再符合“SS”规定情形的行为	间接转让导致国有股东不再符合“SS”规定情形的，根据 36 号令由省级以上国资委审批。 间接转让后国有股东仍符合“SS”规定情形的，根据 32 号令由国资委或国家出资企业审批。	国有股东所持上市公司的股份价值以协议转让的定价原则为准。 上市公司股份价值的定价基准日应与国有股东资产评估基准日保持一致。 交易时上市公司股价大幅变化导致评估报告结论不能反映交易标的真实价值的，重新审议。	36 号令项下的间接转让导致控制权转移的，需在提交国资监管机构审批前由财务顾问出具尽调报告。
国有股东发行可交换公司债券	上市公司国有股东依法发行、在一定期限内依据约定条件可以交换成该股东所持特定上市公司股份的公司债券的行为	国有控股股东 所持上市公司发行可交换公司债券，未导致其持股比例低于合理持股比例的事项，由企业自主决策；低于合理持股比例的，由国资委审批。 国有参股股东 所持上市公司股份发行可交换公司债券事项，由企业自主决策。	转换价格：不低于募集说明书公告日前 1、20、30 个交易日上市公司股票均价中的最高者。 利率：通过市场询价合理确定。	/
受让上市公司股份	通过证券交易系统增持、协议受让、间接受让、要约收购上市公司股份和认购上市公司发行股票	未导致控股权转移的，企业自主决策。 导致控股权转移的，需国资委审批。	/	国有股东收购取得上市公司控股权的，在国资监管机构批准前出具财务顾问尽调报告。

交易类型	适用情形	审批权限	交易价格	流程提示
国有股东所控股上市公司吸收合并	国有控股上市公司之间或国有控股上市公司与非国有控股上市公司之间的吸收合并	国资委审批。	国有股东应指导上市公司根据股票交易价格，并参考可比交易案例，合理确定上市公司换股价格。	应在上市公司董事会审议之前报送国资委审批。 所控股上市公司应当聘请财务顾问，出具专业意见。
国有股东所控股上市公司发行证券	包括上市公司采用公开方式向原股东配售股份、向不特定对象公开募集股份、采用非公开方式向特定对象发行股份以及发行可转换公司债券等行为	国有控股股东所控股上市公司发行证券，未导致其持股比例低于合理持股比例的事项，企业自主决策；低于合理持股比例的，国资委审批。	/	应当在上市公司股东大会召开前取得国资监管机构批准。
国有股东与上市公司进行资产重组	国有股东向上市公司注入、购买或置换资产并涉及国有股东所持上市公司股份发生变化的情形	国有股东与所控股上市公司进行资产重组，企业自主决策，但如果构成重大资产重组，需国资委审批。 国有参股非上市企业与非国有控股上市公司资产重组由企业按照内部决策程序自主决定。	/	在上市公司董事会审议之前，应取得国资监管机构预批复； 在上市公司董事会审议之后且在股东大会召开之前，应取国资监管机构正式批复。

三、二级市场交易

二级市场交易灵活高效，应根据市价择机进行方可实现国有资产保值增值，因此只有二级市场减持超过一定数量或比例，或增持导致控股权变更时需要国资委批准（请见以上第二节表格中的总结）。

（一）国有股东通过二级市场减持

36 号令相比 19 号令给与国有股东更大的操作空间：（1）将国有股东在二级市场 5% 或 5000 万股的减持幅度的计算期间是由原来的“三年”缩短为“一年”（2）通过大宗交易减持的交易价格不再有“不得低于该上市公司股票当天交易的加权平均价格”的限制。

除了上述国资监管的要求，国有股东减持还需符合普遍适用于上市公司股东的减持规范，包括 2019 年修订的《证券法》中关于减持的原则性规定，证监会于 2017 年 5 月发布的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》和 2020 年 3 月发布的《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》，以及沪深交易所分别同步发布的执行细则和问题解答等。

（二）国有股东通过二级市场增持

针对国有股东通过二级市场增持股票，在 36 号令之前的规定是国务院国资委 2007 年 6 月发布的《国有单位受让上市公司股份管理暂行规定》（国资发产权[2007]109 号，已废止），该规定以上市公司总股本的 5% 为分界线，增持超过 5% 的需事先报国资委备案，其他情形由企业自行决策。36 号令则是以是否导致控股权转移为标准，导致控制权转移的需报国资委审批，其他情形由企业自行决策。

四、国有股协议转让

36 号令项下，国有股东直接协议转让上市公司股份的情形有两种：公开征集转让和非公开协议转让。上市公司国有股的公开征集转让，类似于非上市公司国有产权的进场挂牌交易；上市公司国有股的非公开协议转让，即豁免公开征集程序直接由交易双方签署转让协议。

相比不涉及国有股东的转让，公开征集转让和非公开协议转让在转让价格、价款支付和节点、股票过户条件等方面均有严格要求，交易双方自由约定的空间较小。在转让流程上，需满足和协调国资监管的程序以及上市公司批准和披露的要求。

（一）定价原则

无论是公开征集转让还是非公开协议转让，转让上市公司股份的价格不得低于下列两者之中的较高者：

1. 提示性公告日前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值；
2. 最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值。

其中，非公开协议转让上市公司股份存在下列特殊情形的，可按以下原则确定股份转让价格：

1. 国有股东为实施资源整合或重组上市公司，并在其所持上市公司股份转让完成后全部回购上市公司主业资产的，股份转让价格由国有股东根据中介机构出具的该上市公司股票价格的合理估值结果确定；

2. 为实施国有资源整合或资产重组，在国有股东之间转让且上市公司中的国有权益并不因此减少的，股份转让价格应当根据上市公司股票的每股净资产值、净资产收益率、合理的市盈率等因素合理确定。

（二）非公开协议转让适用情形

在原 19 号令项下，国有股东集团内部的非公开协议转让需国资委的前置审批。而在 36 号令项下，对于国有股东集团内部的非公开协议转让，可以由企业自主决策豁免公开征集受让方。

非公开协议转让作为公开征集协议转让的豁免和例外情形，有严格的适用标准，仅在以下情形时适用：

1. 上市公司连续两年亏损并存在退市风险或严重财务危机，受让方提出重大资产重组计划及具体时间表的；
2. 企业主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域，主要承担重大专项任务，对受让方有特殊要求的；
3. 为实施国有资源整合或资产重组，在国有股东、潜在国有股东（经本次国有资源整合或资产重组后成为上市公司国有股东的，以下统称国有股东）之间转让的；
4. 上市公司回购股份涉及国有股东所持股份的；
5. 国有股东因接受要约收购方式转让其所持上市公司股份的；
6. 国有股东因解散、破产、减资、被依法责令关闭等原因转让其所持上市公司股份的；
7. 国有股东以所持上市公司股份出资的。

（三）交易流程

公开征集转让和非公开协议转让的流程整体比较相似，但公开征集转让顾名思义多了公开征集环节。就公开征集受让方的整个流程来看，上市公司发布提示性公告是一个比较关键的时间节点，该节点是此类交易关键的定价基准日。此外，36 号令相比 19 号令对公开信息征集内容的确定采取了一定便利化措施：19 号令要求拟转让股东需要事先取得国资委关于可研报告及拟公开征集信息内容的初步批复，然后再通过上市公司公开披露征集转让方的信息。而 36 号令规定国有股东在内部决策后，通过国资管理信息系统线上提交可研报告、拟发布的公开征集信息等内容；然后，国资委通过线上系统出具同意意见；之后，国有股东通过上市公司发布公开征集信息。

从转让价款支付的角度，涉及国有股东协议转让上市公司国有股的，受让方需要在协议签署后 5 个工作日内（此时转让协议尚未取得国资监管机构批准，尚未生效）先行支付 30% 的保证金；在协议生效（取得国资监管机构批准）后，且在向交易所提交协议转让的合规确认之前支付完全

部剩余价款。受让方支付全部交易价款后方可在登记公司办理股票过户登记。

以下我们以流程图的形式简要梳理了公开征集转让和非公开协议转让的流程：



五、间接转让

（一）规则适用

间接转让的情况下，交易双方直接交易的标的是非上市公司的国有股权，例如上市公司国有股东的股东转让股权或国有股东增资扩股，因此主要监管规则为 32 号令。由于间接转让导致上市公司的国有股间接发生变动，因此需进一步判断是否适用 36 号令。

并非所有的国有股东层面的股权变动都构成 36 号令项下的“间接转让”，只有交易导致国有股东不再符合 36 号令“SS”认定的情形，才属于 36 号令规制的间接转让。而对于不构成 36 号令项下间接转让情形的国有产权交易，仍以 32 号令为主要监管规范。

（二）定价原则

对于符合 36 号令的“间接转让”的情形，定价原则是监管的核心之一。因产权交易对国有股东进行资产评估时，涉及的国有股东所持上市公司股份的定价应参考协议转让的定价基准（即，按前 30 日交易均价及前一年度审计净资产二者孰高原则），并且该等上市公司股份的定价基准日应与国有股东本身的评估基准日保持一致，且该基准日与国有股东本身关于产权变动的内部决议的日期相隔不得超过 1 个月。另外，如果国有股东在产权交易所进场挂牌期间，上市公司股价发生较大幅度变动，则可能需要视情况选择新的定价基准日及重新履行审批程序。

第四章 外国投资者战略投资 A 股 上市公司

作者：湛晶心（刘婷燕、吴雨昕亦有贡献）

《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》自 2005 年颁布以来至今已有十余年，其中对外资战投的资质、投资比例和锁定期要求较为严格，实践中越来越难以满足交易需求。随着《外商投资法》及其实施条例于 2020 年 1 月 1 日起正式实施，商务部于 2020 年 6 月 18 日发布了《外国投资者对上市公司战略投资管理办法（修订草案公开征求意见稿）》。与《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》及之前的修订草案相比，此版征求意见稿作出了较大的调整。

一、主要监管规定

在现行监管框架下，外国投资者对已完成股权分置改革的上市公司和股权分置改革后新上市公司通过具有一定规模的中长期战略性并购投资，取得该公司 A 股股份的行为（以下简称“**外资战投**”），需要适用《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（商务部、证监会、税务总局、工商总局、外汇局令 2005 年第 28 号，以下简称“**《战投管理办法》**”）。

《战投管理办法》自 2005 年颁布以来至今已有十余年，仅在 2015 年 10 月 28 日就审批程序做了微调（从商务部和证监会的串联审批改为并联审批）。《战投管理办法》对外资战投的资质、投资比例和锁定期要求较为严格，实践中越来越难以满足交易需求。因此，商务部在 2013 年 9 月曾经发布过《关于〈外国投资者对上市公司战投管理办法（征求意见稿）〉公开征求意见》（以下简称“**《2013 年征求意见稿》**”）。《2013 年征求意见稿》对外国投资者的资质等作出了放宽规定，但是 2015 年《战投管理办法》的修订并未吸收《2013 年征求意见稿》的相关条款。在外商投资管理体制改革的大背景下，商务部于 2018 年 7 月 30 日发布了《关于修改〈外国投资

者对上市公司战略投资管理办法》的决定（征求意见稿）》（以下简称“《2018年征求意见稿》”）。

随着《外商投资法》及其实施条例于2020年1月1日起正式实施，商务部对修订方案再次做了相应调整，并于2020年6月18日发布了《外国投资者对上市公司战略投资管理办法（修订草案公开征求意见稿）》（以下简称“《2020年征求意见稿》”）。与《2018年征求意见稿》相比，《2020年征求意见稿》的主要调整为：（1）与外商投资信息报告制度相衔接，将商务部对外资战投的事前审批改为事后报告制度；（2）以换股并购方式实施外资战投时，进一步明确除了通过协议转让方式实施外资战投时境外标的应为境外上市公司以外，其余方式的换股并购不要求境外标的为上市公司（详见本文第五部分）；（3）明确外资战投以协议转让收购或者以要约收购预定收购的股份比例不低于5%；（4）新增要求对要约收购的相关文件是否符合《战投管理办法》进行信息披露，中介机构对外资战投是否符合《战投管理办法》出具意见；（5）明确外资战投应符合国资、税收、公司登记、外汇管理、反垄断审查、国家安全审查、境外投资管理、证券登记结算和金融机构管理等制度的相关要求；（6）明确外国投资者对全国中小企业股份转让系统（新三板）挂牌公司实施战略投资可参照适用。

二、外资战投方式

关于外资战略投资上市公司的方式，商务部发布的《外商投资初始、变更报告表》的第四部分《外国投资者战略投资上市公司交易基本情况》明确列举了如下四种方式：定向增发、协议转让、要约收购、其他。

除常规的协议转让和上市公司定向发行新股外，《2013年征求意见稿》、《2018年征求意见稿》、《2020年征求意见稿》均明确将要约收购纳入外资战投的方式。虽然现行的2015年修订版《战投管理办法》中并无明确规定，但在实践中要约收购一直也是外资战投A股上市公司的常用方式之一，而要约收购也是《中华人民共和国证券法》（2019年12月修订，国家主席令第三十七号）（以下简称“《证券法》”）第62条所明确规定的上市公司收购的主要方式之一。

《2013年征求意见稿》还将“投资者通过所投资的外商投资企业参与上市公司重组的方式取得A股股份”以及“投资者并购上市公司股东并取得上市公司的实际控制权”两种外国投资者取得A股股份的情形也纳入外资战投的范围。我们理解，上市公司定向发行新股的方式，既包含了外国投资者参与认购上市公司非公开发行（定向增发），也包含了外国投资者通过所投资的外商投资企业参与上市公司重组的方式取得A股股份（即上市公司发行股份并购外商投资企业）的情况。但是，《2018年征求意见稿》和《2020年征求意见稿》中未对外国投资者间接取得上市公司股份的情况作出明确规定。

对于通过外资战投或上市前入股等方式已开立A股证券账户的外国投资者后续通过大宗交易等二级市场交易继续增持A股股份是否需符合外资战投要求，《战投管理办法》未予以明确。《2020年征求意见稿》规定因战略投资开立的证券账户，只能进行战略投资，或者在限售期满后按照规定转让战投股份，或者在限售期满前，因外国投资者死亡或丧失法人资格、司法扣划等原因转让战投股份。除此之外，外国投资者不得以其因战略投资开立的证券账户进行证券买卖。

三、外资战投的资质及交易要求

《战投管理办法》对外国投资者的主体类型、资产规模、投资上市公司持股比例、锁定期等方面进行了严格要求，主要包括：

（一）战略投资者应符合以下要求：

1. 依法设立、经营的外国法人或其他组织，财务稳健、资信良好且具有成熟的管理经验；
2. 境外实有资产总额不低于 1 亿美元或管理的境外实有资产总额不低于 5 亿美元；或其母公司境外实有资产总额不低于 1 亿美元或管理的境外实有资产总额不低于 5 亿美元；
3. 有健全的治理结构和良好的内控制度，经营行为规范；
4. 近三年内未受到境内外监管机构的重大处罚（包括其母公司）。

（二）外资战投受限于以下规定：

1. 持股比例：投资可分期进行，首次投资完成后取得的股份比例不低于该公司已发行股份的百分之十，但特殊行业有特别规定或经相关主管部门批准的除外；
2. 转让限制：取得的上市公司 A 股股份三年内不得转让。

四、外资战投的审批程序

除了需要经过上市公司内部的审批程序（如适用的股东大会、董事会等），在 2017 年 7 月 30 日修订的《外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法》（2017 年修订）（以下简称“《备案办法》”）实施前，外资战投需要获得商务部批准、有关主管部门批准（例如金融行业需要金融监管部门批准，国有企业需要履行国有资产的相关审批手续）和中国证监会的核准（如增发新股）。前述各政府部门的审批为并联式审批，即各自独立做出，互不为审批前置条件。

在《备案办法》修订实施后，不涉及外商投资准入特别管理措施的行业，商务部审批由前置程序改为事后备案，即在取得有关主管部门（如需要）、证监会批准（如增发新股）并在完成证券登记结算机构证券登记后 30 日内办理商务部门变更备案手续。如果外国投资者拟通过协议转让方式取得对上市公司的实际控制，还需要向中国证监会报送经交易所合规确认的上市公司收购报告书及相关文件，经中国证监会审核无异议后向证券交易所办理股份转让确认手续。

自 2020 年 1 月 1 日起，《中华人民共和国外商投资法》及其配套规则生效，外商投资监管进入准入前国民待遇加负面清单管理的新模式。对于负面清单以外的外商投资项目，涉及商务部门的相关程序改为报告制度，仅需通过企业登记系统提交信息报告，而不再额外设置商务部门的审批或备案环节。最新版的负面清单是国家发改委及商务部于 2020 年 6 月 23 日联合发布并于 2020 年 7 月 23 日起施行的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2020 年版）》（以下简称“《**负面清单 2020**》”）。《负面清单 2019》中一共列有 33 项涉及外商投资特别管理措施的行业，以及“关联并购”事项，外资战投并不在列。因此对于不涉及《负面清单 2020》特别管理措施

的外资战投交易，仅需提交信息报告。

关于外资战投后续变动，2020年1月1日起生效的《外商投资信息报告办法》规定：外商投资的上市公司及在全国中小企业股份转让系统挂牌的公司，可仅在外国投资者持股比例变化累计超过5%或者引起外方控股、相对控股地位发生变化时，报告投资者及其所持股份变更信息。《2020年征求意见稿》作出了类似的规定，即在外国投资者完成战投后，外国投资者持股比例变化累计超过5%或外方控股、相对控股地位发生变化时，上市公司或外国投资者应向商务主管部门报送投资信息。

五、外资战投与上市公司并购

除了以现金购买上市公司股份等外资战投形式之外，上市公司以发行股份为对价购买涉外企业（包括境内外商投资企业和境外企业）的股权（以下简称“**换股并购**”）时，因外方获得了上市公司的股份，因此也须适用《战投管理办法》。

同时，由于换股并购中外国投资者以其涉外公司的股权为对价取得境内上市公司的股份，也构成《关于外国投资者并购境内企业的规定》（以下简称“**《并购规定》**”）项下的外国投资者并购境内企业，因此换股并购除了适用《战投管理办法》之外，还需要适用《并购规定》的相关规定。值得注意的是，《2020年征求意见稿》第五条规定外国投资者以其持有的境外公司股权，或外国投资者以其增发的股份作为支付手段对上市公司实施战略投资的（换股并购），外国投资者作为对价的境外公司股份并不像《并购规定》第二十九条那样要求必须是境外上市公司股份，而只需要境外公司合法设立并且注册地具有完善的公司法律制度、境外公司和管理层最近三年未受到监管机构的重大处罚、且外国投资者合法持有境外公司股份并依法可转让（或外国投资者合法增发股份）即可。但是，外资战投通过协议转让方式实施的，境外公司仍应为上市公司。

这意味着，在《2020年征求意见稿》颁布实施后，A股上市公司发行股份购买境外资产形式的换股并购将成为常规操作，且A股上市公司增发新股用于购买境外标的不再要求境外公司必须是境外上市公司，只有在A股上市公司股东以存量A股上市公司股份（老股）进行换股并购时才要求境外公司必须是境外上市公司。

《2020 年征求意见稿》	《并购规定》
<p>第五条 外国投资者以其持有的境外公司股权，或外国投资者以其增发的股份作为支付手段战略投资上市公司的，还应符合以下条件：</p> <p>（一）境外公司合法设立并且注册地具有完善的公司法律制度，且境外公司及其管理层最近 3 年未受到境内外监管机构重大处罚；战略投资通过协议转让方式实施的，境外公司应为上市公司；</p> <p>（二）外国投资者合法持有境外公司股份并依法可转让，或外国投资者合法增发股份；</p> <p>（三）符合《境外投资管理办法》的规定，完成相关手续；</p> <p>（四）符合《证券法》《公司法》及国务院、中国证监会的相关规定。</p>	<p>第二十九条 外国投资者以股权并购境内公司所涉及的境内外公司的股权，应符合以下条件：</p> <p>（一）股东合法持有并依法可以转让；</p> <p>（二）无所有权争议且没有设定质押及任何其他权利限制；</p> <p>（三）境外公司的股权应在境外公开合法证券交易市场（柜台交易市场除外）挂牌交易；</p> <p>（四）境外公司的股权最近 1 年交易价格稳定。</p>

六、《2020 年征求意见稿》的主要修订

序号	修改要点	《战投管理办法》	《2020 年征求意见稿》
1	明确“要约收购”属于外资战投方式之一	外资战投方式包括： (1) 协议转让 (2) 上市公司定向发行新股 (3) 国家法律法规规定的其他方式	外资战投方式包括： (1) 协议转让 (2) 上市公司定向发行新股 (3) 要约收购 (4) 国家法律法规规定的其它方式
2	扩大“外国投资者”的范围	外国法人或其他组织	外国法人或其他组织、 外国自然人
3	降低外国投资者资质要求	外国投资者或其母公司境外实有资产不低于 1 亿美元，或管理的境外实有资产不低于 5 亿美元	1. 实有资产不低于 5000 万美元或管理的实有资产不低于 3 亿美元； 2. 成为上市公司控股股东的，实有资产不低于 1 亿美元，或管理的实有资产不低于 5 亿美元； 3. 外国投资者不符合资质要求、但其全资投资者（指全资股东或所有者等）符合的，可以进行战略投资，但应对投资行为承担不可撤销的连带责任。
4	审批改为报告	须经商务部批准	删除商务部批准要求，改为外国投资者及上市公司履行外商投资信息报告义务

序号	修改要点	《战投管理办法》	《2020年征求意见稿》
5	放宽后续变动程序要求	投资者对其已持有股份的上市公司继续进行战略投资的，需按本办法规定的方式和程序办理	在外国投资者对上市公司完成战略投资后，外国投资者持股比例变化累计超过 5% 或外方控股、相对控股地位发生变化时，上市公司或外国投资者应向商务主管部门报送投资信息
6	缩短锁定期	3 年	12 个月。不符合外国投资者资质要求的外国投资者通过虚假陈述等方式违规实施战略投资的，在其采取措施满足相应条件前及满足相应条件后 12 个月内，对所涉股份不得转让。《证券法》和证监会、交易所对股份限售期有更长期限要求的，从其规定。例如通过外资战投取得上市公司控制权的，锁定期为 18 个月
7	最低股比要求由 10% 调整为 5%	投资可分期进行，首次投资完成后取得的股份比例不低于该公司已发行股份的 10%，但特殊行业有特别规定或经相关主管部门批准的除外	战略投资通过协议转让、要约收购方式实施的，取得或预定收购的股份比例不得低于该上市公司已发行股份的 5%
8	明确换股并购的可行性	未明确，此前有关换股并购的规定还是主要适用《并购规定》	外国投资者可以其持有的境外公司股权，或外国投资者以其增发的股份作为支付手段战略投资上市公司（通过协议转让方式实施的，要求境外公司为上市公司）
9	增加中介机构出具专业意见要求	/	外国投资者、上市公司应当聘请符合规定的中介机构担任顾问出具报告，就下述内容发表明确的专业意见：是否符合外国投资者资质要求、是否涉及外资准入负面清单、是否符合外资准入负面清单规定的条件
10	明确战略投资信息披露要求	/	构成上市公司收购及相关股份权益变动的，编制的相关报告书及其摘要中应披露是否符合外国投资者资质要求，是否涉及外资准入负面清单、是否符合外资准入负面清单规定的条件

序号	修改要点	《战投管理办法》	《2020 年征求意见稿》
11	明确证券登记结算的相关材料要求	/	外国投资者向证券登记结算机构办理相关手续时，应提交身份证明、中介机构报告等材料；属于换股并购情形的，还应提交已完成 ODI 相关手续的证明材料
12	规定除外适用情形	/	<ol style="list-style-type: none"> 1. 合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）对上市公司投资； 2. 沪港通、深港通、沪伦通等； 3. 外国投资者通过所投资的外商投资企业 IPO 方式取得 A 股股份； 4. 符合关规定的外国自然人在二级市场买卖上市公司股份或通过股权激励取得上市公司股份。
13	明确新三板可参考适用	/	外国投资者对全国中小企业股份转让系统挂牌公司实施战略投资，参照本办法办理

七、实践中的突破

虽然目前上述《2020 年征求意见稿》的修订尚未正式颁布实施，但过往实践中已呈现出类似变革的趋势，外国投资者在并购交易中获得境内上市公司的 A 股股份时（特别是境内上市公司发行股份并购外商投资企业的情形），对外资战投的持股比例、锁定期和资质方面的要求有所突破，存在与商务部门“一事一议”的空间。

例如对于外国投资者首次投资完成后持有上市公司股份比例 10% 以上的要求，在 2018 年完成的豫园股份（600655）向 Phoenix Prestige 与 Spread Grand 发行股份购买其所持标的公司股权的交易中，Phoenix Prestige、Spread Grand 在交易完成后合计持有上市公司股份比例不足 10%，但上海市商务委员会认为该交易无需履行与外资战投等相关的审批或备案程序，上海市商务委员会、商务部同意豫园股份撤回材料的申请。类似的案例还有露笑科技（002617）发行股份并购顺宇股份、中际装备（300308，后更名为中际旭创）定向发行新股、福安药业（300194）发行股份并购只楚药业等。

在锁定期上，部分外国投资者持有的股份也存在只锁定 12 个月或 24 个月的情况。例如 2016 年福安药业（300194）发行股份并购只楚药业案例中，新加坡 GRACEPEAK PTE LTD. 持有福安药业股份的锁定期仅为 12 个月，类似的案例还有蓝丰生化（002513）并购方舟制药、中天能源借壳长百集团（600856）等。

目前《2020 年征求意见稿》已向社会公布，外资战投涉及的相关事宜在实操层面是否会有进一步的变化，尚待继续观察。

第五章 上市公司重大重组的界定 与交易流程

作者：刘成伟

一、重大重组的监管框架及交易类型

所谓上市公司重大资产重组（简称“重大重组”），按照《上市公司重大资产重组管理办法》（“《重组办法》”；证监会令[2020]第166号，2020年3月20日最新修订）第2条的规定，是指“上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例，导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为。”

若构成上市公司的重大资产重组，则需要遵守重大重组的相关规范。目前，涉及重大重组的主要监管规则包括：

基础规则

- 重组办法，上市公司重大资产重组管理办法，证监会令2020第166号，20200320
- 重组若干规定，关于规范上市公司重大资产重组若干问题的规定，证监会公告[2016]17号，20160909
- 26号格式准则，格式准则第26号—上市公司重大资产重组（2018年修订），证监会公告[2018]36号，20181115
- 上交所上市规则201904；科创板上市规则201904；深交所上市规则201904；创业板上市规则202006

科创板特别规定

- 证监会，科创板上市公司持续监管办法（试行），证监会令[2019]第154号，20190301；
科创板上市公司重大资产重组特别规定，证监会公告[2019]19号，20190823
- 上交所，科创板上市公司重大资产重组审核规则，上证发[2019]114号，20191129

创业板特别规定

- 证监会，创业板上市公司持续监管办法（试行），证监会令[2020]第169号，20200612
- 深交所，创业板上市公司重大资产重组审核规则，深证上[2020]503号，20200612

停复牌、信息披露及内幕交易防控

- 停复牌新规，关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见，证监会公告[2018]34号，20181106；
- 上交所，停复牌业务指引，上证发[2018]117号，20181228；深交所，信披指引第2号—停复牌业务，20181228
- 重组信披指引，上市公司重大资产重组信息披露业务指引，上证发[2019]122号，20191220；深交所，信披指引第3号，20190510
- 内幕交易防控，内幕交易防控问答，上市部20190211；证监会公告[2016]16号，20160909；证监公司字[2007]128号，20070815

图 1 重大资产重组的主要监管规则

根据《重组办法》的规定，重大重组可以简要概况为就“重大”+“重组”两个要素：

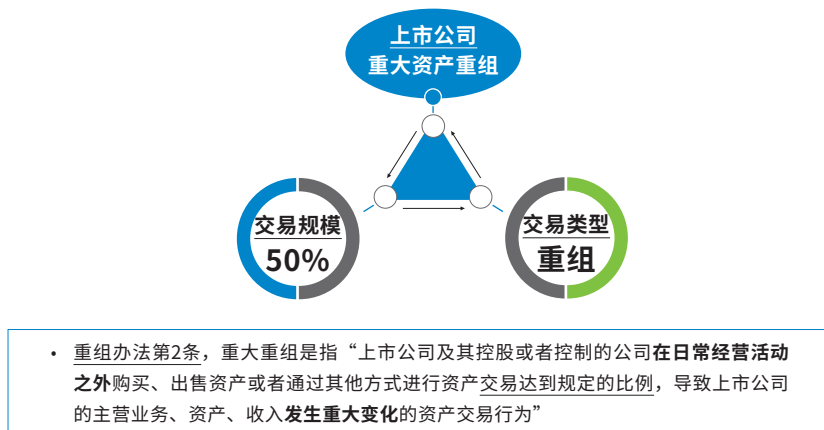


图2 重大资产重组的界定要素

一方面，从交易规模来看，属于“达到规定的比例”的重大交易，即，交易之标的资产的几项关键指标（总资产、净资产、营业收入）占上市公司相应指标的比例达到50%以上。具体指标计算将在下文第二节详细分析。

另一方面，从交易类型来看，重大重组之“重组”交易属于“在日常经营活动之外”进行的“导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易行为。”根据《重组办法》等相关规定，主要包括如下几种交易类型：

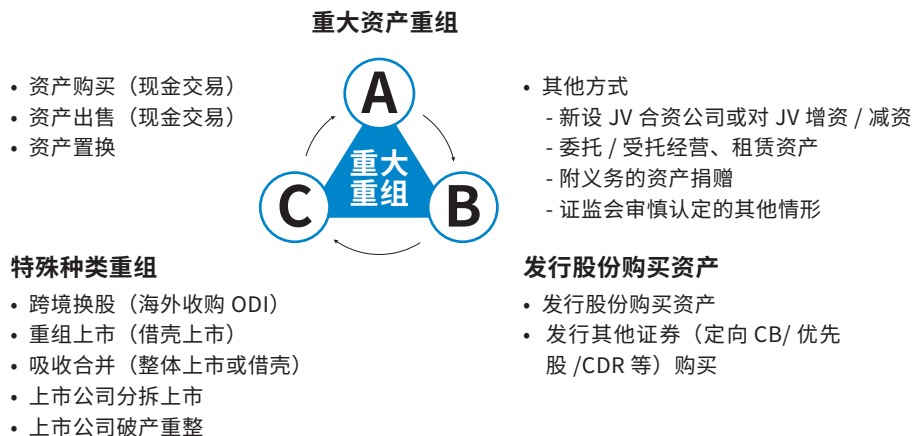


图3 重大资产重组的交易类型

关于发行股份购买资产，其也是属于比较常见的重大重组类型。需要明确的是，即便所购买资产的相关指标占比低于50%的“重大”比例，只要是通过发行股份购买资产，仍然要按照重大重组的相关标准执行。《重组办法》第2条第2款明确规定，“上市公司发行股份购买资产应当符合本办法的规定。”

另外，除了常规的资产交易以外，上市公司的重大资产重组可能还涉及特殊类型的交易。对于《重组办法》第2条所提及的“通过其他方式”进行的交易，《重组办法》第15条进行了进一步明确：

• 重组办法第15条，本办法第二条所称通过其他方式进行资产交易，包括：



• 重组办法第15条，“上市资产交易实质上构成购买、出售资产，且按照本办法规定的标准计算的相关比例达到50%以上的，应当按照本办法的规定履行相关义务和程序。”

图4 通过“其他方式”进行的重大重组

上述“其他方式”的重大重组如果交易实质上构成购买、出售资产，且相关指标占比达到50%以上，也应按照《重组办法》的规定进行审议及披露并应符合相关要求。

无论具体交易类型如何，对于上市公司而言，若要进行重大重组（资产购买、资产出售、资产置换、发行股份购买资产或其他形式的重组），需要符合《重组办法》第11条所规定的如下基本条件：



图5 重大资产重组的基本条件要求

实务中，重大重组被否的两个基本条款依据就是不符合《重组办法》第11条（适用于所有重大重组交易）或第43条（适用于发行股份购买资产的情形）所规定的条件。

二、重大重组的界定

（一）重大重组的界定指标及计算公式

如上文提及，就“重大重组”的界定来看，无非是“重大”+“重组”两个核心要素：

- 交易类型，属于上市公司或其并表子公司“在日常经营活动之外”的“**重组**”交易；且
- 交易规模，属于“达到规定的比例”的“**重大**”交易。

构成重大重组就需要按照《重组办法》的进行审议以及按照 26 号格式准则等规范进行披露。因此，判断某项交易是否达到了重大重组的门槛就显得尤为重要。

根据《重组办法》第 12 条，重大重组之交易“达到规定的比例”，是指标的资产的总资产、净资产、营业收入三项指标中的任一项达到了上市公司相应指标的 50% 以上：

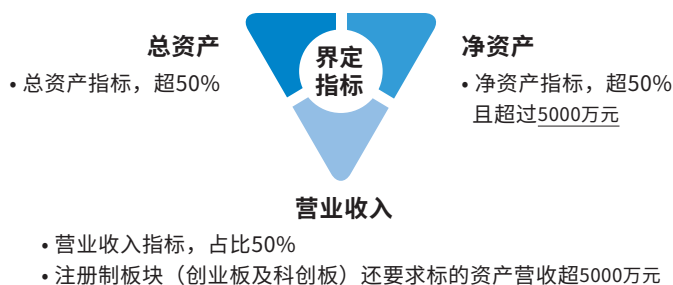


图 6 界定重大重组的界定指标

根据《重组办法》第 12 条，对于**总资产指标**，仅考察标的资产与上市公司该指标占比是否达到 50% 以上。对于**净资产指标**，除了占比 50% 因素以外，还要求所涉及标的资产的金额达到人民币 5000 万元以上。对于**营业收入指标**，虽然《重组办法》仅要求考察占比是否达到 50%，但证监会 2019 年 8 月发布的《科创板上市公司重大资产重组特别规定》以及 2020 年 6 月发布的《创业板上市公司持续监管办法（试行）》则对注册制板块（科创板及创业板）上市公司作了额外规定，除了要求指标占比达到 50% 以外，还要求所涉及标的资产在最近一个会计年度所产生的的营业收入金额达到人民币 5000 万元以上。

对于上述指标的具体计算，其公式可以图示如下：

$$\frac{\text{分子：标的资产最近一年审计值}}{\text{分母：上市公司重大重组前最近一年经审计的合并数}} \geq 50\%$$

- 交易的股东大会决议前或重组报告书披露前，上市公司年报若有更新（通常430前发布）或标的资产审计或评估报告超过有效期，则可能需更新相关数据后重新测算50%指标；或，虽在有效期但资产状况发生重大状况，标的资产应补充披露**最近一期**财务资料

图 7 重大重组 50% 指标的计算公式

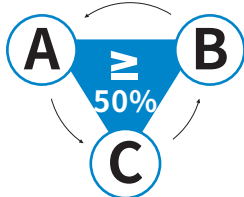
需要提示的是，针对重大重组的界定，除了 50% 指标以外，《重组办法》第 12 条第 2 款还有一个兜底条款：“购买、出售资产未达到前款规定标准，但中国证监会发现存在可能损害上市公司或者投资者合法权益的重大问题的，可以**根据审慎监管原则，责令**上市公司按照本办法的规定补充披露相关信息、暂停交易、聘请符合《证券法》规定的独立财务顾问或者其他证券服务机构补充核查并披露专业意见。”该等兜底条款有助于证监会基于审核判断遏制通过各种交易设计绕开重大重组监管的资本市场乱象。

（二）重大重组 50% 指标的分子—区分不同标的资产

就上述重大重组 50% 指标的具体计算而言，对于分母—上市公司的各项指标（总资产、净资产、营业收入），《重组办法》第 12 条已经规定的非常明确了，是指“上市公司最近一个会计年度经审计的**合并财务会计报告**”中的数据。而对于分子—标的资产的相应指标，《重组办法》第 14 条则进一步区分了标的资产的不同情形分别计算：

股权资产（非控股）

- **购买标的资产指标 * 投资股比** [%]
 - 总资产 TAV, 目标公司 TAV*[%],
与成交价二者孰高
 - 净资产 NAV, 目标公司 NAV*[%],
与成交价二者孰高
 - 营业收入 OR, 目标公司 OR*[%],
- **出售的**, 指标 * [%], 不与成交价比较



股权资产（控股）

- **购买标的资产指标**
 - 总资产 TAV, 目标公司 TAV,
与成交价二者孰高
 - 净资产 NAV, 目标公司 NAV,
与成交价二者孰高
 - 营业收入 OR, 目标公司 OR,
- **出售的**, 目标公司指标, 且不与成交价比较

非股权资产

- **不适用营业收入指标**
- **购买非股权资产的**
 - 总资产, 账面值, 与成交价二者孰高
 - 净资产, 账面值差额 (资产 - 负债), 与成交价二者孰高
- **出售的, 账面值, 或账面值差额**
- **不涉及负债的, 不适用净资产指标 (仅适用总资产指标)**

图 8 重大重组 50% 指标的分子—区分不同标的资产

也就是说，对于收购或出售控股权的，作为计算重大重组 50% 指标的分子—标的资产的审计值，是按照目标公司相应指标（总资产、净资产、营业收入）的 100% 总额，而不用再乘以所收购股比。相反，如果收购的不是控股权，则需要乘以股比 [%]。但是，无论是控股权收购还是参股权收购，对于总资产及净资产这两个指标，如果交易成交价格（通常结合标的资产评估结果协商确定）高于总资产或净资产指标，则以成交价格作为分子；但是，对于营业收入指标，则无需与成交价比较。另外，对于上市公司出售资产的交易，各指标均无需与成交价比较。

（三）非股权类资产的重大重组 50% 指标的计算

如果标的是非股权类资产，则不存在股比的概念，直接按照相应指标账面值计算。根据《重组办法》第 14 条第（二）项，非股权类标的资产的指标计算包含如下要点：

- **购买资产**，总资产指标“以该资产的账面值和成交金额二者中的较高者为准”，净资产指标“以相关资产与负债的账面值差额和成交金额二者中的较高者为准”；

- 出售资产，总资产指标为“该资产的账面值”，净资产指标为“相关资产与负债账面值的差额”。

对于非股权类资产的计算指标，需要注意两个不适用的指标情形：

- (1) 非股权类资产（无论出售或购买），**不适用营业收入指标**，仅需测算总资产及净资产指标；
- (2) 非股权类资产（无论出售或购买），**如果不涉及负债，则不适用净资产指标**，仅适用总资产指标。

前述第（2）种情形，尤其对于涉及亏损或 ST 类的上市公司甚为关键，因为此类上市公司净资产通常为负值，假若适用净资产指标，标的资产的净资产（分子）即便数值很小也很容易导致超过 50% 指标。

简言之，对于非股权类资产的指标测试，包含如下要点：

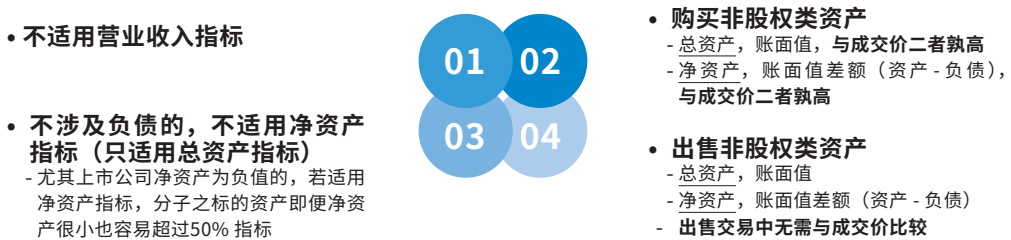


图 9 非股权类资产重大重组 50% 指标的计算

三、重大重组交易进程中的股票停牌

根据《重组办法》等相关规则，上市公司重大重组的交易流程及主要的信息披露要求可以简要图示如下：



图 10 重大重组的交易流程概览

作为首要环节，上市公司筹划重大重组时通常会申请股票停牌。除了有助于防止内幕交易及因信息泄露引起股价异动等基础功能以外，停牌的一个核心功能便是锁定交易价格。尤其是在上市公司发行股份购买资产的交易中，上市公司所发行对价股份的定价是按照董事会决议公告日前 20 交易日、60 交易日或 120 交易日二级市场均价为基准的。根据《重组办法》以及科创板及创业

板重组特别规则等相关规定，上市公司发行股份购买资产交易中，其所发行对价股份的定价基准简要图示如下：

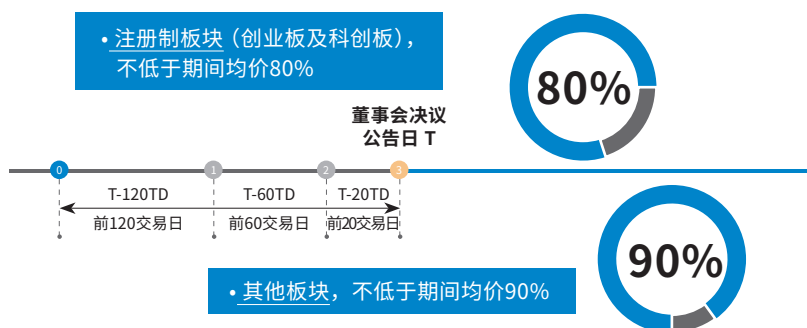


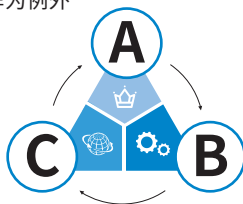
图 11 上市公司购买资产所发行对价股份的定价基准

实务中，上市公司通常是结合交易的前期筹备进展以及双方的磋商而选择一个合适的时间窗口申请停牌，然后直至签署交易文件并召开董事会以及发布重组预案后申请复牌。如此，定价基准日基本就是停牌日。就此而言，择机停牌具有锁定交易价格的效果。

针对先前很多上市公司长期停牌的市场乱象，证监会 2018 年 11 月发布的停复牌指导意见明确了上市公司申请股票停牌应坚持的三大基本原则：

审慎停牌原则

- 不停牌为原则、停牌为例外
- 短期停牌为原则、长期停牌为例外
- 间断性停牌为原则、连续停牌为例外
- 不得随意停牌或者无故拖延复牌时间
- 应采取有效措施防止出现长期停牌等情况



严格保密原则

- 在筹划、实施可能对公司股票价格产生较大影响的重大事项过程中，应履行保密义务，做好内幕信息知情人登记
- 不得以申请停牌代替保密义务

分阶段披露原则

- 发生重大事项，持续时间较长的，应当按照及时披露的原则，分阶段披露有关事项进展的具体情况
- 不应以相关事项结果尚不确定为由随意申请股票停牌

图 12 并购重组交易中股票停复牌的基本原则

在上述基本原则的指引下，沪深交易所于 2018 年 12 月分别发布了各自的停复牌指引。与先前规则及实践相比，新政对停复牌的监管明显收紧，此前随意停牌、任意停牌、长期停牌等市场乱象有所改观。在 2018 年停复牌新政框架下，上市公司可以申请股票停牌的情形主要包括如下：

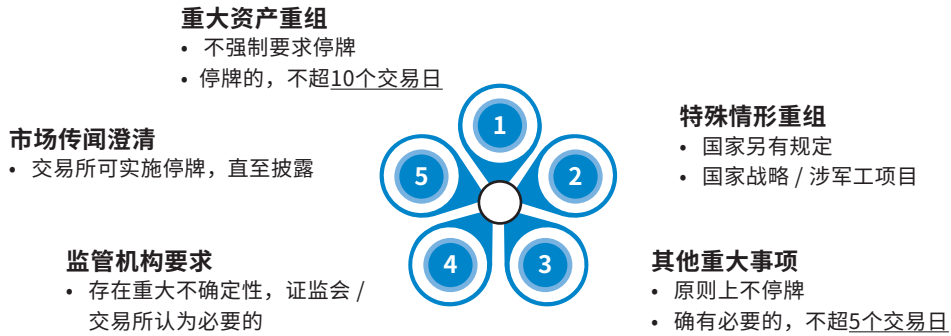


图 13 并购重组交易中股票停牌的主要情形

自 2018 年底证监会停牌新政以来，以前市场比较普遍的长期停牌（往往至少三到六个月，停牌一两年甚至更长的也非少数）现象逐步得到遏制。目前政策框架下，重组交易的停牌时间通常不会超过两周，不停牌进行重组的情况也不少见。在 2018 年停复牌新政框架下，上市公司重大资产重组仍然属于可以申请停牌的主要情形之一。但与先前规则及实践相比，新政下，无论是监管理念还是允许停牌的重组交易类型或是停牌的时间，都有明显变化：

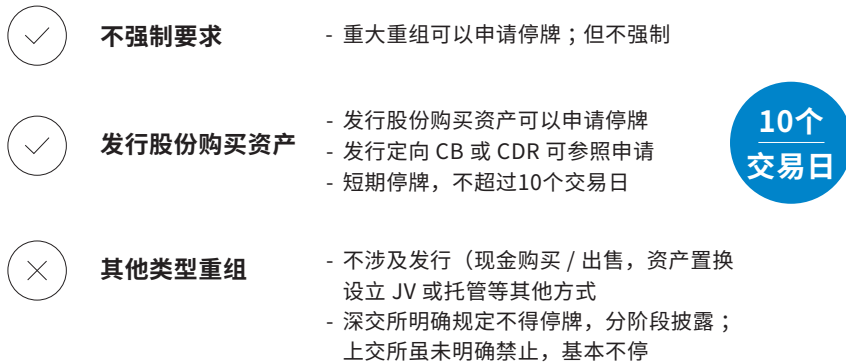


图 14 重大重组的停牌—常规情形下 10 个交易日

另一方面，交易实践中总有各种各样的复杂因素。尤其是，国内市场的交易往往涉及国资审批或特定行业监管等情形。另外，个别重大无先例交易也需要考虑现实情况。因此，对于重大重组的停复牌监管，也需要考虑一定的例外情形。按照沪深交易所停复牌指引的规定（上交所第 11 条第 2 款；深交所第 14 条），对于无法在 10 个交易日的常规停牌期间内发布重组预案申请复牌的，下列情形下可以申请延期复牌：

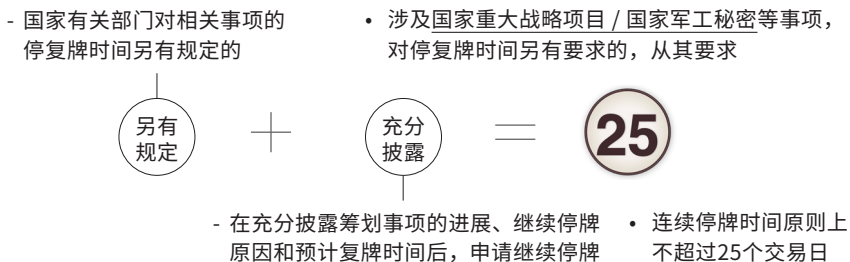


图 15 重大重组停牌—特殊情形下 25 个交易日或更长

另外，除了重大重组（发行股份购买资产）以外，在上市公司并购重组交易中，其他可以申请停牌的重大事项主要是涉及控制权变更的交易、要约收购以及破产重整。可以主动申请停牌的其他“重大事项”仅限于如下：

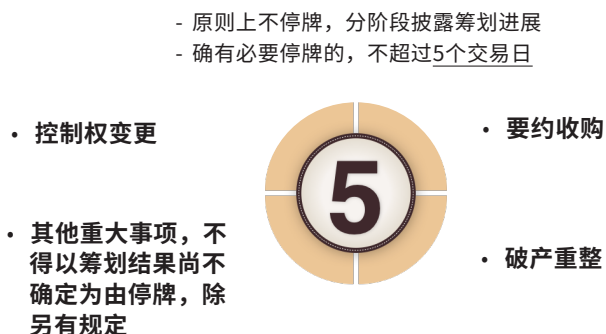


图 16 其他重大事项中的股票停牌—5 个交易日

与先前停牌规则相比，一个比较重大的变化就是，2018 年停复牌新政后，上市公司“非公开发行股票”已经不再作为可以停牌的情形之一了。实践中，除极个别情形以外，上市公司非公开发行股票（现金定增）基本已不再停牌。而按照先前规则，上市公司定增通常可以申请停牌 10 个交易日左右。另外，先前规则框架下可以停牌的其他重大事项还包括签署重大战略协议、需报股东大会批准的对外投资或重大资产处置等事项。

最后，除了交易中的主动申请停牌以外，特定情形下，证监会或交易所也可以要求上市公司申请停牌或者直接责令停牌：

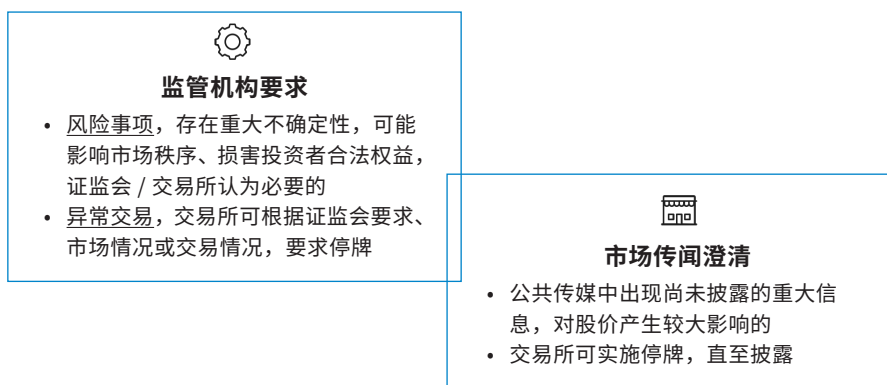


图 17 特定情形下被监管机构责令停牌

四、重组交易中的内幕交易防控

重组交易进程中的保密措施至为关键。若发生内幕交易违规，有可能导致重组交易失败。作为一种执行保障机制，沪深交易所复牌指引要求，**自筹划重组至披露重大资产重组报告书期间**，上市公司及有关各方，应当按照相关规定登记、报送内幕知情人，并编制交易进程备忘录：

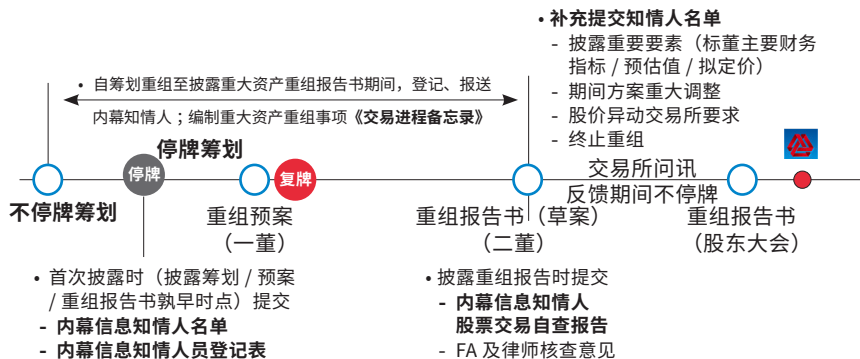


图 18 筹划期间的内幕知情人登记 & 交易进程备忘录

自筹划重组至披露重大资产重组报告书期间，上市公司及有关各方应编制《交易进程备忘录》。根据沪深交易所重组信息披露指引，上市公司需要在如下几个节点向监管机构提交《交易进程备忘录》：

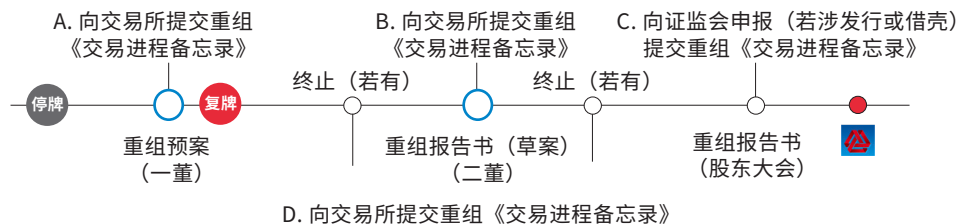


图 19 重组进程中《交易进程备忘录》的提交

在 2018 年之前，交易进程备忘录通常会在相应节点和重组预案或重组报告书的披露一并公告。目前的实践中，交易进程备忘录通常不再对外公告，而只是在相应信息披露环节作为备查文件提交给交易所，或者作为申报文件之一提交给证监会（若涉及股份发行或借壳）。而就交易进程备忘录内容来看，主要是记录交易各环节相关参与人员的讨论概要。交易进程备忘录需要上市公司盖章以及参与讨论的相关人员签字。

另一方面，重大重组事项通常都涉及股价敏感信息。无论上市公司是否申请股票停牌，在筹划期间严格做好保密措施都是极为重要的。另外，对于参与项目或因各种原因执行项目筹划的相关人员，都需要做好内幕信息知情人登记及自查工作。正如证监会在《关于完善上市公司股票停牌制度的指导意见》中所明确的，“不得以申请上市公司股票停牌代替相关各方的保密义务。”

针对内幕信息知情人的登记，证监会曾在 2011 年 10 月专门发布过《关于上市公司建立内幕信息知情人登记管理制度的规定》（证监会公告 [2011]30 号）。上交所也于 2020 年 2 月新近发布了《上海证券交易所上市公司内幕信息知情人报送指引》（上证发 [2020]10 号）。深交所虽未出台专项的内幕信息知情人相关指引，但在其 2019 年 5 月发布的《信息披露指引第 3 号—重大资产重组》中也有专门一节针对内幕交易防控的。另外，国务院国资委也曾于 2011 年 10 月发布了针对国有股东的《关于加强上市公司国有股东内幕信息管理有关问题的通知》（国资发产权 [2011]158 号）。

根据上述相关规范要求，上市公司在进行重大资产重组、发行证券、收购、合并等重大事项时，应及时做好相关内幕信息知情人的登记工作，并对内幕信息知情人买卖本公司股票及其衍生品种的情况进行自查。相关内幕信息知情人档案自记录（含补充完善）之日起至少保存 10 年。而且，在相应信息披露环节，上市公司应及时将内幕信息知情人登记表、自查报告与交易进程备忘录一并报送交易所：

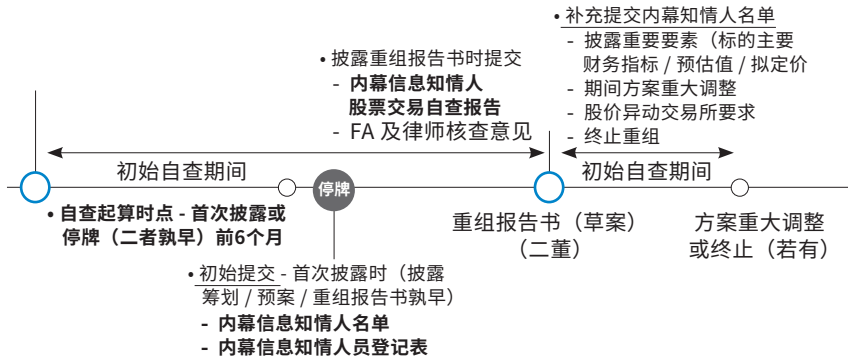


图 20 内幕信息知情人登记与交易自查

实务中，股价异常波动，或称“股价异动”，是可能涉及内幕交易的一个直观外部迹象。因此，从内幕交易防控的角度，在上市公司首次披露重组预案或报告书草案时，监管机构还要求其一并确认，上市公司股票是否存在异动，并发布《关于公司股票价格波动是否达到〈关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知〉第五条相关标准的说明》。关于股价异动的判断标准，根据证监会 2007 年 9 月发布的《关于规范上市公司信息披露及相关各方行为的通知》（证监公司字[2007]128）第五条，股价异动是指前 20 交易日累计涨跌幅超过 20%。

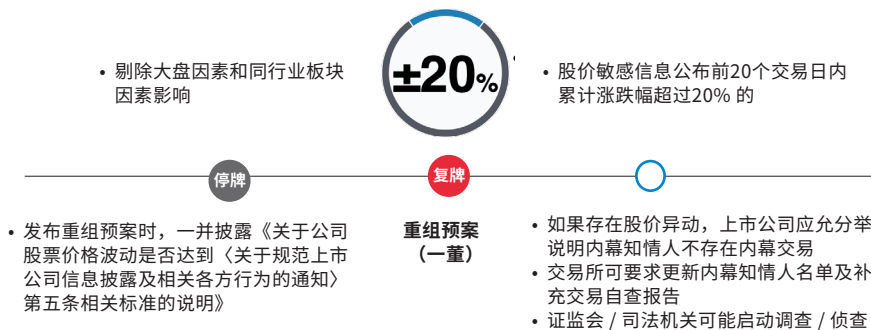


图 21 重组筹划期间的股价异动

如果存在股价异动现象，上市公司应充分举证说明相关内幕知情人不存在内幕交易；交易所也可以视情况要求上市公司更新内幕信息知情人名单及提交补充自查报告，而证监会或司法机关也可能启动内幕交易调查或侦查程序。最终，根据是否涉及内幕交易以及所涉及违规的不同情形，会对重组交易产生相应影响。

实际上，在上市公司发布重组预案申请复牌时，需要一并披露《关于本次交易相关主体不存在〈关于加强上市公司重大资产重组相关股票异常交易监管的暂行规定〉第十三条不得参与任何上市公司的重大资产重组情形的说明》。而根据证监会 2016 年 9 月修订的《关于加强上市公司重大资产重组相关股票异常交易监管的暂行规定》（证监会公告 [2016]16 号）第 13 条，相关主体因涉嫌内幕交易被立案调查或立案侦查的，在下列期间不得参与任何上市公司的重大资产重组：

- 自立案之日起至责任认定前；以及
- 自证监会作出行政处罚决定或者司法机关作出相关裁判生效之日起至少 36 个月内。

实际上，重组期间相关主体若涉嫌内幕交易，受影响的不只是相关违规主体自身，参与重组的上市公司也可能受到牵连，而重组交易本身也会因违规情形的不同而面临方案调整或终止的不同命运。另外，内幕交易处于立案或者已有最终责任认定，不同的阶段，上市公司所能采取的应对措施也会有差异。具体而言，结合《关于加强上市公司重大资产重组相关股票异常交易监管的暂行规定》以及沪深交易所重组信披指引的相关规定，内幕交易对违规主体、上市公司以及对重组交易本身的影响，要区分违规所涉及的不同主体、立案所处重组交易的不同阶段以及裁决结果的不同等因素而具体判断：

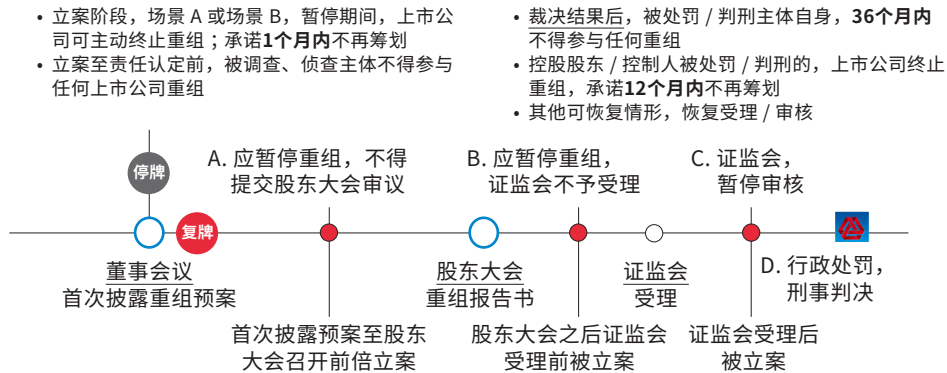


图 22 重组筹划期间因涉嫌内幕交易被立案

如上图所示，涉嫌内幕交易违规不仅对本次交易有影响，对上市公司筹划后续重组或相关主体参与其他重组也会有影响。就针对本次重组的影响而言，在立案阶段，上市公司可以选择主动终止重组（此时需要承诺 1 个月内不再筹划）；或者，也可以暂停重组，直至调查完成再根据责任认定情况确定后续进展，若涉及上市公司控股股东或实际控制人的，则必须终止重组，并承诺 12 个月不再筹划。而从监管机构的角度，在受理前已进入立案阶段的，则不予受理；已经受理的，则暂停审核，直至调查结果出来，再根据责任认定情况确认是否可以恢复审核或直接终止审核。具体而言，根据《关于加强上市公司重大资产重组相关股票异常交易监管的暂行规定》第七条以及沪深交易所重组信披指引的相关规定，内幕交易的违规情形及其对本次交易及后续重组的不同影响可以图示如下：

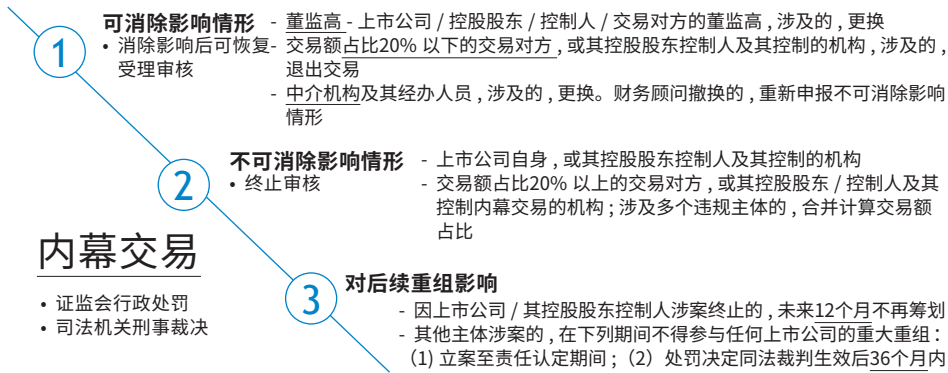


图 23 内幕交易违规认定对本次交易及后续重组的影响

五、重大重组的内部决策

整体来看, 上市公司重大资产重组的交易流程可如下图所示:

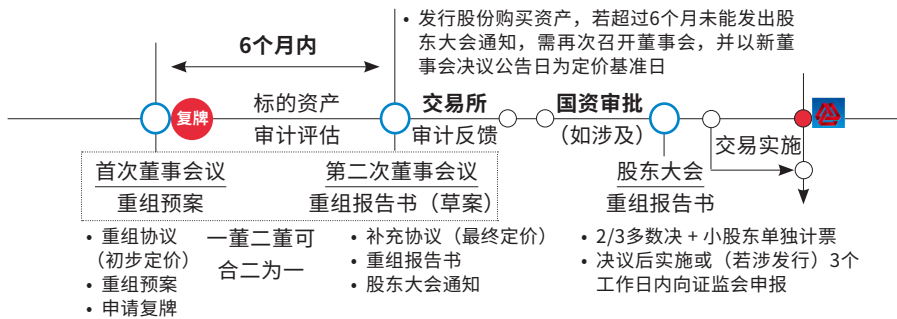


图 24 重大重组的内部决策 & 外部审批

就内部决策而言, 重大重组交易除了需要交易对方以及标的资产根据《公司法》或《合伙企业法》及其各自公司章程或合伙协议的相关约定履行审议程序以外, 重组方案还需经上市公司董事会及股东大会的审议。

就董事会而言, 实务中, 通常会根据交易的进展情况先后召开两次甚至更多次董事会会议。其中, 首次会议(俗称“一董”)审议重组预案(标的资产的审计数据尚不具备); 而第二次或后续会议(俗称“二董”)审议重组报告书(草案)(已完成标的资产的审计评估工作)。一董召开时, 由于标的资产的审计评估工作尚未完成, 召开股东大会的条件尚不具备, 通常会同步发布暂不召开股东大会的公告。而在二董召开时, 审计评估工作均已完成, 上市公司需要发布召开股东大会的通知。就功能来看, 一董的主要功能是及时发布重组预案, 以申请复牌; 若不能在停牌期间(通常10个交易日)及时发布预案申请复牌的, 则需要终止筹划并承诺其后1个月不再筹划。而二董的主要功能是审议包含了标的资产审计评估数据在内的详细重组报告书(草案), 以及发布召开股东大会的通知。各阶段主要工作可如下图所示:

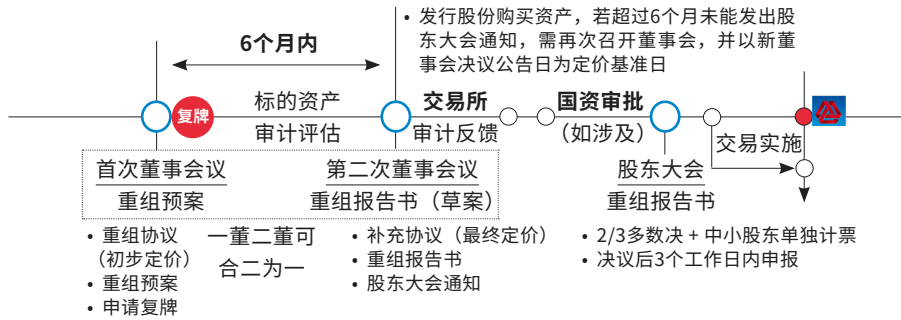


图 25 重大重组的内部决策程序

关于董事会的召开，需要特别说明的是，如果在严格保密的情形下上市公司及相关交易方准备工作比较充分，可以在复牌前及时完成有关审计评估工作。那么，上市公司也可以直接召开董事会审议发布重组报告书（草案，待股东大会批准）。也就是说，在重组交易中，上市公司可以先后召开两次或多次董事会分别审议重组预案及重组报告书（草案）。但并非必须先后召开两次或多次董事会会议。在实际情况允许的情况下，上市公司可以只召开一次董事会直接审议重组报告书（草案）。也无论如何，如果在 10 个交易日停牌期满前不能及时审议披露重组预案的，应终止筹划并复牌，除非特殊情形获得交易所允许延期复牌。

另一方面，无论是召开两次还是多次董事会会议，对于发行股份购买资产交易而言，根据沪深交易所重大重组信披指引，在首次董事会公告后 6 个月内，如果未能发出股东大会通知（发出股东大会通知的前提是标的资产的审计评估工作已完成，从而可以根据 26 号格式准则的要求编制详细的重大重组报告书），上市公司必须重新召开董事会。其根本原因在于，根据《重组办法》第 45 条，发行股份购买资产之上市公司所发行对价股份的定价是以董事会决议公告日为基准日。因此，当作为股份发行定价基准日的董事会决议公告日距离股东大会召开的通知发布已超出了 6 个月，考虑到二级市场股价变化及定价公允性等因素，要求重新召开董事会，并以新的董事会会议公告日为上市公司发行对价股份的定价基准日。

就股东大会而言，关于需要提交股东大会审议表决的事项，《重组办法》第 23 条以及沪深交易所重大重组信披指引有明确的规定，主要是对董事会审议的相关事项进行批准。其中，涉及重组方案的如下主要事项应逐项表决：



图 26 重大重组的内部决策程序—股东大会表决事项

另外，若涉及发行股份，则还需要对拟发行股份数量、价格等发行方案相关的事项进行逐项表决。值得一提的是，对于发行股份购买资产涉及募集配套融资的，沪深交易所重大重组信息披露指引（上交所第 20 条；深交所第 24 条）明确，如购买资产不以配套融资为前提，购买资产与配套融资的交易方案可以分拆为两项议案、分别表决；如购买资产以配套融资为前提，购买资产与配套融资议案均获审议通过后，交易方案方可继续推进。

而就股东大会的表决而言，与一般事项不同，根据《重组办法》第 24 条，重大重组要求：

- 会议形式，现场会议 + 网络投票；
- 表决机制，经出席股东大会的股东所持表决权的 2/3 以上通过；
- 单独计票，中小股东（除上市公司董监高及持股 5% 以上的股东以外）的投票情况应当单独统计并予以披露。

需要明确的是，单独计票并非中小股东的单独表决，而是从信息披露的角度，对该部分中小股东的表决情况单独统计并予以披露；但并非要求整体 2/3+ 中小股东 2/3 的双重表决机制。无论中小股东单独计票结果如何，只要经出席股东大会的股东所持表决权的 2/3 以上通过，重组方案便算通过，即便中小股东本身表决未过 2/3，除非上市公司的章程另有规定。

六、重大重组的外部审核

（一）证券监管环节的外部审核

就上市公司重大重组而言，其可能涉及的外部审核主要包括如下几个环节：

- 证券监管环节，包括交易所审核以及证监会审核；
- 国资监管环节，主要涉及定价及程序合规等事项；
- 跨境交易相关，涉及外资准入的报告制度以及收购境外标的资产的 ODI 程序等；
- 其他前置许可，例如反垄断批复（如适用）以及特定行业的前置审批等。

就证券监管环节—沪深交易所及证监会的审核而言，注册制和传统板块有着明显差异。

首先，就传统板块的审核而言，除了涉及发行股份或构成重组上市的需报证监会审核以外，现金或其他重大重组交易则由交易所审核。根据最新修订的《收购办法》《重组办法》以及其他相关规定，证监会及交易所的审核分工可如下图所示：

上市公司并购重组交易	交易所审核	证监会交易
协议转让 / 间接收购	★	
要约豁免		
要约收购	★	
公开发行 / 现金定增		★ 发行部
重大资产购买 (现金)	★	
重大资产出售 (现金)	★	
重大资产置换 (不涉及增发)	★	
发行股份购买资产 (含配套融资)		★ 上市部
重组上市 ; 换股吸收合并		★ 上市部

图 27 重大重组的外部审核—证监会与交易所的分工

其次，就涉及需向证监会进行申报的重组交易（发行股份购买资产以及重组上市）而言，通常会涉及如下流程：

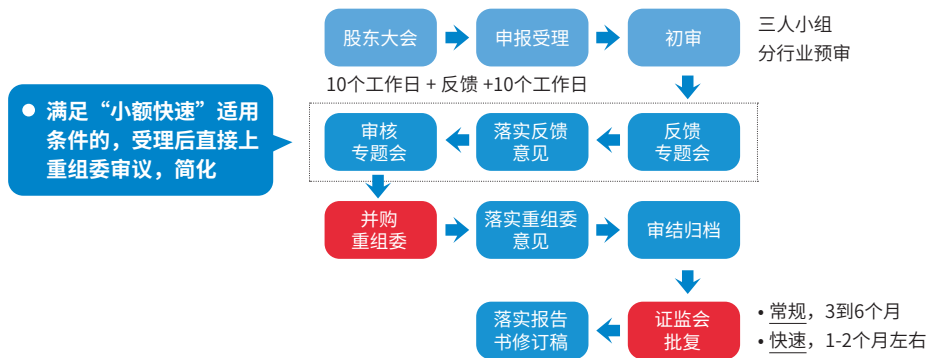


图 28 重大重组之证监会审核的基本流程

再次，对于涉及发行股份购买资产的交易，不属于证监会分道制中的“审慎审核”类别的（2013年10月起开始执行“豁免审核”、“快速审核”、“审慎审核”三个审核通道），并且符合相关条件（详见证监会上市部2018年10月《关于并购重组“小额快速”审核适用情形的相关问题与解答》）的，证监会在受理后可以不进行问询反馈环节，经上市部审核后直接上重组委会议进行表决：

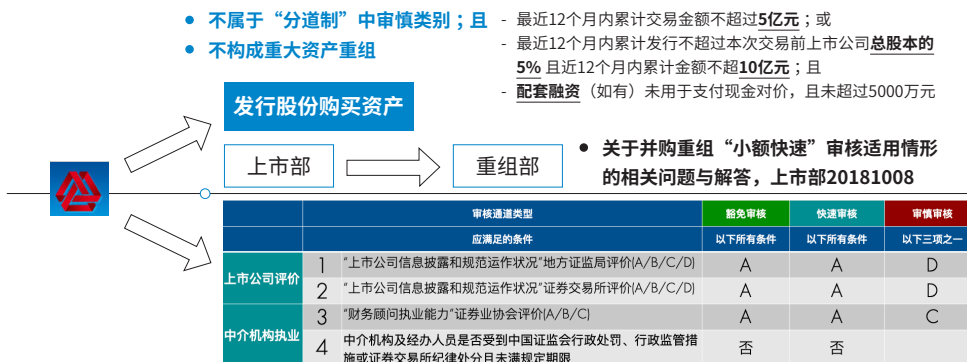


图 29 重大重组之证监会审核的“小额快速”通道

又次，而对于涉及传统板块中需要上报证监会审核的相同事项（涉及发行股份或构成重组上市的），在注册制板块（上海科创板以及深圳创业板），其审核重任也落在了交易所身上，证监会则主要负责所发行证券的注册。根据科创板及创业板重大重组的相关规定，区分不同的交易类型，重大重组的审核路径可以如下图所示：

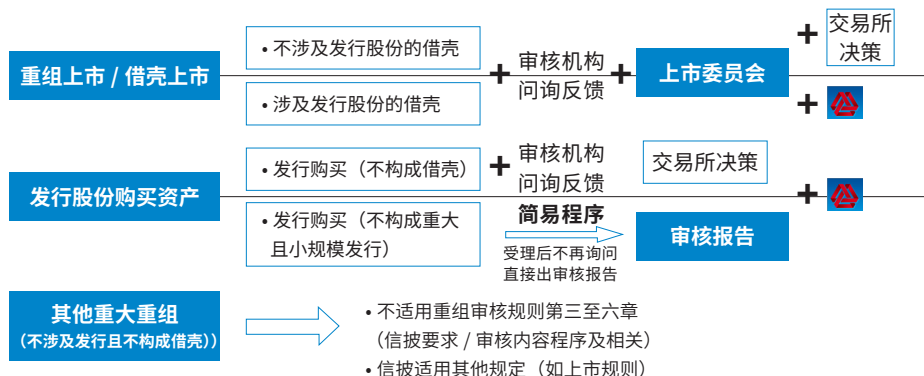


图 30 注册制板块重大重组的审核路径

而就注册制板块的具体交易及审核流程来看，科创板与创业板并无实质差异，可以简要图示如下：

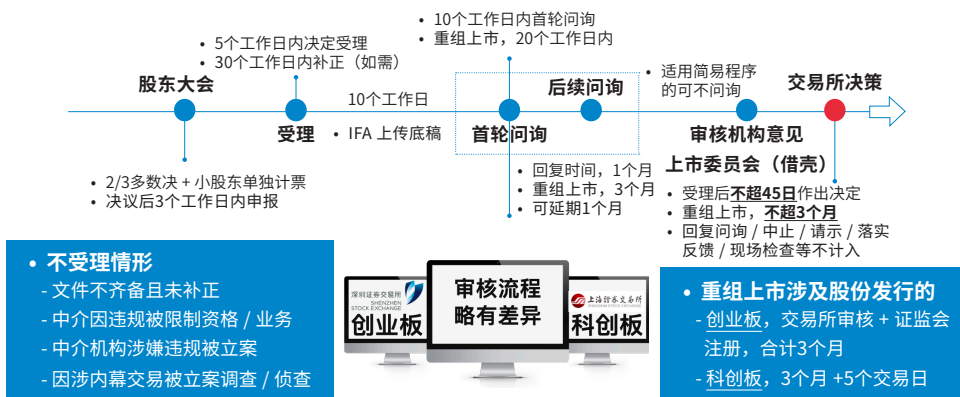


图 31 注册制板块重大重组的交易及审核流程

最后，在注册制板块，同样存在类似于上述证监会审核过程中的“小额快速”通道，即，交易所受理后不进行问询反馈环节，由交易所审核部分审核后直接出具审核报告，然后根据交易情况由交易所作出决定或者上报证监会进行注册。根据科创板及创业板重大重组的相关规定，注册制板块的“小额非重大”适用简易程序的相关条件（与上述证监会审核中适用“小额快速”通道的条件相同）如下：

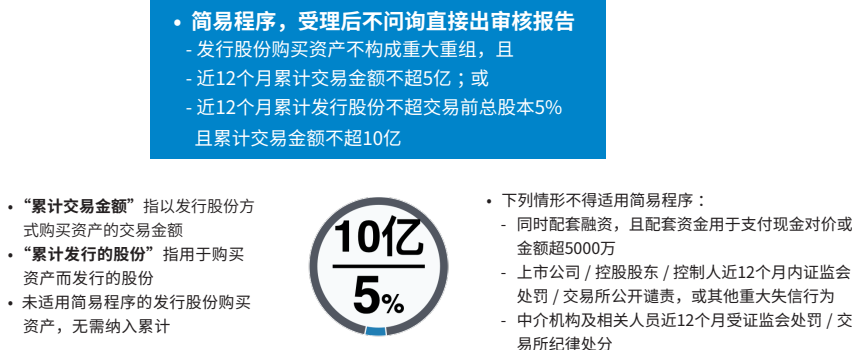


图 32 注册制板块小额非重大交易的简易程序

（二）其他环节的外部审核

除了证券监管环节的外部审核，重大重组中可能涉及的其他外部审核环节主要涉及国资监管及跨境交易领域。

就国资监管而言，主要涉及国资 32 号令以及国资 36 号令等规则所要求的评估定价以及程序合规（进场挂牌或非公开协议转让）等内容。在此需要强调的是，若涉及国有股东向上市公司注入资产或者国有控股上市公司发行股份购买资产，根据国资 36 号令第 67 条，在股东大会召开前还需要取得国企集团母公司或有权国资监管机构的批准。未及时取得国资批复（若适用）的，通常需要延迟召开股东大会。

就跨境交易而言，主要有如下三个角度的考虑：（1）若涉及境内已设立外商投资企业（FIE）的注入，因该等 FIE 注入上市公司将涉及 FIE 本身股东及相关信息变更的外部程序。自 2020 年 1 月 1 日起新《外商投资法》生效后，之前执行的由商务部门审核（负面清单）或备案（负面清单以外）+ 市场监管部门工商登记程序，统一调整为市场监管部门工商登记 + 外商投资信息报告制度。（2）若涉及海外标的资产的收购，无论现金收购还是发行股份购买，均涉及及发改委、商务部门及外汇登记等境外投资 ODI 手续。（3）无论是境内 FIE 注入还是 ODI 收购海外标的，若交易对方因此而取得 A 股上市公司的股份，则还可能涉及外国投资者对上市公司进行战略投资的相关程序。尤其是，若 A 股上市公司发行股份购买外国投资者所持有的境外公司的股份，则还需要遵守跨境换股的相关要求。

除上述涉及国资及跨境相关程序以外，重大重组中还可能经常涉及的一个外部程序就是市场监督管理总局所负责的经营者集中申报程序。若该等申报门槛触发，则需要及时进行申报并取得反垄断批复。另外，根据上市公司或标的资产所处行业，例如电信、金融、教育、医疗等特定行业许可的前置审批。

上述所涉及的外部审核，通常是“前置”程序，即，需要在交易实施进行交割之前取得或完成。需要强调的是，该等“前置”是相对于交割的前置，并非相对于证监会或交易所程序的前置。早自2014年10月证监会正式发布《上市公司并购重组行政许可并联审批工作方案》之后，证监会就已按照国务院国发[2014]14号文的要求开始执行“并联审批”制度了。也就是说，证监会程序不再是最后一道“闸口”，证监会的受理也不以其他前置批复已经取得为前提。相关交易主体可以根据项目进展并行推进交易所涉及的各项行政许可程序。当然了，若涉及国资监管的，国资批复则通常需要在上市公司召开股东大会前取得；而其他批复则可能是在交易所或证监会批复之后，比如，涉及外资战投的备案或报告程序，就是在外国投资者已经完成上市公司股份的登记程序之后才进行。

七、重大重组的交易实施及持续监督

重大重组交易的最后一个环节便是重组交易的实施及交割。涉及的主要环节包括如下两个方面：

- 标的资产，过户交割，主要涉及市场监管部门的工商登记或土地房管部门的过户登记等程序；
- 上市公司，若属于发行股份购买资产，则在标的资产过户登记完成并完成验资手续后，向中国结算办理新股发行的登记手续。

根据《重组办法》第32条（现金交易）、第33条及第49条（发行股份购买资产）以及沪深交易重大重组信披指引的要求，重组交易获得核准后应及时实施，并且：

- 上市公司聘请的独立财务顾问和律师事务所，应当对重组交易的实施过程、资产过户事宜和相关后续事项的合规性及风险进行核查，并发表明确意见；
- 上市公司，应当在相关资产过户完成后3个工作日内，按照26号格式准则的要求编制重大重组《实施情况报告书》并予以公告；
- 若核准后60日内未实施完毕的，上市公司应当于期满后次一交易日披露重组实施进展情况公告，并在此后每30日披露一次进展公告，直至实施完毕。

上述交易实施的主要环节可以简要图示如下：

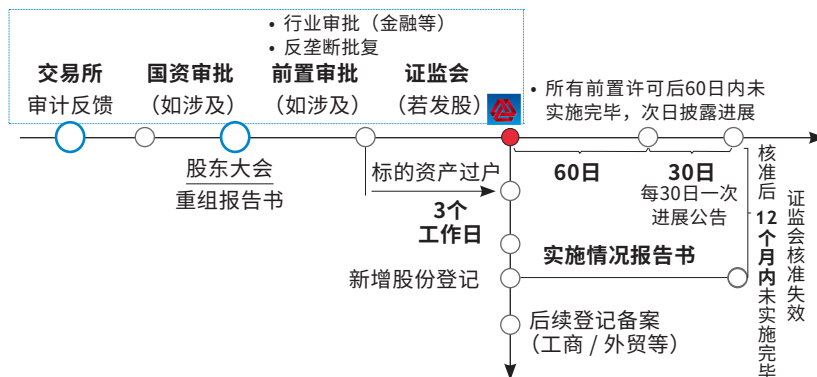


图 33 重大重组的交易实施

最后，根据《重组办法》第 37 条规定，重大重组交易实施完毕后，上市公司的独立财务顾问应当对上市公司履行持续督导职责，应对公司的整合计划及实施效果发表意见。根据《重组办法》以及沪深交易所重大重组信披指引的相关规定，持续督导的具体要求如下：

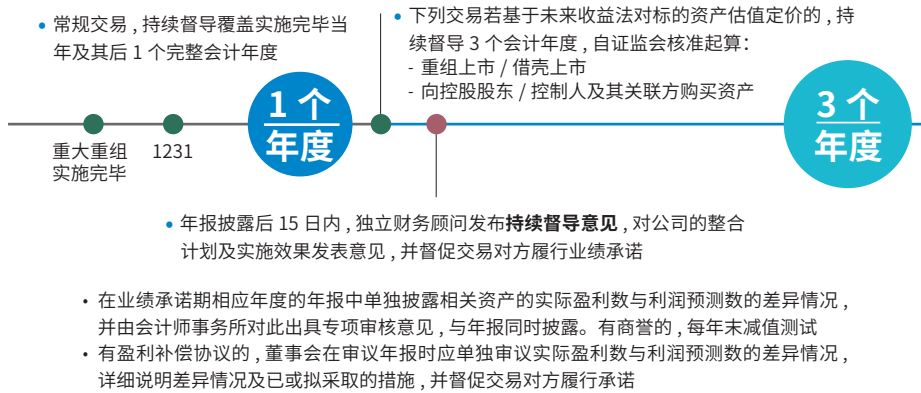


图 34 重大重组的持续督导

第六章 上市公司并购重组中的 激励对赌与员工安置

作者：余峥（许伊琳、张炼铎亦有贡献）

一、上市公司并购重组中的激励对赌

（一）定义

“对赌”并非标准的法律用语，而只是通俗说法，在我国司法实践中，提及“对赌”的一般有两种情形，其中一种是股权投资领域的对赌，又称估值调整协议，另外一种，也即是本文将详细介绍的对赌，是指上市公司并购重组交易过程中的业绩补偿机制与相关规定。根据中国证券监督管理委员会（下称“证监会”）颁布的《上市公司重大资产重组管理办法》（2020年3月20日修正，下称“《管理办法》”）第二条以及第三十五条第一款的规定，“上市公司及其控股或者控制的公司在日常经营活动之外购买资产或者通过其他方式进行资产交易达到规定的比例，导致上市公司的主营业务、资产、收入发生重大变化的资产交易的，若在前述交易过程中，采取收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的，上市公司应当在重大资产重组实施完毕后3年内的年度报告中单独披露相关资产的实际盈利数与利润预测数的差异情况，交易对方应当与上市公司就相关资产实际盈利数不足利润预测数的情况签订明确可行的补偿协议”，此处所述的补偿协议，即为上市公司并购重组的业绩补偿协议。

简单来说，在采用收益现值法的交易中，交易双方系通过标的资产未来的收益折现以计算对价，但由于对目标公司的未来发展难以准确预测，对未来的预期收益存在不确定性，导致上市公司购买股权或资产的价格存在过高的风险，故为了避免因此种风险给上市公司股东所造成的损失，交易中一般要求交易对方对标的业绩做出承诺，若无法达到承诺的盈利，交易对方应对上市公司进行补偿，以保护上市公司，特别是上市公司的中小股东的利益。此种机制又被称为盈利预测补偿机制，可以一定程度上解决交易双方的信息不对称的问题。

（二）上市公司并购重组中需要进行激励对赌的情况

从证监会发布的相关规定来看，决定一个并购重组的交易是否必须设置对赌，一般的考虑因素是交易对方以及资产评估作价方法。

1. 从交易对方的身份考虑

根据《管理办法》的规定，“若上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人之外的特定对象购买资产且未导致控制权发生变更的，上市公司与交易对方可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿和每股收益填补措施及相关具体安排。”简而言之，若交易对方是非关联方且交易未导致上市公司控制权发生变化，无论采取何种方法进行估值，设置对赌机制均不是强制性要求。但值得注意的是，在某些交易中，虽然上市公司主要是向非关联方购买资产，且并未导致控制权的变更，但若交易中有关联方参与（比如关联方是标的资产的小股东），此时仍需设置业绩补偿机制。

根据《关于并购重组业绩补偿相关问题与解答》（2016年1月15日施行）的规定，“交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人，无论标的资产是否为其所有或控制，也无论其参与此次交易是否基于过桥等暂时性安排，上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人均应以其获得的股份和现金进行业绩补偿。”可见，针对交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人的情形，只要采用收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据的，均必须签订激励对赌协议，对业绩进行承诺并作出补偿安排。

2. 从估值的方式考虑

根据《管理办法》的规定，当上市公司采用收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法对拟购买资产进行评估或者估值并作为定价参考依据时，除非交易对方如上文所述是非关联方且交易未导致上市公司控制权发生变化，签订对赌协议是强制性要求。不仅如此，《关于并购重组业绩补偿相关问题与解答》（2016年1月15日施行）作出了进一步的规定，明确“如果资产基础法中对于一项或几项资产采用了基于未来收益预期的方法，上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人也应就此部分进行业绩补偿”。例如，在苏盐井神（603299）向控股股东苏盐集团发行股份，购买其持有的注入苏盐集团食盐经营相关业务后的苏盐连锁100%股权及南通盐业51%股权的交易中，对苏盐连锁100%股权采用了资产基础法进行评估，但对苏盐连锁及其子公司名下部分投资性房地产、固定资产采用了收益法进行评估，根据前述规定，苏盐井神就此部分进行了业绩补偿安排。

（三）上市公司并购重组中激励对赌的补偿形式

上市公司并购重组中激励对赌的补偿形式为现金和股份，既有单独以现金进行补偿的形式

1. 单独以现金补偿

单独以现金补偿的案例,适用于标的公司的体量较小,无较大现金流压力,有现金支付能力的情况。例如,在联环药业(600513)向其控股股东江苏联环药业集团有限公司发行股份购买资产的交易中,双方约定,“如标的资产对应的2013年、2014年和2015年的实际盈利数(扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润)不足2013年、2014年和2015年乙方净利润承诺数的,乙方应向甲方利润补偿实施公告所确定的股权登记日登记在册的除乙方之外的甲方股东(以下简称“其他股东”)进行**现金补偿**”。

2. 单独以股份补偿

对于现金流紧张,换股比例较高的标的公司,可以采用单独以股份进行补偿的形式,例如,在新宙邦(300037)发行股份及支付现金购买王陈锋等6名交易对方持有的三明市海斯福化工有限责任公司100%股权的交易中,交易对方承诺,全部以股份形式进行补偿:“(1)如海斯福2014年、2015年、2016年任意一年的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润低于4,000万元,交易对方在该年度补偿的股份数量=(6,000万-该年度的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润)/6,000万×(新宙邦为本次交易支付给交易对方的股份数/3);(2)如海斯福2014年、2015年、2016年、2017年累计实现的扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润低于26,000万元或2015年、2016年、2017年经审计累计实现的经营性净现金流低于12,000万元,则交易对方补偿的股份数量为根据净利润指标计算的补偿股份数量和根据经营性净现金流指标计算的补偿股份数量孰高者。”

3. 现金补偿与股份补偿相结合

此外,在实践中,大多数上市公司的并购重组是采用了现金补偿与股份补偿相结合的方式。具体而言,又可细分为优先以现金补偿,不足部分以股份补偿,以及优先以股份补偿,不足部分以现金补偿这两种形式。虽然证监会鼓励优先以股份补偿的形式,但由于并购重组完成后,上市公司的股票在二级市场的价格往往会有较大的溢价,这部分溢价将远超过需要进行业绩补偿的金额,因此大多数上市公司在可选择的情况下,更愿意选择优先进行现金补偿。例如,在宇顺电子(002289)发行股份及支付现金购买雅视科技的交易中,双方约定,“本次发行股份及支付现金购买资产完成后,在盈利预测补偿协议所述利润补偿期内任一会计年度,如雅视科技截至当期期末累积实现净利润数额小于截至当期期末累积盈利预测数额,且截至当期期末累积实现净利润数额同截至当期期末累积盈利预测数额之差额小于该期累积盈利预测数额的10%(含10%),则控股股东林萌应将盈利预测数与实际净利润之间的差额部分以现金补足,在利润补偿期内任一会计年度,如雅视科技截至当期期末累积实际净利润数额小于截至当期期末累积盈利预测数额,且截至当期期末累积净利润数额同截至当期期末累积盈利预测数额之差额超过该期累积盈利预测数额的10%(不含10%),则林萌应以股份方式向宇顺电子补偿前述差额部分”。

值得注意的是,根据2015年9月18日发布《上市公司监管法律法规常见问题与解答修订汇编》的解读,“交易对方为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人,应当以其获得的股份和现金进行业绩补偿。如构成借壳上市的,应当以拟购买资产的价格进行业绩补偿的计算,且股份补偿不低于本次交易发行股份数量的90%。**业绩补偿应优先以股份补偿,不足部分以现金补偿**”。该解读系监管部门首次对重组上市的业绩补偿作出明确要求,即必须先以股份补偿,不足者再以现金补偿。以浩丰科技(300419)发行股份购买北京路安世纪文化发展有限公司100%

股权的交易为例，交易双方约定，“如目标公司于利润承诺期内各年度累计实际实现的净利润数未达到本协议利润补偿义务人承诺的目标公司相应年度累计净利润数，则利润补偿义务人应就未达到承诺净利润的部分向甲方进行补偿，利润补偿义务人履行补偿义务，先以其本次交易获得的上市公司股份及该股份由公积金或未分配利润转增或送股形成的股份进行补偿，不足时进行现金补偿。”

在涉及到以股份形式进行补偿安排的情形中，交易对方应当确保相关股份能够切实用于履行补偿义务。证监会与2019年3月22日发布的《关于业绩承诺方质押对价股份的相关问题与解答》中指出，“如业绩承诺方拟在承诺期内质押重组中获得的、约定用于承担业绩补偿义务的股份（以下简称对价股份），重组报告书（草案）应当载明业绩承诺方保障业绩补偿实现的具体安排，包括但不限于就以下事项作出承诺：业绩承诺方保证对价股份优先用于履行业绩补偿承诺，不通过质押股份等方式逃废补偿义务；未来质押对价股份时，将书面告知质权人根据业绩补偿协议上述股份具有潜在业绩承诺补偿义务情况，并在质押协议中就相关股份用于支付业绩补偿事项等与质权人作出明确约定。上市公司发布股份质押公告时，应当明确披露拟质押股份是否负担业绩补偿义务，质权人知悉相关股份具有潜在业绩补偿义务的情况，以及上市公司与质权人就相关股份在履行业绩补偿义务时处置方式的约定”。

（四）上市公司并购重组中补偿的计算方法和期限

对于以股份方式进行业绩补偿的交易中如何确定应当补偿股份的数量这一问题，《关于并购重组业绩补偿相关问题与解答》（2016年1月15日施行）作出了详细的规定，即原则上：

1) 以收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法对拟购买资产进行评估或估值的，每年补偿的股份数量为： $\text{当期补偿金额} = (\text{截至当期期末累积承诺净利润数} - \text{截至当期期末累积实现净利润数}) \div \text{补偿期限内各年的预测净利润数总和} \times \text{拟购买资产交易作价} - \text{累积已补偿金额}$ ； $\text{当期应当补偿股份数量} = \text{当期补偿金额} / \text{本次股份的发行价格}$ ，当期股份不足补偿的部分，应现金补偿。采用现金流量法对拟购买资产进行评估或估值的，交易对方计算出现金流量对应的税后净利润数，并据此计算补偿股份数量。此外，在补偿期限届满时，上市公司应当对拟购买资产进行减值测试，如： $\text{期末减值额} / \text{拟购买资产交易作价} > \text{补偿期限内已补偿股份总数} / \text{认购股份总数}$ ，则交易对方需另行补偿股份，补偿的股份数量为： $\text{期末减值额} / \text{每股发行价格} - \text{补偿期限内已补偿股份总数}$ ；

2) 以市场法对拟购买资产进行评估或估值的，每年补偿的股份数量为： $\text{期末减值额} / \text{每股发行价格} - \text{补偿期限内已补偿股份总数}$ ，当期股份不足补偿的部分，应现金补偿；

3) 按照前述第1)、2)项的公式计算补偿股份数量时，遵照下列原则：前述净利润数均应当以拟购买资产扣除非经常性损益后的利润数确定。前述减值额为拟购买资产交易作价减去期末拟购买资产的评估值并扣除补偿期限内拟购买资产股东增资、减资、接受赠与以及利润分配的影响。会计师应当对减值测试出具专项审核意见，同时说明与本次评估选取重要参数的差异及合理性，上市公司董事会、独立董事及独立财务顾问应当对此发表意见。在逐年补偿的情况下，在各年计算的补偿股份数量小于0时，按0取值，即已经补偿的股份不冲回。

对于业绩补偿的期限，上述解答亦作出了规定，“业绩补偿期限一般为重组实施完毕后的三年，对于拟购买资产作价较账面值溢价过高的，视情况延长业绩补偿期限”。可见，一般情况下，业绩补偿期为重组实施完毕后的三年内，但重组标的行业具有特殊性或交易本身存在特殊性的（如收购标的中的核心资产未来盈利不确定性较强的），一般会延长利润补偿期限。例如在星辉车模（300043）发行股份及支付现金购买天佑科技 100% 的股权的交易中，其业绩承诺期限即为 2013 年度至 2017 年度，共五年。

（五）上市公司并购重组的对赌协议中业绩补偿承诺的变更

根据《关于上市公司业绩补偿承诺的相关问题与解答》（2016 年 6 月 17 日）的内容，“上市公司重大资产重组中，重组方的业绩补偿承诺是基于其与上市公司签订的业绩补偿协议作出的，该承诺是重组方案的重要组成部分，因此，重组方应当严格按照业绩补偿协议履行承诺。重组方不得适用《上市公司监管指引第 4 号——上市公司实际控制人、股东、关联方、收购人以及上市公司承诺及履行》第五条的规定，变更其作出的业绩补偿承诺。”所以，一般而言，对赌协议中业绩补偿承诺不能随意变更，应严格履行。

但是，由于业绩补偿承诺是交易各方对于并购重组方案的预期效果管理，在现实情况发生较大变化，与预期情况产生较大偏离的前提下，若具备合理原因，同时亦能维护上市公司以及中小股东的利益的，可以在遵守政策法规的前提下进行变更。例如，联建光电（300269）在 2019 年 1 月 9 日发布的《关于转让子公司部分股权暨变更业绩承诺的公告》中披露，由于联建光电累计向子公司爱普新媒借款 6,550 万元，且存在逾期现象，该等借款已实质影响爱普新媒正常经营，爱普新媒向公司借款后的经营业绩较借款前出现大幅下降，爱普新媒原股东拟对公司提起诉讼，要求公司赔偿因借款未及时归还导致的相关损失。如不能妥善解决，因借款逾期等事项，公司将与爱普新媒原股东陷入相互诉讼境地，进而导致爱普新媒的经营情况恶化，因此，为避免公司与爱普新媒原股东陷入相互诉讼境地，促进爱普新媒向更加健康的方向发展，决定变更业绩承诺。除此之外，导致业绩承诺变更的原因有外部市场环境带来的并购标的公司所在行业不景气，原业绩补偿方式因客观原因已无法实现等。

除以上常规原因之外，有的公司以维持管理层积极性等“非常规”原因，对业绩承诺进行变更。例如，通源石油（300164）在 2017 年 11 月 16 日《关于签署〈业绩补偿及业绩承诺调整协议〉的公告》中披露，“虽然 2017 年油气行业有回暖的趋势，投资和业务量也有明显的回升，但是以中石油、中石化、中海油为主要垄断格局的国内油气领域，为降本增效，普遍调低服务和采购价格，使得行业的毛利率受到了较大的负面影响；另外，为推进公司在海外战略产业布局，加快公司油田服务增产一体化业务的国际化进程，将要求一龙恒业专注于海外市场的开拓与发展，海外业务的收入占比要实现逐年持续增长，对国内业务进行适当调整和减少。故如不修改业绩承诺，将不利于一龙恒业管理团队良好、稳定的发展空间，影响管理层的积极性，不利于维护上市公司权益”，基于前述原因，将 2017 年及 2018 年的业绩承诺由原来的 5500 万元、5800 万元调整为 4200 万元、4500 万元，同时增加 2019 年的业绩承诺为 4800 万元，变更后，两年合计业绩承诺由 1.13 亿元增加为三年合计 1.35 亿元。

（六）小结

从实务角度看，盈利预测及相关补偿设计机制本质上是上市公司并购重组中的一种重组对价的调整机制，政策制定的主要考虑点还是希望保护上市公司及其股东利益不受损失。总体来说，盈利预测、盈利预测承诺及盈利补偿的相关安排与并购重组的方案设计、架构设计及信息披露关联很大，是重组方案设计的重要内容。2014年以来，监管机关对于盈利预测承诺要求的强制性逐步减弱，但由于历史上此类安排的普遍性，及交易双方希望能够通过盈利预测承诺给市场相对确定积极的预期，在并购重组实践中，盈利预测承诺及补偿安排还是大量存在，只不过承诺方式及补偿方式更加市场化与个性化。并购市场风起云涌，变化万端，监管政策也在不断迭代，上市公司并购重组变得愈发鲜活灵动，考验着交易参与者的想象力、智慧、格局和经验。

二、上市公司并购重组中的员工安置

（一）上市公司并购重组中员工安置的概述

并购重组的发生往往会导致员工岗位或职务等各方面的变化，因而使员工产生不安感，焦虑感，特别是针对岗位职务长期稳定不变的老员工，此种情况更为明显，若不加以重视，轻则会降低员工的生产积极性，重则会导致罢工、停工等群体性事件。因此对于采取并购重组的上市公司，特别是人员规模较大上市公司，设计相应的员工安置方案安抚员工，是并购重组能平稳进行的保障。在实践中，上市公司的并购重组最常见的有三种类型，分别为资产收购、股权收购以及企业吸收合并。

资产收购虽然是对企业资产的购买，并未涉及到被收购方股权结构或法人人格的变化，但由于员工日常工作对资产的依附性，资产的转移也很可能导致员工劳动关系的变动，例如跟随资产一起被收购方接受，此时需要设计相应的员工安置方案。

股权收购一般不会导致劳动关系中双方当事人的变动。在股权收购的情形下，对于被收购企业，出资人发生了变更，企业的控制权人发生了变化，但根据《劳动合同法》第三十三条的规定，“*用人单位变更名称、法定代表人、主要负责人或者投资人等事项，不影响劳动合同的履行*”，这意味着只要被收购公司本身仍然存在，其股权结构的变化并不会影响员工与被收购公司的劳动关系，但即便如此，收购方作为新股东，往往会对被收购方的人员经营进行重新安排，可能会导致员工的岗位发生变动，甚至被撤销，为了避免矛盾，消除被收购方员工的不满情绪，往往也需要设计相应的员工安置方案。

企业吸收合并，一般是两个或两个以上企业通过签订合并协议，组成一个企业的过程，在此过程中，被合并企业的法律主体资格将会消灭，但对于与被合并企业签订劳动合同的所有员工，由于《劳动合同法》第三十四条规定，“*用人单位发生合并或者分立等情况，原劳动合同继续有效，劳动合同由承继其权利和义务的用人单位继续履行*”，所以其劳动合同将继续有效。但值得注意的是，实践中发生企业吸收合并之后，原劳动合同虽然效力不受影响，但鉴于存续的企业与被合并的企业在各个方面可能都存在不同，原劳动合同可能需要变更，对某些条款进行修改，否则将会出现履行不能的情况，那么在这个过程中，最好也需要设计相应的员工安置方案，以应对可能出现的各种情况。

（二）员工安置方案的主要内容

1. 员工劳动关系的处理

员工劳动关系的处理，是员工安置方案的核心内容。采取股权收购或企业吸收合并的上市公司，对于被收购方或者被合并方的企业员工，一般只能选择接受该等员工。在股权收购模式下，由于被收购方仅仅发生股权变动，其主体资格仍存在，理论上可以不对劳动合同进行任何改变。而在吸收合并的模式下，由于被合并企业其主体资格已消失，可能需要对原劳动合同进行变更，或终止原劳动合同后重新签订新劳动合同。但上市公司进行并购重组后，往往意味着产业结构的变化，生产效率的提高，此时若企业选择全部接受被收购方或被合并方的员工，对重组后的公司其实是一种负担，所以，公司可以对被收购方或被合并方的员工进行筛选，留住优质的、符合公司发展规划的劳动者，对于其余劳动者，可以选择与其解除劳动合同。

此时可供考虑的解除劳动合同一般有三种途径，一是与劳动者协商解除；二是依据《劳动合同法》第四十条第三项所规定的“*劳动合同订立时所依据的客观情况发生重大变化，致使劳动合同无法履行，经用人单位与劳动者协商，未能就变更劳动合同内容达成协议的，用人单位提前三十日以书面形式通知劳动者本人或者额外支付劳动者一个月工资后，可以解除劳动合同*”，也即“情势变更”解除劳动合同；三是依据《劳动合同法》第四十一条第一款第三、四项规定的“*企业转产、重大技术革新或者经营方式调整，经变更劳动合同后，仍需裁减人员的，或者其他因劳动合同订立时所依据的客观经济情况发生重大变化，致使劳动合同无法履行的，需要裁减人员二十人以上或者裁减不足二十人但占企业职工总数百分之十以上的，用人单位提前三十日向工会或者全体职工说明情况，听取工会或者职工的意见后，裁减人员方案经向劳动行政部门报告，可以裁减人员*”，也即经济性裁员制度。

采取协商解除的，需要获得劳动者的同意，故采用此种方法需要公司与每个员工进行一对一的协商交流，若被收购方的员工人数较多，则需要耗费较大的人力成本，且出于说服劳动者同意解除劳动合同的目的，实践中公司一般需要支付比法定要求的经济补偿金更高的金额；

采取“情势变更”条款解除劳动合同的，公司只需支付法定的经济补偿金，但需要注意的是，在股权收购的模式下，由于被收购方一般只发生股权结构的变更，若公司没有足够的理由说明“*劳动合同订立时所依据的客观情况发生重大变化，致使劳动合同无法履行*”，就贸然采用“情势变更”条款，存在被认定为违法解除劳动合同的风险；

同理，采用经济性裁员制度的，公司无需耗费人力与员工进行谈判，只需支付法定的经济补偿金即可，但需要符合经济性裁员制度所规定的条件，且一般需要取得工会的同意，将裁员方案报当地人社部门备案。在实践操作中，在一些地方采取经济型裁员的，当地人社部门可能并不接受此类备案，或者人社部门对裁员方案进行实质审查后，认为裁员方案不合法拒绝对其进行备案，而若缺少人社部门的备案，公司的经济性裁员行为可能被认定为违法。可以看出，采取何种方式解除劳动合同是需要根据公司的具体情况进行分析，且不同的解除方式所耗费的成本不同，所以，我们建议，在股权收购或企业合并的模式下，公司在谈判过程中，需要事先制定好详细具体的员工安置方案，计算出相应的人力资源成本，将其纳入商业定价中。

至于采取资产收购模式的公司，由于现行法律法规并未要求收购方在资产转让的过程中一并接受被收购方的员工，故采用此种模式的收购方，可以较为自由地决定接受被收购方的哪一部分员工，

抑或是不接受任何员工。但在实践中，受限于交易对方的压力，收购方往往仍是会接受一部分被收购方的员工，此时，最重要事项系被接收员工在原单位的工龄如何计算及由哪一方承担相应成本的问题。因《最高人民法院关于审理劳动争议案件适用法律若干问题的解释（四）》（2013年2月1日起施行）第五条规定“劳动者非因本人原因从原用人单位被安排到新用人单位工作，原用人单位未支付经济补偿，劳动者依照劳动合同法第三十八条规定与新用人单位解除劳动合同，或者新用人单位向劳动者提出解除、终止劳动合同，在计算支付经济补偿或赔偿金的工作年限时，劳动者请求把在原用人单位的工作年限合并计算为新用人单位工作年限的，人民法院应予支持”。

若是收购方的谈判地位较为强势，则一般可以约定由被收购方负责被接受员工在交割日前的所有经济补偿，也即是日常生活中所讲的将员工工龄“买断”，在资产转移后由被接受员工与收购方重新签订劳动合同，从而最大限度减少收购方的法律风险和日后的人力资源成本。根据前述规定，工龄的补偿问本质上是由哪一方来承担相应成本的问题，是收购时承担，还是收购完成后再承担的问题，如果员工数量众多，则要注意成本测算，且一并计入并购成本或谈判事项考虑。

对于以上思路，不论是哪种方案，对于被并购标的建有工会组织的，还需要就职工安置方案取得工会意见，这一过程未必会一帆风顺，需要提前筹划沟通。

2. 解除劳动合同的经济补偿金支付安排

如上文所述，上市公司应在员工安置方案中厘清因解除劳动合同而需要支付的经济补偿金。根据《劳动合同法》第四十七条的规定，“经济补偿按劳动者在本单位工作的年限，每满一年支付一个月工资的标准向劳动者支付。六个月以上不满一年的，按一年计算；不满六个月的，向劳动者支付半个月工资的经济补偿；劳动者月工资高于用人单位所在直辖市、设区的市级人民政府公布的本地区上年度职工月平均工资三倍的，向其支付经济补偿的标准按职工月平均工资三倍的数额支付，向其支付经济补偿的年限最高不超过十二年。本条所称月工资是指劳动者在劳动合同解除或者终止前十二个月的平均工资”。我们以“N”来代表员工在企业里的工作年限，N年就要支付N个月的工资，则经济补偿金的支付详情如下表：

序号	解除方式	经济补偿	
		提前30天通知	未提前30天通知
1	协商解除	从约定	从约定
2	情势变更解除	N	N+1
3	经济性裁员解除	N	N+1

3. 其它相关内容

在员工安置方案中，对于因被收购方或被合并方未能履行其法律义务所导致的潜在纠纷，也应当明确约定，若发生索赔等事宜，由哪个主体承担责任以及其它处理办法。一般而言，可能产生的纠纷有：（1）被合并方或被收购方存在拖欠职工工资、欠缴（包括完全未缴纳和未按法定基数足额缴纳）各项社保费用或住房公积金等未履行法律义务而导致的员工索赔、员工在上一家用人单位未休年休假的补偿；（2）员工因交割日前与公司的其它纠纷而导致的索赔。除此之外，员工安置方案还应提及劳动关系变更或解除的员工的社会保险和住房公积金的转移相关事宜。

（三）对员工安置方案的相关监管问题

根据《企业民主管理规定》第十四条的规定，“*国有企业和国有控股企业职工代表大会除按第十三条规定行使职权外，行使下列职权：……（二）审议通过企业合并、分立、改制、解散、破产实施方案中职工的裁减、分流和安置方案*”，若上市公司是国有企业或国有控股企业的，且采用合并模式的，其员工安置方案必须经职工代表大会审议通过。而对于非国有企业，或采取股权收购或资产收购模式的国有企业，法律法规并无强制要求职工代表大会审议这一程序。但在实践中，对于非国有企业，出于保障员工的合法权益的目的，一般也安排职工代表大会（若有）对职工安置方案进行审议。

在《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2018 年修订）》发布后，因该规定明确要求上市公司重大资产重组中如涉及职工安置，申请文件中应包含关于同意职工安置方案的职工代表大会或职工大会决议及相关文件，所以在现在的监管环境下，上市公司在重大资产重组中涉及职工安置问题的，都应当在重组报告中披露职工安置方案及执行情况。

（四）小结

在上市公司并购重组中，因纯粹的资产交易数量不多，相关职工安置方案问题并未成为大量实践案例中关注要点，但在大型并购中，每一次并购都会产生相关人员重组或调整的问题，由于中国劳动法对于劳动者权益的倾向性保护态度，以及员工稳定性涉及社会稳定团结因素，虽然监管机关并未在交易方案中给与类似盈利预测及补偿方案事项那般重点关注，但对于企业并购与后续整合的顺利与稳定性会产生实际影响，值得引起广大交易参与者的足够重视。

第七章

上市公司并购重组中的反垄断审查及国家安全审查

作者：任清 | 朱群飞

一、反垄断审查

（一）法律框架和执法机构

1. 法律框架

中国的经营者集中反垄断审查法律体系分为四个层级。2008年开始施行的《反垄断法》奠定了经营者集中反垄断审查制度（又称并购控制制度）的法律基础。同年，国务院制定的行政法规《国务院关于经营者集中申报标准的规定》（下称《申报标准规定》）规定了触发经营者集中申报的标准。

以上述法律、行政法规为基础，国务院反垄断执法机构单独或会同有关部门制定并适时修订了配套行政规章，包括《经营者集中申报办法》、《经营者集中审查办法》、《未依法申报经营者集中调查处理暂行办法》以及适用于银行、保险、证券等行业的《金融业经营者集中申报营业额计算办法》等。

此外，国务院反垄断执法机构发布并修订了一些规范性文件，包括《关于经营者集中简易案件适用标准的暂行规定》、《关于评估经营者集中竞争影响的暂行规定》、《关于经营者集中申报的指导意见》（下称《申报指导意见》）等。

2. 执法机构

中国的经营者集中反垄断审查机构目前为国家市场监督管理总局（“市场监管总局”），在2018年3月之前为商务部。

市场监管总局专设反垄断局，负责经营者集中的审查和调查以及垄断协议和滥用市场支配地位案件调查等工作。反垄断局内设三个处负责经营者集中案件审查，一个处负责未依法申报案件调查和附加限制性条件批准案件的监督执行。

（二）哪些交易需要进行经营者集中申报？

根据《反垄断法》及《申报标准》的规定，一项交易是否需要进行经营者集中，需要从两个方面进行判断：（1）该交易是否构成经营者集中；（2）该集中是否达到了国务院规定的申报标准。在实务中，我们通常会分成三个步骤：第一步，判断是否构成经营者集中；第二步，确定参与集中的经营者；第三步，计算参与集中的经营者的营业额，并确定是否达到申报标准。

1. 是否构成经营者集中？

（1）经营者集中的概念

根据《反垄断法》第二十条，经营者集中是指下列情形：（一）经营者合并；（二）经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；（三）经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响（以下统称“控制权”）。此外，《申报指导意见》第4条还明确：“对于新设合营企业，如果至少有两个经营者共同控制该合营企业，则构成经营者集中。”

据此，实务中，取得目标公司/目标资产控制权的并购交易，有两个以上经营者共同控制的新设合营企业交易都属于经营者集中。此外，如果经营者以合同等其他方式，例如表决权委托、业务委托、资产管理协议、章程重述、知识产权许可等方式，取得目标公司/目标资产控制权，也构成经营者集中。

无论何种交易类型，判断一项交易是否构成经营者集中，关键在于目标公司/目标资产是否发生控制权变更。

根据《申报指导意见》及实务经验，经营者集中所指的控制权分为单独控制权（即只有一个经营者具有控制权）和共同控制权（即两个以上经营者都具有控制权）；积极控制权（即能够单方面决定目标公司/目标资产的重大经营决策，无需其他经营者同意）和消极控制权（即虽然不能单方面决定目标公司/目标资产的重大经营决策，但对上述事项具有单方面的否决权）；还分为经营者直接取得控制权和通过其已控制的经营者间接取得控制权。需说明的是，控制权与持股比例没有必然联系，小股东也可能拥有经营者集中意义上的控制权。经营者集中意义上的控制权与公司法意义上的控制权也不必然对应，公司的实际控制人认定对经营者集中的控制权认定具有一定参考意义，但并非当然适用于经营者集中。

在进行经营者集中的控制权认定时，需要考虑大量法律和事实因素，包括但不限于：

- 交易的目的是未来的计划;
- 交易前后其他经营者的股权结构及其变化;
- 其他经营者股东大会的表决事项及其表决机制, 以及其历史出席率和表决情况;
- 其他经营者董事会或监事会的组成及其表决机制;
- 其他经营者高级管理人员的任免等;
- 其他经营者股东、董事之间的关系, 是否存在委托行使投票权、一致行动人等;
- 该经营者与其他经营者是否存在重大商业关系、合作协议等。

实务中, 分析的重点是以交易协议(股权购买协议、股东协议、合资协议等)和公司章程等法律文件为主要依据, 从公司的股权结构及股东会表决机制、董事会组成及其表决机制等方面确定收购方对于目标公司/目标资产(或者合营方对于合营企业)的高级管理人员任免、财务预算、经营计划等经营决策和管理是否能够施加决定性影响。

(2) 上市公司经营者集中的特殊问题

a. 同股同权

依照中国现行公司法, 有限责任公司的股东会会议一般由股东按照出资比例行使表决权, 但公司章程另有规定的除外; 除公司法有明确规定的外, 有限责任公司的章程可以就股东会的议事方式和表决程序作出规定。实践中, 不少有限责任公司的章程均对股东的表决权和股东会的表决机制有特殊规定, 持股比例较小的股东拥有较大的表决权或者对某些事项拥有否决权的并不鲜见。而对于股份有限公司而言, 股东出席股东大会会议, 所持每一股份有一表决权。仅从这个角度而言, 有限责任公司的控制权认定更为复杂, 更容易出现消极控制、共同控制的情况, 需要非常细致地分析交易协议和公司章程的相关条款, 而股份有限公司尤其是上市公司则更多考虑股权结构、历史出席率等情况。

b. 股权分散

上市公司的股权通常较为分散, 在“同股同权”的背景下, 持有相对不高的股权比例就可能取得对上市公司的控制权。例如, 2019年9月29日, 市场监管总局处罚的XZDJ收购HTNY股权案, 被收购方HTNY为上交所上市公司, XZDJ仅收购HTNY 29.9999%的股份即取得了控制权; 2019年12月13日处罚的XXW投资收购XYHJ股权案, 被收购方XYHJ为深交所上市公司, XXW投资仅收购XYHJ 23.6%股份也取得了控制权。

c. 表决权委托

上市公司股东可以将表决权委托其他股东行使。在一些上市公司收购交易中，买方可能通过“股权收购+表决权委托”的方式取得上市公司控制权。³例如，在2019年4月作为简易案件公示、2019年5月获得批准的河南豫资通过合同取得棕榈股份控制权案中，根据棕榈股份的公告，河南豫资收购棕榈股份13.10%股份，同时，其他股东将棕榈股份10.78%股份对应的表决权全部不可撤销地委托给河南豫资行使，河南豫资拥有表决权的股份占棕榈股份总股本的23.88%，从而取得棕榈股份的控制权。此外，不排除单纯的表决权委托使得现有股东获得上市公司控制权的可能性。

d. 一致行动关系

除了表决权委托协议以外，上市公司的股东还可能签署协议从而在相关股东之间形成一致行动关系。此外，股东之间如果存在直系亲属关系（例如夫妻、父母），也可能形成一致行动关系。一致行动关系下的表决权应当合并计算，并以此确定相关股东是否拥有对上市公司的控制权。

e. “同一控制”下的并购

《反垄断法》第22条规定了无需申报的两种情形，分别是参与集中的一方拥有参与集中的其他各方50%以上有表决权的股份，或者参与集中的各方50%以上有表决权的股份均被同一个未参与集中的经营者拥有。上述两种情形属于“同一控制”下的经营者集中。

如上所述，上市公司的股份较为分散，在控股股东或实际控制人持有上市公司的股份比例低于50%的情况下，实际控制人控制的其他企业与上市公司之间发生的交易（例如上市公司收购其实际控制人控制的其他企业）是否也无需申报？2019年的几起撤回申报案例对此给予了肯定答复。根据华峰氨纶、辉隆股份、新疆天业三家上市公司的公告，其实际控制人持有上市公司的股权比例均低于50%，而就实际控制人所控制的其他企业与上市公司之间进行的并购交易，市场监管总局均同意其撤回申报。新疆天业的公告称，相关收购“属于同一控制下的资产重组，且收购前后本公司的实际控制人并未发生变化，经与反垄断局沟通，本次收购可能不构成反垄断法和相关规则之下的经营者集中”。

f. 借壳上市

所谓借壳上市，是指借壳方通过收购或其他合法方式获得上市公司的实际控制权，将原上市公司业务进行必要处置或剥离后，再将自身业务装进上市公司并成为上市公司的主营业务，从而实现借壳方间接上市的行为。一个典型的借壳上市过程包括以下三步：第一步，借壳方取得上市公司控制权；第二步，对上市公司原有资产进行必要的处置或剥离；第三步，借壳方的业务置入上市公司。上述三个步骤是否构成经营者集中，不能一概而论。

就第一步而言，单独来看可能构成经营者集中，但在上市公司原有资产被全部剥离的情况下，该集中将达不到申报标准（见下文第3节）。

³ 表决权委托的方式也适用于对其他公司的股权收购交易中，但因为上市公司收购资金压力大、公司原股东可能存在转股限制等原因，其在收购上市公司交易中更为常见。

就第二步而言，如果上市公司原有资产剥离给上市公司原实际控制人，则通常不构成经营者集中，但若剥离给第三方，则构成经营者集中。需说明的是，如果上市公司通过破产清算程序处置原来的业务，将业务以偿债的形式转让给债权人，也构成经营者集中。

第三步与上文所述的“同一控制”下的并购类似，通常不构成经营者集中。

实务中，借壳上市的具体运作有较大差异，因此是否构成经营者集中应当在个案中聘请专业反垄断律师进行评估。

2. 如何确定参与集中的经营者？

为确定参与集中经营者的营业额是否达到申报标准（下述第三步），首先需要确定谁是“参与集中的经营者”。

谁是参与集中的经营者，需要根据交易前后的控制权变化进行判断。根据国务院反垄断执法机构的相关说明⁴，参与集中的经营者通常按照如下方法确定。

集中的情形	参与集中的经营者
经营者合并	合并各方
新设合营企业	取得控制权的各个合营方
通过股权收购、资产收购或合同等方式取得控制权	<ul style="list-style-type: none"> • 如目标经营者本身为合营企业，那么目标经营者和交易后所有对其拥有控制权的经营者均为参与集中的经营者； • 如目标经营者在交易前由一个经营者单独控制，交易后所有拥有控制权的经营者为参与集中的经营者，并且 <ul style="list-style-type: none"> a) 如交易前的单独控制方在交易后仍拥有控制权，则目标经营者不是参与集中的经营者； b) 如果交易前单独控制方在交易后不再拥有控制权，则目标经营者是参与集中的经营者

需说明的是，如果收购方或合营方为交易目的而新设立一个或多个特殊目的公司，以后者作为直接收购主体或者作为合营企业的直接股东，根据相关规定和目前的申报实践，反垄断局一般不接受该特殊目的公司作为参与集中的经营者，而是将背后实际的收购方或合营方作为参与集中的经营者。

3. 申报标准

《申报标准规定》第三条第一款规定，经营者集中达到下列标准之一的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中：

- 参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 100 亿元人民币，并且其

⁴ 参见《经营者集中反垄断审查申报表》脚注2。

中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币；或者

- 参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 20 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币。

(1) 参与集中的单个经营者的营业额计算范围

参与集中的每个经营者的营业额应当为下述经营者的营业额之和（扣除内部关联交易所产生的营业额）：

- i. 该单个经营者；
- ii. 第 i 项所指经营者直接或间接控制的其他经营者；
- iii. 直接或间接控制第 ii 项所指经营者的其他经营；
- iv. 第 iii 项所指经营者直接或间接控制的其他经营者；以及
- v. 第 i 至 iv 项所指经营者中两个或两个以上经营者共同控制的其他经营者。

简而言之，参与集中的单个经营者的营业额应为其最终控制人所控制的所有关联实体的合并营业额（或称为集团营业额）。如果参与集中的经营者被两个或两个以上经营者共同控制，其营业额应包括所有最终控制人所控制的所有关联实体的合并营业额。不过，对于股权收购/资产收购而言，如果目标公司/目标资产自身是参与集中的经营者，那么目标公司/目标资产只计算自身及其控制的子公司的合并营业额，而不用追溯至目标公司的最终控制人。

上市公司参与经营者集中时的营业额计算适用上述规则。有的上市公司没有最终控制人，则计算上市公司自身及其控制的子公司的合并营业额。该营业额在很多情况下即为上市公司年报中披露的合并营业额；但在上市公司对于某些未并表子公司也具有反垄断法下的控制权（如共同控制权）时，未并表子公司的营业额也需计算在内。

按照上述营业额计算方法，上市公司在中国境内的营业额往往较高（例如超过 16 亿元人民币）；在此情况下，交易是否需要申报主要取决于参与集中的其他经营者之中是否至少有一家的中国境内营业额超过了 4 亿元人民币。

(2) “上一会计年度”的时间节点

《申报标准规定》中以参与集中的经营者的“上一会计年度”的营业额来看是否达到申报标准。从申报实践来看，主动申报的案件一般采用集中协议（例如股权收购协议）签署日的上一会计年度营业额，但在不少未依法申报处罚案例中，反垄断执法机构采用了实施集中日（例如办理股权变更登记的日期）的上一会计年度的营业额。截止 2020 年 5 月，商务部和市场监管总局累计公布了 51 个未依法申报处罚案例中，至少有 9 个案例采用了实施集中（包括开始实施集中或者集

中实施完毕)的上一会计年度的营业额来判断是否达到申报标准。

对于上市公司以及其他企业来说,如果签署集中协议和实施集中将发生在不同的会计年度,为审慎起见,应分别以集中协议签署日和实施集中日作为基准时点,判断上一会计年度的营业额是否达到申报标准。

(3) 特殊情形的营业额计算

上市公司自身或其他参与集中的经营者符合以下情形的,按下述方式计算营业额。

a. 金融业的营业额计算

银行业金融机构、证券公司、期货公司、基金管理公司和保险公司等金融业经营者集中申报的营业额依照《金融业经营者集中申报营业额计算办法》计算。

b. 投资基金的营业额计算

目前对于PE/VC等投资基金的营业额计算并无特殊规定。实务中,投资基金的营业额一般应为最终控制人所控制的所有关联实体的营业额之和,而不仅是投资基金财务报表中的“营业收入”(可能仅反映了基金管理费收入)。换言之,往下看,该基金投资并享有控制权的所有被投企业的营业额应当计算在内;往上看,该基金的最终控制人另外控制有其他实体(包括其他基金)的,这些实体的营业额也要计算在内。

(三) 申报义务人

申报义务人是参与集中的经营者中具有申报义务的当事人。如果经营者集中在未取得反垄断执法机构批准的情况下实施,申报义务人将承担相应的法律责任。

根据《申报指导意见》,通过合并方式实施的经营者集中,由参与合并的各方经营者申报;其他方式的经营者集中,由取得控制权的经营者申报,其他经营者予以配合。在同一案件中,有申报义务的经营者是两个或两个以上时,可以约定由其中一个经营者负责申报,也可以共同申报。约定一个经营者申报而没有申报的,其他有申报义务的经营者不因上述约定而减免其未依法申报法律责任。申报义务人未进行集中申报的,其他参与集中的经营者可以提出申报。

根据规定或者约定实际向执法机构申报的一个或多个经营者,被称为申报人。申报人可以依法委托他人(一般是反垄断专业律师)代理申报。

(四) 申报时间点

《反垄断法》要求达到申报标准的经营者集中在获得反垄断执法机构批准前不得实施集中,而经营者集中的申报材料中须包括集中各方签署的集中协议(例如股权收购协议、资产收购协议、合资协议、表决权委托协议、资产管理协议等),不能提交的须就此做出特别说明。所以,实务中,

交易各方一般在集中协议签署后较短时间内（有时甚至在签署协议的当天）提交申报材料。

对于上市公司而言，如果采用协议收购的方式，则应在签署收购协议之后提交申报。如果以公开要约方式收购上市公司，根据《申报指导意见》，已公告的要约收购报告书可视同为已签署的集中协议。这似乎意味着，收购方应当在公告要约收购报告书后提交经营者集中申报。但需注意的是，《上市公司收购管理办法》第二十八条规定：“本次收购依法应当取得相关部门批准的，收购人应当在要约收购报告书摘要中作出特别提示，并在取得批准后公告要约收购报告书。”实务中，如果要约收购需要进行经营者集中申报，上市公司通常在公布要约收购报告书摘要后提交申报材料，待获得市场监管总局批准之后再公告要约收购报告书。

以中国国投高新产业投资有限公司（“国投高新”）要约收购神州高铁技术股份有限公司（“神州钢铁”）案为例：

1. 2018年8月7日，神州钢铁发布“关于收到要约收购报告书摘要的提示性公告”称，公司收到某国有企业函告，表示其正在筹划收购公司股权的相关事项，可能导致公司控制权发生变更。
2. 2018年9月7日，神州钢铁公告了“要约收购报告书摘要”，包括：收购方为国投高新及收购价格、收购股份数量、收购期限等要约收购条件；该要约收购交易尚需取得市场监管总局反垄断局批准，要约收购报告书摘要的目的仅为向社会公众投资者提供本次要约收购的简要情况，截至本公告披露日，该收购要约并未生效。
3. 2018年9月18日，市场监管总局反垄断局官网上公示“中国国投高新产业投资有限公司收购神州高铁技术股份有限公司股权案”。
4. 2018年9月26日，市场监管总局出具《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》（反垄断初审函[2018]第194号），对国投高新本次要约收购不实施进一步审查。
5. 2018年9月27日，签署并公告“要约收购报告书”，本次要约收购期限共计30个自然日，即要约收购报告书全文公告之次一交易日起30个自然日（即2018年10月8日至2018年11月6日）。
6. 2018年11月10日，神州钢铁发布公告，称本次要约收购股份的过户手续已于2018年11月9日办理完毕。

（五）申报和审查的流程

1. 简易案件和非简易案件

经营者集中分为简易案件和非简易案件，两类案件在申报材料要求和审查流程等方面存在区别。

根据《关于经营者集中简易案件适用标准的暂行规定》第二条，符合下列情形的为简易案件：⁵

- (1) 在同一相关市场，所有参与集中的经营者所占的市场份额之和小于 15%；
- (2) 存在上下游关系的参与集中的经营者，在上下游市场所占的份额均小于 25%；
- (3) 不在同一相关市场、也不存在上下游关系的参与集中的经营者，在与交易有关的每个市场所占的份额均小于 25%；
- (4) 参与集中的经营者在中国境外设立合营企业，合营企业不在中国境内从事经济活动；
- (5) 参与集中的经营者收购境外企业股权或资产的，该境外企业不在中国境内从事经济活动；
- (6) 由两个以上经营者共同控制的合营企业，通过集中被其中一个或一个以上经营者控制。”

对于境内上市公司参与的大多数经营者集中而言，是否属于简易案件需要基于上述第(1)、(2)、(3)项进行判断。换言之，申报人需要及早聘请反垄断律师，判断参与集中的各经营者之间的业务关系（横向、纵向、相邻等），界定相关市场并确定市场份额。将不属于简易案件的经营者集中按照简易案件进行申报，很可能被市场监管总局要求按照非简易案件重新申报。例如，诺贝丽斯公司收购爱励公司股权案最初以简易案件进行申报并于 2018 年 9 月 30 日立案，随后在公示期被第三方举报；反垄断局审查后认为该案不符合简易案件标准，于 2018 年 10 月 26 日撤销立案；2018 年 11 月 1 日，申报人以非简易案件重新申报。

2. 申报前商谈

在正式申报前，参与集中的经营者可以就交易是否需要申报、需要提交的申报文件资料、如何界定相关市场、申报和审查的具体程序等问题向市场监管总局申请商谈。商谈申请应当以书面方式提出，包括拟商谈的问题以及交易概况、交易各方的基本情况等必要信息。经营者可以自行申请商谈，也可通过代理律师申请商谈。市场监管总局将为商谈中获悉的商业秘密承担保密义务。

实务中，市场监管总局在收到商谈申请之后，一般会在数个工作日内联系申请人的代理律师，随后以会见申请人及其代理律师的方式或者电话方式对申请人提出的问题给予解答。

3. 申报材料准备及提交

⁵ 《关于经营者集中简易案件适用标准的暂行规定》第三条规定，符合第二条规定的条件但属于下列情况的，不视为简易案件：

- (1) 由两个以上经营者共同控制的合营企业，通过集中被其中的一个经营者控制，该经营者与合营企业属于同一相关市场的竞争者；
- (2) 经营者集中涉及的相关市场难以界定；
- (3) 经营者集中对市场进入、技术进步可能产生不利影响；
- (4) 经营者集中对消费者和其他有关经营者可能产生不利影响；
- (5) 经营者集中对国民经济发展可能产生不利影响；
- (6) 商务部认为可能对市场竞争产生不利影响的其他情形。

《反垄断法》第二十三条及相关规定对经营者集中申报应当提交的材料做了规定。实务中，申报人应当按照市场监管总局反垄断局公布的《经营者集中反垄断审查申报表》（适用于非简易案件）和《经营者集中简易案件反垄断审查申报表》（适用于简易案件）制作申报材料。申报人需要提交的申报材料大致可分为以下几类：

- 参与集中的经营者的情况，包括业务介绍、营业额、股权结构、最终控制人和关联实体等，并需提交经审计的财务报告；
- 集中交易概况，包括交易的描述、交易前后控制权变化、预计交割时间等，另需提交经签署的集中协议；
- 集中对相关市场竞争的影响，包括参与集中的经营者之间的业务关系、相关市场界定、市场份额及竞争影响分析等；
- 与集中相关的其他资料。

相比简易案件，非简易案件需要多提供以下资料：

- 参与集中的各经营者所有关联实体的名称及股权结构图，以及境内所有关联实体的基本信息、营业执照、外商投资企业批准证书复印件；
- 参与集中的各经营者在每一相关市场的前 5 大主要客户（包括客户名称、销售量 / 销售金额、销售占比、联系人、联系方式）及相关市场的需求结构；
- 参与集中的各经营者在每一相关市场的前 5 大供应商（包括供应商名称、采购产品、采购数量 / 采购金额、采购占比、联系人、联系方式）及相关市场的供应结构；
- 每一个相关市场的市场进入情况（包括市场潜在进入者、过去 5 年实际进入者以及进入市场的难易程度）；
- 横向或纵向合作协议；
- 集中可能产生的效率。

根据申报经验，简易案件的申报材料一般在 2-4 周内准备完毕，非简易案件的申报材料通常需要 4 周以上的时间才能准备完毕。个案中的时间由交易推进速度、集中各方材料收集速度、相关市场界定难度以及市场份额数据收集难度等因素决定。

根据《申报指导意见》，申报人应当通过市场监管总局指定的申报软件填报申报表，并将申报材料纸质版本和电子版本现场提交至市场监管总局大厅。不过，新冠疫情暴发以后，经营者集中申报采取非现场方式进行，相关申报材料均以电子邮件的方式进行网上提交。

4. 审查流程

市场监管总局反垄断局将首先对申报人提交的申报材料进行审核。反垄断局审核后认为申报材料不完备、不完整或不准确的，一般在收到材料后5个工作日内下发补充问题清单，要求申报人对申报材料进行补充、修改或澄清。申报人提交对补充问题清单的答复后，反垄断局认为申报材料（包括补充的材料）符合法律要求的，将立案审查，并向申报人递送立案通知。实务中，简易案件通常在提交申报材料后2至4周内立案，非简易案件则大多需要4周以上的时间才能立案。

立案之后的审查阶段分为初步审查阶段（期限为30日）和进一步审查阶段（期限为90日，但符合特定情形的可以延长不超过60日）。

对于简易案件而言，反垄断局会在立案当日将简易案件公示表在其官网上公示，公示期为10日（计入初步审查的30日期限内）。在公示期内，任何第三方均可对该案件是否可以作为简易案件审查提出异议，包括相关市场界定不当、市场份额信息不准确、交易对市场竞争有不利影响等。我们注意到，越来越多的企业重视利用公示程序对竞争者或上下游企业的集中案件发表意见。在没有第三方提出异议的情况下，绝大多数简易案件在初步审查阶段获得批准。

非简易案件没有公示程序，但反垄断局会通过适当方式征求有关政府部门、行业协会、同业竞争者及上下游企业的意见。由于征求意见需要不少时间，加上非简易案件存在竞争担忧的可能性更高，反垄断局对非简易案件的审查需要更长时间。实务中，非简易案件大多会进入进一步审查阶段。如果在延长的进一步审查阶段内仍无法审结的，申报人一般会撤回原来的申报，重新提交申报。

5. 与证监会的重大资产重组审核的关系

上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产构成重大资产重组⁶的，该交易需要提交至证监会审核。《上市公司重大资产重组管理办法》第十一条的规定，上市公司实施重大资产重组，应就本次交易符合反垄断等法律和行政法规的规定作出充分说明，并予以披露。2014年的《上市公司并购重组行政许可并联审批工作方案》明确，经营者集中审查并非是上市公司重大资产重组行政许可审批的前置条件，而是并联式审批，即证监会的重大资产重组审核要求披露经营者集中审查的情况，但并不以经营者集中审查为前置条件。

同时，经营者集中审查申报表中也要求披露“交易是否需要中国政府其他部门（包括国家市场监督管理总局其他司局）审批”，其中包括证监会的前述重大资产重组审核，但不以获得证监会的审核作为经营者集中审查的前置条件。

6 根据《上市公司重大资产重组管理办法》（2020年3月20日修订）第十二条 上市公司及其控股或者控制的公司购买、出售资产，达到下列标准之一的，构成重大资产重组：

- （一）购买、出售的资产总额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到50%以上；
- （二）购买、出售的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占上市公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到50%以上；
- （三）购买、出售的资产净额占上市公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末净资产额的比例达到50%以上，且超过5000万元人民币。购买、出售资产未达到前款规定标准，但中国证监会发现存在可能损害上市公司或者投资者合法权益的重大问题的，可以根据审慎监管原则，责令上市公司按照本办法的规定补充披露相关信息、暂停交易、聘请符合《证券法》规定的独立财务顾问或者其他证券服务机构补充核查并披露专业意见。

（六）竞争影响评估

经营者集中审查的目的是事先评估相关交易可能对相关市场竞争产生的影响，因此竞争影响评估是经营者集中审查的核心内容。相应地，对竞争影响进行说明是申报材料最重要的内容，申报人及相关各方应当予以高度重视。

1. 相关市场界定

任何竞争行为均发生在一定的市场范围内，明确了经营者竞争的市场范围才能有效评估交易可能带来的竞争影响。所以，竞争影响评估的前提是对相关市场进行界定。

相关市场分为相关商品市场和相关地域市场。

相关商品市场，是根据商品的特性、用途及价格等因素，由需求者认为具有较为紧密替代关系的一组或一类商品所构成的市场。相关市场界定的方式不止一种，包括替代性分析、假定垄断者测试等，实务中替代性分析是最基础和常用的方式。相关商品市场范围的大小主要取决于商品的可替代程度，替代性越强，商品越可能属于同一个相关商品市场。在进行替代性分析时，主要从需求者的角度出发，基于商品的特征、用途、价格等因素进行需求替代分析；当供给替代对经营者行为产生的竞争约束类似于需求替代时，也从其他经营者的生产流程和工艺、转产的难易程度及所需的时间等方面进行供给替代分析。

相关地域市场，是指需求者获取具有较为紧密替代关系的商品的地理区域。与相关商品市场界定相似，相关地域市场也从替代性分析上来确定市场范围，主要从运输成本、运输特征、地域间贸易壁垒（例如关税）等因素进行需求替代分析，也考虑其他地域的经营者供应或销售相关商品的即时性和可行性、订单转向其他地域经营者的转换成本等因素进行供给替代分析。

国务院反垄断委员会于 2009 年颁布了《关于相关市场界定的指南》，对相关市场界定的框架和方法提供了重要指引。

2. 横向并购

横向并购是指集中各方在同一个相关市场从事经营活动，彼此之间互为竞争对手，供应的产品/服务具有竞争关系。横向并购是经营者集中审查的重点。截至 2020 年 5 月，商务部和市场监管总局累计附加限制性条件批准 48 个案件，其中有 38 个案件涉及横向并购⁷。在 2019 年附加限制性条件批准的 5 个案件中，有 4 个案件涉及横向并购，分别是卡哥特科收购特瑞斯部分业务案、高意收购菲尼萨股权案、花园与帝斯曼新设合营企业案、诺贝尔斯收购爱励股权案。

对于横向并购案件，市场监管总局主要从集中各方的市场份额、相关市场的集中度、集中各方是否互为紧密竞争者、市场进入壁垒等方面，分析集中是否具有单边效应和/或协调效应。例如，在 2019 年附条件批准的诺贝尔斯收购爱丽股权案中，市场监管总局认为该交易对中国汽车车身

⁷ 需说明的是，一个经营者很可能同时供应多个产品/服务，所以集中各方之间可能同时存在横向重叠以及下述的纵向关系或相邻关系，即一项集中可能同时属于横向并购、纵向并购或混合并购。

铝薄板内板市场和中国汽车车身铝薄板外板市场“可能具有”排除、限制竞争效果，理由主要包括：

(1) 诺丽贝斯在交易之前的市场份额高达 65%-70%，已经具有市场支配地位，交易后市场支配地位将进一步增强；(2) 爱励在两个市场的市场份额均居第三位，本次集中将消除对诺贝丽斯的重要竞争约束；(3) 两个市场均为高度集中市场，交易后仅剩 4 家或 2 家竞争者，发生合谋或协同的可能性增大；(4) 由于存在极高的技术门槛等因素，其他经营者进入相关市场很困难。

3. 纵向并购

纵向并购是指集中各方分别在上、下游市场从事经营活动，供应的产品 / 服务具有纵向关系，交易完成后，集中后实体将同时在上游市场和下游市场从事经营活动。2019 年附加限制性条件批准的科天收购奥宝股权案和花园与帝斯曼新设合营企业案涉及纵向并购。

纵向并购中，市场监管总局主要审查集中是否产生原料封锁或者客户封锁。原料封锁是指集中后实体通过其在上游市场的力量提升其下游竞争对手获得某种重要原料的成本，从而降低集中后实体在下游面临的竞争约束，产生或加强集中后实体在下游市场进行涨价（或者采取其他排除、限制竞争的措施）的能力、动机及可能性。客户封锁是指集中后实体通过其在下游市场的力量，限制上游市场的竞争对手接触下游客户，排除、限制上游市场的竞争。

在科天收购奥宝股权案中，市场监管总局担忧，科天可能会利用其在工艺控制设备（上游产品）市场的支配地位，通过拒绝供应、差别待遇等手段，对沉积和蚀刻设备（下游产品）市场上奥宝的竞争对手实施纵向封锁。在花园与帝斯曼新设合营企业案中，集中双方在下游市场的市场份额之和超过 50%，同时其中一方在上游市场的份额超过 50%，市场监管总局认为，双方可能在交易后实施原料和客户封锁，排除、限制上、下游市场的竞争。此外，市场监管总局还担忧，科天有机会获得奥宝竞争对手的竞争性敏感信息并将这些信息提供给奥宝。

4. 混合并购

混合并购是指集中各方既不是横向竞争对手，也不具有纵向关系。在混合并购中，最可能引起竞争担忧的是集中各方提供的产品 / 服务具有相邻关系，即一组产品 / 服务在功能上具有互补性，共同实现同一客户群的同一需求。在具有相邻关系的情况下，集中后实体可能运用在一个产品 / 服务的市场力量，强制搭售或捆绑销售另一个产品 / 服务，排除、限制另一个产品 / 服务的竞争。

在科天收购奥宝股权案中，科天的工艺控制设备与奥宝的沉积设备、蚀刻设备拥有相同的客户群——半导体器件制造商和封装企业，具有相邻关系。由于科天在上一市场具有支配地位，市场监管总局担忧，集中后实体可能将工艺控制设备与沉积、蚀刻设备进行捆绑搭售，迫使半导体器件制造商和封装企业放弃采购奥宝科技竞争对手的沉积、蚀刻设备，从而排除、限制沉积和蚀刻设备市场的有效竞争。

（七）审查决定

1. 审查决定的类型

经营者集中审查的结果分为无条件批准、附加限制性条件批准和禁止集中。对于不具有排除、限制竞争效果的经营者集中，将获得无条件批准。若在初步审查阶段即获得无条件批准，执法机构将下发“不实施进一步审查决定书”；若在进一步审查阶段或者延长审查阶段获得无条件批准，执法机构将下发“不予禁止审查决定书”。对于可能产生排除、限制竞争影响的经营者集中，执法机构可以附加限制性条件批准该集中。如果附加限制性条件不能有效缓解竞争不利影响，执法机构将禁止该集中。

此外，如果交易各方在附加限制性条件的商谈过程中迟迟无法提供足以解决竞争担忧的建议方案并预感其交易无法获得批准，则可能放弃该交易，通过撤回申报来避免执法机构作出禁止集中的决定。

2. 附加限制性条件

限制性条件（又称为救济措施）包括三类：（1）结构性条件，例如剥离有形资产、知识产权等无形资产或相关权益；（2）行为性条件，例如开放网络或平台等基础设施、许可关键技术（包括专利、专有技术或其他知识产权）、终止排他性协议等；（3）结构性条件和行为性条件相结合的综合条件。

就横向并购而言，剥离是很多司法辖区采用的救济措施。市场监管总局也在部分案件（例如，诺贝利斯收购爱励股权案）中采取了剥离措施，但在更多案件（例如卡哥特科收购特瑞斯部分业务案、高意收购菲尼萨股权案、花园与帝斯曼新设合营企业案）中采取“保持相互独立”（hold separate）并辅之以信息隔离（ring-fencing）的救济措施来保持市场竞争。对横向并购也可能附加行为性条件。例如，在卡哥特科收购特瑞斯部分业务案中，集中双方被要求不得在中国市场上对三种相关产品实施涨价（即不得高于最近3个日历年度的平均供货价格），并且除非有正当理由，不得拒绝或限制向中国客户供货。

就纵向并购而言，执法机构通常附加行为性条件。例如，在科天收购奥宝股权案和花园与帝斯曼新设合营企业案中，市场监管总局均要求，生产上游产品的集中一方应当根据公平、合理、无歧视（FRAND）的原则，向所有或者中国市场上的所有下游产品厂商供货。

对混合并购，执法机构通常附加行为性条件。例如，在科天收购奥宝股权案中，附加的限制性条件为：对于向中国市场供应的半导体工艺控制设备与沉积和/或蚀刻设备，没有正当理由，科天、奥宝科技及集中后实体不得以任何方式进行搭售或捆绑销售，或者附加其他不合理的交易条件。

3. 审查决定的公示

对于附加限制性条件批准的案件和禁止集中的案件，反垄断局将就审查决定发布公告并在其官网上全文公布。对于无条件批准的案件（包括简易案件和非简易案件），反垄断局目前在其官网上按周公布上周批准的案件列表。截止2020年5月，中国累计无条件批准经营者集中3100余件，附加限制性条件批准48件，禁止2件。

（八）未依法申报违法实施集中（“抢跑”）

如果经营者违法实施集中，执法机构将发起调查，对未依法申报违法实施集中的经营者作出行政处罚。截至 2020 年 5 月，中国累计处罚未依法申报违法实施集中案件 51 件。

1. 构成要件

《反垄断法》第二十一条规定：“经营者集中达到国务院规定的申报标准的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中。”经营者在申报并获得批准前不得实施集中，否则将构成“抢跑”（Gun-Jumping）。实务中，抢跑可分为形式抢跑和实质抢跑。

形式抢跑包括领取营业执照、办理工商变更登记、股份过户登记等。上市公司尤其应注意股份过户登记，2019 年处罚的 XXW 投资收购 XYHJ 案，XXW 投资因在 2019 年 4 月 17 日完成收购股份的过户登记手续，在此之前未获得经营者集中审查批准而被处罚。

实质抢跑包括委派董事和 / 或高管、参与目标经营者经营管理、交换竞争性敏感信息等。实务中，产品 / 服务价格及定价方式、产量、客户信息、招投标信息等通常被视为竞争性敏感信息；在获得经营者集中审查批准前，集中各方不得交换上述信息。实务中，集中各方应注意区分竞争性敏感信息和为进行并购交易（例如尽职调查）需要交换的信息，必要时建立“清洁团队”（Clean Team）来接触竞争性敏感信息。为进行经营者集中申报需要而收集的竞争性敏感信息，各方应当提交给代理律师而不应提供给其他交易方。

2. 发现途径

执法机构获悉涉嫌违法案件的途径包括但不限于：第三方尤其是竞争对手举报，经营者主动补报（“自首”）以及执法机构自行发现等。从今年来的未依法申报调查案例来看，执法机构有越来越多的渠道和线索自行发现违法实施集中行为。

上市公司负有更高的信息披露义务，其相关交易也更容易引起执法机构和公众的关注。上市公司公告、交易新闻稿以及后续就其他交易提交的申报材料等均可能成为市场监管总局自行发现或第三方（尤其是竞争对手）举报涉嫌违法实施集中行为的线索。2019 年处罚的 18 起“抢跑”案件中，有 7 件均涉及上市公司。

3. 调查程序

依照《未依法申报经营者集中调查处理暂行办法》的规定，对违法实施集中案件的调查要经过初步调查阶段（最长 90 天）、进一步调查阶段（210 天）和处罚阶段（目前未规定时限）。2019 年处罚的 18 个未依法申报案例中，从立案调查到作出处罚决定，调查时间最长的为 418 天，最短的为 94 天，平均为 234 天，中位数为 220 天。2019 年的平均调查时间已经比 2018 年的平均调查时间缩短约 10%。

违法实施集中案件的调查时间仍远超正常申报案件的审查时间。截至 2020 年 5 月，所有违法实

施集中案件的竞争影响评估结论均为“不具有排除、限制竞争的效果”，这些案件如果正常地进行事先申报，绝大多数可作为简易案件立案，而简易案件从立案到批准的审查时间一般不超过30天，不少案件的审查时间不到20天。就此而言，正常申报可以节约交易方的时间成本。

4. 行为后果

根据《反垄断法》第四十八条和《未依法申报经营者集中调查处理暂行办法》第十三条规定，对违法实施集中的行为，市场监管总局可以对被调查的经营者处50万元以下的罚款，并可责令被调查的经营者停止实施集中、限期处分股份或者资产、限期转让营业以及采取其他必要措施恢复到集中前的状态。

截至2020年5月处罚的51个未依法申报案例均仅被处以罚款。我们理解，这是因为商务部/市场监管总局对这些经营者集中的竞争影响评估结论为“不具有排除、限制竞争的效果”。换言之，如果某个违法实施的经营者集中具有排除、限制竞争的效果，则有可能被要求停止实施集中或者限期处分股份等。就罚款而言，2019年的18个案例中，1个案件的罚款为20万元，11个案件分别罚款30万元或各30万元，4个案件分别罚款35万元或各35万元，2个案件分别罚款40万元。

对于上市公司来说，除了罚款等法律责任外，调查（如前所述，调查时间长达数月甚至一年以上）和处罚对公司股价的影响以及对相关并购重组能否顺利完成的影响也应予以重视。

值得注意的是，市场监管总局于2020年1月2日公布的《中华人民共和国反垄断法修订草案（公开征求意见稿）》拟大幅提高对违法实施集中行为的处罚力度，即对于应当申报而未申报即实施集中或者申报后未经批准实施集中的行为，由反垄断执法机构处“上一年度销售额百分之十以下的罚款”。今后的罚款金额可能达到数亿元甚至更高。

二、外商投资安全审查

（一）法律框架和审查机构

2008年颁布的《反垄断法》第三十一条规定：“对外资并购境内企业或者以其他方式参与经营者集中，涉及国家安全的，除依照本法规定进行经营者集中审查外，还应当按照国家有关规定进行国家安全审查。”这是中国法律第一次规定外商投资安全审查。

2011年2月3日，国务院办公厅发布《关于建立外国投资者并购境内企业安全审查制度的通知》（以下简称《安全审查通知》），建立了外国投资者并购境内企业安全审查制度，并对安全审查的范围、内容、工作机制、程序等问题进行了规定。2011年8月25日，商务部发布《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》（以下简称《安全审查规定》），主要对安全审查的程序做了细化。2015年4月8日，国务院办公厅发布《关于印发自由贸易试验区外商投资国家安全审查试行办法的通知》（以下简称《自贸区安全审查办法》），对上海、广东等自贸试验区的外商投资安全审查作出规定。

2019年3月颁布的《外商投资法》在第35条规定“国家建立外商投资安全审查制度，对影响或

者可能影响国家安全的外商投资进行安全审查。依法作出的安全审查决定为最终决定。”⁸ 由于该规定非常原则，目前实务中仍然依照《安全审查通知》、《安全审查规定》、《自贸区安全审查办法》开展工作。

根据《安全审查通知》和《自贸区安全审查办法》，外国投资者并购境内企业安全审查部际联席会议（以下简称联席会议）承担外商投资安全审查工作。联席会议在国务院领导下，由发展改革委、商务部牵头，根据外资并购所涉及的行业和领域，会同相关部门开展外商投资安全审查。商务部此前长期作为外商投资安全审查的“窗口”部门，负责接收申请材料、提请联席会议进行审查并将联席会议的审查意见通知申请人。2019年4月30日，国家发改委发布公告称：“根据部门职责调整，外商投资安全审查申报即日起改由国家发展改革委政务大厅接收。”⁹ 此后，国家发改委取代商务部成为外商投资安全审查的“窗口”部门。

（二）哪些交易需要经过外商投资安全审查？

根据《安全审查通知》，两类并购交易需要进行外商投资安全审查：（1）外国投资者并购境内军工及军工配套企业，重点、敏感军事设施周边企业，以及关系国防安全的其他单位；（2）外国投资者并购境内关系国家安全的重要农产品、重要能源和资源、重要基础设施、重要运输服务、关键技术、重大装备制造等企业，且实际控制权可能被外国投资者取得。¹⁰ 换言之，对于关系国防安全的并购交易，不论是否取得实际控制权均需要进行审查；对于关系其他方面国家安全的并购交易，则以取得实际控制权为启动安全审查的条件。

根据《安全审查通知》，外国投资者并购境内企业，是指下列情形：

- 外国投资者购买境内非外商投资企业的股权或认购境内非外商投资企业增资，使该境内企业变更设立为外商投资企业；
- 外国投资者购买境内外商投资企业中方股东的股权，或认购境内外商投资企业增资；
- 外国投资者设立外商投资企业，并通过该外商投资企业协议购买境内企业资产并且运营该资产，或通过该外商投资企业购买境内企业股权；或者
- 外国投资者直接购买境内企业资产，并以该资产投资设立外商投资企业运营该资产。

而外国投资者取得实际控制权，是指外国投资者通过并购成为境内企业的控股股东或实际控制人，

8 2015年1月商务部公布的《外商投资法》（草案征求意见稿）第四章为“国家安全审查”，用27条详细规定了国家安全审查的启动、审查范围、审查程序、审查结果等。

9 参见国家发改委网站：https://www.ndrc.gov.cn/xxgk/zcfb/gg/201904/t20190430_961220.html。

10 《自贸区安全审查规定》对此的规定为：“（一）安全审查范围为：外国投资者在自贸试验区内投资军工、军工配套和其他关系国防安全的领域，以及重点、敏感军事设施周边地域；外国投资者在自贸试验区内投资关系国家安全的重要农产品、重要能源和资源、重要基础设施、重要运输服务、重要文化、重要信息技术产品和服务、关键技术、重大装备制造等领域，并取得所投资企业的实际控制权。”与《安全审查通知》的区别主要表现在两点：一是，自贸区安全审查的范围不仅限于并购，而是包括了外国投资者单独或与其他投资者共同投资新建项目或设立企业、绿地投资等其他外商投资；二是，敏感领域中明确列举了重要文化、重要信息技术产品和服务。

包括下列情形：

- 外国投资者及其控股母公司、控股子公司在并购后持有的股份总额在 50% 以上；
- 数个外国投资者在并购后持有的股份总额合计在 50% 以上；
- 外国投资者在并购后所持有的股份总额不足 50%，但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东会或股东大会、董事会的决议产生重大影响；
- 其他导致境内企业的经营决策、财务、人事、技术等实际控制权转移给外国投资者的情形。

《并购安全规定》强调，对于外国投资者并购境内企业，应从交易的实质内容和实际影响来判断并购交易是否属于并购安全审查的范围；外国投资者不得以任何方式实质规避安全审查，包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式。¹¹

值得注意的是，《外商投资法》规定进行安全审查的外商投资并不限于并购交易，而是“影响或者可能影响国家安全的外商投资”。换言之，绿地投资如果影响或可能影响国家安全，也可能需要进行安全审查。如前所述，《自贸区安全审查规定》中已经将绿地投资纳入外商投资安全审查范围。

外国投资者收购上市公司的交易或者上市公司参与的符合上述情形的其他交易，需要进行外商投资安全审查。

（三）外商投资安全审查内容

联席会议进行外商投资安全审查时主要考虑以下因素：（1）交易对国防安全，包括对国防需要的国内产品生产能力、国内服务提供能力和有关设备设施的影响；（2）交易对国家经济稳定运行的影响；（3）交易对社会基本生活秩序的影响；（4）交易对涉及国家安全关键技术研发能力的影响。¹²

（四）外商投资安全审查的程序

1. 审查程序的启动

¹¹ 《自贸区安全审查办法》也将“外国投资者通过协议控制、代持、信托、再投资、境外交易、租赁、认购可转换债券等方式投资”列为外国投资者在自贸区投资的情形。

¹² 《自贸区安全审查办法》规定，应考虑的因素为：（1）外商投资对国防安全，包括对国防需要的国内产品生产能力、国内服务提供能力和有关设施的影响；（2）外商投资对国家经济稳定运行的影响；（3）外商投资对社会基本生活秩序的影响；（4）外商投资对国家文化安全、公共道德的影响；（5）外商投资对国家网络安全的影响；（6）外商投资对涉及国家安全关键技术研发能力的影响。

外商投资安全审查程序可以通过两种方式启动。一是外国投资者主动提出申请。¹³在此情况下，对属于安全审查范围内的交易，国家发改委应在5个工作日内提请联席会议进行审查。二是国务院有关部门、全国性行业协会、同业企业及上下游企业认为需要进行外商投资安全审查的，可以通过国家发改委提出进行安全审查的建议。联席会议认为确有必要进行安全审查的，可以决定进行审查。

对于不属于安全审查范围的交易，不进行审查，当事方可继续实施交易。

2. 一般性审查

联席会议对国家发改委提请安全审查的交易，首先进行一般性审查。一般性审查采取书面征求意见的方式进行。联席会议收到提请安全审查的申请后，在5个工作日内，书面征求有关部门的意见。有关部门在收到书面征求意见函后，应在20个工作日内提出书面意见。如有关部门均认为交易不影响国家安全，则不再进行特别审查，由联席会议在收到全部书面意见后5个工作日内提出审查意见，并书面通知国家发改委。

3. 特别审查

如有部门认为交易可能对国家安全造成影响，联席会议应在收到书面意见后5个工作日内启动特别审查程序。启动特别审查程序后，联席会议组织对交易的安全评估，并结合评估意见对交易进行审查，意见基本一致的，由联席会议提出审查意见；存在重大分歧的，由联席会议报请国务院决定。联席会议自启动特别审查程序之日起60个工作日内完成特别审查，或报请国务院决定。对于报请国务院决定之后的程序，没有明确的时间限制。对于涉及上市公司的交易而言，相关披露义务的履行以及交易时间的管理应当将审查所需时间考虑在内。

在审查过程中，申请人可向国家发改委申请修改交易方案或取消交易。

4. 审查决定

根据《安全审查通知》的规定，对于属于安全审查范围的交易，根据交易可能产生的不同影响，联席会议作出不同的审查决定：

- 在一般审查阶段，有关部门均认为交易不影响国家安全，则决定不再进行特别审查，允许交易继续实施；
- 在特别审查阶段，联席会议决定或者报请国务院决定，批准该交易；
- 在特别审查阶段，联席会议决定或报请国务院决定，不批准该交易；
- 外商投资对国家安全已经造成或可能造成重大影响的，联席会议将要求国家发改委会同有关部

¹³ 此外，《安全审查规定》第四条规定了申请前的预约商谈程序：“在向商务部提出并购安全审查正式申请前，申请人可就其并购境内企业的程序性问题向商务部提出商谈申请，提前沟通有关情况。该预约商谈不是提交正式申请的必经程序，商谈情况不具有约束力和法律效力，不作为提交正式申请的依据。”

门终止当事人的交易，或采取转让相关股权、资产或其他有效措施，消除该并购行为对国家安全的影响。

《自贸区安全审查通知》则进一步引入了附条件批准交易的制度，即：对影响或可能影响国家安全但通过附加条件能够消除影响的投资，联席会议可要求外国投资者出具修改投资方案的书面承诺。外国投资者出具书面承诺后，联席会议可作出附加条件的审查意见。

（五）永辉超市收购中百集团案

迄今公开的外商投资安全审查案例很少。2019年的永辉超市股份有限公司（“永辉超市”）收购中百控股集团股份有限公司（“中百集团”）股权案提供了观察外商投资安全审查实务的鲜活样本。根据永辉超市的公告，本案的重要时点如下：

- 2019年3月28日，永辉超市向中百集团发出书面通知，拟通过要约收购的方式将其合计持有后者的29.86%股份提高至最多不超过40%；
- 2019年4月11日，永辉超市向中百集团发出《中百控股集团股份有限公司要约收购报告书摘要》；
- 2019年8月20日，永辉超市收到市场监管总局出具的《经营者集中反垄断审查不予禁止决定书》，从反垄断角度不禁止永辉超市收购中百集团不超过10.14%的股份的交易；
- 2019年8月21日，永辉超市收到国家发改委关于永辉超市要约收购中百集团外商投资安全审查申请表和补充申报文件的邮件；
- 2019年9月4日，永辉超市向国家发改委提交要约收购中百控股集团有限公司安全审查申报材料；
- 2019年9月24日，永辉超市收到国家发改委外资司《外商投资安全审查受理通知》，该通知称，该项投资属于外商投资安全审查范围，自即日起正式受理；
- 2019年11月11日，永辉超市收到国家发改委的《特别审查告知书》，该告知书称，自2019年11月8日启动特别审查，特别审查原则上在60个工作日内完成，期间若需补充材料，补充材料时间不计入审查时限；
- 2019年12月17日，永辉超市发布公告称，永辉超市与中百集团的现有实际控制人武汉国有资产经营有限公司（“武汉国资”）因国家发改委的要求，进行了友好磋商并签订了《合作备忘录》；永辉超市决定取消向中百集团发出的部分要约收购计划，维持29.86%的持股比例不变，支持武汉国资作为中百集团的实际控制人，不谋求中百集团的实际控制权；
- 2019年12月27日，永辉超市收到国家发改委的《外商投资安全审查终止通知》，该通知称，国家发改委已收悉《关于中止永辉超市股份有限公司部分要约收购中百控股集团股份有限公司股权安全审查的申请》，经研究，自12月25日起终止审查该要约收购。

永辉超市收购中百集团案在以下几个方面具有重要参考价值：

第一，永辉超市并未主动提交外商投资安全审查申请，而是在国家发改委通知后提交申请。国家发改委可能是自行关注到该交易并要求提交安全审查申请，也可能是在收到“国务院有关部门、全国性行业协会、同业企业及上下游企业”的建议或者其他对该交易有不同意见的企业的举报后注意到该交易并要求提交申请。

第二，永辉超市本身是境内企业，并不是外国投资者，但其第一大股东（即持股 19.99% 的牛奶有限公司）是境外法人。该交易可能被认为属于“外国投资者设立外商投资企业，并……通过该外商投资企业购买境内企业股权”或者是外国投资者“再投资”，继而被认为属于外商投资。

第三，永辉超市和中百集团的主营业务均为零售业，《安全审查通知》中并未将零售业明确列举为重要或敏感行业，这表明重要或敏感行业的范围具有一定弹性。¹⁴

第四，本次交易完成后，永辉超市将持有中百集团 40% 股份并成为其第一大股东。虽然持股比例不足 50%，但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东大会、董事会的决议产生重大影响，因此被视为将取得中百集团的实际控制权。

第五，本案进入了特别审查程序，说明联席会议的组成单位中有一家或多家认为该交易影响或可能影响国家安全。从《安全审查通知》规定的审查内容来看，该交易或许是被认为对“社会基本生活秩序”有影响。

第六，联席会议并未就该交易是否确实影响国家安全作出正式的审查意见，也没有做出批准或不批准该交易的审查决定，但国家发改委对永辉超市提出了“要求”。从公开信息中无法知悉该“要求”的具体内容，但永辉超市因要求而与中百集团的现有实际控制人进行了协商，并在协商后取消了该交易。

最后，在本案中，该交易获得经营者集中审查批准和收到国家发改委外商投资安全审查通知仅仅相差一日。这固然说明两项审查在法律上相互独立，并不互为前提，但也表明两项审查在实务中存在竞合和联动。如前文所述，在非简易案件反垄断审查中，市场监管总局将征求有关部门的意见。在此过程中，国家发改委或其他部门可能关注到交易可能影响国家安全，从而启动安全审查程序。

总之，相关各方在交易的早期阶段就应当审慎评估交易是否应当进行经营者集中申报、是否需要进行外商投资安全审查以及通过这两项审查的前景，在此基础上设计交易架构、谈判交易文件和安排交易进度。需要进行经营者集中申报和 / 或外商投资安全审查的，各方应当在专业机构的协助下，投入充足资源，争取顺利获得批准。

¹⁴ 在坊间流传的《安全审查行业表》中，零售业属于国家安全审查的范围。

第八章 破产重整

作者：赵久光 | 陈捷奕 | 侯云健 | 李爽¹⁵

在企业出现不能清偿到期债务，并且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力，或者有明显丧失清偿能力可能的情况时，破产重整往往成为其摆脱困境、重获新生的重要途径之一。上市公司也不例外，且由于上市公司的特殊性，对其进行破产清算或和解的可操作性较低，实践中更多地会选择重整作为脱困的手段。从司法实践来看，在上市公司出现严重经营困境的情况下，破产重整是挽救危困企业，平衡上市公司各方利害关系，最大程度优化上市公司资源配置的一种有效方式。同时，因上市公司破产重整案件往往涉及多方利益，对于社会和经济稳定均有重大影响，与一般破产重整案件相比有其特殊性和复杂性，上市公司的破产重整在多个层面具有独特之处。

一、上市公司破产重整过程中的特殊问题

从目前实践来看，进入破产重整程序的上市公司一般都面临数额庞大的债权债务，涉及大股东、企业职工和股票二级市场投资者等多方利益安排，社会影响力和关注度均较高。同时，由于涉及股票交易、信息披露、职工安置和社会稳定等特殊问题，法院、证券监管部门、地方政府等对于重整程序的启动和开展也都会予以高度关注。针对上市公司的破产重整，各监管部门也相继出台了相关文件在不同层面做出了有关规定。上市公司破产重整主要存在以下几个方面的特殊问题：

（一）案件受理

上市公司破产重整的受理条件较于一般企业更为复杂和严格，除上市公司内部审议决策外，还受到法院、证券监管部门及地方政府等多方主体的监管和审核。

¹⁵ 另外，任荣树对本章撰写也有重要贡献。

1. 申请材料及准备

根据《中华人民共和国企业破产法》（“《企业破产法》”）的规定，公司及其债权人有权申请进行重整。债权人申请破产清算的情况下，出资额占公司注册资本十分之一以上的出资人亦可在宣告破产前申请重整。

针对上市公司的破产重整申请，除《企业破产法》第八条规定的基本材料如破产申请书和有关证据外，根据《关于审理上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》（“《上市公司破产重整会议纪要》”），还应当提交关于上市公司具有重整可行性的报告、上市公司住所地省级人民政府向证券监督管理部门的通报情况材料以及证券监督管理部门的意见、上市公司住所地人民政府出具的维稳预案等。上市公司自行申请破产重整的，《上市公司破产重整会议纪要》强调还应当提交切实可行的职工安置方案。

在申请审核阶段（裁定受理前），申请人需完成与人民政府及证券监督管理部门的沟通和协调。此外，上市公司如果对债权人提出的重整申请提出异议或者债权人、上市公司、出资人分别向人民法院提出破产清算申请和重整申请的，人民法院应当组织召开听证会，就申请人是否具备申请资格、上市公司是否已经发生重整事由、上市公司是否具有重整可行性等内容进行听证。

2. 管辖法院及层报制度

(1) 管辖法院

《上市公司破产重整会议纪要》指出，上市公司破产重整案件应当由上市公司住所地的人民法院，即上市公司主要办事机构所在地法院管辖，上市公司主要办事机构所在地不明确、存在争议的，由上市公司注册登记地人民法院管辖，且考虑到案件复杂性，一般应由中级人民法院管辖。

需特别注意的是，最高人民法院先后批准多地，如深圳、北京、上海、天津、广州、温州、重庆和杭州设立破产法庭。上述破产法庭设立后，破产法庭所在市辖区内的强制清算和破产案件均由破产法庭集中管辖。

具体来说，深圳破产法庭管辖深圳市辖区内地（市）级以上（含本级）工商行政管理机关核准登记公司（企业）的强制清算和破产案件；北京破产法庭集中管辖北京市辖区内区级以上（含区级）市场监督管理部门核准登记的公司（企业）的强制清算和破产案件；上海破产法庭管辖上海市辖区内地以上（含本级）工商行政管理机关核准登记的公司、企业的强制清算和破产案件（上海金融法院、上海铁路运输法院管辖的破产案件除外）；天津破产法庭管辖天津市辖区内地级以上（含本级）市场监督管理机关核准登记公司、企业的强制清算和破产案件、衍生诉讼案件、跨境破产案件以及其他依法应当由其审理的案件；广州破产法庭管辖广州市辖区内地（市）级以上（含本级）市场监督管理机关核准登记公司（企业）的强制清算和破产案件；重庆破产法庭受理全市区、县级以上（含本级）市场监督管理部门核准登记公司（企业）的强制清算和破产案件及相关衍生诉讼案件、跨境破产案件和其他依法应当由其审理的案件；杭州破产法庭管辖杭州市辖区内地（市）级以上（含本级）市场监督管理机关，以及上城区、下城区、西湖区、拱墅区、江干区、滨江区市场监督管理机关核准登记公司（企业）的强制清算和破产案件。

（2）层报制度

根据《上市公司破产重整会议纪要》要求，人民法院在裁定受理上市公司破产重整申请前，还应当将相关材料逐级报送最高人民法院审查。法院在审查过程中重点关注申请主体是否适格、申请材料是否齐备、上市公司是否具备重整原因、拟进入破产重整的上市公司是否具有重整价值、是否能够平衡各利益相关方的诉求以及是否有利于维持社会稳定等内容。

3. 证券监管部门

《上市公司破产重整会议纪要》要求，申请上市公司申请破产重整，需要提交上市公司住所地省级人民政府向证券监督管理部门的通报情况材料以及证券监督管理部门的意见。由此可见，申请上市公司破产重整还需得到证监会的核准。与此同时，各证券交易所也要求上市公司在重整程序的各个阶段及时报告并披露信息。从实践来看，证券监管部门往往在审查过程中尤其关注上市公司是否具有重整价值，以及重整是否可能实施欺诈性交易等问题。

4. 地方政府

申请上市公司破产重整，还需由上市公司住所地省级人民政府向证券监督管理部门进行通报，并由上市公司住所地人民政府出具维稳预案。从实践来看，地方政府较为关注经济发展和社会稳定问题，尤其是职工安置等可能引发群体性事件的问题。

（二）信息披露

《上市公司破产重整会议纪要》指出，上市公司自行管理财产和营业事务的，由上市公司董事会、董事和高级管理人员继续履行信息披露义务，管理人负责管理财产和营业事务的，由管理人履行信息披露义务。根据交易所股票上市规则的规定，上市公司采取管理人管理运作模式的，管理人及其成员应当按照《中华人民共和国证券法》（“《证券法》”）以及最高人民法院、中国证监会和证券交易所的相关规定履行信息披露义务，上市公司采取管理人监督运作模式的，公司董事会、监事会和高级管理人员应当继续按照相关规定履行信息披露义务。

《深圳证券交易所股票上市规则》和《上海证券交易所股票上市规则》均规定了上市公司重整期间的信息披露义务，具体内容基本一致，以《上海证券交易所股票上市规则》为例，重整期间的信息披露规则主要如下：

第一，上市公司应当在董事会作出向法院申请重整、和解或破产清算的决定时，或者知悉债权人向法院申请公司重整、破产清算时，及时向上海证券交易所（“上交所”）报告并披露以下信息：

（一）公司作出申请决定的具体原因、正式递交申请的时间（公司主动申请）；（二）申请人的基本情况、申请目的、申请的事实和理由（债权人申请）；（三）申请重整、和解或破产清算对公司的影响；（四）其他需要说明的事项。公司应当在公告中充分揭示其股票及其衍生品种可能存在被终止上市的风险。上市公司还应当及时披露法院受理重整、和解或破产清算申请的进展情况，包括以下内容：（一）法院受理重整、和解或者破产清算申请前，申请人请求撤回申请；（二）法院作出不予受理重整、和解或者破产清算申请的裁定时间和主要内容；（三）上交所要求披露

的其他内容。

第二，法院受理重整、和解或者破产清算申请的，上市公司应当及时向上交所报告并披露以下内容：（一）申请人名称（债权人申请）；（二）法院作出受理重整、和解或者破产清算裁定的时间和主要内容；（三）法院指定管理人的基本情况（包括但不限于管理人名称或成员姓名、负责人、职责、履行职责的联系地址和联系方式等）；（四）公司进入破产程序后信息披露责任人的确定模式和负责人的基本情况（包括但不限于姓名、联系地址、联系方式等）；（五）上交所要求披露的其他内容。公司应当在公告中充分揭示其股票及其衍生品种可能存在被终止上市的风险。

第三，法院裁定重整后，上市公司应当就以下所涉事项及时向上交所报告并披露相关情况：（一）债权申报情况；（二）向法院和债权人会议提交重整计划草案的时间和草案内容等；（三）重整计划草案的表决通过和法院批准情况；（四）法院强制批准重整计划草案情况；（五）与重整有关的行政许可批准情况；（六）法院裁定终止重整程序的时间和裁定书内容；（七）法院裁定宣告公司破产的时间和裁定书内容；（八）上交所要求披露的其他事项。

第四，重整计划、和解协议执行期间，上市公司应当及时披露以下情况：（一）重整计划、和解协议的执行进展情况；（二）因公司不能执行或者不执行重整计划或和解协议，法院经管理人或利害关系人请求，裁定宣告公司破产的有关情况；（三）上交所要求披露的其他情况。

第五，上市公司披露上述重整、和解或破产清算情况时，应当按照披露事项所涉情形向上交所提交下列文件：（一）公告文稿；（二）管理人说明文件；（三）法院出具的法律文书；（四）重整计划、和解协议草案；（五）重整计划、和解协议草案涉及的有权机关的审批文件；（六）重整计划、和解协议草案涉及的协议书或意向书；（七）董事会决议；（八）股东大会决议；（九）债权人会议决议；（十）职代会决议；（十一）律师事务所出具的法律意见书；（十二）会计师事务所、资产评估机构等证券服务机构出具的专业报告；（十三）上交所要求的其他文件。

第六，对于法院依法受理重整申请的上市公司，有权实行退市风险警示。与被实行退市风险警示的信息披露义务包括：上市公司股票被实施退市风险警示的，应当及时发布公告；上市公司在收到法院受理公司重整、和解或者破产清算申请裁定的当日向上交所报告并于下一交易日公告，公告披露日公司股票及其衍生品种停牌一天。自复牌之日起，上交所对公司股票实施退市风险警示；重整计划执行完毕，上市公司向上交所提交撤销对其股票实施退市风险警示的申请后，应当在下一交易日作出公告。

此外，上市公司还应当每月披露一次破产程序的进展情况，并及时披露定期报告和临时报告。

（三）重整计划

根据《企业破产法》的规定，上市公司（债务人）自行管理财产和营业事务的，由上市公司制作重整计划草案。管理人负责管理财产和营业事务的，由管理人制作重整计划草案。重整计划草案的基本内容一般包括经营方案、债权调整及清偿方案、执行期限和监督期限等，实践中上市公司的重整多涉及股权变动，因此重整计划一般还包括出资人权益调整方案。

1. 经营方案

《上市公司破产重整会议纪要》明确了上市公司重整计划草案应当包括详细的经营方案。有关经营方案涉及并购重组等行政许可审批事项的，上市公司或管理人应当聘请经证券监管机构核准的财务顾问机构、律师事务所以及具有证券期货业务资格的会计师事务所、资产评估机构等证券服务机构按照证券监管机构的有关要求及格式编制相关材料，并作为重整计划草案及其经营方案的必备文件。

2. 债权调整及清偿方案

债权调整及清偿及对重整计划草案进行表决的首要问题是对债权进行分类。根据《企业破产法》第八十二条对于分组表决的规定，重整计划草案一般将债权分为有财产担保债权、职工债权、税款债权和普通债权，普通债权组还可单设小额债权组。

在清偿顺序方面，根据《企业破产法》第一百零九条及第一百一十三条的规定，有财产担保债权就特定财产优先受偿，在优先清偿破产费用和共益债务后，再按照职工债权、税款债权、普通债权的顺序进行清偿。

对于有财产担保债权，一般以其经确认的担保债权额就担保财产变现价款优先受偿，未受偿部分债权作为普通债权清偿，按照普通债权的调整及受偿方案获得清偿。

对于职工债权和税款债权，职工债权由管理人调查后进行公示，相关债权人无需进行申报。重整计划对于职工债权和税款债权一般不做调整，全额清偿。清偿方式和期限根据案件情况在重整计划中予以说明，条件允许的情况下一般会一次性现金清偿，例如 ST 沈机重整案。

对于普通债权，因普通债权的清偿顺序靠后，即便重整过程中有新的资金注入也难以确保全额清偿，因此往往需要债权人作出让渡，实践中一般包括清偿金额、清偿期限和清偿方式三个方面的让渡与调整。且清偿方式相较于职工债权和税款债权更为多样，一般包括现金清偿、债转股和留债等多种方式。实践中还可对普通债权在金额上进行划分，不同数额部分的债权设置不同的清偿方案。

3. 出资人权益调整方案

上市公司破产重整中，因涉及引入战略投资人等问题，出资人权益往往需要进行调整。《企业破产法》第八十五条第二款规定，重整计划草案涉及出资人权益调整事项的，应当设出资人组，对该事项进行表决。

实践中出资人权益调整方式常见的有资本公积金转增股本、股权转让、减资缩股、存量股份调减等。其中，资本公积金转增股份是适用较为普遍的调整方式，该方式根据现有股本总额确定转增比例，转增股票不再向原股东分配，而由战略投资人有条件受让或者向债权人分配。在上市公司重整案件中，资本公积金转增股份的方式非常常见，典型案例有 ST 中绒、ST 莲花等。

需要注意的是，重整投资人通过注入资金或资产获得新增股份的行为，有观点认为这实际上是披着资本公积转增外衣的非公开发行股份的行为，规避了证券监管部门对非公开发行股份的约束。其突出问题在于新股东获取转增股份的对价在实践中由各方协商确定，并无明确的定价标准，也无相应的信息披露要求，新股东的产生机制也不够透明和规范，所获股份也缺乏减持限售规范。在实践中，法院对于该种调整方式并无特别关注和处理，证券监督管理部门多数情况下也不会进行过多干预。例如上市公司西安宏盛科技发展股份有限公司破产重整一案中，拟注入莱茵达国际融资租赁有限公司 45% 的股权，重整计划采用的方式即为资本公积转增股票，转增部分由股东无偿让渡给破产管理人，再由管理人转让给莱茵达的股东，管理人再将莱茵达的股权赠予上市公司。该方案其本质是发行股份购买资产，上市公司最终向证监会提交了《西安宏盛科技发展股份有限公司关于重整计划中涉及全体股东向战略投资人让渡股份同时公司接受资产赠与事项的申请书》，证监会最终受理了这一行政许可申请。

《上市公司破产重整会议纪要》还特别提到，控股股东、实际控制人及其关联方在上市公司破产重整程序前因违规占用、担保等行为对上市公司造成损害的，制定重整计划草案时应当根据其过错对控股股东及实际控制人支配的股东的股权作相应调整。

（四）停复牌制度

2018 年 11 月 6 日，证监会发布了《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》（“《指导意见》”），明确了上市公司在重整期间股票停复牌的原则，即重整期间原则上不停牌，而在该指导意见发布前，根据深圳证券交易所（“深交所”）和上交所的股票上市规则，法院依法受理上市公司重整申请的，交易所对其股票实行退市风险警示，交易所将自公司股票被实行退市风险警示起 20 个交易日届满后次一交易日对该公司股票及其衍生品种实施停牌。公司可以在法院作出批准公司重整计划，或者终止重整程序的裁定时向交易所提出复牌申请，即允许长期停牌。重整期间股票停复牌的规则发生了重大转变，2019 年进入重整程序的上市公司尚未出现长时间停牌的情形。

2018 年 12 月 28 日，深交所发布了《深圳证券交易所上市公司信息披露指引第 2 号——停复牌业务》，规定上市公司破产重整期间原则上股票及其衍生品种不停牌，公司应当分阶段披露重整事项的进展，并充分提示相关风险，确有需要申请停牌的，应当披露具体事由、重整事项进展和预计复牌时间等内容，停牌时间不得超过 5 个交易日。

同日，上交所也发布了《上海证券交易所上市公司筹划重大事项停复牌业务指引》，规定上市公司破产重整期间原则上股票不停牌，上市公司应当分阶段披露重整事项的进展。确需申请停牌的，应当披露停牌具体事由、重整事项的进展和预计复牌时间等内容，停牌期限不得超过 2 个交易日。确有必要的，可以延期至 5 个交易日。

出现停牌安排的事由主要有：（1）为明确重整资本公积转增股本的除权参考价格计算公式要素，如 *ST 庞大；（2）被法院裁定受理重整申请，如 *ST 莲花；（3）年度经审计的净资产为负值，如 *ST 厦工；（4）涉及会议表决事项，为保证公平信息披露，避免造成公司股价异常波动而安排停复牌，如 *ST 中绒和坚瑞沃能。

此外需要注意深交所和上交所股票上市规则相应规定：法院依法受理公司重整申请的，交易所有权对其股票交易实行退市风险警示。上市公司应当于收到法院受理重整申请的裁定文件的当日立即向交易所报告，申请公司股票及其衍生品种于次一交易日起停牌，并及时披露相关破产受理公告。交易所自公司披露相关破产受理公告及实行退市风险警示公告的次一交易日起对其股票及其衍生品种复牌，同时对其股票交易实行退市风险警示。

（五）其他

1. 上市公司“壳”资源

上市公司的“壳”一般具有一定的商业价值，这也是上市公司破产重整特殊性的表现之一。首先，即使是进入破产重整程序的公司，“壳”依然具有一定价值；其次，“壳”并没有被列为上市公司的财产进行评估，在调整出资人权益时一般不会进行特殊处理，即使上市公司资不抵债，但由于“壳资源”客观存在，其原股东持有的股权价值往往并不为零；再次，战略投资人往往很看重上市公司的“壳资源”，而在重整程序中可以通过支付更低的“价格”获得上市公司的股票甚至是控制权。即使证监会在2016年修改《上市公司重大资产重组管理办法》时就明确反对“炒壳”的行为，但战略投资人通过参与上市公司破产重整获得上市公司控制权的情形并不少见，而从上市公司进入破产的原因角度来看，“保壳”往往也是上市公司破产重整追求的目的之一。

2. 股权负担协调问题

近年来由于资本市场不景气，上市公司控股股东将其持有的上市公司股权进行质押具有成为常态之势。在此情况下，上市公司进入破产重整程序又涉及对相应股票份额调减的问题。如何协调股东债权人的质权和重整计划调整出资人权益的需要，逐渐成为上市公司破产重整过程中较为尖锐的问题之一。

实践中的主流观点是，在破产情形下，出资人的权益已经为零，其股权并无对应价值，相关质权自然也没有对应的价值。因此，对于出资人权益调整的处理方式一般是在重整计划被批准后，法院应管理人要求向中国证券登记结算有限公司出具协助执行的通知直接调整出资人权益，将上市公司原股东的股份直接划转，过程中很少考虑对股东的债权人进行保护的问题。

但是，也有观点认为，在考虑到破产企业上市公司壳资源对应价值的情况下，判断上市公司的出资人权益不应“一刀切”，也应综合考虑股东债权人的利益和意见，在推进破产重整顺利进行的同时保障质权人利益。

3. 重整与重大资产重组

上市公司重整常伴随着资产重组，过程中往往涉及证监会对于重大资产重组的监管。实践中上市公司破产重整和重大资产重组常见的衔接方式有两种：一种是先进行重整，在重整成功后进行重大资产重组；另一种是重整和重大资产重组同时进行。

针对重整和重大资产重组同时进行的情形，《上市公司破产重整会议纪要》明确了会商机制，即

重整计划草案涉及证券监管机构行政许可事项的，受理案件的人民法院应当通过最高人民法院，启动与中国证券监督管理委员会的会商机制：由最高人民法院将有关材料函送中国证券监督管理委员会，中国证券监督管理委员会安排并购重组专家咨询委员会对会商案件进行研究。并购重组专家咨询委员会应当按照与并购重组审核委员会相同的审核标准，对提起会商的行政许可事项进行研究并出具专家咨询意见。人民法院应当参考专家咨询意见，作出是否批准重整计划草案的裁定。

会商机制的提出，为在重整中同步进行重大资产重组提供了更强的可操作性，但难点在于重整计划能否被批准增加了不确定性。法院需要参考证监会的专家咨询意见，裁定是否批准重整计划草案。即包含重大资产重组内容的重整计划草案不仅要经过债权人、出资人的表决及法院的批准，还需得到证监会的核准。

实践中，江苏舜天船舶股份有限公司破产重整案是典型的破产和重大资产重组并行的案件，其重整计划涉及发行股份购买资产，因此启动了会商机制并最终获得了批准。

4. 重整计划执行

关于重整计划执行的主体，《企业破产法》明确规定重整计划由债务人负责执行，由管理人在重整计划规定的监督期内，由管理人监督重整计划的执行。

关于重整计划执行的期限，《企业破产法》对于执行期限无统一规定，实践中重整计划对于执行期限的规定区别也很大，短则数月，长则数年，该期限与上市公司采用的重整方案难易程度、重整前的经营情况等相关，在制定重整计划中应充分考量各种因素确定。在重整计划的执行遇到障碍或者无法按照预期按时执行完毕时，上市公司也可向法院申请延长重整执行期限，延长的时间和次数均无明确的法律规定。

关于重整计划不执行或不能执行的后果，《企业破产法》明确规定，债务人不能执行或者不执行重整计划的，人民法院经管理人或者利害关系人请求，应当裁定终止重整计划的执行，并宣告债务人破产。即重整计划不执行或不能执行即转为破产清算。

但在实践中，由于上市公司重整涉及多方面利益，对社会稳定亦有较大的影响，一般常见的情形是通过延长执行期限的方式尽可能的保证重整计划顺利执行，避免重整程序转为清算程序，目前尚无法院裁定终止重整计划执行宣告破产的上市公司破产重整案例。

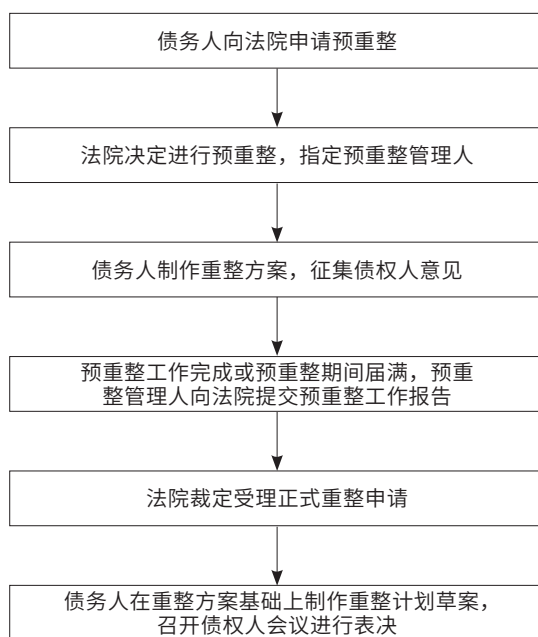
二、上市公司预重整

预重整是指债务人进入正式重整程序前，债务人预先与债权人进行协商并达成能够带入正式重整程序并发生效力的重整计划的过程。在学术界和实务界的推动下，我国各地预重整制度相关规定

陆续出台，相关实践案例亦日益增多。2018年8月起，国家层面多次明确要建立预重整制度¹⁶，截至目前为止，全国多地开展了预重整实践，其中，北京、浙江、深圳、南京、苏州等地相关法院已正式出台预重整程序相关工作规范或指引¹⁷，该等规定对上市公司同样适用。

（一）主要操作流程

以深圳市中级人民法院（“深圳中院”）于2019年3月25日发布的《审理企业重整案件的工作指引（试行）》及北京破产法庭于2019年12月30日发布的《北京破产法庭破产重整案件办理规范（试行）》中的预重整程序相关规定为例，我国目前的常见预重整操作流程（包含预重整成果在正式重整程序中的使用）示例如下：



（二）预重整的申请条件

16 国家发展改革委等5部门关于印发《2018年降低企业杠杆率工作要点》的通知（发改财金〔2018〕1135号）第十五条：“完善依法破产体制机制。……研究完善庭外重组制度和建立预重整制度，探索建立破产案件快速审理机制，推动破产案件繁简分流；……”；

国家发展改革委等13部门关于印发《加快完善市场主体退出制度改革方案》的通知（发改财金〔2019〕1104号）第四条第（一）项：“研究建立预重整和庭外重组制度。……”

17 浙江省高级人民法院于2013年7月发布的《关于印发〈关于企业破产案件简易审若干问题的纪要〉的通知》中并未直接提及“预重整”，但其中的“预登记”制度认可债权人在预登记期间对清偿方案作出的承诺在正式进入重整程序后仍具拘束力，故笔者认为此通知中关于预登记的相关规定可视为与预重整程序有关的规范。此外，除浙江、北京、深圳外，根据2019年7月29日江苏法制报的报道《吴中法院全国率先推行预重整制度》，苏州市吴中区人民法院出台了《关于审理预重整案件的实施意见（试行）》，对其辖区内的预重整程序进行了规定（参见：<http://jsfzb.xhby.net/mp2/pc/c/201907/29/c664806.html>）。

在预重整制度设计中，预重整的申请条件将对预重整程序的适用范围、实用性和效果产生关键作用。以浙江、北京、深圳三地对于预重整申请条件的设计为例，具体对比如下：

	浙江	北京	深圳
申请条件	<p>具备下列情形，经过法院评估后，可以进行破产申请预登记：（1）根据本院相关意见适用集中管辖措施化解和处置企业债务危机的；（2）债务人是否构成破产原因存在不确定性，需要进行进一步论证的；（3）商业银行启动信贷风险会商帮扶机制的；（4）已经提出破产重整申请，但已知重要债权人等利害关系人对债务人进行重整存在较大意见分歧的；（5）经法院释明，申请人同意法院进行企业破产申请预登记的；（6）其他需要进行企业破产申请预登记的情形。</p>	<p>债务人书面承诺接受预重整程序中临时管理人的调查和监督、履行预重整相关义务。</p>	<p>经债务人同意，且具备下列任一情形的，可以进行预重整：（1）需要安置的职工超过五百人的；（2）债权人两百人以上的；（3）涉及超过一百家上下游产业链企业的；（4）直接受理重整申请可能对债务人生产经营产生负面影响或者产生重大社会不稳定因素的。</p> <p>受理破产清算申请后、宣告债务人破产前申请重整的，不适用预重整。</p>

从上表可以看出，北京市规定仅明确要求债务人需书面承诺接受预重整程序中临时管理人的调查和监督、履行预重整相关义务，为法院的审理预留了较大的自由裁量空间。

浙江省规定出台较早，更加注重申请人的意愿以及具体案件的客观需要，适用范围最广：破产申请人愿意进行预重整的，可以进行预重整；此外，如具备特定情形，例如需要适用集中管辖、债务人构成破产的原因存在不确定性、商业银行启动信贷风险会商帮扶机制、利害关系人存在较大意见分歧等，亦可以进行预重整。

深圳市对于预重整的申请条件则相对北京市、浙江省的规定更为具体，其要求进行预重整的企业需具备较大的规模或社会影响，例如员工数量要求、债权人数量要求等，在制度目的层面更多体现为将预重整程序视为应对正式重整程序时间限制问题的补充程序。

此外，参考重整制度的安排，上市公司申请预重整可能需要提前进行“府院联动”，如向相关政府、证券监督管理机构进行通报并取得反馈意见及维稳方案等。

（三）预重整中的主要法律问题

1. 庭外重组与预重整的关系

预重整程序的目的在于在正式进入破产重整程序前，拟定重整计划并从债权人处征集到一定的投

票，提高重整成功率，加快正式破产重整程序的进度，促进公司重生。基于此，预重整与庭外重组有着较大区别。

庭外重组一般系指债权人与债务人自发组织并开展的债务人重组活动，属于私力救济范畴。庭外重组没有管理人、法院参与，没有特定的流程与程序，能否就重组事宜达成一致意见、形成重组方案全凭债权人及债务人之间的谈判与磋商，容易出现因个别不配合的债权人导致重组僵局甚至失败的情况。而预重整是在法院立案后，在管理人的参与和主导下开展，具有下列优势：（1）管理人为相对中立且专业的第三方，在其协调、斡旋之下能够一定程度上促进债权人、债务人达成合意；（2）债权人及债务人在预重整程序中基于表决等方式形成具有法律效力的预重整方案（根据不同地区规定可能会有其它名称，在此统称为“预重整方案”）能够避免个别债务人的“钳制”行为；（3）由于预重整程序是基于法院立案进行，根据相关地区规定，债权人可以对债务人财产申请保全而无须另行提起诉讼，有利于债权人及时保护自身权益。

2. 预重整与正式破产重整的衔接

预重整与正式破产重整的衔接关系到预重整的成果能否合理、便利地运用于正式庭内重整程序，决定了预重整制度的最终效果。

关于预重整与正式重整的衔接相关问题，同样以我国目前浙江省、北京市及深圳市预重整制度为例整理如下：

	浙江	北京	深圳
预重整阶段的主要成果	债权人在预重整（预登记）期间对债务清偿方案作出的不可翻悔的承诺； 债务清偿方案。	预重整方案：在预重整程序中，债务人与债权人、出资人、重整投资人等利害关系人通过自愿平等商业谈判拟定的有关债权分类、债权调整和清偿、出资人权益调整、债务人治理和经营以及其他有利于债务人重整内容的协议。	在预重整期间，债务人在信息充分披露的前提下，就制作的重整方案所征求得到的出资人、债权人、意向投资人等利害关系人的意见。
适用方式	法院受理重整申请后，以预登记期间形成的资产重组方案为基础，由债务人或管理人制定重整计划草案，通过债权人会议予以确认。	重整申请受理后，债务人或者管理人一般应当以预重整方案为依据拟定重整计划草案，向人民法院和债权人会议提交。	重整申请受理后，债务人可以在重整方案的基础上制作重整计划草案，并提请合议庭召开债权人会议进行表决。

	浙江	北京	深圳
适用前提	债权人作出的承诺需为不可翻悔的。	<p>预重整方案与重整程序中制作的重整计划草案内容一致的，有关出资人、债权人对预重整方案的同意视为对该重整计划草案表决同意，但下列情形除外：</p> <p>（一）重整计划草案对预重整方案的内容进行了修改并对有关权利人有不利影响的，受到影响的权利人有权对重整计划草案重新表决；</p> <p>（二）预重整方案表决前债务人隐瞒重要信息、披露虚假信息，或者预重整方案表决后出现重大变化，有可能影响权利人表决的，相应权利人有权对重整计划草案重新表决。</p> <p>出资人、债权人对预重整方案作出是否同意的意思表示前，临时管理人应当告知其前款规定的内容。</p>	<p>符合下列情形之一的，债权人、出资人与债务人达成的协议，以及债权人、出资人作出的同意意见，在重整申请受理后继续有效：</p> <p>（一）债权人、出资人承诺或者同意的内容与重整计划草案的基本内容一致；</p> <p>（二）重整计划草案对债权人、出资人承诺或者同意内容的修改未实质影响到债权人、出资人利益，且相关债权人、出资人同意不再对重整计划草案进行表决。</p>

总的来说，目前的预重整实践均认可预重整阶段得到的重整方案能够在正式重整程序中继续适用，一定程度上保证了制度的延续性。但是，上述制度设计亦存在局限。

由于预重整程序较正式重整程序而言流程更为灵活，亦更容易产生侵犯债权人尤其是部分债权人的情况。因此，预重整环节的信息披露（为避免疑义，此处的信息披露指的是对债权人的披露，区别于上市公司在资本市场的公开信息披露）十分重要。上述制度中，浙江省的规定出台较早，且仅将预重整定位为“预登记”，虽然给予了预登记与预重整类似的效果，却并未充分设计及规范预登记成果适用于重整程序的前提；深圳市仅规定债务人要在充分信息披露的前提下征求债权人的意见，却未规定违反充分信息披露得到的预重整方案是否失效；相对而言，北京市明确规定预重整方案表决前债务人隐瞒重要信息、披露虚假信息，或者预重整方案表决后出现重大变化，有可能影响权利人表决的，相应权利人有权对重整计划草案重新表决，较有利于保障预重整环节的充分信息披露，促使得到更为公平合理的重整方案。

3. 预重整过程中部分债权人与债务人达成的协议或约定的效力

前文提到，预重整环节得到的最终成果通常能够在进入正式重整程序后继续得到适用，但是这是否亦适用于仅有部分债权人与债务人达成协议/约定，或仅有部分债权人表示同意预重整方案

的情况呢？2019年底最高人民法院出台的《最高人民法院关于印发〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉的通知》（法[2019]254号，“《九民纪要》”）对此进行了明确规定，该纪要第一百一十五条提到，债务人和部分债权人在法院受理重整申请前已经达成的有关协议与重整程序中制作的重整计划草案内容一致的，有关债权人对该协议的同意视为对该重整计划草案表决的同意。这实际上是对预重整程序与庭内重整制度衔接的规定，体现了最高人民法院对于预重整程序的认可，也为该程序在各地的落地提供了原则性的指导。

但需要指出的是，目前相关规定对于如何判定“内容一致”尚无明确的指引，仍需各地法院在实践过程中进行具体把握和总结。此外，《九民纪要》对于重整计划草案对庭外重组协议进行修改的情况，给予了受到不利影响的债权人重新表决的机会，“重整计划草案对协议内容进行了修改并对有关债权人有不利影响，或者与有关债权人重大利益相关的，受到影响的债权人有权按照企业破产法的规定对重整计划草案重新进行表决”。

（四）司法实践

预重整程序已经成为困境企业及投资人、债权人的一项重要选项之一，对于上市公司而言更是一种重要的重生手段，近期上市公司或上市公司子公司相关预重整案例示例如下：

1. 深圳市保千里电子有限公司预重整案件

2019年9月12日，深圳中院作出（2019）粤03破申399号《决定书》，决定对深圳市保千里电子有限公司（“保千里电子”）进行预重整，并根据《深圳市中级人民法院审理企业重整案件的工作指引（试行）》第三十条之规定指定了保千里电子预重整期间的管理人。在预重整期间，管理人完成对保千里电子的资产、负债、业务、产品竞争力等事项的初步调查并得出了保千里电子已严重资不抵债的结论。

2019年10月30日，管理人向深圳中院提交了《深圳市保千里电子有限公司预重整工作报告》，并提请深圳中院裁定保千里电子重整。

深圳中院认为，保千里电子具备《企业破产法》第二条规定的重整原因。保千里电子未对重整申请提出异议，其股东明确表示支持进行重整，同时，根据管理人出具的工作报告，保千里电子具备重整价值，其提出的重整方案获得大多数债权人的支持，具有重整可行性。据此，深圳中院最终裁定受理申请人金海峡对被申请人保千里电子提出的重整申请。

2. 深圳市飞马国际供应链股份有限公司预重整案件

深圳宝安桂银村镇银行股份有限公司（“桂银银行”）于2019年向深圳中院申请对深圳市飞马国际供应链股份有限公司（“飞马国际”）进行预重整。随后，深圳中院作出（2019）粤03破申537号《决定书》，决定对飞马国际进行预重整，并根据《深圳市中级人民法院审理企业重整案件的工作指引（试行）》第三十条之规定指定了保千里公司预重整期间的管理人。

3. 吉林利源精制股份有限公司预重整案件

2019年9月6日，吉林利源精制股份有限公司（“利源股份”）债权人刘明英、李春霖向吉林省辽源市中级人民法院（“辽源中院”）申请对利源股份进行重整，辽源中院于2020年9月决定启动对利源股份的预重整程序，并指定了吉林省启明破产清算有限公司为临时管理人，该临时管理人主要职责为：协助辽源中院开展调查，了解利源股份的资产、负债和经营情况，并负责完成辽源中院要求的可预先处理的重整程序内其他事项。

预重整制度的统一和完善是大势所趋，在司法资源充足的前提下，未来预重整的启动程序有望简化，以流程指导、过程监督的方式确保预重整的质量，同时应考虑进一步明确预重整成果的条件以及程序，特别是相关的信息披露要求、决议流程、债权人权力受损的救济程序等问题。

三、合并重整

上市公司多采用集团化运营，随之而来的是在涉及上市公司的破产重整案件中，经常出现关联公司同时出现破产情形的情况。在此情况下，近年来合并重整逐渐成为关联公司破产重整的一种重要方式。在实践基础上，2018年3月4日最高人民法院印发《全国法院破产审判工作会议纪要》，对于合并破产重整进行了较为全面的归纳和阐释。

广义的关联企业合并重整主要分为三种类型，即实质合并、程序合并和协调审理三种模式。实质合并是将多个关联企业视为一个单一企业，对各关联企业的资产与负债在破产程序中合并处置，在统一财产分配和债务清偿的基础上进行破产重整。程序合并指在多个关联企业成员均存在破产原因但不符合实质合并条件的情形下，在保持各关联企业成员法人地位独立性的前提下，将关联企业共同纳入重整程序，指定同一管理人负责制定整体重整计划，债权人分别申报并按照各关联企业清偿率获得清偿的制度。协调审理则是在多个关联企业成员均存在破产原因但不符合实质合并条件的情形下，通过法院、管理人和债权人的合作，协调各个破产程序的管理和进行，以保持关联企业之间的协调效应，以提高破产重整成功机会的制度。

（一）实质合并重整模式

1. 适用条件

一般来讲，运用实质合并重整程序，主要考虑两个条件：其一，全部或部分关联企业具备破产原因；其二，关联企业成员之间存在法人人格高度混同、区分各关联企业成员财产的成本过高、严重损害债权人公平清偿利益等情形。其中人格高度混同可以从关联企业资产混同、人员混同、债务混同、业务混同、管理混同、经营场所混同等几个方面进行综合把握。

2. 实质合并重整的司法管辖

对于实质合并重整的司法管辖问题，《全国法院破产审判工作会议纪要》进行了明确规定：“采用实质合并方式审理关联企业破产案件的，应由关联企业中的核心控制企业住所地人民法院管辖。核心控制企业不明确的，由关联企业主要财产所在地人民法院管辖。多个法院之间对管辖权发生争议的，应当报请共同的上级人民法院指定管辖。”

3. 实质合并重整的启动方式

启动实质合并重整程序可依申请也可依职权，在司法实务中，主要有以下三种：（1）各关联企业均符合破产条件，同时或先后进入破产程序，经管理人或债权人申请，法院裁定对关联企业进行实质合并重整；（2）各关联企业均出现破产事由，但控股企业先进入破产程序，在破产案件审理过程中，经管理人申请，法院认为关联企业应进行合并重整而裁定其余关联企业直接并入控股企业重整程序；（3）在各关联企业进入重整程序前，先对各关联企业进行公司法意义上的主体合并，再以合并后的企业进入重整程序。

4. 实质合并重整的法律后果

人民法院裁定采用实质合并方式审理破产案件的，各关联公司不再保留独立人格，各成员之间的债权债务归于消灭，各成员的财产作为合并后统一的破产财产，由各成员的债权人在同一程序中按照法定顺序公平受偿。

5. 实质合并重整在上市公司重整案件中的应用现状

对于实质合并重整，法院政策经历了一个从坚决不允许到谨慎使用的转变过程，目前仍处在进一步的摸索阶段。有实务工作者针对破产法实施以来至2018年底的76件合并破产案件进行了统计，其中实质合并重整案件53件。2014年之前每年进行实质合并破产的案件数量一直在个位数徘徊，2014年之后数量稳步增长，2018年受《全国法院破产审判工作会议纪要》的影响，实质合并破产案件数量突破30件。¹⁸可以预见对符合条件的关联企业进行实质合并重整将成为未来的趋势。

截至目前，尚不存在上市公司及其关联公司进行实质合并重整的案例。从公开渠道检索，只有深圳中院于2019年7月18日针对债权人对A股上市公司东方金钰股份有限公司及其子公司金钰珠宝的实质合并重整申请进行了立案，但目前法院未裁定对上述公司进行实质合并重整。由此看来，破产实务中针对上市公司及其关联企业进行实质合并重整把握较为严格。笔者认为，出现上述情况的原因主要在于，由于针对上市公司有着非常严格的监管和信息披露要求，上市公司与关联企业发生人格高度混同的可能性较低，且认定上市公司人格混同可能导致较为广泛的社会效应，因此目前来看，对上市公司进行实质合并重整的可能性较低。

（二）程序合并重整模式

1. 程序合并重整的适用条件

进行程序合并重整一般考虑以下几个因素：（1）多个关联企业成员均存在破产原因；（2）关联企业之间在人员、资产、财务、管理等方面尚未达到法人人格高度混同的标准；（3）关联企业之间具有参股、控股等关联关系，债权债务关系错综复杂；（4）各关联企业债权人独立表决同意整体重整计划；（5）有利于提升破产案件审理的效率、重整成功的机会和保障各债权人的公平利益。

¹⁸ 参见王静：《实质合并破产制度适用实证研究——以企业破产法实施以来76件案例为样本》，载《法律适用》2019年第2期。

2. 程序合并重整的司法管辖

对于程序合并重整的司法管辖问题,《全国法院破产审判工作会议纪要》指出,多个关联企业成员均存在破产原因但不符合实质合并条件的,人民法院可根据相关主体的申请对多个破产程序进行协调审理,并可根据程序协调的需要,综合考虑破产案件审理的效率、破产申请的先后顺序、成员负债规模大小、核心控制企业住所地等因素,由共同的上级法院确定一家法院集中管辖。可见,程序合并重整实行的是集中管辖、合并审理。如涉及级别管辖等争议问题,可以通过上级法院指定管辖等方式实现关联企业破产的集中管辖。

3. 程序合并重整的启动方式

根据《全国法院破产审判工作会议纪要》的精神,程序合并重整可以依申请启动。债务人、债权人或管理人均有权基于债务人的实际状况以动议或建议的方式申请程序合并。

4. 程序合并重整的法律后果

在程序合并重整过程中,对各关联企业的财产不进行合并,而只对各关联企业的重整程序进行合并,各关联企业成员的债权人仍以该企业成员财产为限依法获得清偿,各关联企业的法人人格仍保持独立。但关联企业成员之间不当利用关联关系形成的债权,应当劣后于其他普通债权顺序进行清偿,且该劣后债权人不得就其他关联企业成员提供的特定财产优先受偿,即物权担保无效。程序合并通过统一制定集团各企业相互协调衔接的重整计划乃至整个集团企业合一的整体重整计划,可以更好地实现破产财产的价值和完成对重整企业的挽救。

5. 程序合并重整在我国的应用现状

由于程序合并重整在处理关联企业重整方面的巨大优势,在实践中已有包含上市公司的程序合并重整成功案例。例如,昆明市中级人民法院在2017年顺利审结云南煤化工集团有限公司及其下属四家企业的系列重整案件,化解了企业债务危机,实现了上市公司保壳、集团整体改革脱困的目标。

早在2009年,深圳中院就曾采用程序合并重整模式,成功办理了深圳市深信泰丰(集团)股份有限公司(现名神州数码集团股份有限公司,“深泰集团”)的破产案件。2009年11月10日,深圳中院裁定受理申请人深圳市华宝(集团)饲料有限公司对深泰集团进行重整的申请。2010年1月15日,法院又分别裁定受理深泰集团的4家子公司重整。

上述子公司是深泰集团经营业务的主体,且是深泰集团绝大部分营业收入和利润的来源,与深泰集团存在很强的关联关系。在此情况下,深圳中院开创性地将集团公司与4家子公司结合起来进行破产重整。重整程序中,深泰集团的重整偿债资金大部分来源于对出资人权益的调整,包括全体限售流通股股东和全体流通股股东所持流通股的无偿让渡。最终以投资人无偿让渡的股票,作为子公司资产支付重整费用和偿债资本的模式,成功利用上市公司股票这一资源,拯救了深泰集团及其子公司,保留了上市公司的整体经营和盈利能力。

(三) 协调审理模式

1. 协调审理模式的特征

一般来说，对于关联企业的破产案件进行协调审理不需要满足特别的条件和要求，但是在司法实践中运用较多的，一般符合以下几个特征：（1）全部或部分关联企业出现破产原因，各自进入重整程序；（2）进入重整程序的关联企业未出现实质混同；（3）关联企业存在经营目的上的一致性、管理运作上的协同性以及资金往来上的一定关联性；（4）进行协调审理更有利于提高重整效率。

2. 协调审理模式的司法管辖

由于协调审理模式既没有合并任何关联企业的财产，也没有合并各关联企业的重整程序，只是在各关联企业重整程序中保持法院、管理人和债权人的协商与沟通。因此，针对各关联企业的司法管辖，实行分别立案、分别审理的模式，各关联企业重整案件的管辖权依据相关法律法规的规定分别予以确定。

3. 协调审理模式的应用

因协调审理模式未合并任何财产或程序，各个程序均保持独立，属于法律制度之外自行协商的范畴，其适用条件较为宽泛，对其进行应用可根据案件具体情况灵活处理。实践中，也往往由相关地方政府和法院、管理人自行协调，以平衡各破产企业及其债权人、投资人等各方利益。

第九章

上市公司并购重组中的争议解决

作者：赵久光 | 马振林 | 刘慧琳 | 万权

一、一般合同争议

上市公司并购重组交易合同，主要适用的是《中华人民共和国合同法》（“《合同法》”），所以因上市公司并购重组引发的争议也多是《合同法》层面的纠纷，故笔者在本章首节对此类纠纷中的一般合同争议进行解析，包括合同生效问题、合同履行问题、合同解除问题等，在随后的章节里会就其他主要类型争议进行分析。

（一）合同生效问题

在上市公司并购重组合同纠纷中，合同生效问题是比较基础的问题，一旦对此发生争议，可能涉及是否需要变更诉讼请求以及诉讼请求是否会得到支持等问题，相对来说比较重要，因此笔者在本章节首先对该问题进行分析。

1. 关于合同生效条件的法律规定

根据《合同法》第四十四条规定，一般而言，合同自成立时生效，但法律、行政法规规定某类合同应当办理批准手续生效的，自办理批准手续时生效。此类办理批准手续才生效的合同，常见的情形包括：商业银行法、证券法、保险法等法律规定购买商业银行、证券公司、保险公司 5% 以上股权须经相关主管部门批准；再比如，在国有股东转让 / 受让上市公司股份、国有股东与上市公司进行资产重组时，对于一些法定情形，需要报国有资产监督管理机构审核批准。如果上述情

形下的合同未经行政机关批准，则因欠缺法律规定的特别生效条件而未生效。除上述以办理批准手续作为生效要件的外，根据《合同法》第四十五条规定，当事人也可以对合同约定附生效条件，当条件成就时，合同才生效；条件没有成就时，合同不生效。

2. 关于合同未生效的法律后果

合同成立但未生效的，不能产生请求相对方履行合同主要权利义务的法律效力，但并不意味着对当事人没有任何约束力。根据《合同法》第八条的规定，依法成立的合同，对当事人是具有法律约束力的。在上市公司并购重组纠纷中，不乏一些由于合同成立但并未生效产生争议的案例，比如中国华融资产管理公司贵阳办事处（“华融公司”）与贵州钢绳（集团）有限责任公司（“贵绳集团公司”）股权置换纠纷案¹⁹，下面结合该案例对合同未生效的法律后果进行讨论。

在该案中，贵绳集团与华融公司签订《股权置换协议》，约定贵绳集团将其持有的上市公司贵州钢绳股份有限公司的部分国有法人股转让给华融公司，华融公司则以其持有的贵绳集团的股权作为对价进行置换。但在协议签订以后，贵绳集团一直没有履行报批手续。为此，华融公司诉至法院，请求全面履行协议、完成协议约定的股权置换工作，并要求贵绳集团按照协议约定支付违约金。法院经审理认为，国有法人股属于国家资产，股权置换条款须经国资委审批后才生效，由于没有办理股权置换的审批手续，故认定股权置换条款未生效；但对于《股权置换协议》中的其他条款，如股权置换协议的报批义务、违约金条款等，应认定有效，对当事人具有约束力并具有可履行性。

《九民纪要》第三十八条²⁰、第三十九条²¹专门对此类争议的处理进行了指引，总结如下：针对须经行政机关批准生效的合同，如果对报批义务及未履行报批义务的违约责任等作出专门约定的，该约定独立生效。一方不履行报批义务的，相对方有两种选择，一是可以请求解除合同并要求对方承担违约责任，二是可以请求对方履行报批义务（由于此时合同未生效，故不能请求对方履行合同主要权利义务）。根据《九民纪要》第四十条的规定，在法院判决一方履行报批义务后，如果该当事人履行报批义务，行政机关也予以批准，则合同发生完全的法律效力，此后一方再请求对方履行合同的，人民法院会依法予以支持；如果行政机关没有批准，则合同不具有法律上的可履行性，一方可以请求解除合同。

（二）合同履行问题

在上市公司并购重组合同纠纷中，一般来说，多数争议发生在合同履行阶段，此类争议的焦点主要集中在违约责任方面。在并购重组合同的履行过程中，如果一方违约，另一方可以根据合同约定或法律规定采取多种措施维护自身权益，其中最常见的是追究对方的违约责任，包括要求对方继续履行、采取补救措施、赔偿损失、支付违约金等。在此类争议中，有如下几个主要问题值得关注。

¹⁹ 最高人民法院（2007）民二终字第190号案。

²⁰ 《九民纪要》第三十八条【报批义务及相关违约条款独立生效】须经行政机关批准生效的合同，对报批义务及未履行报批义务的违约责任等相关内容作出专门约定的，该约定独立生效。一方因另一方不履行报批义务，请求解除合同并请求其承担合同约定的相应违约责任的，人民法院依法予以支持。

²¹ 《九民纪要》第三十九条【报批义务的释明】须经行政机关批准生效的合同，一方请求另一方履行合同主要权利义务的，人民法院应当向其释明，将诉讼请求变更为请求履行报批义务。一方变更诉讼请求的，人民法院依法予以支持；经释明后当事人拒绝变更的，应当驳回其诉讼请求，但不影响其另行提起诉讼。

1. 违反框架协议的责任

在并购重组交易中，签订框架协议的安排很常见，违反框架协议的责任，在实践中存在争议，有的认为属于缔约过失责任，有的则认为属于违约责任。下面，笔者结合案例对此问题进行详细分析。

在西藏恒信正隆经贸有限责任公司（“恒信公司”）、李厚霖与北京融昌航投资咨询有限公司（“融昌航公司”）、杨天夫合同纠纷案²²中，融昌航公司、杨天夫作为甲方，与乙方恒信公司、李厚霖签署了一份《框架协议》，各方就上市公司宝光股份开展重大资产重组。杨天夫控制的融昌航公司是宝光股份第一大股东，宝光集团是宝光股份第二大股东；恒信玺利实业股份有限公司（“恒信玺利”）是一家股份有限公司，恒信公司是恒信玺利的控股股东，李厚霖是恒信玺利的实际控制人。《框架协议》约定，将宝光股份的全部资产和负债出售给宝光集团或融昌航公司、杨天夫指定的第三方，将宝光股份变为无资产、无负债、无人员的净壳后，宝光股份向恒信玺利全体股东发行股份以购买其持有的恒信玺利100%股份，即将恒信玺利的资产装入宝光股份，以期获得恒信玺利借宝光股份而上市的目的。

但是在上述协议签订后，融昌航公司、杨天夫没有履行上市公司的清壳义务，恒信公司、李厚霖诉至法院，要求融昌航公司、杨天夫支付违约金5000万元；融昌航公司、杨天夫抗辩称《框架协议》仅为框架性协议，是为了签订之后的协议而签订，即便其违反《框架协议》的约定也仅应当承担缔约过失责任，而非合同的违约责任。法院经审理认为，《框架协议》虽名为框架协议，但该协议中没有关于该协议签订的目的是为了各方当事人后续签订相关协议的约定，《框架协议》对宝光股份资产重组的方式、步骤、各方当事人的权利义务以及违约责任的约定具体而明确，故应当认定各方基于《框架协议》而形成合同关系，由此产生的责任属于违约责任，而非缔约过失责任。

通过上述案例可见，违反框架协议的责任不能一概而论，还是要看框架协议约定的具体内容。如果框架协议对当事人名称、住所、标的、数量、质量、价款、履行期限、履行方式、违约责任等条款都约定的非常明确，实际上框架协议已经具备了《合同法》第十二条规定的合同一般条款，违反该协议的，应当承担违约责任。但如果框架协议的约定确实比较简单，协议中也有框架协议的签订目的是为了后续签订正式协议的意思表示，那么一般来说，违反框架协议的，应当承担缔约过失责任。

2. 违约金过高的判断标准

根据《合同法》第一百一十四条规定，当事人可以在合同中约定，一方违约时应当向对方支付一定数额的违约金，当约定的违约金过分高于造成的损失时，当事人可以请求法院或仲裁机构予以适当减少。实践中，当事人经常对违约金是否过高产生争议，在上市公司并购重组合同纠纷中，此类争议也比较常见。

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（二）》（法释[2009]5号，“《合同法》司法解释（二）”）第二十九条第一款对法院在判断违约金是否过高时的考量因素进行了规范，即“人民法院应当以实际损失为基础，兼顾合同的履行情况、当事人的过错程度以及预期利益等综合因素，根据公平原则和诚实信用原则予以衡量”。同时，该条第二款也对“过分高于

²² 北京市第一中级人民法院（2015）一中民（商）初字第9140号案。

造成的损失”进行了界定，即“当事人约定的违约金超过造成损失的百分之三十”一般可以认定为“过分高于造成的损失”。此处的“损失”，实务中一般认为应当以《合同法》第一百一十三条规定的损失为基础进行判断，包括合同履行后可以获得的利益，《九民纪要》第五十条²³也对此进行了明确。下面，笔者结合案例对违约金过高的有关问题进行具体分析。

还是以恒信公司、李厚霖与融昌航公司、杨天夫合同纠纷案为例，违约方主张协议约定的5000万元违约金过高，但法院认为违约金不存在过高情形，并主要从以下几个方面进行了论证：第一，《框架协议》关于违约责任的约定适用于当事人双方，对于任何一方违约须承担的违约责任是相同的，即违约方均须向守约方支付5000万元违约金，此约定属于商事合同当事人意思自治范畴。第二，《框架协议》的签订，其实质在于通过对宝光股份的资产重组，实现恒信玺利借宝光股份上市，再通过宝光股份发行募集配套资金，从而双方均可获得数十亿元商业利益，且该巨额利益双方在签约之时即能够预见且为明知，故预期利益因素显然是《框架协议》中违约金数额确定的重要因素之一。相较于《框架协议》如约履行，宝光股份资产重组成功而给双方带来的巨额利益而言，《框架协议》约定的5000万元违约金数额并非过高。第三，恒信公司、李厚霖提交的其为履行《框架协议》而与中介机构签订的合同及部分付款凭证，可以说明其确为履行《框架协议》支出了数百万元费用。第四，在宝光股份资产重组终止的原因上，恒信公司、李厚霖并无过错。因此，根据诚实信用原则以及侧重于保护守约方的原则，法院认为将违约金数额约定为5000万元符合双方当事人订立《框架协议》时对任何一方当事人因违约行为而进行制裁的初衷，其目的在于督促、制约任何一方当事人如约履行合同义务，不存在过高情形。

通过上述案例分析可以发现，法院在判断违约金数额是否过高时，会根据守约方的实际损失、合同履行情况、违约方的过错程度以及预期利益等因素综合考量，特别是上市公司并购重组交易通常涉及标的数额巨大，如并购重组成功，一般双方会获得巨额利益，法院在判断此类争议中的违约金是否过高时，一般会将预期利益作为重要的考虑因素。此外，需要说明的是，在举证责任分配上，由主张违约金过高的违约方对违约金是否过高承担举证责任，因此如违约方不能证明违约金过分高于守约方的损失，则其主张可能不会被支持。

3. 赠与还是对价的问题

在上市公司并购重组交易中，一般会涉及股权收购、资产置换、资产注入等多项交易安排，作为整个交易的一部分，其中可能会涉及对某项资产或股权进行“无偿交付”，对于这里的“无偿交付”往往容易产生争议，有的认为是赠与，故在财产权利转移之前可以撤销，有的则主张是整个交易对价的一部分，并非赠与行为，因此不能撤销。下面笔者结合案例来对此问题进行具体分析。

在百科投资管理有限公司（“百科投资”）与杭州宋都房地产集团有限公司（“宋都集团”）、浙江宋都控股有限公司（“宋都控股”）、郭轶娟、深圳市平安置业投资有限公司（“平安置业”）、宋都基业投资股份有限公司（原辽宁百科集团（控股）股份有限公司、“宋都基业”或“上市公

23 《九民纪要》第五十条【违约金过高标准及举证责任】认定约定违约金是否过高，一般应当以《合同法》第一百一十三条规定的损失为基础进行判断，这里的损失包括合同履行后可以获得的利益。除借款合同外的双务合同，作为对价的价款或者报酬给付之债，并非借款合同项下的还款义务，不能以受法律保护民间借贷利率上限作为判断违约金是否过高的标准，而应当兼顾合同履行情况、当事人过错程度以及预期利益等因素综合确定。主张违约金过高的违约方应当对违约金是否过高承担举证责任。

司”) 并购重组纠纷案²⁴中, 百科投资是上市公司的原控股股东, 宋都集团是宋都控股、郭轶娟、平安置业的子公司, 宋都集团拟通过借壳的方式实现公司主营业务上市, 故宋都集团与百科投资拟通过资产置换加资产注入等方式对上市公司进行资产重组。本案交易安排如下: 第一, 百科投资与宋都集团签订的《框架协议》约定: 宋都集团将价值约 30 亿元的优质资产通过资产置换及资产注入的方式置入上市公司, 宋都集团同意借给上市公司 1 亿元用于上市公司解除相关债务的费用, 宋都集团承诺将上市公司置换出来的资产、负债扣除 1 亿元借款后无偿交付给百科投资, 百科投资确保上市公司成为一家扣除 1 亿元对宋都集团欠款外无资产、无其他负债、无人员的净壳上市公司。第二, 百科投资与宋都控股签订了《股权转让协议》, 百科投资将持有的上市公司股权转让给宋都控股, 转让价款为 3 亿元。第三, 上市公司与宋都控股、郭轶娟、平安置业签订了《资产置换及发行股份购买资产协议》(“《置换协议》”), 约定宋都控股、郭轶娟、平安置业分别以其持有的宋都集团的股权与上市公司全部资产和负债进行等值资产置换, 拟置出的资产由宋都控股、郭轶娟、平安置业或其指定的第三方承接。第四, 宋都控股、郭轶娟向百科投资出具承诺函, 同意在《置换协议》约定的交割日将本次交易中的拟置出资产无偿赠与给百科投资。交割完毕后, 上市公司的账面资金 2.9 亿元没有交付给百科投资, 故百科投资诉至法院, 要求宋都控股、郭轶娟等履行 2.9 亿元的给付义务。

双方的争议焦点在于, 宋都控股一方认为《承诺函》系独立于本次交易之外的赠与行为, 依法可以撤销。百科投资则主张不是赠与, 系整个交易对价的一部分, 《承诺函》是对《框架协议》关于“宋都集团承诺将百科集团(宋都基业)置换出来的资产、负债无偿交付给百科投资”这一约定的具体落实。法院经审理认为, 因宋都控股和郭轶娟的承诺源于《置换协议》的约定, 两者密切相关, 相互印证, 均为上市重组交易的组成部分, 故该承诺不同于合同法意义上的赠与, 不能任意撤销。

通过上述案例分析可以发现, 在上市公司并购重组纠纷中, 对某项资产或股权“无偿交付”的法律性质, 不能一概而论, 需要对整个交易安排进行分析。如果“无偿交付”被视为整个交易不可分割的一部分, 则一般应将其认定为交易对价的一部分, 这也是通常所见的情形; 如果交易各方确实有将某项财产作为独立于本次交易之外的无偿给予的意思表示, 则可以主张系赠与行为, 有权在财产权利转移之前撤销赠与。

(三) 合同解除问题

在上市公司并购重组纠纷中, 合同解除类争议也比较常见, 既有因为单方无故终止协议而解除合同的, 也有因为一方违约导致不能实现合同目的而解除合同的。在约定解除条件或法定解除情形成就时, 及时行使合同解除权也是守约方维护自身权益措施之一。尽管合同解除的原因不尽相同, 但合同解除的方式及后果基本一致, 本部分将对此类争议进行评析。

1. 合同解除方式

合同解除权是形成权, 通过单方意思表示行使, 根据《合同法》第九十六条规定, 当事人单方通知即可产生解除劳动合同的法律效力(依法应当办理批准、登记手续的, 则需办理批准、登记手续)。实务中, 也有不少当事人选择以提起诉讼或仲裁的方式来行使合同解除权, 比如上面提到的恒信

²⁴ 辽宁省高级人民法院(2015)辽民二终字第00006号案。

公司、李厚霖与融昌航公司、杨天夫合同纠纷案。相关方未能完成对标的上市公司的清壳义务而导致资产重组终止，从而致使交易对方的合同目的不能实现，交易对方起诉主张解除合同得到了法院支持。由于在诉讼前未送达解除合同通知，因此法院判决合同于起诉状送达之日解除。

通知解除的条件是当事人享有约定或法定解除权，但在《合同法》司法解释（二）发布之后，实践中有个别当事人不享有约定或法定解除权，却仍然设法以通知方式解除合同，并依据《合同法》司法解释（二）第二十四条之规定、以相对方没有提出异议或异议超期为由，要求法院确认合同已解除，对于该等做法是否支持，近年来实务界出现了一些争议。有的法院认为，当事人通知对方要求解除合同，必须具备《合同法》规定的约定解除条件或者法定解除情形，即通知解除的当事人必须具有实质性的解除权，否则即便解除通知到达对方，也不产生解除效力；有的法院则认为，只要当事人发出解除合同的通知，通知到达对方且对方没有在约定或法定的异议期（三个月）内提出异议之诉，就发生解除效力，而不论其是否符合约定或法定的解除条件。《九民纪要》第四十六条对该问题进行了明确，即“只有享有法定或者约定解除权的当事人才能以通知方式解除合同。不享有解除权的一方方向另一方发出解除通知，另一方即便未在异议期限内提起诉讼，也不发生合同解除的效果”。

2. 合同解除后果

《合同法》第九十七条规定：“合同解除后，尚未履行的，终止履行；已经履行的，根据履行情况和合同性质，当事人可以要求恢复原状、采取其他补救措施，并有权要求赔偿损失。”《合同法》第九十八条规定：“合同的权利义务终止，不影响合同中结算和清理条款的效力。”

根据上述规定，一般来说，合同解除的后果是恢复原状；同时，合同终止并不是合同责任的终止，因一方当事人严重违约而解除合同的，违约方并不能因合同终止而不承担违约责任。在恒信公司、李厚霖与融昌航公司、杨天夫合同纠纷案中，法院即在判决合同解除的同时，判令违约方按照合同约定承担相应的违约责任。对此，《九民纪要》第四十九条也进行了明确，即“合同解除时，一方依据合同中有关违约金、约定损害赔偿的计算方法、定金责任等违约责任条款的约定，请求另一方承担违约责任的，人民法院依法予以支持。”

二、对赌类争议

在上市公司并购重组争议中，由于业绩对赌引发的纠纷非常多，比如要求股权回购、业绩补偿等。笔者在本章节将结合具体案例，从对赌协议的效力、对赌协议的履行两方面围绕此类争议中常见法律问题进行评析。

（一）对赌协议的效力问题

就笔者搜集到的对赌案例，对赌主体与责任承担方式是影响对赌协议效力的主要因素。就上市公司而言，按照对赌主体性质和责任形式划分，目前实践中主要存在与目标公司的股东或实际控制人对赌、与目标公司对赌及约定目标公司承担担保责任三种对赌形式。笔者就该三种对赌形式的效力问题详述如下。

1. 与目标公司的股东或实际控制人对赌协议的效力

目前，对于投资人与目标公司的股东或实际控制人与投资方签订的对赌协议的效力，最高人民法院在甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司与苏州工业园区海富投资有限公司、陆波增资纠纷案²⁵（“海富案”）发表了该等对赌协议“不违反法律法规的禁止性规定，是有效的”的裁判观点。这一观点被各级人民法院及各类仲裁机构广泛接受，在实践中不存在争议，《九民纪要》亦重申了这一观点²⁶，再次确认“与目标公司的股东或实际控制人如无其他无效事由，对赌协议应被认定为合法有效并支持实际履行”。至于其他无效事由的理解，则应当主要依据《合同法》第五十二条规定予以判断。

2. 与目标公司对赌条款的效力

自2012年最高人民法院在海富案中发表了“投资者与目标公司本身之间的补偿条款如果使投资者可以取得相应固定的收益，则该收益会脱离目标公司的经营业绩，直接或间接地损害公司利益和公司债权人利益，故应认定无效”的裁判观点后，国内各级法院在认定公司回购条款的效力上通常会参考最高人民法院的裁判观点。

但是，2019年4月3日，江苏省高级人民法院（“江苏高院”）在*江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司、潘云虎等请求公司收购股份纠纷案*²⁷（“江苏华工案”）的再审判决中认可了与目标公司对赌协议的效力，并在论证案涉股权回购约定在法律上和事实上具有履行可能性的基础上判决目标公司履行回购义务，原股东对目标公司的回购义务承担连带清偿责任。在江苏华工案中，江苏高院认定对赌协议有效的理由主要包括以下几点：1.《中华人民共和国公司法》（“《公司法》”）并不禁止有限责任公司回购股份，不违反强制性规定；2. 有限责任公司在履行法定程序后回购本公司股份，不损害公司股东及债权人利益，不构成对公司资本维持原则的违反；3. 目标公司及其股东对股权回购应当履行的法律程序及后果是清楚的，对赌条款是各方真实意思表示；4. 股份回购条款中关于股份回购价款的约定虽为相对固定收益条款，但约定的回报率为8%，与同期企业融资成本相比并不过高，不存在脱离目标公司正常经营下所应承担的经营成本及所能获得的经营业绩的企业正常经营规律。上述江苏高院认定中对于对赌协议是否违反强制性规定、是否有悖公司资本原则、是否损害债权人利益以及对赌协议约定固定收益是否可构成无效理由等问题的回应，均改变了海富案此前的认定，在引起较大争议的同时，亦为各级人民法院处理与目标公司对赌协议效力这一问题上提供了新的思路。此后，北京市高级人民法院在2019年5月20日作出的*江苏中赛环境科技有限公司与金鸿控股集团股份有限公司股权转让纠纷案*²⁸（“金鸿案”）中亦明确认定案涉对赌协议“是各方当事人真实意思表示，且不违反法律、行政法规的强制性规定，合法有效”。

在江苏化工案及金鸿案审结后，最高人民法院在2019年底《九民纪要》第五条明确规定“投资方与目标公司订立的‘对赌协议’在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购

25 最高人民法院（2012）民提字第11号案。

26 《九民纪要》第二部分第（一）条【关于“对赌协议”的效力及履行】……对于投资方与目标公司的股东或者实际控制人订立的“对赌协议”，如无其他无效事由，认定有效并支持实际履行，实践中并无争议。……

27 江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号案。

28 北京市高级人民法院（2019）京民终124号案。

或者金钱补偿的约定为由，主张‘对赌协议’无效的，人民法院不予支持”。这一规定标志着最高人民法院在与目标公司对赌协议效力这一问题上从原则上无效转变到“如无法定无效事由则有效”，是对江苏华工案及金鸿案裁判结论的明确支持，将成为各级人民法院认定与目标公司对赌协议效力的新标准。

至于法定无效事由的理解，应当主要以《合同法》第五十二条规定为依据。需注意的是，在《〈九民纪要〉的理解与适用》一书中，最高人民法院原则上认可与目标公司对赌协议效力的理由之一为“其二，约定投资方获得固定收益，如果满足了保护公司债权人利益这一要求，为什么可以呢？”从上述这一理由的阐述，笔者认为，结合江苏华工案中对固定收益8%与同期企业融资成本相比并不过高的认定，如果固定收益约定过分高于同期企业融资成本、严重损害债权人利益，亦可能成为法院认定与目标公司对赌协议无效的事由之一。在上市公司作为相关义务履行主体之一时，鉴于上市公司涉及数量庞大的中小股东，一定程度上涉及社会公共利益，故应尤为注意固定收益的约定比例所引致的对赌协议被认定为无效的风险。

3. 约定目标公司承担担保责任的对赌协议效力

在实践中，为规避与目标公司对赌的种种风险，部分对赌交易结构会将目标公司设计为目标公司股东、实际控制人履行对赌协议义务的担保人，具体的形式主要表现为约定目标公司为支付回购款提供担保、目标公司为履行回购义务提供担保、目标公司为支付现金补偿提供担保。笔者将在下文详细介绍上述三种形式对赌协议的效力问题。

(1) 目标公司为支付回购款提供担保的效力

就目标公司为支付回购款提供担保的效力，目前主要包含两种裁判观点：

第一种为否定担保效力，核心理由包括：（1）承担担保义务的后果是公司需向转让股权的股东支付股权转让款，这将致使公司财产减少，有悖资本维持原则，损害了公司债权人利益；（2）导致股东以股权转让的形式达到了抽逃出资的效果，违反了《公司法》关于股东不得抽逃出资的强制性规定。较为代表性的案例包括五门市勤峰铁业有限公司、汪高峰、应跃吾与李海平、王克刚、董建股权转让纠纷案²⁹，郭丽华、山西邦奥房地产开发有限公司与郑平凡、潘文珍股权转让纠纷案³⁰等。

第二种为在符合特定条件下认可担保效力，即若担保行为有益于公司经营，且担保行为符合《公司法》第十六条规定或尽管不符合该规定但因债权人善意或其他法定情形导致担保行为仍然被认定为有效。该种观点的核心理由是有益于公司经营且经过法定程序或被认可法律效力的担保行为并不损害公司利益，不违反资本维持原则，不损害公司债权人利益；在不损害公司债权人利益的基础上，尊重公司的意思自治，保障交易的稳定性和安全性。较为代表性的案例包括强静延与曹务波、山东瀚霖生物技术有限公司股权转让纠纷案³¹，广西万晨投资有限公司与陈伙官股权转让

29 最高人民法院（2012）民二终字第39号案。

30 最高人民法院（2017）最高法民申3671号案。

31 最高人民法院（2016）最高法民再128号案。

纠纷案³²等。从上述判例来看，笔者倾向于认为，最高人民法院对目标公司就支付回购款提供担保这类对赌协议的审查主要侧重于三个方面：第一，目标公司为股东间股权转让支付回购款是否构成股东抽逃出资；第二，目标公司所担保的投资资金是否用于公司实际经营；第三，目标公司提供的担保是否符合关于公司担保的相关法律规定。在同时符合上述三项审查标准的情况下，如无其他无效事由，目标公司为支付回购款提供担保的对赌协议效力获得认可的可能性较大。

（2）目标公司为履行回购行为提供担保的效力

目标公司为履行回购行为提供担保，是指目标公司就股东或实际控制人在对赌失败情形下履行回购义务这一行为本身提供担保。这类约定的后果之一即是目标公司需对投资人的股权进行回购，这一后果和与目标公司进行回购对赌的后果一致，而与目标公司进行回购对赌的协议效力目前已被《九民纪要》明确认可，故对目标公司为履行回购行为提供担保这类约定的审查重点应当在于担保行为本身的合法性，如担保行为是否经过目标公司法定程序、未符合法定程序情形时相对人是否善意、是否符合法律规定的例外情形等。如担保行为本身的合法性获得认可，这一约定的效力因目标公司需履行回购义务被否定的可能性较小。

（3）目标公司为支付现金补偿提供担保的效力

目标公司为支付现金补偿提供担保，是指目标公司就股东或实际控制人在对赌失败情形下支付现金补偿的义务提供担保。这一后果和与目标公司进行业绩补偿对赌的后果一致，而与目标公司进行业绩补偿对赌的协议效力目前已被《九民纪要》明确认可，故对此类约定的审查重点亦在于担保行为本身的合法性，如担保行为是否经过目标公司法定程序、未符合法定程序情形时相对人是否善意、是否符合法律规定的例外情形等。如担保行为本身的合法性获得认可，这一约定的效力因目标公司需履行回购义务被否定的可能性较小。

（二）对赌条款的履行问题

如前所述，江苏华工案创设了区分对赌协议效力问题与对赌协议履行问题的裁判逻辑，《九民纪要》第五条对于该等裁判逻辑进行了明确确认。根据《九民纪要》第五条的规定，如投资方主张实际履行，人民法院应首先审查对赌协议是否合法有效，如对赌协议合法有效，则再行审查对赌协议的履行是否符合《公司法》的相关强制性规定，并根据审查结果判决是否支持诉讼请求。因此，笔者将在下文就目标公司是否可实际履行对赌协议的相关问题作详细分析。

1. 请求目标公司回购股权的相关问题分析

《九民纪要》第五条规定：“投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第三十五条关于‘股东不得抽逃出资’或者第一百四十二条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。”针对该条款的理解，主要有以下几个重点问题：

（1）完成减资程序是目标公司回购股权的基本前提

32 最高人民法院（2016）最高法民申2970号案。

《九民纪要》第五条规定的依据在于公司资本维持原则和保护债权人利益原则。为保护债权人利益、维持公司资本,《公司法》第三十五条规定股东不得抽逃出资,因此股东必须通过目标公司的法定股权回购实现退出;而从《公司法》第一百四十二条³³关于股份回购的强制性规定可见,与投资方请求目标公司回购其股权相关的,只有“减少公司注册资本”这一情形,因此,在目标公司没有履行减资程序以保护债权人利益的情况下,投资方有关目标公司回购其股权的请求,无法获得支持。在《九民纪要》的规定下,目标公司的减资程序成为了其主张目标公司回购股权的前提条件,必须“先减资、后回购”³⁴。

(2) 《九民纪要》所规定的减资实为“定向减资”

公司减资是指公司在存续期间出现法定的减资事由后,依法定程序减少公司股本的行为。根据减资是否会导致公司股东股权比例发生变化,可将减资分为同比减资与定向减资。同比减资,是指各股东按原出资比例或持股比例同等减少,减资后各股东的股权比例或持股比例不变。定向减资,是指各股东改变原出资比例或持股比例而减少出资,也可能有的股东不减少出资,减资后各股东的股权比例或持股比例发生变化³⁵。在目标公司因对赌失败回购的情形下,目标公司是减少投资方持有股权的对应注册资本,并基于该等减资程序向投资方回购股权。这一减资程序并非是针对目标公司的全部股权,而是针对投资方的定向减资。

就同比减资和定向减资,目前实务中的主要分歧在于定向减资的表决通过条件。目前,我国《公司法》第四十三条确定有限责任公司减资需股东会代表三分之二表决权的股东决议通过;第一百零三条规定股份有限公司减资需经出席股东大会代表三分之二的表决权决议通过。但是,目前司法实践中有部分判例认定三分之二以上通过的表决比例仅适用于同比减资,定向减资会直接突破公司设立时的股权分配情况,如只需经三分之二以上表决权的股东通过即可做出不同比减资决议,实际上是以多数决形式改变公司设立时经发起人一致决所形成的股权架构,故对于定向减资,在全体股东或者公司章程另有约定除外,应当由全体股东一致同意,比如陈玉和与江阴联通实业有限公司公司决议效力确认纠纷案³⁶和华宏伟诉上海圣甲虫电子商务有限公司公司决议纠纷案³⁷等。

33 《公司法》第一百四十二条 公司不得收购本公司股份。但是,有下列情形之一的除外:(一)减少公司注册资本;(二)与持有本公司股份的其他公司合并;(三)将股份用于员工持股计划或者股权激励;(四)股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议,要求公司收购其股份;(五)将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券;(六)上市公司为维护公司价值及股东权益所必需。

公司因前款第(一)项、第(二)项规定的情形收购本公司股份的,应当经股东大会决议;公司因前款第(三)项、第(五)项、第(六)项规定的情形收购本公司股份的,可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权,经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。

公司依照本条第一款规定收购本公司股份后,属于第(一)项情形的,应当自收购之日起十日内注销;属于第(二)项、第(四)项情形的,应当在六个月内转让或者注销;属于第(三)项、第(五)项、第(六)项情形的,公司合计持有的本公司股份数不得超过本公司已发行股份总额的百分之十,并应当在三年内转让或者注销。

上市公司收购本公司股份的,应当依照《中华人民共和国证券法》的规定履行信息披露义务。上市公司因本条第一款第(三)项、第(五)项、第(六)项规定的情形收购本公司股份的,应当通过公开的集中交易方式进行。

公司不得接受本公司的股票作为质押权的标的。

34 参见最高人民法院民事审判第二庭编著《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社,第114页-120页。

35 参加赵旭东著《公司法学》(2003年版),高等教育出版社,第233页。

36 无锡市中级人民法院(2017)苏02民终1313号案。

37 上海市第一中级人民法院(2018)沪01民终11780号案。

(3) 债权人有权要求目标公司在减资前清偿债务或提供相应担保

《公司法》第一百七十七条规定：“公司需要减少注册资本时，必须编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。”根据该等规定，债权人在公司履行减资程序时有权要求目标公司清偿债务或提供相应的担保。这一规定为减资程序的实现再添障碍。

(4) 目标公司减资行为的可诉性与可执行性

就目标行为不履行减资程序、投资人是否可诉的问题上，最高人民法院认为，公司减资属于公司自治事项，司法不宜介入；即使介入，亦不能强制执行，社会效果不好³⁸，故笔者倾向于认为目标公司的减资行为目前不具备可诉性和可执行性，这将为目标公司承担义务带来重大阻碍。

(5) 请求目标公司履行股权回购义务的风险评估及启示

根据上述分析，在《九民纪要》规定的裁判逻辑下，请求目标公司履行股权回购义务的前提是目标公司完成减资程序，而该等减资程序系定向减资，表决通过难度可能高于《公司法》关于减资程序的现行规定，债权人亦可能在减资程序中主张权利，且目标公司的减资行为不具有可诉性与可执行性。此外，上市公司减资时还可能面临信息披露义务。因此，请求目标公司，尤其是上市公司承担股权回购义务具有较大的风险和难度。尽管江苏省高级人民法院在江苏华工案判决目标公司承担了股权回购义务，但该等判决作出于《九民纪要》发布之前，其在对赌协议具有履行可能性的前提下判令目标公司履行股权回购义务的裁判观点与《九民纪要》的最新规定并不完全一致，参考价值已然不大。目前，《九民纪要》发布后审结的*新疆西龙土工新材料股份有限公司与北京银海通投资中心、奎屯西龙无纺土工制品有限公司股权转让纠纷案*³⁹和*李勇与北京金典汉方药业股份有限公司、熊维平合同纠纷案*⁴⁰，投资方均因目标公司未完成减资程序而被判决驳回诉讼请求。

2. 请求目标公司承担金钱补偿义务的相关问题分析

《九民纪要》第五条规定：“投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第三十五条关于‘股东不得抽逃出资’和第一百六十六条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼。”针对该条款的理解与适用，主要有如下几个重点问题：

(1) 承担金钱补偿义务的前提是有利润可供补偿

38 参见最高人民法院民事审判第二庭编著《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社，第120页。

39 新疆维吾尔自治区人民法院（2015）新民二终字第280号案。

40 北京市第三中级人民法院（2019）京03民终14391号案。

投资方作为目标公司的股东之一，其请求目标公司对其进行金钱补偿，必须符合《公司法》的相关规定，故其仅可通过利润分配的形式获得目标公司的金钱补偿，否则将会构成抽逃出资。故请求目标公司承担金钱补偿义务的前提是目标公司有利润可供补偿。这里的利润不仅包括目标公司当年的利润，而且也包括目标公司之前的剩余未分配利润⁴¹。在目标公司今后产生利润时，投资方还可依据新的事实起诉请求目标公司履行金钱补偿义务。

(2) 目标公司是否有足额利润分配的举证责任

就目标公司是否有足额利润分配的举证责任，投资方作为请求人应当负有举证责任。如上市公司作为目标公司，投资方可通过查阅上市公司的年度报告等公开披露的财务资料了解其财务状况及可供分配利润；如目标公司为有限责任公司，在无法获得公司财务状况的前提下，投资方作为目标公司股东，可通过股东知情权诉讼获得相关证据。

(3) 如公司章程无特殊规定，目标公司作为股份有限公司则需作出符合“同股同权”规则的利润分配决议

《公司法》第一百六十六条规定“股份有限公司按照股东持有的股份比例分配，但股份有限公司章程规定不按持股比例分配的除外”，因此，如目标公司为股份有限公司，在章程没有特殊规定的情形下，利润分配需遵循“同股同权”原则，不可单独分配给投资人。

(4) 目标公司的资本公积不可作为业绩补偿资金来源

在实践中，投资人入股目标公司时，其投资的小部分进入“资本”，多数进入资本公积金。根据《公司法》第一百六十八条的规定，公司的公积金用于弥补公司亏损、扩大生产经营或者转为增加公司资本。但是，资本公积金不得用于弥补公司的亏损。因此，在投资方作为目标公司的股东的情况下，无论基于什么原因，都不能从公司“资本公积金”中拿走金钱⁴²。

(5) 请求目标公司金钱补偿的风险评估及启示

如前所述，请求目标公司金钱补偿的前提是目标公司有足额利润可供分配且形成了利润分配决议；在目标公司为上市公司且章程无特别约定的情况下，目标公司的利润分配决议还必须符合“同股同权”原则，故只有目标公司分配给投资方持有股权的对应利润可足额补偿的时候方能完全履行对投资方的补偿义务。因此，请求目标公司进行金钱补偿的难度和风险都较大，笔者倾向于建议投资人一方面可考虑与目标公司协商修改公司章程，在公司章程中体现对赌协议的相关内容，另一方面可考虑与其他股东签署相关协议，要求其在特定情形下向投资方支付其所获得的利润或承担连带补偿责任，以保障投资方利益。

3. 请求目标公司承担股权补偿义务的分析

41 参见最高人民法院民事审判第二庭编著《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社，第118页。

42 参见最高人民法院民事审判第二庭编著《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社，第119页。

在对赌交易的实践中，目标公司还可能承担股权补偿的义务，即对投资方进行定向增资，以其额外获得的股权作为一种补偿形式。最高人民法院认为，公司的定向增资属于公司自治事项，人民法院不宜介入，亦无法强制履行。因此，在目标公司不履行股权补偿义务的前提下，投资方无法通过诉讼途径请求目标公司承担股权补偿义务。该等约定对投资方的风险巨大，投资方应谨慎考虑是否采用该等对赌协议约定。

三、公司控制权类争议

在上市公司并购重组争议中，涉及公司控制权的纠纷比较常见。一般来说，上市公司参与并购重组的起因主要有两种，一是上市公司及其大股东结合市场环境和自身发展的需要，可能会主动去寻找投资者加入；二是上市公司优秀的业绩表现以及所在领域良好的前景，也可能被潜在投资者所看中，吸引着投资者前来“敲门”。无论是主动引入投资者还是被投资者“敲门”，紧随新势力入驻而来的往往是上市公司的控制权之争，比如广为人知的万宝之争⁴³、ST生化（000403）控制权争夺战⁴⁴等。

上市公司控制权并非是法定的权利，《公司法》并没有控制权一说，上市公司的控制权其实表现为投资者根据其持股比例依法享有的对公司管理事务表决权的大小。

笔者通过检索近几年上市公司并购重组中的控制权争夺案例，发现在此类争议中，上市公司的新旧势力往往各显神通，投资者为了把控上市公司，在瞄准上市公司之后，一般通过二级市场交易、收购、签订一致行动协议、增加委派董事等方式夺取控制权；上市公司原股东和管理层也绝不会坐以待毙，可能会采取通过董事会/股东大会决议限制股东权利、给公司章程增设反收购条款、回购、增持、签订一致行动协议等方式予以回击，双方围绕着股权、董事会席位、公司证照、财务资料等开展一系列的公司控制权争夺攻防战。若双方矛盾进一步激化，便会诉诸法律，通常表现为股东资格确认纠纷、公司决议效力/撤销纠纷等。因此，笔者在本章节主要围绕上述公司控制权问题进行分析。

（一）股东资格确认纠纷

当投资者通过二级市场买入等方式持有上市公司股份达到一定比例、要求行使股东权利进而引发上市公司控制权问题时，上市公司权力机构通常会以投资者在增持上市公司股份的过程中存在违反信息披露义务等违规行为为由拒绝承认其股东资格或限制其股东权利，由此引发股东资格确认纠纷诉讼。此类纠纷中比较常见的法律问题有：违规增持股份的行为是否有效，上市公司权力机构能否直接作出决议限制或剥夺违规增持股份的表决权等，下面围绕该等问题进行探讨。

在法规等规定层面，中国证监会颁布的《上市公司收购管理办法》允许对违规增持的股份的表决

43 万宝之争，指万科企业股份有限公司（“万科公司”）与以前海人寿保险股份有限公司为代表的宝能系争夺万科公司控制权。

44 这是中国资本市场上第一起以公开要约收购方式成功取得上市公司控制权的案例。外部投资者杭州浙民投天弘投资合伙企业（有限合伙）及其一致行动人通过公开要约收购的方式夺得振兴生化股份优先公司即ST生化（000403）控制权。

权进行限制。《上市公司收购管理办法》第七十五条至第七十八条⁴⁵规定，上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人未披露或披露内容存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，或存在其他未遵守程序、义务的行为的，中国证监会责令改正。在改正前，收购人、相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。

虽然法规等规定层面允许对违规增持的股份的表决权予以限制，但针对谁来判断是否违规、具体如何限制等问题均没有明确规定。以往的司法实践一般认为，只有行政机关或司法机关才有权认定是否存在违规增持行为，进而对违规增持股份的表决权进行限制，在该等机关作出认定及处罚或裁判之前，上市公司的权力机构无权通过决议限制违规增持的股份的表决权。兹举如下两个典型案例：在银川新华百货商业集团股份有限公司（“新华百货”）与上海宝银创赢投资管理有限公司（“上海宝银”）、上海兆赢股权投资基金管理有限公司（“上海兆赢”）股东资格确认纠纷案⁴⁶中，银川市中级人民法院依据旧《证券法》第一百二十条规定（新《证券法》第一百一十七条）认为证券交易的特殊性决定只要交易方式不违法，即使交易本身存在违规行为，也不会影响交易结果，从而认可上海宝银和上海兆赢的股东身份。在深圳市康达尔（集团）股份有限公司与京基集团有限公司（“京基集团”）、林志等股东资格确认纠纷案⁴⁷中，广东省高级人民法院认为，京基公司的股东表决权在未被生效判决或其他有权机关采取相关措施予以剥夺或限制之前不应受到影响。

新修订实施的《证券法》加大了二级市场举牌监管力度，明文规定违规增持股份将不享有表决权⁴⁸。笔者认为，新《证券法》的规定彻底摆脱了必须由监管机构依据行政权力或司法机关通过司法裁判对违规增持股份的表决权进行限制的前置困局。

综上所述，投资者违反《证券法》《上市公司收购管理办法》等相关规定持有上市公司股份的行为虽系违规行为，但仍是有效的民事行为；新《证券法》的实施赋予行政机关或司法机关以外的其他主体依法限制违规增持股份的表决权的权利。可以预见，新《证券法》的实施将促使更多的上市公司权力机构以决议限制或剥夺通过举牌野蛮入侵的投资者的违规增持股份的表决权，以防上市公司控制权旁落。

45 《上市公司收购管理办法》第七十五条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人，未按照本办法的规定履行报告、公告以及其他相关义务的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，相关信息披露义务人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。

第七十六条 上市公司的收购及相关股份权益变动活动中的信息披露义务人在报告、公告等文件中有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，收购人对其持有或者实际支配的股份不得行使表决权。

第七十七条 投资者及其一致行动人取得上市公司控制权而未按照本办法的规定聘请财务顾问，规避法定程序和义务，变相进行上市公司的收购，或者外国投资者规避管辖的，中国证监会责令改正，采取出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施。在改正前，收购人不得对其持有或者实际支配的股份行使表决权。

第七十八条第一款 收购人未依照本办法的规定履行相关义务或者相应程序擅自实施要约收购的，中国证监会责令改正，采取监管谈话、出具警示函、责令暂停或者停止收购等监管措施；在改正前，收购人不得对其持有或者支配的股份行使表决权。

46 宁夏回族自治区银川市中级人民法院（2018）宁01民终400号案。

47 广东省高级人民法院（2015）粤高法民二初字第36号案。

48 《证券法》第六十三条第四款 违反第一款、第二款规定买入上市公司有表决权的股份的，在买入后的三十六个月内，对该超过规定比例部分的股份不得行使表决权。

（二）公司决议纠纷

面对投资者的“入侵”，上市公司原股东、管理层往往会选择通过公司决议的方式限制投资者行使表决权或提名权等，从而达到严守控制权的目的。面对上市公司通过的对己不利的决议，投资者往往会诉诸法律，要求司法机关撤销上市公司相关决议或认定相关决议无效。比如，在上海宝银、上海兆赢诉新华百货公司决议撤销案⁴⁹中，上海宝银、上海兆赢诉请法院判令撤销新华百货2016年第一次临时股东大会决议通过的全部议案；再比如，在李勤诉成都市路桥工程股份有限公司（“成都路桥公司”）公司决议效力确认案⁵⁰中，李勤诉请法院判令成都路桥公司于2016年第一次临时股东大会作出的决议中部分内容无效，并诉请法院判令撤销成都路桥公司2016年第二次临时股东大会决议及2017年第一次临时股东大会决议。在此类公司决议纠纷中，以下两个法律问题比较常见：限制“瑕疵股东”权利的公司决议是否有效？公司章程增设反收购条款的合法性如何？下面笔者进行具体分析。

1. 限制“瑕疵股东”权利的公司决议效力问题

在法律法规层面，我国《公司法》第二十二条第一款、第二款规定：“公司股东会或者股东大会、董事会的决议内容违反法律、行政法规的无效。股东会或者股东大会、董事会的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程，或者决议内容违反公司章程的，股东可以自决议作出之日起六十日内，请求人民法院撤销。”此外，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的解释（四）》（法释〔2017〕16号，“《公司法司法解释（四）》”）又对公司决议纠纷的相关问题予以细化，并改变了原有的公司决议效力瑕疵二分法，增设了公司决议不成立这一瑕疵类型。

如前所述，在上市公司并购重组过程中，投资者可以通过多种方式持有上市公司股权，当其持有的股权可能引发上市公司控制权变更时，一些上市公司可能以投资者存在违规增持行为为由，认为投资者属于“瑕疵股东”，进而通过决议否认投资者的股东身份或者限制其权利；作为反击，投资者可能会针对上市公司剥夺或限制其股东权利的公司决议效力发起挑战。比如，在李勤与成都路桥公司公司决议效力确认案中，法院认为，股东的表决权属于法定权利，未经法定事由不得随意剥夺。公司无权自行认定股东是否存在违规披露或虚假披露或违法犯罪行为，继而通过决议阻碍股东表决权的行使，因此相关决议应属无效。

但上述案例是新《证券法》实施之前的案例，如此前部分所述，新《证券法》的实施使得上市公司的权力机构有权径行作出决议，以限制或剥夺“瑕疵股东”的股东权利，因此，相应的公司决议效力在新《证券法》实施后恐怕不会再被法院撤销或认定无效，该问题值得引起关注。

2. 公司章程增设反收购条款的合法性问题

面对门外虎视眈眈的投资者，越来越多的上市公司选择提前部署防御措施以抵御外界收购，防止控制权旁落。最常见的事前防御措施便是在公司章程中设置反收购条款，如“金色降落伞”⁵¹、

49 最高人民法院（2016）最高法民终582号案。

50 四川省成都市中级人民法院（2017）川01民终14529号案。

51 金色降落伞是指，章程约定公司控制权一旦变动即对高级管理人员给予丰厚补偿。

提高绝对多数投票比例⁵²、提高收购方披露义务⁵³等等。总的来说，这些条款实际上主要通过两个方面来抵御收购，严守控制权：一是针对收购人设置收购障碍，增加收购成本和难度；二是强化对公司董事和高管利益的保障。

在法律法规层面，由于现行《公司法》和相关法律法规对公司章程自治的范围规定不明确，因此实践中对公司章程设置反收购条款的合法性存在一定争议。《上市公司收购管理办法》第八条虽然有“被收购公司董事会针对收购所作出的决策及采取的措施，应当有利于维护公司及其股东的利益，不得滥用职权对收购设置不适当的障碍，不得利用公司资源向收购人提供任何形式的财务资助，不得损害公司及其股东的合法权益”的原则性规定，但对于现实的指导意义有限。

不过，司法实践中的一些案例可以提供一些参考。比如*中证中小投资服务中心与上海海利生物技术股份有限公司公司决议效力确认纠纷案*⁵⁴中，法院经审理认为，根据《公司法》规定，只要具有公司股东身份，就有选择包括非独立董事候选人在内的管理者的权利，在权利行使上并未附加任何限制条件。在有关《公司章程》中设定“连续90天以上”的条件，违反《公司法》规定，限制了部分股东就非独立董事候选人提出临时提案的权利，相关条款内容应认定为无效。该案具有一定典型性，说明公司章程中的反收购条款如果存在违反《公司法》规定限制股东权利的情形，则法院一般对该等条款效力持否认的态度。

总之，由于立法层面并未对公司章程中的反收购条款进行明确规制，实践中对于上市公司章程增设反收购条款的合法性存在一定争议。在司法层面，法院一般会就具体案件具体分析，在审理时可能会结合具体条款内容，重点审查反收购条款是否存在限制或损害《公司法》规定的股东基本权利的情形，从而对条款合法性作出个案认定。

（三）控股权之争中的行为保全

行为保全更多是一种诉讼策略，对于控制权类争议的解决意义重大。在此类争议中，提起诉讼以及申请保全可能仅是诉讼策略和手段，以此来给对方施加压力，双方不一定真的寄希望于通过诉讼结果解决问题，因为不仅耗时费力，还可能丧失取得公司控制权的最佳时机。

行为保全制度是2013年1月1日起施行的《中华人民共和国民事诉讼法》中新增的一项制度。该法第一百条第一款规定：“人民法院对于可能因当事人一方的行为或者其他原因，使判决难以执行或者造成当事人其他损害的案件，根据对方当事人的申请，可以裁定对其财产进行保全、责令其作出一定行为或者禁止其作出一定行为；当事人没有提出申请的，人民法院在必要时也可以裁定采取保全措施。”一般来说，行为保全制度与财产保全措施不同之处在于，行为保全内容是“要求协助执行对象履行作出一定积极行为义务，或禁止作出一定行为的消极义务”。

笔者整理了实践中上市公司控制权纠纷中常见的行为保全请求，大致可以分为如下几类：第一，

52 如伊利股份（600887）在《公司章程》中加入了此类条款，第118条：“董事会会议应有过半数的董事出席方可举行。董事会作出决议，必须经全体董事的过半数通过。董事会提出修改公司章程议案和作出聘任或解聘总裁的决议，必须经全体董事的四分之三以上通过。”该条提高了法定的比例标准。

53 如世联行（002285）在其公司章程中约定每增持3%就要向董事会作出书面报告，提高了法定的披露门槛5%。

54 上海市奉贤区人民法院（2017）沪0120民初13112号案。

申请法院禁止股东行使表决权。如在*国风集团有限公司与胡波、胡彪股票交易信息披露侵权纠纷案*中，拉萨市中级人民法院裁定采取行为保全措施，禁止相关股东在判决生效前行使或通过第三方行使股东权利⁵⁵。第二，申请法院禁止公司实施股东大会相关决议。如在*李敏与西藏银河科技发展股份有限公司决议撤销纠纷案*中，西藏拉萨市堆龙德庆区人民法院裁定采取行为保全措施，要求公司禁止履行2018年第三次临时股东大会决议⁵⁶。第三，申请公司不得剥夺股东表决权并应计票表决。如在*深圳市康达尔（集团）股份有限公司与京基集团有限公司公司决议纠纷案*中，深圳市福田区人民法院裁定公司不得剥夺股东表决权并应计票表决⁵⁷。第四，申请法院禁止实际控制公司公章一方使用公章。如在*山东山水水泥集团有限公司（“山东山水”）与张斌、张才奎、陈学师公司证照返还纠纷案*中，北京市海淀区人民法院裁定采取行为保全措施，禁止张斌、张才奎、陈学师使用或授权他人使用山东山水声明已遗失作废的山东山水公章⁵⁸。上述案例中的行为保全内容，是公司控制权纠纷中比较常见的做法，可以为权利人提供参考，权利人应当善于利用行为保全制度，为促进争议解决争取更多筹码。

四、担保类争议

在上市公司并购重组交易中，可能涉及交易方对外签署担保合同的安排，由此引发的争议也比较常见，尤其是上市公司作为保证人所引起的纠纷。有鉴于此，笔者在本章节对上市公司并购重组争议中与担保有关的法律问题进行专门解析。

（一）关于担保合同效力的认定

在担保合同纠纷中，主要争议是公司为他人提供担保的合同效力问题，尤其是上市公司作为保证人对外签署的担保合同效力以及由此引发的相关问题。之所以对担保合同效力产生争议，是因为《公司法》第十六条规定“公司向其他企业投资或者为他人提供担保，依照公司章程的规定，由董事会或者股东会、股东大会决议…….公司为公司股东或者实际控制人提供担保的，必须经股东会或者股东大会决议…….”，有的认为该规定是效力性强制性规定，因此无公司决议将导致公司对外担保无效；有的则认为该规定是管理性规定，公司决议系公司内部程序，不能约束第三人，故是否有公司决议并不影响公司对外担保的效力。

《九民纪要》发布之后，对该问题提出的意见如下：《公司法》第十六条旨在对法定代表人的代表权进行限制，根据该规定，担保行为不是法定代表人所能单独决定的事项，而必须以公司股东（大）会、董事会等公司机关的决议作为授权的基础和来源。法定代表人未经授权擅自为他人提供担保的，构成越权代表，法院应当根据《合同法》第五十条关于法定代表人越权代表的规定，区分订立合同时债权人是否善意分别认定合同效力：债权人善意的，合同有效；反之，合同无效。由此可见，《九民纪要》明确了以债权人是否善意作为认定无公司决议情况下法定代表人以公司名义对外担保效力的标准，如何判断债权人是否善意，则成为需要重点关注的问题。

55 参见*国风集团有限公司与胡波、胡彪股票交易信息披露侵权纠纷案*，拉萨市中级人民法院（2015）拉民二初字第36-1号民事裁定书。

56 参见*西藏拉萨市堆龙德庆区人民法院*（2018）藏0103行保1号民事裁定书。

57 参见*深圳市福田区人民法院*（2017）粤0304民初7767号之四号民事裁定书。

58 参见*山水水泥《自愿公告》*，载巨潮咨询网2016年6月24日，<http://www.cninfo.com.cn/new/disclosure/detail?orgId=9900005519&announcementId=1202399345&announcementTime=2016-06-24%2012:03>。

1. 认定债权人善意的一般标准

根据《九民纪要》第十八条的规定，善意的认定标准是指“债权人不知道或者不应当知道法定代表人超越权限订立担保合同”。除非存在四种例外情形（下文详述），否则债权人需证明其在订立担保合同时对董事会决议或者股东（大）会决议进行了形式审查，同意决议的人数及签字人员符合公司章程的规定，才能认定为善意。具体说来，《九民纪要》又按照公司提供关联担保和非关联担保来对债权人审查公司决议的义务予以具体区分。在公司提供关联担保的情况下，由于《公司法》第十六条已经明确规定由股东（大）会决议，因此债权人应当审查股东（大）会决议。在公司提供非关联担保的情况下，由于就担保事宜作出决议的公司机关是股东（大）会还是董事会将由公司章程予以规定，而《九民纪要》并不要求债权人审查公司章程，故根据《九民纪要》的意见，只要债权人能够证明其审查过公司决议且同意公司决议的人数和签字人员符合公司章程的规定即表明善意，而无所谓其所审查的公司决议为股东（大）会决议还是董事会决议，除非公司能够证明债权人明知公司章程对决议机关有明确规定。但笔者理解，由于公司通过担保相关决议所要求的人数和签字人员亦规定在公司章程中，故债权人似乎必然需要查阅公司章程，如此一来，如果章程中规定的公司担保决议机关为股东（大）会，而债权人审查的决议为董事会决议，尽管该董事会决议确实符合公司章程的人数及人员要求，债权人恐怕也存在被认定为明知公司章程对决议机关有明确规定而否认其善意的风险。

2. 无须公司决议的例外情况

根据《九民纪要》第十九条的规定，如果存在下述四种例外情形，即便债权人知道或者应当知道没有公司机关决议，也应当认定担保合同有效：（1）公司是以为他人提供担保为主营业务的担保公司，或者是开展保函业务的银行或者非银行金融机构；（2）公司为其直接或者间接控制的公司开展经营活动向债权人提供担保；（3）公司与主债务人之间存在相互担保等商业合作关系；（4）担保合同系由单独或者共同持有公司三分之二以上有表决权的股东签字同意。

3. 上市公司对外担保相关问题

由于上市公司对外担保引发的争议在实践中比较常见，典型争议还是担保合同的效力问题，上市公司可能基于案涉担保没有股东大会决议或董事会决议而否认对外担保的效力。根据《九民纪要》第二十二条的规定，债权人在接受上市公司的担保时，可以根据上市公司公开披露的关于担保事项已经董事会或者股东大会决议通过的信息订立担保合同，在这种情况下，即使债权人手里没有掌握上市公司董事会或者股东大会决议，法院也应当认定担保合同有效。但对于债权人而言，最保险的还是取得上市公司股东大会决议或董事会决议，否则一旦发生纠纷，上市公司可能会从自身利益角度考虑，否认对外担保的效力。下面针对两个典型问题的解析，可以为上市公司对外担保争议解决提供一些思路。

（1）关于“对外担保总额”的问题

在笔者代理过的一个案件中，“对外担保总额”如何界定的问题成为了争议焦点。在该案中，上市公司对债权人提供保证担保，债权人取得了上市公司的董事会决议，后由于债务人违约诉至法院要求上市公司承担保证责任。但上市公司提出抗辩，认为根据上市公司章程关于“本公司及本

公司控股子公司对外担保总额，达到或超过最近一期经审计净资产的 50% 以后提供的任何担保，须经股东大会审议通过”的规定，在案涉担保合同签订时，“对外担保总额”已经超过了上市公司最近一期经审计净资产的 50%，理由是这里规定的“对外担保总额”是指“已审批的对外担保额度”，而非“实际担保总额”，因此案涉担保应取得股东大会决议而非董事会决议，由于债权人没有取得股东大会决议，故上市公司的对外担保无效。

对于上市公司的上述抗辩，债权人提出了反驳意见，指出在签订担保合同时对上市公司当时披露的最新半年度报告进行了审查，发现没有超过 50% 才要求上市公司只提供董事会决议。且上市公司是在深圳证券交易所上市，根据《深圳证券交易所股票上市规则》第 9.16 条规定：“上市公司披露提供担保事项……还应当披露截至公告日上市公司及其控股子公司对外担保总额……上述数额分别占上市公司最近一期经审计净资产的比例”，上市公司应同时披露“对外担保总额”及“对外担保总额”占净资产的比例。在案涉担保合同签订时，债权人经审查上市公司当时最新的半年度报告，其中披露内容显示“实际担保总额占公司净资产的比例为 34.70%”，除此之外没有其他比例数据，因此上市公司主张以“已审批的担保额度”作为“对外担保总额”的观点不能成立，也不符合其自身披露的公告内容。本案目前还在审理中，最终法院观点还不得而知，但笔者理解，债权人的意见得到法院支持的可能性较大。

（2）关于上市公司控股子公司对外担保的问题

关于上市公司控股子公司对外担保引发的争议也比较常见，上市公司控股子公司可能会主张其对外担保无效，理由一般是其对外担保除需经其董事会或股东会决议外，还需经上市公司董事会或股东大会决议，实践中有不少类似案例，比如*深圳市保千里电子有限公司与深圳南山宝生村镇银行股份有限公司确认合同无效纠纷案*⁵⁹、*湖南省信托有限责任公司与福建同孚实业有限公司、福建冠福实业有限公司金融借款合同纠纷案*⁶⁰。

对于上述主张无效理由，实务中法院观点基本是一致且明确的，即不予支持。首先，在法律法规层面，没有关于上市公司控股子公司对外担保须经上市公司的股东大会或董事会决议的规定。根据中国证券监督管理委员会、中国银行业监督管理委员会《关于规范上市公司对外担保行为的通知》（证监发[2005]120号）第一条第（七）项关于“上市公司控股子公司的对外担保，比照上述规定执行。上市公司控股子公司应在其董事会或股东大会做出决议后及时通知上市公司履行有关信息披露义务”的规定，上市公司控股子公司对外担保时，仅需其董事会或股东大会做出决议后，通知上市公司进行信息披露即可，并未强制要求上市公司控股子公司对外担保须经上市公司的股东大会或董事会决议。其次，在公司章程层面，即便上市公司的章程对控股子公司的担保权进行了限制，但该等限制也属于内部限制，由于法律法规层面没有强制性规定，因此不能对债权人再苛以审查上市公司章程有无类似约定的义务，故对上市公司控股子公司的观点不予支持。

（二）关于担保合同无效的后果

对于担保合同无效的后果，《中华人民共和国担保法》（“《担保法》”）及相关司法解释均有规定，《九民纪要》第二十条也针对该问题给出了意见。

⁵⁹ 深圳市中级人民法院（2019）粤03民终902号案。

⁶⁰ 湖南省高级人民法院（2018）湘民初66号案。

首先,《担保法》第五条第二款规定:“担保合同被确认无效后,债务人、担保人、债权人有过错的,应当根据其过错各自承担相应的民事责任。”

其次,《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国担保法〉若干问题的解释》(法释[2000]44号)第七条、第八条区分是否由于主合同无效导致担保合同无效两种情形、并根据担保人是否有过错来进行责任判定,具体来说,第一,“主合同有效而担保合同无效,债权人无过错的,担保人与债务人对主合同债权人的经济损失,承担连带赔偿责任;债权人、担保人有过错的,担保人承担民事责任的部分,不应超过债务人不能清偿部分的二分之一”。第二,“主合同无效而导致担保合同无效,担保人无过错的,担保人不承担民事责任;担保人有过错的,担保人承担民事责任的部分,不应超过债务人不能清偿部分的三分之一”。

此外,《九民纪要》第二十条明确了越权担保的民事责任,即“担保合同无效,债权人请求公司承担担保责任的,人民法院不予支持,但可以按照担保法及有关司法解释关于担保无效的规定处理”。因此,根据上述规定可知,在没有公司决议的越权担保情况下,如果主合同有效且债权人无过错,则即便担保合同无效,也不影响担保人承担连带赔偿责任;如果主合同无效导致担保合同无效,担保人只有在无过错的情况下才不承担责任,否则也需承担不超过债务人不能清偿部分三分之一的责任。



荷兰威科集团是一家卓越的专业信息服务提供商。来自世界各地法律、商业、税务、会计、金融、审计、风险管理、合规和医疗卫生等领域的专业人士依靠威科集团提供的信息工具及软件解决方案，来高效率地管理其业务，为其客户提供卓有成效的服务，并在纷繁复杂的市场环境中取得成功。

自 1985 年起，威科集团进入中国内地市场，不仅依托卓越的信息服务经验及技术，更植根于本土环境与客户需求，为中国的财税、法律、金融、医疗领域的专业人士提供及时、准确、权威的信息解决方案。

威科集团 2019 年营业收入达 46.12 亿欧元，全球拥有约 19,000 名员工，在欧洲、北美、亚太和拉美地区运营，服务于全球客户。威科集团总部位于荷兰阿尔芬，是泛欧交易所上市公司，同时也是荷兰 AEX 指数和欧洲 100 指数的成分股。威科集团于 1985 年进入中国市场，是改革开放后早期进入中国市场的国外专业信息出版及服务商之一。随着中国业务的快速发展，威科的主要业务：卫生医疗、财税与会计、法律与法规以及金融与合规等四大业务板块全面进入中国，目前在华的员工已经超过 600 人，机构客户超万余家。

自 1836 年成立，威科集团的历史贯穿了两个世纪，承载了革新与重组：从 20 世纪之交的现代工业型经济，到互联网创始之初，再到今天；时光虽然汨汨流过，但是有些事情始终未变。虽然在 184 年的时间里我们历经了许多变化，但是有些事情没有改变：强健的价值和商业原则，对深度专业知识的追求，技术上的创新，以及最重要的一点：坚持致力于帮助客户做出正确决策。

在未来，我们将继续努力为客户提供价值。

