

资本市场法律

A 股上市公司并购非上市企业的关注要点

作者：智斌 | 樊篱 | 赵昉慧

2024 年 9 月 24 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（以下简称“并购六条”），提出从以下角度支持 A 股上市公司（以下简称“上市公司”）并购非上市企业：

- 支持上市公司并购产业链上下游资产；
- 支持运作规范的上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求开展符合商业逻辑的跨行业并购；
- 支持上市公司收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质未盈利资产；
- 支持交易双方以多元化的评估方法为基础协商确定交易作价；
- 上市公司向第三方购买资产的，交易双方可以自主协商是否设置承诺安排；
- 适当提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度；
- 鼓励上市公司综合运用股份、定向可转债、现金等支付工具实施并购重组；
- 建立重组股份对价分期支付机制，试点配套募集资金储架发行制度；
- 对私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”，促进“募投管退”良性循环；
- 建立重组简易审核程序。

同日，基于“并购六条”传达的监管精神，中国证监会发布了《上市公司重大资产重组管理办法（征求意见稿）》；上海证券交易所、深圳证券交易所依照前述文件分别发布了《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》和《深圳证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》，对“并购六条”相关内容作出了细化规定。

在前述背景下，许多已完成一轮或多轮私募融资但短期内无法完成上市的企业（以下简称“标的企业”）转而谋求成为上市公司并购重组的标的，以解决原有投资人的退出诉求，这已经形成目前市场上的一股热潮。结合上市公司并购重组近期政策、相关法律法规和实践中的监管要求，本文旨在从上市公司的角度，对上市公司收购标的企业（以下简称“收购交易”）的过程中需要关注的特定重要问题进行梳理和分析，以期对我们的朋友和客户有所帮助。

一、收购前的准备工作

（一）控制内幕信息知情人范围，防止内幕交易

上市公司并购优良资产，通常会构成股价敏感信息，从开始策划相关交易时起，严格控制内幕信息知情人范围和防范内幕交易就是收购交易的合规重点，其要点包括：

- 明晰内幕信息知情人范围：法定的内幕信息知情人包括上市公司及其董事、监事、高级管理人员，重大资产重组的交易对方及其关联方，交易对方及其关联方的董事、监事、高级管理人员或者主要负责人，交易各方聘请的证券服务机构及其从业人员，参与重大资产重组筹划、论证、决策、审批等环节的相关机构和人员，以及因直系亲属关系、提供服务和业务往来等知悉或者可能知悉股价敏感信息的其他相关机构和人员；
- 登记内幕信息知情人名单：首次披露筹划重组、披露重组预案或披露重组报告书孰早时点报送内幕信息知情人名单；
- 公平披露股价敏感信息：上市公司应当公平地向所有投资者披露可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的相关信息，不得有选择性地向特定对象提前泄露；
- 妥善保存交易进程记录：上市公司应当详细记载筹划过程中每一具体环节的进展情况，包括商议相关方案、形成相关意向、签署相关协议或者意向书的具体时间、地点、参与机构和人员、商议和决议内容等，制作书面的交易进程备忘录并予以妥当保存。

汉坤提示：

“并购六条”强调从严惩治并购重组中的内幕交易违规行为，维护并购重组市场秩序。如果出现内幕交易情况将极大阻碍上市公司收购交易的推进，甚至可能直接导致相关收购交易无法完成。

（二）核实标的企业财务数据，确定交易方式

如果从上市公司和标的企业的财务数据对比情况角度分类，可能发生的收购交易通常包括规模较小的纯现金收购交易（以下简称“小型现金收购交易”）和触发重大资产重组标准的收购交易（以下简称“重大资产重组”）。根据《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称“重组办法”），判断是否触发重大资产重组的标准包括：

- 购买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；
- 购买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，且超过 5,000 万元人民币；
- 购买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 5,000 万元人民币。

上市公司实施重大资产重组，通常还可以采用发行股份购买资产的方式，但应遵循重组办法中关于发行股份购买资产的要求，并报经中国证监会注册¹。

汉坤提示：

- 相较而言，小型现金收购交易无需取得证券交易所或中国证监会的批准、备案或注册，仅需根据相关规则和公司章程、上市公司内部治理制度履行内部决策程序，并及时履行信息披露义务即可，决策效率和实施确定性高，但对上市公司现金流要求也相对较高。
- 重大资产重组（特别是涉及发行股份的重大资产重组）需聘请独立财务顾问、律师事务所以及具有相关证券业务资格的会计师事务所、评估机构等证券服务机构就重大资产重组出具意见、召开董事会和股东会审议批准重大资产重组方案、向证券交易所和中国证监会提交审核和注册、按照股票上市规则及时履行信息披露义务等，程序较为复杂，但可将上市公司股份作为交易对价，以减轻对上市公司现金流造成的压力。
- 为提高交易确定性，避免过早触发重大资产重组或发行股份购买资产，市场上存在将交易方案分为现金收购及发股收购两个步骤进行的案例：第一步为现金收购，辅以表决权委托，上市公司取得标的企业控制权并实现将标的企业并表；第二步则通过发行股份购买资产方式收购剩余股权。例如，2024 年 1 月，某科创板上市公司公告其以现金方式收购某标的企业 32.2581%股权，同时通过表决权委托方式另行取得标的企业 18.8831%股权对应的表决权，从而实现对标的企业并表；2024 年 7 月，该上市公司另行启动重大资产重组程序，通过发行股份购买资产的方式取得标的企业剩余 67.7419%的股权，从而分两次完成了对标的企业 100%股权的收购，上述交易现已全部完成。因标的企业规模较小，第一步控制权收购交易并未触发重大资产重组，上市公司在提交发行股份收购资产的申请前已经顺利完成控制权收购。
- “并购六条”首次提出发行股份购买资产的重大资产重组亦可采取分期发行机制，该制度有利于促进并购重组交易及交易后的协同、整合等方案实施，但具体实施方式、操作步骤尚待相关配套政策出台及其他主管部门的协同推动，实施效果有待进一步观察。

（三）关注上市公司股份分布，避免控制权变化

在涉及发行股份购买资产的交易中，如果上市公司拟新发行较多股份作为交易对价，则可能导致交易对方在收购交易中取得较高比例的上市公司股份。在此类收购交易中，除上市公司原股东及交易对方需根据收购交易前后持有上市公司股份比例的变化情况，注意按照《上市公司收购管理办法》规定的触发标准履行信息披露义务外，从上市公司的角度还需额外关注以下问题：

- 如交易对方取得上市公司股份后与控股股东持股比例相近，收购交易是否将导致上市公司控制权发生变更以及相关依据；
- 上市公司未来维持控制权稳定的具体安排；
- 收购交易是否导致上市公司主营业务发生根本性变化，如涉及调整主营业务、继续向交易对方购买

¹ 收购交易除现金收购、发行股份收购方式外，还可以采取发行优先股、可转债、定向权证、存托凭证等购买资产等方式，由于篇幅所限，本文仅讨论现金收购、发行股份收购两种最常见的交易模式，且不考虑可能构成借壳上市的交易等特殊交易情形。

相关资产的安排、承诺、协议等。

汉坤提示：

对于上市公司尤其是股份较为分散的上市公司，在确定股份对价的比例时需要特别关注向交易对方发行股份后的上市公司股份结构变化情况，避免交易方案对上市公司控制权稳定性造成不利影响，亦或是被监管部门质疑交易方案设计存在规避借壳上市监管的情形。

（四）关注上市公司股价变动，锁定发行股份价格

根据重组办法的规定，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 80%。市场参考价为发行股份购买资产的董事会决议公告日前 20 个交易日、60 个交易日或者 120 个交易日的公司股票交易均价之一。

汉坤提示：

上市公司股价处于实时变动的状态，并可能在短期内发生大幅波动，商定股份对价时应提前关注上市公司的股价变化情况，并合理确定董事会召开时间。

二、需要关注的特殊法律问题

（一）特殊股东权利

标的企业在历史上已经完成多轮融资的背景下，其各轮融资交易文件中往往约定了标的企业的原有投资人的特殊股东权利，其中部分特殊股东权利可能会影响收购交易的实施，因此需要在交易方案设计之初即给予关注并提前确定解决方案。根据我们的实践经验，可能影响收购交易的特殊股东权利主要包括：

1. 优先购买权

优先购买权系指在特定股东（通常是创始股东及其关联方）拟对外转让其持有的标的企业股权时，标的企业的原有投资人有权在同等条件下优先于其他股东或第三方购买全部或部分拟出售股权的权利。如标的企业的原有投资人主张优先购买权，则上市公司可能无法顺利完成收购交易。

2. 共同出售权

共同出售权系指在特定股东（通常是创始股东及其关联方）拟转让标的企业股权时，标的企业的原有投资人有权在同等条件下与创始股东一起向第三方转让标的企业股权的权利。如上市公司原计划仅收购创始股东而不收购标的企业的原有投资人的股权，则标的企业的原有投资人有可能主张共同出售权从而导致上市公司需要调整收购交易的方案。

3. 关于特定事项的否决权

部分标的企业的原有投资人在标的企业董事会和/或股东会层面享有特定事项的否决权，如果收购交易落入特定事项范畴，则标的企业届时审议收购交易议案时必须取得该等投资人的同意。

4. 优先收购权

优先收购权系指标的企业的原有投资人（特别是产业投资人），在包括上市公司在内的第三方收购标的企业时，有权以同等条件对标的企业进行收购。因此上市公司在进行收购交易时，可能被标的企业

的原有投资人主张优先收购权，从而导致收购交易无法实现。

5. 优先清算权导致的差异化定价安排

收购交易因产生了标的企业控制权变化的结果，通常会落入融资交易文件中优先清算权所定义的“视同清算事件”范畴，而优先清算权往往会约定标的企业原各股东在收购交易中取得的交易对价应当按一定的分配顺序及分配金额计算方式进行分配。具体地，靠后轮次的标的企业的原有投资人在计算方式和顺位等方面可能优于标的企业的早期投资人及标的企业的创始股东，因此其将可能有权要求按照优先清算权约定的金额和顺序取得交易对价，这种要求可能打乱上市公司的收购计划。

汉坤提示：

- 标的企业股东会的会议召开程序、决议通过比例均应严格遵守融资交易文件、公司章程及相关公司治理制度的规定。如果存在未参与收购交易的标的企业投资人对于标的企业股权出售、控制权变更享有优先购买权、共同出售权、否决权或优先收购权，需要注意与该等投资人事先沟通，以避免其行使相关权利致使收购交易无法顺利推进。
- 收购交易的差异化定价应综合考虑不同交易对方初始投资成本及优先清算权的约定情况等因素，由交易各方尽早协商确定。
- 针对上述市场需求，“并购六条”提出“提升监管包容度”，支持多元化的评估方法确定交易对价。我们理解，在能够充分论证定价合理性的前提下，可以在交易定价环节即综合考虑评估结果、不同交易对方的投资成本差异、特殊股东权利安排等因素，经各方协商后对创始股东、不同轮次投资人等不同交易对方采取差异化定价。例如，2024年11月，某科创板上市公司公告的收购交易中，标的企业全部股权经评估和交易各方协商后整体作价为10.6亿元，其中早期投资人交易作价对应的估值为11.5亿元，其余投资人交易作价对应的估值为16.20亿元，均高于标的企业的整体估值，且后轮次投资人定价更高；而标的企业管理团队股东交易作价对应的估值为8.72亿元，低于标的企业的整体估值。

（二）特定类型股东

1. 国资股东

国资股东作为特殊类型的交易对方，在参与收购交易时需要注意履行国资程序，包括但不限于国资主管部门批准交易、资产评估并备案、进场交易和招拍挂、国有产权登记等，在涉及发行股份购买资产的收购交易中，该等国有股东作为交易对方取得上市公司股份后还需要办理国有股东标识手续。

需要特别指出的是，尽管目前对于国资股东退出渠道和程序存在诸多讨论，但根据《企业国有资产交易监督管理办法》的规定，只有满足特定条件才能够采用非公开协议转让方式转让国有股东股权，而我们理解大部分收购交易均无法满足该等条件，因此在收购交易中仍需要国资股东通过产权交易机构发布股权转让信息，由上市公司参与公开挂牌竞价受让企业国有股权（以下简称“招拍挂程序”）。

2. 一般自然人股东

对于标的企业自然人股东将其持有的标的企业股权转让予上市公司的，应当在交易文件中明确要求该等自然人股东就本次股权转让完成个人所得税的申报及缴纳义务，并考虑通过分期付款等方式督促标的企业的自然人股东履行纳税义务，以避免上市公司承担代扣代缴义务。

3. 特定身份的自然人股东

如果标的企业为股份公司，需要在设计交易方案时充分考虑同时作为标的企业董监高的自然人股东每年转让的股份不得超过其所持有标的企业股份总数的 25% 的要求，并相应制定可行的交易方案。

4. 员工持股计划的实施平台（以下简称“员工持股平台”）

部分未上市企业可能存在未实施完毕的激励计划，可能的情形包括激励股权未全部发放予员工因而仍存在预留份额、员工未达行权条件而未就取得的激励股权行权等情况。在此类情况下，需要充分考虑标的企业的员工激励计划如何处理，例如员工持股平台未发放完毕的激励股权是归属于标的企业员工持股平台外的所有其他股东还是归属于创始股东，或者是需要加速发放？员工未行权完毕的激励股权是加速行权还是取消，或者是纳入上市公司员工激励计划，从而以上市公司的激励股票进行替换？就上述问题，也需要从标的企业现有股东、员工、上市公司新增激励计划的可能性等多个角度，进行充分分析。

汉坤提示：

- 国有资产转让所需履行的招拍挂程序、国资主管部门审批程序均将导致收购交易定价、交易进度面临较高不确定性，因此可以考虑在收购交易开始前即与国资股东协商，要求其通过招拍挂程序提前退出；或与其他标的企业股东进行区分，另行收购或不予收购国资股东持有的标的企业股权。例如，2023 年 4 月，某创业板上市公司在其发行股份购买资产的相关公告中披露，由于部分标的企业的小股东持股比例相对较低，且多数为地方国资平台，考虑到项目推进时间紧凑、信息保密等因素，放弃收购该部分国资股东持有的标的企业股权。
- 同时作为标的企业董监高的自然人股东的转让限制可能会延缓整个收购交易的时间进度，通常可以采取分期转让结合表决权委托的方式以快速推进交易。当然，也可以考虑在收购交易之前先将股份公司变更为有限责任公司，从而使得该等自然人股东无需受到上述转让限制的制约。

（三）结合估值确定基础，设计业绩补偿机制

“业绩补偿安排”系指作为交易对方的标的企业股东，向上市公司承诺标的企业在未来一定期间内完成特定业绩指标，如果未能完成，交易对方以现金或其取得的上市公司股份对上市公司进行补偿的机制。尽管《重组办法》规定，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，不强制适用业绩补偿要求，但考虑加快通过监管审核的因素，过往业绩补偿安排在上市公司对外收购交易中也十分常见，“并购六条”进一步明确上市公司向第三方购买资产的，交易双方可以自主协商是否设置承诺安排，因此上市公司可在未来的收购交易过程中更加灵活地决定是否设置业绩补偿安排。

汉坤提示：

- 业绩指标的设置应当综合考量各方面因素，包括标的企业近期财务表现、前期融资的估值情况等。
- 小型现金收购交易中，交易对方在收购交易后不会持有上市公司股份，难以要求其作出业绩补偿安排，因此也有案例在收购交易文件中要求交易对方使用部分交易对价通过二级市场购入上市公司股票并进行质押，为后续可能发生的业绩补偿提供保障，某创业板上市公司于 2024 年 10 月公告的小型现金收购交易中即采用了上述安排。

（四）关注外部批准要求，避免延缓交易进度

在部分特殊收购交易中，除标的企业和上市公司内部决策程序、证券监管部门的审核、注册程序外，还受限于外部主管部门的批准。例如：

1. 业务主管部门批复

对于标的企业属于特殊行业的收购交易，还需要考虑行业主管部门的事前批准要求，例如涉及特定军工事项的标的企业重组需要办理国家国防科技工业局军工事项审查程序等。

2. 反垄断申报

根据《中华人民共和国反垄断法》《国务院关于经营者集中申报标准的规定》等相关规定，需进行反垄断申报的，在批复之前不得实施集中。因此，需要结合上市公司和标的企业的相关财务指标，判断拟实施的收购交易是否需要通过国家市场监督管理总局经营者集中审查。

汉坤提示：

外部主管部门的批准是否顺利亦会影响整个收购交易的推进节奏。因此，在设计交易方案之初即应对标的企业所处行业的业务资质和监管要求进行充分调查，必要时与外部主管部门提前沟通，以避免延缓交易进度。

（五）收购交易完成后标的企业的经营安排

上市公司收购标的企业后，为确保标的企业经营的持续性，也为确保业绩承诺方更好地完成业绩承诺目标，标的企业的日常经营管理大多仍然由原经营团队负责，并在交易文件中要求标的企业按照上市公司子公司的内控要求、财务管理、信息披露等制度规定进行规范运作。

此外，收购交易完成后，还应当关注上市公司的业务独立性，尤其是新增关联交易和同业竞争情形。“并购六条”及配套规则提高了对同业竞争和关联交易的包容度，由此前“原则上不新增同业竞争及关联交易”，调整为“不会导致新增重大不利影响的同业竞争，以及严重影响独立性或者显失公平的关联交易”，与全面注册制改革后的IPO审核口径接轨。

汉坤提示：

在纯现金交易中，对于股权层面已经完全退出标的企业的部分核心管理层人员（如创始股东等），如果其对于标的企业的经营管理至关重要，上市公司可以考虑要求其在收购交易完成后仍在标的企业保持持续任职，与之签署期限较长的劳动合同，并要求其承担竞业限制义务。为绑定该等人员，也可以考虑将其纳入上市公司层面的员工激励方案。

三、结语

上市公司并购重组牵涉多方商业诉求，在瞬息万变的市场环境下各方既要权衡博弈，又要果断决策，同时还需兼顾上市公司信息披露、审核程序等监管要求，对于交易方案设计、交易文件起草、谈判策略和落地执行均提出了更高的专业要求。我们仅以此文作为起点，与各位朋友和客户共同迎接上市公司并购重组的新挑战。如有任何意见或者问题，欢迎进一步探讨。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

智斌

电话： +86 10 8525 5525

Email: bin.zhi@hankunlaw.com