

2024

Legal Information



M&A and Reorganization

并购重组 法律资讯

上海市律师协会

并购与重组专业委员会

2024 年 • 第 12 期



《并购重组法律资讯》

编委会

主 编：温从军

副主编：董月英、邓学敏、余铭

本期主编：蒋楚天

责任编辑：蒋楚天

编 委：（按拼音首字母排序）

陈 程 陈 芳 陈启明 成 沂 崔 岳 蔡逸奇

杜莉莉 董守菊 董一平 付 强 傅扬远 黄青峰

何廷财 黄翼洺 姜 黎 姜梦笔 贾宗达 孔非凡

楼春晗 刘 榕 刘思韵 廖学勇 刘 怡 潘定春

任立民 史 晶 孙建钢 邵吉辉 孙 贤 孙潇喆

沈 洋 宋艳红 唐 方 吴 迪 王 慧 吴民平

王澍颖 王婷婷 汪晓莉 王娅瑾 王玉龙 许文华

余艾芳 于丽娜 应晓晨 叶晓红 岳 云 赵丙印

周礼轩 张秀超 张晓晴 章晓韵 朱 颖 张征轶



并购重组法律资讯

2024 年 12 月
第 12 期

本期内容

1※行业动态.....	2
2※数据速递.....	5
3※政策法规.....	11
4※业务问答.....	11
5※观点争鸣.....	12
上市公司并购：“并购六条”背景下，上市公司如何把握并购重组机遇.....	12
A 股上市公司并购非上市企业的关注要点.....	22
A 股并购重组新政下，创业公司及投资人的权责安排和特别注意事项.....	29
探讨中国生物医药企业接受境外企业并购的法律实务要点——以 BioNTech 收购普米斯为例.....	35
※附件.....	38
附件一：《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025-2027）（公开征求意见稿）》.....	38
附件二：《证券公司重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法（2024 年修订）》.....	43

法律声明：本资讯所载内容仅为交流之目的，并非提供任何法律意见或建议。我们不对任何依赖本文的任何内容采取或不采取行动所导致的后果承担任何形式的法律责任。所有信息图片摘自网络、期刊报纸或委员投稿稿件，仅为参考使用。



※行业动态

1、国泰君安换股吸收合并海通证券事项获上海国资委批复

国泰君安（601211.SH）发布公告，公司与海通证券（600837.SH）正在筹划由公司通过向海通证券全体 A 股换股股东发行 A 股股票、向海通证券全体 H 股换股股东发行 H 股股票的方式换股吸收合并海通证券并发行 A 股股票募集配套资金。

近日，国家市场监督管理总局出具了《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》（反执二审查决定〔2024〕584 号），具体内容如下：“根据《中华人民共和国反垄断法》第三十条规定，经初步审查，现决定，对国泰君安证券股份有限公司与海通证券股份有限公司合并案不实施进一步审查。你公司从即日起可以实施集中。该案涉及经营者集中反垄断审查之外的其他事项，依据相关法律办理。”

公司同日公告，公司重大资产重组获得上海市国有资产监督管理委员会批复。近日，上海市国有资产监督管理委员会出具了《市国资委关于国泰君安证券股份有限公司换股吸收合并海通证券股份有限公司并募集配套资金有关事项的批复》（沪国资委产权〔2024〕211 号），原则同意本次交易的总体方案。

（来源：智通财经）

2、新特能源拟 15 亿元收购新疆准东特变能源 49%股权

新特能源（01799.HK）公告，于 2024 年 12 月 6 日，公司与新疆天池及目标公司签署股权转让协议。据此，新疆天池同意出售及公司同意收购目标公司新疆准东特变能源有限责任公司 49% 的股权，代价为人民币 15 亿元。收购事项完成后，公司将持有目标公司 49% 股权，目标公司的财务报表将不会综合并入集团的综合财务报表，公司将按照权益法对目标公司进行财务核算并确认投资收益。

※行业动态

目标公司于 2013 年 9 月 25 日在中国注册成立的有限责任公司，于本公告日期为新疆天池的全资附属公司。目标公司投资的唯一业务为北一电厂项目，其于 2019 年 10 月投产运营，主要业务为火力发电、热力及蒸汽的生产与销售。

(来源：格隆汇)

3、国信证券拟增发收购万和证券 96.08%股份

国信证券（002736.SZ）发布发行股份购买资产暨关联交易报告书（草案），公司拟通过发行 A 股股份的方式向深圳资本、鲲鹏投资、深业集团、深创投、远致富海十号、成都交子、海口金控购买其合计持有的万和证券 96.08%的股份。发行价格 8.60 元/股，交易价格 51.92 亿元。

(来源：智通财经)

4、沃达丰、Three UK 150 亿英镑合并案获英国监管机构批准

沃达丰（VOD.US）与长江和记（CK Hutchison）英国子公司 Three UK 之间价值 150 亿英镑（约合 195 亿美元）的合并获得了英国反垄断监管机构的批准，这为缔造英国营收最高的移动运营商铺平了道路。

据悉，2023 年 6 月，李嘉诚旗下长江和记宣布，与沃达丰就整合双方在英国的电讯业务达成具约束力的协议。长江和记称，将与沃达丰成立合资公司，Three UK 及 Vodafone UK 将成为合资公司的子公司。新成立的合资公司股东包括沃达丰、长江和记旗下欧洲电讯公司 CKHGTH（CK Hutchison Group Telecom Holdings Limited），双方分别拥有 51%及 49%股权。

(来源：智通财经)

5、京东物流拟不超 64.84 亿元进一步收购跨越速运集团约 36.43%股权

京东物流（02618.HK）公告，于 2024 年 12 月 6 日，买方宿迁京东博海企业管理有限公司与卖方订立股权转让协议，据此，买方有条件同意购买，而卖方有条件同意出售目标公司跨越速运集团有限公司合共约 36.43%的股本权益，总对价不超过约人民币 6,484 百万元，可根据股权转让协议所载规定予以调整。

截至本公告日期，目标公司为买方的非全资子公司，并由买方持有约 63.57%权益。第三期交割后，集团将持有目标公司 100%的股本权益。目标公司为根据中国法律成立的有限责任公司，主要从事物流服务业务。该公司为中国知名的现代综合速运企业，专门从事零担运输业务。

(来源：智通财经)

6、罗氏将以高达 15 亿美元收购 Poseida Therapeutics

Poseida Therapeutics（PSTX.US）暴涨超 223%，报 9.25 美元。消息面上，罗氏周二宣布，将以每股 9 美元的价格收购位于美国生物制药公司 Poseida Therapeutics，收购完成后的总股本

※行业动态

价值为 10 亿美元。如果达到特定里程碑，股东还将以每股 4 美元的不可交易的或有价值权（CVR），交易总价值高达约 15 亿美元。交易预计将于 2025 年第一季度完成。

（来源：格隆汇）

7、宝丰能源拟 4.92 亿元收购宝丰昱能蒸汽综合管线项目及相关资产

宝丰能源（600989.SH）公布，公司拟收购宁夏宝丰昱能科技有限公司（简称“宝丰昱能”）蒸汽综合管线项目及相关资产，交易金额 4.92 亿元。银川市苏银产业园区距离本公司二十余公里，该园区是银川市规划建设的新兴工业园区，按银川市大气污染排放政策规定，所用蒸汽需从园区外采购。公司具有成熟的化工装置，每年自产蒸汽除自用外，还有部分富余蒸汽需要外售，因此，公司收购蒸汽综合管线项目，拟将多余蒸汽外售至苏银产业园区及相关企业，增加营业收入。本次收购预计对公司 2024 年财务状况和经营成果不会产生重大影响。

（来源：格隆汇）

8、Amcor 将以 84 亿美元收购 Berry Global

Amcor Plc（AMCR.US）同意以约 84 亿美元的价格收购 Berry Global Group（BERY.US），这两家全球最大的包装生产商将由此合并。根据一份声明，在全股票交易中，Berry 的股东将以每股 Berry 股票换取 7.25 股 Amcor 股票，收购价为每股 73.59 美元，较周一收盘价溢价约 10%。声明称，Amcor 的股东将持有合并后公司约 63% 的股份，合并后公司的收入将达到 240 亿美元。

（来源：智通财经）

9、兖矿能源拟 5.22 亿元收购淄矿铁路 100% 股权

兖矿能源（01171.HK）宣布，于 2024 年 11 月 18 日，公司全资附属公司兖矿物流与鲁西矿业及淄矿铁路签署股权转让协议。根据股权转让协议，兖矿物流同意收购而鲁西矿业同意出售其所持有的淄矿铁路 100% 股权，股权转让价款总额为人民币 52,153.90 万元。于股权转让完成后，公司间接持有淄矿铁路 100% 股权，淄矿铁路将成为公司的全资附属公司。

（来源：格隆汇）

10、KKR、Baupost 集团在英国收购 33 家万豪酒店

KKR（KKR.US）和 Baupost 集团成立了一家合资企业，在英国从 ADIA 手中收购了 33 家万豪国际酒店。KKR 针对欧洲酒店业的平台 Amante Capital 将担任合资企业的管理合伙人。该合资企业资产组合包括万豪和旗下 Delta 酒店品牌的 6500 间客房，分布在伦敦、爱丁堡、格拉斯哥、利兹和利物浦等主要城市。这些酒店为商务和休闲客人提供便利设施，包括会议场所和娱乐设施。

（来源：智通财经）

※数据速递



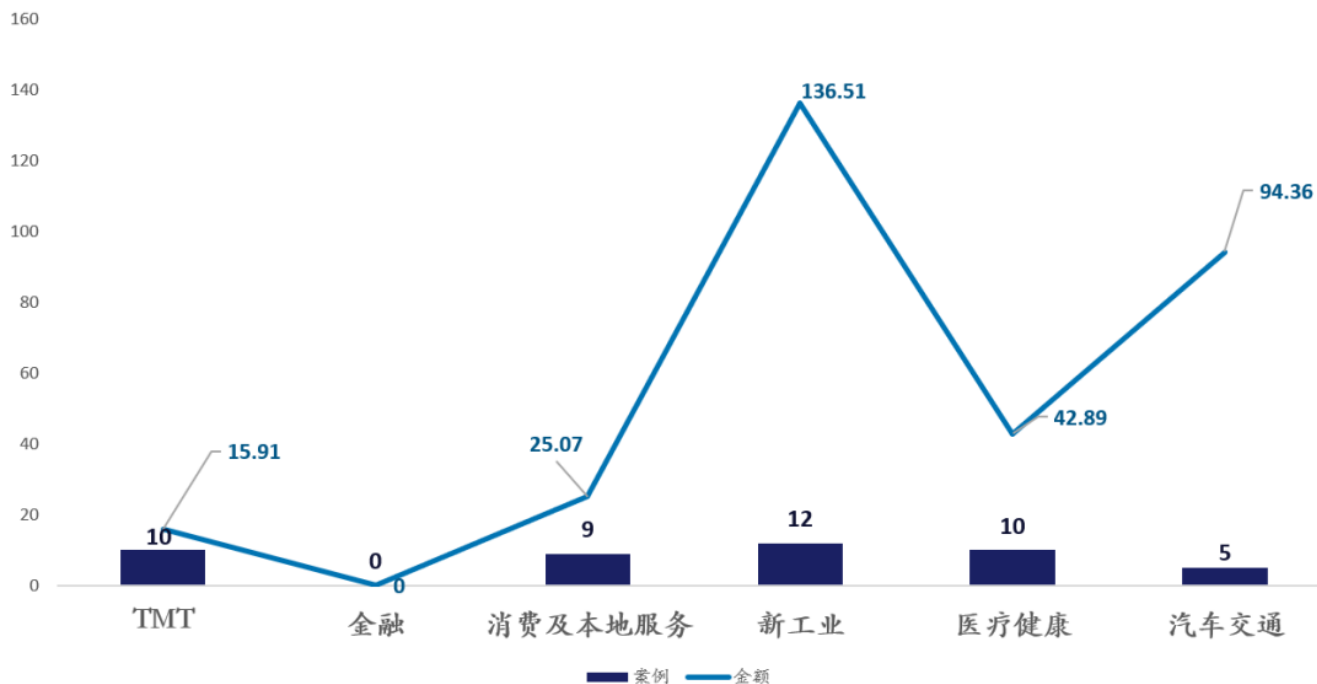
中国并购月报——11月

(来源：汉能投资集团)

一、本月交易总览

11月，数字经济领域并购交易数量与10月相比大幅减少，而交易总额不降反增，主要得益于新工业领域交易额的大幅上涨，12宗交易拿下了136.51亿人民币交易额，遥遥领先其他领域。其中，磐石香港117亿人民币入主长电科技，成为本月并购交易中金额最大的案例。根据公开数据显示，11月国内数字经济并购市场共有46宗交易，已披露的金额为314.74亿人民币，与10月相比，上涨幅度达203.92%。除了新工业领域表现亮眼外，汽车交通领域表现也不错，吉利集团旗下品牌极氪与领克近94亿的合并引发业内关注。

11月并购数据



※数据速递

从热门交易来看，国内有：极氪汽车与领克汽车合并，兆易与石溪资本、合肥国投、合肥产投等合作方，以现金共同收购苏州赛芯，BioNtech 收购普密斯，凌云光收购 JAI；国外及跨国并购案例有：AeroVironment 收购 BlueHalo，Wonder Distribution 收购 Grubhub，凌云光收购 JAI，吉利收购 Volocopter，下面我们将一一展开解析。

二、国内热点并购

1、极氪汽车与领克汽车合并

11 月 14 日，吉利控股集团宣布，将向吉利汽车控股有限公司（以下简称“吉利汽车”）转让其所持有的 11.3%极氪智能科技（以下简称“极氪”）股份。交易完成后，吉利汽车对极氪的持股比例将增至约 62.8%。同时，对领克汽车进行股权结构优化，以推动极氪和领克进行全面战略协同。极氪将持有领克 51%股份，领克其余 49%股份继续由吉利汽车旗下全资子公司持有。整合交易预计将于 2025 年上半年完成，近期极氪智能科技副总裁林金文在微博发文称，极氪汽车公司主体没有发生变化，整合后新公司简称为“极氪科技集团”。

其实，极氪和领克两个品牌本就源自一体。领克成立于 2017 年，是吉利汽车集团与沃尔沃汽车集团合资成立的高端品牌，其中吉利汽车持股 50%，沃尔沃汽车持股 30%，吉利控股持股 20%。而极氪的前身则是领克的电动汽车事业群，2021 年正式独立成为吉利控股集团旗下子品牌。

原本二者定位并不相同，领克一开始专注中高端的燃油和混动市场，而极氪专注的是纯电市场，两者相辅相成。但随着汽车市场竞争加剧，二者路线出现交叉。去年，领克发布了 EM-P 超级增程电动方案，并于今年进军纯电市场。与此同时，极氪也不再执着于纯电市场，不久前被曝出要开始布局增程路线。对于此次合并，吉利官方认为是减少关联交易、消除同业竞争，坚定不移推动内部资源深度整合和高效融合。极氪智能科技副总裁林金文也发文称，这是“历史性时刻”。

2、多家机构以现金共同收购苏州赛芯

11 月 5 日晚，兆易创新（603986）公告称，公司拟与石溪资本、合肥国投、合肥产投（下称“联合收购方”）共同以现金方式收购苏州赛芯，全体股东合计持有的苏州赛芯 70%股份，交易价格确定为 5.81 亿元。其中，兆易创新以现金 3.16 亿元收购苏州赛芯约 38.07%股份；石溪资本以现金 1 亿元收购苏州赛芯约 12.05%股份；合肥国投以现金 1.5 亿元收购苏州赛芯约 18.07%股份；合肥产投以现金 1500 万元收购苏州赛芯约 1.81%股份。本次交易完成后，兆易创新将成为苏州赛芯的控股股东。

苏州赛芯专业从事模拟芯片的研发、设计与销售，主要产品包括锂电池保护芯片、电源管理芯片等，主要应用于移动电源、智能穿戴及其他通用领域，在电池管理相关技术、工艺与制造方面具有一定积淀，已在众多知名终端客户中得到使用。兆易创新成立于 2005 年 4 月，是全球领先的 Fabless 芯片供应商，在多个国家和地区均设有分支机构和办事处，营销网络遍布全球，为客户提供优质便捷的本地化支持服务。

※数据速递

对于此次收购，兆易创新表示，公司与苏州赛芯均为芯片设计企业，二者在技术、产品、市场、销售与供应链等层面存在较强的战略协同性。收购完成后双方可强化协同合作，发挥规模优势，提升盈利能力。

3、BioNtech 收购普米斯

11月13日，德国生物技术公司 BioNtech（以下简称“BioNtech”）宣布收购中国生物医药公司普米斯生物，BioNtech 将以 8 亿美元预付款收购普米斯 100%已发行股本（可根据惯例对收购价格进行调整），支付方式主要为现金和部分美国存托股份（ADS），后续还将支付最高 1.5 亿美元的里程碑付款。该交易预计于 2025 年第一季度完成。

普米斯生物成立于 2018 年，聚焦恶性肿瘤及自身免疫疾病，致力于国家一类创新生物药的研发及产业化。普米斯正在推进超过 20 个一类生物新药项目，其中自主研发的抗 PD-L1/VEGF 双特异性抗体（PM8002/BNT327）目前是其研发管线中进展最快的，这也被外界推测是 BioNtech 收购的原因之一。而收购完成后，BioNtech 也将顺势获得 PM8002 完整的全球范围权益。BioNtech 是一家德国生物技术公司，主要业务为开发和生产针对特定患者的治疗严重疾病的有效免疫疗法，公司因与辉瑞公司合作研发 mRNA 疫苗而在全球名声大噪。

此次交易完成后，BioNtech 将获得普米斯候选药物管线及其双特异性抗体药物开发平台的全部权利，并将进一步扩大其在中国的业务范围。普米斯珠海将作为 BioNtech 中国研发中心开展相关研究；逾 300 名普米斯研发、生产和支持职能部门员工将加入 BioNtech。此外，普米斯南通生产基地将为 BioNtech 未来的全球产品生产和供应做出贡献。

三、国际热点并购

1、AeroVironment 收购 BlueHalo

11月19日，美国 AeroVironment 宣布将以全股票交易的方式收购太空和国防工程公司 BlueHalo，交易价值约为 41 亿美元，预计将于 2025 年上半年完成。

据悉，AeroVironment 主要聚焦无人驾驶飞机系统和电动交通解决方案的设计、开发、生产、支持和运营。BlueHalo 是一家美国私营国防和情报承包商，主要致力于提供空间优势、空间技术、定向能/反无人机系统（c-UAS）、自主先进射频（RF）、网络和信号情报（SIGINT）等领域的行业领先产品与解决方案。BlueHalo 目前由私募股权公司 Arlington Capital Partners 所有，公司预计 2024 年时收入将超过 9 亿美元。此外，该公司还与美国太空部队签订了 14 亿美元合同，用于现代化卫星通信基础设施。

此次交易完成后，AeroVironment 的规模将扩大一倍，产品组合上，未来在无人机、巡飞弹药的基础上，将业务扩展到太空技术、反无人机、定向能武器、电子战、网络和人工智能等领域。

2、Wonder Distribution 收购 Grubhub

11月13日，欧洲最大外卖公司 Just Eat Takeaway 宣布将以 6.5 亿美元的价格将其美国子公司 Grubhub 出售给一家初创公司 Wonder。

※数据速递

Grubhub 于 2004 年在芝加哥创办，被认为是全球互联网外卖平台的鼻祖，并于 2014 年在纳斯达克上市。后因业务遭受 DoorDash 的狙击，美国市场被蚕食，于 2020 年 6 月以 73 亿美元被欧洲最大的外卖平台 JET 收购。Wonder 于 2018 年由沃尔玛前电商主管马克·罗尔创立，是一家新兴的外卖初创公司。与其他外卖平台相比，Wonder 通过开设实体门店来提升用户体验，每个门店内都设有堂食，但以外卖为主。目前，Wonder 在美国各大城市经营着 30 余家美食广场门店。

对于此次收购 Grubhub 的目的，Wonder 表示将推出一款“用餐超级应用”，将 Grubhub 的一些精选合作餐厅也纳入 Wonder 平台，另外 Grubhub 平台也将继续运营，并且将 Wonder 的门店整合到 Grubhub 平台上，让第三方公司来配送。借由收购 Grubhub，Wonder 也将从中高端市场切入到更广大的中低端市场。

3、凌云光收购 JAI

11 月 13 日，凌云光发布公告称，公司拟通过全资子公司北京凌云光及全资子公司新加坡凌云光，以现金形式收购 JAI A/S 的 99.95% 股权，交易对价预计为 1.03 亿欧元。本次交易完成后，公司将持有标的公司 100% 股权。交易资金来源为自有或其他方式筹集资金，最终交易金额以实际交割时确认为准。

凌云光成立于 2002 年，公司以光技术创新为基础，围绕机器视觉与光纤光学开展业务，致力于成为视觉人工智能与光电信息领域的全球领导者。公司曾获得一项国家技术发明一等奖和两项国家科学技术进步二等奖。JAI A/S 主要从事工业相机的设计、研发、生产与销售等经营活动，拥有五十余年的发展历史，广泛服务于工业、半导体检测、食品分拣、生命科学等多个领域。

此次交易完成后，JAI 硬件技术将被引入凌云光，与凌云光在视觉算法和智能软件领域的优势形成互补。凌云光的软件算法能够在 JAI 高精度成像硬件的基础上，实现更高效的图像数据处理，尤其在计算成像和智能相机领域。

4、吉利收购 Volocopter

11 月 13 日，据报道，吉利汽车母公司浙江吉利控股集团（以下简称“吉利”）正在与德国空中出租车初创公司 Volocopter 进行深入谈判，计划收购后者大部分股权。据透露，此次吉利注资金额约为 9500 万美元，持股比例将高达 85%。

Volocopter 成立于 2011 年，曾是飞行汽车研发领域的佼佼者，专注于电动垂直起降技术（eVTOL）的研发。不过自 2022 年起，该公司便遭遇资金困境，资金链的断裂导致 CEO 更迭。公司在飞行汽车领域的技术积累和研发成果依然具有较高价值，如独特的旋翼系统设计、电动动力系统。

若交易完成，Volocopter 的估值将从 2022 年的 19 亿美元大幅下降至约 1.1 亿美元。这次将是吉利在城市空中交通领域的重要布局，有助于推动公司在新能源和智能出行领域的长远发展。今年政府对低空经济支持力度加大，多个省市将低空经济写入政府工作报告，据市场预测，我国低空经济将在 2030 年超过 2 万亿元，有巨大的发展潜力。

※数据速递

四、监管动态

1、证监会首席风险官、发行司司长严伯进：统筹投融资平衡 营造支持创新生态环境

证监会首席风险官、发行司司长严伯进近日在第十五届财新峰会上表示，证监会将进一步深入研究关于发行、上市、上市公司监管、私募创投等制度安排，统筹推动投资端、融资端改革，进一步增强资本市场各项制度对于科技创新企业的包容性、适配性、精准性。严伯进介绍，证监会完善多层次资本市场的建设，差异化设置各个板块定位，提高制度的包容性和便利度。同时，证监会把保护中小投资者合法权益放在更加突出的位置，坚决打击违法违规行为，引导企业合理回报投资者。严伯进表示，要更好发挥投资和融资相协调的资本市场功能，支持科技创新、新质生产力企业发展。

一是进一步全面深化资本市场改革。二是进一步促进投融资两端的平衡。比如，在发行上市方面，要把好资本市场“入口关”，从源头上提高上市公司质量，保持一二级市场均衡。三是进一步营造支持创新的生态环境。

在并购重组方面，下一步要推出一些并购重组典型案例，更好发挥资本市场在并购重组中的主渠道作用。在投资端，证监会将落实好《关于推动中长期资金入市的指导意见》，创造条件吸引更多的中长期资金进入资本市场；引导私募创投基金投早、投小、投长期、投硬科技，进一步促进“募投管退”良性循环的形成。

2、上交所邱勇：推动建立健全“硬科技”企业股债融资、并购重组“绿色通道”

11月7日，上海证券交易所理事长邱勇在2024年上海证券交易所国际投资者大会上致辞称，发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，也是推进中国式现代化的重大战略举措。上交所深入贯彻落实党的二十大、二十届三中全会精神和中央金融工作会议精神、新“国九条”的工作部署，抓好“科创十六条”“科创板八条”等措施的落地，深入推进科创板市场建设，为“硬科技”企业创新发展提供强力支撑。

其中，邱勇提到要持续完善适应科创企业特点的制度体系。立足科创企业发展特点，在发行上市、再融资、并购重组、股权激励、信息披露等方面进行了一系列制度创新。推动建立健全“硬科技”企业股债融资、并购重组“绿色通道”。不断优化科创属性评价体系和标准，完善适应科技型企业特点的再融资、股权激励、并购重组等配套制度，提升市场对科技创新的包容性和适应性。

3、深圳市委金融办发布《行动方案》

11月27日，深圳市委金融办就《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025—2027）》（以下简称“行动方案”）公开征求意见。《行动方案》提出建立上市公司并购重组标的项目库、支持上市公司向新质生产力方向转型等十四项措施，力争通过并购重组助力深圳产业补链强链，提升制造业产业链活力与韧性，强化深圳科技产业金融一体化发展效能。

※数据速递

《行动方案》中提及到 2027 年底，力争将深圳打造成为新质生产力投融资活跃区、技术和产业并购交易集聚地、上市公司质量提升示范地、金融市场互联互通先行地、创新资本生态健康规范先导区；推动深圳境内外上市公司质量全面提升、总市值突破 15 万亿元；推动并购重组市场持续活跃，完成并购重组项目总数量突破 100 单、

交易总价值突破 300 亿元，形成一批优秀并购重组案例，发挥示范引领作用，助力深圳打造有重要影响力的创新资本形成中心。据悉，深圳此次并购重组政策有三个跟以往不一样的特点，包括：明确建立上市公司并购重组标的项目库；坚决支持上市公司向新质生产力转型；联通深港资本市场，支持上市公司开展并购业务“走出去”等。

五、国际热门交易

并购事件	标的赛道	收购比例	交易规模
Cencora收购Retina	医疗健康	100%	46亿美元
加拿大贝尔收购Zipty Fiber	通信	100%	50亿加元
Stonepeak收购ATSG.US	物流运输	100%	31亿美元
罗氏收购Poseida Therapeutics	医疗技术	100%	15亿美元
诺华收购Kate Therapeutics	医疗技术	100%	11亿美元



※政策法规

- 1、《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025-2027）（公开征求意见稿）》（详见附件一）
- 2、《证券公司重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法（2024年修订）》（详见附件二）

※业务问答

截至发稿日，本月中国证券监督管理委员会上市公司监管部及全国中小企业股份转让系统暂未发布并购与重组业务相关问答。



※观点争鸣

上市公司并购：“并购六条”背景下，上市公司如何把握并购重组机遇

梅彦（上海璟和律师事务所 律师）

随着商业环境和资本市场监管政策复杂变化，“并购”成为热点话题。面对目前的市场环境，上市公司正在积极寻找并购机会，以实现市值增长与资产扩张。同时，一些原计划上市却遇阻的企业也逐渐希望通过被上市公司并购，踏入资本市场大门。随着“并购六条”及配套规则的出台，这一趋势将得到进一步推动，不仅为市场各参与方开辟了新的道路，同时也将带来相应的挑战。

据此，我们将推出“上市公司并购”系列文章，旨在深入分析并购新动向如何为上市公司并购重组注入活力，探讨难以直接上市的企业如何利用并购解绑融资压力、达成“间接”上市目标，并说明在并购浪潮中寻求退出机会的企业创始人如何规避并购过程中可能出现的风险。此外，我们还将关注产业并购基金如何利用新的政策优化其“募投管退”……通过系列文章，我们希望能够帮助上市公司、拟上市企业、私募基金、中小企业家以及其他市场参与者更好地理解当前的并购环境，把握机遇，应对挑战，实现自身的发展目标。

本文作为上市公司并购专题系列的开篇，将探讨上市公司如何把握“并购六条”机遇，实现企业战略转型与长远发展。

引言

2024年4月4日，在二级市场持续低迷，证券违法违规行为频发背景下，国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（“国九条”），旨在通过强监管、防风险、促高质等手段，严把发行上市准入关。自“国九条”实施以来，截至10月15日，沪深交易所新受理的IPO项目合计仅3家。

※观点争鸣

2024 年 9 月 24 日，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》（“并购六条”），同日，作为配套规则，中国证监会发布《关于修订〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定（征求意见稿）》（“《重组办法征求意见稿》”）、沪深交易所分别修改了重大资产重组审核规则并公开征求意见（“《审核规则征求意见稿》”）。上述政策及规则旨在深化上市公司并购重组市场改革，优化监管环境，提升市场效率。

“国九条”和“并购六条”的出台，意在收紧 IPO 及严控上市公司数量，并通过鼓励上市公司并购重组，发挥并购重组的资源配置功能，提升上市公司整体质量。本文将通过对“并购六条”及配套规则的解读，探讨上市公司如何把握并购重组机遇，实现企业战略转型与长远发展。

一、政策解读

针对上市公司，“并购六条”可划分为一个目标及三项支持。

（一）一个目标——提升上市公司质量

据 Wind 数据显示，截至 2024 年 10 月 15 日，A 股上市公司共计 5,355 家，其中，市值低于 100 亿元的小市值上市公司共计 3,975 家，占比 74.23%；同时，A 股上市公司中，传统产业企业占比超过六成，A 股上市公司目前尚处于“大而不强、多而不优”的状况。因此，为提升 A 股上市公司质量，“并购六条”明确了“向新质生产力转型”与“加强产业整合”两个核心发展方向，具体包括以下内容：

向新质生产力转型	加强产业整合
支持上市公司围绕科技创新、产业升级布局，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。	鼓励引导头部上市公司立足主业，加大对产业链上市公司的整合。
支持科创板、创业板上市公司并购产业链上下游资产，增强“硬科技”、“三创四新”属性。	完善股份锁定期等政策规定，支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并。
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，加快向新质生产力转型步伐。	支持传统行业上市公司并购同行业或上下游资产，加大资源整合，合理提升产业集中度。
支持上市公司结合自身产业发展需要，在不影响持续经营能力并设置中小投资者利益保护相关安排的基础上，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。	支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司。支持沪深北交易所上市公司开展多层次合作，助力打造特色产业集群。
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。	

※观点争鸣

1、支持产业并购

鼓励上市公司通过并购同行业企业、产业链上下游企业的方式，提升产业集中度，提高上市公司质量。

首先，鼓励科创板、创业板（“两创板块”）上市公司并购产业链上下游资产，增强“硬科技”、“三创四新”属性。根据近日上交所召开的并购座谈会（“并购座谈会”）的相关会议内容，并购标的不需要完全按照 IPO 要求符合“硬科技”或“三创四新”的定位，但并购交易需能够巩固“两创板块”上市公司整体的“硬科技”或“三创四新”属性。

其次，鼓励传统行业上市公司并购同行业或上下游资产。根据并购座谈会内容，传统行业上市公司在进行产业整合过程中，行业适用面很宽，甚至衣、食、住、行等 IPO 黄灯行业也可以纳入范围，但如构成借壳上市的，审核要求仍要比照 IPO 执行。

在“并购六条”发布之前，已有多例上市公司完成同行业或上下游资产并购的案例，本次“并购六条”更多是在原有规则基础上，进一步放开产业并购的范围。例如，天山股份（SZ.000877）通过发行股份及支付现金的方式收购其控股股东旗下的主要水泥资产，将控股股东旗下的水泥资产与上市公司资产进行整合，解决上市公司与控股股东存在的同业竞争问题。中航电测（SZ.300114）通过发行股份的方式收购成都飞机工业（集团）有限责任公司 100%的股权，通过本次收购，上市公司新增了航空装备整机及部附件研制生产业务并聚焦于航空主业。

笔者认为，“并购六条”在产业并购的范围及适用面上给予更多空间，上市公司在并购过程中，首先需要找准自身定位，确定并购目的及方向，再寻求合适的并购标的，关注标的资产与上市公司的协同效应。对于“两创板块”上市公司，需警惕因并购交易导致公司定位发生变化。

2、支持跨界并购

由于 A 股超过六成的上市公司属于传统产业企业，为了引导该等上市公司进行产业转型，追求第二曲线增长，顺应国家向战略性新兴产业、未来产业发展的趋势，“并购六条”支持此类企业进行跨界并购。

“并购六条”发布后，百傲化学（SH.603360）顺应政策，于 10 月 8 日发布公告，将通过全资子公司以人民币 7 亿元增资苏州芯慧联半导体科技有限公司，增资后直接持有其 46.6667%股权，并通过接受表决权委托方式合计控制其 54.6342%的表决权。本次收购完成后，上市公司的主要业务将由化工业务逐步扩展至化工和半导体业务。百傲化学的本次收购，是在“并购六条”政策支持下的一次大胆尝试，后续发展尚待市场检验。

笔者认为，“并购六条”支持的跨界并购是有条件、有前提、有导向的跨界，而非盲目跨界。上市公司拟实施跨界并购的，需提前研判并购完成后开展经营活动的具体方式，避免因上市公司与并购标的不同的治理结构影响业务开展，避免“捡芝麻丢西瓜”的不利后果。同时，“并购六条”虽未明确跨界并购中标的资产的业务类型，但根据“并购六条”精神，上市公司在选择跨界并购标的资产时，应尽可能倾向于战略性新兴产业及未来产业，顺应“并购六条”的导向。

※观点争鸣

3、支持优质未盈利资产并购

并购未盈利资产有以下要求：首先，并购未盈利资产需要符合上市公司主营业务，有助于上市公司补链强链，提升关键技术水平，不能影响上市公司的经营能力；其次，并购未盈利资产需要建立在设置中小投资者保护机制的基础上。根据并购座谈会的相关内容，并购未盈利资产的，并购的合理性最为重要，如并购标的是为上市公司主营业务做产业配套、技术支持的，无盈利必要；如上市公司拟并购初创企业，则需要说明并购标的的发展前景，是否对上市公司长期发展、持续经营有利。

即使在现有规则下，中国证监会、沪深交易所并未禁止上市公司收购未盈利企业，本次“并购六条”重申支持上市公司并购未盈利企业，但应具备补链强链，提升关键技术水平的效果。

2024年9月11日，思瑞浦（SH.688536）发行可转债及支付现金购买深圳市创芯微微电子股份有限公司（“创芯微”）100%股份并募集配套资金的申请经中国证监会批准注册。根据公开信息，创芯微2022年度、2023年度、2024年1-3月的扣非归母净利润分别为-910.73万元、-759.09万元、208.80万元。本次收购属于上市公司收购未盈利资产，通过本次收购，思瑞浦将整合创芯微的AC/DC芯片，增加锂电保护芯片产品，从而增强其在消费电子领域的布局能力，筑高壁垒，增强竞争力。

笔者认为，上市公司并购优质未盈利资产的关键词在于“优质”，优质可以表现为：并购标的在并购时未盈利，但有充足的发展前景，能够获得未来收益；或者标的资产能够与上市公司主营业务协同，发挥“1+1>2”的实际效果。此外，虽然监管部门尚未明确如何“设置中小投资者保护机制”，实操中，上市公司可以通过与交易对方设置“盈利前对价股份锁定期”、“业绩对赌”等安排，保护中小投资者利益。

4、支持上市公司间整合

据Wind数据显示，A股上市公司中，2023年度扣非净利润低于6,000万元的上市公司共计2,493家，占比46.55%，如按坊间流传的IPO净利润要求，目前的A股上市公司中，符合IPO净利润标准的上市公司不足五成。有学者认为，未来退市标准，一定会慢慢趋同于上不了市的标准。

在此背景下，为优化A股上市公司结构，在一定程度上以并购代替退市，“并购六条”支持上市公司之间的并购，并在股份锁定期上参照“短线交易”的规定给予政策支持。

根据《重组办法征求意见稿》第49条的规定：“……上市公司之间换股吸收合并的，被吸收合并公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人换股取得的股份自股份发行结束之日起六个月内不得转让。”

笔者认为，上市公司在选择并购标的时，在业务前置基础上，可优先考虑并购上市公司。首先，相较于其他企业，上市公司在信息披露上具备优势，便于买方了解标的资产的实际情况，提高并购尽调效率；其次，卖方通过换股取得的上市公司股份锁定期仅为6个月，买方可以此作为谈判筹码，提高谈判成功率；最后，通过横向或纵向的上市公司间产业整合，便于买方进行资源配置，发挥规模优势。

※观点争鸣

(二) 三项支持——“提升监管包容度”、“提高支付灵活性”、“提高审核效率”

为实现提高上市公司质量目标，“并购六条”从三个维度给予支持，包括强调尊重市场规律及商业逻辑，在估值方法、定价公允性判断、承诺设置及同业竞争与关联交易上提高监管包容度；在鼓励上市公司运用多种支付工具的情形下，创设对价分期支付机制及配套募集资金储架发行制度，提高支付灵活性；对于符合条件的上市公司，建立简易审核程序及强调适用绿色通道，提高审核效率。

提升 监管包容度	提升 支付灵活性	提升 审核效率
<p>充分发挥市场在价格发现和竞争磋商中的作用，支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法等多元化的评估方法为基础协商确定交易作价。</p> <p>综合考虑标的资产运营模式、研发投入、业绩增长、同行业可比公司及可比交易定价情况等，多角度评价并购标的定价公允性。</p> <p>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。</p> <p>顺应产业发展规律，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。</p>	<p>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，增加交易弹性。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。</p>	<p>建立重组简易审核程序，对上市公司之间吸收合并，以及运作规范、市值超过100亿元且信息披露质量评价连续两年为A的优质公司发行股份购买资产（不构成重大资产重组），精简审核流程，缩短审核注册时间。</p> <p>用好“小额快速”等审核机制，对突破关键核心技术的科技型企业并购重组实施“绿色通道”，加快审核进度，提升并购便利度。</p>

1、提升监管包容度

(1) 提升对同业竞争与关联交易的包容度

现行有效的《上市公司重大资产重组管理办法》（“《现行重组办法》”）	《重组办法征求意见稿》
<p>第43条 上市公司发行股份购买资产，应当符合下列规定：</p> <p>（一）充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续经营能力，有利于上市公司减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性……</p>	<p>第43条修改为：上市公司发行股份购买资产，应当符合下列规定：</p> <p>（一）充分说明并披露本次交易有利于提高上市公司资产质量、改善财务状况和增强持续经营能力，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……</p>

※观点争鸣

在资本市场业务中，同业竞争与关联交易是监管部门重点关注事项之一，存在同业竞争或不当的关联交易可能实质性阻却项目推进。为支持上市公司通过并购重组方式提高公司质地，《重组办法征求意见稿》作出如上修订。

由上表可知，本次变化不再要求上市公司并购达到减少关联交易、避免同业竞争、增强独立性的目标，在“同业竞争”指标上，转变为“不会新增同业竞争、影响上市公司的独立性”；在“关联交易”指标上，转变为“不会导致产生显失公平的关联交易”。该变化赋予上市公司间（尤其是同控下上市公司）吸收合并更大的操作空间。

（2）提升对估值方法、定价公允性判断、承诺设置的包容度

“并购六条”的配套规则并未在现有规则框架内就如何估值、如何论证交易定价公允性或如何设置承诺安排创设新规则。本次提升包容度更多是起到重申与引导作用，即鼓励买卖双方在多元化的估值方法基础上协商确定价格；允许论证定价公允性时运用多种论证方法综合说理并同意买卖双方在规则框架内自主协商确定承诺安排。

以估值合理性为例，在“并购六条”发布前，已有高倍数增值率的标的资产被上市公司收购，本次“并购六条”的发布，将赋予多元化的估值方式更大的包容度。

2024年8月，华亚智能（SZ.003043）发行股份及支付现金购买苏州冠鸿智能装备有限公司（“冠鸿智能”）51%股权并募集配套资金的申请经中国证监会批准注册。根据公开信息，冠鸿智能在评估基准日的股东权益账面值为5,138.77万元，评估值为80,600.00万元，评估增值75,461.23万元，增值率为1,468.47%。通过本次收购，上市公司将进一步拓展半导体设备领域产品服务范围、拓宽下游应用领域，与标的资产形成优势互补，发挥协同效应，提升上市公司的主营业务规模和行业地位。正是由于上述优势，使得本次收购在如此高的增值率情形下，仍取得了中国证监会批复。

笔者认为，监管部门对于包容度的提升是对未来其将更加尊重市场规律、商业逻辑的表态，鼓励上市公司相信规则、尊重规则，并引导上市公司于规则框架内在估值、承诺安排等方面发挥主观能动性。对于上市公司而言，在并购过程中可以尝试运用多元化手段对标的资产进行估值定价，在法律允许的范围内设置符合交易逻辑的承诺安排。

2、提高支付灵活性

《重组办法征求意见稿》在现有制度下创设了对价分期支付机制及配套募集资金储架发行制度，具体如下页图表所示。

（1）对价分期支付机制

实践中，在现金充沛情形下，上市公司更倾向于以现金作为支付对价。只要买卖双方协商一致，买方可以便捷地设置分期支付规则，并约定在交易对方完成不同阶段的特定先决条件后再分期支付交易对价，甚至可以设定一定比例的保证金，在交割完成后的一定期限内，确保未发生买卖双方约定的违约事项后再予支付，这在很大程度上能够帮助买方控制交易风险，进退自如。相反，上市公司如以股份作为支付对价，囿于《现行重组办法》对于注册批文有效期的规定（12个月），往

※观点争鸣

往只能选择一次性发行。在大体量的并购交易中，买方常因前期已经付出了大额的沉没成本（包括时间成本、中介机构费用等），豁免卖方一定责任，力求在批文有效期内完成交割，这无疑将影响交易安全。例如，在交割完成后，卖方可能将其持有上市公司股份用于质押或施加其它权利限制，此时，如买方实质性违反协议约定，上述权利限制将可能导致发行人难以回购该部分股份。

在关注到上述困境后，参考现金作为支付手段时可分期支付的优势，本次修改创设了对价分期支付机制，允许上市公司在取得注册批文后，在 48 个月内分期发行股份支付，赋予了上市公司并购灵活度。

(2) 配套募集资金储架发行制度

所谓储架发行制度，在形式上与对价分期支付机制类似，均允许买方在注册批文有效期内分期发行证券。区别在于：在期限上，相较于对价分期支付机制 48 个月的发行期限，储架发行制度的有效期为《上市公司证券发行注册管理办法》规定的 12 个月 4；在用途上，对价分期支付机制仅适用于上市公司发行股份作为支付对价；而通过配套募集资金储架发行制度募集的资金可以用于支付交易中的现金对价、补充流动资金或偿还债务等 5。

笔者认为，“并购六条”在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的基础上，创设了对价分期支付机制及配套募集资金储架发行制度，大大提高了上市公司在并购交易中的灵活度。上市公司在实践中可在规则范围内按照公司实际情况（如现金储备量、控股股东控制权集中度等），在对价支付上灵活运用现金、发股、可转债等支付工具及其组合，在付款节奏上灵活使用对价分期支付机制及配套募集资金储架发行制度，勇于创新，胆大而心细。

《现行重组办法》	《重组办法征求意见稿》
第33条 自完成相关批准程序之日起六十日内，本次重大资产重组未实施完毕的，上市公司应当于期满后次一工作日将实施进展情况报告，并予以公告；此后每三十日应当公告一次，直至实施完毕。属于本办法第四十四条规定的交易情形的，自收到中国证监会注册文件之日起超过十二个月未实施完毕的，注册文件失效。	第33条修改为：自完成相关批准程序之日起六十日内，本次重大资产重组未实施完毕的，上市公司应当于期满后次一工作日将实施进展情况报告，并予以公告；此后每三十日应当公告一次，直至实施完毕。 属于本办法第四十四条规定的交易情形的，自收到中国证监会注册文件之日起超过十二个月未实施完毕的，注册决定失效。但申请一次注册、分期发行股份支付购买资产对价的，自收到中国证监会注册文件之日起超过四十八个月未实施完毕的，注册决定失效；募集配套资金申请一次注册、分期发行的，注册决定有效期按照相关规定执行。

3、提高审核效率

“并购六条”配套规则在审核程序上也提供支持，创设了重组简易审核程序，强调对突破关键核心技术的并购重组适用“小额快速”的“绿色通道”。

(1) 重组简易审核程序

※观点争鸣

《现行重组办法》	《重组办法征求意见稿》
<p>第27条 证券交易所设立并购重组委员会（以下简称并购重组委）依法审议上市公司发行股份购买资产申请，提出审议意见。</p> <p>证券交易所应当在规定的时限内基于并购重组委的审议意见，形成本次交易是否符合重组条件和信息披露要求的审核意见。</p> <p>证券交易所认为符合相关条件和要求的，将审核意见、上市公司注册申请文件及相关审核资料报中国证监会注册；认为不符合相关条件和要求的，作出终止审核决定。</p>	<p>第27条 证券交易所设立并购重组委员会（以下简称并购重组委）依法审议上市公司发行股份购买资产申请，提出审议意见。</p> <p>证券交易所应当在规定的时限内基于并购重组委的审议意见，形成本次交易是否符合重组条件和信息披露要求的审核意见。</p> <p>证券交易所认为符合相关条件和要求的，将审核意见、上市公司注册申请文件及相关审核资料报中国证监会注册；认为不符合相关条件和要求的，作出终止审核决定。</p> <p>证券交易所采用简易审核程序的，不适用第一款、第二款规定。证券交易所应当制定简易审核程序的业务规则，并报中国证监会批准。</p>
<p>第28条 中国证监会收到证券交易所报送的审核意见等相关文件后，依照法定条件和程序，在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定，按规定应当扣除的时间不计算在本款规定的时限内。</p> <p>.....</p>	<p>第28条 中国证监会收到证券交易所报送的审核意见等相关文件后，依照法定条件和程序，在十五个工作日内对上市公司的注册申请作出予以注册或者不予注册的决定。证券交易所采用简易审核程序审核并报注册的，中国证监会在五个工作日内作出予以注册或者不予注册的决定。按规定应当扣除的时间不计算在本款规定的时限内。</p> <p>.....</p>

为配套《重组办法征求意见稿》中关于简易审核程序的规定，沪深交易所在《审核规则征求意见稿》（本文以上交所规则为例）中新增“简易审核程序特别规定”章节，对重组简易审核程序的适用范围、审核机制以及负面清单提供了指引，具体如下：

- ①适用范围
- 简易审核程序仅适用于不构成重大资产重组的情况，在此前提下，上市公司之间的换股吸收合并；或达到市值（100 亿元）及最近两年披露质量评价为 A 的交易才可以使用简易审核程序。
- ②审核机制
- 在上述适用范围内的并购交易，适用“2+5+5”审核机制，即交易所在收到申请文件 2 个工作日内作出是否受理的决定；受理之日起 5 个工作日内，交易所出具审核意见并报送证监会；证监会在 5 个工作日内作出注册与否的决定。
- ③负面清单
- 虽有上述规定，如上市公司存在：上市公司或者其控股股东、实际控制人最近十二个月内受到中国证监会行政处罚或者证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所公开谴责，或者存在其他重大失信行为；或，独立财务顾问、证券服务机构或者其相关人员最近十二个月内受到中国证监会行政处罚或者证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所纪律处分；或，交易方案存在重大无先例、重大舆情等重大复杂情形。

※观点争鸣

(2) 绿色通道

除上述简易审核程序外，“并购六条”还提出对突破关键核心技术的科技型企业并购重组开具“绿色通道”，即适用“小额快速”程序6，加快审核进度，提升并购便利度。

笔者认为，上述规则无疑将大大加快审核效率，但上市公司应做好准备工作（披露质量评价），同时注意定期对公司及公司控股股东、实际控制人、董监高等关键人员的合规情况进行动态跟踪，避免因此类问题影响并购效率。

二、上市公司如何把握并购重组机遇

“并购六条”及其配套规则是为改变A股上市公司“大而不强、多而不优”、产业结构分布不均匀而作，最终目的是全方面提高上市公司质量。针对上市公司而言，作为“并购六条”及其配套规则的直接指向对象，需积极抓住并购重组的“窗口期”、“红利期”。

1、找准定位，量体裁衣

上市公司应提前进行“体检”，了解自身定位，以及该定位对应的红利政策。对于“两创板块”上市公司，在并购中可倾向于并购产业链上下游的标的资产，增强自身“硬科技”与“三创四新”属性；对于传统行业上市公司，一方面可以寻求并购同行业或上下游企业，提高产业集中度；另一方面，可开展符合商业逻辑及具有商业背景的跨行业并购，寻求发展的“第二春”。需要注意，不论何种类型的上市公司，实施并购的前提是符合公司的需求及长期发展战略，切忌一味追求政策红利，忽视公司实际发展需要。

2、战略导向，提前布局

在找准自身定位的基础上，上市公司可以着眼于布局其他上市公司及尚未盈利的优质企业，这些企业可能具备“长处够长，短处够短”的特点。“长处够长”表现在该等企业具有自身核心价值及“护城河”，在并购完成后能够与上市公司主业形成协同效应，提高上市公司质量；“短处够短”表现在该等企业具有显而易见但非实质性的劣势，如短期内未盈利但未来可期或短期内需大量的研发投入但产品上市后预期收益良好，以便上市公司通过并购取得收益最大化。

3、合规经营、规范运作

如前文所述，在“并购六条”大方针下，沪深交易所制定了配套的简易审核流程，在简易审核流程下，发行注册效率将大幅提升，这对于并购交易（尤其是耗时较长的跨境并购）大有裨益，甚至能够决定一项交易的成败。但适用简易审核程序对上市公司的质地是有要求的，例如：市值要求、信息披露评级要求等。因此，对上市公司而言，为手握简易审核流程“入场券”，其需时刻保证符合适用条件，未雨绸缪。

4、勇于创新，善用资源

根据并购座谈会的内容，上市公司需要善于利用并购重组工具及政策、多参考已有案例，对于疑难问题，可以到交易所沟通，必要时其将帮助设计方案。因此，对上市公司而言，在规则框架内，对于有明文规定的事项，应尊重规则；对于未明文规定的事项，应参考已有案例并勇于创新；

※观点争鸣

同时，对于复杂疑难的问题，应积极利用交易所提供的沟通资源，为并购交易保驾护航。

三、结语

综上所述，“并购六条”及相应配套规则的出台，旨在通过一系列改革措施，促使 A 股市场走向成熟，提升上市公司的整体质量和竞争力。无论是对于“硬科技”、“三创四新”为代表的“两创板块”上市公司，还是对于寻求转型的传统产业上市公司，政策都提供了灵活的支持方案，鼓励上市公司通过并购重组实现战略升级和长远发展。

在接下来的文章中，我们将进一步探讨适用“并购六条”及配套规则的具体方法，以及在过程中如何识别风险、防范风险。

※观点争鸣

A 股上市公司并购非上市企业的关注要点

智斌（北京市汉坤律师事务所 律师）

樊篱（北京市汉坤律师事务所 律师）

赵舫慧（北京市汉坤律师事务所 律师助理）

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

※观点争鸣

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。

【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

※观点争鸣

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

※观点争鸣

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。

※观点争鸣

【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。

※观点争鸣

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

※观点争鸣

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。

※观点争鸣

A 股并购重组新政下，创业公司及投资人的权责安排和特别注意事项

何廷财（北京市君合律师事务所 合伙人）

李若晨（北京市君合律师事务所 律师）

钟晓依云（北京市君合律师事务所 律师）

一、前言

自 2023 年的“827 新政”实施以来，A 股资本市场生态出现了重大变化，IPO 整体降速、项目撤否加速，且其他多重原因叠加导致了一级市场的募投管退失速。随着新“国九条”和“科创板八条”等规则的相继出台，中国证监会、沪深证券交易所陆续通过修改完善并购重组的规则、优化监管机制、加强市场沟通等方式，努力激发并购重组市场的活力。2024 年 9 月 24 日，中国证监会发布了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》、《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定（征求意见稿）》，沪深交易所分别发布了《上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》等文件（以下简称“并购重组新政”），以进一步促进并活跃并购市场，引起市场重大关注。新经济形势下，并购重组已成为上市公司补链强链、做优做强、提升投资价值的重要手段，也成为一级市场的创业公司及投资人股东“解套退出”的重要路径。

本文根据本次并购重组新政的相关规定，结合我们过往实操过或正在操作的若干上市公司并购重组项目的经验以及我们参与众多一级市场投融资项目的经验，对上市公司并购重组中创业公司、创始团队及投资人股东在并购重组活动中权责安排、特别关注事项及应对方式进行初步梳理，以供创业公司及其投资人股东参考。

二、本次并购重组新政及其对创业公司及投资人的整体影响解读

并购重组主要分为公司并购与资产重组。公司并购主要包括兼并和收购两类，侧重于公司控制权的转移；而资产重组主要通过股权转让、资产购买、资产置换、借壳上市及/或资产出售等实现资产关系的变化。公司并购与资产重组往往交叉进行，交易相关方一般基于战略发展、提升市值、盘活资产以及投资获利等目的展开。并购重组是实现产业整合和转型升级、优化资源配置、助力公司实现高质量发展的重要途径，也是当前新形势下上市公司培育和发展新质生产力的有效手段。

A 股并购重组政策在过去十余年期间经历了非常频繁且复杂的演进过程。本次并购重组新政主要包括助力新质生产力发展、加大产业整合支持力度、提升监管包容度、提高支付灵活性和审核效率、提升中介机构服务水平、依法加强监管等六个部分，是对“国九条”和“科创板八条”关于并购重组相关规定的进一步细化和落地。本次并购重组新政主要内容如下：

※观点争鸣

主要内容	新增/重述核心要点	具体要求	对创业公司及投资人的整体影响
支持上市公司向新质生产力方向转型升级	支持上市公司“跨行业并购”	<ul style="list-style-type: none"> 支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组； 支持上市公司开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的优质未盈利资产收购； 支持科创板、创业板公司并购产业链上下游资产等，增强“硬科技”“三创四新”属性。 	<ul style="list-style-type: none"> 明确未盈利的优质“硬科技”企业属于可以收购的资产范围，但要属于战略新兴和未来产业的标的范围。此对于近年来“大干快上”进行融资后进一步资本来源乏力的“硬科技”企业及其投资人股东提供了退出途径（可参考案例：芯联集成发行股份及支付现金购买芯联越州72.33%的股权）； 上市公司跨行业并购可以使得不同行业的创业公司通过并购方式解决发展问题，也有助于通过成熟的上市主体形成产业协同，更好的提升关键技术和企业核心竞争力。在具体产业赛道已经存在较多上市公司的情况下，该等政策的重申有利于竞争力稍弱的创业公司及其投资人股东实现退出或部分退出。（可参考案例：双成药业发行股份及支付现金购买奥拉半导体100%股权）
鼓励上市公司加强产业整合	支持私募基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司	<ul style="list-style-type: none"> 通过锁定期“反向挂钩”等安排，鼓励私募投资基金积极参与并购重组； 支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并（特别是锁定期的调整安排）； 对于上市公司之间的整合需求，将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持。 	<ul style="list-style-type: none"> 私募基金锁定期“反向挂钩”：锁定期“反向挂钩”虽不是本次并购重组新政首次提出，本次进一步强调了其适用。其主旨是，私募投资基金对创业公司的前期投资时间越长，在上市公司并购重组后的锁定期越短。具体而言，投资期限满5年的，第三方交易中的锁定期限由12个月缩短为6个月，重组上市中作为中小股东的锁定期限由24个月缩短为12个月。该等规则有利于私募基金早卖早退出，使得更多私募基金参与并购重组融资活动； 私募基金收购上市公司以及与创业公司的整合：现有《上市公司重大资产重组管理办法》即已明确鼓励并购基金、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等投资机构参与上市公司并购重组，但实践中并不多见（近期迈瑞医药并购惠泰医疗的“A控A”交易中晨壹基金发挥了举足轻重的作用）。本次并购重组新政进一步明确私募投资基金“以促进产业整合为目的依法收购上市公司”，无疑肯定了私募投资基金的重要意义，此对于该等私募基金所投资的创业公司参与到上市公司整合中亦具有积极意义。

※观点争鸣

提升重组市场交易效率	推动重组股份对价分期支付落地	<ul style="list-style-type: none">支持上市公司根据交易安排，分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资，以提高交易灵活性和资金使用效率；将申请一次注册、分期发行股份购买资产交易的批文有效期延长至 48 个月。	<ul style="list-style-type: none">分期配套融资有利于破解2023年8月27日再融资政策收紧后的并购融资的约束，有利于并购重组项目的融资；多种支付方式结合及支付期限的分期安排有助于创业公司结合交易情况和市场情况灵活选择支付方式及支付期限，避免出现因市场价格不稳定导致的交易不确定性风险，是本次并购重组新政中所称“尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律”的体现；对于符合条件可以实施简易程序的重组审核，将大幅提高重组效率，更好的促成并购重组交易落地（可参考案例：思瑞浦发行可转换公司债券及支付现金购买芯创微100%股份）。
	新增重组简易审核程序	<ul style="list-style-type: none">适用范围包括两类交易，一类是上市公司之间换股吸收合并，一类是优质上市公司（总市值超过100亿元且连续两年信息披露质量评价为A）发行股份购买资产且不构成重大资产重组；建立重组简易审核程序，明确适用简易程序的重组交易无需证券交易所并购重组委审议，且在 5 个工作日内完成注册；简易程序应当符合沪深交易所的重组审核规则。	
进一步提高监管包容度	对重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易等事项，进一步提高包容度	<ul style="list-style-type: none">支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法等多元化的评估方法为基础协商确定交易作价；多角度评价并购标的定价公允性；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。	<ul style="list-style-type: none">重组方案的定价依据和定价公允性评价体系可以结合企业实际情况和市场规律确定（不同创业公司有不同的估值定价逻辑）；创业公司如为第三方（上市公司体系外的第三方）交易对象的，可以与上市公司自主选择是否设置业绩承诺条款，但未设置业绩承诺条款将会引发上市公司对未来业绩承受的压力评估，可能会对重组交易条款产生影响。
提升中介机构服务水平	加大对财务顾问业务的投入，充分发挥交易撮合作用，积极促成并购重组交易	<ul style="list-style-type: none">提高财务顾问业务的评价比重，细化评价标准；督促财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估机构等中介机构归位尽责，提升执业质量。	<ul style="list-style-type: none">创业公司及投资人股东应当配合中介机构落实重组事项，避免相关方出现信息披露瑕疵及其他违法违规事项。
依法加强监管	规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务	<ul style="list-style-type: none">严格监管“忽悠式”重组，从严惩治并购重组中的欺诈发行、财务造假、内幕交易等违法行为；打击各类违规“保壳”行为，维护并购重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。	<ul style="list-style-type: none">创业公司及投资人股东应能识别上市公司拟对其发起的重组是否有较大可能被认定为属于“忽悠式”重组、“保壳”行为，导致无畏的时间、精力和其他资源损耗；创业公司及投资人股东避免通过并购重组方式配合上市公司进行违法违规活动，导致被监管处罚。

※观点争鸣

三、创业公司及投资人的权责安排及特别注意事项

近年来特别是近期一段时间，一级投融资市场的退出艰辛以及创业公司及其创始团队面临严峻的回购压力，成为行业乃至国家政策关注的重点。本次并购重组新政将此前监管在陆续释放的政策“暖风”，进一步以规章、基础规则和监管指引等成文形式进行了固定，此对于亟需置入优质资产的上市公司、亟需实现退出和资金循环的基金投资人以及亟需从“回购魔咒”中脱身的创业公司而言，无疑是注入了一剂强心剂。

然而，尽管有政策的“暖风”吹拂，并购重组新政的出台有利于推进优质产业聚集、提高并购重组的效率，但对于身处一级投融资市场的创业公司及其投资人股东，在面对来自于二级资本市场的上市公司买方及其背后的监管政策，仍有若干重要的事项需要引起注意，包括但不限于创业公司股东协议项下股东特殊权责的处理、出售估值的应对、交易工具的恰当使用、交易规则和监管规则的掌握等。

在此，结合我们过往实操过或正在操作的若干上市公司并购重组项目的经验、我们参与众多一级市场投融资项目的经验以及现有市场实践，我们对此进行初步梳理，以供创业公司及其投资人股东参考（基本假设是创业公司100%股权被出售给上市公司）：

（1）对优先清算权的影响及其应对

创业公司的股东协议中通常会约定优先清算权。根据该等约定，若创业公司发生任何清算、解散或终止或视同清算（如创业公司的控制权变更）的情形，就相应的收益（如出售整体对价），投资人股东有权优先于创业公司的其他股东（通常是指创始团队）取得下述优先清算额之和：(i) 相当于其为其对应轮次股权支付的全部投资金额以及基于该等投资金额按照某年化利率计算的资金占用期间利息，以及该轮次股权对应的未分配利润；(ii) 在其他股东按照上述原则及其他分配机制分配完成之后，就出售整体对价进一步按照该投资人股东在创业公司的持股比例进行分配。

一般而言，如发生触发优先清算的事项，投资人股东按照优先清算的约定会取得超出其相较于持股比例能够获得的收益，而创始团队会取得少于其按照持股比例所能够获得的收益。例如，假设创业公司中创始团队持股50%、投资人股东持股50%，若按照10亿元对价对外出售公司100%股权，则在持股比例下，投资人股东和创始团队可各得5亿元，而在优先清算权机制下，投资人股东可能会取得8亿元对价、而创始团队可能仅能取得2亿元对价。该等情形下，创始团队或缺乏出售股权的动力；相反，如按照持股比例进行清算，投资人股东会取得低于根据优先清算约定能够获得的收益，亦会导致投资人股东缺乏出售股权的动力。在此情形下，交易可能将会陷入僵局。

对此，投资人股东与创始团队需要充分评估创业公司所面临的现实发展情况、创始团队所面临的回购压力、结合上市公司给予的估值及其估值方案、是否要求创始团队做出业绩对赌等，综合评判投资人股东与创始团队所应合理取得的交易对价空间。举例而言，在创始团队承担并购重组后的业绩对赌的情况下，通常而言其可得一部分额外交易对价，据此可要求对冲投资人股东优先清算权项下的额外溢价要求；反之，假设投资人股东判断创始团队在承担业绩对赌的情况下，所产生的责任和风险（例如业绩对赌补偿下存在责任上限机制）并不比要求其承担回购责任情形下要高，且由

※观点争鸣

于投资人股东内控的要求难以退让的，投资人股东可以尽可能争取更大的经济利益。

本次并购重组新政及近期的一些案例体现了监管“尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律”的精神（例如思瑞浦并购创芯微中对于不同卖方采取了不同定价方式）。对于交易各方基于规则和市场进行的交易方案设计，在不违反法律法规、损害上市公司及其中小投资者的情况下，相信监管并不会更多干预。

(2) 出售估值低于融资估值 (Down Round) 下的影响及其应对

由于创业公司的融资估值存在较多元的定价方法，通常要远高于净资产且难以以二级市场 PE 法进行定价，而上市公司收购非上市公司控制权时，通常要考虑上市公司监管的要求及市场的实践（例如按照 PE 进行收购的，通常 PE 倍数在 10-12 之间，视行业情况及标的企业发展状况而定），因此，创业公司融资时的估值通常与出售控制权给上市公司时的估值出现倒挂情形（通常所称“Down Round”或“估值倒挂”），因此也可能会加重交易的复杂性。

为推进并购交易，交易各方可考虑差异化安排的策略，并平衡创始团队与投资人股东的经济利益。如在思瑞浦收购创芯微并购案例当中，就出现了估值倒挂问题。该并购交易采用了差异化定价策略，投资人股东整体按照人民币 16.2 亿元估值退出，而创始团队/管理团队按照人民币 8.72 亿元估值退出，天使投资人艾某按照人民币 11.5 亿元的估值退出，综合估值为人民币 10.6 亿元。该等安排体现了买方、创始团队与投资人股东在推进并购交易时在价格方面的妥协，平衡了各方的利益。

与上文优先清算权部分类似，投资人股东与创始团队需要充分评估创业公司所面临的现实发展情况、创始团队所面临的回购压力、结合上市公司本次给予的估值及其估值方案、是否要求创始团队做出业绩对赌等，综合评判投资人股东与创始团队所应合理取得的交易对价空间，如此处理 Down Round 情形下的对价安排。

(3) 对其他股东特殊权利的影响及其应对

除上述权利问题外，针对创业公司中普遍存在的投资人股东的优先认购权、对创始团队的转股限制、优先购买权、共同出售权、领售权、反稀释权、回购权、最惠国待遇、保护性条款和董事席位、信息权等投资人惯常拥有的股东特殊权利，创始团队、投资人与上市公司签署出售控制权的协议时，上述权利将事实上终止并通过协议予以明确（亦为保障标的资产权属清晰以及资产过会或者转移不存在法律障碍，此为上市公司收购中对标的公司的监管要求）。在完成并购交易交割的情况下，上市公司将成为标的公司的控股股东之后，上述权利将不再存在适用的空间（若投资人股东尚存在一定持股，则见下述部分的分析）。

然而，对于上述股东特殊权利，投资人需考虑在并购交易项下的交割无法完成时投资人股东特殊权利的处理。通常而言，投资人股东可能会考虑要求创业公司及创始团队承诺，在交易项下之交割未完成的情况下，投资人股东有权要求即可恢复其在股东协议项下的全部权利。实践中，存在案例对于股东特殊权利的处理中安排“约定将由标的资产作为义务承担主体的股东特殊权利条款全部予以终止，对各方均不再具有法律约束力，该等条款终止后应视为自始无效，且未约定可恢复条款

※观点争鸣

但该等案例中亦仅安排去除了标的资产作为义务承担主体，未明确创始团队是否必须不得作为恢复协议的主体。

我们判断，为综合考虑合规推进交易以及平衡投融两端诉求的角度，投资人股东可以仅要求创始团队承诺，在交易项下之交割未完成的情况下，投资人股东有权要求即可恢复其在股东协议项下的全部权利，且要求创始团队届时召开股东会 and 董事会，促成创业公司执行该等恢复安排。

(4) 其他特别注意事项

a. 上市公司仅购买创业公司控股权而非全部股权下的处理

在一些情形中，上市公司可能囿于交易资金不足、交易方案设计等原因，仅要求购买创业公司控制权而非全部股权。在此情形下，若投资人股东所持创业公司全部股权能够出清，则仅存创始团队与上市公司并为创业公司股权，相关问题处理较为简单（例如创始团队所持股权未来可进一步出售给上市公司）；但是，若投资人股东仍在并购交易后持有创业公司一定股权的，则投资人针对创业公司所享有的股东特殊权利将面临较大挑战，甚至可能因为被监管认定为导致标的资产“权属不清晰”而无法通过监管问询从而无法达成交易。

b. 增资控股情况下对反稀释权的影响及其应对

在另一些情形中，上市公司可能因为国资监管、战略安排或交易方案设计等原因，希望以增资而非受让老股的形式取得创业公司的控制权。在此情形下，如果创业公司以低于其现有投资人股东对公司入股时的价格向上市公司发行新股的，则创业公司的投资人股东有可能要求创业公司/创业团队执行反稀释权条款，因此可能出现：（i）由创业公司或创始团队以名义价格向其现有投资人股东发行新股或转让股权，或（ii）由创业公司或/和创始团队以现金补偿其因其股权被稀释产生的投资成本差额。在此情形下，投资人股东要担心的核心问题是其未来退出渠道复杂化（A股上市公司分拆子公司上市目前并不是一笔能指望的好生意）以及维持股东特殊权利安排的可能性。

四、结语

并购重组新政在新经济形势下可能发挥的作用以及可能面临的挑战仍有待观察。我们期待在更加稳定的政策预期及更尊重市场的监管执法下，有越来越多的市场实践和并购重组案例出现，一方面推动上市公司实现产业整合和转型升级、优化资源配置、实现高质量发展，另一方面也能够为创业公司及一级市场投资人从“回购困境”中得以平安脱身。

※观点争鸣

探讨中国生物医药企业接受境外企业并购的法律实务要点

——以 BioNTech 收购普米斯为例

郭晓兴（北京植德律师事务所 合伙人）

黄晓琳（北京植德律师事务所 合伙人）

龚欣怡（北京植德律师事务所 律师）

原舒仪（北京植德律师事务所 律师）

欧文婷（北京植德律师事务所 律师）

近日，中国生物制药企业普米斯生物技术公司（“普米斯”）宣布将被全球知名的免疫疗法公司 BioNTech SE（纳斯达克：BNTX，“BioNTech”）收购并与其达成股权收购协议。根据协议，BioNTech 将以 8 亿美元现金及部分美国存托股份（ADS）作为预付款，加上最高 1.5 亿美元的里程碑付款，收购普米斯 100% 的已发行股本。此项交易预计将于 2025 年第一季度完成，标志着又一家中国创新生物医药企业将通过跨国并购迈向更广阔的发展平台。本文将以此为切入点，探讨中国生物医药企业被境外上市公司并购过程中的关键法律问题。

一、交易架构设计：换股交易在红筹架构与纯境内架构下的异同

在笔者近期与很多中国医药企业的交流过程中，结合目前企业融资现金流都趋于紧张、生物医药企业的经营和研发需要大量资金投入的大背景且存在较高的不确定性的行业特点，大家都认为相较于全现金收购，股份收购或者类似于普米斯与 BioNTech 交易这样的股份+现金收购的方式将更可能成为境外上市公司与中国生物医药企业进行并购的首选方式。

在实务中，中国生物医药企业通常采用红筹架构（即控股公司在中国境外注册成立，并通过股权或协议安排控制境内企业或资产）或纯境内架构（即控股公司在中国境内注册成立）。普米斯即采用了红筹架构，其控股公司为在开曼群岛设立的企业，使得交易方案可以设计为普米斯的开曼控股公司与 BioNTech 之间直接换股。普米斯的股东可以以其在开曼控股公司中持有的股份作为对价，换取 BioNTech 公开发行的 ADS。

然而，对于采用纯境内架构的中国生物医药企业，由于《外国投资者并购境内企业暂行规定》（“10 号文”）以及相关的外商投资、外汇登记等手续的限制，直接的跨境换股在现有法律监管体系下实操中较难实现。这类企业通常需要搭建境外架构以完成最终的换股交易。

二、监管审批：多重审批下的合规挑战

与其他行业的企业相比，生物医药行业的特殊性决定了此类并购将面临更为复杂的监管审批。境外上市公司对中国生物医药企业的并购过程中，一般需要关注以下核心审批要求：

（一）证监会备案

《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（2023）（“管理试行办法”）第十五条规定，发行人同时满足以下两个条件的，认定为境内企业间接境外发行上市，需要向中国证监会备案

※观点争鸣

(1) 境内企业最近一个会计年度的营业收入、利润总额、总资产或者净资产，任一指标占发行人同期经审计合并财务报表相关数据的比例超过 50%；(2) 经营活动的主要环节在境内开展或者主要场所位于境内，或者负责经营管理的高级管理人员多数为中国公民或者经常居住地于境内。第十七条规定，通过一次或者多次收购、换股、划转以及其他交易安排实现境内企业资产直接或者间接境外上市，境内企业应当提交备案。《监管规则适用指引——境外发行上市类第 1 号》规定，管理实行办法第十七条的规定包括下列情形：境外上市公司在相关交易前不属于备案范围，交易后境外上市公司属于备案范围。

因此，以普米斯本次收购交易为例，假如收购交割后，普米斯境内主体的“营业收入、利润总额、总资产或者净资产”占据了 BioNTech 前述指标的 50%以上，以及 BioNTech 的主要业务也将在境内开展或普米斯的中国籍自然人股东将成为 BioNTech 负责经营管理的高管，则普米斯可能将需要就本次收购交易向中国证监会备案；不过，考虑到 BioNTech 的业务体量及其最新的市值，理解收购完成后普米斯的业务暂将不会占到 BioNTech 整体业务的 50%以上，因此触发证监会备案的可能性较低。但是，如果有其他中国生物医药企业在被境外上市公司收购（例如在上市前并无实质业务内容的 SPAC 公司）后使得境外上市主体可能满足管理试行办法第十五条规定的两个条件，则在交易中需重点关注是否需要及时提交证监会备案

（二）数据与隐私保护

近年来，我国在数据安全和个人隐私保护方面的要求日益严格。生物医药企业在研发和临床试验过程中，往往会生成、收集或处理大量的敏感数据。因此，在该等企业的跨境并购交易中，尤其需要特别关注以下几个方面：

1、网络安全审查

《网络安全审查办法》（2022）（“网络安全审查办法”）规定，处理超过 100 万用户个人信息的数据处理者赴境外上市时，应当进行网络安全审查。

生物医药企业在日常经营过程中会产生或涉及大量敏感数据，包括但不限于患者/临床试验受试者的个人信息、临床试验中产生的数据等等，使得生物医药企业容易在境外上市或者被境外上市公司收购的过程中落入“处理超过 100 万用户个人信息的数据处理者”的范围。如本文上述第二章第（一）节所述，如果中国生物医药企业被境外上市公司并购被认定为“境外上市”，则中国企业还需就并购一事向网络安全审查办公室进行申报。

2、数据出境安全评估

《促进和规范数据跨境流动规定》（2024）规定，数据处理者向境外提供数据，符合下列条件之一的，应当向国家网信部门申报数据出境安全评估：(1) 关键信息基础设施运营者向境外提供个人信息或者重要数据；(2) 关键信息基础设施运营者以外的数据处理者向境外提供重要数据，或者自当年 1 月 1 日起向境外传输超过 100 万人的个人信息。重要数据指的是被相关部门、地区告知或者公开发布为重要数据的数据。《关键信息基础设施安全保护条例》（2021）则规定，符合法规规定的重要行业和领域的主管部门、监督管理部门将对本领域的“关键信息基础设施运营者”进行认定并及时告知被认定为关键信息基础设施运营者的企业。

※观点争鸣

中国生物医药企业在被境外企业并购时，可能会在接受尽职调查、准备境外证券监管机构要求的资料过程中提供境内企业的数据，若满足上述任何一项标准，则需要及时进行申报，并完成相关的数据出境安全评估。

（三）人类遗传资源管理

《中华人民共和国人类遗传资源管理条例》（2024 年修订）的规定，不得向境外提供我国人类遗传资源；外国组织或个人需要利用我国人类遗传资源开展科学研究活动的，应当采取与我国科研机构、高等学校、医疗机构、企业（以下称中方单位）合作的方式进行；将我国人类遗传资源信息向外国组织或个人提供或开放使用的，应当向国务院卫生健康主管部门备案并提交信息备份，如果可能影响我国公众健康、国家安全和社会公共利益的，则应当通过国务院卫生健康主管部门组织的安全审查。

由于人类遗传资源在我国境内是被严格监管的领域，无论是 License-out 交易或是跨境并购交易，中国生物医药公司均应注意其在交易中向境外对手方提供或开发使用的临床实验数据中是否涉及人类遗传资源，并在适用时及时按照相关法律法规的要求向国务院卫生健康主管部门提交备案或申请安全审查。

（四）经营者集中申报

由于生物医药行业本身进入门槛较高，生物医药公司普遍需要投入巨额资金和满足非常高的技术标准，且在并购时常涉及大规模的跨国药企，因此生物医药行业的并购常常涉及经营者集中申报。

《国务院关于经营者集中申报标准的规定》（2024 修订）规定，经营者集中达到下列标准之一的，即需要事先向国务院反垄断执法机构申报，否则不允许实施集中：

（1）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 120 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 8 亿元人民币；

（2）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 40 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 8 亿元人民币。

即使经营者集中未达到以上两条标准，国务院反垄断执法机构也可以在有证据表明该等集中具有或可能具有造成排除、限制竞争效果时要求经营者申报。

四、结语

随着中国生物医药企业创新能力的不断提升，跨境并购已成为其寻求全球资金支持、市场扩张和技术合作的重要手段，跨境并购也将是中国生物医药企业实现跨越式发展的重要途径。未来，此类跨境并购案例预计将持续增多。企业及法律从业者应当充分认识到生物医药行业并购的特殊性，不仅在交易架构设计、审批流程、时间安排等方面做好充分准备，还应全面考虑并购过程中的法律和合规要求，确保并购交易顺利推进。植德也将持续关注相关领域的最新发展，为走出去的中国生物医药企业提供包括 License 交易、并购交易在内的专业的法律服务支持。

附件一：《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025-2027）（公开征求意见稿）》

为深入贯彻落实中央关于深化金融体制改革、推动经济高质量发展的决策部署，认真落实《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》以及中国证监会关于并购重组的政策要求，结合深圳市产业发展现状和市场需求，市委金融办研究起草了《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025-2027）（公开征求意见稿）》，现公开向社会征求意见，有关单位和各界人士可在2024年12月8日前，通过以下任一种方式提出意见：

（一）通过信函方式将意见（附单位或人员名称及联系方式）寄至：深圳市福田区市民中心C区4095（邮政编码：518026），刘女士收（0755-88125261），请在信封上注明“深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025-2027）（公开征求意见稿）”字样。

（二）通过电子邮件将意见（附单位或人员名称及联系方式）发送至：
capitalmarket@shenzhen.com.cn。

（三）在我局官网意见征集区提交反馈文档或在评论区发表意见。

市委金融办

2024年11月27日

深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025-2027）

（公开征求意见稿）

为贯彻党的二十届三中全会和中央金融工作会议精神，落实《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》重要部署，进一步发挥并购重组资源配置功能，适应新质生产力发展需求，支持深圳上市公司注入优质资产、提升投资价值，助力深圳以先进制造业为主体的“20+8”战略新兴产业集群和未来产业发展壮大，增强产业经济发展新优势，特制定如下工作方案：

一、总体目标

以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻落实习近平总书记对广东、深圳系列重要讲话和重要指示精神，践行新发展理念，围绕深圳“20+8”产业战略部署，进一步强化我市资本市场和产业优势，支持符合国家战略导向、突破关键核心技术、符合新质生产力发展方向的企业开展并购重组，实现产业经营与资本运营融合发展、相互促进，力争通过并购重组助力我市产业补链强链，提升制造业产业链活力与韧性，更好激发科技创新活力，培育一批以科技为核心的高质量上市公司群体。

到2027年底，力争将深圳打造成为新质生产力投融资活跃区、技术和产业并购交易集聚地、上市公司质量提升示范地、金融市场互联互通先行地、创新资本生态健康规范先导区；推动深圳境内外上市公司质量全面提升、总市值突破15万亿元；推动并购重组市场持续活跃，完成

并购重组项目总数量突破 100 单、交易总价值突破 300 亿元，形成一批优秀并购重组案例，发挥示范引领作用，助力深圳打造有重要影响力的创新资本形成中心。

二、建立上市公司并购重组标的项目库。依照证监会并购重组的有关规定，围绕我市“20+8”战略新兴产业和未来产业布局，深化并购重组标的项目的储备、整合和对接等服务。建立健全我市上市公司并购重组标的项目库，形成基本覆盖我市重点产业领域的并购标的项目储备资源，助力挖掘潜在的并购重组线索。建立“市区联动+部门协同+市场推荐”项目推优机制，分领域、分行业在全市范围内开展并购重组标的项目梳理、征集、遴选、入库申报工作。对于符合证监会并购重组政策要求的项目，积极推进申报；对于暂不符合但属于“硬科技”“三创四新”属性领域的项目，纳入我市后备项目库培育。加快推出一批符合国家产业政策、具备并购重组潜力、具有发展前景的优质项目，形成“后备一批、意向一批、储备一批”的滚动实施机制。围绕产业链强链补链、促进上市公司资源整合协同，定期组织交流对接活动，为意向交易方搭建对接交流平台。（责任单位：市委金融办、深圳证监局、各区（新区）、深汕合作区）

三、支持上市公司向新质生产力方向转型发展。支持上市公司聚焦战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、支持上市公司在不影响持续经营能力并设置中小投资者利益保护相关安排的基础上，收购有助于补链强链和提升关键技术水平的优质未盈利资产，以及支持“两创”板块公司并购产业链上下游资产等，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集。支持企业用好股债融资、并购重组等“绿色通道”政策，鼓励聚焦新质生产力的“硬科技”“三创四新”属性尤其是集成电路、人工智能、生物医药等重点产业以及新赛道和未来产业领域，拥有自主知识产权、突破关键核心技术，能够解决“卡脖子”问题的科技型上市公司，通过并购重组持续做大做强。积极争取国家支持深圳在金融科技、绿色低碳等新兴领域先行先试开展上市公司并购重组。（责任单位：市委金融办、深圳证监局、市发展改革委、市国资委、市科技创新局、市工业和信息化局、各区（新区）、深汕合作区）

四、持续推进上市公司高质量规范发展。搭建“星耀鹏城”资本市场公共服务平台，为各部门和各区提供“一体化”信息共享系统，为上市公司提供“一站式”数字化服务平台。鼓励上市公司依法合规开展市值管理，强化现金分红管理，提高信息披露质量，完善公司治理，规范内部控制，严防财务造假、资金占用等违法违规行为。支持国资国企上市公司等有能力的企业积极参与并购重组，围绕主业进行产业链整合，合理提升产业集中度，增强产业链供应链韧性和安全水平，打造具有国际竞争力的产业集群。支持国有控股上市公司对现金分红予以正向引导。支持有能力的上市公司立足主业，通过吸收合并、控股或参股等加大对产业链相关企业的资源整合力度。（责任单位：市委金融办、深圳证监局、深圳证券交易所、市国资委、市发展改革委、市科技创新局、市工业和信息化局、各区（新区）、深汕合作区）

五、联通香港资本市场打通境内外并购资源。依托香港资本市场优势，有序推进并购重组项目、金融产品等互联互通。支持我市符合条件的行业龙头企业并购境外资产标的，通过赴港上市或再融资等方式，提升并购重组效率，拓宽资源整合范围，支持企业更好利用两个市场、两种资源规范发展。鼓励深港合作设立并购重组相关的投资基金，支持境内外机构投资科技成果转化应

用，支持获境外机构投资的科技型企业深化与相关国别的产业链合作。支持深圳证券交易所与香港联合交易所探索深化股债融资、并购重组制度机制互联互通等方面加强合作，在整合两地产业资源和创新资源、丰富并购融资工具、提高支付灵活性上先行探索，争取推动创新性并购重组案例落地。（责任单位：市委金融办、深圳证监局、深圳证券交易所、人民银行深圳市分行、国家外汇管理局深圳市分局）

六、支持上市公司开展并购业务“走出去”。鼓励上市公司并购境外优质资产，在跨境换股方面予以便利支持。支持银行持续优化汇率避险服务，引导上市企业树立风险中性理念，提升主动管理汇率风险能力。支持银行优化跨境人民币和外汇业务流程，对符合条件的上市公司实施差异化服务。推动保险公司加强对上市公司海外项目的保险支持，探索实施差异化费率。（责任单位：市委金融办、深圳证监局、市发改委、市商务局、人民银行深圳市分行、国家外汇管理局深圳市分局、深圳金融监管局）

七、丰富上市公司并购重组融资渠道。鼓励金融机构为并购重组及后续运营提供并购贷款、并购保险、并购债券等金融工具，探索非居民并购贷款创新试点，研究科技型企业并购贷款创新试点。持续创新“并购+”组合融资工具，拓宽直接融资渠道，通过设立并购基金、发行债券等方式提供低成本、全周期投融资服务。强化我市“20+8”产业基金对并购重组项目的投入力度，对纳入我市并购重组标的项目库的重点项目，纳入“20+8”产业基金支持范围。通过投补联动等方式，支持我市符合“硬科技”领域的科创企业发展。支持有能力的产业链“链主”企业开展企业风险投资（CVC），围绕本产业链关键环节开展并购重组，拓宽上市公司与国资共同设立产业基金的覆盖面。支持银行、社保基金、企业年金、保险资金、私募基金等机构投资者参与上市公司并购重组。鼓励合格境外投资者通过 QFII、RQFII、QFLP 等参与上市公司并购重组。

（责任单位：市委金融办、深圳证监局、人民银行深圳市分行、国家外汇管理局深圳市分局、深圳金融监管局、市发展改革委、市国资委、市科技创新局、市工业和信息化局、市财政局、市文化广电旅游体育局、市人力资源和社会保障局、各区（新区）、深汕合作区）

八、打造上市公司并购重组服务一流中心。支持深圳证券交易所构建更加适应上市公司并购重组的发展体系，加强市场培育并为相关项目提供全周期、一站式服务。支持深圳证券交易所加大并购重组制度供给与研究成果转化，鼓励开展“一带一路”和粤港澳大湾区上市公司并购重组的专项研究。支持深圳证券交易所围绕并购重组打造全链条培训服务体系，发布并购重组典型案例，助力企业理解政策导向和监管理念。支持深交所科技成果与知识产权交易中心等机构做优做强，在加大科创企业梯度培育、科技成果转化、辅导培训、路演推介、融资对接等服务上取得更大成效，将科技成果转化业务与股权激励、技术并购和投融资对接等业务相结合，提高科技成果的可交易性和转化效率。支持区域性股权市场深化科创企业规范培育体系建设，高质量建设“专精特新”专板，支持科技型中小企业通过多种方式实现内外部资源整合。（责任单位：深圳证券交易所、前海管理局、市委金融办、深圳证监局）

九、培育壮大并购重组专业化服务机构。引导证券机构、公募基金、风投创投等机构，加大并购重组业务布局和投入力度。加强并购重组中介服务机构的培育和发展，支持金融机构加大对

并购重组专业团队的培养，加快形成一批行业领先、辐射全国的头部专业服务机构。支持聚焦于以并购重组为主的投资银行业务和投资管理业务的全球机构在深设立总部或者分支机构。依托上市公司并购重组标的项目库，搭建企业与金融机构对接平台。支持上市证券公司通过并购重组提升核心竞争力，加快建设一流投资银行。加强中介服务机构在法律、财务、咨询、评估、托管、担保等方面的专业支撑作用。（责任单位：深圳证监局、市委金融办、市国资委、各区（新区）、深汕合作区）

十、构建上市公司并购重组人才汇聚高地。建立上市公司并购重组人才滚动培养计划，纳入“深圳市百千万金融人才培养工程”。引进一批具有“产业+金融”复合背景的高层次并购重组人才，支持符合条件的优秀人才及优秀团队成员按规定落户，支持申报领军人才提升计划、骨干人才培养计划等，并做好住房、教育、医疗等服务。对通过并购重组为深圳产业发展做出突出贡献的企业高管团队成员，符合条件的可给予落户支持。鼓励在深高等院校、科研机构与企业、金融机构开展多层次合作，开设上市公司并购重组专业课程，培养一批高素质专业队伍。（责任单位：市委金融办、深圳证监局、市人力资源和社会保障局、市教育局、市住房建设局、市卫生健康委、各区（新区）、深汕合作区）

十一、提升大湾区并购重组辐射影响力。鼓励上市公司围绕产业转型升级，整合跨产业企业、同类企业、产业链上下游企业资产，强化城市联动，加强区域间产业对接合作并加快形成产业规模效应。支持有条件的协会、机构设立并购重组相关专业委员会，凝聚各方力量促进行业高质量发展。积极承办各类全国并购重组行业交流论坛活动。充分发挥大型展会窗口作用，加大上市公司并购重组政策的宣传推广力度，吸引资产管理机构、专业服务机构和行业专家参与上市公司并购重组的研究与实践，促进上市公司并购重组项目、企业、技术、人才、资金集聚。（责任单位：市委金融办、深圳证监局、各区（新区）、深汕合作区）

十二、加强对并购重组活动的风险防控。加强对并购重组活动的风险监测，在并购重组推进过程中加强对税务、财务、信息披露等方面的合规性审查，对并购标的、并购价格与真实性进行审慎把关，加大对上市公司投资者的保护力度。倡导在资产债务稳健的前提下开展并购重组，避免上市公司盲目扩张、违规并购。加大对并购重组过程中违法违规行为的惩戒力度，维护金融安全与社会稳定。（责任单位：深圳证监局、深圳证券交易所、市委金融办、市市场监督管理局、各区（新区）、深汕合作区）

十三、强化并购重组联席会议机制和保障措施。成立由市委金融办和深圳证监局牵头，市发改、国资、工信、税务、金融监管、外汇管理等相关单位组成的联席会议机制，协调推进上市公司并购重组相关工作。鼓励各部门出台支持上市公司并购重组发展的专项政策，建立项目申报发行绿色通道。简化上市公司再融资、参与上市公司并购重组等业务所需开具无违法违规证明的申请流程，深入推进信用报告全面代替无违法违规证明改革。市金融管理部门会同相关部门健全专项协调机制，定期对本市资本市场政策导向、市场动态等进行跟踪分析。市区各部门针对企业并购重组提供相关政策扶持、营造良好政企环境，支持专业管理能力强、政策支持力度大、要素集聚程度高的区或园区打造产业并购集聚区，搭建并购服务平台，引导社会资本积极参与并购

重组，推动深圳市上市公司高质量发展。（责任单位：市委金融办、深圳证监局、市发展改革委、市国资委、市科技创新局、市工业和信息化局、市市场监督管理局、深圳税务局、人民银行深圳市分行、国家外汇管理局深圳市分局、深圳金融监管局、深圳证券交易所、各区（新区）、深汕合作区）

十四、其他事项

（一）本文件所适用范围，是指深圳辖内上市公司和符合本市产业政策扶持条件的产业企业。

（二）本方案由中共深圳市委金融委员会办公室负责解释。

附件二：《证券公司重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法（2024年修订）》

中证协发〔2024〕275号

各证券公司：

为贯彻落实中国证监会《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》有关要求，督促证券公司归位尽责，提升重大资产重组财务顾问业务执业质量，在中国证监会指导下，中国证券业协会修订了《证券公司重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法》，经协会第七届理事会第二十八次会议表决通过，并报中国证监会备案，现予发布，自发布之日起施行。

中国证券业协会
2024年11月29日

证券公司重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法（2024年修订）

第一章 总则

第一条 为完善证券公司声誉激励与约束机制，促进证券公司提升重大资产重组财务顾问业务（以下简称财务顾问业务）执业质量，督促证券公司归位尽责，充分发挥资本市场“看门人”作用，推动提高上市公司质量，根据《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）、《上市公司并购重组财务顾问业务管理办法》《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》《中国证券业协会章程》，制定本办法。

第二条 评价期内从事上市公司重大资产重组财务顾问业务并出具独立财务顾问报告的证券公司，应当接受中国证券业协会（以下简称协会）组织的财务顾问业务执业质量评价。

本办法所称重大资产重组根据《重组办法》相关规定认定。

第三条 协会从项目质量、业务规模、业务管理、合规诚信等方面对证券公司财务顾问业务进行评价。

第四条 协会每年组织一次财务顾问业务执业质量评价，评价期为上一年度1月1日至12月31日。

评价期内沪深交易所受理的行政许可类重大资产重组项目（包括发行股份购买资产、发行可转换公司债券购买资产、换股吸收合并等项目，以下简称“许可类项目”）、首次披露独立财务顾问报告的非行政许可类重大资产重组项目（以下简称“非许可类项目”）纳入该年度评价范围。

第五条 协会在中国证监会的监督指导下，根据财务顾问业务执业质量评价得分高低，将纳入评价范围的证券公司划分为A、B、C三类。原则上得分排名前20%且项目数在行业平均数以上的证券公司为A类，排名后20%的为C类，其余为B类。

第六条 财务顾问业务执业质量评价工作应当坚持公开、公平、公正、客观的原则。参加评价的工作人员应当遵守协会廉洁自律规定，坚持原则、廉洁奉公、勤勉尽责。

第二章 评价指标构成

第七条 财务顾问业务执业质量评价满分 100 分，包括项目质量指标 50 分、业务规模指标 20 分、业务管理指标 10 分和合规诚信指标 20 分。

第八条 项目质量指标从审核端考察证券公司承做重大资产重组项目的质量，主要反映证券公司承做重大资产重组项目过程中出具的信息披露文件和申请文件是否真实、准确、完整、规范，尽职调查和专项核查是否充分，发表意见是否恰当，问询回复是否及时，是否存在项目终止情形等情况。

第九条 业务规模指标主要反映证券公司从事财务顾问业务的市场竞争力，包括项目数、交易金额和业务净收入三项指标。

第十条 业务管理指标主要反映证券公司在项目立项、质控、问核、内核等业务流程管理、具体控制措施及相关文件方面的完备性。

第十一条 合规诚信指标主要反映证券公司及其从业人员从事财务顾问业务过程中遵守法律法规、部门规章和自律规则等情况。

第三章 指标计量方法

第十二条 项目质量指标满分 50 分，以沪深交易所提供的项目执业质量评级结果和许可类项目终止情形为依据。项目质量指标分数为所有项目得分的平均值。

未发生终止情形的项目或因客观合理原因撤回的终止项目，执业质量评级结果为 A、B、C 的，项目对应得分分别为 50 分、40 分、25 分。

下列情形的终止项目，对应得分为 0 分：

- （一）被证监会决定不予注册、被重组委否决；
- （二）现场检查或督导后撤回；
- （三）因不符合重组条件或监管政策而撤回；

（四）因《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》（上证发〔2024〕50 号）和《深圳证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》（深证上〔2024〕342 号）第五十二条第（一）、（四）、（五）、（六）、（七）、（九）项而被终止审核。

下列情形的终止项目，对应得分为 20 分：

- （一）因更换财务顾问、方案重大调整、业绩波动等情形而撤回；
- （二）因《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》（上证发〔2024〕50 号）和《深圳证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》（深证上〔2024〕342 号）第五十二条第（三）、（八）项而被终止审核；
- （三）因触及《上市公司监管指引第 7 号——上市公司重大资产重组相关股票异常交易监管》（证监会公告〔2023〕39 号）第九条而被终止审核、注册。

第十三条 项目数指标满分 10 分，以评价期内证券公司被沪深交易所受理的许可类项目和首次披露独立财务顾问报告的非许可类项目的数量为依据。项目数指标得分计算公式为： $10/\text{参评公司项目数倒序排名的名次最大值} \times \text{公司项目数倒序排名的名次}$ 。

交易金额指标满分 5 分，以评价期内许可类项目的独立财务顾问报告首次申报稿和非许可类项目独立财务顾问报告的首次披露稿中的交易金额为依据，配套融资金额不计入。交易金额指标得分计算公式为： $5/\text{参评公司交易金额倒序排名的名次最大值} \times \text{公司交易金额倒序排名的名次}$ 。

业务净收入指标满分 5 分，以上一年度证券公司年度报告中财务报表附注披露的“并购重组财务顾问业务净收入—境内上市公司”金额为依据。业务净收入指标得分计算公式为： $5/\text{参评公司业务净收入倒序排名的名次最大值} \times \text{公司业务净收入倒序排名的名次}$ 。

本条款所称倒序排名是指按照数值从小到大排名。

第十四条 业务管理指标满分 10 分，以证券公司承做的重大资产重组项目的有关工作文档为依据。

协会对于每家证券公司原则上抽取一个项目，对该项目的业务流程管理、具体控制措施及相关文件的完备性予以评价，该项目的评价得分即为业务管理指标分数。

项目立项决议、质控报告、问核记录、内核会议纪要、内核意见回复等文件表明公司在前款所述方面存在缺失的，每项情形酌情扣 2 分或 4 分，扣完为止。

第十五条 合规诚信指标满分 20 分，扣完为止，以评价期内证券公司及其从业人员因财务顾问业务受到的刑事处罚、行政处罚、行政监管措施、纪律处分和自律管理措施等惩戒措施为依据。

证券公司受到刑事处罚或行政处罚的，评价结果为 C 类；受到公开谴责、限制业务活动、暂不受理与行政许可有关文件行政监管措施的，董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被认定为不适当人选或公开谴责的，每次扣 10 分；受到责令更换董事、监事、高级管理人员或限制其权利、限制股东权利或责令转让股权等行政监管措施的，每次扣 9 分；受到责令处分有关人员等行政监管措施的，董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被监管谈话的，每次扣 6 分；受到责令改正、责令增加内部合规检查次数等行政监管措施的，每次扣 5 分；受到出具警示函、责令公开说明、责令定期报告等行政监管措施的，每次扣 4 分；受到纪律处分、自律管理措施的，每次分别扣 4 分、2 分。

从业人员受到刑事处罚、行政处罚、行政监管措施、纪律处分、自律管理措施的，对时任职公司每次分别扣 6 分、5 分、4 分、4 分、2 分。

第十六条 证券公司及其从业人员因同一项目在同一评价期受到多种（个）惩戒措施的，按最高分值扣分，不累计扣分。

证券公司及其从业人员因同一项目在不同评价期分别受到多种（个）惩戒措施、前期扣分未达到最高分值的，按最高分值与前期已扣分值的差额扣分。

证券公司及其从业人员因不同项目在同一评价期内受到多种（个）惩戒措施的，或因限期整改不到位再次受到措施的，应当分别扣分、加总计算。

第四章 组织实施

第十七条 纳入评价范围的证券公司应当按照协会要求及时提交评价材料，并确保评价材料真实、准确、完整。未提交评价材料的证券公司直接评定为 C 类。

第十八条 协会经材料汇总整理、数据核对、得分计算、反馈、复议等程序，得出评价结果，并在协会网站公布。

第十九条 评价期结束后、评价结果公布前，证券公司因从事财务顾问业务受到司法机关刑事处罚或证监会及其派出机构行政处罚的，本期评价结果直接评定为 C 类，下一评价期不再重复考虑。

第二十条 证券公司在评价过程中存在弄虚作假、干扰评价工作等严重不当行为的，评价结果降低一档；协会将视情节轻重，对证券公司及其相关责任人采取纪律处分或自律管理措施，按照相关规定记入诚信档案。

第五章 附则

第二十一条 本办法自公布之日起施行，由协会负责解释。