

2023

Legal Information

M&A and Reorganization

# 并购重组 法律资讯

上海市律师协会  
并购重组专业委员会

2023 年 • 第 12 期



# 《并购重组法律资讯》

## 编委会

主 编：温从军

副主编：储小青、董月英、钱大治

本期主编：宋世辉

责任编辑：方 荔 潘 佳 冉信欣 王振兴 张云帆 黄润芝

编 委：（按拼音首字母排序）

柏立团 陈 芳 陈 峥 崔 白 崔 岳 邓学敏

东敏杰 丁振波 董守菊 付 强 郭蓓蓓 郭元鑫

韩春燕 黄 颢 黄开军 姜 黎 金春卿 金桂香

金凌华 金诗晟 黎金春 李景良 刘 榕 刘 怡

李哲舟 牛方兴 潘定春 邱红宇 任立民 佘 铭

沈 波 沈 恬 史 晶 孙建钢 孙潇喆 孙一平

涂定武 汪晓莉 王 进 王娅瑾 叶峰新 叶文龙

尤存国 余艾芳 虞正春 姚子讷 岳 云 臧 欣

张恒通 赵丙印 周礼轩 张 慧 钱一帆 徐 宏

司徒英健 孙 宏 张 丽



# 并购重组法律资讯

2023 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.....                        | 10 |
| 4※业务问答.....                        | 10 |
| 5※观点争鸣.....                        | 11 |
| 海外并购交易的交易定价—围绕锁箱机制谈判的若干思考 .....    | 11 |
| 从一起百亿侵权案件看并购交易中专项环保尽调的重要性.....     | 17 |
| 浅析支付工具对上市公司重大资产重组的影响 .....         | 27 |
| 美国并购实战指引（二十三）：陈述与保证保险 .....        | 35 |
| ※附件 .....                          | 40 |
| 附件一：上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则 ..... | 40 |
| 附件二：民用航空企业及机场联合重组改制备案管理办法.....     | 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、艾伯维拟以 87 亿美元收购 Cerevel

神经科学生物技术公司 Cerevel 的股价飙升 11.45%，报 41.16 美元。这一涨幅受到消息面的影响，美国制药商艾伯维同意以每股 45 美元的价格收购 Cerevel，较周三收盘价溢价约 22%，交易价值约 87 亿美元。

(来源：财联社)

### 2、霍尼韦尔将以 49.5 亿美元收购开利全球安全业务

霍尼韦尔周五表示，已同意以 49.5 亿美元现金收购开利全球(CARR.US)的安全业务 Global Access Solutions，该公司表示，这将使其成为数字时代安全解决方案的领先供应商。收购价格约为 2023 年预估 EBITDA 的 13 倍，包括税收优惠和运营成本协同效应;该公司预计，这笔交易将在收购后的第一年实现增值。

(来源：智通财经)

### 3、罗氏以 27 亿美元收购 Carmot Therapeutics

罗氏公司宣布了一项重大收购计划，将以 27 亿美元收购 Carmot Therapeutics。这笔交易预计将在 2024 年第一季度完成。Carmot Therapeutics 拥有潜力巨大的临床资产，包括 CT-388、CT-996 和 CT-868，这些资产在肥胖和糖尿病领域备受期待。

(来源：智通财经)

## ※行业动态

### 4、阿拉斯加航空同意以 19 亿美元收购夏威夷控股

据报道，阿拉斯加航空(ALK.US)同意以 19 亿美元现金加债务的方式收购竞争对手夏威夷控股(HA.US)，此举将挑战美国总统拜登政府在合并问题上的强硬立场。据悉，此前拜登政府的强硬立场已经导致一段航空公司之间的合作关系破裂。

阿拉斯加航空将以每股 18 美元的现金支付这笔交易，其中包括夏威夷控股约 9 亿美元的债务。这一报价远高于夏威夷控股截至上周五的收盘价 4.86 美元。

(来源：智通财经)

### 5、淮河能源拟以 18.1 亿元收购潘集发电公司

淮河能源公告，公司拟以现金方式收购淮河能源电力集团有限责任公司持有的淮河能源淮南潘集发电有限责任公司 100.00%股权。本次交易对价 118,079.86 万元。本次交易的交易对方淮河电力系上市公司控股股东淮南矿业控制的关联方，因此本次交易构成关联交易。

(来源：第一财经)

### 6、SoftBank Corp.以 4.73 亿欧元投资 Cubic Telecom

软银集团的电信子公司 SoftBank Corp.宣布，将投资约 4.73 亿欧元收购总部位于都柏林的车联网技术公司 Cubic Telecom 的 51%股份。这笔交易对 Cubic 的估值超过 9 亿欧元。交易完成后，Cubic Telecom 首席执行官 Barry Napier 将继续领导该公司，软银将获得董事会的三个席位。

(来源：观点网)

### 7、沙钢集团斥资 23.34 亿抚顺特钢

抚顺特钢(600399.SH)公布，控股股东东北特殊钢集团股份有限公司拟将其持有的公司 251,000,000 股（占公司总股本的 12.73%）无限售条件流通股转让给江苏沙钢集团有限公司（简称“沙钢集团”），转让价格为 9.30 元/股，转让总价款共计人民币 2,334,300,000.00 元。本次权益变动属于协议转让股份，未触及要约收购。沙钢集团与东北特钢受同一实际控制人控制，本次权益变动完成后，公司第一大股东仍为东北特钢，实际控制人仍为沈文荣先生。本次权益变动未导致公司控制权发生变化，不会引起公司管理层发生变动，也不会对公司治理结构及生产经营产生重大影响。

(来源：格隆汇)



## ※行业动态

### 8、李宁间接全资附属拟以 22 亿港元收购 Vansittart Investment 的全部股份并承接其结欠发邦的贷款额

李宁(02331.HK)公布，于 2023 年 12 月 10 日，买方 High Match Limited（公司间接全资附属公司）与卖方 Gallex Resources Limited 订立买卖协议，据此买方有条件同意购买销售股份（目标公司全部已发行股本）并承接转让销售贷款目标公司于完成日期结欠发邦的贷款额，该款项为无抵押及免息，于 2023 年 11 月 1 日有关金额约为 5.88 亿港元，代价为 22.08 亿港元（须作完成调整）。

（来源：格隆汇）

### 9、华润置地以 10.07 亿元人民币收购昆山万象汇项目

华润置地(01109)发布公告，于 2023 年 12 月 4 日，买方华润商业资产控股有限公司（公司一间间接全资附属公司）、卖方深圳市润鑫一号投资合伙企业（有限合伙）及目标公司华润置地（昆山）发展有限公司就买卖标的股权（占目标公司全部注册资本的 49%）订立股权转让协议，内容有关根据股权转让协议所载的条款及条件，买方以总代价约人民币 10.07 亿元（包括应付最高资金占用费）收购标的股权。

（来源：同花顺财经）

### 10、许继电气拟以 4.4 亿元收购哈尔滨电工仪表研究所

许继电气公告，公司拟以自有资金收购许继集团持有的哈尔滨电工仪表研究所有限公司（简称“哈表所”）100%股权，交易价格为 4.4 亿元。因公司与许继集团同受中国电气装备集团有限公司控制，交易标的公司哈表所为许继集团全资子公司，本次交易构成关联交易。

（来源：财联社）

## ※数据速递



## 11 月并购报告 | 完成交易整体回暖 基金退出数量微幅下滑

(来源：超越 J 曲线)

## 核心发现

- 11 月，中企并购市场整体较为稳定，交易规模环比上涨超四成，超 1 亿美元规模完成并购交易 20 笔
- 共计 14 支私募基金以并购的方式成功退出，基金回笼金额再度上涨
- 受大额交易影响，金融行业交易规模位于榜首，北京交易规模居于全国首位

## 第一部分 中企并购市场数据分析

## ▼ 并购市场宣布交易月度趋势

2023 年 11 月，披露预案 543 笔并购交易，环比下降 9.50%，同比下降 8.43%；当中披露金额的有 424 笔，交易总金额为 203.98 亿美元，环比上升 45.45%，同比下降 8.35%。

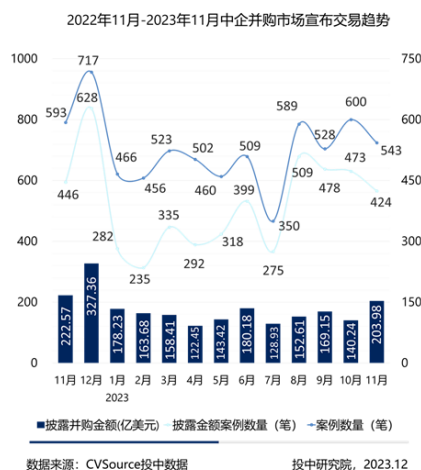


图 1-2022 年 11 月-2023 年 11 月中企并购市场宣布交易趋势

## ※数据速递

### ▼并购市场完成交易月度趋势

2023 年 11 月，共计完成 205 笔并购交易，环比上升 36.67%，同比下降 29.55%；当中披露金额的有 184 笔，交易总金额为 135.09 亿美元，环比上升 77.82%，同比下降 14.39%。2023 年 11 月，甘肃祁连山水泥集团股份有限公司（600720.SH）完成通过资产置换及发行股份购买资产。

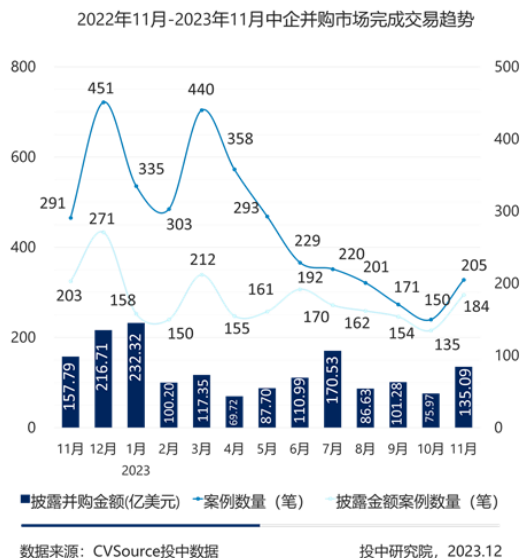


图 2- 2022 年 11 月-2023 年 11 月中企并购市场完成交易趋势

## 第二部分 私募基金以并购方式退出概况

### ▼私募基金以并购方式退出回报

2023 年 11 月，共计 14 支私募基金以并购的方式成功退出，回笼金额 21.22 亿元。

2023 年 11 月 27 日，国盛资本旗下上海国盛海通股权投资基金合伙企业（有限合伙）收购上海万业企业股份有限公司（600641.SH）5%股权，上海浦东科技投资有限公司作为机构成功退出，回笼金额 6.30 亿元。



图 3- 2022 年 11 月-2023 年 11 月私募股权基金并购退出数量及回笼金额



※数据速递

2023 年 11 月 2 日，贵州三力制药股份有限公司（603439.SH）收购贵州汉方药业有限公司 50.26%股权，贵安新区顺祺商业运营管理中心（有限合伙）作为基金成功退出，回笼金额 4.18 亿元。

2023 年 11 月 27 日，开能健康科技集团股份有限公司（300272.SZ）收购原能细胞科技集团有限公司 12.87%股权，上海森捌投资中心（有限合伙）、上海森陆投资中心（有限合伙）作为基金成功退出，回笼金额 2.67 亿元。

2023年11月私募基金并购退出部分案例

| 退出标的 | CV行业 | 金额 (亿元) | 退出机构     | 基金                      |
|------|------|---------|----------|-------------------------|
| 万业企业 | 房地产  | 6.30    | 浦科投资     | —                       |
| 汉方药业 | 医疗健康 | 4.18    | 贵州众石银杉资本 | 贵安新区顺祺商业运营管理中心 (有限合伙)   |
| 原能细胞 | 医疗健康 | 1.48    | 高森资产     | 上海森陆投资中心 (有限合伙)         |
| 冠峰生物 | 医疗健康 | 1.41    | 乾能投资     | 贺州安信乾能叁期投资基金合伙企业 (有限合伙) |
| 原能细胞 | 医疗健康 | 1.19    | 高森资产     | 上海森捌投资中心 (有限合伙)         |

数据来源：CVSource投中数据 投中研究院，2023.12

表 1- 2023 年 11 月私募基金并购退出部分案例

第三部分 中国企业并购市场重大案例

2023 年 11 月，超 10 亿美元规模完成并购交易 1 笔，超 1 亿美元规模完成并购交易 20 笔，其中交易规模最大的是周大福企业以 34.34 亿美元收购新创建集团（00659.HK）74.79%股权。

▼境内完成并购大额案例

2023 年 11 月 23 日，周大福企业有限公司全资附属公司要约收购新创建集团有限公司（00659.HK）74.79%股权，交易金额 34.34 亿美元。

2023 年 11 月，甘肃祁连山水泥集团股份有限公司（600720.SH）通过资产置换及发行股份方式收购中交公规院、中交二公院、中交一公院等共计 6 家公司各 100%股权，交易金额合计为 32.53 亿美元。通过本次交易，祁连山将退出水泥行业，未来将主要从事工程设计咨询业务。

2023年11月中国境内完成并购案例TOP10

| 被并购方    | CV行业 | 金额 (亿美元) | 并购方   | 股权      |
|---------|------|----------|-------|---------|
| 新创建集团   | 金融   | 34.34    | 周大福企业 | 74.79%  |
| 中交公规院   | 建筑建材 | 9.94     | 祁连山   | 100.00% |
| 中交二公院   | 建筑建材 | 9.36     | 祁连山   | 100.00% |
| 中交一公院   | 建筑建材 | 8.57     | 祁连山   | 100.00% |
| 昆庭资产    | 金融   | 5.95     | 中邮保险  | 100.00% |
| 上海鹏利    | 房地产  | 5.72     | 崑鹏实业  | 100.00% |
| 润泽置业    | 房地产  | 3.83     | 渤海润泽  | 100.00% |
| 中政工程西南院 | 建筑建材 | 3.19     | 祁连山   | 100.00% |
| 柒鑫合金    | 先进制造 | 3.06     | 物产中大  | 82.30%  |
| 瑞熙祥睿    | 电子信息 | 1.50     | 上海瑞瑞  | 100.00% |

数据来源：CVSource投中数据 投中研究院，2023.12

表 2- 2023 年 11 月中国境内完成并购案例 TOP10

## ※数据速递

## 第四部分 并购市场行业地域分析

2023 年 11 月，广东并购完成案例数量排名第一，北京交易规模居于全国首位。

2023 年 11 月，并购案例主要集中在传统制造、电子信息、医疗健康及金融。

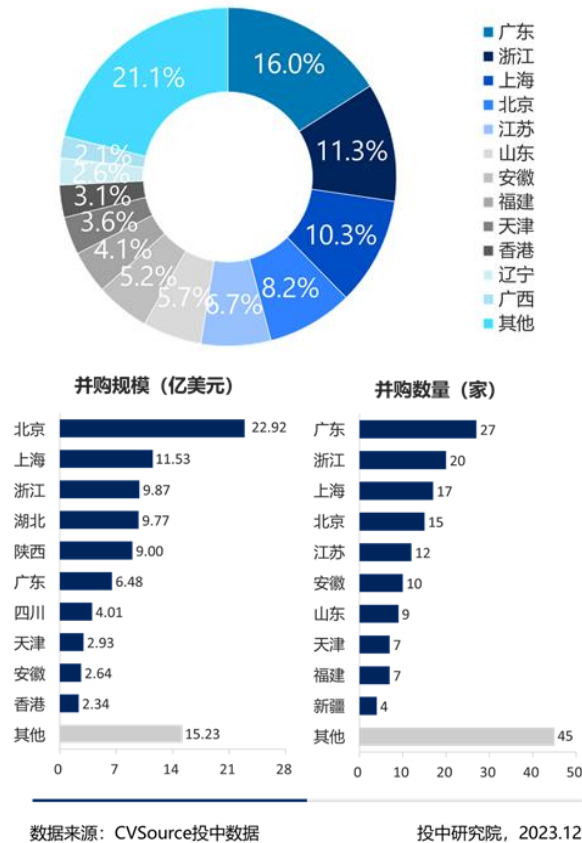


图 4-2023 年 11 月中企完成并购交易按地域数量分布（按投资标的分类）

根据 CVSource 投中数据显示，2023 年 11 月传统制造交易数量最多，共 35 起，占比 17.1%，其次分别为电子信息、医疗健康、金融与能源及矿业等。就披露交易规模来看，2023 年 11 月金融占比最大，以 42.99 亿美元占比 31.8%，紧随其次为建筑建材，以 32.67 亿美元占比 24.2%，房地产、传统制造与电子信息，交易金额分别为 12.35、8.01、7.43 亿美元，相应占比为 9.1%、5.9%、5.5%。

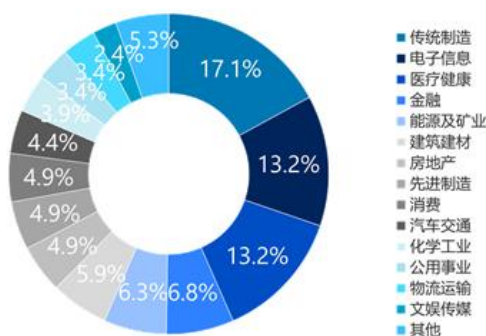


图 5- 2023 年 11 月中企完成并购交易按行业数量分布

※数据速递

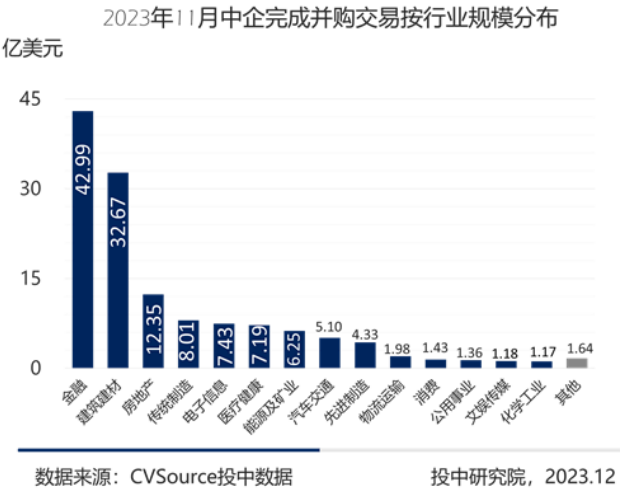


图 6- 2023 年 11 月中企完成并购交易按行业规模分布

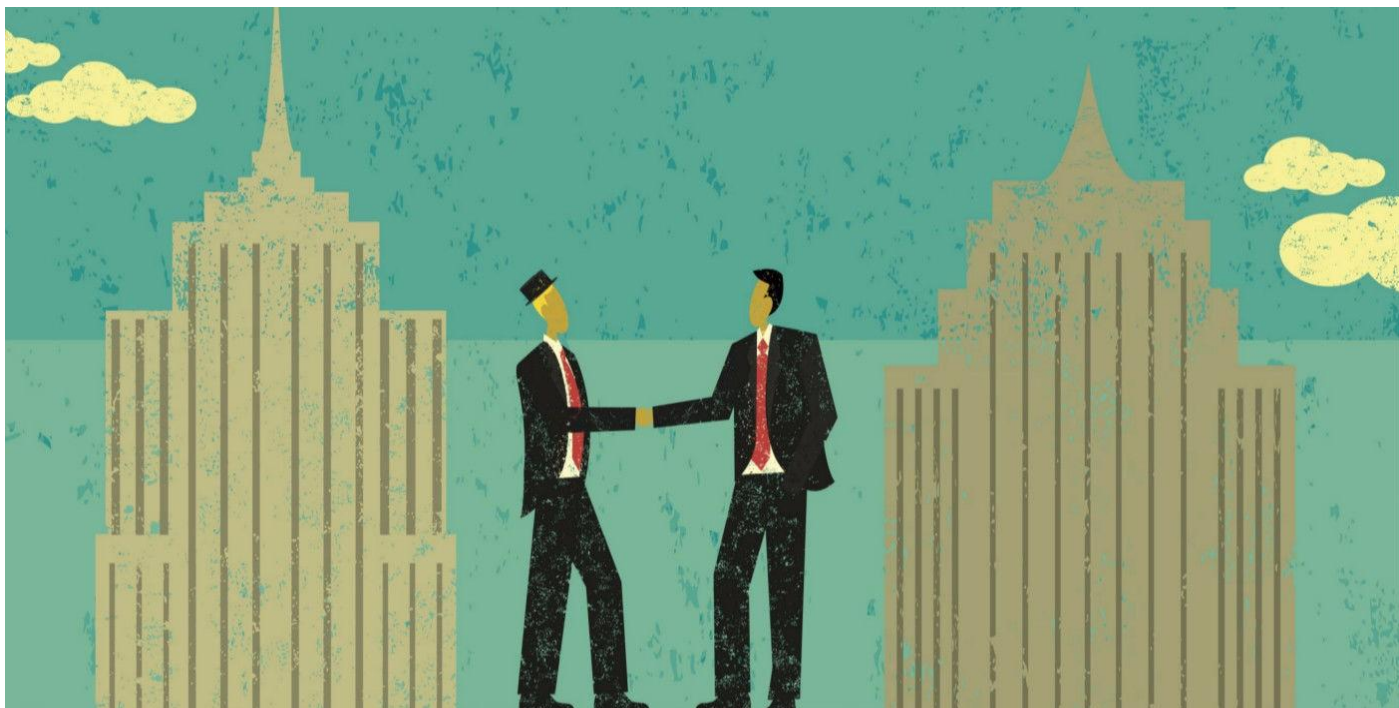


## ※政策法规

1. 上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则（详见附件一）
2. 民用航空企业及机场联合重组改制备案管理办法（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

### 海外并购交易的交易定价—围绕锁箱机制谈判的若干思考

周显峰（北京市君合律师事务所 律师）

杜丽婧（北京市君合律师事务所 律师）

#### 引言

海外股权并购交易中常见的交易定价机制主要有两种，即交割账目机制（Closing Account）和锁箱机制（Locked-Box）。前者对于买家更为有利，原因在于签署交易文件时约定的交易基础价格可以在交割后根据约定的方式进行相应调整，即标的股权的交易价值基本反映或至少最大程度接近于标的企业的真实价值，买家就交易的安全性及可预期性更高。后者则更容易被卖方选为确定交易价格的方式，原因在于标的股权或资产的价格很早就被锁定，且未来交割时围绕交易价格而产生纠纷的可能性相对更小，交易流程较为简便且时间更短，卖方可以在最短时间内实际获得交易价款并退出，实现交易目的。

本文作者知悉业内外探讨上述两种交易定价机制并完整分析的文章众多，且对二者的优劣对比也较为全面而深入，本文不再多加赘述，但笔者基于近期参与的一宗非洲某铜矿项目股权并购交易的观察与体会，特别是见到卖方在选择并坚持适用锁箱机制的情况下配合在交易文件中设置的其他不同条款，而使得买方面临较高的交易风险，从而对交易定价中的锁箱机制有了些许新的思考，故撰写此文略作探讨。

#### 一、锁箱机制的基本原理和特点

##### （一）锁箱机制的基本原理和适用逻辑

顾名思义，锁箱机制的字面含义即交易价格在以双方商定的特定日期而确定，确定后就如同被



## ※观点争鸣

锁入箱中，无论最后交割时标的股权或资产价值或客观情况出现何种变动，原则上交易价格本身都不再变化，而对于变动情形的处理则区分具体情况并按照约定相应处置。当然，现实中也会有变通和调整，即虽然采用了锁箱方式，但允许更多情形下触发交易价格的实质调整。

理解锁箱机制的运行逻辑，需要知晓几个关键术语并明晰其内涵。

### 1. 锁箱日 (Locked Box Date) 和锁箱期 (Locked Box Period)

锁箱日即确定交易标的的交易价格的日期，一般为评估基准日。这是在双方签署交易文件前就商定的一个日期，从财务数据确认便宜的角度，一般会定为标的公司的年度审计日或距离双方商谈时最近的一个季度的期末。在锁箱日确认之后，卖方会为买方提供一个目标股权或资产的初步估值，并向买方开放截至锁箱日的最新一期财务报表供买方进行详尽的尽职调查以确认目标股权或资产的具体估值，作为确认交易价格的基础。

锁箱期是指从锁箱日至交割日的期间。通常情况下的锁箱期都会如此设置，如果买方发现卖方提供的交易文件中所界定的锁箱期并非这段期间，应引起特别注意并在谈判阶段要求卖方相应调整为至交割日止。

### 2. 价值减损 (Leakage)

虽然锁箱日确定了交易价格，但在锁箱期内标的股权或资产的实际价值却并非必然固定不变。由于锁箱机制本身的特性，交易价格在锁箱日确定，客观上卖方存在合理动机采取非正常手段将目标公司的资产或现金向外输送（如通过关联方与目标公司缔结履约价格远高于履约标的价值的虚假业务合同，并实际对外支付），从而导致目标股权或资产的价值受损，而买方在交割时支付的交易价格高于目标股权或资产的实际价值，其利益受到重大损害。这种情形即为“价值减损”。

因此，价值减损的范围通常会在交易文件中予以明确列举，而卖方则会明确承诺在锁箱期内不做出或确保不会发生任何导致界定的价值减损行为或事件，否则交易价格调整机制相应触发，或卖方额外就减损部分向买方进行赔付。

### 3. 允许的价值减损 (Permitted Leakage)

但是，卖方和目标公司在锁箱期内都会出于正常业务活动、公司日常运营、融资或其他目的而产生新的负债或支出，导致在锁箱日估值确定的公司价值出现波动乃至减少，这种价值减少是合理的，不应也不可能为固定目标股权或资产的价值而要求目标公司在锁箱期内停止正常的商业经营活动。因此，因为这种合理行为而导致的公司价值减少，不应再触发对交易价格的调整。这种情形即为“允许的价值减损”。

通常情况下，就如同价值减损的界定，允许的价值减损也应在交易文件中予以清楚列举。

无论是价值减损还是允许的价值减损，其定义、具体范围、出现后具体如何影响交易价格及其支付，都会是采用锁箱机制确定交易价格的并购交易中买卖双方谈判的重点内容之一。

## (二) 锁箱机制对于买卖双方的优劣比较

## ※观点争鸣

### 1. 对双方共同的有利之处

锁箱机制对交易双方均有利的地方在于交易价格的确定性很高，且在交割环节对目标股权或资产的价值产生争议的可能性相较于交割账目机制更小。买方于签约前通过财务尽调一旦对卖方就目标股权或资产的估值进行确认，就交易价格本身即得到锁定，双方在后续交割阶段一般不会再产生争议。

另一个明显益处是锁箱机制显著降低了双方共同的交易成本。与交割账目机制在交割环节需要再次审计和尽调不同，买方无需再聘请第三方顾问进行交割审计和尽调，节省了这部分的费用和时间，而买方也省去了在交割前编制和提交初步交割账目、交割后编制和提交最终交割账目的流程，同样节省了时间和费用成本。此外，在交割账目机制下，如果双方在交割环节对交易价格调整的会计项目或金额数字产生争议，聘请第三方专家或其他争议解决机制解决相关争议而产生的时间和费用成本，在锁箱机制下也可避免。

### 2. 对买方的不利之处

整体上看，锁箱机制对于买方的不利之处远多于卖方。就买方而言，唯一可能的好处即自锁箱日起目标公司运营收益（如有）实际上归买方所有，尽管此时尚未交割。但这个有利也要建立在看好目标公司锁箱期内取得经营收益的前提下。

锁箱机制对买方的不利之处包括：（1）与锁箱期公司经营收益由买方享有同理，同期内公司经营的损失也全部实际由买方承担，因为没有交割时交易对价调整机制，卖方则无需操心业务下行带来的交易对价损失风险；（2）买方严重依赖对财务尽调等第三方尽调的结果，原因在于交易价格是一次性敲定且不会再变动的，而财务尽调结果直接决定交易价格的基础估值；（3）买方通常对价格调整没有控制权，因为在交割后不再有交割后审计环节，因此也难以主张保留交易价格的一部分留作价款调整之用，除非交易对买方友好。

## 二、卖方选择锁箱机制的动因及条款设置—以非洲某国矿业投资项目为例

需注意的是，上述有关锁箱机制对交易双方的利弊对比是基于一般交易条件或情形。在每一具体交易中，买方在多大程度上可接受锁箱机制更多取决于特定交易的具体情形，尤其是买方背景和目标公司及所持项目的实际情况。本文作者以近期参与的代表中方买家从外方卖家手中收购非洲某国铜矿开发项目为例，简要分析买方接受锁箱机制的可行性以及其对买方收购谈判的影响。

### （一）本案例中的卖方选择锁箱机制的动因

该交易中，我们基于卖方以及项目的如下实际情况分析判断其坚持选择采用锁箱机制而非交割账目机制的背后动因：

首先，卖方为外国实控人专为该铜矿开发项目设立的私募投资基金，且已经快要到期，基金合伙人存在尽快分配投资收益并解散基金的迫切需求，因此交割后的较短时间内，卖方的主体资格即灭失。基于此等原因，卖方希望快速关闭交易并取得收购价款，尽快退出项目，以便后续在基金层

## ※观点争鸣

面分配并实现投资收益。

其次，该铜矿项目自投产至今持续经营不善且已陷入较严重的经营困境。因此，卖方如果选择交割账目机制，则交易文件中拟定的交易价格在交割环节既要费时费力配合买方进行的交割后审计和尽调，且最终结果大概率还是交易价格面临较大幅度的下调，无论从交易时间要求还是从交易收益最大化的角度都不符合卖方的利益。

### （二）卖方锁箱机制在交易文件中的具体设置

卖方在上述背景下，存在尽可能取得最高的交易价格、尽快全额收到交易价款、交割后不再被买方索赔或追偿这三方面的需求，进而在交易文件中结合运用锁箱机制设置了若干并不利于买方的条款：

#### 1. 黑匣子 (Black Box) 安排

卖方一方面坚持选用锁箱机制确定交易价格，但另一方面却设置了黑匣子，将重要尽调资料（包括部分核心财务数据）不予披露，直至买方提交约束性报价（卖方就本次出售采用了公开竞价方式向多个意向买方披露有限资料，待全部提交约束性报价之后再进行全面尽调和谈判）之后才向其开放该等资料。这就产生了适用锁箱机制时的一个悖论：锁箱日即确定了交易价格，而这依赖于买方对标的资产的非常充分的财务尽调，否则拟定的交易价格不能最大程度接近标的资产真实价值。卖方将关键资料特别是财务数据放入黑匣子而不让买方知悉，买方提供的报价又是具有约束性而不能轻易变动的，最终交割环节也不能调整，这等于是故意制造信息差的情况下而只给买方一次确定交易价格的机会，实际是对锁箱机制的一种扭曲适用，对买方并不友好。除非该等交易是完全的卖方市场从而感兴趣的潜在买家众多，否则一般情况下难有买方能够接受该等安排。

#### 2. 交易价格的计算

本项目交易价格的基础计算公式为股权价值加上股权收益金额（从锁箱日至交割日，按年化收益率 8% 计算），再加卖方出资额（即从签署日至交割日卖方对目标公司增资金额），减去交易费用金额（锁箱日后目标公司产生的或支付的与本次交易相关的外部顾问费用）。

结合该铜矿项目自投产以来运营不佳连年亏损的实际生产经营状况，股权收益金额 8% 实际缺乏合理依据，如果买方同意该内容，则相当于让卖方凭空获得一部分对价。

#### 3. 价值减损的范围、索赔及其限制条件

价值减损的范围是交易双方关注的重点条款，在本交易中，卖方以附件列举形式对何种卖方行为构成价值减损做了明确界定。常见的应属于价值减损的行为包括目标公司向股东分红、向其高管人员派发大额奖金（包括本次交易的并购奖金）、向卖方转让资产、向卖方支付款项、为卖方提供担保、在与卖方的关联交易或借款中免除卖方的债务或借款本金或利息，等等。

从卖方立场出发，会希望将价值减损的范围尽可能地缩小，但买方应注意两点，一方面要将上述通常的价值减损事件在条款中描述地足够周延和清晰，二是要补充完整其他认为必要的应作为价

## ※观点争鸣

值减损事件的内容。

例如，向股东分红不应仅限于现金，实物或其他形式的分红均应视为价值减损；除了关联交易下向卖方支付任何款项之外，目标公司亦不得出具任何书面文件或签署任何协议做出未来或满足条件后向卖方支付款项的承诺，否则视为价值减损事件；在商业经营或业务往来中以卖方作为直接或间接受益人、或将与卖方在先签署的协议或承诺书进行续展、延期、补充，以增加卖方在该等协议或承诺书下的权益，则视为价值减损事件；目标公司以合同权利义务转让或其他方式承接卖方的债务，应为价值减损事件；因为实施上述全部价值减损事件而产生的任何税款，应当当然视为价值减损事件。

在买家强势的交易中，买家可主张如果出现价值减损事件，则直接触发对交易价格的调整，甚至保留一部分交易价款至交割后的若干时间，以保障减损价值事件出现后自身权益。但本交易中，卖方由于在交割后短期内就要清算解散，故不接受直接调整交易价格和交割后保留部分价款，或类似的选项（如保证金条款）。因此，当出现价值减损的时候，买方只能在全额支付交易价格之外另行向卖方索赔。但是，卖方同时也对该等索赔从多方面进行了限制，具体包括：首先，将发现价值减损事件后买方主张索赔的时限定为交割后 3 个月，且索赔必须在提出后的 3 个月内通过诉讼或和解彻底解决；第二，在提出索赔后，卖方支付的价款在性质上为补偿（reimbursement），而非赔偿（compensation），这可能导致如果卖方不能及时足额支付该笔款项，也不会被视为交易文件下的违约；第三，索赔受限于卖方提供的披露资料，即如果买方是通过其他途径发现了价值减损事件，则无法主张索赔。该等约束性规定严重限制了买方在价值减损事件出现后的补救。

### 4. 允许的价值减损的范围

这也是双方交易文件谈判的重点条款之一，其与价值减损条款本质上是此消彼长的关系。从卖方立场看，其自然希望将尽可能多的情形纳入“允许的价值减损”范畴，即便该等情形发生也无损实际取得的交易价格。

本交易中，卖方将如下事件纳入了允许的价值减损范围，且买方认为合理并确认接受：目标公司向高管人员支付的责任延伸保险保费、经买方同意或按照买方要求采取的行动（包括对外付款、对外担保等）、在锁箱日时财务报表中已经明确体现或具体拨备的计提项目或累计项目、向目标公司员工支付的劳动报酬。

除上述之外，就卖方希望纳入但买方认为不合理而坚持不应纳入允许的价值减损范围的事件则包括：向买方关联人员或协议定义的特定主体支付的报销费用；在披露资料中已适当披露的可能构成价值减损的任何付款或事项（这会导致凡是已披露的价值减损事件都成为允许的价值减损的后果，且何谓“适当披露”也容易产生争议）；在目标公司正常经营过程中向协议定义的特定主体支付的合理应付款项或费用（一方面是因为何为“合理应付”易产生争议，另一方面则是因为该项内容其实已在允许的价值减损事件中的“经买方同意而采取的行动”的涵义内，正常业务经营相关的对外支付经买方同意才成为允许的价值减损，对买方保护更为充分）。

### 三、对中国买方就锁箱机制相关条款谈判的相关建议



## ※观点争鸣

本文作者在本交易中总结归纳了如下就中国买方在海外并购交易中遇到锁箱机制确定交易价格时应注意的若干事项及相关建议，供中国投资人参考。

首先，从交易初期或项目前期研判阶段，就应注意标的的项目或资产是否适合采用锁箱机制，如果不适合，应第一时间向卖方表示并坚持拒绝接受锁箱机制而选择交割账目机制确定交易价格及其调整机制。明显不适合采用锁箱机制的标的企业或项目包括长期管理不善经营亏损的企业，如本交易中的标的公司。如果采用锁箱机制，则明显在锁箱期内的经营亏损由买方实际背负（锁箱期内目标公司突然业绩扭亏转盈的可能性很低，因为管理层缺乏努力经营目标公司改善经营状况的动力，即无论经营状况好坏最终都按锁箱价格进行交割）。此外，没有完善独立财务报表的目标公司或业务，也不适合采用锁箱机制，因为锁箱价格的准确估值依赖于对财务报表的尽调。

其次，对于影响锁箱机制运行的特殊安排或条款，应当尽可能剔除，如本交易中的黑匣子安排。此种安排严重影响了锁箱价格的评估和确认，买方如果接受则难以计算出合理准确的锁箱价格，对交易产生较大不确定性。

最后，从买方角度，要尽可能扩大价值减损的定义范围，将一切导致锁箱期内目标公司或资产价值减少的情形纳入，并争取较长的交割后索赔期限和尽可能宽松的索赔条件，并将卖方对索赔的不履行或不完全履行与违约责任条款挂钩。在买方市场的交易中，则应坚持保留一部分交易价款作为价值减损事件发生后直接调整交易价格所用，以掌握主动权。对允许的价值减损，则尽可能只涵盖必要且合理的费用支出和价值减少事件。



## ※观点争鸣

### 从一起百亿侵权案件看并购交易中专项环保尽调的重要性

吴青（北京市金杜（广州）律师事务所 律师）

周悦霖（北京市金杜（广州）律师事务所 律师）

张舒（北京市金杜（广州）律师事务所 律师）

王雅娴（北京市金杜（广州）律师事务所 律师）

近期，江苏省高级人民法院受理了一起标的额逾百亿的土壤污染相关侵权纠纷案件，引起了业内业外的广泛关注。该案中的部分原告曾于 2016 年竞得某房地产公司 95% 的股权，后因该房地产公司名下的地块相关的土壤污染问题引起争议。相关地块在股权收购时是否存在污染、买方是否在收购前的尽职调查（下称“尽调”）中对土壤污染相关问题予以充分关注，是舆论聚焦的热点之一。该案的具体事实情况目前尚无从得知，但该案带来的启示是，在收购目标涉及生产型项目或者工业用地的并购交易中，环保风险是可能导致买方商业目的无法实现的重大风险。因此，在收购目标涉及生产型项目或者工业用地的并购交易中，对环保尽调的重视应上升到前所未有的高度。

2022 年 6 月 29 日，国务院国有资产监督管理委员会发布的《中央企业节约能源与生态环境保护监督管理办法》要求：“加强并购重组企业源头管理，把节约能源和生态环境保护专项尽职调查作为并购重组的前置程序。”即国家已经发文明确了专项环保尽调在中央企业并购交易风险的源头把控中发挥的重要作用。然而，当前实践中，并购交易中的环保尽调往往较为简单，无法达到充分识别交易风险的目的。本文将结合我们的实践经验，谈一谈在并购交易中进行专项环保尽调的重要性，以及交易买方如何通过专项环保尽调防范风险。

#### 一、并购交易项目中的尽调及尽调不充分的风险

并购是企业进行市值管理的重要手段。在充分利用目标公司和/或目标资产现有经营资源，扩大企业业务领域边界，以及整合、优化企业内部资源，实现快速有序发展方面，并购有其独特的优势。根据投中研究院统计的数据，在新冠疫情暴发前的 2019 年，中国企业实际完成且披露金额的并购交易（包括中国企业作为交易买方、卖方或标的方的交易）共计 2412 笔，交易总金额 2467 亿美元。

尽调是并购交易中至关重要的一个环节，其核心目的是让买方全面了解目标公司和/或目标资产的真实状况，使得买方在交易初期减少信息不对称性，以及提前识别潜在交易风险。同时，尽调的结果往往是确定交易结构、定价、谈判及决策的重要基础。

对于并购交易的买方而言，尽调缺位、不充分或不全面均有可能导致重大不利后果。如果没有在交易继续推进前识别出影响交易价格的因素，则不能排除买方遭受不同程度的经济损失且无法有效向卖方索赔的风险；更有甚者，如果没有识别出导致交易无法继续的重大实质障碍（deal breaker），则可能导致买方预期的投资目的落空，甚至血本无归。

#### 二、当前涉及环境问题的并购交易中很少进行专项环保尽调

## ※观点争鸣

近年来，在深入打好污染防治攻坚战、碳达峰碳中和、减污降碳协同推进的宏观战略目标指导下，国家对生态环保的监管执法以及督察力度不断加大；公众和社会组织对生态环境问题日益增长的关注以及生态环境违法举报奖励制度的发展使得生态环境领域的社会监督不断加强；甚至有不少企业通过对竞争对手的生态环境违法行为进行投诉举报达成打压竞争对手、增加谈判筹码等商业目的。总之，在收购目标涉及生产型项目或工业用地的并购交易中，环保问题可能构成交易的重大风险点，甚至对交易造成重大实质障碍。

并购交易的尽调通常包括法律、环保、财务、税务、运营和技术等各个方面，但具体覆盖范围会依具体交易项目实际情况的不同而有所侧重或取舍。实践中，受限于各种原因（如项目成本、交易时限、尽调目标特性等），买方可能不会委托专业的环保尽调团队，不会通过对目标公司和/或目标资产的环境问题进行专项评估，从而确认和识别目标公司和/或目标资产的环境风险和责任。更多情况下，环保尽调往往只是作为法律尽调中的一个环节，而买方对于交易项目涉及的环境相关问题的了解和判断往往依赖于法律尽调报告所识别和披露的内容。

在法律尽调过程中，并购律师会核查目标公司和/或目标资产在环保方面的合规情况并出具法律意见。具体到项目工作中，并购律师在环保方面的法律尽调工作流程通常包括但不限于：

- 审阅、核查目标公司和/或目标资产环保方面的相关政府审批文件（即通常所称的“环保手续”，例如：环境影响评价文件、环评批复、环保竣工验收文件、排污许可证等是否齐备）；
- 通过公开网络信息检索目标公司和/或目标资产在过去和/或目前是否因环保问题与第三方发生纠纷或受到环保部门行政处罚；
- 走访政府部门以及访谈目标公司和/或卖方，确认目标公司和/或目标资产是否存在环境污染事件及其整改后的达标情况；
- 在有些项目中，并购律师也会踏勘项目现场，对照环评文件检查环保设施建设、配备情况并核实环保批复、许可证记载的内容与项目实际情况是否相符。

虽然并购律师在法律尽调中也可能进行环保问题相关的资料审核、信息核查、走访访谈和现场踏勘，但是在并购涉及重大项目时，这种尽调可能不够充分。一方面，受法律尽调整体时间表和预算等限制，环保尽调部分的信息来源、调查范围、分析深度均十分有限；另一方面，从事并购交易的律师并不是专业从事环境法律服务的律师，对项目涉及的环保专门性问题也往往难以进行独立的分析判断，而是需要依赖政府部门出具的环保手续，以及第三方技术机构出具的技术报告等。然而如果并购律师仅仅依赖政府审批文件和第三方技术报告，可能导致一些交易中的重大风险无法被识别出来，从而导致巨大风险和严重后果。

### 三、项目环保手续齐全，是否代表项目没有环保风险？

并购律师在并购交易法律尽调中进行环保部分的尽调时，通常会首先核查目标项目的环保手续是否齐全。然而，实践中，项目表面上审批手续齐全但项目实际违法的案例不在少数，如果在法律

## ※观点争鸣

尽调中（特别是在重大项目的法律尽调中）仅仅依赖这些审批文件判断项目的环保风险，我们认为是不够充分的，并且可能无法发现一些可能导致项目停建、关停、搬迁的重大风险。此处仅列举几例予以说明。

### 1. 项目环评手续齐全，是否意味着项目环保方面没问题？

建设项目的环境影响评价文件未依法经审批部门审查或者审查后未予批准的，建设单位不得开工建设，否则可能被责令停止建设、处以项目总投资额 1%-5%的高额罚款，并可责令恢复原状；建设项目环境影响报告书、环境影响报告表存在基础资料明显不实，内容存在重大缺陷、遗漏或者虚假，环境影响评价结论不正确或者不合理等严重质量问题的，建设单位可能面临 50-200 万元的罚款，其法定代表人、主要负责人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员也可能面临 5-20 万元的罚款。

实践中，有的项目虽然表面上取得了环评审批，但存在批建不符、批小建大、部分新改扩建的配套项目（例如固废危废仓库、再生利用项目等）未经环评或发生了重大变动却未重新申报环评的情况，这些情况都可能适用未批先建的处罚；也有的项目虽然取得了环评审批，但环评文件本身就存在错误、缺漏、未根据实际情况更新乃至弄虚作假的情况（例如未如实记载特定工序、工艺流程或者废水、废气、固废危废产生情况等）；甚至有些已取得环评审批的项目会因所在区域的相关配套因素导致项目不能实际建设。

例如，某有色金属采选企业的环评文件及环评批复中均将重选尾矿等回收后的某产物认定为一般工业固体废物（而非危险废物）。当地生态环境监管部门要求对该产物的砷、铅、镉等含量每年监测一次，但该企业并未进行监测，未及时发现该产物的性质变化并调整环境管理措施，而是一直将该产物作为副产品销售给没有危险废物处置资质的单位。该产物中的一部分被受托方转运后非法倾倒，并被办案机关委托第三方进行鉴别后认定为危险废物，导致该企业被刑事立案，且面临行政处罚、生态环境损害赔偿多重法律责任风险。经协助该企业进行调查，我们发现环评文件最初将该产物作为一般工业固体废物的认定不够扎实，存在采样对象存疑、采样份数不足、危险废物鉴别项目不全等众多问题。这种情况下，该企业自证守法就缺少充分依据。虽然我们最终协助该企业争取到了刑事案件合规不起诉的结果，并最大程度降低了相关行政处罚的罚款金额，但该环评文件中危险废物定性不当的问题仍导致企业承担了行政处罚及生态环境损害民事责任。

又如，2022 年 8 月，生态环境部公布了第六批生态环境执法典型案例，即 3 起环评文件弄虚作假的案例。其中：

- 在南京某生物化学公司环评文件弄虚作假案中，当地生态环境部门现场检查发现，该公司于 2019 年 5 月建成废水生化污水处理站及其废气治理设施并投用，2021 年 5 月对该污水处理站补办了环评并取得了环评批复。然而，2020 年 8 月至 2021 年 1 月期间，该公司将综合治理车间 8 个百草枯工艺废水储罐含有氨和非甲烷总烃的呼吸尾气接入污水处理站废气处理装置内处理，补办环评手续编制的环评文件中却未能如实反映该工艺改造过程，环评文



## ※观点争鸣

件编制过程中还存在环评文件引用的监测数据与原始监测结果不一致的情形。

- 在四川某新材料公司环评文件弄虚作假案中，该公司为了解决拟建项目有关防护距离内有13户村民房屋不符合相关标准的问题，委托第三方环评机构通过租用村民房屋作为建设项目附属用房的方式解决，然而环评机构负责人收集房主姓名后伪造了房屋租赁合同，并将房屋租赁合同作为环境影响报告表的附件送审，经由群众举报被监管部门发现。
- 在海南某资源回收公司环评文件弄虚作假案中，该公司委托第三方环评机构编制的环评报告表抄袭其他环评报告表，出现了与该项目无关的“筒库排气筒颗粒物估算”“二氧化硫”“二氧化氮”等参数，被监管部门核查发现。前述案例中，环评文件弄虚作假的问题均导致相关企业及其法定代表人受到了行政处罚。

再如，某公司在其发布的招股章程中载明其在某市建设有涂料生产项目，已经取得有关环保许可、执照及批文，并计划用募集的资金进一步扩大该项目的产能。某机构基于对该项目发展前景的预期购买了上市公司股份，但其后该上市公司发布公告称将原拟用于投入该生产项目的资金另作他用，且该生产项目所在的土地将被政府收回，导致该机构原有的投资预期无法实现。我们后续协助该机构对该涂料生产项目未投入使用的原因进行了详细调查，包括通过公开渠道和信息公开申请调查收集了相关环保审批手续、所在地的生态环境功能区划、相关污水处理厂及管网的实际建设情况等文件，发现该项目的环评文件载明，该项目的生产废水将在工业园区拟建污水处理厂建成后，通过当地政府配套建设的专用排污管道排入该污水处理厂，但我们未能检索到有关管网或污水处理厂建设的任何信息，通过政府信息公开申请也未能获取任何相关信息，加之该项目的排污许可证也未载明废水排放口或排放总量信息，所以我们理解该项目虽然取得了环评审批，但有较大可能是由于政府负责建设的污水处理设施未建成，导致其产生的废水无法满足环评文件规定的排放方式，最终对项目投入运营造成了实质性障碍，而招股章程中的相关表述也可能存在一定误导性。如果该机构在事先委托专业机构进行详尽的环保尽调，则有可能提早发现该风险，并将该风险纳入投资考量的因素。

可见，在并购交易中，即使目标项目环评手续齐全，也不意味着项目环保没有问题。如果并购交易中律师在法律尽调中仅是审查目标项目有无环评审批，而不对照环评文件对目标公司的项目进行深入的现场调查、人员访谈、资料收集分析，则可能很难发现前述风险。

### 2. 项目取得了排污许可证，是否意味着项目排污没问题？

排污许可制度是固定污染源排污管理的核心制度，生态环境部已提出全面推行排污许可“一证式”管理。排污单位无证排污的，可能被责令限制生产、停产整治、处20-100万元罚款，甚至可能被责令停业、关闭。

实践中，为了达成在2020年底完成全国固定污染源排污许可“全覆盖”的目标，全国各地的排污许可证发证中存在较多把控不严、质量不高的问题，有的项目虽然取得了排污许可证，但仍存在排污许可相关违法风险。例如，排污许可证可能是通过弄虚作假的方式取得的（例如隐瞒部分工

## ※观点争鸣

艺、工序，隐瞒实际产生的大气污染物、水污染物或固废危废，虚报废水排放去向等），可能导致排污许可证被撤销，且3年内不得再次申领；或者排污许可证记载的信息可能与实际不一致，而企业排放未被排污许可证记载的污染物，存在被认定为无证排污的风险；另外，企业即使如实申报并取得了排污许可证，也可能也难以确保按证排污。当前，排污许可的工作重点已经从发证转向排污许可质量监管、按证排污监管，故前述违法风险会面临日益提升的监管压力。

例如，生态环境部公布的第二批、第十四批生态环境执法典型案例包含12个排污许可领域的典型案例，其中：

- 浙江省某抛光氧化厂以欺骗手段取得排污许可证案中，该厂在提交排污许可申请时未如实申报镍污染物排放情况，实际生产过程中采用含镍封孔工艺。审核人员现场核实时，该厂通过使用热水封孔工艺代替含镍封孔工艺隐瞒事实，以欺骗手段取得了排污许可证。该违法行为被生态环境部门检查发现后，排污许可证被撤销，该厂也已停产且被已被属地人民政府列为关停腾退对象。
- 广东省某金属配件厂以欺骗手段申请取得排污许可证案中，该厂实际建有阳极氧化工序，生产废水排放至厂区西面河道，但该厂申请变更排污许可证时，申请材料未记录阳极氧化工序，且生产废水污染物排放去向为城市污水处理厂，实际生产和排污情况与排污许可证不相符，被生态环境部门认定为故意隐瞒生产关键环节中的工序、虚假申报废水排放去向、以欺骗的不正当手段申请取得排污许可证。该厂因此被撤销排污许可证、处以罚款，且3年内不得再次申请排污许可证。
- 上海市某教学用品有限公司未依法重新申请取得排污许可证案中，该公司新增金属表面处理工艺，且污水检测结果显示其水污染物排放种类增加了镍、铬、锌等污染物。该公司在排污许可证有效期内增加污染物排放种类，未重新申请取得排污许可证，被生态环境部门检查发现后处以罚款。
- 江苏省某五金电子公司未按排污许可证规定排放污染物案中，该公司取得了排污许可证，但是，其氮磷废水未按排污许可证规定单独收集处理后回用，而是混入综合废水一同处理，且综合废水处理设施加药装置未正常运行，导致混合后的废水未经有效处理即排入污水处理厂。该违法行为被生态环境部门检查发现后，该公司被责令停产整治、罚款，且相关负责人被移送公安机关实施行政拘留。

可见，在并购交易中，即使目标项目取得了排污许可证，也不意味着项目排污合法合规。在法律尽调中，如果仅对目标公司有无排污许可证、排污许可证是否在有效期内进行审查，而不对照相关技术规范、环评文件及目标公司的实际生产运营情况进行深入调查分析，则难以发现前述违法风险，无法识别目标公司的项目可能因行政处罚导致的价值减损及其他连锁不利后果（例如三年内无法申请排污许可证（即三年内无法生产运营）、三年内无法上市、相关税收优惠被追缴、银行融资受阻、绿色工厂称号被收回、环境信用评价降低等）。



## ※观点争鸣

### 3. 项目取得了用地/用海许可文件，是否意味着项目选址没问题？

建设项目选址如涉及生态环境敏感区域（自然保护区、风景名胜区、生态红线等），会导致未建成的项目不能继续建设，已建成的项目则可能需要关停或逐步退出。

实践中，很多生态环境敏感区域的范围经历过变更调整，而有些地方的生态环境分区管控制度不完善，生态环境敏感区域的勘界定标不清晰，部门之间信息共享不充分，导致项目开发范围涉及生态环境敏感区域却仍取得了用地/用海许可文件及建设项目规划相关政府审批，造成了复杂的历史遗留问题。从表面上看，这些项目选址确实取得了必要的用地/用海许可，看似合法合规；但随着生态环境分区管控制度的不断完善，加之中央环保督察、省内督察或群众投诉举报等契机，项目范围涉及生态环境敏感区域的问题就可能暴露出来，已取得的许可文件也可能因违法审批而被撤销，进而导致项目无法保留的风险。2023年11月7日，中央全面深化改革委员会审议通过了《关于加强生态环境分区管控的指导意见》等文件，由此可以预见，生态环境分区管控在项目准入、园区管理、执法监管等领域的应用和监管还将进一步加强。

例如，某央企子公司的码头项目曾被中央环保督察组指出侵占珊瑚礁自然保护区，故当地政府在针对督察指出问题的整改方案中要求拆除该码头项目的全部泊位和防波堤。我们协助该公司详细分析了项目建设运营全流程的审批手续合规性，发现该公司取得的由市级人民政府审批的《海域使用权证书》经历过多次换证，相关海域的国家级珊瑚礁自然保护区也发生了范围变更，而在该公司最后一次申请《海域使用权证书》变更之前，项目所在范围已被纳入了国家级珊瑚礁自然保护区。依据当时有效的《海域使用管理法》和《自然保护区条例》相关规定，只有国务院自然保护区行政主管部门才有权批准该公司继续在保护区内开展活动，而当地市级人民政府已无权审批，即基于市级人民政府的越权审批核发的《海域使用权证书》是无效的。因此，该项目虽然取得了《海域使用权证书》，却因涉及违法审批导致行政审批被撤销，当地政府也最终基于此收回了海域使用权并责令拆除项目。所幸基于对项目审批流程和相关补偿机制的详尽分析，我们协助公司与当地政府就海域使用权的收回进行了协商谈判，阐明了过错不在公司，并最终协助公司得到了政府的全额补偿。

可见，在并购交易中，即使目标项目取得了用地/用海许可文件，也不能排除项目被责令关停退出的风险。如果在法律尽调中不对项目的建设过程、审批事项、生态环境敏感区域的调整历史背景进行全面梳理、分析，不对相关生态环境敏感区域、生态红线范围进行检索、信息公开申请和叠图比对，则可能很难发现前述风险。

### 4. 项目取得了采矿许可证，是否意味着项目的采矿权没问题？

在一些涉及矿山开采的项目中，虽然项目取得了采矿许可证，但也可能存在越权审批的问题，导致采矿许可证最终被撤销。

例如，某水泥公司被省级多个政府部门联合调查，发现其矿山项目位于国家重点风景名胜区地理位置范围内，并要求该公司限期拆除矿山项目。我们协助该公司对矿山项目保留的可能性进行了分析，发现案涉国家风景名胜区设立于2002年，当时的地理位置图虽未公开，但范围应已确定。

## ※观点争鸣

2006年前后，该水泥公司取得了省级自然资源部门审批发放的采矿许可证，并开始矿山开发，该公司虽曾发函要求当地市人民政府调整风景名胜区总体规划、将公司矿山项目调出风景名胜区，但未获同意。根据该公司取得采矿许可证时有效的《矿产资源法》，如需在国家重要风景名胜区内开采矿产资源，须经国务院地质矿产主管部门（即原国土资源部）同意，即该公司的采矿许可证须由原国土资源部审批。然而，该公司的采矿许可证实际由省级自然资源部门审批，存在越权审批的违法情形，上级部门有权撤销该采矿许可证，故我们分析认为该矿山项目难以保留；另外，依据《风景名胜区条例》，该公司还面临矿山关停、修复的成本以及罚款风险。

可见，在并购交易中，即使目标项目取得了采矿许可证，该许可也可能因越权审批等原因被撤销。在法律尽调中，如果仅是审查项目是否取得了采矿许可以及许可所载的开采范围、开采矿种、开采范围等内容与实际是否一致，而忽略了对项目所在地生态环境分区管控要求的审查，则可能很难发现前述风险。

### 四、并购交易中律师如果完全依赖技术机构出具的技术报告，能否充分识别并购目标的环保风险？

在涉及生产型项目或工业用地的并购交易中，对于并购目标核心资产的现状（例如土壤环境状况），买方往往需要依据第三方技术机构出具的技术报告才能了解。有些律师认为，技术报告由交易一方或双方聘请技术机构出具，且技术机构通常比较专业、权威，因此不会对技术报告的结论进行审查，而是会仅依赖技术报告的结论出具法律尽调意见。

然而，第三方技术机构弄虚作假已成为近年来日益凸显的问题，故第三方技术机构出具的技术报告也未必完全可信。2023年以来，第三方环保服务机构弄虚作假的问题已成为生态环境监管的重点之一，并已列入生态环境部2023年的重点任务。2023年2月，生态环境部公布了3个第三方环保服务机构弄虚作假的典型案例，北京、河北、河南、上海、江苏、浙江、湖北、安徽、甘肃、四川、重庆、贵州等多个省（区、市）也纷纷开展第三方环保服务机构弄虚作假问题专项整治行动。对此，我们已在《看懂技术报告，为什么是律师办理环境案件的核心？》一文中结合具体案例进行了阐述。因此，如果律师在环保尽调中完全依赖技术报告，则可能达不到审慎尽责的标准、无法发现项目中的重大风险、也无法对交易双方的责任划分提出建议。

对于土壤污染的调查评估，实践也不乏第三方技术机构弄虚作假的案例，甚至不少弄虚作假的土壤污染调查评估报告还通过了政府部门的评审。例如，2021年9月，中央第二生态环境保护督察组督察山东发现，某制革厂土壤污染调查工作弄虚作假，评审工作流于形式，相关地块环境风险问题突出。2020年8月，当地区政府批复相关规划时，将某制革厂所在地块由工业用地变更为公共服务设施用地，当地有关部门也将地块纳入疑似污染地块清单，按规定需要进行土壤污染状况调查。该制革厂委托第三方技术机构对厂区建设用地部分进行了三次土壤污染状况调查：前两次调查中，土壤样品中六价铬浓度较高，接近相关土壤污染风险筛选值（不超过筛选值的地块，认为风险可接受；超过筛选值的，则可能存在风险，需要进一步调查和风险评估），第三次调查对总铬和六价铬

## ※观点争鸣

进行复测，结果显示六价铬浓度大幅下降，通过了专家评审，据此，该地块不再按照污染地块相关要求管理。然而，督察组发现，该第三方技术机构不采用前两次调查监测数据的依据不充分，属于不合理取舍数据；同时，其分析总铬和六价铬的仪器为同一台，第三次调查监测六价铬的分析时间和总铬的分析时间存在明显重合；而同一台仪器无法在同一时间对不同监测因子进行分析测试，明显属于伪造测试数据。督察组在公开发布的典型案例信息中指出：“通过造假手段，……本应作为评审管理重要依据的调查报告，成为疑似污染地块洗白的工具，性质恶劣”。

督察组还指出，相关职能部门评审工作把关不严，尽管第三方技术机构存在“未对地块整体土壤和地下水质量是否符合标准、能否用于公共服务设施用地作出任何明确判断”“第三次调查的土壤样品采集时，10个采样点位中，有4个避开快速筛查发现的总铬浓度最高位置采集样品”“采样钻探深度不足等不符合规范……漏检含有更高浓度污染物土壤的风险较为突出”等问题，相关部门却通过了技术评审，并且在该制革厂和第三方技术机构未落实评审意见要求的情况下同意通过复核。据此，该生态环境局在未查清土壤污染情况、没有形成明确调查结论的情况下，将该地块移出疑似污染地块清单，不再按照污染地块管理。不仅如此，当地政府还在在专家尚未签字通过调查报告，地块尚未移出疑似污染地块清单的情况下，明确“为加快项目建设进度，确保早日投入运营，该项目采取‘边建设边完善手续’的方式进行，即日起可先行进场施工”，被督察组认定为“公然为违法行为开绿灯”。

又如，2022年9月，生态环境部公布了第七批生态环境执法典型案例，其中之一为广东深圳市某公司出具虚假土壤调查报告案。该案例中，某公司于2020年12月完成对深圳龙岗区某地块土地整备项目土壤环境初步调查。2021年1月27日，有关监管部门组织专家评审发现该公司在编制《土壤环境初步调查报告》过程中，未对受访者进行实际访谈调查，出具虚假人员访谈记录。

再如，2023年11月，浙江温州市生态环境局某区分局通报了一起土壤污染调查报告弄虚作假的典型案例。该案例中，生态环境部门核查该区某核心地块的土壤污染状况初步调查报告时发现多处疑点，经专家及执法人员数据核查与实地调查，确定了绍兴某监测公司实际上并未进行洗井作业，其在平台上传的洗井照片均为摆拍。同时，该监测公司提供的土壤采样照片也系P图伪造，并且具有审核责任的温州某土壤调查公司却未经审核直接通过，让调查报告直接成了为污染地块洗白的工具，最终导致土壤污染状况初步调查报告失实。

此外，为打击土壤污染相关的弄虚作假行为，上海市生态环境局结合前述中央环保督察典型案例的经验教训，在2022年专门出台了《上海市建设用地土壤污染风险管控和修复相关活动弄虚作假行为调查处理办法（试行）》。该地方规范性文件列举了监测数据弄虚作假、土壤污染状况调查报告弄虚作假、风险评估报告弄虚作假、风险管控和修复方案弄虚作假、风险管控和修复施工弄虚作假、风险管控和修复效果评估报告弄虚作假、环境监理报告弄虚作假的一些典型情形，例如，该办法规定的土壤污染责任人、土地使用权人、从业单位及从业人员出具的土壤污染状况调查报告弄虚作假行为包括以下情形：

- （1）隐瞒或故意遗漏关注污染物或疑似污染区域的；



## ※观点争鸣

(2) 故意违反相关技术规范开展布点采样，恶意偏移监测点位或采样深度且无法给出正当说明，或伪造、调换真实土壤或地下水样品的；

(3) 故意选择错误评价指标，且无法给出正当说明，导致土壤污染风险评估等级发生变化的；

(4) 与土地使用权人或监测单位串通进行样品或数据造假的；

(5) 伪造访谈记录、地块历史资料的；

(6) 调查报告编制、审核人员弄虚作假，代签的。

从前述案例及地方规范性文件可见，实践中第三方技术机构弄虚作假（包括在土壤污染调查评估等活动中弄虚作假）的情况绝非个例，而是普遍存在的情形，故并购交易中的买方需要审慎分辨对方提供的技术报告是否可信，而不宜全盘接收。例如，在并购交易中，如果交易买方完全依赖卖方提供的土壤污染状况调查报告、土壤污染风险评估报告等技术报告，而未委托专业中介机构进行独立的专项环保尽调，则很有可能对并购目标的状况产生错误认识，继而作出错误的商业判断。

### 五、并购交易中如何防范因环保尽调不充分带来的项目风险？

当前的环保尽调普遍存在信息来源局限、调查范围不全、分析深度不足的问题，导致难以充分识别并购目标涉及的环境风险，包括前文提及的环保手续齐全但项目不合法、第三方技术机构出具弄虚作假的技术报告掩盖地块污染状况等问题。而并购交易中的各方如果希望充分防范因尽调不充分带来的前述环境法律风险，就有必要预留充足的预算以委托专业的中介机构进行专项环保尽调，否则就可能无法有效识别和防范风险，导致留有风险敞口。

专业环保尽调应是涵盖法律+技术两方面的调查。很多企业认为并购中的专项环保尽调可以仅委托第三方技术机构进行，而不需要律师参与，但我们认为仅由技术机构进行专项环保尽调是不充分的，甚至可能得出误导性的结论。例如，我们曾协助客户（卖方）处理过一起并购完成后发生土壤污染相关的纠纷，该纠纷中，买方购买了卖方全资控股的子公司的全部股权，并继续用于生产经营，经营一段时间后，买方委托某第三方技术咨询机构进行了土壤污染状况调查，认定厂区土壤中某些污染物超标，并编制了修复方案，买方依据此要求卖方承担修复费用。我们从法律角度进行了分析，并发现技术机构出具的报告存在问题：一是该机构仅是技术咨询机构，不具有检验检测资质能力（CMA 资质），也未在当地的建设用地土壤污染风险管控和修复相关执业信息系统中备案，故不具有对土壤进行采样检测、出具土壤污染状况调查报告的法定资质；二是该地块是运营中的工业企业用地，不存在用途变更、未被列入建设用地风险管控与修复名录，即使存在某些污染物超标，也并不存在必须马上开展修复的法定情形，是否需要开展修复需要经过政府主导的土壤污染调查评估、专家评审、纳入风险管控和修复名录等法定程序才能确定，而不能根据买方单方委托咨询机构出具的报告来确定。即该案中，对案涉的纠纷问题（地块是否需要修复），从技术和法律的不同角度得出了不同的结论。需要强调的是，所有的技术问题最终都是法律问题，即并购交易中各方主体的权利、义务和责任的划分最终需要有法律依据，而技术报告仅是为认定相关事实提供支

## ※观点争鸣

撑。因此，律师在专项环保尽调中的参与是必不可少的。

参与专项环保尽调的律师必须具备相关专业能力：需要精通生态环保领域的法律法规及政策，需要懂行业、懂技术（特别是要能够看懂各类技术报告），并且需要具备丰富的项目经验、能够针对并购目标的特点进行量身定制的调查。而并非所有的律师都具备前述专业能力，如果律师不具备这些能力却贸然进行专项环保尽调，可能无法起到良好的效果，甚至可能导致自身的执业风险。

### 结语

百亿侵权案件及其他众多实践案例表明，在并购目标涉及生产型项目或工业用地的并购交易中，买方应高度重视环保尽调，否则可能因环保尽调不充分付出巨大代价。对于已完成的并购项目，如果并购前的环保尽调不充分，现在积极采取措施补充进行专项环保尽调，也不失为一种可行的补救措施。专项环保尽调中，法律角度的尽调和技术角度的尽调一样不可或缺，并且有必要由专业从事环境法律服务的律师参与其中。



## ※观点争鸣

### 浅析支付工具对上市公司重大资产重组的影响

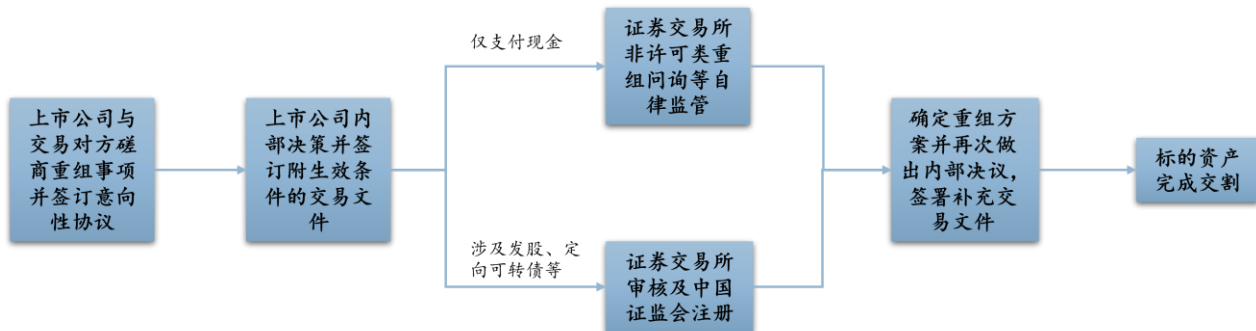
李辰亮（君合律师事务所上海分所 律师）

杨海峰（君合律师事务所上海分所 律师）

上市公司具有突出的“公众属性”，在收购、重组等交易中具有流程可控、程序规范、确定性强及支付工具丰富等特点。为进一步提高重组市场效率，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）于2023年9月15日就《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则（征求意见稿）》（以下简称“《定向可转债重组规则》”）公开征求意见，并于2023年11月14日正式颁布施行。结合该立法动向，本文拟简要分析上市公司支付现金、发行股票及向特定对象发行可转换公司债券（以下简称“定向可转债”）等支付工具在上市公司重大资产重组中的不同作用和影响。

#### 一、上市公司重大资产重组的一般流程

根据中国法律法规和市场案例，上市公司实施重大资产重组的一般流程如下：



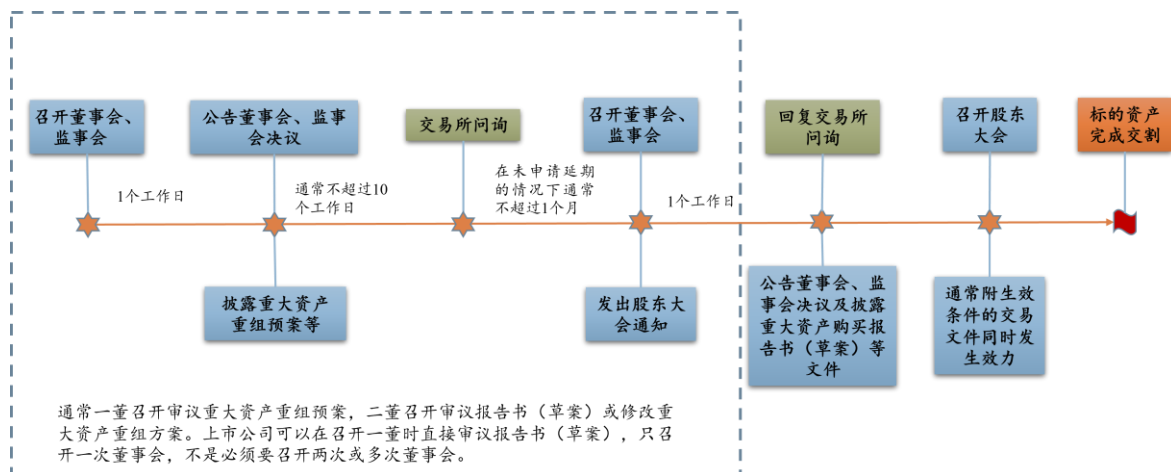
#### 二、上市公司重大资产重组的主要支付工具

##### （一）支付现金

在上市公司支付现金购买资产在不构成上市公司重大资产重组时，仅需履行内部决策流程并按照法律法规及内部制度文件做信息披露，无需取得证券交易所或中国证监会的批准、备案或注册。

对于仅支付现金购买资产构成上市公司重大资产重组的，上市公司应当分阶段做信息披露。证券交易所一般通过问询、现场检查、现场督导、要求证券服务机构补充核查并披露专业意见等方式进行自律管理。根据《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称“《重组管理办法》”）等相关法律法规及近期市场案例，上市公司仅通过支付现金购买资产且构成重大资产重组的一般流程如下：

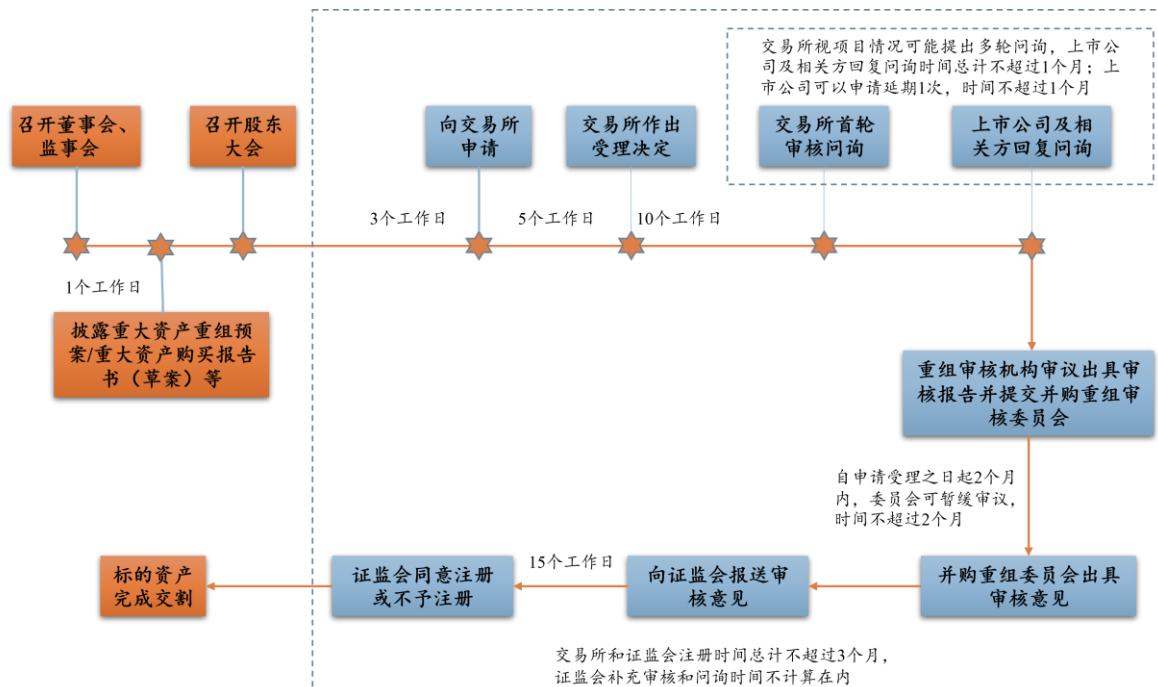
## ※观点争鸣



### (二) 发行股份

#### 1、发行股份购买资产的一般流程

为保持流动性，上市公司亦经常通过发行股份或发行股份与支付现金相结合的方式购买标的资产。而出售标的资产的卖方出于对上市公司发行股票价值的预期，亦同意上市公司发行股份作为全部或部分交易对价，尤其在行业景气度高，股票价格处于高位的时期。对于涉及发行股份购买资产的，上市公司应当向证券交易所提出申请、通过并购重组委员会审核，并经中国证监会注册后方可实施。根据《重组管理办法》等相关法律法规及近期市场案例，上市公司购买资产涉及发行股份的一般流程如下：



#### 2、发行股份购买资产的特别机制

在发行股份购买资产的整体审核框架下，对于符合一定条件的发行股份购买资产项目，可适用以下特别机制，提高审核效率。

※观点争鸣

1) 快速审核

上海证券交易所（以下简称“上交所”）及深圳证券交易所（以下简称“深交所”）对符合下列条件的发行股份购买资产申请，可以减少问询轮次和问题数量，优化审核内容：

- 证券交易所及上市公司所属证监局对上市公司信息披露和规范运作的评价以及中国证券业协会对独立财务顾问执业质量的评价结果均为 A 类；
- 本次交易符合国家产业政策；
- 交易类型属于同行业或者上下游并购，不构成重组上市。

2) 小额快速通道

小额快速审核程序是指对于符合下列条件的发行股份购买资产申请，证券交易所的重组审核机构不再进行审核问询，直接出具审核报告，并提交证券交易所并购重组委员会审议：

| 板块                | 适用条件   | 不适用的情况  |
|-------------------|--|---|
| 上交所及深交所<br>主板     | 主板上市公司发行股份购买资产，符合下列情形之一：<br>（一）最近十二个月内累计交易金额不超过 5 亿元；<br>（二）最近十二个月内累计发行的股份不超过本次交易前上市公司股份总数的 5% 且最近十二个月内累计交易金额不超过 10 亿元。  | 上市公司发行股份购买资产，存在下列情形之一的，不适用小额快速通道：<br>（一）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；<br>（二）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。 |
| 上交所科创板及<br>深交所创业板 | 科创板/创业板上市公司发行股份购买资产，符合下列情形之一，且不属于《重组管理办法》第十二条和第十三条规定的资产交易行为（注：即重大资产重组及重组上市）的：<br>（一）最近十二个月内累计交易金额不超过 5 亿元；<br>（二）最近十二个月内累计发行的股份不超过本次交易前上市公司股份总数的 5% 且最近十二个月内累计交易金额不超过 10 亿元。 | 科创板/创业板上市公司发行股份购买资产，同时募集配套资金用于支付本次交易现金对价，或者募集配套资金金额超过 5000 万元的，不适用小额快速通道。   |

(三) 定向发行可转债

1、历史沿革

在并购重组中引入定向可转债作为支付工具，可追溯至国务院于 2014 年 3 月颁布的《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》。基于前述法规，2014 年 6 月，中国证监会修订并颁布

※观点争鸣

了《上市公司重大资产重组管理办法》，允许上市公司可以向特定对象发行可转债用于购买资产或者与其他公司合并。2018 年 11 月，中国证监会颁布了《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》，启动定向可转债重组试点。2020 年 12 月，中国证监会颁布了《可转换公司债券管理办法》，对上市公司向特定对象、不特定对象发行可转债的转股价格调整、赎回回售、受托管理等事项做出规定。2023 年 11 月 14 日，中国证监会正式颁布实施《定向可转债重组规则》，在适用原则、审议事项、发行条件、转股价格、限售期限等方面对上市公司发行定向可转债购买资产予以明确。

2、市场案例

根据公开信息披露，赛腾股份（603283.SH）于 2018 年 11 月 8 日公告了首单定向可转债重组预案。2018 年 11 月至 2023 年 10 月，中国证监会共许可 24 家上市公司发行定向可转债 40 只，其中 24 只作为支付工具，交易金额 92.86 亿元。

2021 年 1 月至 2023 年 10 月期间，中国证监会共批复同意了 4 家上市公司以发行定向可转债的方式购买资产，该等资产重组的重要时间节点、具体支付方式及证券交易所关注的定向可转债问题如下：

| 上市公司名称（股票代码）        | 首次披露重组预案/重组报告书（草案） | 并购重组委员会审议通过时间 | 证监会批复时间 | 标的资产交割时间 | 全部支付方式            | 涉及定向可转债的问询  |
|---------------------|--------------------|---------------|---------|----------|-------------------|---|
| 铜 陵 有 色<br>(000630) | 2022.12            | 2023.06       | 2023.07 | 2023.08  | 发行股份、可转换公司债券及支付现金 | 补充披露针对本次交易向特定对象发行的可转换公司债券初始转股价格、票面利率确定方式、转股价格调整等主要条款约定，逐项论证相关条款安排是否符合《可转换公司债券管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》等相关规定 |
| 九 丰 能 源<br>(605090) | 2022.01            | 2022.10       | 2022.11 | 2022.11  | 发行股份、可转换公司债券及支付现金 | 补充披露本次可转债发行、条款安排等是否符合相关规定   |
| 华 电 国 际<br>(600027) | 2021.03            | 2021.08       | 2021.09 | 2021.09  | 发行股份及可转换公司债券      | 是否存在其他利益安排，如回购、保底收益等安排，是否存在其他损害上市公司股东利益的情形  |
| 海 正 药 业<br>(600267) | 2020.07            | 2020.12       | 2021.02 | 2021.02  | 发行股份、可转换公司债券及支付现金 | 补充披露本次非公开发行可转债募集配套资金方案中定价方式、发行对象、转股价格等安排，是否符合证监会关于上市公司证券发行等相关规定   |

3、新规要点

中国证监会 2023 年 11 月 14 日正式颁布施行《定向可转债重组规则》。《定向可转债重组规



## ※观点争鸣

则》的全文共 17 条，主要包括发行条件、转股价格、存续期限、限售期限、转股锁定、回售和赎回、投资者适当性、权益计算、信息披露等内容，需要关注的要点包括：

### **(1) 明确上市公司发行定向可转债及募集资金购买资产的规则适用**

《定向可转债重组规则》明确了上市公司发行定向可转债购买资产参照适用《重组管理办法》关于发行股份购买资产的有关规定，并适用《可转换公司债券管理办法》（以下简称“《可转债办法》”）的相关规定。上市公司发行定向可转债募集部分配套资金的，还应当符合《上市公司证券发行注册管理办法》的相关规定。

### **(2) 按照“同样情况同等处理”的原则确定定向可转债的定价机制、限售期限等**

根据现有的法律法规、审核规则和自律监管指引（包括《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》等），上市公司通过发行定向可转债购买资产应当比照发行股份的要求披露相关信息。《定向可转债重组规则》进一步明确了定向可转债的初始转股价格和限售期限等，应与《重组管理办法》中关于上市公司发行股份的相应要求保持一致。

### **(3) 明确投资者适当性要求及权益计算标准**

《定向可转债重组规则》明确以资产认购取得定向可转债的特定对象不符合相关交易所及板块股票投资者适当性要求的，所持定向可转债可以转股，转股后仅能卖出、不能买入对应股票。同时，根据《可转债办法》及交易所相关规则，前述特定对象对外转让定向可转债时，受让人应当为符合适当性管理要求的投资者。此外，《定向可转债重组规则》明确投资者所持有的定向可转债应纳入上市公司权益数量及比例计算。

## **4、我们的观察**

基于公开信息，截至本文章发布之日，中国证监会共计许可 24 家上市公司通过发行定向可转债购买资产，可见发行定向可转债目前在上市公司重大资产重组中属于比较小众的支付工具。其中，2021 年 1 月至 2023 年 10 月期间，中国证监会仅批复同意了 4 家上市公司以发行定向可转债方式购买资产，大部分上市公司发行定向可转债购买资产的案例系在 2019 年至 2020 年期间实施。

此外，该等 24 家上市公司发行定向可转债购买资产均结合了发行股份、支付现金等其他支付工具，尚未有上市公司单独以定向可转债作为购买资产的唯一支付工具。《定向可转债重组规则》明确了上市公司可单独以定向可转债作为支付工具，自行决定重组交易对价全部由定向可转债支付或者搭配部分股份、现金支付，为上市公司所涉重大资产重组交易的支付工具提供了更加灵活的选择空间。

### **(四) 主要支付工具的差异及特点**

基于上述，支付现金、发行股份及定向发行可转债作为不同支付工具运用于上市公司重大资产

## ※观点争鸣

重组的差异及特点简要汇总如下：

### 1、内部决策流程

#### (1) 支付现金

上市公司支付现金购买资产在不构成重大资产的情况下，如交易金额未达到需要股东大会审议权限，仅需董事会及监事会审议即可。上市公司支付现金购买资产构成重大资产重组则需要股东大会审议。

考虑到证券交易所监管问询、经营者集中反垄断审查、国资审批、备案等流程的时间不确定性，上市公司在首次公告董事会决议及重大资产购买预案或重大资产购买报告书（草案）时，通常同时公告暂缓召开股东大会。根据近期市场案例，上市公司通常在回复证券交易所问询并确定重大资产重组的方案后择时召开股东大会。上市公司股东大会就重大资产重组事项作出决议，必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。

#### (2) 发行股份及定向可转债

上市公司发行股份或定向可转债购买资产需召开董事会、监事会及股东大会，上市公司在股东大会作出决议后三个工作日内向证券交易所提出发行股份或定向可转债购买资产的申请。

### 2、监管要求

对于仅支付现金购买资产构成上市公司重大资产重组的，证券交易所一般通过问询、现场检查、现场督导、要求证券服务机构补充核查并披露专业意见等方式进行自律管理。

对于涉及发行股份或定向可转债购买资产的，上市公司应当向证券交易所提出申请、通过并购重组委员会审核，并经中国证监会注册后方可实施。

### 3、发行或转股定价

如前文所述，《定向可转债重组规则》出台前，《重组管理办法》等法律法规及证券交易所的相关审核规定均未对定向可转债的转股价格做出明确规定，但市场案例中披露的发行可转债的转股价格均系参考发行股份定价。《定向可转债重组规则》对该等市场实践予以确认。

根据《重组管理办法》《定向可转债重组规则》的规定，上市公司发行股份的价格及定向可转债的初始转股价格不得低于市场参考价的百分之八十。市场参考价为董事会决议公告日前二十个交易日、六十个交易日或者一百二十个交易日的公司股票交易均价之一。发行股份、定向可转债购买资产的董事会决议可以明确，在中国证监会注册前，上市公司的股票价格相比最初确定的发行价格或定向可转债转股价格发生重大变化的，董事会可以按照已经设定的调整方案对发行价格或定向可转债转股价格进行一次调整。发行价格或转股价格调整方案应当明确、具体、可操作，详细说明是否相应调整拟购买资产的定价、发行股份数量及其理由，在首次董事会决议公告时充分披露，并按照规定提交股东大会审议。股东大会作出决议后，董事会按照已经设定的方案调整发行价格或转股价格的，上市公司无需向证券交易所重新提出申请。上市公司同时发行股份及定向可转债购买资产

## ※观点争鸣

的，应当明确股票发行价格是否和定向可转债转股价格一并进行调整。

### 4、信息披露要求

上市公司重大资产重组项目的信息披露要求因支付不同而存在差异，主要差异点在于：

#### (1) 支付现金

上市公司拟支付现金购买资产的，应当披露资金来源及具体支付安排。如资金来源于借贷，应当披露借贷协议的主要内容，包括借款方、借贷数额、利息、借贷期限、担保及其他重要条款，并披露还款计划及还款资金来源。如涉及分期支付，应当披露分期支付的条件、金额及付款期限等。

#### (2) 发行股份

上市公司发行股份购买资产的，应当披露以下信息：（一）上市公司发行股份的价格、定价原则及合理性分析。（二）发行股份购买资产的董事会决议明确的发行价格调整方案及可能产生的影响，是否有利于股东保护；如发行价格仅单向调整，应当说明理由。如董事会已决定对发行价格进行调整的，还应当说明发行价格调整结果、调整程序、是否相应调整交易标的的定价及理由、发行股份数量的变化情况等；（三）上市公司拟发行股份的种类、每股面值；（四）上市公司拟发行股份的数量、占发行后总股本的比例；（五）特定对象所持股份的转让或交易限制，股东关于锁定所持股份的相关承诺；（六）董事会结合股份发行价对应的市盈率、市净率水平以及发行股份对上市公司盈利能力、持续发展能力的影响等对股份发行定价合理性所作的分析；（七）逐项说明是否符合《重组管理办法》第四十三条的规定。

#### (3) 发行定向可转债

上市公司拟发行可转债购买资产的，应当披露以下信息：（一）上市公司拟发行可转债的种类、面值；（二）上市公司拟发行可转债的数量；（三）可转债的期限、利率及确定方式、还本付息期限及方式、评级情况（如有）；（四）可转债的初始转股价格及确定方式、转股期限、转股价格调整的原则及方式；（五）可转债的其他基本条款，包括赎回条款（如有）、回售条款（如有）等；（六）债券持有人保护的相关约定，包括受托管理事项安排，债券持有人会议规则，构成可转债违约的情形、违约责任及其承担方式，以及可转债发生违约后的诉讼、仲裁或其他争议解决机制等；（七）特定对象所持可转债及转股后股份的转让或交易限制，股东关于锁定所持股份的相关承诺；（八）逐项说明是否符合《中华人民共和国证券法》第十五条第三款及中国证监会关于发行可转换为股票的公司债券购买资产的相关规定。

对于采取多种支付工具的，上市公司发布重大资产重组项目的信息披露，应当同时符合该等支付工具所需适用的信息披露要求。

### 5、审核周期

根据我们对2022年及2023年市场案例的统计，上交所上市公司发行股份购买资产且构成重大

## ※观点争鸣

资产重组的项目审核周期（自受理至中国证监会予以注册之日）平均约为 120 日，深交所上市公司发行股份购买资产且构成重大资产重组的项目审核周期平均约为 190 日。2022 年及 2023 年涉及上市公司发行定向可转债购买资产项目均不构成重大资产重组，审核周期平均约为 130 日。

### 6、停复牌安排

上市公司筹划支付现金购买资产的重大资产重组，应当分阶段披露相关情况，不得申请停牌。

上市公司筹划发行股份或定向可转债购买资产，可以根据实际情况申请短期停牌，停牌时间不超过 10 个交易日。停牌期间更换重组标的的，其累计停牌时间也不得超过 10 个交易日。公司筹划发行股份或定向可转债购买资产拟申请停牌的，应当在首次提交披露有关事项的同时申请停牌。公司无法在停牌期限届满前披露重组预案或者报告书，但相关政府部门对相关事项的停复牌时间另有要求的，上市公司可以在充分披露筹划事项的进展、继续停牌的原因和预计复牌时间后向证券交易所申请继续停牌，但连续停牌时间原则上不得超过 25 个交易日。涉及国家重大战略项目、国家军工秘密等事项，对停复牌时间另有要求的，从其要求。

### 三、上市公司重大资产重组的其他支付工具

除前文所述外，上市公司亦可通过发行优先股、定向权证、存托凭证等方式进行重大资产重组。《重组管理办法》等现行法律法规、审核规则较为笼统地要求上市公司比照发行股份购买资产的要求披露相关信息，但尚未对以发行优先股、定向权证、存托凭证等方式购买资产做出详细规定。

### 四、结语

近年来，中国证监会持续深化并购重组市场化改革，多措并举发挥资本市场并购重组主渠道作用。根据公开信息，上市公司近 3 年年均披露并购重组交易约 3000 单，交易金额约 1.7 万亿元。

中国证监会于 2023 年 9 月 15 日发布《定向可转债重组规则》公开征求意见，并于 2023 年 11 月 14 日颁布实施。期间，为延长发股类重组项目财务资料有效期，降低上市公司重组成本，加快上市公司的重组进程，中国证监会又于 2023 年 10 月 27 日修订《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》。中国证监会亦表示将优化重组“小额快速”审核机制，落实好适当提高轻资产科技型企业重组估值包容性政策，进一步营造并购重组良好市场环境。我们将持续关注各项政策、法规的效果及相关市场动态。



## ※观点争鸣

### 美国并购实战指引（二十三）：陈述与保证保险

王兴华（北京市金杜（深圳）律师事务所 律师）

张碧珊（北京市金杜（深圳）律师事务所 律师）

并购交易中风险分配的谈判是个零和游戏，如何弥补双方的风险承担差距对于能否达成交易至关重要。陈述与保证保险引入了第三方保险公司作为风险的承担方，可以有效地缩小和弥补双方对于风险的接受程度的差异，提高了交易的成功概率。我们将聚焦于陈述与保证保险的主要内容，以及保险的引入如何影响到交易流程和并购交易文件的谈判。

#### 一、陈述与保证保险概述

如上所述，并购交易中的风险分配是个零和游戏，各方都希望最大限度地降低自己承担的交易风险，这可能使得谈判困难重重。买方希望卖方做出全面的陈述与保证并约定广泛的赔偿责任，最好还有预留款项或托管等保护机制；而卖方则希望仅针对所售业务做出有限的陈述和保证并设置较多的限定或更加广泛的披露函，以及最小化自己交割后需要承担的责任。陈述与保证保险的出现可以帮助买卖双方在一定程度上弥合风险分配的分歧，推动谈判和交易进行。根据市场调研公司 SRS Acquiom 的调研，2022 年在涉及美国非上市公司的并购交易中约有 40%-50% 的交易使用了陈述与保证保险。

陈述与保证保险承保因卖方或其他陈述和保证的提供方（如目标公司、管理层等）违反交易协议项下向买方做出的陈述与保证而导致的损失。保险的实质是通过支付保费，将并购交易中陈述和保证的提供方可能违反陈述与保证的未知风险转移给保险公司。

对于买方而言，使用陈述与保证保险可能有若干好处，主要包括：在竞标交易流程中提高投标的竞争力；补充或替代卖方提供的赔偿（indemnity），尤其在可能不易向卖方追偿的情况下，比如卖方财务状况不佳、身处他国或数量较多时；延长特定陈述与保证的存续期，给买方更多时间发现问题和挽回损失；还可以保持与卖方在交易后的良好关系。对于卖方而言，陈述与保证保险可以帮助其更快、更干净地退出目标公司，降低或取消赔偿责任，减少甚至取消预留款项或托管，交割时获得的出售款项可更快用于再投资或者分配，这对于基金期限快要届满的财务投资人而言尤为重要。

#### 二、保单种类

根据被保险人是买方还是卖方，陈述与保证保险可以分为买方保单（buy-side policy）和卖方保单（sell-side policy），二者的主要区别在于：

- 索赔流程：在买方保单下，买方直接向保险公司索赔。如果卖方存在欺诈，保险公司可在向买方赔付后对卖方代位求偿。在卖方保单下，买方仍然基于并购协议的赔偿机制向卖方索赔，卖方再向保险公司理赔。

## ※观点争鸣

- 承保范围：买方保单的承保范围相对更广，可以承保卖方欺诈，而卖方保单不能承保卖方欺诈的情形。
- 责任限额和保险期间：买方保单的责任限额和保险期间可能会超过并购协议中约定的赔偿上限和存续期，但卖方保单通常会受到并购协议条款的同样约束。

因此，买方保单是并购交易中更为常见的形式，通常而言可以为买方提供更多保护，相对卖方保单而言，买卖双方同时受益。买方保单还可以降低道德风险，因为保险公司核保的依据是被保险人开展的尽职调查，而买方相比卖方更有可能开展客观、全面、详尽的尽职调查。

### 三、保单的核心内容

#### 1. 承保范围与除外责任

陈述与保证保险通常承保并购协议中卖方做出的大部分陈述与保证，前提是尽职调查相对全面，陈述与保证条款相对公允，不存在恶意通过保险转嫁风险的情形。保险的本质是由保险公司承担未知的风险，因此被保险人已知的事项（包括买方在尽职调查过程中发现的问题、卖方在披露函中披露的信息）不在承保范围内，即使并购协议约定了沙袋条款（pro-sandbagging clause，指买方在交割前知悉卖方违反陈述与保证仍然选择交割，交割后买方仍然有权向卖方索赔）。

除已知事项外，其他常见的除外责任包括：

- 违反承诺事项；
- 交易后的价格调整；
- 未能达到财务预测及其他前瞻性保证（比如业绩对赌）；
- 基于未来事件的或有权利主张（比如就特定潜在诉讼赔偿买方）；
- 卖方保单下，卖方的欺诈行为；
- 刑事责任、惩罚性罚款；
- 惩罚性赔偿和衡平法及其他非金钱救济；
- 环境污染、养老金、反腐败、产品责任、转让定价和二次纳税责任等特定领域的风险（存在其他保险产品针对这些特定风险）。

#### 2. 免赔额

免赔额，或称自留额，通常为企业价值（enterprise value）的1%左右，即当损失累计达到免赔额之后，保险公司开始赔偿超过免赔额的部分，类似于并购协议赔偿条款中的限制索赔额（deductible basket）。免赔额的设定可根据交易的情形进行协商和谈判，可更高或更低，还可以设定为随着时间的推移而降低。

#### 3. 责任限额

在卖方保单下，责任限额通常等于并购协议中的赔偿上限（大多为交易价格的特定比例，通常10%左右，根据市场、行业、交易规模和结构等不同可能更高或更低）。在买方保单下，责任限额可能高于协议赔偿的上限，责任限额可能为交易价格的10%至30%，甚至更高，取决于市场、行

## ※观点争鸣

业、交易规模和结构等，由买方根据自己的风险敞口进行厘定。

### 4. 保险期间

保险期间，即保单生效的期间，通常始于交易签约或交割，但从签约生效的保单更为常见，因为可以涵盖过渡期期间的陈述和保证风险。陈述与保证保险的保险期间可等于（在卖方保单下）或超过（在买方保单下）并购协议中卖方陈述与保证的存续期（survival period），对于基本性及税务事项的陈述与保证可达 6-7 年，对于其他一般性事项的陈述与保证可达 2-3 年。

### 5. 保费与保费支付方

保险公司收取的保费经常为责任限额的 1%至 4%，具体取决于保险公司对该笔保单的风险评估，其考虑因素包括目标公司的规模（交易越小，费率越高）、行业和标的所在地区（宏观环境的风险水平越高，费率越高）、交易文件的适用法律、免赔额要求（免赔额越高，费率越低）、责任限额、尽职调查的质量和提供服务的机构的声誉和水平等。

至于保费支付方，并不一定是被保险人，买卖双方可以协商由其中一方全额承担保费，也可由双方共同分担保费，取决于双方谈判的情况。

## 四、对尽职调查的影响

全面广泛的尽职调查是保险公司核保的基础（尤其是买方保单），任何可能导致重大责任的领域或问题都应得到充分调查。在承保前，保险公司通常通过审阅被保险人的尽职调查报告和交易文件，访问卖方的资料库，向买方及其法律顾问、财务顾问、税务顾问等提出核保问题，以及召开核保会议等方式对赔付风险予以核实评估。对于未涵盖在尽职调查范围内的陈述保证事项，保险公司可能会要求买方进行补充尽职调查，或者要求将该等保证赔偿责任排除在承保范围外。由于补充尽调可能会影响交易协议的签约进程，或者产生额外的尽职调查成本，买方可能被迫接受该等除外责任。因此，买方在尽职调查过程中要做到尽职调查的全面性，建议尽早请保险公司入场并与之进行及时有效的沟通，既可以获得充分的保险保障，也有助于降低保险成本。

## 五、对交易结构和交易文件的影响

如上文所述，保险公司承保的是未知的陈述和保证风险，因此陈述与保证保险并不能完全取代卖方的赔偿保障。如果我们代表买方，应该建议买方争取让卖方继续承担赔偿责任，如通过特殊赔偿条款解决已知风险事项和承诺事项等不能获得保险赔付的缺口。但随着市场的发展，在交易实践中我们已经见到一些陈述与保证保险完全取代卖方的赔偿保障，成为买方对于卖方违反陈述与保证的唯一救济的案例，尤其是在拍卖出售的流程中，卖方可能根据交易的竞争情况迫使投标方接受类似的安排。

另外，需要注意交易文件和保单对卖方赔偿责任约定的衔接，以及交易文件中相关的重要定义和描述。对损失的定义是否包含公司价值的降低（diminution of value），例如关于某些财务报表陈述和保证的不准确导致的损失可能不是简单的直接损失（dollar-for-dollar），而是影响到公司

## ※观点争鸣

的股权价值，损失可能是基于交易的倍数（a multiplied damages basis relating to valuation mechanism）。保险公司通常会在保单中沿用交易文件中的限制条件（除定义外，还包括买方是否知情、重大性标准等），而不会给出更优的条件，所以买方应确保起草交易文件时相关限制条件不会不适当地影响到承保的范围。

关于免赔额以内的责任承担，通常有两种模式，一是由卖方和买方分担（limited seller indemnity, LSI），一种是无追索权（no seller indemnity, NSI）。在陈述与保证保险的初期，保险公司倾向于 LSI 模式，因为卖方仍然对一部分的自留金额负责，从而降低了卖方的道德风险。但随着市场的发展，目前市场中主流的模式是 NSI 模式，即买方承担全部的免赔额。

最后，尽管不是所有使用了陈述与保证保险的并购交易都会在协议中提及陈述与保证保险，多数情况下，交易方还是会在并购协议中加入有关陈述与保证保险的条款，约定内容通常包括：

- 获得与维持陈述与保证保险的承诺。如保单于交割时才生效，还经常约定获得保险为交割前提条件以及相对方配合获得保险的承诺；
- 相关费用承担方，包括保费、经纪人佣金、相关税费等；
- 保单中保险公司须放弃针对卖方的代位求偿权（卖方欺诈的情况除外）的承诺；
- 投保人未经同意不得修改或终止保险的承诺。

### 六、投保流程

实践中，潜在投保人通常会委托保险经纪公司帮助其为具体交易选择最佳的保险公司，投保流程通常分为意向性报价阶段（non-binding indication）和核保/最终报价阶段（underwriting process）。

在第一个阶段，被保险人需要与保险经纪公司签署保密协议，然后进一步披露并购协议草稿、目标公司审计财报及信息备忘录等，保险经纪公司会据此开始向潜在合适的保险公司询价，并根据保险公司的回复为被保险人准备一份报告，详细阐述所收到的承保范围和报价以及保险公司的承保偏好、偿付能力等级和承保能力，并就保险公司选择和保险计划架构提出意见和建议。被保险人将在保险经纪公司的帮助下选择一家保险公司，并与其签订一份费用协议作为开启核保流程的前提。这一阶段大约需要 1-2 周。如果责任限额较大，通常需要多家保险公司联合承保（syndication），多层保单的提供流程更为复杂，耗时更长。

在竞标出售交易中，卖方为控制竞标流程可能会在确定买方之前提前联系保险经纪公司，获取保险公司的意向性报价，并在基本确定买方或约束性交易报价后将核保流程翻转给买方（sell-buy flip）。这时保险经纪与卖方之间的委托关系终止，与买方之间的委托关系开始，买方最终投保的还是买方保单。

在第二个阶段，保险公司会展开核保尽职调查，通常保险公司会收取一定的不可退还的核保费用（依案件复杂程度，通常为数万美元）以涵盖其聘请第三方顾问的成本支出。被保险人需要提供完整的并购协议及披露函、尽职调查报告、目标公司财务报表以及资料库文件等。保险公司会出具



## ※观点争鸣

书面问卷、召开电话会议，并在审阅前述文件和获得相关信息的基础上出具承保范围及除外责任。保险公司会排除尽调中发现的已知风险。这个过程大约需要 2-3 周。保单的条款与条件谈妥后，即可按照交易双方选定的时间安排保险。被保险人需签署无索赔声明（no claims declaration，声明不知悉任何索赔）并加注日期，从而使保单在该日期起保。从引入保险的时点看，理想的情况是在尽调和谈判开始时即引入保险公司，并在并购协议签署时让保单生效。

在大中华地区，主要的并购保险经纪包括达信（Marsh）和中怡（AON-COFCO）。另外，平安产险的并购险部门拥有本地化的专业团队和服务，综合经纪人渠道以及采取直保与综合金融方式为中国企业的并购活动提供服务。

### 结语

陈述与保证保险是并购交易市场的发明，可提高交易的成功概率。有效地利用好陈述与保证保险可提高中国企业海外并购的竞争力，并更好地管控风险。但应看到，陈述与保证保险不是万能的，存在风险覆盖的缺口，需要统筹协调交易结构的设计和其他交易条款，才能为交易方提供整体的解决方案。

最后，交易保险仍然是在发展中的交易工具，由于该领域的保险经营者有限，目前的承保金额等仍有一定限制，规模巨大的交易需要包括保险在内的综合解决方案；同时，我们欣喜地看到除了陈述与保证保险，市场中又有了其他交易保险产品，如反向分手费保险、诉讼保险、特别税务责任保险、或有责任保险（在买卖双方无法通过调价或特别赔偿来解决已知的或有风险时转移给保险公司）等。利用好这些保险产品工具将有效提高中国企业跨境并购交易的成功概率并管控好风险。

## ※观点争鸣

### 附件一：上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则

#### 中国证监会

**第一条** 为了规范上市公司以向特定对象发行的可转换公司债券（以下简称定向可转债）为支付工具的购买资产活动，保护上市公司和投资者的合法权益，根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国证券法》《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）、《可转换公司债券管理办法》（以下简称《可转债办法》）、《上市公司证券发行注册管理办法》（以下简称《再融资办法》）等有关规定，制定本规则。

**第二条** 上市公司发行定向可转债购买资产的，适用本规则；本规则未规定的，参照适用《重组办法》等关于发行股份购买资产的有关规定，并适用《可转债办法》和中国证监会其他相关规定。

**第三条** 上市公司股东大会就发行定向可转债购买资产作出的决议，除应当包括《重组办法》第二十三条规定的事项外，还应当包括下列事项：定向可转债的发行对象、发行数量、债券期限、债券利率、还本付息的期限和方式、转股价格的确定、转股股份来源、转股期等。定向可转债约定赎回条款、回售条款、转股价格向上修正条款等事项的，应当经股东大会决议。

**第四条** 上市公司发行定向可转债购买资产的，应当符合以下规定：

（一）符合《重组办法》第十一条、第四十三条的规定，构成重组上市的，符合《重组办法》第十三条的规定；

（二）符合《再融资办法》第十三条第一款第一项至第三项的规定，且不存在《再融资办法》第十四条规定的情形；

（三）不存在《再融资办法》第十一条第一项、第三项、第五项、第六项规定的情形。

上市公司通过收购本公司股份的方式进行公司债券转换的，不适用《重组办法》第四十三条和前款第三项规定。

**第五条** 上市公司发行定向可转债购买资产的，定向可转债的初始转股价格应当不低于董事会决议公告日前二十个交易日、六十个交易日或者一百二十个交易日公司股票交易均价之一的百分之八十。

本次发行定向可转债购买资产的董事会决议可以明确，在中国证监会注册前，上市公司的股票价格相比最初确定的定向可转债转股价格发生重大变化的，董事会可以按照已经设定的调整方案对定向可转债转股价格进行一次调整，转股价格调整方案应当符合《重组办法》有关股票发行价格调整方案的规定。上市公司同时发行股份购买资产的，应当明确股票发行价格是否和定向可转债转股价格一并进行调整。

**第六条** 上市公司购买资产所发行的定向可转债，存续期限应当充分考虑本规则第七条规定的限售期限的执行和业绩承诺义务的履行，且不得短于业绩承诺期结束后六个月。

**第七条** 特定对象以资产认购而取得的定向可转债，自发行结束之日起十二个月内不得转让；属于下列情形之一的，

三十六个月内不得转让：

- （一）特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；
- （二）特定对象通过认购本次发行的股份或者定向可转债取得上市公司的实际控制权；
- （三）特定对象取得本次发行的定向可转债时，对其用于认购定向可转债的资产持续拥有权益的时间不足十二个月。

构成重组上市的，除收购人及其关联人以外的特定对象应当公开承诺，其以资产认购而取得的定向可转债自发行结束之日起二十四个月内不得转让。

本条第一款第一项、第二项规定的特定对象应当参照《重组办法》第四十七条第二款作出公开承诺。

**第八条** 上市公司购买资产所发行的定向可转债，不得在本规则第七条规定的限售期限内转让，但可以根据约定实施转股。转股后的股份应当继续锁定，直至限售期限届满，转股前后的限售期限合并计算。

特定对象作出业绩承诺的，还应当承诺以资产认购取得的定向可转债，在相应年度的业绩补偿义务履行完毕前不得转让，转股后的股份继续锁定至相应年度的业绩补偿义务履行完毕。

**第九条** 上市公司购买资产所发行的定向可转债，不得约定在本规则第七条规定的限售期限内进行回售和赎回。特定对象作出业绩承诺的，还应当约定以资产认购取得的定向可转债，不得在相应年度的业绩补偿义务履行完毕前进行回售和赎回。

**第十条** 以资产认购取得定向可转债的特定对象不符合标的股票投资者适当性管理要求的，所持定向可转债可以转股，转股后仅能卖出、不能买入标的股票。

受让定向可转债的投资者，应当符合证券交易所关于定向可转债的投资者适当性管理要求。

**第十一条** 上市公司发行定向可转债募集部分配套资金的，审议程序、发行条件、发行对象、募集资金使用、转股价格、限售期限等应当符合《再融资办法》相关规定。

**第十二条** 适用《重组办法》第十一条第二项、第十三条第一款，以及本规则第七条第一款第二项等规定，计算投资者、非社会公众股东等拥有上市公司权益数量及比例的，应当将其所持有的上市公司已发行的定向可转债与其所持有的同一上市公司的其他权益合并计算，并将其持股比例与合并计算非股权类证券转为股份后的比例相比，以二者中的较高者为准。较高者的具体计算公式，参照适用《上市公司收购管理办法》第八十五条第二款的规定。

**第十三条** 上市公司发行定向可转债购买资产或者募集部分配套资金的，应当在定向可转债挂牌、开始转股、解除限售、转股价格调整或向上修正、赎回、回售、本息兑付、回购注销等重要时点，及时披露与定向可转债相关的信息。

**第十四条** 上市公司发行定向可转债购买资产或者募集部分配套资金的，应当在年度报告中披露定向可转债累计转股、解除限售、转股价格调整或向上修正、赎回、回售、本息兑付、回购注销等情况。独立财务顾问应当对上述事项出具持续督导意见。

**第十五条** 上市公司发行定向可转债购买资产或者募集部分配套资金的，应当在重组报告书

中披露定向可转债受托管理事项和债券持有人会议规则，构成可转债违约的情形、违约责任及其承担方式，以及定向可转债发生违约后的诉讼、仲裁或其他争议解决机制等。

上市公司还应当在重组报告书中明确，投资者受让或持有本期定向可转债视作同意债券受托管理事项、债券持有人会议规则及重组报告书中其他有关上市公司、债券持有人权利义务的相关约定。

**第十六条** 上市公司发行定向可转债用于与其他公司合并的，按照本规则执行。

**第十七条** 本规则自公布之日起施行。



## 附件二：民用航空企业及机场联合重组改制备案管理办法

### 中国民用航空局

### 民航规〔2023〕35号

#### 第一章 总则

**第一条** 为了加强民用航空企业及机场联合重组改制行为的事中事后监管，建立公平有序竞争的市场秩序，根据《中华人民共和国民用航空法》《中华人民共和国外商投资法》《中华人民共和国外商投资法实施条例》《国内投资民用航空业规定》《国务院关于深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力的通知》（国发〔2021〕7号）等规定，结合民航实际，制定本办法。

**第二条** 本办法所称民用航空企业及机场（以下统称民航企业），是指公共航空运输企业、运输机场（包括军民合用运输机场民用部分）管理机构和航空油料企业。

**第三条** 本办法适用于民航企业下列联合重组改制行为：

（一）合并，是指一个具有独立法人资格的民航企业吸收另一个具有独立法人资格的民航企业；

（二）改制，是指由有限责任公司改制为股份有限公司，或者由股份有限公司改制为有限责任公司；

（三）股权重组，是指公司制企业改变股权结构，但上市公司流通股5%股份以下持有者发生变化的除外；

（四）股份制公司公开和非公开发行募集股份和股票上市；

（五）委托管理，是指地方人民政府或者运输机场管理机构的控股股东，按照合同约定将运输机场管理机构委托给具有独立法人资格的企业进行经营管理；

（六）公共航空运输企业实际控制人变更，是指虽不是公共航空运输企业的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公共航空运输企业行为的个人或者单位发生变更。

**第四条** 民航企业联合重组改制应当符合国家国内投资民用航空业规定和外商投资准入特别管理措施（负面清单）相关规定。

**第五条** 民航企业联合重组改制应当向住所地所在辖区中国民用航空地区管理局（以下简称民航地区管理局）备案。

#### 第二章 备案管理

**第六条** 实施联合重组改制的民航企业为备案当事人（以下简称备案人）。

**第七条** 公共航空运输企业实施合并、控股股东发生变更的股权重组以及公司实际控制人变更的，备案人应当将拟签署的联合重组改制协议或者拟实施的联合重组改制方案报住所地民航地区管理局备案，并在完成联合重组改制后将实施情况补充报送。

运输机场管理机构实施或者解除委托管理的，备案人应当在签署或者解除委托管理合同后30日内报住所地民航地区管理局备案。

除前两款情形外，民航企业实施其他联合重组改制的，备案人应当在向公司登记机关提交企业相关工商变更登记、备案材料的同时，报住所地民航地区管理局备案。

**第八条** 备案时，备案人应当向住所地民航地区管理局提交《民用航空企业及机场联合重组改制备案信息表》（见附件1），并对备案信息的真实性、完整性、有效性负责。

民航地区管理局收到备案信息表即为备案；备案信息不齐全的，民航地区管理局应当指导备案人补正。

**第九条** 已备案的联合重组改制信息与实际工商登记、备案情况不符的，备案人应当重新向民航地区管理局备案。

**第十条** 对公共航空运输企业实施合并、控股股东发生变更的股权重组以及公司实际控制人变更的备案，民航地区管理局应当在收到备案人的备案信息表后5个工作日内向民航局报告有关备案情况；对其他联合重组改制备案，民航地区管理局应当在每月10日前向民航局报告上一个月有关备案情况。

**第十一条** 民航企业联合重组改制后，涉及公共航空运输企业经营许可证、承运人运行合格证、机场使用许可证、民用机场航空燃油供应安全运营许可证等经营、运行许可证件载明事项变更的，应当及时申请办理许可证件变更。

### 第三章 监督检查

**第十二条** 民航地区管理局应当制定行政检查计划，对民航企业是否备案联合重组改制行为、联合重组改制后的企业股权结构是否符合规定等情况加强监督检查。

在收到公共航空运输企业实施合并、控股股东变更、公司实际控制人变更的备案信息后，民航地区管理局要加强内部信息通报，及时研判企业安全形势，加强对公共航空运输企业持续符合经营许可和安全运行许可条件的事中事后监管，压实企业经营变更过程中的安全生产主体责任，视情对其股权重组提前介入进行监管指导，防止股权管理、公司治理失控导致的航空安全隐患。

**第十三条** 发现备案人未按要求备案联合重组改制行为的，民航地区管理局应当责令其限期补办备案；拒不补办备案的，按规定记入民航行业信用记录。

民航地区管理局在收到备案信息表后或者在日常监督检查中，发现民航企业违反有关民航行业投资准入以及国有股权比例、关联投资限制等要求的，应当依据《中华人民共和国外商投资法》《中华人民共和国外商投资法实施条例》《国内投资民用航空业规定》等规定责令其限期改正，依法给予行政处罚，并按规定记入民航行业信用记录。

**第十四条** 民航企业应当在每年1月30日之前向住所地民航地区管理局报送企业股权信息登记表（见附件2）。

民航地区管理局应当在每年2月底之前向民航局报送上年度联合重组改制备案及监督检查工作情况报告，并附上辖区内民航企业股权信息登记汇总表和民航企业联合重组改制备案年度汇总表（见附件3）。

**第十五条** 任何单位或者个人对民航企业联合重组改制违法违规行为，均有权向民航行政机关报告或者举报。

### 第四章 附则

**第十六条** 本办法关于备案时限的“日”，是指自然日。

**第十七条** 本办法自印发之日起施行。2021 年 7 月 1 日《关于印发〈民航局深化“证照分离”改革进一步激发市场主体发展活力实施方案〉的通知》（民航发〔2021〕31 号）附件 2 中的《民航企业及机场联合、重组和改制备案管理暂行办法》同时废止。