

2025

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

2025 年 • 第 4 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：蔡逸奇

责任编辑：蔡逸奇

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

2025 年 4 月  
第 4 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
上市公司并购：标的公司如何防范风险与化解危机.....	11
新公司法下聊并购（一）——企业家精神.....	19
试点政策下科技企业并购贷款的机遇与挑战.....	21
上市公司并购重组的主要法律风险及应对.....	30
国资并购重组模式与法律问题研究.....	36
※附件.....	48
附件一：《国家金融监督管理总局有关司局负责人就做好科技企业并购贷款试点工作答记者问》.....	48
附件二：证监会发布《上市公司监管指引第 11 号——上市公司破产重整相关事项》.....	49

**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。所有信息图片来自网络、期刊报纸或委员投稿稿件，仅为参考使用。



## ※行业动态

### 1、优步就收购印度纯电动网约车平台 BluSmart 进行初步谈判

据报道，优步(UBER.US)正在就收购印度纯电动网约车移动出行服务供应商 BluSmart 进行初步谈判。据悉，优步将重点关注 BluSmart 的资产，包括其在德里国家首都辖区、孟买、班加罗尔和迪拜运营的 5000 多辆电动汽车。不过，BluSmart 在印度也面临着一些挑战，比如高水平的资本支出和有限的充电基础设施。

至于优步在印度的整体战略，该公司正在与 Refex Green Mobility 等公司合作，计划到 2026 年在金奈、海德拉巴、班加罗尔和孟买等城市部署 1000 辆电动汽车。优步在班加罗尔建立了亚洲最大的工程中心，专注于开发适合全球市场的产品。此外，优步还与塔塔集团、信实工业、阿达尼集团等印度大公司建立了合作关系，以增强其服务和基础设施。

(来源：智通财经)

### 2、华纳兄弟探索收购迪拜 OSN 少数股权，开拓中东流媒体市场

华纳兄弟探索公司(WBD.US)正购入迪拜 OSN 流媒体有限公司(OSN Streaming Ltd.)的少数股权，试图在快速增长的中东娱乐市场分得一杯羹。OSN 集团首席执行官乔·卡瓦卡巴尼(Joe Kawkabani)在一次采访中表示，华纳兄弟将斥资 5700 万美元，收购 OSN 流媒体约三分之一的股份。

根据一份联合声明，这笔交易将分阶段进行，目前仍有待监管部门批准。OSN 提供全球及本地的电视剧和电影，而华纳兄弟投资的这家子公司提供流媒体服务。

对于华纳兄弟来说，这是其继 2021 年首次投资土耳其的 BluTV35%股权，并在 2023 年全资收购该公司后，对中东本土流媒体服务的又一笔最新投资。

(来源：智通财经)



## ※行业动态

### 3、百事可乐出资 19.5 亿美元收购益生元汽水品牌 Poppi

百事可乐公司(PEP.US)周一宣布，已达成协议，以 19.5 亿美元收购苏打水饮料制造商 Poppi，其中包括 3 亿美元的预期现金税收优惠，净收购价格为 16.5 亿美元。该交易还包括额外的潜在盈利对价，前提是在交易结束后的特定时期内实现某些业绩里程碑。该交易须符合惯例成交条件，包括监管部门的批准。

Poppi 由夫妻二人 Stephen 和 Allison Ellsworth 于 2015 年创立，并在电视节目《创智赢家》(Shark Tank)中扮演重要角色。最近一轮融资是 2022 年的 B 轮，融资 2500 万美元。

益生元汽水的种类仍然相对较少，其健康益处仍存在争议。去年，有报告显示，可口可乐(KO.US)和百事可乐都对益生元苏打品牌 Olipop 感兴趣，该品牌在美国有 2.5 万家门店，在 2023 年上半年创造了超过 1 亿美元的收入。

(来源：智通财经)

### 4、华润医药完成建议收购天士力医药

华润医药(03320)发布公告，内容有关华润三九医药股份有限公司建议收购天士力医药集团股份有限公司的 28%权益。华润三九已于 2025 年 3 月 27 日接获中国证券登记结算有限责任公司出具的确认书，确认天士力医药 4.18 亿股股份(相当于截至本公告日期天士力医药的 28%权益)已完成转让。因此，于本公告日期，华润三九已根据购股协议的条款完成建议收购天士力医药的 28%权益，而天士力医药已成为公司的非全资附属公司。华润三九将根据购股协议的条款支付建议收购事项的剩余代价。

(来源：智通财经)

### 5、皇冠环球集团拟 3000 万元收购四川天府金盆地酒业集团有限公司的 100% 股权

目标公司拥有若干资产，包括价值人民币 1480 万元的土地使用权及价值人民币 5370 万元的优质白酒生产厂房及设备，惟尚未开展其业务。目标公司亦于中国成都拥有面积达 27,595 平方米的土地使用权，将充分发挥集团物业发展业务的优势。

(来源：智通财经)

### 6、春晖智控拟增发股份及现金收购春晖仪表 61.29% 股权，优化业务布局

春晖智控(300943.SZ)披露发行股份及支付现金购买资产暨关联交易预案，公司拟向邹华、邹子涵、周丽娟、陈义、陈峰、金根芬、顾柏良、秦明、龚永忠、叶建军、金兴芬、邹飘英、席庆、冯涛、陈杰萍、姜洪良、邹平、徐康吉、屠家铭、梁小娟、龚明、徐涛、郑华珍等 23 名交易对方购买春晖仪表 61.2913%的股权。本次交易标的资产交易价格尚未确定，股份发行价格确定为 10.56 元/股。

(来源：智通财经)

## ※行业动态

### 7、中国绿地博大绿泽完成收购国能泰瑞 51% 股权

中国绿地博大绿泽(01253)发布公告，内容有关公司拟 2040 万元收购国能泰瑞 51%股权的相关事宜，买卖协议项下所有先决条件均已获达成且完成已根据买卖协议之条款及条件于 2025 年 3 月 26 日落实。于完成后，公司持有目标公司全部已发行股份的 51%。因此，目标公司将成为公司的非全资附属公司，目标集团(包括国能泰瑞)的财务业绩将并入本集团的账目

根据买卖协议，公司已按发行价每股代价股份 0.1 港元向卖方配发及发行代价股份(即 2.19 亿股新股份，相当于经配发及发行代价股份扩大后全部已发行股份约 3.63%)以结算代价。

(来源：智通财经)

### 8、神州泰岳拟收购漫游兄弟部分股权，优化股权结构

神州泰岳(300002.SZ)公告，公司全资子公司北京神州泰岳科技有限公司拟以自有资金按照 1402.50 万元的总交易价格收购北京漫游兄弟科技有限责任公司(简称“漫游兄弟”)52.1474%股权。漫游兄弟系专项用于投资天津泰岳小漫科技有限公司(简称“泰岳小漫”)而设立的有限责任公司，主要资产为其所持泰岳小漫的股权。收购完成后，公司对泰岳小漫的持股比例(直接加间接)将从 60.16%上升至 80.42%。

(来源：智通财经)

### 9、利尔化学拟收购山东汇盟控股权

利尔化学(002258.SZ)公布，根据公司发展战略规划，为拓展产业链，进一步提升公司竞争力，经与标的公司山东汇盟生物科技股份有限公司(以下简称“山东汇盟”)及其主要股东初步沟通，公司拟收购山东汇盟控股权。

公司此次拟对外投资事项目前尚未正式签署任何交易协议，尚处于筹划阶段，最终的投资金额和股权比例尚未确定，具体的投资方案仍需进一步研究论证和沟通协商。

(来源：格隆汇)

### 10、新日铁收购美国钢铁现曙光，谈判仍在推进

日本钢铁业巨头新日铁(Nippon Steel)总裁今井正在当地时间周一表示，关于该公司计划收购美国钢铁制造行业领军者美国钢铁公司(X.US)的谈判仍在与美国政府有序进行中。

2025 年 1 月 3 日，美国时任总统拜登以“国家安全”为由，正式阻止了日本制铁对美国钢铁公司的收购。面对收购持续受阻，日本制铁和美国钢铁公司于 2025 年 1 月 6 日对美国总统拜登提起诉讼，指控其非法干涉企业正当权利。

今井正表示，双方正在逐步达成共识，认为这笔交易将增强美国钢铁行业。他补充表示，谈判并未像此前媒体报道的那样因特朗普政府施压而面临终止，而是双方谈判将有序继续进行，并且旨在就股权购买和资本支出等方面达成重要协议。

## ※数据速递



## 2 月并购报告 | 并购市场交易规模逆势回升 基金退出遇冷

(来源: 超越 J curve)

### 核心发现

- 2 月, 受春节及全球市场影响, 中企并购市场交易数量呈现下降态势, 但交易规模逆势增长。大额交易数量环比有所增加, 反映出市场在调整过程中, 大额优质项目依然受到关注
- 共计 20 支私募基金以并购的方式成功退出, 回笼金额为 2.04 亿元
- 电子信息、医疗健康和传统制造行业的并购交易数量较为突出, 广州交易规模位居榜首

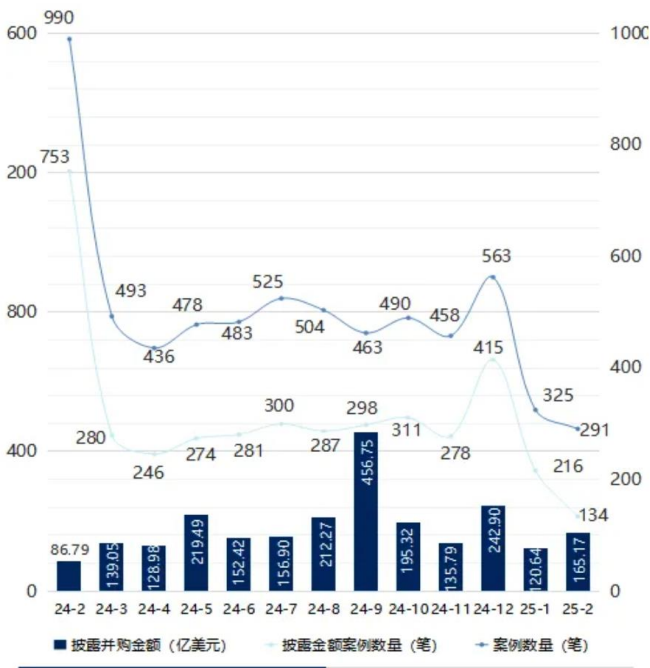
### 第一部分 中企并购市场数据分析

#### ▼ 并购市场宣布交易月度趋势

2025 年 2 月, 披露预案 291 笔并购交易, 环比下降 10.46%, 同比下降 70.61%; 当中披露金额的有 134 笔, 交易总金额为 165.17 亿美元, 环比上升 36.91%, 同比上升 90.31%。虽然交易数量减少, 但交易金额的增长表明市场上仍存在大规模、高价值的并购项目。

※数据速递

2024年2月-2025年2月中企并购市场宣布交易趋势

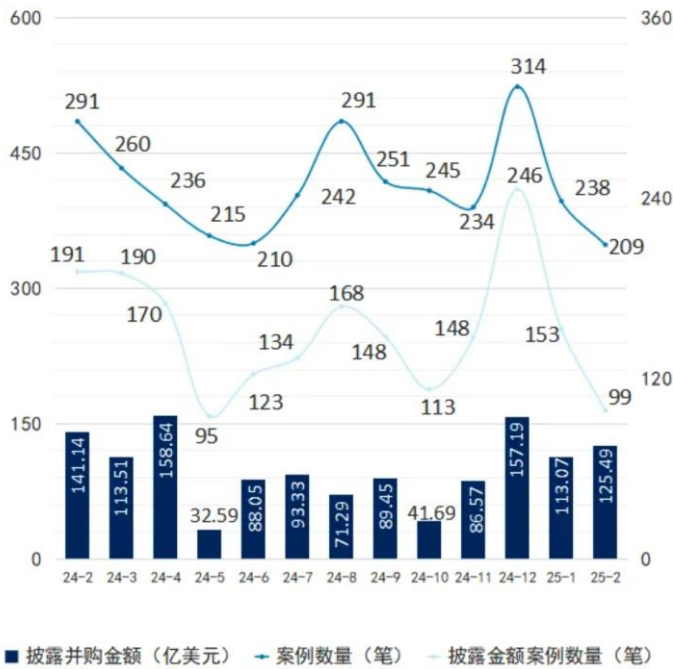


数据来源：CVSource投中数据 投中研究院，2025.03

▼并购市场完成交易月度趋势

2025年2月，共计完成209笔并购交易，环比下降12.18%，同比下降28.18%%；当中披露金额的有99笔，交易总金额为125.49亿美元，环比上升10.98%%，同比下降11.09%。完成交易数量的减少与宣布交易数量的下降趋势一致，进一步印证了市场活跃度的降低。

2024年2月-2025年2月中企并购市场完成交易趋势



数据来源：CVSource投中数据 投中研究院，2025.03



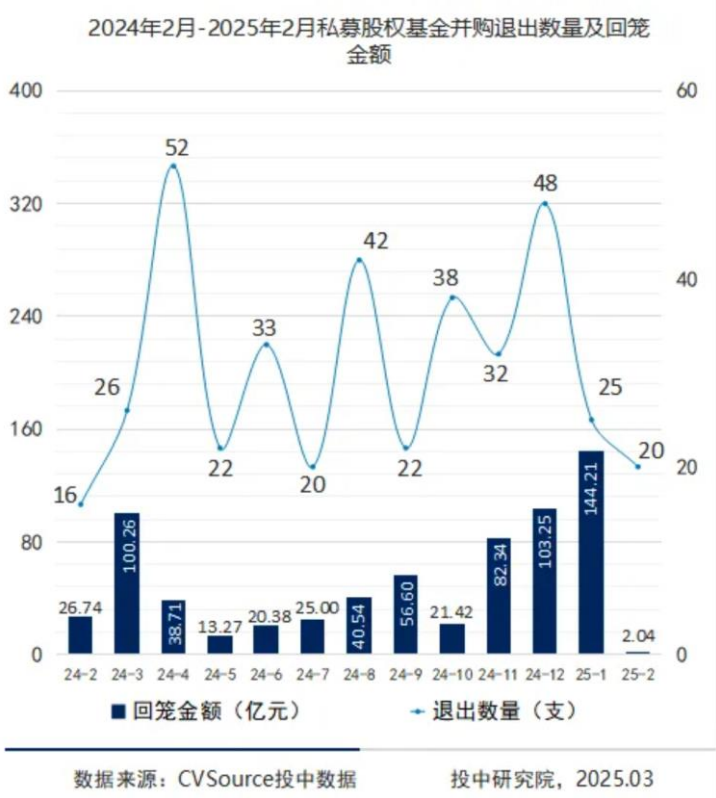
※数据速递

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

2025 年 2 月，共计 20 支私募基金以并购的方式成功退出，回笼金额为 2.04 亿元。近一年，私募基金并购退出数量和回笼金额呈现出一定的波动趋势。

2025 年 2 月 18 日，启赋资本旗下福州启赋新材创业投资合伙企业（有限合伙）转让持有的湖南创远高新机械有限责任公司 9.16%股权，回笼资金为 0.37 亿元。



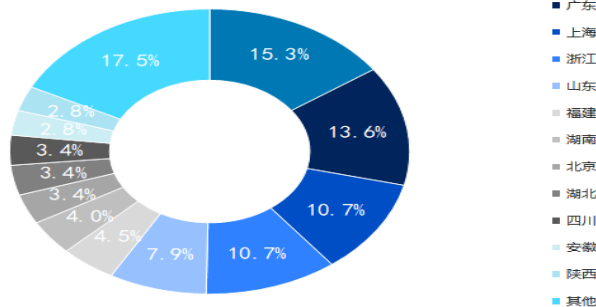
2025 年 2 月 19 日，海润并购基金旗下深圳前海海润荣丰投资合伙企业（有限合伙）询价转让持有的上海南方模式生物科技股份有限公司（688265.SH）1.50%股权，回笼资金为 0.27 亿元。

2025 年 2 月 18 日，启赋资本旗下嘉兴启赋新材料合伙企业（有限合伙）转让持有的湖南创远高新机械有限责任公司 3.70%股权，回笼资金为 0.15 亿元。

2025年2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
创远高新	传统制造	0.37	启赋资本	福州启赋新材创业投资合伙企业（有限合伙）
南模生物	医疗健康	0.27	海润并购基金	深圳前海海润荣丰投资合伙企业（有限合伙）
创远高新	传统制造	0.15	启赋资本	嘉兴启赋新材料合伙企业（有限合伙）
昇生微电子	电子信息	0.13	中芯聚源	聚源中小企业发展创业投资基金（绍兴）合伙企业（有限合伙）
昇生微电子	电子信息	0.12	粤科金融集团	广东粤科格金先进制造投资合伙企业（有限合伙）
创远高新	传统制造	0.08	启赋资本	长沙湘江启赋弘泰私募股权基金企业（有限合伙）
昇生微电子	电子信息	0.07	清石资产管理集团	东莞勤合创业投资中心（有限合伙）
昇生微电子	电子信息	0.07	同创伟业	深圳同创伟业新兴产业创业投资基金（有限合伙）

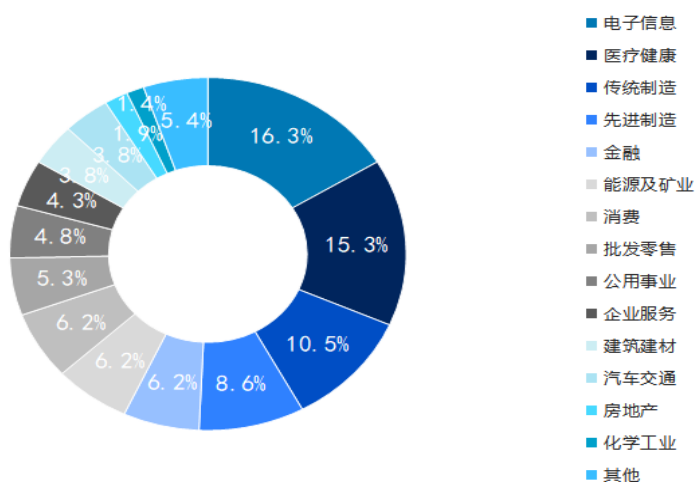
数据来源：CVSource投中数据 投中研究院，2025.03



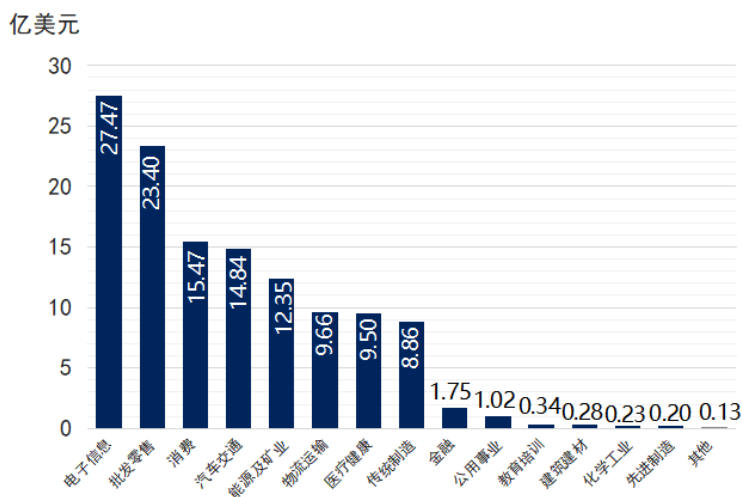
## ※数据速递

根据 CVSource 投中数据显示，2025 年 2 月电子信息交易数量位于第一，为 34 起，占比 16.3%，其次分别为医疗健康、传统制造、先进制造与金融等。就披露交易规模来看，2025 年 2 月电子信息占比最大，以 27.47 亿美元占比 21.9%，紧随其次为批发零售，以 23.40 亿美元占比 18.6%，消费、汽车交通与能源及矿业，交易金额分别为 15.47、14.84、12.35 亿美元，相应占比为 12.3%、11.8%、9.8%。

2025年2月中企完成并购交易按行业数量分布



2025年2月中企完成并购交易按行业规模分布



数据来源：CVSource投中数据

投中研究院，2025.03



## ※政策法规

- 1、《国家金融监督管理总局有关司局负责人就做好科技企业并购贷款试点工作答记者问》（详见附件一）
- 2、证监会发布《上市公司监管指引第 11 号——上市公司破产重整相关事项》（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：标的公司如何防范风险与化解危机

争议解决部（上海璟和律师事务所）

#### 引言

在资本市场的聚光灯下，上市公司并购往往被视为标的公司的“高光时刻”，但交易完成后的整合期才是真正的“压力测试场”。并购后，双方往往会在公司治理、业务整合、人员安排等诸多方面产生分歧与争议。这些争议若不能妥善解决，不仅会消耗企业资源，甚至可能危及并购成果。作为被并购方，标的公司既要适应控股股东的并购要求，又要守住核心商业价值——这场关乎企业生死的法律博弈中，每项争议的解决都直接影响着创始团队权益与企业未来命运。

本文将聚焦于上市公司并购中标的公司视角下的争议解决，深入剖析典型的争议类型，探讨有效的解决机制。基于我们在处理上市公司与标的公司之间争议纠纷的丰富经验，我们选取了几类常见纠纷进行分析，如基于经营权争议而引发的业绩对赌纠纷、分步收购标的公司股权过程中对于剩余股权收购而产生的纠纷、因不配合上市公司审计或信息披露工作而引发的纠纷。通过这些案例分析，我们旨在为那些在并购浪潮中前行的标的公司提供具有可操作性的指引，助力其在复杂多变的商业环境中稳健前行，将并购后的挑战转化为发展的新机遇。

#### 一、业绩对赌背景下，因标的公司经营权引发的纠纷

在并购交易中，鉴于上市公司通常会要求原股东团队进行业绩承诺，因而原股东团队通常会要求在业绩承诺期内继续保有对标的公司的经营权（即使标的公司股权已经 100%完成交割）。而投

※观点争鸣

资方由于短期内缺乏对标的公司进行整合的能力、资源和精力，并且基于业绩对赌的机制要求，通常会同意在业绩承诺期内将公司的经营权让渡给原股东或团队。但出于内部控制的需要，投资方在让渡经营权的过程中，通常会要求保留部分重要权利。正是由于买卖双方均高度重视标的公司的经营权，标的公司原股东与上市公司在并购过程中才会不断产生矛盾与博弈。

（一）并购中买卖双方关于标的公司经营权的分配模式

笔者通过资本市场重大资产重组项目及类似交易，发现上市公司在并购重组交易中，于业绩对赌条款项下，投资方（买方）和原股东（卖方）对标的公司经营权分配的模式通常有以下几种常见的类型：

类型	具体内容	类型案例
买方主要享有模式	在该种模式下，投资方全面掌控标的公司的核心治理机构，包括董事会、总经理职位以及监事会等，从而在公司治理结构中占据主导地位。原股东在法律层面并未控制任何一项治理机构，但基于业绩对赌协议的要求，原股东仍需全身心投入标的公司的日常经营管理，以确保公司能够实现既定的业绩承诺目标。	案例：苏州市建筑科学研究院集团股份有限公司（603183.SH）拟收购徐州市宏达土木工程试验室有限责任公司51%股权之交易 买卖双方在《交易文件》中约定：8.1董事会：本次交易完成后，目标公司董事会将由3名董事组成，由买方委派2名董事，卖方委派1名董事。董事长由买方委派的董事担任。董事任期3年，可连选连任。 8.2 监事：本次交易完成后，目标公司设监事一名，由买方提名的人员担任，任期3年，可连选连任。 8.3 高级管理人员：本次交易完成后，目标公司设总经理一名，由董事会提名并聘任。 本次交易完成后，目标公司设财务负责人一名，由买方向总经理推荐后，总经理提名、董事会聘任。
买方与卖方划分享有模式	在该种模式下，投资方主要掌控标的公司董事会、监事会以及关键岗位（如财务负责人、副总经理等）的委派权。通过这种安排，投资方能够对标的公司的重大决策、财务管理和日常运营进行有效监督与管控，确保其投资利益得到保障。与此同时，原股东则主要负责标的公司总经理的委派，并且需要保持原核心管理团队的稳定性。	案例：北京三聚环保新材料股份有限公司（300072.SZ）收购四川鑫达新能源科技有限公司55%股权之交易 买卖双方在交易文件中约定：标的公司董事会由3人组成，其中受让方推荐2人，转让方推荐1人，董事长受让方推荐的董事担任。公司法定代表人由董事长担任；标的公司不设监事会，设监事1名，由受让方推荐；标的公司设总经理1名、财务负责人1名，总经理由转让方推荐，财务负责人由受让方推荐。
买方与卖方共享模式	在该种模式下，投资方与原股东均无法单独实现对董事会、监事会及经营管理层的绝对控制权，重大决策事项需经双方共同批准。或虽一方在控制权比例上处于相对弱势地位，但在核心事项表决中享有特殊权利安排，例如针对特定重大事项的单独否决权。	案例：成都博瑞传播股份有限公司（600880.SH）收购四川生学教育科技有限公司60%股权之交易 买卖双方在交易文件中约定：在业绩承诺期间，董事会成员中，博瑞传播有权提名3人，生学教育有权提名2人。董事长及法定代表人由陈长志继续担任，董事会表决事项应当经全体董事3/5以上（含）表决同意后方可实施。同时，对于日常的、经营性的事项董事长拥有一票否决权。

虽然有以上几种对标的公司经营权划分的模式，但实践中买卖双方仍会就标的公司的经营权发生诸多类型的争议。笔者接下来会对实践中的经营权纠纷进行分析评述。

（二）买方过度介入标的公司经营管理后，卖方能否以此为由不再承担业绩补偿责任？

在该案件审理过程中，法院认为投资方免去原股东在标的公司中的执行董事兼总经理职务、并停止被告在原告处一切职务、原由原股东负责的管理权限及业务内容全部停止的决定，其行为构成根本违约。原股东失去对标的公司的经营管理权，导致其能否实现业绩目标处于不确定状态，业绩承诺指标已完全无法履行，不能实现合同目的，相关业绩承诺应当解除。最终，法院依据《合同法》第九十四条第四项规定“当事人一方迟延履行债务或者有其他违约行为致使不能实现合同目的”，原股东有权要求自其被免职后解除《股权

## ※观点争鸣

转让协议》中的业绩承诺条款。

通过以上案例不难看出，对赌协议虽然约定由标的公司原股东继续掌控目标公司经营管理权，但在协议履行过程中，双方因其他事由发生争议，投资方以各种借口将原股东逐出管理层，使原股东失去经营管理权，原股东自然不应当再承担业绩承诺责任。因为从公平合理的角度分析，原股东只对其自身的经营行为负责，当原股东不再对被投资的目标公司拥有经营决策权，就不应当为他人的经营业绩承担不利后果。

（三）卖方自愿让渡经营权后能否以此为由不再承担业绩补偿责任？

在上市公司收购标的公司的案例中，因上市公司一般较为强势，也存在着上市公司作为买方要求卖方在协议中让渡经营权的情况。若原股东为了实现转让股权之目的被迫接受卖方的商务要求并签署了相关协议，此后在业绩对赌期限届满后，上市公司仍以标的公司的净利润未能达到承诺的业绩标准要求原股东承担业绩补偿责任，上市公司的该等诉求是否能够得到司法裁判机构的支持呢？以下案例或许能为我们提供一定的参考。

A公司作为投资方、B公司作为标的公司、甲作为标的公司的股东持有B公司88%股权，三方共同签订了《投资协议》。协议约定：（1）A公司向甲收购其持有的B公司41%股权，并认购B公司增发新股。转让及增资完成后，A公司持有B公司51%股权，甲持有B公司49%股权；（2）A公司提名或委派的人员（包括2/3的董事及监事、董事长、财务负责人等）有权接管B公司，并主导B公司生产经营活动；（3）甲承诺，如B公司2年内业绩未达协议约定，则其应向A公司支付现金补偿。而后依约办理了股权变更登记，A公司成为B公司控股股东，A公司相关人员接管了B公司经营管理。

业绩承诺期间届满后，B公司净利润未达到甲承诺的业绩目标。A公司遂向法院提起诉讼，要求甲按约向其支付《投资协议》约定的业绩补偿款。卖家甲辩称：A公司入股B公司后全面接管公司并架空了其对标的公司的管理权限，致使标的公司实施错误的商业决策，导致标的公司B公司在一系列商业项目上的经营亏损，因此A公司应对B公司的亏损负主要责任，B公司业绩目标应视为达成；A公司无权要求甲向其支付业绩补偿。

一审法院认为：第一，卖方甲与买方A公司订立的《投资协议》系各方当事人真实意思表示，B公司在承诺期内的利润未达承诺的业绩标准，因此卖方甲应当按约向A公司支付相应的业绩补偿；第二，A公司成为B公司股东后，对B公司内部治理结构的安排和经营模式的调整符合双方达成一致的《投资协议》的约定。甲与A公司签署《投资协议》，即视为甲同意在A公司作为控股股东的情况下作出业绩承诺。现甲以A公司系标的公司控股股东和实际控制人，其无法对B公司业绩产生直接、实质影响为由主张不承担业绩补偿责任的抗辩不能成立。第三，至于卖家甲所称的一系列商业项目如何实施属于标的公司内部经营决策问题，公司经营必然存在风险，现有证据不足以证明标的公司实施上述项目必然带来营利，且能实现双方约定的业绩目标，也不足以A公司存在故意



## ※观点争鸣

阻止标的公司B经营获利的主观恶意。二审法院驳回了上诉，维持原判。

当卖方与买方在投资协议中明确约定了业绩补偿条款，且买方依约成为标的公司控股股东并接管公司经营管理时，业绩补偿条款的履行不因卖方失去对标的公司的管控能力而受影响。在此情形下，买方基于获得的对标的公司的经营管理权，难免会对原股东的商业决策作出一定的调整，进而使得标的公司的经营项目一定程度上偏离原股东的既定轨道。公司经营必然存在风险，对于原股东的商业决策是否实施、如何实施属于标的公司内部经营决策问题。实践中，除有证据证明买方恶意阻止标的公司经营获利，司法机关更倾向于认可买卖双方业绩补偿条款的效力，并支持买方要求未达业绩承诺的卖方承担业绩补偿责任的主张。

（四）卖方因自身原因丧失标的公司经营权的，嗣后能否以此为由要求豁免业绩补偿责任？

除前文提及的卖方在协议中自愿让渡标的公司经营权的情形外，卖方还可能因自身原因在客观上被“剥离”出标的公司的经营管理层。

本案中，投资方向原股东购买目标公司的100%股权，原股东承担盈利预测补偿义务。交易完成后，目标公司董事会由5人组成，业绩承诺主体选派2人，业绩承诺期间内，目标公司除财务总监由收购方委派外，其他核心高级管理人员原则上保持稳定。后因目标公司及其股东甲涉及单位行贿罪，买方对目标公司的董事长甲及董事乙变更为他人。待刑事案件处理完毕后，目标公司的董事由他人变更回乙。乙为此起诉买方违约，要求其赔偿损失。

法院认为，目标公司及法定代表人的犯罪行为发生在甲、乙等16名原股东持有目标公司股权期间，故买方在免除甲、乙的董事职务后，没有立即由其他原股东担任董事、高管职务亦符合当时刑事案件正在审理中的实际情况，且买方在所涉刑事案件终审后亦及时恢复了乙的董事职务，故买方在此方面不存在违约情形。因此，在目标公司及其原股东面临犯罪指控的情况下，作为100%持股股东的买方免除或撤换实施犯罪行为期间的法定代表人、高管的职务，是投资人通常、合法、合规、理性的做法，亦符合公司章程规定，并不构成违约，卖方无权要求买方赔偿其损失。

本案中，因买方在所涉刑事案件终审后亦及时恢复了乙的董事职务，买卖双方嗣后并未就是否需要承担业绩补偿责任直接产生争议。但若乙所涉刑事案件一直未能结案导致其未能被恢复董事职务，乙是否需要承担业绩补偿责任呢？我们倾向于认为，考虑到乙系因自身原因不再满足董事任职要求而被免职，卖方主张因经营权丧失而无法完成业绩补偿协议约定的经营业绩的可能无法得到司法机关的认可。但若乙能够提供充分证据证明在其被免职期间，新的董事或高管故意或重大过失原因导致业绩指标未能完成的，卖方需要承担的业绩补偿责任或有可能降低。

（五）我们的建议

因此，卖方在并购交易中应当谨慎对待业绩补偿型的对赌协议，尽可能地在谈判中考虑以下策略：



## ※观点争鸣

### 1、明确投资方介入边界与负面行为约束机制

在交易文件中，卖方应将着重争取明确投资方过度介入公司的负面行为清单。这份清单将详细列举投资方在公司经营过程中不得实施的行为，例如不得无故干涉日常经营决策、不得强制要求公司进行不符合商业逻辑的业务调整、不得利用股东地位谋取不正当利益等。同时，清单还将明确投资方介入公司经营的合理条件、行为规范和方式，确保投资方能够在合法合规且符合公司利益的前提下参与公司运营。此外，交易文件中还将明确负面行为的违约后果，包括但不限于违约金的支付、赔偿责任的承担等，并且明确这些负面行为是否可能触发业绩补偿机制的调整或者解除。通过这一机制，既约束投资方的行为，避免其过度干预公司正常经营，又为公司和投资方之间的权益平衡提供了明确的规则依据，保障交易的稳定性和公平性。

### 2、争取经营管理主导权并完善工作规范

卖方应当尽可能地争取标的公司的经营管理权，争取至少获得总经理的委派权利，从而能够全面掌控标的公司的经营活动，确保公司运营方向与投资方的战略目标高度一致。同时在此基础上，为所委派的总经理制定一份细致且全面的总经理工作细则，通过这种方式，既保障了总经理能够高效地履行职责，又为公司运营的规范化和稳定性提供了制度保障。

### 3、增强董事会参与度与重大事项决策影响力

积极争取在标的公司董事会中获得一定程度的席位，以便能够深度参与公司治理层面的决策过程。在董事会中，卖方也应当争取就重大事项享有一票否决权或者共同审议权。重大事项包括但不限于公司战略规划调整、重大投资决策、重大资产处置、高级管理人员任免、开展关联交易、进行对外担保等。

通过获得一票否决权或共同审议权，投资方能够在这些关键事项上发挥实质性影响，确保公司的重大决策符合投资方的利益诉求，避免因不合理或风险过高的决策给公司带来潜在的负面影响，同时也保障了投资方作为重要利益相关方在公司治理中的话语权和决策参与度。

### 4、保障业绩补偿的可实现性

业绩补偿条款是卖方在未完成业绩承诺时需履行的重要义务。为避免因股权质押等问题导致业绩补偿无法实现，卖方应在交易协议中明确限制自身在业绩承诺期内对所获上市公司股权的处置行为，如禁止质押或转让，除非获得投资方的书面同意。

## 二、分步收购股权方案下的争议提示

在上市公司收购领域，分步收购股权已成为一种常见且复杂的战略操作。通过分阶段逐步增持目标公司股权，收购方能够在动态的市场环境中灵活调整策略，降低一次性收购的风险，同时更好地适应监管要求和市场反应。然而，这种分步实施的收购方式也潜藏着诸多法律与商业争议。

（一）上市公司能否以未经董事会审议为由拒绝收购标的公司的剩余股权？

## ※观点争鸣

A 公司与上市公司 B 公司签订了一份《股权转让协议》，约定在协议签订之日起三年后，A 公司将其持有的 C 公司的 30%股权转让给 B 公司，并约定了相应的股权转让价款计算方法。协议还约定，在三年内，若 A 公司需将股权转让给第三方，B 公司有优先认购权，认购价格按最近一期经审计的净资产计算。该协议中特别约定，协议经双方签字并经 B 公司董事会审议通过后生效。那么，B 公司董事会未审议通过能否作为不履约的理由？

一审法院的观点是应当依据《合同法》第四十五条：“当事人对合同的效力可以约定附条件。附生效条件的合同，自条件成就时生效。附解除条件的合同，自条件成就时失效。当事人为自己的利益不正当地阻止条件成就的，视为条件成就”进行判决。B 公司无论根据《中华人民共和国公司法》还是根据其公司章程的规定每年都必须召开两次董事会，亦应在涉案签订协议起三年内召开的董事会上对涉案股权转让协议是否通过进行审议，但其因被收购目标公司经营亏损而不进行审议，本案股权转让协议因 B 公司为自己的利益不正当地阻止条件成就，依法应视为条件成就，并在本案中需要承担违约责任。

二审法院虽然在裁判理由上稍有调整，但在最终的裁判结果上并无实质差别。二审法院认为，依据《合同法》第四十二条规定：“当事人在订立合同过程中有下列情形之一，给对方造成损失的，应当承担损害赔偿责任：（一）假借订立合同恶意进行磋商；（二）故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况；（三）有其他违背诚实信用原则的行为”，B 公司应承担缔约过失责任。B 公司在与 A 公司签订本案股权转让协议之时，其已受让了 C 公司 70% 的股权，其在已了解并熟知目标公司经营状况的、并将掌握目标公司的情况下，与 A 公司签订本案股权转让协议，承诺协议签订三年后受让 A 公司所持目标公司剩余 30% 股权，这完全是 B 公司基于自己的商业判断和为实现自己的经营目的。纵观双方交易磋商过程及 B 公司在签订协议后行为，本院认为 B 公司具有故意不向董事会提交审议股权转让协议情况的情形，导致合同未能生效的行为，有违诚实信用原则，应当承担缔约过失责任，也即应当赔偿 A 公司原股东由此遭受的损失。

### （二）我们的建议

分步收购股权是现阶段并购活动中所经常采取的一种并购策略，但是买方有时会因自身利益而对收购剩余部分股权的行为采取一定的措施，例如上述案例中 B 公司对收购剩余股权附加了“董事会审议通过后生效”的条件。基于此，卖方不能够坐以待毙，而应当积极寻求法律方式来解决。

### （一）因业绩对赌纠纷导致无法履行信息披露义务遭受处罚

根据上海证券交易所出具的纪律处分决定书，上市公司 A 公司因“未能审慎客观披露标的资产业绩预测和承诺”“重组标的承诺期限内发生业绩‘变脸’，前期披露财务数据严重失实”“未采取有效措施行使对收购标的的股东权利，导致对收购标的的子公司失去控制，严重影响

## ※观点争鸣

相关信息披露”等原因被公开予以谴责，A公司时任董事长和董事会秘书被公开谴责，时任董事（包括独立董事）被通报批评，另外A公司时任副总经理、重大资产重组主要交易对方陈某予被公开谴责，并被公开认定其10年内不适合担任上市公司董事、监事、高级管理人员。

A公司的案例也再次提醒了标的公司原股东，其作为交易的重要参与方，同样承担一定的责任与义务。如果卖方故意隐瞒真实情况、提供虚假或误导性信息，或者在业绩承诺期内未能有效履行相关义务，导致标的资产出现重大问题，不仅自身可能遭受监管处罚，同时若上市公司承担了相应的法律后果后势必也会向标的公司原股东追偿，标的公司原股东需要承担相应的赔偿责任。

### （二）控股子公司拒绝审计，致使母公司被退市风险警示

在并购或重大资产重组中，审计工作是确保合规与风险控制的关键环节。以某生物医药上市公司案为例，该上市公司在收购收购标的公司后，因与标的公司原股东发生纠纷，标的公司原股东及董事拒绝配合年度审计工作。因无法对该标的公司进行审计，上市公司无法对标的公司的财务数据进行披露并公告上市公司并表范围内的业绩状况，这间接导致该生物医药上市公司面临退市风险，严重损害了该生物医药上市公司的控股股东A公司及广大投资者的合法权益。嗣后该生物医药上市公司控股股东向法院提起诉讼，要求标的公司原股东及董事承担相应的赔偿责任。

虽然上述案件最终双方和解结案，但该事件进一步凸显了标的公司原股东配合审计工作的重要性。上市公司作为公众公司不同于普通的投资方，在标的公司审计过程中的要求自然更为严格，因为审计是上市公司财务透明度的重要保障，能够为投资方提供真实、准确的财务信息，帮助其做出合理的投资决策，若标的公司原股东未配合审计的，或将承担严重的赔偿责任，这也需要标的公司原股东予以关注。

### （三）我们的建议

通过以上案例，我们建议卖方应当重视履行信息披露、审计等合规义务。作为标的公司的股东，在交易过程中应积极配合投资方履行信息披露义务，确保所披露信息的真实、准确和完整。在业绩对赌期间，卖方应及时向投资方通报标的公司的经营状况和财务数据，避免因信息披露不及时或不准确导致的法律风险。同时，卖方应督促标的公司建立健全内部审计制度，积极配合投资方的审计工作，确保标的公司的财务合规。

## 结语：以法律智慧驾驭并购后的风险浪潮

并购交易如同一场精密的外科手术，协议的签署仅是缝合了表层伤口，真正的愈合在于术后风险防控与争议化解。在商业利益与法律责任的交织中，企业既需追求协同效应，更应筑牢风险防线。从经营权争夺到业绩补偿博弈，从合规披露危机到审计失控困局，这些争议背后折射出并购整合的深层矛盾——控制权与经营权的失衡、对赌机制与商业现实的冲突、资本意志与公司治理的碰撞。对于参与并购博弈的企业而言，争议预防远比事后救济更具价值，例如：

## ※观点争鸣

1. 构建“双向制衡”治理结构，通过董事会席位分配、关键岗位委派权等条款，实现经营权与监督权的有机平衡；
2. 设计“弹性化”对赌机制，将业绩补偿与经营控制权动态绑定，建立补偿金额上限、分步转让股权等风险缓释工具；
3. 铺设“全周期”合规轨道，从交易架构设计、交割后整合到争议解决，贯穿刑事合规审查、信息披露协同、审计权保留等风控节点。

并购不仅是资本的聚合，更是法律智慧与商业逻辑的融合。标的公司及原股东应当以司法裁判为镜，在协议中预设风险分配规则，在履约中建立动态监控机制，在争议发生时善用协商、调解、诉讼多元解纷路径，方能在并购整合的惊涛骇浪中锚定航向，让每一次商业冒险都成为基业长青的铺路石。



## ※观点争鸣

### 新公司法下聊并购（一）——企业家精神

邓学敏（上海中联律师事务所 合伙人）

2024年7月1日，新《公司法》正式施行。本次《公司法》的修订，删除了2018年《公司法》的16个条文，新增和修改了228个条文，是自1993年《公司法》发布以来规模最大的一次修改，影响巨大而深远。新公司法时代，公司并购也将因为公司基本制度与规则的调整而产生结构性变化。为此，“金融法律观察”正式推出邓学敏律师的系列文章“新公司法下聊并购”，结合其多年并购业务实践，对新《公司法》的修订可能对并购带来的相关影响进行总结分析，与朋友们一起分享、探讨。

关联法条：

《中华人民共和国公司法（2023 修订）》第一条 为了规范公司的组织和行为，保护公司、股东、职工和债权人的合法权益，完善中国特色现代企业制度，弘扬企业家精神，维护社会经济秩序，促进社会主义市场经济的发展，根据宪法，制定本法。

公司法第一条是公司法的纲领性条款，阐明了公司法的宗旨，在整部法律中的作用举足轻重。新公司法修订，将“弘扬企业家精神”加入宗旨条款中，是对这一延续多年的政策性主张的法律化，体现了国家对企业家及企业家精神的特别重视，也意味着新公司法的相关规则，将围绕着企业家群体做相应补充和调整，是一个值得关注的亮点。

对于什么是“企业家”，新公司法没有做出释义，历史上国家和中央的相关文件，也未曾给出过明确的定义。2017年《中共中央、国务院关于营造企业家健康成长环境弘扬优秀企业家精神更好发挥企业家作用的意见》，首次系统概括了企业家精神的内涵，虽然未直接明确什么是“企业家”，但在表述上，将企业家群体区分为“民营企业家”和“国有企业家”。从这个角度来看，在公司法的语境下，我们在整体定义“企业家”的时候，首先可以剥离股权属性，因为国有企业家通常是不持有国有企业股权的。换言之，企业家并不一定是公司的股东。相反，如果仅仅持有公司股权甚至是公司控股股东，但并不参与公司管理，我们可以将其定义为“投资者”或者“投资家”，而非“企业家”。所以，企业家首先是要参与公司运营管理的，是具有管理属性的个人。在公司法下，这一群体主要集中于董事、监事与高级管理人员。但常识告诉我们，当然不是所有的董监高都能称得上“企业家”，能够担得上“家”的，一定是在企业设立、运营、管理、经营中具有丰富经验，已在企业内部享有威望、在行业与市场上树立声誉、在社会上受到尊重的企业管理者。对于民营企业家而言，持股与管理存在高度的共生关系，管理权往往是股权的延伸，因此，民营企业中，持股是强化企业家身份的一种要素。这点，我想观察出席2025年民营企业家座谈会的企业家代表

## ※观点争鸣

身份，大家就能明显感受到。对于什么是“企业家精神”，虽然公司法也没有讲，但是在前述2017年的意见中已进行了概括，不再赘述。总体而言，企业家精神的核心是创业创新、守法诚信、追求卓越以及社会担当。

相应的，国家为了弘扬企业家精神，提供相关法律、政策支持，营造良好的公平竞争与营商环境，保障企业家产权、经营自主权等合法权益，为国有企业家的锐意探索改革“松绑”，建立相应的容错机制。作为法律回应，公司法此次修订，大幅增加了董事会在公司治理中的相关权利，对具体规则做了“董事会中心主义”的重构，可以理解为是在为企业家精神的弘扬创造有利的公司内部环境。但同时，公司法也对公司实控人、控股股东、董监高的义务与责任进行了细化与扩展，大大加重了其相关不法行为的法律后果。当然，这也是企业家精神中“守法、诚信”的题中之义。此外，本次公司法也新增了社会责任条款，要求公司经营应当充分考虑职工、消费者等利益相关者的利益以及社会公共利益，承担社会责任，并鼓励公司发布社会责任报告。这种安排也与企业家精神中“勇于担当”的要求一脉相承。

具体就并购业务而言，新公司法对企业家精神的立法安排，对于鼓励与保障企业进行投资、并购、重组，激发企业家创业、创新的动力，无疑是重大利好。在并购操作层面，新公司法时代，企业家应当更加重视投资协议、公司章程对公司治理的相关安排，尤其是股东会、董事会、监事会（如设立）与高级管理人员（三会一层）的职权划分，以及公司法对于新增董事义务在公司管理过程中的实施机制。另一方面，企业家也应当特别注意，弘扬企业家精神，并非单方面地鼓励创新与冒险，其目标是指向“完善中国特色现代企业制度”，这意味着法制的企业家精神将更加现代化、规范化、专业化，对企业家综合素质与能力提出了更高要求。因此，在并购领域，企业家应该特别重视更加专业、理性地去发现、确定并购项目的相关风险，认识到并购项目是一个涉及业务、财务、法律等诸多方面的复杂工程，而非一场“你好我好”的股权（资产）转让及一份单薄的协议。如此，我们的企业家才能平衡好投资、管理与风险之间的关系，做好科学决策，成为并购市场真正的“玩家”。

※观点争鸣

试点政策下科技企业并购贷款的机遇与挑战

金融并购团队（上海市协力律师事务所）

一、政策背景

企业进行并购是战略发展的重要手段，其核心动因包括资源整合、市场扩张、效率提升（形成规模经济）。而并购贷款是商业银行向并购方企业或其全资子公司提供的专门用于并购交易的贷款资金，主要用于支付并购交易中的股权或资产对价。它是企业实施并购时的重要融资工具，尤其在大型交易中，能够帮助企业在自有资金不足时完成战略性扩张。在现行的《商业银行并购贷款风险管理指引》的通知（银监发〔2015〕5号）中的第二十一条和第二十二条要求：并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于60%且并购贷款期限一般不超过七年。

2025年3月5日，金融监管总局深入调研科技企业融资堵点痛点，聚焦科技企业反映的突出问题，决定试点适度放宽《商业银行并购贷款风险管理指引》部分条款，支持科技企业发展。对于“控股型”并购，试点将贷款占企业并购交易额“不应高于60%”放宽至“不应高于80%”，贷款期限“一般不超过七年”放宽至“一般不超过十年”。金融监管总局有关司局负责人表示，试点城市应科技优势资源集中、研发投入强度较大、并购交易和股权投资市场活跃，具体选定为北京市、上海市、深圳市等18个试点城市。

截止至2025年3月5日，试点银行应经营状况良好、公司治理完善、主要审慎监管指标符合监管要求、并购贷款专业服务水平 and 风险管控能力较强，包括大型商业银行、股份制商业银行和城市商业银行。试点科技企业应科研积累和创新能力强、技术改造需求大、科技成果转化及市场化前景广阔、信用记录良好。

以下为《商业银行并购贷款风险管理指引》2008年84号文、2015年5号文及2025年试点政策的对比：

对比项	2008年84号文 （已废止）	2015年5号文	2025年试点政策
贷款比例上限	占交易额比例≤50%	占交易额比例≤60%（相比2008年提高10%）	占交易额比例≤80% （针对“控股型”并购，提高20%）
贷款期限	一般≤5年	一般≤7年（相比2008年延长2年）	一般≤10年（针对科技企业，再延长3年）
担保要求	担保条件“应高于其他贷款”，强制性较强	取消担保强制性要求，改为原则性规定	未明确调整，但强调“市场化、法治化原则”和资金用途监控
适用范围	所有企业并购	重点支持产业升级、行业重组	定向支持科技企业，明确18个试点城市
并购类型	控股型并购	控股型并购	控股型并购
配套措施	要求银行专业化管理，量化监管标准	鼓励银行优化担保条件，提升服务水平	要求银行制定差异化信贷评价体系，培养科技金融人才
政策目标	规范风险，平衡市场需求与控制	促进企业兼并重组，服务实体经济	推动科技创新，加速技术整合与市场拓展，构建科技金融体制

## ※观点争鸣

试点政策的出台不仅是对既有并购贷款管理模式的一次调整，更在于为科技企业并购贷款“松绑”。首先，宽松的贷款比例和延长的贷款期限为科技型企业提供了更充分的资金保障，使得企业在应对长周期整合和研发投入时能够拥有更大的财务灵活性。其次，政策导向促使银行和监管机构加快内部机制的升级，推动建立更专业的科技与并购风险评估体系，进而提高对科技行业特有风险的识别与管理水平。此外，这一政策有望激发市场对科技并购活动的兴趣，形成一个从资金供给到技术整合、产业升级的良性循环，从而推动整个行业的高质量发展。

目前，中国工商银行已顺利推出首批科技企业并购贷款试点业务，为青岛和广州地区共 4 笔优质科技企业并购交易提供了有力的贷款支持。3 月 14 日，建设银行苏州分行为一家国家级专精特新“小巨人”民营上市企业成功放款，授信 1.9 亿元，融资比例达到交易金额的 80%，贷款期限为 8 年。同时，浦发银行上海、杭州、广州、青岛和西安分行率先完成了 5 笔科技企业并购贷款试点业务审批，为四家国家级专精特新“小巨人”企业以及一家国家级高新技术企业的并购交易提供了累计超过 8 亿元的授信支持。

尽管市场上存在着多元融资渠道，并购贷款凭借政策红利、成本优势、控制权保护及操作效率，成为企业（尤其是科技企业）并购融资的“压舱石”。企业通常会以并购贷款为核心，再辅以其他工具形成组合策略，兼顾资金需求与风险平衡。

### 二、试点政策为商业银行带来的影响

首先，科技企业核心资产多为轻资产（知识产权、无形资产、技术团队），难以套用传统的抵押贷款模式。而试点政策允许灵活担保（如技术收益权质押），并放宽还款来源认定与科技企业的特征较为耦合。接着，科技企业是推动经济转型的核心力量，但面临融资难、融资贵问题。银行响应试点政策、定向支持可加速其技术突破和产业升级，契合“科技强国”战略。此外，科技企业并购风险集中于技术可行性和市场接受度，若政策泛化至其他行业（如传统制造业），可能因行业波动放大系统性风险，聚焦科技领域便于集中资源、精准风控；试点政策为商业银行拓展了客户、增长了业务，增加了未来可能获得的收益。

尽管政策意图明确，贷款比例和还款时间提升至 80% 和 10 年后显著缓解了科技企业的资金压力（缓解了科技企业的堵点痛点），但宽松条件也带来了新的挑战 and 忧虑。

1. 杠杆率的再一次提升：贷款比例的提高意味着科技企业本就不低的杠杆率进一步上升，若并购整合效果未达预期，企业偿债压力将再次加剧，甚至可能引发连锁违约风险。

2. 泛用性问题：试点政策限定为科技企业的控股型并购，这一改动既没有对其他行业普及也没有对战略性、非控股性交易模式的融资支持。未来如何平衡“精准支持”与“普惠激励”仍需进一步探索。



## ※观点争鸣

3.风控风险：科技企业本身在技术变革和市场竞争中存在较高的不确定性，而银行在风险评估和贷后管理方面既可能还未完全适应这一领域的复杂性也可能缺乏配套的科技人员，这会加大金融机构因专业能力不足而承担的潜在风险。此外，科技企业的质押往往是知识产权等无形资产，评估难度相比固定资产会更大。最后，科技企业的行业特性使得他们涉及跨国交易或技术转移，资金流向的透明度和合规性管理仍存在挑战。

### 三、试点政策为科技企业带来的影响

如何定义科技企业？根据科技部、财政部、国家税务总局发布的《高新技术企业认定管理办法（2016 修订）》（国科发火〔2016〕32 号），科技部、财政部、国家税务总局发布的《科技型中小企业评价办法》（国科发政〔2017〕115 号），科学技术部发布的《科技型中小企业评价服务工作指引》（国科火字〔2022〕67 号）、工信部于 2013 年发布的《工业和信息化部关于促进中小企业“专精特新”发展的指导意见》、工信部发布的《优质中小企业梯度培育管理暂行办法》（工信部企业〔2022〕63 号）等相关规定，我国科技型企业主要包括创新型中小企业、科技型中小企业、高新技术企业、民营科技企业、专精特新中小企业、专精特新“小巨人”企业、瞪羚企业、独角兽企业等；政策红利在以下方面显著激发了科技企业的并购活力：

1.融资决策：并购贷款的比例提升会显著地影响上述科技企业的融资决策，贷款占交易额比例从 60%升至 80%；换言之，在理想情况下，自筹资金的占比从 40%降低为了 20%，杠杆率从 1.5 倍骤升为了 4 倍。此外采用并购贷款代替募股的方式进行融资，由于贷款利息会在税前支付（投资回报则会在税后支付），这意味着企业通过债务融资相比股权融资更加便宜。这意味着并购贷款比的提高会带来更强的税盾效应，科技企业在并购中可以获取更多低成本的资金，以至于科技企业对选择并购贷款的倾向大概率会有显著提升。

2.周期适配性增强：科技行业有着研发投入大、研发周期长，开始盈利慢的特性；而科技企业并购后的技术整合与商业化周期通常需 5-10 年，原 7 年贷款期限可能导致还款压力集中。试点政策延长至 10 年，会更匹配企业长期现金流规划。

但是与此同时也可能对上述科技企业产生部分隐患。

1.偿债压力：并购贷款比例提升的确会为企业带来使用更多低成本并购资金的可能，但是，若并购后整合失败或自身和标的公司未来产生的现金流不达预期，高负债将加剧偿债压力。

2.过度扩张风险：部分企业在追求规模增长的过程中忽略了技术协同效应，从而引发资源浪费或债务累积的问题而宽松的融资环境可能会诱使企业进行非理性并购，增加过度扩张风险。

### 四、银行和企业并购贷款过程中如何协作

在实务中存在需要融资的科技企业对银行贷款业务规定和普惠金融产品的认知不足。银行获

## ※观点争鸣

取融资企业信用数据的成本高、难度大，且社会信用信息体系未完全打通，导致信息获取渠道不畅通。在试点政策下，银行与科技企业需通过双向协作建立互信机制，既要解决信息不对称问题，又要优化业务流程。在贷款业务中，银行与企业需建立互信、透明和高效的协作机制。以下是双方协同的具体路径：

管理人2年内成立30多支基金，金额高达90亿，投向为单一的某贸易公司享有的5000余张票据收益权，交易情形非常特殊，托管人对此应更为审慎。而该票据收益权属证明材料只有网页截图，并且截图还未显示票据权利转让方系汇票的被背书人或者权利人。托管人未对此持有职业怀疑，简单审核投资指令后径行划款。故法院认定托管人在资金投向上未尽到适当的审核义务，存在过错。

### 4.1 银行侧：精准地识别企业的风险和需求

1.为了应对风控风险，银行需要加强贷前管理：组建由金融、法律、科技等领域专家组成的跨部门团队，对并购交易的法律合规性、技术可行性和市场前景进行深入评估，确保风险识别的全面性和准确性。此外，要求并购双方提供详尽的财务报表、技术专利、市场分析等资料，确保信息透明，为审查提供可靠依据。最后，针对不同领域的科技企业，差异化信贷的评估体系的建设也需要加快，对不同信用评级企业提供不同比例的贷款额度和还款期限。

2.为了契合科技企业的行业特征，银行需要加强贷中监管：由于科技企业的涉外业务较多，试点银行可以要求借款人定期提交经营状况报告，包括财务指标、研发进展和市场拓展情况，确保银行及时掌握企业运营动态。组织专项审计对并购贷款的用途进行监管。

3.为了避免行业风险，银行可以加强贷后管理：针对科技企业建立风险预警模型，针对可能出现的风险事件、市场变化制定应急预案，包括资产重组、债务重组等措施，确保银行权益得到有效保障；也可以根据如技术研发里程碑等标志（如临床试验阶段、产品商业化验证）动态调整贷款额度。

### 4.2 科技企业侧：主动适配银行风控审查，提升透明度

1.为了缓解商业银行的风控风险，科技企业需要完善内部治理与信息披露：列出专利清单、研发进度表、核心人员履历库等技术档案，便于银行尽调。单独核算研发支出以免出现分类问题、为并购贷款的去列出一份明细，避免混同。

2.为了减少银企间的信息壁垒，企业需要加强与银行的沟通：如通过定制商业计划书突出技术商业化路径（如客户试用反馈、潜在订单规模），替代传统抵押物说明。每季度向银行提交技术进展与市场动态报告（如研发进展和竞争对手现状）。

3.为了建立银企互信机制，企业可以通过第三方机构增加可信度：引入如律所和会所等第三方机构分别进行法律、财务尽调，通过知识产权评估机构来对知识产权进行估值。

## ※观点争鸣

### 五、结语

试点政策的推出，标志着我国金融监管体系对科技企业并购需求的深度回应与制度创新。通过放宽贷款比例与期限、定向支持科技领域，政策既为科技企业注入了“强心剂”，也为商业银行开辟了服务实体经济的新战场。然而，高杠杆的机遇背后暗含风险，科技企业的技术迭代周期、市场不确定性以及银行风控能力的适配性，仍是政策红利能否转化为可持续增长的关键变量。

未来，银行和科技企业间构建良性互动的科技金融生态需多方协同：银行需加速专业化转型，建立覆盖“技术评估-动态监控-风险缓释”的全周期管理体系；科技企业则应强化法律和财务的合规意识，以透明化运营和战略性并购提升资源整合效率；监管部门可进一步优化配套机制（如知识产权估值体系、科技贷款风险分担基金），为市场参与者筑牢安全网。唯有平衡“松绑”与“约束”、“创新”与“稳健”，才能将政策红利转化为科技自立自强的持久动能，推动“科技-产业-金融”的螺旋式上升。

### 补充阅读：

#### 一、并购融资的种类

首先，并购贷款是获取并购融资的一种方式，而并购融资指企业为实现并购目标而进行的资金筹措活动，其核心目的是帮助并购方完成对目标公司的合并或收购。此类融资通常金额较大，资金来源广泛，且采取多种方式，同时对并购后企业的资本结构、治理模式及未来经营前景均会产生深远影响。

公司获取并购资金（并购融资）的方式其实多种多样，总体来说可以分为三大类：

1. 内部融资是指从企业内部开辟资金来源筹措所需资金，因而内部融资一般不作为企业并购融资的主要方式。具体方式为（1）企业可利用税后利润、闲置资产变卖、应收账款回收、未分配的专项基金等内部积累资金进行并购。这种方式成本低、风险小，但资金规模有限，通常仅作为补充。（2）此外，资产负债表中的应付税款和利息虽属短期债务，但从长期看可视为内部资金来源。

2. 外部融资指的是企业从外部开辟资金来源，向企业以外的经济主体筹措资金，包括专业银行信贷资金、非银行金融机构资金、通过证券市场发行有价证券筹集资金等。可以细分为（1）权益融资：通过增发股份吸引投资者，资金可长期使用且无还本压力，但会稀释原有股东控制权，融资成本较高（2）债权融资：企业可通过申请银行贷款、发行公司债、可转换债券或商业票据等方式募集资金。这类融资不稀释股权，但需按期还本付息，财务风险较高。（3）混合融资工具，其同时兼具债券和股权属性，如可转换债券与认股权证等就属于这一范畴。

3. 特殊融资指的是特殊融资是指在企业并购过程中，采用不同于传统债务融资和权益融资的创新性或非标准化融资方式。较为常用的特殊融资工具有（1）杠杆收购融资 LBO，是一种主要通过借

## ※观点争鸣

贷资金来收购目标公司的并购方式。在这种交易中，收购方利用自身或新设立的特殊目的公司（SPV）承担大量债务，以获取目标公司的控股权，债券融资甚至可以占到交易成本的95%。随后，目标公司的资产或未来现金流被用作偿还这些债务的主要来源。这种方法允许收购方以相对较少的自有资金控制更大的企业，类似于利用杠杆撬动重物的原理。其融资结构通常包含多层次的债务安排，类似于倒置的金字塔：

（1）高级债务：位于金字塔的顶层，通常由银行提供的有担保贷款，占融资总额的50%至60%，在偿债顺序中享有最高优先权。

（2）夹层资本：处于中间层，包括无担保贷款或次级债务，如高收益债券（垃圾债券），占融资总额的20%至30%，在偿债顺序中次于高级债务。

（3）自有资金：位于下层占5%-10%

4. 卖方融资：在企业并购中，通常由买方自行筹措资金完成交易。然而，当买方无法从金融机构获得贷款，或市场利率过高使其不愿借贷时，卖方可能会主动为买方提供融资支持，以促成交易的达成。这种由卖方提供资金的方式被称为“卖方融资”，也叫推迟支付。在卖方融资模式下，买方与卖方达成协议，承诺在未来的特定时期内分期支付收购款项。买方在完全付清贷款以后才得到该资产的全部产权，如果买方无力支付贷款，则卖方可以收回该资产。这种融资方式在目标公司盈利不佳、卖方急于脱手的情况下，常被采用，有利于收购方的支付方式。采用这种方式，目标公司必须是股东数量少、股权相对集中的公司，否则，股东分散就难以用商业票据来分期付款。

综上，并购贷款属于外部融资中的债务融资方式，具体来说，它属于优先债务融资。优先债务融资是指在受偿顺序上享有优先权的债务，在并购融资中主要由商业银行或其他金融机构提供并购贷款。

## 二、并购贷款的申请模式

1. 直接申请：并购贷款的直接申请模式是指并购方直接向银行申请贷款，以获取并购所需资金的一种融资方式。在这种模式下，并购方无需通过其他过渡性融资安排或特殊目的载体（SPV），而是直接从银行获得贷款用于支付并购交易的对价。

2. 间接申请：并购贷款的间接申请模式是指并购方不直接向银行申请贷款，而是通过其境外子公司或特殊目的载体（SPV）等间接方式获取并购所需资金的融资模式。这种模式通常用于跨境并购交易，旨在利用境内外不同的监管环境和融资条件，优化融资结构。

## 三、并购贷款的缺陷

简单来说，并购贷款涉及法律、战略、整合、经营等多维度风险，但银行在法律和财务尽职调查中常因经验不足或流程简化导致关键风险点被忽视。例如，未充分评估标的企业的技术价值或市场前景，可能引发后续整合失败或现金流断裂。



## ※观点争鸣

根据 2015 年 5 号文中第十四条 商业银行评估经营及财务风险，包括但不限于分析以下内容：

（一）并购后企业经营的主要风险，如行业发展和市场份额是否能保持稳定或增长趋势，公司治理是否有效，管理团队是否稳定并且具有足够能力，技术是否成熟并能提高企业竞争力，财务管理是否有效等；

（二）并购双方的未来现金流及其稳定程度；

（三）并购股权（或资产）定价高于目标企业股权（或资产）合理估值的风险；

（四）并购双方的分红策略及其对并购贷款还款来源造成的影响；

（五）并购中使用的债务融资工具及其对并购贷款还款来源造成的影响；

（六）汇率和利率等因素变动对并购贷款还款来源造成的影响。

商业银行应当综合考虑上述风险因素，根据并购双方经营和财务状况、并购融资方式和金额等情况，合理测算并购贷款还款来源，审慎确定并购贷款所支持的并购项目的财务杠杆率，确保并购的资金来源中含有合理比例的权益性资金，防范高杠杆并购融资带来的风险。

根据 2015 年 5 号文中第二十九条 商业银行原则上应要求借款人提供充足的能够覆盖并购贷款风险的担保，包括但不限于资产抵押、股权质押、第三方保证，以及符合法律规定的其他形式的担保。以目标企业股权质押时，商业银行应采用更为审慎的方法评估其股权价值和确定质押率。

### 3.1 高杠杆风险

企业允许贷款比例达到 60%，逐渐接近传统的 LBO 杠杆收购水平，但是企业并购往往需要一个较长的整合周期，若标的未来收益不达预期或企业经营出现波动，60%的杠杆率极易引发并购方的偿债危机，银行自身也会面临较高的坏账风险。例如，股权处置风险：若并购失败，银行可能被动持有目标企业股权，但《商业银行法》要求两年内处置，银行将面临折价抛售风险。

### 3.2 风控缺陷

尽管第二十九条提到担保是主要风控手段，但实践中抵押物（如目标企业股权或知识产权）估值难度大且存在资产减值风险，在法律的执行可能存在障碍。根据《商业银行法》第 42 条，银行持有抵债股权需在两年内处置，进一步增加处置压力。此外，银行对并购交易主体资格、资产权属、合规手续繁琐复杂，可能存在审查不充分的法律风险，以至于交易合法性存疑。例如，跨境并购中若未充分评估外汇管制政策，可能触发资金过境风险。并购贷款要求银行团队兼具金融、法律、科技行业知识，但实际操作中，多数银行缺乏具备科技背景和并购经验的专业人员，导致风险评估流于表面。

### 3.3 泛用性问题

在《商业银行并购贷款风险管理指引》2015 年 5 号文中：第三条 本指引所称并购，是指境内并购方企业通过受让现有股权、认购新增股权，或收购资产、承接债务等方式以实现合并或实际控制已设立并持续经营的目标企业或资产的交易行为。并购可由并购方通过其专门设立的无其他业务经营活动的全资或控股子公司（以下称子公司）进行。

## ※观点争鸣

其中，提到并购贷款支持的范围仅限于“实现合并或实际控制”，即要求并购方需持有目标企业 50%以上股权或通过协议取得实际控制权。换言之，投资、兼并等非控股交易不在该《指引》的射程之内。从监管方的设置这一限制的本意出发，是为了限定并购投资的范围、减少借股权投资名义的炒作行为，但是这一考虑有失偏颇，因为《指引》的立法精神主要体现在支持实体经济发展、优化金融资源配置、强化风险管理三个宏观核心维度上，市场上同时也存在着发扬这些精神的股权投资。

例如，宁德时代通过参股上游锂矿、电池材料公司（如天华超净、永太科技），其产业链股权投资持股比例多在 10%-30%、也没有通过取得实际控制权但是在实际效果上，起到建立“股权绑定+长期供货”模式，既支持实体发展，也保障供应链安全。但是按照《指引》中的标准，宁德时代无法就这一事项申请并购贷款。

### 五、并购贷款的优势

尽管上文中我们提出了很多并购贷款的缺点，但是事实上并购贷款作为一款融资工具十分优异，具备着很多其他融资工具不具备的优势。对比股权融资，并购贷款作为一种纯债务工具，企业只需承担债务利息和还本责任，而无需发行新股或让渡部分股权。这意味着原有股东的持股比例和投票权不会受到稀释，创始团队或控股股东能够继续主导公司的经营决策和战略方向，从而确保企业的独立性和长期稳定性。

其次，虽然并购贷款的财务压力较大但是其融资成本却相对可控，比如说发行债券需承担承销费、信用评级费等额外成本，且对发行主体资质要求较高（如信用评级、盈利能力）；而并购贷款依托银行关系网络，对优质客户可能提供利率优惠。在财务费用上，贷款利息可计入财务费用，在税前扣除，实际融资成本降低（税盾效应）。例如，若企业税率为 25%， $\text{实际利率} = \text{名义利率} \times (1 - 25\%)$ 。

接着，并购贷款操作灵活、效率高，相比发行债券或权益融资（需证监会审批、路演等流程），并购贷款流程更简化，尤其对已与银行建立长期合作的企业，审批周期可压缩至数周；站在银行的角度，根据并购标的、还款来源（如标的未来现金流）设计贷款方案，例如分期还款、利率挂钩业绩对赌等，灵活性高于标准化债券。

再次，融资工具间并不具有排他性，并购贷款可以与其他并购融资工具相组合。在实际操作中，企业常将并购贷款作为核心融资，再搭配其他方式（如引入并购基金、政府补贴）形成“杠杆组合 LBO”。例如：

- 以 60%（或 80%）并购贷款覆盖交易对价，剩余 40%（或 20%）通过权益融资或自有资金补足。
- 利用长期贷款（10 年）匹配并购整合周期，降低短期偿债压力。

## ※观点争鸣

综上所述，并购贷款作为并购融资的重要手段，虽然面临着高杠杆、风险控制不足以及资产处置等多重挑战，但其在保留股东控制权、降低税负以及操作灵活性等方面所体现的优势，仍使其成为企业在实现并购目标过程中的关键工具。企业在选择并购贷款时，既要充分利用内部、外部及特殊融资方式的互补效应，也须注重风险管理和尽职调查，确保并购后的整合与持续经营。只有在风险与收益之间取得平衡，并制定切实可行的还款及担保方案，企业才能在激烈的市场竞争中稳健前行，实现战略转型与长远发展。

## ※观点争鸣

### 上市公司并购重组的主要法律风险及应对

盛芝然（北京市安理律师事务所 合伙人）

李昊玮（北京市安理律师事务所 实习生）

自“新国九条”“并购六条”等一系列并购重组新政实施以来，上市公司并购重组迎来了较为宽松的政策和监管环境，并购重组活动日益活跃。上市公司的并购重组具有交易方案复杂、标的额大、涉及主体较多等特点，这使得该类并购重组活动伴随着较大的法律风险。本文主要围绕上市公司并购重组过程中标的股权瑕疵、标的公司财务造假、标的公司业务模式、并购业绩承诺、并购后的整合以及并购中内幕信息交易等六类重点法律风险进行分析，并提出相关应对建议，以飨读者。

#### 一、标的股权瑕疵风险

在并购重组交易中，并购标的一般为交易对手所持有的标的公司股权，因此，标的股权的权属是否清晰、稳定就显得尤为重要。在并购实践中，并购标的股权往往存在诸多瑕疵，进而影响并购交易的结果。

##### （一）股权权属不清晰/存在权利负担，影响正常过户交割

标的股权的权属不清晰或存在权利负担，主要包括股权代持、股权质押或冻结等情形，其中股权质押以登记作为生效要件，可通过国家企业信用信息公示系统等公开渠道检索，股权冻结也可通过司法平台进行确认，而股权代持则较为隐蔽，往往需要专业机构和人员进行深入核查。这三者都可能引发股权权属争议或对股权稳定性造成影响，导致交易无法按照原定方案进行。

应对建议：

1.对于股权质押或冻结的情况，积极推动交易相对方与债权人进行沟通，协商相应债务的处置方式，尽量避免股权涉诉或被强制执行；

2.对于股权代持问题，聘请专业的中介机构通过核查股权历史文件、访谈标的公司股东、核查标的公司及股东银行流水等方式进行筛查。若发现存在股权代持问题，及时进行代持还原或规范处理，并在交易文件中就相关问题作出约定，避免因股权代持影响收购方案的实施。

##### （二）标的公司历史沿革存在问题

###### 1.标的公司未按照规定履行相关程序影响股权交易行为的效力

标的公司历次股权变动过程中，可能存在不符合法律或章程规定、侵犯其他股东的优先权利、股权转让未依法纳税等问题，若引发诉讼，会拖累并购进程。尤其是对于曾经进行过股份制改制、国企改革或存在员工持股会等特殊股权变动的企业，需重点核查改制的合规性、有无潜在风险及历史遗留问题。例如，对于涉及国资的股权转让，如果未经过法定的审批程序，存在股权转让协议未生效的法律风险，原股东仍有可能就标的股权主张权益。



## ※观点争鸣

应对建议：

(1) 中介机构对标的公司的历史沿革进行全面详尽的调查，核查股权变更的真实性、合法性，若股权转让存在瑕疵的，应尽量取得相关股东或有权机构对股权权属的书面确认，并由标的公司实际控制人出具兜底承诺；

(2) 如有必要，可向法院提起股权权属确认之诉，以司法判决的形式巩固股权归属，降低对并购交易的影响。

2. 标的公司股东出资不实/公司减资未履行法定程序，导致需要补足注册资本金/赔偿债权人损失

对于成立时间较久的公司，历史沿革中存在出资瑕疵的可能性较大，例如抽逃出资、相关资产未经评估、评估价值高于实际价值、未取得产权证、未办理产权转移手续，或公司减资时未依法履行通知债权人的程序等。该等问题将导致标的公司的股权存在瑕疵，影响股权的稳定性，而且标的公司的相关股东可能需要补足出资，或者在减资范围内对债权人承担补充赔偿责任。

应对建议：在交易文件签署前，聘请中介机构对前述事项核查清楚，并在交易文件中作出明确安排，要求标的公司的实际控制人、控股股东承担对交割前的出资瑕疵以及或有负债的偿还责任，防止后续在责任分摊时，由于约定不明导致上市公司作为标的公司的新任股东承担相关责任。

## 二、标的公司财务造假风险

标的公司财务信息不实一般涉及两个阶段：一是在交易协商阶段，交易对方为了将标的公司卖出高价，从而粉饰财务报表；二是在交易完成后的业绩承诺阶段，为了完成业绩承诺，业绩补偿义务人可能会通过虚构交易、跨期调节成本等方式达成业绩指标。如果出现这些问题，上市公司则可能面临因违规信息披露而遭受行政处罚及/或承担民事赔偿责任的风险。

### (一) 交易前标的公司财务信息不实

交易前，标的公司的财务信息存在不实记载的，轻则使得上市公司以虚高价格买入标的股权，重则导致上市公司披露的并购重组文件中存在虚假记载或误导性陈述，从而构成信息披露违规，引发监管处罚甚至民事赔偿责任。

在行政处罚方面，虽然这一阶段的财务造假通常是在上市公司不知情的情况下发生，但是根据《证券法》和《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称“《重组管理办法》”）的相关规定，真实、准确、完整地披露信息是上市公司的法定义务，上市公司及其他信息披露义务人不得以不知情为由免责，中国证监会会有权责令改正，并依照相关规定予以处罚。例如，2019年，证监会对美丽生态（000010）作出处罚。美丽生态及相关责任人在发行股份收购八达园林的重大资产重组文件中对标的公司两个项目的进展及收入预测情况的披露存在误导性陈述，被罚款60万元。

在民事赔偿责任方面，根据《证券法》《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔

## ※观点争鸣

偿案件的若干规定》等规定，信披违规及证券虚假陈述均系无过错责任。因交易相对方提供不实资料导致上市公司虚假陈述时，上市公司也可能对二级市场投资者承担连带赔偿责任。换言之，上市公司即使作为标的公司财务造假的“受害者”，亦有可能向投资者承担民事赔偿责任。例如，在中安科（600654）证券虚假陈述责任系列案件中，虽然上市公司是由于标的公司未及时提供真实、准确的盈利预测信息和虚增 2013 年营业收入，导致公开披露的重大资产重组文件存在误导性陈述、虚假记载，但相关法院均认定上市公司与交易相对方对投资者承担连带赔偿责任。根据中安科 2024 年三季报，投资者诉中安科证券虚假陈述责任纠纷案件已合计超过 8000 件，相关诉讼累计计提金额超过 11 亿元。

应对建议：

- 1.从财务角度，中介机构需要重点核查债权债务、对外担保、商业票据、合同等真实性和合法性，核查有无或有负债或账外资产，并核查历年审计报告账务调整信息，关注财务处理的规范性；
- 2.从法律角度，律师需要在最终签署的并购协议中设置陈述和保证条款，要求卖方承诺其披露的财务信息真实、准确和完整，并设定相应的违约条款和赔偿责任。

### （二）交易后标的公司财务信息不实

在这一阶段，标的公司已经并入上市公司体系，上市公司有义务对合并报表范围内的子公司履行监管职责，对其财务信息的真实性负责。因此，标的公司的财务造假等同于上市公司财务造假，轻则会受到证监会行政处罚，严重者会构成证券虚假陈述，甚至可能引发刑事责任。此外，还可能引发大量投资者针对上市公司索赔的诉讼案件，在此不再赘述。

例如“特发信息（000070）收购东志科技案”中，标的公司原股东为完成业绩承诺，组织财务造假，采取跨期调整营业成本和虚构业务等方式，虚增标的公司的收入和利润，使得上市公司年度报告存在虚假记载。最终上市公司被给予警告，并被处以 800 万元罚款；上市公司和标的公司的相关董事、财务总监、副总经理、财务经理、会计等人被给予警告，并处以 100—400 万元不等罚款，合计罚款金额超 2300 万元。

应对建议：

- 1.在交易磋商的过程中，避免盲目追求高估值、高对价，根据标的公司的实际情况及对未来的合理预期，确定交易价格，设定业绩目标，尽量降低高额业绩承诺诱发道德风险的可能性；
- 2.上市公司完成收购后加强对标的公司的全方位监管，压实上市公司委派至标的公司的董监高及财务人员的责任，敦促其忠实勤勉履职。

## 三、标的公司经营模式不合规风险

### （一）主营业务不合规风险

若标的公司处于强监管行业，除需要关注业务资质的完备性，还需要注意当前的监管规则和市场环境下，标的公司是否存在法律法规尚未明确界定的某些“踩线”或“打擦边球”式的经营行

## ※观点争鸣

为。例如生物医药等行业，不仅涉及医药业务资质的取得、研发和临床实验数据保护、患者隐私信息采集和保护，还会涉及医学伦理、医药营销、商业贿赂防范等诸多方面。

### （二）其他经营行为不合规风险

标的公司过往经营过程中可能存在社会保险、环境保护、税收等方面的行政违法行为，导致标的公司日后需要补缴税款或遭受行政处罚。此外，在数据安全保护、出口贸易制裁口径趋严的情况下，若标的公司的业务涉及相关领域，可能因违反相关管制政策而遭受高额罚款，甚至在一段时间内被采取行业禁入措施。例如，万豪国际（NASDAQ：MAR）收购喜达屋酒店（Starwu）后，喜达屋酒店因数据管理不合规而被处以数亿元的高额罚款，万豪国际因此损失惨重。

应对建议：在收购标的公司前，聘请中介机构对标的公司所需的经营资质以及业务模式中存在的风险进行排查，并将整改成本列入并购总成本中予以考量，再从商业角度判断是否实施并购，以及如何搭建并购架构、设计具体并购方案等。

## 四、业绩承诺相关法律风险

并购重组交易中，业绩承诺及补偿作为估值调整的手段，是十分常见的交易安排。业绩对赌有许多优点，既可以解决交易双方对价格和估值的分歧，又可以为标的公司设定业绩指标，降低投后管理的风险，还可以通过业绩承诺的补偿义务，保护上市公司及中小股东的利益。

结合上市公司并购重组的实践，业绩承诺主要存在以下法律风险：

### （一）业绩承诺未完成的归责影响业绩补偿的范围

并购交易完成后，交易各方对标的公司的控制权以及经营管理权的分配，可能影响到业绩补偿的范围。若上市公司未按照并购协议的约定，提供资金、市场等配套支持，或者盲目对标的公司进行控制，大刀阔斧改换管理层，导致业绩补偿义务人失去经营管理权，那么业绩补偿义务人可能以其失去对标的公司的经营管理权进行抗辩。此外，如果上市公司委派的管理团队出现重大决策失误，上市公司也需要承担相应的业绩亏损，从而缩减补偿义务人的业绩补偿范围。

应对建议：

1.若进行业绩对赌，需在并购交易文件中谨慎设计条款，合理分配上市公司与原管理团队对标的公司的经营管理权限，达到有效的平衡；

2.上市公司确保其委派到标的公司的董事以及管理人员勤勉尽责，降低业绩承诺未完成与上市公司管理失误之间的关联程度。

### （二）业绩补偿义务无法履行的风险

在并购的协议安排中，业绩补偿义务的履行方式主要包括股份补偿、现金补偿以及股份与现金补偿并用等方式。为了保障股份补偿义务的履行，上市公司通常会要求交易相对方将通过本次交易取得的股份分批解除限售，如进行质押需经过上市公司的书面同意，也有部分上市公司会要求交易

## ※观点争鸣

相对方将相应股份全部质押给上市公司指定主体。为了保障业绩承诺及现金补偿义务的履行，上市公司一般采取分期或延后向交易相对方支付现金对价的方式，甚至在履行全部或部分补偿义务后，再向交易相对方支付本次重组的其余交易对价。尽管有以上防范措施，仍有许多业绩补偿义务人以各种理由拒绝或拖延履行补偿义务，导致业绩补偿“名存实亡”，引发纠纷。

应对建议：

- 1.在上市公司起诉要求业绩补偿时，相关主体应迅速、全面地控制业绩承诺方或标的公司的财产或财产线索，对财产采取保全措施，以方便后续判决或仲裁裁决的执行；
- 2.如果上市公司有能力对标的公司做投后管理，对于发展前景清晰、对企业的原有管理层依赖较小的标的资产，可以不设置对赌条款，并以此降低估值，减少并购成本；
- 3.上市公司可以通过交易价款的支付节奏、支付方式等措施来控制风险，也可以设立业绩奖励机制来激励标的公司的管理层。

## 五、收购后整合的风险

收购后，由于交易双方在企业理念、运作模式、管理风格等方面存在差异，上市公司与标的公司可能无法有效整合和发挥协同作用，甚至与标的公司原管理层之间出现矛盾，导致子公司“失控”。这时，上市公司不得不与标的公司原管理层争夺标的公司的控制权。例如，2020年基蛋生物（603387）收购景川诊断 54.96%股份，但双方之后的合作并不顺畅，2023年，双方因少数股权回购事宜对簿公堂。基蛋生物在2024年半年报中表示，公司虽已获取景川诊断2024年上半年的财务数据，但仍在运营管控方面存在对景川诊断失去控制的风险。

应对建议：

- 1.完善公司治理：上市公司委派董事、高级管理人员以及财务人员等关键人员，合理设定标的公司“三会一层”的职权范围，利用公司治理架构加强监督和管控；
- 2.加强证照控制：针对标的公司的印章证照、核心资产、供应链等委派专人进行管理，降低失控的潜在风险；
- 3.及时采取保全措施：识别到标的公司存在较大失控风险时，及时控制或申请法院查封、扣押标的公司印章、证照原件、银行账户资料、财务账册等重要资料，禁止变更网上银行U盾或银行预留印鉴，防止重要财物或资料转移、隐匿或毁坏，避免影响标的公司的正常运营。

## 六、内幕信息泄露导致交易暂停或终止的风险

“并购六条”强调从严惩治并购重组中的内幕交易违规行为。由于二级市场获悉并购重组的交易信息后，可能引起上市公司股价在短时间内的大幅波动，上市公司内部人员可能利用未公开的内幕信息以及时间差进行股票交易，以获取非法利益。该情形不仅违反相关规定，导致内幕交易人受



## ※观点争鸣

到法律制裁，还极有可能导致并购重组交易的失败。

根据《重组管理办法》《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（2023年修订）》的规定，股价异常波动时上市公司需及时披露波动情况及原因，涉嫌内幕交易时监管机构即暂停受理或审核，甚至可能终止本次重组，并对相关主体进行处罚。例如，2024年10月，盈方微（000670）发布公告，本次重组相关方的相关人员因涉嫌泄露内幕信息被中国证监会出具《立案告知书》，目前尚未结案，相关重组已经终止。

应对建议：为保证交易的顺利进行，上市公司需要采取措施防范内幕交易，包括但不限于：

- 1.严格控制内幕信息知情人的范围，及时登记和报送内幕知情人档案；
- 2.加强对相关人员进行证券市场监管制度的培训和教育，强化其风险意识和合规意识；
- 3.建立健全信息披露管理机制，及时与信息知情人签署保密协议或承诺书，重大事项的决策程序应符合保密制度的要求。

## 结语

在上市公司并购重组交易中，法律风险如影随形，极易产生纠纷或造成损失。上市公司需要保持高度的法律风险敏感度，充分借助专业机构的力量，合理、审慎选择并购标的、设计交易方案、评估每一个交易环节的潜在风险，并通过有效沟通、合理的制度或协议安排推进交易。唯有如此，上市公司才能通过并购重组实现并购目的，实现产业、资源的有效整合与协同，迈向更高的企业发展阶段。

## ※观点争鸣

## 国资并购重组模式与法律问题研究

曹岩（上海段和段律师事务所 合伙人）

徐晨阳（上海段和段律师事务所 律师助理）

## 目录

- 一、研究背景与意义
  - （一）国有资本优化配置与经济结构调整需求
  - （二）国有企业改革深化与混合所有制推进
  - （三）防范国有资产流失与维护市场公平竞争
- 二、国资并购重组的主要模式
  - （一）按参与主体分类
  - （二）按交易结构分类
  - （三）按目的分类
- 三、国资并购重组的核心法律问题
  - （一）国有资产保护与合规性审查
  - （二）职工权益保障
  - （三）反垄断与公平竞争审查
  - （四）信息披露与透明度问题
- 四、法律风险与防范机制
  - （一）法律风险类型
  - （二）风险防范措施
- 五、典型案例分析
  - （一）成功案例：ZGZH 与 ZGHG 合并
  - （二）争议案例：某地方国企资产划转纠纷
- 六、结语

## 一、研究背景与意义

- （一）国有资本优化配置与经济结构调整需求

当前，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，传统粗放型发展模式下的产能过剩、资源配置低效等问题亟待解决。国有资本作为国民经济的主导力量，其布局优化与结构调整是实现经济转型升级的关键抓手。通过并购重组，国有资本可逐步退出低效领域，向战略性新兴产业、基础设施、公共服务等关键领域集中，从而提升资源配置效率。

## ※观点争鸣

例如，近年来钢铁、煤炭等传统行业通过跨区域、跨所有制并购重组，有效化解过剩产能、优化产业集中度。宝武集团对马钢、太钢等企业的整合，推动钢铁行业 CR10（前十大企业产量占比）从 2016 年的 34% 提升至 2023 年的 42%，显著增强了国际竞争力。这一过程中，国资监管部门通过“一企一策”引导资本流动，既避免了“一刀切”式调整，又实现了产业链协同效应。

此外，经济结构调整还需应对全球产业链重构的挑战。在半导体、新能源等“卡脖子”领域，国资通过并购科技型企业加速补链强链，如中国电子科技集团收购安世半导体，助力国产芯片产业链自主可控。这一模式既符合国家战略导向，也为国有资本开辟了新的增长空间。

### （二）国有企业改革深化与混合所有制推进

自 2015 年《关于深化国有企业改革的指导意见》发布以来，混合所有制改革（混改）成为激活国企活力的重要路径。混改通过引入民资、外资等战略投资者，推动国企治理结构优化与市场化经营机制转型。截至 2023 年底，中央企业混改比例超过 70%，地方国企混改覆盖率超过 54%，改革成效逐步显现。

以中国联通混改为例，其通过引入腾讯、阿里巴巴等互联网巨头，不仅募集资金约 780 亿元，更在云计算、大数据等领域形成技术协同，推动传统通信业务向数字化服务转型。混改后，中国联通研发投入年均增长 15%，净利润率从 2017 年的 2.4% 提升至 2022 年的 6.1%。这一案例表明，混改不仅是资本层面的合作，更是治理机制与创新能力的深度融合。

然而，混改实践中仍存在“形混而神不混”的问题。部分国企在引入非公资本后，未能实质性放权，战略投资者话语权受限，导致改革效果不及预期。例如，某地方交通集团混改后，民营资本在董事会席位占比不足 10%，重大决策仍由国资控股方主导，市场化机制难以落地。因此，未来改革需进一步明确“资本混合”与“治理融合”的边界，通过《公司法》修订强化中小股东权益保护，实现从“管资产”向“管资本”的实质性转变。

### （三）防范国有资产流失与维护市场公平竞争

国有资产流失始终是并购重组中的核心风险。在交易过程中，资产评估不透明、利益输送、违规决策等问题可能导致巨额国资损失。例如，2021 年某地方国企以低于评估价 30% 的价格将优质地块转让给关联企业，造成数亿元国有资产流失，最终因违反《企业国有资产法》第 47 条被司法机关追责。

为防范此类风险，我国已构建多层次监管框架：

事前审批：根据《企业国有资产交易监督管理办法》（32 号令），国资交易需履行“三重一大”决策程序，并报国资委或财政部门审批；

事中评估：强制要求第三方资产评估机构介入，且评估结果需在产权交易所公示；

事后追责：对违规交易实施“终身追责”，相关责任人面临纪律处分乃至刑事责任。

与此同时，国资并购重组需兼顾市场公平竞争。大型国企通过横向整合可能形成市场垄断，损害中小企业和消费者利益。例如，某央企在水泥行业并购中因未依法申报经营者集中，被国家市场

## ※观点争鸣

监管总局依据《反垄断法》处以 1.2 亿元罚款。此类案例凸显反垄断审查的必要性。2023 年修订的《反垄断法》新增“鼓励创新”与“国家安全”条款，要求国资并购既遵循市场规律，又符合国家战略安全导向，体现了法律对公平竞争与公共利益的双重保障。

### 二、国资并购重组的主要模式

#### （一）按参与主体分类

##### ➤ 01 横向整合：同行业国有企业间的资源整合

2009 年 7 月 21 日，童某某与四川 HQ 公司共同成立 ZNRH 公司，注册资本为 300 万元。2010 年 6 月 12 日，股东阮某某、卢某某、宋某某、童某某及四川 HQ 公司决定以“网站访问方法及装置系统技术”作为非专利技术出资，并委托评估机构进行评估，确认该技术评估价值为 3570 万元。随后，各方根据评估价值分配了该技术的持有份额，并于 6 月 18 日通过股东会决议，将注册资本增至 5000 万元，其中 1200 万元为货币出资，3500 万元为非专利技术出资。会计事务所出具审计报告和验资报告，确认非专利技术已办理财产权转移手续，并计入公司账户。

2015 年 2 月 3 日，ZNRH 公司更换董事会和管理层后，以股东恶意串通、虚假出资为由，向法院提起诉讼，要求确认相关股东未履行出资义务。

##### ➤ 02 纵向整合：产业链上下游延伸

纵向整合通过并购产业链上下游企业增强供应链稳定性。国家能源集团在构建“煤电运一体化”产业链时，采用“股权收购+基金投资”组合模式：对核心煤炭企业直接控股，同时通过旗下国能新能源产业投资基金参股新能源技术公司，实现传统能源与清洁能源的协同布局。这种模式既保障了国资对关键环节的控制力，又通过基金撬动社会资本支持创新领域。

##### ➤ 03 混合所有制改革：引入战略投资者

混合所有制改革通过引入民资、外资优化治理结构。以中国联通混改为例，其不仅引入腾讯、京东等战略投资者，还联合中国国有企业结构调整基金设立混改子基金，定向投资 5G 基站建设项目。基金采用“优先劣后分层”设计，国资作为劣后级承担风险，吸引保险资金作为优先级参与，形成风险共担机制。此类基金运作需符合《合伙企业法》关于 GP/LP 权责的规定，并通过协议明确退出路径，避免国有资产流失。

#### （二）按交易结构分类

##### ➤ 01 资产收购与股权收购的对比

资产收购：适用于规避目标企业债务风险。例如某地方国企收购破产化工企业时，通过并购基金专项收购其核心设备资产，基金作为“防火墙”隔离环境债务，后续再由国企回购基金份额完成资产转移。

股权收购：更注重控制权获取。中国宝武收购马钢集团时，联合长三角协同优势产业基金共同受让股权，基金作为财务投资者提供资金支持，宝武则通过“一致行动协议”确保管理权。



## ※观点争鸣

### ➤ 02 无偿划转与协议转让的适用场景

无偿划转：多用于同一国资委监管下的资源调配。2021 年中国电科将旗下半导体设计资产无偿划转至华大半导体时，同步引入国家集成电路产业投资基金，通过“划转+增资”组合实现技术升级。

协议转让：需遵循《企业国有资产交易监督管理办法》定价规则。某央企转让光伏子公司股权时，通过产权交易所挂牌引入地方国资基金联合体，最终成交价较评估值溢价 12%，体现市场化定价优势。

### ➤ 03 吸收合并与新设合并的法律程序

吸收合并：中国普天并入中国电科过程中，采用“吸收合并+基金承接”模式，非核心资产由国新基金托管处置，确保主业整合效率。

新设合并：中远集团与中海集团合并成立中国远洋海运集团时，配套设立航运产业基金，收购海外港口资产以完善全球网络，规避直接并购的监管风险。

### ➤ 04 并购基金的交易结构创新

国资并购基金常采用“分层设计”与“对赌协议”优化交易结构：

分层设计：优先级资金由银行、保险等机构提供，劣后级由国企承担，降低社会资本风险；

对赌条款：约定标的资产未来业绩指标，未达标时由原股东补偿，如云南能投通过基金收购锂矿企业时设置“资源储量对赌”，保障国资权益。

#### （三）按目的分类

### ➤ 01 化解过剩产能

钢铁行业通过“破产重整+基金介入”实现产能出清。例如 BH 钢铁集团破产重整中，TJ 国资联合 JX 金融资产投资公司设立专项纾困基金，以债转股方式承接 200 亿元债务，同时引入 DL 钢铁进行产能置换，最终盘活资产并保留 1.2 万个就业岗位。

### ➤ 02 推动科技创新

国企通过“直投+基金跟投”布局前沿技术。中国 DZKJ 集团并购网络安全企业 QAX 时，除直接收购 51% 股权外，还联合中国互联网投资基金共同投资其量子通信研发项目，既规避单一主体投入过大的风险，又通过基金市场化机制筛选技术路线。

### ➤ 03 国际化战略布局

海外并购中采用“基金探路+国企跟进”策略。ZT 公司通过丝路基金收购意大利 BNL 轮胎部分股权，待其业务稳定后，再由 ZGHG 集团全资收购，分阶段降低东道国监管阻力。此类交易需遵守《境外投资管理办法》备案要求，并设置“黄金股”条款保障国资核心权益。

## 三、国资并购重组的核心法律问题

### （一）国有资产保护与合规性审查

## ※观点争鸣

### ➤ 01 国有资产评估与定价机制

根据《企业国有资产法》第 47 条的规定，国有资产的转让价格必须以评估值为基础，禁止低价折股或折价转让，以确保国有资产的流失得到有效遏制。评估方法的选择直接影响到资产定价的公允性，通常使用的评估方法包括收益法、成本法和市场法。其中，收益法通常用于评估具有持续盈利能力的企业资产，成本法适用于难以估算未来收益的资产，而市场法则通过比对类似交易来评估资产的市场价值。

在实际操作中，选择合适的评估方法至关重要。例如，某地方文旅集团在转让酒店资产时，最初采用了成本法评估，结果未能考虑土地增值收益，评估结果为 4.2 亿元。然而，经过重新评估并使用市场法后，资产估值被调整为 6.8 亿元，避免了潜在的资产流失。这一案例表明，评估方法的不同选择可能导致资产定价的显著差异，影响到交易的公正性。

此外，定价机制不仅需要反映市场化的原则，也要兼顾政策性目标。在 2023 年，中国宝武钢铁公司收购一家民营钢铁企业时，为了平衡各方利益，在评估值基础上加价 15%。这不仅符合了《上市公司国有股权监督管理办法》关于“不得低于净资产 90%”的规定，还考虑到了民营股东所承担的环保升级成本，避免了单纯以市场价格为准的利益失衡。

### ➤ 02 审批权限与程序

国资并购重组必须遵循“分级监管”原则，确保各类资产交易的合法合规性。首先，央企层面的重组和并购，由国务院国资委进行审批，非主业的投资项目则需要报财政部备案；地方国企的并购审批，则要根据资产总额的大小来判断，如果超出本级国资监管机构的权限，需要报上级政府批准。例如，一些地方能源企业的跨境并购，往往需要经过省级政府常务会议审议批准。

对于特殊行业的并购（如金融、军工等），则需要额外经过行业主管部门的审批。以中信集团收购某证券公司为例，该交易需要获得中国证监会出具无异议函才能继续进行。

此外，程序上的瑕疵可能会导致交易的无效。比如，2021 年某市城投公司在未经职工代表大会审议的情况下，启动了资产划转程序。法院认为该程序违反了《企业国有资产法》第 37 条，最终宣布交易无效并要求重新履行审批程序。

### ➤ 03 关联交易与利益输送防范

《企业国有资产交易监督管理办法》第 48 条明确要求，当国有企业与其关联方进行资产交易时，必须履行额外的披露义务，其他股东有优先购买权。这一规定的目的是防止利益输送现象，确保交易的公正性与透明度。

以 2020 年某省交投集团向子公司低价转让高速公路经营权为例，该交易未进行公开挂牌，也未在评估报告中披露关联关系，因此被审计署认定为利益输送。最终，相关责任人被追责并要求纠正。

#### （二）职工权益保障

## ※观点争鸣

### ➤ 01 职工安置方案的法律要求

企业并购重组过程中，职工的安置方案是一个至关重要的法律问题。《劳动合同法》第41条规定，当企业并购涉及裁减20人以上或占员工总数10%以上时，企业必须提前30日向工会或全体职工说明情况，并听取职工的意见。这一规定确保了职工在并购过程中能享有一定的知情权与参与权。

例如，在AG与BG合并时，双方制定了“分流不下岗”的职工安置方案。该方案包括对5万名职工进行转岗培训，将其安置到新设立的循环经济产业园；对于距退休不足5年的职工，实行内部退养，工资按80%发放；而对于未达成协议的职工，则按照N+1的标准支付经济补偿金。该方案最终获得职工代表大会的高票通过，成为职工安置的成功案例。

### ➤ 02 职工代表大会的决策参与权

《全民所有制工业企业职工代表大会条例》明确规定，职工代表大会对企业的并购重组方案具有审议建议权，而对于职工安置方案，则有审议通过权。2022年，某市水务集团在改制过程中未将职工安置方案提交职代会审议，结果引发了集体诉讼。法院最终判定改制程序违法，要求该公司重新履行职代会审议程序。这一案例表明，职工代表大会的参与对于保障职工权益至关重要，缺乏程序合规可能导致交易的法律风险。

### （三）反垄断与公平竞争审查

#### ➤ 01 经营者集中申报标准

根据《反垄断法》第25条的规定，当参与集中交易的经营者在全球营业额合计超过100亿元人民币，或在中国境内的营业额超过20亿元人民币，且至少两家经营者的中国境内营业额超过4亿元人民币时，必须向市场监管总局申报。通过这一审查，国家能够防止过度集中导致市场垄断的风险。

例如，在2023年，ZGZH与ZGHG合并案中，双方在全球农化市场的份额合计超过25%，因此触发了经营者集中审查。最终，合并交易得到了附条件批准。ZGZH和ZGHG通过剥离部分种子业务，并承诺公平许可专利技术，避免了可能对市场竞争产生的不利影响。

#### ➤ 02 国家安全审查特殊要求

根据《外商投资安全审查办法》，如果国资并购涉及能源、关键技术、基础设施等敏感领域，则可能会受到国家安全审查。以中国广核集团收购英国核电项目股权为例，英国政府对该交易进行了国家安全审查，因该项目涉及关键基础设施，可能影响国家安全。最终，广核集团通过承诺不参与核心控制系统设计，以换取交易的批准。

### （四）信息披露与透明度问题

#### ➤ 01 上市公司信息披露义务

根据《证券法》第85条的规定，上市公司在进行并购重组时，必须及时披露有关并购的重

## ※观点争鸣

大信息，特别是对股价产生重大影响的事项。如果企业未按规定披露，可能会面临监管机构的处罚。例如，2022 年某国资控股上市公司未及时披露其标的公司财务造假的问题，造成股价波动，最终被证监会处以 60 万元罚款，且公司董秘被市场禁入。

### ➤ 02 非公开交易的保密与合规边界

对于非公开交易，保密协议的签署必须遵循法律规定，不能掩盖企业的合规义务。例如，云南能投在收购某锂矿企业时，尽调阶段签署了保密协议，但在审查过程中发现标的公司存在环保处罚问题。尽管存在保密协议，云南能投依然依法向国资委报告了这一问题，并最终决定终止交易，以避免由于“以保密之名掩盖违规行为”而带来的法律风险。

## 四、法律风险与防范机制

### （一）法律风险类型

**程序性风险：**程序性风险通常指由于审批延迟、程序不规范或不完备导致的交易或合同无效。例如，某些交易涉及多个政府部门的审批，如果审批程序未按规定完成，可能导致交易无法生效。常见的程序性风险还包括未按时提交必要的文件或未能及时满足法定期限要求。为了避免此类风险，企业在开展交易或合作时，应确保所有的审批流程都严格按照法律规定和程序执行，并加强与相关政府部门的沟通，确保文件的完整性和时效性。

**实体性风险：**实体性风险通常是指在实际交易中存在的潜在法律问题，如资产权属不清、债务未充分披露或存在隐性债务等。比如，某些资产的产权存在争议，或者转让的资产上附有未披露的负担，这都可能导致交易后的法律责任。对于企业而言，必须进行充分的资产尽职调查，确保目标公司的资产所有权清晰、债务情况透明。比如在并购过程中，企业可以通过调查公司历史的诉讼记录、未结清的债务以及可能的税务风险等，来降低实体性风险。

**政策性风险：**政策性风险主要包括行业准入限制、环保合规要求等与政府政策变化相关的风险。例如，在某些行业（如能源、医疗、环保等）可能存在更加严格的行业准入门槛，政策变化可能影响公司的运营。环保合规方面，国家日益严格的环保政策可能会使某些不符合规定的企业面临罚款、停产整顿甚至注销的风险。企业应密切关注政策动向，尤其是在行业发展或政府政策调整的敏感时期，及时调整自身战略和运营方式，确保不违反相关政策规定。

### （二）风险防范措施

**构建内部合规体系（法律尽调、合同条款设计）：**为了有效防范法律风险，企业应当建立起完善的内部合规体系，包括法律尽职调查和合同条款设计。法律尽职调查（Legal Due Diligence）是对交易或投资目标的全面审查，确保所有相关法律风险得到识别和评估。例如，在并购过程中，企业需核实目标公司的法律地位、资产、负债、合同等，确保没有潜在的法律障碍。合同条款设计则是通过明确约定各方责任、义务及违约责任，降低未来法律纠纷的发生几



## ※观点争鸣

率。此外，合同中的强制性条款、争议解决机制等也能有效防止风险发生，确保合同执行的顺利进行。

引入第三方评估机构（审计、律所、资产评估）：引入独立第三方机构进行专业评估，是防范法律风险的一个重要手段。第三方审计机构可以帮助企业进行财务尽调，发现可能隐藏的财务风险和潜在债务，确保财务报告的真实性和准确性；律师事务所则能够提供法律尽职调查，检查合同和法律文件的合规性，防止合同的漏洞和不完善条款；资产评估机构则可评估目标资产的价值，帮助企业做出合理的交易决策。通过专业机构的全面评估，企业能够获得更加客观、专业的意见，从而避免因信息不对称或判断失误导致的法律风险。

完善职工参与机制与争议解决预案：另一个关键的风险防范措施是完善职工参与机制与争议解决预案。员工是企业运营的核心力量，企业应在与员工的关系中建立良好的沟通和参与机制，以减少因劳资纠纷引发的法律风险。例如，在企业改制、并购过程中，确保员工权益的保障，提供充分的沟通和协商机制，以避免发生集体诉讼或劳资纠纷。争议解决预案则要求企业在合同中明确争议解决的方式，如通过仲裁或诉讼等途径。企业应根据实际情况设计合理的争议解决机制，以确保在发生纠纷时能够及时、高效地解决问题，降低企业运营中的法律风险。

## 五、典型案例分析

### （一）成功案例：ZGZH 与 ZGHG 合并

2021 年，ZGZH 集团与 ZGHG 集团实施了联合重组，成立了 ZGZH 控股有限责任公司。通过整合农化、新材料、化工装备等业务板块，这一重组旨在提升公司的全球竞争力。此次合并遵循了“三步走”策略。

#### ➤ 01 详细步骤

##### （1）剥离非核心资产

战略目的：为了集中资源和管理精力，确保新成立的公司能够专注于核心业务领域，避免分散化风险。

实施举措：将 ZGHG 旗下的橡胶业务划转至海南农垦。这种剥离的举措确保了重组后的业务更加聚焦核心板块，尤其是在农化和新材料领域的优势得以放大。

##### （2）交叉持股实现股权融合

股权结构：通过交叉持股，中化集团持有 70% 的股份，ZGHG 持有 30% 的股份，确保了合并后的股东之间的利益平衡与管理层的协同。

战略意图：这种股权融合模式不仅加强了两大集团的资源整合，还避免了股东之间的利益冲突，使得合并后能够更加高效地进行决策与运营。

##### （3）海外资产协同

## ※观点争鸣

全球化战略：重组后，通过整合先正达、安道麦等海外子公司，统一全球研发与销售网络，实现了资源的全球共享与协同。尤其是在农化行业，这样的全球整合有助于提升中化在全球市场的渗透率和市场占有率。

研发与市场协同：通过优化研发资源的配置，提升产品创新的能力，同时通过统一的销售网络，更高效地渗透到全球市场，增强了全球竞争力。

经过这些步骤的实施，ZGZH 控股有限责任公司在农化领域的市场份额跃居全球第一，新材料产能提升 40%，年营收突破 1.2 万亿元，成为全球化竞争中的领先者。

### ➤ 02 法律问题与应对策略

在这一合并过程中，ZGZH 面临了许多法律和合规问题，尤其是在反垄断审查和跨境资产交割方面。以下是相关的法律问题及其应对策略：

#### (1) 反垄断审查

合并后的 ZGZH 在全球农药、种子等市场的市场份额合计超过 25%，这一比例使得该合并可能触发全球范围内的反垄断审查，包括中国、欧盟、美国等多个国家的审查机构。

业务剥离：为了减少合并后市场集中度，降低潜在的反垄断风险，ZGZH 将部分农药制剂业务转让给了中农集团，使得其在国内市场的市场份额降低至 18%。通过这种方式，中化有效降低了合并后在国内市场的竞争压力。

专利开放：为了回应欧盟对可能技术垄断的担忧，ZGZH 承诺向第三方免费许可转基因种子专利 5 项。通过这种方式，消除了欧盟监管机构对技术封锁和不公平竞争的担忧。此次合并涉及了跨境资产的交割，特别是在 23 个国家的资产过户过程中，需要协调不同法域的法律要求。跨境资产交割尤其复杂，需要遵循各国的法律法规。

分步交割：在巴西的农化资产交割过程中，由于巴西的外资审查限制，采用了“分步交割+当地代持”模式。具体做法是先由巴西合作方代持股权，待巴西监管机构审批通过后再完成过户。这一策略避免了因外资审查未通过而触发违约条款的风险。

多法域协调：在进行跨国资产过户时，需要确保涉及的每个法域的法律要求都得到严格遵守。为了应对这一复杂的跨境法律问题，企业需要建立一个专业的跨境法律团队，确保合规审查和审批手续的顺利进行。

### ➤ 03 经验总结

这次重组的经验表明，专业化重组不仅是提升企业国际竞争力的重要手段，同时也要求企业在合规和法律事务上具有强大的应对能力。特别是跨国并购和整合过程中，企业需要充分了解并遵循各国法律要求，处理好反垄断审查、跨境资产交割等复杂的法律问题。以下是几个关键经验总结：

(1) 专业化重组需匹配全球化合规能力：在进行全球化战略布局时，企业必须建立一支能

## ※观点争鸣

够处理多法域法律问题的跨国法律团队，以应对不同国家或地区的法律环境和监管要求。

(2) 反垄断救济措施（如业务剥离）应提前规划：面对全球反垄断审查，企业应提前做好规划，避免在最后阶段临时处置一些业务资产，以免造成价值折损。提前与监管机构沟通，理解其关注点，采取适当的救济措施，能够确保合并顺利通过审查。

(3) 跨境资产交割的风险控制：跨境资产交割过程中，复杂的外资审查和不同国家的监管要求需要提前评估，并采取分步交割或代持等灵活方式来降低风险。

通过这次重组，ZGZH 不仅增强了全球化竞争力，还积累了丰富的跨国并购经验，对未来类似的跨境业务重组具有重要的借鉴意义。

### (二) 争议案例：某地方国企资产划转纠纷

#### ➤ 01 事件经过

在 2020 年，某市交通投资集团（市交投）未经公开程序，将一项价值 8 亿元的城市公交场站资产无偿划转至旗下全资子公司（交投置业），用于商业地产开发。此次划转未遵循法定程序，具体违规点如下：

(1) 未报市国资委审批：根据该省的法律规定，价值超过 5 亿元的资产划转需要获得省级国资委批准，但市交投未向市国资委报批。

(2) 未召开职工代表大会审议：资产划转涉及到 200 名职工岗位的调整和变化，但市交投未召开职工代表大会进行审议和征求意见。

(3) 未进行资产评估：资产以账面净值进行划转，忽略了土地增值收益，没有进行充分的资产评估。

2021 年，因不满资产划转程序存在问题，职工与外部股东联合提起诉讼，认为这一划转程序违法。法院在审理案件时，认为市交投违反了《企业国有资产法》及《民法典》的相关规定，最终判决划转协议无效，并要求资产返还给市交投。

#### ➤ 02 法院判决

法院在审理过程中，依据了以下法律条款，并做出了判决：

(1) 审批权限越位：市交投辩称公交场站作为“公益性资产”，因此可以自主划转。然而法院认为，公交场站的实际用途已经发生变更，从公益性用途转为商业地产开发，这已经超出了原有“公益性”资产的范畴。因此，按照法律规定，市交投应当报省级国资委审批，不能随意自行划转。

(2) 职工权益程序缺失：市交投辩称，仅调整了职工的岗位，并未裁员，因此不需要进行职工代表大会审议。但法院指出，《劳动合同法》第 4 条明确规定，任何涉及重大劳动条件变更的行为都必须经过民主程序审议。职工岗位调整也属于劳动条件的重大变动，因此应当依法通过职代会审议并保障职工的知情权和参与权。

## ※观点争鸣

(3) 资产评估必要性：尽管《企业国有资产无偿划转管理暂行办法》对无偿划转有所规定，市交投认为资产划转无需进行市场价值评估。然而，法院认为，在资产用途发生变化（如土地用途从交通用地转为商业用地）的情况下，划转资产的市场价值需要重新评估。这不仅是为了确保资产划转的公正性，也为了保障公共资产的增值潜力不会因程序不规范而流失。

最终，法院判决市交投的资产划转协议无效，并要求将 8 亿元的资产返还给市交投。

### ➤ 03 法律争议焦点

#### (1) 审批权限越位

市交投辩称公交场站是“公益性资产”，根据其理解，该资产的划转不需要经过上级审批。然而法院明确指出，资产的实际用途发生了改变，公益性资产的划转须符合相关审批程序。资产的用途从公共交通转为商业开发，属于重大变更，不能以“公益性”资产为借口逃避审批要求。

#### (2) 职工权益程序缺失

市交投辩称资产划转仅涉及岗位调整，并未裁员，因此无需召开职工代表大会。法院则认定，涉及到劳动条件的重大变更（如岗位调整）仍需通过职工代表大会审议，尤其是当变动涉及大量职工时，企业必须保障职工的知情权和参与权。

#### (3) 资产评估必要性

市交投认为资产划转是无偿进行的，因此不需要进行资产评估。然而，法院认为，尽管无偿划转在一定条件下是合法的，但对于潜在增值的资产（如土地、房地产等），特别是用途发生变化的资产，必须进行市场评估，以确保资产价值的合理转移。这一评估不仅涉及到公司内部管理的公平性，还关系到公共资产的合理处置。

### ➤ 04 经验总结

#### (1) 权限明晰

问题：此次资产划转过程中，市交投试图利用“公益性资产”的模糊定义规避审批程序，导致了法律冲突。

启示：企业应明确资产用途发生变化时的审批流程，尤其是当涉及重大资产划转或用途改变时，必须遵循严格的审批程序。为避免管理层对“公益性”与“商业性”资产的界定模糊，应建立“资产用途变更触发重新审批”的机制，确保资产管理规范化，防止利用概念模糊逃避监管。

#### (2) 程序刚性

问题：市交投未依法召开职工代表大会进行审议，未能保障职工的知情权和参与权。

启示：即使企业未裁员，职工岗位调整等变动依然属于“劳动条件重大变更”，必须依法通过职工代表大会进行审议，确保职工的知情权和参与权。加强民主程序的刚性要求，对企业的决策透明性和职工权益的保障至关重要。

#### (3) 价值重估

问题：市交投未进行资产评估，直接按账面净值划转资产，未充分考虑资产的市场增值潜



## ※观点争鸣

力。

启示：即使是无偿资产划转，也不能忽视市场价值的评估，特别是在土地、知识产权等可能存在增值潜力的资产上。划转前应进行全面的资产评估，并根据评估结果作出合理的资产处理决策，以防止公共资产的潜在利益流失。

## 六、结语

国资并购重组作为推动经济结构调整和深化国有企业改革的重要手段，既承载着优化国有资本配置、提升企业竞争力的战略目标，又面临着防范资产流失、避免市场垄断的严峻挑战。本文通过对国资并购重组的主要模式、核心法律问题、法律风险与防范机制进行分析，揭示了在改革与创新中可能出现的种种法律问题及其应对措施。只有通过法治化、市场化的双重手段，有效规避潜在的法律风险，确保交易合规与公平竞争，才能确保国有资本的保值增值、企业的可持续发展以及市场的长期健康运转。

## 附件一：《国家金融监督管理总局有关司局负责人就做好科技企业并购贷款试点工作答记者问》

金融监管总局近期组织开展适度放宽科技企业并购贷款政策试点工作，有关司局负责人就试点相关政策措施回答了记者提问。

### 一、科技企业并购贷款试点政策发布的背景是什么？

为全面贯彻党的二十大和二十届二中、三中全会精神，认真落实中央经济工作会议、中央金融工作会议、全国科技大会要求，做好科技金融大文章，金融监管总局开展适度放宽科技企业并购贷款政策的试点，推动更多金融资源用于促进科技创新，加快构建同科技创新相适应的科技金融体制，助力新质生产力发展、高水平科技自立自强和科技强国建设。

### 二、主要从哪几个方面开展试点工作？

金融监管总局深入调研科技企业融资堵点痛点，聚焦科技企业反映的突出问题，试点适度放宽《商业银行并购贷款风险管理指引》（银监发〔2015〕5号）部分条款，支持科技企业发展。对于“控股型”并购，试点将贷款占企业并购交易额“不应高于60%”放宽至“不应高于80%”，贷款期限“一般不超过七年”放宽至“一般不超过十年”。

### 三、科技企业并购贷款试点的适用范围是什么？

金融监管总局在征求国家发展改革委、科技部、工业和信息化部意见的基础上，研究制定了试点城市、试点银行和试点科技企业标准。试点城市应科技优势资源集中、研发投入强度较大、并购交易和股权投资市场活跃，具体为北京市、上海市、天津市、重庆市、南京市、杭州市、合肥市、济南市、武汉市、长沙市、广州市、成都市、西安市、宁波市、厦门市、青岛市、深圳市和苏州市等18个城市，涵盖北京、上海、粤港澳大湾区3个国际科技创新中心和武汉、成渝、西安3个区域科技创新中心。试点银行应经营状况良好、公司治理完善、主要审慎监管指标符合监管要求、并购贷款专业服务水平和风险管控能力较强，包括大型商业银行、股份制商业银行和城市商业银行。试点科技企业应科研积累和创新能力强、技术改造需求大、科技成果转化及市场化前景广阔、信用记录良好。

### 四、下一步将如何推进试点工作？

金融监管总局将指导相关金融监管局加强组织协调，确保试点工作顺利推进。督促试点银行按照市场化、法治化原则，制定科技企业并购贷款试点工作细则，健全差异化的信贷评价体系，强化贷款资金用途监控，培养具有科技行业背景、企业并购专业知识的科技金融人才队伍，为科技企业并购提供有效的金融支持。

## 附件二：证监会发布《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》

第一条 为加强上市公司破产重整监管，有效化解上市公司风险，推动提升上市公司质量，促进证券市场资源的优化配置，根据《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）、《中华人民共和国企业破产法》《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》（以下简称《座谈会纪要》），制定本指引。

第二条 中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）依法建立健全与人民法院关于上市公司破产重整的协作机制，对上市公司破产重整中涉及证券市场相关事项进行监督管理。

证券交易所依法制定上市公司破产重整信息披露规则，对上市公司破产重整中的信息披露行为进行自律管理。

第三条 上市公司住所地省级人民政府按照《座谈会纪要》向中国证监会通报情况的，可以包括公司陷入困境的原因，目前的资产负债情况、偿债能力分析、是否存在退市风险，重整必要性、重整实现目标等内容。

第四条 上市公司申请或者被申请破产重整的，应当对是否存在下列情况进行自查并对外披露：

（一）涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为，可能被证券交易所强制退市；

（二）涉及欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，可能被证券交易所强制退市；

（三）涉及信息披露或者规范运作等方面的重大缺陷，可能被证券交易所强制退市；

（四）控股股东、实际控制人及其他关联方违规占用上市公司资金、利用上市公司为其提供担保；

（五）其他违反证券监管法律法规，导致上市公司丧失重整价值。

第五条 上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员、破产管理人及其成员、债权人、重整投资人等破产重整相关方应当按照法律、行政法规、中国证监会规定和证券交易所业务规则，及时、公平地披露或者提供涉及上市公司破产重整的信息，保证所披露或者提供信息真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

## 附件二：证监会发布《上市公司监管指引第11号——上市公司破产重整相关事项》

第一条 为加强上市公司破产重整监管，有效化解上市公司风险，推动提升上市公司质量，促进证券市场资源的优化配置，根据《中华人民共和国证券法》（以下简称《证券法》）、《中华人民共和国企业破产法》《关于切实审理好上市公司破产重整案件工作座谈会纪要》（以下简称《座谈会纪要》），制定本指引。

第二条 中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）依法建立健全与人民法院关于上市公司破产重整的协作机制，对上市公司破产重整中涉及证券市场相关事项进行监督管理。

证券交易所依法制定上市公司破产重整信息披露规则，对上市公司破产重整中的信息披露行为进行自律管理。

第三条 上市公司住所地省级人民政府按照《座谈会纪要》向中国证监会通报情况的，可以包括公司陷入困境的原因，目前的资产负债情况、偿债能力分析、是否存在退市风险，重整必要性、重整实现目标等内容。

第四条 上市公司申请或者被申请破产重整的，应当对是否存在下列情况进行自查并对外披露：

（一）涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的重大违法行为，可能被证券交易所强制退市；

（二）涉及欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，可能被证券交易所强制退市；

（三）涉及信息披露或者规范运作等方面的重大缺陷，可能被证券交易所强制退市；

（四）控股股东、实际控制人及其他关联方违规占用上市公司资金、利用上市公司为其提供担保；

（五）其他违反证券监管法律法规，导致上市公司丧失重整价值。

第五条 上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员、破产管理人及其成员、债权人、重整投资人等破产重整相关方应当按照法律、行政法规、中国证监会规定和证券交易所业务规则，及时、公平地披露或者提供涉及上市公司破产重整的信息，保证所披露或者提供信息真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。



第六条 上市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员、破产管理人及其成员、债权人、重整投资人、为破产重整事项提供有关服务的中介机构及有关各方，对所知悉的破产重整事项在依法依规披露前负有保密义务。

上市公司及相关各方应当严格遵守中国证监会以及证券交易所关于内幕信息知情人登记及内幕交易防控的要求。

任何单位和个人不得利用破产重整相关信息从事内幕交易、操纵证券市场等违法活动。

第七条 重整计划草案中出资人权益调整方案涉及资本公积金转增股本的，应当充分说明实施资本公积金转增股本的原因、必要性及合理性，根据转增股票用途及目的审慎确定资本公积金转增股本数量，资本公积金转增比例不得超过每十股转增十五股。可供转增的资本公积金应当以最近一期经审计的年度报告、半年度报告或者季度报告为准。

第八条 重整计划草案涉及引入重整投资人的，应当明确重整投资人相关信息及其参与重整的条件、获得的股份数量和价格，合理确定重整投资人投入资金的用途。重整投资人相关信息，包括姓名或者名称、实际控制人情况、与上市公司及其董事、高级管理人员、控股股东、实际控制人等是否存在关联关系或者一致行动关系等。

重整投资人获得股份的价格，不得低于市场参考价的百分之五十。市场参考价为重整投资协议签订日前二十、六十或者一百二十个交易日公司股票交易均价之一。

破产重整中涉及重整投资人、债权人、股东等持有上市公司股份权益变动的，相关方应当按照《证券法》《上市公司收购管理办法》等规定履行相关义务。重整投资人应当披露是否存在代他人持有上市公司股份的情形，不得违反法律、行政法规的规定代持上市公司股票。

重整投资人取得上市公司股份涉及国家产业政策、行业准入等事项的，应当说明是否需要取得相关部门批准及其批准情况。重整完成后，上市公司的控股股东、实际控制人、第一大股东不得属于契约型基金、信托计划或者资产管理计划。

第九条 重整计划草案应当对相关方持股期限作出约束，以确保重整后公司股权、经营相对稳定。

重整投资人自根据重整计划取得股份之日起十二个月内，不得转让或者委托他人管理其直接和间接持有的上市公司股份。重整投资人成为上市公司的控股股东、实际控制人的，上述期限为三十六个月，其一致行动人应当一同遵守前述锁定要求。

重整后上市公司控制权未发生变更的，控股股东、实际控制人自重整计划裁定批准之日起三十六个月内不得转让或者委托他人管理其直接和间接持有的上市公司原有股份。控股股东、实际控制人根据重整计划新取得的股份，自取得之日起三十六个月内，不得转让或者委托他人管理。控股股东、实际控制人的一致行动人应当一同遵守前述锁定要求。

按照重整计划对股权调整完毕后，上市公司披露无控股股东、实际控制人的，其第一大股东应当比照控股股东、实际控制人遵守上述股份锁定期的相关规定，但是第一大股东持股比例不足百分之五的除外。

第十条 上市公司不得在重整计划实施的重大不确定性消除前，提前确认债务重组收益。在判断重整计划执行过程及结果是否存在重大不确定性时，上市公司应当综合考虑以下事实和情况：

（一）全体重整投资人是否按照重整计划约定将认购股份的全部款项支付至上市公司或者上市公司管理人账户；

（二）债权人是否已按重整计划获得偿付或者偿付给债权人的偿债资源是否已划转到管理人账户；

（三）根据重整计划新取得的股份是否已在证券登记结算机构办理登记过户并披露；

（四）其他与判断重整计划执行过程及结果是否存在重大不确定性相关的事实和情况。

负责审计的会计师事务所应当勤勉尽责、规范执业，高度关注债务重组收益确认时点的合理性，履行充分、必要的程序，获取充分、适当的证据，审慎发表专业意见。

第十一条 上市公司前期重大资产重组中涉及的业绩补偿承诺，不得通过重整计划予以变更。上市公司或者破产管理人应当通过提起诉讼、申请保全等方式，及时向业绩补偿承诺方主张权利，督促其严格履行作出的承诺。

第十二条 上市公司重整计划涉及盈利预测的，应当客观、审慎，充分说明盈利预测的依据、理由、合理性及其可实现性，是否与业绩补偿承诺相关联，并应当聘请财务顾问出具专项核查意见。盈利预测应当以上市公司重整后保留的业务开展情况为基础，不得以资产重组等不确定事项作为预测依据。

第十三条 上市公司及其董事、高级管理人员，破产管理人及其成员，重整投资人，债权人及有关各方违反本指引规定的，中国证监会根据违规行为性质、情节轻重依法给予行政处罚或者采取行政监管措施。

第十四条 本指引自公布之日起施行。