

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2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：黄翼洺

责任编辑：黄翼洺

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 姜 黎 姜梦笔 贾宗达 蒋楚天 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2月
第2期

本期内容

1※行业动态	2
2※数据速递	5
3※政策法规	14
4※业务问答	14
5※观点争鸣	15
从天迈科技控制权收购案看私募投资基金参与上市公司收购	15
境外投资案例分析 —— 哈萨克斯坦电力项目跨境并购.....	21
资本突围：创新药企以反向并购“轻装出海”	30
※附件	36
附件一：《无锡市推动并购重组高质量发展行动方案（2025—2027年）》	36
附件二：《安徽省支持企业开展并购重组若干政策》	39

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



※行业动态

1、国泰君安吸收合并海通证券获审核通过

2025年1月9日，上交所并购重组审核委员会召开2025年第1次并购重组审核委员会审议会议，审核通过了国泰君安证券发行股份购买资产的应用。2025年1月17日，中国证券监督管理委员会批复同意国泰君安吸收合并海通证券，并核准相关公司变更主要股东及实际控制人。

本次交易的具体实现方式为国泰君安换股吸收合并海通证券，即国泰君安向海通证券的全体A股换股股东发行A股股票、向海通证券的全体H股换股股东发行H股股票，按照同一换股比例交换该等股东所持有的海通证券A股、H股股票。同时，国泰君安向国资公司发行A股股票募集配套资金不超过人民币100.00亿元。其中不超过30亿元将用于合并后公司国际化业务、不超过30亿元将用于交易投资业务、不超过10亿元将用于数字化转型建设、不超过30亿元补充营运资金。自本次合并的交割日起，存续公司承继及承接海通证券的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利与义务；合并完成后，海通证券将终止上市并注销法人资格。国泰君安因本次换股吸收合并所发行的A股股票将申请在上交所主板上市流通、H股股票将申请在香港联交所主板上市流通。

(来源：汉鼎咨询)

2、强生计划收购 Intra-Cellular Therapies

2025年1月13日，强生宣布已与 Intra-Cellular Therapies 达成最终协议，将以每股132美元的价格收购后者的所有流通股份，总交易额约为146亿美元。Intra-Cellular Therapies 是一家专注于中枢神经系统 (CNS) 疾病治疗药物开发和商业化的生物制药公司。其核心资产是一款每日1次口服抗精神病产品 Caplyta (lumateperone, 芦玛哌酮)。这是2025年制药行业首笔超百亿美元的并购。

(来源：药智网)

※行业动态

3、中国北大荒拟收购华潘和昊资源有限公司

2025年1月13日，中国北大荒与刘庆和先生签订框架性协议，拟收购其持有的华潘和昊资源有限公司全部股份。华潘和昊资源有限公司于老挝注册，主要从事投资开发，2016年获“老挝磨丁国际口岸卫生与动植物检验检疫中心”BOT 特许经营权。该项目涵盖磨丁区域内所有对接中国的出入境公路口岸相关业务及收费权、地产投资与收益权等。建成后，目标公司将与老挝琅南塔省政府组建运营公司，运营期90年，目标公司每年可分取90%利润。运营期满后，项目无偿归老挝琅南塔省政府所有，且目标公司拥有项目衍生房地产的投资权和收益权。

(来源：智通财经)

4、杭氧股份收购杭州新世纪股权

杭氧股份拟用自有资金1.34亿元收购杭州新世纪混合气体有限公司51%股权，其中1.08亿元收购沈建林所持41%股权，2635万元收购贾叶华所持10%股权。杭州新世纪在标准气体领域经验丰富，此次收购完成后，双方可在技术、市场及供应链等方面深度协同，为杭氧股份气体板块标气业务发展注入新动能，延伸产业布局，提升综合竞争力，契合公司战略发展目标。

(来源：智通财经)

5、潘兴广场提议收购 Howard Hughes

亿万富翁对冲基金经理比尔阿克曼旗下的潘兴广场提议子公司以每股85美元的价格与房地产开发商 Howard Hughes 合并，其中大部分以现金支付，其余部分以合并后公司股票支付，现金部分溢价18.4%。Howard Hughes 股东可选择以每股85美元获合并对价或“滚动投资”到合并后公司。为确保公司保持至少1360万股公众流通股，现金/股票选择将受比例限制。交易生效后，潘兴广场控股公司及其附属公司将拥有公司至少61.1%和最多69.2%的股份。截至去年8月，潘兴广场是 Howard Hughes 最大股东，持股37.5%。信中称交易完成后 Howard Hughes 所有现有员工都将留任，潘兴广场控股公司计划永久持有 Howard Hughes 股票。

(来源：智通财经)

6、美丽华酒店收购 Solution Right Limited

2025年1月15日，美丽华酒店全资附属公司拟向恒基兆业地产全资附属公司收购 Solution Right Limited，总代价31.2亿港元可调整。目标集团主要资产为目标物业，即位于香港九龙金巴利道16号的“香槟大厦”，卖方需拆卸现有建筑，按批准图则重建为与问月酒店水准相符或更佳的新酒店，且在最后移交日期前完成。新酒店毗邻该集团营运的 The Mira Hong Kong 酒店，将为23层高酒店综合项目，总楼面面积约137,885平方尺。除支付代价外，该集团无需为重建支付其他款项。卖方将在最后移交日期或双方书面同意的其他日期，将空置新酒店管有权交付买方，并促使新酒店取得所需许可证等，使其适合作酒店用途。

(来源：智通财经)

※行业动态

7、中国汽车品牌拟收购大众德国工厂

2025年1月16日，据路透社援引知情人士消息，比亚迪、零跑汽车和奇瑞汽车等中国车企正关注计划关闭的德国工厂，尤其对大众汽车工厂感兴趣。收购该工厂对中国车企意义重大，一方面可借助德国汽车工业的专业背景，学习先进技术与管理经验，提升自身水平；另一方面，在德国建厂生产面向欧洲市场的汽车，能避免欧盟对中国进口电动汽车征收的关税，增强在欧洲市场的竞争力。若收购成功，这将是中国汽车品牌在国际市场迈出的重要一步，对全球汽车产业格局也将产生深远影响。对大众汽车而言，出售工厂可缓解财务压力，支持转型发展；对中国车企来说，是提升国际知名度、加速全球化布局的机遇；从全球汽车产业看，会加剧市场竞争，推动产业向电动化、智能化、网联化发展。

(来源：智通财经)

8、红杉中国拟收购 Marshall，完善消费电子产业链布局

红杉中国正在计划以11亿美元的估值收购英国老牌音响品牌 Marshall。Marshall 成立于1962年，总部位于英格兰布莱切利，最初以吉他音箱起家，随后逐步拓展至蓝牙耳机、音箱等中高端音频产品领域。目前，Marshall 的业务已经覆盖全球90多个国家，其产品以高品质和独特设计受到广泛欢迎。在2024年上半年，Marshall 的全球净销售额实现了15%的增长，其中中国市场表现尤为突出，其蓝牙音箱在线上市场的份额跃居第一。这一强劲的市场表现显示出 Marshall 在消费电子领域的强大竞争力和品牌影响力。此次收购将助力红杉中国进一步完善其在消费电子产业链的布局，进一步提升其在全球市场的影响力。通过此次收购，Marshall 也将借助红杉中国的资金支持，加大在研发方面的投入，推出更多创新产品。

(来源：晨哨并购)

9、京东 42%溢价收购达达

近日，达达集团发布公告称，董事会于1月25日收到京东集团提交的初步非约束性提议函。京东集团计划以每股美国存托股票(ADS) 2.0美元，或者每股普通股0.5美元的现金价格，收购达达所有已发行的普通股，其中也涵盖公司美国存托股(每份代表四股普通股)所对应的普通股。该提议价格相较于1月24日(提议提交前一个交易日)的收盘价溢价约42%，按此计算，达达集团估值约5.2亿美元。

(来源：晨哨大买手)

10、黑石收购 AI Fire

据知情人士透露，黑石集团同意以约11亿美元(包括债务)收购 AI Fire，该公司负责安装和维护灭火器、警报器等消防产品，其支持者 TruArc Partners 此前已宣布出售协议但未透露具体细节。黑石和 TruArc 的代表均未对收购消息发表评论。此次交易是近期消防和安全业务领域的又一例，反映了业主在极端天气下对更多保护的需求。

(来源：智通财经)

※数据速递



2024 年 A 股并购市场概览

(来源：尚普并购咨询)

一、市场整体概览

并购重组和 IPO 同为资本市场重要工具，并购重组对于提升资源配置效率、推动产业升级和产能出清、优化市值管理以及推动股权财政起到了至关重要的作用。在 2023 年我国 IPO “827” 新政后，IPO 持续收紧，融资环境变得更加严峻。在此背景下，越来越多的拟上市企业转而寻求通过并购重组实现自身的发展目标。国家为活跃资本市场，提振投资者信心，2024 年以来加速出台并购重组支持政策，中国证监会及地方政府办公室相继发布了“新国九条”“并购六条”“深圳并购重组 14 条”“上海并购重组 12 条”以及“市值管理新规”等政策，我国并购重组市场迎来转折年。

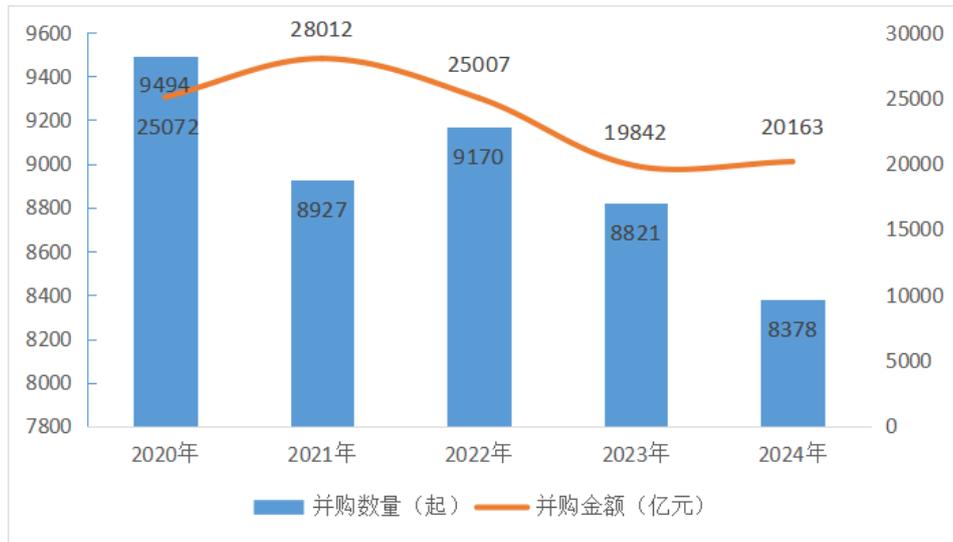
1、2024 年 A 股并购重组活动开始回升

我国自 2015 年大牛市 A 股并购交易项目数量触及峰值后，随着我国并购交易监管趋严，2016-2023 年我国并购交易活动数量呈现波动下滑趋势。2024 年上半年，我国并购交易市场仍处低潮期，但随着国内并购交易鼓励政策陆续出台，2024 年下半年开始并购活动开始活跃。最终，尽管并购事件数量仍有所下降，但交易总额同比增加 321 亿元，扭转了交易金额连续两年下降的趋势。

根据 Wind 数据，2024 年全年，我国境内及中国企业跨境收购交易事件共披露 8378 件，同比下降 5.0%；交易金额共计 20163 亿元，同比增长 1.6%。

※数据速递

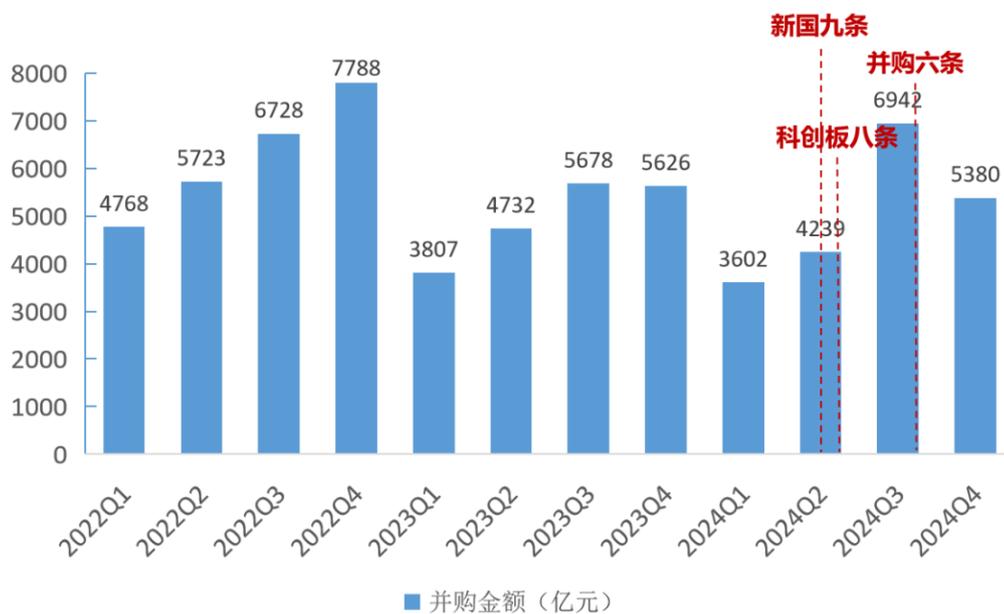
图表 1：2020-2024 年我国并购交易事件数量及金额



数据来源：Wind

分季度来看，2024 年 Q1-Q4 交易金额分别为 3602 亿元、4239 亿元、6942 亿元和 5380 亿元。新国九条 4 月 12 日发布、科创板八条 6 月 19 日发布、并购六条 9 月 24 日发布，可以看出政策对并购交易市场刺激明显，后续或将逐渐回暖。

图表 2：2022 年-2024 年各季度并购交易金额情况



2、多元化并购项目明显增加

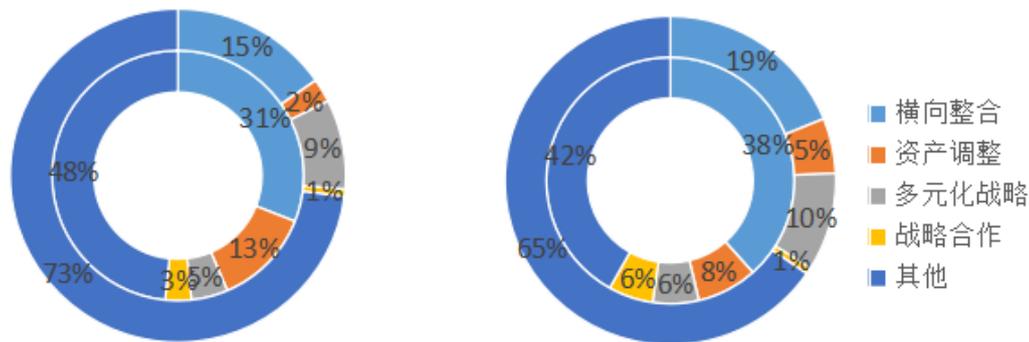
从并购目的来看，横向整合、多元化战略和资产调整是排名前三的收购目的，且近两年保持相同排名。2024 年，横向整合类并购事件 1287 件，交易金额 3806 亿元，分别占比 15%、19%；多元化战略类并购事件 728 件，交易金额 1944 亿元，分别占比 9%、10%。

※数据速递

可以看出，多元化战略类并购活动明显增加，数量从 2023 年的 417 件增加到 728 件，同比上升 74.6%；交易金额从 2023 年的 1151 亿元增加至 1944 亿元，同比上升 68.9%。

随着中国经济结构的转型升级，传统行业面临增长乏力，而新兴产业（如科技、绿色能源、医疗健康等）则成为新的增长点。在我国大力推动新质生产力发展的背景下，2024 年 9 月证监会发布的《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，重点提出了“积极支持上市公司围绕战略性新兴产业、未来产业等进行并购重组，包括开展基于转型升级等目标的跨行业并购、有助于补链强链和提升关键技术水平的未盈利资产收购”。多元化并购使企业能够快速获取新技术和创新能力，进行产品升级与创新，迅速进入新市场，形成多元化的收入来源，从而增强财务稳定性和抗风险能力。并购资本市场助力经济结构优化和产业升级的功能得以加强。

图表 3：2023 年（内圈）和 2024 年（外圈）不同目的并购数量（左）和金额（右）情况



数据来源：Wind

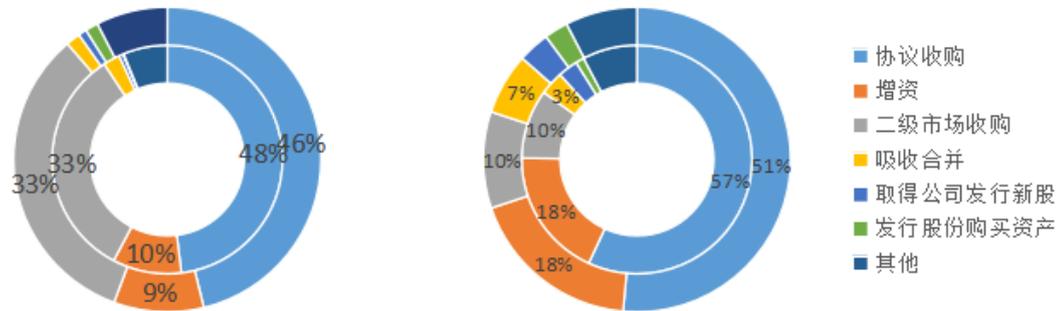
3、并购支付工具仍以协议收购为主，但呈现逐渐多元化趋势

从并购方式来看，协议收购、二级市场收购和增资是排名前三的收购方式，且近两年保持相同排名。2024 年协议收购类并购事件 3903 件，交易金额 9981 亿元，分别占比 46%、51%；二级市场收购类并购事件 2797 件，交易金额 1984 亿元，分别占比 33%、10%。

但可以看出，吸收合并、取得公司发行新股、发行股份购买资产等方式占比逐渐增大，符合监管部门持续鼓励探索多元化并购支付方式的政策趋势。2024 年 3 月证监会发布的《关于加强上市公司监管的意见（试行）》中再次明确“多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产”。随着市场和经济形势的变化，采用不同的支付方式可以满足不同卖方的需求，增加交易达成的可能性。并且可以优化资本结构，增强资金使用的灵活性。不仅能在并购过程中灵活应对各种挑战，还能通过激励手段提升整合效果，从而实现更高的价值创造。

※数据速递

图表 4：2023 年（内圈）和 2024 年（外圈）不同方式并购数量（左）和金额（右）情况



数据来源：Wind

二、政策环境

作为资本市场重要工具，并购重组市场受政策影响显著。随着我国并购重组相关法规的出台与不断修订完善，2010 年以来并购重组在资本市场大致经历四个阶段，2024 年或进入新一轮宽松期。

1、萌芽探索期（2010-2013 年）

2010 年开始，我国经济发展放缓初显，GDP 增速开始从双位数回落至 10% 以内，IPO 市场下滑，借壳上市、资产吸收合并等成为替代途径。2010 年证监会首次定义借壳上市，支持重点行业并购重组提升集中度。2010 年 8 月，国务院发布《关于促进企业兼并重组的意见》，突出强调了企业兼并重组的重要意义，明确了我国并购重组的基本框架。2011 年 8 月，《上市公司重大资产重组管理办法》修订完成，首次明确了企业重组上市的认定标准，并在后续将政策细则逐步落地。但此时，相关政策初出台，市场仍处观望状态，并购重组项目数量保持平稳。

2、政策支持期（2014-2016 年）

2014 年中国经济结构转型正处于关键时期，仍存在产能严重过剩矛盾、产业结构待优化等问题，在此背景下，国家密集出台兼并重组支持政策，包括《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》《上市公司重大资产重组管理办法（第二次修订）》等，推动企业通过并购重组做大做强进行扩张。

其中《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，被称为“国九条”，2014 年发布的为第二次“国九条”，单独提及“鼓励并购重组”，重视程度相较前版大幅提高。同年 10 月证监会第二次修订的《管理办法》，取消除借壳上市以外的重大资产重组行政审批、取消部分向证监会及其派出机构报告的要求，进一步完善借壳上市的认定标准，明确对借壳上市执行与首发上市审核同等标准，大幅放松了管制，明确了标准。此后证监会、银监会同步放松融资限制，拓宽并购重组公司融资渠道，A 股迎来“并购潮”。

※数据速递

2014 年并购重组交易数量和交易规模大幅攀升，2015 年持续井喷，在交易数量、交易规模、通过率等方面都创下历史最高。

3、政策收紧期（2016-2018 年）

并购热潮激起了二级市场对并购故事的狂热追捧，一二级市场的估值差异也催生了上市公司的并购冲动，导致借壳上市不断上演，爆炒垃圾股、倒卖壳资源等问题丛生。2016 年 9 月，我国并购重组政策大幅转向，证监会第三次修订《管理办法》，明确提到要“给‘炒壳’降温，促进市场估值体系的理性修复”，将构成重组上市的标准由一项“资产总额”指标，拓宽至“资产总额、资产净额、营业收入、净利润、股份”五项指标。并对主营业务提出要求，同时完善配套监管措施、取消重组上市的配套融资、加大问责力度，被看作“史上最严新规”，并购重组市场急剧降温。

4、政策优化期（2018-2023 年）

并购市场在经历 2016 年和 2017 年的大幅下滑后，2018 年下半年政策开始松绑，八大政策连发，从审核速度、可并购资产和方向、模糊地带监管和创新方案设计、信息披露四大维度对并购重组政策进行放开。《关于发行股份购买资产发行价格调整机制的相关问题与解答》的“确定定价双向调整机制”、《关于并购重组“小额快速”审核适用情形的相关问题与解答》的“确定小额快速机制”、《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答（2018 年修订）》的“拓宽配套融资用途”、《关于并购重组审核分道制“豁免/快速通道”产业政策要求的相关问题与解答（2018 年 10 月 19 日）》的“新增并购重组审核豁免产业”等均释放出宽松信号。

2019 年 10 月，证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法（2019 年修订）》，修改主要包括：简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标；允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市；恢复重组上市配套融资等。这一版的修订意味着严监管的时期正式结束，政策回归中性，并对合理需求、新兴产业给予结构性支持。

尽管 2018 年后政策态度中性偏积极，但是高溢价、高商誉、高承诺业绩的“三高”并购仍是监管重点审核方向，加上之前累积的商誉减值引发业绩暴雷的问题，并购重组交易未出现显著回暖。

5、政策宽松期（2024 年-至今）

进入 2024 年，在 IPO 遇冷、企业盈利回落背景下，并购重组政策的出台进一步提速，新一轮宽松周期逐步开启。

2024 年 3 月 15 日，证监会密集推出 4 项重磅政策（简称“3.15 新政”），涉及发行上市准入、上市公司监管、机构监管、证监会系统自身建设四个方面，对公司 IPO 和上市公司进一

※数据速递

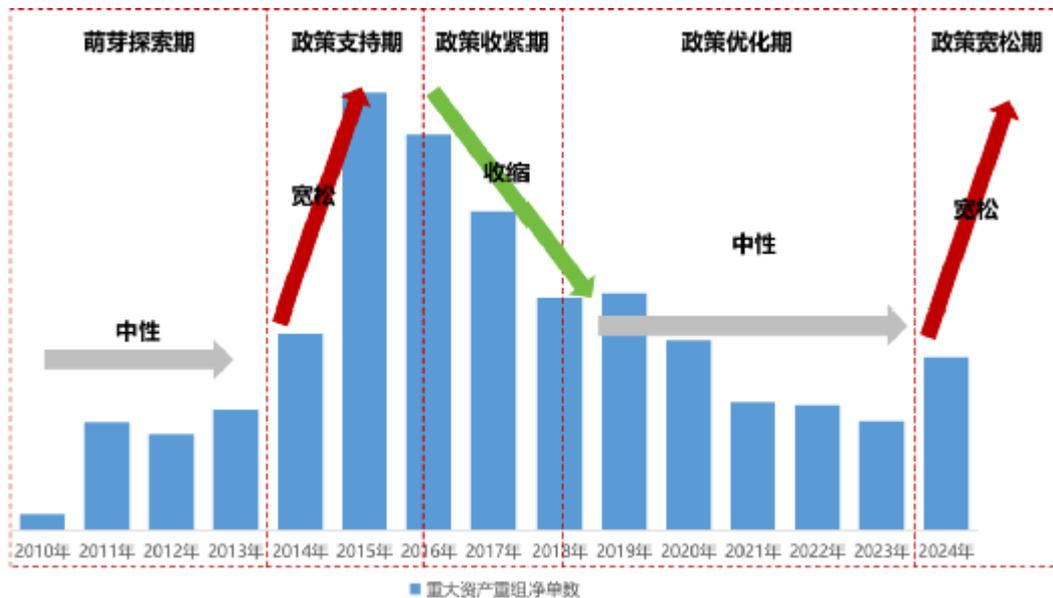
步强调“强本强基”和“严监严管”，其中《关于加强上市公司监管的意见（试行）》提到“支持上市公司通过并购重组提升投资价值，支持上市公司之间吸收合并，多措并举活跃并购重组市场”。

2024年4月，新“国九条”发布，提到“加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量”。

2024年9月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，简称“并购六条”，坚持市场化方向，更好发挥资本市场在企业并购重组中的主渠道作用，为并购重组提供方向，包括支持上市公司向新质生产力方向转型升级、鼓励产业整合，并会提升重组市场交易效率、提升中介机构服务水平。

同时深圳市《深圳市推动并购重组高质量发展的行动方案（2025~2027）（公开征求意见稿）》和上海市《上海市支持上市公司并购重组行动方案（2025—2027年）》均提出到2027年并购重组项目交易数量和规模的目标。2024年并购重组市场迎来政策“大年”，开始逐步回暖，开启新周期。

图表 5：2010-2024 年我国并购重组市场交易数量随政策变化



数据来源：东方财富 Choice

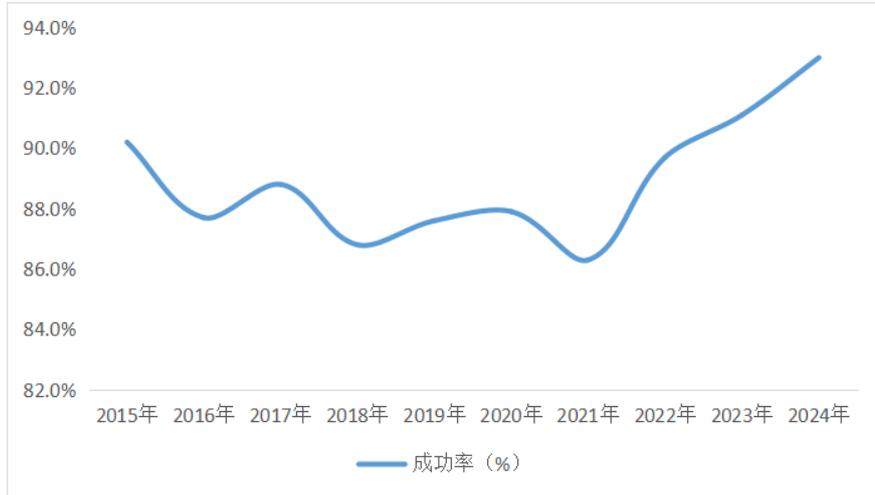
三、市场交易特点

1、交易成功率创新高

根据《证券时报》数据，2024年上市公司已完成并购交易共541件，正在进行的交易共1533件。在已完成的并购交易中，失败项目38起，并购成功率达93%，同比上涨1.9个百分点，创下近十年新高。自2015年起，A股市场的公司累计完成的并购交易高达1.28万件，过去三年中并购的成功率不断提升。

※数据速递

图表 6：2015-2024 年我国并购交易成功率



数据来源：证券时报

近年来，交易成功率的不断提升主要由政策驱动，政府对并购重组市场的支持力度不断加大，包括简化审批流程、提供税收优惠等措施，降低了企业并购的成本和时间，使得企业在进行并购时能够更加顺利地完成交易。同时，随着经济的持续发展和市场环境的改善，企业对并购重组的认识逐渐深化，越来越多的企业意识到并购重组是实现快速扩张和提升竞争力的重要手段。在这种背景下，企业在并购前的尽职调查和评估工作变得更加充分，降低了交易中的不确定性，从而提高了成功率，提升了整体的交易成功率。

2、交易溢价率创新低

根据《证券时报》数据，2024 年上市公司披露溢价率数据的并购交易事件共 90 起，评估溢价率（注入资产评估价值相对账面价值的增值比率）中位数为 62.42%，同比下降 20.37 个百分点。自 2015 年起，A 股已完成并购且披露溢价数据的并购事件有 3406 起，溢价率整体呈现不断下降趋势，且具有国企溢价率低于民企、关联交易类溢价率低于非关联交易、现金支付交易溢价率低于股权支付、同省交易溢价率低于跨省交易等特征。

图表 7：2015-2024 年我国并购交易溢价率中位数



数据来源：证券时报

※数据速递

交易溢价率的下降与市场理性回归、信息透明度提高以及政策监管加强等因素密切相关。随着并购重组市场的逐渐成熟，市场参与者的投资理念不断演变，过去仅靠市场热情撑高估值的场景不复存在，企业在并购时更加注重价值评估和合理定价，追求理性回归，导致交易溢价率逐步下降。其次，信息技术的发展使得市场信息的透明度显著提高，企业在并购前能够获取更多的市场和行业数据，使得买方和卖方在交易定价时能够更准确地评估目标公司的价值，从而减少了因信息不对称而导致的高溢价现象。最后，政策持续对“三高”现象进行强监管，企业在并购时对估值更加谨慎，避免过高的溢价可能引发的监管风险。

3、“并购六条”影响效果显著

2024年9月，证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（以下简称“并购六条”），为资本市场在企业并购重组中的作用提出方向指导。从市场表现来看，并购六条效果显著，基本符合政策指导方向。

新质生产力方面，并购六条“支持上市公司围绕科技创新、产业升级布局，引导更多资源要素向新质生产力方向聚集”。新质生产力主要包括新一代信息技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车等战略新兴行业和元宇宙、脑机接口、量子信息、人形机器人、生成式人工智能、生物制造等未来产业。2024年重大资产重组项目中，科技板块并购重组金额显著增加，国防军工、传媒、计算机、医药生物、汽车五大行业平均并购金额分别较近10年均值大幅提升，其中国防军工行业增幅达495.02%，轻工制造行业增幅约420.03%。

产业整合方面，并购六条“鼓励头部上市公司和传统行业上市公司加大对产业链上下游公司和资源，通过重组合理提升产业集中度”。2024年重大资产重组项目中，非银金融、纺织服饰、商贸零售、交通运输、房地产五大传统行业平均并购金额分别较近10年均值高出50%以上，其中非银金融增幅达234.08%、服饰纺织增幅约113.98%、商贸零售增幅约111.79%。

图表 8：2024 年并购活跃度排名靠前的行业

并购六条导向	行业	2024 年平均并购金额(亿元)	较近 10 年均值增幅(%)
向新质生产力转型升级	国防军工	575.75	495.02
	轻工制造	133.51	420.03
	传 媒	147.46	179.31
	计 算 机	34.23	42.67
	医药生物	33.62	40.48
	汽 车	34.48	21.02
加强产业整合	非银金融	374.54	234.08
	纺织服饰	73.73	113.98
	商贸零售	101.25	111.79
	交通运输	147.46	61.12
	房 地 产	112.69	57.61



数据来源：证券时报

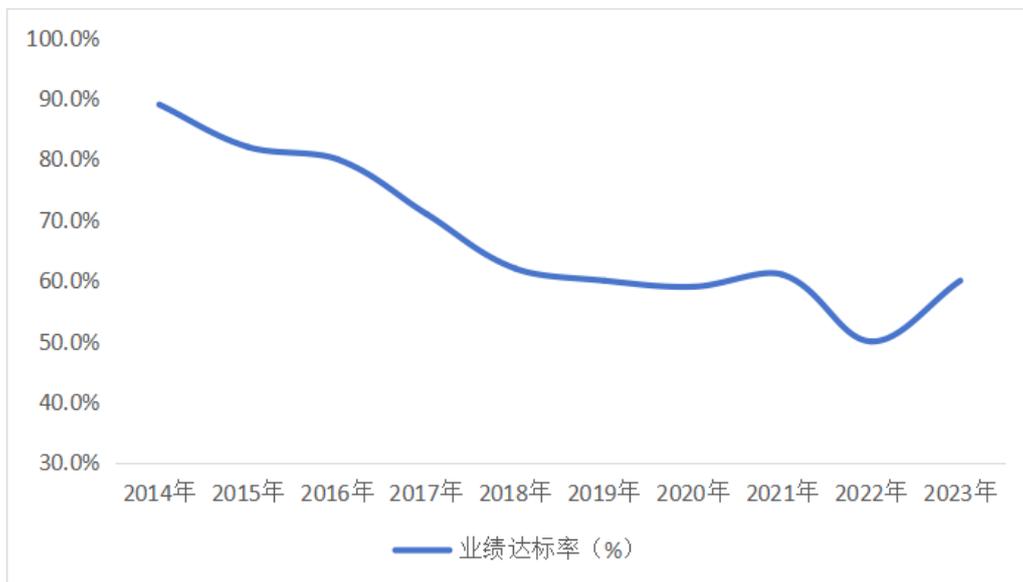
※数据速递

4、业绩达标率亟待提升

根据《证券时报》数据，2024年A股业绩承诺期覆盖2023年的已完成并购案例有418起，214起披露了2023年度的实际净利润数据。其中，130起达到业绩承诺，占比仅60%。尽管这一比例较2022年提升11.2个百分点，但仍处于较低水平。

从行业来看，纺织服装、石油化工、电子、建筑材料、机械设备是不达标率排名前五的行业，均超过60%。业绩不达标背后的因素较多，包括并购前尽职调查不足、战略不明确、整合能力不足、市场环境变化、文化融合困难、预期设定过高以及激励机制缺乏等。针对这些问题，企业应加强前期准备，制定清晰的并购战略，提升整合能力，同时建立合理的业绩评估和激励机制，以提高并购后业绩的成功率。

图表 9：2014-2023 年我国并购交易业绩达标率



数据来源：证券时报



※政策法规

- 1、《无锡市推动并购重组高质量发展行动方案（2025—2027年）》（详见附件一）
- 2、《安徽省支持企业开展并购重组若干政策》（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

从天迈科技控制权收购案看私募投资基金参与上市公司收购

杜莉莉（北京植德（上海）律师事务所 派驻律师）

范艺娜（北京植德律师事务所 律师）

2025 年伊始，天迈科技（300807，SZ）发布控制权拟变更公告，苏州工业园区启瀚创业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“苏州启瀚”）作为 GP 拟设立并购基金（以下简称“启明基金”）收购天迈科技 26.10% 的股权。本次收购后，天迈科技的控股股东将由郭建国变更为启明基金，实际控制人将由郭建国、田淑芬夫妇变更为邝子平。公告一经披露，私募投资基金收购上市公司控制权的话题再次点燃了资本市场并购重组的热情。

一、私募投资基金参与上市公司收购的政策支持

早在 2018 年，中国证券投资基金业协会就“私募股权投资基金参与上市公司并购重组”相关问题答记者问中便已明确，“私募股权投资基金可以通过开立证券账户参与非公开发行、协议转让、大宗交易等方式，购买已上市公司股票，参与上市公司并购重组”。同时指出，私募股权投资基金特别是并购基金，是资本市场重要的直接融资工具。作为专业的市场化投资者，私募股权投资基金有利于改善企业治理结构，有利于提升资源整合和重组重建效率，有利于优化产业结构和经济转型升级，有效体现市场在资源配置中的决定性作用。

2024 年 9 月 24 日，证监会发布了《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》，即“并购六条”，旨在进一步降低并购重组的难度和成本，激发并购重组市场活力，提高资源配置效率。除了支持上市公司向新质生产力方向转型升级、鼓励上市公司加强产业整合外，本次并购六条同时明确了“支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司”，并且对私募投资基金投资期限

※观点争鸣

与重组取得股份的锁定期限实施“反向挂钩”，促进“募投管退”良性循环。

“并购六条”进一步确定了私募投资基金在上市公司并购重组中的重要作用，不但有利于私募投资基金积极参与上市公司并购重组，也为上市公司寻求创新发展与资源整合开辟了更广阔的空间。

二、2019年至今私募投资基金收购上市公司控制权概况

虽然早在2018年政策就鼓励私募股权投资基金参与上市公司并购重组，但是纵观2019年至今基金收购上市公司控制权的案例，市场化的私募股权投资基金收购上市公司控制权的情况并不多。据统计^[1]，自2019年1月1日至今，备案的私募股权投资基金成功收购上市公司控制权的案例共计21例（详见下表），其中，国资控制的私募股权投资基金收购上市公司控制权14例，市场化私募股权投资基金收购上市公司控制权7例。自“并购六条”政策出台后，公告私募股权投资基金收购上市公司控制权的案例为2例（宝利国际、天迈科技），国资基金、市场化基金各占其一。尽管绝对数量并不算高，但在当前政策背景下，这些案例的出现已具有重要的信号意义。

2019年至今备案基金成功收购上市公司控制权案例

上市公司	收购主体	收购方式	收购后实控人
宝利国际 (300135)	池州投科股权投资基金合伙企业(有限合伙)(SAPQ35)(注:为基金备案编号,下同)	协议转让	池州市政府国有资产监督管理委员会
光洋股份 (002708)	黄山建投富海光洋股权投资基金合伙企业(有限合伙)(SAMQ25)	现金收购控股股东股权(间接转让控制权)	黄山市国资委(双GP,表决权最高LP控制)
	扬州富海光洋股权投资基金合伙企业(有限合伙)(SJA088)(原名为:深圳富海光洋股权投资基金合伙企业(有限合伙))(99.88%)	现金收购控股股东股权(间接转让控制权)	富海光洋基金
	深圳市东方富海创业投资管理有限公司(0.12%)		
朗源股份 (300175)	杭州东方行知股权投资基金合伙企业(有限合伙)(SAGR93)	表决权委托+借款+股权质押	赵征
航新科技 (300424)	广州恒贸创业投资合伙企业(有限合伙)(SQE641)	协议转让+表决权委托	余厚蜀
博深股份 (002282)	铁投(济南)股权投资基金合伙企业(有限合伙)(SJB856)	协议转让+解除一致行动	山东省国资委
中威电子 (300270)	新乡市新投产业并购投资基金壹号合伙企业(有限合伙)(SLQ823)	协议转让+表决权委托(向特定对象发行股票终止后进一步增加表决权委托)	新乡市人民政府
旗天科技 (300061)	盐城市盐南兴路产业投资基金(有限合伙)(SNC712)	表决权委托+一致行动协议	盐城市人民政府
天喻信息 (300205)	武汉同喻投资合伙企业(有限合伙)(SNF592)	协议转让	艾迪、闫春雨
华工科技 (000988)	武汉国恒科技投资基金合伙企业(有限合伙)(SLN812)	公开征集受让方+协议转让	武汉市国资委
东软载波 (300183)	佛山市澜海瑞盛股权投资合伙企业(有限合伙)(SNM151)	大宗交易+协议转让+表决权委托+表决权放弃	佛山市南海区国有资产监督管理局
美芝股份 (002856)	广东怡建股权投资合伙企业(有限合伙)(SNM636)	协议转让+表决权放弃	佛山市南海区国有资产监督管理局
力帆科技 (601777)	重庆满江红私募股权投资基金合伙企业(有限合伙)(SNM643)	作为重整投资人参与上市公司重整计划(资本公积转增股本后分配)	重庆满江红企业管理有限公司
迪瑞医疗 (300396)	深圳市华德欣润股权投资合伙企业(有限合伙)(SLR723)	协议转让+表决权附条件放弃	中国华润有限公司(国资委持股100%)

※观点争鸣

迪瑞医疗 (300396)	深圳市华德欣润股权投资企业(有限合伙) (SLR723)	协议转让+表决权附条件放弃	中国华润有限公司 (国资委持股100%)
四川金顶 (600678)	洛阳均盈私募股权投资基金合伙企业(有限合伙) (SXF473)	表决权委托	洛阳市老城区财政局
威帝股份 (603023)	丽水久有股权投资基金合伙企业(有限合伙) (SLX291)	协议转让+表决权放弃	丽水生态产业集聚区管理委员会(丽水经济技术开发区管理委员会)
百洋股份 (002696)	青岛海洋创新产业投资基金有限公司、青岛市海洋新动能产业投资基金(有限合伙) (SEY592)	协议转让	青岛市国资委
海峡创新 (300300)	平潭创新股权投资合伙企业(有限合伙) (SJJ460)	协议转让+表决权放弃	平潭综合实验区国有资产管理局
香农芯创 (300475)	深圳市领汇基石股权投资基金合伙企业(有限合伙) (SGJ103)	协议转让+要约收购+竞价增持	张维
	深圳市领驰基石股权投资基金合伙企业(有限合伙) (SGD107)		
	深圳市领泰基石投资合伙企业(有限合伙) (SER580)		
	芜湖弘唯基石投资基金管理合伙企业(有限合伙)(代表“弘唯基石华盈私募投资基金”, SX8208, 契约型私募证券投资基金)		
亚钾国际 (000893)	牡丹江国富投资中心(有限合伙) (SGW707)	协议转让+一致行动安排	无实际控制人
安孚科技 (603031)	合肥荣新股权投资基金合伙企业(有限合伙) (SEH636)	协议转让+表决权放弃	王文娟、袁永刚夫妇

从上述案例看，私募投资基金通常会直接采取协议转让方式收购上市公司控制权，同时辅以上市公司原控股股东委托/放弃表决权或出具不谋求控制权承诺等措施巩固上市公司控制权。

也有个别案例选择收购上市公司控股股东的股权以从间接层面取得控制权，例如在光洋股份(002708, SZ)控制权收购案中，收购方黄山建投富海光洋股权投资基金合伙企业(有限合伙)通过收购上市公司控股股东的股权，实现了对光洋股份的间接控制。有趣的是，收购方基金采用双GP管理模式，但上市公司最终穿透认定的实控人为收购方基金表决权最高的LP，而并非将GP认定为基金实际控制人。

此外，还有一些“另类”收购上市公司控制权的案例也值得关注。例如，在朗源股份(300175.SZ)控制权收购案中，收购方杭州东方行知股权投资基金合伙企业(有限合伙)未拥有上市公司任何股份，仅通过接受表决权委托的方式，就控制了上市公司23.95%的表决权，成为上市公司新的控股股东，而收购方管理人的实际控制人也顺势成为了朗源股份的实际控制人。在香农芯创(300475, SZ)控制权收购案中，收购方除了采取协议转让外，还同时采取了要约收购和竞价增持的方式。而力帆科技(601777, SH)案例中，重庆满江红私募股权投资基金合伙企业(有限合伙)则是作为重整投资人参与上市公司重整计划，进而取得上市公司控制权。

由上述案例来看，无论是国资控股的私募投资基金，还是社会化私募投资基金，皆在一直探索参与上市公司收购的不同模式和方案。

※观点争鸣

三、关于私募投资基金收购上市公司控制权的思考

“并购六条”发布后，上市公司并购重组的热潮如火如荼，本次启明基金收购天迈科技控制权的案例之所以备受关注，一方面在于私募投资基金参与上市公司控制权收购行为本身，另一方面则是关注本次收购采用的模式和交易细节。

（一）关于交易价格的确定

根据天迈科技发布的公告，本次收购主体启明基金尚未正式设立，目前披露的交易文件由启明基金的 GP 苏州启瀚代为签署。

《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指南（2023 年修订）》规定：“协议转让的定价以协议签署日的前一交易日转让股份二级市场收盘价为定价基准，转让价格范围下限比照大宗交易的规定执行，法律、行政法规、部门规章、规范性文件及本所业务规则等另有规定的除外。

转让双方就股份转让协议签订补充协议，补充协议内容涉及变更转受让主体、转让价格或者转让股份数量的，以补充协议签署日的前一交易日转让股份二级市场收盘价为定价基准。”

根据本次天迈科技披露的《股份转让协议》，整体交易市值较停牌前一日收盘市值进行了折价处理，协议转让价格不低于协议签署日前一交易日大宗交易价格的八折。我们注意到，本次收购方实际为苏州启瀚拟设立的基金，那么启明基金设立后，是否需要重新签署股份转让协议或补充协议，以及收购价格是否还能适用 GP 签署的《股份转让协议》约定的价格，若直接适用该等价格，这种由 GP 代为签署《股份转让协议》的操作模式是否构成“提前锁价”，是否符合证券交易所上述关于上市公司股份协议转让的规定，尚待确认。

（二）关于上市公司控制权的稳定性

控制权的稳定性对于上市公司的长期发展至关重要，任何潜在的控制权争夺都可能引发市场的波动和经营的不确定性。启明基金收购完成后，其持股比例与上市公司原控股股东的股比差异仅为 2.47%。在这种情况下，原实控人出具《不谋求上市公司控制权的承诺》^[2]，主要承诺如下内容：

（1）认可启明基金作为上市公司控股股东的地位、邝子平作为上市公司实际控制人的身份，不提出任何形式的异议；

（2）未经启明基金事先书面同意，不谋求上市公司控制权，不以任何直接或间接方式影响启明基金在交易完成后的控股股东地位，不协助第三方谋求上市公司控制权；

（3）对外转让股份时与第三方约定并促使该等第三方继续履行关于不谋求上市公司控制权的承诺内容；

（4）自愿承担违反承诺的法律后果，包括赔偿由此给启明基金造成的全部损失。

此外，原实控人还承诺其剩余股份启明基金在不低于 200 万股的部分享有购买选择权、在其转让表决权比例超 10%时需事先取得启明基金同意、36 个月内减持不超过协议签署时股份总数的 13% 的股份。

※观点争鸣

上述控制权收购中，原股东未放弃所持表决权，也未将表决权委托给收购方，而是依靠原实控人出具的一系列承诺以及公司治理层面的相关安排。该种方式是否足以巩固收购方的控制权，仍待进一步观察和验证。

此外，私募股权投资基金一般都有明确的退出期，在搭建私募股权投资基金时应考虑退出期对上市公司控制权稳定性的影响。

（三）关于上市公司未来发展

2016年，IDG资本通过其合伙人设立的出资实体收购上市公司四川双马（000935，SZ）的控制权，前述收购完成后，四川双马的主营业务在原有水泥建材业务基础上，增加了私募股权投资基金管理业务，在后续运作中，上市公司水泥业务逐渐下降，私募股权投资基金管理业务逐渐增长。自2017年以来，四川双马净利润整体呈现波动上升的趋势，但在2024年上半年出现较大幅度的下降。时隔8年，2024年11月，四川双马以15.96亿元的价格收购了深圳市健元医药科技有限公司92.1745%的股权，跨界到生物医药领域，引入新的增长点。

经统计，自2019年1月1日至今，私募股权投资基金在收购上市公司控制权后，上市公司主营业务发生重大调整的相对较少，其中基石资本成功推动香农芯创（300475，SZ）从洗衣机减速离合器的生产、研发、销售向电子元器件分销业务转型；亚钾国际（000893，SZ）的收购方果断剥离了上市公司部分原业务（谷物贸易业务和船运业务），让上市公司集中发展钾盐矿开采、加工和钾肥的生产及销售；而力帆科技（601777，SH）在重整后由传统燃油汽车制造业务转向了新能源汽车和换电业务。

同样，面对天迈科技当前的亏损状态和复杂的产业整合任务，启明基金能否真正实现证监会在“并购六条”政策中所期望的产业整合目标，能否提升上市公司价值，仍存在较大的不确定性。这不仅考验启明基金的资源整合能力，也对其在上市公司治理方面提出了更高要求。这也是所有准备收购上市公司控制权的基金都必须面对和解决的关键问题。

（四）基金退出机制

天迈科技控制权收购案中，收购主体尚未设立，我们无法了解该拟成立基金的架构、存续期限和退出安排。但从基金退出的角度来看，私募股权投资基金的出资人一般都有退出需求，未来基金及其出资人如何实现有效退出同样需要关注。

除了正常减持退出外，亚钾国际（000893，SZ）控制权收购案中，牡丹江国富投资中心（有限合伙）在收购控制权后，通过再次进行并购交易实现整体退出。不同的退出路径将对私募股权投资基金的收益和风险产生显著影响，同时也会影响私募股权投资基金参与上市公司控制权的决策判断。综上所述，启明基金收购天迈科技控制权的案例不仅是私募投资基金参与上市公司并购重组的积极信号，也反映出私募投资基金参与此类交易的诸多挑战。这些问题需要市场参与者、监管机构以及投资者的共同关注和思考。

※观点争鸣

四、结语

总体而言，私募投资基金凭借其丰富的资金和项目资源，有利于为上市公司引入创新的业务模式或注入优质资产，为企业发展注入新动力。同时，私募投资基金在资本运作方面的独特优势，也有能力帮助上市公司撬动资金并实现可观的收益，为上市公司带来新的发展机遇。

我们期望在“并购六条”政策的有力推动下，能够涌现出更多私募投资基金收购上市公司的成功案例和更多元的交易模式，推动并购重组市场真正实现资源的优化配置与高效整合。

[1] 私募股权投资基金收购上市公司控制权的案例系根据上市公司公开披露信息统计。

[2] 信息来源：<http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2025-01-09/1222271755.PDF>

※观点争鸣

境外投资案例分析 —— 哈萨克斯坦电力项目跨境并购

张一鹏（北京市君合律师事务所 律师）

徐鹏（北京市君合律师事务所 律师）

商逸菲（北京市君合律师事务所 律师）

虽然在全球经济放缓、国际局势复杂多变的大背景下，全球外国投资整体呈下降趋势，但中国对外直接投资仍保持着蓬勃活力。2023年中国对外直接投资较2022年逆势增长8.7%，2024年上半年中国对外直接投资同比增长13.2%，增长势头强劲。

值得注意的是，中企境外投资的总体趋势上发生了三点显著变化：第一是受到地缘政治的影响，投资重心越来越从传统欧美的发达国家，转向一带一路国家等新兴市场¹，反映了中企不仅希望收购品牌、技术，而且希望能够开拓市场，获取资源；第二是投资形式越来越从跨境并购为主转向绿地投资、项目开发为主的多种形式，不论是设立工厂还是招募员工，中企的本地化更加彻底，不仅“走出去”，而且“走进去”；第三是投资行业从传统的工程和基础设施为主，转向包括新能源、医药、消费品等行业在内的全面出海，而且民营企业越来越成为出海的主力军。如果说二十年前联想对IBM的收购是中国企业大航海时代的“1.0版本”，如今越来越多的中国企业正在以更加自信的姿态走出国门，开启了中企出海的“2.0版本”。

在中企出海的重点国别中，哈萨克斯坦位于欧亚大陆中心，是中亚地区最大和最稳定的国家之一，越来越受到中国投资人的青睐。本文拟以笔者团队近期在哈萨克斯坦完成的某光伏电站并购项目为例，对其进行深度案例总结和剖析。需要说明的是，本文虽主要聚焦哈萨克和光伏行业，但跨境并购中一些常见法律问题以及应对策略具有相似性，因此对于其他国家和地区的并购亦有一定参考价值。

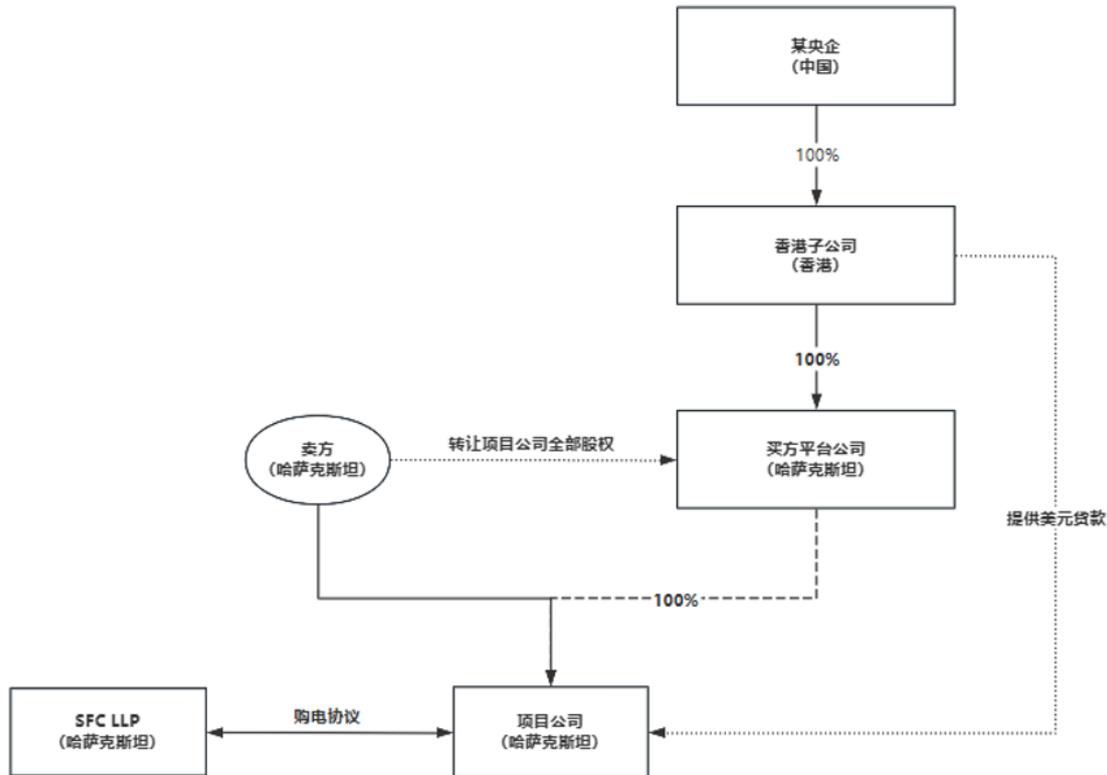
一、事实背景

在本项目中，某央企香港的子公司拟收购一家位于哈萨克斯坦从事光伏发电项目的项目公司（简称“项目公司”）100%股权（简称“本项目”）。关于本项目的事实情况请见如下：

- 项目公司处于开工前阶段，并已通过签署土地租赁协议取得项目土地的使用权，并与哈萨克斯坦可再生能源金融结算中心（简称“SFC LLP”）签署了为期20年的购电协议。
- 项目公司的卖方为哈萨克斯坦自然人，其持有项目公司100%股权。客户拟通过其在哈萨克斯坦的持股平台（简称“买方平台公司”）从卖方收购项目公司的全部股权。
- 客户在收购项目公司后将通过股本增资和股东贷款的方式向项目公司增资，用于支持后续项目的建设运营的资金需求。

本项目的交易结构具体如下：

※观点争鸣



二、交易结构分析

1、买方平台公司的设立

本项目中，收购方未来在哈萨克斯坦可能还会实施其他投资计划。对有类似计划的收购方而言，为便于后续投资的统一管理，新设一个平台公司作为后续投资项目的持股平台将是一个十分合理且具有战略意义的安排。在哈萨克斯坦，阿斯塔纳国际金融中心（简称“AIFC”）是外国投资者投资哈萨克斯坦的常见目的地，本项目中收购方也选择了 AIFC 作为平台公司的设立地。AIFC 为外国投资者提供一系列优惠和便利，包括但不限于：

- 特别税收优惠制度：AIFC 为在该地设立和运营的公司提供特别的税收优惠制度，前述税收优惠不仅适用于法人实体，还适用于个人，包括外国专业人士和个人投资者。举例来说，AIFC 注册的私人公司可享受股息分配或股份出售的资本利得免除哈萨克斯坦预扣税的优惠，而这一优惠是其他非 AIFC 注册公司无法享受的。这也使得 AIFC 注册公司在税务方面具有显著优势。
- 特别货币监管制度：AIFC 的特别货币监管制度为投资者外汇交易提供了更大的灵活性。该等特别货币监管制度仅适用于获准企业，允许其多种货币进行交易，包括美元、欧元、哈国坚戈等，为跨境投资和交易提供了便利。
- 特别法律制度和司法系统：法律制度层面，AIFC 的监管法律规范基于英格兰及威尔士的法律原则、法律及判例制定，并参考了全球领先的金融中心的标准。司法系统层面，AIFC 的法院和国际仲裁中心是该地区独立的普通法机构和国际仲裁中心，其裁决能够在哈萨克斯坦被认

※观点争鸣

定并执行，等同于国际仲裁裁决。此外，AIFC 拥有自己的电子司法系统（eJustice），允许全球各地的当事方在线向 AIFC 法院和国际仲裁中心提交诉讼和仲裁，无需亲自前往 AIFC，为外国投资者提供便利的同时，有效降低了诉讼成本。²

境外投资项目中，考虑是否设立平台公司以及平台公司的设立地点时，一个重要的考虑因素是，投资者的母国与东道国之间是否存在双边或多边投资协定，从而能够为跨境投资提供法律保护 and 制度支持。如果母国与东道国之间不存在该等投资协定，则可能需要通过在第三国设立平台公司的方式，分别“借用”第三国与母国以及第三国东道国之间的投资协定，享受制度保护和税收优惠。就本项目东道国哈萨克斯坦而言，自 1991 年以来哈萨克斯坦与中国已签署包括《关于鼓励和相互保护投资协定》、《关于对所得避免双重征税和防止偷漏税的协定》在内的多个生效的双边或多边协定，明确了双方对投资者的保护义务，包括投资的公平待遇、资金汇兑、税收以及争端解决机制等内容，为中国投资者在哈萨克斯坦投资提供了有利保护。

2、项目公司的融资

买方平台公司在收购项目公司后将继续开展本项目的建设开发。对此，客户需要考虑采用何种方式对后续项目的资金进行融资。对于一般的大型境外项目工程，投资人会考虑通过项目融资的方式从银行取得贷款。但对于一些项目规模相对较小，投资金额不高的项目，投资人也可通过自有资金支持项目建设。本项目属于后者，客户拟考虑通过股东贷款和股本增资的方式对项目建设提供资金支持。

与直接股本增资方式相比，股东贷款融资具有一定的优势，主要包括：

- 与权益性资本相比，债务资本具有更好的抵税效应：哈萨克斯坦居民企业支付给居民或非居民的利息支出在符合当地法律规定的条件下可以进行税前扣除，减少税前利润，从而减轻所得税负。但是，投资人需要关注当地资本弱化（Thin Capitalization）的限制。在哈萨克斯坦法律下，在企业的债资比不超过 4 : 1（金融机构不超过 7 : 1）且符合其他利息扣除的条件时，支付的利息费用方可进行税前扣除³。
- 股东贷款在当地法下的操作程序会更为简单：对于股本增资，香港子公司需要先将资本金注资到买方平台公司，再由买方平台公司向项目公司增资，因此会涉及两次增资行为，并且每次增资都需要在当地的工商登记机关办理变更登记手续。而由香港子公司直接向项目公司提供美元股东贷款，该贷款仅需要在哈萨克斯坦国家银行办理登记。根据《哈萨克斯坦共和国外汇管理和外汇管制法》的规定，非哈国居民向哈国居民支付超过 50 万美元的金额需要事先向哈萨克斯坦国家银行办理登记。该登记可在以项目公司的名义在签署贷款协议后直接在国家银行门户网站线上办理，办理程序较为快捷。

※观点争鸣

当然，另一方面，通过股东贷款融资也存在以下需要注意的问题，主要包括：

- 关联交易产生的利益输送：控股股东与项目公司之间的股东贷款构成关联交易，如果中方投资人为小股东，需要特别关注（i）股东贷款对股东分红的影响。股东贷款的清偿顺序通常在股息分红之前，有的股东协议中也可能约定在股东贷款清偿之前不得分红，因此，控股股东的贷款在实质上会限制小股东对公司取得分红的权利，即便未来项目公司存在收益，也可能先通过利息偿还的方式被控股股东不当转移；（ii）如果中方投资人在收购项目公司时，项目公司与卖方之间已存在关联贷款，并且该等贷款在交易完成后仍将存续，则需要特别在尽调过程中关注该等贷款的公允性，包括利率、偿还期限等核心商业条款；（iii）如果收购完成后双方形成合资企业，则中方小股东需要特别关注在股东协议中对于该等关联贷款的发生、修订和终止是否有否决权。
- 海外债权的汇率风险：对计价货币的选择通常是各方股东关注的焦点。如果东道国的货币汇率不稳定，股东作为债权人通常会希望明确以美元或其他汇率稳定的货币作为贷款和还款货币，避免因汇率发生较大波动而产生汇率损失。但是如果项目公司的收入来源通常为当地货币，则未来项目公司会承担所有的汇率风险。因此，从降低风险的角度，应当考虑在收入端（如购电合同）尽可能固定当地货币与美元的结算汇率，具体可参见下文购电协议的尽调要点。

三、法律尽职调查关注要点

1、自然人卖方的交易特点

在本项目中，项目公司的股东为哈萨克斯坦当地自然人。在卖方为自然人的海外投资交易中，除需对项目公司本身进行尽职调查外，尤其需注意对卖方个人进行尽职调查，重点核查其是否存在重大制裁风险或声誉风险，从而导致交易无法顺利进行。在笔者过往经验中，曾遇到过一带一路国家目标资产的实际控制人卖方是政府前高官而被美国制裁，或被媒体报道存在收受贿赂从而使得交易标的本身存在争议的情况。

其次，在此类全资股权收购项目中，卖方的自然人身份通常会伴随较高的信用风险和后续执行困难。基于此，可考虑将交易价款分期支付而非一次性全额支付。除在交割时支付的首付款外，其余款项根据约定的项目进展或时间节点（包括取得政府审批的完成、投资优惠政策的落实等）分期支付。同时，为进一步降低风险，就交易文件中约定的卖方违约情形，可以赋予买方在发生该等情形时从尚未支付的价款中直接扣除相关违约赔偿金额的权利。通过上述支付和保障机制的设计，可以促使卖方履行其必要的交割后义务，并在卖方违约情况下确保买方的损失得到补偿，为后续项目的顺利推进提供有力支持和保障。

第三，自然人卖方若有配偶，其所持有的项目公司股权可能被视为夫妻共同财产，因此，在交易文件中应将卖方配偶的同意函作为项目交割的前提条件能够有效降低未来卖方的配偶就项目公司股权向收购方提出权利主张的风险。

※观点争鸣

2、购电协议的尽调要点

- 本项目属于可再生能源项目，在哈萨克斯坦，可再生能源项目主要通过参与竞拍流程，按照中标价格与 SFC LLP 签署长期购电协议。购电协议的内容较为简单，主要基于哈萨克斯坦能源部的格式文本起草，其中投资人需要重点关注的条款包括但不限于如下：
- 电价与调整机制：初始电价为竞拍阶段的中标价格，项目公司在建设期可以考虑根据哈国坚戈对美元的汇率调整一次电价；而后，在投产运行期间，中标电价每年 10 月 1 日也会调价，调价方式可根据 (i) 居民消费价格指数或者 (ii) 哈国坚戈对美元的汇率选择。项目公司有权在上述两种方式中选择一种投产后的调价方式，一旦确定调价方式，项目后续年度调价方式将固定不变⁴。与通胀风险相比，投资人通常更关注汇率风险产生的影响，因此通常希望选择第 (ii) 种与美元汇率绑定的调价方式；
- 履约保函和工期要求：项目公司在签署购电协议后一定期限内需要向 SFC LLP 提供履约保函，用于担保项目公司在购电协议下的正常履行。如发生违约事件，SFC LLP 将有权扣留履约保函中的相关金额。购电协议会约定项目的开工时间和竣工时间⁵，通常对于可再生能源项目，光伏项目开工时间应当在购电协议签署后 12 个月内。如果项目公司在约定日期后超过 6 个月仍未开工，则 SFC LLP 有权扣留履约担保金额的 30%。光伏项目竣工时间应当在购电协议签署后 24 个月内。

终止条款：购电协议中应当重点关注可能导致协议终止的事项，通常协议约定的终止情形包括但不限于：(i) 项目公司未能在规定的竣工截止期限之前完成竣工；(ii) 项目公司在购电协议生效期间与其他购电方订立协议擅自售卖电力；(iii) 项目公司未能按照约定提供履约担保。

3、项目土地的关注事项

虽然哈萨克斯坦土地法允许私人主体持有土地所有权，但可再生能源项目土地通常由当地政府所有。根据当地法律，土地权利包括土地所有权 (right of ownership)、土地永久使用权 (right of permanent land use) 和土地临时使用及地役权 (right of temporary land use and easements)。项目公司一般需要通过和政府签署租赁协议取得项目土地的临时使用权，租赁协议包括短期租赁 (5 年以内) 和长期租赁 (5 至 49 年)。租赁协议条款主要是基于政府批准的合同模板，通常无法修改。在签署土地租赁协议后，当地政府会在政府网站上登记相关信息，并颁发证明租赁权利的权利凭证 (即土地使用权证)。

在土地尽调过程中需要关注：

- 项目公司享有土地权利的证明文件是否齐备，主要包括当地政府批准授予项目公司土地的决定、土地租赁协议和土地使用权证。如果土地使用权证的原件遗失，则应当尽快向登记机构申请补发该权利凭证原件。由于在土地交易中，公证人要求提供权利凭证原件，如果缺少该原件，则会导致相关土地的交易无法进行。

※观点争鸣

- 项目公司是否正常履行并支付土地使用费。例如根据当地法律，项目土地原先为农用地，为实施本项目，需要将本项目的土地性质从农用地改为工业用地，并在土地租赁协议签署后 6 个月内向当地土地主管部门支付补偿款。未按时支付的，政府部门作为出租方有权单方解除协议。因此，如果存在未支付补偿款的情形，则需要考虑要求卖方在签约前尽快履行或将补偿款的按时缴纳作为交割的先决条件。
- 核查项目公司是否遵守协议中的其他限制性约定，包括但不限于遵守当地自然资源的保护规定，定期向有关部门报告项目公司的年度财务和生产情况，提供根据适用法律要求的地役权等。如果存在任何违反，可能导致政府部门有权单方终止土地租赁协议，因此需要核查项目公司对该协议的履行情况以及提示投资人注意后续需要遵守相关规定。

4、对项目建设和并网的监管要求

哈萨克斯坦建筑项目的开工必须基于项目公司对土地的相关权利。在开始施工前，应当制定设计和估算文件并由相关政府机构审查批准，其中包括以下关键审批和文件：

- 建筑规划许可；
- 连接工程和公共设施来源的技术规范；
- 详细设计；
- 其他技术资料，包括道路和街道的剖面图、标高、外部工程网络的路线方案等。

此外，特别建议项目公司还需向当地政府查询项目所在地是否存在矿产资源，并获取相关部门出具的矿产结论书，该结论书应明确无矿产结论（即确认项目所在地没有矿产资源或矿产量极为微薄），或者存在矿产结论（即确认项目所在地存在矿产资源）。如果结论书中明确存在矿产结论，项目公司必须额外申请获得在矿产区内施工的许可。如果结论书中明确无矿产结论，则无需额外获得该等许可。

并网方面，哈萨克斯坦《可再生能源支持法》（On Support of the Use of Renewable Energy Sources）要求能源传输机构确保不受阻碍和不歧视地确定与电压等级相匹配的最近电网并网点，并确保可再生能源设施顺利并网。可再生能源设施并网的主要流程如下：

- 确定最接近的电网连接点和发电方案；
- 在规定的时间内满足技术规范的要求；
- 与能源传输机构就输电服务提供达成协议；

按照并网和发电方案对电厂进行全面测试，全面测试方案必须经过系统运营商的批准。

四、交易文件起草与谈判的重点

1、RTB 项目收购在协议中的风险分配

本项目采用类似于 RTB 项目收购的交易模式，即投资人在项目达到实现可以开工建设（Ready to Build）的状态时收购项目公司。RTB 项目收购的交易模式在可再生能源项目中被广泛应用。在该

※观点争鸣

交易模式下，投资人会与卖方在项目开发前期签订股权收购协议，此时项目公司往往尚未达到 RTB 条件，投资人在起草和谈判交易文件时，应当注意如下事项并合理分配交易风险：

- 交割先决条件中清晰约定 RTB 条件的达成：由于项目公司的估值是以其达到 RTB 条件作出，投资人需要明确将 RTB 条件满足作为最重要的交割先决条件。从避免后续争议角度，应当结合上述东道国法律和法律尽调发现问题，尽可能在交易文件中 (i) 明确达到 RTB 条件的具体要求（包括承租土地面积和租期、资质证书齐备、项目装机功率和并网功率与估值时的数值一致等）；(ii) 约定卖方应当负有义务促成 RTB 条件的实现；以及 (iii) 如果双方对是否达成 RTB 产生争议应当如何处理。此外，考虑到项目证照和购电协议也存在对项目开工时间的要求，通常在交易文件中也会设置对 RTB 条件及其他先决条件（如东道国监管审批）达成的最终截止日（Longstop Date），若未在最终截止日前满足交割先决条件，则交易终止，买方不负有继续交割的义务。
- 谨慎对待卖方提出的预付款要求：在 RTB 项目收购模式下，卖方通常会要求买方在签约时或交割前的某一时间支付交易对价一定比例的预付款。考虑到在交割前项目公司能否顺利满足 RTB 条件仍具有不确定性，且交易也可能受限于其他监管审批要求，该预付款要求实际上将相关的交易风险转嫁至买方，买方应当谨慎对待。对此，买方一方面应当尽可能降低预付款的金额，另一方面需要在协议中明确发生交易终止时预付款的处理。实践中，在何种情况下预付款需要返还通常是双方谈判的焦点之一。从进一步保护买方的角度，也可以要求卖方在收到预付款时向买方出具银行预付款保函，明确在发生交易终止时，买方有权直接从银行保函中提扣预付款金额。
- 交易对价的分期付款安排：考虑到在交割后，项目从 RTB 到商业运营日（COD）仍有一段建设期的时间，买方可能依然需要卖方提供一定的项目开发支持，而且卖方对买方负有在交易文件下的陈述保证、特殊弥偿等合同责任，从保护买方的角度，可以尽量争取将一部分价款作为延后支付款（deferred payment）或者放入托管账户，约定在交割后一定时间或在项目达到商业运营日时再向卖方支付，如果在此期间发现卖方存在任何交易文件下的违约责任，买方应有权直接从延后支付款中抵扣。

2、当地法对股权收购协议的强制性要求

首先，根据《哈萨克斯坦民法典》（Civil Code of the Republic of Kazakhstan），自然人作为一方的股权收购协议可能需要由公证人进行公证，交易双方应在公证现场完成协议的签署。因此，为避免因公证问题导致签约无法顺利完成，实践中交易双方应提前确定公证人，并事先将股权收购协议的最终版本提供给公证人确认。

其次，为进行公证目的，需制备俄语版本或哈萨克语版本的股权收购协议。因此，对于不熟悉当地语言的中国收购方而言，为避免语言差异可能带来的理解偏差或纠纷，在股权收购协议中加入约定英文版本效力优先的条款可以尽可能降低因双方对当地语言文本的理解偏差导致潜在争议的风险，确保股权收购协议的顺利执行。

※观点争鸣

再次，结合哈萨克斯坦法律对支付币种的要求，如果买卖双方均为哈萨克斯坦主体，股权收购协议中的支付价款应以当地货币（即哈国坚戈）计价并支付。

最后，根据《哈萨克斯坦民法典》要求，股权收购协议必须适用哈萨克斯坦法律。哈萨克斯坦法律对于争议解决方式没有强制性要求，通常而言，中国收购方会希望选择中国大陆或香港的仲裁机构进行仲裁，在卖方较为强势或对争议解决方式较为坚持的情况下，作为让步，也可以考虑约定在对双方中立的第三国仲裁。

五、反垄断审批的分析和获得

1、当地反垄断审批的触发

根据哈萨克斯坦法律，构成“经营者集中”的交易包括但不限于（i）通过合并或吸收对市场主体进行重组；以及（ii）收购并取得某市场主体超过50%的表决权股份。

哈萨克斯坦法律要求在构成上述经营者集中的情况下，当被集中的经营者（及其所在集团）的全球资产总值或全球营业额超过1000万当地月度物价指数（MCI），约合8200万美元时，需要事前向哈萨克斯坦反垄断机构提交申报。在本次交易中，如果买方（及其所在集团）以及目标公司的全球资产总值或全球营业额超过8200万美元，则需要事前进行反垄断申报。

在中国法下，一般情况下参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过120亿元人民币或在中国境内的营业额合计超过40亿元人民币的同时，要求其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过8亿元人民币才会触发反垄断申报⁶；但哈萨克斯坦法律项下仅要求收购方（及其所在集团）和目标公司累计的全球资产或营业额达到8200万美元，其申报门槛显著低于中国法律项下的要求，对于许多中国投资者，特别是大型企业集团而言，其全球资产或营业额很容易达到该申报门槛。因此，在涉及投资哈萨克斯坦的交易中，经营者集中申报应当从交易初期就引起交易双方的高度重视和充分考虑。

对于经判断涉及经营者集中申报的交易，可以结合项目实际情况，在交易文件中明确将获得反垄断机构批准作为交割的先决条件，但应审慎约定未通过经营者集中申报时的法律后果，以最大程度保障作为收购方的客户的利益。

2、反垄断申报的实践难点

在申请流程和时间上，根据哈萨克斯坦《商法典》（Commercial Code）第205条，哈萨克斯坦反垄断机构受理申报的审查期限不得超过申请接受之日起40个日历日，但该机构有权自行决定以通过要求补充信息或进一步澄清的方式暂停审查期限。因此，实际操作中，对于没有实质市场竞争影响的申请审查周期可能会延长至3至4个月。

在披露信息方面，除需要提交有关交易的信息、目标公司和/或目标公司控制的市场主体的信息外，还需要提交收购方和/或其集团内市场主体的基本信息和业务信息。依据哈萨克斯坦当地法，需要披露的集团内市场主体的范围非常宽泛。对于公司而言，集团内市场主体包括“其控

※观点争鸣

制、被控制或被同一主体控制的任何实体。其中，控制主要包括持有 50%以上的表决权、任命 50%以上管理层的席位或能够对另一主体发出有约束力的指示”。客户作为中央企业的子公司，其所属集团内存在众多关联企业，均属于哈萨克斯坦企业法下的集团内市场主体，严格按照规定提供详细信息无疑会给收购方带来巨大的负担。为此，在本项目中，我们从地域、行业、公司层级和公司体量等多个方面考虑了多种披露范围的限缩方案，经过详细分析论证将披露范围限缩至集团下负责开展本项目的一级子公司，并在申请文件中对限缩范围进行了沟通与澄清，在最大限度减轻客户披露负担的同时，顺利完成了申报。

*** **

1. 2023 年中国企业在一带一路国家投资较上年增长 31.5%，2024 年上半年也同比增长 9.2%。相关数据参考商务部、国家统计局和国家外汇管理局《2023 年中国对外直接投资统计公报》和安永《2024 年上半年中国海外投资概览》
2. AIFC 政府官网中对 AIFC 的相关介绍，网址：<https://aifc.kz/>
3. 国家税务总局国际税务司国别（地区）投资税收指南课题组，《中国居民赴哈萨克斯坦投资税收指南》，2022 年 9 月
4. 根据哈萨克斯坦共和国《关于支持利用可再生能源法》制定的固定电价和竞标价格确定规则第 18 条，后经哈萨克斯坦共和国政府 2022 年 9 月 16 日第 704 号令修订
5. SFC LLP 官网，<https://rfc.kz/en/res-sector/auctions/financial-support-of-the-agreement/>
6. 《国务院关于经营者集中申报标准的规定（2024 修订）》第 3 条

※观点争鸣

资本突围：创新药企以反向并购“轻装出海”

李泽宇（北京植德（上海）律师事务所，律师）

顾淦铃（Koo, Li & Partners LLP in association with Mertis & Tree LLP，合伙人）

一、引言

在全球生物医药行业蓬勃发展的当下，创新药企面临着研发高投入与长周期的双重挑战，对资金的需求持续攀升，而近期融资市场的状况进一步增加了创新药企资本突围的迫切性。

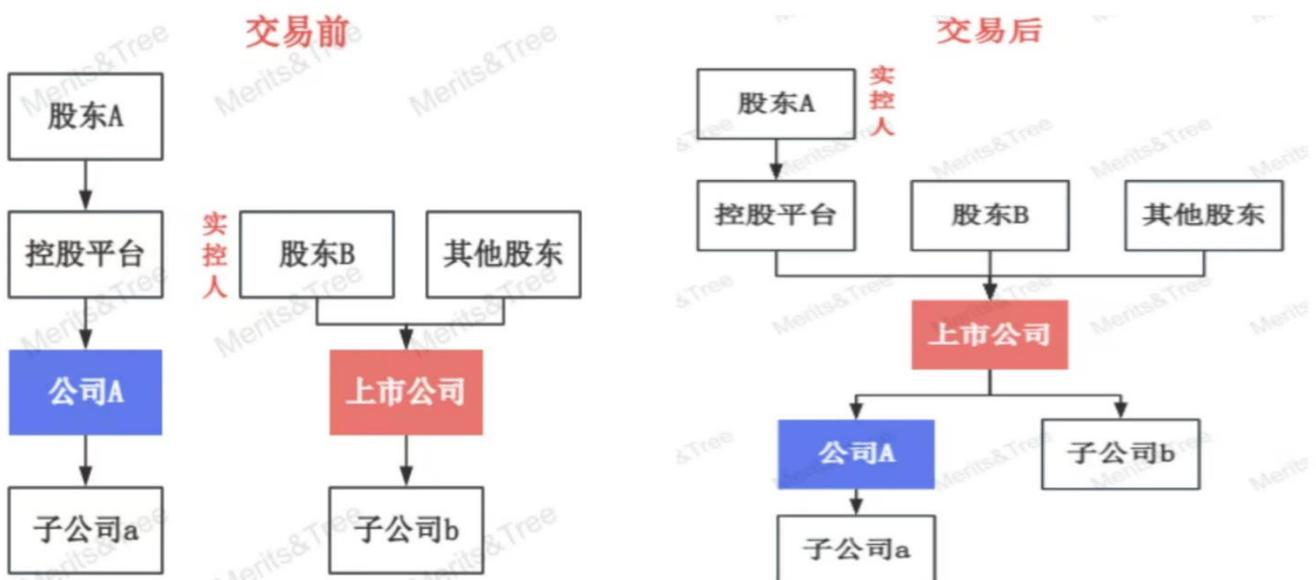
与此同时，新兴的融资交易模式也日益多元化，反向并购（Reverse Merger 或 Reverse Takeover）以其高效与灵活的优势，成为创新药企资本突围的新选择。2024 年四季度，就有接连 3 起创新药企的反向并购交易公告，引发行业关注。

本文将结合这三个反向并购案例和法律实务经验，深入解析反向并购模式在创新药行业的应用，为创新药企在选择出海融资路径时，提供有价值的决策参考，助力企业把握资本机遇，实现跨越发展。

二、创新药企反向并购典型案例盘点

（一）何为反向并购 Reverse Merger/Takeover?

反向并购是指非上市公司通过收购上市公司控股权的方式，实现间接上市的目的。具体而言，反向并购交易前后的股权结构如下图：



如上图所示，控股主体通过认购上市公司增发的股权取得了上市公司的控制权，作为交易的对价，控股主体持有的全部公司股权和资产被注入到上市公司名下。

在生物医药领域，这种方式为一些具有优质研发项目但尚未达到传统上市条件的企业，提供了一条快速进入资本市场的途径。

(二) 2024 年创新药企反向并购案例与交易亮点

	亿腾医药×嘉和生物	睿跃生物×Pulmatrix	创响生物×Ikena
市场	港股 18A	纳斯达克（美股）	纳斯达克（美股）
时间	2024.10	2024.11	2024.12
股比	亿腾 77.43%(控股)	睿跃 96.4%(控股)	创响 43.5%(单一最大)
	嘉和原股东 22.57%	Pulmatrix 原股东 3.6%	Ikena 原股东 34.8% 融资投资者 21.7%

亿腾医药×嘉和生物^[1]

交易目的：解决亿腾医药多次 IPO 受挫后的上市难题，并通过两家企业多个层面的资源整合推动新产品管线的研发

交易亮点：港交所设立 18A 规则以来生物医药企业中的首个反向并购案例，合并消息公布后，嘉和生物股价迅速上涨，盘中涨幅一度超过 93%^[2]

睿跃生物×Pulmatrix^[3]

交易目的：睿跃生物旨在拓宽国际市场，并利用 Pulmatrix 的国际渠道和合作伙伴关系，加速蛋白降解药物管线的研发和商业化进程

交易亮点：合并后拥有约 6,500 万美元的资金，为新公司 2026 年的运营提供资金

创响生物×Ikena Oncology^[4]

交易目的：创响生物旨在加速其核心管线 IMG-007 的研发，同时通过美股上市平台快速获得资金

交易亮点：合并后拥有约 1.75 亿美元资金，其中包括 7,500 万美元超额认购的 PIPE 私募融资

三、反向并购交易模式的法律与实务解析

(一) 反向并购的操作流程

反向并购主要包括以下几个关键步骤：

- **目标公司筛选与尽职调查：**企业需要对目标公司进行全面的尽职调查，包括其财务状况、法律合规情况、业务运营情况等，以确保标的公司不存在重大风险隐患，能够满足企业上市的需求。

如是香港上市公司进行反收购并涉及到《上市规则》14.06B的反收购行动，将被视为等同于新的上市申请并需要满足《上市规则》上市要求。所以，如属于这个情况，上市公司保荐人需要进行满足新上市要求的尽调，包括但不限于上市后董事和股东尽调、目标集团的业务、营运和财务尽调和法律合规等。

在生物医药领域，还需特别关注标的公司是否具备与生物医药业务相匹配的资质和资源。以创响生物和 Ikena Oncology 的反向并购交易为例，交易完成后双方有望在研发资源、市场渠道等方面有望实现协同。例如，创响生物可以借助 Ikena Oncology 的研发技术和临床试验经验，加速其肿瘤免疫治疗产品的研发进程；Ikena Oncology 则可以利用创响生物的市场资源，拓展其产品市场，提升市场份额。

- **交易结构设计：**根据双方的具体情况和需求，设计合理的交易结构，常见的包括股权置换、子公司并购（merger）增发新股、PIPE 融资等方式的组合运用。例如，在创响生物与 Ikena Oncology 的交易中，就采用了 PIPE 私募融资的方式，为企业提供了额外的资金支持。
- **监管审批与交割：**完成交易结构设计后，需要向相关的监管机构提交申请，如美国证券交易委员会（SEC）、香港联合交易所（HKEX）和香港证券及期货事务监察委员会（SFC）等，进行备案审批和/或上市申请。同时，还需通过反垄断审查等必要的程序，确保交易的合法合规性。在获得监管批准后，双方按照约定完成交割，实现企业的合并与上市。

（二）反向并购与传统 IPO 的对比

反向并购相比传统 IPO，具有以下优势和挑战：

- **优势**
 - **时间成本低：**反向并购可以避开 IPO 排队以及复杂的审核流程，大大缩短企业上市的时间周期。

中国生物医药企业通过传统 IPO 完成港股上市的周期在一年左右，完成美股上市的周期则在 20 个月左右，对于反向并购而言，其根据收购的壳公司的不同上市时间略有差异，但一般的反向收购交易可在 6-9 个月内完成[5]。对于生物医药企业来说，反向并购能够更快地获得资金支持，加速研发与市场拓展进程，抓住市场机遇。
 - **交易结构灵活性高：**反向并购在交易结构设计上具有更高的灵活性，可以根据企业的实际情况和需求，结合私募融资等方式同步推进，为企业提供更个性化的上市方案。
 - **费用成本较低：**相比传统 IPO，反向并购在承销费用、审计费用等方面成本通常更低，能够有效减轻企业的财务负担，使企业将更多资金投入研发和业务发展中。

以 2024 年共计 6 家在港股成功上市的生物医药企业为例，传统 IPO 的承销费用中位数在募资资金的 5%左右（承销费用中位数在 2,300 万元人民币左右），美股 IPO 的承销费用则一般更高，达到募资资金的 8%-10%左右，而企业通过反向并购模式借壳上市则无需支付该等高昂的承销费用，也减少了路演等市场推广费用。

- **挑战**

- **后续市值管理与流动性压力：**反向并购上市后，企业可能面临市值管理与流动性方面的压力。香港上市公司一般需要保持公众持股量大于 25%，所以，企业需要在设计时和上市后保持公众持股量。由于反向并购企业的市场认知度相对较低，股票的流动性可能不如传统 IPO 企业，这就需要企业在上市后积极采取措施，提升市场关注度与股票流动性，如加强与投资者的沟通、优化公司治理结构、提升业绩表现等，以增强投资者信心，提高股票的市场吸引力。
- **标的公司历史遗留风险：**目标标的公司可能存在历史遗留的风险，如债务问题、诉讼纠纷等，这些风险可能会对并购后的企业产生不利影响。因此，在进行标的公司筛选与尽职调查时，需要特别谨慎，充分评估潜在风险，并在交易中采取相应的风险防范措施。例如，企业可以通过要求标的公司原股东提供担保等方式，降低历史遗留风险对企业的影响。

四、反向并购的法律合规要点

(一) 股东权益与治理结构设计

- **股权稀释与原股东权益保护：**在反向并购过程中，原股东的股权可能会面临稀释的风险，因此需要在交易中设计合理的原股东权益保护条款，如设置最低持股比例、优先认购权等，以保障原股东的利益。同时，也需要平衡新老股东之间的权益关系，确保企业治理结构的稳定与有效运行。
- **董事会席位分配与决策权平衡机制：**董事会席位的分配直接关系到企业的决策权平衡以及符合监管要求，需要在交易中进行合理的设计。通常会根据双方的股权比例、战略贡献等因素，协商确定董事会席位的分配方案，并建立相应的决策权平衡机制，如设置独立董事、表决权限制等，以确保企业决策的科学性与公正性。通过合理的董事会席位分配与决策权平衡机制，可以有效避免股东之间的权力纷争，保障企业的稳定发展。

(二) 跨境交易的合规关注点

- 在美国进行反向并购上市，需要遵守美国证券交易委员会（SEC）的相关披露要求，包括对企业的财务状况、业务运营、风险管理等方面的详细披露。企业需确保其财务报表和内部控制符合美国法规标准，以避免可能的法律风险。
- 而在香港进行反向并购上市，需遵循香港联合交易所《上市规则》第 14 章关于反收购行动的界定规则及其他监管要求如借壳资金限制、资产置换限制等。
如将被视为等同于新的上市申请，企业需要满足《上市规则》第 8 章的上市要求（包括但不限于管理层连续性、控股权连续性、业绩要求等）和通函需要满足招股书披露要求。此外，企业也需要遵守香港的其他法律法规，如《公司条例》、《证券和期货条例》法等，确保交易的合法合规性。

(三) 税务筹划与合规

- 在反向并购过程中，合理的税务筹划对于降低企业税负、提高交易效率具有重要意义。企业可以通过选择合适的交易结构、利用税收优惠政策等方式，进行税务筹划。此外，企业还可以通过合理安排交易时间、交易方式等，充分利用税收递延政策，减轻税务负担。

五、反向并购的未来趋势与行业展望

展望 2025 年，我们认为生物医药行业有望迎来多种新兴交易形态的繁荣局面；反向并购，将成为行业内进一步关注的出海和融资选项。

这一趋势的驱动因素，主要包括以下方面：

（一）历次融资中的上市期限条款压力

部分初创公司近年受到了来自投资人的回购对赌条款的压力。在融资文件中，往往会约定一定期限内必须上市，否则将触发回购。而经过这几年的发展，时限临近，投资人面临退出压力。反向并购作为一种快速上市的方式，能够帮助这些初创公司及时满足上市要求，缓解投资人的退出压力，同时也为企业的进一步发展提供资金支持。

（二）生物医药研发高投入与资本退出需求

生物医药研发需要大量的资金投入，且研发周期长、风险高。企业需要不断寻求外部资金支持，以推进研发项目的进展。同时，对于投资生物医药企业的资本来说，也需要通过上市等方式实现退出，获得投资回报。反向并购作为一种快速上市的途径，能够满足企业的融资需求与资本的退出需求，推动生物医药企业持续发展。

（三）不同资本市场对创新药企的估值差异

不同资本市场对创新药企的估值存在一定的差异，美国资本市场对生物医药企业的创新能力和市场潜力更为认可，给予较高的估值。而中国生物医药企业在境内上市面临一定的竞争压力和估值限制，通过反向并购在美股上市，有望获得更高的估值，提升企业的市场价值与融资能力。

有鉴于以上原因，我们预期在 2025 年能够看到更多创新药企会对通过反向并购完成上市这一路径展开探索，结合近期涌现的诸多 NewCo 交易等其他类型的新兴交易模式（有关笔者对于 NewCo 交易的市场观察和评述，可参见《年终盘点：中国创新药企 NewCo 出海交易》），共同促成中国生物医药企业在资本突围时多点开花的局面。

六、结语

反向并购，作为创新药企资本突围的新兴出海上市路径之一，已彰显其独特优势与务实的应用前景。从上述案例不难发现，生物医药企业借助反向并购，能够较快登陆国际市场，获取宝贵资金支持，进而加速研发进程与市场拓展步伐。

在创新药企的反向并购出海征程中，专业法律人士可提供全流程法律支持，涵盖尽职调查、交易架构设计、合规与上市支持等关键环节，并凭借丰富实践经验，助力企业全面评估风险，降低机会成本，有效应对挑战，确保交易合规高效达成。

展望未来，市场将持续涌现更多新型交易模式，以满足生物医药初创公司的多元化资本需求。我们坚信，在各方的共同努力下，生物医药企业将更好地借助资本市场的力量，继续实现快速发展与创新突破。作为密切关注行业前沿发展态势的法律专家，我们期待持续为企业的重大交易保驾护航，助力创新药企在资本舞台上完成突围，扬帆远航。

[1]信息来源: 嘉和生物药业 (开曼) 控股有限公司——公告非常重大收购事项

https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2024/1007/2024100700010_c.pdf?code=06998

[2]亿腾医药×嘉和生物项目在本文之日, 还在处于 HKEx 和 SFC 审批阶段, 股东通函还没有刊发

[3]信息来源: 睿跃生物官网公告——睿跃生物与 Pulmatrix 达成合并协议

<https://www.cullgen.com/pulmatrix-and-cullgen-announce-proposed-merger>

[4]信息来源: Ikena Oncology 官网公告——Ikena Oncology 与创响生物达成合并协议 <https://ir.ikenaoncology.com/news-releases/news-release-details/ikena-oncology-and-inmagene-biopharmaceuticals-announce>

[5]在香港, 如果项目被视为新的上市申请, 虽然不需要卖股票但还需要召开股东会, 项目时间还是类似。

附件一：《无锡市推动并购重组高质量发展行动方案(2025-2027年)》

无锡市推动并购重组高质量发展行动方案(2025-2027年)

总体目标

1. 上市公司质量明显提升。聚焦物联网、集成电路、生物医药、人工智能、新材料、高端装备等重点产业领域培育 10 家左右细分行业龙头上市公司，落地一批代表性并购案例。国有上市公司提质增效成绩突出，对重点产业的带动支撑作用发挥明显。新兴产业上市后备企业持续涌现，新质生产力上市公司占比持续提升。上市公司数量保持全省前三，总市值达 2.5 万亿元。

2. 并购重组市场持续活跃。持续做大股权投资基金规模，培育引进一批高素质专业并购基金管理人，引导各类创新资本向并购重组领域加速集聚，并购市场活力全面激发，技术、产业、资本等要素充分交流、深度融合。充分调动各类资本积极性，完成并购重组项目总数量不少于 60 单、交易总规模超 600 亿元。

3. 并购重组机制更加完善。集聚一批有较强行业影响力的中介服务机构团队，服务上市公司并购重组能力大幅提升。市场化、法治化开展并购重组的市场环境持续优化，上市公司规范发展水平和风险防范能力明显提升，市级并购重组工作机制建立并持续完善，政府部门、企业、市场机构三方协同机制进一步健全，各项配套制度支撑保障作用发挥明显。

重点工作

1. 支持上市公司聚焦新质生产力转型发展。支持上市公司围绕科技创新产业升级布局，通过并购重组引导新质生产力要素资源向物联网、集成电路、生物医药、人工智能、新材料、高端装备等重点产业领域聚集。支持上市公司收购有助于补链强链、提升关键技术水平的优质项目。支持上市公司围绕产业转型升级、寻求第二增长曲线等需求，向新质生产力方向开展跨行业并购。支持具有“硬科技”“三创四新”属性的科技型上市公司，通过并购重组持续做大做强。鼓励上市公司与投资机构合作开展企业风险投资(CVC)，加强对初创期科创企业投资，培育优质并购标的。鼓励上市公司并购境外优质资产。

2. 支持企业产业整合协同发展。支持大中小企业通过并购重组融通发展构建协同创新、共享资源、融合发展的产业生态。鼓励上市公司并购吸收同行业或上下游资产，加大资源整合，合理提升产业集中度。鼓励上市后备企业围绕产业链上下游开展产业并购，延伸产业链、创新链，提高竞争能力和市场占有率，加速登陆多层次资本市场。鼓励因外部环境变化导致存在上市困难的后备企业通过股权转让并入上市公司，加速融入行业龙头和链主企业产业生态圈，拓展发展空间。鼓励本地优质资产通过重组登陆多层次资本市场。

3. 支持国有企业产业化发展。支持国有企业通过并购重组向实体化、产业化转型。鼓励国有企业结合自身发展功能定位，按照市场化原则并购优质目标上市公司或上市后备企业，提升核心竞争力。鼓励国有企业以支持重点产业发展、优化产业布局为目的，以战略投资者身份参股优质民营上市公司或上市后备企业。发挥国有企业产业引领作用，利用好产业基金，加快“5+X”

未来产业集群前瞻布局。支持国有上市公司加大产业整合和优质资源导入力度，持续提升发展质量。

4. 梳理建立并购重组标的库和需求库。强化市、区两级联动，围绕我市“465”现代产业集群，分领域、分行业在全市范围内理重点产业领域并购标的企业清单，建立市区两级并购标的项目库。加强与券商、基金等机构合作，重点发掘存在IPO受阻、有对赌回购压力等情形的标的企业在更大范围内充实并购标的项目库。常态化开展“一对一”走访活动，梳理掌握企业发展需求清单，建立产业发展需求库。加强需求匹配，组织需求库与标的项目库内企业精准对接交流

5. 拓宽并购重组多元化融资渠道。支持上市公司用好并购贷款、公司债并购基金等金融工具，鼓励金融机构持续加强并购重组金融产品和模式创新。强化各级政府投资基金对并购重组的支持力度，支持社保基金、企业年金、保险资金、私募基金、QFLP基金等境内外机构投资者参与上市公司并购重组。对上市后备企业短期内因政策、环境等变化导致业绩波动无法按对赌期限上市的，鼓励国有资本通过设立SPV基金或利用S基金等方式，按照市场化原则承接回购份额，支持优质科创企业股权平稳接续。

6. 打造并购重组一流服务体系。充分发挥金融会客厅服务功能，用好上交所、深交所、北交所无锡服务基地及证券、银行、资产评估等机构资源加强并购重组政策和典型案例宣传，有效提供行业并购、业务重组等全方位综合服务。实质性组建运营50亿元上市公司高质量发展基金，配强专业化管理团队，搭建并购重组全流程服务平台，实体化运营管理，主动对接服务全市企业并购重组需求，参与和支持上市公司和上市后备企业并购重组。通过引进头部并购基金管理人等方式，招引一批具有“产业+金融复合背景”的高层次并购重组人才，鼓励在锡中介机构加强并购重组人才培养，打造一流并购重组综合服务团队。充分发挥市上市公司协会及各行业协会作用，组建并购重组专家顾问库。

7. 持续推进上市公司规范发展。支持上市公司提升经营效率和盈利能力，通过股份回购等方式，推动上市公司投资价值合理反映。加强与监管机构和证券交易所合作，建立完善上市公司风险预警机制。用好“长三角一体化金融人才大讲堂”，聚焦董监高等“关键少数”，持续加强辅导培训，督促上市公司规范公司治理和内部控制，提高信息披露质量，严防财务造假、资金占用等违法违规行为，对操纵市场、恶意做空、内幕交易、欺诈发行等重大违法行为严厉打击。对质地良好、有发展前景但暂时陷入经营困难的上市公司，属地政府要协调各方采取支持措施改善基本面，促进企业稳定经营。

8. 加强并购重组活动风险防控。引导上市公司依法规范开展并购重组活动，做好财务、法律等尽调工作，严格履行信息披露等各项义务，严防内幕交易、市场操纵等违规行为，防止“三高”（高估值、高溢价、高业绩承诺）并购、将“有毒资产”并入上市公司等行为。国有企业在并购重组过程中要审慎辨识市场风险、财务风险、管理风险、法律合规风险和经营风险等潜在风险，设立专门的风险管理团队，建立完善的风险防控体系，合理确定交易价值和交易条款，灵活选择并购模式，规范对资产定价和交易环节的监督约束，强化并购风险管理，防止国有企业盲目并购，造成国有资产流失。

9. 加强并购重组综合配套政策支持。研究制定支持上市公司并购重组政策措施。对上市公司通过配股、增发、可转债等形式进行再融资用于并购重组的给予奖励;支持基金管理人参与并购重组引进落地重点产业项目对上市公司将符合重点产业发展方向的优质并购标的迁入本地投资建设或合并报表后对经济形成增量的,研究制定综合性奖励措施,在项目用地、能耗、研发、人才、金融等要素方面依法依规给予保障,在立项、环境评价、用工等方面给予“绿色通道”便捷服务。支持高层次并购重组人才依规申报太湖人才计划,享受相关政策扶持。在跨境并购中对企业境外投资项目备案、资金出境、跨境换股等方面给予便利支持。建立健全国资股权投资基金绩效评价和容错机制,注重基金整体业绩和长期回报,在勤勉尽责的前提下,免于相关责任追究。

10. 建立完善并购重组三项工作机制。建立市级部门工作协同推进机制由市委金融办、市发展改革委、市科技局、市工业和信息化局、市财政局市商务局、市国资委、市税务局、人民银行无锡市分行、无锡金融监管分局、江苏证监局无锡监管办公室等相关单位组成,对并购重组重点产业方向、支持政策、监管协调等事宜研究推进,用好“无锡上市通”服务平台协同解决企业并购重组中遇到的问题。建立高效信息共享交流机制,构建市、区、园区(街道)三级信息共享网络,第一时间掌握企业发展需求及时向上市公司推送有效并购标的信息,提高区域项目和资本信息交流时效。建立常态化项目对接机制,定期开展资金对接、项目路演推介等各项活动,搭建交易要素各方沟通撮合平台;鼓励市场化机构在锡举办行业研究、项目对接等活动,营造并购重组良好市场氛围。

附件二：《安徽省支持企业开展并购重组若干政策》

省有关单位：

《安徽省支持企业开展并购重组若干政策》经省政府同意，现印发你们，请认真抓好贯彻落实。

安徽省工业和信息化厅

安徽省发展和改革委员会

安徽省财政厅

安徽省人民政府国有资产监督管理委员会

安徽省地方金融管理局

中国证券监督管理委员会安徽监管局

2024年12月31日

安徽省支持企业开展并购重组若干政策

一、加强产业政策引导

1. 发挥财政资金引导撬动作用，鼓励各市因地制宜出台并购重组贷款贴息政策。

2. 鼓励国有企业开展并购重组，因推动并购重组对企业当期经营业绩造成影响的，在考核中结合实际予以适当考虑，对因不可抗力导致企业并购重组项目未达到预期的，予以尽职合规免责。支持以券商、投资机构、银行、担保等为代表的省属金融机构为企业并购重组提供优质服务。

3. 被并购重组企业原享受的高新技术企业、专精特新企业、“三首”产品、出口品牌企业等政策，并购重组后仍符合相关条件的，经行政主管部门审核确认后，可继续享受。被并购重组企业承担的各级科研项目，并购重组后仍符合相关条件的，经本级行政主管部门审核确认后，可继续承担。企业并购重组涉及的项目立项等批准文件和资质证书，经审核符合条件的，可按规定变更企业名称。并购重组后企业实施的技术改造、技术创新等符合产业政策的项目，列入各级政府部门年度重点项目计划，享受相关领域的支持政策。

二、落实国家税收政策

4. 符合条件的企业并购重组，交易各方对其交易中的股权支付部分，可以按规定进行特殊性税务处理。企业债务重组确认的应纳税所得额占该企业当年应纳税所得额50%以上，可以在5个纳税年度的期间内，均匀计入各年度的应纳税所得额。

5. 在并购重组中，通过合并、分立、出售、置换等方式，将全部或者部分实物资产以及与其相关联的债权、负债和劳动力一并转让给其他单位和个人，不属于增值税的征税范围；其中，涉及的货物、不动产、土地使用权转让，不征收增值税。增值税一般纳税人资产重组过程中，将全部资产、负债和劳动力一并转让给其他增值税一般纳税人，并按程序办理注销税务登记的，其在办理注销登记前尚未抵扣的进项税额可结转至新纳税人处继续抵扣。

6. 在规定时间内（2024年1月1日至2027年12月31日），企业符合改制重组有关契税政策条件的，享受免征契税、减半征收契税政策。企业符合改制重组有关土地增值税政策条件的，享受暂不征收土地增值税等政策。

7. 在规定时间内（2024年10月1日至2027年12月31日），企业改制重组过程中成立的新企业，其新启用营业账簿记载的实收资本（股本）、资本公积合计金额，原已缴纳印花税的部分不再缴纳印花税。企业改制重组前书立但尚未履行完毕的各类应税合同，由改制重组后的主体承继原合同权利和义务且未变更原合同计税依据的，改制重组前已缴纳印花税的，不再缴纳印花税。对企业改制、合并、分立、破产清算以及事业单位改制书立的产权转移书据，免征印花税。

三、加大金融支持力度

8. 支持省新兴产业引导基金各母基金等设立并购重组子基金，完善有关基金管理办法，可适当延长并购重组子基金存续期，放宽单笔项目投资比例限制等，健全容错和考核评价机制。探索组建设立科技型并购子基金，以“并购 S 基金”等方式，为科创小微企业发展提供接续型、赋能型融资资源。鼓励龙头企业、上市公司、私募股权投资基金参与并购重组子基金设立，将财政出资超额收益部分按照有关规定让渡给社会资本。鼓励省内外并购基金在皖投资，落实私募投资基金投资期限与重组取得股份的锁定期限“反向挂钩”机制。鼓励各地政府性股权投资基金参与产业并购重组，围绕地方主导产业、特色产业锻长补短。

9. 引导银行业金融机构在依法合规、风险可控前提下，积极支持企业开展并购重组，合理确定并购贷款规模、贷款用途和贷款期限，落实尽职免责制度。鼓励在大型并购重组项目中采取银团贷款、并购贷款、债务融资工具等多种支持方式。充分发挥融资担保、再担保机构增信功能，对符合条件的并购重组项目提供融资担保支持。

10. 鼓励符合条件的企业通过上市挂牌、增发融资、公司债券和企业债券、可转换债券、并购重组私募债券及其他非金融企业债务融资工具等方式为并购重组融资。支持有条件的企业发行优先股、定向发行可转换债券作为并购重组支付方式。鼓励证券公司、资产管理公司、创业投资企业、股权投资基金、创业投资基金等机构参与企业并购重组，向企业提供直接融资、委托贷款、信托贷款等多元化融资支持。支持保险机构通过共保体、大型商业保险和统括报单等形式，为并购重组企业运行提供综合性保险解决方案。

四、强化土地要素支撑

11. 政府土地储备机构有偿收回企业因并购重组而退出的土地，按规定支付给企业的土地补偿费可以用于支持企业安置职工、偿还债务等支出。

12. 企业并购重组中涉及的划拨土地符合《划拨用地目录》的，经县级以上人民政府批准可继续以划拨方式使用；不符合的，依法实行有偿使用，按规定补缴土地出让金并完税后，在符合相关规划的前提下，可按规定办理相关登记手续。因历史原因导致土地、房屋等不动产权属证书不全的，在并购重组中可根据有关规定申请补办相关手续。

13. 企业并购重组中涉及因实施城市规划需要搬迁的工业项目，在符合国土空间规划及国家产业政策的条件下，市、县自然资源管理部门经审核并报同级人民政府批准，可收回原国有土地使用权，并以协议出让或租赁方式为原土地使用权人重新安排工业用地。鼓励盘活低效工业用地，对原有粗放低效利用的厂房进行升级改造，提高土地利用效率。并购重组后企业经依法批准提高现有工业用地容积率的，不再增收土地价款。

五、妥善安置企业职工

14. 指导并购重组企业及时为在职职工缴纳接续基本养老、医疗保险；做好并购重组解除、终止劳动关系的职工失业登记，引导符合条件的失业人员及时领取失业保险金。对采取有效措施稳定职工队伍的参保缴费企业，按照规定落实失业保险援企稳岗政策。

15. 实施积极就业政策，落实职业培训、创业培训、促进自主创业、帮扶就业困难人员就业等优惠政策，为并购重组的再就业人员提供包括政策咨询、职业介绍和职业指导在内的一系列就业服务。

本政策自印发之日起实施，有效期 3 年。期间，如国家、省有新规定，按新规定执行。

如您对本资料有任何意见或建议, 请联系: liuwenqing@allbrightlaw.com