

“收购上市公司”专题系列之六：上市公司协议收购的部分协议条款解析

引言：

当前A股上市公司控制权交易的主要方式通常包括协议收购、要约收购、间接收购及认购定增等多种方式。实践中，协议收购最为常见且收购成本相对要约收购而言更为可控。由于上市公司作为公众公司的特殊性，上市公司的协议收购与非上市公司的股权（份）转让、投融资等交易在交易文件的某些特定方面存在一定差异。本文主要围绕上市公司协议收购涉及的流通股协议转让、表决权安排交易的部分主要条款的基本内容、设置原因、关注要点等事项进行简要解析及探讨。

一、交易标的

一般而言，交易标的条款通常包括本次交易的标的股份的数量、转让价格以及交易前后各方的持股比例等内容，属于上市公司协议收购的基本商业条款。其中，以下事项需要额外关注：

（一）股份协议转让价格存在下限

首先，上市公司股份协议转让中，标的股份的转让价格虽然取决于买卖双方的商业谈判及合意，但上海证券交易所（以下简称“上交所”）、深圳证券交易所（以下简称“深交所”）以及北京证券交易所（以下简称“北交所”）均对上市公司流通股协议转让价格的下限作出了明确限制，具体规定如下：

交易所	转让价格下限的规定	大宗交易价格范围的规定
上交所	《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》规定：“股份转让价格不低于转让协议签署日（当日为非交易日的顺延至次一交易日）公司股份大宗交易价格范围的下限，法律法规、本所业务规则另有规定的除外。”	《上海证券交易所交易规则（2023年修订）》规定：“有价格涨跌幅限制证券的成交申报价格，由买方和卖方在当日价格涨跌幅限制范围内确定。无价格涨跌幅限制证券的成交申报价格，不得高于该证券当日竞价交易实时成交均价的120%和已成交最高价的孰低值，且不得低于该证券当日竞价交易实时成交均价的80%和已成交最低价的孰高值。”
深交所	《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指南（2021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	《深圳证券交易所交易规则（2023年修订）》规定：“有价格涨跌幅限制证券的协议大宗交易的成交价格，在该证券当日涨跌幅限制价格范围内确定。无价格涨跌幅限制证券协议大宗交易的申报价格，不得高

	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。”	于该证券当日竞价交易实时成交均价的 120%和已成交最高价的孰低值，且不得低于该证券当日竞价交易实时成交均价的 80%和已成交最低价的孰高值。”
北交所	根据《北京证券交易所上市公司股份协议转让细则》的规定，与上市公司收购及股东权益变动相关，且单个受让方受让的股份数量不低于公司总股本 5%的协议转让，转让价格应当不低于转让协议签署日该股票大宗交易价格范围的下限。	《北京证券交易所交易规则（试行）》规定：“有价格涨跌幅限制的股票，大宗交易的成交价格由买卖双方当日价格涨跌幅限制范围内确定。无价格涨跌幅限制的股票，大宗交易的成交价格应当不高于前收盘价的 130%或当日已成交的最高价格中的较高者，且不低于前收盘价的 70%或当日已成交的最低价格中的较低者。”

除了某些特定情形以外（如新股上市后的前 5 个交易日、进入退市整理期的首个交易日、重新上市首个交易日），目前三大交易所的上市公司股票交易均存在价格涨跌幅限制。其中，主板股票的价格涨跌幅限制为 10%，科创板及创业板股票的价格涨跌幅限制为 20%；主板风险警示股票的价格涨跌幅限制为 5%，退市整理股票的价格涨跌幅限制为 10%；科创板、创业板风险警示股票、退市整理股票的价格涨跌幅限制为 20%；北交所股票的价格涨跌幅限制为 30%。

因此，结合上述大宗交易价格下限的规定，一般情况下，上市公司流通股协议转让价格的下限为转让协议签署日前一交易日收盘价的 70%（北交所）、80%（科创板、创业板）、90%（主板）或 95%（主板风险警示股票）。如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受让主体、转让价格或者转让股份数量的，则以补充协议签署日的前一交易日收盘价为定价基准。

其次，某些特定情形下亦存在转让价格下限的

特殊规则，根据上交所和深交所关于通过协议转让方式进行股票质押式回购交易违约处置的规定，股票质押式回购交易违约处置协议转让的价格下限为转让协议签署日前一交易日收盘价格的 70%。

最后，除交易所关于协议转让价格的限制以外，如出售方为国有股东，则协议转让的价格还需符合《上市公司国有股权监督管理办法》（36 号令）规定的定价原则和定价下限，即国有股东非公开协议转让上市公司股份的价格不得低于下列两者之中的较高者：**1.提示性公告日前 30 个交易日的每日加权平均价格的算术平均值；2.最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值。**

《上市公司国有股权监督管理办法》第三十三条进一步规定，国有股东非公开协议转让上市公司股份存在下列特殊情形的，可按以下原则确定股份转让价格：**1. 国有股东为实施资源整合或重组上市公司，并在其所持上市公司股份转让完成后全部回购上市公司主业资产的，股份转让价格由国有股东根据中介机构出具的该上市公司股票价格的合理**

估值结果确定；2. 为实施国有资源整合或资产重组，在国有股东之间转让且上市公司中的国有权益并不因此减少的，股份转让价格应当根据上市公司股票的每股净资产值、净资产收益率、合理的市盈率等因素合理确定。

（二） 转让股份数量、持股比例

同样的，有别于非上市公司并购中转让股份数量、比例主要取决于双方磋商的合意，在上市公司股份协议转让中，交易所对协议转让股份数量的下限亦存在相关限制，具体规定如下：

交易所	转让股份数量的规定
上交所	<p>《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》规定：“具有以下情形之一的，可以向本所提交协议转让办理材料：</p> <p>（一）转让股份数量不低于上市公司总股本 5%的协议转让；</p> <p>（二）转让双方存在实际控制关系，或均受同一控制人所控制的协议转让，转让股份数量不受前项不低于 5%的限制；</p> <p>（三）外国投资者战略投资上市公司涉及的协议转让；</p> <p>（四）法律法规、中国证监会及本所业务规则认定的其他情形。</p> <p>收回股权分置改革中的垫付股份、国有股东转让所持上市公司股份、业绩承诺未达标导致的股份回购或补偿等情形，比照本指引办理。”</p>
深交所	<p>《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指南（2021年修订）》规定：“具有以下情形之一的，可以向本所提交上市公司股份协议转让办理材料：</p> <p>1. 转让股份数量不低于上市公司境内外发行股份总数 5%的协议转让；</p> <p>2. 因自然人、法人或者其他主体对公司持股超过 50%，或者根据中国证监会有关规定构成实际控制关系或者均受同一控制人所控制的协议转让，转让股份数量不受前项不低于 5%的限制；</p> <p>3. 外国投资者战略投资上市公司所涉及的协议转让；</p> <p>4. 法律法规规定及中国证监会认定的其他情形。</p> <p>涉及国有股东转让所持上市公司股份、收回股权分置改革中的垫付股份等情形的，比照《办理指引》和本指南办理。</p> <p>办理协议转让，单个受让方的受让比例不得低于 5%，转让双方存在实际控制关系、均受同一控制人所控制、有权机关认定或者法律法规另有规定的除外。”</p>

北交所	<p>《北京证券交易所上市公司股份协议转让细则》规定：“上市公司股份转让具有下列情形之一的，可以向北交所和中国结算申请办理协议转让手续：</p> <p>（一）与上市公司收购及股东权益变动相关，且单个受让方受让的股份数量不低于公司总股本5%的协议转让；</p> <p>（二）转让双方存在实际控制关系，或均受同一控制人所控制的；</p> <p>（三）外国投资者战略投资上市公司所涉及的协议转让；</p> <p>（四）根据经北交所认可的股东间业绩承诺及补偿等特殊条款，特定投资者之间以事先约定的价格进行的协议转让；</p> <p>（五）行政划转上市公司股份；</p> <p>（六）北交所和中国结算认定的其他情形。”</p>
-----	---

由上表可知，除存在特别情形以外，前述交易所均**对协议转让中单个受让方受让的上市公司股份比例作出了不低于 5%的限制**。换言之，除非符合个别特定情形，如果想向单一转让方收购低于 5% 的股份的话，只能通过大宗交易、竞价交易等方式。

此外，虽然上述协议转让的规定对协议转让股份比例的上限未作出特别约束，但根据《上市公司收购管理办法》（以下简称“《**收购办法**》”）相关规定，收购人持有有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的**30%**时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行。因此，若收购方需要避免出发要约收购，协议收购后受让方的持股比例**一般应低于 30%**。同时，如转让方为上市公司董事、监事、高级管理人员或仍处于相关减持承诺锁定期间内，亦需综合考虑能够转让的股份数量及比例。

（三） 价格锁定条款

由于上市公司股票本身始终处于公开交易状态，其股票价格本身即具有较大的波动性，加上收购信息披露对股票价格的影响，股份转让协议签署

日至交割日期间（即“**过渡期**”）股票价格可能会发生大幅波动。因此，交易双方一般会在协议条款中对转让价格进行锁定，并明确除权、除息等情形下的调整机制。

例如，在协议中表述为“本协议签署后，不因标的上市公司的股票交易价格的涨跌而对本条所述的股份转让价格进行调整。过渡期内标的上市公司发生配股、资本公积转增股本等除权事项的，本次股份转让的股份数量应相应进行调整，以保持约定的股份转让比例不变，且该等情况下股份转让价款不变；如发生现金分红、派息等除息事项的，标的股份数量不作调整，股份转让价格将扣除除息分红金额，股份转让价款相应调整。”

二、股份转让价款的支付及股份交割安排

一般而言，根据对标的上市公司的尽调结果、标的股份是否存在质押等他项权利、转让双方的谈判地位以及标的上市公司股东之间是否存在特殊安排等不同情况，交易双方会对股份转让价款的支付时点、方式、先决条件及股份交割等事项作出相

应安排。

（一） 股份转让价款的支付时点、方式

1. 保证金/诚意金、共管账户

如前文所述，上市公司股票价格本身存在较大的波动性，而上市公司收购涉及的标的金额也较大，因此，如收购交易中双方处于较为对等的谈判地位或转让方处于优势地位时，转让方一般会要求设置保证金/诚意金条款，譬如要求收购方于正式协议签订后的数个工作日内按股份转让价款一定比例支付保证金/诚意金，并在必要时配套开设共管账户，以保障双方利益。同时，约定该等保证金/诚意金结合后续的股份转让价款支付安排自动转换为相应的股份转让价款。

需要提示的是，针对转让双方提前签署框架协议的项目，**可能会将保证金/诚意金的支付时点提前至框架协议（而非正式协议）签署日之后**。例如，在台州五城产业收购浙江仙通(603239)的案例中，交易双方约定：“在《股份转让框架协议》签署后十个工作日内，以受让方名义在银行开立共管账户，受让方将向共管账户支付人民币 3,999 万元作为第一次交易的保证金”。

此外，在实践操作中，为避免保证金的支付被认为构成实施经营者集中的“抢跑”行为，建议考虑结合经营者集中的合规要求对保证金的返还进行明确约定。

2. 一次性付款、分期付款

结合转让方的资金使用需求、双方的谈判地位等因素，可选择一次性支付股份转让价款或分期付款股份转让价款的方式。

3. 国有股东所持上市公司股份协议转让的特别规定

《上市公司国有股权监督管理办法》明确规定：

“国有股东应在股份转让协议签订后 5 个工作日内收取不低于转让价款 30% 的保证金，其余价款应在股份过户前全部结清。在全部转让价款支付完毕或交由转让双方共同认可的第三方妥善保管前，不得办理股份过户登记手续”。

根据上述规定，在国有上市公司收购项目中，收购方必须在股份转让协议签订后的 5 个工作日内**支付不低于转让价款 30% 的保证金**，同时应在股份过户前结清其余价款。值得一提的是，虽然《上市公司国有股权监督管理办法》仅明确了需在股份过户前结清其余价款，但似乎没有对股份过户前其余价款的支付期限作出具体的时限要求，那双方是否可以针对其余价款的支付约定一个**非常长的支付期限呢？**

答案可能是否定的，虽然《上市公司国有股权监督管理办法》没有明确规定具体支付期限，但实践中一般认为需参照《企业国有资产交易监督管理办法》（32 号令）第二十八条对于国有资产交易的**支付期限要求执行，即，其余款项的付款期限不得超过 1 年。**

4. 特殊支付安排

由于上市公司的控股股东存在减持股份的各种限制，基于资金使用需求的考虑，控股股东将其持有上市公司的部分股份予以质押并进行套现的做法实践中较为普遍，因此，上市公司收购项目中标的股份仍处于质押状态下的情况亦较为常见。在此情形下，转让双方可能会结合转让价款支付时点、解除质押时点进行通盘考虑及安排。必要时，收购方、转让方亦可与债权人一并签署三方协议，以进一步明确价款支付及质押解除等相关安排。例如，在**国昇能源收购乾景园林（603778）**的案例中，交易双方约定转让方在收到第一期款项后应偿还相关债务并在解除与债权人的股份质押后再将股份另行质押给收购方，而为简化操作，收购方与转让

方、债权人签署三方协议，由收购方将第一期款项直接支付予债权人。

（二）股份转让价款支付/交割的先决条件

一般而言，签署正式收购协议前，收购方会对标的上市公司进行全面尽职调查，并结合尽调情况与转让方进行谈判、设计交易方案、起草交易协议。针对尽调过程中发现的风险或瑕疵，或针对标的股份处于质押、冻结状态等特殊情形，收购方可能会要求将解决相关瑕疵或解除标的股份的权利受限作为股份转让价款支付或交割的先决条件之一。

需要提请关注的是，不同于一般非上市公司并购或融资交易中，交易协议内容具有**相对性及保密性**，上市公司收购协议的相关内容**及收购安排**需根据《收购办法》及《上市公司信息披露管理办法》相关规定应予以详细披露¹。因此，可能涉及到的一个问题是，当收购方在尽调过程中发现标的上市公司**存在比较重大的瑕疵或者缺陷，且与标的上市公司此前的公开披露信息并不相符**的情况下，交易相关方有可能会担心如果贸然将该等瑕疵作为先决条件放到交易协议中并进行披露，可能会引发对标的上市公司的信息披露瑕疵的关注。因此，在此类特殊情形中，相关交易方对该等先决条件的约定和表述会比较谨慎。如发现有不便在交易协议中提及的瑕疵且该等瑕疵可于短期内解决，相关方有可能会考虑要求标的上市公司先行解决该等瑕疵后方签订正式协议。

此外，如涉及收购上市公司国有股权或国有企业收购上市公司，有关国有资产监管机构的审批、确认一般需作为交割的先决条件之一；如收购涉及经营者集中申报，需将国家反垄断局的批准决定作为先决条件之一。

（三）交割安排

与非上市公司收购相似，交易双方一般会约定满足全部交割先决条件或相关主体对特定事项作出豁免后，在一定期限内尽快办理交割事宜。上市公司股份交割主要涉及两个机构，即交易所和中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“中登公司”）。程序上，双方需先向交易所提交标的股份转让的申请材料，并取得交易所出具的确认函后，再向中登公司申请办理标的股份的过户登记手续。

协议中，可参考表述为“乙方（受让方）足额支付全部股份转让价款/以下先决条件全部满足之日起【】个工作日内，甲方（转让方）负责向深交所提交标的股份转让的申请材料，乙方予以配合。双方同意，自本次交易取得深交所确认函之日起【】个工作日内，甲方负责向中登公司申请办理标的股份的过户登记手续”。

需要提请关注的是，如涉及上文提及的国有资产监管机构或国家反垄断局出具确认、批准、许可或豁免的上市公司收购项目，**一般会要求在向交易所提交申请材料时一并提交该等机构出具的相关确认文件**，而无论是国有资产监管机构出具的批复或是经营者集中的申报和审批，都需要预留一定的时间，因此，如涉及该等程序，建议一揽子考虑交易时间安排。

此外，如标的股份交割时仍处于质押状态，向交易所提交申请材料**还需提供质权人出具的同意转让的书面文件**。

三、过渡期安排

《收购办法》第五十二条规定：“以协议方式进行上市公司收购的，自签订收购协议起至相关股份完成过户的期间为上市公司收购过渡期”。正如

¹ 关于上市公司收购及股份权益变动的信息披露规则，请参见《“收购上市公司”专题系列之一：上市公司的收购及股份权益变动信息披露规则概述》。

上文所述，由于上市公司收购可能会涉及多重的确认、批准或豁免等程序，同时可能存在较为复杂的交割安排，故上市公司收购项目中签订收购协议至相关股份完成过户之间往往会存在一段不短的过渡期。

过渡期内，由于收购方尚未取得标的股份，亦未能进行董事会的改选²，收购方无法实际掌控标的上市公司，因此，收购方可能会在收购协议中对转让方在过渡期内的作为和不作为作出约定，以保障自身权益。常见限制包括但不限于：1.未经收购方书面同意，转让方不得处置其直接或间接所持的标的上市公司股份；2.不得与第三方谈判、磋商与本次收购相关或类似的合作或交易；3.不得修改标的上市公司章程及相关议事规则或擅自任免董监高人员、不合理提高董监高人员薪酬；4.不得处置标的上市公司及其子公司一定价值以上的资产；5.不得应对涉及一定金额以上的处罚、诉讼或仲裁；6.不得修改、终止、重新议定已存在的一定金额以上的协议；7.不得利用控制地位促使标的上市公司停止或改变主营业务或作出任何损害标的上市公司利益的行为等。

当然，上述过渡期的安排或限制很大程度上亦取决于转让双方的谈判地位。例如，实践中，如转让方较为强势，最终可能仅能达成较为宽泛的概括性条款安排，譬如，仅约定转让方承诺督促标的上市公司及其控股子公司正常开展其业务经营活动，并遵守中国法律、上市公司及其控股子公司公司章程以及其他内部规章制度的相关规定，或约定转让方应遵守中国法律关于上市公司股东的规定，履行其应尽之义务和责任，不得因此损害上市公司以及其他股东之权利和利益等。

四、对赌安排

无论是非上市公司的股权融资、收购兼并或是上市公司协议收购，对赌条款已作为“常客”出现在各类交易协议中，司法审判实践中亦对该等条款的效力认定逐渐形成了明确的标准。

在非上市公司的融资并购中，可作为对赌的条件或指标更为多元化，常见的包括业绩对赌、IPO合格上市时点对赌、里程碑事件对赌、市值对赌等，而为充分保障投资方的利益，对赌义务人的范围亦更为广泛，除实际控制人/转让方以外，实践中投资方经常会要求标的公司一并作为对赌协议的责任承担主体。

在上市公司协议收购交易当中，由于市值对赌会直接与二级市场股票价格挂钩，在司法审判实践和证券监管层面均不予认可，而里程碑事件对赌可能涉及后续一系列的信息披露问题，出现的频率亦较低。因此，业绩对赌就成了上市公司协议收购交易中最常见的对赌安排。此外，基于保护上市公司及其中小股东利益的原则，标的上市公司亦不应作为承担对赌责任的主体，但是，上市公司可作为该等对赌安排的受偿方。

业绩对赌的核心是业绩补偿，收购方或标的上市公司均可作为受偿的主体。根据交易双方谈判情况，近年来市场中上市公司协议收购交易约定的业绩补偿主要包含以下几种方式：

（一）按持股比例向收购方补偿业绩差额

此种方式下，一般会约定以收购的股份比例或者触发补偿时收购方持有的股份比例进行补偿。

例如，在长江环保集团收购中持股份(603903)的案例中，双方约定业绩承诺期（2021年至2023年）内标的公司经审计的扣非归母净利润分别不低于1.8亿元，2.2亿元和2.5亿元。如未完成业绩承

² 根据《收购办法》的相关规定，在过渡期内，收购人不得通过控股股东提议改选上市公司董事会，确有充分理由改选董事会的，来自

收购人的董事不得超过董事会成员的1/3。

诺，则标的公司原控股股东及实际控制人中持环保和许国栋向受让方长江环保集团按收购方届时持有标的公司的股份比例进行现金补偿。具体补偿方式如下：“当期应补偿金额=（当期期末承诺净利润数-当期期末实际净利润数）×长江环保集团届时持有上市公司股权比例×2。最终应补偿金额=（业绩承诺期承诺净利润数的总和-业绩承诺期实际实现的净利润数总和）×长江环保集团届时持有中持股份股权比例×2-累计已补偿金额。”

（二）全额向收购方或标的上市公司补偿业绩差额

此种方式下，不论收购方收购的股份比例或届时的持股比例如何，承诺方均全额向收购方或标的上市公司补偿业绩差额。

在绵阳控股收购麦迪科技(300716)的案例中，交易双方约定上市公司业绩承诺期（2022-2024年度）归属于上市公司股东的净利润（扣除处置资产收益后）年均不低于3000万元，即合计不低于9000万元，业绩承诺期届满后，如上市公司未能完成业绩承诺，转让方应向收购方进行现金补偿，**现金补偿金额=业绩承诺期合计承诺净利润9000万元减去业绩承诺期上市公司合计实现净利润。**

在正泰电器收购通润装备(002175)的案例中，交易双方约定，转让方承诺上市公司在2022年度、2023年度和2024年度原主营业务（不包括拟剥离资产）每一年度经审计的扣除非经常性损益后净利润均不低于6000万元。若实际实现的金额低于前述目标值，由转让方在该年度审计报告出具之日后的30日内通过现金补偿方式向标的公司补足差额。

（三）向收购方或标的上市公司补偿业绩差额，同时设置补偿上限

如转让方希望对补偿责任进行限定，可选择在

约定业绩补偿的同时，设置补偿的金额上限。

例如，在济南铁投基金收购博深股份(002282)的案例中，转让方承诺上市公司2022年度、2023年度和2024年度归属于上市公司股东的净利润（不扣除非经常性损益）年均不低于1.7亿元、三年累计不低于5.1亿元。业绩承诺期满未实现业绩承诺的，转让方应以现金进行补偿，业绩补偿金额为业绩承诺总额5.1亿元减去上市公司实际完成的三年累计归母净利润的差额。此外，交易双方约定，**业绩补偿金额的上限为本次交易额1,091,296,783.20元的20%，即218,259,356.64元。**

（四）按固定比例或一定折扣向收购方/标的上市公司补偿业绩差额

除设置补偿金额上限以外，在部分案例中交易双方会约定按固定比例或一定折扣计算业绩补偿款，实质上亦相当于减轻了转让方的补偿责任。

例如，在任贵龙收购金字火腿(002515)的案例中，原实际控制人施延军承诺，业绩承诺期内（2021年至2023年）上市公司现有的经营业务范围内现存业务经审计的归属于上市公司股东的净利润分别不低于1亿元、1.3亿元和1.7亿元。在业绩承诺期间，上市公司当年实际净利润低于承诺净利润80%的，施延军应以现金方式补偿任贵龙，具体补偿金额的计算公式为：

“当年补偿金额=当年承诺净利润×80%-当年实际净利润。”

三年承诺期满后，如三年累计完成的实际净利润合计高于业绩承诺总额×80%的，则任贵龙退还施延军以往年度的业绩补偿款（如有）。”

在以上四种方式中，第（二）种，即全额向收购方或标的上市公司补偿业绩差额的对赌方式最为常见。

此外，根据目前的司法审判实践，法院一般认为对赌义务人对标的公司享有经营管理权是承担对赌责任的前提条件，因此，如需设置业绩对赌，为保障后续可顺利主张权利，**建议于业绩对赌期内在保持收购方控制地位的前提下保留原控股股东/实际控制人或其管理人员担任上市公司或某一重要子公司（一般适用于仅针对该子公司设置业绩对赌的情形）总经理的职位**，实践中有部分案例原控股股东/实际控制人亦会一并保留董事长一职。

五、表决权委托/放弃

表决权委托/放弃，顾名思义，即**公司股东将所持股份所拥有的表决权委托给他人行使，或承诺放弃该等表决权的**行为，在上市公司控制权收购项目中经常存在此类安排。作出该等安排的主要可能系基于以下情形或考虑：（1）出于转让方股票限售（如董监高持股限售、股票处于司法冻结状态等）、收购方资金考虑等各种原因导致控制权收购需要分步实施，收购方为提前实现对上市公司的控制、有效锁定交易，需以表决权委托或放弃配套实施控制权交易；（2）控制权收购交易虽可一步完成，但转让方或其关联方剩余股权比例较高，为确保收购方控制权的实现与稳定，需要相关方配合采用表决权委托或放弃的方式。

一般而言，表决权委托/放弃条款，**需明确委托或放弃的表决权的股份数量、委托或放弃的具体权利以及委托或放弃该等表决权的期限**。实践中，有的收购项目中会将该等条款作为正式股份转让协议正文的一部分，如在南通奕达收购通达动力（002576）的案例中，天津鑫达在股份转让协议中承诺在本次交易完成之日起 36 个月内放弃所持有的剩余上市公司股份（本次股份转让完成后，天津鑫达仍持有上市公司 24,139,000 股股份，占上市公司股份总数的 14.62%）对应的表决权；而更多的项目中会采用另行签订表决权委托协议或出具

放弃表决权承诺函的形式，如九洲集团收购伊顿电子（603328）、江西伟宸收购新亚制程（002388）等。

需要提示的是，**表决权委托行为是否会导致委托方和受托方构成一致行动关系，在实践中存在一定争议**。《收购办法》第八十三条第一款提出了一致行动的基本定义，即“**本办法所称一致行动，是指投资者通过协议、其他安排，与其他投资者共同扩大其能够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实**”，第二款通过逐条列举的方式指出了构成一致行动人的 12 种情况，而列举的情况当中并未明确包含表决权委托。

然而，根据上交所、深交所于 2018 年发布的权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）（以下简称“《业务指引》稿”）的相关规定，投资者之间通过协议、其他安排以表决权委托等形式让渡上市公司股份表决权的，出让人与受让人为一致行动人。即《业务指引》稿明确指出表决权委托后，委托方与受托方为一致行动人。但由于该《业务指引》稿的正式文件一直未出台，表决权委托是否构成一致行动人的问题目前尚未有定论。

实践中，无论是论述为构成一致行动人或是论述为不构成一致行动人，近年来均有不同的市场案例支撑。论述不构成一致行动人的案例常使用到以下理由予以解释：

（1）委托方及受托方没有签订《一致行动协议》/不存在一致行动的相关安排

例如，在**百度入股汉得信息（300170）**的案例中，汉得信息于 2019 年 3 月 7 日回复深交所问询函时称，除表决权委托的约定外，转让方与百度之间“**并无一致行动的意愿，不存在任何关于一致行动的相关协议，也不存在《上市公司收购管理办法》第八十三条规定的情形**。因此，陈迪清、范建震与

百度之间并不存在一致行动关系，也不构成一致行动人。”

在**万力投资收购山河智能(002097)**的案例中，万力投资于 2019 年 2 月 19 日回复深交所问询函时称，委托方股东与被委托方股东“相互之间不存在任何关联关系，也并未签署一致行动协议。”

(2) 委托方及受托方均依据自身意思行使其拥有的表决权，不受他人影响

在**洛阳国宏收购赛摩智能(300466)**的案例中，收购方律师出具法律意见认为：

“本次表决权委托不存在双方共同扩大所能支配赛摩智能股份表决权数量的安排。根据约定，在表决权委托期限内，就授权股份，洛阳国宏有权依照自己的意思独立行使表决权。对股东大会审议和表决事项行使表决权，洛阳国宏有权依照自己的意思自行决定，无需厉达先生、厉冉先生再就具体事项分别出具委托书。除委托表决权的股份外，厉达先生、厉冉先生、王茜女士对其持有的赛摩智能其他股份享有自主表决权，无需与洛阳国宏协商一致。”

(3) 委托方与受托方签订了不存在一致行动关系的承诺或类似声明³

在**新兴际华收购海南海药(000566)**的案例中，海南海药于 2019 年 7 月 9 日披露的《关于本次权益变动不构成一致行动关系情况的补充说明暨关于<详式权益变动报告书><简式权益变动报告书>的补充公告》中称：

“刘悉承一方与医药控股已分别出具与对方不存在一致行动关系的声明。双方确认及承诺如下：

‘1、刘悉承与医药控股不存在股权控制关系，

南方同正与医药控股不存在股权控制关系；2、刘悉承与医药控股不受同一主体控制，南方同正与医药控股不受同一主体控制；3、除上述已披露的控制权转让交易相关内容外，刘悉承一方未与医药控股就海南海药股东大会表决、人员选举、股息分红、股份变动等重大决策事项上达成任何未经披露的采取相同意思表示的任何书面或非书面的协议、合作或默契；4、本次交易完成后，医药控股将根据自己的意愿独立行使所持海南海药 22.23%股份所有股东权利以及受让渡的海南海药 7.76%股份表决权。医药控股做为央企下属全资子公司，其在国资监管之下基于集体决策行使其受让的上述海南海药股东权利，医药控股与刘悉承一方之间无一致行动的意愿及相关安排。5、刘悉承一方/医药控股确认与医药控股/刘悉承一方不存在《上市公司收购管理办法》第八十三条第二款所规定的应认定为一致行动人情形，具体如下：……6、在本声明签署之后，刘悉承一方/医药控股将不会寻求与医药控股/刘悉承一方形成或在事实上形成上述情形中的关系；若因不可控制的因素或法律、法规规定的原因导致形成或在事实上形成上述情形中描述的关系，会及时按照相关法律、法规以及规范性法律文件以及深圳证券交易所交易规则的规定及时进行披露。’”

对于论述为构成一致行动人的案例，是否需有与以上理由相对应的论据进行解释，譬如是否需论述双方已签订《一致行动协议》或存在一致行动安排，交易所未做强制要求，实践中亦存在未签订《一致行动协议》即论述构成一致行动人的案例，如方正电机（002196）于 2019 年 8 月 13 日回复深交所问询函时称：“卓越汽车与张敏虽未签署一致行动协议，但根据《收购管理办法》、《深圳证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》的相关规定，卓越汽车与张敏在表

³ 但一般会结合双方不存在一致行动的相关安排等其他理由进行综合论述。

决权委托期间构成一致行动人。

1.关于上市公司收购及股份权益变动的信息披露规则，请参见《“收购上市公司”专题系列之一：上市公司的收购及股份权益变动信息披露规则概述》。

2.根据《收购办法》的相关规定，在过渡期内，

收购人不得通过控股股东提议改选上市公司董事会，确有充分理由改选董事会的，来自收购人的董事不得超过董事会成员的 1/3。

3.但一般会结合双方不存在一致行动的相关安排等其他理由进行综合论述。

张 平 合伙人 电话：86 20 2805 9093 邮箱地址：zhangp@junhe.com
姚继伟 合伙人 电话：86 20 2805 9087 邮箱地址：yaojw@junhe.com
郭 曦 合伙人 电话：86 20 2805 9056 邮箱地址：guoxi@junhe.com
刘家杰 律 师 电话：86 20 2805 9024 邮箱地址：liujj@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

