

资本市场法律热点问题

A股并购重组新政下，创业公司及投资人的权责安排和特别注意事项

一、前言

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

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

二、本次并购重组新政及其对创业公司及投资人的整体影响解读

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

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

（1）支持上市公司向新质生产力方向转型升级

➤ 新增/重述核心要点

支持上市公司“跨行业并购”。

➤ 具体要求

1) 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；

2) 支持上市公司开展**基于转型升级等目标的跨行业并购**、有助于补链强链和**提升关键技术水平的优**

质未盈利资产收购：

3) 支持科创板、创业板公司并购产业链上下游资产等，增强“硬科技”“三创四新”属性。

➤ 对创业公司及投资人的整体影响

1) **明确未盈利的优质“硬科技”企业属于可以收购的资产范围**，但要属于战略新兴和未来产业的标的范围。此对于近年来“大干快上”进行融资后进一步资本来源乏力的“硬科技”企业及其投资人股东提供了退出途径（可参考案例：芯联集成发行股份及支付现金购买芯联越州72.33%的股权）；

2) 上市公司**跨行业并购**可以使得不同行业的创业公司通过并购方式解决发展问题，也有助于通过成熟的上市主体形成产业协同，更好的提升关键技术和企业核心竞争力。在具体产业赛道已经存在较多上市公司的情况下，该等政策的重申有利于竞争力稍弱的创业公司及其投资人股东实现退出或部分退出（可参考案例：双成药业发行股份及支付现金购买奥拉半导体100%股权）。

（2）鼓励上市公司加强产业整合

➤ 新增/重述核心要点

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**。

➤ 具体要求

1) 通过**锁定期“反向挂钩”**等安排，鼓励私募投资基金积极参与并购重组；

2) 支持非同一控制下上市公司之间的同行业、上下游吸收合并，以及同一控制下上市公司之间吸收合并（特别是锁定期的调整安排）；

3) 对于上市公司之间的整合需求，**将通过完善限售期规定、大幅简化审核程序等方式予以支持**。

➤ 对创业公司及投资人的整体影响

1) **私募基金锁定期“反向挂钩”**：锁定期“反向挂钩”虽不是本次并购重组新政首次提出，本次进一步强调了其适用。其主旨是，私募投资基金对创业公司的前期投资时间越长，在上市公司并购重组后

的锁定期越短。具体而言，投资期限满5年的，第三方交易中的锁定期由12个月缩短为6个月，重组上市中作为中小股东的锁定期由24个月缩短为12个月。该等规则有利于私募基金早卖早退出，使得更多私募基金参与并购重组融资活动；

2) **私募基金收购上市公司以及与创业公司的整合**：现有《上市公司重大资产重组管理办法》即已明确鼓励并购基金、股权投资基金、创业投资基金、产业投资基金等投资机构参与上市公司并购重组，但实践中并不多见（近期迈瑞医药并购惠泰医疗的“A控A”交易中晨壹基金发挥了举足轻重的作用）。本次并购重组新政进一步明确私募投资基金“以促进产业整合为目的依法收购上市公司”，无疑肯定了私募投资基金的重要意义，此对于该等私募基金所投资的创业公司参与到上市公司整合中亦具有积极意义。

（3）提升重组市场交易效率

➤ 新增/重述核心要点

1) 推动重组股份对价分期支付落地；

2) 新增重组**简易审核程序**

➤ 具体要求

1) 支持上市公司根据交易安排，**分期发行股份和可转债等支付工具、分期支付交易对价、分期配套融资**，以提高交易灵活性和资金使用效率；

2) 将申请一次注册、分期发行股份购买资产交易的**批文有效期延长至48个月**；

3) 简易程序的适用范围包括两类交易，一类是上市公司之间**换股吸收合并**，一类是优质上市公司（总市值超过100亿元且连续两年信息披露质量评价为A）**发行股份购买资产且不构成重大资产重组**；

4) 明确适用**简易审核程序**的重组交易无需证券交易所并购重组委审议，且在**5个工作日内完成注册**；

5) 简易程序应当**符合沪深交易所的重组审核规则**。

➤ 对创业公司及投资人的整体影响

1) 分期配套融资有利于破解 2023 年 8 月 27 日再融资政策收紧后的并购融资的约束，有利于并购重组项目的融资；

2) 多种支付方式结合及支付期限的分期安排有助于创业公司结合交易情况和市场情况灵活选择支付方式及支付期限，避免出现因市场价格不稳定导致的交易不确定性风险，是本次并购重组新政中所称“尊重市场规律、尊重经济规律、尊重创新规律”的体现；

3) 对于符合条件可以实施简易程序的重组审核，将大幅提高重组效率，更好的促成并购重组交易落地（可参考案例：思瑞浦发行可转换公司债券及支付现金购买创芯微 100% 股份）。

（4）进一步提高监管包容度

➤ 新增/重述核心要点

对**重组估值、业绩承诺、同业竞争和关联交易**等事项，进一步提高包容度。

➤ 具体要求

1) 支持交易双方以资产基础法、收益法、市场法等多元化的评估方法为基础协商确定交易作价；

2) 多角度评价并购标的定价公允性；

3) 上市公司向第三方购买资产的，**交易双方可以自主协商是否设置承诺安排**；

4) 适当提高对并购重组形成的同业竞争和关联交易的包容度。

➤ 对创业公司及投资人的整体影响

1) 重组方案的定价依据和定价公允性评价体系可以结合企业实际情况和市场规律确定（不同创业公司有不同的估值定价逻辑）；

2) 创业公司如为第三方（上市公司体系外的第三方）交易对象的，可以与上市公司自主选择是否设置业绩承诺条款，但未设置业绩承诺条款将会引发上市公司对未来业绩承受的压力评估，可能会对重组交易条款产生影响。

（5）提升中介机构服务水平

➤ 新增/重述核心要点

加大对财务顾问业务的投入，充分发挥交易撮合作用，积极促成并购重组交易。

➤ 具体要求

1) 提高财务顾问业务的评价比重，细化评价标准；

2) 督促财务顾问、会计师事务所、律师事务所、评估机构等中介机构归位尽责，提升执业质量。

➤ 对创业公司及投资人的整体影响

创业公司及投资人股东应当配合中介机构落实重组事项，避免相关方出现信息披露瑕疵及其他违法违规事项。

（6）依法加强监管

➤ 新增/重述核心要点

规范开展并购重组活动、严格履行信息披露等各项法定义务。

➤ 具体要求

1) 严格监管“忽悠式”重组，从严惩治并购重组中的欺诈发行、财务造假、内幕交易等违法行为；

2) 打击各类违规“保壳”行为，维护并购重组市场秩序，有力有效保护中小投资者合法权益。

➤ 对创业公司及投资人的整体影响

1) 创业公司及投资人股东应能识别上市公司拟对其发起的重组是否有较大可能被认定为属于“忽悠式”重组、“保壳”行为，导致无畏的时间、精力和其他资源损耗；

2) 创业公司及投资人股东避免通过并购重组方式配合上市公司进行违法违规活动，导致被监管处罚。

三、创业公司及投资人的权责安排及特别注意事项

近年来特别是近期一段时间，一级投融资市场的退出艰辛以及创业公司及其创始团队面临严峻的回购压力，成为行业乃至国家政策关注的重点。本次并购重组新政将此前监管在陆续释放的政策“暖风”，进一步以规章、基础规则和监管指引等

成文形式进行了固定，此对于亟需置入优质资产的上市公司、亟需实现退出和资金循环的基金投资人以及亟需从“回购魔咒”中脱身的创业公司而言，无疑是注入了一剂强心剂。

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

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

（1）对优先清算权的影响及其应对

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

一般而言，如发生触发优先清算的事项，投资人股东按照优先清算的约定会取得超出其相较于持股比例能够获得的收益，而创始团队会取得少于其按照持股比例所能够获得的收益。例如，假设创业公司中创始团队持股50%、投资人股东持股50%，若按照10亿元对价对外出售公司100%股权，则在

持股比例下，投资人股东和创始团队可各得5亿元，而在优先清算权机制下，投资人股东可能会取得8亿元对价、而创始团队可能仅能取得2亿元对价。该等情形下，创始团队或缺乏出售股权的动力；相反，如按照持股比例进行清算，投资人股东会取得低于根据优先清算约定能够获得的收益，亦会导致投资人股东缺乏出售股权的动力。在此情形下，交易可能将会陷入僵局。

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

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

（2）出售估值低于融资估值（Down Round）下的影响及其应对

由于创业公司的融资估值存在较多元的定价方法，通常要远高于净资产且难以以二级市场PE法进行定价，而上市公司收购非上市公司控制权时，通常要考虑上市公司监管的要求及市场的实践（例如按照PE进行收购的，通常PE倍数在10-12之间，视行业情况及标的企业发展状况而定），因此，创业公司融资时的估值通常与出售控制权给上

市公司时的估值出现倒挂情形（通常所称“Down Round”或“估值倒挂”），因此也可能会加重交易的复杂性。

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

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

（3）对其他股东特殊权利的影响及其应对

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

然而，对于上述股东特殊权利，投资人需考虑在并购交易项下的交割无法完成时投资人股东特殊权利的处理。通常而言，投资人股东可能会考虑要求创业公司及创始团队承诺，在交易项下之交割

未完成的情况下，投资人股东有权要求即可恢复其在股东协议项下的全部权利。实践中，存在案例对于股东特殊权利的处理中安排“约定将由标的资产作为义务承担主体的股东特殊权利条款全部予以终止，对各方均不再具有法律约束力，该等条款终止后应视为自始无效，且未约定可恢复条款”，但该等案例中亦仅安排去除了标的资产作为义务承担主体，未明确创始团队是否必须不得作为恢复协议的主体。

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

（4）其他特别注意事项

1) 上市公司仅购买创业公司控股权而非全部股权下的处理

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

2) 增资控股情况下对反稀释权的影响及其应对

在另一些情形中，上市公司可能因为国资监管、战略安排或交易方案设计等原因，希望以增资而非受让老股的形式取得创业公司的控制权。在此情形下，如果创业公司以低于其现有投资人股东对公司入股时的价格向上市公司发行新股的，则创业公司的投资人股东有可能要求创业公司/创业团队执行反稀释权条款，因此可能出现：(i) 由创业公

司或创始团队以名义价格向其现有投资人股东发行新股或转让股权，或 (ii) 由创业公司或/和创始团队以现金补偿其因其股权被稀释产生的投资成本差额。在此情形下，投资人股东要担心的核心问题是其未来退出渠道复杂化（A 股上市公司分拆子公司上市目前并不是一笔能指望的好生意）以及维持股东特殊权利安排的可能性。

四、结语

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

何廷财 合伙人 电话：86-21 2208 6027 邮箱地址：hetc@junhe.com
李若晨 律师 电话：86-21 2283 8289 邮箱地址：liruochen_Laura@junhe.com
钟晓依云 律师 电话：86-28 6739 8611 邮箱地址：zhongxyy@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”。

