

NEWSLETTER

中 伦 e 简 报
深度观察



ZHONG LUN
中倫律師事務所

二十大共同富裕大背景下，
央企国企如何支持公益慈善事业发展 001/

硬科技创业企业股权激励实务要点 010/

论消费基础设施REITs项目合规要点 019/

生物医药企业出海并购关注要点：德国篇 029/

新能源发电项目投资并购
特别交易模式的经营者集中申报难点 041/



二十大共同富裕大背景下，央企 国企如何支持公益慈善事业发展

作者：郭克军 季亨卡 张梓涵 郑博元



2022年10月16日，习近平总书记在《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》中指出，分配制度是促进共同富裕的基础性制度，而引导、支持有意愿有能力的企业、社会组织和个人积极参与公益慈善事业则是完善分配制度的重要方式之一。¹

在二十大共同富裕背景下，央企国企作为我国经济发展的“顶梁柱”和“压舱石”，²在社会责任承担、公益慈善事业中发挥着不可替代的重要作用。《中国企业社会责任研究报告（2022）》显示，国企100强的社会责任发展指数已经从2009年的25.6跃升至高达2022年的55.5，并且某种程度上，在这14年间始终领先民营、外资企业100强的贡献程度。³《中国慈善发展报告（2020）》则更明确地指出，国企捐赠额在企业捐赠总额中的占比从2013年的6.5%跃升至2018年的34.9%。⁴

本文以二十大共同富裕为背景介绍公益慈善发展态势，结合近年来处理的公益慈善实践经验，从法律合规角度，梳理、分析央企国企响应公益慈善号召的可行方式，并简要提示其中的核心风险，以期帮助相关央企国企在合法合规的前提下，更好地实现响应国家号召下的各方共赢。

第一部分 二十大共同富裕背景下的公益慈善

党的十八大以来，以习近平同志为核心的党中央把握发展阶段新变化、把逐步实现全体人民共同富裕摆在更加重要的位置上。⁵在二十大以前，党和国家已经关注并多次强调发展公益慈善事业的重要性和关键作用，例如在2019

年，党的十九届四中全会指出，要重视发挥第三次分配作用，发展慈善等社会公益事业。⁶再

1. 习近平：《高举中国特色社会主义伟大旗帜 为全面建设社会主义现代化国家而团结奋斗——在中国共产党第二十次全国代表大会上的报告》，载中国政府网，http://www.gov.cn/xinwen/2022-10/25/content_5721685.htm。

2. 国务院国有资产监督管理委员会：《充分发挥国企在经济增长中的重要作用》，<http://www.sasac.gov.cn/n2588025/n2588134/c18585538/content.html>。

3. 李扬、彭华岗、黄群慧、钟宏武、张恩：《中国企业社会责任研究报告（2022）》，<https://www.pishu.com.cn/skwx.ps/bookdetail?SiteID=14&ID=14153467>。

4. 杨团、朱健刚：《中国慈善发展报告（2020）》，<https://www.pishu.com.cn/skwx.ps/bookdetail?SiteID=14&ID=11978874>。

5. 中华人民共和国自然资源部：《完善分配制度 促进共同富裕》，https://www.mnr.gov.cn/zt/dj/xx-gc20d/pljd/202211/t20221119_2766883.html。

6. 中国政府网：《中共中央关于坚持和完善中国特色社会主义制度 推进国家治理体系和治理能力现代化若干重大问题的决定》，http://www.gov.cn/zhengce/2019-11/05/content_5449023.htm?ivk_sa=1024320u。

如2020年，党的十九届五中全会则更加明确地强调，要发挥第三次分配作用，发展慈善事业，改善收入和财富分配格局。⁷

在此基础上，二十大报告对公益慈善作出了新的重要表态，为新时代中国特色社会主义公益慈善事业发展指明了前进方向、提供了根本遵循。一方面，二十大报告强调“要引导、支持有意愿有能力的企业、社会组织和个人积极参与公益慈善事业”，进一步传递出国家重视并鼓励发展公益慈善事业的讯号。一个具体体现就是我国《慈善法》的首次修订在即，许多修订亮点（例如明确慈善信托税收优惠制度）正在解决多年来的实践难题，强化国家对慈善事业的优惠扶持。

另一方面，二十大报告中多次提及的“人民至上”“解决好人民群众急难愁盼问题”“增进民生福祉”等论述，以及其他重点关注的事项（例如乡村振兴、完善残疾人社会保障制度和关爱服务体系、发展素质教育、污染治理、生态保护、加强重大疫情防控救治体系和应急能力建设等），也给公益慈善事业的发展划出了工作重点。⁸

7. 中国政府网：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，http://www.gov.cn/zhengce/2020-11/03/content_5556991.htm。
8. 人民政协网：“二十大报告为慈善事业发展指明了方向与路径”——访全国人大代表、中华思源工程基金会副理事长兼秘书长李晓林，<https://www.rmzxb.com.cn/c/2022-11-08/3237376.shtml>。
9. 《民政部、国资委关于支持中央企业积极投身公益慈善事业的意见》第四条规定，在政府采购中，对为慈善事业作出突出贡献的中央企业，同等条件下优先考虑。

第二部分\

央企国企如何更好支持公益慈善事业发展

（一）充分发挥主观能动性，体现党性觉悟与领导力担当

2015年，民政部、国务院国有资产监督管理委员会（“国资委”）在《民政部、国资委关于支持中央企业积极投身公益慈善事业的意见》（“《意见》”）指出，中央企业参与公益慈善事业，是实现“做强做优、世界一流”目标的重要举措，是回应社会期望、塑造责任央企形象的必然选择，是拓展对外发展空间、提高国际竞争力的客观需要。2016年，国资委在《关于国有企业更好履行社会责任的指导意见》中又指出，国有企业要从社会责任角度重新审视企业的愿景、使命和价值观，梳理形成富有企业特色的社会责任理念和经营哲学，融入企业文化，引领企业发展。

除了政策上的号召，对于积极投身慈善事业并有卓越贡献的央企国企，国家相关部门也提出了一些落到实处的便利和优惠条件。例如《意见》提及，政府采购中，贡献突出的央企在同等条件下可被优先考虑；⁹再如《关于对慈善捐赠领域相关主体实施守信联合激励和失信联合惩戒的合作备忘录》规定，有良好的捐赠

记录、在扶贫济困领域贡献突出的捐赠人在满足条件的情况下，可在土地供应、设施配套、企业服务等方面享受共计26种的激励措施。此外，全国已有多地制定相关办法，将公益性业务作为国企负责人的经营业绩硬性或软性考核指标之一。¹⁰

作为国民经济中的主导者，¹¹国有经济企业在建国初期的工业化进程中、在改革开放以来的经济发展中建功无数，在多个行业和领域发挥着保障国计民生的重要作用。在共同富裕的新时代背景下，央企国企及其主要领导也要充分发挥主观能动性，积极响应党和国家号召，进一步提高自身认识，参与公益慈善事业，勇担社会责任，展示自身的觉悟和担当。

（二）实施战略性慈善，兼得经济目标与社会效益

自20世纪80年代末以来，陆续有学者开始关注到并研究“战略性慈善（Strategic Philanthropy）”。其中，美国代表学者迈克尔·波特（Michael Porter）等人认为“战略性慈善”是指企业有意识地将慈善捐赠与经济目标联系起来，以同时收获社会和经济效益。¹²2015年，民政部、国资委也指出，中央企业要将参与慈善事业纳入自身发展规划，并结合企业的资源和专业特长，制定各具特色的参与慈善事业的

规划，建立制度规范和工作程序，合理选择慈善领域、项目和形式，科学实施，提高慈善资源的使用效益。¹³

在市场需求多变、竞争加剧、各项成本上升等多重压力下，即使是央企国企，其能够利用的经济、慈善资源也是有限的，那么如何利用有限的资源实现经济效益和社会效益的最大化，则是慈善战略规划中最核心、最复杂的问题。以如何选择慈善领域为例，企业可优先考虑与自身使命、价值观、优势与资源契合的慈善领域¹⁴，如电力或新能源企业可重点考虑“扶贫、济困”等领域，向欠发达地区捐赠资源以完善电网等基础设施、开发新能源等，科技类企业则可优先选择“促进科学事业发展”等慈善领域，向高等院校或科研机构等进行捐赠、助力科技类人才培养等。

有研究显示，战略性慈善行为有助于企业获得正面社会资本，因此慈善行为中是否融入战略性思维对企业至关重要。¹⁵以青岛国企澳

10.《湖北省人民政府办公厅关于印发〈省属企业负责人经营业绩考核办法〉〈省属企业负责人薪酬管理办法〉的通知》（鄂政办发〔2022〕47号）规定，统筹考虑企业肩负的经济责任、政治责任、社会责任……对市场竞争类企业，重点考核经济效益、国有资本保值增值和市场竞争能力等，将企业承担的公益性业务分类核算、分类考核，对因承担公益性业务导致实际收益较市场收益减少的部分，视同实现净利润予以加回。《山西省人民政府国有资产监督管理委员会关于印发〈山西省省属企业负责人经营业绩考核办法（试行）〉的通知》（晋国资发〔2019〕9号）规定，高速公路、水务、燃气产业、航空产业等省属企业负责人考核中，辅助指标/社会效益指标包括公益性业务完成情况和保障能力等，如供水量、供气量、货邮吞吐量、高速公路运营里程、铁路运营里程等。具体指标视企业情况确定。

11.《中华人民共和国宪法》第七条规定，国有经济，即社会主义全民所有制经济，是国民经济中的主导力量。

12.Porter, Michael E, and Mark R Kramer, "The Competitive Advantage of Corporate Philanthropy", Harvard business review vol. 80, 12 (2002).

13.参见《民政部、国资委关于支持中央企业积极投身公益慈善事业的意见》。

14.易开刚、厉飞芹：《慈善学人|企业战略慈善何以必要与可能？》，<https://mp.weixin.qq.com/s/o8n7-FQFYsJ4LX8IS3qT1Q>。

15.李腊梅：《企业战略性慈善行为研究回顾与展望》，《企业科技与发展》2020年第11期。



柯玛控股集团为例，其发挥自身在制冷技术上的优势，于2017年向西藏牧民捐赠了100台-86℃超低温冰箱，缓解了藏区医疗存储设备不足等问题，并在疫情下向14家医疗单位定向捐赠医用冷藏箱等总价值200余万元的生物医疗设备，也因此荣获“抗击新冠肺炎疫情捐赠贡献奖”等奖项，并当选为《国资国企社会责任蓝皮书（2022）》中的优秀案例，¹⁶进而在承担社会责任的同时，有效提升了社会形象、改善了竞争环境，实现了社会效益与经济目标的兼得。

（三）结合整体慈善规划，选择合适的慈善工具

目前，直接或间接捐赠是央企国企参与慈善事业最传统、常见的方式。但在良好政策的导向下，以基金会、慈善信托、专项基金或混合架构组织等为代表的现代慈善工具日益迅速发展并受到广泛关注，成为企业开展公益慈善事业的新路径。央企国企如何结合自身特点和慈善战略规划选择合适的慈善工具，也是一个值得深思的问题。

下表简要阐述基金会、慈善信托、专项基金的概念及主要区别：

16. 责任云研究院：《国资委课题·国资国企社会责任蓝皮书（2022）：澳柯玛控股集团（案例七十二）》，<https://mp.weixin.qq.com/s/QHVT2SwBMysnoUycDpqMYA>。

	基金会	慈善信托	专项基金
概念	是指利用自然人、法人或者其他组织捐赠的财产，以从事公益事业为目的，依法成立的非营利性法人	是指委托人基于慈善目的，依法将其财产委托给受托人，由受托人按照委托人意愿以受托人名义进行管理和处分，开展慈善活动的行为	通常指在基金会或社会团体基本账户下设立专项基金财务科目，按照捐赠人或发起人的意愿，专款专用的捐赠款项
法律地位	法人，以自己名义独立开展活动	不具有法人资格	不具有法人资格
设立资金要求	据层级和类型有所区分，最低为200万元	无法定门槛，由委托人与受托人在信托协议中约定	无法定门槛，基金会自主决定或双方约定
组织机构	理事会（5-25名理事组成）、监事或监事会、秘书长等	委托人、受托人、按需要可以确定信托监察人	无法定要求
年度支出和管理	非公募基金会 ≥ 上年末净资产的8%，管理费用 ≤ 当年总支出的10%	信托协议约定，无法定要求	可由捐赠协议约定
自身税收优惠	可申请免税资格，享受所得税优惠	不备案不享受税收优惠，但尚未出台针对慈善信托的税收优惠政策	依托基金会的税收待遇
捐赠人/委托人税收优惠	向具备公益性捐赠税前扣除资格的基金会捐赠，捐赠人可享受税前扣除	尚未出台针对慈善信托委托人的税收优惠政策	若专项基金依托的基金会有公益性捐赠税前扣除资格，捐赠人可享受税前扣除
典型案例	招商局慈善基金会、三峡集团公益基金会、中国移动慈善基金会等	中国中铁乡村振兴1号慈善信托 ¹⁷ 、百瑞仁爱·映山红慈善信托 ¹⁸ 、国投泰康信托2016年国投慈善1号慈善信托 ¹⁹ 等	华泰证券股份有限公司与爱德基金会合作设立的“益心华泰公共卫生专项基金” ²⁰ 、山钢集团数个公司与莱芜市慈善总会设立的慈善专项基金 ²¹ 等

17. 中国信托业协会网站：《中铁信托成功落地今年全国最大一单慈善信托--中国中铁乡村振兴1号》，<http://www.txth.net/txth/responsibilitynews/48158.htm>。该文指出，该信托的备案标志着中国中铁和中铁信托的慈善事业进入新阶段。本慈善信托首期设立金额为7930万元，捐赠人为中国中铁股份有限公司，中国志愿服务基金会担任受托人。

18. 根据慈善中国查询，该信托的委托人是中国共产主义青年团国家电力投资集团公司委员会等，<https://cszg.mca.gov.cn/biz/ma/csmh/e/csmhedetail.html?aafox0101=ff8080815e044019015e0d64531a14f4>。

19. 国投泰康信托有限公司网站：《慈善信息：古老制度，创新实践》，https://www.scicttrust.com/gtk/gtkcf/jzxt/csxt/A23040304index_1.htm。该文指出，“国投慈善1号慈善信托”委托人为国家开发投资集团有限公司，受益人为贫困地区的群众和困难学生。这是国内第一支由央企作为委托人设立的慈善信托，开启了央企开展慈善信托的先河。

20. 江苏省政府国有资产监督管理委员会网站：《华泰证券获评首届“长三角慈善之星”先进单位》，http://jsgzw.jiangsu.gov.cn/art/2020/4/27/art_11783_9475423.html。

21. 山东省人民政府国有资产监督管理委员会网站：《山钢集团五家企业积极参与莱芜市社会慈善事业》，<http://gzw.shandong.gov.cn/articles/ch00049/201705/47d52e6e-e36d-460e-9e0b-564556fb7ce4.html>。

由上表可见，这三种模式各有千秋。从运作独立性、规范性和税收优惠等配套制度的完善性来看，基金会优势较为明显，不仅具有独立的法人资格、能够以独立的名义开展活动，而且运作更规范、相关配套制度更齐全；但从设立、运作和后续管理的标准、要求、成本、复杂程度来看，慈善信托和专项基金似乎更胜一筹，与受制于诸多严格法律限制的基金会相比，相对简便、灵活和高效。

由此，在选择慈善工具时，央企国企需综合考虑多种因素（包括但不限于自身的慈善需求、慈善战略规划及所处阶段、预算金额、企业体量、慈善人才、特定慈善领域的外部政策等），实事求是、因地制宜地选择合适的慈善工具，必要时可寻求专业人士的协助，不可一味盲从、照搬照抄，以避免浪费人力、财力、物力。

通常而言，央企、大型国企如已有较为明确的慈善需求、长远的战略规划、丰富的慈善实践经验以及较多的慈善项目，可以首选基金会这一模式，以进一步提升自身慈善事业的深度、广度和知名度。反之，慈善需求和规划尚不明确、仍处于“试水”阶段的企业，则可优先选择专项基金或慈善信托，与专业的慈善组织或信托公司合作开展慈善项目，从而积攒经验逐步建立社会声誉。

（四）不忘慈善初心，与违法、不合规行为划清界限

在开展慈善事业时，央企国企需严守慈善初心，提高合规意识，避免因某些误区、“为难”的情境或侥幸心理，例如，“慈善活动等同于特定对象或领域的捐赠”“以慈善为名实质上从事营利性活动”“拿捐赠换资源”等，进而给自身带来潜在的合规风险。

首先，根据《慈善法》规定，慈善活动应当具有“公益性”，²²服务于社会公共利益，并不简单等同于扶贫、济困、扶老等特定对象或领域的捐赠活动。根据最高院和地方法院的观点，“社会公共利益”通常为关系到全体社会成员或社会不特定多数人的利益，而非某一单位、部门、个人的利益。”²³换言之，即使企业将捐赠资金用于《慈善法》列举的特定领域，但若是出于私益或仅惠及少数人，仍然可能无法被定义为“慈善活动”。

其次，“以慈善为名从事营利性活动”“拿捐赠换资源”等行为不仅违反相关法规，也可能构成商业贿赂等违法行为，进而引发招投标环节或实际运营过程中的合规风险。一方面，

22.《中华人民共和国慈善法》第三条规定，本法所称慈善活动，是指自然人、法人和其他组织以捐赠财产或者提供服务等方式，自愿开展的下列公益活动：（一）扶贫、济困；（二）扶老、救孤、恤病、助残、优抚；（三）救助自然灾害、事故灾难和公共卫生事件等突发事件造成的损害；（四）促进教育、科学、文化、卫生、体育等事业的发展；（五）防治污染和其他公害，保护和改善生态环境；（六）符合本法规定的其它公益活动。

23.最高人民法院（2019）最高法民终475号，山西省运城市中级人民法院（2020）晋08行终393号。

《意见》指出，央企不得以慈善为名从事营利活动，不得要求受赠人、受益人在融资、市场准入、占有其他资源等方面创造便利条件或提供回报性反馈。在判断是否“以慈善为名从事营利性活动”时，需以特定活动的整体流程为观察视角，以实质重于形式为判断标准。若整体活动的最终目的是在未来获得一定的收益或资金增值并进行分配，则此种活动在本质上即属于投资等营利性活动。

另一方面，慈善捐赠与商业贿赂、行贿等违法行为的界限通常在于捐赠人是否谋取了不正当利益，例如是否要求受赠人、受益人违反相关规定，为自身提供帮助、方便条件，或违背公平、公正原则在经济、组织人事管理等活动为自身谋取竞争优势。²⁴若结论为是，则此类活动极有可能构成商业贿赂、行贿等违法行为，进而为企业及其主管人员或直接责任人员招致行政处罚甚至刑事责任。

此外，对于实务中强迫或变相强迫的摊派性捐赠，或以资源出让、企业援建和捐赠等名义的变相收费，央企国企应“珍爱自己的羽毛”，并在集团内部充分评估风险后提出拒绝。

《意见》第二条规定，自愿无偿是央企参与公益慈善事业的基本原则之一。任何组织和个人不得强迫或变相强迫中央企业开展慈善活动或进行捐赠，对于有关社会机构、团体的摊派性

捐赠，中央企业应当依法拒绝。

由此，央企国企开展慈善活动时，需不忘慈善初心、从严要求，以“公益性”的标准“三省吾身”，同时着眼于企业的长远发展，自觉远离商业贿赂等违法行为，依法拒绝摊派性捐赠，避免企业发展过程中的法律风险。

（五）关注特殊的合规要点，履行相关义务

鉴于国有资产的特殊性质与严格管控，央企国企及其附属上市公司（如有）在公益慈善事业中，也需注意并遵循若干特殊合规要点，包括积极履行预算管控和专项审批程序、向国资委的备案或报告义务（纳入中央企业董事会职权试点、无需履行报国资委备案程序的中央企业除外²⁵）、内外部监督程序、上市公司披露义务等。结合实践中的经验，在此选取两个核心要点进行特别提示：

首先，在捐赠财产方面，央企向外部组织或其附属基金会捐赠旗下国有企业的股权，仍受到特别限制。2003年《财政部关于加强企业对外捐赠财务管理的通知》禁止企业对外捐赠

24. 两高《关于办理行贿刑事案件具体应用法律若干问题的解释》（法释〔2012〕22号）第十二条规定，行贿罪中的“谋取不正当利益”，是指行贿人谋取的利益违反法律、法规、规章、政策规定，或者要求国家工作人员违反法律、法规、规章、政策、行业规范的规定，为自己提供帮助或者方便条件。违背公平、公正原则，在经济、组织人事管理等活动中，谋取竞争优势的，应当认定为“谋取不正当利益”。
25. 根据《关于中央企业对外捐赠管理有关事项的补充通知》（国资发评价〔2015〕41号），纳入中央企业董事会职权试点的企业，应严格按照《关于落实中央企业董事会职权试点的工作方案》的有关要求，由董事会确定捐赠规模，并纳入年度预算管理，不再履行报国资委备案程序。根据《关于中国大唐集团公司等8家中央企业为建设规范董事会企业的通知》（董办〔2010〕59号），国资委于2010年决定将中国大唐集团公司、中国长江三峡集团公司、中国移动通信集团公司、中粮集团有限公司、中国节能环保集团公司、中国煤炭科工集团有限公司、中国保利集团有限公司和中国广东核电集团有限公司等8家中央企业纳入建设规范董事会企业范围，http://www.gov.cn/jzwgk/2010-08/18/content_1682602.htm。

其持有的股权；²⁶2009年《财政部关于企业公益性捐赠股权有关财务问题的通知》虽放开了非国有企业的股权捐赠，但仍不允许捐赠国有企业股权，²⁷以避免国有资产流失。但鉴于后者未明确“非国有”“投资控股”的内涵和外延、具有一定的模糊性，因此相关央企如有此类捐赠需求，建议提前与国资监管部门进行充分沟通、确认，以降低合规风险。

其次，在捐赠程序方面，国有上市公司对外捐赠时需遵循披露、关联交易（如涉及）相关的特殊要求。三大证券交易所《股票上市规则》中均将“赠与资产”定义为“交易”行为，²⁸因此国有上市公司对外捐赠时，应当按照相关交易规则及时履行审议、披露程序；对其股东、高管发起的公益基金会捐赠时，可能会构成关联交易，²⁹进而需履行关联交易有关的审议、回避、披露程序等。此外，若国有上市公司的捐赠未达到规定的披露标准、无需单独披露，也可选择在年报中审慎、客观、按同一标准（而非选择性）披露，避免被监管机构质疑的法律风险。

26.《财政部关于加强企业对外捐赠财务管理的通知》（财企〔2003〕95号文）第四条规定，企业生产经营需用的主要固定资产、持有的股权和债权、国家特准储备物资、国家财政拨款、受托代管财产、已设置担保物权的财产、权属关系不清的财产，或者变质、残损、过期报废的商品物资，不得用于对外捐赠。

27.《财政部关于企业公益性捐赠股权有关财务问题的通知》（财企〔2009〕213号文）第一条规定，由自然人、非国有的法人及其他经济组织投资控股的企业，依法履行内部决策程序，由投资者审议决定后，其持有的股权可以用于公益性捐赠。

28.参见《上海证券交易所股票上市规则》第6.1.1条、《深圳证券交易所股票上市规则（2023年修订）》第6.1.1条以及《北京证券交易所股票上市规则（试行）》第7.1.1条。

29.根据《上海证券交易所股票上市规则》第6.3.3条，具有以下情形之一的法人（或者其他组织），为上市公司的关联法人（或者其他组织）：（一）直接或者间接控制上市公司的法人（或者其他组织）；（二）由前项所述法人（或者其他组织）直接或者间接控制的除上市公司、控股子公司及控制的其他主体以外的法人（或者其他组织）……

第三部分 结语

二十大后，党和国家重视并鼓励公益慈善发展、促进第三次分配和共同富裕是大势所趋。在这一重要历史机遇，央企国企应充分发挥国有经济的战略支撑作用，积极响应国家政策号召，在合法合规的前提下，主动、科学地投身于公益慈善的伟大事业，勇担社会责任，为我国公益慈善事业及全面建设社会主义现代化强国作出新的、更大的贡献。 ☞



郭克军
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2082
guokejun@zhonglun.com



季亨卡
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5780 8410
henryji@zhonglun.com

硬科技创业企业股权激励实务要点

作者：邱建 韩雅华 张冉



全球经济转型升级和数字化变革风起云涌，硬科技产业也日趋成为未来经济增长的重要引擎和核心竞争力。同时，在政治、经济、地缘等多重因素的相互作用下，全球产业链、供应链等复杂体系也正在经历着大规模调整和变革，这为硬科技行业带来了巨大的机遇，也带来了艰巨的挑战。

对于硬科技创业企业，有效地吸引、留住并激励人才是建立和保持竞争力的重要基础和保障。股权激励机制，是实现前述目标的重要工具。一套完备有效的股权激励机制，可将员工收益与企业价值增长挂钩（尤其对于硬科技企业来说，企业价值增长的空间巨大），能有效调动员工的积极性和主动性，激发团队的整体活力和创新能力，并为企业有力地控制现金支出。事实上，根据笔者对科创板已上市硬科技企业的统计分析，其中绝大部分都在上市前建立了完备的股权激励机制。

结合实务经验，笔者特将硬科技创业企业实施股权激励的若干要点梳理如下，以飨读者。

第一部分\

股权激励的形式

目前我国并没有专门针对非上市公司股权激励的具体法律法规，因此非上市公司实施股权激励主要遵循《民法典》《公司法》《证券法》等一般性法规。股权激励的具体形式相对灵活，并可分为两大类：一类是权益类激励，比如期权、限制性股权、员工持股计划等；另一类是现金类激励，比如虚拟股票、股票增值

权等¹。实践中，由于硬科技创业企业现金流通常较为紧张，因此多以期权、限制性股权和/或类似的权益类工具实施股权激励，并在公司整体变更成股份有限公司（即通常所称的“股改”）前后将该等股权激励固化为限制性股权或类似权益。

1.篇幅所限，对于上述每种激励形式的具体定义在本文暂不赘述。

第二部分\

股权激励的架构

对于权益类的股权激励方案，实践中主要有以下两种持股模式：

(1)直接持股模式

在直接持股模式下，员工直接成为公司的股东，享有相应的股东权利和义务。这种模式相对简单明了，给员工带来强烈的归属感和成就感，并使被激励员工在特定条件下还可享受税收优惠。但是，实践中，这一模式存在以下诸多问题：

①**人数限制**：根据《公司法》，有限责任公司、非上市股份公司的股东法定人数存在上限，分别为50人和200人。考虑到硬科技企业通常需要引入不少外部投资人，并且在硬科技行业“全员激励”的做法盛行，在公司直接股东名额有限的情况下，直接持股模式无法满足硬科技创业企业的激励需求；

②**行政效率**：如前所述，硬科技创业企业在其发展历程中往往需要多轮次、快节奏的融资，且每一轮融资都需要修订股东协议、公司章程，作出股东会决议、办理工商变更等。上述事项均涉及全体股东的批准、签字和配合。如果公司股东人数较多，在签批环节将有非常

繁重的工作，且会大大拖慢整体融资的节奏、甚至影响融资的完成；

③**行政风险**：若激励对象直接持有企业股权，当企业和激励对象出现冲突时（例如，解雇），员工可利用自己（小）股东的身份胁迫企业满足自己的不当要求、或者出于泄愤等原因拒绝配合签署股东文件。实践中，市监部门通常要求退出企业的股东签字同意股权变更，因此如拟清退的直接持股员工不同意配合，企业事实上很难将其从股东序列中清退。又如，企业的融资中，投资人通常要求原有全体股东批准交易文件（特别是涉及优先认购权的放弃等），如任何直接持股的员工不同意签署有关交易文件，事实上将导致企业无法完成融资。

④**公司治理风险**：若激励对象直接持有企业股权，则其将根据《公司法》等拥有法定的股东权利（例如信息权）和公司章程约定的股东权利。若其出于个人私利“恶意”行使这些权利，可能会严重损害公司利益。

(2)间接持股模式

在间接持股模式下，员工通过持有若干特定的持股平台（如有限合伙或有限责任公司）的权益，间接持有公司股权。该等持股平台一般系由公司的实际控制人或其指定人士担任普通合伙人、法定代表人等主要管理者，员工仅

作为该平台的有限合伙人或小股东，因此这一模式可以有效地降低和防范直接持股模式的上述风险。实践中，由于有限合伙的税务优势和在控制权等方面的灵活性，有限合伙是持股平台的主要形式。

综上，硬科技创业企业可在实施股权激励时优先考虑间接持股模式，尤其是针对创始团队之外的激励对象。当然，对于公司核心创始团队/管理团队成员的激励，出于税务、商务等因素的考量，不少硬科技创业企业仍会考虑直接持股的模式。

第三部分\ 激励范围

对于激励范围，硬科技创业企业可从以下几方面予以考量和确定：

(1)行业惯例：针对具体的企业而言，在决策激励范围时应考虑该细分行业的水平，确保其激励计划具有相当的行业竞争力。是否进行“全员激励”很大程度上取决于行业惯例以及企业的具体竞争策略。

(2)管理成本：根据《合伙企业法》《公司法》等法律法规，一家有限合伙/有限责任公司最多可拥有50名合伙人/股东。因此，如果公司激励超过49名员工（假定该平台由另一名合伙

人/股东控制外），该公司就需要设立多个持股平台（亦有少量案例通过资管计划解决激励人数过多的问题，但实践中这一做法有较大的不确定性）。此外，硬科技创业企业的员工流动性较高，而每一名激励对象进入和退出激励计划都涉及若干文件的制备、签署乃至市监部门的登记变更等。因此，激励的范围越广、人数越多、流动性越高，则管理成本亦将越高（且有可能非线性地提高），企业需要在确定激励范围时充分预判该等因素的实操难度。

(3)外部人员（比如外部顾问等）：硬科技创业企业出于研发、销售、管理等相关目的，通常有引入顾问等外部人员的商业需求。对于特殊重要的外部人员，硬科技创业企业往往会考虑提供股权激励。根据相关上市规则，如果公司拟对外部人员实施股权激励，那么外部人员会在持股平台之外被单独计算股东人数，且需要满足与其他公司股东合并计算人数后不超过200人的要求。此外，企业还需充分论证外部人员参与激励计划的合理性和合法性（包括被激励对象本身是否有任何对外兼职、持股的相关限制），尤其是否涉及代持、贿赂等事宜。

(4)激励对象的国籍：不少硬科技创业企业的团队成员来自不同国家，在制订股权激励计划时需要考虑不同国家的股权激励文化、法律

差异以及实操便利性等。

第四部分\

股权激励计划的审批及管理

在股权激励计划的实施过程中，很多企业面临的首要操作性问题是该计划如何和何时生效，以及如何管理。

一方面，《公司法》规定了有限责任公司股东会和董事会的权限范围，但并未明确股权激励的决策权限；很多创业公司的章程对此也未必明确审批层级。在股权激励计划的实施中，如涉及新增公司注册资本，则根据《公司法》须由公司股东会审议通过；如果涉及公司注册资本转让，则须根据公司章程、股东协议等规定相应获得股东会、有优先购买权的股东和/或董事会批准。如上述法律、公司章程和股东协议等无相关规定，笔者仍建议股权激励计划至少应获得公司董事会批准。

另一方面，股权激励计划获得公司权力机关批准后，公司还需特别重视实施过程中的管理机制。理论上，股权激励计划的管理机构可以是股东会、董事会和/或公司特别设立的股权激励管理委员会（“**管理委员会**”）。实践中，硬科技创业公司股东较多、股东会和董事会决策流程也不简单，而股权激励计划的具体实施

和管理又有很高的时效性和保密性要求，所以，创业企业设置由实际控制人主导的管理委员会管理股权激励计划是更为务实的选择。在这一模式下，股东会和董事会仅作为股权激励计划（及其重大修订）的审议机构，审议计划的制订和重大变更，而不参与股权激励方案的具体实施——当然，公司可对管理委员会的权限设定某些限制（例如，对单个管理层或员工的授予比例上限等），以利益平衡和控制风险。



第五部分\

退出机制

硬科技创业企业员工流动率高，因此在制订股权激励计划时应设置切实可行的退出机制。通常，公司可根据员工退出对公司利益的影响级别分类处理，例如“**正面退出情形**”和“**负面退出情形**”。“正面退出情形”，通常指未直接损害公司利益的非恶意退出情形，例如，激励对象死亡、失踪、因工伤丧失劳动能力、退休、劳动关系到期终止，或者激励对象被调离特定岗位（如核心研发岗位）等；“负面退出情形”，通常指有损公司利益的退出情形，例如，激励对象单方辞职，因犯罪、严重失职、渎职、营私舞弊、违反公司章程及相关规章制度、违反竞业禁止义务或保密义务等被公司开除的情形。

针对“正面退出情形”和“负面退出情形”，企业应考虑设置差异化的退出后果，例如，企业是否有权回购激励对象的激励份额、不同的回购价格等。通常而言，在正面退出情形下，企业可考虑在回购定价上给予员工适当的收益（例如参考企业一定时点的净资产定价、年化收益定价、类比估值定价等），以及根据员工的服务期限适用不同的回购价格、回购比例等，以鼓励员工长期服务和提高员工的忠诚

度；在负面退出情形下，企业则可考虑设定相对严苛的回购机制（例如，回购价为员工实际支付的行权价原价、行权价原价与激励份额对应的公司净资产孰低的金额），以加强对员工的约束。毋庸置疑，合理设计的退出机制，才能使企业做到赏罚分明，提高激励计划的有效性和公信力。

第六部分\

税收筹划

在股权激励实施过程中，税负问题也是企业以及员工均重点关注的问题。在硬科技行业，由于企业的估值提升很快，对于行权、退出/出售各个环节的税负，公司更需提前考虑。具体而言：

(1)在员工行权时，行权价格与股权公允价值之间的差额严格意义上应被视为“工资薪金所得”，并按照相应的超额累进税率缴纳个人所得税，除非税务机关允许递延纳税。另一方面，员工行权时并未实际获得现金收益，此时缴纳高额税赋并不公平，也可能无钱纳税，致使激励变成“压力”。因此，实践中，企业应尽可能地与税务机关良性沟通，争取递延此部分税负直至员工实现现金收益之时。

(2)若企业分红（当然对于硬科技企业而

言，在上市之前分红的情形并不多见），激励对象可能直接或（通过持股平台）间接收到公司分配的股息。此时，激励对象原则上应按照“利息、股息、红利所得”的20%税率缴纳个人所得税。

(3)若员工因企业上市或其他原因退出激励计划并实现现金收益，其应依法对收益部分按照“财产转让所得”计征的20%税率缴纳个人所得税。

综上，在设计和实施股权激励计划时，企业有必要进行必要的税收筹划和测算，以期提高员工的税后回报并在合理时点依法纳税。

第七部分\

股权激励计划与企业IPO计划的衔接

实践中，硬科技创业企业多以二级市场作为股权激励计划收益最终兑现的主要路径。因此，股权激励计划须以不妨碍甚至有助于企业实现IPO为前提。具体来说，硬科技创业企业应在设计和实施股权激励计划时注意以下与IPO有关的问题：

(1)落地时点。股权激励“落地”系指已行权员工直接或间接取得已行权的股权，并在工商层面进行显名登记。在现行监管框架下，股权

激励计划最晚需要在上市申报前完成全部落地，即将相关激励对象和持股平台实际登记为拟上市公司的直接或间接股东。然而，考虑到硬科技企业员工的高流动性，如果过早完成落地并进行工商登记，可能会对保密性和变更的便捷性等方面产生不利影响；但如果过晚进行落地又可能影响公司股份支付的计算以及对IPO的股东核查工作带来挑战。因此拟上市公司需要结合股改、申报等各个基准日前后的公司股权变动限制，公司股份支付的处理需求以及工商登记的可行性等各方面因素，与上市相关中介机构共同协商确定最佳落地时点。

(2)股份支付。在企业实施股权激励计划时，为了提高员工积极性和激励效果，通常会授予员工股权的定价基于股权公允价值给予激励对象一定的折扣，而该等折扣可能构成股份支付费用并对公司的财务报表数据产生影响，产生“股份支付”问题。股份支付会影响企业财务报表，进而会降低企业利润水平和现金流量水平，影响企业的财务指标表现（尤其在硬科技企业估值提升较快的情况下，股份支付对公司财务数据的影响将更为显著）。因此，股权激励的落地时间、等待期设置、回购方式以及回购定价等诸多因素均应从财务角度予以事先论证，确保企业在股份支付方面的会计处理对IPO进程无负面影响。

(3)等待期的设置。在企业实施股权激励时，通常会在授予员工一定数量和比例的激励股权的同时，约定员工需要在公司连续工作特定时间才能获得部分或全部该等股权权益，上述期限即为等待期（也称为服务期）²。

等待期的设置关系到对员工的激励效果，企业应综合行业惯例、自身商业考量等予以设定。如果等待期限过短，员工可能会失去对公司的长期利益的关注，更多着眼于现在或短期内的自身收益，不利于促进核心员工长期为公司提供服务；相反，如果等待期限过长，可能消磨掉员工对于激励计划的兴趣，而且长时间的等待也会影响员工的工作积极性。

此外，等待期的设置也与股份支付处理密切相关。根据中国证监会2023年2月17日发布的《监管规则适用指引——发行类第5号》，没有明确约定等待期等限制条件的，股份支付费用原则上应一次性计入发生当期；设定等待期的股份支付，股份支付费用应采用恰当方法在等待期内分摊。因此，在确定等待期时，企业也需要充分结合上市计划考虑股份支付的影响，并根据实际情况选择合适的分摊方法。

(4)上市之后的锁定与减持。员工间接持有的公司股权在上市之后会受到锁定期的限制。根据《公司法》规定，上市公司首次公开发行前发行的股份，在上市后至少锁定12个月；根

据交易所的相关规则，实践中，员工持股平台的搭建方式以及持股平台取得公司股权的方式均可能直接关系到锁定期的长短。例如，持股平台GP如系上市公司的实际控制人，则持股平台所持上市公司股权通常需比照实际控制人持股进行锁定（至少为上市后36个月）等。

员工间接持有的公司股权经过锁定期之后，也不意味着员工能够马上自由处置、随时减持，仍需受制于证监会和交易所对股权减持的相关限定。此外，若员工持股平台与其他特定股东（例如公司的实际控制人、董监高等）构成一致行动关系，其减持还将受到额度、窗口期等特殊限制。实操中，减持操作和向员工分配收益均需要一段时间，因此很多公司会考虑法定限制后设计合理的减持安排。

上述锁定期以及减持限制与公司持股平台的架构紧密相关，且公司上市报告期内控制权不能发生变更。因此，如公司拟争取较短的锁定期和尽可能灵活的减持安排，最好在制订激励计划之初即遵从IPO的相关要求。

2. 《监管规则适用指引——发行类第5号》中对于该等期限采用的定义为“等待期”，因此本文亦相应采用该表述。

第八部分\ 结语

科技创新是经济稳步发展的基石，而硬科技创业企业是科技创新的排头兵。硬科技创业企业要在竞争中取胜，吸引、挽留和激励人才至关重要。本文旨在结合硬科技创业企业的特点，对其股权激励的必要性、形式、架构、激励范围、管理方式、退出机制、税务问题和IPO衔接等要点予以梳理和剖析，希望能对相关企业提供有所助力。实践中，硬科技创业企业既有共性又有各自的特性，企业在具体制订和实施股权激励计划时，除需注意上述要点之外，还应结合自身业务特点、团队特点和竞争策略等，制订个性化的激励计划，力争在竞争中建立强大的人才竞争优势。☞



邱建
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2092
qijian@zhonglun.com

论消费基础设施REITs项目 合规要点

作者：乔文骏 周喆豪 吴轶 郭堃



2023年3月24日，国家发改委下发《关于规范高效做好基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）项目申报推荐工作的通知》（发改投资〔2023〕236号，简称“236号文”）。同日，证监会公布《关于进一步推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）常态化发行相关工作的通知》（简称“《常态化发行的通知》”）。监管部门首次以正式书面文件的形式表示“研究支持增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景的消费基础设施发行基础设施REITs”，并明确“优先支持百货商场、购物中心、农贸市场等城乡商业网点项目”以及“保障基本民生的社区商业项目”（以上合称为“消费基础设施”）。

因此，本文将结合过往业务实践，从发展消费基础设施REITs的意义、消费基础设施投资管理合规以及消费基础设施项目运营合规层面进行初步解读和探讨，以供交流参考。

第一部分\

消费基础设施融入REITs市场的积极意义

1. 丰富资产类别，推动中国REITs快速发展

2022年12月，证监会副主席李超在“首届长三角REITs论坛暨中国REITs论坛2022年会”上表示将“研究推动试点范围拓展到市场化的长租房及商业不动产等领域”，是相关监管部门首次对外表达了发展商业REITs的可能性。国家发改委投资司副司长、一级巡视员韩志峰也曾表示，希望到2023年底，基础设施REITs能够超过60只，总发行规模超过人民币2000亿元。

本次对于消费基础设施予以明确的政策支

持，首次将与民生消费相关的资产纳入底层资产类别，完善了我国REITs试点拼图，一定程度上体现了与其他国际REITs市场的接轨，并将更加快速推动中国REITs市场的有效发展。

2. 有效促进消费、拉动内需，服务实体经济

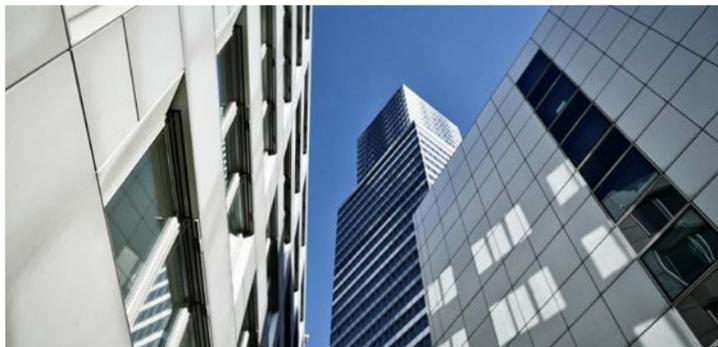
从底层资产端角度，236号文指出消费基础设施具有“增强消费能力、改善消费条件、创新消费场景”以及“保障基本民生”的特点。从资金回收端角度，236号文亦要求“回收资金加大便民商业、智慧商圈、数字化转型投资力度，更好满足居民消费需求”，即支持利用回收资金开发或持有其他的消费基础设施。因此，将消费类基础设施纳入REITs试点可以扩大消费基础

设施投资规模，既能有效拉动对存量和增量项目的投资，又能惠及民生，服务实体经济。

3. 驱动不动产资管转型

在消费基础设施纳入REITs试点范围之前，投资人退出项目的方式一般是通过大宗交易收购、或者是发行CMBS、类REITs等资产证券化产品实现退出，而CMBS、类REITs产品的属性更多偏债，诸如购物中心等消费基础设施的退出渠道并不畅通。消费基础设施纳入底层资产，意味着商业类不动产有望在“募投管退”环节实现全链条打通，有助于不动产资管循环，提高周转效率，扩大在管资产规模。

另一方面，公开化的退出渠道意味着更加公开透明的估值方式，要想获得高额的投资回报或溢价就必须提高消费基础设施的服务运营能力，提升消费者的消费体验并更好地吸引消费者，消费者也更愿意作为该等基础设施REITs的投资人长期投资并持有相关项目，一个正向的反馈循环就此诞生。



第二部分\

消费基础设施权属及投资管理合规

在我国REITs市场发展伊始，相关监管部门、交易所、基金业协会发布的法规文件、监管指引均对基础设施项目建设、运营的合规性提出较为严格的要求。作为现行法规框架下不动产领域可行的“IPO”，REITs项目具备公开、复杂、创新等特点，因此项目开发、建设和运营的法律合规性被视为REITs试点是否能够顺利开展的重要前提和基础。

对于消费基础设施，236号文和《常态化发行通知》文件中再次重申了投资管理合规手续的重要性，强调投资管理手续合规性“应以项目投资建设时的法律法规和国家政策作为主要判定依据”，并进一步拆分细化了手续缺失所对应补办、出具处理意见的情形。可见，对于开发建设手续更为复杂的消费基础设施，监管机构对于底层资产的合规性审查设定了切实可行，但更为严格的标准。

那么当我们谈及购物中心等消费基础设施的投资管理手续合规，实践视角下的关注重点为何？我们将结合REITs的相关规定及我们过往就消费基础设施项目的尽调经验，尝试以购物中心类消费基础设施视角为切入点，从权属和开发建设（拿地、开发建设、竣工验收）角度

尝试进行如下简单梳理以及实务要点提示：

1.项目权属及权利限制

根据国家发改委、中国证监会、交易所、基金业协会等监管机构所发布的相关监管规定和指引，基础设施项目应当权属清晰、资产范围明确，且原始权益人依法合规持有项目所有权。因此，在REITs视角下往往通过项目公司持有基础设施资产的情形来论证权属清晰。

然而，以购物中心为例，实践中部分开发商所持有的购物中心往往并非独立建筑，而是由开发商在同一地块上同步建设了包含住宅、商业（如酒店）、办公的综合体项目（简称“**综合体**”）。其中，购物中心往往作为办公业态建筑的“裙楼”。视不同的情况而定，各地可能存在购物中心单独办理不动产权证或是与其他业态（如酒店、办公楼）共同登记在一本不动产权证的情形。

鉴于上述情形，实践中对于消费基础设施的权属合规，我们通常需要重点关注如下方面：

(1)综合体所涉非消费基础设施项目。鉴于消费基础设施存在如前述综合体开发的实际情况，而236号文并未明确将酒店、办公楼纳入现行REITs试点范围。因此，在项目核查和筛选阶段，即需要通过不动产权查册、审阅实测报告、实地勘察等手段，分析判断综合体其他业

态的销售、交付、过户登记等情况，剥离未纳入REITs试点的业态资产，以确保项目权属清晰。

从操作可行性、便利程度和税务优化的角度，实践中常存在通过“资产转让”、“公司分立”等形式将综合体业态中的购物中心予以剥离的商业安排。此时，亦需重点关注相应剥离方式在程序上是否符合相关规定，以及因该等剥离产生的税费负担：如在公司分立情形下，需审查分立公告、股东决定、分立协议、分立后新设公司资产负债表等方面；在资产转让的情形下，需要审查项目本身是否能够分割登记、是否受限于资产转让限制、是否受限于项目公司自持要求等方面，并采取相应的解决方案和措施。

(2)共用部位和设备设施。鉴于购物中心往往作为综合体的一部分，不可避免地存在需要与其他业态共用部位和设备设施的情况。根据《民法典》等相关法律法规的规定，涉及共有共用部位和设施设备的相关事项应由项目公司与其他业态的业主共同决定，例如选聘和解聘整个物业管理区域的物业服务企业、改变共有部分的用途或利用其从事经营活动等。因此，在项目筛选阶段，如存在涉及共有部位及设备以及相关物业管理权责、费用收益划分情况，应当从法律和工程角度予以审慎判断和论证。

(3)地下空间是否办理不动产权证登记。实践中，部分商场存在地下空间（规划为车位、超市等）因未缴纳地下部分土地出让金而未办理不动产权证的情形。对于未办理不动产权证的部分，存在可能无法直接作为合格入池资产的风险。

(4)是否涉及抵押、查封。实践中，购物中心业态的消费基础设施往往可能涉及抵押。根据REITs的相关规定，基础设施项目不得存在如抵押、质押等他项权利设定，但基础设施基金成立后能够解除他项权利的除外。

(5)是否存在尚未移交的政府资产。根据我们的经验，部分优质的购物中心往往与地铁直接相连或毗邻，或作为综合体开发时其配建包括公交站、幼儿园、学校、社区用房等公益设施。因而政府与产权方可能签署相关协议，并就相关资产（如地铁换乘通道）的移交与管理划分作出约定。因此，需重点关注该等资产是否已依约移交，或依法办理了“公益性设施认定”。

2.项目审批、核准或备案手续

立项是项目前期工作的重要阶段和项目决策的核心环节。考虑到基础设施项目存在投资主体、投资行业、投资规模、项目性质（是否盈利）之间的差异，因此对立项实行差异化管理。当前，项目立项分为审批、核准、备案三

种方式，分别施行相应的决策程序。同时，如初始立项手续所载明的投资规模、投资主体、项目性质等情况发生实质变更的，则还需办理相关变更手续。

以购物中心为例，多数购物中心建设因不涉及“国家安全、全国重大生产力布局、战略性资源开发和重大公共利益”，依法按照属地原则备案管理。因此，相关项目多取得由当地发改部门出具的固定资产投资项目备案证明即可。实践中，如前文所述，购物中心项目存在综合体开发模式，并可能作为整体上报为一个固定资产投资项目。因此，根据不同规模，实践中亦存在购物中心项目对应发改部门出具核准文件的情形。

综上，对于消费基础设施的审批、核准或备案手续，应当结合项目当时的法规要求、申报主体情况（如外资、国资）等综合研判相关手续的合规性。同时，还应当关注该等文件中所载内容（如投资规模、主要建设内容、建设地址）等是否与后续建设文件存在较大出入，如是，则还应进一步判断是否取得相关变更手续。

3.用地、规划和施工手续

在REITs项目中，用地、规划和施工手续为各类监管部门共同关注。对于用地手续，通常包括用地预审手续、土地征迁手续、用地批准

手续（如有）、土地出让或划拨手续、土地使用权证或不动产权证办理等。对于规划手续，通常包括用地规划设计条件、选址意见书、建设用地规划许可、建设工程规划许可、规划条件核实等。对于施工手续，则通常包括施工图审查意见、土建工程、装饰装修工程的施工许可证等。除上述常规手续要求外，消费基础设施还存在以下特别关注要点：

(1) 出让合同以及用地手续项下的转让限制。根据我们的经验，部分消费基础设施在出让合同和用地手续项下可能涉及资产转让限制（限制分割销售和转让、整体自持或需自持一定年限）、股权转让限制等要求。我们理解，该等限制的核心宗旨是政府希望开发商能够统筹安排消费基础设施的运营，保障底层资产的持续经营能力。对于该等转让限制，依据REITs法规规定，原始权益人需在发行REITs前取得相关部门的支持同意文件。

(2) 规划证照所载用途与面积。实践中，部分消费基础设施存在一定违规加建/改建（如在竣工验收后存在加建夹层），或是违反规划用途的情形（如将地下车库、地下库房用作商业经营）。因此，应当结合规划、施工手续所载内容，针对具体情形予以综合判断。同时，如规划建设证照所载面积与不动产权证所载面积存在较大出入，则除关注加建/改建手续外，还

需判断是否存在超容积率建设而需补缴地价的风险。

(3) 项目改扩建/外立面工程。实践中，部分消费基础设施因开发建设的时间较早，后续存在改扩建/外立面变更工程。尽管该等改扩建/变更外立面工程通常不涉及用地规划手续的调整，但通常仍需取得工程规划（视情况而定）、施工许可以及后续验收等相关手续。

4. 竣工验收手续

整体而言，固定资产投资的验收包括工程整体验收以及专项验收（包括环保、消防、节能、人防等）。实践中，对于底层资产为购物中心的物业，通常需审阅的文件包括五方验收、规划验收、土地核验、消防验收文件、人防验收、城建档案验收、节能验收、环保验收、交通验收，或相关联合验收意见、竣工验收备案等文件。

对于购物中心资产，还需要关注楼栋之间是否建设连廊，以及该等连廊的规划性质和用途，如属于消防疏散通道则需关注是否存在被占用、堵塞情况。

此外，如前述文件存在缺失，还可以采取城建档案馆查询、申请补办、委托相应专业机构出具专项审查或检测报告/意见等措施予以替代或解决。

第三部分\

消费基础设施运营合规

此外，236号文明确指出，对于消费基础设施应当“切实加强运营管理”“充分认识运营管理的重要性”以及“注重项目运营可持续性”。而根据现行REITs相关规定，底层资产的运营合规也是监管部门重点关注的事项。

一般而言，消费基础设施运营合规层面主要体现在三个方面：第一、项目运营所需资质证照是否齐备、有效；第二、消费基础设施项目租赁安排是否满足REITs要求；第三、项目公司合规。

1.项目运营资质、证照

根据我们的项目经验，商业地产项目的运营往往涉及不同类型、不同维度的资质和证照。以购物中心为例，初步列举如下：

(1)公众聚集场所投入使用、营业前消防安全检查。对于建筑面积大于300平方米的商场、集贸市场在投入使用、营业前应当向属地消防救援机构申请消防安全检查。

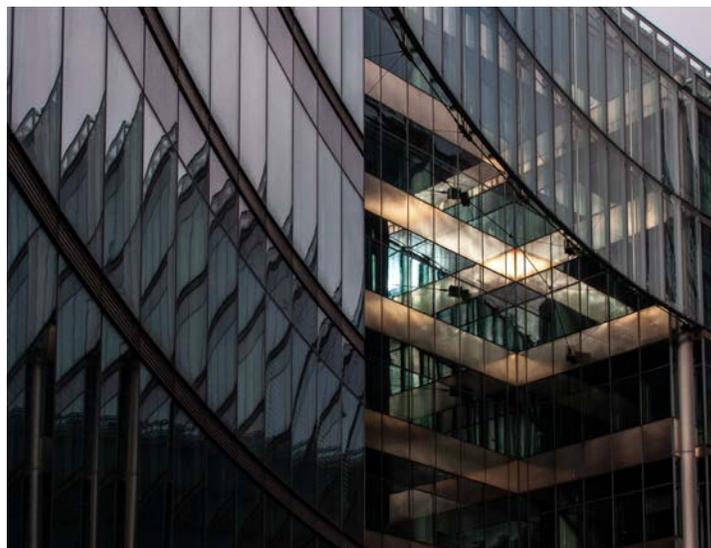
(2)卫生许可证。我国对公共场所实行“卫生许可证”制度，除公园、体育场（馆）、公共交通工具外的公共场所，基础设施项目的经营单位应当及时向卫生行政部门申请办理卫生许

可证。

(3)公共停车场经营备案证。基础设施项目配套停车场如向公众开放经营收费的，需按照相关规定取得公共停车场经营备案证。

(4)“人防工程”使用许可或备案。基础设施项目涉及使用“人防工程”的（通常是人防车位），需办理“人防工程”使用许可或备案手续；如涉及使用非“人防工程”的普通地下室用于经营的，部分地方政府规定需办理备案手续。

(5)广告位及标识牌匾备案。如购物中心的消费基础设施项目的广告位通常包括户外广告位（LED屏幕、灯箱等）和室内广告位（电梯间、立柱、墙面、室内吊挂等）。对于户外广告位还应关注是否符合当地政府部门的户外广告设施规划条件和设计要求，是否按当地规定向市政市容部门办理登记备案（如需）；



对于标识牌匾，应当关注当地法规政策对建筑物外墙设置标识牌匾的要求（包括尺寸、数量、位置以及是否需办理审批/备案手续等），并核查项目设置的标识牌匾是否符合相关规定。

2. 消费基础设施现金流及历史运营合规

发行基础设施REITs要求项目运营具备稳定性、持续经营能力、较好的增长潜力（236号文对产权类基础设施项目运营的现金流资产的分派率要求由4%降至3.8%）。同时，现行REITs要求基础设施历史运营应当具备“总体出租率较高，租金收入较高，租金收缴情况良好，主要承租人资信状况良好、租约稳定，承租人行业分布合理”等特点。

不难发现，前述现金流和历史合规运营要求最终都将通过商场对外租赁的模式予以实现。就REITs的要求而言，高租金带来高现金流分派，体现的是消费基础设施相关运营能力，而租约稳定、租金收缴情况良好，则是风控能力的体现。因此，所谓现金流要求、历史运营合规，一定程度上指对于消费基础设施所涉租约的整体管理和把控能力，即如何在把控整体风险的情况下，提高收益。

不同于产业园、仓储物流等其他产权类基础设施，消费基础设施需面对的租户主体更加

多元、诉求更加多样、模式亦更加灵活多变，同时还受到所处的地理位置、行业地位、租赁业态等因素影响。因此，管理消费基础设施租约显然是一项难度更高，但可能收益更大的任务。鉴于各市场主体在运营能力和租约管理能力存在一定的差异，不同开发商/原始权益人所主导运营的消费基础设施在形象、品质、营业额、风控上往往存在较大差别。

实践中，部分港资/美资开发商在打造优质购物中心、社区商业领域往往颇有建树。根据我们的观察，其成功的一大因素是其对租约强大的合规管理能力。具体而言，此类开发商往往自持底层消费基础设施并对外出租，且该等资产通常不存在抵押、查封等权利限制，进而简化了租赁结构（避免存在转租/授权经营的租赁结构）；其次，原则上一般使用集团标准版本的租约（如商务条款作为附件，而约定条款作为正文），并且极少接受对具体条款整体的删减或添加，仅允许租户在标准版本上调整具体表述。再者，此类开发商在租约中会对租金支付、违约责任、租户管理以及经营业态/用途等事项均作出详细约定。最后，该类开发商往往倾向于提前引入第三方律师，辅之以其关联的商管团队、物业团队等协助处理租约的起草、函件往来以及租约事项日常监管。

相较于其他类型的REITs底层资产，我们在

此简单列举消费基础设施REITs可能被予以重点关注的条款：

(1)竞争排他条款。实践中，部分餐饮品牌或电子产品零售品牌可能会在租约中限制出租给相同或类似品牌的条款；

(2)提前解约条款。实践中，部分强势的品牌租户可能在租约中加入单方终止条款，加入触发特定条件即可单方终止的条款，或加入仅需承担一定违约责任即可单方终止的条款。

(3)开业率/开业品牌要求条款。实践中，部分租户会要求添加特定开业率/开业品牌的要求，否则出租人将承担一定违约责任。

(4)优先续租权/优先购买权。实践中，部分租户不同意放弃其在租约项下的优先续租权或优先购买权。

3.项目公司合规

REITs现有法规和指引对于项目公司的合规作出了较为明确和详尽的规定，此处不再赘述。仅针对购物中心类型的消费基础设施的特殊性作如下简要提示：

(1)政企合作协议。除常规意义项下的重大合同（如物业管理合同、商业管理合同、运营管理协议等），我们还注意到部分政府会与开发商（含项目公司作为签署一方）在消费基础设施项目投资之前签署政企合作协议，政企合

作协议中可能会相应就转让限制、产业引入义务以及政策支持和补贴作出细化约定。因此，需要重点审阅政企合作协议项下的相关义务是否已全部达成，是否存在相应违约责任。

(2)重大诉讼。一方面，相较于其他REITs项目，消费基础设施因面对的租户群体更加庞大、复杂，更容易产生相关纠纷，进而导致诉讼发生。另一方面，项目公司也可能因为原持有综合体项下其他的业态而涉诉。

(3)境外股权搭建及股东穿透核查。实践中，存在通过搭建境外架构持有境内消费基础设施的商业安排。其目的通常是因为此前境内商业REITs未放开，故部分投资人通过搭建境外架构，以便后续于中国香港地区或新加坡上市。在已有REITs案例中，交易所对于该等结构会要求详细披露了搭建过程，跨境投资（台港澳侨投资企业批准证书等）、外汇登记（FDI对内义务出资文件、业务凭证等）、税收（取得了无欠税证明等合规证明文件）等方面的合规性文件。同时，对于搭建境外架构的原始权益人，交易所还将关注出资来源合法性、股权结构清晰度（是否存在委托持股等）。

(4)转供电。此前，“转供电”模式在商业运营中非常普遍，“加价”向用户收取电费一度成为行业惯例。根据公开信息显示，北京及上海地区已有知名开发商名下购物中心因违规收取

转供电价格而被监管部门予以高额罚款。因此，我们建议应核查消费基础设施是否涉及加价收取电费的情形。

(5)经营者集中申报。我们注意到，部分项目公司因持有优质购物中心，其营业额足以触发经营者集中项下的申报门槛。因此，如项目公司历史过程中存在股权交易，且相关交易已满足经营者集中项下的“控制权标准+营业额标准”，则应当就该等交易申报经营者集中，且实践中已有类似案例。考虑此前部分房地产企业对于反垄断合规重视程度较低，加之现行反垄断法规项下存在较严格的罚则，在梳理项目公司历史沿革的过程中亦需将是否曾涉及应报但实际未报的经营者集中申报纳入考量标准。

第四部分\ 结语

随着消费类基础设施纳入REITs底层资产，可以预见我国REITs将迎来更具成长性的市场、更丰富的资产类别、更灵活的投资选择以及更多元的参与机构。这对盘活存量资产，完善基础制度，健全市场功能，以及更好服务构建新发展格局和经济高质量发展都将产生积极且深远的影响。我们也希望能够在消费类基础设施发行REITs时，充分发挥律师等中介机构的作

用，为项目合规保驾护航。 ☞



乔文骏
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3688
anthonyqiao@zhonglun.com



周喆豪
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3580
zhouzhehao@zhonglun.com



吴轶
非权益合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3778
edwardwu@zhonglun.com

生物医药企业出海并购 关注要点：德国篇

作者：龚乐凡 郭闻



受地缘政治因素的影响，中国企业海外投资并购面临着怎样新的挑战 and 障碍？这是近年来中国企业海外投资并购时关注的首要问题。

根据笔者实务经验，欧美国家作为目的国（东道国）针对外国投资的审查（或称“FDI审查”）或已成为不可避免的大趋势，这也成为了跨境投资并购交易“生死攸关”的重要环节。对于中国企业而言，海外投资还同时面临国内海外投资的审批。这些都对交易的流程、时间表乃至最终的成功与否有着至关重要的影响。轻视“出境+入境”审批和时间表管理，会令交易功亏一篑。

过去三年，地缘政治的变化伴随着全球性公共健康及社会和经济危机，促使众多国家和地区加强本国相关医疗研发领域以及大健康市场的严格准入审查，德国亦不例外。新冠疫情初期，德国立法部门为贯彻欧盟法律要求和应对公共健康危机，对其FDI审查规定启动了若干项修正案以加强FDI审查力度。目前，投资者似乎对全球经济和外商直接投资的复苏抱有更高期望¹，对2023年度全球并购交易回暖亦持乐观态度²，但从目前趋势来看各国家和地区外国投资审查制度逐渐趋严，中企海外投资并购决策依然需更加审慎和做好前期准备。

本文将旨在聚焦中国企业在德国开展生物医药企业领域投资并购时面临的德国外商投资审查及相关实务要点，并结合成功的流程管理模型以及实际案例，协助企业驾驭复杂和不断变化的法律环境。

第一部分 赴德投资并购生物医药企业概况和趋势

得益于稳定的经济体系、友善的营商环

境、相对较低的劳动力成本增速，以及先进的科技、优质的基础建设和高度发达的研发框

1. Kearney (科尔尼), Cautious optimism: The 2023 FDI Confidence Index, <https://www.kearney.com/foreign-direct-investment-confidence-index/2023-full-report>.
2. SS&C Intralinks: Forecast of global and regional M&A activity through 01, 2023.

架，德国对境外投资者一直都具有较强的吸引力。根据科尔尼发布的2023年《外商直接投资信心指数报告》，德国高居全球第四位和欧洲国家榜首³，预计中企将持续关注德国的投资并购机会。

德国是中国企业赴欧投资并购的重要目的国。2016年至2017年期间，中国企业对德投资达到高峰。然而，过去几年间，由于中国对外投资监管要求趋严、全球经济增长放缓以及德国外商投资审查力度加强等因素，赴德投资交易数量下跌，且以中小规模交易为主。

具体至生物医药行业，尽管对德国医药行业投资并购的监管和外商投资审查力度较大，2022年度，市场上仍然涌现出一些中企投资并购德国生物医药行业的案例，如沃比医疗宣布其以5亿欧元的价格成功收购德国神经介入企业Phonex GmbH，华东医药宣布其以1.05亿欧元的价格收购德国上市生物制药公司Heidelberg Pharma总计35%的股权进而成为其第二大股东，以及再生医学企业ReLive收购德国生物科技公司Co. Don AG。可以看出，德国企业卓越的研发及创新能力对中国资本仍具有较强的吸引力。

考虑近期对海外投资需求的释放，我们认为中国企业赴德投资并购的总体趋势持增长态势。然而，考虑到德国近几年不断收紧的FDI审

查态势，中国企业海外投资并购德国生物医药企业时，需尤其重视其FDI审查制度，对拟议交易是否存在当地的外商投资限制进行法律分析，将FDI审查所带来的交易不确定性纳入整体交易架构设计考虑之中，避免交易在签约或交割后面临的监管风险，包括面临交易被撤销等风险。

以下我们将对德国FDI审查制度及其在生物医药领域投资并购项目中的适用进行简述。

第二部分\

德国FDI审查制度及其在生物医药行业领域中的法律适用

基于公共秩序、国家和公共安全的考虑，任何非欧盟企业或个人直接或间接收购德国企业超过特定比例的股份或表决权时，将会触发德国联邦经济事务与气候行动部（“**德国经济部**”）的外商投资审查；取决于标的公司所处的行业，德国经济部FDI审查的触发门槛以及后续的审查要求不尽相同；就该等审查，德国经济部将会作出最终决定，决定类型包括批准/无异议证明、期限届满后假定批准或做出明确规

3.同脚注1

定、公法合同或禁止交易等。

根据德国经济部发布的2022年度《德国投资审查：事实与数字》（*Investment Screening in Germany: Facts & Figures*），2022年度德国FDI审查共计306起，其中，262起属于跨行业审查，占据整体交易审查数量的86%；来自中国的FDI审查共计37起，位居第三，仅次于美国（110起）和英国（40起）；健康和生物科技（Health & Biotech）领域的FDI审查共计34起，位居第二，在行业领域中仅次于对信息和通讯技术（Information & Communication Technology，87起）行业的FDI审查。因此，可以看出中国企业赴德投资并购的FDI审查，以及德国在健康和生物科技领域的FDI审查的频率均相对较高。

下文将进一步就德国FDI审查方式、审查流程和时限、审查决定及该等决定对投资并购交易的影响等进行介绍，同时就德国FDI审查制度在生物医药行业领域中的适用予以重点关注。

（一）德国FDI审查概览及生物医药行业FDI审查特点

德国对于外商直接投资进行审查的法律依据主要是《对外贸易法》（“AWG”）和《对外贸易条例》（“AWV”）。虽历经修订，但就目前法律框架而言，德国外商投资审查方式主要包括特定行业（sector-specific）投资审查机制、跨行业（cross-sector）投资审查机制两种，不同的审查方式所适用的对象和审查触发门槛等有所区别，具体如下：



事项	特定行业审查	跨行业审查		
适用对象	所有外国投资人在德收购	非欧盟外国投资人在德收购		
业务性质	军事国防相关	关键业务	特定业务	其他业务
具体业务领域	特定军事装备&IT安全产品 ⁴	AWW第55a条第1款1-7项： •关键基础设施运营/软件 （如水、能源、 医药和健康领域 相关公司）； •云计算服务 ； •国家通信/远程信息处理基础设施、电信监控、具有时事性和广泛影响力的媒体。	AWW第55a条第1款8-27项： •关键产品或技术（特定医疗器械、特定体外诊断医疗器械、基本药物、核/量子技术、保密专利/实用新型） ； •其他。	所有其他业务部门/技术，如达到审查门槛都可能被德国经济部依职权审查，为确保交易稳定性，建议主动申报并取得无异议证明。
审查门槛	10%的表决权	10%的表决权	20%的表决权	25%的表决权
申报义务	必须	必须	必须	自主
禁止交易的可能	存在	存在	存在	无
审核期限	根据德国经济部官网发布的2022年度申报的案件统计 ⁵ ： • 32%的交易（99起）在1个月以内； • 43%的交易（132起）审核时限在1-2个月； • 12%的交易（36起）超过2个月； • 13%的交易（39起）仍在审理中（截至2023年1月9日）。 从上述数据可以看出，超过75%的交易在2个月内审核完成。值得关注的是，根据交易类型和复杂度，法定的潜在审核期限可能长达10个月之久（见下述进一步对FDI审查流程的介绍）。			

从行业领域来看，中企赴德投资并购生物医药企业通常属于“跨行业审查”的范围。然而，生物医药企业细分领域较广，既有可能涉及跨行业审查中的“特定业务”（AWV第55a条第1款第8-11项⁶），从而仅在收购该等标的公司20%以上的表决权时须向德国经济部申报；又

有可能涉及跨行业审查中的“关键业务”，从而

⁴ 目标公司开发或生产明确列出的武器、目标公司开发或生产保密专利或实用新型项下的军事技术产品、目标公司开发或生产具有IT安全功能、用于处理机密信息和重要组件的产品、目标公司为德国《安全审查法》(SUG)下的国防关键设施。

⁵ 德国经济部：Investment Screening in Germany: Facts & Figures (All figures as per 09 January 2023), <https://www.bmwk.de/Redaktion/EN/Publikationen/Aussenwirtschaft/investment-screening-in-germany-facts-figures.pdf?blob=publicationFile&v=10>.

⁶ 包括个人医疗防护面罩及其主要原料研发、制造企业；医疗产品及其原材料和活性生物的研发、生产和临床推广企业，或被授权的医药产品销售企业；用于诊断、预防、监测、预测、预后、治疗或缓解重症和高度传染性疾病的药品研发、生产企业；用于提供生理或病理状态信息，或用于诊断、监测和治疗重症和高度传染性疾病的体外诊断医疗器械的研发、生产企业。

在收购该等标的公司10%以上的表决权时需向德国经济部申报；涉及其他业务类型的生物医药企业，则只有在投资者收购25%以上表决权时才触发FDI审查。此外，根据德国FDI审查规定，除上述一般性的审查原则外，中企还需特别关注进一步收购表决权、非典型的控制权收购和间接收购德国企业等特殊情形下的审查要求，具体而言：

(1) 进一步收购表决权：如果中企已经持有德国公司的相应表决权，其拟进一步收购表决权并达到特定门槛时，同样触发德国FDI审查要求。

(2) 非典型的控制权收购：德国FDI审查不仅包括境外投资人直接对德国标的公司的股份或者表决权的收购，也可能存在一些“非典型的控制权收购”，例如，通过股东协议授予境外投资人具体的权利或权力但未反映在表决权层面上，或者在董事会和监事会占据多数席位，或存在有关战略业务或人事事项的否决权特定信息权等⁷，该等“非典型的控制权收购”安排均受制于德国FDI审查规定。

(3) 间接收购：任何间接收购同样受制于德国FDI审查，因此，即使是间接股权结构的变化，也需要从德国FDI审查的角度进行评估。

(4) 中国“外资企业”赴德收购：原则上，欧盟成员国内的企业如果在德国的并购标的不

属于特定行业，并不受制于上述FDI审查。然而，即使是100%的欧盟成员国企业赴德进行收购，如其用在中国投资设立的WFOE（外商独资企业）作为直接收购主体，也可能引发德国政府方面的关注，面临德国FDI审查。原因在于，虽然WFOE的实际控制人是欧盟成员国企业，德国政府仍然可能会认为该WFOE的管理决策独立于其股东（欧盟成员国企业），即WFOE在公司治理和业务开展方面具备一定的独立性，从而需要进一步审查。

综上，德国FDI审查规定较为复杂，审查的范围较广、门槛较低，且存在被德国经济部禁止交易的可能。因此，赴德投资并购生物医药企业时需对每笔交易进行逐案逐议，并对具体的交易安排是否需要受制于德国FDI审查进行初步评估。

(二) 德国FDI审查流程

基于上述对德国FDI审查概览的介绍，就FDI审查的具体流程而言（同样适用于生物医药领域的投资并购），德国经济部有权在给予投资者提前书面通知的情况下径行展开调查，投资者也应依据相关规定主动申报或申请签发无

7. 西盟斯并购观察：《德国进一步扩大外国直接投资审查》（2021年5月28日），<https://mp.weixin.qq.com/s/polsCIW3Ow3VJ2KR9UvO9Q>

异议证明⁸。基本审查流程如下⁹：



具体而言：

(1) 必须申报的交易项目

对于涉及特定行业审查或跨行业审查特别列明的27项业务的投资并购交易项目，倘若收购的表决权达到相应门槛，投资方有义务就其交易进行主动申报，且必须在收购合同签订后立即以书面或电子形式向德国经济部提交报告，该报告中应当特别载明收购交易、收购者以及拟被收购的德国公司所涉业务领域的主要特征。

(2) 自主申报的交易项目

对于并未予以特别限制的一般业务，倘若收购投票权达到25%的门槛，则该类型交易虽然为自主申报，但为了规避德国经济部依职权审查可能带来的不确定性，建议投资者主动向德国经济部申请签发无异议证明（Non-objection Certificate）。投资者申请无异议证明的，

⁸ Foreign Trade and Payments Act (Außenwirtschaftsgesetz - AWG), Section 14a.
⁹ 德国经济部：Investment Screening in Germany, <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Artikel/Aussenwirtschaft/Investitionspruefung.html>.

应当在申请文件中写明收购交易、收购者以及拟被收购的德国公司所涉业务领域的主要特征。

(3) 依职权审查和“除斥期间”规则

无论是必须申报的交易项目，还是自主申报的交易项目，德国经济部均可主动依职权进行审查。在德国经济部依职权启动审查程序的情况下，其应当自知悉并购协议签署之日起2个月内，对该交易行为展开审查，并以书面或电子形式通知收购方和被收购的德国公司审查程序已经开始。否则其干预职能失效，视作其已经向投资者签发许可（Clearance）或无异议证明。

在投资者主动申报交易项目情况下，德国经济部也应当自收到报告之日或者收到申请文件之日起2个月内启动审查程序，否则其干预职能失效，视作其已经向投资者签发许可或无异议证明。另外，自并购协议订立之日起已逾5年的，德国经济部不得再启动审查程序。

(4) 审查时限

综上所述，德国FDI审查程序的起点，是德国经济部知悉并购协议签署之日，或者投资者提交报告或无异议证明申请之日。根据德国FDI的规定，审查程序开始后，投资者需要向德国经济部提交详细的全部交易材料；自德国经济部收到全部交易材料之日起4个月内，其有权对交易的安全性和合规性进行深入审查，并采取限制措施或对交易当事人施加义务，以确保公

共秩序和国家安全不受影响。当然，如果德国经济部和企业进入商谈程序，或德国经济部要求交易相关主体补充提交材料，则所耗费的时间不能计入前述的4个月内。此外，前述4个月的审查期间并非绝对不变的，如审查过程中遭遇事实或法律难题，该审查期间可延长3个月；如牵涉到国防利益等重大情节，审查期间可再行延长1个月。

根据德国经济部提供的近两年数据分析，2022年期间306起投资案例中25%左右的交易审查时限超过2个月，相较于在2021年期间的审查时限（300个投资案例中，仅13%的交易审查时限超过2个月），整体审核和时限呈现出趋严的态势。因此，赴德投资并购项目面临的FDI审查及其时限对整体交易时间表安排至关重要。

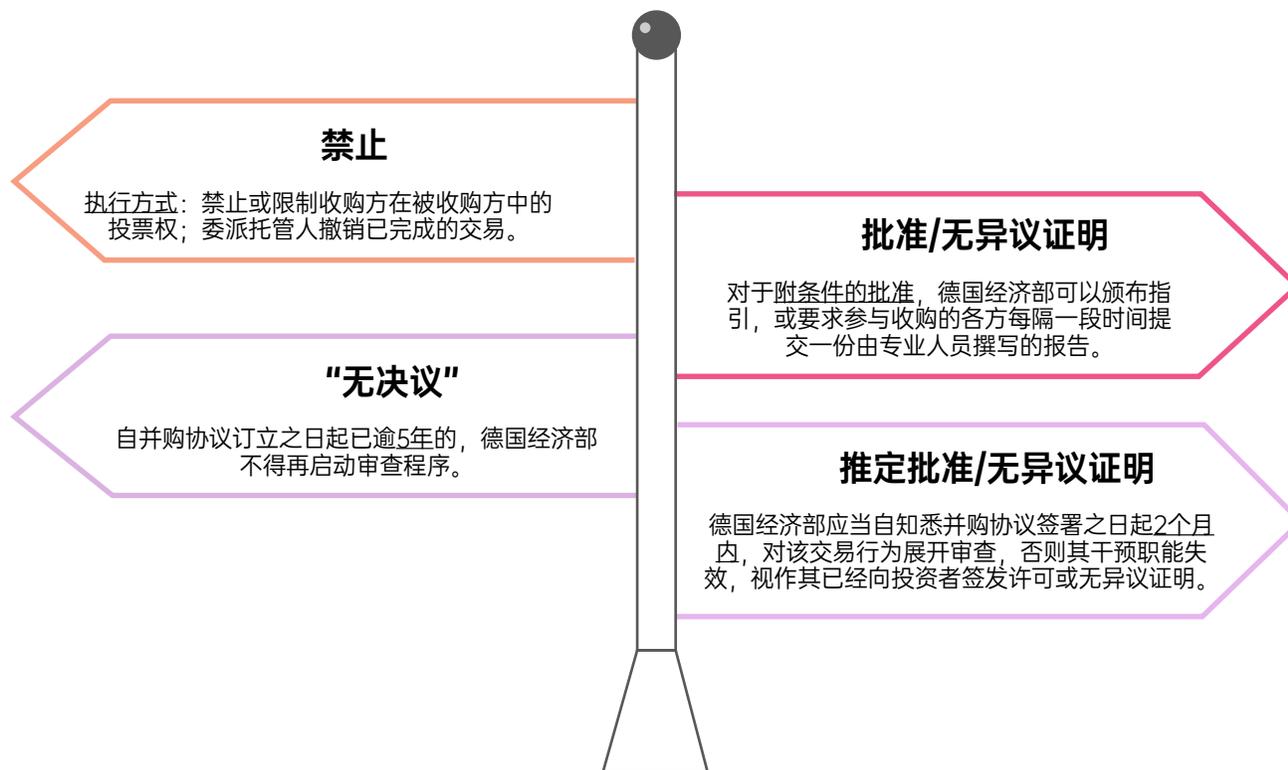
(三) 德国FDI审查最终决定的类型及对收购交易的影响

(1) 德国FDI审查几种最终决定情形

德国经济部经审查后，对于符合条件的交易，将向投资人作出批准或者签发《无异议证明》；对于不符合条件的交易，德国经济部有权作出禁止交易的决定，或颁布相关指引（附条件批准），以确保公共秩序和国家安全免受影响。简而言之，德国经济部基于国家安全、公共秩序和安全的考量对外国投资者收购德国

企业进行个案审查，其可能的审查结果包括如下：

德国FDI的审查决定



其中，（1）德国经济部禁止交易的命令通常以两种方式执行：其一，禁止或限制非欧盟居民或企业在被收购企业中的投票权；其二，委派托管人撤销已完成的交易，相关费用由收购方承担；（2）德国经济部对交易项目批准/许可时，也可能附带一定的条件，即向参与收购的各方颁布指引，以维护德国或其他欧盟成员国的基本安全利益。在此情况下，联邦经济部可以要求参与收购的各方每隔一段时间向德国经济部提交一份

书面或电子形式的报告，报告中须载明其遵守规定或履行合同义务的有关情况。且这份报告必须由专业人员撰写，该专业人员应基于其培训经验、执业资格或专业知识，以适当的方式对合同的履行情况进行监督，使之符合法律的规定及标准。

（2）最终决定对收购交易的影响

就该等审查决定对并购交易的影响而言，在未取得德国经济部事先批准的情况下，特定

行业 (sector-specific) 和跨行业 (cross-sector) 投资审查机制项下的交易仍处于未完成的状态, 该等交易的法律文书暂不生效, 部分交割措施亦暂不可执行。任何违反此类禁令的行为都将受到刑事制裁, 包括为期3个月至5年的监禁和罚款。即便对于无申报义务的收购 (即跨行业审查中的关键业务和特定业务之外的其他业务收购), 如收购方未主动申请德国经济部出具无异议证明, 德国经济部依然有职权启动对相关收购交易的审查, 最长可在并购协议签署后五 (5) 年内仍面临监管风险。

根据德国经济部公布的数据, 2022年间306起投资案例中, 有7起案件 (占2%) 被德国经济部决定采取限制性措施, 包括禁止交易、附加条件、公法合同和行政指令。因此, 赴德投资并购交易项目面临的FDI审查对交易成功至关重要。

如上所述, 赴德收购生物医药企业通常属于跨行业审查的范围, 且既有可能涉及跨行业审查中的特定业务 (20%门槛), 又有可能涉及跨行业审查中的关键业务 (10%门槛)。因此, 赴德收购生物医药企业在德国FDI审查框架内很可能落入到必须申报的交易类别, 从而面临交易的不确定性。

第三部分\

德国FDI审查之并购生物医药企业实务要点分析

基于笔者经验而言, 即便中企开展资产收购, 仍有可能落入德国经济部FDI审查框架范围内, 符合特定情形的, 收购方需主动向德国经济部申报本次交易。经提交初步申报材料且德国经济部经初步审查后, 如经济部决定对本项目进行深度审查, 收购方将可能需要进一步按要求向德国经济部提交一份详细的通知表格, 进一步就交易安排等情况进行说明; 在深度审查阶段, 德国经济部可能还会围绕收购方的资本构成、产品性质等进行了多轮询问, 具体而言:

(1) 关于资本构成, 德国经济部可能会重点关注资本构成的类型、收购的动机、利益和期望等。这意味着, 如果是一个多层嵌套的基金和SPV架构, 审查可能仍会穿透关注最终的资本构成。

(2) 关于产品, 德国经济部可能会围绕着产品提出了诸多问询, 包括产品、服务和业务运营情况、市场上是否有替代产品、主要竞争对手信息、与安全或公共秩序相关的专利或其他知识产权、欧盟业务开展情况, 以及公司是否受限/制裁等; 此外, 并购交易中的数据安

全也是德国经济部的一个关注点。

综上，德国经济部在就具体项目进行审查时相当细致，不仅全面审查所有权结构和最终受益人所有人，同时对特殊的资本构成也较为关注；在收购标的产品方面，也相对具有针对性。在面对这些问询时，需要收购方基于商业角度，同时也需要境内外律师团队共同协作，以配合德国经济部顺利完成FDI审查，避免进入公法合同谈判环节，甚至面临拟议交易被直接禁止的风险。

第四部分\

中企赴德投资并购生物医药企业： 流程管理模型与实施建议

在我们与跨国的投资银行和并购顾问合作

与交流过程中，了解到相当数量和比例的中国企业海外并购以失败告终，无论是作为收购方的中国企业，还是作为中介的投资银行或并购顾问，都耗费了大量的时间和精力，最终结果却不尽如人意。

笔者在长期从事跨境并购交易过程中发现，跨境交易的失败往往由于交易双方交易经验、语言、文化等角度的差异，而产生了较大的认知鸿沟；未能提前管理好对关键问题的预期，也没有系统性地对问题进行防范和应对，在宏观和微观层面对项目的管理都出现了不同的问题，从而导致有些国家的出售方对于中国买家望而生畏。

基于我们过往多年的并购交易经验，总结了成功执行跨境交易项目的“EARs模型”，图例如下。

如何大幅提升跨境并购的成功率：独创的EAR项目执行模式



综上，鉴于FDI审查在赴德收购中扮演的重要角色，基于我们的实务经验提出以下关注点供中国投资人参考：

(1) 拟在德国布局生物医药的中资企业需持续关注欧盟/德国最新投资政策和外商投资审查法律框架的变化；

(2) 在交易初始阶段，即审慎对拟议交易是否触发德国FDI审查进行全面评估，提前对该程序做足准备，模拟一旦进入FDI审查阶段可能发生的场景，并将其与交易交割安排统一纳入考虑，整体统筹交易时间表并设计好交易条款（包括一旦禁止交易，如何妥善分手）；

(3) 值得一提的是，中企赴德投资并购必然也涉及到国内相关境外投资政府审批或备案，涉及国有企业的还需考虑内部立项和审批，我们认为该等监管/合规要求和时间节点也应一并考虑，为交易进程中可能遇到的障碍和出现的意外提前做好足准备，提高交易效率，确保交易的确定性。

跨境并购通常较为复杂、涉及多法域的法律问题且节奏紧凑，尤其通过竞标程序收购境外优质标的并购项目，则存在更大的不确定性。因此，交易各方除聚焦协议本身重要条款的谈判之外，还需境内外律师协同筹划，为交易的顺利交割而共同努力。 ☒



龚乐凡
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3608
lefangong@zhonglun.com



郭闻
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3584
guowen@zhonglun.com

新能源发电项目投资并购特别交易模式的经营者集中申报难点

作者：张白沙 张广亚



第一部分\ 前言

随着我国“碳达峰、碳中和”战略的不断深入实施，风电、光伏等新能源发电领域的投资并购业务持续火热。在此背景下，考虑到我国2022年新修订反垄断法大幅提高对未依法进行经营者集中申报和申报后未经反垄断执法机构批准就实施集中（即“抢跑”）等违法实施经营者集中行为的处罚力度，¹国家市场监督管理总局加大查处“抢跑”案件的态势，²不少大型企业开始重视新能源发电投资并购项目的经营者集中申报合规。

其中，电力行业国有企业是新能源发电领域投资并购的主要参与者，在国务院国资委于2022年8月23日公布《中央企业合规管理办法》、强调央企“合规”的大环境下，国有企业开展新能源发电项目投资并购更要相应提高反垄断法律合规及经营者集中申报风险防控意识。

新能源发电项目投资并购需注意避免“倒卖路条”法律风险，即投资主体未经重新备案/核准不得在项目并网投产前擅自将项目转让给其他投资主体，这增加了新能源发电项目投资并购交易模式的复杂性。为避免“倒卖路条”风险，实践中出现了一些新能源发电项目投资并购的特别交易模式，加大了经营者集中申报义

务的合规难度。鉴于此，本文将结合我国反垄断法和经营者集中申报的法律规定与实践经验，梳理新能源发电项目投资并购特别交易模式下经营者集中申报的难点，帮助企业识别“抢跑”等违法实施经营者集中的法律风险，做好经营者集中申报义务的反垄断合规。

第二部分\ 新能源发电项目投资并购的特别交易模式

新能源发电项目的项目公司股权转让存在禁止“倒卖路条”的特殊限制——**未经重新备案/核准，项目公司股东在新能源发电项目建成并网前不得擅自转让项目公司股权、变更项目投资主体，否则涉嫌倒卖光伏、风电新能源发电项目立项文件（备案或核准）及相关重要前期批复文件。**“倒卖路条”很可能导致项目的核准/备案文件被撤销，项目开发历史若存在“倒卖路条”的情形，还可能影响项目获得可再生能源补贴或取得长期固定电价的资格。例如，2022年

1.《反垄断法》第五十八条规定：“经营者违反本法规定实施集中，且具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，由国务院反垄断执法机构责令停止实施集中、限期处分股份或者资产、限期转让营业以及采取其他必要措施恢复到集中前的状态，处上一年度销售额百分之十以下的罚款；不具有排除、限制竞争效果的，处五百万元以下的罚款。”第六十三条规定：“违反本法规定，情节特别严重、影响特别恶劣、造成特别严重后果的，国务院反垄断执法机构可以在本法第五十六条、第五十七条、第五十八条、第六十二条规定的罚款数额的二倍以上五倍以下确定具体罚款数额。”

2.经公开渠道检索，国家市场监督管理总局2022年在其官网上共公布了45件未依法申报违法实施经营者集中案件的行政处罚决定书。

国家发改委、财政部和国家能源局开展国补核查后，³部分地方取消了特定项目的补贴。⁴

上述特殊限制的具体规定散见于国家能源主管部门历年发布的《关于进一步加强光伏电站建设与运行管理工作的通知》（国能新能〔2014〕445号）、《国家能源局关于开展新建电源项目投资开发秩序专项监管工作的通知》（国能监管〔2014〕450号）等文件。⁵而有关规则的近期修订亦未从国家层面重新规范认定为“倒卖路条”的法律后果。⁶

因此，虽然新能源发电项目传统上多采用直接收购项目公司股权的投资并购模式，近年来投资人为避免被认定为“倒卖路条”，又能尽早介入和锁定投资并购项目，在实践中还发展出了下列新能源发电项目投资并购的特别交易模式：（1）收购“夹层公司”模式，即收购项目公司股东的模式；（2）预收购模式；（3）分阶段收购模式；（4）合作开发模式。

其中，采用**预收购模式、分阶段收购模式和合作开发模式**的新能源发电项目投资并购如达到经营者集中申报的标准，由于交易模式更为复杂，在开展经营者集中申报时需要重点关注，以避免“抢跑”等违法实施经营者集中的法律风险。下文将针对上述三种特别交易模式的经营集中申报难点进行梳理和解析。

第三部分\

我国反垄断法下的经营者集中申报义务

我国反垄断法下判断经营者是否负有集中申报义务，主要需要考虑：（1）是否构成经营者集中；（2）控制权是否发生转移；（3）是否达到国务院规定的申报标准。对于达到国务院规定的申报标准的经营者集中，未申报的不得实施集中，已申报但尚未获得国务院反垄断执法机构审批决定的也不得实施集中。⁷

我国《反垄断法》第二十五条规定的经营者集中的情形包括：（1）经营者合并；（2）经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；（3）经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响。

3. 2022年3月24日，国家发改委、财政部和国家能源局联合下发特急文件《关于开展可再生能源发电补贴自查工作的通知》（下称“《324通知》”），要求2021年12月31日前并网并有补贴需求的新能源发电项目企业从项目合规性、规模、电量、电价、补贴资金、环境保护等六个方面进行自查；在企业自查的基础上，国家能源、审计等相关部门也对新能源发电企业开展了外部核查。国家发改委、财政部和国家能源局于2022年10月8日发布了《关于明确可再生能源发电补贴核查认定有关政策解释的通知》（发改办运行〔2022〕853号），对国补核查中存在疑义的事项进行了解释说明。

4. 例如，内蒙古自治区发改委在2022年7月发布《关于废止部分可再生能源项目上网电价批复文件的通知》（内发改价费字〔2022〕1021号），宣布废止24个存在合规问题的项目上网电价批复文件，其中乌兰察布市、鄂尔多斯市、锡林郭勒盟发展改革委废止对审计发现的5个擅自变更投资主体的项目批复上网电价的文件。

5. 其他文件包括《光伏电站项目管理暂行办法》（国能新能〔2013〕329号，已于2022年11月被修订后废止）、《国家能源局关于规范光伏电站投资开发秩序的通知》（国能新能〔2014〕477号，已于2022年5月废止）、《关于印发新建电源项目投资开发秩序监管报告（新能源部分）及工作要求的通知》（国能监管〔2015〕384号）、《关于完善光伏发电规模管理和实行竞争方式配置投资项目的指导意见》（发改能源〔2016〕1163号）等。

6. 例如，国家能源局修订《光伏电站项目管理暂行办法》后，于2022年11月发布《光伏电站开发建设管理办法》，其中第14条仅重申了上位法律规范的要求：“项目备案后，项目法人发生变化，项目建设地点、规模、内容发生重大变更，或者放弃项目建设的，项目单位应当及时告知备案机关并修改相关信息。”

7. 《反垄断法》第二十六条第一款规定：“经营者集中达到国务院规定的申报标准的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中。”第三十条规定：“...国务院反垄断执法机构作出决定前，经营者不得实施集中。”

其中，在股权收购、资产收购以及签订合同等交易的情形下，判断构成经营者集中的主要标准是“控制权转移”，即取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响。目标公司的控制权是否发生转移，需要结合具体的投资并购交易模式进行分析，通常需要考虑交易目的和未来计划，目标公司的股权结构变化，目标公司的股东会、董事会的组成、表决事项、表决情况，目标公司的高管任免，交易各方的重大商业、合作关系等因素。⁸

对于构成经营者集中的，如参与集中的经营者的营业额达到国务院规定的申报标准，则参与集中的经营者负有申报义务。现行国务院规定的申报标准，包括参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内或在中国境内的营业额之和（超过100亿元或超过20亿元人民币），以及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4亿元人民币）。

⁹在计算参与集中的经营者的营业额时，需要计算该参与集中的经营者以及申报时与其存在直接或者间接控制关系的所有经营者的营业额总和，但是不包括上述经营者之间的营业额。

值得注意的是，《国务院关于经营者集中申报标准的规定（修订草案征求意见稿）》新增了“合并其他方”或“其他经营者”的“市值（或估值）”这一替代性的申报标准，且即便未达上

述申报标准，反垄断执法机构还可以要求有证据证明具有或者可能具有排除、限制竞争效果的经营者集中进行申报。¹⁰上述修订未来如落地，或将增加新能源发电项目投资并购达到经营者集中强制申报标准的可能性。

第四部分\

特别交易模式下经营者集中申报的难点

（一）预收购模式

预收购模式下，投资人（买方）与目标公司的股东、实控人（卖方）先行签署预收购协议，约定发电项目由卖方负责开发建设，买方支付一笔预付款或定金并有权介入、监督和管理项目开发，在项目建成并网且达到预设收购条件的情况下，再由买方对项目进行正式收购，在未达到收购条件时买方可退款退出。

8.《经营者集中审查规定》第五条规定：“判断经营者是否取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响，应当考虑下列因素：（一）交易的目的和未来的计划；（二）交易前后其他经营者的股权结构及其变化；（三）其他经营者股东（大）会等权力机构的表决事项及其表决机制，以及其历史出席率和表决情况；（四）其他经营者董事会等决策或者管理机构的组成及其表决机制，以及其历史出席率和表决情况；（五）其他经营者高级管理人员的任免等；（六）其他经营者股东、董事之间的关系，是否存在委托行使投票权、一致行动人等；（七）该经营者与其他经营者是否存在重大商业关系、合作协议等；（八）其他应当考虑的因素。两个以上经营者均拥有对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响的，构成对其他经营者的共同控制。”

9.《国务院关于经营者集中申报标准的规定》（2018年修订）第三条第一款规定：“经营者集中达到下列标准之一的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中：（一）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100亿元人民币，并且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4亿元人民币；（二）参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过20亿元人民币，并且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4亿元人民币。”

10.《国务院关于经营者集中申报标准的规定（修订草案征求意见稿）》第四条规定：“经营者集中未达到本规定第三条规定的申报标准，但同时满足下列条件的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中：（一）其中一个参与集中的经营者上一会计年度在中国境内的营业额超过1000亿元人民币；（二）本规定第二条第（一）项所规定的合并其他方或第二条第（二）项和第（三）项所规定的其他经营者市值（或估值）不低于8亿元人民币，并且上一会计年度在中国境内的营业额占其在全球范围内的营业额比例超过三分之一。”第五条规定：“经营者集中未达到本规定第三条、第四条规定的申报标准，但有证据证明该经营者集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构可以要求经营者申报。”



在预收购协议中，为控制交易成本和投资风险，买方可能会约定在一定程度上参与对项目的共营共管，例如：买方为保障项目良好合规运行而控制项目公司章程、证件、银行账户等影响企业缔约、运行的物项；买方参与决定项目融资成本、融资方式；买方参与决定EPC总承包方的选择；买方参与决定项目公司重大合同的签署，甚至约定买方在项目公司的组织架构和议事规则中占有一席之地。

如前所述，构成经营者集中的一种情形是经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响。如预收购协议中约定了买方有权介入、监督和管理项目开发乃至共营共管条款，则签署包含这些条款的预收购协议有可能使得买方被视为

与卖方存在重大商业关系、合作协议，进而可能导致买方被认定为取得对项目公司的控制权或者能够对项目公司施加决定性影响。由此造成的后果是，签署预收购协议有可能被认定为构成经营者集中，¹¹买卖双方经营者集中申报前以及在获得国务院反垄断执法机构审批决定前不得实施集中。

在经营者集中申报时点方面，需要注意的是，预收购模式下，实施集中的行为并不限于正式收购交割时完成股东或者权利变更登记。在此之前，买方依据签署的预收购协议履行支付定金或预付款义务，行使买方介入、监督、管理项目乃至共营共管权利的行为，都有可能构成买方实际参与项目公司的经营决策管理等实施集中的行为。¹²

根据我们的经验，买方依据签署的预收购协议履行支付定金或预付款义务的行为单独来看不一定会被认定为实施集中，而买方控制项目公司的公章等影响企业缔约、运行的重要物项，或是对项目公司重大合同的签署行使否决权，甚至向项目公司委派董事或高级管理人员等行为则很有可能会被认定为实施集中。

11.《经营者集中审查规定》第五条第一款规定：“判断经营者是否取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响，应当考虑下列因素：...（七）该经营者与其他经营者是否存在重大商业关系、合作协议等；（八）其他应当考虑的因素。”
12.对此可以参考《经营者集中审查规定》第八条第三款的规定：“是否实施集中的判断因素包括但不限于是否完成市场主体登记或者权利变更登记、委派高级管理人员、实际参与经营决策和管理、与其他经营者交换敏感信息、实质性整合业务等。”

因此，我们建议采用预收购模式的新能源发电投资并购项目在买方依据预收购协议实际介入、监督、管理项目之前就开展经营者集中申报，并且在获得反垄断执法机构审批决定前不要采取控制项目公司的公章、对项目公司重大合同的签署行使否决权、向项目公司委派董事或高级管理人员等措施。否则可能存在未及时依法申报或在获得反垄断执法机构审批决定前违法实施集中的“抢跑”风险。

(二) 分阶段收购模式

分阶段收购模式下，买方先行投资入股，获得项目公司的部分股权，以小股东身份参与项目建设，在项目建成并网且满足预设收购条件时再出资收购剩余股权，在未达预设收购条件、不符合买方需求时退股退出，藉此避免“倒卖路条”风险。分阶段收购模式下，需要关注新能源发电投资并购项目在先行开展部分股权投资这一交易步骤时是否即负有经营者集中申报义务。

就部分股权投资这一交易步骤单独来看，值得注意的是，在投资并购活动中只取得少数或部分股权仍有可能导致买方取得项目公司的控制权，构成经营者集中。例如，买方基于所取得的部分股权在项目公司的股东会、董事会的组成、表决事项和表决机制等方面，或者买

方基于投资协议、项目公司章程等交易文件中约定的对项目公司重大经营管理事项享有否决权，而取得对项目公司的控制权或共同控制权。在截至目前公布的违法实施经营者集中处罚案例中，已出现投资人取得项目公司6%的股权而被认定具有共同控制权的案件。¹³

而将部分股权投资这一交易步骤置于分阶段收购模式整体之中来看，值得关注的是，分阶段收购模式所约定的各交易步骤有可能被认定为构成分步骤实施的一揽子交易而被视为一项经营者集中，进而导致买方不得在进行申报和获得审批决定前实施收购部分股权这第一个交易步骤。

根据反垄断执法机构过往案例，¹⁴如果一个交易被分为多项交易步骤依次展开和履行，但各交易步骤在法律或事实上互为条件、相互依存、具有紧密的联系，且交易目的一致，反垄断执法机构有可能将该多项交易步骤整体认定为分步骤实施的一揽子交易，视为一项经营者集中，进而要求交易各方应当在实施第一个步骤前进行申报并获得反垄断执法机构的审批，否则可能会被认定为“抢跑”。值得注意的是，即便先行实施的步骤未获得对目标公司的

13. 参见国家市场监督管理总局行政处罚决定书，https://www.samr.gov.cn/fldys/tzgg/x-zcf/202204/t20220424_341741.html。
14. 参见商务部行政处罚决定书，<http://www.mofcom.gov.cn/article/x-zcf/201705/20170502573393.shtml>。

控制权，反垄断执法机构也不认可其构成“抢跑”的抗辩理由。

(三) 合作开发模式

合作开发模式下，投资人与项目开发方共同投资设立项目公司，由项目公司参与新能源发电项目的招投标和后续建设，双方在合作协议中约定双方各自义务和项目开发方的退出机制。投资人通常待项目建成并网后再从项目开发方手中收购其持有的项目公司股权，通过该模式避免“倒卖路条”的风险。

在合作开发模式下，如约定新设的项目公司由投资人与项目开发方共同控制，此时新设项目公司构成经营者集中，除非约定项目公司由一方单独控制。¹⁵

与分阶段收购模式类似，合作开发模式同样需要关注是否构成分步骤实施的一揽子交易而被视为一项经营者集中，进而导致经营者集中申报义务提前的风险。若合作开发模式投资并购项目伊始，就将项目设计为首先实施新设合营项目公司和随后收购项目开发方持有的合营项目公司股权的两个交易步骤，即便对于新设合营项目公司这一步，因为合营项目公司设计为一方单独控制，单独来看无需进行经营者集中申报，仍需关注合作开发模式整体可能因构成分步骤实施的一揽子交易而被视为一项经

营者集中，进而导致申报时点提早至新设合营企业实施前的风险。

第五部分\

新能源发电项目投资并购经营者集中申报的合规应对

我们结合服务客户开展经营者集中申报的经验，就新能源发电项目投资并购的经营者集中申报合规提出下列建议：

1.投资人在开展新能源发电项目投资并购时，应当留心投资并购项目整体及其各交易步骤是否应当进行经营者集中申报，包括项目整体及其各交易步骤是否构成经营者集中、投资人是否取得标的公司的单独或共同控制权、参与集中的经营者的营业额乃至市值指标是否达到国务院规定的申报标准。如经初步评估，投资并购项目应当进行经营者集中申报，还需关注提交申报的时点和获得审批决定前不得实施的行为，谨防“抢跑”风险。

2.拟采用预收购模式的新能源发电项目投资并购人应重点关注预收购协议中关于投资人提前介入、监督、共营共管项目公司的约定，投资

15.《关于经营者集中申报的指导意见（2018修订）》第四条规定：“对于新设合营企业，如果至少有两个经营者共同控制该合营企业，则构成经营者集中；如果仅有一个经营者单独控制该合营企业，其他的经营者没有控制权，则不构成经营者集中。”

人在依据预收购协议实际介入、监督、管理项目之前开展经营者集中申报，并且在获得反垄断执法机构审批决定前，不要采取控制项目公司的公章、对项目公司重大合同的签署行使否决权、向项目公司委派董事或高级管理人员等措施，避免“抢跑”风险。

3. 鉴于上述特别交易模式均涉及投资方意图提前介入和锁定投资并购项目又避免“倒卖路条”风险的交易目的，各交易步骤容易被执法机构认定为在法律或事实上互为条件、相互依存、具有紧密的联系，拟采用上述特别交易模式的投资人应提前评估交易模式整体被认定为分步骤实施一揽子交易的风险，规划好经营者集中申报的时点，明确获得反垄断执法机构审批决定前不得实施的行为。 ☞



张白沙
合伙人
合规与政府监管部
广州办公室
+86 20 2826 1768
baisha_zhang@zhonglun.com



中伦研究院出品



特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。