XMLCA 厦门上市公司协会

SFAXM 厦门证券期货业协会 联合办刊

★ 天衡联合律师事务所



资本市场法律特刊

管理风险·创造价值



- 04 最新法规快报
- 09 律师专栏
 - 09 "公司人格混同"的认定及实务要点
 - 12 国有企业二级市场投资相关问题探析
 - 20 结构化基金参与上市公司并购重组监管规则探析

厦门上市公司协会简介

厦门上市公司协会是由厦门上市公司以及相关公司和机构自愿结成的具有法人资格的、行业性、地方性、非营利性的社会团体。英文全称The Listed Company Association of Xiamen,英文简称(XMLCA)。协会接受业务主管单位中国证券监督管理委员会厦门监管局和登记管理机关厦门市民政局的业务指导和监督管理。

协会于2003年9月28日举行协会(筹备)成立会员代表大会。同年10月8日厦门市民政局发文批准并于10月15日向协会颁发了《社会团体法人登记证书》。协会自成立以来已历时四届,分别于2006年12月、2009年12月和2014年3月进行换届。

目前,协会拥有会员单位63家,由48家境内上市公司、1家境外上市公司、4家拟上市公司和10家相关中介服务机构组成。协会第四届理事会由31名成员组成。厦门国贸集团股份有限公司董事长许晓曦当选本届协会会长,协会主要职能是:以"服务、自律、规范、提高"为工作宗旨,为上市公司等会员单位搭建一个互动交流的服务平台,加强上市公司及其董监高人员的自律管理和规范意识,维护会员的合法权益,推进上市公司现代企业制度建设和诚信建设,提高上市公司质量,促进上市公司和证券市场的健康发展。

协会成立以来,在加强上市公司及其董监高人员的自律管理和业务培训的同时,还积极为拟上市公司提供政策法规咨询、协助沪深交易所举办培训班、组织开展上市公司间的工作交流、加强自律和法制宣传、探讨企业管理和投资者关系管理等工作,为规范公司治理、减少关联交易、健全内控机制,并为促进上市公司和厦门辖区资本市场的健康发展发挥了积极作用,得到了监管部门和政府有关部门的肯定。同时,被厦门市社会组织管理工作领导小组评为厦门市先进社会组织,获得"中国社会组织评估等级4A"资质。协会的业务范围是。

- 一、制定协会会员行为规范、职业道德规范等自律性管理规章,实行自律管理。
- 一、指导和组织会员执行有关证券法律、法规和政策。
- 三、组织各类专业的培训,提高会员诚信、勤勉、尽责的社会责任和规范运作水平。
- 四、加强与地方政府、证券监管部门和中国上市公司协会、证券交易所的联系,及时反映会员的意见 和建议,维护会员的合法权益。
- 五、组织开展会员间的业务交流活动,举办相关的讲座、论坛、研讨会,组织有关的学术交流、考察 活动。

一 六、搜集、整理国内外证券市场及其监管的信息、资料,创建服务平台,加强协会网站和会刊建设 扩大宣传、交流和服务的窗口。

七、组织开展投资者关系管理,协助会员与媒体讲行沟通和联系,为会员营造良好的舆论环境。

八、承担地方政府有关部门、证券监管部门、中国上市公司协会和证券交易所委托的其他工作。



厦门证券期货业协会简介

厦门证券期货业协会(以下简称"协会",英文全称THE SECURITIES & FUTURES ASSOCIATION OF XIAMEN,英文简称SFAXM)成立于1995年11月,是由厦门地区证券、期货经营机构及基金管理机构共同自愿结成的厦门证券期货基金行业自律性组织,经厦门市民政局核准登记的非营利性社会团体。

协会历经五届会员大会、理事会,截至2018年3月底共有会员单位334家,其中证券经营机构会员123家、期货经营机构会员41家、私募基金管理机构会员160家、咨询机构及从事证券业务的会计师事务所、律师事务所、资产评估所等中介机构会员10家。

协会的宗旨是:遵守宪法、法律、法规和相关政策,遵守社会道德风尚;强化厦门证券期货基金业的 自律管理;发挥政府与证券期货基金行业间的桥梁和纽带作用;为会员服务,维护会员的合法权益;维护 证券期货市场的公开、公平和公正,推动厦门证券期货市场持续、健康、稳定发展。

多年来,协会在厦门证监局的指导下,认真履行"自律、服务、传导"的职能,不断完善自身建设,致力于厦门证券期货基金行业诚信自律体系建设、培训与交流、投资者保护、纠纷调解、党组织建设等工作,力争推动厦门证券期货市场持续、健康、稳定发展。协会先后被厦门市民政局、福建省民政厅评为"社会团体先进单位",连续13年被厦门市直机关工委授予"文明单位"、连续5年被市红十字会评为"先进单位",2013年获评"中国社会组织等级评估4A级"资质。

厦门证券期货业协会网址:www.xmsa.org.cn。微信公众号:厦门证券期货业协会。







本期 资本市场与金融法律服务

资本市场与金融是天衡的一项核心业务,在资本市场方面,天衡不仅在IPO、新三板业务中表现突出,而且在重大资产重组及上市公司证券服务方面拥有全国领先水平的专家团队。2015年度,天衡位居福建省新三板服务推荐挂牌律所第一名。天衡汇集了一批理论功底扎实、实践经验丰富的证券与金融律师,组成专业服务团队。天衡还是两岸资本市场服务联盟的发起单位之一,与合作伙伴一起促进两岸资本市场服务市场的发展。天衡专业金融律师团队谙熟中国公司法、证券法等相关证券法律法规和政策,从整体方案设计到具体法律障碍的排除均有一套独到的经验。

天衡在此领域提供的专业服务主要包括:

公司境内股票发行及上市或挂牌(主板、中小板、

创业板、新三板)

境外股票发行及上市

公司地方场外交易市场公司挂牌融资

公司境内外债券发行及上市

公司融资(风险投资、PE投资、战略投资)

私募股权基金的发起设立

上市公司常年法律顾问(公司治理、信息披露、关

联交易、股东大会见证)

改制与重组方案设计

法律审慎调查

协助拟订重组协议、股东发起人协议、关联交易协

议、公司章程以及其他相关法律文件

协助建立并完善公司法人治理结构

协助拟订招股说明书等信息披露文件

出具法律意见书

债务重组和不良资产处置

资产证券化和融资租赁

金融期货、期权及其他衍生产品交易

税务筹划及财富管理

商业贷款、银团贷款、信用贷款和抵押贷款

债券发行

进出口信贷及其他贸易融资。票据和信用证法律服务

飞机、船舶和大型通用机器设备租赁融资

能源和基础设施项目融资

金融资产管理和债务重组

金融衍生产品交易法律服务

金融诉讼及银行不良债权清收

若有进一步了解需求, 欢迎向联系人提出咨询并

索要相关材料。



联系人:厦门办公室: 0592-5883666

福州办公室: 0591-83810300



法规新讯(点击标题跳转详情链接)

1. 上海证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司关于发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018年修订)》的通知(2018.1.12发布/2018.3.12实施)

【内容提要】《通知》主要内容有:一、《业务办法》自2018年3月12日起实施。于2013年5月24日发布的《业务办法(试行)》(上证会字〔2013〕55号)同时废止。二、《业务办法》实施前已存续的合约可以按照《业务办法(试行)》规定继续执行,无需提前购回,且可以延期购回。三、《业务办法》实施前融入方已参与股票质押式回购交易且任一笔初始交易金额达到500万元的,无论该笔交易是否已了结,《业务办法》实施后该融入方每笔初始交易金额不得低于50万元;《业务办法》实施前融入方已参与股票质押式回购交易且初始交易金额均低于500万元的,无论交易是否已了结,《业务办法》实施后该融入方首笔初始交易金额不得低于500万元。四、各会员单位、结算参与机构应当在《业务办法》实施前做好技术系统改造、内部制度调整、业务协议修改、投资者教育等工作,确保实现平稳过渡。

2.中国证券业协会关于发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》的通知(2018修订) (2018.1.12发布/2018.3.12实施)

【内容提要】《通知》共七章,主要内容有:总则、融入方准入管理、质押股票管理、后续管理、 违约处置管理、内部控制与风险控制指标要求等。

3.中国保监会 国家外汇管理局关于规范保险机构开展内保外贷业务有关事项的通知(2018.2.1发 布/2018.2.1实施)

【内容提要】保险机构开展内保外贷业务,不得有下列行为: (一)变相开展内保外贷业务,在境外获得信用贷款; (二)为本通知规定的特殊目的公司以外的其他境外企业开展内保外贷业务; (三)将责任准备金等负债资金投资形成的资产以任何形式用于提供担保或反担保; (四)投资项目或投资项目的底层资产违反国家宏观调控政策、产业政策或境外投资政策; (五)内保外贷融入资金用于除特殊目的公司的投资项目以外的业务,或向第三方发放贷款; (六)蓄意进行内保外贷履约以骗取外汇、向境外转移资产; (七)虚构业务背景进行套利或非法的投机性交易; (八)中国保监会禁止的其他行为。

4.最高人民法院关于适用《中华人民共和国行政诉讼法》的解释(2018.2.6发布/2018.2.8实施)

【内容提要】本《公告》共计一百六十三条,主要规定了受案范围,管辖,诉讼参加人,证据,期间、送达,起诉与受理,审理与判决,行政机关负责人出庭应诉,复议机关作共同被告,相关民事争议的一并审理,规范性文件的一并审查,执行,附则。

5.中国保险监督管理委员会关于修改《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》等四部规章的决定(2018.2.13发布/2018.2.13实施)

【内容提要】修改的主要内容包括:一、将《中华人民共和国外资保险公司管理条例实施细则》第二十六条修改为: "《条例》和本细则要求申请设立外资保险公司的外国保险公司提供的下列文件或者资料,应当真实有效: "(一)营业执照(副本)或者营业执照的有效复印件; "(二)对拟任外国保险公司分公司主要负责人的授权书; "(三)外国保险公司对其中国境内分公司承担税务、债务的责任担保书。"二、将《外国保险机构驻华代表机构管理办法》第六条第二款修改为: "申请者提交的材料应当真实有效。"三、删去《保险公司次级定期债务管理办法》第十二条。第十四条改为第十三条,删去第一款第六项、第七项。四、将《保险公司董事、监事和高级管理人员任职资格管理规定》第五十条修改为: "保险机构依照本规定报送的任职资格审查材料和其他文件资料,应当用中文书写。原件是外文的,应当附中文译本。"

6.中国银监会关于修改《中国银监会外资银行行政许可事项实施办法》的决定(2018) (2018.2.13 发布/2018.2.13实施)

【内容提要】中国银监会决定对《中国银监会外资银行行政许可事项实施办法》(中国银监会令2015年第4号)进行修改:删去第五十条至第五十二条,将第五十三条改为第五十条,修改为:"拟设立支行的申请人应在支行筹建3日前向拟设地银监局或者经授权的银监会派出机构提交筹建报告并领取开业申请表,开始筹建工作。"等,以进一步扩大银行业对外开放,持续推进简政放权工作,提高外资银行在华营商便利度,增强外资银行风险抵御能力。

7.最高人民法院发布关于人民法院办理仲裁裁决执行案件若干问题的规定(2018.2.23发布/2018.3.1实施)

【内容提要】为了规范人民法院办理仲裁裁决执行案件,依法保护当事人、案外人的合法权益,根据《中华人民共和国民事诉讼法》《中华人民共和国仲裁法》等法律规定,结合人民法院执行工作实际,制定本规定。

8.最高人民法院发布关于执行担保若干问题的规定(2018.2.23发布/2018.3.1实施)

【内容提要】为了进一步规范执行担保,维护当事人、利害关系人的合法权益,根据《中华人民 共和国民事诉讼法》等法律规定,结合执行实践,制定本规定。

规定中表示,担保书中应当载明担保人的基本信息、暂缓执行期限、担保期间、被担保的债权种类及数额、担保范围、担保方式、被执行人于暂缓执行期限届满后仍不履行时担保人自愿接受直接强制执行的承诺等内容。

9.最高人民法院发布关于执行和解若干问题的规定(2018.2.23发布/2018.3.1实施)

【内容提要】为了进一步规范执行和解,维护当事人、利害关系人的合法权益,根据《中华人民 共和国民事诉讼法》等法律规定,结合执行实践,制定本规定。

和解协议达成后,有下列情形之一的,人民法院可以裁定中止执行: (一)各方当事人共同向人 民法院提交书面和解协议的; (二)一方当事人向人民法院提交书面和解协议,其他当事人予以认可 的; (三)当事人达成口头和解协议,执行人员将和解协议内容记入笔录,由各方当事人签名或者盖 章的。

10.保险公司股权管理办法(2018) (2018.3.2发布/2018.4.10实施)

【内容提要】《办法》共计九章,共九十四条,旨在加强保险公司股权监管,规范保险公司股东行为,保护投保人、被保险人、受益人的合法权益,维护保险市场秩序。

股权监管贯穿于以下环节: (一)投资设立保险公司; (二)变更保险公司注册资本; (三)变更保险公司股权; (四)保险公司上市; (五)保险公司合并、分立; (六)保险公司治理; (七)保险公司风险处置或者破产清算。

11.中国保监会关于印发《保险资产负债管理监管规则(1-5号)》及开展试运行有关事项的通知 (2018.3.1发布/2018.3.1实施)

【内容提要】为贯彻落实党的十九大、中央经济工作会议和全国金融工作会议精神,进一步防范 保险业资产负债错配风险,加强资产负债管理监管,提升保险公司资产负债管理能力,中国保监会近 日发布了保险资产负债管理监管主干技术标准共五项监管规则。

<u>12.《关于修改〈中国证券监督管理委员会行政许可实施程序规定〉的决定》</u>(2018修订) (2018.3.8发布/2018.4.23实施)

【内容提要】具体修改内容主要有两个方面:一是当证券中介服务机构或其从业人员涉嫌违法违规被立案调查,或者被司法机关侦查,尚未结案的,证监会将不予受理或中止审查其出具的同类业务的行政许可申请文件。二是建立中止审查的恢复审查机制。在审项目被中止审查的,证券中介服务机构应当指派与被调查事项无关的人员进行复核。经复核,申请事项符合行政许可条件的,证监会应当恢复审查。

<u>13.第十三届全国人民代表大会第一次会议关于政府工作报告的决议(2018.3.20发布/2018.3.20实施)</u>

【内容提要】第十三届全国人民代表大会第一次会议听取和审议了国务院总理李克强所作的政府工作报告。会议高度评价过去五年我国经济社会发展取得的历史性成就、发生的历史性变革,充分肯定国务院过去五年的工作,同意报告提出的2018年经济社会发展总体要求、政策取向和对政府工作的建议,决定批准第十三届全国人民代表大会第一次会议关于政府工作报告。

<u>14.第十三届全国人民代表大会第一次会议关于全国人民代表大会常务委员会工作报告的决议</u> (2018.3.20发布/2018.3.20实施)

【内容提要】统筹推进"五位一体"总体布局和协调推进"四个全面"战略布局,坚持以推进供给侧结构性改革为主线,统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险各项工作,大力推进改革开放,创新和完善宏观调控,推动质量变革、效率变革、动力变革,在打好防范化解重大风险、精准脱贫、污染防治三大攻坚战方面取得扎实进展,引导和稳定预期,加强和改善民生,促进经济社会持续健康发展。

<u>15.第十三届全国人民代表大会第一次会议关于最高人民检察院工作报告的决议(2018.3.20发布/2018.3.20实施)</u>

【内容提要】围绕统筹推进"五位一体"总体布局和协调推进"四个全面"战略布局,忠实履行宪法法律赋予的职责,深化司法体制改革,推进平安中国、法治中国建设,加强人民检察院过硬队伍建设,充分发挥检察机关职能作用,维护国家政治安全,确保社会大局稳定。

<u>16.第十三届全国人民代表大会第一次会议关于最高人民法院工作报告的决议(2018.3.20发布/2018.3.20实施)</u>

【内容提要】围绕统筹推进"五位一体"总体布局和协调推进"四个全面"战略布局,忠实履行宪法法律赋予的职责,深化司法体制改革,推进平安中国、法治中国建设,加强人民法院过硬队伍建设,充分发挥审判机关职能作用,维护国家政治安全,确保社会大局稳定。

17.中华人民共和国监察法(2018.3.20发布/2018.3.20实施)

【内容提要】主要内容包括总则、监察机关及其职责、监察范围和管辖、监察权限、监察程序、 反腐败国际合作、对监察机关和监察人员的监督、法律责任、附则。

18.上海证券交易所关于发布《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法(2018年修订)》的通知(2018.3.23发布/2018.3.23实施)

【内容提要】为贯彻落实《证券交易所管理办法》相关要求,进一步规范上海证券交易所(以下简称本所)纪律处分和监管措施的实施,维护市场秩序,保护投资者合法权益,本所对《上海证券交易所纪律处分和监管措施实施办法》进行了修订(详见附件)。

19.中国银行间市场交易商协会公告[2018]8号——关于发布《非金融企业债务融资工具信用评级业务调查访谈工作规程》的公告(2018.3.27发布/2018.5.1实施)

【内容提要】 为规范银行间债券市场非金融企业债务融资工具现场调查工作,督导相关市场成员依法合规开展业务,促进银行间债券市场平稳健康发展,切实维护债务融资工具投资者的合法权益,中国银行间市场交易商协会组织市场成员制定了《银行间债券市场非金融企业债务融资工具现场调查工作规程》,并于2011年4月26日经中国银行间市场交易商协会第二届常务理事会第三次会议审议通过,现予以发布施行。

20.上海证券交易所关于发布《上海证券交易所自律管理听证实施细则》的通知(2018.3.23发布/2018.3.23实施)

【内容提要】为进一步规范自律管理程序,保护自律管理对象的合法权益,上海证券交易所制定了《上海证券交易所自律管理听证实施细则》(详见附件),现予以发布,自发布之日起施行。

21.中国银行间市场交易商协会公告[**2018**]6号——关于发布《银行间债券市场信用评级机构注册 评价规则》的公告(**2018.3.27**发布/**2018.3.27**实施)

【内容提要】为进一步加强银行间债券市场自律管理,规范债券交易相关行为,促进市场健康有序发展,中国银行间市场交易商协会组织市场成员对《银行间债券市场债券交易自律规则》(协会公告[2009]16号)进行了修订,于2013年6月27日经交易商协会第三届常务理事会第六次会议审议通过,并经中国人民银行备案同意,现予公布施行。。

22.中国银行间市场交易商协会公告[2018]7号——关于发布《非金融企业债务融资工具信用评级 机构自律公约》的公告(2018.3.27发布/2018.3.27实施)

【内容提要】 为加强信用评级市场自律管理,规范非金融企业债务融资工具信用评级业务,促进债务融资工具市场健康发展,中国银行间市场交易商协会组织市场成员制定了《非金融企业债务融资工具信用评级业务自律指引》,于2012年3月1日经交易商协会第三届常务理事会第一次会议审议通过,并经人民银行备案同意,现予公布。



"公司人格混同"的认定及实务要点



◇ 许理想 合伙人、律师

擅长领域:资本市场与金融、并购 重组、房地产与建筑工程、公司与 私菜投资

联系电话: 0592-6304589



◇ 潘金梅 律师

擅长领域:公司商事、知识产权、

争议解决

联系电话: 0592-6304275

所谓"公司人格混同",是指公司与公司之间法人人格特征高度一致的公司存在状态。司法实践中,与"公司人格混同"相关的纠纷经常体现在如下模式中:债权人A向债务人B公司要求履行义务时,同时诉请C公司对B公司的债务承担连带清偿责任,理由在于B公司与C公司之间构成"公司人格混同"。对此,拙文拟通过研究相关案例并尝试归纳"公司人格混同"认定的实务要点、谨供读者参考。

一、"公司人格混同"的法律依据

曾有观点认为,我国《公司法》第二十条第 三款"公司股东滥用公司法人独立地位和股东有 限责任, 逃避债务, 严重损害公司债权人利益的, 应当对公司债务承担连带责任"之规定不能直接 适用于"公司人格混同"情形, 究其原因在于: 从该条文规定的字面意思看,其仅适用于传统的 "揭开公司面纱"情形,即通过揭开公司面纱追 究公司背后股东个人的连带责任,换言之,仅追 究"股东"但未进一步追究该股东背后的其他公 司的责任。然而,现实中陆续出现了公司股东为 规避法定义务或者合同义务, 滥用其对若干公司 的支配权,利用多个关联公司之间的关联性肆意 进行利益转移,从而损害其中一个或者若干个公 司的利益以达到其作为控制股东在公司集团的利 益最大化之目的,该情形极大损害了债权人的利 益。因此,否认公司之间的各自独立地位,责令 其对其他公司发生的债务承担责任的问题日益凸 显。

在没有具体法律规则明确对公司之间的人格 混同情形进行约束时,审判实践中不少法官曾依 据《民法通则》第4条的诚实信用原则处理相关 纠纷, 其逻辑基础主要如下: 第一, 在法律没有 具体规则对某种不法行为进行约束时,法官可以 依据相关法律原则作出判断,而诚实信用原则作 为我国民商法的基本原则具有强行性、补充性、 解释性的功能特性;第二,滥用法人人格制度、 减少公司的财产责任可能导致公司的善意债权人 利益受损,本质上就是违反诚实信用原则的行为。 然而,随着司法实践的发展,在"公司人格混同" 认定中越来越多法官直接引用公司法第二十条的 规定。例如,最高人民法院发布的第四批指导案 例15号(即徐工集团工程机械股份有限公司诉成 都川交工贸有限责任公司等买卖合同纠纷案), 该案对人格混同的关联公司损害债权人利益的情

形扩展适用了法人人格否认制度,即直接适用了 公司法第二十条第三款之规定。

二、"公司人格混同"的认定标准

根据《公司法》第二十条的规定,适用法人 人格否认必须满足三个要件:第一,主体要件— 一只有公司的债权人能够提起法人人格否认之诉; 第二,行为要件——须有股东实施滥用公司法人 独立地位和股东有限责任的行为;第三,结果要 件——股东滥用权利的行为严重损害了公司债权 人的合法权益。相应地,对人格混同的关联企业 适用法人人格否认也应当遵循这几个要件。

一般认为, "公司人格混同"主要表现为以

下三种形式:组织机构混同、经营业务混同和财 务混同。根据笔者搜集的案例,审判实践中法官 对于公司人格混同的认定一般会结合以下细节进 行判断: (一)关于组织机构混同。主要考察公 司人员方面的构成情况,如法定代表人、股东、 经理、财务负责人、出纳会计等人员是否重合, 或者公司是否存在被同一人实际控制等情形; (二) 关于经营业务混同。侧重于考察数个公司 的经营范围是否重合、交叉。值得注意的是,有 的法院认为除了关注公司的经营范围外,还需结 合个案中具体涉及的交易标的综合考虑。例如, 在(2015)浙商外终字第23号判决中,二审法院 并非仅从涉案数家公司营业执照上所载的营业范 围直接判定经营业务是否混同,而是重点考察本 案的特定交易(如具体买卖的东西)是否会造成 相对方对于交易主体、交易内容等发生混淆。三) 关于财务混同。一般地,为证明财务混同需当事 人提供充分的证据证明公司的财务账册混同,或 者公司间的资金转移频繁、任意,或者公司间存 在不当资产转移、财产界限不明确等情形。值得 注意的是, 认定财务是否混同, 并不是看公司之

间财务帐目是否混乱, 而是看这些财务帐目和混

乱情况是否足以引起关联公司的财务混同、各公司财务是否丧失独立性。除了上述组织机构、业务以及财务等方面的考察外,亦有法院进一步考量其他因素,譬如:公司是否存在同一地点前后或同时经营情况,公司对外宣传、招聘信息是否混同(如共用销售手册、协议模板)等。

三、相关案例及裁判要旨

1、徐工集团工程机械股份有限公司诉成都 川交工贸有限责任公司等买卖合同纠纷案【最高 人民法院指导案例15号、(2011) 苏商终字第 0107号】

裁判要旨:本案中,法院认定构成"公司人 格混同"的依据主要如下:一是三个公司人员混 同。三个公司的经理、财务负责人、出纳会计、 工商手续经办人均相同,其他管理人员亦存在交 叉任职的情形, 川交工贸公司的人事任免存在由 川交机械公司决定的情形。二是三个公司业务混 同。三个公司实际经营中均涉及工程机械相关业 务,经销过程中存在共用销售手册、经销协议的 情形; 对外进行宣传时信息混同。三是三个公司 财务混同。三个公司使用共同账户, 以王永礼的 签字作为具体用款依据,对其中的资金及支配无 法证明已作区分; 三个公司与徐工机械公司之间 的债权债务、业绩、账务及返利均计算在川交工 贸公司名下。因此, 三个公司之间表征人格的因 素(人员、业务、财务等)高度混同,导致各自 财产无法区分,已丧失独立人格,构成人格混同。

2、中国信达资产管理公司成都办事处与四 川泰来装饰工程有限公司、四川泰来房屋开发有 限公司、四川泰来娱乐有限责任公司借款担保合 同纠纷案【最高人民法院(2008)民二终字第5 5号民事判决书】

裁判要旨: 法院认为,案涉三家公司股权关系交叉,为关联公司,实际均为沈氏公司出资设

立,沈华源作为公司的董事长,同时身兼三公司的法定代表人,其利用对三公司的控制权,无视各公司的独立人格,随意处置、混淆各个公司的财产及债权债务关系;此外,三家公司还存在同一地址办公、联系电话相同、财务管理人员在一段时期内相同的情况。以上事实表明,该三家公司法人表面上虽然彼此独立,但实质上构成人格混同,因此损害债权人合法权益的,该多个公司法人应承担连带清偿责任。

3、朱孔文与临沂市昆和物资有限公司买卖 合同纠纷一案再审民事裁定书【最高人民法院 (2016)最高法民申3168号】

裁判要旨:最高人民法院认为,在公司人员方面,案涉两公司在具体员工范围上并不完全重合,只是存在交叉,但存在被同一人实际控制情形;在公司业务方面,两公司涉及的业务范围均包括钢材买卖,但除此之外仍有各自不同的经营范围,存在一定差别;在公司财产方面,朱孔文未能提供充足证据证实两公司之间账务财簿混同、资金转移频繁任意。因此,二审法院认为两公司存在一定的关联关系,尚不足以导致两公司人格混同并无不当。

四、结语

公司法人人格独立是公司法的一项基本原则。一般情况下,公司具有独立法人人格,以自身的财产对外承担责任,公司股东或者其他主体无需为公司的对外债务承担清偿责任。鉴于法人人格独立构成了现代公司制度的基石,而人格否认属于公司法的例外,因此审判实践中对否定公司独立人格的主张往往更为慎重,相应地在证据方面、适用条件上更加严格,应予以关注。

国有企业二级市场投资相关问题探析

——基于厦门市国有企业视角



◆李金招 合伙人、律师

擅长领域: 私募股权与投资基金、资本市场与金融、并购重组、TMT行业法律服务 联系电话: 0592-6304575



◇ 陈乙捷 律师

擅长领域: 私募股权与投资基金、 公司商事、并购重组、资本市场与

金融

联系方式: 0592-6304515

引言:国有企业作为经济功能和政治功能的混合体,兼具追逐利润的企业属性及服务社会的公共属性。国有企业基于其逐利的企业属性,通过二级市场进行投资无可厚非。但国有企业的投资行为又应同时受到国有资产监管机构的监督管理。本文从厦门市的国有企业视角出发,探析在国资机构监管下,国有企业投资二级市场的可能性及实操方案。

一、国有企业是否可以进行二级市场投资?

(一) 法律规定

目前,涉及国有企业进行二级市场投资问题的法律包括《中华人民共和国证券法》(以下简称《证券法》)和《中华人民共和国企业国有资产法》(以下简称《国有资产法》)。

《国有资产法》第54条第3款规定: "(国有企业)转让上市交易的股份依照《中华人民共和国证券法》的规定进行"。除此之外,《国有资产法》没有其他对国有企业进行二级市场的相关规定。与此相反,《证券法》2005年修订草案说明会上,全国人大财政经济委员会认为"国有

企业和国有资产控股的企业是否允许买卖股票问题应当由国有资产监督管理的有关法律和法规规定。"因此,2005年修订后的《证券法》第83条规定: "国有企业和国有资产控股的企业买卖上市交易的股票,必须遵守国家有关规定"。

如上所述,《国有资产法》未明确国有企业 能否进行二级市场投资,而全国人大财经委认为 国有企业能否买卖股票不属于《证券法》规制的 范围,应当交由国有资产监督管理的有关法律和 法规规制。但《国有资产法》、《证券法》及全 国人大财经委均未提出禁止性规定。

(二) 部门规章及相关规范

2007年6月,国务院国资委和证监会密集发布了《国有单位受让上市公司股份管理暂行规定》(以下简称《受让规定》)、《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》(以下简称《转让办法》)和《上市公司国有股东标识管理暂行办法》三个文件,对国有企业在二级市场买卖上市公司股份的行为及程序提出规范化要求。三个文件均未禁止国有企业买卖上市公司股份,反而在程序上为国有企业提供购买上市公司股份的合法渠道。

(三)厦门市相关地方性规范性文件

2007年7月,厦门市国资委出台了《厦门市属国有企业投资监督管理暂行办法》,明令禁止国有企业从事炒作股票等高风险投资活动。同年年底,厦门市国资委发布《关于进一步加强市属国有企业风险管理的通知》,规定: "除国家另有规定和企业长期发展战略的需要外,一律禁止企业从事任何形式的高风险业务,如炒作股票、炒作期货、购买基金、擅自为非国有企业及个人

提供担保、委托理财、其他高风险业务等。"

《厦门市市属国有企业投资监督管理暂行办 法》历经2010年及2013年两轮修订后,2013年版 的《厦门市市属国有企业投资监督管理办法》 (以下简称2013年《厦门国企投资监管办法》)。 该办法对国有企业投资股票的表述为: "禁止企 业炒作黄金、外汇、房地产以及进入二级市场炒 作股票、债券、基金等。"与暂行办法相比, 2013年《厦门国企投资监管办法》增加了对炒作 债券及基金的禁止性规定。2013年8月,厦门市 国资委就2013年《厦门国企投资监管办法》进行 了补充规定,将"炒作行为"进一步界定为: "为赚取差价为目的进行的买卖行为",该定义 的边界非常模糊,即使在长期价值投资的理念之 下,仍然可能被认为存在赚取差价的目的。故多 数国有企业投资上市公司股份的行为很有可能被 列入"炒作行为"的概念之下,存在违反厦门国 资委上述文件规定的风险。但该补充规定同时也 列明了不视为炒作行为的三种例外情况(见表 -) .

《厦门市市属国有企业投资监督管理办法》

买卖下属控股上市公司股票

参与上市公司定增

不视为炒作行为的 三种例外情况

持股比例达到5%以上但未 控股,经适当程序(《受让 规定》及《转让办法》所规 定的程序)买入股票

表一

嗣后,在2017年12月,厦门市国资委再次对 《厦门市市属国有企业投资监督管理办法》进行 了修订(以下简称为2017年《厦门国企投资监管 办法》)。2017年《厦门国企投资监管办法》为 国企投资设置了负面清单,对于列入负面清单禁 止类的投资项目,所出资企业及子企业一律不得 投资,并将国有企业投资二级市场股票等行为列 入了附件《厦门市市属国有企业投资项目负面清 单》的"禁止类"类别,其表述为: "与企业发 展战略规划和经营业务无关且属于高风险领域的 股票、基金、黄金、外汇以及投机性期货交易等 的投资项目(根据国家证券主管部门规定,依法 可从事前述业务的除外)"。与2013年版的"禁 止炒作"相比,2017版本直接表述为"禁止投 资",减少了争议的可能,但也为"与企业发展 战略规划和经营业务有关"以及符合证券主管部 门规定的二级市场投资行为留下了空间。同时, 《厦门市市属国有企业投资项目负面清单》将 "符合企业发展战略规划的新兴产业投资平台公

《厦门市市属国有企业投资项目负面清单》将 "符合企业发展战略规划的新兴产业投资平台公司、创业投资平台公司、基金公司和金融企业累计对外投资(含当次拟新增的投资)不超过其净资产的投资项目。"自"一般监管类"中予以排除,可以看出厦门国资委对该类投资持鼓励的态度。

综上所述,法律、行政法规、部门规章都未禁止国有企业投资二级市场股票,但对国有企业进行二级市场股票投资作出了程序性规定。而厦门市相关规范性文件先是明文禁止国有企业"炒作"股票,而后又在其禁止性规定中为二级市场投资行为留下空间。

二、国有企业进行二级市场投资的程序?

在2017年《厦门国企投资监管办法》附件负 面清单中,排除了"根据国家证券主管部门规定, 依法可从事前述业务(股票、基金、黄金、外汇 以及投机性期货交易等)"的情形。而国务院国资委和证监会的《受让规定》、《转让办法》和《上市公司国有股东标识管理暂行办法》三个文件,对国有企业在二级市场买卖上市公司股份的行为及程序提出规范化要求。国有企业出于合规性考量,为了避免被国资委及证监机构处罚,在进行二级市场投资时,应当严格把控投资程序,争取获得国资委的认可(获得批准、备案通知等文件)。

结合国务院国资委和证监会的《受让规定》、《转让办法》和《上市公司国有股东标识管理暂行办法》及笔者在厦门市国资委的网站中查阅了相关的权责清单和工作指南,笔者针对厦门市市属国有企业投资二级市场股票流程整理如下:

(一) 受让

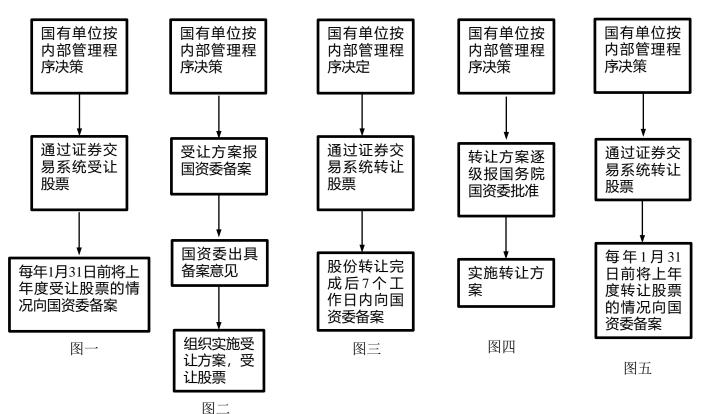
(1)在一个会计年度内通过证券交易所的证券交易系统累计净受让上市公司的股份(所受让的股份扣除所出让的股份余额)未达到上市公司总股本5%.(见图一)(对于地方国企,此处的"国资委"要求为"省级或省级以上国有资产

监督管理机构"。据了解,厦门市作为副省级计划单列市,厦门市人民政府国有资产监督管理委员会履行"省级或省级以上国有资产监督管理机构",接受厦门市市属国企的投资审批备案的职能)

(2)在一个会计年度内通过证券交易所的证券交易系统累计净受让上市公司的股份(所受让的股份扣除所出让的股份的余额)达到上市公司总股本5%。(见图二)

(二)转让

- (1)国有控股股东:该次转让不涉及上市公司控制权转移且转让股份数额符合《转让办法》相关要求的。(见图三)(对于地方国企,此处的"国资委"的定义同前述受让股票处的定义)
- (2)国有控股股东:该次转让出现涉及上市公司控制权转移,或者转让股份数额不符合《转让办法》要求的任一或全部情况的。(见图四)
- (3)国有参股股东:通过证券交易系统在 一个完整会计年度内累计净转让股份比例未达到



上市公司总股本5%。(见图五)(对于地方国 企,此处的"国资委"的定义同前述受让股票处 的定义)

(4)国有参股股东:通过证券交易系统在一个完整会计年度内累计净转让股份比例达到上市公司总股本5%。(见图六)



在上述受让、转让上市公司股份的备案/审批过程需向国资委提交的材料中,均出现了提交《可行性研究报告》的要求。在受让时,《可行性研究报告》要求说明受让股份是否利于加强主业、是否符合企业发展规划,并应说明受让股份的资金筹措。在转让时,《可行性研究报告》要求说明转让是否符合国家或本地区产业政策及国有经济布局和结构战略性调整方向,并应说明转让收入的使用计划。显然,《可行性研究报告》可成为企业向国资监管机构阐明相关投资是否属于"与企业发展战略规划和经营业务"的关键文件。

三、进一步探讨:国有企业可否通过资管产品间接投资二级市场股票?

对于国企能否通过资管产品间接进入二级市

场的问题,国家、中央层面的法律法规的规定较为模糊。下文将从两方面来研究此问题:其一,国有企业能否通过购买资管产品间接持股二级市场股票;其二,国有企业能否通过设立资产管理机构(如私募证券投资基金管理公司),管理基金并使用基金资产,通过配资、跟投的方式买卖二级市场股票。

(一)国有企业能否通过购买资管产品间接 持股二级市场股票的?

国家、中央的法律、法规对该问题没有直接的规定。从多个省市的地方规范性文件来看,多数省市均认为国有企业从事委托理财、期货投资和购买基金、债券等,在每次投资时都需要获得主管国有资产监督管理机构的批准。(见表二)

厦门市国资委2007年年底发布《关于进一步加强市属国有企业风险管理的通知》,规定"除国家另有规定和企业长期发展战略的需要外,一律禁止企业从事任何形式的高风险业务,如炒作股票、炒作期货、购买基金、擅自为非国有企业及个人提供担保、委托理财、其他高风险业务等。"而2017年《厦门国企投资监管办法》及其附件《厦门市市属国有企业投资项目负面清单》将"非主业、非控股和非境内的投资项目"列入了"一般监管类"清单中,应当经国资委的事先核准,即厦门市国资委对于主业非资管业务的所出资企业投资于资管产品,亦需要核准后实施。因此,主业非资管业务的国有企业通过购买资管产品间接持股二级市场股票,除非得到国资委核准,否则难以实施。

据了解,厦门国资委在其监管范围内仍尽量 保留国有企业在二级市场炒作股票的限制。对于 通过资管产品配资投资二级市场股票的,国资委 的态度在于考察实质上资金是否进入二级市场进 行炒作,如是则属于禁止范围。

	地区	条文摘录
1	北京市	市国资委对企业以下投资项目进行合规性审核: (五)金融类产品投资项目; (六)市国资委认为有必要进行审核的其他投资项目。审核后方能实施。
2	上海市	严格限制企业从事期货投资、股票投资和委托理财,适度控制企业购买债券和基金。企业的金融投资规模和比例应当与自身的权益和财务融资能力匹配。
3	广东省	未经省国资委同意,企业不得进行期货投资、委托理财等高风险业务。
4	广西壮 族自治 区	(一)企业用自有资金在二级市场进行股票、基金、债券、期货投资,确需投资的,必须经董事会(未设董事会的为总经理办公会)全体成员三分之二以上同意,并按国家规定规范运作;以下投资事项必须报国资委核准: (二)企业用自有资金在证券二级市场进行股票、基金、债券(国债除外)、期货等金融性投资项目;
5	湖北省	以下投资事项必须报省国资委审核: ·····企业用自有资金在证券二级市场进行股票、基金、债券(国债除外)、期货等金融性投资项目;
6	山东省	企业未经省国资委批准不得从事金融投资。投资类企业经批准从事证券、期货、委托理财及其他金融衍生品等高风险投资业务的,要按照 国家规定规范运作,适度控制规模,防范投资风险。
7	福建省	(一) 需报省政府国资委核准或审核的项目: 企业投向省外、境外、非主业、非控股、非经营性的投资项目,期货、 股票及基金等投资项目,拟从省级国有资本收益资金中申请安排资本 性支出的投资项目,所出资企业增加注册资本和新设子企业等,所出 资企业均应报送省政府国资委审核或核准。其中:企业投向省外、境 外的投资项目,省政府国资委审核后报省政府核准。
8	浙江省	非主业的金融投资超过一定投资额的,由国资委事先核准;无需事先核准的,实施后备案。
9	成都市	下列事项实行一般审批制: (一)严禁企业以财政预算拨款、银行贷款、职工资金和专项资金等各种非企业自有资金从事委托理财、期货投资以及购买股票、基金和债券; (二)企业用自有资金从事委托理财、期货投资以及购买股票、基金、债券,必须符合国家有关规定,建立完善的财务科目,明确转让条件及审批程序,严禁以个人名义进行上述行为;
10	海口市	金融投资金融投资包括证券投资、期货投资、外汇买卖、委托理财等投资。市国资委对企业计划内、外的金融投资项目实行核准制度。

 序号	地区	条文摘录
11	乐山市	企业下列投资项目应报市国资委核准后实施: (三)高风险投资项目(指用自有资金从事委托理财、期货投资和购买股票、 基金、债券等)。
12	南京市	企业不得以财政预算拨款、银行贷款、职工资金和专项资金等各种非自有资金从事委托理财、期货投资以及在二级市场上购买股票、基金和债券;确需用自有资金从事上述活动的,必须经董事会决策,并按国家规定规范运作。需报市国资委备案的项目:期货、股票、债券及基金等投资项目以及非银行金融企业代客理财; 列入市国资委核准或备案管理范围的投资,由市属企业负责事前申报,即在企业董事会对拟投资事项作出决议后,投资项目正式实施(进行实际投资,或签订具有法律约束力的合同、协议,或子公司召开股东会或董事会决策)前报市国资委。
13	南宁市	对监管企业下列投资项目实行核准管理: (七)企业从事证券、期货及其他金融衍生产品等高风险业务;
14	深圳市	不得从事高风险的投资活动(包括进行任何形式的委托理财,炒作股票、期货等)。直管企业及其所属企业原则上不得进行短期投资(专业证券投资机构除外); 直管企业及其所属企业的下列投资项目,不论投资额度多少,均由市国资委审批: (二)因市属国有经济布局调整和资本运作等特殊需要,在直管企业主导产业范围以外的投资项目; (五)市国资委认为有必要直接进行审批的其他投资项目。
15	苏州市	[非金融类投资限制]严格限制非金融类企业从事委托理财和炒作股票、期货等高风险投资活动,适度控制企业购买债券、基金、信托等金融产品。金融类企业(银行、信托、财务公司、金融租赁公司、信用社、担保公司、保险公司、金融控股公司、投资公司、证券公司等)及其上级国资公司的金融投资规模和比例应当与自身的权益和财务融资能力相匹配。
16	徐州市	需报市国资委备案的项目:期货、股票、债券及基金等投资项目以及非银行金融企业代客理财;
17	郑州市	市国资委对企业年度投资计划和重大投资项目审核的主要内容是:
18	浦东新区	【金融投资】企业未经核准不得从事证券投资、期货投资及其他金融衍生品等金融投资。

(二)国有企业能否通过设立私募证券基金 管理机构等资管机构,管理基金并使用基金资产, 通过配资、跟投的方式买卖二级市场股票?

首先,《受让规定》第3条规定: "国有独资或控股的专门从事证券业务的证券公司及基金管理公司受让上市公司股份按照相关规定办理。"《转让办法》第3条第2款规定: "国有独资或控股的专门从事证券业务的证券公司及基金管理公司转让所持有上市公司股份按照相关规定办理"。现行的《厦门国企投资监管办法》及其附件《厦门市市属国有企业投资项目负面清单》将"符合企业发展战略规划的新兴产业投资平台公司、创业投资平台公司、基金公司和金融企业累计对外投资(含当次拟新增的投资)不超过其净资产的投资项目。"自"一般监管类"中排除,对该类投资持鼓励的态度。

因此,国务院国资委的《受让规定》及《转让办法》均认为国有企业中"专门从事证券业务的证券公司及基金管理公司"无需按照《受让规定》及《转让办法》的规定,向国有资产监督管理机构备案/审批股票投资情况。而厦门国资委的《厦门国企投资监管办法》认为新兴产业投资平台公司、创业投资平台公司、基金公司和金融企业的投资不属于一般监管类投资项目,即无需事先审批。

对于此,笔者认为,国资委的考量可能在于:证券公司及基金公司作为金融机构,已经受到金融监管部门监督与管理,其设立、开业均已经按照金融监管部门的要求完成了相应的行政审批流程。证券公司及(证券投资)基金公司的主营业务即为买卖证券(包括股票),其在经营其主营业务的过程中如仍需要反复提请国有资产监督管理机构备案/审批,一方面属于重复设置行政审批事项,极大的增加了国有资产监督管理机构的工作量;另一方面基于备案/审批程序较长,与

证券投资机构的时效性要求难以匹配。《受让规定》及《转让办法》的条款对于国有独资或控股证券从业机构有其合理性,同时,为国有企业通过资管产品配资投资二级市场股票提供了可能性。在《厦门国企投资监管办法》定义的"非主业"投资需要报批的情况下,如国有企业作为基金管理人,募集基金并进行投资属于其主营业务,亦不需要依据该规定第19条向国资委报批。同时,《厦门市市属国有企业投资项目负面清单》对于"新兴产业投资平台公司、创业投资平台公司、基金公司和金融企业的投资"肯定性论断,认为基金公司、金融企业的投资不属于一般监管类项目,无需事先核准,进一步印证了前述观点。

其次,值得研究的问题是,对于《受让规定》及《转让办法》中表述的"专门从事证券业务的证券公司及基金管理公司"、《厦门市市属国有企业投资项目负面清单》中的"基金公司"的范围应当如何界定,尤其是对于(专门从事证券业务的)基金管理公司的界定问题。从一般意义上来看,"基金管理公司"多被理解为特指公募基金管理公司。但是否包括私募基金管理公司,则存在模糊性:

从法律层面上来看,现行《证券投资基金法》中定义的"基金管理公司"并非特指"公开募集基金的基金管理人"(公募基金管理人)。但是,从部门规章和国务院规范性文件来看,证监会《证券投资基金管理公司管理办法》中定义的"基金管理公司"则专指公募基金管理公司。因此,从法律、部门规章、国务院规范性文件均无法明确私募证券基金管理机构是否属于《受让规定》及《转让办法》"专门从事证券业务的证券公司及基金管理公司"而无需向国有资产监督管理机构备案/审批股票投资情况。

再次,从目前的实际执行情况来看,笔者调查了部分曾经发起设立过私募证券投资基金的国

有私募基金管理人,对于通过私募平台进行配资进入二级市场,国有资产监督管理机构的态度较为模糊。据了解,2017年初以前,厦门市未强制国有私募证券基金管理人遵循《受让规定》及《转让办法》进行审批/备案。而在2017年3月底基金业协会发布《私募基金登记备案相关问题解答(十三)》之后,"全牌照"的私募基金管理人分类公示系统(http://gs.amac.org.cn)查询发现,国有私募基金管理人几乎都选择了"私募股权、创业投资基金管理人"作为其机构类型,无法再发行私募证券投资基金。因此,3月份之后没有通过设立私募证券基金管理公司,依据《受让规定》及《转让办法》第三条的规定绕开国资审批的实践参考案例。

从整体政策背景来看,在"金融去杠杆"的基调下,金融监管部门连番发力加强监管。2016年发布的《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》(俗称"《新八条底线》")明确限制了资产管理计划(含私募证券投资基金)的杠杆倍数等安排。因此,通过设立证券投资基金管理机构,管理基金并使用基金资产,通过配资、跟投的方式买卖二级市场股票,已经被列入加强监管的范围。而近期召开的第五次全国金融工作会议更是喊出了"要把国有企业降杠杆作为重中之重"口号。虽然从上述论述无法得出国有

企业设立私募证券投资基金管理人的方式间接投资二级市场属于完全禁止或者需事前审批的结论,但是随着监管尺度趋于严格,实施时仍应当保持谨慎并和国资机构保持良好的沟通。尽管如此,国有企业通过设立私募证券投资基金管理人的方式间接投资二级市场,不失为一条潜在的投资途径。

四、结语

针对"国有企业投资二级市场股票"的问题, 国务院国资委已经通过《受让规定》及《转让办 法》赋予了程序性的规范。国有企业出于合规性 考量,为了避免被国资委及证监机构处罚,在买 卖股票投资二级市场时,应当严格把控投资程序, 争取获得国资委的认可(获得批准、备案通知等 文件)。

而对于国有企业通过私募证券基金、券商资管计划、信托等资管产品进入二级市场的情况, 笔者建议国有企业应当和当地国资部门事前沟通, 严格履行年度投资计划编制、年度报告、审批/ 备案程序后实施,以防范相应的风险。

同时,在保持合规谨慎运作并同国资机构保 持良好的沟通的前提下,国有企业通过设立私募 证券基金管理机构,管理基金并使用基金资产买 卖二级市场股票,也不失为一条潜在的投资途径。

深度观察 | 结构化基金参与上市公司 并购重组监管规则探析



◆李金招 合伙人、律师

擅长领域:私募股权与投资基金、资本市场与金融、并购重组、TMT行业法律服务 联系电话:0592-6304575



◇ 黄忠薇 律师助理

擅长领域: 私募股权与投资基金。 资本市场与金融、并购重组 联系方式: 0592-2956982

一、前言

上市公司通过并购基金收购标的资产或股权,是上市公司进行收购的一种重要方式。当上市公司确定拟收购的标的,但在收购过程中因标的不够成熟、股东不愿意接受股份对价、跨境并购中汇率风险、交易中的谈判风险等因素,上市公司直接进行并购交易有一定困难。此时上市公司可以通过引入并购基金,由并购基金先行收购目标企业资产或股权,通过对目标企业进行整合、培育及运营,待目标企业经营改善之后,再通过并入上市公司、IPO、整体出售、等途径实现退出。

为便于募集社会资金或金融机构资金,多数 的并购基金中均存在结构化安排。并购基金可以 采取合伙制、公司制和契约制等组织形式的安排。 因合伙制的并购基金具有分配机制自由、治理结 构合理、税收便利等优势,参与上市公司并购重 组时多数采用有限合伙制的组织形式。合伙制的结构化并购基金一般是将有限合伙企业中有限合伙人分为不同的层级,优先级LP优先自合伙企业收入中回收其全部出资本金权利及获得预期收益回报,劣后级LP在优先级合伙人回收其出资本金及预期收益后方可自合伙企业收入中回收其出资本金并享受剩余收益。优先级份额与劣后级份额的比例越高,杠杆效应就越明显。结构化安排是利用高杠杆,由劣后级LP承担大部分投资风险的一种形式。当劣后级LP直目利用杠杆结构而自身偿债能力不足时,会对并购基金的结构稳定性以及上市公司的股权稳定性造成影响。

结构化并购基金参与到上市公司交易中已有 许多成功案例。其中,嘉林药业借壳天山纺织、 旋极信息发行股份并购泰豪智能两个上市公司并 购重组案例,标的公司中均存在结构化安排并购 基金的作为股东的情形。与此同时,亦存在上市 公司并购重组过程中拆除或调整结构化安排的案 例,如高新兴、ST建峰、新潮能源等上市公司在 并购交易过会前均拆除或者调整了并购基金的结 构化安排。由此可见,目前对结构化基金参与上 市公司并购重组的监管规则尚不明晰。本文试从 相关案例探析证监会对结构化并购基金参与上市 公司并购重组的监管规则及趋势。

二、相关案例

笔者通过对近两年来结构化并购基金参与上市公司并购重组的案例进行检索,重点关注证监会对该类交易的反馈信息,并将检索的案例梳理如下:

1、高新兴(300098)

交易类型:发行股份及支付现金购买资产

并购基金: 凯腾投资。交易前凯腾投资持有标的74.07%股权,交易后凯腾投资持有上市公司的股权比例为 3.36%。基金结构如下:

2、ST建峰(000950)

交易类型: 重大资产出售及发行股份购买资产并购基金: 重庆新兴医药基金。重庆新兴医药基金的实际控制人为重庆市国资委。交易前重庆新兴医药基金持有标的资产6.22%股权,交易后重庆新兴医药基金持有上市公司的股权比例为4.21%。

结构化安排:有限合伙人分为A类、B类两类, 其中工银瑞信投资管理有限公司、深圳平安大华 汇通财富管理有限公司与万向信托有限公司为

序号	合伙人名 称/姓名	合伙人性质	合伙人类别	认缴出资额 (万元)	实缴出资额 (万元)	实缴出资比例 (%)
1	凯利易方	普通合伙人	_	1.00	1.00	00.0017
2	昌都高腾	有限合伙人	优先级有限合伙人	40, 000. 00	40,000.00	66. 6245
3	韩利庆	有限合伙人	劣后级有限合伙人	24, 999. 00	20, 037. 00	33. 3739
		合计		65, 000. 00	60, 038. 00	100.00

结构化安排: 劣后级LP韩利庆对凯腾投资未能按时足额向昌都高腾分配约定收益及本金未能足额清偿的差额部分承担补足义务。优先级LP昌都高腾有权要求韩利庆按约定的价格回购其持有凯腾投资的出资份额。

反馈意见: 2017年5月19日,证监会提出第一次反馈意见。针对结构化的反馈意见包括:

(1)结构化安排的背景及合理性; (2)协议安排, 凯腾投资权属是否清晰; (3)韩利庆主要资产情况, 其业绩承诺兜底、差额补偿承诺实现可能性。

反馈回复:2017年6月,并购基金各合伙人一致同意终止差额补偿、回购等影响并购基金投资结构稳定性条款。各合伙人仅在收益分配、亏损分担的顺序上存在差异。

过会时间: 2017年7月31日, 高新兴向凯腾 投资发行股份购买资产并募集配套资金获得证监 会核准批复。 优先级LP(A类有限合伙人),重庆战略性新兴产业股权投资基金合伙企业(有限合伙)为次级LP(B类有限合伙人),杠杆倍数(即优先级份额/劣后级份额)约为2.44倍。

反馈意见: 2017年1月22日,证监会提出第一次反馈意见。针对结构化安排的反馈意见包括: (1)结构化安排合理性; (2)结构化安排与上市公司及其董监高是否存在关联关系或资金往来; (3)资金来源。

反馈回复:2017年3月,并购基金各合伙人签订《财产份额收购协议》,优先级LP将其在重庆医药的财产份额全部转让给劣后级LP。转让后重庆新兴医药基金不存在结构化安排。

过会时间: 2017年5月24日ST建峰发行股份购买资产获得证监会有条件审核通过; 2017年7月24日,获得证监会核准批复。

3、新潮能源600777

交易类型:发行股份及支付现金购买资产并 募集配套资金暨关联交易

并购基金: 鼎亮汇通

结构化安排:并购基金鼎亮汇通成立于2014年11月7日,合伙人共计13名。普通合伙人(GP)为国金聚富,有限合伙人(LP)为国金阳光、中金君合、东营汇广、国华人寿、东珺惠尊、中金通合、东营广泽、宁波吉彤、烟台慧海、烟成东创、东珺金皓、上海经鲍。

其中,国金阳光、东营汇广、东珺惠尊、东 营广泽、宁波吉彤、上海经鲍的有限合伙人之间 约定了分级收益的结构化安排。

交易方式:交易方式比较特殊,上市公司并 非收购并购基金持有的标的公司,而是发行股份 收购各合伙人持有的并购基金,即上市公司交易 对手为并购基金的13名合伙人。

反馈意见: 2016年7月29日,证监会提出第一次反馈意见: (1)结构化产品相关安排的具体内容; (2)结构化产品对有限合伙企业出资份额及标的资产出资份额稳定性的影响; (3)结构化产品与上市公司控股股东、实际控制人之间是否存在关联关系或资金往来。第二次反馈意见: (1)结构化产品的存续期间、优先级及劣后级出资人的控制关系、出资比例等情况; (2)上市公司控股股东(或大股东)、董监高等关联方是否参与结构化产品或提供资金。

反馈回复:第一次反馈之后,涉及分级的各方主体已经签署了信托计划合同、基金合同和资管计划合同的补充协议/合同,对原协议中存在的结构化安排进行了调整。补充协议/合同删除了原合同中约定的结构化安排条款或/及明确各委托人同时按照认购出资比例享有权益或/及明确每份份额享有同等的分配权。

拆除结构化之后,证监会第二次反馈仍然问 询了结构化安排相关问题,问题侧重点变为上市 公司控股股东(或大股东)及董监高与并购基金 是否存在关联关系、利益输送等内幕交易。 本案例上市公司直接发行股份收购并购基金份额,并购基金的合伙人直接成为上市公司股东。通过证监会的两次反馈,表明目前监管非常重视并购基金的结构化安排问题。

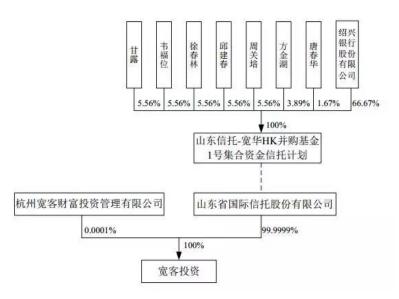
2017年4月19日,新潮能源发行股份购买资产并募集配套资金事项获得有条件通过。2017年6月19日,新潮能源交易获得证监会核准批复。

4、众合科技(000925)

交易类型:发行股份购买资产并募集配套资 金

并购基金: 宽客投资。交易前宽客投资持有标的苏州科环23%股权,交易后宽客投资持有上市公司的股权比例为2.48%。

申报时宽客投资股权结构图:



山东信托-宽华 KH 并购基金 1 号集合资金 信托计划存在结构化安排。绍兴银行股份有限公 司为优先级合伙人,其余7名自然人为劣后级合 伙人。

备注: "杭州宽客财富投资管理有限公司" 正在申请工商名称变更,变更完成后名称为"宽 华投资集团有限公司"。

反馈意见: 2016年7月1日,证监会提出第一次反馈意见: (1)宽客投资的信托产品涉及劣后级委托人,该安排合规性,对有限合伙出资

额及标的股权的影响; (2) 内部权利义务, 交易后行使上市公司股东权利的安排; (3) 是否存在关联交易、资金往来。

反馈回复: 2016 年 12 月,山东省国际信托股份有限公司与杭州宽华尚享投资合伙企业(有限合伙)签订财产份额转让协议书,山东省国际信托股份有限公司将其在宽客投资的财产份额全部转让给杭州宽华尚享投资合伙企业(有限合伙)。委托人变更后宽客投资不涉及结构化安排。

过会时间:2017年1月11日,众合科技发行股份购买资产并募集配套资金事项获得有条件通过。2017年3月9日,众合科技交易获得证监会核准批复。

5、华联股份(000882)

交易类型:发行股份购买资产并募集配套资 金暨关联交易

并购基金:上海镕尚。交易前上海镕尚持有标的资产山西华联99.69%股权,持有标的资产海融兴达80.91%股权;交易后上海镕尚持有上市公司股权比例为9.36%。

结构化安排: GP: 上海宥德; 优先级LP: 北银丰业; 中间级: 中信夹层; 劣后级LP: 世纪国光。

反馈意见: 2016年6月2日,证监会提出第一次反馈意见: (1)上海镕尚以结构化安排通过增资标的资产换取上市公司股份是否符合我会相关规定; (2)补充披露合伙企业基本情况。

反馈回复: 2016年10月31日, 北银丰业与上海镕尚、上海宥德签署退伙协议, 约定上海镕尚向北银丰业返还北银丰业所缴纳的全部有限合伙人出资额, 北银丰业从上海镕尚退伙; 同时, 中信夹层及世纪国光分别向上海镕尚增资人民币15,094.35万元和人民币1,850.2473万元。2016年10月31日, 上海镕尚全体合伙人上海宥德、中

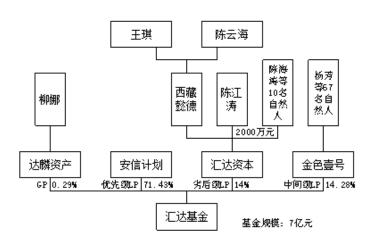
信夹层和世纪国光签署新的合伙协议,取消原合 伙协议中关于获取收益和承担损失的分级安排, 中信夹层和世纪国光作为有限合伙人按其各自对 上海镕尚的实缴出资比例进行收益分配,按其各 自对上海镕尚的认缴出资比例分担亏损。

6、旋极信息(300324)

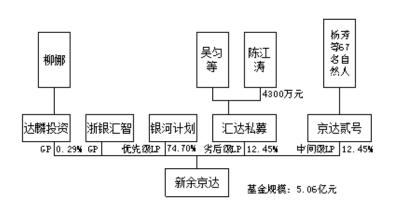
交易类型:发行股份购买资产并募集配套资 金暨关联交易

并购基金: 汇达基金、新余京达。交易前汇 达基金持有标的资产泰豪智能21.68%股权,交易 后汇达基金持有上市公司股权比例为1.82%。交 易前新余京达持有标的资产泰豪智能22.76%股权, 交易后新余京达持有上市公司股权比例为1.91%。 结构化安排:

(1) 汇达基金



(2) 新余京达:



备注:陈江涛为上市公司的实际控制人,本次重组发行前持有上市公司股权比例为39.03%。陈江涛出资2000万元,通过持有汇达基金LP之一的汇达资本20.41%的份额间接持有汇达基金2.86%的份额;出资4300万元,通过持有新余京达LP之一汇达私募68.25%的份额间接持有新余京达8.50%的份额。陈江涛以6300万元的自有资金,撬动了超过12亿元的资金。

汇达基金和新余京达的投资决策委员会由5名委员组成,其中1名由GP委派,1名由优先级LP 委派,优先级LP委派委员享有一票否决权,2名 委员由中间级LP委派,1名委员由劣后级LP委派。

陈江涛对优先级LP、中间级LP提供差额补足 义务,并向优先级LP和中间级LP作出担保。不利 情况发生时,陈江涛应提前回购优先级LP、中间 级LP所持的有限合伙企业的份额。

反馈意见: 2016年4月7日,证监会提出第一次反馈意见: (1)合伙协议内容,各方权利义务; (2)陈江涛对并购基金的资金来源,承担补偿责任的能力; (3)陈江涛与汇达基金以及新余京达是否构成一致行动人; (4)锁定期安排; (5)结构化安排对上市公司股权结构的影响。

反馈回复: (1) 交易背景: 上市公司为弥补收购标的资产泰豪智能在支付时间进度和资金缺口上的不足,通过引入汇达基金和新余京达以现金形式认购标的资产的部分股份,以缓解上市公司支付现金的压力。

- (2)一致行动人:并购基金重大经营决策由各自的投资委员会一致同意作出。陈江涛参股两家基金的劣后级 LP,并且作为该两家劣后级 LP 委派的投资委员会成员参与重大决策,陈江涛与两家基金形成关联关系,构成一致行动人,合计持有上市公司 42.53%的股份。
 - (3) 结构化安排影响: 陈江涛具备回购其

他LP份额的能力,提前回购的安排不会导致上市公司实际控制人发生变化。

(4) 陈江涛为优先级LP安信计划提供担保, 质押的股票占公司现有总股本的1.73%,不会导 致实际控制人变更。

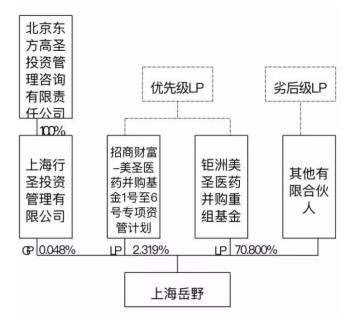
过会时间: 2016年7月27日,旋极信息向泰 豪智能发行股份购买资产并募集配套资金事项获 得有条件通过。2016年9月27日,旋极信息交易 获得证监会核准批复。

7、嘉林药业借壳天山纺织(000812, 现已 更名: 德展健康)

交易类型: 借壳上市

并购基金:上海岳野。交易前上海岳野持有 嘉林药业30.25%的股权。

上海岳野股权结构



结构化安排:招商财富资产管理有限公司和 钜洲资产管理(上海)有限公司为上海岳野的优 先级合伙人,即其享有优先自合伙企业收入中回 收其全部出资本金权利。其他有限合伙人为次级 合伙人,即其在优先级合伙人回收其出资本金后 方可自合伙企业收入中回收其出资本金的合伙人。 其中,钜洲资产管理(上海)有限公司为上海岳 野在交易过程中新增的优先级有限合伙人。公司 认为,在招商财富-美圣医药并购基金 7 号至 8 号专项资产管理计划由于A股资本市场大幅下跌募集失败的情况下,上海岳野新增优先级有限合伙人钜洲资产管理(上海)有限公司有利于解决上海岳野收购嘉林药业股权及合伙企业发生各项费用的资金缺口,有利于快速推进上市公司本次重组;上海岳野新增优先级有限合伙人经全体合伙人一致同意,且不涉及上海岳野原各合伙人退出、转让合伙企业实际出资份额的情况,不会对本次交易造成重大不利影响。

收益分配安排:返还优先级有限合伙人出资——返还次级有限合伙人出资——返还普通合伙人出资——分配收益(合伙企业年均收益率R)。

备注: 无差额补足及回购等协议。

反馈意见: 2016年4月29日,证监会提出第一次反馈意见: 上海岳野及其合伙人的结构化安排情况。

反馈回复:上海岳野的结构化安排仅对上海岳野不同类别的合伙人之间在亏损承担和收益分配顺序上产生影响,不会对交易完成后上市公司股权和控制权的稳定性造成重大不利影响。

过会时间:2016年7月29日,嘉林药业借壳 天山纺织获得证监会核准批复。

8、金城医药 300233

交易类型: 非公开发行

并购基金: 锦圣基金。交易后锦圣基金持有 上市公司的股权比例为25.05%。

结构化安排:

申报时锦圣基金结构化安排如下:

其中,劣后级LP金城实业为上市公司金城医 药的控股股东。

反馈问题: 2016年3月30日,证监会提出第一次反馈意见,问及锦圣基金及其合伙人结构化安排情况。2016年5月13日,证监会提出第二次反馈意见:

(1) 合伙企业存续期间、内部权利义务安排; (2) 上市公司控股股东金城实业对合伙企业的责任承担方式及履约能力,对上市公司控制权影响; (3) 锦圣基金承诺不谋求上市公司控股权并放弃部分表决权的相关安排; (4) 金城实业不参与业绩补偿合规性。

反馈回复:

- (1) 东方高圣为锦圣基金的GP, 执行合伙 事务, 对锦圣基金具有控制权, 所以结构化设计 对锦圣基金内部控制权稳定不具有重大影响, 对 未来上市公司股权稳定性影响有限;
- (2) 锦圣基金仅为财务投资人,不会谋求 对上市公司的控制及推荐董监高,不会以增持等 方式谋求对上市公司的控制,锁定期届满后,处 置上市公司股份行为不会导致上市公司控制权变 更:
- (3)上市公司董监高未通过结构化产品或 安排认购金城医药股份。
- 二次反馈后,上市公司控股股东金城实业本 次将其持有的锦圣基金份额全部转让,金城实业 不再是锦圣基金的合伙人。

绵圣基金优先级合伙人及次级合伙人划分

	类别	合伙人		
优先级合伙人		招商财富		
次級合伙人	普通合伙人	东方高圣		
	其他有限合伙人	金城实业、德融资本、上海祥佑、上海盟敬		

金城实业财产转让后锦圣基金的结构化安排如下:

基金专户及基金子公司产品、信托计划、理财产

优先级合伙人		招商财富		
次级合伙人	普通合伙人	东方高圣		
	其他有限合伙人	德融资本、上海祥佑、上海盟敬		

上市公司控股股东金城实业退出合伙企业之后,锦圣基金仍保留结构化安排的并购基金。金城医药向锦圣基金购买相关资产事项于2016年12月29日获得证监会核准通过。

在调整结构化安排过程中,上市公司控股股东退出合伙企业,不再担任锦圣基金的劣后级LP,其余与上市公司不存在关联关系的合伙人的结构化安排没有调整,表明目前监管对于结构化基金参与上市公司交易并非严格禁止,但对上市公司作为并购基金劣后级LP的结构化安排较为敏感。

三、总结

在《上市公司重大资产重组管理办法(2016 修订)》、《国务院关于促进企业兼并重组的意 见》、《国务院关于进一步优化企业兼并重组市 场环境的意见》等法律法规中,均鼓励依法设立 的并购基金参与上市公司并购重组。

2017年9月22日,证监会发布了《证监会进一步完善并购重组信息披露规则》。该规则中规定,为防范"杠杆融资"可能引发的相关风险,对合伙企业作为交易对方时的信息披露要求做了进一步细化:交易对方为合伙企业的,应当穿透披露至最终出资人,同时还应披露合伙人、最终出资人与参与本次交易的其他有关主体的关联关系;交易完成后合伙企业成为上市公司第一大股东或持股5%以上股东的,还应当披露最终出资人的资金来源,合伙企业利润分配、亏损负担及合伙事务执行的有关协议安排,本次交易停牌前六个月内及停牌期间合伙人入伙、退伙等变动情况;交易对方为契约型私募基金、券商资产管理计划、

品、保险资管计划、专为本次交易设立的公司等, 比照对合伙企业的上述要求进行披露。

在"强监管与金融去杠杆"的背景下,监管部门为防范"杠杆融资"可能引发的相关风险,强化了结构化并购基金的信息披露要求。从证监会的反馈意见来看,证监会对并购基金结构化的具体情况(协议安排、各方的权利义务等),资金来源,关联关系以及对上市公司股权稳定性的影响重点关注。

- 1、案例总体情况(详见后表)
- 2、案例分析

就过会数量而言,多数的结构化并购基金在 过会前拆除了结构化安排或进行调整,原封不动 保留结构化安排并成功过会的案例为少数。

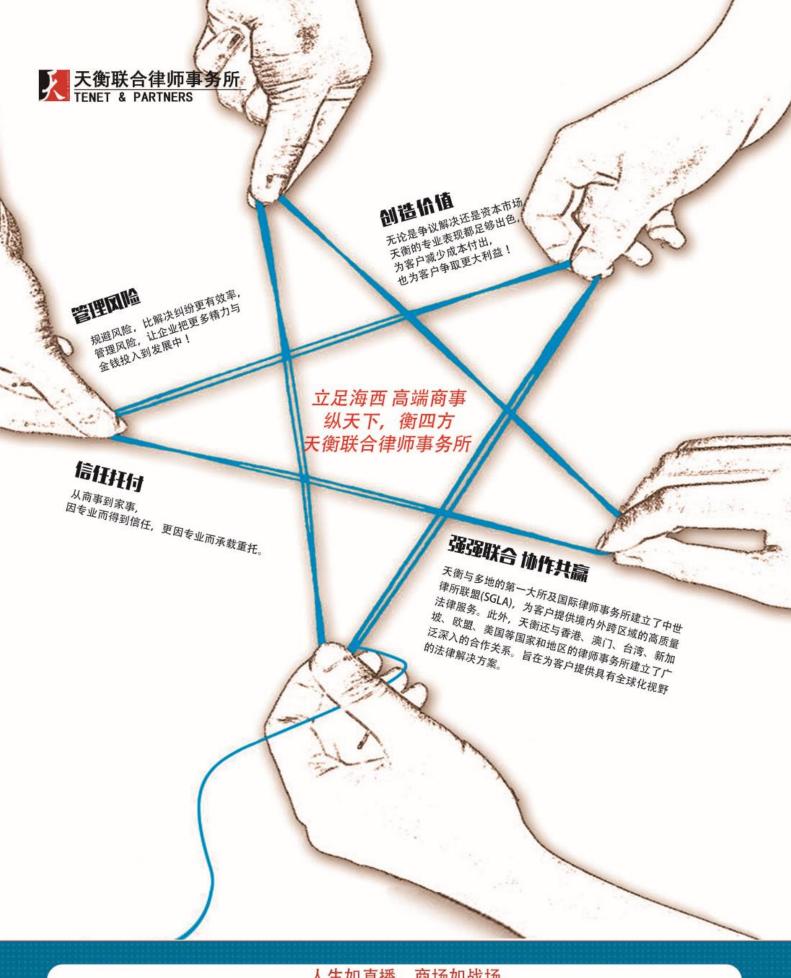
就反馈时间而言,保留结构化安排过会的案例多集中在2016年,近期反馈的案例中均拆除或者调整了结构化,说明证监会对结构化并购基金的监管力度趋严,这与金融去杆杠的整体背景不无关系。尤其对于存在保本安排的结构化并购基金更为严格。在"高新兴"的案例中,参与重组的并购基金并未完全拆除结构化安排,而是终止差额补足协议、回购协议等会影响并购基金投资结构稳定性的条款,各合伙人之间在收益分配、亏损分担的顺序上仍然存在差异。这表明目前监管对存在保本安排的结构化并购基金更为严格,基本上不允许存在。

当然,也有特殊情况。例如,旋极信息的案例便是存此。其存在保本安排却顺利过会。究其原因,这与陈江涛持有上市公司股权比例高、质押的股票占总股本较小等因素不无关系。总之,

差额补足与回购协议对并购基金投资结构稳定性与上市公司股权稳定性有一定影响,在进行并购基金 结构化设计时,应慎重考虑签订差额补足与回购协议,如果必须安排,则应当有充分的证据可以论证 差额补足及回购的安排不会对股权稳定性造成重大影响。

反馈时 间	交易前持 有标的股 比	交易后持有 上市公司股 比	上市公司股 东参与认购 并购基金	保本安排	结果
20170519	74.07%	3.36%	无	有	终止差额补偿、 回购等条款,保 留合伙人在收益 分配、亏损分担 的顺序上的差异
20170122	6.22%	4.21%	无	无	拆除结构化
20160729	-	1-	无	无	拆除结构化
20160701	23%	2.48%	无	无	拆除结构化
20160602	80%以上	9.36%	无	无	拆除结构化
20160407	合计 44.44%	合计 3.73%	上市公司实 际控制人参 与设立	有	获得通过
20160429	30.25%	-		无	获得通过
20160330 20160513	-	25.05%	上市公司控 股股东参与 设立	无	上市公司控股股 东退出合伙企 业,并购基金保 留结构化安排

案例总体情况表



人生如直播,商场如战场,与最专业的伙伴同行,降低试错成本,这世界没有"如果",选择比努力重要!

天衡, 与你同行, 值得托付!