

瀚一律師事務所

HAN YI LAW OFFICES

SUITE 1801, TOWER I, HUAYI PLAZA
2020 WEST ZHONGSHAN ROAD, SHANGHAI 200235, CHINA
TELEPHONE: (86-21) 6083-9800
www.hanyilaw.com

Memorandum to: Our Clients and Friends

并购交易中值得关注的几个反垄断合规问题浅析

随着市场经济的发展，出于战略整合、市场拓展等目的，大型企业间并购交易增长迅速、交易规模不断刷新记录，财务投资者参与的并购交易也非常活跃。因大型并购交易往往会触发经营者集中申报（又称“反垄断申报”）义务，¹进而可能对交易的确定性、交易时间、成本等产生重大影响，并购交易主体越来越重视与之相关的反垄断合规风险。

我国目前有关反垄断申报的法律法规主要包括《中华人民共和国反垄断法》、《国务院关于经营者集中申报标准的规定》、《经营者集中申报办法》、《经营者集中审查办法》、《国家市场监督管理总局反垄断局关于经营者集中申报的指导意见》及其他相关行政法规、部门规章及其他规范性文件（统称“反垄断法律规定”）。

根据目前的反垄断法律规定，中国法下的“经营者集中”包括“经营者合并”、“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”以及“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”三种形式。如经营者集中达到以营业额为基础的申报标准，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。基于以上规定，简单来说，判断一项交易是否需要进行反垄断申报通常基于以下两个方面：*(i)*该项交易是否涉及目标公司控制权（包括决定性影响）的取得，以及*(ii)*相关交易主体的营业额是否达到申报门槛。

从反垄断实践角度而言，由于相关并购交易的交易结构比较复杂，投资人的权利设置比较多样，而相关反垄断法律规定比较原则、在法律适用方面缺乏明确的指引等原因，相关交易主体往往会对交易是否触发反垄断申报义务存在一些困惑或误解。基于我们的并购实务经验，本文试图对并购交易中常常被相关方忽略的、可能触发反垄断申报义务的行为及与此相关的中国法律问题进行梳理，并进行风险提示，供有兴趣的人士参考。

一、 容易被忽略的反垄断“抢跑”风险²

¹ 本文中所述的“反垄断申报”均指中国反垄断法律规定中的“经营者集中申报”。

² 关于反垄断“抢跑”的全面介绍和分析，可参见我所此前发表的《并购中抢先合并与信息交换行为的反垄断规制》一文（http://www.hanyilaw.com/cn/news_open_83.asp）。

根据反垄断法律规定，对于达到申报标准的经营者集中，申报人应当在集中协议签署后、集中实施前向国家市场监督管理总局申报，未申报的以及申报后、反垄断执法机构作出审查决定前，经营者均不得实施相关集中。因此广义来讲，如并购交易达到反垄断申报标准，但未进行申报，或在申报后、通过反垄断审查前即实施了集中的，均属于进行抢先实施集中的“抢跑”行为。实践中“抢跑”行为可分为程序性和实质性两种：

1. 程序性“抢跑”：即未进行申报，或在申报后、通过反垄断审查前，相关交易方即已取得对目标公司的控制权。这类行为属于比较明显的违规行为且易于识别，通常体现为提前交割、完成工商变更登记等政府程序、派驻董事、高管等管理人员等。在下文第二部分所述的“一揽子交易”中，若交易主体在第一步交易完成前未就整体交易进行反垄断申报，也属于常见的“抢跑”行为。
2. 实质性“抢跑”：通常表现为在通过反垄断审查前，相关交易主体即实施了一定程度的协同行为，如交换竞争性敏感信息（*一般指特定客户信息、产品价格信息以及竞争策略*）及实施业务整合计划等，该等行为的发生可能不容易被交易主体外的第三方识别，并且其合规性缺乏明确的判定标准。当前中国反垄断法律规定对实质性“抢跑”（*特别是信息交换行为*）缺乏明确的界定与执法指引，也尚未出现相关的处罚案例。但参考其他司法辖区的相关监管规则，并结合中国反垄断监管渐严的趋势，并购交易主体仍应注意其中的反垄断合规风险。

合规建议：程序性“抢跑”的风险较易于提前防范，我们建议，交易主体可以在交易协议中合理分配有关反垄断申报的义务与责任，并将完成交易相关的反垄断申报义务作为交易协议的生效条件或交割先决条件。而就实质性“抢跑”而言，在并购交易实践中，出于合理商业目的而提前进行一定的信息交换对于尽职调查及交易的顺利完成等往往是不可或缺的，但相关交易主体应采取一定的合规措施以防范“抢跑”风险，如签署保密协议、限制披露信息的种类和方式、限制信息的接触者（*如仅限由独立第三方或由非交易核心人士、律师、外部顾问等组成的清洁团队（Clean Team）处理敏感信息*）等。

二、 分步骤交易中的反垄断申报误区

如前所述，未经批准实施的分步骤的经营者集中也属于实践中比较常见的“抢跑”行为。根据反垄断法律规定，“相同经营者之间在两年内多次实施的未达到申报标准的经营者集中，应当视为一次集中交易，集中发生时间从最后一次交易算起，该经营者集中的营业额应当将多次交易合并计算。经营者通过与其有控制关系的其他经营者实施的上述行为，依照本条款处理。”上述两年期间指的是“从第一次集中交易完成之日起至最后一次集中交易签订协议之日止的期间。”可见，如分步骤实施的并购交易构成“一次集中交易”（或称“一揽子交易”），即应作为一个交易整体分析是否触发反垄断申报义务，而无论各步骤交易单独来看是否构成经营者集中或达到申报门槛。但鉴于上述规则对“一揽子交易”的申报时点、“第一次集中交易完成之日”等事项的阐述不够明确（*例如规定中的“集中发生时间”是否即为反垄断申报时间、“第一次集中交易完成之日”中的“完成”如何界定*），相关交易主体在适用时容易存在以下误区：

1. 实施时间跨度超过两年的分步骤交易是否属于“一揽子交易”：鉴于反垄断法律规定对于“一揽子交易”的判定规则中限定了两年期间，且该期间的起算时点为“第

一次集中交易完成之日”，而未对交易如何算作“完成”作出明确界定，实践中，申报义务人容易认为，相同主体之间的并购交易，如第一次集中交易的交割时间（通常指交易对价的支付时间）距下一次集中交易的协议签署时间已逾两年，则该等分步骤交易即不属于应受反垄断法律规定规制的“一揽子交易”。我们注意到，参考相关反垄断处罚先例，在反垄断执法机构看来，“第一次交易完成之日”在某些情形下应为工商登记完成之日（如有案例显示，在新设合营企业的情况下，为合营企业设立登记日；在股权转让的情形下，为工商变更登记之日）。鉴于此，我们提醒交易主体注意分步实施相关交易时两年期间的起算问题。

此外，在实践中，反垄断执法机构在认定分步骤交易的整体性时，主要关注的是首次交易时是否已确立后续交易计划，而非后续交易的实际实施时间。如果相关交易主体在首次交易时即已明确约定该交易将分步骤实施的，则无论第一步交易与最后一步交易的实施时间之间间隔多久，都可能被反垄断执法机构认定为构成“一揽子交易”。例如，在大得控股收购吉林四长股权案中，³大得控股与相关方于2011年7月签署协议时即已约定将分两步收购吉林四长50%股权，两步骤交易分别在2011年11月、2015年1月完成工商变更登记，构成未依法申报而实施的经营者集中。类似地，即使分步骤交易的实施跨度超过两年，如出现交易主体于同日即已就各步骤交易的具体安排分别签署股权认购协议，或交易主体在协议中约定买方对目标公司剩余股权享有购买选择权等情形，相关交易也有相当的可能性被认定为“一揽子交易”。

2. 是否在实际取得控制权的交易步骤完成前申报即可：如前文介绍，根据反垄断法律规定，判断一项交易是否需要申报通常经过两步判断过程：首先，是否涉及目标公司控制权的取得；其次，相关交易主体的营业额是否达到申报门槛。由于分步骤的交易往往在后续步骤中才会发生控制权变更，导致相关交易主体往往误认为在分步骤的交易中，只要在导致取得控制权的步骤完成前进行反垄断申报即可。但根据反垄断处罚先例，如分步骤交易被认定为“一揽子交易”且交易整体到达申报门槛，则相关经营者在第一步交易实施前（而无论交易主体是否在第一步交易中即取得控制权）即应就整体收购交易进行申报。

因申报时点错误而被处罚的典型案件有美年大健康收购慈铭体检一案。⁴美年大健康在2014年11月至2016年5月期间通过多个关联方分四步收购慈铭体检100%股份，但在最后一步交易前才提起反垄断申报。尽管美年大健康对慈铭体检的收购计划存在一定不确定性（如后续步骤交易中的一些实质性条款需各方另行协商确定、慈铭体检股东有权拒绝转让剩余股份且不构成违约等），但反垄断执法机构在审查时综合考虑到美年大健康对交易过程发挥主导作用、各项交易在两年内依次展开及履行、交易间相互依存且交易目的一致等事实，认定各步骤交易构成一个整体，应在第一步交易进行之前进行申报。

³ 具体内容可参见大得控股收购吉林四长50%股权案的行政处罚决定（商法函[2016]173号）（<http://fldj.mofcom.gov.cn/article/ztxx/201605/20160501311079.shtml>）。

⁴ 具体内容可参见美年大健康、天亿资管、维途投资先后收购慈铭体检股权案的行政处罚决定（商法函[2017]206号）（<http://fldj.mofcom.gov.cn/article/ztxx/201705/20170502573416.shtml>）。

值得注意的是，商务部 2017 年发布的《经营者集中审查办法（修订草案征求意见稿）》（“《审查办法征求意见稿》”）对于分步骤交易的规定除保留现有反垄断法律规定中的相关内容外，还增加了一条新的规定，即：“相同经营者通过多个交易同时或连续取得一个或多个经营者的控制权或者能够施加决定性影响，相关交易在法律或事实上互为条件的，应当视为一个集中”。该条规定有以下两点值得注意：(i) 将“法律或事实上互为条件”作为认定“一揽子交易”的前提条件，但法律或事实上互为条件到底如何认定，有待通过立法或执法实践进一步明确。根据反垄断处罚先例，我们理解，反垄断执法机构可能会结合交易协议的安排、各步骤交易的主导方、交易目的等因素进行个案判断；(ii) 未限定两年的时间间隔，意味着如反垄断执法机构认定各步骤交易之间存在法律或事实上的条件关系，相关交易主体仅以首次及最后一次交易的时间间隔超出两年为由主张不构成“一揽子交易”的，很有可能得不到反垄断执法机构的认可。虽然《审查办法征求意见稿》的正式修订文件尚未出台，但其对于分步骤交易的规定在一定程度上代表了监管趋势，值得相关交易主体关注。

合规建议：基于上述分析，如相关交易主体在首次交易发生前已经明确具有后续交易的计划，且整体交易可能触发反垄断申报要求，相关交易主体应在反垄断申报时如实披露并进行统一的反垄断分析，以确保整体交易能够平稳有序地推进和交割。此外，对于各步骤交易事实上关联性不强，但可能被认定为“一揽子交易”的情况，鉴于反垄断执法机构对于“一揽子交易”的认定会结合交易协议安排、各步骤关联性及实施间隔等多种因素综合判断，我们建议交易主体在设计交易结构和交易协议时应将上述因素考虑在内，结合反垄断律师的意见并综合商业上的考虑，合理设计分步骤交易的结构，以避免触发反垄断申报义务。此外，如果参与集中的经营者的营业额已经达到了申报标准，建议交易主体根据个案情况与反垄断执法部门进行事先商谈，若相关交易设计被反垄断执法部门认定为“一揽子交易”，则申报义务人应按照反垄断执法部门的要求（*一般为在第一次交易完成前，即工商登记完成前*）进行反垄断申报。

三、 并购交易中易被忽略的“控制”情形

如前所述，判断一项交易是否构成经营者集中，首先需要判断相关交易主体是否取得对目标公司的“控制”。经营者集中下构成“控制”的情形比较多样：(i) 不仅包括通过合并或取得目标公司股权或资产等常见方式取得控制权，还包括通过合同等其他方式取得目标公司的控制权或能够对其施加决定性影响；(ii) “控制”具体又可分为单独控制和共同控制。共同控制的含义在现有反垄断法律规定下并不明确，但根据《审查办法征求意见稿》，共同控制被定义为“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”；以及(iii) “控制”可分为直接控制和间接控制。直接控制即由经营者直接取得控制权，间接控制即经营者通过其已控制的经营者间接取得控制权。基于以上，我们总结并购交易中容易被忽略的构成“控制”的情形如下：

1. 通过合同等非常见方式取得控制权

现有反垄断法律规定将“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”作为界定是否构成经营者集中的兜底性条款，但未对其具体方式和交易类型进行说明或列举。根据业内相关专家学者的观点，⁵前述

⁵ 见中国竞争法网 2019 年 5 月 24 日发布的《反垄断法》专家修改建议稿

兜底情形主要包括：以经营为目的，(i)通过合同方式（包括但不限于合伙、合营、委托经营、租赁、管理合同等形式）取得控制权；或(ii)通过表决权代理和信托、董事和监事兼任安排以及与其他经营者一致行动等方式取得控制权。以上方式中，委托经营以及表决权委托在实践中较为常见：

➤ 委托经营

以江山股份通过合同取得福华通达控制权案为例，⁶为了避免发生同业竞争，2018年12月，江山股份（SH.600389）与其关联方福华通达公司签订《资产委托经营管理合同》，约定将福华通达的相关资产和业务委托江山股份全权经营、管理（包括执行战略规划、日常生产经营管理、日常人事及薪酬管理、日常财务管理、日常投融资管理等），委托管理期限为两年，江山股份每年收取管理费300万元人民币。2019年3月，江山股份公告，该案获得反垄断局的无条件批准。

➤ 表决权委托

实践中，经营者结合股份收购与表决权委托两种方式取得A股上市公司控制权的情形较为常见。⁷以兴城集团通过合同方式取得红日药业（SZ.300026）控制权案为例：2018年11月，兴城集团与红日药业控股股东签订股份转让协议以收购红日药业16.195%股份；在该等股份转让于2019年1月完成过户登记后，兴城集团与红日药业控股股东又签署了表决权委托协议以取得红日药业6%股份对应的表决权。上述交易完成后，兴城集团将成为红日药业的控股股东。2019年3月27日，红日药业公告，该次交易取得反垄断局的无条件批准。⁸

合规建议：目前反垄断法律规定仅对“经营者通过合同等方式取得对其他经营者的

(<http://www.competitionlaw.cn/info/1138/26864.htm>)。

⁶ 见江山股份（SH.600389）相关公告：

<http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2018-12-19/1205677055.PDF>。

⁷ 据不完全统计，近一年来通过股份收购加表决权委托取得A股上市公司控制权的案例有：2019年5月豫资保障房管理公司取得棕榈股份（SZ.002431）控制权案；2019年3月兴城集团取得红日药业（SZ.300026）控制权案；2019年3月广州金控取得*ST鹏起（SH.600614）控制权案；以及2018年9月蓝润投资取得龙大肉食（SZ:002726）控制权案。由于上述案例的交易流程及反垄断申报时点基本相同，本文仅选其中一例作为代表说明。

⁸ 我们理解，理论上，红日药业案例中先后进行的股份收购与表决权委托有可能被视为“一揽子交易”，申报义务人在取得反垄断批准之前不应实施集中，即严格来说标的股份不应提前过户。然而，根据注释7中提及的相关上市公司公告，近一年来的股份收购加表决权委托取得上市公司控制权的案例中，标的股份的过户基本都发生在获得反垄断批准之前，且截至目前没有相关企业因此受到行政处罚。鉴于现行的反垄断法律规定并未对上市公司的股份收购加表决权委托的申报作出特殊规定，为谨慎起见，我们建议，拟进行类似交易的申报义务人应提前与反垄断执法机构沟通商谈并确定申报时点。

控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响”作了兜底式规定，在判断相关交易主体是否构成对目标公司事实上的控制时不应局限于具体表现形式，而应关注实质。无论交易主体是通过交易协议、合同、合作或是任何其他安排取得了对其他经营者的控制权或能够对其他经营者施加决定性影响，都应注意其中的反垄断合规风险。随着反垄断法律规定的修订及实践中新的“控制”形式的出现和认定，我们理解，交易主体未来将会得到更明确的反垄断合规指引。

2. 通过“否决权”取得的消极控制

在并购交易中，私募股权基金（PE 基金）等财务投资人往往少量持股，但为保护其投资权益，往往通过对特定事项的“一票否决权”等安排实现对目标公司人事、财务和经营管理等运营活动的决定性影响，从而取得对目标公司的消极控制权，与创始团队或其他投资人形成共同控制，此类交易中的反垄断合规风险往往容易被忽略。

根据反垄断法律规定和审查先例，我国反垄断执法机构在判断“共同控制”时倾向于采用欧盟竞争法下的审查标准。具体而言，如某一投资人在以下事项的决策上享有“一票否决权”，其可能被认定取得了与其他股东对目标公司的共同控制，并因此触发反垄断申报义务（如营业额已达到申报标准），包括但不限于：(i)公司业务计划、战略发展计划；(ii)财务预算；(iii)重大投资；以及(iv)公司高管任免。以思凯企业管理有限公司收购内蒙古科尔沁牛业股份有限公司股权案为例，思凯企业管理有限公司作为战略投资人虽仅持有目标公司 10% 的股份，但其有权向目标公司委派高管人员，对公司未来战略发展计划、经营计划、对外投资和并购等事项具有影响力，因此取得对内蒙古科尔沁牛业的消极控制权。该案件按照简易程序受理并获得无条件批准。

合规建议：在特定事项上拥有“一票否决权”对于保护少数股东的权益非常重要，但为防范其中的反垄断合规风险，相关主体应谨慎设置表决权机制。例如，相较于赋予投资人单独否决权，可以参考欧盟竞争法下的“shifting alliances”概念，在多名投资人之间设置“非固定的共同否决权”。在非固定的共同否决权机制下，相关决议事项经投资人董事中的任意几名同意即可通过（如三名投资人董事中的任意两名），而无需经某一特定投资人董事同意，因此任一投资人均不独立享有否决权。因而任一投资人对目标公司没有单独控制权，这种非固定的表决联盟在欧盟竞争法下一般不构成共同控制，且根据《审查办法征求意见稿》也不符合共同控制的定义，因此或可一定程度上降低被执法机构认定为构成共同控制的可能性。但需注意的是，我国反垄断法律规定并未对共同否决权的性质作出明确认定，并且实践中根据交易的复杂程度，投资人之间、投资人与管理层之间还可能存在股权收购选择权、一致行动协议、商业合作协议等特殊安排，这些安排可能会使得共同否决权机制下相关投资人是否获得目标公司控制权的认定变得更为复杂。因此，我们建议相关交易主体在交易前与反垄断执法机构提前就此进行沟通商谈。

3. 控制方通过并购进一步加强控制权

对于控制方通过并购加强其控制权的交易是否需要进行反垄断申报，实践中容易存

在一种误解，即认为只要现有股东在交易前后均拥有对目标公司的控制权，就无需进行申报，产生该等误解的主要原因在于没有区分现有股东增持在不同情形下的反垄断法律适用。

➤ 交易前后均由同一股东单独控制目标公司

根据实践中反垄断执法机构的意见，⁹如对目标公司构成单独控制的大股东通过收购少数股东剩余权益增持目标公司股权的，由于交易后仍然由大股东单独控制目标公司，而未发生控制权变化，因此可以不向反垄断执法机构申报。

➤ 交易前为共同控制、交易后变为单独控制或共同控制人减少

鉴于反垄断法律规定明确将“由两个以上经营者共同控制的合营企业，通过集中被其中一个或一个以上经营者控制”归类为经营者集中的简易案件，我们理解，对于交易前为共同控制、交易后变为单独控制或共同控制人减少的情形，如达到申报标准，均需要进行经营者集中申报，但可以作为简易案件进行申报，此时的申报义务人为交易后拥有目标公司单独或共同控制权的经营者。如格林美收购武汉三永 30% 股权案便是前述情形的一个典型案例。¹⁰2015 年 6 月格林美与两位合资方设立武汉三永并构成共同控制，在合营企业设立前，武汉三永及合资方进行了反垄断申报并获得无条件批准。2017 年 11 月格林美从一位合资方处收购其持有的合资公司股权并取得了武汉三永的单独控制权，但未就该次收购剩余股权的交易进行反垄断申报，因此受到行政处罚。此外，需要注意的是，经营者首次取得共同控制权时因营业额未达到申报门槛而未申报的，在通过交易进一步加强控制权时，并不能当然地推断不需要进行反垄断申报，而应该依据经营者届时的营业额进行判断。

合规建议：近年来，企业在投资入股及新设合营企业时已经越来越关注反垄断申报的问题，但在投资人或合资方退出等情形中，却往往容易忽视因共同控制变为单独控制等控制权增强的情形导致的反垄断合规风险。对于取得控制权的股东而言，未依法履行反垄断申报义务不仅可能导致行政调查与处罚，对目标公司的后续并购交易或其他投融资活动也会造成障碍（*具体请见本文第五部分的分析*）。对于退出的股东而言，尽管其本身并不是申报义务人，但相关方未依法申报的行为也可能对其退出合营企业的确定性和时间表带来不利影响。我们建议，在此类交易中，交易主体应提前在交易文件对反垄断申报时间、申报义务人以及相关责任的承担等事项作出明确安排。

四、 PE 基金并购交易的反垄断申报与审查疑点

⁹ 见德威新材（SH.603598）的相关公告：“根据国家市场监督管理总局相关工作人员的意见并查询相关法律法规，本次收购和时利 40% 股权之前，公司已持有和时利 60% 股权，按照《反垄断法》的相关规定，本次交易为收购少数股东权益事项，可以不向反垄断执法机构申报”。

¹⁰ 具体内容可参见格林美武汉收购武汉三永 30% 股权案的行政处罚决定（国市监处[2018]11 号）（<http://static.cninfo.com.cn/finalpage/2018-09-13/1205432638.PDF>）。

根据反垄断法律规定，如一项并购交易涉及目标公司控制权的取得，且相关交易主体的营业额达到下列任一项申报标准，就需要进行反垄断申报：**(i)**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；或**(ii)**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。

鉴于 PE 基金多数为财务投资人、持有目标公司少数股权，认定其是否构成对目标公司的控制需结合多种因素综合判断（*具体请见本文第三部分的分析*），且 PE 基金一般在其控制体系内包含多支基金产品及投资组合公司（portfolio company），在营业额的计算上比普通企业更为复杂，因此 PE 基金涉及的反垄断申报与审查容易存在以下误区：

1. **PE 基金营业额计算**：反垄断执法机构的工作人员曾在公开讲话中提及，¹¹涉及 PE 基金的经营者集中没有特殊的申报标准。因此，根据反垄断法律规定对于营业额计算的规定，在统计 PE 基金营业额时，应合并计算 PE 基金自身及其关联方（*包括其直接或间接控制的实体、其实际控制人以及该等实际控制人直接或间接控制的实体、以及前述所有主体共同控制的其他实体*）的营业额，因此 PE 基金控制体系内的基金产品与投资组合公司的营业额均需统计在内。

而 PE 基金实际控制人的认定也较为复杂，法律法规并未规定统一、明确的标准（*根据我们向反垄断局的电话咨询，对方也未能给出明确的判断准则，认为一般是依照申报方自己的理解判断，但执法机构在审查时可能会要求进一步说明*）。参考一些上市公司中证监会的关注重点及上市公司披露方式来看，PE 基金实际控制人的认定需要结合基金形式（*有限合伙制、公司制或契约制*）及治理结构等因素综合判断，就实践中常见的有限合伙制私募基金而言，一般情况下，基于执行事务合伙人（GP）的管理权限及职责，通常会将 GP 认定为实际控制人，但取决于不同基金的出资结构、决策机制、收益分配及亏损分担、以及关键人员的任免安排等因素的综合考虑，基金管理人或有限合伙人（LP）亦有可能被认定为实际控制人。

2. **PE 基金并购交易审查**：根据公开信息，目前 PE 基金参与的经营者集中申报基本都获得无条件批准（*其中绝大部分案件为取得共同控制、并适用简易案件程序*），但也存在附条件批准的案例，如 2011 年佩内洛普有限责任公司收购萨维奥纺织机械股份有限公司一案，¹²在该案中，收购方的全资控股股东 Alpha V 是一家法国私募股权基金，持有目标公司的主要竞争对手乌斯特 27.9% 的股份，商务部经调查认为，结合乌斯特的股权及治理结构，不能排除 Alpha V 参与或影响乌斯特经营活动的可能性，考虑到乌斯特与目标公司的市场份额较大等因素，认为本次交易具有或可能具有排除、限制竞争的效果，决定附条件批准，其中包括要求 Alpha V 转让其持有

¹¹ 见商务部网站发布的关于“经营者集中审查相关问题（简易程序、信息公开、认定共同控制）”的讲话(http://www.mofcom.gov.cn/article/zt_jzcflnh/lanmuthree/201301/20130100003564.shtml)。

¹² 具体内容可参见《关于附条件批准佩内洛普有限责任公司收购萨维奥纺织机械股份有限公司反垄断审查决定的公告》(<http://fdj.mofcom.gov.cn/article/ztxx/201111/20111107855585.shtml>)（商务部公告 2011 年第 73 号）。

的乌斯特股份。

实践中，容易存在的一个误区是，PE 基金除财务投资、管理外，不从事实质经营活动，与目标公司不在同一相关市场、不会对相关市场的竞争造成不利影响。但根据前述案例来看，PE 基金在同一产业或上下游产业链投资多家公司时，即使对已投资公司并未构成明显的控制，也可能因为该公司与目标公司的市场份额较大等因素，被执法机构认定存在对相关市场竞争造成不利影响的风险，进而要求其剥离部分已投资公司或采取其他限制条件。

合规建议：PE 基金在并购交易中，需合并计算其控制体系内所有实体的营业额，以判断是否达到申报标准，如希望免于申报，可以考虑结合反垄断律师的意见设计交易结构及交易工具。此外，对于投资了同一产业内或上下游产业链中多家企业的 PE 基金（特别是该等企业的市场份额较大，且 PE 基金对其经营管理拥有控制权或决定性影响的），在进行并购交易前，需要正确认识到拟定交易限制或排除相关市场竞争的可能性，并从商业及法律角度评估相关的反垄断合规风险（如被要求退出部分已投资企业的风险）。

五、 目标公司历史沿革中的反垄断合规问题

在并购交易实践中，因相关交易主体对反垄断法律规定的理解和适用存在误区、或考虑到反垄断申报对交易的确定性及时间成本的影响，应申报而未申报的经营者集中并不鲜见，该等反垄断合规瑕疵存在被反垄断执法机构调查及处罚的风险，并可能对目标公司后续投融资及持续经营产生不利影响，也会对相关投资人造成损失。

1. **行政调查及处罚风险：**根据反垄断法律规定，对于违法实施经营者集中的，“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，可以处五十万元以下的罚款”。但从已公布的行政处罚决定来看，反垄断执法机构均以罚款（人民币 15-40 万元）作为处罚，尚未出现停止实施集中、恢复原状等对并购交易产生较大负面影响的处罚。值得注意的是，鉴于经营者集中的行政处罚适用两年的追诉时效（自违法行为发生之日起计算，违法行为有连续或者继续状态的，从行为终了之日起计算），一些违法实施集中已逾两年未被发现的经营者可能存在误区，认为其受反垄断调查及处罚的风险已消失。但从已公布的行政处罚决定来看，在数起未依法申报案件中，执法机构进行立案调查的时间距集中实施已逾两年，可见执法机构倾向于认为在该等案件中，未依法申报的违法行为处于持续状态，两年追诉时效并未开始起算。¹³此外，并购交易主体需要注意，除行政处罚本身造成的损失外，执法机构的调查可能耗时较长，对拟定交易的时间表、企业后续的申报进程、企业的公众形象和其他政府审批事项也可能造成负面影响。
2. **对后续投资人的影响：**在并购交易中，目标公司进行多轮融资的情况比较常见，如新的投资人或收购方需要就其拟定交易进行反垄断申报，在申报文件中还应填写参与集中的经营者及关联实体过去三年在相关市场的经营者集中情况，届时若目标公

¹³ 但从现行的反垄断法律规定及处罚先例中难以明确，如申报义务人已退出合营企业或丧失目标公司控制权，是否即代表违法行为终了、两年的追诉时效随即起算，该等问题可能需要申报义务人与反垄断执法机构进行个案沟通商谈。

司历史上存在应申报而未申报的并购交易，可能会引起反垄断执法机构的关注或者第三方举报（已有数例行政处罚案件源于后续交易引起的对历史交易的反垄断调查），进而可能会影响拟定交易的确定性与时间表（特别是涉及到多个前轮投资人、需要其配合调查的情况）。

3. 对境内 IPO 的影响：我们注意到，发行人对其历史上的反垄断合规瑕疵进行披露说明的 IPO 案例较少，就我们检索到的一例对未申报的经营者集中进行披露的案例（青岛港国际股份有限公司 2019 年 1 月 A 股上市）而言，发行人的一家间接子公司与其他方设立合资公司未进行反垄断申报的行为在 IPO 申报前受到了商务部的立案调查，并在 IPO 审核过程收到行政处罚决定（从相关报道来看可能是因第三方举报引起的调查），发行人从以下多个角度对其反垄断合规瑕疵“不属于重大违法违规行为、不会对本次发行构成重大不利影响”进行披露说明并最终过会：*(i)*该等行为的发生基于发行人对经营者集中申报事项的适用范围理解与法规原意有所偏差，不存在违法违规的主观故意；*(ii)*合资公司未纳入发行人合并报表范围，且对发行人的投资收益贡献占比很低；*(iii)*执法机构认为经营者集中不会产生排除、限制竞争的影响，并开具相关行政处罚不构成重大行政处罚的证明；以及*(iv)*发行人已建立反垄断内控制度。基于上述案例，我们理解，如拟上市公司本身或者其直接或间接子公司存在未申报的经营者集中情形，原则上应在上市前主动补报，并获得反垄断执法机构出具的相关证明，否则可能会对上市造成一定的不利影响。
4. 对已上市公司的影响：对已上市公司而言，如其历史上存在未依法申报的经营者集中，在发行债券、重大资产重组等后续融资/交易中很可能会受到证监会的关注，如不能及时向证监会说明其未依法申报的行为不属于重大违法行为、不会对本次发行构成重大不利影响或实质性障碍，可能难以通过审核。

合规建议：基于以上，即使未依法实施的经营者集中发生在目标公司历史沿革的早期，其受执法机构调查及处罚的反垄断风险依然未消失。为降低上述风险，目标公司可以考虑主动补报并积极配合执法机构调查、争取从轻处罚，以减少对公司持续经营及后续投融资的不利影响。对于投资人来说，为减少既存的反垄断合规瑕疵对目标公司股权结构稳定性及上市的影响，可以考虑在交易文件中要求控股股东、前轮投资人等申报义务人对未申报的经营者集中主动补报，并要求控股股东对目标公司历史上的反垄断合规瑕疵导致的损失做出相应的补偿承诺。

六、 跨境并购中易被忽略的其他中国反垄断审查风险

根据中国反垄断法律规定，无论跨境并购交易是否发生在中国境内，交易主体或标的是否为境内实体，如该等交易可能对中国境内市场竞争产生排除、限制影响的，在满足申报标准的情况下均应履行中国反垄断申报及审查程序。

实践中，出于对上述规则的理解偏差，或是缺乏防范反垄断风险的意识，在某些类型的跨境交易中，交易主体容易忽略进行中国反垄断申报的义务：

1. 中国企业的海外并购交易：涉及中资企业收购境外企业股权或资产的交易往往会触发多个司法辖区的反垄断监管，但相关交易主体容易因为交易发生在境外、目标公

司在中国境内未设立经营实体或不在中国境内从事经济活动，而忽略可能涉及的中国反垄断申报义务。例如，在广晟香港收购澳大利亚泛澳全部股权案中，¹⁴2015年7月，广东省国资委直属的国有独资企业广晟资产通过其香港全资子公司广晟香港，以场外公开要约收购的方式取得澳大利亚泛澳100%股权，且广晟香港和澳大利亚泛澳2014年在中国境内的营业额达到了法定申报标准，属于应当申报的情形，但在收购实施前未依法进行申报，因此广晟香港被商务部处以人民币15万元的罚款（*因主动补报从轻处罚*）。此外需注意的是，对于前述情形，如并购的境外企业不直接在中国境内从事经济活动的，可以适用简易程序进行反垄断申报。

2. 境外层面发生的、以境内企业为标的的股权交易：例如在海外香港收购潍坊森达美液化品码头股权未依法申报案中，¹⁵2016年5月，港股上市公司龙翔集团通过其间接全资附属公司海外香港，以股权收购方式取得境内目标公司潍坊森达美液化品码头50%的股权。虽然股权收购方与主要出让方均为香港公司，相关股权流转发生在中国大陆之外，但因收购方通过交易取得目标公司的控制权且交易主体的营业额达到申报标准，反垄断执法机构认为其在股权交割前未申报的行为属于未依法申报的经营者集中，对海外香港处以30万元人民币罚款。
3. 红筹架构搭建与拆除：在红筹架构搭建或拆除的过程中，如果有投资人进入或退出，导致目标公司控制权发生变化的（*如共同控制权人发生增加或减少等情形*），且参与集中的经营者的营业额指标达到申报标准，也可能会触发反垄断申报义务。

合规建议：跨境并购交易可能涉及多个司法辖区的反垄断监管，相关交易主体应正确认识并评估不同司法辖区的反垄断合规风险，并就履行不同的反垄断申报及审查程序进行合理安排、协调。特别是，在前述几种类型的跨境交易中，相关交易主体应充分认识并评估中国反垄断合规风险，必要时与中国反垄断执法机构进行充分的沟通。

七、 经营者集中的监管趋势及盲点

2018年，经营者集中的审查职能由商务部转移至国家市场监督管理总局，国家市场监督管理总局延续了商务部原先申报规则的同时，进一步提升了审批效率并细化了附条件批准的审批要求。此外，2018年11月国家市场监督管理总局副局长曾在新闻发布会中透露，《反垄断法》修订工作正在进行，修订草案也已形成。据官方统计，2018全年申报的经营者集中案件共513起，同比增长超过30%；从申报情况看，经营者集中申报仍以产业并购类申报为主，大部分案件选择适用简易案件程序并在30日内获得无条件批准；从处罚案例看，所有案件中涉及的经营集中均被认定为不产生排除、限制竞争的效果，处罚形式目前仅限于罚款（*人民币15-40万元*），尚未出现要求停止实施集中、恢复原状等其他处罚形式的案例。此外，以下的监管趋势总结也值得相关主体注意：

1. 国企与上市公司的反垄断合规受到更多关注

¹⁴ 具体内容可参见广晟香港收购澳大利亚泛澳全部股权案的行政处罚决定（商法函[2017]205号）（<http://fldj.mofcom.gov.cn/article/ztxx/201705/20170502573413.shtml>）。

¹⁵ 具体内容可参见海外香港收购潍坊森达美液化品码头50%股权案的行政处罚决定（国市监处[2019]3号）（http://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/201903/t20190306_291724.html）。

对于国有企业的并购交易，实践中存在的一种误区是其在反垄断监管中享有“特殊待遇”，更有业内人士曾公开表示在众多的国有企业并购交易中，如中国联通和网通的合并、中国南车北车合并、以及中纺集团并入中粮集团、中国建材与中材股份、宝钢股份和武汉钢铁等并购重组交易均未履行经营者集中申报与审查程序。然而，根据我们对历年申报案件的研究，以上说法并不准确（除联通网通合并案确实未履行经营者集中程序外，其他案例均获得了商务部反垄断局的无条件批准），且反垄断执法机构对国有企业的未依法申报交易也有处罚先例，如中免集团收购日上中国、招商局青岛、青岛港集团、青岛新前湾设立合营企业均因构成未依法申报的经营者集中而受到行政处罚。我们理解，前述误区的存在主要是因国有企业并购案例一般作为普通案件申报，不存在公示程序，因此公众难以从公开渠道中了解该等案件的具体信息，只能在反垄断执法机构不时公布的无条件批准经营者集中案件列表中查询到其通过审查的结果。

此外，对于上市公司来说，随着信息披露体系的完善，不仅是监管机构，中小投资者及社会各方面人士都能够通过上市公司公告了解到企业并购交易的情况，企业是否履行反垄断申报及审查程序，也成为各方关注的焦点。从反垄断处罚先例的统计情况看，超过半数以上的案例为涉及上市公司的并购交易，被竞争对手或其他第三方举报也是比较常见的立案原因。

合规建议：未来大型国企及上市公司可能面临更高的反垄断合规要求，我们建议，大型国企及上市公司应当提高反垄断风险防范意识，在并购交易中提前评估是否需要反垄断申报，并充分考虑反垄断审查对拟定交易的影响，以避免未来不可预期的合规风险。

2. 并购 VIE 结构的企业的反垄断监管有待明确

实践中普遍存在的一个认知是，从《反垄断法》颁布至今，因境内互联网、生物医药、民办教育等行业多数存在 VIE 结构，与之相关的并购交易或是选择不申报、或是申报后不被受理。根据公开案例，在 2012 年沃尔玛收购带有 VIE 结构的 1 号店时，相关的反垄断申报曾获得商务部的附条件批准，根据限制性条件，沃尔玛公司不得通过 VIE 结构运营增值电信业务。¹⁶除前述案例外，我们尚未发现反垄断申报交易中涉及 VIE 架构的并购案例，也未查询到其他并购 VIE 结构的企业因未进行反垄断申报而被处罚的案例。我们理解，这一现象的出现主要基于以下两方面的原因：

第一，涉及 VIE 结构的企业多存在外资准入的合规性问题。在反垄断申报文件中，申报人需说明集中各方及其关联企业在中国是否存在外资审批和行业准入监管等方面的未决问题和合规性问题。基于现行的法律法规，外国投资者通过 VIE 结构投资限制或禁止外商投资的领域尚处于灰色地带，其法律性质、合规性及法律责任难以明确；在缺乏法律法规明确规定的情况下，包括反垄断执法机构在内的主管机关

¹⁶ 由于经营类电子商务外资准入的放开，商务部于 2016 年正式解除了对沃尔玛控制 1 号店的限制性条件；具体内容可参见《关于解除沃尔玛收购纽海控股 33.6% 股权经营者集中限制性条件的公告》(<http://www.mofcom.gov.cn/article/b/c/201606/20160601335240.shtml>)（商务部公告 2016 年第 23 号）。

一般也尽量避免通过其行政决定对 VIE 结构作出明确的表态。

第二，近年来互联网、共享经济及生物医药等行业发展迅猛，新的商业模式与创新产品不断出现，由于法律的滞后性，在相关市场、市场份额、营业额统计等技术性问题上，实践中存在较大争议，主管机关尚未明确适用于该等行业的申报与审查标准，导致该等行业的反垄断申报与审查存在一定技术难度。

合规建议：基于以上，反垄断执法机构一直以来对于涉及 VIE 结构的并购交易都采取了谦抑执法的态度。但根据反垄断法律规定，无论并购交易是否涉及 VIE 结构，只要构成未依法申报的经营者集中，就存在受到反垄断调查与处罚的风险，为消除该等风险，实践中也存在并购交易主体采取拆分并购主体、在反垄断申报前采取先终止 VIE 结构、获批后再行恢复等变通做法的案例。随着《反垄断法》修订提上议程及对近期反垄断监管趋势的分析，我们理解，未来反垄断监管执法可能趋严。我们建议，相关交易主体在未来的并购交易中提高反垄断风险意识，从法律和商业角度评估未依法申报可能造成的不利影响，以及采取变通做法以实现反垄断申报的可行性，并在交易前与反垄断执法机构进行充分沟通。

* * *

本文主要结合当前的反垄断立法和执法实践，对并购交易中容易被忽略的反垄断合规问题及风险进行了简要梳理和分析，并提出了一些初步的合规建议，仅供我们的客户和友人作为一般性参考。由于《反垄断法》及相关配套法律规定正在修订过程中，现有的反垄断法律规定中仍有部分规则有待立法机关进一步明确和阐释，并且其适用在很大程度上取决于反垄断执法机构的个案解读和把握，建议交易主体在开展并购交易前，结合反垄断律师在反垄断申报义务、申报时点、违规风险等事项上的专业意见，进行交易文件的起草及交易结构的设计，并就上述过程中可能涉及的具体问题与反垄断执法机构进行充分的事先沟通或商谈，以最大程度地防范或降低反垄断合规问题可能对并购交易带来的不利影响。

© 瀚一律师事务所

2019 年 9 月