

NEWSLETTER 中伦 e 简报 深度观察



中倫律師事務所
ZHONG LUN LAW FIRM

上市公司股权收购

浅议减持规则对 01 /
收购上市公司股权业务的影响

上市公司收购权益变动信息 02 /
披露业务指引征求意见稿对比及相关注意要点

房地产与建设工程

“确有必要，严格限定”的招标范围 03 /
—《必须招标的工程项目规定》解读

企业并购

企业并购中劳动尽职调查的六大要点 04 /

保险公司并购之八大必看要点 05 /

浅议减持规则对收购 上市公司股权业务的影响

作者：骆海涛 纹静



上市公司具有公众性的特点，上市公司股票区别于非上市公司的股票具有良好的流动性及市场定价的属性，为银行、保险等金融机构所认可，在个人、企业的投融资过程中上市公司股票成为被广泛认可的资产形态。

2017年5月出台的减持规则及随后几个月里沪深交易所陆续发布的一系列配套文件，封堵了“过桥减持”、“精准减持”、“野蛮减持”等漏洞，防止监管套利，对于稳定上市公司治理、维护二级市场稳定、保护投资者特别是中小投资者合法权益具有十分重要的作用。但是，因减持规则从锁定期安排、后续减持比例限制以及信息披露等方面对上市公司股东的减持股份行为作出了要求，对于上市公司股东而言，增加了其减持难度和成本，延长了减持时间，在一定程度上也抑制了上市公司股东持有股票的流动性。相应地，对于拟收购上市公司股票的市场参与主体而言，减持规则也增加了其收购及今后减持退出的难度。为了提高交易成功率，熟悉减持规则，并结合出让方的持股情况以及受让方的收购目的来设计交易方案，则显得尤为重要。

减持规则出台后，在设计收购上市公司股权的交易方案时，需要重点考虑的因素包括出让方身份、持股情况以及收购方式。

第一部分 出让方身份及持股情况对交易的影响

减持规则在原有的上市公司大股东、实际控制人和董事、监事、高级管理人员的基础上，新增了两类限制主体，即持有上市公司首次公开发行前发行的股份和上市公司非公开发行的股份的股东，除需了解与单一身份股东相关的限制规定外，其他需要重点考虑的问题包括：

首先，出让方可能存在混合持股的情况，即同时持有根据减持规则应当受到减持限制的股份和无减持限制股份，对于这种情况，根据沪深交易所的解释，将按照如下原则进行处理：

(1) 在规定的减持比例范围内，视为优先减持受到减持规定限制的股份；(2) 在规定的减持比例范围外，视为优先减持不受减持规定限制的股份；(3) 首次公开发行前股份视为优先于上市公司非公开发行股份进行减持。

其次，出让方可能同时具有多重身份，即同时为上市公司的大股东、特定股东或董事、监事、高级管理人员，对于具有多重身份的股东，一方面需要注意在股份减持数量限制方面按照孰低原则进行计算，另一方面需要综合考

虑其所负有的相关义务，例如如果上市公司大股东在公司上市时即为持股 5% 以上的股东，则其大股东的身份与特定股东的身份相重合，虽然身份重合在减持规则方面没有另外的限制，这一类身份重合的股东在上市前一般就持股意向作出过声明，声明其在减持股份前应提前三个交易日予以公告，并按照证券交易所的规则及时、准确地履行信息披露义务，虽然相关规定未明确规定若公司上市后这一类股东持股比例降至 5% 以下后是否还需要继续履行上市时所作出的关于减持信息披露的声明，但是在实践中为了避免出现信息披露违规的风险，这一类大股东一般都会在减持前履行信息披露义务，因此也需要综合考虑这一类股东履行信息披露义务对交易过程中股价的影响。

再次，要对出让方的股东身份及持股情况进行追溯了解，主要体现在两个方面：一方面，根据减持规则，大股东通过集中竞价交易、大宗交易、协议转让等方式减持股份至低于 5% 以后，自持股比例减持至低于 5% 之日起 90 个自然日内通过集中竞价交易、大宗交易继续减持的，仍应当遵守减持规则有关大股东减持的规定，大股东减持至低于 5%，仍为控股股东的，还应当遵守关于大股东减持的规定，因此即便出让方在交易时持股比例低于 5%，也需

要进一步了解该股东曾经是否持有上市公司的股权比例超过 5%，如是，自持股比例减持至低于 5% 之日起是否已 90 个自然日届满，另一方面，为了防止上市公司董事、监事、高级管理人员通过辞职的方式来规避减持限制，减持规则规定，董事、监事、高级管理人员在任期届满前离职的，仍然应当在其就任时确定的任期内和任期届满后 6 个月内，适用公司法规定的减持比例要求，因此，如果出让方为自然人股东，除需了解其现在是否为上市公司董事、监事或高级管理人员外，还需要了解其曾经是否在公司担任过上述职务以及离任时间。

第二部分 交易方式对交易方案的影响

交易的主要方式包括大宗交易、集中竞价交易和协议转让，其中大宗交易和集中竞价交易的劣势是在于不受单一受让方单次受让的股份比例下限所限，受让方可以根据上市公司的股价走势择机分多次购入上市公司股份，但是由于减持规则规定通过集中竞价交易方式在任意连续 90 日内不得减持超过公司股份总数的 1%，通过大宗交易方式在任意连续 90 日内减持不得超过公司股份总

数的 2%，在拟收购股权比例较大的情况下，转让方和受让可能不能一次完成交易，收购上市公司股票的节奏被限制，交易时间表延长。再加上大股东、董事、监事、高级管理人员通过集中竞价交易方式减持股份还需要履行事前披露减持计划、事中披露减持进展、事后披露减持完成情况的信息披露义务。因此，在这期间交易各方将面临信息披露、市场波动、股价异动、受让成本上升以及相关方违约等各项风险，可能会最终导致收购目的不能实现。另外，由于减持规则规定受让大股东或者特定股东采取大宗交易方式减持的股份，在受让后 6 个月内不得转让所受让股份。因此如果收购方采用大宗交易的方式收购大股东或特定股东减持的股份，则在收购后短期内不能减持。

相较于对大宗交易、集中竞价交易方式在数量、比例、持股时间等方面的限制，减持规则对协议转让方式的限制不多，仅对协议转让的最低受让比例、转让价格下限及后续义务等事项作出了规定，因此在减持规则出台后，特别是在清仓上市公司股票的情况下，协议转让方式比较受大股东的欢迎。但是，这种方式对于收购方在资金需求和后续减持上压力就相对大宗交易和集中竞价更大一些。收购方需要受让上市公司的股权比例达到或超过该上市公司总股本的 5%，特别是对 A+H、A+B 上市公司而言，这里的总股本是包含全部 A 股、B 股及 H 股的总和，收购方受让的 A 股股票的绝对数会相对较高，所需要的资金量也相对增加；收购方受让完成后自身也成为上市公司大股东，其未来减持时应当适用减持规则的规定。另外，自减持规则出台后，协议转让交易本身也受到了证券交易所的重点关注，证券交易所一般会出具问询函，请受让方进行回复、上市公司进行核查，并公告回复意见，在一定程度上也对受让方受让上市公司股票产生影



响。证券交易所常见问题包括：受让方是否谋求公司控制权、受让方资金来源、是否影响上市公司控制权稳定性、受让方后续对于上市公司经营业务是否进行调整等。收购方在回复证券交易所问询的问题后，需要严格遵守在问询函中作出的声明、承诺。

除此之外，受让方还需要考虑通过协议方式收购上市公司股权后的后续减持限制和相应的信息披露要求，主要包括：

（1）大股东减持采取协议转让方式，减持后不再具有大股东身份的，出让方、受让方在 6 个月内应遵守在任意连续 90 日内通过集中竞价交易减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1% 的限制，出让方和受让方共享该 1% 的限额，可能出现交易双方争夺减持份额的情况，同时，出让方和受让方应分别履行事前披露减持计划、事中披露减持进展、事后披露减持完成情况的信息披露义务。

（2）股东通过协议转让方式减持特定股份后，受让方在 6 个月内减持所受让股

份的，受让方采取集中竞价交易方式减持的，在任意连续 90 日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的 1%。

（3）《上交所协议转让指引》还补充规定，协议转让过户完成后，同一受让方 3 个月内不得就其所受让的股份再次申请协议转让。

因为减持规则对在一定时间内通过大宗交易、集中竞价交易减持的额度进行了限制，所以为了尽快的完成交易，在收购上市公司股权的交易中，交易各方开始倾向于考虑通过结合大宗交易、集中竞价交易、协议转让三种方式来进行交易的方案。由于减持规则对大宗交易、集中竞价交易和协议转让在信息披露、减持比例限制、后续义务等方面都有不同的约定，在信息披露和减持比例方面的要求都会比较复杂，对收购对价也有影响。因此，各方都需要谨慎处理，避免出现减持违规或信息披露违规，股价异动，从而最终对交易造成实质性的不利影响。■



魏海涛
合伙人
北京办公室
86-10-59572429
weihaitao@zhonglun.com

文静
律师
北京办公室
86-10-59572271
wenjing@zhonglun.com

沪深交易所“上市公司收购 及股份权益变动信息披露业务指引” (征求意见稿) 差异解读

作者：熊川 王振



2018年4月13日，上海证券交易所（以下简称“上交所”）和深圳证券交易所（以下简称“深交所”）分别发布了“上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引”（征求意见稿）（以下分别简称“上交所指引”和“深交所指引”，合称为“沪深交易所指引”）。与以往两个交易所发布的许多规范性文件内容“大同小异”不同，这次两家分别发布的指引中存在相当多的区别，而我们理解，该等区别可能反应了一些不同的监管思路，当然也会在后续征求意见、修订过程中为对方提供新的思路。

我们就两指引中部分重点不一致的地方进行罗列对比（重点不一致部分加粗表示），并对这些内容给出我们的粗浅理解，以供各方讨论参考。

第一部分 关于投资者是否触发信息披露义务的主动核实



上交所指引

第三条 上市公司应当主动配合信息披露义务人履行信息披露义务，在收到投资者关于公司收购及权益变动信息通知时，应当按照相关规定配合投资者及时披露。

上市公司如发现投资者已触及相关披露义务但未按规定公告，或者出现有关公司收购及股份权益变动的相关信息已在媒体上传播或者公司股票交易出现异常等情形但未接到相关投资者通知的，上市公司应当立即向相关投资者询问、核实，并提醒其发布相关公告。投资者应当予以配合，并对所提供信息的真实性、准确性和完整性负责。

深交所指引

第三条 投资者通过查询上市公司已披露的最近一期定期报告、其他涉及上市公司股份权益信息的临时公告或者向上市公司询问等方式，对其是否已触及收购及股份权益变动信息披露义务进行核实。构成本指引规定的应披露情形之一的，应当通知上市公司及时发布相关公告。

第五条 上市公司发现投资者已触及披露义务但未按规定公告，或者出现有关公司收购及股份权益变动的相关信息已在媒体上传播或者公司股票交易出现异常等情形但未接到相关投资者通知的，上市公司应当立即向相关投资者询问、核实，并提醒其履行相关义务。投资者应当予以配合，并对所提供信息的真实性、准确性和完整性负责。

解读：

沪深交易所指引均强调如果上市公司发现相关应披露而未披露事项应当进行询问、核实。除此外，深交所指引第三条明确规定了投资人通过查询上市公司已披露的最近一期定期报告、其他涉及上市公司股份权益信息的临时公告或者向上市公司询问等方式，对其是否已触及收购及股份权益变动信息披露义务进行核实。若构成应披露信息的，应通知上市公司并公告。

值得注意的是，不同于上交所指引，深交所指引虽明确了投资者的主动核实事项，但并未明确该事项是否应属于投资者的义务。例如，假设两个投资者 A 和 B 均违反深交所指引未进行信息披露，但 A 在权益变动过程中主动核实了上市公司既往公告信息，但由

于规定理解有误导致信息披露违规，而 B 未核实上市公司相关既往公告而造成信息披露违规，在 A 和 B 这两种违规情形下，是否会同时因为 B 未主动核实既往公告而加重对 B 的处分？建议深交所方面可补充明确。

第二部分 \ 投资者持有上市公司权益的合并计算问题

上交所指引

第四条 投资者在一个上市公司中拥有的权益，包括登记在其名下的股份和虽未登记在其名下但该投资者可以实际支配表决权的股份。投资者及其一致行动人（以下简称投资者）在一个上市公司中拥有的权益应当合并计算。

社保基金、养老保险基金、企业年金、**公募基金**持有同一上市公司的股份数量不合并计算。

第十九条 资产管理产品持有上市公司股份的，视为管理人拥有资产管理产品所持上市公司股份的权益。

管理人不能实际支配资产管理产品所持上市公司股份表决权的，应当披露表决权的实际支配方。表决权实际支配方拥有资产管理产品所持上市公司股份的权益。

第二十九条 本指引所称的资产管理产品包括但不限于银行理财产品，资金信托计划，证券公司、证券公司子公司、基金管理公司、基金管理子公司、期货公司、期货公司子公司、保险资产管理机构、私募基金公司发行的资产管理产品等。

深交所指引

第六条 投资者通过不同证券账户、不同方式在同一上市公司中分别拥有的可以实际支配表决权的权益原则上应当合并计算，并遵循以下合并计算原则：

（一）通过私募基金、信托计划、QFII和RQFII管理的私募产品、其他资产管理产品等拥有上市公司权益的，如无相反证据，应当按照管理人或者受托人合并计算。

管理人或者受托人不是实际支配表决权的主体，该管理人或者受托人应当提供表决权实际归属方的情况。

社会保险基金、养老保险基金、企业年金等为**资产保值增值目的而拥有上市公司权益，且不以共同收购上市公司、共同谋求对上市公司的经营管理权为目的且无此实际效果的，不适用前述合并原则；**

（二）同一投资者通过其普通证券账户、客户信用交易担保证券账户拥有同一上市公司权益的，应当合并计算；

（三）同一投资者拥有同一上市公司境内上市股和境外上市股权益的，应当合并计算；

（四）同一证券公司通过其自营证券账户、融券专用证券账户和转融通担保证券账户拥有同一上市公司权益的，应当合并计算，其中证券公司通过客户信用交易担保证券账户持有的股票不计入其自有证券；

（五）本所要求的其他应当合并计算的情形。上市公司应当按照《收购管理办法》及本条规定的合并计算原则，确定其股东及其控制人拥有上市公司股份权益的数量、比例及排序，并据此在定期报告、股份上市公告书等文件中披露上市公司第一大股东及其最终控制人、控股股东及实际控制人拥有上市公司权益的股份数量及比例。

投资者应当按照《收购管理办法》及本条规定的合并计算原则，确定其同一上市公司中拥有权益的股份数量、比例及排序，并履行相应的信息披露义务。

解读：

在《上市公司收购管理办法》的基础上，沪深交易所指引对权益合并计算问题进行了更为明确的规定，尽管表述方式及详细程度等存在较大的差异，但原则上均强调了受同一或共同控制或支配的投资者（含相关账户等）持有的权益应进行合并计算。在不进行合并计算方面，沪深交易所指引存有一定的差异，原则上在构成一致行动人时社保基金、养老保险基金、企业年金等持有同一上市公司的股份数量不合并计算。但上交所指引明确公募基金不属于合并计算的范畴，而深交所指引未明确公募基金是否可以不用合并计算。同时，深交所指引附加了更多的不合并计算限制条件，即“为资产保值增值目的而拥有上市公司权益，且不以共同收购上市公司、共同谋求对上市公司的经营管理权等为目的且无此实际效果的”的社会保险基金、养老保险基金、企业年金等才可以不进行合并计算，否则，其他情形下社会保险基金、养老保险基金、企业年金等，也需要进行合并计算。

总体来说，在构成一致行动人时，深交所指引关于不合并计算相关权益的条件相对更为严格。



第三部分 \

触发权益变动提示性公告的情形不同

上交所指引

第六条第一款 投资者在一个上市公司中拥有权益的股份（以下简称拥有权益的股份）出现下列情形之一的，应当及时通知上市公司，并披露权益变动提示公告：

- （一）拥有权益的股份虽未达到已发行股份的5%，但成为上市公司第一大股东或实际控制人的；
- （二）拥有权益的股份达到或超过已发行股份的5%后，其拥有权益的股份每增加或减少达到1%的；
- （三）拥有权益的股份达到或超过已发行股份的20%后，减少其拥有权益的股份虽累计未达到1%，但导致持股比例降至20%以下的；
- （四）拥有权益的股份达到或超过已发行股份30%后，减少其拥有权益的股份虽累计未达到1%，但导致持股比例降至30%以下的；
- （五）拥有权益的股份达到或超过已发行股份的5%，其一致行动人的成员或构成发生变化，但未导致其拥有权益的股份数量发生变化的；
- （六）一致行动人中单个投资者拥有权益的股份占已发行股份的比例达到或者超过5%的；
- （七）上市公司的第一大股东或控股股东及其实际控制人不变，但第一大股东或控股股东与实际控制人之间的逐级股权关系发生变化，导致层级减少或者持股情况发生较大变化的；
- （八）投资者增持股份后，与上市公司第一大股东拥有权益的股份均达到或超过10%，且两者比例相差小于或等于5%；
- （九）本所认定的其他应当披露的情形。

因上市公司股本变动导致投资者拥有的权益被动变化出现上述情形的，不适用前款规定。

属于第一款第一项、第八项应披露情形的，权益变动提示公告应当于事实发生之日起次一交易日披露。

深交所指引

第八条 除前条规定的应发布提示性公告的情形外，上市公司收购及股份权益变动活动出现下列情形之一的，虽未触及《收购管理办法》规定的披露情形，但投资者应当通知上市公司在事实发生之日起的两个交易日内发布提示性公告：

- （一）投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例虽未达到5%，但成为上市公司第一大股东或者控股股东、实际控制人的；
- （二）投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例达到或者超过5%后，其拥有权益的股份比例每增加或者减少1%的；
- （三）投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例达到或者超过20%后，其拥有权益的股份比例虽累计变动未达到1%，但主动减少后导致其拥有权益的股份比例降至20%以下的；
- （四）投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例达到或者超过30%后，其拥有权益的股份比例虽累计变动未达到1%，但主动减少后导致其拥有权益的股份比例降至30%以下的；
- （五）上市公司对外披露无实际控制人，上市公司的第一大股东、控股股东与其最终控制人或者最终出资人之间的任一层级产权结构发生较大变化，包括产权结构中的主要成员发生变化，或者该等成员拥有上市公司权益的方式或者比例发生较大变化，但该等变化未导致上市公司控制权转移且不影响上市公司第一大股东及其控制地位的。
产权结构中的主要成员，是指对下一直接层级主体具有重大影响力的成员或者对下一直接层级主体拥有10%以上权益的成员，如无，则是指对下一直接层级主体拥有5%以上权益的成员；
- （六）上市公司的第一大股东或者控股股东及其实际控制人在上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例不变，但该第一大股东或者控股股东与其实际控制人之间的产权结构发生较大变化，包括产权层级减少或者逐级产权关系发生较大变化的；
- （七）投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例达到或者超过5%后，其一致行动成员的构成或者拥有上市公司的权益比例发生较大变化，但未导致一致行动成员合计拥有权益的股份比例发生变化，且未导致一致行动中核心成员地位发生变化的；
- （八）一致行动人中的单个投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例达到或者超过5%的；
- （九）因权益变动导致上市公司第一大股东与第二大股东拥有上市公司权益的股份比例相差小于或者等于5%，且前述第一大股东、第二大股东拥有权益的股份比例均为10%以上的；
- （十）本所认定的其他应披露情形。

第三十条 投资者通过发行、认购或者持有可交换公司债券等可转换为公司股票的非股权类证券，可能导致其在一个上市公司中拥有权益的股份比例构成本指引第七条、第八条应披露情形之一的，相关投资者应当通知上市公司于发行完成、转让或者受让可转换为公司股票的非股权类证券等事实发生之日起两个交易日内发布非股权类证券存续期内其拥有上市公司权益可能发生变动或者已发生变动的提示性公告，公告内容参照本指引第二十一条的规定。

解读:

进一步明确和细化触发提示性公告义务是本次沪深交易所指引的重点内容之一,上交所指引与深交所指引在此方面有一定的内容重合和差异:

(一)对部分需要披露情形,沪深交易所指引的规定基本相同。

例如,投资者应当在以下事实发生后通知上市公司发布提示性公告:拥有权益股份未达到5%但成为第一大股东或实际控制人的;拥有权益超过5%后,每增加或减少1%的;一致行动人中单个投资主体持股超过5%的。在此需要说明,本征求意见稿出台前不少上市公司为抵御恶意收购而在修订公司章程时,均规定了如果投资者持有公司股份达到了3%时应向公司董事会披露,但该条款由于涉嫌额外增加投资者披露义务而受到了交易所等主体的质疑,但若沪深交易所指引该等条款正式实施,上市公司要求投资者对持股情况进行披露即具有了相关规定依据,我们理解,上市公司将相应条款落实到章程中可能不再受到质疑或者无须在章程中做相关约定。

(二)披露时间方面存在一定差异。上交所指引第六条规定,拥有权益的股份虽未达到已发行股份的5%,但成为上市公司第一大股

东或实际控制人的,以及投资者增持股份后,与上市公司第一大股东拥有权益的股份均达到或超过10%,且两者比例相差小于或等于5%,这两种情形下,投资者应在事实发生之日起一个交易日内进行公告,除此外其他情形应及时通知上市公司并进行披露。而与上交所指引不同的是,深交所指引规定在发生第八条规定的情形时,投资者均应在事实发生在两个交易日内进行披露。

(三)信息披露触发的条件存在一定差异。

例如:

1. 沪深交易所指引均原则性规定,投资者持股达到20%或30%后,虽然累积变动未超过1%,但持股比例导致下降至20%或30%以下的需要进行公告,同时,上交所指引规定因为上市公司股本变动导致出现相关被动变化的,可豁免相应公告,而深交所指引规定公告的前提是“主动减少”,即如果不是“主动减少”则可以豁免相应披露义务,但需要说明的是,深交所并未明确何为“主动减少”,例如,司法强制划转是否属于“主动减少”?建议深交所可进一步补充明确。

2. 上交所指引规定,拥有权益的股份

达到或超过已发行股份的5%,其一致行动人的成员或构成发生变化,但未导致其拥有权益的股份数量发生变化的,应及时披露,但深交所指引对此情形同时附加了一个条件为“且未导致一致行动中核心成员地位发生变化的”,并对核心成员进行了释义。

3. 深交所指引增加的应进行披露的情形,例如:(i)深交所指引第八条第(五)项规定,上市公司对外披露无实际控制人,但上市公司的第一大股东、控股股东与其最终控制人或者最终出资人之间的任一层次产权结构发生较大变化,包括产权结构中的主要成员发生变化,或者该等成员拥有上市公司权益的方式或者比例发生较大变化(对下一直接层级主体具有重大影响力的成员或者对下一直接层级主体拥有10%以上权益的成员,如无,则是指对下一直接层级主体拥有5%以上权益的成员),但该等变化未导致上市公司控制权转移且不影响上市公司第一大股东及其控制地位的;(ii)深交所指引第三十条规定,对于投资者通过发行、认购或者持有可交换公司债券等可转换为公司股票的非股权类证券事项,应在相关事实发生之日起两个交易日内发布其拥有上市公司权益可能发生变动或者已发生变动的提示性公告。

4. 上交所指引规定,投资者与上市公司第一大股东拥有权益的股份均达到或超过10%,且两者比例相差小于或等于5%时,需要进行披露的条件为“投资者增持股份后”,但深交所指引附加的相应条件为“因权益变动”。在此我们理解如果深交所上市公司因为第一大股东减持导致第二大股东与其持股相差小于5%的,按照深交所指引的规定投资者需要进行公告。同时,与上交所指引不同的是,深交所指引并未十分明确披露义务人为第一大股东还是第二大股东,建议深交所可进一步补充明确。

第四部分 \ 持股情况发生被动变化的信息披露义务

上交所指引	深交所指引
第六条第二款 因上市公司股本变动导致投资者拥有的权益被动变化出现上述情形的，不适用前款规定。	第九条 上市公司因增发股份等原因增加股本，导致投资者在该上市公司中拥有权益的股份比例被动降至30%、20%、5%以下的，或者减少幅度被动达到或者超过5%的，上市公司应当在事实发生之日起的两个交易日内作出公告。 第十条 上市公司因回购社会公众股等原因减少股本，导致投资者在该上市公司中拥有权益的股份比例被动达到或者超过该公司已发行股份的5%、20%的，或者增加幅度被动达到或者超过5%的，上市公司应当在完成减少股本的变更登记之日起的两个交易日内作出公告。 第二十二条第二款 相关投资者属于被动触及本指引第八条第（一）项、第（九）项应披露情形，且该投资者在本次公告前十二个月内未发生主动增加其拥有上市公司权益的股份比例的，在提示性公告中无需披露前款第（一）项、第（三）项规定的内容。

第五部分 \ 提示性公告披露内容的差异

上交所指引	深交所指引
第七条 投资者依照本指引第六条规定披露权益变动提示公告的，应当包括以下内容： （一）投资者及其实际控制人姓名或名称； （二）本次权益变动的时间、变动方式、变动所涉及股份种类、股份数量及占上市公司已发行总股本的比例； （三）本次权益变动前后投资者拥有权益的股份数量、股份比例及股份种类； （四）本所要求披露的其他内容。	第二十一条 构成本指引第七条、第八条应披露情形之一的，提示性公告应当至少包括以下内容： （一）投资者的姓名或者名称； （二）本次权益变动时间、变动方式、变动所涉及股份种类、股份数量及占上市公司已发行股份的比例； （三）本次权益变动前后投资者以不同方式分别拥有权益的股份数量、股份比例及股份种类； （四）涉及投资者减持上市公司股份的，应披露其曾作出股份限售的全部承诺，并说明本次减持是否违反其股份限售承诺； （五）本所要求披露的其他内容。

解读：

根据上交所指引的规定，如果因为股份被动变化而出现了投资者权益变动而触发了第六条规定的情形，投资者可豁免进行提示性公告。

相比之下，深交所指引对此并未明确规定，而是规定如果因为上市公司增发股份或回购股份导致触发第八条规定的相关情形时，上市公司应该进行公告。结合深交所第二十二条第二款的规定（如被动触发第八条部分情形并满足一定条件时，提示性公告无须披露某些特定的内容），我们理解，原则上如果被触发了深交所指引第八条规定的部分情形，投资者亦应进行主动性的信息披露。这与先前理念有所不同的是，原则上除减少股本导致投资者成为第一大股东或实际控制人外，按照《上市公司收购管理办法》及实践的做法，被动持股变化的信息披露义务在上市公司层面而非投资者层面。相比之下，沪深交易所指引又迈进了一步，即除了被动成为第一大股东或实际控制人外，投资者因其他情形导致权益被动变化时也可能要履行一定的信息披露义务。

解读：

就提示性公告披露的内容，沪深交易所指引存在一些差异。相对于深交所指引，上交所指引规定投资者除披露投资者姓名及名称外，还应披露其实际控制人的姓名或名称；相对于上交所指引，深交所指引规定，涉及投资者减持上市公司股份的，投资者应披露其曾作出股份限售的全部承诺，并说明本次减持是否违反其股份限售承诺。

第六部分

特殊情形下（可能影响上市公司控制权）的信息披露内容

上交所指引	深交所指引
第八条 投资者依照第六条第一款第一项、第八项披露权益变动提示公告的，除应当披露前条规定的信息外，还应当披露以下内容： （一）权益变动的目的。投资者应当明确说明是否谋取上市公司控制权或者第一大股东及其控制地位。 （二）投资者的资金来源或其他支付安排。资金来源于第三方借款或其他融资方式的，应当披露融资成本及可能对公司控制权存在重大影响的合同条款或事项。 （三）投资者在未来6个月内进一步增持的具体计划。拟继续增持的，应说明增持股份的目的、方式、最低增持股份数量或金额、股份种类等情况。 （四）本所要求披露的其他内容。	第二十二条 构成本指引第八条第（一）项、第（九）项应披露情形的，提示性公告除应当符合本指引第二十一条规定外，还应当包括以下内容： （一）本次权益变动的目的。涉及投资者本次权益变动为增加其拥有上市公司权益的，应当说明本次权益变动是否为了谋取上市公司控制权或者第一大股东及其控制地位；涉及投资者本次权益变动为减少其拥有上市公司权益的，应当说明本次权益变动是否有意放弃对上市公司的控制权或者第一大股东及其控制地位； （二）未来六个月拟增加或者减少上市公司股份权益的具体安排。拟继续增加的，应披露拟增加权益的目的、方式、股份数量或者金额下限、股份种类等；拟减少的，应披露拟减少权益的目的、方式、股份数量或者金额上限、股份种类等； （三）资金来源或其他支付安排。资金来源于第三方借款或其他融资方式的，应当披露涉及融资金额及可能对公司控制权存在重大影响的合同或者安排条款； （四）涉及资金来源、产权结构等方面的合同或者安排的，应当披露对上市公司控制权或者第一大股东及其控制地位存在重大影响的合同或者安排条款。 相关投资者属于被动触及本指引第八条第（一）项、第（九）项应披露情形，且该投资者在本次公告前十二个月内未发生主动增加其拥有上市公司权益的股份比例的，在提示性公告中无需披露前款第（一）项、第（三）项规定的内容。

解读：

沪深交易所指引均规定，在拥有权益的股份虽未达到已发行股份的 5%，但成为上市公司第一大股东或实际控制人的，或者在第一大股东和第二大股东拥有权益的股份均达到或超过 10%，且两者比例相差小于或等于 5% 时，投资者原则上应该进行特别的内容披露，主要是包括是否有意谋取上市公司控制权以及投资者未来 6 个月内的进一步增持计划等。与上交所指引不太一致的是，深交所指引增加了在涉及资金来源、产权结构等方面的合同或者安排时，投资者同时应当披露对上市公司控制权或者第一大股东及其控制地位存在重大影响的合同或者安排条款。



第七部分 \

投资者为合伙企业 / 金融资管产品时的信息披露内容

上交所指引	深交所指引
第八条 投资者依照第六条第一款第一项、第八项披露权益变动提示公告的，除应当披露前条规定的信息外，还应当披露以下内容： （一）权益变动的目的。投资者应当明确说明是否谋取上市公司控制权或者第一大股东及其控制地位。 （二）投资者的资金来源或其他支付安排。资金来源于第三方借款或其他融资方式的，应当披露融资成本及可能对公司控制权存在重大影响的合同条款或事项。 （三）投资者在未来6个月内进一步增持的具体计划。拟继续增持的，应说明增持股份的目的、方式、最低增持股份数量或金额、股份种类等情况。 （四）本所要求披露的其他内容。 第九条 按第八条规定履行信息披露义务时，投资者为合伙企业的，应当以方框图或者其他有效形式全面穿透披露投资者及其一致行动人的产权及控制关系，直至最终出资人，同时还应当披露合伙人、最终出资人，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、所持上市公司股份表决权实际支配安排，未来存续期间及关于合伙人入伙、退伙、转让财产份额、有限合伙人与普通合伙人身份转变等约定。 投资者为资产管理产品的，应当比照前款要求履行信息披露义务，公募基金或其他公募产品除外。	第二十二条 构成本指引第八条第（一）项、第（九）项应披露情形的，提示性公告除应当符合本指引第二十一条规定外，还应当包括以下内容： （一）本次权益变动的目的，涉及投资者本次权益变动为增加其拥有上市公司权益的，应当说明本次权益变动是否为了谋取上市公司控制权或者第一大股东及其控制地位；涉及投资者本次权益变动为减少其拥有上市公司权益的，应当说明本次权益变动是否有意放弃对上市公司的控制权或者第一大股东及其控制地位； （二）未来六个月拟增加或者减少上市公司股份权益的具体安排。拟继续增加的，应披露拟增加权益的目的、方式、股份数量或者金额下限、股份种类等；拟减少的，应披露拟减少权益的目的、方式、股份数量或者金额上限、股份种类等； （三）资金来源或其他支付安排，资金来源于第三方借款或其他融资方式的，应当披露涉及融资金额及可能对公司控制权存在重大影响的合同或者安排条款； （四）涉及资金来源、产权结构等方面的合同或者安排的，应当披露对上市公司控制权或者第一大股东及其控制地位存在重大影响的合同或者安排条款。 相关投资者属于被动触及本指引第八条第（一）项、第（九）项应披露情形，且该投资者在本次公告前十二个月内未发生主动增加其拥有上市公司权益的股份比例的，在提示性公告中无需披露前款第（一）项、第（三）项规定的内容。 第二十七条 构成本指引第七条、第八条应披露情形之一，且涉及合伙企业直接或者间接拥有上市公司权益的，提示性公告除应当符合本指引第三章对应的规定外，还应当包括以下内容： （一）协议或安排签订时间、存续期限及变更、终止的条件； （二）各参与主体名称，参与主体较为分散的，则披露主要参与主体名称，并描述分散程度、其他委托人的数量以及是否构成一致行动关系等； （三）各主体的出资额及占比； （四）各主体所参与的业务类型、享有的投资、管理及退出决策等主要权利，须承担的主要义务，管理费用，以及其与信息披露义务人之间的关系； （五）更换普通合伙人的条件和程序，拥有的投资、管理及退出决策的主要权利义务安排； （六）所对应上市公司权益归属、合伙企业的控制权及认定依据，包括但不限于执行合伙事务的表决办法、异议解决机制等； 关于上市公司股份表决权归属的披露内容应当明确具体且符合相关规定，包括但不限于表决权归属的期限、归属约定或者认定是否可撤销、有关主体关于不以任何方式支配上市公司股份表决权的承诺（如适用）等； （七）合伙企业利益分配、亏损负担、合伙事务执行的有关安排，包括但不限于执行事务合伙人应当具备的条件和选择程序、执行事务合伙人权限与违约处理办法、执行事务合伙人的除名条件和变更程序，以及对执行事务合伙人委派代表或聘任的合伙企业经营管理人员的选任方法或相关授权范围等；

上交所指引	深交所指引
	(八) 最近一年历史沿革，包括但不限于合伙人入伙、退伙、转让财产份额、有限合伙人与普通合伙人转变身份等情况以及未来存续期间内的类似变动安排（如有）； (九) 投资限制或者禁止条款； (十) 本所要求披露的其他内容。投资者涉及直接或者间接通过私募基金、资产管理计划、信托计划、理财产品、其他资产管理产品等拥有上市公司权益的，参照前款规定进行信息披露。合伙企业的有限合伙人、普通合伙人的成员发生变化的，投资者应当通知上市公司在事实发生之日起的两个交易日内作出公告。 第二十八条 构成本指引第七条、第八条应披露情形之一，且涉及持牌金融机构拥有上市公司权益或者持牌金融机构与其一致行动人共同拥有上市公司权益的，提示性公告除应当符合本指引第三章对应的规定外，还应当包括相关金融监管机构要求该持牌金融机构因拥有上市公司权益需进行报备或者披露的内容。 持牌金融机构，是指经金融监管机构批准设立并持续监管的机构，包括银行、信托、保险、证券公司及其子公司、基金公司及其子公司、期货公司及其子公司、基金销售机构、证券投资咨询机构等。 第二十九条 投资者（自然人除外）通过融资融券、约定式购回等业务、私募基金、信托计划、QFII管理的产品、RQFII管理的产品、其他资产管理产品、合伙企业等拥有上市公司权益，且成为上市公司第一大股东或者控股股东、实际控制人及其一致行动人的，该投资者应当在可能发生对其拥有上市公司权益的稳定性产生重大影响的事项时及时通知上市公司并对外公告，公告内容包括但不限于影响所拥有权益稳定性的具体情况、拟采取的具体措施等。

解读：

根据沪深交易所指引的规定，如果投资人为合伙企业或资管产品的，对出资人应进行穿透等特别披露。沪深交易所指引均规定披露投资人及其产权关系、出资来源、利润分配和亏损承担、存续期间、合伙人更换等内容。但相对而言，深交所指引规定的更加详细，同时也补充了上交所指引未明确规定

需要披露的事项。例如，各主体的业务类型、投资者最近一年的历史沿革等；涉及持牌金融机构的，还需要披露涉及应金融监管要求所进行备案或披露的相关内容；同时，合伙企业及相关金融或资管产品成为上市公司第一大股东或者控股股东、实际控制人及其一致行动人的，还需要就投资者在可能发生对其拥有上市公司权益的稳定性

产生重大影响的事项时及时通知上市公司并对外公告。

根据该等规定，我们理解本次沪深交易所指引特别注重投资者在权益变动过程中是否存在谋求控制权及资金来源问题，这对于上市公司来说，一定程度上有利于抵御投资者的恶意收购。

第八部分 \

权益变动报告书的披露差异 (以简式权益变动报告书为例)

上交所指引	深交所指引
第十条 投资者拥有权益的股份出现下列情形之一的，应当依法编制并披露简式权益变动报告书： （一）达到或超过已发行股份的5%，但未达到已发行股份的20%，且未成为公司第一大股东或实际控制人的； （二）达到或超过已发行股份的5%后，其拥有权益的股份占已发行股份的比例每增加5%，但未达到或超过已发行股份的20%，且未成为公司第一大股东或实际控制人的； （三）达到或超过已发行股份的5%后，其拥有权益的股份占已发行股份的比例每减少5%的； （四）达到或超过已发行股份的5%后，其拥有权益的股份占已发行股份的比例每减少5%的； （五）因上市公司增发股份等原因导致投资者拥有权益的股份被动降至5%以下，投资者未单独披露简式权益变动报告书，后又主动减持股份的。	第十一条 上市公司收购及股份权益变动活动出现以下情形之一的，投资者应当在事实发生之日起的三个交易日内按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第15号—权益变动报告书》等规定编制并披露简式权益变动报告书： （一）通过证券交易所的证券交易，投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例达到5%，且该投资者不是上市公司的第一大股东或者控股股东、实际控制人的； （二）投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例达到或者超过5%后，通过证券交易所的证券交易，其拥有权益的股份比例每增加5%，但未达到20%，且该投资者不是上市公司的第一大股东或者控股股东、实际控制人的； （三）投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例达到或者超过5%后，通过证券交易所的证券交易，其拥有权益的股份比例每减少5%，且未降至5%的； （四）投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例达到或者超过5%后，通过证券交易所的证券交易，其拥有上市公司权益的股份比例虽累计变动未达到5%但减少后导致其拥有权益的股份比例降至5%的； （五）投资者在一个上市公司中拥有权益的股份占该公司已发行股份的比例达到或者超过5%后，因上市公司增发股份等情形增加股本而导致投资者拥有权益的股份比例被动降至5%以下后，投资者又通过证券交易所的证券交易主动减少其拥有的上市公司权益的，但投资者拥有权益的股份比例被动降至5%以下时已主动履行权益变动报告和公告义务的除外。 第十二条 投资者通过认购上市公司发行的新股、协议转让、行政划转或者变更、执行法院裁定、继承、赠与等方式，拥有上市公司权益的股份比例或者增减变动比例拟达到或者超过前条规定比例的，应当按照前条规定对应的披露要求履行信息披露义务。 第二十三条 构成本指引第二章第二节、第三节、第四节规定应披露情形之一的，除应当按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第15号—权益变动报告书》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第16号—上市公司收购报告书》等规定编制并披露权益变动报告书、收购报告书等文件外，相关报告书等文件中还应当至少包括以下内容： （一）以方框图或者其他有效形式全面披露投资者的各层产权及控制关系，直至披露到自然人、国有资产管理部门或者股东之间达成的某种协议或者安排。参与主体较为分散的，则披露主要参与主体名称，并描述分散程度、其他参与人的数量以及与信息披露义务人是否构成一致行动关系等。 （二）与取得上市公司权益相关的所有资金的来源，直至披露到来源于相关主体的自有资金、银行贷款或者公募基金证券投资基金所募集的资金，并按不同资金来源途径分别列出资方名称、金额和其他重要条款，以及后续还款计划，尚无计划的，应制定明确的还款计划。 资金来源或者产权及控制关系中涉及经准予注册的公募基金证券投资基金，或者涉及其他金融监管机构批准设立或者准予注册且持续监管的金融产品并经律师事务所对相关产品从设立、认购、管理等角度具有向不特定公众筹集资金的特征发表明确意见的，不适用前款规定。

解读：

沪深交易所指引均规定，因上市公司增发股份等原因导致投资者被动降至5%以下，后又主动减持股份的，原则上应该同时披露简式权益变动报告书，但在降至5%以下时单独披露简式权益变动报告书的可以豁免后续同时披露简式权益变动报告书。除此外，深交所指引增加了投资者减持至5%以下时投资者已经主动进行公告的，也可以豁免该项规定中的权益变动报告书的披露义务。

就内容而言，深交所指引第二十三条对权益变动报告书或收购报告书的披露内容进

行了进一步的细化和补充，例如，披露资金来源时应披露至相关主体的自有资金、银行贷款或者公募证券投资基金所募集的资金等。

另外，需要稍微注意的是，深交所指引第十一条在列举触发简式权益变动披露的情形时，基本限于“通过证券交易所的证券交易”，同时，第十二条规定了协议转让情形达到前述标准的，亦按照相关规定进行披露。可以认为，深交所指引继续沿用《上市公司收购管理办法》等将“在证券交易所进行的证券交易”与协议转让进

行区分表述的做法，而上交所第十条规定的情形并未对“证券交易所的证券交易”和协议转让进行区分，但结合前后规定，沪深交易所指引规定可触发前述权益变动报告书的交易种类应是一致的。需要说明的是，既往部分规定可能没有将协议转让排除在“在证券交易所进行的证券交易”种类之外，例如《上市公司流通股协议转让业务办理暂行规则》第二条规定了“上市公司流通股协议转让必须在证券交易所进行”。总的来说，为了避免各规定发生冲突、理解发生歧义，建议沪深交易所指引的相应表述可调整一致。

第九部分 \ 法律责任内容差异

上交所指引	深交所指引
第二十八条 信息披露义务人未遵守本指引规定履行信息披露义务的，本所可以依据相关规则视情况对信息披露义务人采取监管措施或予以纪律处分。	第三十七条 上市公司收购及股份权益变动活动中的相关当事人违反本指引规定的，本所视情况采取相应的监管措施或者纪律处分。涉嫌违反法律、行政法规、部门规章、规范性文件的，本所依法报中国证监会查处。

解读：

相对于上交所指引，深交所指引在法律责任部分内容中增加了“涉嫌违反法律、行政法规、部门规章、规范性文件的，本所依法报中国证监会查处。”尽管从实操角度该项增加内容对并无实质影响，但为避免理解歧义，建议沪深交易所在此可以保持一致。

第十部分 \ 初步总结

沪深交易所指引现主要系征求意见稿，两个交易所指引之间存在的不少差异可能体现了不同的监管思路，至于最终的正式实施版本内容如何让我们拭目以待。届时我们也可以通过对征求意见稿和最终正式实施版本之间的差异，以探相关监管思路的趋势或变化。📌



熊川
合伙人
北京办公室
86-10-59572274
xiongchuan@zhonglun.com

王振
律师
北京办公室
86-18811470584
wangzhen@zhonglun.com

“确有必要，严格限定” 的工程项目招标范围

——《必须招标的工程项目规定》解读

作者：张炯 张文婧 孙傲



2018年3月21日,《国务院关于<必须招标的工程项目规定>的批复》(国函〔2018〕56号)(下称“56号令”)发布,表明国务院已批准《必须招标的工程项目规定》,发布时间和施行日期由国家发展改革委确定。该规定施行之日,《工程建设项目招标范围和规模标准规定》(国家发展和改革委员会第3号令)(下称“3号令”)同时废止。因为工程招标范围对招投标市场影响巨大,故即使是预告性质的56号令也已获得万众瞩目,各方都在翘首以盼《必须招标的工程项目规定》的出台。相隔9日,国务院发改委于3月30日终于发布了《必须招标的工程项目规定》(国家发展和改革委员会令第16号)(下称“16号令”)。该文件究竟会对招投标的范围产生哪些影响,本文将对比3号令及相关法规进行解读。

第一部分\

《招标投标法》规定的应当招标的工程建设项目

无论3号令还是16号令,都是对《招标投标法》规定的细化。而根据《招标投标法》第三条,应当招标的工程建设项目包括三类:

(一)大型基础设施、公用事业等关系社会公共利益、公众安全的项目;

(二)全部或者部分使用国有资金投资或者国家融资的项目。

法规对比

3 号令	16 号令
《工程建设项目招标范围和规模标准规定》 第四条:使用国有资金投资项目的范围包括: (一)使用各级财政预算资金的项目; (二)使用纳入财政管理的各种政府性专项建设基金的项目; (三)使用国有企业事业单位自有资金,并且国有资产投资者实际拥有控制权的项目。 第五条:国家融资项目的范围包括: (一)使用国家发行债券所筹资金的项目; (二)使用国家对外借款或者担保所筹资金的项目; (三)使用国家政策性贷款的项目; (四)国家授权投资主体融资的项目; (五)国家特许的融资项目。	《必须招标的工程项目规定》 第二条 全部或者部分使用国有资金投资或者国家融资的项目包括: (一)使用预算资金 200 万元人民币以上,并且该资金占投资额10%以上的项目; (二)使用国有企业事业单位资金,并且该资金占控股或者主导地位的项目。

(三)使用国际组织或者外国政府贷款、援助资金的项目。

对于上述项目,建设单位在进行勘察、设计、施工、监理以及与工程建设有关的重要设备、材料等采购时,必须进行招标。

第二部分\

关于《必须招标的工程项目规定》的深度解读

(一) 关于国有资金投资项目和国家融资项目

中伦解读:

1. 设置政府投资项目的金额和比例门槛

国有资金投资项目包括政府投资项目和国有企事业单位投资项目。关于政府投资项目,根据3号令,无论金额比例,一律应当招标。而按照16号令,只有当使用预算资金超过200万且占比超过10%的政府投资项目,才应招标。同时,因为2014年《预算法》已将政府性基金纳入预算的范围,故使用政府性专项建设基金的项目已被使用预算资金的项目所包含,无须单列。

2. 国有企事业单位项目须“资金占控股或者主导地位”

关于国有企事业单位项目应当招标的范围,16号令将“投资者实际拥有控制权”修改为“资金占控股或者主导地位”,与《招标投标法实施条例》第八条的表述保持一致。而根据国务院法制办关于《招标投标法实施条例》的释义,所谓“控股或者主导地位”,是指国有资金占公司股权比例超过50%,或者虽然不超过50%,但其所享有的表决权已足以对股东会的决议产生重大影响,或者能够通过投资关系、协议或者其他安排,实际支配公司行为。

3. 国家融资项目“名存实亡”

虽然16号令仍保留了国家融资项目的称谓,但对比来看,3号令中国家融资项目包括的类型,在16号令均未体现。因此,国家融

资项目实质上已经被剔除了必须招标的工程项目范围。

第二部分\

关于使用国际组织或者外国政府贷款、援助资金的项目

中伦解读（右部表格）：

关于使用国际组织或者外国政府贷款、援助资金的项目，16号令仅是形式上将3号文规定列举的三项合并为两项，实质内容未发生变化。

法规对比

3 号令	16 号令
《工程建设项目招标范围和规模标准规定》 第六条 使用国际组织或者外国政府资金的项目的范围包括： （一）使用世界银行、亚洲开发银行等国际组织贷款资金的项目； （二）使用外国政府及其机构贷款资金的项目； （三）使用国际组织或者外国政府援助资金的项目。	《必须招标的工程项目规定》 第三条 使用国际组织或者外国政府贷款、援助资金的项目包括： （一）使用世界银行、亚洲开发银行等国际组织贷款、援助资金的项目； （二）使用外国政府及其机构贷款、援助资金的项目。

第三部分\

关于大型基础设施、公用事业等关系社会公共利益、公众安全的项目

中伦解读（右部表格）：

虽然16号文并未规定该类项目的具体范围，但是确定了“确有必要、严格限定”的原则，而这实际是16号文相比3号文最核心、最显著的变革，也反映出国家招投标监管政策的变化历程。

1. 包罗万象的“公用事业项目”和“基础设施项目”

从立法机关的法律释义可以看出，《招标投标法》在规定“大型基础设施项目”和“公用事业项目”时，其所指范围非常有限，尤其“公用事业项目”主要是为公众提供服务的自来水、电力、燃气等市政工程项目。但是，在3号令出台后，“公用事业项目”的范围大幅扩充，除市政工程外，还包括商品住宅、科技、教育、文化、体育、旅游、卫生、社会福利等项目。而“基础设施项目”也不再受到“大型”的限制，而是包

法规对比

3 号令	16 号令
《工程建设项目招标范围和规模标准规定》 第二条 关系社会公共利益、公众安全的基础设施项目的范围包括： （一）煤炭、石油、天然气、电力、新能源等能源项目； （二）铁路、公路、管道、水运、航空以及其他交通运输业等交通运输项目； （三）邮政、电信枢纽、通信、信息网络等邮电通讯项目； （四）防洪、灌溉、排涝、引（供）水、滩涂治理、水土保持、水利枢纽等水利项目； （五）道路、桥梁、地铁和轻轨交通、污水排放及处理、垃圾处理、地下管道、公共停车场等城市设施项目； （六）生态环境保护项目； （七）其他基础设施项目。 第三条 关系社会公共利益、公众安全的公用事业项目的范围包括： （一）供水、供电、供气、供热等市政工程项目； （二）科技、教育、文化等项目； （三）体育、旅游等项目； （四）卫生、社会福利等项目； （五）商品住宅，包括经济适用住房； （六）其他公用事业项目。	《必须招标的工程项目规定》 第四条 不属于本规定第二条、第三条规定情形的大型基础设施、公用事业等关系社会公共利益、公众安全的项目，必须招标的具体范围由国务院发展改革部门会同国务院有关部门按照确有必要、严格限定的原则制订，报国务院批准。

括全部基础设施项目。因此，“公用事业项目”和“基础设施项目”合在一起，几乎涵盖了全部的工程项目。这已经背离了《招标投标法》的立法初衷。

2. 社会投资项目中建设单位自主决定招标的合法性困境

监管机关显然也注意到了上述问题。2014年，《住房城乡建设部关于推进建筑业发展和改革的若干意见》（建市[2014]92号）第二条第（五）项规定，“改革招标投标监管方式。调整非国有资金投资项目发包方

式，试行非国有资金投资项目建设单位自主决定是否进行招标发包”。即对于非国有资金投资项目，试行由建设单位享有招投标的决定权。之后，各地纷纷出台了相应的配套文件。尤其是今年3月份，北京和上海先后发布了关于优化营商环境、改革建设项目审批流程的文件，明确在社会投资项目中，建设单位可以自主决定是否招标。

虽然实际操作时非国资项目中的建设单位可以不招标，但根据《招标投标法》及3号令，只要是“公用事业项目”和“重大基础设施项目”，无论项目的资金来源，建设单

位均应招标。因此，实践与法律出现了冲突。而由于住建部和地方文件的效力层级较低，一旦发生纠纷，如果建设单位并未招标，仍然存在法院认为违反《招标投标法》的强制性规定，从而认定招投标无效的风险。

后续规定在界定“关系社会公共利益、公众安全的项目”的范围时，如何解决前述实践与法律的矛盾，这无疑是发改委面临的一道难题。但无论答卷如何，从目前公布的《工程建设项目招标范围和规模标准规定（修订）（送审稿）》和国家政策趋势来看，该类项目的范围必定会大幅缩小。

第四部分

关于应当招标的施工、重要设备、材料和服务的范围

中伦解读（右部表格）：

1. 提高应招标的单项合同的金额，删除项目总投资额要求

相比3号令，16号令提高了应当招标的单项合同的金额。但本条最重要的修改之处，在于取消了项目总投资额对是否必须招投标的影响。根据3号令，无论单项合同的金额如何，只要项目总投资额超过3000万元，单项合同均需要招标。

但是，因为大多数工程的投资金额都会超过3000万元，所以前三项对单项合同的金额要求实际失去了意义，导致对于大多数工程项目，若严格按照3号令，即便是对“一针一线”的采购，也应当招标。这肯定是不现实的，如此又导致了法规与实践的脱节。

2. 不得通过拆分采购而规避招投标

实践中，建设单位存在为降低合同金额、规避招投标，而将一项采购拆分成多项的情形。而16号规定，对于可以合并进行的采购，合同金额也应合并计算。

法规对比

3 号令	16 号令
第七条本规定第二条至第六条规定范围内的各类工程建设项目，包括项目的勘察、设计、施工、监理以及与工程建设有关的重要设备、材料等的采购，达到下列标准之一的，必须进行招标： （一）施工单项合同估算价在200万元人民币以上的； （二）重要设备、材料等货物的采购，单项合同估算价在100万元人民币以上的； （三）勘察、设计、监理等服务的采购，单项合同估算价在50万元人民币以上的； （四）单项合同估算价低于第（一）、（二）、（三）项规定的标准，但项目总投资额在3000万元人民币以上的。	第五条 本规定第二条至第四条规定范围内的项目，其勘察、设计、施工、监理以及与工程建设有关的重要设备、材料等的采购达到下列标准之一的，必须招标： （一）施工单项合同估算价在 400 万元人民币以上； （二）重要设备、材料等货物的采购，单项合同估算价在 200万元人民币以上； （三）勘察、设计、监理等服务的采购，单项合同估算价在 100万元人民币以上。 同一项目中可以合并进行的勘察、设计、施工、监理以及与工程建设有关的重要设备、材料等的采购，合同估算价合计达到前款规定标准的，必须招标。

第四部分 收回地方关于必须招标范围的 权限

中伦解读（右部表格）：

如前所述，相比《招标投标法》的立法本意，3号令已经扩大了必须招标项目的范围。但是，3号令还授予了地方政府进一步扩大必须招标项目范围的权力。其结果是：

（1）必须招标的项目范围进一步扩大。例如，3号令仅是将“商品住宅”属于应当招标的公用事业项目，但在北京，根据《北京市工程建设项目招标范围和规模标准规定》第四条，“住宅、酒店、公寓、写字楼”全都属于应当招标的范围。

（2）不同地区必须招标项目的范围存在差异。如（1）所述，北京在全国属于招投标

3 号令	16 号令
第十条 省、自治区、直辖市人民政府根据实际情况，可以规定本地区必须进行招标的具体范围和规模标准，但不得缩小本规定确定的必须进行招标的范围。	删除

监管较为严格的地区，而有些地区则相对宽松。这样一旦出现纠纷，法院在判断哪些项目属于应当招标而未招标，进而确认合同效力时，可能会导致“同案不同判”情形的出现。

16号令删除了上述规定，收回了地方政府的前述权力。在16号令生效后，全国关于必须招标的项目范围应适用统一规则，各地不得另行调整。 [8]



张炯
合伙人
北京办公室
86-10-59572223
zhangjiong@zhonglun.com

张文靖
律师
北京办公室
86-10-59572466
zhangwenjing@zhonglun.com

孙傲
律师
北京办公室
86-10-59572354
sunao@zhonglun.com



企业并购中 劳动尽职调查的六大要点

作者：严静安 黄翌洛



企业间的兼并与收购（以下简称并购）是实现企业发展战略、发挥经营协同效应的重要途径之一。但是，在创造机会的同时，并购活动也隐藏着各种风险，例如目标公司在法律、财务等方面存在的或潜在的问题如果未能及时发现并解决或做好预案，不仅会影响并购目的的实现，更有可能在并购完成之后继续贻害。因此，并购方在并购过程中通常会聘请律师事务所、会计师事务所、第三方评估公司等中介机构对目标公司展开详尽的尽职调查，以识别目标公司在法律、财务等方面存在的问题并提前做出相应安排。

劳动尽职调查是法律尽职调查过程中非常重要的一环，尤其对并购员工人数动辄成百上千的制造型企业而言更显关键。因为劳动尽职调查不仅能为买方查清目标公司在劳动用工上存在的问题和风险，更能为并购交易的后续安排、行动提供预判和指引。部分情况下，目标公司过往及当前的劳动用工合法合规情况甚至有可能左右并购对价的确定、交易结构的选择。实践中，根据预期交易结构的不同，劳动尽职调查关注的重点也会有所不同。本文中，笔者将结合自身的企业并购实务经验和劳动法实务经验，谈一谈在企业并购交易中开展劳动尽职调查应关注的要点。

第一部分 \ 员工基本信息

开展劳动尽职调查，首先需要关注的是目标公司员工的基本情况，通常包括了解员工的数量、姓名、年龄、性别、岗位、工龄、工资、福利、是否存在特殊情形（工伤、三期、职业病等）、劳动合同订立情况等基本信息，这是对后续其它问题进行定性、定量分析的一个基础。尽调人员通常可以要求目标公司提供一份包含上述信息的员工清单，通过对该员工清单进行审阅和梳理，可以相对快速、全面地了解到目标公司全体员工的基本情况。此外，值得提出的是，通常情况下我们只会要求目标公司提供在职员工清单，对于尽调开始前已经离职的员工不会给予太多关注，但是部分案件中，也有必要了解一下目标公司近期离职人员的情况，因此也可要求目标公司提供近期离职的员工名单（比如一年内）及离职原因介绍。另外，除少数情况外，从尽职调查开始到交易文件的确定，通常会持续一段时间，在此期间也应注意关注目标公司员工

基本情况的变动。

一份内容详实的员工清单是尽调人员开展劳动尽职调查的基石，如果不能对员工的基本信息有一个很好的掌握，劳动尽职调查的质量无从谈起。首先，劳动关系是建立在企业与员工个人之间的，企业在劳动相关方面存在的问题影响的也是每一个具体的员工，而没有目标公司员工的具体信息，即使发现了存在的某个问题，也无法弄清问题的严重程度以及可能产生的成本，而这往往是并购各方最为关注的问题。其次，员工清单中的信息有如劳动尽职调查的索引图，通过对员工清单中提供的信息进行分析，可以整理出开展劳动尽职调查所需的其它信息。例如，尽调人员可以以员工的工龄状况为线索来核实企业无固定期限劳动合同的签订情况。

第二部分 \ 劳动合同

劳动合同是劳动者与用人单位之间成立

劳动关系并明确双方权利和义务的重要书面证明。我国《劳动合同法》规定，建立劳动关系应当订立书面合同，否则企业面临着支付双倍工资的法律后果。一般而言，企业都会准备一个标准版本的劳动合同，与员工签署。部分发展完善的企业，甚至会针对不同人员准备不同版本的劳动合同供签署，诸如适用于高管人员的版本、技术人员的版本、一般非技术员工的版本。此外，如存在特殊用工形式的（诸如劳务派遣用工、退休返聘人员等），也会有专门适用的合同版本。另外，部分企业还存在集体协商合同，也应给予特别注意。为提高尽职调查效率，尽调人员可要求目标公司提供所有目前正在使用的合同版本的模板，以进行审阅；同时配以抽查手段随机挑选若干员工的合同进行审阅。

劳动尽职调查过程中，对劳动合同的审阅通常着眼于劳动合同条款本身以及劳动合同签署情况两个方面：

1.对劳动合同条款的审阅主要关注合同条款的完整性与合法合规性。

《劳动合同法》第17条中规定了劳动合同的必备条款，例如劳动合同的期限、工作时间和地点、社会保险、劳动保护、劳动条件和职业危害防护等，目标企业的劳动合同版本应满足上述必备条款要求。另一方面，在满足完整性的基础上，应进一步检查条款本身是否合法合规。根据笔者的实务经验，企业（尤其是民营企业）劳动合同条款可能违反法律法规规定的情形主要体现在以下几个方面：

- a. 未取得劳动部门适用特殊工时制批准的情况下，对部分员工工作时间的安排违反了标准工时制度的规定；
- b. 企业单方面解除权的规定与劳动合同法的规定相悖；
- c. 企业对员工进行罚款的权力违反劳动合同法的规定；

d. 试用期、假期相关规定违反法定时长;

e. 企业和员工约定不负责社保和公积金的缴纳; 以及

f. 高管或其他关键员工的竞业禁止义务或保密义务违反法律规定, 如约定的竞业禁止期限超过了最长的两年法定期限、或者未约定相应的经济补偿/补偿标准过低。

2. 除审阅劳动合同条款本身外, 尽调人员还应当根据员工清单中的信息检查目标公司劳动合同的签署情况, 并重点关注以下问题:

a. 是否雇佣了未满16周岁的未成年人;

b. 是否存在不签订劳动合同的事实劳动关系, 以及相应事实劳动关系的持续时间;

c. 核查已签署无固定期限劳动合同员工的数量以及符合签订无固定期限劳动合同的法定条件但未签订的员工数量;

d. 核查劳务派遣员工岗位性质、数量(如有)及其在全部员工中的占比;

e. 对关键员工的劳动合同进行逐一审阅(合同年限、职位、报酬、竞业限制和保密条款等), 关注是否有特殊安排;

f. 核查外籍员工和港澳台员工(如有)的就业许可文件。

第三部分 \ 员工工资

员工向企业提供劳动以换取经济报酬是劳动关系的核心, 因此克扣、拖欠工资都是法律法规明令禁止的行为。并购交易中, 目标公司如果存在拖欠工资的行为, 不仅需要支付拖欠的工资、赔偿金, 在情形严重并触犯刑法的情况下甚至还要承担相应的刑事责任。

因此, 在劳动尽职调查过程中检查目标公司的工资支付情况虽然看上去很简单, 但却非常重要。在核查目标公司工资支付情况时, 不应仅仅确认目标公司员工工资是否及时、足额支付, 更应仔细考虑目标公司员工薪资设置、计算本身是否存在问题。根据笔者的实务经验, 以下几个方面值得特别留意:

1. 目标公司向员工发放的工资是否存在低于当地最低工资标准的情况。需要注意的是, 这里的最低工资不包括加班工资, 并且在有些地方(如北京、上海、江苏等)还不包括社会保险和住房公积金中的个人承担部分, 即员工的工资在扣除社会保险和公积金个人承担部分后(即除加班工资以外的实际到手工资)不得低于当地最低工资标准。开展尽职调查时应当根据当地的规定进行逐一核实。

2. 许多企业存在加班的情况, 尤其是制造型企业甚至会有倒班的情况, 因此在开展尽职调查时应仔细确认目标公司是否向员工足额支付加班工资。除了查看每个员工的工资表以及支付凭证外, 尽调人员还可以通过审阅相应的加班记录或职工考勤记录予以核实。现场尽职调查中, 尽调人员在同工厂保安或门卫的闲聊中所获得的信息也可以对目标公司平时加班的频率有一个大致的判断。

3. 假期工资的支付也是很多企业劳动用工不合规的重灾区。在核对目标企业假期工资支付的情况时, 应注意审阅企业的假期工资支付, 同时也可通过与目标公司管理人员的访谈来了解实际的执行情况。

4. 在检查工资支付情况时, 尽调人员应注意将工资支付凭证与员工个人所得税扣缴凭证等材料进行交叉核对。

第四部分 \ 社会保险和公积金

随着《社会保险法》和《住房公积金管理条例》的出台, 企业应当为在册员工缴纳社会保险和公积金(“五险一金”)已经成为一项广泛要求, 但实践中不缴、少缴、漏缴五险一金的情况仍比较普遍, 尤其是民营企业。究其原因, 一方面企业能够通过少缴五险一金来节约人力成本, 另一方面许多制造型企业的员工地域流动性较大, 其本身也不愿意缴纳五险一金, 而是希望多拿工资。另外, 一些地区的主管部门出于降低企业用工成本等因素的考量对当地企业五险一金缴纳的管理也并不严格, 在这种情况下少缴、漏缴通常都是在员工和主管部门默认的情况下进行的。

尽管有以上背景,在并购交易中,对于收购方而言,如果日后员工与企业发生劳动争议或者当地主管部门收紧关于五险一金缴纳的管理,目标企业就可能被要求补缴少缴漏缴的部分、缴纳滞纳金甚至被处以罚款,而该结果最终也得由收购方来承担。因此,在劳动尽职调查过程中,需要结合员工工资信息对目标公司五险一金缴纳人员、缴纳基数、缴纳比例等进行仔细核对,确认是否低于当地规定的法定基数和比例。该核实过程不应仅仅是查看目标公司提供的汇总数据,更应要求目标公司提供其自政府部门处收到的五险一金的缴存凭证以确认缴纳的真实数据。

第五部分 \ 企业规章制度

企业规章制度是其规范员工管理的基础性内部文件,一般涵盖了员工劳动报酬、工作时间、休息休假、劳动安全卫生、保险福利、职工培训、劳动纪律等事关员工切身利益的方方面面。在劳动尽职调查过程中,对企业规章制度的审阅应主要关注两个方面,即制度本身的合法合规性以及制度的执行。企业规章制度不得违反国家法律、行政法规及政策规定。根据笔者的实务经验,在审阅企业规章制度时,可重点关注是否存在以下几个方面的问题:

1. 根据《劳动合同法》的规定,用人单位在制定、修改或者决定直接涉及劳动者切身利益规章制度时应当经过民主评议并进行公示。尽调人员可以检查目标公司规章制度相应的会议记录、公示文件、员工培训学习记录以及员工签收记录等材料已确认规章制度的制定过程符合程序;
2. 目标公司如果采用了综合和/或不定工时工时制度,应检查其工时制度是否已经获得劳动部门的批准;
3. 目标公司的加班制度是否违反了法

律规定,例如,每月加班超过36小时的上限;

4. 目标公司的休假制度是否违反了法律规定,例如,员工带薪年假天数低于法律规定的5-15日;

5. 目标公司是否有一些损害员工报酬或福利的规章制度,例如不合理的罚款制度、不按照规定计发员工病假工资、不按照规定安排员工休年假或给予相应补偿等;以及

6. 对于有职业病危害因素的制造型企业可以检查其是否制定了相关的劳动卫生安全制度、提供了相应的劳动防护用品、定期组织员工体检、发放岗位津贴等。

在审阅目标公司书面制度的同时,尽调人员也应注意通过与企业管理人员、员工的访谈了解企业规章制度的执行情况,尤其是核查确认是否存在低于已有规章制度标准执行的情况。企业规章制度的审查对收购方而言其实是“一石二鸟”,不仅有利于在收购前摸清目标企业的情况,也可以为完成收购后整合目标公司现有制度与收购方集团制度打下良好基础。

第六部分 \ 劳动纠纷

企业的经营管理本身是一项非常系统、庞杂的工作,企业的利益和员工的利益在某些层面可能出现对立,因此不可避免会出现

一些劳动纠纷。劳动纠纷尽管通常情况下仅涉及到个别员工的利益,并且相对公司的经济实力而言,通常数额不大,但这并不意味着劳动纠纷可以不予重视。尤其对于并购交易中的收购方而言,摸清目标公司的劳动纠纷情况,不仅可以框定目标公司可能面临的经济责任,同时也是收购方了解目标公司的用工情况、企业文化的一个重要途径。

开展劳动尽职调查过程中,尽调人员应注意通过向目标公司询问、公开途径检索等多种渠道去了解目标公司是否存在任何未决或潜在的劳动纠纷,尤其是可能在交易完成后会给目标公司造成实际损失的纠纷以及可能产生集体性诉讼的纠纷。对于可能产生经济责任的问题是并购交易中各方的敏感点,能够尽快、尽早的发现这些问题对于收购方谈判、推进交易都至关重要。

第七部分 \ 结语

并购交易中的劳动尽职调查,随着国家对用工管理的要求越来越严格,正在变得越来越重要。及时通过劳动尽职调查发现潜在问题、排除潜在风险可以为并购交易保驾护航,尤其是在并购交易后可能进行裁员的交易,更是要在交易前期就对目标企业的用工情况进行摸底、计算裁员成本,方能有序推进交易,实现并购目的。



严静安
非权益合伙人
上海办公室
86-21-60613187
yanjingan@zhonglun.com

黄翼谔
律师
上海办公室
86-21-60613120
huangyiming@zhonglun.com

保险公司并购 之八大必看要点

——兼从投资人视角解析《保险公司股权管理办法》

作者：杨飞翔 余菲菲



近几年，资本以保险公司并购的形式“围猎”境内外保险公司的实例很多。众多投资人在保险行业的高调抑或低调布局，原因不排除为进一步丰富扩大公司原有金融生态，更主要的因素可能在于保险公司具有金融属性、牌照优势与资金量大等特征。为深入贯彻党的十九大会议精神，切实加强保险公司股权监管，弥补监管短板，中国保险监督管理委员会（“保监会”）于2018年3月7日发布《保险公司股权管理办法》（《新办法》），《新办法》将于2018年4月10日生效。《新办法》生效之后，保险公司并购将如何开展才合法合规，尤其是从投资人视角，有哪些要点须特别关注？对此，本文经仔细研究《新办法》后从投资人视角梳理出八大要点内容，并加以适当解读。为便于直观展示相关要点，文章将以十二张表格的形式呈现。¹

第一部分\ 并购方主体类型

在保险公司并购中，哪些主体可作为投资方，自然人与法人是否均可，境内外有何区别？具体请见下表：

表格一

主体类型	可成为股东类型
境内企业法人	财务I类 财务II类 战略类 控制类
境内有限合伙	财务I类 财务II类
境内事业单位、社会团体	仅财务I类
境外金融机构	同境内企业法人

如果投资人为自然人，除非保监会另有规定，否则只能通过购买上市保险公司²股票成为保险公司股东，且只能成为财务I类股东。此外，资产管理计划、信托产品可通过购买上市保险公司股票成为其股东（也只能成为财务I类股东）。

《新办法》明确外资中的金融机构可作为境内保险公司的股东，换言之非金融机构则不

可投入入股。那么，境外金融机构该如何界定？关于境外金融机构，根据《境外金融机构投资入股中资金融机构管理办法》规定，境外金融机构包括国际金融机构和外国金融机构，国际金融机构是指世界银行及其附属机构、其他政府间开发性金融机构及中国银行业监督管理委员会认可的

其他国际金融机构；外国金融机构是指在国外注册成立的金融控股公司、商业银行、证券公司、保险公司、基金及中国银行业监督管理委员会认可的其他外国金融机构。此外，中国人民银行发布的《金融机构编码规范》对金融机构作了更加详细的分类。境外投资主体如希望投资入股境内保险公司，可参考《金融机构编码规范》进行资格适格与

否的判断。

第二部分\ 并购方资质要求

在保险公司并购中，仅明确哪些主体类型可作为投资人仍不够，需要进一步确认上述主体类型各自需要具备哪些资质要素。具体请见下表：



1.关于本文所列的八大要点，是作者从投资人视角根据重要性、相关性等因素进行的梳理。八大要点之外的部分，请以《新办法》的规定为准，并参考监管部门就此规定答记者问的内容。

2.说明：《新办法》规定，在新三板挂牌的保险公司的参照适用有关上市公司保险公司的规定。

表格二

股东类型	应符合的资质、条件	备注
财务 I 类	(一) 经营状况良好, 有合理水平的营业收入; (二) 财务状况良好, 最近一个会计年度盈利; (三) 纳税记录良好, 最近三年内无偷漏税记录; (四) 诚信记录良好, 最近三年内无重大失信行为记录; (五) 合规状况良好, 最近三年内无重大违法违规记录; (六) 法律、行政法规以及中国保监会规定的其他条件。 注: 上述条件简称A	
财务 II 类	(一) 信誉良好, 投资行为稳健, 核心主业突出; (二) 具有持续出资能力, 最近二个会计年度连续盈利; (三) 具有较强的资金实力, 净资产不低于二亿元人民币; (四) 法律、行政法规以及中国保监会规定的其他条件。 注: 上述条件简称B	同时 还应符合 A
战略类	(一) 具有持续出资能力, 最近三个会计年度连续盈利; (二) 净资产不低于十亿元人民币; (三) 权益性投资余额不得超过净资产; (四) 法律、行政法规以及中国保监会规定的其他条件。 注: 上述条件简称C	同时 还应符合 A+B
控制类	(一) 总资产不低于一百亿元人民币; (二) 最近一年末净资产不低于总资产的百分之三十; (三) 法律、行政法规以及中国保监会规定的其他条件。 注: 上述条件简称D	同时 还应符合 A+B+C
有限合伙企业 作为股东	(一) 其普通合伙人应当诚信记录良好, 最近三年内无重大违法违规记录; (二) 设有存续期限的, 应当承诺在存续期限届满前转让所持保险公司股权; (三) 层级简单, 结构清晰。 注: 境内有限合伙企业不得发起设立保险公司。	同时 还应符合 A+B
事业单位、 社会团体 作为股东	(一) 主营业务或者主要事务与保险业相关; (二) 不承担行政管理职能; (三) 经上级主管机构批准同意。	同时 还应符合 A
境外金融机构 作为股东	(一) 最近三个会计年度连续盈利; (二) 最近一年末总资产不低于二十亿美元; (三) 最近三年内国际评级机构对其长期信用评级为A级以上; (四) 符合所在地金融监管机构的监管要求。	根据成为的 股东类型, 符合相应要求

股东类型	应符合的资质、条件	备注
保险公司发起设立另一家保险公司；或成为另一家保险公司的控制类股东	(一) 开业三年以上； (二) 公司治理良好，内控健全； (三) 最近一个会计年度盈利； (四) 最近一年内总公司无重大违法违规记录； (五) 最近三年内无重大失信行为记录； (六) 净资产不低于三十亿元人民币； (七) 最近四个季度核心偿付能力充足率不低于百分之七十五，综合偿付能力充足率不低于百分之一百五十，风险综合评级不低于B类； (八) 中国保监会规定的其他条件。	如果保险公司只是成为财务I类、财务II类或战略类股东，则符合相应要求即可。

不难看出，四个类型的股东资质要求各有不同。但是，保监会为确保“保险业姓保”，在《新办法》中秉承“让真正想做保险的人进入保险业”的大原则，因此，总体要求越来越严格（包括财务状况、出资能力、专业能力），准入门槛有所提高。

第三部分 \ 准入负面清单

《新办法》除了从正面设定对投资者的资质要求，还明确列出了负面清单。只要投资人具有如下情形之一，则不得成为保险公司的股东。换言之，该规定为“禁止性”规定，需要投资者引起重视。

表格三

情形	备注
因严重失信行为被国家有关单位确定为失信联合惩戒对象且应当在保险领域受到相应惩戒；	有关诚信
曾经投资保险业，存在提供虚假材料或者作不实声明的行为；	
股权结构不清晰或者存在权属纠纷；	与股权相关
曾经委托他人或者接受他人委托持有保险公司股权；	
曾经投资保险业，对保险公司经营失败负有重大责任未逾三年；	与事故责任相关
曾经投资保险业，对保险公司重大违规行为负有重大责任；	
曾经投资保险业，拒不配合中国保监会监督检查。	配合度

如果投资人只是成为财务类股东或战略类股东，则负面清单适用上述表格。如投资人拟成为保险公司的控制类股东，能够控制保险公司，则应具备投资保险业的资本实力、风险管控能力和审慎投资理念。相反，如果不具有，则不得成为控制类股东。《新办法》规定只要投资人有如下任何一种情形，则不得成为保险公司的控制类股东。

表格四

情形
1. 现金流量波动受经济景气影响较大；
2. 经营计划不具有可行性；
3. 财务能力不足以支持保险公司持续经营；
4. 核心主业不突出且其经营范围涉及行业过多；
5. 公司治理结构与机制存在明显缺陷；
6. 关联企业众多、股权关系复杂且不透明、关联交易频繁且异常；
7. 在公开市场上有不良投资行为记录；
8. 曾经有不诚信商业行为，造成恶劣影响；
9. 曾经被有关部门查实存在不正当行为；
10. 其他对保险公司产生重大不利影响的情况。

第四部分 \ 具体投资方式

如果投资人具备前述相关条件，能够成为保险公司股东，则下一步需要考虑的问题是通过哪些方式可以成为股东。《新办法》规定成为保险公司股东的路径如下：

表格五

情形	备注
发起设立保险公司	设立
认购保险公司发行的非上市股权	增资
以协议方式受让其他股东所持有的保险公司股权	协议转让
以竞价方式取得其他股东公开转让的保险公司股权	竞价
从股票市场购买上市保险公司股权	买股票
购买保险公司可转换债券，在符合合同约定条件下，取得保险公司股权	买债券
作为保险公司股权的质权人，在符合有关规定的条件下，取得保险公司股权	实现质权
参与中国保监会对保险公司的风险处置取得股权	风险处置
通过行政划拨取得保险公司股权	划拨
中国保监会认可的其他方式	其他

上述投资方式可谓已经非常明晰具体，除此之外，投资方可借助资管计划、信托产品等通过购买上市保险公司股票成保险公司股东，但是，通过该种方式，资管计划、信托产品只能成为财务Ⅰ类股东。

第五部分 \ 投资资金要求

关于投资涉及的资金，《新办法》也明确了相应的要求与限制。

表格六

资金要求	备注
应当使用来源合法的自有资金；	强调自有资金
曾经投资保险业，存在提供虚假材料或者作不实声明的行为；	
投资人不得通过设立持股机构、转让股权预期收益权等方式变相规避自有资金监管规定。	
投资人应当用货币出资，不得用实物、知识产权、土地使用权等非货币财产作价出资。	强调货币
投资人为保险公司的，不得利用其注册资本向其子公司逐级重复出资。	穿透式监管
投资人不得直接或者间接通过以下资金取得保险公司股权： 1) 与保险公司有关的借款； 2) 以保险公司存款或者其他资产为担保获取的资金； 3) 不当利用保险公司的财务影响力，或者与保险公司的不正当关联关系获取的资金； 4) 以中国保监会禁止的其他方式获取的资金。	
严禁挪用保险资金，或者以保险公司投资信托计划、私募基金、股权投资等获取的资金对保险公司进行循环出资。	
保险公司和保险公司筹备组，应当按照国家有关规定，开立和使用验资账户。投资人向保险公司出资，应当经会计师事务所验资并出具验资证明。	
	投资款需要验资



《新办法》强调了穿透式监管和实质重于形式的原则，保监会对于自有资金的来源可向上追溯认定，也就是说资金的真实性审查将是未来监管的重点之一。投资方通过相应规避手段来突破上述规定的行为，将面临监管穿透的风险，可能会被通报批评，公开谴责，责令转让或拍卖所持股权，或者限制保险业的投资活动等。因此，投资方投资之前应自我检视资金是否符合要求。

第六部分 \ 持股比例限制与退出期限

投资人在保险公司可持有的股权比例有如下几种类型：

表格七

主体类型	可成为股东类型	持股比例（N）
境内企业法人	财务I类 财务II类 战略类 控制类	$N < 5\%$ $5\% \leq N < 15\%$ $15\% \leq N < 1/3$ $1/3 \leq N$
境内有限合伙	财务I类 财务II类	$N < 5\%$ $5\% \leq N < 15\%$
境内事业单位、社会团体	仅财务I类	$N < 5\%$
境外金融机构	同1	同1
备注	1.单一股东持股比例不得超过保险公司注册资本的1/3 2.单一境内有限合伙企业持股比例不得超过保险公司注册资本的5% 3.多个境内有限合伙企业合计持股比例不得超过保险公司注册资本的15% 4.保险公司因为业务创新、专业化或者集团化经营需要投资设立或者收购保险公司的，其出资或者持股比例上限不受限制	

为了防止投资人炒作保险公司的牌照，保证行业的稳定性与审慎性，并促使投资方能真正聚焦保险主营业务，《新办法》对股东退出的时限，即持股期限进行了明确的限制。换言之，投资人投资入股之后都有相应的锁定期限，不得随意退出。

表格八

股东类型	不得转让的年限
控制类股东	5年
战略类股东	3年
财务II类股东	2年
财务I类股东	1年

第七部分 \ 投资申报材料

适格的投资人在知悉所有相关要件并切实准备投资入股后，需要向保监会提交申报材料。具体如下：

表格九

类型	应符合的资质、条件	备注
基本情况类材料	（一）营业执照复印件； （二）经营范围的说明； （三）组织管理架构图； （四）对外长期股权投资的说明； （五）自身以及关联机构投资入股其他金融机构等情况的说明。	相应资料简称A
财务信息类材料	（一）财务I类股东经会计师事务所审计的最近一年的财务会计报告，财务II类股东经会计师事务所审计的最近二年的财务会计报告，境外金融机构、战略类股东、控制类股东经会计师事务所审计的最近三年的财务会计报告； （二）关于入股资金来源的说明； （三）最近三年的纳税证明； （四）由征信机构出具的投资人征信记录； （五）国际评级机构对境外金融机构最近三年的长期信用评级； （六）最近四个季度的偿付能力报告。	相应资料简称B

类型		应符合的资质、条件	备注
公司治理类材料		（一）逐级披露股权结构至最终权益持有人的说明； （二）股权信息公开披露的相关证明材料； （三）控股股东、实际控制人及其最近一年内的变更情况的说明； （四）投资人共同签署的股权认购协议书或者转让方与受让方共同签署的股权转让协议； （五）股东（大）会或者董事会同意其投资的证明材料； （六）投资人及其实际控制人与保险公司其他投资人之间关联关系、一致行动的情况说明，新设保险机构还应当提供关联方的基本情况说明； （七）保险公司实际控制人，或者控制类股东实际控制人的履职经历、经营记录、既往投资情况等说明材料； （八）控制类股东关于公司治理、经营计划、后续资金安排等情况的说明。	相应资料简称C
附属信息类材料		（一）投资人关于报送材料的授权委托书； （二）主管机构同意其投资的证明材料； （三）金融机构审慎监管指标报告； （四）金融监管机构出具的监管意见； （五）无重大违法违规记录的声明； （六）保监会要求出具的其他声明或者承诺书。	相应资料简称D
境内有限合伙类股东		（一）资金来源和合伙人名称或者姓名、国籍、经营范围或者职业、出资额等背景情况的说明材料； （二）负责执行事务的合伙人关于资金来源不违反反洗钱有关规定的承诺； （三）其他投资人之间的关联关系的说明。	除左侧资料外还应按照A+B+C+D要求提交
备注	增资	（一）公司股东（大）会通过的增加或者减少注册资本的决议； （二）增加或者减少注册资本的方案和可行性研究报告； （三）增加或者减少注册资本后的股权结构； （四）验资报告和股东出资或者减资证明； （五）参与增资股东经会计师事务所审计的财务会计报告； （六）退股股东的名称、基本情况以及减资金额； （七）中国保监会规定的其他材料。	如果增资有新股东进入则还应按照A+B+C+D要求提交

表格十

第八部分 \ 信息披露与监督管理

1. 信息披露

《新办法》规定保险公司应及时、真实、准确、完整地披露保险公司相关股权信息，具体披露的内容包括：

披露内容

股权结构及变动情况；
 持股百分之五以上股东及控股股东及实际控制人情况；
 财务Ⅱ类股东、战略类股东、控制类股东及其控股股东、实际控制人、关联方、一致行动人变更情况；
 相关股东出质保险公司股权情况；
 股东提名董事、监事情况；
 中国保监会规定的其他信息。
 保险公司变更持有不足百分之五股权的股东，上市保险公司无需披露。

在实际操作层面，关于如何披露以及何时披露，《新办法》尚未明确限定，因此保险公司有一定的自由决策权限。待仍处于征求意见稿状态的《保险公司信息披露管理办法》正式出台，保险公司须严格遵守相关披露要求。

2. 监督管理

为便于保险公司并购的交易主体明确需向保监会报告、备案、审核的主要情形，本文对《新办法》的相关规定进行了梳理。

表格十一

监管类型	监管内容
报告	保险公司股东更名
	保险公司股东的控股股东、实际控制人发生变化的，该股东应当及时将变更情况、变更后的关联方及关联关系情况、一致行动人情况书面通知保险公司，保险公司向保监会报告。 (一) 所持保险公司股权被采取诉讼保全措施或者被强制执行； (二) 所持有的保险公司股权被质押或者解质押； (三) 股权变更取得中国保监会许可后未在三个月内完成变更手续； (四) 名称变更； (五) 合并、分立； (六) 解散、破产、关闭、被接管； (七) 其他可能导致所持保险公司股权发生变化的情况。
	保险公司应当自中国保监会核准或者备案之日起三个月内完成章程变更和工商登记手续。未在规定时间内完成变更的，保险公司应当及时向中国保监会书面报告。
备案	保险公司变更持有不足百分之五股权的股东
	保险公司股东的实际控制人变更，保险公司股东持有的保险公司股权价值占该股东总资产二分之一以上的，实际控制人应当符合本办法关于股东资质的相关要求，并向保险公司及时提供相关材料，保险公司应当在变更前二十个工作日内将相关情况报保监会备案。
批准	保险公司变更持有百分之五以上股权的股东
	投资人购买上市保险公司股票，其所持股权比例达到保险公司股本总额的百分之五、百分之十五和三分之一的，应当自交易之日起五个工作日内向保险公司书面报告，保险公司应当在收到报告后十个工作日内报保监会批准。
	关联方、一致行动人合计持股达到财务Ⅱ类、战略类或者控制类股东标准的，其持股比例最高的股东应当符合本办法规定的相应类别股东的资质条件，并报中国保监会批准。
备注	部分核准 备案期限 保险公司应当自股东签署股权转让协议书之日起三个月内，报中国保监会批准或者备案。

表格十二

监管措施
通报批评并责令改正；
公开谴责并向社会披露；
限制其在保险公司的有关权利；
依法责令其转让或者拍卖其所持股权。股权转让完成前，限制其股东权利。限期末完成转让，由符合中国保监会相关要求的投资人按照评估价格受让股权；
限制其在保险业的投资活动，并向其他金融监管机构通报；
依法限制保险公司分红、发债、上市等行为；
根据投资人违法违规情节，可限制其五年以上直至终身不得再次投资保险业。

最后特别强调一点，《新办法》第三条将“实质重于形式”作为保险监管的大原则，并明确规定对保险公司股权实施分类式监管与穿透式监管，而且贯穿于公司设立、变更、转让、治理、风险处置、清算等各个环节。尤其是穿透式监管，该原则的设定表明保监会已伸出拳头整治保险行业乱象(股权结构复杂、实际控制人凌驾于公司治理之上；资本循环使用、虚增资本；违规代持、超比例持股等)。而相应的违规行为为监管处罚措施，则更加说明该拳头并非“花拳”，而是实拳、重拳。因此，先前各类规避监管的措施可能将被“撕破面纱”，难以遁形。以股权代持情形为例，《新办法》规定，一旦发现投资人曾委托或

受托代持保險公司股權，則今後會被禁止准入。

然而，財政部副部長朱光耀先生於 2017 年 11 月舉行的中美元首會晤經濟成果相關情況吹风會中提及“我國決定三年後將單個或多個外國投資者投資設立經營人身保險業務的保險公司的投資比例放寬至 51%，五年後投資比例不受限制”。此外，2018 年兩會《政府工作報告》提到，“將放開外資保險經紀公司經營範圍限制，放寬或取消銀行、證券、基金管理、期貨、金融資產管理公司等外資股比限制”。據此，不難看出，雖然《新辦法》進一步加強了保險公司股權監管，但就宏觀而言，總體趨勢仍可謂有序放開，尤其是對外資的進入。因此，併購交易主體在未來如能在合法合規的前提下開展保險公司併購，在一定程度上有利於我國穩步、快速實現《中國保險業發展十三五規劃綱要》邁向保險強國之宏偉目標。 □



楊飛翔
合夥人
上海辦公室
86-21-60613170
yangfeixiang@zhonglun.com

余菲菲
律師
上海辦公室
86-21-60613089
yufeifei@zhonglun.com

INTEGRATION TOOLKIT





中伦研究院出品