

浅析新形势下上市公司并购重组方向与路径
——以上市公司在子公司融资后实施
并购重组之案例为视角 001/

上市公司“有毒资产”剥离方案设计及注意事项 018/

自然资源部双箭齐发，厘清智能网联
汽车测绘数据处理的九大问题 036/

一触即发：回购权“法律危机”
——企业与创始人预防和应对
的三大博弈策略 046/

私募基金投资中不同轮次投资人的
回购顺位问题研究 060/

浅析新形势下上市公司并购重组方向与路径——以上市公司在子公司融资后实施并购重组之案例为视角

作者：孟文翔 李川



2024年3月15日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，明确“支持上市公司通过并购重组提升投资价值”，鼓励“上市公司综合运用各类工具提升对长期投资的吸引力，积极吸引长期机构投资者”，并提出“多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产”。

2024年4月12日，国务院发布《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，原则性提出“严把发行上市准入关”“严格上市公司持续监管”“大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量”等指导意见，进一步提高IPO标准，严格再融资审核把关，鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量，倡导长期资金入市，鼓励长期资金投入。

2024年6月15日，国务院办公厅发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，在其后国务院政策例行吹风会中，国家发展改革委、国务院国资委、国家金融监督管理总局、中国证监会表示将培育壮大“耐心资本”，利用创业投资基金加大对行业科技领军企业、科技成果转化和产业链上下游中小企业的投资力度，鼓励投早、投小、投长期、投硬科技，发挥长期耐心资本作用，支持战略性新兴产业和未来产业，助力培育发展新质生产力，进一步推动实体经济高质量发展。

综上，纵观2023年下半年至今A股资本市场相关政策及实务动态，IPO及上市公司再融资均呈现出阶段性收紧的态势，投资人退出受阻，上市公司融资渠道受限。但与此同时，上市公司并购重组领域优化政策频出，上市公司并购重组有望迎来新一轮高峰。为顺利实现投资人退出、上市公司的融资并实现长期资金、耐心资本入市的目标，投资人借道上市公司子公司参与上市公司并购重组可成为市场重点考量的方向与路径。本文以案例为视角拟浅析新形势下上市公司在子公司融资后再对其实施并购重组的方式¹，以抛砖引玉供参考。

¹本文所指并购重组包括但不限于上市公司通过支付现金、发行股份、定向发行可转债或综合运用上述支付工具购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易。

第一部分\ 模式解析

上市公司在子公司融资后再对其实施并购重组的模式主要由两阶段组成，具体如下：**第一阶段，市场化投资人以适当估值投资上市公司业务相对独立、发展前景较好的子公司，取**

得上市公司子公司的部分股权；第二阶段，获得融资的子公司平稳运行一段时间后，上市公司通过并购重组的方式购买投资人所持有的子公司部分股权，投资人取得上市公司股份、可转债或现金对价。以部分案例为视角²，本模式实操路径具体如下：

(1) CSJ

时间	事项	详细情况
2020.12	子公司增资	2020年12月22日，某基金与CSJ、CSJ某子公司及其其他股东签署了《关于CSJ某子公司之投资协议》（以下简称“投资协议”），约定某基金投资5亿元认购CSJ某子公司新增注册资本3,314.8686万元，CSJ某子公司增资前估值为52.29亿元。
2021.10	重组第一次董事会	2021年10月8日，CSJ召开第五届董事会第二十次会议并作出决议，拟以发行股份方式购买某基金及其他股东持有的CSJ某子公司19.13%股权；同时拟向不超过35名特定投资者以向特定对象发行股票方式募集配套资金不超过130,000万元。CSJ某子公司交易估值为68.03亿元。
2021.10-2021.12	交易所问询及回复	二轮回复深圳证券交易所（以下简称“深交所”）重组问询函。
2022.02	重组第二次董事会	2022年2月18日，CSJ召开第五届董事会第二十六次会议，审议通过了本次重组相关议案。
2022.03	重组股东大会	2022年3月2日，CSJ召开2022年第二次临时股东大会，审议通过了本次重组相关议案。
2022.03	交易所受理（注册制）	2022年3月16日，CSJ收到深交所出具的《关于受理CSJ发行股份购买资产并募集配套资金申请文件的通知》。

2.截至本文发出日，公开市场尚未有上市公司以定向发行可转债作为支付工具实施本模式的实务案例。2023年11月14日，证监会正式发布《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》，规范并推动上市公司以可转债作为支付工具购买资产。笔者认为，随着定向发行可转债作为并购重组支付工具的相关规则日趋完善，本模式未来存在将可转债作为支付工具的可能。

时间	事项	详细情况
2022.03-2022.08	交易所审核及回复	二轮回复深交所审核问询函。
2022.10	交易所审核	2022年10月14日，深交所并购重组委员会审核通过CSJ发行股份购买资产并募集配套资金。
2022.11	证监会注册	2022年11月10日，证监会批复同意本次重组。
2022.12	上市公司发行股份购买资产	2022年12月22日，CSJ向交易对方发行股份。

(2) XQL

时间	事项	详细情况
2020.12	子公司增资	2020年12月7日，XQL与某基金等投资方签署了《关于XQL某子公司之增资协议》（以下简称“增资协议”），投资方拟以人民币70,000万元认购XQL某子公司新增注册资本3,442.6230万元，占XQL某子公司的股权比例为53.4351% ³ 。XQL某子公司本轮投后估值为13.1亿元。
2023.01	重组第一次董事会	2023年1月9日，XQL召开第三届董事会第二十三次会议并作出决议，拟以发行股份及支付现金的方式购买交易对方合计持有的XQL某子公司51.1450%股权，同时拟向不超过35名（含）符合条件的特定投资者发行股票募集配套资金。XQL某子公司交易估值为19亿元。
2023.01-2023.02	交易所问询	一轮回复深交所重组问询函。
2023.02	重组第二次董事会	2023年2月10日，XQL召开第三届董事会第二十四次会议，审议通过了本次重组相关议案。
2023.02	重组第三次董事会	2023年2月27日，XQL召开第三届董事会第二十五次会议，审议通过了本次重组相关议案。
2023.03	重组股东大会	2023年3月16日，XQL召开2023年第一次临时股东大会，审议通过了本次重组相关议案。

3.XQL某子公司增资完成后，XQL仍是该子公司第一大股东，XQL在该子公司的董事会席位占比为三分之二，持有半数以上的表决权，对该子公司形成控制，未导致公司合并报表范围发生变化。

时间	事项	详细情况
2023.03	交易所受理	2023年3月28日，XQL收到深交所出具的《关于受理XQL发行股份购买资产并募集配套资金申请文件的通知》。
2023.03-2023.06	交易所审核及回复	一轮回复深交所审核问询函。
2023.06	交易所审核	2023年6月28日，深交所并购重组委员会审核通过XQL发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金。
2023.08	证监会注册	2023年8月23日，证监会批复同意本次重组。
2023.09	上市公司发行股份购买资产	2023年9月7日，XQL向交易对方发行股份。

(3) SZGD

时间	事项	详细情况
2015.08	子公司增资	2015年8月31日，SZGD某子公司与某公司签署了《某公司对SZGD某子公司首轮增资协议》，某公司以货币出资448.4万元、以无形资产出资1,321.6万元认购SZGD某子公司新增885万股股份。SZGD某子公司本轮投后估值为1.18亿元。
2020.04	重组第一次董事会	2020年4月22日，SZGD召开第六届董事会第十三次会议并作出决议，拟通过发行股份及支付现金方式向交易对方购买其持有的SZGD某子公司45.20%股权，同时，拟向不超过35名特定投资者发行股份募集配套资金。SZGD某子公司交易估值为10.41亿元。
2020.05	重组第二次董事会	2020年5月29日，SZGD召开第六届董事会第十五次会议，审议通过了本次重组相关议案。
2020.06	交易所问询	一轮回复深交所重组问询函。
2020.06	重组股东大会	2020年6月19日，SZGD召开2020年第一次临时股东大会，审议通过了本次重组相关议案。

时间	事项	详细情况
2020.07	证监会受理	2020年7月7日，SZGD收到证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》。
2020.07-2020.08	证监会审核及回复	一轮回复证监会审核问询函。
2020.08	证监会审核	2020年8月26日，证监会并购重组审核委员会有条件通过SZGD发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金。
2020.09	并购重组委员会会后反馈意见	二轮回复并购重组委员会会后反馈意见。
2020.09	证监会核准	2020年9月30日，中国证监会核准本次重组。
2020.12	上市公司发行股份购买资产	2020年12月2日，SZGD向交易对方发行股份。

第二部分\ 路径优势

在当前A股资本市场环境中，上述模式主要有如下三点优势：

（一）实现上市公司融资需求，并通畅长期资金、耐心资本的投资渠道

新形势下，上市公司面临着资本市场的多重挑战。从融资角度来看，传统的IPO和再融资渠道阶段性受限，使得上市公司不得不寻找新的融资途径。在此背景下，本文所述模式为

上市公司提供了一种有效的融资手段，并且为长期资金、耐心资本入市提供了畅通的投资渠道。

对于上市公司而言，子公司融资主要有如下优势：其一，上市公司可以缩短直接融资的审核流程，子公司融资只需按照上市公司内部治理制度履行相应审批程序即可，通常不会为监管部门过多关注。其二，子公司通过股权融资取得的募集资金可以直接用于子公司的运营和发展，增强其市场竞争力和盈利能力，助力子公司业务的发展。其三，上市公司可以通过子公司的融资活动，分散融资风险。子公司的融资活动不会直接影响母公司上市公司的财务

状况，可降低上市公司因融资活动可能带来的财务风险。其四，鉴于子公司融资后上市公司通常仍会保有子公司的控制权，故子公司的融资活动可以为上市公司带来潜在的投资收益，进一步增强上市公司的盈利能力。但需要提示的是，上市公司应根据市场情况和公司发展战略合理安排并购重组的时机，选择合适的时机使投资人取得上市公司股份、可转债或现金退出，确保上市公司的稳定运营和市场表现。

于投资人而言，本文所述模式为投资人提供了清晰的投资路径，一定程度上避免了投资回报的不确定性。在第一阶段中，投资人通过投资上市公司的子公司成为子公司的股东；在子公司稳定运营并取得一定经营成果后，上市公司通过并购重组的方式购买投资人所持有的子公司部分股权，投资人可借此将手中的子公司股权转换为上市公司的股份、可转债或现金退出，最大程度地保障了投资人的利益，在当前鼓励“长期资金”“耐心资本”的政策环境下，投资人亦可放心响应政策号召，长期持有变现能力较强的上市公司股份。

（二）子公司估值及上市公司发行股份价格相对确定

再融资是上市公司筹集资金的重要方式之一，但对于大部分投资人而言，除了目前上市

公司再融资渠道阶段性收紧难以参与操作外，其参与上市公司再融资的主要风险之一在于上市公司再融资的发行股份价格无法锁定。根据《上市公司证券发行注册管理办法》的相关规定，上市公司向特定对象发行股票，发行价格应当不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之八十，定价基准日为发行期首日。只有当发行对象为上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人、通过认购本次发行的股票取得上市公司实际控制权的投资者、董事会拟引入的境内外战略投资者时，定价基准日可以为关于本次发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日。而对于大部分投资人而言，其作为特定对象投资上市公司时并不以取得上市公司控制权或成为上市公司战略投资者为目的。因此，投资人通常在上市公司再融资中面临无法锁价的风险，往往在发行时才可以确定上市公司发行股份的价格，而市场价格的波动可能导致实际发行价格与投资人投资决策时锚定的投资价格出现较大偏差。从上市公司角度来说，一旦市场出现大幅波动，可能导致实际成交价格低于目标价格，进而产生价格倒挂现象。上述矛盾降低了投资人通过再融资渠道参与上市公司融资项目的投资欲望。

而本文所述模式，前后两次交易中子公司

的估值均可以相对确定。针对交易对价，在子公司融资阶段，由于不是直接以上市公司为主体进行融资，融资价格可以根据市场环境和子公司的实际情况由投资人和子公司进行协商确定，不存在因二级市场波动导致的定价困难。当子公司平稳运营一段时间后，再通过上市公司并购重组的方式购买投资人持有的子公司部分股权。重组阶段标的股权的定价基于子公司融资后的实际运营成果和市场表现，并通常以

评估值为基础协商确定，更加合理和稳定。针对发行股份价格，根据《上市公司重大资产重组管理办法》的相关规定，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的百分之八十。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前二十个交易日、六十个交易日或者一百二十个交易日的公司股票交易均价之一。在上述三例案例中，上市公司发行股份的价格分别如下：

上市公司名称	本次发行股份购买资产的董事会决议公告日			发行股份价格
	前20个交易日股票交易均价（元/股）	前60个交易日股票交易均价（元/股）	前120个交易日股票交易均价（元/股）	
CSJ	14.713	13.442	13.056	10.45元/股（不低于定价基准日前120个交易日公司股票交易均价的80.00%）
XQL	58.33	71.60	79.00	46.66元/股（不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80.00%）
SZGD	10.69	12.74	11.44	9.62元/股（不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90.00%） ⁴

不难发现，在上述三案例中交易各方选择锁定的发行股份价格均按照价格区间的下沿实施。综合来看，在本文所述模式中，投资者在上市公司董事会审议该次重组相关议案时即可

锁定发行股份价格，避免了后续发行股份时上市公司股价的不确定性，且通常有望以价格区

⁴ 根据当时有效的《上市公司重大资产重组管理办法（2020修正）》第四十五条规定，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。

间的下沿取得上市公司股份，一定程度上保护了投资人利益。而上市公司也可以根据市场环境的变化，灵活调整发行股份的策略和时机，有助于上市公司更好地应对市场变化，避免因市场波动带来的融资风险，同时也保护了上市公司及其股东的利益，为上市公司的长期发展提供稳定的资金支持。

（三）避免上市公司收购产生大额商誉

在上市公司并购重组中，商誉的产生是一个不可忽视的问题。商誉通常在收购价格高于被收购公司净资产公允价值时产生，它代表了收购方对被收购公司未来盈利能力的预期。然而，大额商誉可能会给上市公司带来财务风险，尤其是在被收购标的公司业绩不达预期时，可能需要进行商誉减值，进而会影响上市公司的财务状况和盈利表现。

本文所述模式中，只要公司在市场化融资阶段不丧失子公司控制权，即可以在一定程度上避免产生大额商誉。根据《企业会计准则第20号——企业合并》《企业会计准则第33号——合并财务报表》及《企业会计准则解释第6号》的规定，只有在非同一控制下企业合并才形成商誉。**在上市公司收购控股子公司少数股东股权时，由于被合并企业在合并前后均受同一方或相同的多方最终控制，控制权未发**

生变更且该控制不是暂时性的，上市公司在进一步增加对控股子公司持有的股权比例时无需再确认新的商誉。在上述三案例中，由于上市公司发行股份收购子公司部分股权时，标的子公司仍是上市公司合并报表范围内控制的企业，上述收购均未产生商誉。因而，本文所述模式下，如上市公司并购重组时，标的子公司仍是上市公司控制的企业，则上市公司可以避免因收购产生大额商誉，也赋予了控股子公司更多估值可能。需要特别关注的是，此种模式下，如果控股子公司本身即存在合并商誉，则同样需关注商誉减值风险。

第三部分 重点关注问题

经梳理资本市场公开案例，并结合我们的项目实操经验，在本文所述模式中主要有如下需要重点关注的问题：

（一）子公司融资时估值与上市公司并购重组时估值差异合理性问题

在第二阶段上市公司实施并购重组的过程中，子公司融资时估值与上市公司并购重组时估值是否存在差异以及该差异是否具有合理性，是审核部门重点关注的问题之一。在上述三案例的审核过程中，监管均就前后估值差异

问题进行了问询，具体如下：

序号	公司名称	子公司融资时		上市公司并购重组时		问询问题
		时间	投后估值	时间	重组估值	
1	CSJ	2020.12	57.29亿元	2021.10	68.03亿元	请上市公司结合近三年增资及股权转让中评估结果与其账面值的增减情况，分析并补充披露近三年评估或估值与本次标的资产估值差异的合理性。
2	XQL	2020.12	13.1亿元	2023.01	19亿元	请上市公司结合前次增资后标的资产所处行业变化情况、XQL某子公司业务发展变化和经营业绩波动情况等，补充披露在XQL某子公司产量、净利润等指标均未达前次预计的情况下，本次评估值较前次估值增长45.04%的原因及合理性。
3	SZGD	2015.08	1.18亿元	2020.04	10.41亿元	请具体说明本次交易估值与前两次交易估值产生差异的原因及合理性。

我们梳理总结后认为：若前后两阶段估值存在差异，则该差异是否具有合理性主要可以从以下三个维度进行衡量：

第一，子公司所处市场环境的变化。市场环境主要包括宏观经济趋势、行业发展趋势和竞争格局的变动。宏观经济的波动对公司估值有着直接影响，在经济增长期，市场整体对于未来收益的预期都会有所提高，公司的估值也会随之上升。行业发展趋势，即指子公司所处行业在过去一段时间内变动情况及未来行业发

展预测，行业的景气程度、行业技术进步、行业政策变化等都会影响行业发展趋势。在景气度较高的行业中，公司有望获得更高的估值；行业技术的革新可能为公司带来新的增长点；而行业政策的变动可能改变公司的市场准入条件、成本结构、目标客户等。这些因素都可能改变公司的市场地位和盈利前景，进而影响公司的估值。公司在市场中的竞争地位也是影响估值的关键，新进入者的出现或现有竞争对手的策略变化都可能影响公司的市场份额和定价

能力，而公司市场份额的占有率通常被视为公司竞争力的体现，较高的市场占有率可能会提高公司估值。

第二，子公司经营状况的变化。从量化的角度来看公司经营状况的变化，直接体现在公司在手订单数量、产品毛利率、产能利用率等诸多数据上，深挖这些数据背后的深层原因，我们认为主要受三方面因素的影响。**其一，管理团队。**一个强大的管理团队能够制定有效的战略，应对市场变化，这在投资者眼中是公司价值的重要体现。领导力和战略规划能力的提升可以增强投资者对公司未来发展的信心，从而提高公司估值。**其二，产品与服务。**公司的产品和服务是其核心竞争力的体现。公司现有核心产品的竞争力、未来研发方向及产品迭代方向的市场吸引力都是投资者衡量公司估值的关键之一。持续的创新和改进可以增强公司的市场吸引力，较高的客户满意度和客户粘性都是提升公司估值的加分项。**其三，客户与供应链。**稳定的客户基础和高效的供应链管理对公司的持续增长至关重要。深化客户关系和优化供应链可以降低成本，提高效率，这些因素都会对公司估值产生积极影响。

第三，子公司财务情况的变化。公司的财务情况是估值的重要基础之一，从资产负债表的角度来看，资产的质量、负债的水平和资本

结构都会影响公司的财务稳定性和风险。高质量的资产和适度的负债可以为公司提供更强的财务稳定性，而过度的负债则会增加公司的财务风险，影响其估值。从利润表的角度来看，收入的持续增长和利润率的提高是公司财务健康和增长潜力的直接体现。投资者通常会对那些能够实现稳定收入增长和高利润率的公司给予更高的估值。从现金流量表的角度来看，自由现金流量的稳定性是公司偿还债务、再投资和分红的基础，高投资回报率表明公司的资本使用效率较高，这些都是提升公司估值的重要因素。

综合上述，子公司融资时估值与上市公司并购重组时估值存在差异可能源于多种因素，各方在确定前后两阶段估值，特别是第二阶段估值时，应充分考虑估值差异的合理性，通过专业的财务分析和市场研究，精准评估子公司的价值，确保融资价格的合理性，避免损害上市公司中小股东的利益。同时，上市公司和/或投资人也需密切关注资本市场的动态、行业动态，及时调整子公司融资策略，把握最佳的上市公司并购重组时机，以降低估值对交易造成的风险。

（二）子公司的选择

在本文所述模式中，子公司的选择是一个

关键的环节。选择合适的子公司进行融资和后续的上市公司并购重组，对整个交易的成功与

否有着决定性的影响。在上述三例案例中，子公司背景情况分别如下：

序号	公司名称	子公司背景
1	CSJ某子公司	CSJ某子公司成立于2005年，多年来专注于中高端数控机床领域，是上市公司开展高端智能装备业务的核心经营主体。经多年发展，标的公司形成了完整的研、产、供、销、服的数控机床业务体系，主要产品面向高端数控机床领域、新能源领域、通用领域以及 3C 供应链的核心部件加工。CSJ某子公司产品门类齐全，涵盖金属切削机床和非金属切削机床领域，是国内同类型企业中技术宽度最广、产品宽度最全的企业之一，能够为客户提供整套机加工解决方案。
2	XQL某子公司	XQL某子公司成立于2011年8月，主要从事工业金属锻件研发、生产和销售，具有较强的自主研发和创新能力。根据下游应用，XQL某子公司的主要产品可分为风电装备锻件、海工装备锻件、盾构装备锻件等，是高端装备制造业的关键基础部件，广泛应用于风力发电、海工装备、盾构装备、工程机械等多个行业领域。XQL某子公司深耕锻造行业多年，在锻造、热处理、机加工和检测等主要生产加工环节，积累了丰富的经验和技術优势，并形成了36项专利技术，在工业金属环锻件制造技术、制造工艺以及制造能力等方面均已处于国内较为先进水平。XQL某子公司凭借自身积累的工艺技术以及产品质量，获得了挪威DNV、德国GL、中国CCS等国际主要船级社认证，并通过下游客户成功进入了金风科技、明阳智能、东方电气、三一重能等国内知名风电整机企业的供应链。
3	SZGD某子公司	SZGD某子公司的主营业务为电子浆料等电子材料的研发、生产和销售，产品主要应用于光伏太阳能工业等领域。最近两年，太阳能电池正面银浆收入占公司营业收入的99%以上。报告期内，标的公司的主营业务未发生变更。经过多年发展，以SZGD某子公司为代表的国内正银企业打破了国内正银市场主要依赖三星SDI等国际巨头的局面。标的公司的研发团队，能根据市场技术变化或客户产品需求开展同步、快速的研发，及时把握市场技术动态、满足客户需求，为客户提供太阳能电池金属化解决方案，具备前瞻性和快速反应能力。凭借良好的产品质量、先进的技術水平和突出的研发能力，公司已成长为国内正银领域的领先企业。

我们研究认为，子公司的选择可以下列三项指标作为主要判断标准：第一，业务潜力与市场前景。拟选择的子公司应具有较强的业务潜力和良好的市场前景。这意味着子公司的产

品或服务应具有竞争优势，具备较为完善的研发、生产（如涉及）及销售能力，已拥有较为稳定的客户群体，且能够在其所在的行业或市场中持续增长和扩张，如果已初步取得一定的

行业地位则更为优选。**第二，盈利能力与财务状况。**在新形势下，上市公司应尽可能选择具有良好盈利记录的子公司。同时，在独立核算的财务口径下，子公司的财务状况也应健康良好，现金流稳定，债务水平合理。**第三，合规性与风险控制。**子公司的合规性和风险控制能力也是重要的考量因素。拟选择的子公司应生产经营合法合规，具有良好的企业治理结构和有效的风险管理机制。

在初步筛选出合适的候选子公司后，投资人应在上市公司协助下进行深度市场调研，进一步了解候选子公司所在行业的市场规模、增长趋势、竞争格局等，以评估其市场前景及融资前景。同时，上市公司及投资人对于选定的子公司，应实施详细的财务审计和法律尽职调查，确保其财务数据的准确性和透明度，识别可能存在的财务及法律风险。在完成上述步骤后，上市公司应制定清晰的战略规划，明确子公司在集团整体战略中的位置和作用，以及如何通过上市公司并购重组实现战略目标。通过综合考虑上述因素后，上市公司及投资人可更加科学、合理地选择子公司，为后续的融资和上市公司并购重组打下坚实的基础，从而实现上市公司及子公司的长期发展目标。

(三) 上市公司在投资协议中承担股权回购义务对公司财务报表的影响

上市公司在投资协议中承担股权回购义

务，即是指在符合特定回购条件的情况下，上市公司必须/有权按照约定的价格从投资者手中回购其所持有的上市公司子公司股权。如果上市公司承担了前述回购义务，将可能影响到上市公司自身的财务报表情况。

根据中国证监会发布的《2021年度上市公司年报会计监管报告》相关内容，在合并财务报表层面，因承担了一项不能无条件避免的支付现金以回购自身权益工具的合同义务，上市公司应将收购少数股东权益确认为一项金融负债，金额为回购义务所需支付金额的现值。同时，上市公司应根据股权转让协议相关条款约定，判断少数股东权益实质上是否仍存在并进行相应会计处理。若相关事实表明少数股东不拥有普通股相关权利和义务，如不享有表决权、分红权、股票增值收益权等，上市公司在合并报表层面不应再确认少数股东权益，而应将上述负债视为合并成本的一部分，以此为基础计算确认商誉金额。反之，若少数股东实质上仍拥有普通股相关权利和义务，则上市公司应在合并报表层面确认相关金融负债，同时冲减资本公积。

在CSJ及XQL子公司融资后发行股份购买资产的案例中，由于CSJ及XQL均在子公司融资时承担了回购义务，进而上市公司在合并报表层面将相关少数股东权益确认为金融负债，具体如下：

序号	公司名称	增资协议中回购安排	是否确认为金融负债
1	CSJ	<p>一、合格退出</p> <p>CSJ、CSJ某子公司分别及连带地承诺，在完成本次交易相关工商变更登记之日起 24 个月内将通过以下一种方式或多种结合方式使得某基金从CSJ某子公司层面完全退出，且该等退出的方式及方案应经某基金书面同意。</p> <p>在选择具体实施的合格退出方式时，各方应当遵循从下述第（1）种方式至第（3）种方式的顺序进行，即各方应首选通过第（1）种方式完成交易；若通过第（1）种方式不能实现某基金的合格退出，则选择通过第（2）种方式进行；若通过第（2）种方式也不能实现某基金的合格退出，才应选择通过第（3）种方式实现某基金的合格退出。</p> <p>（1）CSJ向某基金发行公司的股份以购买某基金持有的全部CSJ某子公司股权；</p> <p>（2）CSJ以向某基金发行公司股份及支付现金相结合的方式购买某基金持有的全部CSJ某子公司股权；</p> <p>（3）CSJ向某基金发行公司的可转换债券以购买某基金持有的全部CSJ某子公司股权.....</p> <p>二、赎回权</p> <p>1、如果发生以下任一情形，（1）CSJ某子公司和/或其下属公司和/或公司严重违反交易文件；（2）本次交易相关工商变更登记后 24 个月内某基金未实现合格退出，但在此情况下，某基金同意给予CSJ某子公司额外 24 个月的宽限期，在宽限期期间，CSJ某子公司应尽最大努力继续推进合格退出或推进赎回某基金股权事宜；（3）CSJ某子公司丧失或无法续展主营业务不可或缺的批准，或者CSJ某子公司和/或下属公司的主营业务被法律法规禁止或受到重大限制；（4）CSJ某子公司在任何协议约定的业绩承诺年度中该年度的实际业绩表现未能达到协议约定的该年度业绩承诺的 90%；（5）公司丧失对CSJ某子公司的控股股东地位或丧失控制权；（6）CSJ某子公司和/或其下属公司在深圳的租赁不动产以及生产设施因未取得相应建设、环保、消防相关批复、备案、验收等资质许可等原因而使得该等不动产被认定为违章建筑、CSJ某子公司和/或其下属公司被责令停产停业、导致对于CSJ某子公司的其他重大不利影响，或者对某基金合格退出产生任何实质性不利影响；或（7）CSJ某子公司和/或公司赎回或回购任何现有股东的股权，某基金均有权向CSJ某子公司和/或公司发出赎回通知，要求CSJ某子公司和/或公司连带按照赎回价格不晚于现有股东，通过减资、特别分红、股权转让和/或某基金要求的其他方式赎回某基金所持有的CSJ某子公司的全部或部分股权。</p> <p>2、某基金持有股权的赎回价格为被赎回股权对应的某基金实际支付的投资款，加上被赎回股权对应的某基金实际支付的投资款按照年利率8%的单利计算的投资收益，再加上该等被赎回股权对应的全部所有已宣布但未分配利润。</p>	<p>鉴于某基金所取得的CSJ某子公司股权比例对CSJ某子公司不具有重大影响且附有回售条款，依据《企业会计准则第 22 号--金融工具确认和计量》的第四条规定，“金融负债是指企业符合下列条件之一的负债：（一）向其他方交付现金或其他金融资产合同义务”。因此，公司在合并报表层面将该项投资作为金融负债进行会计处理，并按“赎回权”条款所要求的年利率相应计提财务费用，公司合并财务报表范围将包含CSJ某子公司的100%股权对应的权益。</p>

序号	公司名称	增资协议中回购安排	是否确认为金融负债
2	XQL	<p>一、股权回购</p> <p>若发生：（1）XQL某子公司2021年、2022年、2023年中任意一年的净利润低于上述业绩承诺约定的经营目标的80%；或（2）XQL未在交割日后24个月内启动或未在交割日后36个月内完成《增资协议》约定的换股交易购买投资者持有的股权，则投资方有权要求XQL回购投资方持有的全部或部分XQL某子公司股权。</p> <p>回购价格为：投资方投资款×（1+9%N）- XQL某子公司已向投资方支付的累计现金分红。其中N为交割日至回购款支付日的年数，即N=交割日至回购款支付日/365天。</p> <p>股权回购应以现金形式支付回购价款。全部股权回购款应在投资方发出书面回购要求之日起的60个工作日内由XQL全额支付给投资方。XQL延迟支付回购价款的，应<u>按照未付金额的每日万分之五向投资方缴纳违约金。</u></p> <p>二、退出机制</p> <p>在符合相关法律、法规、监管规则的前提下，自本次交易的交割日起12个月后至24个月届满前，XQL应择机以发行股份购买资产的方式购买投资方持有的XQL某子公司股权（以下简称“换股交易”），启动换股交易时XQL某子公司的整体估值原则上不得低于XQL某子公司换股交易当年的预计净利润的13倍，具体估值应当经有证券从业资格的评估机构评估后，由XQL和投资方协商确定。换股交易方案中，XQL发行股份的价格为XQL股票基准价格的80%，其中：基准价格为换股交易的定价基准日前20日、60日或120日均价之一，具体基准价格由各方届时协商确定，但不为最高价格，且该换股价格不得高于换股交易的董事会决议公告日前一个交易日的收盘价；定价基准日为XQL审议换股交易的董事会决议公告日。</p> <p>若换股交易时，XQL的静态市盈率大于或等于35倍，则换股交易方式为XQL发行股份及支付现金购买投资方持有的XQL某子公司股权，其中支付给投资者的现金对价为换股交易确定的标的股权总对价按投资者所持XQL某子公司股权比例所得对价的25%。若换股交易时，XQL的静态市盈率低于35倍，则换股交易时，XQL可以选择以全部发行股份的方式购买投资方持有的XQL某子公司股权。</p> <p>……现有股东承诺，在交割日之后的36个月内完成XQL对XQL某子公司的换股交易，包括但不限于通过深圳交易所、证券监管机构的审核和注册并完成工商变更登记手续。公司共同实际控制人承诺，在XQL审议上述换股交易的董事会和股东大会的表决时，应当促使交易方案符合本条的规定并投赞成票。</p>	<p>根据企业会计准则及其相关规定，并结合增资协议相关约定，本次增资是否能在交割日起36个月内完成约定的换股交易或完成利润承诺，是否触及股权回售等具有不确定性，本次增资款项在合并财务报表层面不符合权益工具条件，列报为金融负债。</p>

根据《企业会计准则第37号——金融工具列报（2017年修订）》第八条第三款的规定：“金融负债，是指企业符合下列条件之一的负债：……（三）将来须用或可用企业自身权益工具进行结算的非衍生工具合同，且企业根据该合同将交付可变数量的自身权益工具。”第十条的规定：“企业不能无条件地避免以交付现金或其他金融资产来履行一项合同义务的，该合同义务符合金融负债的定义。”第十二条的规定：“对于附有或有结算条款的金融工具，发行方不能无条件地避免交付现金、其他金融资产或以其他导致该工具成为金融负债的方式进行结算的，应当分类为金融负债。但是，满足下列条件之一的，发行方应当将其分类为权益工具：（一）要求以现金、其他金融资产或以其他导致该工具成为金融负债的方式进行结算的或有结算条款几乎不具有可能性，即相关情形极端罕见、显著异常且几乎不可能发生。（二）只有在发行方清算时，才需以现金、其他金融资产或以其他导致该工具成为金融负债的方式进行结算。（三）按照本准则第三章分类为权益工具的可回售工具……”根据上述规定并结合实务案例，我们认为**在上市公司控股子公司融资时，如上市公司承担了一项不能无条件避免的回购义务，且不能够证明或有事件是极端罕见、显著异常且几乎不可能发生的情况**

或者仅限于清算事件，应当在初始确认时以回购所需支付金额的现值将该回购义务确认为一项金融负债，并相应调整资本公积。

（四）其他问题

除上述提到的重点关注问题外，本文所述模式在实务个案中还存在一些差异性的、应予以关注的问题：如标的公司引入投资者并约定相应回购条款的具体原因及合理性，引入的前述投资者在标的公司发挥的具体作用；投资者向标的公司增资/债转股后，短期内上市公司购买部分股权的交易安排是否构成“一揽子交易”，是否存在规避再融资审核程序；业绩承诺安排及补偿措施的是否存在可实现性；并购重组子公司与上市公司报告期内存在较多关联交易，关联交易是否真实、合理，关联交易价格是否公允性；子公司存在借用上市公司销售渠道或合格供应商名录，子公司是否存在独立销售的可行性，子公司依赖上市公司销售的利润留存情况；子公司融资是否为明股实债；对标的公司剩余部分股权的安排等等，需根据个案的情况进行进一步分析、研判。

第四部分\ 结语

以上，我们以案例为视角，浅析了新形势下上市公司在子公司融资后再对其实施并购重组模式的路径优势及在具体实操过程中需重点关注的问题。在当下资本市场IPO及再融资阶段性收紧、并购重组政策春风频吹的环境下，若市场中适时运用该模式，应有望为上市公司的融资及投资者等带来新的机会，推动长期资金、耐心资本适时入市，助力公司发展，活跃资本市场。 ☞



孟文翔
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3357
mengwenxiang@zhonglun.com

上市公司“有毒资产”剥离方案设计 及注意事项

作者：张明 丁枫炜



近年来，受到经济下行、监管收紧等因素影响，上市公司面临保壳甚至退市的案例逐渐增多，其中不乏众多因子公司“爆雷”而被拖累甚至拖垮的案例。除了由于经营不善、行业波动等常规导致亏损的情况外，跨界并购也是上市公司子公司频频暴雷的重灾区。倘若没有对标的行业的深入了解，激进跨界并购所带来的后遗症，例如子公司失控、业绩对赌难以实现、高溢价收购导致流动性承压、大额商誉减值，都会让上市公司损失惨重。

所谓“有毒资产”，即是指这些已经暴露出巨大问题的子公司。上市公司为了自救，通常都会选择将有毒子公司剥离。不论为了是回归主业还是轻装上阵，有毒资产剥离都势在必行。

第一部分\

方案设计及案例

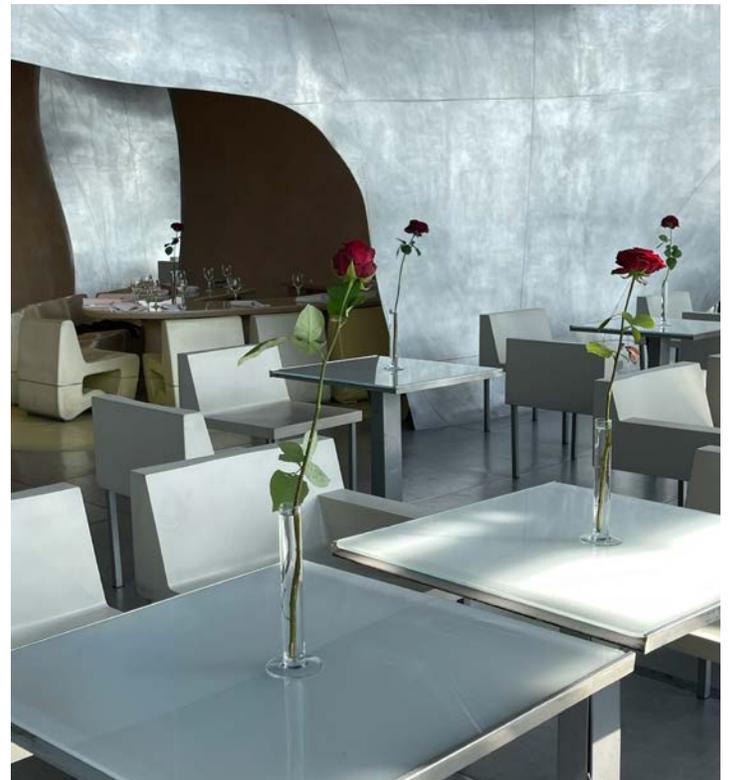
根据各方对于交易诉求、对价支付方式、少数股东权利、审议程序等不同交易要素的综合考量，有毒资产剥离的交易方案设计可以采用资产出售、资产置换、被动稀释出表、股权作价出资、委托经营管理权、分立等方式，或者多种方式的组合。笔者汇总了各方案的适用情况及典型参考案例如下：

（一）资产出售/股权转让

资产出售/股权转让系最为常见的方式，是指上市公司将标的资产的所有权有偿转让给第三方，并以此获得对价的行为，几乎所有的出

表交易都可以优先考虑该方案。

参考案例：



公司名称	交易概况	作价及依据	交割/出表时点
*ST天沃 (002564)	将子公司中机国能电力工程有限公司80%股权转让给控股股东上海电气控股集团有限公司的全资子公司上海恒电实业有限公司	根据东洲评估出具的《资产评估报告》，资产评估机构采用收益法和资产基础法对中机电力进行了评估，并选用资产基础法评估结果为最终评估结论。截至评估基准日，中机电力100%股权价值评估值为-327,952.79万元，较中机电力合并口径归属于母公司股东权益价值-333,410.61万元的评估增值为5,457.82万元，增值率1.64%。根据上述评估结果，中机电力80%股权评估值为-262,362.23万元。基于该评估值，经友好协商，交易双方确定标的资产的交易对价为人民币1元。	中机电力80%股权工商过户登记
大唐电信 (600198)	将对子公司大唐软件技术股份有限公司62,129.0093万元债权进行债转股，同时将92.16%股权转让给控股股东下属公司大唐投资控股发展（上海）有限公司	本次评估采用资产基础法和收益法对大唐软件进行评估，其中资产基础法评估结果评估值为-3,493.08万元，收益法评估结果-2,368.16万元，鉴于企业未来年度经营状况、盈利能力存在较大的不确定性，本次评估采用了资产基础法评估结果作为最终的评估结论。对价为1元。	大唐软件92.16%股权工商过户登记
勤上股份 (002638)	将子公司广州龙文教育科技有限公司（“广州龙文”）100%股权、北京龙文环球教育科技有限公司（“北京龙文”）99%股权转让给上市公司核心管理层成立的合伙企业	根据上海众华资产评估有限公司出具的沪众评报字[2022]第0048号和沪众评报字[2022]第0049号，对北京龙文及广州龙文，以2021年11月30日为基准日，采用资产基础法，广州龙文净资产为-12,284.32万元，北京龙文净资产为-8,943.30万元。本次交易对价参考评估值，为1元。	北京龙文99%股权及广州龙文100%股权工商过户登记

在有毒资产出售前，为了使资产达到便于交易的状态，出于一些特殊的考虑，部分案例

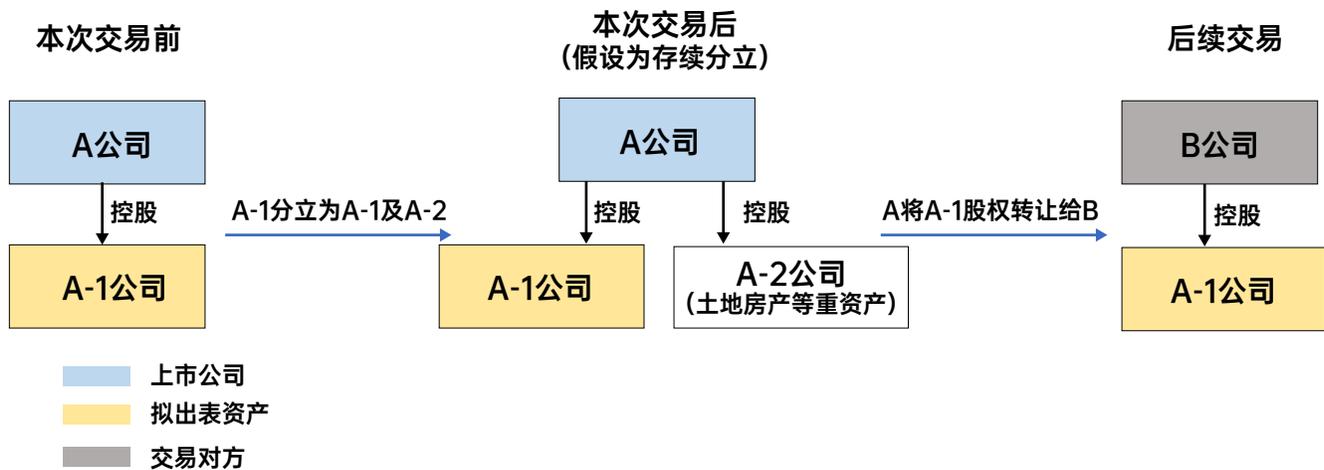
会先行对拟出售资产进行打包整合。以两种特殊场景为例，建议有毒资产出售前的打包方案

可以参考如下方式：

1、在资产出售前将轻、重资产进行拆分打包

由于重资产在出售过程中对于估值及作价的影响较大，存在大量重资产的出售交易通常会考虑在交易前先对重资产进行剥离，这时常用的整合方式即为分立。分立是指采取存续分立或新设分立方式，分立为两个或两个以上的企业的行为，具体表现为原企业存续并分出一部分设立为一个或数个新的企业，或原企业解散分立为多个新企业。该方案的优势在于企业能够享受节税优惠（不征收增值税、土地增值

税、契税，企业所得税在满足特定条件下可进行特殊性税务处理），正因如此，该方案往往适用于具有土地、房产等重资产的有毒子公司。不过，通过分立将重资产与原子公司进行切分后还需要进一步出售完成彻底剥离，因此，对于上市公司剥离有毒子公司而言，该方案无法实现一步到位，只能作为上市公司整合有毒资产的中间步骤；对于在一个公司主体内存在有毒业务/资产的非上市公司而言，该方案可以直接将亏损板块业务、资产及人员进行分立，实现一步到位。方案图示如下：

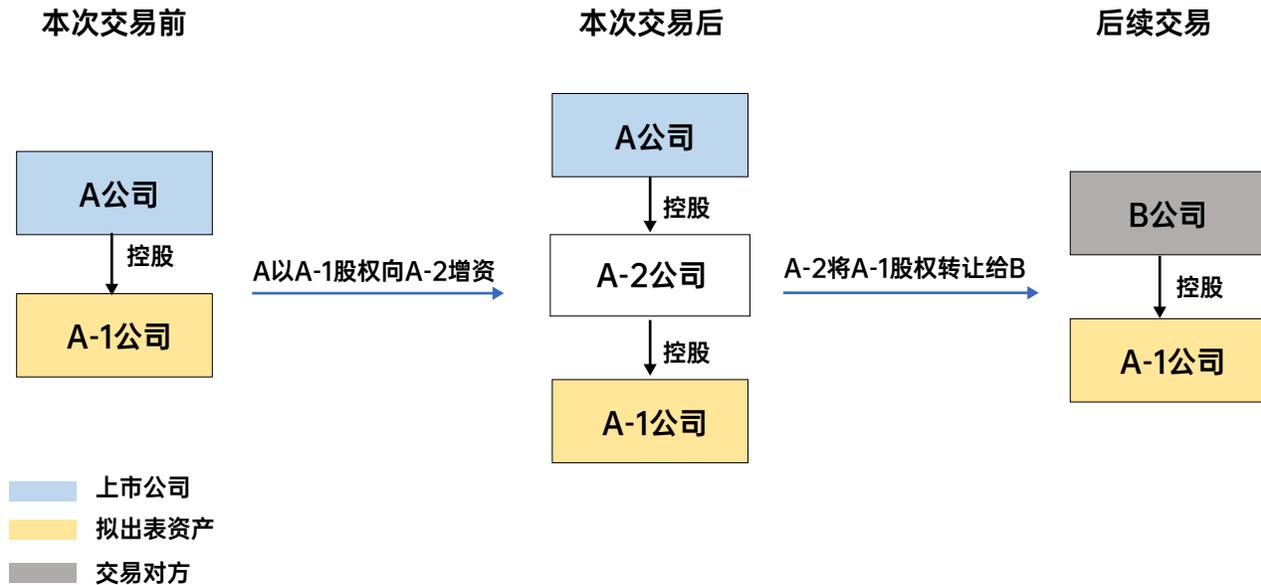


参考案例：①天晟新材（300169）对子公司常州天晟复合材料有限公司（“天晟复合”）进行存续分立。分立完成后，天晟复合继续存

续，另派生成立常州天晟新能源科技有限公司承接土地、房产及相关业务。公司拟在分立完成后依法对外转让天晟复合股权。②锡业股份

(000960) 对云南锡业郴州矿冶有限公司 (“郴州矿冶”) 进行派生分立, 派生分立完成后, 锡业股份以对郴州矿冶享有的部分债权

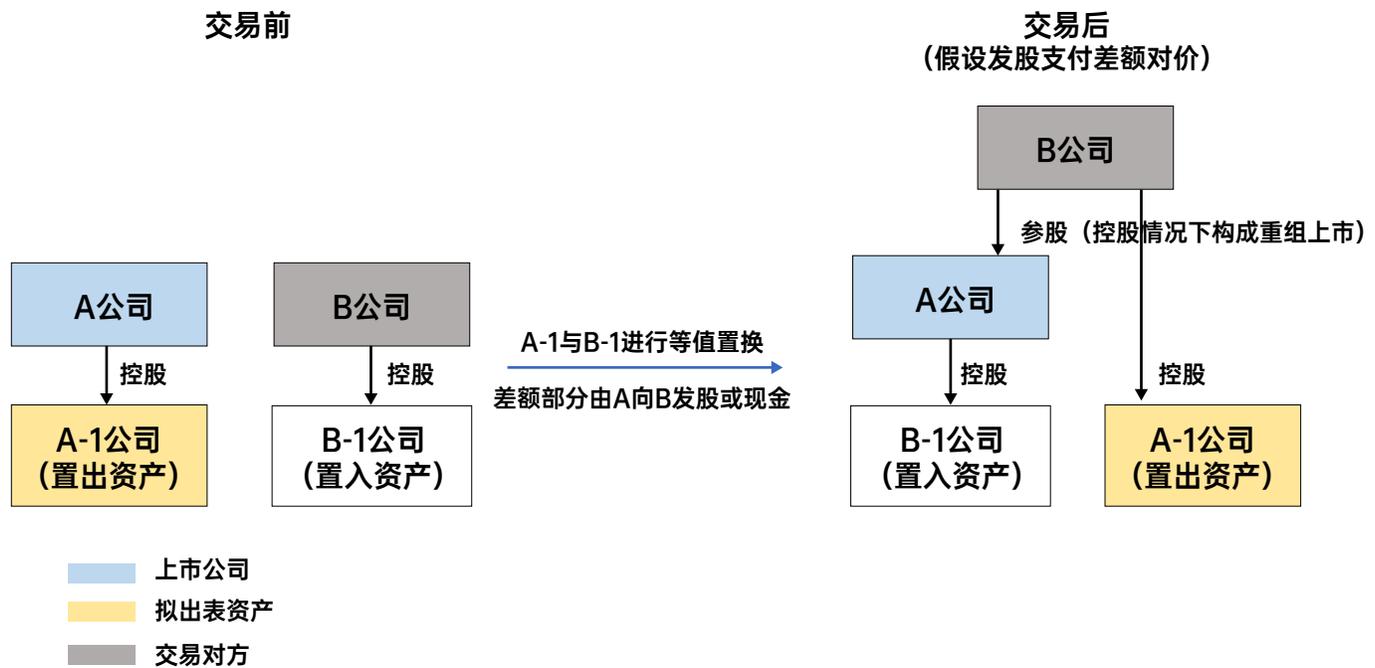
21,000万元通过“债转股”方式对其进行增资, 并在增资完成后以公开挂牌交易方式处置郴州矿冶。



(二) 资产置换

资产置换系资产出售的一种变形, 是指交易双方将出售和收购资产进行等值置换, 主要适用于账面价值较大的有毒资产。该方案优势在于, 对于受让方而言, 以资产作为对价能够避免纯现金收购带来的资金压力; 对于拟剥离有毒资产的上市公司而言, 资产置入也可以避免因低价出售大体量资产对于即期财务报表的影响。该方案劣势在于, 上市公司往往需要以发股或者现金方式支付置入资产与置出资产之

间的价值差额, 根据置入资产体量及对价支付方式的不同, 具体方案可能会涉及交易所审核甚至构成重组上市, 在审核程序及出表周期上具有较大的不确定性。方案图示如下:

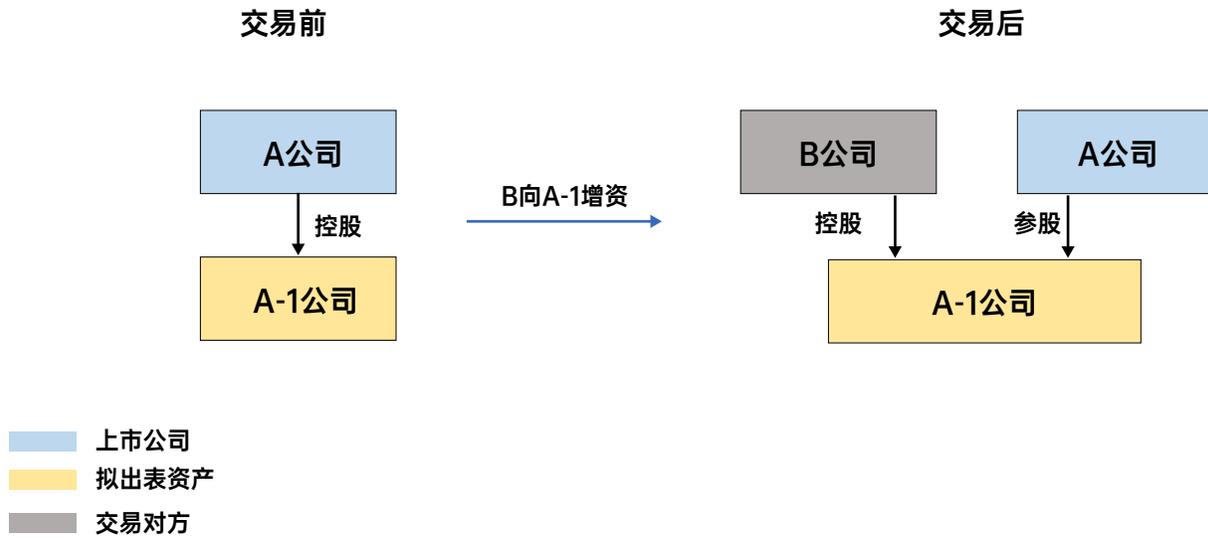


参考案例：润泽科技（300442）将除CO.M.A.N. Costruzioni Meccaniche Artigianali Noceto S.r.l. 100%股权外的全部资产及负债作为拟置出资产，与某数字信息有限公司持有的某科技发展有限公司股权中的等值部分进行置换，置出资产将由该数字信息公司指定的第三方承接，同时，拟置入资产和拟置出资产之间的差额部分，由上市公司向该数字信息公司等14名交易对方发行股份购买。

（三）被动稀释出表

被动稀释出表是指交易对方对标的公司进

行增资从而取得标的公司控制权、而上市公司成为标的公司少数股东的行为。该方案多适用于交易对方要求直接为标的公司提供运营资金、或交易对方已经持有标的公司可转债/债权（可以在不支付额外对价的情况下进行债转股）的情况。该方案劣势在于上市公司无法将标的公司权益彻底出清，且必须由标的公司股东会审议通过，若标的公司存在异议少数股东则难以实现（可以根据标的公司组织形式采用股权转让或股权作价出资等方式进行规避）。方案图示如下：



参考案例：①昀冢科技（688260）控股孙公司池州昀钡半导体材料有限公司（“池州昀钡”）引入原股东甘子英及部分新股东增资扩股，上市公司放弃对池州昀钡本次增资的优先增资权，交易完成后上市公司间接持有池州昀钡的股权比例由69.70%变更为23.23%，池州昀钡不再纳入合并报表范围。②某上市公司的智能家居子公司引入新股东增资扩股，上市公司放弃优先认缴出资权，交易完成后上市公司持有该子公司的股权由51%下降至39.53488%，该子公司不再纳入合并报表范围。③大唐电信（600198）公司下属企业N公司通过在北交所以公开挂牌的方式引入某汽车基金，并由其对N公司现金增资1,683万美元，占增资后该公司27.41%股权；同时N公司的原股东S公司（“恩智浦”）按其持股比例对该公司

同比例现金增资1,617万美元，占增资后N公司26.33%股权，加上S公司在增资前拥有的N公司股权，S公司合计占增资后N公司49%股权。本次增资完成后，N公司不再纳入大唐电信合并报表范围。

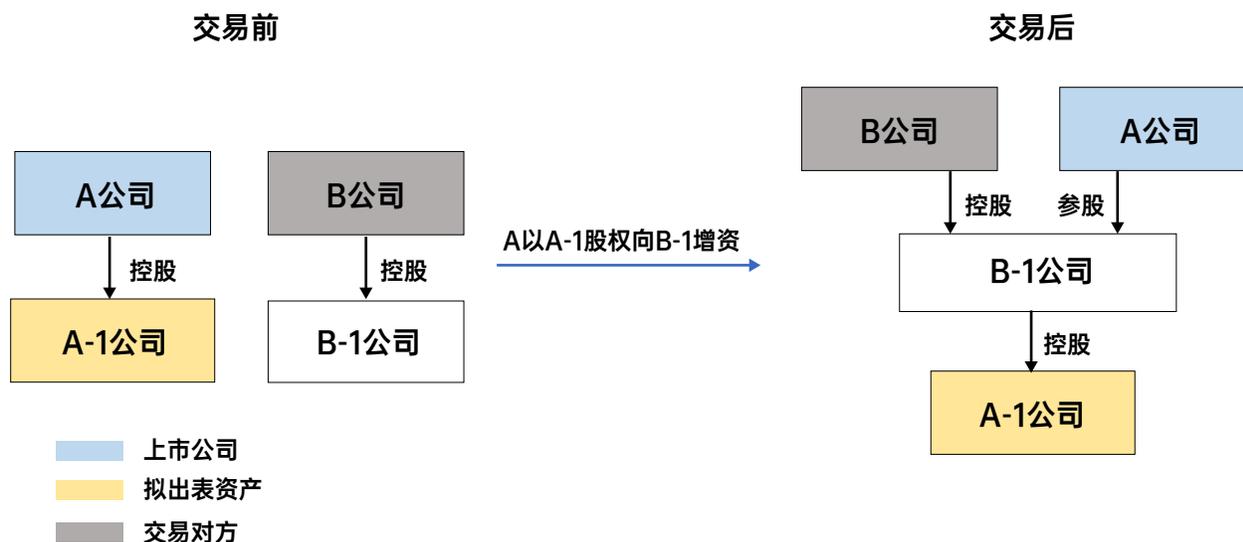
（四）股权作价出资

作价出资是指上市公司以其所持标的公司股权作为非货币资产对另一公司进行出资新设或者增资的行为。该方案实现的效果是在标的公司现有股权架构上层增加一层持股主体，根据新增持股主体的性质可以产生两种变型：

变型①：上市公司以其所持标的公司股权直接向交易对方控制的企业增资，增资后上市公司持股比例不对交易对方控制权构成影响，从而达到标的公司出表的目的。该方案本质为

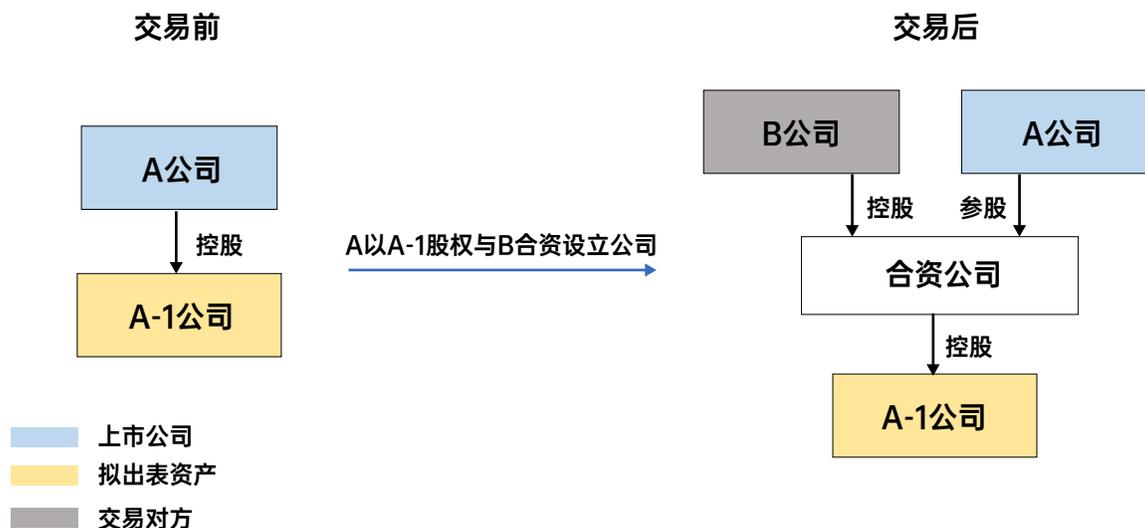
换股，即上市公司以有毒资产控制权换取了交易对方控制企业的少数股东权益，可能会同时增加上市公司的投资风险，上市公司需要履行

必要的对外投资、尽调及评估程序，实践中使用频率较低。方案图示如下：



变型②：上市公司以其所持标的公司股权与交易对方新设合资公司，合资公司成为标的公司新的控股股东，交易对方成为合资公司的控股股东。该方案下合资公司系为本次交易而

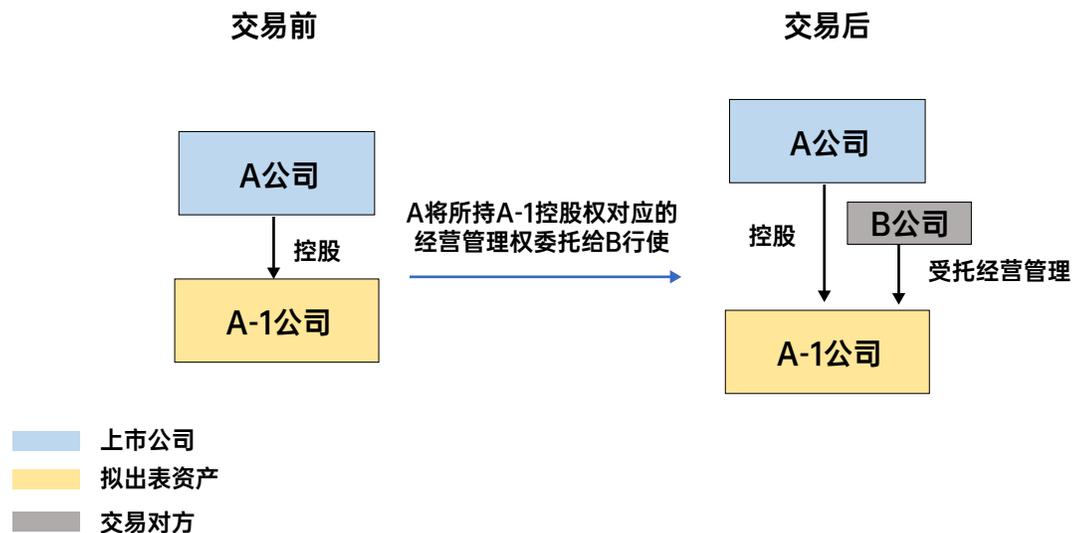
设的SPV，实践中使用频率较高。需要注意的是，①②两种变型下上市公司均无法将标的公司权益彻底出清。方案图示如下：



参考案例：上市公司中有金奥博（002917）、中国铁物（000927）、冀东水泥（000401）等出资组建合资公司暨重大资产重组的案例，虽然该等案例并非为剥离不良子公司而实施，但实践中股权作价出资的方案也可用于有毒资产剥离。

（五）委托经营管理权

委托经营管理权是指上市公司将其所持标的公司股权所对应的经营权、管理权等除所有权以外的一切权利委托给第三方行使，在托管期限内受托方享有标的股权除所有权外的股东权利并履行股东义务。受到托管期限的限制，该方案常用于解决同业竞争问题，也可用于对于有毒资产的阶段性剥离。该方案图示如下：



参考案例：①某上市公司将所持控股子公司深圳M传媒有限公司51%股权享有的经营权，委托M公司少数股东深圳H传媒有限公司管理，托管后上市公司将对M公司不再具有控制影响，按照会计准则相关规定托管期间内M公司不再纳入公司合并报表范围。②某上市公司将所持控股子公司浙江W进出口有限公司70%

股权整体委托给天津某食品商贸有限公司经营管理，托管期间内W公司不再纳入公司合并报表范围。

（六）公开拍卖

拍卖可以分为被动司法拍卖或主动公开拍卖，由于司法拍卖系为执行生效裁判而进行的

一种被动行为，笔者主要就主动公开拍卖的情况进行介绍。公开拍卖系以子公司评估价值作为拍卖底价在公开交易市场进行的子公司所有权处置行为。与协议转让不同的是，公开拍卖通常无法主动确定最终成交价格和成交对象，因此主要适用于尚未接洽到合适受让方，或因子公司已处于失控状态而无法进行常规交易的情况。

需要注意的是，当子公司已处于失控状态时，由于母公司通常已无法获得失控子公司的财务资料、也无法对子公司进行正常的审计或评估，因此拍卖底价的确定无法采用常规交易中的子公司股权评估值，具体定价方式详见本文“二、交易要素选择（二）定价”。

参考案例：①为剥离非核心业务、提升公司业绩，金花股份（600080）通过公开拍卖方式转让全资子公司金花国际大酒店有限公司100%股权。；②为优化资源配置、改善资产结



构，宏达新材（002211）以公开拍卖方式转让全资子公司江苏明珠硅橡胶材料有限公司100%股权；③因对深圳Y科技股份有限公司失去控制，为保障上市公司及全体股东的合法权益，某上市公司通过公开拍卖方式转让公司持有的Y公司51.102%股权。

（七）破产、清算或解散

有毒资产破产、清算或解散可以分为以下三种情况：

1、在上市公司破产重整程序中处置子公司

若上市公司进入破产程序，在对子公司进行审计、评估的基础上，通过重整中的清算假设评估及资产抵债方案可以压实子公司财务数据，并完成子公司的出表处置。

参考案例：*ST明诚在重整过程中拟剥离上市公司持有的20家下属子公司股权以及上市公司对拟剥离子公司的应收账款债权。根据评估机构出具的《拟注入信托资产价值咨询报告》，剥离资产的评估价值合计56,618.01万元。上市公司以拟剥离资产作为信托资产，委托某信托设立他益财产权信托，信托计划成立后，信托财产由受托人交银信托管理，受益人为债权最终得到确认且以服务信托的信托受益权获得清偿的债权人。在该案例下，上市公司在以资抵债的同时实现了低效资产出表的目的。

2、在子公司自身符合条件的情况下向法院申请子公司破产

子公司被裁定进入破产程序后，由于管理人接管了子公司的财产和营业事务，上市公司不再享有对子公司的权利、丧失对子公司的控制、无法参与子公司的相关活动、且无法享有可变回报，因此子公司不再纳入上市公司合并财务报表范围内。若子公司破产清算的，应当在破产程序结束后办理相应的注销程序；若子公司破产重整的，随着引入重整投资人让渡子公司控制权，重整完成后子公司也不会再次入表。

参考案例：①某上市公司的新能源子公司于2022年3月24日被法院下达决定书，正式裁定移交管理人处理重整事务，2022年4月该公司不再纳入上市公司合并范围；②田中精机（300461）与其子公司远洋翔瑞原股东关于股权收购协议争议案中，在仲裁过程中，因债权人申请破产清算，法院裁定受理并执行破产清算；③安控科技（300370）子公司东望智能的债权人申请破产清算后，法院裁定破产重整并确定重整投资人，该子公司出表，重整计划执行完毕后，上市公司不再持有东望智能的控制权。

3、自行解散子公司或申请法院解散子公司。

公司解散分为约定解散和法定解散，其

中，约定解散顾名思义，全体股东作出股东会决议或公司触发章程约定的解散条件时即可解散；法定解散也就是强制解散，是指股东之间内部就解散事宜无法解决，而寻求公力救济产生的解散程序。根据《公司法（2023年修订）》第二百三十一条，公司经营管理发生严重困难，继续存续会使股东利益受到重大损失，通过其他途径不能解决的，持有公司百分之十以上表决权的股东，可以请求人民法院解散公司。因此，实践中，本路径主要适用于已经失控的有毒子公司。

参考案例：辉丰股份（002496）于2024年1月提请解散失控子公司瑞凯化工，目前该案件尚未了结。

第二部分\

交易要素选择

（一）交易对方

拟剥离资产的受让方可以分为无关联市场第三方，或控股股东及关联方等内部接盘方两种。

在市场第三方受让的情况下，交易双方通常在标的资产评估价值的基础上，按照商业惯例对定价、交易方式、期间损益等进行磋商，力求对拟剥离资产的剩余价值进行理性评估，

为出表资产找到最合适的新东家。

在拟剥离资产剩余价值已不高或存在棘手问题的情况下，大多数情况下则由上市公司控股股东或其控制的关联方进行接盘，此时控股股东主要系为解决上市公司遗留问题而出手。交易对方为控股股东的情况下，将会导致剥离交易本身构成关联交易，同时可能导致交易完成后的资金占用、关联担保、关联交易等问题，笔者将在下文“三、特别注意事项”部分详细展开。

除上述外，较为有借鉴意义的是，在勤上股份（002638）剥离广州龙文及北京龙文的交易中，核心管理团队为上市公司接走了教培业务这个“包袱”。交易的接盘方为珠海惠卓企业管理合伙企业（有限合伙）（“珠海惠卓”），勤上股份的董事、副总经理贾茜持有珠海惠卓执行事务合伙人珠海洲瑞30%股权，另7位珠海洲瑞的股东均为广州龙文、北京龙文云核心管理骨干。

（二）定价

在重组交易中，定价向来是监管关注的重点。根据《上市公司重大资产重组管理办法》《深圳证券交易所上市公司重大资产重组审核规则》的规定，有关交易定价合理性的披露至少应包括下列事项：（一）资产定价过程是否

经过充分的市场博弈，交易价格是否显失公允；（二）所选取的评估或者估值方法与标的资产特征的匹配度，评估或者估值参数选取的合理性；（三）标的资产交易作价与历史交易作价是否存在重大差异及存在重大差异的合理性；（四）相同或者类似资产在可比交易中的估值水平；（五）商誉（如涉及）确认是否符合企业会计准则的规定，是否足额确认可辨认无形资产。

在剥离有毒资产的交易中，由于大多数有毒资产本身已经经营不善，因此市场上不乏低价甚至零对价甩卖的案例。在*ST天沃（002564）剥离中机电力80%股权、大唐电信（600198）剥离大唐软件92.16%股权、勤上股份（002638）剥离广州龙文100%股权、北京龙文99%股权、易成新能（300080）剥离平顶山三基炭素有限责任公司49%股权等交易中，由于标的公司未来经营状况、盈利能力存在较大的不确定性，评估机构均采用资产基础法评估结果作为最终的评估结论，且由于标的公司净资产评估值均为负值，该等交易的最终定价均为1元。

在*ST凯瑞剥离天津德棉矿业有限公司（“天津德棉”）100%股权、北京晟通恒安科技有限公司（“晟通恒安”）51%股权、深圳市宝煜峰科技有限公司（“宝煜峰”）100%股权的交易

中，鉴于晟通恒安、宝煜峰账面值均为0元，且无实际经营；天津德棉虽然净资产为725.34万元，但其处于失控状态，且股权被查封、无实际经营，故三家子公司股权转让定价依据均为0元。

由上述案例可知，在能够合理解释交易价格公允性（评估值为负、资产亏损、股权查封等）的情况下，按1元甚至0元对价转让具有可行性。

除上述外，需要提示的是，在有毒资产存在实际经营业务、但已经失控无法配合审计评估的情况下，由于评估机构无法获取有毒资产的财务资料、经营资料，故可以出具评估咨询报告并以此作为资产拍卖的定价依据。以某上市公司为例，因解除公司与子公司Y公司原管理层签署的《股权转让协议》的仲裁程序迟迟未了结，为尽快消除子公司失控的影响，该上市公司以公开拍卖方式转让子公司Y公司股权。评估机构根据可获得的子公司公开信息、在法定渠道披露的信息、历史审计报告及子公司向国家税务总局深圳市税务局报送的截至价值咨询基准日最近一期资产负债表及利润表等资料并结合相关税收法律法规的要求进行了分析，结合咨询目的，在与历史年度审计报告进行比对分析后，选取市销率作为估值比率，用市场法对委估标的进行了估值，并出具《深圳Y科技

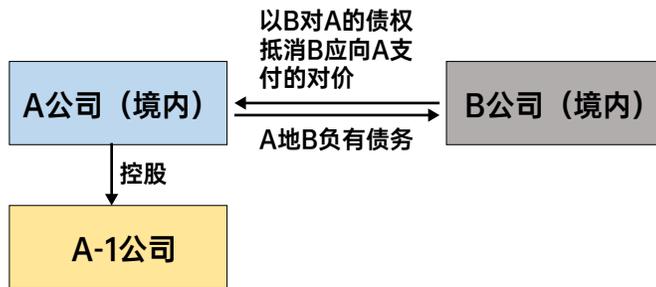
股份有限公司股东全部权益价值评估咨询报告》。

（三）对价支付方式

如上所述，剥离有毒资产交易的接盘方可能为上市公司控股股东。由于上市公司已经陷入危机，控股股东通常也会同步陷入困境，而导致其无力以现金方式支付剥离交易的对价。由于控股股东常常会向危机上市公司提供资金支持，因此，在大量的案例中，控股股东均以其对上市公司债权抵消的方式进行对价支付。

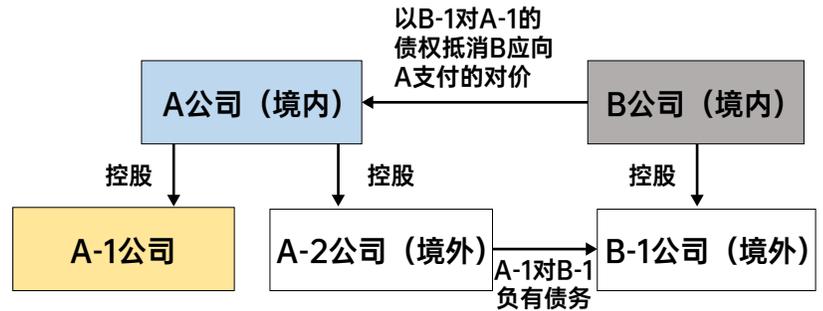
需要注意的是，如果剥离交易涉及跨境，则需要考虑境内外债权债务“对敲”的风险，避免因人民币或外汇单向循环而导致额外外汇违规情况。如下图所示，在图示1纯境内抵消中，控股股东以其对上市公司的境内债权抵消其应当向上市公司支付的交易对价（境内债务），这样的抵消是没有问题的；在图示2跨境抵消中，控股股东想以其境外子公司对上市公司境外子公司所持的境外债权抵消其应当向上市公司支付的交易对价（由于收款方在境内，该笔价款理论上应当换汇为人民币，为人民币债务），此时就涉及到以外币债权去偿还人民币债务，形成了人民币和外汇之间各自的单向循环，规避了直接购汇，违反了外汇管理相关规定。

图示1: 纯境内债权债务抵消



■ 上市公司
■ 拟出表资产
■ 交易对方

图示2: 跨境债权债务抵消



此外，若控股股东对上市公司无债权且无力支付现金的，控股股东可以考虑采取资产置换的方式支付交易对价；若控股股东对标的公司享受债权的，也可以考虑对标的公司实施债转股以实现标的公司的被动出表。

（四）期间损益

由于部分有毒资产已经严重亏损且每况愈下，因此评估基准日至交割日之间的损益变动较一般的交易来说可能会更大，对于期间损益的约定也就显得尤为重要。交易文件中对于期间损益的约定可以分为如下四种方式：

1、期间损益全部由交易对方承担（或由交易双方按照交易完成后持股比例承担，在100%

出表交易中即为全部由交易对方承担），期间损益不影响交易价格。该种约定最为常见，*ST天沃（002564）、协鑫集成（002506）等案例中均采用了这种方式。

2、期间损益均由上市公司承担。该种约定适用于持续大量亏损、且使用资产基础法进行评估的资产出售情形，有利于增加交易对方对方案的接受度进而促成出表交易的完成。钒钛股份（000629）、滨海能源（000695）等案例中均采用了这种方式。需要提示的是，前述案例中交易所均对期间损益约定进行了问询，主要关注点为如此约定的原因和合理性、对上市公司的影响、是否有利于保护上市公司及中小股东的利益、以及过渡期内标的公司的

业绩情况、对交易价格的影响等。

3、期间盈利由上市公司承担，期间亏损由交易对方承担。该种约定实践中并不多见，主要是为保护上市公司利益而向其作出倾斜，如果期间发生亏损的，交易对方以现金方式向上市公司进行补足，达华智能（002512）、达刚控股（300103）等案例中均采用了这种方式。

4、期间盈利由交易对方承担，期间亏损由上市公司承担。该种约定实践中较为少见，主要系为促成交易而适当向交易对方作出倾斜，某上市公司采用了这种方式，约定“如过渡期审计基准日的子公司归母净资产高于2019年12月31日的归母净资产，超出部分归交易对方所有，过渡期审计基准日的子公司归母净资产低于2019年12月31日的归母净资产，经交易双方共同确认的差额部分在第三期股份转让价款中扣除”，该案例在被交易所问询后也最终获得通过。

第三部分\

特别注意事项

（一）资金占用/财务资助

上市公司在剥离有毒子公司前通常都会向其拆借资金，根据沪深交易所股票上市规则的

规定，上市公司对其合并报表范围内的控股子公司提供借款可免于披露和审议程序。

在剥离交易中，若该等子公司未能同时或者提前偿还借款，可能会因受让主体的不同而形成非经营性资金占用或者财务资助。具体如下：

1、接盘方为上市公司控股股东及其关联方

上市公司将其子公司控制权转让于上市公司控股股东后，该等子公司成为上市公司控股股东的控股子公司，如果该等子公司对上市公司的借款未能在交割前清偿，理论上，上市公司对该子公司的借款即形成上市公司控股股东的非经营性资金占用。

根据沪深交易所股票上市规则规定，上市公司不得为控股股东、实际控制人及其控股子公司等关联人提供财务资助。该等规定在2022年修订的上市规则中才首次明确了解决期限问题。根据《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第7号——交易与关联交易》及《上海证券交易所上市公司自律监管指引第5号——交易与关联交易》，上市公司因购买或出售资产可能导致交易完成后上市公司控股股东、实际控制人及其他关联人对上市公司形成非经营性资金占用的，**应当在公告中明确合理的解决方案，并在相关交易实施完成前解决，避免形成非经营性资金占用。**在前述规定于2022年出台前，

《深圳证券交易所上市公司信息披露指引第5号——交易与关联交易》（已失效）对于该问题解决期限的规定为“并在相关交易或关联交易实施完成前或最近一期财务会计报告截止日前解决”。由此可见，新规对于该问题的尺度实际上是收紧了。

在新规出台之前，相关案例曾对该问题的处理方式进行过探索：①粤传媒（002181）公告称：“股权转让完成后，上述香榭丽对粤传媒的债务虽在形式上构成控股股东或其关联人对上市公司的非经营性资金占用关系，**但属于因股权转让而被动产生，实质上并不属于公司向控股股东或者其关联方人提供资金的情形……**但其并不属于通常意义上的资金占用，**其形成原因、行为目的、实际占用情况、危害性及后果等方面并不具有资金占用的典型特性**，根据实质重于形式的原则，不应属于《深圳证券交易所股票上市规则（2018年6月修订）》第13.3.1条、第13.3.2条规定的‘公司向控股股东或者其关联人提供资金或者违反规定程序对外提供担保且情形严重’的情形。鉴于香榭丽公司的实际状况和香榭丽往来款债权所存在的特殊性，公司对香榭丽往来款债权所采取的解决措施能最大限度地保障和维护公司的利益；公司对于香榭丽往来款债权问题已履行信息披露义务并及时报告深圳证券交易所。”②万泽股份

（000534）公告称“本次交易完成后，公司全资子公司深圳万泽地产将成为公司控股股东万泽集团之控股孙公司，成为公司的外部关联法人；将被动导致原上市公司体系内的其他应收应付款变为外部关联方占款，即存在上市公司资金、资产占用及被实际控制人或其他关联人占用的情形。本次交易对方万宏投资的控股股东万泽集团已承诺，**待《深圳万泽地产股权转让协议》生效之日后六个月内**，将深圳市万泽房地产开发集团有限公司与万泽实业股份有限公司及其子公司之间的关联方应收应付款余额清理完毕，以解决本次转让所被动导致的关联方占款问题。”

笔者认为，如占用情形确实是由于出售交易而被动导致，在明确指定还款计划且履行法定审议、披露程序的基础上，被认定为实质性资金占用确实存在一定疑问，但由于规则对于该问题尚未有明确回应，具体尺度仍建议就具体项目与交易所进行沟通。

2、接盘方为董监高及其关联方

根据沪深交易所股票上市规则规定，上市公司不得为董事、监事、高级管理人员等关联人提供财务资助。

笔者认为，与接盘方为上市公司控股股东及其关联方的情形不同，由于公司法的法律效力级别更高，若子公司未能在交割前清偿借

款，则上市公司对子公司的借款可能将构成对于董监高的财务资助，涉嫌违反法律禁止性规定，因此必须及时清理相关借款。

3、接盘方为其他主体

若上市公司出售子公司控制权给其他第三方（除控股股东、董监高及其关联方外）后，子公司成为其他第三方的控股或参股子公司，若子公司未能在交割前清偿借款，则上市公司对子公司的借款将构成对于参股公司的财务资助。

根据《深圳证券交易所上市公司自律监管指南第2号——公告格式》交易类第1号 上市公司购买、出售资产公告格式，上市公司是否存在为拟出售股权的标的公司提供担保、财务资助、委托该标的公司理财，以及其他该标的公司占用上市公司资金的情况；该标的公司与上市公司经营性往来情况，包括不限于往来对象、余额、结算期限等，并说明交易完成后是否存在以经营性资金往来的形式变相为他人提供财务资助情形。根据《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第2号——创业板上市公司规范运作》7.1.9条，上市公司出现因交易或者关联交易导致其合并报表范围发生变更等情况的，若交易完成后原有事项构成本节规定的财务资助情形，应当及时披露财务资助事项及后续安排。

据此，上市公司对子公司的借款在股权转让后可能形成“提供财务资助”，对此应当及时披露财务资助的金额、对上市公司的影响及解决措施。

（二）关联担保/关联交易

1、关联担保

上市公司对合并报表范围内子公司的担保，按照沪深交易所股票上市规则的规定，应当经董事会或股东大会审议并履行信息披露义务。

根据沪深交易所上市规则的规定，公司因交易或者关联交易导致被担保方成为公司的关联人，在实施该交易或者关联交易的同时，应当就存续的关联担保履行相应审议程序和信息披露义务。董事会或者股东大会未审议通过前款规定的关联担保事项的，交易各方应当采取提前终止担保等有效措施。

2、关联交易

上市公司与合并报表范围内子公司的交易，根据沪深交易所上市规则的规定，免于履行关联交易的审议、披露程序。

当上市公司转让该等子公司控制权后，该等子公司可能会成为上市公司的关联方，从而，与其发生的交易有可能成为关联交易。

根据《深圳证券交易所上市公司自律监管

指引第7号——交易与关联交易》第十条，上市公司因合并报表范围发生变更等情形导致新增关联人的，在相关情形发生前与该关联人已签订协议且正在履行的交易事项，应当在相关公告中予以充分披露，并可免于履行《股票上市规则》规定的关联交易相关审议程序，不适用关联交易连续十二个月累计计算原则，此后新增的关联交易应当按照《股票上市规则》的相关规定披露并履行相应程序。

据此，对于深市上市公司，当出售子公司股权导致原有交易变更为关联交易时，上市公司可免于审议相关正在进行的交易，但应当在相关公告对此项变更进行充分披露；对于沪市上市公司，目前暂无明确的相关审议与披露要求的规定。

第四部分\ 结语

当危机上市公司剥离有毒资产势在必行时，周全的方案设计可以在实现资产出表目标的同时，挖掘有毒资产的剩余价值，且不为交易对手增加额外的负担。由于被剥离的有毒资产通常已价值不高，上市公司控股股东往往需要承担“接盘侠”的重任，而控股股东或其关联方接盘又可能导致交易完成后的资金占用、关

联担保、关联交易等问题，需要根据具体情况进行清理、审议或披露。本文谨对有毒资产剥离的方案设计、交易要素选择及注意事项进行简析。 ☞



张明
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5087 2750
zhangming@zhonglun.com

自然资源部双箭齐发，厘清智能网联汽车测绘数据处理的九大问题

作者：陈际红 吴佳蔚 陈煜焯



我国智能网联汽车产业发展势头强劲，总体处于全球并跑水平。但在智能网联汽车的研发和应用中，绕不开的一个焦点话题就是测绘行为的合规。测绘工作事关国家主权、安全和公共利益，向来是监管的重点。前几天，自然资源部连续发力，2024年7月26日，《自然资源部关于加强智能网联汽车有关测绘地理信息安全管理的通知》（以下称“《测绘通知》”）下发；2024年7月31日，《对外提供涉密测绘成果管理办法》发布。《测绘通知》旨在规范近年来处于爆发期的智能网联汽车行业的涉测绘行为，本文以《测绘通知》为主线，就车企（包括车企、服务商及智能驾驶方案提供商，以下统称“车企”或“企业”）关注的问题提供实务问答。

第一部分\

自然资源部近年针对智能网联汽车领域有哪些监管文件？体现出怎样的监管趋势？

近几年，各地方监管机构在**智能网联汽车涉测绘行为领域**的监管文件出台比较频繁¹，但就测绘监管的行业主管部门——自然资源部，其在该领域发布的文件寥寥可数，可谓“话少事大”，主要包括：

- 2022年8月30日，自然资源部发布《自然资源部关于促进智能网联汽车发展维护测绘地理信息安全的通知》（以下称“**2022版《通知》**”）；
- 2024年6月25日，自然资源部发布**强制**

性国家标准《智能网联汽车时空数据安全处理基本要求（征求意见稿）》和《智能网联汽车时空数据传感系统安全基本要求（征求意见稿）》；

- 2024年7月26日，自然资源部发布《自然资源部关于加强智能网联汽车有关测绘地理信息安全管理的通知》；
- 2024年7月31日，自然资源部发布《对外提供涉密测绘成果管理办法》²。

对比2024年和2022年发布的两则通知，其名称从“**促进发展，维护测绘安全**”转变为“**加强测绘安全**”，结合近期公开征求意见的时空数

1.例如北京市经济和信息化局于2024年6月30日发布的《北京市自动驾驶汽车条例（征求意见稿）》。
2.尽管该办法并非直接适用于智能网联汽车领域，但根据《关于加强自动驾驶地图生产测试与应用管理的通知》，针对用于自动驾驶技术试验、道路测试的地图数据（包括在传统导航电子地图基础上增添内容、要素或精度提升的），应当按照涉密测绘成果进行管理。

据强标，以及适用范围将辐射至智能网联汽车领域的《对外提供涉密测绘成果管理办法》，我们理解自然资源部有意加大对智能网联汽车涉测绘行为的监管力度，防止技术无序发展而影响国家安全的趋严态度较为明显。本次《测绘通知》对一系列重要问题的明确，也进一步限缩了车企涉测绘相关业务模式合规论证的空间。作为自然资源部时隔两年发布的又一重要监管文件，车企有必要给予《测绘通知》足够的重视。

第二部分\

什么是测绘数据？测绘数据的合规要求是什么？

第一，何谓“测绘数据”？

识别测绘数据是界定测绘活动的前提，《中华人民共和国测绘法》未对测绘数据作出明确定义，仅对测绘活动作出较为模糊的界定，即“对自然地理要素或者地表人工设施的形状、大小、空间位置及其属性等进行测定、采集、表述，以及对获取的数据、信息、成果进行处理和提供的活动”。自然资源部此前发布的2022版《通知》曾就此问题作出了明确，将“测绘数据”定义为“**车辆及周边道路设施空间坐标、影像、点云及其属性信息等测绘地理信息**

数据”。

本次《测绘通知》第一条在2022版《通知》基础上就此问题进一步作出澄清，即测绘数据是指“**车辆及周边道路设施的空间坐标、实景影像（视频和影像等环境感知数据）、点云及其属性信息等地理信息数据（含道路拓扑数据）”。**

至此，如果说2022版《通知》解决了“纯粹的车辆GPS数据是否属于测绘数据”的争议，那么本次《测绘通知》则进一步明晰了“通过摄像头（非激光雷达等）拍摄的车外实景视频是否构成测绘数据”的问题。不过，从企业实务角度，性质界定与实质合规风险是两个层面的问题，一般也还需要结合数据精度、覆盖地域范围、数据内容敏感性等因素进行综合判定。

第二，测绘数据还可能同时具备哪些属性？

针对测绘数据的收集和处理，在我国监管框架下还需同时考虑其可能具备的如下属性：



数据类型	识别依据	适用的合规要求
重要数据	《汽车数据安全管理办法（试行）》 第四条 重要数据……，包括： （一）军事管理区、国防科工单位以及县级以上党政机关等 重要敏感区域的地理信息 、人员流量、车辆流量等数据； （四）包含人脸信息、车牌信息等的 车外视频、图像数据 。	涉汽车数据的重要数据相关合规要求： • 《汽车数据安全管理办法（试行）》 • 《数据出境安全评估办法》 • GB/T 41871-2022《信息安全技术 汽车数据处理安全要求》
个人信息 ³	《个人信息保护法》 第四条 个人信息是以电子或者其他方式记录的与已识别或者可识别的自然人有关的各种信息，不包括匿名化处理后的信息。	个人信息保护相关合规要求： • 《个人信息保护法》等
汽车数据	《汽车数据安全管理办法（试行）》 第三条 本规定所称汽车数据，包括汽车设计、生产、销售、使用、运维等过程中的涉及个人信息数据和重要数据。	汽车数据相关合规要求： • 《汽车数据安全管理办法（试行）》 • GB/T 41871-2022《信息安全技术 汽车数据处理安全要求》
国家秘密	《测绘地理信息管理工作国家秘密范围的规定》 《测绘地理信息管理工作国家秘密目录》 《国家秘密定密管理暂行规定》 《关于加强自动驾驶地图生产测试与应用管理的通知》 ⁴	国家秘密的通用合规要求及涉密测绘成果的特殊合规要求： • 《测绘成果管理条例》 • 《对外提供涉密测绘成果管理办法》 • 《保守国家秘密法》 • 《保守国家秘密法实施条例》
时空数据	《智能网联汽车时空数据安全处理基本要求（征求意见稿）》 时空数据：具有时间、空间特征的地理信息数据	时空数据相关合规要求： • 《智能网联汽车时空数据安全处理基本要求（征求意见稿）》 • 《智能网联汽车时空数据传感系统安全基本要求（征求意见稿）》

3.例如，车外视频所拍摄到的车外人脸信息，附带GPS信息的车辆VIN码等。

4.《关于加强自动驾驶地图生产测试与应用管理的通知》二、当前，各单位、企业用于自动驾驶技术试验、道路测试的地图数据（包括在传统导航电子地图基础上增添内容、要素或精度提升的），应当**按照涉密测绘成果**进行管理。

结合上表，以车外视频影像为例，此等数据集可能受到多维度的监管：一方面，其根据《测绘通知》的规定将直接落入测绘数据的范围；另一方面，如果此等车外视频包含车外的人脸、车牌等信息，还可能构成重要数据、个人信息、汽车数据等；此外，如果此等视频影像涉及军事禁区且达到了一定精度⁵，还可能构成国家秘密；最后，如果车外视频数据集中包含时间要素，还构成“时空数据”，进而需受到时空数据相关强标的约束。

第三部分\

什么是测绘活动？封闭场所内开展测试是否落入测绘监管范畴？

除了准确识别测绘数据外，关于测绘活动的边界同样是企业所重点关注的问题。此前发布的《汽车数据处理安全要求》曾将封闭场所开展测试纳入汽车数据处理合规的豁免情形，可能的理由是此等情形下车辆可所采集的车外数据内容敏感程度可控，进而整体风险可控，实践中部分车企尝试将此种豁免思路拓展至测绘活动领域。

《测绘通知》第一条对此问题基本沿用了2022版《通知》的规定，即“智能网联汽车在运行、服务和测试过程中，对测绘数据进行采

集、存储、传输和处理的行为，属于《中华人民共和国测绘法》规定的测绘活动，应依照测绘法律法规进行规范和管理”。

据此，对于测绘数据的全生命周期处理均属于测绘活动，《测绘通知》未设定任何例外。

值得注意的是，部分地方性条例就测绘合规问题作出了设定例外的尝试，例如《北京市自动驾驶汽车条例（征求意见稿）》第三十四条⁶设定了“车端临时构图”的例外，即“只对车辆及周边道路设施的形状、大小、空间位置及其属性进行测定以用于在车端临时构图，且不在自动驾驶汽车上存储，亦不向车外传输有关地理信息数据”。

《测绘通知》发布后，相关规定如何衔接适用，无测绘资质的车企如何寻求合规处理方案，将成为开展自动驾驶测试（研发）、运行、服务的关键命题。

5.《测绘地理信息管理工作国家秘密目录》第10项，“军事禁区平面精度优于（含）10米或地物高度相对量测精度优于（含）5%的三维模型、点云、倾斜影像、实景影像、导航电子地图等实测成果”属于机密级国家秘密。

6.《北京市自动驾驶汽车条例（征求意见稿）》第三十四条【测绘安全】利用自动驾驶汽车开展地图测绘活动的，应当依法取得相应等级的导航电子地图制作测绘资质。利用自动驾驶汽车只对车辆及周边道路设施的形状、大小、空间位置及其属性进行测定以用于在车端临时构图，且不在自动驾驶汽车上存储，亦不向车外传输有关地理信息数据的除外。

第四部分\

哪些情形需要具备导航电子地图资质？普通的基础地图需要吗？

近年来，监管部门大幅收紧了导航电子地图（尤其是甲级导航电子地图，为便于表述以下不再做区分，统称“甲导”）测绘资质的发放/复审通过范围，车企（尤其是外资企业）取得甲导的难度极大。

鉴于取得甲导资质的现实难度，不少涉及（导航电子）地图数据处理的企业将目光聚焦于《测绘资质管理办法》及其附件2《专业标准》所列举的与地图数据/测绘数据相关的其他资质——“互联网地图服务资质”“地图编制资质”“地理信息系统工程资质”等。针对不涉及高精度地图/自动驾驶/高级辅助驾驶地图的一般性“基础地图”，有些企业曾尝试探索通过取得上述资质以实现对基础地图合规处理的方案。

然而，本次《测绘通知》第二条明确，“**智能网联汽车使用的基础地图、高级辅助驾驶地图、高精度地图、自动驾驶地图等属于导航电子地图**”。根据该规定，至少在智能网联汽车领域内，基础地图被明确认定属于导航电子地图的范围，相关地图数据的处理需要具备甲导或引入具备甲导的图商。

第五部分\

导航电子地图每次更新需要重新报送审图吗？

《地图管理条例》第十五条要求向社会公开地图前应报送测绘主管部门审核（以下称“**审图**”），根据目前的审图实践，从提交到获得审图号需要一定审核时间。然而，由于导航电子地图通常服务于实时导航甚至自动驾驶，相关街道、路况的变化意味着地图需要随之变化。如果每次地图发布前需重新报送审图，将直接影响地图的时效性，这也一度成为地图服务企业的困扰。

《测绘通知》第四条规定，“各地要依法实施地图审核，强化对导航电子地图制作测绘资质单位和车企的指导监督，确保地图通过审核后才能提供使用。**地图新增地理信息内容必须进行安全审校，并及时备案。**”据此，对于完成审图后的新增内容，无需重新报送审图。

值得注意，自然资源部官网于近期发布的《地图审核服务指南（2023版）》中明确，“审核通过的互联网地图服务，应当**每6个月将新增标注内容及核查校对情况向测绘主管部门备案**”。结合《测绘通知》规定，我们理解导航电子地图的更新可能也会采取此等定期备案模式，具体备案周期有待主管部门进一步确认。

第六部分\

《测绘通知》下车企与图商如何实现测绘数据“闭环”？

《测绘通知》第五条要求“确保智能网联汽车采集、收集的用于导航相关活动以及地图制作、更新的地理信息数据，**直接传输至具备导航电子地图制作测绘资质的单位管理，其他单位或个人不得接触**”。值得注意，在自然资源部发布的2022版《通知》中曾强调不具备测绘资质的企业应“委托”图商开展测绘活动，但由于该规定中对于“委托”的界定并不清晰，在实操层面的一些具体合作方案中，企业通过引入图商并在图商监管环境下处理测绘数据，以论证属于符合2022年版《通知》要求的“委托”方案。

根据本次发布的《测绘通知》，相较于一般测绘数据的“委托”方案，对于敏感程度和安全要求更高的导航电子地图数据，可能应采取更加审慎严格的合规方案，即无相应资质单位**不得接触**导航电子地图数据，这就为车企就导航电子地图数据寻求与图商的合作路径带来了现实挑战。

基于以上，《测绘通知》的发布有必要引起车企对现有方案合规性的重新审视。我们理解，基于不同业务模式、不同业务阶段以及对导航电子地图数据的不同利用需求，在《测绘

通知》项下存在不同的解决方案。例如，对于自动驾驶方案提供商，通过将算法/模型部署在图商环境，并指示图商完成相关导航电子地图数据收集以及后续算法训练，确保企业自身不接触导航电子地图数据，以实现“闭环”合规管理，系目前该领域所常见的实践方案。

此外，在此问题项下另一个值得关注的问题是，对于达到图商认可的“脱敏”程度的导航电子地图数据（非原始数据），是否还应严格适用《测绘通知》关于“不得接触”的规定，值得进一步讨论。

第七部分\

非涉密测绘数据需要本地化存储吗？出境是否有特殊要求？

实践中，基于成本等诸多复杂因素的考量，企业在海外建立研发中心或工厂，并将境内数据传输至境外以开展自动驾驶算法/模型训练，其中可能涉及在中国境内收集的测绘数据。

《测绘通知》发布之前，如不考虑测绘数据可能的重要数据属性，仅《测绘成果管理条例》第十八条针对涉密测绘成果提出了跨境传输前应取得相关部门审批的限制性要求；针对一般测绘数据（非涉密测绘数据）出境，尽管

在理念上可能会引发企业关于合规的担忧，但从规范层面，没有直接关于本地化以及跨境传输的合规要求。

《测绘通知》第五条规定，“**地理信息数据必须存储于境内**，所使用的存储设备、网络和云服务等必须符合国家有关安全和保密要求。**申请向境外提供地理信息数据的，必须严格履行对外提供审批或地图审核程序，并落实数据出境安全评估等有关规定。**”

至此，对于一般测绘数据出境合规的话题不再讳莫如深。根据《测绘通知》，至少需包含如下义务：

- **首先，测绘数据应当在中国境内进行本地化。**具体而言，需要先在国内建立服务器或租赁云服务器进行存储，不得直接将测绘数据传输至境外服务器；所使用的存储设备、网络和云服务等必须符合国家有关安全和保密要求，具体是否会对应到网络系统的等备案、可信云认证机制等尚不清楚。

- **其次，向境外传输测绘数据采取申请制。**《测绘通知》提到了两种路径，即“对外提供审批”与“地图审核程序”，且二者关系的表述为“或”，即仅适用其一。针对前者，我们理解主要是衔接现行规范中关于对外提供涉密测绘成果的要求，对于一般测绘数据，现行规范尚未建立审批机制；针对后者，如前所述，现有规

定对审图的适用场景为“公开前”，而非出境前，且仅适用于地图类测绘数据。未来主管部门是否会参照现有对外提供涉密测绘成果的要求，建立一般性的测绘数据的对外提供审批机制，有待进一步观察。

- **最后，关于数据出境安全评估的适用，**其与上述申请是“并”的关系，即同时适用。根据《数据出境安全评估办法》，如向境外提供重要数据的，申报数据出境安全评估系法定适用。因此，即使企业已履行前述对外提供审批或审图程序，如果拟出境测绘数据落入重要数据的，仍需安全评估。不过，这也会带来一个老问题，即谁是判断相关测绘数据是否落入重要数据的主体？我们理解，根据《促进和规范数据跨境流动规定》第二条，对于未落入公开发布的重要数据目录且未被明确告知构成重要数据的部分（截止目前，测绘数据领域明确落入重要数据的部分为《汽车数据安全若干规定（试行）》项下的**重要敏感区域的地理信息以及包含人脸信息、车牌信息的车外视频**），企业无主动申报的义务。当然，如果测绘主管部门在开展前述对外提供审批/审图过程中认为属于重要数据的，其可以要求企业履行安全评估义务。

第八部分\

涉密测绘成果会面临哪些更严格的要求？

根据《测绘地理信息管理工作国家秘密目录》《关于加强自动驾驶地图生产测试与应用管理的通知》，针对因特定范围、精度、敏感地理位置而构成国家秘密的测绘数据，以及导航电子地图数据，应按照涉密测绘成果进行管理，并遵循特殊的合规要求。《测绘通知》第三条特别强调“强化对属于国家秘密的测绘数据管理”，具体包括：

- 未经国家认定的地理信息保密处理技术进行处理的数据，其秘密等级不低于处理前秘密等级（《测绘通知》第三条）；
- 未经省级以上测绘地理信息行政主管部门保密技术处理的导航电子地图数据属**机密级国家秘密资料**（《关于进一步加强导航电子地图数据保密管理工作的通知》）；
- 对外提供属于国家秘密的测绘成果，应当履行适用的审批程序（《测绘成果管理条例》第十八条、《对外提供涉密测绘成果管理办法》）；
- 遵循关于各密级国家秘密的一般性合规要求，例如不得在未采取符合标准的保密措施

的情况下通过互联网或其他公共信息网络传输国家秘密（《保守国家秘密法》《保守国家秘密法实施条例》）。

第九部分\

如何看待众包采集的合规性？

尽管新通知的整体基调趋严，《测绘通知》亦提出了一些鼓励性举措，包括第七条提到“在确保安全合规的前提下，**支持车企、服务单位探索智能网联汽车地理信息数据众源采集、实时更新、在线分发、安全传输等安全合规技术路线**”。

关于众包采集的合法性，自然资源部发布的2022年版《通知》第二条已明确“数据的收集、存储、传输和处理者大多为车企、服务商及部分智能驾驶软件提供商，**仅获得辅助驾驶等服务的智能网联汽车驾乘人员，不属于有关测绘活动的行为人**”，业界认为该条已实质上为众包采集的合法性提供了支撑，即车企、服务商、软件提供商等应作为测绘行为主体承担责任，驾乘人员如仅使用自动驾驶服务、不参与测绘数据处理，不属于测绘行为主体。本次《测绘通知》则进一步明确了对众包采集方式的鼓励态度，并支持企业探索合规技术方案。

在合规操作层面，《测绘通知》第五条实际上提供了合规开展众源采集的“红线标准”——“接触”标准。即针对量产车等众包车辆，为开展导航电子地图制作、更新等目的而收集测绘数据的过程中，应对车端采集数据的访问、传输等采取充分的权限管控和符合国密要求的加密措施，以确保无甲导资质的主体/个人无法接触数据。实践中，车端收集后以黑箱方式将车端硬件物理运送至图商，或在直接从车端在采取充分的加密措施的情况下传输至图商控制的服务器环境等，系比较常见的做法。☞



陈际红
合伙人
知识产权部
北京办公室
+86 10 5957 2003
chenjihong@zhonglun.com



吴佳蔚
非权益合伙人
知识产权部
北京办公室
+86 10 5087 2942
wujiawei@zhonglun.com

一触即发：回购权“法律危机” ——企业与创始人预防和应对 的三大博弈策略

作者：龚乐凡



回购权的强制执行，最近成为风口浪尖的话题，某知名投资机构招标律师事务所，准备开始对被投企业采取法律行动、强制行使回购权，一时掀起惊涛骇浪。科技界、创业界倍感风雨欲来。

本文是笔者“回购权系列”之三，继笔者之前的《回购权的博弈与谈判（上）：创始人不知道的真相和秘密》和《回购权的博弈与谈判（下）：创始人应对条款陷阱的五个秘密策略》，我们拟围绕三大策略、多个维度，探讨企业及创始人该如何应对因投资人行使回购权而引发的危机，帮助企业及创始人从法律、融资、投资人关系等方面研讨“危局”之下的“破局”之路。

第一部分\ 前言

新质生产力的推进和发展，靠的绝不仅仅是高科技本身，更需要匹配相对应的法律意识，而假如把风险投资当做旧时代“高利贷”来操作，就像指望“威尼斯商人”助力硅谷的创新高科技，并非完全不可能，但总感觉有些“违和”，也应该不是“新质”生产力所应该仰赖和依靠的主要力量。

资本寒意之下，通过司法手段强制执行“回购条款”，也许将成为压垮部分中国创新企业的最后一根稻草。也有人士惊呼，如果通过强制回购来施压那部分已经十分艰难、在夹缝中求生存的中国创新企业，将可能严重影响科技创业格局。这其中不乏一些优质企业，其科技和

产业的突破和成果“已在路上”，如果非要通过“杀鸡取卵”的短期方式收回投资款项，最后可能面临的是一个企业、投资人、科技发展“共输”的状态——（企业）创始人肯定输，投资机构也没赢，……然后全行业，全社会也因为“回购风波”损失掉非常多敢于冒险的创业者群体，损失掉非常多对这个市场可能抱有观情绪的LP群体。¹因为对于没有足够现金用来支付回购款的企业及创始人来说，通过司法手段强制执行回购安排将导致企业的破产和停产。那么这些创新企业，本可以坚守和奋斗，熬过寒冬盼来“春天”，却因回购权的行使阻碍了进一步发展的可能性，而被加速逼死在了回购的法律条款之上。

1. 参见微信文章，《“如果私募不允许保本，那么LP凭什么要求GP回购？”》，<https://mp.weixin.qq.com/s/SBqLZG1gomMz4psxhnKo9Q>

股权投资、风险投资的商业模式，是为了通过投资释放创新企业更多的商业价值，从而获取数倍、数十倍甚至更高的商业回报，高风险与高收益相匹配。如果风险投资变成了稳赚不赔的“高利贷”，这将成为中国高科技以及整个风险投资行业发展史的悲剧。

对于投资人来说，可能大多数专业的风险投资人、股权投资机构，本身也并不意味着被迫通过回购的方式来达到“回本”的目的，因为股权投资、风险投资的商业模式，是为了通过投资释放创新企业更多的商业价值，从而获取数倍、数十倍甚至更高回报的商业目的，而非赚取回购带来的利息。如果风险投资变成了稳赚不赔的“高利贷”，这将成为中国高科技以及整个风险投资行业发展史的悲剧。

创新企业失败的风险，对于创新文化、风险投资文化强劲的硅谷、以色列等地，是一项广为接受的常识性、通识性认知；在欧美的主流财富管理实践中，股权投资被列入“另类投资”的品类中。所以，若将创新企业当做“固收产品”，甚至当做“利滚利”的金融产品来投资的，反而是属于不合金融市场规律的行为。

然而，投资人可能也有其为难之处，哪怕

明知通过行使回购权也可能无法收回本金更不用说利息、通过这样的手段将可能对其投资声誉造成不利的影 响，亦不得不诉诸强制回购权这一路径——其压力可能是来自于他们背后的LP（投资人），尤其是对于投资回报有较高要求或指标的LP。然而，也有人士指出，部分基金对于回购权的使用，也变成了一个“用魔法打败魔法的循环”²，基金一方将回购权强加在创始人身上，LP也“顺理成章”地将回购权加到了GP头上。

其实回购权相关的争议早已有之，2020年，在某知名教育企业的相关条款争议中，法院判决就曾表达观点，认为此类安排不利于私募股权投资行业健康发展，指出：“私募股权投资领域本身就是高风险，高回报，只要所投资企业实现首次公开发行而上市，可较容易实现十几倍、几十倍甚至上百倍的收益，通过高回报补偿高风险。某机构作为专业从事股权投资的机构，理应承担相应投资风险，却在临近公司递交上市申请时，与公司核心股东签订系争《协议书》，转嫁投资风险。**该行为不利于私募股权投资行业健康发展，不应得到鼓励和支持。**”并真挚地表达了对创业者的祝愿：“对赌协议是柄双刃剑，风险投资、私募投资行业中

2. 参见微信文章《又一波VC起诉创业者回购股权：但上海这封判决书，温暖了整个创业圈》，<https://mp.weixin.qq.com/s/SBgLZG1gomMz4psxhnKo9Q>

存在滥用的情形。……本院向创业者致以最良好的祝愿，向投资人发出最仗义的倡导。”³

然而，判决也指出，“创业者寄希望于投资人高尚的道德情操，显然是不够理性的，而法律作为道德底线，难以对商主体设定过高的道德要求。人民法院可以通过裁判，引导商行为、营造好的营商环境，亦难以从根本上改变商业规则。”既然有白纸黑字的合同条款，创业者又无法借助专业的律师为自己的权益据理力争，最终法官虽然倍感同情和遗憾，但是能做的也非常有限——最终该教育公司被判败诉。

所以，中国硬科技企业要与美国竞争、追赶，除了国家的支持，资本的友好氛围，市场的培育，也需要市场参与者有“先进”的法律意识。

新质的生产力，需要匹配新质的法律意识。要做“硬科技”，谈融资与回购条款，也需要有讲“硬气”。风险投资和高利贷，这两种截然不同的法律关系，至少需要先搞清楚。

新质的生产力，需要匹配“新质”的法律意识。要做“硬科技”，谈融资与回购条款，也需要有讲“硬气”。（关于融资中如何博弈和谈

3.参见微信文章《又一波VC起诉创业者回购股权：但上海这封判决书，温暖了整个创业圈》
<https://mp.weixin.qq.com/s/I7VRr328m1AxIUoEk-PzjA>，判决书案号(2020)沪0117民初96xx号

判，请参见笔者之前的文章《回购权的博弈与谈判》。) 风险投资和高利贷，这两种截然不同的法律关系，也至少需要先搞清楚。

“你永远无法赚到你认知以外的钱”，对于企业如此，创始人如此，投资人等各参与方而言亦是如此，政府资金也是如此。研发需要时间，需要过程，需要各种条件的因缘具足，最终方能爆发出活力和伟大的成果。资本和政府如果能够给高科技企业更多的耐心，可能就会收获巨大的回报。

然而，当这些变得难以实现，当下的危机必须要去应对，那么作为企业的军师，就需要给出专业的策略和建议，帮助企业渡过难关。问题的解决，也同样有助于投资人，本文中的某些思路、角度和方案，如果成功应用，就能将“共输”的状况，扭转为“共赢”。

我们将从三个大的方面和策略展开，从多个维度进行分析和探讨，也许回购困局的“突围”并没有想象中那么艰难。

第二部分\

回购权危机博弈：策略之一

面临回购条款，对于企业和创始人来说，首先要做到的策略是——纵览全局，审时度势，沉着应对。这个策略看似简单，却至关重要

要。这其中贯穿着两大元素、维度：（一）时间维度和（二）条款维度。切忌企业和创始人按照自己的认知“想当然”，做出误判，错过重要的时间节点和机会，陷入越走越被动的泥潭。

所谓“**时间维度**”，就是要趁自己公司尚存一息，资金还相对充裕的时候，进行主动盘点，主动应对，而不是期盼外部环境会变好，期盼投资人不会采取行动，最后换来的却是仲裁或者诉讼的通知书。

所谓“**条款维度**”，就是要及时与外部法律顾问盘点、审阅和分析投资协议、股东协议、公司章程及所有相关文件中的条款，尤其是回购条款、回购触发条件和时间。

股权回购中的核心谈判点是触发回购条件的情形有哪些。国内投融资谈判中，投资人通常会主张将以下情形列为回购事项，包括但不限于：

- 1) 未在特定期限完成合格IPO；
- 2) 公司或创始人重大违约/实质性违约；
- 3) 公司发生重大不利变化；
- 4) 公司未能实现承诺的业绩和里程碑。
- 5) 创始股东/公司核心人员离职；
- 6) 任何其他投资人行使回购权。

表面上看，这些“触发条件”看上去似乎都比较合理，创始人甚至连其聘请的专业顾问都有可能“一不留神”而踩坑，之后到了要触发回

购的时候，才发现条款里面都是“坑”——因为这些合同条款，的确颇具“迷惑性”。

最有问题的莫过于“公司和/或创始股东严重违反交易文件”作为回购权“触发”事件。据2023年统计的数据，境内架构中近90%的项目有这样的约定。表面上看，因创始股东“严重违约”而触发回购权的行使，似乎比较合理。但是：第一，什么是“严重违约”，实践中合同层面时常是没有明确界定的。第二，如果发生严重违约，例如造成了履约方2000万的损失，则需要根据损害赔偿的原则进行赔偿；但是这并不意味着，对方直接要求根据回购条款的约定“吐回去”2个亿的投资款，是合理的安排。第三，如果是创始股东“严重违约”，明明可以赔偿违约造成的损失，投资人却额外要求“撤回”投资，导致公司失去大部分现金流，企业不得不“命悬一线”，对于那些没有违约的其他股东又是否公平呢？

表面上看，这些“触发条件”看上去似乎都比较合理，创始人甚至连其聘请的专业顾问都有可能“一不留神”而踩坑——因为这些合同条款，的确颇具“迷惑性”。

这样问题频频的条款，在市场上广泛存在，甚至可能成为了“通例”（market practice）。

另外，其他的触发条款——例如“公司发生重大不利变化”，实践中究竟如何认定？经济环境、遭遇美国贸易管制等因素下，导致业绩大幅下滑，这会触发“回购”吗？

在谈判中，这些模棱两可的条款，会给合同的一方（投资人）较大的诠释空间，而对于创始人和公司这边，就带来了很大的触发回购权的风险。

在合同条款的谈判中，一切文字，本质上乃是对于“风险”的分配。实际上所谓的“合理性”判断也主要取决于投资人或者创始人一方的利益立场。例如，“合格IPO”如何定义、期限如何约定，假如因为客观原因某一年IPO无法正常

进行，那该如何处理？是否应该合理延期？

对于这些条款，需要进行专业判断、客观评估。可能有些企业创始人会认为当年签署的这些条款不公平、不合理等等。但是，很多条款哪怕表面看再不合理，也不能想当然认为，法官或者仲裁员会因为对你的“同情”而认为回购条款“显失公平”，从而裁定拒绝强制执行回购协议——实践中法官和仲裁员很大程度上可能会尊重协议的安排，尊重双方当事人的“意思自治”。所以，必须要有专业的法律评估——如果发生强制回购的仲裁和诉讼，自己的胜算究竟如何？触发条件是否已经或者即将达到，自己还剩下多少时间？

回购权触发：创始人三个关注点



① 回购权时间表 争取有利的安排

融资协议谈判的时候，针对回购权的触发，应争取更长更充裕的时间，设置合理的例外安排，为将来的谈判争取空间



② 善于“借题发挥” 重设回购权条件

新的投资人进场，或现有股权架构将调整时，则借此机会和原投资人就回购权触发时间和条件重新谈判，争取有利安排



③ 设置行权期限和 前提要件

设置回购的行权期限和前提条件，例如投资人的回购权行使应满足行权条件后的x个月内提出，经过什么流程

在回购权的触发时间上，笔者强调三点：第一，对于回购权的时间表，创始人应该争取有利的时间安排。在融资协议谈判的时候，需

要争取将这个时间拉到足够的长，例如投资交割之后的5年或者6年，或者“5+2”年（所谓“+2年”，是指由于IPO上市受多因素影响，如果公

公司和创始人都足够努力，却因某种外部客观原因第一次IPO申报未能如愿，应当额外给与的期限）。

第二，善于“借题发挥”——如果有新的投资人进场，或者会对现有股权架构进行调整，则要借此机会和原投资人就回购权的触发时间重新谈判，争取进一步向后延展。或者优先考虑在新投资人的帮助下，将回购权快到期（也无法或不同意对回购权做展期安排的）投资人的股权部分或者全部赎回。本文的第三部分将进一步探讨。

第三，在融资协议谈判中，对回购权也可以设置相应的行权期限，例如投资人的回购权行使必须在满足行权条件后的x个月内提出，之后公司和/或创始人也有合理宽裕的期限筹集资金或进行回购程序，如果逾期未行权，回购权将自动失效。另外，也可约定分期履行回购义务。

对创始人来说，时间可以成为你的朋友，也可以成为你的敌人。千万不要等到山穷水尽、灯枯油尽之时，或者已经被起诉、收到资产被“保全”冻结的通知之时，才想到找律师。

企业创始人千万不要等到山穷水尽、灯枯油尽之时，或者已经被起诉、收到资产被“保全”冻结的通知之时，才想到找律师。在时间上提前布局，留出宽裕的时间表对创始人和公司来说非常重要。

相反，企业和创始人应该始终对于回购权等可能触发法律危机和财务危机的条款，在外部专业的法律顾问帮助和指导下，有一个整体的、专业的把握，对于各种预案，做到心中有数。

在此基础上，则要进一步盘点——在融资、境内外上市、并购出售等方面，自己手里有几张牌。这同样也需要和专业的法律顾问和财务顾问探讨，是否有破局之路。例如，如果公司短期内由于政策原因不能在A股上市，那么是否可以考虑港股或者美股IPO？是否可以考虑SPAC或者美国反向收购的方式上市？

从回购权的博弈角度，创始人务必要知晓这个“时间风险”：自己越是急迫地要钱，越容易被“乘人之危”，可能导致做出不该做出的承诺，签署不该签署的文件等。所以，时间上提前布局，留出宽裕的融资时间表对创始人和公司来说非常重要。

第三部分\

回购权危机博弈：策略之二

应对回购危机的第二个重要策略，就是“积极应对，主动博弈，破局突围”，化被动为主动；这需要企业创始人、核心管理层，在外部法律和财务顾问的帮助下，能够突破认知，消除“限制性信念”，了解自己的选项，而不是固化地认为自己只有IPO或者继续融资这两个选

择。其实对于企业来说，手里也许还有不少牌可以出。

所以，在这个策略之下，包括了回购权“突

围破局”的四大模式和维度：（一）并购出售维度，（二）空间换时间维度，（三）财务和融资维度，（四）资产重组组合维度。

回购权“突围破局”的四个维度



（一）并购出售维度。

如果能够实现企业的并购出售，老投资人能够顺利被接盘而套现退出，则能够从源头上解决回购问题——实操的问题无非是估值（价格）是否能够令投资人满意。实践中，不少A股IPO未能成功的企业，企业的基本面良好，有数千万甚至上亿的利润，这样的企业当然往往是很好的并购标的。

然而，不少企业、创始人对于并购有三个典型的认知误区和顾虑，让他们错过了本来可以抓住的重要机会。

不少企业、创始人对于并购有三个典型的认知误区和顾虑，让他们错过了本来可以抓住的重要机会。

第一个误区，企业可能会认为能够收购他们的，往往只有已经上市的竞争对手——而出售给竞争对手，心理上可能就会存在这样那样的坎，很难过去。也许竞争对手态度上也算是比较友好，但是怎么启动，怎么谈判，价格怎么谈，未来管理怎么安排，这些都似乎不容易

解决。

第二个误区，则是认为“并购”是出卖100%的股权或者至少是控股权，作为创始人，自己会丧失对企业的控制。这对于部分企业创始人而言，心理上可能也有点难以接受。

第三个误区，则是顾虑推进“并购”会导致市场上的猜测和负面信息，担心一旦市场上知道自己的企业要被并购，那么会影响员工的稳定，如果最终并购也没成功，则是很没面子的事情。

其实上述问题，在外部专业人士的帮助下，都不难解决。

例如，针对前两个误区，笔者就接触不少收购基金和战略收购方，有兴趣对优质的企业

进行控股权收购，或者进行非控制权（不并表）收购。这包括境内和境外的收购基金（包括险资基金），有的倾向于控股权收购，而有的则明确不希望“并表”而选择收购部分股权，而对于是否必须“控股”，不少收购方保持开放态度，愿意和被收购方进行商谈，探讨最合适的方式。

对于有的收购方（例如险资），收购的目的是长期持有，获得良好的投资回报；对于另外的收购方，则是希望在收购之后进一步提升企业的业绩，并在中长期实现高溢价退出。实践中，也有不少成功案例——收购基金采用“不控股”收购的模式，在被投企业未来完成IPO之后实现退出。



误区① 只能卖给竞争对手？

收购基金和战略收购方，有兴趣对优质的企业进行收购，不见得是竞争对手



误区② 并购定是出卖控股权

境内和境外的收购基金，有的持开放态度，而有的则明确不希望“并表”选择不控股。



误区③ 并购传闻影响员工稳定

严格的流程管理以及选对并购顾问，以及遴选和接洽潜在收购方的策略是关键

无论哪种模式，对于面临回购危机的企业来说，实现这样的收购，能够帮助企业解决现有投资人行使回购权的问题，企业也可因此获得新生。

但是要做到这一点，需要专业的顾问的指导，解决认知和信息差的问题，以及之后如何谈估值、如何与潜在的收购方的沟通和谈判的问题。而并购的财务顾问往往和融资的财务顾问有所不同。前者接触更多的战略投资人、收购基金，而后者则熟悉创投和传统的增长型（growth capital）投资基金。

从法律角度，还需要关注收购的条款和条件，如何解决回购权问题，例如将投资人持有的剩余股权转为普通股，终止投资人此前取得的回购权；而对于投资人来说，如何考虑不同轮次的不同估值，处理不同投资人的回购顺序，回购价格和回购比例等问题都需要沟通考虑。这些就需要设计出一套能够令各轮投资人都能接受、创始人也能接受的收购方案。

针对第三个误区，并购带来市场猜测或者员工不稳定的情况，需要专业的应对。一方面，专业的并购顾问、投行，会对整个流程严格保密；另一方面，值得注意的是，与早期融资的FA（财务顾问）不同，专业的并购顾问，未经公司同意，绝不会拿着公司的介绍到处去市场上问别人是否有兴趣收购，尤其是当收购

方可能是行业内的竞争对手。这个时候，专业的、拥有丰富买家资源的并购顾问，往往会更加有优势，例如能够将企业推荐给欧美的跨国公司，美元基金，这些一般人接触不到的资源。并购顾问也会基于自己的经验和专业能力，对公司先进行并购的可行性评估，判断市场、标的公司以及自己所掌握的买方资源，是否能够促成交易，否则就不会轻易出手。

专业的、拥有丰富买家资源的并购顾问，往往会更加有优势，例如能够将企业推荐给欧美的跨国公司，美元基金，这些一般人接触不到的资源。

（二）空间换时间维度

虽然并购（含非控制权收购）是从源头一劳永逸解决回购权问题的最优模式之一，但是否能在短时间内找到感兴趣的合适的收购方，并购交易是否能最终圆满完成，估值是否能够为创始人以及老投资人接受，这些都存在不确定性。所以稳妥起见，虽然企业和创始人应该主动地对并购保持开放心态，能主动接触并购顾问、法律顾问，但是也不能把宝都“押”在并购成功之上。

退而求其次的模式则是，空间换时间，换

一个地方IPO，从而延缓回购条款的执行。如果A股上市受阻，另外可以选择的IPO选项包括，港股上市（红筹架构和H股），美股上市（含传统IPO以及De-SPAC和反向收购），以及北交所上市等。

这需要结合前文提及的“条款维度”评估什么IPO才构成可以避免触发回购的“合格IPO”。通过De-SPAC或者反向收购的方式，不一定给企业带来很大的交易量和流动性，但是如果能够被投资人接受，避免触发回购权，那么这不失为以通过变换“空间”来换“时间”，避免强制回购，为企业续命的一个重要选项。

企业需要充分和客观地评估这些上市的选项，包括成本、投行和财务顾问的选择、境外律所和审计师的选择等，避免因对这些协议的条款的不熟悉而踩坑。

在进行评估的时候，企业需要在外部法律顾问的帮助下，充分和客观地评估这些上市的选项，包括成本、投行和财务顾问的选择、境外律所和审计师的选择、由法律顾问代表公司就与相关方的合作协议进行审阅和谈判，避免因对这些协议的条款的不熟悉而踩坑。

对于红筹重组以准备海外上市的企业而

言，这本身就是一招重要的缓兵之计，如果成功，可以通过海外IPO摆脱回购权；如果IPO不成功，由于红筹架构搭建、跨境重组本身需要较长时间，这也能在短期内延缓回购权被强制执行，为企业获得喘息之机。还有一些额外的优势，我们不在此一赘述。

（三）继续融资维度

如果企业能够积极获得新的融资，对于企业创始人与投资人而言，可能都意味着一次新的机会。近年来，受到经济等因素的影响，全球并购市场都更注重企业的盈利能力、运营情况、现金流等稳定性指标，企业可能估值也相应地倾向于保守，估值折价（down round）融资的情况可能不在少数。此种大环境下，是否接受估值下调以及触发“反稀释”条款？企业及创始人该如何与现有股东博弈谈判？企业是否可以以后续的融资为契机，重新组建“牌局”进行博弈，要求重新讨论回购条款和架构等，是必须提前加以考量设计的。

一方面，如果新的融资由于估值下调而触发对投资人的反稀释条款，创始人很可能需要以个人股权来执行对前轮投资人的反稀释条款。与此同时，如果股权被稀释，那么是否会影响其对公司的控制权？另一方面，创始人是否没有任何筹码？这个时候，在专业法律顾问

的指引下，创始人和公司需要全面分析投资协议以及公司章程，与前轮投资人进行谈判，争取延长回购期限和/或适当减轻创始人的回购责任。否则，如果因为回购责任的设计对企业融资及后续运营产生重大影响，投资人的利益一样也会受损，这样的双输格局显然也是大家都不愿意看到的。

估值下调而触发对投资人的反稀释条款，创始人很可能需要拿出个人股权；与此同时，如果股权被稀释，那么是否会影响其对公司的控制权？

对于投资人来说，也一样会关注：回购顺序是否会因为新投资人的加入而发生变动，回购条款的设置是否更有利于新投资人；而对于回购期限调整或者回购责任减轻，投资人则会要求设置一定的前提条件，例如某些业绩目标的实现等。

对于回购究竟谁优先，新老投资人又可能会存在利益上的冲突。新投资人希望能够优先，老投资人希望有平等的参与权（否则新投资人一旦行使了回购权，就可能会抽空公司的现金和可变现资产，使得老投资人的回购权成为一纸空文，没有真正的机会去参与回购权的

实施）。所以，对于创始人和公司来说，也将面临是否让所有投资人都有权平等参与回购的选择。这一点也是需要审时度势、结合专业法律顾问的建议，有预见性地加以设计。

（四）资产重组维度

在融资严冬的形势下，投资人对于投资标的会更加挑剔，对于企业来说，如果整家企业融资遭遇困难，而企业同时存在优质资产，另一种可以探索的模式就是将能够获得融资的资产进行剥离（spin-off），然后就该剥离资产进行融资。



往往在这个时候，也是考验人性的时刻。如何与每位投资人谈判和博弈，既需要基于法律与条款的博弈，也需要审时度势的谈判技巧。

一方面，这么做往往是因为新投资人看中该优质资产和商业模式，同时可能觉得现有公司（原公司）“历史包袱”太重，不希望投资在原公司层面。另一方面，剥离优质资产，需要公司架构层面的重组，原公司将成为新公司的控股股东，新投资人交割之后成为小股东，新公司甚至可能还会有针对其高管和员工的新的股权激励。

这里的关键问题是，对这样的资产剥离，是否需要公司的原投资人的同意？新公司的架构和治理，如何照顾到原投资人、老股东的权益？

如果原投资人对于此类项目拥有“否决权”，那么公司创始人的议价能力就会受到影响。这样的新融资项目本来有利于公司、有利于所有股东，正常情况下，通过董事会、股东会的决议并不应该有悬念，但是现实往往要比理想更加“残酷”。

如何与每位投资人谈判和博弈，既需要基于法律与条款的博弈，也需要审时度势的谈判

技巧。

往往在这个时候，也是考验人性的时刻。有的投资人，就会在这个时候，基于自己的“一票否决权”，向公司和创始人索要更多的权利，例如特别回购权，例如罗永浩曾在当年在微博上公开斥责某投资人的做法，该投资人要挟称只有自己获得特别回购权，才会在公司新的融资协议、决议上签字。当公司资金吃紧、命悬一线，纵然这个要求极不合理，罗永浩也只能被迫屈服。（这样的问题如何提前应对，请参见“回购权系列”文章的前两篇。）

对于回购条款以及其他的特殊权利条款，往往在进行重大博弈的时候、面临诉讼的时候，才意识到条款的“咬文嚼字”有多重要，专业律师的“明察秋毫”有多重要。

对于回购条款以及其他的特殊权利条款，往往在进行重大博弈的时候、面临诉讼的时候，才意识到条款的“咬文嚼字”有多重要，专业律师的“明察秋毫”有多重要。

所以，融资交易中，透过“回购”这个大博弈，我们发现，企业和创始人面临的是一个关

键决策问题——你需要的是什么样的外部法律顾问，是能够帮助你破局的“军师”，还是头疼医头、脚疼医脚的“医师”？如果是前者，那么需要关注的是哪些方面：战略思考能力，辅助决策能力，综合性解决问题的能力，战略和战术相结合的能力，纵观全局的博弈能力，辅助谈判斡旋的能力，项目管理和交付的能力，除了这些，还有什么？“做正确的事”所带来的价值，胜过“正确地做事”的几倍、几十倍。

在后续文章中，我们将结合实战案例，针对未来可能会发生的诉讼仲裁，进行更深入的探讨。在回购方面，从退出选择到引入“白衣骑士”，从合同条款的分析与公司治理的解构，到诉讼和保全的应对，从破产重整的分析评估，到个人家庭资产的预案与隔离，以及公司优质资产和高风险资产的剥离设计，跨诉讼和非诉的多个领域——这些都是企业与创始人所可能面临的重大课题。 ☞



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

私募基金投资中不同轮次投资人的回购顺位问题研究

作者：康铨 时光远



私募基金投资实务中，多轮次投资属于惯常操作，在多轮次投资协议中安排不同轮次投资机构在行使回购权的顺序上作相应区别（本文简称为“回购顺位条款”），也属于十分常见的情形。目前实践中高发的一类问题是，如何使用此类条款主张权利，以及劣后顺位的投资人违反约定率先行权提起诉讼或仲裁时，在先顺位的投资机构应当如何应对。本文主要阐述我们的分析，以期对实务工作提供借鉴。

第一部分\

条款设计的表述不同，解释的角度有所不同

一般而言，不同轮次投资人的回购顺位条款设计为“如果存在多个投资人要求行使回购权，但回购义务人不足以支付多个投资人的全部回购款项的，则回购义务人应当按照下列顺序回购：首先回购B轮投资人的股权，按照本协议约定计算并支付回购款项，如无法回购全部B轮投资人的股权，则按照B轮投资人股权比例分配可回购款项；满足B轮投资人的股权回购后，应当依次回购A轮投资人的股权，依次类推，直至B轮、A轮、天使轮行使的股权回购权利完全实现。”按照此类条款的表述较为容易识别其意思，如任何轮次中的任何两个投资人行使回购权，在初步举证回购义务人无法足额支付的情况下，对不同轮次投资人的回购款支付就应

当按照约定顺序履行。

实践中还常见另一类条款，即“在全体投资人均向创始股东行使回购权的情形，若创始股东届时无法一并收购该等投资人拟出售的全部股权，则就创始股东能够收购的股权，B轮投资人有权优先按其届时的持股比值相应分配拟向创始股东转让股权。在B轮投资人的回购权得以实现后，A轮投资人有权以第二顺位按其届时的持股比值相应分配拟向创始股东转让的股权并相应行使回购权。依此类推。”这类条款产生的问题是，通常都是某个投资人突然发起回购诉讼或仲裁，引发一连串投资人连锁反应，但前提条件“全体投资人均行使回购权”很难实现，一些投资人会依此抗辩回购顺位条款的履行条件未成就。

我们认为，从条款的目的解释和扩张解释出发，回购顺位条款的本质是约定不同轮次投资人对回购价款的回收顺序，本意是安排不同

轮次投资人之间的利益关系，是否全体投资人均行权并不重要，只要投资人能够基本举证回购义务人无法一并收购全部股权，即可以满足该条款的适用条件。

第二部分\

回购顺位劣后的投资人率先提起诉讼或仲裁，回购顺位优先的投资人可以采取的措施

由于要求目标公司在现行法律、司法解释框架下履行回购义务已经十分困难，能够实现回购义务的主体被聚焦在创始股东或签署了对赌回购条款的相关股东身上，一旦对赌目标未能达到或目标公司陷入经营衰退，在偿债资源有限的情况下，各轮次投资人之间形成了零和博弈。目前实践中频发的问题是，约定回购顺位劣后的投资人违反条款，率先提起诉讼或仲裁并采取了财产保全措施，尤其是仲裁程序保密情况下，回购顺位优先的投资人往往经过一段时间才了解情况，陷入被动局面。对此时可以采取的措施，分情况讨论。

1. 参见《浙江金科文化产业股份有限公司、深圳市星河互动科技有限公司、卫东冬等合同纠纷一审民事判决书》，案号(2018)浙06民初79号，2019年1月11日

1. 回购顺位劣后的投资人发起诉讼程序

如投资协议中约定了诉讼管辖，回购顺位劣后的投资人有可能优先发起诉讼。对于回购顺位条款的约定，在立案时几乎不可能受到法院立案庭的关注，如果回购顺位优先的投资人未加入程序中，在审理程序中法官也几乎不可能主动关注并据此驳回原告的诉讼请求。

据此，在诉讼程序中，回购顺位优先的投资人应当尽快推动以有独立请求权第三人的身份加入到既有诉讼程序中。之所以应当尝试以有独立请求权第三人身份加入，在于“无独三”的加入更容易被法院驳回，且回购顺位优先的投资人所主张的是对回购义务人独立的请求权，以此实现优先于劣后顺位投资人（原告）的诉讼请求，或直接阻却（驳回）劣后顺位投资人（原告）的诉讼请求。但必须注意的是，第三人申请加入诉讼程序，法院有裁量权，可以不予同意，该措施有失败的风险。

公开的案例中，在浙江省绍兴市中级人民法院作出的金科文化案¹中，法院支持了B+轮投资人以有独立请求权第三人身份加入诉讼，并认为根据协议约定，B轮投资人的回购权应在B+轮投资人及本轮投资人股权全部被回购后方可行使，在前一顺位股权仅被部分回购的情况下，后一顺位股权持有者无权行使其回购权。因此，B+轮投资人及本轮投资人股权均未

被回购，金科公司作为B轮投资人，行使回购权的条件显然还未成就，B轮投资人金科公司的全部诉讼请求被驳回。

2. 回购顺位劣后的投资人发起仲裁程序

投资协议中约定仲裁机构管辖更为常见。但是，在我国多数仲裁机构的现行规则下，未经案件当事人各方同意，第三人很难作为当事人追加进既有程序中，目前《仲裁法》下也没有第三人制度。相比诉讼程序，回购顺位优先的投资人将在仲裁程序面临更大的困难。

一个可供探讨的思路是，回购顺位优先的投资人可以向回购义务人了解具体案号，因仲裁条款、仲裁机构通常是相同的，回购顺位优先的投资人可以直接提起仲裁程序，并向仲裁机构说明案件背景情况，要求与前案分配相同的首席仲裁员，并按照仲裁规则将案件合并审理。例如，北京国际仲裁中心《仲裁规则》第三十条规定，“经各方当事人同意，或者一方当事人申请且本会认为必要，本会可以决定将根据本规则进行的两个或两个以上的仲裁案件合并为一个仲裁案件进行审理。除非当事人另有约定，合并的仲裁案件应合并于最先开始仲裁程序的仲裁案件中。在决定是否进行上述合并时，本会将考虑相关仲裁案件所依据的仲裁协议的具体情况、案件之间的关联性、案件程序



进行的阶段以及已经组成仲裁庭的案件仲裁员的指定或者选定等情况。”如能够顺利合并审理，回购顺位优先的投资人相当于变相加入了前案程序，可以最大程度在案件中主张权利。

3. 提起财产保全异议之诉将较难被支持

回购顺位劣后的投资人发起诉讼仲裁程序常伴随着财产保全。对于已经查封了回购义务人的财产的保全行为，一方面保全财产可能遍布全国各地，回购顺位优先的投资人很难确定具体的可以提起异议的法院及相应财产，另一方面，虽然《最高人民法院关于人民法院办理

财产保全案件若干问题的规定》第二十七条规定了案外人对保全标的的执行异议及执行异议之诉，但其行使权利的前提是案外人需基于实体权利（如所有权）可以排除对财产的查封和执行。然而，回购顺位条款仅是各方之间约定（意定）的顺序权利，并非法定优先权，实践中法院很难认定产生实体法上排除财产保全的效果。因此，考虑通过提起财产保全异议之诉主张顺位权利将较难被支持。

第三部分\

回购顺位劣后的投资人率先进入执行阶段，回购顺位优先的投资人可以采取的措施

不同于金科文化案中将回购顺位条款作为行权条件的理解，实务中另有观点认为，回购顺位条款约定的实质并非剥夺投资人提起法律程序、主张回购的权利，而是当出现不同轮次投资人的回购权利均成立的情况下，回购利益实现的顺序问题。回购利益实现的顺序不一定要在审判阶段解决，可以留待执行阶段处理。

基于以上观点，实践中可能出现的情况是，回购顺位优先的投资人未能加入到前案诉讼仲裁程序中，回购顺位劣后的投资人提起的在前案件作出裁判并优先进入了执行程序，开

始启动处置回购义务人财产，尤其是保全法院为财产的首封法院时，问题会更加复杂。从回购顺位优先的投资人立场出发，可供考虑的思路有：可否请求首封法院移送案件？可否通过执行异议、执行异议之诉的方式阻却执行？可否通过“执转破”或参与分配程序保障优先分配的权利？需要注意的是，无论何种思路，在知悉回购顺位劣后的投资人提起诉讼仲裁后，回购顺位优先的投资人都应当尽量快速启动主张回购的程序，并尽快取得有利生效判决，否则在执行异议、参与分配等程序可能面临更多障碍。²

1.要求首封法院移送案件很难实现

根据《最高人民法院关于首先查封法院与优先债权执行法院处分查封财产有关问题的批复》（法释〔2016〕6号）第一条的规定，执行过程中首封法院对财产有处分权，但有优先债权的已经进入执行程序的其他法院可以在特定情况下要求首封法院将查封财产移送执行。但是，该条所规定的“优先债权”，主要指对查封财产有顺位在先的担保物权、优先权（如建

2.在我国执行中参与分配制度下，享有优先权（如船舶优先权、民用航空器优先权、应退受教育者学杂费用优先权等）或优先受偿权（如抵押权、质押权、留置权等担保物权、建筑工程价款优先受偿权等）可以直接持权利证明文件申请参与分配，无需取得执行依据，但普通债权人需要取得执行依据（可以申请强制执行的生效法律文书，如生效判决、调解书）才是适格主体。

设工程价款优先受偿权)等法定优先权。回购顺位条款仅为约定的、产生于特定当事人之间的受偿顺序,该等条款的效力、法律后果并未经任何判决³予以确认,首封法院几乎不可能依次移送财产的执行。

2. 提出执行异议、执行异议之诉的可能性

有一类思路为考虑在前案执行程序中,回购顺位优先的投资人可以提起执行异议,该执行异议大概率被驳回,驳回后根据《民事诉讼法》第二百三十八条规定提起案外人执行异议。但是,如同前文述及在财产保全阶段提出异议一样,案外人执行异议的前提是对执行标的享有足以排除强制执行的民事权益,此类民事权益主要是所有权、担保物权如抵押权、房屋买受人物权期待权等法定物权或债权请求权利,回购顺位条款很难被法院支持属于上述应当停止和排除现有执行程序的原因。

3. 通过“执转破”或参与分配程序是可以尝试的路径

如果回购义务人为企业法人的,其财产不足以清偿全部债务,回购顺位优先的投资人可以向法院申请执行转破产,执行法院应当将案件材料移送破产管辖法院(即被执行人住所地法院)启动破产程序,同时执行法院应裁定中

止执行。在破产程序中,回购顺位优先的投资人通过债权人申报债权的方式主张回购款支付的优先顺序,如要求破产管理人按照回购顺位条款确定支付顺序的,可以通过普通破产债权确认之诉的方式主张权利。

如果回购义务人为自然人或其他组织,需要适用执行中参与分配制度。对于普通债权,原则上按照其占全部申请参与分配债权数额的比例受偿。但回购顺位优先的投资人可以向首封法院提出参与分配方案,执行法院应当制作财产分配方案,并送达各债权人和被执行人。如有异议的,回购顺位优先的投资人应当自收到分配方案之日起十五日内向执行法院提出书面异议。如仍有异议的,可以提起分配方案异议之诉,在诉讼期间,执行法院应当提存或预留与争议债权数额相应的款项。⁴

另需特别注意的是,在“执转破”或参与分配程序中,如投资协议中载有优先清算权条款,回购顺位优先的投资人可以考虑绕开本案争议问题,援引优先清算条款解决顺位问题。

3.如回购顺位优先的投资人无法加入到前案中,其只能另行单独起诉或申请仲裁,故将形成两个有关回购请求权的独立的判决,其中无法对回购顺位条款的效力、彼此之间的顺序等问题作出裁决。
4.关于强制执行程序中参与分配、参与分配异议、参与分配方案异议之诉等问题更为详尽的分析,可参见笔者于2021年5月20日发表于《中伦视界》的拙文:《强制执行参与分配制度若干实务问题探析(上+下篇)》

第四部分\

最后的解决途径，提起违约损害赔偿之诉

若以上所有述及的程序都难以奏效，回购顺位优先的投资人已经没有更多可以选择，最后的可供考量的解决途径是，按照回购顺位条款的约定，向回购顺位劣后的投资人发起违约损害赔偿之诉。原因在于，若无回购顺位劣后的投资人违反投资合同约定，通过率先提起各项程序提前执行了回购义务人的财产，导致回购顺位优先的投资人无法取得其原本按照优先顺位可以获得的利益，其应当为其违约行为承担损害赔偿的法律后果。就此种方式，回购顺位优先的投资人需要周密组织证据，承担较重的举证义务。

从本文分析可以看出，私募基金投资协议中通常拟定的回购顺位条款，司法实践中容易被“架空”，一旦回购顺位劣后的投资人先发制人，回购顺位优先的投资人可能需要漫长的司法程序进行维权，最终效果仍可能不尽人意。另外，本文仅探讨了两个投资人之间的顺位问题，现实情况下数轮次多投资人之间的法律关系和司法程序将更为疑难复杂。因此在偿债资源有限的情况下，享有回购顺位优先的投资人应尽可能积极行权，保障基金及投资者的合法

权益。 82



康铨
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2017
kanghua@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。