



公司及并购法律评述
2018 年 4 月

上海
上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 和 16 楼
邮编：200120
电话：+86 21 3135 8666
传真：+86 21 3135 8600

北京
北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
邮编：100005
电话：+86 10 8519 2266
传真：+86 10 8519 2929

香港
香港中环皇后大道中 5 号
衡怡大厦 27 楼
电话：+852 2969 5300
传真：+852 2997 3385

伦敦
1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

www.llinkslaw.com

SHANGHAI
19/F&16/F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

BEIJING
4/F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

HONG KONG
27/F, Henley Building
5 Queen's Road Central
Central, Hong Kong
T: +852 2969 5300
F: +852 2997 3385

LONDON
1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

master@llinkslaw.com

“少数股权”收购中的控制权分析

作者：黄凯

前言

近年来随着股权投资日益活跃，常有客户就涉及“少数股权”¹的投资或并购是否会触发经营者集中申报的相关问题向本所反垄断团队进行咨询。最常见的问题包括：“我们公司准备收购 A 公司 49% 的股权，收购后成为少数股东且不并表，在这种情况下我们公司还需要申报吗？”或者，“我们客户拟向 B 公司增资认购 20% 的股权，成为少数股东，应该不需要申报吧？”

大部分情况下，反垄断团队都能提供清楚的答复，但对于个别特定的情形，无法简单地做出判断，而需要附加一系列前提条件才能提供明确回复。从客户的角度来看，收购“少数股权”投资的交易和传统的、获得目标企业完全控制权的并购存在明显差异，那究竟是什么让反垄断律师纠结是否会触发经营者集中申报呢？

如您需要了解我们的出版物，
请与下列人员联系：

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

“控制”概念不明确的困境

对于如何判断一项股权交易是否会触发经营者集中申报，我国《反垄断法》《国务院关于经营者集中申报标准的规定》等文件有明确的规定。

免责声明：本出版物仅代表作者个人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

“少数股权”收购中的控制权分析

概言之，当一项交易属于(a)《反垄断法》第二十条规定的一项“经营者集中”情形，且(b)满足了《国务院关于经营者集中申报标准的规定》的申报标准时，该交易即有可能触发经营者集中申报²。

虽然法律法规中规定的判断方法明确清晰，但是要判断是否同时达到(a)(b)两项条件，则依然需要明确当一个经营者收购目标公司“少数股权”时，究竟是否取得了对目标公司的“控制权”；还需要知道在判断相关经营者营业额是否达到申报标准时，哪些具有“控制”关系的其他经营者应当合并计算在内。

但是，现有的《反垄断法》和《国务院关于经营者集中申报标准的规定》对于“控制”一词的定义在少数股权投资并购的情况下还不够明确。

“控制”与股比没有必然关系

一项股权并购是否会触发经营者集中申报，首先要看交易完成后标的公司的控制权结构是否发生了变化。

对于一个经营者收购一家公司的股权后是否取得了对这家公司的“控制”，反垄断团队通常都可以得出一个明确的答案，尤其是在标的股权比例极高或者极低时。但是，当经营者收购的标的股比处于不是太高也不是太低的某些区间内时，对于该等经营者是否构成“控制”的判断则易出现不确定性。出现这种不确定性的主要原因在于，标的股比的大小并不是判断“控制”变更的唯一标准。特定情况下，取得“少数股权”同样可能触发申报义务。

在近年商务部审查的经营者集中案例中，不乏收购少数股权触发申报的情况。据统计，在 2014 年至今的简易申报案件中，收购完成后收购方持股比例低于 25% 的案件至少有 19 起³。例如，2018 年深圳市福德国有资本运营有限公司收购深圳市深宝实业股份有限公司 16% 股份案⁴，以及 2017 年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(“科尔沁牛业”)10% 股份案。在后一个案件中，思凯企业管理有限公司作为战略投资人认购科尔沁牛业 10% 的股份，并向科尔沁牛业委派高管人员，参与未来战略发展计划、经营计划、对外投资和并购等领域的经营管理，取得了对科尔沁牛业的共同控制权。这一收购 10% 股权的行为因此构成了经营者集中。

由此可见，在判断是否触发经营者集中申报时，标的股比的大小并不是判断的唯一标准。经营者在收购“少数股权”的情况下，仍然有可能被认定获得了标的公司的“共同控制权”。此类“共同控制权”的变化可能有诸多不同的表现。例如：收购方取得了对标的公司的“共同控制权”；收购方成为标的公司中具有“共同控制权”的诸多股东中间的新成员；或是收购方从原本有“共同控制权”的小股东处收购股权，继承了卖方

“少数股权”收购中的控制权分析

原有的“共同控制权”。

我国不同法律对“控制”的概念各不相同

尽管我国反垄断法没有明确定义“控制”一词，但公司法等其他多部重要的法律、法规和规定，都对“控制”进行了界定。我们一方面需要认识到不同法律对于“控制”的界定不同，应当注意其中的区别，另一方面，也可在理解反垄断法意义上的“控制权”时进行相应的参考。

1. 《公司法》：我国《公司法》将出资额占有限责任公司资本总额百分之五十以上或者其持有的股份占股份有限公司股本总额百分之五十以上的股东，以及出资额或者持有股份的比例虽然不足百分之五十，但依其出资额或者持有的股份所享有的表决权已足以对股东会、股东大会的决议产生重大影响的股东认定为是控股股东。此外，公司的实际控制人，即虽不是公司的股东，但通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配公司行为，也对公司享有控制权。
2. 《上市公司收购管理办法》：第八十四条规定，投资者为上市公司持股 50%以上的控股股东，或投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过 30%，或投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任，或投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响的，拥有上市公司控制权。
3. 《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第十二条“实际控制人没有发生变更”的理解和适用——证券期货法律适用意见第 1 号》(证监法律字[2007]15 号)中，证监会将公司控制权界定为“能够对股东大会的决议产生重大影响或者能够实际支配公司行为的权力，其渊源是对公司的直接或者间接的股权投资关系”。
4. 中国证券监督管理委员会关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定(2016)(证监会第 127 号)中“本条第一款所称控制权，按照《上市公司收购管理办法》第八十四条的规定进行认定。上市公司股权分散，董事、高级管理人员可以支配公司重大的财务和经营决策的，视为具有上市公司控制权。”无形中解释了上市公司收购管理办法中的其他情形包括董事和高管支配财务和经营决策的情形。
5. 《企业会计准则第 36 号——关联方披露(2006)》第三条则将“控制”定义为有权决定一个企业的财务和经营政策，并能据以从该企业的经营活动中获取利益的权能。

“少数股权”收购中的控制权分析

商务部《指导意见》对“控制”的界定

我国《反垄断法》、国务院《关于经营者集中申报标准的规定》以及商务部 2009 年颁布《经营者集中申报办法》及《经营者集中审查办法》均未提及“控制权”的认定方法。目前仅商务部反垄断局于 2014 年公布的《关于经营者集中申报的指导意见》(“《指导意见》”)第三条⁵给出了较为明确的判断方法。

从《指导意见》第三条的规定来看,作为执法机构,商务部对竞争法意义上“控制”的理解至少包含如下几方面:

1. 控制权既包括单独控制权,也包括共同控制权。这就明确了在收购“少数股权”的情况下,如果收购方取得了对标的公司的共同控制权,也视为一项“经营者集中”;
2. 判断是否具有“控制权”,既取决于法律因素,也取决于事实因素。

法律因素通常具有决定性影响。最常见的法律因素表现为,根据章程、股东协议的约定,在某些投资交易完成后,“少数股权”的收购方在公司经营管理决策中具有某些否决权,即如果收购方对标的公司的某些事项持有异议,则这项决策就不得通过。这种否决权常被视作一种“消极控制权”。

事实因素同样有极为重要的参考价值。对于股权分散的公司而言,即使经营者仅获取了小比例的股权,其仍有可能在股东会中具有决定性影响。因此股东在公司股东会的出席率、表决事项和表决机制等情况就尤为值得参考。另外,就一些在行业内具有重大影响力的收购方而言,尽管在标的公司持股比例不高,但其本身所具备的巨大经济能力和重大资源仍有可能使其掌握标的公司的控制权。这种控制权可能表现为对特殊技术、商业渠道、社会资源乃至人脉关系等的掌控。因此在认定“控制权”时,上述因素也应被考虑在内。

3. 判断“控制”的因素很多,需要进行综合分析。对于某些事项的否决权更容易构成“控制权”,而某些事项则一般不被纳入判断控制权的考量范围。相比大股东取得控制权的情况,判断持有“少数股权”的小股东是否取得共同控制权更为复杂,更需要结合多种因素深入考察。具体见后文分析。

商务部尝试修改关于“控制权”的界定

“少数股权”收购中的控制权分析

2017 年，商务部为了进一步规范和完善经营者集中审查执法程序，开始修订《经营者集中审查办法》，并于 2017 年 6 月和 9 月先后发布了修订草案。

2017 年 6 月的《经营者集中审查办法》修订草案(“6 月草案”)第七条对“取得控制权”做出了非常系统的规定。该条规定如下：

“经营者取得对其他经营者的控制权是指能够对其他经营者的经营决策和管理施加决定性影响，包括下列情形：

- (一) 直接或间接持有其他经营者百分之五十以上的表决权或其他类似权益；
- (二) 直接或间接持有其他经营者的表决权或其他类似权益不足百分之五十，但能够决定或否决其他经营者的高级管理人员任免、财务预算、经营计划等重要经营决策；
- (三) 通过合同、信托等方式能够决定或否决其他经营者的高级管理人员的任免、财务预算、经营计划等重要经营决策。高级管理人员包括经营者的经理、副经理、财务负责人、上市公司董事会秘书和经营者章程规定的其他人员；
- (四) 能够决定或否决其他经营者经营决策或管理的其他情形。”

上述规定以清晰的逻辑结构规定了取得“控制权”的主要情形。从该条款可见，在收购“少数股权”的情况下，如果收购方取得了对目标公司高级管理人员任免、财务预算、经营计划等“重要经营决策”的否决权，则其更容易被视为取得了“控制权”。

而在 2017 年 9 月商务部将《经营者集中审查办法》修订草案发布并向社会公开征集意见时，修改了这一条款。修改后的表述如下：

“确定经营者取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响，应当考虑经营者持有其他经营者的表决权或类似权益的情况，以及对其他经营者高级管理人员任免、财务预算、经营计划等经营决策和管理的影响。

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，构成对其他经营者的共同控制。”

修改后的表述增加了关于决定性影响中对“管理”的影响，但表述相对宽泛模糊，仅提到“应当考虑”的因素。在收购“少数股权”的情形中，该等条款的可操作性较低。可见对于如何认定取得“控制权”，需要考量

“少数股权”收购中的控制权分析

的因素很多也很复杂，商务部对此也在反复考虑。目前反垄断执法机构“三合一”改革方兴未艾⁶，《经营者集中审查办法》的后续修订和出台情况尚待继续观察。

判断“控制权”变化的要素复杂多样

在进行“少数股权”收购时，需特别注意收购方作为小股东，对标的公司治理层面的哪些事项拥有否决权。如果小股东拥有的否决权仅是对其投资权益的保护，范围不超过我国《公司法》第四十三条⁷规定的事项，且不涉及经营决策和管理事项的，目前一般不认为构成竞争法意义上的“控制权”。

反之，如果小股东拥有对公司经营决策和管理方面的否决权，且这种否决权超出了一般意义上的小股东权益保护，则容易被认定为具有“共同控制权”。这些经营决策和管理事项主要有：商业计划、预算批准、指派高级管理人员、投资行为等。尤其是对商业计划、预算批准、指派高级管理人员的否决权，是判定存在共同控制的重要因素。如果收购方对这些事项具有否决权，即使其收购的股权比例很小，也很可能会被认定为构成共同控制。

当然，在分析和判断是否构成共同控制时，其他法律因素和事实因素也同样重要，比如股东会、董事会和经营管理层的治理结构、人事安排等。有时候甚至需要考虑目标公司所在行业的具体情况，最终判定是否存在控制权。

投资收购“少数股权”交易的复杂性还在于，此类交易不仅常常有否决权安排，还有可能涉及到股权收购权(Call Option)、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“控制权”分析更为复杂，也增加了经营者集中申报的分析难度。

此外，对于一些时效性较强，要求尽快交割的项目，“少数股权”的收购方为了避免触发经营者集中申报，不得不放弃对经营决策和管理方面的否决权，但同时又希望保留对与小股东权益的必要保护。在此情况下，各方经常会围绕着股东会、董事会的决策事项等展开争夺。

考虑到“少数股权”交易中涉及“控制权”的各种情况，建议请反垄断律师尽早介入商业文件起草和谈判，就交易架构、否决权事项安排等提出建议，以协助双方明确“控制权”事项，确认是否触发申报义务。

结语

“少数股权”收购中的控制权分析

准确分析“控制权”是否变化，对于判断“少数股权”收购交易是否触发经营者集中申报具有重要意义。但由于我国反垄断法律法规对于“控制”一词没有明确的定义，而“少数股权”所涉及的控制权问题本身也较为复杂，造成在分析时存在难度。在进行“少数股权”投资收购时，不能因为所收购股权比例较低，就忽略经营者集中申报分析。尤其当交易涉及共同控制因素，或是有较为复杂的交易安排时，应尽早事先征求反垄断律师的意见。

“少数股权”收购中的控制权分析

如需进一步信息, 请联系:

作 者	
黄 凯 电话: +86 21 3135 8751 kevin.huang@llinkslaw.com	
上海	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	刘贇春 电话: +86 21 3135 8678 bernie.liu@llinkslaw.com
余 铭 电话: +86 21 3135 8770 selena.she@llinkslaw.com	娄斐弘 电话: +86 21 3135 8783 nicholas.lou@llinkslaw.com
钱大立 电话: +86 21 3135 8676 dali.qian@llinkslaw.com	孔焕志 电话: +86 21 3135 8777 kenneth.kong@llinkslaw.com
吴 炜 电话: +86 21 6043 3711 david.wu@llinkslaw.com	潘永建 电话: +86 21 3135 8701 david.pan@llinkslaw.com
姜 琳 电话: +86 21 6043 3710 elyn.jiang@llinkslaw.com	
北京	
俞卫锋 电话: +86 10 8519 2266 david.yu@llinkslaw.com	刘贇春 电话: +86 10 8519 2266 bernie.liu@llinkslaw.com
杨玉华 电话: +86 10 8519 1606 yuhua.yang@llinkslaw.com	
香港(与张慧雯律师事务所有限法律责任合伙联营)	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@llinkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@llinkslaw.com
伦敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@llinkslaw.com	

“少数股权”收购中的控制权分析

¹ “少数股权”在本文中特指股权比例少于 33%，且非第一大股东的股权。

² 《反垄断法》第 22 条等规定的某些豁免申报的情形除外。

³ 该数据系根据商务部反垄断局公布的经营者集中简易案件公示所收集整理，由于部分案件并未披露收购股权的具体比例，故本数据仅包括明确公示收购股权比例的案件。

⁴ 2018 年的“深圳市福德国有资本运营有限公司收购深圳市深宝实业股份有限公司股权案”，深圳市投资控股有限公司将其持有的深圳市深宝实业股份有限公司 16.00% 的股份划转至深圳市福德国有资本运营有限公司的行为构成了经营者集中。

⁵ 商务部《关于经营者集中申报的指导意见》第三条规定：

“经营者集中所指的控制权，包括单独控制权和共同控制权。

判断经营者是否通过交易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(控制权和决定性影响以下统称为“控制权”)，取决于大量法律和事实因素。集中协议和其他经营者的章程是重要判断依据，但不是唯一的依据。虽然从集中协议和章程中无法判断取得控制权，但由于其他股权分散等原因，实际上赋予了该经营者事实上的控制权，也属于经营者集中所指的控制权取得。判断经营者是否通过交易取得其他经营者的控制权，通常考虑包括但不限于下列因素：

(一)交易的目的和未来的计划；

(二)交易前后其他经营者的股权结构及其变化；

(三)其他经营者股东大会的表决事项及其表决机制，以及其历史出席率和表决情况；

(四)其他经营者董事会或监事会的组成及其表决机制；

(五)其他经营者高级管理人员的任免等；

(六)其他经营者股东、董事之间的关系，是否存在委托行使投票权、一致行动人等；

(七)该经营者与其他经营者是否存在重大商业关系、合作协议等。

控制权取得，可由经营者直接取得，也可通过其已控制的经营者间接取得。”

⁶ 参见本所文章：《中国反垄断执法机构“三合一”改革》，链接：

http://www.llinkslaw.com/uploadfile/publication/80_1521018185.pdf

⁷ 我国公司法第四十三条第二款规定，“股东会会议作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。”