

私募基金投资交易的反垄断申报问题与解答

作者：潘永建 | 朱晓阳 | 王雪莹

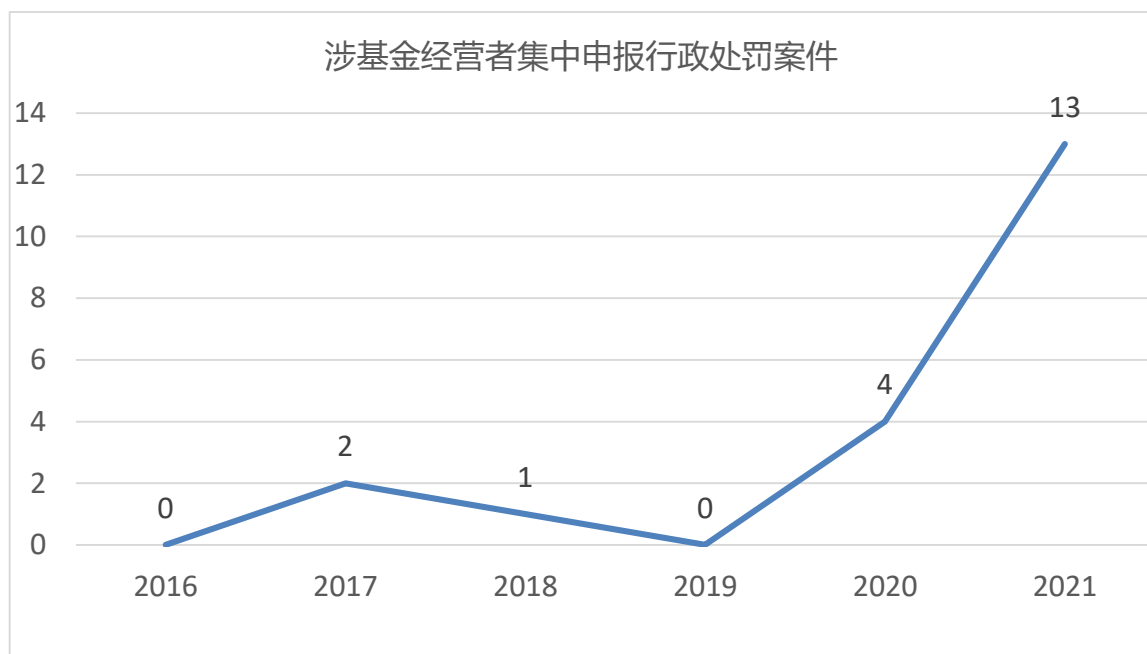
- 新设的私募基金还没开始投资，是否不需要进行申报？
- 基金收购一家完全不同行业的企业，是否不需要进行申报？
- 基金在境外募集，是否不需要进行申报？
- 只收购目标公司 20%的股权，是否不需要进行申报？
- 借助 VIE 架构的交易，是否不需要进行申报？
- 私募基金与其他行业公司设立合营企业，是否不需要进行申报？
- 私募基金本身营业额离“营业额标准”还很远，是否不需要进行申报？

2022 年注定是反垄断法“大”年，从年初的平台经济领域反垄断指南重磅发布，到反垄断法修正草案的提出，再到国家反垄断局挂牌成立，中国反垄断制度正朝着更加健全的发展方向迈进，反垄断行政执法也进入常态化新阶段。新修订的反垄断法将于 2022 年 8 月 1 日生效，其中大幅提高了对于违法进行经营者集中的处罚(从现有的最高 50 万元罚款，提高至 500 万元(如果交易没有排除、限制竞争)或上一年度营业额的 10%(如果交易具有排除、限制竞争的效果))。因此，企业对于经营者集中合规必须给予最大程度的重视。

与产业投资者相比，私募基金对投资并购交易的经营者集中申报问题认识不足，甚至存在认识误区，通力大合规团队拟借本文分析私募基金投资交易下的经营者集中典型误区，以帮助私募基金业评估和规划相关交易的反垄断申报事宜。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com



图：根据官方资料整理。

在过往服务私募基金客户的过程中，客户常常提出以下问题，并对我们做出的“需要申报”的回复感到颇为惊讶。这其实反映了私募基金类客户对于经营者集中申报要求及实践的普遍误区。本文中，笔者便针对这些常见的误区，做出回复和澄清。

- 新设的私募基金还没开始投资，是否不需要进行申报？
- 基金收购一家完全不同行业的企业，是否不需要进行申报？
- 基金在境外募集，是否不需要进行申报？
- 只收购目标公司 20% 的股权，是否不需要进行申报？
- 借助 VIE 架构的交易，是否不需要进行申报？
- 私募基金与其他行业公司设立合营企业，是否不需要进行申报？
- 私募基金本身营业额离“营业额标准”还很远，是否不需要进行申报？

在解答上述问题之前，有必要厘清中国反垄断法下决定是否需要进行经营者集中申报的因素有哪些，上述问题中所描述的场景是否影响申报的必要性。简单来说，判断一项是否需要进行经营者集中申报，需要判断 1)交易是否构成经营者集中(即目标公司的控制权是否发生了变化)；以及 2)参与集中的经营者的营业额是否满足法律规定的标准(详见本文第二部分)。

一. “经营者集中”情形

就第 1)点而言，根据《反垄断法》第二十条规定，构成经营者集中的情形包括：(1)经营者合并；(2)经营者通过取得股权或者资产的方式取得对其他经营者的控制权；(3)经营者通过合同等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响。因此，如果私募基金在募、投、管、退的

任一环节中取得了对其他经营者(被投公司)的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响,那么便构成《反垄断法》所规定的“经营者集中”。

- 新设的私募基金还没开始投资,是否不需要进行申报?

如上文提到,是否开始投资并非判断一项是否需要进行经营者集中申报的因素,新设的基金如涉及两方或多方共同控制该基金,且符合营业额标准的,即需要申报。实践中,新设私募基金进行申报的案件并不少见。2022年2月15日,新宜(上海)股权投资基金合伙企业与泰康人寿保险有限责任公司作为有限合伙人,新宜关联实体与厚朴融灏(天津)投资管理有限公司作为普通合伙人,拟共同设立合伙企业,交易各方对该合伙企业具有共同控制,构成经营者集中。又因在同一相关市场,所有参与集中的经营者所占市场份额之和小于15%,符合适用经营者集中申报简易案件的程序,该案按照简易案件的程序申报,已于2022年3月3日获得无条件批准。

同样,私募基金的退出也可能导致经营者申报义务的产生。对于并购退出和回购退出而言,因为控制权的变更,交易过程可能涉及再一次的经营者集中申报。特别是对于上市退出这一方式,应更加重视经营者集中申报义务,如果拟上市公司曾因反垄断违法行为而接受过行政处罚,则证监会往往会要求其说明遭致该处罚的原因、是否属于重大违法违规行,以及发行人是否有内控措施防止类似情况的再次发生。

- 基金收购一家完全不同行业的企业,是否不需要进行申报?私募基金与其他行业公司设立合营企业,是否不需要进行申报?

这两个问题属于同种类型,即参与集中的经营者不在同一相关市场,往往也不存在上下游关系,是否不需要进行申报。答案是否定的,如上所述,经营者集中申报的判断标准与收购者及被收购者所在的行业无关。2022年1月12日公示的熙维资本合伙企业收购 ekaterra 私人有限公司股权案即是一例。

- 基金在境外募集,是否不需要进行申报?

交易发生的地点不会影响申报必要性,但符合“参与集中的经营者在中国境外设立合营企业/收购境外企业股权或资产的,合营企业/境外企业不在中国境内从事经济活动”的,往往可以按照简易案件程序在中国进行申报。例如 Raven Multifamily 与安大略省医疗养老金计划信托基金(“HOOPP 信托基金”)等经营者新设合营企业案中, Raven Multifamily, HOOPP 信托基金与 CH-AF 住宅风险投资普通合伙有限责任公司拟共同设立一家合营企业,以投资和(通过聘请第三方)运营位于美国的住宅地产。三方(通过其关联实体)将分别持有合营企业的 47.5%, 47.5%及 5%的股权,并将共同控制该合营企业。该交易于 2022 年 2 月 28 日公示,并 3 月 14 日获得无条件批准。

- 只收购目标公司 20%的股权,是否不需要进行申报?

收购少数股权并不意味着不需要申报,如果少数股权的收购方能够通过董事、高管或否决权等方式取得对目标公司的控制权,同样需要申报。最近的一例收购少数股权未依法申报受到处罚

的案例是 2021 年 12 月 31 日哔哩哔哩股份有限公司收购 VERSA Inc.(“马卡龙”)股权未依法申报违法实施经营者集中案。2020 年 1 月 16 日, 哔哩哔哩收购马卡龙 14.71% 股权, 并取得共同控制权, 属于《反垄断法》第二十条规定的经营者集中。2020 年 2 月 14 日, 马卡龙完成股权变更登记, 在此之前未依法申报, 违反《反垄断法》第二十一条, 构成违法实施的经营者集中。经市场监管总局审查, 该案不具有排除、限制竞争的效果, 决定给予哔哩哔哩 50 万元罚款的行政处罚。

- VIE 架构的交易, 是否不需要进行申报?

是否需要申报只与是否取得控制以及营业额相关, 与交易采取的方式或结构无关。VIE 属于典型的“协议控制”方式, 因此通常难免涉及控制的变更。此外, 涉 VIE 架构交易已不是监管的灰色地带。2020 年 7 月, 市监总局首次无条件批准一例参与集中方涉及 VIE 架构的交易(上海明察哲刚管理咨询有限公司与环胜信息技术(上海)有限公司新设合营企业案), 此后市监总局相继批准涉 VIE 架构并购申报, 对多个涉 VIE 架构平台企业未依法申报交易作出处罚, 特别地, 在《关于平台经济领域的反垄断指南》中更是明确提出“涉及协议控制(VIE)架构的经营者集中, 属于经营者集中反垄断审查范围”。

小结:

私募基金相关的交易是否构成经营者集中, 可以根据交易文件和公司治理文件中, 私募基金是否在公司治理层面取得就被投公司日常经营管理事项或者战略决策事项的控制权或者可以施加决定性影响进行判断。

根据我们的经验, 如股东会、董事会就以下事项作出决议时, 须经私募基金投赞成票方可通过, 很可能被认为私募基金对被投公司具有控制:

- 决定被投公司的经营计划和投资计划;
- 任命、选举和更换非由职工代表担任的董事、高管(首席执行官、首席运营官、首席财务官或同级别高管);
- 审议批准被投公司的年度财务预算方案、决算方案。

如涉及“批准超过被投公司相关预算金额 X% 以上的任何资本支出”“被投公司向其他主体进行投资(包括股权投资、收购第三方资产或业务), 与第三方达成合资、合伙、战略联盟、战略合作或不竞争或其他类似安排”“向第三方提供贷款”等事项, 需要综合被投公司的股东会表决机制、董事会构成及表决机制等因素进行判断。

二. “营业额”辨析

- 私募基金本身营业额离“营业额标准”还很远，是否不需要进行申报？

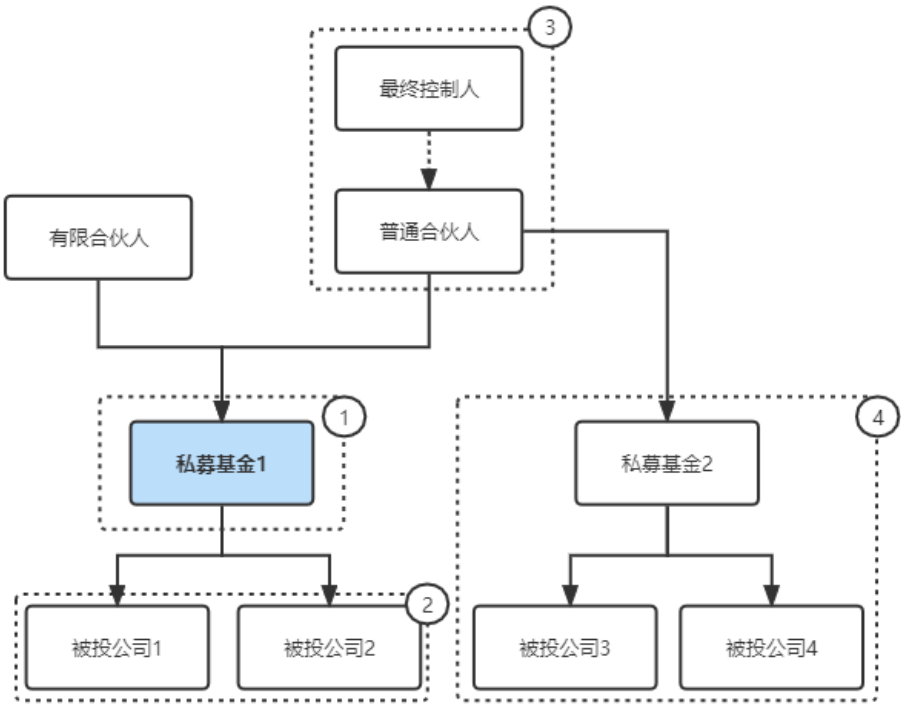
借这一误区，我们将详细介绍判断一项是否需要进行经营者集中申报的第 2)项因素，参与集中的经营者的营业额是否满足法律规定的标准。

根据国务院发布的《关于经营者集中的申报标准的规定》，经营者集中申报的营业额标准为以下两项之一：

- (1) 参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 100 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币；或
- (2) 参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 20 亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币。

而就某一参与集中的所有经营者而言，其营业额并不仅仅计算本身的营业额，而是要计算该实体所在的整个控制体系的营业额总和，具体而言，包括：

- ① 该单个经营者；
- ② 第①项所指经营者直接或间接控制的其他经营者；
- ③ 直接或间接控制第①项所指经营者的其他经营者；
- ④ 第③项所指经营者直接或间接控制的其他经营者；
- ⑤ 第①至④项所指经营者中两个或两个以上经营者共同控制的其他经营者。



具体而言，图中私募基金 1 营业额时，不应仅仅计算参与集中的具体单个基金的营业额，而应计算该基金的最终控制人(即按照反垄断法语境下“控制标准”对该基金有控制权的 GP 管理人，以及向上穿透至最终控制人)所控制的所有关联基金的营业额，以及该等基金控制的被投公司的营业额。

综上所述，回答题示的问题，即使私募基金本身营业额离“营业额标准”还很远，但并不意味着本次交易不满足法定的营业额标准，应该考虑的是私募基金所在体系的营业额总额，以营业额总额比照“全球 100 亿/中国 4 亿”或“中国 20 亿/中国 4 亿”的标准来判断营业额标准满足与否。

结语：

值得注意的是新旧反垄断法的衔接适用问题，对于新反垄断法生效前发生的违法经营者集中，切不可理所当然认为只会根据旧法进行处罚。由于经营者集中是一种持续的状态(持续具有控制权)，因此对于违法经营者集中而言，其违法状态一直持续。如果这一违法状态在新法生效前没有得到纠正的(例如通过转让股权等方式放弃获得的控制权)，很有可能被认为违法行为发生于新法生效后，从而将按照新法进行处罚。因此，建议私募基金梳理过往投资、收购项目，如果其中存在可能涉及应报未报的情形的，建议在 8 月 1 日之前向反垄断局进行补申报，从而尽可能确保违法行为按照旧法进行处罚，避免新法下的高额处罚。

此外，本次反垄断法的修订特别提出健全经营者集中分类分级审查制度，我们预测，未来反垄断局对于非重点领域(涉及国计民生的重点领域等除外)的交易可能会出台简化审批手续的规定，这意味着私募基金投资非重点领域的小股权投资交易，经营者集中审查时限有望进一步缩短，因此，关于反垄断审查可能导致错过投资窗口的顾虑，也可以得到减轻。

经营者集中申报是一项复杂而专业的法律事务。实践中，私募基金投资文件可能涉及特殊的法律条款，如最惠国待遇条款，最惠国待遇条款对私募基金控制的取得是否产生影响；私募基金对同一目标公司进行多轮投资，是否可以合并申报；私募基金营业额计算时“上一会计年度”是以签署投资协议之日为基准还是以投资款交付之日为基准；私募基金设立、投资、退出时的相关市场界定；新的经营者集中申报是否会导致过去的未依法申报遭受处罚，过去的未依法申报是否会因 2 年追诉时效已过而不予追究等等，限于本文篇幅，我们无法就上述问题一一解答，读者如面临相关具体问题，欢迎与我们联系、共同探讨。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



潘永建
+86 21 3135 8701
david.pan@llinkslaw.com



朱晓阳
+86 21 3135 8683
nigel.zhu@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

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



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明：

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。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。

© 通力律师事务所 2022