

私募投资基金收购 A 股上市公司的特殊法律问题解析

作者：黄艳 | 唐方

2024 年 9 月 24 日，中国证券监督管理委员会(以下简称“中国证监会”)发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》(以下简称“并购六条”), 明确支持私募投资基金以促进产业整合为目的依法收购上市公司。2025 年 1 月 7 日, 创业板上市公司天迈科技(300807)发布《关于控股股东及一致行动人签署股份转让协议暨实际控制人拟发生变更的公告》, 披露苏州工业园区启瀚创业投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“苏州启瀚”)拟通过其作为普通合伙人暨执行事务合伙人设立的并购基金(以下简称“启明基金”)协议收购天迈科技 26.10%的股份, 成为天迈科技新的控股股东。该公告一经发布后, 立刻成为市场关注的焦点。

2025 年 5 月 23 日, 随着天迈科技公告补充协议及权益变动报告书, 这起备受瞩目的私募基金收购上市公司案也迎来了新的进展。2025 年 6 月 11 日, 鸿合科技(002955)发布公告, 奇瑞旗下的合肥瑞丞私募基金管理有限公司(以下简称“合肥瑞丞”, 自身并代其作为普通合伙人暨执行事务合伙人的用于实际执行本次交易的主体, 即“瑞丞基金”)签署协议拟收购鸿合科技 25%的股份, 成为继启明基金后又一单市场关注的私募基金收购上市公司案例。

本文将结合监管规则与实务案例, 就私募基金收购上市公司所涉及的特殊性法律问题探讨。对于上市公司收购实务中的其他细节及问题, 我们将在后续的文章中进行分析。

.....
如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

一. 私募基金收购上市公司的主体形式

私募投资基金按照组织形式可以分为公司型、有限合伙型和契约型等，按照基金备案类型又可以主要分为私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金等。在天迈科技收购案首次披露时，市场最为关注的问题之一是协议签署方系基金的 GP，而实际作为收购主体的基金并未完成设立。在最新披露的公告中，启明基金的收购主体明确为“苏州工业园区启辰衡远股权投资合伙企业(有限合伙)”(以下简称“启辰衡远”)。启辰衡远于 2025 年 4 月 22 日完成私募基金备案，基金类型为股权投资基金。这引出了一个问题：任何类型的私募基金是否都可以成为上市公司的收购主体呢？

(一) 组织形式

对于公司型及有限合伙型的私募基金，从上市公司控股股东的适格性上看，现行法律法规并未对其组织形式设定限制性条件。若私募基金不存在《上市公司收购管理办法》(以下简称“《收购办法》”)中列举的不得收购上市公司的情形¹，其收购上市公司的行为在主体资格方面不存在障碍。

对于契约型私募基金而言，其作为“三类股东”(即，契约型私募基金、资产管理计划和信托计划)之一，具有管理人、产品、投资人相分离的特征，且投资人可以较为自由地转让变更，导致股权状况难以清晰界定。中国证监会在《监管规则适用指引——发行类第 4 号》中明确拟上市公司控股股东、实际控制人(以下简称“实控人”)、第一大股东不得为资产管理产品、契约型私募投资基金。同理，在私募投资基金参与上市公司控制权收购环节，基于上市公司控制权清晰稳定的基本要求，契约型私募基金通常不视为适格的直接取得控制权的主体。

尽管如此，契约型基金并非完全无法参与上市公司收购，其可以通过以下两种途径间接参与：(1) 作为协议转让的受让方受让部分上市公司股份，如福州开发区中青基金管理有限公司(代表其管理的中青新能源战略投资一号私募股权投资基金)、上海岱熹投资管理有限公司(代表其管理的岱熹战略新兴产业成长一号私募证券投资基金)通过协议转让方式分别取得合力科技(603917) 5% 及 6% 的股份；或(2) 通过间接嵌套入有限合伙型基金，作为收购方的资金来源之一参与上市公司收购，如深圳朴素至纯投资企业(有限合伙)(以下简称“朴素至纯”)收购四川金顶(600678)控制权时，朴素至纯的 GP 深圳朴素资本管理有限公司管理的 6 只契约型基金合计出资 2.596 亿元。

(二) 备案类型

私募基金可备案为私募证券投资基金、私募股权投资基金、创业投资基金等多种类型。中国证券投资基金业协会在《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》中对上述三类主要私募基金类型作了如下定义和区分：

¹ 《收购办法》第六条规定，有下列情形之一的，不得收购上市公司：(一)收购人负有数额较大债务，到期未清偿，且处于持续状态；(二)收购人最近 3 年有重大违法行为或者涉嫌重大违法行为；(三)收购人最近 3 年有严重的证券市场失信行为；(四)收购人为自然人的，存在《公司法》第 178 条规定情形；(五)法律、行政法规规定以及中国证监会认定的不得收购上市公司的其他情形。

基金类型	定义
私募证券投资基金	主要投资于公开交易的股份有限公司股票、债券、期货、期权、基金份额以及中国证监会规定的其他证券及其衍生品种
私募股权投资基金	投资包括未上市企业和上市企业非公开发行和交易的普通股(含上市公司定向增发、大宗交易、协议转让等),可转换为普通股的优先股和可转换债等的私募基金
创业投资基金	主要向处于创业各阶段的未上市成长性企业进行股权投资(新三板挂牌企业视为未上市企业)

因此,基金类型的选择与上市公司收购的方式有关,若通过定向增发、协议转让、大宗交易等途径参与上市公司收购,可选择私募股权投资基金进行;若通过二级市场增持举牌的方式收购上市公司,则一般备案类型为私募证券投资基金为宜;若涉及新三板挂牌企业的收购,创业投资基金亦可作为收购主体。

二. 私募基金实际控制人的认定

上市公司收购将导致上市公司的股权结构、公司治理以及后续的业务发展、资本运作发生重大变化,且会给投资者带来对于未来收购方资产置入上市公司的遐想。同时,根据《上市公司重大资产重组管理办法》(以下简称“《重组办法》”)的规定,上市公司自控制权发生变更之日起 36 个月内,向收购人及其关联人购买资产,导致上市公司发生规定的根本变化情形之一的,构成重组(借壳)上市。因此,在披露上市公司收购的公告时要求披露收购方的实际控制人及其控制的其他企业。

对于私募基金收购上市公司而言,由于收购主体的主营业务系投资管理,并没有其他实体经营业务,因此私募基金的实际控制人归属决定了未来上市公司的产业主导方向,即是由私募机构/基金管理人方进行战略安排,还是由具体的产业方或国资进行战略规划。另一方面,由于私募基金组织形式和管理模式的多样性,实际控制人的认定也存在多种认定情形。

对于公司型的私募基金,在我国现有公司法体系下,由于采取资本多数决的特点,因此实际控制人的认定相对清晰。但对于有限合伙型私募基金,由于合伙企业的表决机制具有较高的灵活性,控制权并不单纯以出资额为判定标准,因此控制权的认定相对复杂。本文将着重对有限合伙企业型私募基金控制权的认定进行分析。

(一) 单 GP 架构下的认定

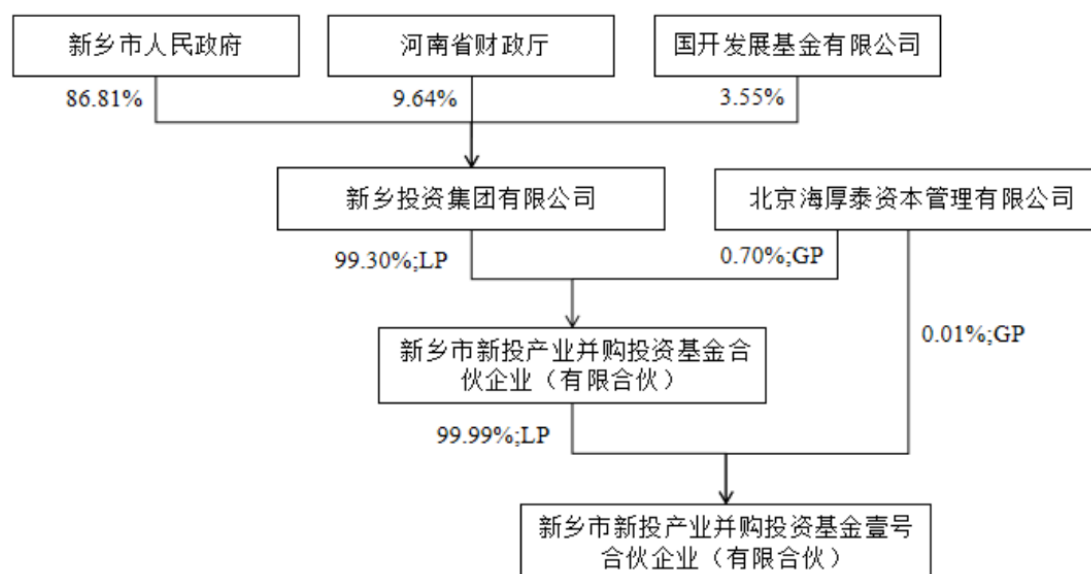
在单 GP 架构下,过往常见的做法系依据《中华人民共和国合伙企业法》的相关规定,即“有限合伙企业由普通合伙人执行合伙事务”,“有限合伙人执行合伙事务,不得对外代表有限合伙企业”等,认定执行事务合伙人具有合伙企业的控制权。

但在很多政府国有资本通过私募基金参与上市公司收购的过程中，国有资本会选择作为单一或持股比例最高的 LP，或在前述情况下同时作为双 GP 之一的非执行事务合伙人。针对此种情况，不能简单将执行事务合伙人的实际控制人认定为收购方的实际控制人，而需要结合各方在基金中的决策权限进行综合认定。

根据《企业会计准则》的规定，控制权的判断主要基于三项基本要素：一是投资方拥有对被投资方的权力，二是通过参与被投资方的相关活动而享有可变回报，三是有能力运用对被投资方的权力影响其回报金额。

在单 GP 模式下，若国有资本作为持股比例最高的 LP，并通过相关协议的特殊安排(如投委会的决策权)主动参与到基金的决策事务中，则 LP 的实际控制人可能会被认为为私募基金的实际控制人。

例如在新乡市政府通过新乡市新投产业并购投资基金壹号合伙企业(有限合伙)(以下简称“新乡产业基金壹号”)收购中威电子(300270)的案例中，新乡市政府下属子公司新乡投资集团有限公司(以下简称“新乡投资集团”)作为新乡市新投产业并购投资基金合伙企业(有限合伙)(以下简称“新乡产业基金”)的单一 LP，在新乡产业基金的投委会中占据 3 个席位，而合伙协议中约定对于所有投资项目需经投委会 3 名及以上成员同意即为通过，因此新乡投资集团拥有对新乡产业基金的权力，可以通过控制投资决策委员会实现对新乡产业基金重要决策的控制。此外，新乡投资集团能够因参与新乡产业基金的相关活动而享有可变回报，并有能力运用对新乡产业基金投资决策委员会的权力影响其投资回报金额。据此新乡市政府实际控制了新乡产业基金，并通过同样的方式控制了收购主体新乡产业基金壹号。

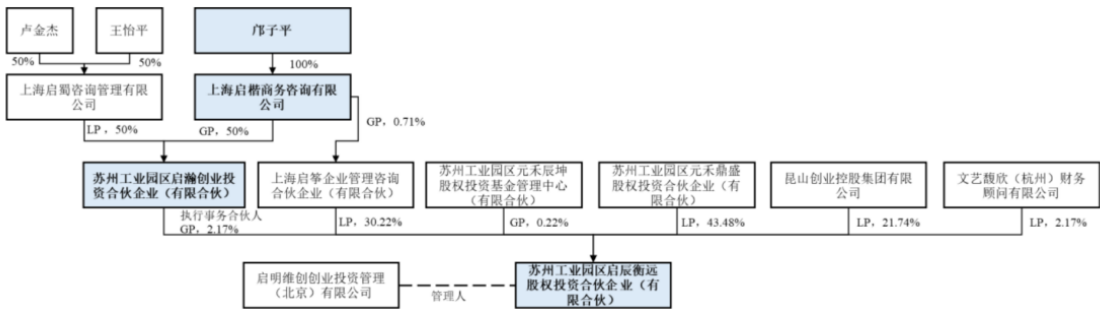


(二) 双 GP 架构下的认定

在双 GP(Co-GP)模式下,有限合伙型私募基金存在两个普通合伙人。双 GP 架构的产生源于投资人希望参与基金管理以实现投资风险的事前监控,或满足无牌照机构的通道需求,因此在已有普通合伙人的基础上增加一名普通合伙人,形成双 GP 架构。在此架构下,实际控制人的认定需综合考虑合伙企业中的权益比例以及协议安排等因素,市场中也存在不同的认定方式。

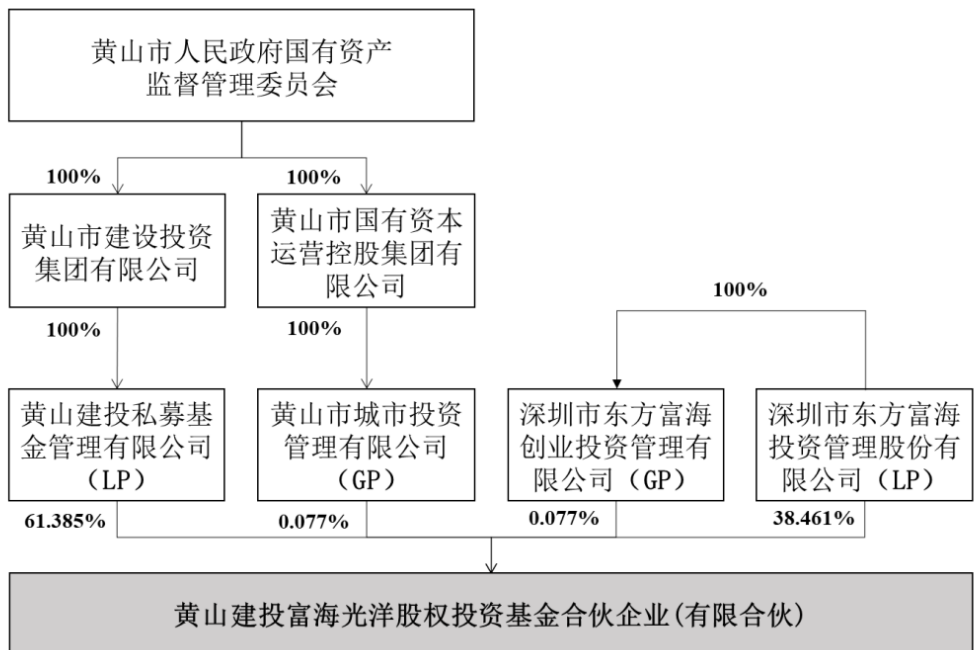
1. 认定私募机构的实控人为基金的实际控制人

在启明基金收购天迈科技的案例中,收购主体启辰衡远采用双 GP 架构,其中执行事务合伙人为苏州启瀚,邝子平先生通过上海启楷商务咨询有限公司控制苏州启瀚及 LP 上海启箏企业管理咨询合伙企业(有限合伙),并通过启明维创创业投资管理(北京)有限公司担任收购主体的基金管理人,而邝子平先生也被认定为收购主体的实际控制人。与此同时,虽然元禾辰坤管理的苏州工业园区元禾辰坤股权投资基金管理中心(有限合伙)也是 GP 之一,且其管理的另一支基金苏州工业园区元禾鼎盛股权投资合伙企业(有限合伙)是收购主体中出资比例最高的 LP,并未被认定为拥有控制权。



2. 认定主要出资方的实控人为基金的实际控制人

在黄山市国资委 2024 年收购光洋股份(002708)的案例中,尽管深圳市东方富海创业投资管理有限公司作为收购方的双 GP 之一,担任执行事务合伙人及基金管理人,但根据公告披露的信息,收购方最高权力机构为合伙人会议,黄山建投私募基金管理有限公司(以下简称“建投私募”)的出资比例及在合伙人会议的表决权比例超过二分之一,合伙人会议讨论除“更换执行事务合伙人”以外事项时,建投私募可单独作出决定。此外,投委会负责基金的投资及相关业务的决策工作,建投私募可支配投委会二分之一以上的表决权,能够单独决策通过收购方的投资及相关业务。基于此,建投私募被认定为收购方的控制主体,进而认定建投私募的实控人黄山市国资委为收购方的实控人。



除前述主流认定外，还存在有可能被认定为共同控制、无实际控制人或未穿透到最终层面的情形。因此，在认定私募基金的实际控制人时，需要结合各合伙人的合伙份额、基金管理人与执行事务合伙人的职能划分、合伙企业的管理模式、合伙事务的决策与执行、投资决策机制等因素，以及交易背景、交易实质等情况进行综合分析，确保能够真实、准确地反映上市公司的控制权归属，保障中小投资者的合法权益。

三. 私募基金收购上市公司的资金来源及募集时点

(一) 资金来源

进行上市公司收购往往需要大量资金，收购的资金来源也一直是证券监管关注的重点问题之一。而私募投资基金在参与上市公司控制权收购时，其资金来源呈现出多元化的特点。一方面，私募投资机构通过搭建并购基金架构进行募资，借助基金管理人的市场声誉、管理能力、产业布局等优势，吸引地方国资、产业投资平台、传统产业资金或其他金融机构资金、民间资本等，有效整合各方资源，为收购提供资金支持。另一方面，私募投资基金也会结合自身情况，灵活运用自有资金、并购贷款、管理层跟投或新三板融资²等方式，进一步拓宽资金来源渠道，确保收购顺利实施。

² 联创投资曾通过新三板定增募资 12 亿元用于收购友利控股(000584)。

(二) 收购主体的确定时点

根据沪深交易所关于上市公司的停复牌指引，上市公司筹划控制权变更、要约收购等事项的，原则上应当分阶段披露筹划进展。确需申请停牌的，可以申请停牌不超过 2 个交易日，并按照规定履行信息披露义务。确有必要的，可以延期至 5 个交易日。

在参与上市公司控制权收购的早期接触阶段，私募投资机构可能尚未开始募集资金。根据市场相关案例，上市公司停牌期间可不披露具体收购方，停牌期间交易双方签署意向协议后披露大致信息。待正式协议签署后，按照《收购办法》相关规定披露权益变动报告书或收购报告书，并披露收购方的基本信息。

此外，根据沪深交易所关于上市公司股份协议转让业务办理指引的有关规定，“上市公司股份转让价格不得低于转让协议签署日(当日为非交易日的顺延至次一交易日)公司股份大宗交易价格³范围的下限；转让双方就股份转让协议签订补充协议，涉及变更转让主体、转让价格或者转让股份数量等任一情形的，股份转让价格不低于补充协议签署日(当日为非交易日的顺延至次一交易日)公司股份大宗交易价格范围的下限。”由于上市公司控制权收购公告后往往会引发二级市场股价的波动，因此，在收购主体确定后签署股份转让协议，不会涉及后续转让主体的变更，从而避免收购价格受到影响。因此，通常私募基金管理人会在设立注册完收购主体后再签署正式协议并予以披露，从而锁定协议转让的价格。

而启明基金收购天迈科技、瑞丞基金收购鸿合科技的交易模式为先通过 GP 签署股份转让协议再成立基金，即签订股份转让协议时最终收购主体尚未成立，签约主体系拟作为基金的 GP，协议约定由普通合伙人暨执行事务合伙人拟设立的并购基金协议收购转让方持有的上市公司股份。2025 年 5 月 23 日，天迈科技披露的进展公告显示，启辰衡远、苏州启瀚与转让方签署了补充协议，受让方由苏州启瀚变更为启辰衡远，但补充协议并未调整转让价格。

这种先由 GP 签约再进行市场募资的“先投后募”锁价的做法，此前主要出现在契约型基金、资管计划管理人作为受让方不需要重新锁价的案例中，在合伙型基金的交易模式下相对少见。这种模式可能会吸引更多的私募投资机构参与到上市公司收购与整合，但我们理解，该类交易模式并非适用于所有项目，具体存在以下几个方面的关注点：

1. 基金搭建前后的实际控制人不应有变化，且应在首次协议签署时明确未来的收购主体系 GP 管理的基金。如启明基金前后两个主体披露的实控人均均为邝子平先生，且首次披露的协议中已明确约定最终收购主体为“苏州启瀚作为普通合伙人暨执行事务合伙人拟设立的并购基金”，因此存在论证受让方未发生实质变动的空间。但若基金管理人在搭建完成基金架构后无法实际控制收购主体，或在首次披露时未明确约定后续搭建并购基金，那么就不能简单照搬启明基金的做法。

³ 即转让协议签署日前一交易日收盘价的 70%(北交所)、80%(科创板、创业板)、90%(主板)或 95%(主板风险警示股票)。

2. 协议签署方须具备收购能力，而不是作为过桥通道。根据实践经验，若作为签署方的 GP 为成立时间短、存续规模低、资产规模或管理的资产规模与收购体量不匹配、存在规范性异常、被监管部门采取过行政或自律监管措施的，可能无法通过监管的合规性审核。
3. 协议签署方应具备产业整合能力。无论是启明基金(启明)，还是瑞丞基金(奇瑞)，背后均为具有一定市场影响力的资本方或产业方，具有一定的产业整合能力，有利于推动存量上市公司业务重组升级。

由于每个项目都存在特殊性，因此，即便在满足前述基本条件的前提下，也需要与证券监管部门保持事前沟通，确保交易方案能够顺利落地。

(三) 收购价格的确定

私募基金协议收购上市公司控制权的定价与惯常的协议转让标准无异，主要参考证券交易所关于股份协议转让业务办理指引的规定，股份转让的价格不低于转让协议签署日(当日为非交易日的顺延至次一交易日)上市公司股份大宗交易价格范围的下限，即主板上市公司不低于前一日收盘价的 90%，创业板和科创板不低于前一日收盘价的 80%。

在启明基金收购的定价方面，还存在一个细节问题，即不同转让方的定价差异。三名转让方中，郭建国先生的转让价格为 28.26 元/股，而郭田甜女士与海南大成瑞信投资合伙企业(有限合伙)(以下简称“大成瑞信”)的转让价格为 24.25 元/股。对于同次协议转让是否可以存在不同的价格呢，答案并非绝对的，需要结合具体交易方案判断。在本次交易中，郭建国先生转让的股份比例为 7.88%，郭田甜女士及大成瑞信转让的股份比例分别为 3.41%、14.81%。根据我们的经验，在证券交易所合规性审核阶段，同一价格的转让方可作为同一笔协议转让进行填报，且每笔申报的协议转让需确保受让方合计取得 5%以上的股份⁴。无论是郭建国先生单独转让的部分，还是郭田甜女士及大成瑞信合并转让的部分，均超过 5%，因此可以分别作为两笔协议转让进行填报，符合有关规定。而在 2024 年轰动市场的科林电气(603050)控制权争夺战中，由于同一价格的受让比例未达 5%，不得不在交易进程中对方案进行了调整。(关于上市公司收购中的其他细节问题，我们会在后续的文章中进行分析，敬请关注)

(四) 资金到位的时点

对于协议转让而言，根据沪深交易所关于协议转让业务办理指引的规定，在向证券交易所申请协议转让时，并不要求提供转让款支付凭证；在中国证券登记结算有限责任公司办理协议转让过户阶段，不要求交割前完成付款，但若转让方为自然人，需在过户阶段提供完税凭证。因此，私募基金在通过协议转让方式收购上市公司时，可按照协议约定采用分期付款的方式，并根据付款节点落实资金到位时点，确保资金的合理安排与支付的及时性，提高资金利用率。

⁴ 根据《收购办法》的规定，收购人通过协议方式在一个上市公司中拥有权益的股份应达到或者超过该公司已发行股份的 5%。

四. 新形势下的“产业整合者”——从并购六条到重组办法

继“并购六条”之后,《重组办法》也于近日完成了修订,新修订的重组办法鼓励私募基金参与上市公司并购重组,对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”机制。在当前经济处于新旧动能转换的关键时期,产业整合的需求日益迫切,私募投资基金以“产业整合者”身份收购上市公司,有利于给上市公司注入新的活力,改善公司治理结构,充分发挥其资源整合优势,盘活上市公司资产,进一步优化产业结构,推动经济的转型升级。同时,私募基金参与存量市场的整合,也将拓宽私募基金的退出渠道,增强价值创造能力,促进资金循环利用,达成各方多赢的局面。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



黄艳
+86 21 3135 8788
calista.huang@llinkslaw.com



唐方
+86 21 3135 8749
danson.tang@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 2025