

柯杰私募股权投资系列（二）

私募基金的少数股权投资行为需要进行经营者集中申报吗？

2022年初，国家市场监督管理总局反垄断局（“反垄断局”）网站公布了两则处罚公告，对投资取得少数股权的私募基金，以未依法申报违法实施经营者集中为由，处以顶格 50 万元人民币罚款的行政处罚^[1]，引发了私募基金行业的广泛关注。此外，从近两年反垄断局网站^[2]公示的无条件批准经营者集中案件来看，私募基金主动申报的经营者集中案件数量也有明显增长。

私募基金的投资通常都是财务投资，通常只取得被投资企业少数股权（并购基金除外），不寻求取得对被投资企业的控制权，而且大多数私募基金本身只从事投资活动，与被投资企业并非同行业或上下游关系，一般被认为不会产生排除、限制竞争的效果（当然一些私募基金的管理人或投资人会有行业或产业背景，需要另作具体讨论）。因此在通常的认知里，很难将私募基金的少数股权投资行为与经营者集中关联起来。那么为何私募基金的少数股权投资行为（为讨论方便，下文简称“股权投资”）会触发经营者集中申报义务？在何种情况下会触发申报义务？本文将就此进行简要分析。

一、 是否需要进行经营者集中申报的判断标准是什么？

根据《中华人民共和国反垄断法》（“《反垄断法》”）、《国务院关于经营者集中申报标准的规定》（“《申报标准》”）、《关于经营者集中申报的指导意见》（“《指导意见》”）以及《经营者集中审查暂行规定》（“《暂行规定》”）的相关规定，一项交易或经济行为是否需要进行经营者集中申报，只取决于以下两个判断标准：

- 是否构成经营者集中；
- 参与集中的经营者的营业额是否达到申报标准。

因此，除符合《反垄断法》第二十二条规定的两种申报豁免情形^[3]外，只要私募基金的股权投资行为满足上述两项标准的，就必须进行申报。在是否触发申报义务方面，与私募基金和被投资企业是否属于同行业或上下游关系，是否会产生排除、限制竞争的效果无关。是否属于同行业或上下游，是否会产生排除、限制竞争的效果是在申报之后进一步审查的事项。

二、 私募基金的股权投资行为是否构成经营者集中？

1. 何为“经营者集中”？

根据《暂行规定》，经营者集中包括三种情形：

北京市柯杰律师事务所

总机: 8610 6506 9866 传真: 8610 6506 9863

北京市朝阳区工体北路8号院三里屯SOHO写字楼C座18层(100027)

www.kejielaw.com

北京 | 上海 | 深圳 | 香港

- 经营者合并；
- 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；
- 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。

私募基金的股权投资行为不属于上述第 1 种情形，这比较容易理解和判断。但是否可能被认定为属于第 2 种或第 3 种情形，关键在于私募基金是否通过股权投资行为取得被投企业的控制权或可以对被投企业施加决定性影响（合称“**控制权**”）。

2. 如何判断是否取得被投企业的控制权？

如何判断经营者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？对此，《暂行规定》第四条列举了应当考虑的一系列因素，包括：

- 交易的目的和未来的计划；
- 交易前后其他经营者的股权结构及其变化；
- 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；
- 其他经营者董事会或者监事会的组成及其表决机制；
- 其他经营者高级管理人员的任免等；
- 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；
- 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；
- 其他应当考虑的因素。

仅从以上判断因素来看，与公司法、上市规则、企业会计准则等法律、法规和规则下判断控制权需要考虑的因素并无太大区别，仍然难以判断私募基金仅取得少数股权的投资行为如何有可能取得被投企业的控制权。造成这种困难的原因在于，传统对于“控制权”的理解，包括公司法、上市规则、企业会计准则下的控制权，均指向的是“积极控制权”，即能够积极、主动地决定一家企业的决策和经营活动。私募基金在被投企业通常只持有少数股权、提名少数董事、不委派或提名管理层，在公司治理层面也通常仅享有否决权等防御性权利，以上均不构成“积极控制权”。但值得注意的是，经营者集中监管规则下的“控制权”，不只是“积极控制权”，还包括“消极控制权”。

3. 何为“消极控制权”？

根据市场监管总局对《暂行规定》的解读和答复^[4]：经营者集中审查制度中所称的控制权是指经营者对其他经营者的生产经营活动或者重大经营决策具有或者可能具有决定性影响的权利或者状态，包括直接和间接、单独和共同、积极和**消极的控制权**，也包括控制的权利和事实状态；如果一个经营者能够决定或者**否决**其他经营者的生产经营活动或者重大经营决策，一般可以认为该经营者对其他经营者有控制权。

因此，如果私募基金通过投资协议的安排能够否决被投企业的生产经营活动或者重大经营决策，仍可能被认定为对被投资企业有“消极控制权”，从而构成经营者集中。因此，“消极控制权”是使得私募基金的股权投资行为可能构成经营者集中的关键所在。

4. 私募基金在什么情况下会取得被投企业的消极控制权？

从实践中私募基金投资的惯常条款来看，私募基金对被投企业的消极控制权主要源于私募基金在股东会或董事会表决事项上的否决权。

当然，并非所有的否决权均构成消极控制权。消极控制权指向的是企业经营方面的否决性权利。否决权是否构成消极控制权，需要结合否决权涉及的事项具体分析。实践中，否决权涉及的事项通常可以分为三类：

- 第一类涉及股东权利保护事项，通常包括：增减注册资本、合并、分立、解散、清算、章程修改、分红等。这些事项直接关系到股东的重大利益，未深入到企业的经营层面，对此类事项的否决权，通常不构成“消极控制权”。
- 第二类涉及公司经营事项，通常包括：经营计划、投资计划、经营预算、业务合同、对外借款、员工聘用等。如果私募基金的否决权过多地介入这类经营事项，就很可能被认定为对被投资企业取得“消极控制权”，从而构成经营者集中。
- 第三类介于以上两类事项之间，例如，企业的重大资产出售、重组、收购等。这些事项虽也涉及企业的经营活动，但并非日常经营中经常发生的经营事项，且对股东权益有间接的重大影响。因此，我们认为对该等事项的否决权不应属于消极控制权。

另外，需要注意的两个问题是：

- 否决权的表现形式是多样的。实践中，多数情况下，否决权不会直接称为“否决权”，而是以其他形式出现。例如，董事会的表决必须包括投资者提名的董事投赞成票方可通过，董事会的表决必须经过全体董事（包括投资者董事）通过等。只要能实质上起到否决的效果，均属于否决权。

- 并非只有一票否决权才有可能构成消极控制权，共同的否决权也可能构成“共同的消极控制权”。一票否决权可能构成消极控制权比较容易理解。但有些交易中，否决权由多位投资者共同享有。例如，决议事项须经全体投资者或某轮次投资者所持表决权过半数通过，但任何单一投资者无法达到过半数，无法一票否决。但是两位持股比例较大的投资者联合起来就可以达到过半数，可以共同进行否决。在前述情况下，结合《暂行规定》及其解读和答复，如果两位投资者之间存在特殊关系或联系（如关联关系、共同投资关系等）也有可能构成“共同的消极控制权”。

不过，由于“消极控制权”目前在监管规则上尚缺少界定，实践中反垄断执法机构理解和适用“消极控制权”的具体边界和范围，还有待通过更多的案例来观察。

三、营业额计算中需注意的问题

私募基金的股权投资行为构成经营者集中，并不当然触发经营者集中申报义务，还需分析和判断私募基金以及参与集中的其他经营者及关联主体的营业额是否达到申报标准。

根据《申报标准》第三条，需要进行申报的营业额标准（“营业额门槛”）如下：

- 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；
- 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。

就私募基金而言，关于营业额计算需要注意以下三点：

- 在计算营业额时，不光要计算私募基金和被投资企业自身的营业额，还要计算其如下关联主体的营业额（但不包括其自身和关联主体之间发生的交易的营业额）：
 - (1) 私募基金/被投资企业直接或间接控制的其他经营者；
 - (2) 直接或间接控制私募基金/被投资企业的其他经营者；
 - (3) 第(2)项所指经营者直接或间接控制的其他经营者；
 - (4) 私募基金、被投资企业，以及上述第(1)至(3)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。

- 实践中，一个投资项目的投资者往往不止一个。因此，在计算营业额门槛时，私募基金不能只关注自身和被投资企业及关联主体的营业额是否达到营业额门槛，还应关注同轮次的其他投资人以及前轮次投资人，是否取得了被投资企业的控制权，或者前述投资人与私募基金是否取得了被投资企业的同控制权。如果其他投资人也取得了被投资企业的控制权，或与私募基金一起取得了被投资企业的共提供控制权，则也构成参与集中的经营者，在计算是否达到营业额门槛时，应当将其他投资人及其关联主体的营业额一并纳入计算范围。
- 基金管理公司的营业额计算不同于一般企业，通常应适用《金融业经营者集中申报营业额计算办法》中规定的金融业经营者集中申报营业额的计算标准。即，基金管理公司的营业额要素包括管理费和手续费收入，同时经营者集中申报营业额的计算公式调整为：营业额＝（营业额要素累加－营业税金及附加）×10%。

四、申报后如何处理？

当然，触发经营者集中申报义务并不意味着私募基金的股权投资交易就构成排除、限制竞争的效果，更不意味着交易被亮起了红灯。事实上，私募基金的特性决定了其投资活动一般不会产生排除或限制竞争的效果。如果交易不会产生排除、限制竞争的效果，反垄断执法机构会在初步审查（一般为收到申报材料之日起为期 30 天）后，作出不实施进一步审查的决定，交易可以继续继续进行和完成。从公示的案例来看，绝大多数申报的私募基金股权投资交易，都以不实施进一步审查的决定而结案，即并未阻碍私募基金股权投资交易的进行。

五、不做申报有何后果？

如果私募基金的股权投资行为触发经营者集中申报义务，但未申报，将构成违法实施集中。根据现行《反垄断法》的规定，在前述情况下，会面临以下两个方面的后果：一是禁止实施集中，即反垄断执法机构可以责令停止实施集中、限期处分股份或者资产、限期转让营业以及采取其他必要措施恢复到集中前的状态；二是处以五十万元以下的罚款。实践中，从公示的处罚案例来看，绝大多数违法实施经营者集中如果不具有排除、限制竞争的效果，均只被处以 50 万元以下的罚款，并未被禁止实施集中。

值得关注的是，全国人大常委会于 2021 年 10 月 23 日公布了《反垄断法（修正草案）》（“征求意见稿”）。在征求意见稿中，一方面明确了未经申报违法实施经营者集中，但不具有排除、限制竞争的效果的，只给予罚款处罚，没有禁止实施集中；但另一方面，将前述情况下罚款的最高金额由 50 万元人民币上调至 500 万元人民币，极大地提高了处罚金额。

建议

在整个反垄断监管和执法环境愈加严格的背景下，对于私募基金而言，一方面，需要在股权投资的合规流程中将是否触发经营者集中申报义务纳入考虑和审查范围；另一方面，在投资条款设计方面，尤其是否表决权条款设计方面，应更加仔细地斟酌、取舍和裁剪，尽量避免被认定为取得被投企业的消极控制权。考虑到前述问题专业性，建议私募基金应及时引入和征询专业机构的意见。

^[1] 一则为腾讯控股有限公司、深圳市红杉煜辰股权投资合伙企业（有限合伙）收购广西叫酒网络科技有限公司股权交易案。在该次交易中，广西腾讯和红杉煜辰通过增资和收购股权方式，分别取得酒小二 10%和 6%股权，被反垄断执法机构认定为取得共同控制权，构成未依法申报违法实施经营者集中，但不具有排除、限制竞争的效果，被给予 50 万元人民币罚款。另一则为腾讯与上海华晟领飞股权投资合伙企业（有限合伙）收购北京明略软件系统有限公司股权交易案。在该次交易中，腾讯、领飞分别收购明略数据 13.0208%和 7.81%股权，被反垄断执法机构认定均取得控制权，构成未依法申报违法实施经营者集中，但不具有排除、限制竞争的效果，被给予 50 万元人民币罚款。但在前述两则处罚公告中，均未说明认定相关经营者取得控制权的具体原因和理由。前述两个案件的具体处罚决定参见《市场监管总局发布腾讯控股有限公司、深圳市红杉煜辰股权投资合伙企业（有限合伙）收购广西叫酒网络科技有限公司股权未依法申报违法实施经营者集中案行政处罚决定书》(https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202201/t20220104_338852.html)、《市场监管总局发布腾讯控股有限公司、上海华晟领飞股权投资合伙企业（有限合伙）收购北京明略软件系统有限公司股权未依法申报违法实施经营者集中案行政处罚决定书》(https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202201/t20220104_338841.html)。

^[2] 参见 <https://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/wtjjzajgs/>。

^[3] 参见《反垄断法》第二十二条：经营者集中有下列情形之一的，可以不向国务院反垄断执法机构申报：（一）参与集中的一个经营者拥有其他每个经营者百分之五十以上有表决权的股份或者资产的；（二）参与集中的每个经营者百分之五十以上有表决权的股份或者资产被同一个未参与集中的经营者拥有的。

^[4] 参见《市场监管总局反垄断局主要负责人就<经营者集中审查暂行规定>答记者问》(https://gkml.samr.gov.cn/nsjg/xwxc/202010/t20201027_322668.html)；《健全反垄断审查制度推动经济高质量发展——<经营者集中审查暂行规定>解读》(http://www.gov.cn/zhengce/2020-10/28/content_5555374.htm)。



本文作者为张方（合伙人）、张家瑞，张彬艳对本文亦有贡献。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的全面的研究。