

## 海问观察：私募基金投资涉及的经营集中申报

作者：陶杰 林熙翔

2020年1月6日，国家市场监督管理总局反垄断局（以下简称“市场监管总局”）发布对安博凯直接投资基金JC第四有限合伙（以下简称“安博凯”）收购上海思妍丽实业股份有限公司（以下简称“思妍丽”）股权未依法申报案作出的行政处罚决定（以下简称“安博凯/思妍丽案”）。

就违法事实，根据行政处罚决定和公开渠道的有限信息，安博凯自思妍丽现有股东处受让思妍丽23.53%的股份（以下简称“本次交易”）。本次交易前思妍丽“股权分散，无最终控制人”；本次交易后，市场监管总局认为安博凯取得思妍丽的“控制权”，本次交易构成经营者集中，且由于安博凯和思妍丽的营业额达到法定申报标准，本次交易构成应当申报的情形。本次交易在完成工商变更登记前未取得市场监管总局经营者集中的批准决定，构成未依法申报的情形。经评估，市场监管总局认为该项经营者集中不会产生排除、限制竞争的效果。就行政处罚，市场监管总局对安博凯处以35万元人民币罚款。就调查程序，市场监管总局于2019年6月28日就安博凯/思妍丽案立案调查，于2019年12月20日作出行政处罚决定，调查工作历时约6个月。

根据我们的观察，安博凯/思妍丽案应是中国反垄断执法机构公布的第一宗处罚对象为私募股权基金的未依法申报经营者集中案件。近年来，随着市场参与者合规意识的增强，我们注意到涉及以私募股权基金为交易一方的投资、并购交易的经营者集中申报逐渐增加，特别是对于主流的人民币基金或美元基金而言渐成常态。在市场监管总局加强反垄断执法力度的背景下，安博凯/思妍丽案的出现可能是一个适时和有力的警示。考虑到私募股权基金投资在经营者集中申报方面的一些特殊性，本文将结合过往的申报经验和市场观察，就基金投资人可能关注的常见问题作简要分析和提示，帮助基金投资人就此事宜形成基本的理解，在投资项目的执行和管理过程中作出初步判断。

### 1、少数股权投资需要申报吗？

这是一个经常提及的问题。股权比例并非判断是否触发经营者集中申报义务的唯一考虑因素，少数股权投资是否需要申报，取决于基金投资人是否取得目标公司的“控制权”，以及基金投资人和其他“参与集中的经营者”的营业额是否达到法定的申报标准，如同时符合前述两项条件且不存在豁免申报情形的，则少数股权投资构成一项需要申报的“经营者集中”。未经批准，不得实施集中。

就何为取得“控制权”，反垄断执法机构在经营者集中审查的执法实践中已形成相对成熟的理解，为指引之目的亦提供了若干考虑因素。核心的判断标准是基于交易文件和公司治理文件，投资人是否在公司治理层面取得就目标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。如果投资人仅在公司治理层面取得惯常的小股东保护权利（例如取得就章程修订、注册资本增减和合并清算分立等事项的一票否决权），则通常不会被认为取得目标公司的“控制权”；但是，如果投资人就目标公司的高级管理人员任免、财务预算和经营计划等日常经营管理事项或者战略决策事项取得一票否决权，则通常会被认为取得目标公司的“控制权”，进而与目标公司的创始股东（通常投资中其就目标公司的控制权均会得以维持）和/或同一轮次的其他取得“控制权”的投资人形成就目标公司的“共同控制”。为避免被认定为“共同控制”，一些投资人会考虑避免在惯常的投资者权利保留条款/保护性条款中，要求就日常经营管理事项具有一票否决权，或者考虑通过公司治理条款上的机制设计，与其他同一轮次或者优先股的投资人联合就特定日常经营管理事项具有一票否决权（换言之，就特定投资者而言，不享有一票否决权）。

就法定的申报标准，根据适用规则，达到以下申报标准之一的经营者集中必须进行事前申报：（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；或者（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（合称“营业额标准”）。

就何为“参与集中的经营者”，是各种交易结构项下分析申报义务的重点。作为一般性的原则，（1）就合并交易而言，指合并双方；（2）就新设合营企业而言，指取得合营企业“控制权”的各方；（3）就并购或投资交易而言，指目标公司和取得目标公司“控制权”的一方或多方。

此外，就何种交易需要申报，一些常见误区还包括：

只有构成或可能构成“垄断”的投资或并购交易才需要申报？是否触发申报义务和一项交易是否具有排除或限制竞争的影响（以下简称“竞争关注”）是两个不同问题。如达到第1题所列标准，则需要向市场监管总局申报，市场监管总局将评估特定交易是否存在竞争关注。

只有涉及相同行业或者具有纵向关系行业的投资或并购交易才需要申报？不是一个判断是否需要申报的考虑因素；但是，不涉及相同行业和纵向关系行业的“混合并购”通常不会有显著的竞争关注，亦有利于较快地通过审查。根据观察，私募基金作为申报人的案件中“混合并购”的情形不在少数。

只有交易各方涉及中国境内企业的情形才需要申报？只要构成一项“经营者集中”，且交易各方的营业额（测试指标包括中国境内营业额和全球营业额）达到营业额标准即需要申报。换言之，适用规则的着眼点不在于交易各方的住所地，而在于交易各方在中国境内的营业额和/或全球的营业额是否达到一定的门槛，以此参数评估相关交易的规模以及就中国市场的潜在影响，进而将其纳入监管范畴。

设立合营企业不需要申报？需要视具体情形分析：如果新设合营企业中，有两个或以上的合营方就合营企业具有“控制权”，则构成一项“经营者集中”；如果具有“控制权”的合营方的营业额达到法定营业额标准，则需要申报。

## 2、私募投资基金的营业额如何计算？

应当追溯至基金的最终控制人，将其具有“控制权”的所有主体的营业额计算在内，以此为基础测算是否达到营业额标准。作为一般性的参考：

计算基金直接或间接控制的其他主体的营业额时，应将其具有“控制权”的 portfolio companies（以下简称“被投资企业”）的营业额计算在内；

计算直接或间接控制基金的其他经营者的营业额时，应穿透基金的普通合伙人（或者，根据基金的治理文件就基金具有“控制权”的主体），追溯至最终控制人层面，计算控制的所有实体的合计营业额。

此外，就营业额如何计算，一些常见误区和疑问还包括：

如何理解上一会计年度营业额中的“上一会计年度”？以签署集中协议之日为基准确定上一会计年度；

计算营业额时，是否需要划分行业，与交易不相关的业务营业额是否需要计算？不需要划分行业，均需纳入计算；

如何理解“中国境内的营业额”？以买方所在地为标准计算参与集中的经营者中国境内产生的营业额。

## 3、可以适用简易程序吗？

这是确定触发申报义务后投资人最为关注的问题。是否能够适用简易程序，取决于“参与集中的经营者”（包括私募基金投资人、目标公司和其他取得

目标公司“控制权”的相关方）在相关市场的市场份额。

经营者集中申报和审查通常是影响交易时间表的重要因素，如能适用简易程序，将相对显著地减少审批时间，提高拟议投资或收购的确定性。我们欣喜地注意到，近年来市场监管总局的审批提速，不少申报案件自提交申报之日起1-2个月左右即取得经营者集中的批准决定；而适用普通程序的案件，如无实质的竞争关注，自提交申报之日通常4-6个月之内亦可取得批准决定。

#### 4、执法机构审查中重点关注哪些内容？

是否存在竞争关注。经营者集中审查工作的方法论是首先界定拟议交易的“相关市场”，其次是考察相关市场中参与集中的经营者的市场地位，评估拟议交易就相关市场的竞争方面的影响。作为界定拟议交易的相关市场的起点，执法机构主要关注私募基金投资人及其控制的被投企业与目标公司的业务之间是否存在横向重合或者纵向关系：（1）如存在横向重合，则执法机构会关注私募基金投资人通过拟议交易所增加的相关市场的市场份额是否会引起实质的竞争关注；（2）如存在纵向关系，则执法机构会关注拟议交易是否会引起封锁效应（即参与集中一方在上游具有市场优势地位，在与下游的目标公司集中之后，其利用优势地位在下游市场产生排除竞争的效应；反之亦然）。

过去三年是否存在未依法申报的情形。申报文件要求申报人及其关联方需披露过往三年在相关市场是否存在经营者集中的情形。执法机构会进一步关注申报人及其关联方的相关经营者集中是否依法申报；如存在未依法申报的情形，反垄断局监察执法处可能会介入调查，就正在进行中的申报进程也可能会带来不利影响。此外，就我们所知，“过去存在未依法申报的情形”是简易案件在立案后的10天公示期间内，第三方投诉举报的主要问题之一。

#### 5、未依法申报的法律后果严重吗？

反垄断执法机构可以采取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（以下合称“撤销交易”），可以处五十万元以下的罚款。就目前反垄断执法机构公开的未依法申报处罚先例来看，尚未有处以撤销交易处罚的情形，而是均处五十万元以下的罚款（根据违法实施集中之后是否主动书面报告、调查过程中是否承认违法并能够配合调查等因素量罚，罚款金额在15万元至40万元不等）。

与此相关的常见问题还包括：

如何理解未依法申报“实施”集中？未依法申报实施集中，又称“抢跑”。从反垄断执法机构公开的未依法申报处罚先例来看，工商变更登记并不是判断“实施”集中的唯一标准，取得目标公司的“经营管理权”亦可能被认定“实施”集中。此外，实务中交易相关方进行竞争敏感信息的交换或者进行业务协同，亦存在被认定为“抢跑”的风险。

是否有追溯时效？根据《行政处罚法》，违法行为在2年内未被发现的，不再给予行政处罚。法律另有规定的除外。前款规定的期限，从违法行为发生之日起计算；违法行为有连续或者继续状态的，从行为终了之日起计算。从反垄断执法机构公开的未依法申报处罚先例来看，部分先例在交易交割超过2年以后被立案调查和处罚的情形。我们理解，执法机构作出处罚的理由应是基于未依法集中的违法行为处于“连续或者继续状态”。

此外，提示关注的是，2020年1月2日，国家市场监督管理总局公布的《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》中，将违法实施集中的罚款金额提高至经营者“上一年度销售额百分之十”。就此事宜的简要分析，请见海问观察：《反垄断法》修订草案公开征求意见。

## 6、合规建议

从具体投资项目实施的角度，建议结合具体项目中的商业诉求（包括项目执行周期的诉求）以及相关各方的营业额数据，合理拟定交易文件中的投资者的权利保留条款/保护性条款以及公司治理方面的其他安排。如经评估涉及经营者集中申报的，在外部律师的协助下，协调目标公司提供相关信息和数据，尽快启动申报工作。

从内部管理流程优化的角度，建议（1）建立可执行的“控制权”标准（适当考虑各主要司法辖区的标准），结合交易文件中规定的投资者在被投资企业公司治理方面的权利，系统梳理和不时更新基金“控制的”被投资企业列表；（2）定期统计基金“控制的”被投资企业的主要业务、按年度的国别营业额数据。前述管理流程，对从事跨境交易和/或控制权交易的私募投资基金而言，一方面，有助于提取基金在特定司法辖区的营业额数据（基金“控制的”被投资企业的营业额应当计入基金的营业额），在评估特定项目是否涉及相关司法辖区的申报义务时作出较为快捷的判断，另一方面，在涉及申报的情形下，提取相关信息以分析基金被投资企业与目标公司的业务关系并进行竞争分析，同时确保向同一执法机构前后提交的申报文件或者向各司法辖区提交的申报文件中被企业信息的一致性。

从投后管理运作合规的角度，由于私募基金于特定时期会专注于重点“赛道”，进行投资布局，因此，基金投资人或其委派至被投资企业的董事（如有）可能有机会获取同一“赛道”被投资企业的业务信息甚至参与经营决策。建议考虑设置“防火墙”，避免基金投资人协同作为竞争者的被投资企业（或者作为竞争者的被投资企业以基金投资人作为平台），进行竞争敏感信息（定价、产量、客户清单、投标方案、业务扩张/收缩计划、研发项目/策略等）的交流，甚至达成合谋和实施反垄断法所禁止的业务协同。

2020-03-25