

存量基础设施项目并购法律风险及防范

朱昶

上海数据集团有限公司

DOI:10.12238/ej.v7i3.1421

[摘要] 存量基础设施项目投融资模式多采用PPP模式、特许经营模式、BT模式等方式,项目设施一般属于公共或公益性基础设施,采用资产并购方式存在较大障碍,根据项目特点,采取股权并购(包括股权直投、基金等)方式更符合各方诉求,交易结构更加简便灵活,本文主要论述股权并购方式下的各项法律风险及防范措施。

[关键词] 存量基础设施项目; 股权并购; 法律风险及防范措施

中图分类号: X820.4 文献标识码: A

Legal Risks and Prevention Measures in Mergers and Acquisitions of Existing Infrastructure Projects

Chang Zhu

Shanghai Data Group Co.,Ltd

[Abstract] The financing and investment models for existing infrastructure projects often involve PPP models, concession operations, BT models, and other approaches. The facilities involved in these projects generally belong to public or public welfare infrastructure. However, using asset acquisitions as a means of investment presents significant obstacles. Considering the characteristics of these projects, adopting equity mergers and acquisitions (including direct equity investment, funds, etc.) better aligns with the various parties' demands and offers a more simplified and flexible transaction structure. This paper primarily discusses the legal risks and prevention measures associated with equity mergers and acquisitions.

[Key words] Existing infrastructure projects; equity mergers and acquisitions; legal risks; prevention measures

引言

本文主要对存量基础设施项目下股权并购方式所面临的法律风险及其防范措施进行了深入的探讨和分析。文章论述了股权并购在存量基础设施项目中所具有的优势,并对股权并购方式下的各项法律风险进行了分析,并提出了一系列有效的防范措施。本文的研究旨在为存量基础设施项目的股权并购提供法律保障和相关建议,推动相关领域持续健康发展。

1 一般股权并购的风险及防范

1.1 股权并购相关风险

基础设施投资通常会设立的项目公司进行投融资及项目管理,一般以有限责任公司的方式设立,因此,股权并购需要遵循公司并购交易的基本规则。针对一般并购项目需要关注的事项和风险,比如目标公司的基本情况和业务经营状况、股权转让的内外决策程序是否完备、涉及上市公司或者外资并购的特殊监管要求等进行有效的识别与防范。

1.1.1 关注目标公司的基本情况和业务经营状况

包括目标公司的业务经营资质(资格、许可、批复等)是否合法合规取得并持续有效;目标公司的财务和税务状况、固定资产和其它重大资产、债权债务情况、劳动人事情况、是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等;拟收购股权是否存在权利瑕疵(如转让方出资义务履行不当)、权利限制(股权被质押等),项目公司是否存在违约、侵权,以及其他遗漏的应付款或债务。

1.1.2 关注股权转让的内外决策程序是否完备

包括有限公司股东在其股权转让时,其他股东同意权和优先购买权的处理。对于涉及企业国有产权转让的,还需要关注国有产权交易程序的合规性问题,按照国资监管要求,转让方应当履行法定的内部决策程序、外部审批程序和清产核资、审计及资产评估程序,在收购方为国有企业,且满足监管要求的前提下,可以采用协议转让方式。

1.1.3 关注涉及上市公司的并购

应当符合《上市公司收购管理办法》、《上市公司重大资产

重组管理办法》等文件的规定,遵循上市公司并购的决策和审批程序,并注重做好信息披露工作项目公司是否存在重大债务;对于涉及外资并购的项目,应当关注项目核准和备案手续的完备性、是否通过外商投资行业准入审查、是否通过国家安全审查(如有)、外汇管理手续等。

1.2 风险防范

1.2.1 并购前开展尽职调查

在准备并购前,必须对项目公司进行必要的尽职调查,全面了解项目公司存在的各类风险,如税务、债务等,减少收购后的对公司经营的不确定性,并为协商交易条件和确定价格提供参考。

需要注意的是,对于项目公司股权转让而言,应确保受让方充分知悉公司资产及经营状况,为避免类似风险,转让方应充分向受让方披露公司资产与经营情况。在尽调环节中,应确保如实、全面向对方提供《尽调清单》所要求的公司资料,并在后续签署协议、交割股权时以之前的尽调结果为披露依据,再将该披露依据写入尽调报告、股转协议、交割确认函等文件,要求对方签署确认,认可该卖方披露之全面性、真实性。

1.2.2 合理设计股权转让协议条款

为尽量降低隐性债务的风险,股权转让协议中的常见条款主要有价款的分期支付、股权转让方的陈述与保证、违约责任、解除合同以及争议解决。例如,在股转合同中,强化转让方对目标公司债务情况的披露责任,并约定:如转让方未披露或未完整披露目标公司负债的,应对受让方承担损害赔偿责任。同时,还可以在合同中约定,隐性债务应赔偿部分可以在未付款中等额抵扣,也可以约定该种条件下受让方享有不安抗辩权等等。

1.2.3 第三方担保

要求股权转让方的集团公司或具有相应担保能力的第三方出具担保文件,由其与股权转让方就其隐性债务承担连带责任,以降低在股权并购中的隐性以及或有债务风险。

2 PPP模式项目并购的风险及防范

以PPP项目为例,在财政部和发改委系列监管要求下,项目本身合法合规性需要首先关注,其次是关注项目交易文件中对锁定期、受让方资格等限制性条件,第三是关注PPP项目自身的回报机制、退出机制,第四是项目贷款合同等系列合同的妥善处置,第五是根据项目不同阶段选择合规方式承接施工或者运营,实现投资人的产业协同。

2.1 项目主体的适格性

按照财政部文件要求,有权作为PPP项目政府方的政府层级必须是县级(含)以上人民政府,实践中,通常会遇到管委会等机构作为实施机构的情况,对其是否具备PPP项目主体资格,应当根据管委会的行政级别、是否具备完整的行政授权、是否具

备独立的财权等方面综合进行判断。如果是由国有企业或融资平台公司担任项目实施机构的,显然是不符合规定的行为。对于PPP项目的社会资本方,除应满足法律法规、招标文件对于中标人的要求之外,按照财政部相关政策性文件规定,禁止地方政府融资平台公司作为社会资本方参与PPP项目,也是实践中应当注意的事项。

在评估PPP项目时,应当着重关注项目的程序合法性。PPP项目的标准操作流程包括识别、准备、采购、执行和移交。因此,在项目初期,必须严格审查项目的立项审批和国有资产审批是否完全符合法规要求。具体来说,对于新建、改扩建项目,需要确认是否已经完成了相应的立项审批手续。针对涉及国有产权权益转移的存量项目,还需确保是否按规定进行了国有资产审批和评估手续。此外,还需要验证PPP项目的实施方案和两评是否均已完成,并获得了相关部门的审批,项目是否已纳入财政部的综合信息平台管理库。对于传统基础设施领域的PPP项目,还需确认是否已列入发改委的传统基础设施PPP项目库。最后,还需审查社会资本采购程序是否完全符合法规要求。所有这些程序合法性的审查都是评估PPP项目时的关键因素。

另外,交易模式和内容的合规性也需要重点关注,需要结合很多方面综合进行判断。通常是根据财政部、国家发改委相关政策性文件的规定来判断项目是否合规,主要内容包括:(1)项目是否适宜采用PPP模式实施;(2)项目是否建立了按效付费机制;(3)是否符合规范运作要求;(4)是否构成政府违法违规举债担保。此外,财政部还要求加强项目规范管理,对于不符合项目规范的项目,有关部门应进行及时清理,或将其限期整改。涉及增加地方政府隐性债务的应第一时间提报相关部门,及时处置。

2.2 关注项目交易文件中对锁定期、受让方资格等限制性条件

PPP项目中政府方为防止社会投资人片面追求施工利润等短期利益、异化投资行为,进而影响PPP项目所提供服务的稳定性和一致性,往往会在PPP合同中设置股权转让的锁定期,并对股权锁定期之外社会资本的股权转让设置受让方的资格能力要求等条件,这些限制性的条件往往会对后续的项目并购造成一定的障碍,应当提前予以考虑。根据实操经验,建设期并购方以满足项目招标阶段投资人资格预审等相关要求为宜,较容易获得政府方的认可。

2.3 关注项目回报机制、退出机制风险

通常并购交易本身一般很难变更原有PPP项目合同中的相关约定,而项目公司的回报机制、股东分红机制和退出机制等相关安排事关并购方的预期投资收益。使用者付费为主项目中,重点关注项目公司使用者收费是否有明确审批或授权,政府付

费为主项目中，重点关注政府付费/补助的计算公式和支付节点等。在并购方角度，作为项目公司股东，一般是通过利润分配方式获取收益，因此，还应当关注项目公司的分红机制，包括董事会、股东会的仪式表决一致，确保分红方案在程序上没有障碍，此外还要关注运营期的项目公司是否可以通过减资、股东借款等方式盘活沉淀资金，以合规渠道盘活资金，更好地实现投资收益。

2.4 项目贷款合同等系列合同的处置风险

理论上讲采取股权并购模式时，并不会变更项目公司作为放贷对象的角色，也未改变融资机构与项目公司之间的贷款合同关系。但实践中，融资机构在贷前审批时除对项目本身进行评估外，还会将社会资本股东的资信能力和企业属性（通常顺序为：央企>地方国企>外企>民企）作为评审对象，在放贷前会以项目资产抵押或收益权质押作为前置条件，且有可能会要求社会资本股东提供担保、股权质押等增信措施。另外，很多融资机构还会在PPP合同中设置对于项目的介入权，以保证其融资资金的安全性。因此，在并购前积极与融资方沟通，了解其对并购的态度和需求，也是完成交易方案的重要组成部分。

2.5 选择合规方式承接施工或者运营

如何对建设期内的并购后，施工合同进行处置，我们认为首先应当确定原施工合同是继续履行还是终止。若并购方同为施工企业，且存在获取剩余施工份额的需求，实践中，往往会将原施工合同终止作为并购条件之一，此时，建议对施工进度，工程款的结算和支付，施工界面和质量的划分进行明确约定，避免未来的纠纷。另外，原合同终止后，具备施工资质的并购方成为项目公司股东后，能否直接承接剩余工程的施工任务呢？实际上，对于项目执行过程中通过股转等方式成为项目公司股东的投资人而言，实际上并没有经过施工的竞争阶段，因此直接承接剩余工程的施工任务显然还是缺乏法律依据的，严格来讲对于剩余工程的施工部分应当根据工程内容，重新履行施工招标程序，运营单位的进入同理。考虑到关联交易的不确定风险，从稳妥角度考虑，先通过施工招标成为中选施工承包商，再完成股权并购交易，对并购方可能更为安全。

3 多元化融资手段涉及的风险及防范措施

基础设施投资项目的顺利实施有赖于投资人自身的资金和融资能力，在保障项目合规运作的前提下，运用好多元化、规范化、灵活化的融资手段，引入财务投资人，解决项目的资金缺口，实现原投资人退出是推进项目实施、健全完善国内PPP市场的有力保障。国家发改委、财政部国办函〔2023〕115号文鼓励符合条件的国有企业通过特许经营模式规范参与盘活存量资产，形成投资良性循环。

3.1 股权融资方式

本文系研讨存量基础设施的并购，此处仅介绍在实施阶段，项目公司设立后，重新引入股权融资方的合规性风险及应对措施。

对于未参与联合体投标的股权融资方，在项目公司设立阶段以股东身份入股的，在现行政策法规下，可能被认定为“第三方代持”的违规行为。从有利于项目推进的角度，股权融资方的加入既不影响原中标社会资本方继续实际承担项目投资建设运营责任，又可通过股权融资方的真实出资提高项目的整体抗风险能力，该操作路径涉及的关键在于如何确保股权融资方具备一定履约能力，且得到政府方的认可。

在政府方完成一次招标的前提下，由社会资本方引入股权融资方，从合规角度，需满足以下条件：（1）在招标文件中明确允许在招标完成后为股权融资目的引入股权融资方；（2）在联合体协议中明确各方对项目公司的持股比例；（3）在投标文件中对为股权融资引入股权融资方的方案进行说明；（4）股权融资方须报经政府方实施机构书面认可。

3.2 基金方式

近年来，私募基金和PPP项目的结合受到了广泛关注，但在缺乏专门立法的情况下，投资过程中存在诸多合规性问题。特别是在将私募基金引入存量基础设施投资时，期限不匹配成为了主要挑战。对于私募基金是否允许在中标后进行二次募资，引入新的投资者，取决于相关的招标文件、项目合同等文件要求。此外，证监会和中基协针对二次募资也进行了相关规定。

证监会证券基金机构监管部在其内部刊物上发布的“《资管细则》适用问题解答（三）”中规定：“运作已满一年并且业绩良好、未出现违约风险的封闭式私募集合资产管理计划，在全体投资者一致同意的情形下，可以扩大募集规模，既允许原有投资者认购新的资产管理计划份额，也允许新的投资者参与，但不得允许投资者提前退出，每次开放扩募的时间间隔不少于一年”，“以有限合伙企业形式设立的私募股权投资基金参照前述要求执行”。此前网传的新版《私募投资基金备案须知》规定：“私募股权投资基金（含创业投资基金，下同）和私募资产配置基金应当封闭运作，备案完成后不得开放/申购（认缴）与赎回（退出）。针对认缴规模不低于5亿元且备案时完成30%实缴出资的前述私募投资基金，经全体投资者一致同意或经全体投资者认可的决策机制决策通过，可增设不超过12个月的后续募集期。”

综上，若满足特定的前提条件，成功的私募基金管理人在满足特定前置要求时，如认缴规模、决策体系和增资形式等，即可开展额外的融资活动。特别要注意的是，增资形式通常需要规避“资金池”业务，即只允许新资金流入，禁止已有资金的流出。招标文件条目和合同条款等文件涵盖条件是否满足的条款，监管政策需进一步明确。作为基金管理人，需要妥善设计基金结构，

在基金设立文件以及项目交易文件中妥善安排相应的风险管理措施。

3.3 资产证券化及REITs方式

在当前众多PPP项目完成建设并进入稳定运营阶段这一背景下,深入探讨如何通过PPP与REITs的有机结合,或者PPP、ABS与REITs的有效结合,以实现存量资产的有效盘活和可持续投资循环的构建,具有深远的现实意义。证监会、国家发改委联合发布的《关于推进基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)试点相关工作的通知》(证监发〔2020〕40号,以下简称“《通知》”),以及出台的《公开募集基础设施证券投资基金指引(试行)》(征求意见稿)(以下简称“《指引》”)给予了政策方向,明确要求在基础设施领域推进不动产投资信托基金(以下简称基础设施公募REITs或公募REITs)试点工作,也代表着境内基础设施公募REITs试点正式起步。从实操角度,需要关注以下问题:

(1)基础设施REITs所投向的PPP项目应满足特定条件,如运营满3年,且以使用者付费为主的项目;(2)需关注基础设施REITs底层资产的合规性和权属关系,试点项目必须拥有明确的产权,依法依规进行项目投资管理,规划、环评、用地等手续均已履行并经竣工验收。(3)基础设施REITs能否覆盖PPP项目的债务性融资存在不确定性。根据《指引》规定,基础设施基金80%以上基金资产需要通过股权方式投入基础设施项目公司,直接或间接对外借款总额不得超过基金资产的20%,且借款用途限于基础设施项目维修、改造等;(4)基础设施基金收购PPP项目股权存在的问题(前文已涉及到相关约束条件)。(5)REITs后如何保持PPP项目的稳定运营。基金管理人也必须承担起项目运营管理等责任。因此,建议成立专业的子公司进行运营并逐步提升运营管理水平,对特定领域或专业性强、管理需求高的PPP项目如机场轨交、垃圾和污水处理等项目建议委托给三方专业机构进行运营管理。

4 目标公司管理风险与防范

根据并购常见的交易模式,投资人在控股或者参股的不同情况下,如何处理政企合资关系、新旧股东关系、项目管理人员关系,需要合理设计项目公司治理结构,以实现对项目公司的有效管理,确保项目持续稳定的建设和运营,维护自身的合法权益。本文重点介绍国有企业参与并购、成立合资企业的监管及风险防范。

4.1 国有企业股权管理的监管要求

近年来,国资委及地方国资委不断建立违规经营投资责任追究制度,相关规范包括《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》、《中央企业违规经营投资责任追究实施办法(试行)》、《上海市市属国有企业违规经营投资责任追究实施办法(试行)》,国资监管机构对股权管理的责任追究

情形,包括公司章程等法律文件中不得存在有损国有权益的条款,致使对标的企业管理失控,未按有关工作方案开展整合,致使对标的企业管理失控,未行使相应股东权利,发生重大变化未及时采取止损措施等等。

国有企业对参股企业的股权管理的合规性要求包括:(1)依法履行股东职责:按照公司法等法律法规规定,依据公司章程约定,向参股企业选派国有股东代表、董事监事或重要岗位人员,有效行使股东权利,避免“只投不管”;加强对选派人员的管理,进行定期轮换;在参股企业章程、议事规则等制度文件中,可结合实际明确对特定事项的否决权等条款,以维护国有股东权益。(2)参股投资回报:定期对参股的国有权益进行清查,核实分析参股收益和增减变动等情况。合理运用增持、减持或退出等方式加强价值管理,不断提高国有资本配置效率。对满5年未分红、长期亏损或非持续经营的参股企业股权,要进行价值评估,属于低效无效的要尽快处置,属于战略性持有或者培育期的要强化跟踪管理。(3)财务监管:加强运行监测,及时掌握参股企业财务数据和经营情况,发现异常要深入剖析原因,及时采取应对措施防范风险。(4)领导人员兼职管理:一般不越级兼职,不兼“挂名”职务。确需兼职的,按照管理权限审批,且不得在兼职企业领取工资、奖金、津贴等任何形式的报酬和获取其他额外利益;任期届满连任的,应重新报批。参股经营投资主体及其各级控股股东领导人员亲属在参股企业关键岗位任职,应参照企业领导人员任职回避有关规定执行。

4.2 合资的法律风险

主要包括基于所有权与经营权(控制权)相分离的内部人控制风险,当个别股东、董事间矛盾激化,股东会、董事会等公司机关无法正常运作,决策僵局随之而来。另一方面,合资公司“假公章”事件频发,对正常经营造成干扰。此外,合资公司非经营性巨额负债,导致国有股东的有限责任被突破,潜在风险一触即发。

绝对控制权	相对控制权	安全控制权	上市公司要约收购线	临时会议权	重大股权变动警示线	临时提案权	代位诉讼权
66.67%	51%	34%	30%	10%	5%	3%	1%

首先,应当合理设置持股比例,依据《公司法》,保障国有股权对公司治理结构的影响。其次,在合资协议中,设置“知情权”、“限制处分权”、“优先认购权”、“优先出售权”、“平等投资权”、“反稀释条款”、“回购权”等国有权益保护条款。再次,章程管理上,要严格限制对外投资、对外担保和债务加入的批准权限,明确公司账册的保管责任主体,严格控制合资公司的增资、对外投资行为。最后,在公章管理上,必须保证公司印章的唯一性,制定严格的用印、刻印审批流程,切勿同时刻印或允许他人刻印

公司印章,尽可能要求交易相对方的法定代表人签字,严格管理办公场所,轻易不更换公章。

5 结语

基础设施资产市场目前已经出现增速放缓和存量巨大这两大现象,同时国家在政策层面又鼓励与支持盘活现有的存量基础设施资产。股权并购凭其交易架构简洁,各方权利与义务明确,容易为监管方、政府方、被收购方所接受,在存量基础设施项目的并购交易中具有独特的优势。如本文所述,存量基础设施并购既要遵循一般项目并购的规则,又要充分考虑基础设施投融资模式的特殊情况,要根据项目自身投融资需求,进行个性化的设计,从而降低交易风险,保障投资安全,有效地盘活存量基础设施资产。

[参考文献]

- [1]周月萍,樊晓丽,叶华军.片区综合开发PPP项目的困境破解路径[J].中国建筑装饰装修,2018,(06):102-104.
- [2]刘俊海.论合伙型私募基金有限合伙人的退伙财产请求权——合伙企业法和投资基金法的不同维度[J].政治与法律,2021,(06):97.

[3]梁轶.股权收购中隐形债务的可控性——如何防范未披露的潜在保证责任[J].中国律师,2013,(12):64-66.

[4]马宇,关凯.基础设施REITs新规对PPP项目的适应性初探[J].西北水电,2020,(05):116-118.

[5]周兰萍,陈芳.《PPP与REITs如何进行具体结合?》[J].《中国财经报》,2020,(5):21.

[6]关于中央企业加强参股管理有关事项的通知[C]//中国企业改革与发展研究会.中国企业改革发展2020蓝皮书.中国商务出版社(China Commerce and Trade Press),2020:3.

[7]崔敏,王婧,黄丽雅,等.我国交通基础设施领域投融资困境与REITs探索[J].公路,2022,67(01):291-294.

[8]孙慧,林羽洁,范志清.中国基础设施REITs监管困境及多元监管体系研究[J].天津大学学报(社会科学版),2022,24(01):22-31.

作者简介:

朱昶(1989—),男,汉族,上海市杨浦区人,硕士研究生,中级经济师,研究方向:企业合规、企业法务、企业风险控制。