

简析《关于外国投资者并购境内企业的规定》及其对外资并购、红筹上市的若干影响 PDF转换可能丢失图片或格式，建议阅读原文

https://www.100test.com/kao_ti2020/480/2021_2022__E7_AE_80_E6_9E_90_E3_80_8A_E5_c122_480274.htm 2006年8月8日，国务院六部委联合发布了《关于外国投资者并购境内企业的规定》（以下简称“新规则”），对原有的并购办法做了较大的调整和补充。笔者根据对条文的解读，结合新旧规定的比较，就新规则对外资并购、红筹上市的若干影响做一简要分析。根据外资收购境内企业时支付方式的不同，可将外资并购分为现金并购和换股并购两大类。

一、现金并购

1、现金并购一（并购各方无关联关系）对无关联关系的外资并购，除下文所提，在新规则下基本没有变化。新规则加强了对于外资并购所引发的国家经济安全、垄断等问题的审查：（1）增设了关于保障国家经济安全的特别规定（第12条）。外资并购如涉及重点行业、存在影响或可能影响国家经济安全因素或者导致拥有驰名商标或中华老字号的境内企业实际控制权转移的，当事人应就此向商务部进行申报。（2）专设第5章“反垄断审查”。新规则对并购导致的反垄断审查仍沿用旧规则的相关内容。（注：以上变化同样适用于下述其他并购模式）

2、现金并购二（并购各方存在关联关系）对存在关联关系的外资并购，新规则明确了相关审批权限一律上收至商务部。（第11条，“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批。”）新规则还对该类型的外资并购当事人增设了信息披露义务。（第15条，“并购当事人应对

并购各方是否存在关联关系进行说明，如果有两方属于同一个实际控制人，则当事人应向审批机关披露其实际控制人，并就并购目的和评估结果是否符合市场公允价值进行解释。当事人不得以信托、代持或以其他方式规避前述要求。”) 二、换股并购从第27、28条的规定理解，新规则下的换股并购的方式，仅限于两类：(1) 境外上市公司并购境内公司；(2) 特殊目的公司并购境内公司。

1、换股并购一（境外上市公司并购境内公司）关于审批部门。境外上市公司采用换股方式并购境内公司时，需经商务部审批，但无需取得证监会的批准。关于交易时间的控制。审批机关对并购后颁发的批准证书、营业执照及外汇登记证都将做加注处理，限定并购双方在6个月内完成换股并购，否则加注批文到期后自动失效，境内公司股权结构回复到并购前的状态。对在指定期限内完成换股并购的，则按照境外投资开办企业的相关规定处理，即由境内公司或其股东就其持有境外公司股权事项，向商务部、外汇管理机关申请办理境外投资开办企业核准、登记手续。经核准后，境内公司或其股东领取中国企业境外投资批准证书，并换领无加注的批准证书、营业执照及外汇登记证。尽管从审批环节上，上述安排比现金并购模式多了一道关于境外投资开办企业的审批环节，似乎增加了更多的不确定性。但考虑到，该并购安排的整体方案已在申请换股并购阶段经过了商务部的初步审批，因此，后阶段的审批似乎带有更多的变更登记色彩。

2、换股并购二（特殊目的公司并购境内公司）新规则的第4章第3节是对于特殊目的公司的特别规定。(1) 关于“特殊目的公司”的定义 国家外汇管理局《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资

外汇管理有关问题的通知》（75号文）中的“特殊目的公司”，是指境内居民法人或境内居民自然人以其持有的境内企业资产或权益在境外进行股权融资（包括可转换债融资）为目的而直接设立或间接控制的境外企业。新规则中的“特殊目的公司”，是指中国境内公司或自然人为实现以其实际拥有的境内公司权益在境外上市而直接或间接控制的境外公司。两个定义相比较可以看出，新规则下的特殊目的公司较75号文的范围更为狭窄。从中引申出的结论是：非以境外上市为目的设立的特殊目的公司（75号文的定义）不得以换股方式并购境内公司。换言之，仅以私募为目的设立的特殊目的公司不得以换股方式并购境内公司。（2）关于审批部门。同上文所提的现金并购二一样，以境外上市为目的的特殊目的公司（新规则的定义）以换股方式并购境内公司，一律报商务部审批。所不同的是，该方式下增设了证监会的审批要求（第40、45条）。当商务部对文件初审同意后，出具原则批复函，境内公司凭该批复函向证监会报送申请上市的文件。证监会于20个工作日内决定是否核准。（3）关于交易时间的控制，换股并购二与换股并购一基本相同。但考虑到境外上市的需要，并购期限延长到了一年。（4）关于审批程序和环节。换股并购二比换股并购一更为复杂：A. 设立阶段：境内公司在境外设立特殊目的公司，应按照《关于境外投资开办企业核准事项的规定》向商务部申请办理核准手续，并办理境外投资外汇登记；B. 换股并购阶段：商务部初审；证监会核准。并购导致特殊目的公司股权等事项变更的，持有特殊目的公司股权的境内公司或自然人，向商务部办理境外投资开办企业变更核准手续，并向所在地外汇管理机关申请办

理境外投资外汇登记变更；C. 境外上市完成后：境内公司应自境外公司完成境外上市之日起30日内，向商务部报告境外上市情况和融资收入调回计划，并申请换发无加注的批准证书。同时，向证监会报告境外上市情况并提供相关的备案文件。境内公司还应向外汇管理机关报送融资收入调回计划，由外汇管理机关监督实施。境内公司取得无加注的批准证书后，应在30日内向登记管理机关、外汇管理机关申请换发无加注的营业执照、外汇登记证。

三、新规则对“红筹上市”的影响

1、对现有模式的影响

根据本文的分类标准，目前普遍采用的红筹上市模式，属于现金并购二（并购各方存在关联关系）。因此，新规则产生的影响二：（1）审批权限一律划归商务部；（2）增设了对并购各方的信息披露要求。具体分析上述变化，笔者认为这些影响是相当有限的：从审批权限看，原有的一些外资并购可能本身就划归商务部审批，因此基本没有影响；对于原来由省商务厅审批，现改由商务部审批的项目，由于第25条的存在，即对审批机关审批期限限定在30日之内，因此影响也不大。就新设的信息披露要求而言，实质上也不能算是新规定。原有法律框架下，对信息披露的要求其实已经通过外汇管理方面的相关规定得以实现：境内居民个人、境内居民法人依据75号文办理境外投资外汇登记时，就有义务向外汇主管部门详细说明境内企业基本情况、境外特殊目的公司的股权结构以及境外融资安排等内容。此次的变化，无非是增加了并购当事人需要在外资并购时向商务部门同时披露关联信息的义务。

2、在新规则下，现有红筹上市模式是否需要获得证监会的审批？

（1）目前在没有相关细则出台的背景下，对于该问题的理解，业内也

存在一定的争议。其焦点主要集中在，新规则的第40条明确规定，“特殊目的公司境外上市交易，应经国务院证券监督管理机构批准。”因此，有相当多的人认为，现有红筹上市模式在新规则下，必须取得证监会的批准。但通过对新规则整体结构，及相关条文的前后联系分析，笔者并不赞同上述观点。原因如下：一、现有的以现金并购为手段的红筹上市模式，并不属于第4章“外国投资者以股权作为支付手段并购境内公司”所应当规范的范围，故整个第4章不适用现有模式；二、第40条的位置出现在第4章的第3节“对于特殊目的公司的特别规定”，该节一开始亦明确了：“特殊目的公司为实现在境外上市，其股东以其所持公司股权，或者特殊目的公司以其增发的股份，作为支付手段，购买境内公司股东的股权或者境内公司增发的股份的，适用本节规定”，故不属于换股并购的特殊目的公司并购境内公司，亦不应适用该节的相关规定。（2）笔者也注意到，证监会于9月21日在其网站上发布了一项行政许可事项，即《境内企业间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易》（以下简称“许可事项”）。但许可事项似乎并未遵循新规则的原义行事，而是在未对外资并购模式进行任何区分的前提下罗列出了一大段的“申请材料目录和申请书示范文本”。更令人费解的是，许可事项甚至将1997年《国务院关于加强在境外发行股票和上市管理的通知》（以下简称“97年通知”）作为“关于依据、条件、程序、期限的规定”，但这种“拿来主义”的合理性却值得商榷。一方面，对97年通知中的“中资”的内涵，业内公认的理解向来都是仅仅限定在“国有”的范围内，但如按照许可事项的精神来看，就势必扩大到“民

营”，这种扩张的依据何在？另一方面，如果说97年通知是一直现行有效的，那么自其发布后的红筹上市案例并未遵照其执行（这也从侧面印证了前面所述对“中资”定义的理解）是否都属非法呢？如果说，这次许可事项重新举起97年通知是一种“纠正”，那么其法律依据何在呢？似乎从新规则中并不能找到答案。因此，如果仅仅以许可事项作为红筹上市模式必须取得证监会批准的依据，也缺乏令人信服的法理依据。

3、对未来模式的影响

（1）境内公司股东可以采取换股方式，直接取得相应的境外上市公司股权，实现境内资产的境外上市。在某些情况下，境外公司还可以采取国际市场常见的“现金+股权”的方式进行并购，更好的满足并购双方的需求。可见，新规则的出台，不仅丰富了外资并购的手段，增加了灵活性，而且推动了境外上市公司进入国内市场及境内公司融入境外证券市场的步伐。

（2）现金并购模式下，境内公司股东在境外上市过程中，通常由于私募等原因稀释不少的权益；如采用换股并购，在境内公司资金量充裕的前提下，境内公司股东则可以有效地控制被稀释的股东权益比例，从而达到减少上市成本的目的。

（3）关于产业目录和国家经济安全。随着外资政策的不断调整和政府部门对国家经济安全的持续关注，外资在并购对象的选择上也必然面临更多的风险，这从最近国内争议较大的几起外资并购案例中可以得到印证。

（4）关于税收优惠。新规则第9条第3款关于并购后所设企业能否享受外商投资企业待遇的规定，可能会对并购方案的取舍产生一定的影响，也预示着原有的现金并购、私募方式不会因为换股并购的出现而被全面取代。

（5）关于私募。由于新规则对换股并购的并购期限进行了

限制，可能会对某些采用多轮私募融资的案例产生不利的影响。（6）至于特殊目的公司采用换股方式并购及上市的，当然需要取得证监会的审批，这无疑增加了时间成本和更多的不确定性。然而，笔者认为过多的悲观是没有必要的，只有更多的案例和实践，才会更清晰地表明主管部门的态度，使得各市场参与主体找到更合适、快捷、经济的红筹上市之路。（作者：娄鹤，上海市海华永泰律师事务所）100Test 下载频道开通，各类考试题目直接下载。详细请访问 www.100test.com