

中国企业境外并购上市公司法律风险防范

朱宁^①

一、中国企业境外投资发展概览

在我国目前的法律架构下，国内企业境外并购上市公司被视为境外直接投资（Outbound Direct Investment）的一种方式。根据统计数据，中国对外直接投资的金额从 1990-2000 年每年保持 50 亿美元以下的规模，到 2016 年仅 1-9 月对外直接金额就已达 1342.2 亿美元，这 10 多年来，中国企业“走出去”的步伐不可谓不迅猛。



图表 1^②

^① 北京卓纬律师事务所管理合伙人。

^② 数据来源：商务部商务数据中心，2016 年 11 月 20 日访问。



图表 2 中国与欧洲地区投资示意图

根据商务部最新公布的信息，2016 年前 9 个月，中国企业共实施海外并购项目 521 个，实际交易金额 674.4 亿美元，涉及 67 个国家和地区的 18 行业大类，已经超过 2015 年全年的并购金额 544.4 亿美元。从涉及国家（地区）看，美国以 162.4 亿美元居中国企业实际并购交易金额国家（地区）之首，涉及并购项目 119 个；其次为开曼群岛 157.1 亿美元；中国香港 93.2 亿美元，位列第三。从分布行业看，涉及制造领域的并购项目 133 个，金额为 161 亿美元；信息传输、软件和信息技术服务业 81 个，金额为 154.8 亿美元；从并购企业看，地方企业占到并购金额的 86.6%。从以上数据可以看出，跨境并购的投资额已经占到同期投资总额的 50% 以上，已经成为中国对外投资的主要方式。而从企业自身的发展来看，联想、三一重工等企业并购案例，都证明跨境并购是企业进入国际市场、增强自身竞争力较为易行且高效的方式。

同时，以中国石油、中国石化、中国海油三大石油公司为代表的海外油气并购，除了企业参与国际竞争、获取一般经济利益外，还有促进我国石油来源多元化战略、保障石油供应安全稳定的重大价值。自 1993 年中国石油企业启动“走出去”战略的 20 年来，以三大石油央企为领头羊的中国油气企业经历了海外并购起步探索、稳定成长、规模扩张、资产调整等阶段，形成了非洲、中东、中亚和俄罗斯、亚太、南美、北美等六大主要油气开采合作区。^③2015 年，在央企海外并购势头减缓的同时，民营企业则加快了步伐，全年海外并购投资金额达 30

^③ 参见张伟：《中国石油企业海外并购历程及特点》，载《当代石油石化》，2013，21(4):10-15。

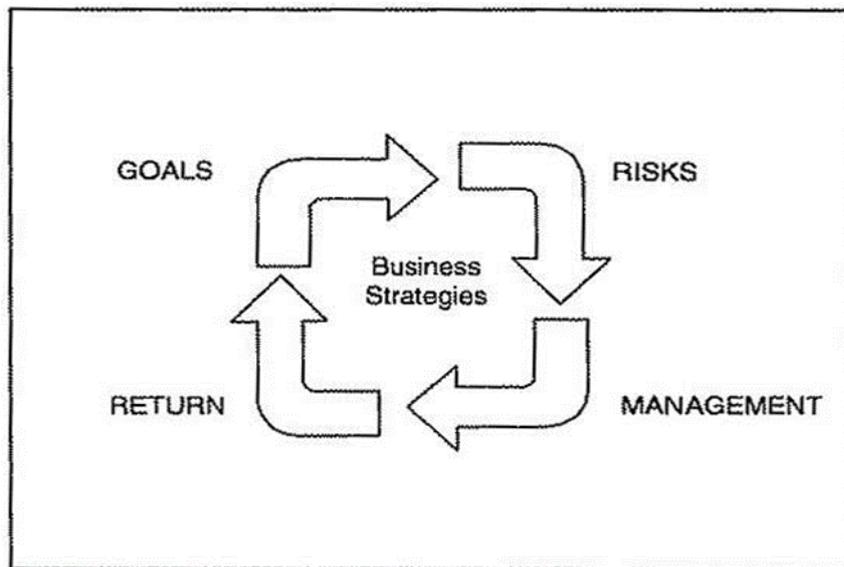
亿美元，创历史新高。^④

而如何在整个并购交易中，从法律角度防控各类风险，则是并购成败的关键。其中，尤以并购境外上市公司特别值得关注。

和国内并购一样，境外并购方式主要有：（1）股权并购，即通过购买目标企业股权或认购目标企业增资的方式，成为目标企业股东，进而达到参与、控制目标企业的目的；（2）资产并购，即购买境外资产且运营该资产的行为；（3）兼并，即通过产权的转让，将目标企业并入收购方企业中，使目标企业失去法人资格或改变法人实体的行为。本文主要讨论通过股权收购方式并购境外上市公司交易过程中^⑤的法律风险防控问题。

二、并购境外上市公司的基本流程及主要法律风险

（一）并购境外上市公司的基本流程



图表 3

对于企业而言，操作任何一项商业决策都要经过确立目标——运营与风险控制——后续反馈等几个阶段（图表 2），并购交易也不例外。收购境外上市公司，按照时间顺序，大体上可分为三个阶段：

^④ 参见中国石油集团经济技术研究院：《2015 年国内外油气行业发展概述及 2016 年展望》，中商情报网 http://www.askci.com/news/chanye/2016/01/26/1214f40c_10.shtml，2016 年 11 月 22 日访问。

^⑤ 下文除明确表示外，所称收购上市公司，皆指以股权收购方式并购上市公司。

1. 并购准备阶段

本阶段的主要任务是确定收购的目标公司、研究目标公司所在国对于外资并购的法律规定、确定合作的中介机构、形成初步的收购策略等。

2. 并购阶段

在本阶段，主要任务是和目标公司进行协商和谈判、开展针对目标公司的尽职调查、签订本次收购所需的相关协议及合同等法律文件等。

3. 并购后阶段

本阶段主要是履行收购协议，进行目标公司董事会重组和控制权移交等工作，以及履行收购上市公司的相关信息披露义务等。

(二) 并购境外上市公司的主要法律风险

从整个并购交易的角度，风险主要围绕商务、法律及财税三个侧面产生，具体可包括商业策略风险、并购对象信用风险、融资风险、利润率风险、市场风险、外汇风险、通货膨胀风险、税务风险、政府审批及劳工法风险，等等。以下，将主要从法律角度以及律师事务所应发挥的作用来审视境外并购可能存在的风险，尤其是将上市公司作为收购目标所特有的风险。

1. 并购准备阶段应考虑的法律风险

(1) 政府审批和外资准入问题。

中国企业进行跨境并购，涉及的政府审批主要有两个方面：一是中国国内管理机构对于境外投资的审批；二是目标公司所在国对于外资进入的限制，即外资准入问题。

根据现行法律规定，中国企业对外投资项目，都须按照《境外投资项目核准和备案管理办法》（2014年12月27日）、《境外投资管理办法》（2014年9月6日）、《境内机构境外直接投资外汇管理规定》（2009年7月13日）的规定，完成包括发改委境外投资项目核准或备案、商务部境外投资核准或备案、外汇管理局境外直接投资外汇登记，以及国有资产管理有关部门的审批程序等。此外，在实践中欲对外进行投资的企业还需要在向外管局申请投资前期费用之前，向发改委提交“境外收购或竞标项目信息报告”，取得发改委颁发的“项目确认函”，既通常所说的“小路条”。2013年11月，紫光并购RDA一案的波折，即是因为未

事先先于竞争对手获得发改委的“小路条”，虽然最后紫光通过其境外机构筹集到了收购资金，没有影响收购的最终结果，但整个收购进程还是受到了影响，并存在难以完成的风险。

而目标公司所在国对于外资进入的限制，通过轰动一时的“三一重工诉奥巴马案”即可见一斑。美国外资投资委员会（CFIUS）要求三一重工停止相关项目的禁令，是非常典型的政府在某些特殊领域对于外资进行限制。CFIUS也因多次在中国企业的跨境并购中发挥“阻挠作用”，一时被称为“中国企业的冤家”。而这些“恩怨史”也提示中国企业，应当重视目标公司所在国家对于外资准入的规定，尤其是涉及矿产、能源、国防、金融等特殊领域，必须考虑：该国或地区法律是否设有外资准入的限制或需要通过专门的审查或审批；如有，那么是否可以在遵守该国或地区法律的框架下绕过或尽快完成所需的审查或审批，如搭建海外控股平台等。

（2）目标公司所在国法律对于收购上市公司的特殊规制。

很多国家和地区都对收购上市公司设定了特殊的法律规则，以新加坡法律为例。收购新加坡的上市公司，必须依照《新加坡收购与合并守则》规定的流程和规则》：若 a. 任何人（及其一致行动人）欲收购上市公司 30% 表决权的股权；或 b. 任何人（及其一致行动人）持有 30% 至 50% 的有投票权的股权，并在 6 个月内增持超过 1% 有投票权的股权，其须对该目标公司股东发出强制收购要约，并且获得股东所持表决权的 50% 以上同意。而通过认购新股的方式进行股权收购，增发新股还需要目标公司的股东就此通过单独的决议。因此，对于希望收购境外上市公司的企业来说，了解目标公司所在国的证券交易规则就显得尤为重要。必要时，还需要根据这些特殊交易规则调整收购目标和方案。

2. 并购阶段应考虑的法律风险

（1）目标公司经营方面的法律风险

所谓目标公司经营方面的法律风险，主要指目标公司经营方面的各类法律问题，如公司的合法设立、资产权属、执照许可、劳动社保、环境税务等。这些问题主要可以通过法律尽职调查来发现。根据波士顿咨询公司于 2015 年 9 月 24 日发布的一份报告，中国企业的海外并购完成率仅为 67%，并购战略不清以及尽职

调查欠完善是导致交易落空的主要原因。^⑥

而假如欲收购的目标公司业务领域比较特殊，在尽职调查中就需要对相关的关键点进行特别关注，此外还需要就一些专门问题征询单项意见。以 2016 年 10 月完成的北京卓纬律师事务所作为专项法律顾问的中国森田企业集团收购澳大利亚上市公司 WOF（以下简称“森田收购 WOF 案”）为例：由于目标公司为一家石油天然气矿业公司，因此在研究目标公司经营方面的法律风险时，就需要特别关注该公司是否已取得资产所在国的开采许可，是否有足够权威的证据支撑其所拥有矿藏的储量，是否有较为便捷的产品运输渠道和较大潜力的市场等。在此项目中，虽然 WOF 是澳大利亚上市公司，但主要资产在蒙古，卓纬律师事务所通过与澳大利亚、蒙古律师事务所、会计师事务所等专业机构的合作，共同完成了对项目的尽职调查。

（2）与交易协议相关的法律风险

与交易协议相关的法律风险可能存在于协议的各主要部分，包括：收购协议的生效条件、协议设定的交割条件是否满足交易安全的要求、协议条款的设计是否违反管辖国或地区的法律规定以及履行可能性、协议各条款之间的关系以及周延性、适用的准据法及争议解决方式等一系列问题。交易双方在拟定交易协议时，如果不仔细考虑这些问题，很容易发生交易协议难以贯彻当事人初衷的后果。尤其对于中国企业而言，并购境外公司适用的准据法往往是目标企业注册地法律或主要资产所在地法律，如果不了解这些法律，极易在协议谈判中陷入被动，即使通过谈判在协议中订入对己方有利的条款，也很容易因为该条款难以在所适用的准据法下执行而导致目标落空和利益受损。而对一些可能产生重大影响条款的忽视则很可能在日后引发法律纠纷。以中化国际收购韩国仁川炼油公司失败为例，在签署排他性谅解备忘录时，中方没有增加附加条款限制对方再提价。结果韩国方面突然变卦，要求将原来的收购价格抬高，最终价格超出了中化集团的承受能力，导致了并购以失败告终。

3. 并购后阶段应考虑的法律风险

根据波士顿咨询公司的报告，即使并购交易顺利完成，企业也常常无法达到

^⑥ BCG: Gearing Up for the New Era of China's Outbound M&A, 2015.9.

预期目标，主要原因之一就是并购后整合规划不足、执行不力。^⑦对于收购企业而言，签订并购协议并不是终点反而是另一个起点，还需要综合考虑目标公司当地的具体情况，结合当地法律，防控目标公司未来的经营风险。尤其是收购上市公司，还会产生信息披露等义务，需要特别注意。

三、并购境外上市公司风险防控重要措施

（一） 选择合适的外国律所进行合作

上文已经提到，海外并购一般都需要适用外国法，对外国法缺乏理解极易导致并购失败或引发较大的法律风险。特别是将上市公司作为收购目标，还必须了解目标公司所在国证券法及相关交易规则，此类法规专业技术性强，需要注意的细节问题多，仅仅依靠国内律师提供的法律服务很难达到充分了解和适用的程度。因此，在收购境外上市公司的交易中，选择合适的外国律师事务所就成为了顺利实现收购目标的关键。

通常来说，基于对客户和法律服务需求的了解以及既往的合作关系，通过为并购交易提供法律服务的国内律师选择目标所在国律所的适合度会更高。而对于国内律师事务所而言，加入国际性律师事务所联盟将非常有力地助力于海外业务的拓展。基于联盟成员之间的相互了解以及业务与知识资源互补，会极大降低为客户挑选适合的外国律所的难度。

具体在选择上，需要重点考虑外国律所擅长的专业领域、经办律师的执业经验、报价是否合理以及所涵盖的具体服务范围等。仍以森田收购 WOF 案为例，由于收购涉及澳大利亚法律，需要选定一家澳大利亚律师事务所与卓纬律师事务所共同提供法律顾问服务。在获得客户的授权之后，卓纬律师事务所首先基于以往合作关系等信息基础初步选择了三家律师事务所进行沟通，通过询问澳大利亚相关法律规定对目标律所进行测评同时了解交易需要的法律信息，在比对各家律所的专业经验、沟通效率、服务报价等方面之后，给客户选择外国律所的最终建议。

（二） 充分理解目标公司所在国的相关法律规则

^⑦ BCG: Gearing Up for the New Era of China's Outbound M&A, 2015.9.

对目标公司所在国法律规则的理解，不仅仅局限于上文提到的交易中的法律适用，还须注意对一些特定法律概念的理解。以通常作为收购目标的“控股权”为例，很多国内企业在谈及收购股权时，通常都以取得至少 51%的股权为目标。这样的目标设定往往基于企业“超过半数才算控股”的认识。然而在不同国家和地区的证券法律规则中，对“控股权”的定义和理解也各有不同。例如在新加坡上市公司守则中，持有公司 5%的股权即有可能形成对公司的控制，持有公司 15%以上股权即可被认定为“控股股东”。而上文也已提到，超过 30%的股权收购难度大且耗时长。因此，对于国内企业来说，避免僵化或望文生义地理解法律概念，设定合理的收购目标，通常可以极大地降低收购难度甚至决定交易的成败。

（三） 重视各类法律规制与收购时间表的配合

上文已经提到过，中国企业进行境外投资至少须经过国内发改委、商务部及外管局的审批，同时根据企业不同的情况，还会涉及国资审批、反垄断审查、重大资产重组审查等。另外，目标公司所在国也往往会设定一些外资进入的批准或许可，如美国 CFIUS 的国家安全审查等。而各国法律对收购上市公司各个环节大多有明确而严格的时间要求，将各类监管部门的审批流程与收购时间表配合好便成为了确保收购最终成功的关键要素之一。尤其在订立收购协议时，必须将取得审批的时间考虑在内，否则如因此耽误交易进程，还需要承担相应的违约责任。

（四） 注意信息披露与保密

各国证券交易规则一般都要求收购方在持有目标公司达到一定比例后进行公告，以确保公众获取信息。如英国证券法要求：收购方收购目标公司的股份达到或超过了目标公司表决权的 3%时，需要在 2 个交易日内向目标公司和英国金融管理局（FSA）申报，此后持股比例变动每达到 1%时也应补充申报。而在交易完成之后，一般也都会要求及时披露高级管理人员变动情况。收购企业需要按照要求，及时向或督促目标公司及时向该国证券交易所等机构提交必要的信息和资料。

而与法律和交易规则规定的信息披露义务相对的，是除了履行此义务外，在交易完成前，收购企业及参与交易的中介机构需要确保交易的保密性。其原因主要是收购交易信息如果提前透露到市场上一般都会引起目标公司股价的波动，有时会带来目标公司股价的大幅度上升，这就会给交易的完成增加不必要的难度以

及成本。

(五) 保持目标公司管理层的稳定性

(六) 中国企业在完成海外收购交易后，容易在调整目标公司管理层上犯两个极端性的错误。一是，急于将目标公司原有管理层进行撤换；二是，由于无法在短时间内派出自己的管理团队对目标公司进行管理，不得不维持原管理层不作任何变动。从维护目标公司运营的稳定性角度，在交易完成后一段时间内保留一个稳定的管理层是十分重要的。但在管理层留用上，必须注意原有的管理人员是否有意愿继续留在目标公司并配合中国股东进行管理。而在更换管理人员时，一方面要注意保证公司的正常运营，一方面也要注意目标公司所在国法律规则是否对公司管理层的人员组成有特殊要求，如要求具有该国国籍的管理人员的比例等。**把握好控股股东身份和上市公司的区分**

通过股权收购取得公司控股权，引起目标公司股东及管理层面的变动，但这并不改变目标公司的实体法律地位。因此，收购企业须正视收购目标，防止股权收购实践与设想异化。在完成收购交易之后，应注意把握好控股股东身份与上市公司的区分，尊重上市公司的议事规则，防止利用控股股东的优势过分干预股东会或董事会的决策。这也是基于保护上市公司以及控股股东利益的双重考虑。

总之，境外并购上市公司是一场多兵种的持久战役，俗话说“不打无准备之仗”，只有事先做好各项风险防控工作，才能保证整个交易如期顺利地完成。