

KING & WOOD
MALLESONS
金杜律师事务所

The Power of Together
联合的力量

中国A股公司

境外投资数据分析报告

2018

中国A股公司 境外投资数据分析报告

发行人
金杜律师事务所

编委会
徐萍 陆青 何未
陈剑华 曹晶

作者名录（按姓氏拼音顺序）

韩杰 何未 黄任重 黄文
李大诚 骆伟德 吕膺昊 马天宁
宋彦妍 唐丽子 涂能谋 王建学
王开定 王良华 徐萍 赵辉
郑辉 Tilmann Becker Sandra

免责声明

本材料中的所有观点或意见仅为个人作者的观点或意见，并可能与金杜或理脉其他部门或分支机构表达的观点或意见不一致。本材料仅为提供一般信息的用途编制。本材料仅为指出市场的发展，并不构成任何投资、法律或税务建议。本材料所载信息取自金杜或理脉认为可靠的来源，但金杜或理脉并不对该等信息的质量、完整性、准确性、就某一特定目的的合适性或不侵权性作出任何声明或保证。于任何情况下金杜或理脉概不就本材料所载信息被任何人士使用、或被任何人士依赖而作出的决定或行为、或本材料所载信息的不准确或错误之处、或本材料所载信息之遗漏负责。阁下亦不应以来本材料所载信息以评估参与任何交易的优点。本材料所载所有信息之针对所提述日期并且可能于不作通知的情况下作出修改。本材料中陈述的所有交易的目的仅为进行说明。金杜或理脉并不对有关任何该等交易的法律、税务、信贷或会计事项、或类似交易可能对阁下或阁下的关联企业构成的任何影响作出声明或保证。阁下应就该等事项自行咨询阁下的顾问。

任何第三方商标或品牌名称的使用仅为提供信息的目的，并不意味着金杜或理脉认可或该商标所有者已授权金杜或理脉推广其产品或服务。



序

中国企业海外并购在经历了2016年的历史高位之后，在2017年回归理性并进行了调整，投资结构更为优化，投资实体产业的比例增加。全球形势的风云变幻，不论是美国新政府的上台、英国脱欧还是世界范围内的政权更迭，都未能阻碍中国企业国际化发展的趋势。

在中国企业跨境并购的浪潮中，中国A股公司正日趋成为一股令人瞩目的力量。出于对业绩和市值增长的追求以及受益于融资渠道多样化的便利，中国A股公司常常是并购市场上重大交易的主力军。近三年来中国A股公司参与的交易规模更是屡创新高。中国A股公司海外并购尤其热衷于制造业、科技类、服务类等行业，足迹遍布全球各地，以北美、西欧、北欧等地区为著。

金杜依托其全球网络、丰富的国际并购经验以及对境内外法律监管环境的深入理解，为中国企业提供跨境交易的商业、法律和监管解决方案，帮助客户实现全球化战略布局。在2017年数

家权威机构的中国市场并购排名中，金杜提供服务的交易在数量和金额上均位列第一。

大数据在并购交易中的作用也日益显现其重要性，而以法律、商业以及行业大数据为基础输出知识成果，形成解决方案，正是法律大数据平台理脉的使命所在。

金杜和理脉共同合作对中国A股公司跨境并购交易的关键数据进行独家分析，从中总结出中国A股公司境外并购的市场热点和发展趋势。金杜的并购专家还就中国最新监管政策的发展、全球重大法域监管环境、融资以及其他并购法律专题提供了最前沿的分析，集结为本报告。

这是挑战与机遇并存的年代，理性且有备而战的企业家将在跨境并购中创造价值。我们衷心希望金杜与理脉联合制作的本报告能够助您了解中国A股公司海外跨境并购的最新动态及趋势，为企业在扬帆出海之路上把握机遇、化解难题提供一点裨益。



张毅
金杜中国管委会
主席



徐萍
金杜跨境并购业务
负责人



与众不同的视角 A Different Perspective

金杜是一家新型的律师事务所，致力于为客户提供独到的商业见解和与众不同的客户体验。

King & Wood Mallesons is a different kind of law firm, offering a fresh perspective to commercial thinking and client experience.

我们的独特之处？独一无二的全球网络。

What makes us different? Unique connections.

每天有27个国际办公机构，2000多名律师为客户保驾护航，在日趋复杂的各地区环境中把握商机并降低风险。得益于全球化网络，金杜为客户提供优质的商业解决方案，并改变着传统的法律服务模式。

With more than 2,000 lawyers in 27 international offices, our mix of local insight and global reach is helping our clients to connect to new opportunities and charter innovative commercial solutions that deliver to their business aspirations.

kwm.com

亚太 | 欧洲 | 北美 | 中东

Asia Pacific | Europe | North America | Middle East



目录 CONTENTS

2015-2017年中国A股公司跨境并购数据分析报告	_04
聚焦中国A股公司跨境并购的监管现状及展望	_20
案例：纳思达收购全球打印巨头Lexmark	_24
中国境外投资监管：趋势与2017年新政	_26
案例：寻找顶级 IP，金科文化跨境收购“汤姆猫”	_30
杠杆收购：跨境并购之融资结构	_34
案例：巧设对赌机制，梅泰诺收购BBHI	_38
跨境并购的境外融资：发行债券及股权融资	_40
美国外资审查新动态：CFIUS监管与新议案	_42
英国与欧盟外商投资审查新动态	_45
德国外商投资监管新政	_46
案例：澳洲煤炭顶级资产如何收入囊中？	_48
金杜参与的中国 A 股公司跨境并购项目经验	_50
金杜跨境投资业务	_52
金杜团队介绍	_54

2015-2017年中国A股公司 跨境并购数据分析报告

随着全球经济一体化的发展，“走出去”及“一带一路”战略的推行，以及企业转型升级的驱动，近年来中国企业跨境并购交易的数量、金额持续呈上升趋势，特别是在2016年达到了历史高点。尽管在2017年随着跨境并购监管升级，中国企业跨境并购市场的热度有所下降，但随着投资更趋理性化，可以预想未来我国跨境并购市场将会持续合理有序地发展。

在此过程中，一个值得注意的现象是中国A股公司日益成为发起跨境并购的主力军，多数大规模海外并购交易是由中国A股公司发起或主导的。这与中国A股公司实现市值增长的需求和融资渠道的多样化密切相关。

但与此同时，面对越来越活跃的跨境并购市场，我们注意到大部分中国买家（包括中国A股公司）相对来说还是市场上的新生力量，他们在未来的交易竞争中可能面临诸多挑战。有鉴于此，金杜跨境并购团队与理脉合作，基于2015-2017年中国A股公司关于跨境并购交易¹的公开披露信息，结合相关案例，对中国A股公司跨境并购交易的整体情况、标的情况、交易模式以及重要的交易条款等进行了整理和分析。我们希望通过数据分析和实证分析的方法，能够帮助中国A股公司和投资人加深对境外并购市场和趋势的了解，使得中国A股公司以及其他中国企业能够在跨境并购这条道路上走得更为顺畅和长久。

概述

根据我们对2015-2017年中国A股公司公开披露信息的整理分析，近三年来中国A股公司跨境并购交易的整体特点可归纳如下：

- 交易主体：中国A股公司近年来逐渐成为发起境外并购的主要力量，10亿美元以上的大型和特大型海外并购大多数由中国A股公司发起或主导。
- 交易金额及标的：中国A股公司跨境并购的主流依然为中等规模（千万美元-1亿美元），且未构成中国A股公司的重大资产重组的交易，因此信息披露和合规性要求相对较低，对交易流程和时间表的影响也不明显。交易主要集中于北欧、西欧和北美等技术先进、渠道成熟的国家和地区，制造业、计算机/电信业和科技服务业成为中国A股公司跨境并购的热门行业。
- 支付方式及融资：现金支付方式仍为主流。随着2017年外汇政策收紧，融资手段也趋于多元化，包括股权融资、境内外各类中长期并购贷款及短期过桥贷款、内保外贷等。上述融资方式也可以组合使用。
- 境外政府审批：中国A股公司跨境并购要面临东道国的外国投资/国家安全审查、以及相关法域的反垄断审查等。随着全球新保护主义在主要发达国家的抬头，全球贸易与投资壁垒增加，中国A股公司跨境并购将



徐萍 | 北京（金杜）



何未 | 北京（金杜）

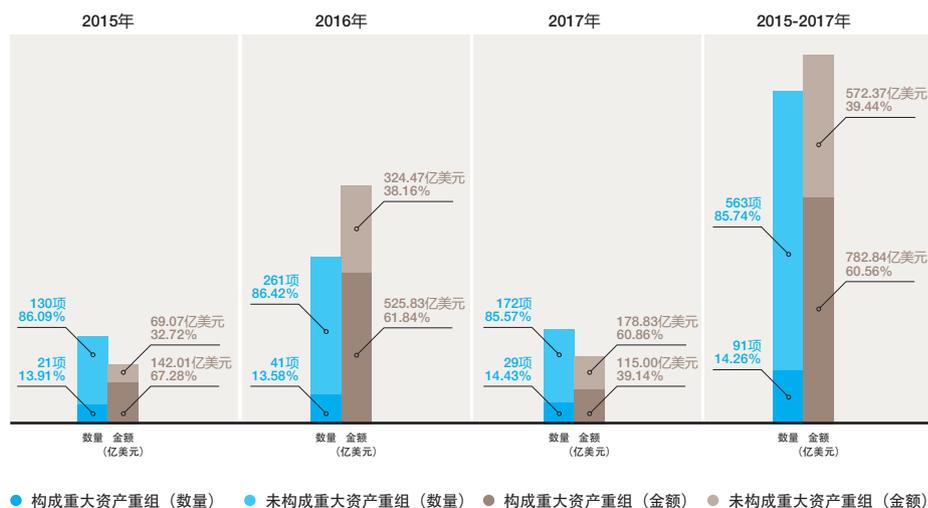


涂能谋 | 北京（理脉）

第一部分 2015-2017年中国A股公司跨境并购交易一览

2015-2017年，中国A股公司公开披露的跨境并购交易共计654项，涉及交易金额共计约1355.21亿美元。其中2015年为151项，涉及交易金额约211.08亿美元；2016年为302项，涉及交易金额约850.30亿美元；2017年为201项，涉及交易金额约293.83亿美元。

在上述654项跨境并购交易中，91项交易构成中国A股公司重大资产重组。具体情况如下图所示：



在上述交易中，按交易金额统计，每年列入中国A股公司跨境并购前5名的交易盘点如下：

	2015年 ²	2016年 ³	2017年
1	渤海租赁*26亿美元 收购美国Avolon100%股权	渤海金控104亿美元 收购美国C2公司100%股权	隆平高科与关联方共同以11亿美元 收购陶氏益农巴西特定业务
2	锦江股份14亿美元 收购铂涛集团81.0034%股权	天海投资60亿美元 收购美国IMI公司100%股权	山东黄金9.6亿美元 收购阿根廷贝拉德罗金矿项目
3	天神娱乐6亿美元收购文莱 Avazu Inc.等公司100%股权	青岛海尔55.8亿美元收购通用 家电美国业务（股权与资产）	金科文化6亿美元 收购Outfit7的56%股权
4	金刚玻璃4亿美元 收购OMG新加坡100%股权	中国建筑46亿美元 收购中信地产业务100%股权	郑煤机6亿美元 收购Bosch动机和发电机业务
5	万达影院*4亿美元 收购澳洲HG Holdco100%股	世纪游轮*44亿美元 收购美国Playtika100%股权	当代明诚5亿美元 收购新英开曼100%股份并增资

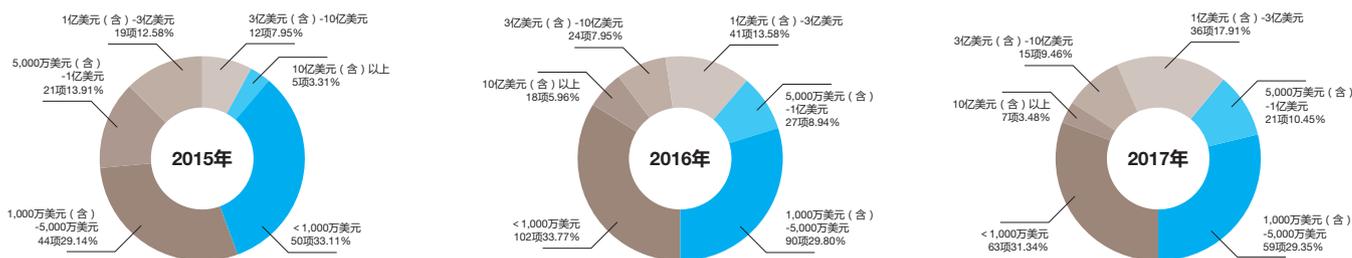
¹在本报告中，中国A股公司跨境并购交易，是指中国A股公司作为买方，交易标的（包括标的股权和/或资产）全部或部分位于中国境外的并购交易。本报告数据的期间为2015年1月1日 - 2017年12月31日。

²自2016年2月23日起，“渤海租赁”证券简称变更为“渤海金控”。自2017年5月19日起，“万达院线”证券简称变更为“万达电影”。

³自2016年2月23日起，“世纪游轮”证券简称变更为“巨人网络”。

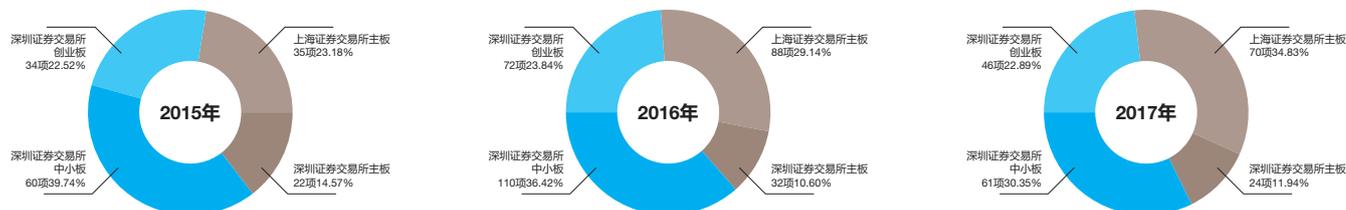
中国A股公司跨境并购交易金额分布

总体而言，2015-2017年，大多数中国A股公司跨境并购为中等规模（数千万美元-1亿美元左右），但近年来（特别是2016年），10亿美元以上的大型和特大型交易也屡创新高。

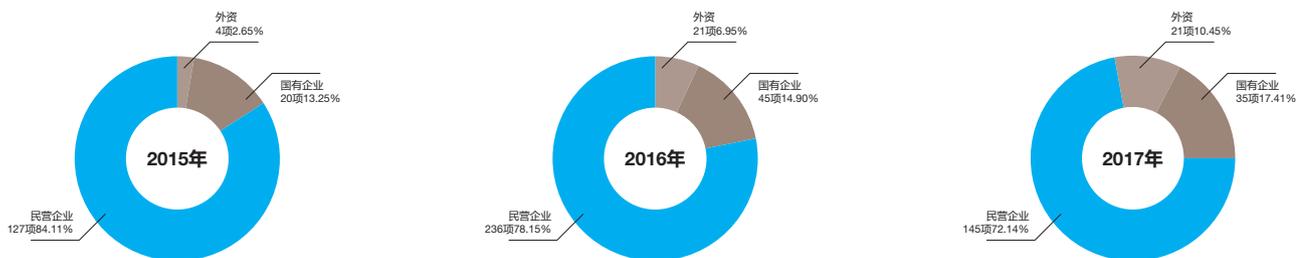


从事跨境并购交易的中国A股公司股票市场板块和企业性质分布

主板和中小板中国A股公司跨境并购交易数量占中国A股公司跨境并购交易的绝大多数，其中中小板俨然已成为中国A股公司跨境并购的主战场。



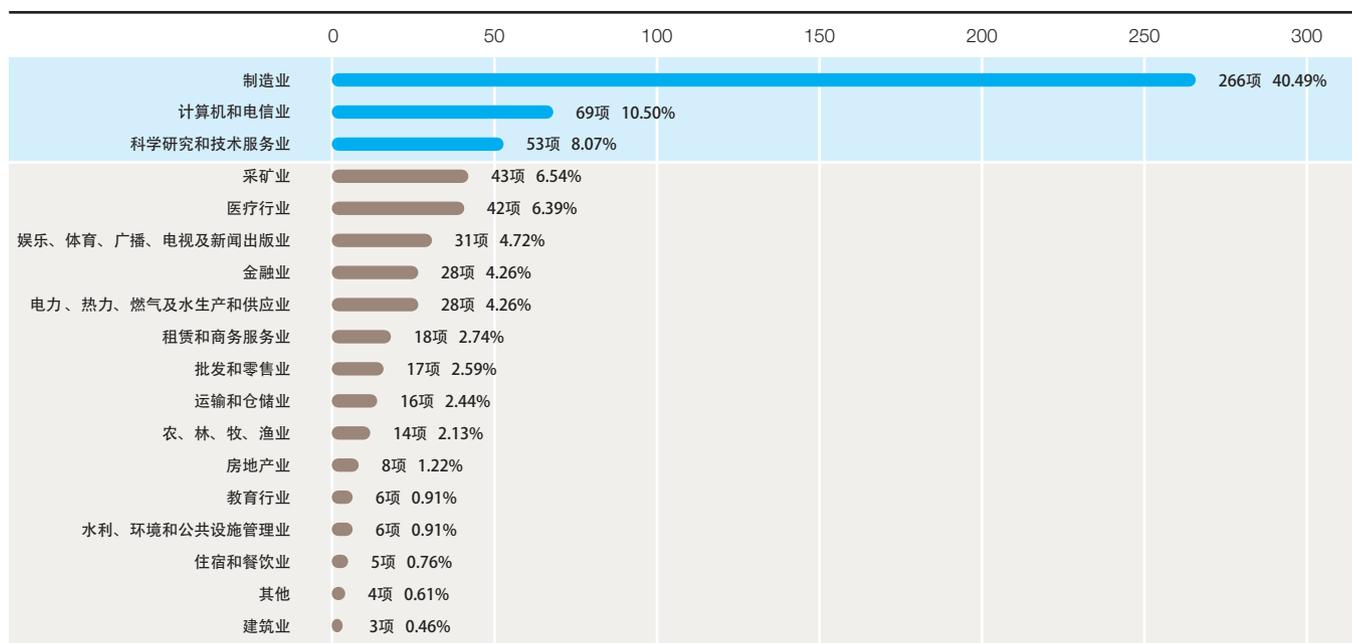
民营中国A股公司在交易数量上处于遥遥领先（特别是在2016年，交易数量出现了井喷式增长），主导了跨境并购市场。



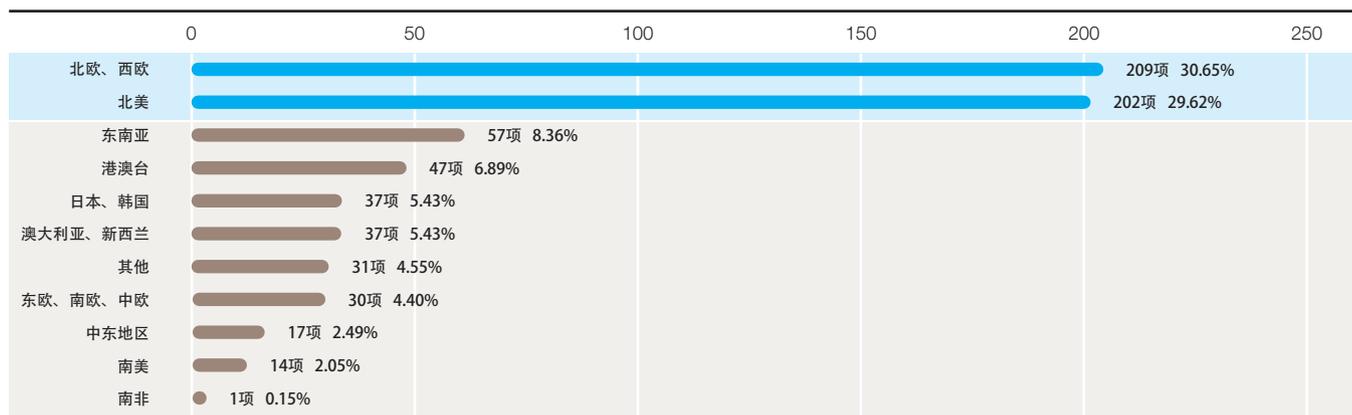
第二部分 中国A股公司跨境并购的交易标的

标的的所属行业与地域

2015-2017年中国A股公司跨境并购所涉及的行业呈现多元化特性，其中投资热度最高的前三大行业分别为制造业（占比40.49%）、计算机/电信业（占比10.50%）、科研/技术服务业（占比8.07%）。其他涉及较多的行业包括采矿、医疗、文娱、能源、金融等等⁴。上述行业分布体现出近年来中国A股公司并购以产业升级、技术更新为主要驱动力。



中国A股公司跨境并购的目的国/地同样分布非常广阔，其中投资重点区域为北欧和西欧（合计30.65%）以及北美（29.62%）。此外，涉及东南亚、港澳台、日本、韩国和澳洲的交易数量也较多⁵。从中可以看出，欧美发达市场及“一带一路”沿线国家是中国A股公司投资的两大热点。

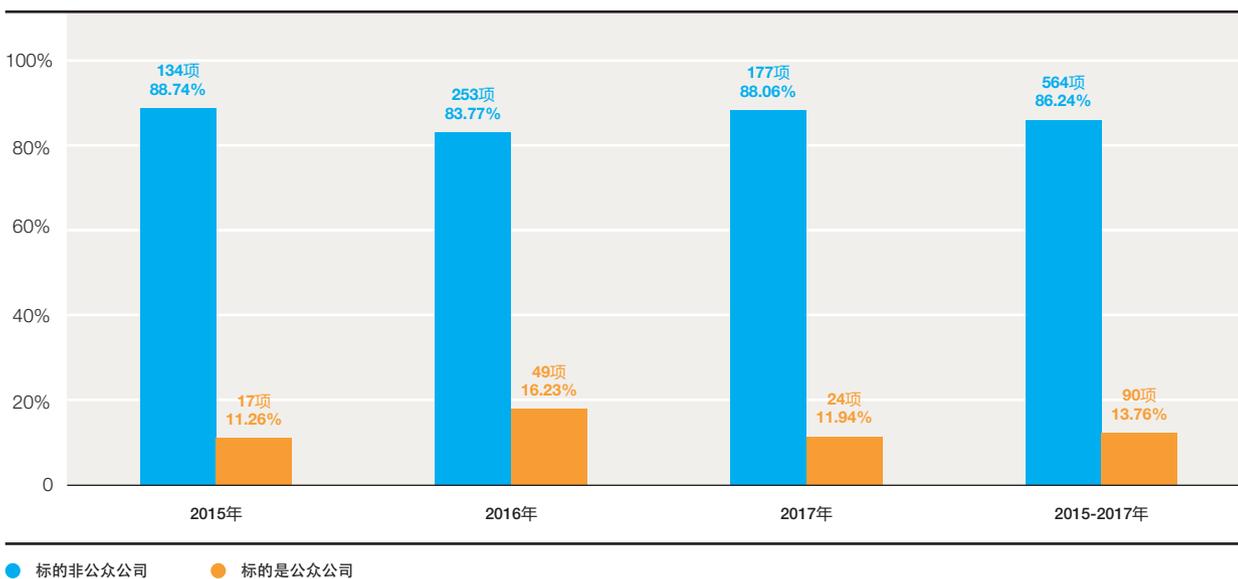


⁴在统计标的所属行业时，因为一个项目可能会涉及多个不同行业标的，则会在标的行业统计数量多于项目总数的情况。

⁵在统计标的的所属地域时，因为一个项目可能会涉及多个不同地域，则会在标的的地域统计数量多于项目总数的情况。

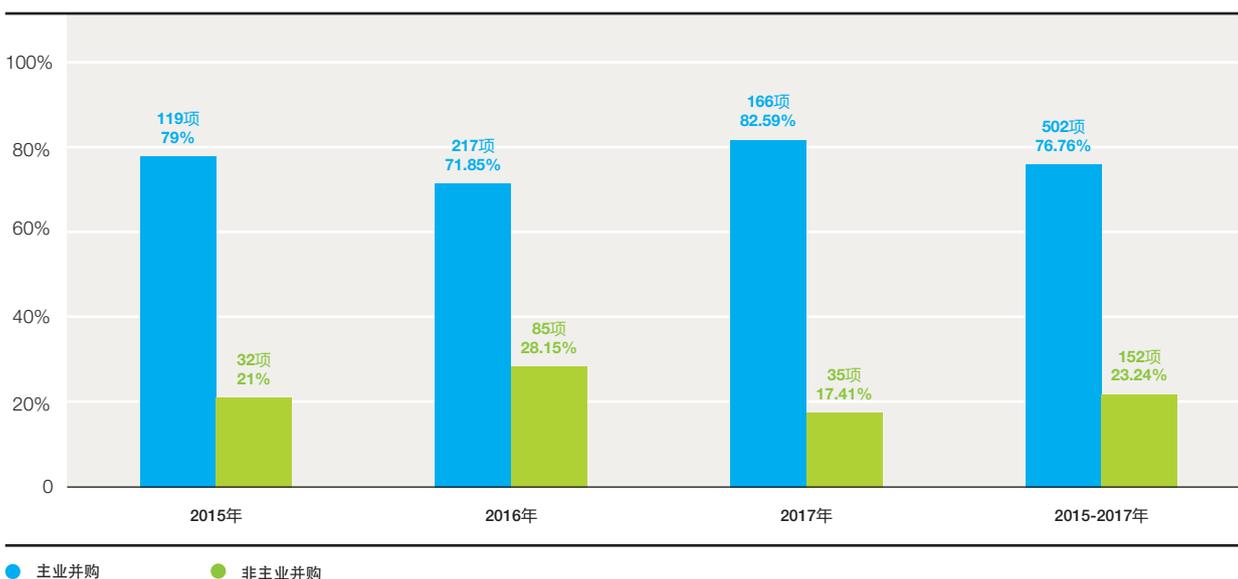
标的是否为公众公司

目前来看，中国A股公司收购境外公众公司的情况仍在少数，每年占比基本约10-15%。这种现象的主要原因在于，与收购一家非公众公司相比，各国法律对收购公众公司都有更加严格的监管要求，在交易的各环节有明确而严格的时间期限、信息披露及合规等强制性要求，而且公众公司的股价受市场影响瞬息万变。因此，收购公众公司是一场更为复杂的战役，对中国企业来说更具挑战性。



标的公司业务与中国A股公司主业的相关性

大部分中国A股公司境外并购为主营业务范围内，每年占比基本约70%-80%。尤其在2017年以来，国务院会同政府有关部门，在推动对外投资便利化的同时，加强了对外投资的真实性、合规性审查，非理性对外投资得到有效遏制，对外投资结构进一步优化。随着政策导向逐渐被市场接受、消化，符合企业主营业务发展、符合国家经济发展需要的中国A股公司跨境并购必将进一步回升。



第三部分 中国A股公司跨境并购的交易模式

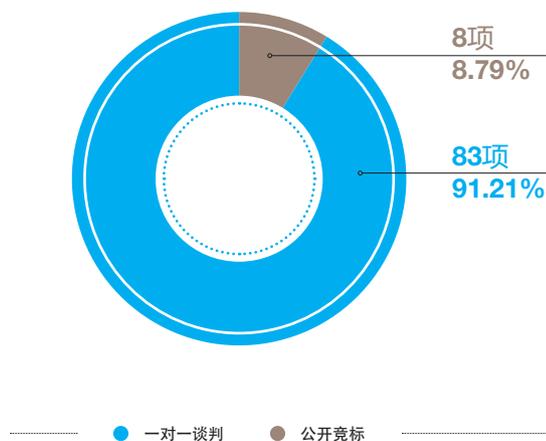
本部分的数据，除非另有说明，均是以构成中国A股公司重大资产重组的交易为基础。在此基础上，我们对中国A股公司开展跨境并购交易的常用模式予以分析。

交易流程

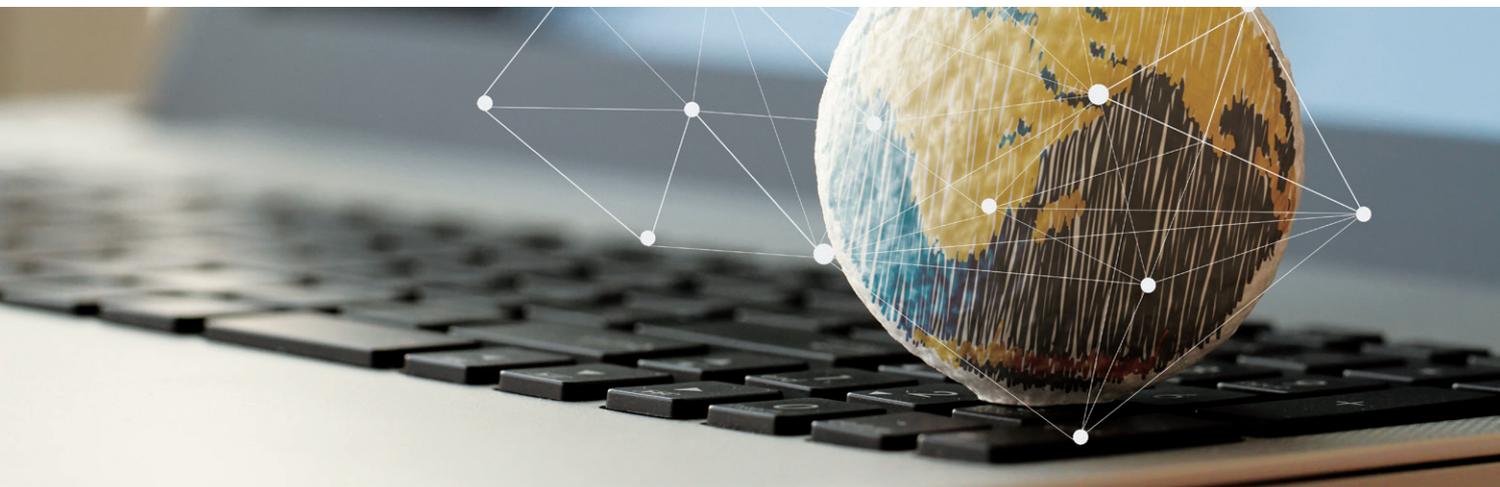
在当今全球跨境并购交易市场上，最常见的交易流程有以下两种：

- 一对一谈判：买方与卖方就并购交易直接签署合作意向书或关键条款书，并随后进行法律尽职调查和交易文件的谈判。在谈判期间，买方通常会要求独家谈判的权利，即卖方不得与其他潜在竞争性买家接触或谈判。但也常常存在卖方不向买方披露其他潜在买方，但实际上卖方背靠背和不止一家买方同时进行谈判的可能。这种流程的特点是交易时间表和程序是经双方谈判同意的，有着较大的灵活性。
- 公开竞标：卖方就一项并购交易同时邀请多家有意向的潜在买方报价，通常由专门的投行主导，经过一轮非约束性报价、一轮约束性报价（也有可能根据实际情况有更少轮或更多轮），确定1-2家潜在买方进行最后轮谈判，并最终与一家买方达成交易。公开竞标的交易方式具有更严格的时间和程序要求，因此买方的决策速度及交易执行能力都更加具有挑战，买方常常承担更大的竞争压力。

我们发现绝大部分交易还是采用一对一谈判的方式，具体分布情况如下图所示：



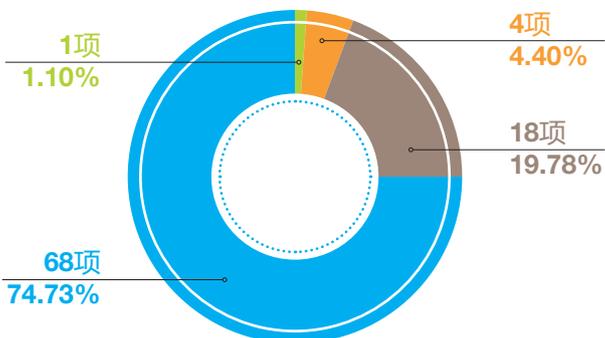
上述案例中竞标交易占比较低的主要原因是：（1）在91个公开披露的中国A股公司重大资产重组案例中，有23个案例涉及发行股份或以资产支付，涉及纯现金支付的只有68个；（2）在竞标流程中，参与公开竞标的潜在买方数量众多，中国企业最终竞标成功的概率较低，因此中国企业最终成功并披露的案例数量远远少于中国企业实际参与竞标的案例数量。由于竞标交易的各项挑战以及在付出可观的交易费用后是否能够最终赢得交易存在较大不确定性，许多中国企业对参与竞标存在顾虑。



交易对价支付方式

中国A股公司进行跨境并购交易，常见的对价支付方式包括：现金支付；发行股份⁶；发行股份及支付现金；资产支付（如以境外子公司股份支付）。

以上支付方式在2015-2017年构成中国A股公司重大资产重组的跨境并购交易中的占比情况如下：



如图所示，目前绝大部分的交易采用现金支付的方式，其原因是多方面的，主要可能包括：

- 国外卖家出售资产的主要动机往往是获得现金退出，并且对中国A股公司股票接受度较低；
- 现金交易无需履行证监会行政审批程序，而只需交易所事后审查和问询，能够提高交易确定性；
- 目前在《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“10号文”）等中国现行法律项下，跨境换股仍然受到严格限制；
- 即便是采用先由中国A股公司大股东或第三方投资人过桥收购、再与中国A股公司换股的方式，未来大股东或第三方减持股份也受到一定限制；等。

● 现金支付 ● 发行股份购买资产
● 资产支付 ● 发行股份及支付现金购买资产

中国A股公司发行股份购买资产的案例

• 中国A股公司+PE过桥收购再注入中国A股公司：世纪游轮收购美国Playtika 100%股权

世纪游轮全资子公司巨人香港联合鼎晖、弘毅、云锋等组成财团，共同对并购主体Alpha增资收购Playtika 100%股权。之后世纪游轮再通过发行股份及支付现金将Alpha 99.9783%股份注入中国A股公司（剩余股份继续由巨人香港持有）。

• 与控股股东间接控制的境外实体跨境换股：航天科技收购AC公司96%股权

航天科技向其控股股东科工集团境外间接全资子公司发行股份及支付现金购买其拥有的境外资产。该等境外公司并非10号文定义的外国投资者，而是科工集团实际控制的国有性质企业。该交易实际上是大股东注资行为，属于国有资产内部整合。

• 大股东过桥收购再注入中国A股公司：梅泰诺收购BBHI 100%股权

2016年5月，梅泰诺控股股东通过其控制的上海诺牧和宁波诺裕间接收购BBHI 100%股权。2016年6月，梅泰诺向上海诺牧和宁波诺裕以发行股份及支付现金的方式购买其持有的BBHI 99.998%股权，并通过赠与受让BBHI 0.002%的权益。

• 中国A股公司+产业投资人过桥收购再注入中国A股公司：长电科技收购新加坡中国A股公司星科金朋全部股份

2015年，长电科技联合国家集成电路产业投资基金和芯电半导体（上海）有限公司设立并购主体，以全面要约收购方式收购新加坡中国A股公司星科金朋全部股份。2016年，长电科技以发行股份方式购买产业基金和芯电半导体持有的并购主体股权，从而实现间接持有星科金朋100%股权。

以境外子公司股份支付的案例

通源石油收购CGM控股权：通源石油通过境外一家子公司TWG作为收购CGM的平台。CGM股东以CGM股权对TWG增资。上述换股合并完成后，TWG持有CGM 100%股权，CGM原有股东成为TWG股东，通源石油间接取得了CGM的控股权。

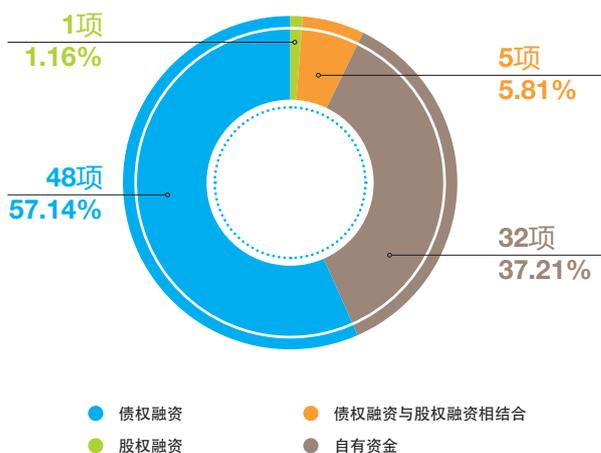
⁶在中国现行法律下，中国A股公司直接向境外卖方发行股份购买资产（即跨境换股）的实际操作难度较大。本报告中统计的涉及中国A股公司以股份支付的交易主要包括两种情形，一种是交易对象和/或标的为境内主体，但标的主要运营资产在境外；另一种是虽然交易对象为境外主体，但具有其他特殊性（即并非真正的跨境换股）。

融资方式

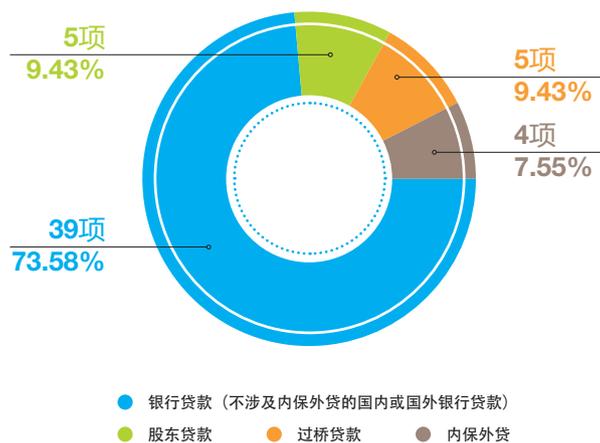
对于涉及现金支付的跨境并购交易，除完全使用自有资金外，中国A股公司常用的融资方式包括：

融资类型	具体方式	主要关注点
债权融资	中国A股公司通过债务借贷的方式为并购交易募集资金	杠杆率 / 自有资金比例；担保要求；贷款银行审核时间
股权融资	中国A股公司与联合投资主体共同设立并购主体实施并购交易，各联合投资主体均取得并购主体的股权或份额	各投资人之间的权利义务分配
债权融资 + 股权融	如上	如上

完全使用自有资金和使用上述各种融资方式的交易占比情况如下图所示。大多数交易采用了债权融资的方式。



其中，就中国A股公司债权融资而言，本身又存在多种形式，主要包括：股东贷款、银行贷款（不涉及内保外贷的境内或境外银行贷款）、内保外贷、过桥贷款。其各自使用情况如下图所示。由此可见，目前银行贷款仍然是主要的债权融资方式。



债权融资的案例

• 股东贷款：*ST紫学以吸收合并方式收购学大教育

收购资金主要来源于公司控股股东紫光卓远的股东借款，金额为3.7亿美元等额人民币，期限12个月，贷款利率4.35%/年。

• 境内银行贷款：万达院线收购澳洲HG Holdco 100%股权

收购资金来源为公司自有资金和银行借款（后者占比约为60%）。具体为万达院线向上海银行申请2.16亿美元借款，万达集团提供连带责任保证担保。

- **境内+境外银行贷款：渤海金控收购美国C2公司100%股权**

交易价格为104亿美元，资金来源包括：自有资金（上限为10.91亿美元），境内银行贷款（中国银行提供不超过等值14.7亿美元的贷款）、境外贷款（Morgan Stanley和UBS司提供不超过85亿美元的并购贷款）。

- **内保外贷：中鼎股份通过子公司中鼎欧洲收购Tristone 100%股权**

交易价格为1.7亿欧元，中鼎欧洲资金来源包括（1）向中鼎香港借款1,700万欧元（中鼎香港自有资金）；（2）向中国银行巴黎分行贷款5,300万欧元，由中国银行安徽省分行向中国银行巴黎分行进行担保，中鼎股份提供存款质押作为反担保；（3）向中国工商银行法兰克福支行贷款1亿欧元，由中国工商银行安徽省分行进行担保，中鼎集团（系控股股东）提供信用担保

- **过桥贷款：西王食品收购Kerr 100%股权**

信善投资向西王食品和春华联合设立的并购基金西王青岛提供16.75亿元1年期境内过桥贷款。同时，西王青岛向招商银行青岛分行提供16.96亿元保证金质押，招商银行青岛分行向招商银行离岸金融中心开具2.5亿美元保函，之后招商银行离岸金融中心向西王青岛的加拿大SPV2提供2.5亿美元为期3个月的境外过桥贷款。待SPV2取得Kerr80%股权后，获得海外银团长期贷款，从而替代过桥贷款。

债权债务+股权融资的案例

- **天海投资收购美国IMI公司100%股权：天海投资联合国华人寿设立联合投资基金，再由联合投资基金设立子公司GCL和Ingram Micro Inc.合并，合并后GCL停止存续，IMI作为存续主体成为公司的控股子公司。收购资金来源为自有资金、联合投资和银行借款。**

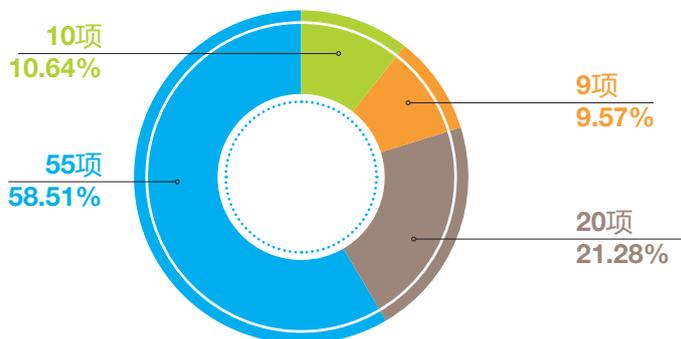


第四部分 中国A股公司跨境并购的主要交易条款

本部分的数据，除非另有说明，均是以构成中国A股公司重大资产重组的交易为基础。在此基础上，我们对跨境并购交易的相关重要条款在中国A股公司跨境并购实践中的应用情况予以梳理。

履约保障机制

在跨境并购协议中，卖方为了增强买方履行协议的确定性，有时会要求设置特定的履约保证机制。常见形式包括：保证金、银行出具的履约保函或不可撤销备用信用证、以及股东担保。上述履约保证机制在交易中的使用情况如下图所示⁷：



• 保证金：渤海金控收购美国C2公司100%股权

交易双方在签署《购买与出售协议》的同时签署了《保证金协议》/《托管协议》，约定以卖方为受益人，委托托管代理人（JPMorgan）对60,000万美元保证金（“托管资金”）进行托管。该协议签署时买方应向托管代理人支付50,000万美元保证金；卖方已经或即将满足完成C2重组的所有重大条件后买方应追加10,000万美元的后续保证金。托管资金用于：向卖方支付《购买与出售协议》约定的终止费；或交割时作为收购价的一部分向卖方支付。

• 备用信用证：苏交科吸收合并TestAmerica

苏交科通过南京银行向交易对方开具履约备用信用证，担保金额为1,666万美元。根据《合并协议》，一方面，如果（1）本次交易因未获得买方股东大会通过而终止，或；（2）本次交易因未获得中国监管审批而终止，或；（3）本次交易因买方无足够交割资金而终止，则全部交易保证金将会被支付给交易对方。另一方面，如果本次交易因无法获得美国CFUIS审批而终止，则50%的交易保证金会被支付给交易对方。

• 银行保函：上海电力收购巴基斯坦KE公司66.4%股权

根据《股份买卖协议》，在协议签署后，买方最迟不得超过15个营业日就先决条件分手费提供银行保函。如果买方逾期，卖方可以选择延长保函最终截止日期或者终止协议，且立即生效。

• 股东担保：西藏药业向ASTRAZENECA AB购买其IMDUR®产品、品牌和相关资产

西藏药业控股股东康哲药业在资产购买协议项下作为担保方，承担完全的担保责任以及先行代为支付首期款1亿美元和存货预计价值400万美元。

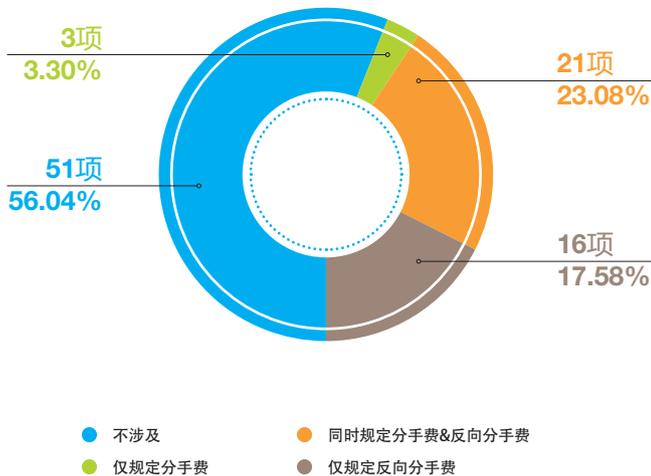
⁷在统计履约保障机制时，因为一个项目可能会涉及多个不同的保障机制，则会存在统计数量多于重大资产重组项目总数的情况。

分手费vs.反向分手费

在并购交易中，分手费是指，如果在并购交易签约后交割前由于特定的卖方原因导致交易终止的，则卖方需要向买方支付约定金额的费用，以赔偿买方因此遭受的损失。其触发条件通常包括卖方股东大会否决交易、卖方董事会收到更高报价或因其他原因未推荐买方报价等。金额取决于具体触发条件，但至少应能补偿买方为该交易支出的费用，一般为交易对价的1%-5%。

与分手费相反，反向分手费是指，如果在并购交易签约后交割前由于特定的买方原因导致交易终止的，则买方需要向卖方支付约定金额的费用，以赔偿卖方因此遭受的损失。其触发条件通常包括买方股东大会否决交易、买方无法获得并购融资、无法获得特定的政府审批等。金额取决于具体触发条件，一般为交易对价的3%-7%。

分手费和反向分手费在交易中的使用情况如下图所示：



由此可见，仅仅规定分手费的交易是非常罕见的。近年来，随着“买方市场”逐渐转变为“卖方市场”，卖方在资产出售中也越来越处于强势地位，反向分手费（特别是因监管审批不能通过导致交易失败的情况下）在越来越多的跨境并购交易中被广泛使用和接受。

此外，关于反向分手费的另一个主要发展趋势在于，中国买方可能需要支付更高的反向分手费。近期中国买方接受的反向分手费从数值上大约为交易对价的4%至9%（在一些情况下甚至高于10%），而正常的反向分手费大约是交易对价的3%至7%。



因中国境外投资审查未通过触发反向分手费

交易	交易金额	反向分手费金额	占比
海尔收购GE家电	55.8亿美元	4亿美元	7.2%
艾派克收购利盟国际	27亿美元	1.5亿美元	5.5%
东山精密收购Multi-Fineline Electronix, Inc公司	6.1亿美元	0.27亿美元	4.5%

因反垄断审查未通过触发反向分手费

交易	交易金额	反向分手费金额	占比
成都天翔收购BWT	2.2亿欧元	0.5亿欧元	20%
海航集团收购英迈	60亿美元	4亿美元	6.7%
海尔收购GE家电	55.8亿美元	2亿美元	3.6%

因美国CFIUS审查未通过触发反向分手

交易	交易金额	反向分手费金额	占比
海航集团收购英迈	60亿美元	4亿美元	6.7%
艾派克收购利盟国际	27亿美元	9,500万美元	3.5%
渤海金控收购C2 Aviation	104亿美元	5亿美元	5%

因其他未能实现交割的情况触发反向分手费

• 融资是否到位

交易	交易金额	反向分手费金额	占比
乐视网收购Vizio	20亿美元	1亿美元	5%
上海电力收购巴基斯坦KE公司	17.7亿美元	1.66亿美元	9.4%

• 买方股东大会批准

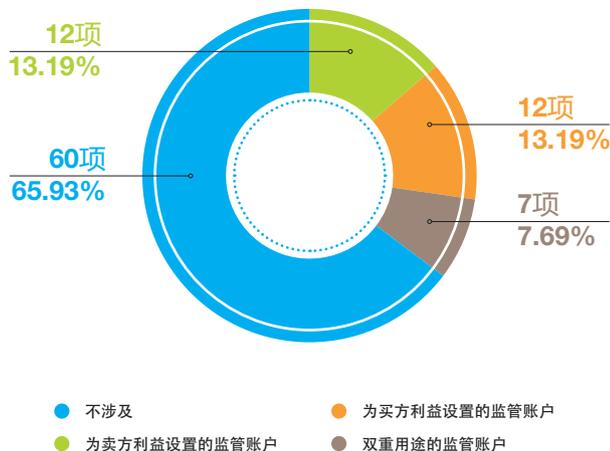
交易	交易金额	反向分手费金额	占比
海尔收购GE家电	55.8亿美元	4亿美元	7.2%
上海电力收购巴基斯坦KE公司	17.7亿美元	1.66亿美元	9.4%

监管账户

在跨境并购中，根据具体用途，监管账户大致可分为三种情形：

- 存反向分手费/保证金的监管账户（为卖方利益设置）：签约时或之后一定期间内，买方在监管账户中存入一笔相当于反向分手费的保证金。如交割，保证金从监管账户释放并抵扣交割价款；如因买方原因未交割且买方有义务支付反向分手费，则保证金由卖方没收；如因卖方原因未交割，保证金退还买方。
- 存扣留款项的监管账户（为买方利益设置）：交割时买方担心卖方存在陈述与保证等方面的违约情况，因此要求将交割价款扣留一部分在监管账户中，待一定期间后如未发现卖方违约情况，则扣留款项释放给卖方；反之买方可以将该笔扣留款项抵扣其损失。
- 双重用途的监管账户：在签约时用于为卖方利益存放保证金/反向分手费，并在交割时用来为买方利益存扣留款项。

监管账户在交易中的使用情况如下图所示：



• 为卖方利益存保证金的监管账户：联络互动购买Newegg 控股权

《股份购买协议》日期的九十天内，买方应支付Newegg诚信保证金（450万美元等值人民币）到由Newegg和买方共同控制的中国银行账户里。如交割，该等诚信保证金将用于支付交易金额；如果《股份购买协议》因特定情形终止，Newegg应将诚信保证金退还给买方；如果《股份购买协议》因其他情形终止，Newegg应保留诚信保证金。

• 为卖方利益存反向分手费的监管账户：天海投资收购美国IMI公司100%股权

2016年2月24日前，天海投资应向代管账户中存入2亿美元。2016年3月18日前，天海投资应向代管账户中另存入1亿美元。2016年4月17日前，天海投资应安排向代管账户中再存入1亿美元。2016年4月17日，代管账户的余额应为4亿美元，作为支付天海投资终止费用的担保。

• 为买方利益存扣留款项的监管账户：锦江股份收购铂涛集团81.0034%股权

托管账户以Keystone或其关联方、SCC 或其关联方、Happy Travel或其关联方（前述为相关卖方）和保证人名义分别开立。交割日买方将等值于该等卖方的预留补偿金、预估转股税款、预留EBITDA调整金（如有）合计金额的款项支付至各该等卖方对应的托管账户下。托管费用由相应卖方承担。

托管期限为自交割日后满一年。期满之后，托管金额及其累积利息扣除支付对价调整金额、购股款调整金额、转股税款、索赔款项及未决索赔的扣留资金等后划转至各卖方指定账户。

• 双重用途的监管账户：开创国际全资子公司开创远洋收购西班牙ALBO公司100%股权

2015年11月13日，开创远洋与ALBO公司及其股东签署了《排他性协议》，并与ALBO公司及其股东、托管银行签署了《第三方托管协议》。2015年11月17日，开创远洋向托管银行支付了200万欧元保证金。

2016年4月12日，开创远洋与ALBO公司全体股东签署了《股份买卖协议》，规定购买价款的一部分作为第三方监管金存入以卖方名义（作为联名账户持有人）在托管银行开立的监管账户。根据《股份买卖协议》的约定，在不同情况下交易终止的，卖方或买方分别提取第三方监管金。

中国政府境外投资监管

对于境外直接投资，即境内主体直接或通过其控制的境外企业，以投入资产、权益或提供融资、担保等方式，获得境外所有权、控制权、经营管理权及其他相关权益的投资活动，涉及以下中国政府监管程序：

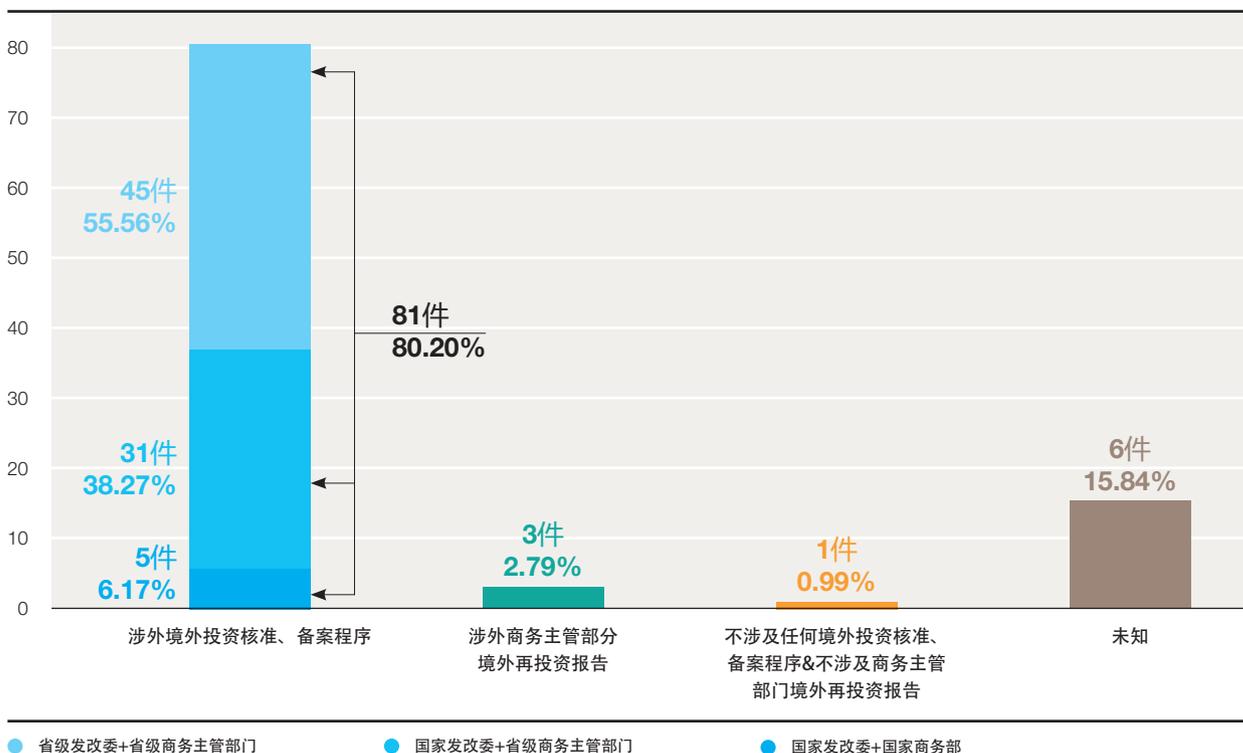
- 发改委：对于涉及敏感国家/地区或敏感行业的项目，实施核准管理，由国家发改委核准；对于其他项目，实行备案管理，其中中央企业项目或地方企业3亿美元以上项目由国家发改委备案，其他由省级发改委备案⁸。
- 商务部门：企业境外投资涉及敏感国家和地区、敏感行业的，实行核准管理，由商务部核准；其他项目实行备案管理，中央企业报商务部备案；地方企业报所在地省级商务主管部门备案⁹。
- 外汇管理部门：当地银行代表当地外汇管理部门办理境外直接投资项下外汇登记¹⁰。但近期外管局加强了对境外投

资真实性、合规性的审核，实际上单笔购汇、付汇支出超过（含）等值500万美元以上的交易，银行在完成登记前需要向外管局报备。

对于境外再投资，即境内主体通过其控制的境外企业开展投资且不涉及境内主体投入资产、权益或提供融资、担保等，涉及以下中国政府监管程序：

- 发改委：根据将于2018年3月1日实施的《企业境外投资管理办法》¹¹，境外再投资项目涉及敏感类的需要取得国家发改委核准；非敏感类的3亿美元以上的应在实施前向国家发改委报告，3亿美元以下的无需履行核准、备案或报告程序。
- 商务部门：境外再投资应在完成境外法律手续后向商务主管部门报告¹²。

在2015-2017年构成中国A股公司重大资产重组的跨境并购交易中，涉及中国境外投资监管的具体情况如下：



⁸根据现行《境外投资项目核准和备案管理办法》以及将于2018年3月1日实施的《企业境外投资管理办法》。

⁹根据现行《境外投资管理办法》。

¹⁰自2015年6月1日起，外管局取消了境外直接投资项下的外汇登记核准，改为由银行直接审核办理。

¹¹现行《境外投资项目核准和备案管理办法》并未将境外再投资纳入发改委监管范围。

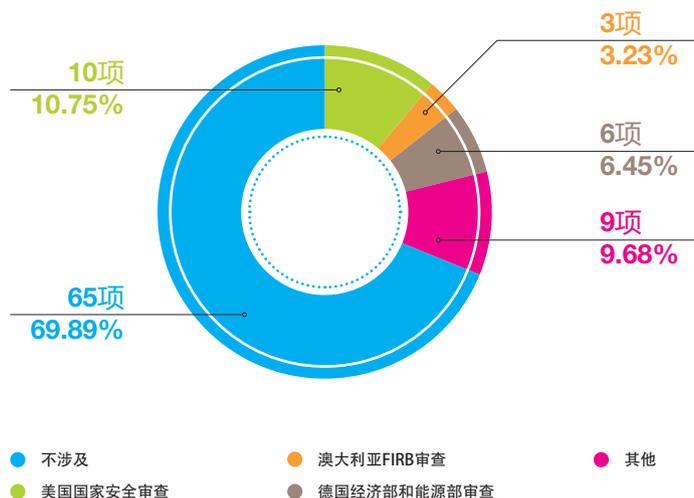
¹²根据现行《境外投资管理办法》。

投资目的外国投资/国家安全审查

中国企业跨境投资，特别是在发达国家投资，通过东道国外国投资/国家安全审查是交易成功的必要条件。较为常见的外国投资/国家安全审查包括：

- 美国国家安全审查：对于任何将导致美国境内业务被外资所控制的交易，美国外国投资委员会（“CFIUS”）都有权对其进行国家安全审查。CFIUS审查的重点一般是可能引起美国国家安全顾虑的敏感行业，如基础设施、信息安全、国防、通信、航空、交通、军用、能源等。
- 澳大利亚外国投资审查：对于外国政府投资者（包括国有企业）的直接投资（通常涉及收购澳大利亚公司10%以上的股权），包括设立新业务，需要澳大利亚外国投资管理委员会（“FIRB”）审查。对于非政府外国投资者，如就特定行业收购超过一定规模需要FIRB审查。
- 德国联邦经济及科技部（“德国经济部”）外国投资审查：外资收购特定行业（如军工、航天、特定IT安全产品等）且获得目标公司25%或以上投票权，必须向德国经济部申报。外资收购其他行业，没有法定申报义务，但德国经济部可以自行决定开展调查；且在认为该交易对德国的公众利益构成威胁时，可以予以禁止。

在2015-2017年构成中国A股公司重大资产重组的跨境并购交易中，涉及的外国投资/国家安全审查情况如下¹³：



总的来说，随着全球新保护主义在主要发达国家以各种形式抬头，加上中国企业的境外投资逐渐向全球产业链上游延展，外国投资/国家安全审查日益成为中国企业（包括中国A股公司）跨境投资的主要壁垒之一，其影响主要体现在：

- 一旦一项跨境并购交易涉及外国投资/国家安全审查，其很可能对交易确定性造成较大影响，削弱中国买家在公开竞标流程中的竞争性。
- 为解决卖方对于外国投资/国家安全审查无法通过的顾虑，中国买家通常会对安全审查作出特殊承诺，比如“最大努力”取得批准、接受审查机关提出的限制条件等（包括诸如剥离敏感业务、采取隔绝外国影响的结构、改为被动投资等非常严苛的条件）。
- 高额反向分手费以及为反向分手费提供保证金或保函/备用信用证的措施屡见不鲜。

CFIUS审查

- 紫光股份认购西部数据部分普通股股份：2016年2月23日，公司收到了美国外资投资委员会（CFIUS）的书面通知，本次交易需要履行美国外资投资委员会（CFIUS）的审查程序。根据《股份认购协议》的相关约定，若未能获得该投资委员会关于此次交易不需该投资委员会进行审查的决定，双方均有权单方终止《股份认购协议》。鉴于以上情况，同时基于审慎性考虑，公司董事会决定终止本次交易。公司终止本次交易不构成对《股份认购协议》的违约。

FIRB审查

- 万达院线收购澳洲HG Holdco 100%股权：截至2015年11月2日，澳洲FIRB已出具确认文件，认定本次交易不违反澳洲外国投资监管政策，同意实施本次交易。
- 先锋新材发行股份及支付现金收购四明投资100%股权和梵帝贸易100%股权：根据先锋新材于2017年10月公告的重组预案，本次交易尚需澳大利亚财政部长根据澳大利亚1978年外国并购法案进行批准。

德国经济部审查

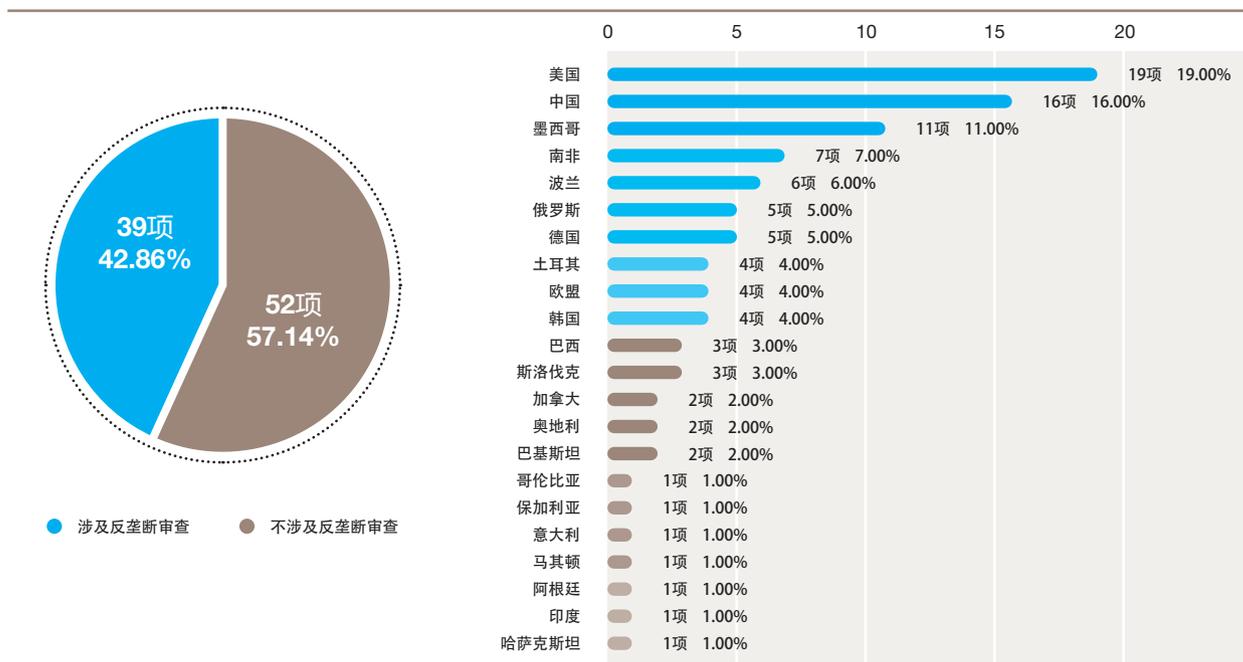
均胜电子合并美国公司KSS（美国项目）以及均胜电子与德国子公司共同收购德国公司TechniSat Digital汽车信息板块业务（德国项目）：2016年2月22日，本次交易德国项目已取得德国经济和能源部的无异议函。

郑煤机6亿美元收购Bosch启动机和发电机业务：2017年10月26日公告，已通过德国联邦经济事务与能源部依据《德国对外贸易及支付条例》进行的审查。

反垄断审查

根据不同司法管辖区域的适用法律，当一项并购交易涉及交易标的的控制权变更，同时交易规模或者交易主体的营业额达到一定标准，则该项并购交易可能需要通过相关司法管辖区域的反垄断审查。

在2015-2017年构成中国A股公司重大资产重组的跨境并购交易中，约有43%的交易涉及境内外的反垄断审查，且涉及不同司法管辖区域的分布情况如下¹⁴：



总的来说，随着中国企业跨境并购的数量日益增多，体量日益增大，各国反垄断监管机构对中国企业的跨境并购加大了审查力度。中国企业面临的反垄断监管风险主要表现在两个层面：

- 申报层面：中国企业自身和/或目标公司全球化的经营可能使一项跨境并购交易触发多个司法管辖区域的反垄断申报要求。对此如何进行协调是中国买家必须要考虑的重要事项。
- 审批层面：随着中国企业在同一行业的不断并购，反垄断监管机构可能采用更严苛的审查标准，施加更严格的限制条件，甚至制止交易。

鉴于上述，中国企业在跨境并购中应当提前做好反垄断审查的准备，并且通过在交易文件中作出相关约定以合理分配反垄断审查风险，包括买方采取何种努力程度获得审批、接受反垄断监管机构限制条件的程度、最终截止日及其延长、反向分手费等。

总结

根据我们对2015-2017年中国A股公司跨境并购交易的数据整理和分析，可以看到，在经历了2016年的“爆炸式”增长之后，随着2017年跨境并购监管升级，2017年的交易态势有所放缓，但值得注意的是，2017年中国A股公司公开披露的跨境并购交易，无论是数量还是金额，均仍然超过2015年的水平。这就意味着，中国A股公司仍有较强的境外投资意愿，仍在持续推进其“走出去”的步伐。

¹³在统计涉及各类投资目的外国投资/国家安全审查时的项目数据时，因为一个项目可能会涉及多个标的需要不同国家的安全审查，则会存在统计数量多于项目总数的情况。

¹⁴在统计涉及相关司法管辖区域的反垄断审查的项目数量时，因为一个项目可能会涉及多个标的需要不同司法管辖区域的反垄断审查，则会存在统计数量多于项目总数的情况。

聚焦中国A股公司 跨境并购的监管现状及展望



何未 | 北京



宋彦妍 | 北京

近年来，随着全球经济一体化的发展、“走出去”及“一带一路”战略的推行以及企业转型升级的驱动，中国企业境外并购交易的数量、金额均呈现上升趋势。在这一浪潮中，中国A股公司逐渐成为跨境并购的重要力量。根据金杜律师事务所和理脉共同整理编写的《2015-2017年中国A股公司跨境并购数据分析报告》（“分析报告”），2016年跨境并购在数量和体量上都出现了爆发式增长，2017年随着境外投资和外汇管制政策的趋严有所回落。

中国A股公司进行跨境并购的优势在于其融资来源及手段丰富，并且A股估值普遍高于海外市场，更有利于其发挥融资优势。但与此同时，中国A股公司跨境并购也面临着更复杂的监管环境。与一般的跨境并购相比，中国A股公司跨境并购除了履行境外投资备案程序（如发改委和商务部门的境外投资备案、银行外汇登记等）之外，还要符合证监会和交易所有关公司治理、审批程序、信息披露等方面的要求。本文将根据中国A股公司跨境并购

近年来监管层已放宽了现金作为支付方式的重重大资产重组审批及信息披露要求，从而大大便利了中国A股公司直接参与和主导跨境并购交易。但中国A股公司以股份作为支付对价仍面临跨境换股的诸多限制，有待立法层

的交易体量和支付方式，分别探讨不同情形下的监管要求及相关法律问题。

不构成重大资产重组的现金交易

中国A股公司进行体量较小、不构成重大资产重组的现金交易，监管程序最为简单，只需履行一般的信息披露义务。实践中，大多数中国A股公司跨境并购属于这种情况。根据分析报告，在2015年至2017年中国A股公司披露的共计654项跨境并购交易中，不构成重大资产重组的现金交易数量共计563项，所占比例为86.1%。

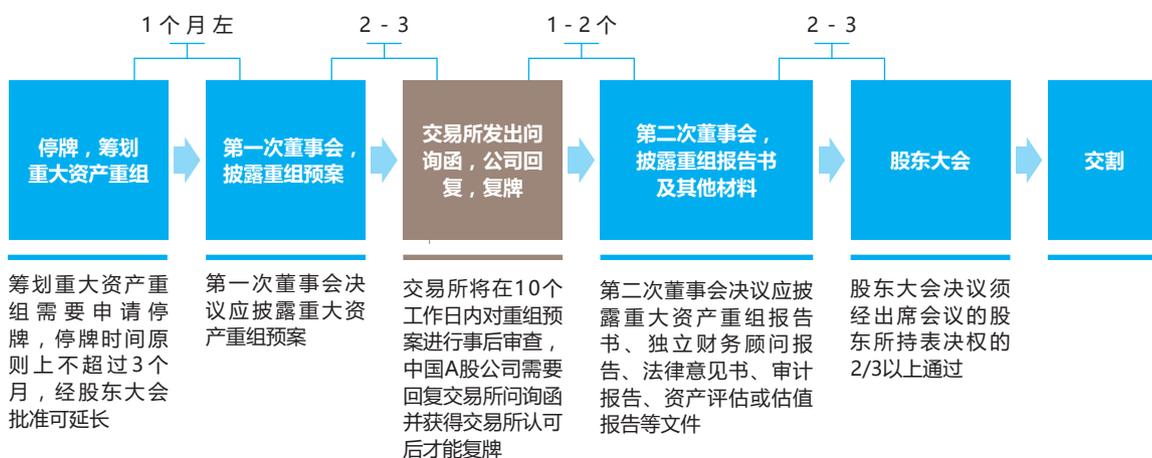
根据沪深交易所相关规则，中国A股

公司购买资产如达到规定的应披露标准（如最近一年资产总额、营业收入或利润占中国A股公司同期指标的10%以上），应当按照公司章程的规定履行董事会审议或股东大会审议程序，并及时发布公告，公告内容应简要介绍交易方案、交易对方及交易标的的基本情况、交易协议的主要内容、收购目的及对公司的影响等。除此之外，中国A股公司一般不需要停牌，也不需要接受交易所的问询。

构成重大资产重组的现金交易

根据《中国A股公司重大资产重组管理办法》（“《重组管理办法》”）的规

定，如果中国A股公司或其子公司在日常经营活动之外购买资产达到以下标准之一，则构成重大资产重组：（一）购买的资产总额占中国A股公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末资产总额的比例达到50%以上；（二）购买的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占中国A股公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到50%以上；（三）购买的资产净额占中国A股公司最近一个会计年度经审计的合并财务会计报告期末



* 注：时间仅为示意性，每个案例根据具体情况有所差异

净资产额的比例达到50%以上，且超过5000万元人民币。

根据分析报告，2015年至2017年中国A股公司披露的共计654项跨境并购交易中，构成重大资产重组的现金交易数量共计68项，占交易总数的10.4%。

在2014年11月《重组管理办法》修订之前，构成重大资产重组的现金交易需要由证监会审批。但《重组管理办法》修订后已简化了对现金交易的审批流程，无论交易金额多大均改为由交易所对重组报告书等中国A股公司披露的文件进行事后审查。同时，构成重大资产重组的交易应遵守证监会和交易所关于停复牌、内部审议程序和信息披露等方面的要求。

26号准则

证监会颁布的《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——中国A股公司重大资产重组申请文件》（“26号准则”）对重组预案、重组报告书以及其他重大资产重组信息披露文件内容作出了详细的规定，要求披露交易标的基本情况、历史沿革、主要资产负债、最近三年主营业务发展情况、主要产品、经营

模式、报告期经审计的财务指标等。2017年9月经修订的26号准则已对重组预案阶段的信息披露进行了简化，无需披露交易标的历史沿革及是否存在出资瑕疵或影响其合法存续的情况，该等信息可在重组报告书中披露。

在跨境并购中，受限于时间表和卖方提供的资料范围，买方顾问通常不会对标的资产进行全面尽调，而将尽调重点放在可能对交易有重大影响的问题上。因此，为满足前述重大资产重组的信息披露要求，实践中通常需要由中国A股公司聘请的境外律师在一般并购交易的尽调范围之外，另行就26号准则要求的方面进行专项尽职调查。中国律师和财务顾问会以境外律师出具的尽职调查报告为依据，出具相关法律意见及准备重组报告书的相关章节。

26号准则还要求提交标的资产按照中国会计准则编制的最近两年及一期的财务报告和审计报告。但由于跨境并购的标的资产在境外，其财务报表系按照其当地会计准则进行编制和审计，且根据交易惯例买方通常无法在交割前派驻审计团队，因此难以满足前述披露要求。实践中，通常变通方式为：中国A股公司在公告重

组报告书时披露标的资产按照当地会计准则编制的财务报表与中国会计准则的差异情况表及会计师鉴证报告，并承诺在交割后一定时间（如6个月）内披露按照中国企业会计准则编制的标的资产财务报告和审计报告。

此外，关于标的资产的估值，自《重组管理办法》于2014年修改后，已明确标的资产价格可以不以资产评估结果作为定价依据，但可以采用估值机构出具的估值报告。对于跨境并购而言，交易价格通常是在竞标过程中或经双方协商谈判确定，并不直接与资产评估结果挂钩。因此，中国A股公司通常会以估值机构出具的估值报告证明交易定价的公允性。估值机构不要求必须具有评估资格，除了可以是评估机构外，也可以是独立财务顾问、会计师事务所。

再融资

中国A股公司以现金方式收购资产的资金来源，除了自有资金和银行贷款之外，还可以采用非公开发行股票、向原股东配股、发行优先股或可转债等方式进行融资。

前几年，向特定对象非公开发行股票（“非公开发”）是中国A股公司跨境并购中常见的融资方式，主要原因一方面是，相对于其他再融资方式（如公开增发、配股、可转债），非公发的财务门槛最低，在盈利能力方面没有限制；另一方面，非公发的定价基准日可以是董事会或股东大会决议日，可以在股价较低时停牌召开董事会以锁定发行价格，待公告复牌后股价通常有大幅上涨，投资者能够获得较好的回报。

但2017年2月，为解决非公开发与其他再融资方式失衡的结构性问题、抑制中国A股公司过度融资行为，证监会发布了《关于修改〈中国A股公司非公开发行股票实施细则〉的决定》以及再融资相关监管问答，从多个方面对非公开发进行了限制：定价基准日由董事会或股东大会决议日改为发行期首日，压缩了定价时的套利空间；非公发的董事会决议日距离前次首

发、增发、配股、非公发的募集资金到位日原则上不得少于18个月，限制了非公发的频率；非公发的股份数量不得超过发行前中国A股公司总股本的20%，限制了非公发的规模。

上述新规发布之后，非公开发作为再融资方式的吸引力被削弱，与其他再融资方式之间的差异也进一步缩小，更多中国A股公司转而选择其他再融资方式。

发行股份购买资产

中国A股公司发行股份购买资产，即中国A股公司以自身增发的股份作为支付对价购买标的资产；交易完成后，卖方将成为中国A股公司的股东。根据分析报告，2015年至2017年，中国A股公司跨境并购涉及发行股份购买资产¹的交易（包括现金+股份的交易）数量共计22项，占披露交易总数的3.4%。

根据《重组管理办法》规定，发行股份购买资产，无论标的资产体量大小，均应适用重大资产重组的程序；并且需要提交证监会并购重组委审核，审核通过后才能实施。因此，发行股份购买资产的流程与重大资产重组基本相同，只是多出了证监会审批的环节，流程更加复杂且耗时较长（证监会审批大约需要4-6个月时间）。

跨境换股的限制

中国A股公司能否直接向境外卖方支付股份对价，在现行法规框架下仍有不确定性，主要障碍在于《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“10号文”）项下对于跨境换股的限制。

如果中国A股公司以自身增发的股份为对价，收购境外卖方持有的境外标的公司股权，将构成10号文项下的“外国投资者以股权作为支付手段并购境内公司”（通常称“跨境换股”）。10号文要求跨境换股的境外标的公司必须是中国A股公

司或符合10号文条件的特殊目的公司，且交易应报商务部审批。

2017年7月，商务部颁布了修订后的《外商投资企业设立及变更备案管理暂行办法》（“《暂行办法》”），将对外资并购（不涉及准入特别管理措施和关联并购）的监管从审批制改为备案制，跨境换股也纳入了备案制的范围，这对于简化跨境换股的行政程序是重大利好。但《暂行办法》并未对10号文规定的境外标的公司范围作出修改，因此对于收购境外非上市且非特殊目的公司，目前跨境换股的路径仍未放开。

截至目前，跨境换股成功的案例仅有2016年首旅酒店收购如家、航天科技收购AC公司等极少数个案。其中，首旅酒店的案例中境外标的公司如家为纳斯达克中国A股公司，并未突破10号文允许跨境换股的范围；航天科技的案例中，虽然境外标的公司为非中国A股公司，但境外卖方的控股股东是国企，因此交易被定性为国企内部资产整合而非真正意义上的跨境换股，因此其成功是否具有可复制性尚不确定。

过桥收购

由于直接跨境换股存在障碍，实践中通常采用两步走的方式，即先由中国A股公司大股东（或其控制的并购基金）或第三方（财务投资人或产业投资人，或其控制的并购基金）以现金收购境外标的（“过桥收购”），再由中国A股公司向大股东或第三方发行股份购买其持有的境外标的股份。

由大股东过桥收购的好处在于，第一步可以避免触发重大资产重组相关程序，第二步以股份支付方式也能减轻中国A股公司的资金压力。但在第二步换股时会有如下问题：

¹如下文所述，直接向境外卖方支付股份在现行法规下仍有限制，因此此处统计的发行股份购买资产案例主要指以下情形的交易：（1）交易对象和/或标的为境内主体，但标的主要运营资产在境外；或（2）虽然交易对象和交易标的为境外主体，但具有其他特殊性（即并非真正的跨境换股）。

• 回避表决：大股东将境外标的出售给中国A股公司构成关联交易，根据《重组管理办法》的规定，大股东应在股东大会上回避表决，该交易需经除大股东以外的其他出席会议股东所持表决权的2/3以上通过。

• 业绩补偿：根据《重组管理办法》，如果中国A股公司向控股股东购买资产，且定价所采用的估值方法是收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的方法，则控股股东应与中国A股公司签订业绩补偿协议，承诺对未来3年相关资产实际盈利数不足利润预测数的差额进行补偿。

同业竞争：如中国A股公司拟收购的境外资产与中国A股公司本身的业务相同或相近，则采用大股东先行收购的方式会导致在第二步交易完成前，境外资产与中国A股公司存在同业竞争的问题。

第三方过桥收购，通常是由中国A股公司与第三方投资人共同设立SPV或有限合伙作为联合投资主体，并通过联合投资主体收购境外标的（联合投资主体可以由

中国A股公司或者投资人控制）；收购完成后的一定时间内，中国A股公司再向投资人发行股份购买其持有的联合投资主体股份。这种方式的好处在于通过引入外部投资人，扩大了资金来源；另外第一步中如果联合投资主体由投资人控制，也可以避免触发重大资产重组相关程序。但可能会涉及如下问题：

退出安排：通常在第一步联合收购境外标的的同时，中国A股公司与投资人之间会就投资人的后续退出安排进行约定。由于能否通过换股方式退出有一定不确定性，投资人往往会要求中国A股公司或控股股东进行兜底，即如果换股不能在约定期限内完成，投资人可要求中国A股公司或控股股东按照其初始投资额加上固定年化收益率计算的价格以现金方式收购其持有的股份（如艾派克收购Lexmark、长电科技收购金科新朋的案例）。因此，如果换股未能在约定时间内完成，中国A股公司或控股股东将面临较大资金压力。

结构化安排的拆除：近期为防范杠杆融

• 资的风险，证监会和交易所高度关注与中国A股公司换股的交易对手方（穿透披露到最终出资人）是否存在结构化安排，即内部设置优先级、劣后级等不同类型的份额，并安排不同的收益分配方式和顺位，以满足不同风险偏好投资者的需求。如果存在，虽然目前的监管规则未明确要求必须拆除，但实践中已有相当一部分案例为顺利过会而拆除了结构化安排。尽管也有保留结构化安排过会的案例，但多集中在2016年（如旋极信息、金城医药、天山纺织），2017年的此类案例基本都进行了拆除（如新潮能源、*ST建峰）。这反映了证监会对结构化基金的监管力度趋严。因此，如果投资人存在结构化安排，可能需要在第二步与中国A股公司换股之前拆除或进行调整。

总结及未来监管趋势

总体而言，目前中国A股公司跨境并购中，现金支付方式仍为主流。现金交易如果构成重大资产重组的，需要履行相关程序并满足信息披露方面的监管要求，近年来监管规则已逐步放宽了现金重大资产重组的审批并简化了信息披露要求，实践中收购体量较大的境外标的时以现金支付相对易于操作。在资金来源方面，随着近期对于非公发的监管趋严，中国A股公司通过非公开发募集资金的难度增大，可考虑其他再融资方式或银行贷款。

中国A股公司直接向境外卖方支付股份在现行法规下仍面临诸多限制，目前中国A股公司主要采用先由大股东或第三方过桥收购、再与大股东或第三方换股的方式进行。但随着《暂行办法》的修订，对跨境换股和外资战投的监管已经由审批制改为备案制，这有利于简化跨境换股的行政程序、减少审理时限，使得跨境换股的可操作性增强。未来在实践中收购境外非中国A股公司能否进一步突破10号文的限制实施跨境换股，也值得继续关注。若监管环境进一步宽松，中国A股公司将得以通过更广泛和灵活的支付手段参与到跨境并购交易中。



案例：纳思达收购 全球打印巨头Lexmark



王建学 | 广州



黄文 | 香港

2016年4月21日，纳思达股份有限公司（“纳思达”，002180.SZ，前称“艾派克”）公告其拟与太盟投资及君联资本（通过其管理的基金朔达投资）联合收购纽约证券交易所中国A股公司Lexmark International Inc.。2016年4月19日，艾派克及其开曼子公司和其他合并子公司与Lexmark签署《合并协议》，本次交易将通过纳思达合并子公司和Lexmark合并的方式实施，合并后合并子公司停止存续，Lexmark作为合并后的存续主体。本次交易的内含企业价值约为40.44亿美元。

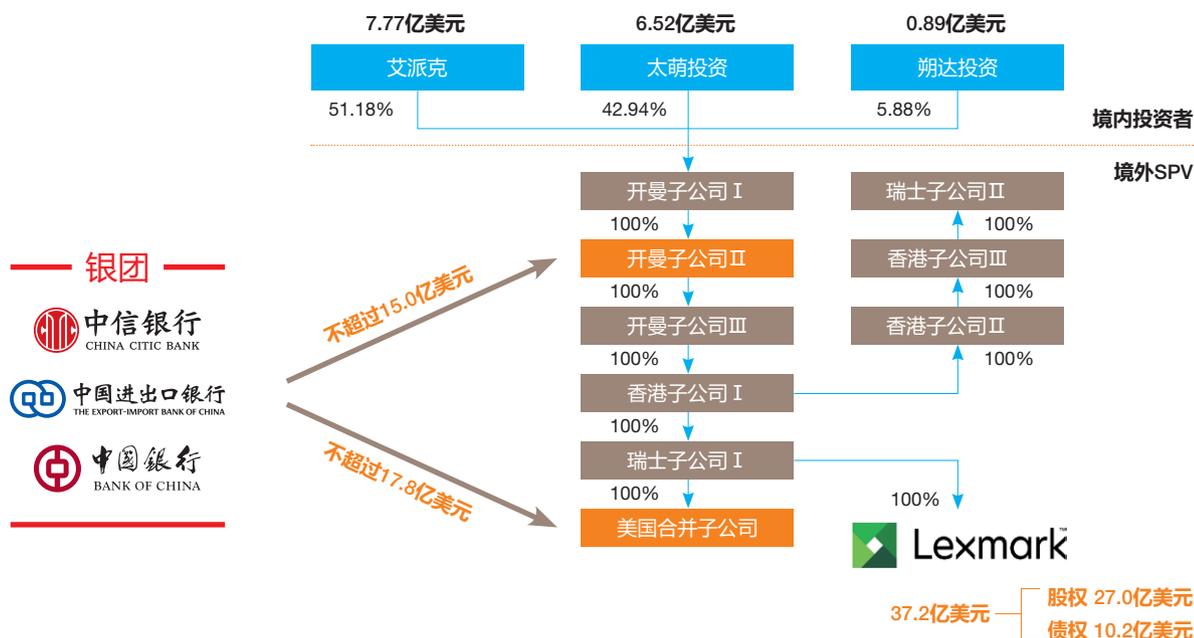
5.2亿美元，后者在体量上几乎为前者的十倍。在二者资产如此悬殊的情况下，纳思达需要在交易各个层面通过各种渠道进行融资以完成交易，而且本次交易为竞标收购，在竞争如此激烈的竞标程序中纳思达能够胜出、并且能够顺利完成交易，确实是非常艰巨的挑战。

在竞标阶段，收购资金的融资结构、与各融资方之间关于融资条件的谈判以及融资承诺函的出具为纳思达赢得竞争、成功签署合并协议的关键之一。基于融资及担保等原因，本次收购的交易结构及融资结构在交割前作了较大的调整。调整后的交易结构与融资结构相比于原结构更加复杂，一方面是缩小了买方财团的出资，进一步加大银行融资杠杆；另一方面，在合并子公司外再设立一串平行的香港与瑞士子公司，意图在收购完成后，在内部完成架构调整并分拆出售软件业务。

充分运用杠杆，完成“蛇吞象”

本次交易前，纳思达的收入为3.1亿美元，EBITDA为0.6亿美元，而Lexmark的收入为35.5亿美元，EBITDA为

本次收购最终的交易和融资结构如下：



收购资金通过股权融资及债权融资的多种方式组合，具体资金来源包括以下：

- 自有资金：其中纳思达的自有资金为约1亿美元；
股东贷款：纳思达出资共为7.77亿美元，除自有资金外，为向其控股股东赛纳科技借款，而赛纳科技的贷款中的大部分来自于其发行的两期可交换债券，共募集资金60亿元。
- 私募基金：太盟投资与朔达投资在开曼成立子公司，其中太盟投资出资现金约6.52亿美元；朔达投资出资现金约0.89亿美元。
- 银行融资：本交易也通过海外子公司向银行申请中长期并购贷款，包括以下两项贷款：（1）开曼子公司II向银团申请9亿美元的并购贷款，在获得银团内部审批同意后，再向银团额外申请6亿美元的贷款；或者向银团申请15亿美元的短期周转过桥贷款且不超过根据软件业务出售协议得出的最终价格。（2）美国合并子公司向银团申请11.8亿美元的并购贷款、4亿美元的Lexmark现有债券的再融资贷款以及2亿美元的流动资金循环贷款。

联合私募基金，运用各自优势

除了在债务融资上充分运用杠杆外，本次收购中，中国A股公司同时引入太盟投资与朔达投资组成买方财团，进一步通过股权融资的方式提高杠杆。在联合收购中，作为财务投资人参与买方财团的一方，按照惯例通常在加入财团时即约定相应的退出安排。在本交易中也不例外。

在本交易中，中国A股公司与私募基金通过联合各取所需：中国A股公司可以获得基金的融资，同时可以借助太盟资金的美属背景及专业管理经验，优化企业体制及吸纳优秀具有经验的管理人才；另一方面，私募基金也可以利用中国A股公司在行业的专业知识及经验，为其管理的资金创造可观的利



近年来中国A股公司与私募基金联合收购的案例颇为常见。对私募基金来说，其特别关注交易的退出机制。从本质上说，中国A股公司与私募基金的最终目标可能不完全一致，因此合作及谈判的过程中需要就双方的诉求达成一致。如果在合作前期不能达成具有约束力的协议，而是签署没有约束力的合作备忘录，有可能为未来确定最终融资条件留下争议的空间。因此，为提高交易的确定性，中国A股公司应当把握其主动优势，尽早与合作方就各个重要的分歧点达成相对详细的规定，并尽早就此签订具有约束力的协议，避免为交易的执行留下不确定性和风险。

巧用交易结构，出售软件业务

本次交易中，Lexmark主要经营两部分业务，ISS业务（即“成像方案及服务业务”）和软件业务。中国A股公司收购Lexmark的核心目的在于其ISS业务与中国A股公司的打印机及耗材业务有很高的协同效应。因此，本次交易于2016年11月完成后，中国A股公司开始分拆出售软件业务，并最终于2017年7月将软件业务以约13.23亿美元的对价出售，且出售所得的资金用于偿还收购时的股东贷款及银行贷款，进一步降低中国A股公司的负债率，并释放出本次并购的整合效益。

本案是典型的蛇吞象式的杠杆并购，充分利用了各种融资方式，给我们提供了一个相对完整的跨境并购交易结构图景。对于中国A股公司来说，完成收购是第一步，软件业务出售是第二步，后续更大的任务是如何发挥并购整合效益和协同效益。

中国境外投资监管：趋势与2017年新政



中国境外投资相关监管机构主要包括国家发展和改革委员会(“国家发改委”)、商务部和国家外汇管理局(“外汇局”)。近年来,监管机构在法规和监管层面上做出了一些变革,颁布了若干新政策,本文将介绍较为重大的变革。

国家发改委及《企业境外投资管理办法》

国家发改委现行有效的监管办法主要是2014年4月发布并于同年12月修订的《境外投资项目核准和备案管理办法》(“9号令”)。2017年12月26日,国家发改委发布《企业境外投资管理办法》(“11号令”),11号令将于2018年3月1日起正式实施,届时9号令将废止。相比于9号令,11号令在以下方面做出了变革。

• 扩大适用范围

11号令的适用范围为投资主体(即境内企业)直接开展的境外投资和投资主体通过其控制的境外企业开展的境外投资。

投资主体直接开展的境外投资,与9号令的

适用范围基本一致,既包括涉及境内投资主体直接作为投资主体开展的境外投资,也包括涉及境内投资主体提供融资、担保通过其境外企业开展的境外投资,并且无论该境外企业是否由境内投资主体所控制。

投资主体通过其控制的境外企业开展的境外投资,是指不涉及境内投资主体直接投入资产、权益或提供融资、担保,而由其控制的境外企业开展的境外投资项目。如果不涉及境内投资主体直接投入资产、权益或提供融资、担保,并且开展境外投资项目的境外企业不受境内投资主体控制,则该类项目不受11号令的监管。此外,境内自然人通过其控制的境外企业或港澳台地区企业开展的境外投资也一并纳入监管,但是境内自然人直接开展境外投资或直接对港澳台地区开展投资不适用11号令。

尽管扩大了适用范围,但投资主体的合规成本并非显著增加,针对此次拟新纳入监管的境内企业和自然人(不涉及其直接投入资产、权益,



王开定 | 北京



发改委《企业境外投资管理办法》废除了小路条制度，使得境外投资审批更为便捷

且不涉及其直接提供融资、担保)通过其控制的境外企业开展境外投资的情形,就敏感类项目而言,需要履行核准程序。就非敏感类项目而言,如果中方投资额在3亿美元及以上,仅需在项目实施前通过网络系统向国家发改委提交大额非敏感类项目情况报告表,而无需进行核准和备案。如果中方投资额在3亿美元以下,则无需履行核准、备案和报告等任何事前程序。

• 废除“小路条”制度

9号令针对中方投资额3亿美元及以上的境外收购或竞标项目,规定投资主体在对外开展实质性工作之前,应向发改委报送项目信息报告,这就是市场上俗称的“小路条”制度。小路条制度的设计初衷是为防范恶性竞争,但随着中国企业在跨境交易上的日益成熟,该等制度保留的必要性也有所争议。11号令中完全删除了小路条制度,中方投资额3亿美元及以上的境外收购或竞标项目,投资主体不再需要在对外开展实质工作前,向国家发改委报送项目信息报告。

• 放宽核准备案的时间底线：从生效条件变更为实施条件

11号令放宽了对于获得其核准或备案的时间底线,将获得核准或备案的时间底线从签约前或作为签署文件的生效条件修订为“项目实施前”,即投资主体或其控制的境外企业为项目投入资产、权益或提供融资、担保之前。

国际市场上通常不将政府审批作为协议生效条件,而一般将其作为交割条件。实际上,境内企业实施的不少跨境并购交易也将政府审批作为交割条件而非生效条件,因此在一定程度上存在规定和现实的脱节问题。该等修订更加符合境外投资的实际情况和运作。

• 事前监管措施

11号令与9号令中对于各类境外投资的事前监管措施存在如下区别：

项目类型	是否涉敏	中方投资额	9号令	11号令
投资主体直接开展(涉及境内投资主体直接投入资产、权益或提供融资、担保)	敏感类	无论大小	国家发改委核准;中方投资额20亿美元及以上的,由国家发改委提出审核意见报国务院核准	国家发改委核准
	非敏感类	≥3亿美	国家发改委备案	
		<3亿美元	中央企业:国家发改委备案 地方企业:省级发改委备案	
投资主体通过其控制的境外企业开展(不涉及境内投资主体直接投入资产、权益或提供融资、担保)	敏感类	无论大小		国家发改委核准
	非敏感类	≥3亿美		国家发改委大额非敏感类项目情况报告
		<3亿美元		

注:根据11号令,敏感类项目包括:(一)涉及敏感国家和地区的项目(与我国未建交的国家 and 地区;发生战争、内乱的国家 and 地区;根据我国缔结或参加的国际条约、协定等,需要限制企业对其投资的国家 and 地区;其他敏感国家和地区);和(二)涉及敏感行业的项目(武器装备的研制生产维修;跨境水资源开发利用;新闻传媒;根据我国法律法规和有关调控政策,需要限制企业境外投资的行业)。



商务部及《境外投资管理办法》

商务部现行有效的监管办法主要为2014年9月发布的《境外投资管理办法》（“3号令”）。3号令适用于境内企业在境外获得非金融企业权益的情况，新设或收购境外金融企业不适用3号令。

商务部按照企业境外投资是否属于“涉敏”，分别实行备案和核准管理。“涉敏”的实行核准管理，不“涉敏”的实行备案管理。商务部对“敏感”的定义与发改委稍有区别，3号令规定，实行核准管理的国家是指与中华人民共和国未建交的国家、受联合国制裁的国家。必要时，商务部可另行公布其他实行核准管理的国家和地区的名称。实行核准管理的行业是指涉及出口中华人民共和国限制出口的产品和技术的行业、影响一国（地区）以上利益的行业。“涉敏”的境外投资，由商务部统一进行核准。对不“涉敏”的境外投资，中央企业报商务部备案；地方企业报所在地省级商务主管部门备案。

根据3号令第二十五条，企业投资的境外企业开展境外再投资，在完成境外法律手续后，企业应当向商务主管部门报告。此报告程序属于事后程序，该等类型的境外再投资，无需履行事前核准或备案程序。

实操过程中，企业进行境外投资，因为融资或者税务原因经常需要在海外设立特殊目的公司（“SPV”），再用该SPV真正新设或收购境外企业。如果是为了同一个境外投资而新设SPV的，该等境外投资仍需要履行核准或备案程序，而非事后报告程序。只有已经设立并已经获得《企业境外投资证书》的境外公司的境外再投资项目，才可适用事后报告程序。

直接投资外汇登记

外汇局近年来一直在改进、调整和简化外汇管理政策，现行有效的管理制度主要为2015年2月13日发布的《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》（“《通知》”）。根据该《通知》，外汇局将直接投资外汇登记交由银行直接办理。已经取得外汇局金融机构标识码且在所在地外汇局开通资本项目信息系统的银行可以办理直接投资外汇登记。外汇局通过银行对直接投资外汇登记实施间接监管。

市场主体可自行选择注册地银行办理境外直接投资外汇登记，非金融企业在办理时需要提供商务主管部门颁发的《企业境外投资证书》。银行通过外汇局资本项目信息系统为境内机构办理境外直接投资外汇登记手续后，境内机构凭业务登记凭证即可直接到银行办理后续资金购付汇手续。

值得注意的是，该《通知》进一步取消了境外再投

资外汇备案。境内投资主体设立或控制的境外企业在境外再投资设立或控制新的境外企业无需办理外汇备案手续。

最新动态

自2016年11月起，着眼于人民币汇率稳定、境外非理性投资以及资本外流等因素，相关监管机构开始加强对企业境外投资真实性和合规性的审查。

国家发改委和商务部陆续调整和增加了企业申请核准和备案时所需申报的信息内容，并且三大监管机构和人民银行也以答记者问的方式向市场传达了国家重点关注的投资领域和投资方式，表明了监管部门对房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等领域出现的一些非理性对外投资的倾向的关注，并且指出了大额非主业投资、有限合伙企业对外投资、“母小子大”、“快设快出”等类型对外投资中存在的风险隐患，建议企业审慎决策。

2017年8月4日，《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》将境外投资分为鼓励、限制和禁止类。

2017年8月4日，《关于进一步引导和规范境外投资方向的指导意见》（国办发〔2017〕74号）（“《指导意见》”）发布，将境外投资分为鼓励、限制和禁止类。

限制类	<ol style="list-style-type: none">1. 赴与我国未建交、发生战乱或者我国缔结的双边条约或协议规定需要限制的敏感国家和地区开展境外投资。2. 房地产、酒店、影城、娱乐业、体育俱乐部等境外投资。3. 在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。	《指导意见》明确指出前三类须经境外投资主管部门核准。
	<ol style="list-style-type: none">4. 使用不符合投资目的国技术标准要求的落后生产设备开展境外投资。5. 不符合投资目的国环保、能耗、安全标准的境外投资。	
禁止类	<ol style="list-style-type: none">1. 涉及未经国家批准的军事工业核心技术和产品输出的境外投资。2. 运用我国禁止出口的技术、工艺、产品的境外投资。3. 赌博业、色情业等境外投资。4. 我国缔结或参加的国际条约规定禁止的境外投资。5. 其他危害或可能危害国家利益和国家安全的境外投资。	

2017年12月6日，为规范民营企业境外投资经营行为，提高“走出去”的质量和水平，国家发改委、商务部、人民银行、外交部、全国工商联联合制定了《民营企业境外投资经营行为规范》，对民营企业境外投资进行指引。

2017年12月26日，国家发改委发布11号令，对现行的监管进行了多项革新。

2017年12月28日，商务部召开例行新闻发布会上表示正在推进《境外投资法条例》的制订工作，争取推动该《条例》早日出台。期望通过建立完善对外投资的法律体系，积极引导和支持有清晰发展战略、坚持主业的企业抓住海外投资机遇，同时又能防范和化解风险。

随着中国企业近年来境外投资的迅速发展，监管机构也累积了丰富的监管经验。境外投资监管整体趋于成熟，力求为中国企业正常境外投资提供公开、透明、清晰的制度安排，促进境外投资健康有序发展。

案例：寻找顶级 IP， 金科文化跨境收购“汤姆猫”



黄任重 | 上海/杭州

中国 A 股公司金科文化（证券代码：300459）是一家兼具文化娱乐内容运营和互联网儿童早期教育的高科技企业，其于 2017 年通过发行股份购买资产的方式成功完成对全球最大的移动互联网流量平台之一 Outfit7 Investments Limited（以下简称“Outfit7”）的跨境间接收购（Outfit7 的估值为人民币 75 亿元），获得世界顶级 IP “会说话的汤姆猫”。

Outfit 7 主打产品“会说话的汤姆猫家族”系列应用以可爱的动物形象，被评为最受欢迎的 Google Play 应用之一。目前，Outfit 7 “会说话的汤姆猫家族”系列移动应用为全球最大的移动互联网流量平台之一，公司营业收入约 80% 来自互联网广告业务。Outfit 7 具有惊人的净利率，Outfit 7 的近三年归母净利润占营业收入的比重均为 70% 左右。这一净利率水平，即使是在暴利的游戏行业也是罕见的。

本次跨境收购由中国 A 股公司发起，标的公司 Outfit 7 是一家注册在英国、实际运营地在斯洛文尼亚、且为塞浦路斯税收居民的跨国企业。因此，本次交易需要同时满足中国、英国、斯洛文尼亚、塞浦路斯等国家的法律和上市监管要求。金杜充分发挥了以亚太为总部，业务及办公室分布全球的优势，通过亚太和欧洲各区域的办公室团队通力合作，全程为本次跨境收购项目提供了综合、全方位的一站式法律服务。

先恋爱再结婚，避免跨境并购的“大坑”

2017 年 1 月，金科文化通过其香港子公司金科国际（香港）有限公司（以下简称“金科香港”）获得 Outfit7 的股东联合好运集团控股有限公司（以下简称“联合好运”）10% 股权，2017 年 6 月，金科文化又通过金科香港进一步增持联合好运的股权至 35%。

在先有业务合作和分步获得参股权的基础上，未来金科文化通过发行股份购买资产的方式再一举拿下 Outfit7 的控制权，是一个感情逐渐升温的过程，提高了并购成功的概率，减轻了并购后整合的风险，发挥并购后的协同效应也就水到渠成了。“借船出海，借梯登高”，不论对于民营企业，还是中国经济，都充满了想象空间。但贸然进行海外并购，并购一个完全陌生的标的公司，存在较大风险，而金科文化通过香港子公司先行并购部分股权，此种方式较为稳妥。

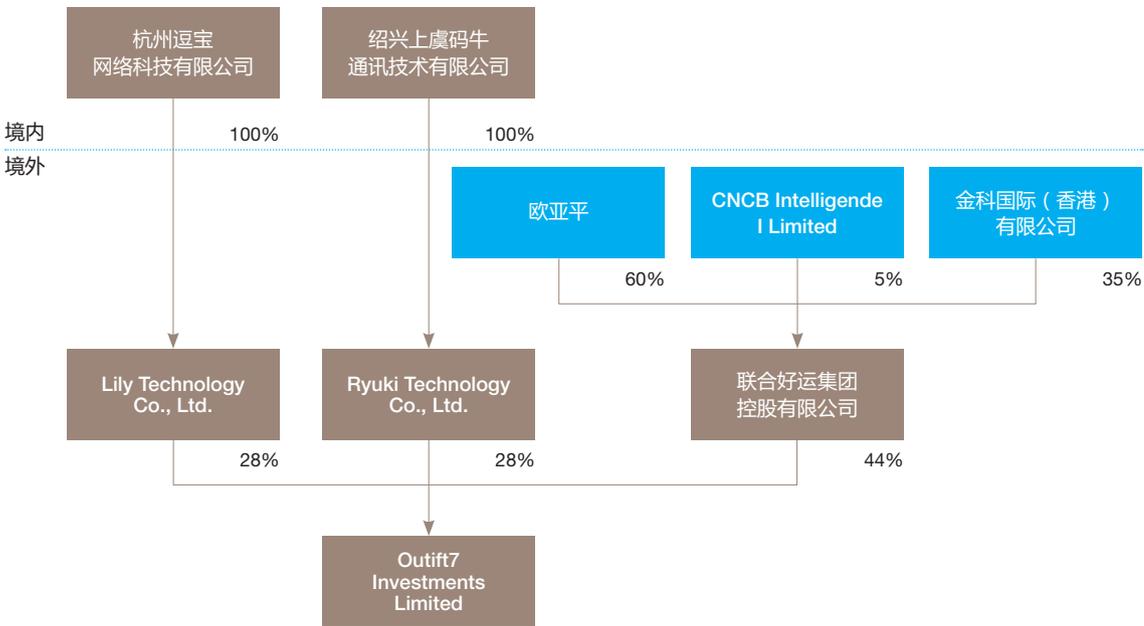
本次交易考虑到时间表和节省交易成本的目的，兼顾各国法律的需要以及中国证监会的监管政策，以求在成功海外并购的基础上最终取得中国证监会的审核通过。



卖方架构调整

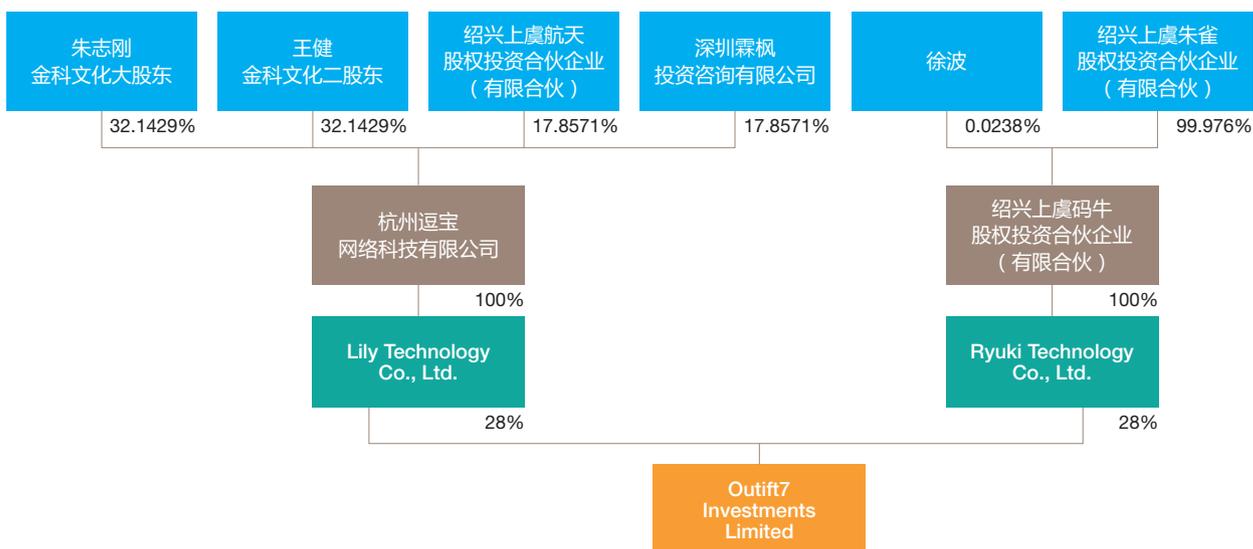
经充分考虑本次交易所涉ODI审批的难易程度，各主体的债务架构及融资安排，以及并购成功后的整合难度等因素，为进一步促进本次交易的成功，2017年5月24日，联合好运于英属维尔京群岛分别设立Lily及Ryuki，分别将其持有的Outfit 7的28%股权无偿转让给Lily、Ryuki。2017年8月10日，杭州逗宝、上虞码牛分别作价2.996亿美元，收购了联合好运持有的Lily、Ryuki的100%股份，并间接取得了Outfit 7的各28%股份。

架构调整之前，联合好运持有Outfit 7的100%的股权，架构调整之后，联合好运持有Outfit 7的44%股权，Lily、Ryuki各持有28%的股权。上述调整后的卖方架构如下图：



经典的大股东参与“过桥收购”

本次交易选择了“过桥收购”方案，第一步为金科文化的大股东和二股东通过境内SPV收购Outfit 7的控股权，第二步为金科文化向朱志刚、王健、上虞航天、深圳霖枫以及徐波、上虞朱雀共6名交易对方非公开发行股份购买其持有的杭州逗宝100%股权和上虞码牛100%股权，间接持有Outfit7的56%股权，并承诺2017年至2019年的业绩利润。第一步的交易结构如下：



考虑到时间表和节省交易成本等需要，本次交易不能拆分为两个独立的交易。本次交易从一开始，就兼顾各国法律的需要以及中国证监会的监管政策，以求在成功海外并购的基础上最终取得中国证监会的审核通过。



优化历史沿革的披露方式

Outfit7在历史沿革上也比较特殊，是一家全员直接持股公司，不像一般的公司设立员工持股平台，Outfit7对员工的股权激励直接在公司层面直接进行，导致Outfit7的股份变动情况极为复杂，涉及新增股份、股份回购等几十次变动，且每次变动人数都在百人上下。根据中国证监会的要求，标的公司的每次股份变动都应该详细披露，但若不做任何变通，Outfit7股份变动情况将达到几十页的篇幅，非常琐碎，不利于审核人员进行审核。为同时满足境内监管需求，又尽可能地完整展现和披露Outfit7的股份变动情况，金杜提出了对Outfit7的股份变动进行“同类项合并”，并且按年为节点披露相关股份变动情况的方案，并最终获得了中国证监会的认可。

杠杆收购：跨境并购之融资结构

企业需要综合考虑跨境并购融资中，资金确定性、政策可行性、公司治理、融资规模、融资成本、资本结构、时间要求等多个因素。其中最为重要的因素是资金确定性，即需要使卖方相信收购主体拥有充足的资金实现交割。



吕鹰昊 | 北京

在跨境并购中，由于所需资金量大，跨境并购中应用较多的融资方式是外部融资，即收购主体向收购主体以外的经济主体（包括金融机构、联合投资人、并购基金等）筹措资金，主要包括债务融资、权益融资、混合型融资工具等。

杠杆收购

目前跨境并购中，企业主要以债务融资方式购买目标企业的资产和/或股权，通过增加并购企业的财务杠杆来完成并购交易，这种方式称为杠杆收购，是最常见的一种并购方式。杠杆收购融资的实质是，企业通过银行、非银行金融机构、民间等渠道，采用申请贷款、发行债券、利用商业信用、租赁等方式筹措资金，以目标企业的资产、现金流、分红、股东贷款等支持偿还债务，以收购主体和/或关联方以及目标企业的资产、股权、信用为债权人提供担保或保证的融资方式。

杠杆收购的融资结构是倒金字塔型，在存在多层债权人的情况下，一般通过债权人协议（Intercreditor Agreement），约定债权的优先顺位、担保物的持有和执行、收益的分配机制等商业安排，最顶层是对企业资产有最先求偿权的一级银行贷款，约占收购资金的50%~60%；中下层可被统称为从属债务。在典型的国际杠杆收购中，债务融资比例可以高达交易成本的80%以上，因而能够帮助收购主体实现“小鱼吃大鱼”的并购目标。

非约束性报价阶段

杠杆收购的第一阶段是非约束性报价阶段，在此阶段，买方需要向卖方出具资金支持方签署的意向性融资文件，表明资金支持方有意向向买方或其关联方提供并购资金支持。这份意向性融资文件通常是银行出具的一份高度信

心函（Highly Confident Letter）或者意向函（Letter of Intent）。二者在内容和形式上类似，通常包含以下内容：（1）支持该并购交易；（2）未来提供资金支持的特定条款和条件；以及（3）有信心未来提供上述可使用的资金支持。

银行在这一阶段融资文件项下提供资金的义务，可以是具有约束力的也可以是没有约束力的，银行提供最终的资金支持取决于其内部信贷审批的结果。因而，银行更像是在做一项陈述，而不是承担一项合同义务。

约束性报价阶段

卖方和并购主体进入到短名单阶段后，买方需要向卖方和目标企业提供具有很强资金确定性的融资方案，以使对方确信，一旦与买方签署股权买卖协议，买方将有足够的确定资金来完成项目的交割。

本阶段需要的融资文件包括贷款承诺函（Commitment Letter），作为贷款承诺函附件的融资主要条款清单（Term Sheet）以及费用函（Fee Letter），该融资条款清单的内容需要详细、明确，能够完整反映可能影响借款人提款的所有情形，通常包含以下内容：

- 相关方：如果是双边贷款，借款人，贷款行，担保人；如果是银团贷款，还包括代理行、安排行等；
- 贷款相关的一般约定：币种、目的、提款期、利率、利息期、罚息、费用（安排费（Arrangement Fee）、前端费（Upfront Fee）、承诺费（Commitment Fee）和/或资金占用费（Ticking Fee）等）；
- 贷款相关的其他约定：担保(包括中国法及外国法项下的股权质押、资产抵押、保证、账户质押、概括抵押等)、还款安排(包括自愿提前还款及强制提前还款)、账户安

排、陈述与保证、先决条件、后续条件、财务承诺(积极承诺、消极承诺)、违约事件、贷款的转让和转移、税务安排、成本和费用、管辖法律、争议解决等。

签署股权买卖协议之时或之前

此阶段涉及到的融资文件通常包括境内外两部分，包括贷款协议、担保协议、承诺函(如需)及相关账户协议等。融资文件签署前和之后，借款人需要在境内外律师的协助下，确保所有的提款条件都在收购交割之前得以满足，确保交割的完成。

借款人在考虑杠杆收购的银行融资之前的要点提示

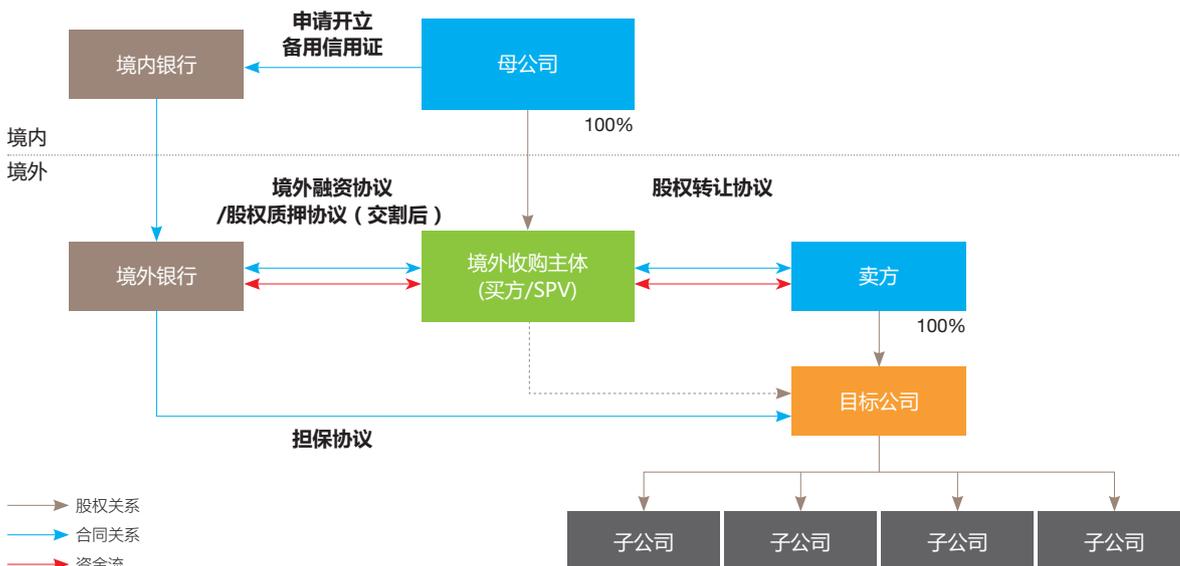
序号	提示点	我们的建议
1		相关主体
(1)	借款人	(i) 直接收购目标企业的主体；或 (ii) 作为该收购主体的全资母公司的中间层控股公司。
(2)	贷款行	(i) 贷款行主体是否是境内银行的境内分行或境外分行； (ii) 是否为银团贷款。
2		贷款币种
(3)		明确贷款币种 - 外币 / 人民币
3		贷款融资相关审批
(4)	外汇出境	(i) 如果由境外分行提供外币贷款，则不涉及外管登记； (ii) 如果由境内分行提供外币贷款，涉及到资金出境的，则会涉及外管登记；但鉴于外管局目前对资金出境把握得比较严格，建议先行与外管局进行沟通。
(5)	银行内部审批	需要与潜在贷款行落实，为出具承诺函以及条款清单，贷款行的内部审批所需要的时限及最短时间，以便在整体上把握融资条款的谈判进程。
(6)	内部审批	如果是中国A股公司，在涉及到中国A股公司资产或股权担保的情况下，需要履行一定的内部审批和披露程序。
4		融资关键条款
(7)	融资的提用方式	需要与潜在贷款行确认融资的提用方式，通常包括： (i) 定期贷款； (ii) 过桥贷款； (iii) 循环信用；及 (iv) SBLC或见索即付保函。
(8)	清扫期 (Clean-up Period)	由于交割前收购主体尚未完全掌控目标企业及其资产，因此借款人可以要求贷款行给予一段时间的清扫期，关于目标企业及其资产的陈述、保证的错误。或者发生关于目标企业的其他相关违约事件，多数可以在清扫期内纠正，且纠正后，即不视为违约。
(9)	财务支持 (Financial Assistance)	财务支持是并购贷款中的一个特别制度，具体而言，被收购的目标公司或其子公司不得为收购提供财务支持或为收购融资提供担保。收购主体和贷款行在设计并购贷款的结构时，需要和目标公司所在法域的律师就该问题进行充分沟通，以避免融资担保安排被认定为无效，或是否可以通过洗白程序(Whitewash)来规避这一限制。
(10)	担保	需要与潜在贷款行探讨贷款行可能要求的境内外担保，如贷款行要求境外资产、股权或保证担保，则在初步阶段可以将目标企业的股权进行质押，但需要注意上述财务支持问题。 如贷款行要求境内资产、股权或保证担保，则有可能涉及到内保外贷的登记问题。



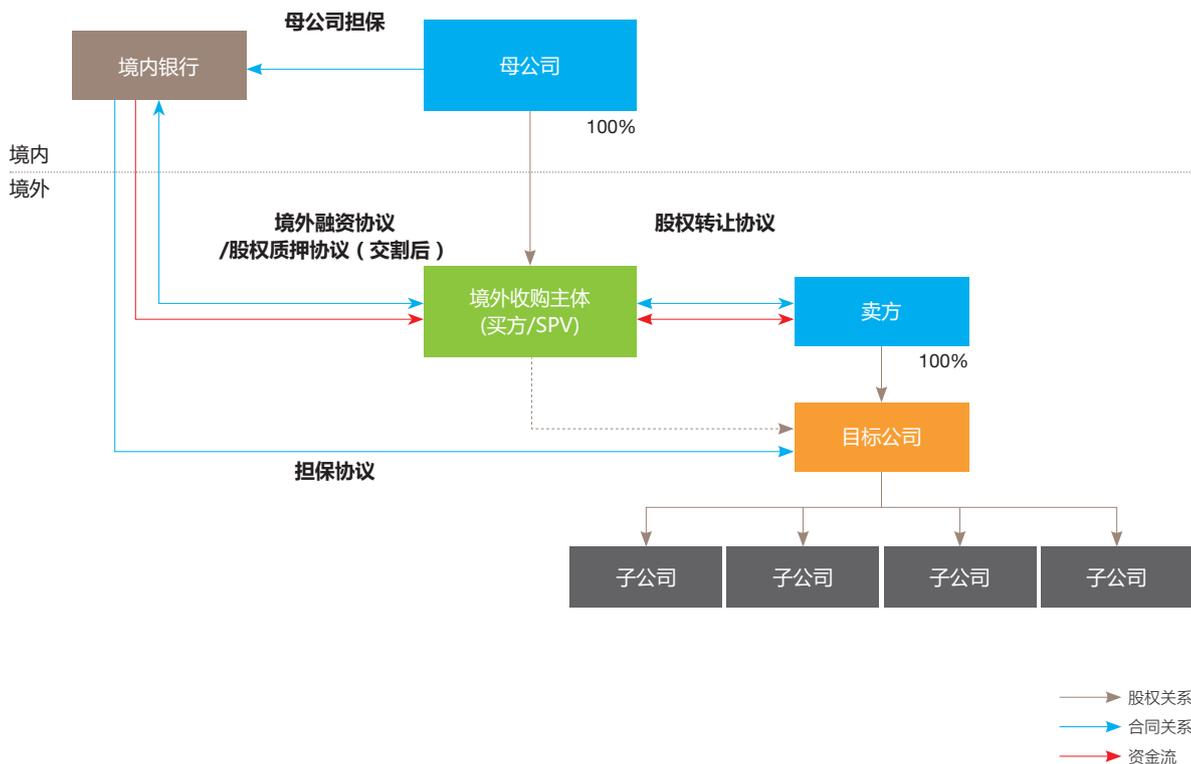
杠杆收购中比较常见的担保结构

内保外贷

境内银行的内保外贷业务指，境外银行作为贷款人，向境外收购主体(借款人)提供并购贷款，境内银行接受境内企业的定向存款或保证金质押，境内银行向境外银行开具SBLC，在此基础上为境内企业的境外关联方提供担保，市场上也称为“内存外贷”。



《通知》实施后，对于公司自身直接向境外机构提供担保是否也应适用《通知》的要求？我们理解答案是肯定的，外汇局自身采取的审核标准不会低于其要求银行采取的审核标准，即外汇局逐笔为作为担保人的境内企业办理内保外贷登记时，也将参照该《通知》的标准和原则进行审核。因此，“内存外贷”业务模式也将面临严格的境外主体资格、ODI程序合法性审查。



国家外汇管理局（“外汇局”）近期发布了《关于完善银行内保外贷外汇管理的通知》（“《通知》”），就银行内保外贷业务的外汇监管以正式发文的形式重申了跨境担保系列法规的外汇监管要求，对于当前跨境融资市场仍然广泛采用的内保外贷交易结构将产生重大的影响。

《通知》主要针对“银行内保外贷业务”，即主要规范以银行为担保人的情况，实践中多体现为以银行保函或SBLC担保境外贷款或发债的交易结构。《通知》要求银行严格审核债务人主体资格的真实合规性，并留存相关审核材料备查，针对境内居民直接或间接控制的境外机构，应当重点审核其是否符合境外投资相关规定。《跨境担保外汇管理规定》及《跨境担保外汇管理操作指引》曾明确应重点关注“履约倾向存疑”的内保外贷交易，《通知》不但进一步强调该原则，还列出了具体的审核标准。另外，如果内保外贷业务接受反担保的，还应增加对反担保资金来源及其合理性等进行一系列审核。一方面，境内银行无法再高枕无忧地基于境内反担保开展类似于资金出境通道的内保外贷业务，另一方面也对并购主体及其关联公司提出了更高的要求。

其他担保

境内银行作为贷款人，向境外收购主体(借款人)提供并购贷款，境内母公司向境内银行提供担保或提供定向存款或保证金质押，市场上也认为这是“内存外贷”的一种形式。

案例：巧设对赌机制，梅泰诺收购BBHI

2016年初，正处于由传统通信塔行业转型到互联网营销行业的梅泰诺董事长张志勇自己也没想到，他正在运作的海外并购交易会2016年度中国A股市场上具有重要影响力的一项交易。



马天宁 | 北京

2016年8月22日，互联网广告技术领域巨头BBHI宣布被北京梅泰诺通信技术股份有限公司（以下简称“梅泰诺”，300038.SZ）董事长张志勇控制的中国财团以现金收购；2017年3月，梅泰诺再从中国财团处收购BBHI的99.998%的股权，完成了注入中国A股公司。本次交易金额为8.9亿美元（约合人民币59亿元），就交易金额而言，为全球互联网广告领域有史以来第三大收购交易，仅次于谷歌对网络广告公司DoubleClick的收购和微软对互联网营销公司aQuantive的收购。

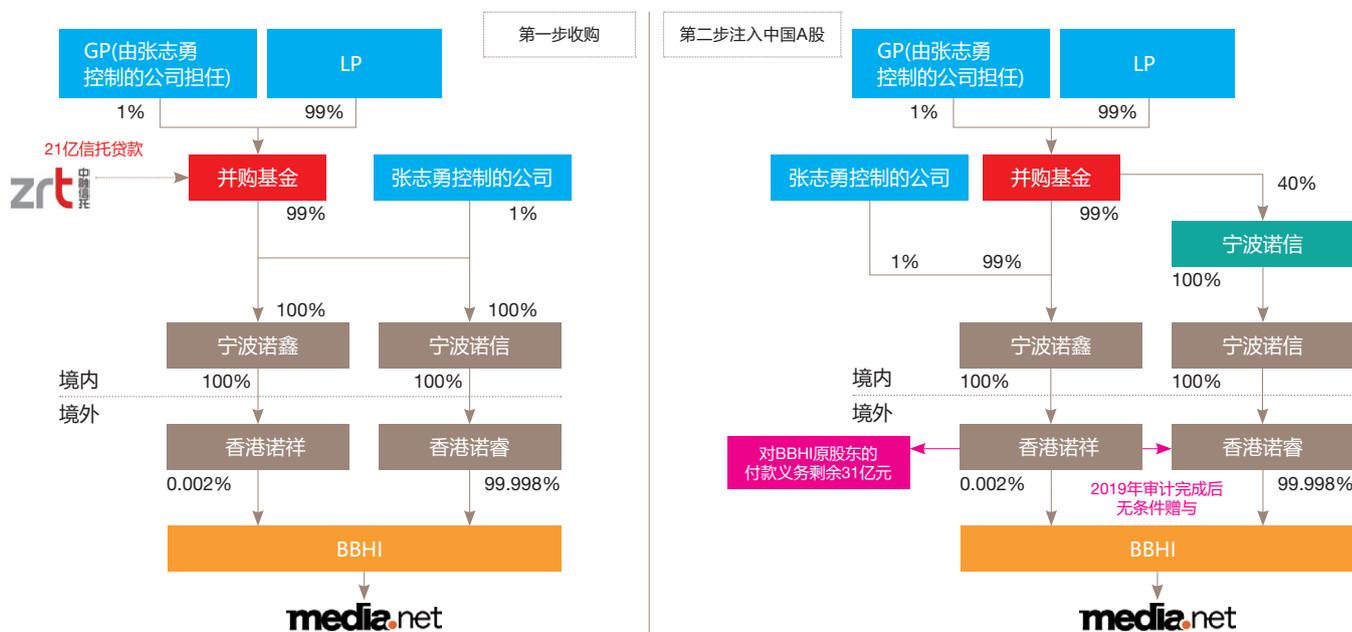
BBHI的全称是Blackbird Hypersonic Investments Ltd.，由印度知名的创业兄弟Turakhia兄弟于2014年6月24日在印度孟买设立，在短短的两年时间内，BBHI发展成为全球领先的互联网广告供应端平台公司，旗下拥有超过700人的研发团队，通过精准的上下文广告匹配技术，进行精准的搜索推广和广告投放，为其客户提供广告位的管理和运营业务。BBHI在全球范围内拥有7,000多家媒体资源（Forbes，Fluent等）和大量海外优质客户（Yahoo、谷歌、Bing、Microsoft等），每年收获的广告点击量超过8.4亿次。

两步交易结构，减轻并购风险

本次交易为典型的两步实施结构：第一步由梅泰诺实际控制人张志勇控制的中国财团以8.9亿美元收购BBHI全部股权；第二步由梅泰诺以合计人民币63亿元的价格向实际控制人张志勇发行股份和支付现金，从而间接收购BBHI的99.998%股权。BBHI剩余的0.002%股权由相关方承诺将在2019年审计完成后无条件赠与梅泰诺。



具体的第一步收购和第二步收购的交易结构如下：



交易的第一步选择了由梅泰诺的实际控制人所控制的其他公司作为收购主体，避免了中国A股公司直接进行境外并购，时间可控，易于被卖方接受。而第二步将资产装入中国A股公司时，中国A股公司通过股份支付的方式获得境外标的资产的控制权，缓解中国A股公司资金的压力，同时通过对赌机制的巧妙运用，实现了控股股东的增持。

巧用对赌机制，降低资金压力

在本次交易估值已确定为59亿元人民币的情况下，梅泰诺实际控制人成功以对赌的方式实现融资。本次交易总对价为59亿人民币，而收购方仅以11亿自有资金加上17亿的信托贷款，即支付28亿元对价即在交割时取得BBHI的100%股权。这最主要是得益于成功达成了对赌安排，将交易总价款的52%安排在对赌中，待BBHI未来达成一定业绩承诺后再行分期支付相应对价，首付款仅需支付交易总价款的48%。虽然对赌安排在目标公司未来收益存在较大不确定的交易中并不罕见，但对赌占交易总对价如此之高的比例，在近年来的类似跨境交易中是屈指可数的。

或有债务留在中国A股公司体外，实现中国A股公司股份增持

在交易的第一步中，收购方安排两个SPV，分别是香港诺睿支付48%的首付款，并取得BBHI 99.998%的股份；香港诺祥承诺52%的付款义务（通过对赌机制支付），并取得BBHI 0.002%的股份。而在交易第二步，中国A股公司通过收购购买香港诺睿的股份，即可取得BBHI接近100%的股份，而把交易对赌的负债留在中国A股公司体外。因此，中国A股公司向实际控制人发行股份及支付现金的作价包括整个标的资产的估值，但不包括负债，因而上述安排使得实际控制人得以大幅增持中国A股公司股份。

通过上述交易结构和对赌安排，梅泰诺成功实现了以下几大目标：

- 成功实现互联网营销的全产业链布局、完成业务转型
- 中国A股公司净利润增厚逾四倍
- 中国A股公司实际控制人大幅增持股份从而增强其对中国A股公司的控制权
- 取得境外持股平台及美元收入，为中国A股公司未来境外收购打下良好基础

本次交易在两步走的交易结构设计、杠杆融资安排、对赌机制、质押股份等方面存在诸多创新，获得市场较高的关注和一致的好评，也是2016年度中国A股公司海外并购的经典交易。金杜为梅泰诺完成本交易提供了全程法律服务。

跨境并购的境外融资： 发行债券及股权融资

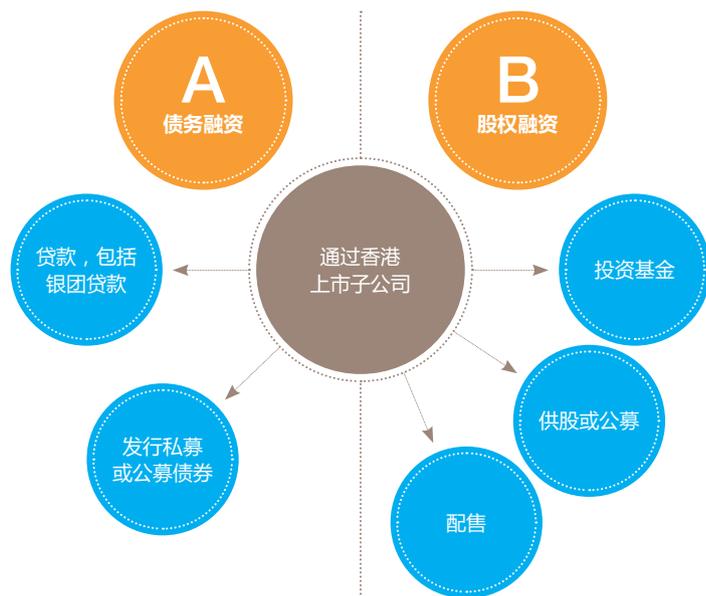
作为一个国际枢纽，香港是进出中国投资及贸易的首选地区之一。通过完善的人民币支付和结算基础设施、健全的银行系统及稳定的法律体系，香港有能力为人民币流入和流出交易提供高效的服务。

若能通过一家香港上市发行人进行融资，香港市场可提供多元化的融资渠道以募集资金。为了便于说明，我们在下面列出了在香港募集资金的几种常见方式，并将重点介绍债务融资方式中的发行债券以及各种股权融资方式。



骆伟德 | 香港





私募债券

由于监管中的限制不多，发行债券的时间表主要是由商业因素决定的，并且可以更短的时间内进行，这取决于律师和会计师等顾问编制必要交易文件所需要的时间，以及财务报表和审计报告是否取得所需信息。

发行私募债券涉及的文件通常包括：

授权书	列明主要的发行条款及定价，并授权配售代理安排有关发行事宜
信息备忘录	这是投资者/认购人的营销文件。通常包括责任声明，债券的条款和条件，收益的使用，发行人的业务概述，各种财务报表和审计报告，涉及的有关各方的详细信息
认购协议	这是投资者/认购人同意向发行人购买债券的协议。通常包括发行人的保证和陈述，此次发行的先决条件和交割条件，以及发行人可能提供（并由担保人担保）的在重大违约事件或虚报情况下的弥偿
财务代理协议	发行人任命财务代理人履行职责的协议
代理银行协议	发行人委托代理银行根据债券条款和条件确定应付利率率和金额的协议
担保	由担保人执行的有利于债券持有人的文件，即担保人同意担保发行人的所有义务
法律意见	通常为完成发行的先决条件，为确认发行人及担保人的能力、权限、适当执行以及交易文件的合法、有效及具约束力的性质
其他文件	包括但不限于发行人的授权书，发行人和担保人提供的内部批准文件以及交易中涉及到海外实体时所需的法律程序文件代理人提供服务的委任信件。

发行私募债券通常涉及发行人、担保人、配售代理以及财务代理。

公募债券

债券或票据的公募要求发出招股章程，相较于在私募中使用的要约文件或条款清单，这是一份更全面和详细的文件。对招股章程的要求决定了公募债券的交易结构，该交易结构涉及类似私募的有关各方，但也可能涉及更多相关方，包括安排人和/或包销商以及付款代理人。

债券上市

除上述规定外，就香港联合交易所有限公司（“联交所”）主板发行的债券而言，上市规则还规定了债券上市的附加条件，申请程序和要求。上市债券发行后，上市规则规定了一般持续性义务，包括（1）在发行人的年度股东大会之前提交年度报告或财务摘要报告的时间要求，（2）遵守上市规则，（3）要求必要时公布信息，以避免证券市场虚假，（4）公告内幕信息，（5）公布任何购买，赎回或取消上市债务证券的决定。

供股或公募

供股是对现有股东提供权利的方式提出的要约，使他们能够按现有股权比例认购股票，而公募是对现有股东，无论是否与其现有持股比例相同来进一步认购股权的公开要约，而并不是根据可弃权文件配发给他们。根据上市规则，供股及公募通常必须全部包销（须申请批准豁免此项要求），而联交所创业板上市发行人并不需要全部包销。

如果供股或公募导致上市发行人的已发行股份数目或上市发行人的市值增加超过50%，则需获得上市发行人股东大会的批准。此外，根据上市规则，由于供股及公募涉及上市发行人发行新股，故此要求上市发行人对上市及买卖该等股份向联交所做出申请。

根据供股或公募的规模和架构，上市规则项下的有关程序要求（包括交易文件的准备，上市的申请及安排召开股东大会以批准供股）需要至少大约两个月。

配售

除通过供股或公募来募集资金，配身为股权融资最受欢迎的筹资工具之一。上市发行人的配

售一般以私募方式作出，与供股或公募相比，由于配售没有刊发招股章程以及包销的要求，配售提供了另一种途径，以更快、更便宜的方式从少数投资者筹集资金。

配售须取得股东一般授权或特别授权。此外，如果相关配售会致使任何股东触发《公司收购、合并及股份回购守则》下作全面要约的义务，相关配售亦须获得证监会的批准。

由于配售涉及上市发行人发行新股，故此上市规则要求上市发行人对上市及买卖该等股份向联交所做出申请。

若果配售股份根据股东一般授权发出，一般来说整个配股需要至少大约两个星期。若果配售股份根据股东特别授权发出，一般来说整个配股需要至少大约一个月。

投资基金

为了以较短的时间筹集资金，若能通过一家香港上市发行人进行股权融资，可以考虑投资私募股权基金。私募股权基金往往以有限合伙为架构，私募股权发起人作为普通合伙人，投资人作为有限合伙人。

在香港，有限合伙不是独立的法律实体，而是根据《有限合伙条例》注册的限制其投资者作为有限合伙人的责任的有限合伙关系。但是如果有限合伙人参与合伙经营的管理，超越了其被动的角色，该有限合伙人可能不再享有有限责任。《有限合伙条例》亦禁止有限合伙人撤回股本出资。如果这样做，该有限合伙人将对其撤回的金额承担责任，但如果资金是以债务的形式出资，那么该基金在返还此类资本时可能会有更大的灵活性。

除非其属于某些豁免范围，香港的发起人必须获得执照，才能进行相关活动。在文件方面，以有限合伙构建的简单私募股权基金通常涉及认购协议以及设立基金的有限合伙协议。

投资要约受《公司（清盘及杂项条文）条例》及《证券及期货条例》规制，除非获得豁免，否则均要求基金的营销资料取得证监会的授权。有限合伙企业属于《证券和期货条例》（规制了所有投资产品）规制的领域。但是如果有关有限合伙人为专业投资者（即高净值个人或公司，其投资组合超过港币8,000,000元或总资产超过港币40,000,000元），则通过私募股权基金来募集资金将获豁免。



美国外资审查新动态： CFIUS监管与新议案

对于赴美投资而言，2017年是充满变化的一年。特朗普政府在对外政策方面的一系列带有明确倾向性的转变给美国外资审查大环境带来了诸多不确定性。9月13日，特朗普总统更以签署总统令这一罕见方式阻止了有中资参与的Canyon Bridge Capital Partners对美国半导体公司Lattice Semiconductor Corporation的收购，将美国外资审查的严苛程度推向了新高度。然而，政治层面的变化及总统权力的强势引发了美国立法领域的强烈反应，总统令发出不久后，美国参众两院便出现了以扩大美国外国投资委员会（CFIUS）审查范围与增强审查力度为核心的立法议案。这一系列变化使得美国外资审查的前景充满了未知。



CFIUS审查趋势

近五年间CFIUS的受案量呈上升趋势。2015年，CFIUS审查案件总数基本与前两年持平。2016年，CFIUS审查了172宗交易，与2015年相比，增加了约20%。截至2017年9月，CFIUS已在2017年内审查了超过180宗交易。结合上述数据，以及假设2017年11月送交国会的FIRRMA法案（该法案旨在大幅度扩大CFIUS的案件受理范围）能够最终落地，我们预测，在今后的几年间，CFIUS的审查量将出现井喷式的增长。

除了审查量的增加，数项交易也因CFIUS的审查而被放弃。根据2017年9月CFIUS向美国国会递交的年度报告，2015年一共有13宗交易的审查申请被撤回。另外，存在一项交易其审查申请被CFIUS拒绝接受，原因在于，交易双方提供的信息与CFIUS基于其他美国政府部门所获得的信息不一致。CFIUS进而没有对这宗交易进行审查，因此交易双方随后不得不放弃了整宗交易。CFIUS作为一个政府间跨部门的审查主体，有着多种信息来源，包括美国情报部门的信息，因此交易双方必须确保审查申请中所披露的信息准确无误。

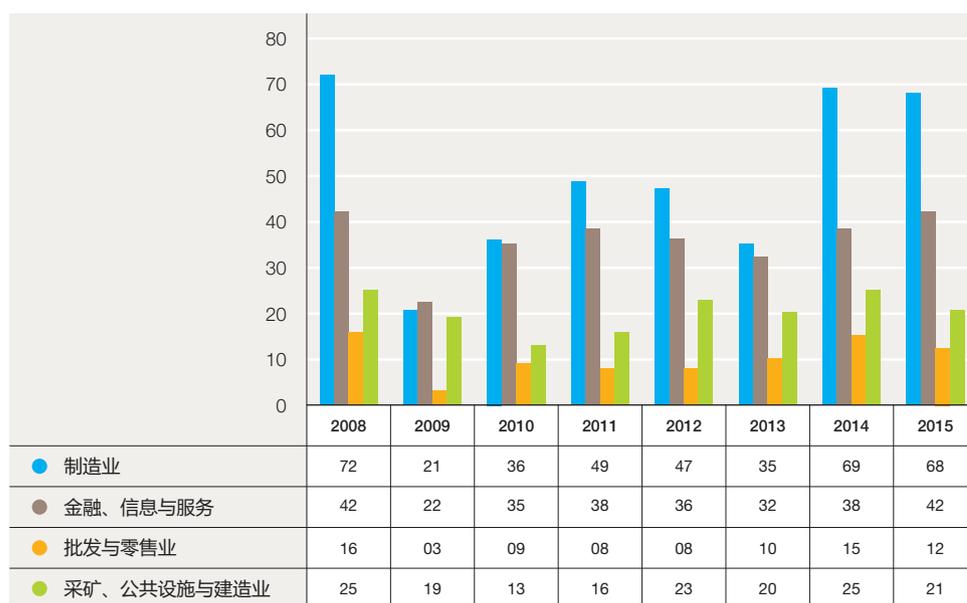


李大诚 | 北京

中国作为交易方的案件数量持续四年在CFIUS受理的案件数量中居于首位。在2015年的143个被审查的交易中，有29个涉及到中国投资者，占受审查的交易总量的20.28%，而2014年147个案件中，则有24个涉及到中国投资者。

CFIUS审查与行业的关系

在CFIUS审查的交易所处行业中，制造业和金融服务行业的占比持续保持在较高比例，矿业和零售次之。



数据来源：CFIUS向美国国会递交的年度报告（2017年9月公开发布）

就中国而言，中国在制造业和金融服务业交易中受到的审查较多。2013年至2015年，CFIUS审查的涉及中国的投资交易中，总计74宗交易中，有39宗是制造业，15宗是金融服务业，13宗是采矿、公用设施与建筑业。

中国投资者在美国的投资交易较少地涉及核心技术领域，而一般人认为相对“安全”的制造业反而受到最多审查。我们建议，中国投资者在进行美国投资交易前，一定要先咨询专业机构，积极了解与应对潜在的被审查风险，节约时间成本，从而尽可能地获取最大的商业利益。

新外资审查议案对CFIUS监管的影响

近几年来，美国一直存在着贸易保护主义，自特朗普政府上台后，投资保护主义也初现苗头，外资审查整体趋严。总统直接干预经济交易的行为在美国尚不多见，故这一行为在美国国内引发了关于立法修缮的讨论。有观点认为应当扩大CFIUS的审查范围，并加强其审查职权。2017年11月8日，《外资安全审查现代化法案》（Foreign Investment Risk Review Modernization Act, FIRRMA）议案提交，提议对美国现有的外资安全审查制度进行大幅度的改革。这项提案将极大地改革CFIUS的运作方式和权责范围，从而大幅增加须经CFIUS审查的交易数量。该法案的主要内容包括以下几点：

1、该法案将扩大CFIUS的管辖权。若该法案被通过，CFIUS不仅可以合法管辖可能导致美国公司被外资主体实际控制的所有案件，对其余案件类型也将具有合法的审查权力。例如，CFIUS将有权审查所有涉及美国关键技术和基础设施的外资主体非消极投资的案例。该法案对“消极投资”做出了较为狭窄的限制性解释，例如，它删除了可授予董事或监事权利的投资，以及可获得非公开信息和参与有关美国业务的实质性决策的投资，从而扩大了被纳入监管的交易数量。

2、提出新的备案要求。该法案新设了一个被称为“申报”的简易备案程序，使得CFIUS可以基于该简易备案做出是否需要一个更完整的备案的下一步决定。法案要求CFIUS尽力在30天内对这一简易备案做出回应。对于绝大多数交易而言，完备性的备案是自愿的，但与此不同，上述的简易备案对某些交易类型而言则是强制性的。例如，一个由外国政府直接或间接地持有至少25%的表决权的外资主体对美国公司进行的旨在获得至少25%表决权的收购行为将可能被要求进行强制性简易备案。

3、重点关注特定国家。该法案授予CFIUS更高的监管权力，用于监管外资参与的、可能对美国国家安全利

益构成极大威胁的任何交易，但该法案并未列举这些国家或要求CFIUS发布符合上述定义的国家名单。

4、调整了审查期限。审查期限从之前的30天被延长到了45天，但目前第二阶段45天的审查期被继续保留，且CFIUS获许额外延长30天调查期限。

5、原则上禁止CFIUS随意与交易主体达成和解协议或条件，除非CFIUS认为该协议或条件是可检验且能有效帮助监测的。其实CFIUS一直在极力推行这一规定，但该法案首次明确地做出规定。

6、赋予新的中止权力。CFIUS获许在审查或调查期间中止一项拟议的或正在进行的交易。

7、现行法律允许CFIUS在交易一方故意或实质性地违反了和解协议或条件的情况下，重新启动对于一项先前已被批准的交易的审查。但该法案取消了上述故意性的要求。

8、豁免司法审查。CFIUS做出的中止或禁止一项交易的决定可以不受司法审查（除非当事人向哥伦比亚特区巡回上诉法院提交违宪审查的司法请求）。

9、授权CFIUS收取备案费用。该费用不得高于交易价值的1%或300,000美元两者中较低者。

未来形势：严格的外资审查制度

对拟收购美国公司的外国资本而言，外资审查是无法跨越的一道关卡。美国国会此次关于CFIUS的改革议案一旦落地，将对业界造成重大的实质性影响。到目前为止，针对CFIUS的改革仍然没有偏离美国国家安全这一中心问题，众多新条款与制度也都与保障国家安全这一目的直接相关。然而我们预测，未来的CFIUS改革将会涉及到更多方面；现今这种单一强调美国国家安全的局势将被打破，整项改革将朝着全面与多方位考量的方向发展。

这一议案所开启的改革是意义深远的。正因如此，我们认为FIRRMA值得投资业界人士及其他商界人士的高度关注，我们也将持续跟进这一改革的后续发展。简而言之，此次改革极有可能在立法上确立起严格的外资审查制度。然而，机遇与挑战是并存的，美国此次外资审查改革在给各投资方提出挑战的同时，也给予了各方新的机遇。如何抓住本次改革的特点与脉络，相应地做出配套的应对措施，确定与改革相符的投资时间、交易架构等战略部署，从而提升在美投资的成功率，就显得尤为重要。

了解风险，才能更好地规避风险。鉴于中国资本赴美投资是一项极具商业挑战、法律要求极为严格的活动，我们建议所有希望在美国成功进行投资交易的人士应与有丰富经验的法律专业人士充分咨询与沟通，以确保其商业方案能够获得成功。

英国与欧盟外商 投资审查新动态



郑辉 | 上海



王良华 | 伦敦

英国外商投资审查新举措

2017年10月17日，一份题为“国家安全和基础设施投资审查”的提案公布。该提案的提出背景是英国政府对于外商投资背后潜在国家安全问题的担忧。根据《2002年企业法》，目前英国政府一般仅可在相关并购交易满足反垄断审查的营业额及市场份额门槛的情况下介入并购交易，该等审查门槛要求导致许多涉及小企业和新项目的并购交易虽有可

能产生国家安全问题，却因不满足相关营业额标准和市场份额标准而未被涵盖于审查范围内。此外，许多与新技术或高度专业化产品相关的技术及资产收购亦未被现有审查制度所涵盖，而此类交易同样可能导致重大国家安全风险。

因此，提案建议通过短期及长期的改革措施，增加政府职权，以政府干预方式确保减轻国家安全风险。

短期改革措施

1. 将重要领域纳入国家安全审查范围

主要包括：

- (1) 军用和军民两用领域
- (2) 部分先进技术领域

2. 修改审查门槛

- (1) 将营业额标准从7000万英镑降低至100万英镑；
- (2) 取消市场份额标准中并购交易应导致市场份额

长期改革措施

1. 在《2002年企业法》的基础上，继续实行自愿申报制度，同时扩大政府对部分外商投资的审查介入权

审查对象主要包括：

- (1) 对英国企业实体进行的“重大影响或控制”的收购
- (2) 新项目
- (3) 纯资产收购

2. 如外商投资涉及的英国企业属于关键经济领域，且具有“至关重要功能”，则对该等外商投资实行强制申报制度。关键经济领域至少应当包括：民用核能、

德国外商投资监管新政

此外，英国在企业日常运营阶段对外商投资企业的监管力度也呈加强趋势。例如，英国的实际控制人登记制度（register of people with significant control）要求在英国注册的企业登记其实际控制人，通过这一制度，英国政府部门将能够掌握英国企业的海外实际控制人及其变动情况。

欧盟外商投资审查新动态

事实上，欧洲近期拟加强外商投资审查力度的国家不只有英国。2017年2月，德国、法国、意大利三国就联手向欧盟委员会提交了一份关于审查外商投资的共同立场文件，要求针对非欧盟投资者对欧盟重要技术公司进行的直接投资，尤其是国有背景企业进行的战略性直接投资进行妥善处理，以及呼吁欧盟建立新的法律机制审查外商投资并授予欧盟成员国在相关收购交易中拥有更多的审查介入权，以防止该等投资对本国经济造成损害并维持欧盟整体公平竞争的环境。

7月28日，德法意三国就外商投资审查再次共同致信欧盟委员会，在此前提交的文件的基础上对设想的审查机制进行了细化的说明和建议。9月14日，欧盟委员会提出了新的欧盟框架草案，针对可能引起欧盟或其成员国国家安全或公共秩序担忧的外商直接投资，拟为成员国提供其在涉及相关投资交易时保护自身合法利益的新框架机制。

对中国投资者可能的影响

按照上述英国政府提案看来，绝大多数对英国的外商投资并不涉及国家安全问题。如果提案下整改措施后续得以实施，对于要求审查的项目而言，中国投资人需要就其投资向英国相关政府部门进行申报，该流程可能将增加相关投资费用。从另一角度而言，英国作为投资目的国有一个更加明晰的政府申报法律框架、范围和流程，也有助于未来对英投资项目的合规确定性。

就欧盟而言，虽然德法意向欧盟提交的两份信函中都未提及中国，但却透露出以德国为主的欧盟国家对于包括中资在内的欧洲企业收购交易的忧虑，欧盟提出的新框架草案也充分展现了欧盟委员会加强外商投资管控的意图。

近期几个外国投资者收购德国公司（特别是美的收购德国机器人制造商库卡）之后，许多德国市场上的观察者和政治家表示现有的德国审查制度不足以保护德国的“重要”或者“战略”利益。在此背景下，德国政府决定通过修订《对外贸易条例》收紧现行的有关外国投资的审查程序。

对于收购超过目标公司25%表决权的审查要求

《对外贸易条例》就外国投资者在德国的投资审查程序进行了规定。如被收购的德国实体生产军用产品，则该交易需要获得相关的正式审批。在其他情况下，根据《对外贸易条例》德国经济部有权干预或禁止其认为威胁公共政策、公共安全的交易。这



一原则适用于所有交易，而不论该德国公司所在的行业。

但是，德国经济部对相关交易进行审查的前提是，最终收购方（直接或间接）为非欧盟实体且收购25%及以上的表决权。在计算表决权时，不仅要考虑最终收购方直接持有的表决权。而且，根据《对外贸易条例》的规定，由第三方持有的，前提是收购实体持有上述第三方至少25%的表决权以及由与收购实体一致行动的第三方持有的、德国实体的具有表决权股份，也应计入在最终收购方所持有的表决权之内。

可能威胁公共政策、公共安全的交易

新《对外贸易条例》更详细地定义了在任何情况下外国在德国投资可能对公共政策或安全构成威胁，并在此方面着重强调涉及“安全关键技术”领域的投资。除了明显比较相关的、可以用于战争目的的，诸如电信监视技术、远程信息处理基础设施、云计算服务、传感器技术和电子设备等领域之外，《对外贸易条例》特别提到了“关键基础设施”的运营或者与这些“关键基础设施”有关的软件开发。通过引入“关键基础设施”

施”的概念，修订后的《对外贸易条例》尤其适用于涉及能源、水、食品、电信、运输和交通、物流、保险和金融领域的外国投资。

就非军事领域并购获得无异议证明的可能性

若被收购的德国实体并非生产军事用品的实体，则外国投资者可自愿申请无异议证明，以确保交易的确定性。在投资者申请上述无异议证明时，德国经济部仅预审查是否需为此特定交易开启正式审查程序。如无必要开启正式审查程序，德国经济部将授予无异议证明或者如德国经济部在收到申请后两（2）个月内未开启正式审查程序，则该证明将被视为已经被授予。一旦获得无异议证明，德国经济部将不再禁止相关交易。对投资者来说，申请无异议证明的好处在于：第一，有机会在两个月内达成交易确定性；第二，与正式审查程序相比，投资者仅需满足有限的信息要求。

审查期限

该修正案将会对中国投资者的投资时间安排产生重大影响：在新修正案生效前，申请后一个月将被授予无异议证明或（在一个月内未开展正式审查的情况下）视为已被授予无异议证明。现在，申请后两个月才可获得或视为获得该无异议证明。

相应的，正式审批程序将从二个月延长至四个月，从而将可能的调查期间从三个月延长至六个月。

影响

德国经济部的官方声明指出，该修正案不会造成正式审查程序数量明显增加；据其预计，每年因此增加的正式审查程序将在十起左右。

表面上，该预测可能是准确的，然而实际上，非正式的预审查程序数目将会有所增加，其实际影响可能更为深远。这是因为即使我们预期大部分的未来交易将获得批准，但延长的申请期限也会给外国投资者造成延误并构成竞争劣势。从卖方的角度来看，审查的不确定性将导致交易确定性的减弱，特别是在竞标过程中，这可能会降低中国竞标者的吸引力。虽然这对中国公司来说可能相当麻烦，但也不能完全忽略新的监管要求，因为德国当局有权在相关协议达成后五年内对过去的交易进行审查。



Sandra Link | 法兰克福



Tilmann Becker | 法兰克福



赵辉 | 法兰克福



案例：澳洲煤炭顶级资产 如何收入囊中？

2017年9月1日，兖州煤业股份有限公司（“兖州煤业”，600188.SH，01171.HK）控股子公司Yancoal Australia Limited（“兖煤澳洲”，ASX: YAL）以24.5亿美元的对价收购Rio Tinto（“力拓集团”）附属公司Coal & Allied Industries Limited（“C&A”）100%股权的交易正式完成交割。

顶级资产，取长补短

自2004年兖州煤业并购澳思达煤矿后，兖州煤业通过投资并购煤矿资产开始整体布局澳大利亚，通过一系列投资并购整合，兖煤澳洲成为澳大利亚最大的独立煤炭中国A股公司。但由于煤炭行业转入低谷，自2013年开始，兖煤澳洲出现了连年亏损，资产负债率居高不下。

C&A被业界公认为澳大利亚顶级的煤炭资产，即使在2015年煤炭行业整体处于低谷，澳大利亚绝大多数煤矿均出现亏损时，C&A仍能实现盈利，2014至2016年，其税前利润分别为1.8亿澳元、2.19亿澳元和4.41亿澳元。

本次收购战略意义重大。从企业经营层面，本次收购优化兖煤澳洲资产，提供优质煤炭产品，与全球关键市场终端用户构建长期合作关系；从行业战略层面，兖煤澳洲将成为对日本、韩国出口的重要澳洲煤炭公司，提升中资煤炭企业在亚太地区海运煤市场的话语权和定价权。

风云乍起，你我共与

2017年1月24日，兖煤澳洲与力拓集团下属出售主体签署收购协议及其他交易文件，待相关先决条件具备后进行交割。当时双方根据境内外监管批准程序和双方内部审批程序的时间倒排，预计正常情况下，最迟在收购协议签订后9个月内即可实现交割。

就在双方各自履行各自负责的内外部审批事项过程中，全球大宗商品和自然资源行业大鳄Glencore Coal Pty Ltd（“嘉能可”）突然向力拓集团董事会提出更优报价至25.5亿美元，并仍然在增加报价。

面对嘉能可的“突然袭击”，兖州煤业一方面积极与相关方面沟通，保持竞争谈判过程的稳定性，另一方面与力拓集团讨论优化收购对价支付安排，并由兖矿集团提供相关财务保证措施，最终在优化支付安排的基础上，仍然以24.5亿美元的原先对价对抗了嘉能可最终增加到的26.75亿美元报价，获得了力拓集团董事会的推荐并通过其股东大会批准。

面对市场化的谈判方式，尤其是嘉能可的突然竞价，作为A+H股中国A股公司的兖州煤业如果没有“上下一心、众志成城”的内部决心，没有“审时度势、迅速决策”授权和管理机制，本次收购的最终结果犹未可知。





上下联动，内外呼应

兖州煤业为A+H股中国A股公司，兖矿集团为山东省国资委下属国有企业，兖煤方面通过兖煤澳洲实施本次收购不仅要获得国资监管部门、发改部门、商务部门、外管部门等中国监管机构审批，还需要获得澳大利亚外国投资审查委员会（FIRB）、新南威尔士州政府、韩国公平贸易委员会等境外相关监管审批。同时，作为兖矿集团的子公司，兖州煤业和兖煤澳洲重大事项还需要获得山东省国资委甚至山东省人民政府的批准。

同时，为了更加有效地利用境内外资本市场，在本次收购交易进展同时，兖州煤业便积极筹备在A股市场通过增发股份募集资金，用于认购兖煤澳洲配股以支付本次收购对



唐丽子 | 北京



韩杰 | 北京

价。考虑到本次收购交易的时间要求，兖州煤业先期通过银行贷款获得部分资金并匹配部分自有资金，认购兖煤澳洲10亿美元配股，在A股增发完成后再以募集资金置换此前银行贷款和自有资金。

多地披露，众口必调

本次收购的主要参与方涉及多家中国A股公司：兖煤澳洲为澳交所中国A股公司、兖州煤业为A+H股中国A股公司、力拓集团为伦敦交易所中国A股公司、嘉能可为香港联交所中国A股公司，从而导致本次收购涉及适用澳交所上市规则、上交所上市规则、香港联交所上市规则以及伦敦证券交易所上市规则，收购的内部审批程序以及信息披露安排需要考虑的因素错综复杂，主要因素如下：

- 公告口径多：按照相关监管规则，境内外上市公司的信息披露口径应尽可能保持一致；根据交易需要，不同交易方的信息披露大口径应尽快保持一致，但由于所适用上市规则不同，其具体披露内容差异的容许度还需要根据具体情况由各方商定。
- 公告窗口少：由于上海、香港、悉尼、伦敦等存在时差，加上不同国家和地区的公共假日等因素，其能够给予各方共同刊登公告的时间窗口很少，加上不同事项不同交易所实际允许的窗口期监管政策也有不同，因此整个交易过程中，同时公告的时点选择一直是各方律师及公司信息披露负责人员高度紧张准备和磋商的事项之一。

在上交所、香港联交所和澳交所信息披露文件以及力拓集团、嘉能可各自信息披露文件的准备、沟通、磋商和核对等一系列过程中，金杜作为兖州煤业法律顾问全程积极协助，确保上述错综复杂的信息披露安排合规、合理、高效。



金杜参与的 中国A股公司跨境 项目经验

2017

- 兖州煤业有限公司 (600188) : 协助兖州煤业有限公司控股子公司兖煤澳洲 (ASX:YAL) 以24.5亿美元收购澳大利亚力拓集团 (Rio Tinto) 附属公司Coal & Allied Industries Limited 100%的股权
- 浙江金科文化产业股份有限公司 (300459) : 协助浙江金科文化产业股份有限公司按估值75亿元人民币收购Outfit7 Investments Limited公司控制权
- 北京梅泰诺通信技术股份有限公司 (300038) : 协助北京梅泰诺通信技术股份有限公司收购广告技术领域巨头Media.net
- 成都天翔环境股份有限公司 (300362) : 协助成都天翔环境股份有限公司的实际控制人邓氏家族收购总部位于德国柏林的全球环保巨擘欧绿保集团的两块业务 (科技回收和环保服务)
- 青岛海信电器股份有限公司 (600060) : 协助青岛海信电器股份有限公司收购东芝映像解决方案公司Toshiba Visual Solutions Corporation (TVS)的95%股权
- 广田控股集团有限公司 (002482) : 协助广田控股集团有限公司以4.67亿欧元收购骊住旗下的全球幕墙巨头意大利帕玛斯迪利沙 (Permasteelisa) 全部股份
- 中国人寿 (601628) : 协助中国人寿参与12亿美元收购美国最大自有停车基础设施运营商InterPark
- 渤海汽车系统股份有限公司 (600960) : 协助渤海汽车系统股份有限公司收购德国TRIMET Automotive Holding GmbH, 欧洲汽车铝合金铸造行业的领导品牌
- 上海家化联合股份有限公司 (600315) : 协助家化集团及其下属企业收购国际知名婴童品牌Mayborn集团
- 浙江海正药业股份有限公司 (600267) : 协助浙江海正药业股份有限公司就收购德国生物科技子公司IMD Natural Solutions GmbH 21%股权
- 潍柴动力股份有限公司 (000338) : 协助潍柴动力股份有限公司收购美国纳斯达克中国A股公司Power Solutions International Inc.
- 人福医药集团股份公司 (600079) : 协助人福医药集团股份公司和中信资本以6亿美元收购澳大利亚上市的安思尔有限公司的性健康业务
- 北汽福田汽车股份有限公司 (600166) : 协助北汽福田汽车股份有限公司收购德国著名环境装备企业BROCK Kehrtechnik GmbH公司

2016

- 纳思达股份有限公司 (002180) : 协助纳思达股份有限公司 (前称“艾派克”)与太盟投资及君联资本联合收购国际著名品牌打印机及软件公司美国利盟国际公司100%股份
- 中国财团: 协助主要由中航信托和江苏沙钢集团 (002075) 组成的中国财团以24亿英镑收购全球领先的欧洲及亚太区大型中立云数据中心的开发和运营商 Global Switch Holdings Limited
- 青岛海尔股份有限公司 (600690) : 协助青岛海尔股份有限公司以54亿美元收购通用电气的家电业务, 包括通用家电的相关资产与股权
- 上海医药集团股份有限公司 (601607) : 协助上海医药集团股份有限公司以及Primavera Capital Fund II L.P. 收购澳大利亚证券交易所中国A股公司Vitaco Holdings Ltd的100%股份

2015

- 洛阳栾川钼业集团股份有限公司 (603993) : 协助洛阳栾川钼业集团股份有限公司完成两个大规模矿业收购项目: 以15亿美元收购英美资源集团在巴西的铌、磷业务和以26.5亿美元收购Freeport持有的位于刚果民主共和国的滕凯丰古鲁梅56%的间接股份
- 西王食品股份有限公司 (000639) : 协助西王食品股份有限公司以约7.3亿美元的对价收购加拿大公司Kerr Investment Holding Corp. 100%的股份
- 中国财团: 协助由深圳中国A股公司棕榈生态城镇发展股份有限公司(002431)与私募股权基金云毅投资共同注入资金的中国财团成功收购了英超西布罗姆维奇足球俱乐部。
- 金正大生态工程集团股份有限公司 (002470) : 协助金正大生态工程集团股份有限公司收购原属于金融投资者Triton旗下的德国康朴公司园艺业务。
- 浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司 (002615) : 协助浙江哈尔斯真空器皿股份有限公司收购瑞士SIGG Switserland Bottles AG
- 深圳市新纶科技股份有限公司 (002341) : 协助深圳市新纶科技股份有限公司收购日本T&T Enerotechno株式会社锂电铝塑膜软包业务
- 南通富士通微电子股份有限公司 (002156) : 协助南通富士通微电子股份有限公司收购全球半导体研发与生产巨头Advanced Micro Devices, Inc.
- 湖北华昌达智能装备股份有限公司 (300278) : 协助湖北华昌达智能装备股份有限公司收购美国本土最具规模的汽车智能装备系统集成商之一DMW LLC 100%的股权
- 中国人寿 (601628) : 协助中国人寿旗下子公司国寿投资控股有限公司成功结构化收购Brookfield全资子公司拥有的位于伦敦的Bishopsgate 99号写字楼40%的股权项目
- 上海锦江国际酒店发展股份有限公司 (600754,900934) : 协助中国最大的酒店、餐饮业中国A股公司上海锦江国际酒店发展股份有限公司以现金方式收购美国投资基金喜达屋资本集团拥有的卢浮集团100%股权
- 兖州煤业有限公司 (600188) : 协助兖州煤业有限公司以34.46亿澳元收购澳大利亚煤矿商菲力克斯
- 新希望六和股份有限公司 (000876) : 协助以新希望六和股份有限公司为首的、由三家中国A股公司组成的收购集团 (山东民和牧业股份有限公司和山东益生种畜禽股份有限公司) 收购澳大利亚最大的家禽企业Ingham公司的全部股权
- 潍柴动力股份有限公司 (000338) : 协助潍柴动力股份有限公司2012年收购欧洲叉车制造商德国凯傲集团项目, 并不断增持凯傲集团股份至43.26%



金杜跨境投资业务



伴随全国范围内“走出去”战略的实施，中国企业境外投资在交易金额和数量上均呈现大幅增长。金杜律师曾代表众多大型国有企业、民营企业、中国A股公司、基金和金融机构等客户，在境外直接投资、收购兼并、融资、工程承包等不同类型的境外投融资与合作项目中担任专项法律顾问，帮助客户获取海外资源、技术、品牌和市场，实现国际化战略。项目所涉及国家和地区包括欧洲、北美、澳洲等发达市场、一带一路沿线国家以及非洲、拉美等新兴市场。金杜律师深刻理解中国企业的需求，谙熟国内外法律监管环境，并注重了解国际商务方面的专业知识与惯例，为中国企业的国际化提供有效解决方案。金杜在境外投资领域积累了丰富的实际操作经验，充分了解实际运作流程及相关风险和法律问题。我们的项目经验涵盖矿产资源、能源、制造业、高科技、基础设施以及服务业等众多行业领域。

金杜在亚洲、澳大利亚、欧洲和美国的主要城市及全球主要中心城市设有27个办公室，是总部位于亚太地区的全球最大的法律服务网络之一。我们的团队具有丰富的组织和管理跨境交易的经验，是唯一一家可以同时提供中国法、英国法、德国法、意大利法、欧盟反垄断法、澳大利亚法和香港法服务的国际律师事务所。除金杜的全球联盟办公室外，经过多年的业务积累，金杜还与多个国家的顶级律所建立了紧密的合作关系，能够为中国客户跨境投资业务提供有效的解决方案和国际化的专业服务。

金杜的众多合伙人及律师具有在美国、英国、加拿大、澳大利亚、德国、新西兰、荷兰、日本、俄罗斯及香港等国家和地区执业或工作的经历，拥有丰富的跨境交易经验。我们众多通晓国内外法律、政策、法规及语言文化的律师和专家，能够用流利的英文与客户进行沟通，并能熟练地运用中文和英文起草各类法律文件，为国内客户在境外投资方面提供高质量的法律服务。

金杜团队介绍

为中国中国A股公司境外投资并购保驾护航的专业团队

北京总部



李孝如
全球首席运营官 | 香港, 北京
+852 3443 8313
+86 10 5878 5588
rupert.li@cn.kwm.com



徐萍
资深合伙人 | 北京
+86 10 5878 5012
xuping@cn.kwm.com



杜慧力
合伙人 | 北京
+86 10 5878 5021
harry.du@cn.kwm.com



黄建雯
合伙人 | 北京
+86 10 5878 5165
huangjianwen@cn.kwm.com



熊进
国际合伙人 | 北京
+86 10 5878 5158
xiongjin@cn.kwm.com



马天宁
合伙人 | 北京
+86 10 5878 5123
matianning@cn.kwm.com



何未
合伙人 | 北京
+86 10 5878 5172
hewei3@cn.kwm.com



王开定
合伙人 | 北京
+86 10 5878 5167
wangkaiding@cn.kwm.com



宋彦妍
合伙人 | 北京
+86 10 5878 5003
songyanyan@cn.kwm.com



姚丽娟
合伙人 | 北京
+86 10 5878 5247
yaolijuan@cn.kwm.com



潘振华
合伙人 | 北京
+86 10 5878 5228
panzhenhua@cn.kwm.com



吕膺昊
合伙人 | 北京
+86 10 5878 5175
lvyinghao@cn.kwm.com



韩杰
合伙人 | 北京
+86 10 5878 5588
hanjie@cn.kwm.com

华东地区



肖马克
合伙人 | 上海
+86 21 2412 6003
schaub@cn.kwm.com



赵晓红
合伙人 | 上海
+86 21 2412 6030
zhaoxiaohong@cn.kwm.com



陈兵
合伙人 | 上海
+86 21 2412 6085
chenbing@cn.kwm.com



姜梦笔
国际合伙人 | 上海
+86 21 2412 6070
morgan.jiang@cn.kwm.com



杨凯章
国际合伙人 | 上海
+86 21 2412 6032
kaichang.yong@cn.kwm.com



王利新
合伙人 | 上海
+86 21 2412 6019
wanglixin1@cn.kwm.com



张运帷
合伙人 | 上海
+86 21 2412 6083
mark.zhang@cn.kwm.com



黄任重
合伙人 | 上海, 杭州
+86 571 5671 8026
huangrenzhong@cn.kwm.com

华南地区



王建学
合伙人 | 广州, 深圳
+86 20 3819 1012
wangjianxue@cn.kwm.com



王立新
合伙人 | 广州, 深圳
+86 20 3819 1001
wanglixin@cn.kwm.com



曾坚
国际合伙人 | 广州
+86 20 3819 1003
james.zeng@cn.kwm.com



张天钊
合伙人 | 广州
+86 20 3819 1011
zhangtiandi@cn.kwm.com



吴晔
合伙人 | 深圳
+86 755 2216 3339
wuyue@cn.kwm.com

香港



骆伟德
合伙人 | 香港
+852 3443 1020
gary.lock@hk.kwm.com



黄文
合伙人 | 香港
+852 3443 8309
huangwen@hk.kwm.com



黄春光
合伙人 | 香港
+852 3443 8311
helena.huang@hk.kwm.com

澳洲



Jonathan Grant
国际合伙人 | 北京, 悉尼
+86 10 5878 5180
Jonathan.grant@cn.kwm.com



Malcolm Brennan
合伙人 | 堪培拉
+61 2 6217 6054
malcolm.brennan@au.kwm.com



Paul Schroder
合伙人 | 悉尼
+61 2 9296 2060
paul.schroder@au.kwm.com



Louis Chiam
合伙人 | 北京, 墨尔本
+61 3 9643 4086
louis.chiam@cn.kwm.com

欧洲



王荣康
欧洲及中东管理合伙人 | 伦敦
+44 20 3823 2137
wangrongkang@eume.kwm.com



Greg Stonefield
合伙人 | 伦敦
+44 20 3823 2409
greg.stonefield@eume.kwm.com



Barri Mendelsohn
合伙人 | 伦敦
+44 20 3823 2431
barri.mendelsohn@eume.kwm.com



王良华
合伙人 | 伦敦, 上海
+44 78 9417 2530
mike.wang@eume.kwm.com



Carlos Pazos
管理合伙人 | 马德里
+34 91 426 00 50
carlos.pazos@eume.kwm.com



Davide Proverbio
合伙人 | 米兰
+39 02 30 31 751
Davide.Proverbio@eume.kwm.com



Christian Cornett
合伙人 | 法兰克福
+49 69 505029 309
christian.cornett@KWM-europe.com



Sandra Link
合伙人 | 法兰克福
+49 69 505029 308
sandra.Link@kwm-europe.com



赵辉
合伙人 | 法兰克福
+49 69 505029 316
hui.zhao@kwm-europe.com

美国



王军
合伙人
美国办公室管理合伙人
纽约, 上海
+86 21 2412 6051
jackwang@cn.kwm.com



李大诚
国际合伙人
硅谷办公室负责合伙人
北京, 硅谷
+86 10 5878 5015
rocky.lee@cn.kwm.com



张劲松
国际合伙人 | 北京, 纽约
+86 10 5878 5196
+1 212 319
zhangjinsong@cn.kwm.com

金杜律师事务所 | 公司证券 | 银行融资 | 商务合规 | 争议解决 | 知识产权

北京 | 成都 | 广州 | 杭州 | 香港 | 济南 | 南京 | 青岛 | 三亚 | 上海 | 深圳 | 苏州 | 布里斯班 | 堪培拉 | 墨尔本 | 珀斯 | 悉尼 | 迪拜 | 东京 | 新加坡 | 布鲁塞尔 | 法兰克福 | 伦敦 | 马德里 | 米兰 | 纽约 | 硅谷

关于金杜

金杜律师事务所被广泛认为是全球最具创新力的律所之一，能够提供与众不同的商业化思维和客户体验。金杜拥有2000多名律师，分布于全球27个城市，借助统一的全球平台，协助客户了解当地的挑战，应对地域性复杂形势，提供具有竞争优势的商业解决方案。

作为总部位于亚洲的国际领先律师事务所，我们为客户发掘和开启机遇，协助客户在亚洲市场释放全部潜能。凭借卓越的专业知识和在核心市场的广泛网络，我们致力于让亚洲走向世界，让世界联通亚洲。

我们始终坚持以伙伴的合作模式为客户提供服务，不止步于满足客户所需，更关注实现客户目标的方式。我们不断突破已取得的成就，在重塑法律市场的同时，打造超越客户预期的律师事务所。

www.kwm.com

关注“金杜研究院”

扫描二维码，获取更多资讯。



金杜研究院
KWM_China



理脉Legal Miner是全球领先的法律科技应用与数据分析共享平台，创造性地利用人工智能技术与专业知识资源，对政府及行业数据进行深度挖掘，通过数据分析输出知识成果，由智囊团队支持形成行业解决方案，理脉提供的产品与服务满足商业与法律人士在合规体系、客户管理、诉讼策略制定、风险管控，投资评估及战略决策等方面的需求。

理脉Legal Miner让专业应用与研究分析变得轻松简单，让效率提升看得见。



理脉官方网站



理脉官方微信