

中国企业“出海”之路 投融资全路径

THE ROAD FOR CHINESE ENTERPRISES
TO GO GLOBAL

FULL PATH OF INVESTMENT
AND FINANCING

- 境外投融资路径设计
- 境外投融资条款谈判与设计
- 境外融资贷款要点
- 境外国际化运营合规
- 境外投资退出机制观察
- 上市公司、国有企业、跨境电商出海
关键问题聚焦





中伦研究院出品



CONTENTS



前言	007
<hr/>	
序章	
<hr/>	
01/ 深海迷航：中国企业出海之七大法律战略问题	009
Chapter 1: 路径设计	040
<hr/>	
02/ 新形势下海外投资路径探讨——QDLP分析	041
03/ 境外投资并购之融资路径的设计与分析	056
Chapter 2: 实施策略	067
<hr/>	
04/ 产业投资并购交易中政策风险的应对策略详解	068
05/ 并购基金的设立与运作：策略、结构与实践分析	083
06/ 境外投资股权收购协议之关键条款起草和谈判解析	095
07/ 境外投资合资协议的关键条款和谈判要点分析	110
08/ 跨境并购中的股权激励	124
Chapter 3: 金融贷款	136
<hr/>	
09/ 跨境融资的合规之道 ——以《固定资产贷款管理办法》为引 刍议跨境融资项目监管要点及实务指引	137
10/ 中国企业海外并购交易中的并购贷款融资	153



CONTENTS



Chapter 4: 运营合规	163
<hr/>	
11/ 中国企业境外运营合规要点概述	164
12/ 中国企业“走出去”——国际化运营合规	178
Chapter 5: 退出机制	188
<hr/>	
13/ 如何在海外投资中妥善退出?	189
14/ 公司断臂求生之路 ——境外公司注销一般流程详解	199
15/ 退出机制: 如何通过竞买交易 (Auction Sales) 出售海外资产	214
Chapter 6: 特别关注	223
<hr/>	
16/ 新出海潮背景下上市公司海外收购的法律设计	224
17/ 国有企业境外投资及境外国有产权监管框架及适用	243
18/ 扬帆出海,乘风破浪: 跨境出口电商的架构搭建	255
19/ 行愈笃知益明 ——跨境电商出海合规运营实务问题八问八答	268
20/ 境外新能源项目PPA要点解析	284



PREFACE



1. 澎湃研究所,《中企出海背后推力:国家意图与市场规律的互动之作》, https://m.thepaper.cn/newsDetail_forward_27301688

2. 中华人民共和国商务部,《2023年我国全行业对外直接投资简明统计》, <http://www.mofcom.gov.cn/article/tongjiziliao/dgz/202401/20240103469616.shtml> (2024年1月29日发布)

被称为“出海元年”的2023年,是中国企业加速其国际化步伐,通过海外投资和并购活动,不断拓展全球市场的一年。¹在全球化的大潮中,中国企业正以前所未有的速度和规模走向世界,成为国际市场上的活跃参与者。据统计,2023年,我国全行业对外直接投资10418.5亿元人民币,比上年增长5.7%(以美元计为1478.5亿美元,增长0.9%)。²不仅如此,中国企业的海外投资呈现出多元化和深入化的趋势:从传统的资源获取型投资,到技术、品牌、市场获取型投资,再到全球产业链布局,投资的广度和深度不断拓展:近年出入境政策放宽,加之企业自身技术和供应链管理能力的提升,使其能够在全中国范围内进行更有效的资源配置;政府也通过一系列推动跨境投融资便利化的举措,鼓励和支持企业“走出去”,用政策助力跨境投资的“全球开花”。

然而,全球经济增长的放缓,使得许多国家的投资环境和市场需求发生了变化,中国企业的海外业务可能又将面临全新的挑战;国内跨境监管政策的变化、国际税收政策的调整等等,也都可能对中国企业出海的投融资活动产生深远的影响。与此同时,中美贸易摩擦、俄乌冲突等国际矛盾由来已久,随着地缘政治紧张局势的加剧,一系列政治举措导致国际市场不确定性增加,海外运营的中国企业时常面临种种地缘政治风险。

在此背景下,中国企业亟需兼具国内洞察和国际视野的法律顾问提供专业协助,在宏观层面搭建法律上稳定、商业上灵活的全球化出海架构;在中观层面针对企业运营的不同领域展开投融资体系设计;在微观层面寻找具体的风险点采取有效管控措施。

为了深入探讨中国企业在海外投融资的实践中如何稳健前行,中伦研究院精心策划了这本《中国企业“出海”之路:投融资全路径文集》,汇集了来自中伦律师事务所各个领域专业律师的深度分析和实务指导,旨在为中国企业的国际化出海之路提供全方位的支持和启

发。《文集》立足于不同国家和地区的最新监管政策和法律要求，深度剖析了中国企业在海外收并购路径设计、条款设计、谈判要点、基金设立、股权激励、融资贷款、合规运营、退出机制等出海全流程中的实施策略，涵盖中国企业在海外投资和融资过程中面临的种种挑战和法律要点；并特别提示了上市公司、国有企业、跨境电商企业等特殊主体的关注要点，提供针对性和前瞻性的应对方案建议。

我们衷心期待，这本《文集》不仅是一本海外投融资的实务指南，更能够成为中国企业实施全球化战略的得力助手，见证并助力中国企业在广阔的全球市场中“大展拳脚”。

深海迷航：中国企业出海 之七大法律战略问题

龚乐凡



当中国企业出海热度不减之时，笔者看到了一篇报道¹，讲述某知名国内手机品牌的印度公司正与印度塔塔集团洽谈，由塔塔集团收购其多数股份、成立合资公司等事宜，以符合印度“政府要求”——高管由印度籍人士出任、营销网络在地化，以达到所谓“本土化”的目的。而就在2023年，印度执法局以反洗钱调查为由拘捕多名该中国手机企业的印度公司高管，被扣员工包括印度公司临时CEO和CFO……

恰如宋代辛弃疾的《鹧鸪天·送人》所言，“江头未是风波恶，别有人间行路难！”这些问题，还要伴随着全球政治经济震荡波动的大背景下，中美战略博弈、俄乌冲突、某些国家堪忧的法治和政策环境等因素都令全球化市场环境变得纷繁复杂。

中国企业在出海，要想避免自己成为“唐僧肉”，就必须要有“照妖镜”和“孙悟空”。

“怒海求生”，在过去的2022到2023年，不少人用这四个字来形容中国企业的出海市场，我们看到为了生存与发展，中国企业以前所未有的速度和规模走向国际市场，但当航行进入“深水区”，中国企业却发现，他们面对的是一套全新的游戏规则：包括来自不同法域的法律、政策、经济和文化上的挑战和问题。

“不谋万世者，不足谋一时；不谋全局者，不足谋一域。”在这场全球化的棋局中，如果中国企业不提前筹备谋划，可能在前方等待的，是层出不穷的种种风险。

在唐僧西天取经的路上，遭遇各路妖魔鬼怪，但不少妖魔鬼怪会化身为面善的僧人、老妇、美女，让人真假难辨，而当妖人显出原型，则为时已晚。

中国企业出海，见到的机遇、友善的当地合作伙伴，是否也是一种虚幻的“相”，需要孙悟空的“照妖镜”一眼识破迷局？

中国企业的出海，好似唐僧西天取经，善良地相信当地的制度、法律、文化，并不能带给你四季平安，相反，中国企业更需要“照妖镜”早早看透取经路上的妖魔鬼怪，和“孙悟空”的“法力”消灾解厄。

本文旨在从法律和“游戏规则”的角度，总结梳理七大方面的法律和策略相关问题，探讨中国企业在出海过程中如何预见“风浪”和风险，在复杂多变的环境中有效管理和应对风险，在全球化道路上稳健前行，最终“长风破浪会有时、直挂云帆济沧海”。

要点摘要： 中企出海——拥有孙悟空的照妖镜，洞察万物真相

- **知风险谋全局：**“不谋万世者，不足谋一时；不谋全局者，不足谋一域。”如果只是想妥了赚钱的模式，但却没想过法律和营商环境的风险，那么你赚再多的钱，也只是暂时帮别人“保管”而已。没有“孙悟空”，就会成为“唐僧肉”。
- **法律前置：**针对出海目的地国家的法律及政策风险的尽职调查，极为关键，而且必须前置。企业出海面临的是场域和规则的改变，那么就必须将“法律前置”，将法律和合规以及风险管理与企业的商业战略和商业模式以及研发结合起来。
- **当地的“常识”，你的“盲区”：**有些重要的风险认知，对于当地律师来说是“常识”，但是对于中国企业来说则恰恰是“盲区”，这时候就需要有国际化程度较强的中国律师给与中国客户关键性的提示和指导。而中国的律师也必须有“火眼金睛”——善于调查研究，善于向海外当地的律师提出尖锐而富有洞察力的问题，对于关键问题不能躲躲闪闪，马马虎虎，糊里糊涂。
- **谁来统筹架构、建立防火墙：**在结合“游戏规则”进行统筹布局，在战略高度帮助中国企业设计架构、建立风控与合规体系，以及在信息保密和隔离上，起到防火墙的作用，应当由企业信任的独立外部法律顾问担当重任。
- **危机应对和预案：**针对可能遇到的各种风险，与外部顾问一起，制定详细的应急预案和危机响应机制。在遇到危机时，采取有效的沟通策略，及时、准确地向公众、客户和合作伙伴传达信息。
- **观念升级：**中国企业也需要转变观念，从“具有海外业务的中国企业”升级为“成为真正意义上的跨国公司”，这需要企业转变思维、技能和治理方式，并健全法律和风控架构，加强本地足迹，扩大当地影响力，并获得当地利益相关者的充分认可。

问题一：中国企业如何选择出海模式？

随着全球经济及电商市场的进一步发展，加之《区域全面经济伙伴关系协定》的实现，与亚太合作伙伴90%以上税务减免或零关税、出口成本大大降低。随着时间进入2024年，企业出海市场也诞生了新趋势，单纯意义上的“出海”概念不断被弱化，中国品牌真正步入“全球化”阶段，企业出海向两个方向分化：一方面，部分出海企业攻入欧美成熟市场；另一方面，随着我国“一带一路”倡议的推进以及发达国家“逆全球化”不确定因素的加剧，东南亚、中东、拉美等新兴蓝海市场也成为一個拓展方向。

对于有出海意向的中国企业而言，出海战略的第一步就是明确“出海去哪里”这个大前提。这需要企业在筹备阶段就对一个或者数个潜在目标市场进行全面调研，研究当地供应链基础、政治稳定性、合作伙伴背景等影响业务运营的关键要素，从而准确判断市场成熟度、目标市场与企业自身的匹配度等情形。在筹备完善后，企业可以进一步依据企业自身业务特点、发展目标、能力现状等，判断各目标市场的优先级，设计全球化战略路径，优先布局深耕核心市场，再逐步、有选择性地向其他市场扩展。

在明确出海目的地后，选择合适的出海路径是企业成功进入海外市场的关键。针对不同海外市场及各行业特点，中国企业的**出海模式**主要包括**出口及供应商合作、海外并购、投资自建**三种路径²。

中国企业出海模式选择:3个基本路径



1.出口及供应商合作

通过跨境电商、商品出口的方式进行出海贸易,包括与海外渠道和供应商合作的模式,由当地供应商帮助企业拓展海外市场。该做法的优势在于进入市场快、资金要求低;劣势在于可能无法掌握核心资源、依赖性较强。在这个领域,法律方面的风险既有国际贸易中的合同纠纷风险(包括在交易中遭遇欺诈,需要在海外追讨应付款),也有供应链管理以及海关进出口方面的合规风险,例如美国关税及原产地相关的法律问题,欧洲、北美、拉美等地的反倾销相关的法律问题,美国的贸易管制和制裁(包括长臂管辖)相关的法律风险。

2.投资自建

出海过程中,部分企业简单粗暴的“打一枪换个地方”的做法并不能真正规避美国等国家制定的游戏规则,反而可能造成了海外产线投资、产能布局投入的巨大损失,以及被认定构成规避所导致的更严厉的处罚。

投资自建需要特别关注什么风险？第一大风险，由于法律风险的前期评估工作没做好，在东道国遭遇“杀猪盘”，自己好不容易自建的公司业务壮大之后，却在当地被“关门打狗”进行“收割”。第二大风险，遭遇“双反”影响，进行战略调整，却因法律分析不足，被认定为“规避”，前功尽弃，大量投入变成了浪费，甚至还可能由于被认定构成“规避”而遭遇更重的处罚。

投资自建指直接在海外新设公司，从0开始拓展市场，优势在于可自主选择投资和经营策略，自主可控；劣势在于进入市场速度较慢，对于当地的市场和游戏规则不熟悉，带来决策和管控风险。

就像文首的那家中国知名手机企业，早在2015年，为了避免被印度“关门打狗”，该企业很早便喊出了拥抱本土市场的口号。2020年，印度总理莫迪提出“自给印度”倡议，推出生产关联激励计划（PIL），扶持印度本土企业，随后，针对外资企业轮番的政策围剿大举压上。2023年年底，印度执法局以反洗钱调查为由拘捕多名该中国手机企业的印度公司高管，被扣员工包括临时CEO和CFO。有消息称，印度的要求是厂商要建立起以印度为中心的智能手机生态系统，包括本地渠道。如属实，可以说印度方可能是想要把外资已有的成果据为己有，用强制手段将外资变为“印度制造”。³

据报道，2022年，印度执法局指控另一家知名中国手机厂商及其旗下印度子公司从2015年开始就以“特许权使用费”的名义向国外实体“非法”汇款，该行为违反了印度1999年《外汇管理法》的相关规定。因此，印度当局扣押了其印度子公司银行账户数百亿卢比（近人民币50亿元）的资金。2023年6月，印度负责打击金融犯罪的机构中央执法局（ED）向该中国手机厂商在印度的分公司、公司负责人及三家银行发出正式通知，指其非法向国外转移资金、涉嫌违反“外汇管理法”，意味着此前被扣押的数百亿卢比的资金将被正式没收。⁴

中国企业在有些国家是否被当做了“唐僧肉”？如文首所言，中国企

业在出海之前，也需要有“孙悟空的照妖镜”——在投资之前，应该聘请外部法律和风控顾问，深入对投资国进行法律和法治环境、营商环境、重大风险的尽职调查，充分评估，定制风控的战略以及危机预案。

从法律与战略的角度，不少中国企业由于美国关税提高以及反倾销反补贴的“双反”影响，不得不转战到东南亚设厂，继而从东南亚出口美国。然而近日，关于部分光伏企业关闭东南亚产线的消息甚嚣尘上，曾被视为我国光伏产品出口欧美的东南亚窗口，正徘徊于进退两难的边缘。

在“产能过剩”的表象背后，其实是出海过程中，部分企业简单粗暴的“打一枪换个地方”的做法并不能真正规避美国等国家制定的游戏规则，反而可能造成了海外产线投资、产能布局投入的巨大损失，以及被认定构成规避所导致的更严厉的处罚。例如在光伏领域，早在2023年8月，美国商务部已公布了对东南亚的四国（柬埔寨、马来西亚、泰国和越南）的进口的光伏电池反规避调查结果，终裁结果显示，这些国家出口的光伏产品在全国范围内存在“规避行为”，八家相关企业被调查，其中有五家企业被暂时认定为存在规避行为。但这没有阻挡中国企业的前赴后继的步伐。时至2024年4月24日，包括多家美国太阳能制造商在内的美国太阳能制造业联盟贸易委员会向美国商务部提交请愿书，申请重启东南亚四国的光伏电池“双反”调查；5月15日，美国商务部正式宣布对从东南亚四国柬埔寨、马来西亚、泰国和越南进口的光伏电池启动反倾销和反补贴税调查。

所以，在残酷的市场中，除了技术风险，需要高度关注法律和政策风险，懂得游戏规则之后再去投入产能。缴纳了大笔学费之后，中国企业应当学会在海外投资决策的过程中——“法律前置”，即在法律方面投入足够的预算，在懂得游戏规则的前提下“出海”，做到“谋定而后动”。

此外，从我们调研到的出海失败案例显示，有的企业遭遇地缘政治影响，市场准入层面遇到困难；有的在海外拓展业务，不懂当地游

戏规则，投标胡乱报价，造成重大工程损失，最后被当地政府市场“禁入”；还有的海外子公司则发生职务侵占，甚至完全失控。这些问题，都和法律有着密切的关系。

因此，针对出海目的地国家的法律及政策风险的尽职调查，极为关键，而且必须前置。否则，不懂游戏规则，就可能遭遇“关门打狗”式的“巧取豪夺”、“杀猪盘”，陷入难以自拔的困局。

3.海外并购

中国律师的角色至关重要，有三大原因。

海外并购指收购海外已有的公司或团队，优势在于借助现有技术、业务、品牌等资源可快速进入海外市场；劣势在于对标的公司的业务整合和有效控制存在挑战，需要与专业人士紧密合作。

从法律的角度看，进行海外收购的过程中，由于地缘政治和不少国家的FDI（外国投资）审查制度，与多年前的海外收购“投行先行”的模式不同，现在律师的工作常常需要“前置”——因为如果法律和合规问题得不到解决，那么所有的努力可能因为法律或者审批的障碍都将付诸东流。

而我们发现，中国律师的角色至关重要，这里有三大原因：

（一）直接聘请海外当地律师可能存在信息不对称以及文化和交流障碍，沟通和费用成本因此陡增；有些重要的风险认知，对于当地律师来说是“常识”，但是对于中国企业来说则恰恰是“盲区”，这时候就需要有国际化程度较强的中国律师给与中国客户关键性的提示和指导。而中国的律师，就像保护唐僧的孙悟空，应当拥有火眼金睛，能向海外当地的律师提出尖锐而富有洞察力的问题，对于关键问题不能躲躲闪闪，马马虎虎，糊里糊涂。例如，印度究竟是否存在对外国投

5.《罗兰贝格预见的2024年中国行业发展趋势》, <https://mp.weixin.qq.com/s/PueCu99tL9UExFRf4OI-UoQ>

资者“关门打狗”的情况？对于侵害外国投资者利益的外汇管制限制措施，有什么解决方案？之前处理过什么失败的案例、成功的案例？——这些问题，必须一针见血。这个工作，具有国际化业务经验的中国律师最为胜任。请问，唐僧要想保护自己，要找的是孙悟空，还是“当地保镖”？

（二）在整体海外架构设计上，海外的当地律师可能只能“各司其职”，无法站在统筹布局的战略高度，帮助中国企业设计架构；当地律师对于中国企业的有限认知更加无法帮助中国客户设计架构性的风控与合规体系（例如防止海外子公司失控、防范职务侵占、营私舞弊等行为）；

（三）因为中国企业的一些战略性安排以及一些与地缘政治相关的考量，并不便于直接和当地律师充分透明地沟通，中国律师则能够成为一道有效的防火墙，在信息保密和隔离上，起到关键性的作用，这对于国有企业来说，重要性更加明显。

PART 003

问题二：面对地缘政治下的法律规则如何博弈⁵

即使前述商业层面的风险管控科学到位，企业出海过程中还存在种种政治风险。随着企业全球化步伐的加快，地缘政治等因素对企业海外业务的影响也日益凸显。

中国企业也需要升级观念，从“具有海外业务的中国企业”转变为“成为真正意义上的跨国公司”。

1. 地缘政治制约对中国企业全球化之路带来的掣肘

第一，贸易管制和经济制裁。迄今为止，制裁性立法主要由西方

国家推动（如制裁清单、“实体清单”等）。受到当前国际政治经济环境影响，中国企业出海贸易和投资受他国基于安全利益实施的管制、制裁的风险日益增加。例如针对俄罗斯、伊朗的经济制裁，以及针对中国企业的贸易管制措施等。以美国法为例⁶，违反出口管制相关法律法规的处罚包括行政上的处罚（包括民事罚金、进出口禁令、禁止从事BIS相关业务等）和刑事上的处罚。如触发刑事处罚程序，根据美国《美国出口管制条例》的规定，任何故意实施、试图实施或密谋违反相关规定的主体，可能会被处以100万美元的罚款，涉案高管个人则有可能面临最高20年的监禁，二者可并处。

第二，供应链风险。在过去几年各国进出口政策趋严、地缘政治风险提升的期间，全球供应链风险暴露无遗。企业需要快速采取行动，通过去供应链瓶颈、供应来源多元化、供应链区域化布局等方式来降低风险。

第三，经济主权。“经济主权”“经济自主”对于中国来说并不是新鲜话题（如“实现自给自足”“双循环”发展模式），但近年来，西方国家也意识到了供应链瓶颈和高度依赖性进口所带来的问题，越来越多的西方国家开始着重强调“经济主权”“经济自主”。这往往通过贸易壁垒的方式出现，例如针对中国产品的反倾销和反补贴调查，针对中国产品的关税提升，等等。

第四，国家安全审查。如果企业所处领域、行业较为敏感（如涉及国家安全、国家利益的领域或业务），或企业与本土市场的特殊企业具有高度竞争关系（如与本土国有控股公司构成直接竞争关系），那么企业必须提升自身应对国家安全审查的能力、准备高水平的应对预案。总而言之，中国企业在“走出去”投资之前，首先必须了解目标公司所在国家的国家安全审查制度，并予以谨慎评估。

地缘政治下的游戏规则如何博弈？



2. 中国企业如何应对地缘政治的制约影响

首先是风险认知。应对全球商业环境的深刻变化，中国企业必须仔细甄别其所处的价值链，以预测并降低潜在风险。对于涉及关键技术（如半导体、人工智能、量子计算、大数据等）或国家利益、关键基础设施与资源（如军事、航空航天与国防、能源等）的战略行业，企业需要格外谨慎地考虑价值链定位以及如何与国外市场互动的问题。

其次是积极应对。例如，企业可以考虑向供应链上游转移（如由一级供应商转为二级供应商），尽量减少或避免直接暴露在风险中（如最终用户风险）；或通过与当地合作伙伴建立合资企业、形成保护屏障；或将较为敏感的业务从组织架构或所有权中剥离出来，以管控风险。

在这方面，中国企业也需要避免被表面问题吓到，放弃部分海外市场的消极观念。所谓积极应对，就是要在外部专家的帮助下，在充分认知风险、设计应对机制的前提下，决定是否推进还是暂时搁置，而不是“听风就是雨”，用道听途说的信息影响自己的重大决策。

第三则是转变观念。上面的这些应对方法，只是局部的、短期的技术

性安排，然而在战略上，中国企业的决策者，必须有重大的观念转变。

一方面，**企业出海面临的是场域和规则的改变，那么就必须将“法律前置”，将法律和合规以及风险管理与企业的商业战略和商业模式以及研发结合起来。**如果企业的商业模式或者研发的技术，在海外市场会因为法律、政策、文化或者其他的原因遭遇抵制，请问你是否还会花巨资进行研发和部署？所以在企业出海过程中，外部的法律顾问和内部的法律和合规负责人，需要扮演非常关键的角色。

另一方面，中国企业也需要升级观念，从“具有海外业务的中国企业”转变为“成为真正意义上的跨国公司”。几十年来，许多中国企业通过拓展海外市场开始了全球化发展之路。然而，与欧美等全球跨国巨头相比，中国企业的全球化发展水平还处于初级阶段。在新的阶段里，中国企业必须成为“真正的跨国公司”，这需要企业转变思维、技能和治理方式，并健全法律和风控架构，加强本地足迹，扩大当地影响力，并获得当地利益相关者的充分认可。

PART 004

问题三：集团管理架构风险—如何防范海外子公司的失控

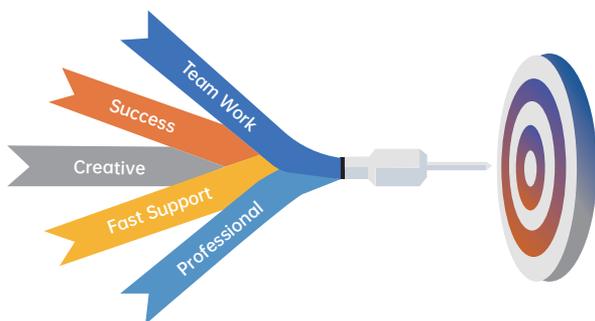
如果当地子公司的董事、合伙人或者高管趁虚而入，导致中国企业丧失境外公司控制权，投资款项和收益也无法追回，损失惨重。

中国企业在海外的投资案例多种多样，其中也不乏失败的案例，如一些大型企业在境外投资时盲目错信某位高管或当地办公室，缺乏内控制度，产生“道德风险”。

在境外市场上设立海外子公司，对于拓宽市场范围、获取资源和提升品牌影响力具有重要意义。然而许多企业在管理海外子公司的过程中遭遇了各种风险和挑战，如资金流失、管理丧失、文化冲突、法

律合规问题等。如果当地子公司的董事、合伙人或者高管趁虚而入，导致中国企业丧失境外公司控制权，投资款项和收益也无法追回，损失惨重。例如，华尔街日报曾报道某中国民企金融集团的高达数十亿人民币的海外投资，被其信任的海外投资部负责人通过层层架构脱离集团控制，试图占为己有，最后引发多国诉讼，耗费大量时间精力以及天价费用。

集团架构风险： 该如何防范子公司失控



① **前期市场和人事调研和风险评估：**包括经济环境、法律法规、文化差异等方面，对当地合作伙伴、拟聘的董事、高管的背调



② **跨境合规风控体系如何建立和完善：**对海外“合规”有着充分的警觉和风险意识，避免触发中大型风险，因“违规”而面临巨额罚单



③ **内部控制和企业治理结构如何优化：**建立健全内部控制系统，并在遭遇管控漏洞和法律危机时，能快速找到合适的法律顾问



④ **提升跨文化沟通和管理能力：**提供跨文化交流和培训，吸纳当地背景人才参与公司管理，让海外高管和员工融入并拥有归属感



⑤ **构建有效的危机应对机制：**建立包括法律顾问、公关顾问的专家团队，平时做好内部的培训，以及危机应对预案

公司治理以及股权控制往往是中国企业设计海外架构时未予足够重视的领域。企业需要花费足够的成本对于收购过程中以及收购完成之后的法律风险进行充分的评估，并随时采取措施对可能的风险进行排查。在面临海外子公司管理和风险控制挑战时，企业可以采取以下五个方面的策略来优化管理并降低风险：

1. 加强前期法律、市场和人事调研和风险评估

在投资和人事决策之前，进行全面的法律、市场和人事背调，包

括但不限于经济环境、法律法规、文化差异等方面，以便综合评估目标市场；对当地合作伙伴或者拟聘请的董事或者高管进行必要的背调，并且在招人的时候，确保“人品第一”的原则，否则就是在给未来的自己挖坑和埋雷。“以利相交者，利尽则散；以势相交者，势去则倾”。

2. 跨境合规风控体系如何建立和完善？

欧美严厉的反洗钱制度以及反腐败制度，可能对于不少中国企业都颇为陌生。但是一旦“中招”，不仅企业可能面临千万、亿万美元的罚款，负责人可能面临牢狱之灾。

中国企业在出海过程中，必须对海外“合规”有着充分的警觉和风险意识。无论是美国的贸易管制和贸易制裁方面的长臂管辖，还是欧美的严厉的反洗钱制度以及反腐败制度，可能对于不少中国企业都颇为陌生。但是这些境外的法律制度带有锋利的牙齿，一旦“中招”，不仅企业可能面临千万、亿万美元的罚款，负责人可能面临牢狱之灾，而美国与世界上百多个国家存在引渡协定，中国企业的老板和高管可能在东南亚某国出差，落地就即面临被限制自由、被引渡美国的风险……

据报道，华为在国际化过程中，就拥有很强的风险防范意识，搭建了完整的合规风控体系，其防控的重点，就是避免触发中大型风险，宁可前期投入法律合规预算，也要尽量避免因为“违规”而被调查，甚至面临亿万美元的巨额罚单。这一点是值得所有中国企业学习的。

3. 内部控制和企业治理结构如何优化？

中国企业在出海的时候，也应该逐步建立一套完整的集团内控、反腐和风险管理及合规体系，拨出足够预算，建立风险识别、评估、监控和应对的有效措施。

如何预防海外子公司的失控？笔者了解到不少中国企业因为盲目信任海外的合作伙伴、董事、核心高管，无法有效控制境外运营的风险，最后遭遇巨大的损失。而在海外寻求司法救济，可能又是部分中国企业的弱项。

该怎么办？在这个方面，熟悉国际业务的中国法律顾问，可以发挥关键性的作用。一方面，他们可以帮助企业建立健全的内部控制系统，提高企业运营的透明度和效率以及规范运营，在国际化经营的风控中扮演关键的军师和设计师的角色。笔者在为跨国公司提供法律服务尤其是建立合规制度的时候，就发现不少知名的跨国公司，有一套成熟的管理全球业务的架构和机制。中国企业在出海的时候，也应该逐步建立一套完整的集团内控、反腐和风险管理及合规体系，拨出足够预算，建立风险识别、评估、监控和应对的有效措施，定期对海外子公司的运营情况进行风险审计，确保风险管理措施的有效实施。

另一方面，一旦境外公司发现内部管控漏洞，遭遇法律危机，需要救济，那么中国企业一样可以首先找到具有国际化背景的中国法律顾问，通过其国际律师以及司法合作的网络资源，找到最合适、值得信赖的当地法律顾问，高效和保密地进行调查和法律行动。

4.提升跨文化沟通和管理能力

确保海外子公司的治理结构科学有效，加强总部与子公司之间的沟通和协调也很重要。为海外子公司的管理团队和员工提供跨文化沟通、交流和管理培训，并吸纳具有当地背景的人才参与公司管理，提升对当地文化的理解和尊重，通过定期和不定期的内部会议、交流、培训和活动，让海外高管和员工更能够融入并且拥有归属感，这些工作需要作为企业海外扩张的战略重点之一，积极稳健地加以推进。否则，海外公司最终就会出现“离心离德离职”的状况。

5.构建有效的危机应对机制

针对可能遇到的各种风险，制定详细的应急预案和危机响应机制。在遇到危机时，采取有效的沟通策略，及时、准确地向公众、客户和合作伙伴传达信息。中国企业可以想象一下，如果遇到突发状况，如何在24小时之内就能组建有效的专家团队，在最关键的时段，将危机进行控制？如果没有任何平时的工作积累，这很难做到。

这个专家团队，笔者建议应该包括法律顾问、公关顾问，对于危机在平时做好内部的培训，以及危机应对预案，建立危机应对小组，由CEO挂帅，法务合规总监担任重要角色，确保紧急状况发生之时的关键资源调配。

就像唐僧西行取经，路上艰难坎坷，要有“照妖镜”看见“幻相”后面的真正风险，要有“孙悟空”保驾护航。中国企业出海，若不想成为当地的“唐僧肉”，就必须“前置”法律和营商环境风险的尽职调查，关注出海企业集团管理架构设计，以及地缘政治的制约影响问题。

这些背后，关键词就是“游戏规则”；在各类风险情境和合规管控场景中，能够护驾的“孙悟空”就是专业的法律顾问——有效管理境外律师、协同解决法律问题，还能够帮助企业隔绝风险、妥善完成关键资源调配，最终助力出海中企成为真正意义上的跨国公司，修得真经，方能功德圆满。

近期有关中国企业在海外被“收割”的报道层出不穷。除了本文之前提及的印度针对中国手机企业采取的“司法行动”，最近又有报道称，因墨西哥政府对一家中国矿企采取了“国有化”的手段，该企业愤而对墨西哥政府提起诉讼和仲裁。在2021年，该中国矿业公司以约十多亿元人民币收购了某墨西哥公司，获得了墨西哥某矿业资源项目的全部股权。然而，2022年墨西哥政府即宣布将该矿业资源国有化，禁止外国人开采，随后该中国矿业公司在墨西哥的多个矿产特许权被取消。此等形势下，该中国公司也决定坚决捍卫自身合法利益：2024年，该中

国矿业公司向墨西哥行政司法联邦法院提交行政诉讼，要求撤销取消特许权的决议；并同时向国际投资争端解决中心（ICSID）提请仲裁，目前尚在等待进一步审理。

对出海的中国企业而言，当被收割、被打劫、被围猎甚至开始逐步成为常态，如何善用法律的武器，建立一套安全风控的体系，变得格外重要。中国企业需要应对的法律风险，还包括严苛的国家审查、“税收恐怖主义”、出尔反尔的谈判立场、更迭频繁的政治格局、巨额罚单说罚就罚……这些出海中层出不穷、纷繁复杂的问题，使得中国企业时刻可能成为被“狮子大开口”的“冤大头”，这些问题——关于企业的生死存亡。

因此，对于想要出海的中国企业，我们需要将法律问题上升到企业的整体战略高度。

对出海的中国企业而言，被打劫、被围猎的局面可能已经成为常态。法律与风控问题关乎企业生死存亡，需要上升到企业的整体战略高度。

PART 005

问题四：跨境架构设计及税务考量

中国企业出海，投资目的国的税务环境、税制要求、税种税率都可能带来新的税务合规要求。

中国企业出海，投资目的国的税务环境、税制要求、税种税率都可能带来新的税务合规要求，而海外并购项目中，目标公司的历史税务风险承继、交易文件的涉税条款漏洞、交易环节的税负成本负担等方面都可能存在潜在问题，这些一旦被忽视，也可能被目的国“抓住小

辫子”，带来不菲的税务成本。例如，多家中国企业就曾遭遇过印度相关部门的税务审查，被开出大额罚单。合理的海外架构可以帮助企业利用各国差异化的税收政策，有效降低总体税负、保护企业资产免受不必要的损失。

1.搭建离岸中间层架构需要考虑什么因素？

首先，利用离岸融资平台，合理设计内部融资架构，同时降低未来海外公司的运营税负成本。在海外并购交易中，一方面可以吸纳股权投资基金的参与，另一方面还可以获得并购贷款进行杠杆收购（leverage buyout）。这些安排，都需要税务的筹划。

第二，建立知识产权的持有平台。如果海外的实体会进行研发，那么知识产权的持有主体究竟为哪一家公司，就很有讲究。这里面既有资产隔离的考量（将知识产权这样的优质资产与高风险高负债的资产主体进行区隔），也有集团内使用知识产权、对外许可知识产权的许可费收取的问题，这些也都存在着税务上的考量（例如税务律师对于转移定价上的合规设计）。

第三，利用国与国之间双边税收协定，进行税务评估和筹划，降低股息红利/贷款利息汇回的预提所得税成本。例如不少美国公司在爱尔兰搭建控股公司再投资到欧洲的其他国家开展业务，其中的一个重要原因就是爱尔兰和美国之间的双边税收协定非常优惠，这就吸引了一大批包括苹果、亚马逊、谷歌等大型跨国互联网企业到爱尔兰建立欧洲总部。

第四，部分国家/地区外汇管理环境宽松，平台可作为有效的财务管理平台，成为海外资金“蓄水池”，为集团投融资及贸易活动提供短期资金支持，实现资金链的有效循环。

搭建离岸中间层架构需考虑什么因素？



①合理设计内部融资架构

搭建平台，获得股权融资、并购贷款，同时降低未来海外公司的运营税负成本



②建立知识产权持有平台

既有资产隔离的考量，也有集团内使用IP、对外许可IP的许可费的税务筹划的考量



③利用双边税收协定

进行税务评估和筹划，降低红利/贷款利息汇回的预提所得税股息成本



④搭建有效财务管理平台

海外资金“蓄水池”，为集团投融资及贸易活动提供短期资金支持



2. 离岸架构控股公司设立地的选择

就选择离岸架构控股公司设立而言，出海企业应从商业和经济环境、税务因素、政治与法律、贸易及物流条件等角度，结合公司业务实质，在适合的国家设立离岸架构的控股层：

香港的税收制度为地源税，即原则上仅源于香港之收入才需缴纳税款。此外，香港拥有广泛的避免双重征税协定网络，以减少协定国对股息、利息及专利方面征收税项。

新加坡的优势是对于符合条件的资本性收入不征收企业所得税，同时协定网络比较发达，符合条件可以有效降低未来分红层面的预提所得税。在商业实质充实的情况下，企业还有机会申请享受新加坡对于区域总部的税收优惠。不但如此，新加坡在2025年将实施经合组织“支柱二”方案，届时新加坡的实际税率将被统一调至15%。

卢森堡是欧盟内税率最低的国家之一，企业可享受欧盟和卢森堡政府双重鼓励政策、补贴等。该国还有着较为宽松的外管政策、完善的金融体系和可靠灵活的监管环境，大幅提升了境外投资者资金流转的便利程度。

此外，**英属维尔京群岛（BVI）和开曼群岛**因其成熟的法律系统和税收优惠政策，长期以来一直是中国企业海外架构设计的热门选择，但是**随着全球反避税浪潮的兴起和经济实质法的实施，企业需要针对每个个案因地制宜、因时制宜，认真严谨地评估这些传统离岸中心的适用性，而不是想当然、贪图方便，拍脑袋做决定。**

例如，笔者在帮助一家高科技企业选择海外的知识产权的持有实体的时候，就遇到了这个问题，因为要通过BVI和开曼持有知识产权并收取许可费，就必须在BVI或者开曼拥有“经济实质”。这些问题就需要熟悉跨境业务、懂税法的中国法律顾问，协同离岸地法律顾问，共同为客户设计方案，达到客户的商业目标。

PART 006

问题五：知识产权的国际战略和保护该如何设计？

我们在帮助中大型规模的企业出海的时候，知识产权如何在全球进行布局，往往是出海“大棋”中的重要一步。知识产权是企业核心竞争力的重要组成部分，如何进行知识产权布局也是中资企业（尤其是知识产权密集型企业）在走出去的过程中必须重视的问题。

1. IP境外侵权及被侵权风险

由于知识产权具有地域性的特点，国内合法取得的专利权、商标权，不见得在海外自动获得保护。出海的中国企业不能想当然地认为，自己的产品在海外不存在侵犯他人知识产权的可能性。如果企业在海外被指构成侵犯知识产权，那么很可能会收到对方当事人及律师发送的“警告信”，海外的销售渠道就可能对问题产品立刻下架。对方当事人也可能会向法院申请获得对该产品的“临时禁令”，禁止该产品在当地的销售、转运、进出口等。而在海外的知识产权侵权损害赔偿以及

律师费，可能都会非常高昂，甚至于远远超出货物本身的价值。除此之外，IP侵权能够导致的其他风险，还包括行政处罚风险，召回和销毁产品的风险，海关长期扣押和没收的风险等等。

从法律的角度，公司就有必要进行FTO（free to operate）的分析论证，评估产品是否在海外的目的地国家和地区能够合法销售而不存在IP侵权风险，如果相关IP尚未注册保护，则要立即采取行动进行登记保护，避免遭遇“抢注”。而如果可能构成对第三方的专利或者商标存在侵权的情况，则马上需要采取行动，提前有所准备。

未知的水域：跨境出海IP风险概览

你的产品到哪里，你的风险责任就跟到了哪里——也许是你的成本的百倍、千倍



警告信风险

可能发给产品的销售者，你的“侵权”产品可能会被立刻下架！



损害赔偿风险

海外的IP法律更为严苛，可能面临高昂的损害赔偿以及律师费



临时禁令风险

在正式判决生效前，导致你的产品无法销售、进出口



召回和销毁风险

这个成本也将可能是不菲的金额，可能远超过产品本身的价值



永久禁令风险

该产品由于其侵权属性永久性被禁止销售、禁止进口



海关扣押风险

除产品无法销售，还会存在被处罚、禁入以及持续的仓储成本

2. 技术专利及技术秘密的布局

如前所述，企业出海面临的知识产权风险可分为两大类：一是侵犯他人知识产权的风险，特别是专利侵权和商标侵权；二是自身知识产权流失的风险，特别是应对专利狙击或者商标被他人抢注。所以，出海之前，前瞻性地进行境外知识产权的注册布局，对于企业出海之后的权益保护是非常关键的。

在产品研发、专利布局和产品上市前，企业可通过专利检索、商标检索、版权分析以及其它风险分析，掌握行业现有技术的水平，识别和规避潜在风险。而对知识产权的海外布局，有几个方面需要关注：

第一，针对已有技术的进一步挖掘。随着项目的推进，对于已有技术的运用可能会超出最初的理解范围，此时可以考虑从实际获得保护的原则出发，对于已有技术进行进一步补充挖掘，提炼出可以进行专利布局的具体方案，尽快开展补充布局。

第二，基于项目成果的知识产权布局。项目在海外落地过程中常常产生新的技术方案，主要包括三种情境：合作方在项目中的进一步研发，产生新方案；中外双方合作完成新方案；己方基于对项目的理解形成了新的、并非应用于出海项目的技术方案。对于这些方案，企业可以基于双方在相关协议中的权属约定开展相关的布局工作。

第三，基于专利分析的知识产权布局。为尽量避免知识产权侵权风险，企业应当在项目实际开始前，对于特定区域的竞争对手和项目合作伙伴的专利布局和产品、技术方案进行针对性的分析。海外的知识产权，境内的知识产权，放在同一家国内的主体之下，是否妥当？如果将两者进行拆分，那么包括海外注册的专利在内的海外IP，应该置入哪一家实体更合适？

从知识产权的出海“交易”角度，也有不少需要注意的地方。项目筹备阶段，要针对技术出海项目筛选合理的知识产权范围，从商业、技术、法律等多个维度，合理评估知识产权价值，结合技术相关性和应用场景合理划分不同知识产权的使用方式和保密程度。项目开始后，要结合项目的实施情况，合理规划已有知识产权的补充布局、以及前景知识产权的及时布局，并对新生知识产权的权属和权益进行清晰约定。项目实施阶段，企业要建立完善的信息管理系统和商业秘密保护措施，准确梳理项目相关的技术秘密，并根据技术秘密的重要性以及保密的难易程度针对性地对自身的商业秘密进行分级管理，同时着重

加强参与海外项目的员工的管理和培训，防止自身商业秘密的泄露，也避免因侵犯合作方的商业秘密而被卷入海外的商业秘密侵权诉讼。项目终止后，企业需注意要求合作方执行技术资料和相关设备、半成品、产线等的销毁、返还等义务，还应当严格限制对方在项目终止后继续使用己方知识产权。

除此之外，还有不少于IP布局相关的重要问题，例如，为了避免因技术出海或海外知识产权布局带来的技术管制风险，在什么地方设立海外主体作为知识产权中心或海外研发中心比较合适？从税务上该如何考量？是否可以将知识产权置入境外BVI或者开曼群岛的公司？还是基于新近的《经济实质法案》可能不再适合以离岸公司持有知识产权？境内和境外研发的团队如何分布和分工？境内外研发形成的技术秘密应该如何保护安全？考虑到地缘政治的影响，境外公司的股权架构是否需要定制化设计？.....

3.知识产权合规管理

合规管理则是与知识产权和企业出海相关的另一个重要角度。一方面是技术进出口管制（export control），无论是中国，还是美国、欧洲等技术出海的主要目的地，一般都有自己的技术出口管制相关规定。对于涉及外国主体共同研发、外国发明人参与研发的技术方案，以及在外国产生的技术方案的专利申请等都需要注意避免引起技术管制问题。同时，在跨境技术交易项目中，要严格遵循技术进出口管理的法律法规，技术进出口许可证申报和自由进出口技术合同登记备案。

企业在技术出海时，对于涉及数据出境、国家秘密、个人信息等方面的合规事宜需要关注，要注意加强合规意识，积极采取相关合规措施，确保履行相关法律法规项下的合规义务。

问题六：海外用工该如何防范风险？

劳动用工风险也时常可能被部分中资雇主忽略，不少中企的决策者往往想当然地把中国的劳动法概念套用到境外的劳动用工之上，形成视觉盲区，最终纷纷踩坑。

海外投资往往是长期投资，必须深入了解当地的政策和立场，也需要在科技、环保、劳工等相关领域保持敏感的嗅觉，避免增添额外的风险。在诸多出海的风险之中，劳动用工风险也时常被中资雇主忽略，不少中企的决策者往往想当然地把中国的劳动法概念套用到境外的劳动用工之上，形成视觉盲区，最终纷纷踩坑。

1.对于当地劳动法规需要关注什么？

出海企业应当充分关注投资国当地对于工时薪酬、休息休假方面的规定。**很多国家、地区对工时及加班时长有严格的规定，甚至有一些发达国家要求雇主不得在下班时间联系雇员。**与此同时，外国工会组织的力量也会在企业实施不当加班制度时强势体现出来。**外国的工会可能通过协商或组织员工罢工、示威来迫使企业遵守法定工时制度，设立合理的加班政策。**

企业必须严格遵守东道国法律中关于特定员工的解雇保护规定，这些员工通常包括：三期女职工，特殊员工如残疾、疾病员工，在家庭中负有抚养、扶养义务的员工，加入工会或参加工会活动的员工等。各国禁止解雇的情形有极大的相似性，一般会在法律中进行明文规定。

海外用工该如何防范风险？



当地劳动法规

投资国当地对于工时薪酬、休息休假方面的规定，外国工会对于企业运营的影响，关于特定员工的解雇保护规定等



企业连带责任

员工违反商业贿赂与反腐败的法律法规，员工的歧视和性骚扰，都会导致企业的责任



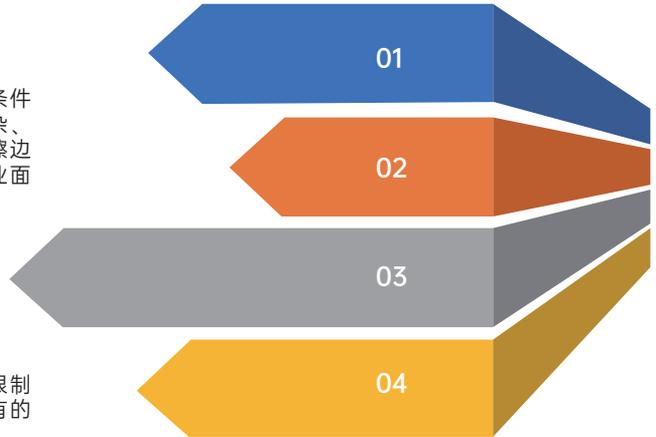
签证问题

由于工作签证申请条件严格、办理手续复杂、过程耗时较长，打擦边球的做法可能让企业面临罚金甚至刑事责任



竞业限制问题

有的国家对于竞业限制存在禁止性规定，有的则存在严格的要求。



2. 签证问题需要关注什么？

签证问题通常是外派员工赴境外工作需解决的首要问题。实践中，由于工作签证申请条件严格、办理手续复杂、过程耗时较长，部分企业选择为外派员工办理其他类型签证（如旅游签），此等行为一经当地机关查处，外派员工可能被遣返，企业也可能面临罚金甚至刑事责任。

3. 企业会因为员工违规而遭遇重罚？

近年来，国内还是国外都高度重视企业商业贿赂与反腐败的合规问题，所以如何确保海外的员工在这方面的合规，对于保护中国企业自身以及企业的负责人，避免被重罚的风险，至关重要。中国企业及其核心管理层的所谓的“不知情”和“不懂法”，实际中往往不构成公司可以免责的抗辩理由。

同理，反歧视和反性骚扰的合规也是外国劳动法十分关注的重点，涉及的雇主可能会面临高额罚金和民事赔偿。歧视涉及范围广、种类多，包括种族歧视、年龄歧视、性别歧视、身高歧视、国别歧

视、语言歧视等。雇主需要谨慎对待，预防歧视行为并防范相关违法和赔偿风险。

就上述反腐败和反歧视等方面的合规，中国企业必须在当地建立符合当地法律要求的合规体系，否则一旦发生违规事件，公司如果连合规制度都没有，那么公司就有很大的概率被认定为存在连带责任或者直接责任。

4. 竞业限制的约定可能违反当地法律？

竞业限制方面，中国企业也不能想当然把中国的竞业协议照搬照抄到海外。有的国家对于竞业限制存在禁止性规定，有的则存在严格的要求。在实施之前，务必征求律师的意见，确保合规以及未来的有效执行。

劳动法律规范植根于各国独特的政治经济文化传统及社会背景，存在较强的本土化特色。中国企业及个人海外投资过程中需要充分考虑外派员工签证、工时薪酬、歧视与骚扰认定、反贿赂反腐败等问题。企业如未充分了解投资国当地劳动法律规范，按照本国定式处理海外用工关系，可能会引发劳动争议甚至海外群体性事件。

PART 008

问题七：境外的反腐败和反洗钱合规风险

如果在这个领域欠缺合规意识，不仅财富会遭遇“血洗”，还可能面临牢狱之灾。

自数字货币兴起以来，世界主要经济体都出现了加大反洗钱力度的监管倾向，加之近两年世界银行也加强了反腐败/反商业贿赂政策的实施，有必要对反腐败和反洗钱合规做专门提示。更为重要的是，反

腐败和反洗钱也往往是欧美在其游戏规则之下，对于“竞争对手”国家的企业或者威胁其国家利益的企业进行收割的“大棒”。毫不夸张地说，如果在这个领域欠缺合规意识，不仅可能会成为“散财童子”，财富遭遇“血洗”，还可能会面临身陷囹圄的牢狱之灾。

1.反腐败合规

美国的《反海外腐败法》（下称FCPA）可以对非美国企业存在的美国以外的行贿行为实施长臂管辖，而违反该海外反腐败法，除了面临巨额罚款，还会有刑事责任。2020年7月，美国司法部（DOJ）和美国证券交易委员会（SEC）发布的第二版《美国反海外腐败法资源指南》更是将多个美国国家机关纳入执法主体，也强调了美国将与德国、英国、巴西、法国、瑞士和荷兰等政府展开紧密合作。这就意味着，中国企业必须将在海外营商的反腐工作提升至全球合规的高度，否则很有可能遭至多国联合执法，付出较大的代价。⁷

中国企业在海外，即便理论上可能不应受美国法律的管辖，但是一旦被美国盯上，则最容易被攻击的“软肋”之一，就是行贿当地的官员，哪怕该等官员身处非洲，而不在美国。而美国行使管辖权的理由可以牵强到，该当事人是否用美元交易、是否在联系接洽被行贿方时是通过电子邮件的——而电子邮件的服务器在美国。

几年前曾发生一起较为知名的针对中国企业在非洲的FCPA长臂管辖案件。在该案中，香港人士何志平（Patrick Ho）被指控为了促成一项在乌干达的收购计划和谋取未来商业合作的机会，利用华信能源下属的中国能源基金委员会（NGO）作为掩饰，向乌干达某高官汇款50万美元的“捐款”，这本与美国没有任何联系——但是不巧，通过香港的某银行向欧洲的银行汇款时，通过“中转行”——美国纽约的该银行分行转账，导致本案落入美国法院的管辖区。该“捐款”被美国认定为大型跨国腐败案而发起检控，何志平于2019年3月被纽约南部地区法院判处3

年有期徒刑，罚款40万美金。

2.反洗钱合规

全球反洗钱监管不断加码，企业不仅仅会因涉嫌洗钱活动收到“巨额罚单”，还可能直接被监管机关吊销营业执照；涉案高管也很可能面临起诉、调查；情节严重的，甚至触发刑事程序。譬如，美国商品期货交易委员会（CFTC）在2023年对币安及其创始人、实控人赵长鹏实施数十亿美元处罚；2024年，美国司法部又对币安处以数十亿美元罚款，而赵长鹏认罪之后，被判监禁，个人还缴纳了数千万美元的罚款和上亿美元的保释金。据报道，美国基于反洗钱的理由在此案上合计“收割”的总金额高达73亿美元。

如果币安能够在早期高度重视反洗钱合规，按照欧美的游戏规则，充分做好法律与合规工作、在北美的公关及游说工作，而不是固守着自己低调躲在加拿大就很安全的天真想法，可能就不会面临如此的严厉后果。

而针对这样的国际复杂环境中的游戏规则，恰恰是外部法律顾问擅长的领域。

然而，聘请法律顾问这件事——中国企业出海，固然需要当地法律顾问，但更重要的则是熟悉海外法律规则、深谙当地文化、国际化的中国法律顾问。为什么这么说呢？境外的当地律师，受限于种种因素，可能对于中国企业的理解有限，和中国企业的决策人接触有限、沟通有限，往往难以把一些重要的风险点，及时传达给中企客户的决策者；也会把一些当地法律习以为常、司空见惯的要求，想当然认为中国企业会自己知道（例如反洗钱问题）。举例来说，在美国、欧洲等地，对于反洗钱的规定非常严厉。如果你聘请的当地法律顾问发现你存在反洗钱行为的嫌疑，该法律顾问就有义务和责任举报，否则该法律顾问就有可能被认定为“共犯”，面临执照吊销和刑事责任的风险。

英国今年的一起知名反洗钱案件，据传就是英国律师不得不向当局举报其客户（中国籍人士）存在反洗钱行为，最终导致该中国籍人士遭罚没6.1万枚比特币，涉及金额高达20亿英镑。

中国企业无法看到海外当地律师的盲区，就有必要聘请有丰富涉外业务经验、有跨境项目管理能力的中国法律顾问，来对项目的法律问题进行全局化的统筹应对，而不是完全仰赖境外的律师，加上文化差异和沟通不畅的情况，可能会无法及时发现风险，等到问题发酵、引发危机时方仓促应对，最终支付高昂的成本，承担巨大的海外法律与合规的代价。

PART 009

结语一： 中企出海如何破局突围

本文总结了中企出海七个方面的法律挑战，关乎企业的出海战略。

中企出海七大法律战略问题

▷ ① 出海模式的选择

出口及供应商合作、投资自建以及海外收购等三大模式的考量，既需要清晰战略，也需要法律及其他相关风险的评估。

▷ ② 地缘政治及法律规则博弈

从贸易管制到经济制裁，从关税到反倾销和反补贴调查，到全球供应链风险管理，以及海外投资的国家安全审查。

▷ ③ 海外子公司管理控制博弈

人事和组织架构的疏忽，再加上对于当地法律和环境的不熟悉，非常容易导致集团对海外子公司的失控。

▷ ④ 跨境架构设计与税务

无论是通过建立一个海外的平台进行融资，还是基于双边税收协定的税务筹划，抑或是建立一个持有IP的主体，架构设计非常关键。



▷ ⑤ 知识产权出海风险

知识产权在企业出海过程中可能产生境外侵权或者IP流失及被侵权的风险，同时也面临出口管制、数据出境等合规风险。

▷ ⑥ 海外用工风险

国外的工会、工时薪酬、休息休假以及签证等方面都有严格规定，而企业也可能因为管理层和员工的违规遭遇重罚。

▷ ⑦ 反腐败及反洗钱合规

欧美的反腐败和反洗钱要求极为严格，违反往往会导致严厉处罚包括天价罚单和刑事责任。

8. 冯仑,《僵局规则》, <https://finance.sina.com.cn/manage/crz/2019-06-27/doc-ihytcerk9581244.shtml>

中国企业出海,与20年前、30年前不同,中国的供应链优势、技术优势、商业模式优势(例如电商)等已成为中国企业的优势之一,然而中国企业在法律和“游戏规则”上面,除了部分成功企业之外,很多还处于“小学生”水平。这样的水平,如果没有熟悉欧美游戏规则、对于出海法律问题有经验的专家团队帮助的情况下,就很容易遭遇“风暴”,或者被“大棒”轻松收割。

冯唐在其《胜者心法》一书中提及,自己当年在加入麦肯锡之前,不是特别明白,“全球五百强企业那么多聪明人,管理层更是聪明人中的聪明人,为什么他们还花那么多钱请麦肯锡这样的咨询公司?”后来他搞明白了,一个原因就是“想听到不同的声音……管理层的决策万一错了呢?请咨询公司帮助……哪怕降低百分之一的出错率,给大企业减少的损失也可能是以亿计的……”

中国企业出海,何尝不是如此?从本文描述的七大方面的法律与合规的风险,何止是“万一出错”的概率?

PART 010

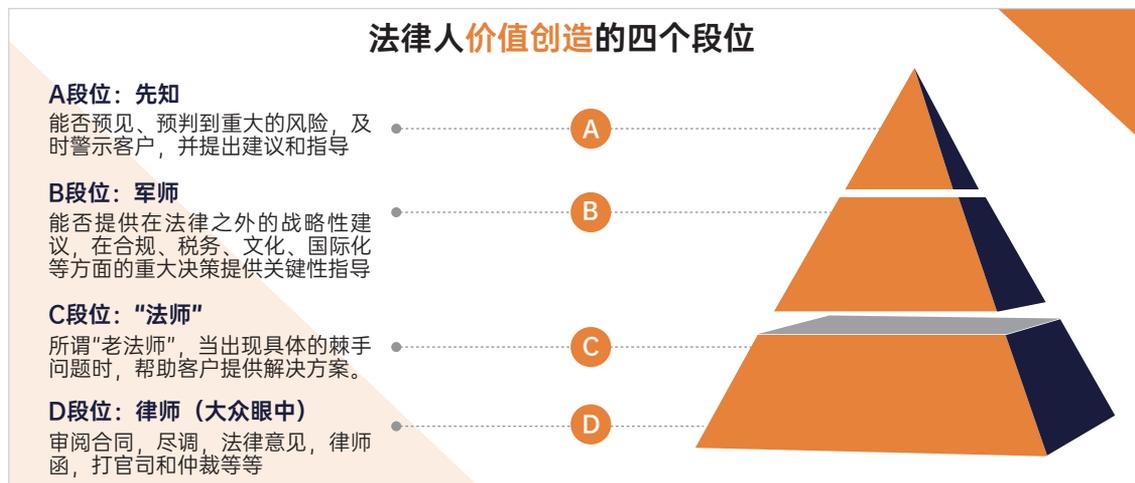
结语二：企业出海如何让律师担当好“军师”的角色？

冯仑在描述公司在美国的投资时说,“我们在美国的公司没什么招待费,全是律师费,律师费在费用里所占的比例跟国内公司招待费在费用中占的比例,也就是吃喝在费用里占的比例居然差不多。在美国是从坏事开始谈起,从僵局开始谈起,最后达到一个和局。我们是从吃饭开始,从和局开始最后弄不好、掰了以后,还得互相埋怨走入僵局。”⁸

冯仑仅仅从交易和谈判的角度分享了他对于美国在文化上与中国区别,同时也强调了在国外投资和经商,律师的重要性。当然,出海在法律上的复杂性要远远超过“文化差异”,并非只要做好聘请当地律师这件事那么简单。

中国企业所需要的外部法律顾问,与其说是“律师”的工作,不如说是“先知”和“军师”角色。所谓“先知”,就是能够帮助中国企业预见到深海出航的风险,而不是毫无准备地鲁莽上阵。在国内可以“摸着石子过

河”，因为当年的国家政策对于很多经商的手段可能采取了包容的做法。但是涉及到出海，目前海上的“大风大浪”不可同日而语，因为当能摸到“石头”的时候，恐已经“沉入海底”。



要了解和熟悉游戏规则，打破认知局限，中国企业应该视律师为出海的“向导”和战略顾问，积极发挥他们作为“军师”的能力、潜力，而不是让其“头痛医头脚痛医脚”，尚未感觉到“痛”，就觉得法律和游戏规则“无足轻重”。在海外的不同的环境和不同的游戏规则之下，企业更不能等到癌症晚期才想要找健康专家，因为海外的法律风险和法律赔偿——“交学费”的代价可能超出你的想象。

随着全球一体化的深入发展，未来的道路依然充满挑战。虽然出海是一项挑战，也是一个又一个可以“打怪升级”“逆风翻盘”“创造奇迹”的重要机遇。

是否中国企业能够跃升为21世纪的跨国公司，取决于能否交好这份答卷。而这又取决于中国企业出海是否能选对“人”，用对“人”，从而让企业家插上高维认知的翅膀、加速深海出航的成功。



龚乐凡
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3608
lefangong@zhonglun.com



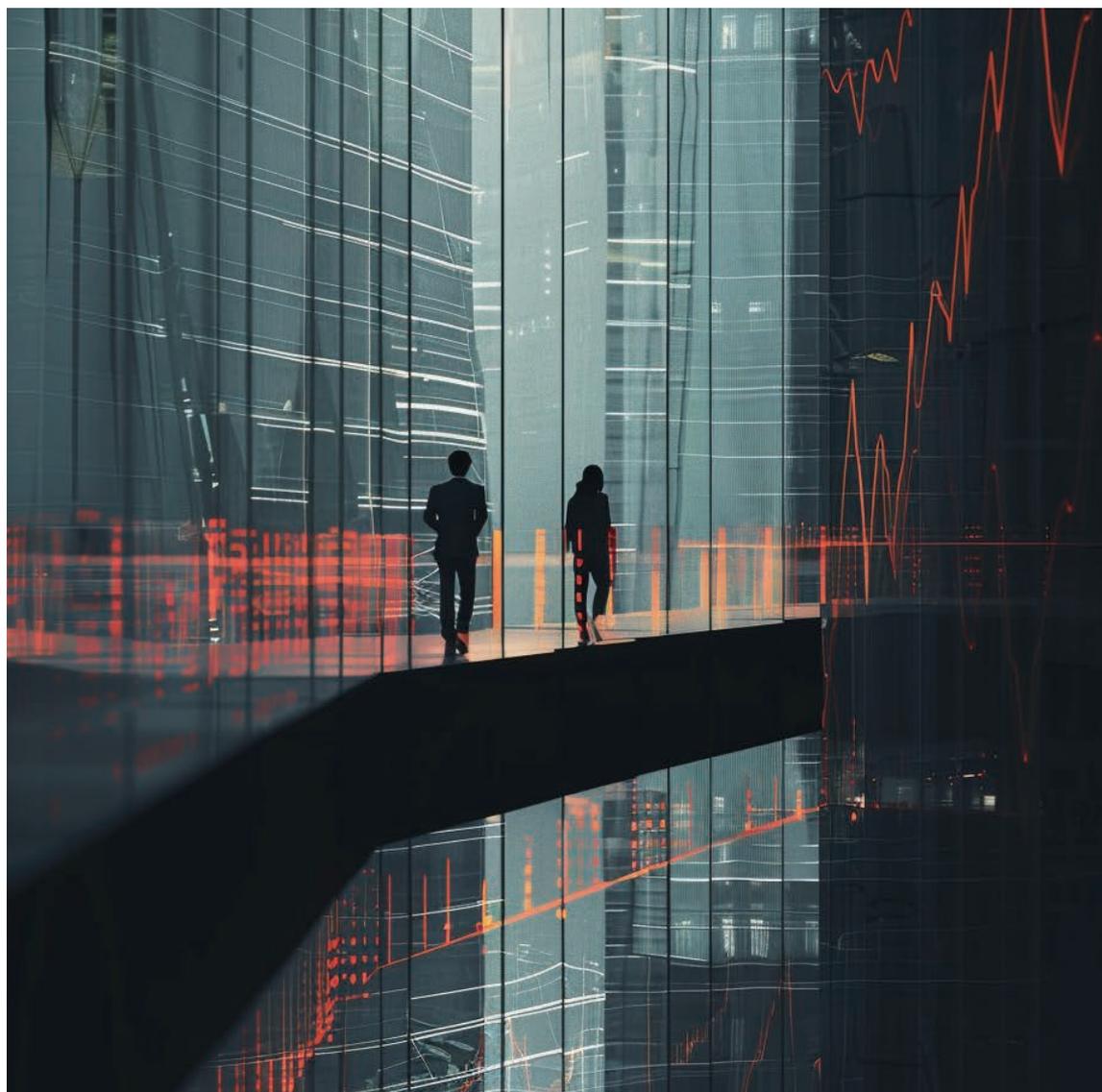
CHAPTER 01

路 径 设 计

PATH DESIGN

新形势下海外投资路径探讨 ——QDLP分析

刘新辉



PART 001

前言

随着中国金融市场开放的不断深入，近两年，若干省市陆续出台或修订QDLP试点制度，QDLP的灵活、便利等特质也使其受到越来越多境内投资者的青睐。本文拟横向对比上海、深圳、海南、青岛、广东、宁波等地的QDLP试点政策要点，分享我们对QDLP试点制度的理解及实践经验，供投资者参考。

PART 002

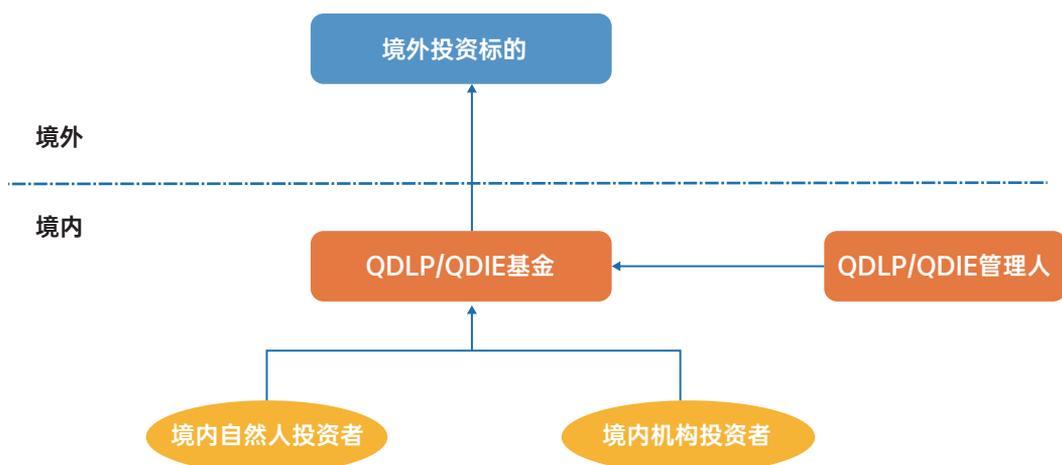
QDLP政策介绍

QDLP英文全称为Qualified Domestic Limited Partner（合格境内有限合伙人），即取得QDLP试点资质的境外投资基金管理企业（下称“**QDLP管理人**”），在境内面向属于合格投资者的境内自然人、机构投资者募集资金，并在中国境内设立投资基金（下称“**QDLP基金**”）进行境外投资的制度安排。

QDIE英文全称为Qualified Domestic Investment Enterprise（合格境内投资企业），不同于上海、天津等地区QDLP试点企业主要以私募基金的形式开展投资，深圳QDIE允许证券期货经营机构、经特别认可的其他类型的机构及其发行的产品参与试点，并且QDIE境外投资主体除私募基金外，还能以资产管理产品的形式开展境外投资。

为表述方便，除特别说明外，本文拟将QDLP和深圳QDIE统称“**QDLP**”。

一般QDLP组织架构如下：



PART 003

为何选择QDLP?

由于中国资本项目结汇的限制，境内机构及个人资金对外投资受到严格监管，往往需要通过对外直接投资（ODI）、合格境内机构投资者（QDII）及QDLP等路径。

（一）QDLP与ODI的比较优势

相较于传统的ODI制度，QDLP的优势主要体现在以下方面：

1. 审批程序—QDLP采取“一站式受理—联席审批”

ODI制度下，境内企业需履行商务部门、发改部门及外汇管理部门的审批或备案程序，方能完成资金出境。

QDLP制度下，若取得QDLP试点资格，则采取“一站式受理—联席审批”的方式：一般由地方金融监督部门牵头，地方商务部门、发改部门、外汇管理部门、市场监督管理部门、证券监管部门共同参与，境内企业仅需对接“联席审批”单一窗口（取得QDLP试点资格后，企业能否完全免于ODI审批流程请见下文分析）。

2. 额度管理—QDLP更自由

ODI制度下，采取“一事一议”的方式，境内企业需就每个单一项目提请主管部门审批或备案，相应的资金出境额度也仅适用于该单一项目。

QDLP制度下，一次性授予定量的外汇额度，原则上无需就单个项目额外履行其他审批手续。

此外，部分试点地区还允许QDLP管理人设立多只QDLP基金，并灵活调剂单只基金的额度。因此，QDLP制度下，在额度范围内换汇相对自由，且更灵活。

(二) QDLP与QDII的比较优势

与QDII (Qualified Domestic Institutional Investor, 合格境内机构投资者) 相比较，QDLP具有如下特点和优势：

1. 管理人—QDLP由取得试点资格的管理人担任

QDII制度下，境内企业需与境内金融机构合作，由境内金融机构作为QDII管理人面向境内合格投资者进行募集。

而QDLP制度下，境内企业在取得QDLP管理人试点资格后，可直接面向境内合格投资者进行募集。

2. 投资范围—QDLP更宽松

QDII投资范围限于境外二级市场。

而QDLP视试点地区具体政策而定，可投资境外二级市场和境外一级市场。QDLP制度下更宽松的投资范围可以给资产管理机构更大空间。

PART 004

QDLP试点资格申请流程

如上文所述，针对QDLP试点资格取得，采取“一站式受理—联席审批”的方式，通常由各地的金融监管部门负责组织其他相关部门，一

1.根据网上相关文章的披露,2017年,上海修订了2012年发布的《关于本市开展合格境内有限合伙人试点工作的实施办法》,明确:(1)QDLP基金的组织形式在合伙型的基础上正式增加了契约型;(2)QDLP基金的境外标的基金不再限于二级市场投资基金而包含PE等基金;(3)QDLP基金管理人除了由境外股东直接设立以外,还可以由境外股东设立的外商投资企业出资设立。以下为网上检索到的相关文件原文链接,供参考:
https://mp.weixin.qq.com/s/r-rkORVQ-Rv6ECj_gV-Jzjjpg

般包括地方市场监督管理局、发改部门、商务部门、外汇管理部门、证券监管部门等部门联合审议、批准。

根据各QDLP试点地区政策,各试点地区对于QDLP试点资格申请流程基本一致,具体如下:



PART 005

QDLP试点地区政策及对比

(一) QDLP试点地区政策

2012年,上海率先提出QDLP试点,之后陆续推广到其他若干省市,包括:天津、深圳、青岛、北京、海南、重庆、江苏、广东、宁波等地。2021年,以深圳、青岛为例的早期试点地区也积极修订与完善试点规则,调整了通过QDLP对外投资的门槛。

下面是主要试点地区QDLP相关的监管政策汇总¹:

试点地区	发布时间	试点规模 (美元)	试点办法
上海	2012.04	100亿	《关于本市开展合格境内有限合伙人试点工作的实施办法》(沪金融办[2012]101号)
天津	2014.08	50亿	《关于本市开展境外投资基金试点工作的意见》(津发改财金[2014]748号) 《关于本市开展境外投资基金试点工作的试行办法》(津发改财金[2014]749号) 《关于本市开展境外投资基金试点工作的操作指引》(津发改财金[2014]750号)
北京	2020.01	100亿	《北京市关于开展合格境内有限合伙人境外投资试点工作的暂行办法》及其实施细则
海南	2021.04	50亿	《海南省开展合格境内有限合伙人(QDLP)境外投资试点工作暂行办法》(琼金监[2021]37号)
深圳	2021.04	100亿	《深圳市开展合格境内投资者境外投资试点工作的管理办法》(深金监规[2021]2号)
青岛	2021.05	30亿	《青岛市开展合格境内有限合伙人(QDLP)境外投资试点工作指引》(已过有效期)
重庆	2021.06	50亿	《重庆市合格境内有限合伙人对外投资试点工作暂行办法》(渝府办发[2021]60号)
江苏	2021.07	50亿	《江苏省合格境内有限合伙人对外投资试点工作暂行办法》 《江苏省合格境内有限合伙人对外投资试点工作实施细则》
宁波	2021.09	10亿	《宁波市合格境内有限合伙人境外投资试点工作实施办法(试行)》(甬金管[2021]50号) 《合格境内有限合伙人(QDLP)试点外汇管理操作指引》
广东	2021.10	50亿	《广东省开展合格境内有限合伙人境外投资试点工作暂行办法》

(二) 各QDLP试点地区政策对比

QDLP制度为地方性试点制度，各试点地区结合其实际情况对QDLP管理人及基金相关事项作出了部分差异性规定，下表总结及对比了上海、天津、深圳、海南、重庆、江苏、青岛、广东、宁波等地QDLP试点制度的主要内容²。

1. QDLP管理人要求对比

事项	上海 (2012.04)	天津 (2014.08)	海南 (2021.04)	北京 (2021.04)	深圳 (2021.04)	青岛 (2021.05)	重庆 (2021.06)	江苏 (2021.07)	宁波 (2021.09)	广东 (2021.10)
注册地	试点地区									
组织形式	公司制/合伙制									
内资或外资	外资	内资/外资	内资/外资	内资/外资	内资/外资	内资/外资	内资/外资	内资/外资	内资/外资	内资/外资
是否可为存续主体	无明确规定	无明确规定	新设/存续	未公开披露	无明确规定	无明确规定	无明确规定	新设/存续	新设/存续	新设/存续
注册资本	≥200万美元或等值货币	≥200万美元或等值货币	≥人民币500万元或等值外币	≥人民币3,000万元或等值外币	无明确规定	≥人民币500万元或等值外币	≥人民币500万元或等值外币	≥人民币1,000万元或等值外币	≥200万美元或等值货币	≥人民币1,000万元或等值外币
实缴期限	营业执照签发三个月内到位20%以上，余额两年内全部到位	营业执照签发三个月内到位20%以上，余额两年内全部到位	以下孰早支付全部： 1. 公司章程/合伙协议约定 2. 在取得试点资格之日起2年内	以下孰早支付全部： 1. 公司章程/合伙协议约定 2. 在取得试点资格之日起2年内	无明确规定	取得试点资格之日起1年内全部缴足	首期出资自登记日起3个月到位且≥人民币500万元	以下孰早支付全部： 1. 公司章程/合伙协议约定 2. 在取得试点资格之日起2年内	以下孰早支付全部： 1. 公司章程/合伙协议约定 2. 在取得试点资格之日起2年内	以下孰早支付全部： 1. 公司章程/合伙协议约定 2. 在取得试点资格之日起2年内

2.截至本文成文之日，及《宁波市合格境内有限合伙人境外投资试点工作实施办法(试行)》为非公开文件，本文是根据目前公开的征求意见稿进行梳理。就北京及宁波试点地区对QDLP试点机构的最终要求标准，建议投资机构提前向主管部门了解及确认。

事项	上海 (2012.04)	天津 (2014.08)	海南 (2021.04)	北京 (2021.04)	深圳 (2021.04)	青岛 (2021.05)	重庆 (2021.06)	江苏 (2021.07)	宁波 (2021.09)	广东 (2021.10)
控股股东或实际控制人(或前述之关联实体)条件	1.良好投资业绩 2.境外牌照 3.制度健全、近五年无处罚/调查	1.良好投资业绩 2.境外牌照 3.制度健全、近五年无处罚/调查	1.有牌照金融机构/良好业绩且管理规模≥人民币1亿元或等值外币基金管理企业 2.净资产≥人民币1,000万元或等值外币+资产质量良好+健全治理内控制制+>3年资管经验+近1年无诉讼/调查 存续管理人:基协已登记+备案≥1只基金	1.有牌照金融机构/管理规模≥人民币1亿元或等值外币 2.净资产≥人民币1,000万元或等值外币 3.>5年境外资管经验	无明确规定	1.经批准从事投资 2.有牌照金融机构/良好业绩且管理规模≥人民币1亿元或等值外币基金管理企业/其他合格机构 3.净资产≥人民币1,000万元或等值外币+资产质量良好+>3年资管经验	1.有牌照金融机构/良好业绩且管理规模≥人民币1亿元或等值外币基金管理企业 2.净资产≥人民币1,000万元或等值外币+资产质量良好+>3年资管经验	1.外资:有牌照金融机构/良好业绩且管理规模≥人民币10亿元或等值外币基金管理企业 2.内资:有牌照金融机构(或由其持股50%以上一级子公司/基协已登记+备案≥1只基金+管理规模≥RMB10亿元或等值外币 3.净资产≥人民币2,000万元或等值外币+>3年资管经验 存续管理人:基协已登记+备案≥1只基金	1.有牌照金融机构/良好业绩且管理规模≥人民币1亿元或等值外币基金管理企业 2.净资产≥人民币1,000万元或等值外币+资产质量良好+>5年资管经验+健全治理内控制制+近3年无诉讼/调查 存续管理人:基协登记+备案≥1只基金	1.完善制度+近3年无诉讼/调查 2.外资:有牌照金融机构+良好业绩且管理规模≥人民币10亿元或等值外币基金管理企业 3.内资:有牌照金融机构(或由其持股50%以上一级子公司/管理规模≥RMB10亿元或等值外币 4.净资产≥人民币1,000万元或等值外币+>3年资管经验 存续管理人:基协已登记+备案≥1只基金
法定代表人或执行事务合伙人(委派代表)条件	1.被投地区>7年证券经验 2.≥2年高管经历 3.近5年无违规/诉讼	1.>5年经验 2.≥2年高管经历 3.近5年无违规/诉讼	无明确规定	未公开披露	无明确规定	无明确规定	无明确规定	无明确规定	无明确规定	无明确规定
高级管理人员(投资管理人员)条件	无明确规定	无明确规定	1.1名5年以上+2名3年以上经验 2.主要人员5年无违法违规及经济纠纷	未公开披露	无明确规定	1.1名5年以上+2名3年以上经验 2.主要人员5年无违法违规及经济纠纷	2名:境外投资经验+5年无经济纠纷+符合法规及自律规则	1.1名5年以上+2名3年以上经验 2.主要人员5年无违法违规及经济纠纷	1.1名5年以上+2名3年以上经验 2.主要人员5年无违法违规及经济纠纷	1.1名5年以上+2名3年以上经验 2.主要人员5年无违法违规及经济纠纷
是否需要 在试点城市设置常驻员工	至少一名	至少一名	无明确规定	未公开披露	无明确规定	无明确规定	无明确规定	无明确规定	无明确规定	无明确规定

2. QDLP基金要求对比

事项	上海 (2012.04)	天津 (2014.08)	海南 (2021.04)	北京 (2021.04)	深圳 (2021.04)	青岛 (2021.05)	重庆 (2021.06)	江苏 (2021.07)	宁波 (2021.09)	广东 (2021.10)
注册地	试点地区									
组织形式	合伙制/契约型	合伙制/其他形式	公司制/合伙制/契约型	公司制/合伙制/契约型	公司制/合伙制/契约型/私募资产管理计划	公司制/合伙制	公司制/合伙制/契约型	公司制/合伙制/契约型	公司制/合伙制/契约型	公司制/合伙制/契约型
出资要求	1.合伙制: ≥人民币1亿(单个LP ≥人民币500万) 2.契约制: ≥人民币3,000万	≥人民币1亿(单个LP ≥人民币1,000万)	1.认缴 ≥人民币3,000万 2.单个LP ≥人民币100万 3.法人LP: 净资产 ≥人民币1,000万 4.自然人LP: 金融净资产 ≥人民币300万/3年平均收入 ≥人民币50万	≥人民币1亿(其他要求未公开披露)	无明确规定	1.机构LP: 最近1年末净资产 ≥人民币1,000万 2.自然人LP: >2年投资经验 + (>人民币500万/金融净资产 ≥人民币1,000万及金融总资产 ≥人民币3,000万/3年平均税后 ≥人民币300万)	1.法人LP: 净资产 ≥人民币1,000万 2.自然人LP: >2年投资经验 + (>人民币300万家庭金融资产 + ≥人民币500万家庭金融资产)/3年平均税后 ≥人民币50万	1.认缴 ≥人民币5,000万或等值外币 2.单个LP ≥人民币300万 3.法人LP: 净资产 >人民币1,000万 4.自然人LP: >2年投资经验 + (>人民币300万家庭金融资产 + ≥人民币500万家庭金融资产)/3年平均税后 ≥人民币50万	1.认缴 ≥人民币3,000万或等值外币 2.单个LP ≥人民币100万或等值外币 3.法人LP: 净资产 ≥人民币1,000万 4.自然人LP: 2年投资经验 + 金融资产 ≥人民币300万/3年平均收入 ≥人民币50万	1.认缴 ≥人民币3,000万或等值外币 2.单个LP ≥人民币300万 3.法人LP: 净资产 ≥人民币1,000万 4.自然人LP: >2年投资经验 + (>人民币300万家庭金融资产 + ≥人民币500万家庭金融资产)/3年平均税后 ≥人民币50万
投资范围	二级市场	1.二级市场 2.未上市企业 3.不动产、矿产	1.非上市企业的股权和债券 2.境外上市企业非公开发行的股票和债券 3.证券市场(包括境外证券市场易的金融工具等) 4.股权投资基金和证券投资基金	1.境外证券市场 2.境外大宗商品、贵金属、对冲基金、REITS、金融衍生品等标的资产 3.发起境外证券投资基金或其他证券投资基金 4.境外债券、证券投资基金份额等	1.非上市企业股权和债权 2.上市企业非公开发行的股票和债券 3.私募股权投资基金和私募基金	1.非上市股权和债权 2.境外证券市场 3.其他经批准的投资业务	1.非上市企业的股权和债券 2.境外上市企业非公开发行的股票和债券 3.证券市场(包括境外证券市场交易的金融工具等) 4.股权投资基金和证券投资基金 5.大宗商品、金融衍生品	1.非上市企业的股权和债券 2.境外上市企业非公开发行的股票和债券 3.证券市场(包括境外证券市场交易的金融工具等) 4.股权投资基金和证券投资基金 5.大宗商品、金融衍生品	1.境外非上市企业的股权及其在证券交易所挂牌的可转换债券、企业债券等非固定收益债券产品 2.境外上市企业非公开发行的股票和债券	1.非上市企业的股权和债券 2.境外上市企业非公开发行的股票和债券 3.证券市场(包括境外证券市场交易的金融工具等) 4.股权投资基金和证券投资基金

事项	上海 (2012.04)	天津 (2014.08)	海南 (2021.04)	北京 (2021.04)	深圳 (2021.04)	青岛 (2021.05)	重庆 (2021.06)	江苏 (2021.07)	宁波 (2021.09)	广东 (2021.10)
			5. 大宗商品、金融衍生品 6. 经国家有关部门批准的其他领域	5. 境外未上市企业、私募股权投资基金等非公开市场领域			6. 经国家有关部门批准的其他领域	6. 经国家有关部门批准的其他领域	3. 境外证券市场(包括境外证券市场交易的金融工具等) 4. 股权投资基金和证券投资基金 5. 大宗商品、金融衍生品 6. 经国家有关部门批准的其他领域	5. 大宗商品、金融衍生品 6. 经国家有关部门批准的其他领域
对外投资币种	无明确规定	无明确规定	外汇/人民币	未公开披露	外汇/人民币	外汇/人民币	外汇/人民币	外汇/人民币	无明确规定	外汇/人民币
是否需要保管/托管银行	需要									
是否需要基金行政管理人	需要	从事二级市场则需要	自行管理/委托	未公开披露	可委托外包服务机构	无明确规定	无明确规定	自行管理/委托	自行管理/委托	无明确规定

PART 006

QDLP试点进展

近两年，随着QDLP试点地区的稳步发展，整体政策和实操评审趋势日趋灵活。例如，试点申请主体的类型，从最初的仅限于私募管理人、证券期货经营机构到公募基金、基金子公司等均获得参与机会。2022年5月，外商独资私募基金公司贝莱德基金获得QDLP业务资格，成为国内首家开展QDLP的外商独资公募基金。再如，近年深圳对QDIE政策进行了升级，进一步放宽了外商投资准入门槛，扩大了投资品种和范围，允许投资境外一二级市场，取消了对于出资额度的最低要求。

2023年以来，部分QDLP试点地区陆续放出积极信号，加速及深化QDLP试点工作。2023年3月27日举行的第三届陆家嘴全球资产管

理高峰论坛上，陆家嘴管理局称，将支持资产管理产品和服务创新，增强全球资源配置能力，鼓励资产管理机构申请QDLP试点，支持区域内QDLP试点机构扩大投资范围。2023年8月21日，上海市政府领导在新闻发布会上表示，将加快推动国际金融资产交易平台落地建设，深化合格境内有限合伙人（QDLP）试点。2023年5月，中国人民银行、发展改革委等部门联合印发了《北京市中关村国家自主创新示范区建设科创金融改革试验区总体方案》，明确将打造国际一流的跨境金融服务体系，深化QDLP试点，优化资金出境审批流程。

我们梳理了试点地区QDLP试点机构的获批额度情况及最新动态：

（一）北京

2023年9月6日，北京市地方金融监督管理局领导在第二届金融街资管论坛上表示，将在跨境投融资便利化和资本市场国际化等方面积极探索，推动QDLP等资产管理行业改革开放和规范健康发展，打造具有国际影响力的全球财富管理中心。2024年3月19日，国新办就“立足首都城市战略定位 奋力开创高质量发展新局面”举行发布会，北京市委常委、副市长靳伟表示，北京还要探索优化资本项目下的负面清单管理，不断深化QDLP试点等。

目前，北京市QDLP试点额度已增至100亿美元，除常规的私募基金投资外，北京试点区域也支持外资机构参与QDLP试点，并在额度内购汇投资海外市场，包括REITs等领域。

（二）上海

上海自2012年开展QDLP试点工作以来，已有近60家参与上海QDLP试点申请，获批额度近70亿美元。

2023年，某著名投资集团获批成为QDLP管理人试点机构。多家国际资管机构亦提交了追加试点额度的申请，据公开消息，三家上海

4《首家QDLP试点外资公募基金面世,6家外资资管机构又添新业务》
<https://baijia-hao.baidu.com/s?id=1732622938096051560&wfr=spider&for=pc>

QDLP试点机构分别获准追加额度2亿美元、2亿美元、1亿美元，获准总额度分别达到4亿美元、4亿美元、1.5亿美元；另外两家QFLP试点机构分别追加0.7亿美元、5亿美元投资额度，获准总额度分别达到7亿美元、10亿美元⁴。截至2024年2月，仅上海陆家嘴区域已累计达到44家机构参与QDLP试点。

(三)青岛

2023年3月，获批青岛市QDLP对外投资试点资格的青岛进益筑恩资产管理有限公司完成首笔433.3万美元资金的海外投资业务，标志着青岛市首单QDLP试点基金业务成功“出境”并开展海外投资。

(四)海南

海南省地方金融监管局于2023年6月30日开启第三批QDLP境外投资试点的申请受理后，试点资格结果已陆续出炉。

截至目前，海南省已经通过申报审核，陆续公布QDLP试点名单，目前公开有38家企业开展QDLP境外投资试点。2023年7月，海南自贸港迎来首支投港股IPO市场QDLP基金——海南天坤鸿极私募投资基金合伙企业（有限合伙），其作为港股上市公司Keep国际配售的基石投资人，实现了海南QDLP基金投资港股IPO零的突破。

(五)江苏

2023年3月，新加坡某上市公司获批外商独资基金管理公司QDLP试点项目，江苏省首个由外商独资基金管理公司发起的QDLP项目在苏州落地。据称，该券商将依托QDLP试点政策，围绕“一带一路”沿线，在清洁能源、交通运输、科技及消费行业进行跨境投资布局。

同月，无锡市首个QDLP项目——无锡国联通和全球创新成长投资基金，亦收到试点批复，获批5000万美元QDLP境外投资额度，拟定

投资期为8年，退出期2年。该基金未来将以大数据驱动的创新企业为核心，重点投资于境外人工智能与机器人学习、健康医疗科技、身份识别及信息安全、数字化生活等领域。

(六)广东

2023年7月18日，广州首只QDLP试点基金——广州粤凯寰球产业股权投资合伙企业（有限合伙）完成基金备案，这也是我国证券公司私募投资基金子公司设立的第一支QDLP基金。广州市地方金融监督管理局自试点政策发布以来，截至成文前QDLP试点已审批项目2个，试点额度达20亿元人民币。

(七)天津

尽管其他试点地区在陆续加速及深化QDLP试点工作，但我们注意到，目前天津市金融监管局职能中已不存在QDLP试点企业审核职能，并暂停了QDLP试点企业申请的受理工作。

PART 007

QDLP常见实操问题

问：试点名单中有注册于非试点地区的企业，是否为实践中的政策放宽？

答：以海南为例，根据《海南省合格境内有限合伙人（QDLP）境外投资首批试点名单》及《海南省合格境内有限合伙人（QDLP）境外投资第二批试点名单》，试点企业名单中包含多个注册于海南之外的企业。根据各QDLP试点地区政策，取得试点资格为试点企业工商登记的前置程序（试点地区准许QDLP管理人为存续主体的情形除外）。海南也不例外，根据同海南金融管理部门的了解，实践中仍严格遵循试

点企业（即QDLP管理人及QDLP基金）需注册于海南的要求，但在提交试点资格申请时，允许以其控股股东、实际控制人或发起人的名义提出，待获得试点资格批准后，再办理在海南的工商注册登记手续。因此，公布的试点企业名单中可能包含部分试点企业的控股股东、实际控制人或发起人，而该等主体可能注册于海南之外的其他地区。

问：QDLP管理人在中基协登记为何种类别？

答：2018年6月，中基协在其微信平台发布的《关于合格境内有限合伙人（QDLP）在协会进行管理人登记的特别说明》中指出，QDLP管理人在中国境内开展私募投资基金业务，应当在中基协登记为私募基金管理人。鉴于此类跨境私募基金投资业务试点的投资范围涉及境外的证券、股权和另类投资等多个领域，按照《私募基金登记备案相关问题解答（十三）》规定的专业化经营原则，目前，QDLP管理人可登记为其他私募投资基金管理人。

根据过往项目经验，如QDLP管理人在中国境内开展私募投资基金业务仅涉及境外股权领域（不包括证券、另类投资等领域），基金业协会可能会要求QDLP管理人登记为私募股权/创业投资基金管理人。

问：QDLP试点企业是否还需办理ODI手续？

答：过往一般理解为只需遵守QDLP的规定及程序，无需再履行ODI审批程序。

但是2021年7月，某央企QDII境外投资未经发改委ODI审批违规遭处罚；随后，国家发改委于2020年8月在其官网更新了《除涉及敏感国家和地区、敏感行业的企业境外投资项目外，中央管理企业境外投资项目和地方企业投资3亿美元及以上境外投资项目备案核准办事指南》（“**办事指南**”），国家发改委认为投资主体通过QDII、QDLP开展的境外投资，只要落入《企业境外投资管理办法》（“**11号令**”）第二条所称境外投资范围，则仍需要按照11号令履行ODI程序。

发改委11号令规定的主要对外直接投资范围如下：

项目类别	投资主体	中方投资额	监管程序	受理部门
敏感类	不分	不分	核准	国家发改委
非敏感类	中央管理企业	不分	备案	国家发改委
	地方企业	3亿美元及以上	备案	国家发改委
		3亿美元以下	备案	省级发改部门

此外，根据2021年出台或更新的海南、重庆、江苏、青岛、广东等地的QDLP试点规定，相关的QDLP制度中均约定，试点基金境外投资应按境外投资相关法律法规及规范性文件的规定办理，如需履行境外投资备案或核准手续的，应按照相关法律法规的规定办理。

考虑到目前各试点地区，联席审议机制中已纳入地方商务、发改及外汇管理等部门，那么是否意味着：3亿美元以下的地方企业取得QDLP试点资格就无需再办理ODI手续；而超过3亿美元，即便通过取得QDLP试点资格仍需国家发改委备案。此外，根据我们向部分发改委及金融局的咨询，个别金融局并未明确要求办理ODI备案/核准手续，与发改委回复并非完全一致。

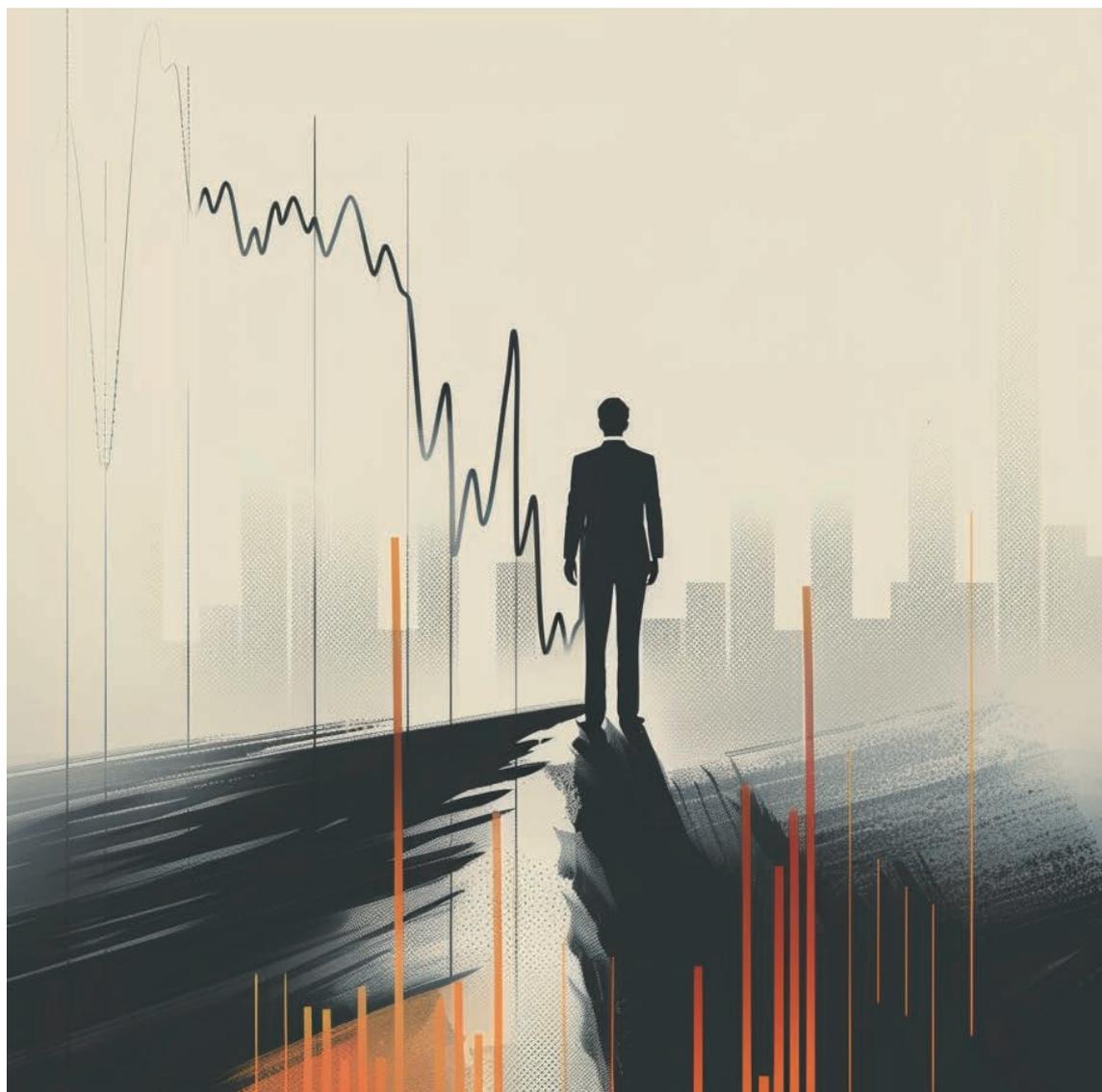
据此我们理解，实践中，建议企业可以多查询主管部门的指导意见，并结合各地法律法规，就个案项目与拟申请试点资格地区的相关主管部门提前咨询、沟通后评估、判断。



刘新辉
 合伙人
 资本市场部
 北京办公室
 +86 10 5957 2074
 liujason@zhonglun.com

境外投资并购之融资路径 的设计与分析

李海容 吕威



1. 并购贷款这种最典型的债权融资方式将在本文集第三章中重点解读, 本文不再赘述。

PART 001

前言

融资方案是中国企业进行境外投资并购中的重要一环。出于A股上市公司跨境换股的政策限制、境外卖家出售资产的动机往往为获得现金退出等多重因素, 境外投资并购基本为现金收购, 特别是对于优质资产的收购而言, 交易对价往往是一笔数额巨大的资金; 同时, 因控制权转让导致提前清偿的债务、原股东贷款替换等交易安排, 也可能会给投资者施加巨大的资金压力。

合理的融资方案无论是对于资金短缺的投资者还是资金充沛的投资者都有着十分重要的意义: 对于资金短缺的投资者而言, 合理的规划融资路径一方面是跨境并购顺利推进的重要保障, 另一方面能够保证企业自身既有业务正常开展所需要的现金流; 而对于自有资金较为充沛的投资者, 适当的融资能够帮助投资者撬动更多的资源, 同样金额的自有资金在适当融资后将能够用于满足更多交易项目的资金需要, 为满足投资者外延式增长的需求保驾护航。

总体而言, 融资方案分为股权融资和债权融资两大类。本文将结合近期市场案例, 对中国企业跨境并购中较为常见的几种融资路径进行探讨, 其中包括股权融资大类项下的发行股份购买资产、联合投资人; 债权融资大类项下的内保外贷融资、债券发行¹。

PART 002

发行股份购买资产

上市公司股份具有流动性的优势, 具有融资工具属性; 且发行股份购买资产的方式能够降低收购行为对企业资产负债率的影响, 缓解企业的运营资金压力。上市公司发行股份购买境外标的资产, 根据收

购交易对价不同，细分为两种模式，即股份对价和现金对价。

（一）股份对价

直接以股份为对价购买境外资产具有其独特的优势，特别是在外汇政策收紧的情况下，资金跨境流动可能存在较高的不确定性，发行股份作为支付对价的方式有利于降低外汇政策对跨境交易的影响。

笔者参与的某百货商店股份有限公司收购医疗资产项目中便采用了此种方式。具体而言，本次交易中该百货公司过向相关交易对方发行股份的形式收购标的公司S公司100%股权、香港A有限公司84%股权及山东某干细胞工程有限公司76%股权，并同时募集配套资金不超过35,000万元用于标的公司旗下的养老护理人才培训基地和远程医疗分诊与服务平台两个项目的建设及运营。本次交易完成后，该百货公司借助标的公司向社会提供优质的养老服务，引入国外先进的“居家养老”业务，从而更好地满足社会居民日益增长的养老服务需求；此外，百货公司将拥有优质脐带血造血干细胞储存资源，构筑“预防-治疗-康复-健康监测-行为指导”的全程健康管理体系，进一步打造健康医疗服务闭环，满足居民更高层级的健康、养老需求。

但需注意，在以境内公司的股份对价进行跨境并购时需要关注是否涉及跨境换股的问题。根据《关于外国投资者并购境内企业的规定》（2009年修订，以下简称“**《并购规定》**”），跨境换股是指“境外公司的股东以其持有的境外公司股权，或者境外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股份的行为”。《并购规定》进一步明确“本章所称的境外公司应合法设立并且其注册地具有完善的公司法律制度，且公司及其管理层最近3年未受到监管机构的处罚；除本章第三节所规定的特殊目的公司外，境外公司应为上市公司，其上市所在地应具有完善的证券交易制度”。因此，若投资者意欲收购的境外企业既非境外上市公司，亦非境外特殊目的

公司，则采取发行股份方式购买外国投资者持有的该等境外企业股权将可能不符合跨境换股的要求。由于规则层面较高的要求，加之此前实践中鲜有先例（为数不多的几个案例均存在一定的特殊背景，一般认为可能不具有普适性），因而长期以来业界对跨境换股事宜普遍持较为审慎的态度。

值得注意的是，跨境换股的问题近来似有一定程度的放宽：2020年3月，某血液制品公司L向全球血液制品龙头西班牙G公司发行股份，购买其持有的血液检测公司D公司45%股权，项目顺利完成交割，新发行的股份于深交所上市交易。这一形式上构成跨境换股的交易的完成，在业界引起了广泛的关注。根据L公司披露的信息，其就跨境换股事宜的论述思路为“根据L公司的工商登记资料，L公司的公司类型为‘股份有限公司（台港澳与境内合资、上市）’，不属于境内非外商投资企业……因此不适用《并购规定》中需要办理商务部审批的‘外国投资者以股权作为支付手段并购境内公司’的情形”。即通过论述L公司作为外商投资企业不属于《并购规定》规制的“境内企业”的方式，进而论述本次交易不适用《并购规定》、不受相关跨境换股规定的限制。

（二）现金对价

相比以股份为对价时涉及到的跨境换股审批，增加了交易的不确定性，以现金对价开展境外投资则更为常见，即将发行股份募集的资金用于向境外卖方支付收购境外标的的价款。

2018年，Q家居公司通过其境外子公司向E公司全体股东发出现金收购要约，E公司实现退市，交易共支付对价逾40亿人民币，本次收购由Q家居公司以自筹资金预先投入25亿元。2020年7月，经中国证监会核准，Q家居公司通过非公开发行股份的方式募集资金总额约人民币6.6亿元；并以募集资金6.6亿元置换预先投入的部分自筹资金。在该交易中，发行股份取得的资金仅为交易对价的一部分，Q家居公司还利

用境外发行、银行贷款等多种方式解决资金缺口。

考虑到境内关于上市公司发行股份的监管要求，发行股份购买资产相比其他融资路径面临更长的审核时间、更高的信息披露要求和更严格的募集资金使用的监管要求。

PART 003

联合投资人

联合一名或多名有资金实力的投资者对标的进行联合投资，不仅可以解决企业自身融资困难的问题，在交易结构安排得当的情况下，还可以实现“蛇吞象”式的收购。

在联合投资人实施收购的方式下，首先需要考虑的问题是确保最后能实现对标的公司的控制。这一问题在对联合投资人资金需求量较大的情况下尤为突出。实践中较为常见的解决方式是搭建多层架构、在交易协议中进行特殊约定或可以通过设立有限合伙企业等可以用少量资金保障自身控制权的实体的形式对投资进行规划。

联合投资人实施收购可能涉及的另一问题是是否触发经营者集中申报要求。实践中企业联合其他投资人实施收购的常见方式是与其他投资人共同设立合资公司，并通过合资公司实施对标的资产的收购。根据《中华人民共和国反垄断法》，“经营者合并”属于经营者集中的范畴，因而若设立的合资公司存在共同控制的情形（反垄断规则下控制的含义通常较广，较为常见的一票否决等约定可能构成反垄断规则下的控制），且达到申报规模标准²，则可能触发经营者集中申报要求，需要为履行相关程序预留相应的时间。

除上述事项外，在联合投资人实施收购时往往也需要综合各方需求（包括卖方）考虑各方权利义务的分担安排，例如约束性报价是否共同发出，各方是否分别按股比提供卖方要求的银行保函，交易协议

2.《国务院关于经营者集中申报标准的规定》第三条规定，“经营者集中达到下列标准之一的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中：（一）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120亿元人民币，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8亿元人民币；（二）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40亿元人民币，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8亿元人民币。营业额的计算，应当考虑银行、保险、证券、期货等特殊行业、领域的实际情况，具体办法由国务院反垄断执法机构会同国务院有关部门制定。”

3. 整个交易的融资结构为三层：D1为第一层融资主体；长电新科下设一级子公司D2；D2设立的境外子公司为本次交易的收购主体。

4. 交易时，合肥裕芯间接持有裕成控股78.39%的股份，裕成控股持有安世集团100%的股份，安世集团持有安世半导体100%的股份。

项下企业是否也需对其他投资人的履约行为进行担保等等。

半导体行业因为门槛高、研发费用高、集中度高等特点，行业巨头的成长史，也是并购史。半导体领域主要厂商通过并购的方式进入新兴领域，快速进行整合和拓展。在国家政策和市场环境的支持下，借助国内旺盛的半导体需求，国内半导体厂商近年来频繁尝试跨境并购。D科技于2015年收购新加坡上市公司X，闻泰科技在2018年至2021年期间陆续收购荷兰安世半导体控股权交易，则均是典型的国产半导体厂商实施“蛇吞象”式收购，在核心环节使用了联合投资人的方式。为全面实施对X公司的要约收购，D科技联合G产业投资基金（大基金）和X半导体首先合资设立D1公司，出资总额合计5.1亿美元，解决了约7.8亿美元的总交易对价中的大部分资金需求。³在闻泰科技收购安世半导体交易的第一步，闻泰科技通过全资子公司牵头云南省城投、上海矽胤组成联合体参与公开竞拍，以100多亿元对价取得合肥广芯的合伙份额，成为合肥裕芯的单一最大出资人，成为安世集团的最大出资人，为后续取得安世集团的控制权奠定了基础。⁴

PART 004

内保外贷融资

内保外贷，根据《跨境担保外汇管理规定》（汇发[2014]29号，以下简称“29号文”），是指担保人注册地在境内、债务人和债权人注册地均在境外的跨境担保。早期内保外贷不以境外直接投资相关程序的履行为前置条件，在境外直接投资相关程序履行存在一定不确定性的情况下，通过内保外贷方式取得境外融资成为境内资金出境支付交易对价的替代方式。其后，国家外汇管理局发布了《关于完善银行内保外贷外汇管理的通知》（汇综发[2017]108号），强化了银行内保外贷管理，强调了银行对境外投资程序履行情况的审查要求，即在债务

人为境内居民直接或间接控制的境外机构时，需要先行履行境外直接投资相关程序方可办理内保外贷。但整体来看，内保外贷仍然是实践中较为常见的跨境交易融资模式。特别对于一些资信水平获得认可难度较高的中国投资人，内保外贷的融资模式在解决境外融资难、融资贵等问题上发挥着积极作用。

内保外贷有两种模式。其一，中国境内企业直接为境外银行或其他类型债权人对境外借款人提供担保。但如境外债权人不接受中国境内企业直接提供的担保的，则将采用第二种实践中较为常见的内保外贷模式：在中国境内企业（以下简称“**申请人**”）向银行的中国境内分行出具无条件、不可撤销反担保的前提下，由该银行的中国境内分行为申请人在境外注册的控股企业或参股企业（以下简称“**借款人**”）向该银行的境外分行或境外代理行等（以下简称“**受益人**”）开立保函或备用信用证，由境外分行或境外代理行向借款人提供融资。

内保外贷合同签订后，境内担保人应按29号文的规定办理内保外贷登记。担保人为银行的，由担保人通过数据接口程序或其他方式向外汇局报送内保外贷业务相关数据；担保人为非银行金融机构或企业（以下简称“**非银行机构**”）的，应在签订担保合同后15个工作日内到所在地外汇局办理内保外贷签约登记手续。内保外贷登记不属于合同的生效要件，未办理登记不影响内保外贷合同发生效力，但需注意未办理登记将影响办理担保履约，以及面临因违反外汇监管规则被处罚的风险。

制药企业H公司收购美国S公司的股权交易中即运用了内部外贷融资。H公司通过其美国全资子公司HA支付的股权交易对价约2亿美元，向S公司的债权人偿还债务约1亿美元。本次交易所涉资金部分由H公司以其首次公开发行股票时的超募资金对美国HA公司增资，部分由H公司以自有资金贷款给HA公司；其余部分由境内银行出具融资性保函或

备用信用证，美国HA公司凭借融资性保函或备用信用证向境外银行/离岸银行申请贷款，H公司以连带责任保证的方式为此提供反担保。

PART 005

债券发行

债券发行是债权融资的一种，在股权融资趋弱的市场环境下，债权融资往往更加活跃。债券发行根据发行地点的不同通常可分为境内发债和境外发债。

（一）境内发债

境内发债主要包括企业债券、公司债券及银行间债务融资工具，将境内发债募集资金用于境外投资也常见操作之一。上市公司发行的可转换债券属于特殊的公司债券。F医疗公司收购瑞士V公司100%股权项目中即采用了境内发行可转债的方式。2019年8月，F医疗公司发布《公开发行可转换公司债券预案》公告，拟通过公开发行可转债的方式募集资金31.4亿元，其中13.9亿元将用于收购V公司，发行的可转债不提供担保。可转债每张面值人民币100元，债券利率第一年0.40%、第二年0.60%、第三年1.00%、第四年1.50%、第五年1.80%、第六年2.00%，到期赎回价为108元（含最后一期利息）。2020年，F医疗公司公告可转债发行申请获得中国证监会核准，并于2020年6月10日发布V公司100%股权交割完成的公告。

（二）境外发债

境外发债是指在境外发行债券，并使用募集资金实施跨境并购或用于置换前期的短期并购融资的融资方式。相较于境内发债，境外发

债的显著优势在于，投资者可以根据其实际需求选择融资币种，还可根据其自身情况及市场行情，选择进行组合币种的融资以降低融资成本。

实践中较为常见的境外发债方式包括“境内主体直接发债+评级机构评级”、“境内母公司为境外发行人提供跨境担保+评级机构评级”、“境内外银行提供担保/备用信用证发行”、“维持良好协议+股权回购协议+评级机构评级”等，在选择具体的发债方式时，需要综合考虑可获得的债券评级、发行成本等因素。同时，也可考虑根据项目实际情况将境外发债与其他融资方式进行组合，例如在交易过程中先通过银行贷款的方式获得融资，实施境外标的公司的收购，并在收购实施完毕后，以收购的标的公司作为担保在境外发行债券，发行债券融得的资金可用于置换前期银行贷款融资，同时发行债券所涉利息等融资成本可通过标的公司盈利水平覆盖，从而充分运用标的企业自身的价值，有效降低收购方的资金压力。

企业在选用境外发债的融资方式时，除需办理企业境外投资手续外，还应注意是否属于须事前向国家发展和改革委员会（以下简称“**国家发改委**”）申请办理外债审核登记手续的情形。根据国家发改委于2023年1月发布并于2023年2月正式施行《企业中长期外债审核登记管理办法》（国家发改委第56号，以下简称“**56号令**”），56号文正式废止此前实施多年的《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（发改外资[2015]2044号，以下简称“**2044号文**”），自此境内企业境外发债监管进入“审核登记”阶段。根据国家发改委56号令，需要事前办理审核登记手续的情形包括“境内企业及其控制的境外企业或分支机构向境外举借的、以本币或外币计价、按约定还本付息的1年期（不含）以上债务工具……本办法所称债务工具，包括但不限于高级债、永续债、资本债、中期票据、可转换债券、可交

换债券、融资租赁及商业贷款等”。其中，56号令所称“控制”，“是指直接或间接拥有企业半数以上表决权，或虽不拥有半数以上表决权，但能够支配企业的经营、财务、人事、技术等重要事项”；同时规定，主要经营活动在境内的企业，以注册在境外的企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益，在境外举借债务的，即境内企业间接在境外借用外债，也同样适用56号令，即明确将境内企业间接到境外借用外债纳入管理范围，可以适用于大、小红筹、VIE结构的境内企业。

此外，相比于2044号文，发改委的登记审核时限也有延长。根据56号令规定，审核登记机关在受理之日起3个月内，对符合规定的审核登记申请，出具《企业借用外债审核登记证明》。未经审核登记的，不得借用外债。因此，企业在利用外债资金实施境外投资前，还需在融资方案和交易进程中合理预留外债审核登记时间。

PART 006

结语

在境外并购中，融资方案的设计和落实是确保项目成功的重要因素，实践中较为常见的融资方式包括发行股份购买资产、联合投资人、内保外贷融资、债券发行等。当然，由于交易结构的复杂性，在综合境内和境外资金配比、风险和收益平衡等多方商业考量，并购交易中往往采用股债结合的综合性融资方案，比如在联合投资人开展跨境并购时配合内保外贷融资等。在构建融资模式时需要有国际化视野，同一个交易中可以选择在境内融资或在境外的金融中心（香港或新加坡）融资，也可以选择标的所在国融资，不同的融资地和不同的融资渠道的融资成本存在巨大的差距，而性价比越高的融资可以显

著降低项目投资的成本，是确保项目成功的有力保障。投资人需结合自身情况、交易实际需要、市场环境、跨境资金流动和资金成本以及合规程序等多方面因素进行综合考量，确定合适的融资方案，方能更游刃有余地走向国际。



李海容
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2138
lihairong@zhonglun.com



CHAPTER 02

实施策略

IMPLEMENTATION STRATEGY

产业投资并购交易中政策风险的应对策略详解

刘新辉



PART 001

引言

近年来，随着国际地缘政治风险的影响和国内监管政策的动态变化，政策风险的防范与应对在投资交易中的重要性越发凸显。由于产业投资并购交易往往相对复杂，可能涉及较多的政府审批程序，交易从前期接洽到最终交割，持续时间可能长达数月甚至一年以上。因此，相较于一般的财务投资交易，产业投资并购交易更有可能受政策变化风险影响。此外，产业投资交易中有很大一部分涉及控股权收购，投资人的商业规划往往也会延续到交割后的持续运营发展中，交易完成后政策和行业的重大变化也可能给投资目标的实现带来不利影响。因此，政策风险对产业投资并购交易的影响，贯穿了投资并购交易的整个流程，并延伸到投后阶段的经营发展中。基于此，在产业投资并购交易中，投资方更需要对国际、国内政策风险进行研究、预判，并采取相应措施应对交易过程中的政策变化。本文基于作者的实务经验，梳理了产业投资并购交易各阶段中，对于政策风险的关注要点及应对策略，供投资者参考。

PART 002

产业投资并购交易中常见的政策风险类型

产业投资并购交易中，较常遇到的政策风险通常包括三类：

一是目标公司所在行业的监管政策变动风险。产业投资并购，通常目标是针对特定产业内进行整合或协同，目标公司及所处行业的监管环境往往对交易目标的实现影响较大，尤其是涉及国家高度监管行业的目标公司，例如：医药健康、教育、文化娱乐、金融、军工等。如果行业政策出现重大变化或是有重要的举措、法规出台，可能给行

业内公司的经营和发展带来较大影响。

近几年，市场上已有部分交易由于特定行业监管政策重大变化而受到影响。例如，2018年，主管部门因政策原因暂停游戏版号审批发放，导致国内游戏行业受到明显影响，多项并购交易中的游戏企业因此未完成投资协议中对赌约定，最终交易方以转售、重新签订协议及退回股权等方式结束了交易¹。

又例如，2021年7月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》（以下简称“**双减政策**”），对中小学学科类教育课外培训进行了严格限制，教培机构因此受到严重影响，纷纷被迫转型，或者彻底退出市场。相应地，也发生了大量教培机构与投资者之间的纠纷，对“双减政策”出台后，双方应当如何就该等风险承担责任等方面产生争议。

二是交易涉及的政府审批不通过或违规风险。根据产业投资并购交易中参与方及交易结构的不同，并购交易可能会涉及中国境内和境外诸多政府机构的审批和备案等程序，例如：特定行业目标公司（如金融行业）的股权交易审批、国家安全审查、境外有权监管机构的审批（如境外反垄断审批，涉及微电子、人工智能、生物技术、量子计算、敏感数据、网络安全、先进清洁能源、气候适应技术、关键原材料等领域的交易可能需美国外资投资委员会（CFIUS）审查，涉及在大陆投资或技术合作/技术授权的交易可能需要台湾投审会审批等）、纳税申报、反垄断审批等等。这些审批很多情况下是交易实施的前置条件，若交易各方提交的审批未能通过，则可能会影响交易结果，导致前期工作和投入成本的损失。若各方忽略了某项前置审批程序而实施了交易，还可能面临罚款、回转交易等严重后果。

投资方需在专业中介机构的协助下进行审慎评估，尽早梳理确定交易所需办理的政府审批程序以及难易程度，明确各项政府审批的义务方、风险的归属和分担安排，以设计和采取最佳的交易方案和时间

1. 游戏新知：《游戏圈70起收购案：仅四成完成对赌，7家对赌期出现亏损》

1) A公司在2016年和2017年合共花费13.83亿元收购B公司100%股权的交易，因游戏版号限制、游戏行业增速整体下滑等原因，B公司2017、2018年两年没完成对赌业绩，因此背上了8.55亿元的赔偿款。

2) 2017年1月，天娱数科花费34.17亿元收购幻想悦游93.54%的股权。在2018年，幻想悦游遭遇了业务危机，国内游戏行业政策收紧，影响了幻想悦游与上游游戏研发商的合作，原定的游戏都被迫延迟上线。此外，由于老游戏营收减少，新游戏的表现不及预期，而游戏获取及运营成本却在增高，幻想悦游的盈利空间进一步被压缩。综合以上情况，幻想悦游没能完成2018年的业绩目标，甚至在随后的2019年和2020年转盈为亏，分别亏损3.32亿和1.18亿。天娱数科在2021年6月以9.03亿将幻想悦游出售给海南飞驰千里科技合伙企业（有限合伙）和Creaction Network Limited(HK)，市值缩水了近74.6%。

3) 2017年3月，某公司以16亿元收购了炎龙科技100%的股权，2019年受国内游戏政策影响，炎龙科技新游上线计划被打乱，对赌业绩没完成。

安排来完成交易。

三是国际经济政治关系风险。国际经济政治关系的变化，对于产业投资并购交易目标的实现往往也会存在重大的影响，尤其在跨境交易或者目标公司主要从事进出口业务的工作中。因此，投资者还需要具备全球经济和政治风险意识，密切关注交易方及目标公司所在国的相关政策，尤其是涉及美国、欧盟等国家时，需了解该国的投资大环境、出口管制、反贪腐、财税征收等最新动态，积极跟踪和理解相关政策，建立风险预警机制，并能够根据政策法规变化及时调整交易计划。

如前所述，政策风险对产业投资并购交易的影响，贯穿了投资并购交易的整个流程，并延伸到投后阶段的经营发展中。下文作者将结合实务经验，详细梳理产业投资并购交易各阶段中，对于政策风险的关注要点及应对策略。

PART 003

交易各阶段中政策风险关注要点及应对策略

要做好交易的政策风险应对，投资人需在交易各个阶段做好准备。在专业顾问的支持下，与各方充分沟通，结合交易具体情况，对各类政策风险做好全面研判和预估，在交易条款设计时善于利用各项机制和“工具”，预留好应对空间，做到“进可攻、退可守”。

（一）前期磋商和尽职调查阶段

1.系统了解目标公司所在行业的国内外法律监管要求及政策导向、动态

投资方可以在前期接洽、尽调阶段中，与交易对方和目标公司管理层充分沟通，结合同行业企业调研、监管机构拜访等渠道获取信

息，并综合财务顾问、法律顾问及行业咨询等专业机构的咨询建议，尽量全面系统地梳理目标公司所在行业、所涉及各个国家或地区的监管要求和政策导向，对可能影响交易进度或未来可能影响目标公司中长期经营规划的风险提前进行研判和预估，并分门别类、有针对性地考虑应对策略，以指导交易文件谈判阶段的工作。

2.全面梳理交易涉及的各项政府审批流程，做到各项审批的办理时点和顺序、义务主体、责任风险分担等均清晰明确

在交易前期及尽职调查阶段，投资方需要重点关注拟进行的投资并购交易可能涉及的政府审批流程，事先梳理出全面、系统的流程安排，避免遗漏任何法律要求的必要程序，并对所需要的各项审批程序进行有序安排，以实现交易顺利推进、责任和风险明确划分。同时，还可以提前与所涉政府部门就审批要求展开预沟通，了解审查要点、所需材料、审查时点及办理难易程度，事先做好申报规划。

通常而言，建议主要从以下维度对交易涉及的政府审批流程进行梳理，并可参考下表中的应对策略，结合交易具体情况作针对性调整：

序号	关注要点	具体问题和应对策略
1	本次交易涉及哪些国家和地区的审批、备案或其他政府程序（简称“政府审批”）	不仅需要考虑（1）投资方、交易对手方、目标公司注册的国家或地区；还需要考虑（2）投资方、交易对手方、目标公司业务经营所涉及到的国家或地区（例如，交易各方均注册在国内，也可能会因为业务经营涉及其他国家或地区，而需要向相关国家或地区进行反垄断申报等）。建议由牵头法律顾问或财务顾问作初步梳理，并视交易需要，聘请具体国家或地区的律师进一步判断或协助办理。
2	各项政府审批之间的办理先后顺序	在交易前期梳理交易涉及的全部政府审批流程，了解各项审批的先后顺序。由于各审批流程顺序在较大程度上会对交易整体进程产生影响，因此可提前确定是否存在可同步推进的审批流程，以便尽快推进交易。（例如，中方收购外方境内股权的交易中，涉及了股权变更登记、外汇、税务等各条线监管部门规定的程序，其中市场监督管理部门

序号	关注要点	具体问题和应对策略
		<p>的股权变更登记备案手续、外汇变更登记手续、对外支付税务备案手续都是股权转让款资金汇出手续的前置流程，但股权变更登记备案和对外支付税务备案可以同步办理)。建议投资方提前了解清楚各项政府审批要求，详细拟定审批程序的申报计划和时间安排，并做好充分准备。</p>
3	<p>每项政府审批的办理时点</p>	<p>需要充分了解每项政府审批的办理时点和主要交易节点（通常包括签约、付款、交割、股权变更）之间的关系，明确审批申请及审批完成所对应的交易节点，并在协议中做相应安排。</p> <p>例如：（1）对于A股上市公司重大资产重组交易而言，取得监管审批需要作为合同的生效条件；（2）对于需要进行经营者集中申报的交易而言，取得经营者集中的批准需要作为交易的实施条件。</p> <p>在交易文件中的具体条款设计，将在下述“（二）交易文件起草和谈判阶段”部分展开说明。</p>
4	<p>从提出申请到完成审批所需时间</p>	<p>需要了解法定的审批程序办理时限，一般可以从适用法规和政府办事指南等文件中了解。但通常审批时间需要充分考虑申请方根据审批部门意见重新或补充提供材料所需要的时间，因此建议预留出比规定的办理时限更长的时间，并与具有办理经验的中介顾问提前了解和沟通。</p>
5	<p>办理义务主体</p>	<p>在某些交易中，若投资方对于各项政府审批义务划分了解不足，不排除交易对方可能会利用信息的不对等，而在提供的合同版本中作出不合理约定，将法定审批办理义务主体转移给投资方，扩大投资方承担的政府审批义务和风险。因此，投资方在前期阶段需从法律角度充分了解程序办理的法定义务主体以及其他方的配合义务，并在合同中明确各自的办理义务及延迟办理的法律后果。</p>
6	<p>未按要求申请政府审批、或者审批未通过的后果</p>	<p>政府审批通常需要承担一定的时间、费用等成本，但有的商业机会稍纵即逝，各方有时可能会出于商业考虑，选择抢跑优先完成交易，承担一定的合规监管风险。因此，提前了解未按要求申请政府审批、或者审批未通过的法律后果，作出合理决策就显得非常重要。在此情形下，尤其需要做到对风险及后果充分了解、谨慎决策。</p>

(二) 交易文件起草和谈判阶段

交易文件对风险分配起着至关重要的作用，针对上述提到的各类政策风险，在合同磋商、谈判阶段通常可从以下方面进行应对及处理：

1. 政府审批风险在交易文件中的常规应对策略：

1) 政府审批结果与合同效力挂钩

对于依法需约定为生效条件的政府审批或者结果不确定性较大的政府审批，可将取得政府审批约定为合同的生效条件或者将未在约定期限内取得审批约定为合同失效情形，若合同未能生效或者自动失效，则终止交易，双方均不承担责任。实务中，被投企业或股权卖方接受合同附条件生效的情况相对有限，往往只在投资方作为上市公司等严监管的交易中可实现。

将政府审批约定为合同生效条件的案例如：

某上市公司全资孙公司A有限公司以1650万美元的购买价款收购M某所持美国某公司100%的股权。因本次收购为跨境收购，需要通过中国北京市商务委员会审批，同时需要通过美国外国投资委员会（CFIUS）的审查。2018年3月2日，该上市公司发布公告，**该收购事项因未能在规定时间内通过美国相关部门审查。根据协议规定，合同生效需要双方相关监管部分审批备案通过。鉴于未获得相关部门审查通过，合同未生效，双方决定终止收购行为。**

将限期未取得政府审批约定为合同失效情形的案例如：

浙江旺能环保有限公司以人民币 10000万元收购A公司持有的某能源公司（昭通）有限公司100%股权。根据《股权转让合同》约定：合同自甲乙双方签署之日起生效。如果在合同签署之日起90日内甲方未取得昭阳区人民政府的批复和中国农业发展银行昭通市分行的书面同意，则合同在前述90日期间届满之日自动失效。由于交易对方未能在约定的期限内取得政府的批复和银行的书面同意，根据《股权转让合同》约定，本次《股权转让合同》已自动失效。经交易各方协商一致，双方均同意终止本次股权收购事项。按照《股权转让合同》约定，收购方要求交易对方返还已支付的预付款1000万元并承担逾期归还的违约金。

2)将取得政府审批约定为付款或交割的前提条件

针对依法需要在付款或交割前取得的政府审批、各方对于审批结果相对比较有把握或者违规后果具有一定可承受性的政府审批，可将取得该等政府审批约定为交割前提条件之一，并赋予投资方享有在审批未完成的情况下决定是否完成交易的权利。若交割前或一定期限内，交易未获得相关部门审查通过，投资方有权基于交割前提条件未得到满足，选择放弃交易、解除付款义务。

在此路径项下，由于合同已生效，往往还需要考虑与其他交易条款所涉各方权利义务的衔接和安排，例如：

i.反向分手费

尽管将取得政府审批约定为交割前提条件，一定程度降低了投资方在交易中政府审批带来的不确定性风险，但对于投资方负责办理的

政府审批，交易对方往往会进一步要求投资方在因政府审批未通过等原因导致交易终止时向其支付反向分手费，尤其在跨境交易中较为常见。

由于跨境并购面临境内及境外的监管与审批，特别是涉及其他国家政府审批，对国内投资方而言，通常较难判断该等国家政府审批风险和难度。除聘请具体国家或地区的律师进一步判断或协助办理外，我们也建议投资方在合同中争取将未取得不受投资方控制的政府批准约定为反向分手费支付的除外情形。如因谈判地位导致无法做出该等约定，则建议争取能在合同中针对不同情况（例如未取得不同类型的审批）设置不同金额的反向分手费。尤其是因为非投资方所能控制范围内的政府审批未取得从而导致交易终止的，争取降低反向分手费金额。

实务中对于分手费也有多种处理方式：

2017年4月，中国半导体投资基金湖北鑫炎股权投资合伙企业（有限合伙）（简称“湖北鑫炎”）以5.8亿美元收购美国半导体测试公司100%股权。2018年2月，CFIUS认为目标公司业务涉及半导体等敏感技术、其所测试设备的芯片制造商属于美国政府及军事供应链的组成部分，因而涉嫌影响美国的国家安全，故拒绝批准湖北鑫炎对目标公司的并购，该交易因未获CFIUS的审查批准而终止。**合并协议约定了目标公司支付终止费及湖北鑫炎支付反向终止费的情形，但情形未涉及CFIUS审查。**2018年2月22日双方签订终止协议，①终止合并协议并同意免除彼此和某些关联方与合并协议及其拟进行的交易相关的责任及义务。②双方均无需支付与合并协议终止相关的终止费或反向终止费。

某金融公司与速汇金 (Money Gram International Inc.) 分别于2017年1月及2017年4月签订了合并协议及其补充协议, 以每股18美元的价格收购速汇金全部流通股, 交易总金额12.04亿美元。协议约定如非因速汇金的原因使CFIUS批准等部分前提条件在约定的日期仍未满足, 且其余前提条件均已满足的情形下, 则金融公司应支付终止费3000万美元。2018年1月, 该交易因未获CFIUS批准而终止。2018年1月2日, 双方签订终止了协议, 终止合并协议, 金融公司向速汇金支付了3000万美元, 除此之外, 双方同意不再支付任何其他终止费。

2020年3月9日, 怡安集团(AON)与韦莱韬悦(WTW)签订《业务合并协议》, 以300亿美金收购公司。《业务合并协议》约定, 如果在2021年3月9日前, 除反垄断申报等政府审批未取得外, 其他交易条件均满足的情况下, 怡安集团与韦莱韬悦均可终止《业务合并协议》, 且怡安集团应向韦莱韬悦支付10亿美元的反向终止费。

通过上述案例可以看出, 未取得政府审批导致交易终止与反向分手费的支付, 通常视交易双方在合同中的具体约定, 存在不同的处理结果。因此, 在交易谈判中, 双方往往需花较多精力在分手费/反向分手费条款上展开谈判, 投资方应当尽量争取将不受其控制的政府审批事项作为支付的除外情形。

此外, 值得注意的是, 对于跨境交易, 反向分手费的支付可能因为外汇监管要求, 不能按时将资金汇出至境外。通常建议国内投资方

在设计反向分手费机制时，提前咨询法律顾问及外汇监管部门的意见，避免承担无法按时完成跨境支付的违约责任。

ii.非主导方的配合义务

实务中，政府审批通常会由交易一方作为义务主体主导进行，但审批的顺利完成往往很大程度上也同样依赖于交易另一方的协助及配合。投资方在前期阶段需提前从法律角度了解程序办理的义务主体以及其他方的配合义务，对投资方作为义务主体的审批程序，建议在合同中明确另一方在办理过程中的协助、配合义务，需要协助及配合的程度，以及未履行该等义务的法律后果，包括但不限于承担违约责任，因另一方不履行配合义务导致政府审批未按时取得时免除投资方的反向分手费支付义务等。

iii.交易最后期限日（long-stop date）

交易最后期限日（long-stop date），是指交易文件中双方约定一个日期，要求交易需在该日期前完成，如果交割前提条件不能在该日期前全部得到满足或被豁免的，则交易任何一方有权终止协议。

在将政府审批约定为交割先决条件的交易中，如果长时间未取得政府审批，交易迟迟无法完成交割，对双方而言，可能均无法实现最初的商业目的。因此，需要协商谈判阶段充分考虑相关政府审批在实务中所需的审查时间，设置一个合理的 long-stop date，从而一方面督促双方尽快完成政府审批，推进交易；另一方面亦可避免因审批迟迟无法办理导致交易无限拖延，使得交易双方错过更好的交易机会。

2.政策变化风险在交易文件中的常规应对策略：

1)通过与其他合同生效条件衔接，实现交易终止效果

在附条件生效的合同中，在合同生效前若发生或者预计会发生重大政策风险，可以通过合同生效条件的适用，实现交易终止效果。但如上文所述的，被投资方或股权卖方接受合同附条件生效的情况相对有限，往往只在投资方作为上市公司等严监管的交易中可实现：

光启技术(002625)拟通过下属全资子公司以现金方式收购 Fiber Network Limited、Innovation Planet Limited和 Galaxy Giant Limited的下属子公司100%股权，从而间接持有Hyalroute Communication Group Limited 合计7.52%的股权的交易，双方签署的《股权买卖协议》即约定该**协议经光启技术股东大会审议通过后生效**。2022年4月，由于项目的主要经营所在国的政治局势出现了较大变化，政策风险加剧，经审慎研究，交易双方友好协商，决定正式终止本次股权收购事项。最终，收购方因股东大会尚未审议，《股权买卖协议》未正式生效，未向交易对方支付任何款项。

2) 签约后到交割完成前（简称“过渡期”）的政策变化风险防范：

i. 重大不利影响事件（Material Adverse Event）条款，是投资并购交易中一个很常见的条款，通常约定是如果在过渡期内发生特定的“重大不利影响事件”，则使得交割前提条件无法满足，投资方有权选择不交割并放弃交易。从保护投资方的角度，建议将不受投资方控制的政府审批或经研判后认为风险较大的政策变化以列举的方式明确在重大不利影响事件的定义范围内。同时，将未发生重大不利事件作为交割提前条件之一，一旦发生重大不利影响事件，投资方可选择放弃交割、并终止交易。

ii. 通知义务：明确卖方在过渡期内的通知义务，一旦目标公司发生任何重大变化，卖方有义务及时告知投资方，使投资方可以了解目标公司的最新情况，及时做出判断和应对。

iii. 合同终止条款：对于过渡期内的政策变化风险，建议投资方视谈判地位争取将以下事项列为协议终止的触发事项，并争取不承担违约责任的单方终止权：行业政策重大变化、地缘政治关系重大变化、目标公司主要经营地法规或政策重大变化、交易被政府部门或新的法律法规所禁止或限制，以及前述提到的交易最后期限日(long-stop

date)未能获得政府审批等等。这便于在过渡期内出现重大政策风险时，终止交易及时止损。

3)交割后经营管理过程中的重大政策变化：

产业投资并购交易目标的实现，往往并非仅以交易的交割为标志，而是最终成功实现产业整合、达成协同效应等。在交割后，经营管理过程中发生重大的政策变化，亦有可能导致投资方的商业规划无法最终实现，因此投资方通常在交易文件谈判阶段也需要对交割后经营管理过程中的重大政策变化风险做出防范规划，具体可考虑如下机制：

2.具体可参考本文作者刘新辉律师作为作者之一撰写的文章《并购交易中，估值的Earn-out对价调整机制》

<https://mp.weixin.qq.com/s/p7pll-zONxO1FijtImUv90w>

序号	相关机制	应对策略
1	分期付款安排	投资方应结合前期接洽、尽调阶段中了解的监管要求及政策导向、动态，判断目标公司交割后面临政策风险的可能性，争取在付款安排上设置合理比例的尾款，并在目标公司平稳过渡，且有效运转一段时间后支付。避免支付全部价款后，发生重大政策变化时，投资方需要付出大量的时间和精力进行追索。
2	Earn-out机制 ²	Earn-out是源于美国非上市公司的并购交易的一种付款机制，即约定交割后若标的满足特定条件，买方将向卖方支付额外对价，与分期付款相似但不完全相同，更接近于“或有对价”。通过Earn-out付款安排的设计，收购方实质上将对价分期支付，即在交割日仅支付“首期款”，而后根据目标公司在交割日后一段时间内（通常为交割日后1年至5年）的盈利表现，来决定是否支付以及支付多少剩余对价。通过Earn-out机制，收购方可有效降低交易完成前因信息不对称面临的风险，如监管审批、行业变化、地缘政治变化等。
3	明确原股东方的持股锁定期以及锁定期内配合管理运营、平稳过渡的义务	若交易完成后，原股东方仍持有目标公司的部分股权、与投资方共同经营，在此情形下，可考虑明确约定原股东的持股锁定期以及锁定期内的具体经营管理事项，确保目标公司平稳过渡。新老股东共同承担交易完成后一定期限内的政策、经营等风险，同时也利于目标公司可以继续稳定使用技术、人员、商标等，且避免同业竞争。

（三）签约后、交割前（即过渡期）阶段

除上述已提到的合同条款设计外，投资方在过渡期内还应当与政府部门随时沟通，积极跟进政府审批进展，对审批过程中，政府提出的反馈意见，交易双方需要及时沟通，必要时调整交易方案。若审批对交易构成实质性障碍，需及时采取应对措施；同时，投资方还应持续关注监管变化、国际经济政治环境等对目标公司的运营及市场价值增减的影响，与交易各方持续保持沟通，视情况对交易方案进行调整。

（四）交割后经营管理阶段

投资方应对目标公司做好投后管理，保持对政策风险的洞察力，持续关注公司经营情况及政策动态变化，并与政府部门、上下游企业保持良好互动。若交易协议中约定了重大政策变化发生时投资方的维权或退出机制的，一旦发生重大变化，投资方应及时收集和固定证据，以应对极端情况下可能出现的维权或退出纠纷。

若交易完成后，原股东方仍持有目标公司部分股权，与投资方共同经营的，双方应保持良好沟通，在维持目标公司稳定运行的情况下，及时应对政策变化对公司经营的影响。

PART 004

结语

产业投资并购中，对于政策风险的把握和控制，几乎贯穿交易的全部环节。投资方不仅需要在交易前期充分做好研究与准备，还应持续关注政策变化、国际经济政治关系对目标公司价值的影响，结合交

易对方、交易结构、交易目的等多方面因素，及时做出合理判断和应对，减少政策风险对交易的影响。



刘新辉
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2074
liujason@zhonglun.com

并购基金的设立与运作： 策略、结构与实践分析

姚平平 张珉 徐振梁 杨晓怡



设立并购基金的目的及其在跨境并购中的作用

在全球化的经济背景下，跨境并购已成为企业扩展市场、获取资源和提升竞争力的重要途径。并购基金，作为这一过程中的关键金融工具，不仅为并购活动提供了必要的资金支持，还通过多种机制优化了交易的结构和效率。下文中我们将详细探讨设立并购基金的目的，及其在跨境并购中的多维度作用。

1. 给予资管机构决策权和经济权益

(a) 专业管理

在跨境并购中，往往涉及到复杂的法律、财务和文化因素。普通的产业收购方可能因资源或专业能力的限制，难以有效应对这些挑战。此时，引入专业资管团队作为GP（General Partner，普通合伙人）的另一名股东参与并购基金的管理，可以显著降低这些风险。这些资管团队通常具备以下能力：

- Deal Sourcing：能够高效地识别和筛选潜在的投资目标。
- 财务分析和顾问服务：进行深入的财务分析，并提供专业的财务顾问服务。
- 引入投资者和谈判支持：能够引入夹层投资者，并在交易中协助买卖双方进行有效的谈判。

引入资管团队不仅可以提高交易的成功率，也为交易各方提供了价值增长的机会。

(b) 利益一致

并购基金的结构通常设计有激励机制，如业绩提成（Carried Interest），确保资管机构GP股东与收购方的目标达成高度一致。这种利益共享的安排，促使GP股东更加积极地推动基金的整体表现，从而最大化投资回报。

2.激励收购方自己的管理层

在跨境并购中，尤其是涉及到国有企业的情况下，内部管理层的激励机制可能不够完善。通过设立并购基金，可以引入外部的激励机制，如通过股权激励计划让管理层拥有与公司业绩直接相关的利益。这种做法可以合理化和市场化管理层的工作成果与报酬之间的关系，尽量避免“三个和尚没水喝”的问题。

3.容纳夹层投资者

(a)资金多样性

夹层资金作为处于债权和股权之间的融资方式，为并购交易提供了更丰富的资本结构选项。这种资金通常由愿意承担中等水平风险的投资者提供，为并购方案增加了灵活性和动态的资本调整能力。

(b)灵活性

与传统的高级债务相比，夹层资金通常具有更灵活的偿还条件和较低的偿债压力，使得企业在关键时期能够更专注于业务的整合和扩展，而不是财务负担。

(c)成本效益

在特定情况下，夹层投资提供的融资成本可能低于传统的股权或债务融资。这种成本效益主要来源于其结构的灵活性和中等风险的特性，使得投资者可能对较低的回报率感到满意，从而减轻企业的资金成本压力。

PART 002

并购基金常用的架构及涉及的几个常见问题

合理的基金架构可以优化税务、合规及运营效率，以下是并购基金在设计架构时常见的选择及其考量。

1.是否涉及香港持牌公司？

关于这个问题，收购集团应该同时考虑税务和合规因素。如果不需要在香港发生任何受规管的活动，可以考虑不介入持牌公司。但如果在香港设立和运营并购基金，可能涉及需要香港证券及期货事务监察委员会（SFC）发牌的受规管活动，从而必须引入香港持牌公司。

根据香港《证券及期货条例》附表5的规定，在香港从事以下十二类受规管的活动，或者向香港公众推广由申请人提供的、在香港境内属于以下十二类受规管的活动（无论上述推广是否发生在香港境内），均需向香港证监会领取牌照方可而进行：

第1类	证券交易(dealing in securities);	第7类	提供自动化交易服务(providing automated trading services)
第2类	期货合约交易(dealing in futures contracts)	第8类	提供证券保证金融资(securities margin financing)
第3类	杠杆式外汇交易(leveraged foreign exchange trading)	第9类	提供资产管理(asset management)
第4类	就证券提供意见(advising on securities)	第10类	提供信用评级服务(providing crediting rating services)
第5类	就期货合约提供意见(advising on futures contracts)	第11类	场外衍生工具产品交易或就场外衍生工具产品提供意见(dealing in OTC derivative products or advising on OTC derivative products)
第6类	就机构融资提供意见(advising on corporate finance)	第12类	为场外衍生工具交易提供客户结算服务(providing client clearing services for OTC derivative transactions)

2020年1月7日，香港证监会发布了《致寻求获发牌的私募股本公司的通函》（“《**私募通函**》”），明确了除非个别例外情形，在香港从事私募股权投资基金（PE基金）管理的基金管理公司或者GP（即普通合伙人）须根据其从事的行为类别持有香港证监会颁发的资产管理牌照（即9号牌）、募资牌照（即1号牌）或者投资顾问牌照（即4号牌），PE基金的香港投资委员会成员须为持牌人士。具体而言：

(a)募资

如果涉及直接或间接向香港公众募集资金的行为，可能需要第1类（证券交易）牌照。此外，如果基金通过在香港设立的特定渠道进行资金的募集，还需要确保这些活动遵守适当的营销和广告规定。已经持有9号牌的PE基金管理人在香港募资时，可依赖9号牌的附带豁免募资，而无须为募资另行申领1号牌，前提条件是该募资行为是跟9号牌的基金管理行为相关的。

(b)证券咨询

提供关于证券的投资意见通常需要第4类（就证券提供意见）牌照。如果并购基金的管理团队涉及在香港提供关于买卖证券的专业意见，这一活动也需受到监管。但就一般的并购基金安排而言，单独提供证券咨询服务的角色并不是必须的。

(c)资产管理

如果基金的资产管理活动在香港进行，根据《证券及期货条例》，可能需要申请第9类（资产管理）的牌照。这包括基金管理团队在香港进行的投资决策、资产配置和风险管理等。

香港的监管环境虽然严格，但也提供了高度的市场信誉和透明度，这对于基金吸引投资者和维护投资者信心至关重要。持牌公司能够符合SFC的监管要求，也可以增加基金的信誉，有助于基金募资。并且，利用香港的金融基础设施和专业服务，可以优化并购基金的交易流程和运营效率。香港的法律和商业环境支持多种金融服务，包括银

行、会计、法律和顾问等，这些都是并购交易中不可或缺的部分。

2. 有限合伙设立在香港还是开曼群岛？

并购基金在选择法域进行注册时面临多种考量，包括法律环境、税务政策以及投资者的地理位置和偏好。香港和开曼群岛是并购基金常见的两个注册地选择，每个地区都有其独特的优势和限制。

(a) 法律环境

香港作为国际金融中心，拥有成熟的法律体系和完善的监管环境。香港的法律体系基于普通法，提供了严格的法律保护和透明的法律程序。香港在2020年推出了《有限合伙基金条例》，专门为私募基金设立和运营提供法律框架，这使得香港成为吸引私募资本，特别是并购基金的热点。

开曼群岛作为一个全球知名的离岸金融中心，其法律体系同样基于普通法。开曼群岛特别受到私募基金青睐，因为其法律环境提供了高度的灵活性和较低的监管要求。

(b) 投资者偏好

投资者的地理位置和投资偏好在选择基金注册地时起着决定性的作用。香港的地理位置和良好的国际声誉使其成为亚洲投资者偏好的注册地。香港的法律环境和税务政策也适合那些寻求在亚洲市场扩展的基金。

(c) 香港有限合伙基金（LPF）和开曼豁免有限合伙（ELP）之间的主要不同点

不同点	香港LPF	开曼ELP
注册费用	低于开曼ELP	高于香港LPF
	<p>根据《有限合伙基金条例》第11(2)(e)(i)条提交将基金注册为有限合伙基金的申请的费用为479港币，根据第11(2)(e)(ii)条将基金注册为有限合伙基金的费用为2,555港币，共计3,034港币。</p> <p>开曼有限合伙主体设立的费用约为几千美元。另外，开曼 ELP 需要在开曼群岛注册为私募基金，涉及的注册申请费及律师费可达上万美元。</p>	
年度维护费用	低于开曼ELP	高于香港LPF
	<p>香港 LPF 仅需每年支付周年申报表的备案费用（105港币）及商业登记证的更新费用（目前为2,200港币）。</p> <p>开曼私募基金的年度维护费用为数千美元。</p>	
基金管理人	香港投资经理	开曼基金管理人/在岸地管理人
	<p>投资经理须为18岁以上的香港居民、香港公司或于公司注册处注册的非香港公司。如普通合伙人符合上述条件，可委任自己为投资经理。投资经理应符合香港证监会关于从事受规管活动的持牌或注册要求，如果投资经理在香港进行资产管理，需要持有九号牌。</p> <p>开曼基金管理人必须是开曼证券投资业务法下的登记人士，且需要满足经济实质要求；在岸地管理人需要符合相关在岸地的持牌要求。</p>	
基金由几个法域的法律管辖	香港法律	开曼法律和相关在岸地法律（例如，如果在香港从事受规管活动，则受香港法律管辖）
	<p>香港LPF的成立和持续合规一般只涉及香港法律，但是开曼ELP的成立和持续合规往往涉及开曼及相关在岸地的法律，因此就后者而言，需要聘请更多的律师和合规服务提供者。</p>	

不同点	香港LPF	开曼ELP
基金的规 管机构	公司注册处	开曼注册处；开曼金管局（除非符合豁免条件）；相关在岸地监管机构（如适用）
	<p>LPF设立时需要在公司注册处登记，设立后需要向香港税务局申领商业登记证。LPF在基金层面无需证监会认可，除非基金在香港向公众发售，而且《证券及期货条例》(第571章)所规定的豁免并不适用。</p> <p>ELP设立时需要在开曼注册处登记。除非满足特定例外条件，属于私募基金的ELP必须在其接受投资者以投资项目为目的而作出的认缴出资后21日内向开曼金管局递交私募基金注册申请，并且在注册成功后才能接受投资者以投资项目为目的而作出的实际出资。</p>	
履行反洗 钱/反恐融 资的职能	一名反洗钱负责人	正副反洗钱官 反洗钱合规官
	<p>整体而言，香港LPF的反洗钱负责人要求更高，需要获认可、持牌，或者具有专业资格。ELP的反洗钱官员数量上更多，但是在资质要求上较低，没有硬性的持牌或专业资格要求，只需要具有足够的经验和技能等。</p>	

3. 并购基金的税务考量：香港与开曼群岛的比较分析

税率是基金选择注册地的关键因素之一。较低的税率可以显著降低基金和投资者的税负，从而增加投资回报。一些法域为了吸引外国投资，提供了免税政策，这对于增加国际基金的吸引力尤为重要。基金从投资中获得的增值部分通常需要缴纳资本增值税。不同法域对于资本增值税的规定不同，这是基金设立时需要考虑的重要因素。分配税是指基金从投资中回收资金后，向投资者分配收益时可能需要缴纳的税务。基金结构应尽可能优化，以减少分配税的影响。

(a) 香港的税务环境

香港作为以按地域来源征税闻名的国际金融中心之一，只对在香港产生的利润征税。2019年，香港特别行政区政府针对私募基金推出

了新的免税政策。根据该政策，符合条件的私募基金在香港的利润可免征利得税。

(b)开曼群岛的税务环境

开曼群岛作为全球知名的离岸金融中心，提供零税率的优惠政策，即不征收公司税、资本利得税、增值税或遗产税。这一零税政策是开曼群岛吸引国际基金的主要原因之一。

(c)并购基金开曼、香港两地税务的具体对比

➤ 从基金发起人集团（Sponsor Group）的角度

Sponsor Group 从基金收取的相关收入主要是管理费、绩效收益。

如果采用开曼ELP架构，从市场管理角度，部分采取全球化董事会的Sponsor Group会主张并不是每一分钱收入都来源于香港，而就其认为不来源于香港的收入规划在离岸加以收取。但是香港税务局执法上会关注架构和运营的细节，按市场案例可能会有30%至50%规划到香港之外的利润可能被香港税务局要求缴纳香港利得税。

如果采用香港LPF架构，由于管理行为在香港发生，且管理人主体是香港主体，只有满足关于附带权益（Carried Interest）的豁免要求（涉及对附带权益的概念、附带权益发放者、收取者、交易性质、实质活动地点等多个方面），才无需缴纳香港税。针对封闭式基金而言，Sponsor Group如果满足相关条件，可以享受100%附带权益税务豁免。在符合香港税务豁免要求的前提下，无法做到彻底全球化管理的基金，香港架构的税务略好于开曼架构。

➤ 从香港投资者（香港LP）的角度

香港LP从基金收取的相关收入主要是基金的分配款。如果采用开曼ELP架构，开曼层面将不对基金投资者征税。开曼ELP是税务透明体。如果采用香港LPF架构，香港层面需要符合香港资本利得免税要求（需要综合考虑交易的标的物、持有的时间长度、是否存在连续或频繁的相似交易、是否进行了补充活动以使资产具备市场性、处置或实现

标的物的原因、纳税人的动机），投资者才无需缴纳税款。另外，香港投资者可能因为统一税务豁免制度下的防滥用机制而需要缴税。因此，针对香港投资者而言，通常认为开曼基金比香港基金在税务上更具备优势。投资香港基金的香港投资者要证明税务方面符合资本利得免税要求，增加了投资者的税务申报工作和成本，而且香港投资者可能因为统一税务豁免制度下的防滥用机制而需要缴税。

➤ 从离岸投资者（离岸LP）的角度

离岸LP从基金收取的相关收入主要是基金的分配款。如果采用开曼ELP架构，开曼层面不对基金投资者征税。开曼ELP是税务透明体。如果采用香港LPF架构，需要符合香港资本利得免税要求，投资者才无需缴纳税款。针对离岸投资者而言，开曼基金和香港基金的税务实质类似，但是香港基金的投资者要证明税务方面符合资本利得免税要求，增加了投资者的税务申报工作和成本。

4. 并购基金的常用架构及担保问题分析

并购基金在进行并购交易时，经常涉及复杂的法律结构和多层次的风险管理措施。其中，担保和维好契据是重要的法律工具。

(a) 常见的担保品及完善措施

在并购交易中，常见的担保品包括但不限于：

(i) 抵押权：抵押被广泛用于固定资产，例如房地产或大型设备。

(ii) 质押权：涉及将股票、债券或其他有价证券作为担保。

(iii) 保证：通常由第三方（如母公司）提供，承诺偿还债务。

(iv) 留置权：销售方保留对所售货物的所有权，直到买方付清全部款项。

完善这些担保措施的步骤包括：

(i) 确保担保品的合法权属：进行尽职调查，确认担保品无其他权利负担。

(ii)制定详尽的担保合同：明确担保物的范围、权利与义务、违约后的处理等。

(iii)登记担保权益：根据适用法律，在相关法律机构（或相关主体的内档中）进行担保权益的登记，以确保其法律效力或固定优先顺序。但是，部分法域的法律并没有设置担保权益公开登记制度（例如开曼群岛）。

并购交易中的担保物通常分为两类，一类是收购方本身独立于此次并购的资产，另一类是并购架构中的中间持股公司的股权以及底层的标的公司的股权及资产。

(b)担保措施与风险管理

并购基金通常会产生杠杆以满足收购标的的资金需求，借取大量资金需要并购基金能够提供担保措施。从资金方的角度，担保措施的存在有助于他们降低交易风险，使得债务人无法履行债务时，资金方有足够的资源进行追索。

担保的存在常常促使债务人更加积极地履行合同义务。然而，从收购方以及并购基金的投资者的角度，如果并购交易的担保物直接或间接涉及标的公司（比如中间持股公司的股权以及底层的标的公司的股权），一旦并购贷款无法及时偿还，就可能失去对标的的所有权或控制权。

(c)信用增强

担保可以提升债务融资的信用等级。担保不仅可以降低债权人的风险，也能够通过信用增强作用降低债务人借款的成本。银行和其他贷款机构通常会提供更优惠的借款利率给提供担保物的借款人，因为这减少了贷款的违约风险。在并购交易中，大额的并购贷款对应的是价值较高的担保品。在收购方实力较弱，难以独立提供足够的担保品时，并购贷款的担保品往往只能涉及标的公司。

(d)维好契据

除了提供担保品之外，收购方还可以提供公司担保，但是收购方一般倾向于不直接由境内母公司提供担保，此时维好契据是一个不错的选择。市场上常见的维好契据，在约定自身不构成担保的前提下，也会约定一些具体的义务。即使合同没有约定哪条优先的情况下，按照香港最近几年的判例，也多会按照合同本身的条款赋予效力。如果条款本身构成了金钱支付义务，法院将在承认不构成担保的前提下，支持维好契据构成有效的金钱支付义务。从收购方境内母公司的财务报表角度，其通常更接受维好契据的增信方式。

PART 003

结语

在本文中，我们全面探讨了并购基金的设立与运作，特别是在跨境并购中的策略、结构与实践分析。在架构设计方面，我们讨论了选择香港或开曼群岛作为基金设立地的利弊。每个选择都有其独特的税务和法律环境考量，影响着基金的运作效率和合规性。尽管并购基金存在诸多优势，但同时也伴随着复杂的挑战，如税务规划、合规要求和跨境法律的协调。总结而言，设立并运作并购基金是一个涉及多方面考量的复杂过程，发起人和参与方需要理解并有效应用国际最佳实践，合理设计基金结构和运作模式。



徐振梁
非权益合伙人
私募基金与资管部
香港办公室
852 2298 7676/ +86 755 3325 6434
alfredxu@zhonglun.com



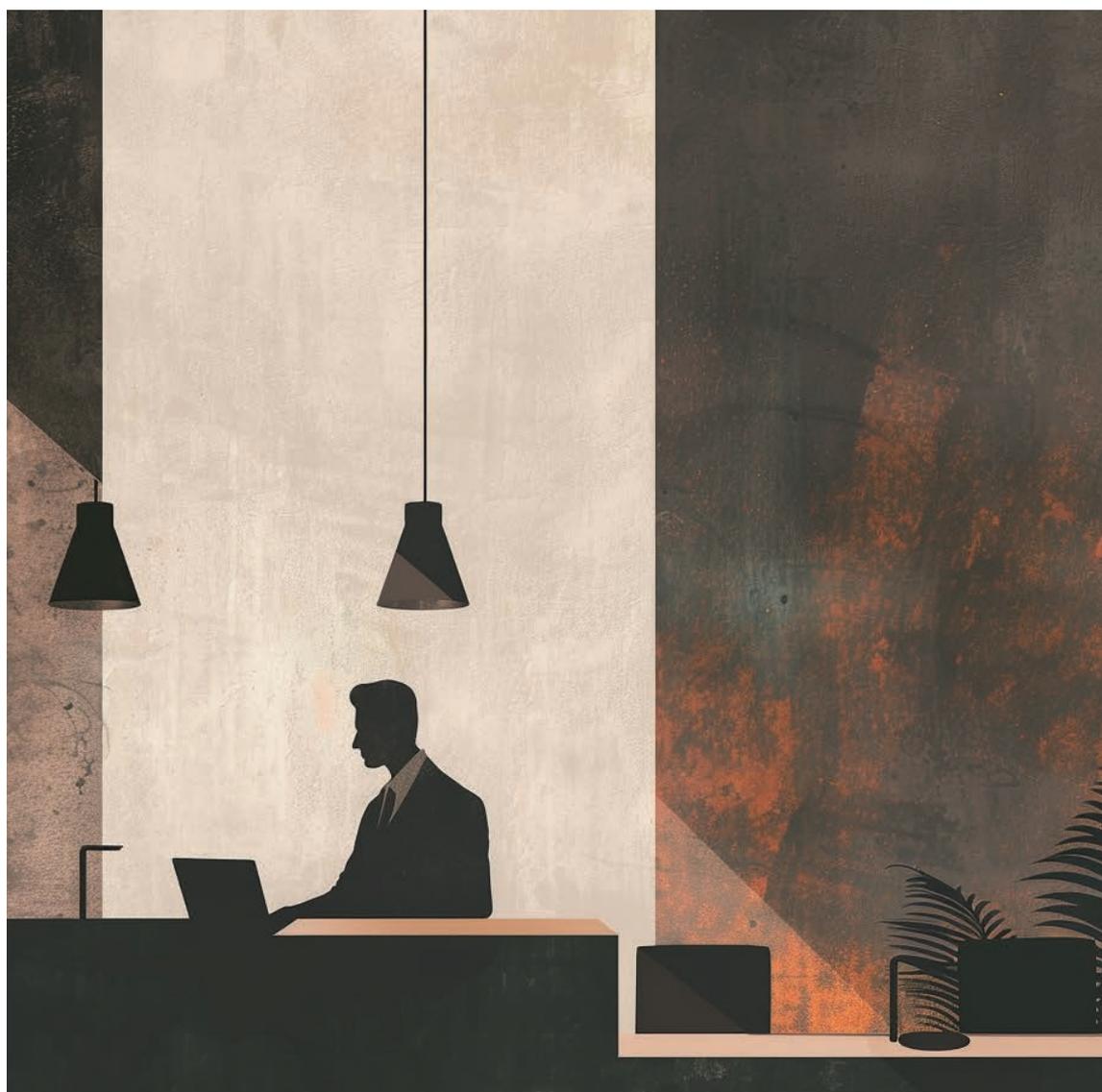
姚平平
合伙人
私募基金与资管部
香港办公室
+852 2298 7138
janeyao@zhonglun.com



张珺
非权益合伙人
私募基金与资管部
香港办公室
+852 2298 7119/ +86 755 3325 6909
markzhang@zhonglun.com

境外投资股权收购协议之 关键条款起草和谈判解析

刘海锋 孙望清 曾赞新



近年来，由于国家“一带一路”战略的推动，同时伴随着国内竞争形势的加剧，中国企业“走出去”的步伐明显加快。这一大环境不仅为中国企业提供了扩大全球市场份额、获取全球资源、利用境外市场当地优势增加利润的机会，也成为企业国际化发展的重要途径。

但在“走出去”战略实施过程中，中国企业不可避免地会遭遇包括监管审批风险、市场波动风险和法律风险在内的多重挑战。其中，法律风险尤为关键，它可能对项目的成功实施产生根本性影响。因此，对于有意于开拓境外市场的中国企业而言，重视并妥善管理法律风险，是确保境外投资项目成功的关键因素之一。

中国企业境外投资的模式大致可分为“**绿地投资**”和“**并购投资**”两类。“**绿地投资**”一般是由中国企业在投资目的国新设项目公司，直接开展项目投资建设。如果投资项目涉及特许经营权，新设的项目公司会在参与目的国政府发布的特许经营权竞标并取得特许经营权后，再开展项目建设活动。相较于绿地投资中繁冗的“项目取得”过程，“**并购投资**”通常是由中国企业在第三国设立的特殊目的公司直接收购此前已获得特许经营权、土地等权利的当地项目公司的控股股权，从而获得相应的在建或在运项目的所有权及经营权。

根据笔者观察，在**特许经营权项目领域**，中国企业在取得投资目的国政府特许经营权方面往往面临着显著的挑战。这主要归因于两方面的因素：一是中国企业可能对投资目的国政府运作机制的认识不足；二是目的国特许经营权授予过程可能并不透明。这些因素共同作用，导致中国企业往往难以通过正常竞标流程获得目的国政府授予的采矿、发电、水务等关键领域的特许经营权，进而使得绿地投资模式在过去并未成为中国企业境外投资的主流模式。最近几年，随着全球

新能源发电项目的兴起，中国企业在新能源发电领域的绿地投资案例逐渐增多，但目前中国企业境外投资的主流模式还是并购投资。

境外并购投资中的法律文件主要为股权收购协议（Share Purchase Agreement, “SPA”）；如果目标公司存在多个股东，通常也会包括股东协议（Shareholders' Agreement）。此外，根据项目的实际情况，还可能会涉及债务承继协议、债权转让协议等。股权收购协议与股东协议承担的职能有所不同：股权收购协议侧重于描述交易本身及交易的实现；而股东协议侧重于约定各股东方的权利义务、公司治理、退出机制等安排。二者互为补充，共同保障交易的顺利进行和项目公司的稳定运营。

详尽周密的尽职调查程序，结合精心制定的投资法律文件，对于中国企业规避境外投资潜在的法律风险至关重要，也能够发生在发生争议时为中国企业争取到有利的法律地位。基于笔者多年为中国企业境外投资项目提供全流程法律顾问服务的经验，本文旨在对股权收购协议一些关键条款的起草和谈判进行解析，供读者参考。

PART 002

协议签署各方 (Parties)

“协议签署各方”条款一般写在协议开头，主要列明签署协议的各方，包括其公司注册地、注册号、注册地址等信息。由于本条主要内容是提供交易各方的信息，容易被各方所忽视，但实质上是重点条款之一。

该条款是整个股权收购协议的基础，除了依据前述信息核实相关主体是否正常存续外，作为交易一方的律师，在起草和审核该条款时，通常还需关注以下事项（包括但不限于，下文同）：(1)相关主体签署协议是否需要履行必要的手续才可使得协议具有法律效力，例

如，协议是否需要公证签署，是否需要有人（Witness）见证，是否需要以契据（Deed）形式签署等；(2)交易对方的经济实力是否能够确保交易顺利进行，特别的：(i)如果卖方是一家壳公司，其出售目标公司后，若无其他实质性资产，买方一般应当要求卖方增加有经济实力的保证人，以落实将来可能产生的卖方的责任；(ii)如果交易涉及延期支付对价，而买方的支付能力存疑时，则卖方一般应当要求买方增加有经济实力的保证人。在提供保证人存在难度的情形下，将部分交易对价纳入共管账户、待条件成就时再支付/扣回也是交易各方的选择之一。

PART 003

定义 (Definitions) 条款

定义条款一般作为协议的第一条，载明协议中术语的具体含义，以及行文解释规则。定义条款中的许多术语对各方权利义务有重大影响，因此，作为交易一方的律师，每个定义均需详细审阅。以下列举一些常见的可能会产生分歧的定义：

(1) 报表 (Accounts)

在绝大多数股权收购交易中，交易对价都基于目标公司的一系列财务报表，并且财务报表的准确性通常会被列为卖方保证内容之一，因此需要对协议所指的财务报表做出明确定义。在交易的初期阶段，应当考虑并确定需要使用的财务报表及其适用的会计准则。

起草和审阅该定义时，应考虑：(i)作为保证条款对象的财务报表一般应当是集团的合并报表，包括母公司及其子公司报表。如果无需合并报表，则需在定义中明确；(ii)当使用合并报表时，定义中也应当包括非合并报表，使财务报表的定义能够涵盖合并报表中未能体现的非合并报表项目（例如集团内部交易，该内容在合并报表中不体

现)；及(iii)将定义中提及的财务报表及其他报告作为披露函的附件。

买方律师在审核该条款时，还应当注意：(i)如果目标公司的现有报表已失去时效性（报表是否能够被接受需要根据项目的具体情况分析，但根据笔者的项目经验，超过三个月的报表就有可能被认为失去时效性），是否还有其他可以作为保证条款对象的报表。一般而言，经营良好的企业都有月度未经审计的管理报表，也可以将其纳入“财务报表”范畴；及(ii)如果财务报表明显不能反映公司最新情况，尽管可能影响到交易时间表，买方也应当考虑要求卖方准备新的经审计的财务报表。

(2)披露 (Disclosure)

披露的定义是准确界定有效披露（即对卖方来说可以披露免责）的基础。

通常情况下，“fairly disclosed”的表述比较宽松，对卖方有利，而“fairly, fully, clearly and accurately disclosed”的表述比较严格，对买方有利。如果卖方和买方无法就此达成共识，作为妥协，“fairly disclosed”一般进一步被限定为：以惯常的详略程度披露信息，使一个合理的买方能够据此对相关事项，及其对任何目标公司的财务、经营或其他影响做出充分分析或评估。

在竞标交易中，除惯常使用的披露函外，卖方通常还会选择通过VDR（Virtual Data Room，即虚拟数据库）披露信息；但对于买方而言，VDR的披露范围很广泛，而卖方一旦披露即可免责。因此卖方通过VDR披露信息会显著增加买方的负担，买方应当尽量拒绝在协议中以该等披露方式作为卖方披露免责基础。

另外，披露函一般是协议签约时提交，也即披露的内容在签约时即已锁定，但是卖方有时候也会要求在签约至交割期间，对披露函进行更新（即二次披露）。对此，笔者建议买方一般应当予以回绝，但如果其根据双方谈判地位而同意补充披露的，应当进一步限制该等补

充披露内容需为对交易而言非重大事项。

(3)不可抗力 (Force Majeure)

不可抗力条款在英美法下并不常见条款，因为相比于大陆法系直接在法典中规定“不可抗力”的概念及内涵，英美法下一般没有“不可抗力”的成文法概念，因此，在英美法下的标准SPA文本中，一般没有该条款。

但是，当不可预见的事件导致双方履约发生僵局时，不可抗力条款为交易双方（尤其是买方）提供了退出方案，因此笔者更建议在协议中加入此条。

(4)最终截止日 (Longstop Date)

最终截止日与先决条件是否能够达成、标的是否能够交割密切相关。一般来说，买卖双方需要考虑，将双方全部先决条件均能满足且应预留一定的缓冲时间之日设为最终截止日，并应当考虑相应的延长机制。

PART 004

股权买卖 (Sale and Purchase) 条款

股权买卖条款主要约定卖方愿意将标的股权转让给买方、买方愿意收购标的股权、权益转移时点以及卖方对股权的所有权保证。

通常，协议的陈述与保证条款中也包含了对标的股权的所有权的保证。然而，笔者仍建议在此条载明卖方对股权的所有权保证，因为陈述保证条款之后通常附有相应的责任限制条款，而一些重大事项，比如本部分所述的股权所有权，不应当受责任限制条款的约束。也就是说，在此类约定下，即便协议中已经对卖方因违反陈述保证条款而承担违约责任做出一定限制，若卖方违反关于标的股权所有权的陈述保证，其仍应当承担完全的赔偿责任，不受前述责任限制条款的约

束。因此，前述机制如果不在本条载明，也需要在责任限制条款里予以排除（即“Fundamental事项”不适用责任限制）。

作为买方律师，在协商本条款时，应注意：(i)要求卖方确保其出售的股权不存在任何权利负担，该要求在股权收购协议中属于核心诉求；及(ii)确定买方何时开始享有该等股权上的权益，这与股权转让对价的计算直接相关联：一般来说，如果转让价款会在交割后根据交割账目进行调整，则交割后取得分红权更为常见；如果买方在交割后取得分红权，则买方必须对卖方在过渡期（定义见下文）内的分红进行限制。

而作为卖方律师，在协商本条款时，应注意：(i)争取责任限制条款对拟出售的股权的所有权适用；(ii)仔细审阅“Encumbrances（权利负担）定义条款”，尽量采取列举方式来定义，避免保证不实的风险；及(iii)需考虑，是否将目标公司留存的未分配利润在标的股权出售前予以分配。该等操作会影响转让价款，但是可能在税务上是有利的。

PART 005

先决条件（Conditions Precedent）条款

先决条件条款规定了交割的先决条件，并约定各方必须尽一切合理努力促使交割条件得以满足。先决条件是各方权利保护的第一道屏障，在很多情形下可以避免违约发生。

一般而言，交易各方在拟定先决条件时，需考虑以下几个方面：

(1)由于先决条件会对交割能否实现带来不确定性，买卖双方首先应确定交易是否必须附先决条件。如果签约与交割之间的期间很短甚至是同一天的话，协议就无需设先决条件，而是待所有的先决条件满足后，再签约并进行交割。

(2)设置先决条件的一个常见原因（从而也是常见的一个先决条

件)是“交易一方或双方完成本次交易需要获得本方的内部批准,或相关监管部门的批准或履行相关流程”,通常签署交易文件时该等批准或程序尚未取得(因签约之后方能启动审批流程或取得批准或完成流程需一段时间)。在此情况下,各方将先行签署交易文件,并将取得或完成对于交易交割而言必备的批准或流程设为先决条件,以便各方在签约后取得该等批准或完成流程。例如,在典型的中国企业境外投资项目中,根据中国国家发改委的规定,若境外投资项目属于核准、备案管理范围的项目,投资主体应当在项目实施前取得项目核准文件或备案通知书。又如,某些法域的法律规定,在取得反垄断审批之前,交易双方不得交割。在上述情况下,均需将取得相关监管部门的批准或完成相关流程作为交割的先决条件。

(3)在签署协议后、交割之前的期间内(一般称为“**过渡期**”),买方通常要求对目标公司的业务行为进行严格的限制,以防止卖方以损害目标公司及买方利益的方式开展业务。

(4)对于买方在尽职调查过程中发现的目标公司一些重大瑕疵,买方可能要求卖方或目标公司在交割前进行整改,由此可将卖方或目标公司完成对该等瑕疵的整改作为交割的先决条件。

(5)先决条件须有确定性,因此应注意以下内容:(i)先决条件的确切范围和内容;(ii)满足先决条件的期限,即交易双方均应考虑监管机构所要求的任何潜在最长等待期;(iii)哪一方或哪几方负责满足哪些先决条件,即协议各方都有义务提供合理的必要信息和数据,以推进先决条件满足;(iv)先决条件未能在最终截止日之前满足的后果,包括非由买卖双方的原因导致的先决条件无法满足,以及由于一方原因导致的先决条件无法满足两种情形;及(v)在起草先决条件时需要谨慎,以避免出现循环条件(例如,股权收购协议与融资文件互为先决条件)。

(6)设置先决条件后,在先决条件未满足的情况下,交易一方或双方没有义务进行交割。为保持一定的灵活性,在某些情况下,即便先

决条件没有满足，交易一方仍可能想进行交割，而对于没有满足的先决条件，则选择予以豁免或将该等交割先决条件转换为交割后义务（即不再要求对方在交割前完成该事项，而是在交割后完成）。尽管这会导致豁免方面面临一定风险，但就交易整体而言，这种做法可能比让整个交易失败或延期交割要更有利。

由于协议的签署及先决条件的满足涉及买卖双方付出精力、费用及机会成本，协议一方可能提出，在先决条件无法满足的情况下，要求对方补偿相关费用或支付分手费（或反向分手费）。但这并非适用于所有项目，一般取决于个案中各方对于相关先决条件的难易程度（比如，是否能取得监管部门的批准）以及双方的谈判地位。

作为买方律师，在拟定先决条件前，应仔细考虑推进交易交割前必须发生的事件，这些事件或情形可能包括：(i)交易双方股东的批准；(ii)反垄断主管机构或其他监管机构的批准，特别当目标公司所处行业是受到强监管的行业，合并后因集团的规模或市场份额而可能产生的反垄断问题应尽早解决；(iii)目标公司未发生重大不利影响事件；(iv)目标公司的股权或资产上的担保已解除；(v)目标公司的特定瑕疵已整改；及(vi)关键客户、供应商或其他第三方的同意。若此类事件无法实现，买方可能无法顺利进行该交易，甚至可能需要退出该协议。

而作为卖方律师，应当仔细考虑每个买方先决条件，不应接受买方行使主观判断的先决条件。如果买方以不满足先决条件为由随意退出交易，可能会对目标公司的业务造成很大损害，特别是当买方是目标公司在同一市场的参与者时。

卖方应尽早达成交易完成所需的先决条件，并且尽量在签署合同前设想好各种情形，以避免协议签署至交割期间的延误风险，例如重点关注以下先决条件：(i) 租约转让的同意；及(ii) 控制权变更后，继续履行合同所需的第三方同意。

交易对价 (Consideration) 条款

交易对价及其支付对买卖双方来说都是至关重要的，也常常成为双方谈判的焦点之一。买卖双方需要考虑价款的支付形式、支付币种，这可能涉及买卖双方商业和税务上的考量。

作为买方律师，在协商本条款时，应考虑：(i)对买方来说，全部款项在交割时支付，显然比签约时支付一部分保证金、交割时支付尾款的付款方式更为有利，这样当买方在交割前因任何事项需要终止交易时，不会就已付款项与卖方陷入争议；(ii)为保证卖方在违反陈述保证、补偿条款时能够承担赔偿责任，买方可以考虑，要求暂扣一部分款项至共管账户，而不是将全部款项一次性全部付给卖方；(iii)如果交割后涉及对价调整，买方可以考虑暂扣一部分款项至交割账目确定后支付，以降低卖方不退款的风险；及(iv)在有些项目中，如果买卖双方对目标公司未来业绩存在不同看法，则可通过Earn-out机制处理不确定、或双方存在预期不一致的目标公司价值部分，即约定若目标公司未来实现特定财务指标或非财务指标，则买方向卖方额外支付一笔款项。

而作为卖方律师，在协商本条款时，应考虑：(i)买方的付款能力。卖方需要确认，买方在交割时有足够的现金支付转让款，为此，卖方可以要求买方在签署协议时提供相应的存款证明，或者由银行或其他第三方提供融资承诺函，以确认其在交割时的付款能力；(ii)卖方一般无法接受买方关于将取得融资作为交割先决条件的诉求，该等风险应当由买方自行承担；(iii)卖方需咨询其税务顾问的意见，确认购买价款可能面临的税务负担如何被征税，并相应地采取最有利的交易架构。例如，如果被出售的目标公司有多个，需如何分配转让价款以及如何设计架构进行税收筹划；(iv)卖方可以要求买方在协议签署时，支付签约费或定金，以增加交易的确定性，提高买方中途退出的成本；

(v) 卖方应当尽量拒绝买方提供的任何形式的暂扣款、付款至共管账户、未来盈利付款等的安排，该等安排可能导致未来与买方就尾款支付陷入纠纷；及(vi) 针对买方迟延付款，是否存在相应的迟延付款利息或违约责任条款。

通常，买卖双方会就签约时买方是否支付部分款项进行谈判。实践中，卖方在签约时一般会要求买方以支付预付款的方式证明买方有完成交易的决心，因此，在协议中约定买方需支付一定比例的保证金（通常为购买价款的5%-10%）属于常见安排。但买方为了维护保证金的安全，一般可以要求：(i) 交割条件不成就时，卖方应无条件地返还该保证金；及/或(ii) 将保证金支付至共管账户。

PART 007

陈述与保证 (Representations and Warranties) 条款

陈述与保证是双方（主要是卖方）对双方签订合同所依赖的相关事实做出的陈述，载明了买方给出的收购价格所依据的假设，确定了违反保证义务的赔偿责任，是买卖双方的谈判重点。

买方一般会要求卖方提供充足的保证，其主要原因在于：(i) 强制要求卖方在签订合同前披露相关信息，从而使买方得以据此调整其出价或及时退出交易；(ii) 如果卖方违反保证，确保买方拥有向卖方要求经济补偿的合法追索权。

保证一般是在协议签署日做出。在协议签署日和交割日存在较大时间差的情况下，买方可以要求卖方于交割日重新做出所有的保证。相应地，卖方可能要求在交割前更新披露函，但这一举措可能会影响买方对保证提出的索赔，买方也可能因此主张重新商谈交易价格。

作为买方律师，在协商本条款时，应当注意：(i) 尽量确保买方通过补偿条款追回因卖方违反保证条款而遭受的损失，使得买方回到未

发生违约时的状态；(ii)针对存在实际风险或已知存在问题的事项寻求特定补偿；(iii)尽量让保证或补偿项下的索赔款抵消交易价款的未付部分（例如交易价款采取交割时调整、或采取Earn-out机制时，就可以采用）；(iv)如果目标公司在股权转让限制条款规定的限制期内转让（买方集团内划转让或转让给第三方），应争取允许保证条款转让，确保新买方（在当地法律允许的范围内）能够享受所有买方保护条款；(v)在有多个卖方的情况下，尽量让各卖方对违反买方保护条款承担连带责任，以便买方可以向任一卖方索赔；及(vi)由于收购后目标公司成了买方的资产，买方须确保卖方不会在交割后，因保证或披露函提供的信息不实，向目标公司及其员工、董事、高级管理人员追索，从而损害买方的利益。买方须在协议中由卖方做出确认，卖方保证没有依赖目标公司或其员工、董事、高级管理人员提供的信息，并且卖方不会就上述人士提供的信息对其采取任何追索。

而作为卖方律师，在协商本条款时，应当注意：(i)避免在交割时重新做出保证，尤其是当签署日和交割日之间的时间差主要是为买方利益而设时。如果卖方接受重新做出保证的安排，则应要求：i)限定为仅适用于某些条款，即在卖方控制范围内的保证条款；ii)要求在交割时更新披露函；及iii)将可以预见的问题从保证中排除；(ii)争取买方损失应根据买方综合各方面而遭受的总损失、而非单次违约造成的损失来判断；及(iii)争取提供有限保证，即仅“在卖方知晓的范围内（so far as the seller is aware）”做出保证。

PART 008

责任限制 (Limitation of Liability) 条款

责任限制条款限制卖方在特定事项违约时的赔偿责任。通常，在就股权收购协议进行谈判时，卖方希望对买方提出的索赔进行以下限

制：(i)可索赔金额，包括起始金额、免赔额及上限；(ii)索赔期限，即必须在一定期间内提出索赔；及(iii)可索赔事项范围不能包括已向买方披露的或买方被视为知情的事项。因此本条款通常是买卖双方争论的焦点之一。

作为买方律师，在协商本条款时，应当注意：(i)买方在由其起草的股权收购协议初稿中一般不提供卖方责任限制条款。当然，有经验的买方可能会提议一系列其拟同意的卖方责任限制条款，向卖方展示友好姿态；(ii)针对赔偿金额限制，买方应坚持以转让价款总额的较高比例（甚至100%）为责任金额上限；(iii)针对买方能够提出索赔的时间，谈判确定一个合理的期间。买方最有可能发现违反保证的情形的时间是目标公司进行年度审计之时，因此，提出索赔期间通常会至少包含对目标公司的两次审计，即两年。而对于税务保证条款，索赔期间最好与税务机关有权根据税务相关法律法规提出索赔的期间保持一致，通常情况下，这个期限一般比其他索赔的期限要长；及(iv) 买方应考虑对某些保证不设金额和时间限制，该内容一般来说是对交易有根本性影响的事项，例如，股权买卖中卖方对出售股权的所有权有关的保证，矿产企业收购中采矿权的真实性等。

作为卖方律师，在协商本条款时，应当注意：(i)排除买方关于以下保证事项提出的索赔：i)在披露函中已披露的事项；ii)在财务报表中具体且充分说明的事项。上述事项排除在索赔范围之外是由于买方在谈判交易价款时，应当已知情且予以考虑；(ii)应当通过披露来限制卖方承担责任范围；(iii)卖方仅就尽卖方所知的事项做出保证。卖方应保留对相关人员进行询问的记录（即知情是基于合理询问后），作为卖方已履行知情义务的证据；(iv)合理设置金额限制和时间限制；(v)避免出现双重赔偿，即协议条款应当避免买方就交割账目或财务报表中已包含的损失获得赔偿。例如，如果交割账目已经计提了诉讼或有负债，则买方不得再就诉讼提出索赔；及(vi)如已有第三方（包括保险）

的赔偿，则在此限度内免责。

PART 009

补偿 (Indemnities) 条款

补偿条款是卖方对买方因特定事项遭受的损失和损害进行补偿的承诺，在已确定存在特定方面风险（通常是在尽职调查中发现的风险）的交易中属于常见条款，也是协议谈判的焦点之一。

补偿的含义和救济方式因法域而异，但通常来说，补偿条款无需证明补偿责任和买方损失之间的因果关系，且买方没有减损义务（除非协议另有约定），因此在有些法域（例如香港）又称为“弥偿”，以区别于一般的违约“赔偿”。基于此，有些法域不承认一般补偿条款（General Indemnity）的效力，仅承认关于特定事项的补偿条款（Specific Indemnity）的效力。

作为买方律师，在协商本条款时，应当注意：(i)识别已知或预期存在风险的事项并寻求卖方特定补偿（而非仅依赖一般保证），该等操作有利于买方得到救济；(ii)对于可能导致卖方承担补偿责任的第三方对目标公司索赔，卖方可能希望主导对该等第三方索赔的抗辩，买方应尽量反对该等安排，因为在交割后，目标公司业务由买方管理，买方应当主导对第三方索赔的抗辩（尤其是第三方对目标公司持续经营存在重要影响的情况下）。

而作为卖方律师，在协商本条款时，应当注意：(i)如果特定补偿会导致买方采取措施减损的可能性变小，则卖方应拒绝提供特定补偿；及(ii)对于可能导致卖方承担补偿责任的第三方索赔，卖方应尝试主导对该等第三方索赔的抗辩。如果买方不同意由卖方主导，则应要求买方及时通知卖方该等索赔的发生、允许卖方及时了解索赔诉讼的进展、与卖方定期协商并在抗辩中考虑卖方的意见。

结语

除前述几类条款外，股权收购协议中通常还会包括一些常见的标准条款，例如保密（Confidentiality）、通知（Notice）、适用法律（Governing Law）、争议解决（Dispute Resolution）、完整协议（Entire Agreement）等。

鉴于跨境投资交易涉及法域的多样性以及目标公司自身情况的复杂性，每一份股权收购协议都具有其独特性，需根据单个项目的具体情况量身定制。但笔者理解，所有股权收购协议的核心思想是一致的，即从卖方角度看，应当尽可能快速获得交易对价，同时降低后续买方可能提起的索赔风险；而从买方角度看，在获得股权的同时，应当尽可能发现目标公司存在的问题，降低交易完成后目标公司的潜在风险，并将其反映在交易对价中。作为跨境交易架构的参与设计者和法律风险的守护者的交易律师，笔者认为，其核心宗旨也只有一个，即在确保协议内容的合法性、合理性与可执行性，及维护当事人合法权益的前提下，最大限度地协助和促进买卖双方在公平的基础上顺利完成交易。



孙望清
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2162
sunwangqing@zhonglun.com



曾赞新
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2058
richardzeng@zhonglun.com

境外投资合资协议的关键条款 和谈判要点分析

侯彰慧 余昕刚



PART 001

前言

中国企业“走出去”已成为新的时代风潮。对于大多数缺乏成熟境外投资经验的企业而言，相较于在境外通过绿地投资新设实体、或是收购境外成熟资产这类“单打独斗”的投资方式，寻找值得信赖的东道国投资伙伴设立合资公司，并借助东道国投资伙伴的本地供应商关系、渠道、土地、资产、人员管理能力或是政府关系为合资公司的经营提供支持，无疑是一种更为高效、风险更低的投资方式。即便是通过并购方式进行投资，可能也存在因东道国外商投资股比限制等原因，或是在仅收购部分股权的情况下与其他方合资经营的情况。

在与境外投资伙伴合资过程中，合资协议（或股东协议）将作为确认合资各方权利义务关系的最重要的法律文件，是合资交易中各方谈判的重中之重。本文将重点分析境外投资合资协议的关键条款和谈判要点，帮助中国企业在“走出去”过程中更好地保护自身权益。

PART 002

合资架构设计

在境外投资项目中，合资架构的设计既需要考虑公司的实际商业需求，也需要同时考虑投资东道国的相关法律要求。东道国的外商投资限制性要求将对中国企业的境外投资股比和控制权设置构成核心限制，需要将其作为前期东道国投资环境法律尽调的重中之重进行研究，并据此设计整体交易架构。

例如，根据泰国法律，如果外国投资者在泰国投资泰国《外籍人经商法》（Foreign Business Act）中“清单二”所列行业（例如涉及国家安全的行业或是对自然资源、生态环境存在不良影响的行业），则

泰国公民或法人的持股比例不低于40%，且董事会中泰籍董事不低于2/5，但经泰国商务部和内阁批准，上述泰国股东持股比例要求可放宽到25%。上述要求意味着中国企业有可能通过特殊申请获得泰国政府批准提高其在特定行业的合资企业中的持股上限，而不同的持股比例则将可能大大影响合资公司的治理结构。因此，在合资架构设计之初，就需要充分考虑前述特殊限制和特殊申请的必要性和可行性，并对不同情况做出充分安排。

PART 003

出资要求

股东出资要求是合资协议的核心条款之一，直接关系到合资公司的资本结构和财务稳定性。关于股东出资条款，有以下事项需要特别注意：

1.最低注册资本要求

不同国家对于外商投资企业的最低注册资本要求不同，根据外商投资企业所处行业的不同，甚至是所经营的具体业务的不同，其最低注册资本要求可能有不同。因此，在合资合同起草和谈判阶段，就需要充分分析合资公司可能从事的各类业务，并评估东道国法律对于相关行业/业务的外商投资企业最低注册资本要求。

2.出资方式

如果在合资交易中有任何一方以非现金方式（如土地、设备、知识产权等）进行出资，则需要着重评估相关出资方式的可行性和具体要求，避免无法满足东道国法律对于出资方式的要求。

以印尼为例，印尼法律并不允许外商投资企业拥有土地的所有

权，这意味着印尼合资方将无法以土地所有权向合资公司出资，而只可能以土地使用权进行出资。这一限制也意味着土地使用权出资方应该在合资合同中做出额外的承诺，包括但不限于保证不转让土地使用权、不设置权利负担等。

同时，有些国家对于外商投资企业获得土地所有权或使用权有额外的审批要求，合资协议中也需要视情况将完成前述审批作为另一方出资的前提条件，并就无法获得审批时的补救措施做出安排。

3. 出资期限

合资协议中，对于股东出资期限的设置也需要考虑到东道国法律的强制性要求和一般操作惯例。以印尼法律为例，印尼法律要求公司应在设立时至少发行25%的授权股本（authorized capital）且其应被实缴，而其后的已发行股份均应被全额实缴。因此，实践当中，一般会要求股东在公司开立完毕银行账户后以及每次增资后尽快完成认购股份的全额实缴。

此外，出资期限也可能与东道国法律对于特定行业的实缴资本要求相关。例如，菲律宾法律要求外资零售贸易（retail trade）公司的实缴资本不低于2500万菲律宾比索，这意味着股东在完成2500万菲律宾比索注册资本的实缴之前，公司不得从事零售业务。

PART 004

合资公司治理结构

在起草合资协议的过程中，律师必须充分熟悉东道国的公司法和相关法律（包括司法实践），以对合资公司的治理结构做出合适的安排。具体的考虑因素包括但不限于以下几个方面：

1.治理机构的整体设置

对于中国企业的境外投资项目而言，项目能否达成商业目的的关键要素之一就是需要确保能够对合资公司实施有效的控制。大多数国家的法定公司治理机构均包含股东会和董事会的二元结构，但不同于中国法的规定，大多数境外国家采用的是董事会中心主义的公司治理思路，股东会的法定权限仅包含特定的对于保护股东利益相关的事项，而将全部或绝大多数的公司经营决策权都交由董事会行使。因此，中国企业有必要通过在合资协议中将重要的公司经营事项约定为其具有否决权的股东会审批事项，或是在董事会层面委派足够人数的董事，以确保在公司治理方面对合资公司的控制力。

需要注意的是，一些国家的公司法还要求公司设置特殊的公司治理机构。例如，印尼公司法还要求每一家公司必须设置一个监事会（Board of Commissioners）。与中国公司法项下的监事会仅有监督、提议职能不同，印尼监事会还具有一定的实质审批权，其法定职责包括但不限于在股东会之前预先审批董事会提交的公司年度报告（annual report），暂停董事的职权，并可以在法定情形下或根据授权行使一定的董事会和股东会职权。因此，印尼公司监事会的成员设置以及权限也是需要在起草合资协议时考虑的事项之一。

2.表决机制设计

东道国的公司法或类似法律中对于表决机制的强制性要求也需要在合资架构设计之初就进行充分的考虑。由于治理架构通常会在与合资对方进行谅解备忘录（Memorandum of Understanding, MOU）或合资条款清单（Term Sheet）谈判时就基本确定，如果未能充分考虑相关法律强制性要求，则可能在后续谈判中被交易对手打个措手不及。例如，根据印尼公司法，公司转让净资产50%以上的公司资产或是在净资产50%以上的公司资产上设置担保，需要股东会3/4多数通

过。如果在MOU或Term Sheet谈判阶段，仅仅因为合资对方未要求上述事项的否决权，就忽视这一法律强制性要求，则可能导致合资对方在后续谈判中主张遵照这一法律强制性要求增加否决权事项，甚至是在后续运营过程中通过主张相关决议不合法而无效，为大股东对合资公司的控制带来不确定性。

而另一方面，东道国法律也有可能为合资公司表决权设计提供更大的灵活性，这要求项目律师在具体项目中灵活运用这些机制，以保护客户的利益。例如，一些国家的公司法允许公司设置不同类别的股份，允许股东在持股比例较低的情况下，通过持有某些特别股份而具有特别的表决权、分红权或优先清算权等。此外，一些普通法系国家公司法（例如新加坡）还允许在股东会层面约定举手表决（vote on a show of hands），或是按持股比例投票表决（vote on a poll）。如果是约定举手表决，则可能使小股东获得超过其持股比例的表决权。

此外，除了股东会、董事会、监事会等公司治理机构作为一个整体的权限以外，董事、监事等个人的权限也值得关注。与中国公司法规定的由单一的法定代表人代表公司不同，很多国家的公司法规定董事会（作为一个群体）或单个董事具有代表公司的权限。例如，新加坡公司法规定任何文件由两名董事签署，或一名董事加一名见证人或公司秘书签署即为有效；印尼公司法规定，除非章程另有规定，如果董事会成员超过1人，任何一名董事均有权代表公司。在合资伙伴也会向合资公司委派董事的情况下，在合资协议中明确约定董事代表公司权利及其限制也是确保实际控制合资公司的必要手段。可行的方式包括但不限于要求每一份合同都由至少两名董事签署，且其中必须包括一名中方委派董事。同时，前述约定的内部效力及外部效力（即是否能够对抗善意相对人）也是需要研究的课题之一，如果前述约定没有对抗善意相对人的效力，则还需要在合资协议中增加由董事及其委派方承担连带责任的条款。

3. 股东知情权

在中方股东为小股东的情况下，如果不能实质性地参与或控制公司经营，那么在合资协议中明确约定股东知情权和合资公司报告义务就十分必要。尽管各国公司法均会规定法定的股东知情权，但法定知情权的范围存在差异，且其行使方式也存在不同，如果仅依赖法定的股东知情权，很有可能无法有效地保护小股东的权利。

例如，大多数国家的公司法仅要求公司向股东提供年度的财务报告，如果股东希望获得更为详细的财务信息（例如在股东为上市公司的情况下，很有可能需要根据相关监管要求编制季度报告，在这种情况下则有必要获取合资公司的季度财务信息），则需要将这些要求在合资协议和章程中加以明确，才具有执行基础。这也要求中国企业在合资协议起草和谈判过程中充分进行内部沟通，和公司内部各部门了解清楚其对于合资公司的信息需求，以避免在未来合资公司运营中无法获取必要有效信息的尴尬局面。例如，随着“支柱二”全球最低税规则的立法进展，一些欧盟成员国企业已经在合资协议中要求合资公司向股东提交“支柱二”相关纳税信息。而中国也是全球最低税规则包容性框架的签署成员国之一，不排除未来会进行相应的本地立法，继而有必要在合资协议中增加相关的知情权要求。

PART 005

退出机制设计

境外投资的机遇和风险并存，这要求企业在达成交易之前就对交易的潜在风险和退出方式进行充分分析和评估，以避免在合资公司经营未能达到预期或是与合资伙伴合作不畅时出现“退无可退”的局面。股东退出方式包括转股退出和清算退出，常见的情形如下：

1.锁定期和股权转让限制

在合资交易中，与合作伙伴的稳定合作关系是合资公司经营成功的必要保障之一，因此，视交易的具体情况，可能有必要在合资协议中对股东的股权转让设定锁定期，即约定一定时间内股东不得向任何第三方转让股权（但关联方之间转股除外）。需要注意的是，锁定期安排通常是对全体股东有效的，合资伙伴通常不会接受仅对一方加以限制的要求。因此，锁定期安排也是一把“双刃剑”，需要企业同时评估其自身对外转让股权的可能性。

除了锁定期以外，其他常见的股权转让限制还包括：

- (1)任何股权转让、质押或其他处置均需另一方的同意；
- (2)股权受让方不得是任何一方或合资公司的竞争者；
- (3)股权受让方应接受合资协议和公司章程的全部条款；
- (4)股权转让不得导致另外一方或公司违反任何协议约定或法律规定。

需要注意的是，前述股权转让限制仅规定在合资协议中可能是不够的，若想其能够有效实施，还需要在公司章程中也纳入相同的规定。例如，在印度，根据印度最高法院的一项判决¹，任何对于私人公司股权转让的限制都必须规定在公司章程中，否则不构成对于股权转让的有效限制。同时，对于股权转让的限制应避免导致股东实质上无法转让股权，完全限制股权转让的安排在多数境外法域也是无效的。

2.优先购买权 (Pre-emptive)、随售权 (Tag-along) 和拖售权 (Drag-along)

优先购买权、随售权和拖售权是另外几个常见的股权转让限制方式。优先购买权允许股东在其他股东转让股权时以相同条件优先购买被转让的股权，以避免引入不熟悉的第三方加入合资公司。随售权则是对于小股东的权利保护方式，在大股东向第三方转让其对于合资公司的股权（特别是控股权）时，小股东可要求一同向第三方转让股

权，以避免合资公司变更控制人后，小股东在合资公司中的预期利益无法实现。而作为控股股东的权利保护方式，拖售权允许控股股东在转让其全部股权时，强制要求小股东一并将其股权转让给第三方；由于第三方收购控股权时通常会对于与少数股东共同经营存在疑虑，拖售权的设置将大大提高出售合资公司控股权的吸引力。

根据笔者的经验，大多数法域均允许股东对于上述股权转让限制情形自由约定，除前述需在公司章程中也纳入相同条款的要求以外，不设置其他强制性的法律要求。

3. 购买选择权 (Call Option) 和出售选择权 (Put Option)

购买选择权和出售选择权也可以为股东提供额外的退出路径，其指的是在特定条件触发时，一方股东可以按照事先约定的价格或价格计算方式收购另一方的股权（即购买选择权）或向另一方出售股权（即出售选择权）。

购买选择权和出售选择权的谈判要点包括：（1）行权条件，这将取决于合资公司的经营模式以及双方股东在合资公司的利益诉求。例如，对于生产型合资企业，常见的合资模式是中方股东投入资金、技术和产线，当地合资方提供本地供应链管理和销售渠道的支持。为了避免当地合资方无法有效地在东道国拓展销售渠道而导致中方股东投资利益落空，中方股东可以考虑在合资协议中增加在当地合资方未能有效拓展合资公司销售渠道时，对于当地合资方股权的购买选择权。

（2）行权的价格，这需要结合中方股东对合资公司的定位、对合资公司未来前景的预判和战略意图来考虑。常见的行权价格计算方式包括：投资成本加一定比例的收益、合资公司股权的公允市场价值等。

购买选择权和出售选择权往往是双方的权利，因此也可能是一把“双刃剑”，需要中方股东结合项目的实际情况进行综合判断。此外，购买选择权和出售选择权在一些法域的实施有可能存在一定障碍。例

如，根据俄罗斯法律，选择权行使条件的达成应该能够被公证机关轻松确认，如果设置的选择权行使条件属于难以证明是否达成的，则选择权的行使可能会存在实质性的障碍或导致争议。

4. 终止和清算

和上述购买选择权和出售选择权的设置类似，在合资交易中，投资方也需要考虑设置合适的终止条件，以确保能够在出现特定情形时顺利退出。常见的终止条件包括双方协商一致终止、合资期限到期、一方违约、合资公司严重亏损、出现法定解散条件、出现重大法律环境变化或不可抗力事件等。

合资协议终止后合资公司的处置也是非常重要的问题。在合资协议终止时，除了合资公司直接进入清算和解散程序，合资协议中还可以约定由一方收购另一方股权或由第三方收购双方股权，如果无法就前述收购达成一致，则合资公司将进入清算和解散程序。在东道国法律允许的情况下，合资协议还可以进一步约定股东就合资公司清算资产的分配原则，例如约定在股东之间的优先清算权或是就特定合资公司资产的优先购买权等。

需要注意的是，各国公司法对于公司的清盘（winding up）和清算（liquidation）程序均具有法定要求，如清算人（liquidator）的委任、公司资产的分配顺序、清算期间的通知和公示义务等，合资协议中有关公司清盘和清算的特别约定不得与该等法定要求相冲突。

PART 006

重要商业条款的纳入

1. 知识产权安排

合资公司的经营通常有赖于股东的知识产权投入，经常表现为股

东对合资公司授予知识产权许可。根据我们的经验，下列知识产权安排有必要在合资协议或相关附属协议中加以特别明确：

(1) 知识产权的授权方式：为了避免授权的知识产权被用于合资公司生产经营以外的目的，股东可以要求对于合资公司知识产权的授权为不可转让、不可转授权、非排他的，且不影响授权方对于知识产权的所有权。

(2) 改进知识产权的归属：合资公司还可能在授权知识产权的基础上做出改进。常见的安排是，如果合资公司独立做出改进，则改进知识产权的所有权应归属合资公司，但合资公司应向基础知识产权授权方进行反授权；如果改进知识产权由合资公司和授权方共同做出，则改进知识产权由双方共同拥有。如果合资公司解散，则可约定改进知识产权应分配给原基础知识产权授权方（但另一方应得到补偿）。

(3) 合资公司自主知识产权的归属：同样的，合资公司自主知识产权的归属也应根据各方的实际贡献进行区分，如果合资公司独立开发了知识产权，则其应归合资公司所有，否则应与共同开发方共有。如果合资公司解散，各方可以在合资协议中对于特定知识产权的分配方式进行特殊约定，例如适用于某一方产品的知识产权均分配给该方（但另一方应得到补偿）。

需要注意的是，在知识产权授权安排中，特别是合资公司对于股东的反授权安排，其应免费（on a royalty-free basis）或按照公允价值收费（on an arm's length basis），除了从商业角度进行评估以外，还需要考虑相关法域（例如中国及东道国）的税法要求。在一些法域，知识产权的免费许可可能存在税务合规问题。

2. 销售渠道

在境外设立生产型或销售型合资公司，中国企业的主要商业诉求之一就是利用当地合资方的本土实力和销售渠道，拓展东道国或周边

地区市场。因此，有关销售渠道的相关安排也需要在合资协议或是附属商业协议中加以明确。有关条款包括但不限于合资公司产品销售渠道的划分（包括产品类型、销售地域、排他性等）、定价原则、品牌策略、售后义务的划分、生产和销售目标以及奖励机制（例如返利）等。

为了成功达成商业目的，中国企业一方面需要对合资伙伴开展充分的尽调，以确认其有足够的商业实力和完备的法律资质拓展合资公司产品的销售市场；另一方面，在合资协议和附属的商业协议中也需要将奖励机制与惩罚机制（包括上文所述的退出机制）、不竞争限制（如下文所述）相结合，坚守底线意识，确保在合作不尽人意时保留足够的转圜余地。

3.不竞争

为了确保合资公司的长远稳定经营，避免某一方股东利用其竞争优势阻碍合资公司的发展，致使其他股东的投资利益落空，在合资协议中约定不竞争义务也是一种常见的安排。典型的不竞争条款通常约定双方或某一方股东，包括其关联方、董事、高管，在该股东持有合资公司股权期间以及其后的一段时间内不得与合资公司相竞争。

不竞争条款天然存在反竞争的效果，因此通常受制于各国反垄断法的规制。根据我们的经验，存在以下情形的不竞争条款具有较高的反垄断法风险：

(1)直接约定双方股东之间不得进行竞争（而非股东与合资公司不得竞争）——这类条款将构成竞争者或潜在竞争者之间的横向垄断协议，且通常认为与保护合资利益无关，因此在多数实施反垄断法的法域均具有较高的反垄断法风险；

(2)将不竞争义务扩展至合资公司的业务范围以外——和以上情形相同，如果不竞争范围扩展至合资公司业务范围以外，将很难证明不竞争义务的合理性和必要性（即为保护合资利益所必须），也存在较

高的反垄断法风险；

(3)约定过长的不竞争义务期——由于股东参与合资公司的运营，掌握合资公司的商业敏感信息，因此约定股东不再持有合资公司股权后的一段时间内仍需遵守不竞争义务具有合理性。但是，随着不竞争义务时限的延长，其合理性和必要性的证明难度将加大。根据我们的经验，多数法域通常认为股东不再持有公司股权后的2-3年内遵守不竞争义务属于合理的时限，更长的时限则可能面临反垄断挑战。

尽管反垄断执法在原理上具有共通性，但各法域的反垄断执法和司法仍存在较大的差异，如果企业希望在合资协议中约定不竞争条款，则有必要特别研究东道国法律和执法/司法实践对于不竞争条款的处理尺度，以避免反垄断违法风险。

PART 007

结语

以上是笔者基于近些年来服务中国客户出海的经验，对于合资交易中涉及的关键问题的简要介绍，仅供各位读者参考。实际上，合资协议中还有其他值得关注的条款。例如，合资协议中应约定协议生效或是合资公司成立的先决条件，其中应包含必要的监管审批的取得（例如反垄断、东道国外商投资审批、中国企业境外投资备案等），完成对于合资方、相关出资资产的尽职调查等条件。对于合资协议的适用法律条款，我们通常建议选择东道国法律作为合资协议的适用法律，以避免涉及公司治理等存在法律强制要求的条款出现法律适用的冲突，但争议解决条款则应考虑适用第三国的仲裁解决，以确保争议解决程序的中立性。由于篇幅有限，我们不在此一一进行详述。

从我们多年来的法律工作经验看，无论在哪一个法域，中国也好，境外也罢，律师工作的最大价值都是在遵守相关法律的基础上最

大化实现客户的商业诉求，同时充分保护客户的商业利益，最小化潜在风险。中国律师，作为最了解中国客户商业需求、最熟悉中国客户工作习惯的法律工作者，随着近年来企业出海的浪潮铺展，早已身经百战，一方面在语言和文化上与国际律师无缝对接，准确理解并传递中国客户的商业需求和战略意图，另一方面则是以强大的学习能力和项目管理能力，融会贯通境外法律要求和客户商业诉求，助力客户项目成功。以专业为本，以勤奋为翼，我们有信心成为中国企业出海律师的最优选择，为客户的国际化战略保驾护航。



侯彰慧
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2336
houzhanghui@zhonglun.com



余昕刚
合伙人
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2078
scottyu@zhonglun.com

跨境并购中的 股权激励

邱建 韩雅华



1.当然,SPV能否满足境外投资主管部门对于收购主体的实质审查(如过往经营业绩等与拟议收购相匹配等要求)也需妥善考虑。

PART 001

前言

在跨境并购项目中,对境外标的公司的员工实施股权激励往往是交易各方的共同诉求:从境外标的公司的股东角度出发,妥善安排公司员工的利益是成功出售的前提(尤其是该等股东在收购后还留有部分权益的情况下);从境外标的公司员工的角度出发,虽然他们可能因文化、法律制度等差异未必愿意被中国公司收购,但受中国资本市场的高市盈率、中国市场的巨大潜力等多重因素吸引,其亦希望能与中国收购方进行资本上的合作、共同发展并分享中国资本市场的高增值空间;从中国收购方的角度出发,通过股权激励挽留境外标的公司的优秀团队是对收购后成功整合境外标的公司强有力的保障。

由于股权激励在各国的发展状况及衍生形态均有不同,加上我国的法律制度、监管体系与欧美法系国家存在较大差异,在跨境并购中设计的股权激励方案不仅需要满足交易各方的商业诉求,还需要符合中国法律、被激励员工所在地法律等多法域的法律制度和监管政策。**结合相关法律规定和实务经验,笔者拟通过本文对跨境并购中实施股权激励的主要路径和重大问题进行梳理,以供读者参考。**

PART 002

通过股权激励平台实施股权激励

一般而言,在具体的跨境并购项目中,收购方财团出于资本运作的目的,多会搭建仅用于该并购项目的专用收购主体(SPV)¹。在该收购主体层面,如可适当地预设一个或多个股权激励平台,可为境外标的公司的员工未来通过该等平台间接持有SPV的股权、进而持有境外标的公司的权益留出足够的空间。相反,如果不预先在收购主体留

出激励股权池、在收购完成后才设置激励股权池，不仅可能导致高昂的税赋，还可能因注册资本制度、国有资产、股份支付等种种问题致使股权激励在技术上很难实现。

在通过股权激励平台实施股权激励时，笔者认为应该需要至少考虑以下问题：

(1) 股权激励平台的数量

因为境外标的公司的核心员工大部分在境外且国籍众多，可以在综合考虑员工的国籍（考虑永久居留权、工作地等因素）、激励价格、资深程度、退出需求等因素后设立多个平台，将不同类型的被激励员工放置到不同的平台中。这种分类平台的设置，有利于员工后续的分类进入、管理和退出，也有利于实现多元化的利益诉求（例如，在收购主体的股东与A股上市公司换股时，不同平台可以承担不同的合同义务，如业绩对赌等）。

(2) 跨境换股问题

根据《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“10号令”）要求，如境外投资者与境内主体进行换股交易，参与跨境换股的境外投资者需为境外上市公司的股东。此外，如境外主体成为上市公司股东，还可能有境外投资者战略投资上市公司的问题。2020年之前，外国投资者对上市公司进行投资应当经商务部审批。2020年新《外商投资法》实施后，外商投资限制有所放宽，但10号令、《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》并没有进行修订或废止，2020年之后也仅有少量跨境换股案例披露，相较于2020年之前并无明显增加，笔者理解，跨境换股的实施仍具有相当的审批难度。若收购方拟在收购完成后将有关权益（一般收购完成后均不再是境外上市公司）出售给境内上市公司，除上述审核难度考量外，还应考虑收购主体能否设立在

境内、股权激励平台能否在境外搭建等事宜。

(3) 200人问题

根据《证券法》相关规定，向特定对象发行证券累计超过二百人属于公开发行证券，但未经证监会注册，任何单位和个人不得公开发行证券。尽管《证券法》规定了依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内，但结合审核实践，如股权激励平台中含有外部人员（未与拟上市公司/标的公司并表范围内主体建立劳动关系的人员均会被认定为外部人员，例如顾问、关联方员工等）仍需按照穿透核查口径计算，SPV股东合计不得超过200人。另一方面，境外标的公司经常存在全员持股的诉求。因此，能否在遵守中国《证券法》“200人”规定和全员持股之间找到一个平衡，往往是设计类似股权激励方案的重要考量。

(4) 税赋问题

若被激励员工取得的激励股权低于市价，则该等员工可能面临个人所得税的问题；若收购主体的其他股东以高于成本价的价格向股权激励平台转让股权，则该等股东面临企业所得税或者其他所得税的问题。通常而言，为避免股权转让所带来的税赋问题，笔者建议股权激励平台以增资方式、或者作为收购平台的原始发起股东的形式创建激励股权池，而被激励员工取得股权激励平台的权益则尽可能以增资等方式完成。此外，由于被激励员工很可能在境外，进行税务筹划时还需咨询境外有关管辖地的税务师、律师意见，确保方案在境内外的综合税赋最优。

(5) 股份支付问题

根据《企业会计准则第11号——股份支付》等规定，如果被激励员

工低于市场价格获得激励股权，则该部分激励股权可能被视为股份支付——即“企业为获取职工和其他方提供服务而授予权益工具或者承担以权益工具为基础确定的负债的交易”。如果构成股份支付，将对收购主体在相关年度内的会计利润造成影响。由于收购主体后续大概率会在A股IPO或者出售给A股上市公司，投资者对于股份支付问题应予以高度重视，避免因股份支付的会计处理之原因造成无法满足上市所要求的利润指标，或导致上市估值受到重大影响。此外，股份支付方面的会计处理还需与激励方案的行权条件、税务处理等统筹考虑，避免顾此失彼的情况发生。

2.有关新《公司法》调整的限期实缴安排及其对股权投资的影响，可参考笔者有关文章《限期实缴制对股权投资的影响及应对》，https://mp.weixin.qq.com/s/2s9rUqFnVin-9k981X-h_fQ。

(6) 资金来源问题

为后续在A股IPO或者向A股上市公司出售之目的，跨境并购的收购主体多会搭建在国内，而股权激励平台亦极有可能会成为收购主体的股东之一。在收购主体自身的注册资本金额较高和/或净资产较大的情况下，股权激励平台取得收购主体股权的对价有可能非常高。特别考虑到新《公司法》引入了限期实缴、催缴失权、加速到期等系列规定，有限责任公司全体股东均应自公司成立之日起5年内完成其全部认缴出资的缴纳，公司设立后的增资股东亦应自其成为公司股东之日起5年内完成其全部认缴出资的缴纳，对注册资本实缴期限等提出了更为严格的要求²。另一方面，境外公司在实施股权激励时，多以发放限制性股票、限制性股票单位（RSU）、期权等员工无需承担即时成本的方式进行；此外，境外员工对于A股资本市场估值体系、中国的外汇管制等可能会存在一定的畏惧心理，不愿意实际出资购买激励股权。所以，境外标的公司可能会要求收购方免费向员工提供激励股权。上述法律制度和政策要求与商业实际如何协调平衡，几乎是每一宗跨境并购均需要考虑的问题。

(7) 返程投资问题

如果股权激励平台在境外，且参与的部分被激励员工为中国籍员工（不含持有境外合法身份的中国籍员工）或在中国境内习惯性居住的外国员工，则根据《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》等外管局有关规定，该等被激励员工需要进行返程投资登记。考虑到返程登记的时间较长且程序也较为繁琐，有关员工的持股平台可放在境内，但设计方案时需同步考虑有关非中国籍员工在境内办理工商（往往涉及公证认证）以及外汇登记所需额外时间。

(8) 股权清晰问题

为绑定被激励员工，一般股权激励方案均要求一定的服务期和/或业绩要求；并且，在员工服务期内辞职/业绩不达标的情况下，公司（或其指定人士）会保有权利，以名义价格回购未赋权、未行权乃至已行权的激励股权。进而，不论何时为员工办理激励股权的工商登记，都可能因上述约定使SPV的股权结构处在一种不确定的状态。另一方面，根据《首次公开发行股票注册管理办法》等规定，拟上市企业的股权结构在向交易所申报之前应清晰明确、且保持稳定；根据《上市公司重大资产重组管理办法》，重大资产重组所涉标的资产（股权）应当权属清晰，且标的公司的股权结构在预案公布后原则上也不应再出现任何变动。为此，在设计和实施股权激励计划时应充分考虑上述要求，并合理合法地实现标的公司股权结构清晰且稳定。

(9) 境外法律问题

由于被激励员工很多在境外工作，若对其进行股权激励应当考虑员工所在地法律（主要是证券法、税法、劳动法等）对于股权激励

的有关规定。以美国员工为例，如被激励员工被视为“合格投资者”（“Accredited Investor”），则收购主体对其股权激励无需向美国证券交易委员会（Securities and Exchange Commission，以下简称“SEC”）申报；如被激励员工并非合格投资者，则收购主体对其进行股权激励可能负有向SEC申报的义务问题（具体视公司发行股票的额度、员工是否以自有资金投资、是否自行作出投资决定、投资对象等，可能适用不同的SEC申报豁免条款）。由于SEC的整个申报程序时间较长（一般持续2-5个月），对于收购主体在国内的资本运作（尤其是以换股方式出售给A股上市公司的情形下）会产生较大影响，故而在实践中会尽可能地采用满足豁免向SEC申报义务的方式对非合格投资者进行股权激励（例如，若非合格投资者系无成本地取得激励股权，则向SEC申报的义务可得豁免）。

3.根据《上市公司重大资产重组管理办法》的规定,如果股权激励平台取得上市公司发行的股份时,其持有境外资产不足12个月的,则换股取得的上市公司股票将被锁定36个月。

此外，设立股权激励平台以及确定每个持股平台的具体参与员工名单及份额、股权激励平台的股权落地等，均需要较长的时间，在注入A股上市公司时还需综合考虑锁定期（突击入股锁定期问题³）及业绩承诺安排等问题。因此，笔者建议并购财团设计最初的并购方案时即结合并购投资及后续退出方案，通盘考虑员工激励方案，以便后续有序地实施激励并将有关资产在境内上市。

PART 003

通过QFII实施股权激励

如果境外并购系通过A股上市公司直接运作，或者境外并购后将境外标的公司权益注入A股上市公司，则在特定的情况下，交易各方可考虑利用合格境外机构投资者【QFII；为简洁起见，本文所指QFII包括人民币合格境外机构投资者（RQFII）】的通道对境外员工实施股权激

励。根据现行法规，QFII既可以在二级市场直接购买上市公司股票，亦可通过定向增发、发行股份购买资产中的配套融资、协议转让等方式从上市公司或者有关股东处获得股票。

相比于股权激励平台模式，QFII模式下的股权激励有较多的优势：

(1) 确定性和流动性

由于QFII所获得的股票均为上市公司之股票（尽管可能存在一定的锁定期或者其他限售要求），相比于股权激励平台下的权益具有更好的流动性，在退出方面也具有高度的确定性。因此，在价格可控的情况下，QFII模式的股权激励方案对于被激励员工而言具有很强的现实意义。

(2) 基本无股份支付问题

除上市公司股东以低于市价的价格向QFII转让股票的情形之外，QFII所获得的上市公司股票均应被视为市场价格，故而被激励员工通过QFII所间接获得的上市公司股票权益原则上不存在股份支付的问题。

(3) 税赋优势

根据《关于QFII和RQFII取得中国境内的股票等权益性投资资产转让所得暂免征收企业所得税问题的通知》，从2014年11月17日起，对QFII取得来源于中国境内的股票等权益性投资资产转让所得，暂免征收企业所得税；根据《关于全面推开营业税改征增值税试点的通知》（财税[2016]36号），QFII委托境内公司在中国从事证券买卖业务取得的差价收入免征增值税。因此，相比于股权激励平台模式，QFII模式在税赋方面更具优势。

(4) 无针对200人问题和股权清晰的要求

员工股权激励在实践中一般表现为两种形式：（A）被激励员工直接持有合资企业的股权；（B）被激励员工组成一个或若干个有限合伙

4. 发行对象属于下列情形之一的，可以锁价发行：（一）上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人；（二）通过认购本次发行的股票取得上市公司实际控制权的投资者；（三）董事会拟引入的境内外战略投资者。

企业（或者有限责任公司、股份有限公司等实体），通过该等持股平台间接持有合资企业的股权。具体采用何种形式，应视激励员工的人数、持股比例、资金来源、税务考虑、员工的重要程度、员工的接受度等因素综合考虑。若系以持股平台的形式实施股权激励，还可适当地对持股平台的设立地进行必要的税收筹划。

(5) 外汇出境

实操中，相比于一般外国投资者在二级市场出售股票后的收益汇出而言，QFII在投资收益汇出境外时更为便捷，可能遇到的障碍也更少。

另一方面，相比于股权激励平台模式，QFII模式下的股权激励亦有以下劣势：

(1) 激励成本较高：

由于QFII获得激励股票的方式尽可能是定向增发、配套融资和从二级市场购买，而根据《上市公司证券发行注册管理办法》的规定，仅在符合特定条件的情况下才允许锁定价格发行⁴，而QFII很难符合锁价发行的条件，因此QFII无法预先锁定一个相比后续市价较低的股票购买价格，其获得激励股票的成本很可能高于股权激励平台模式下的成本。

(2) 费用问题：

由于QFII模式下需要使用QFII的通道和其投资额度，因此QFII一般会根据投资金额和管理年限收取不菲的管理费用。

(3) 反洗钱问题：

QFII需要遵守相关国家或地区的反洗钱规定和程序，故而在参与员工数量较大时，需要花费较多的时间和精力向QFII提供相关文件、解释和沟通背景情况等。

通过员工持股计划实施股权激励

根据证监会发布的《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》（“《指导意见》”），员工持股计划系指，上市公司根据员工意愿，通过合法方式使员工获得本公司股票并长期持有，股份权益按约定分配给员工的制度安排。不论是上市公司直接发起的跨境并购，还是投资财团先完成跨境并购再向上市公司出售境外标的公司，境外标的公司的员工在收购后均将成为上市公司的子公司员工，故而上市公司在收购完成的前提下可以在境外标的公司的员工层面实施员工持股计划。

相比于股权激励平台激励模式，员工持股计划的激励模式很大程度上具有与QFII模式类似的优势，并特别包括：

(1) 参加对象更为广泛：

员工持股计划可以直接涵盖上市公司及其境内外子公司员工（包括管理层人员），包括在境外工作的外籍员工。

(2) 无人数量限制：

由于员工持股计划实质上是一项资产管理计划，且实践中一般系通过证监会核准的基金管理公司等实施，故而不存在穿透问题，一项员工持股计划可以涵盖远大于200人的员工。

另一方面，由于员工持股计划参与上市公司重大资产重组中的配套融资、定向增发时无法锁价，这就直接导致员工持股计划的激励效果大打折扣。此外，对于在境外工作的外籍员工，其在员工持股计划下所获得的收益能否顺利出境亦可能存在一定的不确定性。

通过股票期权/限制性股票实施股权激励

除了上述股权激励方式之外，证监会2016年7月发布的《上市公司股权激励管理办法》（2018年进行了修正，以下简称“《管理办法》”）进一步明确了上市公司可以本公司股票为标的、通过限制性股票、股票期权等方式对其董事、高级管理人员及其他员工进行长期性激励。根据《管理办法》，“股票期权”是指“上市公司授予激励对象在未来一定期限内以预先确定的条件购买上市公司一定数量股份的权利”；“限制性股票”是指激励对象按照股权激励计划规定的条件获得的股票（但该等股票的转让等受到限制）。

相比于QFII、员工持股计划的激励模式，《管理办法》第二十三条和第二十九条仍然允许上市公司在授予限制性股票和股票期权时锁定价格，从而可以为被激励员工提供一个富有竞争力的激励方案。当然，这一处理方式不可避免地带来了股份支付、确定的税赋等不利后果。因此，上市公司需要从商业角度谨慎分析该等激励方案的效果，避免顾此失彼的局面。

此外，根据《境内上市公司外籍员工参与股权激励资金管理暂行办法》等相关规定，境内上市公司的外籍员工参与股权激励的资金、证券账户开立等流程已打通，外籍员工可以使用人民币或者以境外汇入的资金参与境内上市公司的股权激励。

结语

在境内上市公司直接实施或以境内上市为退出渠道的跨境并购中，往往面临着境内外法律法规的多重监管。在此类项目中，有效地

对境外标的公司的员工实施股权激励是成功并购及整合的强有力保障。如上文所述，此类股权激励需要综合考虑境内外证券监管、外汇、税务、财务等诸多要素，更需要境内外财务顾问、律师、税务师、审计师等各方中介紧密配合，积极探索创新，协助交易各方设计出切实可行的交易方案，为跨境并购的成功实施提供有效协助与支持。



邱建
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2092
qujian@zhonglun.com



CHAPTER 03

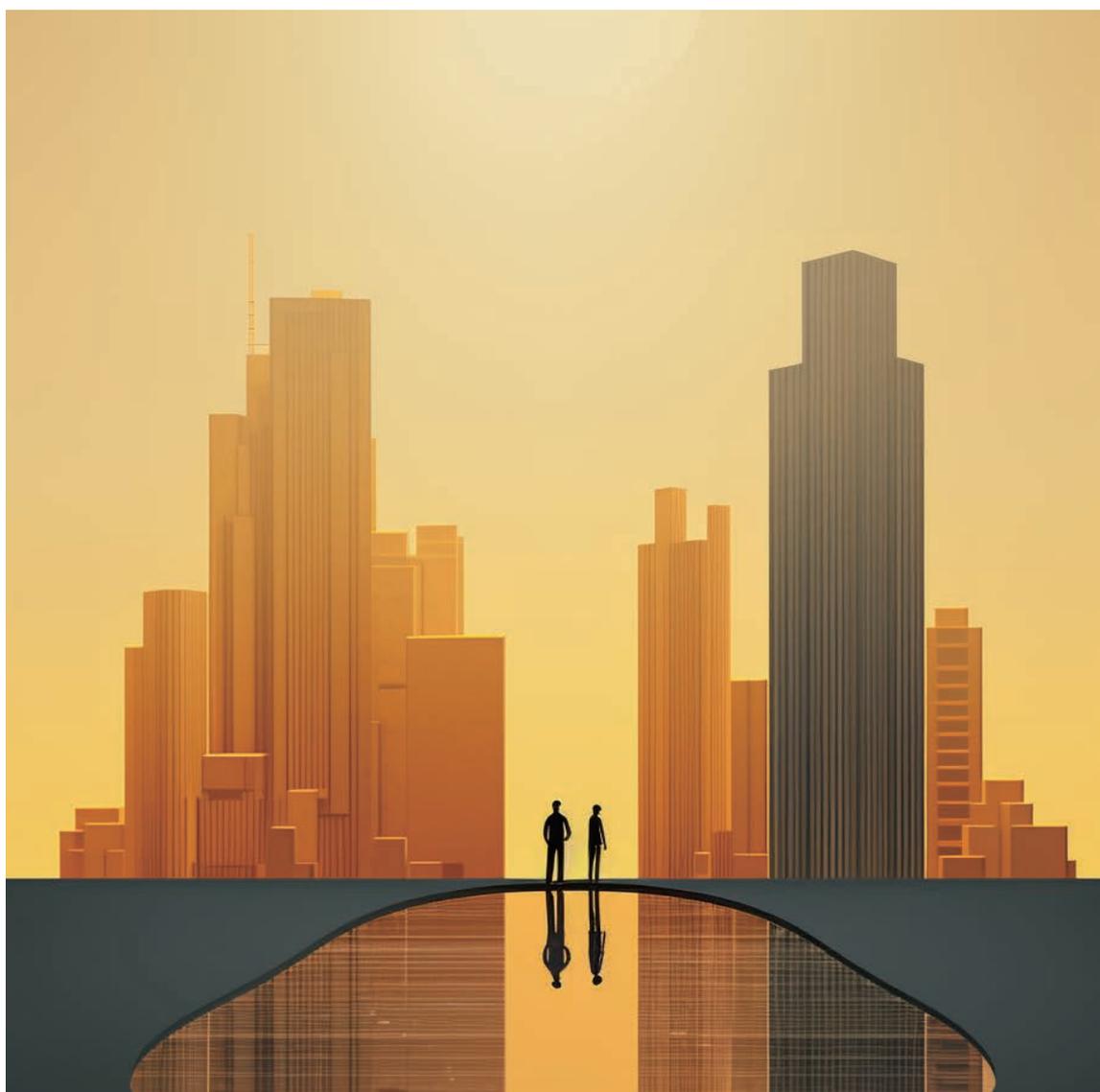
金融贷款

FINANCIAL CREDIT

跨境融资的合规之道

——以《固定资产贷款管理办法》为引 刍议跨境融资项目监管要点及实务指引

张静 赵楠 陈纪如



1.网址: <http://www.mofcom.gov.cn/article/xwfb/xwrcxw/202402/20240203471118.shtml>

2.网址: <https://www.yidaiyilu.gov.cn/p/0IG8HDOC.html>

随着“一带一路”合作的深入推进，越来越多的中国企业选择通过绿地投资方式“出海”，中资银行参与的跨境融资规模也与日俱增。根据商务部新闻办公室发布的信息¹，2023年中国企业对“一带一路”共建国家非金融类直接投资达到2,240.9亿元人民币，同比增长28.4%，增速明显高于其他国家和地区。根据中国一带一路网消息²，中资银行积极为“一带一路”项目提供融资支持。截至2022年末，政策性银行在共建“一带一路”国家贷款合计3.1万亿元，同比增长6.6%；大型商业银行对“一带一路”共建国家贷款余额约2.3万亿元。

国家金融监督管理总局2024年1月30日发布的《固定资产贷款管理办法》（国家金融监督管理总局2024年第1号，以下简称“《固贷办法》”）即将于2024年7月1日起施行。在上述新规颁发前，固定资产贷款主要适用《固定资产贷款管理暂行办法》（中国银行业监督管理委员会令2009年第2号，以下简称“《固贷暂行办法》”）及《项目融资业务指引》（银监发〔2009〕71号，以下简称“《项目融资业务指引》”）的规定。与《固贷暂行办法》相比，《固贷办法》不仅合理拓宽了固定资产贷款的用途及贷款对象范围，满足信贷市场实际需求；而且明确了贷款期限及展期要求，引导商业银行有效防范贷款期限错配风险，进一步优化贷款结构；同时放宽了受托支付的标准、支付时限要求及简化审核流程，提高了受托支付实操的灵活性；此外，还将《项目融资业务指引》作为专章纳入《固贷办法》，体例上更加科学清晰。《固贷办法》将成为新时期包括项目融资在内的固定资产贷款项目的基石性规则依据。

本文将从中国企业跨境融资角度，结合《固贷办法》的最新要求及笔者的项目经验，就《固贷办法》规范下的跨境固定资产贷款项目

的合规要点进行探讨。

PART 002

《固贷办法》要点解读

1. 新增存在多名贷款人情形下的监管要求

关于多家银行业金融机构参与同一项目融资时的监管要求，《固贷办法》将《项目融资业务指引》作为专章纳入后，于第五十三条重申了应当采用银团贷款方式的原则，同时新增要求“避免重复融资、过度融资。采用银团贷款方式的，贷款人应遵守银团贷款相关监管规定”。

与此紧密相关的是，国家金融监督管理总局已对2011年修订的《银团贷款业务指引》进行了再次修订，并于2024年3月22日公布了《银团贷款业务管理办法（征求意见稿）》，其中即新增明确了分组银团贷款的定义，银团成员可通过贷款分组，在同一银团贷款合同中向借款人提供不同期限或者不同种类贷款的银团贷款。我们认为，上述监管规定的变化趋势更有助于满足中资企业多样化的“出海”融资需求，建议密切关注后续法规出台动态。

2. 拓宽借款人主体范围

关于固定资产贷款的借款人主体范围，《固贷办法》第三条第一款将《固贷暂行办法》中规定的“企（事）业法人或国家规定可以作为借款人的其他组织”调整为“法人或非法人组织（按照国家有关规定不得办理银行贷款的主体除外）”，沿用了《中华人民共和国民法典》相关民事主体表述，进一步拓宽了商业银行可发放贷款的对象范围。

3. 拓宽贷款资金用途

《固贷办法》发布前，《固贷暂行办法》并未对固定资产贷款的贷款用途进行明确规定。根据《中国银行业监督管理委员会关于〈固定资产贷款管理暂行办法〉的解释口径》第一条规定，《固定资产贷款管理暂行办法》所称固定资产贷款是指用于固定资产投资的贷款，但并未对固定资产投资的内涵进行具体界定。有关固定资产投资的范围参照国家统计局部门《固定资产投资统计报表制度》关于固定资产投资的统计口径，指总投资在50万元及50万元以上的固定资产投资项目。而根据国家统计局2023年11月制定的《固定资产投资统计报表制度（2023年统计年报和2024年定期统计报表）》，固定资产投资额指以货币形式表现的在一定时期内建造和购置固定资产的工作量以及与此有关的费用的总称。以常见类别“设备大修理、道路等基础设施养护维护工程、房屋建筑业维修工程、社区环境微改造工程”为例，其不能纳入固定资产投资统计范围。

与《固贷暂行办法》相比，《固贷办法》扩大了固定资产贷款的资金用途范围，主要体现为：（1）于第三条重申了固定资产贷款指用于借款人固定资产投资的本外币贷款，同时对“固定资产投资”进行了明确定义：指借款人在经营过程中对于固定资产的建设、购置、改造等行为。即借款人在经营过程中，除了固定资产的建造和购置外，对于固定资产的改造等行为均属于固定资产投资的范畴。（2）于第五十七条明确规定对专利权、著作权等知识产权以及采矿权等其他无形资产办理的贷款，可根据贷款项目的业务特征、运行模式等参照《固贷办法》执行。这意味着，固定资产贷款可视情况用于知识产权、采矿权等无形资产的投资，一定程度上扩大了固定资产贷款用途的范围。

3.《贷款通则》第十二条第二款：“短期贷款展期期限累计不得超过原贷款期限；中期贷款展期期限累计不得超过原贷款期限的一半；长期贷款展期期限累计不得超过3年。国家另有规定者除外。借款人未申请展期或申请展期未得到批准，其贷款从到期日次日起，转入逾期贷款帐户。”

4.新增贷款期限、贷款展期期限要求

关于固定资产贷款的贷款期限，《固贷暂行办法》未提出明确要求，实践中贷款人通常按照《关于进一步推进改革发展加强风险防范的通知》（银监发〔2011〕14号）执行非基础设施类固定资产和项目贷款原则上不超过15年的相关规定。《固贷办法》原则上调低了贷款期限上限，于第九条明确规定贷款期限原则上不超过十年。如需办理期限超过十年贷款的，应由贷款人总行负责审批，或根据实际情况审慎授权相应层级负责审批。可以看出监管对固定资产贷款期限作为贷款项目管理重点的审慎态度。

关于贷款展期问题，《固贷暂行办法》未明确规定，《固贷办法》第四十三条明确了期限一年以内的贷款展期期限累计不得超过原贷款期限；期限超过一年的贷款展期期限累计不得超过原贷款期限的一半。该规定一方面采纳了《贷款通则》对于短期贷款及中期贷款展期的要求，另一方面突破了《贷款通则》要求长期贷款展期期限累计原则上不得超过三年的限制，有利于更好地满足当前经济形势下的企业展期需求³。同时，《固贷办法》明确要求贷款人应根据借款人还款来源等情况，合理确定展期期限，并加强对贷款的后续管理，按照实质风险状况进行对贷款进行风险分类。建议商业银行在日常经营中加强贷款授权审批管理及贷后管理，从内部严格防范因违规展期延缓风险暴露等事由带来的处罚风险。

5.新增明确贷款利率遵循原则

关于固定资产贷款的贷款利率，《固贷办法》第十条明确了借贷双方商定固定资产贷款利率时应当遵循利率市场化原则，在遵守国家有关规定的前提下协商确定。该项规定符合我国货币政策的宏观导向，为借贷双方防范贷款存续期间利率波动带来的风险提供了充分的自由裁量空间。

贷款利率往往是交易参与者关切的核心条款，随着英国金融行为监管局自2023年6月30日起停止发布一个月、三个月和六个月的美元LIBOR（伦敦银行间同业拆借利率）定价，跨境融资中的市场参与主体陆续采用相关替代性基准利率的方式进行应对，例如约定以SOFR（有担保的隔夜融资利率）+调整利差的方式计算贷款利率。我们建议市场参与者确定贷款利率时关注对比不同国别监管、不同币种汇率的具体趋势，选用符合项目实际情况的适宜利率。

6.调整受托支付的金额标准和时限要求

关于受托支付的标准，《固贷暂行办法》规定为：单笔金额超过项目总投资5%或超过500万元人民币的贷款资金支付，应采用贷款人受托支付方式。而《固贷办法》将需要受托支付的单笔金额标准调高到1,000万元人民币，且删除了“项目总投资5%”的标准。即在《固贷办法》项下，需要受托支付的唯一标准为单笔金额超过1,000万人民币，放宽了需要受托支付的标准。

此外，在受托支付的时限要求及审核流程方面，《固贷办法》亦有所放宽。在支付时限要求方面，将此前《中国银行业监督管理委员会关于<固定资产贷款管理暂行办法>的解释口径》项下受托支付时限要求“原则上当天，至迟应在下一工作日完成受托支付”调整为“贷款人原则上在贷款发放五个工作日内，至迟应于贷款发放十个工作日内完成对外支付”，同时增加了“因不可抗力无法完成受托支付的，贷款人与借款人协商确定合理的支付时限”的兜底条款。该等放宽有利于降低银行在操作受托支付时的时间压力，增加固定资产贷款项目中受托支付操作的灵活性。在审核流程方面，《固贷办法》三十一条在原则性规定贷款人应在贷款资金发放前严格审核受托支付的相关交易资料的同时，在该条第三款增加了借款人紧急用款时的简化审核流程，即：对于贷款资金使用记录良好的借款人，在合同约定的贷款用途范围内，

出现合理的紧急用款需求，贷款人经评估认为风险可控的，可适当简化借款人需提供的受托支付事前证明材料和流程。但贷款人应于放款后及时完成事后审核，并加强资金用途管理。该新增规定为有紧急用款需求的借款人提供了一定的操作空间，在未降低合规要求的前提下，一定程度上提高了银行受托支付的操作灵活性。

7.完善还款方式要求

针对借款人还款方式的具体要求，《固贷办法》对《中国银监会关于规范中长期贷款还款方式的通知》中规定的中长期贷款还款方式作了表述上的调整和整合。实质内容上并无重大变化，仍然强调要“合理确定贷款期限和还款方式”，贷款期限超过一年的固定资产贷款不能“整借整还”“集中到期偿还”，要实行“本金分期偿还”，且还本频率在特殊情况下最长可以放宽至每年一次。

8.细化贷款人尽调要求

针对贷款人应履行尽职调查的主要内容，《固贷办法》第十四条作出了较为细化的列举，同时新增了：借款人的还款来源情况、重大经营计划、投融资计划及未来预期现金流状况、社会风险等要求。针对上述变化，考虑到跨境固定资产贷款项目中，融资用途所涉项目大多位于境外，为减少因不熟悉项目所在地国家法律政策、商业环境而产生的不必要损失，我们建议商业银行在拟开展跨境固定资产贷款项目前，直接聘请境外律师或通过境内律师转聘境外律师的方式，就借款人及项目发起人等相关关系人的情况、贷款项目情况等事项进行充分、全面的法律尽职调查。

新旧规对于贷款人尽职调查的要求对比详见下表：

《固贷暂行办法》第十一条 贷款人应落实具体的责任部门和岗位，履行尽职调查并形成书面报告。尽职调查的主要内容包括：

（一）借款人及项目发起人等相关关系人的情况；

（二）贷款项目的情况；

（三）贷款担保情况；

（四）需要调查的其他内容。

尽职调查人员应当确保尽职调查报告内容的真实性、完整性和有效性。

第十四条 贷款人应落实具体的责任部门和岗位，履行尽职调查并形成书面报告。尽职调查的主要内容包括：

（一）借款人及项目发起人等相关关系人的情况，包括但不限于：**股权关系、组织架构、公司治理、内部控制、生产经营、核心主业、资产结构、财务资金状况、融资情况及资信水平等**；

（二）贷款项目的情况，包括但不限于：**项目建设内容和可行性，按照有关规定需取得的审批、核准或备案等手续情况，项目资本金等建设资金的来源和可靠性，项目承建方资质水平，环境风险情况等**；

（三）借款人的还款来源情况、重大经营计划、投融资计划及未来预期现金流状况；

（四）涉及担保的，包括但不限于**担保人的担保能力、抵（质）押物（权）的价值等**；

（五）需要调查的其他内容。

尽职调查人员应当确保尽职调查报告内容的真实性、完整性和有效性。

《项目融资业务指引》第六条 贷款人从事项目融资业务，应当充分识别和评估融资项目中存在的建设期风险和经营期风险，包括政策风险、筹资风险、完工风险、产品市场风险、超支风险、原材料风险、营运风险、汇率风险、环保风险和其他相关风险。

第四十六条 贷款人从事项目融资业务，应当充分识别和评估融资项目中存在的建设期风险和经营期风险，包括政策风险、筹资风险、完工风险、产品市场风险、超支风险、原材料风险、营运风险、汇率风险、环境风险、社会风险和其他相关风险。

9. 细化借款人应承诺事项

针对贷款人应要求借款人在贷款合同中与贷款相关的重要内容作出的承诺事项，《固贷办法》第二十三条新增了借款人应承诺配合贷款人进行贷款支付管理、贷后管理及相关检查等承诺事项，并对于应征得贷款人事前同意的重大事项补充了“可能影响其偿债能力”的兜底要求。

除了上述《固贷办法》提及的基本承诺内容，结合项目经验，我们建议商业银行根据具体项目情况可要求借款人进一步补充完善相关承诺事项，主要包括：

(1) 与贷款所涉固定资产项目相关的承诺。考虑到固贷资产贷款的特殊性，固定资产投融资的管理可能涉及项目主管部门、自然资源部门、规划部门、住建部门、环保部门、安全监管等多个部门，且《固贷办法》明确要求贷款人对贷款所涉项目情况进行尽职调查，建议在贷款合同中要求借款人明确就贷款所涉项目的以下事项进行承诺：①项目依法获得所需的批准、许可、备案、登记等，并持续符合贷款合同约定及项目所在国的法律法规规定。②项目进度与贷款资金使用之间的衔接/匹配；③项目所涉环境保护及竣工验收审批事宜。

(2) 诉讼文书送达的相关承诺。跨境融资项目中，项目所在国法院对于中国法院/仲裁机构做出的判决/裁决是否具有顺畅的承认及执行的渠道，是贷款人关注的核心问题之一。因此，在设计贷款合同的争议解决方式及相关条款时应充分考虑项目所在国法律的要求。例如，部分国家（如墨西哥）法律要求在贷款合同中载明采用诉讼文书代收人（Process Agent）的方式实现更为便捷的送达，即借款人需委任诉讼文书代收人对贷款人在任何法院提起的任何诉讼程序的所有令状、文件和传票进行代收。鉴于诉讼文书代收人（Process Agent）并非贷款合同的一方，因此需要在贷款合同中针对该事项为借款人设置明确的承诺义务。

(3) ESG相关承诺。为促进银行业保险业发展绿色金融，《银行业保险业绿色金融指引》曾明确提出银行保险机构应当有效识别、监测、防控业务活动中的环境、社会和治理风险，重点关注客户（融资方）及其主要承包商、供应商因公司治理缺陷和管理不到位而在建设、生产、经营活动中可能给环境、社会带来的危害及引发的风险。鉴于固定资产投资项目往往在社会环境污染防治中占据着重要地位，建议商业银行要求借款人在贷款合同中就符合我国及项目所在地的ESG合规要求进行明确承诺。

4. 第四十九条第二款：“贷款人认为可办理项目融资信用贷款的，应当在风险评价时进行审慎论证，确保风险可控，并在风险评价报告中进行充分说明”。

PART 003

跨境担保的外汇管理

尽管《固贷办法》第四十九条第二款⁴原则上允许银行提供项目融资可以信用贷款的形式，但应当在风险评价时进行审慎论证，确保风险可控，并在风险评价报告中进行充分说明。考虑到信用及商业风险，笔者认为未来银行在进行项目融资尤其是跨境项目融资时仍会配以相应的担保安排来缓释风险。在跨境融资项目中，常见的担保安排包括借款人关联方提供的保证担保、借款人的股权质押、借款人（作为项目公司）提供的项目资产抵押、应收账款质押等，同时配以对借款人（项目公司）相关账户（如资金回笼账户）的监管措施。

1. 跨境担保模式分类

目前，根据《跨境担保外汇管理规定》《跨境担保外汇管理操作指引》（以下简称“《指引》”）相关规定，按照担保当事各方的注册地的不同，跨境融资项下担保模式分为如下三种：

内保外贷：指担保人注册地在境内、债务人和债权人注册地均在境外的跨境担保，详见图1；

5. 图中担保包括(各层)股权质押、资产抵押、信用担保等形式,下同。

外保内贷: 担保人注册地在境外、债务人和债权人注册地均在境内的跨境担保, 详见图2;

其他形式跨境担保: 除前述内保外贷和外保内贷以外的其他跨境担保情形, 示例如图3。

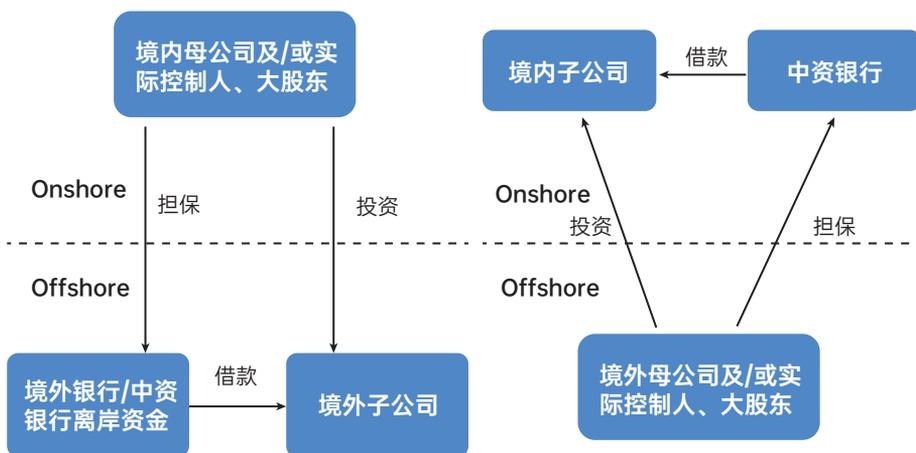


图1⁵: 内保外贷

图2: 外保内贷

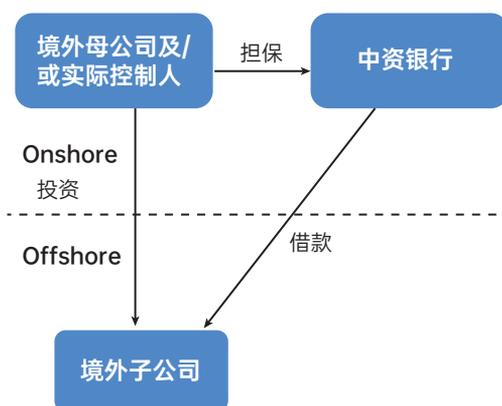


图3: 其他形式跨境担保示例

2.跨境担保登记以及担保履约登记要求

根据《跨境担保外汇管理规定》《指引》相关规定，基于业务类型典型性以及资金流向等性质的不同，内保外贷、外保内贷以及其他形式跨境担保三种模式下的担保登记以及担保履约登记要求有所区别，企业在适用时应予以关注。具体如下：

序号	担保模式	担保登记要求	担保履约登记要求
1.	内保外贷 (如图1)	担保人签订内保外贷合同后，如担保人为银行的，应由担保人通过数据接口程序或其他方式向国家外汇管理局（以下简称“ 外汇局 ”）资本项目信息系统报送内保外贷相关数据；如担保人为非银行金融机构或企业（以下简称“ 非银行机构 ”）的，应在签订担保合同后15个工作日内到所在地外汇局办理内保外贷签约登记手续。	成为对外债权人的境内担保人或境内反担保人，应办理对外债权登记。如对外债权人为银行的，应通过资本项目信息系统报送对外债权相关信息；如对外债权人为非银行机构的，应在担保履约后15个工作日内到所在地外汇局办理对外债权登记，并按规定办理与对外债权相关的变更、注销手续。
2.	外保内贷 (如图2)	境内债务人从事外保内贷业务，由发放贷款或提供授信额度的境内金融机构向外汇局的资本项目系统集中报送外保内贷业务数据。	外保内贷业务发生境外担保履约的，境内债务人应在担保履约后15个工作日内到所在地外汇局办理短期外债签约登记及相关信息备案。
3.	其他形式跨境担保 (如图3)	除外汇局另有明确规定外（外汇局目前尚未有另行明确规定），担保人、债务人不需要就其他形式跨境担保到外汇局办理登记或备案，无需向资本项目信息系统报送数据。	其他形式跨境担保业务发生担保履约的，如担保人在境内、债务人在境外，担保履约后构成对外债权的，应当办理对外债权登记；如担保人在境外、债务人在境内，担保履约后发生境外债权人变更的，应当办理外债项下债权人变更登记手续。

外债合规问题是跨境融资项目中借贷双方均需要重点关注的事项。在我国目前的监管体系下，外债事宜受到外汇局及国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）的双重监管，同一跨境融资项目可能会涉及两项外债登记：一是向发改委申请外债审核登记，二是向所在地外汇局申请外债签约登记。

1. 发改委的外债审核登记

2023年1月10日，发改委公布了《企业中长期外债审核登记管理办法》（中华人民共和国国家发展和改革委员会令第56号，于2023年2月10日起施行，以下简称“56号文”），替代了《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（发改外资〔2015〕2044号）（以下简称“2044号文”）。56号文将此前的外债备案登记制改为外债审核登记制，且在适用范围方面由直接借用外债扩展到包括间接借用外债，同时对于借用外债的主体资质、外债用途、交易流程及各方违反外债审核登记的责任等方面进行了更为细化严格的规定。

结合56号文及发改委于官网公布的《企业借用中长期外债审核登记办事指南》及配套常见问题解答，我们梳理出在跨境固定资产贷款项目中，涉及需要向发改委进行外债审核登记的主要场景如下：

（1）直接借用外债的情形

- ①境内企业向境外机构举借的、以本币或外币计价、期限为1年（不含）的中长期贷款；
- ②境内企业控制的境外企业或分支机构向境外机构举借的、本币或外币计价、期限为1年期（不含）以上的中长期贷款；

此处“控制”是指直接或间接拥有企业半数以上表决权，或虽不拥有半数以上表决权，但能够支配企业的经营、财务、人事、技术等重要事项。

需要注意的是，企业向境内银行自贸区分支行的FTN账户借用1年期（不含）以上的贷款，及企业向境内银行的离岸中心借用的离岸资金（包括本、外币）均属于需要办理发改委外债审核登记的范畴。

(2) 间接借用外债的情形

境内企业间接在境外借用外债，是指主要经营活动在境内的企业，以注册在境外的企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益，在境外发行债券或借用商业贷款等。

对于上述“主要经营活动在境内的企业”的界定，应遵循实质重于形式的原则，从财务指标、经营情况等方面进行判断。如境内企业营业收入、净利润、总资产或者净资产的任一指标占发行人/借款人同期经审计合并财务报表相关数据比例超过50%，且经营活动的主要环节在境内开展或者主要场所位于境内（或者负责经营管理的高级管理人员多数为中国公民或者经常居住地于境内的），应按照56号文规定申请外债审核登记。

需要说明的是，在56号文实施前，发改委已通过官网公布2044号文配套问答的形式明确了特定情形下非直接借用外债形式（包括红筹架构的企业、境内企业通过VIE控制的境外企业借用1年期（不含）以上的外债等），均需要向发改委进行外债备案登记。但56号文在2044号文基础上，不再区分红筹架构等具体情形，而是直接定义何为“境内企业间接在境外借用外债”，理论上将非红筹架构但主要经营活动在境内的境外企业借用外债均纳入了管理范围，一定程度上扩大了间接借用外债的适用范围。

在跨境固定资产贷款项目中，若企业属于上述直接借用外债或间接借用外债的情形的，需要根据56号文的规定在贷款首次提款之前取

得发改委的《审核登记证明》，完成审核登记手续，并在事后履行相应的信息报送义务。

2. 外管局的外债签约登记

根据《中国人民银行关于全口径跨境融资宏观审慎管理有关事宜的通知》（银发〔2017〕9号，以下简称“9号文”）规定，对境内非金融企业（不包括政府融资平台和房地产企业）外债额度实行全口径跨境融资宏观审慎管理，企业开展跨境融资的风险加权余额不得超过其跨境融资风险加权余额上限，中国人民银行会不定期对相关计算参数进行调整。企业应在跨境融资合同签约后但不晚于提款前3个工作日，向所在地外汇管理局办理跨境融资情况签约备案，并应每年及时更新跨境融资以及权益相关的信息（包括境外债权人、借款期限、金额、利率和自身净资产等）。

需要说明的是：

①关于外债额度问题，根据外汇局于2022年5月30日发布的《关于支持高新技术和“专精特新”企业开展跨境融资便利化试点的通知》（汇发〔2022〕16号）及2023年12月4日发布的《关于进一步深化改革 促进跨境贸易投资便利化的通知》（汇发〔2023〕28号）规定，高新技术企业、“专精特新”企业及科技型中小企业可在一定额度内自主借用外债，不拘泥于9号文的限制，为该等企业的外债额度提供了便利化政策；

②关于外债签约登记事宜，2023年12月4日，外汇局发布《关于扩大跨境贸易投资高水平开放试点的通知》（汇发〔2023〕30号），将试点地区符合条件的非金融企业借用外债的签约登记手续下放到银行直接办理，并于同日决定在上海市、江苏省、广东省（含深圳市）、北京市、浙江省（含宁波市）、海南省全域扩大实施跨境贸易投资高水平开放政策试点。由于各地对政策的落实可能不同，建议企

业在办理外债签约登记前先向当地外汇局咨询，以确定是否可以到银行直接办理。

PART 005

结语

即将实施的《固贷办法》从贷款参与主体、贷款资金用途、贷款期限及展期要求、受托支付标准、支付时限及流程、贷前尽调要求等方面，全方位地完善了固定资产贷款业务经营行为基本规范，在促进跨境融资市场良性发展的同时亦对市场参与者提出了更高的合规要求。对于市场参与者而言，在后续进行跨境固定资产贷款交易时，需要关注《固贷办法》相关变化要点，并审慎思考合规要求与项目实操的有机结合；同时，还应关注跨境固定资产贷款项目可能涉及的跨境担保外汇管理及外债登记合规要求，以合规有序地开展相关业务。



张静
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3703
zhangjingsh@zhonglun.com

中国企业海外并购交易中的 并购贷款融资

原挺 谷金泽 王佳菲 张沂



中国企业的海外并购交易往往涉及大额的资金需求，银行并购贷款是企业解决并购资金问题的重要方案。本文重点介绍并购融资中的中国法监管规定以及并购融资中的主要融资文件和特殊条款，供开展境外投资并购的中国企业参考。

从并购方并购资金来源看，除了向银行筹集的优先级并购贷款，往往还配有资本金或股东借款，或者向第三方财务投资人筹集的股权投资或夹层融资。

从中资银行与外资银行参与国际并购市场的情况来看，中资银行通过其境内机构及境外分支机构为中国境外并购的企业提供了诸多便利。而外资银行凭借着多样化的融资产品、灵活的融资条件及市场化的银团份额分销能力也为很多海外项目提供了重要的资金支持。中国企业可结合项目实际情况，综合考虑融资成本、交易结构、财务标准等因素，选取具有不同优势的银行安排融资。下文将展开分析企业向境内外银行申请并购融资需遵守的监管规定和登记备案要求。

1. 商业银行并购贷款指引

并购贷款所涉及的最重要的监管规定为《商业银行并购贷款风险管理指引》（下称为“《并购贷款指引》”）。

根据《并购贷款指引》第三条¹和第四十一条²规定，并购贷款可以用于股权并购和资产并购。同时，并购贷款适用于实现合并、实现对目标企业的实际控制或维持对目标企业控制的并购，通常对于参股类

1.《并购贷款指引》第三条：本指引所称并购，是指境内并购方企业通过受让现有股权、认购新增股权，或收购资产、承接债务等方式以实现合并或实际控制已设立并持续经营的目标企业或资产的交易行为。并购可由并购方通过其专门设立的无其他业务经营活动的全资或控股子公司（以下称子公司）进行。

2.《并购贷款指引》第四十一条：商业银行贷款支持已获得目标企业控制权的并购方企业，为维持对目标企业的控制权而受让或者认购目标企业股权的，适用本指引。

并购交易的融资难以适用。对于实际控制的判断标准，结合《公司法》《上市公司收购管理办法》《经营者集中审查暂行规定》和《企业会计准则第33号——合并财务报表》中“控制”、“实际控制人”及“控股股东”的相关规定，可以从股比及表决权比例、特殊表决机制、董事以及高管的任命权、重大交易或经营活动的决策权等维度进行综合分析判断。对于维持控制，并购方已获得目标企业的控制权，出于避免丧失控制权或增强控制权的目的而进行的并购交易，我们理解均是银行并购贷款的适用情形。

此外，根据《并购贷款指引》的规定，商业银行并购贷款还需满足以下主要条件：并购贷款期限一般不超过7年，并购交易价款中并购贷款所占比例不应高于60%，且并购方自筹资金需已足额到位等内容。

2. 国家发展和改革委员会外债登记

如向境外银行举借并购贷款，则可能涉及国家发展和改革委员会（下称为“发改委”）2023年发布的《企业中长期外债审核登记管理办法》（下称为“56号令”）项下的外债登记事宜。根据56号令的规定，境内企业/境内企业控制的境外企业向境外举债，且超过1年期的，应当依照发改委的规定办理外债登记。在中国企业施行海外并购时，如由境内企业控制的境外主体向境外银行申请1年期以上贷款的，则需遵守56号令项下的外债登记规定。如涉及外债登记事项，应由境内企业总部在实际提款前向发改委及时申报外债，完成外债登记。

3. 跨境担保外汇管理规定

在举借并购贷款的过程中，还可能会涉及到跨境担保，其中最为常见的模式为内保外贷。根据《跨境担保外汇管理规定》（下称为“29号文”）第三条，“内保外贷是指担保人注册地在境内、债务人和债权人注册地均在境外的跨境担保。”如境内企业为并购贷款提供股权质押、

保证等形式的担保，且并购贷款的借款人与贷款人均注册在境外时，则需要向外汇管理局申请内保外贷登记。需注意的是，在外汇管理局的监管口径下，境内银行自贸区支行发放的FT账户贷款不属于“外贷”，但境内银行离岸中心向境外借款人发放的贷款属于“外贷”，在构成内保外贷的情形下，需要办理内保外贷登记。

对于内保外贷登记办理的时限，根据29号文第九条³，担保人应当在签订担保合同后15个工作日内提交登记申请，但现行规定中对于内保外贷登记的办结时限并未明确规定，且在此类交易中，贷款人往往会将内保外贷登记作为提款先决条件。因此，并购方应事先与外汇管理局就申请登记事项进行沟通，以降低审核登记的不确定性。

除内保外贷外，中国企业在举借并购贷款的过程中还可能会涉及到外保内贷及其他形式跨境担保。如并购贷款的借款人、贷款人均注册在境内，担保人注册于境外，则构成外保内贷，该等情形下将由境内金融机构向外汇管理局集中报送相关信息。除内保外贷和外保内贷外，除非另有特别规定，其他形式的跨境担保不需要到外汇管理局办理登记或备案。

3.29号文第九条第三款：担保人为非银行金融机构或企业（以下简称非银行机构）的，应在签订担保合同后15个工作日内到所在地外汇局办理内保外贷签约登记手续。担保合同主要条款发生变更的，应当办理内保外贷签约变更登记手续。

PART 003

并购融资中的主要融资文件

1. 必备文件

并购贷款系围绕着贷款人与借款人的直接借贷关系而展开，因此贷款协议或授信协议是融资文件的核心。并购贷款的主要商业安排、权利和义务、控制的范围和程度均于贷款协议中进行详细约定。除贷款协议外，担保文件也是并购贷款必不可少的配套文件。担保类型可包括股权质押、保证担保、资产抵押、账户监管及账户质押等。

股权质押：并购贷款的主要目的系收购目标公司股权，因此，目

标公司的股权质押通常是必要的担保安排。作为贷款所形成的核心资产，股权的分红收益及处置收益是清偿贷款本息的重要来源之一，在股权之上设立的质押成为限制借款人自由处分行为的重要保障。由于借款人在多数交易中都是基于跨境收购的税收筹划而设立的境外壳公司，因此股权的质押通常不仅限于目标公司股权，还包括多层壳公司的股权，甚至追溯到实际中国母公司跨境持有的第一级股权。

账户及资产抵质押：借款人和夹层壳公司的账户及资产通常需要全部质押予贷款人。并购贷款中的账户监管通常包括两个方面，其一是对贷款资金走向的监管，其二是对还款资金的归集和控制。分红、处置、股东支持等资金都应纳入贷款人监管范围并应用于还款或提前还款。就资产抵押，虽然夹层壳公司通常没有其他资产，但往往会基于避免其产生其他债务而影响并购贷款的回款现金流的考虑，亦对其设立资产抵押担保。

保证担保：虽然贷款人通过股权质押及资产抵押控制了贷款资金形成的主要资产，但实际收购方控股公司的支持亦常见于贷款人信贷要求。贷款人可能会要求母公司提供连带责任保证担保、以开立银行保函为目的提供反担保，或者要求母公司提供流动性支持承诺。

2. 支持性文件

虽然银行并购贷款是杠杆并购的主要资金来源，但借款人也可能同时与其他融资方达成其他融资安排。银行贷款人为了确保其债权优先性，通常会与其他融资方间会签署一份债权人协议，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。

费用函主要约定借款人与银行贷款人间的费用安排，虽然其内容篇幅不长，但却是商业银行的重要收入来源。有些费用由牵头行、安排行或代理行独享，有些费用在初始贷款行间分享，也有一些费用是由后续加入的贷款行分享。因此，对于借款人而言，在与贷款人协商

融资成本时，不仅要关注贷款协议中约定的利率，还需要特别关注费用安排。

如果跨境并购涉及多币种融资安排，或贷款币种与目标公司所在国法定货币或还款资金来源的币种不一致，贷款人往往会与借款人达成对冲交易以确保还款资金来源币种与还款要求的币种相匹配。借款人也可以根据自身现金流测算，设立浮动利率和固定利率的互换等其他对冲安排。

此外，如果收购股权、壳公司现金流和母公司信用还不足以覆盖贷款人的授信风险，贷款人亦会要求母公司或其下属实业公司提供资产担保，包括授信中常见的不动产抵押、应收账款质押、其他股权质押和动产质押等，作为对前述必备文件中担保文件的补充。

PART 004

并购融资中的常见特殊条款

相较于一般的银行贷款，银行并购融资在条款上有诸多特殊安排。本文拟选取部分有特点的技术性条款进行分享。

1. 财务资助

“财务资助”（Financial Assistance）是并购贷款交易当中一种增信措施，其是指除了自有资金外，收购方利用目标公司提供的包括资金、信用、抵质押担保、保证担保、费用、补偿、赠予等财务方面的资助而获得融资，用于支付目标公司股权收购或目标资产收购对价的行为。2023年《中华人民共和国公司法》（下称为“《新公司法》”）修订，首次在法律层面引入“禁止提供财务资助原则”。在此之前，我国法律层面并未规定公司是否能为他人取得自身股份提供财务资助，而主要是在上市公司及非上市公众公司层面以部门规章形式明文规定禁

止财务资助行为。根据《新公司法》第一百六十三条，原则上禁止股份有限公司为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助。

“禁止提供财务资助原则”源于上世纪二十年代的英国法，并传播到其他英联邦国家，也被欧盟立法所接受。《1928年英国公司法》第十六条首次以专门的成文法规则规定了“禁止提供财务资助原则”，该原则核心目的在于保护公司资产不被用于可能损害公司、股东和债权人利益的股份购买行为。具体而言，其一，该原则用于限制杠杆收购，避免买方寻找有充足现金流或者容易变现的资产的公司作为收购目标，并从目标公司获取借款用于支付购入该公司股份的价款，进而损害了其他股东及债权人的利益；其二，该原则用于防止公司管理层运用公司资源对其特定的买方提供支持，从而干扰正常的公司股价；其三，该原则用于避免公司及相关高管操纵股份价值；其四，该原则用于维护公司的资本维持原则，即在公司存续期间不得以直接或间接的形式向股东返还资本，从而保护债权人的利益。

但由于“禁止提供财务资助原则”一定程度上增加了并购交易的成本并且影响了一些有利于公司利益交易的实施，大部分英美法系国家允许目标公司通过洗白豁免（Whitewash Waiver）提供财务资助。《新公司法》第一百六十三条第二款亦规定了相应的洗白程序，但目前对其的解释缺乏实务依据，需根据《新公司法》正式施行后的实践情况进一步明确合规要求。

实践中，为了规避融资文件适用法律对于“财务资助”的限制，各方通常会将目标公司提供的增信措施作为提款后续条件，在完成交割之后再由目标公司与贷款人签署相应的担保文件。但需要说明的是，在中国法下以交割后提供担保的形式规避“财务资助”限制存在一定违反法律规定的风险。

2. 资金确定性 (Certain Funds)

资金确定性 (Certain Funds) 是并购融资安排中的一个核心特征，资金确定性条款是为了确保在收购交易完成前，买方有足够的资金来履行收购义务。资金确定性条款会约定资金确定性期间 (Certain Funds Period)，在此期间内，只要买方满足了提款的前提条件、没有重大违约且重大陈述是真实的，银行就有义务放款，并且不能取消承诺额、终止贷款协议或采取其他任何影响放款的行为。而银行履行资金确定性义务的前提通常包括收购文件在资金确定性期间内不得修改、买方没有发生收购协议项下的重大违约且买方在收购协议项下重大陈述是真实的。从借款人的角度，借款人应将陈述事项和违约定在重大陈述和重大违约，通常仅限于借款人可以履行和控制的内容。

3. 清理期 (Clean-up Period)

在并购融资交易中，通常允许在融资交割后设定一个清理期。在该期间内，目标公司及其子公司的特定行为不会构成违约事件，以避免在交割后的期间内目标公司轻易触发违约。但需注意的是，并非所有目标公司及其子公司的行为均可不被视为一项违约事件。一般情况下，银行可能会认为在以下条件满足时，才不构成一项违约事件：

(1) 该等行为仅因目标公司或目标公司子公司的原因造成；(2) 该等行为能够被补救且目标公司或目标公司的子公司正在采取补救措施；(3) 该等违反并非借款人故意促成发生或基于借款人的同意而发生；(4) 该等违反不会产生重大不利影响。此外，并非清理期中发生的所有违约均不构成违约事件。例如，如果在清理期中发生未按时付款、破产程序等，亦会构成一项违约事件。

4. 强制提前还款

在并购融资中，银行通常会要求发生特定情形时银行有权要求借款人提前偿还贷款。常见的情形包括：控制权变更、处置收益、保险收益、收购款项、超额现金流、借款人上市等。受篇幅所限，本文仅就前三种类型的强制提前还款情形进行简要的分析。

- 控制权变更

“控制权变更”会作为一项单独的定义在贷款协议中规定，指初始投资人或其控制的基金不再有权控制借款人（不论是持有借款人的特定股权或是有权控制借款人的股东或股东会）。并购融资交易的贷款协议中，集团所有者和/或控制者的身份可能是贷款人在并购融资背景下关注的因素之一。因此，贷款人通常会要求在发生控制权变更时，其有权要求强制提前还款和取消承贷额。

- 处置收益、保险收益

处置收益指任何类型的资产处置所得税后款项，保险收益指集团成员于任何保险项下所获得的保险赔款。银行要求该等收益用于提前还款的目的在于，如果资产已经变成现金，除非该等现金能被用于有效的再投资，否则，应将资产处置所得款项（或与资产有关的保险赔款）用于提前偿还贷款，以避免杠杆率上升。

- 收购款项

收购款项是指因收购文件相关的索赔而取得的款项。例如，因卖方违反收购协议项下保证条款而需支付的赔偿款项，或者就收购相关的尽职调查报告主张的索赔款项。除特定的排除情形外（如用于收购价格的调整、解除第三方责任或恢复、维修或替代索赔相关的集团资产），该等收购款项应用于强制提前还款。

并购贷款融资是一项复杂且多层次的融资安排，不仅需要底层并购交易的全面理解和融会贯通，还必须从金融机构风险控制的角度

搭建完善的融资结构，同时满足各法域的监管要求。各方也经常需要在几百页的融资文件中反复推敲、调整数月，力求在并购交割日之前顺利完成融资。我们希望能够与中国出海企业一同不断探索国内外并购贷款市场，助力中资企业境外并购业务中的资金融通与财务安全。



原挺
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2045
yuanting@zhonglun.com



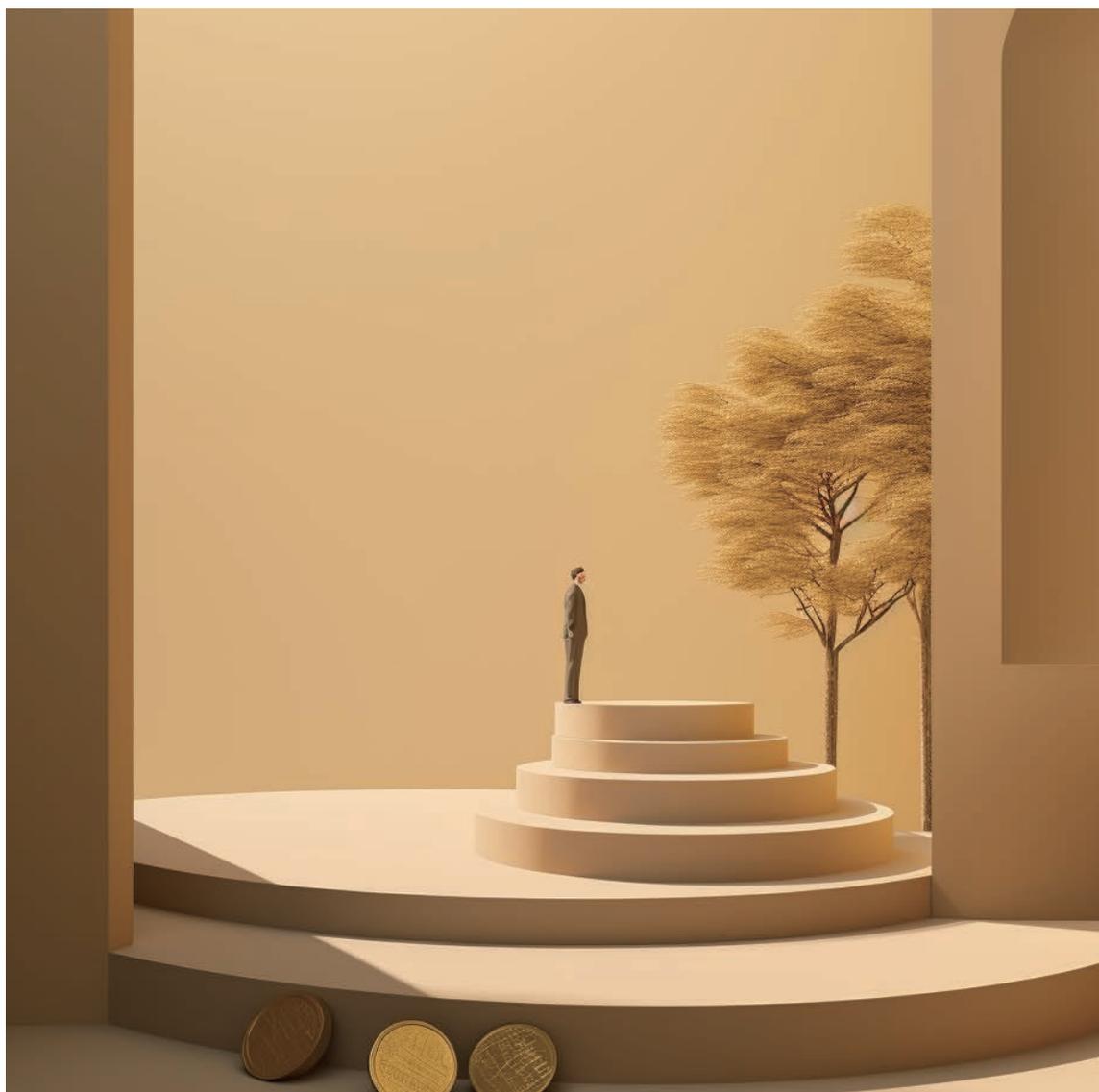
CHAPTER 04

运营合规

OPERATIONAL COMPLIANCE

中国企业境外运营 合规要点概述

刘相文 丁海东 曹芹 张亦文



PART 001

前言

近年来，中国企业积极走出去，参与共建“一带一路”成果丰硕，国际化经营能力和水平明显提升。截至2022年底，中国直接对外投资存量2.75万亿美元，中国企业在海外沉淀了大量资产。但由于部分中国企业在境外合规管理方面缺乏规范性、体系性，特别是在中美博弈日趋激烈的背景下，中国企业面临的境外合规风险与日俱增，常常面临反海外腐败、经济制裁、出口管制、反洗钱等美国“长臂管辖”及多边金融机构制裁相关的合规风险；同时也面临诸如健康和安​​全、劳动用工、环境保护、税务管理、知识产权、海关与外汇管理等东道国各领域的其他合规风险。中国企业如对境外合规风险管控不善，可能面临财产、声誉损失、甚至更为严重的影响，企业个人也可能面临行政、甚至刑事处罚。深入挖掘境外运营合规存在的问题与挑战，全面把握境外运营的合规要点，加强企业境外合规管理体系建设，运用法治思维和法治方法积极应对境外合规风险及监管调查，已然成为中国企业推进高水平对外开放、实现“走出去”高质量发展的有效路径。

PART 002

中国企业境外运营合规的主要问题与挑战

结合中国企业以往在境外运营的实践以及我们对中国企业境外合规管理现状的理解，我们认为，中国企业在境外运营合规中主要面临以下问题与挑战：

（一）价值观偏差

部分中国企业在海外业务高速发展的过程中，过度强调经济效

益，忽视了经营的合规性。例如，为了中标非洲某国电力项目，中国某企业使用母公司的名称去投标（构成欺诈行为），后被世界银行制裁。违规行为的出现很大程度上反映该企业将经济效益置于经营合规之上的价值选择，也正因如此，导致违规事件的发生和经济效益的损失。价值观层面的偏差是境外合规经营的重大障碍。

（二）法治意识不强，不擅长用法治思维和法治方式处理问题

现行国内环境下，部分中国企业存在依赖行政协调的思维倾向，而数次法规改革的背景下，可能引发企业对创新、规则与恒定价值的困惑。违反规则的成本与遵守规则的收益不成比例，也会导致出现“劣币驱逐良币”的现象。然而，在法治监管不断发展的趋势与背景之下，一些背离法治的选择可能使企业遭受更加重大的损失，例如近期某头部通讯企业被制裁事件可谓为中国企业敲响了合规的警钟。

（三）对境外合规不重视、不研究、不了解

企业在境外经营过程中对境外合规管理的不重视、不研究、不了解，也是跨境合规中的一个严峻问题。“不重视”，即不重视境外合规管理，资源投入严重不足；“不研究”，即不研究境外合规监管，对执法动向的把握和应对不及时；“不了解”，即不了解境外合规要求，陷入误区导致合规风险。

在忽视境外合规管理、对相关监管要求陌生的情况下，企业可能在不知不觉中就遭受境外合规风险，典型案例为某大型建筑央企因投标欺诈而被世界银行制裁。世界银行规则与国内部分所谓的“惯常操作”和实践存在不一致，借用业绩等部分国内企业的“惯常操作”都可能违反世界银行的规定而遭受制裁，给企业埋下严重的违规风险点，甚至使其自身遭受制裁或承担其他不利的法律后果。可见，境外合规要求与监管规则应当引起企业重视，需要企业专门研究，要求企业提升自身

认识水平。

(四) 合规管理体系不健全

合规管理体系不健全也是企业开展跨境合规工作中存在的典型问题。这一问题的一个突出表现在于，企业内部合规部门、风险部门、内控部门的职责与权力分配不合理，工作内容多有交叉，合规工作易出现混乱。同时，可能由于企业决策层授权和领导层资源支持不足等原因，导致合规部门“形同虚设”。例如，部分企业在设置合规管理组织架构时，只将原有的法律部门简单改名建立“合规部门”，但实际工作内容不变，与风险、内控、纪检等部门各自为战。合规管理组织的薄弱，自然会导致合规管理效果欠佳。

就境外合规管理而言，许多企业虽设有境外分支机构或实际开展境外业务，却未建立专门的境外合规体系架构，使得境外机构或业务并无可实际依托的合规管理机制，合规管理要求难以在境外经营中得到有效施行。

(五) 合规管理运行不到位

目前，国内企业合规体系建设处于成长期，国内合规体系在海外的落地可能尚无成熟经验可资借鉴，尚未形成成熟的境外合规管理方法论。中国企业可能会缺乏有效的管理工具和管理手段来跟踪海外经营当中的合规风险变化，部分合规管理停留在制度制定和政策宣导层面，未行贯彻落实，导致“纸面合规”或“形式合规”。

境外合规管理运行不到位，尤其体现在对境外子公司的合规管理不到位、对境外子公司派驻人员的合规管理不到位这两个方面。其一，就境外子公司合规管理而言，主要问题在于：文化与法律上的显著差异，导致国内合规管理体系难以直接应用到境外子公司；受到法人人格否认制度的限制，中国企业难以对境外子公司开展非常有力的

管理工作。其二，就境外子公司派驻人员合规管理而言，主要问题在于：未对派驻人员开展有关我国及东道国合规要求的培训；仅通过派驻人员的反馈了解经营管理情况，无法及时发现其隐瞒的违法违规行
为；对派驻人员疏于管理，未建立有效的跟踪、考评、监督制度。

（六）合规人才队伍和管理经验不足

中国企业跨境合规管理面临的另一挑战在于合规管理人员的资质与经验问题。目前，部分中国企业的合规人才队伍资质水平与相关人员的合规管理经验普遍存在不足。

PART 003

中国企业境外运营的主要合规要点

企业境外运营涉及方方面面，牵涉的合规领域众多。因每一个领域均有系统性的合规要求，我们在此不做全面展开，仅对部分重点领域的一些合规要点进行简要概述，以期企业给予充分关注、提高合规意识。我们建议企业通过内部力量或借助外部专业机构对自身相关的合规领域进行深入研究，全面、深入把握这些合规要点。

（一）反腐败与反贿赂

打击贿赂和腐败是全球的共识，防范贿赂和腐败风险是中国企业境外运营的基本要求。不同国家或地区根据自身历史文化、社会习惯及法律制度，针对本国的贿赂和腐败问题，形成了有效程度不同的治理体系。一些国家的反腐败和反贿赂规定还具有域外效力，因此中国企业除应遵守东道国反贿赂与反腐败的规定，还应特别关注美、英等国具有域外效力的相关规定。以美国《反海外腐败法》（下称“FCPA”）为例，FCPA不仅适用美国主体、在美国境内行事的主体，

也适用于在美国上市的非美国主体（如在美国纽约证券交易所上市的中国公司）、使用美国银行系统结算的非美国主体（如向非洲某国主体支付款项并经美国银行中间结算的中国公司）。受FCPA管辖的中国公司或个人，如果直接或通过第三方向美国以外的东道国官员或国际组织的官员行贿或承诺行贿，将受到FCPA的行政甚至刑事处罚，公司高管在美国或与美国具有引渡协议的国家入境时将面临被逮捕的风险。例如，澳门新建业集团董事会主席吴立胜因其在2009-2015年期间通过在美国成立的媒体组织“南南新闻”向联合国官员行贿而在美国入境被捕并判处48个月监禁、100万美元罚款、150万美元罚没。

中国企业在境外运营过程中，不仅要在企业内部禁止公司或员工向外国官员行贿或承诺行贿，更要加强对合作第三方（经销商、推广服务商、咨询机构等）从准入、签约、履约到履约后评价的闭环管控，防范因第三方行贿行为给企业带来的贿赂和腐败风险。

（二）经济制裁

经济制裁是一国政府为禁止和/或限制本国人，在某些情况下甚至是非本国人，与特定国家、地区、实体和/或个人进行交易而采取的措施。一般而言，一国的经济制裁主要适用于本国主体以及与本国存在连接点的非本国主体，例如非本国主体在本国境内开展的交易行为，也即，一级制裁。违反一级制裁的后果可能包括刑事、行政处罚等。然而，美国基于其自身的“长臂管辖”制度，除一级制裁外，还设置了二级制裁制度，即限制不存在“美国连接点”的非美国主体与被制裁对象进行经贸往来，并视情况对违反规定者进行制裁，制裁后果主要为列入相应的制裁清单，冻结涉美财产及财产权益或限制开展某些涉美交易。故在美国经济制裁体系下，中国企业在对外投资过程中，即使该交易不存在任何的涉美因素，也需要关注美国二级制裁制度下该交易可能存在的合规风险。例如，2019年，美国司法部与财政部海外资产

控制办公室就以资助他国发展大规模杀伤性武器为由制裁了辽宁鸿祥实业集团及其董事长，并向其提起刑事检控。中国企业需加强交易相关主体的风险筛查以及对境外投资和运营行业的风险评估，提前防范一级、二级经济制裁风险。

(三) 出口管制

出口管制是指某一国家或地区，为了实现其一定政治、外交、经济和军事等目的，对从该国家或地区境内向境外转移特定货物、技术和服务，以及该国家或地区的公民、法人和非法人组织向其他国家或地区的组织和个人提供特定货物、技术和服务的活动，采取禁止或限制性措施。一般而言，出口管制主要管制以下两类物项：军民两用物项与军品。违规后果包括刑事责任、行政罚款、被列入出口管制清单、限制出口权利等。例如，庞贝捷漆油贸易（上海）有限公司高管王珣因违反美国对巴基斯坦的出口管制规定，通过中间公司将管制物项一级核涂料从美国出口到巴基斯坦恰希玛二期核电站，于2011年6月在美国亚特兰大机场被捕，并于2012年12月被美国法院判处1年监禁、10万美元的罚款及500小时的社区服务。中国企业在境外运营中需了解自身拟进行交易涉及的物项，加强物项筛查，确保就受限于出口管制的物项取得交易所需的出口许可证。

(四) 反洗钱

洗钱是一种将非法所得合法化的行为，主要指将违法所得及其产生的收益，通过各种手段掩饰、隐瞒其来源和性质，使其在形式上合法化。反洗钱，则是为了预防犯罪分子通过各种方式掩饰、隐瞒包括毒品犯罪、恐怖活动犯罪、走私犯罪、贪污贿赂犯罪在内的各类犯罪所得及其收益的来源和性质，而采取相关防范措施的行为。当前世界主要司法管辖区均设立了反洗钱相关法律制度，且在执法层面逐步趋

向于多司法管辖区联合执法。一般而言，一国反洗钱领域的法律适用主体主要为金融机构，但部分司法管辖区将适用主体扩展至汽车、飞机、轮船的经销商、从事房地产、邮政服务人员等主体。合规义务主要包括以下两类：第一，禁止开展洗钱交易；第二，义务主体的可疑行为报告与Know Your Customer (KYC) 尽职调查义务。违反反洗钱义务的后果包括刑事责任、行政罚款等。例如，2017年，中国三家银行就曾因涉嫌为一家为朝鲜发展核武器提供洗钱业务的香港空壳公司洗钱而受到了美国司法部的调查。

(五) 多边金融机构制裁

多边金融机构制裁主要适用于获得了这些金融机构的资助资金而开发项目，但在项目中实施了腐败、串通、欺诈、胁迫、阻碍调查等不当行为的主体。多边金融机构主要包括世界银行、亚洲开发银行、非洲发展银行、欧洲复兴发展银行等。制裁措施主要包括以下几类：发送谴责信、附条件免于除名、附解禁条件的除名、永久性除名。如受制裁主体需要解禁，一般需要建立符合实施制裁的多边金融机构标准的合规体系并通过检验。例如，湖南某建工企业曾因在参加由世界银行资助的一起道路翻修项目竞标中提交不真实的业务经验文件而构成欺诈，于2013年被制裁两年。该企业通过建立符合世行标准的合规体系，于2017年被世行解除制裁。经常参加多边金融机构资助项目的中国企业需特别加强投标活动的管理，防范贿赂业主或多边金融机构官员、与其他投标人串通、提供不实项目业绩或人员信息、借用他人名义投标等违规行为的出现。

(六) 健康和安

中国企业在境外运营过程中，需遵守东道国健康与安全领域法律法规的要求，制定符合东道国标准的健康与安全管理制度。在项目开

工前，企业应获得相应的安全生产审批及许可；结合企业自身风险等级，制定技术事故解决方案和应急救援预案，并为雇员提供符合东道国标准的个人防护用品、生产设备、安全培训等资源。在项目的全周期，企业需履行报送职业安全事故和职业健康相关信息等义务。同时，企业应关注并遵守东道国的特殊规定。例如，越南在有关通知中列明了“艰苦、有害和危险的职业和工作”以及“特别艰苦、有害和危险的职业和工作”清单，规定连续12个月从事艰苦、有害和危险职业或者工作的员工有权享受14天带薪年假；连续12个月从事极其艰苦、有害和危险职业或者工作的员工有权享受16天带薪年假。

(七) 劳动用工

中国企业在境外运营过程中需建立公平、反歧视的招聘录用标准和流程，确保劳动合同的签订、变更、解除与中止符合东道国的法律法规要求，避免劳动争议乃至行政罚款；遵守东道国对雇佣外籍员工的限制或对雇佣本地员工数量的最低要求，并依法为外籍员工办理工作许可、签证等；了解并遵守东道国关于最低薪酬福利、参加工会等劳动者权益的各项规定，按时足额支付工资、加班费、津贴等费用，保障劳动者休息、休假的权利。此外，基于东道国独特的社会、人文、宗教环境，企业还需关注东道国劳动用工的相关特殊规定。例如，印尼劳动用工相关条例禁止外籍员工担任人力资源相关的岗位，如果印尼公司聘请中国员工从事人力资源相关工作，可能受到罚款、不予批准或撤销外籍雇工许可的行政处罚，给公司正常经营带来不利影响。

(八) 环境保护

中国企业在境外运营过程中应当关注东道国的环境保护合规要求，树立负责任的企业形象。首先，企业应当在项目开工前及时评估

项目对环境的影响并获取必要的环境审批文件。针对可能对环境造成不利影响的项目，东道国通常会要求该等项目开工前符合一定的环境法要求，包括完成符合要求的环境影响评估、事先获得环境许可等。例如，巴西规定，可再生能源项目开发前需要完成环境评估，并获得文化遗迹保护部门等有关政府机构的许可，未取得相应许可可能导致项目无法开工；在开发、建设和运营三个阶段中，项目都需要获得每阶段所必需的环境许可才能开展相关活动。其次，企业需严格遵守东道国关于固体废物、废水、废气的排放要求和标准，避免超标排放。最后，企业还应当妥善处理因环境合规产生的纠纷。项目建设过程中，当地居民和环保组织也可能会对项目运营的环境影响产生一些争议和质疑，为了避免负面舆情带来的潜在影响，建议企业加强与当地居民、主管部门的沟通与公共宣传，树立公司环保的良好形象。

（九）税务管理

在境外日常经营过程中，中国企业应当重视税务合规。首先，企业应当加强对东道国税务规定的调研。中国企业在赴海外投资经营前，应提前了解东道国税收政策和东道国与中国的双边税收协定，进而合理避税，享受税收协定待遇，避免税务纠纷。税收法规政策以及协定的表述通常较为抽象且修订频繁，未经专业研究，可能较难把握适用条件及具体待遇。例如，印尼《所得税法》规定，印尼公司向在印尼没有常设机构的非居民股东支付股息须缴纳20%的预扣税，但鉴于印尼与中国签订了避免双重征税协定，印尼居民向中国居民支付股息时，在收款人是股息受益所有人的情况下，所征税收不应超过10%。其次，企业需要遵守东道国税收征收管理制度，依法进行纳税申报和缴纳。最后，企业应当选聘适格的税务顾问开展合作，遇到具体税务问题或监管机构的税务稽查、调查时，在咨询税务顾问后科学决策、合理应对。

（十）知识产权

在境外运营过程中，中国企业需充分理解东道国知识产权保护规则，及时申请专利、注册商标，保护自身正当权益，避免侵犯他人知识产权。此外，中国企业还应关注东道国知识产权领域的特殊规定，发展中国家通常有强制许可、技术转让的要求。例如，越南明确规定了专利强制许可的理由和限制条件，可适用强制许可的理由包括但不限于：用于公共和非商业目的；持有人被视为实施竞争法禁止的反竞争行为；发明人自申请注册之日起四年后或自专利发明授权之日起三年后未履行使用该发明的义务。

（十一）海关与外汇管理

中国企业在境外运营过程中需遵守东道国对于进出口物项的强制性规定，进口前检查货物的原产地和质量，确保货物符合东道国技术标准、质量和安全等法律法规的要求。此外，企业还应正确理解并遵守海关程序性规定，避免出现申报进口货物的估价不准确，未及时或准确登记、申报和缴纳关税，未获得或提供进口货物所需的进口许可等常见的违反海关程序性规定的情形。

在外汇管理方面，企业除了遵守东道国外汇管制规定，还应当重点关注实操中东道国存在的特殊问题，如外汇规定更迭频繁、部分国家由于本国外汇储备不足而导致实际当中汇兑审批缓慢等情形。

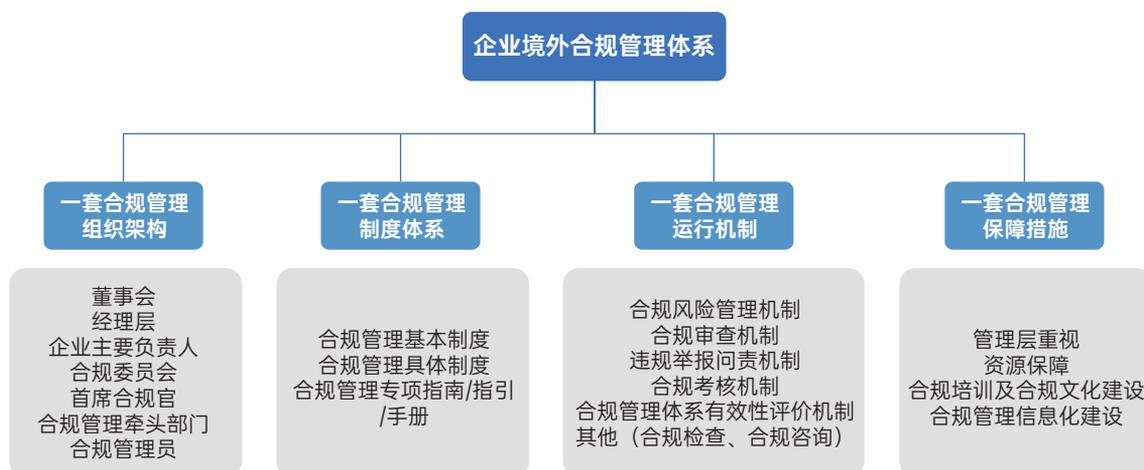
PART 004

中国企业境外运营合规建议

针对中国企业境外运营合规的主要问题与挑战以及其面临的诸多境外合规要求，我们结合实务经验，提出以下建议：

（一）建立健全境外合规管理体系

建立有效的境外合规管理体系是管控境外运营合规风险的一种系统化、常态化举措，企业在建立过程中应当避免“头痛医头，脚痛医脚”、“权宜之计”的问题。我们在长期的实践中，整合了大量跨国公司与中央企业合规管理体系建设的优秀做法，形成了一整套既符合国际先进实践标准，又满足企业经营管理实际需求的合规管理体系建设方法论，包括构建企业的一套合规管理组织架构、一套合规管理制度体系、一套合规管理运行机制以及一套合规管理保障措施，供企业参考（如下图）。



境外合规管理体系建设的重点在于建立一套完善有效的境外合规风险防控体系。风险防控分为识别、评估、管控三个步骤。第一，识别风险：明确风险识别分析主体，全面梳理企业合规风险清单，识别合规风险源、对应部门、岗位。第二，评估风险：评估合规风险发生可能性、相应后果及风险等级，对企业合规风险清单重新排序整理。第三，管控风险：制定合规风险管理措施，将合规风险管理措施植入企业制度和流程。此外，企业还应当按需定期或不定期地更新风险清单，持续化、动态化识别、评估与管控合规风险。

为实现境外合规有效落地，我们建议企业采取合规入岗入流程以及编制国别合规指引等如下方法：

1. 合规入岗入流程

合规制度的执行主体覆盖企业的所有部门和岗位。由于合规制度往往比较抽象，规范对象宽泛，义务承担主体不够明确，企业想要保障其落地实施效果，就需要将合规义务进一步拆解到不同的岗位和流程中，让企业不同业务部门和职能部门都能够承担起合规职责，发挥好“第一道防线”的重要作用。

2. 国别合规风控指引

针对存在分支机构或实际业务的重点国家起草合规风控指引，就特定国家中的经营活动可能涉及的重点合规领域进行合规风险分析，制定合规方案。国别合规风控指引应涵盖企业的重点合规领域，结合业务流程，对该国的相关法律法规要求、违规后果以及合规注意事项进行全面阐述。如果当地法律法规进行了更新变化，企业需要注意对该指引内容进行更新。

(二) 积极应对境外监管调查

跨境企业除了日常进行跨境合规风险应对，还需为可能发生的跨境合规调查做好应对准备。其他国家政府、多边金融机构等国际组织均属于可能对跨境企业展开合规调查的境外监管机构。如果收到境外监管机构要求配合调查的通知，企业务必给予高度重视并采取积极的应对措施。

以往中国企业在面对境外监管机构制裁调查时，往往陷入两个误区：一是采取“鸵鸟政策”，不闻不问，无限拖延，既不抗辩，也不承认，不仅丧失了自己的抗辩机会和程序性权利，而且这种消极的应对措施本身也会被视为阻碍调查遭到制裁。二是完全配合，任凭指控。过往有中国企业在接到境外监管机构调查通知后，和盘托出，且在境

外监管机构调查取证过程中没有要求任何专业律师的介入，任由境外监管机构搜集大量不利证据，为后续的抗辩增加了很大难度。

因此，在遭到境外监管机构调查后，企业有关人员应保持沉着冷静，寻求外部专业律师支持，积极地从事事实上、程序法上和实体法上有理有据地和境外监管机构进行抗辩、协商和谈判。



刘相文
合伙人
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2050
liuxiangwen@zhonglun.com

中国企业“走出去” ——国际化运营合规

张国勋 王大坤 解凯凯



1. 参见发改委《企业海外经营合规管理指引（征求意见稿）》（2018年12月发布了《企业境外经营合规管理指引》）：<https://www.ndrc.gov.cn/y-jzxDownload/qy-hwjyhggl0705.pdf>

PART 001

前言

近年来，随着“一带一路”倡议以及新一轮高水平对外开放战略的实施，中国企业走出去的步伐正在不断加快。中国企业的全球化运营必然要面对境外陌生的法律环境、严格的监管要求、迥异的执法方式，在出口管制、经济制裁、反腐败、数据合规、劳动合规等方面面临很大的合规风险。在此背景下，了解业务所涉国家运营合规要求，围绕相关合规要点不断开展合规自查与强化是企业开展国际化运营的必由之路。

PART 002

境外运营合规的目的与必要性

（一）中国企业开展境外运营合规工作的目的

企业境外运营合规管理工作旨在确保全流程、全方位的合法合规，符合境内外法律法规和监管要求，避免重大合规风险，保障企业健康可持续发展¹。开展合规经营亦有助于增强企业的信誉和形象，提高企业的国际竞争力，为企业在国际市场上赢得更多的商业机会。总之，通过合规经营，中国企业能够更好地参与全球市场竞争，为中国企业在国际市场行稳致远提供必要保证。

（二）中国企业开展境外运营合规工作的必要性

出海企业开展境外运营合规，不仅是源于企业自身业务发展的需要，更是在当前中美贸易及全球贸易危机四伏、出口管制、经济制裁、反腐败、数据合规、劳动合规等领域风险加剧的情况下的迫切要求。

首先，随着我国“走出去”的企业规模不断扩大与数量的不断增加，中国企业在境外运营中出现合规性问题已不再是小概率事件，中国企业境外运营一旦出现合规性问题，进而受到国外监管机构的调查与处罚，势必会为企业带来沉痛代价。此外，面对各国政府不断加强的贸易监管，合规竞争成为企业进行全球价值竞争的新规则，对企业的合规管理提出了更高的要求。通过建立完善的合规管理体系和深入人心的合规文化，应对、抵御境外运营可能面临的合规风险，已经成为企业国际化发展的软竞争力。总之，中国企业境外运营合规不仅是企业实现发展战略、参与全球市场竞争的重要手段，更是企业防范经营风险、提升信用、实现可持续发展的必然要求。

PART 003

中国企业境外运营合规要点简介

根据2018年12月29日，发展改革委、外交部、商务部等七部委联合发布的《企业境外经营合规管理指引》，企业开展境外日常经营，应确保经营活动全流程、全方位合规²。综合政治、法律、市场等各方面因素，中国企业境外经营应重点关注如下风险与挑战：

(一) 出口管制与经济制裁风险

1. 出口管制与经济制裁合规概述

在现行的国际贸易体系下，各国基于各种原因，纷纷出台出口管制和经济制裁法律法规，在一定条件下就受控商品、技术和服限制该国个人、企业与某些受控国别和实体进行交易。因此，中国企业境外运营，了解并遵守中国、所在国及其他业务相关国别的出口管制与经济制裁法律法规是合规经营的重要部分。

出口管制通常是指某一国家或地区，为实现其政治、军事或经济

等目的，对从该国或地区境内向境外转移特定货物、技术和服务等管制物项，以及该国家或地区的自然人、法人及其他组织向其他国家或地区的自然人、法人及其他组织提供管制物项的行为，而采取的禁止或限制性措施。中国企业进行出口管制合规建设时，应充分做好出口许可申请、出口物项、最终用途和最终用户、参与交易各方情况尽调与审核，受控物项分析与管理等各项合规工作。

经济制裁是指制裁实施主体（包括国际组织、主权国家或其政府机构）为实现一定的政策目标，对特定主体的经济资源和交往空间实行禁运、联合抵制和其他经济强制措施的一种政策或行为，具体手段包括贸易禁运、交易限制、投资限制、资产冻结以及（针对自然人的）入境限制等。近年来，各国制裁法律法规及相关政策的变化与发展愈发迅速，中国企业欲达成境外运营合规，应密切关注国际形势和制裁政策及执法动态、进行常态化制裁风险分析与评估、充分开展制裁合规体系搭建与合规培训等。

2. 涉俄制裁风险与应对

2022年俄乌冲突爆发后，美国、欧盟、英国、日本、加拿大、澳大利亚等国纷纷出台和跟进对俄制裁。相关经济制裁措施包括“黑名单”制裁、对卢甘斯克和顿涅茨克地区采取的投资、贸易与融资限制，禁止从俄罗斯进口石油、煤炭、天然气等产品，禁止美国人投资俄罗斯能源行业等。

当前，随着俄乌冲突的持续，西方国家特别是美国继续延续此前对俄制裁政策，对俄罗斯能源、金融、国防、建筑、工程等共计十六个重点行业进行全面围剿和封锁。同时，涉俄“黑名单”增列风险极高，仅2023年美国便依据涉俄制裁相关法律法规将共1200余个人或实体列入SDN清单，其中包含38个中国实体，制裁呈现全面化、精准化、高频化的特点。此外，涉俄制裁的覆盖面不断增大，针对非美国人的二级制裁风险不断增加，对包括中国在内的第三国个人、实体对俄罗斯

军事工业的推动行为，以及对俄制裁规避行为的协助作用，持续释放“反规避”执法信号。此外，近期美国立法者提出了对与俄罗斯有业务往来之中国实体进行制裁的相关议案，中国企业开展涉俄业务面临的制裁风险空前提高。

整体而言，美国对俄罗斯保持高压制裁态势，近期又有部分美国国会议员提出了制裁与俄罗斯有业务往来之中国实体的相关议案³，中国企业开展涉俄业务面临的制裁风险空前提高，计划开展相关业务的中国企业应注意及时开展以下合规工作：

- **密切跟进涉俄制裁动向。**配置专门合规人员或聘请外部咨询机构跟踪涉俄制裁动态，根据欧美相关监管规定、监管重点的变化及时开展风险分析和预警，更新调整合规策略，做到风险早发现、早报告、早处置。

- **做好舆情监控。**依据欧美主要监管机关官方网站、主流媒体机构公开报道等对公司和涉俄项目相关信息进行不定期的、持续的动态跟踪，及时发现潜在的舆情风险及制裁动向。对公司现存涉俄项目相关信息应严格保密，制定知悉人员范围，在非必要的情况下谨慎对外披露和宣传。

- **增强贸易合规体系建设。**结合公司业务特点，从组织机构、风险管控、审查流程、应急措施、合规有效性评价、档案保存、高管出行、商业伙伴管理等方面构建符合美国、欧盟和中国要求的出口管制和经济制裁合规体系。

- **全面梳理涉俄业务。**对公司目前正在开展或拟开展的涉俄业务进行全面梳理，从物项、国别、最终用户、最终用途、物流运输以及银行结算等维度对业务受制裁风险进行充分评估，对其中制裁风险较高的业务应暂缓实行。

- **开发多元化市场。**考虑到当前俄乌冲突局势及涉俄制裁长期存在的可能性，建议公司积极探索和开发其他潜在的国际市场，建立多

4. <https://www.federalregister.gov/public-inspection/2022-21658/additional-export-controls-certain-advanced-computing-and-semiconductor-manufacturing-items>
5. <https://www.bis.doc.gov/index.php/documents/about-bis/newsroom/press-releases/3355-2023-10-17-bis-press-release-ac-s-and-sme-rules-final-js-file>
6. <https://public-inspection.federalregister.gov/2024-07004.pdf>
7. https://www.meti.go.jp/english/speeches/press_conferences/2023/033101.html
8. <https://zoek.officielebekendmakingen.nl/st-crt-2023-18212.html>

元化全球市场战略，避免涉俄制裁对公司业务带来的风险与冲击。

3. 半导体出口管制与应对

近年来，欧美国家在半导体领域纷纷出台了更为严格的出口管制政策，中国半导体企业面临前所未有的经营挑战与合规风险。

在美国半导体出口管制方面，2022年10月7日，美国商务部对中国先进计算和半导体制造物项实施新的出口管制（“107规则”）⁴，以解决美国国家安全和外交政策方面的担忧，包括对特定先进计算半导体芯片、超级计算机最终用途，以及对特定半导体制造物项和特定集成电路（IC）最终用途实施新的限制措施。2023年10月17日，美国商务部发布了三项规则，进一步升级了107规则，加大限制中国获得和制造先进半导体的能力（“1017新规”）⁵。2024年3月29日，美国商务部发布出口管制最新规则，就先进计算芯片和半导体制造设备等1017两项芯片新规征求意见后的某些内容进行更新、更正以及澄清⁶。美国出口管制监管部门短时间内高频率修订半导体物项相关的管控规则，通过物项（先进计算芯片、半导体制造设备、相关软件和技术等）、美国人、最终用途（超级计算机、半导体制造等）三维度的管控逻辑目标直指中国半导体行业。此外，美国商务部还曾多次以涉军、涉俄为由定向打击中国半导体企业，将其加入“实体清单”以试图限制其商业活动。

日本、荷兰等美国盟友亦相继出台半导体出口管制新规。2023年3月31日，日本经济产业省宣布修改《外汇与外贸法》⁷，将尖端半导体制造设备领域的23个品类追加为出口管制对象，包括清洗设备、薄膜沉积设备、热处理设备、光刻/曝光设备、刻蚀设备、测试设备等。2023年6月30日，荷兰宣布对特定先进半导体制造设备及相关软件、技术实施新的出口管制措施⁸，包括先进的沉积设备和浸润式光刻系统等，涉及薄膜沉积、光刻等半导体制造重点工艺。

部分欧盟国家频频泛化国家安全概念，通过出口管制措施持续加

强对华半导体等产业打压，中国半导体相关企业获取先进物项阻碍重重，技术升级受制约，相关企业持续面临制裁风险。对相关拟开展境外合规运营的中国企业而言，及时开展以下合规工作是企业经营的重中之重：

- **开展供应链筛查和合规管理工作。**建议相关企业结合业务涉及的特定国别半导体出口管制规则规定的管制物项清单、技术指标和出口管制“黑名单”，开展对上下游企业、企业自身产品涉及受管制技术情况、产品最终用途等的全面筛查与风险评估，全面筛查和识别供应链中存在的风险。同时，对于企业自身或上下游企业被加入出口管制“黑名单”、被相关政府机构调查等出口管制风险事件和舆情信息，企业应制定有针对性的应急处置预案。

- **加强行业协调。**上述半导体出口管制规则影响全行业层面，需要在全行业角度在企业间进行协调，跳出规则站在国家和行业角度统一立场和应对方案，从政府双边谈判和行业协会协调自救多层面采取集体行动应对。

- **对“美国人”员工开展合规培训。**美国半导体领域出口管制新规除对受EAR管辖的物项进行管控，对“美国人”的行为亦进行限制，旨在实现“人员脱钩”的效果。建议相关中国企业针对“美国人”员工有针对性地开展合规培训，并稳妥有步骤地推进“人+物项+行为”的合规风险分析。

(二) 劳动合规风险

1. 欧美强迫劳动合规相关规定

随着全球经济一体化进程的加深，供应链管理在企业战略中的地位日益突出。尤其是供应链中强迫劳动风险的合规管理，已成为国际贸易和人权议题的关注焦点。以新疆地区为例，由于该地区被指涉及所谓强迫劳动等人权争议，相关产品的国际流通面临诸多限制和挑战。

9. <https://www.cbp.gov/trade/forced-labor/UFLPA>

10. <https://www.europarl.europa.eu/news/en/press-room/2024/04/19IPR20551/products-made-with-forced-labour-to-be-banned-from-eu-single-market>

特别是美国政府2021年通过的《维吾尔族强迫劳动预防法》（*Uyghur Forced Labor Prevention Act*, "UFLPA"）⁹，该法对从新疆进口到美国的所有商品实行了严格的进口限制。UFLPA建立了一项可反驳推定，推定全部或部分在新疆地区开采、生产、制造的产品以及由UFLPA实体清单生产的产品都是所谓“强迫劳动”产品，不得进入美国市场，进口商需要通过“明确且令人信服”的证据反驳该推定、经美国海关和边境保护局（CBP）批准将上述产品引进美国市场。这一立法极大增加了企业对涉疆供应链管理的合规压力，要求企业必须对其供应链的每一个环节进行详尽的审查和验证。

此外，全球多个国家和地区也在加强对供应链中可能涉及的人权侵害行为的监管，包括欧盟、加拿大等。以欧盟为例，2024年4月23日，欧洲议会通过了《在欧盟市场禁止使用强迫劳动产品条例》¹⁰，该条例尤其关注来自强迫劳动高风险地区的产品，要求欧盟成员国对涉嫌使用强迫劳动的行为进行调查，一经证实，则相关产品将被撤出欧盟市场。这些法律法规的变化对国际企业提出了更高的透明度和合规性要求，强制企业必须重新审视和调整其全球供应链结构，对自身供应链中可能存在的强迫劳动风险进行梳理和合规提升。

2. 应对建议

对相关拟开展境外合规运营的中国企业而言，应及时开展以下供应链以及强迫劳动合规工作：

- **合规监控。**企业应全面加强舆情风险监控，对于外国政府点名存在强迫劳动合规风险的企业及其商品进行重点关注和合规留痕。同时，建议企业在未来开展宣传工作时，需要结合欧美强迫劳动相关法律法规所关注的敏感词汇对自身宣传资料进行合规审核，避免自身或者外部的不当或者失实宣传带来不必要的合规风险。

- **制定供应链合规与劳动合规体系。**企业应梳理和总结当前业务面临的供应链合规与强迫劳动合规风险点，对公司面临的相关合规风

险和差距进行调整，提出适当的整改措施和方案，建立起符合中国、欧美及其他业务所涉国家合规标准的供应链合规与劳动合规体系。

● **提前准备供应链溯源合规材料。**欧美不断提出关于供应链溯源的合规要求，对产品认证和供应链溯源透明度的要求不断提高，涉疆产品出口美国的申报义务加剧。基于此，企业应尽早着手开展供应链溯源工作，及时识别供应链合规风险，梳理相关物项的原产地、相关交易文件等相关信息与证明文件，以确保有充分的时间提前化解供应链溯源过程中可能出现的各类问题。

● **培训与教育。**定期对员工和供应商进行合规性、人权保护等方面的培训，提高他们对于相关问题的意识和处理能力，并保留相关培训材料与培训记录。

（三）反腐败合规风险

当前，国际社会已形成国际公约、地区公约、各国法规三级维度的海外反腐败法规体系，在境外运营的中国企业如果从事商业贿赂行为，可能遭受所在国处罚甚至刑事追诉，对中国企业的相关业务产生重大影响。以美国《反海外腐败法》（*Foreign Corrupt Practices Act, FCPA*）¹¹为例，该法案通过反贿赂条款禁止个人和企业为获得或保留业务而贿赂外国政府官员，通过会计条款对发行人规定了某些记录保存和内部控制的要求。如果公司的董事、高管、员工或代理人在其工作范围内实施了违反FCPA的行为，且其部分目的是为了使用公司受益，则公司应承担相应违法责任，可能面临民事和刑事处罚。故而，企业应制定详细的反腐败合规政策和程序，明确员工在境外运营中的行为准则和禁止事项。这些政策和程序应涵盖支付审批、差旅费管理、商务用餐和娱乐、礼物赠送、海关事务、聘用或招聘、慈善捐赠以及与第三方的关系等方面，确保企业在境外运营过程中的反腐败合规工作落实到位，树立企业的良好形象，赢得国际合作伙伴的信任和支持。

(四) 数据保护合规风险

随着数据跨境流动的增加，各国对数据保护的要求也日益严格。相关法律法规以个人数据为主要规制内容，关注隐私和个人权利保护，并对企业的数据传输活动提出了多方面的合规要求。以2024年1月11日生效的欧盟《数据法》(Data Act)¹²为例，该法案对数据流通和共享行为进行了严格规制，对数据持有者设立了促进数据共享、便利数据处理服务切换及数据跨域互操作性方面的义务，并限制非个人数据的跨境传输，违规的数据处理者可能面临上一年度全球营业额的4%或两千万欧元的行政罚款。故而，在境外运营的中国公司应充分了解并遵守目标国家的数据保护法规并制定数据保护政策和流程，明确数据的收集、存储、传输、使用、删除等各个环节的规范和标准，确保数据的安全性和合规性，并防止数据泄露和滥用。

PART 004

总结

当前日益复杂的国际形势对我国企业境外合规运营带来了日益严峻的挑战，企业可以参照七部委《企业境外经营合规管理指引》、GB/T35770《合规管理体系指南》及有关国际合规规则，不断深入研究当地法律法规，建立健全合规管理体系。企业日常合规工作中，应围绕重点合规领域加强风险识别和评估、建立健全内部控制机制、加强员工合规培训、建立合规文化、加强与当地政府部门的沟通与合作、关注重点合规领域立法与政策动态等，确保企业境外运营合规。



张国勋
高级顾问
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5087 2905
zhangguoxun@zhonglun.com

伍

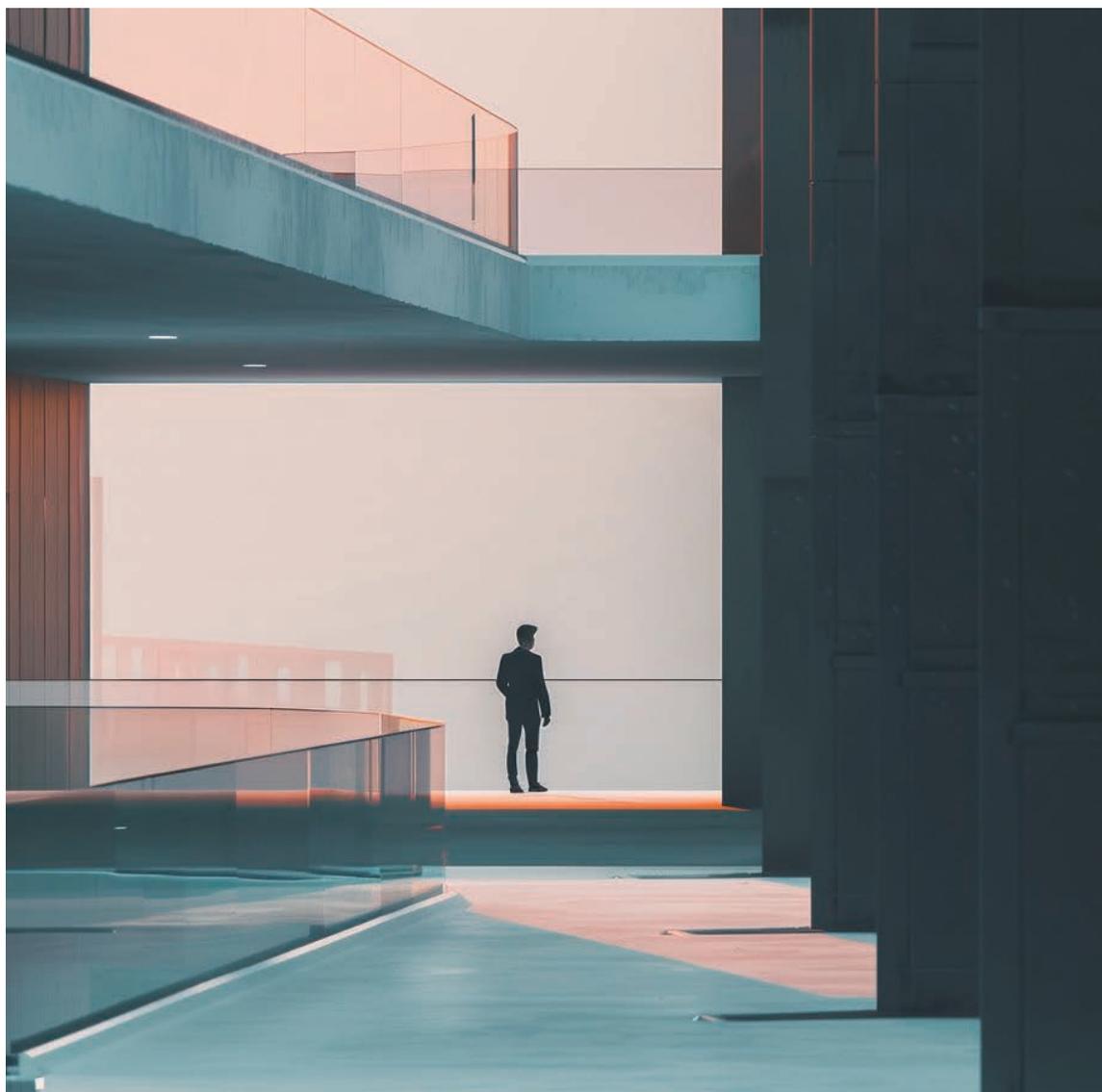
CHAPTER 05

退出机制

EXIT MECHANISM

如何在海外投资中 妥善退出？

斯响俊 蔡荣伟



PART 001

前言

托尔斯泰说，“幸福的家庭都是相同的，不幸的家庭各有各的不幸”。在越来越多经历了中国公司海外投资热潮后寻求从合资公司中退出的案例里，我们不难发现，海外投资的合资公司中可能出现的问题也是多种多样的。尽管几乎所有合资合同里都会加入退出条款，但实践中投资方仍可能会发现，简单的退出条款无法有针对性地解决现实中出现的复杂多变的退出事宜。本文将总体介绍目前海外投资中常见的退出条款及其变体，并通过举例来分析在不同退出情况下可以考虑的适用安排。笔者希望可以抛砖引玉，帮助投资者在签署合资或其他投资合同前，清晰地思考并选择对自身情况更适用的退出条款。

PART 002

常见退出条款及变体

目前合资公司常见的退出安排大致分三大类：(i) 出售给第三方，(ii) 出售给合作方（即其他股东），或者 (iii) 解散公司。

a) 出售给第三方

出售给第三方通常适用的是拖售权（drag-along）和随售权（tag-along）条款。

拖售权主要适用于大股东，赋予了大股东强制小股东以其谈妥的同样价格将所有股份卖给潜在的第三方买家的权利，从而通过向潜在买家提供一个没有少数股东权益的目标公司来提高整体股权出售的可能性与溢价。

相应的，随售权主要适用于小股东，保证其有权以大股东同样的

价格向第三方出售自己的股份，从而增加小股东退出的可能性，避免其独自被留在合资公司中面对不熟悉的新合作方，小股东甚至可能凭借大股东的议价能力获得更高的股份估值。

在此基础上，合同双方可以进一步就条款中涉及的最低价格、合理标准、股份比例等做不同的变化约定。例如，在拖售权条款的谈判中，大股东必然希望无条件地适用拖售权进行其将合资公司股权出售给第三方的交易；而小股东需要根据自身谈判地位，提出各种大股东行使拖售权的限制条件，诸如要求现金对价、明确允许出售的最低股权价格、不接受承担大股东可能向买方承诺的陈述与保证等。

但此类退出条款安排也不能脱离基本公平原则、随心所欲地行使。如美国特拉华州2015年的Halpin案（C.A.No.9796-VCG）中，因为大股东未按照拖售权条款要求提前通知小股东出售交易，而是在交易已经发生后才发出通知，法院认定大股东的拖售权不可执行。该案意见书中进一步解释了此类追溯性通知会导致小股东失去向法院请求避免压迫性并购的机会。因此，即使在合资合同中明确约定允许大股东追溯性通知，法院仍可能认为此类条款安排不可执行。而在2012年的Dawson案（C.A.No.3148-VCN）中，特拉华州法院也认为拖售权条款不能用于强制要求小股东交出其投资时取得的公司担保票据，从而取消该票据并完成大股东与第三方达成的并购交易。

在触发此类条款时，出售方也需要注意与其他股东自身所有的优先购买权之间的处理。

股东通常通过当地法律或合同约定享有优先购买权，即当其他股东试图出售自身持有的公司股份给第三方前，该股东有权选择是否要求以第三方同等价格优先购买该出售股份。只有该股东选择不购买后，其他股东方能将股份出售给第三方。

这一安排在保护原公司股东的同时，也会构成行使拖售权和随售权的障碍。因此，在做此类出售给第三方的退出条款安排时，需要

提前考虑可能出售的情况。例如大股东会希望要求在其行使拖售权时，小股东自动放弃行使优先购买权，从而保证所有股份顺利出售给第三方；而小股东在拖售权安排里，如果自身有足够的财务实力的话，可能仍要求保留优先购买权，从而取得在面对出售时的更多应对方式。同样，在随售权条款安排中，小股东也可以明确合资公司各方在该小股东行使随售权的情况下自动放弃自身所有的优先购买权，从而加快在行使其随售权情况下的出售流程。

b) 出售给合作方（即其他股东）

出售给合作方的变化相对较多，在不同国家也会有各自法律规定上的不同要求。最常见的条款是卖出权（put）和买入权（call），即在既定情况下，一方股东有权要求其他股东或被投公司以约定价格收购自己的股份（卖出权），或一方股东或被投公司有权要求以约定价格购买其他股东的股份（买入权）。

其中行使权利的触发条件和价格的约定都可以根据实际情况有种类繁多的变体。比如欧美常见的变体包括Russian Roulette（俄罗斯轮盘）或者Texas Shoot-Out（德克萨斯枪战）。这两种变体都常用于双方股东各持股50%，造成僵局后退出情形。变体的名称也来源于此，即硝烟过后，公司将只剩余一名股东。

俄罗斯轮盘条款约定在特定僵局情况下，任一股东有权提出将其股份以指定价格出售给对方，对方只能选择接受并购买股份，或者以该价格出售自己的股份给提出方，在规定时间内未答复即视为同意出售。

德克萨斯枪战条款则在此基础上进一步变化为：任一股东都有权提出报价收购对方股份，对方只能选择接受并出售股份，或者向要约方提出更高的报价，以收购其股份，双方来回直到以最高价结束，即一方接受对方报价出售其股份，不再向对方提出更高的收购价。

但这样的条款变体可能在不同的国家地区出于对股东的保护而被认为无效。例如德国纽伦堡高等地区法院在其2013年的决定（12 U 49/13）中要求此类俄罗斯轮盘条款本身或其适用不能对一方当事人过于不利，被要约方不能缺乏合理的选择，且发起要约的一方没有利用被要约方缺乏选择的机会。该法院进一步举例，如果要约方的财务实力明显高于另一名股东，并且提出的出售金额是经过精密计算明知对方无法提供的数额，在这种情况下，要约方可以违背被要约方的意愿将其赶出合资公司，则法院需要根据事实情况审查要约方是否构成滥用此类俄罗斯轮盘条款，从而导致该条款无效。意大利罗马法院和米兰公证委员会也在其决定中强调了适用此类条款时的股份公允价值原则，即要约方提出的收购价格应是符合市场公允价值的合理价格，而不是明知被要约方股东财务情况或利用其他优势故意提出的过高或过低价格，从而剥夺了被要约方合理选择接受要约或购买要约方股份的机会。

c)解散公司

当其他方法都无法解决问题的时候，合资合同中的最终兜底条款通常就是解散公司。由于不同国家地区的公司法均对解散清算有着明确的规定，所以此类条款自身反而在合同安排上很少成为谈判的焦点或者有复杂的变化。

例如印度《公司法》（*Companies Act, 2013*）第271条列举了公司可以向法院申请清算的情况，包括：

- i.公司已通过特别决议决定由法院进行清算；
- ii.公司的行为违背了印度的主权和完整、国家安全、与外邦的友好关系、公共秩序或道德；
- iii.根据注册处或政府授权的其他人的申请，法院认为公司事务或成立是以欺诈手段或非法目的进行的，或参与组建或管理公司的相关人员犯有欺诈罪或其他不当行为，且法院认为清算公司是适当的安排；

iv.公司连续5年未提交财务报表或年度申报表；或

v.法院认为清算公司是公平公正的安排。

美国特拉华州《普通公司法》（*General Corporation Law*）第 273 条更明确约定了两名股东各占50%的合资公司的解散方式，即：

i.如果本州一家公司只有两名股东，每名拥有其中50%的股份，并且这些股东不能就是否终止该合资公司并处置其资产达成一致，除非公司章程或股东之间的书面协议另有规定，否则任一股东均可向法院提交一份申诉，说明其希望根据双方股东商定的计划终止该合资公司并处置合资公司资产，如果双方股东不同意此类计划，则解散公司。此类申诉应附有拟议的终止和处置计划的副本以及一份证明，说明该申诉和计划的副本已以书面形式发送给其他股东以及该公司的董事和高管。

ii.除非两名股东向法院提交：

(1)在提交上述申诉之日起3个月内，一份同样签署并确认的证明，表明双方已经就该计划或其修改达成一致，且

(2)在提交上述申诉之日起1年内，一份同样签署并确认的证明，表明该计划约定的处置已经完成，

法院可解散该公司，并通过任命1名或多名受托人或接管人管理并清算公司。上述期限中的任何一个或两个期限均可经股东同意延长，并在该期限届满前提交一份同样签署并确认的证书给法院为证。

因此，针对解散公司的退出条款，通常需要考虑的包括：通过合同约定，在哪些退出情况下需要安排触发解散公司，以及一些财务投资人是否要求在清算时享有优先权。

不同退出情况下的适用安排

针对出于不同目的而设立的合资公司，可能会发生的退出情况也各不相同。各类投资人需要根据自身情况选择，针对不同退出安排，适用以上的一种或多种退出条款。我们先粗略地将退出情况划分为如下几个大类，进行例举分析。

a) 第一类，因为达到限定期限或里程碑而退出

此类退出通常由财务投资人或目的非常明确的合资方进行约定，具体退出时间可能是双方打算尝试合作的固定年限，但更多是因为达成或未达成某一既定里程碑而退出。

在达成的情况下退出，投资方主要追求的是通过出售给第三方或合作方以取得资金收益。此时非退出方需要结合现实可能的资金状况，考虑如下选项：

- i. 由公司优先收购；
- ii. 由非退出方收购；
- iii. 一起出售给第三方；或
- iv. 同意与第三方共同继续经营合资公司，但对第三方提出特定标准，如非同业竞争者或有相关行业经验等。

而未达成的情况可以考虑为构成重大违约，对于退出方最简单的方法是以高于原投资额的价格行使卖出权，某些情况下也会考虑以较低价格行使买入权的选择。

在此类别中，房地产开发行业在达成既定目标后退出合资公司的情形较为常见。房地产项目方会在开发阶段与合作方设立合资公司，以引入财务投资或合作开发，而在开发及持有的项目大部分完成预售解除合作关系，以便在管理相关项目的剩余物业方面提供更大灵活

性。类似地，基础建设类、绿地投资类等合资公司都可参照选择在此类退出情况下适用拖售权、随售权、买入权和出售权等退出条款。

b)第二类，因为主要合作人员变动而退出

在以关键人员为合作基础的合资合同中，投资方首先考虑的会是设定锁定期，包括在锁定期基础上进一步约定该关键人员退出前需要达成的各项标准。以2022年印度Britannia公司与法国乳酪生产商Bel公司在印度设立合资公司为例，该合资公司主要运营目的为在印度和其他一些国家研发、生产、销售和交易奶酪产品，考虑到法国合资方的生产经验以及印度合资方的市场渠道的重要性，双方虽然没有约定合资公司的明确期限，但披露自生效之日起，对双方均有20年的锁定期。

在此情况下的退出安排需要考虑关键人员发生变动的各种情况。如要求对方在锁定期内完全不允许退出，退出即构成重大违约从而进行相应惩罚性安排，等到锁定期结束，对方才可以按照正常退出流程将自己持有的股份出售给第三方或合作方，从而退出合资公司。另一方面，在锁定期内，如果关键人员因为自身过错被辞退，合作方可以要求以低价行使买入权。如果关键人员可能因为离异、重大疾病、死亡导致其法定授权人接手其股份，合作方也需要考虑是否接受合作人员实际上的变更，或要求在变更前以低价行使买入权。

c)第三类，因为经营困难而退出

各国法律通常都会将公司经营严重困难作为公司解散的法定事由，包括公司持续数年无法召开董事会或者股东大会；股东表决时无法达到法定或者公司章程规定的比例，持续数年不能做出有效的股东会决议；公司董事长期冲突，且无法通过股东会解决；经营管理发生其他严重困难，公司继续存续会使股东利益受到重大损失等情形。

在此法定基础上，合作各方仍需在合资合同中进行更细致地安排，以保证在法律救济之前可以通过明确约定的方式取得退出时的更大收益。例如以财务情况作为公司经营困难的标准，明确在连续数年亏损达到一定比例的情况下，任意股东均可行使买入权，否则视为各方同意解散公司。连续多次就同一事项未在股东会上达成一致也是惯常采用的僵局定义。在较长时间内没有通过其他方式解决僵局的情况下，合作方均可有权以既定价格行使买入权或卖出权，从而打破僵局继续运营。

同时，投资方也需要根据现实情况，既要防范一方故意导致僵局或财务困难，从而触发退出条款以取得现金收益或合资公司的全部控制权，也需要保证在退出前各方仍尽合理努力维持合资公司在过渡阶段的正常运营。

d)第四类，因为大环境变化（不可抗力）而退出

天有不测之风云，这种退出是最令人无奈但也偏偏是相对常见的退出原因。无论是最近几年的经济环境影响，还是目前世界范围内政治经济环境的风起云涌，一条当地法规或政策的出台就可能导致几年合资计划的底层基础崩塌。在此情况下，通过前期可行性研究或尽职调查尽可能了解潜在风险的同时，财务投资人可以考虑采用触发卖出权条款，以较低价格卖出自身股份来实现尽早退出、及时止损，而势均力敌的合资双方更大可能要考虑解散公司了。

此类典型案例包括福特汽车退出其在俄罗斯的合资公司Sollers Ford Joint Venture。根据公告，福特公司和俄罗斯Sollers公司于2011年在普京见证下签署了合资合同，设立该合资公司以在俄罗斯生产、进口和销售福特品牌的产品。而在当地时间2022年10月26日，福特宣布将其所持合资公司49%股份以面值转让给合资公司，但保留在5年内根据全球形势变化进行回购的选择权。

除上述提到的情况以外，现实生活中往往还会有很多可以预料或难以预料的情况导致各方寻求从合资公司中退出，普遍的情况包括合作方违反了不竞争义务、保密义务等从而影响了合资公司的继续运营；特殊的情况可能是合作方有自身财务状况甚至事业规划的变化导致无心继续运营。具体合同条款上的安排，如收购价格、收购比例等，在这篇文章里未能做进一步分析。但万变不离其宗，希望这篇文章可以尽可能地帮助各方在海外投资中，面对合资公司退出时做好更充足的准备。



蔡荣伟
高级顾问
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3175
roncai@zhonglun.com



斯响俊
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3771
jaysi@zhonglun.com

公司断臂求生之路 ——境外公司注册一般流程详解

王红燕



PART 001

前言

近年来，越来越多的中国企业走向国际市场，纷纷选择在境外设立公司进行海外投资和开展国际业务，但是国际市场的变化对于境外公司的经营能力要求较高，加之全球供应链下的物流问题、国际消费能力下降的问题甚至政治方面的问题，在国际市场日渐艰难的营商环境下，有些企业或个人选择停止运营境外公司。

但是所谓“新设公司容易，关闭公司困难”，某些国家或地区注销一家公司需要花费近几年的时间和精力。例如在公司注销条件最为严苛的印度，关闭一家印度公司至少需要2年以上的时间，而且注销印度公司之前，需要查询该公司过往该做的记账报税是否已经正常申报、是否完成公司合规，公司必须在补齐所有合规工作后才能注销。面对复杂的注销流程，部分企业暂时搁置启动公司注销程序，任由境外公司处于不运营、无人管理也未注销的状态，但是这种方式具有一定的法律风险。

PART 002

不及时注销境外公司的法律风险

一般登记的公司都需要进行公司年审，审核公司是否合法经营、是否具有持续经营的能力。若公司停止运行不具有持续经营能力，公司将无法通过年审。那么如果公司没有及时办理注销手续也不进行年审，将会影响公司账户的正常运行，甚至产生其他一系列不良影响。不同地区的年审内容和逾期后果不同，不及时注销的法律后果也不同。

（一）香港公司不及时注销的法律后果

在香港注册的公司每年都必须进行年审，这是香港政府对公司继续合法存续的基础要求。根据香港《公司条例》的规定，香港本地公司每年均需按照指明的向公司注册处处长提交周年申报表。周年申报表中应列明截止至申报表日期为止的公司资料，例如注册办事处地址、股东、董事和公司秘书等资料。公司及其高级人员均有责任和义务遵守及遵从《公司条例》有关提交文件的规定。因此，公司须提前作出安排，以便在规定时限内及早提交周年申报表存档。年审的内容包括提交周年申报表以及更换商业登记证。

如果香港公司不办理公司注销，也不办理年审，将会产生高额罚款。若一直对此置之不理，不仅会收到香港法院的传票，还会累积大量的罚金。情况严重的甚至可被认定为刑事犯罪，失责公司及其每名高级人员有被检控的可能性。一经定罪，可被法院处罚款，公司董事会被列入黑名单，以后就无法在香港入境。未遵照规定制备和提交周年申报表的公司最高可处定额罚款港币50000元，以及按日计算的失责罚款港币700元。

（二）美国公司不及时注销的法律后果

在美国，公司不及时注销的具体法律后果会根据州法律和公司类型而异。总体而言，按照规定在美国注册公司需要自己主动注销。若美国公司未及时办理注销手续，其仍会被视为法律实体，被要求承担报税、纳税、履行合同、履行债务等一系列义务。若其拖延注销，可能会面临因未履行签署义务而导致的一系列罚款或法律制裁。

若该美国公司长期不年审，将面临被强制注销的情况。该公司的股东、董事及管理人员不仅可能对公司债务承担个人责任，还将面临被列入黑名单的风险。以后若想要再次谋求美国市场的发展将会受阻，公司股东和董事申请美国的各类签证也将可能被拒绝。因此，美

国公司若停止营业后最好选择主动向政府部门提交注销申请，以免对企业未来发展以及董监高在美国的个人信用产生影响。

(三) 新加坡公司不及时注销的法律后果

根据新加坡的法律，若新加坡的公司没有注销，新加坡政府会在档案上认为该公司处于一直存在并且运营的状况。若新加坡公司无经营也不年审且不注销，是违法的，需要承担相应的罚款。新加坡政府规定新加坡公司每年都必须到公司注册处申报，到税务局去更换商业登记证书、报税。

如果新加坡公司不再运营，却不办理新加坡公司注销，有可能会被认为是非法经营，新加坡政府将根据法律法规对非法经营的公司进行罚款，如情节严重的，将追究新加坡公司法律责任，法人代表及股东代表将会被列入新加坡政府黑名单，后期将会造成出入境困难等问题。

PART 003

境外公司注销的流程

(一) 公司一般注销的流程

一般登记注册的公司如果要停止经营，必须和注册一样走合法合规的程序申请注销，有自愿撤销注册和清盘两种方式达到注销的目的。

1. 撤销注册的条件和流程

各个国家与地区对于注销的要求不同，以香港公司为例，如果要以撤销注册的方式注销境外公司，应符合以下要求：

首先公司应清缴税款并获取税务局的不反对通知书，其具体要求如下：

-
- d)公司从未开业或已停止营业;
 - b)公司将不会开始 / 重新营业;
 - c)公司已出售所有存货、物业及证券;
 - d)公司没有未清缴的税款包括利得税、物业税、印花税、商业登记费及与该等税项有关的罚款及法庭费用;
 - e)公司没有在税务条例下尚未完成的责任, 包括未交回税务局已发出的报税表、以书面通知局长该公司 / 有限合伙基金就任何课税年度应课税但未收到的有关年度的报税表;
 - f)公司没有未回复的税务局所发出的任何查询;
 - g)公司的评税没有尚未完结的反对或上诉。

除此之外, 在香港申请撤销公司注册还应满足以下要求:

- a)公司所有成员均同意撤销注册;
- b)公司仍未开始营运或经营业务, 或在紧接提出申请之前的3个月内没有营运或经营业务;
- c)公司没有尚未清偿的债务;
- d)公司不是任何法律程序的一方;
- e)公司的资产不包含位于香港的不动产;
- f)(如该公司是控权公司) 公司的所有附属公司的资产均不包含位于香港的不动产。

符合条件的公司将撤销注册的申请递交给境外负责公司登记管理的部门后, 如果该境外公司符合注销条件, 负责公司登记管理的部门将下达撤销注册通知至公司办事处和税务机关, 最终书面注销通知的发出宣告境外公司正式从公司注册登记名录中删除, 即公司完成注销。

2.公司清盘的条件与流程

清盘发生在法院指定的清盘人接管一家公司并变现其资产分配的情况下, 公司在清算过程结束时解散。在大多数国家, 公司清盘有两条路可供选择: 自愿清盘或强制清盘, 而自愿清盘又可依据公司偿付

能力的不同分为成员自愿清盘和债权人自愿清盘两种类型。

(1) 自愿清盘

自愿清盘通常发生在中国公司无法继续经营或者股东决定不再继续经营下去时。如果公司有偿付能力，成员可通过成员自愿清算的方式将公司清盘。如果公司已无力偿债但法院并未对其清算，则适用债权人自愿清盘。在这种情况下，董事和股东可以任命清算人来处理债权人的债权。清算人负责出售企业的设备、股票、厂房和财产，然后将所得用于偿还债权人。此外，清算人还有义务调查并向债权人报告公司的事务和任何破产情况。仍以香港公司为例，具体而言，公司自愿清盘需通过以下步骤实现：

1) 提交偿付能力声明

公司董事向公司注册及管理部门提交偿付能力声明，声明中应包括：

- a)说明董事已对公司事务进行全面调查；
- b)公司有能力在清盘开始后的12个月内全额偿还债务；
- c)公司资产及预计变现总额（折算为现金）；
- d)公司的负债；
- e)清盘的估计费用。

若债权人自愿清盘，但是清盘程序主要由公司执行，由公司与债权人共同商讨资产分配清盘提案，则公司提交偿付能力声明时，应包括公司因负债无法继续经营，及公司和债权人会议的日期已确定的声明。在申报后，董事必须在申报提交后立即任命临时清算人。此人作为清算人行使全部职能和权力直至正式清算人被任命。任命临时清盘人后应向破产管理署署长提交临时清盘人任命通知以及声明副本，并在当地报纸上刊登该任命通知。

2) 通过清盘决议

公司应召开临时股东大会，且该通知应发送给所有公司成员，本次会议拟提出公司清盘特别决议案，并须经全体会员一定比例的表决

通过，才能继续进行清盘工作。决议通过后，公司应在一定期限内向公司注册管理部门提交决议副本，并在当地报纸上通知该决议。在股东通过特别决议将公司清盘至任命清算人期间，董事不得行使权力，除非获得法院批准。

3) 召开债权人会议

若本次清盘是债权人发起的自愿清盘，公司必须在发送公司股东大会通知的同时发送债权人会议通知，债权人会议必须在公司会议召开后的同一天或次日举行。在会议上，债权人应提名并最终确定正式清算人的任命，无论公司先前是否有提名。

4) 委任清算人

若公司成员自愿清盘，公司必须任命至少一名清算人来清盘业务事务和资产分配。任命后，公司董事的权力被取消。但是，清算人可以在认为对公司最有利的情况下，建议和批准继续执行董事的权力。

5) 召集公司所有成员和债权人会议

清盘人应召集公司所有成员和债权人会议，并在会议召开前向所有利害关系人发出通知，在会议上，清盘人应解决与公司资产和账目有关的所有事项。经审查公司资产负债情况对公司偿债能力有异议时，受影响的债权人可向法院申请撤销已提交的文件，并请求法院根据公司破产情况，成员自愿清盘应转为债权人清盘。如果对公司账目和资产没有异议，清盘人将向委员会提交最终会议和经审计师审计的公司账目，然后支付杂费，完成公司清盘并颁发清盘证书。

(2) 强制清盘

强制清算同样发生在公司无偿债能力时，可由债务人公司、股东、清盘人，以及满足一定条件的债权人（例如，法定要求偿债书送达后21天内未获公司支付或满足其债务）发起。以香港为例，根据其《公司（清盘及杂项）条例》第177条第1款的规定，如公司存在以下情况，可由法院请盘：

-
- a)公司已藉特别决议议决公司由法院清盘；
 - b)公司在其成立为法团时起计一年内并无开始营业，或停业一整年；
 - c)公司并无成员；
 - d)公司无能力偿付其债项；
 - e)公司的章程细则订定某事件(如有的话)一旦发生则公司须予解散，而该事件经已发生；或
 - f)法院认为将公司清盘是公正公平的。

此时，法院还会结合债权人的意愿和公平公正原则进行综合考虑。

在强制清盘期间，所有针对公司的诉讼程序及债权人的行动都会自动中止，除非法院批准此类程序开始或继续。此外，董事的权力将会被暂停，而受法院监督的清盘人将负责收回及变现公司资产、调查公司事务、裁定债权人的申索，以及从清盘产业中分配给债权人。一旦公司完成清盘，清盘人将向法院申请免除清盘人的责任及解散公司。

强制清盘程序由向法院提交清盘令开始，具体而言，可分为以下几个步骤：

1) 公司、债权人、董事或相关政府官员向法院提出清盘申请，清盘申请的提出可依据以下理由：

- a)无法偿还债务；
- b)未能召开法定会议或未向公司注册或管理部门提交法定报告；
- c)低于公司法定最低人数；
- d)或者法院认为公司被清盘是公正和公平的情况。

一旦向法院提交清盘申请，公司清盘即被视为开始。

2) 法院发出清盘令

法院清盘的原诉传票将在当地报纸和政府公报上刊登广告，原诉传票的聆讯日期通常在一定时间内确定，而且通常应在法定固定级别的法院的公开法庭进行。任何人若想反对清盘的原诉传票，可在听证会日期前提交一份反对的宣誓书。

3) 任命清盘人

清盘人是代表公司出售资产的个人，通常而言，清盘人承担以下权利与义务：

a)代表企业出售资产，承担受托责任；

b)将资金分配给公司欠款的债权人，如银行；

c)评估公司的财务报表、贷款和发票，以确定出售资产的时限和价格；

d)必要时提起诉讼和辩护；

e)以最顺利的方式结束公司业务。

不同国家与地区的公司法对公司清算人的任命有不同的规定，以香港为例，如果法院发出清盘令，破产管理署署长将成为临时清盘人（除非在发出清盘令之前已委任临时清盘人），直至委任清盘人为止。临时清算人将接管公司的控制权，包括其资产和会计记录，并着手调查公司事务。如果公司财产的价值可能不超过20万港元，临时清盘人将被委任为清盘人。如公司财产价值可能超过港币200,000元，临时清盘人将召开债权人和出资人会议，以委任清盘人和监察委员会。清盘人将继续调查公司事务，变现和处置公司资产，并向债权人支付股息（如可能）。

4) 清盘程序并注销

清盘程序通常涉及公司停止运营、向债权人偿还债务以及在向公司成员支付最后一笔款项之前变现其资产。在关闭业务时，公司应采取以下措施：适当地裁员；终止其可能与业务伙伴签订的任何合同；终止其电话和互联网服务提供商订阅；和通知客户该业务将不再继续。被清盘的公司还需要在其网站、发票和商业信函的名称旁边加上“清算中”字样。这是为了通知当事方它目前正在处理清盘，并且可能无法支付它对他们产生的任何债务。

清算人还将公司的资产按照一定的优先顺序分配给债权人和成

员。债权人需要向公司提交债务证明，然后才能向公司索赔。从正在清盘的公司收到的付款也应经过验证。根据破产法规定优先债权人按以下顺序排列：清盘公司所招致的成本及开支；清算人的报酬；申请人申请清盘令的费用；雇员的工资和薪金，包括任何雇佣合约下的任何津贴或报销；雇员应得的裁员福利或特惠金；与工伤赔偿有关的所有应付款项，无论是在清盘开始之前还是之后支付；应付雇员的公积金供款；就任何未用完的假期向雇员支付的薪酬；公司的总评估税；对公司资产有抵押的债权人；无担保债权人；和公司股东。如果公司没有足够的资金来清偿其无担保债权人，欠他们的债务可能会按比例减少，或者不偿还完全。

公司清盘后，清盘人须编制一份账目，说明公司清盘的情况以及公司财产的处置情况。此外，清算人在分配公司资产时，还应考虑债权人决议作出的任何指示。一旦准备好账户，清算人必须召集公司股东和债权人之间的会议（在债权人的情况下）。

清盘人向法院提交清盘申报表，法院解除清盘人的任命并裁定该公司完成清盘，及宣告公司解散并成功注销。但是在某些国家或地区的特殊法律规定下，满足某些条件后，公司清盘人或者其他利害关系人可以在公司解散之日起一定时间内向法院申请宣告公司解散无效。

(二) 不同国家或地区公司注销的特殊要求

1. 香港公司注销的要求

香港公司在申请注销前必须满足以下条件，

- a) 公司所有成员同意注销登记；
- b) 该公司尚未开始运营或开展业务，或在申请前的3个月内未曾运营或开展业务；
- c) 公司没有未偿债务；
- d) 公司未参与任何法律诉讼；

e)公司的资产不包括任何位于香港的不动产；

f)如果公司是控股公司，其子公司的资产中没有任何位于香港的不动产；以及

g)公司已获得税务局局长签发的“不反对公司注销登记通知书”（不反对通知书）。

依照香港《公司条例》，香港公司注销必须严格遵守相应操作流程，并提供完整的结业资料，才能允许香港公司注销，而申请香港公司注销的流程和资料为：1) 向香港注册署与税局递交相关注销文件；2) 税局收到注销申请后，会查阅公司报税情况，如有未填报的税表，或有未缴清的商业登记证费，税局会发出通知要求该香港公司补报税；如果税务正常，未欠任何费用，一个月后税务局会发出《不反对注销通知书》；3) 向公司注册署提交《不反对注销通知书》以及《公司注册注销NDR1表格》；4) 约两个月后再由注册署发出注销公告通知书，刊登宪报公告该公司注销；5) 公告发出三个月后无人提出反对，注册署正式注销；等公司注销全部完成后，注册署会发出注销完成公告。

香港公司注销时需要额外注意：1) 香港公司如果有开立香港银行账户，那么在注销该香港公司前，必须先注销香港银行账户；2) 申请注销香港公司的时间，最好在香港公司年审到期前三个月办理注销，否则，要多耗费一年的公司年审和报税的费用；3) 办理香港公司注销过程中，如果香港税务部门发现该香港公司有未填报的税表，就会要求该香港公司先办结未申报的税表，再进行注销程序。如果该公司有未申报的税表并产生罚款，则会要求该公司补缴罚款和税表，再进行公司注销操作。

2.新加坡公司注销的要求

要注销一家新加坡公司，必须符合以下法律规定和合规标准：

a)该公司自成立以来一直未开始营业，或已停止营业；

b)公司没有拖欠新加坡内陆税收局（IRAS）或任何其他新加坡政府机构的债务；

c)公司的抵押登记册上没有未清偿的抵押；

d)公司未卷入任何法律诉讼（新加坡境内或境外）；

e)截至申请之日，公司没有现有资产和负债，也没有或有资产和负债；

f)大多数公司董事必须授权注销申请人通过ACRA提交在线申请；

g)公司银行账户可以在公司注销之前或之后关闭。如果在公司注销后关闭账户，则可将任何税款退还给公司。

公司的董事、秘书或注册申报代理可使用在线平台提交申请以注销公司。提交申请后即进入注销的审查程序，若注销申请获得批准，新加坡会计与企业管制局（ACRA）会向公司的注册地址、高级职员（包括董事、公司秘书和股东）发送注销通知。注销申请获得批准30天后，如果没有反对意见，ACRA将在政府宪报上公布公司名称。在第一次发布公告60天后，如果没有反对意见，ACRA将再次在政府宪报上公布公司名称，并将公司名称从注册登记册中除名，公司被除名的日期也会注明。

若有利益相关者针对上述宪报公告提出异议，ACRA会将反对意见通知申请注销的公司并给予该公司两个月的解决时间，如果该公司在此期限内无法解决异议针对的问题，其注销申请将会失败，且后续也只能在问题解决后再次向ACRA提交新的注销申请。

3.美国公司注销要求

(1) 公司所有者必须批准公司的解散

为办理公司手续，董事会应起草并批准解散决议。然后股东就董事批准的决议进行投票。这两项行动都应记录在案并记录在公司记录簿中。虽然LLC不受相同手续的约束，但建议记录决定和成员批准。

(2) 向政府提交公司解散证明

在股东或成员投票赞成解散后，必须向公司或有限责任公司成立的州提交文书工作。如果公司有资格在其他州开展业务，则也必须在这些州提交文书工作。提交解散证书（也称为**解散条款**）的过程因州而异。一些州要求在通知债权人和解决索赔之前提交文件；其他人则需要在该过程之后提交。某些州要求公司在提交解散证书之前完成税务清关。在这些情况下，必须首先支付公司或有限责任公司的任何欠税。

(3) 缴纳联邦和州的税

公司应与美国国税局（IRS）以及州和地方税务机构正式确定业务关闭，可以在IRS网站找到公司业务结束清单，其中指明了所需的表格以及指向其他州和地方要求的链接。

(4) 结束业务

解散获得批准后，公司或有限责任公司必须结束其事务。除了结束其事务和清算其资产所必需的业务之外，它不能开展任何业务。在此期间的行动包括：清偿债务；通知客户、供应商、房东、保险公司和供应商；通知员工；取消执照、许可证和注册。

(5) 通知债权人

通过邮件通知美国公司的所有债权人，并说明：公司已解散或已提交解散意向声明；债权人必须将其债权发送至的具体邮寄地址；应包含在索赔中的信息清单；提交索赔的截止日期（通常是自通知之日起120天）；如果未在截止日期前收到索赔将被禁止的声明；所在的州可能允许公司在解散时不知道的债权人提出索赔，因此需要在当地报纸上发布关于美国公司解散的通知。

(6) 解决债权人债权

美国公司可以接受或拒绝债权人的索赔，接受的债权必须支付或与债权人作出令人满意的还款安排。例如，债权人可能同意以低于（例如80%）的原始金额解决索赔。对于被拒绝的索赔，必须以书面

形式通知债权人公司拒绝他们的索赔。

(7) 分配剩余资产

支付完所有债务后，剩余资产可分配给公司所有者，资产通常根据股东或成员的所有权百分比进行分配，分配必须报告给IRS。若公司有多类股票类别，公司章程通常会概述向这些股东分配资产的程序。对于有限责任公司，应在运营协议中概述该程序。

PART 004

注销以外的其他选择

想要关闭境外公司，不一定需要诉诸注销或清盘，因为除清盘外还有其他选择，包括兼并和收购以及重组公司等。经营者可根据公司的情况、第三方的利益、市场条件、经济前景等，选择具体的应对方案。

(一) 合并和收购

合并是指两个或两个以上的公司合并或结合，以建立一个新的组织或吸收较弱的公司。在合并中，可以考虑在各公司之间转移财产和负债；但是，除非有特别规定，否则权利和负债是不可转移的。而收购是指一家公司购买另一家公司的足够股份以获得对其的控制。

然而，只有当一个强大的、财务上可行的公司愿意与该公司合并或收购该公司时，合并或收购才有可能作为一种可行的选择。

(二) 重组公司

一个公司通过所有权、运营等方面的重组，以使其更有利可图，或更好地组织起来满足其目前的需要。公司的重组通常会影响到公司的商业惯例、决策人、商业模式等。重组的各种模式包括安排与妥

协、管理层买入、管理层买断、出售安排、资本重组等。只有当债权人、公司成员或投资公司仍然相信公司并愿意重组公司的商业运作，使公司更好地运作时，公司才有可能重组成功。

综上，一旦选择关闭境外公司，就应立即选择适合该海外公司的关闭方式，有时注销公司并不一定是最便捷、最有利的第一选择。若选择了直接注销或清盘注销的关闭方案，则应及时咨询专业的意见以符合境外法律法规的要求，避免不必要的法律风险。



王红燕
合伙人
知识产权部
杭州办公室
+86 571 5662 3968
gracewang@zhonglun.com

退出机制：如何通过竞买交易 (Auction Sales) 出售海外资产

姚平平 张珉 康来



PART 001

引言

自人民币于2016年10月1日成功加入国际货币基金组织（IMF）的特别提款权货币篮子以来，为了达到IMF关于入篮货币“可自由使用”的要求，中国从2014年开始密集地采取众多的放松资本项下外汇管制的措施，包括2014年出台了担保新规《跨境担保外汇管理规定》，2014年和2015年陆续修改了涉及对外直接投资（ODI）的发改委和商委备案的立法。

这些措施极大促进了中国企业的海外投资活动，使得中资企业能够在全球范围内寻找新的增长机会和进行资产配置，累积海外资产。然而，随着海外资产的增加，中资企业在考虑退出这些投资时面临新的挑战。尤其是在采用国际市场中普遍接受的竞买交易（Auction Sales）方式时，很多企业发现自己缺乏必要的经验和知识。本篇文章作为系列《基金出海、运作与退出：全球视野下的策略与实务》中的一部分，旨在为中资企业提供关于如何通过竞买交易有效地出售海外资产的具体策略和操作指导。我们将详细介绍竞买交易的步骤、法律风险及其应对措施，帮助企业规避在交易过程中可能遇到的问题，确保资产价值的最大化。通过本系列文章的洞见分享和策略解析，我们希望为中国资产管理行业的全球扩展提供有价值的参考和启发，共同推动中国资本在全球舞台上的持续进步与繁荣。

PART 002

为什么采用竞买拍卖的方案？

1. 常规出售方式的限制和挑战

在传统的资产销售模式中，卖方通常与已知实体在本地或熟悉的

市场范围内进行私下谈判或挂牌销售。虽然这种方法在本地市场中可能表现出一定的有效性，但它在国际市场的应用中面临着一系列复杂的挑战，限制了其普遍适用性和效率。

首先，传统销售方法存在的一个显著限制是卖方网络的局限性。在这种模式下，销售活动往往仅限于卖方已知的、有限的买方群体或特定的市场。尤其是在全球化日益加深的今天，这种局限性极大地限制了卖方的市场拓展能力。卖方可能无法接触到更广泛的潜在买家，从而错过在更大市场范围内获取更优报价的机会。这不仅减少了交易的灵活性，也可能使卖方在资产销售中无法实现最大的经济利益。

其次，传统销售方法在定价方面面临较大的挑战。由于缺乏竞争性的出价环境，卖方很难对资产的市场价值做出准确的评估。在与潜在买方接触前，如果卖方过度低估了资产的价值，可能会导致重大的收入损失；相反，如果过度高估资产价值，可能会导致资产难以销售，从而影响资产的流动性。此外，由于资产评估往往涉及主观因素，卖方与买方之间在资产价值的看法可能存在较大差异，这种差异有时会导致销售过程中出现繁琐的价格谈判环节，降低了销售效率。

最后，传统的资产销售方法通常伴随着长时间的谈判周期和繁琐的程序。在这种销售方式中，卖方需要与每个潜在买方进行深入的谈判，以达成交易条件的共识。这种模式不仅延长了销售周期，增加了资产的持有成本，还可能因为过程中的繁琐和低效导致卖家错过市场的最佳销售时机。例如，如果市场条件在谈判期间发生变化，资产的市场价值可能会下降，从而影响到最终的销售结果。

这些固有的限制说明，传统的资产销售方法在当今快速变化和高度竞争的市场环境中可能不再适用。卖方需要探索更为灵活和高效的销售策略，以应对全球市场的复杂性和不断变化的需求。而通过竞买拍卖销售海外资产，卖方往往能够规避或解决上述常规出售面临的挑战。竞买拍卖作为一个有力的替代方案，具有明显的优势。

2. 竞买拍卖解决的问题与优势

竞买拍卖不仅解决了传统资产销售方法的多个问题，还提供了额外的优势，如交易效率的提升、更高的价格竞争、交易透明度的增加以及更加有利于卖方的交易条款。这些优势使得竞买拍卖成为一个非常有力的资产销售替代方案，特别是在当今全球化和网络化日益加深的世界，其价值和适用性更加凸显。

首先，竞买拍卖极大地增加了交易机会。与传统销售方法相比，竞买拍卖能够吸引更广泛的潜在买方群体参与竞标。这主要得益于利用网络平台、全球营销策略以及多语种的中介服务，使得信息的传播和覆盖范围远超以往。例如，一个在欧洲或亚洲的资产，通过网络平台可以轻松地触达到美洲或非洲的潜在投资者。这种广泛的市场接触不仅增加了潜在买方的数量，而且通过引入更多的竞争者，可能有效提升出价水平，从而实现更高的销售价格和更优惠的交易条件。

其次，竞买拍卖能够显著缩短交易周期。传统的销售方法常常涉及长时间的谈判和等待，而竞买拍卖的动态性和紧迫感推动潜在买方更快作出购买决策。这一过程中，拍卖的设置通常包括明确的时间限制和即时的反馈机制，使得每一个出价都必须在特定时间内完成，极大地提升了决策的效率。因此，资产不会长时间滞留在市场上，这不仅减少了卖方的持有成本，也降低了资金长时间捆绑在非流动资产上的风险。

第三，竞买拍卖提供了高度的透明度和可控的信息披露机制。在这种销售模式下，所有的潜在买方都有机会访问到相同的资产信息，这在很大程度上平衡了市场参与者之间的信息不对称性。卖方可以通过精心设计的信息披露策略，确保所提供的信息既能够帮助买方做出准确的资产评估，又能保护卖方的商业敏感信息不被过度披露。这种平衡不仅增强了买方的信任，也减少了由于信息不对称可能引起的后续争议或纠纷。

最后，由于拍卖的竞争性质，卖方通常能够获得超出预期的销售价格。拍卖环境激发了买方之间的竞争，每个出价者都希望在竞争中胜出，这常常推动最终出价高于市场平均水平。此外，拍卖条款的设定通常较为固定，并且主要由卖方制定，这减少了谈判的需要，使得交易过程更为高效。同时，固定的条款也减轻了交易中的法律复杂性，降低了交易失败的风险。

PART 003

常见的竞买拍卖流程

竞买拍卖是一种旨在最大化卖方回报的同时确保为买方提供公正和透明的竞标环境的销售方式。它通过一系列结构化和精心设计的步骤，确保了拍卖过程的效率和效果。以下是竞买拍卖中比较常见的流程：

1.通过FA等机构寻找潜在买方

这一初始步骤是竞买拍卖的基础，涉及卖方进行广泛的市场调查以识别和吸引潜在买方。卖方或其代表（如专业中介和财务顾问）通常会通过多种渠道来推广资产，包括在财经出版物发表广告、利用在线平台推送信息，以及直接联系已知对类似资产感兴趣的知名投资者。此外，卖方还可能参加行业会议和投资论坛，通过这些活动提升资产的可见度和吸引力。这种多渠道的推广策略不仅有助于广泛寻找国际市场上的潜在买方，也有助于建立起一个更为多元和竞争性的买方池，为后续的拍卖环节打下坚实基础。

2.与潜在买方签署保密协议（NDA）

在竞买拍卖正式开始之前，卖方通常要求所有表达了对资产感兴趣并计划参与竞标的潜在买方签署保密协议。这是一项标准的法律实践，旨在确保拍卖过程中的所有信息披露，如信息备忘录、流程函、

数据库中的资产信息，以及最终的交易价格和条款都受到法律保护。通过保密协议，所有的信息交换都在严格的保密前提下进行，这不仅保护了卖方的利益，也为买方提供了一定程度的信息安全保障。

3. 卖方向买方提供信息备忘录（Information Memorandum）和流程函（Process Letter）

在潜在买方同意保密协议之后，卖方会向他们提供信息备忘录和流程函。信息备忘录通常包括资产的详细描述、法律状态、财务状况以及其他相关的核心信息，它是买方评估资产价值和投资潜力的关键文档。流程函则概述了拍卖的具体流程，包括时间表、竞标程序和销售条款，确保所有潜在买方都对拍卖流程有清晰的理解和期待。

4. 进行第一轮非约束性投标/示意性竞标（Indicative Bidding）

这一阶段是拍卖流程的初步筛选环节，允许所有潜在买方提交初步的、非约束性的出价。这不仅有助于卖方评估市场对资产的兴趣和出价水平，还能为设定保留价格提供参考，同时筛选出真正有意向和能力完成交易的买方。通过这一轮的示意性竞标，卖方可以对参与拍卖的买方进行更加深入的了解，为下一阶段的深度尽职调查和更严格的竞标做好准备。

5. 开放线上数据库供买方尽职调查

符合条件的竞标者将获得进入卖方线上数据库的权限，可以查看卖方提供的关于资产的详细文件和第三方评估报告。这一阶段是买方进行财务及法律尽职调查的关键时刻，他们需要全面而深入地评估资产的各个方面，以准备他们的最终出价。尽职调查的彻底性直接影响到买方对资产价值的判断和后续出价的合理性。

6. 卖方起草交易文件

在买方进行尽职调查的同时，卖方或其代表通常会准备一份交易文件草稿。这份草稿包括了交易的主要条款和条件，并将在买方完成初步尽职调查后提供给他们审阅。这一步骤是为了确保交易双方对交

易的法律和商业条款有共同的理解和期待，为最终的谈判和交易确定打下基础。

7. 买方进行第二轮报价并反馈交易文件

基于尽职调查的发现及对交易文件的审阅，买方将提出他们的第二轮约束性报价，并可能提出对交易文件的修订意见。这一阶段是确定买方真正意向和交易可能性的关键环节，卖方将基于这些反馈进行进一步的评估和选择。

8. 与首选买方进行特定谈判

一旦确定了出价或交易条件最优的买方，卖方将进入一对一的详细谈判阶段。这一阶段的谈判通常是围绕买方提出的具体修订要求和卖方的交易底线进行的，旨在解决双方在交易条款上的最后分歧。

9. 签署最终交易文件并完成交割

在完成所有谈判并达成一致后，双方将正式签署交易文件。签署后，将进行交割程序，正式转移资产的所有权，完成整个竞买拍卖过程。

PART 004

竞买拍卖中的法律风险与应对措施

在进行竞买拍卖时，卖方面临多项法律风险和责任。为了最大限度地减少这些风险并确保交易的顺利进行，卖方需要采取一系列合法合规的策略性措施。以下是卖方在竞买拍卖中应留意的主要法律问题及应对策略：

1. 遵守适用法律

在筹划和实施竞买拍卖之前，卖方必须确保整个拍卖过程严格遵守当地以及国际适用的相关法律法规。这包括但不限于证券法规、反

洗钱法规、合规要求等。卖方应与经验丰富的法律顾问合作，对所有适用的法律条款进行全面的审核，并确保拍卖活动不会构成未经授权的投资招揽行为。

例如，如果资产涉及跨国交易，可能需要考虑多国的法律规定，包括但不限于跨境交易的税务影响、外汇管制等问题。通过提前规划并咨询法律意见，卖方可以有效避免由于违反法律法规带来的金融损失和法律责任。

2. 确保披露信息准确无误，遵守信义义务

卖方在竞买拍卖中负有向买方提供准确、完整且无误导性的信息的义务。这包括在信息备忘录中对资产的描述应详尽准确，数据库中提供的资料应反映真实情况，交易文件中的卖方陈述与保证应符合实际情况。任何信息的误导都可能导致法律诉讼、交易取消或重大的财务损失。

为了确保信息的准确性，卖方应进行彻底的资产审查和评估。必要时，应聘请第三方专家（如评估师、律师和会计师）对资产的法律和财务状况进行独立审核。此外，卖方应制定严格的信息披露流程，确保所有关键信息都经过适当的审查和批准。

3. 严格审查买方资格

在竞买拍卖中，对潜在买方的资格进行严格审查是至关重要的。这一步骤不仅涉及评估买方的财务实力和支付能力，还包括对其背景的彻底调查，确保其符合所有法律和监管要求。卖方应验证买方的资金来源，评估与买方进行交易的任何潜在法律风险，如涉及洗钱或其他非法活动的风险。

为了进一步确保交易的安全性和买方的支付能力，卖方可以要求买方提供银行担保或其他形式的财务保证。此外，卖方应与法律顾问

合作，设计一个详尽的背景调查流程，包括但不限于对买方历史交易的审查、信用评估和资金真实性的核实。

PART 005

结论

在当前美元流动性紧缩的背景下，许多传统的一对一出售方式显得力不从心，例如可能存在难以触及更广泛的潜在买方、谈判周期长、价格确定困难等问题。在这种背景下，通过竞买拍卖（Auction Sales）来进行资产销售成为了一个引人注目的替代方案，竞买拍卖能够提供更高回报的较大潜力和更大的市场渗透及效率。通过这种方法，卖方不仅能够突破传统销售方式的局限性，还能利用竞争性出价机制，以最大化资产价值，或加快买方的决策速度，更快实现退出。



姚平平
合伙人
私募基金与资管部
香港办公室
+852 2298 7138
janeyao@zhonglun.com



张琨
非权益合伙人
私募基金与资管部
香港办公室
+852 2298 7119/ +86 755 3325 6909
markzhang@zhonglun.com



CHAPTER 06

特 别 关 注

SPECIAL FOCUS

新出海潮背景下上市公司 海外收购的法律设计

张诗伟



1.《2023-2024年中国企业出海发展研究报告》，载微信公众号36氪研究院(2024年1月30日)。

2.数据来源:安永发布的《2023年中国海外投资概览》。

PART 001

前言

全球化时代，越来越多的中国企业将业务拓展至全球范围，出海也从“可选项”变为部分企业的“必选项”。从中国品牌自主研发的新能源汽车，到加码国际化布局的医疗器械，再到文化输出的短视频，越来越多的中国企业正加速出海步伐。¹虽然国际形势风云变幻波诡云谲，但中国上市公司出海投资并购方式的“走出去”的步伐仍然稳健前行。数据显示，2023年度，中国企业宣布的海外收购总额为398.3亿元，同比增长20.3%，并已连续三季度环比实现增长²。经验表明，是否能根据实际情况结合适用的境内外法律设计合适的海外投资法律结构是决定海外收购成败的关键一环。本文试图根据近年上市公司海外收购典型案例，对中国上市公司海外收购的法律结构设计进行经验性的观察与总结。

PART 002

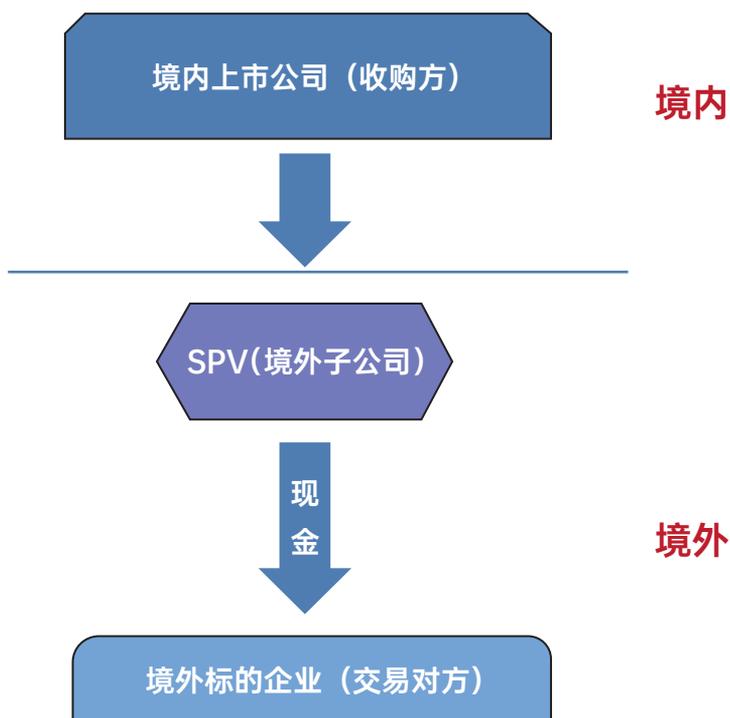
上市公司直接或通过境外SPV全现金并购标的公司

上市公司海外收购法律结构有很多种，笔者在此先从上市公司海外收购法律结构中较为为简单的一种说起。

1.方案操作

在此种结构中，上市公司通过现有自有资金或通过外部杠杆融资以全现金方式收购。在现金收购的方案下，存在两种具体的收购架构：第一种为以上市公司名义收购境外标的资产，第二种为上市公司通过其设立在境外的控股子公司对境外标的资产进行并购。其中，第二种结构的基本思路是：由上市公司通过设立境外子公司（通常情况

下表现为特殊目的载体，即Special Purpose Vehicle，以下简称**SPV**)以全现金方式收购境外标的资产(事实上，该设立SPV的间接收购方式在其余几种海外收购法律结构中也均适用)。并购所需的资金一般来自上市公司的自有资金、超募资金或者银行并购贷款以及增发融资以及以上组合。相对于境内银行贷款的高融资成本，SPV的境外发债或过桥贷款具有明显的成本优势。通常而言，设立SPV的一般地域根据投资并购目的地不同而不尽相同，比如非洲通常为毛里求斯、欧洲通常为比利时/荷兰/卢森堡、东南亚通常为新加坡等，而且实践中出于避税或隔离法律风险目的会设多层的SPV结构。该方案操作具体如下图：



该方案主要有列优势：缩短境外审批部门对并购交易审核的时间；可利用控股子公司（SPV）所在地政策享受税收上的优惠,节约税

3. 比如就成本费用而言,在全现金海外收购中,为本次收购发生的各项直接费用,如审计、评估、咨询费用,应于发生时计入当期损益,从而直接影响收购方净利润。当然,为降低该等风险、成本费用和压力,现金对价通常并非在交易时一次性支付给对方,可能设定为多笔,甚至在交割后一定期限内满足相关对赌条件后才支付剩余金额,而收购方也并非一次性收购全部目标公司股权,而是设定目标公司几年的盈利标准,若未达到,上市公司有权要求按照约定的较低价格购买目标公司的剩余股权。

收成本;可利用控股子公司(SPV)隔离风险并可方便退出;对于有资产变现需求的出售方而言,全现金收购具有相当的竞争力。更重要的是,自2016年《上市公司重大资产重组管理办法》修订后,上市公司使用现金收购即使构成重大资产重组也不再需要中国证监会上市部审批,从而大大提高了境外投资并购的效率。该方案本身的主要缺点对收购方而言,对其资金实力或借贷能力要求较高,而且也增加了收购方的资金风险、财务成本费用和债务压力³;对于欲共同分享中国概念增值的战略出售方而言,其可能更愿意在出售后继续持有中国概念公司相关股权权益为对价而非一次性套现走人,因此全现金收购反而更缺乏吸引力。当然,实务中战略出售方可能存在多重需求与目标,因此,更倾向于采取现金和股权相结合的中庸之道。

2. 相关案例

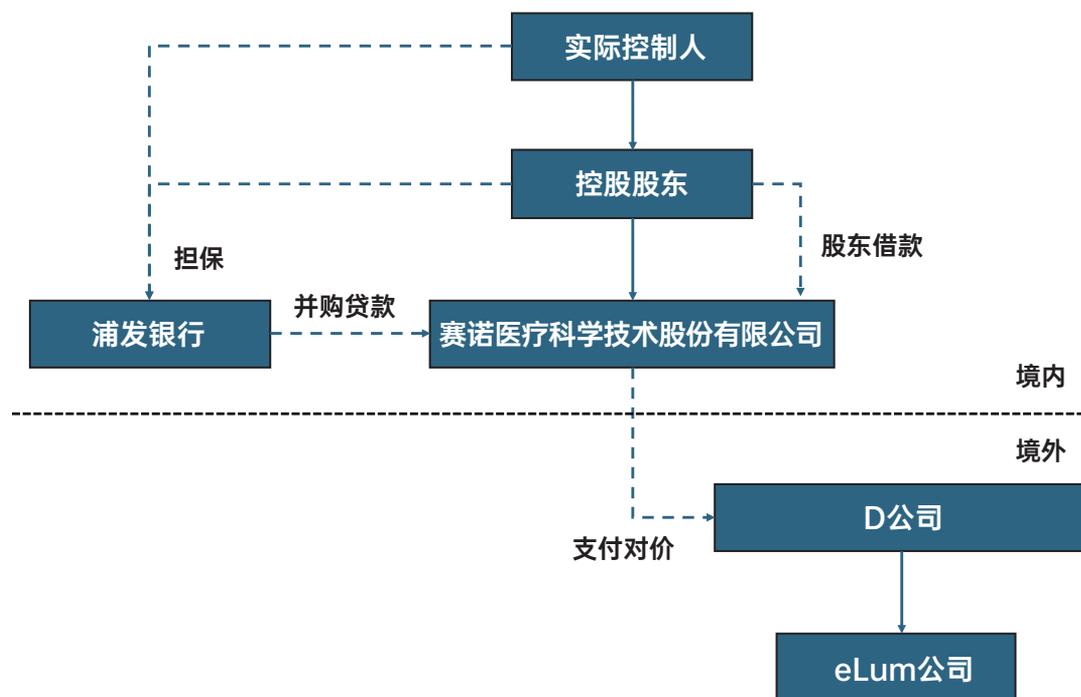
(1) 赛诺医疗现金收购美国eLum公司

2023年9月,A股上市公司赛诺医疗科学技术股份有限公司(以下简称“**赛诺医疗**”)发布公告称,其拟以自筹资金(含自有资金)2,072.8050万美元(约合人民币1.52亿元),收购D公司持有的eLum Technologies,Inc.(以下简称“**eLum公司**”)72.73%股权。该笔交易为上市公司赛诺医疗以其自身名义进行的直接境外收购,未设立SPV。标的公司eLum公司成立于2015年,主要从事神经介入医疗器械产品的研发、生产及销售。其创始人在医疗器械行业尤其是神经介入领域拥有超过30年的丰富经验,是美国首款血流导向装置的发明人,在神经介入领域拥有一定的影响力。该笔交易未构成上市公司重大资产重组,无需提交股东大会审议通过。

值得注意的是,上市公司就该笔交易筹集资金的来源较为丰富,除部分自有资金外,上市公司自上海浦东发展银行股份有限公司天津分行申请取得并购贷款(占并购总价款的40%且不超过人民币6000万

元)，由上市公司控股股东、实际控制人提供关联担保。此外，上市公司控股股东还向上市公司提供无偿股东借款不超过人民币1亿元整。

该案例操作具体如下图所示：



(2) J公司收购巴西S公司

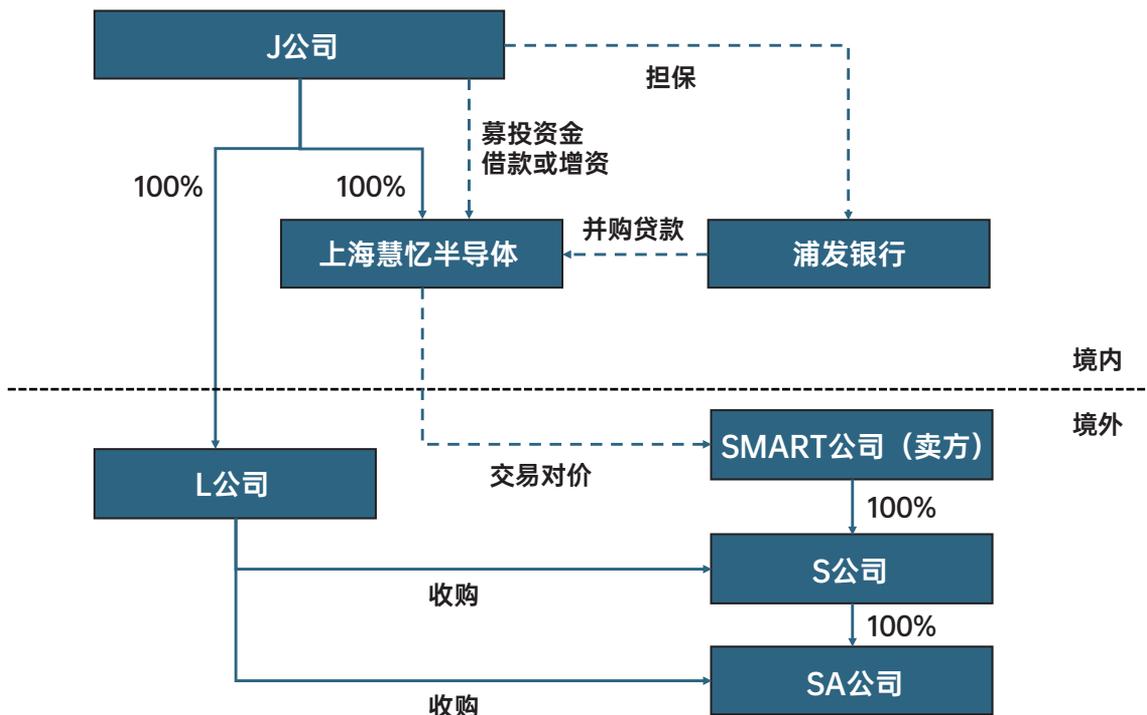
2023年6月，深圳市J公司拟通过其全资子公司L公司作为收购主体，以现金购买S公司及其全资子公司SA公司的81%股权，交易价格约为2.05亿美元。根据J公司的相关公告，该笔交易的签约方包括L公司（作为买方）、J公司（作为买方母公司（Parent）、上海慧忆半导体有限公司（作为买方母公司的出资实体（Parent Funding Entity），以下简称“慧忆半导体”）以及卖方及其担保人。该笔交易已经J公司董事会、股东大会审议通过。

值得注意的是，J公司本次收购的资金来源包括其首次公开发行的

超募资金。J公司于2022年9月首次公开发行股票，超募资金约6.85亿元人民币。J公司已召开董事会、监事会及股东大会审议通过了《关于使用部分超募资金向全资子公司增资或借款以支付新增募投项目的部分股权收购款项的议案》，同意使用部分超募资金约人民币2.64亿元人民币向慧忆半导体增资或借款，以支付本次交易的部分股权转让款项。此外，慧忆半导体还就本次交易向浦发银行申请了不超过人民币94,500万元的并购贷款，J公司对该笔并购贷款提供担保。

此外，就本次交易后卖方剩余持有的标的公司19%股权，双方在标的公司2026-2028财务年度结束后的三个行权窗口期享有出售选择权/购买选择权。

该案例的交易结构如下：

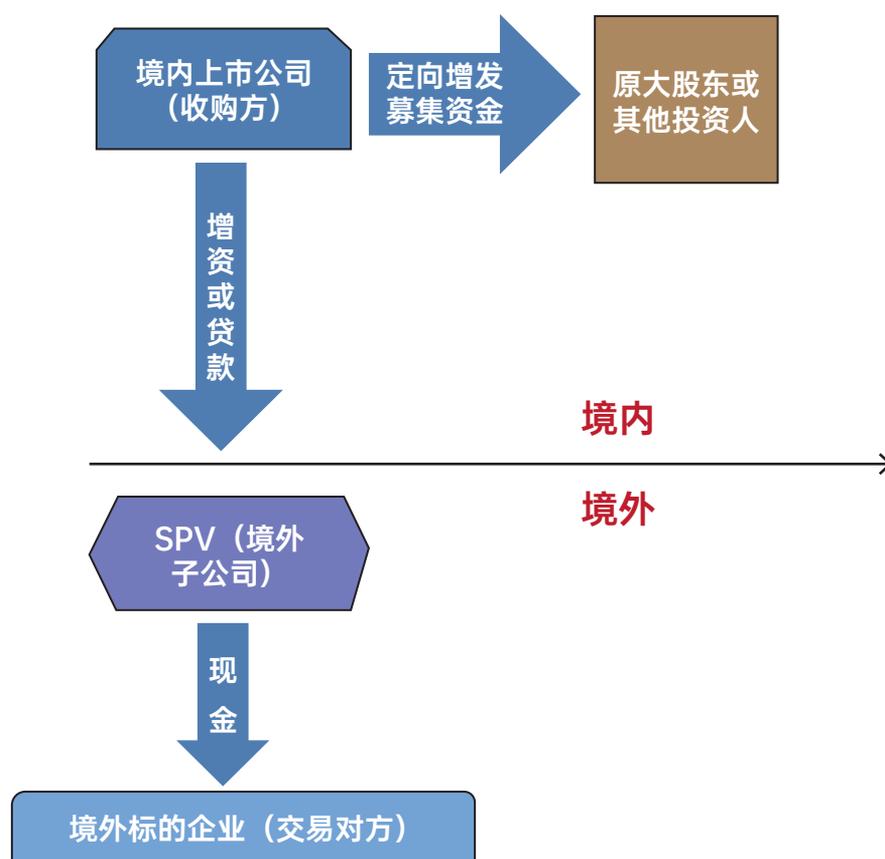


上市公司先定向增发募集资金再并购标的公司

4. 收购方以发行股份作为收购的支付对价，与所发行股份相关的佣金和手续费可冲减资本公积——股本溢价，从而不影响收购方的当期损益和净利润。

1. 方案操作

该方案的基本思路是：由上市公司定向增发募集资金，再通过设立境外子公司(SPV)以全现金方式收购境外标的资产。并购所需的资金来自定向增发募集。具体操作如下图所示：



显然，此种结构与第一种结构的主要区别在于多一层定增募集资金的流程和程序。好处在于避免动用现有资金的财务成本费用⁴或外部杠杆融资的压力，而且理论上通过定增可以进一步做大增厚上市公司

资本，从而在某种程度上降低后续进行并购构成重大资产重组/借壳规定适用的风险，但定增额外增加了监管部门关于定增的专门审核流程。因而可能增加上市公司海外收购的时间成本而且定增审核理论上也存在不能通过审核的风险。当然，随着定增审核市场化改革，上市公司通过定增进行海外收购的流程会大大加快。

值得进一步探讨的是，以公开增发的方式进行海外收购的案例较为罕见，但根据《上市公司证券发行注册管理办法》等再融资相关规定，并无募集资金用于海外收购的特定限制，我们初步理解，不排除由于海外收购存在的较大法律风险该规定在实际执行上监管部门出于保护公众投资者的目的而予以特别限制。

2.相关案例

通过非公开发行股票融资进行海外收购的案例如下：

(1) G公司于2016年非公开发行A股募集资金用于购买X公司（位于中国香港）51%股权并已完成发行及交割。2023年，G公司发布向特定对象发行股票募集资金预案，拟募集资金用于购买X公司公司剩余49%股权。2024年，G公司终止前述预案，交易方案变更为以自筹资金收购X公司30%股权。

(2) 武汉当代明诚文化体育集团股份有限公司非公开发行A股募集资金，以收购Super Sports Media Inc.100%股权。

(3) 某家居公司非公开发行A股募集资金用于收购挪威奥斯陆证券交易所上市公司E公司。

(4) 海南正和实业集团股份有限公司非公开发行股票募集资金用于收购位于哈萨克斯坦共和国滨里海盆地的石油开发企业马腾公司95%的股权。

(5) C公司非公开发行A股募集资金，以收购加拿大P公司60%股权以及白俄罗斯纸浆厂工程建设项目。

(6) 上工申贝（集团）股份有限公司通过非公开发行股票方式募集资金（不超过6.71亿元），投入募集资金于以下项目：通过上工欧洲投资德国百福公司和德国凯尔曼公司及其关联公司项目，研发和生产自动缝制单元及电控系统项目，发展现代家用多功能缝纫机项目，建立完善集团内企业信息化管理系统（ERP）项目。

(7) 国创能源贵州国创能源控股（集团）股份有限公司非公开发行募集资金总额为39.5亿元，扣除相关发行费用后的净额将全部用于以下项目：a.向帝普矿投增资，帝普矿投向寻标公司收购TPI公司；b.补充流动资金。

PART 004

上市公司大股东/PE并购基金先收购标的公司，而后上市公司通过定增收购标的公司

1.方案操作

该方案可采用两步走的方式，即：第一步，由上市公司大股东/母公司或并购基金收购境外资产；第二步，再由上市公司通过发行股份购买该资产或定增融资并收购的方式将境外资产注入上市公司。具体交易结构如下：

第一步



第二步



该方案优势为：由大股东/PE并购基金先行收购有效预先锁定标的公司，避免上市公司复杂决策流程和信息披露监管要求，避免贻误收购时机，缩短交易时间；化解上市公司直接面对境外并购的风险；而后通过增发增加了上市公司收购的资金实力，为上市公司提供多元化的支付手段。该方案的劣势在由上市公司大股东或上市公司参与设立的PE基金先行收购的情况下较为突出：对控股股东及该基金的资金实力具有较高的要求，并提高了其资金成本（因其为非上市公司难以通过资本市场进行融资）；上市公司定增存在股东大会和证券监管部门的否决的风险以及定增通过后的发行风险。进一步而言，还存在潜在的同业竞争以及后续的关联交易问题。因此，在由上市公司大股东或上市公司参与设立的PE基金先行进行收购的情况下，实务中常需由其作出该等收购的境外资产注入上市公司的承诺以及预计时间表，而在注入前，其通常会与上市公司签署委托管理协议类文件而将相关资产业务委托给公司运营管理并向上市公司支付委托管理费用。而后续由上市公司进行收购时，上市公司需履行严格的相关关联交易决策程序，相关方要回避表决。

2.相关案例

(1) T公司收购U公司

2016年5月，A股上市公司T公司联合某基金及其他4位投资者设立了H并购基金。基金规模计划50亿，T公司出资8.5亿，作为劣后级资金；某基金出资1000万元，作为劣后级资金；严某夫妇同为某基金的出资人享有28%的股份，此结构导致后续的交叉持股的现象，构成属于关联交易。

2016年9月，H并购基金间接控制的海外持股公司F公司与西班牙A公司 签署协议，向其收购其与 B公司共同持有的 U公司100%股权。

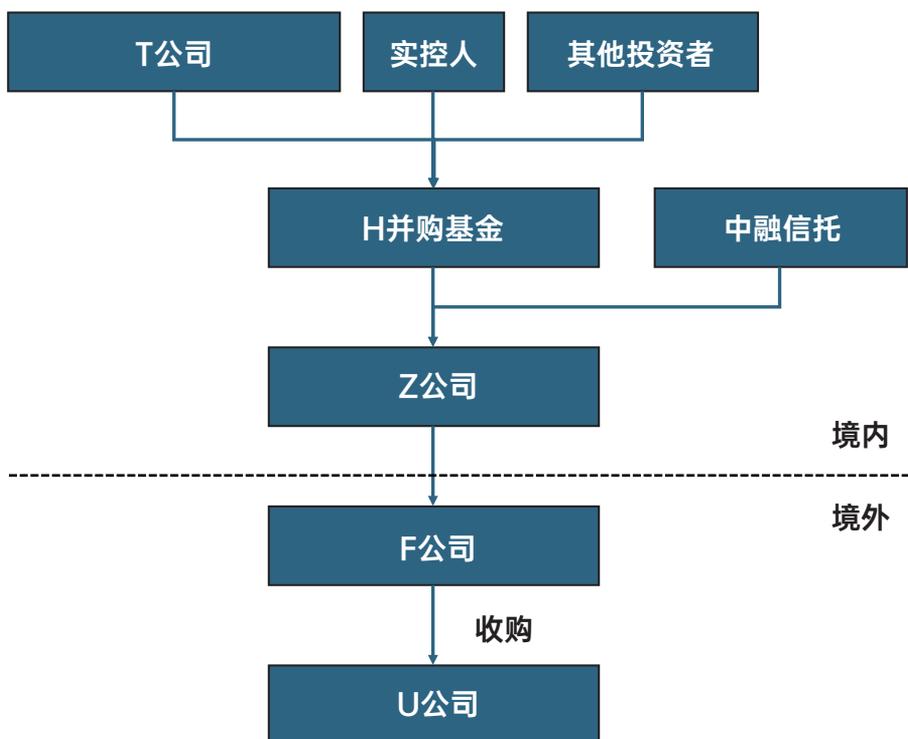
2016年12月，F公司完成了对U公司的收购并完成交割。

2017年8月起，T公司停牌并发布公告称其拟收购江苏Z公司100%股权，目的即收购Z公司间接持有的U公司100%股权。值得注意的是，为避免重大资产重组完成后形成上市公司的交叉持续，T公司于2017年8月平价退出了H并购基金。

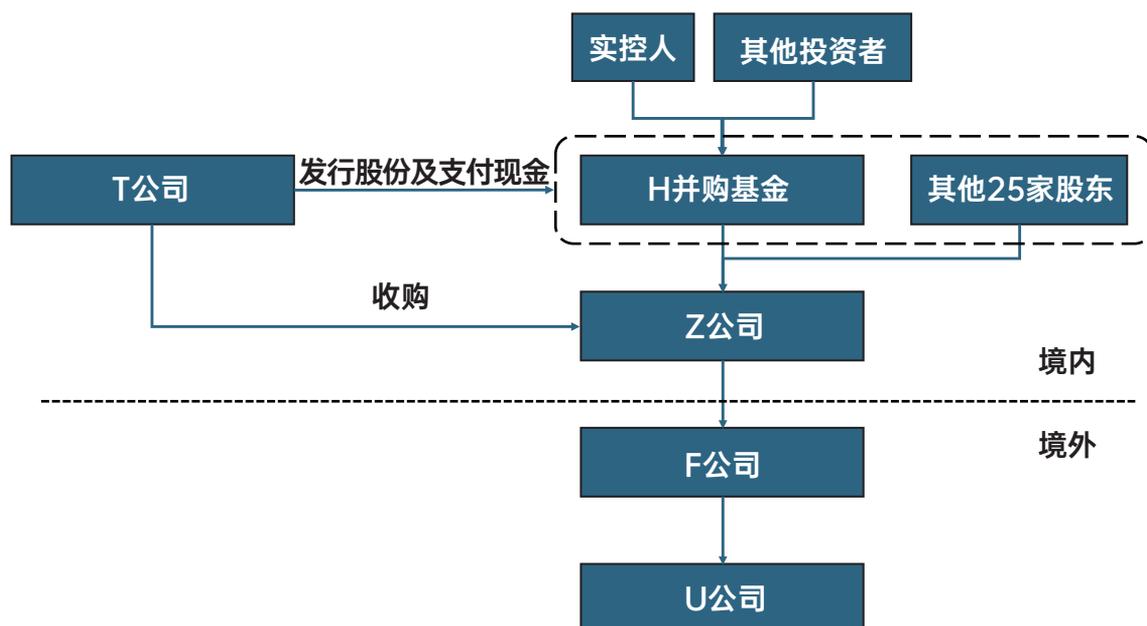
2017年12月，T公司首次公告了发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书草案，根据该草案，公司拟向H并购基金、中平投资、招华投资等26家交易对方发行股份及支付现金，购买其合计持有的Z公司100%股权，股份及现金对价合计约为88.8亿元人民币。值得注意的是，F公司对U公司的收购完成后，Z公司经历多轮增资及股权转让，截止该笔重大资产重组发生时，共计26名股东。

2018年11月，T公司收到中国证监会关于核准公司重大资产重组的批复，至此，收购U公司已完成全部审批程序。该案例的交易结构如下：

第一步：



第二步：



值得注意的是，在T公司2018年完成对U公司的收购后，T公司于2021年又将U公司100%股权出售给GL公司，并于当年完成了交割，交易对价约为14.7亿欧元。

(2) 大胜达收购荷兰Fornax公司（正在进行中）

2023年7月，浙江大胜达包装股份有限公司（以下简称“**大胜达**”）与北京有天私募基金管理有限公司（以下简称“**有天私募基金**”）签署了《合伙协议》，共同发起设立杭州大胜达有天股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“**大胜达有天基金**”）。有天私募基金作为普通合伙人，认缴出资人民币1万元，大胜达作为有限合伙人，以自有资金认缴出资人民币999万元。

2023年8月，大胜达有天基金总规模由人民币1,000万元增至10,000万元，其中大胜达以自有资金认缴出资总额由999万元增至

4,495.50万元，所占份额由99.90%变更为44.96%，同时新增2名有限合伙人，杭州某光电科技有限公司和邵建雄作为有限合伙人分别认缴出资2,997.00万元、2,497.50万元。

2023年10月27日，大胜达召开第三届董事会独立董事第一次专门会议和第三届董事会第十一次会议，审议通过了《关于私募基金收购股权的议案》，同意大胜达通过大胜达有天基金设立的先进智造（香港）有限公司（以下简称“**先进智造**”）以自有资金954万欧元收购无锡某集团、Zijlmans Beheer B.V.、Mr Daniel Peter van Hoef及 Mr Bart Hubertus Johannes Franciscus Geraedts合计持有荷兰Fornax B.V.公司的100%股权。

2023年12月29日，杭州大胜达有天股权投资合伙企业（有限合伙）已在中国证券投资基金业协会完成备案手续，并取得了私募投资基金备案证明，同时经各合伙人协商一致，决定将大胜达有天基金变更为单一标的基金，该基金用于收购荷兰Fornax B.V.公司100%股权，及参与其境内外业务整合、管理整合和重组改造，并对大胜达有天基金的《杭州大胜达有天股权投资合伙企业（有限合伙）合伙协议》其他内容进行修订及完善。

2024年1月12日，经交易各方确认，各方就交易签署的《股份购买协议》中所列的各项交割先决条件已经全部被满足或者根据《股份购买协议》的约定被书面豁免，先进智造、其他交易各方及荷兰公证人签署了《股份转让契据》，股权购买价格已根据《股份购买协议》及各方签署的公证人指示信以现金形式支付给交易的每一卖方，交易各方完成股权交割手续，各方确认交割日为2024年1月12日。

截止本文成文，据公开消息，并购基金已完成对标的公司的股权收购，但标的公司装入上市公司的交易步骤尚未实施。

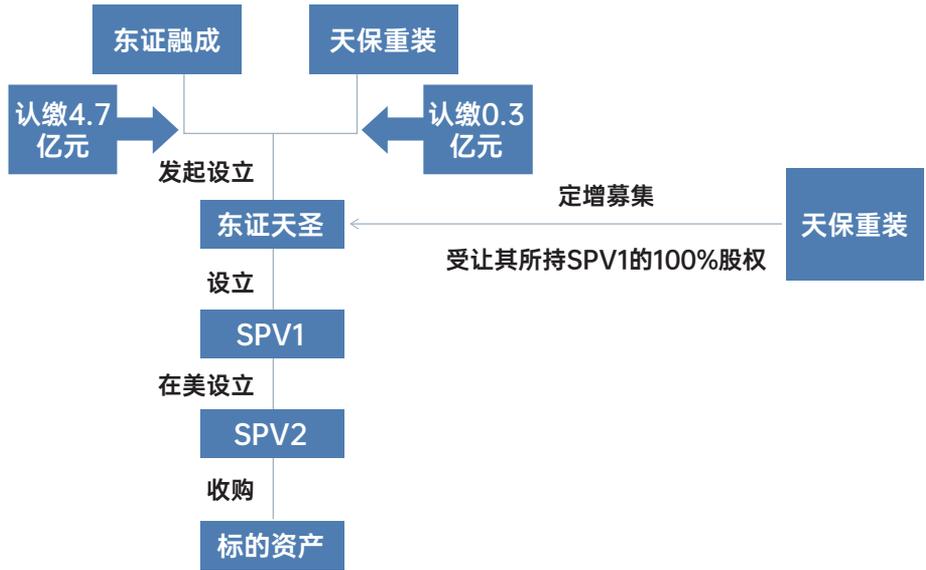
3.方案延伸-大股东或PE并购基金与上市公司先同时收购境外公司部分权益，后续再将境外公司剩余权益继续注入上市公司

该方案为改进方案，采用两步走：第一步是由大股东或并购基金与上市公司同时收购境外标的资产，通常上市公司先参股，以保证上市公司的收购不构成重大资产重组；第二步是上市公司再通过发行股份购买资产的方式将境外标的资产全部注入上市公司。

该方案吸收了方案三的优点，并有效地弥补了方案三当中收购方案在实施第二步时被上市公司股东大会否决的风险的不足，也能相对缓解上市公司的并购融资压力，逐步对标的公司进行了解和磨合，待时机成熟后再采取进一步收购，这样可以通过收购节奏灵活安排来控制交易风险，同时又锁定交易。而且，在上述并购基金中，上市公司也可能先参与设立该并购基金，由该并购基金购买海外公司，而后上市公司再接盘PE完成对海外公司的收购。该模式步骤为：第一步，由上市公司参与共同发起设立PE作为“桥梁”，由该PE购买海外资产；第二步，上市公司从PE手中接盘完成收购，从而实现对外目标资产的收购。“商+投”联动的成功案例较多，例如蒙牛乳业在IPO之前就获得摩根士丹利，鼎晖投资和英联投资三家PE的过桥投资，改善了其财务结构，从而顺利地在香港上市。“PE+上市公司”海外收购模式主要指PE私募基金认购上市公司股份、与上市公司共同设立并购基金进行海外收购或PE联合上市公司进行海外收购。这一投资模式有利于上市公司产业资本借助资本杠杆以小博大的同时有效控制自身投资风险，体现了金融资本与产业资本的有效结合。较早的案例有ZK公司收购意大利CIFA项目。该项目整体并购对价为5.1亿欧元；而ZK公司只需动用自有资金5000万美元，其奥秘正在主要依赖于联合高盛公司和某投资机构进行的联合收购。

以上市公司天保重装的海外收购为例。天保重装于2015年5月1日发布定增预案，拟以26.58元每股的发行价，向实际控制人邓亲华以及C融资、H资本、天风证券、东海瑞京-瑞龙11号等发行不超过3762.23万股，募资10亿元，其中4.7亿元用于收购美国环保设备制造商圣骑士公司80%股权及圣骑士房地产公司100%股权，剩余资金用于偿还银行贷款和融资租赁款以及补充流动资金。本次交易，天保重装的本次海外收购将采取两步走的方式：第一步，由上市公司与东证融成共同发起设立东证天圣股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“**东证天圣**”），东证天圣还设立了圣骑士环保科技有限公司（以下简称“**SPV1**”），SPV1于2015年4月2日在美国独资设立CentrisysCapital, Inc（以下简称“**SPV2**”），先由SPV2收购圣骑士公司80%股权及圣骑士房地产公司100%股权；第二步，由天保重装通过此次定增募集资金从东证天圣处受让SPV1的100%股份，从而实现对美国目标资产的收购。美国圣骑士公司的产品和服务应用于市政、石油石化、矿山、电力等领域的污水污泥处理。圣骑士公司已签订在执行的產品制造订单达4000万美元。此外，对圣骑士房地产公司的收购，则主要是由于圣骑士公司目前生产经营所需的土地、厂产权归属圣骑士房地产公司所有，收购可保证资产的完整性和独立性。目前，圣骑士房地产公司的股权结构与圣骑士公司一致，均为德籍自然人Michael Kopper和瑞士企业ABG Holding AG各占50%。天保重装采取“商+投”联动的模式。作为本次海外并购的“桥梁”，东证天圣由东证融成作为普通合伙人认缴4.7亿元，天保重装作为有限合伙人认缴3000万元共同设立。东证融成股东为东证融通投资管理有限公司，即东北证券旗下公司。该案例具体操作如下图所示：

5.所有无现金税赋公司金融交易的核心要义都在于以股份而非现金作为获得目标股份(无论是老股还是新股)的支付对价。在跨境交易中就是跨境换股(交易)。境外发达经济体并购交易活跃的一个很重要的原因就是很多交易都是换股交易。其最大的好处就在于在符合要求的前提下可享受税收递延或优惠计税甚至免税。载:《如何无现金税赋收购境外资产——首例民企上市公司上海莱士跨境换股案例分析》,微信公众号“商律疏义”(2020年4月1日)



PART 005

非典型结构：跨境换股

上市公司海外收购跨境换股分为直接和间接的两种，直接跨境换股是指上市公司直接对目标公司的出售方股东定向增发股票并以此为对价收购境外目标公司，间接跨境换股指上市公司间接通过（境外）SPV子公司发行股份并以此为对价收购境外目标公司。跨境换股最大特点是以股权作为支付对价避免了现金支付的压力与税务成本，在一些涉及金额重大交易中其优势就极为突出，但其缺点在于收购主体和目标公司都需要相关股东大会审议，而且境内主体公司股权比例在换股后也会被稀释。自首旅集团收购如家及L公司收购GD公司后，直接跨境换股在A股资本市场也可以成为一种可选择的交易方案。⁵

1.相关案例

(1) L公司收购GD公司

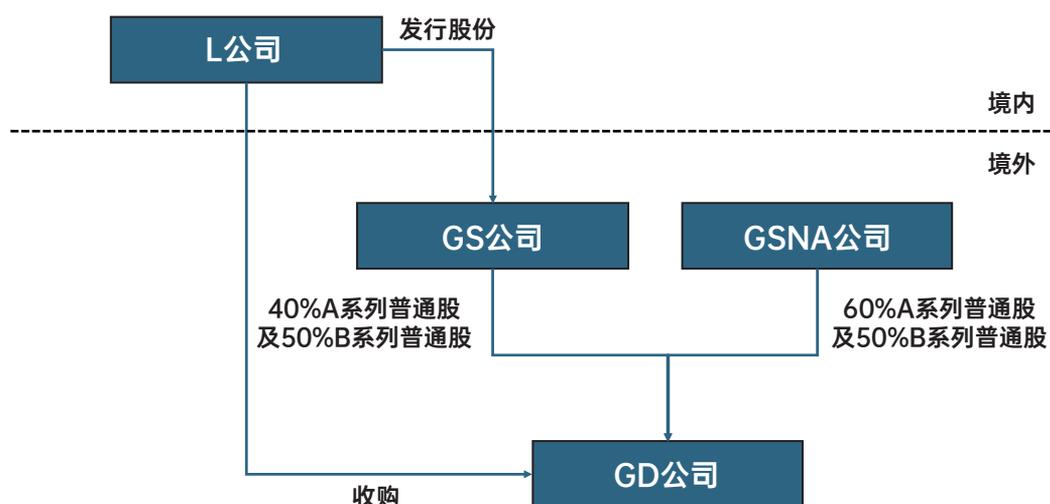
L公司收购GD公司作为首笔民营企业的跨境换股交易，对市场具有较大的借鉴意义。2019年11月，L公司拟发行股份购买GS公司持有

的GD公司已发行在外的40股A系列普通股(占GD公司已发行在外的100股A系列普通股的40%)以及已发行在外的50股B系列普通股(占GD公司已发行在外的100股B系列普通股的50%)，合计45%GD公司股权。

GD公司45%的股权估值为13,246,243,560元人民币，经交易双方协商，L公司发行股份的价格为7.50元/股，该价格不低于定价基准日前60个交易日的公司股票交易均价的90%（7.03元/股）。基于此，L公司向GS公司发行的新股数量为1,766,165,808股。交易完成后，GS公司持有L公司26.20%的股份，成为其第二大股东；L公司持有GD公司45%的股份，成为其第二大股东。

重组期间，L公司董事会和/或监事会审议通过了《关于<L公司血液制品股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易预案>及其摘要的议案》等与本次重组相关的所有议案。2019年3月，L公司第一次临时股东大会审议通过了《关于<L公司血液制品股份有限公司发行股份购买资产暨关联交易报告书>及其摘要的议案》等与本次重组相关的所有议案。此外，L公司取得了《境外投资项目备案通知书》《关于核准L公司向GS公司发行股份购买资产的批复》《企业境外投资证书》等其他可能需要的批准及授权。2020年3月，本次重组正式完成。

该案例的交易结构如下：



(2) N公司收购G电器

N公司为A股上市公司，其于2020年通过发行H股的方式，收购并私有化了其控股的H股上市公司G电器并在港股上市。虽然本案例并非典型的发行A股的跨境换股案例，但鉴于收购主体为A股上市公司，同样需要履行A股的相关审议及信息披露程序，具有一定的参考性。

根据N公司的相关公告文件，N公司拟向G电器除N公司及R公司（系N公司境外子公司）以外的股东发行H股，并对G电器进行私有化，前述股东持有的G电器股份将被注销，并按照1:1.6的比例获得N公司新发行的H股股份，合计股份比例不超过30.28%（假设可交换债券持有人全部行使换股权）。2020年12月23日，G电器于港交所退市并成为N公司的全资子公司，N公司在港交所上市并挂牌交易，前述股东成为N公司的H股股东。

值得注意的是，该笔交易在H股构成换股交易，在A股则构成重大资产购买。2020年8月，N公司公告了《N公司重大资产购买暨关联交易报告书（草案）》。由于该次交易在A股层面不涉及发行股份，因此不涉及中国证监会的注册程序。上海证券交易所对该次交易进行了问询。

2020年10月27日，中国证监会核发《关于核准N公司发行境外上市外资股及可转换公司债券的批复》（证监许可【2020】27xx号）。2020年12月，N公司H股在香港联合交易所有限公司主板成功上市，本次换股交易也正式完成。通过本次交易，N公司成功实现A+H上市布局。

一个普通的并购必然经历从前期的准备（主要为确定标的公司、聘请中介机构）到交易的执行（尽职调查、估值与收购结构方案设计以及收购协议等法律文件的谈判与签署）直至后续的交割以及交割后的整合漫长的过程，而上市公司海外收购不仅因上市公司作为公众公司本身而涉及严格的证券法层面的法律和监管和审批程序（包括上市公司股东大会以及证券监管部门批准），同时因海外投资收购涉及至少2个以上司法辖区法律规管和（包括相关行业、外资准入以及反垄断

审查) 审批部门的审批。因此, 上市公司海外收购可能是所有并购交易所需时间最长、难度最高、法律风险最高, 成功率也是最低的一种。本文仅针对收购交易法律结构分析而并未分析其他相关结构(尤其是财务或融资结构)⁶, 事实上该等结构也非常重要。而上述枚举的上市公司海外收购法律结构类型并非一成不变, 可能继续演化, 可能相互结合, 而产生演化出新的法律结构类型。在实务操作中, 上市公司无疑应当坚持合法性和合目的性原则, 在专业法律顾问协助下兼顾平衡自身和目标公司(及其股东以及其他利益相关方)实际情况和利益诉求而将其融合于适用的境内外法律法规框架之中, 从而设计出法律风险最低交易成本也最低的“双低”交易架构。

(本文原载于2015年中伦官网, 本次除案例部分有更新外, 文章结构与论点未更易, 感谢路思骥、李硕、冯浩威等协助相关更新)

6. 比如就融资类型而言, 可以是债权融资, 如银行贷款(以内保外贷为典型)、跨境人民币放款等, 也可以是股权融资, 通过非公开发行募集资金、引入并购基金或其他战略投资伙伴等。当然, 也可以是上述两种的结合。



张诗伟
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2022
zhangshiwei@zhonglun.com

国有企业境外投资及境外国有 产权监管框架及适用

潘玺茗 孙望清 曾赞新



PART 001

前言

随着中国经济的发展，近些年中国企业境外投资规模快速增长，投资足迹遍布全球。在广泛参与境外投资项目的中国企业之中，无论是从投资规模占比，还是从业务领域的广度和重要性的角度，国有企业都一直扮演着举足轻重的角色，是中国企业“走出去”的主力军。本文旨在基于境外直接投资的常规监管，阐述国有企业开展境外投资应遵循的相关审批流程及要求，并进一步梳理国有企业在境外投资活动中形成的境外国有产权的持有、管理及处置方面的监管框架及适用。

PART 002

国有企业境外直接投资监管框架

(一) 境外直接投资的常规监管

国有企业的境外投资项目，首先应遵守一般的境外直接投资监管手续。在现行监管体系下，境外直接投资主要涉及三个主管部门，即发改部门、商务部门以及外汇管理部门（通过银行实施间接监管）。

国家发展和改革委员会主要根据《企业境外投资管理办法》（国家发改委令2017年第11号，下称“11号令”）及相关配套规范对境外投资项目进行监管。各地方省级政府或省级发改部门也出台适用于地方企业的境外投资监管规定。发改部门监管的层级如下所示：

项目类型		监管方式
敏感类项目		国家发改委核准
非敏感类项目	中央管理企业	国家发改委备案
	地方企业+中方投资额3亿美元及以上	国家发改委备案
	地方企业+中方投资额3亿美元以下	投资主体注册地省级政府发展改革部门备案

商务部主要根据《境外投资管理办法》（商务部令2014年第3号，下称“**3号令**”）及相关配套规范对境外投资项目进行监管。各地方省级政府或省级商务部门也出台适用于地方企业的境外投资监管规定。商务部门监管的层级如下所示：

项目类型		监管方式
境外投资涉及敏感国家和地区、敏感行业	中央企业	报商务部核准
	地方企业	通过所在地省级商务主管部门向商务部提出核准申请
境外投资不涉及敏感国家和地区、敏感行业	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

发改部门和商务部门的审核流程相互独立，并不以另一部门的审核通过为前提。企业在完成发改部门和商务部门的境外直接投资核准或备案程序后，直接在银行办理境外直接投资项下的外汇登记及境外直接投资资金汇出手续。

关于境外直接投资的常规监管，需注意的几个问题：

1.关于境外再投资

1. 参见国家发改委2018年6月发布的《境外投资常见问题解答》第九问答、2020年5月国家发改委外资司发布的《境外投资核准备案百问百答》第一条第(七)问答以及“全国境外投资管理和服务网络系统”所载的《境外投资核准备案常见问题解答(2021年7月)》第一条第7问答。

随着境内企业对外直接投资的发展和积累，在实践中境内企业利用其控制的存量境外企业开展投资的情况越来越多。根据11号令第二条的规定，11号令所指向的“境外投资是指境内企业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”。根据上述规定，11号令规范的境外投资既包括投资主体直接进行的境外投资，也包括通过其控制的境外企业进行的境外投资。

根据国家发改委的相关问答¹，境内企业通过其控制的境外企业（设立时已核准/备案）开展境外投资的，如果投资敏感类项目，则需要履行核准手续；如果投资非敏感类项目，则分两种情况：情况一，境内企业直接投入资产、权益或提供融资、担保，则需要履行备案手续；情况二，境内企业不投入资产、权益或提供融资、担保，则中方投资额3亿美元以上的项目，投资主体需要向国家发改委提交大额非敏感类项目情况报告表，不需申请项目核准或备案；中方投资额3亿美元以下的项目无需办理有关手续。

就商务部门对于境外再投资的监管，根据《商务部办公厅关于做好境外投资管理工作的通知》（商办合函[2014]663号）第二条第（四）款的规定，“对于境外投资最终目的地企业利用其经营利润或境外自筹资金（如向境外银行贷款等）开展真正意义上的再投资的，应填写《境外中资企业再投资报告表》”。根据笔者的经验，《境外中资企业再投资报告表》仅适用于境外企业（且该等境外企业主体必须是相关有效《企业境外投资证书》中登记的“最终目的地企业”）利用其在境外留存的利润或境外自筹资金进行再投资的情形。对于投资资金来源涉及境内企业提供融资、担保的项目，或由非相关有效《企业境外投资证书》中登记的“最终目的地企业”的投资主体开展的境外投资项目，则将会视为新的境外投资项目，需就该投资项目办理新的备案

手续。

就外汇监管而言，国家外汇管理局取消了境外再投资外汇备案，即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。

2.关于限制或禁止开展的境外投资项目

发改部门和商务部门均对境外投资中的敏感类项目实行核准管理，且需特别注意的是，即便是境内企业不投入资产、权益或提供融资、担保的敏感类项目，也需履行核准手续。就发改部门的监管口径而言，根据11号令及国家发改委《境外投资敏感行业目录（2018年版）》的规定，敏感类项目包括：（1）涉及敏感国家和地区的项目；和（2）涉及敏感行业的项目。敏感国家和地区包括：（1）与我国未建交国家和地区；（2）发生战争、内乱的国家和地区；（3）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和地区；（4）其他敏感国家和地区。敏感行业包括：（1）武器装备的研制生产维修；（2）跨境水资源开发利用；（3）新闻传媒；（4）需要限制企业境外投资的行业：（i）房地产；（ii）酒店；（iii）影城；（iv）娱乐业；（v）体育俱乐部；（vi）在境外设立无具体实业项目的股权投资基金或投资平台。

就商务部门的监管口径而言，根据3号令的规定，涉及以下的敏感国家或行业，需进行核准：（1）国家：与中华人民共和国未建交的国家、受联合国制裁的国家；（2）行业：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。

同时，根据《国务院办公厅转发国家发展改革委商务部人民银行外交部关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》（国办发〔2017〕74号）（下称“74号文”）的规定，限制开展的境外投资项目包括：（1）赴与我国未建交、发生战乱或者我国缔结的双多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；(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；并明确规定，上述前三类须经境外投资主管部门核准。

74号文还规定，禁止境内企业参与危害或可能危害国家利益和国家安全等的境外投资，包括：(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。

对于国有企业进行的境外投资，国务院国资委发布了中央企业境外投资项目负面清单，设定禁止类和特别监管类境外投资项目，实行分类监管。该部分内容详述于下文关于国有企业的境外直接投资监管一节。

因此，境内企业在开展境外投资项目时，应关注所投资项目是否属于相关监管部门界定的限制或禁止类的项目，或是否需履行核准手续的项目。对于归类不明确的，从审慎的角度，应寻求和遵循相关境外投资主管部门的指导意见。

3.金融企业境外直接投资的监管

现行国家发改委11号令明确将金融企业的境外投资纳入了监管范围，即该办法第二条“本办法所称境外投资，是指中华人民共和国境内企业直接或通过……本办法所称企业，包括各种类型的非金融企业和金融企业”。同时，“全国境外投资管理和服务网络系统”所载的《境外投资核准备案常见问题解答（2021年7月）》第一条第32问答亦明确，投资主体通过QDII、QDLP、QDIE等途径开展境外投资，有关投资活动属于11号令第二条所称境外投资的，投资主体应按照11号令履行境外投资有关手续。因此，对于金融企业的境外直接投资，除了根据适用于其的监管规定需取得相关金融主管部门对于其开展境外投资的

资质和额度（比如QDII额度）的批准外，若相关投资行为属于11号令第二条所称境外投资的（比如取得企业股权），则还需在发改部门履行境外投资有关手续。

（二）国有企业境外直接投资的监管

国务院国资委颁布的《中央企业境外投资监督管理办法》（国务院国资委令2017年35号，下称“**35号令**”）等文件旨在规范中央企业及其子企业的境外投资活动。地方国资委亦发布了相关监管文件对地方国企的境外投资行为进行规范。35号令的规范内容主要包括：

1. 事前监管

首先，35号令规定了国有企业境外投资的负面清单制度。根据35号令，国务院国资委建立发布中央企业境外投资项目负面清单，设定禁止类和特别监管类境外投资项目，实行分类监管。列入负面清单禁止类的境外投资项目，中央企业一律不得投资；列入负面清单特别监管类的境外投资项目，中央企业应当报送国资委履行出资人审核把关程序。35号令并要求，中央企业应当在国务院国资委发布的中央企业境外投资项目负面清单基础上制定本企业更为严格、具体的境外投资项目负面清单。35号令还规定，列入中央企业境外投资项目负面清单特别监管类的境外投资项目，中央企业应当在履行企业内部决策程序后、在向国家有关部门首次报送文件前报国资委履行出资人审核把关程序。前述中央企业境外投资项目负面清单并不对外公开；有的地方国资部门对外公开了其所属国有企业境外投资负面清单。因此，国有企业在开展境外投资项目时，首先需严格比对其应适用的负面清单，确定其所投资项目是否属于不受负面清单限制的项目类型。

除负面清单以外，35号令还针对中央企业及其子企业的非主业投资审核做出了特殊的规定。根据35号令，对于不属于中央企业发展战略和规划确定并经国资委确认公布的企业主要经营业务的领域，原则上不得在境外投资；有特殊原因确需开展非主业投资的，应当报送国

资委审核把关，并通过与具有相关主业优势的中央企业合作的方式开展。

35号令还规定，中央企业应当根据企业国际化经营规划编制年度境外投资计划，并纳入企业年度投资计划，按照《中央企业投资监督管理办法》管理。

就境外投资决策的质量把控而言，35号令规定，中央企业应当充分借助国内外中介机构进行技术、市场、财务和法律等方面的可行性研究与论证，且股权类投资项目应开展必要的尽职调查，并按要求履行资产评估或估值程序。

2.事中及事后监管

针对实施、运营中的境外投资项目，35号令规定了相应的监督及信息报送制度。中央企业应当按照国资委要求，将季度境外投资完成情况根据相关系统报送国资委，包括但不限于固定资产投资、股权投资、重大投资项目完成情况，以及需要报告的其他事项等。在年度境外投资完成后，中央企业应当编制年度境外投资完成情况报告，并于下一年1月31日前报送国资委。境外重大投资项目实施完成后，中央企业应当及时开展后评价，形成后评价专项报告。中央企业应当对境外重大投资项目开展常态化审计，审计的重点包括境外重大投资项目决策、投资方向、资金使用、投资收益、投资风险管理等方面。

PART 003

境外国有产权监管框架及适用

(一) 境外国有产权的持有

根据《中央企业境外国有产权管理暂行办法》（国务院国资委令2011年27号，下称“27号令”）的规定，中央企业及其各级子企业在以投资、分立、合并等方式新设境外企业，或者以收购、投资入股等方式首次取得境外企业产权的；境外企业名称、注册地、注册资本、主

营业务范围等企业基本信息发生改变，或者因企业出资人、出资额、出资比例等变化导致境外企业产权状况发生改变的；境外企业解散、破产，或者因产权转让、减资等原因不再保留国有产权的情形下，应由中央企业统一向国资委申办产权登记。

在境外投资项目中，由于当地法律的要求，可能出现须以个人名义持有公司股份的情况，比如有的国家的法律规定，作为公司的董事，须至少持有一股公司股份。在此情况下，作为国有企业股东委派或提名的公司董事，则需持有当地公司的股份。根据27号令第六条的规定，境外国有产权应当由中央企业或者其各级子企业持有；若境外企业注册地相关法律规定须以个人名义持有的，应当统一由中央企业依据有关规定决定或者批准，依法办理委托出资等保全国有产权的法律手续，并以书面形式报告国务院国资委。国务院国资委在《关于进一步加强中央企业境外国有产权管理有关事项的通知》（国资发产权规〔2020〕70号）（“70号文”）中进一步明确，“严控新增个人代持境外国有产权，确有必要新增的，统一由中央企业批准并报送国务院国资委备案；对于个人代持境外国有产权，要采取多种措施做好产权保护，并根据企业所在地法律和投资环境变化，及时予以调整规范。”因此，若因投资目的地国家法律规定需由个人代持境外国有产权的，根据上述国务院国资委的相关规定，应由中央企业决定或批准，依法办理委托出资等手续，并以书面形式报告国务院国资委。

(二) 境外国有产权的处置

1. 决策程序

根据27号令的规定，境外国有产权转让等涉及国有产权变动的事项，由中央企业决定或者批准，并按国家有关法律和法规办理相关手续。其中，中央企业重要子企业由国有独资转为绝对控股、绝对控股转为相对控股或者失去控股地位的，应当报国务院国资委审核同意。中央企业一般会制定其内部的投资管理决策制度文件，就其或其子公

司持有的境外国有产权的转让的批准层级和要求进行规定。

2. 评估/估值

根据27号令第十条的规定，“中央企业及其各级子企业独资或者控股的境外企业在境外发生转让或者受让产权、以非货币资产出资、非上市公司国有股东股权比例变动、合并分立、解散清算等经济行为时，应当聘请具有相应资质、专业经验和良好信誉的专业机构对标的物进行评估或者估值，评估项目或者估值情况应当由中央企业备案；涉及中央企业重要子企业由国有独资转为绝对控股、绝对控股转为相对控股或者失去控股地位等经济行为的，评估项目或者估值情况应当报国资委备案或者核准。中央企业及其各级子企业独资或者控股的境外企业在进行与评估或者估值相应的经济行为时，其交易对价应当以经备案的评估或者估值结果为基准。”

值得一提的是，与在境内进行的交易中须进行评估的要求不同，对于中央企业及其各级子企业独资或者控股的境外企业在境外发生转让或者受让产权等交易，27号令明确允许采用估值方式为交易价格提供参考。而且，在国务院国资委颁布的《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》（国资发产权规〔2024〕8号，“8号文”）中，发布了《中央企业估值报告审核指引》作为8号文的附件，推动估值报告内容规范化，提高估值项目审核质量。

此外，相关国资监管文件也规定了无需评估或估值的特殊情形。根据27号令及70号文的规定，中央企业在本企业内部实施重组整合，中央企业控股企业与其直接、间接全资拥有的子企业之间或中央企业控股企业直接、间接全资拥有的子企业之间转让所持境外国有产权，按照法律法规、公司章程规定履行决策程序后，可依据评估（估值）报告或最近一期审计报告确认的净资产值为基础确定价格。

8号文对散落在现行制度文件中可以不进行资产评估的情形也做了统一归拢，明确8类可以不进行资产评估的情形：(1)符合国资监管有关规定无偿划转股权、资产；(2)履行出资人职责的机构对国家独资、全

资出资企业增资、减资；(3)国有独资、国有全资企业之间进行交易；(4)企业原股东同比例增资、减资；(5)有限责任公司整体变更为股份有限公司或者股份有限公司变更为有限责任公司，股东及其持股比例不变；(6)中央企业内部同一控制下的母公司与其独资、全资子公司之间，或独资、全资子公司之间以及股东及其持股比例完全相同的子企业之间进行交易；(7)解散注销未发生债务或已将债务清偿且不涉及非货币资产在不同股东之间分配的企业，或资产、负债由原股东承继的一人有限责任公司；(8)拟通过公开挂牌方式转让无法获取标的企业资料的参股股权以及账面原值低于500万元（含500万元）的存货、固定资产等，或出售、租赁能够获取公开市场价格的房产。

3. 定价

根据8号文的规定，“企业实施需要进行资产评估或估值的经济行为时，应当以评估结果或估值结果作为参考依据，并结合经济行为目的、协同效应、交易双方谈判情况等合理确定交易价格。企业对外转让标的价格低于评估结果90%、对外收购标的价格高于评估结果110%时，应当经经济行为批准单位充分论证合理性并书面同意后继续交易。作价参考依据为估值区间的，交易价格应当在估值区间内。”

70号文还规定了定价的特殊情形。根据70号文的规定，中央企业在本企业内部实施重组整合，境外企业国有产权在国有全资企业之间流转的，可以比照境内国有产权无偿划转管理相关规定，按照所在地法律法规，采用零对价、1元（或1单位相关货币）转让的方式进行。

4. 交易方式

根据27号令的规定，“中央企业及其各级子企业转让境外国有产权，要多方比选意向受让方；具备条件的，应当公开征集意向受让方并竞价转让，或者进入中央企业国有产权转让交易试点机构挂牌交易。”同时，70号文规定，境外国有产权（资产）对外转让、企业引入外部投资者增加资本要尽可能多方比选意向方；具备条件的，应当公开征集意向方并竞价交易。

因此，与境内国有产权交易原则上必须进场交易的要求不同，境外国有产权的转让并非强制进场交易。各地方国资委出台的规范所述国有企业境外国有产权处置的相关规定，有的规定了原则上“进场交易”，有的则规定原则上“多方比选，具备条件的进场交易”。目前，在实践中，可以通过由担任项目财务顾问的投行牵头管理的竞争性出售（Auction & Competitive Sale）来比选和确定买方。此外，由于境外国有产权交易需求的增加和市场的发展，也可能出现通过适宜的产权交易所进行境外国有产权交易的模式，例如，我们观察到MOX澳交所作为境外国有资产交易平台，为市场提供境外国有资产交易服务的尝试。



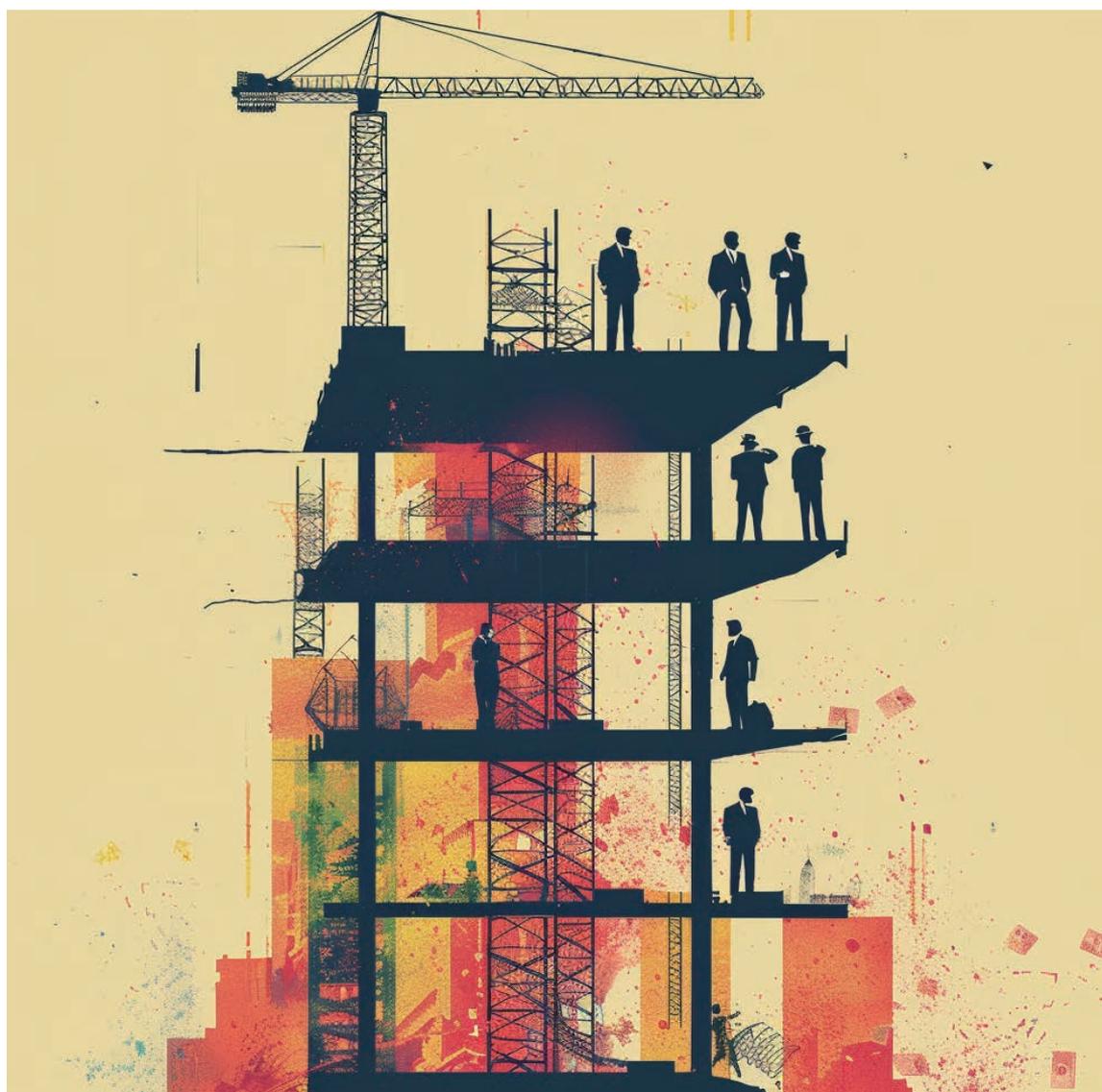
孙望清
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2162
sunwangqing@zhonglun.com



曾赞新
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2058
richardzeng@zhonglun.com

扬帆出海, 乘风破浪: 跨境出口电商的架构搭建

刘佳 张逸飞



近年来,我国跨境电商行业呈现迅猛发展势头。据资料显示¹,中国跨境电商行业规模自2013年的3.2万亿元增长至2023年17.5万亿元,年复合增速达到18.5%,其中跨境出口B2C电商的规模自2017年的9245亿元增长至2023年的3.7万亿元,年复合增速达到26.2%,明显高于同期整体跨境电商行业的增速。中国的出口企业、制造业企业积极拓展跨境出口电商业务,通过互联网电商平台开拓境外销售业务,扬帆出海已成热潮。伴随着行业景气度不断攀升,安克创新、致欧科技、赛维时代、三态股份、子不语等“大卖”(大型卖家)纷纷涌现,并成功登陆境内外资本市场。

跨境出口电商企业的法律问题具有鲜明的行业特色:一方面,涉及复杂、多元的法律监管体系,包括多个业态(制造业、外贸、互联网),多个法域(往往涉及境内外多个司法辖区),多个部门(海关、外汇、贸易、税务、知识产权、数据合规等)的深度法律问题,实践性强;另一方面,跨境电商的新兴业务模式不断涌现,法律合规与业务、财税紧密关联。面对纷繁复杂的问题,我们理解,架构搭建是跨境出口电商企业合规体系的根基,跨境出口电商企业应尽早谋划搭建清晰规范的跨境股权结构、店铺架构,妥善规划主体业务职能,进而理顺境内外交易流、资金流、货物流、信息流,最终实现境内外主体协同运作、多法域合规,降低违规运作风险,为企业未来走向资本市场奠定基础。

跨境出口电商架构中的不同角色主体

跨境出口电商的整体业务链条较长，通常通过设立多个分/子公司配合业务的开展。我们可以看到，在跨境电商企业的IPO上市审核问询中，审核机构通常会要求发行人对整体业务流程的具体安排以及各分/子公司的业务内容、定位、职能、产品进行详细说明，关注其设立及运营的背景、是否存在违法违规的情形。

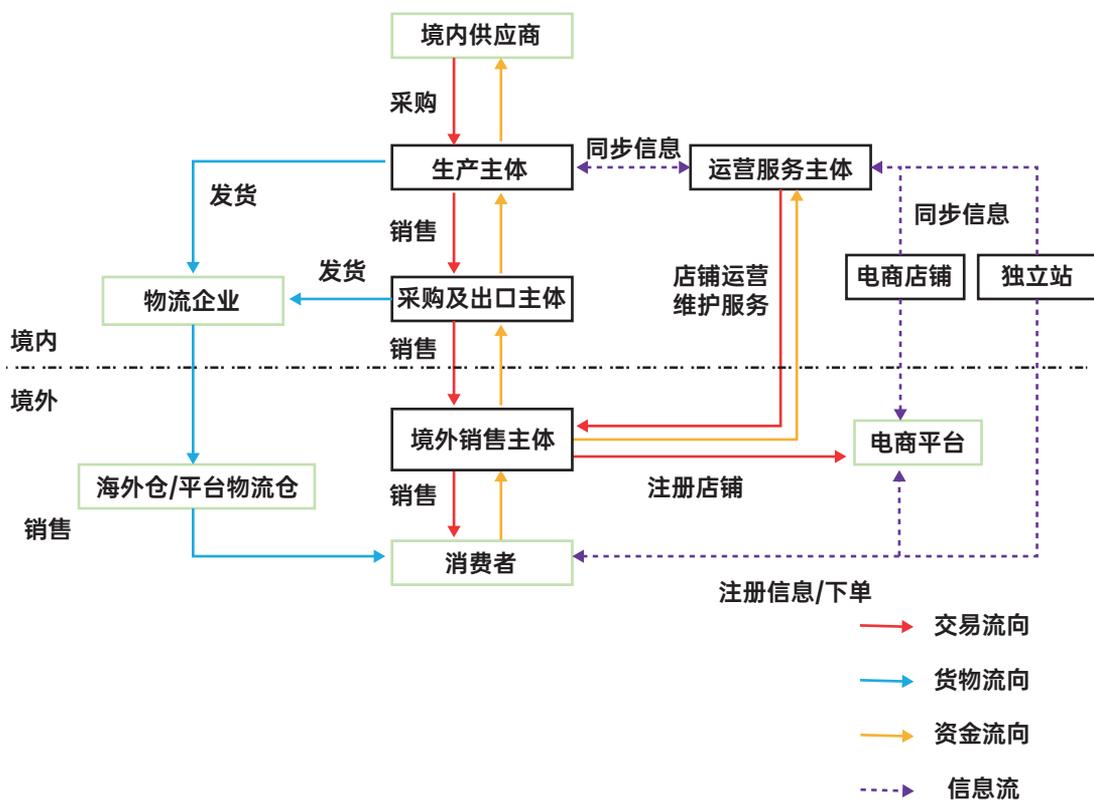
跨境出口电商企业体系内主体的角色通常包括：

序号	主体	职能	主要收入来源	主要成本及费用
1	主体公司	作为未来上市主体（或上市主体下属主要运营实体），承载：	产品对内/外销售收入、其它服务收入	工资薪酬、场地租金、各项费用报销、研发费用支出
2	生产公司	（1）基础生产、仓储、研发职能； （2）公司信息系统（OA、订单管理、库存管理等）； （3）向香港子公司提供信息技术、电商店铺运营维护服务； （4）申请高新技术企业、产品生产许可资质。		工资薪酬、场地租金、各项费用报销、采购成本、生产制造成本
3	销售公司	对外销售，报关出口，办理出口退/免税等	（1）B2C跨境出口电商业务向香港子公司销售商品形成收入； （2）B2B非电商业务向境内外客户销售商品形成收入； （3）出口退税收入等。	工资薪酬、场地租金、各项费用报销、采购成本、物流运费

序号	主体	职能	主要收入来源	主要成本及费用
4	境内运营服务公司	向香港公司提供运营维护支持、管理店铺和客户服务等功能，承载运营人员	运营服务收入	工资薪酬、场地租金、各项费用报销
5	香港子公司(境外销售主体)	(1) 作为公司境外投资平台，香港子公司境外再投资其他境外地区注册当地公司，用于开立对应电商平台站点的店铺、在当地销售商品、申报纳税等； (2) 注册开立店铺； (3) 无票采购业务等。	B2B/B2C销售收入	商品采购、电商平台维护费用、技术/供应链/仓储/运费、推广服务费、银行手续费用等
6	店铺账号公司	用于注册电商平台店铺账户，使用可靠的员工、实控人亲属信息授权开立注册，其股东/法定代表人/董事/监事/高管通常区别于跨境电商企业合并报表范围内企业	账号公司通常暂时无需股东实缴；或者跨境电商企业向账号公司显名股东提供少量资金，供其代为向账号公司出资	公司、银行账户注册维护等日常行政手续费用
7	境外孙公司(海外店铺公司)	在境外主要市场当地注册成立，可用于注册海外店铺，处理当地纳税申报、建设/租赁海外仓、售后服务	B2B/B2C销售收入	公司、银行账户注册维护等日常行政手续费用、仓储建设/租赁费用、工资薪酬

跨境出口电商的架构搭建

下图所示是跨境出口电商企业（自有工厂）的典型业务架构。境内主体包括生产主体、采购及出口主体、运营服务主体、电商店铺境内注册主体，境外主体包括境外销售主体（一般选择在香港注册成立境外一级子公司）、电商店铺境外注册主体（可以选择在店铺所属地区注册成立境外二级子公司）。该架构契合了跨境出口电商企业的财税合规和跨境业务流、资金流转需求。



1. 境内生产主体、采购及出口主体、运营维护主体

境内原材料采购是跨境出口电商企业业务流程的起点，也是财税合规的起点。企业采购时，若能够获取供应商增值税专用发票，便可

以安排境内生产主体采购并申请出口退税；若为能够获取供应商增值税普通发票，可以安排境内生产主体采购并申请出口免税；若无法获取增值税发票（例如，一些境内自然人或个体户供应商不能提供发票，通过电商平台采购无法获得发票的情况），则可以安排境外销售主体（一般是香港子公司）采购并取得收据（invoice），满足财税合规要求。

目前除沿海发达城市地区（如深圳、珠海横琴、广州、杭州、三亚等）已推出关于跨境出口电商的推广运营补贴、独立站建设补贴、场地租金补贴、物流仓储补贴等扶持政策外，一些内陆城市也在跟进推动跨境电商产业园建设，依托当地劳动力、职业技术教育等优势资源，为跨境电商企业提供扎实的人力资源支持。跨境电商企业境内运营维护主体可以注册在这些具备人力成本优势、产业利好政策的地区，雇佣当地员工，充分利用当地对跨境电商的产业扶持政策。

2. 店铺账号公司

1) 店铺账号公司的产生背景

为了构建店铺矩阵、获得更多产品曝光率以抢占市场，以及分担平台内因违规而封店的风险，跨境出口电商往往开立多个电商平台账号店铺，形成“群店模式”。群店模式的常见运作方式是通过借用第三方信息注册公司在电商平台申请账号，使得店铺在名称、股权以及法定代表人等方面与跨境出口电商企业本身实现隔离，店铺仍由跨境出口电商企业自行控制、使用。

店铺矩阵下不同店铺售卖同种商品，可能通过价格差异设置等不当手段对平台消费者造成误导，间接侵害消费者利益。因此，这种群店模式存在违反电商平台规则的风险，电商平台会对多店铺账号公司通过注册、运营阶段的审查管控作出限制。跨境电商企业在申请IPO上市时，审核机关会重点关注这种违反平台规则模式带来的大面积关店

的经营风险，也会关注发行人对第三方账号公司店铺控制的有效性，是否存在内控风险等问题。

例如，一些电商平台原则上要求：除非卖家有开设第二个账户的合理业务需要（如拥有多个品牌、为两个不同且独立的公司制造商品）且所有账户均信誉良好，否则一个卖家只能在同一站点开通一个卖家账户。电商平台一旦监测到同一站点多个卖家账户之间存在关联，便会关闭其中的违规账户。电商平台在判定账户关联时还会参考下列要素：①硬件：例如使用相同的电脑、网卡MAC地址、硬件、路由器、硬盘、服务器进行店铺操作；②软件：例如使用相同的浏览器、存在相同的浏览习惯、本地Cookie记录、存储路径；③卖家个人信息：例如涉及相同的注册地址/联系方式、信用卡所有人；④商品信息：例如涉及相同的商品类目、图片、价格、运营策略；⑤商标信息：例如相同的商标信息、同一商标已用于其它店铺的品牌授权、与已获授权的其它店铺存在商品信息雷同。

2) 店铺账号公司的架设策略

结合市场运营经验和IPO合规要求，我们认为跨境电商企业采用群店模式时，在布局架设店铺账号公司的过程中，应留意以下事项：

①首先应清晰认识到店铺账号公司固有的违反平台规则的风险，并展开进一步评估。对于在特定时期内阶段性使用的店铺账号公司，应明确账号公司仅用于注册电商平台账户，原则上不从事任何实际业务运营，不对外签署合同，不产生非必要的资金流，不雇佣员工，避免申请注册登记非必要的知识产权成果。账号公司开设店铺，预留的收款账户原则上为跨境电商企业自身账户。若个别电商平台要求账号绑定信用卡（用于支付店铺租金、佣金等费用），可以考虑使用第三方支付机构开立的虚拟卡（视电商平台规则而定，留意避免触发店铺关联风险点），或者由第三方账号公司法定代表人在香港本地银行开立个人信用卡，由跨境电商企业的香港子公司进行费用报销。

②店铺账号公司注册地放在中国境内通常可以满足业务需要。如有特别需要（比如希望店铺经营利润保留在中国境外免税地，或者希望通过多重股权架构进一步降低因与母公司的共同控制关系的风险），也可以通过设置境外投资（ODI）架构，设立海外子公司用于开设店铺。

③店铺账号公司的工商登记名义股东、董事、监事、高级管理人员一般由可靠的企业员工或实际控制人近亲属担任，账号公司及其名义股东与跨境电商企业（也可以是香港子公司）签署协议，约定同意跨境电商企业使用其信息注册电商平台店铺账号，店铺的实际权益人（包括但不限于所有权、经营管理权、收益权及处分权）为跨境电商企业，跨境电商企业直接控制运营店铺，并享有对店铺完整的所有权、使用权、管理权、运营权、收益权及处分权等权利。账号公司章程、合同章、财务章、财务账目、所有档案资料、银行账户密钥（如有）等，均由跨境电商企业自行负责保管。账号公司的股东、董监高可以签署保证书，承诺后续如申请离职的，在离职前需将股权按0元价格转让给跨境电商企业指定的主体，并协助在市场监督管理部门办理变更登记手续。

④ IPO的审核机关关注企业资产、人员、财务、机构、业务的独立性，跨境出口电商企业应建立第三方账号公司信息资料的管控制度，主动完整披露信息。跨境出口电商企业可以在IPO申报基准日前通过股权收购将账号公司完整纳入上市集团体系内，从而确保资产业务独立完整，并结合最新的电商平台规则、注册及运营管理政策合理论证收购后的合规性。除此之外，跨境出口电商企业还可以：1) 新设店铺所属站点所在地的平行子公司/孙公司，并用子公司/孙公司的名义注册新店铺取代承接原有的第三方名义店铺，逐步整合SKU品类，降低各店铺产品重合度；2) 逐步关闭价值较小、销售业绩下滑的第三方账号公司和店铺。

3. 境外销售主体

境外销售主体一般选用香港子公司，除前述便利无票采购财务处理外，香港子公司还具有以下优势：

1) 承担作为境外销售主体、境外店铺注册主体、境外再投资起点的功能

中国香港是国际自由贸易港，外汇交易自由，有利于境外资金归集调拨。境内主体在投资设立香港子公司从事贸易业务前，应在商务、发改部门办理境外投资备案手续（以下简称“ODI”）。ODI办理完成后，香港子公司可以自行注册店铺，或者在取得境外收入后以境外资金投资设立境外二级子公司（作为境外终端销售地公司并开立当地站点的电店铺），从而适用商务部门境外再投资报告手续，较ODI更为简单。

实践中，跨境出口电商企业为了设立程序便利考虑，常常通过境内自然人注册成立关联境外公司承担境外销售职能。这种模式下，一方面，境内自然人无法就境外投资办理外汇登记，存在外汇违规风险，而且跨境电商企业与关联境外公司仅是关联关系而非控股关系，在IPO时通常需要跨境电商企业另行办理ODI并新设香港子公司，由香港子公司通过收购原关联境外公司股权或业务/资产完成合并，当原关联境外公司存在大量资产时，收购方案需要结合当地规则整体评估收购的税务成本；另一方面，关联境外公司无法直接以利润方式将经营收益汇回境内，而可能通过向境内自然人股东分配利润的方式再私下兑换，或者通过第三方支付工具向跨境电商企业使用的自然人账户汇回收益，这一过程往往可能存在内控不规范问题及境内税务风险，需要尽早完成整改。

2) 承担跨境资金桥梁、资金归集调拨平台的功能

香港子公司能够提供跨境资金合规的流转路径。

对于资金“境内转境外”，香港公司的境内母公司于ODI办理完成

后，可以在审批投资额度范围内通过银行外汇渠道向香港子公司出资。

对于资金“境外转境内”，常见路径包括：①香港子公司使用境外销售收入向境内支付采购款；②香港子公司向境内母公司分红（通过在境内母公司与香港公司间新设夹层公司，利用夹层公司所在地优惠政策，可以进一步优化分红税费成本）；③香港子公司向境内运营服务主体支付店铺运营维护费用（可申请免增值税）。

香港子公司注册店铺及境外二级子公司注册店铺取得的境外销售收入可以在香港子公司层面完成归集，根据境外资金需要分配调拨，用于境外税费缴纳和仓储物流、售后、研发等职能建设。中国香港税种少，税率低，无流转税，有限公司利得税在利润200万元港币以内部分按8.25%税率，超过部分按16.5%税率。中国香港采用“地域来源”原则征税，产生收入的业务实际发生地若不在中国香港，可以按照香港地区离岸豁免缴纳利得税的规定条件，完成审计后申请税收离岸豁免，无需再次向香港政府缴税。鉴于跨境电商企业的香港子公司一般不在当地实际经营，存在申请税收离岸豁免的可行性。

3) 架构灵活性

跨境电商企业未来如进行境外重组剥离部分境外主体，可以由香港子公司卖出所持子公司的主要股权（适用香港税率），在境外完成收款，操作比较灵活。

PART 004

跨境出口电商架构下的销售、物流模式

1. 传统外贸模式

基于前述跨境出口电商的主体股权架构，跨境出口电商企业可以按照传统外贸方式出口销售商品，即在业务流方面，先由境内出口主体向香港子公司销售商品，再由香港子公司完成境外B2B销售，或者

境内出口主体向境外客户直接销售；在货物流方面，商品先从境内工厂/仓库运输至香港子公司境外仓库，再进行终端配送，或者由境内出口主体直接运输至境外客户指定地点；在资金流方面，适用前述香港子公司资金“境外转境内”的三种路径；在资金渠道上，既可以通过第三方支付工具收汇，也可以基于跨境交易真实的报关记录通过银行收汇。

除以传统外贸方式出口外，跨境出口电商企业还可以在电商业中基于电商店铺/独立站进行交易、向海外销售商品，其中又包括两类常见模式：直邮模式和海外仓。

2. 直邮模式

在直邮模式下，消费者下单后，由香港子公司委托邮政、商业快递、国际专线物流服务商等将商品包裹从境内仓库向海外消费者配送。即在业务流方面，商品先由香港子公司完成集团内部采购，进而根据电商交易信息在境外完成销售；在货物流方面，商品从境内工厂/仓库运输至消费者收货地址；在资金流方面，电商平台结算的销售款项可以提现至店铺绑定的银行卡或第三方支付工具账号（香港公司或境外子公司名下），随后可通过香港子公司资金“境外转境内”的三种路径流回境内。

直邮模式实际上是香港子公司委托邮政快递公司以邮递物品的方式报关，不同于一般贸易货物出口报关，跨境出口电商企业此时无需履行报关义务，但需遵循邮递物品的相关规定，按照邮政快递公司的要求填报邮寄物品的内容、数量、寄件人/收件人的名称、地址、联系电话等信息。这种模式一定程度上简化了跨境出口电商企业需要自行办理的进出口手续，多适用于跨境电商业务起步阶段（尚未在海外主要消费市场区域设立子公司、尚未建立境外仓储）重量小、体积小、低价值的商品。这种模式的风险在于，在境内，将导致企业货物出口报关数据和境外销售收入数据产生差异，无法办理对应货物的出

口退税；在境外，可能导致企业少缴出口国相关税款，面临税务风险（不过一些境外国家地区对于快递小包且价值低于一定金额的货品免征关税）。

3. 海外仓模式

跨境出口电商业务在发展到一定阶段后，势必需要在海外主要消费市场区域设立子公司、建立海外仓储。设立这类境外子公司的好处包括：1) 跨境电商企业可以用境外子公司注册电商平台当地站点的店铺，境外子公司可以开展线上和线下的B2B、B2C销售，实现销售回款在当地归集；2) 境外子公司承担当地的售后服务（如退换货、安装/调试/培训/技术支持）；3) 便于申请当地税号，满足纳税合规要求。通过建立海外仓储，可以提升消费者体验（更高的商品交付、退换货效率），获取电商平台政策的流量扶持，也可以将其作为海外中转仓库，便于中转贸易，或者作为电商平台官方仓的上游备货，灵活弥补电商平台官方仓在商品重量、体积、品类上所受的制约。目前市场已存在较多第三方海外仓专业机构，能够提供包括包装、仓储、配送、清关等在内的一揽子服务。

在海外仓模式下，业务流方面，境内出口主体按集团内部定价向香港子公司销售商品（含备货商品）并在中国海关履行出口清关手续（常见报关模式0110、9810），商品出口到目的国并存放在当地仓库，待消费者下单后直接由仓库发货派送；在物流流方面，商品从境内工厂/仓库运输至电商平台官方海外仓或第三方海外仓，再由仓库根据电商交易信息向消费者快递配送；在资金流方面，电商平台结算的销售款项可以提现至店铺绑定的银行卡或第三方支付工具账号（香港公司或境外子公司名下），随后可通过香港子公司资金“境外转境内”的三种路径流回境内。

此外，在境外销售地没有注册业务主体的架构下，或者在虽设立

境外销售地业务主体但并不将其作为进口国的进口方的情况下，跨境出口电商企业通常委托货代机构“双清包税”（即由货代包办出口国报关、进口国清关、目的港关税等一切费用缴纳手续）。在这种方式下，可能存在因货代漏报瞒报、改低申报货值、更改申报货物类目（选择低税率HS CODE）等举措带来的税务风险，企业需要提前设定风险防控机制。

PART 005

总结

本文对跨境出口电商架构搭建的共性问题作了概要阐释，实践中，自有工厂、报关模式、海外税务、数据出境、知识产权等因素均会影响具体的境内外架构搭建方案。跨境出口电商企业应紧密结合业务论证、完善架构，实现法律合规、财税合规，扬帆出海，乘风破浪！



刘佳
合伙人
资本市场部
深圳办公室
+86 755 3325 6359
liujia@zhonglun.com

行愈笃知益明 ——跨境电商出海合规 运营实务问题八问八答

贾申 张欣然



PART 001

前言

近年来，我国跨境电商的市场规模不断扩大，跨境电商进出口贸易额连创新高。2024年1月12日，国家新闻办公室就2023年全年进出口情况举行发布会。会上，海关总署新闻发言人、统计分析司司长吕大良表示，根据初步测算，2023年我国跨境电商进出口2.38万亿元，增长15.6%。其中，出口1.83万亿元，增长19.6%；进口5483亿元，增长3.9%。参与跨境电商进口的消费者人数逐年增加，2023年达到1.63亿。由此可见，跨境电商已然成为我国当前外贸发展的重要动能。国家在给予跨境电商大力支持的同时，也在加强对其业务的监管。基于对跨境电商企业进行合规辅导的相关经验，我们总结出了跨境电商企业在进出口环节与海外运营过程中常见的疑难问题，结合当前海关的监管现状和趋势进行解答，以飨读者。

PART 002

目前海关对于跨境电商业务采取哪些监管模式？

为促进跨境电商健康有序发展，助力企业更好开拓国际市场，除传统的一般贸易（0110）出口，我国海关陆续推出了跨境电商B2C出口、跨境电商B2B出口等监管模式。其中，B2C出口（9610）模式和报税电商（1210）模式，B2B出口包括跨境电商B2B直接出口（9710）和跨境电商出口海外仓（9810）模式。

1.直邮出口（9610）模式

“9610”模式，全称“跨境贸易电子商务”，适用于境内个人或电子商务企业通过电子商务交易平台实现交易，并采用“清单核放、汇总申

报”模式办理通关手续的电子商务零售进出口商品（通过海关特殊监管区域或保税监管场所一线的电子零售进出口商品除外）。简而言之，该模式是指，海外消费者于跨境电商卖家在跨境电商平台上开设的店铺上下单后，卖家通过直邮方式直接将货物发给海外消费者的交易模式。这种模式比较适合小包裹直邮，时效较快。

所谓“清单核放、汇总申报”是指，跨境电商出口企业将“三单信息”（商品信息、物流信息、支付信息）推送到单一窗口，海关对“清单”进行审核并办理货物放行手续；跨境电商企业定期汇总清单，形成报关单进行申报，并进行收汇、退税等操作。

2.保税电商（1210）模式

“1210”模式，全称为“保税跨境贸易电子商务”，适用于境内个人或电子商务企业在经海关认可的电子商务平台实现跨境交易，并通过海关特殊监管区域或保税监管场所进出的电子商务零售进出境商品（海关特殊监管区域、保税监管场所与境内区外（场所外）之间通过电子商务平台交易的零售进出口商品除外）。简而言之，该模式是指，跨境电商卖家先将商品运至海关特殊监管区域或保税监管场所的仓库中，由海关对其进行账册管理，跨境电商企业在收到海外消费者的订单后，再将仓库中的商品发给海外消费者，卖出一件、发出一件、核销一件。

“1210”模式的优点在于，入区即可获得退税，可以加快资金周转，减少退税时间成本。此外，采用上述的“分送集报”的方式可以降低商家物流成本，同时方便售后退换货的处理。

3.跨境电商B2B直接出口（9710）模式

“9710”模式，全称“跨境电子商务企业对企业直接出口”，是指境内企业通过跨境电商平台与境外企业达成交易后，通过跨境物流，直

接将货物运送至境外企业。不同于9610模式的交易对象为消费者，9710模式的交易对象是境外企业，且其出货量和货值一般更高。

4.跨境电商出口海外仓（9810）模式

“9810”模式，全称“跨境电子商务出口海外仓”，是指境内企业将货物通过跨境物流出口至海外仓，在跨境电商平台实现交易后从海外仓送达境外购买者的模式。在该模式项下，开展出口海外仓业务的跨境电商企业，应当在海关开展出口海外仓业务模式备案。

在9710和9810模式下，跨境电商企业或其委托的代理报关企业、境内跨境电商平台企业、物流企业应当通过国际贸易“单一窗口”或“互联网+海关”向海关提交申报数据、传输电子信息，并对数据真实性承担相应法律责任。

PART 003

国家对开展跨境电商业务的企业有哪些资质要求？

1.市场主体注册登记

《中华人民共和国电子商务法》（以下简称“《电子商务法》”）第10条和第28条规定，除个人销售自产农副产品、家庭手工业产品，个人利用自己的技能从事依法无须取得许可的便民劳务活动和零星小额交易活动，以及依照法律、行政法规不需要进行登记的情形外，电子商务平台经营者应当按照规定向市场监督管理部门报送平台内经营者的身份信息，并依法办理市场主体登记。

2.税务登记

《电子商务法》第11条规定，电子商务经营者应当依法履行纳税义务，并依法享受税收优惠。不需要办理市场主体登记的电子商务经营

者在首次纳税义务发生后，应当依照税收征收管理法律、行政法规的规定申请办理税务登记，并如实申报纳税。

3. 海关报关单位备案

《中华人民共和国海关法》第11条规定，进出口货物收发货人、报关企业办理报关手续，应当依法向海关备案。《中华人民共和国海关报关单位备案管理规定》第9条规定，报关单位名称、市场主体类型、住所（主要经营场所）、法定代表人（负责人）、报关人员等《报关单位备案信息表》载明的信息发生变更的，报关单位应当自变更之日起30日内向所在地海关申请变更。

4. 特殊主体应当办理相关资质证书

根据海关总署发布的《关于跨境电子商务零售进出口商品有关监管事宜的公告》，下列企业应当办理相关资质证书：

- 物流企业应获得国家邮政管理部门颁发的《快递业务经营许可证》。直购进口模式下，物流企业应为邮政企业或者已向海关办理代理报关登记手续的进出境快件运营人。
- 支付企业为银行机构的，应具备银保监会或者原银监会颁发的《金融许可证》。
- 支付企业为非银行支付机构的，应具备中国人民银行颁发的《支付业务许可证》，支付业务范围应当包括“互联网支付”。

PART 004

跨境电商企业可能面临哪些中国税务合规风险？

根据《关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知》（财税〔2013〕96号）的规定，电子商务出口企业出口货物，在符合退税条

件时，可以申报增值税、消费税退税。实践中，部分跨境出口电商为了享受增值税退税政策，采取多种方式变相套取退税款，导致了严重的违规后果。

虚开增值税发票是实践中典型的骗税方式，处罚案例屡见不鲜。在宁波某国际贸易有限公司骗取出口退税案中，宁波保税区某国际贸易有限公司取得虚开的增值税专用发票，采用以他人货物充当自有货物、低值高报等方式骗取出口退税。宁波市税务部门依据《中华人民共和国税收征收管理法》及相关规定，追缴骗取出口退税1590.90万元，不予退税12.89万元。同时，宁波市北仑区人民法院作出判决，该国际贸易有限公司犯骗取出口退税罪，处罚金1630万元；主犯张某某、秦某某犯骗取出口退税罪，分别被判处有期徒刑12年和3年（缓刑5年），并处罚金合计1660万元。

我国《税收征收管理法》第66条规定，出口企业以假报出口或者其他欺骗手段，骗取国家出口退税款，经税务机关查证属实的，税务机关有权追缴其骗取的退税款，并处骗取税款一倍以上五倍以下的罚款。因此，若出口企业构成骗取出口退税款的，不仅追缴其骗取的出口退税款，并且面临被处以骗取税款一倍以上五倍以下的罚款。此外，《中华人民共和国刑法》第204条规定，以假报出口或者其他欺骗手段，骗取国家出口退税款，数额较大的，处五年以下有期徒刑或者拘役，并处骗取税款一倍以上五倍以下罚金；数额巨大或者有其他严重情节的，处五年以上十年以下有期徒刑，并处骗取税款一倍以上五倍以下罚金；数额特别巨大或者有其他特别严重情节的，处十年以上有期徒刑或者无期徒刑，并处骗取税款一倍以上五倍以下罚金或者没收财产。一旦涉嫌骗取出口退税，出口企业相关负责人不仅可能需要补缴高额税款、面临巨额罚金的处罚，更有可能被追究刑事责任，造成巨大恶劣影响。

此外，跨境电商企业常见的税务合规风险还包括：申报出口退税

的备案单证不齐全，商品退运时未能及时提交响应资料证明符合免税条件，逾期未进行税务登记，通过使用个人账户结汇逃税、伪造、变造、隐匿、擅自销毁账簿、记账凭证，偷税漏税等。我们建议从事跨境电商业务的企业对上述违规风险予以高度关注。

PART 005

跨境电商出海运营过程中，通常会面临哪些知识产权风险？

知识产权侵权问题近年来已经逐渐成为中国跨境电商出海时面临的首要风险之一。近年来，中国跨境电商企业在海外的知识产权涉诉案件数量呈现明显的上升趋势，许多从事出海业务的跨境电商企业往往可能面临巨额的诉讼赔偿责任。此外，中国跨境电商平台的知识产权风险问题也已经引发美国国会美中经济安全审查委员会（US-China Economic and Security Review Commission）的关注。在其2023年发表的《Shein, Temu和中国电子商务：数据风险、采购违规和贸易漏洞》（Shein, Temu, and Chinese e-Commerce: Data Risks, Sourcing Violations, and Trade Loopholes）报告中，其指出“Shein和其它中国电子商务平台多次被指控违反美国知识产权法。据《华尔街日报》2022年报道，Shein有多起在联邦层面未解决的知识产权诉讼案件。”

值得注意的是，由于海外国家的法律规定和诉讼程序与中国往往存在很大差别，中国跨境电商企业由于对海外市场的知识产权保护法律规则的不了解、不熟悉，容易导致自身在诉讼程序中处于十分不利的地位。以美国知识产权诉讼程序为例，知识产权侵权诉讼往往包括原告提交诉状、申请临时禁令（Temporary Restraining Order, **TRO**）、申请初步禁令（Preliminary Injunction Order, **PIO**）、发出传票（Summons）、正式审判等连环步骤。在原告申请临时禁令时，无需履行听

证程序，也无需通知被告人。此外，在收到美国法院传票后，被告通常需要在很短的时间（21日）内应诉，如果未及时采取措施应诉，就会失去辩护机会，受到缺席判决（Default Judgment），从而被要求支付高额赔偿金。值得注意的是，一旦败诉，跨境电商所面临的赔偿金额可能远高于此前禁令所冻结的账户资金。如不履行法院判决，原告还有权向法院申请强制执行，申请法院划拨冻结被执行人的资产。如冻结资产不足赔偿金数额，对于被执行人后续在美国获得的收入，亦将会被纳入执行范畴。

除上述诉讼案件本身带来的风险外，如跨境电商企业被诉侵权，还可能面临以下衍生不利影响：

- 相关售卖的商品被平台下架：例如，亚马逊等电商平台可能存在内部评价程序和中立评估程序，由其自身判断产品是否侵权，如果认为构成，则会下架相关商品；

- 无法继续运营店铺或开设新账户：一旦败诉判决下达后，不仅被诉店铺将难以继续运营，还可能会为日后注册新店铺和开立新账户埋下隐患，因为一旦存在与之前店铺关联的信息，新的账户也会面临再次被冻结的风险。

针对以上风险，我们建议从事出海业务的跨境电商企业对潜在的知识产权诉讼、合规风险采取充分、行之有效的应对策略。在事前风险防范方面，建议跨境电商企业加强对海外市场国家知识产权法规的了解，加强对员工的日常合规培训，同时开展内部合规筛查，确认自身产品是否可能存在潜在知识产权侵权风险；在事中处置方面，一旦发现存在或可能存在侵权风险的产品，建议立即核实，进行下架、撤换等处理；如果受到起诉，要切忌采取“自认倒霉”、对送达文件置之不理等侥幸、拖延心理，第一时间咨询专业人士的意见。

跨境电商在海外开展广告营销活动时应注意哪些合规要点？

跨境电商企业在海外经营过程中，必然涉及开展广告营销活动。在此过程中，电商企业需要根据海外市场相关法律法规以及相应的平台规则，规范自身开展的广告营销活动。当前，全球大多数国家均通过广告法、竞争法或其他电子平台规制法对经营者开展线上广告营销的活动进行规制，但监管力度与监管重点各有不同，很多场景下与中国的监管规则也存在很大区别。根据观察，跨境电商企业在海外销售过程中常见的广告活动场景及合规要求包括：

- 发布包含绝对化用语的广告：与中国的监管规则不同，在美国、英国、日本等很多国家，通常不禁止广告中使用“最好”“最佳”等主观性较强的绝对化用语，但对广告内容的真实性、完整性、准确性均存在要求，要求广告用语必须有客观事实或支撑依据，如果广告宣传中存在对客观事实虚假或误导性描述的信息，将很可能被视为违规。例如，欧盟和英国要求，广告不得遗漏、隐藏重要信息，如因广告发布的时间和空间有限而未能说明该信息，那么应当通过其他方式告知消费者；

- 对于广告禁止内容的要求：在海外营销活动中，跨境电商应当尤其注意遵守当地广告法中对于绝对禁止词汇的要求。通常而言，包含血腥、暴力与煽动、成人内容、仇恨意象（基于种族、宗教信仰、残疾、性取向、性别/性别认同或种族/民族血统来宣扬对人的敌意的文字、语音和视频）、对未成人有害的信息（包括暴力、死亡、毒品等）、恐怖主义、骚扰和网络欺凌、虐待动物等内容的广告都会被禁止发布。此外，还需要特别关注一些宗教国家的特殊要求，例如阿联酋禁止在广告中包含对国家元首或阿联酋统治者批评的内容、禁止包含煽动破坏伊斯兰教的内容；

- 对广告语言的要求：例如法国要求，所有书面、口头或视听广告必须使用法语，在公共道路、向公众开放的场所或公共交通工具上粘贴或制作的、旨在向公众提供信息的任何广告必须用法语书写。西班牙要求，广告必须使用西班牙语；

- 对广告呈现形式的要求：很多国家对于广告宣传材料的速度、呈现形式、时长等存在强制性要求。例如，西班牙要求，通过动画或互动广告作品（如动态横幅、动画图形交换格式）发布互联网广告的，展示的信息必须在屏幕上停留不少于两秒钟。美国要求，在投放线上广告时，商家应当清楚、明显地披露所有可能影响消费者做出决策的细节信息，不得通过使用快速滚动的字幕、位于屏幕或海报边缘的小号文字或字体颜色与背景颜色接近的文字模糊关键信息、误导消费者；

- 对于隐形营销、广告植入的要求：很多国家对于隐形营销、广告植入活动确定了较为严格的限制要求。例如，日本要求，禁止在观众不知情的情况下付费植入产品广告，必须让读者和观众能够辨别。

建议从事海外跨境电商业务的企业尽早对海外市场国家的广告营销规则进行梳理，及时开展对海外广告营销材料投放情况开展合规检查，如发现不合规情况应及时整改，确保广告营销活动的合规性。

PART 007

跨境电商在海外运营时会面临哪些产品认证、消费者保护挑战？

当前，美国、欧盟等海外市场对在本国销售的特定产品提出了一些法定标准和要求。跨境电商企业在相关境外市场开展销售时，应当充分了解相关市场规则，确保自身产品符合法定标准。例如，根据销售产品品类的不同，常见的美国、欧盟市场中的产品认证要求可能包括：

- **FCC认证**：美国联邦通信委员会（Federal Communications Commission, **FCC**）是美国政府的一个独立机构，凡进入美国市场的电子类产品都需要进行FCC认证。

- **FDA认证**：美国食品药品监督管理局（Food and Drug Administration, **FDA**）是由美国国会即联邦政府授权，专门从事食品与药品管理的最高执法机关，主管食品、药品、带激光类的产品、医疗器械、食品添加剂、化妆品、动物食品及药品、特定饮品等的监督检验。如果跨境电商涉及向美国市场销售需要强制类认证的产品，则需要先取得FDA认证，以符合美国市场标准。

- **CPC认证**：美国消费品安全协会（Consumer Product Safety Committee, **CPSC**）是美国重要的消费者保护机构，主要负责监管儿童产品、家用电器和其他用于家庭、学校、娱乐和学校的消费品等。CPC认证（Children's Product Certification）适用于所有以12岁及以下儿童为主要目标使用对象的产品，如玩具、摇篮、儿童服装等。相关产品均需要取得CPC认证证书方可在美国上市。

- **CE认证**：对于很多在欧盟市场上销售的产品，均需要取得欧盟CE标志认证。当前，需要取得CE认证产品包括但不限于无线电设备、电子设备、医疗器械、建筑产品、玩具、燃气具等。对于上述产品，在取得欧盟CE认证后，即可在欧盟经济区（EEA）自由流通。

在消费者权益保护方面，各国均相继完善自身法律规则，针对电子商务行业的发展制定了一系列特殊的规则，其中以欧盟近年来的立法举措最为典型。欧盟《数字服务法》，全称为《数字服务单一市场条例》（Regulation on a Single Market For Digital Services, **DSA**），由欧盟委员会于2022年10月19日通过，自2024年2月17日起适用于欧盟所有网络平台。《数字服务法》以数字平台使用人数为标准，将数字平台划分为一般平台和超大型平台。根据该法，一般平台需要履行的消费者保护义务包括：建立免费消费者投诉系统、对卖家

进行身份核验以防止消费者欺诈、禁止设置欺骗性页面引导消费者付费等。对于超大型平台，需要履行的消费者保护义务则更加严格，包括未成年人保护、广告透明度管理、成瘾性设计管理、有害内容风险管理等方面。

此外，在欧盟成员国层面，除要求遵守欧盟制定的一般规则外，往往还要求电商平台遵守更高标准的消费者保护要求，例如，奥地利、比利时等国家要求电商企业必须给予消费者在14天之内无理由退货的权利；罗马尼亚、克罗地亚等国家要求电商网站必须确保可供残疾人使用等。

违反上述消费者保护要求，不仅可能导致企业陷入与消费者的诉讼纠纷，还可能受到当地监管机关的调查和处罚。例如，近日，欧委会宣布对某中国电商平台展开《数字服务法》相关调查，原因是欧委会认为被调查企业平台存在销售大量假冒伪劣产品、对侵权产品缺乏有效的管控措施、未对危险产品采取足够的安全措施等问题。如调查结果属实，该电商平台将可能面临高达其全球年营业额6%的罚款。

因此，建议中国跨境电商企业在拓展海外市场的同时，对海外市场当地的产品标准、消费者保护特殊要求进行充分调研，并采取针对性管理措施，以最大限度降低潜在违规风险。

PART 008

跨境电商在海外运营时会面临哪些数据保护/隐私合规风险？

在跨境电商的出海经营过程中，可能会涉及通过自营电商平台、第三方跨境电商平台、自营APP等收集海外消费者的个人信息，包括但不限于消费者姓名、电子邮箱、电话号码、收货地址、支付账户等。同时，在跨境电商提供售后服务过程中，也可能涉及收集和處理上述海外消费者的个人信息。此外，一些全球化运营的企业还涉及将

收集到的个人信息在全球范围内进行传输。在此背景下，跨境电商企业不仅需要遵守中国有关的网络安全与数据保护法规，更需要遵守业务所在国家/地区个人信息及隐私保护规则，避免违规处罚风险。

根据我们的观察，很多中国电商平台海外市场均在加快自身数据保护监管的立法步伐，监管规则也是日新月异，即使是同一个国家范围内，不同的地区也可能制定更为精细化的监管规则，对运营者提出更高标准的合规义务要求。例如，如跨境电商在美国市场开展经营活动，除联邦层面的法律法规外，还需要特别留意州层面的法规要求，例如《加州消费者隐私法案》(CPPA)、《加州隐私权法案》(CPR)、《康涅狄格州数据隐私法案》(CTDPA)等。此外，电商平台应关注特定领域的合规义务要求，例如美国《儿童在线隐私保护法》(COPPA)中的监管要求。

结合既往处罚案例，跨境电商企业在开展海外运营的过程中，常见的数据合规挑战包括：

- 隐私政策、隐私政策界面设计不符合海外市场当地的法律法规要求；
- 个人信息处理全流程风险控制要点部署不到位，例如采集个人信息场景未能充分告知个人信息主体（消费者）、个人信息永久存储等；
- 在与第三方合作方之间的数据交互未能充分进行合规风险管理；
- 对从事的数据跨境传输活动未能排查清楚事实情况和/或履行数据跨境传输合规措施；
- 个人信息主体权益响应不到位，遭致客诉、处罚乃至诉讼；
- 开发新业态和新技术(例如算法、AIGC等)时未能充分保护个人信息安全；
- 未履行对特殊群体（例如儿童）的个人信息保护特殊要求。

值得关注的是，近年来，跨境电商平台在海外因数据安全问题面

临的行政处罚与民事诉讼案例层出不穷。2022年，Shein的前控股股东Zoetop因未妥善处理用户数据泄露问题而被美国罚款190万美元。另一家大型中国出海电商平台也同样因为违规收集个人信息、个人信息安全问题接连在美国、加拿大被提起集体诉讼。如此种种由数据合规引发的处罚、诉讼事件无疑是一把达摩克利斯之剑，让中国跨境电商的海外发展面临巨大的域外司法挑战。

为避免上述违规事件再次发生，跨境电商企业在出海过程中，需要格外注意对海外市场数据保护法规要求的研究。对照法规要求，对自身个人信息收集处理事实情况排查（Data Mapping），摸清数据流转关键环节；根据法规要求，设置隐私政策、隐私政策界面，避免因管理不到位引起不合规事件。

PART 009

跨境电商在海外运营时会面临哪些贸易合规风险？

近年来，美国、欧盟、日本等国家不断加大出口管制与制裁的范围，其中美国的出口管制与制裁的域外管辖力度尤甚。

在出口管制方面，美国出口管制规则具有极强的域外管辖色彩，管辖的产品和活动范围远远比其它国家和地区广：①不仅限制从美国向美国以外国家的出口活动，还限制将美国货物从一个外国国家运往另一个外国国家的“再出口”活动；②不仅管辖美国原产的产品，也会管辖含有美国原产成分、应用美国特定软件或技术生产制造的特定产品。因此，即使是中国跨境电商企业开展海外市场运营活动，也应当充分了解美国出口管制规则的适用范围，以及相关规则可能给业务运营带来的潜在风险与阻碍。

值得注意的是，美国出口管制违规责任为严格责任，即使企业并无违反相关规则的主观恶意，亦有可能受到美国执法机关的调查或被

列入各类限制清单中。因此，跨境电商企业应提前了解、掌握与销售产品相关的管制制裁规则，避免潜在的违规风险。

以近年中国跨境电商企业出海经营的重点市场俄罗斯为例，俄乌冲突以来，美国对俄罗斯施加了大范围的出口管制限制力度，不仅规定向俄罗斯出口所有《商业管控清单》（Commercial Control List, **CCL**）上的物项（即军民两用物项）需要取得美国商务部的许可，还对大量民用物项向俄罗斯的出口施加许可要求，例如计算机、手机、电视、摄像机、录音机、咖啡机、面包机、电子零部件等等。根据现行美国出口管制规则，只要上述民用产品原产自美国、含有25%以上的美国原产部件/材料或者在生产或设计过程中使用了美国软件或技术，则将可能被禁止在未取得美国出口许可证的情况下向俄罗斯市场销售。上述限制仅存在小范围的例外，例如对于特定通信产品，可以适用“消费类通讯设备”（Consumer Communications Devices, **CCD**）许可例外，但是也需要满足严格的适用条件，例如仅允许销售给个人消费者，不得将产品销售给企业用户、更不得销售给任何涉军的实体或个人。

在制裁方面，美国近年来广泛运用特别指定国民（SDN）清单等清单手段，对其他国家的实体和个人进行打击。根据美国制裁规则，任何实体和个人不得为被列入SDN清单实体或个人提供“实质性协助”，否则即便是非美国企业，也将可能面临美国制裁风险。跨境电商企业下游消费者用户众多，如何设置KYC筛查手段，避免交易涉及黑名单实体，同样是跨境电商企业面临的一大挑战。

针对上述风险，我们建议中国跨境电商企业对自身销售产品、销售市场、上游供应链、下游用户情况进行全面摸排与风险评估，对自身销售产品的受控情况、受控规则进行研判，确保自身产品向海外市场的出口活动不违背美欧等国家出口管制相关的法规规则。同时，对于开展跨境海外销售的电商企业，尤其开展涉及俄罗斯、白俄罗斯、

伊朗等敏感国家或地区的海外业务的跨境电商企业，建议及时建立健全自身贸易合规筛查、管控机制，对交易相对方信息进行全面收集、筛查，如遇买方、最终用户合规性存疑的情形，立即暂停业务，开展合规评估，并及时寻求专业人士帮助。

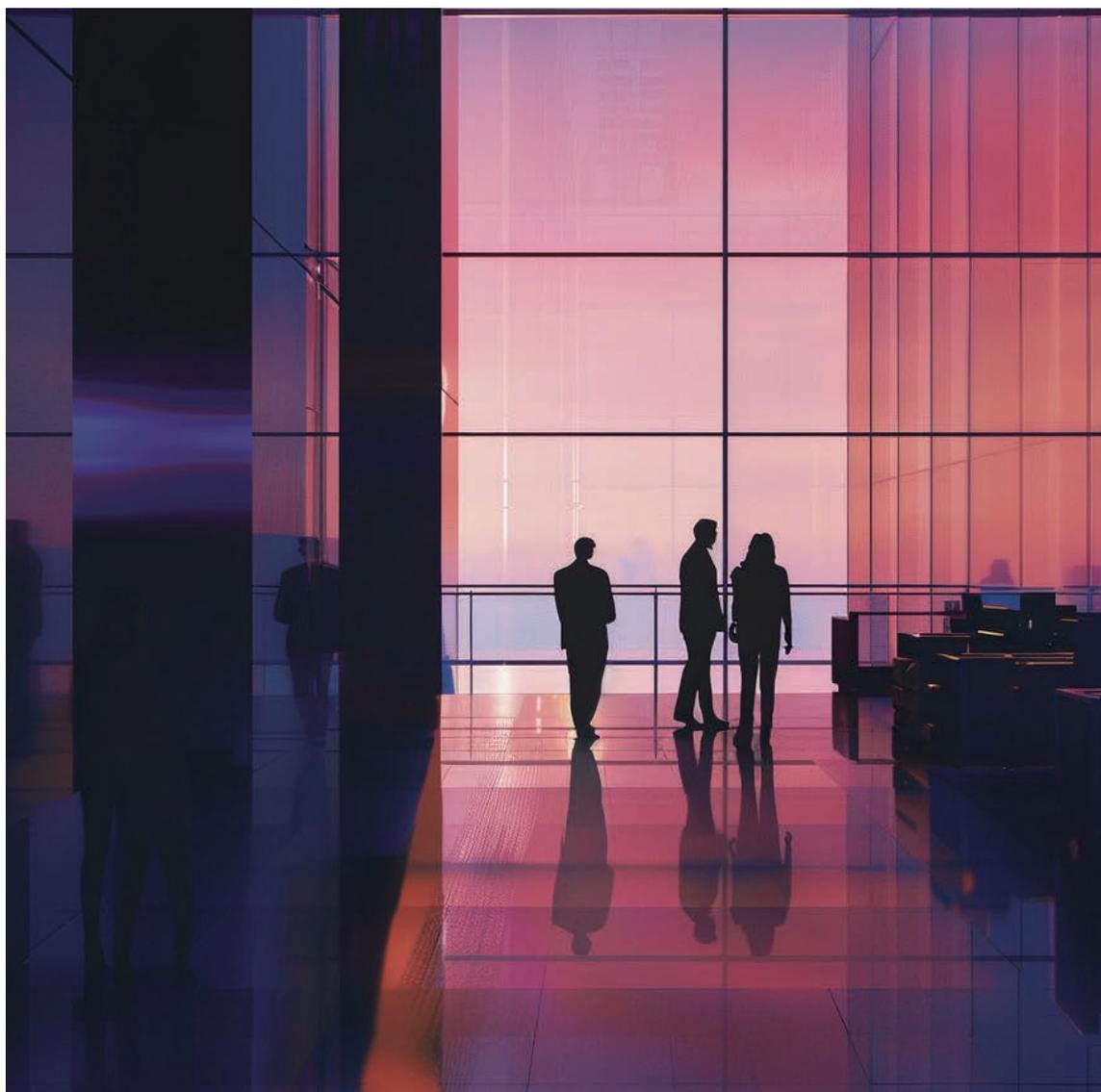
(张一诺、颜逸璇、杨洋亦有贡献)



贾申
高级顾问
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2263
jiashen@zhonglun.com

境外新能源项目 PPA要点解析

高燕 李卓慧



随着全球能源需求的不断增长和可再生能源项目的兴起，中国企业越来越多地参与到境外新能源项目的开发和投资中。购电协议（Power Purchase Agreement, “PPA”）作为新能源项目中的关键合同，直接影响到项目的可融资性和经济效益。本文旨在解析PPA的概念、类型与新兴的虚拟购电协议，并结合我们的项目经验探讨PPA的核心合同条款，旨在为中国企业在境外新能源项目中的电力购销提供参考。

1.PPA的概念

PPA是指发电方（境外新能源项目中通常为中国企业）与购电方（境外新能源项目中通常是当地电力公司或大型用电企业）之间签订的长期合同，旨在约定发电方向购电方出售电力，购电方支付相应的电价。PPA是境外新能源项目的重要组成部分，直接关系到项目的现金流和可融资性。通过签订PPA，发电方可以锁定未来的收入流，从而获得银行或其他金融机构的融资支持。金融机构通常会依据PPA的条款和稳定性，评估项目的风险和融资条件。

PPA的基本要素包括：（1）合同期限：PPA的合同期限通常为15至25年，甚至更长，以保证项目的长期稳定性；（2）电价机制：电价可以是固定电价、浮动电价或混合电价，具体取决于合同双方的协商；（3）电力交付：约定发电方每年或每月向购电方交付的电量；（4）风险分配：明确各方在项目建设、运营、维护中的责任和风险分担。

2.PPA的类型

PPA通常可以分为物理购电协议（Physical PPA）和虚拟购电协议（Virtual PPA）。

1)物理购电协议（Physical PPA）

物理购电协议是指发电方实际向购电方交付电力的协议。这种类型的PPA通常适用于电力公司和大型工业用户，具有明确的电力交付和计量方式。与虚拟购电协议相比，物理购电协议进行电力的实际交付，即发电方在符合合同项下技术标准与质量要求的情况下，负责将电力通过电网直接输送到购电方指定的交付点。

2)虚拟购电协议（Virtual PPA）

虚拟购电协议是一种金融对冲合约，发电方和购电方之间并不进行实际的电力交付，而是通过现金流和可再生能源证书（Renewable Energy Certificates, "REC"）的交易实现合同目的。虚拟购电协议本质上是一种差价合同，发电方以固定价格现金流兑换购电方的可变价格现金流，具有更高的灵活性和市场适应性。

虚拟购电协议的主要特点包括：（1）无实际交付：发电方将电力出售给市场，购电方通过合同参与收益和风险分担；（2）金融对冲：双方通过固定价格和 market 价格的差价交易，实现收益和风险对冲；（3）绿电证书：发电方向购电方提供REC，证明其购买了相应的可再生能源电力以供抵消碳排放。

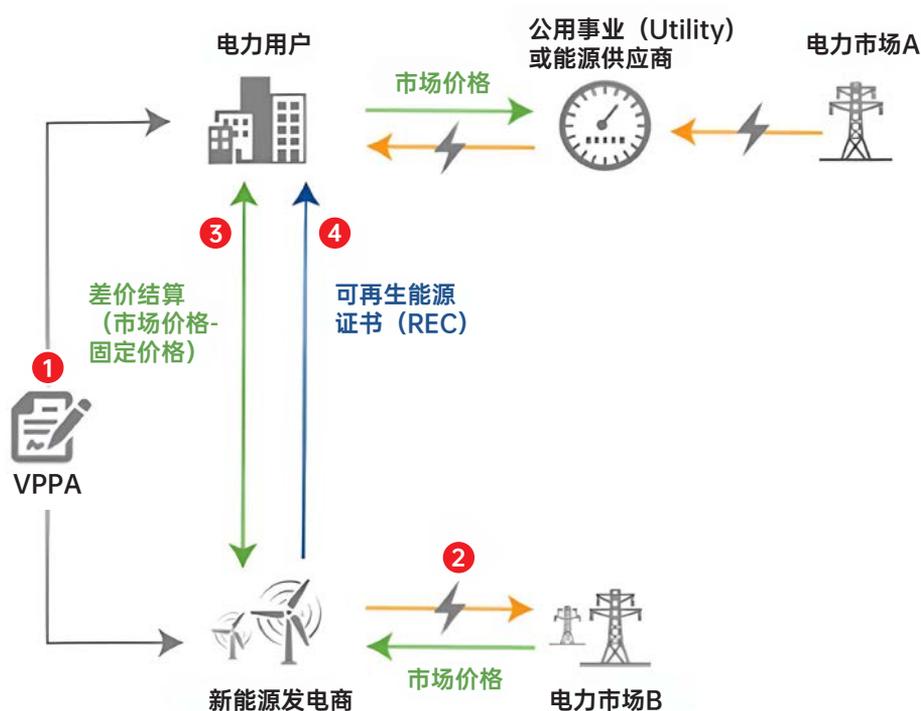
PART 003

新兴的虚拟购电协议

虚拟购电协议的核心在于作为一种金融对冲工具，利用固定价格和市场价格之间的差价交易来管理双方的收益和风险。通过虚拟购电协议，发电方获得稳定的收入流达到融资目的并顺利开展项目建设，

而购电方则可以对冲市场电价的波动风险。

具体地，发电方和购电方在签订虚拟购电协议时会约定一个固定电价，每月结算时，双方根据实际发电量和市场电价计算差价。此外，发电方还需向购电方提供REC，用于证明电力的可再生能源来源属性，供对方抵扣自身的碳排放。



如图所示，虚拟购电协议的运行流程可以分解为以下4个步骤：

- (1) 电力用户与新能源发电商签订虚拟购电协议，以固定价格购买新能源所发电量，但不实际交付。合同期限通常为10-20年；
- (2) 新能源发电商将电力用户购买的电量以市场价格卖入电力市场B；

(3) 根据市场价格和固定价格之间的差价，新能源发电商与电力用户之间进行差价结算，如果市场电价高于固定电价，新能源发电商将多赚的电价支付给电力用户；如果市场电价低于固定电价，则由电力用户向新能源发电商补足差价；

(4) 电力用户与当地的公用事业照常购买电力支付电费，并用与新能源发电商之间结算的差价来平衡抵消。同时新能源发电商向电力用户发放REC以供电力用户进行碳排放量抵扣。

可以看到的是，在虚拟购电协议中电力用户和新能源发电商不需要位于同一电网范围内，且往往处于完全不同的电力市场环境下，因此对于分散在多个地区的大型企业来说，只需一个虚拟购电协议即可满足需求。虚拟购电协议保证了新能源发电商每发一度电都能有固定的价格，而不需考虑当地的电力市场价格波动，因此有助于新建电厂的融资。

在这个过程中，各方的角色和职责需要明确，以确保合同的顺利执行和风险的有效管理。虚拟购电协议通常的优势包括：（1）风险对冲：通过固定价格和 market 价格的差价交易，实现收益和风险对冲；（2）灵活性：无实际电力交付要求，适应不同市场和业务需求；（3）财务稳定性：为发电方和购电方提供稳定的财务预测和收益保障。同样，虚拟购电协议也存在以下劣势：（1）合约复杂性：涉及复杂的金融和法律条款，需要专业团队进行管理；（2）市场风险：尽管虚拟购电协议可以对冲市场波动，但仍存在市场价格大幅波动带来的风险；（3）合规要求：涉及不同市场和国家的法律法规，需要满足相应的合规要求。

在实际操作中，虚拟购电协议还可能涉及其他关键点，如税务处理、国际贸易政策影响等。这些要点需要在合同谈判和执行过程中予以充分考虑，以确保协议的有效性和合规性。

1.PPA的条款架构

PPA中通常包含的条款及其核心内容如下：

- 期限 (Term) :约定PPA的生效日与终止日 (商业运营年后N年) ;
- 先决条件 (Conditions Precedent) : 约定PPA的生效条件、商业运营的先决条件、各方履行实质性义务的先决条件;
 - 建设、试运行和运营(Construction, Commissioning and Operation): 涉及发电项目的建设内容 (发电单元、变电站、并网设施等)、开工条件、施工要求、工期 (开工日、竣工日)、调试、竣工验收程序、商业运营日 (COD) 安排;
 - 技术要求(Technical Requirements and Operating Requirements): 涉及发电项目的设计、施工要求与标准; 电站性能的要求, 包括对机组的发电电压、功率因数、频率、运维、能效及并网等要求;
 - 购电价格(Purchase Price): 约定PPA项下适用的电价(单一制电价或两部制电价)、电费的计算方式;
 - 购电数量 (Contract Quantity) : 约定PPA项下售电方同意出售、购电方同意购买的电量;
 - 电费支付 (Payment) : 约定PPA项下账单的计费周期、账单争议处理方式、支付时间;
 - 电能的交割和风险转移 (Title and Risk) : 对PPA项下电能权利和风险转移的交接点 (Delivery Point或Interconnection Point) 进行约定;
 - 计量 (Metering) : 约定计量装置的建设安装、检测、维护、调试与计量数据的争议处理事项;

-
- 停电 (Outages) : 约定计划性停电 (Planned Outages) 或非计划性停电 (Unplanned Outages) 及相应的应对措施;
 - 不可抗力 (Force Majeure) : 约定不可抗力的定义、发生不可抗力的后果和处理机制;
 - 法律变更 (Change in Law) : 约定法律变更对PPA的影响, 发生法律变更时的处理机制;
 - 责任条款 (Default, Indemnification and Liability) : 约定各方的违约事件 (Delay、Failure等)、发生违约事件时的处理机制、补救措施、赔偿责任、责任限制等;
 - 许可证照 (Permits and Certificates) : 约定各方需获得的许可证照, 包括但不限于土地证照、环境证照、电站运营许可等;
 - 移交、退役 (Transfer, Decommission) : 约定发电项目资产所有权的移交机制、PPA到期时发电项目资产的弃置、拆除机制;
 - 保险 (Insurance) : 明确保险应覆盖的范围、购买保险的时间、购买保险的主体。通常约定由售电方负责购买保险;
 - 终止 (Termination) : 明确PPA终止的事由和后果;
 - 管辖法律和争议解决 (Governing Law and Dispute Resolution) : 通常约定受项目所在地法律管辖, 并约定在项目所在地的仲裁机构或法院解决争议。

2.PPA的核心条款

1)先决条件

先决条件从类别角度主要分为协议生效的先决条件与进入商业运营的先决条件 (可进一步细分出进入试运营的先决条件); 从责任主体角度可以分为售电方负责的先决条件与购电方负责的先决条件。

从**类别角度**区分, 协议生效的先决条件一般包括: 双方已完成公司内部决策程序; PPA已被双方合法有效签署; 售电方已向购电方提交

项目中标通知书 (Letter of Award) 等。进入商业运营的先决条件一般包括：售电方已向购电方提交试运行证书；售电方已向购电方提交由独立工程师出具的证明项目设施已根据协议约定进行测试和调试的证书；售电方已向购电方提交由独立工程师出具的确认项目设施具有满足申报容量能力的证书；售电方未实质违反PPA协议或融资协议条款；售电方的陈述与保证真实准确；其他协议中所要求需提交的数据、信息、测试结果已提交并经过验证等。

从**责任主体角度**区分，售电方负责的先决条件一般包括：取得电站建设、运营、维护相关的许可；取得土地许可；签署并网协议；计量设备的安装和许可；向购电方提交电站试运行报告；售电方向购电方提交专业工程师、中介机构关于调试结果符合要求的报告等。购电方负责的先决条件一般包括：取得签署、履行PPA的必要许可；提供担保或信贷支持等。

未能达成先决条件的后果通常包括：协议不生效、不得进入商业运营或触发PPA项下的终止条款。

2)建设、试运行和运营 (COO)

售电方通常承担COO的主体责任，需要负责电站本体（发电单元、变电站、集电线路）、接网设施、计量装置的设计、采购、施工、安装、调试、试运行、商业运营；电力系统接入设计；电力设施保护方案等事项，并关注各类技术指标。购电方可能要求售电方提供相应设计图纸、文件和计划等以监控COO流程。

在项目初步验收后，售电方应制定试车 (Test) 时间表和试车方案，协议双方需在PPA中约定售电方试车是否需要告知或取得购电方同意。试车成本和费用通常由售电方自行承担。试车通过后，经有资质的独立工程师对设计施工进行验证通过后，项目会进行试运行，试运行时间、方案等是否需要通知或取得电网公司和购电方的同意需在PPA中进行约定。

在满足完成试车和试运行、具备独立工程师出具的符合要求的试车和试运行等报告先决条件后，售电方需提前告知购电方计划的商业运营日并制定发电计划和停电计划，以根据PPA项下的要求进入商业运营。

在日常运营中，售电方需向购电方按期提交发电计划和停电计划，计划的修改机制需考虑是否留有必要的灵活性。同时，售电方需按PPA项下的要求进行运营和维护，并遵守安全生产和环境保护要求等。

3)购电价格

PPA的购电价格可以是固定电价、不同合同期间适用不同电价、或双方协商确定的其他价格机制。我们在实务中见到的购电价格通常通过公式计算得出，其中通常涉及双方在协议中定义的各类变量，如净电输出量（Net Electrical Output）、最大年度供应量（Maximum Annual Allowable Quantity）、电量费率（Energy Rate）等，以根据该等量在特定期间的变化、相对大小关系而设定出一个或多个计算购电价格的公式。此外，我们建议在物价、汇率不稳定的国家考虑加入电价调整机制，以根据物价指数、汇率变动等因素实际调整当年电价。

PPA的电价类型可分类为只包括电量电价的单一制电价，和包括容量费与电量电费两部分组成的两部制电价。容量费不以实际使用为收取前提，实质是为获得基础设施运营商保留的“非用即失”的容量使用权而相应支付的对价。

4)购电数量

PPA项下的购电数量可以是经计量后发电设施产生的所有电量，也可以是双方约定的经计量后部分发电设施产生的电量，或根据具体的交付要求、在不同合同期间约定交付不同数量的电量。

购电方实际购得的电量通常还受到两个相关量制约，一个是最小

年度量 (Minimum Annual Quantity, "MAQ")，另一个是最大年度允许量 (Maximum Annual Allowable Quantity, "MAAQ")。MAQ 通常由双方在PPA附件中直接列举规定；MAAQ则可能会根据设计容量和实际建成后经工程师认证容量之间的差异，通过相应的公式和规则计算得出。

5) 电费支付

PPA项下的电费支付通常进行“照付不议”，以提高售电的确定性并降低电力项目开发的风险。“照付不议”模式作为更具有吸引力的项目售电模式，核心在于售电方需取得购电方对每年最低购电量的承诺。目前“照付不议”模式在多个国家的电力项目中被应用，包括欧洲、北美洲、日本、中国、新西兰等国家。

同样也有部分国家基于经济效益的测算、电网系统对项目电量的消纳能力或其他影响因素等考量，未采用“照付不议”模式。根据我们的观察，该类情况多见于发展中国家或出现在与政府签订的PPA中，如与哈萨克斯坦可再生能源金融结算中心 (Financial Settlement Center, "FSC") 签署的PPA中通常没有“照付不议”安排。

此外，在电费支付中如购电方信用不足或终端用户支付电费能力不足，可在PPA中约定由购电方母公司或关联方提供履约担保，以保障PPA项下的电费支付。

6) 电能的交割和风险转移

PPA项下的电能交割和风险转移点一般为互联点 (Interconnection Point)。互联点通常为售电方发电机变压器的架空线路与购电方互联设施内设备之间的第一次物理接触点，该点通常会在PPA附件中加以详细描述并图示。

7) 责任条款

PPA项下常见的售电方违约事件包括：未按约定日期开工、完工、试运行或进入商业运营日；未按约定提交设计文件、施工文件、试运

行方案、发电计划、停电计划等各类文件；电站容量、性能指标不满足约定；未能维持经营所需的执照、出现安全事故；未按约定数量交付电能等。

PPA项下常见的购电方违约事件包括：未按约定提供建设期支持，例如土地支持；未按约定数量接收电能；未按约定期限、金额支付电费；破产等。

在发生上述违约事件后，常见的救济措施主要包括：限期采取补救措施；按约定支付损害赔偿金；购电方迟延支付费用情况下，售电方暂停供电的权利等。

在责任限制部分，从售电方视角出发，应重点考虑售电方违约事件原因的可控性，尽量将因售电方难以掌控的原因导致的违约进行排除，并关注售电方是否有责任限额，金额设置是否合理，并明确约定间接损失免赔。

8)合同终止

PPA项下通常的合同终止情形主要包括：未满足先决条件、合同期满、持续性不可抗力（一般持续超过12个月）、一方破产解散、违约且无法补救、Longstop Date（最后期限日）等。中国企业作为售电方，在合同终止条款谈判审阅中应重点关注限缩购电方的单方终止权，以增加PPA的稳定性和可控性。

在PPA被终止的情况下，常见后果主要包括：在售电方违约而导致PPA终止的情形下，购电方有权收购发电项目；在购电方违约而导致PPA终止的情形下，售电方有权向购电方及其关联企业出售发电项目；根据PPA约定，承担在不同项目进度下（如开工前或在建设期中）规定的具体损失。

9)风险传导机制

售电方在PPA项下通常承担着项目建设和运营的义务，PPA的履行与电站本体的建设、运维有密切的联系。对于售电方而言，在其将项

目建设和运维外包的情况下，应尽可能将PPA项下售电方承担的建设完工义务、运维义务引发的风险和责任传导至EPC承包方和运维承包方。

对于建设期的风险而言，售电方应考虑通过EPC合同将相关风险和责任传导至EPC承包方。在EPC合同中，需要确保工程、采购和施工范围与PPA中定义的项目范围相一致；确保EPC合同项下的工期和重要节点与PPA项下相关期限和节点相衔接，设置与PPA的节点工期延期违约金相匹配的延期违约金；确保EPC合同中约定的技术参数和规范能够充分满足PPA合同项下的相应要求；确保EPC承包方在施工过程中遵守环境和安全生产等要求，以符合PPA项下的相关标准；在EPC合同项下设置性能违约金，确保能够覆盖售电方在PPA项下承担的性能违约金；将购电方在PPA项下因建设工程环节有关的违约导致的损害赔偿 responsibility、违约金、合同终止权等情况，相应地在EPC合同中传导给EPC承包方；最后，对于不可抗力等其它免责条款的设置而言，应限制EPC承包方可主张的免责条件，避免出现EPC承包方在EPC合同项下可以向售电方主张免责，而售电方无法基于相同事件在PPA项下向购电方主张免责的情形。

对于运营期的风险而言，售电方应考虑通过运维合同将相关风险和责任传导至运维承包方。在运维合同中，需要确保考核运维承包方的性能指标、工作计划等安排能够覆盖PPA项下对售电方的要求；确保对运维承包方在安全生产和环境保护方面的要求不低于PPA项下对售电方的要求；在运维合同中设置的损害赔偿、违约金应能够覆盖PPA项下因运营违约而导致售电方需承担的损害赔偿责任和违约金；同样，对于运维合同中运维承包方可援引的不可抗力等免责条款应加以限制。

结语

在境外新能源项目中，PPA作为关键合同，对项目的成功与否起着至关重要的作用。通过深入理解PPA的概念、类型以及核心条款，中国企业可以更好地把握境外新能源项目的法律风险和商业机会。在实际操作中，需结合项目所在地的法律法规和市场环境，制定合理的PPA条款，确保项目的合法合规和经济效益。同时，专业的境内与境外法律团队在合同谈判和项目执行中的作用不可或缺，能为项目的顺利实施以及中国企业的安全出海提供坚实保障。



高燕
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2081
gaoyan@zhonglun.com

总编辑

龚乐凡

张炯

编委（按姓氏笔画排序）

王红燕

刘佳

刘相文

刘新辉

孙望清

李海容

邱建

余昕刚

张国勋

张诗伟

张珉

张静

侯彰慧

姚平平

贾申

原挺

徐振梁

高燕

斯响俊

曾赞新

蔡荣伟

特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。



中伦研究院出品