



资本市场法律

利好——A 股上市公司以跨境换股方式进行境外并购获得商务部及证监会审批通过

胡耀华

前言：

在首旅酒店跨境换股收购如家酒店于 2016 年 7 月 28 日获得中国证监会核准批文后，终于在 2016 年 9 月 28 日收到商务部出具的《商务部关于原则同意 Smart Master International Limited 等战略投资北京首旅酒店（集团）股份有限公司的批复》（商资批（2016）894 号），商务部原则批复同意公司向 Smart Master International Limited 等境外机构非公开发行股份收购境外资产事项。

在此之前，市场上出现了很多境外投资者以境内公司股权跟 A 股上市公司换股的案例，例如分众传媒借壳七喜控股。但境外投资者以境外公司股权跟 A 股上市公司换股获得证监会和商务部审批通过的案例很少见（几乎没有），主要是跨境换股几乎无法通过商务部的审批，首旅酒店跨境换股收购如家酒店成功获得商务部审批是一个很可喜的突破。尤其是在目前政府严格限制外汇换汇出境的大环境下，对 A 股上市公司以股份作为支付手段进行境外并购是个重要的利好，使 A 股上市公司海外并购的手段多元化，海外并购可以发行股份从而避免（至少是延缓）换汇的压力。此外，在目前 A 股相较于境外资本市场估值较高的市场环境下，可以将 A 股的高估值泡沫输出到国际，降低国内资本市场系统性风险。

一、 A 股上市公司以跨境换股方式收购境外资产案例

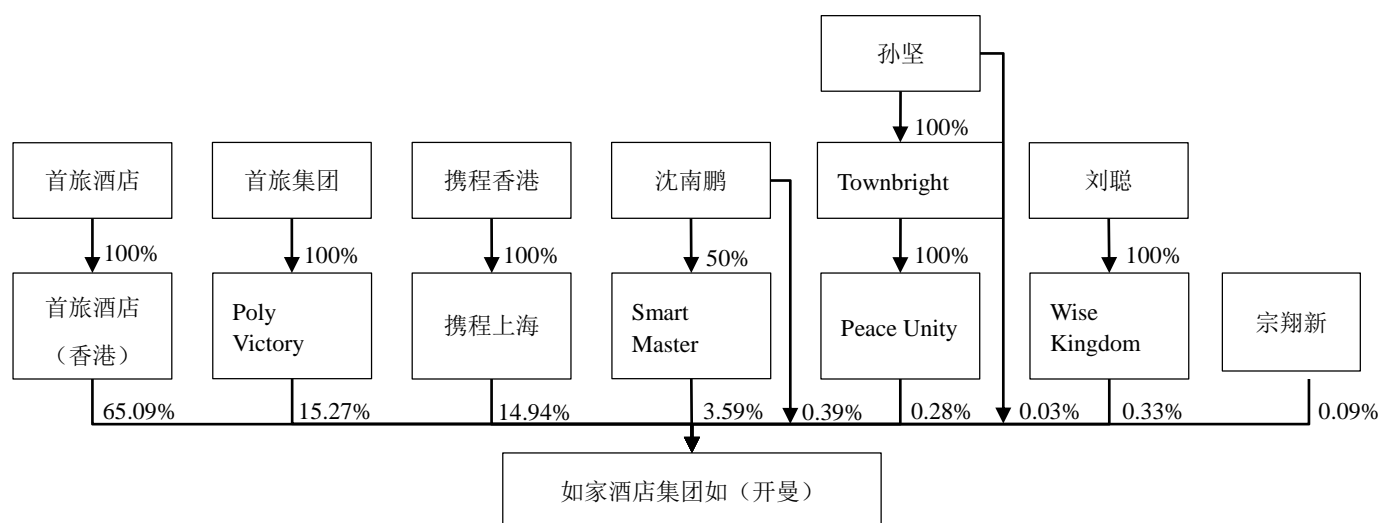
在下文所述案例出现前，市场上出现了很多境外投资者以境内公司股权跟 A 股上市公司换股的案例，例如分众传媒借壳七喜控股（在分众传媒借壳七喜控股案例中，在换股后，Media Management (HK) 持有上市公司比例为 24.77%，成为上市公司的控股股东，江南春将成为本公司的实际控制人，其余 7 家境外主体持股低于 10%）。但境外投资者以境外公司股权跟 A 股上市公司换股获得证监会和商务部审批通过的案例很少见（几乎没有），下文的首旅酒店收购如家酒店获得证监会及商务部审批通过是一个重大突破；航天科技发行股份收购境外资产目前已经获得证监会有条件通过，正在跟商务部在沟通审批事宜，首旅酒店收购如家酒店的成功先例为其最终获得商务部的批准创造了有利条件。

1. 首旅酒店收购如家酒店

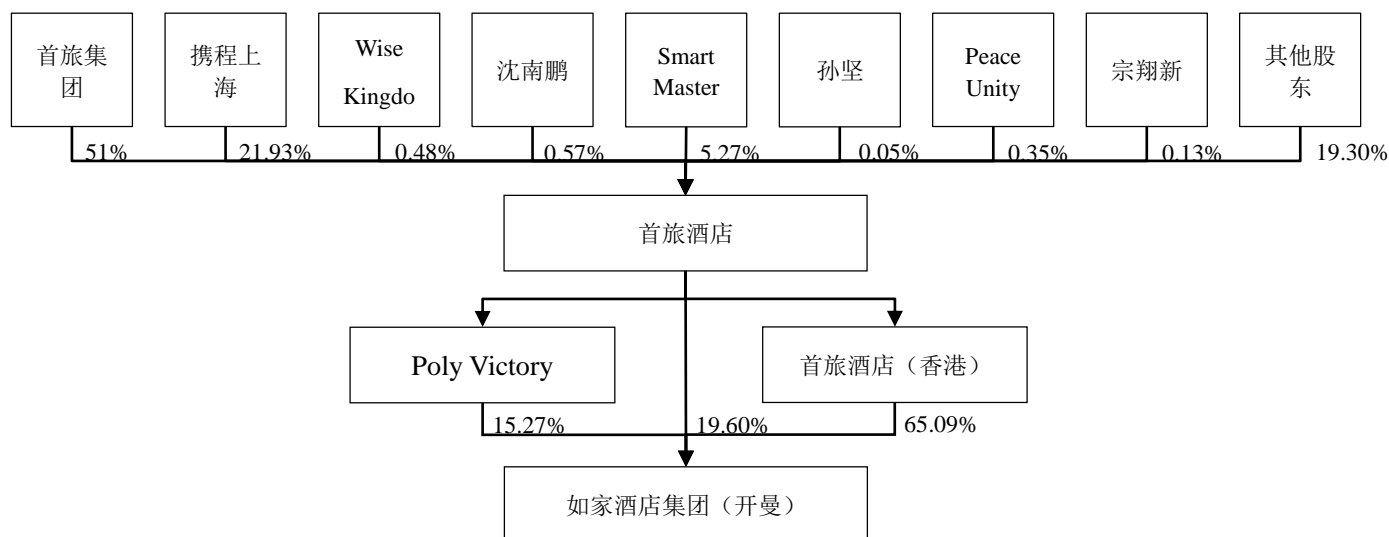
1) 跨境换股方案

根据《重大现金购买及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，在首旅酒店以现金收购如家酒店集团境外公众股东持有的 65.09% 的股份以私有化如家酒店集团后，首旅酒店再向首旅集团等 8 名交易对方发行股份购买 Poly Victory 100% 股权和如家酒店集团 19.60% 股权，包括向首旅集团发行股份购买其持有的 Poly Victory 100% 股权，以及向携程上海、Wise Kingdom、沈南鹏（Nanpeng Shen）、Smart Master、孙坚、Peace Unity、宗翔新等首旅集团外的其他发行对象购买其合计持有的如家酒店集团 19.60% 的股权。

在首旅酒店以现金收购的方式私有化如家酒店集团后、发行股份购买资产实施前，如家酒店集团的股权结构如下：



首旅酒店发行股份购买资产交易完成后，首旅酒店股权结构如下：



2) 审批情况

(1) 商务部对跨境换股的审批

首旅酒店于 2016 年 9 月 28 日收到商务部出具的《商务部关于原则同意 Smart Master International Limited 等战略投资北京首旅酒店（集团）股份有限公司的批复》（商资批〔2016〕894 号），商务部原则批复同意公司向 Smart Master International Limited 等境外机构非公开发行股份事项。

(2) 证监会核准

- 2016 年 4 月 8 日，中国证监会上市公司并购重组审核委员会召开 2016 年第 24 次并购重组委工作会议，审核公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得有条件通过；
- 2016 年 7 月 28 日，公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易事项获得中国证监会核准批文。

(3) 其他相关审批

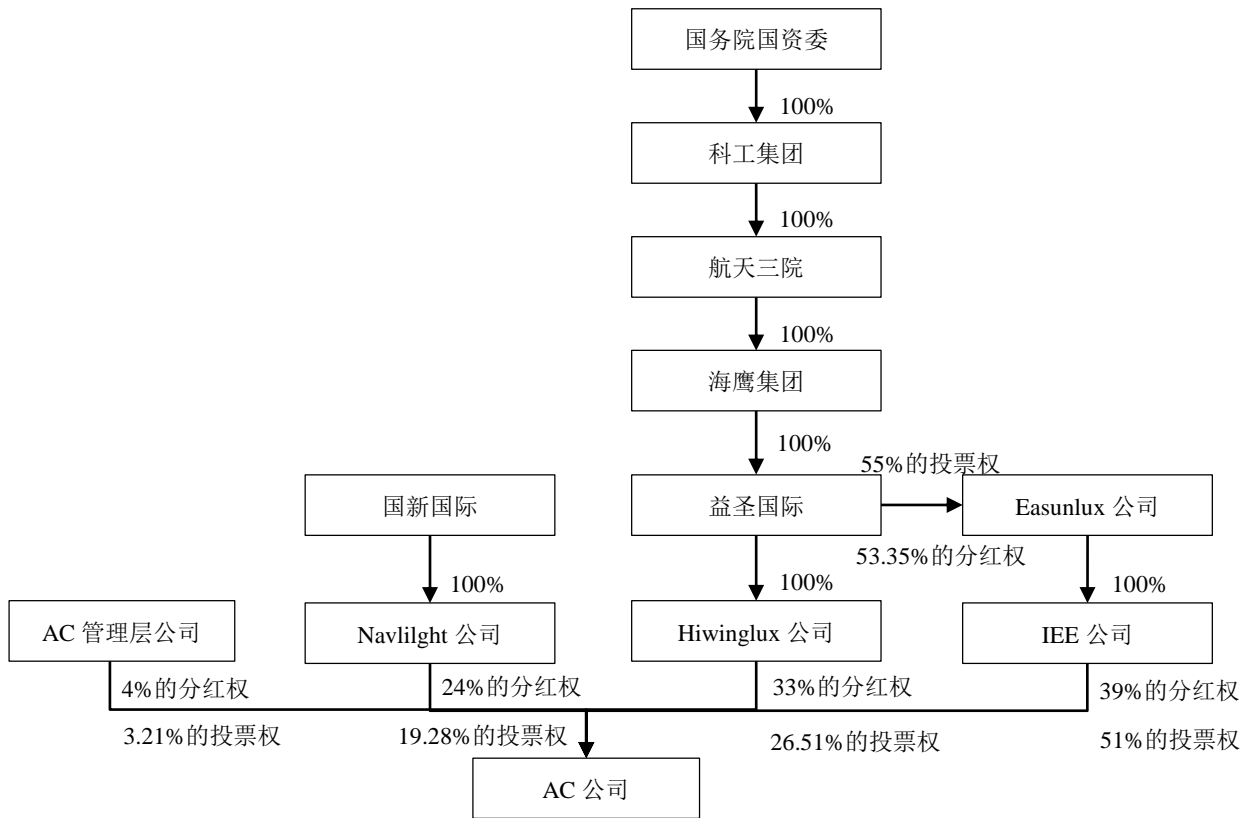
- 2015 年 9 月 8 日，取得国家发改委对本次交易境外投资的确认函；
- 2015 年 12 月 6 日，召开第六届董事会第八次会议审议通过相关议案；
- 2015 年 12 月 25 日，北京市国资委出具同意北京首旅酒店（集团）股份有限公司重大资产重组方案的批复；
- 2016 年 1 月 15 日，股东大会审议通过相关议案；
- 2016 年 1 月 22 日，国家发改委颁发《项目备案通知书》（发改办外资备[2016]30 号）；
- 2016 年 3 月 8 日，商务部出具《不实施进一步审查通知》（商反垄初审函[2016]第 70 号），关于本次重大现金购买交易涉及的经营者集中事项审查已确认无异议；
- 北京市商委关于重大现金购买交易境外投资的备案。

2. 航天科技收购境外资产

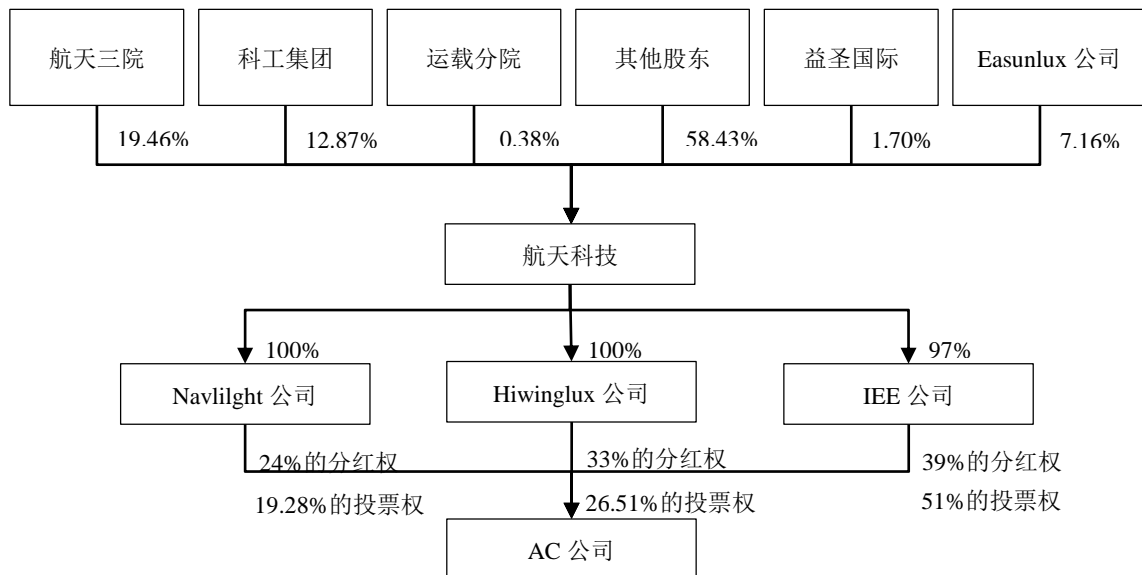
1) 跨境换股方案

根据航天科技（000901）于 2016 年 9 月 1 日公告的《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，其拟以发行股份的方式收购益圣国际持有的 Hiwinglux 公司 100% 的股权；拟以发行股份及支付现金相结合的方式收购 Easunlux 公司持有的 IEE 公司 97% 的股权；拟以支付现金的方式收购国新国际持有的 Navilight 公司 100% 的股权。

发行股份收购资产前，海外标的公司股权结构图如下：



发行股份及支付现金收购资产后，航天科技股权结构图如下：



2) 审批情况

(1) 已经获得的审批

- 交易方案已获得国务院国资委的原则性同意；

- 国务院国资委或中央企业完成对标的资产评估报告的备案；
- 交易方案已经董事会审议通过；
- 交易方案已经股东会审议通过；
- 交易方案已完成国防科工局备案；
- 交易方案已获得国务院国资委的正式批复。
- 2016年7月26日，经中国证监会并购重组委第51次会议审核，重组获有条件通过。

(2) 正在进行的审批

- 航天科技已向商务部申请办理境外投资备案手续，目前相关备案手续正常进行中；
- 交易尚待中国证监会正式核准；
- 交易尚待商务部外国投资者对上市公司战略投资审批。本次重组已向商务部申请办理外国投资者对上市公司战略投资审批手续，目前仍处于与商务部的反馈沟通过程中。

3) 关于不属于《并购规定》所规定的跨境换股的解释

航天科技已于2016年6月21日向商务部申请办理外国投资者对上市公司战略投资审批手续，航天科工集团于2016年8月2日与商务部再次沟通后提交了《中国航天科工集团公司关于EASUNLUX S.A.公司和益圣国际有限公司向航天科技控股集团股份有限公司战略投资的请示补充材料》（天工资[2016]642号）。目前，商务部正就本案进行研究，航天科技仍处于与商务部的反馈沟通过程中。

对于该换股交易是否属于《并购规定》下的换股交易，航天科技在2016年7月18日公告的《关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（161110号）的回复报告（修订稿）》中进行了如下详解释：

本次重组具有特殊性，实质上与《关于外国投资者并购境内企业的规定》（以下简称“《并购规定》”）所监管及规范的“跨境换股”行为存在差异，本次重组实质上并非《并购规定》所要监管及规范的“跨境换股”行为。本次重组有如下特殊性：

- (1) 本次重组航天科技作为航天科工集团实际控制的上市公司，向航天科工集团控制的下属境外机构发行股份购买其所拥有的境外资产，实际上是航天科工集团作为航天科技的实际控制人向上市公司实施的大股东注资行为。航天科技本次定向发行股票购买资产的交易对方为益圣国际及Easunlux公司，益圣国际、Easunlux公司均系航天科工集团全资下属企业海鹰集团为前次收购IEE公司、AC公司资产而在境外设立的特殊持股公司（SPV），为航天科工集团绝对控制下的国有性质企业，并非《并购规定》所定义的“外国投资者”，航天科工集团可有效控制该等境外机构、境外资产。

- (2) 《并购规定》第二十八条、第二十九条规定境外公司股权除特殊目的公司外，应为境外上市公司股权。本次重组的交易对方益圣国际、Easunlux 公司为前次收购目的设立的特殊持股公司（SPV），尽管其所持有的境外公司股权并非境外上市公司股权，但正因为其作为航天科工集团可绝对实际控制的境外国有性质的股权，股权风险能够为航天科工集团有效控制，与《并购规定》要求境外投资者必须以具有风险保障的境外上市公司股权作为支付手段的立法初衷相符，可达到商务部控制并购过程中对境外公司股权风险的监管要求。
- (3) 本次重组的标的公司已分别于 2013 年、2015 年经商务部、国家发改委、国家外汇管理局等部门审批或备案，已由特殊持股公司（SPV）益圣国际、Easunlux 公司顺利完成收购，使航天科工集团完全控制了相关标的资产。航天科工集团通过并购方式在境外拥有的国有资产的事实已获得商务部等主管机关的批准并受到持续的监管。本次重组的实质为航天科工集团将该等境外国有资产注入其控制的境内上市公司，为中央国有企业下属公司之间的国有资产的内部整合，与《并购规定》涉及需要商务部门批准的外国投资者以境外股权并购境内公司的情形不完全相符。

二、法律要点评析

1. 并联审批制

为贯彻落实《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》（国发〔2014〕14 号），证监会会同工业和信息化部、发改委、商务部等部门，联合制定了《上市公司并购重组行政许可并联审批工作方案》（以下简称“《工作方案》”）。《工作方案》中明确，不再将发改委实施的境外投资项目核准和备案、商务部实施的外国投资者战略投资上市公司核准、经营者集中审查等三项审批事项，作为中国证监会上市公司并购重组行政许可审批的前置条件，改为并联式审批。

并联审批制也为 A 股上市公司以跨境换股的方式实施海外并购提供了便利，节省了审批时间。本文的两个案例，都是先取得了证监会的核准，然后再继续沟通商务部的审批。证监会批文估计也为事后获得商务部的审批通过起到了一定的推动作用。

2. 境外投资者获得 A 股上市公司股份的股份比例及锁定期

商务部、中国证监会、国家税务总局、国家工商总局、国家外汇管理局于 2005 年 12 月 31 日联合发布了《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》（以下简称“《战投管理办法》”），为外国投资者在 A 股一级市场对已上市公司进行直接投资提供了明确的法律依据和操作指引。根据《战投管理办法》第二条的规定，该办法适用于外国投资者对上市公司通过具有一定规模的中长期战略性并购投资，取得该公司 A 股股份的行为。根据《战投管理办法》第五条的规定，投资完成后取得的股份比例不低于该公司已发行股份的百分之十，但特殊行业有特别规定或经相关主管部门批准的除外；取得的上市公司 A 股股份三年内不得转让。

根据星星科技（300256）向 NEW POPULAR TECHNOLOGY CO., LTD.等发行股份购买资产等案例，对外国投资者要求持股 10%的要求早有突破。在本文提到的分众传媒借壳七喜控股、首旅酒店收购如家酒店、航天科技收购境外资产等案例也存在外国投资者在取得的 A 股上市公司股份

低于 10%的情况。所以目前对于外国投资者战略投资 A 股上市公司的持股比例在实践中已经没有限制。

此外，根据上述案例，对于境外投资者战略投资 A 股上市公司所获得的股份锁定期，持股比例如果达到 10%，需按照三年锁定期来处理。如果持股比例低于 10%，承诺的股权转让锁定期可以是 12 个月，在分众传媒借壳七喜控股案例中，只有 Media Management (HK)（持股 24.77%）锁定期是上市后 36 个月，其余 7 家境外主体（持股低于 10%）是上市后 12 个月；在中天能源借壳长百集团（600856）案例中，对 3 名外国投资者也实行了差异化的锁定期安排，奇力资本通过本次重组取得的股份自股份（占交易完成后上市公司总股本的 10.64%）发行结束之日起 36 个月内不进行转让，瑞盛能源通过本次重组取得的股份自股份（占交易完成后上市公司总股本小于 1%）发行结束之日起 12 个月内不进行转让。

3. 对是否属于《并购规定》项下的跨境换股的实践性突破

根据《商务部关于外国投资者并购境内企业的规定》（商务部令 2009 年第 6 号）（以下简称“《并购规定》”）第四章的相关规定，外国投资者以股权作为支付手段并购境内公司，系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。

外国投资者以股权并购境内公司应报送商务部审批，但截至目前，《并购规定》项下的跨境换股并没有成功获得商务部审批通过的案例。

从法条字面意思上看，《并购规定》所称的跨境换股包括以下一种形式：境外投资者以其持有的境外公司股权，作为支付手段，购买境内公司增发股份的行为。所以，按法条字面含义，本文的首旅酒店收购如家酒店、航天科技发行股份购买资产的案例可以解释成属于《并购规定》项下的跨境换股。

但是为什么首旅酒店收购如家酒店能够在近期成功获得商务部的放行呢？这得从《并购规定》的立法原意及目前的限制外汇出境的大环境来解释。2005 年及 2006 年，由于境内资本市场萎靡，大批境内企业通过搭建红筹架构出海境外资本市场，并逃避中国证监会及商务部门的监管，在这种宏观背景下，2006 年 8 月六部委联合发布了《并购规定》。所以从《并购规定》的立法原意上看，《并购规定》是为了限制境内居民通过搭建红筹架构将境内权益转移到境外，逃避境内监管。而本文的两个案例，实际是将已经在境外的权益投入境内上市公司，虽然按法条字面含义解释落入了《并购规定》下跨境换股的定义，但实际上与《并购规定》立法原意下的跨境换股存在一定差异（航天科技在回复证监会的反馈意见时也是朝该方向解释）。这也是首旅酒店收购如家酒店能够获得商务部审批通过的一个重要内在原因。除上述原因外，目前政府限制换汇出境的宏观政策环境也是本案例能获得商务部审批通过的原因。

4. 首旅酒店收购如家酒店案例的对上市公司海外并购的重大实践意义

如前文所述，境外投资者以境外公司股权跟 A 股上市公司换股获得证监会和商务部审批通过的案例几乎没有，主要是跨境换股几乎无法通过商务部的审批，首旅酒店跨境换股收购如家酒店成功获得商务部审批是一个很可喜的突破。尤其是在目前政府严格限制外汇换汇出境的大环境下，对 A 股上市公司以股份作为支付手段进行境外并购是个重要的利好，使 A 股上市公司海外并购的手段多元

化，海外并购可以发行股份从而避免（至少是延缓）换汇的压力。此外，在目前 A 股相较于境外资本市场估值较高的市场环境下，可以将 A 股的高估值泡沫输出到国际，降低国内资本市场系统性风险。

在此案例中，商务部对《并购规定》项下的跨境换股进行了较为宽松的理解，并未将境外投资者将境外公司股权换股取得 A 股上市公司股权解释为《并购规定》项下的跨境换股，应该是在充分尊重立法原意的情况下，考虑到目前限制外汇出境的宏观监管环境，对 A 股上市公司境外收购支付手段的创新性实践。我们有理由相信这为 A 股上市公司境外收购打开了一扇大门，将来相似的案例会越来越多。

● 免责声明

- 本材料为汉坤律师事务所基于公开信息而进行的分析提炼，我们不确保信息的准确和完整。
- 本材料为汉坤律师事务所的重要工作成果和知识产权，仅供一般性参考，不应视为针对特定事务的法律意见或依据。

阁下如有任何进一步的相关问题或需要专业意见，请与**胡耀华律师**（+8610-85254655；yaohua.hu@hankunlaw.com）联系。