

资本的时代
系列

登陆华尔街

Zhong Guo Qi Ye Mei Guo Shang Shi Cao Zuo Du Ben

中国企业美国上市操作读本

这里为您揭开**张朝阳、李彦宏、施正荣、俞敏洪**在华尔街创造奇迹背后的故事。

这里是华尔街，全球最大最有效最健全的资本市场，中国企业家的梦想之地……

唐应茂 / 著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

资本的时代
系列

登陆华尔街

Zhong Guo Qi Ye Mei Guo Shang Shi Cao Zuo Du Ben

中国企业美国上市操作读本

唐应茂 / 著

中国法制出版社
CHINA LEGAL PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

登陆华尔街：中国企业美国上市操作读本/唐应茂著.

—北京：中国法制出版社，2010. 10

(资本的时代系列)

ISBN 978 - 7 - 5093 - 2227 - 7

I. ①登… II. ①唐… III. ①资本市场 - 基本知识 - 美国 IV. ①F837. 125

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 191509 号

策划编辑：罗莱娜

责任编辑：安言

封面设计：周黎明

登陆华尔街：中国企业美国上市操作读本

DENGLU HUAERJIE ZHONGGUOQIYE MEIGUOSHANGSHI CAOZUODUBEN

著者/唐应茂

经销/新华书店

印刷/三河市紫恒印装有限公司

开本/787 × 1092 毫米 16

版次/2010 年 11 月第 1 版

印张/16.75 字数/270 千

2010 年 11 月第 1 次印刷

中国法制出版社出版

书号 ISBN 978 - 7 - 5093 - 2227 - 7

定价：68.00 元

北京西单横二条 2 号 邮政编码 100031

传真：66031119

网址：<http://www.zgfzs.com>

编辑部电话：66067369

市场营销部电话：66033393

邮购部电话：66033288

序

吴志攀^①

拜读了唐应茂老师的书稿之后,我有很多感慨。我不仅在思考这本书中详尽描述的金融法律技术问题,还联想到了清华大学马约翰先生的一段故事。

清华是我父亲的母校,我曾听他讲过许多往事。这所用美国人退还的庚子赔款建立起来的留美预备学校,其毕业生经过考试,都是要送到美国去留学的。但是我们中国人,尤其是读书人比较文静,不喜欢参加“野蛮”的体育运动,而美国的大学很重视体育,所以中国学生去了美国以后,虽然学习成绩大概都还不错,但不会打棒球,也不会踢足球,人家外国人就看不起我们。清华的体育教师马约翰先生了解到这种情况,跑去找当时的校长周诒春,说我们每年都要送这么多学生去美国,这些学生应该在各个方面都是最棒的,决不能被人当成“东亚病夫”。学校听马约翰这么一讲,认识到了问题的重要性,于是盖了大礼堂、图书馆和科学馆之后,又盖起了一个漂亮的体育馆(合称“四大建筑”),让学生能够有很好的条件来进行体育锻炼。这个体育馆在当时看来是非常先进的,甚至直到今天都还运转良好。

马约翰先生害怕中国的学生出去以后受欺负,害怕人家说中国人是“东亚病夫”,于是不遗余力地培养学生参加体育锻炼的习惯。为了强迫学生锻炼,清华规定下午4点到5点之间,所有的教室、图书馆、宿舍一律锁门,把学生全部赶到操场上。

但是还是有一些学生不喜欢、不敢去锻炼,就躲在树阴下看书,这时候马约翰先生就挨个去跟他们说,你们要勇敢,不要怕,要有劲,要去干!别人打球,你也要去打!不要人家一推你,你就倒;别人一发狠,你就怕;别人一瞪眼,你就哆嗦。你将来要出国去,你不能丢了中国人的脸!

他这样苦口婆心地讲,激发起了学生的爱国热情,所以即便是最瘦弱的学生,最后也练得像个老虎似的。一些著名的学者,像梁思诚这样的,成了运动健将;而假如体育不能及格,马先生就一定要把人扣住,不让出国,吴宓就因为跳远不能过关,所以在

^① 北京大学常务副校长、教授,北京大学金融法研究中心主任。

清华多呆了半年,补够了体育课。潘光旦先生甚至在锻炼中损失了一条腿,但是也从来没有人因为出了这种事故而否定体育课。

想起这些往事的原因,是觉得中国企业到美国上市的过程,很像是去美国“留学”。中国学生最开始是拖着长辫子、穿着长袍马褂去美国的,到那里经常被人欺负。我们的企业想去美国上市,开始也好像不是那么自信,总觉得自己是不是不够规范?盈利的情况是不是不够好?会不会出什么差错?总是有点畏首畏尾的。其实我们并不差,我们缺少的是勇气和经验。

中国留学生在美国的奋斗史,是很了不起的。从被人看不起,不敢和人比赛,到敢于到操场上和人生龙活虎地拼抢,这个过程给了我们很多启发。

中国改革开放已有 30 多年了,我国的企业在世界五百强的排行榜上已经占据了不少席位,我国也已成为世界上最重要的制造业大国,很难想象美国能离开“中国制造”。但是在金融领域,我们的实力还不够,论规模我们其实已经比较大了,但具体到技术层面、经验层面,我们和美国相比,差距还很大。我虽不相信一些畅销书中提及的形形色色的“阴谋论”,但是,金融领域的竞争已经成为国家间竞争的一大关键却是不争的事实。一场金融战,可以摧毁一个国家的经济,可以让一个国家倒退几十年。我们十几亿人辛辛苦苦打工积累的金钱,在金融市场上也敌不过那些大鳄。所以金融真是国之大事,不可不慎,不可不学,也不可不争。

我国企业未来发展的道路,肯定与美国不同;我国金融市场的发展道路,也肯定与华尔街不同,但是,要想走出不同的路,今天就先要认真向美国同行学习。就像我国最早赴美留学的容闳,他将美国的长处介绍到中国来,为中国的复兴做出了巨大贡献;或者就像清华的马约翰先生教体育一样,他用美国大学体育课的训练方法和经验,改变了我们留学生“东亚病夫”的形象。

我国企业到美国上市,最应该看重的不是融到了多少钱,中国现在其实“不差钱”,关键是要学到外国证券市场上有益的方法和经验,学会在国际市场上跟外国企业竞争,不要胆怯,不要自卑,当然也不要盲目自大。要把自己看成世界金融市场上的平等一员,虚心学习、大胆竞争,敢于扬帆出海,这样才能使中国企业成长为全球最优秀的企业。

从美国耶鲁大学法学院学成回国、现在在北大法学院任教的唐应茂老师,写下了这本实用性很强的书,为中国企业实施“走出去”战略提供了一条路线,书写得比较通俗,非专业人士也容易看懂。但光做这样的知识普及工作还不够,我希望他和其他许

多从美国回来的青年法学家们一起,做更深入的研究,既要搞懂美国,又要理解中国,要争取做金融法领域的“容闳”,为中国金融业的崛起奉献自己的智慧,也为中国法学在国际学术界争取应有的地位。

序

黄 玲^①

作者是我就读北京大学法学院时相隔一届的校友,十五年前我们就相识于菁菁燕园。十年前,当他从耶鲁法学院硕士毕业加入美国谢尔曼·斯特灵律师事务所纽约办公室时,我已经在这家律师事务所的北京办公室工作了三年。2000年冬天,由于工作的关系,我到纽约办公室短期进修,于是和他的太太,也是我的大学同屋好友一起,在纽约度过了一个难忘的新年。之后十来年间,我几乎没有任何变化,一直坚守于谢尔曼从事律师业务至今,而这位仁兄则几易地盘,先是回到耶鲁攻读博士学位;毕业后又加入美国苏利文律师事务所,从事海外资本市场和跨境并购业务;继而又于一年前回到母校从事教职,十来年间完成了数次“转型”。

这十年来正是中国经济飞速发展的十年,也是中国企业飞速发展的十年。中国企业中的佼佼者通过在美国上市为大众所认识。中国的企业家在新能源、医药、广告、教育等各个行业大展身手,开创了许多不同于传统企业的盈利模式。十年前,大家在谈及中国企业时,脑海里浮现的也许只是中国移动、中国电信、中国石油等少数几个行业里的“巨无霸”的形象。今天,人们对于中国企业的认知丰富了很多,新浪、百度、尚德等企业成为人们经常谈论的话题。因此,从某种程度上来讲,作者的这部书稿是对中国各类企业成功上市经验的一个小结,是中国企业、律师等业内人士美国上市业务经验的一个小结,具有很高的资料价值。

当然,这本书稿并没有追求面面俱到,而是把重心放在了在中国私人企业美国上市所面临的问题上。1997年,我开始从事美国律师业务。那时候,中国企业到美国上市的浪潮才刚刚开始。之后的几年时间里,中国的国有大型企业相继到美国上市,掀起了中国企业登陆华尔街的浪潮。我也有幸参与了像中石油这样的大型国有企业的美国上市项目。近几年,随着国有企业转向香港和上海上市,中国私有企业逐渐成为美国上市的主力军。作者亲历了这个转变,因此,书稿本身的内容也根据对象的变化做

① 黄玲女士1996年毕业于北京大学法学院,现为美国谢尔曼·斯特灵律师事务所北京办公室合伙人。

了调整。比如,国有企业美国上市项目中,国有企业通常很少考虑雇员股权激励、反收购措施这些问题;而私人企业美国上市项目中,这些问题是创业者常常面临的问题。

我们这一代人非常幸运,赶上了中国经济飞速发展的三十多年。同时,由于在国际律师事务所工作,亲身参与并见证了中国企业海外上市的浪潮,我感到尤其幸运。略感遗憾的是,我们从事的工作,非圈内人士鲜于了解,其中许多琐碎的技术细节,我们自己可能津津乐道,但却很难为外人所理解。而每日埋头于高强度、超长度工作中,尽管我深愿将此种种分享于大众,却感分身乏力,心有余而力不足。好在,曾经也为圈内人的作者在跳出圈外后完成了这本书稿,把他的经验诉诸文字,让更多的人了解到我们这些圈内人的生活 and 关注的问题,用通俗的语言向读者介绍了美国上市这个技术性很强的业务。作为仍在圈内奔忙的人,我由衷地感谢他为这一工作所做的努力;作为彼此了解的朋友,我为他这十多年来的每一次“转型”而开心,也为他因此而积累了更胜任这项工作的实力而欣慰。我也很高兴地向中国的企业家、律师、政府官员推荐这本书,因为这本书出自一个既了解美国上市操作、又了解中国企业需求的圈内人士之手,集作者多年执业经验之总结,不乏启发性、实用性和借鉴性。

前言

为什么中国企业到美国上市？这是一个复杂的问题。

从国有企业来看,1997年中国移动在美国上市,这可以看作是国有企业大规模海外上市的开始。国有企业海外上市是国有企业改革的一个组成部分,目的是将其推向市场,提高其公司治理水平。中国人寿2003年上市,2004年即遭遇美国投资者集团诉讼。而自中国网通2004年在美国上市之后,国有企业基本不选择到美国上市,而选择到香港上市。比如,2006年、2007年,建行、中行、工行等几大国有商业银行都选择到香港上市。

从私有企业来看,2006年商务部第10号文出台以后,中国私有企业到美国上市遇到一些法律上的障碍,甚至部分企业出现了“去红筹化”现象,转而寻求到国内创业板上市。但是,这似乎并没有影响中国私有企业到美国上市的热情。2010年,又有汉庭、广而告之等多家企业登陆美国。

中国私有企业前赴后继到美国上市,其中的原因很多。笔者将其归纳为四个方面:一是审批简便。从项目启动到股票在交易所挂牌,业内人士通常预期6个月到1年即可完成美国上市项目。而在国内,即便创业板推出以后审批和发行效率大大提高,但究竟多长时间能够完成一个上市项目,业内人士很难有一个比较确定的预期。二是美国上市“地位高”。不少地方政府采取各种不同措施,鼓励地方企业上市。到美国上市通常被认为是最优先鼓励的上市途径,到香港上市被认为是次优先鼓励的上市途径,而国内上市则被排在最后。三是后续融资便利。审批简便不仅仅适用于首次公开发行,也适用于上市后的增发。此外,遵纪守法的上市公司,其增发甚至可以采用“先拿批文、随后择机发行”的“货架注册发行方式”。四是股东退出容易,有比较成型的退出机制。这也反过来促进投资者投资拟上市的中国企业,帮助其成长和壮大。

这些原因可以归结到一点,就是美国资本市场具备一定的比较制度优势,而这些优势是长时间积累起来的,中国资本市场在短期内很难超越。由于这些比较优势的存在,我们看到,中国私有企业从上世纪末就开始了登陆美国的历程,直到今天还在延续。从早期的新浪、搜狐和网易等三大门户网站,到从事搜索引擎的百度以及从事网络游戏的盛大、完美时空和巨人网络,再到最近从事酒店连锁经营的汉庭。美国资本

市场容纳了一大批目前在中国各行各业领先的中国私有企业,同时,也创造了一个个创业传奇故事。从搜狐的张朝阳,到百度的李彦宏、尚德的施正荣,再到新东方的俞敏洪。同国内许多其他富豪的发家史不同,他们的成功往往和知识、勤奋联系在一起。“知识就是财富”在他们身上得到充分的体现。这也使得他们被媒体广泛报道,成为中国 70 后、80 后甚至 90 后的偶像。

为什么中国企业到美国上市?哪些企业成功实现了在美国上市?这是本书写作的一个动因。但本书的核心不在于对前述问题进行解释,或者为读者提供一个个财富传奇故事。本书希望回答的问题是,一个中国企业到美国上市需要经历什么样的程序、会遇到哪些主要法律问题和其他方面的问题以及如何处理这些问题。

简单来讲,笔者把整个上市流程分成五个阶段,即项目启动前的准备阶段,尽职调查和招股书准备阶段,同监管机构的沟通阶段,路演、定价、挂牌和交割阶段以及企业上市后行使绿鞋(green shoe)、信息披露和后续发行阶段。

在这五个阶段,中国企业需要有侧重地解决各方面问题。比如,在准备阶段,企业需要选择上市项目的中介机构、组建自己的工作团队、初步分析自己是否符合上市的要求、是否具备适合上市的公司结构、讨论是否需要进行上市前的私募融资、考虑是否需要采用反收购措施;在尽职调查和招股书准备阶段,企业需要配合中介机构进行法律、业务和财务尽职调查,需要建立符合上市公司要求的公司治理机制,需要建立或完善雇员股权激励计划,需要准备和修改招股书,需要考虑选择存托银行和交易所;在同监管机构的沟通阶段,企业需要同中介机构一起工作,对监管机构审阅招股书后提出的意见进行回复,进一步修改和完善招股书;在路演、定价、挂牌和交割阶段,企业需要进行最后“冲刺”、向投资者推销自己的股票、同承销商谈判发行价并签订承销协议、完成股票在交易所挂牌以及与承销商进行交割等一系列事项;在“后上市”阶段,企业作为上市公司需要按照要求进行信息披露,考虑后续发行或者配合上市前私募投资者退出公司而出售股票等事项。

为什么要讨论上市的程序?中国企业到美国上市的程序有什么一般性的意义?从笔者个人的经验来看,美国作为世界上最发达的资本市场之一,它的证券法律制度非常严密,证券发行的程序非常规范。对于希望到美国上市的企业来讲,了解这些法律和程序要求当然有意义。更为重要的是,在笔者看来,美国的证券法律和发行程序已经影响到或者正在影响着许多其他国家或地区的证券法律和发行程序。在这种影响之下,全世界主要国家和地区的证券法律和发行程序有很大的趋同性。

比如,在证券发行的过程中,发行人需要遵守所谓“公开宣传”的限制,不能在公开场合讨论自己的上市计划,以免被认定是在为发行股票“造市”,这是美国证券法发展出来的一个重要实践操作,笔者在本书第三章有详细的讨论,而同样的限制在香港和其他一些国家和地区的证券法中也能见到。又比如,笔者在中国国际金融公司工作的时候,曾经听到一些资深的投行人士谈及如何将美国和香港上市中的许多操作,比如路演,在本世纪初逐渐引入国内A股发行中。上个世纪,中国A股市场还处于“卖方市场”,大家都抢着买新股,公司不需要做任何路演,不需要和投资者见面,承销商不需要进行任何市场推介活动,公司的股票就可能会被一抢而空;到了本世纪以后,不少公司发行规模超过几十亿甚至几百亿人民币,路演这些美国上市项目中最常见的做法已经逐渐被A股市场所采用。因此,在许多国家都大力发展本国资本市场的背景下,随着国际投行的扩张,证券法律和发行程序在全球范围内呈现出很大程度的趋同性。了解流程以及流程背后的法律原理,即便是“纯粹”美国上市项目涉及的流程和原理,也有一定的普遍意义。

当然,趋同不意味着完全一样。同世界经济的许多其他领域一样,在证券领域,既没有一个“联合国”来统一制定和解释所有国家的证券法律,也没有一个“统一证券法”适用于所有国家和地区,因此,我们既会看到各个国家和地区在证券法律及发行程序上的差异,也会看到当事人在应对这些差异时采用的不同做法和实践。对于在美国上市的中国企业来讲,这些不同做法和实践集中反映了证券法律和发行程序趋同性背景下出现的“有中国特色问题”的特殊性。

比如,到美国上市的中国私营企业通常采用“红筹结构”的方式上市,也就是在中国境外注册一个公司,然后返程收购中国境内资产,并由境外公司发行股票在境外上市。为什么采取这样复杂的结构上市?为什么不直接通过在中国境内注册的企业发行股票的方式在境外上市,比如像许多大型国有企业那样采用“H股”模式在境外上市?即便对于美国监管机构来讲,这个问题也会让他们感到困惑。从笔者的经验来看,在审阅一些公司的招股书后,美国证监会会向公司提出同样的问题,要求公司做出解释。

因此,在“世界大同”、程序趋近、问题雷同的背景下,中国企业去美国上市发展出了许多在笔者看来既有中国特色,又对证券法律本身的发展有意义的问题。在书中,笔者花了很多篇幅探讨这些有中国特色的问题,比如,中国公司希望采取的反收购措施有什么不同,中国公司采用的雇员股权激励计划在中国法下的登记,法律尽职调查

中涉及中国法律一些特殊事项的调查等。

当然,笔者不仅期望一些对证券法理论和公共政策感兴趣的人能阅读本书,更希望一些了解美国上市程序和企业家的企业家、律师、政策制定者和学者也能关注本书。所以,笔者在书中的讨论,无论是针对程序,还是针对实体问题,都更侧重操作的细节和法律的主要规定。对于更深层次的讨论,本书没有过多涉及。就这些问题笔者更愿意通过其他渠道同那些感兴趣的读者进行交流。

目录

CONTENTS



第一章 为什么到美国上市 / 1

一、为什么到美国上市 / 1

1. 审批简便 / 2
2. 美国上市“地位高” / 3
3. 后续融资便利 / 4
4. 股东退出容易 / 5

二、哪些中国企业成功实现美国上市 / 6

1. 互联网门户网站——新浪、搜狐和网易 / 7
2. 网游游戏——盛大传奇 / 8
3. 搜索引擎——众里寻她千百度 / 9
4. 广告——分众传媒 / 10
5. 太阳能——无锡尚德、江西赛维和英利新能源 / 11
6. 教育——新东方和中国最富有的老师 / 12
7. 医药——先声药业、同济堂、迈瑞、海王星辰 / 13

三、如何到美国上市 / 14

1. 项目启动前的准备阶段 / 14
2. 秘密递交前的尽职调查和招股书准备阶段 / 15

- 3. 同美国证监会的沟通阶段 / 16
- 4. 公开递交后的路演、定价和交割阶段 / 16
- 5. 交割后阶段 / 17

第二章 准备上市:启动大会前需要完成哪些事项 / 19

一、组建中介团队的选秀大战:要选谁、怎么选 / 20

- 1. 上市项目需要选择哪些中介机构 / 20
- 2. 如何选择上市项目的中介机构 / 25

二、如何组建公司上市团队 / 29

- 1. 如何选择首席财务官 / 29
- 2. 如何组建公司上市团队 / 31

三、公司是否已经准备好到美国上市 / 32

- 1. 检查公司是否符合上市标准 / 33
- 2. 上市项目启动前公司还需要考虑哪些其他问题 / 36

附录 2.1 纽约交易所上市标准(节选) / 41

附录 2.2 纳斯达克上市标准(节选) / 43

第三章 正式启动:启动大会怎么开 / 46

一、启动大会会有哪些议题 / 46

- 1. 交换名片 / 46
- 2. 确定时间表 / 47
- 3. 管理层演示 / 47

4. 强调公开宣传限制 / 47

5. 讨论其他重要问题 / 48

二、项目时间表、管理层演示和其他重要议题 / 48

1. 做个 IPO 要多长时间 / 48

2. 管理层演示 / 51

3. 启动大会讨论的其他重要议题 / 52

三、“管住嘴”：上市过程中公开宣传的限制 / 53

1. 为什么要“管住嘴” / 53

2. “管不住嘴”的法律后果 / 54

3. 如何“管住嘴” / 55

4. 分析师会议和研究报告的问题 / 57

附录 3.1 上市项目启动会议题示例 / 60

附录 3.2 上市项目时间表样本 / 63

第四章 法律尽职调查 / 64

一、尽职调查：为什么要做、由谁来做以及如何做 / 64

1. 谁需要尽职调查 / 64

2. 如何进行尽职调查 / 65

3. 法律尽职调查有哪几种形式 / 66

二、法律尽职调查清单 / 67

1. 如何“应对”法律尽职调查清单 / 67

2. 如何回复清单和建立资料室 / 68

三、董事和高管调查清单的内容 / 69

1. 董事和高管的背景 / 69
2. 董事和高管与公司之间是否存在重大关系和交易 / 70
3. 董事和高管是否持有公司的股权 / 70
4. 独立董事及审计委员会成员是否独立 / 71
5. 美国境外反腐败法方面的问题 / 71

四、美国金融业监管局调查清单的作用 / 71

五、常见的专项法律尽职调查内容 / 73

1. 美国境外反腐败问题 / 73
2. 美国外国资产控制办公室制裁问题 / 73
3. “10 号文”问题和外管局注册问题 / 74

六、其他形式的尽职调查 / 75

1. 招股书尽职调查 / 75
2. “跟踪”尽职调查 / 76

附录 4.1 法律尽职调查问题清单样本 / 78

附录 4.2 美国境外腐败行为调查问题清单样本 / 90

附录 4.3 美国经济制裁方案的调查问题清单样本 / 92

附录 4.4 “跟踪”尽职调查问题清单样本 / 94

第五章 业务尽职调查和财务尽职调查 / 95

一、如何进行业务尽职调查 / 95

1. 为什么需要回复业务尽职调查清单 / 95

2. 公司如何配合进行第三方尽职调查 / 98

二、财务尽职调查 / 99

1. 安慰函和财务报表讨论会如何减轻承销商责任 / 100

2. 公司在招股书中需要包含什么样的财务报表 / 100

3. 公司为什么需要关注 305 规则问题 / 102

4. 财务尽职调查会和审计师尽职调查会 / 103

5. 公司为什么需要准备财务内控报告 / 105

附录 5.1 业务尽职调查问题清单样本 / 107

附录 5.2 审计师尽职调查问题清单样本 / 116

第六章 公司结构、私募融资和反收购措施 / 119

一、如何建立符合美国上市要求的公司结构 / 119

1. 选择上市主体——中国公司还是境外公司 / 119

2. 符合美国上市的公司结构之一：“简式结构” / 120

3. 符合美国上市的公司结构之二：“新浪结构” / 123

4. “新浪结构”下的“合同安排”包含哪些内容 / 123

二、引进私募融资 / 126

1. 上市前引进私募融资的最佳时机 / 126

2. 公司引进私募融资需要考虑哪些美国证券法问题 / 126

3. 私募投资者通常要求的权利有哪些 / 128

三、如何设计公司的反收购策略 / 131

1. 公司可以考虑的反收购措施有哪些 / 131