



· 上海
· 律师
· 文丛
·

反向并购

——中国企业在美国的上市融资之道

本书系统介绍了反向并购的具体操作流程、
与反向并购有关的中美两国相关法律规定以及反向并购完成后
上市公司市场维护的方法等作为中国企业在美国上市融资之道的反向并购的有关内容。

本书既可以为中国的民营企业家和企业管理者顺利开展境外上市工作提供法律帮助，
又可以为那些对境外上市程序感兴趣的专业人士提供有价值的实践经验和参考。

朱思东·著



上海社会科学院出版社

上海
律师
文丛

反向并购

——中国企业在美国的上市融资之道

朱思东·著



上海社会科学院出版社

图书在版编目(CIP)数据

反向并购:中国企业在美国的上市融资之道/
朱思东著. —上海:上海社会科学院出版社,2010

(上海律师文丛)

ISBN 978-7-80745-641-4

I. ①反… II. ①朱… III. ①上市公司-融资-研究
IV. ①F276.6

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 134226 号

反向并购——中国企业在美国的上市融资之道

著 者:朱思东

责任编辑:董汉玲

封面设计:闵 敏

出版发行:上海社会科学院出版社

上海淮海中路 622 弄 7 号 电话 63875741 邮编 200020

<http://www.sassp.com> E-mail:sassp@sass.org.cn

经 销:新华书店

印 刷:上海商务联西印刷有限公司

开 本:787×960 毫米 1/16 开

印 张:10.25

插 页:2

字 数:170 千字

版 次:2010 年 12 月第 1 版 2010 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-80745-641-4/F·111

定价:23.00 元

版权所有 翻印必究

序

律师业作为现代服务业重要组成部分越来越受到社会各界的关注。目前,上海律师队伍人数已突破万人,国内外经济、社会的舞台上有着他们活跃的身影。随着上海“四个中心”建设的推进以及上海世博会的召开,上海律师业面临着一个更广阔的发展前景。

伴随着律师业的不断发展,律师业务更趋多元化和专业化。鼓励律师学术上百家争鸣,引导律师潜心钻研、多出成果是上海律协一贯推崇的优良传统。上海律师中也确实有大批的律师在执业实践中,坚持研究、总结,醉心于著书立说。2006年初,上海律协启动了“上海市律师协会文库”的出版工作,给了上海律师一个展示行业精神财富的平台。

“理想的书籍是智慧的钥匙”。四年后的今天,在上海律协文库编委会的支持下,在上海社会科学院出版社的帮助下,又一展示律师智慧的窗口——“上海律师文丛”也与大家见面了。如果说,“文库”更多侧重行业层面的探讨研究,那么新生的“文丛”则是上海律师个人、团队或律师事务

所的智慧结晶。这两部文集都见证着上海律师在高速发展的物质文明和精神文明中始终立于时代进步的前沿。

搭建律师思想碰撞之平台、畅通律师信息传播之渠道、建设律师学问总结之道路、营造律师形象展示之舞台、创建律师文化交流之大厦,始终是上海律协推动律师业发展的出发点和归宿点,也是广大上海律师共同憧憬的理想之境。

上海市律师协会

2010年6月

自序

自我国加入世界贸易组织以来,经济金融行业的开放程度迅速提高,我国企业的上市融资市场已不再局限于国内的证券交易所,境外上市已经成为我国企业上市融资的一个非常重要的渠道。

我国企业境外上市通常具有两种方式,即首次公开发售上市(IPO)和反向并购上市(Reverse Merger)。自1993年以来,我国已有百余家企业在我国香港、美国、欧洲、新加坡等地的证券交易所首发上市,其中既包括中国移动、中国石化、中国联通、中国石油等大型国有企业,也包括新浪网、盛大网络、巨人网络、百度等民营企业。

与此同时,由于首次公开发售上市程序对企业的规模要求高、程序繁复、成本高、时间长,我国许多中小型民营企业近年来通过反向并购方式在境外证券市场上市融资。反向并购也被称作“买壳上市”,即一家非上市公司通过股份交换等方式,在证券市场中收购一家上市公司(被收购的上市公司就是我们常说的“壳公司”),并借助原有壳公司的平台在境外资本市场融资,从而实现间接上市的目的。

过去几年间,用反向并购的方法上市融资在中国企业和境外资本市场越来越受欢迎。反向并购上市相比首发上市有其特有的优势,尤其是对于我国中小型民营企业来说,由于企业规模的限制,它们在国内证券市场上市融资有困难,在境外证券市场首发上市亦不容易,而采用反向并购的方法上市融资,既能为企业发展获得宝贵的资金,又能使民营企业通过资本市场实现自己的价值。

笔者曾作为美国律师在美国执业多年,海归后作为上海锦天城律师事务所的高级合伙人,曾承办过至少三十起中国民营企业到美国反向并购上市融资的案件,其中已经有十余家企业通过这一途径登陆美国主板证券交易市场。笔者在此过程中也积累了一定的操作经验,现编成此书,愿与读者分享。

本书主要分为四部分。第一部分是介绍美国资本市场的简单介绍;第二部分介绍反向并购的具体操作过程;第三部分介绍与反向并购有关的中国和美国两

2 反向并购——中国企业在美国的上市融资之道

国法律的相关规定;第四部分介绍了反向并购完成后上市公司市场维护的一些方法等。考虑到读者的需要,本书试图同时具备知识性、可读性和实用性,既希望对国内的民营企业家和企业管理者开展境外上市工作提供一些法律帮助,又希望为那些对境外上市程序感兴趣的专业人士提供一些实践经验和参考。

在此要特别感谢我所合伙人李松为律师,以及许星杰、陈加锐、钱凯、印磊和陈文溢等青年律师为本书所做的编辑工作,也感谢法律出版社的孙慧女士为本书做的编审工作。

朱思东

2010年6月30日于上海

目 录

自序	1
----------	---

第一章 反向并购简介

第一节 美国证券市场概述	1
一、纽约证券交易所	2
二、全美证券交易所	2
三、纳斯达克证券交易所	3
四、电子柜台交易系统	3
五、粉单市场	4
第二节 境外上市的优缺点	4
一、境外上市的优点	5
二、境外上市的缺点	7
第三节 首发上市和反向并购	9
一、什么是首发上市(IPO)	9
二、什么是反向并购	10
三、反向并购的具体步骤	11
四、反向并购中的注意事项	11
五、反向并购的优点	12
六、反向并购的缺点	14
第四节 中国企业在美国证券市场的反向并购现状	14
一、经 OTCBB 市场成功融资的案例	15
二、经 OTCBB 市场成功融资并已转入主板市场的成功案例	24

第二章 反向并购的过程

第一节 企业自我评估	39
一、经营业绩	39
二、融资的途径	40
三、风险投资与私募股权投资	41
第二节 组织境外上市的工作团队	44
一、财务顾问	44
二、审计辅导顾问	44
三、美国审计师	44
四、美国律师	45
五、中国律师	45
第三节 国内企业的尽职调查	46
一、尽职调查的具体范围	46
二、中国律师在尽职调查中的主要职责和义务	48
第四节 审计前辅导和审计	54
一、审计前辅导	54
二、审计	55
第五节 注册离岸公司	56
一、什么是离岸公司	56
二、离岸公司的优点	57
三、如何注册离岸公司	59
第六节 公司重组	60
一、股权控制	60
二、合同控制	63
第七节 离岸公司与壳公司的合并	66
一、什么是换股并购	66
二、换股并购的优点	66
三、换股协议的主要内容	67
第八节 反向并购的交割	68
一、交割的过程	68
二、APO(另类公开发售)	69

三、报送 8K 表	71
-----------------	----

第三章 中国法律对国内企业境外上市的规定

第一节 国有股/集体股退出的有关规定	73
一、《股份有限公司国有股股东行使股权行为规范意见》	73
二、《关于股份有限公司国有股权管理工作有关问题的通知》	73
三、《企业国有资产监督管理暂行条例》	74
四、《企业国有产权转让管理暂行办法》	74
五、《关于企业国有产权转让有关问题的通知》	76
六、《企业国有资产法》	76
七、《公司法》	77
第二节 外商投资产业指导目录	78
一、鼓励类投资项目	79
二、允许类投资项目	80
三、限制类投资项目	80
四、禁止类投资项目	80
五、反向并购与投资目录的关系	81
第三节 2006 年 9 月以前法律沿革	83
一、《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》	83
二、《企业申请境外上市有关问题的通知》	84
三、《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》	85
四、外汇管理局的“11 号文”和“29 号文”	86
第四节 “10 号令”	87
一、“10 号令”内容简介	87
二、“10 号令”对境外上市的特别规定	88
三、“10 号令”在适用过程中遇到的问题	91
第五节 外汇管理局的“75 号文”和“106 号文”	91
一、“75 号文”的内容	91
二、“106 号文”	94

第四章 美国法律对证券市场监管的有关规定

第一节 美国法律对证券市场的监管概述	96
一、政府监管	96
二、自律组织规则	98
三、司法救济	99
第二节 美国法律对“上市壳公司”的有关规定	100
一、美国法律对“上市壳公司”的定义	100
二、美国法律对“上市壳公司”尽职调查的有关规定	101
第三节 美国法律对上市公司信息披露制度的有关规定	102
第四节 美国法律对上市公司内部交易监管的有关规定	104
第五节 萨班斯法的有关规定	105
一、监管机制与萨班斯法案	105
二、萨班斯法案的主要内容	106
三、萨班斯法案对中国企业在美国上市的影响	108

第五章 运用反向并购方式融资

第一节 融资的两种方法	110
一、上市公司公募融资	110
二、上市公司私募融资	111
三、私募融资的几种方法	112
第二节 商业计划书和路演	116
一、商业计划书	116
二、路演	119
第三节 融资条款书(Term Sheet)	121
第四节 投资合同(Investment Agreements)	126
一、股份购买协议(Share Purchase Agreement)	126
二、注册权协议(Registration Rights Agreement)	127
三、认股权证(Warrants Agreement)	127
四、禁售协议(Lock-up Agreement)	128
五、监管协议(Escrow Agreement)	128
六、对赌协议(Make Good Agreement)	129

第五节 融资资金的使用	130
第六章 反向并购完成后的操作程序	
第一节 更名、扩股、组成董事会	132
第二节 建立员工期权激励计划	134
一、如何制定员工期权激励计划	135
二、中国法律对员工期权激励计划的规定	136
第三节 市场支持	137
一、投资者关系公司的具体服务内容	137
二、如何选择投资者关系公司	139
三、履行继续报告责任	139
四、遵守萨班斯法案	140
第四节 上主板市场交易的条件	141
一、在纽约证券交易所挂牌交易的条件	141
二、在纳斯达克证券交易所挂牌交易的条件	142
三、在全美证券交易所挂牌交易的条件	145
第七章 几种相关的反向并购方法	
第一节 造壳上市	147
一、使用 10-SB 表造壳上市的基本步骤	147
二、使用 10-SB 表造壳上市的优点与缺点	149
第二节 特殊目的并购公司	149
一、特殊目的并购公司的运作方式	150
二、如何创设特殊目的并购公司	150
三、特殊目的并购公司的优点与缺点	151

第一章 反向并购简介

第一节 美国证券市场概述

根据分析机构的不完全统计,截至 2010 年 6 月,共有 300 余家中国企业在美国的各类证券交易市场成功上市。美国证券交易市场目前已成为中国企业境外上市的首选目的地。虽然自 2008 年 10 月开始,由于西方发达国家相继爆发金融危机,美国各大证券交易场所的交易活跃程度与现金流量都有所减少。但是,根据中国企业境外上市活动在过去 10 多年中积累的成功经验,我们能够确信,在可以预见的将来,美国证券市场对于国内企业尤其是民营企业和中小企业而言,依然是境外上市的主要市场。

因此,了解美国证券交易场所的历史背景、上市要求和交易特点,将有助于中国企业在启动境外上市的相关工作之前,对于境外上市的时机、地点和融资金额作出最为准确的选择与判断。

美国证券交易市场是一个全方位、多层次的市场体系,该体系大致由两类交易市场构成(具体结构见图 1):一类是有形的证券交易所,例如纽约证券交

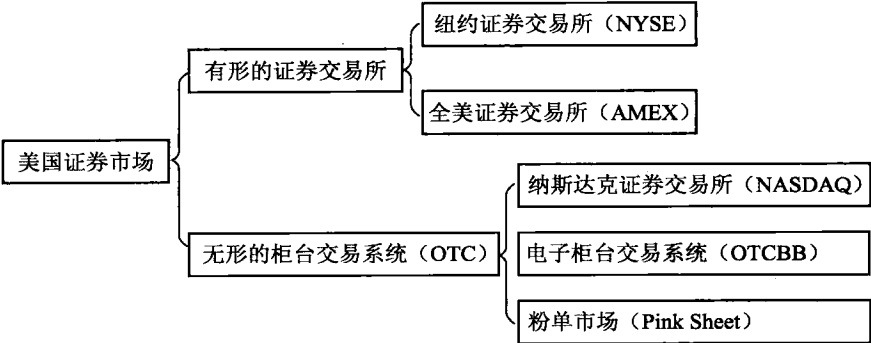


图 1 美国证券交易市场结构图

易所(NYSE)、全美证券交易所(AMEX),等等;另一类是无形的柜台交易系统,英文中称为“Over the Counter”(中文直译就是“在柜台上”),缩写为“OTC”,例如纳斯达克证券交易所(NASDAQ)、电子柜台交易系统(OTCBB)以及粉单市场(Pink Sheet),等等。

上述两类交易市场的历史背景、上市要求和特点各不相同:

一、纽约证券交易所

纽约证券交易所是目前世界上影响力最大、最为著名的证券交易所。

在早期的美国证券市场中还不存在今天这样专门用来买卖股票的证券交易所。证券经纪人一般在咖啡馆内进行股票买卖。1792年5月17日,24名经纪人在纽约市华尔街一家咖啡馆门前的梧桐树下签订了“梧桐树协定”,这是纽约交易所的前身。

1817年3月8日,上述交易场所被更名为“纽约证券交易委员会”,1863年又被改为“纽约证券交易所”并沿用至今。

迄今为止,纽约证券交易所拥有约2800家上市公司,全球市值约15万亿美元。至2008年7月,30家处于道琼斯工业平均指数中的公司除了英特尔公司和微软公司之外都在纽约证券交易所上市。^①

纽约证券交易所的股票买卖方式不同于中国交易市场中的电脑自动撮合。在纽约证券交易所里,股票经纪商可以在交易厅的指定区域内来回走动,以喊叫的方式报出自己客户的买卖条件,从而寻找买家或卖家。在找到合适的股票买家或卖家后,经纪商还要通过一系列“手语”来和对方讨价还价,直到成交为止。

2006年底,纽约证券交易所宣布与泛欧证券交易所(Euronext)合并。因此,现在也有一些学者和投资银行家把纽约证券交易所称为“纽约—泛欧证券交易所”(NYSE Euronext)。

纽约证券交易所历史悠久,市场运作较为成熟,上市条件因此也非常严格。

二、全美证券交易所

全美证券交易所曾经是美国第二大规模的证券交易所,超过1000只股票在该交易所上市。全美证券交易所的交易场所和交易方式与纽约证券交易所大致相同,只不过在这里上市的公司多为中小型企业,因此股票价格较低、交易量较小,流动性也较低。

在纳斯达克证券交易所成立以前,有一部分中小企业因为资本额小、盈利

^① <http://zh.wikipedia.org/zh-cn/>.

不多,无法达到纽约证券交易所的上市标准。因此,这样的企业就会选择先在全美证券交易所上市融资,等到企业规模做大后,再转到纽约证券交易所上市,例如著名的埃克森美孚石油公司、通用汽车公司,等等。

三、纳斯达克证券交易所

纳斯达克证券交易所的英文全称为“National Association of Securities Dealers Automated Quotation”,直译过来就是“全美证券商协会自动询价系统”,现在我们则习惯按照英文缩写的译音称它为“纳斯达克”。该系统是由全美证券商协会于1971年建立的,这是全球第一个电子交易市场。

虽然名为“交易所”,但纳斯达克交易所的股票交易并不像纽约或是全美证券交易所那样是在证券交易所内完成的,而是完全通过电脑和电话来完成的。具体来讲,如果客户甲希望买卖纳斯达克交易所的股票,他首先要通过电话或电脑向自己的证券经纪商乙发出买卖股票的指令。经纪商乙收到甲的指令后,再通过电脑将该指令输入到“全美证券商协会自动询价系统”,最后经过电脑系统的询价撮合,完成买卖股票的交易。

纳斯达克的电脑交易系统大大降低了股票交易的运作成本、提高了交易效率,并且增加了市场的公开性、流动性与有效性。因此,纳斯达克交易所深受创业型企业和高科技企业的青睐,而这些创业型企业在纳斯达克上市后,往往发展迅速。因此,纳斯达克在美国一度成为创业型企业的福地,甚至被戏称为美国股市的创业板。

纳斯达克证券交易所主要分为三个板块:纳斯达克全球选择资本市场(NASDAQ Global Select Market)、纳斯达克全球资本市场(NASDAQ Global Market)和纳斯达克资本市场(NASDAQ Capital Market)。其中,纳斯达克全球资本市场与纳斯达克资本市场是整个交易所里最主要的两个证券交易市场。

相比较而言,纳斯达克全球市场的交易更为活跃,上市要求也较为严格。而纳斯达克资本市场主要针对新兴的创业型企业,上市条件较为宽松。在纳斯达克资本市场上市的新兴企业经过一段时间的发展扩张后,如果经营业绩符合法定标准,也可以升至纳斯达克全球市场挂牌交易。

四、电子柜台交易系统

电子柜台交易系统(OTCBB)是一种只向特定成员开放的电子询价交易系统。在这一复杂、封闭的交易系统中,只有符合法定资质的投资机构(美国证券法律称为“做市商”)才能够进行股票买卖。

电子柜台交易系统的特点在于其上市程序简单。如果某些中小企业具有健全的财务报表,但又不符合纳斯达克的上市要求,那么这些企业可以聘请审计师

4 反向并购——中国企业在美国的上市融资之道

审阅财务报表,再请律师制作相应的申报文件。上述步骤完成后,该企业就可以联系电子柜台交易系统的做市商申请在 OTCBB 市场挂牌上市。

虽然中小企业申请在 OTCBB 市场上市较为容易,不过,正像我们刚才所提到的,一家公司的股票在 OTCBB 市场上市后,普通投资者并不能够直接购买这家公司的股票,而是只能先委托具备相应资质的做市商,由做市商在 OTCBB 市场中进行股票买卖。

电子柜台交易系统与纳斯达克证券交易所的管理者都是全美证券商协会,但是,这两种交易系统之间存在根本的区别,这种区别具体表现在如下几方面(见表1):

表1 OTCBB 市场与纳斯达克证券交易所的区别

特点或要求	OTCBB 市场	纳斯达克证券交易所
最低的上市股票数量	无	有
对发行公司收取挂牌或维护费	无	有
维持询价或挂牌的要求	有	有
针对国内发行公司的电子实时询价	是	是
申请上市的最短审核期限	3 天	6—8 周

五、粉单市场

粉单市场(Pink Sheet)是比 OTCBB 市场更低一级的报价系统,这一系统的所有权属于一家私人公司——粉单有限责任公司(The Pink Sheet LLC)。

相比 OTCBB 市场,粉单市场对于挂牌公司财务报表的要求更低,一般不需要注册会计师的审计。正是因为如此,在粉单市场挂牌的公司股票受关注程度低,流通性差,缺乏公信力,所以很难实现挂牌公司的融资目标。

第二节 境外上市的优缺点

对于国内企业,尤其是那些中小规模的民营企业而言,在讨论境外上市的具体操作方式之前,首先必须搞清楚一个很重要的问题:到底要不要到境外的证券交易市场去上市。换句话说,在国内的企业主决定境外上市之前,应当明白自己的企业在境外上市,到底存在哪些优点、哪些缺点——当自己的企业完成境外上市后,究竟可以占有哪几方面的优势和便利,又在哪几个方面可能会遇到潜在的风险。

一、境外上市的优点

根据笔者多年的从业经验,中国企业境外上市的优点基本上可以总结为以下四个方面:上市条件明确,操作时间较短;便于企业融资与再融资;便于企业利用期权留住优秀的管理人才;便于企业通过并购扩大规模。

1. 上市条件明确、操作时间较短

根据我国目前的证券发售体制,企业申请在上海证券交易所或是深圳证券交易所上市,需要经过证监会的严格审批。这种审批程序不仅需要考察企业的客观条件是否符合挂牌上市的要求,还需要综合国家的宏观经济环境、经济政策、法律限制、部门意见等多方面的因素。这样在无形中拉长了审批所需的时间,也使得整个审批程序存在一定的不确定因素。

比较而言,美国的证券市场,比如上文提及的几家证券交易所的上市标准,都是明确和公开的。对于准备境外上市的国内企业来说,只要自身条件达到这些交易所的上市标准,就可以去聘请合适的中介机构完成审计、法律工作,再寻找合格的保荐机构向证券交易所推荐。等到上述步骤顺利完成之后,这家企业就可以在境外的证券交易所发行股票。

中国企业在美国证券交易所申请上市所需的审批时间也较短,一家中国企业从启动境外上市的有关工作开始,直到在美国完成上市融资,一般需要9—12个月的时间。相比之下,一家国内企业要在国内的证券交易所上市,从启动申报工作开始,直到最终完成上市融资,整个周期一般都需要2—3年的时间。

2. 便于企业融资和再融资

由于中国证券市场在体制结构上的独特性,导致整个市场的再融资功能相对匮乏。一般来讲,一家在我国证券市场首发上市的企业,在其首发上市完成之时,一般也就是该企业向证券市场融资的终结之日——在我国现有的证券交易体制下,一家上市公司除了在上市时可以通过发售股票融到资金以外,很少能够通过二次增发融到资金。

反观美国的证券交易市场,由于自身发展的历史较长,各种制度规范较为成熟,市场资金来源广泛,金融产品种类繁多,使得美国上市公司在股票发售方面比国内更加便利。因此,当一家国内企业在美国证券交易所上市之后,如果这家企业希望进行再融资,而且,这家企业自身的条件也符合美国证券监管机构对于再融资的规定,那么这家企业完全可以在基金或机构投资者的帮助下成功完成第二轮甚至第三轮融资。当国内的宏观经济环境发生变化时,这种再融资就能成为一家企业生存与发展的关键力量。