

# 律動國際

国际投资法律研究与资讯

International Investment Law Research and Information

3  
2023



上海市律师协会国际投资专业委员会

主任：章晓科  
Director: Xiaoke Zhang

副主任：  
(按姓氏拼音)  
Deputy Directors: (Alphabetical order  
by surname)

陈辉宇 Huiyu Chen  
金益亭 Yiting Jin  
粟伟炜 Weiwei Su

编委：  
(按姓氏拼音)  
Editors:  
(Alphabetical order by surname)

陈辉宇 Huiyu Chen  
陈丽梅 Limei Chen  
陈学斌 Xuebin Chen  
金益亭 Yiting Jin  
寇向卉 Xianghui Kou  
李翔 Xiang Li  
倪富华 Fuhua Ni  
商保平 Baoping Shang  
粟伟炜 Weiwei Su  
孙启来 Qilai Sun  
孙小青 Xiaoqing Sun  
王逸群 Yiqun Wang  
徐大鹏 Dapeng Xu  
姚约茜 Yueqian Yao  
余倩 Qian Yu  
张晓 Xiao Zhang

## 目录 Contents

### 域外法研究 Foreign Law Study

中美贸易战起美国针对中国集成电路行业措施及针对性应  
对策略 ----- 4  
Suggested Measures in Dealing with US's Restrictive Policies on  
Integrated Circuit Industry.

### 理论与实践 Theory & Practice

中概股私有化浪潮再兴-----13  
Resurgence of Privatizing China Concepts Stock

中国将全面取消制造业领域外资准入限制措施 23  
China will Completely Eliminate Restrictions on Foreign  
Investment Access in the Manufacturing Industry



# 域外法 研究



## 中美贸易战起美国针对中国集成电路行业措施及针对性应对策略

锦天城律师事务所 邱梦赞

美国针对中国头部半导体企业的管制措施

1. 福建晋华被列实体清单中可见中国集成电路企业需重视知识产权的全球的攻防布局

2016年2月26日，福建省电子信息集团、泉州市金融控股集团有限公司、福建省晋江产业发展投资集团有限公司等共同出资设立了福建省晋华集成电路有限公司（以下简称为“福建晋华”）。福建晋华与中国台湾联华电子公司（以下简称为“台联电”）合作研发存储芯片，该项目由福建晋华出资，委托联电开发DRAM相关技术，在整体技术完成后，转移到福建晋华进行量产。

2017年9月，美光科技(Micron Technology)向中国台湾省台中法院控告联电公司，指控从美光跳槽到台联电的员工窃取 DRAM 商业秘密，并泄漏给台联电。同年12月，美光科技向美国加州联邦法庭控告福建晋华和台联电，宣称台联电窃取其存储芯片的知识产权，包括存储芯片的关键技术，并交给福建晋华。

2018年1月，福建晋华与台联电向福州市中级人民法院递交诉状，起诉美光公司相关产品侵权，并请求赔偿1.96亿元人民币。2018年7月，福州市中级人民法院发布临时禁令，禁止美光的两家中国子公司在中国生产、销售或进口某些模块和固态硬盘产品’。

此后，美国政府部门介入了本案。2018年9月，美国司法部向福建晋华、台联电提起刑事诉讼及民事诉公，指控其从事经济间谍活动，涉嫌计划窃取美光科技的商业机密，并且寻求禁止进一步转让被盗窃的商业秘密，并禁止被告向美国出口台联电及福建晋华利用

相关商业秘密制造的任何产品’。2020年10月，台联电承认其犯有盗穷商业秘密的罪行，同意文付 6000 万美元罚款，作并且作为认罪条件，同意协助美国政府继续追诉福建晋华。

2018 年10月，美国商务部工业与安全局(BIS) 将福建晋华列入实体清单中，理由是“福建晋华存在参与可能对美国国家安全利益产生负面影响的活动的重大风险”。

被列入实体清单意味着，向福建晋华出口、再出口或在国内转让受《美国出口管制条例》（EAR）管制的物项，包括 EAR99，均需要向BIS 申请出口许可证，并且BIS 的许可证审查政策为“推定拒绝 (Presumption of denial)”。

*锦天城建议：因此，从美国针对福建晋华的管制措施中可见，建议中国集成电路行业关注跨境知识产权的争议，尤其是在中国的初创型集成电路企业，涉及引入境外归国技术人员时，重视其带入的技术是否存在技术争议，重视跨境集成电路知识产权的争议引发出出口管制的影响，进一步关注集成电路企业知识产权的全球的攻防布局。*

2. 华为集团被列实体清单 美国商务部出台针对华为的出口管制措施及律师建议

(1) 华为集团被列实体清单

2019年5月21日，美国商务部工业与安全局 (BIS) 修订了《美国出口管制条例》(EAR)，将华为技术有限公司以及位于26个国家或地区的68家华为非美国子公司添加到实体清单中’。具体而言：

>美国表示其有“合理理由相信”这些实体“参与或构成重大风险参与违反美国国家安全或外交政策利益的活动”：具体而言，在被

列入实体清单之前，华为已被美国红约东区地区法院起诉犯有 13 项违反美国法律的罪行，“华为在知情和故意的情况下，直接和间接地从美国向伊朗和伊朗政府出口、再出口、销售和供应商品、技术和服(银行和其他金融服务)而未取得美国财政部海外资产控制办公室(OFAC)管理的《伊朗交易和制裁条例》(Iranian Transactions and Sanctions Regulations)所规定的许可证”

同时，华为还被指控和设立在伊朗的一家关联公司与他人合作，通过欺骗和不诚实的手段，蓄意合谋损害、妨碍、阻挠和破坏 OFAC 的合法政府运作。此后，2019年8月21日，BIS 又将华为46家非美国关联公司添加到实体清单中。

被列入实体清单意味着，向华为及其关联企业出口、再出口或在国内转让受《美国出口管制条例》(EAR)管制的物项，包括 EAR99，均需要向BIS 申请出口许可证，并且BIS 的许可证审查政策为“推定拒绝 (Presumption of denial)”。

## (2) 美国商务部出台针对华为的出口管制措施——外国制造直接产品规则

美国时间2020年5月15日，BIS 在其官网宣布，计划限制华为使用美国技术和软件在海外设计和制造半导体 (Semiconductors)，以保护美国国家安全；且 BIS 正修订其外国制造直接产品规则 (foreign-produced direct product rule, 亦称“Foreign Direct Product Rule”)及实体清单 (Entity List),为了有针对地并且是从战略上将目标锁定对那些半导体(且该半导体是由美国某些软件和技术生产的直接产品) 向华为的出口。

美国时间2020年5月22日，美国国务院网站发布了《美国国家安全、出口管制与华为：三个框架下的战略背景》(以下简称“《5

月22日报告》”），其声称美方对华为出口管制的最新变化是宣布修订外国制造直接产品规则，以限制华为通过设计半导体和使用美国基于软件的设计的工具或设备在海外生产半导体以规避美国出口管制的能力。由此导致，当明知该等外国制造产品最终目的地是华为或其实体清单上的关联公司时，该等基于华为设计 (designs of Huawei) 而制造的产品（包括芯片组 (chipsets)）无论在哪里生产，只要用了美国商务部管制的半导体生产设备或者软件的，则都受美国出口许可证限制。进一步，美国2020年8月20日，BIS 进一步将 38家华为关联公司加入了实体清单，并且修改了一般禁止三 (General Prohibition Three)°，也称为“外国制造直接产品规则 (foreign-produced direct product rule)”

这意味着，任何方生产/开发的零部件/设备中含有上述相应 ECCN 码的技术/软件的直接产品，或者任何方在生产零部件/设备时，其境外工厂/或工厂主要组成部分是由上述相应 ECCN 码的技术/软件的直接产品构成，则只要该零部件/设备被用于实体清单中所列且带有脚注1的标注的实体（即：通常而言是被列入实体清单的华为公司）的生产/开发，或者被列入实体清单的华为公司购买或订购，甚至在交易中是“买方”/“中间收货人”/“最终收货人”/“最终用户”，则其与该等华为公司的交易需要根据《美国出口管制条例》事先向 BIS 申请贸易许

*锦天城建议：若涉及华为供应链，且中国企业在中国制造的产品涉及如工美国技术或软件，或制造产品的部件是由如下美国技术或软件的直接产品，则需特别关注涉外合规带给企业以及高管个人的风险：*

*> 在美国以外制造的物项是EAR 管制的如下 ECCN 编码的“技术”或“软件”的直接产品，且该“技术”或“软件”的ECCX 为 30001、30991、3E001. 3E002. 3E003, 3E991, 4D001, 4D993, 4D994, 4E001, 4E992, 4E993. 5D001, 5D991, 5E001 # 5E991.*

➢在美国以外制造的物项由位于美国境外的任何工厂或工厂主要部件生

产，无论该工厂或工厂主要部件是否为美国制造还是外国制造，只要该工厂或工厂主要部件是美国原产如下ECCV 编码的“技术”或“软件”的直接产品，且该美国原产“技术”或“软件”的ECCV 为3D001、3D991, 3E001, 3E002. 3E003, 3E991, 4D001, 4D993, 4D994. 4E001,4992. 4E993, 5D001, 5D991, 5E001 E 5E991.

### 3. 中兴被列实体清单

2012年，因怀疑中兴将含有美国原产零部件设备出售给伊朗。美国联邦调查局（FBI）启动了对中兴的调查°。

2016年3月8日，中兴通讯股份有限公司 (Zhongxing Telecommunications Equipment Corporation)、深圳市中兴康讯电子有限公司（ZTE Kangxun Telecommunications Ltd）以及其他两家关联公司被BIS列入实体清单，据BIS称，原因是“中兴通讯建立、控制、使用一系列“独立”公司违反美国出口管制法规，向伊朗非法再出口受管制物项…其违反了美国国家安全和外交政策利益”

2017年3月，中兴通讯与BIS达成《和解协议》，中兴承认了380项违法行为并支付民事及刑事罚金合计11.9亿美元的罚款（其中3亿美元的民事罚金暂时缓缴）。

2018年4月15日，BIS重启被暂缓执行的针对中兴的出口禁令的效力，原因是中兴通讯作虚假陈述违反了2017年3月的《和解协议》”。

2018年6月中兴通讯发布公告表示，中兴通讯及其全资子公司深圳市中兴康讯电子有限公司已与BIS达成《替代和解协议》，替代中

兴通讯与 BIS 于 2017年3月达成的《和解协议》。根据该《替代和解协议》，中兴同意了一系列要求，包括将向美国商务部支付10 亿美元，并且向监管账户中支付4亿美元，10年检察期，聘任一名独立特别合规协调员，替换中兴通讯及中兴康讯的全部董事会成员及现任高级副总裁及以上所有的高层领导”。

2018年7月13日，BIS 发布决定，因中兴履行了支付14 亿美元的义务，BIS将中兴及<禁止出口实体清单）（Denied Persons List）中移除”。

*锦天城建议：因此，从中兴案中可见，建议中国集成电路企业在海外贸易业务中，首先重视境外合作方带来的风险，若存在与敏感国家、或敏感主体的交易，要特别抗理合规风险，其次，在《中国数据安全法》区相关有关数据出境法律法规的不断出台的前提下，重视存储于中华人民共和国境内的数据违规对境外执法/司法机构提供的风险。*

将涉及超算、数据中心以及其他集成电路行业的企业列入实体清单-美国商务部出台针对企业的出口管制措施及律师建议

最近一年内，BIS 也将数十个涉及超算、数据中心以及其他集成电路行业的企业列入实体清单，并出台了出口管制新措施：“脚注 4：实体清单外国制造直接产品规则”。

美国 2022年12 月15日，BIS 将36家企业列入实体清单，其中21家中国从事人工智能(AI) 芯片研究和开发、制造和销售的企业，这些企业被标注。其许可要求为：在未取得 BIS 许可证的情况下或不适用许可证例外的情况下，不得向该企业出口、再出口、在美国以外的国家内转移受《美国出口管制条例》管制的物项。

此外，2022年12月15日，另有2家中国集成电路实体也被列入实体清单，其被列的原因为“购买和试图购买美国原产物项，支持中国的军事现代化”。

2023年10月17日，BIS将13家从事先进计算集成电路(IC)开发的实体列入实体清单，原因是这些实体被美国政府认定其行为违反了美国的国家安全或外交政策利益，包括壁仞科技、摩尔线程等”。

*锦天城建议：若涉及被列实体清单并标注有“脚注4”企业的供应链，且中国企业在中国制造的产品涉及如下美国技术或软件，或制造产品的部件是由如工美国技术或软件的直接产品，则需特别关注涉外合规带给企业以及高管个人的风险：*

>在美国以外制造的物项是EAR管制的如下ECCN编码的“技术”或“软

件”的直接产品，且该“技术”或“软件”的ECCN为30001, 30991, 3E001, 3002, 3003, 3991, 4D001, 4D993, 4D994, 4001, 4992, 4E993, 5D001, 5D002, 5D991, 5001, 5E002 # 5E991.

>在美国以外制造的物项由位于美国境外的任何工厂或工厂主要部件生

产，无论该工厂或工厂主要部件是否为美国制造还是外国制造，只要该工厂或工厂主要部件是美国原产如下ECCN编码的“技术”或“软件”的直接产品，且该美国原产“技术”或“软件”的ECCN为3D001, 3D991, 3E001, 3E002, 3003, 3991, 4D001, 4D993, 4D994, 4001, 4E992, 4993, 5D001, 5D002, 5D991, 5E001, 5002 # 5991.



# 理论与 与实践

## 中概股私有化浪潮再兴

国浩律师事务所 董亮

### 一、背景介绍

2022年3月8日，美国证券交易委员会（下称“SEC”）首次发布了被《外国公司问责法》（Holding Foreign Companies Accountable Act，下称“HFCAA”）定义的发行人临时清单（Provisional list of issuers），第一批进入其中的五家中概股公司分别为百济神州（BeiGene, Ltd.）、百胜中国（Yum China Holdings, Inc.）、再鼎医药（Zai Lab Limited）、盛美半导体（ACM Research, Inc.）以及和黄医药（HUTCHMED (China) Limited）。该临时清单依据HFCAA作出，由于前述公司不符合HFCAA规定的审计要求，因此若这五家公司连续三年被确定为“SEC识别的公司”（Commission-Identified Issuers），则SEC便可能对其发布强制交易禁令（Initial Trading Prohibition）并要求其退市（更多内容详见笔者文章：《华尔街对中概股关上大门？——〈外国公司问责法案〉及〈申报信函范例〉解读》）[注1]。截至2022年5月25日，SEC更新了被HFCAA定义的发行人临时清单（Provisional List）和确定清单（Conclusive List）。临时清单中，中概股公司的数量达到了108家，中国石油天然气股份有限公司、中国人寿保险股份有限公司、中国南方航空集团有限公司等8家在美国上市的中国国企全部上榜；而确定清单中，中概股公司的数量新增至40家。其中，虽然尚处于临时清单，滴滴全球股份有限公司（NYSE:DIDI）已在2022年5月23日召开的公司临时股东大会中，通过了尽快将公司美国存托凭证从纽约证券交易所退市的决议，开始启动从美股退市的流程。

SEC的前述举措直接导致了市场对中概股的消极态度。虽然为了缓解中美政府因HFCAA产生的有关审计底稿的矛盾，2022年4月2日中国证监会会同财政部、国家保密局、国家档案局对《关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定》（证监会公告[2009]29号）进行了修订，并据此正式发布了《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定（征求意见稿）》，较之过去与SEC就审计底稿问题针锋相对的口径有所放开；但即使在该新规的影响下，国企以及部分信息数据无法披露的民营企业仍在很大程度上不被允许向境外机构和个人提供底稿信息，这意味着在美股上市的中概股企业并不能完全免去因HFCAA产生的被强制要求退市的风险，首当其冲的便是在美股上市的国企，也就是俗称的“中概股”。

除此之外，俄乌战争开始后，华尔街在大肆掠夺俄罗斯上市公司财富的同



时，也就做空中概股采取了一系列的活动，导致在美股上市的中概股的股价一路狂跌，其余波甚至带动了港股层面对于中概股的消极情绪。同时，疫情在全球的反复也直接影响了中概股公司的经营与业绩。

在前述背景下，比起在美股飘摇不定，从美股退市而在港股和/或A股重新上市似乎是更能实现企业最大利益的选择。

### 二、退市路径、交易架构以及基本流程

综合而言，中概股企业从美股退市的路径包含根据美国证券法（Securities Exchange Act of 1934）13e-3规则私有化（Rule 13e-3 Going Private）以及根据12h-6规则退市（Rule 12h-6 Delisting）。由于美国证券法12h-6规则对于退市的要求极为苛刻，极少有公司能够同时满足在美国资本市场证券禁售以及在他国交易所主要上市（Primary Listing）超过一年等要求，因此目前中概股公司主流的退市路径选择仍为通过13e-3规则完成私有化。

#### （一）根据13e-3规则私有化

在13e-3规则的基础之上，实现私有化所开展的交易的本质在于，买方财团通过并购股份等方式改变上市公司的内部控股情况或财产状况，使其不满足维持美国证券法下对上市公司维持挂牌的要求而实现退市的目的。具体可采取的方式包括：股份收购、吸收合并、股份重组、收购全部实质性资产等。基于前述方式衍生出的买方财团可采取的交易架构有：协议并购（Merger）以及要约收购（Tender Offer）。其中，协议并购是最为常用的方式，而要约收购则在理论上存在无法获取目标公司所有股权的风险。而公司内部可采取的则是反向股份分割（Reverse Stock Split）的私有化方案。

因此，在美股上市的中概股公司私有化的商事实践中，最为常见的私有化方案为以协议并购为内核的一步式合并（One-step Merger）与以要约收购为内核的两步式合并（Two-steps Merger），以及公司内部自行采取的反向股份分割（Reverse Stock Split）。

#### 1. 一步式合并

在介绍一步式合并之前，有必要明确的是协议并购的基本概念。在商事实践中，协议并购通常表现为兑现式并购（Cash-Out Merger），此种并购类型也在部分情况中被称为冻结式并购（Freeze-Out Merger）或挤出式并购（Squeeze-Out Merger），但实际上兑现式并购的概念范畴要广于冻结式并购[注7]，这种区别主要体现于在冻结式并购的过程中，被合并公司中的小股东的意见和影响通常会被联系紧密的大股东通过一定的手段规避，而这种手段通常存在较高的法律风险，故在海外并购实践中因冻结式并购产生的讼争也不在少数。在通常的兑现式并购的交易过程中，买方财团与被合并公司签订被合并公司的股东不愿继续参与新公司的经营管理，因而根据相应的交易安排出售其持有的股份，该部分股份的售让为并购交易的一环。值得注意的



是，在此种并购的名称虽然为Cash-Out，但实际上其仅指该等并购实现的目的，而在股份交易的实践中，收购方可通过提供现金或自身或子公司股份转化的方式购买前述股东手中的股份。

一步式合并是目前多数中概股在私有化时采取的方式，但这里说的一步式合并与传统意义上并购活动中的一步式合并有所区别。后者的具体内容指买卖双方达成并购协议，在该等协议通过董事会提交股东大会，在股东大会上经参会股东按简单多数（50%）的标准通过后买方即能获得卖方100%的股权而完成收购。但在中概股私有化问题上，此处涉及的一步式合并的路径的交易架构本质上为在兑现式并购基础上发展出的反向三角并购（Reverse Triangular Merger）。该等交易的基本架构如下图所示：

\*点击查看大图

如上图，在私有化背景下，买方财团通常设立一个“母公司”，再以其名义新设并注资一个全资“子公司”，由“母公司”和“子公司”（或只由“子公司”出面）与预备退市的目标上市公司签署并购协议，“子公司”将根据该协议取得目标上市公司的全部资产并与该目标上市公司合并（merge with and into），目标上市公司的原股东根据协议约定的交易标准处理其持有的目标上市公司的股份[注11]，最终“子公司”在完成交易后注销其股份，目标上市公司成为“母公司”的全资子公司，从而实现私有化退市的目的。

根据我们过往交易的经验，一步式合并在美国证券法中的程序大致总结如下：

- (1) 买方财团设立的“母公司”向目标上市公司提议合并；
- (2) 目标上市公司召开董事会审议，形成议案并进行公告；
- (3) 议案通过后，董事会将组织特别委员会（成员为非关联董事），由特别委员会聘请律师以及财务顾问等专业人士对主要条款以及交易条件进行评估；
- (4) 特别委员会认定相关条款系属公平且符合上市公司股东利益后，将推进并购协议的签署，同时公告披露合并方案、前述评估内容以及股东表决须知（Proxy Statement）；
- (5) 目标上市公司将股东表决须知等相关公告文件报SEC审核；
- (6) 通过SEC审核后，目标上市公司将召开股东大会对合并方案进行审议和表决；
- (7) 目标上市公司股东大会审议通过该等交易后，目标上市公司将与“子公司”合并，完成相应的交易以及对股份的处理等事宜。

在上述交易步骤中，一步式合并所涉的法律文件简列如下：

- (1) 买方财团内部签署的相关协议，比如Support Agreement、Interim



Investors Agreement等；

(2) 买方财团向目标上市公司董事会提交的私有化提议；

(3) 买方财团的法律顾问就目标上市公司出具的尽调报告；

(4) 买方财团与目标上市公司达成的并购协议（包含对价、合并协议条款）、担保协议（或有），以及其他可能涉及的交易相关文件，比如 Rollover Agreement、Contribution Agreement、Share Purchase Agreement、Facilities Agreement等；

(5) 交易各方准备提交给SEC的13E-3表文件以及股东表决须知（Proxy Statement）；

(6) 其他与一步式合并相关的文件。

### 2. 两步式合并

如前所述，两步式合并以要约收购为核心。要约收购在商事实践中除了被称为Tender Offer以外，有时也被称为Exchange Offer。前者特指买方以现金作为对价，而后者特指买方以其股权作为对价进行相关交易。通常而言，要约收购系买方内向目标公司的全体股东发出在一定期间以特定对价收购其持有的公司股份的要约，通过股份购买的方式实现其兼并目标公司目的并购方案。对于买方而言，要约收购的优势在于可以帮助其直接绕过目标公司的管理层、董事会以及股东会（或股东大会），从而更为便捷地完成收购。但这种收购方案的缺点也十分明显，买方收购目标公司股东手中股权的交易不总是能顺利完成，因而导致买方可能无法实现其100%持有目标公司股权的目的（通常而言买方并不会希望这种情况的发生）。

在私有化的背景下，两步式合并则在要约收购的基础之上更进一步，具体内容如下：

#### (1) 第一步

两步式合并的第一步是要约收购。买方财团先向目标上市公司的大股东发出收购其股份的要约，并与其进行私人谈判；完成前述工作后，买方财团将收购的范畴扩大至特定的其他股东。第一步的收购完成后，买方财团将持有目标上市公司50%以上的股份。

#### (2) 第二步

两步式合并的第二步则应视买方实际持有的目标上市公司的股份数额分别确定。

当买方财团持有目标上市公司50%以上、90%以下的股份时，此时第二步的方案被称为长式合并（Long Form Merger）。在此种方案下，买方财团将发出并公告股东表决须知，在目标上市公司层面召开股东大会，通过股东大会特别决议的方式来完成最后的合并工作。由于买方财团已经依靠要约收购取得了50%以上的股权及其背后的投票权，因此其通常能够顺利通过股东大会取



得合并所需的特别决议。故所谓的长式合并，与通常的要约收购相比，也就是延长了买方财团完成对目标上市公司的收购而使其私有化的时间而已。

当买方财团持有目标上市公司90%以上的股份时，此时第二步的方案被称为简易合并（Short Form Merger）。在此种方案下，根据最新的开曼《公司法》（The Companies Act）中的定义，买方财团已持有目标上市公司至少90%的股权，故已成为目标上市公司的母公司，因此根据开曼《公司法》第233条第（7）款之规定，其与子公司的合并无需被收购的上市公司召开股东大会形成特别决议，也无需经过SEC的审核（除了在交易的最后须将13e-3附表提交SEC审核），仅需母公司自身的决议便可实现合并，从而完成目标上市公司的私有化。此种合并方案通常在20个工作日内即可完成，相较于长式合并而言更为快速与便捷。但此种方案也存在一定的缺陷：由于要约收购本身的法律特性，仅依靠第一步中与大股东和特定股东谈判、交易以取得股权，同时买方财团要取得的上市公司股权比例至少要达到90%，其中难度可想而知。而一旦无法取得90%的股权，买方财团便不得不通过长式合并的路径来实现目标上市公司的私有化，其中耗费的时间、人力成本不可计数。

### 3. 反向股份分割

当采用反向股份分割的形式实现目标上市公司的私有化时，计划退市的上市公司的股东将通过股东大会形成决议，修改公司章程，并贯彻此种方案。反向股份分割的具体内容为：目标上市公司通过修改公司章程以发放新股的方式对已发行的股份进行缩股，缩股后的零星股份（Fractional Shares）将被上市公司回购，最终实现公司的私有化目的。

举个简单的例子，假设一个在纳斯达克（NASDAQ）上市的公司A发行了100,000份普通股，每股价值0.1美元。该公司有1,000个股东，而1,000个股东中只有50位股东持有超过5,000股股份。出于私有化的目的，该上市公司通过一定程序与其股东达成了一份股权整理方案，约定对公司的股份进行缩股。在对公司章程进行修改后，该公司将授权发行的股份由“1,000,000份每股价值0.1美元的普通股”改为“1,000份每股价值100美元的普通股”，用单位价值更高的新股来替换全体股东手中的老股。但此时除了最初持股超过10,000股股份的50位股东以外，其他950个股东手中的股份的价值均无法到达1股新股的水平，此时其手中持有的股份便被称为零星股份，上市公司将通过一定的对价进行回购。在完成反向股份分割后，公司的股东人数将从1000名降至50名，使得该上市公司将不再满足上市条件（纳斯达克上市条件要求公司至少有300名以上的股东）而实现私有化的目的。

此种私有化方式相比于前述两种方案更具确定性与终局性，在实施过程中能够更好地节约成本，同时在判例法中引发的争议也更少。但在现实情况中，



反向股票分割提案的通过以公司章程的修改为基础，而公司章程修改需要通过股东大会的决议，在股东人数众多的上市公司此种提案的通过存在一定的不确定因素，且当上市公司对外发行优先股时，持有优先股的股东将被作为额外的一类股东对公司章程的修正案进行投票表决。此外，反向股票分割方案在实践中往往并不能将所有的小股东全部挤出，因而难以实现公司对其股东所持股权的全面收购的目的。故此种方案在商事实践中也并不多见。

### （二）根据12h-6规则退市

相比于根据13e-3规则私有化，赴美上市的中概股公司选择根据12h-6退市的情形则更为少见。从这条规定的历史来看，2007年，SEC采纳了一条原美国1934证券法下有关外国发行人终止证券登记义务和报告义务（“注册义务”）的新规则，也即12h-6规则，据此，如果一个已经在美国上市的外国发行人，满足：（i）已申报过一次年报；（ii）在过去12个月内，没有出售过经登记的证券；且（iii）在美国以外的他国交易所以主要上市（Primary Listing）方式已经上市一年，那么，当最近12个月内，美国的平均日交易量和全球的交易量相比不超过5%时，允许该外国发行人从美国交易所摘牌。

对于中概股公司来说，遵循12h-6规则退市相比于前述根据13e-3规则私有化的各种方式而言成本最低，且最为便捷。但实际上，由于12h-6规则的要求过高，采此种路径退市实际上困难重重。同时，完全遵循此种路径退市也很容易导致公司因股东人数变动而须按照相关规定重新履行注册义务。因此，采13e-3规则私有化是更为常用和普遍的选择。

### 三、私有化过程中的律师角色

在前述私有化过程中，跨国并购交易通常会涉及处于不同法域的商事主体，而在交易流程中，从商务谈判到交易文件细节的磋商则须经交易各方聘请的律师团代为出面。

在从买方财团提交私有化提议到交易交割为止过程中，各方法律顾问主要扮演的角色如下：

以58.com Inc.（下称“58同城”）私有化交易为例，目标公司、买方财团分别聘请了来自中国、美国、开曼多地的法律顾问组成联席律师。并因在私有化中涉及债务融资，中国和国际律师受聘担任融资银团律师。

根据58同城公开披露的交易细节，2020年6月10日，买方集团和58同城的中国法律顾问举行电话会议讨论与拟议交易有关的潜在中国监管批准问题，并在2020年6月13日就58同城有关中国业务的陈述和保证交换了意见。

58同城还披露，中国律师事务所会同境外律师就合并协议提出修改建议，并参与了58同城与买方集团代表对合并协议条款的谈判，讨论合并协议中出现的问题，以及谈判中要采取的立场。

### 四、代表案例



在现有的赴美上市而最终成功私有化的中概股案例中，58同城与Sogou Inc.（下称“搜狗”）的退市案例分别对应了前文所述的一步式合并（One-step Merger）与两步式合并（Two-steps Merger）。以下为相关案例的基本概况。

### （一）58同城（NYSE:WUBA）

#### 1. 交易背景

##### （1）买方财团成员

华平投资（Warburg Pincus Asia LLC）、General Atlantic Singapore Fund Pte. Ltd.、鸥翎投资（Ocean Link Partners Limited）和58同城董事长兼CEO姚劲波。

##### （2）背景

2020年4月2日，58同城宣布，董事会收到鸥翎投资发出不具约束力的收购要约，拟以每股A类普通股27.5美元的价格收购所有流通股（包含存托股份，其每股对应2股A类普通股）。

2020年4月30日，58同城董事会最终收到来自华平投资、General Atlantic、鸥翎投资和公司董事长兼CEO姚劲波的非约束性私有化要约，其报价与此前要约相同。

#### 2. 私有化交易具体内容

北京时间2020年6月15日，58同城发布公告[注20]称，其与Quantum Bloom Group Ltd.签订了《合并协议》（Agreement And Plan Of Merger, “Merger Agreement”），根据该等协议以及相关公告，58同城私有化交易的核心内容总结如下：

##### （1）签约主体

《合并协议》的签约主体除了目标上市公司58同城，还有由买方财团设立的Quantum Bloom Group Ltd（即“母公司”）以及母公司的全资子公司Quantum Bloom Company Ltd（即“子公司”），母、子公司均依据开曼法律设立。

##### （2）私有化方案

58同城的私有化方案属于前文所述的一步式合并（One-step Merger）。

依据《合并协议》，子公司与58同城完成合并后，子公司将注销，58同城则将作为合并后公司（Surviving Company）存续，并通过本次并购成为母公司的全资子公司而实现私有化的目的，以上交易的依据为开曼《公司法（2020版本）》（Companies Law. (2020 Revision)）第十六章“Merger and Consolidation”。

##### （3）交易对价和资金来源



根据《合并协议》的条款，买方财团将以每股普通股28美元（相当于每股存托股份56美元）现金价格购买58同城所有已发行普通股和存托股份（不包括腾讯控股间接持有的股份和支持股东持有的股份等除外股份），总交易估值约为87亿美元（约合617亿人民币）。

根据58同城公告，买方财团计划为58同城的私有化交易通过以下方式提供资金：投资者根据股权承诺书（Equity Commitment Letters）提供的现金，58同城部分股东的滚动出资（Rollover Equity Contributions），以及浦发银行上海分行提供的总额不超过3,500,000,000美元的承诺定期贷款工具（Committed Term Loan Facility）。

#### （4）其他交易细节

根据此交易披露的交易文件（包括Rollover Agreement和Interim Investors Agreement等），腾讯控股间接持有的58同城A类普通股、B类普通股和存托股份全部予以注销并转换为母公司发行的股份。

值得一提的是，2021年7月6日，国家市场监督管理总局以腾讯移动有限公司在本次交易中的行为违反《反垄断法》第二十一条，构成违法实施的经营者集中为由，向其出具了《行政处罚决定书》（国市监处〔2021〕58号）。

创始人姚劲波先生及他控制的公司和General Atlantic Singapore 58 Pte. Ltd.（下合称“支持股东”）与母公司签署了《支持协议》（Support Agreement），协议约定支持股东将行使其直接或间接持有的全部股份（包括存托股份）代表的表决权，在股东大会上通过投赞成票的方式通过和批准《合并协议》相关的提案，并积极推动本次合并的完成；同时，支持股东同意注销其持有的转换股份以获得母公司股份，即使该行为将不会获得现金对价。

### 3. 私有化交易的结束

2020年9月18日，58同城宣布完成合并，并表示其已经向纽约证券交易所（以下简称“纽交所”）要求自9月18日起停止公司存托股份的交易，同时要求纽交所向SEC递交一份25表格（Form 25），通知SEC公司存托股份将自纽交所摘牌并终止相关证券注册。

#### （二）搜狗（NYSE:SOGO）

##### 1. 交易背景

###### （1）买方

腾讯（Tencent Holdings Limited等实体）。

###### （2）背景

2013年9月，腾讯与搜狐签订协议，收购搜狗36.5%股权，并于当日完成交割；同时，腾讯将其中文输入法与互联网通用搜索业务转移至搜狗，交易完成后腾讯获得搜狗36.5%的股份，与搜狐共同控制搜狗。



本次交易腾讯亦因违法实施的经营者集中而受到了国家市场监督管理总局的处罚。国家市场监督管理总局于2021年7月6日发布的《行政处罚决定书》（国市监处〔2021〕65号）。

2017年11月9日，搜狗正式登陆美股市场。腾讯在当时已经是搜狗最大股东。根据IPO时的股权披露，腾讯占股38.7%，有52.3%的表决权。

2020年7月27日，搜狗公告称已收到腾讯提出的初步不具约束力的收购要约，腾讯提出以每股9美元或每存托股份9美元的价格现金收购搜狗已发行的全部普通股以及存托股份。

## 2. 私有化交易具体内容

2020年9月29日，搜狗、THL A21 Limited（下称“THL”，腾讯的全资子公司）、TitanSupernova Limited（下称“母公司”，THL的全资子公司）和Tencent Mobility Limited（代表腾讯）签订了《合并协议》（Agreement And Plan Of Merger）。根据《合并协议》和公告[注28]，该私有化交易的核心内容总结如下：

### （1）股份购买和划转

2020年9月29日，搜狐与母公司签订了《股份购买协议》（Share Purchase Agreement），约定母公司以总计约11.8亿美元（每股9美元）现金收购搜狐所持有的全部股份，并在交割时将搜狐持有的全部B类普通股转换为A类普通股。

同日，THL与母公司签署了《划转协议》（Contribution Agreement）[注30]，根据该协议，THL将其持有搜狗的全部B类普通股划转给母公司，以换取母公司的股份。

### （2）私有化方案

搜狗的私有化方案属于前文所述的两步式合并（Two-steps Merger）。

母公司将通过法定的简易合并（Short Form Merger）方式，按照《开曼公司法（2020版本）》第233条第（7）款的规定与搜狗合并。根据该法规，如果合并计划的副本已发给搜狗的每个注册股东，除非股东另有约定，不需要该上市公司股东的特别决议。合并的结果是，母公司将注销，而合并后公司成为THL的全资子公司而存续。

### （3）交易对价

《合并协议》约定，合并生效后，搜狗已发行的A类普通股，包括由存托股份代表的A类普通股将被以每股9美元的价格收购。

### （4）其他交易细节

《合并协议》约定，被取消的未行权的股权激励（Unvested Equity Award）的持有人应在合并生效时间后可行权的最早时间交换取得限制性现金



激励 (Restricted Cash Award)，其金额相当于：(i) 每股对价 (即9美元/股) 超过该未行权的股权激励的行权价格的部分 (如有) 和 (ii) 该未行权的股权激励的A类普通股数量之积。如果任何此类未行权的股权激励的行权价格等于或高于每股对价，该未行权的股权激励应被取消，且合并后公司无需作任何支付。合并后公司就未行权的股权激励发行的任何限制性现金激励应适用该股权激励 (假设私有化交易没有发生的情况下) 相同的行权条件和行权时间的限制，并且 (假设私有化交易没有发生的情况下) 任何未行权的股权激励的行权范围内，这部分限制性现金激励应在行权日期尽快被交付给该限制性现金激励的持有人

### 3. 私有化交易的结束

2021年7月，国家市场监督管理总局无条件批准“腾讯控股有限公司收购搜狗公司股权案” [注33]。

美国东部时间2021年9月23日，搜狗发布公宣布与腾讯完成合并，并请求从纽交所退市。合并完成后，搜狗成为腾讯控股 (OTC: TCEHY) 的间接全资子公司。

### 五、结语

2022年，美国资本市场山雨欲来，SEC将携新规在其中卷起一场对中概股公司来说避无可避的审查飓风。中国政府虽然作出了一定的应对，但部分中概股公司的命运仍然飘摇不定。随着SEC清单的不断更新，越来越多的中概股公司都开始重新审视未来在美股市场遇到的挑战。在当今大势之下，私有化的潮流似乎正在悄然形成，特别是对于某些在美上市的国企或央企，赴港上市或回归A股在未来可能是更为安稳且理想的选择，也是相关企业为自己留好“后路”的上佳选择。

## 中国将全面取消制造业领域外资准入限制措施

### **China will Completely Eliminate Restrictions on Foreign Investment Access in the Manufacturing Industry**

粟伟炜 郭倩雯

2023年10月18日，国家主席习近平在第三届“一带一路”国际合作高峰论坛开幕式上发表主旨演讲中宣布了中国支持高质量共建“一带一路”的系列举措，其中包括“中国将全面取消制造业领域外资准入限制措施”。

On October 18, 2023, in his keynote speech at the opening ceremony of the Third “Belt and Road” Forum for International Cooperation, President Xi announced China’s series of measures to support the high-quality joint construction of the “Belt and Road”, including “China will Completely Eliminate Restrictions on Foreign Investment Access in the Manufacturing Industry.”

这意味着在一般制造业领域全面开放、自由贸易试验区负面清单制造业条目清零的基础上，中国进一步扩大制造业领域开放，提高了全国层面的开放水平，彰显了中国主动扩大开放的决心，是中国以开放应对封闭保护、脱钩断链的务实行动。这是中国政府对开放型世界经济做出的又一个巨大承诺，也是世界自由贸易历史上的一个里程碑，释放出了中国经济转型的重要信号。接下来，让我们一一解读。

This means that on the basis of the comprehensive opening up of the general manufacturing industry and clearing of the negative list of manufacturing items in the Pilot Free Trade Zone, China has further expanded the opening up of the manufacturing industry, improved the level of openness at the national level, and demonstrated China’s determination to actively expand its opening up, it is a practical action taken by China to respond to closed protection, decoupling and chain breaking through openness. This is another huge commitment made by the Chinese Government to an open world economy as well as a milestone in the history of free trade in the world, releasing an important signal of China’s economic transformation. Next, let us interpret one by one.

中国政府始终致力于推进高水平对外开放

The Chinese Government has always been committed to promoting high-level opening-up

近年来，中国制造业开放的力度不断加大。事实上，自2017年以来，连续5年修



订外资准入清单，2021年版全国和自贸试验区外资准入负面清单已缩减至31条和27条（其中禁止类17项、限制类10项），在种业、汽车船舶和飞机制造、证券、银行、保险、职业培训等众多行业、领域取消或放宽了外资股比限制，制造业已基本完全开放，在2021年版全国外资准入负面清单中，制造业仅保留“出版物印刷须由中方控股”和“禁止投资中药饮片的蒸、炒、炙、煨等炮制技术的应用及中成药保密处方产品的生产”两项。而在2021年版自贸试验区外资准入负面清单中，制造业领域外资准入限制措施已全面取消，实现自贸试验区负面清单制造业条目清零。

In recent years, the openness of China's manufacturing industry has been continuously increasing. In fact, since 2017, the list of foreign investment access has been revised for five consecutive years, and the negative list of foreign investment access in the 2021 version of the national and the pilot free trade zone has been reduced to 31 and 27 articles (including 17 prohibited categories and 10 restricted categories). In many industries and fields such as seed industry, automobile, ship and aircraft manufacturing, securities, banking, insurance, vocational training, etc., restrictions on foreign investment share ratios have been cancelled or relaxed, and the manufacturing industry has basically been fully opened. In the 2021 version of the National Negative List of Foreign Investment Access, only two items are retained in the manufacturing industry, which are “the printing of publications must be controlled by the Chinese party” and “investment in the application of processing technologies such as steaming, stir-frying, roasting and calcining of Chinese herbal pieces and the production of traditional Chinese patent medicines and confidential prescription products is prohibited”. In the 2021 version of the Negative List of Foreign Investment Access in the Pilot Free Trade Zone, the restrictive measures for foreign investment access in the manufacturing industry have been fully eliminated, achieving zero manufacturing entries in the Negative List of the Pilot Free Trade Zone.

制造业是外商投资的重点领域，全面取消制造业领域外资准入限制措施，意味着2021年版全国外资准入负面清单中的制造业两项特别管理措施也将取消。此项举措为外国投资者创造了更多市场机遇。而外资项目的成功落地，得益于中国开放水平的提升和相关政策的实施，也反映了中国市场的强大吸引力。

The manufacturing industry is a key area for foreign investment, and the comprehensive eliminating of foreign investment access restrictions in the manufacturing industry means that the two special management measures for manufacturing in the 2021 National Negative List of Foreign Investment Access will also be abolished. This initiative has created more market opportunities for foreign investors. The successful implementation and landing of foreign-funded projects are

attributed to the improvement of China's level of openness and the implementation of relevant policies, which also reflects the strong attractiveness of the Chinese market.

中国制造业领域全面开放，外资机遇重磅来袭

China's manufacturing industry is fully opened up, and opportunities for foreign investment are coming in heavily

对于外资企业来说在中国制造业的准入将更加便利，这是一个巨大的商机，他们将有机会与中国的先进企业同台竞技，可以更自由地开展投资和经营活动，这对于提升外资企业的竞争力无疑是一个绝佳的机会。为了更好的为吸引外资、为外资企业提供服务，近年来，我国一直致力于推动外商投资便利化和营商环境改善。

For foreign-funded enterprises, access to the manufacturing industry in China will be more convenient, which is a huge business opportunity. They will have the opportunity to compete with advanced Chinese enterprises on the same stage and can carry out investment and business activities more freely, which is undoubtedly an excellent opportunity to enhance the competitiveness of foreign-funded enterprises. In order to better attract foreign investment and provide services for foreign-funded enterprises, China has been committed to promoting the facilitation of foreign investment and improving the business environment in recent years.

外资将享受中国鼓励外商在中国投资兴业，给予的一系列优惠政策，如减免税收、降低企业成本等。

Foreign investment will enjoy a series of preferential policies that China encourages foreign investors to invest and set up business in China, such as tax reductions and exemptions, and reduction of enterprise costs etc.

中国将加强对外资企业的知识产权保护，外资企业将拥有更加稳定和可靠的投资环境。

China will strengthen intellectual property protection for foreign-funded enterprises, and foreign-funded enterprises will enjoy a more stable and reliable investment environment.

通过中国推进、改革的外商投资准入制度。外资将享受到简化审批程序、缩短审批时间。

Through China's promotion and reform of the foreign investment access system. Foreign investment will enjoy simplified approval procedures and shortened approval time.



国家进一步放宽了对外商投资的准入限制，提高了外商投资的便利化程度。不仅如此，中国还加大了对外资企业的服务和保护力度。此举不仅为外资企业提供了更多发展机遇，也为我国经济发展注入了新的活力。

China has further relaxed the access restrictions for foreign investment and improved the convenience of foreign investment. Not only that, China has also increased its service and protection efforts for foreign-funded enterprises. This measure not only provides more development opportunities for foreign-funded enterprises, but also injects new vitality into China's economic development.

制造业的投资限制被取消，外资进入的利好

Investment restrictions in the manufacturing industry have been eliminated, benefiting foreign capital

吸引更多外资进入中国制造业市场将为中国带来先进的技术和管理经验，促进中国制造业的升级和转型。

Attracting more foreign capital into the Chinese manufacturing market will bring advanced technology and management experience to China, promoting the upgrading and transformation of China's manufacturing industry.

外资的流入将为中国制造业提供更多的资金支持扩大生产规模，提高效率，增加就业机会，促进经济增长。

The inflow of foreign capital will provide more financial support for China's manufacturing industry to expand production scale, improve efficiency, increase employment opportunities, and promote economic growth.

外资的参与还将带来更广阔的市场和更多的国际合作机会，加强中国与世界其他国家的经济联系。

The participation of foreign capital will also bring a broader market and more opportunities for international cooperation, strengthening China's economic ties with other countries around the world.

外资的进入不但不会削弱中国企业的竞争力，反而会推动行业积极参与国际竞争，通过市场竞争强化中国企业的全球竞争力，有利于行业发展，也有利于行业投资的多元化，促进中国制造业转型升级。

The entry of foreign capital will not weaken the competitiveness of Chinese enterprises but will instead promote the industry to actively participate in international competition, strengthen the global competitiveness of Chinese enterprises through market competition, which is conducive to industry development, diversification of

industry investment, and promote the transformation and upgrading of China's manufacturing industry.

当然，不可否认的是外资的进入可能会淘汰一些国内的落后企业，这也是全面取消制造业领域外资准入限制的底层逻辑。而中国的持续发展也离不开改革开放政策的延续，中国只会越来越开放，越来越融入世界经济中去。

To be sure, it is undeniable that the entry of foreign capital may eliminate some domestic backward enterprises, which is also the underlying logic of the comprehensive eliminating of foreign investment access restrictions in the manufacturing industry. And China's sustainable development is inseparable from the continuation of the reform and opening up policy. China will only become more and more open and integrated into the world economy.

综上解读，可以发现，中国经济多年来高速发展的事实说明，不论外部环境发生什么变化，以开放促发展始终是中国的关键一招。通过稳住外贸外资，坚持扩大改革开放，中国绝不是停留在口头。“全面取消制造业领域外资准入限制措施”体现了当今中国制造业在全球竞争格局下的自信，也说明了中国推进高水平开放、推动全方位对外开放向纵深发展的决心！

Based on above interpretation, it can be found that the fact that China's economy has developed rapidly over the years shows that no matter how the external environment changes, opening up to promote development has always been a key strategy for China. By stabilizing foreign trade and foreign investment and adhering to the expansion of reform and opening up, China is not just paying lip service. "The comprehensive eliminating of restrictions on foreign investment access in the manufacturing industry" reflects the confidence of China's manufacturing industry in the global competitive landscape, and also demonstrates China's determination to promote high-level opening up and promote comprehensive opening up to the outside world for in-depth development!