

新《外商投资法》与新冠疫情背景下 2020 年及以后 来华并购的趋势及建议

概述

年利达律师事务所

对于包括中国在内的全球各国经济发展而言，外商直接投资始终且将持续发挥至关重要的作用。本文将着重分析在新《外商投资法》（“**《外商投资法》**”）等旨在促进及鼓励外商来华投资的相关法律、法规及政策出台后通过兼并与收购（“**并购**”）途径来华投资的商机。

本文分为三部分，各部分结论概述如下：

第一部分概览新颁布的《外商投资法》以及相关法律法规，如《外商投资法实施条例》、经中华人民共和国商务部（“**中国商务部**”）全面调整的外商投资备案制度、持续缩减的负面清单、持续扩展的鼓励类产业目录、国家外汇管理局（“**外管局**”）的改革措施、证券法的修改、国家市场监督管理总局（“**市场监管总局**”）出台的新措施以及国务院、中国商务部及国家发展和改革委员会（“**发改委**”）针对新冠疫情出台的其他政策。

上述举措通过精简流程、保证提供平等待遇、扩大外商投资可开展业务活动的范围以及改善外商投资的资本市场准入等方式，极大地加快与鼓励外商投资通过并购途径进入中国。

第二部分分析了 2020 年 1 月 1 日《外商投资法》生效后以及 2020 年新冠疫情下外商投资交易如何发生转变。我们总结的一些主要趋势包括：2020 年来华并购强劲复苏（尽管第一季度出现下跌）；新能源、消费品与零售、医疗、工业、汽车与高新技术等行业并购高度活跃，反映出中国消费性经济的人口结构变化，以及中国生产性经济在全球价值链中的不断上移；中国企业的收购者与投资者日益呈现国际多样化趋势。

我们认为，中国对新冠疫情的迅速、强有力应对有助于交易量恢复到疫情前的水平，从中彰显出中国经济的实力与竞争力，反映出中国正成为更具吸引力的

并购及其他形式外商投资目的地。但疫情也导致交易周期延长，买卖双方就新的领域展开谈判和尽职调查并重新评估各个行业的商业模式。

本文第三部分列出了政策制定者与交易主体基于以上结论需纳入考量的方面。这些方面包括：认识到当地经验的重要性（尤其是操作经验），以便顺利获取交易机会及完成交易；认识到透明度在获取监管批准中日益增加的重要性；资本市场在中国企业与全球投资者之间日益重要的连接作用；以及持续未决的关于可变利益实体如何定位的问题。

因此，目前正是交易主体与政策制定者通过围绕上述及其他问题开展对话、培训、联络以加快对华投资的重要时机。考虑到全球范围内贸易与外商投资审查持续加紧并对交易量构成潜在威胁，该等对话尤为重要，也为中国企业与政策制定者持续分享应对新冠疫情的经验与见解提供了绝佳机会。这样做不仅有利于中国，同时也惠及全球。

第一部分：法律背景

早在 2020 年 1 月 1 日《外商投资法》(于 2019 年 3 月 15 日通过)生效之前，外商对华投资政策过去几年一直在加速放宽。2016 年 10 月，中国内地对其拥有几十年历史的外商投资审批制度进行了彻底改革。新设外商投资企业以及对中国境内注册企业的外资并购交易不再必须取得中国商务部批准。而对外商投资继续施行限制和禁止的投资领域仍须接受商务部审批——这些领域构成了“负面清单”。

此后不久，在 2017 年 1 月，外商投资企业的实缴资本与投资总额比例的相关规定变得更加灵活、通融。此外，对于并购融资中境外贷款人接受境内担保(目标集团的大部分资产在中国境内，而贷款资金将汇入境内的情形)的限制也被松绑。这些变化均使外国投资者能够向贷款方提供更有力的增信措施，并由此获得整体上更有利的融资条款，而更有利的融资条款又转而促进了交易量的提升。

对华投资持续放宽的趋势在近期两项主要法律进展中得到了体现：一是负面清单的持续缩短(以及相应的鼓励类产业目录的同步扩大)；二是《外商投资法》通过，致力于为外商投资企业提供同等待遇与知识产权保护，同时保留针对歧视中国内地投资者的经济体采取行动的权利。

《外商投资法》在正式通过前经过了多轮修改和审议，对原有的许多相关法律、法规和规章作了变更(对其中一些作了重大变更)。本部分接下来将对《外商投资法》(包括对 2020 年来华并购交易产生影响的配套政策和法规)进行分析。

1

1. 2019 年《外商投资法》

《外商投资法》于 2020 年 1 月 1 日生效。这是一项具有里程碑意义的立法，旨在实现两个目标：改善外国投资者在华的经营环境，以及确保外商投资企业与国内企业平等参与市场。

《外商投资法》具有高度概括性，其中提出的许多措施可按旨在实现的目标归类如下：

¹本文仅对中国现行外商投资法律法规进行简要说明。我们在 2020 年中国外商投资指南中提供了更全面的评论，您可向昭胜年利达索要该指南。

- (1) 给予外国投资者同等待遇；
- (2) 知识产权的保护；
- (3) 为在中国内地经商提供便利；
- (4) 确保中国可以在适当情况下采取保护性对等措施。

下面是《外商投资法》中提出的一些措施：²

- 同等待遇
 - 外国投资者和本国投资者可享有同等待遇（负面清单列明的行业除外）（第 4 条）
 - 外商投资企业平等参与政府采购活动和标准制定工作（第 15 条和第 16 条）
 - 外商投资企业可在中国内地通过公开发行股票、公司债券等证券和其他方式进行融资（第 17 条）
 - 外商投资企业和中资企业在经营许可与证照审核方面的标准一致（第 30 条）
- 知识产权保护
 - 行政机关及其工作人员不得利用行政手段强制外国企业转让技术（第 22 条）
 - 鼓励基于“自愿原则和商业规则”开展技术合作（第 22 条）
- 便利在华经商
 - 建立“外商投资服务体系，为外国投资者和外商投资企业提供法律法规、政策措施、投资项目信息等方面的咨询和服务”（第 11 条）
 - “各级”政府须“简化办事程序，提高办事效率，优化政务服务，进一步提高外商投资服务水平”（第 19 条）
 - 建立“外商投资企业投诉工作机制”以处理“行政机关及其工作人员的行政行为侵犯[外商投资企业]合法权益”的情况（第 26 条）
- 对等措施
 - 对于在投资方面对中国采取歧视性措施的国家，中国可采取“相应的”措施（第 40 条）
 - 建立外商投资安全审查制度，对“影响或者可能影响”国家安全的外商投资进行安全审查，在该制度下作出的任何审查决定为“最终”决定（第 35 条）

《外商投资法》仅侧重于对一般原则作了简要规定，其在实践中的操作有待

²资料来源：http://www.fdi.gov.cn/1800000121_39_4872_0_7.html。

进一步的法律法规进行规定。以下是部分影响到 2020 年外商来华投资的配套法律法规。

2. 2019 年《外商投资法实施条例》

《外商投资法实施条例》（“《**实施条例**》”）对《外商投资法》中的一些概念作出了重要的解释和说明。特别是，《实施条例》对《外商投资法》中规定的对外商投资实行征收时需给予合理补偿的原则进行了具体阐释，即：征收应当具有非歧视性、应当按市场价值给予补偿及被征收方有权申请行政复议。

《实施条例》通过以下方式为消费者要求政府部门履行其在《外商投资法》下的义务，遵守政策承诺和相关合同约定提供了明确的依据：（1）明确“政策承诺”应包括本地区投资所适用的所有书面形式的支持政策、优惠待遇和便利条件，及（2）明确禁止以政府机构、人员或职能调整为由违反合同约定。

在《外商投资法》承诺保护外国投资者的知识产权方面，《实施条例》承诺将加大对侵权者的惩处和执法力度。

在《外商投资法》承诺保障外商投资企业通过公平竞争参与政府采购活动、平等对待外商投资企业的基础上，《实施条例》进一步规定不得以所有制形式、组织形式、投资者国别或者品牌对供应商予以限定。

3. 外商投资备案制度的全面调整

几乎在《实施条例》发布的同时，中国商务部也对外商投资备案制度进行了全面调整。

根据《外商投资法》中关于外商投资信息报告制度的规定，中国商务部面向所有外商投资企业出台了新的信息报告制度，从而取代了自 2016 年以来实施的外商投资企业设立及变更备案管理制度。新的报告类型包括初始报告、变更报告、注销报告和年度报告。这些报告将通过企业信用信息公示系统提交，该系统也用于新成立外商投资企业和内资企业的注册。此外，新的信息报告制度还明确外国投资者在中国内地的所有直接和间接投资均须遵守新信息报告的要求。

新制度为外国投资者节省了时间并提高了效率，使其可通过单一平台提交所有与外商投资企业有关的信息，而无需向中国商务部和市场监管总局进行多次申报备案。另外值得一提的是，向中国商务部提交信息报告与向市场监管总局申请

设立外商投资企业并无先后顺序要求，基本上可一次性提交完成。

对于负面清单之外的行业（见下文），外国投资者（包括外商投资企业）需做的所有投资备案按照内外资一致的原则进行。需要注意的是，最高人民法院关于《外商投资法》的新司法解释明确禁止中国法院以未获得相关行业监管批准为由宣布该等行业的相关投资协议无效或尚未生效，从而明确了投资协议的效力与遵守相关行业的监管批准/同意/备案要求之间的界限。

对于负面清单项下限制类行业的外商投资企业而言，先前关于需获得中国商务部批准的要求（涉及到商务部签发批准证书）已取消。只要这些外商投资企业遵守负面清单项下关于外资持股比例、法定代表人和主要负责人（如适用）的限制，在已获得必要的特定行业监管批准的前提下，市场监管总局应为设立该等外商投资企业办理注册登记。

最后值得注意的一个关键变化是，履行这些程序并不是法律层面交易交割的先决条件。因此，改革后的制度有望进一步加快外资通过来华并购进入中国内地的进程。

4. 负面清单持续缩减

2020年6月，中国公布了最新的负面清单（限制或禁止外商投资的产业清单），清单下条目继续减少。全国负面清单由40条减至33条（而自由贸易区（“**自贸区**”）外商投资准入负面清单由37条减至30条）。值得注意的是，金融服务行业及汽车业的外资限制大幅放开：取消证券公司、基金管理公司、期货公司、寿险公司以及商用车制造企业外资股比上限。其他变化包括允许外国投资者在城市人口50万以上的城市供排水管网合资企业中持有多数股权，以及允许外商独资设立职业教育机构。

5. 鼓励类产业目录持续扩展

2020年7月，发改委和中国商务部公布了《鼓励类产业目录（2020年版）》草案，其中列出了在国家层面以及中西部、东北地区鼓励外商直接投资的产业。全国《目录》草案包含471个鼓励类产业（与2019年相比增加了56个）。

《目录》草案的主要趋势包括继续鼓励外资投向高科技制造业（例如，汽车行业用于自动驾驶的雷达和充电桩；科技制造领域的可穿戴智能设备、智能无人

飞行器和智能家居；等等）和生产性服务业（例如高端装备的研发、维护和维修等）。³

历史上，如果被投资实体被视为外商投资企业，则投资于鼓励类产业的外商投资企业可以享受优惠待遇，包括税收优惠。但是，由于“国民待遇”已成为对待外商投资的基本原则，地方税务机关和其他政府机关是否继续向外商投资企业提供优惠待遇还有待实践检验，尽管这些优惠政策尚未被《外商投资法》正式废除。

6. 2019年10月外管局的改革措施

外管局于2019年10月推出12项改革措施促进外商投资。这些措施特别包括(i)允许非投资性外商投资企业以其资本金进行股权投资（在此之前，此类外商投资企业必须在其业务范围中加注“投资”字样才能进行股权投资，而这项要求在实践中很难实现）；及(ii)便利出售中国境内业务资产的卖家与以外币付款的买家开展交易。

7. 证券法的修改

《外商投资法》规定：“外商投资企业可以依法通过公开发行股票、公司债券等证券和其他方式进行融资”⁴ 2020年，中国内地的证券法进行了修订，首次公开募股从核准制转变成注册制，增加了信息披露要求，并加大了对违规行为的处罚力度。这些措施不仅将推动中国内地资本市场的开放，也有助于吸引更多国内外投资者，这在另一方面又强化了来华投资者和收购者通过中国内地资本市场募集并购融资的趋势。

8. 市场监管总局的新措施

2020年4月，市场监管总局通过其监督和监管市场竞争和垄断的部门发布了关于支持新冠疫情防控和复工复产反垄断执法的公告。市场监管总局已建立“绿色通道”，对包括医药制造、医疗仪器设备及器械制造、食品制造、交通运

³资料来源：

<https://www.china-briefing.com/news/china-foreign-investment-access-increased-draft-2020-encouraged-catalogue/>

⁴资料来源：http://www.fdi.gov.cn/1800000121_39_4872_0_7.html

输、批发零售等与疫情防控和基本民生密切相关领域在内的部分行业的经营者集中反垄断审查申请，进行快速审查。

在此背景下，对无争议案件的审查工作日益加快。据报道，在 2020 年第一季度，市场监管总局批准根据其经营者集中反垄断审查简易程序进行的交易平均需要 12.8 天，而上一季度为 13.4 天。尽管在新冠疫情爆发后，总局从 2 月初开始暂停现场接收申报文件，但审查时间还是略有缩短。

市场监管总局在 3 月中旬的一份新闻稿中证实，自 2 月 3 日以来已收到 37 份经营者集中反垄断审查申请，正式启动 45 起，审结 45 起，平均每个工作日审结 2 起，这“极大地支持了公司的并购活动。”

利用“绿色通道”不仅加快了简化的合并审查程序，而且一些按照普通程序申报的无争议案件也被注意到获得快速批准：例如，市场监管总局在 2020 年 4 月批准了可口可乐和中国蒙牛乳业新设合营企业的合并审查申请。

相比之下，复杂的案件继续面临漫长的审查过程。根据市场监管总局截至 2020 年公布的附条件批准决定所载的信息，申报方自提交申请之日起平均需要 291 天才能获得批准，而四个附加限制性条件案件中就有 2 个被撤回并重新提交。这表明，对于涉及实质性问题的被受关注的交易，市场监管总局仍然倾向于投入时间进行全面审查。⁵

9. 其他应对新冠疫情的政策

中国已出台大量政策来帮助企业应对新冠疫情。其中有几项是外商投资企业特别感兴趣的，包括：

- 商务部发布的一系列通知⁶，要求各级中国政府支持外商投资企业恢复正常运营；简化并加快行政及许可程序；并确认中国内地进一步向外国投资者开放的方向。
- 发改委《关于应对疫情进一步深化改革做好外资项目有关工作的通知》将总投资额在 10 亿美元以上的制造业或高技术服务业的外资投资

⁵资料来源： 年利达研究与分析

⁶包括《关于积极应对新冠肺炎疫情加强外资企业服务和招商引资工作的通知》；《关于应对新冠肺炎疫情做好稳外贸稳外资促消费工作的通知》；《关于在做好防疫工作的前提下推动商务领域企业有序复工复产的通知》；和《关于用好内外贸专项资金支持稳外贸稳外资促消费工作的通知》。

项目确定为重大外商投资项目，纳入发改委工作专班协调范围。（需要注意的是，对于涉及先进技术、医疗卫生和防疫的项目，或者中西部和东北地区的项目，可以放宽这一规模要求）。

- 2020年8月，国务院宣布将对拟指定的优先领域中投资额1亿美元以上的外资项目提供额外支持，承诺与内资一视同仁加大用海、用地、能耗、环保等方面重要服务的保障力度。

第二部分：2020 年新版《外商投资法》生效后来华并购交易有何变化？

当然，对于向中国内地的并购交易而言，《外商投资法》的生效并非唯一的宏观层面的变化。我们也注意到新冠疫情对国际交易的各环节均产生重大影响。由于疫情导致对商业模式的改变，收购评估和潜在撤资的资产组合也相应地被迫调整。由于在疫情对经济和业务所产生影响的潜在规模和期限各持己见，买卖双方对估值预期的差距经常扩大。由于国际旅行和实地访问已变得困难重重，竞标和尽职调查流程也变得更加耗时。

另一方面，中国内地因有效应对疫情而迎来了经济迅速复苏。正如国际评论人士所证实：“在[20 国集团]成员中，只有中国早在 2020 年第二季度便从新冠疫情导致的经济衰退中触底反弹”⁷。中国内地 2020 年第三季度 GDP “同比增长 4.9%……因为工业增长助力该国从新冠疫情中复苏，中国已经受益于成功遏制疫情，新增报告病例数量近几个月来仍然维持在低位，而其他大型经济体则继续疲于应对一波又一波感染。”⁸

既然如此，《外商投资法》生效和疫情爆发后，进入中国内地的并购交易在 2020 年有何变化？基于我们国际并购的经验和国际并购交易数据的广泛采集，我们注意到存在以下趋势：

1. 2020 年中国内地来华并购额仅略微下降：表现远超西方大型经济体

2020 年 1 月 1 日至 2020 年 10 月 17 日期间已公布的中国内地来华并购交易额为 347 亿美元⁹，年化金额为 437 亿美元，相较于 2019 年的 444 亿美元，仅下降 1.6%。这一表现远远超过美国（2020 年年化数据与 2019 年数据相比，赴美并购交易额下降 22%）和英国（同比下降 4%）等西方经济体的外来并购。

2020 年第一季度，中国内地的来华并购额为 67 亿美元（比 2019 年第一季度下降 46%）。与之形成明显对比的是，2020 年第二季度和第三季度的来华并购

⁷资料来源：《中国正在赢得病毒与经济复苏的赛跑》，2020 年 10 月 2 日，彭博社

⁸资料来源：《中国经济第三季度增长 4.9%》，2020 年 10 月 19 日，《金融时报》

⁹资料来源：Refinitiv 数据库

额达到 276 亿美元(比 2019 年第二季度和第三季度合计并购额上升 42%)。¹⁰ 交易活动反弹并保持良好势头不仅证明中国内地对疫情应对有方,而且证明中国经济在对外开放及其产业经济和消费经济的活力与增长前景方面富有吸引力:“政府支持下的产业繁荣推动了世界第二大经济体的复苏,在目前全球经济增长仍面临严峻压力的情况下,有迹象表明这一复苏正向消费领域延申。”¹¹

2. 汽车、消费及零售、能源、金融、医疗、高新技术和工业制造等板块高度活跃

中国内地三分之二(233 亿美元,占总额的 67%)的来华并购发生在汽车、消费及零售、能源、金融服务、医疗、高新技术和工业板块。¹²

2020 年宣布的上述板块大型交易包括:

- Amgen Inc、Baker Bros Advisors LP 和高瓴资本组成的投资者集团以 21 亿美元进一步收购生物制品生产商百济神州 12.5%的股权(医疗);
- 香港特别行政区蓝思科技以 14 亿美元收购金属板材制品制造商可利科技和可胜科技(工业);
- 大众以 10 亿美元收购蓄电池和电子设备制造商国轩高科股份有限公司 23%的股权(汽车/新能源/高新技术);
- 包括高瓴资本、Coatue Management LLC、Mubadala Investment Co PJSC、卡塔尔投资局、Aspex Management (HK) Ltd 和红杉资本在内的国际投资者集团以 9 亿美元收购汽车制造商广州小鹏汽车科技有限公司未披露的少数股权(汽车/工业);
- 百事公司以 7 亿美元收购网上零售商杭州郝姆斯食品有限公司(零售);
- 大众向其合资合作伙伴以 7 亿美元收购汽车制造商江淮大众汽车有限公司 25%的股权,使大众所持股权比例从 50%增至 75%(汽车/工业);及
- 三星以 7 亿美元收购半导体及相关设备生产商 TCL 华星光电技术有限公司 12.33%的股权(高新技术)。

3. 反映出中国内地经济消费和生产领域的转型和发展

上述板块的重要性反映出驱动中国内地经济消费领域的人口趋势,即:

¹⁰ 资料来源:Refinitiv 数据库

¹¹ 资料来源:《金融时报》,同上

¹² 资料来源:Refinitiv 数据库

- 中国内地中产阶级崛起：据麦肯锡全球研究院称，中国内地中产阶级人口已从 2000 年的 4400 万上升至 2018 年 3.74 亿，在中国内地城镇人口中的占比从 8% 上升至 49%。¹³ 与中产阶级崛起相伴而生的是消费品、科技、高品质医疗、金融服务和汽车产品需求量的上升。

- 60 岁以上人口预期在未来 10 年不断增长：该年龄组的人数预计将从 2019 年的 2.41 亿增至 2029 年的 3.51 亿（人口增长规模超过 1 亿）。¹⁴ 该年龄组人口的增长将导致医疗和金融服务（例如退休和保险相关服务）的需求增长。

- 新一代人步入成年并开始组建家庭：到 2027 年，“预计约有 2 亿生于二十世纪九十年代的人将开始组建家庭，约有 1.5 亿“Z 世代”将从中学或大学步入中国内地的劳动力队伍。与前几代人相比，他们将更倾向于高端和个性化产品和服务，且比他们的前辈消费更多。”¹⁵

上述板块的增长还反映出中国内地经济生产领域的产业趋势，尤其是中国内地经济向价值链高端移动的趋势，例如：

- 中国内地始终希望转型成为高附加值产品制造者，这一愿望广泛存在于《中国制造 2025》战略等举措以及被移出负面清单或列入《鼓励类产业目录》的业务；

- 中国内地的工业研发费用增速位居世界第一（2018 年达到 27%，而同年美国为 10%、欧盟 5%、日本 4%）¹⁶；及

- 中国内地出口额中境外附加部分占比呈下降趋势，从 2005 年的 26% 降至 2016 年的 17%，凸显出中国内地对其产业价值链中的外国制造商的依存度在降低。¹⁷

在过去几年中，中国内地企业寻求提升价值链地位的一个途径是开展境外投资计划，以便获得合适的资产、技术、专业知识和合作伙伴。然而，西方经济体对外资进入敏感行业的监管和政治壁垒越来越多，使得通过这一途径提升价值链地位变得不再那么可行（参见下文第三部分）。

放宽外商来华投资是支持在中国内地不断发展壮大高附加值工业基础的途

¹³ 资料来源：《2020 年中国消费者报告》，麦肯锡

¹⁴ 资料来源：Populationpyramid.net

¹⁵ 资料来源：《高增长消费市场中的未来消费：中国》，世界经济论坛，2018 年 1 月

¹⁶ 资料来源：《2019 年欧盟工业研发投入积分榜》，参见

<https://iri.jrc.ec.europa.eu/sites/default/files/2020-04/EU%20RD%20Scoreboard%202019%20FINAL%20online.pdf>

¹⁷ 资料来源：《中国比以往更是世界工厂》，《经济学人》，2020 年 6 月 23 日

<https://www.economist.com/finance-and-economics/2020/06/23/china-is-the-worlds-factory-more-than-ever>

径之一，并将在境外投资活动继续受到阻碍或禁止的情况下变得愈发重要。支持中国内地经济持续向更高价值的产品与服务转型，对于满足中国内地不断壮大的中产阶级内需以及推动中国的出口经济（受一带一路战略等跨境发展措施支持）至关重要。

4. 收购方正在日趋国际化

2020年，半数以上的来华并购交易收购者位于香港特别行政区（185亿美元，占总交易额的53%）。紧随其后的是美国（42亿美元，占12%）、新加坡（41亿美元，占12%）和德国（23亿美元，占7%）。¹⁸

鉴于香港特别行政区与中国内地之间的政治、法律、文化和商业联系，收购者集中于香港特别行政区不足为奇。然而，来华并购的香港特别行政区以外收购者所占比例长期以来呈不断上升态势。2015年，这一比例是总额的37%（其来华并购交易额为199亿美元，而总额为544亿美元）。2020年，这一比例为47%（其来华并购交易额为163亿美元，而总额为347亿美元）。¹⁹同样，这不仅反映出中国内地经济持续放松管制，还反映出其作为增长势头强劲、充满活力的地区与日俱增的吸引力。

5. 随着新冠疫情后的谈判和尽职调查变得费时，交易时间因而拖长

在其他所有条件相同的情况下，《外商投资法》及相关法律变动缩短了交易时间。举例而言，《外商投资法》生效前，商务部通常是负责审批境外购买方收购中国企业或资产的机构。然而，随着《外商投资法》自2020年1月1日开始生效，商务部的审批制度已由市场监管总局的网上信息报告制度所取代，因此，与外商收购中国企业或资产相关的外商投资信息报告应首先提交至市场监管总局的网上系统。废止商务部的审批制度可能会加快交易的推进。²⁰

此外，《外商投资法》保留了基于国家安全理由审查及/或禁止交易的权利，但到目前为止，这在实践中很少行使。

¹⁸ 资料来源：Refinitiv 数据库

¹⁹ 资料来源：Refinitiv 数据库

²⁰ 我们应注意，如果一项收购交易导致控制权转移给一个境外实体，且涉及关键行业，或对中国的经济安全带来影响，或导致转让一家拥有任何驰名商标或老字号的企业的控股权益的，则有关交易须预先向商务部申报。

尽管如此，我们最近就国际并购项目提供法律服务所得的经验显示交易时间变得更长。这是由于新冠疫情产生新的谈判焦点以及交易流程也因为疫情受影响所致。

从交易谈判角度看，买方寻求额外保障及附加条件，以免受与新冠疫情相关的风险。曾有交易谈判特别关注重大不利变化的条款，允许在收购目标的业务发现明显恶化时潜在买方退出交易，以及分手费及反向分手费（即在交易由于一个或多个特定理由没有得到完成时收购目标和买方向对方支付的费用）。

由于买卖双方对新冠疫情危机的持续时间和影响持有不同的观点，因此在买卖双方不断扩大的估值预期差距之上出现了这些谈判点。鉴于疫情在中国与世界其他地区的受控速度之对比，这种观点上的差异在专注于国内业务的中国企业的卖家与国际买家之间尤为明显。

从交易流程的角度看，尽职调查持续期以及交易签署至交割的期间均变长。这大部分是由于疫情引致的旅游限制（例如 14 天检疫要求以及入境中国须遵守的严格签证要求）。尽管很多尽职调查工作可以远距离进行，但关键事项往往仍需亲身查证。此外，主要业务事项的移交也往往仍需由专人亲身进行。

第三部分：给交易主体和政策制定者的建议

基于上文第一部分和第二部分所讨论的观察和趋势，我们在下文提供了一系列建议，供寻求参与对华并购交易的交易主体和寻求管理对华并购交易的政策制定者参考。

1. 当地经验愈发重要

鉴于疫情仍在持续，国际买家对远程开展尽职调查的需求也将继续增加。大型国际律师事务所和会计师事务所在中国均设有办事处或建立了“最佳伙伴安排”，协助开展法律和会计尽职调查，并就法律流程问题提供建议和意见。

然而，将运营尽职调查外包往往会更为困难。这是由于运营尽职调查的很大一部分通常是由收购方内部团队进行的，用以确定业务同新所有者之间的契合度。该等尽职调查更加需要当地专业知识的协助，特别是考虑到（1）颁布《外商投资法》并调整负面清单后，向对华投资新放开的业务活动领域扩大；（2）受疫情影响，相当数量的商业模式正在经历巨大的变革；以及（3）有必要了解对商业成功有影响或至关重要的利益相关方（例如，特定的客户关系、供应商关系或监管关系），并了解这些关系在多大程度上将继续存在或将会如何演变，尤其是在发生所有权变更后。

当地运营专家在寻找新的投资或收购目标方面也可能发挥巨大作用。最有吸引力的投资或收购目标可能是相对处于创业阶段或者鲜为人知的业务，尤其是出现在新兴产业或涉及新兴技术的领域。

因此，交易主体同当地专家建立联系以协助开展尽职调查将大有裨益。政策制定者可通过（例如）网络平台、线上研讨会及会议等形式促成这种合作关系。

2. 经验丰富且创新性强的顾问愈发重要

正如第二部分所介绍的，疫情对交易的发起、评估、谈判、尽职调查和交割的方方面面都产生了变化。为应对这些挑战，无论是在并购的结构设计、开展尽职调查还是项目管理，都正在发展形成新的交易应对方案和规范。

因此，与投入疫情时代“在线”交易的经验丰富且创新能力强的顾问开展合作，对收购方、投资者和卖方愈发重要。这些顾问能够将其在更广泛交易领域同

时获得的见解向任何特定情况提供借鉴。特别是如果买卖双方对新冠疫情所造成影响有着截然不同的预期，如何弥合这种认识上的差距对于成功谈判交易将非常重要。

3. 透明度愈发重要

尽管《外商投资法》和《实施条例》简化了相关流程，但是交易仍须遵守大量的监管申报要求。根据我们的经验，在负责管理修改后的外国投资备案制度的地级监管机构之间仍然在实际操作方面相对缺乏统一性：例如申报以纸质形式作出还是电子形式作出、作为交易申报材料的一部分需要提供哪些配套文件等等。监管机构在处理交易时也要求得到更多信息。

因此，交易主体须做好准备提高其业务和竞标的透明度。面对全球范围内在对国家利益或国家安全而言有至关重要影响的领域的外国投资审查，以及特定国家采取的经济措施引发报复行动的风险，提高透明度也将同样重要。政策制定者可以持续保持申报要求的一致性并精简流程，从而提高交易的速度和确定性。

4. 分享疫情管控经验的机会

2020年，中国应对新冠疫情的经验与经济表现，对全球其他地区而言具有启示意义。中国的企业和政策制定者有很大机会持续与全球其他地区分享其应对新冠疫情的经验。与世界分享经验，将继续展示中国经济的韧性，也有益于对华并购交易（不论在交易数量还是交易价值方面）。这会加速全球其他地区的经济复苏，便于潜在的海外买家和投资者参与其目标中的中国境内并购交易，从而消解其本国新冠疫情所带来的问题。最后，从长远看，这会提升全球的商业活动规模水平和社会韧性（例如，面对未来潜在的全球性疫情时）：这样的全球风险消减将不仅会促进国际商业活动进一步增长，也会减少未来如疫情等全球性震荡的负面影响。

5. 关于可变利益实体的疑问继续存在

可变利益实体（VIE）这一结构允许外国投资者通过合约安排对中国企业进行实际控制（并获取经济利益）。VIE这种结构被采用在外商投资受限制的行业内为中国企业引入外资伙伴。由于它们被视为规避外国投资限制的一种方式，在

法律上的地位历来较为模糊。《外商投资法》涵盖“直接或间接”进行的投资活动，其规制范围不但包括收购股权“或其他类似权利”的投资者，也包括投资者以“法律、行政法规或者国务院规定的其他方式的投资”。

我们在上一届中国发展高层论坛上发表的报告中²¹，概述了在市场参与者中存在的关于 VIE 结构在《外商投资法》下是否及将会如何被监管的问题以及可能带来的后果。考虑到“中国境外的投资者对使用 VIE 的公司投资了大约 1 万亿美元”²²，这个问题尤其重要。

《外商投资法》中未明确提及 VIE 交易结构。此外，最终颁布的《实施条例》中删除了先前待国务院批准的征求意见稿中关于中国投资者在境外设立的全资企业的反向投资可豁免外资持股限制的规定（这曾被视作是为未来对 VIE 架构的监管埋下伏笔）。

2020 年的相关制度变化尚未解决 VIE 结构的定性问题，尽管我们已经注意到，在 2020 年 4 月，市场监管总局受理了一宗明确涉及 VIE 结构的合并交易的反垄断申报²³：考虑到其过去不愿受理内含 VIE 结构的交易，这是一项重大突破，更加明确了市场监管总局对待 VIE 结构的态度。

鉴于目前尚未出台进一步规定，且考虑到其他近期有利于 VIE 结构的法律及政策方面的变化和发展（例如中国存托凭证制度和上海证券交易所的科创板），普遍地拆除 VIE 架构在实际操作层面的风险依然较低（即便政府仍有可能在负面清单内特定领域对 VIE 架构进行试点性监管并随后扩大到其他领域）。因此，VIE 架构仍然是交易主体需要关注未来政策发展的重点领域。

6. 国际资本市场的作用

通过资本市场进入中国境内的国际投资继续快速增长。这一增长势头的驱动力有：债券通交易量在 2020 年的持续增长；沪伦通于 2019 年成功启动（而且中国证券监督管理委员会于 2020 年 6 月批准中国太平洋保险通过沪伦通渠道发行证券）；中国 A 股在摩根士丹利资本国际（MSCI）指数的全球基准股中的权重

²¹ 见“扭转趋势——外商对华投资的机遇”，年利达律师事务所，2019 年。

²² 资料来源：《经济学家》，2017 年 9 月 16 日

²³ 这一申报涉及到明察哲刚与百胜集团子公司按 60/40 比例联合控股的一家提供餐饮业技术解决方案的新设合营企业。

翻了两番；九月份公布了外国机构投资者进入中国 A 股市场的两大对华投资渠道（QFII 和 RQFII）将合二为一，变成单一的“合格外国投资者”制度，进而为这些市场提供更为广泛更为深入的机会。

与之同时，《外商投资法》允许通过发行公开交易证券的方式为相关投资筹集资金。所有这些都意味着，投资于直接对华投资的外国企业的兴趣与外商直接投资中国企业均将会进一步提升。

就资本市场而言，政策制定者、监管机构和证券交易所因此有机会就信息披露和投资规范予以协调（或至少可以予以明确解释）以进一步鼓励国际投资。银行家和基金经理们同时将有机会就公开市场上新的投资机遇增加利用技术手段进行路演和尽职调查。

7. 外国投资审查日益严格，贸易紧张局势影响持续

我们过去在中国发展高层论坛上就中国对外投资和外来投资发表的报告曾经指出，美国、欧盟以至澳大利亚等其他经济体对进入其认为（特别是基于国家安全角度出发）属于国家重点行业的外国投资（往往是中国投资，但不完全是中国投资）设定的政治和监管壁垒正日益增多。

这种趋势还在不断加强。在美国，美国外国投资委员会的管辖权因《外国投资风险审查现代化法》而获得扩大，该法已于 2020 年 2 月正式实施。美国外国投资委员会 2019 年的年报²⁴ 确认，企业提交的经美国外国投资委员会裁定属于该委员会管辖范围的交易申报共有 231 项，与 2017 和 2018 年的数字相若。这些申报中有 89% 涉及制造行业（特别是电脑和电子产品制造、电力设备制造和运输设备制造）、金融、信息和服务行业（特别是专业服务和科技服务）或公用事业行业的交易。

2017-2019 年间，中国收购方提出的申报占了相关交易的 20%，比例为各国之首（其次为日本，占 14%）。但应注意的是，若仅以 2019 年计，中国企业并未占据美国外国投资委员会排行榜的榜首位置。例如，2019 年的申报交易为 231 宗，其中由中国收购方提出的仅占 25 宗，少于占第一位的日本（46 宗），与加拿大（23 宗）则不相伯仲。在 2019 年收购美国“关键技术”的交易申报名单中，

²⁴ 资料来源：<https://home.treasury.gov/system/files/206/CFIUS-Public-Annual-Report-CY-2019.pdf>

中国收购方，只有 3 宗，占比远低于其他国家如日本 20 宗、德国 11 宗、法国和加拿大 7 宗、英国 6 宗、南韩 4 宗。

即使撇开广泛宣传报道的要求剥离 Musical.ly（广受欢迎的视频分享软件 TikTok 的美国前身）的美国总统行政命令不计，美国各外国投资审查部门在 2020 年也采取了大量行动。特别是美国外国投资委员会在 9 月份发布了一项新规则，修改了非美国公司投资“关键技术”企业时需要办理交割前申报的其中一个门槛。对那些美国外国投资委员会视为善意的投资者，相关交易不再仅因为目标公司经营敏感行业而需要办理强制性的交割前申报。另一方面，如投资者来自受到较严格出口许可规定限制的国家，则须办理更多的申报手续。关于新门槛的规定也要求各当事方做更深入的尽职调查，以评估是否需要在交割前向美国外国投资委员会申报。各当事方不但需要了解相关的美国企业有否开发或生产关键技术，还需要知道该非美国投资者或其所有人是否需要申领出口许可证。对那些处于发展初期、出口合规计划还不成熟的美国企业而言，要进行这类分析是很困难的。如果非美国投资者不惯于处理出口管制手续或者不熟悉这类手续如何适用于投资者的所有人，进行以上分析时同样会遇到难题。

欧洲方面，在欧盟外商直接投资审查框架于 2019 年获得通过后，新的欧盟外商直接投资审查框架已于 2020 年 10 月开始运作。这一框架：

- 创立了一个供成员国和欧盟委员会之间互相交流信息并于必要时就具体投资项目提出关注的合作机制；
- 允许欧盟委员会在某项投资对多于一个成员国的安全或公共秩序构成威胁时，或在某项投资可能损害到攸关欧盟整体利益的项目或计划时，提出相关意见；
- 为欧盟委员会与成员国之间以及各成员国之间的合作定下限期，并须遵守不歧视和严格保密的规定；
- 为基于安全或公共秩序的理由在国家层面维持或采用审查机制的成员国提出若干核心要求；
- 鼓励在投资审批方面进行国际合作，包括分享经验、最佳做法和关于共同关注事项的信息。²⁵

应该注意的是，新的法规补充（而非取代了）欧盟成员国的审查机制，且这种审查机制在某些国家也正在被强化。其旨在帮助成员国和欧盟委员会共同评估

²⁵ 资料来源：https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/IP_20_1867

外国直接投资给安全和公共秩序带来的潜在跨境威胁。成员国可对是否在其境内批准投资以及基于何等条件作出批准保留最终决定权。²⁶

还应注意到，欧盟委员会近期还出台了一系列建议，旨在阻止外国投资者利用政府补贴在对欧洲资产竞价时提出超过其他竞标对手的报价。²⁷ 建议表示“对收购欧盟目标背景下的外国补贴表示格外关切”。²⁸ 尽管中国没有被提及，但是评论人士表示该等措施可能是针对中国收购方提出的。²⁹

这些法律已经导致中国在欧洲和美国的对外投资额锐减：例如“根据德国经济研究所统计，中国投资者去年（2019年）在德国的兼并收购交易额仅为13亿欧元，只占2017年120亿欧元的交易额中的一小部分。”³⁰

强化对外国投资的审查特别是美国强化审查力度是在中美之间贸易紧张局面下发生的。编写本报告时³¹美国政府已采取行动限制中国进口（如通过关税和出口管制措施）、控制中国获取“敏感的”美国技术并力促制造业从外国回流本国。所有这些都将对投资产生抑制作用，特别是美国对华的投资。

鉴于《外商投资法》提出中国可对歧视中国投资的国家采取措施（并且曾有投资者在开展对华投资的谈判时寻求管理该等风险的例证），这一背景变得尤为重要。对华投资的投资者将继续跟踪了解相关情况，并与深入了解中国乃至全球监管环境的专家顾问紧密合作，以确定其交易受该等措施影响的风险。

²⁶ 资料来源：https://trade.ec.europa.eu/doclib/docs/2019/june/tradoc_157945.pdf

²⁷ 资料来源：https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_20_1070

²⁸ 资料来源：https://ec.europa.eu/competition/international/overview/foreign_subsidies_white_paper.pdf

²⁹ 资料来源：<https://www.nytimes.com/2020/06/17/business/european-union-china-deals.html>

³⁰ 资料来源：Nikkei Asia，2020年4月3日

³¹ 2020年10月

结束语

综上所述，通过精简流程、提供平等待遇保证、扩大外商投资可开展的业务活动范围以及改善外商投资资本市场的渠道等方式，新《外商投资法》和相关法律措施极大地加快及鼓励外商投资通过并购途径进入中国。

中国迅速并成功地应对新冠疫情不仅意味着交易回暖，同样也凸显了中国经济的实力与极大的潜力，使中国成为更具吸引力的外商投资（包括并购）的目的地。

但是，疫情已导致交易持续时间被延长，收购方与卖方之间的谈判和尽职调查出现新领域以及须重新评估各个行业的商业模式。此外，贸易与外商投资审查相关的持续紧张局势对于交易也有不利影响。因此，交易主体与政策制定者拥有很大机会可通过开展对话、教育与沟通联络等方式加快对华的投资。