

## 和时间赛跑

**退出时间是对 PE 投资人的重要考量指标。外资 PE 投资于四种不同类型的“非上市公司，并通过 A 股上市退出”各需要多长时间？**

文 / 邹志卿

**邹志卿，上海锦天城律师事务所律师，主要从事私募股权融资、外商直接投资及公司并购与重组等法律业务**

外资 PE 在中国境内投资时，除了对公司商业模式、盈利模式或者行业前景等等商业上的考量外，时间因素是众多 PE 投资人关注的问题。

其原因在于，外资 PE 往往采用有限合伙的形式，其合伙合同本身就有一定的期限，到期后其合伙人有权对外资 PE 进行清算并收回投资。因此 PE 投资人投资时一般存在时间压力，其投资单个项目的周期多在五至七年，并希望能在期限内上市退出。

投资者所面临的时间问题，在律师的眼中，便间接转化为投资什么类型的公司。中国法律规定，只有股份有限公司才可以公开发行股票并上市，而从有限责任公司改制成为股份有限公司需要一些时间。但这一系列问题涉及到外资时，事情就变得更为复杂。

由于外资 PE 一般只投资于非上市公司，因此本文仅讨论外资 PE 投资四类“非上市公司，且通过在 A 股上市方式退出”情况下，各自所需的周期，不涉及“上市公司收购及股权转让退出”方式。

### 外资 PE 投资内资公司

外资 PE 投资这类公司，从投资到最后上市退出需要经过的四个步骤：

1. 首先需要根据《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“10 号文”）将企业变更为外商投资有限责任公司。
2. 在经营三年后才能根据《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》将外商投资有限责任公司以净资产折股的形式变更为外商投资股份有限公司，以确保公司的利润可以连续计算；外资 PE 作为发起人之一，在公司设立登记之日起三年内不得转让股权（该股权转让的限制与上市时的禁售期存在一部分的重合）。
3. 申请公开发行股票并进入交易所上市交易。
4. 公司上市之后还需要经过十二个月至三十六个月的禁售期（取决于外资 PE 是否为控股股东或实际控制人），随后外资 PE 才可以在二级市场减持并最终退出。

这种情况下，如果政府审批环节顺利的话，从投资到退出所需要的时间最快也需要五至七年。

### 外资 PE 投资中外合资公司

如果外资 PE 投资的是外商投资有限责任公司，则从外资 PE 投资到最后上市退出需要经过的步骤为：

首先，根据《外商投资企业投资者股权变更的若干规定》，外资 PE 通过股权转让或者增资的形式持有公司股权，但是该股权变动在公司申请公开发行前三年应避免导致经营

业务、经营资产、管理层发生较大变化，在申请公开发行前一年应避免导致股东结构发生较大变化，否则可能影响业绩的连续计算。

其次，外商投资有限责任公司以净资产折股的方式变更为外商投资股份有限公司，如果外资 PE 投资前外商投资有限责任公司已经有三年盈利记录，则外资 PE 入股后便可以申请改制成为外商投资股份有限公司；同样的，外资 PE 作为发起人之一，在公司设立登记之日起三年内不得转让股权（该股权转让的限制与上市时的禁售期存在一部分的重合）。

3. 申请公开发行股票并进入交易所上市交易；公司上市之后还需要经过十二个月至三十六个月的禁售期后外资 PE 才能退出。

这种情况下，如果政府审批环节顺利的话，从投资到退出所需要的时间最快也需要四至六年。

### 外资 PE 投资内资股份有限公司

外资 PE 投资内资股份有限公司，从投资到最后上市退出需要经过的步骤为：

1. 首先，根据《关于设立外商投资股份有限公司若干问题的暂行规定》，将公司从内资股份有限公司变更成外商投资股份有限公司。如果外资比例低于 25% 的，则需在批准证书和营业执照上加注“外资比例低于 25%”的字样。

同样的外资 PE 的入股如果在公司申请公开发行前三年内，则应避免导致经营业务、经营资产、管理层发生较大变化。如果在申请公开发行前一年内，则应避免导致股东结构发生较大变化。以免影响业绩的连续计算。

2. 申请公开发行股票并进入交易所上市交易；公司上市之后还需要经过十二个月至三十六个月的禁售期后外资 PE 才能退出。

需要注意的是，如果公司在股票首次公开发行前十二个月内（以刊登招股说明书为基准日）进行过增资扩股，则新增股份的持有人在应当承诺，自持有新增股份之日起（以完成工商变更登记手续为基准日）的三十六个月内，不转让其持有的该部分股份。即外资 PE 如果在公开发行前十二个月内以增资扩股的形式投资该内资股份有限公司的，则不可避免地将面临三年的禁售期。不过针对公开发行前十二个月内，以股权转让的形式投资的情况，却并没有明确的规定，在不涉及控股或者实际控制的情况下，存在仅受十二个月禁售期约束的可能。

这种情况下，如果政府审批环节顺利，从投资到退出最快也需要三至五年。

### 外资 PE 投资外商投资股份有限公司

外资 PE 直接投资外商投资股份有限公司与投资内资的股份有限公司的程序大致相近，区别在于外资 PE 进入前者时进行的是股权变更的审批，而后者为新设的审批，审批部门都在商务部。从投资到退出的时间最快也是三至五年。

### 两个“短平快”案例

目前外资 PE 作为财务投资者直接参股的股份有限公司上市退出的案例并不多，比较典型的有新宏远创(New Horizon Ivy Wind Investment Co.Ltd.)投资金风科技(002202)，以及赛富(SAIF II Mauritius (China Investments) Limited)投资怡亚通(002183)的案例。

新宏远创投资金风科技。新疆金风科技股份有限公司（下称金风科技）早在 2001 年 3 月就已发起设立的方式整体改制成为内资的股份有限公司。

2007 年 4 月（金风科技公开发行前一年内），新宏远创通过受让原股东股权的形式，受让金风科技股权，在公开发行前占金风科技 2% 的股权，金风科技经过商务部的批准，从内资股份有限公司变更为外商投资股份有限公司（外资比例低于 25%）。

由于新宏远创并非以增资扩股的形式投资金风科技，且股权比例较小，因此对于新宏远创持有金风科技股权的禁售期仅为十二个月。新宏远创从投资到退出的时间仅为两年左右，堪称快进快出“闪电战”，虽然“战斗”的规模并不是很大。

赛富投资怡亚通。相比新宏远创，赛富打的是“大规模的阵地战”。

赛富投资的深圳市怡亚通供应链股份有限公司（下称怡亚通）是于 2004 年 3 月以发起设立的方式，整体改制成为内资的股份有限公司。

2007 年 2 月（怡亚通公开发行前一年内），赛富以认购怡亚通增资扩股所发新股的方式，投资怡亚通，在公开发行前占怡亚通 22.27% 的股权，成为公司第二大股东，同时也获得商务部批准，使怡亚通从内资股份有限公司变更为外商投资股份有限公司。

由于赛富是以增资扩股的形式进入怡亚通的，且持股比例较大，因此对于赛富持有怡亚通股权的禁售期为三十六个月。这样计算，赛富投资怡亚通从投资到退出的时间在四年左右。

这两个案例中，被投资公司本身的类型已经是内资的股份有限公司，也正处于拟上市阶段(Pre-IPO)，因此外资 PE 从投资到退出的周期较短。

但这类公司并非遍地都是，外资 PE 更多的投资目标目前还只是内资有限责任公司或者外商投资有限责任公司，还未到上市的阶段，这就需要外资 PE 耐心地进行“持久战”。

### “A 股退出”之春天的萌动

从最近的政策变化来看，2007 年 12 月第三次中美战略经济对话中提出的“依据相关审慎性规定，中方允许符合条件的外商投资公司包括银行发行人民币计价的股票”预示着，将来可能有更多的外资 PE 投资的外商投资公司在境内 A 股市场上市。这对于外资 PE 来说，无疑是一大利好消息。

目前《创业板发行上市管理办法》（草案）也获国务院批准，创业板也将渐行渐进。创业板中对于公司连续盈利的要求从三年降到了两年，也可能短外资 PE 从投资到退出的时间缩。并且考虑到创业板的容量，以及独立的发审机制，也必然会使得外资 PE 将来在公开发行并上市的申请过程中“排队等待”的时间减少。

对于外资 PE 来说，在经历 10 号文的出台使得“红筹”上市之路步履艰难的严冬后，将可能迎来未来在投资期限内 A 股退出的春天。当然是在一切得到落实的基础上。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。