

A nighttime photograph of a city street with light trails from traffic. In the background, several skyscrapers are illuminated, including the distinctive geometric structure of the Bank of China Tower. The sky is a deep blue, and the overall scene is dynamic and modern.

把握亚洲投资机会

**Akin Gump**

STRAUSS HAUER & FELD  
艾金·崗波律師事務所

1. 前言及背景介绍 .....	1
2. 趋势和机遇 .....	1
3. 优化投资人架构和法律定位 .....	3
4. 确立投资优势 .....	5

# 1. 前言及背景介绍

在亚洲这一独特的市场上，通过结构良好的投资寻求卓越的投资回报的吸引力超过了以往任何时期。中国、印度、日本、韩国和东南亚等国家/地区的经济体都表现出在未来几年中继续保持强劲经济增长的明显潜力。旨在把握亚洲增长机会的精明投资者今后仍将这样做。

但是我们的目光还要更深入一点，正如拥有亚洲投资实际经验的人会告诉你的那样，把握该地区市场成功的关键是很重要的。是的，您需要可靠的关系，但更重要的是，您需要理解被投资方的其他利益相关方及其监管架构，并根据这些情况更好地定位自己。

在这期简报中，我们将分析投资者可在哪些关键领域开发和利用自身的“亚洲优势”。



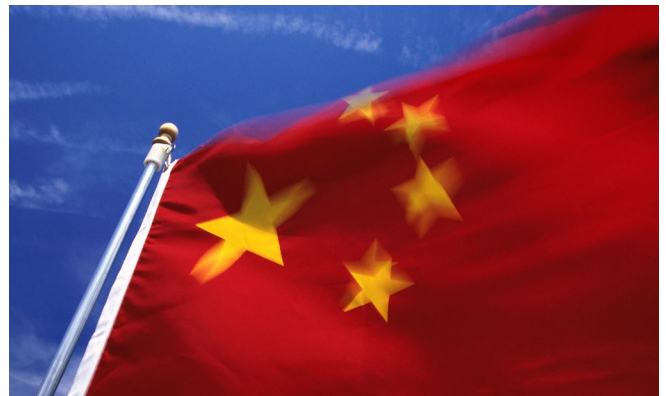
## 2. 趋势和机遇

除了本地区许多高成长经济体的有利经济基本面外，亚洲主要国家/地区还存在许多重要因素和趋势，如果正确把握的话，它们可以带来巨大的投资机会。

### 中国：更加开放的经济强国

中国崛起进入世界经济和政治舞台伴随着其承担有关国际贸易协议、世界贸易组织 (WTO) 和其他多边框架下相应的对等义务，使得亚洲最大的经济体开放其市场以进一步发展对外贸易和投资。

去年，中国削减了限制外资进入的“负面清单”行业，并出台了更加开放的外商投资法，承诺（一）以同样优惠的条件对待外国投资者；（二）加强其他外国投资保护力度，包括对资本流入、流出和技术转让等保护。在对外投资方面，中国的“一带一路”计划继续扩大其全球影响力。



### 现金充足的资产负债表

由于亚洲著名的高个人储蓄率，本地区许多企业集团的资产负债表上存有大量现金。虽然这可能会拖累持续的股本回报，但它为整体市场的下行风险提供了天然的对冲，并为定位良好且更为活跃的投资者提供了机会领域，尤其是当发起人可能寻求通过私有化或类似交易使企业集团的组织结构更加合理化，并藉此释放集团的现金结余。

## 内在企业价值的结构性折让

由于历史原因，在日本、香港、新加坡和韩国等亚洲公认的高市值上市公司中都拥有大量复杂、多层次的上市控股结构。

这种复杂的结构通常会掩盖公司基础业务的内在价值，并且就其简化投资回报流程和保持实际控制的目标而言，对投资发起人和管理人构成挑战。而另一方面，那些将自己定位为促进这些发起人实现这些目标的投资者，可以为自己带来可观的回报。

## 由发起人主导的交易

许多亚洲投资发起人都是超级长期投资者。他们往往占据最有利位置，可以根据其业务在较长时期内执行和提供股本回报的真实能力来进行合理定价。

市场下行周期，事件导致的低迷（例如COVID-19）和其他影响因素（例如中美贸易摩擦）以及家族继承计划事件，为发起人主导的私有化和其他交易重组提供了很大的空间。对于准备充分和得到精准指导的投资者而言，这些可能是诱人的机会，可以分享那些伴随市场波动而产生的估值溢价。

## 股票上市从美国转移到亚洲

过去，许多中国公司选择在纽约证券交易所或纳斯达克股票市场上市，以历史上估值更高的美国股票身份进入海外资本市场。但是，基于地缘政治和其他考虑因素，这种趋势现在已在某种程度上扭转了。阿里巴巴、京东和网易这样的商业巨头已经开始通过在香港交易所成功二次上市而踏上了“返乡”之旅，这些企业根据上市规则被归类为“大型创新公司”。

也有一大批中国企业完成私有化并从美国市场退市，其中许多企业随后在亚洲选择一家交易所重新上市，通常估值较高。例如，此前在纽约证券交易所上市的奇虎360在2016年以90亿美元的价格被私有化，仅仅两年后在深圳证券交易所上市，估值为620亿美元。

## 政策驱动的投资

亚洲地区各国政府纷纷推出重大投资计划，旨在实现以政策为导向的目标，并通过提高市场效率来进一步推动与全球关联的增长。

例如，在日本，《公司治理守则》对股东参与行为（包括股东激进主义）提供了官方刺激措施。同时，随着亚洲地区的市场和企业争夺全球分配的资本，整个亚洲越来越关注诸如环境、社会和治理（ESG）等议题。香港近期亦计划推出可持续发展和绿色交易所（STAGE）融资平台。

## 私募股权投资增长

亚太地区约占全球私募股权（PE）市场的四分之一，在亚洲全部并购（M&A）交易中，约有15%至20%有不同类型的私募股权投资人参与。在这种情况下，投资者可以作为收购基金的参与人或被收购企业的售股股东，获得以私募股权为主导的投资机会。

近年来，印度快速发展的互联网和科技行业是其中一个表现突出的行业，它吸引了越来越多的私募股权资本。根据更成熟的美国 and 欧洲私募股权市场的发展和当前状况，私募股权投资者在亚洲市场的规模和参与度将显著增长，其中控制权交易的比例可能会增加。

### 3. 优化投资人架构和法律定位

若从确定最初的投资机会范围到退出投资期间均能依靠正确的方法和指导，则亚洲各个国家/地区的独特架构和法律因素都可以用于实现投资者的利益。

其中一些因素主要由市场结构驱动，例如，与美国或许多欧洲市场相比，亚洲的上市和非上市企业均倾向由家族控制。其他因素体现在亚洲各地差异巨大的法律和监管体系。

在许多领域，了解如何最好地解决亚洲相关地区的主要法律和结构性问题可以形成真正的投资优势——以下举例说明这一点。



#### 外国投资限制

外国投资限制适用于所有亚洲主要经济体的某些被指定为“敏感”或“限制”行业，但是在存在投资机会的情况下，总可以找到精心设计的解决方案。

#### 可变利益实体结构

可变利益实体 (VIE) 早已在中国、越南和菲律宾等亚洲国家/地区使用，以允许离岸实体通过合同安排控制、取得但不持有其在某个受限制行业的在岸经营业务的经济利益。投资者对这类结构的接受程度仍然很高，许多在香港交易所和美国交易所上市的公司均以VIE形式持有其主要业务权益。

在中国，VIE结构最常用于技术、媒体和电信 (TMT) 以及新经济行业，但是新的外商投资法仍对VIE结构的处理保持沉默。尽管存在法律上的不确定性，但市场预计这些结构仍将继续被广泛地使用和接受。

#### 日本《外汇及外贸管理法》

在日本，由于政治因素导致2020年6月颁布《外汇及外贸管理法》(FEFTA) 修正案。该修正案适用于对日本限制行业的外国投资。现时，外国投资者如果拟 (i) 收购经营

任何限制性行业的日本上市公司中1% (以前为10%) 或以上的股权，或者 (ii) 投票赞成任何任命外国投资者 (或其紧密相关人士) 担任董事的决议，或提议并投票赞成转让被投资公司全部或部分在受限行业中的业务，均应事先向日本中央银行进行报备。对于投资者通过更大规模的股票回购或更高的现金股利以提高股票回报率的举措，FEFTA则仍然不加限制。

修订后的FEFTA条款对日本的外国投资的影响仍在评估中，但是无论如何，修订条款还规定了可利用的豁免，例如对于特定外国金融投资者购买股票的豁免，这将减轻修订条款对日本的外国投资的实际影响。

#### 公开市场持股情况披露

股权披露通常是海外投资者在进行公开市场投资之前首先要考虑的问题之一，尤其是在打算与被投资方交涉的情况下。随着投资计划的展开，用在规划和分配股票、总收益互换或其他工具之间头寸的时间可以为投资人带来策略性的回报。

在所有司法管辖区中，股权的披露规则都很复杂，但香港和新加坡等市场采用高水位标准，要求绝大多数重大的股票仓位 (无论是股票、总收益互换或其它权益类工具) 均应进行公开披露。在其他市场 (例如日本和韩国)，某些总收益互换无需公开披露，但前提是，经过仔细分析交易条款和实际情况，证实总收益收受人无权对交易对手方持有的股票行使控制、主张所有权或行使表决权。

对于空头和并购事件驱动的交易，可能还有其他披露方面的要求。同样，事先做好充分的分析和计划对于降低重大股票交易的监管和其他风险至关重要。

#### 股东权利——保护和增进投资回报

从投资人的角度看，许多亚洲国家和地区规定的股东权利与适用于美国和英国等其他发达市场的标准相比并无二致——包括提名董事，召开股东大会和提出涉及价值增值的股东决议的权利等。

在行使任何股东权利之前，往往需要进行仔细的分析，以避免产生任何意想不到的影响，例如公开披露信息或强制要约要求，这些要求可能会源于多个股东的一致行动，以实现其共同目的 (例如取得控制权)。例如，在日本，两个或两个以上同意共同行使股东权利的独立股东可以归为“共同股东”。这可能会引发对投资者持股比例或外国投资审批方面的共同披露义务。如果未能准确预见这些后果，则可能会使投资策略偏离轨道。

另一方面，许多股东权利已被证明是可供股东使用的有效工具，尤其是在需要与被投资方更积极互动的情况下。在这种情况下，投资者将需要预先计划其持股的性质，以确保可以根据适用的法律规定行使相关的股东权利。

## 私有化交易中的独立股东权利

对于在亚洲公开并购市场从事并购套利或类似活动的投资者，了解对于相关交易的条款和结果可能产生影响的主要股东或其他审批门槛非常重要。

以控股股东对上市公司的私有化为例：

- 香港：由发起人主导的私有化通常是通过重组安排计划 (scheme of arrangement) 进行的，这是法院监督之下的收购安排，一旦以所需多数投票通过，便对所有目标股东构成约束。根据《香港公司收购、合并及股份回购守则》，此类交易应适用对小股东提供额外保障的条款，包括要求独立股东表决反对私有化的票数不得超过所有独立股东的总投票数的10%。这方面的要求比有关重组安排计划的基本法律规定更为严格。
- 新加坡：在这类私有化交易当中，保护小股东利益的方法是要求私有化提议至少要获得75%的独立股东投票同意。
- 日本：私有化可以通过法定合并实现，该合并必须获得股东至少三分之二多数票的批准。虽然法律没有规定额外的投票要求，但交易或实施的条款中通常包含其他保护措施。要约发起人和目标公司董事会可能会纳入这些措施，以确保交易的“公平”，并避免有异议的少数股东的挑战（这些股东可能不情愿被强制接受合并交易）。保障措施之一是在交易条款中包含“少数中的多数” (MOMI) 条件，即要求私有化交易必须由独立于控股股东要约人的多数股东批准。

我们还看到，在进行此类私有化交易的情况下，各国的证券监管机构均取了不同的保护少数股东的方法。例如，印度证券交易委员会有时会公开进行干预，而日本金融厅则倾向于采取不太引人注目的做法。

## 把握股权资本从美国向亚洲转移的机会

随着全球证券交易所希望吸引最好、最有价值的新兴科技“独角兽”、生物技术公司以及类似的创新企业，中国公司正站在全球股权资本转移的最前沿。国际投资者有机会投资于在香港和新加坡等当地股票市场以及美国和欧洲等较为遥远的市场上市的大量中国企业。

亚洲的证券交易所争相修改其规则，以适应和吸引回国上市的中国公司。这其中有许多公司都在科技和新经济领域运作，并具有美国式的双重股权结构，以前这在香港交易所和新加坡交易所中是不受欢迎的。现在，这些交易所调整后的规则对以前刚性的“一股一票”原则提供了适当的例外，为这些企业回国上市铺平了道路。此外，上海证券交易所还于2019年中推出了面向高科技公司的纳斯达克风格的科创板。

另外，对于投资于在美国上市的中国企业私有化项目的投资者而言，他们将能够从合并后公允价值评估权等规则为小股东提供的价值中受益。

此外，随着阿里巴巴和网易在香港实现二次上市，这类公司的投资者会发现，这些领先的中国企业在为其下一阶段的增长进行卡位，因此，在合适的时间选择合适的公司可能意味着巨大的价值机会。

## 4. 确立投资优势

通过采用最佳方法对投资进行定位和结构安排，准备充分的投资者可以在亚洲不同类型的市场中寻找并利用各种有吸引力的机会。

从投资伊始到退出投资期间对重要的商业和法律因素进行深入、细致的分析，这对于在亚洲进行成功的投资至关重要。



### 关于我们的亚洲业务

本所依托其设在北京、香港和新加坡的办公室开展亚洲业务，为寻求国际代理的亚洲客户以及有意在亚洲各地启动或拓展事业的美国及国际客户提供法律服务。本所亚洲业务在专注于亚洲地区并购、能源、私募股权、融资和财务重组、投资基金设立及国际贸易和监管等核心强项业务的同时，还为欧洲、中东、独联体国家和美国办公室超过85个相关业务领域的客户提供法律顾问服务。

如需了解更多情况，请联系：



**Matthew Puhar**  
合伙人  
matthew.puhar@akingump.com  
香港  
+852 3694.3060



**罗紫芸 (Sonia Lor)**  
顾问律师  
sonia.lor@akingump.com  
香港  
+852 3694.3062



**Daniel Cohen**  
合伙人  
daniel.cohen@akingump.com  
香港  
+852 3694.3032



**Steven Franklin**  
注册外地律师  
steven.franklin@akingump.com  
香港  
+852 3694.3005

## Akin Gump

STRAUSS HAUER & FELD  
艾金·崗波律師事務所

美国艾金·崗波律师事务所是一家全球顶尖的国际律师事务所，向个人和机构客户提供创新性的法律服务和商业解决方案。本所于1945年在德克萨斯州由Robert Strauss及Richard Gump成立，以承诺、追求卓越和诚信作为成功的保证，始终致力于与客户培育并保持长期的互惠关系。本所客户包括个人、公司和政府。我们在超过85个业务领域为客户提供服务，其中既包括传统的诉讼、公司交易以及公共政策业务，也包括作为21世纪主要议题的气候变化、知识产权和国家安全事务等。