

阳光总在风雨后

——写在阳光壹佰置业集团香港上市后

杨育红

2014年3月13日，阳光壹佰中国控股有限公司在香港联交所主板挂牌上市，成为马年首家在香港联交所主板挂牌上市的内地房地产企业，股份代码2608.HK，募集资金约20亿港元。历经波折的上市征途终于结出硕果，作为自阳光壹佰集团在2006年起即萌发上市想法并计划时即参与到该上市项目中来的中伦律师，见证了阳光壹佰集团在上市路上所遭遇的种种困难和波折，也竭尽全力一路陪伴协助阳光壹佰集团历时七年多，最终敲开了香港资本市场的大门，可谓是“阳光总在风雨后”。

回顾阳光壹佰集团的上市历程，可以说浓缩了中国房地产行业和一个资本市场的一个小周期，2006年启动之初即遭遇六部委10号令的重组难题，又逢2007年的宏观调控、2008年的内地房地产疯狂，也有2010年的调整和2011年的限购。一路走来，作为公司律师，回顾与公司一同走过的筚路蓝缕的上市历程，我们对这一路中所遇到的几个问题感触颇深。

1. 2006年启动上市计划时遭遇10号令适用和外商投资房地产企业备案制度

创建于1999年的阳光壹佰，前身是公司董事长及总裁易小迪1992年创办的广西万通企业。1999年，在另一“万通六君子”成员、SOHO中国董事长潘石屹的建议下，易小迪决定在北京CBD开发阳光100国际公寓项目，随后将阳光100品牌推向全国。

2007年1月8日，潘石屹的SOHO（中国）在北京召开了上市启动大会，中伦作为发行人律师由张学兵主任和杨育红律师出席了会议，2007年10月8日，SOHO（中国）在全球公开发行股票并在香港联交所主板上市，以每股价格8.3港元总计发行15.49亿股，募筹集资金16.5亿美元。SOHO中国仅以当时100多万平方米的土地储备，赢得了上市首发169倍公开认购，更因此令其股价在成交第一天就创下最高时高出发行价23%的奇迹。SOHO中国成功上市，随之掀起了一股内地房企上市的小高潮。

易小迪目睹 SOHO 中国的上市奇迹，决定尽快启动阳光壹佰的上市计划。2006 年 10 月，董事长易小迪特别邀请潘石屹的“御用”律师张学兵主任前往商讨上市计划。张律师和我在阳光壹佰的“红色会议室”向易小迪、杜宏伟（当时任公司的财务总监）和贺杰（公司的法务总监）全面介绍了我们为阳光壹佰香港上市特别制定的重组上市方案。但与 SOHO 中国最大的不同之处就是，上市启动之初，商务部牵头其他六部委分别出台了“171 号文”（即《关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》）以及“10 号令”（《关于外国投资者并购境内企业的规定》），而 SOHO 中国的上市重组恰好是在这两个文件出台之前已经完成了！阳光壹佰上市计划的推出真所谓“恰逢其时”！

对于 10 号令的问题，众所周知，该规定第 11 条明确规定：“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批”。此规定使得常见的海外上市程序中的境内公司重组（即境外公司通过股权重组实现对境内公司实际控制）的通常模式受到严重影响，当时对于阳光壹佰的上市重组来说，既无先例，也无细则，该规定如何适用？充满了困惑。171 号文的问题对于地产行业之外的人可能了解不多，但实际上与 10 号令异曲同工，按照 171 号文中类似“外商投资房地产企业的股权和项目转让，以及境外投资者并购境内房地产企业，由商务主管等部门严格按照有关法律法规和政策规定进行审批”的规定，商务部门设立了后来的外商投资房地产企业备案制度，但名为备案，在当时实为审批，客观上又为阳光壹佰的上市重组增加了一重障碍。

面对这两个棘手难题，我们整个团队律师一方面广泛搜集市场信息，另一方面深入开始法律调研，和主管机关反复沟通，为公司出具了一份又一份重组法律分析备忘录。但由于当时尚属“前无古人，后无来者”的状态，易总谨慎行事之风格，重组行动暂时搁下。经过对阳光壹佰集团架构的梳理和无数个日夜不眠不休的讨论，我们最终向易总提出了以阳光壹佰集团内已经设立的外商投资企业广西万通作为重组主体，逐步分批注入境内资产的重组方案，这个重组方案即兼顾了公司的既有股权架构，也避免了直接采取关联并购可能适用 10 号令的问题，得到了各方的一致认可。2008 年 1 月，公司正式启动上市工作，学兵主任和我带领中伦团队正式开始全面上市工作。

10 号令的问题虽然解决了，但“171 号文”的外商投资房地产企业备案问题当时仍然是一个“硬骨头”，但我们自始至终坚持重组过程必须合法合规的原则，经过和公司法务部领导的充分沟通，我们积极协助公司与主管机关不断沟通、梳理审批流程和文件、准备审批材料，最终顺利完成了重组过程中的外商投资房地产企业审批及备案。

2. 房地产企业土地问题的复杂性

如果说解决 10 号令和 171 号文体现了我们团队律师在国家法律、政策发生变化时敏锐的政治直觉、缜密的法律分析能力以及出色的协调能力，那么在阳光壹佰集团上市过程中各种各样土地问题的解决则更能体现中伦律师在利用法律规则解决现实问题上的灵活性与法律智慧。

房地产企业的土地问题是不言而喻的，尤其是一个发展重点在二三线城市的房地产企业。2005 年我在金杜工作期间已经成功地操刀了广州富力地产的香港主板上市项目，2006 年加入中伦后，学兵主任找我一起成功拿下香江国际的香港上市项目（后因公司放弃该项目停止），紧接着成功完成了瑞安地产在伦敦的上市，再加上 SOHO 中国在香港的成功上市刚刚“新鲜出炉”，对境外上市的地产项目中涉及的中国重大法律问题了然在胸，对于如何把握处理此类法律问题驾轻就熟，借助多年来积累的海外上市项目经验，我们团队牵头并在公司法务部的配合下，为阳光壹佰建立了一个有史以来公司最全面完整的文件数据库，成为公司后来融资以及多次启动上市后的基础数据库。回想当初的法律尽职调查，仅仅土地问题的法律尽职调查清单就达几十页，涵盖了房地产企业可能涉及的与土地相关的全部事项。但是，任何一个上市项目的法律尽调，全面完整、有针对性的尽职调查清单不过是项目开始的第一步而已，尽调工作的方法及人力资源更是关键。人力资源方面，学兵主任全面支持，抽调了房地产部门的精兵强将组成了中伦实战团队，记得当时有公司部的薛熠、方路、范唯、房地产部门的温娜、金晶、小郭等十余名律师，奔赴集团下属的各个项目公司，与当地项目公司负责人一个一个项目了解，一个一个问题讨论，一个一个数据核对，最终汇集了上百页的 EXCEL 表格，分门别类列出了公司所有地产项目和对应的土地情况、立项情况、规划情况、施工情况、预售情况和竣工情况，甚至包括了每一幢楼所对应的每一

个许可证。项目团队的律师后来回忆说，那一段整理土地和房产情况的日子几乎是我入职以来最痛苦的一段时间，每天闭上眼睛就是 EXCEL 灰色的条纹线和形形色色的数字在眼前飞舞。

但正是这种严谨负责的精神，使得一个体量庞大、土地情况复杂的项目最终化为表格上一个个直观的问题反馈和数据。而每一种土地情况，中伦律师都穷尽调研方法，最终给出公司一份完整的解决建议。在这之后几年的上市过程中，尽管总是有形形色色的土地问题出现，但无论是土地合同、拆迁还是闲置，都没有离开过起初尽职调查中所定下的解决框架，最终通过补签、确认、更正等等种种方式将土地的法律瑕疵减少到最少，使得公司能够在核心的土地合规性上最终能够符合联交所地产类上市公司的标准。

3. 关于信托贷款的争论

2009 年以来，随着国内银行对房地产开发贷款的不断收紧，国内的房地产企业不得不把间接融资的方式从传统的银行贷款扩大到更多的金融机构，而信托以其形式灵活、资金充沛的特点很快便成为了新的房地产企业的重要资金来源，阳光壹佰集团也不例外。

但这种融资方式，随着银监会的监管收紧和信托公司的创新融资方式，却成为了上市过程中新的阻碍。一方面，银监会在《中国银监会关于支持信托公司创新发展有关问题的通知》（银监发[2009]25 号）、《中国银行业监督管理委员会关于加强信托公司房地产信托业务监管有关问题的通知》等文中都反复强调了发放房地产信托的必备条件，如“（1）“四证”（国有土地使用权证、用地规划许可证、建筑工程规划许可证、建设工程施工许可证）齐全；（2）房地产开发企业或其控股股东有二级以上房地产开发资质；（3）符合国家规定的最低项目资本金（项目资本金指投资者认缴的出资额，对投资项目来说是非债务性资金，项目法人不承担这部分资金的任何利息和债务，目前为 30%）规定”等，此外还强调“严禁以投资附加回购承诺、商品房预算团购等方式间接发放房地产贷款”，因此，信托贷款的合规性成为了律师面前第一个要解决的问题；另一方面，信托公司为了实现投资目的而不违反银监会规定，进一步发展出了若干种特殊的融资方式，如股权投资且不承诺回购但授予双方选择权、债权转让、收益权转让和回

购等各种形式，这些投资方式尽管没有违反银监会规定，但是由于股权投资等形式实际导致了公司的股权变化，使得会计报表中是否仍能将这些企业视为控股公司或全资子公司产生了法律难点。

针对这类型新问题，中伦团队充分发扬了善打攻坚战的特点，集中审阅、整理了多达上万页的全部信托合同，从信托合同中审阅整理出两个大类 15 个小类的信托合同类型，对于明显违反银监会规定的合同，协助公司上市前妥善解决；对于不违反银监会规定但对公司股权或控制权认定存在影响的合同，对照合同条款逐一与审计师讨论并给出解决方案。

经过数以百计小时的会议讨论，公司、保荐人、审计师、我们最终对这些形形色色的信托合同达成了共识，尽管公司为此在招股书中拿出了大量篇幅进行了说明，但终于没有成为对公司上市的障碍。

4. 长达近七年的上市项目的法律项目管理的复杂性

在阳光壹佰集团的上市项目中，还有一点不得不提，就是这个项目耗时长达七年！

2006 年 10 月首次启动，中伦全面参与重组上市方案的论证。

2008 年 1 月第一次上市启动会，牵头投行是 UBS，项目确定名称为“阿波罗”，按照上市时间表应该是 2008 年 7 月递交 A1 表，2008 年 9 月通过上市聆讯，但 2008 年 9 月全球金融危机开始失控，美国雷曼兄弟申请破产保护，华尔街海啸冲击下，“阿波罗”登上香港联交所的计划终于不得不搁浅！

2010 年 2 月第二次上市启动会，由摩根斯坦利和德银联合牵头再次启动“阿波罗”号上市计划。但这次启动后工作了不记得是什么原因了，只记得因为涉及到其中一个项目中涉及兖矿的股份问题，谈判艰难，公司范总邀我前往济南谈判，早上 6 点开车从北京出发，中午到济南开始谈判，结果没有谈出个所以然来，连夜开车返回北京。坐在后座上，车子半夜 100 公里以上的时速奔驰在高速公路上，我只见开车的司机不住地“点头”，吓得不敢打瞌睡。范总实在看不过去了，就亲自开回了北京，至今回想起那一幕仍心有余悸！公司上市重要，生命安全更重要啊！可惜那时不懂。

2011年11月第三次上市启动会，换成了摩根大通和苏格兰皇家银行联席牵头为“阿波罗”号启航。上市目标时间定在2012年6月。但当所有的A1文件都已经备齐准备递交时，“临门一脚”不知是谁的主意，易小迪就是没有踢出这一脚！

2013年4月第四次上市启动会，中金和花旗担纲联席保荐人，我参加第四次启动会上发言说，我是唯一一位参加过四次阳光壹佰上市启动会的中介机构代表，我相信也希望这是我最后一次参加阳光壹佰的上市启动会，此次一定要成功啊！这次上市计划原定2013年10月完成上市，结果又遇上境内外资本市场一片看衰中国内地房地产，难道“阿波罗”就是登不上“月球”了？这次真心感谢易总的坚定不移！虽然比原定上市时间表推迟了一个季度，最终，2014年3月13日上午，我受邀前往香港亲自见证了易小迪率阳光壹佰全体高管登上了香港联交所的上市大厅，重重地敲响了上市的铜锣！虽然我到香港联交所参加上市仪式至少不下5、6次了，但这一次，确实感慨万分！我加入中伦到今年是第八个年头，跟着这个项目竟是七年多，参加这个项目的律师大部分也不在中伦了，团队内部开玩笑时常常说，八年抗战也只差一步了。一个长达七年的项目，从中伦2010年开始有了内网计时系统的统计后，我们在这个项目上的工作计时长达5669小时，还不算2010年以前的工作小时。七年中，公司的自身情况都发生了无数变化，我打交道的公司负责上市的财务总监就换了四个！更不要说法律尽调工作了。但是，得益于项目初期建立的清单-分类资料库-反馈清单-问题总结的良好项目管理流程和项目管理表单，使得这一个长达七年，参与律师几经变更的项目居然没有太大波折的在中伦内部延续了下来。在七年的上市工作过程中，所有的中介机构中只有中伦团队和审计师团队始终不离不弃，坚守到公司最终上市的一天。

所谓窥一斑而知全豹，从这个项目的圆满完成，也可以看出中伦在法律项目管理上所耗费的心血和所积累的宝贵经验。项目启动之初，我们就要求所有参与律师对数据库资料进行分类整理，用EXCEL建立反馈清单和待解决问题，律师的离职或调离必须与交接律师就每一个资料进行交接与核对，将无形的工作成果通过有形的形式固定下来。所以，阳光壹佰上市虽然几经波折，几次暂停后再启动，但每次启动，中伦团队都是进入状态最快、准备最充分的中介机构，正是得益于中伦团队律师建立的数据库和对数据库的高效管理方法，其他中介才能够在最短

的时间内协助公司完成了 A1 前的所有准备工作，为最终的成功上市打下良好基础。

“言中伦，行中虑”，中伦人一向怀着感恩之心为我们的客户提供服务；一向强调团队合作；一向珍视奉献精神；更是一向按照最严格的标准上要求所有专业人员遵守律师职业道德。正是这些一向的坚持，使得中伦人能够在近些年的国内法律服务市场上不断创造佳绩。“阿波罗”项目只是中伦律师服务过的无数法律项目中的一个缩影，但从中应能够看到中伦人专业、严谨、敬业的精神。记得从哪里看到过这样一段话：“手艺是具备一定宏观视野的一种技术和能力。一个人，要把耻辱心放在手艺上。专业能力差的人就是行业的掘墓人，因为他模糊了行业的价值体系，让全社会对这个行业失敬。”我想，律师作为一种职业原本也应该是一种“手艺”，但在全中国都以 GDP 为业绩标准的时代，中国律师实际上已经和商人或者叫商贩几乎成同行。什么时候我能够在中国的律师队伍里单纯地做个“手艺人”律师就真幸福了！