



未上市红筹架构企业回归境内资本市场模式探索

2011-3-2 清科研究中心

自从“10号文”出台以来，中国企业通过搭建红筹架构取道海外资本市场上市融资几乎化为泡影，随着境内资本市场的不断完善，清科研究中心观测到，越来越多已搭建好红筹架构的企业着手拆除红筹架构转战境内资本市场寻求上市途径。大中华区著名创业投资与私募股权研究机构清科研究中心最新推出《2010年未上市红筹架构企业回归境内资本市场研究》，从红筹架构的历史及现状着手，分析了未上市红筹架构企业回归境内资本市场的模式，并结合已成功回归的红筹架构企业的成功经验，对目前未上市红筹架构企业何去何从做出全方位解析，为拟回归境内资本市场的红筹架构企业的上市提供发展建议。

红筹架构建立时所形成的海外结构，往往有两种方式。一是如新浪的信息类产业，属于限制外商投资的领域，则可以通过VIE，即协议控制，使境外实体合并境内企业的财务报表；二是普通的产业，即非限制外商投资的行业，则可以通过设立境外特殊目的公司，将境内权益间接反应到境外实体里面，之后境外实体可以海外上市。由此可以衍生出多种未上市红筹架构企业的回归模式。现将实用性较强的部分红筹回归模式归结如下，这些回归模式基本已在过去的成功案例中得到了体现。但是就目前的证监会对于上市企业过会信息的考量、对于招股说明书中披露的股权结构的把握而言，目前并不存在红筹回归“放之四海而皆准”的固定模式，各家未上市企业仍需结合自身特点，对于可供选用的回归模式进行一些微调，以满足其自身诉求。

未上市红筹架构企业回归模式之一

在各种红筹回归模式中，最为清晰明了的方法是完全去除海外架构，并对其中所涉及的股权转让过程予以明确披露。263上市即是完全去除海外架构的典型示例。在这种回归模式下，拟上市企业需要将之前建立的红筹架构一层层的剥离、并办理相应的工商、外汇登记手续。部分成功回归的红筹架构企业可能未在招股说明书中事无巨细的一一披露，但是这种以真实状况示人的回归模式最为符合政策规定，也最不容易因历史沿革问题而不能过会。现以未上市红筹架构企业A为例，简述其具体的操作流程如下：

1. 企业A的红筹架构建立过程

假设A为了进行海外私募及海外上市，之前搭建了红筹架构，先后在开曼群岛、BVI建立了离岸公司A1与A2两层“壳公司”，拟以A1作为海外上市实体，后企业A改变原有上市计划，欲于境内市场挂牌上市，企业A将作为境内上市的实体。

2. 企业A的红筹架构剥离过程---剥离第一层“壳公司”A1



通过股权转让，将离岸公司A1的股份全部转让给A2，此时A2为100.0%自主控股，A1不再持有A2的股份，“壳公司”A1的历史使命已经完成，可以按照注册地的相关要求，将A1注销。由于A1、A2属于同一控制人设立的特殊目的公司，因此在其中的股权转让过程中的对价问题较为容易解决，而且其中并不涉及中国境内的股权交易与获利，因此也无须向境内税务机关缴纳所得税。因A1和A2同属建立于离岸金融中心的企业，而几乎所有的离岸金融中心均不同程度地规定了离岸公司所取得的营业收入和利润免交当地税，因此A1与A2基本没有税务负担，并且二者注册地的政策均比较宽松，货币往来不受限制，没有外汇管制政策，因此在剥离A1时，操作程序基本不受限制。

3. 企业A的红筹架构剥离过程---剥离第二层“壳公司” A2

与上述步骤相似，企业A需通过股权转让，对A2所持有的100.0%股份进行回购，使得未来的境内上市实体A能够100.0%为境内自然人所有。此步骤尽管涉及境外与境内企业间的股权转让，需要经过两个公司的董事会决议，但因两个公司隶属于相同控制人，因此其对价过程较为简单，可以无需计算红筹架构建立之初至转让之日发生的资本溢价，仅以原始出资额进行股权转让。

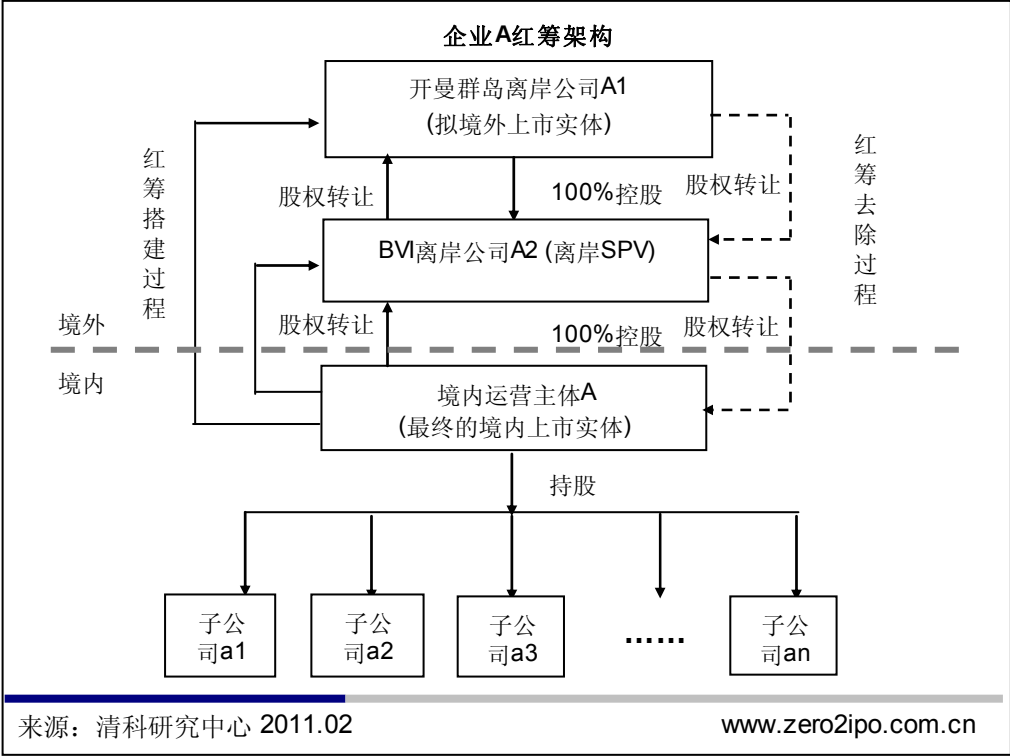
4. 设立股份公司

在成功剥离两层“壳公司”之后，企业A作为境内公司，已符合境内市场的发行要求，此时可召开股东大会，协议将A整体转变为股份有限公司，为其作为境内上市实体作准备。在此过程中，需要召开董事会进行表决通过，聘请专业审计机构对公司的财务状况进行审计，以公司净资产按比例折合计算每股价格，进行股本变更。

5. 向证监会报批

至此，企业A已剥离其原有红筹架构，转变为境内所有公司，符合上市标准，可以按照上市流程准备招股说明书，向证监会报批。之前的红筹建立与剥离过程，需在招股说明书中予以明示，包括公司之所以搭建红筹架构的目的以及废除红筹架构的动因、每一次股权转让的对价情况与股东股本变化、期间股权转让过程中涉及的资金来源与收讫情况、是否进行工商变更登记以及外管局登记等。此外，企业A还需证明其主要控制人在最近两年内未发生变化。

图 1 企业 A 红筹架构



采用股权转让的回归模式，优点在于企业的股权转回到境内的实际股东名下，如果之前的海外架构进行过海外融资，在股权转让之后，境内投资者也将所持股份转移到了境内实际控制人的名下，因此从某种程度上避免了潜在的股权纠纷。

未上市红筹架构企业回归模式之二

如果按照前文所述的回归模式，境外投资者在将所持股权转让给境内股东时，相当于放弃了其在拟上市公司中的未来收益。因此，境内股东可以同时设立境内外两个公司，通过境内外关联并购使境内上市实体，以反映境外投资者在境内企业中的权益。现以未上市红筹架构企业B为例，简述其具体的操作流程如下：

1. 设立离岸公司B1与境内公司B2

假设企业B的实际控制人，先后在BVI建立了离岸公司B1与境内B2两个架构。两者分别持有境内实际运营实体B部分股权，即企业B为境内外合资公司。此处将境内外持股架构简化为B1、B2两家，实际操作中，可能有多家境内外企业同时持有企业B的股权。

2. 境内外关联并购调节企业B的控制权

由于境外企业B1与境内企业B2隶属于相同控制人，因此B1、B2为关联企业，企业B的股东可以通过B1与B2间的关联并购，来调节企业B的控制权：如果拟以B1作为上市实体寻

求海外上市，则可以由B1并购境内企业B2，或者B1仅并购B2部分股权，成为企业B的控股股东，使企业B由合资公司转变为海外独资公司或者海外控股公司；如果拟以B2作为上市实体寻求境内上市，则可以由B2并购海外企业B1，或者B2仅并购B1部分股权，成为企业B的控股股东，使企业B由合资公司转变为境内独资公司或者境内控股公司。

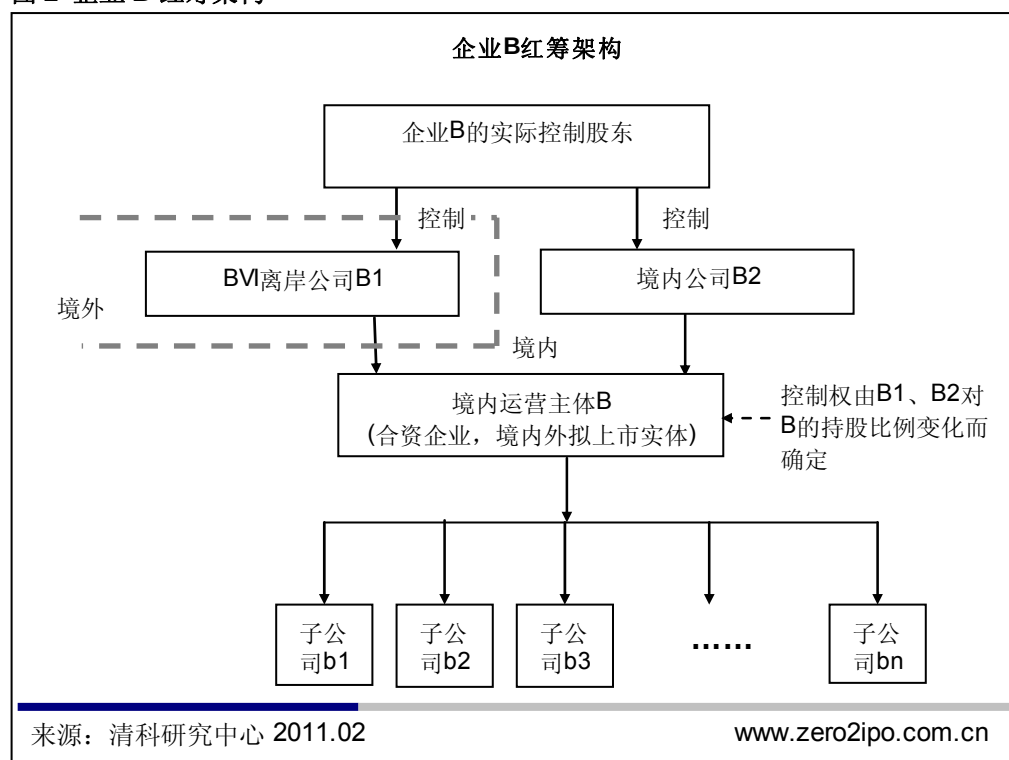
3. 设立股份公司

当企业B的控股股东为境内公司B2时，已符合境内市场的发行要求，此时可召开股东大会，协议将A整体转变为股份有限公司，为其作为境内上市实体作准备。

4. 向证监会报批

至此，企业B已剥离其原有红筹架构，转变为境内所有公司，符合上市标准，可以按照上市流程准备招股说明书，向证监会报批。之前的红筹建立与剥离过程，需在招股说明书中予以明示，包括企业B的控制权的确已经转由境内控制、红筹架构中的股权转让对价清晰、资源来源明确等，此外，企业B仍需证明其主要控制人在最近两年内未发生变化。

图 2 企业 B 红筹架构



对于转让股权的尺度把握，如果海外股权并未100.0%转移到境内，而仅将控制权交予境内，海外分支仍部分保留，目前证监会尚未就此问题深究，虽有企业成功地在保留海外分支的前提下回归，但如果能将海外分支全部剥离显然对于企业申请上市更为有利。因此，此种红筹回归模式的缺点主要存在于：第一，如果转让股权之后仍存在境外特殊目的公司帮境

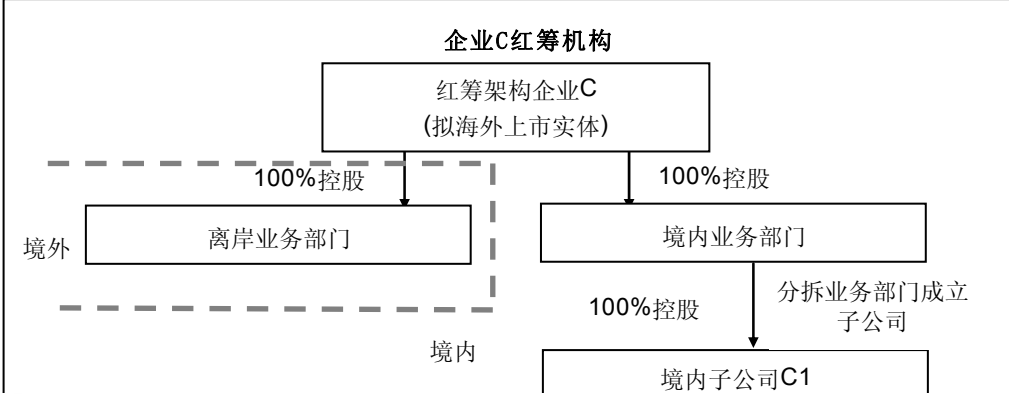
内实际控制人代持股份的情况，则与现有的发行审核政策相违背；第二，如果公司的股权没有全部转让至实际股东名下，则公司上市后，股东还需要通过上市公司的收购行为来作进一步股权转让。

未上市红筹架构企业回归模式之三

之前所论述的两种回归模式，均是以整个企业为主体，进行整体层面的红筹构建与回归。事实上，除整体回归之外，分拆企业的部分业务，回归境内资本市场上也是可行之选。这种回归模式是参考了部分企业通过分拆业务，重新整合后在境内外市场上市的先例。例如，2009年10月16日，新浪便成功分拆了旗下房地产业务与家居频道的资产，并且通过与易居中国的克尔瑞合并组成中房信（CRIC），之后成功在NASDAQ挂牌上市，实行资产增值；而网游行业，搜狐分拆旗下的游戏公司畅游有限公司与盛大网络分拆的游戏部门盛大游戏均是分拆上市的经典案例。

红筹架构企业回归也可以参考类似的方式，现以未上市红筹架构企业C为例，简述其具体的操作流程如下：假设红筹架构企业C存在离岸业务与境内业务两部分，二者相互独立运营，将境内业务分拆出来，成立境内控股的子公司C1。

图 3 企业 C 红筹架构



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_16352

