

# 中國企業境外Pre-IPO的架構重組

**中**國企業到境外上市融資是一個非常復雜的系統過程，在這個過程中，存在着諸多的不確定因素。在境外上市前期的Pre-IPO過程中，需要充分考量法律合規、公司架構、會計準則等各種因素，以求將風險和不確定性控制在最小範圍，從而確保順利上市及上市後企業的正常運營管理。

針對法律合規和會計準則方面的盡職調查，我們將以“特別關注”的形式在將來的《宏傑季刊》中詳細解析，敬請關注。在這裏，我們重點關注的是中國企業境外Pre-IPO中的架構重組，希望通過接下來的分享能夠

為您提供一些可資借鑒之處。

很多打算到境外上市的中國企業，已經意識到對其公司架構進行重組的重要性和必要性。因此，在Pre-IPO過程中，它們往往特別關注如何通過重組架構以繞過中國法律法規的規管，特別是繞過“10號文”的規管。正因為如此，包括協議控制模式、信托代持模式以及外資轉內資模式等各種上市模式層出不窮。

拋開所謂的“紅籌模式”或“後紅籌模式”所存在的這樣或那樣的法律缺陷不談（稍後，我們會在下文以案例研究的方式與您詳細分享），中

國的上市企業對公司架構重組存在着觀念上的“誤解”。事實上，繞開法律障礙並不是擬上市公司架構重組的唯一原因，更不是終極目標；相反，無論是在境內上市還是境外上市，中國企業都有一串理由在Pre-IPO過程中對其架構進行重組和優化。



## Pre-IPO的架構重組

### 所有權與經營權分離

在中國，市場經濟的實行不過30多年，現代企業制度還遠遠沒有建立起來。很多企業（特別是私營企業）都是由企業主一手創建并帶領企業發展壯大，是名副其實的家族企業。在企業規模比較小的時候，企業主往往所有事情一把抓，所有權和管理權集中于自己一人身上。在這個階段，創始人通常不會對創業伙伴的回報（股利）和經理人報酬進行明確區分，主要是靠一種感性的商業意識在推動企業的運營與分配。

隨着企業的不斷壯大并準備上市，作為企業擁有者的企業主開始成為股東或股東之一，股東僅為企業提供資金，不再直接參與日常運營；而職業經理人則成為董事，以公司職員身份負責公司日常運營。發展到這個階段，股東股利和經理人工資報酬的區別，變得十分必要。

得益于控股公司架構的采用，現代企業的所有權和經營權分離得以實現，因為控股公司架構可以很好地界定股東和董事的不同權利、角色和責任。目前，世界上最發達的證券交易所都采用了以英-美法系為基礎的法

律體系，這也正是為什麼常見的控股公司註冊地幾乎都是英國的屬地，如百慕大、開曼群島、香港、澤西島、英屬維爾京群島、美國等。

事實上，經過數百年的發展，英美公司法已經成為“普通法系司法管轄區”的法律傳統。在不同的普通法系司法管轄區，可以互相借鑒其他司法管轄區的公司法并加以采用，而股東-董事關係的分離也得到了廣泛的認可。

### 降低營商風險

當一家企業還是私人小公司的時候，它完全沒有理由要搞出來復雜的公司架構——因為企業主一個人就可以掌控所有的營商風險。

但是當企業發展到上市的程度，風險控制就成為管理層（董事）首要考慮的問題了，因為管理層必須對所有股東負責。事實上，在歐美等發達國家，公司治理還需要對員工、債權人和整個社會負責。

投資理財上常說，不要把所有的雞蛋放在一個籃子裏。同樣地，在現代企業管理與運營上，也需要通過遍布全球各地的不同商業實體來隔離、分散整個集團的風險。如此一來，某個地域或某個功能的商業實體（如，承擔產品召回功能的公司）出現問題，才不至于影響到其他商業實體甚至整個集團的利益。

### 稅收考量

對於中國企業境外Pre-IPO中所涉及的稅收問題，《宏傑季刊》（2011年春季刊）的【跨境并購中的稅務問題】一文中專門進行了詳細分析和解讀，其中，印花稅、資本利得稅、納稅損失抵免、股東是否需要納稅、資產出售是否需要納稅以及如何評定稅基等都對Pre-IPO的架構重組有重要影響。在這裏，我們不再重復。若您對這個話題感興趣，請閱讀我們的《宏傑季刊》（2011年春季刊）。

### 法律和財務考量

內地企業境外上市因境外證券市場上市條件規定及特點的不同，上市架構的設計有較大區別。如內地企業在香港上市，可以將主要運營公司直接上市，比較普遍的是通過控股公司實現整個集團上市，集團下屬子公司及聯營公司各自負責集團其中一部分





國有企業外，大多數民營企業都不會選擇直接上市；二是，通過在開曼、BVI等境外金融中心設立特殊目的公司，以境外控股公司間接到境外上市，即“紅籌模式”和“後紅籌模式”，這是民營企業的最主要選擇。

PE)，境外PE通過“過橋貸款”為境外控股公司注資，幫助境外控股公司完成接下來對境內企業的并購。在將境內公司權益裝入境外控股公司後，便可以境外控股公司作為上市主體，實現在境外市場的上市。

### 紅籌模式

如前文所述，在2006年9月8日之前，中國企業境外上市最為常用的公司架構是“紅籌模式”。在紅籌模式中，境內實際控制人將主營業務改組成立一個境外控股公司，通常設立在開曼群島、BVI等。該境外控股公司會在境外引入機構投資者（通常是

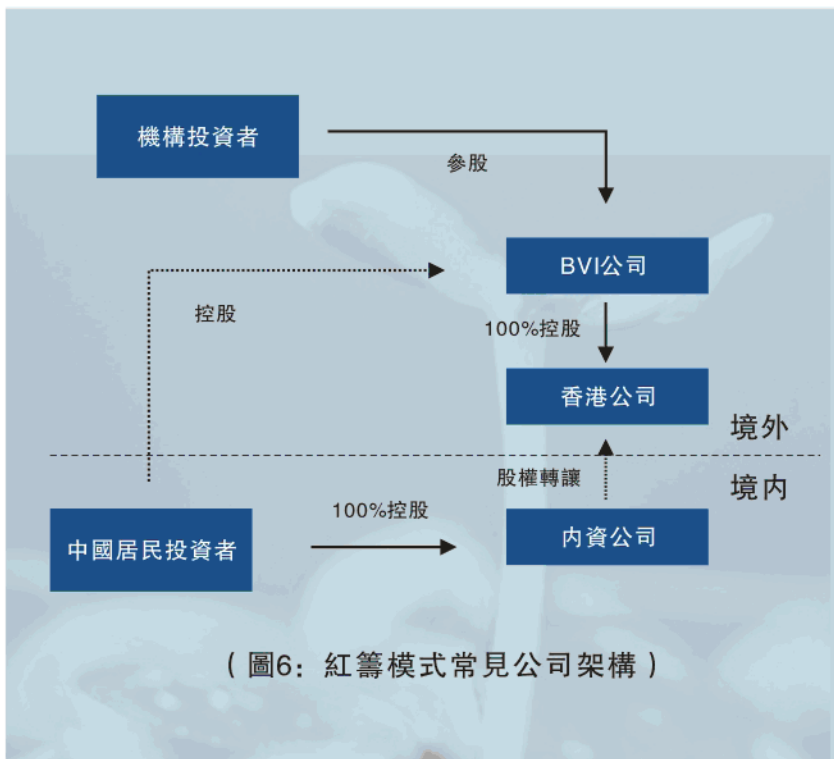
### 後紅籌模式

“10號文”對中國企業境外上市的影響非常深遠。面對“10號文”所增加的大量行政審批，境外紅籌上市對廣大中小企業已經不再具有吸引力。在境外投行與國內律師等中介機

業務，各公司之上有一控股公司。而作為最終的上市公司通常註冊在香港交易所認可的註冊地，公司選擇英屬維爾京群島、開曼、百慕大作為註冊地會享有更多的優勢。

三裏不同風，五裏不同俗。雖然全球資本市場的基本上市規則大同小異，但是不同證交所因為各自定位和行業地位不同，因此，它們對企業上市申請的具體條件都有不同的規定。作為境外上市主體，中國企業必然需要根據各大證交所上市條件和規則進行公司架構的重組，以順利在境外上市融資。

企業境外上市有兩種方式：一是，境內企業直接到境外上市，這對境內上市主體資質要求很高，證監會、商務部的審批不容易通過，除了





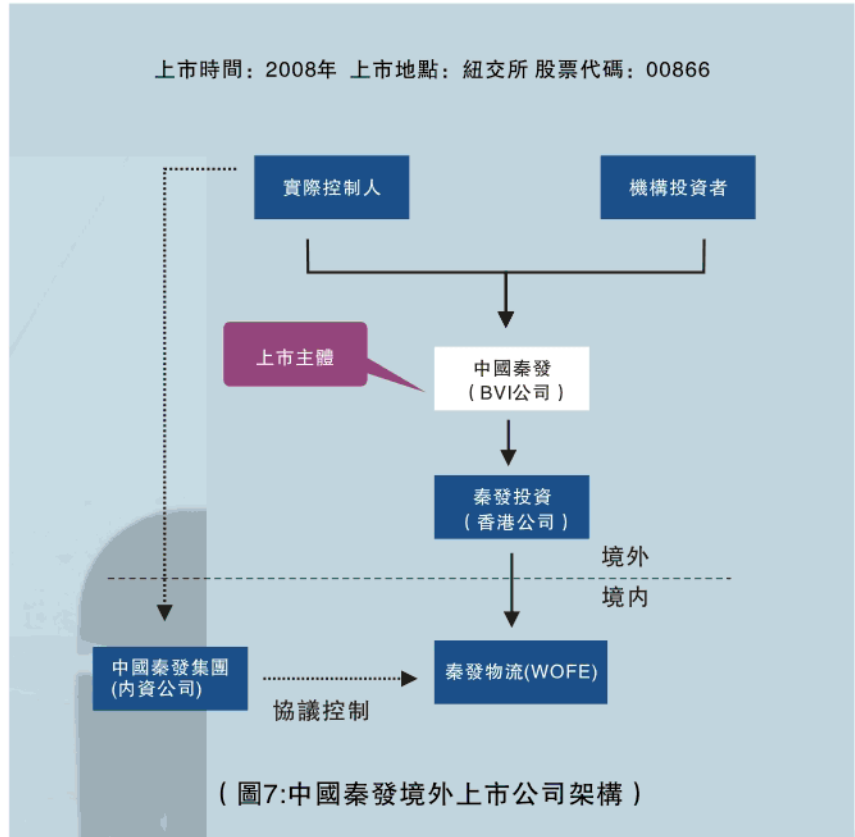
構的幫助下，一些企業設計了規避適用“10號文”的上市架構。現在，就讓我們透過對一些典型案例的研究來看實際操作中是如何成功規避關聯交易審批而成功上市的。

## 協議控制：中國秦發

第一步：境內企業實際控制人以自然人的身份在境外設立特殊目的公司中國秦發（BVI）和秦發投資（香港），並引入境外投資機構完成境外上市主體的搭建。根據“75號文”規定，境內居民自然人在境外設立特殊目的公司僅需要進行相應的外匯登記，故不需按照“10號文”得到商務部審批。

第二步：由中國秦發直接向境內投資設立全資子公司秦發物流，秦發物流屬於外商獨資企業。然後由秦發物流和從事煤炭經營的境內實體秦發集團簽署一系列協議，通過協議控制境內企業的運營、管理、股權、融資等關鍵命脈，以保證境內利益向境外上市主體輸送。由於該環節不是通過併購實現，所以不受“10號文”規管，無需證監會和商務部的前置審批。

協議控制最初由新浪在美國上市的模式演化而來，也稱“新浪模式”。協議控制原本是用來規避境內投資的行業限制，比如互聯網增值服務、廣告服務等，其中，互聯網行業幾乎都採用了這一模式。“10號文”生效後，協議控制被廣泛地用來規避

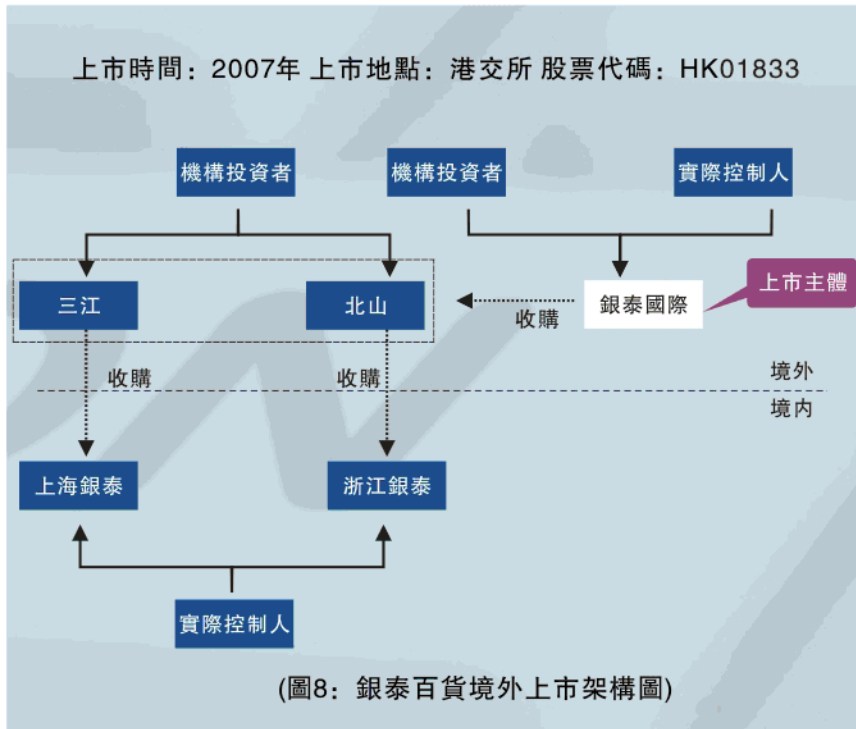


“10號文”。像秦發一樣，雖然很多企業都採用了協議控制的方式實現了境外上市，但是，協議控制的“缺陷”也很明顯，那就是合同關係隨時可能因為一方違約而被除。

## 先賣後買：銀泰百貨

第一步：搭建境外控股公司架構，並通過由PE控制的境外公司北山、三江分別收購浙江銀泰和上海銀泰，因為境內企業的實際控制人並未參股，屬於非關聯併購，所以該併購行為不受“10號文”規管，不需要經過商務部審批，只需經地方商務機關審批即可。

第二步：接下來，境內實際控股人和PE共同控制下的境外上市主體銀泰國際收購北山和三江，將裝入境外中轉主體的實際權益收歸企業實際控制人，然後以境外上市主體在香港上市。



銀泰百貨在招股書中對上述“先賣後買”模式的解釋為：三江控股上海銀泰期間，公司原實際控制人仍保留上海銀泰的投票權及管理控制權，並有委任5名董事中3人的權利。同時，在銀泰國際無法完成對北山、三江的收購時，實際控制人有權要求PE以購買價加利息將上海銀泰權益購回。因此，上海銀泰一直處於境內實際控制人控制之下，從而確保實際控制人不喪失控制權。

正如銀泰百貨招股書中所示，實際控制人已經意識到“先賣後買”的風險所在，即企業實際控制人在“賣”的過程中可能面臨喪失控制權的法律風險，這就需要在將境內權益

賣給PE的過程中對PE權利予以約束，以避免“上市不成反失控制權”。

### 合資架構：遼寧忠旺

第一步：“10號文”生效前，將遼寧忠旺40%權益轉讓給港隆（香港），使遼寧忠旺由純粹的內資企業變身為中外合資企業。其實，港龍（香港）最初設立祇是為了通過“返程投資”享受中外合資企業的一些稅收優惠，並非專門為了規避“10號文”而進行的特別籌劃，祇是數年後却因此而派上了用場。

第二步：將遼寧忠旺的兩大股東（遼陽鋁製品廠、香港港隆公司）所持有的股權，全部轉讓給忠旺投資（香港）有限公司。如此，遼寧忠旺便成為忠旺投資（香港）的全資子公司。

第三步：以境外控股公司（開曼）為上市主體，實現了在香港的上市。

整個收購過程，遼寧忠旺並未就此向商務部申請審批。對此，忠旺的法律顧問給出的法律依據是：遼寧忠旺是中外合資企業，將內地及境外股東持有的股權，轉讓給忠旺投資（香港），其法律性質為轉讓外商投資企業的權益。所以，忠旺投資（香港）收購遼寧忠旺的全部權益，並不構成“10號文”所定義的“境外投資者收購一家內地企業”，因此無需獲得商務部的批准。

遼寧忠旺案例重要的突破是，“10號文”生效之前轉移出去的祇是40%的權益，剩餘60%權益仍留在境內，因此不少人擔心剩餘60%境內權益裝入忠旺投資（香港）時可能會被監管部門“卡”住。但監管部分却予以了放行，監管部門的“鬆緊”程度讓人難以捉摸。

第一步：收購安臣BVI並將境內公司安臣通訊并入安臣BVI——設立離岸公司安臣並收購境內主體安臣通訊，從而搭建基本的境內權益轉移架構，成為後續運作的基點。由於不涉及關聯併購，且發生在“10號文”生



## 準內資：瑞金礦業

效之前，所以沒有法律障礙。

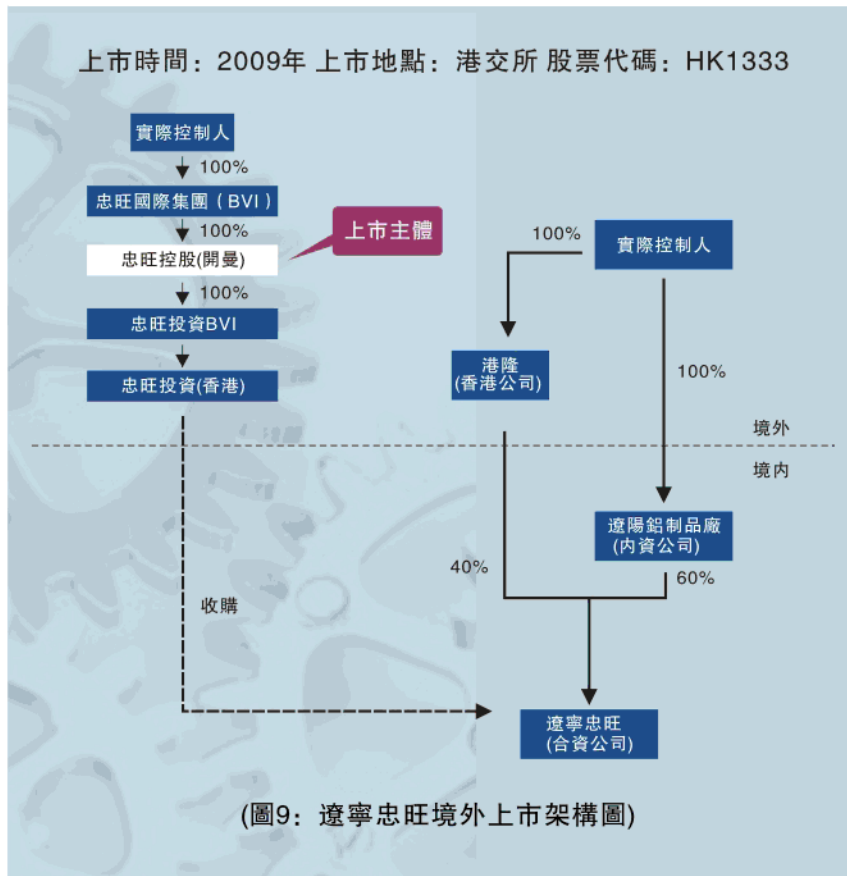
第二步：安臣BVI投資安臣通訊，再由安臣通訊投資赤峰富僑——安臣BVI在中國投資設立外商投資企業安臣通訊，再由安臣通訊投資設立赤峰富僑。經過兩重投資後，赤峰富僑作為外商投資企業再投資的企業，根據中國法律屬於內資企業，為下一步的實際併購作鋪墊。

第三步：赤峰富僑收購赤峰銅業，從而實際控制三大礦業子公司——赤峰銅業控有的三大礦業子公司屬於限制類行業，但是由於赤峰富僑是外商投資企業安臣通訊在國內再投資的企業（被視為內資企業），因此，兩家內資企業間的併購便不需要商務部審批，祇需工商登記部門變更登記就可以了。如此一來，境內權益就裝入了境外主體控制之下。

第四步：利達BVI收購境內企業富邦工業，並以富邦工業為主體收購赤峰富僑，從而將境內權益悉數轉移

到境外上市主體。

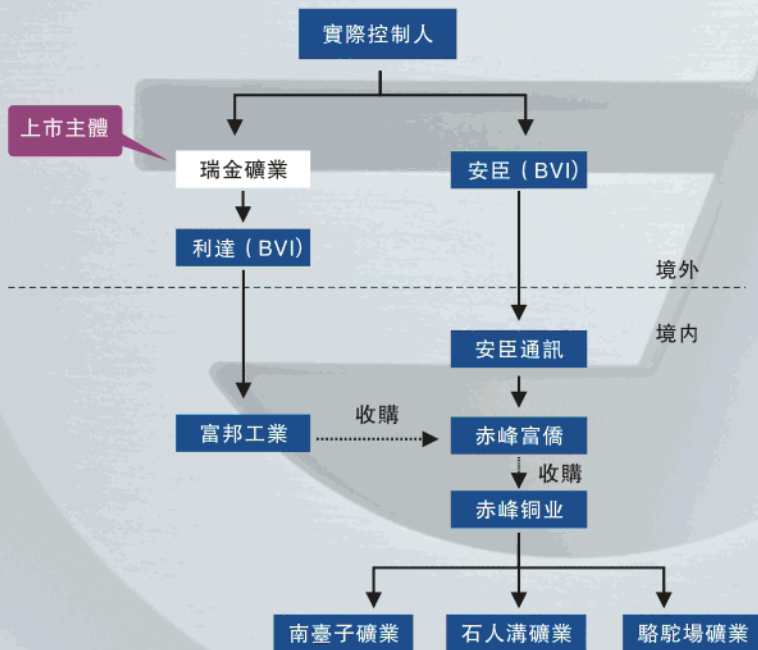
瑞金礦業借力“準內資”企業，打了一個擦邊球——即利用外商投資企業多重投資的法律空白，“偽裝”成內資企業併購境內企業，從而進行股權轉移。無論是企業、出具法律意見的律師還是境外投資機構，肯定都看到了其中的法律風險：雖然瑞金礦業并未被監管機構叫停，但是未來一旦法律法規變動，很可能會被行政機關追究責任。





上市時間：2009年 上市地點：港交所 股票代碼：HK0246

瑞金礦業的金礦資產，皆由吳瑞林從第三方收購而來（時間點發生在“10號文”生效後），收購來的金礦資產皆安置于自己設立的內資企業。搭建紅籌架構時，吳瑞林通過自己控制的一家“10號文”生效前已經設立的外商投資企業，設立一家子公司，再用這家公司（不被認為是外商投資企業）來收購境內的金礦資產，從而規避關聯并購審核。



(圖10: 瑞金礦業上市架構圖)



## 方塊知識八

## 美國證交會對中國企業借殼展開調查

近期，美國證券交易委員會(U.S. Securities and Exchange Commission，簡稱“SEC”)對中國公司在美國借殼上市(反向收購)開展廣泛調查。SEC企業財務部的首席會計師卡納爾稱，截至2010年4月，在美國上市的約340家中國公司大都使用一些不知名的小型美國審計公司，而這些公司可能又將項目承包給中國本地公司，由于距離和語言的障礙，可能在審計過程中出現問題。

反向收購交易可能涉及的欺詐行為的核心，最常見的還是瞞報利潤以減少在中國的納稅，同時虛報利潤來增強對美國投資者的吸引力。這樣，借殼上市的中國企業擁有兩到三套賬本是很常見的事情，“一套給銀行，一套提交給中國國家工商行政管理局，如果是上市公司，那麼還有一套給美國證券交易委員會。”

2010年11月，在納斯達克上市的中國環境產品制造商——綠諾國際有限公司被披露存在財務造假問題。公司股票被納斯達克勒令退市，轉往粉單市場進行交易。2010年12月20日，美國證券交易委員會對總部位於美國的會計師事務所Moore Stephens Wurth Frazer & Torbet LLP(馬施雲飛騰國際會計有限公司)作出了禁制令和罰款的判決，事務所不得再接納任何來自中國的客戶。

近期，德勤、畢馬威、安永、普華永道都卷入了中資概念股事件，如，東南融通(在美國上市)的審計機構德勤、嘉漢林業(在加拿大上市)審計機構安永和中國森林(在香港上市)的畢馬威。

此外，在香港，一些中國上市公司也出現了問題，但相對來說沒有美國資本市場那麼糟糕。比如，中國森林、玖龍紙業都面臨股價暴跌和信任危機。

目前，中美兩國的監管者正加緊合作協議的商談，將財務造假中的重要一環——會計師事務所，納入跨境聯合監管範圍。美國上市公司會計監察委員會(PCAOB)新聞發言人稱，一份《會計監管對等協議》能在今年底前敲定。