



64

## 中国对境外上市的监管

64

境外上市的规管法例

66

“10号文”：外资并购境内企业

67

“37号文”：从外汇角度管理特殊目的公司

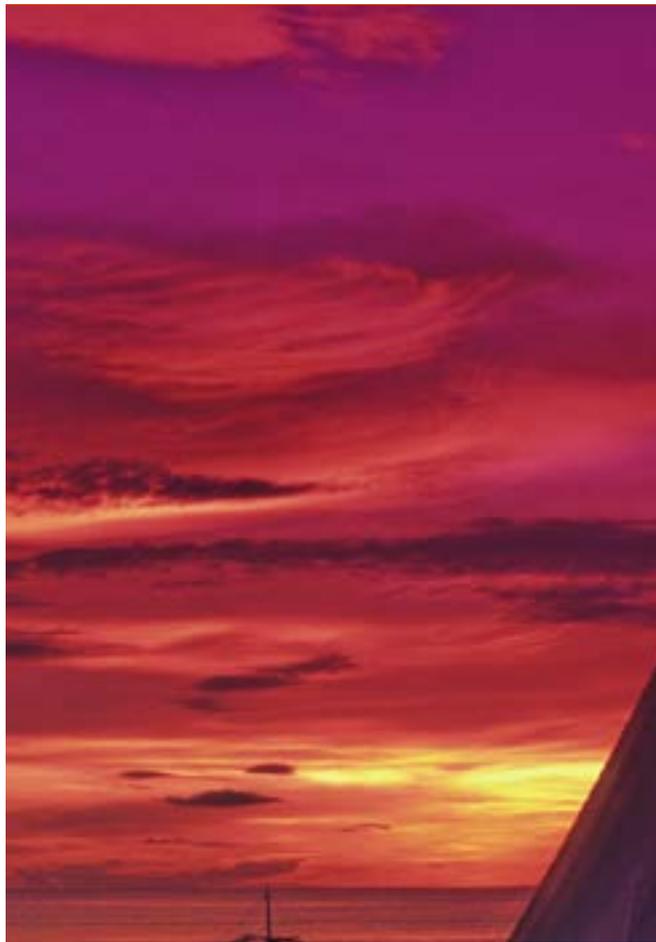
68

“45号公告”：从财务角度对境外上市的监管

69

“82号文”：境外借壳上市中的重复征税

60



71

## 中国企业境外Pre-IPO的架构重组

71

协议控制：中国秦发

71

先卖后买：银泰百货

72

合资架构：辽宁忠旺

73

准内资：瑞金矿业

ManinvestAsia

74

境外上市的  
常用途径及  
注意事项

75

美国 NASDAQ

75

伦敦 AIM 市场

76

香港交易所

# 境外上市 VS 红筹架构

## 关山依旧，重门轻启

从俏江南  
“卖盒饭”  
说起

2014年8月9日，一条“俏江南屡次上市碰壁终至卖盒饭”的财经新闻在媒体上不胫而走。微博、微信等社交网络也推波助澜，一时引得评论如潮——为俏江南上市碰壁惋惜者有之，对PE的“野蛮”逐利愤慨者也有之，对俏江南当家人张兰改换国籍冷嘲热讽者有之，甚至还有不少人八卦台湾明星大S嫁给俏江南公子汪小菲算不算“人生投资失败”……

外行的人看热闹，内行的人却在看门道。

从昔日的雄心万丈到今日的落魄至斯，并不是每个看官都能弄明白这条财经新闻背后的关键所在。其实，俏江南之所以会在短短两三年内急转直下，最重要的原因便是因为“10号文”导致境外上市红筹架构受阻。由于引入鼎晖创投时签署了对赌协议，上市失败的俏江南不得不“想方设法”（比如，抛售股权来引入新的投资者，甚至卖盒饭）来按照对赌约定回购PE持有的股份。

了解境外上市的人都知道，中国企业境外上市主要受到《关于外国投资者并购境内企业的规定》的规管，即所谓的“10号文”。作为中国企业境外上市的一道“火焰山”，如果不能翻过去，那么，就意味着无法到境外资本市场上IPO取得“真金”。不幸的是，俏江南虽然借来了鼎晖投资这把“芭蕉扇”却仍没能翻过这道火焰山。

只要“10号文”  
还在，  
它们就在

那么，境外上市成功的那些中国企业都用哪些方式来避开“10号文”呢？如果您关注我们《宏杰季刊》的话，会发现我们在《资本盛宴：中国企业境外上市》（总第4期）和《境外上市中的VIE架构及其未来走向》（总第9期）两期杂志中都有深入的研究。时至今日，我们回头再看这期杂志，尽管不少法例已经修订，但常用的境外IPO红筹架构并没有太大的改变，主要包括：

■ **协议控制（VIE）模式** - 这是互联网增值服务、广告服务、能源煤矿类企业最常用的模式，因为这些都是外商限制或禁止类投资的行业，通过VIE可以实现境外上市。比如，新浪、阿里巴巴等。

■ **准内资模式** - 通过外商投资企业再投资企业（根据中国法律，被视为内资企业）来并购境内控股公司的方式绕开“10号文”，从而实现股权转让。比如，瑞金矿业。

■ **先卖后买模式** - 这是通过将境内资产打包暂时卖给非关联公司（其实际控制人同时仍保留对原资产的投票权及管理控制权），然后通过境外上市主体来予以收购，从而绕开了“10号文”。但这种方式有较大风险，如果境内资产所卖/托非人，则很容易控股权旁落。比如，银泰百货。

■ **股东改变国籍模式** - 该模式是最近两年颇为流行的境外上市模式，比如俏江南的张兰A股上市不成欲将中国国籍改为圣基茨和尼维斯到海外上市，一度被媒体广为报道。这种模式通常对股东个人政治声誉影响较大，且拿到外国国籍所需时间为6-8个月，不太适合想快速上市的公司。俏江南便是一个引以为戒的反例。

■ **内资转合资模式** - 这也是最近非常受欢迎的境外上市模式，通过将内资企业转变为合资企业

## 财务管制放宽 外汇渠道拓宽

一直以来，中国都对外汇管理进行严格的管控。经过十来年的严格控制，2014年7月14日，全新的《关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发[2014]37号）及其附件《返程投资外汇管理所涉业务操作指引》（“《操作指引》”）和《资本项目直接投资外汇业务申请表》取代了“75号文”<sup>11</sup>。

此前的“75号文”仅仅只允许中国居民通过SPV在境外融资，此次放开了中国居民在境外通过SPV投资，并允许对境外SPV提供资金支持，在外汇管理的层面上有所松绑。无独有偶，2014年7月初，中国的官方电视台CCTV曝光了中国银行“优汇通”涉嫌跨境洗钱，一时之间引发各种揣测。此番“37号文”的出台在某种程度上消除了人们的担忧，可以视为中国官方对境内居民合法资本汇至海外的支持，值得关注。

同样值得关注的，还有中国政府对境外上市财务指标的限制亦于2013年放开，即取消所谓的“四五六”（4亿净资产、5000万元融资额、6000万元净利润）境外上市条件，简化申请程序。证监会取消“四五六限制”，在一定程度上刺激了2013年中国企业境外上市的热情。来自市场方面的数据也证实了这一点。2013年中国到境外上市的企业为66家，这比2012年的27家超出了一倍。

这一趋势在2014年上半年也有所延续，甚至表现出了更加强劲的势头。

中国在2014年上半年共有99家企业实现境内外上市，较近几年有显著增长，共有47家中国企业实现在境外上市，其中35家中国企业选择港交所上市，占中国企业境外上市的最大比重，约为74%。

2014年7月1日，证监会已受理且完成预披露的企业总数为637家，其中，中止审查的IPO企业总数高达589家，但已过会企业仅40家。中国A股市场开闸后又关闸使得新股发行节奏再次放缓，排队候审上市公司的数量庞大，可以预见将会有更多的中国公司为满足其资金需要而选择赴境外（特别是香港）上市。

今时今日，尽管“10号文”这座大山仍然如达摩克利斯之剑一样高悬于境外上市企业的头上，但不可否认的是，中国政府正在不断地给“走出去”的企业（无论是境外IPO还是投资、融资、并购）松绑、解套。踟躅于前往西方（境外）IPO上市的路上，我们或许可用发展的眼光来看待政策的逐步放宽，正所谓哪怕关山依旧，只要重门轻启、羌笛不怨，春风定然可期，杨柳将会依依……

（JV），然后再由境外上市主体来收购合资企业而实现。由于合资企业属于外商投资企业，因此该股权收购的法律性质为转让外商投资企业的权益，因此不需要获得商务部的审批。比如，辽宁忠旺。

其实，像俏江南一样倒在“10号文”这座大山面前的中国企业又何止一二。对于俏江南来说，其当家人张兰选择了将中国国籍更换为圣基茨和尼维斯的做法，希望通过改变国籍身份来规避“10号文”的规管——结果由于PE逼得太紧，换了国籍的她仍然没能熬到境外上市敲钟那一刻。但一个俏江南倒下了，却还有更多的企业通过公司架构筹划成功在境外上市、或走在通往境外IPO的路上。

注释：11 《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发【2005】75号，简称“75号文”），于2005年由中国国家外汇管理局发布。

# 中国对境外上市的监管

经过 30 年改革开放的发展，特别是 2008 年金融危机之后受冲击较小，中国经济呈现出一枝独秀的发展态势，中国公司在全球资本市场上已经逐渐成长为一股不容忽视的力量。面对中国企业（特别是在国内融资困难的民营企业）的日益发展，内部自有资金已经不能满足现有生产或扩大生产的资金需求。

钱从哪里来？



境内的 A 股市场对上市企业资质要求高、程序复杂、时间长，很多民营企业根本无法满足。这一状况在 2014 年仍没有得到根本性的缓解。2014 年 7 月 1 日，中国证监会已经受理且完成预披露的企业总数达 637 家，其中，中止审查的 IPO 企业总数达 589 家，已过会企业仅仅只有 40 家。



毫无疑问，境内上市无望后，众多民营企业很自然地将目光转向香港、美国、新加坡等境外资本市场。中国企业之所以希望能到境外上市“圈钱”，主要在于境外资本市场有比较多的优势，比如资本市场多层次化、上市程序透明、上市制度健全等等。企业在上市融资的同时，亦有助于改善公司治理结构，加速公司的国际化进程，因此，国内企业纷纷加快了境外上市融资的进程。

## 境外上市的规管法例

伴随着中国企业到境外“取金”的发展，上市模式也在不断推陈出新、日益灵活。从最初以上市企业为主轴到 2000 年左右引入“风险投资”（Venture Capital，简称“VC”），直到现在的“私募股权投资”（Private Equity，简称“PE”）+“承销商”模式，中国企业境外上市正日益风生水起。而中国对境外上市的监管和规范也经历了从监管缺位、不完善到逐渐完善的过程，且呈现出日益严格的监管趋势。

2006 年 9 月 8 日生效的《关于外国投资者并购境内企业的规定》（简称“10 号文”），其严格限制使得在此之前未完成红筹架构搭建的公司境外上市路径基本被堵死。尽管 2009 年 6 月 22 日商务部发布了修订版的《关于外国投资者并购境内企业的规定》（2009 年第 6 号），但并没有实质性改动。

迄今为止，还没有一家境内企业经商务部批准完成了“10 号文”

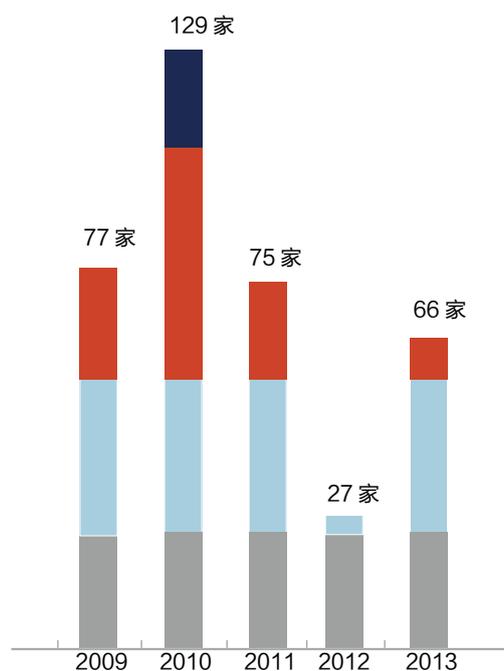


图 7 近五年中国企业境外上市一览(2009 年-2013 年)

## 表四 中国企业境外上市的主要法例

## 10号文（2006年9月）

主要规管外资企业并购境内企业；  
对外资企业利用SPV并购中国境内企业有特别规定；  
几乎关上了海外红筹上市的大门。

## 698号文（2009年12月）

对中国企业的境外股权交易开始征税，并在实践中有不少大的案例出现；  
从税收角度“刺破公司面纱”，实行法人人格否定，可能使精心安排的避税方法失效；  
避税港或税率低于12.5%的低税率司法管辖区不再是监管的盲区。

## 53号公告（2011年8月）

外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查；  
包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式；  
将VIE纳入监管范围，但仍然限制在国家安全这一特定范围内。

## 外商投资企业产业指导目录（2011年修订）（2011年12月）

将外商可投资的产业分为鼓励类、限制类和禁止类；  
其中，网络视听节目服务、互联网上网服务营业场所、互联网文化经营仍然属于禁止类。

## 证监会“指引”（2012年12月）

取消了“四五六规则”（4亿净资产、5000万元融资额、6000万元净利润）；  
需要根据“指引”提供相应的申报文件；  
简化了申请程序，降低了境外上市的财务门槛。

## “关于境外上市外汇管理有关问题的通知”（2013年2月）

企业按要求办理了境外上市相关登记手续后，即可通过银行办理账户开立、资金汇兑等手续，无需再经核准；  
规范境外上市企业境内股东增持/减持境外股份的资金汇兑等业务；  
为H股全流通奠定了基础。

## 37号文（2014年7月）

取代了“75号文”，成为规管特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理的最新文件；  
扩大了特殊目的公司的使用范围，既可以用于融资，亦可以用于投资，对境内居民个人境外投资是一大利好；  
允许境内居民对特殊目的公司提供资金支持、极大地突破了75号的限制，有效地简化了境内居民个人进行境外投资的程序。

框架下标准的红筹结构搭建。从法律规管的角度看，“10号文”已经成为摆在境外上市企业面前不可回避的一个监管“障碍”。

## “10号文”： 外资并购境内企业

### 适用范围和规管对象



外国投资者并购境内企业，系指外国投资者购买境内非外商投资企业（以下称“境内公司”）股东的股权或认购境内公司增资，使该境内公司变更设立为外商投资企业（以下称“股权并购”）；或者，外国投资者设立外商投资企业，并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产，或，外国投资者协议购买境内企业资产，并以该资产投资设立外商投资企业运营该资产（以下称“资产并购”）。

——《关于外国投资者并购境内企业的规定》 第二条



根据上述规定，“10号文”适用范围仅限于股权并购和资产并购，其具体规管情形为：

■ **股权并购**：1) 指外国投资者购买境内非外商投资企业（以下简称“境内公司”）股东的股权；2) 指外国投资者认购境内公司增资使该境内公司变更设立为外商投资企业。

■ **资产并购**：1) 外国投资者先在中国境内设立外商投资企业，并通过该企业协议购买境内企业资产且运营该资产；2) 外国投资者协议购买境内企业资产并以该资产投资设立外商投资企业运营该资产。

根据第二条，我们可以看到“10号文”规管的“境内公司”是指“非外商投资企业”，正是此处的规定为“合资并购”留下了操作的空间。比如，2009年登陆香港资本市场的辽宁忠旺，其法律顾问北京通商律师事务所给出的法律依据便是：

辽宁忠旺是中外合资企业，将内地及境外股东持有的股权，转让给忠旺投资（香港），其法律性质为转让外商投资企业的权益。所以，忠旺投资（香港）收购辽宁忠旺的全部权益，并不构成“10号文”所定义的“境外投资者收购一家内地企业”，因此无需获得商务部的批准。

辽宁忠旺的做法其实是在试探监管层的政策底线。从实际操作来看，辽宁忠旺上市成功，在一定程度上可以看作监管层的默许。但由于“10号文”第十一条规定“当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式，规避前述要求”，辽宁忠旺之后并没有出现很多“追随者”，毕竟没有人能确保监管部门的大棒不会落下。

### 前所未有的严格监管

可以说，“10号文”是中国民营企业境外上市的“分水岭”。2006年9月8日之前，民营企业境外上市多采用“红筹模式”。在红筹模式中，特殊目的公司通过反向收购国内准备上市的主体，把国内公司变更为外商投资企业后，以境外控股公司为主体进行上市，但是公司主要资产和业务仍然在境内。

由此可见，红筹模式的关键步骤是“特殊目的公司反向收购国内准备上市的主体”，而“10号文”恰恰就是对这一关键环节的规管。

针对通过特殊目的公司并购境内企业然后在境外上市，“10号文”在第四章第三节“对于特殊目的公司的特别规定”中专门予以了明确。其中，第三十九条规定：**特殊目的公司系指中国境内公司或自然人为实现以其实际拥有的境内公司权益在境外上市而直接或间接控制的境外公司。**

由此，我们可以看出“10号文”仅对以境外上市为目的的特殊目的公司予以

规管，至于利用特殊目的公司进行国际贸易、实际运营等则不在其规管范围之内，因此不必按照“10号文”进行审批、登记。

针对外资投资者并购境内公司（特别是通过特殊目的公司并购境内公司而后在境外上市），“10号文”在审批、核准、登记等多个方面有严格的要求。

### “37号文”：从外汇角度管理特殊目的公司

经过十来年的严格控制，2014年7月14日，全新的《关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发[2014]37号）及其附件《返程投资外汇管理所涉业务操作指引》（“《操作指引》”）和《资本项目直接投资外汇业务申请表》取代了“75号文”。

“37号文”最为显著的变化就是对“特殊目的公司(SPV)”定义的拓宽：境内居民(含境内机构和境内居民个人)以投融资为目的，以其合法持有的境内企业资产或权益，或者以其合法持有的境外资产或权益，在境外直接设立或间接控制的境外企业。相比于“75号文”：

(1) 不再局限于“融资”而拓宽为“投融资”，增加了“投资”，这为境内企业或个人以投资方式将资金汇至境外打开了合法的外汇流通渠道，值得信托公司、PE机构的关注。

(2) 不再局限于“境内企业资产权益”而拓宽为“境内外企业资产或权益”，不光境内企业，境外企业的资产或权益也可以用作境外直接投资。

同时，“37号文”对“返程投资”的定义做进一步的明确和简化，为境内居民直接或间接通过特殊目的公司对境

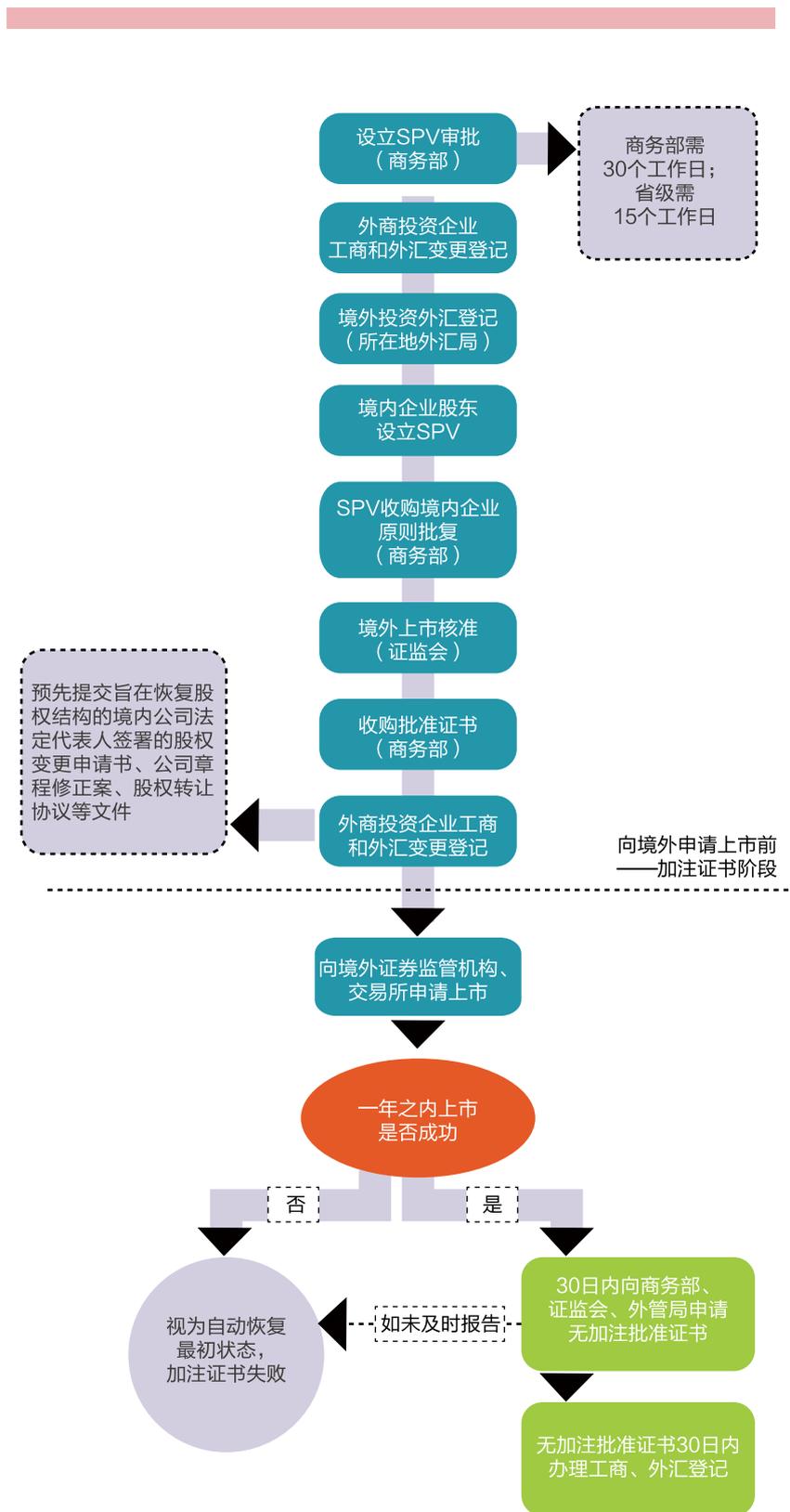


图8 境内公司在境外设立特殊目的公司审批流程图

**表五 境内居民个人特殊目的公司外汇（补）登记**

审核原则	1. 境内居民个人应在其境内企业资产或权益所在地外汇局办理登记；境内企业资产或权益分布于不同地区的，应选择其中一家主要企业所在地的外汇局集中办理登记。
	2. 境内居民个人办理登记之前，可在境外先行设立特殊目的公司，但在登记完成前，该特殊目的公司除支付（含境外支付）特殊目的公司注册费用外，境内居民个人对该特殊目的公司不得发生其他出资（含境外出资行为），否则按特殊目的公司办理登记。
	3. 境内居民个人只为直接设立或控制的（第一层）特殊目的公司办理登记。
	4. 对于未按规定办理境外投资外汇登记的，可以申请补登记；但对于违反外汇管理规定的，依法进行处理。
	5. 境内居民个人参与境外上市公司股权激励计划按相关外汇管理规定办理。

**表六 境内居民个人特殊目的公司外汇（补）登记**

审核原则	1. 企业应在领取营业执照后 30 日内及时办理外汇登记并领取 IC 卡。
	2. 外方投资者并购境内企业同时增加注册资本的，不要求提供变更后的公司营业执照。
	3. 申请人应如实披露其外国投资者是否直接或间接被境内居民持股或控制。如外国投资者被境内居民直接或间接持股或控制，外汇局将在外汇登记时将其标识为“返程投资”。
	4. 被并购境内企业若取得的是依据《关于外国投资者并购境内企业的规定》加注的批准证书和营业执照，应在资本项目信息系统中加注“自颁发之日起 14 个月内有效”字样。待该企业领取了无加注的批准证书和营业执照后，在直接投资外汇管理信息系统进行变更操作，将加注的字样去除。逾期未取得无加注的批准证书和营业执照的，外汇局将会通过系统业务管控功能将该外商投资企业相关业务暂停。
	5. 外国投资者以境外股权并购境内公司的，应在资本项目信息系统中加注“自颁发之日起 8 个月内有效”字样。待该企业领取了无加注的批准证书和营业执照后，再将加注的字样去除。加注字样去除之前，该企业不得向股东分配利润或向有关联关系的公司提供担保，不得对外支付转股、减资、清算等资本项目款项。自工商部门颁发加注的营业执照之日起 6 个月内，如果境内外公司没有完成其股权变更手续，则外商投资企业外汇登记自动失效，境内公司股权结构应恢复到股权并购之前的状态。
	6. 完成外汇登记后，应在主管税务部门出据的税务凭证原件上签注登记事项、登记金额、日期并加盖外汇局业务用章，留存有签注字样和加盖业务专用章的复印件。
	7. 外国投资者并购 A 股上市公司，持股比例达到 25% 或以上的，应在资本项目信息系统备注栏加注“外商投资股份公司（A 股并购 25% 或以上）”字样。

内开展的直接投资活动，即通过新设、并购等方式在境内设立外商投资企业或项目，并取得所有权、控制权、经营管理权等权益的行为。

此外，“37 号文”还放开了境内居民对特殊目的公司提供资金支持，境内居民：

1) 可以由境内外合法资产或权益向特殊目的公司出资；

2) 可以由直接或间接控制的境内企业，在真实、合理需求的基础上按现行规定向其已登记的特殊目的公司放款；

3) 境内居民可在真实、合理需求的基础上购汇汇出资金用于特殊目的公司设立、股份回购或退市等。

一直以来，中国都对外汇管理进行严格的管控。此前的“75 号文”只允许中国居民通过 SPV 在境外融资，此次放开了中国居民在境外通过 SPV 投资，并允许对境外 SPV 提供资金支持，在外汇管理的层面上有所松绑。无独有偶，2014 年 7 月初，中国的官方电视台 CCTV 曝光中国银行“优汇通”涉嫌跨境洗钱，一时之间引发各种揣测。此番“37 号文”的施行在某种程度上消除了人们的担忧，可以视为中国官方对境内居民合法资本汇至海外的支持，值得关注。

### “45 号公告”：从财务角度对境外上市的监管

2012 年 12 月 20 日，中国证监会颁布了《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》，并于 2013 年 1 月 1 日起实施。《指引》取消了内地企业赴港上市的一些规模门槛，简化了一些程序。涉及到的内容有：

1. 取消“四五六”条件（4 亿净资产、5000 万元融资额、6000 万元净利润）；
2. 需要根据《指引》提供相应的申报文件；
3. 简化了申请程序。

这就是针对中国企业海外上市限制的“四五六条款”。考虑到中国境内上市审批成本高，排队时间长等现实问题，取消上述门槛后将来会有更多中国内地企业（特别是民营企业）选择到香港上市。

此前，除国有企业选择直接到海外上市外，大多数民营企业都选择了采用 VIE 架构间接海外上市。针对 VIE，港交所早在 2012 年 11 月初就内地企业赴港上市常用的 VIE 上市模式表明了自己最新的态度。

港交所认为：上市主体在香港上市申请时，仍继续采取以披露为本的监管方针。根据主要事实及所提出的中国法律意见，港交所会裁定 VIE 架构中的合约安排是否具有合法性及上市主体能否确保合约安排的妥善运营。只要上市主体在招股章程中适当披露合约安排及相关风险，且港交所认为上市主体及其业务是适宜上市的业务，那么，VIE 架构安排的企业仍然可以在港交所上市。

针对中国内地监管层降低企业赴境外上市门槛、简化上市程序，市场层面已经做出了积极的回应：2014 年上半年全球共有 319 家企业上市，IPO 交易总数同比增长 60%，融资额创下 2007 年来的新高，全球 IPO 正显示复苏的趋势。数据显示，中国在 2014 年上半年共有 99 家企业实现境内外上市，较近几年有显著增长。47 家中国企业实现在境外上市，其中 35 家中国企业选择港交所上市，占中国企业境外上市的最大比重，约为 74%。

### “82 号文”：境外借壳上市中的重复征税

中国公司“走出去”上市会通过两种方法：一是，首次公开发行上市，即通常所称的 IPO，比如中国人寿 H

股在香港上市；二是，借壳上市模式，包括借壳上市和造壳上市，大多数民营企业都是采用这种方式来实现境外上市的。中国公司境外借壳上市过程中，一直存在着重复征税的问题，让投资者倍感困扰。

2009 年 4 月 22 日，国家税务总局下发的《关于注册境外中资企业依据实际管理机构标准认定为居民企业有关问题的通知》【国税发(2009)82 号，以下称“82 号文”】，对于境外注册中资控股企业的居民身份、税收待遇和双重居民身份协调的问题作了规定，涉及到境内企业在境外借壳上市过程中的重复征税问题。

“82 号文”的颁布，对于境外注册中资控股企业的居民身份、税收待遇和双重居民身份协调的问题作了规定，为上述问题的解决带来了福音。

该文件规定，同时符合下述四个条件的境外注册中资控股企业，可以凭借境外公司的实际管理机构在中国境内而被判定为中国居民企业。针对此，四个条件包括：

(一) 企业负责实施日常生产经营管理运作的高层管理人员及其高层管理部门履行职责的场所主要位于中国境内；

(二) 企业的财务决策（如借款、放款、融资、财务风险管理等）和人事决策（如任命、解聘和薪酬等）由位于中国境内的机构或人员决定，或需要得到位于中国境内的机构或人员批准；

(三) 企业的主要财产、会计账簿、公司印章、董事会和股东会议纪要档案等位于或存放于中国境内；



(四) 企业 1/2 (含 1/2) 以上有投票权的董事或高级管理人员经常居住于中国境内。

毫无疑问, 境内公司控股的境外公司完全符合上述条件, 因此, 通过申请, 其境外公司一旦被认定为中国的居民企业, 重复征税的问题就迎刃而解了。这是因为:

首先, 在境外注册中资控股企业被认定为中国居民后, 境内公司向境外公司支付股息, 就可以依据《企业所得税法》第二十六条和实施条例第八十三条的规定, 作为其免税收入, 境内公司就不需要代扣 10% 的预提所得税了。

同时, 由于境外公司又是境内公司原股东控股的子公司, 在境外公司被认定为中国居民后, 同样依据企业所得税法第二十六条和实施条例第八十三条的规定, 境内公司股东取得的境外公司分配的股息属于符合条件的居民企业之间的股息、红利等权益性投资收益, 作为免税收入, 也不征收企业所得税了。这样的安排彻底解决了中国公司境外借壳上市中所涉及的重复征税的问题。



需要注意的是, 在境内公司被认定为居民企业后, 境外公司在向其境外股东分配股息时, 则需要按中国税法规定, 代扣境外股东 10% 的预提所得税。



## 美国和香港对 VIE 架构的监管

美国和香港是中国企业境外上市的两大主要目的地, 其证监会或交易所对 VIE 架构的态度和立场十分鲜明。

中概股做空潮后, 美国资本市场对中概股的监管加严。SEC 首先加强了对反向收购上市中国公司的调查, 涉及审计及信息披露违法、利益输送、起诉会计和审计公司、财务造假等。交易所方面针对借壳上市则提高了准入门槛, 并通过加强公司上市和上市过程中的监管来保护投资者, 比如, 聘请外部调查机构, 扩大内部调查小组, 要求公司提供现金余额的独立验证等。

与此同时, SEC 指控德勤、安永、毕马威、普华永道以及德豪 (BDO) 这五家会计师事务所中国附属业务违反美国证券法, 因其拒绝提供相关审计工作的底稿。2014 年 1 月 22 日, SEC 甚至暂停了“四大”在美上市 6 个月的审计业务。尽管 2014 年 6 月 4 日后, 这一禁令被延迟 60 天, 但 SEC 对“四大”及中国所施加的压力可见一斑。

同样地, 港交所也对 VIE 架构一直在做着与时俱进的更新和规管。2012 年港交所一度三次修订“上市决策”对 VIE 架构的使用进行阐明。2013 年 11 月 15 日, 港交所更新了上市决策 (LD43-3), 秉持其原来的观点: VIE 协议模式上市没问题, 但是唯其要遵守充分披露 VIE 协议和承担风险。

港交所规定, 若涉及限制行业, VIE 协议的采用只限于解决外资拥有权限制, 才会获批准。其他的限制则需一事一议, 可以想象未来的难度将加大, 存在很大的不确定性。所以, 中介在行业分析时需要格外小心。在中国法律意见中需要明确 VIE 协议不是以合法形式掩盖非法目的的行为。

# 中国企业境外 Pre-IPO 的架构重组

中国企业到境外上市融资是一个非常复杂的系统过程，在这个过程中，存在着诸多的不确定因素。在境外上市前期的 Pre-IPO 过程中，需要充分考量法律合规、公司架构、会计准则等各种因素，以求将风险和不确定性控制在最小范围，从而确保顺利上市及上市后企业的正常运营管理。

很多打算到境外上市的中国企业，已经意识到对其公司架构进行重组的重要性和必要性。因此，在 Pre-IPO 过程中，它们往往特别关注如何通过重组架构以绕过中国法律法规的规管，特别是绕过“10号文”的规管。正因为如此，包括协议控制模式、信托代持模式以及外资转内资模式等各种上市模式层出不穷。现在我们就来具体看看到底有哪些方式可以帮助中国企业实现境外上市。

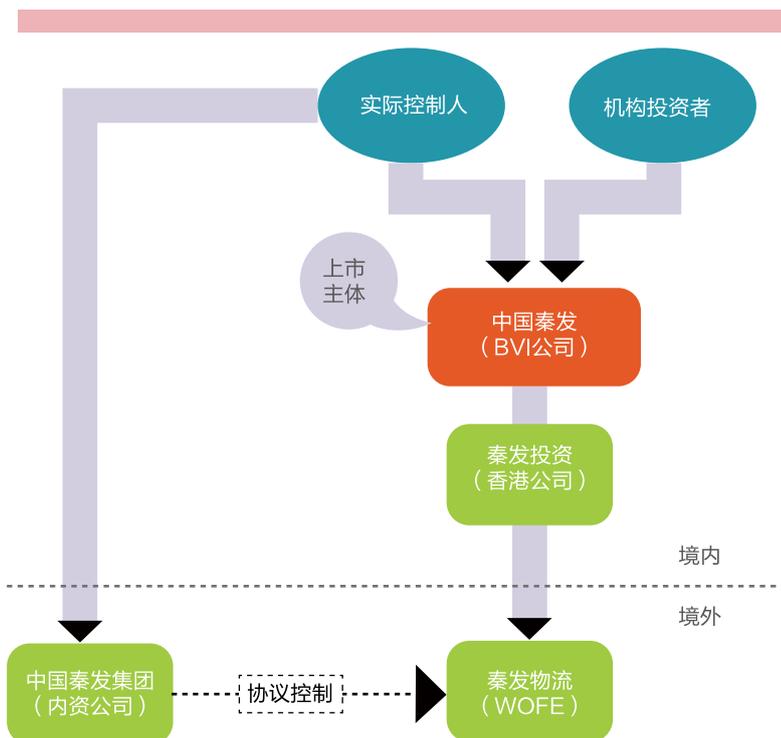


图 9 中国秦发境外上市公司架构

## 协议控制：中国秦发

上市时间：2008 年

上市地点：纽交所

股票代码：00866

**第一步：**境内企业实际控制人以自然人的身份在境外设立特殊目的公司中国秦发（BVI）和秦发投资（香港），并引入境外投资机构完成境外上市主体的搭建。根据当时的“75号文”规定，境内居民自然人在境外设立特殊目的公司仅需要进行外汇登记，故不需按照“10号文”得到商务部审批。

**第二步：**由中国秦发直接向境内投资设立全资子公司秦发物流，秦发物流属于外商独资企业。然后由秦发物流和从事煤炭经营的境内实体秦发集团签署一系列协议，通过协议控制境内企业的运营、管理、股权、融资等关键命脉，以保证境内利益向境外上市主体输送。由于该环节不是通过并购实现，所以不受“10号文”规管，无需证监会和商务部的前置审批。

协议控制最初由新浪在美国上市的模式演化而来，也称“新浪模式”。协议控制原本是用来规避境内投资的外资准入行业限制，比如互联网增值服务、广告服务，其中，互联网行业几乎都采用了这一模式。“10号文”生效后，协议控制被广泛地用来规避“10号文”。像秦发一样，虽然很多企业都采用了协议控制的方式实现了境外上市，但是，协议控制的“缺陷”也很明显，那就是合同关系随时可能因为一方违约而破除。

## 先卖后买：银泰百货

上市时间：2007 年 3 月 20 日

上市地点：港交所

股票代码：HK01833

第一步：搭建境外控股公司架构，并通过由 PE 控制的境外公司北山、三江分别收购浙江银泰和上海银泰，因为境内企业的实际控制人并未参股，属于非关联并购，所以该并购行为不受“10 号文”规管，不需要经过商务部审批，只需经地方商务机关审批即可。

第二步：接下来，境内实际控制人和 PE 共同控制下的境外上市主体银泰国际收购北山和三江，将植入境外中转主体的实际权益收归企业实际控制人，然后以境外上市主体在香港上市。

银泰百货在招股书中对上述“先卖后买”模式的解释为：三江控股上海银泰期间，公司原实际控制人仍保有上海银泰的投票权及管理控制权，并有委任 5 名董事中 3 人的权利。同时，在银泰国际无法完成对北山、三江的收购时，实际控制人有权要求 PE 以购买价加利息将上海银泰权益购回。因此，上海银泰一直处于境内实际控制人的控制之下，从而确保实际控制人不丧失控制权。

正如银泰百货招股书中所示，实际控制人已经意识到“先卖后买”的风险所在，即企业实际控制人在“卖”的过程中可能面临丧失控制权的法律风险，这就需要在将境内权益卖给 PE 的过程中对 PE 予以约束，以避免“上市不成反失控制权”。

### 合资架构：辽宁忠旺

上市时间：2009 年 5 月 8 日

上市地点：港交所

股票代码：HK1333

第一步：“10 号文”生效前，将辽宁忠旺 40% 权益转让给港隆（香港），使辽宁忠旺由纯粹的内资企业变身为中外合资企业。其实，港隆（香港）最初设立只是为了通过“返程投资”享受中外合资企

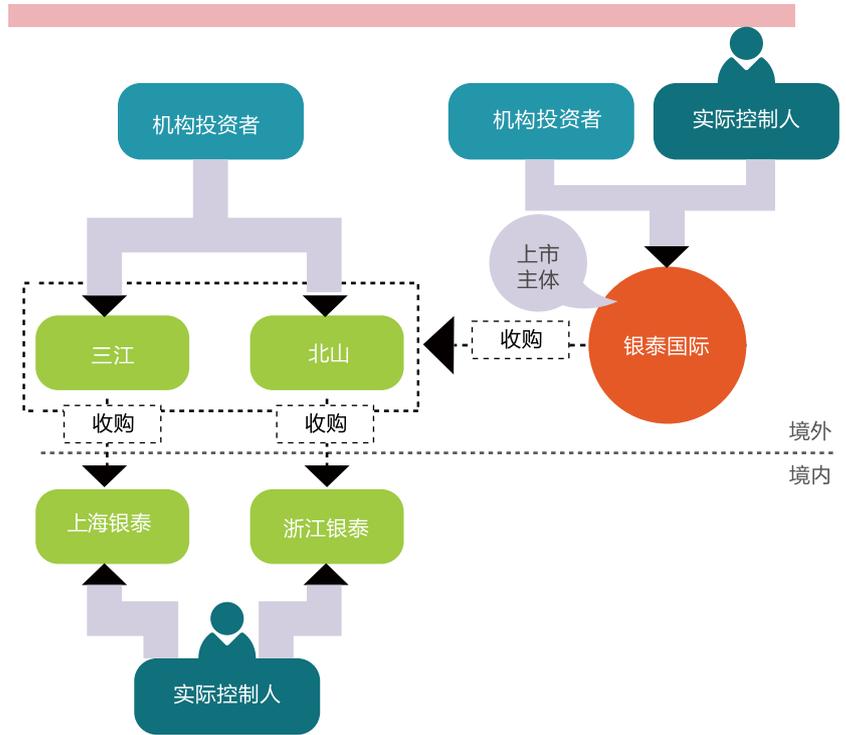


图 10 银泰百货境外上市架构图

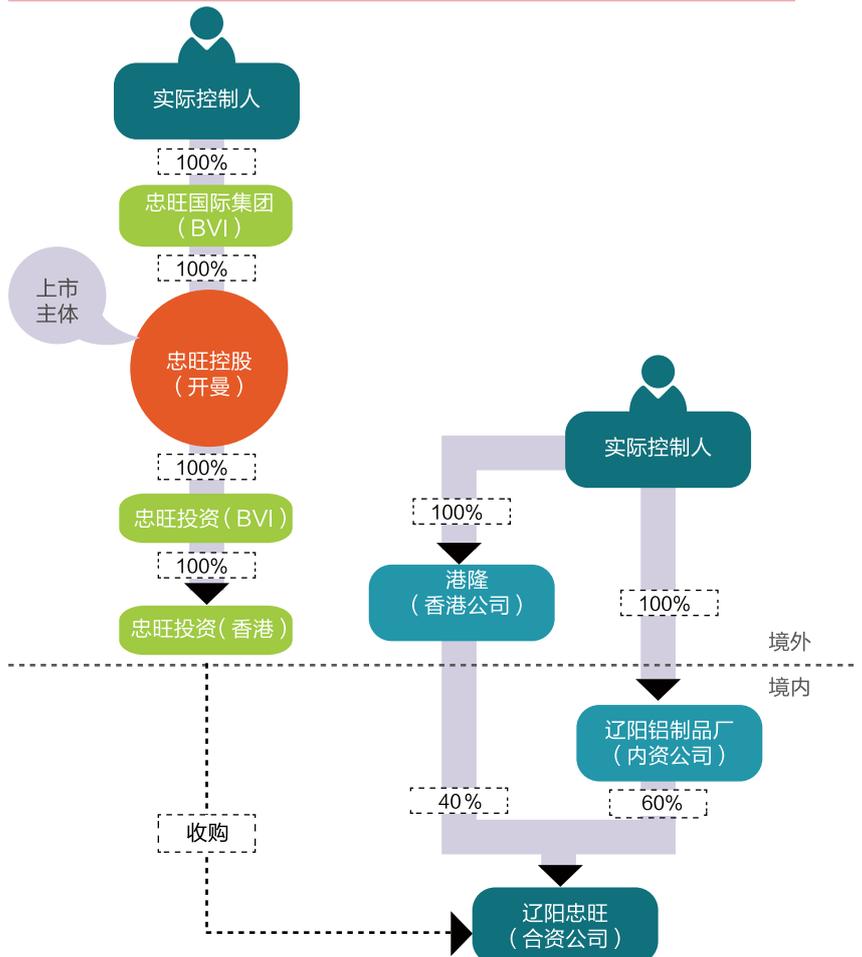


图 11 辽宁忠旺境外上市架构图

业的一些税收优惠，并非专门为了规避“10号文”而进行的特别筹划，只是数年后却因此而派上了用场。

**第二步：**将辽宁忠旺的两大股东（辽阳铝制品厂、香港港隆公司）所持有的股权，全部转让给忠旺投资（香港）有限公司。如此，辽宁忠旺便成为忠旺投资（香港）的全资子公司。

**第三步：**以境外控股公司（开曼）为上市主体，实现了在香港的上市。

整个收购过程，辽宁忠旺并未就此向商务部申请审批。对此，忠旺的法律顾问给出的法律依据是：辽宁忠旺是中外合资企业，将内地及境外股东持有的股权，转让给忠旺投资（香港），其法律性质为转让外商投资企业的权益。所以，忠旺投资（香港）收购辽宁忠旺的全部权益，并不构成“10号文”所定义的“境外投资者收购一家内地企业”，因此无需获得商务部批准。

辽宁忠旺案例重要的突破是，“10号文”生效之前转移出去的只是40%的权益，剩余60%权益仍留在境内，因此不少人担心剩余60%境内权益装入忠旺投资（香港）时可能会被监管部门“卡”住。但监管部门却予以了放行，监管部门的“松紧”程度让人难以捉摸。

### 准内资：瑞金矿业

上市时间：2009年2月23日

上市地点：港交所

股票代码：HK0246

瑞金矿业的金矿资产，皆由吴瑞林从第三方收购而来（时间点发生在“10号文”生效后），收购来的金矿资产皆安置于自己设立的内资企业。搭建红筹架构时，吴瑞林通过自己控制的一家“10号文”生效前已经设立的外商投资企业，设立一家子公司，再用这家子公司（不被认为是外商投资企业）来收购境内的金矿资产，从而规避关联并购审核。

**第一步：**收购安臣 BVI 且将境内公司安臣通讯并入安臣 BVI——设立离岸公司安臣 BVI 并收购境内主体安臣通讯，从而搭建基本的境内权益转移架构，成为后续运作的基础。由于不涉及关联并购，且发生在“10号文”生效之前，所以没有法律障碍。

**第二步：**安臣 BVI 投资安臣通讯，再由安臣通讯投资赤峰富侨——安臣 BVI 在中国投资设立外商投资企业安臣通讯，再由安臣通讯投资设立赤峰富侨。经过两重投资后，赤峰富侨作为外商投资企业再投资的企业，根据中国法律属于内资企业，为下一步的实际并购做铺垫。

**第三步：**赤峰富侨收购赤峰铜业，从而实际控制三大矿业子公司——赤峰铜业持有的三大矿业子公司属于限制类行业，但是由于赤峰富侨是外商投资企业安臣通讯在国内

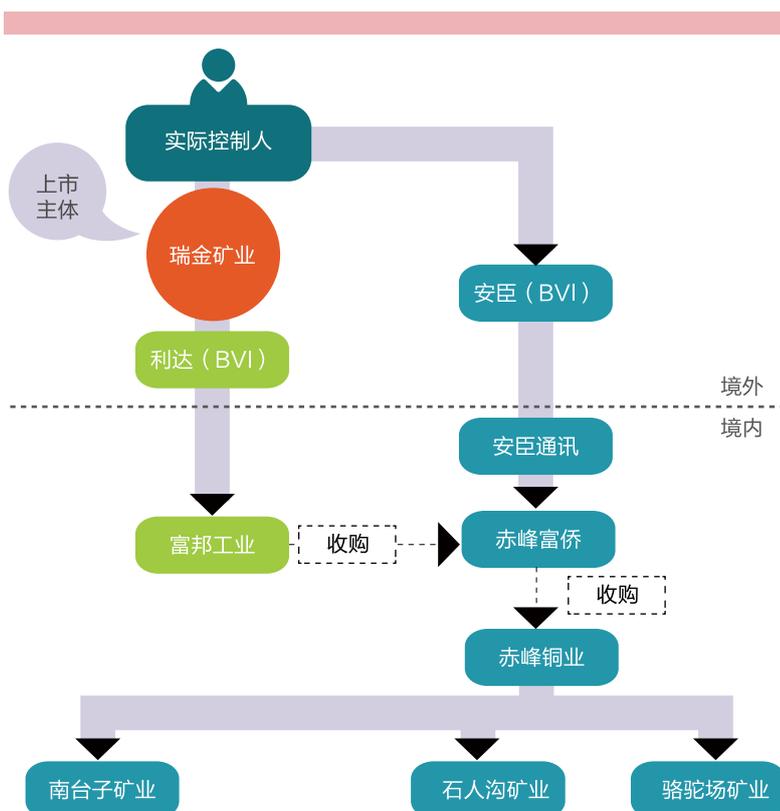


图 12 瑞金矿业上市架构图

再投资的企业（被视为内资企业），因此，两家内资企业间的并购便不需要商务部审批，只需工商登记部门变更登记就可以了。如此一来，境内权益就装入了境外主体控制之下。

**第四步:** 利达BVI收购境内企业富邦工业,并以富邦工业为主体收购赤峰富侨,从而将境内权益悉数转移到境外上市主体。

瑞金矿业借力“准内资”企业，打了一个擦边球——即利用外商投资企业多重投资的法律空白，“伪装”成内资企业并购境内企业，从而进行股权转移。无论是企业、出具法律意见的律师还是境外投资机构，肯定都看到了其中的法律风险。虽然瑞金矿业并未被监管机构叫停，但是未来一旦法律法规变动，很可能被行政机关追究责任。

## 境外上市的常用途径及注意事项

作者：唐文静 宏杰集团中国区董事总经理

注：本文为宏杰集团中国区董事总经理唐文静女士于 2010 年 12 月 26 日在上海交通大学高级金融管理学院私募股权总裁研修班所做专题演讲，录入本刊出版时略有改动。

在境外上市和国内上市不一样。境外上市是比较纯粹的市场和企业行为，企业只要满足法律所规定的条件即可上市，人为因素比较少，一般没有 A 股市场要求的连续 3 年盈利记录，也不需要等待 1 年的时间。

对于完全依靠市场生存和发展的企业，特别是民营企业，可以说是非常便捷。就拿优酷来说吧，上市前的优酷还没有实现盈利，根本不可能在国内 A 股或创业板上市，而在美国却因为概念好、模式好，顺利上市融到了巨额资本。同时，如果企业在海外上市了，就必须按照国际市场的要求规范自己的经营管理，这将有助于提高企业公司治理、内部控制等各方面的管理和运营能力，是一个与国际规则接轨的很好机会。

此外，没有比境外上市更具有“广告效应”的营销方式。墙外开花墙内香。上市意味着企业资质优良、信誉良好且具有发展潜力，因此，很容易得到投资者和消费者的好感与信任。企业上市的消息在各大媒体上广泛地传播和报道，这对企业来说是很好的营销宣传。

那么，中国企业最常去哪些资本市场上市？这些资本市场的上市门槛如何？中国企业又有哪些需要注意的事项呢？下面，我们就选择最具有代表性的美国 NASDAQ、英国 AIM 以及香港主板市场为例，与您分享如何到境外上市。



## 美国 NASDAQ

最初，NASDAQ 的目标定位是中小企业，但是，随着发展壮大，它因吸纳了全球众多著名的高科技企业而名扬全球。比如，美国的 Google、Facebook、中国的新浪、网易、百度、分众传媒、前程无忧等都选择在纳斯达克上市。

### NASDAQ 证交所上市条件

1. 股东权益达到 1500 万美元；
2. 最近一个财政年或最近三年中的两年拥有 1000 万美元的税前收入；
3. 公众持股量达 110 万股，公众持股价值 800 万美元；
4. 须有 400 名持 100 股以上的股东；
5. 最少须有 3 位做市商（Market Maker）。

中国已经成为 NASDAQ 资本市场最重要的海外上市资源集中地之一。



已有近 200 家中国企业在纳斯达克上市。2014 年 5 月京东在美国纳斯达克上市，IPO 融资额最高约 20.5 亿美元，市值约 260 亿美元，成为中国企业在美最大 IPO。



### NASDAQ 上市之最佳 SPV

中国企业境外上市，大多会采用境外公司作为上市主体。上面所说的新浪、网易、搜狐、百度、蒙牛等都通过这种方式来实现。其中，开曼公司被用作 SPV 来进行控股最常用。

开曼群岛地处加勒比海，是英国的属地。开曼群岛的法律以普通法为基础，开曼公司可以在美国、香港和新加坡的股票交易所上市。很多公司之所以会选择开曼公司作为美国 NASDAQ 的上市主体，主要是因为：

■ **法律**——开曼的法律体系参照英国普通法，开曼公司非常容易被 NAS-

DAQ 所认可和接受；

■ **税收**——开曼是低税率司法管辖区，对开曼公司除了收取牌照费外，几乎没有任何的税收，非常有利于节税；

■ **专业支援**——包括“四大”在内的国际会计师事务所都在开曼设有服务机构，还有众多律师事务所、500 多家银行和信托公司，专业支援非常强大；

■ **成功先例**——几乎所有在 NASDAQ 上市的中国企业，都采用了开曼公司作为上市主体，积累了丰富的成功经验，可以有效降低公司架构重组风险。

## 伦敦 AIM 市场

AIM (Alternative Investment Market) 是伦敦股票交易所的另类投资市场，对于那些刚刚起步的公司而言，进入 AIM 是进入公众市场的第一步。总的来说，AIM 市场类似于国内的“创业板”，主要针对中小企业。伦敦在

2014 年的全球金融中心排名中位列第一，融资能力非常强。最重要的是，如果在伦敦上市，在募集资金之外，对于中国企业进入欧洲市场特别有利。

### AIM 证交所上市条件

- (1) 任命一个顾问；
- (2) 任命一个经纪人；
- (3) 对于免税的、可转让的股份没有任何限制；
- (4) 是已注册的股票上市公司或相当；
- (5) 准备一份申请上市证明——包括任何跟公司及其商务活动相关的信息，包括财政信息、公司设想以及领导层的详细材料；

(6) 每年一次按一定交易比率支付给股票交易所。

### AIM 上市之最佳 SPV

针对伦敦 AIM 上市，泽西岛控股公司是最具有竞争力的 SPV 之一。截止到目前，已经有近百家企业通过泽西岛公司成功登陆伦敦 AIM，其中，不乏中国企业的身影。

泽西岛是英吉利海峡群岛中最大和最重要的岛屿，是英国三大皇家属地之一，可以说和英国天然的地缘接近性和文化接近性。这也是泽西公司在 AIM 市场中使用最多的一大原因。作为常用的 AIM 上市工具，泽西岛控股公司的优势非常明显：

- 无公司税、免除红利、利息和特许权使用费的预提税；
- 免缴印花税，这一点对上市公司的股票交易非常重要；
- 股票可通过 CREST(英国股票结算系统)直接进行交易；
- 泽西岛控股公司，可以和英国的 PLC 公司媲美；
- 泽西岛在全球金融中心中名列前茅，国际声誉良好。

当然了，我们说了美国纳斯达克和伦敦 AIM，不得不提的还有“家门口”的香港上市。对于中国企业香港上市，无论是四大国有银行和众多国有企业的 H 股直接上市，还是民营企业的红筹上市，相信大家或多或少有些了解。

## 香港交易所

香港交易及结算有限公司(Hong Kong Exchanges and Clearing Limited, 简称 HKEx, 即港交所), 是中国企业筹集国际资金的最有效渠道之一。港交所有两个市场可供有意上市的公司选择, 分别是主板和创业板, 相比较而言, 创业板的要求较低、程序比较简单。



截止到 2014 年 7 月底, 已经有 851 家中国内地企业在香港上市, 内地企业占到港股市值的六成。其中 H 股上市有 195 家, 红筹股上市的 130 家, 内地民营企业有 526 家。可以看到, 民营企业已经成为中国企业赴港上市的最主要“生力军”。



大多数内地企业, 都会选择在主板市场上市, 因为, 主板市场可以募集到更多的资金。当然, 对于成长性比较高, 而又没有达到主板上市要求的企业, 也可以先登陆创业板先行融资, 等时机成熟后再转到主板上市。

### 在香港上市的好处

香港有一个非常成熟而且稳健的金融市场, 规管完善, 透明度高, 因此, 在香港上市有很多好处, 主要体现在:

- 国际金融中心地位——香港是国际公认的金融中心, 业界精英云集, 已有众多中国内地企业及跨国公司在交易所上市集资。
- 建立国际化运营平台——香港没有外汇管制, 资金流入不受限制; 香港税率低、基础设施一流、政府廉洁高效。在香港上市, 有助于内地企业人建立国际化运作平台, 实施“走出去”战略。



■ **健全的法律体制**——香港的法律体制以英国普通法为基础，法制健全。这为筹集资金的公司奠定坚实的法律基础，也可以增强投资者的信心。

■ **国际会计准则**——除《香港财务报告准则》及《国际财务报告准则》之外，在个别情况下，香港交易所也会接纳新申请人采用美国公认会计原则及其它会计准则。2010年12月10日，港交所已经发布公告，允许内地企业采用内地会计准则在香港上市，可以有效节约上市成本。

■ **再融资便利**——上市6个月之后，上市发行人就可以进行新股融资。

■ **文化相同、地理接近**——香港与内地往来十分便捷，语言文化基本相同，便于上市发行人与投资者及监管机构沟通。

### 香港公司是最佳选择

如果企业想在香港上市，那么，需要满足港交所的各项要求。为表述和对比方便，本文将采用表格的方式分别从主板和创业板两个方面来阐述，详见“香港上市要求一览”。

首先，香港公司具有非常优惠的税收政策。

像其他境外公司一样，香港公司在税收方面也同样具有竞争力。除了免除资本利得税、境外收益所得税、股息税等常规税项外，香港公司用作控股SPV的最大优势是：香港与内地的协定股息税率仅为5%，国内子公司派往香港母公司之股息将享受很大优惠。

同时，香港公司采用《香港财务汇报总则》或《国际财务汇报总则》，无需进行会计准则转换，可以非常高效、便捷地通过港交所的审批。

此外，香港公司是香港本地的公司，完全依据香港《公司条例》设立和运作，可以说具有天然的优势。只要符合上市要求，港交所完全没有理由拒绝香港公司作为上市主体。试想一下，如果本地香港公司都受质疑，那么，其他背景复杂的境外公司就更不用说了。■

表七 香港上市要求一览

	主板	创业板
财务要求	过去三个财政年度至少 5,000 万港元盈利，其中，最近一年至少 2,000 万港元盈利；	日常经营业务有现金流入，上市前两个财政年度至少 2,000 万港元；
营业记录及管理层	三个财政年度的持续营业记录，且管理层持续控制权不变；在至少最近一个财政年度拥有权和控制权大致维持不变；	两个财政年度的持续营业记录，且管理层持续控制权不变；在至少最近一个财政年度拥有权和控制权大致维持不变；
会计准则	《香港财务汇报总则》或《国际财务汇报总则》或《美国财务汇报总则》或《内地财务汇报总则》	
可接受的司法管辖区	澳大利亚、BVI、加拿大大不列颠哥伦比亚省、加拿大安大略省、塞浦路斯、德国、泽西岛、根西岛、卢森堡、新加坡、美国、中国内地、百慕大、开曼群岛、曼岛	
最低市值	上市时至少达到 2 亿港元	上市时至少达到 1 亿港元
公众持股量和持股市值	至少持股 25%，至少 5,000 万港元	至少持股 25%，至少 3,000 万港元
招股价	没有规定招股价，但不得低于面值发行	