

# 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。

针对法律合规和会计准则方面的尽职调查，我们将以“特别关注”的形式在将来的《宏杰季刊》中详细解析，敬请关注。在这里，我们重点关注的是中国企业境外Pre-IPO中的架构重组，希望通过接下来的分享能够

为您提供一些可资借鉴之处。

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。

抛开所谓的“红筹模式”或“后红筹模式”所存在的这样或那样的法律缺陷不谈（稍后，我们会在下文以案例研究的方式与您详细分享），中

国的上市企业对公司架构重组存在着观念上的“误解”。事实上，避开法律障碍并不是拟上市公司架构重组的唯一原因，更不是终极目标；相反，无论是在境内上市还是境外上市，中国企业都有一串理由在Pre-IPO过程中对其架构进行重组和优化。



## Pre-IPO的架构重组

### 所有权与经营权分离

在中国，市场经济的实行不过30多年，现代企业制度还远远没有建立起来。很多企业（特别是私营企业）都是由企业主一手创建并带领企业发展壮大，是名副其实的家族企业。在企业规模比较小的时候，企业主往往所有事情一把抓，所有权和管理权集中于自己一人身上。在这个阶段，创始人通常不会对创业伙伴的回报（股利）和经理人报酬进行明确区分，主要是靠一种感性的商业意识在推动企业的运营与分配。

随着企业的不断壮大并准备上市，作为企业拥有者的企业主开始成为股东或股东之一，股东仅为企业提供资金，不再直接参与日常运营；而职业经理人则成为董事，以公司职员身份负责公司日常运营。发展到这个阶段，股东股利和经理人工资报酬的区别，变得十分必要。

得益于控股公司架构的采用，现代企业的所有权和经营权分离得以实现，因为控股公司架构可以很好地界定股东和董事的不同权利、角色和责任。目前，世界上最发达的证券交易所都采用了以英-美法系为基础的法

律体系，这也正是为什么常见的控股公司注册地几乎都是英国的属地，如百慕大、开曼群岛、香港、泽西岛、英属维尔京群岛、美国等。

事实上，经过数百年的发展，英美公司法已经成为“普通法系司法管辖区”的法律传统。在不同的普通法系司法管辖区，可以互相借鉴其他司法管辖区的公司法并加以采用，而股东-董事关系的分离也得到了广泛的认可。

### 降低营商风险

当一家企业还是私人小公司的时候，它完全没有理由要搞出来复杂的公司架构——因为企业主一个人就可以掌控所有的营商风险。

但是当企业发展到上市的程度，风险控制就成为管理层（董事）首要考虑的问题了，因为管理层必须对所有股东负责。事实上，在欧美等发达国家，公司治理还需要对员工、债权人和整个社会负责。

投资理财上常说，不要把所有的鸡蛋放在一个篮子里。同样地，在现代企业管理与运营上，也需要通过遍布全球各地的不同商业实体来隔离、分散整个集团的风险。如此一来，某个地域或某个功能的商业实体（如，承担产品召回功能的公司）出现问题，才不至于影响到其他商业实体甚至整个集团的利益。

### 税收考量

对于中国企业境外Pre-IPO中所涉及的税收问题，《宏杰季刊》（2011年春季刊）的【跨境并购中的税务问题】一文中专门进行了详细分析和解读，其中，印花税、资本利得税、纳税损失抵免、股东是否需要纳税、资产出售是否需要纳税以及如何评定税基等都对Pre-IPO的架构重组有重要影响。在这里，我们不再重复。若您对这个话题感兴趣，请阅读我们的《宏杰季刊》（2011年春季刊）。

### 法律和财务考量

内地企业境外上市因境外证券市场上市条件规定及特点的不同，上市架构的设计有较大区别。如内地企业在香港上市，可以将主要运营公司直接上市，比较普遍的是通过控股公司实现整个集团上市，集团下属子公司





会、商务部的审批不容易通过，除了国有企业外，大多数民营企业都不会选择直接上市；二是，通过在开曼、BVI等境外金融中心设立特殊目的公司，以境外控股公司间接到境外上市，即“红筹模式”和“后红筹模式”，这是民营企业的最主要选择。

在开曼群岛、BVI等。该境外控股公司会在境外引入机构投资者（通常是PE），境外PE通过“过桥贷款”为境外控股公司注资，帮助境外控股公司完成接下来对境内企业的并购。在将境内公司权益装入境外控股公司后，便可以境外控股公司作为上市主体，实现在境外市场的上市。

### 红筹模式

如前文所述，在2006年9月8日之前，中国企业境外上市最为常用的公司架构是“红筹模式”。在红筹模式中，境内实际控制人将主营业务改组成立一个境外控股公司，通常设立

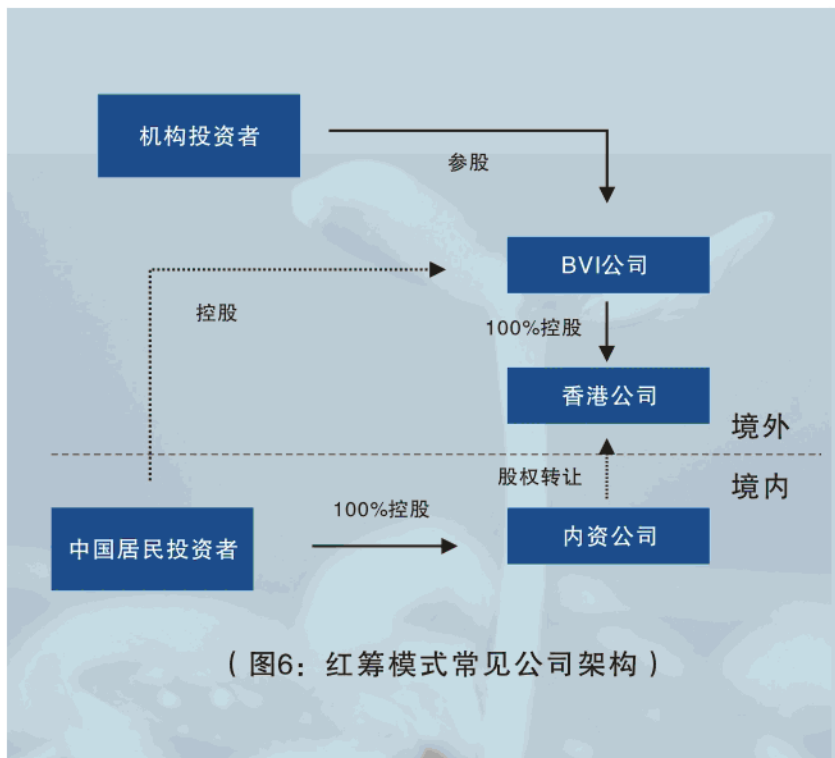
### 后红筹模式

“10号文”对中国企业境外上市的影响非常深远。面对“10号文”所增加的大量行政审批，境外红筹上

及联营公司各自负责集团其中一部分业务，各公司之上有一控股公司。而作为最终的上市公司通常注册在香港交易所认可的注册地，公司选择英属维尔京群岛、开曼、百慕大作为注册地会享有更多的优势。

三里不同风，五里不同俗。虽然全球资本市场的基本上市规则大同小异，但是不同证交所因为各自定位和行业地位不同，因此，它们对企业上市申请的具体条件都有不同的规定。作为境外上市主体，中国企业必然需要根据各大证交所上市条件和规则进行公司架构的重组，以顺利在境外上市融资。

企业境外上市有两种方式：一是，境内企业直接到境外上市，这对境内上市主体资质要求很高，证监



(图6: 红筹模式常见公司架构)





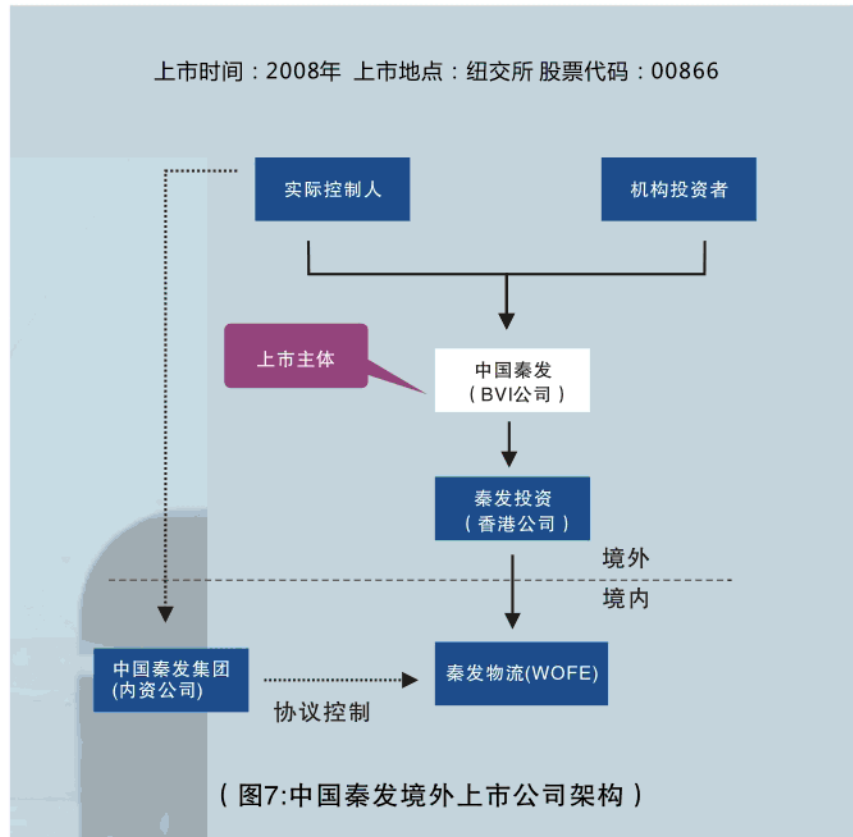
市对广大中小企业已经不再具有吸引力。在境外投行与国内律师等中介机构的帮助下，一些企业设计了规避适用“10号文”的上市架构。现在，就让我们透过对一些典型案例的研究来看实际操作中是如何成功规避关联交易审批而成功上市的。

## 协议控制：中国秦发

**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“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相应的外汇登记，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

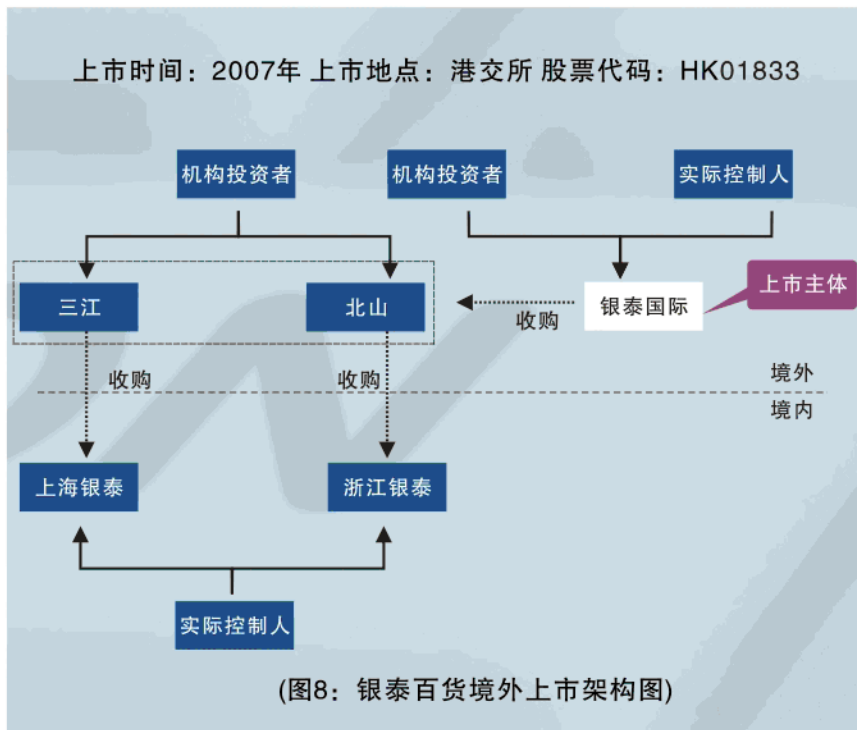


务、广告服务，其中，互联网行业几乎都采用了这一模式。“10号文”生效后，协议控制被广泛地用来规避“10号文”。像秦发一样，虽然很多企业都采用了协议控制的方式实现了境外上市，但是，协议控制的“缺陷”也很明显，那就是合同关系随时可能因为一方违约而破除。

## 先卖后买：银泰百货

**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，将装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留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法律风险，这就需要在将境内权益卖给PE的过程中对PE权利予以约束，以避免“上市不成反失控制权”。

### 合资架构：辽宁忠旺

**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，港龙（香港）最初设立只是为了通过“返

程投资”享受中外合资企业的一些税收优惠，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的批准。

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。但监管部分却予以了放行，监管部门的“松紧”程度让人难以捉摸。



## 准内资：瑞金矿业

**第一步：收购安臣BVI并将境内公司安臣通讯并入安臣BVI**——设立离岸公司安臣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，成为后续运作的基点。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**——

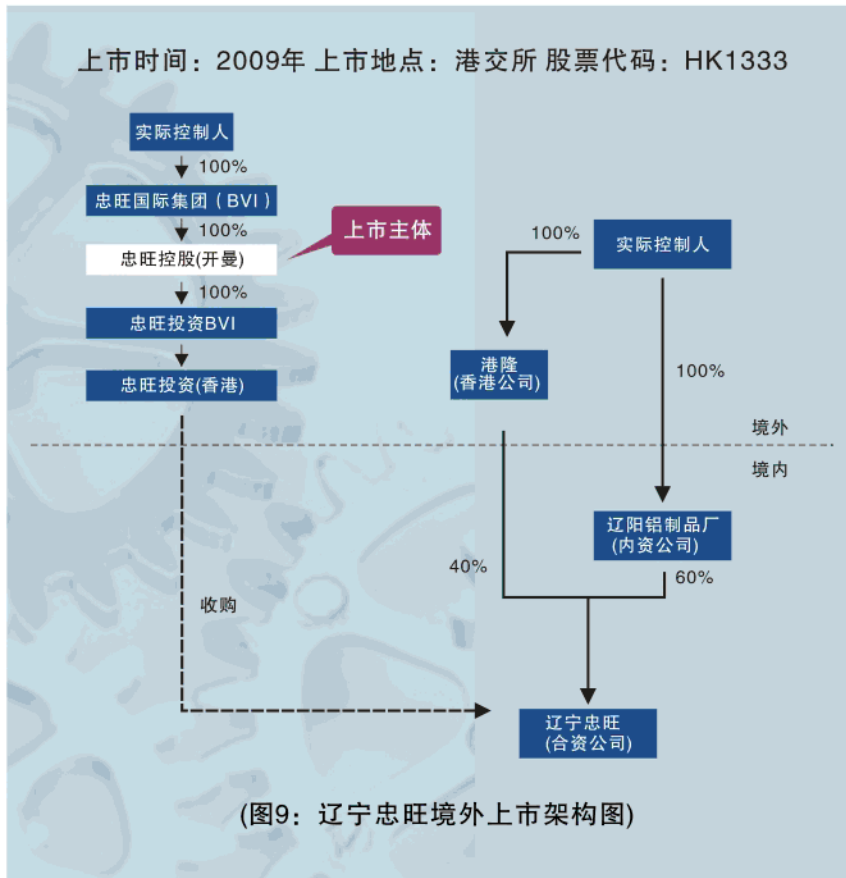
安臣BVI在中国投资设立外商投资企业安臣通讯，再由安臣通讯投资设立赤峰富侨。经过两重投资后，赤峰富侨作为外商投资企业再投资的企业，根据中国法律属于内资企业，为下一步的实际并购作铺垫。

**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**——赤峰铜业控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。**

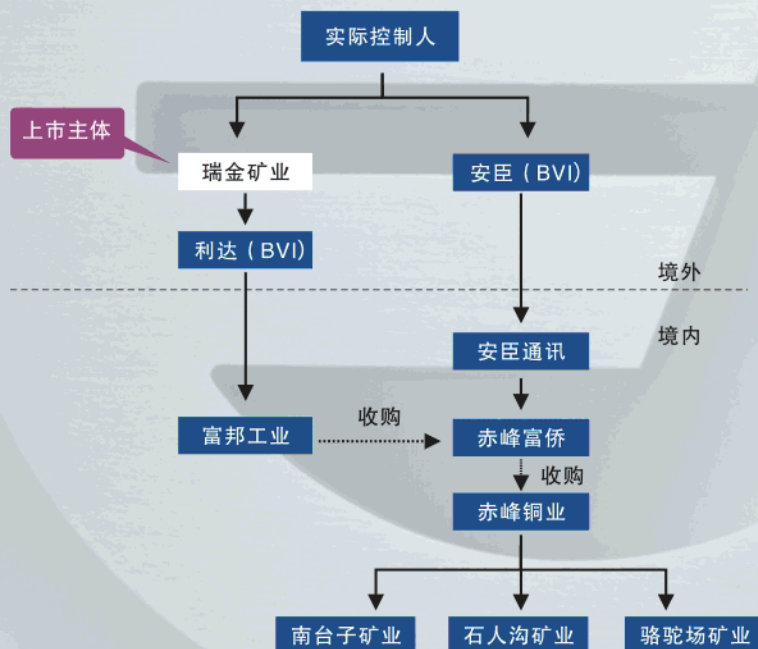
瑞金矿业借力“准内资”企业，打了一个擦边球——即利用外商投资企业多重投资的法律空白，“伪装”成内资企业并购境内企业，从而进行股权转移。无论是企业、出具法律意见的律师还是境外投资机构，肯定都看到了其中的法律风险：虽然瑞金矿业并未被监管机构叫停，但是未来一旦法律法规变动，很可能被行政机关追究责任。





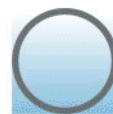
上市时间：2009年 上市地点：港交所 股票代码：HK0246

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。



(图10：瑞金矿业上市架构图)





## 方块知识八

## 美国证交会对中国企业借壳展开调查

近期，美国证券交易委员会(U.S. Securities and Exchange Commission, 简称“SEC”)对中国公司在美国借壳上市(反向收购)开展广泛调查。SEC企业财务部的首席会计师卡纳尔称，截至2010年4月，在美国上市的约340家中国公司大都使用一些不知名的小型美国审计公司，而这些公司可能又将项目承包给中国本地公司，由于距离和语言的障碍，可能在审计过程中出现问题。

反向收购交易可能涉及的欺诈行为的核心，最常见的还是瞒报利润以减少在中国的纳税，同时虚报利润来增强对美国投资者的吸引力。这样，借壳上市的中国企业拥有两到三套账本是很常见的事情，“一套给银行，一套提交给中国国家工商行政管理局，如果是上市公司，那么还有一套给美国证券交易委员会。”

2010年11月，在纳斯达克上市的中国环境产品制造商——绿诺国际有限公司被披露存在财务造假问题。公司股票被纳斯达克勒令退市，转往粉单市场进行交易。2010年12月20日，美国证券交易委员会对总部位于美国的会计师事务所Moore Stephens Wurth Frazer & Torbet LLP(马施云飞腾国际会计有限公司)作出了禁制令和罚款的判决，事务所不得再接纳任何来自中国的客户。

近期，德勤、毕马威、安永、普华永道都卷入了中资概念股事件，如，东南融通（在美国上市）的审计机构德勤、嘉汉林业（在加拿大上市）审计机构安永和中国森林（在香港上市）的毕马威。

此外，在香港，一些中国上市公司也出现了问题，但相对来说没有美国资本市场那么糟糕。比如，中国森林、玖龙纸业都面临股价暴跌和信任危机。

目前，中美两国的监管者正加紧合作协议的商谈，将财务造假中的重要一环——会计师事务所，纳入跨境联合监管范围。美国上市公司会计监察委员会（PCAOB）新闻发言人称，一份《会计监管对等协议》能在今年底前敲定。