

红筹架构回归境内上市

——作者：张世贤；丁伟

第一部分：背景介绍

某些境内企业原计划赴海外上市，并已经搭建完成红筹架构。但是，由于海外证券市场的低迷和境内股市的火爆，越来越多已经搭建好红筹架构的公司打算返回境内上市，并且目前已有若干成功实例。

本文作者将分别针对典型的红筹架构和协议控制模式，对红筹架构回归境内上市的可行性、重组方案以及重组过程中应注意的问题进行探讨。

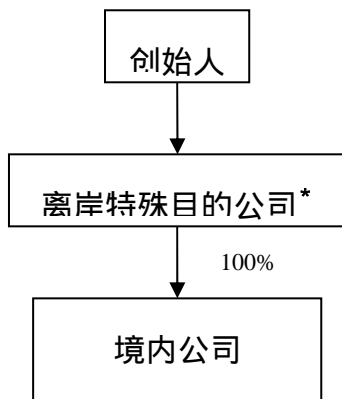
第二部分：典型红筹架构回归境内上市

一、成功实例

山东得利斯食品股份有限公司（股票代码：002330），已经在深圳证券交易所中小企业板上市交易；

哈尔滨誉衡药业股份有限公司已经获得中国证券监督管理委员会批准，将在深圳证券交易所中小企业板上市。

二、典型的红筹架构



* 在离岸特殊目的公司和境内公司之间通常有一层控股公司（如香港法律实体）

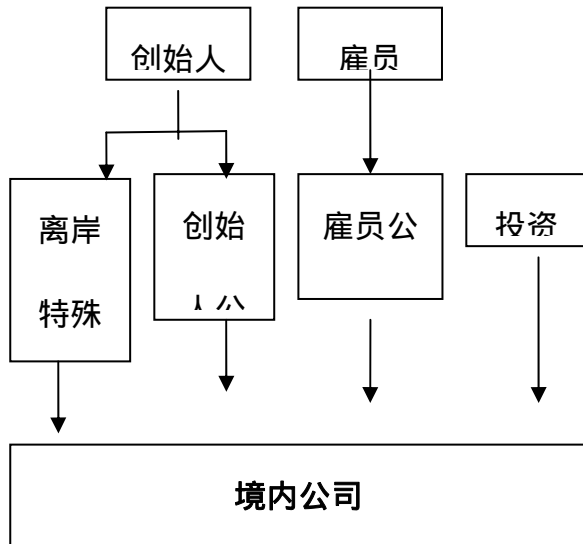
如上图所示，在一个典型的红筹架构中，境内公司的原自然人股东（“创始人”）在离岸法域（通常在开曼群岛）设立特殊目的公司（“离岸特殊目的公司”），离岸特殊目的公司并购境

内公司，使境内公司成为离岸特殊目的公司的全资子公司。

三、重组方案

(一) 重组方案一

1、重组后公司的股权结构



2、操作步骤

(1) 离岸特殊目的公司与其境外投资者签署《股份回购协议》，约定离岸特殊目的公司在特定条件下回购其境外投资者所持有的离岸特殊目的公司的全部股份。

(2) 境内公司引进投资者

投资者与境内公司达成《投资协议》，对境内公司进行增资。增资款的主要用途包括：(i) 收购境内公司外方股权；(ii) 补充境内公司营运资金。

(3) 创始人设立创始人公司，拟持有境内公司股权的雇员设立雇员公司

鉴于中国现行法律法规对中国自然人作为外商投资企业和外商投资股份有限公司中方投资者的限制，创始人应当在境内设立一家创始人公司，通过该创始人公司持有境内公司的股权；并且，拟持有境内公司股权的雇员应当在境内设立一家雇员公司，通过该雇员公司持有境内公司的股权。

(4) 创始人公司和雇员公司收购境内公司外方股权，离岸特殊目的公司履行其在《股份回购协议》项下的义务

创始人公司和雇员公司收购离岸特殊目的公司持有的境内公司的部分股权，股权转让价

参考评估值确定，境内公司由外商独资企业变更为中外合资经营企业。为了使境内公司能够继续享受外商投资企业的优惠待遇，离岸特殊目的公司在境内公司中的持股比例应当不低于25%；同时，股权转让不应导致境内公司的董事、高级管理人员发生重大变化、实际控制人发生变更。

离岸特殊目的公司在收到上述股权转让款后，履行其在《股份回购协议》项下的义务，回购其境外投资者的全部股份。股份回购完成后，离岸特殊目的公司的境外投资者不再持有离岸特殊目的公司的股份。

(5) 境内公司在适当时机按账面净资产值折股整体变更为外商投资股份有限公司，申请在境内证券交易所上市

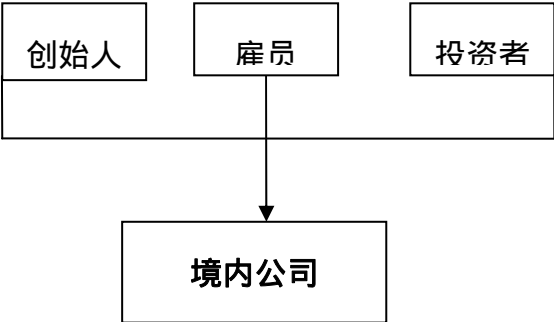
3、方案的整体评价

按此方案进行重组，境内公司的主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更，并且持续经营时间可以从境内公司成立之日起计算。因此，此方案可以加快境内公司的上市进程；并且，如果境内公司将来拟赴海外上市，则可以通过股权重组恢复原红筹架构。

但是，根据中国证券监督管理委员会的最新政策，实际控制人为境内公民或法人的，要求解除中间架构；实际控制人为境外公民或法人的，要求尽职调查之后充分披露。并且，境内自然人或者法人必须直接持有境内公司的股权，解除间接持股的控制权形式，要求股权清晰，明确披露，不能通过境外公司持有股权。因此，此重组方案的可行性存在疑问。

(二) 重组方案二

1、重组后公司的股权结构



2、操作步骤

(1) 离岸特殊目的公司与其境外投资者签署《股份回购协议》，约定离岸特殊目的公司

在特定条件下回购其境外投资者所持有的离岸特殊目的公司的全部股份。

(2) 境内公司引进投资者

投资者与境内公司达成《投资协议》，对境内公司进行增资。增资款的主要用途包括：(i) 收购境内公司外方股权；(ii) 补充境内公司营运资金。

(3) 创始人和拟持有境内公司股权的雇员收购境内公司外方股权，离岸特殊目的公司履行其在《股份回购协议》项下的义务

创始人和拟持有境内公司股权的雇员收购离岸特殊目的公司持有的境内公司的全部股权，股权转让价参考评估值确定。

离岸特殊目的公司在收到上述股权转让款后，履行其在《股份回购协议》项下的义务，回购其境外投资者的全部股份。股份回购完成后，离岸特殊目的公司的境外投资者不再持有离岸特殊目的公司的股份。

(4) 境内公司在适当时机按账面净资产值折股整体变更为外商投资股份有限公司，申请在境内证券交易所上市

(5) 注销离岸特殊目的公司

第三部分：协议控制模式回归境内上市

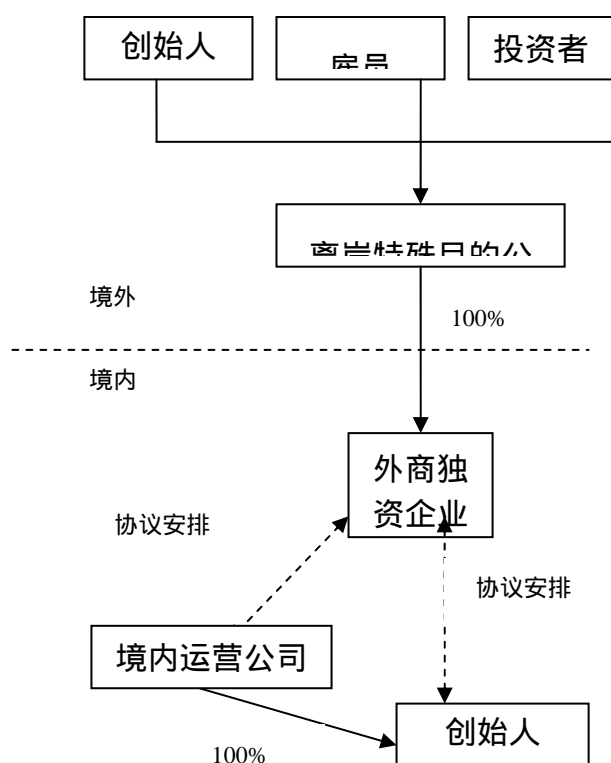
一、 成功实例

北京启明星辰信息技术股份有限公司（股票代码：002439），已经在深圳证券交易所中小企板上市交易；

二六三网络通信股份有限公司已经获得中国证券监督管理委员会批准，将在深圳证券交易所中小企板上市。

二、 协议控制模式

限制或者禁止外商直接投资的行业（如电信、传媒、互联网、教育等）的中国公司赴海外上市时通常采用协议控制模式。并且，由于近年来中国监管规定对离岸融资和返程投资的限制，涉及允许类甚至鼓励类的公司的海外上市也越来越多地采用协议控制模式。



* 在离岸特殊目的公司和境内外商独资企业之间通常有一层控股公司（如香港法律实体）

如上图所示，在一个典型的协议控制模式中，境内运营公司的中国自然人股东（以下简称“创始人”）在离岸法域（通常在开曼群岛）设立一特殊目的公司（以下简称“离岸特殊目的公司”），离岸特殊目的公司在中国境内设立一全资子公司（“外商独资企业”）。然后，外商独资企业与境内运营公司及创始人签署系列合同，通常包括以下协议：

- 咨询协议：外商独资企业向境内运营公司提供技术支持和咨询服务，以获得服务费；
- 知识产权许可协议：外商独资企业将著作权、商标、域名、专利、专有技术等许可给境内运营公司，以获得许可费；
- 股权质押协议：各创始人将其在境内运营公司中的股权质押给外商独资企业，以担保境内运营公司履行其在各协议项下的义务。此外，创始人承诺，未经外商独资企业的事先书面同意，创始人不会转让、出售、质押、处置其在境内运营公司中的股权或者在该等股权上设置任何权利负担；
- 表决权协议：各创始人将其作为境内运营公司的股东享有的权利委托外商独资企业行使；

认购期权协议：创始人有义务向外商独资企业出售，外商独资企业有权在中国法律法规

允许的范围内、以最低的价格向创始人购买创始人持有的境内运营公司的全部或者部分股权。

通过上述协议安排，外商独资企业可以：

有效控制境内运营公司；

取得境内运营公司的绝大部分经营利润。

三、境内上市的主要法律障碍

由于中国内地目前尚不允许境外公司上市，因此，离岸特殊目的公司不能在境内上市。

至于外商独资企业，尽管它可以有效控制境内运营公司并实现财务报表的合并计算，这些都是通过关联交易实现的。并且，境内运营公司不具有直接面向市场独立经营的能力。因此，外商独资企业不适合作为上市主体。

对于境内运营公司而言，因为需要将其绝大部分经营利润转移至外商独资企业，因此，其利润状况难以满足上市条件。此外，境内运营公司可能已经将某些或大部分经营性资产转让给外商独资企业，因而缺乏资产完整性。

四、境内上市前重组

鉴于上述境内上市的法律障碍，并且只有股份有限公司才能在境内公开发行股票，因此，境内运营公司需要进行一系列整合重组才能在境内上市，主要重组步骤包括

1、离岸特殊目的公司股权结构的调整

离岸特殊目的公司赎回境外投资者所持有的离岸特殊目的公司的全部股份。

2、境内交易安排的终止

协议不继续履行，境内运营公司不再向外商独资企业支付任何费用，并自主拥有进行正常生产经营所需要的设备、无形资产和其他资产的所有权或使用权。

3、境内运营公司股权结构的调整

境内运营公司的股权结构应当与离岸特殊目的公司当时的股权结构相对应。

操作要点：应当保证境内运营公司的董事和高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。

4、境内运营公司按账面净资产值折股整体变更为股份有限公司

5、境外投资者投资于境内运营公司

在符合外商投资产业政策的前提下，境外投资者可以投资于境内运营公司。

操作要点：如果境外投资者在境内运营公司变更为股份有限公司前投资于境内运营公司，使境内运营公司变更为外商投资企业，当外商投资企业申请转变为外商投资股份有限公司时，应有连续 3 年的盈利记录；然而，股份有限公司申请转变为外商投资股份有限公司则无此要求，因此，境外投资者应当在境内运营公司变更为股份有限公司后投资于境内运营公司。

6、注销外商独资企业和离岸特殊目的公司

第五部分：结论

根据以上分析，我们可以得出以下结论：对于那些已经搭建好红筹结构的公司而言，它们可以在经过一系列重组后，成功在境内上市交易。

另外，随着中国股票市场的持续和快速发展，我们预计将会有更多原计划在海外上市的公司转为在境内证券交易所上市。