

中概股集体回归“躁动” VIE架构拆解成“拦路虎”

高估值诱惑与困难并存 机构纠结私有化风险难测

□本报记者 张莉

从暴风科技上市斩获35个涨停板到分众传媒借壳重组获券商千亿估值，回归A股后离谱的惊艳表现正在强烈吸引着一大批海外上市的中概股公司或计划出海融资的企业返回境内资本市场。据了解，目前包括世纪佳缘、中国手游、迈瑞医疗等知名公司先后宣称收到私有化提案，而华大基因、盛大游戏等行业龙头企业可能转回A股上市的消息也引发热度关注。

实际上，来自政策层面的松绑和制度红利也为这批中概股的回归打开“绿色通道”。6月4日，高层会议确定大力推进大众创业万众创新政策措施，明确提出推动特殊股权结构创业企业境内上市。与此同时，上交所拟推出战略新兴板的进程中，也提出考虑板块功能完善，为中概股回归做好准备。分析人士认为，估值暴涨、政策红利、融资便利等因素令大批中概股公司考虑回归，预计未来两年内将出现中概股的回归潮。

不过，中概股集体回归的路途尚需一番周折，其中企业原有VIE架构拆除则成为主要障碍。据投行人士分析，中概股回归需要经历私有化、拆除VIE和再次上市的步骤，其中涉及的利益主体较多、架构复杂且运作时间漫长，或存在较多不确定风险。另据法律人士分析，VIE结构拆除过程涉及外汇审批登记以及相关涉税事项问题，同时项目时间表确定还是投资人利益协调及关联方往来关系的清理都会占用企业较大成本，加上承接中概股的制度并未明晰，真正执行回归进程并非易事。而且，专家认为，中概股回归不能是高价圈钱，需要更好地为中国经济结构转型升级贡献力量。



CFP图片

高估值诱惑 中概股集体“躁动”

“这几个月以来，我的邮箱里充满来自同行和创业公司方面有关拆除架构回境内上市的材料或者对私有化进程相关事宜前来咨询的邮件。仅在我们所接触的范围，已经有超过4家的公司明确表示正在筹备私有化方案并计划回归A股市场。”有深圳创投机构人士透露。今年4月，接近监管部门的相关人士也表示，目前已经有多家曾计划海外融资的企业选择放弃原有方案而转向准备去创业板甚至中小板上市，回境内融资的意愿非常强烈。

远赴海外上市融资的中概股公司如今却集体“躁动”，意图通过私有化方式退出海外市场转回境内资本市场，一股中概股回归A股的大浪潮无疑正在发生。据公开资料显示，当前包括中国手游、世纪佳缘、迈瑞医疗等知名公司先后宣称收到投资方或者创始人联合投资机构的私有化要约方案，与此同时，盛大游戏、弘成教育等企业也已经启动私有化进程，未来回归A股则成为市场普遍预期。经纬中国创始合伙人张颖表示，

当前已经有40多家企业拆除原有的VIE架构，准备回归境内资本市场。而据业内预计，这股中概股回归的浪潮可能会延续到2017年。

实际上，寻求跨市场套利最大化，被视为此轮中概股“海归”潮的重要驱动力。曾接触多家海外创业公司的机构人士刘凯（化名）表示，如今境内外资本市场环境发生的重大变化，原有的估值差异正在发生颠倒，令海外上市公司急切选择回归境内。“早几年创业公司寻求海外融资原因在于海外市场融资手段多元化、对经营数据没有严苛要求，而且会有不错的品牌溢价效应；而现在境内资本市场行情火爆，公司的业务架构和消费群体均布局在国内，加上制度改革可能对亏本互联网企业放行，回境内融资反而更为便利。”

与此同时，当前市场对互联网企业普遍的高估值，对于中概股公司而言也是难以拒绝的诱惑。从3月24日开始至5月13日，回归A股的暴风科技连续创造35个涨停令市场各方惊诧，5月13日暴风科技股价高达252.86元。今年6月，借壳宏

达新材的分众传媒最终股权评估值为496.32亿元，相比纳斯达克退市时市值几乎翻番，简直是高得离谱。在多数市场人士看来，当前A股市场对创新型互联网企业有较高的偏好，加上政策鼓励新型产业集聚，这也为中概股公司的集体回归创造一个不错的时间窗口。“相比境内一般的企业，很多中概股资产和盈利能力都非常不错，有理由获得较大幅度的估值溢价；对于企业而言，可以用最小的股权成本来获得更多的融资，这也是公司积极推动返回A股的原因。”刘凯表示。

业内人士分析，除了在海外市场表现强劲、意图加大海外资产战略配置的公司之外，多数中概股都可能选择回归境内上市融资，与此同时，由于境内创新创业环境改善，更多的未上市公司也将考虑拆除VIE架构而回归境内资本市场。易凯资本CEO王冉认为，当前类似互联网金融、大数据等行业敏感公司、海外投资人难以理解的公司以及被先天低估的游戏或传媒类公司都将有可能踏上回归A股之路。

私有化运作流程漫长 VIE解除涉多方利益协调

不过，中概股企业回归进程并非易事。据了解，由于此前海外融资的上市企业往往通过境外公司来完成上市流程，多数需要搭建VIE架构。而在这段回归进程中，中概股公司则需要经历私有化退市、解除VIE架构、借壳或IPO重返A股市场这三个阶段。在业内人士看来，中概股公司私有化和拆除美元架构的运作流程极其漫长复杂，且涉及多方利益协调，其中存在非常多的不确定性因素和风险。

所谓协议控制型（VIE）红筹企业，一般是以境内主体注册的内资公司作为相关业务的实际运营主体，由境外持股公司返程设立外商独资企业，再通过上述两类企业及其股东之间签署一系列的控制协议，实现对境内运营主体相关业绩并入境外融资主体的财务报表的目的。如果VIE企业拟从境外上市转向境内资本市场，则需要拆除上述红筹架构，建立符合境内监管要求的股权结构。

卓建律师事务所合伙人张维光介绍，VIE结构的回归主要有五个步骤，包括解决境外投资人退出及保留问题、全面终止VIE协议控制、境内

实际经营公司重组、终止境外员工股权激励计划以及完税、注销或转让境外主体等的外汇登记，“在这个过程中将涉及较多环节的外汇审批登记以及由转让溢价收益而产生的税收核算和缴纳等多方面问题，需要拆除VIE结构的企业特别关注，如果有一个环节出现问题，则有可能会对后续上市进程构成障碍。”

对于多数计划拆除VIE架构的中概股公司而言，时间成本将是回归进程中最大的不可控因素。“由于拆除VIE架构进程中需要考虑项目方案的时间表确定、各方投资股份的安排和退出、关联方往来的清理和相关工商登记、外汇登记和税收缴纳及优惠返回等问题处理，时间的周期可能要达到一年半左右。”张维光表示。刘凯则认为，除了拆除结构所需要的时间之外，在私有化进程中，公司向海外投资者回购股份时，股东可能对定价不满，进而耽误进程，“即便今年提出私有化，最快也要明年年底完成所有工作，不确定性风险非常大。”

从复杂的股权结构来看，意图解除VIE协议控制的企业还将不得不面对海外投资人清退过

目前，A股市场行情持续火爆，尤其是境内资本市场对“互联网+”概念的热度追捧，令不少海外中资企业对回归上市的预期变得更为强烈。市场人士认为，目前在境内资本市场，优秀互联网公司仍然相对稀缺，如果一线企业回归境内，由于稀缺性可能带来较高溢价，而这将为A股市场带来以互联网企业为代表的新型产业集聚效应。

“巨大的估值套利空间，让很多创业公司、承接回归项目的创投机构和储备大量壳资源的券商投行看到了机会，可以猜想未来市场上围绕中概股回归主题而做的借壳重组动作将会比较频繁。”上述创投人士表示，由于折回A股重新IPO的时间较长，多数中概股公司为加速上市流程，将借壳上市作为主要的回归方式。

“当前注册制的推出的确为未盈利互联网企业上市提供了制度红利，但其中仍然存在很多

不确定因素，更多计划回归的中概股企业还是选择借壳的方式回境内上市。”据刘凯分析，选择借壳的原因，一方面在于中概股公司本身与纯壳资源公司有深度接触，另一方面，股东方的其他合作公司由于关系密切，也可能被这些海外的中资企业视为不错的借壳标的，相比重新再走上市流程而言，时间上的进展将加速很多。

值得注意的是，来自政策层面的制度红利和政策松绑也为中概股的回归提供了诸多的机会和空间，越来越多的政策推进和落实，将令中概股的回归变为未来资本市场中的“常态”。6月4日，高层会议中提出大力推进大众创业万众创新的政策措施，其中明确要“创新投融资联动、股权众筹等融资方式，推动特殊股权结构类创业企业在境内上市”；5月7日，中国政府网公布了《国务院关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》，其中也提出研究鼓励符合条件的互联

网企业在境内上市等相关政策，这被业内解读为对一些带有VIE架构的中概股公司回归释放出重大的积极信号。

与此同时，上交所正在筹备战略新兴板进程中则提出了对承接中概股回归的准备，而此前深交所也曾表示，全面推进创业板改革，推动尚未盈利互联网及高科技企业上市政策尽早落地，并争取包括加大对VIE架构、对赌协议等包容性的配套措施出台。5月19日，上交所副总经理刘世安对战略新兴板计划聚焦新兴产业企业和创新型企业的采用更包容上市条件、配备差异化制度等多个方面作详细解读，在当前注册制改革背景下推出战略新兴板，对于承接中概股回归将发挥重要作用。不过据了解，目前中国资本市场还缺乏承接中概股的整体制度安排，涉及海外公司或红筹公司回归的情况相对复杂，有关政策最终如何确定尚待观察。

■ 记者观察

中概股回归不能贪图A股高估值

□本报记者 张莉

受到暴风科技、分众传媒等中概股回归A股后惊艳表现的影响，一大批仍在海外上市的企业正在积极考虑回归融资的计划，与此同时，在海外市场估值普遍低估、频繁遭遇做空以及股市场定位仍属境内等因素也促使中概股企业私有化方案的加速。在注册制放开以及战略新兴板等相关政策出台的背景下，中概股企业掀起一股回归境内资本市场的潮流。

今年以来，来自电商、游戏、医疗等行业的海外知名上市企业陆续传出计划私有化方案并折回境内资本市场融资上市的消息。据不完全统计显示，目前已经筹划或计划私有化退市的中概股公司已经超过11家。由于境内对创新公司包容性逐渐增强，业界预测，未来两三年将可能有近千家未上市公司计划拆除VIE架构而回归境内上市公司。

对于大多数中概股企业而言，寻求更高估值的空间，则成为其拆除复杂VIE架构、启动漫长私有化进程以及重新登陆境内资本市场的普遍驱动力。据了解，在即将回归的中概股企业中，既包括此前在海外市场频繁遭遇做空、市值受到低估的中概股企业，不得不选择退市操作；又有部分企业因受A股市场高估值吸引，由企业创始人联合投资机构或其他投资方提出私有化方案。

正是看中了中概股可能存在的高溢价空间，来自市场各方的资金也开始提前布局由中概股回归潮带来的巨大投资机会。目前，来自中概股企业及合作投资方、手握壳资源的创投公司及券商机构以及其他市场参与主体正在积极商谈如何为中概股回归寻找合适接盘者，部分资本方甚至成立相关并购基金，目标直指红筹股回归的套利机会。

毋庸置疑，当前A股市场固然愿意给予互联网企业及新型产业的相关公司更高估值水平，而从市场竞争能力

看，一些中概股公司也可能优于同行其他A股公司，如果重新登录A股，不少中概股企业将获得市场资金追捧，估值翻番并非难事。值得注意的是，在当前政策松绑的背景下，一大批中概股企业的回归，不应该仅仅只是一场单纯从企业套利角度出发的高估值游戏。

无论是高层明确鼓励特殊股权类企业回境内上市的激励措施，还是未来战略新兴板功能完善对VIE架构下企业回境内承接，政策通道对中概股企业的开启，实际上传递了境内市场对创新创业欢迎的积极信号。从宏观战略层面而言，国家对于科技创业型企业的支持不断提升，中概股回归A股则需要带动这股创新创业的潮流。借助资本市场的平台，中概股公司的行业机构和投资模式将可能发生变化，这些创新型企业也将获得更大发展空间，为中国经济结构转型升级贡献力量，这才是当前拥抱中概股回归的初衷。

与此同时，中概股公司的回归还需要发挥自身的“羊群效应”，为新型产业的集聚带去巨大影响。当前，大多数中概股公司多属于具有发展潜力的民营企业和高科技公司，此前由于财务影响指标等因素影响，而不得不通过搭建境外红筹架构筹集海外资金获得发展，经历海外市场的洗礼之后，这些公司的经营方式和商业模式也日渐成熟，借助回归机会，中概股公司需要将这些成熟的市场经验带入境内市场，并在行业内发挥示范作用，不仅让境内投资者获得中概股企业的高成长性，也可以更快促进新兴行业的发展。

总体而言，中概股的回归不能只是贪图境内A股市场的高估值溢价，而是需要通过借助资本平台为企业发展赢得市场机会、成熟商业模式、提升自身品牌形象，同时也为助推境内的新兴产业发展贡献力量。对于中概股企业而言，“回归，是为更好地走出去”。

中概股回归多项环节需待合规

□本报记者 张莉

自暴风科技刷新A股新股连续涨停纪录开始，互联网企业在境内资本市场的追捧度就开始大幅提升，受到这股市场情绪的影响，不少美元基金投资的红筹公司也开始陆续筹划拆除VIE架构，以期望回归境内资本市场。

据熟悉VIE结构拆除过程的法律人士分析，在红筹企业回归资本市场的构成中，监管部门审核的重点在于从投资审批、外汇监管、涉税事项等方面确认VIE架构搭建与拆除的合规性，这也意味着中概股企业回归将涉及多项法律技术细节，如果忽略相关环节，将可能令回归的难度变得非常大。

多事项需厘清

尽管A股市场的火爆行情正在吸引越来越多海外上市的中资企业考虑回归境内资本市场，但由于此前融资上市过程中涉及VIE架构搭建和海外投资的进场，回归境内之前则需要海外企业退市私有化，并拆除VIE架构，再重新登录A股市场，而这一过程往往耗时较长。

以暴风科技为例，为登录A股创业板市场，暴风科技从2010年底开始拆除红筹架构，通过签署重组协议以及VIE终止协议、注销境外公司及境外权益的同比例落回境内与调整股权激励安排、境外投资人IDG等变现退出以及注销原境外的外商独资企业（WFOE）及股权转让等操作，相关业务境内运营实体仅剩下辖上市主体暴风网际，2012年3月首次提交创业板申报发行文件，2015年3月，暴风科技正式上市。整个过程耗时长达5年之久。

卓建律师事务所合伙人及律师张维光介绍，VIE企业拆除红筹结构，建立符合境内监管要求的股权结构，一般性合规需要关注三个方面，一是包括出境及返程涉及的境外投资和外商直接投资的审批登记手续等投资监管事项；二是包括搭建及拆除过程中涉及的外汇登记、变更及注销和可能的外汇处罚情况等外汇监管事项；三是包括搭建及拆除过程中涉及境内投资人所得税缴

纳以及因拆除产生的税收优惠返还等涉税事项等。

张维光表示，由于境内外监管环境的差异，中概股回归在拆除VIE架构时，监管机构往往需要发行人及中介机构就是否存在应缴未缴税务、进出资金的外汇审批和登记手续等情况进行详细说明，企业需要按照监管部门的要求进行有序推进，整体估算，拆除VIE架构需要的时间周期可能要达到一年半。

各方利益博弈成本高

除了各方技术环节及监管事项需要合规和明晰之外，在拆除VIE架构和私有化过程中，中概股企业还面临更大的问题就是如何协调各方主体之间的利益问题。“私有化过程中，如果定价的谈判没有满足投资人要求，可能会在这个过程中消耗大量时间，而这其中将存在大量的不确定问题。”一位熟悉海外企业回归实务操作的机构人士表示。

据了解，在VIE企业回归进程中，监管机构在审核时还会对VIE协议的具体安排以及涉及的相关利益主体、协议约定内容的执行情况等事项予以特别关注，尤其是对原有架构下境外主体是否仍然拥有与发行人业务相关的资产、相关资产是否已完整转回到发行人等情况进行说明。“值得注意的是，VIE架构拆除项目中存在的关联方往来关系，比如内资公司、外资公司和自然人股东之间的资金往来或无息借款等，需要进行清理，若存在关联方占用资金严重的问题，将对审核带来非常大的负面影响。”上述机构人士说。

熟悉法律的相关人士分析，由于大多数中概股企业在海外上市过程中往往涉及VIE红筹架构，而其拆除过程将涉及复杂的法律程序以及各方利益主体的博弈，需要企业谨慎处理，“企业各方需要结合公司的实际情况并听取专业机构的意见做出统筹安排，还要根据重组进展及监管政策变化等多种因素适时进行调整。否则，很可能会因为某个环节出现违规问题而给日后的IPO申请造成实质障碍或增加不必要的成本。”