



拆除 VIE 风潮来袭 人民币基金募集接盘

2015.07



## 目录

<b>一、VIE 结构</b>	<b>3</b>
1.什么是 VIE	3
2.VIE 结构产生的原因	4
<b>二、推动 VIE 企业回归的内外因素</b>	<b>5</b>
1.政策扫清互联网企业上市障碍	5
2.国内市场可获得更多融资	6
<b>三、拆除 VIE 架构要面对的问题</b>	<b>7</b>
1.经营及制度问题	7
2.法律及税务问题	8
<b>四、各路资本加入 VIE 回归浪潮</b>	<b>9</b>
1. 中概股私有化加速	9
2. 寻找 VIE 结构回归企业机会	10
3. 低估值中概股陷恶循环 回归意愿更强	12
4. 人民币基金接 VIE 企业回家	13
5. 未来美元基金何去何从	14
<b>五、拆除 VIE 案例解析</b>	<b>15</b>
1. 分众传媒私有化	15
2. 分众传媒 VIE 协议的终止	16
3. 分众传媒系列股权转让	17
4. 分众传媒 VIE 架构拆解关键点	18

随着 A 股市场的火爆及新三板市场的活跃，近来大量国外上市的互联网公司产生回归 A 股的念头，但是如何快速、低成本的拆解 VIE 结构成为这些企业所关注的焦点问题。投中研究院结合目前的成功案例，总结拆除 VIE 的方式及主要风险，

# 一、VIE 结构

## 1.什么是 VIE

VIE 全称 Variable Interest Entity，也称为“协议控制”，是由外国投资者和中国创始股东成立一个离岸公司，再由上市公司在中国境内设立一家外商独资企业从事外商投资不受限制的行业。一般内资跟外资是同一个实际控制人，通过一个协议将经营的成果作为支付服务费等方式转移给壳主体。

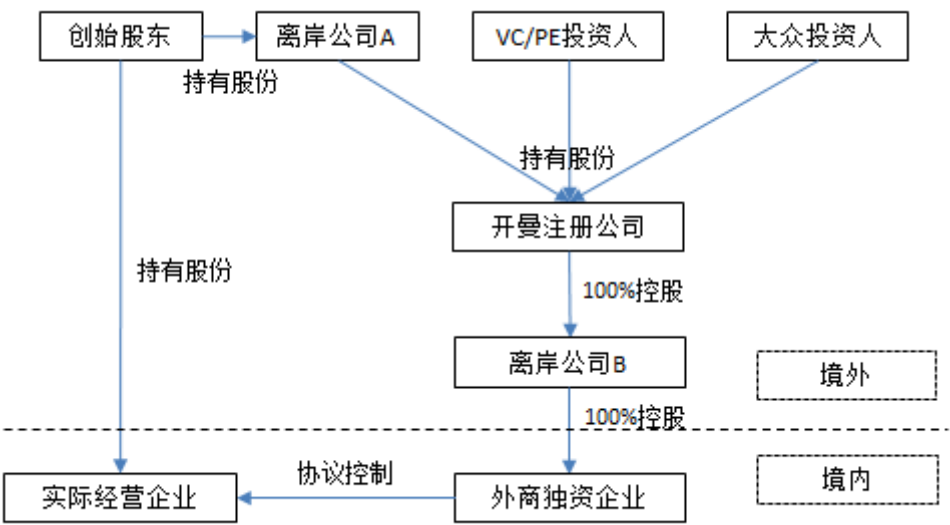


图 1：VIE 架构搭建原理

可以说 VIE 结构是互联网企业在融资需求和监管限制约束下的产物。从 2000 年，新浪以 VIE 结构在纳斯达克上市以来，VIE 结构始终是国内互联网企业境外上市的首选，此后如新东方、百度、阿里巴巴等企业均通过 VIE 结构在美上市，而这些企业的境外注册地大多选择开曼群岛。

## 2.VIE 结构产生的原因

为什么国内优秀的互联网企业化简为繁的搭建数层的持股结构或 VIE 结构，并且最终还舍近求远，漂洋过海上市？投中研究院认为主要有以下几个方面：

第一，上市门槛高。投中研究院认为上市门槛高是造成互联网企业远赴海外的最主要原因。按照现行政策规定，主板上市公司需要最近三个会计年度净利润均为正且累计超过人民币三千万元；最近三个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币五千万元，或者最近三个会计年度营业收入累计超过人民币三亿元；最近一期末无形资产（扣除土地使用权等）占净资产的比例不超过 20%；创业板上市盈利条件为最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元。而互联网企业由于其独特的运作模式，使得其前期几乎处于“烧钱”抢占市场份额阶段，数年无法体现收益，而此阶段却是互联网企业最需要资金的关键阶段，多数企业处于硬性政策标准的“亏损”企业，自然无缘境内上市。

项目	创业板	主板
经营年限	持续经营>3 年	持续经营>3 年
盈利要求	最近两年连续盈利，净利润累计不少于 1000 万元且持续增长； 或最近 1 年盈利，且净利润不少 500 万	最近三个会计年度净利润均为正数且累计超过 3000 万元
资产要求	最近一期末净资产不少于两千万元，且不存在未弥补亏损	最近一期末无形资产占净资产的比例不高 20%
股本要求	发行后股本总额不少于 3000 万元	发行前股本总额不少于 3000 万元
股东人数	不少于 200 人	不少于 200 人
实际控制人	最近 2 年内未发生变更	最近 3 年内未变更
登记制度	审核制	审核制

公开资料，投中研究院整理

表 1：国内 A 股市场上市条件

第二，上市周期长。目前国内 A 股市场从辅导到最终上市可能需要 2-3 年时间，一旦遭遇 A 股市场萎靡，证监会暂停发行新股，最终上市时间可能会延长至 3-5 年。而互联网企业的经营模式与传统企业并不相同，不仅要求发展快，还要掌握好发展的节奏。例如，互联网企业一般在 A 轮融资后半年至一年进行 B 轮融资，随后一年时间开始 C 轮融资，而企业在 C

轮融资后基本可以确立行业前几位排名，并开始准备上市。就 A 股的上市节奏完全不能满足互联网企业的需求，极容易在漫长的排队过程中错过最好的壮大的机会。

第三，美元基金需要境外上市退出。互联网企业在发展初期需要大量的资金投入，而且还会面临较高的风险，同时期的国内私募股权行业成熟度较低，所以根本无法满足互联网企业的需求。国外的成熟投资者恰恰能够解决这一问题，所以多数互联网企业都是获得美元基金的投资，而美元基金的投资者又需要所投企业在境外进行上市以方便资金退出。

最终基于上述三点原因，造成国内互联网企业普遍采用 VIE 结构远赴海外上市。

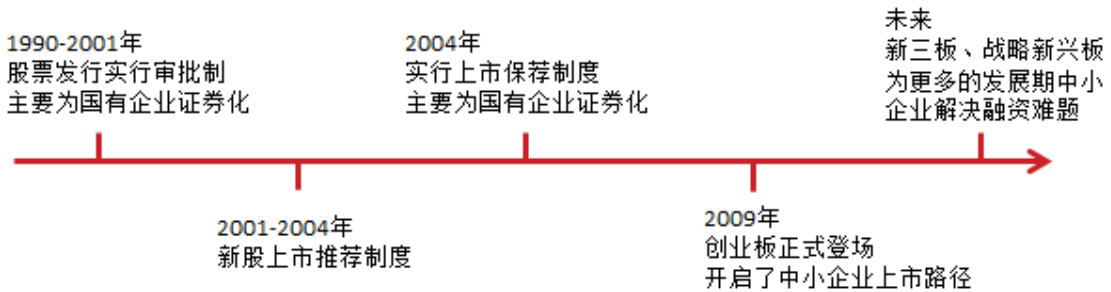


图 2: 国内资本市场演变历程

目前，我国资本市场已经经历了二十年的发展，资本市场的法律体系逐步健全，监管规则日臻完善，层次和结构日渐丰富，市场文化更加理性。我国多层次资本市场正在建设，法制建设和监管进一步适应市场的快速发展，未来必将推出的注册制，也是目前国际上较为先进的发行制度，也正在弥补着此前市场不足所造成的优质资源流失。

## 二、推动 VIE 企业回归的内外因素

### 1.政策扫清互联网企业上市障碍

注册制及战略新兴板的推出将为互联网企业上市扫清障碍。

在注册制下，监管机构将不再进行审核，取消股票发行的持续盈利条件、降低企业上市门槛。目前，国内推进注册制改革条件已具备，已形成初步方案，并正着手制订具体实施方案。新证券法正式实施之日起，注册制即可开始推行。目前《证券法》修改按正常进度进行，

《证券法》修订草案于 4 月 20 日上会初审。初审之后修订案将向社会公开征求意见，意见征求完毕之后，最快 8 月二审，10 月完成三审。在注册制下，监管机构将不再进行实质性审核，即取消股票发行的持续盈利条件、降低小微企业和创新型企业的上市门槛，有助于吸引互联网等创新型企业国内上市融资的需求。

另外，备受瞩目的上海证券交易所“战略新兴板”正在逐渐揭开神秘的面纱。战略新兴产业板将面向那些创新推动型经济所青睐的行业中的公司，这些行业包括计算机科学、信息技术、可再生能源以及生物科技、《中国制造 2025》中提到的 10 个重大发展领域，以及国家部委定义的创新型企业等，也都属于战略新兴板的范畴。战略新兴板的推出，可以让海外上市公司通过 CDR 方式(又称存券收据或存股证)，不用拆 VIE 架构，在境内上市，从而使国内股民可以投资在海外上市的公司。

从上述政策推动特点来看，投中研究院认为将有望成为注册制的试验田。战略新兴板作为从资本市场层面落实国家创新发展战略而设立的新板块，其覆盖面与创业板及中小板有明显不同，上市门槛设置也将与创业板有明显差异，以求其更加适用战略新兴产业的发展。

## 2.国内市场可获得更多融资

A 股的高市盈率直接在二级市场股价上表现出来，特别是 2015 年 3 月回归 A 股的暴风科技，其惊艳表现及也是吸引 VIE 结构企业回归 A 股的重要原因。暴风科技自 3 月 24 日 9.43 元的开盘价格登陆 A 股至 5 月 20 日股价突破 300 元，更是创出连续 29 个一字涨停后继续 6 连停的神话，而所用的时间还不足两个月。截止 6 月 9 日，暴风科技总市值达到 339 亿元，折合美元约 55 亿美元，而在美国上市的优酷土豆，其总市值约 58 亿美元，两者相差不多，但两者的业务规模却完全不在一个体量上。

从暴风科技回归 A 股后的表现可以看出，目前国内市场对互联网公司有较高的偏好，再加上正处鼓励，造就了中概股回归的良好时间窗口，企业在获得大幅估值溢价的同时，可以用更小的股权成本获得更多融资。

### 三、拆除 VIE 架构要面对的问题

VIE 架构企业回归国内市场前景美好，但道路却历经曲折。



图 3：中国 VC/PE 市场基金募集数量

首先公司需要从国外市场私有化退市，然后拆除 VIE 架构，最后重返 A 股市场，这一流程看似简单但却是漫长而又复杂的过程，其中牵扯到多分利益协调及众多不确定性因素及风险。投中研究院对其风险进行了梳理。

#### 1.经营及制度问题

第一，拆 VIE 回归时间长。从 VIE 结构的拆除到回归 A 股市场上市，往往需要 2-3 年的时间。在对 VIE 结构进行拆除过程中包含对海外投资者股份赎回、VIE 协议解除、股权结构调整、境外公司注销等等一系列操作，而且还要保证公司实际控制人未发生变化，否则主板 3 年未变更、创业板 2 年未变更的硬性要求将不可能达到。在此过程中，由于项目时间较长，而一旦遭遇市场重大不可控制的风险，将会错失企业发展良机。

第二，投资人部分。在拆解 VIE 过程中，股东中的美元基金需退出，人民币基金要接盘。最佳方式是把国外的股权结构原封不动复制到境内投资主体，其最大问题就是在向美元投资者回购股权过程中所产生的利益问题，另一方面，国内的接盘资金能够以何种溢价接盘，往

往需要长时间的沟通，而一旦协调失败，企业拆除 VIE 的进程也将陷入僵局。另外，也会有部分美元投资者不希望退出，而是要将股权翻至境内，分享国内二级市场溢价利润。目前多数 VIE 架构企业为互联网公司，所以在业务牌照方面对投资人又明确限制，不允许带有外资成分，，因此，对于美元基金的投资者还需要在境内重新制定投资主体。

第三，重新申请 ICP 牌照。在拆除 VIE 架构后，还需要以内资身份获得 ICP 牌照。公司在没有重新获得 ICP 牌照之前，按照规定需暂时关闭网站，待取得 ICP 牌照后才能重新开放。

第四，挂牌新三板还是上 A 股。拆除 VIE 结构后还将有上市市场的选择难题。目前来看公司有以下几种选择：第一，A 股重新 IPO，但等待时间普遍较长。第二，挂牌新三板，目前新三板的流动性相比较 A 股相差甚远。第三，借壳上市，这种方式应该是多数中概股公司为加速上市过程所选择的主要回归方式。

## 2.法律及税务问题

第一，VIE 架构拆除的法律手续。公司在 VIE 架构搭建时，公司一般会与 WFOE 签署股权质押协议，因此在拆除时，如果涉及现有投资人协助公司出资清退前投资人的，需及早接触股权质押协议。另外，公司在股权调整等一系列变动中，应及早完成工商变更手续。

第二，美元投资人溢价退出税务问题。按照国家针对境外非居民企业间接转让境内股权的 2015 年第 7 号公告规定，境外投资者溢价所得部分应缴纳 10% 的个人所得税。其中规定无论是通过开曼公司回购股份的形式退出，还是通过转让老股的方式退出都需缴纳税费。

第三，公司资产拆分。在拆除 VIE 架构过程中，如果公司进行资产拆分，还要面临企业所得税和营业税的调整。同时在拆分过程中，还需要满足拆分出的公司主体在未来能够申请 IPO 或新三板的要求。

第四，税收分析。VIE 公司此前是以协议方式将所得利润支付至境外公司，其税收主要是 10% 的预提税，低于企业所得税 25% 的税率，所以企业在未来将面临更高的税务成本。另外，对于在拆除 VIE 架构时回购退出的美元投资者，看做是对境内 WFOE 构成境外间接转让，其产生的收益有被征税的风险。



## 四、各路资本加入 VIE 回归浪潮

### 1. 中概股私有化加速

暴风科技在 A 股市场创造了一个奇迹，30 多个涨停板所产生的化学反应正搅动着众多海外上市的互联网企业，目前部分企业已经开始拆除 VIE 架构回归国内市场分享 A 股盛宴。据投中研究院统计，2015 年 6 月份仅两周时间，中概股公司开始私有化或收到私有化通知的公司家数为 6 家，中概股已经掀起一股回归热潮。

时间	公司名称	估值（亿美元）	私有化进度
2014.01	盛大游戏（GAME）	18.4	进行中
2014.03	巨人网络（GA）	28.6	已退市
2014.04	中燃伟业（SGAS）	0.7	已退市
2014.04	诺亚舟（NED）	1	已退市
2014.04	高德软件（AMAP）	14.4	已退市
2014.06	澜起科技（MONT）	6.1	已退市
2015.01	完美世界（PWRD）	9.6	进行中
2015.03	世纪佳缘（DATE）	2.3	进行中
2015.04	久邦数码（GOMO）	1.5	进行中
2015.04	学大教育（XUE）	2.4	进行中
2015.04	药明康德（WX）	29	进行中
2015.04	中华脐带血库（CO）	5	邀约
2015.05	中国手游（CMGE）	6.6	进行中
2015.05	淘米网络（TAOM）	1.2	进行中
2015.06	迈瑞医疗（MR）	33	进行中
2015.06	晶澳太阳能（JASO）	3.6	进行中
2015.06	易居中国（EJ）	8.9	邀约
2015.06	世纪互联（VNET）	17	邀约
2015.06	人人公司（RENN）	14.4	邀约
2015.06	创梦天地（DSKY）	5.3	邀约
2015.06	博纳影业（BONA）	7.5	邀约
2015.06	奇虎 360（QIHU）	82.6	邀约
2015.06	陌陌（MOMO）	30	邀约

公开资料，投中研究院整理

表 2：2015 年中概股私有化进展

根据上表中数据显示,自 2014 年以来的在美上市私有化公司估值多数集中在 10 亿美元之下,占比为 58%。其中,久邦数码、淘米网络、诺亚舟、中燃伟业四家企业估值仅 1 亿美元。并且,除去近期刚刚宣布发布私有化要约的奇虎 360 公司估值在 82 亿美元,剩余公司估值均在 30 亿美元之下。投中研究院通过观察发现,目前市场上许多人民币基金正积极参与与接 VIE 项目,但是这类资金整体规模不大,承接 VIE 回归项目有限,所以回归企业估值水平普遍较低。

## 2. 寻找 VIE 结构回归企业机会

虽然有 A 股高估值的吸引,但中概股私有化实施起来也并不容易,途中会出现一系列的利益博弈,甚至面临法律诉讼的风险。

根据公开资料显示,目前在美国上市的 200 多家中概股中近半数采用 VIE 架构,而其中绝大多数为互联网公司。这些企业一边受制于美国市场的长期压制,估值水平常年维持在 10 倍至 20 倍之间;而另一边却是国家政策对创新创业愈发开放,互联网+概念受到 A 股投资者热捧,动辄互联网企业就拥有超百倍市盈率。而未来又会有多少在外上市的 VIE 企业耐不住寂寞,投中研究院也在猜测那一家中概股会是下一个私有化标的。

公司名称	交易代码	估值(亿美元)	上市时间
新浪	Sina	35	2000/4/13
网易	Nets	188	2000/6/30
携程网	CTRP	100	2003/12/9
百度	Baidu	689	2005/8/5
新东方	EDU	37.3	2006/7/7
搜房网	Sfum	33.4	2010/9/17
优酷	Yoku	39	2010/12/18
58同城	WUBA	55.2	2013/10/31
去哪儿网	QUNR	46	2013/11/1
唯品会	VIPS	116	2012/6/23
汽车之家	ATHM	51.2	2013/12/11
猎豹移动	CMCM	37.3	2014/5/8
新浪微博	WB	34	2014/4/17
京东	JD	453	2014/5/22
阿里巴巴	BABA	2062	2014/9/19

公开信息,投中研究院整理

表 3: 估值超过 30 亿美元在美上市 VIE 架构企业

虽然掀起了一股回归浪潮，但这并不代表所有 VIE 架构的企业都有回归的意向。对于那些业务模式较为成熟，海外投资人较为认可，估值较高的海外上市明星企业。由于企业能够获得融资，而且拆除 VIE 所需承担的费用及风险比较回归的收益要大，所以这一部分企业主动拆除 VIE 的可能性并不大。

公司名称	交易代码	估值(亿美元)	上市时间	公司名称	交易代码	估值(亿美元)	上市时间
搜狐	Sohu	22.6	2000/7/12	九洲大药房	CJJD	0.5	2010/4/22
空中网	Kong	3.4	2004/7/9	奥星制药	BSPM	0.1	2010/4/23
前程无忧	Jobs	20	2004/9/29	昌荣传播	CHRM	1.9	2010/5/5
金融界	JRJC	1.1	2004/10/15	高德软件	AMAP	14.5	2010/7/1
艺龙网	Long	5.9	2004/10/28	中网在线	CNET	0.4	2010/7/1
第九城市	NCTY	0.3	2004/12/15	金凰珠宝	KGJI	0.6	2010/8/8
酷6网	Kutv	0.5	2005/2/4	汉广厦地产	HGSH	1.2	2010/9/13
奥瑞金种业	SEED	0.4	2005/11/8	蓝汛通信	CCIH	2.9	2010/10/1
中星微	VIMC	3.1	2005/11/25	大全新能源	DQ	2.2	2010/10/7
橡果国际	ATV	0.4	2007/5/4	好未来	XRS	28	2010/10/20
正保远程教育	DL	5.8	2007/7/30	当当网	Dang	6.7	2010/12/8
泛华保险	CISG	4.8	2007/10/31	斯凯网络	MObi	1.5	2010/12/10
中冠农业	GRO	0.9	2007/11/8	联拓集团	LAS	0.1	2010/12/10
ATA	ATAI	1.2	2008/1/29	网秦	NQ	2.7	2011/5/5
联合信息	Kone	0.06	2008/5/14	凤凰新媒体	Feng	5.9	2011/5/12
中国信息技术	Cnit	1.1	2008/5/21	兰亭集势	LITB	2.1	2013/6/6
中环球船务	Sino	0.1	2008/5/21	500彩票网	WBAI	7.8	2013/11/22
畅游	CYou	15.3	2009/4/2	达内科技	TEDU	6.3	2014/4/3
天星生物	SKBI	0.2	2009/6/26	窝窝	WOWO	3	2014/4/8
研控科技	RCON	0.07	2009/7/30	乐居控股	LEJU	11	2014/4/17
开元汽车	AUTC	粉单	2009/10/5	途牛	TOUR	8.2	2014/5/9
庆客隆	QKLS	0.03	2009/10/21	聚美优品	JMEI	31	2014/5/16
新奥混凝土	CADC	008	2009/11/16	迅雷	XNET	8	2014/6/24
易达控股	CNYD	0.1	2009/12/7	诺亚财富	NOAH	15.6	2014/8/7
中国风能技术	CLNT	0.1	2009/12/30	一嗨租车	EHIC	8.3	2014/11/18
星源燃料	AMCF	0.07	2010/1/26	易车网	BITA	25	2014/12/11
泓利煤焦	SCOK	0.4	2010/2/18	窝窝	WOWO	3	2015/4/10

公开数据,投中研究院整理

表 4: 公司估值不足 30 亿美元在美上市 VIE 架构企业

### 3. 低估值中概股陷恶循环 回归意愿更强

目前，在美上市的 VIE 架构中概股中大部分估值较低，这部分企业不仅要时刻面临海外机构恶意做空的风险，同时为了维持上市每年还需支付大约 200 万美元的挂牌费用。并面临美国市场的严格监管和审查，企业大股东面临中小股东法律诉讼及被迫退市的风险，导致收益与付出成本不成正比。

另外，低估值企业几乎不能获得市场的有效关注，所以导致这部分公司对投资者缺乏吸引力，无法获得更多融资而导致企业无法持续增长或扩张，最后使得企业陷入一种恶性循环模式。

而目前国内 A 股市场却在不断进行深化改革，推动尚未盈利互联网及高科技企业上市政策尽早落地，推动新三板发展及未来将要推出的战略新兴板，都是在为海外上市企业回归铺路。

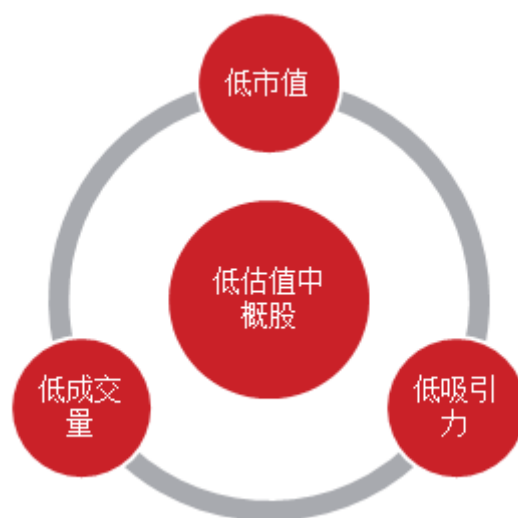


图 4：低估值中概股陷入恶性循环

从国内资本层面来看，对海外上市公司流通股份进行回购需要大量的人民币基金进行接盘，而目前国内人民币基金还无法接受过高的价格。所以在此背景下，这些较低估值的海外上市企业会更愿意拆除 VIE 架构，回归国内资本市场。

#### 4. 人民币基金接 VIE 企业回家

根据 CVSource 投中数据终端显示，2015 年 5 月中国 VC/PE 投资市场披露有 89 支基金成立并开始募集，在基金募集数量上又迎来一波小高潮。

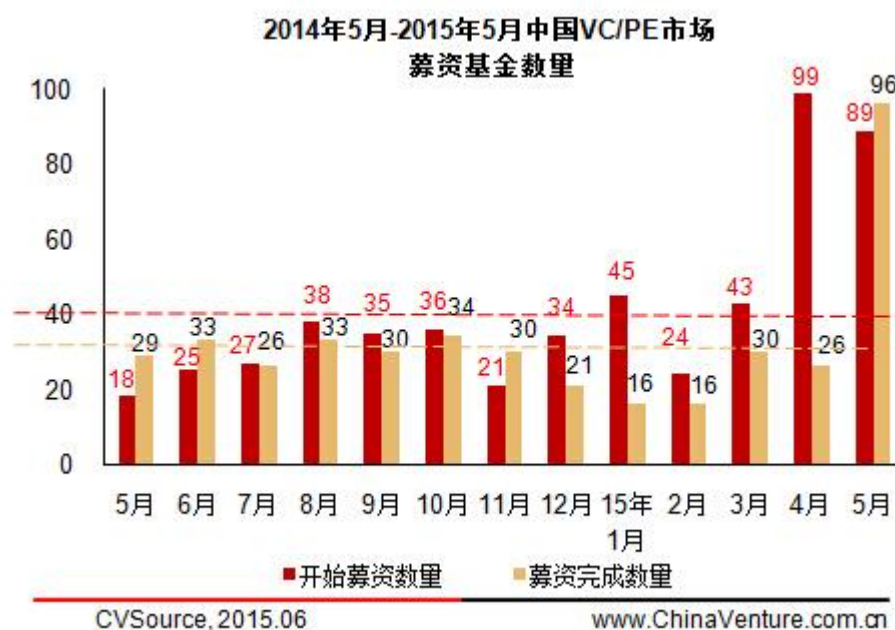


图 4：中国 VC/PE 市场基金募集数量

为迎接 VIE 企业的回归大潮，众多投资机构纷纷行动起来，都在募集接盘 VIE 项目的人民币基金。国开移动互联网产业基金规模为 50 亿元人民币，中国移动有限公司出资 15 亿元，中国国家投资控股公司国家开发投资公司出资 10 亿元。基金的投资对象为移动互联网领域成长期和成熟期企业。

中国龙腾回归母基金规模高达 20 亿元，是国内首支 VIE 回归概念基金，旨在从美元基金手里将原 VIE 架构的创新公司接回国内资本市场上市，尤其是借助新三板快速、灵活等内在特征实现快速回归。将投资近 10 家 VIE 回归主题基金，带动至少 100 亿以上人民币基金迎接超过 100 家 VIE 结构公司回归中国资本市场。

6 月初，华泰瑞联并购基金二期基金宣布开始募集，该基金将投资于大健康、大消费、TMT、高端制造行业等，核心投资策略是聚焦龙头公司产业整合、中国概念股、红筹股回归、

国企混改以及中国企业海外产业并购中的投资机会。另外，深圳市基石创业投资管理有限公司也将募集一期 20 亿元人民币的 TMT 基金，其重要投向就是 VIE 项目的回归。

目前国内的 VIE 架构企业超过 80% 分布在互联网和新兴产业中，根据 CVSource 投中数据终端显示，自 2000 年以来，国内 VC/PE 机构美元基金投资于 VIE 企业的案例达到 1585 起，已公布投资金额超过 700 亿美元。

投中研究院预计，从 2015 年下半年开始，VIE 架构企业才会迎来真正的拆除高峰。目前国内的千余家 VIE 架构企业，如果有 30% 中等偏上企业选择拆除，那么将会有 300 家企业回归，人民币基金接盘金额需要 1200 亿元，但是以目前人民币基金的接盘能力，还远远达不到这个规模。我国大部分投资于互联网的人民币基金其规模普遍在 5 亿元以下，重点关注 A 轮及 B 轮投资，因为目前我国互联网企业 B 轮之后的超高估值往往让人民币基金不能承受。

## 5. 未来美元基金何去何从

从过程来看，拆解 VIE 首先要做的就是协调美元基金的退出与人民币基金的接盘，因此，在整个 2015 年资本市场上，人民币基金对美元基金产生了较大的冲击和挑战，而投中研究院通过分析却发现 VIE 的回归是对美元基金及人民币基金进一步发展的一次机遇。

从短期来看，拆除 VIE 架构的回归风潮对美元基金会产生了一定冲击。由于国内资本市场的火热，使得许多国内 VIE 结构的互联网公司开始选择拆除架构，而许多有意向选择美元基金的企业，也纷纷转向人民币基金。所以，在短期美元基金需要调整投资策略及模式，以适应新的市场环境。

从长期来看，美元基金在国内仍会占据较大份额并持续增长。因为中国资本市场总量十分巨大，而美元基金虽然在 TMT 领域中的占比会有所下降，但是总体份额未必会有多少降低。因为中国的创新创业在政策扶持下才刚刚开始，未来中国资本市场的规模会越来越大，其中会涌现出新一代的 BAT 龙头。所以美元基金完全可以凭借其强大的项目挖掘、判断及投后管理能力保持持续增长。

在这波回归大潮中，人民币基金更加活跃，因为对于人民币基金来说，短期可以接盘许多互联网类企业项目，可以促进人民币基金的发展。根据投中数据终端 CVSource 显示，2015 年上半年，市场披露的 365 支开始募集基金中有 348 支人民币基金、17 支美元基金；人民币基金的目标规模为 995 亿美元，美元的目标募集规模为 28.20 亿美元，人民币基金呈现出主导格局。

所以总体来看，VIE 架构拆除所引发的“风口”，对于人民币基金及美元基金都是绝佳的发展机会，未来会因为市场机制的转变以及美元基金与人民币基金投资趋同性而产生融合多赢的格局。

## 五、拆除 VIE 案例解析

6 月 2 日晚，停牌已过半年的宏达新材（002211.SZ）发布公告，宣布拟通过资产置换、发行股份及支付现金收购资产等方式，实现分众多媒体技术（上海）有限公司（以下简称分众传媒）借壳上市，分众传媒交易作价 457 亿元。借此交易，分众传媒有望成为首家从美股退市，再登陆 A 股的上市公司。

### 1. 分众传媒私有化

2005 年 3 月，在中概股赴美上市浪潮中，分众传媒建立相关境外上市、返程投资的 VIE 架构。其原海外母公司 FMHL 于 2005 年 7 月在 NASDAQ 成功 IPO，成为海外上市的中国纯广告传媒第一股。但 2008 年起分众传媒股价迅速下跌，最低时股价不到 6 美元。2011 年 11 月，分众传媒遭到浑水公司的强烈卖空报告的袭击。机构做空及公司价值被长期低估，成为分众传媒私有化的动因。

2012 年 8 月，江南春联合凯雷投资、方源资本、中信资本和光大控股向 FMHL 董事会提出了一份私有化提案。根据该提案，凯雷投资和方源资本先在开曼群岛设立了四层控股公司作为实施私有化的主体，从上至下分别为 GGH, Giovanna Intermediate Limited, Giovanna Parent Limited 和 Giovanna Acquisition Limited。

之后，Giovanna Acquisition Limited 和 FMHL 合并。合并后 Giovanna Acquisition

Limited 停止存续，FMHL 作为合并后的存续主体成为 Giovanna Parent Limited 的全资子公司。

与此同时，江南春以及当时 FMHL 的第二大股东复兴国际将其持有的 FMHL 股份置换为 GGH 的股权和现金。FMHL 的其余股份则在合并时注销并以现金对价。

2013 年 5 月 23 日，合并交易生效。私有化完成后，FMHL 的控制权关系变更为：

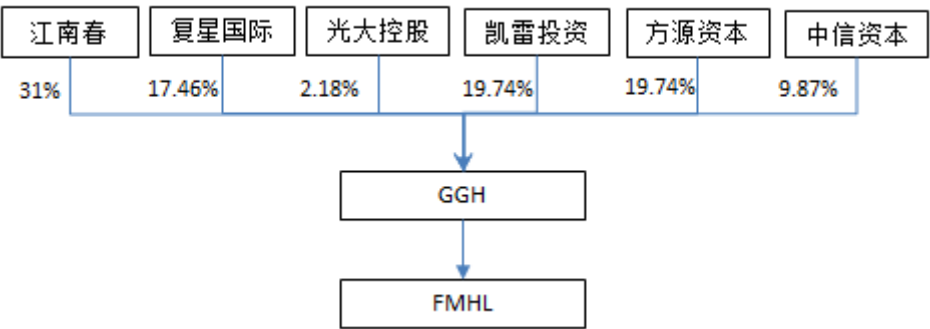


图 5: FMHL 控制权简化关系图

## 2. 分众传媒 VIE 协议的终止

分众传媒在境内的经营实体主要是分众传播和分众广告。2005 年 3 月，分众传媒签署了一系列的 VIE 控制协议。VIE 协议具体关系如图所示。其中，FMCH 为在香港设立的分众传媒母公司。分众传媒为 FMCH 在上海设立的独资子公司。



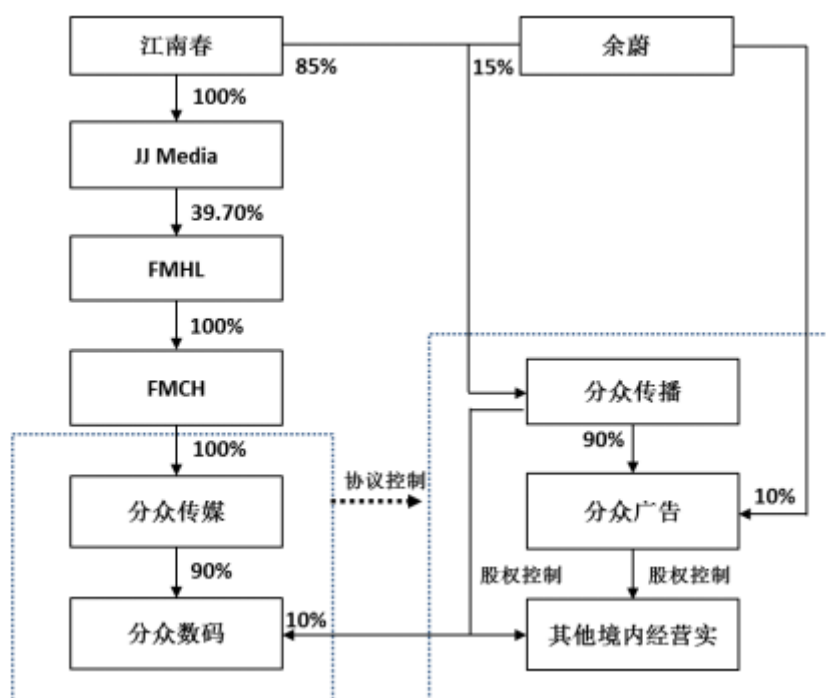


图 6: VIE 控制协议关系示意图

2010 年 8 月，分众传媒相关方签署了《终止确认协议》，即为 VIE 终止协议。2014 年 12 月，相关各方确认终止 VIE 架构下的权力义务关系，至此分众传媒的 VIE 架构解除。

2015 年 1 月，江南春将其持有的分众传播 85% 的股权转予分众数码（分众传媒持有其 100% 股权），分众传媒据此持有境内经营实体的股权。

### 3. 分众传媒系列股权转让

第一次股权转让：2015 年 4 月 2 日，FMCH 将 89% 的分众传媒股权转让给境外股东在香港设立的独资 SPV。分众传媒本次股权转让的估值为人民币 450 亿元。

第二次股权转让：2015 年 5 月，上述境外股东在香港设立的独资 SPV 将 29.78% 分众传媒股权转让给 36 名境内机构投资者，估值依然为 450 亿元。

借壳上市：宏达新材与分众传媒进行资产置换，宏达新材向 FMCH 外的分众传媒其他股东发行股份，向 FMCH 支付现金，以购买分众传媒股东持股差额。借此交易，FMCH 获得现金并退出分众传媒。

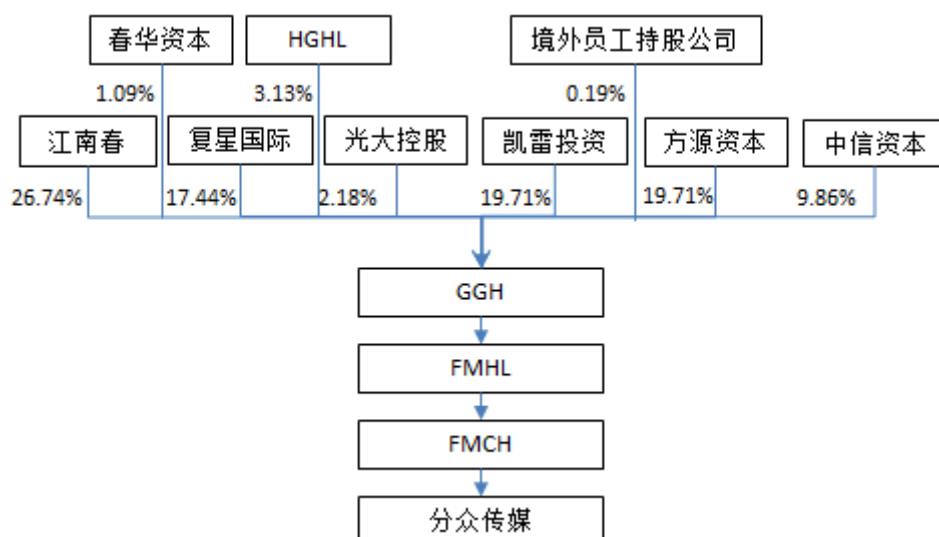


图 7：第一次股权转让前分众传媒股权简化图

#### 4. 分众传媒 VIE 架构拆解关键点

##### 第一：资金问题

从私有化到 VIE 的拆解，一方面需要强大的资金实力作为支撑，另一方面需要厘清外资贷款关系。据悉，分众传媒在私有化过程中，曾经向外资银行借贷 17.75 亿美元，由 12.75 亿美元的五年期定期贷款和总额 5 亿美元的两笔五年期备用信用证组成。2015 年 4 月，分众传媒在回归 A 股过程中，其母公司 FMCH 从民生银行、星展银行和招商银行三家银行共计获得 14 亿美元的过桥贷款，用以偿还之前私有化所借的外资贷款。而 FMCH 对分众传媒的股权进行第二次转让给境内财务投资者，所得资金主要用于过桥贷款偿还及分众传媒股权结构调整中的税款支付。

##### 第二：税收问题

根据国税总局《关于非居民企业间接转让财产企业所得税若干问题的公告》，境外投资人溢价退出所得，应缴纳 10% 的所得税。无论是通过开曼公司回购股份的形式实现溢价退出，还是通过转让老股的方式实现溢价退出，都构成对境内 WFOE（外商独资企业）的境外间接转让。境内受让方作为股权转让款的支付人，应当作为扣缴义务人，实行源泉扣缴。

在分众传媒的第一次股权转让中，FMCH 应向分众传媒注册所在地税务机关缴纳约 40

亿元的所得税费用；在第二次转让中，由于前后两次估值相同，不涉及溢价所得税问题。

此外，VIE 拆解过程中，境内拟上市主体外商投资企业性质发生变更可能需要补缴此前享受的定期减免税税款。但是在一定条件下，可以无需补缴。其中一种情形为拆除 VIE 架构后，仍保留部分境外投资者（不低于 25%），以保持其外商投资企业的地位，就可继续享有外商投资企业所得税的优惠。分众传媒即属于此种情形，因此不需要补缴已免征、减征的税款。

### 第三：基金接盘问题

在 VIE 架构拆解中，如果公司业务属于《外商投资产业指导目录》中限制目录范围，拆解 VIE 需要回购境外股东的所有股份。如由于增值电信业务在限制外商投资目录中，暴风影音在 VIE 拆解中，海外上市主体 Kuree 便将 WFOE 互软科技的全部股权转让给和谐成长以及金石投资。之后，互软科技注销。

而根据《外商投资产业指导目录（2004）》，广告行业不迟于 2005 年 12 月 11 日后，外资间接全资持有境内广告企业的产业政策障碍消除。因此，与暴风影音不同，WFOE 分众传媒的外资股权不需要回购或转让给境内投资者。因此，可以看到，WFOE 的股权只是由 FMCH 转让给了境外投资者在香港设立的 SPV 以及境内财务投资者。同时，WFOE 分众传媒也未注销，而是在持股结构简化后，以分众传媒作为主体借壳上市。

另一方面，国内财务投资者的接盘，除令境外投资者部分退出外，也为分众传媒的借壳上市创造了有利条件。

## 研究垂询

张祥      Aaron(分析师)

Email: [aaron@chinaventure.com.cn](mailto:aaron@chinaventure.com.cn)

杜善友      Nick (分析师)

Email: [nick@chinaventure.com.cn](mailto:nick@chinaventure.com.cn)

## 媒体垂询

刘美廷      Fionaliu

Tel: +86-10-59799690-1011

Fax: +86-10-85893650

Email: [fionaliu@chinaventure.com.cn](mailto:fionaliu@chinaventure.com.cn)

## 关于 CVSource 投中数据终端

CVSource 投中数据终端是股权投资领域专业、准确、全面的金融数据产品。

CVSource 投中数据终端由投中集团倾力打造，为国内外股权投资从业人员提供专业的数据服务以及高效的研究工具。

## 关于投中研究院

投中研究院隶属于投中集团，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。。

## 关于投中集团

投中集团是一家领先的中国市场金融数据及商业信息服务提供商。通过旗下数据产品 CVSource，为活跃于中国市场的投资机构、投资银行、战略投资者、资产管理公司等各类金融客户提供专业的数据、资讯及分析工具，同时运营中国 PE/VC 行业第一门户网站 [www.ChinaVenture.com.cn](http://www.ChinaVenture.com.cn)，并举办各类投资会议。投中集团成立于 2005 年，在北京、上海和深圳设有办公室。

投中研究院隶属于 ChinaVenture 投中集团，致力于围绕中国股权投资市场开展资本研究、产业研究、投资咨询等业务，通过精准数据挖掘及行业深度洞察，为客户提供最具价值的一站式研究支持与咨询服务。

ChinaVenture 投中集团是一家专注于中国投资市场的领先信息咨询机构。ChinaVenture 为致力于中国市场的投资机构、投资银行与企业等客户提供专业的第三方信息产品及研究咨询服务。ChinaVenture 成立于 2005 年，在北京、上海和深圳设有办公室。

#### 法律声明

本报告为上海投中信息咨询有限公司（以下简称 ChinaVenture）制作，数据部分来源于公开资料。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本报告只作为投资参考资料，报告中信息及所表达观点并不作为投资决策依据。

本报告包含的所有内容（包括但不限于文本、数据、图片、图标、LOGO 等）的所有权归属 ChinaVenture，受中国及国际版权法的保护。本报告及其任何组成部分（包括但不限于文本、数据、图片等）在用于再造、复制、传播时（无论是否用于商业、盈利、广告等目的），必须保留 ChinaVenture LOGO，并注明出处为“ChinaVenture”。如果用于商业、盈利、广告等目的，需征得 ChinaVenture 同意并有书面特别授权，同时需注明出处“ChinaVenture”。

上海投中信息咨询有限公司  
ChinaVenture Investment Consulting., Ltd.

北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 A 座 7 层,100007  
电话: +86-10-59799690 传真: +86-10-57636090

上海市南京西路 1266 号恒隆广场 1 座 1201 室 200040  
Tel: +86-21-61919966 传真: +86-21-61919967

深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 3302 室 518048  
电话: +86-755-33067695

媒体支持: 投资中国网



数据支持: CVSource 投中数据终端

