



## 资本市场法律热点问题

### 红筹落地过程中的融资问题

#### 一、红筹落地简介

红筹落地是指原本基于红筹架构的已经在或计划在境外上市的公司为回归境内A股上市，其境内创始人将其通过红筹架构持有的、已转移至境外的境内权益转回境内，使原来红筹架构中负责公司主要业务运营的外商独资企业或中外合资企业恢复为内资企业或中外合资企业。

红筹落地的核心内容是去除红筹架构。红筹架构的类型依据境内公司的权益转移至境外的路径为标准主要分为两种，股权控制型的红筹架构和协议控制（VIE）型的红筹架构。相应地，前述两种架构下红筹落地的具体步骤也不相同，其中：对于股权控制型的红筹架构，应将境内实体公司的控制权由境外公司转让给公司的境内创始人或其在国内设立的公司持有；对于协议控制型的红筹架构，应解除境内创始人通过特殊目的公司设立的外商投资企业与境内实体公司签署的一系列旨在转移利润的协议。

无论何种类型的红筹架构，在符合外资行业准入规定的前提下，真正的外资股东（如境外私募投资者）仍可以继续持有境内实体公司的股权；如果有境外私募投资者以及其他境外公司股东基于各种原因（例如，由于行业准入限制不具备直接投资境内特定行业上市企业的主体资格，并且旗下又无人民币基金，因而无法持有境内上市公司股权；或者与境内创始人在公司未来发展方向及未来上市地点选择等方面发生意见分歧等）考虑不参与境内上市，则将涉及回购或收购其持有的境外公司股份的问题；如果境外公司已经成功实现境外上市，则在去除红筹架构之前应当完成境外上市公司的私有化和退市。此外，境内创始人在境外设立的作为中间架构的特殊目的公司应当予以注销或者转让给无关联第三人；而真正的外资股东（如境外私募投资者）的境外结构过于复杂的，也应当予以简化。

#### 二、红筹落地过程中的融资安排

在红筹落地过程中涉及的主要步骤，如境外公司私有化退市、境内实体公司股权转让、境外股东股份回购或收购等，往往需要运用大额的资金，其来源除境内创始人自有资金外，需要进行必要的融资安排。实践中较为常用的融资方式主要包括私募融资和贷款融资。

2.1 如果公司已经在境外上市，则红筹落地过程中相关融资安排的主要目标是收购境外上市公司的流通股以实现境外上市公司的私有化退市，具体安排有：

##### (1) 私募融资

公司可通过向境外的PE私募融资，用以收购流通股股东所持的境外上市公司股份。在美国通过私有化退市的康鹏化学、大连傅氏、中消安分别获得了春华资本、盘实资本、贝恩资本等私募投资机构的支持。

##### (2) 过桥贷款

近期刚从港交所完成私有化退市的阿里巴巴，在整个交易的安排中，部分融资就是通过由澳盛银行集团有限公司、瑞士信贷银行新加坡分行、星展银行有限公司、德意志银行新加坡分行、香港上海汇丰银行有限公司、瑞穗实业银行香港分行等六家银行组成的银团贷款进行的；而安防科技的私有化得到了国家开发银行的贷款支持。

##### (3) 私募融资与贷款融资相结合

被誉为中概股私有化典型案例的泰富电气的私有化同时得到盘实资本和国家开发银行的资金支持。

2.2 如果境外主体尚未在境外上市，则红筹落地过程中相关融资安排的主要目标是回购或者收购境外私募投资者持有的境外公司股份，具体安排有：

##### (1) 贷款融资

由境外公司或者境内创始人通过贷款方式筹集资金用于回购或者收购境外私募投资者持有的境外公司股份。

##### (2) 向新的境外私募投资者融资

公司可考虑向新引入的境外私募投资者发行新股，用募集资金回购现有境外私募投资者持有的公司股份；或通过境内创始股东向新引入的境外私募投资者出售“老股”筹集资金用于收购现有境外私募投资者持有的公司股份；或安排新引入的境外私募投资者通过转让等方式直接“接手”现有境外私募投资者持有的境外公司股份。

##### (3) 向境内的私募投资者融资

鉴于境内上市市盈率较境外上市要高，目前境内的私募基金对收购红筹落地后的拟上市公司兴趣浓厚且出价偏高，因此，如果在境外无法筹集资金，且拟上市公司对外商投资没有行业准入限制，则可以考虑先让现有的境外私募投资者“陪同落地”，落地后再安排境内人民币私募基金收购该等境外私募投资者持有的拟上市公司的股权。

#### (4) VIE 结构中由管理层通过过桥贷款融资

在 VIE 结构中，特别是在境内运营公司所从事的业务属于限制或禁止外商投资行业的情况下，如果境外私募投资者希望在境外红筹公司 IPO 之前或 IPO 之后退出，则公司境内管理层可通过过桥贷款融资进行管理层收购（MBO）以实现境外私募投资者的退出，然后将原来的外商独资企业变更为纯内资企业或中外合资企业，并将其业务和原 VIE 结构下的境内运营公司的业务进行整合并在 A 股上市。

### 三、红筹落地完成后境内上市前的融资安排

除了上述红筹落地过程中融资安排之外，为了改善拟上市公司的财务状况，减少其财务成本，也为了完善公司治理结构、提升公司整体形象，在红筹落地完成后，还可考虑在境内上市前引进符合条件的境、内外私募投资者，该等做法有利于提高公司上市时的股票发行价格和融资效果。前述融资安排与一般 Pre-IPO 的私募融资基本相同，在融资过程中，除了考虑公司估值、上市预期等定价因素外，还应注意对公司现有私募投资者的权利保护安排和措施的影响，例如取得现有私募投资者的同意及其放弃相关优先权利的声明等。

### 四、保留或引进新私募投资者应关注的问题

#### 4.1 实际控制人和管理层的连续性

在计划和实施红筹落地的过程中，应关注实际控制人和管理层中主要高管的连续性，以满足 A 股上市时对于发行人最近 3 年内实际控制人没有发生变更以及董事、高级管理人员没有发生重大变化的硬性要求。

#### 4.2 私募协议中的对赌安排等投资者保护条款

在红筹落地过程中保留和引进私募投资者，应关注私募协议中对私募投

资者的权利保护条款，例如对赌安排、一票否决权、反稀释权、优先认购权、优先购买权、共售权、优先分红权、优先清算权等，防止该等条款对拟境内上市公司实际控制人的连续性、股权结构清晰、稳定、无纠纷等首发上市实质条件造成负面影响，必要时还应根据境内上市要求对前述条款作出相应修改和调整。

前述要求通常也适用于公司在红筹落地完成后、上市前新引进的私募投资者及其与公司和公司股东签署的私募协议。

#### 4.3 私募投资者的披露和核查要求

无论是在红筹落地过程中保留的原红筹架构中的私募投资者，还是在红筹落地过程中及完成后新引进的私募投资者，在上市审核过程中，证监会都将要求详细披露该等私募投资者的基本情况、最近一年一期的财务数据、追溯披露至最终国有控股主体或者自然人股东的股权结构和投资结构等信息，同时要求核查该私募投资者入股价格和条件及其确定方式和依据是否公允、入股资金来源是否合法、与公司及其股东签署的投资协议和其他法律文件中是否存在特别约定、与公司股东是否存在委托/信托持股等代持或者其他利益输送情形、是否存在重大违法违规违纪情形、是否适格，以及与公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员是否存在关联关系、亲属关系，与中介机构及其签字人员是否存在关联关系、亲属关系或者其他利益输送关系等。

#### 4.4 私募投资者的锁定期

目前，在审核实践中，对于继续保留作为境内上市主体股东的原红筹架构中的境外私募投资者，以及红筹架构落地过程中新引入的境外私募投资者，证监会可能要求其自愿出具所持发行人股份自上市之日起锁定 36 个月的承诺。对于在红筹落地完成后、上市前新引进的私募投资者，其锁定期安排按照目前交易所股票上市规则的规定和证监会的审核标准执行，即在刊登招股说明书前 12 个月内通过增资入股入股的，或者从应当锁定 36 个月的股东处受让股份的，其持有的发行人股份分别自完成增资扩股的工商变更登记之日起和自上市之日起锁定 36 个月，其他的一般自上市之日起锁定 12 个月。

邵春阳 合伙人 Tel: 8621 2208 6241 Email: shaochy@junhe.com

---

本简讯仅为提供法律信息之目的，供参考使用，并不构成君合律师事务所的法律意见或建议。