

中概股私有化及套利策略设计

一、VIE 中概股私有化的流程及相关法律

所谓私有化 (Privatization)，是指由上市公司大股东作为收购建议者所发动的收购活动，目的是要全数买回小股东手上的股份，买回后撤销这间公司的上市资格，变为大股东本身的私人公司。在美国市场，当一家公司登记的权益证券持有人不足 300 人，或者从纳斯达克等市场退市，美国证券交易委员会 (SEC) 即认定该公司实现了私有化。私有化以后，公司可以不再按照 SEC 的要求来做定期信息披露，企业的法律咨询费用、审计费用都可以适当减少，也为公司高层和大股东施展动作减少了阻碍。

近年来，在纳斯达克上市的中概股热衷于私有化，主要是由于以下三方面原因：首先，商业模式不被海外投资者所理解；其次，做空机构频频发动对中概股的“攻击”，股价大起大落，拖累估值；最后，估值差“套利”，回到 A 股上市，估值是原先的 10 倍甚至更多。

(一) VIE 基本架构

VIE 基本架构产生的原因：第一、海外直接上市需证监会审批，但由于面临“国内资产外流”压力，境内上市门槛高、等待时间长。第二、规避政府的外商投资产业限制政策，根据这些政策规定，大量牌照只能由内资公司持有，特别是“互联网增值业务”。第三、中国对 VIE 结构不承认、不否认，同时香港和美国理解同意 VIE 的使用。

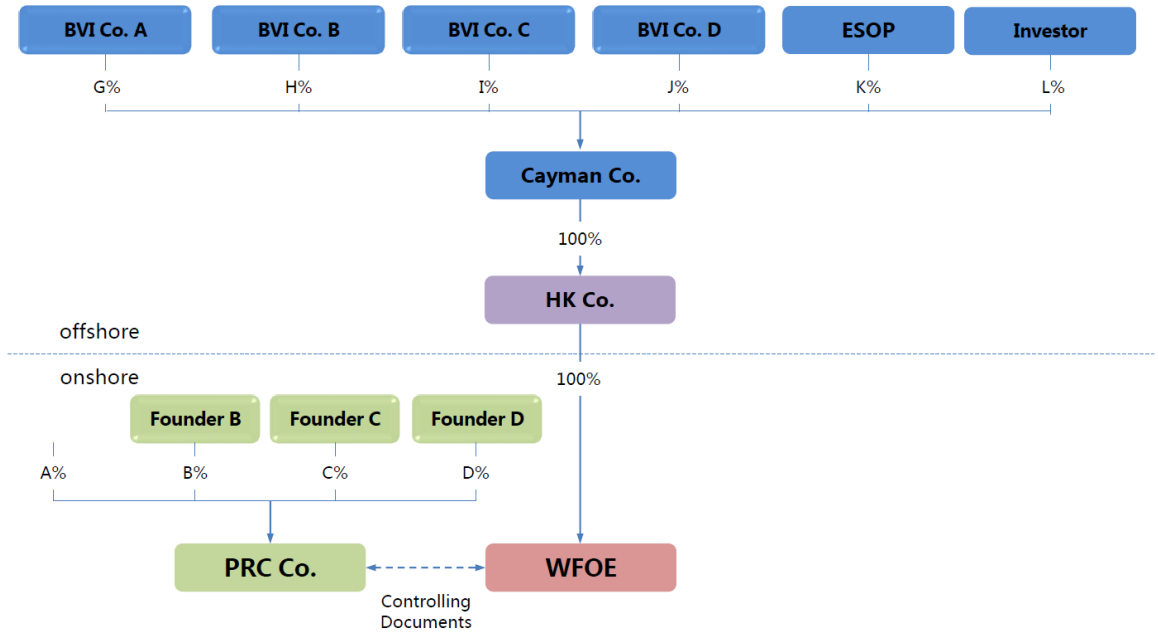


图 1 VIE 的基本架构

拆解 VIE 架构的核心在于回购境外投资人股份，根据回购方式的不同，VIE 架构的拆解主要可分为两类：

1. 创始人或者境内其他投资人以人民币投资 VIE 公司（当开曼公司的回购资金不足时）

第一步、中概股退市：在开曼公司没有足够回购资金的情况下，创始人或者境内其他投资人以人民币投资 VIE 公司。VIE 公司收购 WFOE 100% 股权，香港公司将 VIE 公司支付的对价支付到开曼公司，并由开曼公司支付投资人作为回购价款，境外投资人退出；

第二步、解除 VIE 架构，终止控制协议；

第三步、注销公司：注销体系外主体。

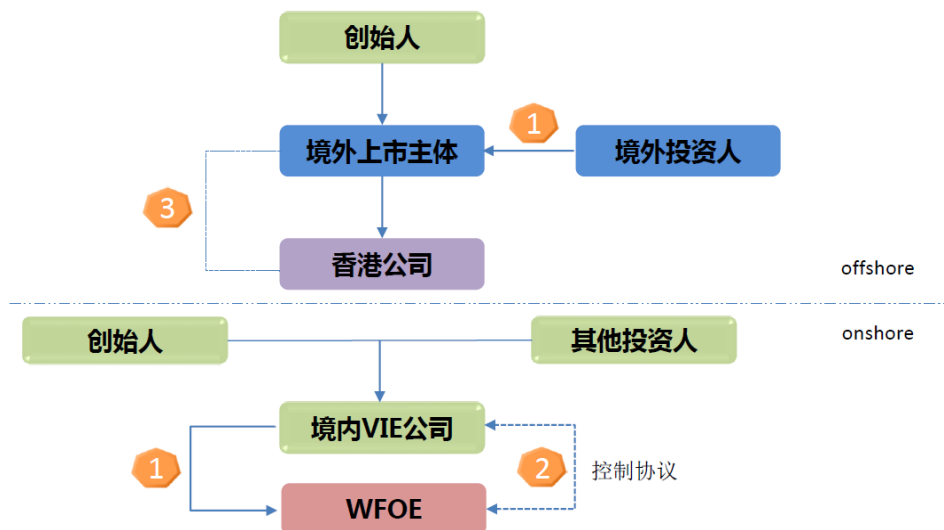


图2 VIE架构拆解（当开曼公司回购资金不足时）

2. 开曼公司以自有美元资金回购投资人股权（当开曼公司的回购资金充足时）

第一步、中概股退市：在开曼公司回购资金充足的情况下，开曼公司以自有的美元资金回购投资人的股权，投资人实现退出；

第二步、解除VIE架构，终止控制协议；

第三步、注销公司：注销境外特殊目的公司，注销或收购WFOE。

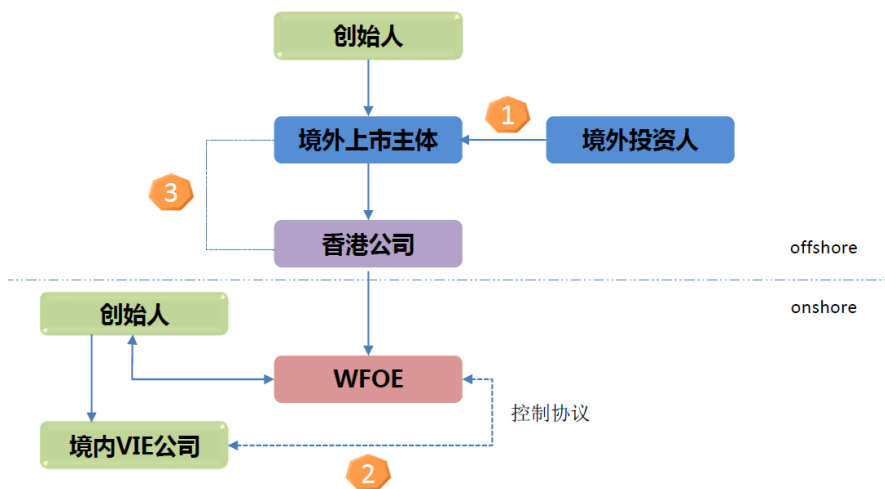


图3 VIE架构拆解（当开曼公司回购资金充足）

（二）中概股退市方式及流程

根据以上私有化过程，第一步（中概股退市）最为关键，这个阶段在美国境内进行，受美国法律和监督机构的约束。

1. 中概股退市的具体方式

（1）要约收购

要约收购可以经过或经过公司董事会的提前批准。在要约收购中，收购方

直接向其他股东发出邀约以购买他们的股份。根据美国联邦证券法规则，邀约必须至少持续 20 个工作日。

在要约收购之后，如果收购方持有至少 90% 的已发行股份（包括收购获得的股份以及要约收购之前就拥有的股份），收购方无须由公司剩余的少数股东进行投票通过，便可以通过简易合并（short-form merger）的方式来完成私有化交易。即便收购方在要约收购中没有收购到 90% 的股份，收购方一般可以进行制式合并（long-form merger）以消除剩余股东。

在商谈的要约收购中，现今一个普遍的趋势是公司会给予收购方“补足增发”的选择以从公司购买额外的股份，这样即便在要约收购中收购方并没有达到 90% 的标准线，通过补足增发，收购方可以达到 90% 的标准线从而不须进行股东股票而采取简易合并。补足增发的选择包含在合并协议中，其股票购买价格与要约收购价格相同，且只有当要约收购的其他条件全部得到满足、要约收购已经完成、且完成后收购方持有公司多数已发行股份的情形下才能由收购方能行使。

收购方可以单方进行要约收购（不事先与公司商谈协议），也可以先和公司就协议进行商谈。收购方必须首先考量美国州法中的反收购规则，此类规则可能会导致收购方在未经公司董事会同意（在一些州的法律下，即便获得了公司董事会的提前同意）而收购了一定比例的公司股票之后难以进一步行动。

（2）合并

私有化交易中的收购方可能通过合并来获得公司的股票。合并须根据法定的程序进行，包括收购方和公司之间签署协议以及股东投票批准。美国州法一般会就最短征求同意期作出规定，特拉华州成立的公司一般是 20 天。一经批准，公司所有的股票都会被转换，包括不同意合并的股东所持有的股票，某些情形下此等股东有法定的股份评估权利。

（3）反向股份分割

公司也可以采取反向股票分拆的方式来将纪录股东数目降低至美国证交会要求的标准之下，从而停止其向美国证交会备案的要求。在反向股票分拆中，公司发行一股新股来交换一定数目的旧股。反向股票分拆往往会涉及现金补偿问题。例如，如果公司决定以 300:1 进行反向股票分拆，那么持有 200 股的股东只能就不足一股的零星股份而获得现金补偿，而不再持有公司的任何股份。鉴于公司的

章程必须做出修改，反向股票分拆一般需要多数股东的批准。

2. 中概股退市的具体流程

中概股退市流程大致如下：收购方委任财务顾问、法律顾问——目标公司宣布收到或接受收购要约——目标公司成立特别委员会——特别委员会委任财务顾问、法律顾问——收购方设立并购母公司与并购子公司——目标公司与收购方的并购子公司签订并购协议——向证监会提交表格 13E-3——召开临时股东大会 (Extraordinary General Meeting of Shareholders)——股东大会投票通过并购——私有化完成，股票停止交易，退市结束。

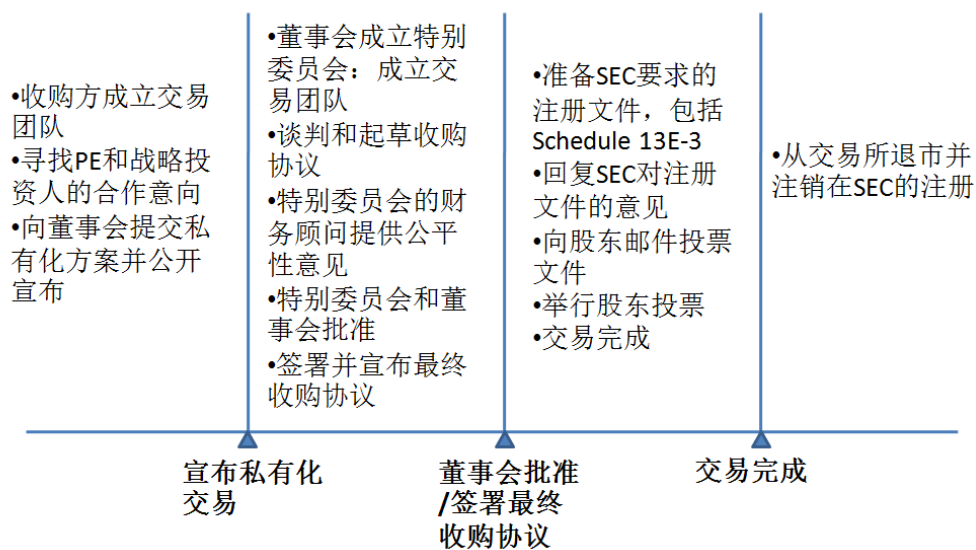


图 4 中概股退市的具体流程

(三) 中概股退市所要遵循的法律

1. 美国证券法的具体要求

(1) 一般性要求

要约收购：如果交易结构为要约收购，收购方必须提交附表 T0 要约收购声明。此外，自要约收购开始后十个营业日内，公司必须提交附表 14D-9 邀请和建议声明，陈述其对于要约收购的建议。

正式合并：如果交易结构为正式合并，公司必须通过投票代理声明书寻求其股东的批准，投票代理声明书必须符合美国证券交易法案条例 14A 和附表 14A 的要求，并且还必须在美证交会备案（请注意，代理投票规定不适用于外国私人发行人）。如果没有为交易准备投票代理声明书，则需按照条例 14C 和附表 14C

的要求准备和提交一份信息声明书。特别是，两份声明书均要求披露公司董事在拟执行的事项中的直接或间接的利益。

反向股票分拆：如果交易结构为反向股票分拆，通常需要公司获得股东对修订公司组织文件的批准。因此，反向股票分拆需要准备代理投票和举行股东大会。州法律对公司董事和管理人员提出了诚信义务，以确保所有“重大事实”都对股东进行了披露。

（2）规则 13E-3 项下的额外要求

规则 13E-3 的适用范围：规则 13e-3 适用于公司的现有股东或管理层单独或与私募基金保荐人联合通过合并、要约收购或其他方式要求收购公司的其他股份的典型交易，因为收购完成后公司将由控股股东或内幕人士拥有，并不再公开上市或登记。但是，规则 13e-3 不适用于两步式要约收购/合并的第二步，只要第二步的支付对价与第一步相同，也不适用于收购价格是用与公司相同的权利来支付，而不是以现金或其他类别的证券来支付的交易。

规则 13E-3 要求披露下列相关信息：

收购人对于公司及其业务的交易后计划；

用于交易的资金的来源和金额；

交易的目的是和后果，以及达到所述目的和后果的其他替代途径；

收购人作出的其相信交易对少数股东公平的声明书以及支持该意见的因素；

财务及法律顾问的报告、意见和评估；

关于交易后果的备考数据。

附表 13E-3 项下的披露责任可能会很繁重。由于规则 13E-3 旨在保护少数股东，因此关于私有化交易的公平性方面的披露可能受到美国证交会的严格审查。其中，美国证交会将会审阅关于估值、交易价格的公允性、交易背景和历史、推荐或批准交易的董事以及独立委员的独立性等的披露。股东和专门代理原告方的诉讼律师们也会仔细查阅披露事项，并可能提出要求停止交易或变更交易条款的主张。外国私人发行人进行私有化交易时通常也需要提交附表 13E-3 进行备案，除非是属于一级豁免范围的要约收购要求。

（二）本地法的具体要求

英国普通法准则在开曼和英属维尔京群岛极有说服力，根据该等准则，董事

主要有以下义务：

按该董事善意认为符合公司最佳利益的方式行事的义务；

如出现收购事件，董事在对股东就其股份是否接受要约而提出建议时须有责任善意行事；

有义务行使其权力，但仅为授予其权力之目的行使该等权利；

对公司资产承担受托人义务；

避免利益冲突和权责冲突的义务；

对其在涉及公司的合同中的个人利益进行披露的义务；

不借董事职责私下谋利的义务；

运用适当的技能和审慎行事的义务。

二、中概股套利空间分析与选股策略

（一）中概股收到私有化要约前后三个阶段的溢价

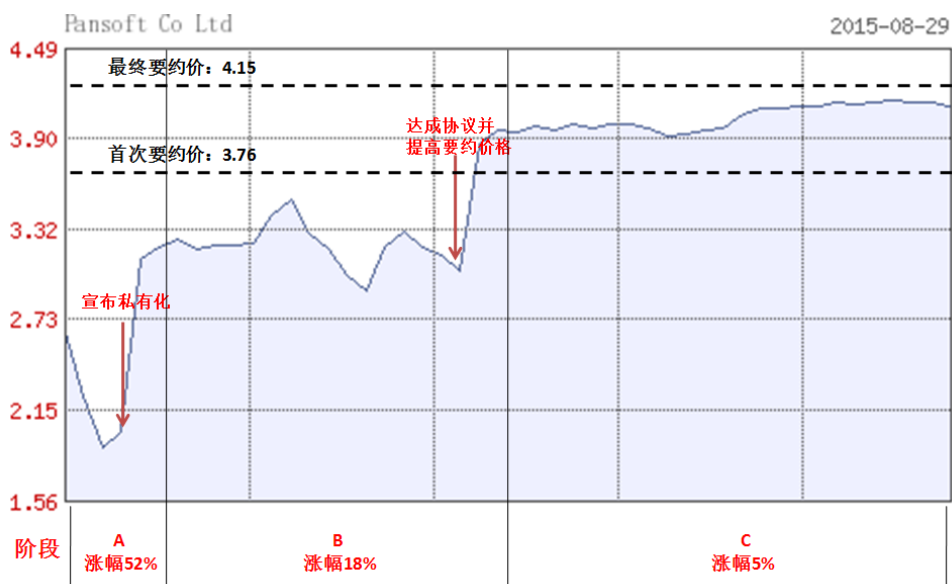


图5 普联软件退市过程与股价变化

以2012年成功私有化的普联软件为例，其从宣布私有化到退市，股价经历的三个阶段波动，主要来自中概股私有化信息的不对称、私有化进程的不确定性，这三个阶段分别是：

阶段A（由中概股私有化消息公开导致的股票上涨，属信息不对称溢价）：多数中概股在宣布私有化后，一些套利资本买进，股票往往会出现大幅上涨。与阶段B和阶段C比较，阶段A中私有化消息的突然公布往往会超出市场预期，属于

信息不对称溢价，阶段 A 的股价涨幅最大。金融机构若想获取阶段 A 收益，需要对各个中概股近期私有化的概率进行分析，提前进入最有希望宣布私有化的中概股中“布局”，或直接参与中概股回归，成为私有化要约集团成员。

阶段 B（由协议达成导致的股票上涨，属不确定性溢价）：股价在前一阶段暴涨之后，往往会出现一段时期的相对“稳定”期，该期间股价会受内外因素影响，稳定期过后，随着要约集团与上市公司签署初步私有化协议（协议中往往会再次提高要约价），市场对私有化更加看好，私有化不确定性更低，股价将出现第二轮上涨，但该轮上涨幅度要小于阶段 A。

阶段 C（退市之前的缓慢上涨，属不确定性溢价）：私有化进入了最后阶段，剩余的工作主要是股东大会投票，若不出现法律纠纷，中概股将很快退市，由于此时私有化不确定性较小，且股价已接近最终要约价格，因此阶段 C 的溢价最小。

（二）影响 B 阶段和 C 阶段溢价的主要因素

1. 退市顺利程度

要约方：要约方实力越强，成功退市概率越高。中概股退市的发起人多为董事长、CEO 等公司高管。除此之外，金融机构尤其是 PE 的参与至关重要，这些机构为退市提供债权或股权融资，提高了退市成功的概率。曾经参与过中概股退市的金融机构包括：复兴实业、香港东辰、方源资本、凯雷、中信资本、CDH Investments、中国光大、霸菱亚洲投资基金集团、摩根大通等。

投票权：要约方的投票权越多，成功退市概率越高。在开曼群岛注册的中概股要遵循开曼群岛公司法：“某种类型的债权人或股东亲自或通过其代理人出席了会议并进行了投票，不少于 75% 同意，即对其他股东也有约束力”。要约方投票权越大，私有化越有希望在股东大会上获得通过。

要约价：要约价一般比前一交易日股票价格高出 15%-100%。要约价与退市过程是否顺利密切相关，不少退市发起人在退市最后阶段提高要约价，才使得私有化顺利进行。

企业现金：若企业账上有较多的资金，那么中概股管理层就能更加顺利地获取贷款，尔后用账上资金还清贷款，并不会因为退市而承担大量债务或动摇支配地位，退市过程会因企业充足的货币资金的更加顺畅。以盛大为例，陈天桥家族在盛大持股达到 69.7%，还需要筹集约 7 亿美元资金完成私有化，他们通过摩根

大通借款来弥补资金缺口，待私有化完成后就可以用盛大公司账上 9 亿多美元的现金还清所需借款。

2. 内在价值

中概股低估程度（与国内同类龙头 A 股比较）：根据以往经验，低估程度决定了私有化 A 阶段溢价的大小，中概股越是被低估，A 阶段溢价也越大。不过，估值差也会对于 B、C 阶段溢价产生持续性影响，尤其是对于那些在 A 阶段未被充分看好的中概股，估值差将充分影响 B 阶段和 C 阶段的溢价。若中概股在美退市后成功在 A 股上市，低估程度可比照 A 股龙头股进行计算，比较两者在市净率、市销率和市盈率等指标上的差异。若中概股在美退市后相当一段时间并未在 A 股上市，则应通过分析企业战略、行业发展等方面因素，对企业进行估值。以复星实业为例，2011 年 4 月，复星实业联手其他公司以 20% 的溢价全面收购同济堂并退市，此次收购复星实业付出 2809 万美元持有了同济堂 32.10% 的股份，2013 年 10 月，以 8.47 亿元人民币将所持有的股权卖给了香港上市公司盈天医药，增值近 5 倍。

时间成本：从发起私有化要约到正式退市，根据情况不同，需要 1 个月至 1 年的时间，时间成本是觉得是否套利的重要因素。一方面，要约方持股状况会影响退市所需时间，要约方持股比例越高，所回购股票规模越小，退市时间约少。例如天狮生物，之前天狮海外控股公司 TIH 已经持有天狮生物 95.1% 的股份，所以此次总交易价值只有 602 万美元，整个交易过程也在 45 天内完成。另一方面，诉讼会而影响到退市时间长短。如果没有诉讼，只需几个月企业就能迅速的退市。而一旦出现诉讼，企业退市时间至少要延长 3 至 6 个月。

3. 市场关注度

在中概股退市的三个阶段中，每次关于中概股进程的重要信息公布都能影响市场对私有化进程不确定性的评估，从而影响该中概股的市场表现，这反映在信息公开前后中概股的股价和成交量上：

成交量变化：在中概股私有化消息公布后，一些中概股的成交量会出现放大，但不同中概股放大情况不同，成交量放大越多，说明市场更关注该中概股，可通过比较各收到要约中概股的成交量放大情况，比较各中概股的市场关注度差异。成交量变化可用成交量变化指数衡量： $\text{成交量变化指数} = \text{消息公布前一个月平均}$

成交量/消息公布后一个月的平均成交量，成交量指数越大，说明该消息的市场关注度越高。

股价变化：在中概股私有化消息公布后，股价往往都会有所提升，但有时也会受到市场或汇率等外部因素影响，股价没有出现显著提升、甚至出现下滑趋势，此时应关注股价涨幅不如预期的主要原因，是中概股私有化由于某些原因得不到市场看好，还是其他外部因素。股价变化可用股价变化指数衡量，并加入市场指数调整：股价变化指数=(消息公布前一个月平均股价/消息公布后一个月的平均股价)/(消息公布前一个月平均市场指数/消息公布后一个月的平均市场指数)，股价变化指数越大，说明该消息越发得到市场认可。

表 1 成功退市中概股基本情况

公司名	行业	宣布日期	退市日期	总溢价	要约集团	折合年化收益	要约方持股	注册地
同济堂	制药	2010/4/8	2011/4/15	13.6%	CEO、复兴实业、香港东辰	13.3%	83%	开曼
康鹏化学	基础化工	2010/11/11	2011/8/19	28.2%	CEO、Primavera 资本管理公司 (融资)	36.6%	55.5%	中国
乐语中国	电信零售服务	2011/3/25	2011/8/25	17%	高管、Fortress Group	40.6%	77.13%	开曼
天狮生物	医疗健康	2011/6/27	2011/8/18	71%	Tiens Biotech Group	498.4%	95.1%	美国
盛大	网游	2011/10/17	2012/2/14	24%	陈天桥、摩根大通 (融资)	73.0%	69.7%	开曼
国人通信	无线通信产品	2011/11/12	2012/4/17	42%	CEO、国泰君安 (融资)	97.6%	---	开曼
环球天下	教育服务	2011/11/21	2011/12/19	105%	培生集团	1368.8%	---	开曼
经纬国际	软件	2012/1/6	2012/3/30	64%	CEO	278.1%	---	---

(三)目前收到私有化要约的中概股溢价分析与选股策略(B阶段和C阶段)

1. 退市顺利程度

表 2 收到要约中概股的要约方、投票权、要约价和企业现金

公司名	行业	宣布日期	溢价 1	溢价 2	要约集团	要约方持股	要约方投票权
晶澳太阳能	半导体产品	2015/6/5	19.9%	22.5%	董事长	15.60%	15.60%
中星微	半导体产品	2015/6/21	9.8%	25.0%	董事长、联席执行官、前董事、综艺股份	52.55%	52.55%
博纳影业	电影与娱乐	2015/6/12	13.2%	17.1%	董事长、红杉、复星	54.60%	54.60%
易居中国	房地产服务	2015/6/10	24.5%	23.2%	董事长、红杉	24.00%	24.00%
当当网	互联网零售	2015/7/9	20.0%	22.6%	董事长、CEO	35.90%	83.50%
奇虎	互联网软件服务	2015/6/18	16.7%	50.4%	董事长、华兴、红杉	17.70%	60.90%
人人	互联网软件服务	2015/6/10	5.3%	31.3%	董事长、COO	31.00%	49.00%
世纪互联	互联网软件服务	2015/6/10	15.6%	28.5%	董事长、金山、紫光	22.60%	60.40%
陌陌	互联网软件服务	2015/6/23	21.2%	53.7%	董事长、Matrix Partners China II Hong Kong Limited、红杉、Huatai Ruilian Fund Management	47.80%	84.10%
淘米	家庭娱乐软件	2015/6/1	20.0%	20.0%	董事长、总裁、东方睿德	51.50%	51.50%
如家	酒店、度假村	2015/6/11	22.0%	19.3%	董事长、携程网、	35.10%	35.10%

	与豪华游轮				Poly Victory 投资公司等		
药明康德	生命科学工具和服务	2015/4/30	16.5%	8.0%	创始人、汇桥资本、博裕投资、平安保险、新加坡淡马锡控股公司	4.50%	4.50%
迈瑞	医疗保健设备	2015/6/4	9.5%	21.5%	董事长、CEO、CSO	27.70%	63.50%
乐逗游戏	应用软件	2015/6/16	14.8%	27.3%	董事长	22.10%	40.60%
久邦数码	应用软件	2015/4/10	8.9%	6.5%	董事长、COO、IDG 等	42%	67.80%

注：溢价 1 与要约公告前股价比较；溢价 2 与当前股价比较

分析表 2 发现：

要约方：目前收到要约的中概股都有管理层主要参与，除此之外，红杉、复星等机构也广泛参与。

投票权：除药明康德、晶澳太阳能和易居中国外，其他收到要约的中概股投票权均超过 30%。药明康德投票要约集团的投票权仅为 2.5%，这源自其分散的股权结构，药明康德前三大股东都是国际大基金，分别是富达 10%、施罗德投资管理 9.2%、威灵顿资产管理 7.5%，而非管理层，这或将制约私有化进程、或进一步提高要约价。

要约价：多数收到要约的中概股要约价比要约之前 10 个交易日均价高出至少 15%。

企业现金：除中星微、博纳影业、奇虎、人人、药明康德和深圳迈瑞外，其他收到要约的中概股的现金足以支持剩余股票的回购。

2. 内在价值

表 3 收到要约中概股的低估程度

公司名	行业	对标 A 股	低估程度		
			市盈率比较	市净率比较	市销率比较

晶澳太阳能	半导体产品	航天机电	--	12.48	25.61
中星微	半导体产品	拓日新能	--	1.13	4.66
博纳影业	电影与娱乐	禾欣股份	1.30	2.09	1.79
易居中国	房地产服务	世联行	0.95	9.78	8.79
当当网	互联网零售	跨境通	2.15	1.65	47.58
奇虎	互联网软件服务	中国软件	21.60	1.49	1.02
人人	互联网软件服务	东方财富	0.13	35.96	9.24
世纪互联	互联网软件服务	中国软件	--	2.67	1.61
陌陌	互联网软件服务	东方财富	--	6.13	2.09
淘米	家庭娱乐软件	掌趣科技	--	7.03	17.38
如家	酒店、度假村与豪华游轮	锦江股份	1.81	1.67	5.77
药明康德	生命科学工具和服务	润达医疗	2.64	2.10	1.11
迈瑞	医疗保健设备	新华医疗	2.54	2.51	1.01
乐逗游戏	应用软件	远光软件	--	3.63	5.59
久邦数码	应用软件	数字政通	--	9.81	9.75

中概股低估程度（与国内同类龙头 A 股比较）：比较表 3 中由市盈率、市净率和市销率测算的低估程度发现，晶澳太阳能、易居中国、人人、淘米和久邦数码的市盈率、市销率低估程度均超过 5，具有可观的套利空间。

时间成本：一般而言，要约方持股比例越高，私有化越顺利，表 2 中中星微、博纳影业、陌陌和淘米的要约方持股均接近或超过 50%，这或将减少私有化时间。

3. 市场关注度

表 4 收到要约中概股的成交量与股价变化

公司名	行业	成交量变化指数	股价变化指数	市场关注度
晶澳太阳能	半导体产品	0.82	0.88	0.73
中星微	半导体产品	0.90	0.82	0.73
博纳影业	电影与娱乐	0.84	1.07	0.90
易居中国	房地产服务	0.65	1.00	0.65
当当网	互联网零售	0.50	0.74	0.37

奇虎	互联网软件服务	0.71	1.09	0.78
人人	互联网软件服务	0.77	1.05	0.81
世纪互联	互联网软件服务	1.17	1.01	1.18
陌陌	互联网软件服务	0.33	0.98	0.32
淘米	家庭娱乐软件	2.25	1.04	2.34
如家	酒店、度假村与豪华游轮	1.46	1.10	1.61
药明康德	生命科学工具和服务	1.02	1.12	1.15
迈瑞	医疗保健设备	1.21	0.96	1.16
乐逗游戏	应用软件	0.54	1.13	0.62
久邦数码	应用软件	1.21	1.11	1.34

市场关注度可通过成交量变化指数和股价变化指数计算得到：市场关注度=成交量变化指数×股价变化指数。

成交量变化：表 4 的成交量变化指数显示，世纪互联、淘米、如家、药明康德、深圳迈瑞和久邦数码的成交量变化指数大于 1，说明私有化要约公布后，这些中概股的成交量明显放大。

股价变化：表 4 的股价变化指数显示，除了晶澳太阳能、中星微、易居中国、当当网、陌陌和迈瑞外，其他中概股的股价均得到提高，说明私有化得到市场初步认可。

4. 综合评分与选股策略

表 5 收到要约中概股作为套利投资标的的综合评分

公司名	晶澳太阳能	中星微	易居中国	奇虎	人人	世纪互联	陌陌	淘米	如家	乐逗游戏
溢价空间	22.50%	25.00%	23.20%	50.40%	31.30%	28.50%	53.70%	20.00%	19.30%	27.30%
顺利程度	***	**	**	**	**	***	***	***	***	***
内在价值	***	**	***	*	***	*	**	***	**	**
市场关注度	*	*	*	*	**	***	*	***	***	*

表 5 列举了目前收到要约中概股的溢价空间、私有化顺利程度、内在价值和市场关注度等四个指标的评分。一般而言，这四个方面指标存在内在联系，例如；

顺利程度与溢价空间负相关、内在价值与溢价空间正相关、市场关注度与溢价空间负相关。基于这四个评分指标，可制定出以下选股策略：

表 6 收到要约中概股的选股策略

步骤	被排除的股票	剩余股票
第一步：根据融资成本，排除溢价空间较低的股票（排除溢价空间低于 10% 的股票）	久邦数码、药明康德	晶澳太阳能、中星微、博纳影业、易居中国、当当网、奇虎、人人、世纪互联、陌陌、淘米、如家、迈瑞、乐逗游戏
第二步：排除顺利程度最低的股票，但内在价值最高的股票暂时保留	中星微、博纳影业、奇虎、药明康德、迈瑞	晶澳太阳能、易居中国、当当网、人人、世纪互联、陌陌、淘米、如家、乐逗游戏
第三步：排除内在价值最低的股票	博纳影业、奇虎、世纪互联	晶澳太阳能、易居中国、当当网、人人、陌陌、淘米、如家、乐逗游戏
第四步：从剩余股票中遴选出溢价空间较高、市场关注度较高的股票	晶澳太阳能、易居中国、当当网、人人、陌陌、乐逗游戏	淘米、如家