

搜房控股分拆优质资产 借壳万里股份

案例简介:为了实现中美两地上市,享有A股高估值红利,助力“内容平台”向“交易平台”的转型,搜房拟通过拆分广告业务借壳万里股份,实现中美两地上市。本次交易的创新之处在于放弃了中概股通常采用的“私有化+IPO或借壳”模式,而是选择了“分拆业务+借壳模式”,系美国中概股通过分拆上市的第一单。作为房地产领域互联网业务的代表,搜房本次拆分涉及回归业务选择、拆除VIE结构后ICP许可证等资质的解决方式、与留在美国上市的交易业务共用域名、SEC对拆分业务的态度等问题。虽然本次交易最终终止,但是其在中概股回归、拆分业务等方面的探索仍然值得监管层关注与讨论。

一、交易背景

(一) 搜房净利连续七季度下滑,急需资金和平台支持转型

搜房于2014年下半年开始布局“资讯媒体平台”(media platform)向“交易大平台”(transaction

platform)的转型,即从广告营销业务和研究业务拓展至房地产交易业务和金融业务,新业务产生了大量成本,而且为了打开市场局面,搜房开展了“新房购房补贴”和“二手房0.5%佣金模式”模式,此举加剧了搜房的成本上升,导致搜房自2014年第三季度开始净利润连续下滑,2016年第一季度净亏损达1.13亿美元。搜房的转型通过“线上补线下”模式得以维持,但搜房业务收入中超过1/3来自房地产中介,搜房进军房产中介市场的行为动了其主要客户的奶酪,前五大客户链家、我爱我家、德祐、中原和麦田等房产中介纷纷减少或者终止了与搜房的合作,导致其相关收入减少了20%。

一方面,搜房的转型尚在进行中,在新业务尚未盈利而旧业务收入大幅减少的局面下,搜房需要大量资金补贴平台业务。搜房完成本次借壳即可实现中美两地上市,其融资能力和变现能力将大大增强,为其业务转型做好资金准备。另一方面,搜房的主要目标市场是在境内,而房地产中介业务地方割据已经形成,业务主要是依靠吞并进入新的地域,如此前链家合并德祐和满堂红进入长三角和珠三角市场。搜房一旦完成A股上市,将会在并购方面占据平台优势。

(二) 搜房欲借中概股回归热潮,享受互联网高估值红利

搜房于2015年下半年筹划回归A股,此时正是“中概股回归”和“互联网+”两大概念受到市场追捧的时候。一方面,搜房可在业务基本面大致相同的情况下利用中美估值差异进行跨市场套利。另一方面,当时市场因对互联网企业普遍看好而纷纷给出高估值。国内政策上也诸多鼓励,例如,2012年,工信部在《互联网行业“十二五”发展规划》提出“推动完善国内资本市场环境,促进风险投资机制建设,鼓励互联网优质上市企业回归”;2015年5月,国务院发布《关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》,提出要研究鼓励符合条件的互联网企业在境内上市等相关政策,降低准入门槛,放开外商投资电子商务业务的外方持股比例限制;2015年6月,国务院总理李克强在国务院常务会议上强调要推动特殊股权结构类创业企业在境内上市。上述因素为搜房控股分拆资产回归上市带来良好的契机。

事实上,搜房在重大资产重组停牌之时在美市值仅为20亿美元,约合人民币133亿元。而本次拆分回归的业务仅有广告板块,其估值

已经超过 160 亿元。

(三) 万里股份经营压力较大, 欲实现主营业务转型

万里股份主营业务为铅酸蓄电池的制造和销售。近年来,《铅蓄电池行业准入条件》、《铅酸蓄电池生产及再生污染防治技术政策》等政策的发布在促进我国铅酸蓄电池行业规范发展的同时也间接拉高了企业的生产成本。同时,铅酸蓄电池技术含量不高、同质化严重和投资要求小等原因使得相关企业纷纷进行产能扩张,导致行业产能过剩、低价竞争局面加剧。以上原因导致上市公司经营压力较大、盈利前景并不乐观。

二、交易双方

(一) 上市公司

万里股份前身为重庆蓄电池厂,1993 年经重庆市经济体制改革委员会批准转为社会募集公司,并经中国证监会批准于 1994 年首次向社会公开发行股份。万里股份自上市以来主营业务一直为铅酸蓄电池的生产和销售。

重组前,万里股份的股权结构如图 1 所示:

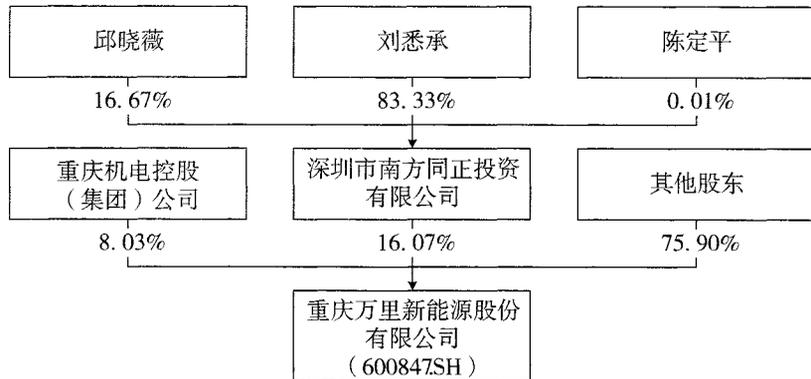


图 1 重组前万里股份的股权结构

2013 ~ 2015 年,万里股份营业收入分别为 1.40 亿元、2.36 亿元和

2.49 亿元;2013 年和 2015 年亏损,亏损额分别为 1367 万元和 1981 万元;2014 年盈利较小,仅为 221 万元。万里股份经营压较大,主营业务进一步发展并实现突破存在较大困难。

(二) 标的资产

本次重大资产重组标的资产为经内部整合后搜房控股下属从事互联网房产及家居广告营销业务的法人主体 100% 股权。搜房控股成立于 1999 年,并于 2010 年登陆纽约证券交易所,是最早从事房地产家居垂直互联网站运营的互联网公司。

标的资产主营的互联网房产及家居广告营销业务现已覆盖中国几百个城市,主要为房地产开发商、代理商、房产中介公司、经纪人及家居代理商等提供新房、二手房和家居三大领域的信息发布、广告展示和网络营销推广服务。

2013 年至 2015 年,标的资产营业收入分别为 25.0 亿元、24.2 亿元和 19.8 亿元,主要由新房广告营销收入、二手房广告营销收入和家居广告收入构成,合计占比超过 90%。最近三年标的资产收入和利润呈下降趋势,主要是搜房控股业务转型涉足房产交易业务,与部分原客户存在直接竞争关系,导致客户减少。此外,二手房业务遭受市场冲击和房地产行业波动加剧了业绩的下滑。

三、交易方案

本次重大资产重组方案包括三个部分:(1) 重大资产出售:万里股份将截至 2015 年 12 月 31 日拥有的除货币资金外的全部资产及负债出售给原控股股东,交易对价以现金支付,置出资产最终作价 46,773.80 万元;(2) 发行股份购买资产:万里股份非公开发行股份购买标的资产,即本次借壳上市主体,标的资产最终作价 1,618,000.00 万元;(3) 募集配套资金:万里股份向 9 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金,总金额不超过 3,009,999,886.74 元。重大资产出售和发行股份购买资产事项互为前提条件,募集配套资金以本次重大资产出售、发行股份购买资产为前提条件。本次交易构成重大资产重组、构成借壳上市、

构成关联交易。本次交易完成后,上市公司实际控制人由刘悉承先生变更为莫天全先生。

本次交易结构图如图 2 所示:

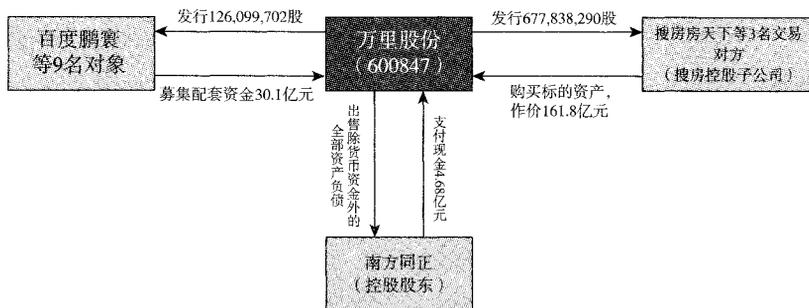


图 2 交易结构图

本次交易完成后,上市公司股权结构如下:

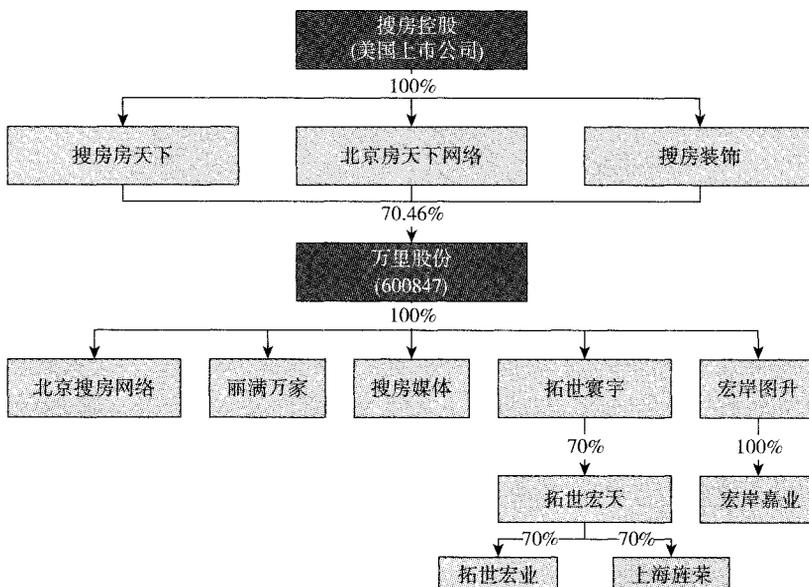


图 3 上市公司股权结构图

四、本次交易的创新点

目前资本市场上,境外上市公司回归 A 股一般有四种操作模式,分别为:(1)分拆业务 + 借壳上市(如 2013 年神州数码分拆神州信息在国内借壳上市),境外上市公司对现有业务进行梳理,将部分业务资产单独分拆借壳上市;(2)私有化 + 拆除红筹架构 + 借壳上市或 IPO(如分众传媒、巨人网络、暴风科技),控股股东联合外部投资者将境外上市公司私有化退市,拆除红筹架构后借壳上市或 IPO;(3)出售业务 + 定向增发 + 借壳上市(如 2014 年神州数码出售其 IT 分销业务在国内借壳上市),境外上市公司管理层通过认购 A 股上市公司非公开发行的新股,取得 A 股上市公司的实际控制权,A 股上市公司再以募集资金购买境外上市公司拟出售资产;(4)私有化 + 跨境换股同步进行(如如家酒店),境内上市公司发行股份收购境外上市公司控股权,同时以现金收购境外上市公司公众股。

搜房本次回归选择的是“分拆业务 + 借壳上市”模式。本次交易属于国内资本市场上美国上市公司分拆借壳上市的第一个案例,交易完成后既保留了搜房控股的美国上市地位,又实现了优质业务在 A 股的上市,交易方案具备较强的创新性。搜房选择该方案主要有如下目的:

第一,搜房本次分拆回归的业务仅有广告业务,此举是在分析中美两地市场监管和风险偏好的基础上作出的。目前境内上市仍有盈利要求,搜房将其最大的盈利业务广告板块拆分回国,主要是为了迎合监管需求,先获得“准入证”。但需要注意的是,该块业务代表的是搜房的过去,随着搜房转型的完成,这部分业绩下滑将会越来越显著。而代表搜房未来的交易业务因目前不符合境内上市标准,留在了美国。完成 A 股上市后,搜房可以通过 A 股进行融资和收购以助力转型完成。交易业务很可能会得到相对安稳的成长,对于偏好成长性的美股市场而言,搜房未来还可能重新在美股市场上受到追捧。

第二,搜房采用分拆回归方案,比其他中概股先私有化再拆 VIE 结

构后回归 A 股市场成本更低,效率更高。一般中概股退市上市动辄两三年甚至更长的周期,而搜房从提出借壳到万里股份复牌仅用不到一年的时间。对于飞速发展的互联网行业而言,时间在一定程度上代表着时机与成本,过长的耗时带来的不确定性以及行业瞬息变化可能带来的其他风险对标的资产都十分不利,以此种耗时相对较短的分拆上市方式登录 A 股是搜房控股更佳的选择。

第三,分拆上市无需大量资金,可以避免外汇汇出,操作上较为便利。与动辄花费几百亿美元的私有化相比,回避私有化为搜房节省了大量资金,而且借壳上市的 160 亿元也无须搜房真金白银的掏口袋,这对于面临资金困境的搜房来说恐怕是更为重要的考虑。且自 2015 年年底开始,国家外汇监管收紧,外汇汇出在时间和操作上难度较大。采用分拆上市可以避免外汇汇出,且无须筹集大量资金,在操作上较为便利。

五、本次交易方案的难点

(一) 为符合借壳标准进行的内部重组

在内部整合前,搜房控股旗下互联网房产及家居广告营销业务并非集中在某家公司或少数几家公司体下,而是搜房控股下属多家子公司均有该部分业务资产且体量较大,为使标的业务资产尽可能集中在少数几家公司体下,首先需对搜房控股旗下业务资产进行内部整合。

具体的整合方案包括:(1)选取搜房控股旗下主要经营标的业务的法人实体为本次注入上市公司的标的公司。经过遴选,确定北京搜房网等五家公司为标的公司,以上述五家标的公司为主体整合搜房控股旗下的标的业务。(2)标的资产剥离非标的业务,即将上述五家标的公司经营的非标的业务进行资产及负债的剥离以及剥离标的公司下属经营非标的业务的子公司。(3)将搜房控股旗下其他标的业务资产以合并等方式注入标的公司。(4)相关业务对应的商标、专利、软件著作权、域名按照业务相关性进行整合。

一般而言,借壳主体一般为一家经营主体,而本次交易在内部整合

中,选择5家龙头公司作为借壳上市主体较为特殊。该处理方案的选择主要是考虑整合后的借壳主体应当满足《证券期货法律适用意见》第3号关于借壳主体近三年主营业务未发生重大变化相关指标测算的要求。

(二) 标的资产资质证书的处理模式

很多中概股都搭建了VIE架构,主要是为了规避境内监管部门对外资的行业准入。由于境内对VIE架构合法性存在质疑,因此回归A股市场需要拆除VIE架构。本次交易中,拟置入的资产拆除VIE后,不能够再通过VIE协议使用开展网络广告业务所需的资质,其处理模式如下:

1. 关于电信与信息服务业务经营许可证(ICP证)的处理模式

本次交易中ICP许可证问题的解决比较有创造性。搜房利用了上海自贸区关于开放电信增值业务的政策。搜房原计划是利用多层股权架构在保证WFOE公司对北京拓世宏业足够控制权的情况下使得其股权中外资“成分”不超过50%,即通过设立拓世寰宇和拓世宏天两家公司并分别由WFOE持有70%股权,这样WFOE最终持有北京拓世宏业的股权比例为 $70\% \times 70\% = 49\%$ 。但是其预案公布后ICP许可证能否取得的问题遭到了市场和监管层的质问,而北京通管局又未就其能否取得ICP许可给予明确的答复。因此,搜房很聪明的转面由注册在上海自贸区的子公司上海旌荣申请ICP许可证。根据工信部于2014年4月和2015年1月分别发布的《中国(上海)自由贸易试验区外商投资经营增值电信业务试点管理办法》和《关于在中国(上海)自由贸易试验区放开在线数据处理与交易处理业务(经营类电子商务)外资股权比例限制的通告》,在线数据业务和信息服务业务外资股比不设限制。因此,搜房以上海旌荣为主体采用北京拓世宏业的架构取得ICP许可证不存在任何问题。2016年4月,上海旌荣取得上海市通信管理局出具的《中国(上海)自由贸易试验区外商投资经营增值电信业务试点批复》,同意上海旌荣在中国(上海)自由贸易试验区开展增值电信业务,业务种类为:互联网信息服务、在线数据处理与交易处理(经营类电子商务),服务范围可以面向全国;该试点批复的有效期为3年。

上海旌荣的股权结构如下:

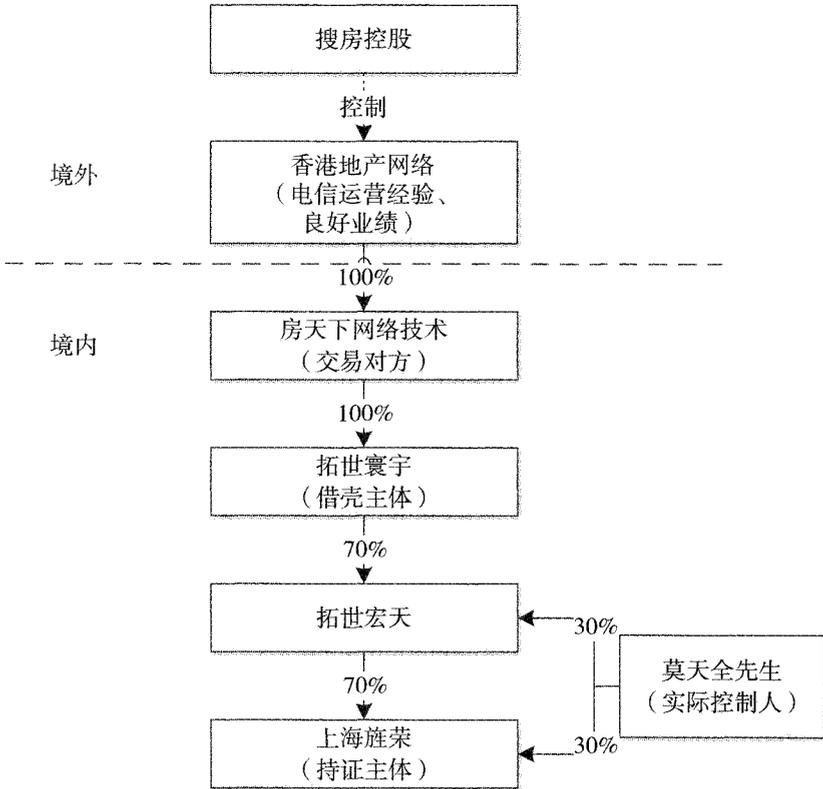


图4 上海旌荣股权结构图

2. 关于《信息网络传播视听节目许可证》、《广播电视节目制作许可证》(视听节目许可证)的处理模式

由于视听节目许可证目前是外资禁止类业务,搜房通过与搜房控股 VIE 控制的持证公司签署《互联网视频播出业务合作协议》的方式开展相关业务,由持证公司负责互联网视频播出服务。此举是在借鉴新三板挂牌企业万象娱通(834161)和咨询视听节目许可证监管部门的基础上所做。但是考虑到新三板和主板市场的监管标准并不一致,缺乏主营业务资质及资质依赖大股东是否符合 IPO 标准尚待讨论。

(三)关于 fang.com 域名的处理模式

拟置入资产主要通过搜房科技所拥有的“fang.com”域名开展经

营活动。各方同意,在拟置入资产认为条件具备的情况下,拟置入资产有权要求搜房科技将其拥有的“fang.com”域名转入指定的一家子公司(“新持证公司”),并由新持证公司以“fang.com”域名取得 ICP 证。搜房科技、搜房控股子公司及/或万里股份应尽最大努力,促使上述“fang.com”域名的转让及 ICP 证的办理于本协议签署后的 24 个月内尽快完成,且不再另行收取对价。由搜房科技负责审核并利用“fang.com”网络运营平台具体实施互联网信息的推广发布服务等线上服务,并提供所有根据中国法律的规定应当由持有 ICP 证的主体方能进行的服务。就前述业务合作事项,搜房科技同意不向拟置入资产及其子公司收取任何费用。但是 fang.com 的域名系搜房开展在线业务的核心资产,此交易能否获得美国上市公司的批准尚不确定,在该种背景下,能否认定拟置入资产符合 IPO 关于资产独立性的标准尚待讨论。

(四) 拆分业务不需经 SEC 的同意

此次搜房拆分业务无须取得 SEC 同意,主要是因为:根据美国律师事务的意见,搜房作为开曼群岛成立的在美国上市的公司,无须就本次交易取得美国证监会的批准;根据开曼律师事务的意见,搜房的子公司签署本次交易文件,无须股东大会的批准。因此,本次交易仅需根据美国相关规则履行披露义务即可,中美双方在披露时间选择上达到一致即可。

(五) 适用重组特殊税务处理,避免分拆上市产生大量税负

本次交易体量较大(整体估值高达 161.8 亿元),需要在交易前进行了较大幅度的内部整合,还涉及境内境外多个主体,如何设计内部整合方案和交易方案以尽可能的降低交易过程中的税负自然成为交易各方的关注重点。

众所周知,在并购交易领域,财政部、国家税务总局《关于企业重组业务企业所得税处理若干问题的通知》(财税[2009]59 号,以下简称 59 号文)及财政部、国家税务总局《关于促进企业重组有关企业所得税处理问题的通知》(财税[2014]109 号)是极其重要的两个文件。如果相关内部整合和交易方案能够满足这两个文件有关特殊税务处理的适用条件,将大大降低交易各方的税负。

在搜房控股内部整合前,选定的借壳主体的直接股东为香港公司,

而59号文规定“七、企业发生涉及中国境内与境外之间(包括港澳台地区)的股权和资产收购交易,除应符合本通知第五条规定的条件外,还应同时符合下列条件,才可选择适用特殊性税务处理:(一)非居民企业向其100%直接控股的另一非居民企业转让其拥有的居民企业股权,没有因此造成以后该项股权转让所得预提税负担变化,且转让方非居民企业向主管税务机关书面承诺在3年(含3年)内不转让其拥有受让方非居民企业的股权;(二)非居民企业向与其具有100%直接控股关系的居民企业转让其拥有的另一居民企业股权;(三)居民企业以其拥有的资产或股权向其100%直接控股的非居民企业进行投资;(四)财政部、国家税务总局核准的其他情形。”根据上述规定,如果不进行股权架构的调整,直接由香港公司作为交易对方持有上市公司股份,显然无法适用特殊税务处理。

为使本次重组能够适用特殊税务处理,项目组在内部整合的同时,对借壳主体的股权架构进行了调整,具体如图5所示:

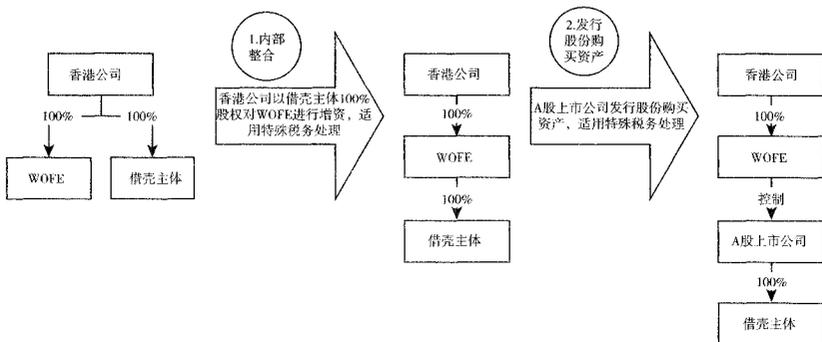


图5 项目组对借壳主体股权架构的调整

上述架构后,无论是在内部整合还是发行股份购买资产时均能适用特殊税务处理,避免了大量税负的产生。

六、案例点评

本次交易属于国内资本市场上美国上市公司分拆借壳上市的第一

个案例,具备较强的创新性,并涉及中概股回归和分拆上市等多个热点问题,下面粗谈几点看法:

(一)关于中概股回归

近几年,由于中概股在美国市场被投资者低估,且遭遇美国投资机构做空,以及境内外估值差异带来巨大财富效应,越来越多的中概股公司选择从美国私有化退市后回归 A 股市场。根据公开资料初步整理,自 2015 年以来至 2016 年 4 月初,已经有 38 家在美国上市的中概股公司收到私有化收购要约。

大规模的中概股回归浪潮引发了市场的广泛争议。部分市场人士质疑,在境内外市场的明显价差下,这类企业回归 A 股市场可能是以纯粹跨境套利为目的,会持续推高国内资本市场壳公司价值,且对汇率冲击较大,监管机构应当高度关注。

证监会也注意到市场的这些反映,在 2016 年 5 月 6 日新闻发布会上表示正对这类企业通过 IPO、并购重组回归 A 股市场可能引起的影响进行深入分析研究。对此,市场普遍解读为中概股回归暂缓。事实上,搜房借壳万里股份一案也受此影响随之暂停。2017 年 2 月 22 日,万里股份召开董事会,审议通过了终止本次重大资产重组等相关议案。由于相关政策原因,继续推进本次重组存在重大不确定性。经本次交易各方友好协商,决定终止本次重大资产重组事项。

所谓中概股即中国概念股,主要包括境外注册、境外上市的红筹公司(俗称红筹股),和境内注册、境外直接上市的公司,如香港 H 股、新加坡 S 股等。其中,通过 H 股、S 股等方式完成境外上市的,由于当初境外上市时已经境内相关部门审批规范,回归国内市场也要符合上市地及境内的监管要求,而且相关企业数量也不多,对市场冲击不大,限制此类公司在 A 股市场证券化的意义不大。而红筹股的私有化对汇率冲击较大,有必要纳入监管。

“一刀切”或者“无限期”地限制与禁止红筹股的回归的必要性和合理性一直受到争议,特别是对于已完成私有化的红筹股。首先,我们

认为应当限制甚至禁止以纯粹跨境套利为目的的中概股回归。^{〔1〕} 该种以纯粹跨境套利为目的的中概股回归,一是会助长国内壳资源价格的持续上涨,扰乱国内资本市场估值体系;二是纯粹以跨境套利为目的,由国内投资者高溢价接棒,为后续资本市场的稳定发展埋下隐患;三是对外汇市场产生冲击;对其进行限制甚至禁止都无可厚非。其次,我们倾向于适当放宽对已完成私有化的中概股的限制,我们认为已完成私有化的中概股在实质上已属于非上市公司,可以参考 IPO 和并购重组的相关规定,要求其在私有化后继续运营两到三年,而后即可以申请登陆境内资本市场。

(二)关于分拆上市

按照通常的理解,上市公司分拆,是指上市公司将其部分业务或者某个控股子公司相对独立出来,另行公开发行或者发售股份并上市或挂牌交易的行为;子公司公开募集股份上市后,母公司继续保持对子公司的控股或者实际控制地位。需要强调的是,这里的分拆是指在子公司分拆上市前后,已上市的母公司均对其具有控制权,不包括母公司的参股子公司单独上市的情形。

与上市公司分立后出现两个或两个以上股权结构完全一致的公司,原公司对分立形成的新公司不具有控制权,即分立后的关系为兄弟公司的结果不同,分拆的直接结果是,已上市的母公司对子公司的持股比例虽然有所下降,但仍保持控股或者实际控制地位,即分拆后的关系为母子公司。

按照子公司分拆后的上市地不同,可分为到境外市场分拆上市和在境内市场分拆上市。规则方面,证监会《关于规范境内上市公司所属企业到境外上市有关问题的通知》(证监发〔2004〕67号,以下简称67号文)对A股上市公司到境外市场分拆上市进行了规范,暂时还没

〔1〕 以纯粹跨境套利为目的的中概股回归通常具有以下特征:(1)商业模式及发展前景不被国外投资者认可,在国外资本市场市值持续低迷;(2)为完成境外私有化,不惜高杠杆多渠道筹集私有化资金;(3)拟回归的资产历史盈利能力一般,但通常会作出不切合实际的盈利预测承诺,抬高资产估值;(4)为满足各方利益诉求,大比例募集配套融资,损害国内上市公司中小股东的利益;(5)不惜重金获取壳资源并火速完成借壳上市以降低资金成本与不确定性风险。

有出台对 A 股上市公司在境内市场分拆上市的专门规定。实践方面, A 股上市公司分拆子公司到香港上市已有先例,如青鸟天桥、同仁堂、托普软件、TCL 集团、新疆天业、海王生物、友谊股份、华联控股等。A 股上市公司分拆子公司在境内 IPO 上市目前还没有成功案例。截至目前,具有分拆上市特征的两个案例主要是通过资产重组实现的:一是浙大网新参与浙江海纳的股改,将其部分业务借壳浙江海纳,实现了子公司网新机电的分拆上市;二是同方股份收购晶源电子,相对控股之后又注入资产,实现将其子公司同方微电子分拆上市。

从上市公司及其子公司、上市公司股东及其他投资者的角度看,分拆上市有利有弊。分拆上市的积极作用体现在以下几个方面:一是有助于上市公司理顺业务管理架构,解决历史遗留问题,适应新形势发展;二是有助于提升公司市场价值和现有股东权益;三是可以增强母子公司的独立融资能力,扩展投资者选择机会;四是有助于解决对子公司或业务分部的管理者激励不足的问题;五是可以作为母公司反收购的策略之一。分拆上市的消极影响主要表现在:一是可能诱发利益输送和公允关联交易;二是可能削弱上市公司的抗风险能力;三是可能引发与推动整体上市相悖的政策导向;四是可能在融资和获取壳资源方面产生负面示范效应;五是可能在融资和获取壳资源方面产生负面示范效应;六是可能影响发行审核资源和市场资金的有效配置。

现阶段主管部门并不鼓励 A 股上市公司在境内分拆上市,主要考虑是避免叠床架屋,以免出现“一种资产,两次使用”的情形。在 A 股市场当前环境下,IPO 审核和监管资源高度紧张,目前政策仍以推动整体上市为主导,现有的再融资渠道和股权激励机制可以在多数情况下满足控股子公司的融资需求及其对管理层的激励需求,而分拆上市还可能诱发前述各种问题。因此,主管部门暂不鼓励 A 股上市公司在境内分拆上市。