

## 资本市场法律

### 回归之路系列（二）：拆红筹境内上市的关注要点、基本路径与变型

作者：李时佳 | 薛冰 | 阿荣 | 许克涵<sup>1</sup>

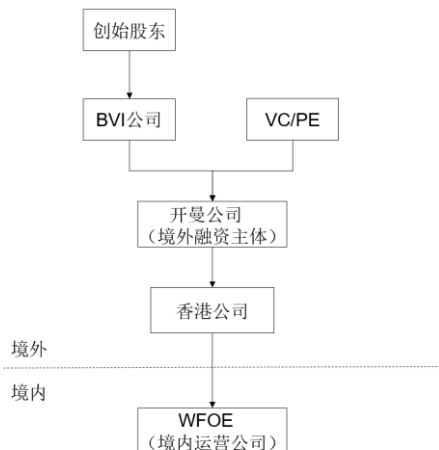
书接上回。我们在《[回归之路系列（一）：红筹企业境内上市策略解析](#)》中简要介绍了已搭建境外融资红筹架构的企业可选择的回归路径，以及需要考虑的主要问题。在综合考虑上市及流通政策的确定性及企业未来发展方向等因素后，HG公司决定通过拆除红筹架构的方式回归境内上市，因此需要确定拆除红筹架构的具体路径。鉴于红筹回归最终是为了实现境内上市，因此“拆除”红筹架构的具体设计和操作除需要考虑依法合规、资金成本及税务成本等因素外，还应当以满足境内上市的法律要求为出发点。本文将进一步详细介绍红筹架构企业在A股上市时监管部门的关注要点，以及红筹架构拆除的基本路径及变型。

#### 一、红筹架构的基本模式

在介绍如何“拆除”红筹架构以实现在境内上市之前，我们首先需要了解红筹架构的基本模式。

红筹架构的基本模式主要分为直接持股模式和协议控制模式两种：

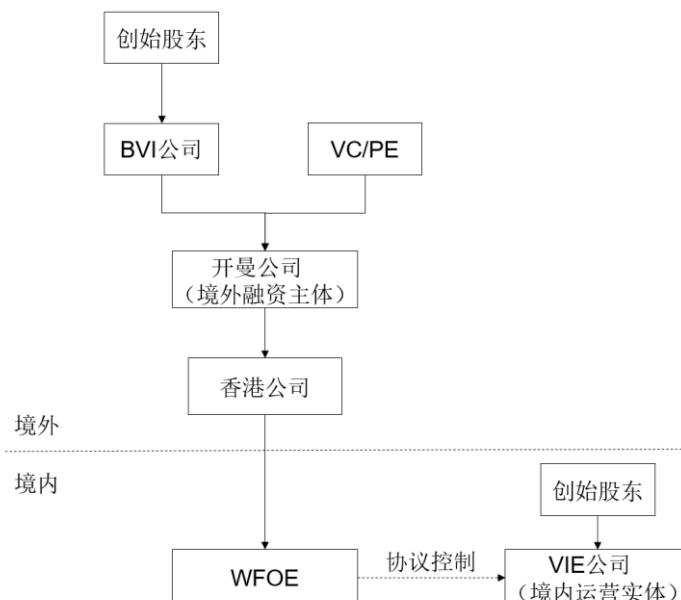
##### （一）直接持股模式



<sup>1</sup> 实习生杨亚威、齐亚男对本文亦有贡献。

在直接持股模式下，通常选择开曼公司作为境外融资和未来境外上市的主体，创始股东<sup>2</sup>和投资者的股东权益体现在开曼公司层面。开曼公司下设香港公司，主要是为了充分利用香港与内地有关避免双重征税的优惠安排。香港公司下设一家外商独资企业（Wholly Foreign Owned Enterprise, “WFOE”），作为境内运营公司。直接持股模式主要适用于不涉及外商投资限制的行业。

## （二）协议控制模式（VIE 模式）



协议控制模式又称为 VIE（即 Variable Interest Entities，可变利益实体）模式。协议控制模式与直接持股模式的主要区别在于，公司境内主要或部分业务受到外商投资产业政策限制，因此境内运营实体（即 VIE 公司）通常采用纯内资股权结构，即由创始股东（中国籍）作为 VIE 公司的登记股东，同时 WFOE 与 VIE 公司及创始股东签署独家业务合作协议、独家购买权协议、股权质押协议、股东授权委托书等一系列控制协议（即 VIE 协议），以实现境外融资主体（通过 WFOE）对 VIE 公司的协议控制以及财务报表的合并。截至目前，主要的中国背景且在境外上市的互联网行业公司的架构基本都是采用了协议控制模式。

“拆除”红筹架构的过程，即选择适当的境内上市主体，通过适当方式使在境外融资主体层面持股的股东“回落”到境内上市主体，实现控制权转移回境内，并将相关业务资产整合纳入境内上市主体或其子公司，同时满足公司未来在 A 股上市的要求。

## 二、红筹回归境内上市关注要点

<sup>2</sup> 创始股东通过一家在英属维京群岛设立的公司（“BVI 公司”）持有开曼公司的股权有以下便利：（1）根据《关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发〔2014〕37 号）及其相关操作指引（“37 号文”），属于中国境内居民的创始股东办理返程投资外汇登记只要求登记第一层持股公司，只要 BVI 公司没有发生股权变动，无论开曼公司层面是否进行融资或转股，创始股东都无需办理 37 号文外汇变更登记；（2）如果开曼公司分红或创始股东间接转让开曼公司股权，创始股东获得的收益可以留存在 BVI 公司，给创始股东的境外资产管理和税务规划带来一定的灵活空间。但值得注意的是，最新改革后的中国个人所得税法及配套征管政策在一定程度上强化了对离岸持股主体的税务监管，居民个人控制的，或者居民个人和居民企业共同控制的设立在实际税负明显偏低的国家（地区）的企业，无合理经营需要，对应当归属于居民个人的利润不作分配或者减少分配，税务机关有权进行调整。因此，对于 BVI 公司之类的离岸控股公司涉及的税务合规问题，需要引起创始股东的重视；（3）BVI 公司的治理结构及信息透明度对于创始股东的个人资产规划安排有一定的灵活性。

中国证监会《关于重大资产重组中标的资产曾拆除 VIE 协议控制架构的信息披露要求的相关问题与解答》（2015 年 12 月 18 日实施）中曾对涉及拆除 VIE 协议控制架构的重大资产重组提出比较详实的信息披露要求，并明确将在审核中重点关注。从红筹回归企业的 IPO 反馈意见来看，以下事项亦为证监会审核红筹回归上市项目的常见关注事项：

- VIE 协议控制架构搭建和拆除过程，VIE 协议执行情况，以及拆除前后的控制关系结构图；
- 标的资产是否曾筹划境外资本市场上市。如是，应当披露筹划上市进展、未上市原因等情况；
- VIE 协议控制架构的搭建和拆除过程是否符合外资、外汇、税收等有关规定，是否存在行政处罚风险；
- VIE 协议控制架构是否彻底拆除，拆除后标的资产股权权属是否清晰，是否存在诉讼等法律风险；
- VIE 协议控制架构拆除后，标的资产的生产经营是否符合国家产业政策相关法律法规等规定；
- 如构成借壳上市，还应当重点说明 VIE 协议控制架构拆除是否导致标的资产近 3 年主营业务和董事、高级管理人员发生重大变化、实际控制人发生变更，是否符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第十二条的规定。

红筹架构拆除涉及的问题通常非常繁杂且具有“个性”，但把握住以下基本原则，并结合证监会在具体上市项目中的关注要点，就可以对拆除红筹架构境内上市的监管要求有一个提纲挈领的认识和理解。

#### （一）发行人主营业务、实际控制人以及董事、高级管理人员不应因红筹架构拆除而发生重大变化

在设计拆除红筹架构的具体方案时，首先需要考虑该方案是否会引起发行人主营业务、实际控制人以及董事、高级管理人员的重大变化。

根据《首次公开发行股票并上市管理办法》要求，发行人在主板或中小板上市需满足最近 3 年内主营业务和董事、高级管理人员没有发生重大变化，实际控制人没有发生变更。根据《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》的要求，发行人在科创板和创业板上市，则需要在最近 2 年内满足上述要求<sup>3</sup>。

**主营业务未发生重大变化：**在拆除红筹架构的过程中，往往涉及境内上市主体收购其境内外同一集团下的公司股权/业务/资产。根据《首发业务若干问题解答（二）》的解释，对于这类业务重组，要依据被重组业务与发行人是否受同一控制分别进行判断，其中，对于同一控制下的业务重组（拆红筹涉及的业务重组多属于这一类型），根据《<首次公开发行股票并上市管理办法>第十二条发行人最近 3 年内主营业务没有发生重大变化的适用意见—证券期货法律适用意见（2008）第 3 号》（“3 号指引”）规定，发行人报告期内存在对同一公司控制权人下相同、类似或相关业务进行重组情况的，如同时符合下列条件，视为主营业务没有发生重大变化：（一）被重组方应当自报告期期初起即与发行人受同一公司控制权人控制，如果被重组方是在报告期内新设立的，应当自成立之日即与发行人受同一公司控制权人控制；（二）被重组进入发行人的业务与发行人重组前的业务具有相关性。并且，被重组方重组前一个会计年度末的资产总额或前一个会计年度的营业收入或利润总额达到或超过重组前境内上市主体相应项目 100%的，需在重组后运行一个会计年度后方可申请上市。

<sup>3</sup> 科创板上市对主营业务及董事、高管稳定性的要求为最近 2 年没有发生重大不利变化，与主板、中小板及创业板略有不同，但审核反馈所体现的核查标准亦参照主板、中小板及创业板要求。

基于上述规定，在选择境内上市主体（例如考虑选择资产、营收或利润规模较高的主体）及制定境内外资产整合方案（例如相关业务资产注入或转出及具体方式）时，需结合拟申报上市的时间表及相关主体的处于同一控制的时间、业务性质及财务指标进行考虑，避免构成主营业务重大变化。

**实际控制人未发生重大变化：**根据中国证监会的有关规定，实际控制人以发行人自身的认定为主，由发行人股东予以确认，并由保荐机构及发行人律师从持股比例、公司章程、协议及其他安排、股东大会及董事会召开及审议情况、董事会成员及管理层提名情况和公司日常经营管理等方面核查确认并发表意见。在境内上市实践中，实际控制人认定存在单独控制、共同控制和无实际控制人（不存在公司控制人或公司控制权难以判断）三种情况。

由于拆红筹架构过程涉及将境外公司的股东持股转移至境内上市主体，如过程中发生持股结构变化、股权代持还原、表决权数量变更、股东协议安排变更或董事会构成变更等情况，则可能影响实际控制人在报告期内未发生变更的认定，证监会往往会在反馈意见中要求详细说明实际控制人未发生变化，共同控制人或一致行动人也需说明情况，证明实际控制人未发生变化。具体而言：

### 1. 单独控制

对于认定单独控制的，需避免拆除红筹架构实质降低实际控制人持有的公司表决权比例或增加其他股东持有的公司表决权比例或影响力，从而可能导致境内上市主体实际控制人认定变更（包括从有控制人到无控制人）的情形

### 2. 共同控制

对于认定共同控制的，根据《〈首次公开发行股票并上市管理办法〉第十二条“实际控制人没有发生变更”的理解和适用——证券期货法律适用意见第1号》（“**适用意见第1号**”）规定，需确保（i）重组前后每个共同实际控制人都必须直接持有公司股份和/或者间接支配公司股份的表决权；（ii）发行人公司治理结构健全、运行良好，多人共同拥有公司控制权的情况不影响发行人的规范运作；（iii）通过公司章程、协议或者其他安排对多人共同控制予以明确的，在重组前后应保持稳定且共同拥有公司控制权的多人没有出现重大变更；（iv）避免拆除红筹架构导致实际支配公司股份表决权比例最高的人发生变更或存在重大不确定性。

### 【参考案例】

一家于2019年在科创板上市的公司（以下代称“Y公司”）原系搭建VIE结构，此后通过红筹拆除，以原VIE架构下VIE公司（即Y公司）作为上市主体在境内上市，其实际控制人为A先生、B先生、C先生。在上市前，三名实际控制人合计直接或间接共持有发行人29.7305%的股份。发行人设置特别表决权安排的前提下，按照每1份特别表决权股份对应5份普通表决权股份，三名实际控制人合计持有发行人表决权的比例为64.71%。

公司表示在披露文件日期的前两年内，Y公司由A先生、B先生、C先生共同实际控制，依据如下：（1）A先生、B先生、C先生共同创立Y公司并对其经营管理具有重大贡献及作用；（2）披露文件日期的前两年内，A先生、B先生、C先生的合计持股比例最高，且一直处于控股地位；（3）披露文件日期的前两年内，A先生、B先生、C先生在历届股东会、股东大会、董事会等会议中均表决一致；

（4）披露文件日期的前两年内，A先生、B先生、C先生能够在发行人层面共同决定董事会半数以上成员，并在历次董事选举上保持一致决策；（5）披露文件日期的前两年内，A先生、B先生、B先生一直共同对发行人的业务经营及发展起到决定性的作用；（6）Y公司届时有效的公司章程均规定A先

生、B先生、C先生有权委派半数以上董事，且发行人股东在发行人章程中确定A先生、B先生、C先生为发行人的共同实际控制人；（7）A先生、B先生、C先生已通过《一致行动协议》、《一致行动协议之补充协议》及《一致行动协议之补充协议二》确认其共同控制状态。公司表示，三人系Y公司的共同控股股东及实际控制人，其共同拥有Y公司控制权的情形在今后可预期时间内能够稳定、有效地存在。

公司披露，在原VIE架构下，境外融资主体开曼公司亦设置了特别表决权，三名共同实际控制人A先生、B先生、C先生在开曼公司层面合计持有41.08%的股份，按照每1份特别表决权股份对应3份普通表决权股份，三名共同实际控制人合计持有表决权比例合计为67.65%。公司表示，境外架构下的该等表决权安排增强了公司股权结构和控制权结构的稳定性，公司决策及运行良好；尽管发行人于境内架构中设置的表决权比例高于之前境外架构下设置的表决权比例，但境内该等表决权设置从一定程度上整体延续了公司历史上的公司治理安排，有利于进一步保持和强化公司股权结构和控制权结构的延续性和稳定性。

### 3. 无实际控制人

在公司无实际控制人的情况下，根据适用意见第1号第四条规定，需要确保拆除红筹架构前后：

（i）境内上市主体的股权及控制结构、经营管理层和主营业务没有发生重大变化；（ii）境内上市主体的股权及控制结构不影响公司治理有效性。

#### 【参考案例】

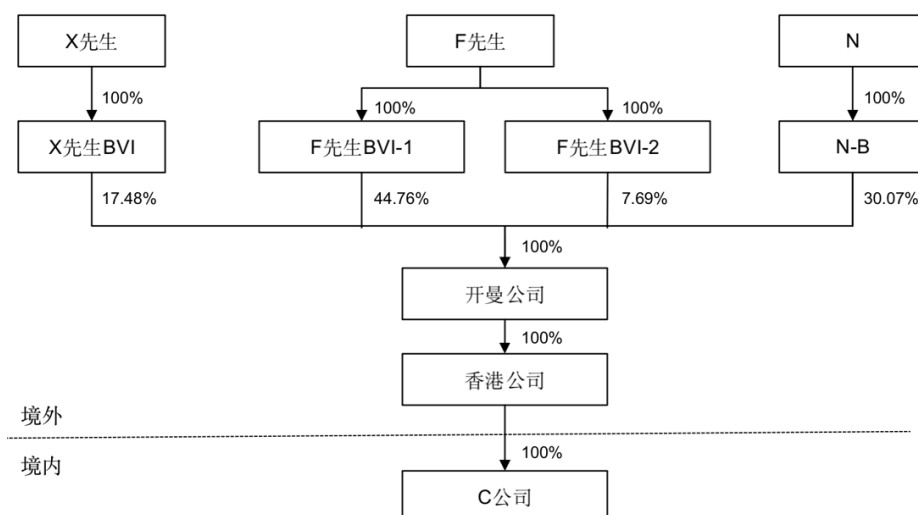
一家于2019年在科创板上市的公司（以下代称“S公司”）。其红筹架构拆除前，境外融资主体开曼公司股权分散，不存在实际控制人。红筹架构拆除后，原开曼公司股东在境内对S公司（WFOE）直接持股，S公司股权分散，不存在实际控制人。因此，开曼公司红筹架构拆除前后，发行人始终处于无实际控制人的状态，且最终的权益主体未发生变动，符合无实际控制人情形下控制权未发生变更的相关规定和要求。

#### （二）发行人股权结构清晰

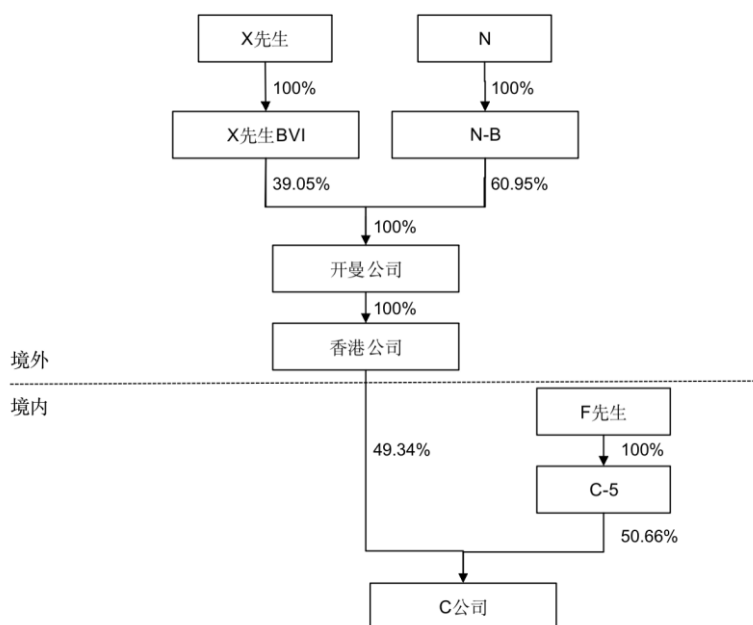
根据境内上市的相关规定，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持境内上市主体的股份需权属清晰，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷。因此，如果实际控制人为境内主体，则从审核实践上证监会原则要求控股权必须落回境内，确无必要保留的境外实体和境外架构应全部“拆除完毕”，否则可能引起证监会对股权权属是否清晰的关注和质疑。但值得注意的是，在保证境内实际控制人的控股权回归境内以及不影响实际控制人及股权权属清晰认定的情况下，目前已有在一定程度上保留原有的多层次境外持股架构（境外实际控制人或投资人通过该等架构持股）并由境内子公司作为境内上市主体申请上市及成功过会的案例。

#### 【参考案例】

一家在深交所创业板上市的公司（以下代称“C公司”）。2010年，C公司搭建红筹架构并计划在境外上市。2015年上半年，由于发展策略调整，C公司放弃了境外上市计划，并解除了红筹结构。C公司拆除红筹架构前的股权结构如下：

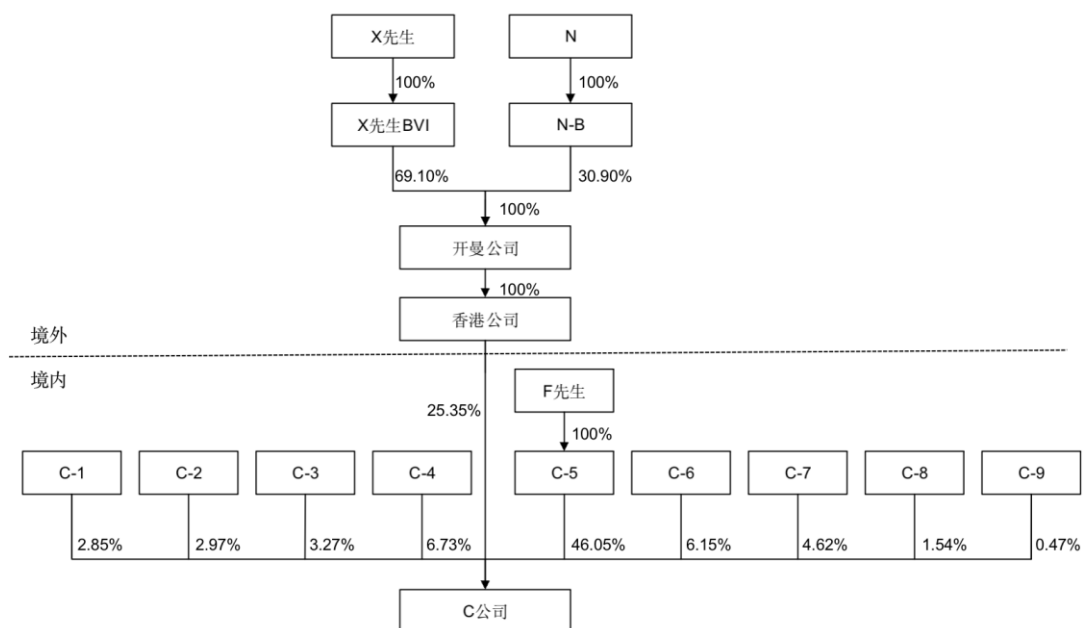


为实现在境内上市，C公司于2017年拆除红筹架构，其于前次IPO申请时股权结构如下：



当时 C 公司的境外红筹架构没有完全拆除，仅实际控制人 F 先生回归境内持股，香港公司仍持有境内上市主体 49.34% 的股权。根据 C 公司招股说明书及相关补充法律意见，X 先生（中国国籍，拥有加拿大永久居留权）、股东 N 均出具了自身不谋求对 C 公司的控制地位且认可 F 先生控制地位的确认证书。但发审委仍然要求 C 公司说明除在 C 公司共同持有权益外，C 公司实际控制人 F 先生和 X 先生其他的业务合作与个人关系情况，并说明 F 先生和 X 先生之间是否存在一致行动关系。最终也正是因为对上述问题的质疑，成为 C 公司在 2017 年上市申请被否的原因之一。

2019 年，C 公司再次携红筹架构闯关 IPO，本次 IPO 申请时其股权结构如下：



本次申请中，虽然 X 先生和股东 N 仍然通过原红筹架构在 C 公司持股，但其持股比例已从 49.34% 下降至 25.35%，与实际控制人 F 先生的持股比例拉开明显差距。另一方面，C-5（F 先生持股公司）与三个员工持股平台（C-1、C-2、C-3）签订《股东表决权委托协议》，三个员工持股平台将 9.09% 的表决权委托给 C-5，至此 F 先生能够控制股东大会的表决权上升到 55.14%。发审委并未再就红筹架构和实际控制人认定的问题进行问询，证监会于 2020 年批准了 C 公司的上市申请。

基于股权清晰要求，证监会通常会关注拆除红筹架构的拟上市企业涉及的以下问题：

- 红筹架构的设立、境外公司历次股权变动（增资、股权转让、股权回购等）的具体事实情况、定价依据及合理性、交易背景、股东出资来源、对价支付情况；
- 境外上市计划实施程度，终止原因；
- 境外股东将其持有的相应权益平移至境内的过程，平移后相关股权的一一对应关系，所持股权比例的变动情况，如存在差异需说明原因；
- 历史上协议控制的履行情况，是否已经彻底终止；
- 红筹架构所涉及的控制协议解除或终止后，境内外相关主体是否注销；
- 发行人的股权权属是否清晰，退出股东是否自愿，股权变动程序是否合法有效且对价已支付完毕，是否存在纠纷或潜在纠纷风险。

### （三）员工股权激励的处理

除了股东持有的公司股权，员工通过公司员工股权激励计划（Employee Stock Option Plan，“ESOP”）持有的公司股权或期权也要符合股权清晰的基本要求，与员工期权相关的问题包括：

- 境外公司期权授予、变更、收回和终止的方式和履行程序是否合法合规；
- 期权授予和期权收回的定价依据、员工行权资金来源及资金支付情况，是否存在委托持股、股份代持等情形；

- 期权是否已全部履行完毕，员工持股安排平移回境内上市主体后，是否仍存在期权安排；
- 参与境内员工持股计划认购发行人股权的人员与红筹架构时预留期权的受益人名单是否一致；
- 员工期权的发放是否符合相应财务处理原则。

值得关注的是，在以往境内上市规则框架内，为避免期权在上市后行权对上市公司股权结构的稳定性和实际控制人的稳定性产生影响，A 股主板、中小板、创业板的拟上市企业员工所获授的期权必须在上市申报之前行权完毕（直接或通过持股平台持股）或予以解除。同时境内上市相关规则要求所有股东（包括员工）回归境内主体层面持股后需要将持股人数降至 200 人以下（按照一定条件下穿透及合并计算的规则），但员工行权后，又可能导致超过 200 人的股东人数限制。很多拟上市企业不得不在上市前对员工股权激励计划的参与人数和方式进行复杂的处理。

2020 年 3 月 1 日正式实施的新《证券法》第 9 条对于“公开发行”的认定情形作出重大修改：“有下列情形之一的，为公开发行：……（二）向特定对象发行证券累计超过 200 人的，依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内”，对于非上市公司设立员工持股计划在一定条件下免于受到股东人数的限制提供了法律依据。在此前实施的科创板规则也为申请上市的企业提供了更为宽松的政策支持。《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》允许发行人存在在上市申报前制定、上市后实施的期权激励计划，并对此进行了明确的规定和要求<sup>4</sup>，且进一步规定符合“闭环原则”或私募基金备案条件的员工持股平台在计算发行人股东人数时，合并按一名股东计算。

### 【参考案例】

截至目前，已有带员工期权成功在科创板上市的公司。其在招股说明书中披露了公司存在在首发申报前制定、上市后实施的期权激励计划，激励对象共计 267 人，并详细披露了激励计划的制定程序及相关条款。

#### （四）红筹架构搭建、存续期间以及拆除过程的合规性

合规性也是证监会红筹回归企业上市审核中会重点关注的问题，涉及的具体问题包括：

- 搭建协议控制架构的原因，发行人所属行业是否存在外资准入的限制，VIE 架构是否存在规避外资产业政策的问题；
- 境外融资主体历次境外融资、股权转让、分红的资金来源、外汇资金跨境调动情况，是否属于返程投资并办理外汇登记及变更登记等必备手续，是否符合外汇管理法律法规。具体而言，在境外公司持股的中国居民需要按照 37 号文的要求办理返程投资外汇登记或在红筹架构拆除前进行补登记，境内企业向境外融资主体投资需要办理境外投资（ODI）的相关备案/审批及外汇登记；

<sup>4</sup> 《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》中规定：发行人存在首发申报前制定、上市后实施的期权激励计划的，应体现增强公司凝聚力、维护公司长期稳定发展的导向。原则上应符合下列要求：(1)激励对象应当符合《上市规则》第 10.4 条相关规定；(2)激励计划的必备内容与基本要求，激励工具的定义与权利限制，行权安排，回购或终止行权，实施程序等内容，应参考《上市公司股权激励管理办法》的相关规定予以执行；(3)期权的行权价格由股东自行商定确定，但原则上不应低于最近一年经审计的净资产或评估值；(4)发行人全部在有效期内的期权激励计划所对应股票数量占上市前总股本的比例原则上不得超过 15%，且不得设置预留权益；(5)在审期间，发行人不应新增期权激励计划，相关激励对象不得行权；(6)在制定期权激励计划时应充分考虑实际控制人稳定，避免上市后期权行权导致实际控制人发生变化。(7)激励对象在发行人上市后行权认购的股票，应承诺自行权日起三年内不减持，同时承诺上述期限届满后比照董事、监事及高级管理人员的相关减持规定执行。



- 在协议控制架构项下境外融资主体对境内主体资金支持的金額、途径和方式，有关资金往来、利润转移安排的合法合规性。特别是在协议控制架构下，证监会会关注境外资金如何汇回境内以及WFOE 结汇程序是否合规；
- 发行人境外架构搭建及解除过程中涉及的相关税费是否已依法缴纳，发行人及其实际控制人控制的相关企业是否存在税收违规的风险；境外融资主体历次股权变动是否缴清相关税费。**关于拆红筹相关的税务筹划是拟上市公司必须考虑的重要问题，我们后续将推出拆红筹税务关注要点问题的专题研究，详细介绍红筹架构拆除过程中可能涉及的税务问题。**

### （五）其他需要注意的问题

- 如果境外融资主体已经在境外上市，则其私有化退市过程也需要符合上市地的法律要求，并说明其完成私有化的资金来源及其合法性。
- 同一集团内的境内外业务资产需要纳入境内上市主体，避免存在资产完整、业务独立方面的问题，或构成同业竞争。与未纳入境内上市主体的其他境内外关联方的资金往来应当在拆除红筹架构同时或申报前予以清理。
- 投资人突击入股导致的股份锁定。根据证监会《首发业务若干问题解答（一）》以及《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》，发行人申报前 6 个月内进行增资扩股的，新增股份的持有人应当承诺：新增股份自发行人完成增资扩股工商变更登记手续之日起锁定 3 年。在申报前 6 个月内从控股股东或实际控制人处受让的股份，应比照控股股东或实际控制人所持股份进行锁定。

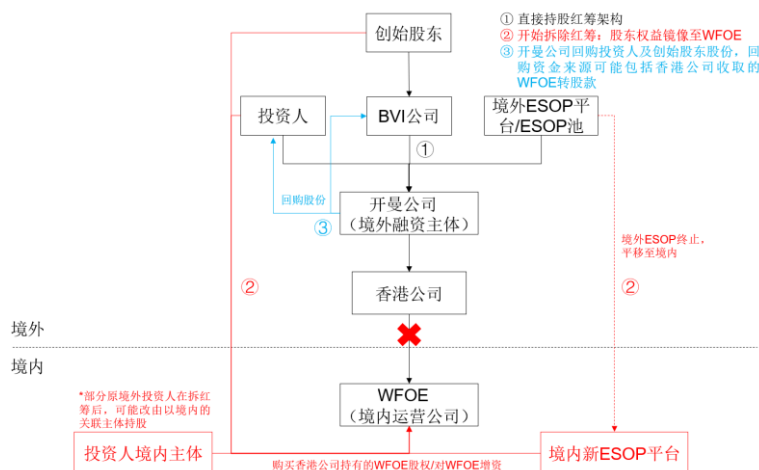
### 【参考案例】

前文所述的 S 公司及 Y 公司，其上市申报前 6 个月入股的股东均承诺其持有的发行人股份自完成增资扩股工商变更手续之日起锁定三年。

## 三、拆除红筹架构的基本路径与变型

### （一）直接持股模式下红筹架构的拆除路径

直接持股模式下红筹架构一般的拆除路径如下图所示：



## 1. 创始股东通过购买香港公司所持有的 WFOE 股权或以增资方式持有 WFOE 股权

**转股方式：**创始股东通常采用股权转让方式获得 WFOE 股权。创始股东在境外的原始投资成本较低甚至没有资金投入，创始股东只需要以尽可能少的资金成本获得 WFOE 股权，即基于一个合理的“低价”受让 WFOE 股权。对于香港公司而言，其需要就获得的股权转让所得（即股权转让价格和 WFOE 实缴出资的差额部分）在中国缴纳 10% 的企业所得税。为降低税务成本，WFOE 的转让价格通常为香港公司对 WFOE 的实缴出资额或 WFOE 的净资产值，建议 WFOE 在此步骤进行资产评估，以便更好地解释 WFOE 股权转让定价的合理性。

此外，为减小资金周转压力，在满足税务合规要求的前提下，创始股东可以采取名义对价转股和延期付款的安排。

### 【参考案例】

一家于 2019 年在科创板上市的公司（以下代称“SN 公司”）红筹架构拆除前，境外融资主体 BVI 公司直接持有 SN 有限公司（发行人前身，即直接持股模式下的 WFOE）100% 股权，创始股东和投资人持有 BVI 公司股权。

2017 年 BVI 公司转让其持有 SN 有限公司 32.7994% 的股权予实际控制人境内持股主体，**转让对价为 10 美元**。尽管转让对价为 10 美元，但就该等股权转让，BVI 公司仍然按照 SN 有限公司上一期末审计净资产额缴纳企业所得税。

### 【参考案例】

一家于 2020 年于创业板上市的公司（以下代称“A 公司”），其历史上搭建了协议控制架构，A 公司前身为协议控制架构下的 WFOE。境外融资主体 A 开曼公司直接持有 A 公司（WFOE）的股权，创始股东和投资人持有 A 开曼公司股权。

2011 年，A 开曼公司按照 A 公司的注册资本数额平价转让所持 A 公司股权予各境外股东。付款安排方面，AE 公司（控股股东，实际控制人的持股主体）、HD 公司（第一大股东为实际控制人亲属）与 A 开曼公司的协议均约定相关股权转让价款应当在协议生效之日起（系签署股权转让协议的补充协议，于 2018 年签订）10 年内支付完毕。具体地，第一笔 10% 的转让价款应在 2024 年 7 月 11 日起 6 个月内支付完毕；第二笔 90% 的转让价款应在 2028 年 1 月 11 日起 6 个月内支付完毕。公司表示该等付款安排不构成对发行的法律障碍。理由是①根据外汇管理相关法律法规，该等付款安排不违反任何法律法规的禁止性规定。同时，该等安排系各方经友好协商达成的一致意见，具有商业合理性；②截至招股说明书签署之日，股东 AE 公司和 HD 公司均未受到外汇管理方面的行政处罚；③由于转让双方 AE 公司和 A 开曼公司均系发行人实际控制人控制的企业，因此该笔股权转让价款未实际支付不会影响实际控制人对 AE 公司及 A 开曼公司的控制权，也不影响其对发行人的实际控制权。同时，截至招股说明书签署之日，就该等安排相关各方亦不存在任何纠纷；④AE 公司和 HD 公司已出具书面承诺，其将根据与 A 开曼公司的协议安排如期支付股权转让价款；此外，关于本次股权转让的纳税情况，AE 公司和 HD 公司已向税务部门代扣代缴企业所得税，并取得税务部门开具的对外支付税务证明。

**增资方式：**创始股东也可以通过增资方式持有 WFOE 股权。需要注意的是，增资最终只能摊薄香港公司持有的 WFOE 股权而不能干净地拆除境外红筹架构，因此仍需由其他股东（投资人或员工持股平台）购买香港公司持有的 WFOE 股权。

### 【参考案例】

一家于 2019 年在科创板上市的公司（以下代称“**HX 公司**”）。2017 年，HX 公司的母公司 HX 开曼于香港证券交易所私有化退市，私有化后实际控制人 Z 女士持有 HX 开曼 100% 股权，HX 开曼通过其全资子公司 QX 香港持有 HX 有限公司（直接持股红筹架构下的 WFOE，系发行人前身）100% 股权。2018 年，实际控制人境内持股主体 XY 公司对 HX 有限公司（WFOE）进行增资，增资价格为人民币 1 元/1 元注册资本，增资总价款为人民币 3 亿元。该等增资完成后，XY 公司持有 HX 有限公司（WFOE）77.16% 的股权。HX 有限公司（WFOE）控股股东由 QX 香港变更为 XY 公司，实现了实际控制人直接通过境内主体对发行人的控制。在 XY 公司完成对 HX 有限公司的增资后，投资人及员工持股平台受让了 QX 香港所持发行人全部股份。

## 2. 投资人通过购买香港公司所持有的 WFOE 股权或以增资方式持有 WFOE 股权

与创始股东的情况不同，投资人往往已在境外支付了大笔投资价款，投资人希望将其在境外支付的原始投资款作为其认购 WFOE 股权的投资成本<sup>5</sup>，即保留一个合理的税基，其未来出售上市公司股份时需缴纳的所得税也会相应较少，因此对于投资人而言比较典型的操作方式是：投资人按照其**原始投价款**的金额购买香港公司持有的 WFOE 股权或向 WFOE 增资。如果从减少资金成本的角度出发，也可以按照 WFOE 的净资产值作为转股或增资的定价依据，比如前文所述的 S 公司。

**转股方式：**如果采用股权转让模式，投资人应向香港公司支付股权转让款，香港公司通过分红或偿还借款方式将资金提供给开曼公司，用于开曼公司回购境外投资人持有的开曼公司股份而需要支付的回购价款，最终实现资金流转的“闭环”。在直接持股模式下，甚至可能实现股权转让款资金的零跨境流转。

### 【参考案例】

前文所述的 SN 公司红筹架构拆除前，境外融资主体 BVI 公司直接持有 SN 有限公司（WFOE）100% 股权，境外投资人持有 BVI 公司股权。2017 年，境外投资人受让了 BVI 公司持有的 SN 有限公司的股权；2018 年，BVI 公司回购该等投资人持有的股份，**回购的价格与该等股东受让 BVI 公司持有的 SN 有限公司（WFOE）股权的价格相同，即均以净资产定价，二者进行债务抵消。**BVI 公司根据该等价格，就该等转让缴纳了预提所得税。证监会就债务抵消问询是否符合外汇、税收等法律规定。公司回复：（1）采用应收应付抵消为境外主体之间正常的债务处理方式，况且应收应付的当事方均为境外机构或个人，也不涉及境外机构、境外个人来自于境内的收支进行抵付，而根据《外汇管理条例》第四条的规定，境内机构、境内个人的外汇收支或者外汇经营活动，以及境外机构、境外个人在境内的外汇收支或者外汇经营活动，适用本条例。故此认为，采用应收应付抵消方式不会涉及跨境债权债务抵消与我国现行外汇收支管理相关规定不符的情形；（2）投资人股东境外主体自 BVI 公司受让 SN 有限公司（WFOE）相应股权时应向其支付的股权转让价款所涉税款已依法缴纳，BVI 公司回购对价支付采用应收应付抵消方式不涉及适用中国相关税收规定。

**增资方式：**如果采用增资方式，WFOE 收到投资人的增资价款后，可以通过 WFOE 收购香港公司股权（此时香港公司应已不再持有 WFOE 股权）或其他开曼公司的子公司（如有）股权的方式，将资金再回流到开曼公司，同样也可以实现资金流转的“闭环”。

相较于转股方式，增资方式的好处在于避免在发行人层面发生股权转让，香港公司不需要缴纳预提所得税；但是，WFOE 收购香港公司或其他开曼公司的子公司需要由 WFOE 办理境外投资的相关手续

<sup>5</sup> 税务部门通常不会认可将投资人在开曼公司层面的投资直接作为 WFOE 或 VIE 公司层面的投资成本。

（即 ODI 手续），包括商务部门和发改委的备案/审批以及外汇登记，至少需要 2 至 3 个月，在境外投资及外汇政策收紧的时期则可能需要更长时间。

### 3. 开曼公司回购创始股东和境外投资人持有的开曼公司股份

开曼公司回购创始股东和境外投资人股份是实现原股东退出开曼公司以及资金流转闭环的最为便捷的方式。一方面可以将开曼公司留存在境外的资金作为回购价款支付给股东，由股东再次投入到境内上市主体；同时将股东在红筹拆除过程用于认购 WFOE 股权额外支付的价款“回流”到股东手中；另一方面，股东可以退出原境外公司，如果部分投资人决定不落回境内，也可以在此步骤收回投资实现退出。

### 4. 终止境外员工股权激励计划，境内搭建的员工持股平台通过增资或购买香港公司持有 WFOE 的股权方式持有 WFOE 股权

开曼公司终止境外 ESOP，已参与境外 ESOP 的相关员工随红筹架构的解除回归境内，持股员工通过设立一家或数家实体（通常是有限合伙企业）作为境内员工持股平台，由员工持股平台通过增资或购买香港公司持有 WFOE 的股权方式持有 WFOE 股权，实现员工期权计划的境内落地，原境外 ESOP 相关参与人员在境内落地后保持延续。员工持股平台可以按照资产评估价格（如金山办公（上市代码：688111））、员工行权价格/授予价格（如前文所述的 S 公司）甚至零对价（如前文所述的 A 公司）购买拟上市主体股权。

#### 【参考案例】

前文所述的 A 公司在拆红筹过程中终止境外期权，在境内设立员工持股平台并以零对价受让控股股东持有的拟上市主体 A 有限公司（WFOE）股权。

2010 年至 2011 年，公司 89 名股权激励对象分别与 A 开曼公司签署《期权终止与免除协议》，确认其股票期权均未行权，并约定自《期权终止与免除协议》签署之日起，期权和期权协议均予以终止和撤销，且不再具有任何效力。发行人拆除红筹架构后，决定在境内实施股权激励。境内股权激励的被激励对象范围为 A 开曼公司层面股权激励的 89 名激励对象中的尚未离职员工以及部分新入职的核心员工。2011 年，AE 公司（实际控制人持股公司）将所持 A 有限公司的部分股权分别以零对价转让予 7 家新设的境内员工持股平台。激励对象以自有资金认缴员工持股平台的份额。公司表示，因上述股权转让发生时，员工持股平台的上层股东均为发行人的员工，为实施员工股权激励，发行人控股股东 AE 公司以零对价向上述 7 个员工持股平台转让股权，具有合理性。

### 5. 其他集团内部股权重组及新一轮融资

如果红筹架构内还有其他境内或境外子公司，则视情况将股权或资产转入拟上市公司架构内，需要进行业务剥离的子公司转出上市公司，无实际经营的子公司则考虑注销。如果涉及 WFOE 收购境外子公司，则 WFOE 需要依法办理 ODI 手续。

如果公司需要对外筹措资金完成重组（比如境外投资人选择退出，开曼公司需要向其支付高额回购价款情况）或根据业务发展需要计划在上市前进行融资，则可以在原股东落回境内完成后在拟上市主体层面引入新投资人，公司是否有新的融资需求和计划也是设计拆红筹重组方案需要考虑的因素。

### 6. 注销境外特殊目的公司

如前所述，无保留必要的境外公司应在红筹架构拆除后尽快注销，属于中国居民的创始股东及其他

在境外持股的个人股东办理 37 号文注销登记。

## （二）协议控制模式下红筹架构的拆除路径

协议控制模式下的红筹架构拆除路径和直接持股模式下的基本步骤大体相似，都涉及创始股东和境外投资人通过转股或增资方式持有境内上市主体的股权以实现股权回落，下文主要介绍协议控制模式下的红筹架构拆除涉及的一些特殊步骤和问题：

### 1. 选择适当的拟上市主体

对于协议控制模式的红筹架构，首先面临的问题是选择 WFOE 还是 VIE 公司作为拟上市主体。通常需要考虑的因素包括：拟上市主体需要满足最短的设立存续期（至少三年，需与上市申报时间表一并考虑），公司主要业务是否受到外商投资产业政策限制，拟上市主体的业务、资产规模、营收及盈利状况等，是否满足股份制改造对于账面净资产的要求，有无出资、改制或股权权属争议纠纷等历史沿革方面的重大问题。

如果公司从事的主要业务属于外商投资限制或禁止的领域，VIE 公司持有相关行业的特殊业务资质（如增值电信业务经营许可证），VIE 公司通常也是主要的业务运营主体和收入主体，而设立 WFOE 主要是出于搭建协议控制架构的需要，在该等情况下较多选择 VIE 公司作为拟上市主体，以满足资产完整，业务独立、经营连续及整合后主营业务无重大变化等要求。

#### 【参考案例】

B 公司选择了 VIE 公司作为上市主体并最终以内资架构上市，其主营业务为互联网视频，该 VIE 公司为境内唯一运营的实体并持有经营业务所需的相关资质证书，而 VIE 架构下的 WFOE 设立的主要目的为搭建境外融资平台及搭建 VIE 结构，其自设立至注销从未开展过实际经营。

值得关注的是，有些企业在搭建 VIE 架构时有受外商投资产业政策限制的问题，但随着新《外商投资法》的颁布实施以及外资开放力度的持续加强，在红筹架构回归时，相关外资政策已经放开，境外股东可以直接在拟上市主体持股，这时以 WFOE 作为上市主体便不再受限，比较典型的案例就是分众传媒（上市代码：002027），其于 2015 年启动红筹回归时外国投资者已被允许设立外商独资的广告企业。不仅如此，如果 WFOE 的相关财务指标超过 VIE 公司，或者 VIE 公司收购 WFOE 可能导致主营业务发生变更，也需要考虑使用 WFOE 作为上市主体（例如艾格拉斯，上市代码：002619）。

#### 【参考案例】

前文所述的 S 公司红筹架构拆除前，其开曼公司除通过香港公司直接持股上市主体 S 有限公司（WFOE）之外，亦另外搭建了 VIE 体系，由开曼公司直接持股另外一家 WFOE，并协议控制一家 VIE 公司。根据其上市审核问询函的回复，发行人将 S 有限公司作为拟上市主体的原因，主要是结合公司发展战略，S 有限公司的业务及技术、各境内主体的资产规模、营业收入等因素，发行人选择 S 有限公司作为拟上市主体，并收购开曼公司原直接或间接控制的与网络安全业务相关的境内外实体。S 有限公司业务体系完整，具有直接面向市场独立持续经营的能力。

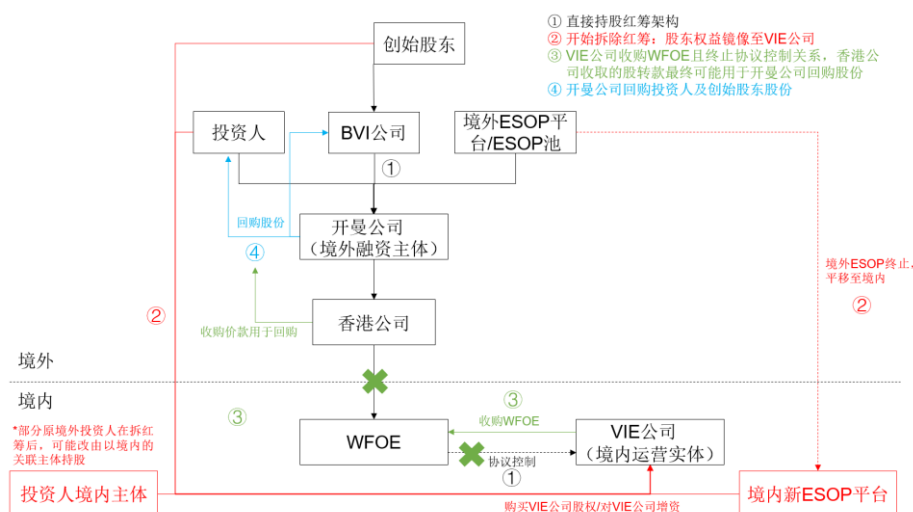
WFOE 或 VIE 公司的子公司也可能作为拟上市主体，比如每日互动（上市代码：300766），其上市主体为协议控制模式下 VIE 公司的全资子公司。

### 2. 解除控制协议

目前境内 A 股上市尚不允许保留协议控制架构，因此，VIE 协议及 VIE 项下的股权质押登记通常在 VIE 公司股权发生变动之前或同时予以解除，为保证红筹架构拆除期间境外股东仍实际保持对 VIE 公司的控制，公司股东通常会在整个重组方案实施前签署重组协议或通过决议方式正式批准重组方案。

### 3. 以 VIE 公司作为拟上市主体的红筹架构拆除路径

以 VIE 公司作为拟上市主体的红筹架构一般拆除路径如下图所示：



#### (1) 创始股东通过购买 VIE 公司的股权或增资方式持有 VIE 公司股权

如果创始股东已经作为 VIE 公司的登记股东，则此步骤主要考虑如何调整创始股东的持股比例，以确保与境外股权比例一一对应。

#### (2) 投资人通过购买 VIE 公司的股权或增资方式持有 VIE 公司股权

在拟上市主体因受到外商投资产业政策的限制，必须采用纯内资控股或需要减少外资持股比例的情况下，境外投资人需要有合适的境内关联方在 VIE 公司层面持股，否则只能在境外退出。如果公司自有资金不足，为了满足境外投资人退出，公司通常会在此步骤引入新的境内投资人，利用新境内投资人的资金实现境外投资人的退出。

#### (3) VIE 公司收购 WFOE

VIE 公司收购 WFOE 可以实现以下目的：

- 实现资金出境。在本步骤中，VIE 公司收购香港公司持有的 WFOE 股权并向其支付股权转让价款，香港公司在收到股权转让价款后通过分红或借款方式将资金支付给开曼公司，开曼公司即可获得资金用于回购境外投资人持有的开曼公司股份。
- 避免开曼公司在境外回购创始股东和境外投资人股份时产生 7 号公告的税务问题。根据国家税务总局《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》（“7 号公告”），非居民企业通过实施不具有合理商业目的的安排间接转让中国应税财产，规避企业所得税纳税义务的，将被视为直接转让中国应税财产进而在中国产生纳税义务。简单来说，股权转让及股权回购虽然发生在开曼公司层面，但因为开曼公司下设有境内企业 WFOE，因此持有开曼公司股份的境外股东有可能需要就转让该等股份的所得缴纳 10% 的中国法下的企业所得税。因此，VIE 公司在收购 WFOE 之后，

开曼公司即不再在中国境内有实体权益，因此其股份回购不会适用 7 号公告。我们会在后续的拆红筹税务专题中就 7 号公告对红筹架构拆除的影响进行详细介绍。

■ WFOE 成为 VIE 公司的子公司，能够使 WFOE 仍保留在上市架构内。

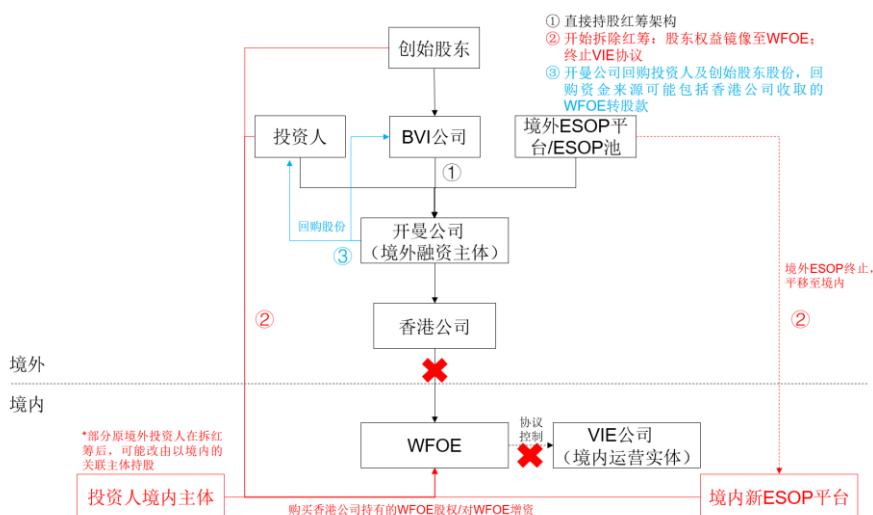
VIE 公司收购 WFOE 并不是拆除红筹架构中的“标准”步骤，如果 WFOE 不适宜保留在上市架构内（比如 WFOE 历史上存在资本金违规结汇或其他合规问题），则可以考虑仅收购其资产（也可以实现资金回流到开曼公司）或彻底剥离。此外，还需要注意的一点是，根据 3 号指引，发行人报告期内存在对同一公司控制权人下相同、类似或相关业务进行重组的，应关注重组对发行人资产总额、营业收入或利润总额的影响情况，被重组方重组前一个会计年度末的资产总额或前一个会计年度的营业收入或利润总额达到或超过重组前发行人相应项目 100% 的，为便于投资者了解重组后的整体运营情况，发行人重组后运行一个会计年度后方可申请发行。因此，VIE 公司收购 WFOE 如果涉及“以小吃大”（即 WFOE 的资产总额、营业收入或利润总额超过 VIE 公司），VIE 公司需要再运营一个会计年度才能申请上市。

为了向开曼公司提供资金用于清退境外投资人，除了由 VIE 公司收购 WFOE 之外，还有以下变型方案：由境内投资人同时收购 VIE 公司和 WFOE 股权，如中文在线（上市代码：300364）；或由 VIE 公司收购香港公司，如恺英网络（上市代码：002517）；或由 VIE 公司直接向开曼公司增资，开曼公司使用增资款回购境外投资人的股份，比如巨人网络（上市代码：002558）。在 VIE 公司直接收购/认购境外公司股份的情况下，VIE 公司需要办理 ODI 手续，在目前境外投资政策收紧阶段收购 WFOE 股权的资金购汇出境的手续则会相对便捷。

- (4) 开曼公司回购初始股东和境外投资人持有的开曼公司股份
- (5) 终止境外员工股权激励计划，境内搭建的员工持股平台通过增资或转股方式持有 VIE 公司股权。
- (6) 其他集团内部股权重组
- (7) 注销境外特殊目的公司

4. 以 WFOE 作为拟上市主体的拆除红筹架构路径

协议控制模式下以 WFOE 作为拟上市主体一般的拆除红筹架构路径如下图所示：



除了需要解除控制协议之外，协议控制模式下将 WFOE 作为拟上市主体的操作步骤与直接持股模式没有实质差别，**但需要特别考虑如何处理 VIE 公司的业务和资产**，证监会还会关注发行人所属行业是否存在外资准入的限制问题。

### 【参考案例】

前文所述的 SN 公司红筹架构拆除前，除了含有直接持股结构(上市主体 SN 有限公司作为 WFOE)，亦曾同时额外搭建 VIE 架构，SNM 公司和 FJ 公司分别作为该 VIE 架构下的 WFOE 及 VIE 公司。

上交所亦问询了发行人搭建 VIE 架构的原因、该等 VIE 架构的后续终止情况、发行人所属行业是否存在外资准入的限制等问题。

就 VIE 结构搭建的原因，公司回复表示，虽然 VIE 结构搭建时的外商投资法律法规和当时适用的《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》等规范性文件中并未对设立外商投资医疗器械企业设置准入限制，当时 FJ 公司开展的介入性医疗器械生产及经营业务亦不属于《外商投资产业指导目录（2007 年修订）》中限制外商投资产业目录和禁止外商投资产业目录范畴，但当时适用的《外商投资商业领域管理办法》（注：现已废止）规定，从事佣金代理及批发经营业务的外商投资企业须经商务部审批。因当时 FJ 公司业务规模较小，曾代理销售第三方的医疗器械产品，如果变更为外商投资企业，则继续从事上述第三方的医疗器械产品销售业务需要获得商务部审批，流程较长且较难获得批准，故此决定暂时保留 FJ 公司的内资背景，采用 VIE 架构。公司同时表示，上述 VIE 协议自签署后并未实际履行，VIE 协议签署后不久发行人前身 SN 有限公司即设立。此后药物洗脱支架核心技术及产品研发项目逐渐向 SN 有限公司转移，FJ 公司的研发及生产性内容逐渐收缩。在拆除红筹架构的过程中，该等 VIE 协议终止，VIE 结构下境内外主体已视发行人业务需要转出或被收购成为发行人全资子公司。

### 【参考案例】

前文所述的 A 公司在红筹架构拆除后，原 VIE 公司的资产转让予 WFOE（即发行人前身），并随后注销。

## 四、结语

如何经济、合规地拆除红筹架构实现境内上市，没有一成不变的“标准套路”。拟上市企业需要结合企业自身及股东的具体情况，与法律顾问、保荐机构、审计机构、税务顾问等专业机构进行充分讨论和研究。同时也要打开思路，跟踪境内相关法律法规及资本市场政策变化，观察和参考近期拆红筹上市案例所体现的审核关注重点及尺度，设计更适合企业自身的具体重组方案，避免造成不必要的成本损失或境内上市申报时间的延误。



## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 李时佳

电话： +86 10 8516 4236

Email: [shijia.li@hankunlaw.com](mailto:shijia.li@hankunlaw.com)

### 薛冰

电话： +86 755 3680 6568

Email: [bing.xue@hankunlaw.com](mailto:bing.xue@hankunlaw.com)