

资本市场法律

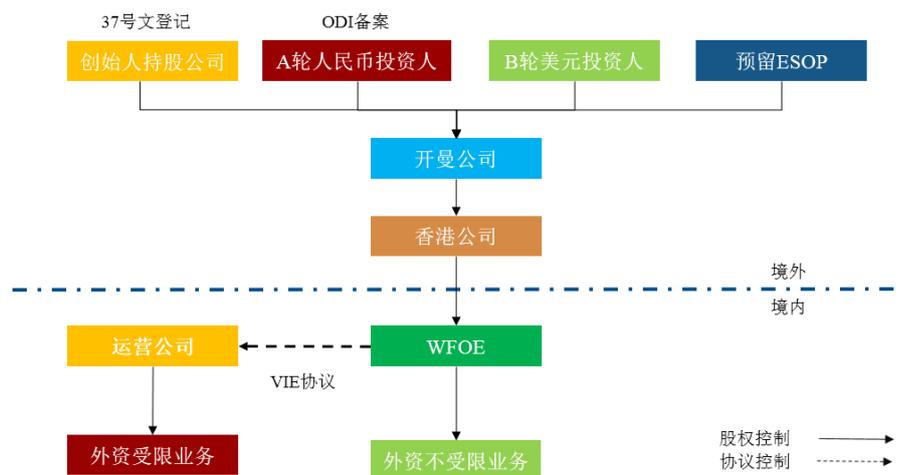
红筹企业境内上市策略解析

作者：李时佳 | 薛冰 | 杨晨

开篇之语：在创业融资的征途上，一直都有诸多“矛盾”的问题摆在创始人、企业和投资人面前。境内资本市场与境外资本市场的对比选择，是其中一项至关重要的路径选择难题。为了方便一直在路上的众多市场参与者有更清晰的战略和战术判断，我们汉坤律师事务所组织了内部各专业领域的专家，通过“回归之路”的系列文章，为大家在境内资本市场的探索之路中保驾护航。

一、回归的起点

企业的发展，离不开资本。处于不同发展阶段/行业的企业，会作出差异化的融资方案及架构选择，也会存在基于其特定情况如何选择未来资本路径的困惑。为了方便讨论，我们先从下面这家已经完成了两轮融资（A轮为人民币融资、B轮为美元融资），虚拟名称为 Hui Gui 公司（“HG 公司”）的企业架构谈起。



二、回归的触发因素

如前述图示，HG 公司的境内业务经营实体包括外商独资企业 WFOE（开展外资不受限业务）与 VIE 协

议控制下的纯内资运营公司（开展外资受限业务）。HG 公司架构属于较为典型的拟通过注册于境外的控股公司于境外上市且主要经营活动在境内的红筹架构企业（“红筹企业”）。由于完成了私募融资引入了外部投资人，随着企业不断发展，HG 公司自然便有了进行公开资本市场融资的主动和被动需求。

资本交易汉坤提示：对于类似 HG 公司的企业及其创始人，可以翻阅一下自己企业的历史融资交易文件，惯常情况下，投资人都会提出“合资格上市”（Qualified IPO）的退出机制要求（这本身也是很合理的交易安排，毕竟大量以基金为存在形式的投资人，都是有一定的存续期限的）。

综合而言，选择境外还是境内资本市场是一个自然的发展过程，这一过程是有多重因素比较的结果。我们结合近期市场环境及实践，将红筹企业选择境内资本市场上市（“红筹回归”）的关键触发要素总结如下：

1. **政策红利：**境内资本市场注册制改革的快速推进，给原有无法实现境内上市的产业和企业有了新的通道和多样化的选择机遇；
2. **外资准入：**外资开放的力度持续加强，部分产业的外资受限情况发生了实质变化；
3. **估值差异：**就特定行业而言，境内资本市场提供了更具有吸引力的估值预期；
4. **外部环境：**经济全球化受到的一系列外部环境不确定的影响，也提升了中国背景企业深挖境内资本市场空间的动力。

三、“拆”与“不拆”的困惑

当红筹回归的话题出现在 HG 公司的董事会/股东会上时，一个不容回避的技术难题自然出现——“拆”架构与“不拆”架构的选择。

当我们回到文首 HG 公司的股权架构示意图时，大家不难发现 HG 公司的实际权益已经从中国境内转移到了境外，包括创始人、投资人和员工激励的权益载体都是在离岸区域的开曼公司体现。摆在 HG 公司面前的可选择路径看似有多条，但是现实情况却不一定那么美好，比如：

可选择的理论路径	需要关注的问题
不拆架构在境内上市	<p>符合《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》的红筹企业允许发行股票或存托凭证在境内上市，但对于行业、预计市值¹等方面要求较高。除更高的上市门槛外，目前红筹企业上市的先例较少，对于上市后的存量股流通、VIE 架构处理方式等问题均有待进一步明确。</p> <p>红筹企业境内上市可以采用发行 A 股股票或中国存托凭证（“CDR”）两种方式：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 发行 A 股股票：中国资本市场第一例采用红筹架构境内上市的企业华润微电子（688396.SH）已经在今年 2 月份成功于上交所科创板正式挂牌上市。但除上述案例外，截至目前尚无第二例红筹架构企业完成境内上市。对于 HG 公司这类的民营企业及/或 VIE 架构的红筹企业是否能够参照适用华润微电子采取红筹架构境内发行股票并上市的路径，目前仍面临个案审核的许多不确定因素。 ■ 发行 CDR：《存托凭证发行与交易管理办法》（试行）等政策的基础已经建立，但截至

¹ 对非上市的红筹企业而言，预计市值的最低标准为不低于 50 亿元人民币；且最近一年营业收入不低于 5 亿元人民币。

可选择的理论路径	需要关注的问题
	目前尚未有 CDR 发行成功的案例 ² 。
拆除架构在境内上市	这可能是大多数红筹架构的企业在面临红筹回归决策过程中重点考虑的路径，即通过适当的境内外重组安排由注册在境内的公司作为上市主体申请上市；该等重组通常需要考虑资金/税务成本、外资准入及外汇等方面的合规要求、投资人沟通协调及对申报可行时点的潜在影响等因素；而对于已经在境外上市的红筹企业而言，还需要考虑私有化退市然后相应拆除架构或者分拆具有独立业务的境内子公司上市的复杂选项。

四、拆架构的问题考虑清单

如为避免红筹企业直接境内发行上市的审核不确定性而拟将拆除红筹架构作为主要选项，对 HG 公司等红筹架构企业而言，依然要解决很多的技术难题。我们在本期中将相关的重点问题概要总结提示，后续我们还将针对具体问题在后续的系列文章中详细解析解决思路。

（一）境内上市主体选择问题

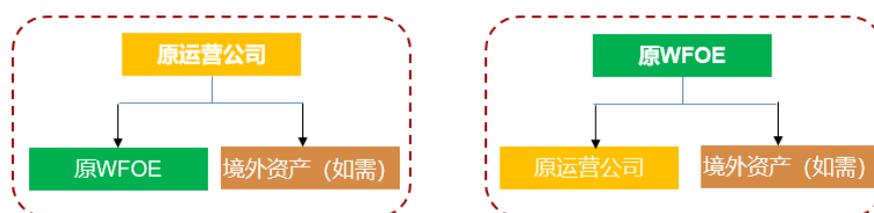
以 HG 公司为例，其境内业务经营实体包括外商独资企业 **WFOE**（开展外资不受限业务）与 **VIE** 协议控制下的纯内资**运营公司**（开展外资受限业务）两个板块。

在选择境内上市主体的过程中，需要综合考虑如下问题：

1. 公司主体合法设立、有效存续、持续运营期限满足上市要求；
2. 运营及特定资质持有情况，股权变更可能造成的影响；
3. 人员及资产布局情况；
4. 历史业绩及业务延续性的影响，避免境内上市主体整合资产触发主营业务重大变化；
5. 现有股东落地境内主体持股安排。

在综合考虑及确定基本方向的情况下，就涉及到通过股权与资产交易的安排实现架构调整的步骤，包括但不限于对于上市主体的股权结构调整（根据红筹架构的具体情况，可能包括创始人及/或投资人持股平移至上市主体、员工持股平台设立及入股、委托代持还原等）、将 HG 公司拟纳入上市范围的资产/业务注入上市主体以及关联方债权债务清理等，下图即为两个主要的基础选择方向：

² 2019 年 4 月 17 日，上交所受理九号机器人有限公司科创板上市申请，九号机器人有限公司为目前受理名单中首例拟发行中国存托凭证（CDR）的申报企业。根据上交所公告信息，2020 年 1 月 31 日，九号机器人有限公司因发行上市申请文件中记载的财务资料已过有效期，需要补充提交。上交所根据有关审核规则中止其发行上市审核。截至目前，该项目仍处于中止（财报更新）状态。



(二) 资金相关合规问题

红筹架构的拆除过程中，会联动地涉及到多个场景的资金流转安排：

1. 原境外融资主体开曼公司中的留存资金处理
2. 重组过程中拟退出投资人的资金流转
3. 股权或者资产收购/转让过程中的价款支付
4. 因搭建红筹架构及融资导致的关联方债权债务清理

由于红筹架构的企业的跨境属性，重组交易安排可能涉及到的外汇监管合规问题需要特别予以重视，避免对境内上市带来外汇及其他关于资金来源合规的审核风险。

(三) 税务问题

红筹架构拆除的安排中，会涉及不同主体的税务成本问题，我们也将其中的税务问题进行概要提示：

1. 重组过程中拟退出投资人的税务规划问题；
2. 上市主体股权结构调整或者资产收购/转让过程中的税务问题；
3. 员工激励安排衔接中的税务问题。

(四) 实际控制人、董事及高级管理人员稳定性问题

境内上市对于实际控制人及董事/高级管理人员稳定性具有较为严格的要求（详见下图），由于拆红筹的重组涉及境内公司股权结构调整，如重组过程中发生实际控制人变化或董事及管理层的重大变化，则可能影响拆红筹后可行的境内上市申报时间。

事项	科创板	主板和中小板	创业板
实际控制人	最近 2 年内没有变化	最近 3 年内没有变化	最近 2 年内没有变化
董事及管理层	最近 2 年内没有重大不利变化	最近 3 年内没有重大变化	最近 2 年内没有重大变化
核心技术人员 ³	最近 2 年内没有重大不利变化	无	无

³ 根据《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》，原则上，核心技术人员通常包括公司技术负责人、研发负责人、研发部门主要成员、主要知识产权和非专利技术的发明人或设计人、主要技术标准的起草者等。

五、小结

在注册制改革的过程中，红筹企业（特别是 VIE 架构企业）直接发行股票或 CDR 在境内上市仍有许多配套制度、审核政策和技术上的不确定性。从制度改革的角度看，一方面需要监管机构在制度创新层面不断努力，另一方面也需要包括企业和中介机构在内的市场参与者的创新实践和积极建议。伴随这一过程，红筹企业可能需要同时考虑境内上市各种选项下的可行路径、可能面对的问题、解决思路以及存在的风险与成本；就上述事宜，我们将会近期的系列文章中逐一展开讨论，敬请关注。

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

薛冰

电话： +86 755 3680 6568

Email: bing.xue@hankunlaw.com