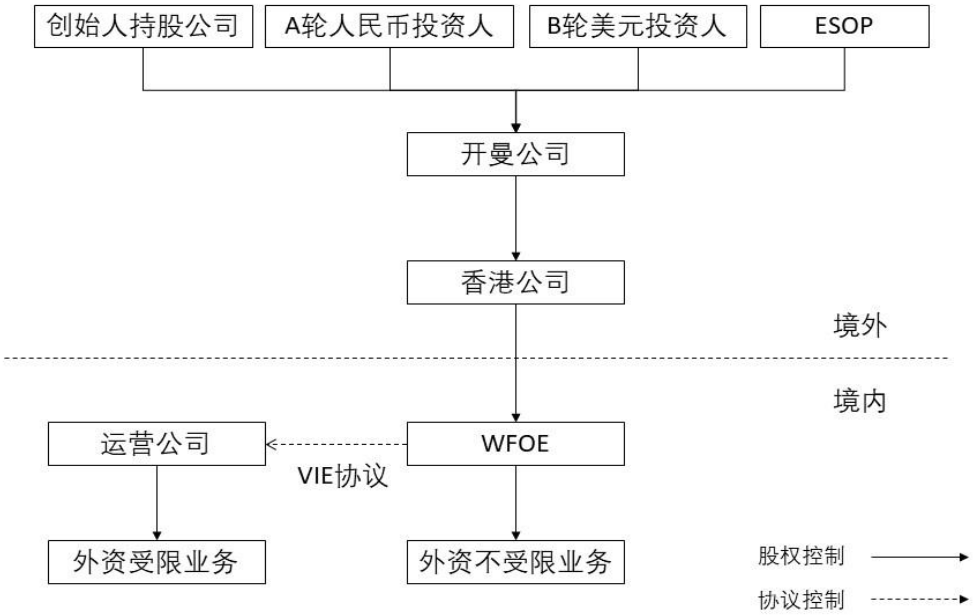
红筹回归之途：回归模式及相关法律问题的探讨

一、红筹回归：为什么要回归？

红筹架构，是指中国境内的自然人或公司在境外设立离岸公司，并将境内公司的资产或现金流注入或转移至境外公司，从而实现境外公司海外上市融资目的的结构。根据经营业务是否受到外资准入限制，可采取股权控制和 VIE 协议控制两种架构，相应地，红筹架构下境内业务经营实体包括开展外资不受限业务的外商独资企业（以下简称“WFOE”）与开展外资受限业务的在 VIE 协议控制下的内资运营公司。红筹架构的典型结构如下图 1 所示：



（图 1 典型的红筹架构股权结构图）

企业选择搭建红筹架构在境外资本市场上市或是回归境内资本市场（或称“A 股市场”）上市（IPO）是综合多重因素后的结果。结合近期市场环境及实践，我们将红筹企业选择境内资本市场上市的因素总结如下：

1、 由于个别中国概念股公司遭遇引起广泛关注的财务造假指控，加上全球经济持续低迷、中国经济增速放缓等宏观经济环境方面的原因，境外资本市场上市的中国概念股公司的股价未能充分体现其真实价值，甚至相对于净资产价值出现较大折让；

2、 美国市场由于萨班斯法实施等原因，美国上市公司的维持费用大幅上升，合规成本和风险不断增加；

3、 某些境外资本市场的流动性较低，无法有效实现上市融资功能；

4、 境内资本市场的制度优化和创新，特别是2019年上海证券交易所科创板在上市制度和交易制度上的突破（尤其是对拟上市公司的盈利能力要求的放宽），以及近期中国证监会和深圳证券交易所也推出了创业板注册制改革系列规则的征求意见稿，为红筹企业回归创造了有利条件和契机；

5、 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。

二、红筹回归：一定要拆除红筹架构吗？

从境内上市的制度安排上看，目前红筹企业回归境内资本市场拆除红筹架构与否在法律上均具有可行性。在2018年以前，红筹企业如希望回归境内资本市场，拆除红筹架构是唯一的选择。然而，自从2018年3月20日中国证监会颁布《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见的通知》（以下简称“《试点意见》”）以来，红筹企业直接登陆境内资本市场成为可能。后续颁布的一系列规则更细化了红筹企业境内上市的操作程序。红筹企业境内上市的规则演变情况如下：

颁布时间	法规名称
2018.3.20	《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见的通知》
2018.6.6	《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》（“以下简称《实施办法》”）
2019.1.28	《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》
2020.4.27	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》、《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）（征求意见稿）》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2020年修订）（征求意见稿）》
2020.4.30	《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》（以下简称“《红筹企业境内上市安排》”）

《试点意见》允许符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，且达到相当规模的创新企业在境内资本市场发行股票或存托凭证上市，其中已在境外上市的大型红筹企业的市值不低于人民币2000亿元；尚未在境外上市的创新企业的最近一年营业收入不低于人民币30亿元且估值不低于人民币200亿元，或者营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位。《实施办法》进一步规定了尚未境外上市试点企业的标准，在研发人员和研发投入、发明专利、核心技术、市场地位、营业收入复合增长率方面均作出了明确的要求。2020年4月30日出台

的《红筹企业境内上市安排》将《试点意见》中已在境外上市红筹企业拓宽到市值人民币 200 亿元以上，且拥有自主研发、国际领先技术、科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位的红筹企业。符合上述标准的红筹企业可保留红筹架构在主板、中小板、创业板和科创板发行股票或存托凭证。

此外，科创板则允许预计市值不低于人民币 100 亿元或预计市值不低于人民币 50 亿元且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元的拥有自主研发、国际领先技术、同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业在科创板上市。

根据创业板注册制改革系列规则公开征求意见稿，创业板拟允许预计市值不低于人民币 100 亿元且最近一年净利润为正或预计市值不低于人民币 50 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 5 亿元的拥有自主研发、国际领先技术、同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业在创业板上市。

截至目前，采用红筹架构在境内成功上市的企业仅有 1 例——华润微电子有限公司（688396.SH，股票简称“华润微”）。华润微是由国务院国资委全资控股的在开曼群岛注册的有限公司，于 2019 年 6 月 26 日提交科创板上市申报文件，申报时选择了《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 2.1.3 条的第二套标准“预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年收入不低于 5 亿元”。华润微于 2020 年 1 月 20 日通过中国证监会注册，并于 2020 年 2 月 27 日发行 29,299.4049 万股股票，每股面值为港币 1 元。除此之外，九号机器人有限公司于 2019 年 4 月 17 日提交发行存托凭证（CDR）并在科创板上市申请，但据公告信息，其申请曾于 2020 年 1 月 31 日中止审核，后于 2020 年 4 月 20 日恢复审核，目前仍在审核当中。与华润微不同，九号机器人有限公司存在投票权差异安排和 VIE 架构等公司治理特殊安排。

红筹企业采取红筹架构境内发行股票或存托凭证并上市目前仍面临个案审核的许多不确定因素。首先是 VIE 架构处理方式有待进一步明确。虽然 2020 年 4 月 30 日发布的《红筹企业境内上市安排》明确了中国证监会可受理带有 VIE 架构的红筹企业境内上市的申请，并将在征求红筹架构下境内运营实体对应的行业主管部门、国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）、商务部意见后对相关企业的上市申请作出进一步安排，但具体审核要求及流程还待后续配套规则与要求出台后明确，国家发改委和商务部的意见也尚待进一步明确。

其次，红筹企业境内 IPO 前已发行的存量股如何在境内证券市场自由流通仍未有操作方案。《红筹企业境内上市安排》对尚未境外上市的红筹企业存量老股的减持事宜作出了规定，即由红筹企业在申报前就存量股份减持等涉及用汇的事项形成方案，报中国证监会，由中国证监会征求相关主管部门意见。目前尚待监管部门发布具体细则，红筹企业境内上市后原有的投资人的退出方式尚不确定。

再次，红筹企业已有的员工持股计划（以下简称“ESOP”）如何处理待相关规则出台以进一步明确。如果红筹企业在境外设置了 ESOP，对于尚未在境外上市的红筹企业，员工持股计划是否可以按照《国家外汇管理局关于境内个人参与境外上市公司股权激励计划外汇管理有关问题的通知》（汇发[2012]7 号，以下简称“外管局 7 号文”）办理外汇登记，或者按照《国家外汇管理局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，以下简称“37 号文”）办理外汇登记，目前法律层面和实践层面均尚不明确。此外，根据科创板的相关规定，ESOP 占公司上市前总股本的比例不得超过 15%，创业板注册制系列规则征求意见稿则规定 ESOP 占公司上市前总股本的比例提升至不得超过 20%。鉴于实践中不少红

筹企业的ESOP比例较高甚至出现超过20%的情况，超出比例限制企业是否可考虑所处行业特点及在满足一定情况下由红筹企业自身决定具体比例仍有待确定。

考虑上述因素，我们理解拆除红筹架构在境内上市，目前仍是大多数红筹企业在回归决策过程中重点考虑的路径。

三、红筹回归：设计拆除红筹架构方案

总体而言，拆除红筹的方案主要考虑法律程序设计和资金流规划两个方面，而交易税费的考量则是影响二者的重要因素。根据个案的不同，在设计方案时，还需要考虑境内上市主体股权架构的搭建、外资准入及外汇等方面的合规要求，以及股权激励方案重建等问题；对于已经在境外上市的红筹企业而言，则首先要考虑完成私有化，以及完成私有化所需的相应融资安排。限于篇幅，在本文中，我们不讨论私有化涉及的相关法律问题。

(一) 拆除红筹架构的法律程序与资金流规划

1、确定境内上市主体

选择确定境内上市主体是拆除红筹架构的第一步。结合境内上市发行条件和审核要求，在选择境内上市主体的过程中，应综合考虑如下问题：

（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，股权变更可能对资质造成的影响；

（3） 人员及资产布局情况；

（4） 历史业绩及业务延续性的影响，以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。

以 VIE 协议控制红筹架构拆除为例，境内上市主体可以选择内资运营公司或者 WFOE。

2、境外股东权益回归

拆除红筹的最终目的是将境外上市主体的股东权益转回至境内上市主体。最早中国证监会对企业拆除红筹架构在境内发行股票并上市的条件非常严格，要求已搭建红筹构架的企业需拆除全部的红筹构架。2012 年以后，中国证监会逐步放开对红筹企业的限制，要求：(1) 企业控制权原则上应当由境外转回境内，实际控制人为境外自然人的，具备合理性可以保留境外权益；(2) 境内自然人或境内企业原则上权益应当由境外转回境内，保留境外权益需予以合理性的说明和解释，例如境外投资人在境内没有关联主体，但想要继续持股的；(3) 境外自然人或外资可保留境外权益。因此，目前企业在拆除红筹架构时，可以根据股东的实际情况仅将控制权从境外转回境内。

同时，拆除红筹时还应考虑境外投资人的权益处置。通常境外投资人会有三种选择，第一种是直接退出，不再参与企业境内上市；第二种是在境外退出，由境内关联主体（与美元基金关联的境内人民币基金）投资境内上市主体；第三种是在境外退出，直接投资境内上市主体（对于外资准入不受限制的行业）。无论哪一种情形下，均涉及境外投资人退出境外上市主体，所需资金来源于境内或境外的不同会导致拆除方案有所不同。假设开曼公司[1]（即红筹架构下的上市主体，下同）在境外有足够资金，则开曼公司可以直接回购境外投资人的股份从而实现境外投资人的退出。假如开曼公司资金不足以回购境外投资人的股份，则可以在境内上市主体层面引入新的投资人（包括境外投资人的境内关联主体

[1]部分红筹架构中，股东在 BVI 公司层面持股，为了论述方便，此处统称为“开曼公司”。

和新的境内投资人）解决所需资金。

（1） 股权控制红筹架构下境外股东权益回归

股权控制红筹架构下，实际控制人和境外投资人将其通过境外公司（如图 1 中的香港公司）持有的境内上市主体的股权全部（或保留少部分）转让给实际控制人或其持有的境内实体、境外投资人的境内关联主体和新的投资人，从而实现境内上市主体的控制权回归境内，以及其他境外股东权益回归境内，同时也完成境内上市主体股权架构的搭建。当然，视境内上市主体资金需求的实际情况，新的投资人也可以部分采取向境内上市主体增资的方式获得股权。境外公司在获得股权转让价款后，可以通过分红方式将资金划转至开曼公司用以回购实际控制人、境外投资人在开曼公司所持股份，从而实现境外投资人的退出。

（2） VIE 协议控制红筹架构下境外股东权益回归

VIE 协议控制红筹架构下，若选择 WFOE 作为境内上市主体，实际控制人和境外投资人的境外股东权益回归境内上市主体的操作方式与上述股权控制红筹架构下的境外股东权益回归方式一致。若选择内资运营公司作为境内上市主体，实际控制人、境外投资人的境内关联主体和新的投资人向内资运营公司增资，内资运营公司收购 WFOE 的股权或资产，从而实现资金从内资运营公司流转至境外公司的安排。境外公司的后续操作与上述股权控制红筹架构下的操作一致。在 VIE 协议控制红筹架构下，无论是 WFOE 还是内资运营公司作为境内上市主体，均涉及解除 VIE 协议。

在境外股东权益回归过程中，涉及外商投资企业的增资、股东变更，甚至可能涉及外商投资企业的注销，后续在红筹架构拆除完成后还可能涉及到外商投资企业改制变更为外商投资股份有限公司，在《外商投资法》于 2020 年 1 月 1 日实施后，除外商投资准入负面清单规定禁止投资、限制投资的领域外，不再需要向商务部门办理审批或备案手续，企业向市场监督管理部门提交申请登记或备案文件，通过企业登记系统以及企业信用信息公示系统向商务主管部门报送投资信息，程序大为简化。

3、境内外经营实体的重组和债权债务的清理

根据不同项目的具体情况和中国证监会的审核要求，在拆除红筹架构的过程中还需要考虑境内外经营实体的重组（将境内外实体权益整合至境内上市主体内）、境外非经营实体的注销、清理等问题，以简化境内上市主体的股权架构。同时，还需要考虑企业遗留的以及重组中所产生的债权债务关系。如境内外实体相关债权债务清理不彻底，可能会导致境外实体因对境内经营实体享有债权而无法进行注销和清算，也会导致后续境内发行股票申报时遗留关联方往来或关联方资金占用没有处理完毕的合规瑕疵。

在重组过程中，除涉及外商投资企业的相关事项变更外（如上所述适用《外商投资法》，在此不再赘述），还可能涉及下列监管程序：

（1） 境外投资（ODI）审批

虽然红筹企业的大部分业务在中国境内，很多红筹企业也在加大全球布局，大力拓展境外业务。在确定境内上市之前，这些境外业务通常由境外上市主体或其他境外公司持有。若拆除红筹架构在境内上市，则可能涉及将这些境外业务纳入境内上市主体体系内，因此涉及境内上市主体的境外投资，应根据国家发改委颁布的《企业境外投资管理办法》及其配套规定、商务部颁布的《境外投资管理办法》及其配套规定办理核准或备案程序，以及在外汇指定银行办理境外投资外汇业务登记。

这里需要提及的是，根据《国家外汇管理局关于进一步促进跨境贸易投资便利化的通知》（汇发

〔2019〕28 号），非投资性外商投资企业在不违反现行外商投资准入特别管理措施（负面清单）且境内所投项目真实、合规的前提下，依法可以资本金进行境内股权投资。国家外汇管理局放松了对非投资性外商投资企业的股权投资，其中明确规定允许境内股权投资，对于境外股权投资并未明确规定。根据我们对相关外汇管理局和外汇指定银行的咨询，目前非外商投资企业的股权投资在法律上具有可行性，但各地落地实践有较大差异。如果境内上市主体作为外商投资企业拟用资本金进行境外投资，应提前向所在地外汇指定银行咨询当地的可操作性。

（2）外债备案和外汇登记

如果重组中涉及境内企业或个人控制的境外企业或其分支机构向境外机构借款，并且期限超过 1 年的，则根据《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（发改外资[2015]2044 号），应事前向国家发改委申请办理外债备案手续。

如果重组中的融资涉及境内主体为境外融资提供担保，则应根据《跨境担保外汇管理规定》（汇发[2014]29 号）向提供担保企业所在地外汇管理局办理相应的内保外贷登记手续。

(二) 交易税费

拆除红筹架构过程中每一步的交易税费是方案设计中的核心问题，交易税费受制于众多因素，不同的方案下交易价格和税负成本不同。我们在此汇总可能涉及的主要税务成本包括：（1）境外公司转让 WFOE 的股权涉及的企业所得税；（2）WFOE 性质变更为内资企业可能涉及的税收优惠追缴风险；（3）非居民企业间接转让中国居民企业股权等财产所涉及的企业所得税[2]；（4）非居民企业取得投资收益的企业所得税；（5）内资运营公司向境外公司支付特许权使用费以抵扣企业所得税应纳税所得额的补缴风险[3]；（6）境内自然人持股的离岸公司在清算注销时的个人所得税；（7）员工期权行权或收益实现时的纳税问题等。

在设计红筹拆除方案时，在考虑最小化交易税费的同时也要注意满足税务合规的要求，以免对未来境内上市审核造成障碍。例如，在境外投资人退出时，境外公司作为非居民企业将 WFOE 股权转让给实际控制人、新的投资人或境内上市主体时，股权转让价格应按照公平交易原则合理定价；在受让方支付转让对价资金汇出境时，转让方应在税务局履行对外支付税务备案手续。

(三) 股权激励的安排

红筹企业一般都会按照市场惯例为员工提供 ESOP。在拆除红筹架构时，需要对现存的 ESOP 作出安排。从以往的案例看，ESOP 都会回归境内上市主体。回归路径大体与上述股东境外权益回归境内的路径相同。企业通常在搭建境内上市主体股权架构时同步设计境内股权激励方案，一般会先行设立员工持股平台预留部分股份用作未来对员工的股权激励，并在红筹架构拆除后将该员工持股平台的权益以转让、增资等形式适时分配给激励员工。在设计和实施境内股权激励计划时，尤其应谨慎确定员工取得股份的价格和实际出资时间。按照《企业会计准则第 11 号——股份支付》和中国证监会的审核要求，股权激励涉及的股份支付应在员工实际出资的当年确认，应考虑股份支付当年确认对公司利润的影响。

[2]《国家税务总局公告 2015 年第 7 号——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》国家税务总局公告（2015 年第 7 号）

[3]《国家税务总局关于企业向境外关联方支付费用有关企业所得税问题的公告》（国家税务总局公告 2015 年第 16 号）规定，企业向未履行功能、承担风险，无实质性经营活动的境外关联方支付的费用，在计算企业应纳税所得额时不得扣除。

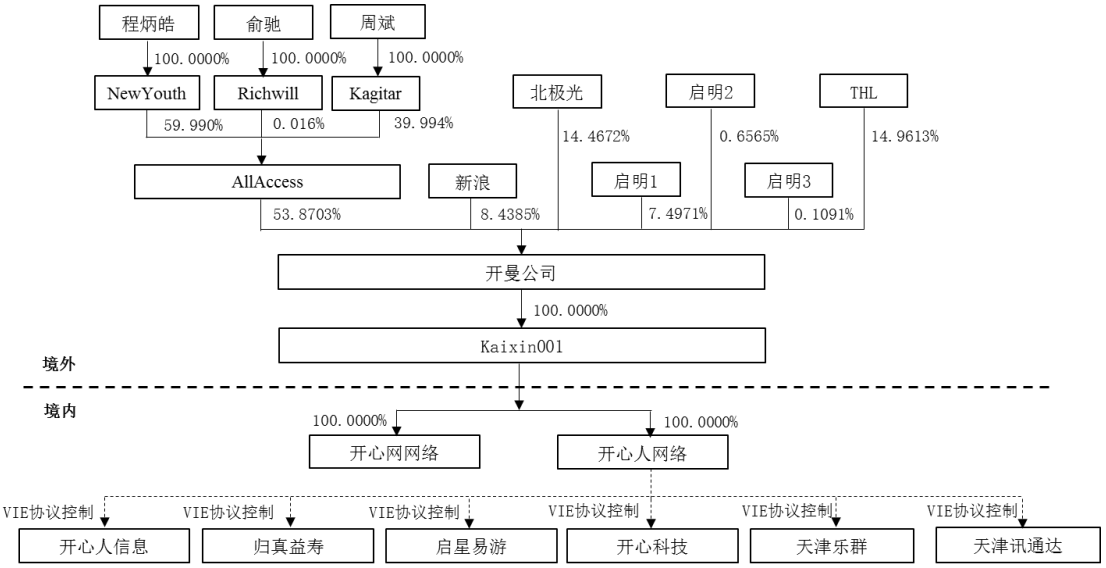
值得关注的是，根据 2019 年 3 月 3 日发布的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》，科创板上市申报企业允许在满足一系列条件下带期权上市，而在此前的审核要求是员工股权激励必须落地，不能存在期权或者留存股份的情形。这就让境内上市主体在设计股权激励时有了更大的灵活性。目前科创板已有带期权成功上市的案例，随着创业板注册制改革推进，相信带期权上市的股权激励方案有望同样适用于创业板上市企业。

四、红筹回归：以案例说明红筹拆除的步骤

本节将以我们参与的开心网拆除红筹架构并由上市公司收购（不构成重组上市）项目为例，说明红筹拆除实施步骤的具体情况。开心网的创始股东程炳皓及俞驰曾为筹划开心网在境外上市而搭建了红筹架构并通过 VIE 协议控制内资运营公司。此后，由于业务所处市场形势发生变化，开心网放弃并终止了在境外上市的计划，并启动 VIE 协议控制架构的拆除工作以在境内上市。

(一) 红筹拆除前的股权结构

北京开心人信息技术有限公司（以下简称“开心人信息”）拆除红筹架构前，其集团架构图如下所示[4]：



（二）红筹架构的拆除

为拆除红筹架构后境内上市，各方确定以内资运营公司开心人信息作为境内上市主体，通过股份转让、股份回购及注销、终止 VIE 控制协议等对红筹架构进行拆除。总体的方案为：（1）程炳皓减少持有开心人信息的股权，同时俞驰退出，进而引进财务投资股东；（2）开心人信息收购开心人网络（WOFE）与开心网网络（WOFE）的股权，并注销或转让其他境内运营公司的股权，包括启星易游、开心科技、归真益寿、天津乐群及天津讯通达；（3）在境外层面，境外公司逐层回购各自公司股权，随后对相应的持股平台进行注销。具体步骤如下：

1、 开心人信息股权转让与增资

2016 年 7 月，俞驰将其持有开心人信息全部 40%股权，程炳皓将其持有开心人信息 36.63%股权转让给首轮境内基金投资人（新余北岸、周斌）。本次股权转让中，开心人信息估值为人民币 7,000 万元。

[4] 其中，境内运营公司的持股结构皆为：程炳皓 60%、俞驰 40%

2016年8月，程炳皓将其持有开心人信息7.59%股权转让给第二轮境内基金投资人（共青城嘉乐、共青城嘉志、福鹏宏祥），同时第二轮境内投资人对开心人信息增资。本次股权转让及增资中，开心人信息估值为人民币 97,300 万元（上市公司收购时，即 2017 年 6 月 1 日，开心人信息估值为人民币 108,500 万元）。

开心人信息的股权结构调整完成后，开心人信息的股东变更为程炳皓及其他境内基金投资人，俞驰通过股权转让退出开心人信息。

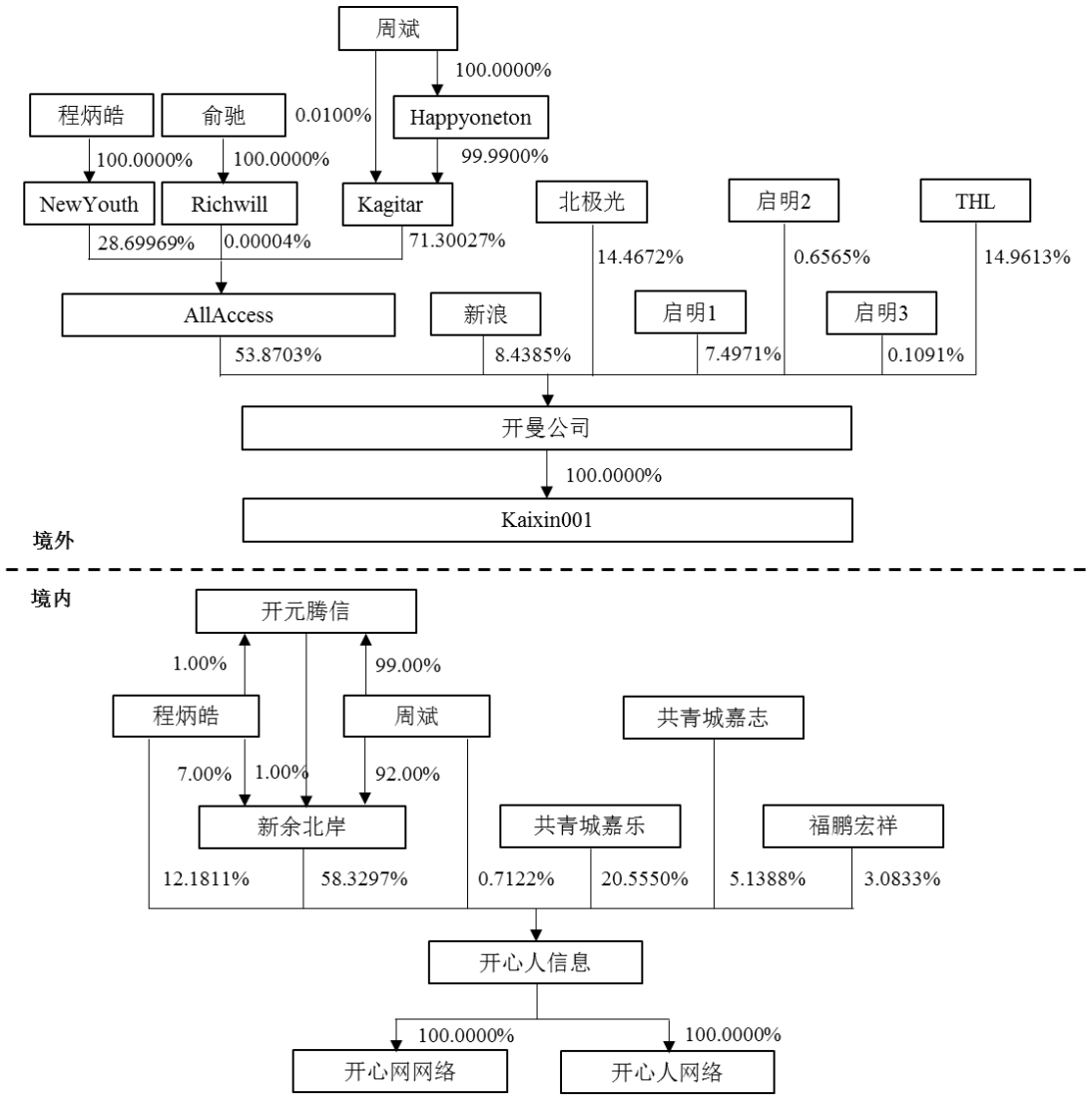
2、 开心人信息收购 WOFE

2016 年 7 月，开心人信息分别以人民币 28,800 万元、人民币 6,600 万元的对价收购开心人网络（WOFE）与开心网网络（WOFE）的股权。在本次收购中，开心人信息在北京市海淀区商务委员会办理了外商投资企业性质变更，并为 WOFE 的股东 Kaixin001 代扣代缴了企业所得税。

3、 终止 VIE 协议

2016 年 7 月，原 VIE 协议签署各方签署《终止协议》，协议各方一致同意自开心人信息完成收购 WOFE 股权之日起全面终止 VIE 协议，确认对 VIE 协议不存在任何争议或纠纷，亦不会就 VIE 协议向其他相关方索偿或追讨任何损失。

至此，VIE 协议已终止，周斌成为开心人信息的实际控制人，终止后的股权结构图如下：



4、 境外投资人退出

2016 年 7 月，开曼公司股东、境内投资人及境外投资人签订《开心人信息重组框架协议》，约定 A 轮境外投资人以初始投资成本 2 倍的价格实现退出，B 轮及 C-1 轮境外投资者分别以初始投资成本退出。

2016 年 9 月 1 日，开曼公司根据《开心人信息重组框架协议》支付完毕对境外投资人的股权回购价款，持有开曼公司 46.13%的股权的境外投资人完全退出。境外投资人退出时，开曼公司 100%股权对应的估值为人民币 83,025.92 万元。

5、 境内运营公司重组

2016 年 7 月至 8 月，程炳皓及俞驰持有的归真益寿、开心科技、启星易游股权转让给无关联第三方，同时天津乐群、天津讯通达完成了注销程序。在股权转让或注销之前，各境内运营公司与开心人网络（WOFE）根据原 VIE 协议中各《借款协议》项下发生借款均已结清。

6、 境外特殊目的公司的注销

AllAccess、开曼公司、Kaixin001、Kagitar 和 Happyoneton 等境外特殊目的公司陆续办理了注销手续。

7、 红筹架构拆除中的员工激励处理

在红筹架构拆除之前，开曼公司实施了员工期权计划。2016 年 7 月 11 日，开曼公司做出股东会决议及董事会决议，同意终止开曼公司员工股票期权计划。

为了增强开心人信息管理人员的积极性，《深圳市赛为智能股份有限公司与北京开心人信息技术有限公司全体股东之发行股份及支付现金购买资产协议》约定，业绩承诺期届满时，开心人信息 2017 年、2018 年及 2019 年的实际净利润累计数超过承诺净利润累计数的，开心人信息将以现金方式对其高级管理人员和其他核心骨干人员进行奖励。

五、红筹回归：上市审核关注问题

中国证监会曾经在 2015 年 12 月发出的《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》中对红筹回归项目的审核要求进行了原则性的说明，虽然前述监管问答适用于重大资产重组项目，中国证监会在审核红筹回归的 IPO 项目中也基本参照相关要求。随着近年来拆除红筹架构回归境内资本市场的案例逐渐增多，通过梳理近期项目中国证监会及上海证券交易所的反馈/问询问题，我们发现监管机构的监管要求相较于 2015 年 12 月发布的监管问答已经有了很大的深入和细化。除去红筹回归项目中个性化的问题，我们梳理出如下监管机构一般关注的审核要点：

(一) 股权清晰问题

股权清晰是 A 股 IPO 的基本要求，因红筹回归涉及境外的持股架构向境内的转移，所以这个问题是红筹回归中的重点问题。广义的股权包括股东持有的股权和员工持有的期权两方面。中国证监会在这方面对中介机构的核查义务包括：

1、红筹企业的历史沿革、公司治理方面

红筹架构的设立、开曼公司层面的历次股权变动的事实情况、定价依据、交易背景、股东出资来源、对价支付情况等都需要参照境内公司的股权核查要求进行详细核查。核查方面包括股权变动的法律程序是否完备、对价是否支付、股权变动的定价依据和估值基础、股权变动的合理性解释等。开曼公司的公司法制度和中国公司法制度存在较大差异，在资本缴纳、股份发行、股份转让和股份增发、股东会和董事会公司治理制度等方面都和中国公司法制度存在较大差异，中国证监会在审核时一方面充分理解和尊重当地法律制度与中国法律制度的差异，

另一方面也要求开曼律师对股权变动行为是否符合开曼法律法规和公司章程的问题发表明确意见，由当地法律顾问进行专业背书。

2、红筹企业股权权属方面

红筹架构拆除过程中股东之间的权属争议问题核查。这方面的核查内容包括股东是否就红筹架构拆除明确表示同意，退出股东是否自愿，股权变动程序是否合法有效，对价是否支付完毕等。在这方面，中国证监会并没有刻板地要求红筹架构拆除前和红筹架构拆除后的各股东股权比例一定要一致，而是采取充分尊重历史事实和商业实质的原则，侧重点是要求中介机构核查要到位并充分说明红筹架构拆除前和拆除后存在持股比例差异的原因，这里不仅包括法律程序是否完备，而且包括股权变动的估值基础及商业上的合理性说明，股权变动的合理性解释。通过这些方面的核查，确保红筹架构拆除过程中不存在损害部分股东权益情况或有未披露的代持或其他利益安排情况。

3、境外员工 ESOP 的处置

境外员工 ESOP 的设立、变更和 ESOP 在境内层面替代的核查问题。这方面的核查内容包括开曼公司层面期权授予、变更和终止的法律程序是否完备及合法、期权授予和期权收回的定价依据及和企业公允价值差异的财务处理、中介机构的核查程序是否到位等。因开曼公司法律制度和中国法律制度的差异，很多创业公司在开曼公司层面期权发放人数超过 200 人，而国内法律制度要求在回归境内层面持股后需要将持股人数降至 200 人以下，这方面的核查事项包括离职员工期权清理和现金补偿员工清理的合法性问题（特别是给予现金补偿的员工是否实际收到了补偿款及是否产生相应的纳税义务，如果有未接受补偿款的员工，是否存在潜在的争议纠纷等）、清理过程中是否涉及纠纷问题、中介机构的真实性核查是否到位问题等。此外还包括境外期权授予对象和回归境内后境内持股主体的身份核查，是否存在未披露的代持或其他利益安排等问题。

需要说明的是，随着新的《证券法》于 2020 年 3 月 1 日的实施，《证券法》第 9 条规定，判断公开发行时依法实施员工持股计划的员工人数不计算在 200 人内，员工持股涉及的 200 人问题在后续的审核过程中关注度会降低。

4、境内股权激励的管理

在回归境内层面后，原境外的 ESOP 在境内层面以股权形式体现。为了使得原境外期权协议下对员工的约束性条件在回归境内后继续保留，一般境内上市公司会与激励员工签署对员工股权进行限制和约束的激励股权管理协议，确保在员工离职或有损害公司权益情况下公司能够收回激励股权。中国证监会在这方面关注的主要问题包括：

（1）激励员工和公司之间是否存在限制性或约束性安排，中国证监会充分尊重企业的实际安排情况，关注的是披露是否真实充分；

（2）离职员工股权收回的程序是否合法、收回后的股权是否存在代持问题，以及如何解决代持问题；

（3）收回后的激励股权如何处理，新的发放程序是否合法及相应财务处理原则等。

如上文所述，科创板已允许带期权上市，境内上市公司在设计股权激励方面具有了更大的灵活性，监管机构在此方面的关注点可能也会与时俱进，但我们相信监管的基本原则应该是相同的，仍会聚焦在权属清晰方面，督促上市公司做好信息披露。

(二) 合规性问题

合规性是中国证监会在境内 IPO 审核中的重点问题，与红筹回归有关的环节，中国证监会关注的合规性问题主要包括：

1、 VIE 架构是否存在规避外资产业政策的问题

这方面包括：（1）红筹架构所涉及的 VIE 协议的实际履行或执行情况如何，协议控制相关协议的终止、协议控制关系的解除是否业经相关各方履行必要的决策程序，是否存在纠纷或潜在纠纷；（2）红筹架构所涉及的 VIE 协议解除或终止后，境内外等相关主体是否注销，发行人的股权权属是否清晰，是否存在纠纷或潜在纠纷风险等。该问题属于 VIE 架构下比较敏感的问题。但是我们看到中国证监会并没有回避这一敏感问题，而是要求中介机构就该问题直接发表法律意见并充分披露。中国证监会在该问题上认可的法律意见与最高人民法院在（2015）民二终字第 117 号《长沙亚兴置业发展有限公司与北京师大安博教育科技有限责任公司合作合同纠纷上诉案民事判决书》的原则一致，红筹架构下开曼公司合并境内 VIE 公司权益仅仅是依据境外财务会计准则对境内公司财务报表的合并，VIE 协议从法律关系上看是中国合同法下的一系列合同的安排，VIE 公司性质的判断需要依据中国公司法按照法定登记形式去判断，除非有明确法律法规的限制，并不能因为开曼公司依据会计准则合并了财务报表，就认定这是一种股权上的控制安排。

根据中国证监会 2020 年 4 月 20 日发布的《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，存在协议控制架构的红筹企业申请发行股票，中国证监会受理相关申请后，将征求红筹企业境内实体实际从事业务的国务院行业主管部门和国家发改委、商务部意见，依法依规处理。因此，红筹企业在准备境内上市阶段提前与国家发改委、商务部沟通可能会促进境内 IPO 的审核或注册进度。

2、 外汇问题

（1） 红筹架构搭建时的合规性问题，包括创始人的 37 号文登记情况、中国居民境外投资的程序合法性问题、是否涉及违反外汇规定的资金出境问题、外商投资企业外汇登记中是否存在虚假陈述等违规问题及外汇登记是否完备问题。

（2） 境外融资资金汇回和结汇的问题，包括境外融资总金额的披露、融资资金中有多少资金汇回境内、以什么方式汇回境内、结汇的程序是否合法等问题。

（3） 红筹架构拆除时的合规性问题，包括境外持股股东的 37 号文补登记问题、创始人的 37 号文注销登记问题、WOFE 的外汇注销登记问题；在涉及 ESOP 的情况下，非上市公司中是否有员工行权的问题，上市公司的员工激励是否履行外管局 7 号文的登记问题、员工行权的资金来源问题、员工收益实现的资金汇回问题等。

3、 税务问题

税务问题的合规性核查也是中国证监会在审核中的重点关注问题。如上文所述，红筹回归中的主要税务问题包括股东在境内层面落地时的纳税问题、中国纳税居民从境外层面退出就其全球所得缴纳的个人所得税问题、外国纳税居民就股权转让或收益履行的所在国纳税义务、非居民企业间接转让中国居民企业股权等财产所涉及的企业所得税申报义务履行问题、员工期权行权或收益实现时的纳税问题等。

4、 境外主体公司的合法合规性核查问题

在红筹企业未上市情况下，中国证监会一般会要求境外法律顾问出具红筹企业主体的合规性法律意见；在红筹企业已经上市的情况下，合规性核查还包括上市后依据上市地法律运行的合规性问题和私有化中的合规性问题核查，这些事项都需要适格的法律顾问出具合规性法律意见。

(三) 实际控制人认定问题

在红筹回归项目中，与红筹回归有关的实际控制人认定问题包括：

1、 创始人实际控制人的认定问题

报告期内实际控制人的认定需要从股东会/股东大会、董事会、经营管理三个层面的权力分配情况和实际运行情况综合考虑来认定。在红筹架构存续期间，创始人实际控制的权力体现在开曼公司层面，开曼公司的股东会、董事会的运行规则与国内存在较大差异。在科锐国际（300662.SZ）的审核中，我们可以看到中国证监会一方面充分尊重不同法律制度下不同规则差异，另一方面又严格要求中介机构说明实际控制人的认定依据，这就需要开曼法律顾问及追溯至最终持股层面的 BVI 法律顾问依据开曼法律和 BVI 法律就其法律制度下的运行机制进行论述和说明。

2、 投资人拥有的特定事项一票否决权是否影响创始人的实际控制人地位问题

几乎所有的红筹架构都有私募基金的投资，在大部分的私募投资项目中投资人或其委派董事都拥有特定事项保护性的一票否决权。在过往很多 IPO 案例中，报告期内存在的投资人的一票否决权并没有充分披露。从科锐国际（300662.SZ）的审核中看，我们看到中国证监会进一步加大了对企业充分信息披露的要求，但从包括科锐国际在内的多个案例来看，中国证监会并没有因为投资人一票否决权的存在就影响对创始人实际控制人地位的认定，而是充分尊重私募投资行业的惯例，一方面要求企业充分披露一票否决权的安排情况，另一方面要求投资人或其董事就其拥有一票否决权利的意图和一票否决权行使情况进行说明，最终根据实质性原则确定该等一票否决权利是被动保护性的权利还是对公司的经营管理进行共同控制的权利。

六、红筹回归：总结

红筹回归是一个系统的工程，其涉及法律程序设计、资金流规划、交易定价、税务成本测算、债权债务清理等一系列工作，各个因素会相互制约和影响，任何一个条件的改变，都有可能会导致整体方案的实质性变化。因此，需要结合每个项目的自身特点，在合规、降低税负成本、避免税基损失、减小资金压力以及保障项目时间表等方面，寻找一个符合企业、投资人利益及申报时间需求的平衡点。

赵 君 合伙人 电话：86 10 8519 1267 邮箱地址：zhaoj@junhe.com
叶军莉 合伙人 电话：86 10 8553 7637 邮箱地址：yejl@junhe.com
欧阳翔宇 律 师 电话：86 10 8540 8693 邮箱地址：ouyangxy@junhe.com
崔 健 律 师 电话：86 10 8553 7889 邮箱地址：cuij@junhe.com

本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“www.junhe.com”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。