

红筹港股上市审核收紧对回购条款的影响与应对

作者：黄海 | 杜梦洋 | 郑伊然 | 梁焕章

近期，红筹架构港股上市的监管方向发生变更，监管部门在某些项目反馈中要求拟发行企业说明搭建红筹架构的合理性与必要性，如无法合理说明，可能要考虑拆除红筹架构并以 H 股方式进行上市申报。监管意见的变化给红筹架构的港股上市带来一定的不确定性，实践中，已经有各种声音讨论是否需拆红筹或继续观望等等。

除应对监管意见外，越来越多的投资人及公司方关注到红筹港股上市的不确定性对投资人回购权的行使(基于对赌条款)将产生何种影响。此前我们已经发表过系列文章，探讨一般红筹架构下对赌回购的相关风险等。本文将继续针对红筹港股上市的最新监管方向，探讨投资人及公司较为关心的几个问题，供各方参考借鉴。

一. 未到协议约定的公司上市日期，投资人能主张“可预见”红筹架构无法港股上市，提前行使回购权吗？

境外股东协议(SHA)、章程(MAA)或相关交易文件中约定的回购情形通常为某些确定事件的发生，比如：

- (1) 公司未能在本轮交割日后 X 年内完成合格首次公开发行，或按照本协议第 X 条约定完成整体出售；

The Company fails to consummate a Qualified Initial Public Offering or conduct a Sale of the Company pursuant to Section [X] of this Agreement prior to the [Xth] anniversary date of the Closing Date;

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

- (2) 公司方或创始股东严重违反交易文件，并且未能在收到投资人书面通知后合理期限内及时完成补救或整改；

The Company Parties or the Founding Shareholders seriously breach the Transaction Documents, and fail to complete the rectification or remediation in a timely manner within a reasonable period after receiving written notice from the Investors;

- (3) 任一股东发起回购；

Any shareholder of the Company has requested the Company to redeem its shares in the Company;

.....

投资人与公司方通常将双方认为比较重大的事件、对投资有根本性影响的情形放入回购权条款中，相关情形一般为确定性事件，如果发生则触发回购，而较少将带有主观判断的“可预见”某事件发生或不能发生作为回购事项之一，以免引发争议。因此投资人主张“可预见”公司无法在约定期限内上市从而要求行使回购权的，通常没有直接的合同依据。

目前监管部门并无正式出台监管规则要求拆除红筹架构，因此现阶段难以得出红筹架构就无法进行港股上市的结论。如果还没有到 SHA 等交易文件约定的上市时间即主张回购，公司方可能抗辩监管意见后续仍会变动，无法确定在协议约定的时间就一定不会上市，此时投资人行权的依据相对不足。因此，在未到协议约定的上市时间且并无其他回购事项触发的情况下，投资人提前行使回购权的难度较大，如有投资人坚持行权的，公司方也可以积极应对，认为无需履行回购义务，双方应通过沟通寻求解决方案。

二. 公司未在协议约定的日期上市，能以监管意见发生重大变更为由要求免除回购义务吗？

如果公司未在 SHA 等交易文件约定的日期上市，公司方及/或创始人能否免责，需结合个案情况分析：

(1) 情形一：公司已经递交了上市申请，监管部门明确反馈需要拆红筹才能上市

- 公司此前已经搭建红筹架构并提交了上市申请，监管部门反馈需要拆除红筹架构，最终导致公司未在协议约定的时间内上市，同时股东特殊权利恢复，投资人行权，要求公司及/或创始人履行回购义务。

该种情况下，如果红筹架构是公司无法成功上市的唯一原因，且确实属于双方在签 SHA 等交易文件时无法预见的情形，那么公司方及/或创始人有一定空间主张免责。

首先, 应确认 SHA 等交易文件中是否有政策/监管意见变更导致公司无法按期上市的相关约定, 类似不可抗力条款。如有约定, 则公司方及/或创始人可尝试援引合同条款主张免除义务(具体仍取决于条款约定以及司法裁判机关如何解读这些约定)。

其次, 如果交易文件没有约定, 则公司方及/或创始人可根据交易文件约定适用的实体法提起相关抗辩。如约定适用香港法, 可尝试主张合约受挫原则 (Frustration), 认为监管意见的变化系交易文件订立后发生的未能预计又超越各方控制的事件, 从而导致公司无法在约定期限内上市, 因此应解除关于回购的相关条款。因香港法对于合约受挫原则的规定较为严苛, 公司方及/或创始人可能面临较高的举证责任, 最终能否得到支持存在一定不确定性, 建议寻求专业律师结合个案案情具体分析。

(2) 情形二: 公司尚未递交上市申请, 或已递交申请但监管部门未明确系因红筹架构而不予批准上市

➤ 交易文件约定的上市日期已到, 公司未提交上市申请, 投资人行使回购权, 或虽提交上市申请但最终并非因红筹架构而不被批准上市, 股东特殊权利恢复后, 投资人行使回购权。

该种情况下, 如公司及/或创始人以不可抗力/合同受挫原则等类似规定主张免责, 投资人很可能认为该种情况难以确定系红筹架构监管意见的变化导致了公司无法按期上市, 而是由于公司自身情况或公司、创始人存在过错导致了无法按期上市, 因此公司方仍应按约履行回购义务。

如无充足证据证明监管意见的变化与公司无法按期上市之间的因果关系, 公司方及/或创始人被认定要履行回购义务的可能性较大, 建议寻找专业律师结合个案案情做进一步的分析。

◆ 以上仅为两种特别情形的探讨, 因实践中交易文件的约定不尽相同, 个案案情差别较大, 回购条款具体如何执行以及司法裁判机构如何认定, 仍应在个案中具体讨论。

三. 如果决定拆除红筹架构, 投资人应注意什么风险, 如何保障回购权利?

- (1) 如果各方协商一致决定拆除红筹架构, 投资人应注意权利的衔接, 也即境内的交易文件是否全面承继了投资人的回购权, 条款约定是否符合投资人的商业诉求。避免境外交易文件已终止, 而境内交易文件尚未签署/生效, 从而导致投资人失权的情形;
- (2) 在拆除红筹架构的过程中, 避免作出放弃回购权利的意思表示。如要签署股东会决议、董事会决议或其他相关协议时, 应注意文件内容, 留意是否有豁免回购义务的相关表述。在与公司或创始人沟通的过程中, 尽量避免放弃回购权或类似意思表示的书面留痕;
- (3) 境外 SHA 等交易文件通常约定适用香港法等境外法律, 其对公司回购自身股权并无太大限制, 但如回到境内架构, 根据中国内地公司法, 公司回购自身股权需以减资为前提, 难度较大。因此,

投资人可根据具体商务需求，在与公司方沟通境内协议的时候决定是否扩大回购主体，比如将创始人也作为回购义务人之一。

站在公司方及创始人的角度，如投资人提出该等要求，公司方及创始人也可以坚持境内交易文件镜像反映原有交易文件安排，或虽同意承担回购义务但要求严格设置创始人责任上限等。

综上，在当前监管审查趋严的背景下，红筹架构港股上市路径的不确定性显著增加，直接影响投资协议中回购权的触发与执行。建议各方保持积极沟通，协商确定解决方案，以实现共赢。如届时发生争议，应保留好相关的证据，并寻找专业律师根据具体案情进行分析并提供专业意见。

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



黄海
+86 755 3391 7688
alex.huang@llinkslaw.com



杜梦洋
+86 755 3391 7669
candice.du@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2026