

详解拆红筹系列之二： 制定拆红筹方案的核心准备工作和主要考虑因素

作者：史成 | 白春慧

承接本系列第一篇文章 [《2026 年拆红筹热潮的成因以及是否拆红筹的核心考量因素》](#)，本文进一步讨论在企业决定拆红筹的情况下，制定拆红筹方案的核心准备工作和主要考虑因素。

一. 制定拆红筹方案的核心准备工作

实操中，拆红筹时间周期可长可短，一般在 4-8 个月。在股东充分配合的前提下，本所律师也有代表企业在 3 个月内即完成的案例，但我们了解到部分企业从首次讨论拆红筹到最终落地历时接近 3 年。

项目周期被大幅拉长的最主要原因是：前期未开展充分的股东沟通、未就核心事项达成一致意见，比如部分企业最初仅按照创始人的设想拟定方案并准备相关文件，但后续部分投资人对方案不予认可（部分美元投资人反对拆除红筹；部分投资人要求先将 VIE 架构调整为股权红筹架构，后续再评估是否进一步完全拆除为境内架构）。项目历经多套方案研讨、股东反复博弈，整体进度严重滞后。因此，高效推进拆红筹的核心准备工作是与股东展开充分的沟通，推动全体股东尽早就拆红筹的大方向达成共识。

1. 拆红筹是否必须取得全部投资人同意

红筹架构企业的融资交易文件通常会将集团重组、架构调整等影响股东权益的事项作为股东会决议事项。结合项目实际情况，部分协议约定该类事项需要全体投资人同意，亦有协议仅要求达到特定比例投资人同意。因此，仅从融资交易文件约定来看，理论上拆红筹并非一定要取得全部投资人同意。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

但从实操层面，如果未对异议投资人的诉求作出妥善处置，例如对有退出诉求的投资人安排退出机制，即使满足协议约定的表决比例，异议投资人在拆红筹过程中不予配合的行为，仍会对企业拆红筹、后续融资、上市造成实质障碍。

因此实务中，建议企业就拆红筹事项尽早与全部投资人沟通并争取达成一致，了解异议投资人的诉求并就此达成一致的解决方案，避免项目中途受阻。

2. 投资人无法就拆红筹的方向达成一致的核心原因

投资人在拆红筹方向上产生分歧，根源大多在于各方对企业未来业务发展、融资上市等资本化路径的判断不一致。以脑机接口这类新兴行业为例：2026 年之前，市场多参照医疗器械行业的标准评估该赛道，普遍认为境外上市，尤其是港股 18A 是较为可行的路径；但随着脑机接口被纳入“十五五”重点未来产业布局，境内政策导向明确，市场预期逐步转向 A 股科创板，术理创新已启动科创板辅导工作，博睿康科创板 IPO 已获上交所受理。

由此可见，企业与投资人就资本化路径形成预判共识，是推进拆红筹工作的重要前提之一。

3. 投资人就拆红筹方案的核心关注点

1) 确定投资人的参与方式

投资人在拆红筹方案中主要有三种参与路径：第一种为彻底退出，不再持有拆红筹后境内运营主体的股权；第二种为境外实现退出，由其自身(对于境内投资人而言)，或通过其境内关联主体(对于境外投资人而言)对境内运营主体进行投资，该情形既可能出于投资人自身安排，也可能是企业基于监管政策、业务开展需要控制外资比例而主动提出；第三种为境外投资人境外退出后直接向境内运营主体出资，该方式适用于外资准入不受限制的行业。

2) 税负承担和税基损失

若境外投资人通过境外回购或出售实现退出，有可能触发《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》(国家税务总局公告 2015 年第 7 号,“7 号文”)项下的间接股权转让所得税纳税义务。因此，拆红筹方案应当评估是否可适用 7 号文的例外情形，或通过合理安排避免该部分税负，常见操作为先切断境外实体与境内公司的股权联系，再对投资人实施境外回购或出售。若确有纳税义务，则需要进一步协商该部分税负成本如何承担。

而税基问题的核心是企业能否筹措充足重组现金流，支持投资人按照历史实际投资成本完成境外退出，再以同等成本对拆除红筹后的境内运营主体出资。同时也会出现因为汇率波动导致的投资成本损失。举例而言，若投资人 A 原始投资成本为 100 万美金，但受限企业重组资金不足，境外仅能以 1 元名义对价回购其股份，投资人 A 继而同样以 1 元名

义对价入股拆红筹后的境内运营及上市实体(暂不讨论境内公司法项下实缴出资义务), 则该投资人后续在境内退出时, 100 万美金的历史投资成本无法作为税务抵扣的税基(当然在维持红筹架构下, 境外投资人在境外投入的投资成本是否能全部被境内税务局认可本身也有不同处理)。税基损失对于投资金额较大的投资人而言会构成较大的经济利益损失, 因此也是股东谈判的关键博弈点。

关于拆红筹涉及各类税负问题, 将在本系列后续文章专门展开分析。

3) 股东权利平移且没有权利真空期

除选择彻底退出的投资人外, 参与拆红筹的投资人均高度关注: 拆红筹后境内主体的持股比例能否完整复刻原有安排、股东权利能否实现平移, 且整个重组过程不存在股东权利真空期。

进一步的, 如果企业计划在拆红筹后较短时间内开展境内主体股改, 并拟在新股东协议中对股改、上市相关股东权利作出调整的, 需要各方开展额外磋商。

二. 制定拆红筹方案的主要考虑因素

1. 业务是否存在外资准入限制

从业务合规角度, 需要重点研判企业所属行业的外商投资限制类型及实务中的监管严格程度。

从证监会国际司近期间询来看, 外资准入问题已从“实际业务是否涉及”延伸至“经营范围是否涉及”以及“搭建协议控制架构期间境内企业业务是否曾涉及”的多维度全面核查。例如, 星辰天合被要求补充说明“搭建红筹架构及协议控制架构期间境内企业业务涉及外资限制或禁止准入领域的情况”¹; 此外, 证监会国际司对海拍客的问询维度更为全面, 不仅追问搭建协议控制架构的原因、境内核心运营实体及境内下属公司的业务经营和所持资质牌照是否涉及外资限制领域, 还要求逐一说明同步收购的境内主体(杭州金鹰、杭州金胥等)业务是否曾涉及外资禁止领域。² 这意味着, 即使企业实际从事业务不在负面清单内, 若工商登记经营范围包含敏感表述, 或历史上曾通过红筹架构控制持牌主体, 均可能被要求逐项说明并论证不涉及外资限制或禁止领域的具体依据。因此上市方案制定时应当提前梳理境内运营主体及其历史协议控制架构所涉业务资质牌照, 评估是否需要先行调整经营范围或剥离相关业务。

除外商投资负面清单外, 还应当考量人类遗传资源相关审批或备案、客户及供应商招投标规则等业务层面约束, 据此判断境内运营主体可否采用中外合资企业的形态, 以及可接纳的外资比

¹ 中国证券监督管理委员会:《境外发行上市备案补充材料要求公示(2026年3月30日—2026年4月3日)》, 2026年4月3日发布, 载中国证券监督管理委员会官网, <https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100098/c7624298/content.shtml>。

² 中国证券监督管理委员会:《境外发行上市备案补充材料要求公示(2025年12月8日—2025年12月12日)》, 2025年12月12日发布, 载中国证券监督管理委员会官网, <https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100098/c7601771/content.shtml>。

例上限。实务中部分项目需要清退美元投资人，可选处置方式包括企业以自有资金回购美元投资人股份、由人民币投资人通过 ODI 办理老股受让(理论上也可以美元投资人先回落到境内，人民币投资人再受让其老股，具体需结合企业的外资限制情况、美元投资人配合回落到境内的意愿、人民币投资人办理 ODI 的难度和时间等综合选择路径)；但人民币投资人以 ODI 受让老股，需要完成发改委、商务主管部门备案，整体周期较长，不属于优先选择。同时应当注意，回购对价、资金来源还需要受股东协议、外汇及税务规则约束。

2. 拆红筹后境内运营 / 上市主体的选择

1) 选择境内主体的通用考量因素

拆红筹后的境内运营主体通常即为后续上市主体，选择该主体需要综合业务经营、上市监管等多重因素，具体包括：

- a) 境内运营主体合法设立、有效存续，持续经营年限满足上市监管要求；
- b) 境内运营主体在股权沿革、业务资质、生产经营、环保、劳动社保等方面不存在重大法律瑕疵；
- c) 核查境内主体业务资质牌照持有现状，评估股权变动是否会对资质有效性产生不利影响；
- d) 梳理境内人员、资产整体布局；
- e) 保障历史业绩与业务延续性，防范资产整合触发同一控制下业务重组，进而延后上市申报时点；
- f) 统筹评估重组税务成本、重组现金流匹配情况。

2) 不同架构下的具体选择

对于股权红筹架构，核心经营实体为 WFOE 或其下属子公司，拆红筹后一般继续以该 WFOE 或其子公司作为境内运营及上市主体；不同重组方案对应的税务效果存在差异，需要结合项目实际综合权衡。

针对 VIE 架构，内资运营主体、WFOE 均可以作为境内运营及上市主体。多数情况下，受外资准入约束，内资运营主体持有核心业务资质，并承载配套人员与资产，将内资运营主体作为拆红筹后的上市主体，更易满足发行人资产完整、业务独立、业绩连续的上市要求；如 WFOE 确有存续必要的，可后续由内资运营主体收购 WFOE。当然，实务中也可选择 WFOE 作为上市主体，将内资运营主体收购为其子公司。两种路径在重组资金流转、税负成本、外汇手续上均存在差异，需要结合企业实际情况具体研判。

3. 重组资金来源和资金周转

如前文所述, 投资人十分关注税基保护, 希望企业统筹资金, 使其可以按照历史投资成本完成境外回购退出, 并以同等成本投入境内运营主体。若企业历经多轮融资, 需要筹措的重组资金规模通常较高。实务中重组资金主要来源包括: (i) 集团自有资金; (ii) 向境内外第三方申请过桥贷款, 并承担相应资金成本; (iii) 境内引入新投资人, 使用新增投资款完成资金周转。

集团留存于境外的资金, 可直接用于向投资人支付回购款, 再由投资人将资金投入境内实体。绝大多数企业难以一次性完成全部投资人回购, 因此会涉及资金循环调度: 境内公司将收到的投资款, 以 WFOE 股权收购对价或者业务款项名义支付至 WFOE; WFOE 通过分红、清算分配等方式将资金向上分配至香港公司, 再由香港公司分配至开曼公司, 该流程可能需要多次循环。部分企业可借助银行资金池业务, 实现更灵活、高效且兼顾税务成本的资金调度。**需要特别提示, 资金循环调度必须严守外汇、税务合规要求。**

重组资金的流转逻辑与支付安排亦是监管核查的重点。明略科技拆除协议控制架构的重组中, 监管重点关注并问询了境内持股平台收购境内实体的定价与支付安排, 要求补充说明定价依据、支付手段、支付期限及其合规性, 以及股权转让环节相关转让方纳税申报义务履行情况。本质上是对重组资金来源合理性、流转合规性的穿透核查。³

4. 境外投资人是否适用 10 号令项下评估价格的问题

境外投资人收购境内企业的行为需要判断是否会被认定属于《关于外国投资者并购境内企业的规定》(“10 号令”)项下的外资并购。根据目前外资并购的实操口径⁴, 因《中华人民共和国外商投资法》(“外商投资法”)的实施, 虽无需再履行商委部门的有关审批程序, 但该等并购交易行为需要符合 10 号令项下关于交易对价⁵、支付时限等要求, 并应当真实、准确、完整报告投资信息。如基于该等安排, 则收购交易的对价无法再按照 1 元名义对价确定, 需要遵守 10 号令项下的评估要求, 并依据评估值确定交易对价, 将涉及更多的现金调用, 需要重新测算有关重组资金安排。

以海拍客为例, 证监会国际司明确要求说明拆除协议控制架构收购境内运营实体的定价依据和定价的公允性, 以及股权转让环节相关转让方纳税申报义务履行情况, 是否符合 10 号令。

³ 中国证券监督管理委员会:《境外发行上市备案补充材料要求公示(2025 年 2 月 21 日—2025 年 2 月 27 日)》, 2025 年 3 月 1 日发布, 载中国证券监督管理委员会官网, <https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100098/c7541830/content.shtml>。

⁴ 商务部针对外资并购是否适用商委审批程序, 是否应该遵循 10 号文有关交易对价、支付时限问题的公开回复可从包括但不限于如下链接查询: <https://gzly.mofcom.gov.cn/info/detail?id=ff8080819a9ee682019ac300cbe6383d&replyId=ff8080819a9ee682019ac300cc07383e>。

⁵ 根据 10 号令第 14 条的规定, 并购当事人应以资产评估机构对拟转让的股权价值或拟出售资产的评估结果作为确定交易价格的依据。并购当事人可以约定在中国境内依法设立的资产评估机构。资产评估应采用国际通行的评估方法。禁止以明显低于评估结果的价格转让股权或出售资产, 变相向境外转移资本。

5. 境内主体与境外主体之间的债权债务关系

境内上市审核对关联方资金往来、资金占用保持高度关注。拆红筹过程中产生的，或是历史遗留的境内、境外主体之间的债权债务，若未能清理完毕，会造成境外主体无法清算注销，还可能引发监管机构问询。因此，应当在方案制定之初就统筹该事项，确保在拆红筹全部完成前，清理干净境内外主体之间的债权债务。

例如海致科技的审核中，监管问询了海致香港、海致开曼等境外主体的注销进展。而债权债务清理完毕是境外主体合规注销的必要条件，因此也是监管核查的重要关注点。⁶

6. 保障拆红筹全过程控制权连续稳定

拆红筹全流程应当保障控制权连续、稳定。对于股权红筹向下翻的项目，应优先落实创始人的境内持股安排，满足上市监管对控制权的法定要求。

极智嘉招股书载明其 2018 年搭建境外红筹；2020 年 11 月在开曼层面采用不同投票权(每股 A 类股份持有人有 5 票投票权；每股 B 类股份持有人有 1 票投票权)，目的即是在引入外部融资的同时维持不同投票权受益人对集团的控制；2021 年 1 月因当时的 A 股上市计划拆除红筹，开曼层面持股下翻至境内公司，开曼公司于 2021 年 8 月注销；下翻后不同投票权在境内股份公司层面延续，其后以 H 股上市。极智嘉案例的参考意义在于控制权安排(含不同投票权)被当作拆除方案的一部分提前设计，以保障控制权连续稳定。⁷

除以上内容外，制定拆红筹方案还需要重点考量各环节税负成本、外汇合规手续、境外 ESOP 处理、与后续 A 股或 H 股上市的衔接等。上述议题涉及内容较多，将在本系列后续专题文章另行展开讨论。

蓝羽萍和鲁莺祺对本文亦有贡献。

⁶ 中国证券监督管理委员会：《境外发行上市备案补充材料要求公示(2025 年 9 月 5 日—2025 年 9 月 11 日)》，2025 年 9 月 19 日发布，载中国证券监督管理委员会官网，<https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100098/c7583189/content.shtml>。

⁷ 北京极智嘉科技股份有限公司：《招股章程》(2025 年 6 月 30 日)「历史、重组及公司架构」「股本」章节，载香港联合交易所披露易，https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2025/0709/11751503/sehk25062200138_c.pdf。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



史成
+86 21 3135 8738
colin.shi@llinkslaw.com



白春慧
+86 21 6043 5835
chunhui.bai@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