

君合专题研究报告



2019年2月1日

VIE，走过2018

2018，对VIE来说，是“正名”之年。这种造就了中国互联网行业无数辉煌却一路坎坷饱含争议的企业架构，在2018年首次获得了官方半推半就的认可。

我们一起来简要回顾2018年内地和香港涉及VIE相关监管政策的变化。

一、境内监管部门对VIE态度的转变

2018年，香港联交所实施新政，力争新经济企业赴港上市。与此同时，境内资本市场亦加大了对高新技术产业和战略性新兴产业的支持，鼓励新经济企业留在境内上市或回归境内资本市场。2018年3月22日，国务院办公厅转发证监会《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》（国办发〔2018〕21号）（简称“《若干意见》”）。

《若干意见》提出允许试点红筹企业按程序在境内资本市场发行存托凭证上市，具备股票发行上市条件的试点红筹企业可申请在境内发行股票上市，并明确了对存在协议控制架构的试点企业，证监会会同有关部门区分不同情况，依法审慎处理；试点红筹企业在境内发行以股票为基础证券的存托凭证时，存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的，应于首次公开发行时，在招股说明书等公开发行文件显著位置充分、详细披露相关情况特别是风险，公司治理等信息，以及依法落实保护投资者

合法权益规定的各项措施。这是国务院及中国证监会首次在官方文件中认可VIE架构——即使仍然要求对VIE架构“审慎”处理。联想到2011年市场上曾传闻的一份列数VIE弊端并要求制止VIE的报告，说《若干意见》带来了VIE的“正名”似乎不为过。

二、香港联交所对VIE上市决策的更新

对于专门针对新上市申请人适用VIE架构的上市决策HKEX-LD43-3，继2015年修订之后，香港联交所分别于2018年2月、2018年4月对其进行了两次修订。

2018年2月的修订并不涉及实质变更，仅将文件中涉及的“创业板”改为“GEM”，源于香港联交所在2017年12月发表创业板咨询总结，将“Growth Enterprise Market”及“创业板”均统一改称“GEM”，反映创业板专为中小企业而设的新定位。

2018年4月的修订主要是明确了无论采用VIE经营业务的收入和盈利或其他方面对上市申请人重要与否，均需严限VIE架构的使用；一般来说，若无外资拥有权的限制，上市申请人不得采用VIE架构。如果因为涉及外资拥有权而需取得批准及符合额外的资格标准，上市申请人必须符合这些规定。而该次修订最重要的调整及新增内容无疑是：上市申请人应在递交上市申请前申请并取得监管部门批

准获持最大比例的股权（即允许外资持股的应按允许的最大股比持股，而不能以全部采用 VIE 结构来代替），除非申请人能证明，根据负责审批的监管部门确认，即使上市申请人符合其他规定，因为没有批准的审批程序/指引或政策原因，监管部门不会或不能发出批准。如果没有批准的审批程序/指引，而上市申请人能令香港联交所相信其已按其法律顾问的意见于递交上市申请前，合理评估所有适用规则的规定、调拨财务及其他资源并实行法律顾问的所有建议，则上市申请人无需持有原本允许持有的最大比例股权——仅仅有意图、承诺或计划实行有关建议并不足够。这实际上是把此前一段时间香港联交所的审核实践以上市决策的方式予以明确。从另一个角度看，也是为境内对外资持股有部分限制行业的企业因某种客观原因无法实现部分持股而需全部采取 VIE 结构指明了解决思路。这其中，监管部门的确认以及上市申请人为持有最大比例的股权而做出的实际努力必不可少。

需要指出的是，严限 VIE 的使用并非一个新的要求，在 2013 年时香港联交所即已明确 VIE 的采用只限于解决外资拥有权限制才会获批准，在香港联交所 2017 年 5 月公布的关于退回若干上市申请的上市决策 HKEX-LD106-2017 中，亦指出某使用 VIE 在中国运营电子商贸业务的公司被退回上市申请的原因之一，即为未能在递交上市申请前先从其通过 VIE 控制的营运公司中除去并非从事受限制业务的子公司。上市公司新世纪医疗 2017 年完成的 VIE 收购、2018 年先后上市的有才天下猎聘、同程艺龙均仅对部分无法直接持有的股权通过 VIE 控制。

回顾 2018 年在香港上市的企业，GEM 上市公司中，仅有一家公司采用 VIE 架构(股份代号:8547)，且其 VIE 实体设立于阿联酋，采用 VIE 架构源于阿联酋有关外资持股比例限制。主板上市公司中，采用 VIE 架构的如下表所列：

序号	股份代号	股份名称	上市日期	业务（参考招股书披露）
1.	2779	中国新华教育	2018.3.26	教育
2.	1598	21 世纪教育	2018.5.29	教育
3.	1773	天立教育	2018.7.12	教育
4.	1758	博骏教育	2018.7.31	教育
5.	1765	希望教育	2018.8.3	教育
6.	1969	中国春来	2018.9.13	教育
7.	3978	卓越教育集团	2018.12.27	教育
8.	3700	映客	2018.7.12	移动端直播
9.	1762	万咖壹联	2018.12.21	移动互联网平台
10.	6100	有才天下猎聘	2018.6.29	人力资源服务
11.	1833	平安好医生	2018.5.4	互联网医疗健康
12.	780	同程艺龙	2018.11.26	在线旅游
13.	6860	指尖悦动	2018.7.12	手游

14.	0797	第七大道	2018.7.18	网游
15.	1119	创梦天地	2018.12.6	手游
16.	1806	汇付天下	2018.6.15	支付及金融科技服务
17.	3690	美团点评	2018.9.20	生活服务电子商务平台
18.	1761	宝宝树集团	2018.11.27	母婴线上社区平台
19.	1810	小米集团	2018.7.9	互联网公司
20.	2051	51 信用卡	2018.7.13	网络信用卡管理平台
21.	1911	华兴资本控股	2018.9.27	投资银行及投资管理公司
22.	1739	齐屹科技	2018.7.12	网上室内设计及建筑平台

2018年4月VIE上市决策的修订涉及的另外一个主要内容是进一步明确上市申请人应对《外国投资法》草案采取的措施。香港联交所认为，由于《外国投资法》终稿的实施及措辞尚未确定，在中国有VIE业务的上市申请人应征询中国法律意见，再决定采取何等措施（如有）以减低任何潜在风险。上市申请人决定采取措施与否，均须在上市文件中披露采取该做法的理由。若上市申请人决定采取某些措施，亦须在上市文件中加载适当的风险因素，列明由于《外国投资法》尚未定稿，其终稿的规定可能有别于《外国投资法》草案内列出的规则，有关措施未必有效。在中国有VIE业务的上市申请人还应在上市文件中披露对《外国投资法》草案的描述及该法的实施状况；增加风险因素，用于解释《外国投资法》草案现仅属初稿并参引《外国投资法》草案的描述，指明若《外国投资法》最终生效而上市申请人不能符合该法的最终稿，上市申请人可能要出售结构性合约中的VIE业务，若出售该等业务后上市申请人不再有可持续的业务，香港联交所可将其除牌；上市申请人还应声明将尽早披露《外国投资法》草案变更及其对上市申请人的重大不利影响、《外国投资法》最终定稿实施、上市申请人为完全符合《外国投资法》最终稿而采取且有中国法律意见支持的特

定措施以及《外国投资法》最终稿对上市申请人营运及财务状况的任何重大影响等。

三、《外商投资法》草案取消了涉及VIE的条款

目前《外国投资法》草案已有进一步的发展。2018年12月23日，名称已调整为《外商投资法》的草案提请十三届全国人大常委会第七次会议审议。2018年12月26日，《外商投资法》草案在人大网公布并公开征求意见。2019年1月29日，《外商投资法》草案提请十三届全国人大常委会第八次会议二次审议。《外商投资法》草案删除了2015年发布的《外国投资法》征求意见稿中明确涉及的VIE条款。

2015年《外国投资法》草案征求意见稿试图引入“实际控制”的标准，通过对“外国投资者”、“外国投资”和“控制”等界定，把外国投资者协议控制明确规定为外国投资的一种形式，并规定受外国投资者控制的境内企业视同外国投资者，外国投资者受中国投资者控制的，其在中国境内的投资可视为中国投资者的投资。该草案征求意见稿起草说明还对存量的仍属于禁止或限制外国投资领域的VIE如何处理提出了申报、申请认定和申请准入许可三种供探讨的处理模式。这些规定和观点对VIE的影响

直接而深远，所以香港联交所通过前述 VIE 上市决策的修订要求涉及 VIE 的上市申请人对《外国投资法》保持关注并就相关事项进行系统全面的信息披露。

《外商投资法》草案全然删除了《外国投资法》草案征求意见稿中有关 VIE 的条款，未再将协议控制明确为外国投资的一种形式。这一暂时搁置的做法有利于一定程度上缓和香港等境外资本市场对中国企业 VIE 结构的担忧。可以预见，随着《外商投资法》未来的正式出台，香港联交所 VIE 上市决策亦将会相应修订。同时，鉴于《外商投资法》草案第二条也将“外国投资者通过法律、行政法规或者国务院规定的其他方式在中国境内投资”列为外商投资的一种情形，不排除未来有关 VIE 的监管规定会在这一条的授权下以其他法规提出。

四、教育行业 VIE 的监管变化

虽然《外商投资法》草案删除了 VIE 相关条款，但 2018 年，教育行业对 VIE 的使用却作出了明确的规定。2018 年 11 月 7 日公布的《中共中央、国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》明确指出，社会资本不得通过利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园；已违规的，由教育部门会同有关部门进行清理整治，清理整治完成前不得进行增资扩股，因此社会资本不得采用 VIE 控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园。2018 年 8 月 10 日公布的《民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》明确规定实施集团化办学的，不得通过协议控制等方式控制非营利性民办学校，亦规定民办学校应当建立利益关联方交易的信息披露制度，教育行政部门、人力资源社会保障部门应当加强对非营利性民办学校与利益关联方签订协议的监管，对涉及重大利益或者长期、反复执行的协议，应当对其必要性、合法性、合规性进行审查审计。在

2019 年全国教育工作会议上，教育部长陈宝生发表讲话提到《民办教育促进法实施条例》已由国务院常务会议审议并原则通过。目前尚不知该条例终稿将会如何表述，如按目前表述，则集团化办学的企业不得采用 VIE 控制非营利性民办学校，且会加强对 VIE 协议的监管。

五、负面清单的修订

根据香港联交所的 VIE 上市决策，在境内法规对外商投资没有限制的行业，上市申请人不得采用 VIE 架构。因此，负面清单的修改影响到能采用 VIE 结构的行业范围。

2018 年 6 月，国家发改委及商务部联合发布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》（简称“外商投资准入负面清单”），作为外商投资行业准入的依据。

2018 年 10 月 22 日，国务院常务会议明确要进一步推动优化营商环境政策落实，进一步减少社会资本准入限制，其中要求 2018 年年底修订完成并全面实施新版市场准入负面清单，推动“非禁即入”普遍落实；2019 年 3 月底前全面清理取消外商投资准入负面清单外对外资设置的准入限制，实现内外资准入标准一致。

2018 年 12 月 21 日，国家发改委及商务部联合发布《市场准入负面清单（2018 年版）》（简称“市场准入负面清单”）。在被问到前述清单与外商投资准入负面清单的关系时，商务部条法司副巡视员叶军表示，当前我国对外资采取的是准入前国民待遇加负面清单管理模式，上述两个清单各有定位、功能不同；外商投资准入负面清单仅针对境外投资者，属于外商投资管理范畴；市场准入负面清单是适用于境内外投资者的一致性管理措施，是对各类市场主体市场准入管理的统一要求，属于国民待遇的一部分；外商投资准入负面清单之外的领域，按照内

外资一致原则实施管理。

然而实践中，外商投资准入负面清单之外的领域，目前仍存在与内外资一致原则相冲突的规定，例如《旅行社条例》规定，“外商投资旅行社不得经营中国内地居民出国旅游业务以及赴香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区旅游的业务，但是国务院决定或者我国签署的自由贸易协定和内地与香港、澳门关于建立更紧密经贸关系的安排另有规定的除外”（后续仅在国务院决定在自由贸易试验区暂时调整有关行政法规、国务院文件和经国务院批准的部门规章规定目录中，暂时停止了实施相关内容，允许在自由贸易试验区内注册的符合条件的中外合资旅行社经营中国内地居民出境旅游业务（台湾地区除外），由国务院旅游主管部门制定相关管理办法）。《中外合资、合作医疗机构管理暂行办法》规定，设立中外合资、合作医疗机构时，“合资、合作中方在中外合资、合作医疗机构中所占的股权比例或权益不得低于 30%”（后续仅补充规定了香港、澳门服务提供者在广东省可以独资形式设立门诊部，对香港、澳门服务提供者在广东省与内地合资、合作设立的门诊部双方投资比例不作限制）。《中外合作职业技能培训办学管理办法》规定，“外国教育机构、其他组织或者个人不得在中国境内单独设立以

中国公民为主要招生对象的职业技能培训机构”。

如何在 2019 年 3 月底前全面清理取消外商投资准入负面清单外对外资设置的准入限制以实现内外资准入标准一致，值得期待和关注。

六、VIE 结构有望登陆科创板

在 2018 年末科创板的大讨论中，就有传闻科创板将接受 VIE 架构企业的上市。

果然，中国证监会于 2019 年 1 月 30 日发布的《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》征求意见稿在“附则”部分明确规定，符合《若干意见》等规定的红筹企业，可以在科创板上市。而同日上海证券交易所发布的《上海证券交易所科创板股票上市规则》征求意见稿中则规定了 VIE 特别披露事项，例如，“红筹企业具有协议控制架构或者类似特殊安排的，应当充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息，以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施”，进一步明确了涉及 VIE 结构的企业可以在科创板上市及相应的信息披露等要求。

刚刚经历了 2018 “正名”之年的 VIE，能否在 2019 年再上台阶一举登上境内科创板的“大雅之堂”？让我们拭目以待。

张 平 合 伙 人 电 话：86 20 2805 9093
熊锦桂 律 师 电 话：86 20 2805 9069

邮箱地址：zhangp@junhe.com
邮箱地址：xiongjg@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”。

