

资本市场法律热点问题

香港联交所 VIE 结构审核的最新发展

香港联合交易所（下称“联交所”）于 2013 年 11 月 15 日更新了有关 VIE 结构的上市决策 LD43-3（下称“新上市决策”）。以下针对新上市决策的主要更新、其出台的背景以及影响进行简要分析。

一、本次更新的主要内容

1、 结构性合约原则上仅限于解决外资拥有权限制

新上市决策新增第 16A 条规定，“为免生疑问，特此说明：若涉及限制业务，结构性合约的采用只限于解决外资拥有权限制，才会获批准（例如境外投资者只可通过合资形式营运限制业务，当中外资占投资总额及股权的比例低于 50%）。至于外资拥有权限制以外的其他规定，申请人须令联交所信纳其已按法律意见的意见，在上市前对所有适用规则下的规定作出合理评估，并采取一切合理步骤加以遵守。”

2、 中国律师须对结构性合约的合规性发表正面确认

新上市决策新增第 18A 条指出，“若相关法律及规例具体订明不容许外商投资者使用任何协议或合约安排去控制或营运个别限制外商投资业务（譬如中国的网络游戏业务，受中国新闻出版总署第 13

号通知规管），法律顾问对结构性合约的意见中必须包括一项正面确认，确定有关结构性合约的使用并不违反该等法律及规例，或确定有关结构性合约不会在该等法律及规例下被视为失效或无效。法律意见须有适当监管机构作出的保证支持（如可能），以证实有关结构性合约的合法性。”

3、 中国律师须对结构性合约不属于“以合法形式掩盖非法目的”发表正面确认意见

新上市决策新增第 19 条 k 项要求，“若 OPCO 的营运在中国境内，申请人须披露由中国法律顾问作出的正面确认，确定有关结构性合约不会在中国合同法下被视为‘以合法形式掩盖非法目的’而定作无效。”

4、 股东须承诺，在取消结构性协议安排时上市公司已支付的对价须交回

新上市决策第 18 条 b 项提出，“当法律允许申请人无须采用结构性协议方式经营业务时，取消结构性协议安排。OPCO 公司的登记股东必须承诺，在不抵触相关法律及规例的前提下，在取消结构性协议时，OPCO 公司登记股东必须将其收到申请人在收购 OPCO 公司的股份时所付出的任何代价交回申请人；此承诺必须在上市文件内披露”。

5、信息披露

新上市决策第 19 条 j 项要求，若申请人在 OPCO 公司以外尚有从其他附属公司取得收入，则须独立披露从结构性协议安排所产生的收入。

二、简评

1、 出台背景

联交所本次就 VIE 结构审核的上市决策的更新与中国国际经济贸易仲裁委员会（下称“贸仲”）上海分会就同一个 VIE 结构于 2012 年及之前的两项认定结构性协议无效的仲裁裁决（下称“贸仲裁决”）紧密相关。在该仲裁案中，仲裁申请人和被申请人分别为结构性协议项下的 OPCO 公司和申请人在境内设立的外商独资企业。OPCO 公司主张相关结构性协议无效，理由为以合法形式掩盖非法目的，并且违反了外商独资企业从事网络游戏运营行业等相关规定；而该外商独资企业并未提出实质抗辩。最终仲裁庭支持了申请人的主张。显然，贸仲的该项直接认定结构性协议无效的仲裁裁决进一步加大了联交所在 VIE 模式上市案例审核中的审慎。

2、 VIE 结构只限于“解决外资拥有权规限”

2011 年 11 月，联交所在上市决策中提出，若涉及非限制业务，上市科一般会将涉及 VIE 结构的个案转介上市委员会处理，暗示 VIE 结构原则上只适用于对外资有限制的业务。本次新上市决策新增第 16A 条则是在该规定基础上的进一步细化。

第 16A 条以举例（限制外方持股达到 50% 的业务）的方式说明“结构性合约的采用只限于解决外资拥有权规限”。但值得关注的是，新上市决策并未为“外资拥有权规限”在中国法所对应的概念提供具体的说明。例如，第 16A 条并未明确，对于外方持股允许超过 50% 但限制以独资的形式经营的业务是否可归属于对外资拥有权有限制。因此，就涉及

此类业务的企业是否合适以 VIE 结构赴港上市，应结合个案的具体情况事先征询联交所的意见。

3、 对 VIE 结构合法性论证提出更高要求

新上市决策新增的第 18A 条要求，若相关业务被法律或规例明确为不容许外商以任何协议或合约安排去控制或营运，则公司的中国律师需要在法律意见书中正面确认相关结构性合约的使用并不违反该等法律及规例，或确定其不会在该等法律及规例下被视为失效或无效。这一在逻辑上似乎存在悖论的要求无疑给发行人的中国律师带来了更高的挑战。好在除了中国新闻出版总署等部门有关禁止外资以 VIE 方式涉足网络游戏行业外，尚未有其他行业被法律、法规、部门规章或规范性文件明确禁止外资以 VIE 的方式控制或营运。

上述看似有逻辑悖论的要求实际上也体现出联交所对违反部门规章或规范性文件未必导致合同无效这一观点的认可。根据《中华人民共和国合同法》（下称“《合同法》”）及最高人民法院相关司法解释，如果仅仅是违反了部门规章或规范性文件，而不是“违反法律、行政法规的强制性规定”且未被认定为“损害社会公共利益”，则相关合同在中国法律下可能依然是有效的。

同时，新增的第 18A 条还进一步要求，如有可能，发行人中国律师出具的法律意见须有适当监管机构作出的保证支持，以证实有关结构性合约的合法性。这同样是一个高难度的挑战。但在实际操作层面这又似乎不是一个“不可能的任务”。例如，2013 年上市的云游控股（484:HK）在其招股书披露，申请人与相关律师前往广东省文化厅、广东省新闻出版局进行访谈，取得其不反对合约安排或合约安排亦未违反与网络游戏运营有关的任何中国法律或法规的意见。

4、 对“以合法形式掩盖非法目的”的关注

新上市决策第 19 条要求上市申请人披露中国法律顾问就结构性合约不会在《合同法》下被视为“以合法形式掩盖非法目的”作出的正面确认意见。这一新要求同样源于前述的贸仲仲裁案。该案裁决在认定相关合约安排违反《中华人民共和国电信条例》和《互联网信息服务管理办法》的强制性规定的同时，也认定了相关合约安排属于“以合法形式掩盖非法目的”，因而同时依据《合同法》第五十二条第（三）项（以合法形式掩盖非法目的）和第（五）项（违反法律、行政法规的强制性规定）认定该等合约无效。

“违反法律、行政法规的强制性规定”与“以合法形式掩盖非法目的”虽可能有因果联系，但在《合同法》下分属于可能导致合同无效的不同情形。鉴于上述贸仲仲裁案的裁决，联交所在要求对 VIE 结构合法性进行充分论证的同时，另要求中国律师对 VIE 合约安排不属于“以合法形式掩盖非法目的”进行正面确认并披露该确认意见。

三、小结

新上市决策对境内企业以 VIE 结构赴港上市提出了

更高的监管要求，提升了对 VIE 合约安排合法性和有效性进行论证和强化信息披露的要求，也加大了 VIE 上市项目中中国律师的责任和工作难度。

新上市决策也体现了香港联交所对 VIE 结构持续趋紧的监管态势，这将可能促使不存在“外资拥有权规限”行业的相关企业在使用 VIE 结构时将更多考虑其他证券市场。同时，市场早有传闻境内相关监管部门也将会明确对 VIE 结构的监管，以“开正道，收邪道”。在这样背景下，鉴于 2013 年 1 月起 H 股新规的实施，以及市场预期 A 股创业板将降低上市门槛以接纳未盈利的互联网和高科技企业上市，可以预期，在限制外商投资的行业中，不少中小企业也会开始探讨在 A 股创业板上市或以 H 股模式赴境外上市。

张 平 合伙人 电话：86-020 2805 9093 邮箱地址：zhangp@junhe.com

劳成哲 律师 电话：86-020 2805 9054 邮箱地址：laochzh@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。