



环球律师事务所  
GLOBAL LAW OFFICE

关于：VIE 架构 2018 年度回顾与展望

版本：第一版

日期：2019 年 03 月 07 日

投资在中国系列法律研究报告

# VIE 架构 2018 年度回顾与展望

北京市朝阳区建国路81号华贸中心  
1号写字楼15层&20层 邮编: 100025  
15 & 20/F Tower 1, China Central Place,  
No. 81 Jianguo Road, Chaoyang District,  
Beijing 100025, China  
电话/T. (86 10) 6584 6688  
传真/F. (86 10) 6584 6666

上海市黄浦区湖滨路150号企业天地  
5号楼26层 邮编: 200021  
26F, 5 Corporate Avenue,  
No.150 Hubin Road, Huangpu District,  
Shanghai 200021, China  
电话/T. (86 21) 2310 8288  
传真/F. (86 21) 2310 8299

深圳市南山区铜鼓路39号大冲国际中心  
5号楼26层B/C单元 邮编: 518055  
Units B/C, 26F, Tower 5,  
Dachong International Center, No. 39 Tonggu  
Nanshan District, Shenzhen 518055, China  
电话/T. (86 755) 8388 5988  
传真/F. (86 755) 8388 5987

## 免 责

本报告及其内容并不代表环球律师事务所对有关问题的法律意见，同时我们并不保证将会在载明日期之后继续对有关内容进行更新，我们不建议读者仅仅依赖于本报告中的全部或部分内容而进行任何决策，因此造成的后果将由行为人自行负责。如果您需要法律意见或其他专家意见，我们建议您向具有相关资格的专业人士寻求专业帮助。

## 联系我们

如您欲进一步了解本报告所涉及的内容，您可以联系本所如下合伙人（该等合伙人系撰写本报告的合伙人，按本报告章节顺序排序），您也可以联系您知悉的本所其他合伙人和律师：



王 武  
[wangwu@glo.com.cn](mailto:wangwu@glo.com.cn)



代广颖  
[amydai@glo.com.cn](mailto:amydai@glo.com.cn)



罗 仪  
[luoyi@glo.com.cn](mailto:luoyi@glo.com.cn)



余 峥  
[yuzheng@glo.com.cn](mailto:yuzheng@glo.com.cn)



郭 嘉  
[guojia@glo.com.cn](mailto:guojia@glo.com.cn)



金 旭  
[jinxu@glo.com.cn](mailto:jinxu@glo.com.cn)



刘成伟  
[alliu@glo.com.cn](mailto:alliu@glo.com.cn)



周 磊  
[alanzhou@glo.com.cn](mailto:alanzhou@glo.com.cn)



孙胤翔  
[robertsun@glo.com.cn](mailto:robertsun@glo.com.cn)



王筱东  
[vincentwang@glo.com.cn](mailto:vincentwang@glo.com.cn)



孙景宏  
[evansun@glo.com.cn](mailto:evansun@glo.com.cn)



葛广涛  
[quentin.ge@glo.com.cn](mailto:quentin.ge@glo.com.cn)

## 目录

|                                          |           |
|------------------------------------------|-----------|
| <b>第一章 2018 年 VIE 架构上市企业概览及相关动态</b>      | <b>7</b>  |
| 1.1. 2018 年在美国和香港上市的 VIE 架构企业一览表         | 7         |
| 1.2. 2018 年 VIE 架构企业之上市地点和行业细分比较         | 9         |
| 1.2.1. 上市地点                              | 9         |
| 1.2.2. 行业细分                              | 9         |
| 1.3. 2018 年 VIE 协议之类型和内容比较               | 10        |
| 1.3.1. VIE 协议类型                          | 10        |
| 1.3.2. 争议解决方式                            | 11        |
| 1.3.3. 争议解决机构                            | 11        |
| 1.4. 2018 年 VIE 架构调整之最新动态                | 12        |
| 1.4.1. 阿里巴巴重组其 VIE 架构                    | 12        |
| 1.4.2. 华兴资本为 IPO 之目的重组其 VIE 架构           | 14        |
| 1.4.3. 股东表决权委托及授权的最新动态                   | 15        |
| 1.5. 2018 年 VIE 架构回归 A 股市场概览与展望          | 21        |
| <b>第二章 2018 年 VIE 架构项下 37 号文登记的更新与实践</b> | <b>23</b> |
| 2.1. 违反 37 号文规定的处罚案例                     | 23        |
| 2.2. 37 号文与《企业境外投资管理办法》                  | 25        |
| 2.3. 实践操作中的特殊要求提示                        | 26        |
| <b>第三章 2018 年香港联交所 VIE 架构新规与案例回顾</b>     | <b>28</b> |
| 3.1. 2018 年香港联交所 VIE 上市决策的修订内容           | 28        |
| 3.1.1. VIE 架构的适用情形                       | 28        |
| 3.1.2. 《外国投资法草案(2015)》相关风险应对措施及披露要求      | 29        |
| 3.2. 2018 年香港联交所审核通过的 VIE 案例             | 29        |
| 3.2.1. OPCO 的业务中存在限制类业务                  | 30        |
| 3.2.2. OPCO 同时从事禁止类及限制类业务                | 31        |
| 3.2.3. OPCO 从事的业务存在允许类业务                 | 32        |
| 3.2.4. 针对外资持有 OPCO 的最大权益部分采用 VIE 架构      | 33        |
| 3.3. 《外国投资法草案(2015)》对 VIE 架构的潜在影响        | 34        |
| 3.3.1. 《外国投资法草案(2015)》中与 VIE 架构相关的内容     | 34        |
| 3.3.2. 对《外国投资法草案(2015)》实施前存量 VIE 架构的管理   | 35        |

|                                                            |           |
|------------------------------------------------------------|-----------|
| 3.3.3. 《外国投资法草案（2015）》对 VIE 架构的潜在影响 .....                  | 35        |
| 3.4. 针对非中国境内业务采用的 VIE 架构 .....                             | 37        |
| 3.5. 最新立法动态 .....                                          | 38        |
| <b>第四章 2018 年香港联交所新经济企业上市新政及境内机构投资者 ODI 备案趋势小结 .....</b>   | <b>40</b> |
| 4.1. 香港联交所新经济企业 2018 上市新政 .....                            | 40        |
| 4.1.1. 不同投票权架构公司新政 .....                                   | 40        |
| 4.1.2. 生物科技公司新政 .....                                      | 44        |
| 4.2. 境内机构投资者 ODI 备案 .....                                  | 46        |
| 4.2.1. 境外投资备案的意义、立法意图及新动向 .....                            | 47        |
| 4.2.2. 办理 ODI 备案时关注要点及解决 .....                             | 48        |
| 4.2.3. 小结 .....                                            | 50        |
| <b>第五章 从 2018 年美国上市案例看非外商禁止类/限制类行业企业 VIE 架构上市可行性 .....</b> | <b>51</b> |
| 5.1. 背景以及概述 .....                                          | 51        |
| 5.2. 案例概述（以 VIE 模式持有非禁止或限制类业务的美国上市公司案例） .....              | 52        |
| 5.2.1. 小牛电动（NIU，2018 年 10 月 19 日在纳斯达克上市） .....             | 52        |
| 5.2.2. 华米科技（HMI，2018 年 2 月 8 日在纽交所上市） .....                | 54        |
| 5.2.3. 普惠财富（PHCF，2018 年 12 月 27 日在纳斯达克上市） .....            | 55        |
| 5.2.4. 品钛（PT，2018 年 10 月 25 日在纳斯达克上市） .....                | 56        |
| 5.3. 背后原因以及后续影响分析 .....                                    | 56        |
| <b>第六章 VIE 架构与境内 A 股市场的对接 .....</b>                        | <b>59</b> |
| 6.1. 背景以及概述 .....                                          | 59        |
| 6.2. 新篇章：21 号文项下借助 CDR 通道登陆科创板 .....                       | 60        |
| 6.2.1. 适格企业 .....                                          | 60        |
| 6.2.2. 发行条件和上市条件 .....                                     | 62        |
| 6.2.3. VIE 架构企业在科创板上市流程 .....                              | 66        |
| 6.2.4. 信息披露的特别规定 .....                                     | 67        |
| 6.2.5. 表决权差异安排 .....                                       | 71        |
| 6.2.6. 科创板规则与 CDR 规则的衔接 .....                              | 72        |
| 6.2.7. 小结 .....                                            | 72        |
| 6.3. 传统路径：拆除 VIE 架构回归 A 股 .....                            | 73        |
| 6.3.1. 2018 年拆除 VIE 架构回归 A 股市场概况 .....                     | 73        |
| 6.3.2. 近期拆除 VIE 架构回归 A 股案例的重组路径 .....                      | 75        |

|                                              |           |
|----------------------------------------------|-----------|
| 6.3.3. 拆除 VIE 架构回归 A 股中的审核关注要点 .....         | 78        |
| 6.4. 涉及 VIE 架构拆除的近期纠纷案例 .....                | 79        |
| <b>第七章 外商投资医疗行业——外资限制与 VIE 模式探讨 .....</b>    | <b>82</b> |
| 7.1. 外商投资医疗机构（除港澳台）的政策演变及现状 .....            | 82        |
| 7.1.1. 总体限制阶段：2010 年之前 .....                 | 82        |
| 7.1.2. 试点放宽阶段：2010 年至 2015 年 .....           | 83        |
| 7.1.3. 再限制阶段：2015 年至今 .....                  | 83        |
| 7.2. 港澳台投资医疗机构的相关政策 .....                    | 84        |
| 7.3. 外资限制环境下外方参与医疗机构的模式——合约安排 .....          | 85        |
| 7.3.1. 新世纪医疗 .....                           | 86        |
| 7.3.2. 平安好医生 .....                           | 87        |
| <b>第八章 非国有资本投资教育领域——VIE 的使用及主要法律问题 .....</b> | <b>90</b> |
| 8.1. 民办教育领域法律监管概述 .....                      | 90        |
| 8.1.1. 教育法律监管的沿革 .....                       | 90        |
| 8.1.2. 现行民办教育法律监管框架概述 .....                  | 91        |
| 8.2. 民办教育行业 VIE 架构的模式及发展 .....               | 95        |
| 8.2.1. 民办教育行业 VIE 架构的模式 .....                | 95        |
| 8.2.2. 教育行业 VIE 架构的合法性 .....                 | 97        |
| 8.2.3. 最新立法动态对教育行业 VIE 架构的影响 .....           | 99        |
| 8.3. 社会资本投资民办教育领域主要法律问题 .....                | 102       |
| 8.3.1. 非营利性民办学校向营利性民办学校的转化 .....             | 102       |
| 8.3.2. 民办培训机构的特殊监管 .....                     | 103       |
| 8.3.3. 教师资质 .....                            | 105       |
| 8.3.4. 卫生室和保健室 .....                         | 107       |
| 8.3.5. 食堂 .....                              | 108       |
| 8.3.6. 校车 .....                              | 108       |
| 8.3.7. 收费 .....                              | 109       |
| 8.3.8. 特许经营 .....                            | 112       |
| 8.3.9. 党建管理 .....                            | 112       |
| 8.3.10. 在线教育 .....                           | 113       |
| 8.4. 小结 .....                                | 114       |

## 附录

|                                      |     |
|--------------------------------------|-----|
| 附录一 香港联交所 VIE 上市决策的最新修订条款对照表 .....   | 115 |
| 附录二 2018 年采用 VIE 架构在香港联交所上市的企业 ..... | 119 |

## 释义

在本报告中，除非另有说明，下列词语或简称含义如下：

|                |   |                                                                                       |
|----------------|---|---------------------------------------------------------------------------------------|
| VIE 架构         | 指 | 境外融资实体通过其股权控制的外商独资企业（WFOE）以协议的方式控制境内运营实体（OPCO）的一种投资结构，其中的 OPCO 就是境外融资实体的 VIE（可变利益实体）。 |
| Cayman Company | 指 | VIE 架构项下的境外融资实体或境外上市主体。                                                               |
| WFOE           | 指 | VIE 架构项下的外商独资企业。                                                                      |
| OPCO           | 指 | VIE 架构项下的境内持牌主体或被合并财务报表的可变利益实体（或称“VIE 实体”）。                                           |
| 香港联交所          | 指 | 香港联合交易所有限公司。                                                                          |
| VIE 上市决策       | 指 | 香港联交所于 2005 发布的关于 VIE 架构的上市决策（HKEX-LD43-3）及其修订，截至目前最新版本为 2018 年 4 月版本。                |
| 37 号文          | 指 | 《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）。                           |
| 10 号文          | 指 | 《关于外国投资者并购境内企业的规定》（商务部令 2009 年第 6 号，业界通称为 10 号文）。                                     |
| 发改委 11 号令      | 指 | 《企业境外投资管理办法》（国家发展和改革委员会令 第 11 号）。                                                     |
| 商务部 3 号令       | 指 | 《境外投资管理办法》（商务部令 2014 年第 3 号）。                                                         |

## 第一章

### 2018 年 VIE 架构上市企业概览及相关动态

文/王武、周志华、刘晴、陈晨

本章内容首先对 2018 年在美国和香港上市的 VIE 架构企业进行了统计和列示——总计共 50 家企业，其中在美国上市的 VIE 架构企业有 28 家，在香港上市的 VIE 架构企业有 22 家。在这 50 家企业中，与教育、金融、电子商务、泛文娱行业相关的企业总计有 37 家，占比达 74%。在此基础上，本章第 1.3 节内容从 VIE 协议的类型、争议解决方式、争议解决机构三个方面对该等 VIE 架构企业的 VIE 协议进行了比较分析。

紧接着，本章第 1.4 节内容主要介绍了 2018 年 VIE 架构调整的一些最新动态，包括（一）阿里巴巴重组其 VIE 架构；（二）华兴资本为 IPO 之目的重组其 VIE 架构；（三）百度调整其 VIE 协议等内容。另外，笔者也在此节重点介绍了 2018 年审结的一起涉及协议控制项下与“表决权委托之任意解除权”相关的纠纷。

最后，本章第 1.5 节内容对 VIE 架构回归 A 股市场进行了概述与展望，该节内容也呼应了本报告第六章内容（VIE 架构与境内 A 股市场的对接）。

#### 1.1. 2018 年在美国和香港上市的 VIE 架构企业一览表

据不完全统计，中国境内企业采用 VIE 架构于 2018 年在美国和香港上市的企业总计有 50 家，具体名单如下：

| 序号 | 发行人      | 股票代码 | 上市时间       | 上市地点 |
|----|----------|------|------------|------|
| 美国 |          |      |            |      |
| 1  | 盛世乐居     | SSLJ | 2018-02-05 | 纳斯达克 |
| 2  | 华米科技     | HMI  | 2018-02-08 | 纽交所  |
| 3  | 农米良品     | FAMI | 2018-02-16 | 纳斯达克 |
| 4  | 爱鸿森      | AIHS | 2018-03-16 | 纳斯达克 |
| 5  | 点牛金融     | DNJR | 2018-03-20 | 纳斯达克 |
| 6  | 尚德机构     | STG  | 2018-03-23 | 纽交所  |
| 7  | 精锐教育     | ONE  | 2018-03-28 | 纽交所  |
| 8  | Bilibili | BILI | 2018-03-28 | 纳斯达克 |
| 9  | 爱奇艺      | IQ   | 2018-03-29 | 纳斯达克 |
| 10 | 虎牙直播     | HUYA | 2018-05-11 | 纽交所  |
| 11 | 安博教育     | AMBO | 2018-06-01 | 纽交所  |



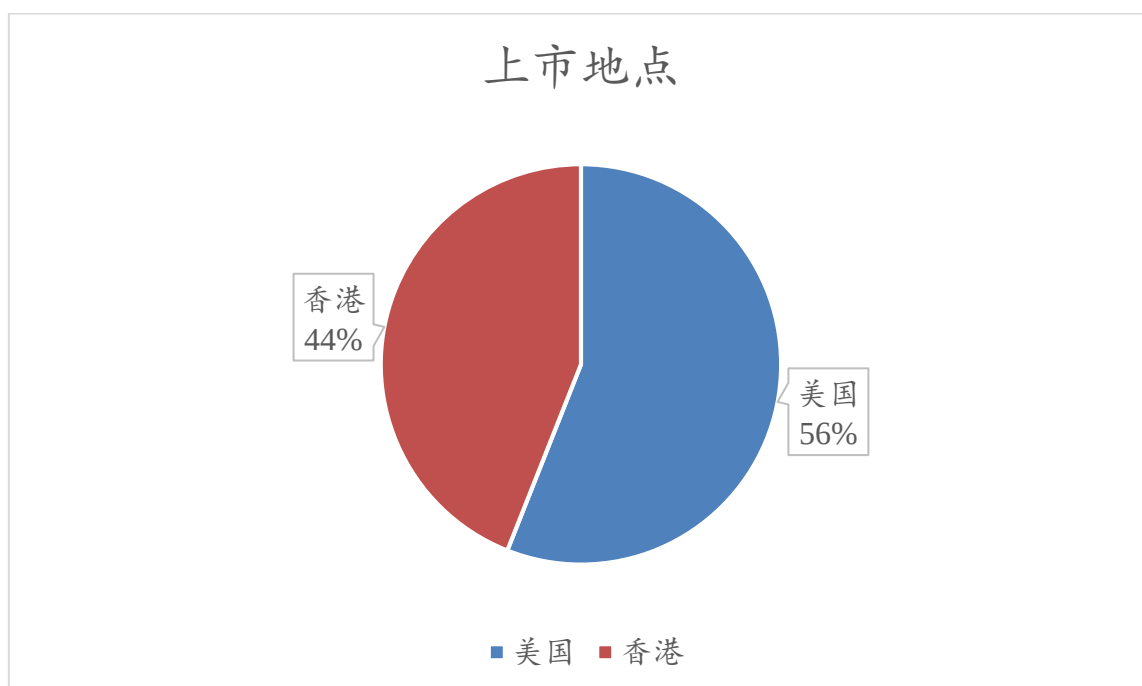
| 序号 | 发行人     | 股票代码 | 上市时间       | 上市地点  |
|----|---------|------|------------|-------|
| 12 | 朴新教育    | NEW  | 2018-06-15 | 纽交所   |
| 13 | 优信      | UXIN | 2018-06-27 | 纳斯达克  |
| 14 | 灿谷      | CANG | 2018-07-26 | 纽交所   |
| 15 | 拼多多     | PDD  | 2018-07-26 | 纳斯达克  |
| 16 | 极光      | JG   | 2018-07-26 | 纳斯达克  |
| 17 | 1 药网    | YI   | 2018-09-12 | 纳斯达克  |
| 18 | 蔚来汽车    | NIO  | 2018-09-12 | 纽交所   |
| 19 | 趣头条     | QTT  | 2018-09-14 | 纳斯达克  |
| 20 | 小赢科技    | XYF  | 2018-09-19 | 纽交所   |
| 21 | 云米      | VIOT | 2018-09-25 | 纳斯达克  |
| 22 | 小牛电动    | NIU  | 2018-10-19 | 纳斯达克  |
| 23 | 品钛      | PT   | 2018-10-25 | 纳斯达克  |
| 24 | 微贷网     | WEI  | 2018-11-15 | 纽交所   |
| 25 | 团车      | TC   | 2018-11-20 | 纳斯达克  |
| 26 | 蘑菇街     | MOGU | 2018-12-06 | 纽交所   |
| 27 | 腾讯音乐    | TME  | 2018-12-12 | 纽交所   |
| 28 | 360 金融  | QFIN | 2018-12-14 | 纳斯达克  |
| 香港 |         |      |            |       |
| 29 | 新华教育    | 2779 | 2018-03-26 | 港交所主板 |
| 30 | 平安好医生   | 1833 | 2018-05-04 | 港交所主板 |
| 31 | 21 世纪教育 | 1598 | 2018-05-29 | 港交所主板 |
| 32 | 汇付天下    | 1806 | 2018-06-15 | 港交所主板 |
| 33 | 有才天下猎聘  | 6100 | 2018-06-29 | 港交所主板 |
| 34 | 小米集团    | 1810 | 2018-07-09 | 港交所主板 |
| 35 | 指尖悦动    | 6860 | 2018-07-12 | 港交所主板 |
| 36 | 映客互娱    | 3700 | 2018-07-12 | 港交所主板 |
| 37 | 齐屹科技    | 1739 | 2018-07-12 | 港交所主板 |
| 38 | 天立教育    | 1773 | 2018-07-12 | 港交所主板 |
| 39 | 第七大道    | 0797 | 2018-07-18 | 港交所主板 |
| 40 | 博骏教育    | 1758 | 2018-07-31 | 港交所主板 |
| 41 | 希望教育    | 1765 | 2018-08-03 | 港交所主板 |
| 42 | 中国春来    | 1969 | 2018-09-13 | 港交所主板 |
| 43 | 美团点评    | 3690 | 2018-09-20 | 港交所主板 |
| 44 | 华兴资本控股  | 1911 | 2018-09-27 | 港交所主板 |
| 45 | 华滋国际海洋  | 2258 | 2018-11-19 | 港交所主板 |
| 46 | 同程艺龙    | 0780 | 2018-11-26 | 港交所主板 |

| 序号 | 发行人    | 股票代码 | 上市时间       | 上市地点  |
|----|--------|------|------------|-------|
| 47 | 宝宝树集团  | 1761 | 2018-11-27 | 港交所主板 |
| 48 | 创梦天地   | 1119 | 2018-12-06 | 港交所主板 |
| 49 | 万咖壹联   | 1762 | 2018-12-21 | 港交所主板 |
| 50 | 卓越教育集团 | 3978 | 2018-12-27 | 港交所主板 |

## 1.2. 2018 年 VIE 架构企业之上市地点和行业细分比较

### 1.2.1. 上市地点

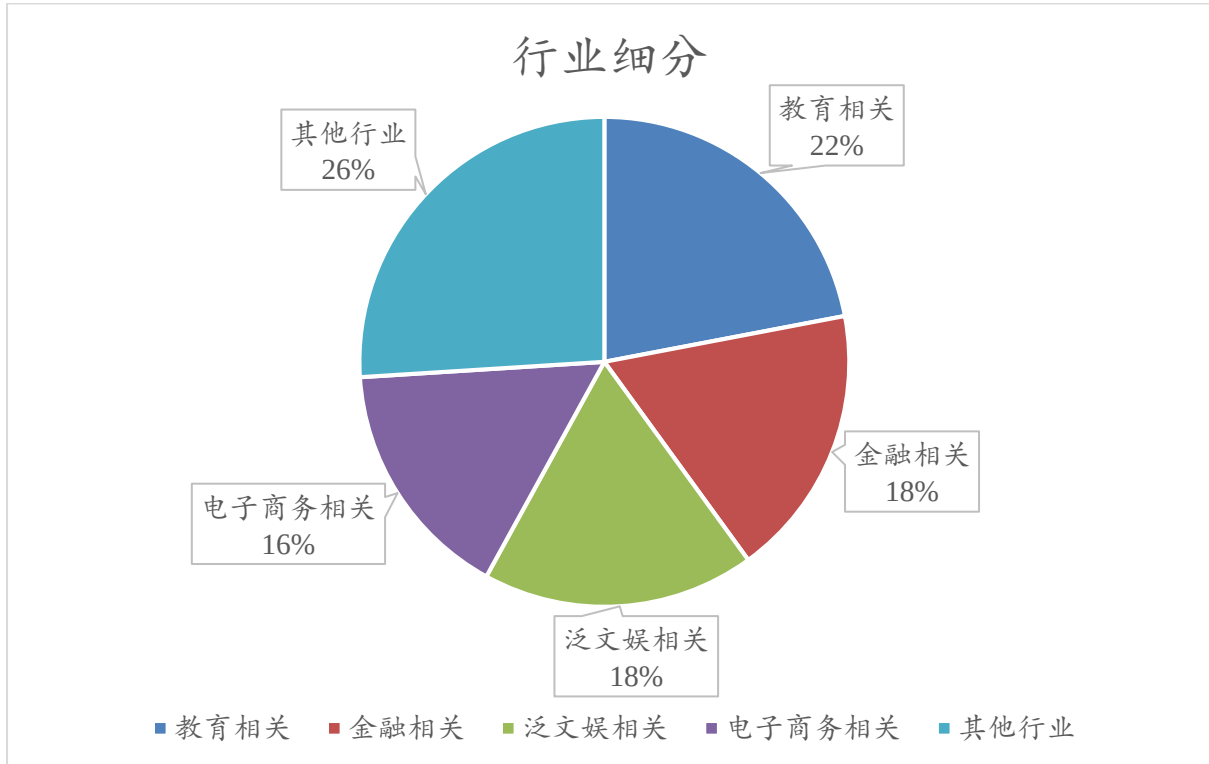
2018 年上市的 50 家 VIE 架构企业中，在美国上市的有 28 家，占比为 56%；在香港上市的有 22 家，占比为 44%。



### 1.2.2. 行业细分

2018 年上市的 50 家 VIE 架构企业中，与教育、金融、电子商务、泛文娱行业相关的企业总计有 37 家，占比达 74%，其中：

- 与教育相关的企业有 11 家，占比为 22%；
- 与金融相关的企业有 9 家，占比为 18%；
- 与泛文娱相关的企业有 9 家（包括视频、直播、网游等），占比为 18%；
- 与电子商务相关的企业有 8 家，占比为 16%；



### 1.3. 2018 年 VIE 协议之类型和内容比较

本节关于 VIE 协议类型和内容的比较主要基于我们搜集的如下研究样本：2018 年在美国上市的 28 家 VIE 架构企业的 VIE 协议，以及 2018 年在香港上市的 15 家 VIE 架构企业的 VIE 协议（需要说明的是 2018 年在香港上市的 VIE 架构企业总计有 22 家）。

#### 1.3.1. VIE 协议类型

就我们搜集的研究样本，我们注意到，无论是在美国上市的 VIE 架构企业的 VIE 协议，还是在香港上市的 VIE 架构企业的 VIE 协议，有如下四类协议的签订率达到了 100%：

- 《独家服务协议》和/或《业务合作协议》；
- 《股权质押协议》；
- 《独家购股权协议》；
- 《表决权委托协议》和/或《授权委托书》。

其中，就《独家服务协议》和/或《业务合作协议》，由于香港联交所 VIE 上市决策（HKEX-LD43-3）明确要求申请人要能够通过 VIE 协议管控 OPCO 的运营，所以在香港上市的 VIE 架构企业中，有的企业会在该等协议项下增加“WFOE 对 OPCO 及其下属机构的控制和管理”相关章节内容或类似章节内容；但是，我们也注意到有的企业在该等协议下并未增加该

等内容。

就《股权质押协议》，我们注意到，虎牙直播（NYSE: HUYA）和蔚来汽车（NYSE: NIO）均在其招股说明书中披露道，虽然相关方已经按照《股权质押协议》办理了股权质押登记，但是在国家工商行政管理局地方分局对股权质押协议项下的股权质押登记表中，向 WFOE 质押的注册股权总额为 OPCO 注册资本的 100%。虽然与 OPCO 股东签署的股权质押协议规定，出质股权将构成对所有主要服务协议项下的任何及所有债务、义务和责任的担保，且担保范围不受限于 OPCO 的注册资本；但是，我国法院有可能认为股权质押登记表上列出的金额即是所担保债权的全部金额。如果是这样的话，在股权质押协议中所担保的债权超过股权质押登记表所列金额的部分，就有可能被法院认定为无担保债权。

就《表决权委托协议》和《授权委托书》，我们注意到，极光（NASDAQ: JG）和爱奇艺（NASDAQ: IQ）在这两份文件项下的被授权主体不再是 WFOE 或其指定的人士/主体，而是 Cayman Company 或其指定的人士/主体。具体情况请参见本报告第 1.4.3 节（股东表决权委托及授权的最新动态）的相关内容。

另外，就 VIE 协议中的《借款协议》和《配偶承诺函》，我们注意到有的 VIE 架构企业有签，有的 VIE 架构企业未签。

### 1.3.2. 争议解决方式

就我们搜集的研究样本，我们注意到，无论是在美国上市的 VIE 架构企业的 VIE 协议，还是在香港上市的 VIE 架构企业的 VIE 协议，所选择的争议解决方式均为仲裁。值得注意的是，香港联交所 VIE 上市决策（HKEX-LD43-3）明确要求 VIE 协议的争议解决方式需为仲裁；虽然美国没有这方面的要求，但是在美国上市的 VIE 架构企业的 VIE 协议的争议解决方式也都为仲裁。

### 1.3.3. 争议解决机构

就我们搜集的研究样本，我们注意到，在 VIE 协议中选择中国国际经济贸易仲裁委员会作为仲裁机构的 VIE 企业共有 29 家，占比达 67.4%。

另外，根据香港联交所 VIE 上市决策（HKEX-LD43-3）的相关要求，VIE 协议项下的争议解决条款应确定仲裁庭及仲裁员有权依照 VIE 协议项下条款和适用的中国法律裁决给予任何救济（包括临时性救济和永久性救济），同时应确认在组成仲裁庭期间，协议签署方均有权诉诸有管辖权的法院以申请临时性救济。但是，如华兴资本（HK.1911）在其招股说明书中所作的

说明，该等条款可能未必能够根据中国法律执行。

## 1.4. 2018 年 VIE 架构调整之最新动态

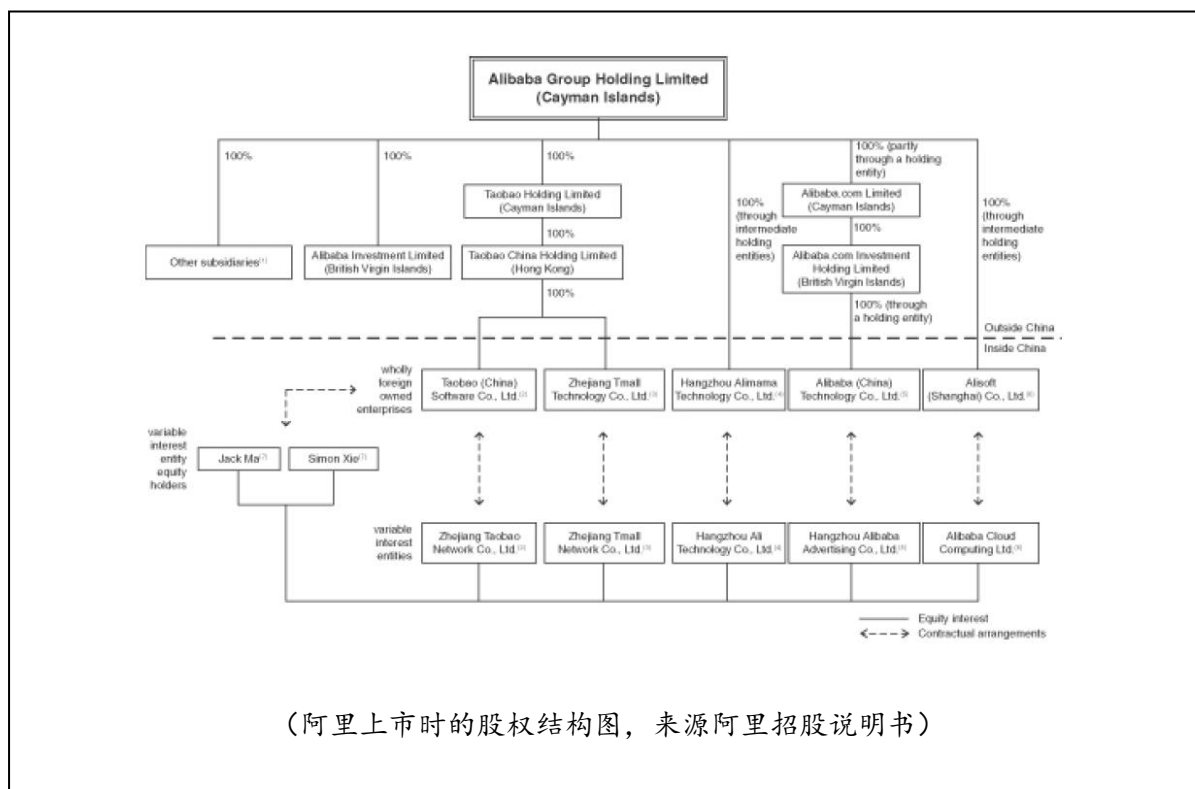
### 1.4.1. 阿里巴巴重组其 VIE 架构

阿里巴巴（以下简称“阿里”）在其 2018 年 7 月 27 日发布的年报文件（20-F）中披露了其正在进行的 VIE 架构重组计划，该重组计划也引起了市场的广泛关注，下面我们将根据阿里的相关公告文件对其重组前后的 VIE 架构安排作一个简要的介绍，以供读者参考。

#### （一）阿里上市时的 VIE 架构

根据阿里上市时的招股说明书披露，阿里在中国境内重要的 VIE 实体（以下或称“OPCO”）的股权均由两位创始人马云和谢世煌持有。

同时，根据阿里上市时的招股说明书披露，阿里在中国境内的 OPCO 签署的一系列 VIE 协议主要有两种类型：一类为实现 OPCO 产出的利润转移到 WFOE 并最终实现财务并表目的的协议，主要为独家技术服务协议；一类为确保 WFOE 对 OPCO 实际控制权的协议，包括贷款协议、表决权委托协议、独家购股权协议、股权质押协议。

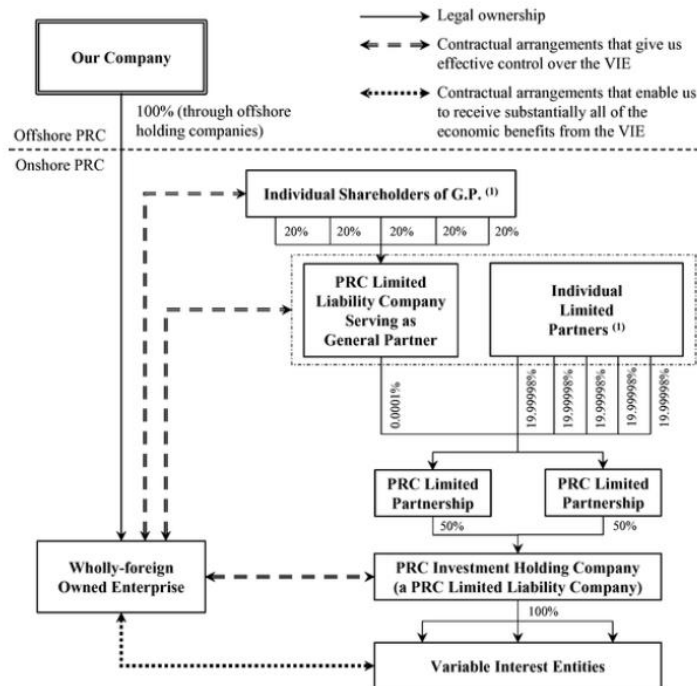


## (二) 阿里重组后的 VIE 架构

根据阿里在其 2018 年 7 月 27 日发布的年报文件 (20-F) (以下简称“阿里年报文件”) 中的披露, 阿里正在对其 VIE 架构进行调整, 调整后的 VIE 架构中:

- (1) 主要 OPCO 的股东将由马云和谢世煌调整为一个有限责任公司, 即杭州臻希投资管理有限公司 (以下简称“臻希”);
- (2) 臻希则由两个有限合伙企业各自持有 50% 的股权, 即杭州臻强投资管理合伙企业 (有限合伙) (以下简称“臻强”) 与杭州臻晟投资管理合伙企业 (有限合伙) (以下简称“臻晟”);
- (3) 臻强和臻晟的普通合伙人为杭州臻悦企业管理有限公司 (以下简称“臻悦”), 而臻悦的股东为 5 位阿里管理层成员; 臻强和臻晟的有限合伙人同时也为前述 5 位阿里管理层成员。

The following diagram is a simplified illustration of the typical ownership structure and contractual arrangements of the VIEs following the VIE Structure Enhancement.



(重组后的阿里 VIE 架构简图, 来源 2018 年 7 月阿里 20-F 文件)

另外，根据阿里年报文件的披露，阿里此次重组其 VIE 架构主要是为了从如下三个方面优化其 VIE 架构：（1）通过增加 VIE 实体的实际权益持有人数量，减少关键人风险；（2）通过架设多层法律实体结构，增强 VIE 架构的稳定性；（3）通过实施多层协议控制安排，加强对 VIE 实体的控制。

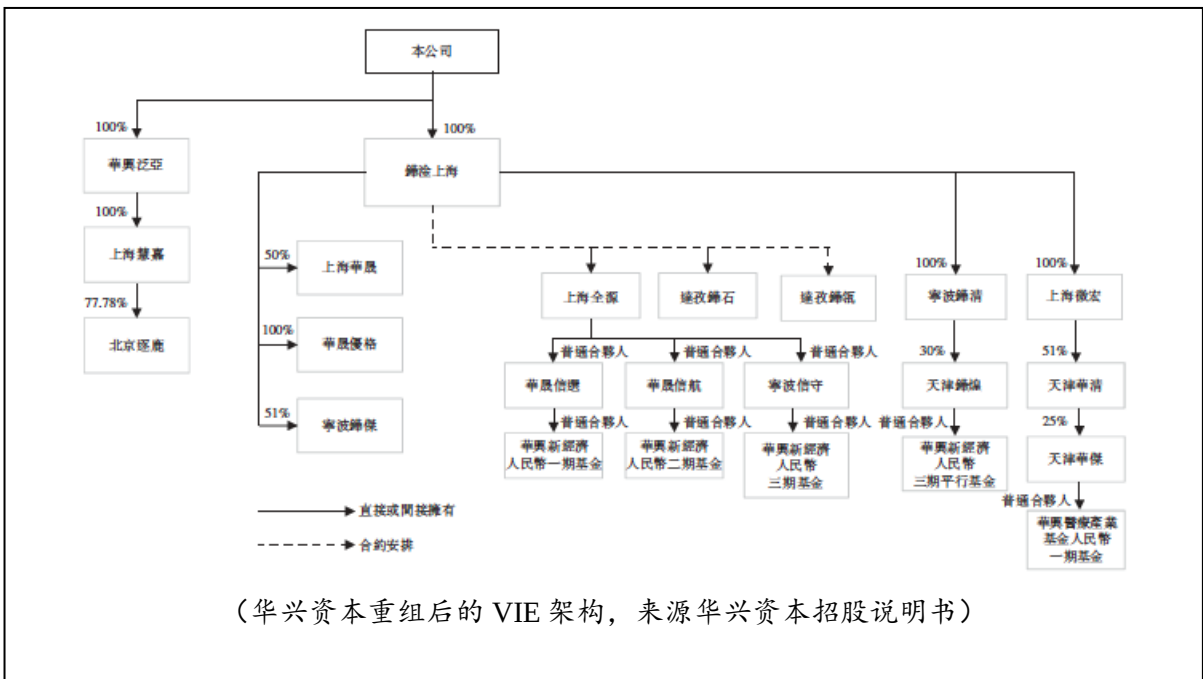
#### 1.4.2. 华兴资本为 IPO 之目的重组其 VIE 架构

[illegible]



根据华兴资本招股书披露，华兴资本的核心业务之一为在中国对私募股权投资基金进行投资管理。同时，华兴资本管理的多数人民币基金主要投资于创新及新兴业务，且相关被投资公司属于《外商投资产业指导目录》中的限制类或禁止类行业；而华兴资本管理的少数人民币基金则向不属于外商投资限制类或禁止类行业的被投资公司投资。

对于上述私募基金投资管理业务，华兴资本作了如下重组：（一）将作为基金管理人从人民币基金收取管理费运营实体的股权转让予 WFOE（铨淦（上海）商务咨询有限公司）；（二）对于投资于外商投资限制类或禁止类项目的人民币基金，通过 VIE 协议控制该等人民币基金的 GP；（三）对于投资于非外商投资限制类或禁止类项目的人民币基金，将作为此类人民币基金 GP 的运营实体的股权转让予 WFOE（铨淦（上海）商务咨询有限公司）或其全资子公司。



### 1.4.3. 股东表决权委托及授权的最新动态

### （一）被委托/授权主体的新动态

在 VIE 协议项下，关于 OPCO 股东表决权委托及授权的常见安排是：首先，OPCO 及其股东与 WFOE 签订一份《股东表决权委托协议》，并约定 OPCO 的股东委托 WFOE 或其指定的人士/主体行使其作为 OPCO 股东所享有的股东表决权等权利；然后，OPCO 的股东根据该《股东表决权委托协议》签署相应的《授权委托书》，授权 WFOE 或其指定的人士/主体。



就《股东表决权委托协议》和《授权委托书》项下的被委托/授权主体而言，其通常为 WFOE 或者其指定的人士/主体，如极光（NASDAQ: JG）在其上市前所签订的 VIE 协议中的《授权委托书》即是作如此安排。但是，极光在上市前又于 2018 年 3 月签订了一份《股东表决权委托协议》，并根据该协议终止了之前签订的《授权委托书》。就此份重新签订的《股东表决权委托协议》，值得注意的是，（一）该协议的主要签订主体不再是 OPCO 及其股东与 WFOE，而是 OPCO 及其股东与 Cayman Company（虽然 WFOE 也作为该协议的一方，但主要目的是为了终止与 OPCO 及其股东之前签署的《授权委托书》）；同时（二）被授权的主体不再是 WFOE 或其指定的人士/主体，而是 Cayman Company 或其指定的人士/主体。

另外，值得注意的是，爱奇艺（NASDAQ: IQ）的 VIE 协议中的《股东表决权委托协议》的签订主体虽然是 OPCO 及其股东与 WFOE，但是在签订《股东表决权委托协议》的同时，WFOE 又签署了相应的《授权委托书》，并指定 Cayman Company 行使其在《股东表决权委托协议》项下的权利。

还有，值得注意的是，百度（NASDAQ: BIDU）在其 2018 年季报中披露到，包括 Baidu Netcom 和 Beijing Persual 在内的一些 VIE 实体于 2018 年 3 月修订了其《独家购买期权协议》《表决权委托协议》和《授权委托书》。根据修订后的《独家购买期权协议》，Cayman Company 将有权在中国法律允许的情况下直接购买 OPCO 股东的股权，或者要求 OPCO 股东将其股权转让给 Cayman Company 或者其指定的第三方；同时，Cayman Company 将有义务向 OPCO 提供无限财务支持。根据修订后的《表决权委托协议》和《授权委托书》，OPCO 股东同意委托 Cayman Company 指定的人士/主体行使其股东表决权等股东权利，同时 OPCO 股东签署了相应的《授权委托书》。根据修订后的上述协议，Cayman Company 将主导对 OPCO 经济表现产生重大影响的活动的权力，以及将有义务根据上述无限财务支持计划吸收 OPCO 潜在的损失。因此，Cayman Company 将取代 WFOE 成为该等 VIE 实体的首要受益人（Primary Beneficiary）<sup>1</sup>。

## （二）“不可撤销”委托/授权的效力

关于 VIE 协议项下的《表决权委托协议》，还有一个问题或许值得探讨，即我们通常会在

---

<sup>1</sup> 2009 年 6 月，FASB 发布了《财务会计准则公告第 167 号——可变利益实体的合并》（FAS167），修订了 FIN46（R），提出了新的 VIE 合并规则。FAS167 认为，一个持有 VIE 可变利益的报告企业，必须评估它是否拥有对 VIE 经济表现有最重大影响的权力，以便确定是否为“控制性财务利益”以确定它是否为 VIE 的首要受益人（primary beneficiary）。而“控制性财务利益”有如下两个特征：（一）主导对 VIE 经济表现产生重大影响的活动的权力；（二）吸收 VIE 潜在的重大损失的义务或接受 VIE 潜在重要收益的权利。

VIE 协议项下的《表决权委托协议》中载明该等委托是“不可撤销”的，但是该等“不可撤销”的约定在中国法项下的效力如何呢？根据国内目前的司法实践，不同法院对“不可撤销”条款是否违反效力性强制性规定的认定可能存在不同的理解和认识。

如在湖南康帅房地产开发有限公司与深圳天骜投资策划有限公司委托合同纠纷一案（最高人民法院（2015）民申字第 990 号）中，最高人民法院认为，“康帅公司将开发案涉少帅府楼盘项目的前期策划、市场调查、项目定位以及销售委托给天骜公司和泛亚公司，并签订了《委托合同》，双方均应按照合同约定履行各自的义务。虽然《中华人民共和国合同法》第四百一十条规定：‘委托人或者受托人可以随时解除委托合同。因解除合同给对方造成损失的，除不可归责于该当事人的事由以外，应当赔偿损失。’但是就案涉有偿合同而言，该条所规定的任意解除权可以基于合同当事人的合意予以排除。当事人通过合同就任意解除权不得行使的约定具有法律约束力，当事人均应按照约定履行自己的义务。案涉《委托合同》第四条甲方职责第三项约定，在合同签订生效后，康帅公司不再委托第三方或自行进行策划销售。因此，根据该项约定，自《委托合同》生效之后，康帅公司即不得再将《委托合同》的策划销售事务委托他人或者自行完成，既不再享有任意解除委托合同的权利。”

而在陈某与李某委托合同纠纷一案（北京市第一中级人民法院（2017）京 01 民终 4548 号）中，李某、陈某原为夫妻，在离婚协议财产分割的同时签订了《股权转让协议书》，在《股权转让协议书》的第 8 条第 5 款约定：李某同意将其在案涉公司享有的股东权及经营、管理权全部授权交给陈某，且不得单方撤销，包括但不限于股东表决权、选举权、经营权、管理权等，李某对陈某的行为均予认可并自愿承担由此产生的法律后果。李某仅保留上述公司的股权财产权及收益权。而后，李某提起诉讼并要求解除其与陈某之间的委托合同关系，即上述《股权转让协议书》中的第 8 条第 5 款。但是，对于该条款的理解，陈某认为，该条款是单方授权条款，且双方明确约定该授权不可撤销，双方约定真实有效。该单方授权并非双方达成的委托合同关系，应受民法通则关于代理方面规定的规制，而非合同法有关委托合同的规制。

但是，该案一审法院（北京市海淀区人民法院）在详细而充分的说理基础上，支持了李某解除上述《股权转让协议书》第 8 条第 5 款的诉讼请求。同时，该案二审法院（北京市第一中级人民法院）也支持了李某的前述诉讼请求，并阐述道，“本案中，李某和陈某在《股权转让协议书》第 8 条第 5 款约定，李某将股东权及经营、管理权全部授权交给陈某，且‘不得单方撤销’。就‘不得单方撤销’的约定能否限制当事人行使法定的解除委托合同的权利，本院认为，‘不可撤销’确为双方当事人对不得解除委托所做的特别约定，但在委托合同关系中，并不因当事人预先对权利行使作出限制而随即产生丧失单方解除权的法律后果。一方面，委托合同关系

主要基于人身信赖关系订立，受托人是否忠实、有能力完成委托事务，对委托人利益关系极大。而委托合同双方在订立合同时难以对此后双方的信任关系作出预判，在委托方与受托方信任基础动摇或丧失信任的情形下，双方所做的不可解除委托的约定显然有悖于委托合同的基本性质。另一方面，李某作为授权陈某行使该部分股份相关股东权利的股份持有人，享有该部分股份所对应的股东权利系法律赋予的权利，其可以随时撤销委托。李某违反‘不得单方撤销’委托的约定，应当承担的是相应违约责任，而基于委托合同严格的人身属性，‘不得单方撤销’委托的约定亦不适于强制履行。”

另外，值得注意的是，在 2018 年 9 月审结的赵宇平与韩庚辰等损害公司利益责任纠纷一案（北京市第一中级人民法院（2018）京 01 民终 7223 号）中，北京奥瑞金种业股份有限公司（以下简称“北京奥瑞金”）成立于 1997 年 12 月 26 日，注册资本 1 亿元，赵宇平出资 399.5 万元，占股份 3.995%。2004 年 12 月 25 日，赵宇平与国丰控股（英文名称“STATE HARVEST HOLDINGS LIMITED”）签订了《股权托管协议》，根据该协议，赵宇平将其持有的北京奥瑞金 3.995%股份相对应的股东权利委托国丰控股进行管理，由国丰控股代表赵宇平对北京奥瑞金行使股东权利，该等股东权利包括但不限于：

（一）“提议召集股东大会并向股东大会提出议案；提议更换或增选北京奥瑞金的董事、监事，并向北京奥瑞金股东大会推荐新的董事候选人、监事候选人，以组成新的北京奥瑞金董事会及监事会；指派人员代表赵宇平参加股东大会，并按照托管股权的份额行使相应表决权；按照托管股权的份额对北京奥瑞金行使经营管理权，并拥有相应的决策权和控制权；代表赵宇平对北京奥瑞金行使其他股东权利。双方同意，本协议生效后 30 日内，由国丰控股提议召开北京奥瑞金的股东大会，就改选北京奥瑞金董事会成员事宜作出决议，由国丰控股提名的人选出任北京奥瑞金董事职务”；这是国丰控股代表赵宇平行使召集股东会议提议权、推荐或委派董事权、股东表决权、经营权利及决策控制权等股东权利；

（二）“国丰控股对于托管股权所附带的任何及全部权益，包括但不限于利润、股息、红利、奖金，以及清算后所余资产等享有处分和收益的权利”。这是国丰控股在股权托管期间享有股权附带的财产利益及收益权；

（三）“赵宇平同意不干涉国丰控股对北京奥瑞金行使的股东权利，并尽力配合其管理托管股权”；这是国丰控股行使托管股权时赵宇平应尽的配合及排除干涉义务；

（四）“当赵宇平已就所转让的股权，以及本协议所涵盖的包括未来将要转让的股权在内的全部利益，获得了全部和充分的报酬之后，赵宇平或者赵宇平所控制单位和人士就应立即采

取中国法律允许的所有措施将托管股权转让给国丰控股，而且国丰控股无须支付任何费用。对于股权转让，以及因转让更多托管股权而产生的成本，赵宇平无权要求更多的报酬或者补偿”。这是赵宇平与国丰控股就托管股权转让所做的排他性限制性约定；

（五）“本款不得被赵宇平撤销。一旦有任何司法机关或者任何具有相似权力的机构需要解释本款，无论是因为协议各方产生纠纷，还是因为包括政府行为在内的任何第三方追究，根据所有的准据法，本款都应成为国丰控股获得全部和实际的股权，全部利益和经济收益，以及托管股权所可能享有的最大程度的利益的根据”；这是国丰控股依据托管股权获得利益的保证性约定；

（六）“在托管期限内，除非赵宇平将托管股权转让给国丰控股或国丰控股指定的其他方，否则未经国丰控股书面同意，赵宇平不得：以对外转让或其他任何方式处置托管股权；对托管股权设置任何形式的担保；委托除国丰控股外的任何第三方对托管股权进行任何形式的管理；改变托管股权的比例；以任何方式处置因托管股权所产生的任何收益；以任何方式放弃与托管股权有关的任何权利；使托管股权附带任何形式的债务或责任；以托管股权为标的进行其他任何方式的重组”。这是对股权托管期限内赵宇平股权行使的限制性约定。”

虽然上述股权托管协议约定了该等委托授权不得撤销，但是赵宇平事后还是提起了诉讼并要求行使其法定任意解除权。对此，该案一审法院（北京市海淀区人民法院）认为，“根据上述约定，可见国丰控股管理的托管股权涵盖了赵宇平持有北京奥瑞金股份应享有的几乎全部股东权利及利益，且对托管期限内赵宇平行使股权进行了明确的排除性限制性约定，故在托管期限内，国丰控股应享有并行使该股权项下的股东权利，包括出席股东大会并行使表决权、对北京奥瑞金经营决策权等股东相关权利，而赵宇平必须接受和遵守约定的股权行使限制性排除性约定……因股权托管协议的内容并不简单等同于‘以国丰控股办理受托事项、接受相应报酬’的委托关系，而是约定了双方基于股权托管产生相应权利和利益的归属及处分，存在受托人国丰控股相关信赖利益，故赵宇平不应适用合同法中委托合同单方解除权的相关规定行使任意解除权，其单方通知行为并不直接导致股权托管协议解除的后果。综上，依据股权托管协议约定，在股权托管有效期限内，国丰控股依约行使相应股东权利，并参与表决作出股东会决议等行为，对赵宇平均具有法律效力；赵宇平就该托管股权欲行使相关股东权利，亦应遵循与国丰控股就托管股权的相关约定，并取得国丰控股的一致意思表示，其对国丰控股在股权托管期限内代为行使股东权的行为适当性、合法性等有异议的，亦应通过其他途径先予解决；现赵宇平在股权托管期限内以自己名义单独提起本案诉讼与事实相悖，对其诉讼请求不予支持。”

对于上述一审判决内容，赵宇平提起了上诉，并认为，“一审判决认定《股权托管协议》



约定了双方基于股权托管产生相应权利和利益的归属及处分，存在受托人国丰控股相关依赖利益，故赵宇平不应适用合同法中关于委托合同单方解除权的相关规定，行使任意解除权，一审法院的该认定亦存在错误。《股权托管协议》关于赵宇平将权利委托国丰控股行使的内容中，并没有限制国丰控股的具体内容，因此，《股权托管协议》本质上就是委托合同，而不是什么其他法律关系。”对此，该案二审法院（北京市第一中级人民法院）认为，“赵宇平关于一审法院认为其不应适用合同法中关于委托合同单方解除权的相关规定行使任意解除权的认定存在错误的上诉理由，本院认为，从双方股权托管协议的内容看，国丰控股享有托管股权所附带的全部股东财产及身份权益，且北京奥瑞金对赵宇平将股权托管给国丰控股亦是知情的，本案所涉的股权托管协议，与合同法中所规定的委托合同法律关系的基本构成要件及内容并不相符，故一审法院关于赵宇平不应适用合同法中委托合同单方解除权的相关规定行使任意解除权的认定并无不当，赵宇平的该点上诉理由不能成立，本院亦不予支持。”

上述赵宇平与韩庚辰等损害公司利益责任纠纷一案（北京市第一中级人民法院（2018）京01民终7223号）所涉相关法律问题引申出一个问题，即VIE架构下的《表决权委托协议》是否可以被任意解除？

根据湖南康帅房地产开发有限公司与深圳天鹭投资策划有限公司委托合同纠纷一案（最高人民法院（2015）民申字第990号）中最高人民法院的观点，即“当事人通过合同就任意解除权不得行使的约定具有法律约束力，当事人均应按照约定履行自己的义务”，似乎只要在《表决权委托协议》中约定该等委托是“不可撤销”的，那么该等表决权委托就不可被任意解除。但是根据陈某与李某委托合同纠纷一案（北京市第一中级人民法院（2017）京01民终4548号）中一审法院和二审法院的观点，即“委托合同关系主要基于人身信赖关系订立，受托人是否忠实、有能力完成委托事务，对委托人利益关系极大。而委托合同双方在订立合同时难以对此后双方的信任关系作出预判，在委托方与受托方信任基础动摇或丧失信任的情形下，双方所做的不可解除委托的约定显然有悖于委托合同的基本性质”，似乎即使在《表决权委托协议》中约定该等委托是“不可撤销”的，当事人仍可以行使其法定的任意解除权。

如此看来，VIE架构下的《表决权委托协议》可能存在被任意解除的风险，这无疑会对VIE架构的稳定性产生不利的影响。鉴于此，或许VIE架构上市企业的招股说明书中也需就此作相应的风险提示。

值得关注的是，在赵宇平与韩庚辰等损害公司利益责任纠纷一案（北京市第一中级人民法院（2018）京01民终7223号）中，一审法院认为，“因股权托管协议的内容并不简单等同于‘以国丰控股办理受托事项、接受相应报酬’的委托关系，而是约定了双方基于股权托管产生相

应权利和利益的归属及处分，存在受托人国丰控股相关信赖利益，故赵宇平不应适用合同法中委托合同单方解除权的相关规定行使任意解除权，其单方通知行为并不直接导致股权托管协议解除的后果”；鉴于此，为加强 VIE 架构的稳定性，就 VIE 架构下的表决权委托，除明确约定该等委托“不可撤销”以外，或许还可以考虑与该等表决权所对应股权的“权利和利益的归属与处分”挂钩，以使得该等表决权委托协议的内容并不简单等同于“以受托人办理受托事项、接受相应报酬”的委托关系。

另外，我们注意到，有的 VIE 架构企业的 VIE 协议中仅包括了《授权委托书》，而未包括《表决权委托协议》；就这种安排，虽然《表决权委托协议》存在被任意解除的法律风险，但是如果仅签订有《授权委托书》，而没有同时签订《表决权委托协议》，那么这种安排可能会面临更大的法律风险。如平安证券股份有限公司在其于 2017 年 2 月 3 日出具的《中科云网：平安证券股份有限公司关于<中国证券监督管理委员会北京证监局关于中科云网近期事宜的核查函>之核查意见》中所分析到的如下内容：

“根据孟凯签署的《授权委托书》，孟凯将委托事项不可撤销地授权给王禹皓，直至孟凯将与所持股份相关的个人债务全部清偿为止，该授权为附条件不可撤销的授权。关于不可撤销授权的效力，我国法律认定存在争议。《民法通则》第 63 条规定，‘公民、法人可以通过代理人实施民事法律行为。’《民法通则》第 69 条第二项规定，‘被代理人取消委托的，委托代理终止。’因此，授权行为是一种单方法律行为，受到委托人单方意志支配，委托人有权选择自己信赖的人授权给他，让其为自己的利益而从事某种法律行为。有观点认为，撤销授权是委托人的法定权利，当委托人改变授权意愿时，可以随时将授权予以收回，从而终止委托。委托人在授权委托书中的不可撤销承诺同样具有单方性，不可撤销单方承诺不具有法律意义。昆明市国信公证处在《公证角度下的委托撤销及转委托剖析》一文所持观点也是如此，认为不可撤销的单方承诺不具有实际的法律效力。但也有观点认为，虽然委托人有随时撤销授权的权利，但该权利是可以放弃的，委托人事先在授权委托书中承诺授权不可撤销，可以认定为委托人对自已权利的放弃，该不可撤销的承诺是有效的。综上所述，不可撤销的承诺是否有效在现行法律条件下存在争议。”

鉴于此，笔者理解，就 VIE 协议中的表决权委托而言，比较稳妥的做法是，不仅要签署《授权委托书》，同时还要签署《表决权委托协议》。

## 1.5. 2018 年 VIE 架构回归 A 股市场概览与展望

由于香港市场的估值水平不甚理想以及美股市场面临做空及集团诉讼等复杂因素，有不少

在先前融资阶段存在 VIE 架构的企业后续可能仍会考虑对接境内 A 股市场。另外，从市场来看，自 2016 年下半年因政策收紧等原因逐渐消沉的红筹回归交易，在 2018 年又逐渐增加起来。

据不完全统计，2018 年度，拆除 VIE 架构申报 IPO 的案例有 8 家，而在上市公司重大重组中涉及拆除 VIE 架构的标的资产则有 10 家。这其中既包括已于 2018 年 5 月成功上市的深信服（300454）以及 2018 年 12 月刚获发审委审核通过的浙江每日互动网络；也包括已于 2018 年 2 月实施完成的三六零借壳江南嘉捷（601360，已更名：三六零）；于 2018 年 10 月完成的中嘉博创（000889，原名：茂业通信）收购嘉华信息，以及于 2019 年 1 月刚刚完成的思维列控（603508）收购蓝信科技；还包括 2018 年 12 月 28 日预先披露 IPO 招股书的全美在线教育等。当然了，这些案例中也有由于各种原因终止或被发审委否决的情形。无论如何，种种迹象表明，先前红筹回归案例被实质暂停或执行个案审批的阶段已经过去，目前监管机构针对此类交易的审核日渐回归正常。

另一方面，2019 年境内资本市场的头等大事便是科创板的设立及注册制试点。随着科创板配套实施细则的正式发布实施，预计科创板将于 2019 年上半年顺利开闸。作为科创板的重大制度突破之一，其明确“允许特殊股权结构企业和红筹企业上市”。其实，早在 2018 年 3 月发布的国办发〔2018〕21 号文（即《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的通知》）便已明确提出允许包括红筹企业在内的试点创新企业在境内发行股票或存托凭证 CDR 进行上市。但由于各方面原因，曾有望成为首单的小米 CDR 最终折戟 A 股市场。而目前随着科创板的设立及注册制试点的推进，包括 VIE 架构的境外红筹企业通过登陆科创板实现与境内 A 股市场的落地对接，非常值得期待。（本章完）



## 第二章

### 2018 年 VIE 架构项下 37 号文登记的更新与实践

文/代广颖、张细思、王之衍

国家外汇管理局于 2005 年发布《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发〔2005〕75 号，以下简称“**75 号文**”），开拓了个人通过境外特殊目的公司（Special Purpose Vehicles，以下简称“**SPV**”）返程投资的合规路径。此后，《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**”）于 2014 年 7 月 4 日发布并实施，取代了 75 号文。

在 37 号文实施三年多的时间后，国家发展和改革委员会于 2017 年 12 月发布了《企业境外投资管理办法》（国家发展和改革委员会令 11 号，以下简称“**发改委 11 号令**”，于 2018 年 3 月 1 日施行），国家外汇管理局资本项目管理司于 2018 年 1 月内部下发了《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）政策问答》，此后国家外汇管理局又于 2018 年 10 月首次公开通报了违反 37 号文的两例案例的处罚情况。

本文将结合我们的实操经验，对 37 号文及上述最新动态作进一步解读和分析。

#### 2.1. 违反 37 号文规定的处罚案例

2018 年 10 月 22 日，国家外汇管理局公布 20 起外汇违规案例<sup>2</sup>，其中，首次提及两例与境内居民返程投资有关的外汇违规案例如下：

1、金石包装（嘉兴）有限公司逃汇案。2010 年 12 月至 2016 年 11 月，金石包装（嘉兴）有限公司<sup>3</sup>办理外汇登记未如实披露返程投资企业实际控制人信息，并违规汇出利润 290.12 万美元。该行为违反《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管理有关问题的通知》（即 37 号文）第十五条，构成逃汇行为。根据《外汇管理条例》第三十九条，处以罚款 95 万元人民币。

2、博采林电子科技（深圳）有限公司逃汇案。2015 年 3 月至 2017 年 1 月，博采林电子科技（深圳）有限公司<sup>4</sup>办理外汇登记未如实披露返程投资企业实际控制人信息，并违规汇出利

<sup>2</sup> 网页链接为：<http://www.safe.gov.cn/safe/2018/1022/10490.html>。

<sup>3</sup> 根据国家企业信用信息公示系统记载的信息，该公司为 2004 年 4 月 22 日成立的外国法人独资企业。

<sup>4</sup> 根据国家企业信用信息公示系统记载的信息，该公司为 2006 年 7 月 4 日成立的台港澳法人独资企业。

润318.82万美元。该行为违反《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》（即 37 号文）第十五条，构成逃汇行为。根据《外汇管理条例》第三十九条，处以罚款 104.70 万元人民币。

根据 37 号文第十五条的规定，对于境内居民未按规定办理相关外汇登记、未如实披露返程投资企业实际控制人信息、存在虚假承诺等行为，国家外汇管理局及其分支机构（以下称“外汇局”）根据《中华人民共和国外汇管理条例》第四十八条第（五）项进行处罚。在境内居民未按规定办理相关外汇登记、未如实披露返程投资企业实际控制人信息或虚假承诺的情况下，若发生资金流出，外汇局根据《中华人民共和国外汇管理条例》第三十九条<sup>5</sup>进行处罚；若发生资金流入或结汇，根据《中华人民共和国外汇管理条例》第四十一条<sup>6</sup>进行处罚。

以上两个处罚为国家外汇管理局首次披露有关利用 SPV 返程投资的违法案例，体现了 37 号文在 75 号文的基础上加强事后监管的特点。

但值得注意的是，金石包装（嘉兴）有限公司及博采林电子科技（深圳）有限公司分别成立于 2004 年及 2006 年，而 2005 年实施的 75 号文已经有关于补登记的明确规定<sup>7</sup>、且在 37 号文中有更严格的处罚规定要求：“本通知实施前，境内居民以境内外合法资产或权益已向特殊目的公司出资但未按规定办理境外投资外汇登记的，境内居民应向外汇局出具说明函说明理由。外汇局根据合法性、合理性等原则办理补登记，对涉嫌违反外汇管理规定的，依法进行行政处罚”。根据国家外汇管理局对上述两家公司的处罚通报的文义，我们可以合理推论，认为两家公司未办理过 75 号文登记或 37 号文登记，也未办理过补登记，但是同时根据上述处罚通报的文义，我们也可以推测，外汇局并未对两家公司于 37 号文生效之前的资金流入及结汇而依据《中华人民共和国外汇管理条例》第四十一条对其进行处罚，而仅根据《中华人民共和国外汇管理条例》第三十九条对其利润汇出进行了处罚。关于上述执法依据及处罚力度是否可以作为日后发生类似案件的参考，还有待于外汇局更多的处罚案例的公布以及实操中的其他案例加以

<sup>5</sup> 《中华人民共和国外汇管理条例》第三十九条：有违反规定将境内外汇转移境外，或者以欺骗手段将境内资本转移境外等逃汇行为的，由外汇管理机关责令限期调回外汇，处逃汇金额 30% 以下的罚款；情节严重的，处逃汇金额 30% 以上等值以下的罚款；构成犯罪的，依法追究刑事责任。

<sup>6</sup> 《中华人民共和国外汇管理条例》第四十一条：违反规定将外汇汇入境内的，由外汇管理机关责令改正，处违法金额 30% 以下的罚款；情节严重的，处违法金额 30% 以上等值以下的罚款。非法结汇的，由外汇管理机关责令对非法结汇资金予以回兑，处违法金额 30% 以下的罚款。

<sup>7</sup> 《国家外汇管理局关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》第八条：本通知实施前，境内居民已在境外设立或控制特殊目的公司并已完成返程投资，但未按规定办理境外投资外汇登记的，应按照本通知规定于 2006 年 3 月 31 日前到所在地外汇局补办境外投资外汇登记。境内居民补办境外投资外汇登记后，外汇局可为相关境内企业办理外资、外债外汇登记手续。

验证。

## 2.2. 37 号文与《企业境外投资管理办法》

承上文所述，从上述两个案例中我们也可以注意到，相较于境外资本的流入，外汇管理部门可能更重视返程投资的情形下将境内经营利润汇出境外的行为<sup>8</sup>。根据目前的监管口径，37 号文的主要目的是为民营企业间接从境外获得资金开辟一个“绿色通道”，从而在一定程度上解决民营企业融资难、融资贵问题，所以个人在境外设特殊目的公司应以境外融资为目的、鼓励境外资金的流入，重点在于“资金引进来”，而不在于“资金走出去”。

与之相应的是，于 2017 年 12 月 26 日发布、并于 2018 年 3 月 1 日起施行的《企业境外投资管理办法》（即发改委 11 号令）相较于被其取代的此前 2014 年发布并施行的《境外投资项目核准和备案管理办法》（国家发展和改革委员会令第 9 号），一个重要不同是，11 号令新增其第 63 条项下对于境内自然人境外投资行为的管理规定，要求“境内自然人通过其控制的境外企业或香港、澳门、台湾地区企业对境外开展投资的，参照本办法执行。”<sup>9</sup>

根据该第 63 条规定，境内自然人通过其控制的 SPV 对境外开展投资的事项（以下简称“SPV 再投资”），将需要参照发改委 11 号令的有关规定，初看之下可能会对与 37 号文有关的融资及投资活动产生巨大的影响。但若回顾一下发改委 11 号令的行文，其第一、二章为原则性规定，第五、六章为法律责任及附则，而其主要篇幅在于第三章“境外投资项目核准和备案”及第四章“境外投资监管”。根据发改委 11 号令第三章及第四章的相关规定：（i）“投资主体直接或通过其控制的境外企业开展的敏感类项目<sup>10</sup>”实行核准管理（以下简称“发改委核准”）；（ii）“投资主体直接开展的非敏感类项目，也即涉及投资主体直接投入资产、权益或提供融资、担保的非敏感类项目”实行备案管理（以下简称“发改委备案”）；（iii）“投资主体通过其控制的境外企业开展大额非敏感类项目<sup>11</sup>”需要提交情况报告表（以下简称“再投资报告”）。而由于发改委 11 号令第 63 条规定的范围，SPV 再投资已经当然不属于“直接”开展的项目，因此不会落入发改委备案的范围，而又由于需要再投资报告的项目规模的门槛较高（3 亿美元及以上）、且

<sup>8</sup> 但是，我们不排除该等案例于特殊时期政策环境及金融环境下的特别性。

<sup>9</sup> 11 号令第 63 条规定的例外情形包括：“境内自然人直接对境外开展投资不适用本办法。境内自然人直接对香港、澳门、台湾地区开展投资不适用本办法。”

<sup>10</sup> 敏感类项目包括：涉及敏感国家和地区的项目、涉及敏感行业的项目。其中敏感国家和地区包括：（一）与我国未建交的国家或地区、（二）发生战争、内乱的国家或地区、（三）根据我国缔结或参加的国际条约、协定等，需要限制企业对其投资的国家或地区、（四）其他敏感国家和地区；敏感行业具体参见国家发展改革委关于发布境外投资敏感行业目录（2018 年版）的通知（发改外资〔2018〕251 号）。

<sup>11</sup> 11 号令所称大额非敏感类项目，是指中方投资额 3 亿美元及以上的非敏感类项目。

其履行义务仅为报告而非行政审批，理论上而言风险障碍较小，因此最值得关注的是可能涉及到发改委核准的 SPV 再投资项目，特别是实操中较有可能发生的与新闻传媒、房地产、酒店、影城、娱乐业等敏感行业有关的项目。

### 2.3. 实践操作中的特殊要求提示

根据我们在 37 号文登记方面的实践操作经验，除 37 号文自身的明确规定外，各地外汇管理部门还可能根据具体案例有一些特殊要求，我们初步总结如下：

1、对于红筹搭建，创始人需要办理 37 号文登记、且其公司股东中已经存在境内投资机构同时需要办理境外投资手续（以下简称“ODI”）的情况，部分地区的外汇管理部门可能要求只有在境内投资机构完成 ODI 的情况下，创始人方可再行办理 37 号文的登记。

2、为了避免《关于外国投资者并购境内企业的规定》（以下简称“10 号文”）项下的外资并购审查，在红筹架构搭建的实操中，部分项目会进行一系列重组安排，即首先引入第三方境外投资者（以下简称“特别投资者”）将境内企业变更为合资企业，再由境外主体收购该合资企业（即两步走，Slow Walk 模式）。为了保证创始人对公司的控制权，一般会将该特别投资者的持股比例设置在较低比例，如 1% 左右。对于此类情况，目前部分地区的监管趋严，商务部门有可能认定 Slow Walk 有规避监管规定的嫌疑，从而不予同意境外主体收购合资企业的股权变更，就此导致创始人的 37 号文登记、甚至红筹架构搭建遇到障碍，也因此出现质疑 Slow Walk 的可实施性。但从目前实践来看，上述监管趋势尚未具有普适性，也存在个案情形的差别。

3、从法规文义本身来看，37 号文相较于 75 号文的不同之处在于，37 号文登记可以适用于 VIE 架构、亦可以适用于“以其合法持有的境外资产或权益，在境外直接设立或间接控制的境外企业”的返程投资的架构。但是实践中无论境内个人是否已对特殊目的公司出资，只要不存在返程投资架构或者潜在的返程投资架构的，银行或外汇局一般不予受理登记手续，即外汇局（或银行）受理的范围其实仅限于那些已经具备返程投资结构或提出申请时能合理证明将来有能力搭建返程投资结构的境外投资项目。而对于如何判定存在返程投资的可能性的，通常认为需要同时满足四个条件，即（i）在境内个人申请办理境外特殊目的公司登记之前，该境内个人已直接或间接控制了一家或若干家境内企业的股权，特殊目的公司未来拟以合理方式直接或间接控制该境内企业的资产或权益；（ii）按照当前行业标准，从行业、规模、盈利能力等角度看，这些境内企业有潜力进一步境外的股权或债权融资；（iii）个人提供返程投资承诺，并表明在合理时期内实施返程投资；（iv）外汇局（银行）认可的其他真实性证明材料等。外



汇指定银行应按照展业原则对交易行为做出真实性审核和判断，最终目的是从登记范围中排除那些“明显不具备商业合理性的情形”。上述条件实际上否认了创始人仅有境外资产而没有境内资产的情形下办理 37 号文登记的可行性。此外值得注意的是，就上述（iii）中所述的承诺，如果境内公司目前已经存在境内机构投资人，且尚未完成 ODI，则实践中一般还要求该投资人承诺未来不以境内公司作为境外融资和返程投资的主体。

4、《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》（汇发〔2015〕13 号，以下简称“**13 号文**”）生效后，37 号文登记的具体操作权限已下放给银行，一般通过 OPCO 注册地的银行进行申报，且必须在 WFOE 设立前办理，有些地方放宽至 WFOE 开立外汇账户前办理。如果 WFOE 已经设立但申请人尚未完成 37 号文的登记，那么将会影响 WFOE 在银行开立账户，且实操中也确实存在由于创始人 37 号文登记未完成，WFOE 无法开户而导致开曼公司所获得的投资款无法通过合理途径支付到境内公司进行使用的情形。

5、根据 37 号文的规定，如果因转股、破产、解散、清算、经营期满、身份变更等原因造成境内居民不再持有已登记的特殊目的公司权益的，或者不再属于需要办理特殊目的公司登记的，应提交相关真实性证明材料及时到外汇局办理变更或注销登记手续。实践中部分创始人存在连续创业的情形，如果不及时注销前一个项目的 37 号文登记，将会影响创始人为后续项目办理 37 号文登记。

我们理解，随着实践中不断出现的不同交易结构以及最新案例，37 号文的登记可能会有进一步的发展变化。（本章完）

## 第三章

### 2018 年香港联交所 VIE 架构新规与案例回顾

文/罗仪、涂远澜、陶歆

香港联合交易所有限公司（以下简称“**香港联交所**”）分别于2005年及2014年发布了关于VIE架构的上市决策（HKEX-LD43-3）（以下简称“**VIE上市决策**”）<sup>12</sup>及上市指引信（HKEX-GL77-14）（以下简称“**VIE上市指引信**”）<sup>13</sup>，随后进行了多次更新及补充，截至目前最新版本均为2018年4月版本。VIE上市决策是拟采用VIE架构在香港联交所上市的新申请人须遵循的指引性文件，而VIE上市指引信则适用于上市后使用VIE架构的发行人，并须遵守VIE上市决策的相关规定。本文将探讨香港联交所于2018年2月及4月对VIE架构相关规定进行的最新修订，并结合对2018年在香港联交所成功上市的包含VIE架构上市案例的梳理，总结和分析香港联交所对于审批VIE架构的最新政策和动态。

#### 3.1. 2018 年香港联交所 VIE 上市决策的修订内容

2018年香港联交所对VIE上市决策的修订主要涉及VIE架构的适用情形，以及与商务部于2015年1月19日公布的《中华人民共和国外国投资法（草案征求意见稿）》（简称“**《外国投资法草案（2015）》**”）相关的风险应对措施及相关披露要求。此次修订共调整了四条原有规定，并新增了七条规定，具体修订内容详见本报告附录一。经过历次更新和补充后的VIE上市决策表明，尽管香港联交所原则上不否定VIE架构，但审核标准将更趋严格。

##### 3.1.1. VIE 架构的适用情形

###### （一）外资股权比例存在限制

上市申请人必须在外资股权比例存在限制的范围内适用VIE架构，并且其在递交上市申请前须按照法律、法规及政策（以下统称“**适用法律**”）允许的最大外资股权比例持有境内运营实体（以下简称“**OPCO**”）的股权。如根据《外商投资产业指导目录》等相关规定，外资比例不得超过50%时，则仅可通过VIE架构解决剩余50%不能由外资持股的情况。

###### （二）取得主管部门批准及满足资格要求

<sup>12</sup> 分别于2011年11月、2012年8月、11月及12月、2013年11月、2014年4月和2015年8月、2018年2月及4月进行了九次修订。

<sup>13</sup> 分别于2015年8月及2018年4月进行了两次修订。



如因外资持有OPCO的股权而须取得主管部门批准及满足额外的资格要求（以下简称“**其他规定**”），上市申请人须在提交上市申请前按照其可持有的OPCO的最大权益取得主管部门的批准。

就前述其他规定，VIE上市决策明确了两个例外情形，但在实践中的适用须以取得主管部门的确认及中国法律顾问的意见为前提条件：

- （1）如能够取得审批机关确认，即使上市申请人符合其他规定，因没有批准的审批程序或指引，或政策原因，该审批机关亦不会或不能发出批准；或
- （2）如审批机关没有批准的审批程序或指引，但上市申请人能够让香港联交所采信，其已按照中国法律顾问的意见在提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中国法律顾问的所有建议，上市申请人可直接持有少于OPCO的最大许可权益。

### **3.1.2. 《外国投资法草案（2015）》相关风险应对措施及披露要求**

针对《外国投资法草案（2015）》，VIE上市决策第23条至第28条新增了对《外国投资法草案（2015）》的相应程序及规定。香港联交所建议拟使用VIE架构的上市申请人就不常见的问题通过非正式及保密的途径预先与香港联交所沟通。香港联交所亦要求上市申请人就是否需要就《外国投资法草案（2015）》采取降低风险的措施咨询中国法律顾问的意见。无论上市申请人决定采取措施与否，均须在上市文件中按照VIE上市决策的具体要求披露采取该做法的理由。此外，针对在其上市文件显示将在上市后收购或设立VIE架构业务的上市申请人，前述规定同样适用。

### **3.2. 2018 年香港联交所审核通过的 VIE 案例**

根据香港联交所官方网站披露易上公开披露的招股说明书，我们整理了2018年期间采用VIE架构并在香港联交所成功上市的二十二个案例（以下统称“**2018年案例**”，列于本报告附录二）。2018年案例中的上市申请人在论证其采用VIE架构的理由时，均阐述了其所开展的业务在中国或其他国家存在外资股权限制，这亦是VIE上市决策项下规定的VIE架构适用的首要前提。但由于不同上市申请人经营业务的差异性，在具体适用VIE架构的情形上也存在差别。根据OPCO的业务类型，2018年案例大致可以分为限制类、禁止类+限制类、禁止类/限制类+允许类三种情况：

| 限制类                                                                                                                                                                                                                                                                                            | 禁止类+限制类                                                                                                                                  | 禁止类/限制类+允许类                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>新华教育 (HK.2779)</li> <li>汇付天下 (HK.1806)</li> <li>齐屹科技 (HK.1739)</li> <li>有才天下猎聘 (HK.6100)</li> <li>希望教育 (HK.1765)</li> <li>中国春来 (HK.1969)</li> <li>华滋国际海洋 (HK.2258)</li> <li><sup>14</sup></li> <li>宝宝树集团 (HK.1761)</li> <li>卓越教育集团 (HK.3978)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>博骏教育 (HK.1758)</li> <li>第七大道 (HK.0797)</li> <li>指尖悦动 (HK.6860)</li> <li>创梦天地 (HK.1119)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>平安好医生 (HK.1833)</li> <li>21 世纪教育 (HK.1598)</li> <li>小米集团 (HK.1810)</li> <li>映客互娱 (HK.3700)</li> <li>天立教育 (HK.1773)</li> <li>美团点评 (HK.3690)</li> <li>华兴资本控股 (HK.1911)</li> <li>同程艺龙 (HK.0780) <sup>15</sup></li> <li>万咖壹联 (HK.1762)</li> </ul> |

### 3.2.1. OPCO 的业务中存在限制类业务

根据VIE上市决策，上市申请人应仅在存在外资持股比例限制的范围内采用VIE架构。在实践中，尽管OPCO从事的业务对外资持股比例存在部分限制，上市申请人可持有OPCO一定比例的股权，但通常亦存在其他限制，如（i）适用法律对外国投资者有资质要求，但上市申请人不符合该等要求；（ii）适用法律对于外国投资者申请资质无明确指引或诠释，较大程度上取决于主管部门的自由裁量；及（iii）主管部门确认在其管辖区域内暂无外国投资者获得资质的先例，并且在将来一段时间内也不会批准。鉴于前述限制，上市申请人通常无法持有OPCO的任何股权，只能通过完全采用VIE架构实现对OPCO的控制。

2018年案例中，新华教育（HK.2779）、希望教育（HK.1765）及中国春来（HK.1969）的主营业务均为民办高等教育业务。根据《外商投资产业指导目录》的相关规定，高等教育属于限制类业务。根据中外合作办学的相关规定，中外合作民办学校的外国投资者须具备一定的资历要求（如为持有相关资格及提供优质教育的外国教育机构）；中外合作民办学校的外资持股比例应低于50%，且该等学校的成立须经得省级或国家教育部门批准。但由于中外合作办学所适用的现行法律对于资历要求并无实施办法或明确指引，目前无法明确外国投资者为向有关教育当局显示已符合资历要求而须符合的特定标准。鉴于上述情况，上述企业在上市前分别向各自的主管部门进行咨询后得到了以下确认：（i）外资股权限制及资历要求适用于各自地区的中外合作民办学校；（ii）在各自地区暂无根据《中外合作办学条例》就资历要求颁布具体

<sup>14</sup> 该公司 VIE 架构设置是针对印度尼西亚法律对外资准入的限制，下文将单独进行分析。

<sup>15</sup> 该公司采用了部分 VIE 架构的设置，下文将单独进行分析。

的实施办法或明确指引；（iii）出于政策原因，各自地区尚无审批通过任何中外合作民办学校；（iv）预期于可预见未来批准在各自地区开办中外合作民办学校存在难度或可能性极低；及（v）VIE架构设立无须教育部门批准。

有才天下猎聘（HK.6100）提供的人才中介服务并未列入《指导目录》，属于允许类。但依据人力资源和社会保障部于2015年4月30日颁布的《人才市场管理规定》和《中外合资人才中介机构管理暂行规定》，从事人才中介服务或其他相关业务的外国投资者拟在中国从事人才中介服务，必须与中国人才中介服务机构建立合营业务，并向合营企业成立所在的省、自治区/或直辖市的人力资源主管机关取得人力资源服务许可证。此外，依据北京市人民政府于2014年9月29日颁布的《北京市人民政府关于加快人力资源服务业的意见》，外国投资者不得持有与中国人才中介机构在中关村国家自主创新示范区成立的中外合营业务70%以上的股权。有才天下猎聘（HK.6100）主营人才中介服务的OPCO之一正是在中关村国家自主创新示范区注册并取得人力资源服务许可证，因此其只能持有前述OPCO70%的股权，剩余30%的股权则须采取VIE架构。

### 3.2.2. OPCO 同时从事禁止类及限制类业务

在OPCO同时从事禁止类及限制类业务的情况下，VIE上市决策并未明确规定上市申请人是否需要将限制类业务剥离出VIE架构。博骏教育（HK.1758）的主营业务为民办教育业务，根据《外商投资产业指导目录》的相关规定，初中义务教育属于禁止类业务，幼儿园及高中教育属于限制类业务。针对初中教育业务，由于外资不得持有任何股权，因此博骏教育（HK.1758）未对该类业务采用VIE架构做进一步的论证。根据博骏教育（HK.1758）招股书的披露，幼儿园及高中教育采用VIE架构的论证理由与OPCO的业务中存在限制类业务的情况相似。根据相关规定，尽管幼儿园及高中教育允许外资持股比例低于50%，但中外合作民办学校的外国投资者须具备一定的资历要求，且该等学校的成立须征得省级或国家教育部门批准。经博骏教育（HK.1758）与其主管部门四川省教育厅政策法规与综合改革处及四川省教育厅咨询后确认，其主管部门并未就外国投资者资历要求设立任何确定性标准，且自《中外合作办学条例》于2003年9月1日生效起，四川省并无批准开办任何中外合作民办学校，四川省中外合作民办学校的审批过程已暂停，而该政策自此次确认起一年内不大可能出现任何变动。

第七大道（HK.0797）及指尖悦动（HK.6860）的业务均包括属于禁止类业务的互联网文化业务，及属于限制类业务的增值电信业务；创梦天地（HK.1119）从事了属于禁止类业务的网络出版业务和互联网文化业务，及属于限制类业务的增值电信业务。就前述禁止类业务的互联网文化业务，第七大道（HK.0797）及创梦天地（HK.1119）均未在招股书中对互联网文化

业务采用VIE架构的理由作出披露；就前述禁止类业务的网络出版业务，创梦天地（HK.1119）向主管部门进行了咨询后确认采用VIE架构不可能被视为失效、无效或受适用法律管制，且不会因任何违反相关适用法律而受到处罚，而指尖悦动（HK.6860）则披露了其在咨询主管部门后确认网络文化经营许可证未曾且将不会授予任何外资企业。就前述限制类业务即增值电信业务，第七大道（HK.0797）、指尖悦动（HK.6860）及创梦天地（HK.1119）的招股书均披露了采用VIE架构的理由为外国投资者不得持有提供增值电信服务的公司超过50%的股权。

由于外国投资者从事增值电信业务须具备一定的资质要求，且目前适用法律未对该等资质要求作出明确的指引或诠释，较大程度取决于主管部门的自由裁量，因此外商投资企业能否取得增值电信业务许可证存在较大的不确定性。如经咨询主管部门后，指尖悦动（HK.6860）的中国法律顾问告知中外合资企业取得批准及增值电信业务许可证面临重大不确定性。宝宝树集团（HK.1761）经咨询主管部门后明确其OPCO（众鸣）不允许被外资持有。小米集团（HK.1810）披露为尽管增值电信业务许可证在极少情况下会授予中外合资企业，但经主管部门确认，其通过中外合资企业申请增值电信业务许可证目前不会获批。因此，前述案例均完全采用VIE架构。

### 3.2.3. OPCO 从事的业务存在允许类业务

除延续以往的个案审批原则外，VIE上市决策进一步强调，如无外资股权比例限制，则上市申请人不得采用VIE架构。原则上，如OPCO的部分业务不存在外资股权比例限制，则通常需要将该部分业务剥离出去以确保VIE架构的合规性。小米集团（HK.1810）在其招股书中披露，其正将不存在外商投资限制的保理业务转出OPCO。天立教育（HK.1773）在其招股书中披露，根据适用法律及中国法律顾问与主管部门咨询的结果，提供学校管理或经营自有早教中心或授权其他早教中心使用其自有品牌不属于外商投资限制或禁止类业务，其将于获得香港联交所上市批准的当天将该等业务转让给外商独资企业（以下简称“WFOE”）西藏永思。映客互娱（HK.3700）亦在其招股书中披露，经营广告业务不属于禁止或限制外商投资的业务，其已向其间接全资附属公司转让所有不受外商投资限制的广告业务（包括但不限于所有相关业务合约及雇员）。万咖壹联（HK.1762）在其招股书中披露，其已将其不受外商限制的所有业务转让给WFOE，但向移动应用程序开发商免费提供的增值服务除外，因前述增值电信业务如未来改为收费服务将属于外商限制类。

在实践中，上市申请人亦可能基于允许类业务与OPCO同时从事的其他禁止类或限制类业务紧密联系不可分的角度说明VIE架构的必要性，从而要求将该等业务保留在VIE架构中。如平安好医生（HK.1833）在其招股书中披露，作为OPCO之一的江西纳百特公司拥有四家线下



分公司，从事经营江西纳百特线下业务及为其移动应用程序及网站提供线下仓储服务及线下药品快递服务，该等线下业务不受任何外商投资准入限制。然而，根据相关法律规定及中国法律顾问提供的意见，为保持江西纳百特遵守适用中国法律向个人客户经营在线药品交易服务，江西纳百特四家线下分公司所进行的线下业务不得与江西纳百特的线上药品交易服务分开进行，而线上药品交易服务则受外商投资准入限制。此外，江西纳百特的全资子公司江苏纳百特从事线下药品销售并持有药品经营许可证。江苏纳百特拟开展互联网药品交易服务，但因政策原因主管部门不再核发新的互联网药品交易服务资格证书。根据中国法律顾问与主管部门进行口头咨询的结果，中国法律顾问认为为维持江苏纳百特业务运营及根据主管部门的要求，江苏纳百特须继续保持作为江西纳百特的全资子公司，其拟开展的互联网药品交易服务及现有线下服务均须纳入VIE架构中。

21世纪教育（HK.1598）在其招股书中披露，虽然提供学前教育加盟及提供学校运营服务并不属于《外商投资目录》的限制类或禁止类，但鉴于提供学前教育加盟及学校运营服务与其提供学前教育及高等教育业务密不可分，因此须由纳入VIE架构的实体运营。华兴资本控股（HK.1911）在其招股书中披露，就其开展的人民币基金投资管理业务，该等被投资公司主要为从事创新及新兴业务的新经济公司，且大多受到外商投资限制。由于其现时的人民币基金均已完成募资，故无法从资金流及管理角度根据被投资公司经营的相关行业类别是否受到外商投资限制，而将投资基金及/或投资回报分开计算及并进行重组。

此外，实践中也存在以允许类业务所占收入比例极低或非盈利性作为理由，将该等业务保留在VIE架构中。如映客互娱（HK.3700）在其招股书中披露，虽然淮安映客目前提供的付款支持服务并未严格归类为任何限制类业务，但其提供向平台主播支付报酬的服务对平台业务生态系统至关重要，因此该等服务完全并入北京蜜莱坞移动端直播平台的运营，且与北京蜜莱坞业务互相依赖；北京蜜莱坞产生的收益占绝大部分（99%以上）的综合收益，淮安映客提供移动端直播平台经营的支持服务为非盈利实体。如美团点评（HK.3690）及小米集团（HK.1810）在其各自招股书中披露，将通过OPCO的附属公司在日常业务过程中对多个公司作出的少数投资保留在VIE架构中原因是该等投资并不重大，亦非综合入账或控制；同时承诺，如日后取得被投资公司的控制权，将根据被投资公司的业务性质，考虑重组其所有权，使被投资公司成为其直接或间接附属公司。

### 3.2.4. 针对外资持有 OPCO 的最大权益部分采用 VIE 架构

在2018年案例中，同程艺龙（HK.0780）因取得了主管部门的批准而能够持有OPCO的最大权益，采取的是部分VIE架构。同程艺龙（HK.0780）同时从事了属于禁止类业务的呼叫中

心服务，属于限制类业务的增值电信服务及属于允许类业务的在线数据处理与交易处理业务。针对其限制类及允许类业务，同程艺龙部分采用了VIE架构，禁止类业务则完全采用VIE架构。由于同程艺龙（HK.0780）的OPCO北京艺龙和同程艺龙持有通常外商投资企业难以取得的增值电信业务许可证，而增值电信业务的外资持股比例不得超过50%，因此同程艺龙（HK.0780）采用了部分VIE架构，即分别由WFOE艺龙北京及龙越天程直接持有北京艺龙及同程网络50%的股权，剩余50%的股权则通过VIE协议安排持有。同程艺龙（HK.0780）亦在其招股书中披露，尽管根据现行规定，在线数据处理与交易处理业务（经营类电子商务）的外资持股比例最高可达到100%，但由于实践中OPCO开展互联网信息服务业务（增值电信业务）与第三方平台交易业务（在线数据处理与交换业务）不可分割，且OPCO不能将第三方平台交易业务转让给WFOE，因此该等业务须纳入前述部分VIE架构中。此外，针对属于禁止类业务的呼叫中心服务，则由WFOE龙越天程采用全部VIE架构实现对OPCO苏州程艺的控制。

同程艺龙（HK.0780）采用部分VIE架构在香港联交所上市具有开创性意义，其“50%持股+50%协议”的架构既满足了增值电信业务外资持股比例不得超过50%的要求，同时确保通过VIE协议控制实现控制OPCO及合并财务报表的目的，最大程度地符合香港联交所对于VIE架构的审核标准。此后，对于涉及需取得增值电信业务许可证的拟上市申请人，尤其是与同程艺龙来自同一地区的，香港联交所在审理时很可能会参考同程艺龙的案例，对于无法取得增值电信业务许可证的外商投资企业将着重考虑单凭相关监管机关作出不予审批或难以取得的确认是否足够。鉴于香港联交所对VIE架构的审核一般都采取个案审批原则，因此我们理解，香港联交所可能会参照同程艺龙的案例处理未来的相关申请，亦不排除香港联交所会根据具体情况同意申请人采用100%的VIE架构。

### 3.3. 《外国投资法草案（2015）》对VIE架构的潜在影响

《外国投资法草案（2015）》公布至今已近四年，考虑到国务院已将《外国投资法》列入其2018年立法工作计划，2018年香港联交所修订的VIE上市决策增加了针对《外国投资法草案（2015）》的相关内容及程序。

#### 3.3.1. 《外国投资法草案（2015）》中与VIE架构相关的内容

##### （一）对外国投资者的定义

对于外国投资者的定义，《外国投资法草案（2015）》遵循“实际控制”原则。一方面，受外国投资者控制的境内企业将被视为外国投资者；另一方面，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。同时，《外国投资法草案（2015）》明确了构成控制的三种情形，即（1）取得被控制企业50%以上的股权、表决权或类似权利；（2）虽未取得被控制企业50%以上的股权、表决权或类似权利，但（i）有权任命（或有能力确保其提名人员取得）被控制企业过半数的董事会或类似决策机构的席位；或（ii）对于被控制公司的股东会、董事会等决策机构产生重大影响；或（3）通过合同、信托等方式能够对该企业的经营、财务、人事或技术等施加决定性影响。

## （二）特别管理措施制度

《外国投资法草案（2015）》设立了对限制类和禁止类外商投资领域的特别管理措施制度，即（1）禁止类：不允许外国投资者投资；及（2）限制类：如实际控制人为外国投资者的，需申请外资准入许可；如实际控制人为中国投资者的，可申请视为中国投资者的投资，同时亦需申请外资准入许可。

综上所述，如OPCO受中国公民控制，则OPCO可能被视为中国投资者的投资，因此VIE架构可能被视为合法。反之，如OPCO由外国投资者控制，则OPCO可能被视为外国投资者的投资，则当OPCO从事的业务属于特别管理措施目录所列行业，且其未申请及取得相关的外资准入许可，则VIE架构可能被视为非法。新华教育（2779）、希望教育（HK.1765）、中国春来（HK.1969）、21世纪教育（HK.1598）、博骏教育（HK.1758）等上市申请人均在其招股书中披露，其采用VIE架构的方式，通过WFOE控制OPCO，并在中国开展相关业务。根据《外国投资法草案（2015）》，未来VIE架构将根据监管机关对OPCO实际控制人的认定而可能被视为非法或者合法。

### 3.3.2. 对《外国投资法草案（2015）》实施前存量 VIE 架构的管理

就《外国投资法草案（2015）》生效前已经存在的VIE架构且于特别管理措施目录所列行业进行业务的外商投资企业，《外国投资法草案（2015）》未作明确规定，但商务部在草案说明里提及了目前主流的三种处理意见，即申报制、申报及认定制及许可制。监管机关最终会采取什么处理方案，还有待其进一步的研究及公布。

### 3.3.3. 《外国投资法草案（2015）》对 VIE 架构的潜在影响

根据最新VIE上市决策的要求，上市申请人均需在招股书中就《外国投资法草案（2015）》的背景、潜在影响及可能采取的措施等内容进行披露；就《外国投资法草案（2015）》对VIE架构的潜在影响部分，需分别就是否由中国投资者控制及相关业务是否被纳入特别管理措施目

录进行说明。

### **（一）如实际控制权属于中国投资者，则VIE架构合法**

上市申请人可以向主管机构申报实际控制权属于中国投资者，并保留VIE架构。美团点评（HK.3690）、小米集团（HK.1810）、21世纪教育（HK.1598）、中国春来（HK.1969）、新华教育（2779）等均在其招股书中披露，（i）其控股股东为中国公民，且于全球发售完成时将合共控制其50%以上的投票权，且控股股东间接持有其超过50%或以上股权、资产、投票权或同类股权，符合《外国投资法草案（2015）》关于控制权的第一项规定；（ii）WFOE对OPCO行使实际控制权而符合《外国投资法草案（2015）》的第三项控制权规定，因此中国法律顾问认为其可申请认定VIE架构为中国投资者的投资，而VIE架构可能会被视为合法。而另一种情况如映客互娱（HK.3700），其创始人均为中国公民，但创始人合计持有上市申请人及OPCO的股权及投票权均不足50%。由于创始人作为上市申请人及OPCO的最大股东且为一致行动人，其持有的投票权可对上市申请人的股东大会及董事会施加重大影响，且创始人担任上市申请人的执行董事，履行最高管理职能，亦有权对上市申请人及OPCO的管理及运营施加重大影响，因此可以证明其由中国投资者控制。

如上市申请人无法满足在上市后中国投资者持续控制超过50%的股权，则可能不被视为实际控制权属于中国投资者，存在因此不能符合《外国投资法草案（2015）》的相关规定的风险。宝宝树集团（HK.1761）在其招股书中披露，如《外国投资法草案（2015）》以现有草案的内容颁布，中国法律顾问认为其可能基于以下理由被视为受中国投资者控制：（1）根据合约安排，按《外国投资法草案（2015）》控制定义第三点，众鸣（OPCO）受到宝宝树信息（WFOE）控制；及（2）紧随上市后，其将被视为受中国实体控制，因其超过50%的股份将受中国投资者控制。然而，宝宝树集团（HK.1761）亦披露了中国投资者可能无法保证其于上市后继续控制超过50%的股份。有鉴于此，宝宝树集团（HK.1761）向中国法律顾问咨询了降低风险可采取的措施，包括（i）非中国投资者承诺放弃委任董事会成员的权利；及（ii）确保中国投资者直接或间接委任董事会超过半数成员的权利。但宝宝树集团（HK.1761）认为这些措施不符合实际情况，最终决定不采取中国法律顾问建议的上述措施。因此，宝宝树集团（HK.1761）披露了其可能因为目前的VIE架构未能符合《外国投资法草案（2015）》的相关规定，存在将根据VIE协议出售业务或调整VIE架构，甚至可能从香港联交所摘牌的风险。

### **（二）如相关业务被纳入特别管理措施目录可能产生的影响**

美团点评（HK.3690）、小米集团（HK.1810）、博骏教育（HK.1758）等在其招股书中

披露，（i）如其从事的业务未被纳入特别管理措施目录且能够根据中国法律合法经营，WFOE将根据独家选择权协议行使认购期权，以在获得相关部门的重新批准的情况下收购OPCO的股权并解除VIE架构；及（ii）如其从事的业务被纳入特别管理措施目录，根据《外国投资法草案（2015）》中对控制权的定义及上述在《外国投资法草案（2015）》生效前对VIE架构的处理方式，则可能被视为被禁止或限制的外商投资，VIE架构可能被视为非法及无效。

考虑到截至目前已经有多家上市公司采用VIE架构成功在香港联交所上市，2018年案例中绝大部分上市申请人的董事均表示其认为相关部门将以《外国投资法草案（2015）》不具有溯及力为由，不会要求其解除VIE架构，或因最终颁布的《外国投资法》可能对控制的定义存在不确定性，且相关监管机关在解释法律方面具有广泛的自由裁量权来说明保留VIE架构的可行性，并在招股书风险因素章节对VIE架构的风险作出了相关披露。但美团点评（HK.3690）、小米集团（HK.1810）、中国春来（HK.1969）等的中国法律顾问则对此持保留意见，认为中国政府可能会对外国投资的监督以及对其产生影响的法律及法规的实施采取谨慎态度，并根据实际的不同情况作出决定。

为保证业务的持续性，2018年案例中的上市申请人均披露了，如能够根据《外国投资法草案（2015）》及特别管理措施目录的要求保留VIE架构，其将采取合理的措施及行动，以遵守外国投资法律并降低相关法律对其造成的不利影响。然而，上市申请人无法保证能否完全遵守有关法律，在最差的情况下，其将无法通过VIE架构经营相关业务并丧失获取OPCO经济利益的权利，甚至被香港联交所除牌。

尽管如此，为维持对OPCO的控制权及获取OPCO的经济利益，2018年案例中的上市申请人亦依据各自的中国法律顾问采取了相应的措施。21世纪教育（HK.1598）、新华教育（2779）、中国春来（HK.1969）的中国法律顾问要求其控股股东出具承诺函，以确保实际控制权一直属于中国投资者以维持其对OPCO的控制并取得OPCO的经济利益。天立教育（HK.1773）的中国法律顾问则在要求控股股东出具承诺函的基础上，与四川省商务厅进行了咨询，确认《外国投资法草案（2015）》目前不具任何法律效力及于《外国投资法》正式颁布及生效前，外商投资企业须就其设立及后续任何变动遵守现行中国法律；如外商投资企业已遵守现行中国法律，则四川省商务厅将不会要求其作出任何形式的承诺，包括有关外商投资企业的实际控制股东的国籍或根据《外国投资法草案（2015）》采取任何特别措施。

### **3.4. 针对非中国境内业务采用的 VIE 架构**

在2018年案例中，与其他因在中国境内从事外商投资限制类业务而采取VIE架构的公司不

同，华滋国际海洋（HK.2258）的VIE架构是针对其非中国境内业务。根据印度尼西亚的法律规定，从事港口、航道及海洋工程的公司的外资持股比例不得超过67%，因此华滋国际海洋（HK.2258）的境外全资子公司Engineering Prosper持有印度尼西亚奔腾67%的股权，剩余33%的股权由其印度尼西亚合作伙伴PTPB持有，华滋国际海洋（HK.2258）通过VIE协议控制及获得PTPB持有的该等33%股权的经济利益。尽管VIE上市决策中列明的VIE架构针对的是中国境内业务，但华滋国际海洋（HK.2258）招股书中相关的披露同样是根据VIE上市决策中的相关要求而作出，包括披露：（i）其印度尼西亚法律顾问关于印度尼西亚监管机关从未因其现行法律对VIE架构做出任何干预或产权负担，及其认为由于VIE架构属于印度尼西亚私法领域，故印度尼西亚政府将不会干涉VIE架构或对VIE架构合法性产生任何争议的法律意见；（ii）其亦取得印度尼西亚负责颁发建造服务及海外投资商业许可证的主管机关投资协调委员会的口头确认，表示VIE架构属于印度尼西亚私法领域，实践上容许Engineering Prosper作为海外投资者间接控制从事港口工程建造的印度尼西亚公司全部权益；及（iii）如将来印度尼西亚法律允许从事港口、航道及海洋工程的公司的外资持股比例超过67%，其全资子公司Engineering Prosper将有权根据Engineering Prosper出售授权书，向Engineering Prosper或其任何成员公司出售PTPB持有的印度尼西亚奔腾的股权；如将来印度尼西亚法律允许外国投资者直接持有从事港口、航道及海洋工程的公司全部股权，则其将尽快解除VIE架构，使得印度尼西亚奔腾成为其全资子公司等内容。

### 3.5. 最新立法动态

2018年12月23日，十三届全国人大常委会第七次会议对《中华人民共和国外商投资法（草案）》（以下简称“《外商投资法草案（2018）》”）进行了审议，并于2018年12月26日将其正式公布并向社会公开征求意见。与《外国投资法草案（2015）》相比，《外商投资法草案（2018）》的内容和结构出现了较大变化，由170条直减至39条，尤其是删除了VIE架构的相关规定。此外，《外国投资法草案（2015）》明确规定外国投资包括“通过合同控制境内企业或持有境内企业权益”，《外商投资法草案（2018）》则删除了前述规定，改为“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”这一兜底情形。

对于《外商投资法草案（2018）》暂时搁置VIE架构的原因，业界大致存在两种猜测。一种观点认为，鉴于商务部发言人高峰在2018年12月17日的商务部例行新闻发布会上表示“将进一步放宽外资市场准入，推动相关部门加快电信、医疗、文化等领域的开发进程”，因此未来搭建VIE架构的需求将逐渐减少，现有的VIE架构又不适合追溯并要求解除，因此无需在《外商投资法草案（2018）》中规定VIE架构的合法性问题。另一种观点则认为，鉴于司法部于

2018年10月公布的《民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》明确规定，“在中国境内设立的外商投资企业以及外方为实际控制人的社会组织不得举办、参与举办或者实际控制实施义务教育的民办学校”，及“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”，因此民办教育将成为将VIE架构纳入外资监管体系的试点，今后可能进一步推广到其他特定行业领域甚至统一外商投资法。

我们理解，鉴于《外商投资法草案（2018）》仍然有前述兜底情形，不排除未来监管机关将通过部门规章或行政法规，针对特定行业或特殊情形的VIE架构进行监管。具体情况有待于最终通过立法的《外商投资法》及政府的相关立法动态，相信香港联交所亦将密切关注相关情况，并视情形决定是否需要对外VIE上市决策进行修订。（本章完）



## 第四章

### 2018 年香港联交所新经济企业上市新政及境内机构投资者 ODI 备案趋势小结

文/余峥律师团队

香港联合交易所有限公司（以下简称“**香港联交所**”）于2017年接连发布针对设立创新板的框架咨询文件和咨询总结，并于2018年继续发布针对新兴及创新产业公司上市制度的咨询文件和咨询总结，力图改革、拓宽现行上市制度。总体而言，香港联交所将接纳不同投票权架构的新经济公司和尚未盈利或未有收入的生物科技上市公司，并设立新的第二上市渠道。

香港联交所改革的主要目标之一“在于吸引高质量的新经济公司”，而新经济公司应具有以下一项或多项特征：第一，能证明公司成功营运有赖其核心业务应用了新的科技、创新理念，及/或业务模式，亦令该公司有别于现有上市公司，与众不同；第二，研发将为公司贡献一大部分的预期价值，且研发为公司主要业务并占去大部分开支；第三，能证明公司成功营运有赖其专利业务特点或知识产权；第四，相对于有形资产总值，公司的市值或无形资产总值较高。

#### 4.1. 香港联交所新经济企业 2018 上市新政

##### 4.1.1. 不同投票权架构公司新政

###### （一）新政规定

2018年4月24日，香港联交所刊发《新兴与创新产业公司上市制度的咨询总结》（以下简称“**《咨询总结》**”），允许拥有不同投票权架构的公司上市。有关修订于2018年4月30日生效。此次《主板上市规则》（以下简称“**《上市规则》**”）的修订标志着香港再次向不同投票权制度敞开了怀抱<sup>16</sup>。截至本文收笔之日，已有两家采取不同投票权架构的新经济公司在香港联交所主板完成公开发行股份及挂牌，分别是小米集团和美团点评。

###### （二）不同投票权架构公司上市要求

根据《咨询总结》和修订后的《上市规则》，以不同投票权架构上市的公司需满足下列条件：

| 不同投票权架构公司上市要求 |                                 |
|---------------|---------------------------------|
| 主体资格          | 仅考虑新申请人以不同投票权架构上市的申请（即公司未上市时已采用 |

<sup>16</sup> 参见缪熙平、叶宇嵘、黄易奕：《与新经济同行——联交所跨进一大步》，2017年12月26日。

|             |                                                                                                                                           |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|             | 不同投票权架构，然后申请在香港上市才会被接受；除了供股、公开招股外，上市后不得再发行或扩大具不同投票权的股份）。                                                                                  |
| 预期市值        | 1. 上市时市值至少为 400 亿港元；或<br>2. 上市时市值至少为 100 亿港元及经审计的最近一个会计年度收益至少为 10 亿港元。                                                                    |
| 不同投票权受益人    | 发行人上市时，此类受益人必须为董事会成员。                                                                                                                     |
| 资深投资者       | 公司曾得到至少一名资深投资者提供相当数额的第三方投资。                                                                                                               |
| 上市时所占经济利益下限 | 新申请人首次上市时，其不同投票权架构受益人拥有其已发行股本相关经济利益的占比，合计必须不少于 10%。<br>注：但是，若上述最低相关经济利益不足 10%而仍涉及巨款金额（例如申请人于首次上市时的预期市值超过 800 亿港元），香港联交所也可能在综合考虑其他因素后酌情接受。 |
| 投票权         | 1. 同股同权股东必须持有发行人股东大会议案不少于 10%的投票权；<br>2. 不同投票权股东享有的投票权，不得超过普通股股东投票权的 10 倍。                                                                |

### （三）对不同投票权的限制

| 不同投票权限制措施     |              |                                                                     |
|---------------|--------------|---------------------------------------------------------------------|
| 对拥有不同投票权股东的限制 | 允许的不同投票权架构类别 | 只限以股份类别为基础的不同投票权架构，并只就发行人股东大会上的议案赋予受益人更大的投票权。具不同投票权的股份不具上市资格。       |
|               | 不同投票权股份转换限制  | 不同投票权股份转换为普通股，必须按照一换一的比率进行，且需先经香港联交所批准。                             |
|               | 不同投票权受益人持续规定 | 在受益人身故、不再担任发行人董事、香港联交所认为其无行为能力或认为其不再符合担任董事的规定等情形出现时，受益人享有的不同投票权即终止。 |
|               | 不同投票权股份的转让限制 | 1. 受益人所持的不同投票权股份，在股份的实益拥有权或经济利益转让予另一人，或股份所附投票权的管控（透过代表或其他方法）转让予另一人  |

|             |                 |                                                                                                     |
|-------------|-----------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|
|             |                 | <p>后，该等股份所附带的不同投票权即必须终止；</p> <p>2. 有限合伙、信托、私人公司或其他工具可代不同投票权受益人持有不同投票权股份，前提是该项安排不造成规避上一条的后果。</p>     |
|             | 必须按照“一股一票”表决的事项 | <p>1. 更改公司章程、组织文件；</p> <p>2. 更改任何类别股份的权利；</p> <p>3. 任免独立非执行董事；</p> <p>4. 任免审计师；</p> <p>5. 自愿清盘。</p> |
| 上市和合规文件披露要求 |                 | <p>1. 股份代号结尾须加上 W 作为标识；</p> <p>2. 所有上市文件、财报、通函、须知及公告需带有“具有不同投票权的公司”字样，并详述相关不同投票权架构及风险提示。</p>        |

#### （四）对香港联交所不同投票权制度的评价

（1） 香港联交所对不同投票权的态度并非一蹴而就，而是经历了从尝试到反对再到接纳的转变过程

在1989年《主板上市规则》实施以前，香港联交所并没有明文禁止有不同投票权架构的公司上市，会德丰、太古等公司均发行过比普通股票面价值低、但与普通股投票权相同的B股来集资。然而，大量B股的发行造成了资本市场的动荡，为维持投资者的信心，香港联交所在1989年12月修改《主板上市规则》，通过第8.11条的规定，明文限制不同投票权架构。自此，“一股一票”的政策在香港实行了二十多年。

2013年7月至9月间，阿里巴巴曾一度有意赴港上市，但其独特的“合伙人治理”制度，却让香港联交所陷入迟疑。面对阿里巴巴的合伙人制度，当时的香港联交所仍然坚持上市规则第8.11条的规定，不允许发行投票权与股本权益不成比例的股份，因此，双方协商未果，阿里巴巴只有放弃在港上市的愿望。2014年9月19日，阿里巴巴正式在纽约证券交易所挂牌上市，成为继Apple、Google及微软之后的全球第四大市值科技公司，也是仅次于Google的全球第二大市值互联网公司。之后，来香港资本市场行业类别分布不均的现象渐趋严重，香港联交所自身亦发现，若其始终坚持“一股一票”政策，将会面临来自国际资本市场的激烈竞争，削弱香港市场对潜在发行人的吸引力。因此，自2014年开始，香港联交所针对这一问题展开了多轮咨询和意见征求，反复权衡放开对不同投票权的限制会给香港资本市场带来怎样的影响，并终于在

2018年决定做出变革，重新接受不同投票权架构的申请人在香港上市。

## （2） 香港联交所此次改革是在摸索中的审慎变革

在2018年《咨询总结》刊发之前，香港联交所曾在2015年6月发布《概念文件：不同投票权架构》（以下简称“《概念文件》”），对是否要实行不同投票权架构以及实行怎样的不同投票权架构进行了广泛的征求意见和讨论。在《概念文件》中，香港联交所曾提出一些设想，例如不同投票权架构能否只限于新申请人、只限于特定行业、或者只限于创新型公司。《主板上市规则》修订之后，香港联交所亦只接受以股份类别为基础的不同投票权架构，仅考虑新申请人以不同投票权架构上市的申请，并在不同投票权股转让、转换、受益人以及表决事项等多方面规定了限制性措施。由此可见，香港联交所虽然为应对竞争形势取消了对不同投票权架构公司上市的禁止，但对于不同投票权架构会给市场带来的风险仍然持谨慎态度。

从发布《概念文件》到最终修订上市规则，香港联交所经历了长达4年的设想、征求意见、讨论、争议、汇总意见到最终形成一致政策的制定过程，最终定稿的上市规则修订版本可以说是充分吸收了各方意见，并在一定程度上在香港资本市场参与者内部达成了共识。从而使得本次规则修订具有充分民意基础，得到广大市场主体认同。修订规则发布后，大量新经济公司在2018年前往香港联交所申请挂牌上市，反响热烈。

所以，香港联交所此次改革的审慎体现在两个方面：**第一、该制度并非一改到底，彻底放开。**相比美国资本市场下的相对自由宽松、一视同仁，各类拟上市主体均可适用的同股不同权制度，香港联交所的“不同投票权架构”制度框架设置了各类限制，来港上市的大部分拟上市主体其实是无法适用的。**第二、决策过程耗时较长。**本次改革制度生效后的第一家不同投票权上市主体小米集团在2018年5月3日披露招股说明书，在小米集团招股说明书首次披露后的第二天，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）即就《存托凭证发行与交易管理办法》公开征求意见，对存托凭证的基本制度（其中提及设置不同投票权的基础证券发行人条款）做出规范，但《存托凭证发行与交易管理办法》的征求意见期限只有一个月，到2018年6月4日即正式颁布施行。相比之下，香港联交所制度革新的过程更显稳重。

## （3） 香港联交所此次改革，是赋权型公司法体制放松管制，在世界各主要证券交易所竞争中迭代上市规则的表现

“企业的参与者需要建立最有益于公司兴旺发达的结构模式，外部投资者也不可能找到一个放之四海皆准的、适合所有公司的一成不变的统一模式。公司发展的历史，就是那些在治理

结构上因不能适应周围环境的公司，在竞争中不断被击败的历史。同样，公司法的发展历史也就是那些试图将所有的公司统一为单一模式的法律不断被淘汰的历史。于是公司试图寻求允许其结构不断针对环境作出适应性变动的法律、这也正是赋权型法律存在的原因所在，因为赋权型法律仅仅规定公司的控制程序，而对公司的结构并不施加太多的限制。”<sup>17</sup>

笔者认为，香港联交所此次改革的法律渊源基础深厚，香港《公司条例》（香港法例第622章）本来就允许在香港注册成立的公司章程细则中可订明公司可发行多种级别、具有不同投票权的股份，因此，香港公司法在同股不同权的问题上，本属赋权型的公司法，故香港联交所教育市场主体在内心真正接受“不同投票权”架构的任务并不繁重。相比中国大陆《公司法》，其第一百二十六条确立了“同股同权”原则至今横亘在前，导致在面对基本法律层面的基础法律问题时，中国证监会的任何部门规章级别的改革都无法充分施展手脚。

作为亚洲地区主要交易所中首先明确启用“不同投票权”架构的交易所，香港联交所在本地区领风气之先，给本来打算前往美国上市的公司，特别是大中华区的科技类公司，提供了多样选择，在各大交易所的竞争中体现出明显优势。

#### 4.1.2. 生物科技公司新政

除“不同投票权”制度外，香港联交所同时还推出了另一套新制度，便利新经济公司中的生物科技公司在香港上市。根据《上市规则》，“生物科技公司”指主要从事生物科技产品研发、应用或商业化发展的公司。2018年2月，香港联交所在关于新兴及创新产业公司上市制度的咨询文件中，即建议允许未能通过财务资格测试的生物科技公司，包括未有收益或盈利记录的公司，在主板上市。2018年4月，香港联交所就前述咨询文件发布咨询总结，落实了咨询文件中的建议；同时确定在《上市规则》中引入第18A章，对生物科技公司的上市作出规定，并发布了有关生物科技公司是否适合上市的指引信。《上市规则》新订条文和指引信于2018年4月30日生效。

新引入的《上市规则》第18A章规定，如生物科技公司符合《上市规则》第18A章中对于生物科技公司的定义，并可证明其符合特定的条件，则可以在该公司未能通过《上市规则》第8.05(1)条的盈利测试、第8.05(2)条的市值/收益/现金流量测试或第8.05(3)条的市值/收益测试的情况下，以生物科技公司的身份上市。

---

<sup>17</sup> 转引自 P13, 《公司法经济结构》（中译本第二版），【美】弗兰克·伊斯特布鲁克，丹尼尔·费希尔 著，罗培新、张建伟译。



## （一）生物科技公司的身份

根据《上市规则》第18A章及指引信，评估申请人是否可以生物科技公司的身份上市时，香港联交所主要会参考下列条件（但下列条件非必需，没有约束力）：

| 生物科技公司认定参考条件 |                                                                                                                                                                                    |
|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 核心产品         | 至少有一项核心产品已通过概念阶段；                                                                                                                                                                  |
|              | 主要专注于研究及开发（“研发”），以开发核心产品；                                                                                                                                                          |
|              | 上市前最少十二个月一直从事核心产品的研发，而若核心产品是外购许可技术或购自第三方的核心产品，申请人须能展示外购许可技术/购得产品以来的研发进度；                                                                                                           |
| 知识产权         | 必须拥有与其核心产品有关的已注册专利、专利申请及/或知识产权；                                                                                                                                                    |
| 潜在产品         | 如申请人从事医药（小分子药物）产品或生物产品研发，须证明其拥有多项潜在产品；                                                                                                                                             |
| 集资用途         | 上市集资主要作研发用途，以将核心产品推出市场；                                                                                                                                                            |
| 资深投资者        | <p>在建议上市日期的至少六个月前已获至少一名资深投资者提供相当数额的第三方投资（不只是象征式投资），且至进行首次公开招股时仍未撤回投资。</p> <p>注：若申请人是由母公司分拆出来，又能以其他方式向香港联交所证明并使其确信其研发和生物科技产品有相当程度的市场认可（例如：与其他发展成熟的研发公司合作），则香港联交所未必会要求申请人遵守这项规定。</p> |

## （二）对生物科技公司新政的评价

香港联交所本次新政的主要目的之一就是吸引高增长的新兴及创新产业公司来港上市，而生物科技行业无疑满足香港联交所的这一要求。近年来，内地人口老龄化、可支配收入持续增加促使医疗健康潜在需求不断扩大，健康医疗行业迈入黄金发展期。2011-2016年，内地药品市场规模持续上升，年复合增长率达到15%。2016年内地《「健康中国 2030」规划纲要》推出，将建设「健康中国」上升为国家战略，预计2030年内地健康服务业总规模将达到16万亿元人民币。其中，基因工程等科学技术迅猛发展，现代生物技术在疾病治疗领域广泛应用，生物

医药产业逐步成为健康医疗行业中发展最快、技术含量最高的产业<sup>18</sup>。

相较美国和欧洲资本市场，亚洲区内生物科技产业还处在初步发展阶段。一方面，区域内缺乏大型的生物制药公司，国际排名前二十的医药公司大都集中在欧美地区，如默克、琼森、罗氏、诺华等，也缺乏类似英国剑桥桑格研究院等国际级的生物技术研发中心，将生物医药研究转化为商业用途，这不仅限制了区域内生物科技研发集群的形成，也不利于知识、人才汇聚，投资者和分析师对制药公司缺乏足够的评估经验和专业知识<sup>19</sup>。香港市场针对生物医药产业发展特性修改上市规则，可更好地对接生物医药等新经济的发展要求，成为生物科技行业发展的助推器<sup>20</sup>。

## 4.2. 境内机构投资者 ODI 备案

在香港联交所生物科技公司新政发布后，有多家挂牌公司上市前的机构股东均通过境内机构境外投资（ODI）备案登记渠道，取得并持有上市主体在境外的股权，已有案例如歌礼药业、信达生物等。这一现象反映出：部分大型境内投资机构，在持有境外公司股权问题上日趋规范，需要并愿意通过ODI备案渠道实现对境外公司的持股。

而在2018年3月1日，《企业境外投资管理办法》（国家发展和改革委员会令第11号）（即“**发改委11号令**”）生效，取代了旧的《境外投资项目核准和备案管理办法》（国家发展和改革委员会令第9号），宣告主管部门对企业境外投资开始全面加强监督管理，ODI备案的相关要求、规则、变化与趋势，成为赴港上市公司急需了解的事项。

根据发改委11号令，“境外投资”的定义为：“中华人民共和国境内企业（以下称“投资主体”）直接或通过其控制的境外企业，以投入资产、权益或提供融资、担保等方式，获得境外所有权、控制权、经营管理权及其他相关权益的投资活动”。与发改委11号令中的定义相似，商务部在《境外投资管理办法》（商务部令2014年第3号）（即“**商务部3号令**”）中，亦主要从投资主体、投资方式、投资结果三个方面，对境外投资活动做出了类似定义。

我国企业进行境外投资，将受到商务部及\或其地方机构（以下合称“商务部门”）及发展和改革委员会及\或其地方机构（以下合称“发改部门”）的监管。根据发改委11号令，投资主体开展境外投资，应当履行境外投资项目核准、备案等手续；商务部3号令规定，商务部门对企业境外投资实行备案和核准管理。发改委11号令和商务部3号令对备案及核准管理的区分标

<sup>18</sup> 参见香港交易所：《研究报告：双重股权架构与生物科技行业的上市制度改革》，第10页。

<sup>19</sup> 参见香港交易所：《研究报告：双重股权架构与生物科技行业的上市制度改革》，第13页。

<sup>20</sup> 参见香港交易所：《研究报告：双重股权架构与生物科技行业的上市制度改革》，第13页。

准皆为“敏感国家和地区”及“敏感行业”。实践中，境内投资主体实行的境外投资项目多不涉及敏感国家、地区和行业，因此需进行境外投资备案（以下简称“**ODI备案**”）的境外投资项目占多数。以下部分将围绕红筹架构下的ODI备案，结合笔者近期的实际操作经验，分享笔者对ODI备案最新实践的理解和体会。

#### 4.2.1. 境外投资备案的意义、立法意图及新动向

无论是在法律或现实层面，取得ODI备案都是境内主体合法进行境外投资的必要条件，也是境内主体办理外汇登记，合法将资金汇出境外的一项必要条件。发改委11号令规定，属于核准、备案管理范围的项目，投资主体应在项目实施前取得项目核准文件或备案通知书，否则“外汇管理、海关等有关部门依法不予办理相关手续，金融企业依法不予办理相关资金结算和融资业务”。此外，《国家外汇管理局关于发布<境内机构境外直接投资外汇管理规定>的通知》第七条亦规定：“境内机构境外直接投资获得境外直接投资主管部门核准后，持下列材料到所在地外汇局办理境外直接投资外汇登记：（四）境外直接投资主管部门对该项投资的核准文件或证书。”实践中，以深圳为例，许多银行要求投资机构需取得发改部门的备案，方能购汇。

因此，境内企业进行 ODI 备案，不仅是为了符合发改部门和商务部门的监管规定，合法开展境外投资项目；其另一项重要现实意义，是取得一张获取外汇额度的“路条”，使投资款项能够出境、项目得以顺利进行。

同时，外汇形势也会对ODI备案的难易程度产生影响。尽管外汇管理部门本身并非ODI备案的主管部门，并不直接就ODI备案与否作出决策，但ODI备案的难易程度与外汇形势紧张或宽松与否相关：外汇形势越紧张，ODI备案越难以取得；反之亦然。

在ODI备案制度立法意图方面，结合笔者团队2018年经办的多宗ODI申请体会看，ODI备案制度的主要监管对象，是“一带一路”性质的产业投资项目，对于投资标的涉及红筹结构，境外IPO上市和返程投资的因素的，并非商务部3号令和发改委11号令的立法本意，但是，该两份规定并未排除涉及红筹结构、境外IPO上市和返程投资因素的项目的 ODI备案申请，同时涉及该等因素的项目的ODI备案在实践中也大量存在。对此，官方态度是比较宽松的，甚至在部分省市明文规定支持。比如，2018年12月5日，深圳市人民政府就印发《关于以更大力度支持民营经济发展的若干措施》的文件，规定：“加大民营企业在主板、创业板、新三板、科创板的上市培育力度。支持有条件的民营企业到境外上市融资，对企业在境外上市所开展的合规境外直接投资（ODI）审核备案给予支持。”

#### 4.2.2. 办理 ODI 备案时关注要点及解决

在当前外汇形势日趋紧张的情况下，ODI备案不仅是境内资金出境的前提条件，更是唯一合法的大额境内资金进行海外股权投资的出境渠道。然而，办理ODI备案涉及商务部门及发改部门两大政府机构，所需文件较多；审核过程中，有关部门不仅将重点关注本次投资的具体情况，还将考察项目此前的境外投资备案情况等。针对前述现实状况，笔者团队根据2018年办理ODI备案的项目经验，总结了如下三项ODI备案过程中的关注要点，并简要提出建议，以供参考：

##### （一）共同申请

实践中，经常会出现两个以上企业共同进行境外投资，因而均需要办理ODI备案的情形，如同一项目同一轮次的投资中，有多个境内投资人均需通过办理ODI备案将资金合法汇出境外，对境外目标公司进行投资。对于前述情形，商务部3号令第十四条规定，“两个以上企业共同开展境外投资的，应当由相对大股东在征求其他投资方书面同意后办理备案或申请核准。”同时，发改委11号令第十六条规定，“两个以上投资主体共同开展的项目，应当由投资额较大一方在征求其他投资方书面同意后提出核准、备案申请。”可见，在两个以上申请人就同一项目提出ODI申请的情形下，商务部门和发改部门的规定中，对于备案申请的提出者（以下简称“**牵头者**”）的规定存在差异；商务部门要求“相对大股东”作为牵头者；发改部门则以“投资额”为判断标准。实践中，以深圳为例，深圳经信委判断牵头者的标准为“投后持股比例”，而深圳发改部门的标准为“投后投资总额”。

当多个投资人共同进行境外投资时，某些情形下，这一标准上的差异将可能导致该项目在商务部门和发改部门将分别由不同的投资人进行申报；如牵头者分属不同省级主管部门，则将使ODI备案的程序更加繁琐，进程更加不可控。

针对这一情况，笔者建议，拟与多个投资人一并进行ODI备案申请的境内企业，应在办理ODI备案前，提前明确各投资方在目标公司的持股比例及投资额，确定牵头申请方。必要时可通过简单重组，“选择”对申请更为有利的投资方作为牵头申请方，甚至进而选择“高效的管辖地”，从而能够为项目的推进带来极大便利。

##### （二）最终目的地公司的限制

申请办理ODI备案时，单一投资主体的，申请主体应披露本次境外投资的投资路径，包括最终目的地，而最终目的地公司一般不可为岛屿国家（如开曼、英属维京群岛）公司。这一限

制可能会为部分境外投资项目带来困境，尤其是搭建红筹架构、目标公司拟在境外上市的项目：此类项目通常在开曼或英属维京群岛设立特殊目的公司（即“SPV”），使其直接持有目标公司的股份，且其目标公司多为开曼公司。

为应对这一针对“最终目的地”的限制，境内投资主体可考虑在境外非岛屿国家/地区（如香港）设立路径公司，在申请时仅披露到路径公司，即可避免“最终目的地”为岛屿国家公司，影响ODI备案。

根据笔者团队的项目经验，目前对于多家投资主体的或涉及到境外红筹上市架构的ODI备案申请，暂未有此类限制要求。

### （三）此前备案情况

#### （1） 37号文备案

如境外投资的目标公司存在境内自然人股东未办理37号文备案，将会对申请主体办理ODI备案产生不利影响。以深圳为例，如申请主体为深圳市属企业，则无法申请ODI备案；如申请主体为在前海设立的企业，目前还可以不追溯<sup>21</sup>。如申请ODI备案前，境内企业已得知目标公司存在境内自然人股东应办理而未办理37号文备案的情况，则应敦促该境内自然人股东尽快提交补登记申请。但考虑到补登记的难度和现实障碍，必要时申请主体还需考虑其他路径。

#### （2） 前轮投资的 ODI 备案对本轮投资申请的影响

对于商务部门而言，同一个项目只可核发一张境外投资证书（发改部门暂无此类要求）。因此，目标公司现有股东ODI备案情况将影响境内申请主体办理新的ODI备案。如目标公司的登记股东境内企业A已就该项目的前一轮投资获得ODI备案，而本轮投后最大投资方B亦需办理ODI备案，则需由A直接在备案地申请变更，增资并增加股东B；亦可由A注销原备案证书，或把该项目划转到B所在地，再由B和其他投资方一起重新申请ODI备案。后一种解决方案更加复杂、所需时间更长，但无论采取哪一种方案，都需要A的支持与配合，也因此需要A、B以及目标公司的共同协商。

笔者建议，境内投资主体在办理ODI备案前的准备阶段，应全面了解目标公司现有股东（包括自然人及企业）的境外投资备案情况（包括37号文备案及ODI备案），如发现前述未备

<sup>21</sup> 注：由于此为笔者团队协助申请时的经验，关于出现目标公司境内自然人股东未办理 37 号文登记的情况时，前海片区注册的申请主体是否追溯的问题，建议申请人在申请时咨询有关部门。



案或已备案的情况，应尽早解决。

#### 4.2.3. 小结

第一、境内投资主体在境外投资前取得 ODI 备案批文，目前已成大部分境内机构投资人投资红筹架构项目的一条热门路径；

第二、由于 ODI 备案涉及到发改部门及商务部门，甚至包括外汇形势等政策层面因素，且相关细节要求较多，在目前的监管背景下，ODI 备案存在一定的不确定性因素。鉴于前述情形，境内企业在进行境外投资时，如需申请 ODI 备案，应提前根据 ODI 备案的相关规定及实践要点，着手梳理项目情况，解决可能存在的问题，并为 ODI 备案的办理充分预留时间；如有必要，还可与有关主管部门预先沟通。

第三、部分 ODI 备案实际涉及到境外项目红筹架构重组，且越来越多的项目涉及到同时申请 ODI 备案和红筹架构搭建，这无疑大大增加了红筹重组的难度和复杂程度，为避免后续工作被动，因此时 ODI 投资路径与红筹重组的过程本质上是互相交织，笔者建议应提早进行项目整体路径规划（而不是分别处理 ODI 备案或红筹重组），以免给红筹重组造成不利影响。（本章完）

## 第五章

### 从 2018 年美国上市案例看非外商禁止类/限制类行业企业 VIE 架构上市可行性

文/ 郭嘉、王梦露

#### 5.1. 背景以及概述

从 VIE 架构的最初起源而言，其主要目的是为了规避境内的外商投资限制类或者禁止类行业的要求，做 VIE 控制安排属于不得以而为之的境外上市替代方案。基于这一背景情况，从另一个角度来看的问题就是：如果拟上市公司所属行业的产业政策对外商投资没有限制，那么是否可以搭 VIE 架构并上市呢？概要来讲，这个问题的结论需要看拟上市地，从香港联交所香港联交所来看，其监管要求是搭建 VIE 架构必须基于必要性原则（即所谓的 Narrowly tailored 原则），除非有特殊原因必须搭建此结构，否则原则上应通过股权持有方式拥有相应权益<sup>22</sup>；从美国上市的实践来看，目前监管部门以及交易所并无此类要求，更多的是交由市场自由选择。外商投资无限制或者禁止性要求的行业在美国上市同样可以采用 VIE 架构。

从上市公司业务在中国外商投资产业政策的分类来看，可以大概分为如下几类：（1）主要业务是非禁止或者限制类；（2）部分业务属于禁止或者限制类，部分业务属于非禁止或限制类；以及（3）主要业务属于禁止或者限制类。从香港和美国的上市要求来看，可以做如下分类和对比：

| 上市地要求  | 业务为非禁止或者限制类          | 业务包含允许类+禁止和限制类                                                          | 业务主要为禁止或限制类     |
|--------|----------------------|-------------------------------------------------------------------------|-----------------|
| 香港上市要求 | 不能通过 VIE 方式上市        | 需做区分，（1）对于允许类业务，除非有特殊情况，需要通过股权持有方式持有权益上市；（2）对于禁止或者限制类，可以通过 VIE 方式持有相关权益 | 可以通过 VIE 方式上市   |
| 美国上市要求 | 对于非禁止或限制类业务，可以通过 VIE | 对于禁止和限制类业务，可以通过 VIE 方式持有相                                               | 对于禁止和限制类业务，可以通过 |

<sup>22</sup> 具体的要求和案例可以参考本报告第三章第 3.1.1 节和第 3.2.3 节。

| 上市地要求 | 业务为非禁止或者限制类                                 | 业务包含允许类+禁止和限制类                                            | 业务主要为禁止或限制类  |
|-------|---------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|--------------|
|       | 方式持有权益及上市；也可以通过股权持有方式持有相关权益上市 <sup>23</sup> | 关权益<br>对于非禁止或限制类业务，可以通过 VIE 方式持有权益及上市；也可以通过股权持有方式持有相关权益上市 | VIE 方式持有相关权益 |

## 5.2. 案例概述（以 VIE 模式持有非禁止或限制类业务的美国上市公司案例）

在 2018 年以 VIE 架构赴美上市的企业中，没有自称业务完全是外商投资允许类领域的企业，这些上市公司或多或少存在部分或者号称存在外商投资禁止或者限制类业务。以是否采用 VIE 方式合并外商投资允许类业务权益为标准，在 2018 年采用 VIE 架构合并登陆美国资本市场的典型案例<sup>24</sup>包括小牛电动（NIU）、华米科技（HMI）、品钛（PT）以及普惠财富（PHCF）。以下为前述案例的概要介绍：

### 5.2.1. 小牛电动（NIU，2018 年 10 月 19 日在纳斯达克上市）

小牛电动，按照其招股书说明，其为一家从事智能电动两轮摩托车的设计、制造和销售的企业。从外商投资产业政策角度而言，电动两轮摩托车的设计、制造和销售为外商投资允许类业务领域，不存在外商投资禁止或者限制性要求。虽然电动两轮摩托车涉及到工业产品生产许可证等法定许可要求，但该等证照并无对外资的法律限制或者操作层面的限制。

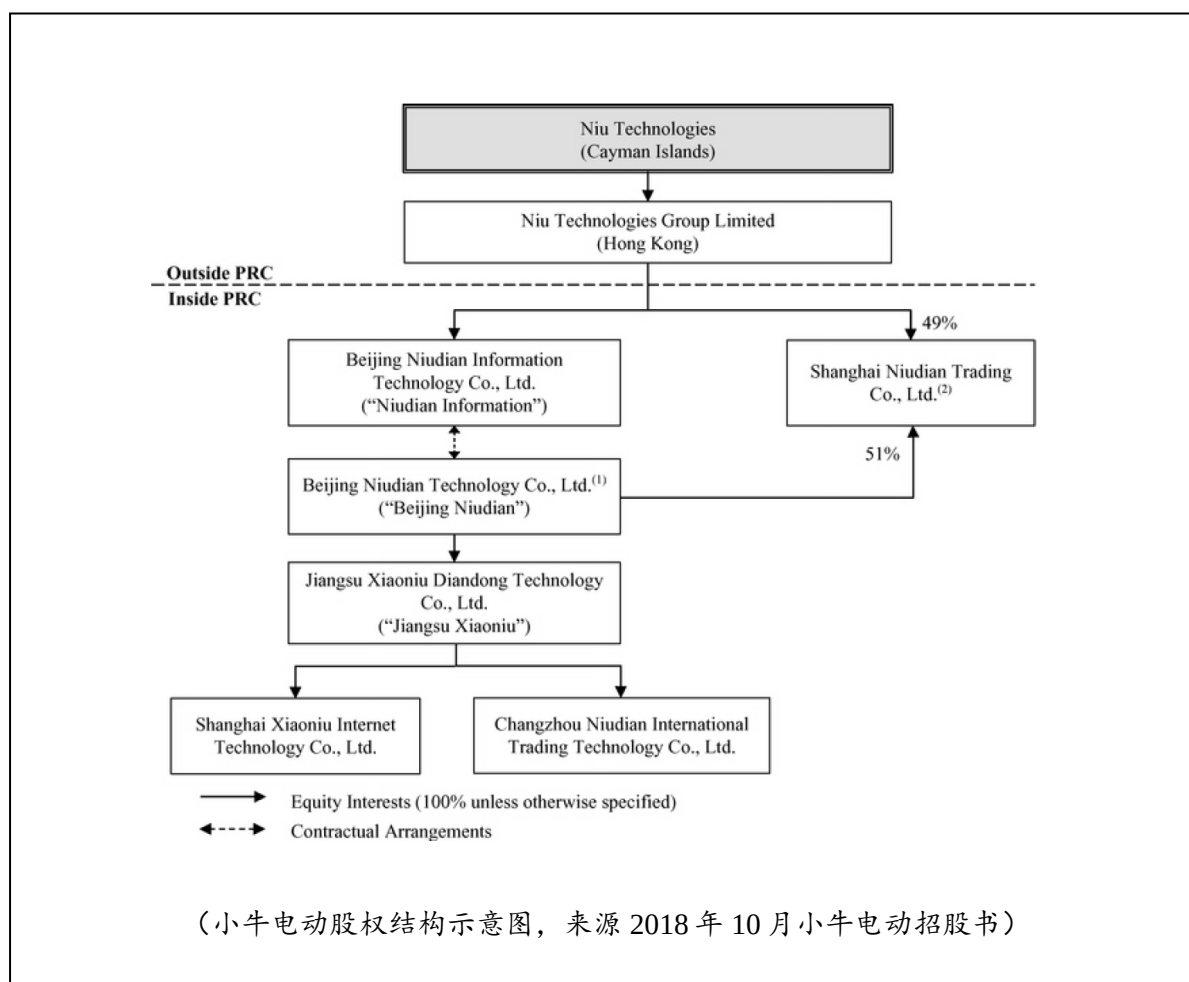
从招股书的描述来看，小牛电动的境外公司通过境内 WFOE（外商独资企业的缩写，下同）北京牛电信息技术有限责任公司，以协议控制方式控制北京牛电科技有限责任公司及其下属公司。北京牛电科技有限责任公司拥有小牛电动的全部设计、生产和销售业务，具体层面是通过

<sup>23</sup> 过往可以参考的案例包括钜派投资集团（代码 JP，2015 年 7 月在纽交所上市，主营业务为财富管理、资产管理及销售基金产品及基金管理计划）、香格里拉藏药（代码 TBET，2011 年 1 月在纳斯达克上市，主营业务为研发、生产、制造、销售藏药）、金凰珠宝（代码 KGJI，2010 年 8 月在纳斯达克上市，主营业务为黄金以及珠宝的零售）、丰泽农牧（代码 OINK，2010 年 7 月在纳斯达克上市，主营业务为生猪养殖和销售）、圣恺工业（代码 VALV，2010 年 5 月在纳斯达克上市，主营业务为研发和生产陶瓷阀门）、鼎联控股（代码 TRIT，2009 年 9 月在纳斯达克上市，主营业务为设计和实施相关系统以监测管理水资源）。

<sup>24</sup> 在 2018 年之前，此类案例亦有多宗，本文关注重点在于 2018 年的最新案例，故不再赘述。

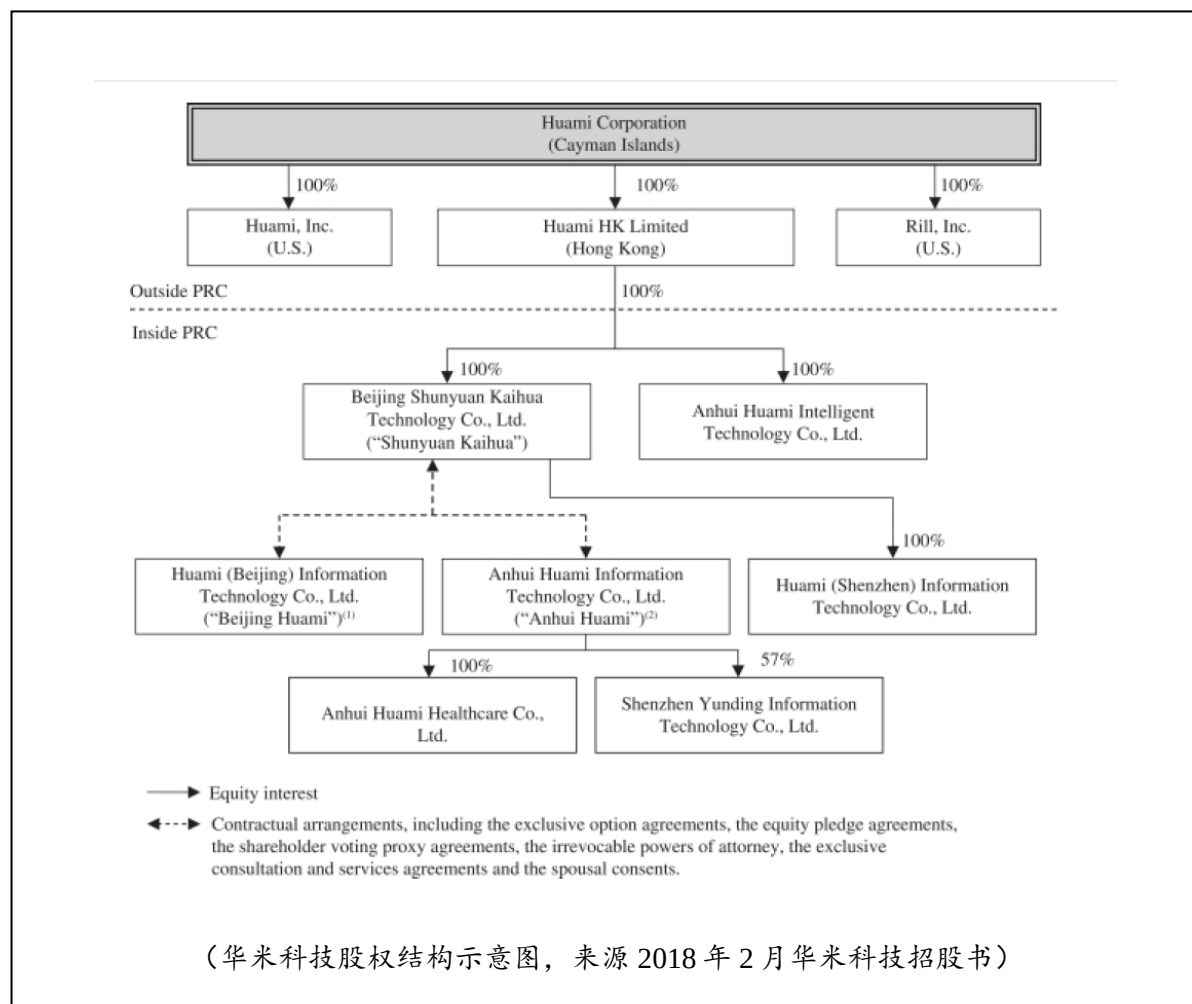
子公司江苏小牛电动科技有限公司主要从事智能电动小轮摩托车的生产、配件的研发及销售。虽然 WFOE 和境内的内资公司北京牛电科技有限责任公司共同持有一家公司，但按照招股书描述，该合资公司无实际经营业务，后续会被注销，公司的实际业务均通过协议控制方式由境外上市公司持有。

按照招股书中的披露，小牛电动运营自有网站并通过自有网站对外销售公司自有产品。此外，小牛电动也运营自有 APP 并通过 APP 向车主提供服务以及收集信息。该等服务事项属于增值电信业务服务，受到外商投资产业政策的限制，无法由外资全资持有；按照招股书描述，北京牛电科技有限责任公司已就信息服务业务取得 B2 类的增值电信业务经营许可证。但从其业务收入情况来看，该部分经营业务并非主要收入来源，而更多的作为附带增值服务提供。小牛电动可以视为一个偏制造类行业企业境外 VIE 架构上市的参考案例。



## 5.2.2. 华米科技（HMI，2018 年 2 月 8 日在纽交所上市）

根据招股书的描述，华米科技主要从事设计制造小米品牌智能手环、手表、磅秤及相关配件等可穿戴产品，以及运营相关移动应用；华米科技销售智能产品的收入占其业务收入的大部分（2015 年为 81.7%，2016 年为 85.8%，2017 年 1-9 月为 73.2%）。根据华米科技的招股书记载，华米科技通过其 OPCO 安徽华米及北京华米运营所有可穿戴设备及技术业务；在目前的外商投资产业政策下，生产、制造、销售智能穿戴设备未被纳入外资限制或禁止类业务。对于华米科技的移动应用开发和运营业务（包括通过移动应用向用户提供信息服务），该等业务属于增值电信业务服务，受到外商投资产业政策的限制，相关的权益主体无法由外资全资持有。但从华米科技的结构来看，华米科技未对现有业务做任何区分，而是统一将其全部权益通过 VIE 架构持有，对于非外商投资禁止或者限制类业务未通过直接股权权益持有方式体现。



【注：根据招股书，华米科技通过安徽华米及其子公司以及北京华米，在中国境内开展所有业务。虽然 WFOE 北京顺源开华科技有限公司直接持有华米（深圳）信息科技有限公司 100% 股权，但招股书

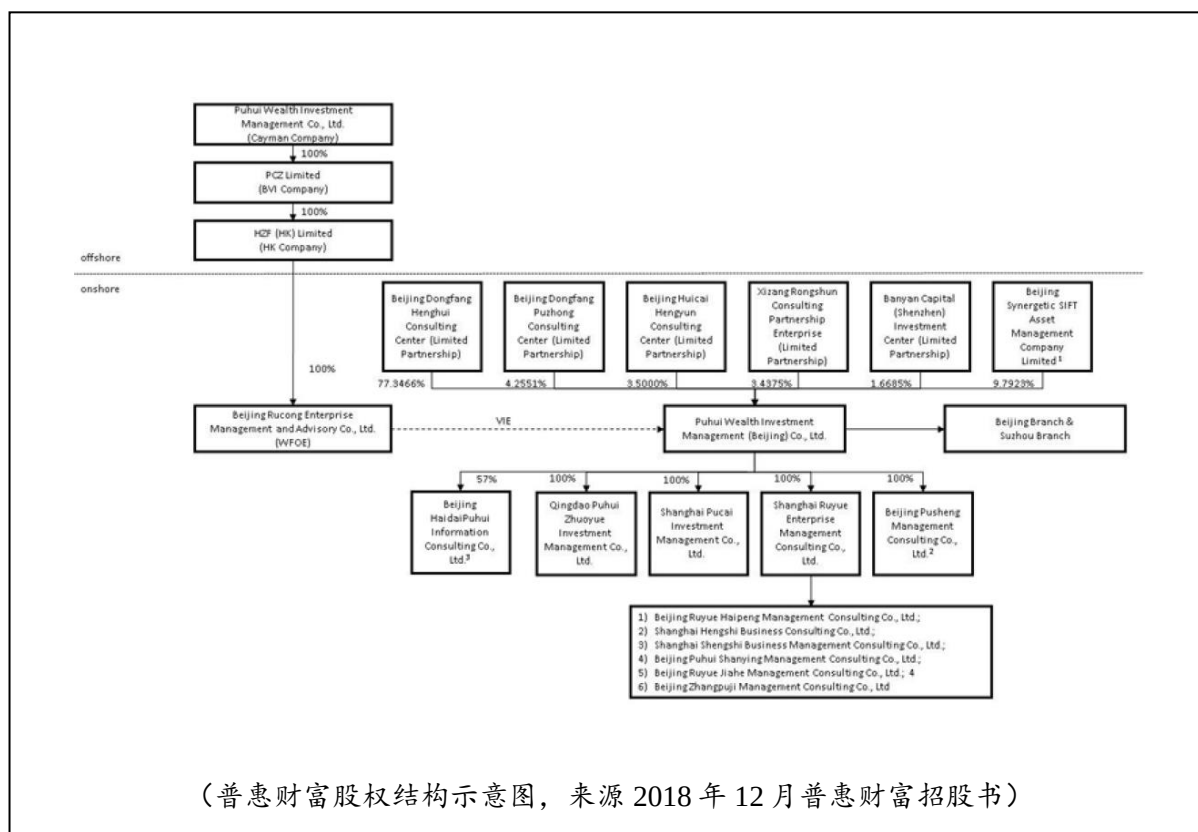


中并未表明该公司从事任何主营业务或任何与主营业务相关的业务。】

### 5.2.3. 普惠财富（PHCF，2018 年 12 月 27 日在纳斯达克上市）

根据普惠财富的招股书记载，普惠财富为一家主要向个人以及企业客户销售金融产品和提供基金管理服务的第三方财富管理服务提供商。第三方财富管理、私募基金管理、销售金融产品不存在外商投资禁止或限制性要求，但普惠财富的招股书中披露的结构图显示，普惠财富通过 VIE 方式持有境内权益，未通过股权持有方式直接持有境内运营主体。根据普惠财富的招股书，普惠财富的收入主要由理财产品产生的管理费、一次性佣金、经常性服务费以及其他服务费用构成。

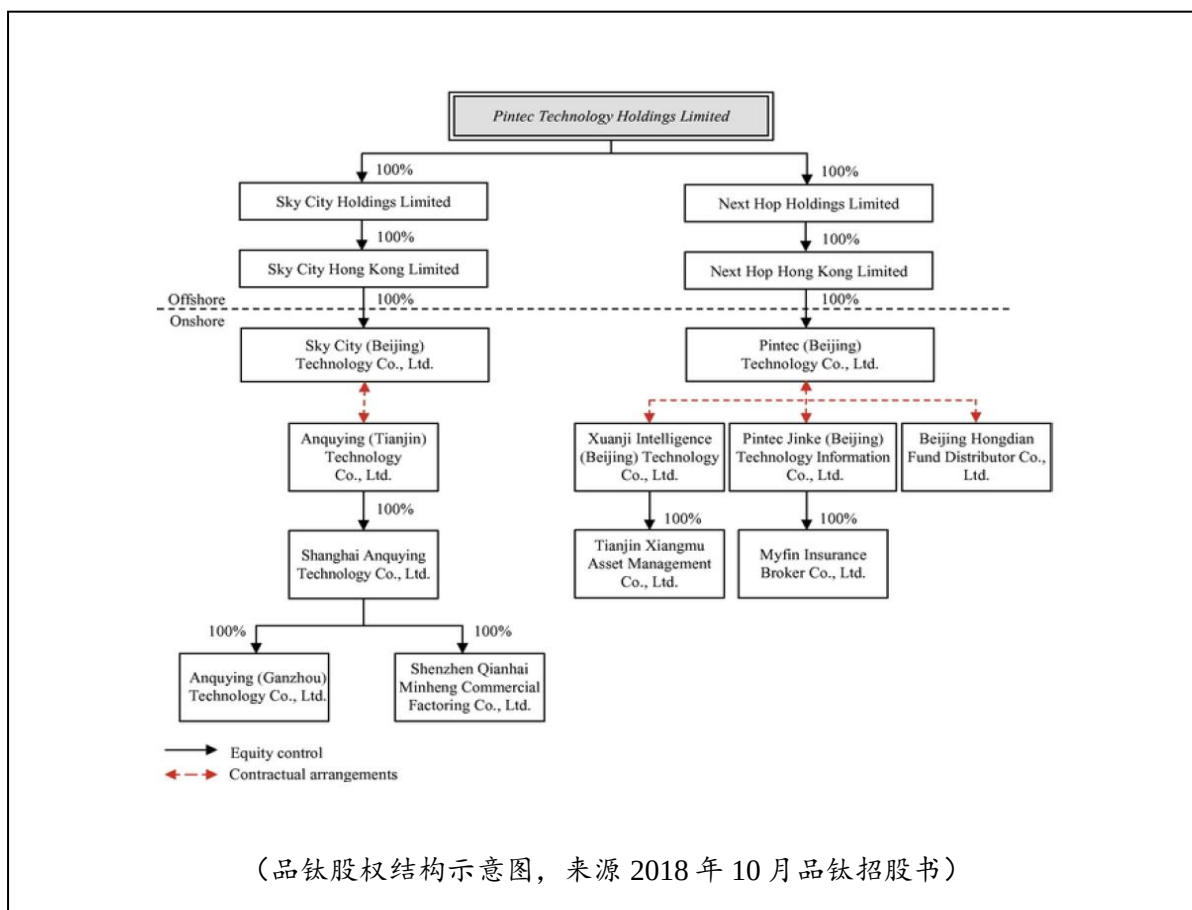
针对此安排，普惠财富在招股书中说明的原因为：1）公司从事市场调查业务，该等业务属于外资限制类行业，因此使得 VIE 架构成为必要；2）公司计划通过网络提供财富管理服务，或者允许客户在其网站上购买理财产品，该等业务可能会被认定为增值电信业务，从而受到外商投资限制；3）公司计划开展私募基金产品的直接销售，尽管私募基金的直接销售没有被明确规定为外资限制类或禁止类业务，但实践中外资公司及其子公司一般不会取得直接销售私募基金的资格。



经查询普惠财富 OPCO 普惠财富投资管理（北京）有限公司的经营范围，其中包含市场调查业务；但从招股书的披露来看，公司的主营业务和市场调查并无直接关系，普惠财富业务收入的主要组成部分中也未包含市场调查业务收入；且普惠财富尚未实际开展在线财富管理服务和私募基金直接销售业务。

#### 5.2.4. 品钛（PT，2018 年 10 月 25 日在纳斯达克上市）

根据品钛的招股书记载，品钛的主营业务为帮助机构客户向终端消费用户提供整套解决方案；品钛的收入主要由技术服务费、分期付款服务费及财富管理服务费构成。品钛所从事的提供解决方案的服务不属于需要取得金融业务牌照的领域，也不存在外商投资禁止或限制性要求。但从目前的结构来看，品钛通过其境内 OPCO 开展全部业务。品钛在招股书中披露其采用 VIE 架构上市的原因为：公司的境内主体拥有基金销售牌照并在网上销售基金，需要取得增值电信业务许可，但从招股书披露来看，销售基金收入并未构成品钛的主营业务收入。



#### 5.3. 背后原因以及后续影响分析

对于非外商投资禁止或者限制类业务，完全可以通过股权持有方式持有相关权益。之所以

不用此方式而直接选用 VIE 方式，除了美国市场的开放态度之外，拟上市公司肯定有出于自身的考量。综合比较来看，我们理解，采用 VIE 方式而非直接持股的方式，背后的原因可能有如下几点：重组所需时间；重组可能的成本；以及重组的确定性。

从时间角度来说，搭建“VIE 红筹架构”的时间远快于搭建“直接股权控制红筹架构”（以下简称“**股权红筹架构**”，与 VIE 红筹架构相对）的时间。对于境内架构的公司，其权益结构从纯境内结构转为股权红筹架构，不可避免地会遇到 10 号文问题。虽然目前规避 10 号文的操作已经非常成熟，可参考案例非常多，但是该等操作涉及境内公司的股东变更（不少于两次），也涉及到需要协调境外资金、完成政府审批/备案，通常所需时间在 3-6 个月的范围。在近期的两步走（Slow-Walk）操作案例中，有地方商务部门明确要求两次股权并购操作中需要间隔 3 个月以上，更进一步拉长了重组所需时间。就搭建 VIE 架构而言，业界通常的意见是认定以 VIE 方式控制及并表一家境内企业不属于 10 号文项下的并购，也不适用其规定，拟上市公司可以快速而简单直接的完成权益出境。此外，对于人民币结构的公司，其重组也通常会涉及境内机构投资人的权益出境事宜，对于机构股东，权益出境也会涉及到跨境资金汇出以及企业境外投资的登记和审批事宜，在目前的监管环境下，该等手续的办理也需要相当一段时间。在境外上市中，一个好的时间窗口非常重要，错过了好的节点很可能对成功发行与否以及发行价格的高低产生重要影响，能够快速完成重组赶上好的时间窗口对拟上市公司非常重要。

从成本角度而言，搭建股权红筹架构涉及公司的股权变动，也涉及到境内外资金的流转。从股权变动角度来说，很可能会涉及到交易税费。以典型的两步走（Slow-Walk）操作为例，第一步可以采用增资形式不涉及交易税费，但第二步进行股权转让会有转让所得，即使转让价格不参考评估值，但无法排除主管税务部门的核定增税风险。再者，跨境并购涉及到跨境资金的流转，股东在境外有现有资金当然最好，但如果股东在境外无额外资金，资金的筹措也会有相应的成本产生。在 VIE 架构项下，因为不涉及股权的变动，则无上述问题。

从确定性角度而言，搭建 VIE 架构基本不存在不确定因素。即使股权红筹架构已经非常成熟，考虑到过程中的境外资金筹措以及所需政府审批/登记，搭建股权红筹结构仍然存在不确定性。

从另外一个角度，针对非外商投资禁止或限制类业务采用 VIE 方式完成权益出境的，也不可避免的会有如下两个问题：境外资金调回境内的方式和成本；以及后续香港上市的可能性。相较于股权红筹架构的公司，境外公司可以股权或债权形式将资金投入需要资金的境内公司，VIE 红筹架构下，虽然资金可以进入到境内的 WFOE，但是如何将资金从 WFOE 合法合规的向境内 OPCO 提供，恐怕是需要费一番心思也需要承担一些额外的成本。此外，考虑到香港联交

所香港联交所对 VIE 架构的要求（基于必要性原则搭建 VIE 架构），如果拟上市公司还考虑在香港二次上市，那么现有结构是否符合香港联交所香港联交所的要求也是个不能不考虑的因素。

综合以上，从过往案例来看，对于主要业务为非外商投资禁止或者限制类的或者业务包括非外商投资禁止或者限制类的企业，通过 VIE 方式完成资产权益出境并到美国上市，也属于一个具有可操作性的选项。相较于传统的股权红筹架构，通过该方式所需重组成本更低、时间更短，确定性更高，也能帮助拟上市公司快速完成重组，抢占合适的上市窗口。（本章完）

## 第六章

### VIE 架构与境内 A 股市场的对接

文/金旭、刘成伟

#### 6.1. 背景以及概述

2019 年境内资本市场的头等大事便是科创板的设立及注册制试点。在中央深改委《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》顶层设计框架下，证监会于 2019 年 1 月 28 日发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》（以下简称“《**实施意见**》”）。上交所以及中国结算随之发布的一系列科创板配套实施细则也于 2019 年 3 月 1 日正式发布实施。预计科创板将于上半年顺利开闸。

作为科创板的重大制度突破之一，《实施意见》明确“允许特殊股权结构企业和红筹企业上市”。其中，所谓“红筹企业”，目前最权威的官方界定出现在《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的通知》（国办发〔2018〕21 号）（以下简称“**21 号文**”）中，“是指注册地在境外、主要经营活动在境内的企业”。实务中，红筹企业主要包括股权控制类型的红筹企业以及常见于 TMT 行业等存在外资准入限制领域的协议控制架构（即，VIE 架构）。本章将重点分析 VIE 架构的红筹企业登陆 A 股市场的相关问题。其实，早在 2018 年 3 月发布的 21 号文便已明确提出允许包括红筹企业在内的试点创新企业在境内发行股票或存托凭证（以下简称“**CDR**”）进行上市。但由于各方面原因，曾有望成为首单的小米 CDR 最终折戟 A 股市场。截至目前，在 21 号文及 CDR 框架下也未能出现其他落地试点企业。而目前随着科创板《实施意见》的再一次明确，在科创板以及注册制配套细则落地后，包括 VIE 架构的境外红筹企业通过登陆科创板与境内 A 股市场实现落地对接，则是非常值得期待的。

尽管上述，按照《实施意见》的整体部署以及科创板上市规则等要求，对于不准备拆除现有 VIE 架构而直接申报科创板的红筹企业来讲，21 号文所规定的符合条件的企业以及科创板针对尚未境外上市红筹企业的科创板上市门槛其实还是相当高的。整体来看，对于不少 TMT 企业来讲，想要满足该等门槛（比如预计市值 50 亿加最近一年收入 5 亿，或预计市值 100 亿甚至更高），可能还是存在一定困难的。因此，对于众多的 TMT 企业来讲，若是基于商业考虑或其他综合因素确定想要回归境内 A 股市场，一个更为可能的选项可能仍是需要拆除 VIE 架构按常规路径回归。而对于拆除 VIE 架构的常规回归路径，则包括 IPO 或借壳上市等具体方式。其中比较有代表性的案例包括暴风集团 IPO、360 集团借壳等。而对于拆除 VIE 架构回归



的政策监管，前后也经历了从火爆市场到监管收紧再到个案审批并逐步常规化审核的重大调整。从 2018 年的新近案例来看，VIE 架构拆除回归的案例又逐步增加起来。其中，IPO 案例包括 2018 年 5 月成功上市的深信服（300454），以及已披露招股书申报稿正在进展中的麒麟网络、墨迹科技等；通过发行股份购买资产注入上市公司且已取得证监会批复的则包括茂业信息（000889）收购嘉华信息、华铭智能（300462）收购国政通（证监会已批复但因业绩及政策等原因最终终止）等。下文将对这些近期回归案例的拆除架构以及监管关注要点等进行简要介绍。

另外，近期于 2018 年 12 月已二审判决的“许萍与蒲易等侵权责任纠纷”，则又将 VIE 架构标的注入上市公司时所涉及的信息披露等事项推上了风口浪尖。对于涉及 VIE 架构的相关企业通过 IPO 或重大重组等方式回归 A 股市场，目前的监管要求究竟如何？在近期的相关纠纷中，法院的裁判倾向究竟如何以及会否可能影响未来的监管口径变化等？下文也将进行简要分析。

## **6.2. 新篇章：21 号文项下借助 CDR 通道登陆科创板**

随着科创板配套制度的正式发布实施，符合 21 号文要求的 VIE 架构企业成功登陆科创板应该也只是时间问题。下文将对 VIE 架构红筹企业在科创板市场规则框架下实现境内上市所可能涉及的一些关键问题进行简要分析：

- (a) 适格企业；
- (b) 发行和上市条件；
- (c) 上市流程；
- (d) 信息披露的特别要求；
- (e) 特别表决权机制等。

### **6.2.1. 适格企业**

按照《实施意见》的明确要求，“符合《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的通知》（国办发〔2018〕21 号）规定的红筹企业”，可以申请发行股票或存托凭证并在科创板上市。因此，对于作为红筹企业主要类型之一的 VIE 架构企业，若要在不拆除 VIE 架构的前提下登陆科创板，首先需要满足 21 号文项下的“试点企业”门槛。而从 21 号文的规定来看，主要是从行业领域和估值规模两个维度界定试点企业。

首先，符合 21 号文试点要求的企业应具有如下行业特征：

- 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<sup>25</sup>；且
- 达到相当规模的创新企业。

从行业大类来看，21 号文的上述规定与《实施意见》对科创板的产业定位基本一致，不存在实质差异。根据《实施意见》，科创板定位于：“主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合，引领中高端消费，推动质量变革、效率变革、动力变革。”

其次，从估值来看，即上文所提及的“达到相当规模”，具体要求如下：

- 已在境外上市的大型红筹企业（中概股），21 号文要求其市值<sup>26</sup>应不低于 2000 亿元人民币。
- 尚未在境外上市的创新企业，21 号文要求其最近一年营业收入不低于 30 亿元人民币，且估值<sup>27</sup>不低于 200 亿元人民币。

另外，对于尚未境外上市的创新企业，21 号文也为不符合前述估值和营收、但很优秀的企业留下了空间，即：“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<sup>28</sup>”。对于这类企业，《上海证券交易所科创板股票上市规则》（以下简称“《科创板上市规则》”）对其市值及财务指标进行了明确：（i）预计市值不低于人民币 100 亿元；或（ii）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，详见下文第 6.2.2 节有关发行和上市条件的论述。拟登陆科创板的尚未在境外上市的试点红筹企业主要将以该要求作为其市值及财务指标的门槛。

此外，在甄选试点企业时，还需综合考虑：商业模式、发展战略、研发投入、新产品产出、

<sup>25</sup> 《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》第 6 条第 1 款进一步补充了“科技创新能力突出”、“社会形象良好”、“具有稳定的商业模式和盈利模式，对经济社会发展有突出贡献，能够引领实体经济转型升级”。

<sup>26</sup> 《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》第 7 条第 2 款规定市值是指：按照试点企业提交纳入试点申请日前 120 个交易日平均市值计算，汇率按照人民银行公布的申请日前 1 日中间价计算。上市不足 120 个交易日的，按全部交易日平均市值计算。

<sup>27</sup> 《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》第 8 条第（1）项规定估值应参考最近三轮融资估值及相应投资人、投资金额、投资股份占总股本的比例，并结合收益法、成本法、市场乘数法等估值方法综合判定。融资不足三轮的，参考全部融资估值判定。

<sup>28</sup> 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第 80 条规定，“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”的具体标准，由交易所制定具体规则，并报中国证监会批准。

创新能力、技术壁垒、团队竞争力、行业地位、社会影响、行业发展趋势、企业成长性等因素。前述标准较为宽泛，其具体认定还需要证监会的进一步细则指引明确。

尽管有关认定标准还有待进一步细化，但有关认定的咨询委员会框架已经明确了。根据 21 号文，证监会将成立“科技创新咨询委员会”，并已制定了相应的工作细则，即《中国证监会科技创新咨询委员会工作规则》（试行）。而根据《上海证券交易所科技创新咨询委员会工作规则》，上交所也会设立“科技创新咨询委员会”，委员会职责之一为就“发行人是否具备科技创新属性、符合科创板定位”提供咨询意见。不过，对于前面两个委员会是否会合并，还是仍将各自设立且独立运作，则仍有待明确。尤其是，对于 VIE 架构的企业申请登陆科创板时，是否可以直接由上交所经咨询上交所“科技创新咨询委员会”后直接认定发行人是否满足了 21 号文的规定，并一并认定是否满足科创板要求？还是，仍要先由证监会经咨询证监会“科技创新咨询委员会”认定属于 21 号文的“试点企业”，然后再由上交所经咨询上交所“科技创新咨询委员会”后认定也同时满足上交所科创板的要求？笔者理解，从注册制的精神以及科创板的审核效率等角度，可能前者（即由上交所一并认定是否同时满足 21 号文及科创板规则）应属于首选。

### 6.2.2. 发行条件和上市条件

VIE 架构红筹企业发行股票并在科创板上市的，发行条件适用《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（以下简称“《科创板首发办法》”），上市条件适用《科创板上市规则》。VIE 架构红筹企业发行存托凭证 CDR 并上市的，发行条件适用《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》（2018 年 6 月 6 日实施）（以下简称“《CDR 办法》”），上市条件与股票一致，适用前述《科创板上市规则》。

同时，我们也注意到 21 号文针对 VIE 架构企业的发行条件特别提出：“证监会会同有关部门区分不同情况，依法审慎处理。”因此，不排除证监会后续可能会针对 VIE 架构红筹企业提出特别的额外要求。

### 股票发行和上市条件

我们根据《科创板首发办法》、《科创板上市规则》等文件，整理 VIE 架构红筹企业在境内发行股票并在科创板上市的发行、上市条件如下：

|             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>发行条件</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |
| <b>主体资格</b> | 公司形式可适用其注册地法律规定。（《科创板首发办法》第 80 条）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  |
| <b>财务会计</b> | 会计基础工作规范、内部控制制度健全。（《科创板首发办法》第 11 条）                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| <b>业务完整</b> | <p>发行人业务完整，具有直接面向市场独立持续经营的能力：</p> <p>（1） 资产完整，业务及人员、财务、机构独立，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争，不存在严重影响独立性或显失公平的关联交易；</p> <p>（2） 主营业务、控制权、管理团队和核心技术人员稳定，最近 2 年内主营业务和董事、高管、核心技术人员无重大不利变化；控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人股份权属清晰，最近 2 年实际控制人无变更，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷；</p> <p>（3） 不存在主要资产、核心技术、商标等的重大权属纠纷、重大偿债风险、重大担保、诉讼、仲裁等或有事项、经营环境已经或将要发生重大变化等对持续经营有重大不利影响的事项。（《科创板首发办法》第 12 条）</p> |
| <b>合法经营</b> | <p>生产经营符合法律、行政法规规定，符合国家产业政策；</p> <p>发行人及其控股股东、实际控制人最近 3 年不存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪，不存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全、公众健康安全等领域的重大违法行为；</p> <p>董监高最近 3 年不存在证监会行政处罚，或因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被证监会立案调查，尚未有明确结论意见等。（《科创板首发办法》第 13 条）</p>                                                                                                                              |
| <b>上市条件</b> |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                    |

|                 |                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-----------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>股本</b>       | 发行后股本总额不低于人民币 3 千万元。（《科创板上市规则》第 2.1.1 条）                                                                                                                                                                                                                                                        |
| <b>基本条件</b>     | 健全且运行良好的组织机构，持续盈利能力、财务状况良好，最近三年财务会计文件无虚假记载、无重大违法行为。（《证券法》第十三条第（一）项至第（三）项、《科创板上市规则》第 2.1.1 条）                                                                                                                                                                                                    |
| <b>股份数</b>      | 首次公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上，公司股本总额超过人民币 4 亿元的，首次公开发行股份的比例为 10% 以上。（《科创板上市规则》第 2.1.1 条）                                                                                                                                                                                                            |
| <b>市值及财务指标</b>  | <p>（1） 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的尚未在境外上市红筹企业，市值及财务指标应当至少符合以下标准之一：（i）预计市值不低于人民币 100 亿元；（ii）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；（《科创板上市规则》第 2.1.3 条）</p> <p>（2） 如果存在表决权差异安排，市值及财务指标符合下列标准之一：（i）预计市值不低于人民币 100 亿元；（ii）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。（《科创板上市规则》第 2.1.4 条）</p> |
| <b>不适用境内公司法</b> | 红筹企业在境内发行股票或者存托凭证并在本所科创板上市，股权结构、公司治理、运行规范等事项适用境外注册地公司法等法律法规规定的，其投资者权益保护水平，包括资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等权益，总体上应不低于境内法律法规的要求，并保障境内存托凭证持有人实际享有的权益与境外基础证券持有人的权益相当。（《科创板上市规则》第 13.1.3 条）                                                                                                                     |

我们注意到，上述发行条件中有一项是“符合国家产业政策”。自 VIE 架构诞生以来，对于其合法性，特别是是否符合国家产业政策众说纷纭，至今也没有明确的结论。科创板允许 VIE 架构企业上市，并不代表科创板认可所有 VIE 架构的合法性。我们理解，对于特定行业的 VIE 架构红筹企业，例如是外商禁止投资的领域，可能会因为不“符合国家产业政策”，而被科创板拒之门外。这一区别对待的态度也反映在了 21 号文中，21 号文的发行条件一项规定“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”。至于什么是“不同情况”，目前并不清晰，但行业性质可能是考虑的因素。

此外，就境外法律的投资者权益保护水平不低于境内法律的，说起来简单，但实践操作并



不容易。我国法律体系借鉴德国、日本等地，接近成文法体系，而红筹企业常见选择的注册地开曼群岛则遵循英美法系。举例而言，在中国注册的股份有限公司，股东大会是最高权力机构，公司重大事项以及对股东利益有重大影响的事项应由股东大会决策。而在开曼法下，大部分事项都是由董事会决策的，这是否意味着在开曼，对于股东权益的保护就弱了？又比如重大事项表决，我国公司法对于特定事项要求一定的表决权比例方可通过。如果开曼法律对此规定与我们并不一致，是否就落入了两个法律对于投资者权益保护水平不一致？除此之外，还有很多不同的地方值得探讨。我们认为，差别的根本在于两地法律体系的不一致，可能很难简单地评价谁好谁坏。更需要考虑的或许是，为了满足科创板上市这一要求，红筹企业应该对其章程或其他治理文件作出何种补充或调整。

### 存托凭证发行和上市条件

我们根据《CDR 办法》、《科创板上市规则》<sup>29</sup>等文件，整理 VIE 架构红筹企业在境内发行存托凭证并在科创板上市的发行、上市条件如下：

| 发行条件 |                                                                                              |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------|
| 基本条件 | 健全且运行良好的组织机构，持续盈利能力、财务状况良好，最近三年财务会计文件无虚假记载、无重大违法行为。（《证券法》第十三条第（一）项至第（三）项、《CDR 办法》第 5 条第 1 项） |
| 主体资格 | 为依法设立且持续经营三年以上的公司。（《CDR 办法》第 5 条第 2 项）                                                       |
| 资产   | 公司的主要资产不存在重大权属纠纷。（《CDR 办法》第 5 条第 2 项）                                                        |
| 权属   | 最近三年内实际控制人未发生变更，且控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的境外基础证券发行人股份不存在重大权属纠纷。（《CDR 办法》第 5 条第 3 项）           |
| 重大违法 | 境外基础证券发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为。（《CDR 办法》第 5 条第 4 项）                    |

<sup>29</sup> 根据《CDR 办法》第 10 条，发行人申请存托凭证上市的，应符合证券交易所业务规则规定的上市条件。《科创板上市规则》第 1.2 条明确了股票、存托凭证的上市均适用该规则。

|                               |                                                                                     |
|-------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| 财务<br>会计                      | 会计基础工作规范、内部控制制度健全 <sup>30</sup> 。（《CDR 办法》第 5 条第 5 项）                               |
| 人员                            | 董事、监事和高级管理人员应当信誉良好，符合公司注册地法律规定的任职要求，近期无重大违法失信记录 <sup>31</sup> 。（《CDR 办法》第 5 条第 6 项） |
| <b>上市条件：与上述股票发行的上市条件基本相同。</b> |                                                                                     |

### 6.2.3. VIE 架构企业在科创板上市流程

根据《科创板首发办法》的规定，VIE 架构企业在科创板发行股票并上市应履行如下流程：

- （1） 发行人董事会制定股票发行方案等事项，提请股东大会批准（红筹企业根据其注册地公司法等法律法规和公司章程规定，无需就本次境内发行上市提交股东大会审议的，可以不提交股东大会决议）；
- （2） 发行人股东大会就股票发行作出决议；
- （3） 保荐人向上交所申报注册申请文件；
- （4） 上交所收到注册申请文件后 5 个工作日内作出是否受理决定；
- （5） 上交所设立的独立审核部门对发行人公开发行并上市的申请进行审核，具体方式为上交所向发行人提出审核问询、发行人回答问题；
- （6） 上交所在受理后 3 个月内作出同意或不同意发行人股票公开发行并上市的审核意见，同意的，报送证监会履行发行注册程序，不同意的作出终止发行上市审核决定；
- （7） 证监会履行发行注册程序，发行注册主要关注交易所发行上市审核内容有无遗漏，审核程序是否符合规定，以及发行人在发行条件和信息披露要求的重大方面是否符合相关规定。证监会认为存在需进一步说明或落实事项的，可以要求上交所进

<sup>30</sup> 《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》第 11 条规定了进一步详细的要求：“会计基础工作规范，财务报表的编制和披露符合相关会计准则和信息披露规则的规定，在所有重大方面公允地反映了公司的财务状况、经营成果和现金流量，并由具有证券期货相关资格的会计师事务所出具无保留意见的审计报告；内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证公司运行效率、合法合规和财务报告的可靠性，并由具有证券期货相关资格的会计师事务所出具无保留结论的内部控制鉴证报告”。

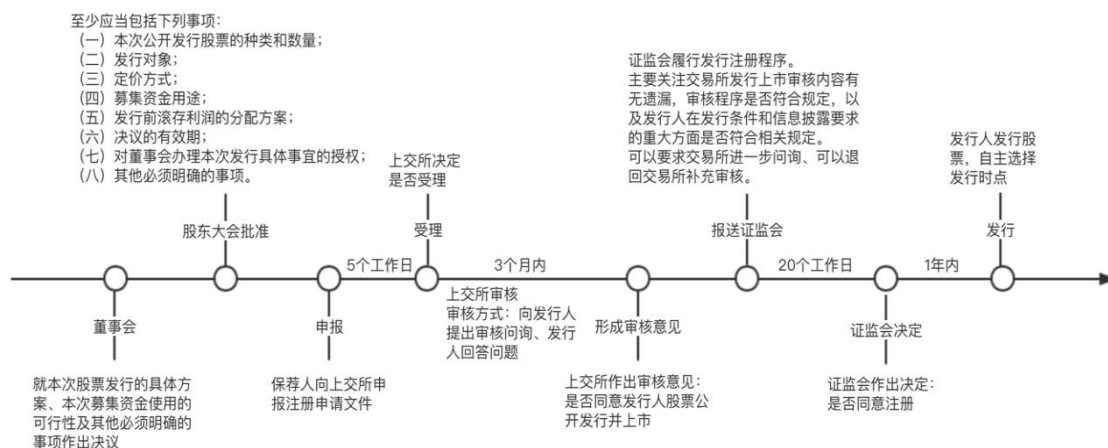
<sup>31</sup> 《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》第 11 条规定了进一步详细的要求：“公司的董事和高级管理人员应当具备注册地法律规定的要求，且最近三年内不存在因重大违规受到监管部门处罚的情形；不存在因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见的情形”。

一步问询。证监会认为存在影响发行条件的重大事项未予关注或交易所的审核意见依据明显不充分的，可以退回交易所补充审核；

(8) 证监会作出同意注册或不予注册的决定；

(9) 发行人在 1 年的注册决定有效期内发行股票，发行时点由发行人自主选择。

我们总结上述步骤，制定了如下流程图：



虽然《CDR 办法》规定公开发行以股票为基础证券的存托凭证的，向证监会报送发行申请文件并经证监会核准。但《科创板首发办法》明确：申请发行存托凭证并在科创板上市的适用本办法关于发行上市审核注册程序的规定。我们理解，《CDR 办法》的规定是延续了 A 股发行并上市的规则。如在科创板上市，应按照前述《科创板首发办法》的流程操作。

#### 6.2.4. 信息披露的特别规定

《CDR 办法》和《科创板上市规则》均对存在 VIE 架构的红筹企业在境内发行上市应进行的信息披露作出了规定。除了一般境内上市企业的常规披露内容外，相关规则对 VIE 架构、境外法律、表决权差异等事项的披露尤为关注，主要披露内容如下：

| 披露文件 | 披露内容 |
|------|------|
| 股票   |      |

| 披露文件  | 披露内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 招股说明书 | <p>协议控制应披露<sup>32</sup>：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(i) 各方法律主体基本情况、主要合同核心条款；</li> <li>(ii) 境内外法规、政策环境变化的风险；</li> <li>(iii) 发行人的控制权风险；</li> <li>(iv) 违约风险；</li> <li>(v) 丧失对可变经营实体的许可、资质及资产控制的风险；</li> <li>(vi) 税务风险。</li> </ul>                                                                                                                                                                                                       |
| 招股说明书 | <p>“公司治理”一节披露：注册地公司法律制度及其公司章程或章程性文件的主要规定与境内《公司法》等法律制度的主要差异，以及该差异对其在境内发行、上市和对投资者保护的影响。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
| 招股说明书 | <p>“公司治理”一节披露投票权差异或类似安排及风险：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(i) 设置特别表决权安排的股东大会决议；</li> <li>(ii) 特别表决权安排运行期限；</li> <li>(iii) 持有人资格；</li> <li>(iv) 投票权差异或类似安排下的股权种类、每股所具有的投票权数量及上限；</li> <li>(v) 特别表决权股份拥有的表决权数量与普通股份拥有表决权数量的比例安排；</li> <li>(vi) 持有人所持特别表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围；</li> <li>(vii) 不适用投票权差异或类似安排下的表决机制的特殊事项；</li> <li>(viii) 特别表决权股份锁定安排及转让限制；</li> <li>(ix) 差异化表决安排可能导致的相关风险和对公司治理的影响，包括如：拥有特殊投票权的股东因存在利益冲突而损害公司或其他股东</li> </ul> |

<sup>32</sup> 《公开发行证券的公司信息披露与格式准则第 41 号—科创板公司招股说明书》第 58 条仅说明应披露协议控制架构的具体安排，包括协议控制架构涉及的各方法律主体的基本情况、主要合同的核心条款等。我们这里补充了《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 23 号—试点红筹企业公开发行存托凭证招股说明书内容与格式指引》第 15 条的要求。根据该第 23 号指引第 28 条，符合条件的试点红筹企业为在境内首次公开发行股票编制招股说明书时，应遵守本指引的要求，但仅适用于存托凭证发行的披露事项除外。

| 披露文件  | 披露内容                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|       | <p>合法权益的风险等；</p> <p>(x) 相关投资者保护措施。</p>                                                                                                                                                                                                                               |
| 定期报告  | 协议控制架构或者类似特殊安排、表决权差异安排在报告期内的实施和变化情况，以及该等安排下保护境内投资者合法权益有关措施的实施情况。                                                                                                                                                                                                     |
| 临时公告  | 协议控制架构或者类似特殊安排、表决权差异安排出现重大变化或者调整，可能对公司股票、存托凭证交易价格产生较大影响的。                                                                                                                                                                                                            |
| 存托凭证  |                                                                                                                                                                                                                                                                      |
| 招股说明书 | 存托凭证的存托托管安排和相关主体的主要权利义务 <sup>33</sup> 。                                                                                                                                                                                                                              |
| 招股说明书 | <p>“公司治理”披露协议控制结构的具体安排及相关风险：</p> <p>(i) 各方法律主体基本情况、主要合同核心条款；</p> <p>(ii) 境内外法规、政策环境变化的风险；</p> <p>(iii) 境外基础证券发行人的控制权风险；</p> <p>(iv) 违约风险；</p> <p>(v) 丧失对可变经营实体的许可、资质及资产控制的风险；</p> <p>(vi) 税务风险。</p> <p>显要位置充分、详细披露相关情况，特别是风险、公司治理等信息，并以专章说明依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。</p> |
| 招股说明书 | 境外注册地公司法律制度及其公司章程或者章程性文件的主要规定与《中华人民共和国公司法》等法律制度的主要差异，以及该差异对存托凭证在中国境内发行、上市和对投资者保护的影响。                                                                                                                                                                                 |
| 招股说明书 | 存在投票权差异的，相关安排应当符合拟上市证券交易所的相关规定，并应明确维持特殊投票权的前提条件，特殊投票权不得随相关股份的转让而转让，以及除境内公开发售前公司章程已有合理规定外，境内公开发行后不得                                                                                                                                                                   |

<sup>33</sup> 详见《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 23 号——试点红筹企业公开发行存托凭证招股说明书内容与格式指引》第 6 条。



| 披露文件 | 披露内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | <p>通过任何方式提高特殊投票权股份的数量及其代表投票权的比例。</p> <p>“公司治理”一节披露投票权差异或类似安排及风险：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>(i) 设置特别表决权安排的股东大会决议；</li> <li>(ii) 特别表决权安排运行期限；</li> <li>(iii) 持有人资格；</li> <li>(iv) 投票权差异或类似安排下的股权种类、每股所具有的投票权数量及上限；</li> <li>(v) 特别表决权股份拥有的表决权数量与普通股份拥有表决权数量的比例安排；</li> <li>(vi) 持有人所持特别表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围；</li> <li>(vii) 不适用投票权差异或类似安排下的表决机制的特殊事项；</li> <li>(viii) 特别表决权股份锁定安排及转让限制；</li> <li>(ix) 差异化表决安排可能导致的相关风险和对公司治理的影响，包括如：投票权差异或类似安排对存托凭证持有人在提名和选举公司董事、参与公司决策等方面的限制和影响，拥有特殊投票权的股东因存在利益冲突而损害公司或其他股东合法权益的风险等；</li> <li>(x) 投票权差异结构下保护存托凭证持有人合法权益的保障性措施；</li> <li>(xi) 境外基础证券发行人关于在境内公开发行存托凭证后不通过任何方式提高特殊投票权股份比重及其所代表投票权比重的安排，境内公开发行存托凭证前公司章程已有约定的除外。</li> </ul> |
| 定期报告 | <p>股东投票权差异、企业协议控制架构或类似特殊安排的相关情形及其对中国境内投资者带来的重大影响和风险。</p> <p>存托、托管相关安排在报告期内的实施和变化情况及报告期末前 10 名境内存托凭证持有人的名单和持有量。</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |
| 临时公告 | <p>对股东投票权差异、企业协议控制架构或者类似特殊安排作出重大调整；</p> <p>在发生存托人、托管人发生变化；存托的基础财产发生被质押、挪用、司法</p>                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |

| 披露文件 | 披露内容                                                                                       |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | 冻结或者其他权属变化；对存托协议、托管协议作出重大修改；存托凭证与基础证券的转换比例发生变动；红筹企业变更存托凭证与基础证券的转换比例；托管协议重大修改等情形的，公司应当及时披露。 |

此外，《科创板上市规则》要求，红筹企业应当在境内设立证券事务机构，并聘任信息披露境内代表，负责办理公司股票或者存托凭证上市期间的信息披露和监管联络事宜。信息披露境内代表应当具备境内上市公司董事会秘书的相应任职能力，熟悉境内信息披露规定和要求，并能够熟练使用中文。

#### 6.2.5. 表决权差异安排

《公司法》第 131 条规定：“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份，另行作出规定。”该条规定为表决权差异安排，即同股同权的例外，留出了空间。根据《科创板上市规则》，表决权差异安排是指：“在一般规定的普通股份之外，发行拥有特别表决权的股份（以下简称特别表决权股份）。每一特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量，其他股东权利与普通股份相同。”

对于 VIE 架构的红筹企业，由于其海外母公司（即发行人）通常设立在开曼等境外法域，存在表决权差异安排或双重表决权安排的情形并不少见。科创板相关规则对于表决权差异安排作出了较为明确的规定，主要包括：

- （1）仅允许上市前设置：仅可在首次公开发行并上市前设置，经出席股东大会的股东所持三分之二以上的表决权通过。
- （2）市值要求：市值及财务指标符合下列标准之一：（i）预计市值不低于人民币 100 亿元；（ii）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。
- （3）资格要求：特别表决权股东应对上市公司发展或业务增长等作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体。
- （4）比例要求：特别表决权股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份 10%以上。普通表决权比例不得低于公司全部已发行有表决权股份 10%。

- (5) 表决权差异限制：每份特别表决权股份的表决权数量应当相同，且不得超过每份普通股份的表决权数量的 10 倍。普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利应当完全相同。
- (6) 不得增发：上市公司股票在本所上市后，除同比例配股、转增股本情形外，不得在境内外发行特别表决权股份，不得提高特别表决权比例。如因股份回购等原因可能导致特别表决权比例提高的，应采取将相应数量特别表决权股份转换为普通股份等措施。
- (7) 不得上市交易：特别表决权股份不得在二级市场进行交易。
- (8) 特定情形触发的永久转换机制和对特定事项表决时的转换机制。

#### 6.2.6. 科创板规则与 CDR 规则的衔接

在 21 号文颁布之后，证监会、上交所等相关机构公布了一系列 CDR 相关规则，包括如《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》（即上文提及的《CDR 办法》）、《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》（即上文提及的《创新企业境内上市办法》）、《存托凭证登记结算业务规则（试行）》、《上海证券交易所试点创新企业股票或存托凭证上市交易实施办法》、《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 23 号——试点红筹企业公开发行存托凭证招股说明书内容与格式指引》等。随着科创板相关规则的出台，浮现出的一个问题是：两类规则应如何衔接和适用。是同时适用？还是替代适用？我们注意到，科创板规则也注意到了这一问题，比如《公开发行证券的公司信息披露与格式准则第 41 号——科创板公司招股说明书》第 108 条规定，红筹企业申请首次公开发行股票或发行存托凭证并在科创板上市编制招股说明书时应同时遵循本准则以及《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 23 号——试点红筹企业公开发行存托凭证招股说明书内容与格式指引》等规则的规定。这是一个同时适用的例子。我们理解，如果法规中明确说明了两类规则如何适用，应遵守法规规定的适用方式。如果法规并无明确规定，谨慎起见，在分析具体问题时，应同时考虑科创板规则和 CDR 相关规则。这也是我们上文分析所采取的思路。有待通过科创板的实践，进一步明确两类规则之间的衔接和适用。

#### 6.2.7. 小结

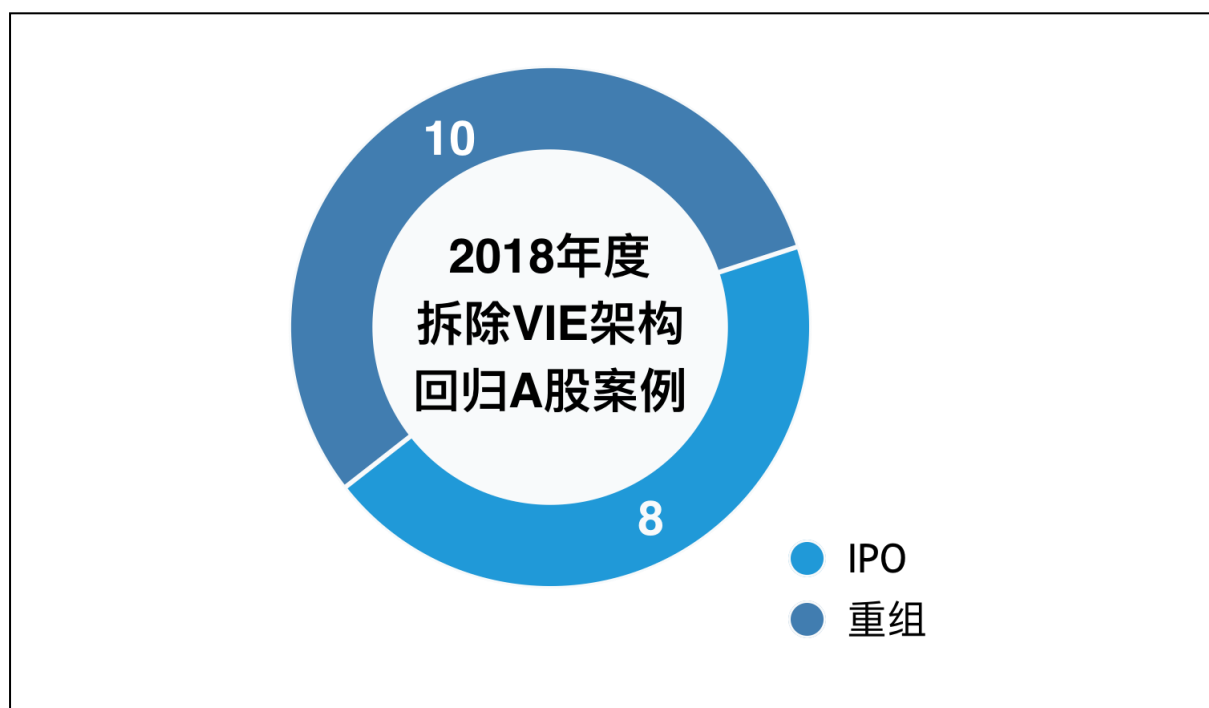
综上，21 号文为 VIE 架构的红筹企业在不改变 VIE 架构的前提下在中国境内上市开了一扇窗，科创板陆续出台的规则为这扇窗内洒下了更多的阳光。VIE 架构的红筹企业利用科创板这一试点注册制，有望更快、成本更低地登陆国内资本市场。在充满希望的同时，我们也不能回避仍有不少问题有待明确。例如，有多少 VIE 架构红筹企业可以跨过特定行业定位和高估值

标准，从而利用科创板这一通道；交易所对于企业在科创板上市的审核尺度是如何把握的，模糊的标准该如何解读；证监会和交易所对于 VIE 架构红筹企业在境内发行上市还会有哪些进一步的要求；科创板相关规则和 CDR 相关规则的衔接和适用等等。科创板对于 VIE 架构红筹企业的回归助力如何，尚有待观望，但仍值得期待。

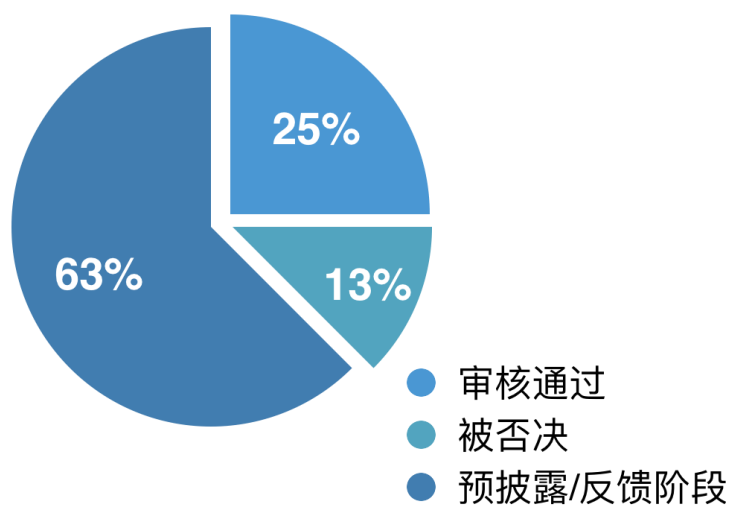
### 6.3. 传统路径：拆除 VIE 架构回归 A 股

#### 6.3.1. 2018 年拆除 VIE 架构回归 A 股市场概况

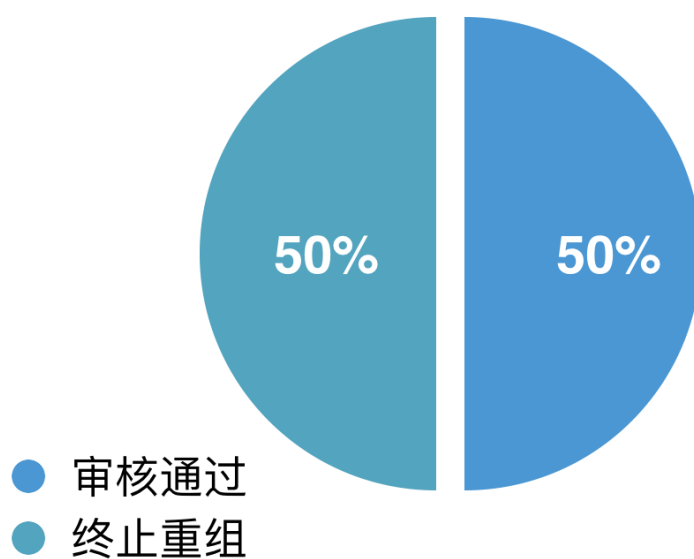
据不完全统计，2018 年度，拆除 VIE 架构申报 IPO 的案例有 8 家，而在上市公司重大重组中涉及拆除 VIE 架构标的资产的则有 10 家。



上述通过 IPO 回归 A 股的 VIE 架构拆除案例中，深信服（300454）已经于 2018 年 5 月成功上市，浙江每日互动网络科技股份有限公司（2018 年 4 月预披露）于 2018 年 12 月刚获发审委审核通过；而河南蓝信科技股份有限公司则是在 2018 年 1 月即已被发审委否决。另外 5 家则是正处于证监会反馈阶段或是招股书预披露阶段，包括金山软件、麒麟网络等；其中，全美在线教育则是最近一家涉及 VIE 架构拆除的 IPO 申报案例（2018 年 12 月 28 日预先披露）。



而在上述涉及拆除 VIE 架构标的资产的 10 例上市公司重组案例中，典型代表有 2018 年 1 月获得证监会批复并已于 2018 年 2 月实施完成的三六零借壳江南嘉捷（601360，已更名：三六零）；中嘉博创（000889，原名：茂业通信）收购嘉华信息也已于 2018 年 8 月获得证监会批复，并已于 2018 年 10 月实施完成；思维列控（603508）收购蓝信科技则是 2018 年 12 月获得证监会批复，并于 2019 年 1 月刚刚完成。另外，星徽精密（300464）收购泽宝股份已于 2018 年 11 月获得重组委有条件通过；而世纪华通（002602）收购盛大游戏的交易则是于 2019 年 2 月 20 日的重组委会议上刚刚获得通过。另外 5 例则是由于种种原因均已公告终止重组。





### 6.3.2. 近期拆除 VIE 架构回归 A 股案例的重组路径

拆除 VIE 架构重组路径的确定，需要结合企业的实际情况、创始人团队与机构投资人之间的博弈、资金考量、税务筹划以及投资、外汇等跨境监管政策的调整等诸多因素综合考量。自 2015 年暴风集团（300431）拆除 VIE 架构成功上市之后，市场上出现了各种各样的 VIE 架构拆除重组路径。目前来看，由于受境外投资 ODI 监管整体政策环境收紧的影响，曾在巨人网络、恺英网络等重组案例中出现的 ODI 境外投资路径其可操作性已经具有比较大的不确定性了。从 2018 年的市场案例来看，目前的 VIE 架构拆除路径大致有如下三种主要类型：

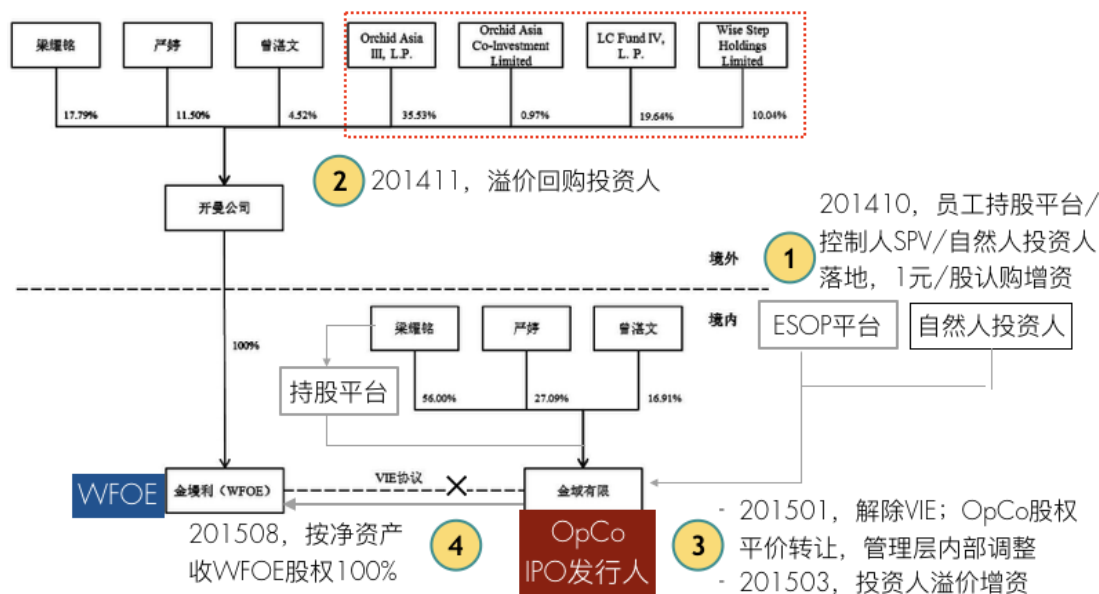
- **OPCO 收购 WFOE（股权或资产）；**
- **WFOE 变中外合资 JV+收购 OPCO；**
- **OPCO 股权调整+WFOE 注销。**

#### （一）路径一：OPCO 收购 WFOE

在 VIE 架构中，一般是由 OPCO 作为运营主体，相关的业务牌照及主要资产人员等都在 OPCO 体系内。所以，拆除 VIE 架构回归 A 股的过程中，通常是以 OPCO 作为重组主体及未来的发行人或注入上市公司的标的资产。实务中，由 OPCO 收购 WFOE 是最为典型的 VIE 架构拆除路径。而具体是直接收购 WFOE 的股权还是收购其业务和资产，则是要结合实际情况综合考虑确定。以近期 VIE 架构回归案例来看，2017 年 9 月 IPO 成功上市的金域医学（603882）以及 2018 年 8 月获得证监会批复注入中嘉博创（000889，原名：茂业通信）的嘉华信息，则分别是这两种类型的代表。

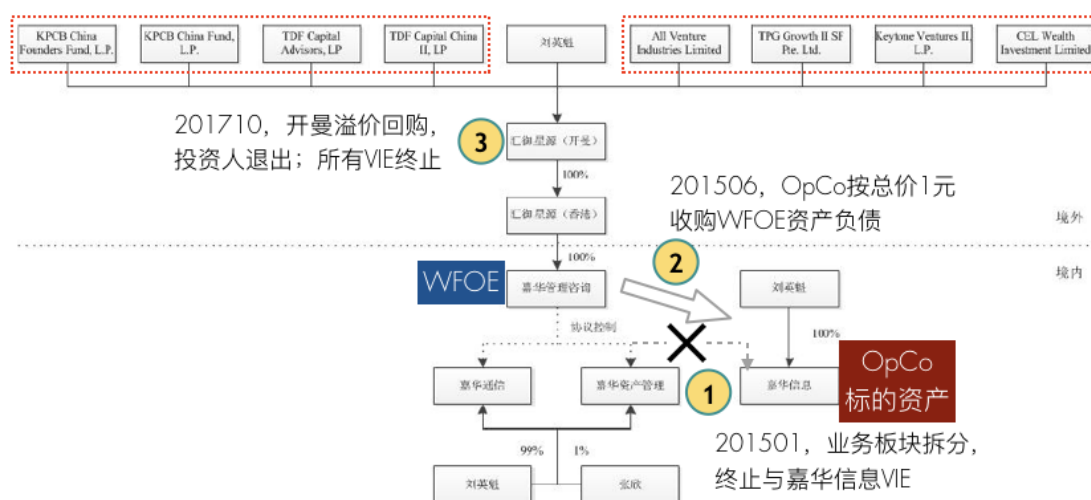
#### 金域医学（600382）—OPCO 收购 WFOE 股权

根据金域医学的招股书等相关公告信息，金域医学的 VIE 架构拆除路径和主要节点如下图所示：



### 嘉华信息—OPCO收购WFOE资产负债

与金域医学及其他常见的案例中直接收购WFOE的股权不同，在嘉华信息的VIE架构拆除中，采用的重组方式则是通过内部业务平台拆分，将嘉华信息从原整体VIE架构汇御星源（开曼）中分拆出来，然后由嘉华信息（OPCO）收购WFOE的资产负债。根据中嘉博创（000889，原名：茂业通信）披露的重组报告书等相关公告信息，嘉华信息的VIE架构拆除路径和主要节点如下图所示：

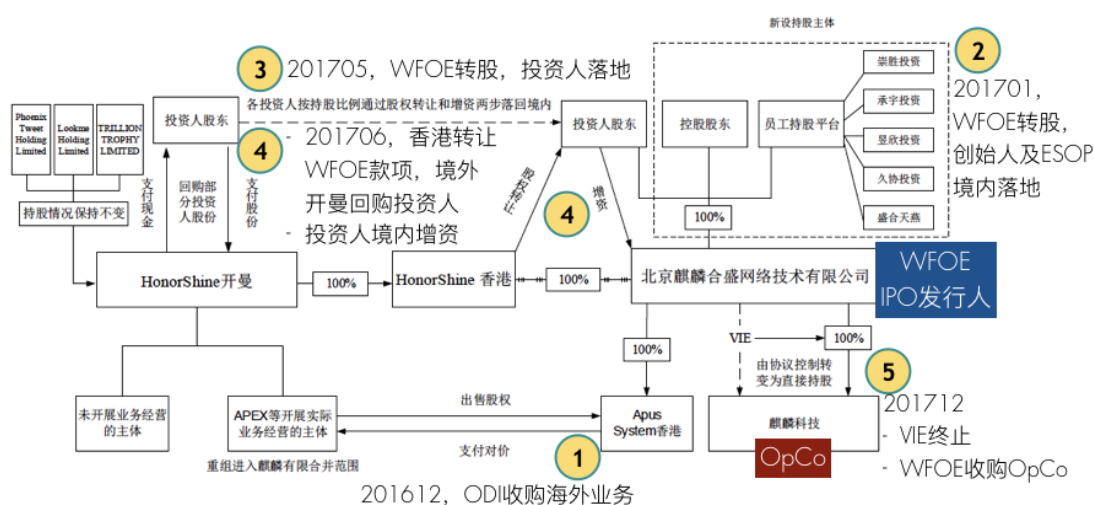


### (二) 路径二：WFOE变中外合资JV收购OPCO

尽管最常见的VIE拆除路径一般都是以持有各种业务牌照的OPCO作为重组载体，但也存在一种情形，即，由于监管政策的演变，原来的外资准入限制后来被取消，使得WFOE成为

了可能的重组载体。尤其是，考虑到资金安排、投资成本的税务确认以及重组便利等多方面因素，在不存在法律障碍的情形下，完全可以考虑将原来的 WFOE 作为重组载体，通过将其改变成中外合资企业 JV 实现回归 A 股市场（若是 IPO，必须是股份公司；而根据《公司法》，股份公司必须有一半以上的发起人有中国住所。因此，WFOE 必须改成中外合资企业 JV，而无法以 WFOE 原状实现境内 A 股 IPO）。

上述情形最为典型的案例出现在广告领域。由于监管政策的调整，之前对中外合资企业关于外方股东必须有境外广告相关业务经验的要求取消，使得原来 VIE 架构下的 WFOE 或由其调整后的中外合资企业 JV 完全也可以经营广告业务，而不是必须通过原持牌主体内资 OPCO 进行相关业务。因此，原 WFOE 就可以作为重组载体。而对于原 VIE 架构下的 OPCO，则可以根据其资产业务情况，确定是继续保留在体系内（并由 WFOE 进行收购实现纳入并表范围）还是直接注销或转让处置。该等重组路径的代表案例是 2016 年 4 月就已完成重组的分众传媒借壳七喜控股（002027，已更名：分众传媒）。而近期的代表性案例则是麒麟网络（2019 年 1 月更新招股书申报稿）。根据其招股书申报稿，麒麟网络的 VIE 架构拆除路径和主要节点如下图所示：

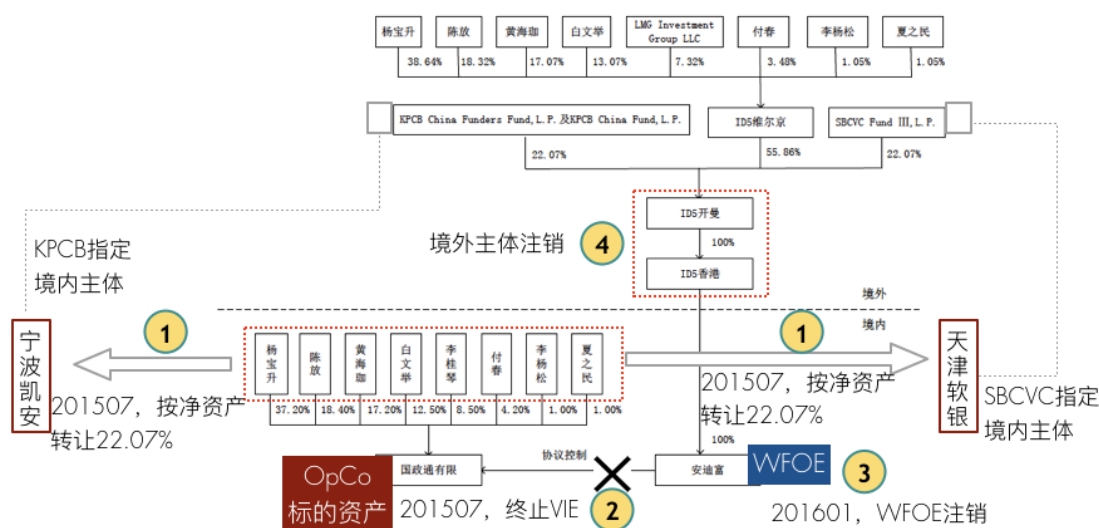


### (三) 路径三：OPCO 股权调整+WFOE 注销

在拆除 VIE 架构时，原架构体系内的 OPCO 或者 WFOE 并非必须保留。根据其实际情况和业务需要，对于没有价值或实际意义的 WFOE 或 OPCO 完全可以考虑注销。因此，除了 OPCO 收购 WFOE 或者 WFOE 反向收购 OPCO 之外，还可以有第三种路径。尤其是，考虑到 VIE 架构中 WFOE 通常是空壳持股公司，在以 OPCO 作为重组载体时，对于没有留存价值的空壳 WFOE 完全可以考虑注销。在 2018 年的案例中，拟注入华铭智能（300462）的国政通就是

这种情形（该交易于 2018 年 4 月已获得证监会批复，但后因教育领域政策调整以及业绩表现等原因，交易当事方于 2018 年 10 月协商终止了交易）。

根据华铭智能（300462）的重组报告书等公告信息，拟注入的标的资产国政通的 VIE 架构拆除路径及主要节点如下图所示：



### 6.3.3. 拆除 VIE 架构回归 A 股中的审核关注要点

对于存在 VIE 拆除情形的企业，证监会通常会予以特别关注。从 IPO 的角度，证监会通常会要求控制架构必须翻回境内。尤其是，在 2018 年最新的 51 条 IPO 审核标准指引中，证监会明确关注：

- (1) 对于存在多层境外架构的，要对理由、真实性、是否存在代持、出资来源等进行实质性核查；
- (2) 实际控制人非中国国籍（包括港澳台），理由缺乏合理性的，要求发行人简化持股架构；
- (3) 实际控制人是中国国籍（不包括港澳台），审核中予以重点关注，直至控制权转移到国内为止。

另一方面，针对上市公司重组交易中涉及拆除 VIE 架构的标的资产，2015 年 12 月 18 日，在《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，证监会上市部要求应当在重组报告书中对以下事项进行专项披露并由独立财务顾问发表专项核查意见：

- (1) VIE 协议控制架构搭建和拆除过程，VIE 协议执行情况，以及拆除前后的控制关系结构图；
- (2) 标的资产是否曾筹划境外资本市场上市。如是，应当披露筹划上市进展、未上市原因等情况；
- (3) VIE 协议控制架构的搭建和拆除过程是否符合外资、外汇、税收等有关规定，是否存在行政处罚风险；
- (4) VIE 协议控制架构是否彻底拆除，拆除后标的资产股权权属是否清晰，是否存在诉讼等法律风险；
- (5) VIE 协议控制架构拆除后，标的资产的生产经营是否符合国家产业政策相关法律法规等规定；
- (6) 如构成借壳上市，还应当重点说明 VIE 协议控制架构拆除是否导致标的资产近 3 年主营业务和董事、高级管理人员发生重大变化、实际控制人发生变更，是否符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第十二条的规定。

从 2018 年的 VIE 架构回归案例来看，上述关注事项基本都会涉及，而且根据交易具体情况证监会或交易所可能会提出更有针对性的具体关注。比如，在 2018 年 1 月被否的蓝信科技 IPO 申报中，除了常规的 VIE 相关关注以外，证监会在反馈问题中还会关注，所涉各方主体（包括中方自然人及其对外投资的实体）相关资金的来源及其合法性，所涉各方主体所得税缴纳义务的履行情况。而在乐元素科技 IPO 申报中（2018 年 3 月申报稿，反馈阶段），证监会则还关注，收购境外投资人股权时的价格确定依据及公允性，收购资金来源及合法性；收购境外主体是否履行相应的审批或备案程序；乐元素控股（开曼）回购相关股份时的价格确定依据及公允性，回购资金来源及合法性；红筹架构中的员工激励如何在乐风创想层面体现；发行人及其子公司与上述境外投资主体、回购对象及相关员工是否存在纠纷或潜在纠纷。

#### 6.4. 涉及 VIE 架构拆除的近期纠纷案例

其实，由于 VIE 架构的搭建和拆除都涉及多方利益、境内外多个主体以及境内外多个法域的不同法律规定等因素，整个过程和架构是一个相对复杂的事情。尤其当相关企业通过 IPO 或重组对接国内 A 股市场时，企业的高估值诱惑及未来退出可能变现的巨大利益，都可能成为潜在纠纷发生的诱因。因此，不仅仅是证监会或交易所会对相关事项进行关注，法院或仲裁庭也可能会面临不同当事人提出的诉讼或仲裁主张需要裁断。

比如，在新近 2018 年 12 月 28 日由北京市第三中级人民法院作出二审终审判决的“许萍与蒲易等侵权责任纠纷案”（（2018）京 03 民终 13487 号）中，对于重组交易中涉及存在 VIE 架



构拆除情形的标的资产时，相关主体的信息披露程度以及相关的信息披露情况给有关当事人可能造成的利益纠葛如何裁决再次引起了关注。在该案中，有股东认为相关主体的披露及境外持股情况等涉及举报及证监局调查等事项，最终导致重组交易终止，于是提起了诉讼。北京三中院在查明相关事实后，确定本案二审争议焦点：“智德创新公司、蒲易在湖南电广公司收购掌阔传媒公司过程中未披露关于安沃开曼公司股权的转让、代持及回购事宜是否构成对掌阔传媒公司股东许萍的侵权。而认定智德创新公司、蒲易存在共同侵权的前提在于智德创新公司、蒲易负有披露义务并共同作出虚假陈述。”经审理后，北京三中院裁决：“根据《VIE 的相关问题与解答》的要求，上市公司进行重大资产重组，如拟购买的资产历史上曾拆除 VIE 协议控制架构，需要对以下事项进行专项披露：1.VIE 协议控制架构搭建和拆除过程，VIE 协议执行情况，以及拆除前后的控制关系结构图……4.VIE 协议控制架构是否彻底拆除，拆除后标的资产股权权属是否清晰，是否存在诉讼等法律风险……按照上述规定可知，在湖南电广公司收购掌阔传媒公司的过程中，对拟购买的资产即掌阔传媒公司历史上曾拆除 VIE 协议控制架构的相关情况进行披露，但对 VIE 协议架构中境外公司安沃开曼公司的股权转让、代持及回购并未明确要求进行披露，且从上述规定中也无法推断出对 VIE 协议架构中境外公司安沃开曼公司的股权转让、代持及回购进行披露是当然义务。”

另外，在“林翔与互爱（北京）科技股份有限公司、互爱香港有限公司确认合同效力纠纷”一案中，北京市第一中级人民法院并未审理实体问题，而是从合同主体的相对性等方面于 2017 年 9 月 25 日作出二审裁定（（2017）京 01 民终 6702 号），驳回原告的起诉。北京一中院裁定：

“本院认为，本案中胡莱公司是在中国香港地区注册设立的公司，其于 2011 年 7 月 1 日与林翔成立劳动合同关系，确定由林翔任职胡莱公司美国分部总经理一职，并确定林翔的报酬形式为年薪，以及由胡莱公司授予林翔以预定行权价格购买 11 万股普通股的期权。由此可见，林翔作为胡莱公司的员工，享有胡莱公司的期权，其期权能否实现，取决于其与胡莱公司之间劳动合同的履行以及胡莱公司的经营状况。林翔作为互通乐来公司曾经的母公司胡莱公司的员工，其无权干预互通乐来公司的正常经营决策。本案中，林翔与涉案《独家业务合作协议》的解除及签订均无任何直接的利害关系。林翔提出要求确认《独家业务合作协议》有效，并继续履行；确认互通乐来公司与互爱北京公司之间解除《独家业务合作协议》的行为无效，但合同具有相对性，即合同主要在特定的合同当事人之间发生法律效力约束力，只有合同当事人一方能基于合同向合同对方提出请求或提起诉讼，合同当事人之外的第三人无权请求合同债务人履行合同义务（或者承担违约责任）。起诉必须的条件之一是原告是与本案有直接利害关系的公民、法人和其他组织。综上，林翔不是本案的适格原告，法院应裁定驳回其起诉。”

其实，如上所述，证监会上市部对于涉及 VIE 架构拆除的标的资产的审核关注曾有明确的解答，而且在实务中可能会提出更具针对性的具体关注。尽管证监会和交易所可能都已发布了相应的规范指引或信息披露要求，但当有关纠纷被诉诸诉讼仲裁时，问题可能会变得更加复杂。因为这里边不仅仅涉及到有关法律法规的适用和解释，还涉及到相关事实的认定和举证责任的分配，以及诉讼仲裁程序、合同主体相对性以及域外法律的查明和解释等等。（本章完）

## 第七章

### 外商投资医疗行业——外资限制与 VIE 模式探讨

文/周磊、孙胤翔

2016 年 12 月 27 日，国务院印发通知《“十三五”深化医药卫生体制改革规划》，鼓励社会力量兴办健康服务业，目标进一步优化政策环境，督促各地落实在市场准入等方面对所有医疗机构同等对待的政策措施，被视为社会办医外资准入再次放开的政策信号。但是，尽管近年来深化医改和鼓励社会办医的宏观政策接连推出，与之相对应的是，2015 年新修订《外商投资产业指导目录》后，对于外商投资医疗机构却由原来的允许类重新被列入限制类行业，并仅限于以合资、合作形式设立。此后的 2017 年最新修订《外商投资产业指导目录》及后续相关外资准入目录和负面清单中，外商投资医疗机构在总体上仍然归为限制类行业并延续至今。

近年来医院投资和交易活跃，医疗机构数量呈现总体增长趋势。在弘和仁爱、凤凰医疗、新世纪医疗等医院集团相继通过红筹模式在香港上市，而国内 A 股市场仅有个别成功获批，近期康宁医院上市被否的背景下，是否设计搭建境外结构寻求海外上市路径，对境内医疗机构而言是一个无法规避的命题。本文试图梳理中国近年来对于外商投资医疗机构的政策演变，并结合当前外资设立医疗机构受到一定程度限制的现实状况，探讨采取合约安排形式投资医疗服务产业的相关案例。

#### 7.1. 外商投资医疗机构（除港澳台）的政策演变及现状

中国政府对于外商投资医疗机构的限制并非一直存在，而是经历了全面限制、政策试点放宽、再恢复限制的政策变迁。大致可以分为 2010 年之前（国家普遍限制设立外商独资医疗机构）、2010—2015 年（外商投资医疗机构政策放宽试点）及 2015 年之后（重新对外商投资医疗机构进行限制）这三个阶段，具体如下：

##### 7.1.1. 总体限制阶段：2010 年之前

1997 年，国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）、对外贸易与经济合作部发布的《外商投资产业指导目录》（1997 修订）明确将医疗机构纳入限制外商投资的目录，限制要求中方必须控股或占主导地位。此后，卫生部、对外贸易与经济合作部于 2000 年发布的《中外合资、合作医疗机构管理暂行办法》（以下简称“《合资暂行办法》”）放宽外资比例限制，规定中方在中外合资、合作医疗机构中所占的股权比例或权益不得低于 30%（即外资比例不得超过 70%）。基于此，2002 年再次修订的《外商投资产业指导目录》虽仍然保留医疗机构为

外商投资限制类，但为了与卫生部的规定相衔接，将限制条件修改为限于合资、合作，不再要求中方控股或主导。此后 2004 年、2007 年两次对于《外商投资产业指导目录》的修订均沿用上述限制条件。

### 7.1.2. 试点放宽阶段：2010 年至 2015 年

2010 年国务院办公厅转发发改委及卫生部等部门《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》，提出进一步扩大医疗机构对外开放，将境外资本举办医疗机构调整为允许类外商投资项目，逐步取消对境外资本的股权比例限制，对具备条件的境外资本在我国境内设立独资医疗机构进行试点、逐步放开。随后在 2011 年修订的《外商投资产业指导目录》中，医疗机构不再被列为外商投资限制类，转为允许类行业。2013 年 9 月 28 日，国务院进一步发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》，其所列主要任务之一即包含进一步放宽中外合资、合作办医条件，逐步扩大具备条件的境外资本设立独资医疗机构试点。

2013 年 12 月 30 日，国家卫生和计划生育委员会（以下简称“卫计委”）、国家中医药管理局发布《关于加快发展社会办医的若干意见》，明确具备条件的境外资本可在中国（上海）自由贸易试验区等特定区域设立独资医疗机构。2013 年，上海市制订《中国（上海）自由贸易试验区外商独资医疗机构管理暂行办法》（以下简称“《上海自贸区暂行办法》”），该暂行办法允许外国投资者在中国（上海）自由贸易试验区以独资形式设立营利性医疗机构。符合条件的外国投资者应当（1）具有直接从事医疗机构投资与管理 5 年以上的经验；（2）能够提供国际先进的医疗机构管理经验、管理模式和服务模式，或能够提供具有国际领先水平的医学技术和设备，或可以补充或改善所在地医疗服务能力、医疗质量、技术、资金和医疗设施方面的不足。

2014 年，卫计委、商务部发布《关于开展设立外资独资医院试点工作的通知》（以下称“244 号文”），允许境外投资者通过新设或并购的方式在试点省市设立外资独资医院。根据该通知，境外投资者设立外商独资医院的试点地区扩大到北京市、天津市、上海市、江苏省、福建省、广东省和海南省。对于外国投资者的要求与《上海自贸区暂行办法》基本一致。

### 7.1.3. 再限制阶段：2015 年至今

2015 年修订的《外商投资产业指导目录》，医疗机构重新被列入外商投资限制类行业，仅限于合资、合作。并且，在同年国务院办公厅印发的《自由贸易区外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（以下简称“自贸区负面清单”）中，也将医疗机构明确规定为限制类且仅限

于合资、合作。此后历次修订的《外商投资产业指导目录》及自贸区负面清单均将医疗机构保留在外资限制目录中。因此，尽管《上海自贸区暂行办法》和 244 号文等文件并未被正式废止，但是实践中各卫生行政部门原则上均不再接受外商设立独资医疗机构的审批申请。而对于合资、合作的外商投资医疗机构而言，又由于自贸区负面清单以及《外商投资产业指导目录》均未明确相应的外资持股的比例要求，因此实践中，大部分地区的卫生部门普遍按照 2000 年发布的《合资暂行办法》，要求中方持股不得低于 30%。

尽管大部分地区的卫生部门仍然依据《合资暂行办法》的要求确定外资受限比例，根据 2011 年《卫生部关于调整中外合资合作医疗机构审批权限的通知》，中外合资合作医疗机构的审批权限已经下放至省级，部分地区已经出台了专项规定设置和明确当地医疗机构的外资投资比例。以四川省为例，四川省卫生厅、商务厅于 2012 年发布《关于印发四川省中外合资合作医疗机构管理办法的通知》，规定中方在合资、合作医疗机构中所占的股权比例或权益不得低于 10%，较《合资暂行办法》有较大突破。此外，对于以诊所形式设立的医疗机构，根据 2017 年 8 月 8 日发布的《国家卫生计生委关于深化“放管服”改革激发医疗领域投资活力的通知》，外国医疗机构、公司、企业和其他经济组织以合资或者合作形式设立的诊所，放宽外方投资股权比例不超过 70% 的限制，属于对于诊疗服务规模较小的特定类型医疗机构的特别放宽措施。

## 7.2. 港澳台投资医疗机构的相关政策

承上文所述，尽管有部分地区的外商投资医疗机构的股权比例已经突破了 70%，但是在包括北京、上海、广东等经济发达省份、城市以及其他大部分区域，外商投资医疗机构目前仍然受限于 70% 的外资比例限制，这对于希望能够全资控股境内医疗机构的投资者（包括通过海外市场融资和上市的投资者）而言无疑仍然是一大障碍。

与前文第一部分所述的外商投资医疗机构不同的是，基于《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》、《内地与澳门关于建立更紧密经贸关系的安排》及其补充协议（以下合称“CEPA”）、《海峡两岸经济合作框架协议》及其补充协议（以下简称“ECFA”），医疗服务产业对于港澳台投资设立独资医院的政策更加宽松，具体而言：（1）卫生部及商务部基于 CEPA 于 2010 年发布了《香港和澳门服务提供者在内地设立独资医院管理暂行办法》（以下称“109 号文”），放开了香港和澳门服务提供者在试点地区（上海市、福建省、广东省、海南省和重庆市）设立独资医院、疗养院提供医疗服务，并于 2012 年先后发布《关于扩大香港和澳门服务提供者在内地设立独资医院地域范围的通知》及《关于香港和澳门服务提供者在内地设立医疗机构有关问题的通知》，于 2012 年 4 月 1 日将香港和澳门服务提供者在内地设立独资医院



的地域范围扩大到所有直辖市及省会城市后、又于 2013 年 1 月 1 日起取消了对香港和澳门服务提供者在内地设立独资医院的地域限制；（2）卫生部及商务部基于 ECFA 于 2010 年发布了《台湾服务提供者在大陆设立独资医院管理暂行办法》（以下称“**110 号文**”）的通知，允许台湾服务提供者在大陆试点省市（上海市、江苏省、福建省、广东省和海南省）设立独资医院。综上所述，若能够适用 CEPA 或 ECFA 而以台港澳投资的方式实现对境内医疗机构的投资，则可以很大程度上解锁《外商投资产业指导目录》及自贸区负面清单对于外商独资投资医疗机构的限制。实践中，已经有一些港澳台资独资医院成功设立，例如深圳希玛林顺潮眼科医院由香港希玛国际眼科医疗集团（中国）有限公司于 2013 年全资设立，费森尤斯医药香港有限公司也在昆明、福州和泉州分别以新设或收购的方式设立了港资全资的血液透析中心等。

需注意的是，通过 CEPA 或 ECFA 设立港澳台独资投资医疗机构，其对于港澳台股东的资质审查要求可能更严格于《合资暂行办法》中对于合资设立的外商投资医疗机构的外方股东的资质要求。以《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》为例，其对于符合条件的“服务提供者”的要求包括：（i）香港服务提供者符合内地法律法规和行政规章对外商投资主体的业务性质和范围的限制性规定（即能够提供先进的医院管理经验、管理模式和服务模式、或能够提供具有国际领先水平的医学技术）；（ii）香港服务提供者应已在香港注册或登记设立并从事实质性商业经营 3 年以上（含 3 年）；（iii）香港服务提供者在香港从事实质性商业经营期间依法缴纳利得税；（iv）香港服务提供者应在香港拥有或租用业务场所从事实质性商业经营，其业务场所应与其业务范围和规模相符合。

此外，虽然 109 号文和 110 号文及其后续通知明确香港、澳门和台湾服务提供者可以设立独资医院、独资疗养院，且除独资医院、独资疗养院外其他独资医疗机构的设置的标准和要求按照内地单位或个人设置医疗机构进行办理，但在实践中，我们注意到不同地区的主管部门对此有不同的理解。对于有意通过 CEPA 或 ECFA 设立诊所、门诊部、卫生院等其它形式的港澳台独资投资医疗机构的投资者，应提前做好相应规划并确认所在地主管部门的监管意见。

### 7.3. 外资限制环境下外方参与医疗机构的模式——合约安排

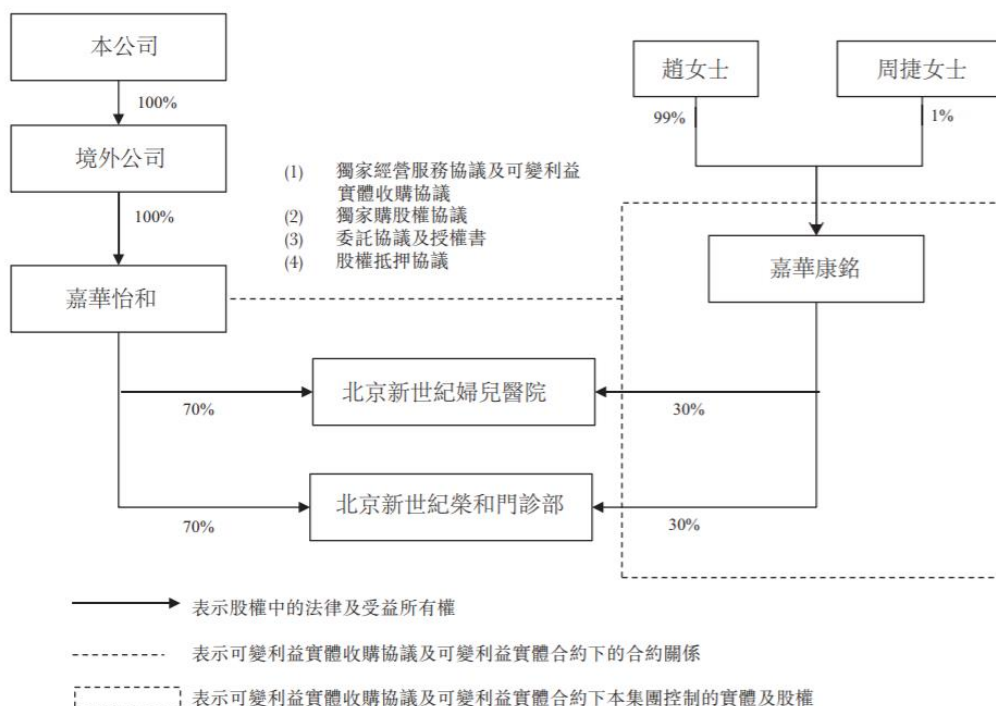
在以上外资准入的整体政策框架下，尽管《合资暂行办法》、CEPA 及 ECFA 等规定为外资进入大陆医疗机构投资领域进行了一定程度的放开，但是鉴于仍然存在的外资比例限制，针对具体案例，在无法通过 CEPA 或 ECFA 设立港澳台独资投资医疗机构、或通过《合资暂行办法》可以取得的医疗机构中的外资股比无法满足商业需求的情形下，是否采取 VIE 合约安排作为解决方案是可以相应探讨和作为商业考量的。

以香港联交所为例，根据香港联交所 VIE 上市决策（HKEX-LD43-3），上市申请人应当严格限制使用合约安排，其只可于必要的情况下以合约安排解决外资持股的限制，否则上市申请人必须直接持有运营公司的最大许可权益。因此，香港联交所可接受的合约安排限于政策明确限制的行业或主管监管机关明确没有可遵循的审批程序或指引的情况。我们理解，由于医疗服务产业仍被列于外资限制目录，通过合约安排实现将外资受限的权益纳入整体境外上市体系存在可行性和可操作性。在医疗机构 VIE 架构设计和安排上，不同于其他外资完全限制行业，投资者应首先按照所在地区的外商准入政策，明确外资股比的实际限制比例，并在此基础上针对限制外资比例的部分进行 VIE 架构建立，其余权益仍应通过直接持股方式予以保留在股权控制结构下。其次，对于多机构或医疗集团类型企业，应当充分考虑是否按照各地机构实际限制比例进行“归总”过程，亦即探讨是否在各机构层面实现多个平行 VIE 架构，或在可行的情况下通过持有/控制多个医疗机构的上层持股平台进行 VIE 搭建。

虽然按照当前有关政策，医疗行业采用 VIE 架构在法律制度上似乎并无特殊限制，我们提醒读者注意，目前外资医疗机构采取 VIE 架构的实际案例相对有限，在具体实例中应当审慎评估使用。我们通过如下两个公开上市公司案例进行分析以对外资投资医疗机构的 VIE 合约安排进行进一步探讨：

### 7.3.1. 新世纪医疗

新世纪医疗控股有限公司（以下简称“**新世纪医疗**”，01518.HK）于 2017 年 1 月于香港联交所主板上市。根据新世纪医疗公告信息显示，其主要从事其在北京的三间医疗机构提供儿科及妇产科专科服务。由于上文所述的外资投资医疗机构限制的原因，新世纪医疗通过北京嘉华怡和管理咨询有限公司（以下简称“**嘉华怡和**”）分别持有北京新世纪妇儿医院有限公司及北京新世纪荣和门诊部有限公司各 70% 的股权，而剩余 30% 的股权则由北京嘉华康铭医疗投资管理有限公司（以下简称“**嘉华康铭**”，由新世纪医疗实际控制人配偶赵女士及妹妹周捷女士分别持有 99% 及 1% 的股权）持有。于新世纪医疗上市后不久后的 2017 年 9 月，新世纪医疗即公告披露，嘉华怡和以人民币 3000 万元的对价与赵女士、周女士以及嘉华康铭签署 VIE 合约安排的方式以实际享有嘉华康铭所以经济利益，进而实现享有对北京新世纪妇儿医院有限公司及北京新世纪荣和门诊部有限公司的 100% 的经济利益。上述交易的相关主体结构如下所示：



新世纪医疗的上述案例特殊之处在于，该等 VIE 合约的安排在新世纪医疗上市后同年进行，其在香港联交所上市申请时并未采取 VIE 架构形式并就此进行审查。通过查阅新世纪医疗的上市文件可以进一步发现，对于赵女士及周女士持有的嘉华康铭 100% 的股权，已经协议安排由新世纪医疗上市前的各股东（或其关联方）实益享有相关权益、并由新世纪医疗享有独家购买权购买嘉华康铭持有的北京新世纪妇儿医院有限公司及北京新世纪荣和门诊部有限公司的 30% 的股权。新世纪医疗的上述 VIE 合约安排，实际是变相实现了新世纪医疗于上市前对于嘉华康铭的上述两家医疗机构 30% 股权的购买权。

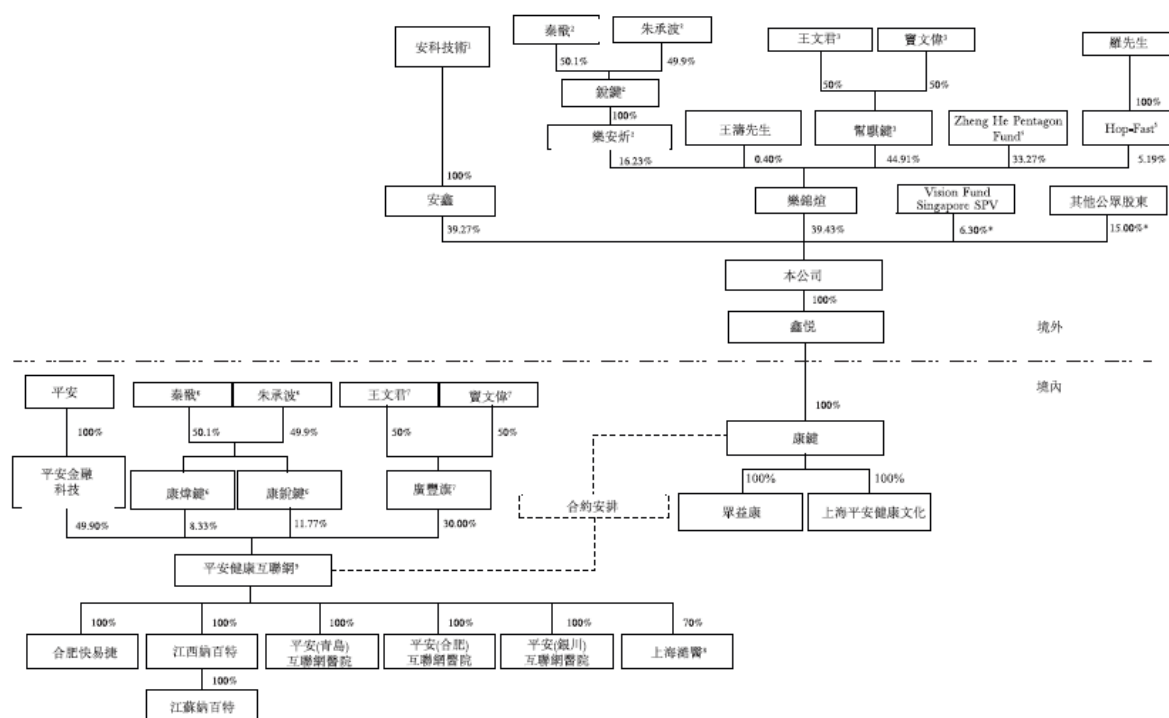
新世纪医疗的上述操作一定程度上加重市场的担忧，认为香港联交所对于医疗机构 VIE 合约安排是否存在谨慎甚至变相否认态度、亦或是新世纪医疗的上市中介机构出于谨慎考虑而进行的特殊安排。但是不可否认的是，由于新世纪医疗相关合约安排的两家医疗机构都位于北京，其以外资身份仅能持有两家医疗机构各 70% 的股权的情况，与此前华润医疗（01515.HK）2013 年上市时以外资身份 100% 持有北京市健宫医院有限公司的情况<sup>34</sup>不一致，不排除因此导致新世纪医疗在与香港联交所沟通解释的过程中存在一定困难。

### 7.3.2. 平安好医生

2018 年 5 月 4 日，平安健康医疗科技有限公司（以下简称“平安好医生”，01833.HK）于香

<sup>34</sup> 华润医疗对于北京市健宫医院有限公司的相关结构建立过程，正处于国家对于外商投资医疗机构的放开阶段，且其具有一定个案的特殊性，我们理解，在目前阶段不具有普适性的直接参考价值。

港联交所主板上市。平安好医生致力于移动医疗领域，从产品上线到正式上市不足 3 年时间。于重组完成上市前，平安好医生的股权结构如下：



其中，平安（合肥）互联网医院及平安（青島）互联网医院经营线上医疗服务，分别持有合肥市蜀山区卫生和计划生育局及青島市崂山区卫生和计划生育局颁发的医疗机构执业许可证。平安好医生解释，根据《外商投资产业指导目录》及《合资暂行办法》，经营医疗机构属于限制类范畴，且外国投资者不得持有医疗机构 70% 以上股权。因此该两家公司最终采用合约安排的方式合并进入上市公司体系。

这一案例同时存在互联网医疗的特殊性，并使其采取的上市前最终结构未适用外资可准入股比直接持股。如上图所示，平安（合肥）互联网医院及平安（青島）互联网医院 100% 的股权都通过合约安排的模式进入上市体系，这一点似乎不符合上市决策中要求的“上市申请人必须直接持有运营公司的最大许可权益”。对此，招股书披露，鉴于该两家公司系“线上”医疗机构，安徽省卫生和计划委员会及青島市卫生和计划委员会均口头确认不存在涉及外商投资限制的与线上医疗机构有关的适用法规，且其不会受理及批准外商投资企业在各自辖区内成立线上医疗机构的任何申请。基于上述，平安好医生的法律顾问认为，实际上，外国投资者不得持有该两家互联网医院的任何股权。因此，该两家公司的 100% 股权全部通过合约安排的方式进入上市公司体系。

通过上述两个案例，我们理解在医疗行业中采取合约安排形式仍应采取谨慎态度。典型的合约安排针对一般行业而言，可以较为有效的实现对企业的全面控制与决策管理，而对于医疗机构而言，相较一般企业，其同时受到卫生主管部门的监督管理，执行合约安排需要符合卫生主管部门对于医疗机构的设置与运营要求，包括由具有资质的专业人士进行管理运营。因此，如何设计该等合约安排，以及该等合约安排是否可能受到卫生主管部门的挑战，仍有待实践中的进一步观察与探讨。尽管如此，从现阶段医疗行业对接境外资本的角度来看，上述两家上市公司的案例也提供了一定的借鉴意义。平安好医生的案例提供了一个较为新颖的思路，即在医疗行业受限的基础上，结合其他行业的外资禁入要求，合理阐释其采用合约安排的合理性。新世纪医疗的案例相对特别，其在上市之前搭建一个非典型合约安排的结构，并于上市后执行相关约定以实现最终的典型合约安排形式。从结果来说，该两家公司都实现了最终境外上市的需求。而对于其它医疗机构投资者而言，如何根据行业监管要求与自身经营特点，设计与搭建出合理的结构以实现对其医疗机构的控制及与境外资本的对接，仍需要专业人士就个案提供不同的分析与建议。（本章完）



## 第八章

### 非国有资本投资教育领域—VIE 的使用及主要法律问题

文/王筱东、孙景宏、葛广涛

#### 8.1. 民办教育领域法律监管概述

教育作为“国之大计”，在近些年来的国家发展规划中被反复提及。从法律层面来看，作为国家根本大法的《中华人民共和国宪法》早已明确规定了“国家举办各种学校，普及初等义务教育，发展中等教育、职业教育和高等教育并且发展学前教育”的基本教育发展体系，并确立了公民受教育的权利和义务。

基于教育的重要性，对于非国有资本投资教育的法律监管也较一般民办经济实体更为细致全面，涉及到了准入、组织、管理、补贴扶持等各个方面。本文将简要介绍教育行业监管沿革，着重介绍目前非国有资本投资教育行业的法律监管框架及重要合规问题，前瞻非国有资本投资教育行业的未来政策，特别是分析未来政策对于教育行业 VIE 架构的使用和监管的影响。

##### 8.1.1. 教育法律监管的沿革

###### （一）教育监管基本制度概述

我国目前的教育监管基本制度建立于《中华人民共和国教育法》（以下简称“《教育法》”）之上。

《教育法》根据教育的表现形态和教学内容将教育区分为学校教育、职业教育和继续教育。其中，学校教育包含了学前教育、初等教育、中等教育和高等教育。职业教育囊括了职业学校教育或者各种形式的职业技能培训。继续教育多指面向学校教育之后的受教育者、特别是成人的教育活动，范围涵盖了政治、经济、文化、科学、技术、业务等各种行业的教育内容。其次，根据学校或教育机构的举办者和经费来源，教育又可以被区分为公办教育、境内资本投资教育和外商投资教育。最后，根据非国有资本投资的教育是否以营利为目的，这类教育又可以区分为营利性教育及非营利性教育。

对于不同种类的教育，我们国家制定了针对性的监管制度。例如《中华人民共和国民办教育促进法》（以下简称“《民办教育促进法》”）即为专门适用于民办教育的部门法律。除法律之外，国家还通过大量的行政政策对教育实施调控管理。例如，从政策层面，有些政策鼓励境内、境外社会组织和个人捐资助学，也鼓励运用金融、信贷手段支持教育事业的发展；也有另

一些政策对于民间资本进入某些教育领域设置了若干限制，例如禁止设立实施义务教育的营利性民办学校，禁止社会资本通过兼并收购、VIE、协议控制等形式控制公办幼儿园与非营利性幼儿园等。

梳理厘清法律和众多政策的内在联系对于民办教育正确设计业务模式和合规开展教育业务有重要意义。

## （二）民办教育行业法律监管沿革

早在 1997 年 7 月 31 日，国务院即出台了《社会力量办学条例》。在当时的法律框架下，民办教育是国家实施义务教育的补充，即民办教育的重点在职业教育、成人教育、高级中等教育和学前教育，在高等教育机构的举办上受到限制。所有的社会力量办学不得以营利为目的，且在财产管理中适用行政事业单位的会计制度。在上述管理框架内，在业务指导、教研活动、教师管理、表彰奖励等方面，民办教育机构和国家举办的教育机构在法律上受到同等对待；民办教育机构建设中需要土地的，也参照公益事业用地办理，优先安排。

此后，随着改革开放的不断深化，民办教育逐渐兴旺，并逐步从国家实施义务教育的补充成为了教育行业的重要组成部分。相应的，对于民办教育的法律监管也逐步体现出与对公办学校的法律监管更为明显的差异。

现行的《民办教育促进法》对于民办教育的管理区分了营利性与非营利性，实施分类管理。两者在管理上的差别主要体现在如下几方面：在办学收益方面，非营利性民办教育机构的举办者不得取得办学收益，办学结余全部用于办学；而营利性民办教育机构的举办者可以取得办学收益，办学结余依照公司法等有关法律、法规的规定处理。从教育内容上来看，营利性民办教育机构不得实施义务教育，而非营利性民办教育机构可以实施义务教育。在适用的优惠政策方面，非营利性民办教育机构目前适用的政策优惠，如土地安排、税收等均参照公办学校；而营利性民办教育机构则基本上不享有上述优惠政策。在管理和财务方面，非营利性民办教育机构采用事业单位体制管理，而营利性民办教育机构则采用公司制的管理制度，其适用的会计制度、企业信息公示制度和一般公司并无二致。

尽管在采用分类管理后，办学准入条件在逐步放宽，但基于教育产业的特殊性，对于营利性或非营利性的教育机构都有一些市场准入门槛和规则需要遵守。下文将简要介绍民营资本进入教育产业的“门槛”。

### 8.1.2. 现行民办教育法律监管框架概述

《民办教育促进法》及相关的法律法规针对国家以外的社会组织或者个人，利用非国家财政性经费举办学校或教育机构设置了特定的准入门槛。由于教育产业的特殊性，在对于民办教育的准入限制基础上，对于外资在某些教育领域又设置了更高的准入门槛。本部分将简要介绍一般内资民办教育的准入门槛和外商投资民办教育的准入门槛。

### （一）内资准入门槛

民办学校的举办者可以是具有法人资格的社会组织或具有政治权利和完全民事行为能力的个人。

根据《市场准入负面清单（2018 年）》，实施学前教育、初等教育、中等教育、高等教育（含独立学院、民办学校）的学校、实施自学考试助学及其他文化教育的学校和教育机构的设立、变更和终止均需获得审批。

民办学校的审批机关根据实施的教育内容的不同而有所区别。县级以上人民政府教育行政部门审批举办实施学历教育、学前教育、自学考试助学及其他文化教育的民办教育机构。县级以上人民政府人力资源社会保障行政部门审批举办职业资格培训和职业技能培训的民办教育机构。

根据《民办教育促进法》与《营利性民办学校监督管理实施细则》的规定，民办教育机构的设立一般分为如下两个阶段：

#### （1）筹设阶段

举办者需要申请筹设民办教育机构。此时举办者需要向审批机关提交如下资料：

- (i) 申办报告，内容应当主要包括：举办者、培养目标、办学规模、办学层次、办学形式、办学条件、内部管理体制、经费筹措与管理使用等；
- (ii) 举办者的姓名、住址或者名称、地址；
- (iii) 资产来源、资金数额及有效证明文件，并载明产权；
- (iv) 属捐赠性质的校产须提交捐赠协议，载明捐赠人的姓名、所捐资产的数额、用途和管理方法及相关有效证明文件；
- (v) 其他针对于申请设立营利性民办教育机构要求的文件：如论证报告、举办者资质证明文件、有两个以上举办者的，应当提交合作办学协议，明确各举办者的出资数额、出资方式、权利义务，举办者的排序、争议解决办法等内容。

## （2） 申请设立阶段

举办者在获得筹设批准书后，需要申请正式设立民办教育机构。此时，举办者应当向审批机关提交如下资料：

- （i） 筹设批准书；
- （ii） 筹设情况报告；
- （iii） 教育机构章程、首届理事会、董事会或者其他决策机构组成人员名单；
- （iv） 教育机构资产的有效证明文件；
- （v） 校长、教师、财会人员的资格证明文件；
- （vi） 其他针对于营利性民办教育机构的设立需要提交的文件。

需要说明的是，具备相应办学条件且达到设置标准的，可以跳过筹设阶段而直接申请设立，按照《营利性民办学校监督管理实施细则》第十二条、第十三条准备申请材料。经审批机关批准正式设立后，审批机关将发给办学许可证，此后再需向工商行政管理部门进行登记。

2016年12月30日，教育部、人力资源社会保障部、工商总局联合发布了《营利性民办学校监督管理实施细则》，对于举办营利性民办教育机构的准入条件又做出了更为细致的规定，例如“学校的举办者应当具备与举办学校的层次、类型、规模相适应的经济能力，其净资产或货币能够满足学校建设和发展的需要。学校的注册资本数额也要与学校类别、层次、办学规模相适应。”

## （二） 外资准入门槛

### （1） 投资方式及领域限制

《中华人民共和国中外合作办学条例》（以下简称“《中外合作办学条例》”）对外国资本的投资形式做出了限制，其中规定，“外国教育机构、其他组织或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学校及其他教育机构。”该规定限制了外国资本对于教育产业的投资，并明确外国资本对于教育产业的投资均需要同中国的教育机构合作举办。

《外商投资产业指导目录（2017年修订）》以及《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》则对于外国资本在部分教育领域的投资上进行了分类管理。不同教育领域的外商投资准入政策总结如下（未被列入鼓励、限制或禁止目录的，属于允许类，但如果允许类中属于按照相关规定应当取得办学许可证的，则亦受限于《中外合作办学条例》的相关规定）：

| 鼓励目录       | 限制目录                                                                               | 禁止目录                                              |
|------------|------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------|
| 非学制类职业培训机构 | 学前、普通高中和高等教育机构限于中外合作办学，须由中方主导（校长或者主要行政负责人应当具有中国国籍，理事会、董事会或者联合管理委员会的中方组成人员不得少于 1/2） | （一）义务教育机构<br>（二）宗教教育机构<br>（三）实施军事、警察、政治等特殊性质教育的机构 |

尽管《外商投资产业指导目录》曾多次修订（直至 2018 年的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》的颁布），外商投资教育领域的政策并未做出大幅度的调整。但随着各地自由贸易试验区的建设，在特定区域内对于上述教育行业的外商准入门槛有所放松。根据《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》（以下简称“**自贸区负面清单**”），教育行业虽然仍限制外国机构、其他组织或个人单独设立以中国公民为主要招生对象的学校或教育机构，但是在自贸区负面清单中明确这一限制不适用于非学制类职业技能培训。也就是说，在外商投资鼓励目录项下的非学制类职业技能培训允许外国资本独立办学，而无需与中国的教育机构合作。早在 2016 年，普华永道商务技能培训（上海）有限公司即成为自贸区放宽限制后首家获得许可的外商独立投资非学制类职业技能培训机构。

尽管自贸区放开了非学制职业培训领域的限制，但是相对于内资准入的门槛，外资进入教育产业仍然需要面临更多、更为复杂的准入条件。

## （2）出资方式限制

根据相关法律规定，除接受国务院或省级人民政府邀请外，中外合作办学者的知识产权投入不得超过各自投入的 1/3。在筹设阶段除内资教育筹设需要提供的文件外，中外合作办学者还需提供不低于资金投入 15% 的启动资金到位证明。

## （3）地方特殊限制

部分地区对于外商投资教育产业存在特别限制，如新华教育招股书中披露，其开设的新华学校（中等职业教育）被教育部认定为国家级重点中等职业学校，根据安徽省教育厅的规定被视为属于外商投资的“受限制类别”。



#### (4) 主体资格要求不确定性

《营利性民办学校监督管理实施细则》还对于营利性民办学校投资主体进行了限制，即举办营利性民办学校的社会组织应当具有中国法人资格，举办营利性民办学校的个人应当具有中国国籍，在中国境内定居。上述规定是否也同样适用于中外合作办学的情形尚未获得主管部门确认，如果中外合作办学需要遵守上述限制，则意味着外国投资者将无法直接在中国设立营利性的教育机构。外国投资者是否可以通过在中国境内设立实体的方式间接设立营利性教育机构亦尚待主管部门的进一步澄清。

#### (5) 审批实践不确定性

需要说明的是，虽然《中外合作办学条例》允许在满足一定条件下的中外合作办学模式，但根据我们了解，实践中很多地方均暂停了对中外合作办学项目的审批。因此，即便申请者满足对于中外合作办学的一系列要求，目前在多数地域也难以开展中外合作办学项目。

## 8.2. 民办教育行业 VIE 架构的模式及发展

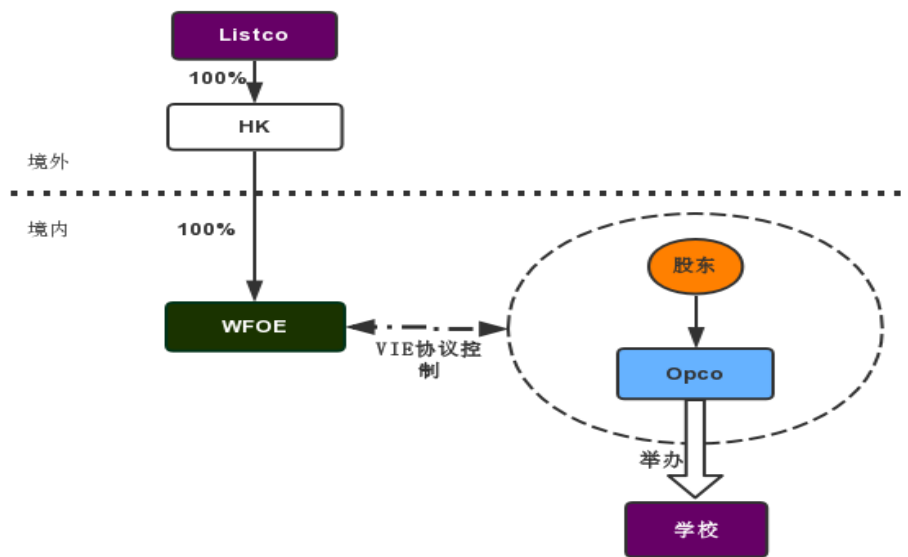
由于外商投资教育领域受到诸多法律政策的限制，境内教育行业经营者通常会采用 VIE 模式寻求境外上市。仅在 2018 年，通过 VIE 架构在美国、香港特别行政区上市的中国教育机构就有 11 家，其中，美国 4 家（尚德机构、精锐教育、安博教育、朴新教育）、香港特别行政区 7 家（新华教育、21 世纪教育、天立教育、博骏教育、中国春来、希望教育）。

### 8.2.1. 民办教育行业 VIE 架构的模式

结合 2018 年境外上市案例进行分析，教育机构所采用 VIE 架构会略有不同（这与之前境外上市案例相似）。根据是否将学校直接纳入 VIE 协议签署范围，可以将教育行业的 VIE 模式分为两类：

#### 模式一：仅将 OPCO 纳入 VIE 协议签署范围

该等模式其实更多的是沿用传统 VIE 模式，不考虑教育行业特殊性，直接由 WFOE、OPCO 及其股东签署一系列 VIE 协议。这种模式下，如果 OPCO 控制的实体均为企业，则由于股权关系的存在，OPCO 控制的实体自然而然将会被纳入 VIE 范围。该模式 VIE 架构图如下：



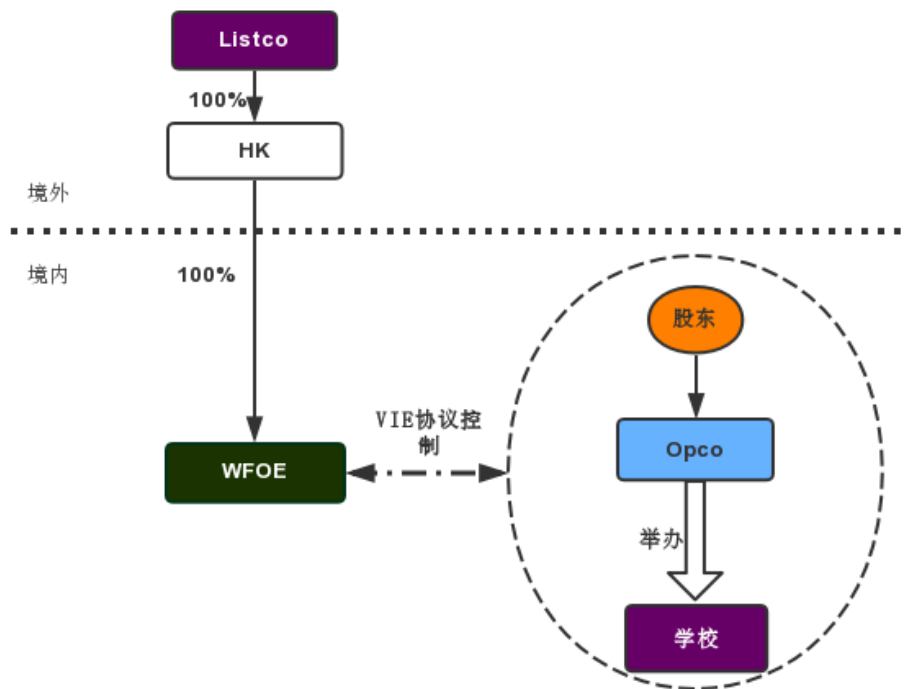
采用这种 VIE 模式的上市公司如精锐教育、安博教育、朴新教育等。

该模式下，学校并没有直接签署 VIE 协议，学校的收益往往通过业务合作协议等将收益转移至 OPCO 或 WFOE。

在该模式中，由于没有将学校列为 VIE 协议的签署方，所以学校与 OPCO、WFOE 之间的关系（包括利润转移安排等）处于相对保密状态，一旦政策发生变化，则调整起来相对灵活。但是，由于 OPCO 与学校之间属于“举办”的关系，严格来讲，OPCO 并无法“拥有”学校的全部权益，因此如果与学校没有其他安排，则难以达到通过 VIE“协议控制”学校的目的，整个 VIE 架构的稳定性存在一定风险敞口。但是，这种结构目前对于非营利性学校仍然是主要选择。

### **模式二：将 OPCO 控制的实体（包括学校）一并纳入 VIE 协议签署范围**

考虑到 OPCO 与学校之间并非直接股权控制关系，而仅仅是“举办”关系，OPCO 难以依据相关法规直接享有学校 100% 权益，因此，从更加谨慎的角度，越来越多的教育类上市公司在安排 VIE 协议签署时会更加谨慎，不仅仅要求 OPCO 及其股东签署，还会要求学校、学校的举办人及学校董事一并签署（主要为业务合作协议、独家服务协议、表决权授权协议/函等）。这一模式下的 VIE 架构图如下：



采用这一模式的上市公司有新华教育、21 世纪教育、天立教育等。

将学校一并纳入 VIE 协议签署范围，会极大的增强整个 VIE 架构的稳定性（尤其是在上市资产主要为学校的时候），不过，由于学校一并签署 VIE 协议，相关协议均公开披露，会受到主管部门关注，一旦发生政策变化，调整起来有一定难度（涉及信息披露等）。这种结构对于营利性经营的学校更得心应手。

### 8.2.2. 教育行业 VIE 架构的合法性

对于上述教育行业中采用的 VIE 模式的合法合规性曾经存在两种观点，而两种观点分歧在于对于“外商投资”的理解。第一，对“外商投资”作广义的理解，那么 VIE 模式下外资对境内业务实体有实际的控制权，虽然形式上负责运营的教育机构仍属于内资，但实质上这样的安排规避了法律对于外资准入的限制，以合法的形式掩盖了非法的目的；第二，对“外商投资”作狭义的理解，对于外资准入的限制只适用于外商直接投资的教育机构，境内的业务实体的登记股东仍为境内的个人或社会组织，故不应受到外商准入的限制。

2016 年 7 月 2 日，最高人民法院就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公司合作合同纠纷上诉案审结的判决书中对上述问题进行了论述。该案中，湖南长沙同升湖实验学校 and 湖南长沙同升湖幼儿园（以下简称“**目标学校**”）的举办者为北京师大安博教育科技有限公司（以下简称“**安博公司**”）。安博公司股东方均为中国公民，在工商行政部门

的登记信息亦为国内的有限责任公司。安博公司的股东将其在安博公司的股权全部质押给北京安博在线软件公司（以下简称“**安博在线公司**”），而安博在线公司为安博教育控股公司（美国上市公司）在我国境内设立的外商独资企业。根据安博教育控股公司的公告，安博公司即是其控制的一个可变利益实体（Variable Interest Entities, VIEs），持有目标学校 70% 的举办者权益。安博公司的股东根据协议安排，将其在安博公司的一切表决权无期限、不可撤销地授予安博公司。该案的一个争议即在于安博公司与安博在线公司通过 VIE 模式收购目标学校是否属于恶意规避法律和产业政策禁止性规定的行为。最高人民法院认为，尽管安博公司以合同方式将相关股东权利委托给安博在线公司，但安博在线公司并不具备公司法上安博公司的股东身份。最高人民法院在征询中华人民共和国教育部政策法规司的意见后得出结论，外资通过与内资企业的股东签订合同的方式控制民办学校，并非直接参与学校办学与管理，相关活动不受《中外合作办学条例》的调整。

尽管在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公司合同纠纷上诉案的判决中，最高人民法院对于 VIE 模式的合法性表示了认可，但是在判决中，最高人民法院仍然就该结构向教育部发出了司法建议，建议教育部在行政审批及行政监管过程中对于可能存在的外资变相进入义务教育领域，并通过控制学校举办者介入学校管理的行为予以规范。一旦该司法建议被采纳，那么则会出台针对民办教育 VIE 模式的相关政策。就目前我们掌握的信息，如果出台类似政策，相关倾向性意见可能会涉及如下几方面：

首先，从立法层面，主张对于民办教育举办者的股权处分，尤其对非营利性民办教育举办者的股权处分设置严格的限制，禁止股东通过股权质押或者协议控制等方式处分其控制权，或者对其处分股权的对象加以限制，要求仅能在内资企业之间进行处分。

其次，从行政许可的层面，可能随着相应法律法规的修改，要求在审批办学许可时，对于举办者的实际控制人设置相应要求，从而限制外资可能通过股权协议或质押对民办学校形成实质上的控制权；或者对于民办学校的章程进行实质审核，确保外资不会获得实际的控制权。

另外，在民办教育领域，VIE 模式的合法性也继续受到近期新出台的政策挑战。如司法部于 2018 年 10 月公布的《民办教育促进法实施条例（修订草案）（送审稿）》（以下简称“**《送审稿》**”）中对协议控制在民办教育领域的禁止性规定，以及中共中央、国务院于 2018 年 11 月发布的《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》对于社会资本控制公办非营利性幼儿园的禁止性规定，都表明了虽然在目前继续扩大对外资开放范围的大环境下，对于民办教育领域的监管政策并未有放松的趋势。

在学前教育领域，国务院发布的《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》采用了“协议控制”的概念，规定“社会资本不得通过兼并收购、受托经营、加盟连锁、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。”该意见体现了国家监管部门将“协议控制”纳入监管范畴的监管态度。可见目前在教育行业的部分领域，VIE模式的合法性认定已经开始遇到了实质上的障碍，而这种做法有可能成为一种趋势。

### 8.2.3. 最新立法动态对教育行业 VIE 架构的影响

2018 年，《中华人民共和国外商投资法（草案）》（即“《外商投资法草案（2018）》”）向社会公开征求意见。在该草案内，外商投资是指“外国的自然人、企业和其他组织（以下称外国投资者）直接或者间接在中国境内进行的投资活动”。草案并未进一步明确外商“间接”投资活动的涵盖范围。与 2015 年商务部发布的《中华人民共和国外国投资法（草案征求意见稿）》（即“《外国投资法草案（2015）》”）相比，《外商投资法草案（2018）》在“外商投资”的定义中删去了“通过合同、信托等方式控制境内企业或者持有境内企业权益”等列举情形，但增加了“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”作为兜底条款。因此 VIE 架构的合法性问题在《外商投资法草案（2018）》中仍未明确，对其监管仍处于灰色地带。对于教育行业，如果通过另行制定发布部门法律法规、规范性文件或政策的形式认定 VIE 架构属于外商投资，则通过该方式从事的教育活动也会收到外商投资的禁入或限制性规定的管制。上文提到的《送审稿》与《关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》均体现了教育监管部门有意将 VIE 架构纳入外商投资监管体系的监管思路。

此外，《送审稿》给民办教育资本化的未来发展带来了显著的不确定性，尤其是关于外商投资民办教育和“协议控制”的规定引发了市场的激烈讨论。《送审稿》规定在中国境内设立的外商投资企业以及外方为实际控制人的社会组织不得举办、参与举办或者实际控制实施义务教育的民办学校；举办其他类型民办学校的，应当符合国家有关外商投资的规定。在该条中将“实际控制”作为了被禁止外资投资方式之一，这样的修改无疑相当于关闭了境内实施义务教育的民办学校通过 VIE 模式实现境外融资的渠道，这也与最高人民法院的司法建议相呼应，教育行业分类管理的政策导向也更加清晰，境外投资的准入政策也更为明确和严格。在《送审稿》公布的当天，港股的教育行业指数全线下跌。从此也不难看出市场对于 VIE 模式未来发展的消极态度。

就最新立法动态对于教育行业 VIE 架构的影响，如下几点值得关注：

#### （一） 对于取得办学结余方式的限制



依据原《民办教育促进法》（即 2016 年修订前的《民办教育促进法》）：“民办学校在扣除办学成本、预留发展基金以及按照国家有关规定提取其他的必需的费用后，出资人可以从办学结余中取得合理回报”；依据《民办教育促进法实施条例》：“在每个会计年度结束时，捐资举办的民办学校和出资人不要求取得合理回报的民办学校应当从年度净资产增加额中、出资人要求取得合理回报的民办学校应当从年度净收益中，按不低于年度净资产增加额或者净收益的 25% 的比例提取发展基金，用于学校的建设、维护和教学设备的添置、更新等”。因此，在《民办教育促进法》修改之前，民办学校可以从办学结余中取得合理回报（通常理解为扣除 25% 发展基金后的部分），这也是之前 VIE 架构下部分学校向 OPCO 分配利润的重要途径之一。

但是，根据 2018 年 12 月 29 日修订的《民办教育促进法》：“非营利性民办学校的举办者不得取得办学收益，学校的办学结余全部用于办学。营利性民办学校的举办者可以取得办学收益，学校的办学结余依照公司法等有关法律、行政法规的规定处理”。因此，《民办教育促进法》修订后，已经不再允许举办者从非营利性民办学校取得任何办学收益。新的 VIE 架构下，如果 OPCO 下面存在非营利性民办学校，应当考虑通过其他途径实现利润的转移（而该等其他途径也将受到新政策的一系列限制，具体见下文分析）。

## （二） 集团化办学（即 WFOE 或 OPCO）需要满足一系列要求

《送审稿》虽然并未禁止集团化办学，但是提出了一系列限制性规定。依据《民办教育促进法实施条例（修订草案）- 修订说明》：“（六）规范集团化办学行为。针对实践中存在的同一举办者同时举办多所民办学校等集团化办学的现象，《送审稿》在第十二条承认已经客观存在的集团化办学行为。为防止风险，同时提出五点要求：一是集团化办学的举办者应当具有**法人资格**；二是要具备相应的条件与能力，对所举办民办学校要承担管理和监督职责；三是提供的教材、课程、技术支持等服务以及统一组织教育教学活动的，应当符合国家有关规定并建立相应的质量标准和保障机制；四是所属民办学校**应当依法独立开展办学活动**；五是不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校。集团化办学的社会组织不得滥用支配地位，排除、限制竞争。”

因此，我们理解对于已经存在的 VIE 架构，可能需要进行若干针对性调整以满足上述要求（如将举办者变更为法人、满足民办学校独立开展办学活动的要求等）。当然，对于调整的具体要求，有些（如，“独立开展办学活动”的具体标准等）尚依赖于相关细则的出台或教育机构与当地主管部门的进一步沟通。

### （三） 对于非营利性民办学校的“协议控制”可能会遇到实质性障碍

依据《民办教育促进法实施条例（修订草案）》：“实施集团化办学的，不得通过兼并收购、加盟连锁、协议控制等方式控制非营利性民办学校”。虽然《送审稿》第十二条中并未就何为“协议控制”进行明确定义，我们认为可能会有两种理解：

第一种理解为：“协议控制”其实就是指 VIE，无论是新的以“协议控制”的方式实施收购还是已经存在的协议控制均不再被允许；

第二种理解为：“协议控制”仅仅指以“协议控制”的方式实施新的收购，这与条款所适用的语境相契合。

如果是上述第一种理解，则意味着现存对于非营利性民办学校的 VIE 架构需要予以解除，其影响势必会非常大；如果是上述第二种理解，则主要限制新的收购行为，影响相对较小。但无论如何，我们预期未来“协议控制”非营利性民办学校将会受到一定限制。

此外，需要说明的是，依据《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》，在幼儿园领域，对于“国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营利性幼儿园”已经不允许协议控制的存在，该等限制不排除未来延伸到其他教育领域的可能。

### （四） 与营利性民办学校签署的 VIE 协议也将面临一定挑战

虽然对于营利性民办学校并没有明确禁止“协议控制”，但是，未来 VIE 协议也将面临一定挑战，主要体现在：

#### （1） 对于关联交易的限制

根据《送审稿》，民办学校应当建立相关利益关联方交易的信息披露制度，具体的制度建设详见前文分析与梳理。

因此，即便是营利性学校，未来签署的交易类协议（如独家技术合作、管理服务协议等）将可能会受到监控，如信息披露、接受审查审计等，其最终目的，仍是指向学校的“公益性”。就这一点，依据《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》，幼教领域将受到最为明确及严格的限制。

#### （2） 对于控制类协议的限制

根据《送审稿》：“民办学校应当依法独立开展办学活动，存续期间所有资产由学校依法管理和使用”，虽然对于该条款的具体含义及执行标准尚不清楚，但是可以预见的是，未来对VIE协议中针对民办学校控制类的协议（如举办权、董事权权利授予、人员委派、资产托管安排等）将受到限制。

### 8.3. 社会资本投资民办教育领域主要法律问题

#### 8.3.1. 非营利性民办学校向营利性民办学校的转化

新《民办教育促进法》实施后，民办学校应在营利性和非营利性两种性质中择一选择，并根据定性不同而向不同的主管部门进行登记。根据《民办学校分类登记实施细则》，“现有民办学校选择登记为非营利性民办学校的，依法修改学校章程，继续办学，履行新的登记手续即可；现有民办学校选择登记为营利性民办学校的，则需要进行财务清算，经主管机关明确土地、校舍、办学积累等财产的权属并缴纳相关税费，办理新的办学许可证，重新登记，方可继续办学。”两相比较，非营利性民办学校由于保持了纯公益的本质，因此在转化流程上相对简便，而营利性民办学校则需要按要求处理好诸多公转私的遗留问题，如土地权属的确认及税费补缴等。

##### （一） 民办学校原有划拨土地的处理

作为一项教育扶持措施，现存非营利性民办学校所使用的土地多来源于地方政府的划拨。因为营利性民办学校的供地政策多是有偿出让，非营利性民办学校如转为营利性民办学校就需要对土地权属进行变更，并由民办学校就出让土地缴纳土地出让金。以下省市已明确营利性民办学校转化时补缴土地出让金的要求：

| 省  | 地方规章及规范性文件                           | 相关规定                                                    |
|----|--------------------------------------|---------------------------------------------------------|
| 浙江 | 《现有民办学校变更登记类型实施办法》                   | 现有非营利性民办学校过户给营利性民办学校，涉及原以划拨方式取得土地资产的，应依法办理出让手续，缴纳土地出让金。 |
| 广东 | 《广东省人民政府关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》 | 现有民办学校选择登记为营利性学校的，其通过划拨方式取得的用地，应按规定实行有偿使用，缴纳土地出让金。      |

| 省  | 地方规章及规范性文件                            | 相关规定                                                                                                                                         |
|----|---------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 湖北 | 《省人民政府关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》    | 原来以划拨方式供地需要变更出让方式的，要对土地价值进行评估，缴纳土地出让价款。                                                                                                      |
| 海南 | 《海南省人民政府关于鼓励社会力量兴办教育 促进民办教育健康发展的实施意见》 | 2017 年 9 月 1 日前设立的民办学校，选择登记为营利性民办学校的，以划拨方式取得的用地，不改变土地用途的，应按规定补办土地使用权出让手续，并按国土部门同意补办时该宗地经确认的市场评估价格 40%缴纳土地使用权出让金，土地出让价款可按有关规定在规定期限内按合同约定分期缴纳。 |

由于各地政府对土地出让金缴纳的数额计算及缴纳方式存在差别，建议民办学校与地方政府就转化过程中的土地权属变更进行积极的沟通，以对转化营利性民办学校的成本进行预估。

## （二） 营利性民办学校税收优惠的取消

在现有体制下，非营利性民办学校享受国家提供的诸多税收优惠政策。例如，非营利性民办学校用于教学的土地、房屋权属免征契税<sup>35</sup>；对非营利性学历教育服务，托儿所、幼儿园教育服务免征营业税<sup>36</sup>。一旦享受优惠的非营利性民办学校转为营利性民办学校，非营利性民办学校被将不再享有这些税收优惠。

### 8.3.2. 民办培训机构的特殊监管

#### （一） 办学许可证

传统意义上提供学前教育的幼儿园与学历教育的学校，需获得主管机关颁发的办学许可证方可开展教育活动。但民办培训机构是否必须获得办学许可证，法律法规却一直没有给出确切的答复。国务院办公厅于 2018 年 8 月 6 日制定的《规范校外培训机构发展的意见》（以下简称“80 号文”），统一要求面向中小学生的校外培训机构“必须经审批取得办学许可证后，登记取得营业执照（或事业单位法人证书、民办非企业单位登记证书，下同），才能开展培训。”

<sup>35</sup> 《财政部、国家税务总局关于社会力量办学契税政策问题的通知》。

<sup>36</sup> 《财政部、国家税务总局关于教育税收政策的通知》第一条。

而根据司法部于 2018 年 8 月 10 日公布的《送审稿》，文化类教育培训机构设立需经教育行政部门的审批并取得办学许可证，而从事素质类教育培训机构则无需取得办学许可证。但需要注意的是《送审稿》尚未生效，若《送审稿》按现有条文得以通过并生效，因《民办教育促进法实施条例》在法律层级效力上高于 80 号文，80 号文与之相冲突之处将自动失效，则民办教育及培训机构在届时的监管体系下监管要求可归纳如下：

| 教育培训类别                                                            | 是否需要办学许可证 |
|-------------------------------------------------------------------|-----------|
| 学前教育（幼儿园）                                                         | 是         |
| 义务教育（小学及初中）                                                       | 是         |
| 普通高中                                                              | 是         |
| 高等教育                                                              | 是         |
| 学制类职业教育                                                           | 是         |
| 招收幼儿园、中小学阶段适龄儿童、少年，实施与学校文化教育课程相关或者与升学、考试相关的补习辅导等其他文化教育活动的民办培训教育机构 | 是         |
| 实施语言能力、艺术、体育、科技、研学等有助于素质提升、个性发展的教育教学活动的民办培训教育机构                   | 否         |
| 面向成年人开展文化教育、非学历继续教育的民办培训教育                                        | 否         |

根据《民办教育促进法》第六十四条的规定，“在未获得办学许可证的情况下擅自举办民办学校的，由所在地县级以上地方人民政府教育行政部门或者人力资源社会保障行政部门会同同级公安、民政或者工商行政管理等有关部门责令停止办学、退还所收费用,并对举办者处违法所得一倍以上五倍以下罚款。”

## （二） 民办培训机构的特殊监管要求

### （1） 培训课程内容及进度

80 号文确立了“鼓励发展以培养中小学生学习兴趣爱好、创新精神和实践能力为目标的培训，坚决禁止应试、超标、超前培训及与招生入学挂钩的行为”的原则。培训的课程内容不得超出相应的国家课程标准，培训班次必须与招生对象所处年级相匹配，培训进度不得超过所在县（区）中小学同期进度。我们可以看到，国家希望减少民办培训机构在应试教育方面产生的推



波助澜作用，而是希望民办培训机构更多在素质教育中发挥积极作用。

## （2）信息公开

80 号文还强调建立更为细致的信息公开制度，并以此来加强对民办培训机构的监管。首先，校外培训机构开展语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识培训的内容、班次、招生对象、进度、上课时间等要向所在地县级教育部门备案并向社会公布。其次，对于在境外上市的校外培训机构，其向境外公开披露的定期报告及对公司经营活动有重大不利影响的临时报告等信息，应以中文文本在公司网站（如无公司网站，应在证券信息披露平台）向境内同步公开、接受监督。最后，通过全面推行白名单制度，教育主管部门对通过审批登记（包括办学许可证和工商登记）的校外培训机构，在政府网站上公布其名单及主要信息，并根据日常监管和年检、年度报告公示情况及时更新。

## （3）场地、师资及举办者

80 号文还就开办民办培训机构若干实操问题提出了监管要求：在场所条件方面，校外培训机构必须有符合安全条件的固定场所，同一培训时段内生均面积不低于 3 平方米；师资方面，民办培训机构不得聘用中小学在职教师；并要求从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识类培训的教师应具有相应教师资格。培训机构应将教师的姓名、照片、任教班次及教师资格证号在其网站及培训场所显著位置予以公示。举办者方面，中小学校不得举办或参与举办校外培训机构。

### 8.3.3. 教师资质

#### （一）中国籍教师

教师资质是民办教育机构运营中不可忽视的合规关注点。根据《教师资格条例》，中国公民在各级各类学校和其他教育机构中专门从事教育教学工作，应当依法取得教师资格，即教师必须持证上岗。对于民办培训机构的教师资格要求相对较松，目前仅对“从事语文、数学、英语及物理、化学、生物等学科知识类培训”要求教师持证上岗。虽然法律法规没有明确规定学校或培训机构聘请未取得教师资格证的教师会承担怎样的法律责任，但师资作为教育及培训的基本要求，将对相关机构申办办学许可证及其续期产生重要影响。

#### （二）外籍教师

相较中国籍教师而言，外籍教职员聘任的合规问题更为广泛。聘任外教从事教学一方面涉

及到外国人来华就业的劳动和签证监管，另一方面也属于教育监管部门的监管范围。

### （1） 外国人就业许可

我国对来大陆工作的外籍人员（台港澳地区人员除外）实行的是就业许可制度。根据《外国人在中国就业管理规定》，用人单位聘用外国人须为该外国人申请就业许可，经获准并取得《中华人民共和国外国人就业许可证书》（以下简称“**外国人就业许可**”）后方可聘用外国人。各类民办教育机构在聘请外籍教师时，应当注意两种情形的处理：第一，若外籍教师未在国内办理过《外国人就业许可》，那么民办教育机构应当为其申请办理《外国人就业许可》后方可进行聘用；第二，若外籍教师之前在国内其他用人单位办理过《外国人就业许可》，则要进行区别对待：若该外籍教师在发证机关规定的区域内变更用人单位但仍从事原职业，民办教育机构需为其办理就业证变更手续。若外籍教师离开发证机关规定的区域就业或在原规定的区域内变更用人单位且从事不同职业的，用人单位须为其重新办理外国人就业许可。

根据《出入境管理法》第四十三条的规定，未取得工作许可在中国境内的外国人会被处以两万元以上的罚款、拘留甚至被遣送出境；而非法聘用外国人的用人单位，会被按每非法聘用一人一万元的标准处以总额不超过十万元的罚款，并没收违法所得。因此，若民办学校未能依法就其聘用的外教办理外国人就业许可手续，那么民办学校和该外教都可能承担相关行政法律责任的风险。

### （2） 外国人居留许可

除外国人就业许可外，外籍人员来华工作还需办理居留许可。根据《中华人民共和国出境入境管理法》第二十九条的规定，“外国人所持签证注明入境后需要办理居留证件的，应当自入境之日起三十日内，向拟居留地县级以上地方人民政府公安机关出入境管理机构申请办理外国人居留证件。”对于在中国境内工作的人员，应当申请工作类居留证件<sup>37</sup>。外国人工作类居留证件的有效期最短为九十日，最长为五年<sup>38</sup>。根据《中华人民共和国出境入境管理法》第七十八条的规定，“外国人非法居留的，给予警告；情节严重的，处每非法居留一日五百元，总额不超过一万元的罚款或者五日以上十五日以下拘留。”因此，民办学校在招聘外籍教师时，应该注意核验其签注和居留证件，避免外籍教师因非法居留遭受行政处罚而对学校声誉和教学管理带来的负面影响。

---

<sup>37</sup> 《中华人民共和国外国人入境出境管理条例》第十五条。

<sup>38</sup> 《中华人民共和国出境入境管理法》第三十条。

### (3) 外教教师资质

尽管《教师资格条例》仅适用于中国公民，但这并不意味着来华外国人无需任何教学方面资质就可以担任教职。尽管目前尚未有强制性的全国性管理文件出台，但是各地方的主管机关已逐步开展行动以规范教育机构对外教的聘任。以北京市为例，《关于进一步加强北京市外籍人员聘用工作的通知》要求“自 2014 年 10 月 31 日起，新申请办理工作许可和工作证件的外籍教师，在学前幼教机构、中小学、国际学校以及各级各类教育培训机构从事教育教学工作的，应当持有所在国颁发的教师资格证书；从事语言教学的，如未持有所在国颁发的教师资格证书，应当取得国际通行的语言教学资格证书”。

#### 8.3.4. 卫生室和保健室

根据《学校卫生工作条例》的相关规定，“普通高等学校、中等专业学校、技工学校和规模较大的农业中学、职业中学、普通中小学，可以设立卫生管理机构，管理学校的卫生工作。”虽然上述要求为“可以设立”，但有关法规对于托儿所、幼儿园以及寄宿制学校都强制要求设立卫生机构。

2008 年，教育部和卫生部财政部发布《国家学校体育卫生条件试行基本标准》，进一步要求：寄宿制学校必须设立卫生室<sup>39</sup>，非寄宿制学校可视学校规模设立卫生室或保健室<sup>40</sup>。其中，卫生室属于医疗机构，应当依法登记取得《医疗机构执业许可证》。需要注意的是，根据《卫生部关于印发<诊所基本标准>的通知》（卫生室参照诊所标准执行），卫生室必须满足一定的硬性条件方可登记为医疗机构。例如，在人员配置方面，卫生室至少有 1 名取得执业医师资格，经注册后在医疗、保健机构中执业满 5 年，身体健康的执业医师以及至少一名注册护士；在设施方面，建筑面积要不少于 40 平方米并设有诊室、治疗室、处置室。未取得《医疗机构执业许可证》擅自设立卫生室的，卫生主管部门将责令停止执业活动，没收违法所得和药品、器械，并可以根据情节处以 1 万元以下的罚款。

根据《托儿所幼儿园卫生保健管理办法》第十条，“托幼机构应当根据规模、接收儿童数量等设立相应的卫生室或者保健室，具体负责卫生保健工作”。该办法同时规定，“新设立的托幼机构，招生前应当取得县级以上地方人民政府卫生行政部门指定的医疗卫生机构出具的符合

---

<sup>39</sup> 卫生室是指取得《医疗机构执业许可证》的学校卫生机构，承担学校预防保健、健康教育、常见病和传染病预防与控制、学校卫生日常检查并为师生提供必要的医疗服务。

<sup>40</sup> 根据《学校卫生监督工作规范》的规定，保健室是指未取得《医疗机构执业许可证》，在卫生专业人员指导下开展学校预防保健、健康教育、常见病和传染病预防与控制、学校卫生日常检查等工作的学校内设卫生机构。

《托儿所幼儿园卫生保健工作规范》的卫生评价报告。”同时，在保健室工作的保健员应当具有高中以上学历，经过卫生保健专业知识培训，具有托幼机构卫生保健基础知识，掌握卫生消毒、传染病管理和营养膳食管理等技能。就卫生保健人员的配置，《托儿所幼儿园卫生保健工作规范》要求“应当按照收托 150 名儿童至少设 1 名专职卫生保健人员的比例配备卫生保健人员；收托 150 名以下儿童的，应当配备专职或者兼职卫生保健人员”。幼托机构未按要求设立保健室、卫生室或者配备卫生保健人员的，将由卫生行政部门责令限期改正，通报批评；逾期不改的，给予警告；情节严重的，还会移交教育行政部门依法给予行政处罚。

#### 8.3.5. 食堂

民办教育机构对在校学生及教职员工的餐饮供应通常采用两种方式：1. 委托第三方进行配送；2. 由第三方在校区内开设厨房及食堂，进行现场食品加工及餐饮供应。根据《中华人民共和国食品安全法》（以下简称“《食品安全法》”）的规定，学校、幼托机构及其他集中用餐单位的食堂应当严格遵守中国法律、法规和食品安全标准，取得县级以上食品药品监督管理部门餐饮服务的相关许可证；从供餐单位订餐的，应当从取得食品生产经营许可的企业订购，并按要求对订购的食品进行查验。

根据 2017 年新修订的《食品经营许可管理办法》，“机关、事业单位、社会团体、民办非企业单位、企业等申办单位食堂，以机关或者事业单位法人登记证、社会团体登记证或者营业执照等载明的主体作为申请人。”如民办教育机构以自身名义申请单位食堂，除需满足申请食品经营许可证的基本要求外，还应当设立专用操作场所、配备留样专用容器和冷藏设施，以及留样管理人员。

根据《食品安全法》第一百二十二条的规定，“未取得食品生产经营许可从事食品生产经营活动，由县级以上人民政府食品药品监督管理部门没收违法所得和违法生产经营的食品、食品添加剂以及用于违法生产经营的工具、设备、原料等物品；违法生产经营的食品、食品添加剂货值金额不足一万元的，并处五万元以上十万元以下罚款；货值金额一万元以上的，并处货值金额十倍以上二十倍以下罚款。”

#### 8.3.6. 校车

越来越多的民办教育机构使用校车接送学员，特别是低龄学员。根据《校车安全管理条例》第二条的定义，校车是指依照该条例取得使用许可，用于接送接受义务教育的学生上下学的 7 座以上的载客汽车。《校车安全管理条例》规定幼儿园原则上由监护人或者其委托的成年

人接送。情况特殊需要使用车辆集中接送的，应当按照专用校车国家标准设计和制造的幼儿专用校车。

民办学校使用校车有两种途径：一种是自购自运营，还有一种是购买校车服务提供者的校车服务。根据《校车安全管理条例》，“自购自运营校车的学校应当取得校车使用许可；学校使用第三方校车服务提供者的校车服务，该等校车服务提供者应该取得校车使用许可。通过校车使用许可再由公安机关交通管理部门颁发校车标牌，未取得校车标牌的校车不得上路。”

根据《校车安全管理条例》第四十五条的规定，“民办学校使用未取得校车标牌的车辆提供校车服务，或者使用未取得校车驾驶资格的人员驾驶校车的，由公安机关交通管理部门扣留该机动车，处1万元以上2万元以下的罚款，有违法所得的予以没收。若情节严重的，原作出许可决定的地方人民政府可以吊销其校车使用许可，由公安机关交通管理部门收回校车标牌。”

### 8.3.7. 收费

在民办学校分类管理模式下，民办学校的收费也根据不同的分类存在不同的监管。根据《中央有关部门贯彻实施〈国务院关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的若干意见〉任务分工方案》，非营利性民办学校收费是通过市场化改革试点来逐步实行市场调节价，具体政策由省级地方政府确定；营利性民办学校收费则实行市场调节价，具体收费标准由民办学校自主确定。

#### （一） 非营利性民办学校的收费“市场化”各地政策不一

如上所述，非营利性民办学校的收费市场化进程取决于当地主管部门的调整。就目前各省市的实际情况来看，各地省级政府非营利性民办学校收费“市场化”中有着各自的进度。我们汇总了若干省市的相关规定，简要展现一下各地对这一问题的态度。

| 省市名称 | 地方规章、文件                              | 相关规定                                                      |
|------|--------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| 辽宁   | 《辽宁省人民政府关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》 | 非营利性民办学校，除中小学学历教育收费实行政府定价外，其他收费实行自主定价，并严格执行收费公示制度，做到公开透明。 |
| 广东   | 《广东省人民政府关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康         | 按照市场化改革方向扩大民办学校收费自主权。义务教育阶段民办学校的收费，原                      |



| 省市名称 | 地方规章、文件                                  | 相关规定                                                                                                                                                 |
|------|------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      | 发展的实施意见》                                 | 则上实行政府定价，视相关改革进程及市场竞争程度适时放开；其余各级各类民办学校收费实行市场调节价。                                                                                                     |
| 山东   | 《山东省人民政府关于鼓励社会力量兴办教育 促进民办教育健康发展的实施意见》    | 非营利性中等及以下民办学历教育、非营利性民办学前教育收费实行政府指导价。其中，中等及以下学历教育收费标准由各市人民政府制定；学前教育收费标准由各市、县人民政府制定。其他民办学校收费实行市场调节价，具体收费标准由学校自主确定。                                     |
| 陕西   | 《陕西省人民政府关于鼓励社会力量兴办教育 促进民办教育健康发展的实施意见》    | 非营利性民办高等教育、中等职业教育收费要严格落实国家学生资助政策，与非营利性民办学前教育均实行市场调节价，由学校根据办学成本以及公办教育保障程度、民办学校发展需要等因素确定，抄送物价、教育行政主管部门并向社会公示后执行。非营利性的民办中小学校收费，由各地政府按照市场化方向，根据当地实际情况确定。 |
| 江苏   | 《江苏省政府关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》       | 在试点基础上有序放开部分学段非营利性民办学校学历教育收费，具体办法由省物价局会同有关部门另行制定。                                                                                                    |
| 宁夏   | 《宁夏回族自治区人民政府关于鼓励社会力量兴办教育促进民办教育健康发展的实施意见》 | 规范民办学校收费，非营利性普通高中和义务教育民办学校收费实行政府指导价，由市、县（区）人民政府根据学校办学成本、市场需求等因素进行核定；其他类型民办学校收费实行市场调节价，具体收费                                                           |

| 省市名称 | 地方规章、文件                       | 相关规定                                                                                                            |
|------|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|      |                               | 标准由民办学校自主决定。                                                                                                    |
| 重庆   | 《重庆市人民政府关于进一步促进民办教育健康发展的实施意见》 | 除非营利性民办学校学历教育学费的收费标准实行政府指导价外，民办学校的其他收费标准实行市场调节价，由学校自主确定。各区县政府和市政府有关部门应当依法依规加强对民办学校收费行为的监管，完善民办学校学费专户管理和收费公示等制度。 |

综合上述规定，我们可以发现，就义务教育阶段非营利性民办学校的收费，各地基本仍保持着政府指导价的政策。部分地区（如山东）会将政府指导价扩展到学前教育阶段。因此，非营利性民办学校的收费在很大程度上取决于地方政府的政策。

## （二） 限制培训机构收费时间跨度

即使对于“自主定价”收费的营利性培训机构，收费方式也存在严格的要求。根据 80 号文的规定，校外培训机构收费时段与教学安排应协调一致，不得一次性收取时间跨度超过 3 个月的费用。在执行层面上，由于校外培训机构在《新民促法》和其配套规则下需公示收费项目和标准，因此超额收费或提前收费的模式在未来基本无法行通。在该政策背景下，民办培训机构应逐步取消其“满减”活动的开展（例如交满半年费用可以对学费进行打折），并做到实际收费情况与公示情况完全一致。

## （三） 民办幼儿园的收费监管

根据 2018 年 11 月 7 日发布的《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》，“民办园收费项目和标准根据办园成本、市场需求等因素合理确定，向社会公示，并接受有关主管部门的监督。非营利性民办园（包括普惠性民办园）收费具体办法由省级政府制定。营利性民办园收费标准实行市场调节，由幼儿园自主决定。地方政府依法加强对民办园收费的价格监管，坚决抑制过高收费。”虽然有上述规定，但由于缺乏衡量标准，政府如何确定或抑制“过高收费”仍然存在疑问。但此规定又不可避免的赋予了地方政府较大的自由裁量权对非营利性及营利性民办园收费标准进行干预的权力。

### 8.3.8. 特许经营

民办学校在发展到一定阶段后通常会形成品牌效应，并逐步开展品牌化的发展。实践中，民办学校可能会采取特许经营的方式加快自己品牌在全国范围内的推广。所谓商业特许经营，是指“拥有注册商标、企业标志、专利、专有技术等经营资源的企业（以下称特许人），以合同形式将其拥有的经营资源许可其他经营者（以下称被特许人）使用，被特许人按照合同约定在同意的经营模式下开展经营活动，并向特许人支付特许经营费用的活动”<sup>41</sup>。

从事教育行业特许经营的，还需要符合我们国家关于特许经营法律法规的一系列管理要求。例如，根据《商业特许经营管理条例》，特许人应当自首次订立特许经营合同之日起 15 日内向商务部门备案<sup>42</sup>。“若作为特许人的民办学校在不办理特许经营备案的情况下开展特许经营活动，由商务主管部门处以 10 万元以上 50 万元以下的罚款，并没收违法所得。”

### 8.3.9. 党建管理

民办学校在党建管理方面主要有两个问题需要注意，一个是党组织的建立，另一个是党组织书记的任命。

关于民办学校党组织的建立。根据《中共中央办公厅印发<关于加强民办学校党的建设工作的意见(试行)>的通知》（以下简称“《民办学校党建意见》”），“民办学校应当坚持‘应建必建’的原则，凡有 3 名以上正式党员的民办学校，都要按照党章规定建立党组织，并按期进行换届，党员人数不足 3 名的，可采取联合组建、挂靠组建、派入党员教师单独组建等形式建立党组织。暂不具备建立党组织条件的，要通过选派党建工作指导员、联络员或建立工会、共青团组织等途径开展党的工作，条件成熟时及时建立党组织。”

党组织书记的任命。《民办学校党建意见》就不同类型的民办学校确立不同的任命规则。对于民办高校，实行的是严格的“党组织书记”的选派制度，即“按照党组织隶属关系，分别由归口管理的党委组织、教育工作部门或教育行政部门党组织从教育行政部门和公办学校在职或退休的党员干部或其他机关和企事业单位熟悉教育工作的党员干部中选派党组织书记”。对于民办中小学校，党组织书记可以从学校管理层中产生，符合条件的董（理）事长、校长，报经上级党组织同意，可担任学校党组织书记。学校内部没有合适人选的，可由上级党组织选派。办学规模大、党员人数多，出资人或校长担任党组织书记的民办中小学校，应配备专职副书记。

---

<sup>41</sup> 《商业特许经营管理条例》第三条。

<sup>42</sup> 《商业特许经营管理条例》第八条。

虽然《民办学校党建意见》没有明确指出民办学校未落实党建工作所导致的后果，但是其提到“要把党建工作情况作为民办学校注册登记、年检年审、评估考核、管理监督的必备条件和必查内容。”因此，若未能按照规定建立党组织以及任命党组织书记的，可能会从年检年审的方面产生行政法律上的责任。根据《民办非企业单位年度检查办法》，“登记管理机关对连续两年‘年检不合格’的民办非企业单位，予以撤销登记并公告。”同时，《营利性民办学校监督管理实施细则》规定，民办学校近两年有年度检查不合格的情况，其举办者不得再举办或者参与举办营利性民办学校。以此来看，民办学校党建工作会在一定程度上影响民办学校的存续和新设发展。

### 8.3.10. 在线教育

在近几年民办教育的发展大潮中，在线教育机构表现抢眼。仅 2018 年，就有尚德机构、21 世纪教育在内的多家在线教育培训机构成功在香港和美国上市。在此我们将对在线教育的监管体系进行详细的论述。

#### （一） 在线教育的办学许可证要求

在线教育机构所面临的一个核心监管问题就是其是否与线下教育机构一样受制于同样的监管要求，并因此需要申请办学许可证。根据前文论述，从《送审稿》的表述来看，在线教育在办学许可证这一问题上也可能采用“分类管理”的机制。其第十六条规定“利用互联网技术在线实施学历教育的民办学校，应当取得同级同类学历教育的办学许可和互联网经营许可；利用互联网技术在线实施培训教育活动、实施职业资格培训或者职业技能培训活动的机构，或者为在线实施前述活动提供服务的互联网技术服务平台，应当取得相应的互联网经营许可，并向机构住所地的省级人民政府教育行政部门、人力资源社会保障部门备案。”

《送审稿》并没有具体定义“互联网民办学校”和“互联网培训机构”。但是从相关条款表述来看，决定是否应取得办学许可证的应是在线教育机构开展的业务类型，而非在线教育本身的特殊教育或培训形式。也就是说，如果在线教育开展的业务类型本身就需要办学许可证，则该在线教育的模式也需要获得办学许可证。否则则无需办理办学许可证。具体可参见上文第 3.1 条的分析。

此结论也在其他相关信息中得到印证：根据 2018 年 11 月 20 日由教育部办公厅、国家市场监督管理总局办公厅和应急管理部办公厅下发的《关于健全校外培训机构专项治理整改若干工作机制的通知》（未正式公开）的规定，省级教育行政主管部门要“按照线下培训机构管理政策，

同步规范在线教育培训机构”。

## **（二） 互联网业务资质证照**

除办学许可证外，在线教育机构还存在互联网经营许可方面的法律要求。在线教育提供者所需经营资质根据其提供服务的内容和方式不同而有所区别。结合市场中在线教育机构的主要业务模式，在线教育机构可能会涉及的证照包括增值电信业务经营许可证、网络文化经营许可证、互联网音视频业务许可证及互联网出版许可证等证照。

## **（三） 信息公开、公示**

在线培训机构所办学科类培训班的名称、培训内容、招生对象、进度安排、上课时间等必须在机构所在地省级教育行政部门备案，必须将教师的姓名、照片、教师班次及教师资格证号在其网站显著位置予以公示

## **8.4. 小结**

通过以上的分析比较，无论是从现有的法律规定，以及未来政策的走向来看，我国都在深化对于民办教育分类管理的政策，对于营利性与非营利性民办学校或教育机构的区分也在逐步清晰。总体而言，营利性民办学校或教育机构的各项限制正在逐步放开，但以其不参与非营利性教育的领域为限。而非营利性的教育机构，其非营利的特性则在逐步凸显。在教育行业中，外商投资的领域也逐渐有了更清晰划分，通过 VIE 模式实现境外资本市场融资从而规避适用外商准入门槛的路径将面临逐渐关闭的现实可能性。而已经通过 VIE 红筹实现境外上市的教育行业企业将何去何从，我们将持续关注。（本章完）



### 附录一 香港联交所VIE上市决策的最新修订条款对照表

| 段落  | 修订前                                                                                                                                                                                    | 修订后                                                                                                                                                                                                                                                         |
|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 16A | <p>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规限，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%）。至于外资拥有权规限以外的其他规定（下称「其他规定」），申请人须令联交所信纳其已按法律顾问的意见，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。</p> | <p>所有上市申请人无一例外（包括申请转至主板的 GEM 上市公司），不论采用合约方式经营业务的收入或盈利或其他方面对上市申请人重要与否，均须严限其合约安排。这意味着除第 16B 及 16C 段所述外，上市申请人只可于必要的情况下以合约安排解决任何外资拥有权的限制，否则上市申请人必须直接持有 OPCO 公司的最大权限益。为免生疑问，即使上市申请人可透过直接持有 OPCO 公司的股权而控制该公司（譬如直接持有逾 50% 股权），该公司其余不能由上市申请人直接持有的股权，仍可通过合约安排持有。</p> |
| 16B | <p>所有申请人无一例外（包括申请转至主板的 GEM 上市公司），不论其他规定适用的业务在收入或盈利或其他方面对申请人重要与否，均须在上市前采取合理步骤符合该等其他规定。假使申请人在上市前（或由 GEM 转至主板上市之前）未能完全符合其他规定，该申请人必须备有已承担的财政及其他资源以全面遵守有关规定。</p>                            | <p>若 OPCO 公司因涉及外资拥有权而须取得批准及符合额外的资格标准（「其他规定」），上市申请人必须符合该等其他规定。上市申请人须在呈交上市申请前先行寻求并取得直接持有 OPCO 公司的最大权益所需的监管批准，除非负责审批的监管机构确认，即使上市申请人符合其他规定，其亦因下列理由而不会或不能发出批准：</p> <p>a. 没有批准的审批程序或指引；或</p> <p>b. 政策原因。</p>                                                      |

| 段落  | 修订前                                                                                                                        | 修订后                                                                                                                                                   |
|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 16C | ——                                                                                                                         | 若负责审批的监管机关并无提供明确程序或指引，而上市申请人能令联交所信纳其已按其法律顾问的意见于呈交上市申请前，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，则上市申请人可直接持有少于 OPCO 公司的最大许可权益。仅仅有意图、承诺或计划实行有关建议并不足够。        |
| 17  | 若涉及非限制业务，上市部一般会将个案转介上市委员会处理。                                                                                               | 若并无外资拥有权的限制，上市申请人不得采用合约安排方式经营业务。                                                                                                                      |
| 22  | 商务部于 2015 年 1 月就新的中华人民共和国外国投资法公布草案征求意见稿后，市场对于结构性合约持有受外资拥有权规限的内地业务权益是否合法及有效，疑虑或有所增加。申请人如使用结构性合约持有内地业务权益，宜尽早联络联交所寻求非正式及保密指引。 | 商务部于 2015 年 1 月就新的中华人民共和国外国投资法（「外国投资法」）公布草案（「外国投资法草案」）征求意见稿后，市场对于以结构性合约持有受外资拥有权规限的内地业务权益是否合法及有效的疑虑有所增加。申请人如使用结构性合约持有内地业务权益，宜预先联络联交所就少遇见的问题寻求非正式及保密指引。 |
| 23  | ——                                                                                                                         | 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）减低任何潜在风险。                                                                                 |
| 24  | ——                                                                                                                         | 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。                                                                                                                     |

| 段落 | 修订前 | 修订后                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                              |
|----|-----|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 25 | ——  | 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。                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 26 | ——  | <p>在中国有 VIE 业务的上市申请人亦应在上市文件中披露下列事项（并在「概要」及「风险因素」两节中特别标明）：</p> <p>a.指引信 HKEX-GL86-16 对外国投资法草案的描述及该法的实施状况。</p> <p>b.风险因素，用于（i）解释外国投资法草案现仅属初稿；（ii）参引外国投资法草案的描述；（iii）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；及（iv）指明若出售该等业务后上市申请人不再有可持续的业务，联交所可将其除牌。</p> <p>c.声明，若出现下列情况时上市申请人将会尽早披露：（i）外国投资法草案有变更而对上市申请人有重大不利影响；及（ii）外国投资法最终定稿实施，其终稿的明确描述及分析、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。</p> |
| 27 | ——  | 若上市文件显示上市申请人将在上市后收购或设立 VIE 业务，                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

| 段落 | 修订前 | 修订后                                        |
|----|-----|--------------------------------------------|
|    |     | 联交所将对上市申请人应用上述指引。                          |
| 28 | ——  | 联交所认识到外国投资法草案仍可能有变动，其将继续留意有关发展，并在适当时更新本文件。 |

## 附录二 2018年采用VIE架构在香港联交所上市的企业

| NO. | 发行人    | 股票代码 | 上市时间       | 上市板块 | 主营业务    | 业务类型 <sup>43</sup>                                                                                           |
|-----|--------|------|------------|------|---------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1.  | 新华教育   | 2779 | 2018年3月26日 | 主板   | 民办教育业务  | 限制类：高等教育                                                                                                     |
| 2.  | 平安好医生  | 1833 | 2018年5月4日  | 主板   | 医疗健康服务  | 禁止类：线上医疗机构、互联网文化业务、广播电视节目制作及经营服务<br>限制类：增值电信业务（通过移动应用程序及网站提供电信及信息服务）<br>允许类：线下业务及为移动应用程序及网站提供线下仓储服务及线下药品快递服务 |
| 3.  | 21世纪教育 | 1598 | 2018年5月29日 | 主板   | 民办教育业务  | 限制类：高等教育、学前教育、学术性非学历教育（包括针对小学、初中及高中学生的个性化或小组辅导）及中等职业教育<br>允许类：学前教育加盟、学校运营服务                                  |
| 4.  | 汇付天下   | 1806 | 2018年6月15日 | 主板   | 第三方支付服务 | 限制类：增值电信业务（金融科技服务）、支付服务                                                                                      |
| 5.  | 有才天下猎聘 | 6100 | 2018年6月29日 | 主板   | 人才中介服务  | 限制类：人才中介服务、增值电信业务                                                                                            |
| 6.  | 小米集团   | 1810 | 2018年7月9日  | 主板   | 互联网业务   | 禁止类：经营网络文化业务、互联网视听节目服务、互联网出版业务及新业务                                                                           |

<sup>43</sup>业务类型系依据上市申请人提交申请文件当时与外商投资相关的适用法律及/或上市申请人与主管部门的咨询结果划分。



| NO. | 发行人  | 股票代码 | 上市时间            | 上市板块 | 主营业务          | 业务类型 <sup>43</sup>                                               |
|-----|------|------|-----------------|------|---------------|------------------------------------------------------------------|
|     |      |      |                 |      |               | 限制类：增值电信业务（电子商务市场服务、云储存服务及其他增值电信业务）及基础电信业务（转售移动通信产品）<br>允许类：保理业务 |
| 7.  | 指尖悦动 | 6860 | 2018 年 7 月 12 日 | 主板   | 手机游戏业务        | 禁止类：互联网文化业务（手机游戏）<br>限制类：增值电信业务                                  |
| 8.  | 映客互娱 | 3700 | 2018 年 7 月 2 日  | 主板   | 移动端直播平台业务     | 禁止类：互联网文化业务、网络视听节目业务<br>限制类：增值电信业务、演出经纪业务<br>允许类：付款支持服务、经营广告业务   |
| 9.  | 齐屹科技 | 1739 | 2018 年 7 月 12 日 | 主板   | 网上室内设计及建筑平台业务 | 限制类：增值电信业务（互联网信息服务）                                              |
| 10. | 天立教育 | 1773 | 2018 年 7 月 12 日 | 主板   | 民办教育业务        | 禁止类：义务教育（中小学一至九年级）<br>限制类：幼儿园、高中教育及培训中心<br>允许类：学校管理、早教中心         |
| 11. | 第七大道 | 0797 | 2018 年 7 月 18 日 | 主板   | 网络游戏业务        | 禁止类：互联网文化业务（网络游戏）<br>限制类：增值电信业务（互联网信息服务）                         |
| 12. | 博骏教育 | 1758 | 2018 年 7 月 31 日 | 主板   | 民办教育业务        | 禁止类：初中教育<br>限制类：幼儿园、高中教育                                         |
| 13. | 希望教育 | 1765 | 2018 年 8 月 3 日  | 主板   | 民办教育业务        | 限制类：高等教育                                                         |

| NO. | 发行人    | 股票代码 | 上市时间             | 上市板块 | 主营业务             | 业务类型 <sup>43</sup>                                                                             |
|-----|--------|------|------------------|------|------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 14. | 中国春来   | 1969 | 2018 年 9 月 13 日  | 主板   | 民办教育业务           | 限制类：高等教育                                                                                       |
| 15. | 美团点评   | 3690 | 2018 年 9 月 20 日  | 主板   | 生活服务电子商务平台       | 禁止类：经营网络文化服务、广播及电视节目服务<br>限制类：增值电信业务（电子商务平台服务、云存储服务及其他增值电信业务）<br>允许类：出境旅游及离境服务                 |
| 16. | 华兴资本控股 | 1911 | 2018 年 9 月 27 日  | 主板   | 新经济公司人民币基金投资管理业务 | 人民币基金的若干被投资公司从事限制类行业及/或禁止类行业，包括但不限于互联网信息服务、增值电信业务、网络视听节目服务及网络出版服务，而少数人民币基金则向业务不受外商投资限制的被投资公司投资 |
| 17. | 华滋国际海洋 | 2258 | 2018 年 11 月 19 日 | 主板   | 港口、航道及海洋工程业务     | 限制类：印度尼西亚对港口、航道及海洋工程行业存在外资准入限制                                                                 |
| 18. | 同程艺龙   | 0780 | 2018 年 11 月 26 日 | 主板   | 在线旅游业务           | 禁止类：呼叫中心服务<br>限制类：增值电信业务、机票代理业务、网络机票交易业务、保险代理服务<br>允许类：在线数据处理与交易处理业务（第三方交易平台业务）                |
| 19. | 宝宝树集团  | 1761 | 2018 年 11 月 27 日 | 主板   | 母婴类社交平台业务        | 限制类：增值电信业务（移动应用程序及网站的运营）                                                                       |

| NO. | 发行人    | 股票代码 | 上市时间             | 上市板块 | 主营业务     | 业务类型 <sup>43</sup>                    |
|-----|--------|------|------------------|------|----------|---------------------------------------|
| 20. | 创梦天地   | 1119 | 2018 年 12 月 6 日  | 主板   | 数字娱乐平台业务 | 禁止类：网络出版、互联网文化业务<br>限制类：增值电信业务        |
| 21. | 万咖壹联   | 1762 | 2018 年 12 月 21 日 | 主板   | 互联网平台服务  | 禁止类：互联网文化业务<br>限制类：增值电信业务<br>允许类：移动广告 |
| 22. | 卓越教育集团 | 3978 | 2018 年 12 月 27 日 | 主板   | 民办教育业务   | 限制类：K12（即幼儿园、中小学、高中）课外教育              |

北京市朝阳区建国路81号华贸中心  
1号写字楼15层&20层 邮编: 100025  
15 & 20/F Tower 1, China Central Place,  
No. 81 Jianguo Road, Chaoyang District,  
Beijing 100025, China  
电话/T. (86 10) 6584 6688  
传真/F. (86 10) 6584 6666

上海市黄浦区湖滨路150号企业天地  
5号楼26层 邮编: 200021  
26F, 5 Corporate Avenue,  
No.150 Hubin Road, Huangpu District,  
Shanghai 200021, China  
电话/T. (86 21) 2310 8288  
传真/F. (86 21) 2310 8299

深圳市南山区铜鼓路39号大冲国际中心  
5号楼26层B/C单元 邮编: 518055  
Units B/C, 26F, Tower 5,  
Dachong International Center, No. 39 Tonggu  
Nanshan District, Shenzhen 518055, China  
电话/T. (86 755) 8388 5988  
传真/F. (86 755) 8388 5987