

外商投资法律

资本之路观察系列 — VIE 公司的新问题和新思路（一）

作者：薛冰 | 夏彦 | 郑诗卉

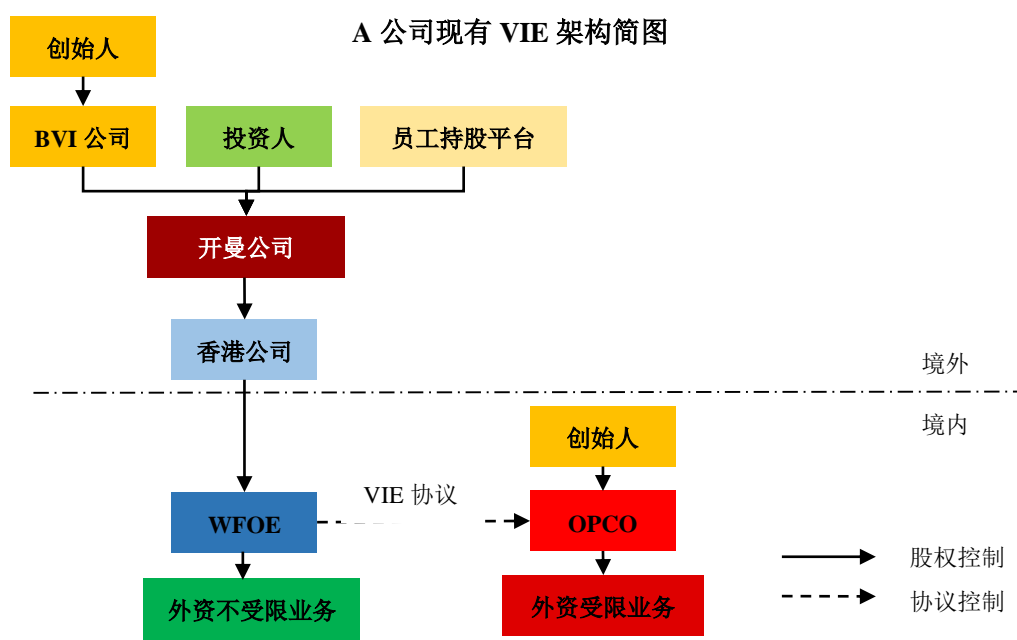
自《外商投资法》及其实施条例于 2020 年 1 月 1 日开始正式施行，不少跨境架构搭建的企业都可能遇到了一些实践操作的新问题。这其中，对于采取 VIE 架构（协议控制架构）安排的企业，也在外资准入负面清单不断变化、外商投资监管体制日益宽松的环境中，产生了一些新的发展困惑。我们准备了一组系列解析文章，与大家共同探讨 VIE 架构在外商投资监管新环境下的一些“难题”以及“解题思路”。

从一个假设的案例 — A 公司的资本之路谈起。A 公司是一家业务在中国市场的新兴互联网公司，创始人甲白手起家，带领团队披荆斩棘，在专业机构的协助下搭建了 VIE 架构，为境外资本市场融资做了大量的准备工作。但新的外资准入负面清单在 A 公司与境外基金洽谈融资的阶段发布，一夜之间公司的主营业务板块不再属于外资受限产业了，《外商投资法》也规定了外资准入负面清单以外业务“内外资一致”。

创始人甲产生了困惑：是维持 VIE 架构现状，还是对 VIE 架构做个“大手术”？

一、A 公司适应负面清单的困惑

A 公司在架构搭建过程中，还前瞻性地对现有业务区分了“外资受限业务”与“外资不受限业务”板块。



A 公司目前的外资受限业务主要涉及增值电信业务，而近十年来，增值电信业务在外资准入负面清单的受限范围不断缩小：

A 公司所处行业的外资准入负面清单变化

外资准入负面清单	增值电信业务受限情况	较前版负面清单的变化
2019 年	增值电信业务的外资股比不超过 50% (电子商务、国内多方通信、存储转发类、呼叫中心除外)	在放开电子商务部分基础上，进一步放开国内多方通信、存储转发类、呼叫中心部分
2018 年	增值电信业务的外资股比不超过 50% (电子商务除外)	无变化
2017 年	增值电信业务(外资比例不超过 50%， 电子商务除外)	无变化
2015 年	增值电信业务(外资比例不超过 50%， 电子商务除外)	放开电子商务部分
2011 年	增值电信业务(外资比例不超过 50%)	无变化

2020 年 3 月 10 日召开的国务院常务会议明确提出，将抓紧进一步缩减外资准入负面清单¹，上述受限的增值电信业务将可能进一步减少。

结合前述政策变化的总结可以看出，A 公司目前涉及的增值电信业务中，电子商务、国内多方通信、存储转发类、呼叫中心业务已经明确取消了外商投资股比限制(但外方主要投资者仍需具备经营增值电信业务的良好业绩和运营经验)，就该等业务再继续使用 VIE 架构的必要性基础正在不断朝着压缩的方向发展。此时，A 公司及其创始人甲又可能会产生一连串的问题：A 公司是否一定要调整 VIE 架构？如果不调整，A 公

¹ <http://www.gov.cn/guowuyuan/cwhy/20200310c09/index.htm>。

司还能否登陆海外资本市场，成功上市后是否还会受到进一步挑战？如果调整，又有可能遇到哪些“拦路虎”？

二、创始人甲的利弊权衡清单

在“COVID-19”疫情之下，面对前面提到的一连串问题，我们就和创始人甲远程探讨下需要考虑的解题思路：

（一）维持 VIE 架构的主要问题清单

1. 境外资本市场对拟 IPO 公司的 VIE 架构有哪些特殊要求

A 公司和国内大多数互联网公司一样，将申请港股 IPO 和美股 IPO 作为了首选。那么，港股资本市场和美股资本市场对拟 IPO 公司的 VIE 架构是否有一样的态度呢？

根据香港联交所确立的“Narrowly tailored”的原则：VIE 架构原则上只能在为解决外资拥有权限制的必要范围内使用，发行人必须直接持有 OPCO 的最大许可权益²。

根据香港联交所的上述原则，如果 A 公司的 VIE 架构不进行调整，可能会面临以下问题：（1）就 A 公司的电子商务、国内多方通信、存储转发类、呼叫中心业务，VIE 架构并未在外资拥有权限制的必要范围内使用；（2）A 公司的增值电信业务，外资并未持股超过 50% 的限额，形式上未能满足发行人必须直接持有 OPCO 的最大许可权益的要求。

如果 A 公司申请美股 IPO，虽然也需要说明采用 VIE 架构的合理理由，但毕竟相比于香港联交所“Narrowly tailored”的原则，在监管要求上要相对灵活。因此，如果要维持 VIE 架构，创始人甲可以在考虑其他因素后权衡上市地选择的问题。

2. 境外资本市场对上市公司的 VIE 架构有哪些监管要求

除了 IPO 时需面对的 VIE 架构合规性问题外，创始人甲同样也担心 IPO 后如果外资准入负面清单进一步限缩，公司的 VIE 架构能否继续维持。

根据香港联交所“Narrowly tailored”的原则：发行人不仅在申请 IPO 时需要遵守该原则，在上市后仍需持续遵守该原则；当法律允许发行人无须采用 VIE 协议安排经营业务时，发行人应当终止 VIE 协议安排，如不终止，发行人应当进行披露并受制于香港联交所的个案审查；此外，发行人还应当在每年的年报中披露其是否遵守了上述规定³。

此外，经检索 2018 年至今的部分港股上市并采用了 VIE 架构的公司招股书，我们发现该等上市公司均在招股书中作出承诺或作出类似承诺：“一旦相关中国法律及法规允许上市公司附属公司无需合约安排即可开展及经营主要业务，则上市公司集团将尽快安排解除合约安排，并将直接持有相关的中国法

² 《香港交易所上市决策》(HKEx-LD43-3) 第 16A：“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形下以合约安排解决外资拥有权的限制，否则上市申请人必须直接持有 OPCO 公司的最大许可权益。”

³ 《有关上市发行人业务使用合约安排的指引》(HKEx-GL77-14) 第 16(e), 17 和 20(g)：“当法律允许发行人无须采用合约安排方式经营业务时，发行人应终止该合约安排。发行人亦须确保 OPCO 公司的登记股东已向其承诺，在不抵触相关法律及规例的前提下，在终止合约安排时，OPCO 公司登记股东必须将其收到发行人在收购 OPCO 公司的股份时所付出的任何代价交回发行人”；“如偏离以上指引，发行人应作出披露。联交所会考虑相关个案的情况及在必要时要求发行人就保障股东采取所有合适的行动”；年报中披露的通过合约安排进行的业务应当包括“(g)当导致设立合约安排的限制经取消后，有关合约安排的终止或无法终止的情况”。

律及法规允许的最高所有权权益百分比”。

因此，即便 A 公司成功实现港股 IPO，一旦后续其经营的业务不再外资受限，A 公司也不应再维持现有 VIE 架构，需要做出必要的调整。

3. 境外资本市场对上市公司的 VIE 架构的境内再投资有哪些要求

创始人甲的另一个发展战略问题——除了稳固现有 VIE 业务外，创始人甲还有扩大商业版图、整合上下游资源的雄心壮志，需要在上市募集资金后通过 VIE 架构投资或收购同行业或其他相关行业公司。

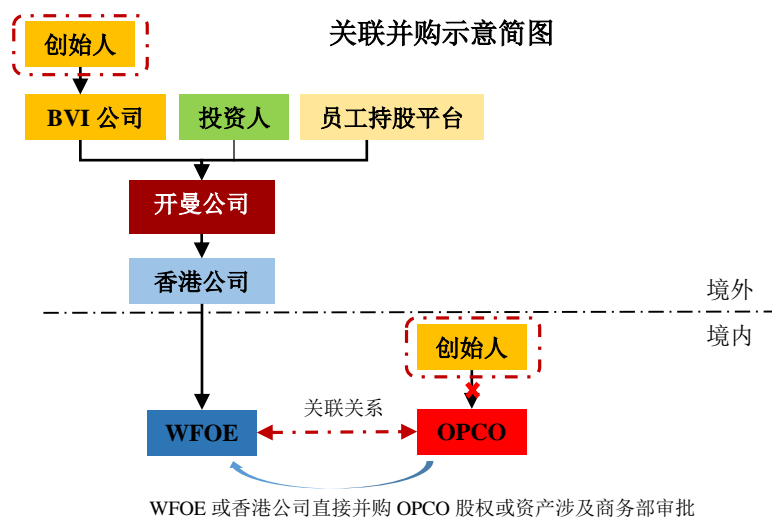
根据香港联交所“Narrowly tailored”的原则，拟购入或成立涉及合约安排（即 VIE 架构）的业务，港股上市公司需对该等投资或收购进行披露，如果该等投资或收购属于非常重大的收购事项，需要妥善处理香港联交所关注的事宜后方可进行交易⁴。

因此，如果 A 公司通过现有 VIE 架构投资或收购其他公司，从合规披露的角度，被投资或收购的境内业务也需要满足“Narrowly tailored”的原则。

（二）调整“VIE”架构的主要问题清单

1. 如何应对“十号文”对外资并购的监管

除了增值电信业务外资限制的原因外，A 公司搭建 VIE 架构的另一原因是 VIE 架构一般不被认定为属于股权并购或资产并购的交易安排，实践中也就避免了适用《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“十号文”）中关联并购等限制性规定的难题。如果需要用股权并购或资产并购的方式调整“VIE”架构，A 公司将需要重新面对十号文规定的关联并购审查⁵、OPCO 股权或资产的评估作价的问题以及转让税费的问题：



《外商投资法》及其实施条例生效后，法规层面并未废止“十号文”或关联并购规定，虽然外资并

⁴ 《有关上市发行人业务使用合约安排的指引》（HKEx-GL77-14）第 16 和 17：“当发行人拟购入或成立涉及合约安排的业务，而相关行动构成须予公布的交易及/或关联交易时，应符合以下安排……”“如涉及主要及非常重大的收购事项，发行人须妥善处理联交所关注的事宜，方可进行交易”。

⁵ 《商务部关于外国投资者并购境内企业的规定》第十一条：“境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司，应报商务部审批。当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避前述要求。”

购的审批/备案（包括关联并购）已由商务部门划归为市场监督管理部门负责，但根据我们近期对北、上、广、深四地市场监督管理部门的不具名电话咨询，该等部门对关联并购的监管方式目前也还在研究之中，尚待观察，因此 A 公司可能仍需要通过“两步走”的方式解决上述十号文外资并购的监管问题【详见后文股权“去 VIE 化”典型方式示意图（两步走）】。

2. 如何满足外资准入负面清单以外对外商投资的其他门槛要求

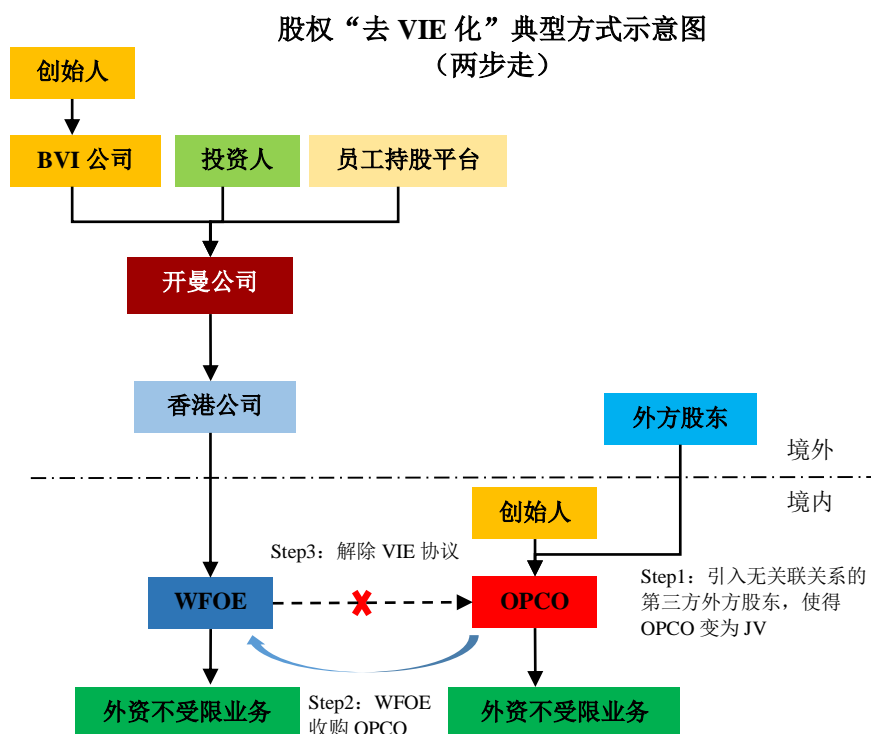
解决了“十号文”对外资并购的监管问题后，A 公司的境外主体收购 OPCO 股权或资产是否就畅行无阻了呢？答案是否定的，外商投资增值电信业务还需要外方主要投资者满足“从事电信业务的良好业绩和运营经验”的要求。因此，如何满足“从事电信业务的良好业绩和运营经验”的要求，如果 WFOE 尚未申请到增值电信业务许可证，是否还要继续调整增值电信业务的 VIE 架构，这些都是需要深度讨论的问题。

三、A 公司 VIE 架构的“解题方案”

在充分考虑上述主要问题清单并权衡利弊后，如决定调整 VIE 架构，就需要开始设计 VIE 架构的“解题方案”了。如前所述，A 公司的不受限业务“去 VIE 化”主要有两种思路：一种是股权“去 VIE 化”，另一种是业务“去 VIE 化”。

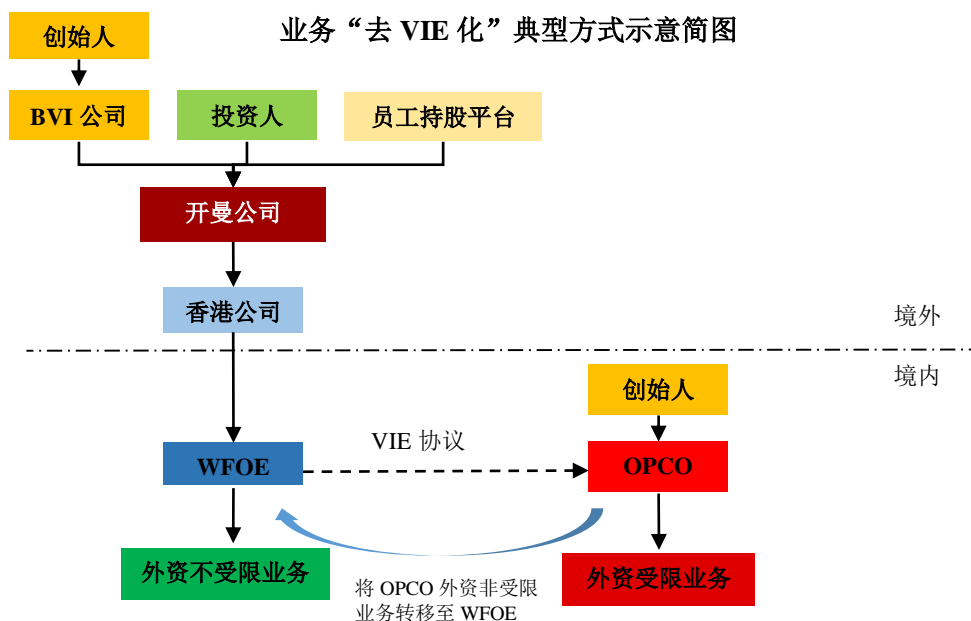
（一）股权“去 VIE 化”

股权“去 VIE 化”的典型方式为外方通过股权收购的方式直接持有经营外资不受限业务的 OPCO 股权，同时解除 VIE 协议：



（二）业务“去VIE化”

业务“去VIE化”的典型方式为OPCO剥离其从事的外资不受限业务⁶，改为由WFOE来进行运营：



以上是A公司不受限业务“去VIE化”的基本思路，但是实操层面，需要考虑的问题会更加复杂，如OPCO同时经营外资不受限业务和外资受限业务的情形，OPCO成立了股权投资平台进行对外投资的情形等，在大的“解题方案”确定后，需要进一步制定精细化的技术方案来解决这些细节问题。

四、展望

面对被外资负面清单逐步切除的增值电信业务，在充分考虑VIE架构“调与不调”所分别面临的问题后，A公司决定拿VIE架构“开刀”，并且制定了基本的“解题方案”。但是，现实中的A公司的股权和业务情况可能远远比初步设想或者我们前述总结的要复杂，牵一发而动全身。A公司的VIE架构调整会出现哪些法律问题，如何在合法合规的基础上设计有效率的技术应对方案，我们将邀请汉坤资本市场、税务、财富管理等领域的专家陆续分享解题思路和方案。

⁶ 如业务剥离的同时涉及资产收购，也可能涉及关联并购的问题，需要综合考虑上页图示“两步走”的方式。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

薛冰

电话： +86 755 3680 6568

Email: bing.xue@hankunlaw.com