



资本市场法律

外资穿透尺度——外资禁止及限制性行业企业融资及上市不得不面对的问题

胡耀华 | 张蕾

导言：

中国的 TMT 行业存在大量禁止和限制外商投资的领域。一直以来在协助 TMT 行业的客户搭建红筹架构时，一般以 VIE 架构去解决外资限制的问题。最近几年，随着红筹回归 A 股浪潮兴起，大量红筹架构的企业私有化退市，拆除红筹架构，以境内企业为主体回归 A 股资本市场。在拆除红筹架构的过程中，往往会有一些投资者投资于拟上市主体，这些投资者虽然本身为境内企业，但在间接股东层面含有外资成分，这就会涉及到投资者的外资成分认定、上市申请文件披露程度、以及拟上市主体继续经营业务的合规性问题。汉坤作为跨境交易及 TMT 行业领先律师事务所，在红筹回归 A 股市场及代表投资人投资 TMT 行业领域有着非常丰富的经验，就相关法律问题及实践操作，我们根据项目经验做出一些总结，供业界投资人及拟境内融资/上市企业参考。

第一部分 简述：

一、 外资背景的种类和认定标准

有外资背景的主体	是否可以不被认定为外资
H 股上市公司	1) 外资比例低于 10%；或 2) 取得其他监管部门按内资管理的批复，可以不被认定为外资。
含有外资成分的 A 股上市公司	实践中，A 股上市公司中能识别的外资成分占比低于 10%，且不存在外国战略投资者，可不被认定为外资。
国资在境外设立的国有子公司	存在一定争议，但存在多个未被认定为外资的案例（中银投资（香港）及建银国际）。
除上述之外的境外企业和外商投资企业	无论存在于第几层，无论持股比例多少，原则均认定为外资，除非取得其他监管部门按内资管理的批复。

二、 股东结构穿透披露尺度

事项/ 主管机关	审查时的穿透要求
工信部及地方通信管理局	需要层层审查，严格穿透到自然人或国资层面。
文化管理部门	不会做实质的穿透审查，而是依赖于企业递交的材料和书面陈述。
新闻出版监管部门	不会做实质的穿透审查，而是依赖于企业递交的材料和书面陈述。
上市时证监会披露要求	首次披露时一般只穿透披露该等投资人的实际控制人层面，其他的部分（例如基金的 LP）披露到第二层就可以。

第二部分 详述：

一、 外资的认定标准

1. H 股上市公司

根据商务部、工业和信息化部共同颁发的商资函[2009]71 号《商务部、工业和信息化部关于境外直接上市的境内企业申请经营电信业务适用程序有关问题的通知》（以下简称“**商资函[2009]71 号文**”），“如该企业外资股份比例低于 10%，且单一最大股东为中方投资者，适用内资企业经营电信业务的管理规定和审批程序”，“境外直接上市的境内企业子公司…申请经营电信业务，参照上述办法办理”。根据《商务部公告 2014 年第 27 号——公布商务部现行有效规章目录及规范性文件目录》及我们对有关部门的电话访谈确认，商资函[2009]71 号目前仍然有效。

根据我们与工信部及地方通信管理局的沟通，对于 H 股上市公司，如果在拟上市的境内企业中存在 H 股公司，H 股公司的外资比例在 10% 以内，则 H 股公司视同内资企业管理；如果比例超过 10%，则一般视同存在外资成分。此外，对于国资背景的 H 股上市公司，即使外资比例超过 10%，如果在 H 股上市时，能够取得监管部门按照内资企业管理的批复，则在实践中也能认定为内资企业。

根据我们与地方文化管理部门及新闻出版监管部门的沟通，对于 H 股上市公司，与其他种类的具有外资背景的股东同样对待，但如果能获得商务部门或者其他监管部门按照内资企业管理的批复，在实践中也可以认定为内资企业。

2. 含有外资成分的 A 股上市公司

根据我们与工信部及地方通信管理局的沟通，对于拟上市的境内企业的股东中有 A 股上市公司的情况，要求 A 股上市公司的前十大股东是内资，对于非前十大股东，政府部门不会关注。除此之外，根据我们帮助中外合资企业客户在上海自贸区申请 ICP 牌照的经验，上海自贸区的目前监管思路是：对于 A 股上市公司而言，没有外资的控股股东或战略投资者即可，而无需考虑流通股的情况。

另外，在目前公开披露的 A 股上市公司案例中，属于外资禁止的游戏行业的昆仑万维在 2016 年 1 月 7 日《关于北京昆仑万维科技股份有限公司非公开发行股票申请文件反馈意见的回复公告》里面也引用了商资函[2009]71 号去解答外资认定问题，其回复如下：

“根据保荐机构、发行人律师对工业和信息化部信息通信管理局的电话咨询结果，境内上市公司申请经营电信业务，参照“商资函[2009]71号文”执行。经核查，发行人目前股东结构中的外资股东及本次增发后外资股东合计比例在“商资函[2009]71号文”规定的10%范围内，适用内资企业经营电信业务的管理规定和审批程序。根据保荐机构、发行人律师对北京市新闻出版广播局数字出版处的电话咨询及发行人现场走访（该机构现场走访不允许本所律师及保荐机构人员参与）结果，发行人上市后股东结构中已经存在或本次增发可能新增的外资股东情形不适用《外商投资产业指导目录（2015年修订）》的禁止性规定，不会对发行人及其子公司办理《互联网出版许可证》的年检或续期构成实质性障碍，该情形也不适用“新出联[2009]13号文”中的限制性规定。”

所以，在实践中，如果A股上市公司的能识别的外资成分占比低于10%，且不存在外国战略投资者，应该会被监管部门认定为内资企业。

3. 国资在境外设立的国有子公司

对于建设银行、中国银行等国有企业在境外设立的子公司的外资身份问题，一直是业界争论和关注的焦点。市场上有一些可以参考的案例。例如落入外资禁止类的人民网A股上市时，其股东包括中银投资资产管理有限公司，该公司层层穿透后的股东为中国银行在香港注册成立的中银集团投资有限公司。根据其招股说明书和法律意见，中银投资资产管理有限公司持股约4%，在招股说明书里定性为国有股东，且入股时经过了财政部审批。其招股说明书并没有穿透披露其上面的外资股东情况。当然，人民网上市是国务院推动的项目，具有其特殊性。

此外，建银文化基金（其控股股东为港资背景的建银国际）当初投资了外资禁止类的电影公司小马奔腾，且小马奔腾一直能够成功完成电影资质的续期。但由于变故，小马奔腾一直未能成功上市，所以遗憾没能成为一个好的上市案例。

4. 关于游戏企业历史上VIE结构的安排

根据《关于贯彻落实国务院〈“三定”规定〉和中央编办有关解释，进一步加强网络游戏前置审批和进口网络游戏审批管理的通知》（以下简称“新出联[2009]13号文”）规定，“禁止外商以独资、合资、合作等方式在中国境内投资从事网络游戏运营服务。外商不得通过设立其他合资公司、签订相关协议或提供技术支持等间接方式实际控制和参与境内企业的网络游戏运营业务”。基于上述规定，证监会可能会关注游戏企业VIE架构的合规性问题。

在我们处理的私有化回归A股项目中，根据我们与监管部门的沟通，该等监管部门认为VIE结构安排属于企业的商务安排，监管部门在实践中不予干涉。在A股市场相关红筹回归案例中（例如巨龙管业收购艾格拉斯、华谊兄弟收购银汉科技等），为了能更好通过证监会的审核，上市公司还进一步解释红筹回归网游企业的VIE控制权协议自签署之日起至被终止期间，除《股权质押协议》外均未被实际履行，VIE实体的日常生产经营均由其独立决策、独立实施，WFOE未控制VIE实体或境内网络游戏运营业务。此外，如果届时能取得监管部门的合规证明，也会更有利于解释合规性，例如，在世纪华通收购天游软件案例中，其取得了上海市新闻出版局出具《证明》，证明天游软件取得的《互联网出版许可证》合法、有效，自取得许可以来，未有违法违规记录。

二、 股东结构穿透披露尺度

1. 工信部及地方通信管理局的要求

根据我们多个项目中与工信部及地方通信管理局的访谈沟通，在境内企业新申请增值电信业务经营许可证时，或者持牌企业因引进新股东需要变更增值电信业务经营许可证时，监管部门要求该企业追溯披露其股东结构直至自然人或者国资层面，递交的材料里包括“股东变更后的公司盖章且法定代表人签名的股东股权结构图”，其中需要注明股东名称、股权比例并根据实际情况写明是否含有外资成分。如果追溯到最终股东的过程中发现在任何层面存在外资，对于外资禁止领域，监管态度都是要清理该等外资成分。对于 ICP 证等外资限制行业，外资的持股比例可以达到 49%，但是如果作为外商投资企业申请增值电信业务经营许可证，要求境外股东有良好的行业运营经验，审查时一般会要求提交相关证明材料。对于境外股东的增值电信业运营经验，根据我们跟工信部及上海自贸区监管机构的沟通，现在监管政策放开到境外投资人存在投资增值电信业务项目就可以。

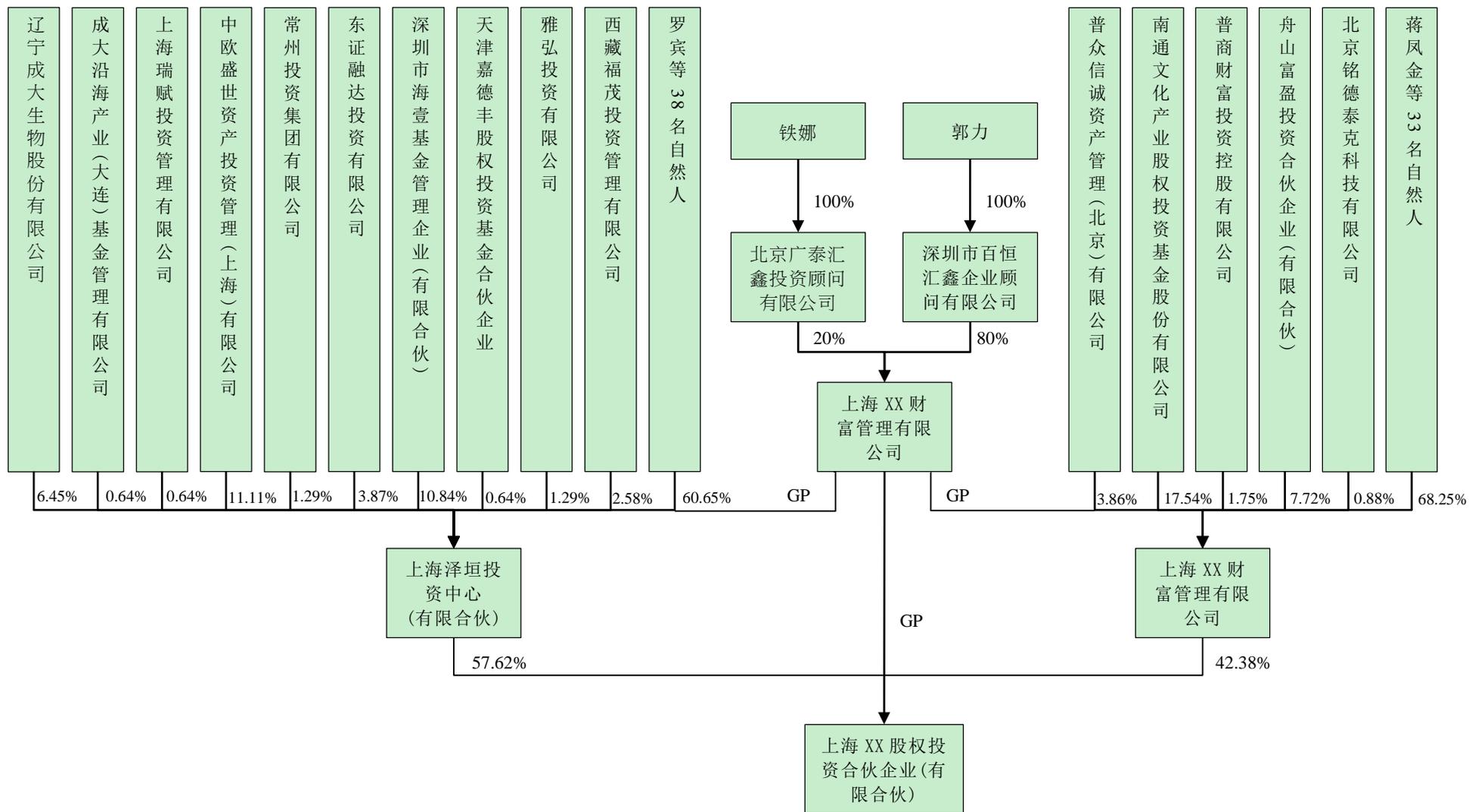
2. 文化管理部门及新闻出版监管部门的要求

根据我们多个项目中与地方文化管理部门及新闻出版监管部门的沟通，他们的原则是持有网络文化经营许可证或网络出版服务许可证的企业是不允许有任何外资背景的，无论该外资背景存在于第几层，也无论持股比例如何。如果境内企业申请新的许可证，或者持证企业因引进新股东需要变更该许可证，在办理审批手续时，不要求追溯披露其层层股东结构，也不用递交所有层面的股东材料，对于是否存在外资背景，监管机构不会做实质的穿透审查，而是依赖于企业递交的材料和书面陈述。但是如果该等监管部门日后通过新闻媒体、举报等渠道发现企业的股东中存在外资背景，就存在被吊销该许可证的风险。此外，在实践中，如果商务部门能出文件说明某有外资背景的股东不视为外资，该等监管部门也会承认该等例外，他们也会认为不是外资。

3. 上市时证监会的披露要求

对于上市披露而言，如果股东中有外资背景，中介机构有披露义务，但不排除现实中存在不披露的案例。实践中在首次披露时一般只穿透披露该等投资人的实际控制人层面，其他的部分（例如基金的 LP）披露到第二层就可以了。

例如在巨人游戏借壳世纪游轮的案例中，根据其重组报告书，某投资人股权结构披露尺度如下：



由此可见，其只穿透披露了 GP 层面，LP 层面没有穿透披露。但在实践中，证监会对披露程度有很大的自由裁量权，不排除在反馈意见中要求也对 LP 穿透披露。

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法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与**胡耀华律师**（+8610-85254655; yaohua.hu@hankunlaw.com）或**张蕾律师**（+86755-36806578; leia.zhang@hankunlaw.com）联系。