



漢坤律師事務所

# 汉坤法律评述



融贯中西 · 务实创新

2016年11月10日

## 资本市场法律

### 革新一外资禁止行业 VIE 架构首次被股转系统承认

胡耀华 | 陈漾

#### 导言：

中国的 TMT 行业存在大量禁止和限制外商投资的领域。在 TMT 行业企业在境外融资时，一般以 VIE 架构去解决外资限制的问题。对于 VIE 架构的 TMT 行业巨头来说，随着其发展壮大，控制或投资了大量的独立业务板块企业。最近几年，随着红筹回归 A 股浪潮兴起，TMT 行业巨头在保持境外上市地位的前提下纷纷分拆下属板块回归 A 股上市或新三板挂牌，或对拟 A 股上市或新三板挂牌企业进行投资，或与 A 股上市公司或挂牌企业进行资产重组，此时其不得不面对控股股东的 VIE 架构带来的问题。汉坤作为 TMT 行业领先律师事务所，正在协助大量 TMT 行业企业分拆业务板块寻求在 A 股上市、并购重组或新三板挂牌，并对境内资本市场的创新案例持续关注。

对 VIE 架构企业在境内融资或并购重组的相关问题及案例，汉坤资本市场组曾在今年 3 月份在汉坤微信公众号发表了红筹架构公司境内资本运作案例总结系列研究文章：1、《突破-首个控股股东为 VIE 公司的新三板挂牌案例出现》；2、《先驱-58 同城认购已挂牌新三板公司股份成为控股股东并披露 VIE 架构》；3、《奇招-搜房网分拆部分业务回归 A 股》；4、《新局- A 股重大资产重组或 IPO 案例中首次公开披露重要股东 VIE 架构案例出现》。

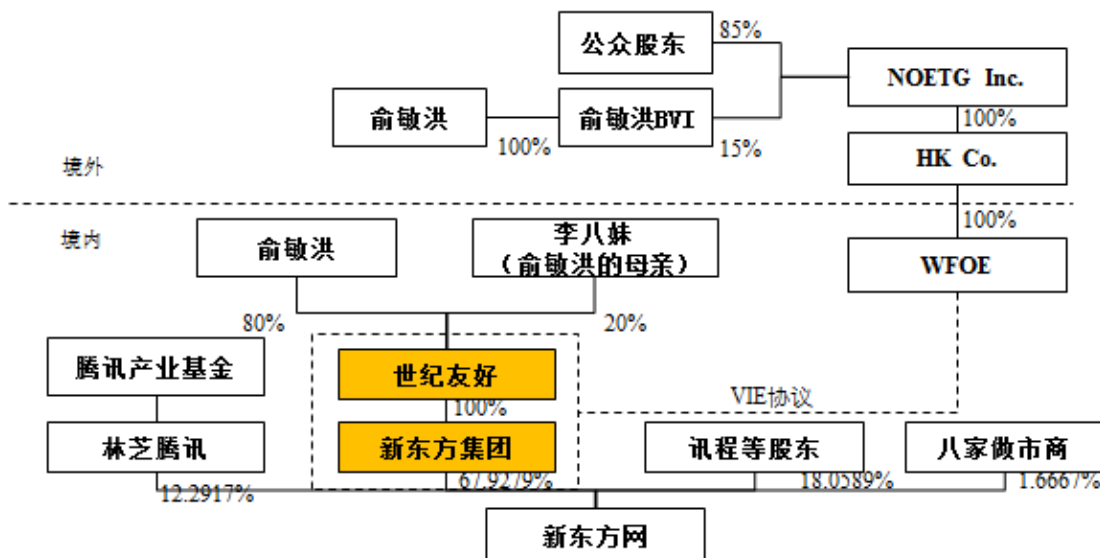
就在近日，汉坤持续关注的案例新东方网的新三板挂牌终于取得了股转系统的挂牌批准。在今年 2 月底新三板挂牌的九城教育的控股股东也为 VIE 架构企业，为新三板挂牌公司控股股东为 VIE 企业的首例，但其所在行业为外资允许类行业，所以对外资禁止或限制行业的公司新三板挂牌的参考意义存在局限性。持有《信息网络传播视听节目许可证》的新东方网落入外资禁止行业，其控股股东的 VIE 架构被股转系统承认，具有重要参考意义。

除了对相关案例进行介绍外，本文将结合汉坤对 TMT 行业投融资丰富的经验及对市场上案例的持续跟踪积累的研究成果，对控股股东为 VIE 架构企业在新三板挂牌及 A 股上市注意事项作出分析，供业界参考。

## 一、案例解析：新东方网新三板挂牌

2016年10月31日，全国中小企业股份转让系统（“股转系统”）批准了北京新东方讯程网络科技有限公司（“新东方网”）的挂牌申请，转让方式为协议转让。

根据新东方网的《北京新东方讯程网络科技有限公司公开转让说明书》（“新东方网公开转让说明书”），新东方网的控股股东为新东方集团，其持股比例为67.9279%。新东方网的股权结构如下图所示：



根据《新东方网公开转让说明书》，北京世纪友好教育投资有限公司（“世纪友好”）持有新东方集团100%的股份；俞敏洪持有世纪友好80%的股份，俞敏洪的母亲李八妹持有世纪友好20%的股份。此外，NOETG Inc.通过其下属企业（包括北京开拓鸿业高科技有限公司、北京鼎事兴教育咨询有限公司、北京智愚嘉业软件科技有限公司、北京砾石高科技有限公司和上海智言软件科技有限公司，统称“NOETG子公司”）与新东方集团及世纪友好达成了如上图所示的协议控制安排。且根据新东方网《法律意见书》，发行人律师认为公司现有股东所持公司股权明晰，不存在股权代持、司法冻结、委（受）托第三方持股、产权不清的情形，不存在产权纠纷或潜在的产权纠纷。

根据新东方网《法律意见书》，其已取得了如下证照：

1. 2013年3月15日取得了工业和信息化部颁发的《增值电信业务经营许可证》(编号: B2-20130084)；
2. 2016年1月20日取得北京市通信管理局颁发的《电信与信息服务业务经营许可证》(编号: 京ICP证050421号)；
3. 2016年5月4日取得了北京市文化局颁发的《网络文化经营许可证》(编号: 京网文[2016]1303-163号)；
4. 2015年8月3日取得了国家新闻出版广电总局颁发的《信息网络传播视听节目许可证》(编号: 0110531)。

根据2015年新修订的《外商投资产业指导目录》的规定，增值电信业务属于“限制外商投资产

业”；而根据“网络视听节目服务”和“互联网文化经营(音乐除外)”属于“禁止外商投资产业”。

该项目能获得股转系统审批通过，具有实践性参考意义，是股转系统首次承认外资禁止或限制行业拟挂牌企业的控股股东 VIE 架构。

## 二、 控股股东为 VIE 实体的外资限制、禁止类企业挂牌/上市法律要点分析

### 1、 股东 VIE 架构的披露要求

如拟挂牌公司的控股股东为 VIE 架构公司，尽管目前法律法规和股转系统公布的规则中并无明确要求拟挂牌公司在申请新三板挂牌时必须“穿透”披露其控股股东的 VIE 股权架构，但由于涉及实际控制人的认定，我们认为股转系统会要求披露 VIE 公司架构。且根据九城教育和新东方网的案例，九城教育及新东方网都在相关文件中详细披露了其控股股东的 VIE 架构。

### 2、 是否“股权明晰”

在披露 VIE 架构时，考虑到 VIE 架构涉及独家购买权、股东权利授权和股权质押等安排，以及目前中国法律对 VIE 架构整体的合法性的判定，股转系统一般会要求中介机构分析拟挂牌主体是否满足关于是否“股权明晰”的申请挂牌要求。

例如，在新东方网的案例中，根据新东方网《补充法律意见书一》，股转系统在反馈意见中提出了一下问题：“请主办券商及律师：补充核查 VIE 架构是否存在导致公司股权不清晰的风险，公司是否符合股权明晰，股票发行和转让合法合规的挂牌条件。”其券商及律师回复如下：

根据公司提供的资料并经合理核查，因 NOETG Inc.董事会已作出决议，通过《独家服务总协议第一次修订》，对《独家服务总协议》的附件进行了修改，由 NOETG NOETGNOETG 子公司提供独家服务的新东方集团子公司清单不再包括新东方网，新东方网已不再是 VIE 架构项下协议安排有关法律文件的权利义务主体，VIE 架构不会对公司股权产生影响。（汉坤注：该等回复思路参考了九城教育的回复思路，具体可以参见汉坤公众号文章《突破-首个控股股东为 VIE 公司的新三板挂牌案例出现》）

根据公司现行有效的《章程》、工商档案及各股东出具的书面确认并经中介机构合理核查，公司现有股东持股明晰不存在代、司法冻结、委（受）托第三方持股产权不清的情形，不存在纠纷或潜在产权纠纷。

根据迅程壹月、迅程陆月、迅程捌月、迅程玖月、迅程拾月、迅程拾贰月、迅程拾叁月合伙人分别出具的《关于持有北京新东方网络科技股份有限公司股份情况的确认函》，确认如下：其持有的合伙企业财产份额系其真实持有，其拥有完整的所有权，不存在通过协议、信托或其他任何方式代替任何他方持有的情况，不存在权属纠纷；其持有合伙企业份额所支付的对价和缴纳的资金为其合法所有的财产，来源合法有效。新东方网未为其对合伙企业增资或受让合伙企业的出资额提供任何财务资助，包括但不限于为其提供资金、为其筹措资金提供担保等；除通过合伙企业间接持股外，其不存在以协议、信托或其他任何方式通过其自然人间接持有新东方网股份的情况。

### 3、 特殊行业挂牌或上市的前置审批要求

#### 1) 传统出版或互联网出版行业

对于传统出版行业，例如本人参与的出版传媒、中南传媒的上市，以及类似行业天舟文化的上市，当时都取得了中宣部、出版总署的对上市的批准。

对于互联网出版行业，根据 2016 年 3 月 10 日实施的《网络出版服务管理规定》（国家新闻出版广电总局、工业和信息化部令第 5 号）第十六条的规定，网络出版服务单位变更资本结构的，应经国家新闻出版广电总局审批。而且该等审批是工商变更登记的前置审批手续。所以持有互联网出版许可证的企业在上市融资或新三板挂牌（涉及做市）前，应该取得国家新闻出版广电总局的前置审批。例如，汉坤代表鼎晖参与的巨人游戏红筹回归借壳上市案例，当时就取得了国家新闻出版广电总局的前置审批。

## 2) 互联网视听行业

根据《互联网视听节目服务管理规定(2015 修订)》（国家新闻出版广电总局令第 3 号）第十二条的规定，互联网视听节目服务单位变更股东、股权结构，有重大资产变动或有上市等重大融资行为的，应办理审批手续。而且该等审批是工商变更登记的前置审批手续。

该等前置审批要求不容小视，在新东方网的案例中，2016 年 8 月 31 日，北京市文化市场行政执法总队对新东方网作出《行政处罚决定书》，因其变更股东股权结构未及时按照《互联网视听节目服务管理规定》办理审批手续，对公司作出警告及罚款人民币 8000 元的行政处罚。

根据国家新闻出版广电总局《国家新闻出版广电总局办公厅关于加强网络视听节目持证机构参与“全国中小企业股份转让系统”管理有关问题的通知》（新广电办发【2016】46 号）要求，《信息网络传播视听节目许可证》持证机构参与股转系统应向所在地省新闻出版广电管理部门提出申请，经省级新闻出版广电管理部门审核报国家新闻出版广电总局审批后，方可在股转系统挂牌。已经在全国中小企业股份转让系统挂牌的，应按本通知要求重新履行申报审批手续，在获得国家新闻出版广电总局批准之前，不得在全国股份转让系统进行股份交易。

此外，对于宋城演艺重组六间房的案例，根据宋城演艺于 2015 年 6 月 18 日公告的《关于〈中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书〉[150689]号之反馈意见答复（修订稿）》（“《反馈意见答复》”），该重组交易分为两步，第一步为宋城集团过桥收购北京太阳庄 100%的股权和六间房 62%的股权，第二步为上市公司收购六间房 100%的股权。该交易的两步涉及的股东及股权变更将需国家新闻出版广电总局履行两次审批：

第一步交易涉及的审批：六间房已经取得国家新闻出版广电总局于 2015 年 3 月 4 日出具的“新广局网字[2015]7 号”《国家新闻出版广电总局关于同意北京六间房科技有限公司变更股东和股权结构有关事项的批复》，同意六间房将股东和股权结构调整。

第二步交易涉及的审批：针对第二步交易将导致的六间房股东和股权结构变更事项，截至本回复出具日，变更申请已由六间房向国家新闻出版广电总局递交，预期通过审批不存在障碍，国家新闻出版广电总局将在其规定期限内完成审批，并再次下发批复文件。

## 4、 外资穿透问题

由于股东存在 VIE 架构的公司，通常涉及外资禁止或限制行业，因此也更需要关注此类行业中的外资穿透问题。对于外资禁止或限制行业，投资者投资于拟上市/挂牌主体，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。按照相关实践经验，在多数此类行业的公司中，如果 H 股公司或 A 股公司外资比例超过 10%，将会被认定为外资。具体见本人近期在汉坤微信公众号发表的另外一篇文章《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》。

## 5、VIE 架构的合法性问题（是否符合外商产业政策）

对于 VIE 架构的合法性，之前中国政府监管部门一直不公开承认或认可。例如，商务部在进行反垄断审查时，如果涉及 VIE 架构，则会不予受理。证监会也一直没有明确承认 VIE 架构的合法性。如果拟挂牌或上市企业要顺利论证 VIE 架构的合法性，建议尽量取得相关行业主管部门的合规证明。

在新东方网案例中，其对 VIE 架构的合法性作出了详细论证。根据新东方网《补充法律意见书一》，股转系统在反馈意见中提出了以下问题：“结合 VIE 架构分析公司及其附属公司从事业务是否符合国家产业政策及外商投资指导目录的要求，是否存在规避外商投资监管的情形，公司是否符合“合法规范经营”的挂牌条件。”其反馈回复如下：

- 1) 目前中国法律并未明确规定 VIE 架构是否适用或如何适用外商投资的政策和法规，但根据《外商投资产业指导目录（2015 年修订版）》和《外商投资电信企业管理规定》的规定，对互联网增值电信业务运营公司外资准入的限制条件均为持股权比例的限制，并未包括协议关系的限制（尤其是就公司而言，其并未作为协议关系的一方，而仅是其股东作为协议关系的一方）。且因《独家服务总协议第一次修订》对《独家服务总协议》的附件进行了修改，修改后的由 NOETG Inc. 下属子公司提供独家服务的新东方集团子公司清单不再包括新东方网，公司已不再是 VIE 架构项下协议安排有关法律文件的权利义务主体，VIE 协议与新东方网无直接关系，不存在 VIE 协议影响公司股权结构及经营的情况。公司的现有直接和间接股东以及实际控制人均为内资企业或中国籍自然人，未违反相关法律法规的直接规定。

此外，新东方网实际控制人俞敏洪先生已作出承诺，如未来相关中国政府部门根据对现行中国法律的解释或根据未来颁布的法律法规，尤其是关于外商投资产业政策的规定，作出与本补充法律意见书中的意见相反的认可，其将采取必要措施（包括但不限于对现有协议安排或公司股权进行相应调整）以使公司业务运营符合相关法律的规定。

综上，券商及律师认为公司及其子开展的业务符合国家产业政策及《外商投资产业指导目录》的要求。

- 2) 其符合“合法规范经营”的挂牌条件

2016 年 8 月 31 日，北京市文化市场行政执法总队作出《行政处罚决定书》，因公司变更股东股权结构未及时按照《互联网视听节目服务管理规定》办理审批手续，对公司作出警告及罚款人民币 8000 元的行政处罚。2016 年 9 月 18 日，北京市文化市场行政执法总队出具证明，确认上述被处罚的违规事项不属于情节严重的情形。且公司及中介机构认为该行政处罚不属于因 VIE 架构被主管机关处罚的情形

2016 年 8 月 8 日，北京市新闻出版广电局出具证明，经其核查，自 2013 年 1 月 1 日至 2016

年6月30日,北京市新闻出版广电局没有新东方网违反广播电视管理相关法律法规的记录。

2016年7月11日,北京市文化市场行政执法总队出具证明,经其查询,自2013年1月1日至2016年6月30日,新东方网没有因违反文化(含互联网文化等)方面行政管理相关法律法规受到北京市文化市场行政执法总队及北京市各区文化委员会行政处罚的记录。

2016年7月29日,工业和信息化部信息通信管理局出具证明,经审查,新东方网于2013年获得工业和信息化部颁发的《跨地区增值电信业务经营许可证》,已按规定参加并通过工业和信息化部2013-2015年度开展的许可证年度检查。在2013年3月15日至2016年6月30日期间,该公司无受工业和信息化部信息通信管理局行政处罚的记录。

新东方网及中介机构亦向北京市通信管理局就新东方网经营互联网增值电信业务的合规性进行了咨询,北京市通信管理局告知新东方网及中介机构其已不再对任何所管辖企业为上市或挂牌之目的出具书面合规证明。根据中介机构之后向北京市通信管理局进行的电话访谈,新东方网申请获批及持有《中华人民共和国电信与信息服务业经营许可证》符合相关法律法规及相关监管规定。

由此可见,对于论证控股股东 VIE 架构的合法性,关键在于取得相关监管部门的合规证明。

## ● 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](mailto:yaohua.hu@hankunlaw.com)）或**陈漾律师**（+8610-85255554; [yang.chen@hankunlaw.com](mailto:yang.chen@hankunlaw.com)）联系。