

# 境外上市新规落地，VIE架构如何搭建

产品名称	境外上市新规落地，VIE架构如何搭建
公司名称	腾博智慧云商股份有限公司
价格	.00/件
规格参数	
公司地址	深圳市福田区沙嘴路红树湾壹号 1805
联系电话	17665360161

## 产品详情

境外上市新规实施后，境内企业的境外间接上市从此前的未纳入监管，正式进入备案制时代。境外上市新规首次对VIE架构企业境外上市的申报要求进行了规定，本文从五个角度就境外上市新规对VIE架构企业的影响进行探讨，供读者参考。

VIE架构的主要目的之一，是使企业在一定程度上绕开国家对外资行业准入的限制，进而实现境外上市。VIE架构的合法性问题在我国一直属于“灰色地带”，国家虽曾数次尝试对VIE架构加强监管，例如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）》，但最终都没有落地，实践中监管部门对VIE架构持总体默许、个别监管的弱监管态度。

2023年2月17日，证监会发布了《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》和5项配套指引等境外上市备案管理相关制度规则（以下简称境外上市新规），自2023年3月31日起实施。

境外上市新规实施后，境内企业的境外间接上市从此前的未纳入监管，正式进入备案制时代。境外上市新规首次对VIE架构企业境外上市的申报要求进行了规定，本文将从如下几个角度就境外上市新规对VIE架构企业的影响进行探讨，供读者参考。

境外上市新规对VIE架构企业境外上市作出了哪些特殊规定？

未来VIE架构企业境外上市将如何申报？有关主管部门意见如何征求？

《外商投资准入特别管理措施（\*\*清单）（2021年版）》第六条规定与VIE企业境外上市申报要求是何关系？

未来VIE企业“满足合规要求”的判定标准可能是什么？限制类与禁止类外商投资领域的要求是否会不

同？

未来境外上市是选择H股架构还是VIE架构？

一、境外上市新规对VIE架构企业境外上市作出了哪些特殊规定？

信息披露要求

《监管规则适用指引——境外发行上市类第2号：备案材料内容和格式指引》要求，发行人存在VIE架构的，备案报告中须说明以下内容：（1）协议控制架构搭建的原因及具体安排，包括协议控制架构涉及的各项法律主体的基本情况、主要合同的核心条款和交易安排等；（2）协议控制架构可能引发的控制权、相关主体违约、税务等风险；及（3）风险应对措施安排。

专项法律意见核查要点

针对VIE架构，境内律师需出具专项法律意见进行核查，包括：（i）境外投资者参与发行人经营管理情况，例如派出董事等；（ii）是否存在境内法律、行政法规和有关规定明确不得采用VIE架构控制业务、牌照、资质等的情形；（iii）VIE主体是否属于外商投资安全审查范围，是否涉及外商投资限制或禁止领域。

与证监会预沟通事项

《监管规则适用指引——境外发行上市类第4号：备案沟通指引》明确规定，发行人可以在提交备案材料前，就以下事项提交沟通申请：（1）涉及发行人行业监管政策、控制架构等事项的；（2）对发行人是否属于备案范围存疑的；（3）其他需要沟通的事项。我们理解，若发行人存在VIE架构的情形，可考虑就其VIE架构“满足合规要求”的判定标准及所需采取的具体措施在备案前与证监会进行预沟通。

## 有关主管部门的意见

证监会负责人在《证监会有关部门负责人答记者问》（以下简称《答记者问》）中表示，“对于VIE架构企业境外上市，备案管理将坚持市场化、法治化原则，加强监管协同。证监会将征求有关主管部门意见，对满足合规要求的VIE架构企业境外上市予以备案”。

《管理试行办法》明确规定，在备案过程中，发行人可能存在办法第八条规定情形的，中国证监会可以征求国务院有关主管部门意见。第八条即不得境外发行上市的情形，其中涉及行业主管部门判断的，包括法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的，以及经国务院有关主管部门依法审查认定境外发行上市可能危害国家安全的情形。

可以看出，证监会对于VIE架构的企业申请境外上市，会征求有关行业主管部门的意见。因此，（1）如果存在明确规定不得采用VIE架构的，证监会可直接作出否定判断不予备案；（2）如果涉及外商投资限制或禁止的领域但并未明文规定限制采用VIE架构的，证监会将就VIE架构征求主管部门的意见；（3）如果企业本身不涉及任何外资限制或禁止业务领域，则企业采用VIE架构的必要性及合理性将存疑，可能需要调整架构后才能满足证监会的备案要求，这在一定程度上和香港市场要求的“Narrowly Tailored”原则有类似效果。

## 二、未来VIE架构企业境外上市将如何申报？有关主管部门意见如何征求？

### 证监会预沟通渠道的使用

可以预见到首批按照新规申报的VIE架构企业，应该会通过证监会预沟通渠道增加后续项目的确定性。

但面临的实际问题是，证监会在预沟通环节是否还需征求行业主管部门意见，且是否需要境内律师对VIE架构核查要点事项额外进行说明，这无疑相当于将VIE审核问题前置，延长申报时间，对企业财务数据的时效性造成压力。

需要征求意见的主管部门包括哪些，如何征求，与境外上市新规中提及的与安全审查程序以及行业监管程序是什么关系？

首先，VIE架构涉及的“有关主管部门征求意见”与境外上市备案材料中提及的与安全审查程序以及行业监管程序是不同的流程和事项。

证监会负责人在《答记者问》中表示，只有在现有制度规则明确涉及安全审查、行业监管前置程序的情况下，企业才需要在申请备案时提交相应的监管文件。例如，企业达到《网络安全审查办法》所规定标准的，应当在备案前依法履行网络安全审查程序；国家烟草专卖局于2022年3月11日发布的《电子烟管理办法》明确规定，电子烟企业上市需要事先取得国务院烟草专卖行政主管部门的审核同意。

上述规定不仅仅针对VIE企业，也针对未采用VIE架构的红筹企业，以及H股上市企业。

其次，针对VIE企业，就其合法合规事项还要征求有关主管部门的意见。根据《答记者问》，VIE企业是通过证监会征求，而非自己亲自去征求。

再次，需要征求意见的主管部门包括哪些。众所周知，《外商投资准入特别管理措施（\*\*清单）（2021年版）》（以下简称《2021年版\*\*清单》）是由国家发改委和商务部联合制定并发布，但是发改委和商务部均在其官网的答记者问或者互动交流版块提出，涉及\*\*清单的适用问题应当咨询行业主管部门的意见。

但是，企业的业务类型可能涉及多个行业部门监管，例如生物医药行业可能涉及药监局、卫健委、人类遗传资源办公室等部门的监管，互联网行业可能涉及工业和信息化部、网信办、广电总局等部门的监管。因此，实践中如何协调各个行业主管部门的意见也将是一个难点。

另外，如果证监会备案过程中认为VIE企业可能涉及外商投资安全审查的，亦可能会征求国家发改委和商务部的意见。

三、《外商投资准入特别管理措施（\*\*清单）（2021年版）》第六条规定与VIE企业境外上市申报要求是

## 何关系？

《2021年版\*\*清单》第六条规定：从事2021版\*\*清单禁止投资领域业务的境内企业到境外发行股份并上市交易的，应当经国家有关主管部门审核同意，境外投资者不得参与企业经营管理，其持股比例参照境外投资者境内证券投资管理有关规定执行。

根据上述规定，在境外投资者不参与企业经营管理，且境外投资者持股比例符合安全港原则（即单个境外投资者投资比例不超过公司股份总数的10%，所有境外投资者投资比例合计不超过公司股份总数的30%）的情况下，企业境外上市有机会不适用外商投资的禁止性规定。

但是，商务部在其官网公众留言板块答复，以及国家发改委在其新闻发布会上均提到，2021版\*\*清单第六条的适用范围仅限于从事\*\*清单禁止投资领域业务的境内企业到境外直接上市。因此，上述第六条并不直接适用于VIE企业上市。

尽管如此，本次VIE企业境外上市申报要求也借鉴了相关要素，例如需要境内律师核查境外投资者参与发行人经营管理情况等。但是，VIE企业是否可以适用持股比例的安全港原则，并未明确，可能需要在征求具体行业主管部门时一事一议。

## 四、未来VIE企业“满足合规要求”的判定标准可能是什么？限制类与禁止类外商投资领域的要求是否会不同？

不同行业的标准会有所不同

鉴于行业主管部门的监管意见非常重要，而且各行各业的特点不同，随着VIE企业申报案例的增多，未来我们期待行业主管部门可以进一步细化《2021年版\*\*清单》各项监管措施的具体内涵，出台更加明确的指引。

例如，针对“人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用”项目，希望可以进一步明确具体何种类型的干细胞、基因诊断项目属于外资绝对禁止，不允许采用VIE架构，或者在附加限制性条件下（如人类

遗传信息不得出境) 或者在特定领域内 (如Car-T、Car-NK) 可以采用VIE架构。

其实, 目前市场上大量的从事细胞和基因治疗的公司, 均存在外资架构或VIE架构, 例如复星凯特采用JV架构 (外资直接持股50%)、南京传奇采用股权类红筹架构 (外资直接持有100%)、药明巨诺采用VIE架构、科济药业采用VIE架构等。该等企业在获得人类遗传资源办公室审批方面不存在实质障碍, 因此我们理解从技术角度做更细致的监管指引应该不难实现。

### 境外投资者的身份认定, 以及是否参与管理

不论是《2021年版\*\*清单》第六条, 还是VIE企业专项法律意见核查要点, 均要求关注境外投资者参与发行人经营管理的情况。

首先, 境外投资者的身份认定是严格采用国籍或者注册地, 还是可以有条件地按照经常居住地或者按照穿透后的注册地认定 (例如: 通过ODI途径出境的人民币机构投资者, 以及经常居住地在中国境内的外籍高管或者创始人)。

例如, 一家VIE企业, 创始人是外籍, 但是经常居住地在境内, 该创始人的持股比例肯定超过安全港, 而且也肯定参与公司经营管理。那么这种情况下, 如果严格按照国籍认定, 除非行业主管部门可以附加一定限制性条件, 否则该VIE企业将无法上市要求。

商务部于2015年曾发布《中华人民共和国外国投资法 (草案征求意见稿) 》, 在依据注册地标准对外国投资者予以定义的同时, 引入了“实际控制”的标准。一方面规定, 受外国投资者控制的境内企业视同外国投资者; 另一方面规定, 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。

但是, 上述草案并未最终落地, 随着2019年《中华人民共和国外商投资法》的颁布, 上述问题最终仍然被搁置, 可见相关认定标准在监管层面尚未达成统一认识。

其次, 在VIE架构中, 境外投资者通常会在拟上市主体中委派董事参与公司重大事项的决策 (包括一票否决权)。那么何种类型的一票否决权事项属于影响发行人的经营管理需要进一步考虑。当然, 上市申报前, 一票否决权事项通常均会终止, 因此一票否决权的存在可能对申报影响有限。

### 股比限制

如上所述，VIE企业是否可以适用持股比例的安全港原则，并未明确。但外资持股比例肯定会成为监管机关判断外资影响的重要因素之一。通过ODI出境的人民币投资人是否可以不计算为外资将对外资持股比例限制产生较大影响。

综上，我们认为，只有对外商禁止类业务做进一步限定，或者要求相关企业进行一定敏感业务剥离或做出特定承诺，或者对外资身份认定做有限度放开，才能有真正的VIE企业在新规实施后平稳落地。

### 限制类与禁止类外商投资领域

针对禁止类外商投资领域，如上所述，核心还是关注行业主管部门是否会对业务类型做进一步限定、境外投资者身份认定、是否参与管理、股比限制等因素，进而寻求监管机关对禁止类投资领域的豁免。

针对限制类外商投资领域，除上述外，可能还要具体考察企业是否满足该限制类行业额外的监管要求。比如，经营增值电信业务的企业是否存在应该取得外商投资ICP证而未取得的情形。特别是新修订的《外商投资电信企业管理规定（2022修订）》已经\*\*“外方主要投资者需要电信业务业绩和经验”的要求，因此理论上外商投资ICP证可以通过正常渠道申请并获得。