新规之下的 VIE：一道似开非开的门

近日密集发布的有关境外上市系列新规让人目不暇接，其中 VIE 仍是最受关注的焦点之一。证监会有关负责人在答记者问中，介绍对协议控制(VIE)架构企业境外上市监管的考虑时说，“在遵守境内法律法规的前提下，满足合规要求的 VIE 架构企业备案后可以赴境外上市。”结合证监会在 12 月 1 日公开否认中国证监会将禁止协议控制架构(VIE)企业在境外上市的简讯，很多媒体和业内人士将此解读为，中国政府官方认可了 VIE 架构及其上市，认为进一步明朗了这个问题。对此，我个人认为基本属于误读。

首先要明白的是，VIE 涉及的是外资准入问题，这属于发改委、商务部两家管的事情，并非证监会的职权范围。所以证监会公开否认并没有禁止协议控制架构(VIE)企业在境外上市，这话说的并没毛病。而此次答记者问的说法，更加精确，满足合规要求的 VIE 架构企业备案后可以赴境外上市。

那么问题来了，怎么算是“满足合规要求的 VIE 架构企业”呢？大家都知道，只有禁止或限制外资准入的领域会采用 VIE，所以这就要看国家发展改革委、商务部发布的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）(2021 年版)》（“《负面清单》”）。《负面清单》说明部分第六点专门写了一段很有意思的话：从事《外商投资准入负面清单》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。同样是在答记者问中，就此说了长长的一段话，

https://www.yunbaogao.cn

其中特别提到，上述条款中“应当经国家有关主管部门审核同意”系指审核同意境内企业赴境外上市不适用负面清单禁止性规定。怎么理解这句话呢？白话讲就是，“你企业自己所在行业的主管部门同意就可以”，你看这两个文件一结合，VIE 的问题，就从证监会那里，传到了发改委、商务部，然后发改委、商务部又二传到了行业主管部门。简而言之就是，合不合规行业主管部门说了算，根据自己行业的监管情况决定。通俗点说就是，你行业主管部门看着办吧，你说合规，我就给你备案，你说不合规，我就不备案，或者也可以说，你不说合规，我就不给备案。当初《外商投资法》挑起 VIE 这个敏感问题，最后也是这么搁下的，意思是这个问题留给各主管部门自行掌握吧，果然这次算是正式留给有关部门表态了。

但是你猜猜看，行业主管部门会给“路条”明确表态同意说用 VIE 架构合规吗？我觉得两种可能，一种是如果我当领导，反正我会非常犹豫。一种是新老划断，《负面清单》生效（2022 年 1 月 1 日）之前既存的，如果符合外资不参与企业经营管理和股比限制两个条件，经律师背书（背锅）

出法律意见书，艰难放一马。当然也可能更宽松一点，只要之前做的，不管是否符合前面两个条件，既往不咎，都给放行。这就类似当年十号文出台时的处理方法，以 2006 年 9 月 8 日划线，之前的可以，之后的不行。所以如果你准备签 VIE 协议还没签，赶紧趁这几天签了吧。之后新搭建的 VIE，我不敢说肯定不行，但是概率低，难度大可以说是可预期的。

有人说这不是说只要符合两个条件就可以让外资准入负面清单禁止投资领域业务的境内企业到境外上市吗？这不恰恰说明只要符合这两个条件就可以吗？我认为这可能理解反了。这是留给 H 股(当然也可以包括 N 股，S 股及其他互联互通的市场如伦敦等）的一道门，并非留给 VIE 的。之所以这么理解，是因为《负面清单》说明的第六点说的是，从事《外商投资准入负面清单》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。这代表只有到上市那个时候，才申请同意，不能提前在融资阶段说我一个普通公司，你同意我融美元基金吧，没到点不会给你表态的，不符合行政流程。这就意味着之前禁止类行业企业之前是不能有外资的，只能到上市前提出方案看看，那不就是发行方案，就是判断一下基石投资者、锚定、公众股、绿鞋等加起来不超过持股比例。在过去，如果处于禁止外资准入行业的公司，想发 H 股上市是不行的，因为任何比例的外资都在禁止之列。此前商务部、工业和信息化部就共同颁发过一个商资函[2009]71 号即《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》，规定

“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

https://www.yunbaogao.cn

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”。但是因为 10%比例过低，仍然没法满足市场需求，导致很多特定行业企业做 H 股仍然存在障碍，虽然有不少企业采取各种方式绕过去了，但仍然算是暗度陈仓，上不了台面。现在《负面清单》实际给大家做 H 股留了一个口子，开了一个通路。

有人又说，反正也没有说 VIE 不行，我就先做了，融了资，到时候想办法符合两个条件，去拿同意函不也行？我不敢说绝对不行，但是这里有几个问题，一是既然以开曼平台融资，融的都是外资，能否控制得住外资股权不超 30%？我觉得大概率不行，特别是考虑到 IPO 时还要发行 25%（或者最低 10%，但估计多数企业 25%居多）新股，你想还能有多大空间。然后能否全不让投资人派董事参与经营管理呢？第二，在上市之前必然也要触碰 VIE 合规性问题，这个时候主管部门不可能在融资阶段就提前给你一纸同意函说行。那到底行不行，律师出意见恐怕就会出成，VIE 合同合法有效但将来能否取得主管部门同意存在不确定性，那你做融资会不会受影响？我想是会的。第三，既然“正门”给你开了，而且全流通都改备案制

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：
https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_35333