

瀚一律師事務所

HAN YI LAW OFFICES

www.hanyilaw.com

上海办公室

上海市中山西路 2020 号华宜大厦 1 座 1801 室
邮政编码: 200235
电话: (86-21) 6083-9800
传真: (86-21) 6083-9811

北京办公室

北京市光华东里 8 号院南楼 12 层 B039 室
邮政编码: 100020
电话: (86-10) 5989-2212
传真: (86-10) 5989-2296

致: Han Yi Clients and Friends

A Brief Review and Analysis from PRC Legal Perspective of Major Developments with Chinese Securities Market in 2013

一、 2013 年中国企业境内外上市情况简要回顾¹

1. A 股市场

自 2012 年 12 月 28 日中国证监会发布《关于做好首次公开发行股票公司 2012 年度财务报告专项检查工作的通知》开始, A 股市场经历了历史上时间最长的一次 IPO 暂停期, 申请 A 股上市的企业数量大量累积。²在 A 股 IPO 受阻的情况下, 上市公司的并购重组在 2013 年度异常活跃, 但借壳上市却受到了严格的控制。

2013 年 11 月 30 日, 证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》(“《改革意见》”), 并在随后陆续发布了多项实施细则(具体请参见下文第二部分第 1 项的介绍), 拟推行以市场为主导的新股发行改革。2014 年 1 月初, A 股 IPO 重新开启, 数十家企业陆续启动发行。但到 1 月中旬, 证监会又紧急叫停, 并宣布对部分机构询价对象和主承销商进行调查, 部分新股因此暂缓或推迟了发行, 被业界认为是不信任市场机制的表现, 有违证监会新股发行改革的初衷。

2. 美股及港股市场

2013 年, 共有 8 家中国企业赴美上市, 以互联网企业为主力, 募集基金合计约 8 亿美元。这与 2010 年“中概股危机”集体爆发前的 41 家中国企业赴美上市、共募集约 39 亿美元资金虽然相去甚远, 但相较于 2012 年已呈现回暖的趋势。³

¹ 本备忘录根据中国境内企业较为集中的上市地, 选择了国内 A 股市场、港股市场以及美股市场(包括纽交所和纳斯达克)作为主要考察对象。

² 根据中国证监会官网公布的信息, 截至 2013 年 12 月 19 日, 共有 753 家企业向证监会提交了申请、等待上市。

³ 有关中国企业赴美上市的数据主要来源于《Renaissance Capital》一份关于 2013 年美国 IPO 市场年度总结的报告(报告标题为《2013 US IPO Annual Review》, 全文可参见 <http://www.renaissancecapital.com/ipohome/review/2013usreviewpublic.pdf>)。

根据投中集团⁴统计的数据，2013年A股IPO停摆的最大受益者似乎是港股市场。当年中国内地赴港上市企业共计93家，合计融资规模超过千亿元人民币，比2012年增长了近1倍。⁵

二、 2013年A股市场

1. 新股发行体制改革及IPO重启

(a) 改革措施

如上文所述，为逐步推进A股发行从核准制向注册制过渡，中国证监会发布并实施了《改革意见》，并为配合新股发行体制改革的贯彻执行，相继发布了《首次公开发行股票时公司股东公开发售股份暂行规定》（“《暂行规定》”）、《IPO公司财务信息披露指引》、修订后的《证券发行与承销管理办法》、《关于首次公开发行股票预先披露等问题的通知》及《关于加强新股发行监管的措施》等规定。沪、深两地交易所也随后发布了与加强新股上市初期交易监管、网上申购及网下发行相关的业务规则。从《改革意见》及已出台的相关实施细则来看，本轮新股发行体制改革主要涉及以下几个方面：

(i) 引入更加市场化的新股发行机制

- 进一步将招股说明书预先披露的时点提前，发行人招股说明书申报稿被证监会正式受理后，即将在证监会网站上披露；
- 股票发行审核将以信息披露为中心，不再对发行人的盈利能力和投资价值作出判断；
- 明确证监会对于IPO申请材料的审核时限为3个月；
- 将IPO核准文件的有效期限由6个月延长至12个月，并由发行人自主选择时点等；以及
- 《改革意见》和《暂行规定》允许发行人持股满36个月以上的老股东在不会导致发行人股权结构发生重大变化或实际控制人发生变更等前提下，于发行人IPO之时，以与新股相同的价格向投资者公开转让老股。⁶对IPO锁定期比较敏感的PE/VC等财务投资人据此将获得一条新的退出渠道，其只要符合相关条件并认为公司IPO的发行价格合适，便可选择在公司IPO的同时即通过转老股的方式退出，而毋需再受锁定期的限制。

(ii) 强化发行人及其控股股东等责任主体的承诺及披露义务

⁴ 投中集团（China Venture）主要为投资机构、投资银行、企业等提供有关中国大陆投资市场的信息咨询服务。

⁵ 有关中国企业赴港上市的数据来源于投中集团关于2013年中国企业港股上市的统计报告（报告标题为《2013年A股IPO冰封 港交所生机勃勃》，全文可参见http://research.chinaventure.com.cn/report_811.html）。

⁶ 关于老股在企业IPO时转让，我们注意到目前已有过会企业开始尝试，比如北京东方通科技股份有限公司拟在IPO时根据询价结果处理老股转让事宜，有关信息可参见持有该公司11.5%的股份、同为A股上市企业的东华软件（002605）于2013年12月11日披露的相关董事会决议。

《改革意见》要求发行人及其控股股东、高管等相关责任主体在公开募集及上市文件中对因减持、“破发”、信息披露违法等事由而引发的责任作出公开承诺（具体请参见下表），并提出了该等责任主体未履行承诺时的救济措施。证监会将就此加强监管，以强化对投资者的保护。

相关责任主体	主要责任事由	承诺内容
发行人控股股东、持有发行人股份的董事和高级管理人员	所持股票在锁定期满后 2 年内减持	减持价格不得低于发行价
	公司上市后 6 个月内如公司股票连续 20 个交易日的收盘价均低于发行价，或者上市后 6 个月期末收盘价低于发行价	持有公司股票的锁定期限自动延长至少 6 个月
发行人及其控股股东	发行人招股说明书有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏， 对判断发行人是否符合法律规定的发行条件构成重大、实质影响	依法 回购 首次公开发行的 全部新股 ，且发行人控股股东将 购回已转让的原限售股份
发行人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等相关责任主体	发行人招股说明书有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失	依法赔偿投资者损失
保荐机构、会计师事务所等证券服务机构	因其为发行人首次公开发行制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给投资者造成损失	

此外，发行人等相关责任主体还需要在公开募集及上市文件中披露上市后 3 年内公司股价低于每股净资产时稳定公司股价的预案，以及公开发行前持股 5% 以上股东的持股意向及减持意向（持股 5% 以上的股东拟减持股票时，须提前三个交易日公告）。

(iii) *推进新股定价市场化，进一步改革配售方式*

证监会进一步明确了新股发行价格应由市场买卖双方通过充分博弈来决定，减少行政手段干预定价，并提出了促进公平合理定价的一些措施。本轮改革还引入了主承销商自主配售机制，并推出了投资者按市值申购的新网上申购规则，同时调整了网上、网下的回拨机制等。

(iv) *加大监管及执法力度*

在减少行政干预的同时，证监会也准备加大事中和事后的监管及执法力度，以引导和约束相关责任主体在上市辅导、保荐、尽职调查、承销、信息披露、履行承诺等方面的行为（比如，若发行人 IPO 当年营业利润比上年下滑 50% 以上或 IPO 当年即亏损的，除已在招股说明书中披露业绩下滑风险或存在其他法定免责情形外，证监会将自确认之日起暂不受理发行人保荐机构推荐的其他发行申请，并移交稽查部门查处）。此外，证监会还引入了上市首日停牌制度，抑制“炒新”行为等。

(b) 过会企业及 IPO 重启情况简介

根据证监会网站发布的公开信息，受 A 股市场 IPO 暂停的影响，2013 年已获证监会发审委核准但未实现 IPO 的企业共计 83 家，其中拟于上交所 IPO 的有 10 家企业，拟于深交所主板/中小板 IPO 的有 30 家企业，剩下的 43 家企业拟于深交所创业板 IPO。83 家已过会企业中来自制造业和软件及应用系统行业的最多，其次是与医疗/医药行业相关的企业，其他分布较多的行业有工业自动化行业、高分子材料及新型催化剂行业、汽车、汽车零部件行业及环保相关行业等。根据投中集团提供的数据，该 83 家已过会企业中有 53 家企业获得了财务投资人的支持，约占过会企业总数的 63.8%。

证监会要求已过会企业按照《改革意见》要求对申报文件作出必要的修改，并履行相关程序。过会企业完成上述准备工作后，要向证监会提交更新后的发行申请文件，履行会后事项监管程序，如不存在需要重新提交发审会审核的 17 项重要会后事项，⁷证监会将按照《改革意见》及配套措施的规定，核准新股发行。证监会表示《改革意见》发布后，将按申请企业的排队顺序依次安排审核工作，预计完成 760 多家企业的审核工作，需要一年左右的时间。2014 年 1 月，已陆续有数十家企业按照证监会要求修改了相关发行文件并启动发行，标志着 IPO 正式重启。截止本备忘录出具之日，其中部分企业已登录上交所或深交所正式上市。

2. 并购重组实行“分道制”审核，“借壳上市”严格执行首发标准

根据2013年10月8日起实施的《并购重组审核分道制实施方案》，证监会在审核上市公司并购重组的申请时，将根据上市公司规范运作和诚信的状况、其财务顾问的执业能力以及产业政策和交易类型等的不同，按照“豁免或快速审核”、“正常审核”和“审慎审核”三个类别实行差异化审核的制度安排，以便有条件地简化审核程序，有针对性地减少审批事项。

根据《并购重组审核分道制实施方案》，同时满足下列条件的上市公司的并购重组项目将可以进入豁免或快速审核通道（其中并购重组不涉及新股发行的，可以进入豁免审核通道）：**(A)**属于九大行业（即，汽车、钢铁、水泥、船舶、电解铝、稀土、电子信息、医药、农业产业化）的龙头企业，**(B)**符合“三标准”（即，上市公司信息披露和规范运作状况A类评价、财务顾问执业能力A类评价、中介机构和经办人员无不良诚信记录等），以及**(C)**属于同行业或上下游并购，但不构成借壳上市。

2013年11月30日，证监会发出通知，宣布从当日起在借壳上市审核中严格执行IPO标准，并且不允许企业在创业板借壳上市。⁸此举旨在遏制市场对“壳资源”的炒作，避免监管套利，引导资源向规范运作程度高的绩优公司集中。

3. “新三板”扩容至全国

2013年12月14日，国务院发布《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》，标志着全国中小企业股份转让系统（“新三板”）正式向境内所有符合相关条件的股份有限公司扩容。⁹

⁷ 该等 17 项重要会后事项是指《股票发行审核标准备忘录（五）修订稿——关于已通过发审会拟发行证券的公司会后事项监管及封卷工作的操作规程》中列举的是否需要重新提交发审会审核的 17 项标准，包括公司有没有发生重大资产置换、股权、债务重组等公司架构变化的情形等。

⁸ 与此相关的《上市公司重大资产重组管理办法》将在修订后另行发布。

⁹ 在此次扩容之前，能够申请到“新三板”挂牌的公司仅限于北京中关村、天津滨海、上海张江和武汉东湖等四个国家级高新技术产业开发区内的股份有限公司。

为配合“新三板”扩容，证监会于2013年12月27日发布并实施经修订的《非上市公众公司监督管理办法》。根据修订后的办法，(A)非上市公众公司（简称公众公司）今后公开转让股票均应在全国中小企业股份转让系统（即“新三板”）进行；(B)股东人数未超过200人的公司申请股票公开转让的，将继续豁免中国证监会的核准，并由全国中小企业股份转让系统自律管理，但证监会原先对于小额融资定向发行的审核豁免则被取消；以及(C)修订后的办法生效前，股东人数超过200人的股份公司，符合条件的，可直接向证监会申请在“新三板”挂牌公开转让股票、首次公开发行并在证券交易所上市，而其他不上市、不挂牌、股东人数超过200人的股份公司也应按要求规范后申请纳入公众公司监管。

4. 优先股试点

2013年11月30日，国务院发布《关于开展优先股试点的指导意见》（“《指导意见》”），允许符合条件的A股上市公司（包括注册地在境内的境外上市公司）及非上市公众公司在境内通过公开或非公开的方式发行优先股（其中，公开方式仅适用于A股上市公司，而非上市公众公司以非公开方式发行优先股的条件将由国务院另行规定）。¹⁰

根据《指导意见》，优先股股东将优先于普通股股东获得公司的利润分配和剩余财产分配，但参与公司管理决策的权利受到限制，除非发生表决权恢复事由（比如公司累计3个会计年度或连续2个会计年度未按约定支付优先股股息，或公司章程规定的其他情形等），否则优先股股东仅能够在特定情形下出席股东大会会议并进行表决（包括修改公司章程中与优先股相关的内容，一次或累计减少公司注册资本超过10%等）。

《指导意见》同时指出，优先股可以作为并购重组的支付手段，上市公司收购人可以针对优先股股东和普通股股东提出不同的收购条件，并且也强调，在外资准入管理中，计算外资持股比例时，将合并计算其持有的优先股与普通股。

5. 上市造假受重罚

对于在2013年度审查IPO申请过程中发现的财务造假情况（如“万福生科”披露的财务数据存在虚假记载，“天能科技”存在虚增营业收入和利润的行为，以及“新大地”预披露的招股说明书申报稿及上会稿中存在重大遗漏等），证监会对申请发行人给予了严厉的处罚，并对其各自的上市保荐机构、法律顾问和会计师等中介机构也作出了警告、罚款、撤销从业资格、暂停保荐资格等处罚，其中“万福生科”的保荐人平安证券收到了证监会有史以来最严厉的、数额超过人民币七千万元的罚单。

三、 2013年中资企业的主要境外上市市场

我们注意到，2013年除个别企业选择H股上市外，中国企业境外上市的方式仍以“小红筹”为主，而上市地则仍以港股和美股市场为主。企业在联交所及纽交所/纳斯达克之间作出选择通常是出于多种因素的考虑，比如审核/监管机制、对VIE监管的宽松程度、当地投资者的接受程度、估值差异、上市的条件和难度等。此外，2013年选择纽交所/纳斯达克上市的境内企业主要还是以（泛）互联网业务为主的轻资产企业，而选择联交

¹⁰ 证监会于2013年12月13日就《优先股试点管理办法（征求意见稿）》公开征求意见，对《指导意见》作出了细化，比如要求上市公司公开发行优先股的，应当符合以下情形之一：(i)其普通股为上证50指数成份股；(ii)以公开发行优先股作为支付手段收购或吸收合并其他上市公司；(iii)以减少注册资本为目的回购普通股的，可以公开发行优先股作为支付手段，或者在回购方案实施完毕后，可公开发行不超过回购减资总额的优先股。正式稿截至本备忘录出具之日尚未对外公布。

所上市的企业行业分布则比较广泛，包括诸如房地产、医药、物流等多个行业。以下是我们从中国法律法规和实践的角度对境外证券市场 2013 年相关动态所作的介绍和分析：

1. “小红筹”的最新进展

“小红筹”一直是中国企业海外融资的主要途径。2013 年，对于“10 号文”¹¹的理解和运用未见实质性的新发展，“小红筹”上市可以说依然处于监管政策比较模糊的状态。当然，各种“绕行”的方法也在实践中得到了更多的验证。

(a) “小红筹”架构

2013 年，在香港联交所、纽交所和纳斯达克上市的“小红筹”企业中，涉及“10 号文”问题的企业搭建红筹架构的方式主要包括，利用已有的中外合资企业（多数是“10 号文”生效之前就已经设立的）进行股权转让、增资等，直接新设外商投资企业，实际控制人取得外国国籍、“变身份”，协议控制（“VIE”）等。对于“10 号文”的问题，我们注意到，上述企业的招股说明书中一般会解释，根据其中国法律顾问的意见，其所采用的方式并不构成“10 号文”下的关联并购，故其重组和上市毋须取得中国证监会及商务部批准。这也是近些年来普遍的实践情况。

我们也注意到，一个企业对于“小红筹”架构搭建方式的选择，通常是出于多种因素的考虑，包括股权结构、股东情况、可以利用的境外资源、境内外财务投资者的情况和要求等等。从近几年的实践情况来看，通过直接设立外商投资企业、向外商投资企业增资、外商投资企业进行股权转让的方式将境内资产转移至境外，是比较普遍而有效避开关联并购之嫌的操作方式。¹²这些方式在理论上也比较具有说服力，因为毕竟“10 号文”监管的对象是“外资并购”，且其对“外资并购”的解释是外国投资者并购境内内资企业（商务部此后于 2008 年 12 月下发的《外商投资准入管理指引手册》再次对此进行了强调），新设外商投资企业或者已设立的外商投资企业的股权变动应该是不适用“10 号文”的。最近的实践摸索似乎也进一步证明，前述“已设立的外商投资企业”的设立时间可能并不像之前很多人理解的那样，局限于“10 号文”生效前或者至少《外商投资准入管理指引手册》下发之前，利用在前述时间点之后设立的外商投资企业也照样可以行得通。

值得注意的是，除资金支持之外，境外财务投资人的身份在企业搭建“小红筹”架构时似也可以提供一定的助力。比较典型的方式之一是：拟上市内资企业直接或间接引入境外财务投资人，从而将自身变更为外商投资企业，而拟上市企业的实际控制人在境外设立一系列壳公司，并在境内层面通过外商投资企业股权转让的方式将境内资产转移至境外，境外层面则通过换股、增发、转让等多种方式完成搭建（也可事先搭好）。这一方式似已得到了实践的初步检验，比如 2013 年 6 月在香港成功上市的“和谐汽车”（股份代号 03836）。

(b) “75 号文登记”

¹¹ “10 号文”，即 2006 年 9 月 8 日开始实施的《关于外国投资者并购境内企业的规定》，被认为是“小红筹”上市冰封时期到来的标志。

¹² 也有部分企业采用外商投资企业境内再投资的方式，但这种方式在业界仍然存在争议，因为“10 号文”明确规定“不得以外商投资企业境内投资进行规避”。尽管如此，实践中仍有“闯关成功”的案例。

对于通过“小红筹”上市的企业来说，多数都会涉及其中国自然人股东进行返程投资外汇登记（“75号文登记”）的问题。在目前的实践中，涉及“75号文登记”时，上市企业采取的方式主要是对相关事实（无论是股东是否进行了初始登记、变更登记）作出披露，然后说明相关法律风险及可能产生的后果等。从现有案例来看，“75号文登记”的问题似乎不会构成企业境外上市的实质性障碍。

2. VIE结构的近期动态

2013年，“小红筹”结构中最受关注的VIE结构在中国企业境外上市的进程中仍然扮演着重要的角色。尽管中国监管机构对VIE的态度至今仍不明朗，但近期的一些案例和事件显然已经再次引起了境外上市监管机构对于VIE的密切关注。

(a) 联交所、SEC态度趋紧

虽然2013年下半年“去哪儿网”、“58同城”、“500彩票网”等境内企业在美国的集中上市被认为是推翻了2013年8月曾盛传的美国SEC可能关闭VIE结构在美上市通道的消息，但SEC、香港联交所等境外监管机构对VIE的态度确实有所趋紧。其中，香港联交所于2013年11月15日更新了上市决策（LD43-3），主要变化包括：**(A)**进一步明示VIE结构仅适用于大陆对外资持股比例有限制的行业，对于虽限制外资但没有持股比例上限要求的行业，则需要向联交所证明采用VIE结构的合理性、并得到中国法律顾问的认可；以及**(B)**新增了对中国法律顾问法律意见书的相关要求，包括必须出具VIE合同不会在中国合同法下被视为“以合法形式掩盖非法目的”而被认定为无效的正面确认，对于相关规定明确禁止外国投资者使用VIE结构控制或运营的业务（比如网络游戏¹³），中国法律顾问还应出具VIE合同不违反该等规定或不会在该等规定下被视为无效的正面确认意见（如可能，该等法律意见须有适当监管机构背书）。另据报道，2013年12月16日，SEC和香港联交所还要求百度等中国上市企业向投资者提供更多有关VIE风险的警示信息供投资者了解。¹⁴

SEC和联交所对于VIE日趋谨慎的态度应该是与近年来发生的VIE相关事件及其暴露出来的风险有关（比如上海贸仲对两个案件的裁决、¹⁵最高院对民生银行案的判决、¹⁶反垄断局对沃尔玛收购项目的审查决定、¹⁷安博教育被托管¹⁸等），尤其是联

¹³ 香港联交所特别提到了网络游戏业务，这是中国大陆极少数有明确规定禁止外国投资者通过签署协议或者提供技术支持等间接方式控制或者参与的行业之一：根据中国新闻出版总署《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》（“13号通知”），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。

¹⁴ 据悉，百度已经同意对相关信息按要求进行披露，但截止本备忘录出具之时，我们尚未在公开渠道看到相关披露文件。

¹⁵ 据报道，上海国际经济贸易仲裁委员会（原“中国国际经济贸易仲裁委员会上海分会”）某仲裁庭于2010年和2011年期间，在两起涉及同一家网络游戏运营公司的VIE结构的案件中，均以该VIE结构属于“以合法形式掩盖非法目的”为由，裁定该案涉及的VIE合同无效。

¹⁶ 据报道，2012年底，中华人民共和国最高人民法院（“最高院”）在其就香港投资者华懋金融服务有限公司与中国中小企业投资有限公司关于民生银行股份所有权的争议作出的判决中认为，二者的委托持股安排规避了中国法律法规对于外商投资金融领域的限制性规定，属于“以合法形式掩盖非法目的”，因此判决相关委托协议、借款协议无效。

¹⁷ 2012年8月，中国商务部反垄断局公布了对沃尔玛公司收购纽海控股有限公司（拥有电子商务平台1号店）股份的交易的审查结果，即附条件批准，其中限制性条件包括在交易交割后，沃

交所的举措，其所提要求的细致程度和针对性比较明显地是针对上海贸仲的裁决和最高法院判决作出的反应。

不过上述趋势到目前为止尚未改变 SEC 和联交所对于 VIE 结构以充分披露为主的监管实质，二者只是从保护投资人的角度出发，加强了对拟上市和已上市企业的信息披露要求，并从严进行监管。

从中国法的角度而言，前述事件似并不能代表中国监管部门对 VIE 结构的倾向性监管意见，更难以据此解释为 VIE 结构已在中国法下被禁止。简言之，首先，民生银行案和沃尔玛收购案与 VIE 结构并无直接关联（其中民生银行案涉及的借款协议、委托持股协议与典型的 VIE 安排还是有显著的差别，而商务部针对沃尔玛收购案提出的限制性措施主要是从反垄断的角度而并未提及 VIE 结构本身的合法性问题）；其次，上海贸仲的裁决和最高法院对民生银行案的判决的法律基础“以合法形式掩盖非法目的”在中国法律下的含义非常模糊，目前尚无立法或司法解释对其范围进行明确界定。而作为成文法国家，中国法院的判决和仲裁庭的裁决对后续案件也并无法律约束力。

(b) 案例简析

采取 VIE 结构的企业赴境外上市时，比如近期上市的“去哪儿网”、“58 同城”等，一般都会在充分披露其 VIE 结构的背景、合同主要内容、主要风险等事项的基础上，由中国律师出具意见，说明该等结构不违反中国现行法律法规，但也不排除 VIE 结构的不确定性，即，今后可能会因中国法律法规变化或主管部门对法律法规的解释、适用的变化而变得不再符合中国法律法规的规定。

我们注意到，从最近采用 VIE 结构在联交所上市的企业“博雅互动”（主要从事手机游戏，股份代号 01831，于 2013 年 11 月 12 日上市）来看，虽然其上市时间早于联交所更新 LD43-3 上市决策的时间，但其招股说明书对 VIE 的披露已经充分体现了联交所一贯的要求和最新 LD43-3 的要求。该招股说明书除解释发行人采用 VIE 结构的原因、充分披露相关风险及不确定性，并表示已作好将来适当时候取消 VIE 结构的准备和安排外，还有以下几点值得关注：**(A)**其中国法律顾问认为，由于新闻出版总署“13 号通知”（定义见脚注 13）并无详细解释且发文部门单一（其他监管部门如商务部、文化部、工信部均未参与），故其实施及强制范围具有不确定性；**(B)**基于对广东省新闻出版局和广东省文化厅进行的访问，其中国法律顾问认为 VIE 结构不构成对“13 号通知”的违反，亦不会导致相关行政诉讼或处罚；以及**(C)**其中国法律顾问经过充分分析，正面确认了 VIE 结构及合同主要条款并未违反中国法律法规，VIE 合同不属于根据中国《合同法》第 52 条会被厘定为无效的任何情形（包括但不限于“以合法形式掩盖非法目的”）。

此外，鉴于联交所更新后的上市决策只是要求“适当监管机构作出的保证支持（如可能）”，而并未指明需要何种级别和类型的监管机构，比如没有要求是商务主管

尔玛不得通过 VIE 结构从事 1 号店运营的增值电信业务，理由是收购后的实体将有能力在增值电信市场取得优势地位，从而在中国增值电信业务市场可能具有排除或限制竞争效果。

¹⁸ 2013 年 6 月，“安博教育”（采用 VIE 结构）的海外机构大股东向开曼群岛法院对安博教育提起诉讼，称公司资产因内控失控而面临风险，要求召开临时股东大会，弹劾董事会主席，任命独立清盘人调查公司业务及高管，并将公司清盘以保护股东权益。后开曼群岛法院向安博教育发出临时托管通知，任命毕马威为临时托管人，解散现有董事会并进行相关调查。后续进展目前暂未看到相关报道。

部门，也没有要求是中央级别的政府主管部门，因此，“博雅互动”的中国法律顾问针对“13号通知”出具的法律意见在取得了广东省新闻出版局和文化厅的适当背书的情况下，可以说是已经符合了联交所最新的相关要求，值得借鉴和参考。当然，在实践中取得中国政府部门的此类背书或确认也是相当不容易的，不是每个企业都能做到的。很可能正是基于此，联交所在要求中才特别注明了“如可能”三个字。

(c) 小结

从目前的情况来看，中国监管层对VIE的态度应该说还是比较复杂而谨慎的，VIE结构仍有其存在的空间。但考虑到VIE结构引起的境内外关注和暴露的风险越来越多，国内也开始有了一些相关司法案例，故也并不能排除中国监管层在整理好思路 and 应对方法之后，进行严格监管的可能性（但可能性的大小、强度等目前还难以预测）。此外，尽管监管并不代表禁止，但其中存在的不确定性和可能额外增加的负担恐怕还是会给企业造成一定的困扰。¹⁹

3. H股动态

在2013年1月1日起施行的《关于股份有限公司境外发行股票和上市申报文件及审核程序的监管指引》（“《监管指引》”）中，证监会取消了对境内企业H股上市的“456要求”，²⁰简化了审核程序及上市申请文件，以期给中小民营企业在A股之外多增一条具有可操作性的上市融资渠道。2013年共有8家中国企业成功在H股上市，融资总额超过高达约652亿港元，占到了赴港上市的全部中国企业总融资额的一半以上。其中，富贵鸟（01819.HK）于2013年12月20日在港交所挂牌上市，成为证监会取消“456”限制后首家成功赴港上市的民营企业。不过遗憾的是，被市场寄望颇高的内资股全流通却没能于2013年取得实质性突破，目前H股上市企业的相关法人股和国有股仍无法在H股市场实现自由流通。

此外，香港联交所于2013年10月31日实施了新修订的《上市规则》，以改革及优化上市制度，实现首次公开招股的保荐人的新监管机制。新修订主要包括申请材料呈递相关程序细节、精简上市和审阅程序等，使得新股发行更加规范、便捷。

四、2014年展望

在全球IPO回暖的背景下，IPO将仍然是财务投资人重要的退出渠道。随着A股新股发行机制的改革以及重新开闸、H股上市门槛的降低，不排除原本拟采用“小红筹”模式赴境外上市的企业开始逐渐转向A股或H股直接上市的可能，监管机构似乎也希望通过对A股和H股发行的改进和适当松绑来软化“小红筹”模式以实现“监管”。当然，A股改革毕竟不可能一蹴而就，上市门槛也不会迅速降低，再加上企业自身也会存在方便引入境外投资者、估值差异等因素的考虑，因此“小红筹”模式在一段时间内还是会受到青睐。

就境内资本市场的法律体系而言，大的调整应该会继续围绕新股发行体制向注册制的过

¹⁹ 有业内人士大胆预计，中国监管部门针对VIE的监管措施更大的可能是，增加批准或登记程序，并对相关合同的条文提出一定的要求。

²⁰ “456要求”，系指证监会发布的《关于企业申请境外上市有关问题的通知》中规定的境内企业申请境外上市需满足“净资产不少于4亿元人民币，过去一年税后利润不少于6,000万元人民币，并有增长潜力，按合理预期市盈率计算，筹资额不少于5,000万美元”的条件。

渡进行。另外，根据 2013 年底证监会主席肖钢发表的一篇署名文章，²¹在法律层面，《证券法》在新的一年将被修订；行政法规方面，上市公司监管条例、证券期货投资者保护基金条例、类别股份发行管理规定、私募基金监管条例等将适时制订出台；司法解释和政策方面，与虚假陈述、内幕交易及市场操纵等行为有关的民事赔偿以及虚假陈述、市场操纵、“老鼠仓”等行为涉及的刑事责任等相关的司法解释将被修订，并且涉及认定证券期货交易所、登记结算公司商事规则之法律效力的司法解释也将出台。对此我们将予以关注，并适时与阁下分享其中的重大发展和变化。

* * *

以上是我们从中国法律视角对2013年涉及中资企业证券上市市场的简要回顾和分析，希望对阁下有所裨益。本备忘录仅供阁下作一般性参考，并不能视为我们就相关事项出具的任何意义上的法律意见。

如阁下对本备忘录之内容有任何疑问，敬请随时与我们联系（inquiry@hanyilaw.com）。

瀚一律师事务所 © 版权所有

2014年1月30日

²¹ 文章名为《法制强则市场兴》，载于财新《新世纪》杂志 2013 年第 47 期，出版日期 2013 年 12 月 9 日。