

新基建系列 – 互联网数据中心（一）：外资投资IDC的架构及考量

作者：叶陶冶 严波

2020年3月4日，中央政治局常务委员会召开会议，将互联网数据中心（“IDC”）明确作为新基建，提出加快5G网络、IDC等新型基础设施建设进度。在此背景下，越来越多的境内外投资者开始加注中国的IDC资产，IDC已成为境内外投资者争夺的新蓝海。

海问在IDC、房地产和TMT领域均具有十分丰富的经验，我们将结合本所在该等领域的实操经验，通过系列文章介绍和分析IDC项目投资、开发、运营和退出等环节中应关注的主要问题，供境内外投资者参考。

本文为IDC投资系列的开篇，旨在对境外投资者投资境内IDC项目通常使用的投资结构及相关考量因素作简要介绍和梳理。

一、基本结构

IDC兼具房地产和互联网产业双重属性。IDC的互联网属性使得该领域的投资与一般房地产项目投资相比，交易结构更复杂，也需要作更多层面的考量。

比较常见的外资投资结构如下图所示：



二、互联网属性与轻重分离

上述投资结构的第一个特点是其互联网属性。具体而言，开展IDC业务需要取得包含“B11 互联网数据中心业务”的增值电信业务经营许可证（“IDC牌照”）；根据现行外资准入政策，目前仅允许符合CEPA条件的港澳投资者在中国大陆设立合资企业取得IDC牌照，且在合资企业中的持股比例不应超过50%。鉴于此，境外投资者通常需按照行业惯例，依靠VIE结构来取得并持有IDC牌照。

在VIE结构下，IDC持牌公司仅持有最低要求的资产，其余资产由境外投资者通过其全资控股的境内实体直接持有（“轻重分离”模式）。较之“轻重合一”的模式（即所有资产均由IDC持牌公司持有，境外投资者通过VIE结构控制IDC持牌公司），采用“轻重分离”模式的主要考量因素包括：

- 外汇政策限制的考虑：IDC厂房的开发建设和设施的购置需要大量的资金投入。若采用“轻重合一”模式，受制于现行外汇政策对外资企业的外汇资本金结汇和使用的限制，资金从外资端流向内资端的IDC持牌公司存在障碍，导致IDC持牌公司在购置IDC厂房和设施时缺乏资金。在“轻重分离”模式下，重资产由资产WFOE负责购置和持有，资产WFOE可直接使用外汇资本金结汇后用于开发建设IDC厂房和购置设施。
- VIE风险的管控需求：VIE结构存在固有的结构风险和法律风险。“轻重分离”模式仅将最低要求的资产由IDC持牌公司持有，而其他外资不受限的资产均由境外投资者通过资产WFOE直接持有，可以最大程度降低因VIE结构失控或其合法性被主管机构质疑而产生的风险。
- 未来上市的监管要求：以香港上市为例，香港联交所对VIE结构适用严格限定（narrowly-tailored）原则，即VIE结构只可在为解决外资股权限制的必要范围内采用；对于外资不受限的业务，发行人应直接持有

最大股权权益。相较于“轻重合一”模式，“轻重分离”模式可以更好地满足这一监管要求。

三、地产属性与管投分离

上述投资结构的第二个特点是其地产属性。具体而言，类似于其它地产投资，在境外通常会设立两个平台公司（“管投分离”）：（1）一个作为资产平台，用于间接持有所有购买的项目资产；在每个项目资产落地时在境内设立一家项目公司，持有相应的项目资产；（2）一个作为运营平台，负责对所有项目的运营和管理；可根据需要在境内设立一家或多家运营WFOE，并根据IDC牌照申请的需要设立一家或多家IDC持牌公司，IDC持牌公司会与运营WFOE签订VIE协议。

根据我们的经验，采用“管投分离”模式能够在融资、经营、退出等方面提供更多的灵活性：

- 融资的灵活性：由于实现了资产部分和运营部分的独立经营和独立核算，使得在两个平台上引入不同类型的投资者、并且投资者在两个平台上持有不同比例的股权成为可能，也可以在每个单一资产层面引入其它的投资者，为融资提供了更多的灵活性。
- 经营的灵活性：在两个平台分别引入不同类型投资者的情形下，“管投分离”模式可以为IDC资产的租赁和运营提供了更多组合的可能性，例如：资产平台可以将某个项目资产租赁给运营平台以外的第三方IDC持牌公司进行运营；运营平台也可以向资产平台以外的第三方业主租赁场地用于运营IDC业务。
- 退出的灵活性：在退出方面，“管投分离”模式也能够为投资者提供更多选择，包括投资者可以选择出售单一资产或资产包，可以选择将资产平台和运营平台分别出售或合并出售，可以选择将资产平台和运营平台共同打包上市或者拆分上市。

四、管投分离模式下的衍生结构

在管投分离模式下，如资产平台和运营平台分别独立融资，则不同的投资者在资产平台和运营平台的持股比例可能不同，将产生如下图所示的衍生结构：



由于各个投资者在两个平台中的利益不完全一致，因此需要特别关注两个平台之间关系的处理，具体而言：

- 在项目获取上，对于运营平台寻找或发现的项目投资机会，资产平台在项目落地地上是否有排他权或优先选择权；
- 在项目落地后，资产是否优先出租给运营平台经营，还是在运营平台和独立第三方之间根据市场原则选择IDC运营商；
- 合资各方在决策权上的分配，特别是针对各方可能存在利益冲突的情形，例如资产平台如何决定是否追究运营平台在租约下的违约责任，或者决定终止租约；以及
- 退出机制的安排上，资产平台和运营平台的情况不同，且每个平台合资方的角色不同，相应的退出权利和机制也应作区别安排。

此外，除了上述商业上的考量因素，还应考虑法律上的要求。例如，若考虑在香港上市，香港联交所的上市规则要求上市主体应保持业务总体上的独立性，从关联方获得的收入占总收入比不应过高（除了特别行业，一般不应超过总收入的30%-50%），因此需充分考虑这一要求对上述商业考量因素的影响。

五、结语

自新冠疫情爆发以来，中国政府已经多次将加强IDC建设作为“新基建”的重要组成；紧随其后，地方政府亦纷纷出台鼓励IDC项目投资的措施和办法。在此背景下，境内外投资者更加关注中国境内的IDC项目投资机会；市场预计，IDC项目的投资规模将会持续快速扩大。

鉴于IDC投资的复杂性，各地实践亦存在一定程度的差异性，境外投资者在投资IDC项目时需要结合自身情况，就相关考量因素进行综合评估，谨慎设计交易结构。

2020-04-14