



# VIE架构的未来焦点

支付宝事件及“证监会报告”发生后，拉手网、易传媒以及唯品会三家公司仍向SEC提交了F-1文件，表明SEC未禁止中国企业通过VIE架构在美证券交易所上市。至此各界对未来VIE架构前景的忧虑，逐渐集中到了中国政府部门对此的监管态度。

文/何杰 李欣

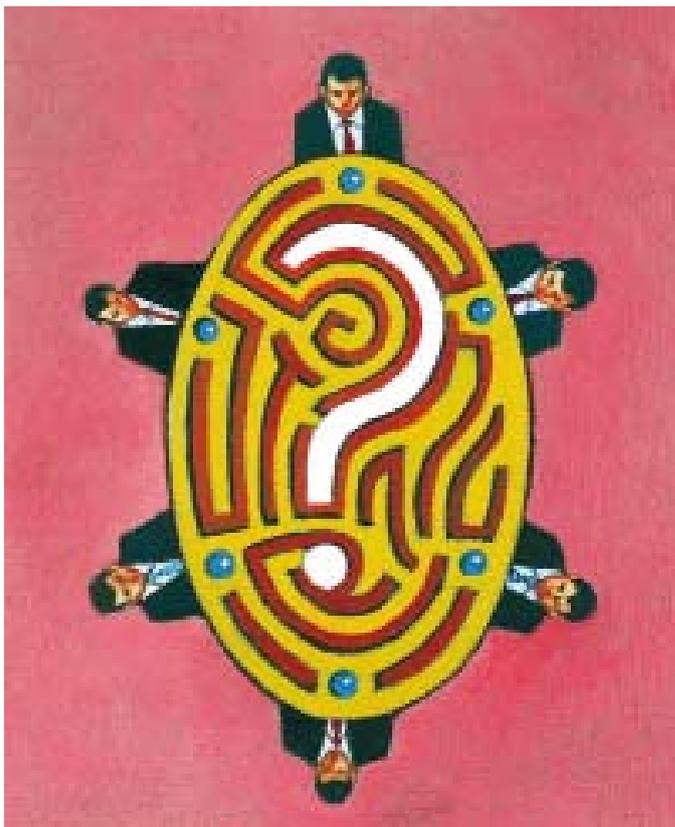
2011年5月，支付宝事件引发了国内外媒体和业界对VIE架构的广泛关注。2011年7月，支付宝事件落下帷幕。但因该事件而引发的业界有关VIE架构的讨论却并没有随着支付宝事件的落幕而消散，反而愈演愈烈，并随着一份所谓的“证监会报告”的出现而达到高潮，引发了互联网界、投资界和法律界震动。

本文旨在介绍VIE架构的发展历程和中国政府部门对VIE架构的监管变化，并通过香港联交所上市决策和列举相关拟上市公司案例的

方式，说明在支付宝事件和“证监会报告”发生后，香港联交所和美国证券交易委员会对VIE架构的态度。

## 从互联网、教育行业到重资产行业

VIE(Variable Interest Entity)架构，指外国投资者通过一系列协议安排控制境内运营实体，无需收购境内运营实体股权而取得境内运营实体经济利益的一种投资结构。VIE架构通常用于外国投资者投资中国限制或禁止外商投资领域的运营实



体。同时VIE架构也是该等境内运营实体实现境外上市常采用的一种投资架构。

VIE架构最早被应用于2000年，新浪公司首次采用VIE架构在美国纳斯达克成功上市。此后搜狐、百度等一大批中国互联网企业通过此种方式在境外成功上市，VIE架构逐渐成为外资进入中国增值电信业务（包括互联网服务）、教育行业惯常采用的投资方式。

2006年8月8日，中国商务部、证监会、国家税务总局等六部委联合发布了《关于外国投资者并购境内企业的规定》（简称“《10号令》”），其中有关“关联并购”的规定，被业界视为收紧了对中国境内企业间接到境外上市的审批（关联并购方式是中国境内企业在境外融资所普遍采用的交

易架构）。鉴于在《10号令》颁布后，鲜有企业取得商务部就“关联并购”作出的批准，一些非互联网、教育行业的企业也开始尝试采用VIE方式搭建境外融资架构，以避免将其境外融资架构根据《10号令》报送中国商务部审批。目前已成功通过VIE架构上市的非互联网、教育行业包括传媒、煤炭、石油燃料、新能源、农业、造船、抵押融资、汽车经销、疏浚服务等多个领域，其中不乏一些重资产行业企业。

与互联网、教育等行业不同，重资产行业企业往往拥有

庞大的有形资产。如果说之前各界普遍认为中国政府部门“默许”互联网行业企业采用VIE架构境外融资带来了中国互联网企业的繁荣，如今“默许”这些重资产行业企业采取同样架构将动辄上亿元企业资产的控制权通过一系列协议间接转移至境外，则可能带来各界，尤其是中国政府的担忧，近年来中国政府部门对VIE架构监管政策和态度的变化就是很好的说明。

## VIE架构的中国政府部门监管

就惯常VIE架构而言，中国投资者需在境外设立特殊目的公司，并通过境外特殊目的公司在中国境内设立外商投资企业，以协议控制境内运营实体。根据现行中国法律，在前述架构下，中国投资者需根据《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发【2005】75号）（简称“《75号文》”）及其操作规程（又称“《75号文操作规程》”）履行特殊目的公司外汇登记手续，并需根据中国外商投资法律法规就设立外商投资企业取得商务主管部门批准。

2006年8月8日《10号令》出台，规定如果中国企业或自然人在境外设立或控制的特殊目的公司并购与其有关联关系的中国境内企业，需要就并购报送商务部审批。但是因VIE架构不涉及直接股权并购，通过该等架构在境外上市的企业均会在其招股文件中披露类似“格式文本”的中国律师意见，即“VIE架构并不涉及《10号令》规管的并购事项，因此无需取得商务部或中国证监会批准；中国律师确认VIE协议的合法性和有效性，但不排除中国政府部门日后修改现有法律或颁布新的法律，而致使该等协议违反中国法律。”对此中国政府部门一直以来都采取“默许”的监管态度。然而这种态度却自2009年开始逐步发生了变化。

## 首个明确禁止VIE架构的规范性文件

2009年9月28日，新闻出版总署、国家版权局、全国“扫黄打非”工作小组办公室联合颁布了《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》，即新出联[2009]13号（简称“《13号文》”），该文规定禁止外商以独资、合资、合作等方式在中国境内投资从事网络游戏运营服务，并明确规定外商不得通过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。这是中国政府部门首次通过法律法规方式，禁止外国投资者通过VIE架构投资某一境内领域。

然而，因颁布该法规的新闻出版总署仅为网络游戏网上出版前置审批的主管部门，文化部（网络游戏的主管部门）、商务部及国家发展和改革委员会（外商投资主管部门）、工业和信息化部（经营增值电信业务许可部门）等“相关政府部门”均未出现在《13号文》的发布机关中，《13号文》能否被有效地贯彻实行，一直受到外界的质疑。儿童网络游戏公司——淘米网就是一个相关案例。

2011年5月18日，采用VIE架构的淘米网（Taomee Holdings Limited）向SEC提交了F-1文件，计划在纽交所上市。淘米网招股文件披露了《13号文》的颁布以及该文禁止外资通过协议控制方式参与网络游戏运营的规定，并披露了其中国律师就此事宜的法律意见。淘米网中国律师认为《13号文》的可实施性存在不确定性，没有文化部在内的其他政府部门的配合，《13号文》将很难对淘米网境内VIE公司的控制产生直接影响。此外淘米网中国律师也进一步说明，淘米网VIE协议生效于2009年6月，早于《13号文》生效。

## 宝生钢铁事件

2010年9月17日，宝生钢铁（Buddha Steel, Inc.）向美国证券交易委员会（SEC）提交了S-1文件。根据该文件，公司通过换股收购持有一家香港公司（Gold Promise）全部已发行股份，Gold Promise持有一家中国企业（HAIC）全部股权，HAIC则与Baosheng Steel（河北宝生）和其子公司签署了一系列



中国政府部门首次通过法律法规方式，禁止外国投资者通过VIE架构投资某一境内领域。



VIE协议，而使河北宝生成为宝生钢铁的协议控制附属公司。

2011年3月28日，宝生钢铁发出公告，宝生钢铁与Gold Promise、HAIC和河北宝生签署终止协议，终止了之前签署的各项VIE协议，终止理由是因为公司于2011年3月被河北省地方政府部门告知，其VIE协议违反目前中国有关外商投资的管理政策和国家公共政策。同日宝生钢铁向SEC撤回上市文件。

宝生钢铁事件是首个被公开披露的中国政府部门否定VIE架构的案例，但因宝生钢铁所涉行业特殊，外界更多把该事件归结为针对特定行业投资限制的个案，而非针对VIE架构本身。

## 《安全审查通知》和《安全审查实施规定》

### ——明确特定行业VIE架构需商务部并购安全审查

2011年2月3日，国务院办公厅发布《关于建立外国投资者并购境内企业安全审查制度的通知》（国办发〔2011〕6号）（简称“《安全审查通知》”）规定，如果外国投资者并购境内军工及军工配套企业，重点、敏感军事设施周边企业以及关系国防安全的其他单位；外国投资者并购境内关系国家安全的重要农产品、重要能源和资源、重要基础设施、重要运输服务、关键技术、重大装备制造等企业，且实际控制权可能被外国投资者取得，应经并购安全审查。

2011年8月25日，商务部发布《商务部实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》（商务部公告2011年第53号）（简称“《安全审查实施规定》”），明确规定外国投资者并购境内企业，属于《安全审查通知》明确的并购安全审查范围的，应向商务部提出并购安全审查申请。此外《安全审查实施规定》还进一步规定外国投资者不得以协议控制方式实质规避并购安全审查。

《安全审查通知》和《安全审查实施规定》明确了外国投资者通过VIE架构控制特定行业国内企业，尽管不涉及直接股权并购，仍需报送商务部进行并购安全审查。然而需要指出的是，《安全审查通知》仅概括性地规定需进行并购安全审查的行业范围，而没有对该等行业进行进一步的界定。

### 掀起VIE架构地震的“神秘报告”

支付宝事件发生后，相关各界有关VIE架构的讨论愈演愈烈。2011年9月18日，有媒体披露中国证监会正在建议国务院取缔VIE这种有争议的投资架构。随后一份名为《关于土豆网等互联网企业境外上市的情况汇报》的文件开始在网络上广泛传播。该报告以土豆网境外上市为引，提出境内互联网领域龙头企业境外上市对中国互联网络国家安全已形成威胁，建议决策机构重视，并制定有效的应对机制。该报告专章分析了境内

互联网企业境外上市的协议控制问题，并援引“中国秦发”、“熔盛重工”、“翔宇疏浚”等重资产行业案例，列举了该种架构的违规之处。而在政策建议方面，该报告认为就协议控制模式，可采取疏堵兼顾政策；建议要求采取协议控制模式赴境外上市的企业必须经过商务部审批，并会签证监会。建议按照“老人老办法、新人新办法”的原则进行新老划断，对历史上形成的协议控制境外上市企业暂不进行清理。对于部分采取协议控制方式境外上市的优质企业，可经国务院特批后在境内A股市场上市。

2011年9月20日，道琼斯记者在商务部例行新闻发布会上问及该报告，商务部新闻发言人表示，就VIE架构，目前商务部没有法律规定，也没有法规和专门政策加以规范；商务部和有关部门将研究如何规范此种投资行为。

根据华尔街日报中文版网站报道，2011年11月10日，中国证监会新任主席郭树清在一个论坛间隙被问及中国证监会是否在考虑就VIE架构制定相关规定时，郭树清表示中国证监会正在进行调研。这是中国证监会在“证监会报告”后，首次证实



需要指出的是，《安全审查通知》仅概括性地规定需进行并购安全审查的行业范围，而没有对该等行业进行进一步的界定。



其正在研究VIE架构的监管规定。

### 香港联交所有关VIE架构的上市决策

2005年香港联交所发布了对某主板上市申请人、申请人中国附属公司、中国境内运营实体以及运营实体控制人之间“合约安排”的上市决策(HKEx LISTING DECISION) (HKEx-LD43-3) (简称“《05上市决策》”)。根据《05上市决策》，香港联交所对该VIE架构采取了一贯的以披露为本的审核原则，根据申请人提供的主要事实和中国法律顾问的意见，裁定该申请人已证明了VIE架构的合法性和其妥善履行该安排的能力。只要申请人在招股章程中对VIE架构涉及的合约安排作出适宜的披露，香港联交所认为它是适宜上市的。

此外《05上市决策》还说明了香港联交所审核VIE架构

的四个审核原则，包括：（1）严格诠释联交所上市规则和政策；（2）要求VIE架构仅可为实现业务目的而采用并将与中国适用法律法规的冲突最小化；（3）对与申请人相关的所有事实和情况进行广泛的审查（包括审查申请人的合规历史、管理机制、公司监管实践、保护股东利益方面的纪录和财务资源）；（4）在实际可行的情形下，提供相关监管机构的监管确认，如无法提供，则需要法律顾问提供相关声明。

支付宝事件发生后，2011年11月底，香港联交所对《05上市决策》进行了修订，表明香港联所在2011年的审核中，对VIE架构原则上仍采取肯定态度，但对其的审核将更加谨慎和严格。根据修订后的《05上市决策》，香港联交所将在全面考虑申请人采用VIE架构的原因并满足《05上市决策》规定的条件情况下，以个案处理方式继续认可申请人采用VIE架构，并强调如果VIE架构涉及非限制业务，上市科会将其交由上市委员会处理。后者意味着香港联交所对通过VIE架构上市的非限制行业企业的审查将更加审慎。

而针对支付宝事件所体现的传统VIE架构的合约安排对境内运营实体实际控制权薄弱的问题，修订后的《05上市决策》要求VIE架构的合约安排包括以下条款：（1）境内运营实体授权境外上市主体董事代行使股东所有权力/权利的授权书；（2）争议发生时提交仲裁及司法救济的条款；（3）授权境外上市主体处置境内运营实体资产的权利。此外修改后的《05上市决策》还要求使用VIE架构的申请人在适用法律允许其直接运营业务后解除有关VIE架构的合约安排。

## 证监会报告后以VIE架构向SEC提交的上市申请案例

2011年10月28日，采用VIE架构的团购网站——拉手网（LaShou Group Inc.）向SEC提交了F-1文件，计划在纳斯达克上市。时隔三个月后，同样采用了VIE架构的网络广告服务商——易传媒（AdChina Ltd）和名牌折扣网站——唯品会（Vipshop Holdings Limited）于2012年2月17日分别向SEC提交了F-1文件，计划分别在纳斯达克和纽交所上市。

三家公司的F-1文件均披露了公司的VIE架构，公司的中国律师均认为公司的VIE协议遵守/没有违反目前的中国适用法律法规。然而三家公司亦均认为中国目前以及未来的法律法规的解释和适用存在很大不确定性，不能排除中国监管部门持有相反的意见。

三家公司的F-1文件均专门披露了有关“证监会报告”的信息，但均不能确定中国证监会是否正式提交了该报告、该报告的具体内容以及是否会有针对VIE架构的新的中国法律法规出台以及何时会出台。此外三家公司的F-1文件还表示，如果

公司被发现违反了目前或未来的法律法规，公司将面临公司境内运营实体被吊销执照、被要求架构重组、被处以罚金、被没收公司及境内运营实体收入、限制或禁止公司使用IPO募集资金为境内业务提供资金等处罚，而该等处罚，将对公司业务、财务状况和运营结果产生重大不利影响。

作为支付宝事件以及“证监会报告”后为数不多的以VIE架构申请在境外上市的案例，拉手网、易传媒以及唯品会的招股文件侧面反应了多数业界人士对目前VIE架构的态度：在有关VIE架构的新的法律法规出台前，仍按照目前有效的法律法规确认该等架构协议的效力，但不排除中国现有法律法规的适用、解释发生变化或政府出台新的法律法规，而导致VIE架构违反中国法律法规或需根据中国法律法规取得相关政府部门批准。

## VIE架构该何去何从？

支付宝事件及“证监会报告”发生后，拉手网、易传媒以及唯品会三家公司仍向SEC提交了F-1文件，表明SEC未禁止中国企业通过VIE架构在美证券交易所上市。同样香港联所在随后修改的《05上市决策》亦表明香港联交所仍将在未来以个案处理方式继续允许中国企业通过VIE架构在香港联交所上市。至此各界对未来VIE架构前景的忧虑，逐渐集中到了中国政府部门对此的监管态度。

2011年11月11日，华尔街日报中文版网站报道中国证监会新任主席郭树清对外表态，中国证监会正在研究VIE架构的监管规定，可以说是支付宝事件发生至今，中国政府部门有关VIE架构监管的最后一次公开表态。此后中国证监会、商务部、国家外汇管理局等涉及VIE架构监管的政府部门均未再就VIE架构发布任何监管规定或作出进一步的解释、声明或表态，VIE架构似是进入政策发布前的“静默期”。对于未来VIE架构的监管，中国政府部门何时采取行动？谁来监管VIE架构？如何监管？VIE架构是否会成为下一个“关联并购”？在明确的法律法规和政策颁布前，我们不得而知。

结合宝生钢铁案例、“证监会报告”对重资产行业采用VIE架构的特别表述以及《05上市决策》对于非限制业务的特殊审查程序，在中国政府部门进一步出台相关法律法规和政策明确其对VIE架构的监管态度前，就互联网、教育行业以外（尤其是可能涉及并购安全审查的敏感行业）的中国境内企业拟采用VIE架构上市，我们建议该等企业在搭建VIE架构前，征询行业主管部门以及地方政府部门的意见，以避免重蹈“宝生钢铁”的覆辙。●

（作者单位为柯杰律师事务所）