



中国政府加强 VIE 监管

2011年6月,阿里巴巴集团将支付宝的所有权转让给马云控股的另一家中国内资公司,这一举动直接将“做得说不得”的VIE模式拉到了聚光灯下,引起了业内各界人士的广泛关注。

最终,阿里巴巴和雅虎、软银达成协议——支付宝的控股公司承诺在上市时予以阿里巴巴集团一次性的现金回报。回报额为支付宝在上市时总市值的37.5% (以IPO价为准),回报额将不低于20亿美元且不超过60亿美元。

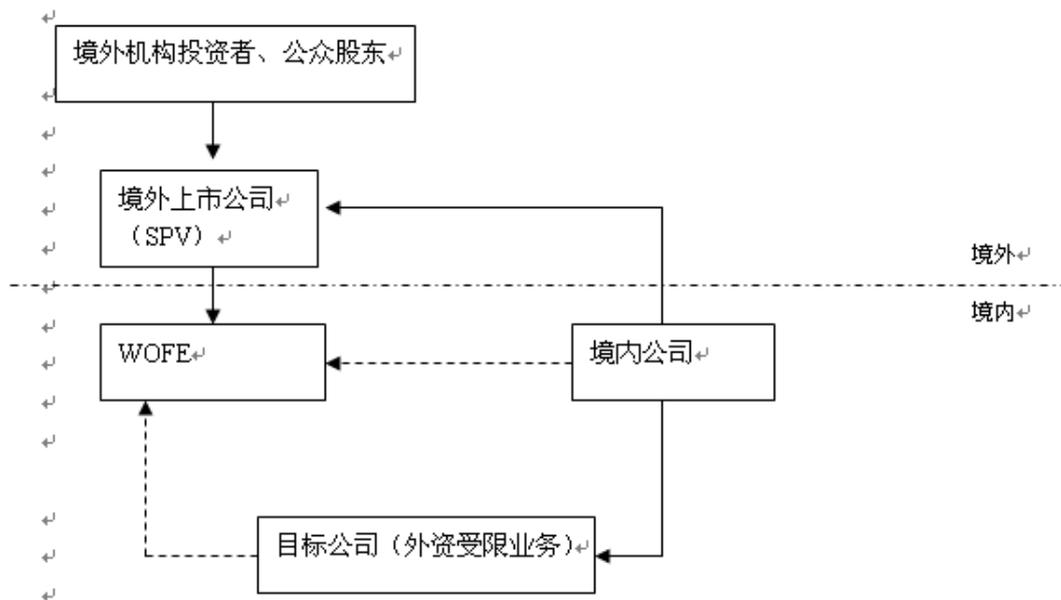
支付宝事件凸显了目前中国环境下VIE的困境,引发了社会各界对“不能说的秘密”的议论纷纷。那么,究竟什么是VIE?为什么VIE可以受到如此广泛的关注?为什么VIE“说不得”?支付宝事件后,VIE又将何去何从呢?

认识 VIE 模式

VIE模式(Variable Interest Entities, 简称“VIE”)在中国称作“协议控制”,又叫“新浪模式”,是指境外注册的上市实体与境内的业务运营实体相分离,境外的上市实体通过协议的方式控制境内的业务实体,业务实体就是上市实体的VIEs(可变利益实体)。

由于新浪在美国上市最早采用了VIE的方式,很多后来的互联网公司或外商投资受限公司也采用了这种模式。因此,VIE上市模式也叫“新浪模式”。下面,我们就通过一个简化了的新浪模式来认识一下VIE:

- 1) 首先,境外机构投资者和境内企业(上市公司中的中方股东)在开曼群岛等地设立一家特殊目的公司(SPV)作为境外上市主体;
- 2) 接下来,由该境外上市主体(SPV)在中国设立一家WFOE,以作为利益实体变现之用;
- 3) 同时,该境内企业在境内设立一家内资企业,并将所有外资受限业务装入该公司,即“目标公司”;
- 4) 搭建好架构后,WFOE一方面与目标公司签订一系列协议(咨询服务协议、知识产权协议、管理协议等),另一方面又与境内企业签订股权质押协议,将境内企业控制的目标公司股权质押给WFOE。
- 5) 如此以来,境内企业所控制的目标公司利润和权益都通过协议控制的方式转移至WFOE,并最终转移至境外的上市公司,从而实现海外上市。



VIE 模式本质是通过一种契约方式外资控制内资。因为不是严格的外商投资，所以可以规避《外商投资产业指导目录》中对外商投资的行业限制；因为不是外资并购内资的股权关系变更，所以不必按照“10 号文”规定进行几乎零通过率的审批。而且，长久以来，中国都没有法律、法规对 VIE 予以规管，处于灰色区域。正因为如此，VIE 模式成为中国众多民营企业的不二选择。

业界热议 VIE

在支付宝事件中，由于中国政策对外资的行业限制，雅虎和软银通过 VIE，以外资身份协议控制支付宝这个内资公司。而阿里巴巴马云出于种种原因单方面破坏了之前签署的合约，通过违约解除了协议，且马云直言“别人肯定有协议控制的”，矛头直击互联网行业的所有企业，一时间，引发了各方的广泛热议。

➤ 投资公司

我觉得，我们不仅要尊重历史，更要立足现在和面向未来。假如十年前没有 VIE，就没有中国很多新兴产业的高速成长；同样，假如今天禁止了 VIE，就会折断它们飞向未来的翅膀。如果说有什么东西能够毁掉中国发展了三十年的市场经济，那就是既得利益驱动下的过度审批。

VIE 早晚会消失，但有几个前提：1，行业准入政策更加开放；2，人民币风投产业更加成熟；3，发审制度改革导致 A 股市场对上市要求更加具有弹性。这些条件具备，VIE 自然就废了，谁没事愿意从工体到三里屯先绕趟香山啊！

——易凯资本 CEO 王冉

➤ 政府监管部门

对 VIE 这一模式，现在并无法律法规，也没有专门政策加以规范。商务部将与有关部门研究如何规范协议控制模式(VIE)的做法和行为。

——商务部新闻发言人 沈丹阳

➤ 法律界人士

VIE 最大的法律风险来自于协议控制本身的脆弱性与实际执行的不可控性。VIE 不是靠一份协议，而是靠一组文件才实现了协议控制关系。文件越复杂，发生违约的风险点就越多，可控制性就越差。

从律师执业经验来看，VIE 系列协议中，执行得较好的一般是质权合同，执行得较差的一般是独家管理咨询服务协议。但是，由于美国会计准则允许 VIE 架构下企业业绩直接合并，中概股在海外招股书中并不披露 VIE 系列文件的执行情况，外国投资者对这个问题的关注程度有限。尽管海外招股书中对于 VIE 架构崩塌的风险都有提示，但是基本上都把它当作老生常谈。

——国浩律师事务所合伙人 蔡航

➤ 企业家

我也说说 VIE 结构：这么说吧，就我知道的国内所有拿到融资的互联网企业，包括上市和未上市的，全部是 VIE 结构！包括京东商城！我对中国的 VIE 结构依然充满信心，还是那句话：如果政府不承认 VIE 的合法性，肯定会先把中国互联网全部关掉再宣布的可能吗？

——京东商城 CEO 刘强东

政府加强监管 VIE

对于 VIE，中国政府一直持不支持也不反对的模糊态度，正因为如此，受限制的外资行业如互联网、能源等行业企业才得以通过协议控制的方式在美国、香港等实现境外上市，如百度、新浪、盛大、中国秦发等。

但支付宝风波一下子将 VIE 推到了风口浪尖上，中国政府不得不对 VIE 表态，开始加强对 VIE 的法律监管，并于 2011 年 8 月 26 日公布了《实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》（即“53 号文”）。该规定已于 9 月 1 日正式实施，其中尤为值得注意的是第九条：

“对于外国投资者并购境内企业，应从交易的实质内容和实际影响来判断并购交易是否属于并购安全审查的范围；外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查，包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式。”

从第九条可以看出，VIE 模式已经被纳入监管，外国投资者不得通过 VIE 结构规避审查。目前常见的用 VIE 结构在海外上市的行业有：互联网、教育、电信服务等。经查《安全审查行业表》，“电信和其他信息传输服务业”需要审查，根据《国民经济行业分类》，“电信和其他信息传输服务业”项下包含了“互联网信息服务”、“电信服务”。

所以，并购安全审查规定对采用 VIE 结构海外上市的互联网、电信服务行业会产生较大影响，对教育类行业则不会造成影响。

宏杰观察

Like all kinds of leasing, VIE is nothing more than a contractual relationship between the parties. This arrangement is not a new invention. It has been in existence for so many years, at least 300 years.

——宏杰董事 何文杰会计师

在宏杰董事何文杰会计师看来，VIE 模式本质上是组织间的一种合约关系，类似于普通法系的“商业租赁”、“许可证租赁”。这种合约模式在普通法系国家/地区并不是什么新鲜事物，在香港，人们利用合约模式进行商业运作便已超过 60 年。普通法系国家/地区对此类模式目前有很完善的监管制度和法律体系。

中国法律属于大陆法系，租赁、合约模式的商业运用相对较少，无论是监管法律还是从业人员对此都不甚了解。面对主管当局对外资的严格限制，处于监管灰色地带的 VIE 便顺理成章成为中国民企“自由发挥”的有利工具。

若谈到 VIE 的法律风险，其实也是所有合约模式所共有的风险：1) 法律变更导致合约关系的不再合法；2) 政府相关政策的变更致使合约关系无效；3) 合约双方任何一方的违约。

何会计师认为，任何合约在生成之日起便伴随着相应的风险，明智的政府不应将合约这种商业模式规定为不合法的，因为这样会牵一发而动全身，殃及所有其他形式的租赁模式。政府所能做的，是建立并加强对商业租赁的监管，而不是扼杀之。

中国政府“53 号文”中有关 VIE 的规定便是加强监管的一个开端，但应该不会出现一竿子打死 VIE 的极端情况。此外，我们认为 VIE 模式仍将继续存在，而且随着对 VIE 的进一步了解和研究，中国律师将会“以变应变”，针对政策的变化制定出相应的应对策略。