

深度剖析 专业服务



宏杰亚洲有限公司主办
www.ManinvestAsia.com

季刊

宏杰 MANIVEST

SPRING 春季 2013 总第9期

INSIDE

THEORY 理论探讨

不确定的时代：
安然倒闭、US GAAP和VIE的诞生

FOCUS 特别聚焦

典型的VIE架构：
想要境外上市，真的好难！

ORDINANCE 政策监管

境外机构对VIE架构的监管
——以美国 and 香港为例

INTERVIEW 独家专访

从实务角度看待VIE架构及其法律问题

CASE STUDY 案例研究

特别分享：
当VIE引发的各种法律纠纷被诉诸公堂

OPINION 会计视角

敢问VIE路在何方？

境外上市中的 VIE架构 及其未来走向

当取消境外上市的“四五六规则”从中国证监会传来，束缚在欲境外上市企业头上的“紧箍咒”去除时，似乎有必要认真审视一下：难道VIE是“石头缝”蹦出来的吗？或者，它目前的进退维谷原因何在？而未来，VIE将会寿终正寝还是继续修炼、再送企业在西天“取金”的路上走一程？

ISSN 22 19-9 543



9 772219 954009

宏杰集团客户刊物 非卖品

宏杰 源于亚洲 基于亚洲 服务全球



www.Manivestasia.com



宏杰季刊

MANIVEST QUARTERLY

宏杰集团客户刊物 非卖品 2013 春季刊 总第九期

总编辑 Rock Li 李磊
 编辑 Nina Sun 孙怡娇
 美术编辑 Darcy Zhou 周丹
 编辑顾问团 Horace Ho 何文杰会计师
 Simone Kong 江诗敏律师
 Sisi Kong 江秀惠特许秘书
 Laura Tang 唐文静金融工程师

发行人 宏杰集团研究与出版部
 客户主任 Kevin Wong 王梓浩 (香港)
 Lily Zhang 张丽君 (上海)
 Judy Li 李进容 (杭州)

出版机构 宏杰亚洲有限公司

香港地址 香港九龙尖沙咀广东道 30 号新港中心第一座 5 楼 511-512 室

国内地址 上海市静安区愚园路 172 号环球世界大厦 A 座 2402 室

客户订阅查询

香港 +852 2851 6752

上海 +86 21 6249 0383

杭州 +86 571 8523 0717

电子邮件 Editorial@ManinvestAsia.com

境外上市中的 VIE 架构及其未来走向

最近我在阅读《大学》，其中的“生财有大道。生之者众，食之者寡，为之者疾，用之者舒，则财恒足矣。仁者以财发身，不仁者以身发财。”深得我心。某种意义上，我们不得不惊叹老祖宗的智慧，因为他们在观察“财富是如何创造”这一议题上，整整比亚当·斯密 (Adam Smith, 1723—1790) 及其它西方传统经济学家早了 2500 年。

青春年少时，我像现在的年轻人一样，对银行家、会计师和律师们着迷，因为这群人通过 IPO 创造了巨大的“财富”和重要的“金融工具”。但随着年岁渐长和阅历丰富，我开始思考：这些人真的创造了财富吗？他们也许创造的是价值，而非财富本身。财富是客观存在的，可以藏之深山；但价值则不同，它是一种主观心态。

肇始于 2008 年的全球金融崩盘就是一个很好的例子，诸如次级贷这样的“人为产物”之所以能够存在完全取决于信任——人们的信任。一旦信任不再，次级贷就变成了一堆废纸，毫无价值可言。另一个例子就是 VIE。人们忧心忡忡，唯恐 VIE 行将不远，因“崩盘”而引致中国概念股的一场灾难……

对于境外上市中的 VIE 架构，不得不说，这是一群富有而聪明人的“创造”——投行、律所和境外行业中中介机构共同参与，发明或发现了这条变通的捷径。我并不是说投行、律所和境外行业中中介机构是不仁者，但不可否认的是，从诞生之日开始 VIE 就存在着法律方面的先天不足，并引发了诸多争议。

事实上，真的有人从头到尾认真地研读 IPO 公司的招股书吗？我想，应该很少有人会毫不迟疑地说“Yes”吧！当我问我 IPO 领域的朋友这个问题——他们只是微微一笑，不做任何回答。就拿最新一个在美国上市的欢聚时代（股票代码：YY）招股书为例，单单“风险因素”一项就长达 46 页，又有几个人认真阅读并弄懂了其中的 VIE 风险呢？

我只能说，传统的 VIE 模式虽然绕过了几乎不可能绕过的中国规管并释放了规管给投资者带来的价值陷阱；但它并不能为投资者创造财富——VIE 所创造的是价值，而非新的财富。某些情况下，VIE 不过是用来帮助原始股东“逃离”规管的工具，而非给投资者创造财富。因此，我的观点是：除非 VIE 真正创造“财富”而非仅仅创造“价值”，否则，传统的 VIE 模式必然将会行之不远……



宏杰集团董事

《宏杰境外评论》

《宏杰境外评论》是一本按季在香港出版的知名专业杂志，主要致力于深度研究境外行业和跨境投资。《宏杰境外评论》获得Westlaw中国和CCH中国认可，并被全文收录进其法律财税专业数据库。藉此，世界范围内的顶级专业人士和投资者都可以分享我们的研究成果和专业智识。

《宏杰境外评论》由宏杰集团主办出版。宏杰集团是一间立足于大中华区的顾问公司，致力于为国际客户提供专业的公司架构服务和国际财税咨询建议。宏杰集团旗下出版有一系列的出版物，致力于提供国际金融中心的境外投资资料，带来最具开创性的新闻、最新的数据与资源，并将以国际视角深度解析、梳理和研究境外金融中心法例以及涉外投资案例等。

全新改版 欢迎订阅



客户订阅查询：

香港 +852 2851 6752 | 上海 +86 21 6249 0383 | 杭州 +86 571 8523 0717

电子邮件: Editorial@manivestasia.com

Director's Word 董事的话

4 境外上市中的 VIE 架构及其未来走向

Theory 理论探讨

8 不确定的时代： 安然倒闭、US GAAP 和 VIE 的诞生

在中国，如果你问：VIE 是什么？

十有八九，得到的答案会是：VIE 是新浪模式；

或者说：VIE 是协议控制；

还可能有人说：VIE 是可变利益实体，但我不知道哪些实体是可变的；

甚至还可能说：VIE 就是一堆协议和报表，用作境外上市的，很复杂，一般人看不懂它……

Focus 特别聚焦

16 典型的 VIE 架构： 想要境外上市，真的好难！

现在，我们了解到：

从本质上看，VIE 是一个会计概念，而非一个法律概念；

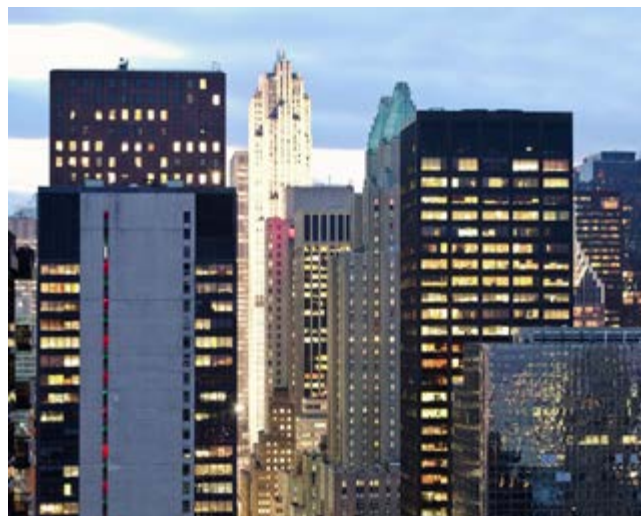
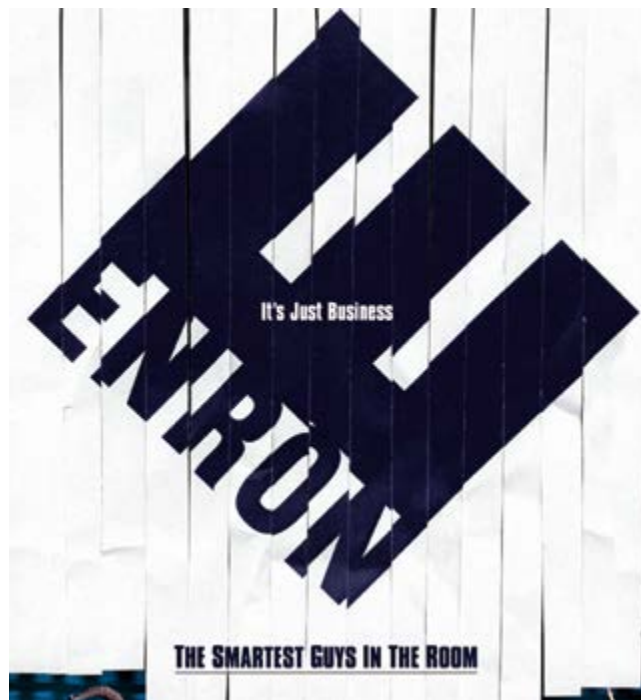
从来源上看，VIE 来自大洋彼岸的美国，而非中国人的发明创造；

此外，VIE 是“安然事件”所导致 US GAAP 合并财务报表的一个改变，而非中国律师专为境外上市所准备。

Ordinance 政策监管

26 境外机构对 VIE 架构的监管 ——以美国和香港为例

由于美国 and 香港是中国企业境外上市的两大主要目的地，其证监会或交易所对 VIE 架构的态度和立场，便显得尤其重要。在前面了解了中国境内对 VIE 的法律监管后，我们来换一个角度，跳出中国本身从美国、香港的监管角度来看 VIE 在境外的政策监管和法律规管。在具体看美国 and 香港监管机构对 VIE 架构的态度之前，我们先来看一下全球资本市场的多层次化。



Interview 独家专访

36 从实务角度看待 VIE 架构及其法律问题

——胡光律师事务所合伙人孔焕志 (Kenneth Kong)
律师访谈

Case Study 案例研究

38 特别分享： 当 VIE 引发的各种法律纠纷 被诉诸公堂

本文基于胡光律师事务所合伙人孔焕志 (Kenneth Kong) 律师于 2012 年 10 月 23 日在“宏杰集团 2012 年基金和境外公司架构重组年会”所作专题演讲《当 VIE 引发的各种法律纠纷被诉诸公堂》整合、编辑而成。

Opinion 会计视角

43 敢问 VIE 路在何方？

实践中，监管者可能并非像市场人士所期待的那样机械地理解和适用法律条文，可能基于监管目的采取“实质重于形式”的监管思路。因此，VIE 在监管与合同两个方面都暗藏巨大的法律风险，可能发生无人能够承受的系统性危机。

39 Index 索引

47 Appendix 附录



2012 年 12 月 20 日，中国证监会发布了《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》，放松了企业境外上市的“四五六规则”，即，净资产不少于 4 亿元、融资规模不低于 5000 万元，以及税后利润不少于 6000 万元。

当取消境外上市的“四五六规则”从中国证监会传来，束缚在欲境外上市企业头上的“紧箍咒”去除时，似乎有必要认真审视一下：难道 VIE 是“石头缝”蹦出来的吗？或者，它目前的进退维谷原因何在？而未来，VIE 将会寿终正寝还是继续修炼、再送企业在西天“取金”的路上走一程？

我们常说实践是检验真理的唯一标准。正当各方人士对 VIE 的未来满怀疑虑和担忧之际，市场和实践开始用其独有的方式（以这样或那样的方式）对这个问题作答。

比如，有媒体传出消息说——全球网上零售公司 Light In The Box Holding Co., Ltd. (中文名“兰亭集势”) 近日向美国证券交易委员会 (SEC) 提交招股书。招股书显示上市地点为纽约证券交易所 (NYSE)，最大公开发行规模为 8625 万美元，发行价区间待定，交易代码为“LITB”。

此次兰亭集势上市可谓美股 IPO 的破冰之旅，在此之前已经 6 个月没有中国公司成功赴美上市。从兰亭集势提交的招股书看，仍然采用了 VIE 架构，并无太多特殊之处。当没有更好的替代方案出现之前，VIE 架构可能是最具有市场价值的选择，没有好一点也没有差一点，刚刚好。

由此可见，VIE 何罪之有？说到底，VIE 不过是境外上市的工具，其并不能与中国概念股本身的优劣得所划等号。美国投资者恐慌的并不是 VIE 架构本身，而是中国概念股的财务状况和盈利能力。倘若兰亭集势得以在纽交所上市，答案似乎已经不言自明，至少在短时期内如此……



不确定的时代： 安然倒闭、US GAAP 和 VIE 的诞生

在中国，如果你问：VIE 是什么？

十有八九，得到的答案会是：VIE 是新浪模式；

或者说：VIE 是协议控制；

还可能有人说：VIE 是可变利益实体，但我不知道哪些实体是可变的；

甚至还可能说：VIE 就是一堆协议和报表，用作境外上市的，很复杂，一般人看不懂它……

当我们问起 VIE 的起源时——人们通常会把 VIE 和阿里巴巴的故事或新浪模式联系在一起。简单地说，VIE 是协议控制，即，某些为企业产生利润的实体并非由该企业所拥有，而是仅由该企业通过协议来加以控制。

VIE 并不新鲜，事实上，所有企业都可能会通过协议来控制某些产生利润的运营部分。比如，有些地方，这被称作“租赁业务”（Rent-a-Business）。也就是说，你从创始所有人那里租赁一笔业务，支付一笔固定或变动的租赁费后，你就可以享受所有利益（当然，也相应地要承担所有损失）。在“租赁业务”中，你承担所有风险并希望获取更多收益；而创始所有人则降低了风险，但也相应地减少了收益。但是，如果一家企业的所有收入都源自于租赁业务时，结果会如何？答案是，风险非常高！

本期《宏杰季刊》将要讨论的就是 VIE 和协议控制，这二者被民营企业运用者广、律师等市场人士操作者众，监管机构态度却暧昧依旧，美国证监会与中国证监会谈判陷入僵局，而一旦像阿里巴巴与雅虎这样在协议控制方面出现了“坏消息”，都会引发各界为之色变。

但事实上，真的每个人都了解协议控制和 VIE 的来龙去脉吗？他们明白二者的本质差别吗？在将“对立”的二者创造性地“统一”运用到中国企业间接上市架构中时，存在哪些法律、监管和系统性风险？面对中国概念股问题所带来的冲击，各界该如何应对？VIE 在中

国又该何去何从？

也许，想到这些会让人觉得头疼，纠结。但正因为纠结，所以才更凸显追问和探寻的重要性。我们相信，对 VIE 追根溯源的强烈冲动并条分缕析，将有助于帮了解或不了解 VIE 的相关人士理清头绪。通过分享，我们也希望能找到应对之道并提供更多的可能性，而这正是出版本期《宏杰季刊》（总第 9 期）的初衷所在。

VIE 是一个会计术语——其本身并非由律师所创造。在市场中，很多文章在讨论 VIE 模式，但是少有文章从会计角度来讨论 VIE。本期的《宏杰季刊》，我们将从会计角度看 VIE 来源的背景、技术及逻辑内涵、VIE 在美国及中国的影响、VIE 和协议控制的对立与统一等层面予以解读。好，现在就让我们像剥洋葱一样，（也许会因为 VIE 在中国的特殊使用而有了些许的“特别气味”甚至有点呛鼻）一层一层地剥开 VIE 的神秘面纱吧！

VIE: 安然事件所引发的 “会计概念”

VIE 全称为“可变利益实体”（Variable Interest Entity），是美国为治理上市公司借助特殊目的实体 SPE（Special Purpose Entities，简称“SPE”）来转移债务或损失而创设的一种新的合并报表标准，目的是将公司隐藏在财务报表之外的各种风险重新纳入报表当中，向公众投资人披露企业真实的财务状况。

上世纪 70 年代以来，随着资产证券化的兴起和快速发展，SPE 作为表外融资的一种工具得到了日益广泛的应用，但 2001 年爆发的“安然事件”却为 SPE 敲响了警钟。针对“安然事件”

方块知识
(一)

安然事件始末概览

安然事件发生在 2001 年——12 年前。为帮助当时还“非常年轻”的读者们了解安然事件的来龙去脉，接下来，我们就简单地回顾一下安然事件是如何发生的以及诱因何在。

要了解安然事件，首先，你必须了解它的商业模式。

安然公司本来是一家天然气管道公司，但从 20 世纪 80 年代开始逐渐向一家天然气交易平台转型。到 2000 年，安然公司已经跻身世界财富 500 强行列，并且高居第 7 名的宝座，成为众多企业艳羡的对象。安然公司的商业模式是，从供应商那里大量购买短期合同，然后再以长期合同的方式卖给天然气管道公司。总的来说，就是买短卖长，庄家造市，赚取差价，稳定市场。

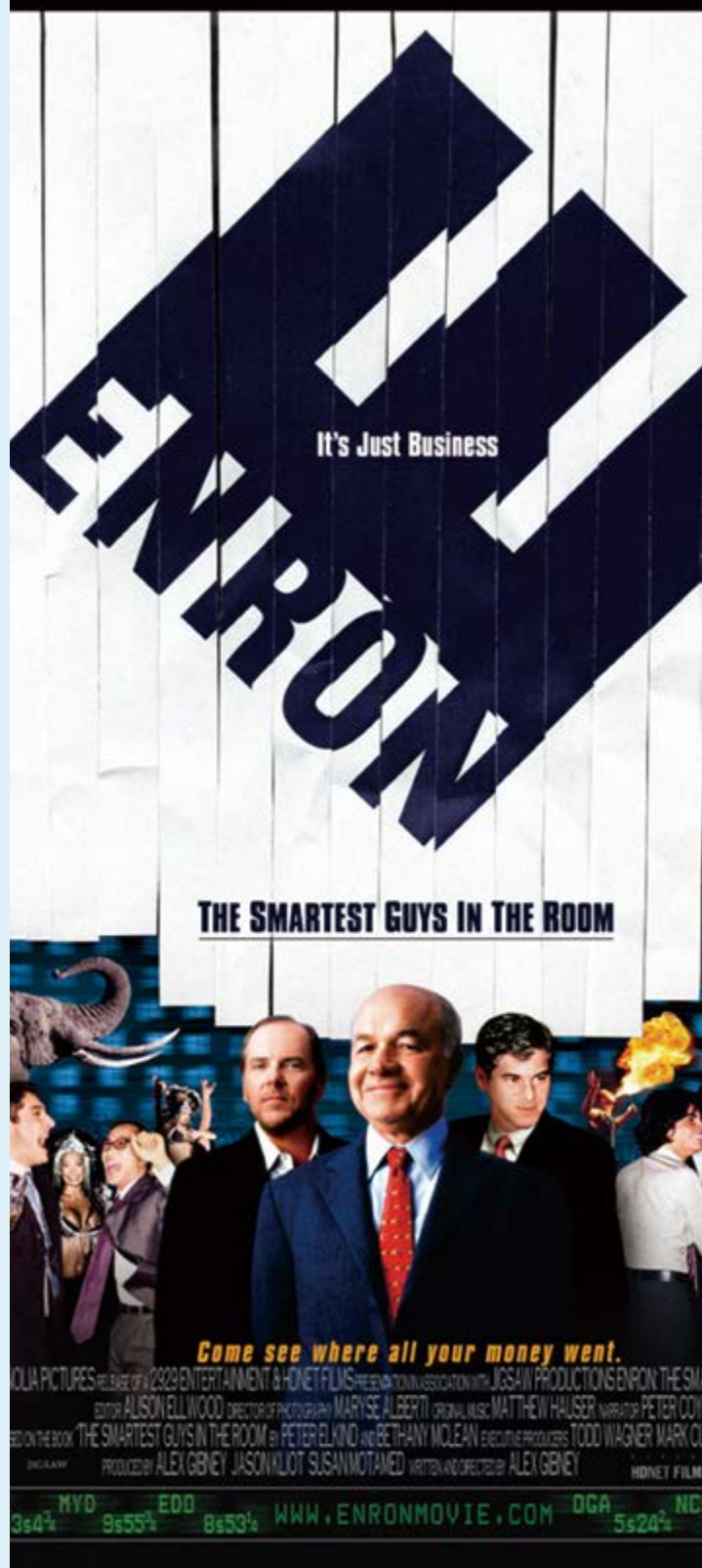
本来，这个商业模式对安然来说并没有什么不妥，很多企业也都是这样操作的。但是，安然公司使用了大量高风险的金融工具，并且通过财务工具掩饰负债、损失和虚增利润。其中，特殊目的实体（Special Purpose Entities, 简称“SPE”）和表外负债（Off-Balance-Sheet Debt）更是被用到了极致。

在 SPE 的使用方面，安然公司在全球范围内成立了 3000 多家 SPEs，其中较活跃的 250 多家。这些 SPEs 分布广泛、架构复杂，被主要用于处理那些非公平交易（Arm's Length Transaction 或称为非对等交易）。安然将 SPEs 的使用发挥到了极致，以此来粉饰安然母公司的财务状况。安然用的方法很简单，例如说，一个交易的价值只有 50 美元，安然与 SPE 通过交易，安然“赚”了 80 元，SPE 自然“损失”了 30 元。你可能会说，哪有这样的交易？人家会同意吗？问题就在这里：第一，SPE 是由安然成立的，所以是“非公平交易”；第二，安然利用会计上的漏洞，隐藏了 SPE 的损失；第三，一般安然的雇员，因安排这些交易，从中获巨利。

除了 SPEs 外，安然还利用了一个会计规则上的漏洞——表外负债。表外负债主要是指那些已经或可能成为公司的负债，但按照现行的会计准则和制度规定以及受其它因素的影响而未能或不需要在公司资产负债表中得到反映的负债。安然通过“表外负债”漏洞的区隔，产生了很多“形式上”的收入，而这些收入远远大于实际收入。

长期的“左手倒右手”和“拆东墙补西墙”游戏，最终抵不过时间的无情，安然公司在 2001 年突然“盛极而衰”——安然公司第三季度提交的财务报告净亏损总额（Net Loss）高达 6.18 亿美元，但财务报表附注却没有对此做出详细说明。对此，投资者大肆抛售手中的安然股票，一时间股价暴跌，最终导致破产保护，昔日的巨人公司轰然倒塌。

It leaves you with the exhilarated sensation of understanding the defining financial scandal.
Dave Karger, Entertainment Weekly



< The Smartest Guys In The Room >《屋内聪明人》宣传海报，该电影根据能源公司安然 (Enron) 的丑闻内幕改编而成。

方块知识
(二)

规则导向 VS 原则导向

五年前，世界上最有影响力且应用最广泛的两大会计准则是：US GAAP(US, Generally Accepted Accounting Principles, 简称“US GAAP”) 和 UK SSAP (UK, Statement of Standard Accountancy Practice, 简称“UK SSAP”)。

US GAAP 是规则导向 (Rule Based)，而 UK SSAP 则是原则导向 (Principle Based)，在实际应用中，US GAAP 和 UK SSAP 在很多方面都存在着竞争。在学术上，双方阵营各有支持者且辩论激烈。

对于规则导向而言，所有规则由会计标准制定机构制定。作为一名会计师，仅仅需要找到合适的规则遵守即可。如果规则没有对某种情况予以规定，那么，会计师可以自由做任何你想做的事情。US GAAP 的好处是，遵守起来非常容易，不存在灰色地带——应用到社会所需的教育成本也相对较低。问题是，一些“坏心眼”的会计师能从 US GAAP 中找到漏洞，正如我们所讨论到的安然一样。

原则导向则仅仅设置了一些原则，会计师们需要根据其所遇到的情况自行判断是否被原则所“涵盖”。原则导向的好处是，很少有情况不被“涵盖”；坏处则是，应用起来难度相当大。由于没有具体、明确的规则，因此，有些情况下，两个会计师在同一原则下所提供的解决方案可能完全不同。

关于规则导向和原则导向的不同，也许通过一个简单的比喻更容易让你理解。假设在一个交通繁忙的十字路口，如果我说：人行道上，你要红灯停，绿灯行。你会觉得这是很自然而然的事情；但如果是半夜，路上空无一人，你还在那里老老实实地等绿灯就显得有些“愚蠢”了。这就是所谓的“规则导向”。但我换一种说法：过不过马路取决于交通状况，红绿灯仅仅是参考信号。毫无疑问，我的话就涵括了所有可能的情况，但问题是，你必须自行决定是否过马路、如何过马路以及是否安全。这就是所谓的“原则导向”。

及其影响，《宏杰季刊》（总第五期）在“从安然事件（2001-2011）看中国概念股的问题”专刊中予以了详细的分析、解读和评论，涵括了五篇独立的专业文章，

十年回顾，从这里读懂安然
是什么让安然无法“无恙”？
安然，不用交税的巨人
安然事件，从 US GAAP 到 IFRS
安然给“中概股”的启示



《宏杰季刊》总第五期

这些文章分别从“安然事件”的来龙去脉、安然倒闭的缘由探讨、安然如何通过表外负债和 SPE 避免交税、以及“安然事件”的影响和对中国概念股的影响等方面进行了全方位的研究。[如果你对此话题感兴趣，可向我们索取相关资料。](#)

对“安然事件”的调查结果表明，由于当时美国并无会计准则强制要求将 SPE 合并进财务报表，安然公司借此利用众多 SPE 隐瞒了大量的负债和亏损，最终导致了安然大厦的崩塌。这使得 SPE 一度被很多人视为逃避税收和会计监管的工具而“声名狼藉”，同时矛头直指会计准则缺失的重大压力，也使得美国 FASB (Financial Accounting Standards Board, 简称“FASB”) 在当年开始了对于 SPE 合并报表的研究。

2002 年 6 月 28 日，FASB 发布了《特殊目的实体合并的建议解释 (Proposed Interpretation

Consolidation of Certain Special-Purpose Entities)》(征求意见稿), 建议按照 SPE 中拥有支配性财务利益(即多数表决权)的主体进行合并, 如果不存在多数表决权, 则以可变利益(Variable Interest)的识别和计量作为判定标准, 同时提出了一个新的术语——VIE(一种意见认为, 正因为 FASB 难以对 SPE 做出明确的定义, 所以才采用了 VIE 这个新的提法)。

2002 年前, 如果一家公司持有 SPE 的股份份额低于 50%, 则不必将 SPE 的资产、负债合并进公司主要实体中。

征求意见稿引发了业界的热议和反馈。2003 年 1 月 17 日, FASB 在此基础上颁布了第 46 号解释(FIN 46)《可变利益实体的合并, 对第 51 号会计研究公报的解释》(Consolidation of Variable Interest Entities, an Interpretation of ARB No. 51)。但由于 FIN 46 在实务操作性上存在一些含糊和晦涩之处, 引起了部分著名会计师事务所等业界的强烈抨击。因此, FASB 不得不推迟了 FIN 46 的实施时间, 之后又发布了《特殊目的实体合并的建议解释》(征求意见稿的修改版), 其中将一些实体排除在范围之外, 并进行了逻辑条理和技术层面的梳理和修订。

最后, 2003 年 12 月 24 日, FASB 发布了第 46 号解释的修订版(FIN 46R), 该修订版篇幅足足为 FIN 46 的两倍, 完整定义了可变利益和 VIE 的概念, 比较系统地提出了 VIE 的并表方法, 也标志着美国会计标准制定开始由规则导向转向原则导向。

正如上面所说, VIE 是“可变利益实体”, 那么, 什么是可变利益(Variable Interest)? 所有的可变利益都是 VIE 吗? VIE 是否等同于 SPE? 针对这些问题, 接下来, 我们将一一进行阐述:

可变利益、VIE 及 SPE 的相关定义

FIN 46R 下的可变利益实体 (Variable Interest Entities)

根据 FIN 46R, 可变利益(Variable Interest Entities)是指实体(Entities)中随着实体净资产(扣除可变利益)公允价值变化而变化的合约、所有权或其它经济利益。(Variable Interests in a Variable Interest Entity are contractual, ownership, or other pecuniary interests in an entity that change with changes in the fair value of the entity's net assets exclusive of variable equity.)

满足一定条件的可变利益才是 VIE

满足下列三条之一的实体被称为 VIE:

条件一: 如果没有任何一方(包括股权持有者)提供的额外的附属财务支持, 承担风险的权益投资不足以满足实体经营活动的需要。

条件二: 作为一个整体, 承担风险的权益投资者不具备下列支配性财务利益的特性之一: (1) 能够通过表决权或类似权利, 直接或间接做出对于实体有重大影响的经营决策; (2) 承担实体预期损失的义务; (3) 收取实体预期剩余收益的权利。也就是说, 实体所有者不必分享实体相应的收益/损失, 这就是 VIE——即, 赴美上市的中国企业所采用的主要类型。他们大多是通过协议控制中国内地运营实体 CLOU (China Local Operating Units, 简称“CLOU”), 且需要将中国内地运营实体合并入上市公司这一报告主题。正是因为 FIN46 号的规管, 中国内地运营实体被强制要求并入美国上市主体才得以成为可能并具有合法性。

条件三: 如果: (1) 某些投资者的投票权与承担实体预期损失的义务和/或收取实体预期剩余收益的权利不成比例; (2) 实体大部分活动均由一个持

注释:

1. 安然事件后, 为了避免对 SPE 的过度监管, FASB 同时提出了 QSPE 的概念, 符合 QSPE 要求的条件包括: 消极地持有资产, 并将所收集的现金流分配给受益权益的持有者而不能经营资产; 限制转让人与 QSPE 的关系; 禁止任何一方通过提供财务支持或者决定再次发行受益权证来提高或保护其在 QSPE 中的利益的价值; 禁止 QSPE 持有股权工具; 明确那些在载体终结后到期的投资工具的要求等。

有不成比例的少量投票权的投资者所参与或代表进行。那么承担风险的权益投资者作为一个整体不具备 2(1) 点特性。

也就是说，所谓“VIE”是指那些或资产和负债不对等，或风险和收益严重失衡，又或者预期损失和预期剩余收益不匹配，甚至主要受益人和实体不直接相关的实体。

需要注意的是以下实体不属于 FIN 46R 应用的范围非营利组织（Not-for-Profit Organizations）、雇员福利计划（Employee Benefit Plan）、合格特殊目的实体（Qualifying Special Purpose Entities，简称“QSPE”）、养老保险企业的独立账户（Separate Accounts of Life Insurance Entities），等等。FIN 46R 出台后，为了规避并表，VIE 大量转型成为 QSPE，以降低并表成本。

VIE≠SPE

尽管 VIE 和 SPE 经常会被混为一谈，实际上两者范围还是有所不同。

SPE 指那些用来帮助集团主体机构的营商实体，在亚洲，BVI 公司就是最常用的 SPE，但在美国有限责任合伙（LLP）更为常用。例如，某企业集团，拥有其旗下众多的土地、房地产、专利、合约通过 SPE 的个别拥有可以将利益及债务分割。

VIE 是指接受 FIN 46R 规范的所有实体，包括引人关注的 SIV、管道（Conduits），而有些通常被称为 SPE 的实体并不属于该范围，如 QSPE¹，同时，其它通常不被称为 SPE 的实体却有可能属于 VIE 范围之内，包括：符合条件的子公司、对冲基金、合资企业、有限合伙企业、风险投资合伙企业、信托和租赁，等等。

可以说，VIE 规则是会计准则所奉行的“实质重于形式”原则的体现，旨在克服法律上以股权比例作为控制权标准的局限性。通过将股权、贷款、担保、

表一：US GAAP 和 IFRS 差异一览

US GAAP	IFRS
趋于规则导向	趋于原则导向
历史成本为主，允许重估减值	历史成本为主，允许重估增减值
会计准则本身未涉及比较期，但 SEC 要求两年的比较期数字	比较期数字至少 1 年
对营利及非营利主体均提供指南	为营利主体制定
法律形式更加重要	交易的实质重于形式

信用增级等各种财务支持统一视为有风险的“可变利益”。因此，VIE 尽管是会计术语，但其传递的理念却是监管性的。

实际上，VIE 与协议控制奉行的法律理念是不同的。协议控制完全体现了私法上的意思自治和法律形式主义，但 VIE 则是对当事人意思自治结果的“否定”，一定程度上体现了监管工具的强制性。

US GAAP 和 IFRS 的趋同

安然事件以前，美国人认为 US GAAP 是最好的财务报告准则。但安然事件后，引发了人们对 US GAAP 的广泛质疑和批评：以具体规则为基础的会计准则存在重大漏洞。因为安然公司利用了 US GAAP 关于 SPE、表外负债、结构化金融交易等方式进行了合法但却与法律和规则制定初衷背道而驰的业务安排与交易涉及，从而使得 US GAAP 的众多规则形同虚设。

安然的所做作为向我们展示了这一点：如果没有“好的”原则（Principle）约束，再自以为详尽的准则（Rule）都可能被高明的专业人士和企业合法地“钻空子”。因为，从规则的角度看，无论多么细致，具体的规则都无法穷尽所有可能。

“安然事件”对于安然的确不能够算是一件好事；但对于 US GAAP 来说

则是一个完善的良好契机。“安然事件”将 US GAAP 所存在的问题暴露在公众面前，证明了 US GAAP 已不能适应不同层次公司的不同需求，因而引发了 US GAAP 向 IFRS 趋同的大转变。此外，美国证监会还针对 SPE 和 VIE 出台了相应的法例修改，即“萨班斯法案”（Sarbanes-Oxley Act）。

FASB 要求报告主体将 VIE 纳入合并范围，但不曾想到的是，数年之后，这一会计准则的调整却对万里之外中国企业的境外上市打开了一扇特殊的门。有一点可以肯定的是，如果没有 VIE 的应用，中国不会诞生像新浪、百度、阿里巴巴等这样的互联网巨头，而我们的生活也会大不同。

宏杰观察

“安然事件”和“9·11”都发生在 12 年前的 2001 年。即便是曾经轰动世界的“9·11”事件，它一度改变了美国人的全球化思维和国际安全思维，但却仍然挡不住时间的冲刷而成为一种过往，更何况安然这样一家公司的倒闭，更是沧海一粟、恒河沙数？！毕竟，这是一个热衷“跑步前进”的时代，很少有人能够停下来回头仔细去看、去想“安然事件”及其影响了。

对于“安然事件”，大多数人都有所了解。但是，如果不是会计界人士，“安然事件”所带来的影响，恐怕并不为人们所熟知。有些事情，你不去理睬它并不代表就不存在，比如，“安然事件”及其影响。

安然倒闭所暴露出来的 US GAAP 引发了美国会计行业的一次大地震，它使得一向自以为拥有世界上最完美会计准则的 US GAAP 受到了很大的质疑和挑战——以准则（Rule）为导向的会计准则即便规定得再详细，但也难免会挂一漏万、无法穷尽所有可能，规则（Principle）导向成为改进的方向！

正因为意识到这一点，才会有“萨班斯法案”的颁布以及 VIE 并表等全新会计概念的出现。更为重要的是，安然的倒闭给 21

世纪初高速发展的美国经济（甚至全世界）提出了警醒：像安然那样贪婪地追求“Show Me The Money”（安然税务部门的宣传语），很可能会把本该有一说一的财务演化为“杂技”，纷繁复杂得让人眼花缭乱，但实际上并没有创造任何新的财富！

抛开这些商业价值的讨论，一个谁也没有想到的影响是：“安然事件”后所出现的 VIE 会成为日后中国企业海外上市的一个工具。其实，说“工具”并不确切，VIE 本身并不是一个工具（尽管在中国被当作工具或手段在使用）。相反，VIE 是一套全新会计合规要求，其目的是防止出现安然那样拆东墙补西墙的财务丑闻。

中国企业境外上市的所有架构安排和协议控制，无论从法律上还是形式上，其实质是为了满足美国证监会对 VIE 合并报表的需求。在这一点上，VIE 和协议控制并不是“鸡”和“蛋”那样纠结不清先后的关系，它完全可以说得清楚，那就是：VIE 是目的，协议控制是手段。在中国，境外上市的公司架构之所以被称作“VIE”架构，从会计的角度看，这多少体现了一种“实质大于形式”的理念。

但在宏杰看来：类似 VIE 的“安排”可以说是“钻空子”的一个正面案例，即，通过“满足”某项准则来“发掘”隐藏在企业背后的价值。我们注意到，阿里巴巴的 IPO 实际上是对限制性规管的积极反应——这是市场力量的“胜利”。上市后，马云曾一度仍然是阿里巴巴的 CEO，也就说 VIE 和阿里巴巴的主要企业都控制在马云的手中。藉此，阿里巴巴的价值才得以被发掘并提供给世界各地的投资者，这正是马云不仅在中国而且在全世界都受到尊重的原因。■

“Interest” 知多少？



文博大精深，一个字、一个词都具有多义性，往往能够在不同的情境下衍生出万千内涵。虽然和中文比稍有逊色，但英文在词义上也很丰富。比如，“Interest”，翻译起来就很难。根据“The Free Dictionary”（<http://www.thefreedictionary.com/interest>），除了常见的“兴趣”或“利益”、“利率”这些含义外，“Interest”还意味着：

- a) 权益、索赔，或股份：比如，新公司的股份 / 权益；
- b) 承载权利、要求或股份的某些东西：比如，拥有海外权益；
- c) 拥有权利、要求或股份的某个人或某个集团：比如，石油利益集团。

说到“英语”的多义性，不由得让人想起近来网络流行的一个热门帖子——《那些被金融毁掉的词》，其中，关于“Interest”，是这样被描述的：中学时候看到 Interest 会想到兴趣，而现在是利率。毫无疑问，这是一种职业敏感（也可以叫做职业病），那就是看到任何一个字词或一项事务，会不由自主地用自身职业特性来加以解读。

金融从业人员看到“Interest”会立即想到利率，这并不奇怪；同样地，律师朋友们看到“Equity”想到的更多是公正，而不是股票。如果换了会计或财务从业人员，那么，对于“Good Will”，想来他们第一反应应该是“商誉”以及如何入账，而不是友善了吧……

由此看来，原来不光在 VIE 中利益实体是可变的，即使是“Interest”这个词汇本身也是可变的。抛开单纯的“文字游戏”，VIE 中的 Interest 变与不变，其实只在于你处于什么样的角度（监管角度、会计角度或者企业投资者角度），从哪个方面来考虑，遵循哪一种会计准则。

典型的 VIE 架构： 想要境外上市，真的好难！

现在，我们了解到：

从本质上看，VIE 是一个会计概念，而非一个法律概念；

从来源上看，VIE 来自大洋彼岸的美国，而非中国人的发明创造；

此外，VIE 是“安然事件”所导致 US GAAP 合并财务报表的一个改变，而非中国律师专为境外上市所准备。

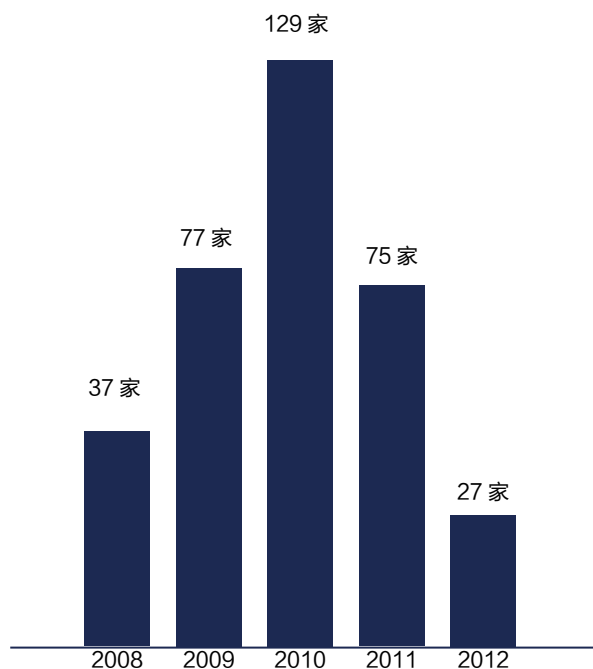
那么，接下来，我们就来看看 VIE 是在怎样的背景下被创造性地应用到中国企业境外上市中去的？典型的 VIE 架构有哪些基本要素？VIE 架构等同于协议控制吗？我们又该如何评价 VIE 架构呢？

经过 30 年改革开放的发展，特别是 2008 年金融危机之后受冲击较小，中国经济呈现出一支独秀的发展态势，中国公司在全球资本市场上已经逐渐成长为一股不容忽视的力量。面对中国企业（特别是在国内融资困难的民营企业）的日益发展，内部自有资金往往已经不能满足生产或扩大生产的资金需求。

钱从哪里来？

境内的 A 股市场对上市企业资质要求高、程序复杂、时间长，很多民营企业根本无法满足。这一状况在 2012 年更是达到了极致，中国证监会已经停止了 A 股的 IPO 发审，800 多家拟上市企业都在排队等待发审“开闸”，一时形成 IPO 堰塞湖景象。据媒体报道，目前证监会表示重启 A 股 IPO 发审还尚未有时间表。但随着新一任证监会主席肖钢在 2013 年 3 月的履新，也许这一进程将会加快。

境内上市无望后，众多民营企业很自然地目光转向了香港、美国、新加坡等境外资本市场。中国企业之所以希望能到境外上市“圈钱”，主要在于境外资本市场有比较多的优势，比如资本市场多层次化、上市程序透明，上市制度健全等等。企业在上市融资的同时，亦有助于改善公司治理结构，加速公司的国际化进程，因此，国内企业纷纷加快了境外上市融资的进程。



近五年中国企业境外上市一览（2008 年 - 2012 年）

表二：中国企业境外上市路径一览

2000 年前 – “前无异议函” 时期

主要法规：《国务院关于进一步加强对在境外发行股票和上市管理的通知》（21 号文）-1997 年（已废止）

主要监管：国务院和国务院证券主管部门，对中国企业直接或间接（红筹）在海外上市的行为进行了多重监管。

重要影响：监管较为严格，且由于中国民营企业尚无发展壮大，因此，境外上市企业相对较少。

2000 年 –2003 年 – “无异议函” 时期

主要法规：《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》（72 号文）-2000 年（已废止）

主要监管：涉及境内权益的境外公司在海外市场发行股票和上市都需要取得《无异议函》。

重要影响：红筹上市道路曾因此遭遇到了很大的障碍，但不少企业逐渐获得“无异议函”成功在香港上市，监管部门出具的“无异议函”亦作为规避责任的主要依据，问题暴露出来。

2003 年 –2005 年 – “监管空白” 时期

主要法规：“72 号文”于 2003 年被废止，但尚无新的监管法规公布。

主要监管：监管空白期。

重要影响：由于监管空白，企业境外上市获得了空前的自由。在这一两年内，通过红筹方式在美国、香港和新加坡等海外市场上市的中国企业接近 100 家，出现了境外上市的一个高潮。

2005 年 – “返程投资受限” 时期

主要法规：《关于境内居民个人境外投资登记和外资并购外汇登记的有关问题的通知》（29 号文）-2005 年（已废止）

主要监管：限制了境外公司收购境内公司股份这一红筹方式必经的程序，以及增加了境内公司个人获得境外公司股权的登记申报程序，给红筹上市的中国企业设置了障碍。

重要影响：中国企业海外上市的势头又遭遇阻力，很多企业又不得不延迟或者暂停海外上市计划。

2005 年 – “返程投资合法化” 时期

主要法规：《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》-2005（有效）

主要监管：规定了境内居民设立特殊目的公司以及利用特殊目的公司进行各种融资活动的申报和审批程序。

重要影响：为企业红筹上市方式明确了规则，铺平了道路。

2006 年 – “10 号文” 时期

主要法规：《关于外国投资者并购境内企业的规定》-2006（有效）

主要监管：加强了对外国投资者收购境内企业和资产，以及红筹方式中特殊目的公司收购境内企业和在境外上市的各种监管。

重要影响：增加境外上市的审批难度和风险，至今未有一家企业经商务部批准完成了境外上市的红筹架构搭建。

2006 年 – 现在 – “后 10 号文时期”

主要法规：证监会和外管局公布的其它法规

主要监管：配合“10 号文”对境外上市的审批和外汇管理操作予以明确。

重要影响：在无法直接获得审批的情况下，中国企业采取了 VIE 协议控制、改变股东身份、合资架构、股份代持、先卖后买等方式寻找“变通”以达到境外上市目的。

西天取“金”的坎坷路

如果说唐僧师徒四人一路西行，风餐露宿是为了取得真经的话，那么，中国企业到境外上市（特别是到美国）融资也无异于一次“西天取金”之旅，其中亦不乏艰难与困苦。

中国企业到境外上市如同唐僧西行一样，都是前所未有的头一遭，毫无经验可循。迄今为止，中国现代企业的发展也不过 30 多年，而在上个世纪 90 年代改革开放才十几年。其实，不光是企业家，监管部门和专业人士同样也对境外上市一无所知。因此，无论是从监管层面看，还是从企业探索境外上市路径的角度看，对双方来说都是一个“摸着石头过河”，时而紧张时而宽松的曲折过程。

如果把中国企业境外上市比作西天取“金”的话，那么，其所遇到的外部监管就相当于一路西行的坎坷与风霜了。在这里，我们就以时间为序，大致为您梳理中国企业境外上市路径。现在，就让我们具体看一看它们是如何一步步踏平坎坷成大道，从而通往西方资本市场。

最新进展： 中国对境外上市的监管

伴随着中国企业到境外取“金”的发展，上市模式也在不断推陈出新、日益灵活。从最初以上市企业为主轴到 2000 年左右引入“风险投资”（Venture Capital，简称“VC”），直到现在的“私募股权投资”（Private Equity，简称“PE”）+ 承销商模式，中国企业境外上市正日益风生水起。而中国对境外上市的监管和规范也经历了从监管缺位、不完善到逐渐完善的过程，且呈现出日益严格的监管趋势。

2006 年 9 月 8 日生效的《关于外

国投资者并购境内企业的规定》（简称“10 号文”），其严格限制使得在此之前未完成红筹架构搭建的公司境外上市路径基本被堵死。尽管 2009 年 6 月 22 日商务部发布了修订版的《关于外国投资者并购境内企业的规定》（2009 年第 6 号），但并没有实质性改动。

迄今为止，还没有一家境内企业经商务部批准完成了“10 号文”框架下标准的红筹结构搭建。从法律规管角度看，“10 号文”已经成为摆在境外上市企业面前不可回避的一个监管“障碍”。

2011 年 8 月，商务部发布了《实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》（简称“53 号公告”），并于当年 9 月 1 日开始生效。根据“53 号公告”第九条规定：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。

稍后的 2011 年 11 月 20 日，时任中国证监会主席的郭树清在一个论坛间隙被问及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。这是中国证监会首次证实其在研究 VIE 架构的监管规定。

也许是郭树清在证监会的大刀阔斧改革起了成效，时隔一年后的 2012 年 12 月 20 日，中国证监会颁布了《关于



表三： 中国企业境外上市的主要法例

75号文（2005年10月）

主要规管境内居民利用境外特殊目的公司进行返程投资；
规定了境内居民返程投资的登记和补登记的相关事宜；
对境内居民个人特殊目的公司身份的认定更为严格，“实质大于形式”成为最主要原则。

10号文（2006年9月）

主要规管外资企业并购境内企业；
对外资企业利用SPV并购中国境内企业有特别规定；
几乎关上了海外红筹上市的大门。

698号文（2009年12月）

对中国企业的境外股权交易开始征税，并在实践中有不少大的案例出现；
从税收角度“刺破公司面纱”，实行法人人格否定，可能使精心安排的避税方法失效；
避税港或税率低于12.5%的低税率司法管辖区不再是监管的盲区。

53号公告（2011年8月）

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。
将VIE纳入监管范围，但仍然限制在国家安全这一特定范围内。

外商投资企业产业指导目录（2011年修订）（2011年12月）

将外商可投资的产业分为鼓励类、限制类和禁止类；
其中，网络视听节目服务、互联网上网服务营业场所、互联网文化经营仍然属于禁止类。

证监会“指引”（2012年12月）

取消了“四五六规则”（4亿净资产、5000万元融资额、6000万元净利润）；
需要根据“指引”提供相应的申报文件；
简化了申请程序，降低了境外上市的财务门槛。

外管局“关于境外上市外汇管理有关问题的通知”（2013年2月）

企业按要求办理了境外上市相关登记手续后，即可通过银行办理账户开立、资金汇兑等手续，无需再经核准；
规范境外上市企业境内股东增持/减持境外股份的资金汇兑等业务；
为H股全流通奠定了基础。

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》（简称“指引”），该指引已经于 2013 年 1 月 1 日开始实施。

“指引”最引人关注的是取消了一直套在中国企业头上的“紧箍咒”，即业界所称的“四五六规则”：1) 4 亿元净资产、5000 万元融资额、6000 万元净利润。此前，很多中国企业不能够直接境外上市的一大障碍就是财务指标达不到“四五六规则”这个证监会审批的标准。

虽然证监会此举取消了“四五六规则”，但由于境外上市涉及到多头审批（实际审批权更多地是在商务部和行业主管部门手中），因此，“指引”实施以来，似乎并没有带来企业境外上市的小高潮。不过，这也从一个侧面能够看出中国监管部门的姿态转变——即，从“堵”到“疏”，逐渐降低中国企业境外上市门槛，疏浚境内 A 股 IPO 堰塞湖现状。

“10 号文” 和后红筹模式

可以说，“10 号文”是中国民营企业境外上市的“分水岭”。2006 年 9 月 8 日之前，民营企业境外上市多采用“红筹模式”。至于“10 号文”对境外上市的严格监管，我们曾在《宏杰季刊》（总第 4 期）的《中国对境外上市的监管》一文中有详细分析，此处不再赘述。如果你对此感兴趣，请参阅该文。

此后，红筹之路无法走通。为了实现境外上市，中国企业只好寻求变通的

办法，开始进入“后红筹模式”阶段。在“后红筹模式”阶段，各种变通的方法开始被用到境外上市过程中，主要包括：

◆ **VIE 架构或协议控制** 大多数外资限制类企业都采用这种模式，远的如新浪、搜狐，近的中国秦发、唯品会、欢聚时代。从使用行业上来看，VIE 架构已经从最初的互联网、教育等轻资产行业扩展至能源、矿产等重资产行业，这也是 VIE 引起中国有关部门特别关注的一大原因。

◆ **先卖后买** 比如，2007 年在港交所上市的银泰百货。这种模式其实存在一定的风险，那就是，企业实际控制人在“卖”的过程中可能面临丧失控制权法律风险。

◆ **合资架构** 比如，2009 年在港交所上市的辽宁忠旺。辽宁忠旺具有一定的特殊性，因为“10 号文”生效之前转移出去的只有 40% 权益，剩余 60% 境内权益在装入忠旺投资（香港）时得到了监管部门的顺利放行，而这取决于当地主管部门的松紧程度，具有偶然性。

◆ **准内资** 比如，2009 年在港交所上市的瑞金矿业。为了规避“10 号文”的外资并购内资企业限制，瑞金矿业的境外公司安臣 BVI 通过在中国投资设立外商投资企业安臣通讯，再由安臣通讯投资设立赤峰富侨。经过两重投资后，赤峰富侨作为 WFOE 再投资的企业，根据中国法律属于内资企业，为实际并购做了铺垫。

◆ **股份代持** 比如，SOHO 中国采用了这一模式。潘石屹将其控制的 SOHO 中国境内实体权益，赠予已获得香港居民身份的妻子张欣；“10 号文”生效后，潘石屹再将境内剩余权益陆续转移给张欣，以此规避了“10 号文”关联并购的



审批程序。但是，股份代持存在一个很明显的隐患，那就是“假戏真做”，实际控制权被代持人据为己有。

◆**身份改变** 也就是说改变创始股东的身份，通过移民的方式变为外籍人士，从而规避相应法律规管。比如，前一段被媒体大肆报道的俏江南创始人张兰改国籍一事，据称之所以如此也是为了俏江南在香港上市。

“后红筹架构”并不止于上面几种方式，只是上面这些方式是较为常见的境外上市架构。正如上面所说，VIE 架构是后红筹架构的最主要模式，且其使用范围亦从最初的互联网、教育等轻资产向能源、矿产等重资产扩展。接下来，我们就来看看 VIE 这架“梯子”是如何帮助企业翻过政策的堵堵高墙。

VIE: 翻过政策高墙的“梯子”

网络上流行一个段子说：她不会翻墙，于是，天天坐在墙下哭。一天天过去，墙倒了，她，就是孟姜女。段子嘛，当然听起来多少有点 Funny，让人一笑置之，笑过就算了。但对于打算到境外上市的中国企业来说，“10 号文”的政策高墙已经于 2006 年筑起。坐在摊开的“10 号文”面前“哭”自然是解决不了问题。

出现了障碍，就要想办法搬掉这个“障碍”，就像古代的愚公一样。只不过，不是拿着铲子去直接移山，而是造一架梯子翻过去。当打算到境外融资的中国企业遭遇到政策的束缚后，他们自然会和投行人士、律师、会计师及其它

中介机构思考怎么打造这架梯子。

VIE 架构及其一系列的协议控制，就是市场所能找到的最佳解决方案（虽然不完美）。迄今为止，已经有数百家中国企业藉由 VIE 架构得以实现了境外上市。可以说，没有 VIE 架构帮助下的海外上市融资，就没有中国 TMT 行业过去发展的黄金十年。因此，某种程度上说，VIE 是中国政府对境外上市过度监管与市场创新的产物。

典型的 VIE 架构

VIE 架构的概念主要在于控制权是通过多个合法的协议而不是持有股权来获得的。这些协议放到一起就能够使得外商独资企业（Wholly Foreign Owned Enterprise，简称“WFOE”）能够从 VIE 获得大部分的经济利益，同时承担 VIE 的亏损责任。典型的 VIE 结构一般通过五大协议来实现：

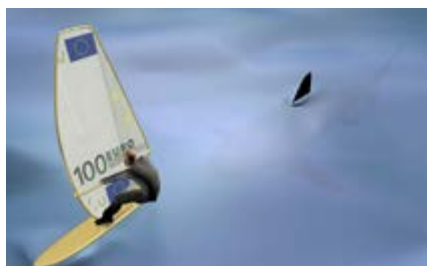
◆**资产运营控制协议** – 通过该协议，由 WFOE 实质控制目标公司的资产和运营，即控制资产；

◆**借款合同** – WFOE 贷款给目标公司的股东，而其股东以股权质押为凭，即控制资金；

◆**股权质押协议、认股选择权协议** – 即当法律政策允许外资进入目标公司所在的领域时，WFOE 可提出收购目标公司的股权，成为正式控股股东，即控制股权；

◆**投票权协议** – 通过该协议，WFOE 可实际控制目标公司董事会的决策或直接向董事会派送成员，即控制决议；

◆**独家服务 / 管理协议** – 该协议规

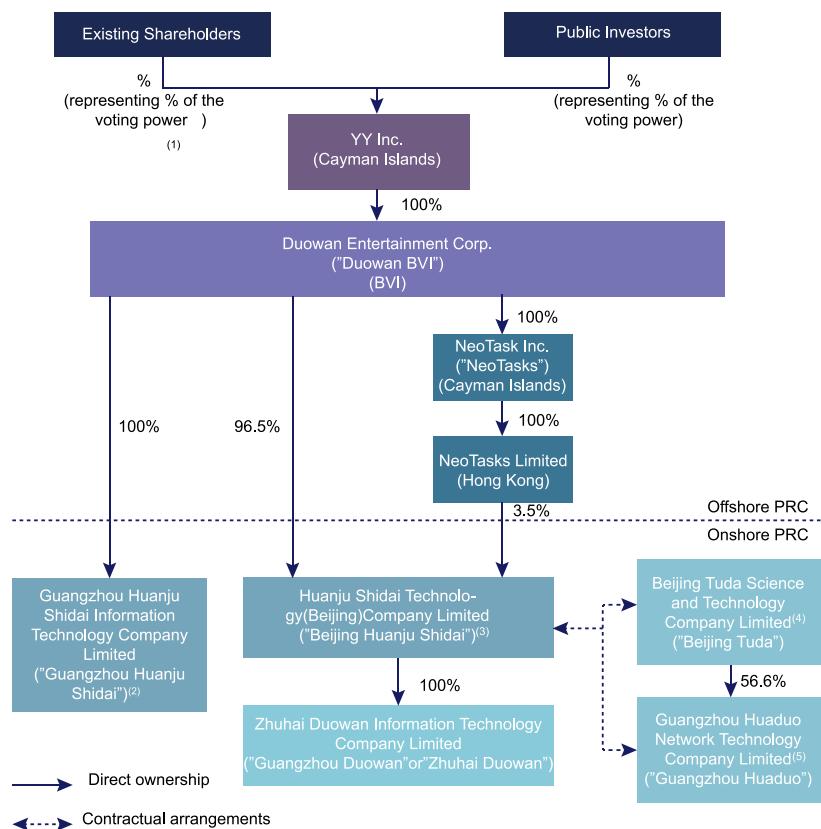


定公司实际业务运营所需的知识产权、服务均由 WFOE 提供，而目标公司的利润以服务费、特许权使用费等方式支付给 WFOE，即控制利润。

现在，我们就来通过 2012 年 12 月在纳斯达克上市的欢聚时代（股票代码：YY）招股书中所披露的公司架构图来看典型的 VIE 架构控制示意图是什么样的（如下图）。

表四：YY 招股说明书

The following diagram illustrates our corporate structure upon the completion of this offering assuming that the underwriters do not exercise their option to purchase additional shares:



- (1) Upon the completion of this offering, our senior management and other existing shareholders will own an aggregate of % of the total voting power of our outstanding shares.
- (2) Formerly known as Zhuhai Duowan Technology Company Limited.
- (3) Formerly known as Duowan Entertainment Information Technology (Beijing) Company Limited.
- (4) Beijing Tuda is our PRC consolidated affiliated entity. Mr. David Xuelling Li, Mr. Jun Lei, our co-founder, chief executive officer and director, Mr. Tony Bin Zhao, our chief technology officer and Mr. Jin Cao, the general manager of our website Department, own 97.7%, 1.5% and 0.8% of Beijing Tuda's equity interests, respectively.
- (5) Guangzhou Huaduo is our PRC consolidated affiliated entity. Mr. David Xuelling Li, Mr. Jun Lei, our co-founder and chairman, Mr. Tony Bin Zhao, Mr. Jin Cao and Beijing Tuda own approximately 1.7%, 1.5%, 0.1%, 0.1% and 96.6% of Guangzhou Huaduo's equity interests, respectively.

YY 招股书所披露的公司架构图，看起来是不是非常的复杂？事实上也的确如此。但实际上，透过复杂的架构，我们可以将其进行简化为表五，以方便做更具针对性的分析。如同武林高手必须打通“任督二脉”一样，总的来说，YY 要想通过 VIE 架构将上述 5 大协议的“关节”——打通共需要 5 个步骤，主要包括：

第一步：国内个人股东设立 BVI 公司。一般而言，每个股东都需要单独设立 BVI 公司，以便于分别持股。之所以选择 BVI 公司，是因为注册简单，股东信息不披露，相对具有保密性。但我们认为，如今设立其它的境外 SPEs 比 BVI 公司更为有利，因为 BVI 与中国签署了税收信息交换协议，BVI 公司的信息保护功能正在逐渐淡化。

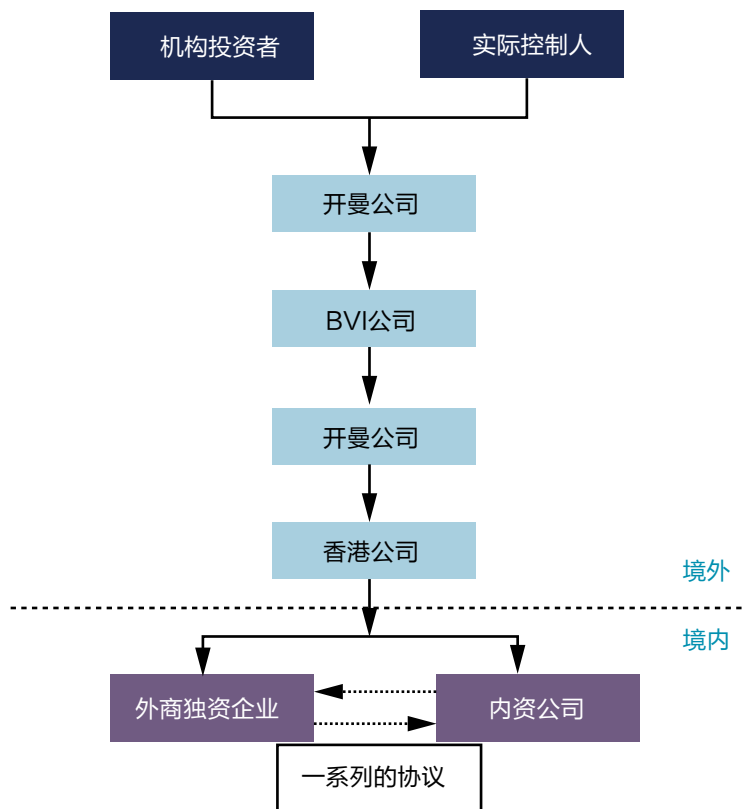
第二步：以境外 PE 和实际控制人为股东，设立开曼公司作为上市主体。开曼公司采用英美普通法属于避税天堂，最为重要的是，开曼公司能够在英国、美国、澳大利亚、新西兰、香港等司法管辖区的证券市场上市。

第三步：在 BVI 公司下面设立一层开曼公司，并以其为母公司设立香港壳公司，作为将来处理预提所得税的特殊目的工具。根据中国内地和香港签署的避免双重征税协议（Double Taxation Agreement, 简称 DTA），WFOE 分红可以享受 5% 的预提所得税优惠（如果被认定为中国的居民企业除外）。

第四步：以香港壳公司在中国境内设立 WFOE，作为将内资公司利益输送到境外的工具，以实现境外上市的目的。

第五步：WFOE 与内资公司签订一系列的独家管理 / 服务 / 技术协议，达到利润转移并符合美国 VIE 会计准则的目的。在此，境外上市主体和目标公司的股东利益应当高度一致，基本上是同一批中国股东，否则容易出现股权争议，导致基于协议的权益无法输送和分配。

表五：典型的 VIE 架构



透过上面的安排和架构规划，VIE 就是这样一步步绕过中国相关法律法规的限制（特别是“10 号文”），间接控制了互联网、教育、能源、矿产等行业的企业，并实现了在境外证券市场的上市。如果单从形式上看，VIE 架构基本满足了法律形式上的要求，但如果从“实质大于形式”的角度看，特别是在中国法律规定相对模糊、监管部门解释空间很大的情况下，存在着非常大的风险。

宏杰观察

尽管 VIE 非中国所原创，但不可否认的是，富有创新意识中国律师和投资顾问们的确是创造性地将 VIE 应用到了中国企业境外上市的市场实践中去。某种程度上，我们很难分清楚（也没有必要）去区分这是一种创新还是新瓶装老酒。

从本质上看，VIE 架构不过是利润多绕了几道弯，最后利润的实质归属并没有发生改变，而中国政府也对该结构采取了默认的态度，而且这种暧昧不明的态度在短期内看起来仍然将会继续。无论如何，存在即合理，VIE 被广泛地应用到“10 号文”后的大多数境外上市操作中，（虽然 VIE 架构本身存在法律、合同及架构性的风险，这一点，我们将在后文中详细分析）这本身就说明了其价值。

比如，2011 年爆发阿里巴巴与雅虎股权之争将 VIE 所隐藏的法律风险从桌下吵到桌面，大大降低了国际投资机构对中国企业（特别是中国概念股）的信任度，因为他们担心中国企业会置 VIE 架构下的协议控制不予执行，导致重大投资风险。

受阿里巴巴事件和中国概念股的负

面影响，一度地，特别是在 2012 年，境外资本市场都对中国企业 VIE 架构上市持谨慎态度。在整个 2012 年仅有唯品会和欢聚时代 2 家企业在美国上市，这和 2010 年和 2011 年分别有 129 家、75 家企业到境外上市不可同日而语。

但有一点还是值得松了一口气，那就是，2012 年 11 月 21 日，欢聚时代（股票代码：YY）正式登陆纳斯达克，成为 2012 年第 2 家（也是其中两家之一）在美国上市的中国企业。最为引人瞩目的是，欢聚时代仍然采用了“风口浪尖”的 VIE 架构。欢聚时代在美国的成功 IPO，从市场设计操作的角度试探出了美国证监会的态度——即采用 VIE 架构的中国内地企业，仍然为美国证券市场所接受。

像任何一家上市公司，YY 的招股说明书也是厚厚的一沓，拿在手里颇有“分量”，因为这份招股书长达 325 页！其中，在“PRC Regulation”（中国的法律监管）这一部分对中国政府的相关法律监管做了详尽的披露，满满的 22 页。

作为 YY 的中国法律顾问，中伦律师事务所在招股说明书中认为：

◆ 中国合并附属实体（Consolidated Affiliated Entities）与其中国境内的分支机构，现在及协议生效后，符合现行的中国法律法规；且

◆ 根据中国法律，YY 所采用的 VIE 架构中各项协议安排是有效的、可行的，不会违反任何中国的法律法规。

◆ 但是，对中国现行法律的解释和未来法律的发展，不排除存在实质性的不确定性。中国的法律机关可能会持相反的观点。一旦如此，YY 公司可能会因此面临重大惩罚，包括，关闭运营平台、停止业务运营。

由此，我们可以看出，中国律师们仍然采取了一贯常用的 VIE 架构及法律意见。之所以会如此，这和中国监管部门一贯的“默认”态度不无关系。2011

年商务部公布的《外国投资者并购境内企业安全审查制度有关事项的暂行规定》第 9 条规定：

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。

但由于该规定仅针对与国家安全相关的审查，具有特殊性，因此不会对常规的外资并购产生实质性影响。不过对于一些能源、矿产行业，则很可能不被放行。比如，2011 年 3 月，宝生钢铁撤销了其在美国总计 3800 万美元的上市申请，原因在于河北当地政府不认可该公司的 VIE 结构，认为：该协议违背了中国现行的有关外商投资企业的管理政策和国家法规。

需要说明的是，宝生钢铁 VIE 架构和其它的 VIE 架构并没有什么不同但却被否，与这两年中国钢铁产业国进民退的大背景息息相关。不过，由此我们也不难看出，中国监管部门的权力空间很大，放行还是卡住，其松紧尺度并不太容易把握。因此，VIE 架构所面临的不确定性事实上是有所加大。■

在欢聚时代（股票代码：YY）所公布的招股书中，对风险因素的陈述，多达 46 页。正如我们前面所说的——到底有多少投资者在投资前真正阅读了招股书中的风险提示？！其实除了单独列出来的“风险因素”外，在整个招股书中，到处都充斥着风险的影子，包括：

商业模式方面的风险—30 项；

公司架构方面的风险—11 项；

在中国营商的风险—16 项；

在美国上市的风险—20 项。

在上述如此多林林总总的风险中，其中的“公司架构方面的风险”，特别是 VIE 架构的风险是这样描述的：

与公司架构及所处行业相关的风险

1. 如果中国政府认为本公司架构违反了中国的法律法规，或对中国法律法规的解释在未来有所变化，那么，本公司将面临运营实体被吊销执照、停止运营等处罚；

2. 公司藉由协议安排与中国境内的合并附属实体 (PRC Consolidated Affiliated Entities, 即 VIE) 及其股东得以确保运营的顺利进行，此举可能无法与直接的股权控制具备同等效力。如果中国境内的合并附属实体及其股东不能履行协议安排下之义务，则公司可能将不得不诉诸法律以行使权益，此举可能耗费时间、不可预期、费用高昂以及有损我们的运营和声誉。

3. 公司现有股东对公司具有实质的影响力，且其利益可能和其它股东利益并不完全一致，这可能会不利于、延迟或有碍公司控制权方面的变化，如此一来会有损公司股东分享股票溢价。

4. 如果公司的中国境内合并附属实体破产、注销或清算，公司可能失去中国境内合并附属实体对公司业务非常重要资产的控制和享有权。

5. 公司与中国境内的合并附属实体之间的协议控制，可能对公司的税负安排产生不利影响。

我想，如果你认真阅读了上述所有风险，也许不会再投资股票市场。但真的会如此吗？无论如何，风险和机会是并存的，二者如孪生兄弟一样须臾不可分割。真正“有眼光”的聪明投资者并不会因噎废食，相反，他们如同鹰隼一样，往往会擦亮眼睛，从招股书中读出风险与机会之间最佳的结合点，并做出相应的投资决定。





境外机构对 VIE 架构的监管

——以美国和香港为例

由于美国和香港是中国企业境外上市的两大主要目的地，其证监会或交易所对 VIE 架构的态度和立场，便显得尤其重要。在前面了解了中国境内对 VIE 的法律监管后，我们也来换一个角度，跳出中国本身从美国、香港的监管角度来看 VIE 在境外的政策监管和法律规管。在具体看美国和香港监管机构对 VIE 架构的态度之前，我们先来看一下全球资本市场的多层次化。

全球资本市场的多层次化

从全球范围来看，资本市场有着明显的多层次化结构，而且这种趋势还在日益加剧。这从 2012 年全球前 10 大 IPO 市场排名上，可以窥出一些端倪。2012 年，排名前 10 的证券交易所分别是：纳斯达克、深交所、港交所、纽交所、上交所、伦敦证交所主板、东京股交所、马来西亚股交所、巴西证券交易所、法兰克福证交所。

美国仍然是全球最活跃、IPO 募资额体量最大的资本市场，纽交所和纳斯达克分别占据了 2012 年 IPO 的状元和榜眼位置。正是因为美国资本市场的品牌影响力和融资能力，愈发刺激了中国企业到美国上市。不仅如此，美国资本市场的多层次化也几乎让其它资本市场无法望其项背，除了主板市场的纽交所以及针对新兴企业的纳斯达克，美国还有粉单市场、OTC（场外交易市场）等，可以为不同类型、不同需求的企业提供多种选择。

相比之下，伦敦作为立足于欧洲大陆的国际金融中心，主要是欧洲企业上市的主要目的地。当然，也不排除一些中国企业会选择到伦敦上市，其主要考虑因素是藉此进入欧洲市场（特别是在中国企业欧洲并购步伐加大的现在），或者已经进入了欧洲市场但希望通过在伦敦上市深耕欧洲市场。目前为止，中国企业在伦敦主要是在其 AIM（Alternative Investment Market，简称“AIM”）上市，相当于创业板，要求比较低，上市比较方便。如果考虑伦敦 AIM 上市的话，通常会考虑通过泽西岛公司作为上市主体，其中不乏中国企业的身影。

香港一度是全球最大的 IPO 市场，特别是在 2010 年和 2011 年，曾连续两年居世界第一位。香港资本市场的繁荣，很大程度上依赖于内地企业赴港上

市的热潮。随着中国经济增速的减缓和全球资本市场的不景气，2012 年香港的 IPO 市场退出了前三，屈居第 4 位。在 2012 年底，港交所对 VIE 上市修订了上市决策，加大了吸引内地企业 IPO 的力度。此外，港交所还采取措施，希望吸引更多国际公司的二次上市。整体而言，香港金融业发达，市盈率比较稳定，专业人士的经验也很丰富。

相比香港，新加坡的资本市场盘子则比较小，融资额较低。因此，大型的 IPO 往往不会选择在新加坡上市。对于一些融资需求不大，或者对进入东南亚市场有需求的企业，新加坡不失为上市的一个选择。

美国证券市场 对 VIE 的监管

21 世纪的第一个十年，由于受互联网浪潮泡沫的冲击，美国证券市场上业务大幅减少，而亚洲市场则一派红火。于是，纽约泛欧交易所集团 (NYSE Euronext) 和纳斯达克集团 (Nasdaq OMX Group Inc.) 开始来中国大力拓展可能前往美国上市的公司。据统计，从 2006 年到 2010 年，共有 325 家总部在中国的公司赴美上市，其中共有 222 家中国企业是通过“反向收购”登陆美国市场的。

中国概念股 VS 做空机制

早在 2010 年，纳斯达克就意识到了一些中国概念股的财务作假，聘请了外部调查员，以调查中国反向合并公司的财务报表。据纳斯达克说，评估中包括了对这些公司在中国内地运营情况的调查。以“浑水”、“香椽” (Citron) 等为代表的做空机构开始大规模地做空中国概念股。恒大地产、分众传媒、奇虎 360、展讯通信、嘉汉林业、中国高速频道、绿诺科技、东方纸业、新东方等诸多中国概念股都被做空（详见表八）。

表六：近三年全球 IPO 市场区域分布一览

2010				2011			2012		
区域	数量	美元	融资额占比	数量	美元	融资额占比	数量	美元	融资额占比
亚太	316	155.8	66.5%	200	69.4	50.3%	86	4.03	41.6%
欧洲	41	28.7	12.3%	32	27.8	20.2%	15	9.9	10.2%
拉丁美洲	16	7.7	3.3%	18	6.0	4.4%	11	5.4	5.6%
中东和非洲	13	3.9	1.7%	2	0.2	0.2%	6	1.5	1.5%
南美	93	38.1	16.3%	87	34.4	25.0%	79	39.9	41.1%

全球统计包括 ipo 交易至少 1 亿美元，并排除封闭式基金和特殊目的收购公司。数据截至 2012 年 12 月 12 日。

表七：近三年全球 IPO 市场交易所表现一览

2010				2011			2012		
交易所	数量	美元	融资额占比	数量	美元	融资额占比	数量	美元	融资额占比
纳斯达克	26	5.4	3.0%	28	7.3	6.5%	61	19.4	20.0%
纽交所	57	28.9	16.1%	56	26.4	23.5%	13	19.4	20.0%
东京股交所	5	14.1	7.9%	2	1.3	1.1%	7	11.5	11.8%
港交所	53	49.3	27.5%	35	22.4	20.0%	15	9.0	9.3%
马来西亚股交所	6	5.9	3.3%	5	1.9	1.7%	5	7.0	7.3%
深交所	177	33.8	18.9%	103	18.8	16.8%	29	5.6	5.8%
伦敦证交所主板	14	8.2	4.6%	10	15.7	14.0%	7	4.4	4.5%
上交所	24	25.0	13.9%	29	12.7	11.3%	12	2.5	2.6%
法兰克福证交所	6	2.7	1.5%	7	1.8	1.6%	2	2.2	2.3%
巴西证券交易所	10	5.9	3.3%	11	4.0	3.6%	3	2.1	2.1%

数据来源：腾讯财经

表八：被做空的中国概念股

公司	做空者	做空时间	影响	目前状况
新东方	浑水	2012-7	财报获 SEC 认可 做空失败	股价恢复
恒大地产	香椽	2012-6	财务造假、资不抵债	股价重挫
分众传媒	浑水	2011-11	虚报 LCD 屏数量，虚报收益	股价恢复
奇虎 360	香椽	2011-11	存在显著欺诈行为	股价恢复
展讯通信	浑水	2011-06	财务造假，高层变动等	股价恢复
嘉汉林业	浑水	2011-6	虚构资产和收入，伪造营销数据等	破产
中国高速频道	香椽、浑水	2011-2	夸大业绩	摘牌
绿诺科技	浑水	2010-11	夸大业绩，虚构客户	摘牌
东方纸业	浑水	2010-6	财务造假	股价低迷

方块知识 (五)

做空机制在西方

在一些国家，做空机制被视为一种自下而上的监管方式，是属于投资者的监管方式。

1609 年，世界上第一个证券交易所在荷兰阿姆斯特丹建立。当年，一名商人卖光了荷兰东印度公司的股票。随后的 1720 年英国“南海投资泡沫”、法国“密西西比泡沫”、1929 年大萧条、2008 年金融危机，都曾闪过做空者的身影。

上个世纪 30 年代的大萧条时期，美国参议院组织了专门的委员会调查卖空，得出的结论是：没有证据显示卖空交易导致了股灾。美国随后出台的《1934 年证券法》并未对卖空进行限制。1991 年美国政府运作委员会的一份针对卖空的报告认为：卖空在市场中充当了重要的基础角色，许多对卖空的指责是因为对卖空不了解。（比如，卖空将更多的信息融入股价里，从而有助于降低股市的投机性与波动性。此外，卖空还有助于做市商做市。）

美国市场上有两个层面的监管：一种是自上而下的，SEC 来监管造假等问题；另一种则是自下而上的，投资者来监管。投资者如何监管呢？最主要的是类似浑水公司（Muddy Waters Research）的方式，发现造假然后卖空，还有一种方法是集体诉讼。

根据公开报道，中国企业为反向并购付出的成本并不算太高，少则六七十万美元，多则不超过 300 万美元。在它们向各路中介支付几十万美元后，律师事务所、会计师事务所等会按美国通行的相关制度将这些企业的报表粉饰得鲜亮。在美国成功上市后，等到“做空潮”来袭之时，这些“编故事”的企业迅速被做空机构架起的显微镜捕获。

正当中概股遭遇做空“突袭”的时候，马云在支付宝事件中“先转移后赔偿”的做法让美国投资者对 VIE 架构的约束力产生了疑虑，可谓雪上加霜。尽管 VIE 结构在国内已经存在了 10 多年，而且也成为中国公司赴美上市的常见公司架构，但中国官方到目前也没有给明确说法，其合法性令投资者担忧，加剧了投资者对中概股的恐慌。

但并非所有的做空行为都会把中国概念股拉下水。就拿最为曲折、影响最大且成功躲过“突袭”的新东方 (EDU.NY) 被浑水做空一事来说吧。

2006 年，新东方赴美上市，六年来一直都发展得顺风顺水。即使是在 2011 年中国概念股因造假风波遭遇“退市潮”的最危险时刻，新东方仍然是安然无事。但没想到：

— 2012 年 7 月 17 日，新东方公布财报并承认正在接受美国证券交易委员会调查。当天，股价大跌 34.32%。

— 2012 年 7 月 18 日，新东方遭遇浑水研究公司长达 97 页、建议“强烈卖出”的评级报告质疑。

— 2012 年 7 月 19 日，新东方董事会主席兼 CEO 俞敏洪现身“辟谣”，称“浑水写的只是小说”。

— 2012 年 7 月 20 日，新东方派 CEO 俞敏洪、CFO 谢东萤等在内的公司高层管理人员表示，“计划在未来的 3 个月内使用其个人资金回购总额不超过 5000 万美元的美国存托股票，并许诺不会在 6 个月内售出”，新东方股价上涨 15.27%。

— 2012 年 7 月 21 日，新东方再涨 15.27%。

— 2012 年 10 月 1 日，新东方特别委员会就浑水质疑报告中的一些指控做出反驳。新东方称，经调查，特别委员会在“特许加盟”问题上没有发现任何明显证据支持浑水的指控。

— 2012 年 10 月 15 日，通过和 SEC 交涉，SEC 对新东方将 VIE（北京新东方）并入上市公司财务报表没有异

议，对将新东方的学校并入新东方或者新东方在中国的子公司也没有异议，浑水做空新东方宣告失败。

不过，如果自身的财务状况存在瑕疵的话，由做空而带来的美国市场投资者恐慌情绪，将很可能会直接影响中概股。毕竟，并不是每家企业都像新东方这么“自身过硬”或能“幸运”的躲过一劫。据统计，截止到 2012 年底，已经有 40 多家中概股企业因为股价大跌而被迫退市；另一方，则有 40 多家不甘被低估的中国公司寻求“私有化”退市。那么，在中概股风波下，美国证监会的态度如何呢？

美国加大对中概股监管

中概股做空潮后，美国资本市场对中概股的监管加严。SEC 首先加强了对反向收购上市中国公司的调查，涉及审计及信息披露违法、利益输送、起诉会计和审计公司、财务造假等。2011 年 4 月 SEC 主席致信美国国会称将严查反向并购中国公司。2011 年 6 月 SEC 首次对投资反向收购公司发出风险警示。

交易所方面针对借壳上市则是提高了准入门槛，并通过加强公司上市和上市过程中的监管来保护投资者，比如聘请外部调查机构，扩大内部调查小组，开始要求公司提供现金余额的独立验证等。

与此同时，SEC 希望在跨国监管方面取得更多进展。2012 年 12 月 4 日，SEC 指控德勤、安永、毕马威、普华永道以及德豪（BDO）这五家会计师事务所中国附属业务违反美国证券法，因其拒绝提供相关审计工作的底稿。此举被认为 SEC 在和中国政府的跨境监管谈判无法取得实质突破后的施压方式，如果中美双方最终无法达成妥协，在美上市的中国公司或将面临新的挑战。

此外，美国证监会开始把打击对象指向那些帮助中国企业登陆美国资本市场的顾问、金融家及审计人员。比如，



2012 年底，美国证监会用一份 40 多页的起诉书，把一家为中国企业提供并购和上市服务的顾问公司告上曼哈顿的一家联邦法院。

香港证券市场 对 VIE 的监管

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”)。

针对 VIE 的“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做出适宜的披露，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记录和财务资源）；（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，表明香港联交所在 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

方块知识 (六)

美国证监会对反向收购 IPO 的投资者警示

2011 年 11 月 8 日，美国证监会通过了有关通过反向并购美国壳公司在美上市规则的相关修订。此次修订定义了“反向收购”(Reverse Merger) 的一些特征，规定了包括但不限于以下因素：

- a) 根据美国交易法案(The Exchange Act)12b-2 条，该公司是否属于“壳公司”；
- b) 该公司积极资产 (Active Asset) 和消极资产 (Passive Asset) 各自所占百分比；
- c) 该公司是否产生利润，如果产生，是由积极资产还是由消极资产产生；
- d) 该公司产生利润部分的业务运营由多少员工支持；
- e) 该公司未有实质性运营的时长；
- f) 该公司是否发表声明有计划开展运营活动或产生利润，包括藉由短期并购或交易而实现。

根据新的上市规则，一家反向并购公司，只有满足有关条件才可在美国证券市场 IPO 上市。为了便于读者了解，我们保留了美国证监会的英文原文，如下：

1. concluded a “seasoning period” by trading for at least one year in the U.S. over-the-counter market or on another regulated U.S. or foreign exchange following:

(A) in the case of NASDAQ, the filing with the SEC or other regulatory authority of all required information about the transaction, including audited financial statements (We note that the NASDAQ rule, in contrast to the NYSE and NYSE Amex rules, states that the audited financial statements must be “for the combined entity.” The Form 8-K filed within four business days following the reverse merger containing all of the information and financial statements required by the applicable items of Form 8-K, including Item 2.01(f) (commonly referred to as a “Super 8-K”) would not contain audited financial statements for the combined entity, but only for the operating company, with unaudited pro forma financial statements for the combined entity. The staff of NASDAQ has orally informed us that this variation was not intentional, and the financial statements required under Item 2.01(f) would be sufficient.); or

(B) in the case of the NYSE and the NYSE Amex, the consummation of the reverse merger and (i) in the case of a domestic issuer, has filed with the SEC a “Super 8-K” or (ii) in the case of a foreign private issuer, has filed all of the information described in (i) above on Form 20-F;

2. maintained a closing stock price of \$4 (or, in the case of the NYSE Amex, either \$3 or \$2, depending on the applicable listing standard) per share or higher for a sustained period of time, but in no event for less than 30 of the most recent 60 trading days prior to the filing of the initial listing application and prior to listing; and

3. timely filed all required periodic financial reports with the SEC or other regulatory authority (e.g., Forms 10-Q, 10-K or 20-F), including at least one annual report containing audited financial statements for a full fiscal year commencing after filing the information described above.

PCAOB 如何控制美国境外审计师的审计质量

美国公众公司会计监督委员会（Public Company Accounting Oversight Board，简称“PCAOB”）是会计行业的自律性组织，它由 PCAOB 不同会员事务所的会计师组成，这些会计师要为 PCAOB 中的其它会员事务所进行年检。

PCAOB 是在安然丑闻后的萨班斯法案催化下的产物。PCAOB 是一家私营的非盈利机构，根据 2002 年的“萨班斯法案”创立，目的是监督公众公司的审计师编制信息量大、公允和独立的审计报告，以保护投资者利益并增进公众利益。该委员会的主要资金来源于公众公司。

PCAOB 对美国证券交易委员会负责，代表美国证券交易委员会与其它国家的监管机构、会计师事务所进行沟通，以确保美国境外审计师对美国上市企业的审计质量。PCAOB 控制美国境外审计师审计质量的一个重要方式是：接受美国境外会计师事务所的注册申请，否则，便不能对在美国上市的企业提供审计业务。

但并不是所有会计师事务所都可以申请成为 PCAOB 的注册会员会计师事务所，比如，2011 年 6 月 9 日，PCAOB 拒绝了中磊（香港）会计师事务所有限公司（简称“中磊香港”）的注册申请。其理由是，PCAOB 宣布不再允许在 PCAOB 对会计师事务所的检查受到限制的地区营业的会计师事务所在其注册，而中磊香港的总部是一家设立在北京的会计师事务所。

近一两年来，由于中国概念股的问题，PCAOB 向中国有关部门提出了要求国际“四大”会计师事务所提供审计工作底稿的要求，以帮助 PCAOB 和美国投资者判断中国概念股的财务状况。但 PCAOB 的要求遭到了中国方面的拒绝。中国方面认为，PCAOB 的要求侵犯了中国的主权完整，在信息上不具有对等性，因为并没有美国公司到中国来上市。

中磊香港之所以被 PCAOB 拒绝，一定程度上也是因为不凑巧而赶上了 PCAOB 与中国的僵持对峙。所幸的是，作为一家源自香港的本土会计师事务所——早在 2005 年，振辉会计师事务所便已经申请成为 PCAOB 的注册会员会计师事务所，具备为在美国上市企业提供审计服务的专业资格。

原因并满足“05 上市决策”规定的条件下，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。

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。

最新进展：**2012 年三度修订“决策”**

此后，港交所在 2012 年 8 月和 2012 年 11 月、12 月又相继做了一些修订。这是在 2005 年的“05 上市决策”后少见的高密度修订，可见港交所对 VIE 架构及其所承载的中国境内企业上市之重视程度非同一般。

在 2012 年的 3 次修订中，对招股



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

章程中所需披露 VIE 架构的资料做出了进一步的规定，要求做出以下披露：

a) 有关中国境内运营实体公司登记股东的详情，并确认申请人已采取适当安排保障其在境内运营实体公司登记股东身故、破产或离婚时的利益，以避免于执行结构性合约时可能遇上的实际困难。

b) 申请人对于处理申请人与中国境内运营实体公司股东之间的潜在利益冲突的安排，尤其是这些股东本身具有申请人职员及董事的身份。

注：a) 和 b) 规管的是股东身份（特别是具有申请人职员及董事身份的股东）及其所对应的股东权益披露，主要是针对“非常态”的股东权益变更。这样规定应该是出于想尽可能加大对意外事故的披露，以降低投资者不可预见的投资风险。

港交所如此修订决策，可能和土豆网等企业因为离婚纠纷而导致 IPO 搁浅有关。因为在 2011 年，土豆网 CEO 王微的离婚财产争议导致土豆网在通往 IPO 的路上起了大早，却没赶上集市。最后，土豆网被优酷网所合并，而错失了发展成为视频网老大的良机。PE 界对此反映强烈，甚至一度有律师笑言：企业引入 PE，必须签署不离婚保证书！

c) 何以董事相信授予申请人于中国境内运营实体公司获得巨大控制权及经济利益的每份结构性合约均可根据中国及当地法律有效执行。

注：这是对 VIE 架构下一系列协议控制的法律效力的披露要求，主要是为了投资人和股东对中国境内运营实体公司的控制权，并将利润通过 WFOE 输送到海外上市主体，否则境外上市主体只是一个空壳，没有任何价值。

d) 申请人作为中国境内运营实体公司主要受益人所承担的经济风险；申请人分占中国境内运营实体公司亏损的

方式；申请人必须向中国境内运营实体公司提供财务支持的条件及情况，及其它可令申请人面对亏损的事件或情况。

e) 截止到现时为止，申请人有否在根据结构性合约透过中国境内运营实体公司经营业务的过程中遇到任何中国监管机构的干涉或阻碍。

f) 申请人在行使对中国境内运营实体公司之收购股权时之限制，并以独立之风险因素解释这些限制，以及阐释此等股权转让仍可能涉及巨额资金及费用。

注：d)、e) 和 f) 是对运营风险、监管可能导致的风险以及股权转让所涉及资金等方面的风险披露，更为具体。

g) 在【法定及一般资料】一节内将结构性合约列作重大合约，并把结构性合约登载于申请人网站。

h) 在【概要】一节内以公司架构图表展示结构性合约的安排及运作模式，及利便投资者检视及理解有关安排。

i) 披露就结构性合约相关的风险所购买之任何保限制详情，或清除披露这些风险未有任何保险涵盖。（2012 年 12 月修正内容）

注：g)、h) 和 f) 则就结构性合约的披露方式、披露位置等做了进一步的详细规定，甚至包括“把结构性合约刊载于申请人网站”，此前并无这一明确规定。

此外，2012 年修订后的决策还规定，在招股章程中有关结构性合约的披露应遵循以下指导性原则：

a) 章节之间的处理 — 避免不同章节中之重复披露，例如结构性合约所衍生的关连交易、OPCO 公司之综合基准以及结构性合约之有关条款等等。适当引述相关章节作参考应已足够。

b) 风险因素 — 将所有相关风险因素的披露置于一个适合的标题下，例如「有关公司结构的风险」。此外，招股章程应至少包括以下与结构性合约相关的风险因素：

(i) 中国政府或裁定结构性合约不符合相关法规；

(ii) 结构性合约未必能提供与直接拥有权相同效力的控制权；

(iii) 国内股东或会与申请人有潜在利益冲突；及

(iv) 结构性合约或会被中国税务机关裁定须缴付额外税项。

注：从上面有关结构性合约的披露原则可以看出，港交所更加注重了风险披露，特别是 VIE 架构下的法律效力及其潜在的控制权、利益输送、利益冲突以及税务等方面的风险披露。之所以会如此，部分原因是港交所对 VIE 架构所引发争议的一种政策回应。

以上是美国和香港监管机构对 VIE 的态度和立场，我们尽可能进行了较为中立、客观的呈现，并加以简单的解析。正是因为 VIE 架构本身的缺陷性，才会导致有如此多境内外的监管。对于 VIE 所引发的法律争议，我们将会在后面《当 VIE 引发的各种法律纠纷被诉诸公堂》一文，透过诉讼律师的实际案例做进一步的具体分享，敬请关注。

宏杰观察

支付宝事件，拉手网（介绍方式上市）、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。同样香港联交所在随后修改的“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

府部门的监管态度。

但时至今日，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。

鉴于宝生钢铁案例、“证监会报告”对重资产行业 VIE 架构的特别表述，以及“05 上市决策”对非限制行业的特殊审查程序等诸多先例，我们建议：在中国政府部门尚未明确对 VIE 架构的监管态度前，搭建 VIE 架构时最好还是咨询行业主管部门以及地方政府部门的意见，以避免重蹈覆辙。■



从实务角度看待 VIE 架构及其法律问题

——胡光律师事务所合伙人孔焕志律师访谈

孔焕志律师为胡光律师事务所合伙人，同时执有美国波士顿大学和大连海事大学法律硕士学位。孔焕志律师同时具有中国及美国纽约州律师执业资格，其主要执业领域为跨境收购与兼并、外商直接投资及资本市场业务。

2004 年以来，孔焕志律师为超过 60 家跨国企业在华公司事务与商事活动提供法律咨询。他还曾代表众多世界五百强企业（3M、可口可乐、汉高、林德、飞利浦和百胜餐饮等）以及诸多中国领先企业处理企业并购及重组法律事务。其代理的客户及项目涉及到汽车、日用消费品、餐饮、金融、小额信贷、光伏太阳能、医疗保健、教育培训、化工、电信、房地产开发、科技以及批发与零售等多个行业。此外，孔律师在中国企业赴海外上市领域也具有丰富的执业经验。

Q 1. 关于 VIE 架构，无论是企业界、投资界还是律师、会计师、中介机构等专业人士都非常关心。支付宝事件后，曾一度从小众关心的专业问题演变为大众热议话题。但事实上，门外的人看的是热闹，比如，支付宝事件，普通人关注的更多是马云与雅虎之间的纠纷，甚至马云是不是爱国。那么，作为一名律师，从专业的角度看，您认为支付宝事件之争的本质是什么？VIE 架构为什么会引起如此大的争议？

A 1. 支付宝之争事件是马云转让支付宝股权，单方面终止了阿里巴巴集团与雅虎和软银的协议控制关系，从而引起马云与雅虎、软银对支付宝的控制权之争。其实 VIE 架构以及其本身固有的一些法律风险早已经为业界所知，只是支付宝事件从一个更加受人关注的争议的角度使这些问题浮出水面而已。作为律师，我们更关注的是协议控制模式是否能够规避我国包括关于外资准入限制及国家安全审查制度等明确的法律规定。这也是协议控制模式（也称 VIE 架构）的核心问题。

我们知道，中国许多特别行业的持牌企业都是通过协议安排模式境外融资直至实现了海外上市，但就 VIE 架构的合法性问题、尤其是外资能够通过协议控制模式进入禁止或限制外资进入的行业，中国政府一直没有定论，业内争论也颇多。支付宝事件中，马云声称终止协议是为了获得第三方支付牌照，某种意义上是在否定协议安排的合法性，这不但引起了与雅虎等的控制权之争，更引起投资者、整个互联网行业及中国概念股的担忧。

孔焕志
Kenneth Kong
胡光律师事务所合伙人

Q 2. 抛开诸如支付宝这样的事件性话题，单就 VIE 架构本身，您认为 VIE 架构最主要的法律缺陷是什么？在中国企业境外 IPO 的过程中以及 IPO 后，可能会导致哪些法律纠纷？从法律的角度，有没有什么改进或优化的设计来帮助企业尽可能地降低 VIE 所内含的法律风险？

A 2.VIE 架构的最主要的法律缺陷在于通过协议控制的方式，允许外资进入到中国限制或禁止外资踏足的行业。这实际是在规避外资产业指导目录的要求。VIE 架构模式即是通过协议安排，将境内持牌公司的利润所得等输送到境外企业已达到在境外合并报表的目的。在 VIE 架构下，中国企业境外融资及 IPO 过程中产生的主要法律纠纷是对持牌公司的控制权之争（如支付宝事件、双威教育）。VIE 架构的精神实质是契约自由，协议安排的完善性和协议当事人对契约的遵守可以大大降低法律风险。

Q 3. 在 2012 年 10 月的“宏杰集团 26 周年庆典暨 2012 年度基金和境外公司架构重组年会”上，您作了题为《当 VIE 引发的各种法律纠纷被诉诸公堂》精彩的演讲，在现场观众中引起了热烈反响，一些律师朋友也对您所分享的 VIE 法律纠纷仲裁裁决和判决案例感兴趣。请问孔律师，有关 VIE 架构的法律纠纷案例，您这边有什么新的案例或判决启示和我们的读者分享吗？

A 3. 我们也在持续关注 VIE 领域。但鉴于这种模式的特殊性以及其本身合法性的模糊化，就 VIE 安排本身诉诸法院或仲裁庭的案件很少。最近很多人都在谈论苏宁收购红孩子的纠纷，其中也谈及了 VIE 架构，但该纠纷本身不是在探讨 VIE 协议，而是在确认红孩子互联是否属于 VIE 架构并进一步确实是否存在股东代持。

Q 4. 有媒体报道，2013 年 3 月 20 日，马云在香港称，支付宝 VIE 的解决即将有结果，并表示当阿里巴巴上市时，投资者便会知道阿里巴巴的盈利状况。针对马云此次对 VIE 架构的言论，凤凰网做了进一步的调查，即“你认为上市公司 VIE 问题短期内能否解决？”结果显示：53.52% 的人持肯定态度，认为新一届政府和相关企业

或近期找到解决方案。请问孔律师，据您预估，马云和他的 VIE 可能会找到什么样的解决之道？

A 4.VIE 的核心在于其是否合法以及政府是否开始真正对其监管。马云 3 月 20 日的声明是一个很特殊的时点，即两会刚刚结束之际。我们知道，两会上，百度 CEO 李彦宏和苏宁董事长张近东曾就 VIE 问题分别提案，这不排除中国政府重新审视 VIE 架构，并作出相应举措的可能性。就支付宝 VIE 的解决，从行业分析上看，支付宝甚至可能回归 VIE 结构，这从支付宝去年频频动作中可见一二。

Q 5. 虽然大家都对 VIE 架构非常感兴趣，甚至连美国资本市场也很期待中国监管层面能够有进一步明确的动作，但似乎都还没有什么实质性进展。即便是中国证监会在 2013 年年初开始取消企业境外上市的“四五六规则”，这些都不能真正给 VIE 松绑，毕竟实际审批权力更多地掌握在商务部、发改委以及行业主管部门手中。对于 VIE 架构的何去何从，孔律师您认为会如何走向呢？

A 5. 我个人认为中国政府不太可能一直放任 VIE 架构的存在，从 2009 年修订的 10 号文中不难看出。但是否会彻底否定掉 VIE 架构的合法性，我认为不太可能，政府很有可能通过完善备案登记的措施来逐步完善 VIE 架构的监管。此外，也会通过税收等手段进一步控制 VIE 安排下企业通过协议转移利润等安排。我们也密切关注这一领域的发展。■

特别分享：

当 VIE 引发的各种法律纠纷被诉诸公堂

注：本文基于胡光律师事务所合伙人孔焕志（Kenneth Kong）律师于 2012 年 10 月 23 日在“宏杰集团 2012 年基金和境外公司架构重组年会”所作专题演讲《当 VIE 引发的各种法律纠纷被诉诸公堂》整合、编辑而成。在此，谨对孔焕志律师为本文所作出的贡献，特此致谢！

VIE 背景介绍

关于如何搭建 VIE 架构，大家多少都有一定的了解。特别是随着 VIE 架构所引发的争议逐渐浮出水面后，VIE 更是成为热议的话题。我记得在 2011 年前后，只要跨入有专业人士所参加的会议，几乎每个会议室里都在谈论 VIE。

我想，VIE 之所以会如此备受关注，这一方面是因为 VIE 架构在中国企业境外上市中不可或缺的创造性应用；另一方面也和中国法律对 VIE 合法性的模糊性有关。比如，证监会关于土豆网的报告以及支付宝事件，VIE 被推到了风口浪尖，这也引发了大家对 VIE 立法的猜测。不过，猜测归猜测，直到现在还没有关于 VIE 的进一步立法更新。

其实，关于 VIE 的问题，海外法律市场（特别是美国对中国概念股的财务问题）在此之前已经有了率先的关注。由于中国企业都是在境外上市，无论是机构投资者还是公众投资者大多来自境外，因此，美国、香港等海外市场以“做空”“中概股”的方式更近距离地审视了 VIE 架构对已上市企业的影响。

那么，从中国来讲，VIE 架构与生

俱来的不稳定性和中国法律的立法缺失，这些又会对采用 VIE 架构的上市企业产生什么样的法律影响呢？作为一名执业律师，我更喜欢用案例分享的方式，从实际操作的角度和大家分享这一话题。

今天，我将从一个诉讼律师的角度，透过一个实际案例来谈 VIE 所涉及的法律问题，希望能够抛砖引玉，引发业界同行共同思考。有别于大家通常看到的宏观角度，我的分享可能会更加微观，但可能更加具有针对性，即当 VIE 引发的各种法律纠纷被诉诸公堂时所涉及的法律关系，是否具有效力。

典型 VIE 的相关协议

今天我要和大家分享的案例是上海市在 2011 年唯一作出裁决的 VIE 案例。本案从 2010 年开始，历时近 2 年，大大小小的诉讼有 20 多起。其中，在上海的两起诉讼，是由我们胡光律师事务所代理的。最后，这起 VIE 纠纷是以调解而告终。

在本案的办理过程中，我们和上海市法院主管公司和金融事务的法

官、上海贸易与仲裁委员会 (Shanghai International Economic and Trade Arbitration Commission, 简称“SHIAC”) 的仲裁员以及上海仲裁委金融仲裁院的仲裁员进行了沟通。他们认为：上海对 VIE 的审判权限事实上是非常有限的。但从一个执业律师的角度看，正是因为这种有限和争议性，我想他们发表的一些看法和观点，对未来 VIE 案件的仲裁或审判可能非常具有参考价值。

在具体介绍案例之前，我们首先来看一个典型的 VIE 有哪些相关协议。因为只有厘清了具体有哪些协议，才能更好地弄清楚单个及整体协议之间的法律关系。总的来说，典型的 VIE 包括以下三大类协议：

◆ **控制类协议**—境外股东不是通过股权控制的方式来实现控制，因此只能通过一系列的合同 / 协议来控制境内实体，包括：《股东表决权委托协议》、《股权转让期权协议》、《股权质押协议》以及其它授权性文件等

◆ **利润输送类协议**—主要确保是把境内公司的利润全部转移输送到外资企业中，包括：独家的《技术服务协议》、《管理咨询协议》、《信息服务协议》以及《设备租赁协议》等

◆ **借款协议**—大多数上市企业会向境内外债权人借款，这也是 VIE 架构下协议的一部分。

围绕着上述 3 类协议，因 VIE 所可能引发的纠纷主要有以下几类：

- 1) 终止 VIE 协议纠纷 (协议效力)
- 2) 股东会 / 董事会协议纠纷
- 3) 对赌协议纠纷
- 4) 创始人侵犯公司利益
- 5) 公司与委派管理层劳动纠纷 (创始人与境外投资人意见不一致时)
- 6) VIE 导致运营公司资产流失从而形成与债主间的纠纷 (利益被全部转移到境外，留下一个难看的壳子，境内债权人权益成空壳)

索引

以下为本期提到的专有名称和重要信息，索引中的页码为本期杂志所提及的全部页码。其中，中文以汉语拼音为序，英文以字母为序。索引中的页码为提及该名称和信息的对应页码。

专有名称和重要信息

案例研究 / 分享 7,38,42

安然事件 6,9,11,12,13,14,16,39,47

表格 7,35,36,37,38,42

方块知识 17,18,20,21

法律纠纷 10,11,15,25,30,33,44

红筹 / 后红筹 4,20,22,24,25,39

欢聚时代 6,7,12,15,17,18,20,21,23,24,27,28

监管 31,32,34,35,44,46

境外上市 4,6,9,14,16

美国 16,17,18,22,24,25,27,28,30,31,32,33,35,38,40,44,45

香港 4,6,26,27,37,39

新加坡 16,17,28,40

中国概念股 4,7,9,11,23,28,30,33,36,38,45,47

做空机制 28,30

10 号文 17,18,20,21,23,37,39

FIN 46R 12,13

IPO 14,16,20,24,28,29,34,43,44,46

VIE 和 VIE 架构 2,4,8,9,12,13,14,15,16,18,20,21,22,25,27,28,30,32,33
34,35,38,39,40,41,42,44,45,46

SPE/SPV 9,10,11,12,13,14,22,44,45

US GAAP 6,8,11,13,14,16

7) 其它

因 VIE 引发的纠纷表现形式很多，实际操作中亦都有所出现，但主要发生在：境内创始人和境外投资人之间的纠纷。他们纠纷的焦点在于对公司管理、经营、控制以及利润分配等方面的分歧。

在大致了解了 VIE 下的相关协议以及可能造成的纠纷后，我们就来透过这起典型的 VIE 纠纷案件吧！

一起典型 VIE 纠纷事件

背景

持牌公司是一家从事互联网游戏运营业务的上海公司，其作为互联网信息服务提供商获得了从事业务所需的《增值电信业务经营许可证》及《网络文化经营许可证》。

纠纷发生时，创始人分别在持牌公司、外资公司以及境外公司中担任不同职务，具体包括：a) 持牌公司的法定代表人、执行董事；b) 外资公司中的董事和 CEO(外资公司的法定代表人另有其人)；c) 境外公司的对外授权代表。

作为外资公司的 CEO，创始人实际控制着外资公司的运营，包括公章、营业执照等证照。

在本案 VIE 架构搭建时，除了签署典型 VIE 协议外，创始人还按照投资人要求签署了一系列关于将其股权对外转让的“敞口合同（投资方的双保险，即，当某一天创始人失控了，可以将原始股东剔除出局寻找新卖家）、转股的股东会决议以及股权转让款支付确认书。”

在 VIE 架构搭建上市后，境内创始人与境外投资人在管理、经营、控制和利润分配等方面发生了分歧。境内创始人便想切断 VIE 架构下的相关协议，不再受境外投资人的控制；而境外投资人则迫切希望维持 VIE 架构下的相关协议，实现对境内实体和利益的完全控制。

这起案子涉及到合同法、公司法，甚至劳动法等一系列法律关系，所以相对比较复杂。法律诉讼地也涉及到中国内地、香港、新加坡、美国等司法管辖区。

本案在仲裁中的两大核心争议

争议一：VIE 协议的效力如何？

仔细阅读上海贸仲委的两份仲裁裁决书后，我们发现：贸仲委的出发点是利益输送协议是否有效，也就是说外资公司到底有没有实际提供服务、技术以及设备租赁服务。我们知道，实际操作中，几乎很少有外资企业真正提供这些独家服务。

因此，贸仲委在仲裁裁决书里是这样写的：“【VIE 协议】各个条款系申请人与本申请人协商一致达成，是双方真实意思的表现。但仲裁庭经审查发现，事实上《独家商务咨询》……项下的技术与咨询义务并未实际履行。”

争议二：利润转移协议的效力？

仲裁庭认为“被申请人通过与申请人签订【VIE 利润输送】协议以及相关控制合同的方式，取得了对申请人公司决策、收益等方面的控制权，意图通过这种方式控制经营申请人的互联网运营业务，签署协议的实质是外商通过签订协议或提供支持等间接方式实际控制和参与境内的网络游戏运营业务的行为。即，被申请人申请签署合同的目的是使本无网络游戏运营资格的被申请人能够从事网络游戏的运营并获得相应收益……这一状况显示出与法律、法规的强制性规定不符……”

在这里，仲裁庭采用了“透视法”，透过 VIE 的复杂架构看协议实质到底是什么。正如，仲裁意见所说，很明显，VIE 利润输送协议的实质是使本无网络游戏运营资格的被申请人能够从事网络游戏的运营并获得相应收益。因此，仲裁庭认为，各份利润输送协议按《合同法》第五十二条第（三）[合法形式掩盖非法目的]和第（五）【“违反国家

行政法规的强制规定”】项规定——因此无效。

由此我们可以看到，仲裁庭对 VIE 协议的效力主要有两个关注点：一是控制类协议，另一个是利润输送。虽然不同的仲裁庭有不同的观点，但在这两点上却很相似，即它们都倾向于认为 VIE 安排下的这两类协议为无效。

本案在法院判决中的两大核心争议

在采取仲裁调解的同时，本案中的创始人还向上海市法院分别提起了两起诉讼，主要针对以下两大争议：

争议一：投资人通过外资公司起诉要求创始人返还外资企业印章及证照

在我们办理的这个案件中，创始人作为实际控制人，持有外资公司的企业印章及营业执照。发生争议后，境外投资人想要从创始人手中拿回外资企业印章及证照，但遭到了拒绝，甚至上演了“抢公章”这样一幕。最后，投资人想就此起诉创始人。但问题出现了！

我们知道，递交起诉书需要盖外资公司公章，可公章却在创始人手中，无章可盖。由于起诉事项就是针对公章，因此，上海市高院允许由外资公司的法定代表人签字。很“不幸”的是，WFOE 的法定代表人“变节”站在了创始人这一边。这样一来就成了个“死结”——起诉创始人是为了拿回公章；但没有公章便无法起诉。一时之间，陷入了僵局。

最后，外资公司的投资人出具了一份任命法定代表人的文件后，才获准法院同意，得以提交起诉书。不得不说，单单一个公章，就牵出了 VIE 架构中所隐含的“大”风险！在本案中，上海法院允许藉由法定代表人任命书而起诉，多少具有一些偶然性，毕竟我们无法得知其它法院是否会有所不同。

争议二：“敞口合同”的效力

及影响

虽然本案最后以调解撤诉而告终，但事后通过和上海市高院法官的沟通，我们了解到：敞口协议作为正式的法律协议，法院会倾向于认为其有效。即便协议所签署内容并不能代表协议签署时的真实状况，但是，它所约定的转股协议仍然具有法律效力。因此，在这里提个醒，无论是投资方还是创始人，都应该对敞口协议的内容持非常谨慎态度，以避免给自己埋下法律“地雷”。

本案裁决所引发的思考

1) 《借款合同》并非裁决一部分，如果是，会有何影响？

在我们所代理的这个案子中，借款合同并没有作为诉讼理由提交到法院或仲裁庭。也就是说，《借款合同》并非裁决的一部分。在这种情况下，我们建议客户提前还款给债权人，从而确保控制类协议和利润输送类协议的有效性，这更有利于我们的客户，即创始人。

2) 是否有必要考虑实际履行协议下义务？

透过上面仲裁庭的仲裁决议我们看到，上海贸仲委对控制类协议和利益输送类协议都采取了否定的态度。因此，在协议无效的情况下，WFOE 是否还有必要实际履行 VIE 架构下一揽子协议所约定的责任呢？如果不履行，则意味着违反协议；如果履行，而协议本身很可能被判无效。对此，很值得大家思考。

3) 无效属于自始无效，是否涉及利润无效？

同样地，由于 VIE 架构下的协议无效属于自始无效，协议都无效了，那么利润输送是否也无效。如果无效的话，已经输送给 WFOE 的利润，是否应该返还给境内持牌公司呢？

4) 对于没有强制性规定的行业，VIE 安排会如何判定？

我们知道，VIE 架构主要是应用到

一些对外资限制或禁止类的行业中，比如本案所涉及到的网络游戏运营。但在实际操作中，一些没有强制性规定的行业，有些也采用了 VIE 安排。那么，这些非强制性规定的行业，VIE 安排是否有效呢？

根据和法官、仲裁员的沟通，我们获悉不同的人有不同的看法。对于仲裁员来说，特别是从事过实际操作的仲裁员，他们倾向于认为 VIE 协议是有效的，因为不直接违反中国法律、法规相关规定（法律没有规定该行业不能用 VIE 上市）。但是，对一些法官来说，他们相对保守，可能一上来就会认为无效。

5) 协议“整体”裁决还是“分别”审查？

在中国，诉讼有一个很重要的原则，那就是一诉一案由。比如，我们处理的这个案子就是这样，控制协议和利润输送协议是两个独立的诉讼案件，不能合并为一个案件上诉。但是，一个案件的裁决会不会影响到 VIE 下其它部分协议的有效性呢？

就拿上面我们说到的借款合同来说，它不是裁决的一部分，如果控制和利润输送协议无效了，债权人是否还需要继续在借款期限内持续借款给创始人呢？这些都是很值得思考的问题。■



敢问 VIE 路在何方？

支付宝事件和中概股风波后，在 2012 年同样采用了 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）以及欢聚时代分别向 SEC 提交了 F-1 文件，在美国上市。

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 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。

支付宝事件和中概股风波后，在 2012 年同样采用了 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）以及欢聚时代分别向 SEC 提交了 F-1 文件，在美国上市。

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 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中国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。

……

也就是说，即便 VIE 架构并没有被美国（以及香港）监管机构所拒绝，但是，困扰 VIE 架构本身的缺陷和风险同样没有半分减少，甚至因为各种纠纷而更加凸显了不确定性。毕竟，协议控制 -VIE 模式依附于对法律条文的形式主义解读，忽略了监管、会计所奉行的“实质重于形式”的理念。

实践中，监管者可能并非像市场人士所期待的那样机械地理解和适用法律条文，可能基于监管目的采取“实质重于形式”的监管思路。因此，VIE 在监管与合同两个方面都暗藏巨大的法律风险，可能发生无人能够承受的系统性危机。

原罪：资深会计师视角中的 VIE 架构

宗教中有关“原罪”的说法很多。《罗马书》第 5 章第 12 节上写到：这就如罪是从一人入了世界，死又是从罪来的；于是死就临到众人，因为众人都犯了罪。从法律角度看，VIE 架构与生俱来就存在不少的缺陷。因此，一定程度上，我们不得不说 VIE 具有某种程度的“原罪”。

在宗教中，背负“原罪”的众生，其最佳的自我救赎方式是信仰上帝和多行善事。那么，面对一身“原罪”自身却无能为力 VIE 架构，置身于舆论的风口浪尖该何去何从呢？除了从法律的常规角度外，从会计的角度，又是如何看待的呢？

从会计师的角度来看，VIE 的会计处理本身没有任何问题。事实上，从遵从会计准则的角度看，他们会认为这是唯一正确的处理方法。至于 VIE 的风险，会计师们会认为与会计处理本身并无直接关联，相反，VIE 的风险主要来源于：

◆ VIE 架构的“过度使用”——如果一家公司的主要收入仅仅来源于一种商业

方块知识 (八)

实质大于形式

正 如我们前面所说，VIE 的概念并不新鲜。对于一个经年和英国风格的 SSAP 打交道的会计师来说，他会很自然地认为：VIE 是处理中国企业境外上市公司架构的“唯一方法”。

在会计领域，“实质大于形式”是一个首要原则，也即是说，会计处理方式是看本质的，至于你采用什么样的法律形式，那是律师们的事情。因此，采用“实质大于形式”的原则来处理会计问题，这在会计领域几乎没人不知道。

除了 SPE 的合并财务报表，“实质大于形式”原则在会计领域的另一个应用便是分期付款交易。在一项分期付款交易中，所有者将其所拥有的机器 / 飞机出租给使用者（租客）。尽管租客不是机器 / 飞机的所有者，但是其可以在会计上将这笔分期付款资产记作固定资产，就像真的拥有这笔资产一样。

除了会计处理上的应用，“实质大于形式”还被应用到税收领域，特别是跨境的税收筹划或税收稽查领域。2009 年，中国国家税务总局公布的《关于加强非居民企业股权转让所得企业所得税管理的通知》（“698 号文”）便强调了“实质大于形式”的原则，刺破公司架构的面纱看实际股权转让是否为中国境内企业。如果实际转让股权为中国境内企业，则企业必须进行税收申报，否则被税务机关查到很可能需要相应补税并被罚款。在实际操作中，中国税务机关已根据“实质大于形式”的原则追缴了不少跨境股权转让的税收。

模式时，其将会与高风险紧密相连。因此，中国概念股的问题并非来自 VIE 架构本身，而是由于公司收入过度集中来源于单一的商业模式。

◆ 风险源自“人性”——如果没有人的话，任何系统（包括 VIE 架构）本身都是死的。采用法律形式和协议也许可以将人的行为捆绑在一起（比如，如何使用“公章”），但这基于一个前提，那就是：相关人等都愿意遵从法律和协议。也就是说，法律形式和协议虽然可以将利益相关的人捆绑在一起，但是却无法阻止某些人（特别是当利益存在分歧时）不惜违反法律以寻求更高利益回报。

◆ 法律上的瑕疵——人非圣贤，百密一疏在所难免，即便是资深律师，其所出具的法律意见也许无法考虑到可能发生的全部情况。在普通法的协议文稿中，有时候会多达 100-200 页，但即使如此也可能存在漏洞，更何况 VIE 架构本身已经十分复杂，且同时涉及到普通法和大陆法。因此，法律意见的瑕疵也很有可能是导致 VIE 风险的一个来源。

◆ 绝大多数 VIE 架构本身并没有问题。中国概念股之所以会在美国及香港资本市场上遭遇信任危机，主要是因为采用 VIE 架构的中国公司存在虚增利润的问题——即，利润作假。国际投资者质疑的不是 VIE 架构，而是采用 VIE 架构中国公司在财务、利润以及盈利模式等方面的信息欺诈。

对于一个会计师而言，VIE 架构在会计处理上不存在问题，问题主要来源于人性和起草协议文稿时的缺失。除非法律明令禁止，VIE 架构及其替代方法将会一直存在下去。从现实角度看，事实的确会如此，绝大多数政府都曾经、现在甚至将继续允许 VIE 架构的存在，顶多只是加以限制，而非简单地叫停。

正如我们前面所说，创造财富的 VIE 架构会昌盛繁荣——但是，如果 VIE 架构创造的仅仅是价值的话（像安然那样的会计师，非常擅长“制造”价值），那么，这种繁荣很可能不会持续长久。

正如宏杰所建议的各种公司架构一样（VIE 架构不过是其中一种），VIE 架构本身是中性的、客观的，无罪之有。凡是能够创造财富的 VIE 架构，可以发掘出公司背后的价值，并将这些价值传导给所有的投资者，从而起到 1+1>2 的效果……最好的例子是，VIE 架构帮助外国投资者绕过法律法规的规管，从而得以成功进入限制外资进入的中国行业。这种“绕过”本身并不会改变实际所有人（其为仅享受固定收益的创始原股东），但中国公司的利润却可以藉 VIE 架构的通道传导给投资者。

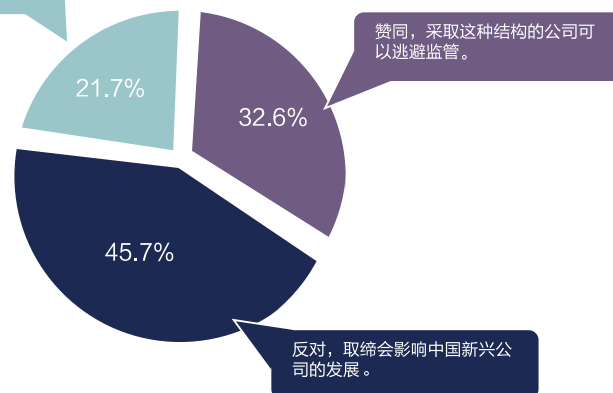
越来越多的 VIE 架构规划者（明知或不知）创造的是“价值”而非“财富”——大多数的财富被创始原股东拿走了，留给投资者的只是一堆“价值”。如果通过 VIE 架构境外上市的只是一个充满高度不确定性、高风险、全新的、未经检验的产品/业务的话，那么，VIE 架构能够传导给投资者的只是风险（而非利润），因为根本无人知晓这种业务什么时候能够产生利润。相比较财富，价值不过是一串串由会计师们写在纸上的计算数字，毫无“价值”。

从一个网络调查看业界对 VIE 的态度

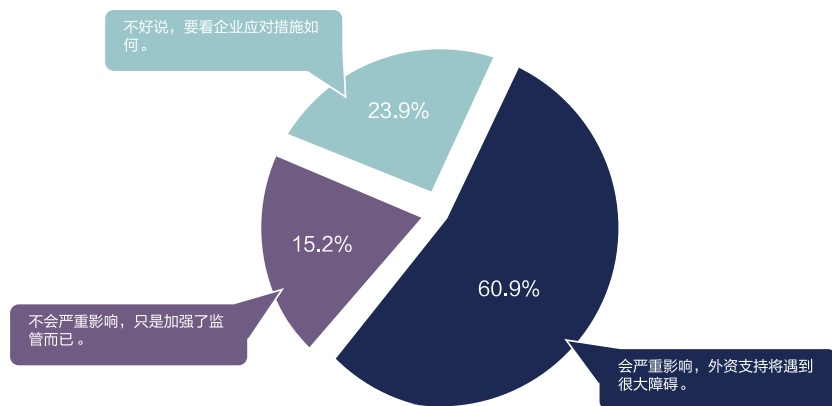
针对引发争议的 VIE 架构，凤凰网（<http://finance.ifeng.com/news/special/vie/>）曾经做了一个网络调查，其调查主要针对以下几个问题展开，我们来看一下调查结果如何：

问题1：你是否赞同取消VIE结构？

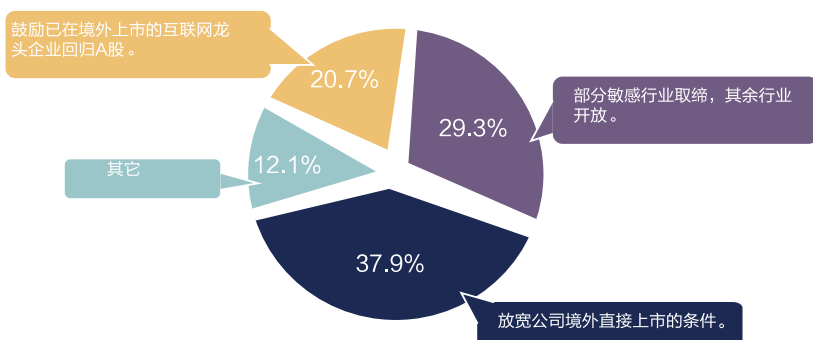
不好说，要看具体取缔方式及配套措施。



问题2：您认为取消VIE结构会影响中国企业发展吗？



问题3：您认为取缔VIE结构同时需要哪些配套措施？



从问题 1 的调查来看，大家对是否取缔 VIE 公司架构的观点泾渭分明，反对者这更多是从市场角度出发，担心对新兴公司和已上市企业产生冲击和影响。不过我们也可以看出，尽管存在担心，不少人仍然意识到 VIE 结构在监管方面的缺陷，一旦取缔应该有配套措施，单纯的“一刀切”可能会过于盲目。总体来说，调查结果基本上反映了业界的主流看法。

不同于是否取缔 VIE 架构的势均力敌，在对取缔 VIE 架构的影响上，呈现出一边倒的“意见”，60.9%（也就是大部分人）认为会严重影响中国企业发展，特别是外资支持将遇到很大障碍。尽管现在的中国已经成为世界第二大经济体，可以说“不差钱”，但是，在企业的发展资金上，特别是对境外资本市场和境外 PE 资金的依赖上仍然还很大，取消 VIE 架构（特别是没有配套措施的情况下）无疑会直接对此构成冲击。在这一点上，网络民意几乎是一致的。

问题 3 的调查结果进一步显示，对放宽境外直接上市条件、部分敏感行业取缔而其它行业开

放，以及鼓励境外上市互联网龙头企业回归 A 股的支持率几乎相差不大。也就说，大家对这三方面都有所期待，其中，最主要的期待还是政策层面上的放松管制，包括放松行业限制。至于鼓励境外上市企业回归 A 股，则更多取决于企业和市场因素，毕竟目前中国 A 股市场 IPO 堰塞湖现象严重，估计一时之间难以有大的改观。

有趣的是，2013 年 3 月 20 日，马云在香港称，支付宝 VIE（可变利益实体，也称“协议控制”）的解决即将有结果，并表示当阿里巴巴上市时，投资者便会知道阿里巴巴的盈利状况。针对马云此次对 VIE 架构的言论，凤凰网做了进一步的调查，即“你认为上市公司 VIE 问题短期内能否解决？”结果显示：53.52% 的人持肯定态度，认为新一届政府和相关企业或近期找到解决方案。

也许此次调查是在中国的“两会”期间，社会各界（包括企业界、投资界、法律界）都对新一届政府抱有较高的期待值，希望“新官上任三把火”能够给棘手的 VIE 架构带来新的解决方案。从另一方面，这也反映出大家对市场创新能力的信心，希望藉由揭开 VIE “潘多拉盒子”的马云和阿里巴巴能够为业界提供一些可供参照的解决方式。

结论：强弩之末 VS 柳暗花明

由于阿里巴巴上市仍处于“进行时”，暂时我们无法获知马云对 VIE 架构的解决方案是什么。但从调查结果来看，大家对解决 VIE 架构的两难困境多少还是比较有信心的。在一个充满信心的商业环境中，想来应该是会有更为积极、富有建设性的探索，而 VIE 无论是成为强弩之末在未来被取缔，还是因为有新一波的创新而“枯木逢春”实现“柳暗花明”，应该都将更加有助于中国企业走出去。

从市场层面，作为 VIE 架构链条上的不同环节，大家都在积极求解，比如马云和他领导的阿里巴巴。2013 年 1 月 1 日，中国证监会公布的《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》已开始生效。该“指引”取消了限制企业境外上市的“四五六规则”，姑且，我们将其视作中国监管层因应 VIE 架构所释放出的第一缕“春风”。现在我们能做的就是，密切关注政策走向，拭目以待春笋破土而出的那一天！■

附录

拓展阅读

- 1) 《中华人民共和国合同法》第 52 条, 1999 年
- 2) 《关于外国投资者并购境内企业的规定》, 商务部等六部委, 2006 年
- 3) 《关于加强外商投资经营增值电信业务管理的通知》, 信息产业部, 2006 年
- 4) 《非金融机构支付服务管理办法》中国人民银行, 2010 年
- 5) 《从安然事件(2001-2011)看中国概念股的问题》, 来源: 宏杰季刊 宏杰亚洲有限公司出版, 2011 年
- 6) 《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, 2012 年
- 7) 《伟大互联网公司架构风险的出路何在》, 来源: 经济参考报, 作者: 刘燕 北京大学法学院教授, 2013 年
- 8) <Consolidation of Variable Interest Entities, an Interpretation of ARB No.51>, Financial Accounting Standards Board, 2003
- 9) Approves More Rigorous Listing Requirements of the Major U.S. Stock Exchanges for Reverse Merger Companies, Article by Jonathan P. Rochwarger, Joel L. Rubinstein, from McDermott Will & Emery, 2011
- 10) Listing VIE Structures on the Hong Kong Stock Exchange, from Sullivan&Cromwell, 2012

封面故事



1 号封面

第一张备选封面展现的是简洁之美。在错综复杂的迷宫中, “VIE” 手持手电筒正在一步一个脚印地探索自己的出路。手电筒的光扩散在迷宫中, 仿佛可以看清楚空气中的尘土颗粒, 前方可见仅有咫尺, 他仍在黑暗中执着地摸索, 身后留下的是一串长长的、略显孤单的脚印。每个脚印上面都留下了他的名字——VIE。这些脚印见证着他前进的艰难, 未知之路愈发显得不确定。虽然大大的“?” 偶尔会出现在脑际, 但他很快又坚定内心, 继续锲而不舍地循着光源前进。前进, 前进, 前进。即便前路崎岖、充满曲折, 他依然相信: 只要翻过监管和限制的道道藩篱, 不久将是在境外 IPO 的柳暗花明……

第二张备选封面展现的是形象之美。一条渴望到海外上市的“鱼儿”, 一面拼命地划动着鱼鳍游啊游, 一面大口大口喘着粗气。终于, 鱼儿看到了一道“龙门”, 奋力一跃, 它从浩瀚的海洋钻进了第一个“圈”。原以为马上就可以大功告成, 因为鱼儿记得一个成语“鲤鱼跃龙门”——只要越过了龙门, 就可以从小小的鲤鱼变成腾飞的巨龙。那该是何等风光! 可是, 喘着粗气的鱼儿很快发现: 天, 这只不过是万里长征的第一站, 因为后面还有长长的一串“圆圈”需要它一一钻过。境外 IPO 之路漫漫, 一重重的监管和审批如同“圆圈”一样, 且圆圈越来越小、限制越来越大……如同鱼儿一样, VIE 路在何方? 形象的设计击败了对手, 夺得本期的封面。



2 号封面



还等什么？动动手指，扫描一下二维条形码，来获取本期《宏杰季刊》电子版吧！
您亦可通过下述链接来阅读本期《宏杰季刊》：
http://www.manivestasia.com/library/quarterly_publication_chi.html

免责声明：

本出版物所含资料及其所含信息乃宏杰就某个专题或某些专题提供的一般性信息，并非对此类专题的详尽表述，谨作分享之用。

故此，本出版物所含信息不能构成会计、税务、法律、投资、咨询或其他专业建议或服务。读者不应以本出版物中的任何信息作为可能影响其自身或者其业务决策的唯一基础。在作出任何可能影响个人财务或业务的决策或行动前，请咨询合资格的专业顾问。

版权声明：

《宏杰季刊》由宏杰亚洲有限公司出版。版权所有，未经宏杰亚洲有限公司书面授权许可，不得以任何形式转载、复制和编译。宏杰亚洲有限公司版权所有，保留一切权利。

中国香港总办事处	中国上海办事处	中国杭州办事处	中国澳门办事处
宏杰亚洲有限公司 香港九龙尖沙咀广东道30号新港中心 第一座5楼511室 电话: (852) 2851 6752 传真: (852) 2537 5218 电邮: Enquiry@ManivestAsia.com 网址: http://www.ManivestAsia.com	宏杰兴中（上海）商务咨询有限公司 中国上海静安区愚园路172号环球世界大厦A座2402室 电话: (86 21) 8523 0717 传真: (86 21) 8523 2081 电邮: Shanghai@ManivestAsia.com 网址: http://www.ManivestAsia.com.cn	宏杰兴中（上海）商务咨询有限公司 中国杭州市下城区凤起路334号同方财富大厦12楼1210室 电话: (86 571) 8523 0717 传真: (86 571) 8523 2081 电邮: Hangzhou@ManivestAsia.com 网址: http://www.ManivestAsia.com.cn	宏杰亚洲有限公司 澳门新口岸北京街174号广发商业大厦10楼E座 电话: (853) 2870 3810 传真: (853) 2870 1918 电邮: Macao@ManivestAsia.com 网址: http://www.ManivestMacao.com