

VIE究竟错在哪里

文/刘冬

新浪网2000年赴美上市首用VIE结构被放行后，“新浪模式”的VIE成为过去10年间中国公司海外上市最常用的架构。几乎所有赴美上市的中国互联网公司和教育类公司都采用这一模式。VIE被称为“中国互联网产业的一大创举”，造就了中国互联网产业黄金十年。

时过境迁，近来VIE这一帮助中国优秀公司与境外资本市场实现对接的宠儿饱受质疑。宝生钢铁和支付宝事件首次将VIE的合法性和有效性问题摆在大众面前，而新东方被SEC（美国证券交易委员会）调查导致股价重挫使境外投资人对VIE的疑虑达到了顶点。一时间，曾经大受追捧的VIE俨然成了制造危机的头号嫌犯。究竟是什么原因让这一“创举”变成了达摩克利斯之剑？

VIE 事故频发

VIE (Variable Interest Entity)，直译为“可变利益实体”，又称“协议控制”，是指境外上市实体与境内运营实体相分离，境外上市实体通过协议的方式控制境内运营实体，使该运营实体成为上市实体的可变利益实体。这种安排可以通过控制协议将境内运营实体的利益转移至境外上市实体，使境外上市实体的股东（即境外投资人）实际享有境内运营实体经营所产生的利益。

宝生钢铁的VIE结构未被河北省地

方政府认可或许是VIE结构合法性问题首次引发普遍关注。

宝生钢铁于2010年以换股方式收购了一家香港公司。该香港公司拥有的一家大陆子公司通过VIE协议，控制了境内公司和河北一个冷轧机钢铁公司的全部经济收益。这种安排根据之前的经验通常不需要政府特别批准，但河北省地方政府却在这一案例中明确表明了反对意见并指出：“该协议违背中国现行的有关外商投资企业的管理政策和国家法规。”宝生钢铁不得不中止该VIE协议并放弃在美国市场融资计划。

如果说钢铁行业的特殊性或许是导致宝生事件的主要原因，那么支付宝事件无疑将市场对VIE合法性问题的关注提高到了一个前所未有的层面。马云以协议控制不能获取第三方支付牌照及危害国家经济安全为由，在股东反对并未经董事会批准的情况下，单方面决定终止支付宝与阿里巴巴集团之间的协议控制关系。这无疑使采用VIE结构的境外投资人的心头蒙上了一层阴影。

此后，安博教育架空被收购机构负责人以及双威教育高管内斗导致前CEO“掏空”双威等事件的发生引起了业界对VIE的不安。尽管VIE结构本身未必是导致这些事件发生的根本原因，但那些担心投资权益得不到保护的投资人以及不明真相的业界精英们，仍不约而同地

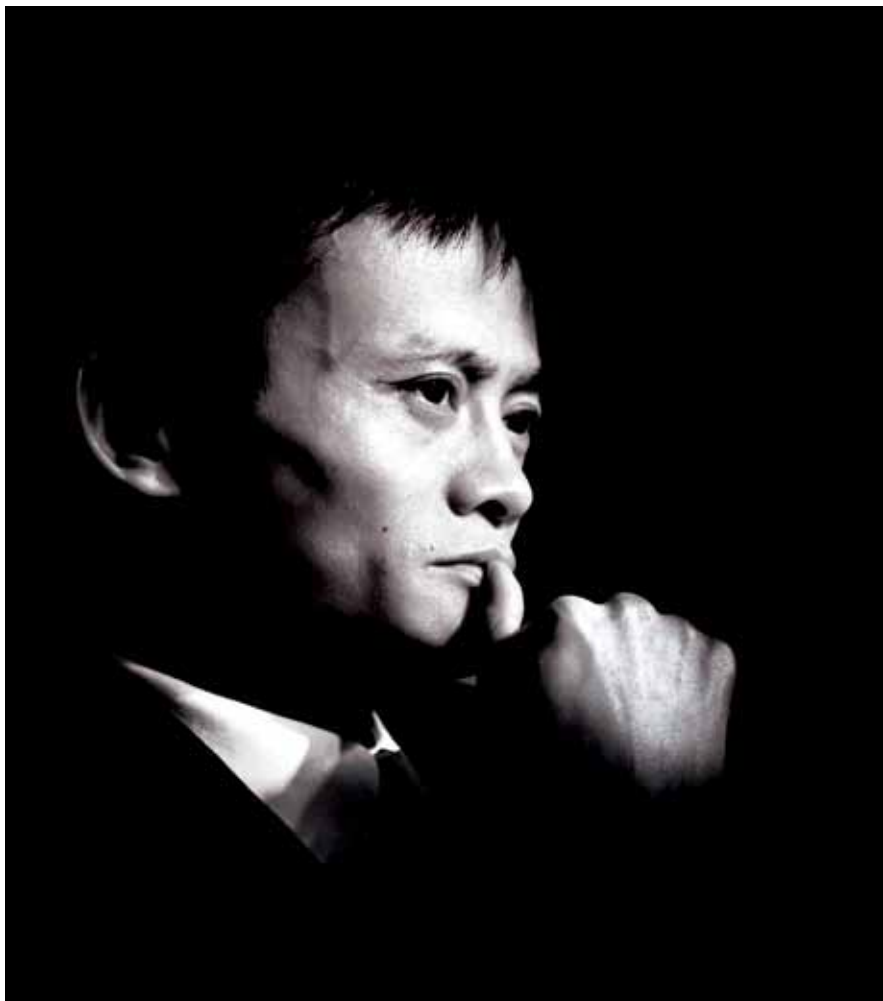
将怀疑的目光对准了VIE。而一条真伪难辨的消息则直接在资本市场掀起了VIE恐慌，该消息称中国证监会内部报告建议对VIE结构按照“新人新办法，老人老办法”的原则，消除VIE结构。虽然，这一消息最终被证实并不代表官方意见，但无形中却加重了市场对VIE的猜疑，新东方事件则最终使对VIE的质疑声达到了顶点。

VIE 错在哪里？

不断发生的负面事件使市场的悲观情绪不断加剧。业界人士尤其是境外投资人出于对自身投资安全的担忧和对未来发展方向的不确定，急于弄清楚VIE在这些事件中究竟扮演了什么角色，VIE结构是否能够有效保护投资人的权益。

国内相关监管部门对此缄口不言，导致针对VIE提出的问题得不到正面回答，使事实真相变得更加扑朔迷离。由于缺乏可靠信息来源，众多媒体的报道流于表面，一些捕风捉影的消息成为市场判断VIE现状及未来发展的主要依据。正是在这种大环境下，VIE在许多投资人权益受损事件中被列为头号嫌犯——如果VIE不是罪魁祸首，那么，VIE是代谁无辜受过？

首先来看支付宝事件，马云单方面决定终止支付宝与阿里巴巴集团之间的协议控制关系是整个事件的起因，也是VIE结构合法性受质疑的关键点。VIE结构最



虽然阿里巴巴集团没有选择通过法律途径来维护协议的有效性，但这并不能说明支付宝的控制协议在法律上无效，更不能将马云的单方面违约归咎于VIE的不安全

接联系。双威教育的部分高管未经双威教育集团董事会批准，将集团下属两家学院母公司的100%股权进行转移，同时转移了PRC公司的资金并控制了PRC公司营业执照、公章等公司资料、抢走电脑硬盘等，并实施了一些其他的不当行为。从事件中很容易看出，双威教育的VIE结构与事件没有直接的因果关系，其部分高管违反对公司的忠实与勤勉义务，侵害公司利益才是事件产生的根本原因。即使没有协议控制，实际管理人违法侵害公司利益也会导致同样的结果。

新东方事件仿佛更加证实了公众对VIE结构的猜测与疑虑，但仔细推敲发现，新东方境内部分股权调整在法律上不存在问题，SEC所调查的也只是股权调整可能产生的财务问题对投资人的影响，与VIE本身的合法性和有效性无关。新东方事件之所以再次引发业界对VIE的热议，不过是因为其正好采用了VIE结构，而业界对VIE的关注度恰好掩盖了事件的真实原因——做空机构针对新东方财务问题的指责引发SEC调查。

以上几起事件证明了VIE结构本身并非事件的罪魁祸首，只是因为涉事公司均采用VIE结构，而市场对VIE的高度关注使人们不自觉地将事件与VIE联系在一起。VIE并没有错，至少官方还未就VIE的合法性问题做出正式表态并给出结论性的意见。除宝生事件是一个特例外，其他被业界高度关注并热烈讨论的“VIE事件”

大的特点就是投资人通过协议控制经营实体，这也成为许多人将支付宝事件归咎于VIE结构的着眼点。但令人玩味的是，现代经济社会中所有的交易基本上都是通过协议实现的，以协议安排控制权益也并非仅在VIE结构中出现，显然，协议控制本身并没有问题——只有当协议控制违反了相关法律法规其合法性才存在疑问，已经成立并生效的协议对其合法性的否定必须通过相关法律程序。

马云未通过任何法律途径单方面终止协议的行为，事实上已构成违约。虽

然，阿里巴巴集团出于众所周知的原因没有选择通过法律途径来维护协议的有效性，但这并不能说明支付宝的控制协议在法律上无效，更不能将马云的单方面违约归咎于VIE的不安全。假设支付宝最初的设计并非协议控制，而是股权转让，马云如果同样以“危害国家经济安全”为由终止协议，那是不是可以说股权转让也不安全呢？

双威教育事件同样被很多人认为是VIE不安全所导致的结果，但事实是这一事件与VIE结构本身的合法性并没有直

中,导致事件发生的根本原因都是利益相关方的行为而非VIE结构本身。VIE的政策性风险的确存在,但也只是风险而已。

是什么改变了VIE?

从支付宝事件开始,与VIE相关的负面新闻似乎层出不穷,市场和业界对VIE的态度更是变得疑虑重重,究竟是什么改变了市场对VIE的看法,使原来的“创举”摇身变成了悬在头上的利剑?

有趣的是,这一态度或看法的转变并非基于VIE本身的改变。VIE结构并未发生实质性变化,如果说有变化也只是VIE模式涉及的相关法律文件和结构设计日趋完善。VIE模式的外部法律和政策环境并未发生实质性变化。截至目前,政府部门并未对VIE合法性做出任何评价。

VIE结构的诞生主要源于境内经营实体对资金的需求、境外投资人对进入中国境内限制外商投资和禁止外商投资行业的需求以及由此形成的交易双方规避中国政府监管措施的需求。VIE模式在首次被成功应用后的十多年间对中国公司赴海外上市起到了十分重要的作用,甚至有人宣称“没有VIE结构,就没有中国互联网及创新产业的今天”。在内部结构及外部法律、政策环境均未发生实质性改变的情况下,VIE从人见人爱的宠儿变成了不安定因素的根源,这要从VIE要实现的目的及其存在的意义中寻找原因。

VIE在帮助中国公司成功登陆海外资本市场的同时,给了境外投资人规避中国政府产业限制的可能。VIE存在的意义就是帮助交易双方规避了中国政府对中公司赴海外上市的监管和对外资进入产业限制的监管。无论是中国公司还是境外投资人对这一规避行为都是明知且乐见其成的。既然是在钻法律的空子,就存

在政策风险,存在监管部门堵漏从而有朝一日没空子钻的可能。对VIE的政策风险交易,双方是有一定心理预期的。

在VIE发展的初期和中期,热火朝天的市场和不菲的收益使交易双方对政策风险的心理预期较低,使得VIE看上去很美。但随着支付宝等一系列事件的发生,市场对VIE政策风险的心理预期发生了实质性的转变。如果说此前投资人对VIE是否能够成功规避政府监管持乐观态度,那么,在支付宝事件后这种乐观态度就失去了支撑。马云单方面违约把VIE的另一面暴露在了市场面前:协议是要相对方遵守或者法律保护才有约束力,在相对方拒绝遵守时,另一方是否有勇气顶着政策风险寻求法律保护?尽管危害国家经济安全的大帽子无疑使支付宝事件成为特例而非普遍现象,但VIE的投资人还是选择了退缩,其代价就是对VIE的积极乐观变成了怀疑和焦虑,对VIE政策风险的心理预期达到了历史高位。

VIE没有变,变的是业界对政策环境的预期以及由此可能产生的对VIE的不利影响。

理性对待VIE

作为一种规避政府监管措施的手段,VIE的确存有风险,其中最大的风险就来自于政策层面的不确定性。中国是一个法治国家,但不可否认,中国司法体系在很大程度上会受到政策的引导和影响。如果VIE被认定违反相关法律法规,甚至被认定为以合法形式掩盖非法目的而不应受到法律保护,可以肯定的是当国内的运营公司发生单方违约时,投资人将无法通过VIE控制协议保护其投资利益。问题是,VIE的合法性会被否定吗?

交易是通过协议来实施的,而协议

的履行是以合同相对方的诚信为担保的。众所周知,由于中国缺乏完备的经理人信用体系以及对违反诚信原则的惩罚措施,很多中国公司并不会完全基于诚信和约定履行其义务。如果针对VIE的政策发生根本性转变,导致VIE安排无法得到法律保护,产生的连锁反应无疑是灾难性的,不仅境外投资人投资权益受到影响,对中国投资环境和整个经济环境也将可能产生不利影响,这是监管层不愿意看到的。

否定VIE合法性会对各方面产生不可预知的不利影响,但同样很难想象监管层会对VIE合法性公开做出肯定的表态。毕竟VIE的目的是为了规避监管,对VIE合法性的肯定同样会产生各种不可预料的不利影响。

基于以上原因,VIE最可能面对的结果是监管层继续保持沉默,既不反对也不支持,这一状态很可能会一直持续,直到出现VIE的替代产物。由此带来的弊端是:由于缺乏结论性意见的指导,司法机关将无从决定对VIE相关案件的立场和态度,从而对VIE案件保持沉默。最终的受害者将是VIE的投资人,因为当发生运营公司单方违约情形时,投资人可能无法通过司法救济保护其权益。

VIE在今后一段时期内,无疑将继续为中国公司赴海外上市提供桥梁,但由于业界对政策风险的预期已经改变,VIE可能很难重现往日辉煌。同时,随着国内公司单方违约情况的增加,境外投资人将不得不在向违约方妥协及通过法律途径寻求救济之间做出选择。但无论如何,利益相关方都应理性对待VIE这一曾经的中国“创举”,不应盲目地怀疑其合法性,从而过分夸大VIE的政策风险。🔴

(作者系汉坤律师事务所合伙人)