

## 在“默认合法”中爆发的法律风险<sup>\*</sup>

——协议控制 - VIE 模式下风险事件及

案例述评

刘 燕<sup>\*\*</sup>

**摘要:**VIE 模式的法律风险的爆发有监管与合同两条路径。支付宝 VIE 风波后“默认合法”仍然成为监管层与市场的“共识”。对实践中 VIE 风险事件的观察表明,合同路径下的法律风险其实是加强版的公司治理冲突,而监管路径下散乱芜杂的政策信号以及司法、仲裁环节的无所适从加剧了合同路径下的法律风险,导致法律与信任的双重缺失,冲击了本就脆弱不堪的商业信用环境。域外监管者以保护 VIE 投资者利益为导向的处理方式,因游离于中国法之外而难有实质作为,仅在有限范围内为消除 VIE 架构下的公司治理冲突提供了一种制衡机制。摒弃“默认合法”是从根本上消除 VIE 模式法律风险的不二选择;同时,主观臆断的“非法目的”也不应再成为否定合同效力的神秘理由或者为机会主义行为开脱的借口。

**关键词:**VIE 风险 监管

---

\* 北京大学法学院 2013 年研究生朱侃同学为本文的写作收集了部分资料,特此感谢。文中错误概由本文负责。

\*\* 北京大学法学院教授,公司财务与法律研究中心主任。

自 2011 年支付宝风波揭开协议控制 - VIE 模式(以下简称 VIE 模式)的面纱开始,该模式的法律风险就成为境内外资本市场关注的焦点问题。VIE 模式是一种境外间接上市的法律架构,由境外上市主体依靠合同安排控制境内营运实体,从而实现境内业务在境外融资并上市的目的。据统计,截至 2012 年 10 月,在美国纽交所、纳斯达克等主流交易所上市的中国公司中,近一半为 VIE 模式的公司。<sup>[1]</sup>

企业在通常的母子公司间关系中放弃股权控制而采用协议控制,目的是绕开监管障碍,因为我国外资产业准入限制、并购监管、证券监管等诸方面的法律法规多以“股权投资”作为外资进入的外在特征以决定相关法规的适用。也正是如此,“规避监管”、“以合法形式掩盖非法目的”自始就成为悬在 VIE 模式头上的一柄达摩克利斯剑。2011 年 6 月爆发的支付宝 VIE 风波,一度被视为终结了公司、市场与监管者之间长期以来的暧昧游戏,民营企业海外红筹上市的系统性法律风险一触即发。然而,两年多的时间过去了,相关监管部门依然没有明确地表达对 VIE 模式的立场,这种缄默或不作为被部分市场人士称为“时下最佳选择”。<sup>[2]</sup>

另外,围绕着 VIE 模式的商业实践中却频频再发风险事件,从双威教育被掏空到安博教育被托管,从新东方 VIE 股权结构调整的虚惊一场,到贸仲上海的第一起 VIE 仲裁案激起波澜,甚至最高人民法院一个与 VIE 本无关系的判决——香港华懋金融服务公司诉中国中小企业投资有限公司案(以下简称华懋案)——也令 VIE 躺着中枪,被解读为“‘造反’隐患冲击 VIE”。<sup>[3]</sup> VIE 法律风险的星星之火在监管层的缄默中不断闪现,几现燎原之势,不仅折磨着 VIE 模式公司的投资者的神经,也刺激域外证券监管部门几番出手祭出执法大旗,以保护投资者的利益,这一幕与我国境内监管者的缄默形成了鲜明的对比。

---

[1] Fredrik Oqvist, *China Finance: Will SEC probe of New Oriental include other VIEs?* 24 October 2012, <http://www.tradingfloor.com/posts/china-finance-will-sec-probe-of-new-oriental-include-other-vies-1058436895>.

[2] 参见刘湘宁:《VEI:默认合法是时下的最佳选择》,华泰联合证券研究报告,2011 年 7 月 11 日。

[3] 胡中彬:“‘造反’隐患冲击 VIE 架构”,载《经济观察报》2013 年 5 月 31 日第 17 版、第 20 版。

本文将梳理支付宝风波之后 VIE 法律风险事件,厘清法律风险爆发的两条路径,并回应监管不作用的“默认合法”论。下面第一部分简要介绍 VIE 模式的结构、功能与法律风险,为后面的分析做铺垫。第二部分、第三部分分别观察 VIE 模式在监管与合同两条路径下法律风险的呈现方式,指出合同路径下的法律风险其实是加强版的公司治理冲突,而监管路径下散乱芜杂的政策信号以及司法、仲裁环节的无所适从加剧了合同路径下的法律风险,冲击了本就脆弱不堪的商业信用环境。第四部分介绍了域外监管者以保护 VIE 投资者利益为导向的处理方式,它在有限范围内为消除 VIE 架构下的公司治理冲突提供了一种制衡机制。最后提出了摒弃“默认合法”、化解 VIE 法律风险危局的若干建议。

## 一、协议控制 - VIE 模式的结构、功能与法律风险<sup>[4]</sup>

协议控制 - VIE 模式的前身是 2000 年新浪境外间接上市<sup>[5]</sup>时发明的一种协议控制架构,即由创始人在境外上市公司之外,于境内另设营运实体,持有因管制而无法为外资持有的经营牌照等资源,并通过一系列的控制合同将境内营运实体的收益输入境外上市实体中。当美国 2004 年出台可变利益实体(variable interest entity)会计报表合并规则后,<sup>[6]</sup>该会计准则不仅令境外上市实体与境内营运实体之间的报表合并与收益传递通道异常顺畅,而且还提供了一整套描述协议控制下各方主体的新词汇。自此,协议控制模式遂被称为“协议控制 - VIE 模

---

[4] 更为详细的描述和分析,可参见笔者:“中国企业境外间接上市的法律困境与突破——以协议控制模式为核心”,载《法商研究》2012 年第 5 期。

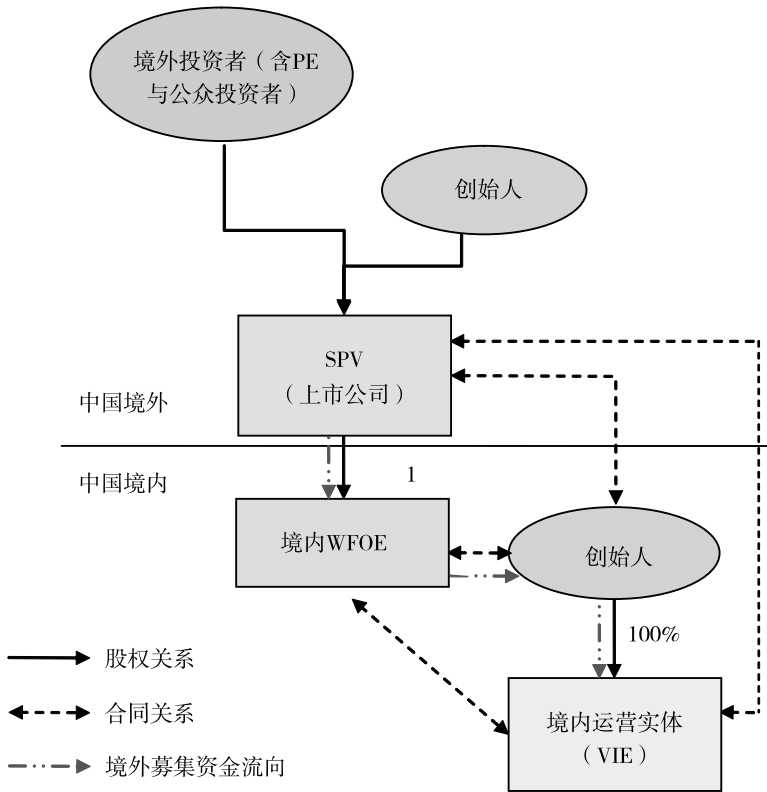
[5] 关于境外间接上市与境外直接上市的区别以及我国企业寻求境外间接上市的动机,参见伏军:《境外间接上市法律制度研究》,北京大学出版社 2010 年版,第 2~16 页。

[6] 可变利益实体会计准则是美国在安然财务丑闻之后,为治理上市公司借助特殊目的实体(Special Purpose Vehicle, SPV)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。参见葛家澍、黄世忠:“安然事件的反思——对安然公司会计审计问题的剖析”,载《会计研究》2002 年第 2 期;参见王啸:“特殊目的实体会计——合并原则的争议与变革”,载《财务与会计》2002 年第 12 期。

式”或“VIE 模式”,其中,境内营运实体也称为 VIE 或 VIE 公司,境外上市公司则为 VIE 的主要受益人(primary beneficiary)。

(一)VIE 模式的基本结构

实践中,VIE 模式至少包括三部分:(1)境外上市主体(通常是专为上市目的而在开曼群岛等避税地设立的壳公司,即 SPV);(2)境外上市主体在境内设立的外商独资企业(Wholly Foreign Owned Enterprise, WFOE);(3)境内营运实体公司,即 VIE 企业。其中,境内营运实体公司作为纯粹的内资企业,持有外资受限业务的经营牌照。一个典型的协议控制模式下红筹上市公司的基本组织架构如下图所示〔7〕



〔7〕 图示比实际中的模式略有简化。例如,就 SPV 而言,当事人通常会在境外设立多个 SPV、形成多层次的控股架构,并以其中一个 SPV 作为上市主体。关于多重 SPV 安排的商业利益方面的考量,参见伏军,前注 5 书,第 76~77 页。

由上图可见,境内运营实体与境外上市 SPV 或后者在境内的全资子公司 WFOE 之间并不存在股权关系或投资关系,但是,一系列的合同在境内运营实体与 WFOE 之间、境内运营实体与境外上市 SPV 之间、创始人与 WFOE 之间、创始人与境外上市实体 SPV 之间缔结出来,以完成境外间接上市中跨境多层次法律主体之间权利义务关系的搭建,实现境外上市 SPV 对境内营运实体的有效控制,而 VIE 合并报表规则则在多层次法律主体之间实现了利润的无缝对接。

依其主要功能,VIE 模式下的合同族群可以分为三类:第一类是境外上市 SPV 向境内营运实体传递公开发行所募集的资金的借款合同(如上图中横线与点线的间断线所示)。第二类是向境外上市 SPV 直接转移收益或者同时转移部分控制权的合同,如独家服务合同、委托管理合同、资产运营合同等,将境内运营实体的收入、利润以“服务费”或“管理费”等名义输送到境外上市 SPV 中。第三类则旨在维持境外上市 SPV 对境内经营实体的控制权的合同,包括股权委托合同(或称投票权代理合同)、股权质押合同、独家(股份)购买权合同等。这也是协议控制模式中最核心的部分。

在股权委托合同下,境内运营实体的股东将其依据中国法律及公司章程所享有的一切股东权利长期授予境内 WFOE(或其指派者)行使,以实现后者对境内运营业务的全面控制。在股权质押合同下,境内运营实体的股东同意将其在境内运营实体的股权质押给境内 WFOE,作为境内运营实体及其股东履行相关合同(如独家服务合同、SPV 或 WFOE 对境内营运实体或创始人的借款合同)以及其他义务的担保。独家购买权合同则规定,境内 WFOE(或其指派者)在中国法律允许外资持股时,有权以象征性的对价(如“1 元”)购买境内运营实体股东所持有的境内运营实体的全部或部分股权。通过上述合同安排,境内运营实体虽然表面上仍然为独立的内资企业,但实际上其经营活动基本上已被境外上市 SPV 实际控制,其相应的资产、收入和利润均传递给了 SPV。

综言之,VIE 是要以“协议”控制的形式,实现“股权”控制下的两大核心功能:合并财务报表与实施有效控制。

## (二) VIE 模式的功能

通常来说,在股权控制下的两个独立法人之间的权利义务关系,是由公司法或者其他的商业组织法直接规定的,体现为简单与明确的母子公司关系规则或控股股东规则。相反,协议控制完全通过合同文本来配置两个独立法人之间复杂的控制关系,作为商业组织法的替代机制。为此,协议控制需要在合同中明确与双方企业经营相关的所有重大事项,如决策权、管理权、执行权的分配与行使,利润分配与亏损承担,对外债务的承担等等,从而呈现出上述复杂的结构与合同联系。

为什么要创造出如此复杂的交易结构?新浪的律师说得很直白,如此设计的“唯一目的就是让新浪在不违反中国相关政策法律的前提下,在海外上市”,而相关政策法规所针对的经济关系其措辞多为外商“投资”或“持股”。这些政策法律大致可分为三大类:一是特定行业(如互联网、新闻传媒、教育等)的外资准入禁止或限制。它们导致境外拟上市主体 SPV 或者因缺乏相关行业的营运经验而不具有投资主体资格(如新东方教育在开曼群岛设立的 SPV——“开曼新东方”);或者被直接禁止持有境内企业的股权,或境内被投资企业无法获得经营牌照(互联网企业大多涉及此两种情形)。二是 SPV 返程并购监管程序。商务部等六部委于 2006 年 9 月 8 日发布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》(以下简称《10 号文》),对境外设立 SPV 及返程并购境内营运实体设置了严苛的条件和繁琐的程序,且实践中从未批准过一例。这种事实上的禁止迫使海外间接上市的民营企业不得不借道协议控制模式。三是规避 SPV 境外上市的证券监管,它也与《10 号文》以及商务部返程并购批准等前置程序相关。

可以说,外资产业准入限制、外资并购监管、境外间接上市审批等一系列监管要求,制约了股权控制模式在我国企业境外间接上市法律架构中的运用,给 VIE 模式的诞生提供了肥沃的土壤。其中,鉴于相关监管政策的措辞多为外商“投资”或“持股”,而协议控制下不存在直接的股权关系,因此,以新浪模式为标本,后续受限行业的企业多放弃直接持股而采用协议控制的方式。进一步,2006 年的《10 号文》是一个转折点,SPV 返程并购审批程序的空置以及相应的证券监管审批的不可操作令 VIE 模式的适用范围从之前的限制外资准入的行业扩展到

所有行业,成为红筹模式下法律架构的主流。为了满足高速成长的民营企业募集资金的迫切需要,包括律师在内的市场人士对于监管规章的解读严格拘泥于其文字表述,俨然为协议控制模式的合法性提供了专业法律意见上的支持。

### (三) VIE 模式的法律风险

尽管协议控制 - VIE 模式借助 SPV、控制协议、VIE 会计准则等多种手段来打造一个“符合法律规则”的架构,但是,它存在着一个致命的缺陷,即对法律形式的高度依赖,忽略了监管规章、会计合并规则等奉行的都是“实质重于形式”的理念。监管规章中不时出现的“不得以任何方式变相……”或者“不得以任何其他方式规避……”的表述,为相关监管者将“协议控制”与“股权控制”等量齐观提供了足够的自由裁量权空间。此外,合同控制相比于股权控制还有一个天然的弱势,即建立在合同基础上的法律关系永远存在合同对手方违约的风险;若中国法院基于“以合同形式掩盖非法目的”的理由而认定协议控制为无效合同,则会完全挫败协议控制的目的。进一步,若上述情形真的发生,VIE 合并报表规则将基于“控制丧失”的原因而不能再将境内营运实体 VIE 的盈利合并进入境外上市 SPV。

换言之,VIE 模式的法律风险的爆发有两条直接的路径:一是监管的“实质重于形式”判断;二是合同对手方撕毁协议,切断协议控制。它进而引出第三条,也是间接的法律风险爆发路径,即由于控制的丧失,境外上市 SPV 无法合并境内 VIE 的报表,成为真正的“空壳”,从而丧失在境外证券交易所的上市资格。实践中,支付宝风波呈现出的合同当事人自我执法,以“违反监管法规”的名义解除合法性存疑的合同的奇特景观,将 VIE 模式法律风险的两种路径演绎得淋漓尽致。可以说,从监管到合同,从法律到会计,法律风险潜藏的范围如此宽泛,意味着 VIE 模式下的控制链条实际上随时都有可能出现断裂,导致境外上市公司丧失对境内权益的控制,并进而失去利润来源。这将给境外上市 SPV 的投资者的合法利益造成毁灭性的影响,也将严重损害中国企业在国际资本市场上的信誉。

## 二、监管路径下的法律风险——散乱的政策信号

VIE 模式自诞生时起也就展开了它与监管之间的暧昧游戏。当 2000 年新浪公司为境外上市发明协议控制架构时,据说当时信息产业部相当明确地默认其采纳“外商技术服务 vs 国内实体营运”的双轨设计。<sup>[8]</sup>“政府默认”也成为此后十年 VIE 模式快速发展的准法律基础。不过,随着 VIE 模式漫出互联网、教育等行业,应用到一些传统的、特别是重资产的煤炭、石油、钢铁等行业,监管者的态度开始发生变化。然而,迄今为止,监管层面传递出的信息是散乱的,在默许背后,禁止、中立或者敲边鼓的警告声此起彼伏。

### (一) 行业性禁止 VIE 架构的规范性文件

2007 年,商务部、国家发改委修订发布的《外商投资行业指导目录》整合了国家在某些特殊产业对外资进入的管制。该目录明确列示了限制外商投资和禁止外商投资的行业:诸如名优白酒生产、出版物印刷、电网建设和运营、期货公司等行业被列为限制外商投资行业,要求必须由中方控股;稀土开采、邮政、图书出版、新闻网站、互联网文化经营等行业被列为禁止外商投资行业。

不同行业对外资准入的监管力度相差悬殊。在 VIE 模式云集的互联网行业,原信息产业部似乎一定程度上修正了新浪时代的默许态度。在 2006 年 7 月出台《关于加强外商投资经营增值电信业务管理的通知》,原信息产业部明确要求“境内电信公司不得以任何形式向外国投资者变相租借、转让、倒卖电信业务经营许可,也不不得以任何形式为外国投资者在我国境内非法经营电信业务提供资源、场地、设施等条件”。该通知虽然未直接提及“协议控制”字眼,但“不得以任何方式……”的表述已经把协议控制模式推向了一种比较尴尬的境地。

首个也是迄今唯一明确禁止 VIE 架构的行业性规范性文件是

---

[8] 翁海华、尹先凯、周芳:“新浪前世及今生模式之惑”,载《21 世纪经济报道》2009 年 6 月 13 日。



2009年9月28日由新闻出版总署、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》(新出联[2009]13号)(以下简称《三机关通知》)。该通知禁止外商以独资、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。

不过,《三机关通知》因其发布机关的特殊性而未被市场认真对待。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,而文化部作为网络游戏的主管部门、商务部及国家发展和改革委员会作为外商投资主管部门、工业和信息化部作为经营增值电信业务许可部门均与《三机关通知》无涉,因此,《三机关通知》能否被有效地贯彻实行一直受到外界的质疑。实践中,儿童网络游戏公司——淘米网2011年5月赴美上市,就继续采用VIE架构。其招股文件披露了《三机关通知》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;而中国律师法律意见认为,《三机关通知》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,《三机关通知》将很难对淘米网境内VIE公司的控制产生直接影响。<sup>[9]</sup>然而,同期发生的第一起VIE仲裁案表明,这种解读恐怕是自欺欺人。<sup>[10]</sup>

## (二) 宝生钢铁事件——地方政府否决协议控制<sup>[11]</sup>

2010年4月,河北一家民营钢铁企业为在美国上市搭建了VIE结构。其中,宝生钢铁(拟上市公司)通过全资拥有的香港公司——Gold Promise——在中国境内设立外商独资企业HAIC,后者与河北宝生及其子公司签署了一系列VIE协议,将河北宝生等转变为宝生钢铁的协议控制附属公司。2010年9月17日,宝生钢铁向美国证券交易委员会

---

[9] 此外,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。参见何杰、李欣:“VIE架构的未来焦点”,载《首席财务官》2012年3月20日,第90~93页。

[10] 见下文“三、2、仲裁机构的立场——基于第一起VIE仲裁案的分析”。

[11] Thomas M. Shoemith, *Client Alert: PRC Challenge to Variable Interest Entity Structures?* Pillsbury, Mar. 31, 2011.

(SEC)提交了上市文件。然而,2011年3月河北省政府相关部门告知河北宝生,其VIE协议“违反中国现行的有关外商投资企业的管理政策和公共政策”。2011年3月28日,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,并向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。它发生在支付宝风险之前,一段时间内仅为境外律师所关注。由于宝生钢铁所涉行业特殊(钢铁业,且处于国进民退的资源整合时期),包括律师在内的市场人士更多将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。<sup>[12]</sup>宝生钢铁事件中监管者的立场由地方政府而非中央政府表达,也削弱了这一政策信号可能产生的影响。

### (三)金融监管者的立场:从消极缄默到积极默许?

先看央行。支付宝风波围绕着《非金融企业支付服务管理办法》(中国人民银行令[2010]第2号)而展开,马云等自我执法而解除了原来搭建的VIE架构,恢复支付宝纯内资企业的身份。然而,作为相关规章制度制定者与监管者的中央银行在这一事件过程中始终未正面表态。与此同时,其他一些采用VIE架构的第三方支付企业也获得了支付牌照。这一切似乎表明,在第三方支付领域,VIE架构本身并不会直接导致非法的后果。

再看证券监管者。VIE模式的流行归根结底是满足个体创业者的正当融资需求,它有效地消解了境内资本市场对民营创业者的制度性歧视给中国经济带来的负面影响。这种终极价值的正当性令证券监管者面对VIE模式的立场更为微妙。支付宝风波之后市场上疯传的措辞严厉的证监会VIE报告——《关于土豆网等互联网企业境外上市的情况报告》<sup>[13]</sup>——一直未成为监管者的正式立场。相反,2012年11月,

---

[12] 当时国家钢铁产业政策只是规定对国有钢铁企业不允许外资控股,而对于从香港等境外股票市场收购中国内地民营钢铁企业的股权并没有限制。但河北省政府正计划以河北钢铁公司为主体统一整合省内钢铁企业资源。参见刘湘宁:《VEI:默认合法是时下的最佳选择》,华泰联合证券研究报告,2011年7月11日。

[13] 胡中彬:“揭秘证监会VIE报告:四大政策建议(全文)”,载《经济观察报》2011年9月28日。

在新东方因调整 VIE 股权结构而被美国证券市场误解,并进而牵累大批优质中概股的背景下,中国证监会网站上悄然公布了一份《关于 VIE 结构及其对中国概念股的影响的报告》,<sup>[14]</sup>其中传达出应谨慎、稳妥地处理 VIE 问题、维持该融资模式及企业发展可持续性的积极讯息。该报告最后指出:“VIE 结构的出现主要是因为国内资本市场难以满足企业融资需求和产业政策对外商投资的限制。如果这些问题无法得到有效解决,简单地否定 VIE 结构,可能致使企业特别是新科技、新商业模式企业的融资需求无法满足,甚至导致部分中国企业创新能力的减弱。只有随着国内资本市场的进一步完善和对外商投资企业、境外上市企业监管的制度创新,才能在不损害企业发展前景和创新能力的基礎上,实现对外商投资企业的监管、保护国家经济金融安全。”

#### (四) 商务部的立场——敲边鼓?

在与协议控制 - VIE 模式的监管有关的政府部门中,商务部居于举足轻重的地位,因为外资准入、外资并购监管、国家安全审查等均为商务部的职权与职责范围。实践中,商务部也是唯一一家在公开的官方文件中直接提及“协议控制”、“VIE 架构”的监管部门,但均以负面态度表达。

2011 年 8 月 29 日,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》,明确提出了“协议控制”的概念,并将其与“实质规避并购审查”联系起来。该规定第 9 条指出:“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。”上述规定一度被视为是商务部对支付宝风波的回应,引发市场普遍恐慌。为此,商务部回应解释该规定仅针对并购交易的国家安全审查事宜,尚未有专门规范 VIE 模式的法律、法规或政策。<sup>[15]</sup>

---

[14] 该报告曾出现于“中国证监会 会计事务所及资产评估机构监管系统”页面,但该网页此后无法再登录,通过百度还能够搜索到,但网址已有变化。<http://assdata.csrc.gov.cn/Web/Xxpl/Tzgg.aspx?id=kst4Ekh1IEexVVeL9CeZ9pIefU1iyPazdSDCuzFJyjPbFiGlXamWSz6MQ65PuT2hxd1WmncDpoXjNf8sNBsCQq4%2FtYOfohfp>。

[15] “商务部回应市场传言 VIE 模式或被纳入监管”,载 [http://finance.ce.cn/rolling/201109/21/t20110921\\_16644017.shtml](http://finance.ce.cn/rolling/201109/21/t20110921_16644017.shtml)。

不过,鉴于VIE模式的合法性基础之一在于律师们笃信“协议控制不属于《10号文》所言之并购”,此一规定至少传达了商务部对《10号文》的一种解释,那就是:基于交易的实质内容和实际影响来判断,“协议控制”构成了并购的一种形式。

商务部更加明确的表态似乎体现在2012年对沃尔玛并购国内企业的反垄断审查中。<sup>[16]</sup>2011年11月24日,沃尔玛公司与纽海控股(一家香港公司)及其股东、若干附属公司等签订了《购股协议》(以下简称协议),取得纽海控股51.3%的股份,并通过纽海上海(纽海控股在中国境内间接设立的外商投资公司)取得对上海益实多公司的网上购物平台“1号店”(以下简称益实多1号店)的网上直销业务的控制权。益实多1号店是目前中国最大且发展最快的网上超市,业务范围包括网上直销业务和增值电信业务。<sup>[17]</sup>商务部认为,就网上零售业务而言,沃尔玛在实体零售市场具有的优势将实质性增强并购后实体在网上零售行业的竞争力;而在增值电信业务市场,并购后实体如通过益实多1号店进入增值电信业务市场,可能具有排除或限制竞争效果。最后商务部决定附加限制性条件批准并购,要求沃尔玛公司履行其承诺的如下义务:“(一)纽海上海此次收购,仅限于利用自身网络平台直接从事商品销售的部分。(二)在未获得增值电信业务许可的情况下,纽海上海在此次收购后不得利用自身网络平台为其他交易方提供网络服务。(三)本次交易完成后,沃尔玛公司不得通过VIE架构从事目前由上海益实多电子商务有限公司(益实多)运营的增值电信业务。”<sup>[18]</sup>

商务部针对沃尔玛反垄断审查发布的第49号公告是中国政府部门的官方文件中第一次出现“VIE架构”的术语,因而引起引发广泛的

---

[16] 《关于附加限制性条件批准沃尔玛公司收购纽海控股33.6%股权经营者集中反垄断审查决定的公告》(商务部公告2012年第49号)。

[17] 1号店作为网上购物平台为顾客提供了一站式便捷购物体验,但从监管的角度看,它从事的是两种截然不同又相互关联的业务,一是直接销售自己的商品,二是作为一个电子商务平台为第三方提供B2C业务,后者依据《中华人民共和国电信条例》构成了增值电信业务。

[18] 《关于附加限制性条件批准沃尔玛公司收购纽海控股33.6%股权经营者集中反垄断审查决定的公告》(商务部公告2012年第49号)。

关注。乍看起来,第49号公告行文颇有些令人费解,因其对交易中所提及的各家公司之间的关系以及VIE架构等均语焉不详。公告中突兀地插入“VIE架构”一词,且禁止沃尔玛对VIE架构的使用,其背后的蕴意引发不同的解读。悲观者认为,纽海上海作为益实多1号店的实际控制人,很可能是通过VIE结构与经营益实多1号店的上海益实多公司结盟的;而商务部禁止沃尔玛通过VIE架构经营上海益实多运营的增值电信业务,不仅挫败了沃尔玛收购的基本商业目的,在某种意义上也代表了商务部对VIE的否定和禁止的立场。<sup>[19]</sup>乐观者则认为,官方终于明确承认了VIE的客观存在,而且并未给予笼统地否定。<sup>[20]</sup>更为中性的解读是,第49号公告是在反垄断审查程序中做出的,针对的是拟议中的并购交易是否会构成对相关市场的垄断或限制竞争后果问题。以协议方式限制竞争(如卡特尔)或扩大市场垄断地位是垄断的一种常见的表现形式,协议控制或可归入此类。因此,商务部对沃尔玛不得借道VIE架构的禁令只是为了着眼于消除相关市场的垄断局面,而非针对VIE本身的合法性表态。<sup>[21]</sup>

笔者倾向于悲观派的解读。第49号文是一个面目模糊、逻辑不清的文件,它恰如一面镜子,照出了商务部在VIE模式上的纠结,这种纠结甚至干扰了反垄断审查过程。毋庸讳言,第49号公告形式上是一个反垄断审查决定,而且确实起到了反垄断的效果——它给这起交易中的收购方和目标公司的业务整合带来了始料未及的压力,遑论实现合并的协同效益,<sup>[22]</sup>但它在VIE模式问题上的立场更意味深长:

[19] 符迎曦、Steven R. Wright:“商务部附条件批准沃尔玛收购案——它对沃尔玛、1号店以及VIE结构的未来意味着什么?”,载《律商中国法律透视》2012年第9期。来源:Lexisnweb.com/cnr/view\_article.php?clr\_id=70&clr\_article\_id=888。

[20] “沃尔玛收购中国最大网络超市的方案设计及相关VIE架构的综合评述”,载aigo2006.blog.com/238217309.html。

[21] 在2013年8月15日于北京仲裁委员会举办的《VIE与仲裁》专题研讨会上,曾任职于商务部条法司的某律师发表的见解;另参见汉坤律师事务所:“备忘录:与VIE架构有关的近期案件的法律分析”,载<http://wenku.baidu.com/view/b72276e0aef8941ea76e0538.html>。

[22] 关于商务部的附条件批准对1号店以及沃尔玛各自产生的挫败,可参见“沃尔玛收购失败后,蹒跚前行的1号店重心在哪里?”,载[www.huxiu.com/article/4455/1.html](http://www.huxiu.com/article/4455/1.html)。

首先,并购交易的反垄断审查,其前提本应该是并购方参与相关交易是合法的,或者交易主体的资格无瑕疵,但增值电信业务恰恰是一个限制外资准入业务,不论是沃尔玛,还是纽海控股的前股东,都不满足此一前提条件。商务部似乎本可以“沃尔玛资格有瑕疵”或“未取得中国大陆增值电信业务许可”为由,直接排除相关并购交易进入反垄断审查程序;其刻意采取第49号公告的处理方式,很难不让人引申为商务部借此机会公开表达对VIE的否定态度,打破长期以来对使用VIE架构的官方默许局面。

其次,商务部就反垄断审查结论(附条件批准)的说理非常简略,<sup>[23]</sup>有悖其以往的处理方式。第49号公告将网上零售市场界定为“相关商品市场”,继而使用“传导理论”阐述并购交易具有的限制竞争后果。公告既没有对传导理论的适用做出多少详细分析,更未提供任何市场分析的数据,其关于“在中国增值电信业务市场可能具有排除或限制竞争效果”的结论近乎是一种宣告式的表述。由此很难排除这样一种解读:“商务部把传导理论沿用到增值电信业务上,目的就是证明其对沃尔玛利用VIE结构运营增值电信业务打算进行限制是合理的。”<sup>[24]</sup>

不仅如此,商务部对VIE的否定立场借助于并购反垄断审查的面目出现,也昭示了相关监管部门在VIE合法性裁量问题上更大的场域:

---

[23] 全文如下:“根据双方经营范围、经营模式及特点、需求和供给替代等方面因素,商务部认为B2C网上零售市场为相关商品市场。同时,考虑到消费习惯、运输、关税等因素,相关地域市场为中国市场。调查显示,网上零售涉及支付、仓储、配送、营销、网络平台等多个环节,其中物流和服务是制约网络零售商发展的关键因素。沃尔玛公司在中国实体零售市场具备成熟的仓储配送系统、广泛的供货渠道和较高的品牌知名度。交易完成后,沃尔玛公司有能力将其在实体市场的竞争优势传导至益实多1号店的网上零售业务。集中产生的综合效应将实质性增强并购后实体在网上零售行业的竞争实力。为此,商务部对本案可能涉及的中国增值电信业务市场进行了延伸调查。调查结果表明,并购后实体如通过益实多1号店进入增值电信业务市场,将有能力依托现有实体零售市场与网上零售业务的综合竞争优势迅速扩展业务,在增值电信业务市场取得优势地位,实质性增强其对网络平台用户的议价权,从而在中国增值电信业务市场可能具有排除或限制竞争效果。”

[24] 符迎曦、Steven R. Wright:“商务部附条件批准沃尔玛收购案——它对沃尔玛、1号店以及VIE结构的未来意味着什么?”,载《律商中国法律透视》2012年第9期。来源:Lexisnweb.com/clr/view\_article.php?clr\_id=70&clr\_article\_id=888。

在外资准入监管、SPV 返程并购监管、证券监管、国家安全审查等常规路径之外,反垄断审查又提供了一个新的路径。然而,以反垄断审查的路径来否定 VIE 天然存在矛盾之处:在沃尔玛收购案中,纽海控股原股东也是通过 VIE 架构控制着益实多 1 号店的增值电信业务。基于反垄断审查的特殊目的,商务部只能拒绝沃尔玛继续使用原有的 VIE 架构,却不能对业已存在的 VIE 架构表态。这是否意味着,商务部认为现有的 VIE 可以维持,新的 VIE 不得产生?换言之,若沃尔玛决定放弃此一收购,原有股东的 VIE 可以高枕无忧吗?

### (五)小结

“默认合法”是监管者与被监管者之间进行的一场心照不宣的游戏。VIE 模式的潜行与监管者的缄默是“默认合法”得以持续的两个基本前提。然而,支付宝事件引发的轩然大波,将 VIE 模式推到风口浪尖,实际上已经终结了监管层对 VIE 模式继续“默许合法”的前提。特别是在最主要的监管者已经明确地基于“实质审查”而将协议控制视为并购,且基于 VIE 模式而否定相关并购案后,“默许合法”只不过是市场人士的一厢情愿而已,与其说监管部门在继续“默认合法”,还不如说某种程度上转向了“默认不合法”更恰当。

总体上看,监管层面给出的信号却是散乱芜杂的:继续缄默者有之,以敲边鼓的方式提出警告者有之;多头监管的存在,也意味着有多条否定 VIE 效力的路径,但无论是哪一条路径,目前监管部门似乎都在刻意回避对使用 VIE 架构的合法性做出一般性的结论。有观点认为,这反映了监管部门对 VIE 模式的谨慎态度;在笔者看来,这与其说是谨慎,不如说失职、甚至渎职更为妥当。迄今为止,我们尚未看到有任何监管部门来牵头整合 VIE 模式下歧义纷呈的规范性文件。这既是对法治的极大伤害,也无助于经济平稳发展与社会秩序的稳定。

不仅如此,监管层面的混乱信号还会直接干扰合同层面的安定。不仅当事人的机会主义倾向趋于强化,而且司法机关或其他纠纷解决机制也会面临更大的困扰。在新型经济交易方面,中国的纠纷解决体系受政策的引导和影响比较大。当监管层缺乏结论性意见时,纠纷解决机制更可能依法律条文之字面含义而非综合的政策性考量来对 VIE 案件做出裁决,从而引爆 VIE 模式的法律风险。

### 三、合同路径下的法律风险——隐忧正成为现实

VIE 模式弃股权控制而取协议控制,以合同规则代替公司组织法来缔造独立企业之间的关系,其有效性取决于合同能被当事人遵守,或者在当事人违约时能被法院强制执行。在上述两个方面,VIE 在合同路径下的法律风险似乎都在变成现实。

#### (一) 商业实践中的 VIE 风险事件——加强版的公司治理冲突

支付宝风波之后,一系列在美上市的采用 VIE 架构的公司曝出风险事件。先有双威教育集团的 CEO 非法转移 VIE 资产,接着新东方调整 VIE 公司股权结构引发中概股大跌,然后是安博教育被境外投资人入禀开曼群岛法院申请司法托管。它们仿佛一次又一次地重复支付宝风波的教训:当 VIE 公司的实际控制人不履行合同时,境外投资者将完全失去他们自以为拥有的资产。但是,这些事件的实质是大不相同的。

双威教育是其中最广为报道的案例,整个事件仍在发展过程中。<sup>[25]</sup> 2006 年 12 月,双威交易通过反向收购在纳斯达克上市。2012 年 3 月,双威教育首席执行官在与境外投资人之间数月的控制权争夺中败北,宣布辞职。美国投资者接替了 CEO 职位,并且取得了双威教育董事会的控制权。但他们入主公司后却无法找到中国营运实体公司章程或有效印鉴以开展业务。不仅如此,双威教育部分高管未经双威教育董事会批准,已将公司下属两家学院(双威教育的主要 VIE 资产)的母公司的 100% 股权转让给相关自然人,同时划走了双威教育中国子公司的 5.1 亿元银行存款,控制了中国公司的营业执照、公章、财务账册等公司资料,抢走电脑硬盘,并实施了其他一些不法行为。由于法律对公司法人的设计,境外投资人接管公司必须拿到公司印鉴才能经营业务,必须起诉才能收回印鉴,必须有营业执照才能起诉。法律程序

---

[25] “双威教育接手被掏空的中概股公司”,载财新网,2012 年 5 月 16 日访问;“双威教育原高管卷走 5 亿现金 涉嫌掏空集团资产”,载《21 世纪经济报道》2012 年 5 月 16 日;“双威教育公章失踪及资产转移使 VIE 风险再现”,载 <http://news.imeigu.com/a/1335357601534.html>。



上的如此循环不仅令接管公司的境外投资者陷入困境(甚至无法到工商机关办理法定代表人变更登记从而主张自己的接管),而且给 VIE 公司的实际经营者可乘之机。结果,双威教育的境外投资人虽然赢得了公司的控制权,却“失去”了公司。2012 年 4 月 2 日,双威教育因无法如期递交 2011 年年报被停牌,6 月 25 日正式退市至粉单交易市场交易,股价当日暴跌 80.66% 至 0.82 美元。

其实,双威教育并非是 VIE 模式合同路径下法律风险恶性爆发的首例案件。两年前,在纳斯达克上市的一家新加坡公司——和信超媒体——就失去了中国境内 VIE 资产,<sup>[26]</sup>其故事与双威教育的版本几乎如出一辙:被解职的创始人带走了中国境内 WFOE 以及 VIE 公司的公章、营业执照、账册等所有文件,令前来接管 WFOE 和 VIE 公司的境外投资人陷入困境。唯一的差异是,在和信超媒体个案中,中国境内的 VIE 资产仅贡献了上市公司总收入的 20%,因此,失去对 VIE 的控制只是导致上市公司由盈利转为亏损,并没有完全变成“空壳”。为避免因无法提交财务报表被摘牌,和信超媒体最终放弃将中国境内 VIE 公司合并进入上市公司报表。<sup>[27]</sup>或许由于和信超媒体是一家新加坡公司且未退市,因此,这个最早的 VIE 合同风险的案例并未引起国内媒体的关注。

严格来说,双威教育事件、和信超媒体事件的本质都不过是公司法上常见的治理冲突,与 VIE 结构本身的合法性没有直接联系。部分高管违反对公司的忠实和勤勉义务,侵害公司和股东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,而投资者与经营者的跨境分布更刺激了代理人的机会主义行为。正如和信超媒体事件发生后一些外国律师评论所言,VIE 管理层与境外投资者的决裂与此前外商投资领域屡见不鲜的“世界 500 强公司驻华代表处”的总代表们造反的故事并无本质不同。但是,VIE 架构法律地

---

[26] 上市公司自己以及被解职的中国创始人对这场冲突的描述略有不同。上市公司版本参见 GigaMedia 向 SEC 提交的备案文件( Form - 6K ); 境内创始人的版本参见王乐:“访天游 CEO 王皓: 监控录像揭露董事会冲突”, DoNews, 2010 年 8 月 16 日, <http://news.17173.com/content/2010-08-16/20100816102025801.shtml>。

[27] Dutch Trader, “GigaMedia Will Survive Current VIE Turmoil”, Jun 3 2011, <http://seekingalpha.com/article/273166-gigamedia-will-survive-current-vie-turmoil>.

位的不明确,导致境外投资者在管理层违约时惮于在中国法院或仲裁庭起诉来维护自己的权利。从这个角度看,VIE架构无疑在所有者—经营者的经典冲突模型中往经营者的机会主义行为一端压上了更重的砝码;VIE的灰色法律地位不是冲突的原因,而是冲突的催化剂。

这恐怕也是对安博教育司法托管事件的一种更准确的解读。当安博教育的创始人兼CEO与境内VIE下属的各家学校的校长之间发生矛盾时,这本来是一个以并购方式快速扩张的企业必然遭遇的内部整合困难。公司最高管理层与中层管理部门之间的冲突,需要双方齐心协力引导企业度过难关方可化解。<sup>[28]</sup>但是,被中概股公司的VIE风波吓坏了的境外投资者,唯恐矛盾进一步激化而引发VIE资产流失,急于引入安博教育注册地——开曼群岛——的司法托管机制来保护遏制冲突双方,维护自己的投资权益。<sup>[29]</sup>笔者以为,当开曼群岛法院遣散了以创始人为主的管理层,代之以会计专业人士来进行资产清理与消极维持时,公司经营恐怕更难有起色,反而可能激起被司法托管剥夺了权力的创始人团队真正“造反”了。可以说,由公司商业模式或经营策略的矛盾上升为公司治理冲突,安博教育事件展示了中国企业海外上市过程中各方主体最急功近利的一面;若它进一步演化为VIE架构的法律风险,导致公司彻底分崩离析,恐怕是包括境外投资者在内的任何人都最不愿意看到的结果。

同样,在这样一个大背景下观察新东方VIE风波,就可以清晰地发现,它只不过是一场因与“VIE”字眼相关而产生的误会,尽管在资本市场中误会往往代价不菲。<sup>[30]</sup>新东方调整VIE股权结构并非源于创始人的“造反”意图,而是为了加强公司治理结构,更好地保护上市公司投

---

[28] 安博教育并购的各家学校的校长们同时也持有上市公司的股票并急于变现,但安博教育上市后的股价表现令人失望,一些校长试图赶走CEO兼创始人,遂举报公司存在财务造假等问题。鉴于安博教育并购整合尚未完成,账册资料等不齐全,财务造假成为查不清又说不明的烫手山芋,牵扯管理层更多精力,导致企业经营更困难。

[29] Sherry Ricky:“安博教育被临时托管 它会成为下一个双威吗?”,载美股网,2013年6月19日访问;赵陈婷:“安博教育被判临时托管 VIE脆弱性再受考验”,载《每日经济新闻》2013年6月13日。

[30] “新东方VIE风波的来龙去脉”,载美股网, <http://news.imeigu.com/a/1342579674734.html>,2012年7月18日访问。

投资者的利益。基于支付宝风波的冲击，新东方也检讨了自身 VIE 架构潜在的缺陷，即国内运营实体——新东方中国（即 VIE 公司）——的股东群体的经济利益与公司本身已经分离。新东方中国由 11 名股东持有，其中俞敏洪持 53%。近年来，其他 10 位股东已离开新东方，保留其股东身份除了增加新东方中国的公司治理成本和潜在隐患外，在法律上及经济实益上对新东方都没有任何积极意义。<sup>[31]</sup>新东方遂通过无对价协议将新东方中国已离职的 10 位股东清退，把 VIE 公司的股权全部转到俞敏洪名下。相关交易在 2012 年 1 月完成，5 月中进行了工商登记注册。2012 年 7 月 11 日，新东方在公布 2012 年年报前夕向外界公告了对 VIE 公司的股权结构调整事项，说明美国上市主体的股权结构保持不变，股东价值也不受影响。然而，因支付宝风波、双威教育事件而心有余悸的美国投资者仍然对新东方的 VIE 股权结构调整事件做出强烈反应。SEC 迅速宣布介入调查此一事件。以做空中概股而闻名的浑水公司也在其网站公布做空新东方的报告，在指控新东方财务造假的同时，称其 VIE 结构也存在严重缺陷，能否合并财务报表殊有疑问，威胁投资者利益。<sup>[32]</sup>新东方股价大跌近 60%，同时受到牵累大跌的

[31] 新东方在 2002 年设立 VIE——新东方中国；2006 年上市时，11 位创始人均是 VIE 的股东，以保持 VIE 公司与上市实体之间在控制权、利益等方面的一致性。此后，除俞敏洪之外的 10 个 VIE 股东陆续离职，另谋发展，没有或仅持有少量新东方股份。但是，当新东方中国办理工商、税务等手续时，还需要获得这些名义股东的签字。为此，寻找这些足迹遍布世界的股东们就成为新东方中国颇费周折的工作。此外，一些股东曾经发生过即使合同明确规定也拒绝签署的情况。出处同上注。

[32] Muddy Water, “Initiating Coverage on EDU - Strong Sell”, <http://www.muddywatersresearch.com/research/edu/initiating-coverage-edu>. 具体来说，(1) 新东方的 VIE 文件缺少《股东表决权委托协议》安排；(2) 新东方的主要资产是学习中心，学习中心由学校控制，而学校由内资公司控制。因此，新东方的几乎所有价值均保留在内资公司之内；(3) 新东方的股权质押在上市时没有办理工商登记，直到上市 5 年后为避免浑水攻击才于 2012 年 5 月补办等。由于这些瑕疵，新东方的 WFOEs 极少控制经济实益，这将加大诱导新东方的管理层利用境内运营实体中饱私囊。WFOEs 极少控制经济实益使得新东方管理层更易于摆脱上市公司而保留境内运营实体。作为对比，浑水公司在报告中称赞百度的 VIE 结构是完美典范 (best practice)，例如，通过协议安排，百度有能力实质性影响境内运营实体的日常运营与财务状况，指派高管，批准所有需要股东批准的事项；百度的 (VIE) 协议旨在尽可能地将百度的实质性业务运营置于 WFOE 的控制之下，藉此减少 (境内) 运营实体对百度管理层的独立价值等。

还有众多优质的中国概念股。经过近三个月调查后,SEC未发现新东方存在财务造假或通过VIE架构损害美国投资者利益的行为,新东方也公布了2012年年报,像之前年度一样将VIE公司的业绩合并在新东方的财务报表中。

当然,从公司治理的角度观察,新东方的行事方式确有值得商榷之处。如果管理层能够事先在上市公司董事会层面就VIE公司的股权结构调整意向进行讨论而不是先斩后奏,投资者就不会产生误解,更不会恐慌性砸盘。众所周知,缺乏商业信用文化的中国公司实践尚未很好地解决管理层对公司以及股东的信义义务问题,VIE架构下更是如此。在支付宝风波、双威教育事件的教训面前,要求投资人相信某个创始人股东是负责的因而无条件地信任其做出的任何决定,是不现实的。如何解决这种信息不对称是叠屋架构的VIE模式必须要解决的问题。但更重要的是,投资者需要获得其投资权益能够得到中国法律保护的确信,才能够建立对中国境内创始人的信心。恰恰在这方面,中国法律的现实并不乐观。

## (二) 仲裁机构的立场——基于第一起VIE仲裁案的分析

迄今为止,中国境内VIE纠纷诉诸中国争议解决机制的仅见于上海国际经济贸易仲裁委员会(原贸仲上海分会)2010~2011年间裁决的两个案件,它们都是围绕着同一家中国公司申请解除VIE架构而展开的。<sup>[33]</sup>

仲裁申请人是涉案VIE架构中的VIE公司——一家从事互联网络游戏运营业务的中国企业(以下简称T公司)。境外投资方通过一家BVI公司(在纳斯达克上市)于中国境内设立WFOE,后者与T公司签订了若干利润输送协议,包括《独家商务咨询服务协议》及《独家技术咨询服务协议》,同时与T公司股东签订了一系列控制类协议,包括股权质押协议、股权转让协议、股东表决权委托的协议等。由于中国境内的VIE资产在境外上市公司中占比不高,T公司创始人仅在WFOE及

---

[33] 基本案情可参见孔焕志、隋雪芹:“贸仲上海第一起VIE案”,载《商法》杂志2012年12月、2013年1月号,第90页。鉴于仲裁的非公开性,上述报道很简略,此处对案情的描述基于作者本人对多个渠道来源信息的整合,不准确之处概由作者本人负责。

VIE 公司中担任法定代表人及总经理等职务,在境外上市公司中并未持有实质数额的股份。合作过程中,T 公司创始人与境外投资方对于 T 公司业务发展方向产生严重分歧。投资方宣布免去创始人在 WOFE、VIE 公司中的法定代表人及总经理职务,创始人则拒绝新的法定代表人进入 VIE 公司,双方一度爆发激烈冲突。鉴于 VIE 协议约定受中国法管辖,并接受中国仲裁机构仲裁,T 公司遂向上海贸易仲裁委员会提请仲裁,主张其与 WOFE 之间签订的《独家商务咨询服务协议》、《独家技术咨询服务协议》等 VIE 合同无效,因其违反了与网络游戏运营相关的行业管理法规。

案件的核心焦点在于 VIE 协议安排是否有效。T 公司希望通过否定 VIE 协议的效力而夺回对 T 公司的控制权,并终止尚未履行完毕的利润输送协议。而境外投资方则希望执行 VIE 协议以实际获得对 T 公司的控制。投资方律师承认两份独家服务协议只是转移利润的工具,确实不存在 WFOE 提供服务之情形,且有违反规范性文件之嫌,但主张考虑中国日益对外开放的大背景,应承认 VIE 协议的有效性。

仲裁庭认为,WFOE 通过与 T 公司以及创始人签订利润输送协议以及控制协议的方式,取得了对于 T 公司决策、收益等的控制权,这一安排的核心目的和结果是“使得本无网络游戏运营资格的 WFOE 能够参与中国网络游戏的运营并获得相应收益”,违反了现行法律关于“外商不得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”。<sup>[34]</sup> 仲裁庭依据《合同法》第 52 条以及《中华人民共和国电信条例》、《互联网信息服务管理办法》、《互联网出版管理暂行规定》等法规或规章,认定 VIE 协议“以合法形式掩盖非法目的”及“违反国家行政法规的强制性规定”,裁决《独家商务咨询服务协

---

[34] 此句引文与前文提及的新闻出版总署、国家版权局、全国“扫黄打非”工作小组办公室联合颁布的《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》(新出联[2009]13号)(以下简称“三机关通知”)中的相关段落雷同,市场人士多猜测仲裁庭援引该规范性文件直接认定 VIE 协议无效,其实不然。参见汉坤律师事务所:“备忘录:与 VIE 架构有关的近期案件的法律分析”,载 <http://wenku.baidu.com/view/b72276e0aef8941ea76e0538.html>。

议》、《独家技术咨询服务协议》无效。该案结束后,T公司的两个自然人股东又提起了一桩新的仲裁申请,请求确认股权质押协议、股权转让协议、表决权委托协议等无效,也获得了仲裁庭的支持。

由于仲裁裁决的非公开性,第一起VIE仲裁案直到一年之后被当事人的律师公开才为人所知。它在国内PE投资界迅速引发强烈反响,人们长期以来对中国法律不保护VIE合同的担忧转眼间成为现实。服务于VIE架构的专业人士、特别是律师群体更多了一层隐忧,担心将遭遇境外投资者的大规模起诉。原因在于,实践中几乎所有采用VIE模式海外上市的公司之招股说明书中都附有格式化的中国法律意见,认为协议控制模式不违反现行中国法律规定,除非“日后中国政府颁布新的法律或做出新的解释”。目前中国政府尚未颁布新的法律或做出新的解释的,而中国仲裁庭依据中国现行法律做出了VIE协议违法而无效的裁决,这是否意味着中国律师当初出具了错误的法律意见?

客观地说,VIE模式折戟于“以合法形式掩盖非法目的”并不令人意外,但以仲裁方式捅破这层窗户纸却让人大跌眼镜。相较于司法程序,商事仲裁通常被人们视为更加尊重当事人意思自治,不会严格拘泥于部门规章或政府监管政策的要求而轻易宣布合同无效。因此,第一起VIE仲裁案的裁决做出VIE协议属于“以合法形式掩盖非法目的”而无效的判断,严重挫败了市场对于依靠商事仲裁解决VIE纠纷、保护VIE投资人的期待。

从法律程序的角度看,第一起VIE仲裁案提出了一些全新的问题,尚未有明确答案。VIE模式下的协议控制是基于一整套的协议,涉及境外上市公司、境内WFOE、VIE公司、VIE公司股东等众多主体,而仲裁是基于合同相对性原则,仅针对一个合同的双方当事人进行的。具体来说,境内营运实体(VIE公司)与WFOE之间的争议属于国内仲裁,而境外上市公司与境内VIE公司以及与VIE公司股东之间的协议均为涉外仲裁,能否仅针对其中部分协议进行仲裁?特别是一个国内仲裁是否就能把境外投资者参与缔结的所有合约的有效性都否定了?在国际上,一些仲裁组织(如ICC)的仲裁规则中有追加第三人、合并仲裁之规则。我国目前的几家仲裁机构尚无此规则,处理VIE协议下的争议难免遭遇捉襟见肘的困窘。

另外,由于我国《民事诉讼法》的修改,第一起 VIE 仲裁案对后续案件的示范效应恐怕也是极为有限的。2012 年 8 月 31 日,全国人大常委会对《民事诉讼法》进行了修改,在人民法院审查当事人申请执行仲裁裁决的问题上取消了原法律中以实体法上的理由否定仲裁裁决的条文(即“适用法律错误、事实认定错误”)<sup>[35]</sup>。自 2013 年起,法院只能以仲裁程序上的瑕疵为由决定不予执行仲裁裁决(但仲裁裁决违反公共利益者除外)。这一重大修改赋予了仲裁庭在裁定商事合同有效性方面更大的自主权。从这个角度看,如果第一起 VIE 仲裁案发生在今日,恐怕结果会有很大不同。

### (三) 法院可能的立场——基于华懋案<sup>[36]</sup>的分析

之所以说是法院可能的立场,是因为迄今为止我国法院尚未审理过一起 VIE 合同有效性的案件。这里所评论的华懋案只是一个单纯的外资委托境内机构代为持股,以规避外资入股内资金融机构之限制的案例,既不涉及复杂的 VIE 架构,也不涉及境外上市。<sup>[37]</sup>然而,由于该案与 VIE 模式均有“外资透过合同安排绕开国内特定行业准入限制”之共性,且为最高人民法院做出之判例,因此对市场的震动甚大。

华懋案的背景是一场持续十五年之久的民生银行股权之争。1995

[35] 2012 年 8 月 31 日修订的《民事诉讼法》第二百三十七条如下:“对依法设立的仲裁机构的裁决,一方当事人不履行的,对方当事人可以向有管辖权的人民法院申请执行。受申请的人民法院应当执行。

被申请人提出证据证明仲裁裁决有下列情形之一的,经人民法院组成合议庭审查核实,裁定不予执行:

- (一)当事人在合同中没有订有仲裁条款或者事后没有达成书面仲裁协议的;
  - (二)裁决的事项不属于仲裁协议的范围或者仲裁机构无权仲裁的;
  - (三)仲裁庭的组成或者仲裁的程序违反法定程序的;
  - (四)裁决所根据的证据是伪造的;
  - (五)对方当事人向仲裁机构隐瞒了足以影响公正裁决的证据的;
  - (六)仲裁员在仲裁该案时有贪污受贿,徇私舞弊,枉法裁决行为的。
- 人民法院认定执行该裁决违背社会公共利益的,裁定不予执行。”

[36] 最高人民法院《华懋金融服务公司诉中国中小企业投资服务公司判决书》[(2002)民四终字第 30 号]。

[37] 从法律角度对华懋案下的交易结构与 VIE 架构之差别的比较,参见汉坤律师事务所:“备忘录:与 VIE 架构有关的近期案件的法律分析”,载 <http://wenku.baidu.com/view/b72276e0aef8941ea76e0538.html>。

年,中国大陆第一家民营资本为主的银行——民生银行募股成立。香港华懋金融服务公司(以下简称华懋公司)拟入股,但囿于当时金融监管法规禁止外资对国内金融机构投资,遂委托中国中小企业投资有限公司(以下简称中小企业公司)<sup>[38]</sup>代为出资入股,以1094万美元认购9008万元人民币股本金(每股面值1元),成为民生银行第二大股东,约占总股本的6.53%。按照双方签订的委托协议,中小企业公司作为华懋公司在民生银行的全权代表,代为行使华懋公司在民生银行的各项资本权益,并将民生银行的分红金额及有关资料及时转予华懋公司。与此同时,双方还签订了一份借款合同,约定华懋公司以借款形式将民生银行资本金转给中小企业公司,后者则将民生银行股份质押给华懋公司。然而,中小企业公司很快就开始排斥继而拒绝承认华懋公司享受民生银行的股东权益。2001年,中小企业公司向北京市高级人民法院提起诉讼,请求确认华懋公司与中小企业公司之间是借款合同关系且借款合同无效;华懋公司则提起反诉,请求确认双方为委托投资关系并判决中小企业公司返还民生银行股权。北京市高级人民法院认定双方之间存在以借款为表现形式的委托投资法律关系;但据中国现行的金融法规规定,华懋公司作为外资企业,故意规避法律以借款名义将其资金委托中小企业公司投资入股民生银行,双方的行为违反了金融法规的强制性规定,故判决中小企业公司与华懋公司所签委托协议无效,中小企业公司返还从华懋取得的入股资金本金及部分红利。华懋公司不服一审判决,向最高人民法院提起上诉。

最高人民法院认为,本案当事人的争议焦点是对于双方之间所形成的法律关系的性质和效力应当如何认定以及相关财产后果应当如何处理的问题。关于合同效力,“华懋公司与中小企业公司之间是名为借贷实为华懋公司以中小企业公司的名义出资入股民生银行的法律关系,违反了中国内地金融管理制度的强制性规定”,且“当事人对于法律法规的强制性规定是明知的,双方正是为了规避法律规定,采取‘委托投资’的方式,使得华懋公司的投资行为表面上合法化,……属于《合同法》规定的‘以合法形式掩盖非法目的’的行为,因而认定借款协

---

[38] 当时名为中国乡镇企业投资开发有限公司。



议、委托协议无效”。对于合同无效后的财产处理,鉴于“案涉合同的履行及其被确认无效,并未给双方当事人造成实际损失,相反,中小企业公司……因股份价值增值、享受赠送股和分配红利而获得利益。……华懋公司的实际出资行为与该部分利益的产生具有客观实在的关联。根据公平原则和上述法律规定的基本精神,在承认中小企业公司享有民生银行该部分股权的同时,应当判令该公司向华懋公司支付合理的补偿金……以中小企业公司持有的诉争股份市值及其全部红利之和的百分之四十确定”。鉴于民生银行高速发展的背景,当初诉争的以1亿元取得的9008万股原始股,至2012年8月31日已经扩张为7.4亿股,价值40多亿元,期间股息分红也已达6亿元,合计总标的50亿元。据此,华懋公司获得约20亿元现金补偿,中小企业公司则继续持有民生银行股份。

就华懋公司案本身而言,最高法院在二审判决中基于公平原则就合同无效后的财产分配上进行的创新颇值称道,但是,其判决支持受托人继续保有民生银行股权的立场不仅令原告华懋公司大失所望,也在PE投资界以及VIE模式公司中激起强烈反响。其中,最高法院、北京市高院两级法院所共同秉持的“委托持股合同因以合法形式掩盖非法目的而无效”的立场,让VIE模式下的投资人群体心惊胆战。尽管华懋的委托代持与VIE模式在交易架构方面有显著区别,但均具有“合同安排”、“绕过金融领域准入限制”之共性,而这种共性恰恰是二审判决认定合同无效的主要原因。PE投资界担心这种司法立场将带来不良的示范效应,催生更多纠纷和诉讼的出现,因为潜藏着对投资人“造反”动机的创始人如今更清晰地意识到,通过很小的风险和代价获取巨额收益的可行性大大增加。<sup>[39]</sup>

笔者以为,姑且不论中国并非判例法国家,每一个判决都是基于个案中的特定事实基础而做出的。华懋公司案有其特殊的背景,<sup>[40]</sup>因

---

[39] 胡中彬:“‘造反’隐患冲击VIE架构”,载《经济观察报》2013年5月31日第20版。

[40] 参见杜亮、王春梅:“暗战民生银行:借助海外上市能否告别历史是非”,载《中国企业家》2009年10月23日;“刘永好出局民生银行的内幕”,载《21世纪经济报道》2006年7月23日。

此,最高人民法院的二审判决无法纯然用法理来分析,<sup>[41]</sup> 遑论它对于 VIE 架构的适用意义。就最一般的观察而言,最高法院在合同效力问题上对《合同法》第 52 条的适用是日趋谨慎的,“违反法律、行政法规的强制性规定”或者“以合法形式掩盖非法目的”等条文具体适用时会区分不同情形。因此,从华懋案的判决尚不能推导出最高法院对 VIE 模式的立场。

#### (四) 小结

VIE 模式在合同路径下的法律风险爆发以协议控制链条的断裂为表征,通常出现于中国企业的创始人(团队)与境外投资者之间发生冲突的情形下。<sup>[42]</sup> 一般地,VIE 架构通过给予创始人在境外上市实体中足够的股份、董事、CEO 身份等,将其收益与境外上市实体的投资人绑定在一起。然而,当创始人在境外上市实体中持股数额有限,或者被免去境外上市实体的董事、CEO 等控制职位,他们以 VIE 公司股东身份带走 VIE 资产的利益驱动就大大增加。这是公司法上常见的代理成本问题在资本全球化背景下的呈现方式,而 VIE 架构不过是提供了一个代理成本问题恶化的催化剂。

如果司法或仲裁机构能够保护 VIE 架构,则会大大降低创始人的机会主义行为动机,迫使他们与投资人进行谈判、妥协,在公司治理的框架中解决问题。如果 VIE 架构被认定不受法律保护,则有二心的创始人会在和投资方的谈判中,拿投资时建立的 VIE 结构有规避行业投资限制的隐患,以打破 VIE 结构为由要挟投资人。就此而论,华懋案尚不能代表我国最高司法机关对 VIE 模式的立场,但第一起 VIE 仲裁案的确严重挫败了境内外投资者对商事仲裁曾经抱有的热切期望。以合法、合规之名否定以境外融资为目的的 VIE 架构,意味着国家强制侵入合同自治与公司治理领域,二者之间的冲突其实已并非单纯的法理问

---

[41] 例如,就判决书所提及的“中国内地金融监管制度的强制性规定”而言,无论是 1994 年中国人民银行发布的《关于向金融机构投资入股的暂行规定》,还是银监会 2003 年发布的《境外金融机构投资入股中资金融机构管理办法》,在不同于华懋案的特定背景下,都可能存在完全不同的解读方式。

[42] 例外的情形如 VIE 公司股东因债务纠纷或离婚析产等而被法院强制执行股权,导致 VIE 公司的实际控制权落入第三人之手。

题,而是权衡轻重的政策考量了。也正是从这个角度看,当前监管层面散乱的政策信号难辞其咎。

#### 四、域外证券监管机构的回应——VIE 投资人保护

VIE 模式是在中国企业境外间接上市过程中产生的特殊商业安排,其合法性直接影响到境外资本市场中投资人的权益能否实现。保护投资者利益通常是证券市场监管者的第一要义。因此,面对着 VIE 模式在中国法下的风险暴露,境外证券监管机构必然会祭出保护 VIE 投资者的大旗,但囿于不同法域之间的独立性,它们通常采取“披露为主,执法为辅”的基本立场。

##### (一) 香港联交所对 VIE 模式的监管措施

在香港,负责对 VIE 模式进行监管的机构主要是香港联交所。香港联交所对于 VIE 的交易结构安排并未使用“协议控制”概念,而是称之为“合约安排”或“结构性合约”;对于 VIE 架构中的境内经营实体也未使用“VIE”一词,而是称之为“OPCO 公司”。联交所对于“合约安排”的监管态度集中体现在《香港交易所上市决策 HKEx - LD43 - 3》(以下简称《05 上市决策》)<sup>[43]</sup>中,其对于“甲公司、其中国附属公司、OPCO 公司及注册所有人之间有多项以合约为本的结构安排(“合约安排”),由于甲公司在中国营业时是有关安排的其中一方,究竟甲公司会否因为合约安排的相关法律问题而被视作不适宜上市”的事宜做出了决议。该上市决策最早于 2005 年出台,并于 2011 年 11 月、2012 年 8 月、11 月及 12 月几经更新,反映了联交所对于 VIE 架构随中国法律风险演变而进行的监管政策调整。

早在 2005 年,香港联交所即专门针对协议控制架构发布了一个文件——《05 上市决策》,其结论是在以披露为本的监管方针下,香港交易所认定协议控制模式不会导致公司不宜上市:“联交所考虑甲公司的上市申请时,仍继续采取以披露为本的监管方针。根据主要事实及

---

[43] <http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listdec/documents/ld43-3-c.pdf>.

所提出的中国法律意见,联交所裁定甲公司已证明合约安排的合法性及甲公司能够确保合约安排的妥善运作。只要甲公司在招股章程中适当披露合约安排及相关风险,联交所认为甲公司及其业务是适宜上市的业务。”

2011年支付宝风波发生后,香港联交所也相应对其《05上市决策》进行了更新。原则上,联交所对VIE架构仍采取肯定态度,维持以披露为本的监管思路,但强调在个案审核时将更加谨慎和严格,特别是对非限制业务采用VIE架构的申请人,上市科会将其交由上市委员会审核决定。为此,联交所要求采用结构性合约的申请人及其保荐人提供其在业务营运中采用结构性合约的原因,并且承诺当中国法律允许申请人无须采用结构性合约方式而经营相关业务时,取消结构性合约安排。此外,为了保障境外投资人对VIE资产的控制权,更新后的《05上市决策》要求申请人的结构性合约中包括以下内容:(1)一项授权文件,即OPCO公司股东授予申请人董事及其继任人(包括取代申请人董事的清盘人)行使OPCO公司股东所有权力(包括在股东大会上表决、签署会议记录、将文件送交有关公司注册处存盘等);(2)解决争议的条款:订定仲裁条款,以及给予仲裁员权力做出以OPCO公司的股份或土地资产作为补偿的颁令、禁制令(如为进行业务或为强制转让资产需要)或OPCO公司的清盘令;在等待组成仲裁庭期间或在适当情况下,给予所属司法权区的法院权力,使其有权颁布临时措施以支持仲裁的进行,并应为此列明香港法院、申请人注册成立地、OPCO公司注册成立地以及申请人或OPCO公司主要资产所在地为具司法管辖权;(3)处理OPCO公司资产的权力,即不单单涵盖管理其业务的权利及取用收入的权利。该要求旨在确保清盘人在按结构性合约行事时,能为申请人的股东或债权人取得OPCO公司的资产。

受土豆网、新东方等事件的影响,联交所于2012年8月进一步调整了其对于VIE架构的政策,总体而言还是承认协议控制模式的有效性,但要求继续加强披露,特别是VIE股东的相关信息。联交所要求申请人在招股章程中披露以下有关结构性合约的资料:(1)有关OPCO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OPCO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；(2) 申请人对于处理申请人与 OPCO 公司登记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；(3) 何以董事相信授予申请人于 OPCO 公司获得重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；(4) 申请人作为 OPCO 公司主要受益人所承担的经济风险；申请人分摊 OPCO 亏损的方式；申请人必须向 OPCO 公司提供财务支持的条件、情况及其他可令申请人面临亏损的事件或情况；(5) 截至现时, 申请人有否在根据结构性合约透过 OPCO 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；(6) 申请人在行使对 OPCO 公司之收购权时之限制, 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；(7) 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；(8) 在“概要”一节内用公司架构图表展示结构性合约的安排及运作模式及便利投资者检视及理解有关安排。<sup>[44]</sup>

2012 年 12 月, 香港联交所对《05 上市决策》再次进行了修改, 增加了有关为 VIE 架构购买保险的披露内容。考虑到保险在消除 VIE 结构风险、保障投资人权益方面的作用, 联交所要求申请人“披露就结构性合约相关的风险所购买之任何保险之详情, 或清楚披露这些风险未有任何保险涵盖”。

总体上看, 香港联交所对于 VIE 这一交易结构的态度并未超过披露为本的监管方针大框架, 只要申请公司在招股章程中适当披露合约安排及相关风险, 联交所即认为申请公司及其业务是适宜上市的业务。在这一大框架下, 联交所主要做了两方面的努力: 一方面是通过授权上市委员会个案审查的方式加强对 VIE 的审核; 另一方面则是通过强化

---

[44] 此外, 联交所还就招股章程中有关结构性合约的披露提出了以下指导性原则: (1) 章节之间的处理: 避免不同章节之重复披露, 例如结构性合约所衍生的关联交易、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已足够。(2) 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有关的风险因素: ① 中国政府或裁定结构性合约不符合相关法规; ② 结构性合约未必能提供与直接拥有权相同权力的控制权; ③ 国内股东或会与申请人有潜在利益冲突; ④ 结构性合约或会被中国税务机关裁定须缴付额外税项。

披露向投资者揭示风险助其做出投资决策。在联交所上市之公司的招股说明书必须披露以下与 VIE 模式相关的法律风险：“(1) 中国政府或裁定结构性合约部符合相关法规；(2) 结构性合约未必能提供与直接拥有权相同效力的控制权；(3) 国内股东或会与申请人有潜在利益冲突；(4) 结构性合约或会被中国税务机关裁定须交付额外税项。”

## (二) 美国监管机构对 VIE 的立场

不同于香港联交所在 VIE 风险暴露之后以《上市决策》呈现出来的明确表态,美国证券监管机构(SEC)或相关证券交易所并未发布任何表明对于 VIE 结构立场的书面文件。但是,从 SEC 及交易所对新东方事件、双威教育事件的介入方式还是能够大体看出其监管思路。

### 1. 新东方事件

2012 年 7 月 13 日,SEC 宣布介入对新东方 VIE 股权结构调整事项的调查。7 月 18 日,浑水公司在网站公布做空新东方的报告,指控新东方 VIE 结构存在严重缺陷,如新东方的 VIE 文件缺少《股东表决权委托协议》安排,新东方的股权质押在上市时没有办理工商登记等等。浑水公司声称,由于这些瑕疵,新东方的 WFOEs 极少控制经济实益,这将加大诱导新东方的管理层利用境内运营实体中饱私囊,同时也使得新东方管理层更易于摆脱上市公司而保留境内运营实体。<sup>[45]</sup>

SEC 的调查围绕着新东方将 VIE 公司合并进入财务报表的基础以及浑水报告中针对新东方 VIE 结构瑕疵的指控事项而进行,持续了近三个月。SEC 公司融资部多名工作人员飞赴北京查阅相关文件和信息,询问高管及相关雇员。最终,SEC 公司融资部工作人员告知新东方,基于新东方对 SEC 质疑所作的回应,该工作人员表示并不反对新东方将其 VIE 公司——新东方中国合并入财务报表之中,也并不反对新东方将下属相关学校并入新东方中国或新东方的其他全资子公司中。该工作人员暗示 SEC 将会持续关注新东方的披露文件,包括其 2012 年年报。<sup>[46]</sup>

[45] Muddy Water report, at 28 - 29.

[46] 新东方, FORM 6 - K, 载 <http://secfilings.nasdaq.com/filingFrameset.asp?FileName=0001193125-12-423404%20txt&FilePath=%5C2012%5C10%5C15%5C&CoName=NEW+ORIENTAL+EDUCATION+%26+TECHNOLOGY+GROUP+INC%2E&FormType=6-K&RcvdDate=10%2F15%2F2012&pdf=>。

另外,针对新东方在 VIE 协议上存在的问题,SEC 要求新东方完善其表决权委托文件以及其他相关法律文件。2012 年 12 月 23 日,新东方在中国境内的 WFOE 与 VIE 公司的股东<sup>[47]</sup>签订了一份不可撤销的授权书,授予 WFOE 对 VIE 公司全面的决策权、处置权和受益权,包括但不限于:(1)召集股东大会;(2)签署书面决议;(3)对出售、转让、质押 VIE 进行表决;(4)任免 VIE 董事;(5)批准预算、宣布分红。VIE 股东未来无论通过任何情况增加股权或股权以任何方式被转让(包括强制拍卖),其所增持股权或相关股权受让人均受到该不可撤销委托协议的约束。VIE 股东进一步同意并承诺其从 VIE 获得的任何股息、利息、其他形式资本分派、清算后剩余资产等都将直接给予 WFOE 且不要求任何补偿。<sup>[48]</sup>

## 2. 双威教育事件

在双威教育事件中,SEC 与双威教育上市的证券交易所——纳斯达克——各司其职,体现了对 VIE 法律风险的不同应对方式。

一般来说,交易所依照上市规则对发生重大公司治理危机的上市公司进行停牌直至摘牌的处理。2012 年 4 月 2 日,纳斯达克因双威教育无法如期递交 2011 年年报而将其停牌;5 月 9 日,纳斯达克通知双威教育,鉴于该公司资产出现重大损失且持续未能重新控制这些资产,同时因丢失公章而无法控制银行账户,上个财年的审计报表预期无法如期提交,拟将其摘牌。在考虑到涉及前高管的相关调查以及财报无法按时递交等因素以后,双威教育放弃了继续争取上市资格的请求。6 月 25 日,双威教育正式退市至粉单交易市场交易。

双威教育摘牌一年后,SEC 在 2013 年 9 月 26 日入禀曼哈顿法院,起诉前双威教育 CEO 陈子昂精心安排了针对双威教育的系统性“洗劫”,通过在美国市场上进行的公开发行交易窃取了数千万美元的投资资金。SEC 的指控称,陈子昂将来自公开发行交易的 4100 万美元资金转移到了双威教育的一家子公司中,然后又将这笔资金转出公司

---

[47] 即俞敏洪个人 100% 拥有的北京世纪友好教育投资有限公司,在 2012 年 5 月之后他成为 VIE 公司的唯一股东。

[48] Sherry:“新东方 VIE 风险解决方案:和俞敏洪签委托协议”,载美股网,news.imeigu.com/a/1364982536519.html,2013 年 4 月 3 日访问。

以外,并多次就该公司的资产问题向投资者撒谎以掩盖其犯罪行为。与此同时,SEC还对前双威教育总裁江祥源提出了内幕交易指控,称其曾在转移公司部分资产后非法出售约5万股双威教育股票。SEC请求法院下令没收前CEO侵吞的公司资产,课处罚金,并宣布其为证券市场禁入者,也不得再出任上市公司的董事或高管。<sup>[49]</sup>

值得注意的是,SEC并未针对双威教育前CEO擅自转让下属学院股权的行为提出指控,因为后者作为VIE公司的控制股东对股权的处分在中国法律下是合法的。SEC也没有直接介入双威教育的公司治理冲突,因为它超越了SEC的权限范围。SEC仅仅选择CEO非法转移资金的行为提起诉讼,因为被侵占的资金源于在美国证券市场公开募集的资金,理论上说,SEC可基于美国证券法而行使管辖权。

总体来说,美国证券监管机构对新东方事件、双威事件的处理方式表明,不论是SEC还是交易所,都并未否定VIE架构本身,而是针对具体公司的具体问题在自己的职责、职能范围内采取相应措施,包括停牌、摘牌、调查、责令整改、诉讼等。其中,SEC对新东方事件的处理显示,SEC依然希望通过完善VIE合同来强化协议控制的链条,加强对境外投资人的保护。此外,在条件许可时,SEC将适用证券法下的制裁手段。

### (三)小结

境外监管机构的回应方式主要是从证券监管的角度进行的,其对投资人的保护为缓解VIE架构下公司治理冲突的恶化提供了一种制衡机制。

归纳起来,域外监管机构的回应大体区分几个层次:第一,境外监管机构都清楚VIE架构在中国法律下的风险,但并未对该架构本身做出负面评价;第二,鉴于证券监管的基本思路是信息披露,因此,只要公司向投资人充分披露了协议控制的脆弱性,域外交易所通常并不排斥其上市;同时,为了尽可能保护投资人利益,交易所会在VIE协议的内

---

[49] SEC Press Release, “SEC charges China – Based Executives with Fraud and Inside Trading”, [www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539844443#.Uk4\\_-aVUm28](http://www.sec.gov/News/PressRelease/Detail/PressRelease/1370539844443#.Uk4_-aVUm28).



容方面不断提出改进建议；第三，若 VIE 法律风险大到足以颠覆将 VIE 合并进入上市公司财务报表的基础，则公司可能被交易所拒绝上市，或承受因空壳而丧失上市资格的风险；第四，若其中还涉及公司高管的欺诈行为，超出了公司治理冲突的界限，则可能进一步采取证券执法措施。

当然，由于 VIE 架构通常牵涉到多个不同法域，基于法律所依附的国家主权特征，域外监管机构对源于中国法下的 VIE 模式法律风险的回应天然受到了限制。<sup>[50]</sup> 同时，VIE 合同路径下法律风险的公司治理冲突本质，也使得域外从证券监管角度进行的回应只可能是辅助性的。下面援引的这段新东方 2012 年年报修订版中的新增文字，尽管以上市公司的口吻道出，未必不是域外监管者的心声：“我们依赖世纪友好公司（即 VIE 股东）和俞（敏洪）先生遵守中国各项法律，这些法律保护合同、包括新东方中国（VIE）、其附属学校和子公司以及其股东与我们签订的合同安排的有效履行，这些合同要求董事和高级管理人员对我们公司承担忠实义务、避免利益冲突或利用其职位谋取个人私利。我们也依赖俞先生遵守开曼群岛的法律，这些法律规定董事有注意义务和忠实义务，以诚信、善意行事，维护我们公司的最佳利益。然而，中国和开曼群岛的法律框架都没有对如何解决两种法域下公司治理机制之间的冲突提供指南。如果我们不能解决我们与世纪友好及俞先生的利益冲突或纠纷，我们将不得不依赖法律程序来处理，这可能导致我们公司经营的中断，而且法律程序的最后结果也将很不确定。”<sup>[51]</sup>

## 五、总结与反思

对实践中 VIE 架构法律风险事件的观察可以清晰地看出，法律风

---

[50] 域外监管机构为保护投资人以及本地资本市场声誉而采取的某些措施甚至可能引发冲突，如香港联交所要求 VIE 协议赋予仲裁人甚至香港法院直接清算 VIE 资产的权利。

[51] 新东方，Form 20 - F/A, at 15, 载 <http://www.barchart.com/plmodules/?module=secFilings&filingid=9107541&type=HTML&popup=1&override=1&symbol=EDU>。

险的监管路径、合同路径并不是截然分开的。监管机构的持续缄默虽然表面上似乎遏制了监管路径下法律风险的爆发,但其发出的凌乱的政策信号却在一定程度上助长了合同路径下的恶性法律风险事件,后者的本质为公司治理冲突的加强版,严重伤害了我国社会中本已脆弱不堪的商业诚信文化。尽管不时有律师建议“通过诸如改进和优化 WFOE 和运营公司之间控制协议的条款规定,提高系列控制协议的可执行性和建立违约风险控制措施,从而切实提高 VIE 结构的稳定性”,但更多人则哀叹“境外投资人的保障与其说是协议安排,不如说更大程度上取决于公司创始团队的品性与信用,以及投资人与创始团队绑定的共同利益最大化。”<sup>[52]</sup>由此带来的后果是一大批对中国经济发展做出贡献,且未来可能贡献更大的企业受困于此,“在信任与法律缺失的凄风苦雨中飘零”。<sup>[53]</sup>

因此,恢复法律秩序与重建诚信文化,是化解 VIE 模式法律风险的两个密切相关的进路。

### (一) 管制的正当性与监管的精细化

协议控制 - VIE 模式长期被冠以“以合法形式掩盖非法目的”之名,但细想之下,这里恐怕只存在“违法”或者“规避监管”,而没有“非法目的”。VIE 模式是为了融资,而融资可以说是商业企业的天赋权利。到境外融资并不会令这种权利变得非法,相反,它如今已被公认为对境内资本市场的有益补充,为中国新兴的互联网产业以及其他服务性行业的发展做出了重大贡献。因此,以国家强制来剥夺或者管制这种融资权利应该有正当的理由。

在传统的外资准入监管、并购监管、证券监管三大障碍中,并购监管、证券监管其实都是程序性问题,根源在于相关部门的不作为,造成

---

[52] 胡中彬:“‘造反’隐患冲击 VIE 架构”,载《经济观察报》2013 年 5 月 31 日第 17 版、第 20 版。

[53] 新东方联合创始人徐小平微博语。

“障碍”的客观现实。<sup>[54]</sup>真正能够提供管制的正当性理由的仅有外资准入监管。囿于专业所限,笔者不对哪些行业应采用何种形式的外资准入限制发表意见,仅作为一般性观察指出一点常识,那就是在中国加入WTO已逾十年的背景下,外资准入监管的正当性绝非某个部门简单地宣布“禁止外资进入”或“不接受外资开办……的申请”就可以解释了,需要针对具体行业具体分析,<sup>[55]</sup>它完全可以与新的监管方式——国家安全审查——结合起来。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)(以下简称《安全审查通知》)指出,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。这也是商务部2011年提出“不得以协议控制规避安全审查”的上位法。遗憾的是,上述通知仅概括性地规定需进行并购安全审查的行业范围,并没有对该等行业进行进一步的界定。相关监管部门或可考虑将其与《外商投资产业指导目录》的调整结合起来。

在合理确定管制范围的同时,监管方式也应精细化,这意味着修正外资准入监管中的一些常识性错误。例如,将“境外融资”与“外商投资经营”等量齐观就是一个经典例子。对于以VIE模式境外上市的中国企业来说,不论是上市前入主的PE,还是上市后增加的公众投资人,都是消极投资者,他们与传统的外商直接投资下的经营者或控制者之

[54] 按照证监会2012年VIE报告透露出的倾向,证券监管的障碍已不复存在。作为并购监管障碍之基础的《10号文》在商务部自己出台的《外商投资准入管理指引手册》(2008年版)为并购开绿灯(该手册明确规定,《10号文》并购的标的公司只包括内资企业,已设立的外商投资企业中方向外方转让股权,不参照《10号文》执行。不论中外方之间是否存在关联关系,也不论外方是原有股东还是新进投资者)之后,也几乎成为一纸空文,山东博润在联交所上市就是一个例证。参见苏龙飞:“博润买‘壳’重组路”,载《经理人》杂志2011年2月号。

[55] 例如,对于重资产行业,特别是能源、自然资源等行业,管制可能是必要的,以VIE方式绕开监管可以被监管者直接否定。但是,类似网络游戏运营行业,管制的理由是什么?现实中,网络游戏居然是极少数有规章明确禁止外国投资者通过签署相关协议或者提供技术支持等间接方式控制或者参与的行业之一。

间的差异泾渭分明。在上文引述的国务院办公厅的《安全审查通知》中,都有“外国投资者取得实际控制权”的概念,<sup>[56]</sup>一些专业化的监管机构却对这种差异长期以来视而不见,令人费解。此外,教育产业公司迫于《中外合作办学条例》而采用 VIE 模式也像是一个黑色幽默。明明是为境外间接上市造出的“壳”,何以就变成了《中外合作办学条例》中的“外国合作方”,必须具备境外教育业经历?双威教育、新东方教育、安博教育等一众教育公司纷纷折戟于 VIE 模式,简直像一场宿命。如此机械的法律适用方式,除了暴露监管者无知或蛮横之外,实在看不出还有什么其他意义。从另一个角度看,若能够采用“实际控制人”标准对现有的 VIE 模式企业进行甄别,不仅可以让大部分 VIE 企业摆脱合法性危机,也能够消解监管机构苦恼的法不责众难题。<sup>[57]</sup>

## (二) 合法合规 vs 诚实信用

VIE 模式合同路径下的法律风险通常以司法机关与仲裁机构对合同效力的最终裁决为风向标,其中的主要法律依据是《合同法》第 52 项下的“以合法形式掩盖非法目的”以及“违反法律、行政法规的强制性规定”。“非法目的”问题前文已述,这里仅简要论及强制性规定。

最高法院在 1999 年出台的《合同法》司法解释中明确指出,各级法院认定合同无效时,应依据全国人大颁布的法律和国务院颁布的行政法规,不得以部门规章或地方性法规为依据,<sup>[58]</sup>这是司法机关从民商事纠纷的视角对我国长期存在的过度管制环境的一种修正。因此,一份合同并不因为违反政府部门的规范性文件而无效;即使是法律、行政法规,也要区分其中的强制性规定与非强制性规定,以及强制性规定

---

[56] “……(三)外国投资者取得实际控制权,是指外国投资者通过并购成为境内企业的控股股东或实际控制人。包括下列情形:1. 外国投资者及其控股母公司、控股子公司在并购后持有的股份总额在 50% 以上。2. 数个外国投资者在并购后持有的股份总额合计在 50% 以上。3. 外国投资者在并购后所持有的股份总额不足 50%,但依其持有的股份所享有的表决权已足以对股东会或股东大会、董事会的决议产生重大影响。4. 其他导致境内企业的经营决策、财务、人事、技术等实际控制权转移给外国投资者的情形。”

[57] 参见笔者:“中国企业境外间接上市的法律困境与突破——以协议控制模式为核心”,载《法商研究》2012 年第 5 期。

[58] 最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释》(1999 年 12 月 1 日最高人民法院审判委员会第 1090 次会议通过)。

中的管理性规范与效力性规范,仅强制性规定中的效力性规范才与合同效力问题相关。<sup>[59]</sup>对此,最高法院在西安市商业银行与健桥证券、西部信用担保公司借款担保合同纠纷案<sup>[60]</sup>中提供了一个《合同法》第52(5)条适用的例子。针对双方讼争的违反央行拆借期限规定之借款合同有效性问题,最高法院认为,不论是央行的规范性文件,还是被其引为上位法的国务院《金融违法行为处罚办法》都不足以否定合同的效力,因为《金融违法行为处罚办法》是关于金融机构违反国家有关金融管理的规定应当如何进行行政处罚的规定,与合同效力没有关系,故不能依据该处罚办法的规定确认资金拆借合同无效。

VIE 模式是一种典型的商事交易,依附民商法特别是合同法而立足。以合同自由为代表的自治是民商法的基石,以诚实信用为代表的权利本位是民商法的中心。VIE 模式下各方当事人基于自身利益的考量而达成了控制协议,这是各方在平等基础上自愿协商的结果。放任一方的机会主义违约行径是对合同自由和诚实信用原则的粗暴践踏。最高法院副院长奚晓明曾在 2007 年的一次讲话中,告诫全国民商事审判法官要谨慎介入当事人自治领域,充分尊重当事人合同自由权利和对公司的自治权利,特别是对市场经济发展过程中出现的新类型合同,“除非符合合同无效的法定情形,不能轻易否定合同效力。要防止滥用自由裁量权,充分尊重自治,保护权利,鼓励交易,维护交易的稳定性,最大限度地增进社会财富。”当然,合同自由并非绝对的自由。“对于因合同自由而引发的恶性竞争、追逐暴利及其所导致的当事人事实上的不平等、滥用权利等负面影响,人民法院应当依据法律规定予

---

[59] 依据最高人民法院副院长奚晓明在全国民商事审判工作会议上的讲话——《充分发挥民商事审判职能作用为构建社会主义和谐社会提供司法保障》(2007 年 5 月 30 日)中的解释:“管理性规范是指法律及行政法规未明确规定违反此类规范将导致合同无效的规范。此类规范旨在管理和处罚违反规定的行为,但并不否认该行为在民商法上的效力。例如《商业银行法》第三十九条即属于管理性的强制规范。效力性规范是指法律及行政法规明确规定违反该类规定将导致合同无效的规范,或者虽未明确规定违反之后将导致合同无效,但若使合同继续有效将损害国家利益和社会公共利益的规范。此类规范不仅旨在处罚违反之行为,而且意在否定其在民商法上的效力。因此,只有违反了效力性的强制规范的,才应当认定合同无效。”

[60] 《最高人民法院西安市商业银行与健桥证券股份有限公司、西部信用担保有限公司借款担保合同纠纷案民事判决书》[(2005)民二终字第 150 号]。

以适当的干预”,这种干预的目的是“落实法律规定的诚实信用、公序良俗和公平原则,实现合同自由与合同正义之间的平衡。”<sup>[61]</sup>可以说,维护合同自由,落实法律规定的诚实信用、公序良俗和公平原则,最大限度地增进社会财富,这简直可以说是为绝大多数 VIE 架构量身定做的法律环境。以此观照第一起 VIE 仲裁案,不禁让人感慨仲裁者法律理念上的保守与滞后。<sup>[62]</sup>

## 六、结语

在相关监管部门的默许下,协议控制 - VIE 模式经历长达十年的潜行,终因支付宝风波而走到阳光下,却依然面对监管部门“继续缄默”的尴尬现实。监管路径下的法律风险固然尚未爆发,但合同路径下的法律风险却因监管的事实不作为而趋于恶化。纵使境外证券监管者屡屡祭出投资者保护的大旗,终因游离于中国法域之外而难有实质作为,只是映射了境内相关监管部门持续缄默的异象。

给定“VIE 结构有利于过度监管环境中的中国企业利用国际资本发展和壮大自己,也有助于提升中国产业的整体竞争力”的认知,监管层面的“默许”绝非“时下的最佳选择”,相反,这只是市场人士的一种梦呓,同时也是监管机构的渎职,对政府、企业、市场、商业文化以及法律本身的伤害无形而深远。合同成为一纸空文,法律成为笑柄,诚信成为幻影。借用鲁迅先生语,VIE 的法律风险正在沉默中爆发,除非我们首先摒弃这种沉默。不能让主观臆断的“非法目的”成为否定合同效力的神秘理由;任何人也无权以所谓国家利益之名牺牲他人利益而牟

---

[61] 最高人民法院副院长奚晓明在全国民商事审判工作会议上的讲话:《充分发挥民商事审判职能作用为构建社会主义和谐社会提供司法保障》(2007年5月30日)。

[62] 在该案中,由新闻出版总署等三机关出台的禁止外资以提供技术服务的方式参与网游运营业务的通知成为影响仲裁庭作出合同无效裁决的最重要原因之一,尽管考虑到该通知并非法律或行政法规而未在判决书中直接引用。

取自身利益,或者为自身的违约或违法行为冠冕堂皇地开脱。<sup>[63]</sup>这不仅是境外融资交易对法律环境的正当诉求,其实也是法治与文明的基本底线。

---

[63] 语出吕良彪博客,仲裁与VIE协议纠纷处理——在北京仲裁委员会“VIE法律风险研讨会”上的演讲(2013年8月15日北京),载 [http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_493412cc0101gvfx.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_493412cc0101gvfx.html),略有删改。