

# VIE架构监管困境的新突破及各方因应

刘汉青

华东政法大学国际法学院, 上海

收稿日期: 2021年10月9日; 录用日期: 2021年11月2日; 发布日期: 2021年11月9日

---

## 摘要

VIE架构长期存在的监管缺位困境似乎在近年来逐渐被突破——我国监管部门已经开始在网络安全、数据合规、经营者集中等领域从政策和实践两个角度入手明确对VIE架构的监管。本文认为, VIE领域强监管时代的来临并非表明对VIE架构的否定, 而是体现出监管部门有意完善监管体系从而更好地引导VIE架构朝更加合法合规的方向稳步前进。面对这一监管变化, 中美监管部门应当加强合作、促进双赢; 而企业应当加强合规建设, 同时可以选择回归境内资本市场作为融资新途径。

## 关键词

VIE架构, 监管, 经营者集中, 国家安全审查

---

# New Breakthroughs in the Supervision Dilemma of VIE Structures and the Responses of Various Parties

Hanqing Liu

School of International Law, East China University of Political Science and Law, Shanghai

Received: Oct. 9<sup>th</sup>, 2021; accepted: Nov. 2<sup>nd</sup>, 2021; published: Nov. 9<sup>th</sup>, 2021

---

## Abstract

The long-standing dilemma of the lack of regulation of VIE structures seems to have been gradually broken through in recent years—China's supervisory authorities have started to clarify the supervision of VIE structures from both policy and practice perspectives in areas such as network security, data compliance and concentration of undertakings. This paper argues that the advent of the era of strong supervision in the VIE sector does not indicate a rejection of VIE structures, but

rather reflects the intention of the supervisors to improve the supervisory system so as to better guide VIE structures to move steadily in a more legal and compliant direction. In the face of this supervisory change, the US and Chinese regulators should strengthen cooperation and promote a win-win situation, while enterprises should strengthen compliance system, and at the same time may choose to return to the domestic capital market as a new way to raise capital.

## Keywords

VIE Structure, Supervision, Concentrations of Undertakings, National Security Review

Copyright © 2021 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

## 1. 前言

由于境内上市步骤繁琐、中小民营企业融资困难，再加上部分行业外资准入限制较为严格，VIE 架构成为了我国企业赴海外上市从而获得境外融资的首选模式和有力途径。然而，从监管层面来看，我国监管部门曾长期将 VIE 架构置于灰色地带，尽管这在一定程度上促进了我国互联网行业的空前繁荣，但无序便会带来混乱，中概股危机的层出不穷使境内外监管部门逐步意识到加强 VIE 架构监管的必要性。近些年来，我国监管部门已经着手改变以往的监管缺位状况，从网络安全、数据合规、反垄断等领域着手对 VIE 架构进行监管，而美国监管部门也要求采 VIE 架构上市的企业加强信息披露，种种监管举措都预示着 VIE 架构迎来了前所未有的强监管时代。本文将在理清 VIE 架构的内涵和功能的基础上，在第二部分剖析长期以来监管存在困境的原因和表现；其次，在第三部分，本文将分析在强监管时代背景下，我国监管部门突破监管困境的新举措并对这些举措所体现出的监管意图、产生的监管影响予以评析。最后，本文将对监管部门、企业面对当前监管形势应当做出何种应对提出合理化建议。

## 2. VIE 架构内涵和功能概述

### (一) VIE 架构的内涵及运作模式

VIE 架构(Variable Interest Entity, 可变利益实体, VIE), 最初起源于美国, 是一个财务会计概念。在 2000 年新浪创造性地搭建 VIE 架构赴美上市后, VIE 架构逐渐进入到中国企业的视野, 并随即开启了在我国长达二十余年的快速发展, 在助力企业创造巨大利润的同时也带来了一系列法律监管问题。在我国, VIE 架构又被称为“协议控制”, 即境外上市的特殊目的公司(SPV)不通过股权方式, 而是通过设置一系列协议安排的方式, 来实现对境内运营主体(OPCO, 即 VIE 企业)的实际控制以及财务报表的合并, 达到境内运营主体在境外间接上市的目的。一般来讲, 一个典型的 VIE 架构搭建通常需要四个步骤: 首先境内运营实体的创始股东或实际控制人设立境外离岸公司从而隐蔽股东身份; 其次, 境外离岸公司与 VC 或 PE 投资人及公众股东共同在开曼群岛成立 SPV 公司, 作为未来的境外上市主体; 第三步, 境外上市主体在香港设立一全资子公司; 第四步, 香港子公司在境内设立外商独资企业(WFOE); 最后, WFOE 与境内运营主体签订一系列有关控制权转移、股权委托等方面的协议, 从而实现境外上市主体对境内 VIE 企业的有效控制。

### (二) VIE 架构的功能

目前, VIE 架构几乎是我国企业赴境外上市融资、外资进入禁止类或限制类投资领域的唯一路径, 通过搭建 VIE 架构除了可以使企业获得离岸法域的税收优惠便利[1]等商业安排优势外, 还能满足企业的两个主要需求。

首先, VIE 架构可以满足企业海外融资的需求。我国一些如互联网、媒体等行业实体, 在初期需要大量融资时, 却由于境内融资渠道不顺畅、A 股上市门槛较高, 程序较为复杂, 要求较为严格等原因难以获得融资。相对而言, 美国等西方国家资本市场更加成熟, 上市程序更加简便、融资速度更快, 因此, 通过搭建 VIE 架构, 我国大量民营企业得以成功赴境外上市, 从而获取融资来实现企业的进一步发展。实践中 VIE 快速发展的这些年也恰恰是互联网行业在我国迅速发展时期, 许多互联网公司抓住了这一契机赴美上市, 在为自身创造巨大的利润的同时, 也间接促进了我国互联网行业的极大繁荣。

其次, VIE 架构可以有效地避开境内外的相关监管。我国相关监管政策所针对的经济关系措辞通常为“投资”、“持股”[2], 这意味着通过协议进行控制的 VIE 模式无法被明确纳入监管政策中从而绕过相关监管要求。而长期实践中, 监管部门与 VIE 企业似乎也达成了一种默示的共识, 即不会对涉及 VIE 架构的相关问题设置监管障碍。因此, 政策和实践两个层面的沉默便成为 VIE 架构普遍适用的“温床”。与此同时, 商务部等六部委于 2006 年发布的《关于外国投资者并购境内企业的规定》(10 号文)也对 VIE 架构的普遍适用起到了反相促进。10 号文针对股权并购和资产并购两种经济活动设置了非常严苛的条件和繁琐的程序, 以至于实践中其从未得到过适用[2]。这种对其他方式的严苛限制的方式反向促进 VIE 架构成为拟境外上市企业的首选模式, 甚至那些涉及不受到外资准入限制行业的企业也纷纷采用 VIE 架构。其既实现了“协议控制”从而合并境内实体报表, 也因境内实体不用被认定为外资企业从而避免了 10 号文、行业监管政策等的适用[3]。

### 3. 实践中长期以来存在的 VIE 架构监管困境

由于 VIE 企业上述的独特功能间接促进了我国互联网行业的繁荣, 同时关于其合法性问题理论上仍然存在争议这两点原因, 在强监管时代来临前, 我国监管部门曾长期对 VIE 架构本身性质认定问题进行回避, 甚至还因此对涉及 VIE 架构的监管问题(涉 VIE 架构企业的行为和交易是否符合相关领域监管部门的规定)也予以搁置。

#### (一) 对 VIE 架构定性的模糊态度

在强监管时代来临前, 监管部门曾经也有过试图将 VIE 纳入监管的举动<sup>1</sup>。但这些少有的明确提及协议控制字样的监管政策也由于相关政策效力层级较低、行业分布过于零散[4], 并没有起到实质性的作用。直到 2015 年《外国投资法草案》的出台, 将“通过合同、信托等方式控制境内企业或持有境内企业权益”纳入外国投资的监管范畴, 这一变化一度引起境内外资本市场的剧烈震动。然而, 最终出台的《外商投资法》及《实施条例》并未沿用上述说法。尽管《外商投资法》及其他监管政策中均有兜底条款使得理论上将 VIE 架构纳入监管具有可行性, 如《外商投资法》中对“类似权益”的表述事实上足以从涵盖协议控制模式, 但长期以来, 我国境内监管部门都没有明确表明在全领域承认或否认协议控制的合法性。

#### (二) 对涉 VIE 架构的监管问题的冷处理

尽管对 VIE 架构定性问题的刻意回避能够在一定程度上体现谨慎态度[2], 但这也造成了实践中监管部门对涉 VIE 架构企业的行为和交易是否符合相关领域监管规定的判断出现了困境。以经营者集中审查

<sup>1</sup>如 2006 年 7 月信息产业部出台的《关于加强外商投资经营增值电信业务管理的通知》是我国最早将 VIE 纳入监管视野的法律文件; 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); 以及 2011 年 8 月, 商务部发布《实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》等等。

为例, 根据《国务院关于经营者集中申报标准的规定》第三条<sup>2</sup>可知, 当一项集中达到我国规定的营业额标准, 便应当在集中实施之前履行自行申报的程序, 在取得监管部门批准后才能继续实施集中。尽管我国采用的以营业额为单一量化指标的申报标准在互联网时代的适用性存在一定缺陷[5], 但无论如何, 从政策还是监管实践来看, VIE 架构的存在却从不是豁免申报的法定理由, 监管部门也从未明确表示不予受理涉 VIE 架构的交易集中申报。

然而, 在强监管时代来临前, 我国反垄断执法部门几乎从未受理过涉 VIE 架构的经营者集中申报。这是因为在申报的具体实践中, 企业在进行经营者集中申报书填写时必须填写证明“本项交易的合规性及集中各方在中国境内的合规性”。根据反垄断局发布的有关填写该申报书的指导意见, 该合规性包括的具体内容为: 说明本项交易是否符合中国法律、法规、规章及相关规定、政策。并请确认集中各方及其关联企业在中国是否存在既往的涉及实体设立、经营管理、外资审批和行业准入监管等方面的未决问题和合规性问题。这就意味着, 涉 VIE 企业在申报时需要自行证明 VIE 架构的合法性问题。但由于我国长期存在的监管缺位, 这一要求使涉 VIE 架构交易的申报方在此问题上陷入两难。同时, 监管部门也在考量, 一旦涉及 VIE 架构的经营者集中被正式受理, 执法机构似乎会自陷需承认 VIE 架构合法性的风险, 从而使得监管部门对待该类审查较为慎重[5]。

#### 4. 强监管时代监管困境的新突破

尽管监管部门对 VIE 架构的冷处理在一定程度上促进了互联网产业等一系列新型产业在我国的腾飞, 但近年来发生的许多与中概股有关的危机, 如瑞幸事件等使得我国监管部门意识到长期放任监管的危害。与此同时, 在优化营商环境、全面解放社会生产力的大背景下, 通过加强监管引导 VIE 企业合规合法发展具有极大的必要性。

##### (一) 中方监管新动向

###### 1. 经营者集中审查

近年来我国针对涉 VIE 架构的经营者集中案件加强了执法力度, 监管态度经历了从个案到明确宣示的过程[6]。在强监管时代来临前, 鉴于上文所分析的 VIE 困境我国反垄断监管部门只在零星的几个案例中触碰过 VIE 架构, 其中最重要的即 2012 年我国反垄断执法机构附条件批准沃尔玛收购一号店案。在本案中, 所附条件包括: 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。此后近十年, 监管部门都没有触碰过相关问题, 直到 2020 年 7 月, 国家市场监督管理总局无条件批准明察哲刚案的经营者集中申报, 暗示着经营者集中审查领域的强监管时代正在到来。从《公示表》等公开信息来看, 申报方在《公示表》中将该案中合营方之一的明察哲刚的最终控制人描述为, “通过关联实体基于一系列协议安排”对其进行实际控制的一家开曼注册的公司, 为《反垄断法》实施以来首次有申请方在公示表中明确表明参与集中的经营方是涉 VIE 架构的企业。这也是在长期以来反垄断领域 VIE 困局未解的背景下, 市监局首次正式公布的予以立案的交易一方涉及 VIE 架构的交易。在沃尔玛案后, 本案再次印证了采用 VIE 架构的经营者在进行经营者集中申报时, VIE 架构并不会成为豁免申报的理由, 且在申报被受理立案后该架构也不会成为无条件批准的障碍, 具有一定的标志意义。

<sup>2</sup>《国务院关于经营者集中申报标准的规定》第三条: 经营者集中达到下列标准之一的, 经营者应当事先向国务院商务主管部门申报, 未申报的不得实施集中:

(一) 参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过 100 亿元人民币, 并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币;

(二) 参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过 20 亿元人民币, 并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过 4 亿元人民币。营业额的计算, 应当考虑银行、保险、证券、期货等特殊行业、领域的实际情况, 具体办法由国务院商务主管部门会同国务院有关部门制定。



尽管明察哲刚案打破了多年来涉 VIE 架构经营者集中审查的沉寂，但由于该案件具有一定的个案特殊性，学界和实务界仍然对监管者对涉 VIE 架构交易的态度是否发生转变存在一定的疑虑。而 2021 年 2 月正式出台的《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》<sup>3</sup> (以下简称《指南》)和三起针对 VIE 架构企业未依法申报经营者集中行为的处罚案例使得该问题得以最终明确。《指南》第 18 条明确指出，涉及协议控制 VIE 架构的经营者集中，属于经营者集中反垄断审查范围。经营者集中达到国务院规定的申报标准的，经营者应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中。这填补了现行的《反垄断法》缺乏对 VIE 架构性企业的申报和审查法律依据的空隙[7]。在此之后，监管部门“乘胜追击”，于 2020 年 12 月对阿里巴巴投资有限公司、阅文集团和深圳市丰巢网络技术有限公司<sup>4</sup> 分别处以 50 万元人民币罚款的行政处罚。这意味着无论是从政策层面还是监管实践角度，监管部门对 VIE 架构企业的反垄断执法态度都已明确，即在未来，反垄断申报将成为众多涉及 VIE 架构交易的必经程序。

## 2. 网络安全和数据合规

在强监管时代来临前，VIE 架构的数据合规似乎从未进入过监管部门、相关企业的视野。而近期关于滴滴事件的网络安全审查似乎意味着实践中监管模糊态度的终结。2021 年六月，采用 VIE 架构的滴滴正式在美国进行上市交易，而在不到一周的时间内，我国网信办便宣布，滴滴出行由于严重违法违规收集使用个人信息而被依据《国家安全法》和《网络安全法》以及《网络安全审查办法》进行安全审查。各方信息表示，滴滴在美国成功上市很可能造成敏感用户信息暴露、中国国家信息泄露、地理路网信息暴露等安全威胁[8]。而在这之后，7 月 5 日，网信办于今年 7 月 5 日又按照《网络安全审查办法》，对采用 VIE 架构的“运满满”、“货车帮”、“BOSS 直聘”实施网络安全审查，并要求审查期间这三家企业停止新用户注册。这一系列有标志性意义的案例意味着我国对 VIE 架构在网络安全、数据合规方面的监管被正式提上日程，也意味着以往对 VIE 架构监管的放任局面将不复存在。滴滴事件及后续三起案例引起了市场的巨大震动，一些原本准备上市的企业纷纷暂停申请，如 Soul、亚朵酒店、Keep、喜马拉雅、零氪科技等。

与此同时，监管政策层面的完善也为从网络安全角度规制 VIE 架构提供了更为确定的监管依据。2021 年 7 月 10 日国家互联网信息办公室出台的《网络安全审查办法》(修订草案征求意见稿)<sup>5</sup> (“《征求意见稿》”)第六条要求掌握超过 100 万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。如今我国在美上市的企业基本都采用了 VIE 架构，这意味着 VIE 架构已经被明确纳入网络安全审查的范围。根据《征求意见稿》，一旦企业在国外上市后其关键信息基础设施、核心数据、重要数据或个人信息存在被窃取、泄露、毁损或非法利用或出境的风险，或存在被国外政府影响、控制、恶意利用的风险，则可能会面临网络安全审查。而在企业上市前，如果没有申报网络安全审查，则可能会受到不同程度的行政处罚。《征求意见稿》的出台，完善了我国安全审查的法律框架，同时也再次印证了我国对 VIE 架构的监管有了明确的态度，即对于有数据合规缺陷的采 VIE 架构的企业若违反网络安全的相关规定，势必会受到监管。

## (二) 美方监管新动向

近年来中概股危机的频发使美方监管部门逐渐意识到 VIE 架构可能带来的极大的风险。再加上中美贸易战等政治经贸摩擦不断，美方逐渐开始收紧对在美上市中概股的监管政策，弥补曾经存在的 VIE 架构监管漏洞。2021 年 7 月底，美国证监会(SEC)的现任主席 Gensler 发布声明，明确指出涉 VIE 架构公司

<sup>3</sup> 《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》，国反垄发[2021]1 号。

<sup>4</sup> 这三起案例均涉及 VIE 架构。

<sup>5</sup> 《国家互联网信息办公室关于<网络安全审查办法(修订草案征求意见稿)>公开征求意见的通知》，来源：[http://www.cac.gov.cn/2021-07/10/c\\_1627503724456684.htm](http://www.cac.gov.cn/2021-07/10/c_1627503724456684.htm)，2021 年 10 月 8 日最后访问。

的风险性；“投资者可能无法意识到他们持有的股票属于一家空壳公司，而非属于一家在华运营公司”；并因此要求拟上市的中国企业加强信息披露。披露内容主要有：首先，要求明确投资者购买是一家通过协议控制的空壳公司的股票，而非是一家中国实体公司的股票。其次，要求披露上市主体，即空壳公司，以及中国运营实体公司的财务信息，使得投资者得以了解其中的财务关系。第三，要求运营公司和发行人披露其是否获得中国相关监管部门对其赴美上市的批准。第四，要求对拟上市的中国企业进行有针对性的额外审查。最后，公众公司会计监督委员会(PCAOB)有权在3年内检查赴美上市公司的财务报表。如果PCAOB无法进行此项工作，该公司将可能面临摘牌风险[9]。鉴于国内对VIE架构的监管状况，上述第三点披露要求很可能直接阻碍中国企业赴美上市。而半个月后，Gensler在8月16日又进一步就中国公司赴美上市问题发出了迄今为止最为明确的警告，要求SEC人员暂时停止处理中国VIE架构公司的IPO注册。

这是否意味着美国监管部门对VIE架构的完全否定？我国学界基本所持的观点为，尽管这意味着赴美上市的中国企业需要面临更为严格的监管，但并非意味着完全无法上市，只是上市周期变长、难度增加，可能导致搭建VIE架构的优势不再明显。诚然，结合今年Gensler的两次声明和2020年美国实施的《外国公司问责法案》，只要企业能够满足相关披露要求，事先得到有关部门，如证监会、外管局等的批准后再向美国SEC递交上市申请，同时完成聘请PCAOB注册的海外审计机构审计等正常流程，便不会受到上述“不利”政策的影响[9]。

### (三) 监管现状评析及趋势预测

#### 1. 强监管时代使得VIE架构的监管风险加大，优势不再。

根据前述，VIE架构被企业青睐的原因之一在于其能够帮助企业快速上市从而获得融资。而VIE架构能够实现这一目的的主要原因在于监管层面的长期“双层缺位”：不仅我国监管部门长期搁置对搭建VIE架构赴美上市的审批问题，美国监管部门也没有对VIE架构提出针对性的监管要求。然而，强监管时代的来临使得搭建VIE架构的上述优势不复存在。例如，如果企业无法通过我国监管部门的网络安全审查，那么其便无法在境外上市，与此同时，由于美国监管部门也将中国监管部门的態度作为企业应当信息披露的内容之一。因此，目前搭建VIE架构赴美上市的中国企业需要同时面临国内外监管部门的双重审查，这意味着上市周期和流程会相应地延长和复杂，其本身试图规避监管的目的也便无法实现。

与此同时，对于已经搭建VIE架构上市的企业监管风险再度加大。目前我国监管部门已经从网络安全、反垄断两个层面入手进行监管，而教培行业的双减政策也给相关领域的VIE架构带来了毁灭性的打击。可以推测，在强监管时代下，我国监管部门必定会继续从不同领域出手进行规制，这也给涉VIE架构企业带来监管层面的不确定性。

#### 2. 当前的监管现状是对以往监管缺位的弥补，而非要全盘否认VIE架构。

尽管强监管时代呈现出对VIE架构的监管力度加大的特点，但事实上，这只是以曾经监管过于缺位所造成的混乱秩序为参照所形成的对比状态。在强监管时代来临前，VIE架构由于监管的缺位在实践中出现许多问题：首先，大量合规性存在重大瑕疵的企业赴美上市，给监管部门造成困扰的同时也给海外投资者带来巨大损失；其次，大量中概股造假，如瑞幸事件的发生，不仅给境外投资者造成损失，也严重影响了国家声誉；最后，VIE架构也很容易被利用，成为非法转移财产的工具。这些问题都成为我国迫切需要对VIE架构加强监管的理由，因此，强监管时代的来临正是积极纠正监管问题的体现。

然而，笔者认为，完善监管并不意味着监管部门试图通过对VIE架构进行多方面限制致使中国企业无法在海外上市；且在我国持续扩大开放的背景下，作为为我国互联网行业做出巨大贡献的VIE架构在短期内也并不会退出历史舞台。事实上，我国证监会也曾强调，对企业选择上市地持开放态度，支持企

业根据自身发展需要做出选择，支持企业依法合规利用两个市场、两种资源发展。因此，强监管时代的来临本身可以视为对境外上市价值的认可<sup>[10]</sup>，同时意味着我国监管部门正试图在 VIE 领域建立一种监管秩序，从而使得 VIE 架构能够在合法、合规的监管环境中发展。

## 5. 各方因应

### (一) 中美监管部门应加强监管合作

VIE 架构不仅给中国监管带来困境，一旦其风险爆发也会对美国投资者的利益造成巨大损失，因此，中美监管部门在 VIE 架构的监管问题上具有一致的利益。且在监管合作中，中方事实上占有合作监管的主动权。从理论角度分析，证券发行上市的实质是企业资源和资本资源的对接，美方作为资本层面只能表达是否接受涉 VIE 架构的中国企业，而企业以何等面貌出现，则有更多的选择空间<sup>[10]</sup>。而从实践中来看，根据上述对美国监管新动向的分析，其要求企业披露的信息涉及中方监管部门对 VIE 架构态度，这表明对 VIE 架构这种涉及跨境上市的模式而言，中国监管部门的的态度显得尤为重要。2021 年 8 月 1 日中国证监会曾做出积极表态，指出“两国监管部门应当继续秉持相互尊重、合作共赢的精神，就中概股监管问题加强沟通，找到妥善解决的办法，为市场营造良好的政策预期和制度环境。”<sup>6</sup> 这为两国在 VIE 架构问题上的监管合作、互利共赢提供了有利基础。

### (二) 企业应当加强合规建设

当前对 VIE 架构网络安全合规、数据合规与反垄断监管力度逐渐加大的局面无一不表明以往对于 VIE 架构监管模糊的时代已经结束。尽管对涉 VIE 架构的企业而言这是一种挑战，但也不失为企业行事排除了一些不确定性。在以往监管缺位的状态下，企业会随时面临着可能导致 VIE 架构不复存在的监管风险，在滴滴上市的招股说明书中也明确地提及其可能会因为中国监管政策的变化而受到相应影响。而在强监管时代，这种不确定性正在逐步终结。对于企业而言，只有在积极接受监管的基础上才能最有效地降低可能存在的监管风险，这有利于企业的长远发展。因此，企业应当加强自身的合规建设，并在事前、事中以及事后保持动态关注，就海外上市、并购等重大事项加强与政府部门的沟通，从而保证企业的稳定性。

### (三) 企业可以选择回归境内资本市场作为融资新路径

以往企业想要回归境内资本市场，需要将本身的 VIE 架构全部拆除从而达到国内监管部门明晰股权、简化层次、便于持续监管的要求。然而，这本身会给企业带来巨大的税务、时间和外汇成本，不利于企业的商业决策。而随着强监管时代来临，我国证监会出台了一系列相关政策，支持 VIE 架构企业直接上市境内资本市场，这不失为红筹企业的新机遇。

2018 年 3 月、6 月，国务院办公厅和证监会先后发布了有关创新企业境内发行股票或存托凭证的规定。上述法规规定，红筹企业存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的，应在招股说明书等公开发行人文件显著位置充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息。随后在 2019 年 1 月，证监会于科创板相关规定中进一步表明，红筹企业可依据有关规定申请在科创板申请上市。2020 年 4 月，证监会进一步明确表示，对于希望在中国资本市场上市的创新试点红筹企业，“中国证监会受理相关申请后，将征求红筹企业境内实体实际从事业务的国务院行业主管部门和国家发展改革委、商务部意见，依法依规处理。”因此，只要不威胁到投资者的合法权益，我国证监会对采用 VIE 架构的公司回归境内资本市场仍然持积极态度。

而实务中的发展也印证了该路径的可行性。目前已经有三家采用 VIE 架构的红筹企业率先回归：华

<sup>6</sup> 证券时报：《证监会：中美两国监管部门应就中概股监管问题加强沟通》，来源：<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1706866755392359942&wfr=spider&for=pc>，2021 年 10 月 8 日最后访问。

润微于 2020 年 2 月 27 日成功登录科创板，成为 A 股首家上市的红筹企业；中芯国际亦在 6 月 19 日上会，有望成为首家“A+H”科创板红筹企业；而另一家名为“九号机器人”的公司，采用 VIE 架构、实行同股不同权制度和认股期权激励，同时连续三年亏损，在耗时 400 多天后，于 6 月 12 日成为科创板受理并通过申请的首家计划发行 CDR 上市的公司。这些先例的成功，将给其他欲采取同样模式的红筹企业以信心和样本，加速红筹企业境内上市的破冰。

## 6. 结论

我国监管部门在网络安全审查、经营者集中审查领域开始着手对 VIE 架构问题进行监管，这意味着监管缺位时代的终结，也意味着 VIE 架构强监管时代的到来。尽管这一监管趋势的变化使得 VIE 架构的搭建优势不复存在，但事实上，这并非意味着要对 VIE 架构进行全盘否定。鉴于当前海外上市仍然具有极大的意义，笔者认为强监管时代背后的监管逻辑是构建对 VIE 的监管秩序从而引导涉 VIE 架构企业更加合法、合规地稳定发展。这一监管形势的变化也对监管部门、企业提出了新的要求和新的机遇。首先，中美两国应当加强对 VIE 架构的监管合作；其次，企业应当加强合规建设以顺应当前的监管要求；与此同时，对企业来说，回归境内资本市场不失为强监管时代给 VIE 架构带来的新机遇。

## 参考文献

- [1] 姜立文, 杨克慧. 中概股跨国监管的法律冲突与协调[J]. 南方金融, 2020(11): 38-45.
- [2] 刘燕. 在“默认合法”中爆发的法律风险——协议控制-VIE 模式下风险事件及案例述评[J]. 证券法苑, 2019(3): 263-298.
- [3] STEM 与阅读指南. VIE 结构大变局: 滴滴, 运满满、货车帮、BOSS 直聘受网安审查[EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/89BF96jnTJBYn4pUVkEXA>, 2021-10-08.
- [4] 吴文君, 陈红彦. 《外商投资法》出台背景下 VIE 架构的监管路径选择[J]. 金融法苑, 2020(1): 41-49.
- [5] 陈肖盈. 互联网领域未依法申报经营者集中的执法困境及其解决方案[J]. 中国社会科学院研究生院学报, 2020(1): 46-52.
- [6] 仲春. 我国数字经济领域经营者集中审查制度的检视与完善[J]. 法学评论, 2021(4): 140-150.
- [7] 天元律师事务所. 关于平台经济领域的反垄断指南视野下互联网企业的风险与应对[EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/x-x96GNIPQgwHukAhm5T7Q>, 2021-10-08.
- [8] 修远研究中心. 滴滴到底错在哪? 它硬生生捅破了一个时代的默契[EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/21jl7eCthZQahhWx00K2Mg>, 2021-10-08.
- [9] 于胜. SEC 暂停 VIE 企业 IPO, 海外上市路在何方? [EB/OL]. <https://mp.weixin.qq.com/s/JKuJuvvk9Urai3Dga4V4lg>, 2021-10-08.
- [10] 缪因知. 境外上市监管的十字路口: VIE 难题待解[N]. 经济观察报, 2021-08-09(23).