



Council of Institutional Investors®
The voice of corporate governance

Agosto de 2025

Tras el velo: los riesgos de la economía china

Las empresas y la estructura VIE

Una actualización

Emmanuel Tamrat

Analista de investigación sénior





Descargo de

responsabilidad: Este informe está diseñado para informar a los lectores sobre los riesgos a los que pueden estar expuestos los inversores institucionales estadounidenses al invertir en empresas VIE chinas. Si bien CII actuó con la debida diligencia al preparar este informe, no garantiza la exactitud de la información.

CII desea agradecer al ex analista de investigación Brandon Whitehill por ser el autor de la primera edición de este informe, "Buyer Beware: Chinese Companies and the VIE Structure", que se publicó en diciembre de 2017.

CII también desea agradecer a George Botic, Nana Li, Elizabeth Mooney, Marc Siegel y Brandon Whitehill por brindar orientación editorial y contribuir con su experiencia profesional durante la preparación de este informe.

Para obtener permiso de reimpresión, envíe una solicitud a content@cii.org.

© 2025 Consejo de Inversores Institucionales

Foto de portada: Distrito Central de Negocios de Pekín ([Christian Azul/Unsplash](#))

Contenido

Resumen ejecutivo		4
Fondo		6
Función y forma de VIE		7
El surgimiento de las VIE	7	
La estructura de las VIE	9	
Riesgos VIE		12
Aplicación de la ley por parte del gobierno	12	
Riesgo de crédito y valoración	15	
Expropiación del propietario	15	
Impuestos punitivos	16	
Tendencias de las VIE y gobernanza corporativa Perspectivas		19
recientes sobre la legalidad de las VIE Exclusiones	25	
recientes de empresas chinas que cotizan en bolsa en EE. UU. Escrutinio	27	
por parte de los reguladores estadounidenses	28	
Recomendaciones		31
Apéndice		34

Resumen ejecutivo

En los últimos 25 años, cientos de empresas chinas han cotizado en las bolsas estadounidenses dependiendo en gran medida de... una estructura corporativa denominada Entidad de Interés Variable (VIE). Una VIE es una estructura legal donde una empresa está controlada a través de acuerdos o arreglos contractuales distintos de la propiedad directa.

La estructura VIE ha permitido que muchas empresas chinas en sectores selectos con inversión extranjera restricciones para acceder indirectamente a los mercados de capital estadounidenses, y este acuerdo plantea riesgos clave para los inversores.

En primer lugar, la legalidad de esta estructura es incierta. Si bien las autoridades chinas no se han pronunciado directamente sobre la... A pesar de la validez de las VIE, el hecho es que la estructura existe para eludir las restricciones chinas a las inversiones extranjeras. Invertir en empresas chinas. Esto expone a los inversores al riesgo de una posible represión futura.

En segundo lugar, la exigibilidad legal de los acuerdos en la estructura VIE, en particular los contratos subyacente al acuerdo de control, aún no se ha probado en los tribunales. Además, con las VIE constituidas en jurisdicciones como las Islas Caimán y las Islas Vírgenes Británicas, los reguladores estadounidenses y Los inversores tienen una capacidad limitada para emprender acciones de ejecución contra una empresa.

Aunque las VIE se utilizan comúnmente cuando se invierte en empresas chinas conocidas, como Alibaba y Weibo—el uso de VIE en empresas chinas recién cotizadas ha disminuido en los últimos años. A través de A finales de la década de 2010, las VIE superaron con creces las cotizaciones directas de empresas chinas que cotizaban en las bolsas estadounidenses. Sin embargo, los recientes acontecimientos políticos, así como una serie de escándalos de alto perfil que involucran a políticos chinos, empresas, han provocado una reversión de esta tendencia. Las medidas adoptadas por las autoridades chinas y estadounidenses en Las consecuencias de la fallida salida a bolsa de Didi Global en 2021 han tenido un efecto paralizante en las nuevas cotizaciones de empresas chinas. empresas en las bolsas estadounidenses, aunque el volumen de nuevas cotizaciones está aumentando lentamente como consecuencia de esto.

Además, la propiedad de las VIE chinas individuales tiende a estar altamente concentrada y en manos de sólo unas pocas. pocos ciudadanos chinos individuales. Esto introduce el riesgo de que los propietarios de la VIE china no cumplan asignar las ganancias a la empresa que cotiza en bolsa a expensas de los inversores extranjeros.

Nuestro informe muestra que casi ocho años después de nuestro análisis anterior, la escala de la VIE china El problema ha crecido y los inversores aún deben tener cuidado al invertir en VIE chinas. empresas. A pesar de medidas como la Ley de Responsabilidad de las Empresas Extranjeras (HFCAA, por sus siglas en inglés) y la acuerdo relacionado que permitió a la Junta de Supervisión Contable de Empresas Públicas (PCAOB) comenzar

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

la revisión de los documentos de auditoría de las empresas de auditoría chinas,¹ algunas directivas de divulgación de la SEC y las normas chinas

Tras la aprobación por parte de las autoridades de nuevas cotizaciones de VIE en las bolsas estadounidenses, poco ha cambiado con respecto a riesgos fundamentales a los que siguen expuestos los inversores en EIE chinas. Además, pocas de nuestras

Las recomendaciones se han adoptado como legislación o como práctica voluntaria.

¹ "Hoja informativa: Acuerdo con China", PCAOB, 26 de agosto de 2022, <https://pcaobus.org/news-events/news-releases/news-release-detail/fact-sheet-china-agreement>.

Fondo

En los últimos 25 años, cientos de empresas chinas, incluidas nombres tan conocidos como Alibaba, Trip.com y Baidu—han cotizado en las bolsas de valores de Estados Unidos apoyándose en gran medida en una estructura corporativa denominada Entidad de interés variable (VIE). Una VIE es una estructura legal donde una empresa está controlada a través de acuerdos o arreglos contractuales distintos de una participación accionaria directa con derechos de voto asociados con participación accionaria.

El mercado de IPO fue testigo de un retroceso en las nuevas cotizaciones de empresas que utilizan estructuras VIE después de la La fallida salida a bolsa de la empresa tecnológica Didi Global en 2021 provocó una ofensiva de los reguladores. tanto en China como en Estados Unidos, y una fuerte caída en el número de nuevas cotizaciones de empresas con estas estructuras a solo 12 en 2022. Sin embargo, los nuevos listados han aumentado constantemente desde entonces, con 23 listados en 2023 y 37 listados en 2024.

A partir de 2025, un total de 159 empresas chinas que utilizan estructuras VIE cotizan actualmente en la bolsa de Estados Unidos. bolsas, en comparación con 88 en 2017 en el momento de nuestro análisis anterior, lo que representa un 81% aumentar. Medido por la capitalización de mercado agregada, el capital asignado a las VIE chinas no ha aumentó significativamente durante el mismo período, de 829 mil millones de dólares en 2017 a más de 1 billón de dólares. ²

Solo cinco VIE chinas fueron incluidas en la lista en 2024, mientras que dos lo hicieron a principios de 2025, hasta el 7 de marzo. A pesar del menor volumen de nuevas cotizaciones recientes, su riesgo para los inversores es sustancial, medido por capitalización de mercado. Algunas empresas que salieron a bolsa anteriormente con estructuras VIE, como Alibaba y PDD Holdings—han alcanzado altas capitalizaciones de mercado, y solo Alibaba supera los 280 dólares. mil millones. ³

Estos desarrollos del mercado hacen que sea apropiado revisar y destacar el riesgo de las VIE, y las continuidades y cambios desde nuestro primer informe hace ocho años hasta hoy. Si bien algunos chinos empresas que cotizan en bolsas estadounidenses sin estructuras VIE y otras con VIE que cotizan en bolsas fuera de EE. UU. En Estados Unidos, este estudio se centra particularmente en las empresas chinas que utilizan estructuras VIE con cotizaciones primarias en bolsas de EE.UU.

² Tenga en cuenta que esta edición del informe utiliza una metodología diferente en su análisis de las VIE chinas que la primera edición, por lo que la comparación del número total de cotizaciones y la capitalización bursátil colectiva podría no ser 1:1. Si bien la primera edición evaluó de forma independiente la presencia de una estructura de VIE en las empresas chinas que cotizan en EE. UU., esta edición se basa en un análisis de las VIE chinas realizado por la Comisión de Revisión Económica y de Seguridad EE. UU.-China (Comisión EE. UU.-China). Todas las cotizaciones están en dólares estadounidenses, salvo que se especifique lo contrario.

³ La capitalización de mercado del American Depositary Receipt (ADR) de Alibaba Group fue de 286,95 mil millones de dólares el 28 de agosto de 2025, según [Morningstar](#). Los ADR son instrumentos emitidos por un banco estadounidense que representar acciones de una sociedad extranjera.

La estructura VIE es común entre las empresas chinas que buscan inversión extranjera, incluidas las de Internet. gigantes como Baidu, comúnmente conocido como el "Google de China", y Alibaba, que en 2014 hizo la La mayor IPO de la historia en ese momento. Las VIE están plagadas de complejidad y riesgo para los inversores estadounidenses. incluida la vulnerabilidad a las presiones del gobierno chino y los conflictos de intereses de la gerencia. La VIE Podría considerarse que la estructura contraviene las leyes chinas que restringen la inversión extranjera en áreas estratégicas. industrias sensibles. Las VIE operan mediante acuerdos contractuales en lugar de propiedad directa, lo que deja inversores extranjeros sin derecho a beneficios residuales ni control sobre la gestión de la empresa que de lo contrario disfrutarían a través de la propiedad de acciones.

Si bien las VIE se han establecido como estructuras comunes entre las empresas chinas que cotizan en Estados Unidos y han ganado cierta validación de los actores del mercado, ⁴ La estructura coloca a los inversores públicos en una situación precaria. posición. Las VIE dependen en gran medida de ejecutivos que son ciudadanos chinos y propietarios del negocio subyacente. licencias para operar en China, lo que introduce un riesgo significativo de sucesión de "personas clave". Los inversores extranjeros... no tienen derecho a voto respecto de la empresa operadora, solo la entidad offshore. Además de sus estructuras de clase dual agravadas por derechos limitados para los accionistas en las Islas Caimán y otros En las jurisdicciones en las que a menudo se incorporan estas empresas, las propias estructuras VIE crean importantes conflictos de intereses de gestión, lo que complica, si no impide, la capacidad de los agentes externos Los accionistas pueden cuestionar a los ejecutivos por la mala toma de decisiones, la gestión débil o la erosión del valor. acciones. Las VIE pueden hacer creer a los inversores extranjeros que pueden participar de manera significativa en el supervisión de las empresas emergentes de China, pero dicha participación es efectivamente ilusoria.

Función y forma de VIE

El surgimiento de las VIE

El gobierno chino se enfrenta a una tensión entre los objetivos de mantener el control sobre el sector interno industria y la atracción de capital extranjero. Las reformas orientadas al mercado del país en 1979 dieron inicio a décadas de crecimiento de dos dígitos. Liberadas del control estatal absoluto, las nuevas empresas del sector privado encontraron el camino hacia la prosperidad en China. Los mercados de capital subdesarrollados no eran suficientes para impulsar su crecimiento y recurrieron en cambio a los inversores extranjeros.⁵ Sin embargo, del pasado de planificación centralizada de China persiste el Ministerio de Comercio (MOFCOM). Catálogo de Industrias para la Orientación de la Inversión Extranjera. Última revisión: octubre de 2022. Divide las industrias en tres categorías: aquellas que se fomentan, restringen o prohíben recibir

⁴ Véase Lina Choi et al., "Baidu y Tencent pueden gestionar los riesgos de la estructura de VIE", Moody's, 27 de mayo de 2014, https://www.moodys.com/research/Moodys-Baidu-and-Tencent-can-gestion-del-riesgo-de-la-estructura-VIE-PR_300293.

⁵ Véase Justin Yifu Lin et al., El milagro de China: estrategia de desarrollo y reforma económica (Hong Kong: The Chinese University Press, 2003).

inversión extranjera.⁶ Las industrias restringidas y prohibidas incluyen aquellas que el gobierno chino considera estratégicamente sensibles, como las plataformas de Internet, los servicios financieros, las telecomunicaciones, energía, agricultura, transporte y educación.⁷

La Comisión Nacional de Desarrollo y Reforma, junto con el MOFCOM, también mantiene una lista de sectores donde la inversión extranjera directa está prohibida. La actualización más reciente de la Lista Negativa para El acceso a la inversión extranjera, en agosto de 2024, avanza el objetivo de acceso al mercado a largo plazo declarado por el gobierno. objetivos de liberalización eliminando las restricciones en el sector manufacturero y acelerando la apertura de los sectores de telecomunicaciones, educación y servicios de salud. ⁸

Para operar legalmente en una industria restringida o prohibida, una empresa debe recibir una licencia comercial de MOFCOM. Antes de emitir la licencia, el MOFCOM se asegura de que la empresa sea propiedad y esté controlada por Personas chinas. Porque las responsabilidades regulatorias del MOFCOM también incluyen la revisión de los inmigrantes entrantes. inversión extranjera directa, a las empresas les resulta difícil ocultar las inversiones de entidades extranjeras. ⁹ Las empresas que buscaban inversión extranjera se adaptaron en consecuencia ocultando su capital extranjero a través de la construcción de una red compleja de entidades conectadas contractualmente.

El deseo de las empresas chinas de eludir las restricciones del MOFCOM, combinado con la voluntad de Los inversores extranjeros financiarán las empresas emergentes de China mediante inversiones de tipo capital sin capital. Los derechos de propiedad proporcionaron la base para la estructura corporativa potencialmente ilegal de la VIE. Análisis de CII concluye que de las 286 empresas chinas que actualmente cotizan en las bolsas estadounidenses, el 56 % utiliza VIE; sin embargo, Sólo 17 de las 83 empresas que salieron a bolsa desde 2022 emplean esta estructura.¹⁰

Además, las empresas chinas desempeñan un papel descomunal en el uso de centros fiscales extraterritoriales para atraer inversión extranjera. Según un informe de 2023, para finales de 2020, más del 60% del valor en circulación de Las acciones emitidas en Bermudas, Islas Caimán e Islas Vírgenes Británicas se contabilizaron en China. empresas.¹¹ Los autores sostienen que el mero crecimiento de la presencia de China en los paraísos fiscales puede tener implicaciones para la estabilidad financiera mundial y el papel de China en el sistema financiero mundial, y que estas

⁶ <https://www.china-briefing.com/news/china-2022-encouraged-catalogue-updated-implementation-from-january-1-2023/>

⁷ Otros países también mantienen distintos niveles de restricciones a la inversión extranjera entrante. En Estados Unidos, el Comité de Inversión Extranjera de Estados Unidos examina caso por caso las transacciones de fusiones y adquisiciones (M&A) en busca de amenazas a la seguridad nacional. En los tratados bilaterales de inversión (TBI), Estados Unidos y otros países establecen una "lista negativa" de sectores en los que la inversión extranjera está restringida, prohibida o basada en la reciprocidad. Véase "Resumen de las listas negativas de EE. UU. en los TBI", Consejo Empresarial Estados Unidos-China, 2014. <https://web.archive.org/web/20210123115200/https://www.uschina.org/sites/default/files/Negative%20list%20summary.pdf>.

⁸ Qian Zhou, "China aprueba la lista negativa de 2024 para el acceso a la inversión extranjera", China Briefing (Dezan Shira and Associates), 21 de agosto de 2024, <https://www.china-briefing.com/news/china-approves-2024-negative-list-for-foreign-investment-access/>

⁹ Samuel Farrell Ziegler, "El problema de las entidades de interés variable en China: cómo los estadounidenses han invertido ilegalmente miles de millones en China y cómo solucionarlo", The George Washington Revista de Derecho Universitario 84, no. 2 (2016): 539-561, <http://www.gwlr.org/wp-content/uploads/2016/03/84-Geo.-Was.-L.-Rev.-539.pdf>.

¹⁰ Según el informe de la Comisión Estados Unidos-China de marzo de 2025, 127 cotizaciones directas y 159 VIE, para un total de 286 empresas chinas, cotizan actualmente en las bolsas estadounidenses.

¹¹ Chris Clayton et al., "La creciente presencia de China en los paraísos fiscales: implicaciones para la política y la investigación", VoxChina, 12 de julio de 2023, <https://vochina.org/show-3-319.html>.

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

Las consecuencias sólo se ven exacerbadas por la incertidumbre de las estructuras VIE y la complejidad de llevarlas a cabo. adelantar procedimientos judiciales en los paraísos fiscales donde estén constituidas.

La estructura de las VIE

La estructura del VIE consta de al menos tres entidades principales:

1. una empresa operativa china subyacente, denominada VIE u “OpCo”;
2. una empresa de propiedad totalmente extranjera (WFOE) establecida como intermediaria en China; y
3. una empresa fantasma extraterritorial que cotiza en una bolsa de valores de Estados Unidos o de otro país (empresa que cotiza en bolsa o “ListCo”).

Para obtener una licencia comercial del MOFCOM, la propiedad de la VIE debe permanecer en manos chinas, a menudo con Los fundadores de la empresa. Los propietarios y VIE establecen entonces un intermediario, la WFOE, con el que Celebran una serie de acuerdos contractuales. Estos contratos modelan el control sin conceder... propiedad directa del capital. Dado que la WFOE no posee directamente la VIE ni posee ningún activo que sea Está restringido a la inversión extranjera, no requiere una licencia del MOFCOM y puede recibir inversiones extranjeras. inversión.

A continuación, una empresa fantasma constituida en una jurisdicción favorable a la gestión, como las Islas Caimán. o las Islas Vírgenes Británicas (BVI) realizan una IPO en una bolsa extranjera, con frecuencia la Bolsa de Valores de Nueva York. Bolsa de Nueva York (NYSE) o Nasdaq. Esta compañía de listas es propietaria de la WFOE y canaliza capital de inversores extranjeros. en China. Para agravar la complejidad de la estructura, ListCo es generalmente una sociedad holding que lleva el mismo nombre que la VIE china, lo que oculta la realidad de que los inversores compran acciones depositarias de una empresa fantasma con una relación de tercer nivel con la lucrativa VIE.¹² Véase la Figura 1 a continuación.

¹² Como ejemplo de esta estructura VIE-WFOE-ListCo aplicada a una empresa real, considere ZTO Express, la IPO más grande en una bolsa de valores de EE. UU. en 2016. ListCo es ZTO Express (Cayman) Inc., que junto con otras subsidiarias está conectada a Shanghai Zhongtongji Network Technology Co., Ltd. con sede en China, la WFOE, que está conectada contractualmente a VIE/OpCo ZTO Express Co., Ltd. Consulte <https://www.bamsec.com/filing/000104746916016357?cik=1677250>.

La estructura y el régimen de propiedad de la VIE

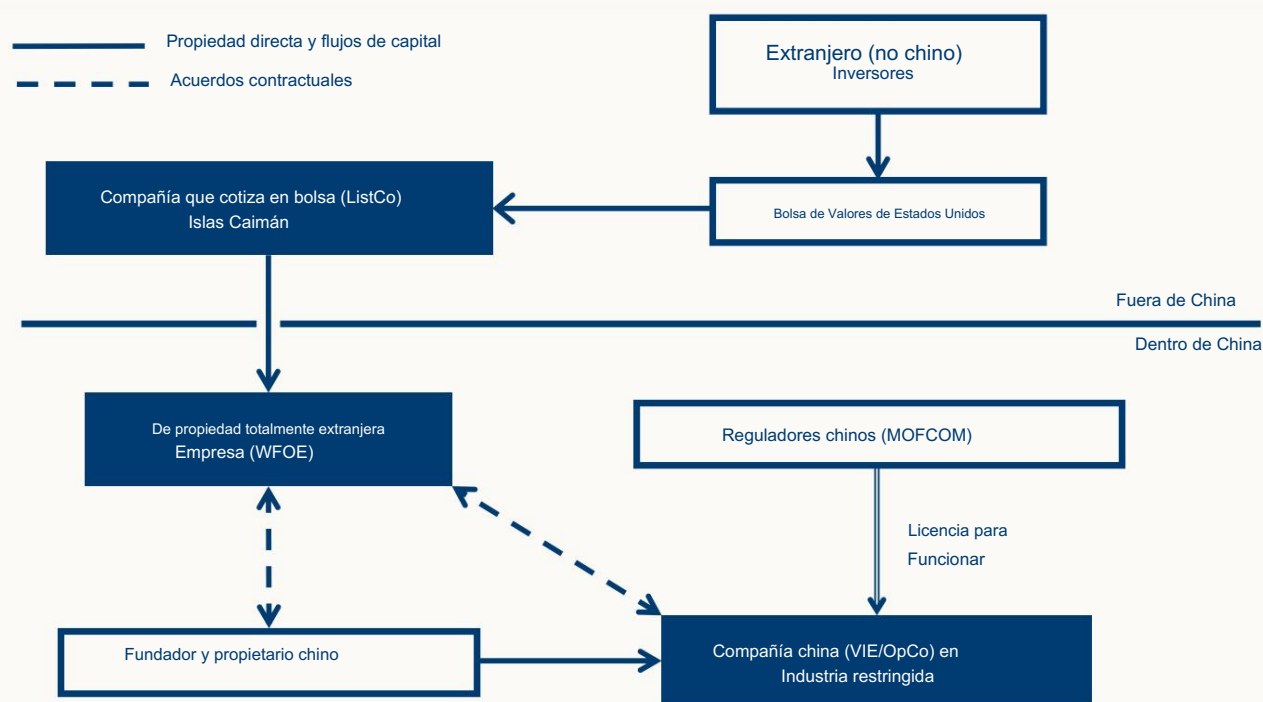


Figura 1. Modelo de una estructura típica de VIE. Las líneas continuas representan los flujos directos de propiedad, mientras que las líneas discontinuas representan los acuerdos contractuales entre las entidades de la figura.

Fuente: Análisis del CII

Los acuerdos contractuales que vinculan a ListCo y su WFOE con la VIE china y sus propietarios

desempeñan un papel central en la facilitación del flujo de capital extranjero hacia la industria restringida. Los contratos

imitan la propiedad en función y forma sin otorgar a los inversores propiedad accionaria directa de la empresa.

VIE china. Los contratos generalmente incluyen las siguientes características:

- Un contrato de préstamo y un contrato de promesa de capital mediante el cual la WFOE proporciona un préstamo sin intereses al propietario de la VIE para capitalizarla. A cambio, la VIE sirve como garantía para el préstamo ya que el propietario compromete todos sus activos y pasivos a la WFOE.
- Un acuerdo de opción de compra entre la VIE y la WFOE que otorga a esta última el derecho a comprar la VIE a un precio predeterminado, normalmente el importe del contrato de préstamo.
- Un poder notarial otorgado por los fundadores de la VIE a la WFOE, otorgándole la condición de accionista. Los derechos como el voto, la asistencia a las juntas de accionistas y la presentación de propuestas a los accionistas.
- Un acuerdo de servicios técnicos designa a la WFOE como el proveedor exclusivo de servicios como consultoría y cumplimiento a la VIE. Esto justifica el contrato de prenda de capital que habilita a la

WFOE a las ganancias de la VIE. Las entidades también pueden firmar un acuerdo de licencia de activos mediante el cual

La VIE paga a la WFOE regalías por activos como licencias de propiedad intelectual.¹³

En conjunto, estos contratos teóricamente otorgan a la WFOE derechos sobre la VIE que una empresa tradicional

La empresa matriz tendría control sobre su filial a través de la propiedad. Porque la WFOE asume ambas

los costos y beneficios económicos de la VIE y ListCo es propietaria directa de la WFOE, la contabilidad estadounidense

Las normas pueden exigir que ListCo consolide la VIE en sus estados financieros a pesar de la ausencia de

participación accionaria.¹⁴ Estos estados financieros consolidados, junto con los acuerdos contractuales,

Proporcionan el pegamento que mantiene unida la estructura de la VIE. Permiten a ListCo, una empresa fantasma sin

operaciones significativas propias, para atraer inversionistas extranjeros que aporten capital a lo que podrían

Think es una empresa china emergente.

Las VIE se rigen en los EE. UU. por las Normas de Contabilidad del Consejo de Normas de Contabilidad Financiera (FASB).

Codificación de Normas 810. La ASC 810 codifica la contabilidad de los estados financieros consolidados para

VIE y constituye parte de los Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados (GAAP) de los Estados Unidos.¹⁵ Orientación sobre

La consolidación de los estados financieros para las VIE se proporcionaba anteriormente mediante la Interpretación FASB N.º 1.

(FIN) 46R, que se integró en ASC 810. El desarrollo de FIN 46R fue impulsado por Enron

utilización de entidades de propósito especial para ocultar ciertos pasivos.¹⁶

Las normas contables actuales de Estados Unidos presuponen que los estados financieros consolidados son más

“más significativos” que los estados financieros separados y son necesarios para una representación “justa” de la situación financiera de la entidad.

posición.¹⁷ Las normas de contabilidad también establecen que para que una entidad sea considerada como que tiene una

Para controlar el interés financiero en una VIE, debe tener la capacidad de tomar medidas que puedan afectar los intereses de la VIE.

desempeño económico, y estar obligado a absorber pérdidas o recibir beneficios de la VIE que sean

económicamente significativas.¹⁸ Sin embargo, la consolidación de los estados financieros puede impedir que los inversores

de ver información granular que de otro modo se divulgaría para cada entidad informante y que

Ayudaría a los inversores a evaluar los posibles impactos si el gobierno chino impusiera medidas fiscales adversas.

¹³ Paul Gillis, “Asuntos contables: Entidades de interés variable en China”, Forensic Asia, 18 de septiembre de 2012, <http://www.chinaaccountingblog.com/vie-2012septaccountingmatte.pdf>.

¹⁴ FASB ASC 810-10-10-1 establece: “Existe la presunción de que los estados financieros consolidados son más significativos que los estados financieros separados y que por lo general son necesario para una presentación razonable cuando una de las entidades del grupo consolidado tiene directa o indirectamente un interés financiero controlador en las otras entidades”.

Véase <https://asc.fasb.org/1943274/2147481432/810-10-10-1>.

¹⁵ <https://asc.fasb.org/810/showallinonepage>

¹⁶ FASB FIN 46R, que se integró en ASC 810, fue una interpretación de los PCGA de EE. UU. que fue diseñada para dificultar la eliminación de activos y pasivos de los estados financieros de una empresa. Balance general si la empresa tenía exposición económica a los activos y pasivos, a pesar de no tener control mayoritario de voto. La norma FIN 46R establecía que «Una empresa que consolida una VIE es el beneficiario principal de la misma. El beneficiario principal de una VIE es la parte que absorbe la mayoría de las pérdidas esperadas de la entidad, recibe la mayoría de sus rendimientos residuales esperados, o ambos, como resultado de mantener participaciones variables, que son los intereses de propiedad, contractuales u otros intereses pecuniarios...».

¹⁷ Véase la nota 14.

¹⁸ <https://asc.fasb.org/810/showallinonepage> - 810-10-10-1

Resoluciones relativas a la estructura de la VIE. La adopción de la consolidación en lugar de la consolidación financiera

Los estados financieros respaldarían la transparencia al permitir a los inversores ver los ingresos, gastos, ganancias y transacciones de cada entidad individual.¹⁹

Riesgos VIE

Estos acuerdos contractuales están rodeados de importantes incertidumbres jurídicas, ya que su propósito es eludir la ley china. Una preocupación fundamental es si son aplicables en caso de que surja una disputa entre la WFOE, sus inversores y la VIE.²⁰ La ley contractual china empaña las perspectivas de su Ejecutividad, ya que invalida cualquier contrato que oculte un propósito ilegal bajo la apariencia de legítimo. actos.²¹ Esto significa que la VIE puede ser declarada ilegal porque existe con el propósito expreso de eludiendo la ley china.

Además, cada contrato individual podría, en teoría, violar la ley china. En primer lugar, la WFOE solo puede Proporcionar legalmente un préstamo al propietario de la VIE si los préstamos están dentro del límite aprobado por el MOFCOM de la WFOE. Ámbito de negocio. En segundo lugar, dado que la VIE opera en una industria restringida, la WFOE, al ser extranjera, propiedad—no puede ejercer la opción de compra sin transferirla a una entidad de propiedad china. Finalmente, una El acuerdo de servicios por el cual la VIE paga el 100% de sus ganancias a otra empresa podría generar las cejas de los reguladores e incurrir en sanciones fiscales.

En consecuencia, la estructura VIE priva a los inversores extranjeros de protecciones legales vitales que no tendrían. De lo contrario, disfrutará a través de la propiedad de acciones. Como resultado, surgen tres riesgos: la aplicación de la ley por parte del gobierno, el propietario expropiación e impuestos punitivos. Aunque los inversores extranjeros no han experimentado una acción confiscatoria, han sufrido devaluación de sus inversiones como resultado de la estructura VIE en varios casos.

Aplicación de la ley por parte del gobierno

Sina, el propietario de la versión china de X (anteriormente Twitter), fue pionero en la estructura VIE con su IPO en 2000.²² Desde entonces, más de 150 empresas chinas de diversos tamaños e industrias que utilizan VIE pasaron a serlo.

¹⁹ Para ver un ejemplo de consolidación de estados financieros, consulte el Anexo 99 del Formulario 10KSB (año fiscal 2004), Cerberus Inc, 5 de octubre de 2004, <https://www.bamsec.com/filing/119312504166941/7?cik=826821>.

²⁰ Cabe destacar que algunos inversionistas han obtenido sentencias favorables en casos contra empresas VIE chinas. En 2017, el Tribunal de Apelaciones del Segundo Circuito de EE. UU. dictaminó que Los inversores en la salida a bolsa del Grupo Alibaba en la Bolsa de Nueva York pudieron presentar su demanda por fraude bursátil. Este caso finalmente resultó en un acuerdo entre Alibaba y los demandantes por 250 millones de dólares. Ver <https://www.molamken.com/news-Gran-victoria-para-los-inversores-de-Alibaba>, <https://www.reuters.com/article/business/media-telecom/alibaba-pays-250-mln-to-settle-lawsuit-over-pre-ipo-counterfeiting-warning-idUSL1N22B0F1/>.

²¹ Véase la Ley de Contratos de la República Popular China, Capítulo III, Artículo 52(3), <https://english.cnpa.gov.cn/transfer/lawpolicy/relatedlawsregulations/915598.htm>.

²² Roberts y Hall (2011) describen cómo Sina Corp. fue la primera en utilizar esta estructura en su IPO del Nasdaq de 2000. El uso de una VIE para una cotización pública fue tan novedoso que durante un periodo de En su momento se la denominó estructura del «modelo Sina». Véase David Roberts y Thomas Hall, «Estructuras VIE en China: Lo que necesita saber», O'Melveny & Myers LLP, octubre de 2011, <https://web.archive.org/web/20161222084543/http://www.omm.com/files/Uploads/Documents/VIE%20Structures%20in%20China%20-%20Lo%20que%20necesitas%20saber.pdf>.

públicas y continúan cotizando en las bolsas estadounidenses.²³ Al retener un propietario chino, estas empresas aseguran reguladores que permanecen bajo propiedad y control chino mientras que al mismo tiempo le dicen a los extranjeros Los inversores hacen exactamente lo contrario a través de su empresa cotizada en bolsa ListCo.²⁴ A pesar de esta contradicción y la Dada la cuestionable legalidad de la estructura VIE, el MOFCOM ha tolerado en gran medida su existencia al declinar para hacer cumplir sus propias restricciones. Las VIE que cotizan en EE. UU. operan esencialmente bajo la precaria suposición de que El MOFCOM seguirá permitiendo que la estructura VIE canalice capital extranjero hacia industrias restringidas.

Existen excepciones a la aprobación tácita del gobierno chino. En 1998, el gobierno abruptamente... prohibió una estructura corporativa similar a las VIE que había tolerado anteriormente. Las empresas utilizaron esto estructura, denominada China-China-Extranjero (CCF), "para facilitar la inversión extranjera en violación de Las prohibiciones del Catálogo del MOFCOM, tal como lo hacen las VIE hoy en día".²⁵ Las empresas de telecomunicaciones que Los que emplearon predominantemente esta estructura se vieron obligados a deshacerse de sus participaciones con una pérdida sustancial. accionistas.

El gobierno intervino por separado nuevamente en 2011, cuando las autoridades provinciales asesoraron a Baosheng Steel que sus acuerdos de control "contravienen las actuales políticas de gestión chinas relacionadas con la inversión extranjera empresas y, como resultado, van en contra de las políticas públicas". Baosheng Steel era una VIE china que planeaba entrar pública en el Nasdaq a través de Buddha Steel, su empresa de las Islas Caimán. En respuesta a las consecuencias adversas Tras recibir asesoramiento, Buddha Steel retiró su propuesta de IPO, transfirió todos los pagos y activos a la VIE, rescindió sus acuerdos contractuales con Baosheng y se convirtió en una empresa fantasma.²⁶

Estos precedentes subrayan el riesgo de que el gobierno chino aplique en cualquier momento las medidas del MOFCOM.

Catálogo y ordena a las empresas chinas rescindir sus contratos con la WFOE. A falta de...

Sin embargo, al desmantelar las VIE, el gobierno también podría usar la amenaza de la aplicación de la ley para obligar empresas a tomar medidas favorables a Pekín a costa de los accionistas. En 2015, el Ministerio de Comercio avivó los temores al emitir un proyecto de Ley de Inversión Extranjera que incluye "la capacidad de ejercer una influencia decisiva influencia sobre una empresa mediante acuerdos contractuales" en la definición de control para designación de empresas de inversión extranjera.²⁷

²³ Esta cifra está actualizada al informe de la Comisión Estados Unidos-China del 7 de marzo de 2025, y no incluye empresas como Sina, que han dejado de cotizar en bolsa desde su salida a bolsa.

²⁴ Gillis, "Cuestiones de contabilidad".

²⁵ Ziegler, "El problema de las VIE de China", pág. 552: "Al igual que las VIE de hoy, la CCF era técnicamente ilegal, pero (al menos inicialmente) estaba tácitamente permitida por las autoridades".

²⁶ Consulte el Formulario 8-K, Buddha Steel, Inc., 28 de marzo de 2011, <https://www.bamsec.com/filing/114420411017680/1?cik=1367777>.

²⁷ "Ley de Inversión Extranjera de la República Popular China (Borrador para comentarios)", Jones Day, 2015, (Traducción no oficial al inglés), https://web.archive.org/web/20220303173948/https://www.uschina.org/sites/default/files/2015%20Draft%20Foreign%20Investment%20Law%20of%20the%20People's%20Repu%C3%Blic%20de%20China_JonesDay_0.pdf.

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

Varios años después de emitir por primera vez el borrador, el MOFCOM implementó la Ley de Inversión Extranjera en 2020.

Sin embargo, la versión final de la ley no incluyó el borrador del texto citado anteriormente, evitando así

definir a las VIE como empresas de inversión extranjera. En ausencia de cualquier otro respaldo formal o

La negación de la estructura VIE por parte del gobierno chino y la ambigüedad en el tratamiento de los contratos VIE persiste.²⁸

Desde 2020, la Administración Estatal de Regulación del Mercado de China (SAMR) ha multado a las empresas por

No informar sobre las transacciones relacionadas con VIE, aclarando que las normas de control de fusiones se aplican plenamente a estas estructuras. En diciembre de 2020, tres empresas (Alibaba Investment, China Literature y Hive Box)

fueron multados con un máximo de ¥500,000 (~\$75,000) por transacciones relacionadas con VIE no declaradas.²⁹ Mientras que antes

La práctica del mercado había sido no presentar una presentación previa a la fusión para las transacciones VIE, la transferencia de Anti-

Responsabilidades de la Ley de Monopolio del MOFCOM al SAMR, una agencia enfocada únicamente en el mercado

La regulación y no la inversión extranjera—ha venido acompañada de una aplicación más activa de la presentación de solicitudes de fusiones y adquisiciones. requisitos.³⁰

Los hallazgos de un artículo de investigación académica realizado por Justin Hopkins y sus colegas subrayan el riesgo de

intervención gubernamental, lo que sugiere que los líderes de empresas VIE pueden actuar de manera más coherente con el público política monetaria para mantener el apoyo del gobierno.³¹ Esto plantea un desafío a los inversores porque

No se puede determinar si las decisiones operativas de una empresa están motivadas por consideraciones comerciales o

Entorno de políticas públicas. Su análisis indica que las empresas VIE pueden tener mayor empleo.

niveles, especialmente en los primeros años posteriores a su IPO, que sus pares cuando se controla el tamaño,

sector, año y otros factores; esto sugiere que las empresas VIE pueden ser más receptivas a la

prioridades de empleo del gobierno.

Más recientemente, China ha tomado medidas enérgicas contra las empresas con valoraciones más pequeñas que intentan cotizar en EE. UU.

Según un informe de febrero de 2025 del Financial Times, la Comisión Reguladora de Valores de China

(CSRC) está preocupada por la posible manipulación del mercado y si estas empresas tienen un

²⁸ La reciente regulación de China sobre las estructuras de entidades de interés variable ha provocado una caída en las cotizaciones de empresas chinas en Estados Unidos | Blogs de Derecho de Oxford, Ley de Inversión Extranjera de China - A Una mirada al pasado y al futuro | 03 | 2025 | Publicaciones | Perspectivas y publicaciones | Debevoise & Plimpton LLP

²⁹ Tenga en cuenta que, si bien Alibaba Investment es un vehículo de inversión de Alibaba Group, ambas son entidades independientes. Véase Ninette Dadoo et al., "SAMR multa a empresas por no cumplir con notificar transacciones relacionadas con VIE", Freshfields, 18 de diciembre de 2020, <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?q=624a5753-a559-47d5-b36e-3a3dc9a41e6e>.

³⁰ Amigo L. Xie y Carrie Yijia Luo, "Presentación de control previo a la fusión en China sobre estructuras de entidades de interés variable", K&L Gates LLP, 4 de junio de 2020, <https://www.klgates.com/presentación-de-control-previo-a-la-fusión-en-china-relativa-a-las-estructuras-de-entidades-de-interés-variable-06-04-2020>.

³¹ Justin Hopkins et al., "El auge de las EIV en China: equilibrio entre el control estatal y el acceso al capital extranjero", Journal of Financial Reporting 7, n.º 2 (2022): 105-130. <https://doi.org/10.2308/JFR-2021-017>.

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

Necesidad legítima de captar capital de inversores extranjeros. En algunos casos, la CSRC es más exhaustiva en sus

Revisión de los solicitantes de IPO, incluso en asuntos en los que es poco probable que la SEC se oponga.³²

Riesgo de crédito y valoración

Justin Hopkins y sus colegas también señalan que las empresas VIE chinas que cotizan en los EE. UU. pueden estar sujetas a

un descuento en su valoración por parte de los inversores de hasta un 30% de su capitalización de mercado, en relación con la

valoraciones de las empresas chinas no VIE que cotizan en la bolsa estadounidense.³³ Esto indica que, debido a los numerosos factores de riesgo

Asociado con las empresas VIE chinas, los inversores están menos dispuestos a invertir en ellas y ese aumento

La seguridad jurídica podría aumentar el valor.

La situación jurídica incierta de las EIV también puede considerarse un riesgo crediticio. Por ejemplo, Fitch Ratings señaló en

Octubre de 2024 que un posible cambio adverso en la regulación de las VIE en el sector de Internet de China es un

“factor clave de calificación” que podría afectar la solidez crediticia de Tencent Holdings, ya que la empresa controla sus VIE

a través de relaciones contractuales en lugar de propiedad directa.³⁴

Además, las investigaciones muestran que una rebaja en la calificación crediticia de una empresa está asociada con una disminución

en el precio de sus acciones.³⁵ Por lo tanto, como factor clave de calificación, los cambios potenciales en la regulación de las VIE que afecten negativamente

La calificación crediticia de Tencent (u otras empresas chinas que dependen en gran medida de la estructura VIE) también podría

provocar una presión a la baja sobre el precio de sus acciones y su capitalización bursátil. Si bien los factores de riesgo inherentes a las VIE...

puede justificar un descuento de valoración de pares no VIE como se señaló anteriormente, los impactos de una calificación crediticia

La rebaja podría suponer un riesgo más agudo para los inversores.

Expropiación del propietario

Además del riesgo de una acción gubernamental adversa, el propietario chino de la VIE podría decidir

incumplir los acuerdos contractuales y expropiar las ganancias de la empresa. Los inversores poseen acciones de

la ListCo de las Islas Caimán, mientras que los activos reales de la empresa residen en la VIE china, donde los tribunales están

Es poco probable que se cumplan los contratos entre la WFOE, el propietario chino y la OpCo. Porque

El valor de ListCo se deriva de su capacidad para consolidar la VIE china en sus estados financieros,

La pérdida de la VIE como resultado de contratos incumplidos (o de la aplicación de la ley por parte del gobierno) sería significativamente

devaluar las inversiones de los accionistas.

³² Sun Yu y Cheng Leng, “China frena la salida a bolsa de empresas locales en Estados Unidos”, Financial Times, 27 de febrero de 2025, <https://www.ft.com/content/a5640320-7ed3-47c5-b9a1-2c0d600170be>.

³³ Hopkins y otros, 2022.

³⁴ “Fitch afirma la calificación de Tencent en ‘A+’, perspectiva negativa”, Fitch Ratings, 18 de octubre de 2024, <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/fitch-affirms-tencent-at-a-outlook-negativo-18-10-2024>.

³⁵ Thu Ha Nguyen et al., “Rebajas de calificación crediticia y riesgo de caída del precio de las acciones: evidencia internacional”, Finance Research Letters 55, Parte B (2023), <https://doi.org/10.1016/j.frl.2023.103989>.

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

Antes de que Alibaba saliera a bolsa en 2014, diseñó una estructura VIE para atraer inversión extranjera.

SoftBank y Yahoo, que adquirieron una participación del 43%.³⁶ Bajo la estructura, la WFOE de Alibaba contenía

Las operaciones de Alipay, una plataforma de pagos en línea líder en China. Tras no conseguir una licencia...

para Alipay del gobierno chino debido a su propiedad extranjera, el fundador Jack Ma abandonó abruptamente

Alipay se separó de Alibaba en 2011, tomando el control él mismo supuestamente sin consultar a los accionistas.

Yahoo, al no poder incluir ya las ganancias de Alipay en sus propios estados financieros, finalmente negoció un acuerdo

acuerdo con Ma que daba derecho a Alibaba a recibir hasta 6 mil millones de dólares de las ganancias de cualquier futura IPO o venta de

Alipay.³⁷ Sin embargo, esa cifra representa una devaluación del 62,5% de la participación de Yahoo en Alipay si hubiera permanecido

totalmente bajo el control de Alibaba.

Un año antes del drama de Alibaba, GigaMedia, una empresa diversificada que cotiza en el Nasdaq y con múltiples VIE en

China perdió el control de una de sus empresas de inversión en activos virtuales (VIE), la empresa de juegos en línea T2CN. Un ejecutivo de T2CN se apoderó de...

la licencia comercial y los documentos financieros de la empresa al descubrir que los accionistas de ListCo

Querían destituirlo.³⁸ Dado que estos documentos financieros, o "chuletas", facilitan la negociación

arreglos, esta maniobra paralizó la estructura de VIE y despojó a GigaMedia de su derecho a

control y ganancias de T2CN. Dado que T2CN era una de las varias VIE de GigaMedia, su pérdida representó una

Una devaluación del 20% de los ingresos de GigaMedia en lugar del 100%. GigaMedia nunca recuperó el control.

Finalmente vendió su propiedad de WFOE de T2CN y llegó a un acuerdo con el ejecutivo rebelde.³⁹

Si bien ninguna empresa que cotiza en bolsa con una VIE se ha derrumbado por completo debido a la aplicación de medidas gubernamentales o

Expropiación del propietario con conocimiento de CII, los casos CCF, Buddha Steel, Alibaba y GigaMedia

ilustran que una devaluación significativa de la inversión en las EIV es un riesgo real.

Impuestos punitivos

En China, las ganancias de las VIE están sujetas a una tasa de impuesto al valor agregado (IVA) de entre el 6 y el 13 por ciento.

El principio.⁴⁰ La VIE debe entonces pagar las ganancias restantes después del IVA a la WFOE. Debido a la VIE

La cuestionable legalidad de la estructura, el tratamiento fiscal después del IVA es menos claro y está determinado por China.

³⁶ En el momento de la salida a bolsa de Alibaba, SoftBank y Yahoo poseían respectivamente el 34 % y el 23 % de la compañía, lo que sumaba un 57 %, según Reuters. Véase Paul Carsten, "Mega-IPO to rekindle the 'bromance' behind Alibaba's rise", Reuters, 27 de agosto de 2014, <https://www.reuters.com/article/technology/mega-ipo-to-rekindle-the-bromance-behind-alibaba-s-rise-idUSKBN0GR28V/>.

³⁷ Liana Baker, "Yahoo sale perdiendo en el acuerdo con Alibaba", Reuters, 29 de julio de 2011, <https://www.reuters.com/article/us-yahoo-alibaba/yahoo-gets-short-end-of-stick-in-alibaba-trato-idUSTRE76S2QN20110729>.

³⁸ En China, estos documentos financieros (incluidos los sellos de la empresa, los certificados de registro comercial, los datos financieros y los acuerdos de licencia) se conocen como el nombre de la empresa. Las habilidades necesarias son indispensables para operar un negocio en China. Véase Ziegler, «El problema de las VIE en China», pág. 549.

³⁹ "GigaMedia anuncia la venta de T2CN, todos los litigios de T2CN resueltos", 14 de diciembre de 2011, <https://www.bamsec.com/filing/119312511343031/2?cik=1105101>; Véase Ziegler, "China's VIE Problem", pág. 500: "Es revelador que la empresa prefiera llegar a un acuerdo con un gerente que efectivamente tomó como rehenes los activos de la empresa antes que correr el riesgo de que un tribunal declare ilegal toda la operación".

⁴⁰ El IVA en China se implementó en 2016 y utiliza múltiples tasas. Por ejemplo, muchos servicios, incluidos los financieros, están gravados con un 6%, mientras que la construcción y los bienes raíces están...

Impuesto al 11%. Véase "Nuevas tasas y normas del IVA de China", Alerta Fiscal de KPMG China, marzo de 2016, <https://assets.kpmg.com/content/dam/kpmg/pdf/2016/03/china-tax-alert-09-vat-implementation-rules.pdf>.

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

Administración Estatal de Impuestos. En un escenario hipotético, Paul Gillis, editor de la revista China Accounting

Blog, argumenta que las autoridades fiscales chinas podrían considerar el pago de la VIE a la WFOE como un dividendo

propietario chino de la VIE, quien luego transfiere esos fondos a la WFOE.

[Esta formulación se paga al](#)

sometería al propietario chino de la VIE a un impuesto sobre la renta individual del 20% y a la WFOE a un impuesto del 25%.

Impuesto sobre la renta corporativa. Cuando la WFOE paga el beneficio restante a la ListCo, extrayendo así la

ganancias provenientes de China, la administración aplicaría una retención de impuestos adicional del 10%.⁴²

Además, si se invalidara el tratamiento fiscal de la estructura VIE, las autoridades fiscales probablemente

Gillis sugiere que se busque el reembolso no solo del pasivo por impuestos diferidos, sino también de los intereses y las multas. Algunos

Las empresas revelan este riesgo potencial de sanciones superiores a los impuestos no pagados, así como el potencial

que el valor de sus acciones disminuya como resultado de una menor rentabilidad, según sus presentaciones ante la SEC. Por ejemplo,

En cada presentación anual 20-F que se remonta a su IPO de abril de 2019, Wah Fu Education Group Ltd. advierte que,

Si alguna medida coercitiva por parte de las autoridades fiscales de la República Popular China diera lugar a mayores obligaciones fiscales para la VIE,

puede "...imponer cargos por pagos atrasados y otras sanciones a la VIE por impuestos no pagados". La firma advierte además que tal determinación "podría

reducir sustancialmente [...] el valor de su inversión". ⁴³

La Tabla 1 a continuación muestra la responsabilidad fiscal potencial de una empresa china con una VIE que tiene ingresos antes de impuestos.

ganancias de 500 millones de dólares.⁴⁴

⁴¹ Paul Gillis, "Contabilidad para impuestos VIE", China Accounting Blog, 8 de diciembre de 2013,

<https://web.archive.org/web/20190720205534/https://www.chinaaccountingblog.com/weblog/contabilidad-para-impuestos-vie.html>

⁴² Id.; Paul Gillis, "Impuestos diferidos y VIE", China Accounting Blog, 12 de diciembre de 2013, [https://](https://web.archive.org/web/20190720211247/https://www.chinaaccountingblog.com/weblog/deferred-taxes-and-vies.html)

web.archive.org/web/20190720211247/https://www.chinaaccountingblog.com/weblog/deferred-taxes-and-vies.html.

⁴³ Consulte la presentación 20-F (año fiscal 2025), Wah Fu Education Group Limited, 31

de julio de 2025, https://www.bamsec.com/filing/121390025069961/1?cik=1716770&hl=150290:151421&hl_id=4jlp6htffe.

⁴⁴ Para otras formulaciones hipotéticas de responsabilidad fiscal, véase Quintus Dienst, "Tax Issues and Legal Obstacles Chinese Companies Face When Seeking Capitalize Overseas Using a Estructura VIE", Friedrichshafen Zeppelin Universität (2012), https://www.zu.de/info-w/Assets/forschung/dokumente/zuwuerfe/2012-09-20_CME_BA_Dienst.pdf; Consulte también las tasas de IVA actuales de China en <https://globaltaxnews.ey.com/news/2025-0133-china-officially-enacts-vat-law-ushering-in-a-new-era-of-tax-governance>.

Pasivos potenciales de impuestos diferidos de las ganancias de VIE

Por nivel de IVA, sobre 500 millones de dólares en ganancias

	Bajo (6%)	Mediano (9%)	Alto (13%)
Ganancias antes de	\$500,000,000 –	\$500,000,000 –	\$500,000,000 –
impuestos 1. Impuesto al Valor Agregado (sobre VIE)	\$30,000,000	\$45,000,000	\$65,000,000
Utilidad restante 2.	\$470,000,000 –	\$455,000,000 –	\$435,000,000 –
Impuesto sobre la renta del 20 % (sobre el propietario de la VIE)	\$94,000,000	\$91,000,000	\$87,000,000
Utilidad restante	\$376,000,000 –	\$364,000,000 –	\$348,000,000 –
3.25% Impuesto corporativo (sobre WFOE)	\$94,000,000	\$91,000,000	\$87,000,000
Utilidad restante 4.	\$282,000,000 –	\$273,000,000 –	\$261,000,000 –
Retención de impuestos del 10 % (sobre WFOE)	\$28,200,000	\$27,300,000	\$26,100,000
Utilidad restante en el extranjero	\$253,800,000	\$245,700,000	\$234,900,000
Impuestos totales recaudados	\$246,200,000 49%	\$254,300,000 51%	\$265,100,000 53%
Tasa impositiva efectiva			

Cuadro 1. Modelo de obligaciones tributarias potenciales sobre una hipotética suma de \$500 millones en ganancias de una VIE, basado en tres niveles de IVA: bajo (6%), medio (9%) y alto (13%). El total de impuestos recaudados en cada tramo del IVA podría ascender a 246, 254 o 265 millones de dólares, lo que representa una tasa impositiva efectiva del 49 %, 51 % o 53 %, respectivamente. Las ganancias antes de impuestos son un 103 %, 97 % o 89 % superiores a las ganancias después de impuestos, respectivamente. Cabe destacar que estas cifras representan posibles pasivos por impuestos diferidos; no incluyen intereses ni sanciones adicionales que pudieran imponer las autoridades.
Fuente: Análisis de CII; tasas de IVA de EY

Si bien es difícil rastrear el flujo de efectivo real de las VIE chinas, los pagos especificados en el

Los acuerdos contractuales entre cada entidad podrían estar sujetos a la tributación descrita anteriormente en el

En caso de cualquier acción coercitiva por parte de las autoridades chinas. La mayoría de las empresas de listas confirman indirectamente el potencial para esta serie de impuestos en sus presentaciones ante la SEC, citando el impuesto corporativo del 25% como una razón para no extraer

Las ganancias de la VIE y la retención del 10% como razón para no pagar dividendos. Si bien algunos

Las empresas proporcionan una estimación precisa de su potencial pasivo por impuestos diferidos⁴⁵, o su potencial obligación de pagar impuestos en el futuro—muchas más evitan proporcionar tales proyecciones alegando que el cálculo es impracticable⁴⁶, citando una exención por reinversión⁴⁷ o sugiriendo la existencia de medios libres de impuestos para mover su dinero.⁴⁸ Esta divergencia—donde algunas empresas parecen tener en cuenta pasivos por impuestos diferidos, mientras que otros parecen aferrarse por cualquier razón para evitar hacerlo, puede resultar en una Falta de consistencia en los informes financieros de las empresas con VIEs, lo que genera gran confusión. inversores.⁴⁹

⁴⁵ “Los pasivos por impuestos diferidos derivados de las ganancias totales no distribuidas de las Entidades Nacionales de la República Popular China y [...] las WFOE, ascendieron a US\$33.293, US\$34.072 y US\$31.191 al 31 de diciembre de 2020, 2021 y 2022, respectivamente”. Véase el Formulario 20-F (año fiscal 2024), Fang Holdings Ltd., 31 de octubre de 2024, https://www.bamsec.com/filing/141057824001737/1?cik=1294404&hl=837868:838219&hl_id=n1bc4ujjgg.

⁴⁶ “No es posible determinar el importe del pasivo por impuestos diferidos no reconocido relacionado con estas ganancias”. Formulario 20-F (año fiscal 2025), Baidu Inc., 28 de marzo de 2025. https://www.bamsec.com/filing/119312525066199/1?cik=1329099&hl=1314730:1314842&hl_id=vjbhckijml.

⁴⁷ Ninguna de las filiales de la República Popular China tiene previsto pagar dividendos en el futuro próximo y pretende retener las ganancias futuras para utilizarlas en la operación y expansión de su negocio en la República Popular China. Véase el Formulario 20-F (año fiscal 2024), GDS Holdings Limited, 29 de abril de 2024, https://www.bamsec.com/filing/110465924053528/1?cik=1526125&hl=1215492:1215693&hl_id=4yta0ltkml.

⁴⁸ “Se debe registrar un pasivo por impuestos diferidos [...]”. Sin embargo, las ganancias totales no distribuidas de las subsidiarias de la Compañía y de las VIEs consolidadas y sus subsidiarias ubicados en la República Popular China que estén disponibles para distribución al 31 de diciembre de 2023 se consideran reinvertidos indefinidamente y, en consecuencia, no se ha realizado ninguna provisión para los impuestos de retención de dividendos chinos que serían pagaderos sobre la distribución de esos montos a cualquier entidad dentro del Grupo que esté fuera de la República Popular China”. Consulte el Formulario 20-F (año fiscal 2024), Yiren Digital Ltd., 15 de mayo de 2024, https://www.bamsec.com/filing/110465924061967/1?cik=1631761&hl=953341:954000&hl_id=4kafd5lkzx. Sobre este punto, el profesor Gillis escribe: “Argumentar que las ganancias pueden obtenerse libres de impuestos de la VIE requiere suponer que las autoridades fiscales chinas son tontas”. Véase Gillis, “Impuestos diferidos”.

⁴⁹ Los PCGA de EE. UU. exigen que los impuestos diferidos de cada jurisdicción se presenten como un pasivo neto no corriente en el balance general. Véase Brett Cohen y Kyle Quigley, “FASB Simplifies Balance Sheet Classification of Deferred Taxes”, PwC, 23 de noviembre de 2015, <https://www.pwc.com/us/en/cfdirect/assets/pdf/in-brief/us-2015-37-fasb-simplifies-balance-sheet-classification-deferred-taxes.pdf>.

En la práctica, la mayoría de las VIE parecen no pagar su flujo de caja a la WFOE. El lenguaje estándar en una ListCo

Las presentaciones ante la SEC pueden indicar: “Podemos depender de los dividendos de nuestras subsidiarias en China para obtener nuestro efectivo”.

requisitos, incluido cualquier pago de dividendos a nuestros accionistas. Las regulaciones de la República Popular China pueden restringir la capacidad de nuestras subsidiarias de la República Popular China para pagarnos dividendos [a ListCo]”. Dado que la mayoría de estas empresas reinvertir sus ganancias en China, pueden agregar: “No tenemos ningún plan actual para pagar ningún dinero”.

dividendos sobre nuestras acciones ordinarias en el futuro previsible después de esta oferta. Actualmente tenemos la intención de

Conservar la mayoría, si no todos, nuestros fondos disponibles y cualquier ganancia futura para operar y expandir nuestra

negocio” (énfasis añadido). 50

El análisis de CII ha descubierto que solo el 21% de las VIE chinas que cotizan en EE. UU. actualmente pagan o tienen intención de pagar

dividendos a los accionistas.⁵¹ Si bien no es poco común en las empresas emergentes, la reinversión indefinida, al menos durante algunos

De estas empresas dependientes de VIE parece estar más relacionada con las restricciones chinas al movimiento de dinero desde

El VIE a la WFOE y ListCo. En resumen, todo el dinero ganado en China se queda en China. Esto

El acuerdo potencialmente deja a los inversores dependiendo únicamente de la apreciación del precio de las acciones de la empresa.

para obtener un retorno de su inversión.

Al crear una ListCo que tenga el mismo nombre reconocible que una VIE china y dar a cada

Ante la apariencia de que ListCo, que cotiza en bolsa, controla las ganancias de la VIE, estas empresas chinas podrían

Engañar a los inversores extranjeros inexpertos sobre el alcance de su participación en el mercado emergente de China.

industrias. El MOFCOM diseña sus regulaciones para impedir su participación, y la estructura de la VIE—

Si bien eludir esas restricciones parece garantizar flujos de capital unidireccionales hacia China.

Esta trinidad de riesgos potenciales (aplicación gubernamental, expropiación del propietario e impuestos punitivos)

amenaza con devaluar las inversiones de los accionistas y les deja con recursos legales limitados.

Tendencias VIE y Gobierno Corporativo

A pesar de los riesgos que las empresas que utilizan estructuras VIE plantean a los inversores y a los mercados de capitales, nuestros

El informe señaló que las bolsas estadounidenses experimentaron un fuerte aumento en las IPO de VIE chinas en 2017. Según

Según un análisis anterior de CII, 20 empresas que utilizan VIE habían realizado o presentado solicitudes de IPO en 2017.

⁵⁰ Consulte el Formulario 424B4, ZTO Express (Cayman) Inc., 28 de octubre de 2016, <https://www.bamsec.com/filing/104746916016357?cik=1677250>.

⁵¹ Solo 34 de las 159 empresas VIE chinas analizadas por CII han pagado al menos un dividendo a sus accionistas entre el 1 de enero de 2024 y el 6 de mayo de 2025, según Yahoo Finance.

Como lo muestra la Figura 2 a continuación, 2018 y 2020 están empatados como los años más activos en la historia para las IPO de VIE chinas, con 2021 como subcampeón, aunque ambos fueron superados por 32 cotizaciones directas en 2024. Además, la Figura 3 demuestra que 2014 sigue siendo el año con mayor cantidad de dinero recaudado en la IPO.

Nuevas cotizaciones de empresas chinas que cotizan en bolsa en EE. UU.

Cotizaciones directas y VIE, número de empresas, anual

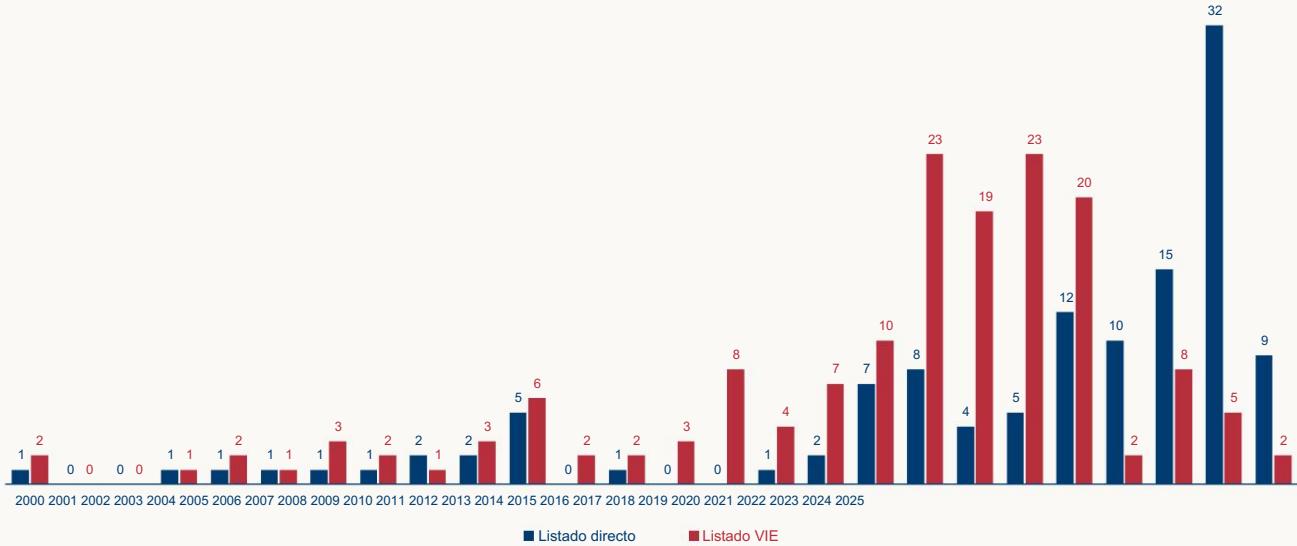


Figura 2. Nuevas empresas chinas que cotizaron en las bolsas estadounidenses entre 2000 y 2025, estructuradas como cotización directa (azul) o cotización VIE (rojo). Tenga en cuenta que esta cifra no incluye las empresas que ya no cotizan en las bolsas estadounidenses. Nota: Las IPO de 2025 vencen el 7 de marzo.

Fuente: Análisis del CII, Comisión Estados Unidos-China

Valor de las IPO de empresas chinas que cotizan en bolsa en EE. UU.

Cotizaciones directas y VIE, en millones de dólares, anuales

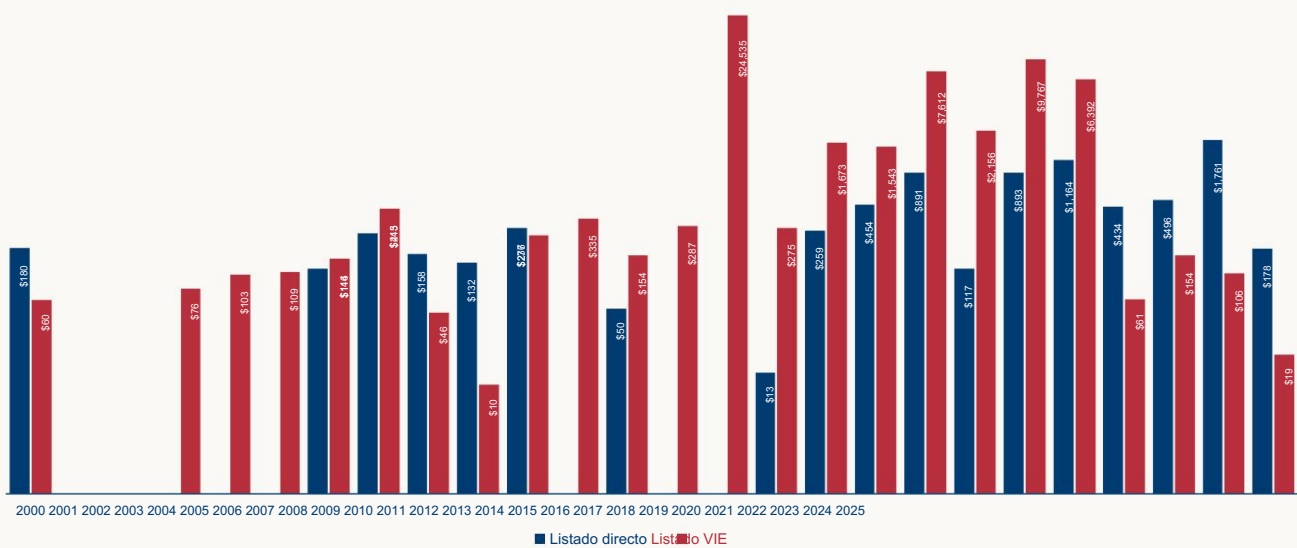


Figura 3. Empresas chinas recientemente cotizadas en las bolsas estadounidenses entre 2000 y 2025, representadas como una suma anual del valor de la IPO (en millones de dólares) Cotizaciones directas (azul) y cotizaciones VIE (rojo). Nota: Las OPI de 2025 finalizan el 7 de marzo.

Fuente: Análisis del CII, Comisión Estados Unidos-China

Incluso después de que las IPO de VIE disminuyeran después de 2021, siguen apareciendo nuevas cotizaciones directas de empresas chinas en el extranjero en las bolsas estadounidenses. Las cotizaciones directas en el extranjero aumentaron de 0 en 2014 a 8 en 2017 y 14 en 2021.

Los listados en el extranjero incluso comenzaron a superar los listados VIE a partir de 2022, con un récord de 32 listados directos en 2024, según los datos más recientes disponibles de la Comisión Estados Unidos-China.

Características de las IPO de VIE chinas
Número de empresas, con porcentaje del total, anual

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Total	
VIE chinas	6	2	2	3	8	4	7	10	23	19	23	20	2	8	5	2	144	
...con doble clase	2	2	2	1	6	1	4	8	17	12	15	13	1	5	3	0	92	
	(33%)	(100%)	(100%)	(33%)	(75%)	(25%)	(57%)	(80%)	(74%)	(63%)	(65%)	(50%)	(63%)	(60%)	(0%)	(64%)		
...incorporada en CI/BVI	5	2	2	3	8	3	4	10	21	18	23	20	2	8	5	2	136	
	(83%)	(100%)	(100%)	(100%)	(100%)	(75%)	(57%)	(100%)	(91%)	(95%)	(100%)	(100%)	(100%)	(100%)	(100%)	(94%)		

Tabla 2. Empresas VIE chinas que cotizan en las bolsas de Estados Unidos entre 2010 y 2025, incluido el número y el porcentaje del total de empresas con las siguientes características: Características: estructura accionaria de doble clase; y constitución en las Islas Caimán (CI) o las Islas Vírgenes Británicas (BVI). Nota: Las OPI de 2025 finalizan el 7 de marzo.

Fuente: Investigación de CII, Comisión EE. UU.-China, presentaciones ante la SEC a través de BamSEC

El análisis de CII revela que el 94% de las VIE chinas desde 2010 hasta la actualidad están constituidas en las Islas Caimán.

Islas o Islas Vírgenes Británicas, mientras que el 64% de las VIE durante el mismo período tienen participación de clase dual

estructuras con derechos de voto desiguales.

Algunas empresas chinas que utilizan VIE han llevado a cabo algunas de las mayores IPO en Estados Unidos.

Cantidad recaudada. Alibaba rompió récords mundiales en 2014 al realizar la mayor oferta pública inicial de su historia hasta ese momento.

con \$25 mil millones recaudados.⁵² ZTO Express, que recaudó \$1.4 mil millones, fue la IPO más grande de EE. UU. en 2016.⁵³ Incluso cuando

Más empresas con sede en EE. UU. debutaron en mercados públicos en 2017, empresas chinas con VIE

realizó dos de las 10 mayores IPOs ese año, con Sogou, respaldada por Tencent, recaudando 585 millones de dólares y

Best, Inc., respaldada por Alibaba, recaudó 450 millones de dólares.⁵⁴ Y en 2018, PDD Holdings (anteriormente Pinduoduo

Inc.), la empresa propietaria y operadora de la plataforma de comercio electrónico Temu, cotizó su IPO en Nasdaq con

una capitalización de mercado de más de 196 mil millones de dólares; actualmente sigue siendo la IPO más grande de VIE.⁵⁵ Si bien la mayoría de VIE

Las IPO recaudan sumas más pequeñas, estas empresas que acaparan los titulares contribuyen a la narrativa de que China

Las IPO ofrecen a los inversores una oportunidad de inversión segura y de alto crecimiento.

⁵² Leslie Picker y Lulu Yilun Chen, "Los bancos de Alibaba aumentan el tamaño de su IPO a un récord de 25 mil millones de dólares", Bloomberg, 22 de septiembre de 2014. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2014-09-22/alibaba-s-banks-said-to-increase-ipo-size-to-record-25-billion>.

⁵³ "La empresa de mensajería china ZTO recauda 1.400 millones de dólares en su salida a bolsa en EE. UU.", Reuters, 26 de octubre de 2016, <https://www.reuters.com/article/ztoexpress-ipo/chinese-courier-zto-raises-1-4-billion-in-us-ipo-idUSL1N1CW25Z/>.

⁵⁴ Brian Deagon, "Sogou sube en su debut después de que los precios de la IPO del motor de búsqueda de China subieran", Investor's Business Daily, 9 de noviembre de 2017, <https://www.investors.com/news/technology/sogou-ipo-prices-high-as-china-search-engine-firm-set-to-begin-trading/>; "Best Inc, respaldada por Alibaba, recauda 450 millones de dólares en su IPO tras recortar las condiciones", Reuters, 19 de septiembre de 2017, <https://www.reuters.com/article/us-best-ipo/alibaba-backed-best-inc-raises-450-million-in-ipo-after-slashing-terms-idUSKCN1BU1UX>.

⁵⁵ Comisión Estados Unidos-China

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

Sin embargo, lo que agrava el riesgo que rodea a estas empresas que utilizan VIE es la mala situación corporativa. prácticas de gobernanza que suelen emplear. Las restricciones del MOFCOM a la inversión extranjera y la Los acuerdos VIE resultantes buscan preservar el control chino sobre las empresas que operan en áreas estratégicas. industrias. Aunque se podría decir que las VIE suavizan la letra de la ley al canalizar capital extranjero hacia industrias restringidas, muchas defienden el espíritu de la ley creando empresas controladas. Estas Las empresas emplean una estructura de clase dual, con una clase de acciones que contiene entre tres y 30 veces más poder de voto por acción que la otra clase. Los directivos chinos invierten entonces en ListCo y poseen la clase de acciones con mayor poder de voto, mientras que los inversores externos compran la clase de acciones con menor poder de voto. acciones.

Aunque los contratos están diseñados para transferir todos los derechos de propiedad de los propietarios de la VIE a la Accionistas de ListCo, estos acuerdos de clase dual garantizan a los accionistas chinos la gran mayoría de poder de voto sobre toda la estructura, a pesar de su falta de interés económico proporcionado en la empresa que cotiza en bolsa. Al igual que las IPO chinas en general, la estructura combinada de VIE y de clase dual es cada vez más frecuente entre las empresas chinas que cotizan en las bolsas estadounidenses.

La complejidad de la estructura de la VIE y la jurisdicción favorable a la gestión para la libre constitución de sociedades Estas empresas llevan a cabo acciones que los inversores generalmente considerarían inaceptables para Estados Unidos. empresas domiciliadas. Por ejemplo, la legislación de las Islas Caimán y las Islas Vírgenes Británicas no exige que las empresas tengan reuniones anuales ni otorga a los accionistas el derecho a presentar propuestas. Si bien la mayoría de los chinos Las empresas con estructuras VIE celebran reuniones anuales, una notable excepción es Baidu, la empresa china. equivalente a Google con una capitalización de mercado de 32 mil millones de dólares, que no celebró una reunión anual entre 2008 y 2021. JD.com, un minorista en línea con una capitalización de mercado de más de \$40 mil millones, solo celebró su primera junta anual de accionistas en 2021, siete años después de su salida a bolsa en 2014.⁵⁶

Las leyes de las Islas Caimán y las Islas Vírgenes Británicas tampoco exigen que las empresas tengan una junta directiva mayoritariamente independiente. directores o comités de compensación y nombramientos y de gobierno corporativo totalmente independientes. CII El análisis revela que muchas empresas chinas que cotizan en Estados Unidos con VIE se basan en estas exenciones legales, dejando a los accionistas con protecciones muy limitadas. Estas empresas hacen todo lo posible para garantizar que la junta directiva siga compuesta por personas con información privilegiada. La estructura de Alibaba incluye una sociedad de 28 miembros. Los asociados del fundador Jack Ma tienen la facultad de nominar a la mayoría de la junta directiva. En 2017, mientras aún... cotizada en bolsa, Sina ganó una batalla de poder contra Aristea Capital, un fondo de cobertura estadounidense, y posteriormente invocó una disposición de "acciones preferentes con cheque en blanco" para emitir a su fundador una clase de acciones con 10.000

⁵⁶ La capitalización de mercado del ADR de JD.com fue de \$42,88 mil millones el 28 de agosto de 2025, según Morningstar; Calendario de reuniones de JD.com desde <https://ir.jd.com/upcoming-events>

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

votos cada uno y ningún derecho económico.⁵⁷ Esta maniobra le dio al fundador el control de la empresa, sin Prima adjunta para los demás accionistas.

También es preocupante la eliminación de ciertas protecciones para los accionistas en las Islas Caimán, mientras que en Al mismo tiempo, la nación insular desempeña un papel descomunal en la gobernanza de las empresas que cotizan en la bolsa de Estados Unidos a través de incorporación. En un artículo reciente, el profesor William J. Moon compara las Islas Caimán con Nevada en destacando cómo ambas jurisdicciones han creado barreras para los accionistas a la hora de exigir responsabilidades irregularidades cometidas por directores y funcionarios de empresas constituidas en estas jurisdicciones. Por ejemplo, Las empresas registradas en las Islas Caimán pueden rechazar solicitudes de libros y registros, lo que, junto con la La alta carga de la prueba requerida para las reclamaciones por incumplimiento del deber fiduciario dificulta que los demandantes para obtener las pruebas necesarias para que su demanda tenga éxito.⁵⁸

Los inversores al menos podrían tomar decisiones informadas si leyeron los documentos presentados ante la SEC con la suposición de que Las empresas revelaron completamente estos detalles. Sin embargo, la divulgación varía significativamente entre las EIV, ya que algunos detalles los múltiples riesgos de los acuerdos contractuales y las prácticas inferiores de gobierno corporativo mientras otros no indican claramente en sus prospectos o informes anuales que emplean una estructura VIE. todo. Como en el caso de no contabilizar el pasivo por impuestos diferidos, algunas empresas parecen creativamente... evitar la divulgación mediante eufemismos o exenciones legales. Borqs Technologies, por ejemplo, hizo una referencia pasajera a sus "estructuras alternativas para cumplir con las regulaciones en ciertas industrias chinas", y Kingold Jewelry omitió toda la sección de factores de riesgo de sus presentaciones.⁵⁹ Ninguna de las dos empresas era una emisor privado extranjero (FPI) en el momento de estas presentaciones, una designación de la SEC que otorga cierta divulgación exenciones, lo que hace que su aparente ofuscación sea aún más preocupante.

⁶⁰ Entre enero de 2020 y

En mayo de 2025, NYSE y Nasdaq retiraron de la lista a 7 VIE chinas por no presentar informes anuales o trimestrales.

según el análisis de CII. Esta falta de transparencia ayuda a ocultar los pobres [datos](#) de estas empresas a la SEC, prácticas de gobierno corporativo y los riesgos generales de la estructura de la VIE.

El caso de Luckin Coffee pone de relieve muchos de estos riesgos. La empresa logró eludirlos legalmente.

Muchos requisitos de gobernanza y presentación de informes en sus presentaciones en EE. UU. debido a su condición de "Emergente"

⁵⁷ Amie Tsang, "Sina redobla esfuerzos para defenderse de los activistas tras la pelea por poderes", The New York Times, 7 de noviembre de 2017, <https://www.nytimes.com/2017/11/07/business/dealbook/sina-proxy-activists.html>.

⁵⁸ Véase William J. Moon, "Refugios para la infracción legal corporativa", Washington University Law Review (próximamente) (2025): 32-35, <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.5148347>; ver también Podcast del profesor Moon con el asesor general de CII, Jeff Mahoney, en <https://podcasts.apple.com/in/podcast/havens-for-corporate-lawbreaking-with-william-moon/id1433954314?i=1000713469480>.

⁵⁹ Consulte Borqs Technologies, Inc. Formulario 10-K, 16 de agosto de 2017, <https://www.bamsec.com/filing/121390017008855?cik=1650575>; "Como empresa de informes más pequeña, no somos... requerido para proporcionar la información requerida de otro modo por este Artículo", Kingold Jewelry, Inc. Formulario 10-K, 17 de abril de 2017, https://www.bamsec.com/filing/114420417020749/1?cik=1089531&hl=56009:56146&hl_id=vjcga9tyzx.

⁶⁰ Los emisores privados extranjeros están exentos de producir informes trimestrales y declaraciones de representación, por ejemplo. El 82% de las VIE chinas son FPI.

⁶¹ Las exclusiones involuntarias de las listas de cuatro emisores que cotizan en el Nasdaq (YanGuFang International Group Co. Ltd, Missfresh Ltd, Molecular Data Inc. y Luckin Coffee Inc.) y tres

Los emisores que cotizan en la Bolsa de Nueva York (Cloopen Group Holding Ltd, Fang Holdings Ltd y Phoenix Tree Holdings Ltd) se identificaron a través de una revisión de las presentaciones ante la 25-NSE y los datos estructurados asociados.

Growth Company".⁶² Cabe destacar que, en virtud de esta exención, la empresa no estaba obligada a contar con un auditor.

dar fe de la eficacia de sus controles internos, aun cuando la propia administración identificó debilidades en

sus políticas contables y de información financiera y una falta de experiencia en estas áreas entre su personal.

Además, en ese momento, la ley china no permitía a la PCAOB inspeccionar los libros de China.

Audidores con sede. En una carta de 2020 al PCAOB, CII expresó su preocupación por el hecho de que el auditor de Luckin Coffee...

Ernst & Young Hua Ming LLP—estaba registrada en la PCAOB pero no estaba sujeta a inspección.

63

Estos factores agravantes llevaron a un vendedor en corto anónimo en enero de 2020 a afirmar que Luckin

Coffee manipuló muchas métricas de ventas y rendimiento que reveló a los inversores en los procesos regulatorios.

⁶⁴ La empresa inicialmente negó las acusaciones, pero dos meses después anunció que había identificado las presentaciones.

medidas de venta inventadas en una investigación interna.⁶⁵ Las acciones de la empresa cayeron un 76% y fueron

retirada del Nasdaq; una investigación posterior de la SEC resultó en que Luckin Coffee pagara 180 millones de dólares a

resolver las acusaciones de fraude de la SEC. ⁶⁶

El caso de Luckin Coffee ayudó a fortalecer el apoyo a la HFCAA, que se había aprobado recientemente en el momento de la exclusión de la bolsa de valores de la empresa.⁶⁷ Los defensores de la HFCAA argumentan que es necesaria una mayor supervisión de los emisores extranjeros.

Habría ayudado a disuadir los fallos contables que se produjeron con Luckin Coffee, mientras que los detractores

argumentan que, dado que el fraude contable ya es bastante raro, una mayor supervisión puede dar lugar a errores no deseados.

consecuencias, como que las empresas coticen en bolsas extrabursátiles (OTC) o de hojas rosas

Donde las protecciones para los accionistas vigentes en NYSE y Nasdaq son inexistentes. Empresas excluidas de la bolsa.

De conformidad con las disposiciones de la HFCAA, después de un período de tres años consecutivos en la lista de vigilancia, se encuentran

Generalmente no pueden negociar sus acciones en bolsas extrabursátiles. Sin embargo, Luckin Coffee pudo...

bajar de la lista OTC a pesar de su exclusión involuntaria de la lista porque la HFCAA y su lista de vigilancia sólo

recién aprobadas en el momento de la exclusión de la lista y solo aplicables sobre una base prospectiva. ⁶⁸ Al 26 de agosto,

⁶² John Cheffers, "Estados Unidos huye de la suerte: fraude facilitado por los estándares de Slack", Watchdog Transparency, 16 de junio de 2020, <https://blog.watchdogresearch.com/posts/america-se-ejecuta-desde-la-suerte-fraude-habilitado-por-los-estandares-de-slack/>.

⁶³ Carta de Jeffrey P. Mahoney, Asesor General del Consejo de Inversores Institucionales, a William D. Duhnke III, Presidente del PCAOB (9 de abril de 2020), https://www.cii.org/files/issues_and_advocacy/correspondence/2020/Abril_9_2020_PCAOB_Inspección_del_Auditor_Chino.pdf.

⁶⁴ Eric Vagle et al., Estudio de caso sobre Luckin Coffee, Laboratorio de análisis forense de Wharton, 2022, https://ai-analytics.wharton.upenn.edu/wp-content/cargas/2022/02/Estudio_de_caso_Luckin.pdf.

⁶⁵ —

⁶⁶ "Luckin Coffee acepta pagar una multa de 180 millones de dólares para resolver los cargos de fraude contable", Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos, 16 de diciembre de 2020, <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2020-319>.

⁶⁷ Véase "1. El surgimiento de la HFCAA" en Rita Cao, "HFCAA: Reacción del Congreso en medio del endurecimiento de la relación entre Estados Unidos y China", Columbia Business Law Review, 2 de noviembre de 2021, <https://journals.library.columbia.edu/index.php/CBLR/announcement/view/442>.

⁶⁸ Véase Claudius B. Modesti y Katherine Penberthy Padgett, "Navegando por la Ley de Responsabilidad de las Empresas Extranjeras: el camino hacia la exclusión o el rescate de las empresas con sede en China", Akin Gump Strauss Hauer & Feld LLP, 16 de mayo de 2022, <https://www.akingump.com/en/insights/alerts/navigating-the-holding-foreign-companies-accountable-act-the-road-to-delisting-or-redemption-for-china-based-companies>.

2025, Luckin Coffee continúa cotizando en los EE. UU. en los mercados OTC con una capitalización de mercado superior

10 mil millones de dólares.⁶⁹

Perspectivas recientes sobre la legalidad de las VIE

En los últimos ocho años, las medidas adoptadas por el gobierno chino han tenido el efecto de formalizar, si bien

No legitimar el uso de estructuras VIE para empresas que cotizan en el extranjero. Desde 2023, la CSRC ha...

Exigió que las empresas que buscan cotizar en el extranjero presenten presentaciones anticipadas ante el regulador.

requisito, que se aplica tanto a las cotizaciones directas como a las cotizaciones de VIE, crea efectivamente una presentación formal

régimen sin otorgar pleno reconocimiento legal. El bufete de abogados K&L Gates señaló en un memorando de abril de 2023 que

El requisito de presentación anticipada marcó la primera vez que el gobierno chino reguló la totalidad

Proceso de cotización en el extranjero de principio a fin.⁷⁰

Esta ley ha tenido el efecto de reducir cierta incertidumbre tanto para los inversores como para los emisores, ya que ahora hay

requisitos claros para lo que anteriormente era un canal clandestino para las empresas que buscaban cotizar en el extranjero.

La ley también reconoce el interés del Partido Comunista Chino (PCC) en hacer crecer los mercados de capital de China mediante la

recaudación de fondos de inversores extranjeros⁷¹, y algunos la consideran una aprobación tácita de la estructura VIE.⁷²

Además, estas medidas pueden ayudar a prevenir otra situación como la de Didi, ya que la empresa probablemente

no habría obtenido la aprobación para cotizar bajo las nuevas regulaciones de la CSRC.

Sin embargo, en el caso de algunos listados en los que el estado no regulado de las VIE era una característica más que un defecto, estos

Ahora se puede desalentar o prohibir a los emisores cotizar en los EE. UU. Esto se aplica especialmente a los emisores en

sectores donde el gobierno chino no permite la inversión extranjera directa. En el corazón de esto

La incertidumbre radica en si un contrato de control extranjero puede considerarse una forma de inversión extranjera.⁷³

Aunque China ha tomado algunas medidas para ser más permisiva con las VIE, no se ha pronunciado abiertamente al respecto.

Legalidad intrínseca de las VIE. La continua elusión de cualquier sentencia sobre VIE puede deberse en parte a

por el interés de China en mantener cierta apertura a las entradas de capital extranjero, así como su apertura comercial

obligaciones en el marco de la OMC. Según la Asociación Asiática de Gobernanza Corporativa, la China

⁶⁹ La capitalización de mercado del ADR de Luckin Coffee era de \$10,44 mil millones el 28 de agosto de 2025, según Morningstar.

⁷⁰ Chloe Duan y Grace Ye, "República Popular China: La cotización en el extranjero a través de una estructura VIE está sujeta a las presentaciones ante la CSRC", Global Investment Law Watch (K&L Gates LLP), 12 de abril de 2023, <https://www.investmentlawwatch.com/2023/04/12/peoples-republic-of-china-overseas-listing-via-vie-structure-becoming-subject-to-csrc-filings/>.

⁷¹ Enoch Yiu y Jiaxing Li, "China desbloquea el camino a las IPO en el extranjero con nuevas reglas a partir del 31 de marzo para ayudar a las empresas a recaudar capital global", South China Morning Post, febrero 17 de marzo de 2023, <https://www.scmp.com/business/article/3210653/china-implement-new-overseas-listing-rules-mainland-firms-end-march-clearing-way-more-ipos>.

⁷² Paul L. Gillis y Fredrik Qvist, "Entidades de interés variable en China", GMT Research, 13 de marzo de 2019, <https://web.archive.org/web/20220210141218/https://www.chinaaccountingblog.com/weblog/2019-03-vie-gillis.pdf>.

⁷³ Los elementos clave 'actividades de inversión indirecta', 'intereses similares' y 'otras formas de inversión' no se definen con más detalle ni en la Ley de Inversión Extranjera (LIE) ni en sus normas complementarias. Por lo tanto, la cuestión jurídica fundamental de la estructura de las EIV, es decir, si el control contractual constituye o no una forma de inversión extranjera, sigue sin estar clara. Del proceso legislativo de la LIE, se desprende que las autoridades chinas aún se muestran reticentes a aclarar la legalidad de las EIV. Véase Fa Chen, «Estructuras de entidades de interés variable en China: ¿son las incertidumbres jurídicas y los riesgos para los inversores extranjeros parte de la política regulatoria de China?», Asia Pacific Law Review 29, número 1 (2021), <https://doi.org/10.1080/10192557.2021.1995229>.

El gobierno es consciente del daño económico potencial que supondría una ofensiva contra la estructura VIE, en particular ya que muchas empresas chinas que dependen de financiación extranjera tienen dificultades para conseguir capital en el país.

74

El bufete de abogados Norton Rose Fulbright subraya la ambigüedad legal que rodea a las VIE en China, señalando que

Las acciones de cumplimiento o reglamentarias tienden a tomarse caso por caso, ya sea a favor o en contra.

VIE—sin pronunciarse sobre la validez general fundamental de estas estructuras.⁷⁵ En un caso,

Los reguladores prohibieron directamente la inversión extranjera a través de contratos de control extranjero en el sector de los juegos en línea.

sector, mientras que en otro, los reguladores permitieron una adquisición de participación mayoritaria extranjera en un e-commerce estructurado por VIE.

empresa de comercio, condicionada a que el acuerdo excluya a la filial de telecomunicaciones del objetivo de

cualquier adquisición.⁷⁶

Los comentaristas académicos TKP Leung y Lawrence HW Lei argumentan que las VIE son completamente ilegales bajo

la Ley de Contratos de China, por lo que no hay garantía de que los reguladores, nacionales o extranjeros, acepten

su legitimidad.⁷⁷ También señalan que Alibaba no pudo persuadir a la Comisión de Valores de Hong Kong y

Comisión de Futuros de su estructura VIE cuando intentó cotizar en la Bolsa de Hong Kong en 2014,

lo que llevó a que la empresa cotizara en la Bolsa de Nueva York con una capitalización de mercado de 231 mil millones de dólares.⁷⁸

Sin embargo, otros comentaristas no parecen caracterizar a las VIE con tanta certeza. Justin

Hopkins y sus colegas sostienen que, si bien los contratos que retienen a las VIE pueden ser legales según la letra de la

la ley, pueden no ser legales ni exigibles en la práctica cuando se utilizan para eludir las restricciones del gobierno chino a la inversión extranjera

directa.⁷⁹ Citan la interpretación de Steve Dickinson,

Un conocido experto en valores chinos afirma que cualquier estructura VIE destinada a eludir la legislación china es

vacío.⁸⁰

Esta incertidumbre puede, en última instancia, alinearse con los intereses del gobierno, según su postura, ya que el gobierno

pueden beneficiarse de las entradas de capital extranjero en sectores restringidos y al mismo tiempo conservar la opción de invalidar la

estructura a su discreción, especialmente considerando que hay pocos recursos para los inversores o las empresas

en caso de medidas correctivas. Además, esta incertidumbre podría impulsar a las empresas a adoptar un enfoque más

⁷⁴ Nana Li, "China: vivir y dejar vivir", Asociación Asiática de Gobierno Corporativo, 25 de enero de 2022, <https://www.acga-asia.org/blog-detail.php?id=48>.

⁷⁵ Sun Hong y Shibin Zhao, "Regulaciones de China sobre la estructura de entidades de interés variable y desarrollos recientes", Norton Rose Fulbright, julio de 2023, <https://www.nortonrosefulbright.com/en/knowledge/publications/60b9aba5/chinas-regulations-on-variable-interest-entity-structure-and-recent-developments>.

⁷⁶ Id., en "Desarrollos regulatorios notables y decisiones judiciales relacionados con la Estructura VIE".

⁷⁷ TKP Leung y Lawrence HW Lei, "La economía del conflicto chino-estadounidense: su impacto en las empresas chinas que cotizan en Estados Unidos y Hong Kong como centro financiero", Asia Pacifico Revista de Negocios 28 (2022): 687-688, <https://doi.org/10.1080/13602381.2022.2116875>.

⁷⁸ Liana B. Baker et al., "Alibaba crece un 38 % por la enorme demanda en su debut en el mercado", Reuters, 19 de septiembre de 2024, <https://www.reuters.com/article/business/alibaba-surges-38-por-ciento-en-demanda-masiva-en-el-debut-del-mercado-idUSKBN0HD2CJ/>.

⁷⁹ Hopkins y otros, págs. 107-108.

⁸⁰ Hopkins y otros, pág. 108.

estructura de gestión disciplinada y alinearse más estrechamente con las prioridades políticas del PCCh, reduciendo así el riesgo de cualquier acción punitiva con motivaciones políticas.

Los autores también destacan la contradicción inherente del propósito de la VIE, señalando que una VIE efectiva debe simultáneamente: a.) convencer a los reguladores chinos de que los extranjeros no poseen ni controlan una empresa en un sector sensible, y b.) convencer a los inversores extranjeros de que sí tienen propiedad y control.⁸¹

La fragilidad de la estructura de la VIE también puede beneficiar a los fundadores y a los directivos de la empresa, como se ha visto con el caso de Alipay. Consideremos a Jack Ma y Alibaba: la empresa está constituida en las Islas Caimán. Islas, y como resultado hace uso de VIE para tener licencias clave en los sectores financiero y de telecomunicaciones, y otros sectores clave. Sin embargo, los contratos entre las VIE y las WFOE también le han dado a Jack Ma un poder descomunal en relación con su participación en la empresa, lo que le permite tomar medidas importantes sin necesariamente obtener apoyo de otros inversionistas o del consejo de administración.

Como cobertura contra la incertidumbre regulatoria y el riesgo geopolítico, algunas empresas chinas han buscado cotizaciones secundarias o primarias en Hong Kong, que los reguladores chinos ven con más buenos ojos que las cotizaciones "en el extranjero".⁸² La cotización secundaria de Alibaba en la Bolsa de Valores de Hong Kong (HKEX) en 2019 por 11 200 millones de dólares fue la más grande registrada en ese momento;⁸³ después de la transición de su cotización en Hong Kong de secundaria a primaria en 2024, la empresa ahora tiene un estatus de cotización primaria dual en HKEX y NYSE.⁸⁴

Retiradas recientes de empresas chinas que cotizan en bolsa en EE. UU.

Las preocupaciones sobre la cotización en el extranjero de empresas chinas aumentaron después de la fallida salida a bolsa de Didi Global en la Bolsa de Nueva York en junio de 2021. Dos días después de su salida a bolsa, la Administración del Ciberespacio de China (CAC) inició una investigación sobre la empresa por presuntas violaciones de las leyes de seguridad nacional y mal manejo de información confidencial de los usuarios.⁸⁵ En ese momento, el mandato de la CAC no establecía explícitamente extenderse a la cotización en el extranjero de empresas nacionales; sin embargo, la empresa supuestamente no buscó la aprobación en materia de ciberseguridad que se le informó antes de completar su IPO en Nueva York.

La investigación resultó en una caída del 80% en la capitalización bursátil de Didi desde su salida a bolsa. Además, como parte de la Durante la investigación, Didi se enfrentó a presiones del gobierno chino para retirar sus acciones de la Bolsa de Nueva York, lo que

⁸¹ _____

⁸² Richard Hall y Ryan McConvey, "El aumento de las cotizaciones secundarias en la Bolsa de Valores de Hong Kong", Conyers Dill & Pearman, julio de 2025, <https://www.conyers.com/publications/view/el-aumento-de-las-cotizaciones-secundarias-en-la-bolsa-de-valores-de-hong-kong/>.

⁸³ "Alibaba completa una cotización secundaria por 11.700 millones de dólares con Dealogic", Dealogic, 21 de noviembre de 2019, <https://dealogic.com/insight/alibaba-completes-secondary-listing-for-11-7bn-usando-dealogic/>.

⁸⁴ Filipe Pacheco, "Por qué una cotización primaria en Hong Kong es importante para Alibaba y Bilibili", Bloomberg, 26 de julio de 2022, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-26/why-a-la-inclusion-en-la-bolsa-primaria-de-hong-kong-es-importante-para-alibaba-bilibili>.

⁸⁵ Angela Huyue Zhang, "El caso Didi y la influencia del Partido en la aplicación de la ley sobre datos", USALI [US-Asia Law Institute] Perspectivas 3, n.º 2 (2022), <https://usali.org/usali-perspectivas-blog/el-caso-didi-y-la-influencia-de-los-partidos-en-la-aplicacion-de-datos>.

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

Lo hicieron después de una votación de los accionistas en 2022.⁸⁶ El ADR de Didi ahora se negocia OTC; sin embargo, esto ha

No impidió que la capitalización de mercado de la empresa aumentara más del 20% en los doce meses posteriores a su

exclusión de la lista.⁸⁷

Otras empresas chinas han sido excluidas involuntariamente de la bolsa en los últimos años. Por ejemplo, en 2021, China

Mobile, China Unicom y China Telecom, todas de propiedad estatal, fueron excluidas de la lista de la NYSE en virtud de una

prohibición de inversión impuesta por el presidente Donald Trump durante su primer mandato.⁸⁸ Las tres empresas estaban consideradas, entre

otras, como ayudantes al ejército chino.⁸⁹ Si bien estas exclusiones en particular se debieron a razones que no

Directamente relacionado con su estructura de cotización, existe un precedente de exclusión de empresas chinas por iniciativa del gobierno.

empresas, y algunos legisladores están presionando para que se excluyan más empresas chinas de la lista.⁹⁰ Una propuesta

El proyecto de ley del Senado, la Ley TICKER, requeriría que las bolsas de valores identifiquen claramente a las empresas con VIE

estructuras; si bien dicha identificación no se limitaría a las cotizaciones chinas, el texto del proyecto de ley

Señala específicamente que muchas de estas empresas tienen su sede en China.⁹¹ Todo esto sugiere que China

Las empresas VIE podrían ser excluidas de la lista en el futuro si se considera que la estructura representa un riesgo inaceptable para

intereses nacionales por parte de los reguladores estadounidenses.

Escrutinio por parte de los reguladores estadounidenses

En los últimos años, los reguladores estadounidenses han solicitado una mayor transparencia por parte de las empresas chinas que cotizan en bolsa.

Estados Unidos con el objetivo de mejorar la protección de los inversores.

Como se indicó, una de esas medidas, la HFCAA, se aprobó en 2020 con el objetivo de mejorar la capacidad de

auditar empresas extranjeras que cotizan en las bolsas de Estados Unidos.⁹² Según la Ley, si un emisor no permite que

Si la PCAOB inspeccionara a su auditor, la SEC estaría obligada a iniciar procedimientos de exclusión de la bolsa contra la empresa.

emisor. Sin embargo, si bien la HFCAA aparentemente protege a los inversores estadounidenses al mejorar la transparencia y

La calidad de la auditoría en las empresas extranjeras que cotizan en los Estados Unidos, algunos académicos argumentan que no previene el fraude.

⁸⁶ "Los accionistas mayoritarios votan a favor de la exclusión de Didi de la bolsa de Nueva York", Reuters, 23 de mayo de 2022, [https://www.reuters.com/markets/europe/majority-shareholders-vote-favor-](https://www.reuters.com/markets/europe/majority-shareholders-vote-favor-exclusion-didi-new-york-23-may-2022)

[Exclusión de Didi en Nueva York, 23 de mayo de 2022](https://www.reuters.com/markets/europe/majority-shareholders-vote-favor-exclusion-didi-new-york-23-may-2022)

⁸⁷ Un análisis de Bloomberg News encontró que entre el 13 de junio de 2022 y el 13 de junio de 2023, lo que representa un año desde su baja cotización en los mercados OTC, el valor de mercado de Didi Aumentó un 20%, alcanzando los 14.400 millones de dólares. Véase <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-06-14/didi-s-surge-in-year-since-nyse-delisting-shows-otc-is-no-issue>.

⁸⁸ En virtud de la Orden Ejecutiva 13959, promulgada por el presidente Donald J. Trump en noviembre de 2020, las entidades estadounidenses tienen prohibido invertir en valores que cotizan en bolsa Empresas que se considera que apoyan al ejército chino. Véase <https://trumpwhitehouse.archives.gov/presidential-actions/executive-order-addressing-threat-securities-investments-finance-communist-chinese-military-companies/>.

⁸⁹ Nazak Nikakhtar y Adam M. Teslik, "El gobierno de EE. UU. acuerda retirar a Xiaomi de la lista de empresas militares chinas comunistas; las bolsas estadounidenses eliminan a otras", Wiley Rein LLP, 14 de mayo de 2021, <https://www.wiley.law/alert-US-Government-Agrees-to-Remove-Xiaomi-from-Communist-Chinese-Military-Company-List-American-Exchanges-Delist-Others>.

⁹⁰ Demetri Sevastopulo y Stefania Palma, "Legisladores estadounidenses instan a la SEC a retirar de la bolsa a Alibaba y a las empresas chinas", Financial Times, 2 de mayo de 2025, <https://www.ft.com/content/8d87d093-3fad-4ee0-af16-2f1e835ef286>.

⁹¹ "S. 1356 – Ley TICKER", presentada por el senador Rick Scott (repblicano por Florida) el 8 de abril de 2025, 119.º Congreso (2025-2026), <https://www.congress.gov/bills/119th-congress/senate-factura/1356/texto#idEBF11E464A4D4A0FA635B05E8BE12FFB>.

⁹² Daniel Yeh et al., "La HFCAA y sus consecuencias para las empresas chinas que cotizan en bolsa en EE. UU.", White & Case LLP, 5 de agosto de 2022, <https://www.whitecase.com/insight-our-pensando/hfcaa-y-consecuencias-empresas-con-sede-china-que-cotizan-en-ee-uu>.

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

que está teniendo lugar y podría incluso perjudicar a los inversores al erosionar el valor para los accionistas en caso de una investigación.⁹³

Leung y Lei señalan que, independientemente de los nuevos requisitos promulgados por la HFCAA, no tienen que influyen en la legislación china y no pueden obligar unilateralmente a las empresas chinas a abrir sus libros contables a los Estados Unidos. reguladores.⁹⁴ Como resultado, el PCAOB y Beijing tuvieron que negociar un compromiso que permita a los El PCAOB otorga cierto acceso a los libros contables de las empresas chinas, al tiempo que satisface el deseo de China de protegerlas. cualquier secreto de Estado en poder de las empresas.⁹⁵

En julio de 2021, un mes después de la salida a bolsa de Didi, el presidente de la SEC, Gary Gensler, expresó su preocupación por el hecho de que EE. UU. Los inversores pueden no comprender completamente cuándo están invirtiendo en una empresa fantasma en lugar de en la empresa real. empresa subyacente. Para ello, ordenó a las nuevas empresas chinas que cotizan en bolsa que revelen sus contratos estructura de control, la aplicabilidad de esta estructura y, cuando corresponda, si un regulador chino ha aprobó o denegó su cotización en una bolsa extranjera.⁹⁶

Sin embargo, la capacidad de la PCAOB para inspeccionar a los auditores de las empresas chinas que cotizan en los EE. UU. de conformidad con la La HFCAA podría estar en riesgo si las recientes propuestas de disolver la PCAOB e integrarla en la SEC resultan... exitoso. Esto se debe a que el PCAOB, si bien opera a distancia del gobierno de EE. UU., es oficialmente una organización independiente y no una agencia gubernamental. ¿Debería la SEC asumir el control de...?

Las responsabilidades de inspección de la PCAOB, según lo dispuesto por la HFCAA, hacen que las autoridades chinas probablemente revoquen la capacidad de una agencia del gobierno estadounidense para inspeccionar a las firmas de auditoría chinas.⁹⁷

La eliminación del PCAOB no se incluyó en la versión final de la Ley One Big Beautiful Bill, La propuesta podría volver a surgir en una legislación futura.⁹⁸

Si bien la PCAOB anunció en 2022 que había obtenido con éxito acceso completo para inspeccionar

Las empresas de auditoría chinas⁹⁹ han cuestionado la eficacia y la sustancia de este acceso.

participantes del mercado. La totalidad del acuerdo bilateral del PCAOB con las autoridades chinas para inspeccionar

⁹³ Jesse M. Fried y Tami Groszowald Ozery, "La Ley de Responsabilidad de las Empresas Extranjeras (HFCA): Una Crítica", Foro sobre Gobierno Corporativo de la Facultad de Derecho de Harvard, 18 de marzo de 2024, <https://corpgov.law.harvard.edu/2024/03/18/the-holding-foreign-companies-accountable-hfca-act-a-critique/>.

⁹⁴ Véase la nota 77.

⁹⁵ Matthew P. Goodman, "Desglosando el acuerdo del PCAOB sobre las empresas chinas que cotizan en EE. UU.", Centro de Estudios Estratégicos e Internacionales, 28 de septiembre de 2022, <https://www.csis.org/analysis/unpacking-pcaob-deal-us-listed-chinese-companies>.

⁹⁶ Consulte "Avances regulatorios en Australia" en "Consideraciones para inversores en estructuras VIE chinas", Paul, Weiss, Rifkind, Wharton & Garrison LLP, 25 de octubre de 2022. <https://www.paulweiss.com/insights/client-memos/consideraciones-para-inversores-en-estructuras-viarias-chinas>.

⁹⁷ Véase Karthik Ramanna y Nemit Shroff, "No dismantlen el regulador de auditoría de Estados Unidos: es un activo estratégico contra China", ProMarket, 2 de junio de 2025, <https://www.promarket.org/2025/06/02/dont-dismantle-americas-audit-regulator-its-a-strategic-asset-against-china/>.

⁹⁸ Maura Webber Sadovi y Grace Noto, "PCAOB gana un salvavidas en el Senado mientras el futuro sigue siendo turbio", CFO Dive, 23 de junio de 2025, <https://www.cfodive.com/news/pcaob-wins-linea-de-vida-del-senado-el-futuro-sigue-siendo-turbio-en-terminos-de-contabilidad/751412/>.

⁹⁹ Presidenta Erica Y. Williams, "PCAOB asegura acceso completo para inspeccionar e investigar empresas chinas por primera vez en la historia", PCAOB, 15 de diciembre de 2022, <https://pcaobus.org/news-events/news-releases/news-release-detail/pcaob-secures-complete-access-to-inspect-investigate-chinese-firms-for-first-time-in-history>.

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

Los auditores de las empresas chinas no han sido revelados por ninguna de las partes. Además, la información del PCAOB...

El anuncio tuvo el efecto de anular su conclusión de diciembre de 2021 de que las autoridades chinas tomaron

medidas para inhibir la capacidad del PCAOB de inspeccionar e investigar empresas con sede en China y Hong Kong

Kong. El bufete de abogados K&L Gates señala que esta reversión de la posición podría reducir el riesgo de que los emisores sean excluidos de la bolsa. bajo la HFCAA.¹⁰⁰

Una hoja informativa de la SEC sobre el acuerdo afirma que el PCAOB tiene acceso sin censura a todos los informes de auditoría.

documentación, pero señala que ciertos datos restringidos pueden estar disponibles únicamente para visualización;

Además, la CSRC serviría como intermediario para cualquier solicitud de documentos por parte del PCAOB.

Empresas de auditoría chinas.¹⁰¹

Cabe destacar que la Oficina del Defensor del Inversor de la SEC ha identificado a las VIE con sede en China como una política

objetivo para el año fiscal 2026. Explica que las cotizaciones de dichas empresas en las bolsas estadounidenses generan preocupaciones

sobre “[...] la fiabilidad de sus informes financieros, la calidad de sus revelaciones, la exigibilidad de

sus acuerdos contractuales, las limitaciones a los derechos de los accionistas y el grado de intervención o control del gobierno de la República

Popular China sobre las empresas operativas chinas”.¹⁰² A la luz de estos riesgos,

El Defensor del Inversor planea estudiar las implicaciones de las VIE para la protección de los inversores durante el ejercicio fiscal y

Llamar la atención del personal de la SEC sobre este asunto.

La SEC también ha tomado nota de la creciente presencia de empresas chinas en las bolsas estadounidenses y ha

propuso cambiar la definición de Emisor Privado Extranjero.

¹⁰³ En una invitación para comentarios de junio de 2025,

El presidente Paul Atkins señaló que la mayoría de los FPI en 2023 están domiciliados en las Islas Caimán y

con sede en China. En contraste, la mayoría de los FPI en 2003, la última vez que la SEC realizó tal...

análisis de los FPI—estaban domiciliados y tenían su sede en Canadá. Atkins expresó su preocupación por el hecho de que con el

Se da margen regulatorio a los registrantes de FPI en los EE. UU., pero los emisores nacionales enfrentan una desventaja regulatoria.

y la protección de los inversores podría estar en riesgo.

Atkins enfatizó que muchos FPI comercializan sus acciones principalmente en los EE. UU. sin tener que cumplir con las normas.

con los requisitos impuestos a los emisores nacionales. Para aquellas empresas que no están sujetas a una regulación significativa

requisitos de divulgación o supervisión regulatoria en sus propias jurisdicciones, “...consideración cuidadosa

¹⁰⁰ Yuki Sako y Michael G. Lee, “Estados Unidos: La determinación de anulación de 2021 del PCAOB bajo la HFCAA reduce el riesgo de exclusión de la lista”, Global Investment Law Watch (K&L Gates LLP), 22 de diciembre de 2022, <https://www.investmentlawwatch.com/2022/12/22/united-states-pcaobs-vacating-2021-determination-under-hfcaa-lowers-the-risk-of-delisting/>.

¹⁰¹ “Hoja informativa: Declaración de protocolo – Preguntas y respuestas”, Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos, 26 de agosto de 2022, https://www.sec.gov/files/china-sop-qa_0.pdf.

¹⁰² “Informe sobre objetivos: año fiscal 2026”, Oficina del Defensor del Inversionista de la SEC, 25 de junio de 2025, pág. 6, <https://www.sec.gov/files/fy26-oiad-sar-objectives-report.pdf>.

¹⁰³ Consulte el resumen del comunicado de concepto sobre emisores privados extranjeros en <https://www.sewkis.com/publications/the-sec-seeks-public-comment-on-its-definition-of-foreign-private-issuer/>.

Se debe considerar si la empresa extranjera es elegible para adaptaciones bajo la ley federal.

“Leyes de valores que no están disponibles para las empresas estadounidenses”, dijo.¹⁰⁴

El sistema FPI ha operado históricamente con el supuesto de que los FPI están sujetos a una inversión significativa.

divulgación y otros requisitos regulatorios en sus mercados locales. Esta suposición puede haber sido

apropiado en un momento en que la mayoría de las FPI estaban constituidas y tenían su sede en Canadá o los Estados Unidos

Reino Unido; sin embargo, esta suposición se ve cuestionada por el ascenso de las Islas Caimán y China—

mercados conocidos por sus protecciones más débiles para los accionistas, como los principales países para la constitución y

sede, respectivamente.

Recomendaciones

En la política de CII está consagrado el principio de que las empresas no deben reducir su responsabilidad ante

accionistas.¹⁰⁵ Toda la estructura de la VIE, en función y forma, existe para servir a un objetivo fundamentalmente

Propósito contradictorio. Las empresas afirman al Ministerio de Comercio que la VIE permanece bajo control chino.

mientras firman simultáneamente contratos legalmente dudosos que prometen a los accionistas lo contrario. A pesar de

Los cientos de miles de millones de dólares recaudados y el éxito récord de muchas VIE chinas en EE. UU.

mercados de capitales, exponen a los inversores extranjeros a un riesgo sustancial. Mientras tanto, estos predominantemente

Las empresas con sede en las Islas Caimán aplican prácticas de gobierno corporativo dedicadas a reducir

rendición de cuentas y transparencia a los inversores extranjeros. Como accionistas sin participación accionaria, los extranjeros

Los inversores no tienen ningún derecho significativo a participar en los beneficios ni a controlar la empresa operativa.

La exigibilidad de los acuerdos contractuales en China es un elemento central de la consolidación de las EIE.

En vista de su mandato de protección de los inversores, recomendamos en 2017 que la SEC considerara investigar

VIE y garantizar una mayor transparencia mediante:

1. Exigir a las empresas chinas que utilizan estructuras VIE que revelen en sus presentaciones del Formulario 20-F la información completa
opinión jurídica sobre los contratos en los que se basan para la consolidación de la VIE;
2. Exigir estados financieros separados y no consolidados para cada entidad (la VIE, la WFOE,
y ListCo, para que los inversores puedan comprender dónde se encuentran las operaciones de la empresa y el efectivo
flujo entre las entidades;

¹⁰⁴ Presidente Paul S. Atkins, “Declaración sobre la publicación del concepto sobre la elegibilidad de emisores privados extranjeros”, Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos, 4 de junio de 2025, <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/atkins-foreign-private-issuer-060425>.

¹⁰⁵ Consulte Políticas sobre gobierno corporativo, §1.4 “Responsabilidad ante los accionistas”, Consejo de inversores institucionales, http://www.cii.org/corp_gov_policies.

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

3. Promover una implementación de mayor calidad de la contabilización de los pasivos por impuestos diferidos, incluyendo:
revelar las tasas impositivas potencialmente aplicables al flujo de efectivo en movimiento a través de la estructura VIE;
4. Exigir a las empresas chinas con VIEs que revelen un plan de sucesión que detalle la
disposiciones y procedimientos que se aplicarán en caso de que los propietarios chinos de la VIE se marchen; y
5. Fortalecer los requisitos de divulgación para los FPI, dado que el 82% de las empresas chinas que cotizan en la bolsa de Estados Unidos
Las empresas con VIEs son FPI.

En esta actualización, recomendamos medidas adicionales para garantizar una mayor transparencia:

1. Exigir la divulgación de las posibles implicaciones pecuniarias para los inversores si la empresa se ve obligada
para liquidar sus VIE, incluida la consiguiente responsabilidad de pagar cualquier impuesto pendiente;
2. Exigir la divulgación de las consultas regulatorias realizadas a los reguladores chinos a medida que recopilan más datos sobre
VIE; y
3. Hacer cumplir la exclusión de las VIE chinas que no cumplan con las leyes de divulgación de los EE. UU.

Si bien la SEC no ha adoptado estas recomendaciones en su totalidad, se han presentado algunas mejoras en los indicadores de factores de riesgo.

Se han implementado divulgaciones, tanto por directiva del expresidente Gary Gensler como de conformidad con

las disposiciones de la HFCAA.¹⁰⁶ Por ejemplo, en julio de 2021, el expresidente Gensler instruyó al personal de la SEC
para garantizar que los emisores de VIE revelen claramente:

- a.) si los inversores están comprando acciones de una empresa fantasma o de una empresa operativa subyacente;
- b.) el hecho de que la acción del gobierno podría afectar significativamente el desempeño de la empresa y
ejecución de acuerdos contractuales; y
- c.) información financiera detallada para ayudar a los inversores a comprender mejor la relación entre
VIE y emisor subyacente.

Además, en el caso de nuevos listados, el personal deberá garantizar la divulgación de:

- a.) si el emisor recibió permiso de las autoridades chinas para cotizar en los EE. UU. y el riesgo de
siendo revocada dicha aprobación; y
- b.) el riesgo de que la HFCAA pueda forzar la exclusión de la empresa de la bolsa en el futuro si la PCAOB no lo hace.
poder inspeccionar la firma auditora del emisor.⁷³

¹⁰⁶ Presidente Gary Gensler, "Declaración sobre la protección de los inversores en relación con los acontecimientos recientes en China", Comisión de Bolsa y Valores de Estados Unidos, 30 de julio de 2021, <https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/gensler-2021-07-30/>

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

Cabe destacar que algunas empresas han adoptado voluntariamente, parcial o totalmente, una o más de las medidas mencionadas anteriormente.

recomendaciones como parte de sus presentaciones del Formulario 20-F. Por ejemplo, en la declaración 20-F del año fiscal 2025 de Alibaba,

La empresa explica su “Estructura VIE mejorada” que incluye algunas medidas para mitigar el riesgo de persona clave.¹⁰⁷ Alibaba

comenzó a reestructurarse en 2018 con el fin de mitigar el riesgo de persona clave, pero no está claro

La eficacia de esta reestructuración. Además, Alibaba reveló la opinión de Fangda Partners, su...

El asesor legal de la República Popular China, que sus filiales consolidadas y VIE han obtenido todas las licencias necesarias para

sus operaciones comerciales.¹⁰⁸ Alibaba también revela la información solicitada por la SEC de julio de 2021.

directiva en la misma presentación 20-F, bajo una sección titulada “Información clave relacionada con hacer negocios en

“La República Popular China”.

En un discurso pronunciado en marzo de 2025 ante los líderes de varias empresas multinacionales, el presidente chino Xi Jinping

posicionó a su país como habiendo sido, y siendo, “una inversión ideal, segura y prometedora”.

destino para los inversores extranjeros”. Sin embargo, en ausencia de cualquier evidencia de acción gubernamental

En contra del uso de la estructura VIE por parte de las empresas chinas, este mensaje no cambia la realidad de que

Muchos inversores extranjeros en la segunda economía más grande del mundo siguen soportando una incertidumbre significativa.

como resultado de la estructura VIE. ¹⁰⁹

¹⁰⁷ Consulte la sección “Estructura de VIE” del Formulario 20-F (año fiscal 2025), Alibaba Group Holding Limited, 26 de junio de 2025.

https://www.bamsec.com/filing/95017025090161/1?cik=1577552&hl=27846:27859&hl_id=vjmci_owzx.

¹⁰⁸ El análisis de CII descubrió que Alibaba Group comenzó a incluir esta sección con sus presentaciones 20-F en su informe del año fiscal 2022, presentado en julio de 2022.

¹⁰⁹ “Xi de China hace un fuerte esfuerzo para lograr una mayor inversión extranjera mientras la economía sigue rezagada”, AP News, 28 de marzo de 2025, <https://apnews.com/article/xi-business-economy-foreign-investment-4c65118536089f361f1ecd060e0dca96>.

Apéndice

Las VIE chinas actualmente cotizan en las bolsas de Estados Unidos

nombre de empresa	Corazón	Capitalización de mercado (millones de dólares)	Fecha de salida a bolsa	Sector	Domicilio	Intercambio de	clase dual
Holding del Grupo Alibaba Limitado	BABA	\$345,960	Septiembre de 2014	Tecnología	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	No
PDD Holdings Inc. (anteriormente Pinduoduo Inc.)	PDD	\$166,541	Julio de 2018	Servicios empresariales	Nasdaq de las Islas Vírgenes Británicas		Sí
NetEase, Inc.	NTES	\$68,655	Junio de 2000	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	No
JD.com, Inc.		\$67,875	Mayo de 2014	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Trip.com International, Ltd. TCOM		\$41,938	Diciembre de 2003	Servicios empresariales	Islas Caimán	Nasdaq	No
Baidu, Inc	BIDU	\$33,399	Agosto de 2005	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Li Auto	LI	\$31,713	Julio de 2020	Bienes de consumo duraderos	Nevada	Nasdaq	Sí
KE Holdings	BEKE	\$29,859	Agosto de 2020	Bienes raíces	Porcelana	Bolsa de Nueva York	Sí
Música de Tencent Grupo de entretenimiento	TME	\$23,872	Diciembre de 2018	Tecnología	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Xpeng	XPEV	\$22,291	Agosto de 2020	Tecnología	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Yum China Holdings Inc. YUMC		\$18,673	Noviembre de 2016	Servicios al consumidor	Florida	Bolsa de Nueva York	No
ZTO Express (Caimán) C ^a	ZTO	\$16,462	Octubre de 2016	Transporte	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Full Truck Alliance Co. Ltd. Año fiscal anual		\$13,773	Junio de 2021	Transporte	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Bilibili Inc.	BILI	\$10,318	Marzo de 2018	Tecnología	Nevada	Nasdaq	Sí
NIO Inc.	NIO	\$9,670	Septiembre de 2018	Bienes de consumo duraderos	Bolsa de Nueva York de las Islas Vírgenes Británicas		No
Vipshop Holdings Limited VIPS		\$8,821	Marzo de 2012	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Grupo Educativo TAL	TAL	\$8,146	Octubre de 2010	Servicios al consumidor	Bolsa de Nueva York de las Islas Vírgenes Británicas		Sí
Nuevo Grupo de Educación y Tecnología Oriental, Inc.	Educación	\$8,132	Marzo de 2006	Servicios al consumidor	Bolsa de Nueva York de las Islas Vírgenes Británicas		No

Tabla 3. Representa las VIE chinas negociadas en bolsas estadounidenses al 7 de marzo de 2025. Conjunto de datos derivado de la [Comisión Estados Unidos-China](#). La Comisión define una empresa VIE como aquella que, en una presentación ante la SEC, a) describe explícitamente la presencia de una estructura VIE o b) describe un acuerdo de control contractual sin participación en la empresa operativa subyacente. La tabla está ordenada por capitalización bursátil de la empresa en orden descendente. La constitución y la estructura de las clases de acciones se derivan de las presentaciones ante la SEC a través de XBRL y BamSEC.

Nota: CII considera que una empresa es de "doble clase" si posee dos o más clases de acciones ordinarias con derechos de voto desiguales entre cada clase. Para más información, consulte https://www.cii.org/dualclass_stock.

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

nombre de empresa	Corazón	Capitalización de mercado (millones de dólares)	Fecha de salida a bolsa	Sector	Domicilio	Intercambio de	clase dual
Kanzhun Limitada	BZ	\$7,629	Mayo de 2021	Tecnología	Nasdaq de las Islas Vírgenes	Británicas	Sí
GDS Holdings Limited	GDS	\$7,437	Noviembre de 2016	Tecnología	Islas Marshall	Nasdaq	Sí
Tecnología Qifu, Inc.	QFIN	\$6,545	Diciembre de 2018	Finanzas	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Nube de Kingsoft	Kingsoft City	\$4,292	Mayo de 2020	Tecnología	Nevada	Nasdaq	No
Tecnología RLX	RLX	\$3,707	Enero de 2021	Consumidor Bienes no duraderos	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Autohome Inc.	ATHM	\$3,658	Diciembre de 2013	Tecnología	Wyoming	Bolsa de Nueva York	No
Grupo VNET Inc.	VNET	\$3,062	abril de 2011	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Tuya Inc.	TUYA	\$2,813	Marzo de 2021	Tecnología	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Lufax	LU	\$2,739	Octubre de 2020	Finanzas	Nevada	Bolsa de Nueva York	No
Corporación Weibo	WB	\$2,717	abril de 2014	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
JOYY Inc.	ALEGRÍA	\$2,629	Noviembre de 2012	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
iQIYI, Inc.	-----	\$2,262	Marzo de 2018	Tecnología	Nasdaq de las Islas Vírgenes	Británicas	Sí
Grupo FinVolution	Inversión financiera	\$2,165	Noviembre de 2017	Finanzas	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Lexin Fintech Holdings Ltd. LX		\$1,490	Diciembre de 2017	Finanzas	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Ehang	EH	\$1,441	Diciembre de 2019	Transporte	Nasdaq de las Islas Vírgenes	Británicas	Sí
UP Fintech Holding Ltd.	TIGRE	\$1,376	Marzo de 2019	Finanzas	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Hola Grupo Inc.	MOMO	\$1,317	Diciembre de 2014	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Grupo BGM Ltd.	Música de fondo	\$1,043	Enero de 2021	Cuidado de la salud	Islas Caimán	Nasdaq	No
Yudao Inc.	DAO	\$1,037	Octubre de 2019	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	No
HUYA Inc.	HUYA	\$919	Mayo de 2018	Tecnología	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Gaotu Techedu, Inc.	GOTU	\$913	Junio de 2019	Servicios al consumidor	Bolsa de Nueva York de las Islas Vírgenes	Británicas	Sí
Noah Holdings Ltd.	NOÉ	\$830	Noviembre de 2010	Finanzas	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
GigaCloud Technology Inc. GCT		\$629	Agosto de 2022	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
BingEx Ltd	FLX	\$608	Octubre de 2024	Acciones industriales	Islas Caimán	Nasdaq	Sí

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

nombre de empresa	Corazón	Capitalización de mercado (millones de dólares)	Fecha de salida a bolsa	Sector	Domicilio	Intercambio de	clase dual
Yiren Digital Ltd.	YRD	\$602	Diciembre de 2015	Finanzas	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	No
X Financiero	XYF	\$545	Septiembre de 2018	Finanzas	Nevada	Bolsa de Nueva York	Sí
Qudian Inc.	QD	\$525	Octubre de 2017	Finanzas	Porcelana	Bolsa de Nueva York	Sí
Grupo Jiayin	JFIN	\$523	Mayo de 2019	Finanzas	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Ágora	API	\$501	Junio de 2020	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Zhihu	Zh	\$489	Marzo de 2021	Tecnología	Florida	Bolsa de Nueva York	Sí
Dada Nexus (JD Daojia)	DADA \$483		Junio de 2020	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	No
Sohu.com Limited	SOHU \$470		Julio de 2000	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	No
Gota de agua, Inc.	WDH \$469		Mayo de 2021	Finanzas	Nevada	Bolsa de Nueva York	Sí
Yatsen Holding	Grupo de Jovenes	\$379	Noviembre de 2020	Consumidor Bienes no duraderos	Bolsa de Nueva York de las Islas Vírgenes Británicas		Sí
Cango Inc.	CANG \$354		Julio de 2018	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Mercury Fintech Holding MFH		\$330	abril de 2015	Tecnología	Nasdaq de las Islas Vírgenes Británicas		No
Smart Share Global Limited EM		\$293	Enero de 2021	Servicios al consumidor	Nasdaq de las Islas Vírgenes Británicas		Sí
Xunlei Limited	XNET \$285		Julio de 2014	Tecnología	Nasdaq de las Islas Vírgenes Británicas		No
XChange TEC.INC	XHG	\$276	Octubre de 2019	Bienes raíces	Islas Marshall	Nasdaq	Sí
OneConnect Financial Technology Co., Ltd	OCFT \$250		Diciembre de 2019	Tecnología	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	No
Douyu	DOYU \$239		Julio de 2019	Tecnología	Nevada	Nasdaq	No
Holding tecnológico Jinxin Co	NAMI	\$218	Diciembre de 2024	Bienes raíces	Islas Caimán	Nasdaq	No
Baозun Inc.	BZUN \$195		Mayo de 2015	Servicios al consumidor	Wyoming	Nasdaq	Sí
Tecnologías Niu		\$187	Octubre de 2018	Bienes de equipo	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Cheetah Mobile	CMCM \$154		Mayo de 2014	Tecnología	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Corporación Tuniu	TOUR \$135		Mayo de 2014	Servicios al consumidor	Nevada	Nasdaq	Sí
Tecnología Quhuo	QH	\$131	Julio de 2020	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Grupo QuantaSing Ltd.	Guía rápida	\$126	Enero de 2023	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

nombre de empresa	Corazón	Capitalización de mercado (millones de dólares)	Fecha de salida a bolsa	Sector	Domicilio	Intercambio de	clase dual
Jin Medical International	ZJYL	\$126	Marzo de 2023	Consumo discrecional Islas Vírgenes Británicas	Nasdaq		No
The9 Limited	NCTY	\$112	Diciembre de 2004	Servicios empresariales	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Educación en línea 51Talk Grupo	Centro de Excelencia	\$110	Junio de 2016	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
iHumano	Yo soy	\$109	Octubre de 2020	Servicios al consumidor	Bolsa de Nueva York de las Islas Vírgenes Británicas		Sí
Viomi Technology Co. Ltd VIOT		\$105	Septiembre de 2018	Bienes de consumo duraderos	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
EPWK Holdings Ltd.	Semana electrónica	\$104	Febrero de 2025	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	No
Grupo Hongli Inc.	HLP	\$102	Marzo de 2023	Acciones industriales	Islas Caimán	Nasdaq	No
Tecnología SoYoung	Sí	\$92	Mayo de 2019	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Grupo Cheche Inc.	CCG	\$90	Septiembre de 2023	Finanzas	Islas Caimán	Nasdaq	No
Tecnología Sunlands Grupo	STG	\$85	Marzo de 2018	Servicios al consumidor	Bolsa de Nueva York de las Islas Vírgenes Británicas		Sí
Desarrollo de Shengfeng Limitado	SFWL	\$83	Marzo de 2023	Acciones industriales	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Webus International Limited WETO	\$80		Febrero de 2025	Acciones industriales	Islas Caimán	Nasdaq	No
Tecnología Metalpha Holding Limited	MATEMÁTICAS	\$79	Octubre de 2017	Finanzas	Islas Caimán	Nasdaq	No
FingerMotion, Inc.	FNGR	\$74	Junio de 2016	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	No
Nube holográfica WiMi	WIMI	\$72	Marzo de 2020	Tecnología	Nevada	Nasdaq	No
Amber International Holding (anteriormente iClick Interactive Asia Group Ltd)	AMBR (antes ICLK)	\$69	Diciembre de 2017	Tecnología	Porcelana	Nasdaq	Sí
CNFinance Holdings Limitado	CNF	\$68	Noviembre de 2018	Finanzas	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	No
MingZhu Logistics Holdings YGMZ	\$64		Octubre de 2020	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	No
YSX Tech Co., Ltd	YSXT	\$62	Diciembre de 2024	Consumo discrecional de Florida		Nasdaq	Sí
YXT.com Group Holding Limited	YXT	\$60	Agosto de 2024	Cuidado de la salud	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Aurora Mobile Limited	JG	\$57	Julio de 2018	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Burning Rock Biotech	BNR	\$57	Junio de 2020	Cuidado de la salud	Nevada	Nasdaq	Sí
BEST Inc	MEJOR	\$56	Septiembre de 2017	Transporte	Bolsa de Nueva York de las Islas Vírgenes Británicas		Sí
Jiuzi Holdings Inc	JZXN	\$53	Mayo de 2021	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	No

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

nombre de empresa	Corazón	Capitalización de mercado (millones de dólares)	Fecha de salida a bolsa	Sector	Domicilio	Intercambio de	clase dual
Santech Holdings Limited STEC\$49			Marzo de 2021	Finanzas	Nasdaq de las Islas Vírgenes	Británicas	No
Tecnología de reconocimiento, Ltd.	RCON \$45		Julio de 2009	Energía	Nasdaq de las Islas Vírgenes	Británicas	Sí
Corporación XIAO-I	AIXI	\$45	Marzo de 2023	Tecnología	Nasdaq de las Islas Vírgenes	Británicas	Sí
Educación académica brillante Holdings Limited	BEDU \$42		Mayo de 2017	Servicios al consumidor	Islas Marshall	Islas de Nueva York	Sí
Corporación de Salud Zepp ZEPP \$42			Febrero de 2018	Tecnología	Islas Caimán	Islas de Nueva York	Sí
Máximos rendimientos Holdings Inc	HPH	\$37	Marzo de 2019	Finanzas	Nevada	Nasdaq	Sí
Scienjoy Holding	SJ	\$36	Marzo de 2019	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Hitek Global Inc.	HKIT	\$35	abril de 2023	Tecnología	Wyoming	Nasdaq	Sí
Huize Holding Limited	HUIZ	\$35	Febrero de 2020	Finanzas	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
ATA Creatividad Global	AACG \$33		Enero de 2008	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	No
Nisun Internacional Desarrollo empresarial Grupo	NISN	\$33	Diciembre de 2016	Bienes de equipo	Nevada	Nasdaq	Sí
Minería BIT	BTM \$31		Noviembre de 2013	Tecnología	Islas Caimán	Islas de Nueva York	Sí
Zhongchao Inc.	ZCMD \$30		Febrero de 2020	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
EShallGo Inc.	EHGO \$28		Julio de 2024	Consumo discrecional Islas Vírgenes	Británicas Nasdaq		No
Educación de Jianzhi Grupo de Tecnología Compañía limitada	JZ	\$28	Agosto de 2022	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	No
Phoenix New Media Ltd.	FENG \$26		Mayo de 2011	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Islas de Nueva York	Sí
Sunrise New Energy Co., Ltd.	EPOW \$26		Febrero de 2021	Tecnología	Nasdaq de las Islas Vírgenes	Británicas	Sí
Cultura Oriental Holding	OCG	\$25	Diciembre de 2020	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	No
BTC Digital Ltd.	BTCT \$23		Octubre de 2018	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	No
AIX Inc.	AIFU	\$22	Noviembre de 2007	Finanzas	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Grupo Cultural GD Ltd.		\$21	Julio de 2015	Finanzas	Islas Caimán	Nasdaq	No
Four Seasons Education (Caymán) Inc.	FEDU \$20		Noviembre de 2017	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Islas de Nueva York	No
LightInTheBox Co. Ltd.	LITB	\$19	Junio de 2013	Servicios al consumidor	Bolsa de Nueva York de las Islas Vírgenes	Británicas	No

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

nombre de empresa	Corazón	Capitalización de mercado (millones de dólares)	Fecha de salida a bolsa	Sector	Domicilio	Intercambio de	clase dual
Sombrero azul interactivo Tecnología del entretenimiento	BHAT	\$18	Julio de 2019	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	No
Cheer Holding, Inc	<small>LISTED IN NASDAQ MARKET</small>	\$18	Febrero de 2021	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Grupo 9F	<small>LISTED IN NASDAQ MARKET</small>	\$18	Agosto de 2019	Finanzas	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
FangDD	DÚO	\$17	Noviembre de 2019	Bienes raíces	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Participaciones de Tian Ruixiang	TIRX	\$17	Enero de 2021	Finanzas	Nevada	Nasdaq	Sí
Shineco, Inc.	SISI	\$16	Septiembre de 2016	Consumidor Bienes no duraderos	Porcelana	Nasdaq	No
Artesano hábil Tecnología Educativa Limitado	EDTK \$16		Julio de 2020	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	No
Enlightify, Inc.	ENFY \$16		Marzo de 2009	Industrias básicas	Islas Caimán	<small>Índice de Nueva York</small>	No
Datasea Inc.	DTSS \$16		Diciembre de 2018	Tecnología	Florida	Nasdaq	No
MOGU Inc.	MOGU \$16		Diciembre de 2018	Servicios al consumidor	Islas Caimán	<small>Índice de Nueva York</small>	Sí
SOS Limitada	<small>LISTED IN NASDAQ MARKET</small>	\$16	abril de 2017	Finanzas	Islas Caimán	<small>Índice de Nueva York</small>	Sí
Pintec Technology Holdings Limitado	PT	\$16	Octubre de 2018	Tecnología	Nevada	Nasdaq	Sí
Planet Green Holdings <small>Corporación</small>	PLAGA	\$15	Enero de 2006	Consumidor Bienes no duraderos	Bolsa de Nueva York de las Islas Vírgenes Británicas		No
17 Educación y tecnología Grupo	YQ	\$15	Diciembre de 2020	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Origin Agritech Limited	SEMILLA \$14		Marzo de 2004	Consumidor Bienes no duraderos	Nasdaq de las Islas Vírgenes Británicas		No
Grupo de cultura pop	CPOP \$11		Junio de 2021	Servicios empresariales	Nasdaq de las Islas Vírgenes Británicas		Sí
Grupo de sonido Inc.	SOGP \$11		Enero de 2020	Tecnología	Nasdaq de las Islas Vírgenes Británicas		Sí
Grupo Baijiayun Ltd	RTC	\$11	Diciembre de 2006	Bienes de equipo	Islas Marshall	Nasdaq	Sí
Lixiang Education Holding LXEH		\$11	Septiembre de 2020	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Tecnología Meiwu Compañía limitada	ONO \$10		Diciembre de 2020	Servicios al consumidor	Nevada	Nasdaq	No
Luokung Technology Corp LKCO \$ 10			Mayo de 2010	Tecnología	Islas Caimán	<small>OTC (anteriormente Nasdaq)</small>	No
Tecnología Senmiao Limitado	AIHS	\$9	Marzo de 2018	Finanzas	Wyoming	Nasdaq	No
Kuke Music Holdings	KUKE \$9		Enero de 2021	Servicios al consumidor	Islas Caimán	<small>Índice de Nueva York</small>	Sí
36Kr	KRKR \$9		Noviembre de 2019	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	Sí

TRAS EL VELO: RIESGOS DE LAS EMPRESAS CHINAS Y LA ESTRUCTURA VIE

nombre de empresa	Corazón	Capitalización de mercado (millones de dólares)	Fecha de salida a bolsa	Sector	Domicilio	Intercambio de	clase dual
Grupo educativo Wah Fu WAFU \$9			abril de 2019	Servicios al consumidor	Nevada	Nasdaq	No
Yunji	YJ	\$9	Mayo de 2019	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Canción internacional Tenencia	CHSN \$8		abril de 2023	Productos básicos de consumo	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Ambow Education Holding Limitado	AMBO \$6		Mayo de 2018	Servicios al consumidor	Bolsa de Nueva York de las Islas Vírgenes Británicas		Sí
Tecnología AirNet Inc.	ANTE \$6		Noviembre de 2007	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	No
Tecnología Utime	OMC \$6		abril de 2021	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	No
Ridgetech, Inc.	RDGT \$6		abril de 2010	Cuidado de la salud	Nasdaq de las Islas Vírgenes Británicas		No
Jowell Global Ltd	JOYA \$5		Marzo de 2021	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	No
Sentage Holdings	SNTG \$5		Julio de 2021	Finanzas	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Taoping Inc.	TAOP \$4		Septiembre de 2010	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	No
Embalaje de tecnología informática, Inc.	PTI	\$3	Diciembre de 2009	Industrias básicas	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	No
FARMMI, INC.	FAMI	\$3	Febrero de 2018	Consumidor Bienes no duraderos	Islas Caimán	Nasdaq	No
Educación en TI para niños TCTM Inc.	TCTM \$3		abril de 2014	Servicios al consumidor	Nasdaq de las Islas Vírgenes Británicas		Sí
Acción de datos de ZW Tecnologías	CNET \$3		Septiembre de 2010	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	No
Pájaro de información	IFBD	\$3	abril de 2021	Tecnología	Islas Caimán	Nasdaq	No
Holding Boqii	BQ	\$3	Septiembre de 2020	Servicios al consumidor	Islas Caimán	Bolsa de Nueva York	Sí
Tecnologías EZGO	EZGO \$3		Enero de 2021	Transporte	Islas Caimán	Nasdaq	No
MDJM LTD	UOKA \$3		Enero de 2019	Finanzas	Nevada	Nasdaq	No
TuanChe Limitada	TC	\$3	Noviembre de 2018	Servicios empresariales	Porcelana	Nasdaq	Sí
China SXT Pharmaceuticals, Inc.	SXTC \$2		Enero de 2019	Cuidado de la salud	Islas Caimán	Nasdaq	No
Kaixin Auto Holdings	KXIN	\$2	Octubre de 2017	Bienes de consumo duraderos	Islas Caimán	Nasdaq	Sí
Ucommune Internacional	Banco Unido	\$2	Diciembre de 2020	Bienes raíces	Florida	Nasdaq	Sí