

从离岸角度看中美新法律对中国创投界的影响

背景

中方摘要

现行的境外发行证券及上市监管制度是中国内地于 1994 年颁布，于 2019 年修订，并经中华人民共和国（简称“中国”）政府、中国证券监督管理委员会（简称“中国证监会”）、中华人民共和国国家互联网信息办公室（简称“国家网信办”）、中华人民共和国国家发展和改革委员会（简称“国家发改委”）和中华人民共和国商务部（简称“商务部”）分别于 2021 年及 2022 年通过多项规则对该监管制度进行补充，有关规定大致上仍是草案形式。国家网信办于 2022 年 7 月 7 日发布了《数据出境安全评估办法》，明确相关数据（包括涉及国家安全的数据）和个人信息出境安全评估的具体规定。凡涉及境外发行证券和上市涉及国家安全、国家机密、数据安全、保密、处理 100 万用户以上个人信息、网络安全和外商投资准入负面清单等事项，都属于中国内地当局的主要关注点。中国内地为此拟定多项法律法规，以处理这些事宜。

尽管这些法律法规在性质上是独立的，但它们大多与美国当局的措施有关，尤其是中国证监会于 2022 年 4 月 2 日公布的《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定（征求意见稿）》，旨在制定针对相关参与者（如审计师、公司）的保密制度，减少它们在审计工作底稿内披露不必要的涉密敏感信息（包括国家机密）。

美方摘要

在撰写本文之时，约有 261 家中资公司在美国交易所上市。2021 年 12 月，美国公众公司会计监察委员会（Public Company Accounting Oversight Board）（简称“PCAOB”）确定，PCAOB 无法全面检查或调查所有总部位于中

国内地和香港的注册会计师事务所。根据 PCAOB 的报告，去年约有 223 份审计报告是在因未经有关当局批准而无法进行调查的司法管辖区由 PCAOB 注册会计师事务所出具的，或依靠由这些 PCAOB 注册会计师事务所进行的委托审计工作（referred work）而出具的，当中 166 份来自中国内地，57 份来自香港。

超过 135 家依赖那些总部设在中国内地和香港的审计师事务所进行审计的企业，已经因其 2021 财政年度报告，而被 PCAOB 确定为“不合规”（non-compliant）。根据《外国公司问责法案》（Holding Foreign Companies Accountable Act）（简称“《外国公司问责法案》”），那些于 2022 年被美国证券交易委员会（简称“SEC”）认定为将被禁止证券交易的公司，可能于 2024 年（即连续第三年被认定）被美国交易所除牌，除非在此期间，这些企业选用一家接受 PCAOB 检查和调查的审计师，或者 PCAOB 改变其检查和调查中国内地和香港审计师事务的决定。

美国国会目前正在考虑立法，旨在根据《加速外国公司问责法案》（Accelerating the Holding Foreign Companies Accountable Act），加快 SEC 禁止那些被认定的发行人交易证券的进程，从连续三年加快至两年。美国众议院（US House of Representatives）也表明批准将这项政策纳入《美国竞争法案》（America Competes Act）和《两党创新法案》（Bipartisan Innovation Act）。一旦颁布，这将意味着交易禁令将于 2023 年生效。

根据近期的新闻报导，PCAOB、中国内地监管机构（中国证监会 / 商务部）与 SEC 似乎正在“积极”商讨关于 PCAOB 对位于中国内地和香港审计师事务所进行检查和调查的协议。

但 SEC 总监 YJ Fischer 最近表示¹ 时间已不多，纵使 PCAOB 与中国内地监管机构签署协议，亦只是第一步，因为假设中美双方达成协议，PCAOB 必需确定能否对位于中国内地和香港的审计师事务所进行全面检查和调查，并且在今年内完成审计检查和调查工作。

对境外上市的影响

中美新法律法规目前和日后对在开曼群岛注册成立的中资创投公司的影响，意味着发行人目前必须考虑各项策略：

- 公司改为聘用美国审计师 / 美国审计师事务所对中资公司进行审计，通过该美国审计师 / 美国审计师事务所位于中国内地的关联机构对该中资公司进行一部分的审计工作，并依赖该审计工作出具审计报告；
- 退市、私有化或双重上市，尤其是在香港联合交易所（简称“港交所”）主要上市；及
- 于中国内地上市，在上海证券交易所科创板（简称“科创板”）和深圳证券交易所以“中国存托凭证”形式上市。

“可变利益实体”结构

中国内地现行的法规明确限制或禁止外资投资于某些行业的中资公司，例如对某些互联网相关企业和电讯公司的外资所有权设有限制，也禁止外资于教育机构持有股权。为了规避相关限制，许多中国内地发行人成立非中资控股公司，通过其“外商独资企业”达成合约安排，目的是代表对其中国营运公司的直接所有权。尽管中国内地发行人在法律上是否保持对该中国营运公司的控制权是属于中国内地法律事宜，但通过这些合约安排，中国内地发行人通常能够将中国营运公司（通常称为“可变利益实体”（variable interest entity, VIE））的业绩合并到其财务报表内。中国内地发行人不能持有该中国营运公司的股权，但在“可变利益实体”结构下，该中国营运公司往往能够持有中国内地发行人无法直接持有的许可证和其他资产。

SEC 声明

根据近期已提交的年度报告，约有 184 家在美国交易所上市的中资公司使用“可变利益实体”结构。2021 年 7 月 30 日，SEC 发表了一份关于“可变利益实体”结构对投资者保障的声明，强调确保设在中国内地的营运公司（尤其那些以“可变利益实体”构建的中国营运公司）在其提交的注册陈述书上完整且准确披露的重要性。SEC 关注投资者可能不知道他们只是拥有一家开曼群岛公司的股份，而不是其背后的中国营运公司的股份。SEC 将要求企业披露更多该“可变利益实体”的结构，以及企业与于美国上市的（尤其是）开曼群岛公司（大多数“可变利益实体”结构都使用开曼群岛实体）之间的关系，包括“可变利益实体”股权结构、合并账目、该公司是否曾被中国内地当局拒绝承认其美国上市权利，尤其是该公司账目可能被检查而导致该公司被除牌。

对多轮融资交易和上市的影响

市场仍然波动，然而：

- 我们在市场上仍看到合理数量的多轮融资 / 首次公开招股前交易，对一些人包括紧张不安的投资者来说，这可能是他们唯一退出市场的可行出路；
- 中国内地整体的创投（早期、中期、首次公开招股前）和并购交易环境仍然面临重重挑战，短期内可能仍会保持这种状态；及
- 当市况明朗时，我们希望看到投资者开始调整策略，并面向更多受“鼓励”的行业（例如硬件、云端、人工智能、机器人、先进制造业、半导体、医疗保健）。

在上市选择方面，我们预期：

- 开曼群岛公司和英属维尔京群岛（简称“BVI”）公司将继续于美国上市。在不断变迁和发展的市场环境下，我们仍留意到不少客户寻求在纽约证券交易所和纳斯达克上市，包括主要上市和“特殊目的收购公司”（SPACs）上市；及
- 可以考虑以下各项：

¹ www.sec.gov/news/speech/fischer-remarks-international-council-securities-associations-052422

- (a) 港交所上市是另一个上市途径。中国内地公司已经受惠于港交所新设立的“加权投票权”（weighted voting rights）（又称“同股不同权”）制度。自从港交所修订其上市规则以允许采用“加权投票权”股权结构的公司于港交所上市以来，Maples 集团为多家采用此结构的公司提供法律建议，包括首家采用此结构的公司小米集团提供法律咨询服务；
- (b) 于港交所双重上市。Maples 集团为京东集团股份有限公司（JD.com）²、百度集团股份有限公司（Baidu, Inc）和阿里巴巴集团控股有限公司（Alibaba Group Holding Limited）³ 等公司就其各自在港交所的双重上市 / 第二上市项目提供法律咨询服务；及
- (c) 于中国内地上市，包括“中国存托凭证”上市。Maples 集团为九号有限公司（Ninebot Limited）在上海证券交易所科创板首个首次公开发行“中国存托凭证”项目⁴ 提供法律咨询服务。

总结

我们作为一家领先的律师事务所，曾为约 260 家离岸公司于美国上市提供法律咨询服务，同时作为在港交所上市项目法律咨询方面的市场翘楚（于 2022 年初至今，本所的整体市场份额约 45%），我们深信 Maples 集团具备优越的条件，在如此波动且不断变化的市况下，能够为我们的客户提供优质的法律咨询服务。

纵使中美两国持续不断推出新法律法规，立法环境不断演变，但无阻那些寻求上市的发行人。我们继续注意到发行人对在美国和香港上市的兴趣（包括双重上市），而那些寻求在美国和香港上市的中国内地发行人，也正在适应“新的世界秩序”。

有赖开曼群岛和 BVI 采取灵活、明确和宽松的监管措施，纵使海外监管机构修订规则，我们认为这也不会影响到开曼群岛和 BVI 的监管环境。反而我们注意到开曼群岛和 BVI 一如既

往地具备优厚的条件，能够应对未来可能出现的挑战。

如有垂询，请联系您惯常联系的 Maples 集团成员或以下联系人。

香港分所

Everton Robertson 艾宏通

+852 3690 7424

everton.robertson@maples.com

2022 年 8 月

© MAPLES 集团

本文章仅向 Maples 集团的客户及专业联系单位提供一般信息，其内容并非巨细无遗，亦非提供法律建议。

本文乃其英文版本的中文译本，仅供参考，如有歧义，概以英文版本为准。

² <https://maples.com/en/news/2020/7/maples-group-supports-jdcom-and-netease-on-the-largest-hong-kong-dual-listings-of-2020>

³ <https://maples.com/en/news/2019/11/maples-advises-alibaba-on-largest-hong-kong-ipo>

⁴ <https://maples.com/en/news/2020/10/maples-group-supports-e-scooter-producer-ninebot>