

從離岸角度看中美新法律對中國創投界的影響

背景

中方摘要

現行的境外發行證券及上市監管制度是中國內地於 1994 年頒佈，於 2019 年修訂，並經中華人民共和國（簡稱「中國」）政府、中國證券監督管理委員會（簡稱「中國證監會」）、中華人民共和國國家互聯網信息辦公室（簡稱「國家網信辦」）、中華人民共和國國家發展和改革委員會（簡稱「國家發改委」）和中華人民共和國商務部（簡稱「商務部」）分別於 2021 年及 2022 年通過多項規則對該監管制度進行補充，有關規定大致上仍是草案形式。國家網信辦於 2022 年 7 月 7 日發佈了《數據出境安全評估辦法》，明確相關數據（包括涉及國家安全的數據）和個人信息出境安全評估的具體規定。凡涉及境外發行證券和上市涉及國家安全、國家機密、數據安全、保密、處理 100 萬用戶以上個人信息、網絡安全和外商投資准入負面清單等事項，都屬於中國內地當局的主要關注點。中國內地為此擬定多項法律法規，以處理這些事宜。

儘管這些法律法規在性質上是獨立的，但它們大多與美國當局的措施有關，尤其是中國證監會於 2022 年 4 月 2 日公佈的《關於加強境內企業境外發行證券和上市相關保密和檔案管理工作的規定（徵求意見稿）》，旨在制定針對相關參與者（如審計師、公司）的保密制度，減少它們在審計工作底稿內披露不必要的涉密敏感信息（包括國家機密）。

美方摘要

在撰寫本文之時，約有 261 家中資公司在美國交易所上市。2021 年 12 月，美國公眾公司會計監察委員會（Public Company Accounting Oversight Board）（簡稱「PCAOB」）確定，

PCAOB 無法全面檢查或調查所有總部位於中國內地和香港的註冊審計師事務所。根據 PCAOB 的報告，去年約有 223 份審計報告是在因未經有關當局批准而無法進行調查的司法管轄區由 PCAOB 註冊審計師事務所出具的，或依靠由這些 PCAOB 註冊審計師事務所進行的委託審計工作（referred work）而出具的，當中 166 份來自中國內地，57 份來自香港。

超過 135 家依賴那些總部設在中國內地和香港的審計師事務所進行審計的企業，已經因其 2021 財政年度報告，而被 PCAOB 確定為「不合規」（non-compliant）。根據《外國公司問責法案》（Holding Foreign Companies Accountable Act）（簡稱「《外國公司問責法案》」），那些於 2022 年被美國證券交易委員會（簡稱「SEC」）認定為將被禁止證券交易的公司，可能於 2024 年（即連續第三年被認定）被美國交易所除牌，除非在此期間，這些企業選用一家接受 PCAOB 檢查和調查的審計師，或者 PCAOB 改變其檢查和調查中國內地和香港審計師事務的決定。

美國國會目前正在考慮立法，旨在根據《加速外國公司問責法案》（Accelerating the Holding Foreign Companies Accountable Act），加快 SEC 禁止那些被認定的發行人交易證券的進程，從連續三年加快至兩年。美國眾議院（US House of Representatives）也表明批准將這項政策納入《美國競爭法案》（America Competes Act）和《兩黨創新法案》（Bipartisan Innovation Act）。一旦頒佈，這將意味著交易禁令將於 2023 年生效。

根據近期的新聞報導，PCAOB、中國內地監管機構（中國證監會／商務部）與 SEC 似乎正在「積極」商討關於 PCAOB 對位於中國內地和香港審計師事務所進行檢查和調查的協

議。但 SEC 總監 YJ Fischer 最近表示¹ 時間已不多，縱使 PCAOB 與中國內地監管機構簽署協議，亦只是第一步，因為假設中美雙方達成協議，PCAOB 必需確定能否對位於中國內地和香港的審計師事務所進行檢查和調查，並且在今年內完成審計檢查和調查工作。

對境外上市的影響

中美新法律法規目前和日後對在開曼群島註冊成立的中資創投公司的影響，意味著發行人目前必須考慮各項策略：

- 公司改為聘用美國審計師／美國審計師事務所對中資公司進行審計，通過該美國審計師／美國審計師事務所位於中國內地的關聯機構對該中資公司進行一部分的審計工作，並依賴該審計工作出具審計報告；
- 退市、私有化或雙重上市，尤其是在香港聯合交易所（簡稱「港交所」）主要上市；及
- 於中國內地上市，在上海證券交易所科創板（簡稱「科創板」）和深圳證券交易所「中國存託憑證」形式上市。

「可變利益實體」結構

中國內地現行的法規明確限制或禁止外資投資於某些行業的中資公司，例如對某些互聯網相關企業和電訊公司的外資所有權設有限制，也禁止外資於教育機構持有股權。為了規避相關限制，許多中國內地發行人成立非中資控股公司，通過其「外商獨資企業」達成合約安排，目的是代表對其中國營運公司的直接所有權。儘管中國內地發行人在法律上是否保持對該中國營運公司的控制權是屬於中國內地法律事宜，但通過這些合約安排，中國內地發行人通常能夠將中國營運公司（通常稱為「可變利益實體」（variable interest entity, VIE））的業績合併到其財務報表內。中國內地發行人不能持有該中國營運公司的股權，但在「可變利益實體」結構下，該中國營運公司往往能夠持有中國內地發行人無法直接持有的許可證和其他資產。

SEC 聲明

根據近期已提交的年度報告，約有 184 家在美國交易所上市的中資公司使用「可變利益實體」結構。2021 年 7 月 30 日，SEC 發表了一份關於「可變利益實體」結構對投資者保障的聲明，強調確保設在中國內地的營運公司（尤其那些以「可變利益實體」構建的中國營運公司）在其提交的註冊陳述書上完整且準確披露的重要性。SEC 關注投資者可能不知道他們只是擁有一家開曼群島公司的股份，而不是其背後的中國營運公司的股份。SEC 將要求企業披露更多該「可變利益實體」的結構，以及企業與於美國上市的（尤其是）開曼群島公司（大多數「可變利益實體」結構都使用開曼群島實體）之間的關係，包括「可變利益實體」股權結構、合併帳目、該公司是否曾被中國內地當局拒絕承認其美國上市權利，尤其是該公司帳目可能被檢查而導致該公司被除牌。

對多輪融資交易和上市的影響

市場仍然波動，然而：

- 我們在市場上仍看到合理數量的多輪融資／首次公開招股前交易，對一些人包括緊張不安的投資者來說，這可能是他們唯一退出市場的可行出路；
- 中國內地整體的創投（早期、中期、首次公開招股前）和併購交易環境仍然面臨重重挑戰，短期內可能仍會保持這種狀態；及
- 當市況明朗時，我們希望看到投資者開始調整策略，並面向更多受「鼓勵」的行業（例如硬件、雲端、人工智能、機器人、先進製造業、半導體、醫療保健）。

在上市選擇方面，我們預期：

- 開曼群島公司和英屬維爾京群島（簡稱「BVI」）公司將繼續於美國上市。在不斷變遷和發展的市場環境下，我們仍留意到不少客戶尋求在紐約證券交易所和納斯達克上市，包括主要上市和「特殊目的收購公司」（SPACs）上市；及
- 可以考慮以下各項：

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

- (a) 港交所上市是另一個上市途徑。中國內地公司已經受惠於港交所新設立的「加權投票權」（weighted voting rights）（又稱「同股不同權」）制度。自從港交所修訂其上市規則以允許採用「加權投票權」股權結構的公司於港交所上市以來，Maples 集團為多家採用此結構的公司提供法律建議，包括首家採用此結構的公司小米集團提供法律諮詢服務；
- (b) 於港交所雙重上市。Maples 集團為京東集團股份有限公司（JD.com）²、百度集團股份有限公司（Baidu, Inc）和阿里巴巴集團控股有限公司（Alibaba Group Holding Limited）³ 等公司就其各自在港交所的雙重上市／第二上市項目提供法律諮詢服務；及
- (c) 於中國內地上市，包括「中國存託憑證」上市。Maples 集團為九號有限公司（Ninebot Limited）在上海證券交易所科創板首個首次公開發行「中國存託憑證」項目⁴提供法律諮詢服務。

總結

我們作為一家領先的律師事務所，曾為約 260 家離岸公司於美國上市提供法律諮詢服務，同時作為在港交所上市項目法律諮詢方面的市場翹楚（於 2022 年初至今，本所的整體市場份額約 45%），我們深信 Maples 集團具備優越的條件，在如此波動且不斷變化的市況下，能夠為我們的客戶提供優質的法律諮詢服務。

縱使中美兩國持續不斷推出新法律法規，立法環境不斷演變，但無阻那些尋求上市的發行人。我們繼續注意到發行人對在美國和香港上市的興趣（包括雙重上市），而那些尋求在美國和香港上市的中國內地發行人，也正在適應「新的世界秩序」。

有賴開曼群島和 BVI 採取靈活、明確和寬鬆的監管措施，縱使海外監管機構修訂規則，我們認為這也不會影響到開曼群島和 BVI 的監管環境。反而我們注意到開曼群島和 BVI 一如既

往地具備優厚的條件，能夠應對未來可能出現的挑戰。

如有垂詢，請聯絡您慣常聯絡的 Maples 集團成員或以下聯絡人。

香港分所

Everton Robertson 艾宏通

+852 3690 7424

everton.robertson@maples.com

2022 年 8 月

© MAPLES 集團

本文章僅向 Maples 集團的客戶及專業聯絡單位提供一般資訊，其內容並非巨細無遺，亦非提供法律建議。

本文乃其英文版本的中文譯本，僅供參考，如有歧義，概以英文版本為準。

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>