

## 境外上市监管解析（三） — 中国退市法律

作者：汉坤香港联营律师行 吴昊思

2020年12月2日，美国众议院以口头表决的形式一致通过了《外国公司问责法律》（“中国退市法律”）。此前，美国参议院已于2020年5月20日同样以口头表决的形式一致通过了中国退市法律。2020年12月18日，特朗普（Donald Trump）签署中国退市法律，且该法律于当天生效。2021年3月24日，美国证券交易委员会（“SEC”）发布了实施中国退市法律的部分内容的暂行最终准则（“《初步实施准则》”）并面向公众征求对实施中国退市法律其他部分的意见，包括退市程序。2021年5月13日，美国上市公司会计监督委员会（“PCAOB”）发布了一项拟定准则，该准则明确了无法依据《萨班斯法案》（“法案”）被检查的审计公司的判定框架，且于2021年11月4日生效（“《PCAOB准则》”）。2021年12月2日，SEC公布了最终准则（“《最终修订案》”），该准则修订了披露表，宣布了列出目标发行人（定义见下文）的公共网站的建立，并进一步澄清了中国退市法律规定的披露要求同样适用于VIE结构中的公司。最终修订案将于2022年1月10日生效。

### 一、中国退市法律的核心要点

中国退市法律旨在解决PCAOB无法检查为在美国上市的中国公司提供审计服务的在香港和中国大陆地区经营的审计师的问题。这一老生常谈的问题已由SEC在连续三届总统（特朗普、奥巴马、布什）的执政期间提出。中国退市法律的核心要点如下：

1. SEC应识别审计结果无法按PCAOB要求被审核的发行人（“目标发行人”），每一目标发行人应向SEC提交书面文件证明其并非由不允许PCAOB审计的国家或地区政府实体持有或控制。
2. 如果发行人连续三（3）年均被识别为目标发行人，则该等发行人将被要求从美国交易所（如纽约证券交易所NYSE）和纳斯达克（Nasdaq）及场外交易市场（over-the-counter）退市。
3. 目标发行人应向SEC披露其（i）注册地所在国家或地区的政府实体持有该等发行人的股份比例；（ii）审计师注册地所在国家或地区对发行人是否享有“控制性的财务利益”；（iii）每一身份为“中国共产党官员”的发行人及其运营实体董事会的成员；及（iv）章程中是否包括任何“中国共产党章程或该类章程的文本”。

## 二、《初步实施准则》及《最终修订案》的核心要点

《初步实施准则》通过合并上述第 1 条和第 3 条的规定对年度报告表进行了修订，并为认定目标发行人奠定了基础。也就是说，根据《初步实施准则》的要求，由 SEC 监管的 PCAOB 将“迅速采取行动”认定目标发行人。SEC 会核实并发布目标发行人清单，该清单目前暂定在每年 5 月 15 日公布。在“非检查”年中，SEC 会根据目标发行人前一年递交的年度报告来确定其是否为目标发行人。最早能以这种非检查方式被认定为目标发行人的时间为 2022 年（以 2021 年递交的年度报告为依据）。因此，依《初步实施准则》的规定，目标发行人最早会被强制退市的时间是 2024 年。但实践中，目标发行人需要提早为退市做准备（例如，在香港重新上市其公开发行的股票，私有化并在香港或中国大陆重新上市，或私有化）。根据《加速外国公司问责法》（见下文），该日期也可提前至 2023 年。

### （一）《最终修订案》

《最终修订案》通过纳入《中国退市法律》规定的披露内容，修订了目标发行人需要填写和提交的年度报告模板。针对发行人注册地政府实体所拥有的股份的披露，《最终修订案》将要求范围扩大到包括 VIE 结构中的所有集团公司，因此，除了披露政府拥有的母公司股权外，现在还需披露政府拥有的 VIE 结构中的 VIE 公司股权。《最终修订案》也规定了将在公开的网站上披露目标发行人名单，具体网址为：<http://www.sec.gov/HFCAA>。

重要的是，《最终修订案》包含了退市程序的相关规则，即 SEC 将在目标发行人连续三年被识别为不符合规定后将其退市除名（可能会在近期被减少至两年，见下文），该退市将在 SEC 发出命令后的第四个工作日生效。

### （二）待澄清事项

中国退市法律的赞助人，长久以来一直支持该类法案的布拉德谢尔曼（Brad Sherman）议员（代表加利福尼亚州的民主党议员）此前曾表示其希望优化参议院版本的法案。然而该等优化的提案最终并未通过，从而导致通过的法案存在如下不确定性：

1. 中国退市法律并未定义“政府实体”（government entities），因此何种组织构成“政府实体”存在不确定性（例如国有实体或国有有限合伙的定性）。
2. 中国退市法律并未定义“中国共产党官员”（official of the Chinese Communist Party），因此何种身份将被认定为“官员”存在不确定性（例如共产党党员或其他身份的人士）。
3. 中国退市法律并未定义“控制性财务利益”（controlling financial interest），因此相应披露内容也存在不确定性。
4. 根据中国退市法律的规定，实际由政府实体持有或控制的目标发行人将无法完成认证，但中国退市法律中并未规定无法完成认证的后果。
5. 中国退市法律中未规定跨国发行人就其中国子公司及在中国的业务运营在当地进行的审计的处理方式<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> 根据 2020 年 12 月 2 日的立法讨论，布拉德谢尔曼（Brad Sherman）宣读了他和约翰肯尼迪（John. N. Kennedy）（作为参议院中国退市法律的联合赞助人的共和党议员）作出的关于中国退市议案不适用于任何“总审计量”中不超三分之一不在 PCAOB 检查范围内的发行人的声明，关于“总审计量”的含义将由 SEC 通过实施法规具体定义，其可能包括总收入、资

《初步实施准则》阐释了上述第 3 个问题，其指出“持有或控制”、“持有”和“控制性财务利益”应参考《1934 年证券交易法》中“控制”的定义。《初步实施准则》也阐释了上述第 4 个问题，其指出由政府实体持有或控制的目标发行人无需证明其未被政府实体控制，但是该目标发行人仍需履行其他适用于所有目标发行人的披露义务。

《初步实施准则》向公众征求了关于“政府实体”（上述第 1 个问题）和“中国共产党官员”定义（上述第 2 个问题）的意见。《最终修订案》表明 SEC 将不会进一步定义“中国共产党官员”，因为该概念已十分明确。《最终修订案》并没有讨论“政府实体”的定义。

《初步实施准则》及《最终修订案》均未阐释上述第 5 个问题，但《初步实施准则》的确表明根据 SEC 的内部分析，多达 273 个目前在美国上市的公司将会被中国退市法律影响。

### 三、《PCAOB 准则》的核心要点

《PCAOB 准则》明确了无法根据法案被检查的审计公司的判定框架（“目标审计公司”）。根据中国退市法律，一旦 PCAOB 确定了目标审计公司，SEC 将以该清单为基础来确定目标发行人（即其审计师为目标审计公司的中国发行人）。

根据《PCAOB 准则》，总部位于不允许 PCAOB 访问审计工作文件的司法管辖区的审计公司为目标审计公司。换句话说，这条规定将覆盖中国的审计师。此外，（分）办公室位于不允许 PCAOB 访问审计工作文件的司法管辖区的审计公司也为目标审计公司。换句话说，这条规定将涵盖四大审计师事务所等国际审计公司在中国大陆和香港的（分）办公室。

PCAOB 在确认目标审计公司清单时会考虑以下因素（“审计决定因素”）：

1. PCAOB 选择业务，审计领域和应被审查或调查的潜在违规行为的能力；
2. PCAOB 取得，保留或使用该公司或其任何关联人所拥有，保管或控制的任何其认为与检查或调查有关文件或信息（包括通过访谈得到的信息和证词）的能力；
3. PCAOB 按照符合其及中国退市法律规定（根据 PCAOB 的解释和适用）进行检查和审查的能力。

以上第二条审计决定因素再次重申了 PCAOB 的长期稳定地位，即 PCAOB 具有检查和调查审计公司，位于美国境内或境外，广泛的权力。

目标审计公司清单将按年核实，且 PCAOB 可全权对其酌情修改。

除了《PCAOB 准则》的细节外，PCAOB 在该准则文本之前的前序讨论也包含有关 PCAOB 对由中国提议的联合审计机制所持立场的重要线索。

首先，PCAOB 指出：“目前，PCAOB 网站上反映出，PCAOB 可以在除两个司法管辖区（中国和香港）之外的所有辖区进行检查”。此前，比利时也拒绝提供 PCAOB 位于比利时的审计公司的完全访问权，但两国于 2021 年 4 月通过一项联合协议解决了该分歧。这意味着从现实角度出发，中国退市法律实际上仅针对为在美国上市的中国公司提供审计服务的中国审计公司。

---

产、或其他指标。换言之，就算某美国跨国公司存在无法接受 PCAOB 审查的中国业务，只要该公司中国业务部分占比不超过总审计量的三分之一，中国退市法律将对其不适用。但该等立法讨论本身无法律效力且仅作为 SEC 日后实施中国退市法律的参考。

其次，中国于 2020 年 8 月提出了由中国证监会（CSRC）和美国证监会联合对中国的审计公司进行审查的机制。中国证监会副主席方星海最近对美国当局对此未作出回应表示失望：

*我们已于去年 8 月 4 日发送了有关与 PCAOB 进行联合审查政策的最新版本，但不幸的是，自美国总统大选以来，美国的气氛不利于中美合作。而且我们还没有收到 PCAOB 关于我们的提议是否合适的答复。自去年八月以来，我们每个月都发送一封电子邮件，没有收到任何回复。*

但是，从《PCAOB 准则》内的探讨看来，中国的提案可能无法让美国当局感到满意。探讨意识到，“外国当局采取的某些立场是基于‘守门人’准则，该准则规定，注册公司只能通过当地的非美国监管机构将其审计工作文件移交给 PCAOB……如果终止了上述安排，PCAOB 进行检查或调查的能力可能会受到损害。”换句话说，由于担心非美国监管机构（例如中国证监会）可能会限制或驳回访问权，PCAOB 似乎因此拒绝了联合监督的概念。

然后讨论指出，非美国监管机构可以利用其他实体法来损害 PCAOB 访问“公司人员、审计工作文件或检查或调查有关的其他文件或信息”的能力。其中提到的一套法律是《个人数据保护法》。

2021 年 12 月 16 日，PCAOB 发布了一份决定报告（“**2021 年 PCAOB 裁定**”），确认了所有在中国大陆和香港的 PCAOB 注册会计所，包括四大，都是目标审计公司。2021 年 PCAOB 裁定得出结论，检查和调查两方面的所有审计决定因素都没有被满足，该结论导致所有聘用 2021 年 PCAOB 裁定中所列的目标审计公司（包括四大会计师事务所的中国大陆和香港办事处）的中国发行人被 SEC 认定为目标发行人，其美国公共证券将根据《中国退市法律》被退市。

2021 年 PCAOB 裁定附有对其立场和理由的详细分析，中美双方的重大分歧如下：

**中国监管机构扣留或改写信息的权利。**贯穿 2021 年 PCAOB 裁定的主题之一是 PCAOB 不同意中国监管机构拥有提前审查审计文件并扣留或编辑审计文件中的信息的权利。除了原则上不同意这项权利（审计决定因素的一个基本原则是 PCAOB 应不受任何限制地获取其认为与审查有关的信息），2021 年 PCAOB 裁定举例了 2014 年 12 月的一次试点检查活动，在其看来，在该试点检查活动中，因中国监管机构扣留/编辑了相关审计文件中的信息，PCAOB 无法获得检查所需的信息。虽然 2021 年 PCAOB 裁定承认了中国证监会在 2019-2021 年间提出的提案，其指出，“中国证监会的提案仍允许中国证监会扣留或编辑信息，并且未能在意识到 PCAOB 需要审查该被扣留或编辑的信息完成其检查工作后，建立一个能提供其扣留文件和编辑信息给 PCAOB 的机制。”

**PCAOB 有权决定对谁进行检查和检查范围。**2021 年 PCAOB 裁定没有接受中国监管机构提出的建议，即限制其对中国监管机构认定为敏感发行人（其中提到的两个行业为国有企业和“大型技术相关公司”）的检查。2021 年 PCAOB 裁定还对 PCAOB 无法完成对目标审计公司的“定期检查计划”表示失望。

**PCAOB 自称无法完成审计调查。**2021 年 PCAOB 裁决的结论为，因无法获得所需要的信息或采访证人，两项基本的审计决定因素，PCAOB 无法进行审计调查。具体而言，PCAOB 声称中国监管机构未能遵守双方签署的 2013 年执法备忘录（2013 Enforcement MOU），促进调查相关的信息交流。PCAOB 声称，自 2013 年以来，中国证监会没有根据 2013 年执法备忘录提供调查所需的文件，也没有为调查香港的目标审计公司提供任何文件。此外，由于双方没有这方面的安排，PCAOB 也没有被授予向证人取证的权力。2021 年 PCAOB 裁决提到 2017 年 PCAOB 与中国证监会和财政部在北京举行的会议，该会议没有促成更多根据 2013 年执法备忘录被提供的额外信息，也没有促成任何关于采访证人的安排。

## 四、与中国退市法律相关的近期发展

### （一）《加速外国公司问责法》

2021年6月22日，美国参议院一致通过一项将目标发行人退市期限从3年修改为2年的法案<sup>2</sup>（《加速外国公司问责法》）。2021年10月26日，美国众议院金融服务委员会的投资者保护、创业和资本市场小组委员会举行了一场听证会，讨论《加速外国公司问责法》和其他可能影响目标发行人的行为（“众议院听证会”）。

《加速外国公司问责法》在美国参议院经一致同意通过并在美国众议院举行了听证会表明该法案在近期内通过美国众议院并由总统签署的可能性很大。如果通过，目标发行人的最早除名日期将是2023年12月31日。

### （二）拟上市和美国投资禁令

2021年5月27日，参议员马可·卢比奥（共和党-佛罗里达州）（Marco Rubio），一位长期频繁批评中国的参议员，提出了《禁止无法负责的人参与IPO法案》（*No IPOs for Unaccountable Actors Act*）（“拟禁止上市法”）。拟禁止上市法将从颁布之日起一年内禁止其审计工作文件可能未经PCAOB检查的公司在美国上市，包括拟通过与特殊目的收购公司（SPAC）的企业合并上市的公司。尽管中国退市法律已被颁布，2021年见证了中国企业在美国上市的数量大幅度增加，拟禁止上市法的出台可能为针对这一现象<sup>3</sup>。

国会记录还显示，2021年5月26日，参议员卢比奥试图将拟禁止上市法的具体条款作为修正案插入另一则在立法程序中更快一步的法案，《无尽边境法案》<sup>4</sup>（*the Endless Frontier Act*），该法案由参议员舒默提出，其他13位参议员共同发起，其中7位是共和党员<sup>5</sup>。这是一种常见的立法策略，比起单独对一项法案进行投票，将条款作为修正案插入另一则更紧迫的法案可以绕过这些流程<sup>6</sup>。鉴于《无限边境法案》据称也针对中国，参议员卢比奥至少有一个可以说服参议院领导层将拟禁止上市法的法条纳入《无尽边境法案》的修正案的依据，从而可能加速拟上市禁令法的通过。

在众议院听证会上，参议院谢尔曼（Sherman）还提出了新的拟议法条（i）要求SEC研究中国公司是否应继续利用美国证券法所设计的“外国私人发行人”（foreign private issuer）的权利在美国公共市场上市，以及（ii）禁止指数基金投资使用VIE结构的目标发行人的可能性。如果SEC认定中国公司不能作为“外国私人发行人”在美国公开市场上市（谢尔曼先生指出，“外国私人发行人”最初是为具有类似投资者保护措施英国等司法管辖区的公司所设计的），那么实际上中国公司将无法在美国上市。由于很大一部分目标发行人具有VIE结构，包括几乎所有非医疗保健和生命科学公司的数字新媒

<sup>2</sup> 该法案全名为S.2184，将修改2002年《萨班斯法案》，为了达到增加针对继续使用不接受PCAOB审查的会计事务所的特定发行人的交易禁令等其他目的。

<sup>3</sup> 参见金融时报2021年4月26日的文章，其中提到中国公司通过美国股票发行筹集的资金年化增长440%，详见<https://www.ftchinese.com/story/001092291/ce?archive>。

<sup>4</sup> 参见2021年5月26日参议院国会记录，第5-6页，见<https://www.congress.gov/117/crec/2021/05/26/167/92/CREC-2021-05-26-pt1-PgS3512.pdf>。

<sup>5</sup> 《无限边境法案》的既定目标为“通过人工智能、高性能计算和高性能制造等关键技术重点领域的基础研究，加强美国在关键技术方面的领导力，以及为美国企业将这些技术商业化。”该法案的立法记录显示，民主党和共和党都同意该法案的目的是为了对抗来自中国的竞争，共和党表示该法案在这方面做得还不够。

<sup>6</sup> 事实上，修订后的CFIUS（2018年外国投资风险审查现代化法案）和出口管制法（2018年出口管制改革法案）实际上是一定会通过的年度国防法案的修订。

体（TMT）公司，如果指数基金不能投资于具有 VIE 结构的目标发行人，其造成的市场影响可能很大。受影响的指数基金可能不得不通过对有美国投资者的指数基金和没有美国投资者的指数基金进行隔离，对其产品进行昂贵的重组。

拟议的上市禁令法案由参议员鲍勃-凯西（民主党-宾夕法尼亚州）（Bob Casey）和国会议员谢尔曼共同提出，这表明两党都支持采取进一步行动，使中国公司与美国公开市场和美国投资者整体脱钩。

### （三）SEC 公开声明

2021 年 7 月 30 日，SEC 主席 Gary Gensler 发表公开声明，表示他已指示 SEC 工作人员对潜在的中国发行人要求额外披露。公开声明中特定关于 VIE 结构和中国退市法律的新披露内容目前已经以不同形式出现在中国发行人的招股书中，但仍需要加强以符合该公开声明的要求。公开声明中增加的新披露内容是要求披露企业在美国 IPO 是否需要通过中国监管部门的批准，如需批准，该批准是否可被拒绝或撤销。这一意图似乎是为了防止类似滴滴上市事件的发生，滴滴在美国上市后立即受到了中国监管部门对其数据方面的持续调查。

2021 年 8 月 17 日，在 Gary Gensler 的 twitter 账户上发布的视频中，Gensler 先生表示，SEC 将暂停处理具有 VIE 结构的中国发行人的上市申请，直到 SEC 收到“全面和公平的披露”，回应公开声明中列举的各项风险。2021 年 8 月 13 日起，SEC 开始向潜在的中国发行人发布详细的后续要求，其效果为加强目前披露力度（如中国的监管发展是否可能“导致此类[上市]证券的价值大幅下降或失去价值”）。此外，潜在的中国发行人需要披露企业在美国 IPO 是否需要通过中国监管部门的批准，如需批准，该批准是否可被拒绝或撤销。要求中特别提到了关于遵守中国网信办的数据安全要求，因该要求与美国 IPO 有关。事实上，中国网信办已经发布了拟议的法规，要求任何拥有超过 100 万用户个人信息数据的潜在中国发行人在进行美国 IPO 之前，必须事先获得其批准<sup>7</sup>。也有一些新闻机构报道了这类批准的范围和另外所需的中国证监会的批准<sup>8</sup>。

该公开声明还重申了《中国退市法律》的要求，以及重点披露潜在退市风险的必要性。在接受彭博社采访时，Gensler 先生再次重申 PCAOB 需要检查目标发行人的审计工作文件，他说：“道路明确，时间紧迫……我还没有被告知任何明确的前进道路<sup>9</sup>”。

2021 年 9 月 20 日，SEC 发布了一份投资者公告，重申了公开声明的原则，包括投资于未来可能被中国政府禁止的 VIE 结构的相关风险<sup>10</sup>。

### （四）SEC 至中国公司的信函样本

2021 年 12 月 20 日，SEC 下公司财务部在其网站上发布了《致中国公司的信函样本》（“信函样本”），其中规定了 SEC 对目标发行人加强披露的期望，尤其是有 VIE 结构的公司和拟通过与 SPAC

<sup>7</sup> 请见汉坤法律评述，《网络安全审查办法》（修订草案征求意见稿）快评：

<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/914f3e9e7dd2766f5dae0c1535bc1570.pdf>。

<sup>8</sup> 《华尔街日报》，2021 年 8 月 27 日发表的《中国计划禁止数据密集科技公司在美国上市》：

<https://www.wsj.com/articles/china-plans-to-ban-u-s-ipos-for-data-heavy-tech-firms-11630045061>。

《路透社》，2021 年 8 月 27 日发表的《中国计划禁止存在数据安全风险的科技公司在境外上市》：

<https://www.reuters.com/technology/china-plans-ban-us-ipos-data-heavy-tech-firms-wsj-2021-08-27/>。

<sup>9</sup> 《彭博社》2021 年 8 月 25 日发表的《SEC 主任警告中概股退市的‘时间紧迫’》：

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-08-25/sec-chief-warns-clock-is-ticking-on-delisting-chinese-stocks>。

<sup>10</sup> 投资者公告：美国上市公司通过 VIE 结构经营中国业务：<https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-95>。

合并上市的中国公司。除了要求《加速外国公司问责法》的补充披露和《中国退市法律》的实施，以及要求招股书修订并将 VIE 结构与集团其他部分分开之外，信函样本揭示了 SEC 对可能影响中国发行人在美国上市的中国监管发展的总体认识，具体如下：

**除中国法律法规外的中国监管机构的声明：**信件样本要求中国发行人“说明中国政府近期声明和监管行动，如与 VIE、数据安全或反垄断有关的声明和行动，已经或可能对公司开展业务、接受外资或在美国或其他外国交易所上市的能力造成的影响……鉴于中国政府最近的声明表明其有意对在中国发行人在境外发行和/或接受外资施加更多的监督和控制，认识任何此类行动都可能大幅度限制或完全阻碍中国发行人向投资者发行或继续发行证券的能力，并导致此类证券的价值大幅下降或消失。”这些要求表明，SEC 认为市场风向和意向声明对于任何拟在美国上市的中国发行人都很重要。

**针对中国证监会和中国证监会的具体讨论：**信件样本要求额外披露发行人在美国上市可能所需的批准，以及如果没有获得该类批准或发行人错误判断批准把不适用的后果。具体而言，信函样本要求：

“说明你、你的子公司或 VIEs 是否受中国证券监督管理委员会（CSRC）、中国国家互联网信息办公室（CAC）或任何其他需要批准 VIE 业务的政府机构许可要求限制，并明确说明你是否已获得所有必要的许可或批准，以及是否有任何许可或批准被拒绝。还请说明你、你的子公司或 VIEs 在以下情况下会对你和你的投资者的产生的后果：如果（i）没有收到或维持此类许可或批准，（ii）无意中得出结论认为不需要此类许可或批准，或（iii）适用法律、法规或法律解释发生变化，要求你们在未来获得此类许可或批准……鉴于近期事件表明网信办（CAC）有意加强对数据安全的监管，尤其针对拟在外国交易所上市的公司，请修改你的披露函并解释这种监管对你的业务和你的产品有何影响，以及你认为你在多大程度上遵守了 CAC 迄今发布的法规或政策。”这些要求表明 SEC 非常了解中国的监管发展，这些发展可能会在其提案到最终案发布期间对中国发行人产生实质性影响。这些要求可以解读为，在没有中国监管部门批准的情况下，强烈不赞成在美国上市，具体的披露会因监管风险的增加而使在美上市失去意义。

*本备忘录仅供参考，非法律意见或在美国任何司法管辖区内的法律实践。汉坤根据其在跨境交易中的经验以及对美国总体监管环境的了解，撰写了此备忘录。*

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 吴昊思

电话： +852 2820 5617

Email: [charles.wu@hankunlaw.com](mailto:charles.wu@hankunlaw.com)