

在美国上市的中国公司面临的困难及如何在香港上市

2020年6月

在中美局势持续紧张及瑞幸咖啡在纳斯达克高调上市后发生金融违规的背景下，¹美国监管机构重新聚焦于在美国证券交易所上市的中国公司。2020年4月21日，美国证券交易委员会（美国证交会）主席及公众公司会计监督委员会（会计监督委员会）主席发表一份联合声明，强调了会计监督委员会无法在中国检查审计工作底稿的情况，以及美国当局在对非美国公司和非美国人士提起和执行管制行为方面面临的巨大困难。²其后，美国参议院于2020年5月20日一致通过《外国公司问责法案》（《外国公司问责法案》），该法案如果获得美国众议院通过并经美国总统签署成为法律，或与中国的证券及国家机密法律法规相冲突，并导致中国公司被禁止在美国的证券交易所上市及交易其证券。³

作为结果，在美上市的中国公司现正寻求其他上市地点，包括香港联合交易所（香港联交所或交易所）。本文重点介绍目前在美上市的中国公司面临的困难及在香港联交所的上市机制和程序。

《外国公司问责法案》概述

《外国公司问责法案》将修订《2002年萨班斯-奥克斯利法案》（《萨班斯-奥克斯利法案》），要求特定发行人向美国证交会披露有关妨碍会计监督委员会根据《萨班斯-奥克斯利法案》进行检查的外国管辖区信息。具体而言，《外国公司问责法案》要求美国证交会识别所有如下申报发行人，该申报发行人由在外国司法管辖区拥有分支机构或办事处的注册会计师事务所审计，而且该外国司法管辖区内当局采取的立场导致会计监督委员会无法完全检查或调查此类会计师事务所（包括其审计工作和工作底稿），该等申报发行人必须确立并向美国证交会确认它们并非由相关外国司法管辖区内的政府实体拥有或控制。

此外，如会计监督委员会连续三年无法检查该等申报发行人的审计师，美国证交会须禁止该等发行人的证券在美国任何全国性证券交易所或场外交易市场进行交易（初步禁制令）。如该发行人能向美国证交会证明并且美国证交会信纳该发行人已聘请一位经由会计监督委员会

¹ 纳斯达克新闻稿 - 瑞幸咖啡收到纳斯达克的退市通知，并计划要求举行听证会

² 美国证交会及会计监督委员会的联合声明 - 新兴市场投资在披露、财务报告及其他方面涉及重大风险

³ 美国参议院 S. 945 号草案 - 《外国公司问责法案》

检查的审计师，美国证交会将被允许解除初步禁制令。然而，如会计监督委员会随后认为其在初步禁制令届满后的一年内无法检查该发行人的审计师，美国证交会须实施一项后续禁制令，禁止在至少五年期限内交易该发行人的证券（**后续禁制令**）。如该发行人能向美国证交会证明并且美国证交会信纳该发行人将聘请一位可以被会计监督委员会检查的审计师，则美国证交会将被允许在五年期限届满后解除后续禁制令。

《外国公司问责法案》亦要求申报发行人针对非检查年度作出进一步披露，包括针对在其注册成立的司法管辖区内政府实体所拥有的发行人股份百分比、适用的外国司法管辖区内政府实体是否拥有发行人的控制性财务利益，以及（如适用）在发行人或其运营实体担任董事职务的任何中国共产党官员姓名。

对中国发行人的潜在影响

如颁布，《外国公司问责法案》或使美国证券交易所上市的中国发行人陷入合规方面的严重困境。根据《萨班斯-奥克斯利法案》，在美国上市的公司须要由经由会计监督委员会检查的公司进行审计。然而，有关保护国家机密和国家安全的中国法律已被援引作为限制外国取得位于中国的商业账簿、记录和审计工作底稿的理据。这种持续冲突于2012年12月升级，当时美国证交会对“四大”会计师事务所和另一家美国大型会计师事务所的中国联属机构提起行政诉讼，起因是这些会计师事务所拒绝提供与中国公司有关的审计工作底稿和其他文件，而这

些中国公司当时正由于对美国投资者的潜在会计欺诈行为被美国证交会调查。⁴

为解决此问题，会计监督委员会与中国证券监督管理委员会（**中国证监会**）及财政部于2013年5月7日签署了一份谅解备忘录（**谅解备忘录**），该备忘录确定了在两国各自管辖范围内提供和交换与调查相关的审计文件的合作框架。⁵然而，根据谅解备忘录，审计底稿的提供仍然可以“公共利益或国家的根本利益的理由”为基础而被拒绝，而会计监督委员会持续对中国方面未能提供充分合作使会计监督委员会未能及时获得履行执法事宜所需的相关文件和证明表达担忧。⁶

此外，根据于2020年3月1日生效的《中华人民共和国证券法》第177条的新规定，未经中国证券监督管理委员会（**中国证监会**）和中国国务院辖下各监管部门批准，中国的任何单位或个人不得向境外提供与证券业务活动有关的文件及/或资料。⁷这些新规定加上禁止与外国人士分享敏感信息的中国现有国家机密法律和法规，使得在美国证券交易所上市的中国公司处于试图遵守互相冲突的美国法律（要求披露特定信息）及中国法律（禁止该披露）的危险境地。作为结果，在美国上市的中国公司或对终止在美国上市及申报义务，并寻求在其他司法管辖区上市重新产生兴趣。

⁴ 美国证交会新闻文摘 2012-230 期 - 四大会计师行的中国关联公司拒绝提交文件，被美国证交会控告违反美国《证券法》

⁵ 会计监督委员会新闻稿 - 会计监督委员会与中国监管部门订立执法合作协议

⁶ 会计监督委员会声明 - 与中国相关的文件获取挑战

⁷ 中国证监会 - 《中华人民共和国证券法》

从美国退市及取消注册 - 自愿退市 (Going Dark) 或私有化 (Going Private)

在美国证券交易所上市的中国公司可以通过自愿退市 (going dark) 或私有化 (going private)，终止他们在美国的申报责任并从美国证券交易所退市。两个途径的主要分别 (见下文详述) 为自愿退市的公司取消注册当日之后仍可继续进行交易，而选择私有化的公司在取消注册后将不会进行交易。

自愿退市。在美国上市的公司如果符合若干条件，则有资格根据 1934 年《美国证券交易法》(《交易法》) 自愿将其证券退市及取消注册。同时在美国境外上市的外国私人发行人 (foreign private issuer) 一般合资格根据《交易法》第 12h-6 条采用简易退市及取消注册程序，前提是：

- 该发行人必须为《交易法》所指的申报公司至少一年，已将此段期间所规定的全部《交易法》报告归档或提交，并已提交至少一份年度报告；
- 该发行人在过去 12 个月不得在美国进行注册发售 (除有限的例外情况外)；
- 该发行人必须在最近 12 个月期间在美国境外维持上市地位，且该市场为其主要交易市场并在最近 12 个月期间占其交易至少 55%；
- (i) 该发行人的股份在美国最近 12 个月期间的平均每日成交量不得多于该发行人股份按全球基准计算的平均每日成交量的 5%，及 / 或 (ii) 该发行人在向美国证交会提交必要通告的 120 天内的任何一日有少于 300 名美国居民持有人或少于 300 名全球持有人；及

- 如该发行人在退市时未能符合 5% 的平均每日成交量测试，须面临进一步的 12 个月等候期。

私有化。不合资格选择自愿退市的公司，仍可尝试通过私有化程序将其公众股东的全部或大部分持股变现，致使该公司合资格根据《交易法》将股份退市及取消注册。视乎个别公司的特定情况 (包括控股股东及联系人的参与) 而定，私有化交易通常以一步式合并 (one-step merger) 的形式进行，或在进行收购要约 (tender offer) 后再进行第二阶段合并 (back-end merger) 或简易合并 (short-form merger)。此外反向股份分割 (reverse stock split) 亦可用于减少公众股东的数目以使公司具备资格根据《交易法》退市及取消注册。私有化交易或涉及与目标公司董事会的特别委员会进行磋商、出具公平意见、根据《交易法》第 13e-3 条作出广泛的信息披露，以及举行股东投票。进行私有化交易需考虑的其他因素包括作出必要信息披露的时间和内容，以及出现与披露信息有关的诉讼的可能性。与退市交易相比，私有化交易一般而言需要较多时间和费用。

在香港上市

鉴于与其他终止美国申报责任的方法相比，根据《交易法》第 12h-6 条退市有其益处，现时在美国上市的中国公司正积极地希望在落实从美国退市及取消注册前物色到其他上市地点，并倾向于选择其他同样具有募集国际资金能力的国际金融中心 (如香港交易所)。直至目前为止，阿里巴巴集团、京东集团及网易均已完成在香港的第二上市，并同时向香港散户及机构投资者进行大型的新股发行。就此，我们在下文简述在香港交易所寻求双重主要上市或第二上市的要求。

已经在美国上市 (例如纽约证券交易所 (纽约证交所) 或纳斯达克) 的中资发行人，可以选择根据第 18 章或第 18A 章寻求双重主要上

市，或根据第 19C 章的优待渠道寻求第二上市。特别是，随着几家知名的中国科技公司（包括阿里巴巴集团、京东集团及网易）根据第 19C 章在香港完成上市或进行上市过程，第 19C 章在最近几个月受到广泛关注。传统的第二上市渠道并不适用于中资发行人，因为香港交易所及证券及期货事务监察委员会规定，寻求传统第二上市的发行人其业务重心（centre of gravity）必须在大中华区以外。⁸

第 19C 章的第二上市优待机制，将 2017 年 12 月 15 日或之前上市的中资发行人（**获豁免的大中华发行人**）与 2017 年 12 月 15 日后上市的中资发行人（**不获豁免的大中华发行人**）区

分。基于获豁免的大中华发行人在香港交易所刊发有关第二上市优待渠道的方案前经已上市（因此监管套利的风险有限），该等发行人可享有较多的豁免，以便他们在香港上市。

如中资发行人完成在香港的第二上市后，其股份的交易大部分永久转移到香港，即该发行人最近一个会计年度的股份全球成交量（包括该等股份的预托证券的成交量）总金额有至少 55% 在香港交易所市场进行，则该发行人将被香港交易所视为在香港拥有双重主要上市。

相关上市要求的概览请参阅附件。

⁸香港交易所考虑的因素包括但不限于发行人的历史、其中央管理及管控所在地、其主要业务及资产等。



Peter Brien (白礼仁)

合伙人

T +852 2901 7206

E peter.brien@slaughterandmay.com



John Moore (莫德华)

合伙人

T +852 2901 7293

E john.moore@slaughterandmay.com



Jing Chen (陈景行)

合伙人

T +852 2901 7373

E jing.chen@slaughterandmay.com

© 司力达律师楼 2020

本材料仅用于一般参考，并不提供法律建议。欲了解更多信息，请咨询您通常的司力达联系人。

附录

	双重主要上市 (第 18 或 18A 章)	为大型创新产业公司而设的优待第二上市 (第 19C 章)
资格要求	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 符合下列其中一项财务资格要求*： <ul style="list-style-type: none"> ○ 盈利测试 - 最近一年的盈利不得低于 2,000 万港元，及其前两年累计的盈利亦不得低于 3,000 万港元；或 ○ 市值/收益/现金流量测试 - 最近一年的市值为 20 亿港元、收益为 5 亿港元，及于前三年的现金流入合计为 1 亿港元；或 ○ 市值/收益测试 - 最近一年的市值为 40 亿港元及收益为 5 亿港元 ➢ 具备不少于三年的营业记录** ➢ 至少前三年的管理层维持不变，及至少最近一年的拥有权和控制权维持不变** ➢ 其证券有一个充分及公开的市场 ➢ 须有足够的管理层人员在香港 <p>* 第 18A 章下的尚未有收益的生物科技公司反而可符合有关研发及临床试验的要求 ** 第 18A 章下的尚未有收益的生物科技公司须要由大致相同的管理层经营现有的业务至少两年。并无严格要求公司的拥有权须要维持不变，但联交所评估时将考虑这一点</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 符合一般上市资格要求 - 参阅双重主要上市的要求 ➢ “创新公司”一般具有以下超过一种特征： <ul style="list-style-type: none"> ○ 公司成功营运有赖其应用了新科技、创新理念、及/或新业务模式，亦以此令该公司有别于现有行业竞争者； ○ 研究及开发为公司贡献一大部分的预期价值，亦是公司的主要活动及占去大部分开支； ○ 公司成功营运有赖其独有业务特点或知识产权；及/或 ○ 相对于有形资产总值，公司的市值/无形资产总值极高 ➢ 已在合资格交易所（包括纽约证交所和纳斯达克）作主要上市，并拥有至少两年的良好合规纪录 ➢ 市值至少 400 亿港元或如公司在经审计的最近一个财务年度的收益至少 10 亿港元，则该公司的市值须为至少 100 亿港元
股东保障水平	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 须证明其股东保障水平至少相当于香港的相关水平，尤其关注若干重要的股东保障标准： <ul style="list-style-type: none"> ○ 须取得股东绝大多数票的事宜： <ul style="list-style-type: none"> ▪ 组织章程文件的变动； ▪ 股份所附带权利的变动；或 ▪ 自动清盘 ○ 增加个别股东法律责任须经股东本人同意 ○ 核数师的委聘、辞退须由股东或独立于董事会以外的其他组织批准 ○ 发行人须每年举行一次股东周年大会，并就举行股东大会给予合理的书面通知 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 获豁免的大中华发行人毋须修改其组织章程文件，以符合《上市规则》附录 3 和 13 的规定 <ul style="list-style-type: none"> ○ 他们反而必须遵守第 19C 章所载的重要股东保障事项，这些事项反映了在可接受司法权区内适用于双重主要上市的重要股东保障标准 ○ 港交所不一定要求修改组织章程文件以证明其符合第 19C 章所载的标准 ➢ 不获豁免的大中华发行人必须修改其组织章程文件，以符合《上市规则》附录 3 和 13 的规定（或假如该发行人并非在开曼群岛等“认可司法权区”注册成立，该发行

	双重主要上市 (第 18 或 18A 章)	为大型创新产业公司而设的优待第二上市 (第 19C 章)
	<ul style="list-style-type: none"> ○ 股东/成员须有权在股东大会上发言及投票 ○ 股东/成员必须可以要求召开股东大会 (在每持有一股有一票投票权的基础上, 为召开会议所必须取得的最低投票权不得高于 10%) ○ 与香港结算所作出所需的安排, 以确保股东/成员有权出席股东大会, 并于会上发言及投票 <p>➤ 根据公司注册地的司法权区采取不同的方针:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 在开曼群岛 (大多数中国的发行人将属于此类)、百慕达或中国注册成立的公司须要修改其组织章程文件, 以符合《上市规则》附录 3 和 13 的规定 (这些一般相当于香港法律的要求, 而且较上文所载的重要股东保护标准更为广泛) ○ 在加利福尼亚州、特拉华州和内华达州 (这些地区属于可接受的司法权区) 注册成立的公司可采用国家指引所载的安排, 即一般需要修改组织章程文件, 以解决股东保障水平方面的任何不足 ○ 在未经港交所事先批准的司法权区注册的公司须要提供司法权区之间的比较, 以显示该公司将如何达到要求的水平 	<p>人须要修改其组织章程文件以符合第 19C 章所载的重要股东保障标准)</p>
不同投票权	<p>➤ 合资格及适合以不同投票权架构上市 (例如具备创新及高增长元素、不同投票权持有人的贡献及角色, 以及外界认可)</p> <p>➤ 上市时市值最少为 400 亿港元, 或上市时市值最少为 100 亿港元及在经审计的最近一个财政年度的收益最少为 10 亿港元</p> <p>➤ 限制</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ 不同投票权的投票权不得超过同股同权股份的投票权 10 倍 ○ 在上市时, 不同投票权受益人拥有最少 10% 的相关经济利益 ○ 同股同权股东必须持有最少 10% 的投票权, 及必须能够按“一股一票”基准召开股东大会 ○ 上市后不得更改不同投票权股份的条款以增加投票权 	<p>➤ 获豁免的大中华发行人可维持其现有的不同投票权架构, 及无需采纳第 8A 章下的不同投票权保障措施</p> <p>➤ 不获豁免的大中华发行人须遵守适用于主要上市的合资格规定及保障措施</p>

	双重主要上市 (第 18 或 18A 章)	为大型创新产业公司而设的优待第二上市 (第 19C 章)
	<ul style="list-style-type: none"> ○ 不得转让不同投票权股份 	
适用的豁免	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 一般须全面遵守上市规则，但就以下各项可享有常见的豁免： <ul style="list-style-type: none"> ○ 呈交公告或通告的电子版本 ○ 公司秘书或会计师的资格 ○ 有管理层人员在香港 ○ 关连人士在上市申请期间买卖证券 ○ 对现有股东购买及认购股份的限制 ○ 在上市后控股股东的禁售限制 ○ 上市后 6 个月内进一步发行证券的限制 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 多项豁免，包括豁免遵守须予公布的交易（第 14 章）及关联交易（第 14A 章）的规定
机密存档	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 在认可海外交易所（包括纽约证券交易所及纳斯达克股票交易所）上市不少于 5 年 ➢ 拥有不少于 4 亿美元的庞大市值 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 自动符合资格
合约安排	<ul style="list-style-type: none"> ➢ VIE 架构按个别情况获得批准： <ul style="list-style-type: none"> ○ 必须严限于为上市申请人而设 ○ 符合其他相关监管机构的任何其他规定 ○ 确保合约安排包括所需的授权文件、解决争议的条款以及处理其资产的权力 ○ 关于法律法规的合规情况的法律意见 ○ 其他披露事项 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 如能提供关于 VIE 的法律法规合规情况的法律意见以及符合若干披露规定，获豁免的大中华发行人可维持其现有的 VIE 架构 ➢ 不获豁免的大中华发行人须遵守适用于主要上市的现有规定
会计及审核相关规定	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 遵守与香港的规定可比的审核及财务报告准则（包括美国公众公司会计监管委员会审核准则及美国公认会计原则） 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 一样规定
实际及操作上的事宜	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 本土司法权区的法律法规会否与香港的法律法规有所冲突 ➢ 根据香港相关规定其证券在存放、结算及交收方面的资格 ➢ 跨境结算及交收的安排 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 一样考虑因素
沪港通及深港通的纳入资格	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 主要上市的公司合资格纳入港股通，前提是该等公司须符合相关条件，其中包括相关恒生指数的市值及成交量规定 	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 自 2018 年起合资格纳入恒生综合指数，但沪港通及深港通的纳入资格仍在讨论中

	双重主要上市 (第 18 或 18A 章)	为大型创新产业公司而设的优待第二上市 (第 19C 章)
	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 由 2019 年 10 月 28 日起, 符合以下条件的不同投票权公司合资格纳入港股通: <ul style="list-style-type: none"> ○ 为恒生综合大型股指数或恒生综合中型股指数成份股; 及 ○ 在香港上市最少 6 个月加上 20 个交易日; 及 ○ 达到日均市值及成交量最低水平; 及 ○ 不得被港交所公开谴责或制裁 	
《香港收购守则》(收购守则) 的适用性	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 由上市日期起开始适用 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 就中国的发行人而言 <ul style="list-style-type: none"> ○ 收购守则上市时并不适用 ○ 如果股份的主要成交地永久转移到香港, 收购守则将适用, 及公司会被视为在香港双重主要上市
股份的主要成交地转移到香港	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 无影响 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 变为双重主要上市地位 ➤ 原有的豁免在一年的宽限期后终止 (之后一般给予双重主要上市的豁免将会生效) ➤ 获豁免的大中华发行人即使其上市地位变为双重主要上市, 亦可维持其现有的不同投票权架构