

靴子落地 – 时评解读最新中概股赴美上市的监管和披露新规

发文日期	2021-08-03	作者	董亮、曹心怡
------	------------	----	--------

正文内容：

2021年7月30日（本周五），美国证监会主席Gary Gensler就中国近期政策法规的变化而导致的相关投资者保护的问题发表了公开声明（以下简称“声明”）。[1]该声明主要回应了近期中国政府对于中国公司赴美上市提供的新指引和施加的额外限制，比如：对于通过境外实体融资的公司接受由中国政府主导的网络安全审查。同日，根据路透社的独家报道，美国证监会已经基于风险披露的理由而暂时冻结了中国公司赴美上市的申请。[2]

U.S. SECURITIES AND
EXCHANGE COMMISSION

Public Statement

Statement on Investor Protection Related
to Recent Developments in China

Chair Gary Gensler

July 30, 2021

众所周知，由“新浪模式”开创的可变利益实体（Variable Interest Entities, 以下简称“VIE架构”）为众多中概股赴美上市所采用的基本架构模式，这种架构既可以规避中国国内对于外资准入行业的股权比例限制要求，又可以满足境外上市的业绩表现和财务并表的会计准则。但VIE架构因其协议控制而非股权控制的属性，加之中国政府对该架构是否合法合规的态度一直不明朗，导致VIE架构一直处于实践中各方心照不宣的灰色地带。因此，中国公司在赴美上市过程中，需要将VIE架构及其面临的法律风险相应揭示在招股书的“风险披露”相关章节。

近期某网约车软件巨头公司成功“低调”赴美上市后遭中国网信办等七个政府部门进驻企业核查事件一出，一石激起千层浪，众多本年度意图赴美上市的互联网企业被叫停，这些公司的App在中国境内被下架，并开始接受相关中国政府部门的核查。[3]因此，美国投资者的利益将会因为中概股的中国境内实体的经营状况受到影响。

一、美国证监会的披露新规总结

本次声明正是针对上述不确定性而导致的法律风险，出于保护美国投资者的利益的目的而作，美国证监会本次新增的具体需详细披露的要点如下：

（一）中国运营实体相关的离岸发行人赴美上市

对于与中国实体相关的离岸发行人，赴美上市时需要显著位置清楚地（prominently and clearly）披露：

1. 投资者购买的不是一家中国运营公司的股票，而是一家与相关运营公司保持服务协议的空壳公司发行人的股票，且在业务描述中应明确区分空壳公司的管理服务与运营实体的业务描述；
2. 中国运营实体、空壳公司发行人和投资者可能在未来会面临的来自中国政府的不确定举措，以及该举措可能会影响运营实体的财务业绩和合同执行的风险；以及
3. 详细的财务信息，包括量化指标，以便投资者了解中国运营实体与发行人之间的财务关系。

（二）中国运营实体公司赴美上市

对于所有中国运营实体公司（无论是直接或通过壳公司）赴美上市，发行人需在显著位置清楚地（prominently and clearly）披露：

1. 运营实体和发行人是否获得或被中国相关部门批准赴美上市的许可，此类许可是否存在可能被拒绝或被撤销的风险，以及在许可被撤销时的披露义务；
2. 根据《外国公司问责法案》，公众公司会计监督委员会（PCAOB）有权在3年内检查赴美上市公司的财务报表。如果PCAOB无法进行此项工作，该公司将可能面临退市。

并且，除了这一声明中的具体指导性意见，美国证监会还将继续坚持《美国证券法》的高审查标准（high standards），要求所有公司完整、准确地进行信息和风险披露。

另外，对于在中国开展重大业务的公司上市申请时，美国证监会可能会进行有针对性的额外审查；具体的工作范围、流程和细节等将会参照美国证监会Division of Corporation Finance部门的针对在中国开展重大业务公司披露方法的指导意见。
[4]

二、中国国内行业监管政策和法规的必要性

首先，行业监管政策有利于中国长远发展。新华社在7月28日发表的《中国股市热点观察》一文，文章指出，无论是针对平台经济还是校外培训机构，这些监管政策，都是促进行业规范健康发展、维护网络数据安全和保障社会民生的重要举措，并非是针对相关行业的限制和打压，而是有利于经济社会长远发展。[5]

其次，行业监管政策有利于保护美国投资者。中国的国内行业监管政策和法规纵然会影响中国企业赴美上市的进程，时间表，甚至是成功上市后的市值管理和表现，但是，该等监管对于中国的行业合规与美国投资者的利益保护不可或缺。

最后，行业监管政策的严格制定和执行，不代表中国政府对企业赴美或境外上市持消极或否定态度。恰恰相反，中国证监会主席易会满对中国企业境外上市融资明确表示支持态度。近期的一些监管政策涉及境外上市企业，市场上担心未来中国企业赴境外上市的政策是否存在变数，中国资本市场对外开放的步伐是否放缓。易会满在2021年陆家嘴论坛上表示，“选择合适的上市地是企业根据自身发展需要作出的自主选择。一些企业愿意到境外上市，一些赴境外上市的企业愿意回归，有来有去是一种正常现象，我们总体都持支持态度。”

三、初步的解读和建议

基于我们对声明的解读和理解，以及对中国国内相关行业政策和法规的掌握，我们对有意赴美上市的中国企业的初步建议如下：

- 理解监管意图，正确掌握披露的尺度

美国监管机构并没有禁止中国企业或任何外国企业在美国进行上市融资。我们理解，即使美国证监会已经暂时停止处理来自中国公司的上市申请，这也只是说明了新政对于市场和监管机构都需要有一个理解和适应的过程和时间。无论在哪个国家的公开市场融资，都要遵守当地的法律法规。Gary Gensier发布本次声明的目的，主要是美国证监会担心普通投资者可能没有意识到他们持有的是一家空壳公司的股票；鉴于本文中概述的VIE架构的整体风险，因而要求来自中国的上市申请主体需要

增加额外披露的内容。当然，具体披露的口径和尺度，既能满足美国当地上市的审核条件，企业出境融资所需要满足的中国国内的法定要求，同时，还必须最小限度的影响上市主体的正常商业运营和成本，需要中美律师在不久的未来实操中摸索和探索。

- 持续与中美两国的监管机关进行及时充分的沟通

在资本市场高度全球化的今天，加强上市公司信息披露监管，是国家保护投资者和发行人合法权益的重要手段。美国相关新政策的出台意味着行业监管的不断规范化，并不代表市场的关闭或是冻结。从双方这些共同利益出发，与中美两国的主管机关始终保持及时充分的沟通，以积极的心态拥抱监管与合规，开诚布公地开展对话与合作，才是中国企业赴美和进行境外融资的基石。

- 持续关注该领域相关的美国和中国法律法规的变化。

符合中国境内相关法律法规和监管要求是中国企业赴美或境外上市的前提。美国资本市场一向受中美关系的影响较大，因此意图赴美上市的中国企业应当及时关注最新法律政策动向，并适时寻求律师的专业法律意见。

免责声明

本文中所涉的资料仅基于本所跨境交易经验和相关法律研究，仅供读者参考，并不构成对任何具体问题或是任何司法管辖领域的法律意见。读者不应依赖本文中的任何信息进行投资或采取其他行动。如需进一步咨询，请联系万商天勤律师事务所上海办公室的董亮律师。

联系方式

董亮 合伙人 上海办公室 lyon.dong@vtlaw.cn +86-21-5081-9091

董律师是亚洲法律杂志上榜律师，并且荣获2020年ALB客户首选律师。自加入万商天勤，董律师连年荣获"突出贡献奖"和"新锐合伙人"。董律师擅长跨境并购、境外融资、协助外商投资企业在华投资以及企业合规等领域。董律师经常在国际法律新闻媒体发表英文法律解析，他的文章被汤姆森路透、香港律师杂志以及美国律商联讯等众多国际法律平台广泛转载。

曹心怡 实习律师 上海办公室 cyrus.cao@vtlaw.cn

实习生宋可源对本文亦有贡献。 宋可源：上海外国语大学(2023)

[1] 详细内容请参见：<https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-2021-07-30>

[2] 详细内容请参见：<https://www.reuters.com/article/sec-ipo-china/exclusive-us-regulator-freezes-chinese-company-ipos-over-risk-disclosures-sources-idUSL4N2P50QH>

[3] 详细内容请参见：http://www.cac.gov.cn/2021-07/16/c_1628023601191804.htm

[4] 详细内容请参见 CF Disclosure Guidance: Topic No. 10, "Disclosure Considerations for China-Based Issuers" (Nov. 23, 2020)：<https://www.sec.gov/corpfin/disclosure-considerations-china-based-issuers>.

[5] 详细内容请参见：<https://wallstreetcn.com/articles/3636570>

LexisNexis-评论文章/Articles

靴子落地 – 时评解读最新中概股赴美上市的监管和披露新规

https://hk.lexiscn.com/law/prof_articles_content.php?article_id=395590&eng=&prid=a3eae893-f295-44b0-afde-98a72bc59539&crid=4cbf39bc-1ede-43d4-b750-cc72c82b2503

2021 LexisNexis, a division of Reed Elsevier Inc. All rights reserved.