

关于新兴市场发行人多交所发布咨询草案

Posted on 13 2 月, 2013

Categories: [Insights](#), [Publications](#)

2012年12月多伦多交易所的主板和创业板(以下统称为"多交所"),就新兴市场发行人申请在多交所挂牌上市的要求,联合发布了咨询草案(简称为"咨询草案")。新兴市场是指除了加拿大,美国,西欧国家,澳大利亚和新西兰之外的其他国家。咨询草案具有三重目的:1)阐明新兴市场发行人在多交所上市所面临的潜在问题;2)为新兴市场发行人及其顾问公司提供了上市所需考量问题的初步指导;3)向所有的市场参与者针对新兴市场发行人上市寻求意见。

咨询草案还包括了一个即将出台的关于在多交所创业板上市的新指南(简称为"创业板指南")。创业板指南列举了在多交所创业板上市的要求,同时也强调了新兴市场发行人在创业板上市可能面临的潜在问题。

请将针对咨询草案和创业板指南的反馈意见于2013年2月28日之前提交多交所。

新兴市场发行人在多交所上市的潜在风险

多交所强调了四个主要的潜在风险:1)公司管理层和公司治理方面的问题;2)财务报告方面的问题;3)非常规性公司/资本结构方面的问题;4)与资产所有权和营运资格相关的法律问题。

公司管理层和公司治理

由于(1)公司管理层对加拿大的证券法和其他监管要求不熟,(2)公司管理层对当地商业营运模式缺乏经验,(3)因语言,地域等造成的交流障碍,咨询草案列举了以下几个潜在风险:

- 违反加拿大证券法,多交所规定,及主要经营地法律法规的可能性大大增加;
- 董事会对公司的管理层缺乏监督;
- 顾问公司与公司董事会及管理层缺乏充分地交流;
- 公司首席财务官充分行使职权方面有局限;
- 公司审计委员会充分行使职权方面有局限;和
- 公司管理层和多交所以及其他证券管理机构缺乏充分交流。

财务报告

关于财务报告方面,多交所列举了以下几个主要的潜在风险:

- 因在多交所挂牌,新兴市场发行人雇佣加拿大审计师事务所对其公司进行审计。但由于加拿大审计师对新兴市场缺乏了解,可能导致其审计报告出现差错或遗漏;

- 因为新兴市场发行人缺乏充分的内部监管机制, 故而其财务报表出错的可能性大大增加; 和
- 因为新兴市场发行人的首席财务官和审计委员会对公司所适用的审计规定和程序缺乏相应的知识与经验, 而使其财务报表和审计过程出错的可能性大大增加。

非常规性公司/ 资本结构

新兴市场发行人可能因为税收优惠, 或为规避针对外国资本的限制, 而采用复杂的公司或资本结构。从而导致以下几个主要的潜在风险:

- 如果该结构要求新兴市场发行人的主要营运资产由一个非关联企业所拥有, 那么新兴市场发行人对这些资产的所有权和控制权就有可能受损;
- 该结构可能会禁止或限制新兴市场发行人的股东对公司资产行使追索权; 和
- 新兴市场发行人可能很难对该结构的本质, 特点, 及相关的重大风险做出充分披露。

与资产所有权和营运资格相关的法律问题

在资产所有权和营运资格方面, 咨询草案列举了以下几个主要的潜在风险:

- 资产所有权风险增加, 或者新兴市场发行人在证明其主营资产所有权的合法性和确定性方面困难重重, 而其资产所有权的合法性和确定性是在多交所挂牌上市的最基本要求; 和
- 由于新兴市场对某些产业要求特殊许可证或经营权, 因而可能对新兴市场发行人的持续经营能力有负面的影响。

咨询草案中的一些主要要求

上市申请前会议

由于新兴市场发行人上市所面临的诸多潜在风险, 多交所建议新兴市场发行人在递交上市申请前与多交所召开一个申请前会议。此会议将有助于新兴市场发行人向多交所证明其具备上市的各项条件, 并有能力减少以上提到的各种风险。

内部控制

在审核上市申请时, 多交所主版将要求由审计师出具的关于公司内部控制的证明书, 管理层报告, 或其他类似文件, 以确保新兴市场发行人内部控制的有效性。同样, 多交所创业版也将要求新兴市场发行人在上市前, 由审计师对其财务报告的内部控制制度进行审核和评估。

关联交易

关联交易在只有一个控股股东的新兴市场企业中非常普遍, 但这些交易并不一定符合证券法所定义的"关联交易"。故此, 多交所主版计划将只有一个控股股东的新兴市场发行人定义为"非豁免企业", 将适用额外的关联交易审核条款, 来扩大关联交易审核的范围。

多交所创业版也将要求新兴市场发行人对关联交易制定出书面的内部制度。该内部制度要求: 1) 独立董事审核与同意关联交易; 2) 充分及时的公开披露此类交易; 3) 在财务报表中充分披露关联交易; 以及4) 满足关于关联交易的其他法律法规。

承销商举荐

之前,某些上市申请人在申请股票首次发行,经纪人融资,或从多交所创业版升级到主版时,可能被免掉承销商举荐的条件。然而,多交所主版认为,承销商举荐是新兴市场发行人是否达到上市条件的一个重要考虑因素,故尔多交所主版不大可能免除新兴市场发行人的承销商举荐的要求。同时,多交所创业版也将修改关于承销商举荐相关的条款。如被要求提供承销商举荐,新兴市场发行人将提供更为详细的承销商举荐报告。

持续性要求

多交所主版可能根据其自由裁量权,为减少潜在风险,对新兴市场发行人提出额外的,持续性的其他要求。例如:同意更换审计师的事前批准,同意更换董事或公司管理层的事前批准。在审核上市申请时,多交所主版可能对新兴市场发行人提出某些特别的要求,并在新兴市场发行人的风险状况发生变化之后,定期地重新考虑这些要求。同样,多交所创业版也要求新兴市场发行人持续性地满足上市的要求,尤其需注意在某些公司行为之后,该发行人仍然能够满足挂牌的要求。多交所创业版可能根据其自由裁量权,间或性地要求新兴市场发行人证明该公司达到了多交所创业版挂牌的各项要求。

铭伦对咨询草案的一些意见和看法

总体来讲,我们赞同多交所增加对新兴市场发行人上市的审查和监管,以保护投资人利益和确保加拿大证券市场的健康发展。但我们对咨询草案也有以下几个方面的看法。

从总体层面上讲,我们担心多交所很难制定出一个涵盖众多新兴市场的统一法规,因为每个新兴市场都有其自身的特点与风险,而每个新兴市场发行人的市场规模,业务领域,和管理层经验都各不相同。因而,我们认为多交所在制定和适用这些法规时应保持一定的灵活性,即根据不同的新兴市场发行人的特别风险而进行相应的审查。换言之,多交所不应采取"一刀切"式的方式,而应根据具体情况具体处理。当然,在审核每个个案时,整个审批过程应尽可能地保持透明化。例如,多交所在某些个案中对新兴市场的定义有所变化,那么,该变化应及时对外公布。此外,我们也建议多交所不要对新兴市场发行人在申请上市时,先入为主地套用所有条款,而又在之后通过豁免条款来免除某些要求。相反,我们建议多交所应对如何适用和多大程度上的适用这些要求施行自行裁量权。

从具体层面上讲,我们对咨询草案有以下一些意见:

新兴市场发行人的定义

在目前的咨询草案中,只要发行人的主要营运地或营运资产在北美,英国,西欧国家,澳大利亚,新西兰之外的国家和地区,此发行人就被归为新兴市场发行人。因此,一些在发达和先进的经济地区的发行人(例如,香港,日本,韩国)也被归为新兴市场发行人。虽然这些地区与国家的法律和文化与西方国家有很大的不同,但是这些地区与国家大多数都拥有完善的法律体系和良好的商业环境,与新兴市场相联系的可预见的风险在这些地区与国家并不明显。

区别对待"资源类发行人"

我们认为区别对待"资源类发行人"使其不完全适用针对新兴市场发行人的各项要求,具有一定的合理性。但是,我们有二个方面

的担忧:

- "资源类发行人" 是根据发行人的高管, 董事, 和决策层的居住地是否在北美, 英国, 西欧国家, 澳大利亚, 或新西兰来决定的。然而, 我们认为居住地并不是一个好方法以考察发行人是否有能力管理上市公司。例如, 二家多交所创业版的上市公司, 一家在秘鲁有矿厂, 它的主要管理层是来自南美洲; 而另一家在智利有矿厂, 但它的主要管理层的居住地是北美。但来自南美洲的管理层无论是教育背景, 专业认证, 或是当地管理经验和矿业经验都比来自北美的管理层要出色的多, 但因为居住地是衡量因素, 这两家公司所适用的法律将完全不同。
- 新兴市场发行人与 "资源类发行人" 的区分要素之一是发行人的行业领域, 而不考虑管理层的经营能力和其他风险因素。例如, 一家在中国有金矿的公司和一家在中国经营制造业的公司, 虽然有类似管理层, 但因有金矿的公司达到被豁免的资源类发行人的要求, 而不用适用针对新兴市场发行人的规定。而相反, 从事制造业的公司却不能得到相同的豁免。

中期财务报表的审计

我们同意多交所的观点: 内部控制是新兴市场发行人财务报告和披露的可靠性的关键。因此, 我们总体上同意多交所要求审计师在新兴市场发行人上市后二年内审计发行人的中期财务报表。但是, 我们认为对于一些高危地区的上市公司, 审计师应持续地审计其中期财务报表, 而不是仅仅在上市后二年, 因为与这些发行人财务披露有关的风险是一个长期的问题, 而不仅仅存在于上市后的初期。因此, 对于某些特别地区, 审计师审计中期财务报表的时间应延长, 或根据具体情况酌情处理, 但酌情处理的过程必须保持透明化。

财务报告的内部控制机制

我们赞成多交所加强审查新兴市场发行人财务报告的内部控制机制。然而, 对于这一点, 我们有以下几点建议:

- 第一, 创业版指南要求在上市前, 审计师对新兴市场发行人财务报告的内部控制机制进行审查和评估。然而, 审查和评估的范围和性质没有明确界定。虽然创业版指南清楚指出此审查和评估不用达到美国会计改革与保护投资者法所要求的水平, 但我们建议多交所能提供更详细的指导, 以便新兴市场发行人更好地对所要求的程序和相应的费用作出判断。
- 第二, 创业版指南要求创业版发行人首席执行官和首席财务官, 按照针对主版发行人的要求, 向多交所签署书面文件, 以评估该公司的财务报告内部控制机制或其他重大缺陷, 从而使创业版上市公司在财务报告的内部控制机制上达到更高标准。我们赞同此要求, 但同时认为, 对于一些高危地区的新兴市场发行人应要求其持续地提交此证明文件, 而不是仅仅在上市后二年, 因为与这些发行人财务报告有关的风险是一个长期的问题。

非常规性公司/资本结构

我们预计多交所在审核拥有非常规性公司结构的新兴市场发行人的上市申请时, 将面临挑战和困难, 特别是那些通过 "可变利益实体" 在中国进行营运的发行人。这些非常规性公司/资本结构目前正被全球的监管者所严格审查, 特别是美国证监委。

对于咨询草案中在这点上所提出的要求, 我们有以下几点建议:

- 咨询草案提出: 如果多交所创业版认为非常规性公司/资本结构不是必要, 多交所将有权拒绝新兴市场发行人的上市申请。

我们认为必要性不是很正确的考量标准, 而正确的考量标准应该是这些非常规性公司/资本结构是否会给上市公司带来不可接受的重大隐患。

- 咨询草案提出: 多交所创业版要求律师对非常规性公司/资本结构是否符合其适用的法律提供法律意见书。在这一点上, 我们希望创业版指南能对法律意见书的种类和内容提供更详细地说明, 以便新兴市场发行人的律师能更好地针对多交所审核的具体方面而出据意见书。创业版指南目前只要求对重要资产所有权和必要的许可证或经营权提供法律意见书。但我们建议多交所应针对一些特殊风险, 要求发行人提供相应的法律意见书。例如: 关于"可变利益实体"的合同执行权的法律意见书, 关于将海外经营所得汇回上市母公司的能力的法律意见书。因此, 我们认为创业版指南应扩大法律意见书的种类, 包括以上提到的这些在特定情况下所要求的法律意见书。同时, 创业版指南也应对多交所如何决定哪些法律意见书将被要求提交的考量标准, 提供详细的说明。

承销商举荐

在创业版指南中, 多交所创业版打算废除一些可免除承销商举荐的情况。我们认为废除这些情况不甚合宜。我们主要基于以下几个方面的原因:

- 现行创业版指南2.2章3.1(a)节规定如果在股票首次公开发发行时, 招股说明书已由一个投行签署, 则发行人不需要承销商的举荐。我们认为废除这一条没有必要, 因为我们预计加拿大证监委将提高承销商在审核新兴市场发行人上市文件时所要达到的条件。因此, 加拿大证监委的规定就将解决多交所创业版在这点上的担忧。
- 现行创业版指南2.2章3.4(a) (ii) 节规定如果有银行或大的金融机构参与的交易, 或在经纪人融资完成时或同时有进行尽职调查的交易, 则发行人不需要承销商的举荐。同上, 我们认为废除这一条没有必要, 因为我们预计加拿大证监委也将对此点提高要求, 以此加大对新兴市场发行人上市的监管。

其他

我们尤其支持关于"上市申请前会议"的建议, 此外, 还建议参考香港证券交易所要求的上市前培训, 包括公司治理或上市公司管理方面的培训。这些培训对上市公司高层了解公司治理的最佳实践以及尊重董事会和它的决定有很大的帮助。

我们也建议承销商和经纪人可以考虑使用在私募融资时采用的一些方法和手段来监控和防止欺诈行为, 例如:

- 加大对银行帐户签字权的管理;
- 加大对公司收入的使用的监管;
- 在加拿大须保持最低营运资金水平;
- 如有以权谋私或不正当行为, 将被没收股票;
- 公司管理层须对重大问题作出的承诺提供担保; 以及
- 采用适合的争议解决机构, 以保证裁决能在公司营运地得以执行 (例如: 公司营运地在中国的, 可选择香港仲裁中心为争议解决机构)。

综上所述, 我们认为咨询草案对于规范新兴市场发行人上市迈出了重要的一步, 也解决了目前这些新兴市场发行人如何上市的很

多不确定因素。当然,我们希望多交所在构架整个法律方面能更有创意,以反映每一个特定新兴市场发行人的特别风险和隐患。

作者:戴保罗(Paul Davis),赵雪(Sandra Zhao),泰澜(Michael Taylor),王尧炜(Grant Wong),霍华礼(Stephen Wortley)

翻译:周雪(Rofi Zhou)

提请注意

上述内容仅为概述,不构成法律意见。读者请注意,不要仅基于此份材料做出任何决定,而是应该寻求具体的法律意见。

© 铭伦律师事务所2013

2012年12月多伦多交易所的主版和创业版(以下统称为"多交所"),就新兴市场发行人申请在多交所挂牌上市的要求,联合发布了咨询草案(简称为"咨询草案")。新兴市场是指除了加拿大,美国,西欧国家,澳大利亚和新西兰之外的其他国家。咨询草案具有三重目的:1) 阐明新兴市场发行人在多交所上市所面临的潜在问题;2) 为新兴市场发行人及其顾问公司提供了上市所需考量问题的初步指导;3) 向所有的市场参与者针对新兴市场发行人上市寻求意见。

咨询草案还包括了一个即将出台的关于在多交所创业版上市的新指南(简称为"创业版指南")。创业版指南列举了在多交所创业版上市的要求,同时也强调了新兴市场发行人在创业版上市可能面临的潜在问题。

请将针对咨询草案和创业版指南的反馈意见于2013年2月28日之前提交多交所。

新兴市场发行人在多交所上市的潜在风险

多交所强调了四个主要的潜在风险:1) 公司管理层和公司治理方面的问题;2) 财务报告方面的问题;3) 非常规性公司/资本结构方面的问题;4) 与资产所有权和营运资格相关的法律问题。

公司管理层和公司治理

由于(1) 公司管理层对加拿大的证券法和其他监管要求不熟,(2) 公司管理层对当地商业营运模式缺乏经验,(3) 因语言,地域等造成的交流障碍,咨询草案列举了以下几个潜在风险:

- 违反加拿大证券法,多交所规定,及主要经营地法律法规的可能性大大增加;
- 董事会对公司的管理层缺乏监督;
- 顾问公司与公司董事会及管理层缺乏充分地交流;
- 公司首席财务官充分行使职权方面有局限;
- 公司审计委员会充分行使职权方面有局限;和
- 公司管理层和多交所以及其他证券管理机构缺乏充分交流。

财务报告

关于财务报告方面, 多交所列举了以下几个主要的潜在风险:

- 因在多交所挂牌, 新兴市场发行人雇佣加拿大审计师事务所对其公司进行审计。但由于加拿大审计师对新兴市场缺乏了解, 可能导致其审计报告出现差错或遗漏;
- 因为新兴市场发行人缺乏充分的内部监管机制, 故其财务报表出错的可能性大大增加; 和
- 因为新兴市场发行人的首席财务官和审计委员会对公司所适用的审计规定和程序缺乏相应的知识与经验, 而使其财务报表和审计过程出错的可能性大大增加。

非常规性公司/资本结构

新兴市场发行人可能因为税收优惠, 或为规避针对外国资本的限制, 而采用复杂的公司或资本结构。从而导致以下几个主要的潜在风险:

- 如果该结构要求新兴市场发行人的主要营运资产由一个非关联企业所拥有, 那么新兴市场发行人对这些资产的所有权和控制权就有可能受损;
- 该结构可能会禁止或限制新兴市场发行人的股东对公司资产行使追索权; 和
- 新兴市场发行人可能很难对该结构的本质, 特点, 及相关的重大风险做出充分披露。

与资产所有权和营运资格相关的法律问题

在资产所有权和营运资格方面, 咨询草案列举了以下几个主要的潜在风险:

- 资产所有权风险增加, 或者新兴市场发行人在证明其主营资产所有权的合法性和确定性方面困难重重, 而其资产所有权的合法性和确定性是在多交所挂牌上市的最基本要求; 和
- 由于新兴市场对某些产业要求特殊许可证或经营权, 因而可能对新兴市场发行人的持续经营能力有负面的影响。

咨询草案中的一些主要要求

上市申请前会议

由于新兴市场发行人上市所面临的诸多潜在风险, 多交所建议新兴市场发行人在递交上市申请前与多交所召开一个申请前会议。此会议将有助于新兴市场发行人向多交所证明其具备上市的各项条件, 并有能力减少以上提到的各种风险。

内部控制

在审核上市申请时, 多交所主版将要求由审计师出具的关于公司内部控制的证明书, 管理层报告, 或其他类似文件, 以确保新兴市场发行人内部控制的有效性。同样, 多交所创业版也将要求新兴市场发行人在上市前, 由审计师对其财务报告的内部控制制度进行审核和评估。

关联交易

关联交易在只有一个控股股东的新兴市场企业中非常普遍,但这些交易并不一定符合证券法所定义的"关联交易"。故此,多交所主版计划将只有一个控股股东的新兴市场发行人定义为"非豁免企业",将适用额外的关联交易审核条款,来扩大关联交易审核的范围。

多交所创业版也将要求新兴市场发行人对关联交易制定出书面的内部制度。该内部制度要求: 1) 独立董事审核与同意关联交易; 2) 充分及时的公开披露此类交易; 3) 在财务报表中充分披露关联交易; 以及4) 满足关于关联交易的其他法律法规。

承销商举荐

之前,某些上市申请人在申请股票首次发行,经纪人融资,或从多交所创业版升级到主版时,可能被免掉承销商举荐的条件。然而,多交所主版认为,承销商举荐是新兴市场发行人是否达到上市条件的一个重要考虑因素,故而多交所主版不大可能免除新兴市场发行人的承销商举荐的要求。同时,多交所创业版也将修改关于承销商举荐相关的条款。如被要求提供承销商举荐,新兴市场发行人将提供更为详细的承销商举荐报告。

持续性要求

多交所主版可能根据其自由裁量权,为减少潜在风险,对新兴市场发行人提出额外的,持续性的其他要求。例如: 同意更换审计师的事前批准,同意更换董事或公司管理层的事前批准。在审核上市申请时,多交所主版可能对新兴市场发行人提出某些特别的要求,并在新兴市场发行人的风险状况发生变化之后,定期地重新考虑这些要求。同样,多交所创业版也要求新兴市场发行人持续性地满足上市的要求,尤其需注意在某些公司行为之后,该发行人仍然能够满足挂牌的要求。多交所创业版可能根据其自由裁量权,间或性地要求新兴市场发行人证明该公司达到了多交所创业版挂牌的各项要求。

铭伦对咨询草案的一些意见和看法

总体上讲,我们赞同多交所增加对新兴市场发行人上市的审查和监管,以保护投资人利益和确保加拿大证券市场的健康发展。但我们对咨询草案也有以下几个方面的看法。

从总体层面上讲,我们担心多交所很难制定出一个涵盖众多新兴市场的统一法规,因为每个新兴市场都有其自身的特点与风险,而每个新兴市场发行人的市场规模,业务领域,和管理层经验都各不相同。因而,我们认为多交所在制定和适用这些法规时应保持一定的灵活性,即根据不同的新兴市场发行人的特别风险而进行相应的审查。换言之,多交所不应采取"一刀切"式的方式,而应根据具体情况具体处理。当然,在审核每个个案时,整个审批过程应尽可能地保持透明化。例如,多交所在某些个案中对新兴市场的定义有所变化,那么,该变化应及时对外公布。此外,我们也建议多交所不要对新兴市场发行人在申请上市时,先入为主地套用所有条款,而又在之后通过豁免条款来免除某些要求。相反,我们建议多交所应对如何适用和多大程度上的适用这些要求施行自行裁量权。

从具体层面上讲,我们对咨询草案有以下一些意见:

新兴市场发行人的定义

在目前的咨询草案中,只要发行人的主要营运地或营运资产在北美,英国,西欧国家,澳大利亚,新西兰之外的国家和地区,此发行人就被归为新兴市场发行人。因此,一些在发达和先进的经济地区的发行人(例如,香港,日本,韩国)也被归为新兴市场发行人。虽

然这些地区与国家的法律和文化与西方国家有很大的不同,但是这些地区与国家大多数都拥有完善的法律体系和良好的商业环境,与新兴市场相联系的可预见的风险在这些地区与国家并不明显。

区别对待"资源类发行人"

我们认为区别对待"资源类发行人"使其不完全适用针对新兴市场发行人的各项要求,具有一定的合理性。但是,我们有二个方面的担忧:

- "资源类发行人"是根据发行人的高管,董事,和决策层的居住地是否在北美,英国,西欧国家,澳大利亚,或新西兰来决定的。然而,我们认为居住地并不是一个好方法以考察发行人是否有能力管理上市公司。例如,二家多交所创业版的上市公司,一家在秘鲁有矿厂,它的主要管理层是来自南美洲;而另一家在智利有矿厂,但它的主要管理层的居住地是北美。但来自南美洲的管理层无论是教育背景,专业认证,或是当地管理经验和矿业经验都比来自北美的管理层要出色的多,但因为居住地是衡量因素,这两家公司所适用的法律将完全不同。
- 新兴市场发行人与"资源类发行人"的区分要素之一是发行人的行业领域,而不考虑管理层的经营能力和其他风险因素。例如,一家在中国有金矿的公司和一家在中国经营制造业的公司,虽然有类似管理层,但因有金矿的公司达到被豁免的资源类发行人的要求,而不用适用针对新兴市场发行人的规定。而相反,从事制造业的公司却不能得到相同的豁免。

中期财务报表的审计

我们同意多交所的观点:内部控制是新兴市场发行人财务报告和披露的可靠性的关键。因此,我们总体上同意多交所要求审计师在新兴市场发行人上市后二年内审计发行人的中期财务报表。但是,我们认为对于一些高危地区的上市公司,审计师应持续地审计其中期财务报表,而不是仅仅在上市后二年,因为与这些发行人财务披露有关的风险是一个长期的问题,而不仅仅存在于上市后的初期。因此,对于某些特别地区,审计师审计中期财务报表的时间应延长,或根据具体情况酌情处理,但酌情处理的过程必须保持透明化。

财务报告的内部控制机制

我们赞成多交所加强审查新兴市场发行人财务报告的内部控制机制。然而,对于这一点,我们有以下几点建议:

- 第一,创业版指南要求在上市前,审计师对新兴市场发行人财务报告的内部控制机制进行审查和评估。然而,审查和评估的范围和性质没有明确界定。虽然创业版指南清楚指出此审查和评估不用达到美国会计改革与保护投资者法所要求的水平,但我们建议多交所能提供更详细的指导,以便新兴市场发行人更好地对所要求的程序和相应的费用作出判断。
- 第二,创业版指南要求创业版发行人首席执行官和首席财务官,按照针对主版发行人的要求,向多交所签署书面文件,以评估该公司的财务报告内部控制机制或其他重大缺陷,从而使创业版上市公司在财务报告的内部控制机制上达到更高标准。我们赞同此要求,但同时认为,对于一些高危地区的新兴市场发行人应要求其持续地提交此证明文件,而不是仅仅在上市后二年,因为与这些发行人财务报告有关的风险是一个长期的问题。

非常规性公司/资本结构

我们预计多交所在审核拥有非常规性公司结构的新兴市场发行人的上市申请时,将面临挑战和困难,特别是那些通过"可变利益实

体" 在中国进行营运的发行人。这些非常规性公司/资本结构目前正被全球的监管者所严格审查, 特别是美国证监会。

对于咨询草案中在这点上所提出的要求, 我们有以下几点建议:

- 咨询草案提出: 如果多交所创业版认为非常规性公司/资本结构不是必要, 多交所将有权拒绝新兴市场发行人的上市申请。我们认为必要性不是很正确的考量标准, 而正确的考量标准应该是这些非常规性公司/资本结构是否会给上市公司带来不可接受的重大隐患。
- 咨询草案提出: 多交所创业版要求律师对非常规性公司/资本结构是否符合其适用的法律提供法律意见书。在这一点上, 我们希望创业版指南能对法律意见书的种类和内容提供更详细地说明, 以便新兴市场发行人的律师能更好地针对多交所审核的具体方面而出据意见书。创业版指南目前只要求对重要资产所有权和必要的许可证或经营权提供法律意见书。但我们建议多交所应针对一些特殊风险, 要求发行人提供相应的法律意见书。例如: 关于 "可变利益实体" 的合同执行权的法律意见书, 关于将海外经营所得汇回上市母公司的能力的法律意见书。因此, 我们认为创业版指南应扩大法律意见书的种类, 包括以上提到的这些在特定情况下所要求的法律意见书。同时, 创业版指南也应对多交所如何决定哪些法律意见书将被要求提交的考量标准, 提供详细的说明。

承销商举荐

在创业版指南中, 多交所创业版打算废除一些可免除承销商举荐的情况。我们认为废除这些情况不甚合宜。我们主要基于以下几个方面的原因:

- 现行创业版指南2.2章3.1(a) 节规定如果在股票首次公开发发行时, 招股说明书已由一个投行签署, 则发行人不需要承销商的举荐。我们认为废除这一条没有必要, 因为我们预计加拿大证监会将提高承销商在审核新兴市场发行人上市文件时所要求达到的条件。因此, 加拿大证监会的规定就将解决多交所创业版在这点上的担忧。
- 现行创业版指南2.2章3.4(a) (ii) 节规定如果有银行或大的金融机构参与的交易, 或在经纪人融资完成时或同时进行尽职调查的交易, 则发行人不需要承销商的举荐。同上, 我们认为废除这一条没有必要, 因为我们预计加拿大证监会也将对此点提高要求, 以此加大对新兴市场发行人上市的监管。

其他

我们尤其支持关于 "上市申请前会议" 的建议, 此外, 还建议参考香港证券交易所要求的上市前培训, 包括公司治理或上市公司管理方面的培训。这些培训对上市公司高层了解公司治理的最佳实践以及尊重董事会和它的决定有很大的帮助。

我们也建议承销商和经纪人可以考虑使用在私募融资时采用的一些方法和手段来监控和防止欺诈行为, 例如:

- 加大对银行帐户签字权的管理;
- 加大对公司收入的使用的监管;
- 在加拿大须保持最低营运资金水平;
- 如有以权谋私或不正当行为, 将被没收股票;
- 公司管理层须对重大问题作出的承诺提供担保; 以及

- 采用适合的争议解决机构, 以保证裁决能在公司营运地得以执行 (例如: 公司营运地在中国的, 可选择香港仲裁中心为争议解决机构)。

综上所述, 我们认为咨询草案对于规范新兴市场发行人上市迈出了重要的一步, 也解决了目前这些新兴市场发行人如何上市的很多不确定因素。当然, 我们希望多交所在构架整个法律方面能更有创意, 以反映每一个特定新兴市场发行人的特别风险和隐患。

作者: 戴保罗 (Paul Davis), 赵雪 (Sandra Zhao), 泰澜 (Michael Taylor), 王尧炜 (Grant Wong), 霍华礼 (Stephen Wortley)

翻译: 周雪 (Rofi Zhou)

提请注意

上述内容仅为概述, 不构成法律意见。读者请注意, 不要仅基于此份材料做出任何决定, 而是应该寻求具体的法律意见。

© 铭伦律师事务所2013