

保护美国投资者免受中国公司重大风险的报告

一、摘要.....	
二、相关的美国主管部门和公共政策目标.....	
(一) 有关当局和PCAOB访问审计工作文件.....	
三、潜在的政策选择和注意事项.....	
(一) 增强上市标准.....	
(二) 增强的发行人披露.....	
(三) 注册投资基金加强风险披露和尽职调查.....	
四、结论.....	
附录A - PCAOB信, 日期为2020年7月10日.....	
附录B - 市场环境.....	
附录C - 与市场意识和执法有关的SEC和PCAOB相关活动.....	
附录D - 纳斯达克最新自愿规则提案概述.....	

一、摘要

2002年颁布了《塞班斯-奥克斯利法案》(Sarbanes-Oxley)以加强公司治理标准。该法案设立了公众公司会计监督委员会(PCAOB)来监督会计师事务所制定审计标准,并检查注册会计师事务所以评估其对这些准则的遵守情况,并对未遵守的规定进行调查和执行行动。除了这些其他要求外,任何其他针对美国证券发行人准备或发表审计意见的会计师事务所,无论是在美国还是在国外,都必须提供基本的审计工作文件。但是,某些辖区目前不向PCAOB提供检查公众会计师事务所的能力,包括没有足够的权限进行对公众公司审计的检查和调查,或者不与美国监管机构合作。PCAOB无法履行《萨班斯-奥克斯利法案》规定的法定任务,无法对包括中国在内的非合作司法管辖区(NCJs)的审计公司进行检查,这可能会使美国资本市场的投资者面临重大风险。十多年来,PCAOB一直无法有效地履行对中国境内审计公司的要求。

为了解决这些问题,总统于2020年6月4日发布了《保护美国投资者免受来自中国公司的重大风险的备忘录》(以下简称“备忘录”)。该备忘录的任务是PWG(President's Working Group)审查由于中国政府未能允许在PCAOB注册的审计事务所遵守美国证券法和投资者保护要求而给美国金融市场的投资者带来的某些风险。备忘录指示PWG向总统提交一份报告,其中包括提出建议,以保护投资在美国上市的中国公司的投资者,并确保美国金融市场持续公平,有序地运作。

PWG在此报告中的建议包括:

(1) 增强审计工作报告的评估标准。增强美国交易所的上市标准,以作为首次和持续交易所上市的条件: (a) PCAOB可以访问审计公司的工作文件以对上市公司进行审计;要么 (b) 由于政府限制访问NCJs中的审计工作文件和实践而导致无法满足(a)标准的公司,可以通过提供具有可比资源和经验的审计公司的联合审计来满足该标准,而PCAOB确定它有足够的机会访问审计工作文件和实践以对联合审计公司进行适当的检查。为了减少市场扰乱,新的上市标准可能规定过渡期到2022年1月1日,以使NCJs

的当前上市公司能够合规。一旦必要的规则制定和/或标准制定生效，新的上市标准将立即适用于新公司的上市。

(2) 增强的发行人披露。要求发行人加强和突出地披露对NCJs的投资风险包括发布解释性说明以阐明这些披露要求，以提高投资者的意识，以及对投资于此类公司的风险的更一般的认识。

(3) 增强的资金披露。审查已向NCJs发行人敞口的注册基金的风险披露，以增强这些基金的披露，包括发布解释性指南以阐明披露要求，以提高投资者对投资于此类基金的风险的认识。

(4) 加强索引和索引提供者的尽职调查。在选择实施特定投资策略或目标的指数之前，鼓励或要求跟踪指数的注册基金对指数及其指数提供者进行更大的尽职调查。

(5) 投资顾问指南。在考虑对包括中国在内的NCJs进行投资时，就信托义务向投资顾问发布指导。

二、相关的美国主管部门和公共政策目标

美国证券法规旨在实现诚信透明和问责制，为创新、增长和竞争力奠定坚实的基础。真正具有竞争力的资本市场必须激发投资者的信心，使他们对经营环境的看法和事实都公平。因为在美国上市的公司必须遵守明确且严格执行的披露和公司治理法规，以防止欺诈和管理不善，因此，股东他们对自己的价值将得到保护充满信心，从而使公司更容易筹集资金。为此，美国当局检查合规，调查并采取强制性措施以使发行人和看门人承担责任的能力是美国证券法的一个关键方面。

特别是，SEC的职责包括在保护投资者的同时保持公平，有序和有效的市场并促进资本形成。确保投资者和其他市场参与者能够获得高质量，可靠的披露，包括财务报告，是SEC使命的核心。为此，联邦证券法和SEC要求上市公司向投资者披露有意义的财务和其他信息，投资者可以利用这些信息做出更明智的投资和投票决定。

SEC管理并执行对上市公司，基金和经纪交易商的要求，以向投资者提供经审计的财务报表。完整，准确的财务报表和高质量的审核对于保护美国投资者和维持美国市场的效率至关重要。长期以来，对高质量披露标准的承诺（包括有意义的，有原则的监督和执行）一直是美国决策者的重点。

有关当局和PCAOB访问审计工作文件

萨班斯-奥克斯利法案（Sarbanes-Oxley）要求PCAOB注册的会计师事务所（为在美国上市的发行人准备或发布审计意见）提交PCAOB检查并出具审计工作文件。但是，PCAOB在执行对在美国上市的中国发行人进行审计的中国PCAOB注册的会计师事务所强制遵守这些要求的能力方面受到了挫败。

1. PCAOB注册会计师事务所有关工作文件检查的法律框架

萨班斯-奥克斯利法案加强了美国现行的公司治理标准，并创建了PCAOB来监督会计行业。在获得SEC批准和监督之后，PCAOB为公共会计师事务所建立审计标准，并检查注册会计师事务所以评估其对PCAOB的遵守情况。法案还授权PCAOB针对注册失败的注册公众会计师事务所及其联系人士施加制裁，这些决定可能会向SEC提出上诉。“准备或发行”的外国会计师事务所参与准备或发布有关任何发行人的任何审计报告必须在PCAOB进行注册。PCAOB可以从注册公共会计师事务所获得审计工作文件，并将这些审核工作文件

提供给SEC。任何“发布审计报告，执行审计工作或进行期中复审”的外国会计师事务所，不论其服务的重要性或美国会计师事务所是否依赖于此类服务，均应在审计报告的基础上出示审计工作文件。

2. PCAOB在某些辖区缺乏访问审计工作文件的权限

适用于在美国证券交易所上市的外国公司的美国证券法律和法规通常与适用于美国上市公司的法律和法规相同或相当，并且PCAOB要求注册审计公司提供与其工作相关的文件，以确保其质量。但是，某些司法管辖区目前没有为PCAOB提供足够的途径来检查审计工作文件和实践。例如，中国法律禁止在中国大陆和香港经营的审计公司发布未经中国政府认可而对中国股票敏感的中国发行人的文件。在2020年3月生效的中国《证券法》第177条中明确这一点，这一直是中国当局的立场。

截至2020年5月31日的18个月内，中国大陆和香港有17家PCAOB注册公司签署了针对195家上市公司的审计报告，这些公司的全球总市值（美国和非美国交易所）约为1.7万亿美元。这些公司中最大的10家的总市值约为1.3万亿美元。十多年来，PCAOB一直未能履行其根据《萨班斯-奥克斯利法案》进行的法定任务，以对上市公司的审计进行检查和调查，有可能使美国资本市场的投资者面临重大风险。因此，PCAOB仍然关注它无法检查注册的公共会计师事务所，包括无法获得有关中国审计工作和惯例的基础工作文件。

三、潜在的政策选择和注意事项

尽管进行了上述努力，但PCAOB仍然无法检查某些辖区中PCAOB注册的审计公司作为美国上市公司的主要审计师的审计工作和实践。PCAOB无法在NCJs中执行这些审核检查，这对美国投资者构成了重大风险。为了响应该备忘录，PWG考虑了一系列潜在的政策选择和考虑因素，以进一步保护在美国上市的公司的投资者并确保美国金融市场的持续公平和有序运作，同时考虑到潜在影响。PWG建议以下内容：

(1) 增强审计报告评估标准的标准。增强美国交易所的上市标准，以作为首次和持续交易所上市的条件：

(a) PCAOB可以访问审计公司的工作文件以对上市公司进行审计；要么

(b) 由于政府限制访问NCJs中的审计工作文件和实践而导致无法满足(a)标准的公司，可以通过提供具有可比资源和经验的审计公司的联合审计来满足该标准，而PCAOB确定它有足够的机会访问审计工作文件和实践以对联合审计公司进行适当的检查。

为了减少市场扰乱，新的上市标准可能规定过渡期到2022年1月1日，以使NCJs的当前上市公司能够合规。一旦必要的规则制定和/或标准制定生效，新的上市标准将立即适用于新公司的上市。

(2) 增强的发行人披露。要求发行人加强和突出地披露对NCJs的投资风险包括发布解释性说明以阐明这些披露要求，以提高投资者的意识，以及对投资于此类公司的风险的更一般的认识。

(3) 增强的资金披露。审查已向NCJs发行人敞口的注册基金的风险披露，以增强这些基金的披露，包括发布解释性指南以阐明披露要求，以提高投资者对投资于此类基金的风险的认识。

(4) 加强索引和索引提供者的尽职调查。在选择实施特定投资策略或目标的指数之前，鼓励或要求跟踪指数的注册基金对指数及其指数提供者进行更大的尽职调查。

(5) 投资顾问指南。在考虑对包括中国在内的NCJs进行投资时，就信托义务向投资顾问发布指导。

（一）增强进入审计文件的上市标准

1. 增强上市标准

PWG建议采用增强的上市标准，以作为PCAOB在美国进行首次公开募股和持续交易所上市的条件，以PCAOB能够访问主要审计公司的审计工作文件进行上市公司的审计。由于政府限制访问NCJs中的审计工作文件和实践而无法达到该标准的公司，可以通过提供具有可比资源和经验的审计公司的联合审计来满足该标准，而PCAOB认为该公司具有足够的资源和经验访问审计工作文件和实践以对联合审计公司进行适当的检查。这些提高的上市要求将在寻求继续保持美国市场公平有序运作的同时，加强对投资者的保护。SEC对美国证券交易所具有监督权。SEC审查并酌情批准或拒绝新交易所提出的规则和对现有交易所规则的更改。1934年《证券交易法》规定了SEC在审查对上市交易所规则的拟议变更时必须遵循的程序和标准。在与SEC进行非正式讨论之后，上市交易所可以根据《交易法》第19（b）条向SEC自愿提交提案，以修改其初始和持续上市标准，以增加某些总部设在或拥有公司的具体上市要求。例如，上市交易所可能会对总部设在NCJs的上市公司提出特定要求，这些要求到2022年1月1日尚未聘请接受PCAOB检查。一旦必要的规则制定和/或标准制定生效，新的上市标准将立即适用于新公司的上市。如上所述，对于来自NCJs的公司，该建议允许进行共同审核安排，以解决PCAOB和SEC的审核问题。

2. 退市和暂停交易

证券交易所在法律上有义务监视并强制执行其自身的规则和标准，包括上市标准。一般而言，如果发行人违反或不遵守交易所指定的上市标准，则交易所必须根据其规则启动一系列程序，如果违规行为未得到纠正或施加，则可能导致发行人退市。因此，增强的上市标准还可以确保不符合这些标准的NCJs公司股票无法在美国交易所上市。SEC和FINRA有权中止特定证券的交易。具体来说，根据《证券交易法》第12（k）节，SEC有权暂停证券交易10个工作日。根据FINRA规则6440的规定，FINRA可能会暂停某些股票的OTC交易或非交易所交易的股票证券。

3. 有关增强上市标准的政策的注意事项

SEC于2020年7月举行的圆桌会议上的与会嘉宾对中国发行人将其上市转移至外汇交易市场感到担忧，因为那里的透明度和投资者保护甚至更少。政策选择可能会带来其他意想不到的后果，最终导致从美国交易所退市。在非美国交易所重新发行发行人的证券可能会涉及“私有化”或其他交易，这些交易会以折让后的估值进行交易，而这会损害美国现有股东的利益。在这些交易中，发行人，其控制人或其他分支机构将收购公司所有剩余的公共股本。通常，发起交易的内部人士具有必要的投票权，可以在很少或没有少数股东支持的情况下批准拟议的交易。由于美国和开曼群岛或英属维尔京群岛的公司法存在差异，通常会合并许多NCJs发行人所在的司法管辖区，以及在获得和执行域外判决方面遇到的困难，如果美国投资者反对交易或对估值存在异议，他们的追索权将受到限制。随后，这些来自NCJs的发行人中的一些人可以在本国重新发行并上市其证券，其估值要比进行私有化交易时归属于该公司的估值高得多，从而给内部人带来了财务意外之财。

（二）增强发行人披露

1. 增强发行人的披露

在SEC注册的公司，包括NCJs的发行人，都受到联邦证券法和SEC规则的披露和财务报表要求的约束，这些规则旨在为投资者提供重要信息，以用于做出投资和投票决定。特别是，公司必须提供有关投资于公司证券的最重大风险的信息，重要的政府法规以及有关公司证券的实益拥有人的信息，以及其他要求。尽管SEC现有的基于原则的披露要求目前都要求进行此类披露，但更具体的上市标准或披露要求可能会进一步向投资者强调从NCJs投资发行人的风险。对于来自NCJs的发行人，披露的领域通常包括公司的可变利益实体（VIE）结构，与缺乏执行机制和PCAOB检查限制有关的风险以及NCJs的监管环境，这些环境通常为政府具有重大裁量权的机构，可用来影响此类发行人的业务运作方式。

2. 有关增强发行人信息披露的政策注意事项

这种政策方法将通过加强和更加突出的披露来提供额外的投资者保护。

（三）注册投资基金加强风险披露和尽职调查

PWG建议SEC加强对注册投资基金及其管理人的风险披露和尽职调查，并在考虑对新兴市场的投资时寻求投资顾问对信托的更多关注。增强的风险披露可以集中于新兴市场独有的问题，包括PCAOB对中国和其他NCJs发行人的执法限制。指数提供商的尽职调查的增强可能会导致指数提供商在考虑将发行人纳入指数时考虑不同监管，会计，审计和财务记录保留标准的含义，从而更加谨慎。应加强对投资顾问的信托关注进一步调查在中国和其他NCJs中投资的风险和监管影响。如下所述，PWG为实施这些政策选项提出了三项建议。SEC可以通过以下方式寻求加强投资公司的风险披露，指数提供者的尽职调查以及投资顾问的信托焦点：鼓励注册的投资公司提高在新兴市场（包括中国和其他NCJs）的投资风险披露；鼓励或要求注册资金对指数提供者进行尽职调查；和/或鼓励投资顾问在考虑包括在中国和其他NCJs在内的新兴市场投资时，专注于忠诚和关怀的职责。

1. 鼓励注册投资公司加强风险披露

PWG建议SEC发布解释性指南，以明确投资公司对新兴市场投资的披露义务，包括有关PCAOB检查和对中国或其他NCJs发行人的执法限制的披露义务。SEC投资管理部的工作人员会审查注册投资公司（例如基金）文件中的披露。工作人员专注于披露对投资者最重要的主题，例如投资策略和风险披露。法律要求所有注册资金披露其主要投资策略和风险。

在过去的几十年中，美国投资者的投资组合越来越多地接触位于包括中国在内的新兴市场的公司，或者在新兴市场中拥有重要业务的公司。这些风险的很大一部分来自在这些市场上投资的注册基金。SEC工作人员会仔细审查这些基金的风险披露，以确保它们充分描述了主要风险，例如可能因当地监管，会计，财务，会计，财务等方面的差异而产生的风险。审计和财务记录保存标准。他们还通过跟踪由新兴市场公司组成的指数来审查有关披露与新兴市场公司资金日益增加这一事实有关的风险的文件。

注意事项：基金及其外部顾问会根据不断变化的SEC指南定期审查其披露。因此，发布有关加强相关风险披露的解释性指导可能会鼓励基金加强对包括中国在内的新兴市场投资的披露。它还将为散户投资者提供有关相关风险的清晰通知。但是，非约束性指南可能会影响但不会完全改变其行为，或减少中国和其他NCJs基金的投资，尽管这将是SEC关于适当风险披露观点的具体陈述。

2. 鼓励或要求对注册基金进行指数和指数提供者的尽职调查

PWG建议SEC考虑采取措施鼓励或要求SEC追踪索引的共同基金和ETF在选择指数以实施特定投资策略或目标之前对指数及其指数提供商进行更大的尽职调查。尽职调查的增强应考虑到索引提供者的索引构建过程，包括与索引重新平衡有关的过程。尤其是，尽职调查应解决以下问题：如果来自包括中国在内的NCJs发行人的信息不可靠或过时，或者有关此类公司的信息较少，则该过程是否应考虑索引数据，索引计算和/或索引构建中的任何潜在错误。由于监管，会计，审计和财务记录保留标准的差异，因此可以公开获得。还应该考虑到这种差异对基金业绩的潜在影响。

鼓励打算利用索引进行更强大的尽职调查的基金可能会导致索引提供者更仔细地考虑标准中的这些差异，并可能改变其构建索引的方式。SEC还可以鼓励或要求指数基金在其注册报表，股东报告或其他披露文件中提供有关其尽职调查的信息。根据加强尽职调查要求的范围，可以通过委员会或工作人员指南来实施此选项，该指南可以相对较快地发布，但不具约束力，或者委员会规则制定，可以更具规定性，但需要更多时间。

注意事项：与其他司法管辖区（例如欧盟和英国）不同，SEC和其他联邦监管机构无权直接监管负责选择，更新和重新平衡索引的索引提供者的活动。在没有此类监管机构的情况下，此选择可能会间接地鼓励索引提供者在构建索引时更仔细地考虑诸如透明度和财务信息质量之类的因素。此外，这不会限制投资者的选择，也不会被视为对外国发行人进入美国资本市场的能力的限制。影响的程度取决于注册资金进行额外尽职调查的动机，基于该尽职调查的指数提供者更改指数的动机以及发行人被纳入指数的动机。

3. 投资顾问信托义务指南

除了加强风险披露和指数及指数提供商的尽职调查外，PWG还建议SEC在考虑对包括中国在内的NCJs进行投资时，考虑就信托义务向投资顾问发布指南。根据1940年《投资顾问法案》，投资顾问对客户负有信托义务，包括忠诚义务和谨慎义务。谨慎义务包括提供符合客户最大利益的投资建议的义务。为了提供此类建议，顾问必须有合理的信念，即根据客户的目标，该建议符合客户的最大利益。例如，顾问应考虑是否仅向了解风险并提供知情同意的客户推荐投资，并应对投资进行合理的调查，不足以使投资建议不基于重大不准确或不完整的信息。关于在中国和其他NCJs的投资，投资顾问应考虑当地监管，会计，审计和财务记录保留标准方面的差异，以及这些差异对准确选择满足客户投资目标的投资能力的影响。因此，建议在这些司法管辖区进行投资的投资顾问可能希望在其合理调查中考虑与这些投资有关的财务信息的质量或可用性是否存在限制，以及投资者法律的可能限制。这些司法管辖区的补救措施。

注意事项：《顾问法案》下的监管框架主要基于原则。因此，关于投资顾问在中国和其他非司法管辖区投资的信托义务的其他指导可能会影响顾问的行为，但并不能准确规定如何期望每位顾问将讨论的考虑因素纳入其进行合理调查的过程中为其客户推荐的投资中的一部分。因此，与有关指数和指数提供者的尽职调查的政策考虑类似，此选择不会限制投资者的选择，也不会被视为对外国发行人进入美国资本市场的能力的限制。

四、结论

美国是全球筹集资金的主要司法管辖区。投资者对美国资本市场的信任反映了以下方面的组合：强大

的投资者保护框架，强大的披露要求，清晰有效的监管，公平的执法，自由的市场体系以及对在美国交易所上市的公司所提供的财务信息的信心。美国政府和金融监管机构不应在这些核心原则上妥协。PWG报告中概述的建议旨在解决因NCJs未能坚持透明性和问责制而给投资者带来的风险，其中包括NCJs拒绝允许公司遵守美国法律。这些建议将通过确保在美国交易所上市的所有公司的公平竞争环境来保护投资者。