

# 估值快讯

## 大中华版

2020第一季度

### INSIDE

- 2 香港证券交易所建议针对法团股东采用不同投票权规则
- 3 证监会发布致寻求获发牌的私募股本公司的通函
- 4 中美第一阶段贸易协议对知识产权和技术转让的影响
- 5 新规定扩大美国外国投资委员会对美国境内外国投资的管辖权
- 6 中国在 2020 年欢迎外商独资期货公司
- 7 国际评估准则委员会发布关于 2020 年国际评估准则的最新消息



## 香港证券交易所建议针对法团股东采用不同投票权规则

为解决围绕香港地区不同投票权 (WVR) 的争议, 香港交易所 (HKEX) 发表了一份咨询文件, 内容关于是否允许公司在香港新上市公司中持有股票和附加投票权。<sup>i</sup>

当在 2018 年 4 月首次提出 WVR 时, HKEX 仅允许对创新型公司的发展负有重大责任的个人拥有此权利。<sup>ii</sup>该咨询文件刊发于 1 月 31 日, 力图让法团股东同样享有 WVR。

文件中提出, 享有 WVR 的法团股东自身也必须在 HKEX、纽约证券交易所 (NYSE)、纳斯达克或伦敦证券交易所的主要市场上市。另外, 此类法团股东还必须满足以下条件:

- 自身必须是一家创新型公司, 而且有过往记录证明他们是创新型公司的投资者与出资者, 或者在一个或多个新兴及创新产业方面具有从业经验
- 在上市时必须拥有至少 2000 亿港元的预期市场总值
- 在上市公司中必须持有至少 30% 的经济利益, 而且提供的贡献“难以透过其他方法复制或取代”

上市申请人和法团股东将需要证明自己属于相同的公司“生态圈”。该生态圈的发展应围绕技术、平台或一系列核心产品或服务; 而且应归法团股东所有或由其经营。

考虑到“长青”法团 WVR 架构可能引发不必要的争议, 该咨询文件提出了若干投资者保障建议, 包括:

- 投票权比例不得超过普通股投票权的五倍 (不同于针对私人股东 WVR 最高达普通股投票权十倍的限制)
- 若法团股东对上市公司的贡献已终止或暂停逾 12 个月, WVR 将永远失效
- “日落”条款规定 WVR 将在 10 年后自动终止 (其他股东可在 10 年期后投票决定是否继续采用 WVR 架构, 每次续期不超过五年)

HKEX 认为此类建议有助于吸引更多创新型公司申请上市, 从而使金融服务及房地产公司比例过高的交易所更加多样化。

投资银行家和 IPO 顾问均表达过忧虑, 即如果不对法团股东的 WVR 加以调整, 香港的资本市场将在吸引创新型公司申请上市方面遇到更大的困难。2018 年, 腾讯音乐选择在 NYSE 而不是香港证券交易所 (HKSE) 上市, 因为美国交易所提供后者无法提供的法团 WVR 架构。<sup>iii</sup>

在另一方面, 部分利益相关者担心法团 WVR 有悖于香港长期奉行的“一股一票”传统。<sup>iv</sup>

咨询将截止至 2020 年 5 月 1 日。感兴趣的调查对象可通过以下链接下载咨询文件: [Consultation Paper - Corporate WVR Beneficiaries \(HKEX.com.hk\)](https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2020/200131news?sc_lang=en)。

- i. 《联交所刊发有关法团身份的不同投票权受益人的咨询文件》。HKEX.com.hk。香港交易及结算有限公司, 2020 年 1 月 31 日。 [https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2020/200131news?sc\\_lang=en](https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2020/200131news?sc_lang=en)。
- ii. 《拥抱新经济·香港上市制度迎来新时代》。HKEX.com.hk。香港交易及结算有限公司, 2018 年 4 月 24 日。 [https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2018/180424news?sc\\_lang=en](https://www.hkex.com.hk/News/News-Release/2018/180424news?sc_lang=en)。
- iii. John, Alun。 “UPDATE 1-Hong Kong exchange proposes allowing corporate weighted voting rights.” *Reuters.com*。路透社, 2020 年 1 月 31 日。 <https://www.reuters.com/article/hkex-wvr/update-1-hong-kong-exchange-proposes-allowing-corporate-weighted-voting-rights-idU5L4N2A03JZ>。
- iv. Yiu, Enoch。 “Hong Kong exchange, spurred by Alibaba, Xiaomi listings, proposes expansion of IPO reforms to attract more tech giants.” *South China Morning Post*. South China Morning Post Publishers Ltd., 2020 年 1 月 31 日。 <https://www.scmp.com/business/banking-finance/article/3048471/hong-kong-exchange-spurred-alibaba-xiaomi-listings>。

## 证监会发布致寻求获发牌的私募股本公司的通函

2020年1月7日，香港证券及期货事务监察委员会（SFC）发布了《致寻求获发牌的私募股本公司的通函》，对在香港经营业务的私募股本公司申领牌照的义务进行了澄清。

直到最近，香港的私募股本（PE）基金管理人还在利用某些漏洞，“有创造性地”解读《证券及期货条例》（SFO）。部分管理人甚至（基于对该条例的笼统解读）辩称其从事的活动不属于第9类受规管活动（RA9）而无需申领牌照，例如，由PE基金管理人监管非上市证券组合。

该通函明确界定谁需要为RA9申领牌照，谁不需要为RA9申领牌照，从而结束了这一现状。依据新规定，在香港寻求获发牌的PE公司须遵守《证券及期货条例》（SFO）第五部分，并考虑以下因素：

- 若普通合伙人在香港从事的基金管理业务构成界定的“资产管理”，其一般须就第9类受规管活动（RA9）申领牌照。
- 要就RA9申领牌照，PE公司必须展现出与所管理基金有关而又全面的投资酌情权。
- 在为RA9申领牌照的PE公司之投资委员会成员，若其担当着做出投资决定的主导角色，则必须领有牌照成为持牌代表及（在适当情况下）获核准成为负责人员。
- 若通过特殊目的载体（SPV）（或SPV自身的股份或信用债券）而持有的相关投资属于SFO所定义“证券”的范畴，则利用此类SPV进行投资控股的PE公司必须就RA9申领牌照。

- 若PE公司向其他人士提供投资机会，让他们可与某PE基金共同订立相关证券交易，则该公司一般须就第1类受规管证券交易活动（RA1）申领牌照。
- 由于基金推广活动属于SFO所定义“证券交易”的范畴，因此，在此类活动中开展业务的PE公司通常须就RA1申领牌照。
- SFC将采取“务实的方法”评核申请成为PE公司负责人员的人士是否具备足以符合胜任能力要求的相关行业经验，其间将评估各种经验，但前提是申请人可证明此类经验与拟履行的职责相关。

PE公司可在检视其业务时参考该通函，以确定是否有必要向SFC申领牌照。但有一事非常明确：基金管理员现在更难以辩称他们根本无需持有牌照。

如在预测本通函对您的业务经营可能产生哪些影响时需要协助，请咨询道衡。

我们的专家可以帮助贵公司落实该通函的建议，并满足可能引起关注的其他监管和合规要求。我们的投资组合估值服务 Portfolio Valuation Services 团队 则可为PE公司提供关于投资组合估值最佳实践的指导，包括对不断发展的行业标准的实践指导。

i. 《致寻求获发牌的私募股本公司的通函》。证券及期货事务监察委员会。证券及期货事务监察委员会，2020年1月7日。 <https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/EN/circular/doc?refNo=20EC2>。



## 中美第一阶段贸易协议对知识产权和技术转让的影响

2020年1月15日，美国总统唐纳德·特朗普和中国副总理刘鹤在白宫东厅签署了中美“第一阶段”贸易协议。

这份长达 96 页的《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》旨在处理中美之间围绕货币、纠纷调解、食品和农产品贸易、知识产权 (IP) 和技术转让领域的众多争议焦点。<sup>i</sup>

该协议可能是在 IP 和技术转让方面取得的最大进展。简而言之，中国承诺为美国 IP 提供更有力的法律保护，并变更其强制技术转让政策。这将解决美国公司，尤其是技术产业公司长期以来的抱怨。

第一章和第二章分别针对 IP 和技术转让问题，并达成以下结论：

**知识产权。**该协议用了 18 页篇幅（长达协议全文的五分之一）讨论 IP 保护事宜，包括承诺保护商业秘密、医药相关的 IP、商标、专利、地理标识、电子商务侵权以及打击盗版/假冒产品的措施。

为解决美国公司长期以来对中国法律未充分保护商业秘密的抱怨，该协议规定了更有力的措施，以保护商业秘密并惩罚商业秘密窃取行为，例如对蓄意窃取商业秘密的行为进行刑事处罚。

根据该协议，中国必须公布一项行动计划，说明将如何履行其 IP 保护义务。而且随着中国在各个领域加强 IP 保护管制措施，其有义务公开关于此类措施影响力的数据。

**技术转让。**长期以来，美国公司一直责难中国强迫它们转让技术以换取进入中国市场的做法。美国认为此举是攫取美国 IP 的不光彩手段，目的是为了在中国境内开发竞争性产品和行业。

该协议目前规定，两国人员之间的技术或许许可证转让必须出于自愿：在中国经营业务的公司“不应在另一方的强迫或压力之下，将其技术转让给另一方的人员”。

因此，美国公司不再有义务与当地的合资伙伴分享技术，或以低价转让技术许可证，以换取在中国的经营权。

中国已经大刀阔斧地改善涉及国外 IP 的执法体制。例如，2019 年新颁布的商标法禁止商标抢注者提交恶意商标申请，并且提高了对商标侵权的惩罚力度。<sup>ii</sup>

如果第一阶段贸易协议关于 IP 和技术转让的条款将影响您在中国的业务前景，道衡可以为您客观而独立地评估该协议的影响。我们 **估值咨询服务 (Valuation Advisory Services) 团队和转让定价 (Transfer Pricing practice) 团队** 的顾问可以帮助您提前规划，让您避免遭遇意外的后果。

i. 《中华人民共和国政府和美利坚合众国政府经济贸易协议》(英文版)。美国贸易代表办公室。美国贸易代表办公室，2020 年 1 月 16 日。 [https://ustr.gov/sites/default/files/files/agreements/phase%20one%20agreement/Economic\\_And\\_Trade\\_Agreement\\_Between\\_The\\_United\\_States\\_And\\_China\\_Text.pdf](https://ustr.gov/sites/default/files/files/agreements/phase%20one%20agreement/Economic_And_Trade_Agreement_Between_The_United_States_And_China_Text.pdf)。

ii. Zhang, Zoey. "China's New Trademark Law in Effect from November 1." China Briefing. Dezan Shira & Associates, 2019 年 11 月 19 日。 <https://www.china-briefing.com/news/chinas-new-trademark-law-effect-november-1-2019/>。



## 新规定扩大美国外国投资委员会对美国境内外国投资的管辖权

2020年1月13日，美国财政部最终确定了关于实施2018年《外国投资风险评估现代化法案》(FIRRMA)的两组条例。<sup>i</sup>

此两组条例以美国外国投资委员会(CFIUS)的名义颁布；其中一组关于特定受管辖的房地产交易，另外一组则涉及所有其他受管辖的交易。

总体而言，新规定在相当程度上扩大了CFIUS对美国境内外国投资的管辖权。除外国政府相关投资的投资者及强制申报以外，最终敲定的条例澄清了财政部对受管辖之少数股权投资、受管辖之房地产交易的解释。

这些新规定与在2019年9月17日发布的征求公众意见的拟议规定大致相同，并计划于2020年2月13日开始生效。

**房地产：**关于外国人士参与美国境内房地产交易的条款(31 C.F.R. 第802部分)旨在履行CFIUS对美国境内某些房地产交易的管辖权，尤其是毗邻指定军事或美国政府设施的房地产交易。

最终条例增加了对受管辖港口内租约或让与的例外情况——外国航空公司仅在交易涉及其作为外国航空公司开展出租方活动时享有豁免权；而零售商则在其目的为向公众出售日用消费品或服务时享有豁免权。

**受管辖的投资：**关于外国人士在美国境内进行特定投资的条款(31 C.F.R. 第800部分)经过修订后对CFIUS关于“TID美国企业”(Technologies, Infrastructure and Data的简称，即“技术、基础设施与数据”)中小型非控股投资(或称作“受管辖的投资”)的管辖权进行了澄清。

与CFIUS试行计划所推出的新强制申报制度一致，使涉及特定关键技术的TID美国企业受外国控制的大多数受管辖投资或交易均须进行申报，此类申报将被用于或旨在被用于27个指定行业。

“基因信息”也被更明确地定义为“敏感个人数据”的一部分，但用于研究目的且包含个人基因测试信息的数据除外。

虽然修订后的条例十分有助于阐释原拟议的规定，但特定问题仍有待解决。CFIUS还未定义特定常用术语(如“主要营业地”等)，未详细说明申报费用，且未公布针对关键技术强制申报的变更。

鉴于CFIUS在监管交易和执行相关条例方面扮演的角色，任何大中华区内的投资者和美国境内的企业都必须对跨境交易进行更审慎的考量。

i. “Treasury Releases Final Regulations to Reform National Security Reviews for Certain Foreign Investments and Other Transactions in the United States.” 美国财政部·美国财政部·2020年1月13日·<https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm872>.



## 中国在 2020 年欢迎外商独资期货公司

为进一步对外发出中国金融服务行业提高对外国投资开放性的信号，中国期货公司的外资股权限制已于 2020 年 1 月 1 日取消。

中国证券监督管理委员会 (CSRC) 在 2019 年 10 月 11 日的新闻发布会上宣布了此项举措，并公布了关于取消对国内金融服务实体外资拥有权限制的时间框架。<sup>i</sup>

类似地，对于基金管理公司 (FMC) 和证券公司的限制也将分别在 2020 年 4 月 1 日和同年 12 月 1 日前取消。

目前，在中国经营的外商直接投资期货公司只有一家，即位于广东的 JP Morgan Futures。JP Morgan 持有其股权的 49%。1 月，JP Morgan 向 CSRC 申请购买该公司多数股权的权利，但股权所占比例尚未对外披露。<sup>ii</sup>

由于限制性监管制度对期货公司业务活动的审查，中国期货市场在很大程度上并不发达且相对孤立。因此，直到最近，外国投资活动仍忽视这一领域。

此后，中国政府采取了一系列举措，从扩大现有产品范围到放宽监管规定，一直鼓励着中国期货市场的不断扩大。

CSRC 副主席方星海先生在去年 12 月曾表示共有 14 个期货品种在 2019 年首次亮相，创下了单年记录，将销售中的上市产品总数量增加到 75 种。

中国已对外国投资者开放四种商品期货合约 — 在上海国际能源交易中心的原油和工艺分类橡胶 (TSR) 20、在大连商品交易所的铁矿石和在郑州商品交易所的精对苯二甲酸 (PTA)。<sup>iii</sup>

在接下来两年里，上海期货交易所可能会向海外投资者开放有色金属期货合约。<sup>iv</sup>

合格境外机构投资者 (QFII) 之前被允许交易股指期货以进行套期保值。管辖 QFII 和人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 投资行为的规定草案可能会扩大此类投资者的投资范围，以涵盖金融期货和商品期货。<sup>v</sup>

截止到 2019 年 10 月底，股指期货交易已从 2015 年的股市崩溃中恢复正常，中国期货投资和交易的市场资本总额达到 5450 亿元人民币，比年初时增加了 25.58%。期货市场的交易也在同一时间达到 31.85 亿元，交易总值为 235.43 万亿元人民币，与去年同期相比分别增长 30% 和 37.4%。<sup>vi</sup>

取消对中国期货公司的外资股权限制可能会对贵公司的估值产生重大影响，如果贵公司寻求依据新规定购买国内期货公司的独有股权，则尤其如此。请咨询道衡的估值咨询服务 (Valuation Advisory Services) 团队，以便对新规定的影响进行独立而客观的评估。

i. "Removal of foreign ownership limit in foreign-invested futures companies." 中国证券监督管理委员会。中国证券监督管理委员会，2019 年 10 月 15 日。 [http://www.csrc.gov.cn/pub/csrf\\_en/newsfacts/release/201910/t20191015\\_364441.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/csrf_en/newsfacts/release/201910/t20191015_364441.html).

ii. Weinland, Don. "JPMorgan applies to take control of China futures joint venture." 金融时报。The Financial Times Ltd., 2020 年 1 月 9 日。 <https://www.ft.com/content/97af1fa-3293-11ea-9703-eea0cae3f0de>.

iii. Li Xia. "China launches natural rubber futures to overseas investors." 新华网。新华网，2019 年 8 月 13 日。 [http://www.xinhuanet.com/english/2019-08/12/c\\_138303307.htm](http://www.xinhuanet.com/english/2019-08/12/c_138303307.htm).

iv. Meng Meng. 《上交所计划在两年内向外资开放有色金属期货合约》。路透社。路透社，2019 年 5 月 28 日。 <https://www.reuters.com/article/us-china-commodities-futures/chinas-shfe-aims-to-open-non-ferrous-futures-to-foreign-investors-within-two-years-idUSKCN1SY03I>.

v. "CSRC Solicits Public Comments on the Measures for the Administration of Domestic Securities and Futures Investment by Qualified Foreign Institutional Investors and RMB Qualified Foreign Institutional Investors (Consultation Paper) and the Supporting Rules". 中国证券监督管理委员会。中国证券监督管理委员会，2019 年 1 月 31 日。 [http://www.csrf.gov.cn/pub/csrf\\_en/newsfacts/release/201901/t20190131\\_350605.html](http://www.csrf.gov.cn/pub/csrf_en/newsfacts/release/201901/t20190131_350605.html).

vi. Zhan Jing. 《证监会副主席方星海：12 月将有 5 个新品种登陆期货市场》。新华网。新华网，2019 年 11 月 30 日。 [http://www.xinhuanet.com/2019-11/30/c\\_1125293048.htm](http://www.xinhuanet.com/2019-11/30/c_1125293048.htm).



## 国际评估准则委员会发布关于 2020 年国际评估准则的最新消息

自 2020 年 1 月 31 日起，标题为《2020 年国际评估准则》(IVS 2020) 的 IVS 最新版本开始生效，并取代之前的 2017 年版本。

最新版本由国际评估准则委员会 (IVSC) 颁布，对 IVSC 协调全球评估实践具有重大意义。IVS 2020 的内容指引将有助于专业估值人士在其评估期间确保一致性、透明度和置信度，并对投资决策、财务申报和市场稳定性产生积极影响。

IVS 2020 由五项一般标准、六项资产标准和一项非金融负债标准组成。一般标准为所有估值作业提供指导，而资产标准则包含与特定资产类型有关的要求。

2020 年版本与 2017 年版本的不同之处体现在以下方面：

- 新增章节“IVS 220 非金融负债”<sup>ii</sup>
- 引入关于“开发资产” (IVS 410)、 “局限性” (IVS 102) 和 “评估模型” (IVS 105) 的重要更新
- 将 2018 年到 2019 年期间征得的技术性修订整合到新版本当中
- IVS 词汇表现在包括新术语，并提供其他说明，反映出 IVSC 在持续更新评估标准、术语和定义方面所做的努力。

针对希望进一步了解变更的专业人士，IVSC 已发布“红线”版本，以便于读者对照 IVS 2017 查看更改。要查看此文件，请转至国际评估准则网站 ([ivsonline.org](http://ivsonline.org)) 进行订阅或登录访问。

IVS 2020 由 IVSC 的独立技术委员会起草，并在广泛咨询专业组织、监管机构、标准设定组织和其他利益相关者之后刊发。

如需了解全新 IVS 2020 是否会影响任何估值问题，并进而对贵公司产生影响，请向道衡咨询。我们的投资组合估值服务 (Portfolio Valuation Services) 团队可提供关于投资组合估值最佳实践的指导，包括对不断发展的行业标准的实践指导。另外，我们的合规及监管咨询 (Compliance and Regulatory Consulting) 团队可以帮助满足可能引起关注的任何其他监管和合规要求。

i. “International Valuation Standards Updated.” 国际评估准则委员会。国际评估准则委员会，2020 年。 <https://www.ivsc.org/news/article/ivs-updated>

ii. “Consultation launched: IVS 220 Non-Financial Liabilities.” 国际评估准则委员会。国际评估准则委员会，2019 年。 <https://www.ivsc.org/news/article/consultation-launched-ivs-220-non-financial-liabilities>.



## CONTACT

### 香港

吴勇为 · 副主席及大中华区估值业务主管  
patrick.wu@duffandphelps.com  
+852 2281 0100

李成安 · 董事总经理  
ricky.lee@duffandphelps.com  
+ 852 2281 0133

Steven Carey, 董事总经理  
steven.carey@duffandphelps.com  
+852 2281 0100

### 北京

梁国恩 · 董事总经理  
kevin.leung@duffandphelps.com  
+86 10 5835 7000

### 上海

曾伟昌 · 董事总经理  
simon.tsang@duffandphelps.com  
+86 21 6032 0600

### 深圳及广州

周炳辰 · 董事总经理  
joe.chow@duffandphelps.com  
SZ: +86 755 82173210  
GZ: +86 20 38912300

### 台湾

曾荣新 · 董事总经理  
vincent.tsang@duffandphelps.com  
+886 2 6632 2010

### About Duff & Phelps

Duff & Phelps is the global advisor that protects, restores and maximizes value for clients in the areas of valuation, corporate finance, disputes and investigations, cyber security, claims administration and regulatory issues. We work with clients across diverse sectors on matters of good governance and transparency. With Kroll, the leading global provider of risk solutions, and Prime Clerk, the leader in complex business services and claims administration, our firm has nearly 4,000 professionals in 25 countries around the world. For more information, visit [www.duffandphelps.com](http://www.duffandphelps.com).

M&A advisory, capital raising and secondary market advisory services in the United States are provided by Duff & Phelps Securities, LLC. Member FINRA/SIPC. Pagemill Partners is a Division of Duff & Phelps Securities, LLC. M&A advisory, capital raising and secondary market advisory services in the United Kingdom are provided by Duff & Phelps Securities Ltd. (DPSL), which is authorized and regulated by the Financial Conduct Authority. M&A advisory and capital raising services in Germany are provided by Duff & Phelps GmbH, which is a Tied Agent of DPSL. Valuation Advisory Services in India are provided by Duff & Phelps India Private Limited under a category 1 merchant banker license issued by the Securities and Exchange Board of India.