

香港 IPO 中的制裁风险考量与合规策略指南

作者：朱俊 | 李涛 | 李佳 | 钟丽 | 向雨心

在全球化经济背景下，中国企业的跨境业务和资本运作日益频繁，然而，这也使得它们面临着日益复杂的国际制裁和合规要求。国际政治形势和中美竞争所带来的复杂地缘政治变化，以及俄乌冲突所引发的额外制裁风险，使得中国企业在制裁和出口管制方面面临前所未有的挑战。特别是对于计划在香港交易所（以下简称“港交所”）上市的企业而言，理解各类制裁措施对其上市的潜在影响和如何应对变得尤为重要。

在本文中，我们将探讨香港上市过程中以及上市后可能面临的制裁问题，包括就不同类型制裁所需满足的要求以及企业应对这些要求的方法和策略。

一、港交所关于香港 IPO 中制裁及贸易限制风险的监管框架

（一）2013 年上市决策及 2019 年指引

港交所于 2013 年 12 月发布了上市决策 LD76-2013，对于涉及制裁风险的申请人是否适宜上市提供了指引。于 2019 年 3 月发布了《关于制裁风险的指引》（HKEX-GL101-19）（以下简称“《19 年指引》”），确定了目前适用的监管框架，并取代了上市决策 LD76-2013。

（二）2024 年指南

港交所于 2024 年 5 月公布的最新版《新上市申请人指南》中设专章（第 4.4 章，以下简称“《24 年指南》”）介绍了制裁风险对于港股 IPO 企业的影响。与《19 年指引》相比，《24 年指南》无实质性变化。该指南明确了“被制裁活动”的定义，就上市申请人在涉及制裁风险时应采取行动提供指引，并且要求涉及重大制裁风险的上市申请人，在上市文件的显著位置披露相关制裁风险，包括“被制裁活动”的细节、法律顾问的分析、潜在负债、内部监控措施等。

如果上市申请人承受的制裁风险或其被施加的制裁严重削弱其继续运营能力，申请人表明募集资金将用于资助“被制裁活动”，或者其上市会对“相关人士”造成重大风险或可能有损港交所的声誉，其上市申请可能会被拒绝。

二、制裁风险考量与合规方法和策略指南

（一）“制裁”的界定

《24 年指南》未对“制裁”提供一个明确的定义。

其在引言部分的第 2 条论述制裁风险时，将制裁描述为“部分海外司法权区向特定国家、政府、机构或人士施加贸易或经济制裁，限制该等司法权区的国民直接或间接向受制裁者提供资产或服务、买卖他们的资产，又或与他们进行商业交易”。

从上述描述来看，《24 年指南》所指的制裁应不仅仅限于狭义的经济制裁（即通过禁止或限制特定对象的贸易、金融交易、旅行、资产冻结等，以限制被制裁主体的活动），也包括出口管制限制（管控特定对象从相关国家获得特定的产品、技术、服务等）。

（二）“相关人士”的界定

根据《24 年指南》，如果申请人的活动使“相关人士”因“相关司法权区”法律法规下的制裁行动而承受风险，须进行制裁风险评估和采取适当行动。

“相关人士”不仅包括申请人自身，还包含：

- (a) 申请人的投资者及股东；以及
- (b) 可能直接或间接参与批准申请人股份上市、交易、清算和结算的人士，包括港交所和相关集团公司。

（三）“相关司法权区”的界定

“相关司法权区”用于识别申请人需要评估制裁风险的国家或地区范围。根据《24 年指南》，“相关司法权区”是指满足下列条件的国家或地区：

- (a) 该司法权区与申请人有关；
- (b) 该司法权区有制裁相关的法律法规；
- (c) 上述法律法规限制注册成立地或所在地在该司法权区的国民和/或机构直接或间接向此法律法规针对的某些国家、政府、人士或机构提供资产或服务，又或买卖他们的资产。

按照上述要求，实行多边制裁的国际组织（例如联合国、欧盟），以及拥有自主制裁名单的国家可能满足“相关司法权区”的定义。

整体来看，当前拥有自主制裁名单的国家分布如下¹：

亚太地区	<ul style="list-style-type: none"> ■ 17 个国家拥有自主制裁名单。 ■ 包括澳大利亚、孟加拉国、中国、印度、印度尼西亚、日本、哈萨克斯坦、吉尔吉斯斯坦、马来西亚、尼泊尔、新西兰、巴基斯坦、新加坡、韩国、塔吉克斯坦、泰国和越南。
欧洲地区	<ul style="list-style-type: none"> ■ 12 个国家拥有自主制裁名单。 ■ 包括亚美尼亚、阿塞拜疆、比利时、法国、梵蒂冈、拉脱维亚、荷兰、波兰、俄罗斯、瑞士、英国和乌克兰。
中东和非洲地区	<ul style="list-style-type: none"> ■ 11 个国家拥有公开的自主制裁名单。 ■ 包括埃及、伊朗、以色列、黎巴嫩、巴勒斯坦、卡塔尔、沙特阿拉伯、突尼斯、土耳其、阿拉伯联合酋长国和南非。

¹ 该等数据来自于：<https://www.castellum.ai/global-sanctions-index/apac>。

美洲地区	<ul style="list-style-type: none"> ■ 3 个国家拥有自主制裁名单。 ■ 包括加拿大、美国 and 阿根廷。
------	---

当前对中国采取自主制裁的国际组织和国家并不多。除美国之外，欧盟、英国、加拿大以及日本也基于俄乌冲突等问题对中国实体实施制裁。

美国是对中国采取最为广泛制裁和出口管制限制的国家，在分项上来看就美国对华经济制裁和出口管制而言，截止 2024 年 7 月 31 日，被列入清单的中国大陆及香港主体数据如下²：

名单名称	中国大陆	香港地区
往来账户或通汇账户制裁清单 (CAPTA List)	1	0
特别指定国民名单 (SDN)	670	257
非 SDN 中国军工复合体公司名单 (Non-SDN CMIC)	65	2
拒绝人员名单 (DPL)	12	5
实体清单 (Entity List)	728	150
军事最终用户 (MEU)	70	0
防扩散制裁 (ISN)	8	5
未经验证名单 (UVL)	108	0
部门制裁识别清单 (Sectoral Sanctions Identifications List)	4	2

基于以上原因，对于供应链有美国出口的物项、依赖美国金融系统或者在美国制裁的高风险国家或与受美国制裁的实体进行交易（例如有相关涉俄业务）的中国申请人而言，美国都是“相关司法权区”。

除此之外，港交所自 2023 年 3 月 31 日起允许特专科技公司根据《主板上市规则》新增的第 18C 章节（以下简称“**18C 章**”）提交上市申请。这一章节专为尚未盈利或未有收益的特专科技公司提供上市途径，放宽了这些公司在财务资格方面的要求，以吸引更多相关领域的创新企业到香港上市。此类特专科技公司通常处于科技前沿，可能涉及敏感或新兴技术，受到“相关司法权区”经济制裁和出口管制的风险也相对较高。18C 章所指的的特专科技公司，共包括五大领域，覆盖二十个行业。

（四）“一级被制裁活动”的制裁风险评估、分析以及整改

1. 什么是“一级被制裁活动”

拥有自主制裁名单的国家通常实施一级制裁。以美国为例，其一级制裁适用于“美国人”以及存在“美国连接点”的交易。

《24 年指南》将“一级被制裁活动”界定为：

- (a) 在“被制裁国家”内的活动，或
- (b) “注册成立地”或“所在地”在“相关司法权区”又或与该司法权区有联系的申请人进行的如下活

² 该等数据来自于：<https://www.trade.gov/data-visualization/csl-search>。

动：

- (i) 与“被制裁目标”进行的活动；或
- (ii) 直接或间接惠及或涉及“被制裁目标”的财产或财产权益的活动，且该活动须遵守相关制裁法律或规例。

“被制裁国家”被定义为根据“相关司法权区”的制裁相关法律或规例制定的一般及全面进出口、融资或投资禁令所针对的国家或地区。从该定义看，应特指被采取全面贸易禁运的国家。就美国而言，其当前采取全面贸易禁运的国家包括古巴、伊朗、朝鲜、苏丹、叙利亚、克里米亚和其他乌克兰特定地区。

2. “一级被制裁活动”的制裁风险分析以及整改

如在申请上市前曾从事“一级被制裁活动”，申请人必须：

- (a) 就其进行的每项“一级被制裁活动”是否（A）违反“相关司法权区”的适用法律或规例，及/或（B）导致“相关人士”承受“重大制裁风险”（定义见下文），取得法律顾问的分析（附理据）；
- (b) 如法律顾问确认“一级被制裁活动”违反适用法律或规例，申请人必须在上市前停止所有这些活动；并且
- (c) 评估停止“一级被制裁活动”对其财务状况及业务营运的影响。

法律顾问的分析意见通常需要“相关司法权区”的律师出具。该等分析意见的内容包括：

- (a) “相关司法权区”对申请人适用的制裁和出口管制法律要求；
- (b) 申请人的“一级被制裁活动”是否违反此类法律的要求；以及
- (c) “一级被制裁活动”是否可能对发行人或其他“相关人士”构成重大制裁风险。

（五）“次级被制裁活动”的制裁风险评估

1. 什么是“次级被制裁活动”

当前只有美国实施次级制裁。次级制裁通常被认为美国利用美国金融体系的主导地位来强迫外国人士放弃与受制裁人士进行原本合法的交易。除美国之外，欧盟近期也在讨论在对俄制裁中开始使用次级制裁工具以打击规避欧盟限制措施的行为。

《24年指南》将“次级被制裁活动”界定为：申请人所进行而可能导致“相关司法权区”对“相关人士”施加制裁（包括指明为被制裁目标或受惩处）的若干活动，即使申请人的注册成立地或所在地不是该“相关司法权区”，又或与该“相关司法权区”没有联系。

美国的次级制裁主要针对与特定名单（主要是特别指定国民名单（SDN）以及按照50%规则视同被制裁的实体）内的实体之间的“重大交易”。但就对俄贸易而言，根据E.O.14114颁布的二级制裁规则，任何为俄罗斯涉军工主体提供服务或执行重大交易的外国金融机构将具有二级制裁风险。

2. “次级被制裁活动”的制裁风险法律分析

如在申请上市前曾从事“次级被制裁活动”，申请人须就其进行的每项“次级被制裁活动”是否导致“相关人士”被制裁（包括被指明为“被制裁目标”及/或可能处以的惩罚）取得法律顾问的分析（附

理据)。

该等分析意见所需涵盖的内容与“一级被制裁活动”的制裁风险法律分析意见类似。

与“一级被制裁活动”一旦被认定违规即构成直接违反相关适用制裁法律不同，“次级被制裁活动”是否会导致严重的法律后果高度依赖于美国 OFAC 等执法部门的自主判断。因此，《24 年指南》未要求在上市之前停止所有“次级被制裁活动”。但是，如果判断“次级被制裁活动”有重大制裁风险的，需要按照下文第（七）段的规定，采取内部监控措施并对港交所作出相关承诺，这些承诺中可能包含“上市前终止所有构成‘被制裁活动’的相关合约下的责任，及设有措施确保遵守承诺”。

（六）直接遭受制裁或者高制裁风险申请人

如果申请人本身是直接遭受制裁或者存在较高的制裁风险，港交所将基于个案具体资料及情况进行评估，可能对其上市申请施加其他额外限制（例如，申请人可能被要求确保其股份不被提呈发售给“相关司法权区”的国民），并且在其认为有损声誉的风险时，决定该等申请人不适合上市。

直接遭受制裁或者高制裁风险申请人包括任何下列情形：

- (a) 申请人本身是“被制裁目标”，包括以下人士或机构：
 - (i) 其被列入“相关司法权区”的制裁相关法律或规例下发布的目标人士或机构名单；
 - (ii) “被制裁国家”的政府，或由该政府拥有或控制；或
 - (iii) 其是上述第(i)项或第(ii)项所述人士或机构的所有人、控制人或代理人而成为“相关司法权区”法律或规例制裁的目标。
- (b) 申请人“所在地 (Located)”、“注册成立地 (Incorporated)”、“筹划地 (Organized)”或“常驻地 (Resident)”在“被制裁国家”；
- (c) 申请人本身是一个“被制裁交易方”。“被制裁交易方”指有重大比重的业务（10%或以上）是与“被制裁目标”及“被制裁国家”的机构或人士进行的人士或机构。

（七）重大制裁风险

1. 什么是重大制裁风险

评估制裁风险是否重大时，被制裁的可能性以及可能受到制裁的严重程度都是考虑因素。

2. 重大制裁风险的申请人应采取的措施

受重大制裁风险影响的申请人，其应在上市前实行有效、足够的内部监控措施，管控及监察其本身及其他“相关人士”的制裁风险。通常这意味着申请人需要根据自身风险建立对应的制裁及出口管制合规计划和体系。

除此之外，基于所涉及制裁风险的具体性质以及“被制裁活动”对申请人业务的重要性，这些措施还可能包括由申请人及/或其股东向港交所作出以下承诺：

- (a) 不会直接或间接使用首次公开招股集资所得或透过港交所集资所得的任何其他资金去(i)资助或推动“被制裁活动”；或(ii)支付因终止或转移构成“被制裁活动”的相关合约而产生的赔款；
- (b) 上市前终止所有构成“被制裁活动”的相关合约下的责任，及设有措施确保遵守承诺；及/或

- (c) 在年报、中期报告及季度报告（如有）内披露(i)新的及/或现有的“被制裁活动”的详情；(ii)对监控制裁风险的工作；及(iii)新的及/或现有的“被制裁活动”的最新情况及预期的相关计划。

不遵守承诺可导致申请人在港交所上市的证券被除牌。

（八）披露指引

视乎所涉及的制裁风险的具体性质，以及“被制裁活动”对申请人业务的重要性，申请人或须在上市文件的「概要」、「风险因素」及「业务」三章节的显眼位置披露以下数据：

<p>“被制裁活动”</p>	<p>披露详细资料，包括但不限于：</p> <p>(a) 申请人所涉及“被制裁活动”的项目/业务的性质及规模；</p> <p>(b) 申请人及/或其对手方是否属于或有理由相信他们会被视为“被制裁目标”；及</p> <p>(c) 对手方的背景、业绩纪录期内源自“被制裁活动”而确认的收入以及这些活动的最新情况。</p>
<p>法律顾问分析</p>	<p>前述所规定的制裁风险法律顾问分析。</p>
<p>重大或然负债</p>	<p>根据适用会计及法律准则说明有关“被制裁活动”的任何已知重大或然负债。</p>
<p>违反适用法律及/或法规</p>	<p>倘曾从事违反适用法律或规例的“一级被制裁活动”：</p> <p>(a) 这些活动何时停止；</p> <p>(b) 有关财务及营运上的详细影响；</p> <p>(c) 向相关政府作出的披露及得到的回应，及这些披露的最新情况；及</p> <p>(d) 活动停止对“相关人士”产生的法律后果（包括最高惩处（如有））。</p>
<p>上市后新的“被制裁活动”</p>	<p>如申请人打算在上市后进行新的“被制裁活动”，目的何在及申请人在决定是否进行这些活动时考虑的参数或准则。</p>
<p>内部监控措施</p>	<p>(a) 内部监控措施，以及保荐人及董事对于内部监控措施是否足够及有效保障“相关人士”的权益的意见；</p> <p>(b) 在上文第（七）段中的承诺；及</p> <p>(c) 如违反第（七）段所述向港交所作出的承诺而导致申请人的证券可能被除牌的风险。</p>

（九）风险评估后的处理

如果经过评估，申请人目前没有明显或重大的制裁风险，申请人则无需采取具体措施来降低风险，也无需对制裁进行披露。

（十）不适合上市的决定

以下情况可能导致申请人不适合上市：

- (a) 申请人承受的制裁风险或其被施加的制裁严重削弱其继续运营的能力；

- (b) 申请人表明募集资金将用作资助“被制裁活动”；或
- (c) 其上市会对“相关人士”造成重大风险或可能有损港交所的声誉。

三、上市后的要求详解

现行的《24年指南》中详细规定了上市公司需要遵守的持续合规要求，该等持续主要是监控资金流向、履行披露义务等方面的义务。主要包括如下：

（一）监控资金流向

确保不会直接或间接使用首次公开招股集资所得或透过港交所集资所得的任何其他资金去(a)资助或推动被制裁活动；或(b)支付因终止或转移构成“被制裁活动”的相关合约而产生的赔款。

（二）遵守向港交所的承诺

上市前已经终止所有构成“被制裁活动”的相关合约，以及内部设有相关措施并确保此前向港交所提出的承诺已遵守。不遵守承诺可能导致申请在港交所上市的证券被除牌。

（三）履行披露义务

在年报、中期报告及季度报告（如有）内披露以下信息：

- (a) 新的及/或现有的“被制裁活动”的详情；
- (b) 对监控制裁风险的工作；及
- (c) 新的及/或现有的“被制裁活动”的最新情况及预期的相关计划。

另外，对于已经上市的发行人涉及的制裁风险，应参照港交所在2018年6月刊发并持续更新的指引信《有关上市发行人是否适合继续上市的指引》（HKEX-GL96-18）的规定处理。依据该等规定，若已上市发行人因发展新业务，又或法律或法规变化而导致其现有业务存在制裁风险，上市发行人必须根据披露内幕消息的法律规定，就制裁风险、监管行动/诉讼或制裁及其影响作出适时披露，以向投资者提供有关上市发行人的资料，使得投资者可以作出适当及全面的投资决定。

如上市发行人作出该等披露，港交所可要求该发行人提供有关活动的详细资料及就对该发行人、投资者及港交所（包括其有关联公司）有关制裁风险评估的法律意见。因应制裁风险的性质及重要性，上市发行人有可能被要求就《24年指南》所要求采用某些措施及作出某些披露。

在以下极端情况下，上市发行人会被质疑是否适合继续上市：

- (a) 制裁风险及施行的制裁严重损害发行人的业务，以致使发行人并无拥有上市规则规定的足够业务或资产以维持其上市地位；或
- (b) 对投资者及港交所（包括其有关联公司）有重大的制裁风险时。

汉坤在制裁业务方面有丰富经验，提供的法律服务包括制裁法律咨询，制裁风险评估，协助建立制裁合规政策与程序，交易对手名单查询及尽调，合同涉制裁条款审核，制裁培训，协助申请境外豁免许可，牵头相关法域律师提供制裁法律意见，协助进行制裁以及涉外贸易政策监控与分析。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

朱俊

电话： +86 10 8525 4690

Email: jun.zhu@hankunlaw.com

李涛

电话： + 852 2820 5668

Email: tao.li@hankunlaw.com