

# 全面变革——境内企业境外上市将统一实施备案管理

作者：徐启飞 杜宁 蓝洁 高巍

2019年12月，新修订的《中华人民共和国证券法》第224条规定，境内企业直接或者间接到境外发行证券或者将其证券在境外上市交易，应当符合国务院的有关规定。各市场参与主体普遍关注监管部门何时能够出台境外上市监管制度，明确境外上市活动的程序和要求。

2021年12月24日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）公布《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（草案征求意见稿）》（以下简称“《管理规定》”）和《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法（征求意见稿）》（以下简称“《备案办法》”），向社会公开征求意见<sup>1</sup>，意见反馈截止时间为2022年1月23日。

前述规则充分体现了我国深化“放管服”改革、推进资本市场扩大开放的坚定决心。本文将重点从以下方面予以简要分析。

## 1 不同境外上市模式均统一实施备案制

目前，境内企业在境外发行上市主要分有三种模式：(1)直接上市模式，即境内股份公司作为上市主体在境外上市，目前实践中最为常见的是赴香港上市，也就是我们俗称的H股；(2)小红筹模式，即以中国境内自然人作为实际控制人、主要控制境内资产的境外公司作为上市主体在境外上市；和(3)大红筹模式，即以中资机构作为第一大股东、控制境内外资产的境外公司作为上市主体在境外上市。

上述三种模式目前适用的主要监管规则包括：(1)对于直接上市模式而言，根据《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》（以下简称“《特别规定》”）等相关规定，须事先取得中国证监会的批准方可在境外上市；(2)对于小红筹上市模式而言，自中国证监会根据《国务院关于取消第二批行政审批项目和改变一批行政审批项目管理方式的决定》于2003年2月27日起不再受理境外公司在境外上市涉及境内权益的中国法律意见书后，市场普遍认为小红筹上市模式不需要取得中国证监会的同意或许可；(3)对于大红筹上市模式而言，根据《国务院进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》（以下简称“97红筹指引”），需要进一步区分境外上市主体实际拥有境内资产是否满三年，从而判断是否需要中国证监会的批准。

《管理规定》统一将直接和间接境外上市纳入统一管理，明确境内企业境外发行上市应当履行备案程序。在新的规则生效后，《特别规定》和97红筹指引将同时废止。97红筹指引执行了将近三十年，因为其历史悠久、语言比较原则，在实践中经常给业界带来不少困扰，此次将其规制的大红筹一并列入备案管理范围并设定较为清晰的条件，可以说是回应了市场的困惑，提升了政策的透明度和一致性。

<sup>1</sup> <http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1662226/content.shtml>。

## 2 明确境外间接发行上市的标准

根据《备案办法》，境内企业境外间接发行上市的认定应遵循实质重于形式的原则，需结合境内资产收入利润占比、高管构成和业务经营地等情形综合认定境外间接发行上市行为。发行人符合下列情形的，认定为境内企业境外间接发行上市：

1. 境内企业最近一个会计年度的营业收入、利润总额、总资产或净资产，占发行人同期经审计合并财务报表相关数据的比例超过 50%。

2. 负责业务经营管理的高级管理人员多数为中国公民或经常居住地于境内，业务经营活动的主要场所位于境内或主要在境内开展。

如不符合前述规定，虽然发行人在境内有部分业务，无需就其上市活动进行备案。

上述两个标准需同时满足还是满足其中之一即适用《备案办法》有待监管部门的澄清。若满足其中一个即适用，将会将不少业务运营集中在中国的国际公司，包括港资企业也纳入备案管理的范畴，这应该不是监管本意。

## 3 备案管理适用范围

“上市”是一个公司由非公众公司转变为公众公司的过程。实现这一转变，最直接的方式是首次公开发行并上市（IPO），借壳上市（或反向并购）也可以实现这一目的。此外，自去年以来大放异彩<sup>2</sup>的 SPAC（即特殊目的公司并购）方式也是公司实现“上市”的一种新潮选择。对于前述各种上市方式，均需按照《备案办法》的规定履行备案程序。

除此之外，对于已经上市的公司，其后续再融资、第二上市、双重主要上市以及发行境外上市证券购买资产的，也需要按照《备案办法》的规定履行备案程序。

## 4 备案主体和流程

一是明确备案主体。境外直接发行上市的，由发行人履行备案程序；境外间接发行上市的，发行人应当指定一家主要境内运营实体履行备案程序。

二是明确备案流程。《备案办法》区分不同情形，对备案的流程提出了具体要求，设定了第 5 条和第 6 条两种不同的备案程序。第 5 条是相对全面的备案程序，适用于将境内资产拿到境外上市的情形（包括境外首发，借壳上市，以及境外增发股份用于收购境内资产，实现境内资产在境外上市的情形）。第 6 条的备案程序则相对简便，适用于已经境外上市的企业在境外增发证券，但是不涉及将境内资产注入境外上市公司的情形。具体如下表所示：

<sup>2</sup> 除了美国外，新加坡交易所制订的有关 SPAC 的上市规则于 2021 年 9 月 3 日正式生效，香港联交所于 2021 年 12 月 17 日公布引入在香港设立全新 SPAC 上市机制，并将于 2022 年 1 月 1 日起生效。

需备案情形	备案时间	备案材料
首次公开发行并上市/二次上市	在境外提交首次公开发行上市申请文件后 3 个工作日内	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 备案报告及有关承诺</li> <li>➢ 行业主管部门等出具的监管意见、备案或核准等文件（如适用）</li> <li>➢ 有关部门出具的安全评估审查意见（如适用）</li> <li>➢ 境内法律意见书</li> <li>➢ 招股说明书</li> </ul>
借壳上市/SPAC	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 在境外提交申请文件后 3 个工作日内</li> <li>➢ 不涉及在境外提交申请文件的，应当在首次公告相关交易安排之日起 3 个工作日内</li> </ul>	同上
再融资	在发行完成后 3 个工作日内	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 备案报告及有关承诺</li> <li>➢ 境内法律意见书</li> </ul>
发股买资产	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 在发行完成后 3 个工作日内，不构成借壳或者购买境内资产的</li> <li>➢ 所购买资产为境内资产的，在首次公告交易事项之日起 3 个工作日内</li> </ul>	同上 <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 备案报告及有关承诺，其中备案报告应就下列事项作出充分说明：               <ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 交易有利于发行人增强持续经营能力，不存在可能导致发行人主要资产为现金或者无具体经营业务的情形；</li> <li>✓ 所涉及的资产权属清晰，资产过户或者转移不存在法律障碍，相关债权债务处理依法合规，履行了必要的内部决策程序；</li> <li>✓ 购买资产为境内经营性资产的，相关境内企业不存在违反《管理规定》第七条、第八条规定的情形；</li> <li>✓ 符合国家产业政策和外商投资、境外投资、国有资产管理、外汇管理、跨境人民币管理等有关规定，履行了必要的备案、核准等程序。</li> </ul> </li> <li>➢ 境内法律意见书</li> </ul>

考虑到境外市场常见的分次发行（或储架发行）、秘密递交等制度安排，《备案办法》在备案程序上也作了制度衔接：(1)对于分次发行（或储架发行），需在首次发行完成后 3 个工作日内履行备案程序，说明拟发行的证券总数，剩余各次发行完成后，应当在 3 个工作日内向中国证监会备案发行情况；(2)发行人在境外采用秘密或非公开方式提交发行上市申请文件的，在履行备案程序时可以向中国证监会申请延后公示备案情况，并应当在境外公开发行上市申请文件后 3 个工作日内向中国证监会报告。

备案材料完备、符合规定要求的，中国证监会在 20 个工作日内出具备案通知书，并通过网站公示备案信息。但中国证监会要求企业补充说明，以及征求有关主管部门意见的时间不计算在备案时限内。

## 5 重大事项报告制度

《备案办法》明确了重大事项报告要求，加强境外发行的事中事后监管。具体来说：

- ✚ 备案后、完成发行前发生如下事项的，并自相关事项发生之日起 3 个工作日内更新备案材料：(1) 主营业务或业务牌照资质的重大变更；(2) 股权结构的重大变更或控制权变更；(3) 发行上市方案的重大调整。
- ✚ 境外上市后发生以下重大事项，应当在发生之日起 3 个工作日内向中国证监会报告具体情况：(1) 控制权变更；(2) 外证券监督管理机构或有关主管部门采取调查、处罚等措施；(3) 主动终止上市或强制终止上市。

发行人境外上市后主要业务经营活动发生重大变化，不再属于备案范围的，应当自变化发生之日起 3 个工作日内，向中国证监会提交专项报告及境内律师事务所出具的法律意见，说明有关情况。这里，境外上市后的报告情形与境外披露义务如何衔接，以及什么情形构成“不再属于备案范围”等，还有待规则进一步澄清。

## 6 境内监管机构协同

根据《管理规定》，中国证监会将牵头建立企业境外上市跨部门监管协调机制，在收到企业备案申请材料后，主动与有关主管部门加强沟通或征求意见，以提高备案效率。同时，中国证监会将配合推动有关主管部门明晰相关领域的监管制度规则，提高政策可预期性。

1. 行业监管部门的监管意见：沿袭现有境外直接上市模式下的监管要求，对特定行业领域主管部门以制度规则明确要求企业境外上市前履行监管程序的，企业提交备案申请前应当取得主管部门出具的监管意见、备案或核准等文件。值得关注的是，就拟采取 VIE 架构的境外间接发行上市，取得行业监管部门意见的具体方式和内容要求，有待后续进一步明确和在实践中观察。

2. 安全审查：境内企业到境外上市将使得境外投资者实现对境内企业的投资，对涉及外商投资安全审查、网络安全审查等法律法规规定范围内的企业境外上市，在提交备案申请前，企业应当依法申报安全审查：

- ✚ 外商投资安全审查：《外商投资安全审查办法》规定了三种可能触发国家安全审查的情形，包括：(1) 外国投资者单独或者与其他投资者共同在境内投资新建项目或者设立企业；(2) 外国投资者通过并购方式取得境内企业的股权或者资产；和(3) 外国投资者通过其他方式在境内投资。除了前 2 种情形相对明

确外，第(3)种情形作为兜底性条款的涵盖范围并不明确。在境内企业境外上市项目中，需要根据发行人所处的行业来进一步判断是否可能触发国家安全审查。

- ✚ **网络和数据安全审查：**国家互联网信息办公室于2021年11月14日发布的《网络数据安全条例（征求意见稿）》，其第十三条规定：数据处理者开展以下活动，应当按照国家有关规定，申报网络安全审查：……（二）处理一百万人以上个人信息的数据处理者赴国外上市的；（三）数据处理者赴香港上市，影响或者可能影响国家安全的……前述征求意见稿未对“上市”的概念做明确的规定，也没有明确已上市企业的二次发行、再融资等活动是否需要网络安全审查。目前，前述条例的征求意见稿时间已于2021年12月13日截止，最终条例尚未出台。拟上市企业如符合最终出台的规定的，应当在上市前完成网络安全审查。

因此，境内审批和备案与境外申请时间表的配合状况将大致如下：



7

**明确不得境外上市的情形**

《管理规定》就不得境外发行上市的情形作出规定。无论对于直接上市还是间接上市均需关注是否存在该等情形，具体包括：(1)存在国家法律法规和有关规定明确禁止上市融资的情形；(2)经国务院有关主管部门依法审查认定，境外发行上市威胁或危害国家安全的；(3)存在股权、主要资产、核心技术等方面的重大权属纠纷；(4)境内企业及其控股股东、实际控制人最近三年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪，或者因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或涉嫌重大违法违规正在被立案调查；(5)董事、监事和高级管理人员最近三年内受到行政处罚且情节严重，或者因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或涉嫌重大违法违规正在被立案调查；(6)国务院认定的其他情形。

8

### 明确 VIE 架构可以境外上市

此前有个别媒体报道中国监管部门将禁止协议控制（VIE）架构企业赴境外上市。就此，中国证监会曾专门进行回应，中国证监会和相关监管部门始终对企业选择境外上市地持开放态度，充分尊重企业依法合规自主选择上市地。

目前，已有采用 VIE 架构的红筹企业在 A 股上市的先例，此次中国证监会进一步明确，在遵守境内法律法规的前提下，满足合规要求的 VIE 架构企业备案后可以赴境外上市。这一表态是符合市场期待的。

9

### 明确境外证券公司备案及合规执业要求

境外证券公司对境内企业开展尽职调查涉及入境执业问题。根据《备案办法》，境外证券公司从事境内企业境外发行上市保荐业务或担任主承销商的，应当在首次从事相关业务之日起 10 个工作日内向中国证监会备案，并应当于每年 1 月 31 日前向中国证监会报送上年度从事境内企业境外发行上市业务情况的报告。根据《备案办法》，境外证券公司违反前述规定的，中国证监会责令改正并通报其所在国家（地区）证券监督管理机构；情节严重的，中国证监会三个月到一年内不接受相关机构出具的备案材料并予以公告。

中国证监会等监管机构已于 2020 年 7 月 24 日发布《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定》，要求证券服务机构（包括会计师事务所、律师事务所以及从事资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构）进行备案。本次进一步明确境外证券公司也应当进行备案和报告，体现了对于境内外机构一视同仁的监管态度。

此外，按照《管理规定》，证券公司、证券服务机构在境内开展境内企业境外发行上市业务，应当依法接受监督管理；境外证券公司、证券服务机构未勤勉尽责，在境内制作、出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，或者在境外制作、出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏扰乱境内市场秩序，损害境内投资者合法权益的，将会受到相应的行政处罚，情节严重的，将会被暂停或禁止在境内从事境内企业境外发行上市业务。

10

### 对 H 股上市模式的特殊影响

对于境内公司采用直接模式到境外上市的（目前上市地主要是香港），本次备案制改革的影响将更为深远：

- ✚ 可以直接募集人民币资金。根据《特别规定》，境内股份有限公司向境外投资人募集并在境外上市的股份，应以人民币标明面值，以外币认购。根据《管理规定》，境内企业境外发行上市，可以外币或者人民币募集资金、进行分红派息。

- ✦ 可以向特定境内投资者发行境外上市股份。根据目前的监管规则，除了合格境内机构投资者（QDII）外，境内股份有限公司直接在境外上市的，仅可以向境外投资者发行股份。根据《管理规定》，在股权激励、发行证券购买资产等特定情形下，境外直接上市的企业可以向境内特定对象发行股份。
  
- ✦ 全流通变为备案制。2019年，在完成“全流通”试点工作基础上，中国证监会全面推开“全流通”改革，允许境内股份公司在上市申请时一或者上市后单独提出全流通申请，但需经中国证监会核准。在备案制下，持有未上市股份的股东只需履行备案程序后即可将该等股份在境外交易场所上市流通。
  
- ✦ 废止《到境外上市公司章程必备条款》。1994年，中国正处于经济体制转轨初期，在当时国内还没有《证券法》的情况下，内港两地证券监管机构及众多专业人士为了使国内企业符合香港上市的要求，采取了以规范上市公司公司章程的方式来弥补国内企业境外上市所遇到的境内外法律、监管及会计上的差异。虽然国务院于2019年10月17日发布《国务院关于调整适用在境外上市公司召开股东大会通知期限等事项规定的批复》，对《必备条款》进行了适当调整，但《必备条款》与H股公司的运行实践仍存在相当程度的脱节。按照《备案办法》的规定，境内企业境外直接发行上市的，应当参照《上市公司章程指引》制定公司章程，规范公司治理。同样在12月24日，《中华人民共和国公司法（修订草案）》（“《公司法（修订草案）》”）公布，其中明确股份有限公司的股票可以根据公司章程的规定择一采用面额股或者无面额股；股份有限公司可以按照公司章程的规定发行包括特别表决权安排在内的与普通股权利不同的类别股；股份有限公司董事会成员可以按照公司章程的规定确定为执行董事和非执行董事；股份有限公司可以按照公司章程的规定在董事会中设置由董事组成的审计委员会等专门委员会，设审计委员会且其成员过半数为非执行董事的股份有限公司可以不设监事会或者监事，等等。《公司法（修订草案）》最终的修订事项预计将会对H股上市模式产生深刻影响。
  
- ✦ 新申请H股上市不再适用“路条”制度。按照目前的审核要求，发行人向中国证监会报送申请文件并取得上市申请受理通知书（“小路条”）后，方可向香港联交所提交上市申请（A1）；发行人取得中国证监会批复同意公司上市申请文件（“大路条”）后，香港联交所方安排上市聆讯。在备案制下，只需要在境外提交首次公开发行上市申请文件后3个工作日内向中国证监会提交备案，无需再取得小路条。但我们理解，香港联交所可能仍然会在发行人取得备案通知后才会安排聆讯。

根据中国证监会的意见，备案制实施后，将坚持法不溯及既往的原则，确保备案管理平稳实施。对增量企业和发生再融资等活动的存量企业，将按要求履行备案程序；对于其他存量企业，则将另行安排备案，给予充分的过渡期。

\*\*\*\*\*

长期以来，境内企业间接在境外上市并未纳入实质监管，也出现了个别企业财务造假等严重违法违规行为，损害中国企业的整体国际形象。本次改革，将境内企业境外直接上市和间接上市统一纳入管理，明确境内企业境外发行上市应当履行备案程序，将有利于境内企业公平参与国际竞争，保护境内外投资者合法权益。同时，本次改革，并非单纯的将境外间接上市纳入监管，而是进一步精简了申报文件和审核内容，充分释放市场活力。