

间接境外上市备案监管!境外上市备案新规落地速递

作者: 安随一 | 宋爽 | 敬翔宇

新规速递:

2023 年 2 月 17 日, 经国务院批准, 中国证券监督管理委员会(“证监会”)发布境内企业境外上市备案管理相关制度规则(“**备案新规**”), 自 2023 年 3 月 31 日起实施。此次发布的相关制度规则共 6 项, 包括《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》(“《**管理试行办法**》”)和 5 项适用指引¹。《管理试行办法》主要对监管制度、备案要求以及法律责任等内容做了规定, 而 5 项适用指引则是对监管规则适用、备案材料内容和格式、报告内容、备案沟通、境外证券公司备案等方面, 做了进一步明确和细化。

同时自 2023 年 3 月 31 日起, 《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》(“《**特别规定**》”)(1994 年 8 月 4 日中华人民共和国国务院令第 160 号发布)、《国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知(国发〔1997〕21 号)》(“《**红筹指引**》”)将同步废止。这标志着我国对境内企业依法合规利用境外资本市场的监管迈入新阶段。

For more Links publications,
please contact:

Publication@llinkslaw.com

如您需要了解我们的出版物,
请联系:

Publication@llinkslaw.com

以下本文拟就《管理试行办法》的主要内容以及境内企业间接境外上市的相关内容进行简要梳理与分析, 以供各位读者参考交流。

一. 《管理试行办法》主要内容²

本次发布的《管理试行办法》共六章三十五条, 主要内容为:

¹ 本次备案新规具体文件信息如下:

1. 《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》;
2. 《监管规则适用指引——境外发行上市类第 1 号》(“适用指引 1 号”);
3. 《监管规则适用指引——境外发行上市类第 2 号: 备案材料内容和格式指引》(“适用指引 2 号”);
4. 《监管规则适用指引——境外发行上市类第 3 号: 报告内容指引》(“适用指引 3 号”);
5. 《监管规则适用指引——境外发行上市类第 4 号: 备案沟通指引》(“适用指引 4 号”);
6. 《监管规则适用指引——境外发行上市类第 5 号: 境外证券公司备案指引》(“适用指引 5 号”);

² 根据《管理试行办法》及其起草说明整理。

主要制度	制度内容
1. 完善境外发行上市制度	(1) 明确范围标准。对境内企业直接和间接境外上市活动统一实施备案管理,明确境内企业直接和间接境外发行上市证券的适用情形。 (2) 境外发行上市的境内企业依法规范公司治理和财务会计行为,遵守国家保密法律制度。 (3) 建立负面清单等制度。在负面清单内,对于法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资,可能危害国家安全,存在违法犯罪行为,涉嫌犯罪或者重大违法违规行为正在被依法立案调查且尚未有明确结论意见,存在重大权属纠纷等情形,规定不得赴境外发行上市;涉及安全审查的,企业应当在向境外证券监督管理机构、交易场所等提交发行上市申请前依法履行相关安全审查程序。 (4) 明确备案要求。规定境外发行上市的境内企业应当在规定时间内备案,报送有关材料。且备案材料应当真实、准确、完整,为境内企业境外发行上市提供服务的证券公司、证券服务机构和人员应当保证所制作、出具文件的真实性、准确性和完整性。
2. 完善监管制度,加强监管协同	(1) 明确各监管机构监管职责。如证监会依法对境内企业境外发行上市活动实施监督管理;证监会、国务院有关主管部门对相关企业和证券公司、证券服务机构实施监督管理;建立境内企业境外发行上市监管协调机制,加强政策规则衔接、监管协调和信息共享等。 (2) 健全监管手段、措施和法律责任。如明确境外发行上市后重大事项报告要求;明确中国证监会、国务院有关主管部门可以进行监督检查或者调查,对相关违法主体采取责令改正、监管谈话、出具警示函等措施;明确未经备案擅自境外发行上市等违法行为的法律责任,通过行政处罚和纳入诚信档案等措施予以追责,提高违法成本等。 (3) 完善跨境证券监管合作安排。按照对等互惠原则,与境外证券监督管理机构、有关主管部门加强跨境证券监管执法合作;建立备案信息通报机制,明确跨境调查取证要求,共同打击跨境违法违规行为。
3. 增强制度包容性,深化对外开放	(1) 放宽发行对象限制。结合资本市场扩大对外开放实际和市场需要,在股权激励、发行证券购买资产等特定情形下,允许境内企业直接境外发行上市时可以向境内特定对象发行证券。 (2) 明确“全流通”安排。境内企业直接境外发行上市的,允许持有其境内未上市股份的股东在备案后,依法将上述股份转换为境外上市股份并到境外交易场所上市流通。

	(3) 放宽币种限制。允许境内企业境外发行上市通过人民币募集资金、分红派息，满足企业在境外募集人民币的需求，助力人民币国际化。
--	---

二. 境内企业间接境外上市相关看点

1. 明确间接境外上市纳入备案监管

根据《管理暂行办法》第 2 条，境内企业间接境外发行上市，是指主要经营活动在境内的企业，以在境外注册的企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益境外发行上市。以及其第 14 条，境内企业直接境外发行上市的，由发行人向中国证监会备案。境内企业间接境外发行上市的，发行人应当指定一家主要境内运营实体为境内责任人，向中国证监会备案。

由此，无论是境内企业直接境外上市还是间接境外上市均须向证监会备案，由其进行统一监管。

2. 实质重于形式：间接境外上市认定原则与标准明确

本次发布的备案新规明确了境内企业间接境外上市以实质重于形式的原则进行认定，以及制定了相应的认定标准，由此，在减少监管盲区的同时又能避免监管的泛化。具体而言，根据《管理暂行办法》第 15 条第 1 款，境内企业间接境外发行上市认定需同时满足以下两种情形：

- (1) 境内企业最近一个会计年度的营业收入、利润总额、总资产或者净资产，任一指标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) 经营活动的主要环节在境内开展或者主要场所位于境内，或者负责经营管理的高级管理人员多数为中国公民或者经常居住地处于境内。

除此之外，适用指引 1 号在备案范围一栏中指出，发行人不属于《管理暂行办法》第十五条第一款规定情形(即不符合间接境外上市认定标准)，但在境外市场按照非本国(或地区)发行人有关规定要求提交发行上市申请，且依规定披露的风险因素主要和境内相关的，证券公司及发行人境内律师应当按照《管理暂行办法》第十五条第二款规定，遵循实质重于形式的原则，对发行人是否属于备案范围进行综合论证与识别。

3. 明确间接境外上市企业备案要求

除了《管理暂行办法》明确将境内企业间接境外上市纳入备案监管范围，5 项配套指引亦对其进行了更为详细的备案要求说明。如适用指引 2 号指出，涉及间接境外上市，备案报告和境内法律意见书对此应进行详细说明。具体而言，间接境外发行上市的企业在备案报告中，应当在发行人基本情况中说明境内企业资产、权益取得情况，所履行的相关程序、列表主要境内运营实体受益所有人情况(受益所有人按照中国人民银行、国家市场监督管理总局相关规定确定)等信息；以及如涉及协议控制架构的，应在发行人业务经营和公司治理情况中说明：

- (1) 协议控制架构搭建的原因及具体安排, 包括协议控制架构涉及的各方法律主体的基本情况、主要合同的核心条款和交易安排等。
- (2) 协议控制架构可能引发的控制权、相关主体违约、税务等风险。
- (3) 风险应对措施安排等信息。

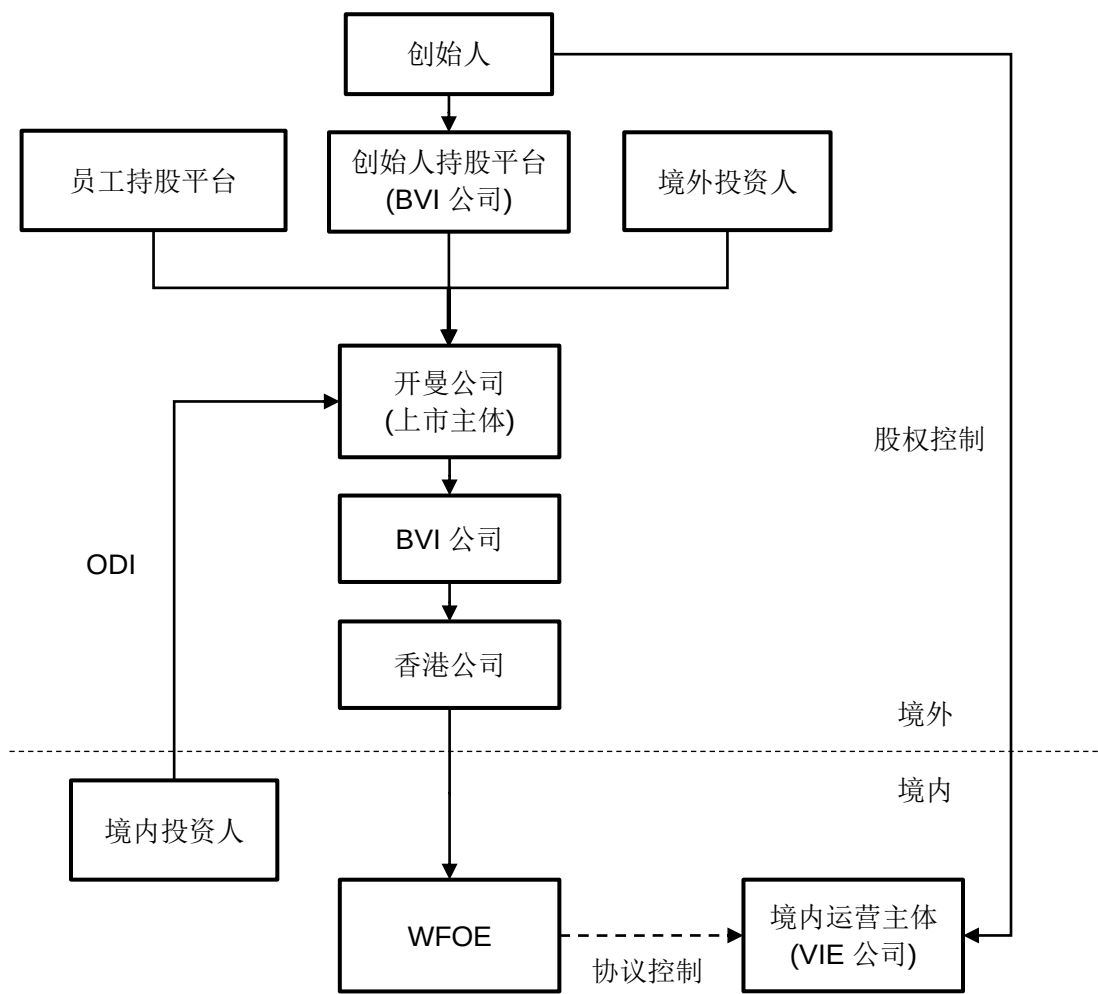
除此之外, 适用指引 2 号中的专项法律意见核查要点亦明确要求发行人境内律师对存在间接境外上市情形的发行人就以下方面进行核查说明:

- (1) 境外投资者参与发行人经营管理情况, 例如派出董事等;
- (2) 是否存在境内法律、行政法规和有关规定明确不得采用协议或合约安排控制业务、牌照、资质等的情形;
- (3) 通过协议控制架构安排控制的境内运营主体是否属于外商投资安全审查范围, 是否涉及外商投资限制或禁止领域。

就此, 典型间接境外上市情形: 协议控制架构(“VIE 架构”)亦纳入备案监管范围。

三. 境内企业采用 VIE 架构间接境外上市在中国证监会进行备案的展望

VIE(Variable Interest Entities, 可变利益实体)架构, 也称协议控制架构, 是指实际控制人不通过股权实际控制运营实体而通过签署各种协议的方式实现对运营实体的控制。VIE 架构(常见 VIE 架构示意图如下)主要用于境内企业进行境外上市发行证券、融资或为引入外国投资者的同时规避我国对外商投资限制或禁止领域行业的监管限制。境内企业通过 VIE 架构进行境外上市, 则属于典型的间接境外上市情形。VIE 架构虽存在已久, 但此前我国对其监管态度一直“暧昧不明”。与此前不同, 随着《管理试行办法》的出台, 证监会有关部门负责人在 2023 年 2 月 17 日答记者问上则明确提出“证监会将对合法合规的 VIE 架构企业境外上市予以备案”。



常见的 VIE 架构示意图

(1) 证监会明确表示对满足合规要求的 VIE 架构企业境外上市予以备案

对 VIE 架构企业能否通过备案境外发行上市，证监会有关部门负责人在答记者问上明确提出，“对于 VIE 架构企业境外上市，备案管理将坚持市场化、法治化原则，加强监管协同。证监会将征求有关主管部门意见，对**满足合规要求的 VIE 架构企业境外上市予以备案**，支持企业利用两个市场、两种资源发展壮大。”笔者注意到 VIE 架构企业准予备案的前提为“满足合规要求”。

(2) 备案新规通过定义“间接境外发行上市”将其纳入统一监管

如前所述，此次发布的《管理试行办法》不仅要求境内企业直接和间接境外上市活动统一向证监会进行备案管理，而且明确了以实质认定为原则对境内企业间接境外发行上市的进行认定。由此，本次《管理试行办法》通过定义“间接境外发行上市”，将包含 VIE 架构的间接境外上市情形全面纳入监管，而且从上市的根本主体——境内企业出发，进行实质认定，不再区分不同情形的间接境外上市，转而对其进行统一监管。

(3) VIE 架构下的外商投资准入协同监管仍需注意

针对境内企业境外上市所涉外商投资准入问题，根据《外商投资准入特别管理措施(负面清单)2021 年版说明》第 6 条，从事《外商投资准入负面清单》禁止投资领域业务的境内企业到境外发行股份并上市交易的，应当经国家有关主管部门审核同意，境外投资者不得参与企业经营管理，其持股比例参照境外投资者境内证券投资管理有关规定执行。《管理试行办法》亦规定境内企业境外上市须遵守外商投资的相关规定，且分别在第三条及第九条两次重复提及遵守外商投资法律法规的要求。由此，对于企业直接境外上市，如涉及从事《外商投资准入负面清单》禁止投资领域业务的，仍须经国家有关主管部门审核同意。

但是对于间接境外上市，如境内企业从事《外商投资准入负面清单》禁止投资领域业务但拟采用 VIE 架构境外上市，是否属于该条适用范围，国家发展和改革委员会(“发改委”)在 2022 年 1 月份举行的新闻发布会表示，“外商投资准入特别管理措施(负面清单)2021 年版说明》第 6 条的适用范围，仅限于从事负面清单禁止投资领域业务的境内企业到境外直接上市。对于境内企业到境外间接上市，证监会正在就相关规定公开征求意见，欢迎各方提出建设性意见和建议，待相关文件完成程序正式出台后，有关部门将按规定办理。”在备案新规出台后，如前所述，备案新规要求该类境内企业间接境外上市时进行备案管理，且须遵守外商投资的相关规定以及境内律师还需在专项法律意见核查中说明协议控制架构安排控制的境内运营主体是否属于外商投资安全审查范围、是否涉及外商投资限制或禁止领域，即对使用 VIE 架构的境内企业是否“满足合规要求”发表意见。笔者揣测该等要求可能会对采用 VIE 架构从事限制或禁止投资领域业务的境内企业境外上市构成一定制约。但与此同时，被境内企业境外上市时所青睐的上市地——香港联交所，在其目前适用的上市决策³中要求上市申请人只可于必要的情况下以 VIE 架构解决外资拥有权的限制，否则上市申请人必须直接持有境内企业的最大权益(Narrowly Tailored 原则)，而该等“必要的情况”在实践中通常为该等上市申请人的境内主体从事“外商投资限制或禁止领域”业务。从而，需要该等境内企业即论证可满足中国证监会的“合规要求”而进行间接境外上市备案，又需论证符合香港联交所对该架构的 Narrowly Tailored 原则适用。

由于备案新规的出台，不排除针对采用 VIE 架构的境内企业境外上市所涉及的外商投资准入问题，证监会会征询外商投资主管部门意见，并以该意见作为备案与否的参考因素。故如涉及 VIE 架构间接境外上市，建议发行人根据适用指引 4 号就“涉及发行人行业监管政策、控制架构等事项”与证监会进行进一步沟通。

随着《特别规定》与《红筹指引》的落幕，备案新规的登场则正式拉开了境内企业境外上市监管体系变革的帷幕。总体而言，本次发布的备案新规，完善了企业境外上市监管制度，进一步构建了更加稳定、可预期的监管框架。我们期待并相信随着全面备案监管时代的到来，境内企业境外上市融资也将迎来新的春天。同时，通力亦将持续关注备案新规的落地情况，并结合具体实践就备案新规相关问题作进一步探讨。

³ “HKEx-LD43-3”(最新为 2018 年 4 月的版本)

如您希望就相关问题进一步交流，请联系：



安随一
+86 21 3135 8761
lawrence.an@llinkslaw.com



宋爽
+86 21 3135 8692
amanda.song@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求，请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: LlinksLaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考，并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2023