

境外发行上市备案制新规落地

作者：资本市场组

2023年2月17日，经国务院批准，中国证券监督管理委员会（以下简称“**中国证监会**”）发布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（以下简称“**《管理试行办法》**”）及5项配套指引。同日，国务院决定自2023年3月31日起废止《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》**”）和《国务院关于加强在境外发行股票和上市管理的通知》（即“**97红筹指引**”）。

《管理试行办法》及其配套指引将自2023年3月31日起正式实施，境内企业境外发行上市将统一实施备案管理。革故鼎新，本次境外发行上市备案管理新规的出台将对中国企业境外发行上市产生深远的影响。就此，我们将从以下几个角度进行梳理和分析，供读者参考。

一、不同境外上市模式均统一实施备案制

《管理试行办法》将境内企业直接、间接境外发行上市纳入统一管理，明确均应向中国证监会履行备案程序，具体如下：

序号	境外上市类别	定义和标准
1	境内企业直接境外发行上市	在境内登记设立的股份有限公司境外发行上市，即惯常的 H 股模式
2	境内企业间接境外发行上市	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。同时符合下列情形的认定为境内企业间接境外发行上市： (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于境内。 境内企业间接境外发行上市的认定，需遵循实质重于形式的原则。例如，即便未同时符合上述两项标准，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情形下，证券公司及发行人境内律师仍应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

二、备案管理适用范围及备案时间要求

根据《管理试行办法》，需适用境外上市备案管理的情形及其各自的备案时间要求如下：

序号	需备案情形	适用说明	备案时间要求
1	境外首次公开发行或上市	/	• 境外提交发行上市申请文件后 3 个工作日内
2	境外发行上市后, 在同一境外市场发行证券	• 包括发行可转换债券、可交换债券、优先股等再融资情形; • 不包括发行证券用于实施股权激励、公积金转增公司资本、分配股票股利、股份拆细情形	• 发行完成后 3 个工作日内
3	境外发行上市后, 在其他境外市场发行上市	• 包括二次上市、主要上市等情形; • 如仅在境外市场转换上市地位 (例如, 二次上市转为双重主要上市) 或转换上市板块, 且不涉及发行股份, 则无需备案, 但需在相关事项发生并公告之日起 3 个工作日内提交有关情况的报告	• 境外提交发行上市申请文件后 3 个工作日内
4	通过一次或者多次收购、换股、划转以及其他交易安排实现境内企业资产直接或者间接境外上市	• 适用情形一: 境外上市公司在相关交易前属于备案范围, 相关交易按上市地规定构成反向收购等重组上市情形 • 适用情形二: 境外上市公司在相关交易前不属于备案范围, 交易后境外上市公司属于备案范围	• 在境外提交申请文件后 3 个工作日内 • 不涉及在境外提交申请文件的, 在上市公司首次公告交易具体安排之日起 3 个工作日内
5	发行人在境外交易所退市后, 拟重新境外发行上市	• 前述退市包括退至场外市场的情形	• 取决于重新境外上市的方式, 亦需参考上述各类情形相应履行备案程序

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, 《管理试行办法》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，应当向中国证监会汇总报告发行情况；(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，可在备案时提交说明，申请延后公示备案信息，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、符合规定的，中国证监会自收到备案材料之日起20个工作日内办结备案，并通过网站公示备案信息。但中国证监会要求企业补充材料，以及征求有关主管部门意见的时间不计算在备案时限内。

此外，中国证监会在《关于境内企业境外发行上市备案管理安排的通知》中明确，“为做好境内上市公司全球存托凭证境外发行上市与对应新增基础股份发行的衔接，有关全球存托凭证备案事宜另行通知”。因此，针对GDR项目而言，由于其涉及A股基础股份的发行，而A股全面注册制也已于2月17日正式实施，相关备案机制如何协调可能会通过中国证监会后续发布的指引予以明确。

三、备案材料要点

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作为境内责任人履行备案程序。

备案材料要求：《管理试行办法》针对不同情形提出了具体的备案材料要求，简要列示如下：

序号	需备案情形	备案材料
1	首次公开发行或上市	• 备案报告及有关承诺 • 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） • 国务院有关主管部门出具的安全评估审查意见（如适用） • 境内法律意见书（附承诺） • 招股说明书或上市文件
2	境外上市后境外发行证券	• 备案报告及有关承诺 • 境内法律意见书（附承诺）
3	境内未上市股份全流通	• 备案报告及有关承诺 • 境内法律意见书（附承诺）

材料重点内容：《管理试行办法》《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》（以下简称“2号指引”）针对备案材料提出了细致要求，重点包括：

重点内容	披露要求/核查要求
股东穿透	• 持股 5%以上的股东（“主要股东”）应穿透至自然人、上市公司（含境外上市公司）、新三板挂牌公司等公众公司、国有控股或管理的主体（含事业单位、国有主体控制的产业基金等）、集体组织、境外政府投资基金（含主权财富基金）、大学捐赠基金、养老基金、公益基金以及公募资产管理产品 • 主要股东为境外私募基金等的，如不属于单纯以持股为目的的持股主体或持股平台，且入股价格不存在明显异常的，可不穿透，但其出资人、执行事务合伙人、实际控制人中存在境内主体（包括法人、具有中国国籍的自然人和非法人组织）的，应当穿透说明有关情况 • 主要股东以外的其他股东，列表简要说明 • 说明持有发行人 5%以上股份或表决权股东之间的关联关系、一致行动关系情况

股份代持	• 发行人存在股份代持等情形的，发行人境内律师应当对股份代持形成原因、演变情况、合法合规性、是否存在纠纷或潜在纠纷、是否存在法律法规规定禁止持股的主体直接或间接持有发行人股份等进行核查，出具明确结论性意见
新增股东	• 发行人提交境外发行上市备案申请前 12 个月内新增股东的，发行人境内律师应当对新增股东的基本情况、入股原因、入股价格及定价依据，新股东与发行人其他股东、董事、监事、高级管理人员是否存在关联关系，新股东与本次发行的中介机构及其负责人、高级管理人员、经办人员是否存在关联关系，是否存在法律法规规定禁止持股的主体直接或间接持有发行人股份等进行核查，并出具明确结论性意见
员工持股计划和股权激励	• 发行人首发备案前实施员工持股计划的，发行人境内律师应当对员工持股计划的设立背景、具体人员构成、价格公允性、员工持股计划章程或协议约定情况、履行决策程序情况、规范运行情况进行充分核查，并就员工持股计划实施是否合法合规出具明确结论性意见 • 发行人存在首发备案前制定、准备在上市后实施的股权激励计划的，发行人境内律师应当对股权激励计划的基本内容、制定计划履行的决策程序、期权行权价格的确定原则、激励对象基本情况、股权激励计划对公司控制权的影响，是否设置预留权益进行充分核查，并就股权激励计划是否合法合规等出具明确结论性意见

除上述外，《管理暂行办法》特别要求：从事境内企业境外发行上市业务的证券公司、证券服务机构和人员，应当遵守法律、行政法规和国家有关规定，遵循行业公认的业务标准和道德规范，严格履行法定职责，保证所制作、出具文件的真实性、准确性和完整性，不得以对国家法律政策、营商环境、司法状况等进行歪曲、贬损的方式在所制作、出具的文件中发表意见。在该等要求下，现有招股书等上市申报文件中有关的披露可能需要调整。

四、明确不得境外上市的情形

《管理暂行办法》第八条对不得境外发行上市的情形作出了概括性规定，无论

对于直接境外上市还是间接境外上市均需关注是否存在该等情形。《监管规则适用指引——境外发行上市类第1号》（以下简称“1号指引”）则对《管理试行办法》第八条作出进一步说明，具体如下：

序号	不得境外发行上市的情形	1号指引的进一步说明
1	法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的	主要包括： ➤ 国家发展改革委、商务部印发的《市场准入负面清单》禁止上市融资的 具体指《市场准入负面清单（2022年版）》，其中明确规定禁止上市融资的行业包括“义务教育阶段学科类培训机构”“民办园”“营利性幼儿园”；另外，我们理解对于负面清单明确非公有资本/商业资本禁止投资的领域也应属于禁止境外上市融资的行业 ➤ 境内企业属于《国务院关于建立完善守信联合激励和失信联合惩戒制度加快推进社会诚信建设的指导意见》（国发〔2016〕33号）规定的严重失信主体的 ➤ 在产业政策、安全生产、行业监管等领域存在法律、行政法规和国家有关规定限制或禁止上市融资的
2	经国务院有关主管部门依法审查认定，境外发行上市可能危害国家安全的	/
3	境内企业或者其控股股东、实际控制人最近3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的	➤ 如刑事犯罪主体为发行人收购而来，且相关刑事犯罪行为发生于发行人收购完成之前，原则上不视为发行人存在相关情形。但发行人主营业务收入和净利润主要来源于相关主体的除外 ➤ 最近3年的起算时点，从刑罚执行完毕之日起计算
4	境内企业因涉嫌犯罪或者重大违法违规行正在被依法立案调查，尚未有明确结论意见的	➤ 违法违规行为导致严重环境污染、重大人员伤亡、国家经济利益重大损失或其他社会影响恶劣的情况，原则上应当认定为重大违法违规行为

5	控股股东或者受控股股东、实际控制人支配的股东持有的股权存在重大权属纠纷的	➤ 应当关注控股股东或者受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股权是否存在质押、冻结或诉讼仲裁，可能导致重大权属纠纷的情形
---	--------------------------------------	--

五、境内监管机构协同及跨境监管合作

根据《管理试行办法》，中国证监会将牵头建立境内企业境外发行上市监管协调机制及备案沟通机制，并且将加大与有关主管部门沟通协调力度，以提高备案效率。同时，中国证监会将适时推动将《管理试行办法》上升为行政法规，构建系统完备的境外上市监管法规制度体系。

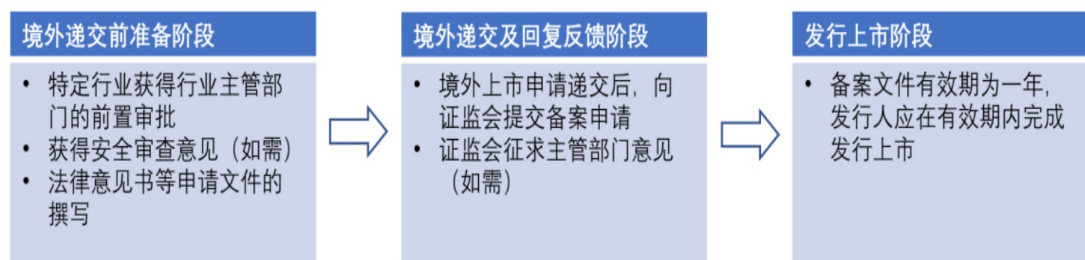
1. 行业监管部门的监管意见：沿袭现有境外直接上市模式下的监管要求，对特定行业领域主管部门以制度规则明确要求企业境外上市前履行监管程序的，企业提交备案申请前应当取得主管部门出具的监管意见、备案或核准等文件。

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《网络安全审查条例（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进行网络安全审查。目前，前文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。拟上市企业符合最终出台的规定的，应当在上市前完成网络安全审查。另外，根据《网络安全

审查办法》的规定，以下两种情况需主动申报网络安全审查：(1)关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务，影响或可能影响国家安全的；(2)掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市。

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：



此外，就本次境外发行上市备案制新规，中国证监会与香港证券及期货事务监察委员会已签订监管合作备忘录，明确了在发行上市、跨境执法合作、中介机构监管、信息交换等领域相关的监管合作安排和程序。我们理解，在类别股东安排、H股公司治理、H股股东与上市公司的争议解决等涉及两地具体事务处理方面，境内外证券监管部门是否出台相应的操作指引，也值得期待。

六、对满足合规要求的VIE架构公司予以备案

- VIE架构整体监管态度：**中国证监会有关部门负责人已在答记者问中明确，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。
- 备案报告需说明的内容：**(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。
- 境内律师核查内容：**(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。
- 关于征求行业主管部门意见：**《管理试行办法》规定，在备案过程中，发行可能存在办法第八条规定情形的，中国证监会可以征求国务院有关主管部门意见。第八条即不得境外发行上市的情形，其中涉及行业主管部门判断的，包括注

律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的，以及经国务院有关主管机关依法审查认定境外发行上市可能危害国家安全的情形。结合境内律师就VIE架构要核查的事项还包括外商投资准入政策、外商投资安全审查事项，我们初步判断中国证监会一般情况下可能更多关注律师意见，但对于可能触及第八条规定的负面清单的问题，应会征求行业主管部门意见后决定是否予以备案。具体操作，有待后续实践进一步明确。

• **关于与联交所审核要求的衔接：**此前港股IPO项目中，为论证VIE架构的使用符合联交所HKEX-LD43-3指引信项下的“Narrowly Tailored”原则，中介机构通常会通过对行业主管部门进行监管访谈等形式，寻求其确认VIE架构合法有效、无须审批的结论。《管理试行办法》正式生效后，VIE架构的合法合规性将被纳入中国证监会备案关注范围，联交所对VIE架构的关注可能会有所转变和调整。具体如何优化，还有待观察。

七、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：

• 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（以下简称“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（以下简称“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。

•

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并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》（以下简称“《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》进行过了适当调整，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《管理暂行办法》的规定，《必备条款》自《管理暂行办法》生效之日起被废止，境内企业境外直接发行上市的，应当参照《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国会计法》《上市公司章程指引》等法律、行政法规和国家有关规定制定公司章程，规范公司治理。

- 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《管理暂行办法》，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证券。根据《管理暂行办法》，境内企业境外发行上市的发行对象应当为境外投资者，但在股权激励、发行证券购买资产的情形下，境外直接上市的企业可以向境内特定对象发行证券。此外，根据1号指引，境内主体在符合国家跨境投资相关规定的前提下，例如通过合格境内机构投资者（QDII）、履行境外投资备案（ODI）程序等方式开展的投资，可以认购境内企业境外发行的证券。
- H股上市是否可适用特别表决权股份，有待后续进一步明确。截至目前，暂未有明确允许H股公司设置特殊表决权机制的相关法律依据，据我们了解亦无H股上市公司设置特别表决权的相关案例。因此，通过表决权差异安排进行H股上市，从现有的监管实践出发，存在一定的障碍。2号指引提出，发行人存在特别表决权股份或类似安排的，需进一步说明相关安排的基本情况、持有人所持特别表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围以及不适用特别表决机制的特殊事项、差异化表决安排可能导致的控制权变更等相关风险及对公司治理的影响，但前述要求并未区分间接上市或直接上市的情形，是否表明此后H股公司也存在适用特别表决权机制的空间，有待后续进一步明确。

除本次备案制给H股上市带来的重大影响，2022年1月1日起正式生效的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021年版）》新增了如下内容作为第六条：“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。”实质上允许从事禁止类业务的公司满足一定条件后通过H股方式在境外上市。

八、对正在进行中项目的影 响

为保障备案管理平稳有序推进，《管理试行办法》对存量、增量企业作出不同安排：对增量企业将按要求履行备案程序；对于存量企业（即《管理试行办法》试行之日起已在境外发行上市的境内企业），不要求立即备案，后续如涉及再融资等备案事项时按要求备案即可。

就目前正在进行中的项目，视不同阶段适用不同的备案安排，我们也针对不同情形提出相应建议如下：

• 间接境外上市

上市申请所处阶段	相关规定	建议
在 2023 年 3 月 31 日前，已在境外提交有效的境外发行上市申请，但未获境外监管机构或者境外证券交易所同意（如香港市场已通过聆讯、美国市场已获准注册等）的境内企业	可合理安排提交备案申请的时点，在境外发行上市前完成备案	预计可于 2023 年 3 月 31 日前获得境外监管机构或者境外证券交易所的同意的，争取在前述时间前取得同意，并于 2023 年 9 月 30 日前完成上市 预计无法于 2023 年 3 月 31 日前获得境外监管机构或者境外证券交易所的同意的，按《管理试行办法》及配套文件要求尽快安排核查并准备备案文件

在 2023 年 3 月 31 日前，已获境外监管机构或者境外证券交易所同意，但在 2023 年 9 月 30 日前需重新向境外监管机构履行发行上市程序（如香港市场需重新聆讯等），或者在 2023 年 9 月 30 日前未完成境外发行上市的境内企业	需按要求备案	预计可于 2023 年 9 月 30 日前完成境外发行上市的，争取在前述时间完成上市 预计无法于 2023 年 9 月 30 日前完成上市的，按《管理暂行办法》及配套文件要求尽快安排核查并准备备案文件
--	--------	---

• 直接境外上市

上市申请所处阶段	相关规定	建议
目前已获中国证监会受理、尚未获得中国证监会核准批文的发行人	在 2023 年 3 月 31 日前，中国证监会将按规定正常推进相关行政许可工作； 自 2023 年 3 月 31 日起，未取得核准批文的境内企业，应当按要求向中国证监会备案	按照时间表正常推进，如有可能，尽量争取在 2023 年 3 月 31 日前获得中国证监会核准批文
2023 年 3 月 31 日已获中国证监会核准批文、尚未完成发行上市的发行人	可继续推进境外发行上市事宜，但批文有效期满未完成境外发行上市的应当重新按要求备案	视项目的具体情况，建议争取在批文有效期内完成境外发行上市

中国企业的境外上市，不论是通过红筹结构还是直接发行，接受中国法律的必要监管，是母国法律属人管辖的应有之义，也有助于统一国家政策的实施，维护国内市场的稳定，从长远上为中国企业在境内外两个市场的发展保驾护航。

本次新规落地，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。新规注重放管结合，将有利于境内企业充分利用境外资本市场发展壮大。

海问资本市场业务简介

海问律师事务所是中国首家以从事企业股份制改造及境内外证券发行上市法律事务为主的合伙制律师事务所。在证券发行领域，海问一直被公认为是具有先驱地位的中国律师事务所，并且在诸多涉及中国发行人的开创性交易中发挥了重要作用。作为在资本市场表现杰出的中国律师事务所，海问在众多境内外证券发行交易中为知名的国际和国内投资银行或发行人提供法律服务。这些交易涵盖股票/存托凭证首次公开发行、股票/存托凭证增发和各类债券发行等。

2023-02-18