

红筹企业境内上市新政

作者：肖毅

近年来，国家在吸引优质民营企业境内上市方面可谓红利不断。除了建立科创板并试点注册制改革、进一步在创业板推行注册制，另一重大举措即是打通了红筹企业回归A股的路径。长久以来，存在红筹架构的企业拟在境内上市，需要先拆除红筹结构，再以境内运营主体作为发行人提交发行上市申请，重组步骤复杂且涉及税务等较高的资金成本。2018年3月，《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》（国办发〔2018〕21号，下称“21号文”）重磅出世，中国证监会随后发布《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》（证监会公告〔2018〕13号，下称“13号公告”），为红筹企业以境外主体直接申请在境内发行股票或存托凭证并上市打开大门。截至目前，科创板已有一家上市、一家在审，更多的红筹企业境内上市项目也正在路上。

2020年4月30日，中国证监会发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》（证监会公告〔2020〕26号），短短三条，句句重磅，在中美贸易摩擦等因素带来的中概股表现不确定性升级的背景下，引发市场热议。新政看点如下：

第一，降低了红筹企业境内上市的门槛。已经境外上市的红筹企业申请境内上市，21号文和13号公告项下的门槛均为市值不低于2000亿元人民币。这一条件事实上将绝大多数中概股排除在外。本次公告提出，如果市值不足2000亿元，还可以选择适用另一标准，即“市值200亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位”，向多家已在境外上市的科技创新型红筹企业伸出橄榄枝。尚未境外上市红筹企业的上市门槛，则仍视不同拟上市板块分别适用13号公告、科创板上市规则、创业板上市规则（待正式修订）等相关规则。

第二，进一步明确了存在协议控制架构的红筹企业的处理方式。21号文首次提出，“对存在协议控制架构的试点企业，证监会会同有关部门区分不同情

况，依法审慎处理。”13号公告随后明确：“申请发行股票的试点红筹企业存在协议控制架构的，中国证监会根据企业的不同情况依法审慎处理”，将依法审慎处理的范围限定为发行股票；而对于试点红筹企业申请发行存托凭证，则是要求在招股说明书等公开发行文件显要位置充分详细披露相关情况。

本次公告是在13号公告的基础上进一步明确了证监会对于协议控制红筹企业申请发行股票“依法审慎处理”的方式：“中国证监会受理相关申请后，将征求红筹企业境内实体实际从事业务的国务院行业主管部门和国家发展改革委、商务部意见，依法依规处理”。不过，如何依法依规处理，比如外资禁止类VIE是否难以放行，是否会考虑实际控制人的中国居民身份等，仍待审核实践进一步明确。

对于申请发行存托凭证的红筹企业存在协议控制架构的情形，现行规则下，需按照13号公告、《公开发行证券的公司信息披露编报规则第23号——试点红筹企业公开发行存托凭证招股说明书内容与格式指引》等规则披露协议控制架构的具体安排及相关风险，个案审核还可能被要求披露进一步信息（如九号机器人有限公司境内公开发行存托凭证并在科创板上市项目的交易所审核问询）。

第三，未上市红筹企业存量股份减持有了说法。在此之前，唯一一家已经登陆A股市场的未在境外上市红筹企业华润微（688396.SH），其上市前已经发行的股份是否可以在境内市场流通，截至上市时点仍是悬而未决。未上市红筹企业存量股份在境内市场减持流通，看上去像是H股全流通的“反向操作”，但由于涉及境内外市场估值差异、使用外汇需求等因素，监管层态度可能会更为谨慎。本次公告看上去采取了一事一议的处理方式：“应在申报前就存量股份减持等涉及用汇的事项形成方案，报中国证监会，由中国证监会征求相关主管部门意见。”虽然没有统一标准，但至少已经给出了申请路径。

笔者相信，在科创板发展日趋成熟、创业板注册制即将落地的今天，本次新政的实施将进一步增强境内资本市场对优质民营企业的吸引力，进一步提高境内市场上市公司质量，亦进一步完善境内资本市场制度。红筹企业直接境内上市涉及证券、合同、外商投资、外汇管理、税等不同部门法下的多个特殊问题，以及不同法域法律适用的差异和衔接等新的挑战（比如开曼公司法下投资

者权益保护水平如何总体上不低于境内法律法规规定），都值得在实务中一一探索，寻求答案。

2020-05-01