

境外上市监管解析（二）：高水平开放格局下的“负面清单”修订模式

作者：薛冰 | 吴晓雪 | 王振禹 | 陈慧

2021年12月27日，国家发展改革委、商务部发布了两份负面清单的修订版（以下合称“**2021版外资准入负面清单**”），并将于2022年1月1日起施行：

- 《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021年版）》（“**全国版《负面清单》（2021年版）**”）。
- 《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021年版）》（“**《自贸区负面清单》（2021年版）**”）。

2020年1月1日起生效的《中华人民共和国外商投资法》在法律层面明确了国家对外商投资实行准入前国民待遇加负面清单管理制度；本次负面清单修订工作的一项突出亮点集中在了**外资准入负面清单的“精准度”**。这一修订亮点，与近日中国证监会就境内企业境外上市备案制监管改革政策形成了积极的双向呼应。

我们聚焦在“精准度”这一创新监管模式，将2021版外资准入负面清单的关键要点予以总结，谨供参考。

一、高水平开放格局下的持续“减负”式修订

本次最新修订后的2021版外资准入负面清单相比于前一年度的对应版本**在所有行业领域均没有新增条目**，外资准入负面清单条目进一步“减负”，其中，全国版《负面清单》（2021年版）条目由33条缩减至31条，《自贸区负面清单》（2021年版）条目由30条缩减至27条。两份新负面清单只做减法，主要变化包括：

- **全面放开汽车制造业限制**。两份新负面清单均删除了“乘用车制造中资股比不低于50%”的限制以及“同一家外商可在国内建立两家及两家以下生产同类整车产品的合资企业”的限制，首次全面放开汽车整车制造业的外资限制。
- **放开广播电视设备制造领域的限制**。两份新负面清单均删除了“卫星电视广播地面接收设施及关键件生产”条目，放开了卫星电视广播地面接收设施及关键件生产外资限制。
- **自贸区突破制造业零条目**。本次修订后，自贸区实现了负面清单制造业条目清零，显示了中国进一步开放并推动制造业的态度。

- **自贸区放宽“市场调查”和“社会调查”领域外资限制。**比全国版《负面清单》（2021年版）更进一步的是，自贸区放开了“市场调查”外资限制，不再要求“市场调查限于合资”，并且放松了“社会调查”限制，从“禁止投资社会调查”的完全禁止性规定转变为“中方股比不低于67%，法定代表人应当具有中国国籍”的限制性要求。

在2021版外资准入负面清单正式施行后，外国投资者在中国境内投资将适用统一的**准入前国民待遇加负面清单**监管体制，须同时遵守外资准入负面清单和《市场准入负面清单》：

#	负面清单名称	生效日期	适用范围
1.	《市场准入负面清单》（2020年版）	2020年12月10日	针对全国范围内的所有投资主体（含内资和外资）统一适用
2.	全国版《负面清单》（2021年版）	2022年1月1日	针对全国范围内的外国投资者适用
3.	《自贸区负面清单》（2021年版）	2022年1月1日	针对自贸区范围内的外国投资者适用，且自贸区范围内优先于全国版《负面清单》（2021年版）适用

二、“精准度”管理模式解析

在2021版外资准入负面清单的说明部分（第六项），增加了一项提高负面清单管理精准度和包容性的新条款：

从事外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。

前述新规定，与2021年12月24日刚刚颁布的《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）》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）》相互配合，将对境内企业的跨境融资及境外上市产生比较深远的制度和市场化影响。

（一）境内企业境外上市架构选择的监管难题

在外资准入进入负面清单管理模式以来，仍然有数量众多的从事“外资受限”或“外资禁止”产业的境内企业开展了形式多样的涉“外”私募融资和跨境公开资本市场活动。由于境外投资人的涉“外资”属性，使得境内企业的跨境融资不可避免地遇到了合规监管风险，也使得投资机构的退出渠道面临不确定的影响。基于这一背景，市场上产生了包括VIE架构在内的变通形式的跨境投融资结构，以满足投资者不同的融资和退出需求。

受限于外资准入政策，对从事外资准入负面清单禁止投资领域业务的境内企业而言，如希望在公开资本市场上融资，现有监管框架下实践可行的路径主要限于以下两种：

- 以境内企业作为发行人在境内证券交易所A股上市；
- 境内企业通过搭建跨境红筹架构（由于外资准入背景，需要采取协议控制模式/VIE架构），以境外融资主体作为发行人，在境外证券交易所间接上市或者以红筹企业发行CDR形式在A股上市。

本次负面清单的修订，为从事负面清单禁止投资领域业务的境内企业的上市路径开放了更多可能

性。

（二）境内企业境外上市的三项基本条件要求

2021 版外资准入负面清单为从事负面清单禁止投资领域业务的境内企业境外上市预留了政策空间，其明确了该类境内企业境外上市需满足三项基本条件：

条件一：前置审核同意 — 经国家有关主管部门审核同意

国家发展改革委和商务部在公开答记者问中明确，“经国家有关主管部门审核同意”指审核同意境内企业赴境外上市不适用负面清单禁止性规定，而不是指审核境内企业赴境外上市的活动本身。

我们理解，“国家有关主管部门”主要包括企业经营所属行业或相关领域的主管部门，企业在取得国家主管部门审核同意过程中同时需考虑与中国证监会的沟通。

条件二：被动投资 — 境外投资者不得参与企业经营管理

这一条件要求，设定了在该等外资准入负面清单领域的“被动投资”属性要求。

2021 版外资准入负面清单对“参与企业经营管理”的认定标准并未予以明确规定，对该项条件的把握标准仍有较多的待明确之处，比如：（1）境外投资者是否能够享有董事、监事、高级管理人员的提名/委派权利；（2）境外投资者是否能够享有企业经营管理事项相关的参与或者表决权利。

而这一条件的要求，对于采取了 VIE 架构企业的公司治理机制将产生实质性影响。具体如何满足这一要求，仍有待负面清单生效后实操层面来印证。

条件三：持股比例限额 — 参照境外投资者境内证券投资管理有关规定执行

根据现行境外投资者境内证券投资相关监管政策及国家发展改革委和商务部的答记者问信息，外资持股比例限额条件总结为：

- 单个境外投资者及其关联人投资比例不超过公司股份总数的 10%；
- 所有境外投资者及其关联人投资比例合计不超过公司股份总数的 30%；
- 境内外同时上市的企业，境外投资者持有同一企业的境内外上市股份合并计算。

上述持股比例限额的条件设定，为拟于境内 A 股上市的境内企业和境外 H 股上市的境内企业相应提供了更为宽松的融资制度通道；从市场实践的预期角度，境外 H 股发行上市将获得更为宽松的市场发展空间。

尽管 2021 版外资准入负面清单并未直接提及采取红筹架构的境内企业境外上市的具体监管安排，但我们仍合理推测，前述“持股比例限额”制度的设计理念，有机会为红筹架构境内企业境外上市预设一条可以**参考准用的通道**：在红筹架构的境外融资主体层面，如果境内权益所有人持有的权益份额比例不低于 70%，境外投资者合计权益比例不超过 30%并能符合被动投资的认定条件，在取得国家有关主管部门前置审核同意后，从事负面清单禁止投资领域的境内企业或将有机会完成赴境外间接上市的中国证监会备案程序。

一旦前述参考准用设想被监管机构认可，从事负面清单禁止投资领域业务的境内企业采用 VIE 架构的必要性有可能显著降低，市场需求和交易架构的设计可能产生根本性的调整。

（三）遵循“法不溯及既往”的过渡原则

国家发展改革委和商务部在公开答记者问中明确了区分存量和增量的监管原则。对于个别存量境外上市企业已突破外资持股比例的情况，不要求调减境外已发行股份或外资已持有 A 股份额。

（四）境外发行上市流程衔接

境内企业境外发行上市监管由中国证监会牵头。外资禁止投资领域业务的境内企业向中国证监会提交境外上市申请后，中国证监会将征求行业或相关领域主管部门的意见，推进相关监管程序。

在《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）》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）》正式生效后，2021 版外资准入负面清单明确的“精准度”管理措施，将为境内企业境外上市提供更积极的政策引导。

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：

薛冰

电话： +86 755 3680 6568

Email: bing.xue@hankunlaw.com

吴晓雪

电话： +86 21 6080 0566

Email: dana.wu@hankunlaw.com