

HANKUN

汉坤律师事务所

Han Kun Law Offices

汉坤专递

2022 年第 1 期（总第 177 期）

新法评述

- 1、快评新《网络安全审查办法》
- 2、境外上市监管解析（一）：备案制有迹可循，有规可依
- 3、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
- 4、境外上市监管解析（三） — 中国退市法律

新法评述

1、快评新《网络安全审查办法》

作者：段志超 | 蔡克蒙 | 胡敏喆

2022年1月4日，国家互联网信息办公室（简称“网信办”）、中国证券监督管理委员会等十三部委正式联合出台了修订后的《网络安全审查办法》（“新《审查办法》”），标志着业界关注已久的修改后的网络安全审查制度在新年伊始正式出台。新《审查办法》将于2022年2月15日正式实施。新的审查办法基本沿袭了此前13部委在2021年7月10日发布的《网络安全审查办法》（修订草案征求意见稿）（“征求意见稿”）所提出的制度框架，并在征求意见稿基础上做出了几处关键修订，本文将对这些修订进行简要解读。同时随附新《审查办法》与征求意见稿的对比，供读者参考。

一、沿用“国外上市”概念，可能旨在排除赴香港上市的运营者主动申报网络安全审查的义务

新《审查办法》仍沿用了征求意见稿中“国外上市”的概念，并未对其进行进一步界定。但从《网络数据安全条例》（征求意见稿）区分“赴香港上市”和“国外上市”网络安全审查申报标准之后，又在新《审查办法》将主动申报义务限定在“国外上市”来看，新《审查办法》应旨在免除赴香港上市的运营者主动申报网络安全审查的义务，但这一理解仍有待通过监管机构的后续实践加以验证。此外，由于新《审查办法》与此前审查办法及征求意见稿均赋予了监管机构主动依职权开展网络安全审查的权力，因此不排除在实践中部分赴香港上市企业如涉及大量敏感数据处理活动时，出于谨慎考虑主动申报网络安全。

与此前征求意见稿相同，新《审查办法》并未对受审查的上市方式进行限定，只是在申报材料中将需申报的材料更严谨的界定为“首次公开募股（IPO）等上市申请文件”。我们仍然认为除IPO（首次公开募集股份并上市）外，中概股公司在美国上市可能采取的SPAC（特殊目的收购公司）并购、RTO（反向兼并/借壳上市）、Direct Listing（直接上市）等方式均应主动申请申报网络安全审查。

二、赴国外上市需申报网络安全审查的主体改为“网络平台运营者”

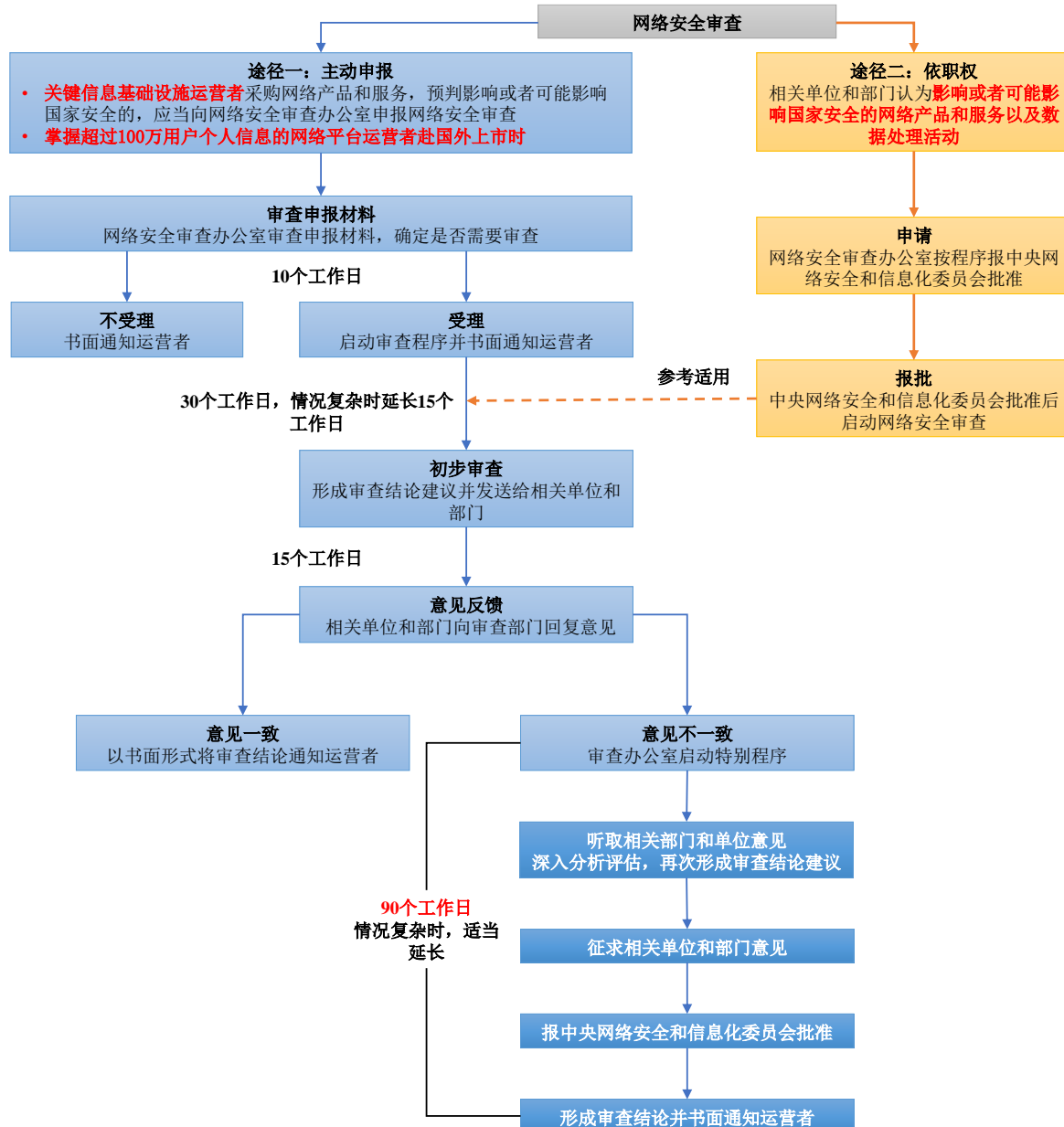
新《审查办法》规定“掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。”这一规定仍沿袭了此前征求意见稿对需开展申报的上市地及用户数量标准的界定，但将申请主体由此前的“数据处理者”改为“网络平台运营者”。新《审查办法》本身未对“网络平台运营者”的概念进行界定。网信办此前公布的《网络数据安全条例》（征求意见稿）曾将“互联网平台运营者”界定为“为用户提供信息发布、社交、交易、支付、视听等互联网平台服务的数据处理者”。按通常理解，“网络平台运营者”的范围应小于此前的“数据处理者”，似不包含不提供线上平台服务的各类消费品公司的自营电商服务。但由于“网络平台运营者”这一概念较为模糊，监管机关在实践中仍有较大的解释空间要求“掌握超过100万用户个人信息”的各类运营者均需主动申报网络安全审查。

三、申报网络安全审查的时间点及结果

根据新《审查办法》答记者问，网络平台运营者应在向国外证券监管机构提出上市申请之前，申报网络安全审查。申报的结果可能包括，一是无需审查；二是启动审查后，经研判不影响国家安全的，可继续赴国外上市程序；三是启动审查后，经研判影响国家安全的，不允许赴国外上市。在前两种情况下，运营者可以继续向国外证券监管机构提出上市申请，但根据此前证监会发布的《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法》（征求意见稿），企业需要在上市申请提交后三个工作日向证监会履行备案手续。

四、特别审查程序的时限进一步延长

新《审查办法》的审查流程总体沿用了现行审查办法及征求意见稿的流程，只是在出现网络安全审查工作机制成员单位、相关部门意见不一致情况下，需征求有关部门意见并报中央网络安全和信息化委员会批准的特别审查流程期限由征求意见稿规定的 3 个月进一步延长至 **90 个工作日**，且情况复杂的仍可以延长。按照新《审查办法》，审查流程总体如下图所示。



五、审查期间应按要求采取预防和消减风险措施

新《审查办法》第16条新增规定“为了防范风险，当事人应当在审查期间按照网络安全审查要求采取预防和消减风险的措施。”从此前实践来看，“预防和消减风险的措施”可能包括暂停新用户注册、暂停APP下载等，还可能包括剥离相关数据资产甚至暂停相关网络产品服务等等。

六、同步公布审查申请机制，正式开启审查窗口

值得注意的是，在新《审查办法》出台同时，网信办在答记者问上正式公布了审查申报和受理的途径，明确“网络安全审查办公室设在国家互联网信息办公室，具体工作委托中国网络安全审查技术与认证中心承担。中国网络安全审查技术与认证中心在网络安全审查办公室的指导下，承担接收申报材料、对申报材料进行形式审查等任务。中国网络安全审查技术与认证中心设立网络安全审查咨询窗口。”我们也期待网络安全审查办公室及中国网络安全审查技术与认证中心后续尽快出台更明确的申报指南，为企业履行申报义务提供更加明确的指引。

《网络安全审查办法》修改前后对照表（与修订草案征求意见稿对比）

网络安全审查办法 (修订草案征求意见稿)	网络安全审查办法 (修订草案征求意见稿)
第一条 为了确保关键信息基础设施供应链安全，维护国家安全，依据《中华人民共和国国家安全法》《中华人民共和国网络安全法》《中华人民共和国数据安全法》，制定本办法。	第一条 为了确保关键信息基础设施供应链安全， <u>保障网络安全和数据安全</u> ，维护国家安全， <u>依据</u> 《中华人民共和国国家安全法》、 <u>《中华人民共和国网络安全法》</u> 、 <u>《中华人民共和国数据安全法》</u> 、 <u>《关键信息基础设施安全保护条例》</u> ，制定本办法。
第二条 关键信息基础设施运营者（以下简称运营者）采购网络产品和服务，数据处理者（以下简称运营者）开展数据处理活动，影响或可能影响国家安全的，应当按照本办法进行网络安全审查。	第二条 关键信息基础设施运营者 （以下简称运营者） 采购网络产品和服务， <u>数据处理者（以下简称网络平台运营者）</u> 开展数据处理活动，影响 <u>或者</u> 可能影响国家安全的，应当按照本办法进行网络安全审查。 <u>前款规定的关键信息基础设施运营者、网络平台运营者统称为当事人。</u>
第三条 网络安全审查坚持防范网络安全风险与促进先进技术应用相结合、过程公正透明与知识产权保护相结合、事前审查与持续监管相结合、企业承诺与社会监督相结合，从产品和服务安全性、可能带来的国家安全风险等方面进行审查。	第三条 网络安全审查坚持防范网络安全风险与促进先进技术应用相结合、过程公正透明与知识产权保护相结合、事前审查与持续监管相结合、企业承诺与社会监督相结合，从产品和服务 <u>以及数据处理活动</u> 安全性、可能带来的国家安全风险等方面进行审查。

<p style="text-align: center;">网络安全审查办法 (修订草案征求意见稿)</p>	<p style="text-align: center;">网络安全审查办法 (修订草案征求意见稿)</p>
<p>第四条 在中央网络安全和信息化委员会领导下，国家互联网信息办公室会同中华人民共和国国家发展和改革委员会、中华人民共和国工业和信息化部、中华人民共和国公安部、中华人民共和国国家安全部、中华人民共和国财政部、中华人民共和国商务部、中国人民银行、国家市场监督管理总局、国家广播电视总局、中国证券监督管理委员会、国家保密局、国家密码管理局建立国家网络安全审查工作机制。</p> <p>网络安全审查办公室设在国家互联网信息办公室，负责制定网络安全审查相关制度规范，组织网络安全审查。</p>	<p>第四条 在中央网络安全和信息化委员会领导下，国家互联网信息办公室会同中华人民共和国国家发展和改革委员会、中华人民共和国工业和信息化部、中华人民共和国公安部、中华人民共和国国家安全部、中华人民共和国财政部、中华人民共和国商务部、中国人民银行、国家市场监督管理总局、国家广播电视总局、中国证券监督管理委员会、国家保密局、国家密码管理局建立国家网络安全审查工作机制。</p> <p>网络安全审查办公室设在国家互联网信息办公室，负责制定网络安全审查相关制度规范，组织网络安全审查。</p>
<p>第五条 运营者采购网络产品和服务的，应当预判该产品和服务投入使用后可能带来的国家安全风险。影响或者可能影响国家安全的，应当向网络安全审查办公室申报网络安全审查。</p> <p>关键信息基础设施保护工作部门可以制定本行业、本领域预判指南。</p>	<p>第五条 <u>关键信息基础设施</u>运营者采购网络产品和服务的，应当预判该产品和服务投入使用后可能带来的国家安全风险。影响或者可能影响国家安全的，应当向网络安全审查办公室申报网络安全审查。</p> <p>关键信息基础设施<u>安全</u>保护工作部门可以制定本行业、本领域预判指南。</p>
<p>第六条 掌握超过 100 万用户个人信息的运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。</p> <p>第七条 对于申报网络安全审查的采购活动，运营者应通过采购文件、协议等要求产品和服务提供者配合网络安全审查，包括承诺不利用提供产品和服务的便利条件非法获取用户数据、非法控制和操纵用户设备，无正当理由不中断产品供应或必要的技术支持服务等。</p>	<p>第六条 第七条对于申报网络安全审查的采购活动，<u>关键信息基础设施</u>运营者应当通过采购文件、协议等要求产品和服务提供者配合网络安全审查，包括承诺不利用提供产品和服务的便利条件非法获取用户数据、非法控制和操纵用户设备，无正当理由不中断产品供应或<u>者</u>必要的技术支持服务等。</p> <p>第七条 第六条掌握超过 100 万用户个人信息的<u>网络平台</u>运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。</p>
<p>第八条 运营者申报网络安全审查，应当提交以下材料：</p> <p>(一) 申报书；</p> <p>(二) 关于影响或可能影响国家安全的分析报告；</p> <p>(三) 采购文件、协议、拟签订的合同或拟提交的 IPO 材料等；</p> <p>(四) 网络安全审查工作需要的其他材料。</p>	<p>第八条 <u>运营者当事人</u>申报网络安全审查，应当提交以下材料：</p> <p>(一) 申报书；</p> <p>(二) 关于影响或<u>者</u>可能影响国家安全的分析报告；</p> <p>(三) 采购文件、协议、拟签订的合同或<u>者</u>拟提交的首次公开募股（IPO 材料）等上市申请文件；</p> <p>(四) 网络安全审查工作需要的其他材料。</p>
<p>第九条 网络安全审查办公室应当自收到审查申报材料起，10 个工作日内确定是否需要审查并书面通知运营者。</p>	<p>第九条 网络安全审查办公室应当自收到<u>符合本办法第八条规定的</u>审查申报材料起，10 个工作日内，确定是否需要审查并书面通知<u>运营者当事人</u>。</p>

<p style="text-align: center;">网络安全审查办法 (修订草案征求意见稿)</p>	<p style="text-align: center;">网络安全审查办法 (修订草案征求意见稿)</p>
<p>第十条 网络安全审查重点评估采购活动、数据处理活动以及国外上市可能带来的国家安全风险，主要考虑以下因素：</p> <p>（一）产品和服务使用后带来的关键信息基础设施被非法控制、遭受干扰或破坏的风险；</p> <p>（二）产品和服务供应中断对关键信息基础设施业务连续性的危害；</p> <p>（三）产品和服务的安全性、开放性、透明性、来源的多样性，供应渠道的可靠性以及因为政治、外交、贸易等因素导致供应中断的风险；</p> <p>（四）产品和服务提供者遵守中国法律、行政法规、部门规章情况；</p> <p>（五）核心数据、重要数据或大量个人信息被窃取、泄露、毁损以及非法利用或出境的风险；</p> <p>（六）国外上市后关键信息基础设施，核心数据、重要数据或大量个人信息被国外政府影响、控制、恶意利用的风险；</p> <p>（七）其他可能危害关键信息基础设施安全、国家数据安全的因素。</p>	<p>第十条 网络安全审查重点评估<u>采购活动、数据处理活动以及国外上市可能带来的相关对象或者情形</u>的以下国家安全风险，<u>主要考虑以下因素</u>：</p> <p>（一）产品和服务使用后带来的关键信息基础设施被非法控制、遭受干扰<u>或</u>破坏的风险；</p> <p>（二）产品和服务供应中断对关键信息基础设施业务连续性的危害；</p> <p>（三）产品和服务的安全性、开放性、透明性、来源的多样性，供应渠道的可靠性以及因为政治、外交、贸易等因素导致供应中断的风险；</p> <p>（四）产品和服务提供者遵守中国法律、行政法规、部门规章情况；</p> <p>（五）核心数据、重要数据<u>或</u>大量个人信息被窃取、泄露、毁损以及非法利用<u>或、非法</u>出境的风险；</p> <p>（六）<u>国外上市后存在</u>关键信息基础设施<u>一、</u>核心数据、重要数据<u>或</u>大量个人信息被<u>国外</u>政府影响、控制、恶意利用的<u>风险，以及网络信息安全</u>风险；</p> <p>（七）其他可能危害关键信息基础设施安全、<u>网络安全</u>和<u>国家</u>数据安全的因素。</p>
<p>第十一条 网络安全审查办公室认为需要开展网络安全审查的，应当自向运营者发出书面通知之日起30个工作日内完成初步审查，包括形成审查结论建议和将审查结论建议发送网络安全审查工作机制成员单位、相关关键信息基础设施保护工作部门征求意见；情况复杂的，可以延长15个工作日。</p>	<p>第十一条 网络安全审查办公室认为需要开展网络安全审查的，应当自向<u>运营者当事人</u>发出书面通知之日起30个工作日内完成初步审查，包括形成审查结论建议和将审查结论建议发送网络安全审查工作机制成员单位、相关<u>关键信息基础设施保护工作</u>部门征求意见；情况复杂的，可以延长15个工作日。</p>
<p>第十二条 网络安全审查工作机制成员单位和相关关键信息基础设施保护工作部门应当自收到审查结论建议之日起15个工作日内书面回复意见。</p> <p>网络安全审查工作机制成员单位、相关关键信息基础设施保护工作部门意见一致的，网络安全审查办公室以书面形式将审查结论通知运营者；意见不一致的，按照特别审查程序处理，并通知运营者。</p>	<p>第十二条 网络安全审查工作机制成员单位和相关<u>关键信息基础设施保护工作</u>部门应当自收到审查结论建议之日起15个工作日内书面回复意见。</p> <p>网络安全审查工作机制成员单位、相关<u>关键信息基础设施保护工作</u>部门意见一致的，网络安全审查办公室以书面形式将审查结论通知<u>运营者当事人</u>；意见不一致的，按照特别审查程序处理，并通知<u>运营者当事人</u>。</p>

<p style="text-align: center;">网络安全审查办法 (修订草案征求意见稿)</p>	<p style="text-align: center;">网络安全审查办法 (修订草案征求意见稿)</p>
<p>第十三条 按照特别审查程序处理的,网络安全审查办公室应当听取相关部门和单位意见,进行深入分析评估,再次形成审查结论建议,并征求网络安全审查工作机制成员单位和相关部門意见,按程序报中央网络安全和信息化委员会批准后,形成审查结论并书面通知运营者。</p>	<p>第十三条 按照特别审查程序处理的,网络安全审查办公室应当听取相关部门和单位和部门意见,进行深入分析评估,再次形成审查结论建议,并征求网络安全审查工作机制成员单位和相关部門意见,按程序报中央网络安全和信息化委员会批准后,形成审查结论并书面通知运营者当事人。</p>
<p>第十四条 特别审查程序一般应当在3个月内完成,情况复杂的可以延长。</p>	<p>第十四条 特别审查程序一般应当在 <u>390</u> 个工作日内完成,情况复杂的可以延长。</p>
<p>第十五条 网络安全审查办公室要求提供补充材料的,运营者、产品和服务提供者应当予以配合。提交补充材料的时间不计入审查时间。</p>	<p>第十五条 网络安全审查办公室要求提供补充材料的, 运营者当事人、产品和服务提供者应当予以配合。提交补充材料的时间不计入审查时间。</p>
<p>第十六条 网络安全审查工作机制成员单位认为影响或可能影响国家安全的网络产品和服务、数据处理活动以及国外上市行为,由网络安全审查办公室按程序报中央网络安全和信息化委员会批准后,依照本办法的规定进行审查。</p>	<p>第十六条 网络安全审查工作机制成员单位认为影响或者可能影响国家安全的网络产品和服务以及数据处理活动以及国外上市行为,由网络安全审查办公室按程序报中央网络安全和信息化委员会批准后,依照本办法的规定进行审查。 <u>为了防范风险,当事人应当在审查期间按照网络安全审查要求采取预防和消减风险的措施。</u></p>
<p>第十七条 参与网络安全审查的相关机构和人员应严格保护企业商业秘密和知识产权,对运营者、产品和服务提供者提交的未公开材料,以及审查工作中获悉的其他未公开信息承担保密义务;未经信息提供方同意,不得向无关方披露或用于审查以外的目的。</p>	<p>第十七条 参与网络安全审查的相关机构和人员应当严格保护企业商业秘密和知识产权,对运营者在审查工作中知悉的商业秘密、个人信息,当事人、产品和服务提供者提交的未公开材料,以及审查工作中获悉的其他未公开信息承担保密义务;未经信息提供方同意,不得向无关方披露或者用于审查以外的目的。</p>
<p>第十八条 运营者或网络产品和服务提供者认为审查人员有失客观公正,或未能对审查工作中获悉的信息承担保密义务的,可以向网络安全审查办公室或者有关部门举报。</p>	<p>第十八条 运营者当事人或者网络产品和服务提供者认为审查人员有失客观公正,或者未能对审查工作中获知悉的信息承担保密义务的,可以向网络安全审查办公室或者有关部门举报。</p>
<p>第十九条 运营者应当督促产品和服务提供者履行网络安全审查中作出的承诺。 网络安全审查办公室通过接受举报等形式加强事前事中事后监督。</p>	<p>第十九条 运营者当事人应当督促产品和服务提供者履行网络安全审查中作出的承诺。 网络安全审查办公室通过接受举报等形式加强事前事中事后监督。</p>
<p>第二十条 运营者违反本办法规定的,依照《中华人民共和国网络安全法》《中华人民共和国数据安全法》的规定处理。</p>	<p>第二十条 运营者当事人违反本办法规定的,依照《中华人民共和国网络安全法》<u>、</u>《中华人民共和国数据安全法》的规定处理。</p>

<p style="text-align: center;">网络安全审查办法 (修订草案征求意见稿)</p>	<p style="text-align: center;">网络安全审查办法 (修订草案征求意见稿)</p>
<p>第二十一条 本办法中关键信息基础设施运营者是指经关键信息基础设施保护工作部门认定的运营者。</p> <p>本办法所称网络产品和服务主要指核心网络设备、重要通信产品、高性能计算机和服务器、大容量存储设备、大型数据库和应用软件、网络安全设备、云计算服务，以及其他对关键信息基础设施安全有重要影响的网络产品和服务。</p>	<p>第二十一条 本办法中关键信息基础设施运营者是指经关键信息基础设施保护工作部门认定的运营者。</p> <p>本办法所称网络产品和服务主要指核心网络设备、重要通信产品、高性能计算机和服务器、大容量存储设备、大型数据库和应用软件、网络安全设备、云计算服务，以及其他对关键信息基础设施<u>安全、网络安全和数据</u>安全有重要影响的网络产品和服务。</p>
<p>第二十二条 涉及国家秘密信息的，依照国家有关保密规定执行。</p>	<p>第二十二条 涉及国家秘密信息的，依照国家有关保密规定执行。</p> <p><u>国家对数据安全审查、外商投资安全审查另有规定的，应当同时符合其规定。</u></p>
<p>第二十三条 本办法自 2021 年月日起实施，《网络产品和服务安全审查办法（试行）》同时废止。</p>	<p>第二十三条 本办法自 2021<u>2022</u> 年 <u>2</u> 月 <u>15</u> 日起<u>实施</u>施行。<u>2020 年 4 月 13 日公布的《网络产品和服务安全审查办法（试行）》《安全审查办法》（国家互联网信息办公室、国家发展和改革委员会、工业和信息化部、公安部、国家安全部、财政部、商务部、中国人民银行、国家市场监督管理总局、国家广播电视总局、国家保密局、国家密码管理局令第 6 号）</u>同时废止。</p>

2、境外上市监管解析（一）：备案制有迹可循，有规可依

作者：薛冰 | 王瑾 | 宋薇 | 赵婉媚 | 陈柯晔

2021年12月24日，中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）公布了《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（征求意见稿）》（“《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）》（“《备案办法》”），就境内企业境外发行证券或者将其证券在境外上市交易的监管体制改革及备案管理等相关制度规则，一并向社会公开征求意见，意见反馈截止时间为2022年1月23日。

一段时期以来，特别是近半年来，上市申请人、上市公司、中介机构、境内外投资者等市场主体都十分关注境内企业境外发行上市监管制度的改革与完善，期待国家尽快出台制度规则进一步明确程序和要求。

《管理规定》和与之配套的《备案办法》对境外上市监管制度的改革方案提供了方向性的指引，这对促进境内企业依法合规利用两个市场两种资源实现规范健康发展将起到积极的引导和规范作用。

我们结合《管理规定》和《备案办法》的内容，将境内企业境外发行上市的监管要求、备案程序予以概要总结，谨供参考。

一、境外上市模式及监管体制改革背景

目前规范境内企业境外发行上市活动的法规基础主要是1994年发布的《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》（国务院令第160号），其制定于我国资本市场发展初期，总体上已落后于市场实践。2019年12月，新修订的《中华人民共和国证券法》（“《证券法》”）明确直接和间接境外发行上市应当符合国务院的有关规定。

对境内企业而言，对接境外资本市场过程中事实上一直存在直接和间接两种主要形式的境外发行上市路径，但不同上市模式和路径受到的现有监管环境又有较大差异：

1. **境内企业境外直接发行上市**，是指注册在境内的股份有限公司在境外发行证券或者将其证券在境外上市交易。通常包括市场所常见的H股（境内注册的企业在香港联交所上市）、N股（境内注册的企业在美国纽约的证券交易所上市）、S股（境内注册的企业在新加坡交易所上市）等。采用该模式上市，需要经过境内和境外监管机构的双重审核。

以市场较为熟悉的H股上市为例，在上市申请人为中国境内设立的股份有限公司的基础和前提下，需要根据中国证监会申报文件要求提交申请以取得中国证监会受理函（俗称“小路条”），并向香港联交所递交上市申请，在取得中国证监会核准（俗称“大路条”）后，通过香港联交所聆讯后方可发行上市。

2. **境内企业境外间接发行上市**，是指主要业务经营活动在境内的企业，以境外企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益在境外发行证券或者将证券在境外上市交易（即“红筹模式”或“红筹架构”）。而基于跨境架构搭建背景的差异，红筹架构又有所细分：

- (1) **大红筹架构**，核心在于拟上市的境外企业系由境内企业设立/控制。境内企业资产转移到境外中资非上市公司或者境外中资控股上市公司在境外上市，以及将境内资产通过先转移到境外中资非上市公司再注入境外中资控股上市公司在境外上市，应遵循《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》（即市场熟知的“《97 红筹指引》”）的规定，其中涉及的政府审批/登记手续，包括但不限于省级人民政府或者国务院有关主管部门同意，中国证监会审批（如需）、发改委、商务主管部门等监管部门的核准或者备案，由于监管的复杂性，市场中通过“大红筹架构”实现境外上市的企业较少。

- (2) **小红筹架构**，核心在于拟上市的境外企业系由境内运营企业的自然人股东设立并实际控制。该等自然人通过重组的方式（包括直接持股模式或协议控制模式/VIE 架构）将境内外运营的资产、收益或其他类似权益转移给拟上市的境外企业，并以该境外企业在境外发行上市。该类架构在现行监管法规框架下，受到的境内直接监管较少，在架构搭建过程中主要涉及到根据《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发〔2014〕37号）对返程投资相关外汇管理要求的登记流程，以及跨境架构重组时涉及到的境内企业境外投资（ODI）监管手续；整体而言，以小红筹架构完成境外发行上市的程序和时间较境内企业境外直接发行上市和大红筹架构相对更灵活便捷。

境内企业依法依规开展境外发行上市活动是中国企业规范对接国际资本市场的原则和基石。但现行监管环境下，并无统一和完善的适用于境内企业直接、间接到境外发行上市的规定，从而使境内企业选择境外发行上市路径时会面临不确定的监管风险。再加上近年国际上不同国家间对于证券市场跨境合规执法监管的对话及协作沟通机制的进展，境内企业境外发行上市统一监管制度建设的步伐也亟需加快。

二、境内企业境外发行上市管理要点概览 — “备案制”为核心

推行备案制管理是本次境外上市监管体制改革的核心要点。

《管理规定》明确了中国证监会对“境内企业境外发行证券和上市”活动实施监管的职责，境内企业境外发行上市应当向中国证监会履行备案程序，同时明确了境内企业境外发行上市的监管红线。

《备案办法》作为《管理规定》的配套规则，细化了境内企业境外发行上市的备案管理主要流程。

（一）“境内企业境外发行上市”的统一监管规则

《管理规定》明确将“境内企业境外发行上市”¹监管范围包括了境内企业境外直接发行上市和境内企业境外间接发行上市。《管理规定》的上位法为《证券法》，《管理规定》所称的“境外”，应与《证券法》及其配套规定、其他现行法规对“境内外”、“出入境”等表述的惯常文义一致²；实践中，境外上市的表述也被通常理解为包括了“香港上市”在内。另外，《管理规定》进一步明确，境内上市公司有控制权的所属企业到境外发行上市纳入监管范围。此外，境外发行上市的范围不仅仅是一般意义上的股票，境内公司直接或间接在境外发行存托凭证、可转换为股票的公司债券或者其他具有股权性质的证券同样纳入监管范围。

换言之，形式多样的 IPO, DPO, RTO, SPAC 等市场化发行上市模式，都将统一纳入《管理规定》

¹ 根据《管理规定》，境内企业直接在境外发行证券或者将其证券在境外上市交易（“境内企业境外直接发行上市”），是指注册在境内的股份有限公司在境外发行证券或者将其证券在境外上市交易；境内企业间接在境外发行证券或者将其证券在境外上市交易（“境内企业境外间接发行上市”），是指主要业务经营活动在境内的企业，以境外企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益在境外发行证券或者将证券在境外上市交易。

² 例如，《中华人民共和国出境入境管理法》第八十九条规定，出境，是指由中国内地前往其他国家或者地区，由中国内地前往香港特别行政区、澳门特别行政区，由中国大陆前往台湾地区。入境，是指由其他国家或者地区进入中国内地，由香港特别行政区、澳门特别行政区进入中国内地，由台湾地区进入中国大陆。

项下中国证监会的监管职权范围。

（二）境内企业境外发行上市的监管红线

根据《管理规定》第七条的规定，下列情形不得境外发行上市：（1）法律法规明确禁止上市融资的（例如《中共中央办公厅国务院办公厅印发关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》明确规定学科类培训机构一律不得上市融资，严禁资本化运作）；（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（例如经过国务院有关主管部门依照《国家安全法》《网络安全法》《数据安全法》《网络安全审查办法》等规定进行审查并认定存在相关影响的）；（3）存在股权、主要资产、核心技术等方面的重大权属纠纷的；（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。

（三）备案制度要点总结

在《管理规定》确立备案制度的基础上，《备案办法》细化了备案的相关流程性要求，包括：

1. 首次公开发行上市的备案流程启动

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。

发行人首次公开发行上市的，为“事后备案”机制，应在境外提交发行申请文件后 3 个工作日内履行备案程序。

对于在境外多地上市，以及通过借壳上市、SPAC 上市等方式实现境外上市的，也应当按照首次公开发行上市的要求履行备案程序。

2. 境外首次公开发行上市场景下的备案要求和流程

《备案办法》规定了不同场景下的备案程序需向中国证监会提交的备案材料要求。在境外首次公开发行上市场景下的备案材料，应当至少包括：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）；有关部门出具的安全评估审查意见（如适用）；境内法律意见书和招股说明书。

- 关于“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）”：我们理解该等文件可能有别于为了满足香港联交所上市规则中的合规性要求而申请开具并取得的合规证明，我们倾向于理解该项要求主要是针对特殊监管行业在递交上市申请前需要取得行业主管部门的无异议函，但具体要求仍有待后续监管规则的明确；
- 关于“有关部门出具的安全评估审查意见（如适用）”：主要是回应境外发行上市不能存在威胁或危害国家安全的监管红线要求，并与近期网信办等网络和数据安全主管部门出台及拟出台的一系列政策相衔接；
- 关于“境内法律意见书和招股说明书”：境外发行上市的招股说明书和境内法律意见书的体例和内容，应以满足境外证券监督管理机构和境外证券交易所的要求为大前提。同时作为提交中国证监

会备案的材料之一，如何论证及体现不存在《管理规定》第七条规定的“监管红线”的情形，是否对书写方式、语言、体例、披露要求等提出具体规范要求，仍需中国证监会出台更细节的指引要求。

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。需要特别关注的是，如中国证监会认为材料反映的信息不完整、不充分，将要求企业进行补充说明。根据企业材料反映的情况，中国证监会视需征求有关主管部门意见，征求意见时间不计算在备案时限内，征求意见情况将及时反馈给申请人。针对在境外采用秘密或非公开方式提交发行上市申请文件的，备案程序也相应作了制度衔接，可向中国证监会申请延迟公示备案情况。

3. 证券服务机构接受监管的制度规范

《管理规定》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，应当依法接受监督管理。《备案办法》规定，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。

（四）境外上市后备案/报告制度

在进行境外首次公开发行上市备案程序后，为落实并加强中国证监会就境内企业境外发行上市的事中和事后监管，发行人仍需遵守持续备案/报告的监管要求，包括：

- 境外首次公开发行上市备案后、完成境外发行上市前的重大事项报告要求；
- 境外上市后发行境外上市证券的备案要求；
- 境外上市后发行境外上市证券购买资产的备案要求；
- 境外上市后的重大事项报告要求。

需要注意的是，目前国家发改委对于企业发行外债实行备案登记管理制度，对于以红筹架构完成境外上市的发行人在境外发行债券的，需要在国家发改委办理备案手续，而《管理规定》和《备案办法》出台后，境内公司境外发行证券类债券也被纳入中国证监会的备案体系，两套备案体系如何并行与衔接，也亟待监管部门出台配套措施。

（五）明确法律责任，提高违法违规成本

《管理规定》明确，境内企业境外发行上市合规性的第一责任人是境内企业。就境内企业未履行《管理规定》项下的备案程序，或违反规定境外发行上市的，给予警告，并处以 100 万元以上 1,000 万元以下的罚款，情节严重的，责令暂停相关业务或者停业整顿、吊销资质许可或营业执照。对境内企业的控股股东、实际控制人、董高监给予警告，单处或者并处 50 万元以上 500 万元以下的罚款。备案过程中隐瞒重要事实或者编造重大虚假记载，尚未发行证券的，对境内企业处以 100 万元以上 1,000 万元以下的罚款；已经发行证券的，对境内企业处以境外所募资金金额 10% 以上 1 倍以下的罚款。对境内企业的控股股东、实际控制人、董高监给予警告，单处或者并处 50 万元以上 500 万元以下的罚款。

从事境内企业境外发行上市提供服务的证券公司和证券服务机构，也被纳入了《管理规定》的被监管主体范围内。《管理规定》对证券公司和律师事务所未严格履行职责的法律责任作出了规定，包括给予警告，并处以 50 万元以上 500 万元以下的罚款。对有关责任人员给予警告，并处以 20 万元以上 200 万元以下的罚款。针对证券公司、证券服务机构在境内制作、出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或

者重大遗漏，同样明确了相关的法律责任。

三、对境内企业境外间接发行上市的影响

“境内企业境外间接发行上市”，应遵循“实质重于形式”的判断标准，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。《备案办法》细化明确，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：（一）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%；（二）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。同时我们认为，从实操角度讲，上述标准仍待监管部门进一步作出解释，比如：上述财务指标的判断，是以境外发行上市通常适用的国际/美国会计准则为准，还是以中国会计准则为准；在境内企业境外间接上市中，上述高级管理人员限于发行人主体，还是境内运营主体等等。

与现行境内企业境外间接发行上市的程序相比，假设《管理规定》按照现有征求意见稿的内容正式生效，将增加证监会的备案流程，虽然是在境外上市申请递交后提交备案，但一方面从上市工作的准备上讲，备案文件需要同步准备；另一方面从上市时间上，虽然备案流程似乎与 H 股上市的“大路线”有所不同，但是对于未完成备案即上市的严重法律后果，以及一旦触及《管理规定》“监管红线”可能带来的不允许境外发行上市的风险，境外证券监管机构很可能会将取得证监会备案作为其批准上市的前置条件，进而可能会影响发行上市时间。

四、境内企业境外直接发行上市及全流通的监管模式变化

如前文所述，现行的境内企业境外直接发行上市需要取得中国证监会的审核意见，而对于持有其境内未上市股份的股东申请将所持有的境内未上市股份转换为境外上市股份并到境外交易所上市流通（“全流通”）的安排，在现行规范体系下，可选择的方式包括在境内企业境外直接发行上市时同步申请取得中国证监会核准，或者在境内企业境外直接发行上市后单独申请流通都需要取得中国证监会核准。简而言之，现行的境内企业境外直接发行上市及全流通都涉及中国证监会的审核流程。如《管理规定》和《备案办法》均按照现有征求意见稿内容正式实施，将确立境内企业境外直接发行上市及全流通的备案监管模式，相较于现行的核准监管模式也将带来差异化的监管环境：

事项	现行监管模式（核准）		征求意见稿监管模式（备案）	
	境内企业境外直接发行上市	全流通	境内企业境外直接发行上市	全流通
程序要求	发行人需要在境外提交首次公开发行上市申请文件前取得中国证监会小路条，并在境外证券交易所聆讯前取得大路线，完成发行上市后 15 日内报告中国证监会。	<ul style="list-style-type: none"> 发行人在境外首次公开发行上市时同步申请全流通，需要在境外提交首次公开发行上市申请文件前取得中国证监会小路条，并在境外证券交易所聆讯前取得大路线，完成发行上市后 15 	详见上文所述，发行人需要在境外提交首次公开发行上市申请文件以及发行完成后 3 个工作日内向中国证监会备案材料。	应当符合中国证监会有关规定，并委托境内企业向中国证监会提交备案材料。但是，目前尚无全流通备案的相关配套规定。

事项	现行监管模式（核准）		征求意见稿监管模式（备案）	
	境内企业境外直接发行上市	全流通	境内企业境外直接发行上市	全流通
		<p>日内报告中国证监会；</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 发行人在上市后申请全流通，则需要单独取得中国证监会核准。 		
提交材料要求	<p>公司取得中国证监会小路条需要提交以下申请材料：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 申请报告及相关文件； ■ 行业监管部门出具的监管意见书（如适用）； ■ 募集资金投资项目的审批、核准或备案文件（如适用）； ■ 近三年（主板）或两年（创业板）税务部门出具的纳税证明； ■ 境内法律意见书； ■ 招股说明书（草稿）。 	<p>公司申请全流通需要提交以下申请材料：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 申请报告及相关文件； ■ 行业监管部门出具的监管意见书（如适用）； ■ 国有股权设置管理及国有股份转为境外上市股份的有关批复文件（如适用）； ■ 申请 H 股“全流通”的境内未上市股份股东授权文件及关于股份合规取得情况的说明； ■ 境内法律意见书。 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 发行人在境外提交首次公开发行上市申文件后向中国证监会提交备案材料：<i>详见上文“首次公开发行上市场景下的备案要求和流程”</i>； ■ 发行人境外上市后发行境外上市证券后向中国证监会提交备案材料： <ol style="list-style-type: none"> (1) 备案报告及有关承诺； (2) 境内法律意见书。 	<p>全流通需要委托境内企业向中国证监会提交备案材料，包括但不限于：</p> <ol style="list-style-type: none"> (1) 备案报告及有关承诺； (2) 境内法律意见书。
重点关注问题	<p>发行人和境内公司律师需要根据《股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审核关注要点》发表专项核查意见。</p>	<p>发行人和境内公司律师需要根据《H 股公司境内未上市股份申请“全流通”审核关注要点》发表专项核查意见。</p>	<p>暂无明确的规定，尚待中国证监会制定配套细则。</p>	<p>暂无明确的规定，尚待中国证监会制定配套细则。</p>
重大事项变更	<p>暂无明确的规定，但是在境外上市企业终止上市情况下，需要根据规定履行相关程序。</p>	<p>暂无明确的规定，主要通过指定的券商和相关主管部门对于全流通股份进行管理。</p>	<p><i>详见上文“境外上市后备案/报告制度”。</i></p>	<p>暂无明确的规定，尚无全流通备案的相关配套规定。</p>

基于上表的总结比较，如境内企业境外直接发行上市及全流通采取备案制，则可以在程序、时间、提交文件要求上有一定的放松，给予境外直接发行上市的境内企业更大的灵活性；同时，更加突出加强事中事后监管，有利于监管标准的统一。

此外，自全流通全面实施以来，境内企业境外直接发行上市的项目日益增多，其中，包括诸多科技创新类企业，对于该等企业亟需面临的特别表决权设置（WVR）以及股权激励（尤其是期权激励）的灵活性安排以及上市架构内设置 VIE 架构等在本次制度改革中都有望进一步获得更宽松的环境：

- 对于 WVR 部分，因现行的《公司法》《到境外上市公司章程必备条款》对于“同股同权”的相关规定，拟境外直接发行上市的境内企业无法设置 WVR，截至目前，实践中也尚无设置 WVR 成功境外直接上市的境内企业案例。现行《公司法》也在全面修订，其中，明确公司可以按照公司章程的规定发行不同于普通股权利的类别股，同时，《备案办法》实施后《到境外上市公司章程必备条款》将废止，境内企业境外直接发行上市的参考《上市公司章程指引》制定公司章程。我们理解，在前述法规政策改革落地后，境外直接发行上市的境内企业设置 WVR 将不存在法理障碍；
- 对于股权激励灵活性部分，由于现行境内企业境外直接发行上市需要取得中国证监会国际部的核准，而中国证监会国际部在审核过程中会参考 A 股审核要求对于公司股权清晰稳定提出要求，目前 H 股上市案例中股权激励设置多数是在上市前已行权完毕，只有极个别案例存在期权激励或者预留股权激励份额的情形，如监管机制改为备案制，境外直接发行上市的境内企业股权激励灵活性有望提升；
- 对于境外直接发行上市的境内企业内部设置 VIE 架构，考虑到备案制下的灵活性，且中国证监会已明确在合法合规情况下 VIE 架构企业备案上市的可能性，拟境外直接发行上市的境内企业在遵守境内法律法规及合规要求情况下内部设置 VIE 架构在未来也存在合理空间。

综上，境内企业境外直接发行上市及全流通在全面实行备案制后将获得更多的灵活性，同时，上市时间也有望缩短。但是，《管理规定》和《备案通知》主要从原则和整体上确立备案制的要求，对于境内企业境外直接发行上市及全流通涉及的具体问题尚待相关主管部门指定配套制度予以补充。

五、监管体制改革释放的积极监管指引

（一）监管体制改革的核心在于制度完善和市场引导

根据《管理规定》《备案办法》及《证监会有关负责人答记者问》的内容，中国证监会将与境内有关行业和领域主管部门建立监管协作机制，包括，（1）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）中国证监会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；（3）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。

本次征求意见的《管理规定》和《备案办法》并未对行业监管意见和安全审核等市场顾虑问题作出扩大化规定：对于要求特定行业领域主管部门出具行业监管意见、备案或核准等文件的情形，是要以制度规则明确要求企业在境外上市前履行监管程序为前提，并非适用于所有的行业领域；而对于安全审查，连同目前也在征求意见的网络安全审查相关制度，充分体现到立法层面及执法层面对安全审查的日趋重视。

此外，在本次《管理规定》及《备案办法》的监管规则下，中国证监会将牵头建立企业境外发行上市跨部门监管协调机制，并配合推动有关主管部门明晰相关领域的监管制度规则。这在部分特定行业存在多头监管，或行业监督态度不明确，或各地细则不统一情况下，从境外发行上市备案流程确定性的角度，尤其值得期待。

（二）VIE 架构可境外上市，但应关注监管原则

《证监会有关负责人答记者问》明确指出，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。对拟境外发行上市的 VIE 架构企业而言，我们建议仍需重点核查遵守外商投资、行业准入、网络安全、数据安全等法律法规、备案监管条件要求。

《备案办法》还强调，中国证监会对境内企业境外上市予以备案，不表明中国证监会对备案材料的真实性、准确性、完整性作出保证。结合《管理规定》关于中国证监会将与行业主管部门在风险应对等方面加强监管协同的规定，发行人还需关注中国证监会可能在 VIE 架构企业的申请备案的过程中征求其他主管部门意见的流程对整个境外发行上市备案工作的影响。

（三）对私募股权投资的深远影响

长期以来，境内企业境外发行和上市是私募股权投资基金投资退出的主要方式之一。如前所述，由于现行的监管体系下，境内企业境外直接发行上市相较于间接发行上市而言，从境内监管程序、获批难度及时间的可控性等角度均有一定不确定性，尤其是监管机构对待 VIE 架构的态度，使得境内企业多选择境外间接发行上市。对于身处新兴经济行业的企业来说，私募股权投资的投资方式受限于未来上市方式的选择，且私募股权投资也往往因为被投资企业需要搭建海外上市架构而延长交割进程。《管理规定》和《备案办法》的出台，特别是其对于之前私募股权基金较少选择的境内企业境外直接发行上市（如 H 股）的影响，无疑为私募股权投资及未来退出方面给予了更多的选择和便利。

（四）稳中求进，平稳过渡

中国证监会公开表示，将遵循法不溯及既往的基本原则，尊重商业惯例和市场实践，区分存量和增量，稳妥有序推进改革落地实施。

在制度设计方面，对增量企业和发生再融资等活动的存量企业，按要求履行备案程序；其他存量企业备案将另行安排，给予充分的过渡期。同时还区分了首发和再融资。充分考虑境外市场再融资便捷高效的特点，对再融资在备案时点、备案材料要求等方面作了差异化的制度安排，与境外市场实践做好衔接，减少对境外上市企业融资活动的影响。

《管理规定》和《备案办法》将构建境内企业境外发行上市以中国证监会牵头的跨部门协调监管制度，建立备案制为核心的监管方向，将为企业境外上市创造更加透明、可预期的制度环境。我们还将继续对《管理规定》和《备案办法》展开详细的研究和分析，并积极与市场参与主体一同为监管体制改革提出有建设性的反馈意见。

3、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。

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。

4、境外上市监管解析（三） — 中国退市法律

作者：汉坤香港联营律师行 吴昊思

2020年12月2日，美国众议院以口头表决的形式一致通过了《外国公司问责法律》（“中国退市法律”）。此前，美国参议院已于2020年5月20日同样以口头表决的形式一致通过了中国退市法律。2020年12月18日，特朗普（Donald Trump）签署中国退市法律，且该法律于当天生效。2021年3月24日，美国证券交易委员会（“SEC”）发布了实施中国退市法律的部分内容的暂行最终准则（“《初步实施准则》”）并面向公众征求对实施中国退市法律其他部分的意见，包括退市程序。2021年5月13日，美国上市公司会计监督委员会（“PCAOB”）发布了一项拟定准则，该准则明确了无法依据《萨班斯法案》（“法案”）被检查的审计公司的判定框架，且于2021年11月4日生效（“《PCAOB准则》”）。2021年12月2日，SEC公布了最终准则（“《最终修订案》”），该准则修订了披露表，宣布了列出目标发行人（定义见下文）的公共网站的建立，并进一步澄清了中国退市法律规定的披露要求同样适用于VIE结构中的公司。最终修订案将于2022年1月10日生效。

一、中国退市法律的核心要点

中国退市法律旨在解决PCAOB无法检查为在美国上市的中国公司提供审计服务的在香港和中国大陆地区经营的审计师的问题。这一老生常谈的问题已由SEC在连续三届总统（特朗普、奥巴马、布什）的执政期间提出。中国退市法律的核心要点如下：

1. SEC应识别审计结果无法按PCAOB要求被审核的发行人（“目标发行人”），每一目标发行人应向SEC提交书面文件证明其并非由不允许PCAOB审计的国家或地区政府实体持有或控制。
2. 如果发行人连续三（3）年均被识别为目标发行人，则该等发行人将被要求从美国交易所（如纽约证券交易所NYSE）和纳斯达克（Nasdaq）及场外交易市场（over-the-counter）退市。
3. 目标发行人应向SEC披露其（i）注册地所在国家或地区的政府实体持有该等发行人的股份比例；（ii）审计师注册地所在国家或地区对发行人是否享有“控制性的财务利益”；（iii）每一身份为“中国共产党官员”的发行人及其运营实体董事会的成员；及（iv）章程中是否包括任何“中国共产党章程或该类章程的文本”。

二、《初步实施准则》及《最终修订案》的核心要点

《初步实施准则》通过合并上述第1条和第3条的规定对年度报告表进行了修订，并为认定目标发行人奠定了基础。也就是说，根据《初步实施准则》的要求，由SEC监管的PCAOB将“迅速采取行动”认定目标发行人。SEC会核实并发布目标发行人清单，该清单目前暂定在每年5月15日公布。在“非检查”年中，SEC会根据目标发行人前一年递交的年度报告来确定其是否为目标发行人。最早能以这种非检查方式被认定为目标发行人的时间为2022年（以2021年递交的年度报告为依据）。因此，依《初步实施准则》的规定，目标发行人最早会被强制退市的时间是2024年。但实践中，目标发行人需要提早为退市做准备（例如，在香港重新上市其公开发行的股票，私有化并在香港或中国大陆重新上市，或私有化）。根据《加速外国公司问责法》（见下文），该日期也可提前至2023年。

（一）《最终修订案》

《最终修订案》通过纳入《中国退市法律》规定的披露内容，修订了目标发行人需要填写和提交的年度报告模板。针对发行人注册地政府实体所拥有的股份的披露，《最终修订案》将要求范围扩大到包括 VIE 结构中的所有集团公司，因此，除了披露政府拥有的母公司股权外，现在还需披露政府拥有的 VIE 结构中的 VIE 公司股权。《最终修订案》也规定了将在公开的网站上披露目标发行人名单，具体网址为：<http://www.sec.gov/HFCOA>。

重要的是，《最终修订案》包含了退市程序的相关规则，即 SEC 将在目标发行人连续三年被识别为不符合规定后将其退市除名（可能会在近期被减少至两年，见下文），该退市将在 SEC 发出命令后的第四个工作日生效。

（二）待澄清事项

中国退市法律的赞助人，长久以来一直支持该类法案的布拉德谢尔曼（Brad Sherman）议员（代表加利福尼亚州的民主党议员）此前曾表示其希望优化参议院版本的法案。然而该等优化的提案最终并未通过，从而导致通过的法案存在如下不确定性：

1. 中国退市法律并未定义“政府实体”（government entities），因此何种组织构成“政府实体”存在不确定性（例如国有实体或国有有限合伙的定性）。
2. 中国退市法律并未定义“中国共产党官员”（official of the Chinese Communist Party），因此何种身份将被认定为“官员”存在不确定性（例如共产党党员或其他身份的人士）。
3. 中国退市法律并未定义“控制性财务利益”（controlling financial interest），因此相应披露内容也存在不确定性。
4. 根据中国退市法律的规定，实际由政府实体持有或控制的目标发行人将无法完成认证，但中国退市法律中并未规定无法完成认证的后果。
5. 中国退市法律中未规定跨国发行人就其中国子公司及在中国的业务运营在当地进行的审计的处理方式³。

《初步实施准则》阐释了上述第 3 个问题，其指出“持有或控制”、“持有”和“控制性财务利益”应参考《1934 年证券交易法》中“控制”的定义。《初步实施准则》也阐释了上述第 4 个问题，其指出由政府实体持有或控制的目标发行人无需证明其未被政府实体控制，但是该目标发行人仍需履行其他适用于所有目标发行人的披露义务。

《初步实施准则》向公众征求了关于“政府实体”（上述第 1 个问题）和“中国共产党官员”定义（上述第 2 个问题）的意见。《最终修订案》表明 SEC 将不会进一步定义“中国共产党官员”，因为该概念已十分明确。《最终修订案》并没有讨论“政府实体”的定义。

³ 根据 2020 年 12 月 2 日的立法讨论，布拉德谢尔曼（Brad Sherman）宣读了他和约翰肯尼迪（John. N. Kennedy）（作为参议院中国退市法律的联合赞助人的共和党议员）作出的关于中国退市议案不适用于任何“总审计量”中不超三分之一不在 PCAOB 检查范围内的发行人的声明，关于“总审计量”的含义将由 SEC 通过实施法规具体定义，其可能包括总收入、资产、或其他指标。换言之，就算某美国跨国公司存在无法接受 PCAOB 审查的中国业务，只要该公司中国业务部分占比不超过总审计量的三分之一，中国退市法律将对其不适用。但该等立法讨论本身无法律效力且仅作为 SEC 日后实施中国退市法律的参考。

《初步实施准则》及《最终修订案》均未阐释上述第 5 个问题，但《初步实施准则》的确表明根据 SEC 的内部分析，多达 273 个目前在美国上市的公司将会被中国退市法律影响。

三、《PCAOB 准则》的核心要点

《PCAOB 准则》明确了无法根据法案被检查的审计公司的判定框架（“目标审计公司”）。根据中国退市法律，一旦 PCAOB 确定了目标审计公司，SEC 将以该清单为基础来确定目标发行人（即其审计师为目标审计公司的中国发行人）。

根据《PCAOB 准则》，总部位于不允许 PCAOB 访问审计工作文件的司法管辖区的审计公司为目标审计公司。换句话说，这条规定将覆盖中国的审计师。此外，（分）办公室位于不允许 PCAOB 访问审计工作文件的司法管辖区的审计公司也为目标审计公司。换句话说，这条规定将涵盖四大审计师事务所等国际审计公司在中国大陆和香港的（分）办公室。

PCAOB 在确认目标审计公司清单时会考虑以下因素（“审计决定因素”）：

1. PCAOB 选择业务，审计领域和应被审查或调查的潜在违规行为的能力；
2. PCAOB 取得，保留或使用该公司或其任何关联人所拥有，保管或控制的任何其认为与检查或调查有关文件或信息（包括通过访谈得到的信息和证词）的能力；
3. PCAOB 按照符合其及中国退市法律规定（根据 PCAOB 的解释和适用）进行检查和审查的能力。

以上第二条审计决定因素再次重申了 PCAOB 的长期稳定地位，即 PCAOB 具有检查和调查审计公司，位于美国境内或境外，广泛的权力。

目标审计公司清单将按年核实，且 PCAOB 可全权对其酌情修改。

除了《PCAOB 准则》的细节外，PCAOB 在该准则文本之前的前序讨论也包含有关 PCAOB 对由中国提议的联合审计机制所持立场的重要线索。

首先，PCAOB 指出：“目前，PCAOB 网站上反映出，PCAOB 可以在除两个司法管辖区（中国和香港）之外的所有辖区进行检查”。此前，比利时也拒绝提供 PCAOB 位于比利时的审计公司的完全访问权，但两国于 2021 年 4 月通过一项联合协议解决了该分歧。这意味着从现实角度出发，中国退市法律实际上仅针对为在美国上市的中国公司提供审计服务的中国审计公司。

其次，中国于 2020 年 8 月提出了由中国证监会（CSRC）和美国证监会联合对中国的审计公司进行审查的机制。中国证监会副主席方星海最近对美国当局对此未作出回应表示失望：

我们已于去年 8 月 4 日发送了有关与 PCAOB 进行联合审查政策的最新版本，但不幸的是，自美国总统大选以来，美国的气氛不利于中美合作。而且我们还没有收到 PCAOB 关于我们的提议是否合适的答复。自去年八月以来，我们每个月都发送一封电子邮件，没有收到任何回复。

但是，从《PCAOB 准则》内的探讨看来，中国的提案可能无法让美国当局感到满意。探讨意识到，“外国当局采取的某些立场是基于‘守门人’准则，该准则规定，注册公司只能通过当地的非美国监管机构将其审计工作文件移交给 PCAOB……如果终止了上述安排，PCAOB 进行检查或调查的能力可能会受到损害。”换句话说，由于担心非美国监管机构（例如中国证监会）可能会限制或驳回访问权，PCAOB 似乎因此拒绝了联合监督的概念。

然后讨论指出，非美国监管机构可以利用其他实体法来损害 PCAOB 访问“公司人员、审计工作文件或检查或调查有关的其他文件或信息”的能力。其中提到的一套法律是《个人数据保护法》。

2021 年 12 月 16 日，PCAOB 发布了一份决定报告（“**2021 年 PCAOB 裁定**”），确认了所有在中国大陆和香港的 PCAOB 注册会计师，包括四大，都是目标审计公司。2021 年 PCAOB 裁定得出结论，检查和调查两方面的所有审计决定因素都没有被满足，该结论导致所有聘用 2021 年 PCAOB 裁定中所列的目标审计公司（包括四大会计师事务所的中国大陆和香港办事处）的中国发行人被 SEC 认定为目标发行人，其美国公共证券将根据《中国退市法律》被退市。

2021 年 PCAOB 裁定附有对其立场和理由的详细分析，中美双方的重大分歧如下：

中国监管机构扣留或改写信息的权利。贯穿 2021 年 PCAOB 裁定的主题之一是 PCAOB 不同意中国监管机构拥有提前审查审计文件并扣留或编辑审计文件中的信息的权利。除了原则上不同意这项权利（审计决定因素的一个基本原则是 PCAOB 应不受任何限制地获取其认为与审查有关的信息），2021 年 PCAOB 裁定举例了 2014 年 12 月的一次试点检查活动，在其看来，在该试点检查活动中，因中国监管机构扣留/编辑了相关审计文件中的信息，PCAOB 无法获得检查所需的信息。虽然 2021 年 PCAOB 裁定承认了中国证监会在 2019-2021 年间提出的提案，其指出，“中国证监会的提案仍允许中国证监会扣留或编辑信息，并且未能在意识到 PCAOB 需要审查该被扣留或编辑的信息完成其检查工作后，建立一个能提供其扣留文件和编辑信息给 PCAOB 的机制。”

PCAOB 有权决定对谁进行检查和检查范围。2021 年 PCAOB 裁定没有接受中国监管机构提出的建议，即限制其对中国监管机构认定为敏感发行人（其中提到的两个行业为国有企业和“大型技术相关公司”）的检查。2021 年 PCAOB 裁定还对 PCAOB 无法完成对目标审计公司的“定期检查计划”表示失望。

PCAOB 自称无法完成审计调查。2021 年 PCAOB 裁决的结论为，因无法获得所需要的信息或采访证人，两项基本的审计决定因素，PCAOB 无法进行审计调查。具体而言，PCAOB 声称中国监管机构未能遵守双方签署的 2013 年执法备忘录（2013 Enforcement MOU），促进调查相关的信息交流。PCAOB 声称，自 2013 年以来，中国证监会没有根据 2013 年执法备忘录提供调查所需的文件，也没有为调查香港的目标审计公司提供任何文件。此外，由于双方没有这方面的安排，PCAOB 也没有被授予向证人取证的权力。2021 年 PCAOB 裁决提到 2017 年 PCAOB 与中国证监会和财政部在北京举行的会议，该会议没有促成更多根据 2013 年执法备忘录被提供的额外信息，也没有促成任何关于采访证人的安排。

四、与中国退市法律相关的近期发展

（一）《加速外国公司问责法》

2021 年 6 月 22 日，美国参议院一致通过一项将目标发行人退市期限从 3 年修改为 2 年的法案⁴（《加速外国公司问责法》）。2021 年 10 月 26 日，美国众议院金融服务委员会的投资者保护、创业和资本市场小组委员会举行了一场听证会，讨论《加速外国公司问责法》和其他可能影响目标发行人的行为（“众议院听证会”）。

《加速外国公司问责法》在美国参议院经一致同意通过并在美国众议院举行了听证会表明该法案在近期内通过美国众议院并由总统签署的可能性很大。如果通过，目标发行人的最早除名日期将是 2023

⁴ 该法案全名为 S.2184，将修改 2002 年《萨班斯法案》，为了达到增加针对继续使用不接受 PCAOB 审查的会计事务所的特定发行人的交易禁令等其他目的。

年 12 月 31 日。

（二）拟上市和美国投资禁令

2021 年 5 月 27 日，参议员马可·卢比奥（共和党-佛罗里达州）（Marco Rubio），一位长期频繁批评中国的参议员，提出了《禁止无法负责的人参与 IPO 法案》（*No IPOs for Unaccountable Actors Act*）（“拟禁止上市法”）。拟禁止上市法将从颁布之日起一年内禁止其审计工作文件可能未经 PCAOB 检查的公司在美国上市，包括拟通过与特殊目的收购公司（SPAC）的企业合并上市的公司。尽管中国退市法律已被颁布，2021 年见证了中国企业在美国上市的数量大幅度增加，拟禁止上市法的出台可能为针对这一现象⁵。

国会记录还显示，2021 年 5 月 26 日，参议员卢比奥试图将拟禁止上市法的具体条款作为修正案插入另一则在立法程序中更快一步的法案，《无尽边境法案》⁶（*the Endless Frontier Act*），该法案由参议员舒默提出，其他 13 位参议员共同发起，其中 7 位是共和党员⁷。这是一种常见的立法策略，比起单独对一项法案进行投票，将条款作为修正案插入另一则更紧迫的法案可以绕过这些流程⁸。鉴于《无尽边境法案》据称也针对中国，参议员卢比奥至少有一个可以说服参议院领导层将拟禁止上市法的法条纳入《无尽边境法案》的修正案的依据，从而可能加速拟上市禁令法的通过。

在众议院听证会上，参议院谢尔曼（Sherman）还提出了新的拟议法条（i）要求 SEC 研究中国公司是否应继续利用美国证券法所设计的“外国私人发行人”（foreign private issuer）的权利在美国公共市场上市，以及（ii）禁止指数基金投资使用 VIE 结构的目标发行人的可能性。如果 SEC 认定中国公司不能作为“外国私人发行人”在美国公开市场上市（谢尔曼先生指出，“外国私人发行人”最初是为具有类似投资者保护措施英国等司法管辖区的公司所设计的），那么实际上中国公司将无法在美国上市。由于很大一部分目标发行人具有 VIE 结构，包括几乎所有非医疗保健和生命科学公司的数字新媒体（TMT）公司，如果指数基金不能投资于具有 VIE 结构的目标发行人，其造成的市场影响可能很大。受影响的指数基金可能不得不通过对有美国投资者的指数基金和没有美国投资者的指数基金进行隔离，对其产品进行昂贵的重组。

拟议的上市禁令法案由参议员鲍勃·凯西（民主党-宾夕法尼亚州）（Bob Casey）和国会议员谢尔曼共同提出，这表明两党都支持采取进一步行动，使中国公司与美国公开市场和美国投资者整体脱钩。

（三）SEC 公开声明

2021 年 7 月 30 日，SEC 主席 Gary Gensler 发表公开声明，表示他已指示 SEC 工作人员对潜在的中国发行人要求额外披露。公开声明中特定关于 VIE 结构和中国退市法律的新披露内容目前已经以不同形式出现在中国发行人的招股书中，但仍需要加强以符合该公开声明的要求。公开声明中增加的新披露内容是要求披露企业在美国 IPO 是否需要通过中国监管部门的批准，如需批准，该批准是否可被拒

⁵ 参见金融时报 2021 年 4 月 26 日的文章，其中提到中国公司通过美国股票发行筹集的资金年化增长 440%，详见 <https://www.ftchinese.com/story/001092291/ce?archive>。

⁶ 参见 2021 年 5 月 26 日参议院国会记录，第 5-6 页，见 <https://www.congress.gov/117/crec/2021/05/26/167/92/CREC-2021-05-26-pt1-PgS3512.pdf>。

⁷ 《无尽边境法案》的既定目标为“通过人工智能、高性能计算和高性能制造等关键技术重点领域的基础研究，加强美国在关键技术方面的领导力，以及为美国企业将这些技术商业化。”该法案的立法记录显示，民主党和共和党都同意该法案的目的是为了对抗来自中国的竞争，共和党表示该法案在这方面做得还不够。

⁸ 事实上，修订后的 CFIUS（2018 年外国投资风险审查现代化法案）和出口管制法（2018 年出口管制改革法案）实际上是一定会通过的年度国防法案的修订。

绝或撤销。这一意图似乎是为了防止类似滴滴上市事件的发生，滴滴在美国上市后立即受到了中国监管部门对其数据方面的持续调查。

2021年8月17日，在 Gary Gensler 的 twitter 账户上发布的视频中，Gensler 先生表示，SEC 将暂停处理具有 VIE 结构的中国发行人的上市申请，直到 SEC 收到“全面和公平的披露”，回应公开声明中列举的各项风险。2021年8月13日起，SEC 开始向潜在的中国发行人发布详细的后续要求，其效果为加强目前披露力度（如中国的监管发展是否可能“导致此类[上市]证券的价值大幅下降或失去价值”）。此外，潜在的中国发行人需要披露企业在美国 IPO 是否需要通过中国监管部门的批准，如需批准，该批准是否可被拒绝或撤销。要求中特别提到了关于遵守中国网信办的数据安全要求，因该要求与美国 IPO 有关。事实上，中国网信办已经发布了拟议的法规，要求任何拥有超过 100 万用户个人信息数据的潜在中国发行人在进行美国 IPO 之前，必须事先获得其批准⁹。也有一些新闻机构报道了这类批准的范围和另外所需的中国证监会的批准¹⁰。

该公开声明还重申了《中国退市法律》的要求，以及重点披露潜在退市风险的必要性。在接受彭博社采访时，Gensler 先生再次重申 PCAOB 需要检查目标发行人的审计工作文件，他说：“道路明确，时间紧迫……我还没有被告知任何明确的前进道路¹¹”。

2021年9月20日，SEC 发布了一份投资者公告，重申了公开声明的原则，包括投资于未来可能被中国政府禁止的 VIE 结构的相关风险¹²。

（四）SEC 至中国公司的信函样本

2021年12月20日，SEC 下公司财务部在其网站上发布了《致中国公司的信函样本》（“信函样本”），其中规定了 SEC 对目标发行人加强披露的期望，尤其是有 VIE 结构的公司和拟通过与 SPAC 合并上市的中国公司。除了要求《加速外国公司问责法》的补充披露和《中国退市法律》的实施，以及要求招股书修订并将 VIE 结构与集团其他部分分开之外，信函样本揭示了 SEC 对可能影响中国发行人在美国上市的中国监管发展的总体认识，具体如下：

除中国法律法规外的中国监管机构的声明：信件样本要求中国发行人“说明中国政府近期声明和监管行动，如与 VIE、数据安全或反垄断有关的声明和行动，已经或可能对公司开展业务、接受外资或在美国或其他外国交易所上市的能力造成的影响……鉴于中国政府最近的声明表明其有意对在中国发行人在境外发行和/或接受外资施加更多的监督和控制，认识任何此类行动都可能大幅度限制或完全阻碍中国发行人向投资者发行或继续发行证券的能力，并导致此类证券的价值大幅下降或消失。”这些要求表明，SEC 认为市场风向和意向声明对于任何拟在美国上市的中国发行人都很重要。

针对中国证监会和中国证监会的具体讨论：信件样本要求额外披露发行人在美国上市可能所需的

⁹ 请见汉坤法律评述，《网络安全审查办法》（修订草案征求意见稿）快评：

<https://www.hankunlaw.com/downloadfile/newsAndInsights/914f3e9e7dd2766f5dae0c1535bc1570.pdf>。

¹⁰ 《华尔街日报》，2021年8月27日发表的《中国计划禁止数据密集科技公司在美国上市》：

<https://www.wsj.com/articles/china-plans-to-ban-u-s-ipos-for-data-heavy-tech-firms-11630045061>。

《路透社》，2021年8月27日发表的《中国计划禁止存在数据安全风险的科技公司在境外上市》：

<https://www.reuters.com/technology/china-plans-ban-us-ipos-data-heavy-tech-firms-wsj-2021-08-27/>。

¹¹ 《彭博社》2021年8月25日发表的《SEC 主任警告中概股退市的‘时间紧迫’》：

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-08-25/sec-chief-warns-clock-is-ticking-on-delisting-chinese-stocks>。

¹² 投资者公告：美国上市公司通过 VIE 结构经营中国业务：<https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins-95>。

批准，以及如果没有获得该类批准或发行人错误判断批准把不适用的后果。具体而言，信函样本要求：“说明你、你的子公司或 VIEs 是否受中国证券监督管理委员会（CSRC）、中国国家互联网信息办公室（CAC）或任何其他需要批准 VIE 业务的政府机构许可要求限制，并明确说明你是否已获得所有必要的许可或批准，以及是否有任何许可或批准被拒绝。还请说明你、你的子公司或 VIEs 在以下情况下会对你和你的投资者的产生的后果：如果（i）没有收到或维持此类许可或批准，（ii）无意中得出结论认为不需要此类许可或批准，或（iii）适用法律、法规或法律解释发生变化，要求你们在未来获得此类许可或批准……鉴于近期事件表明网信办（CAC）有意加强对数据安全的监管，尤其针对拟在外国交易所上市的公司，请修改你的披露函并解释这种监管对你的业务和你的产品有何影响，以及你认为你在多大程度上遵守了 CAC 迄今发布的法规或政策。”这些要求表明 SEC 非常了解中国的监管发展，这些发展可能会在其提案到最终案发布期间对中国发行人产生实质性影响。这些要求可以解读为，在没有中国监管部门批准的情况下，强烈不赞成在美国上市，具体的披露会因监管风险的增加而使在美上市失去意义。

本备忘录仅供参考，非法律意见或在美国任何司法管辖区内的法律实践。汉坤根据其在跨境交易中的经验以及对美国总体监管环境的了解，撰写了此备忘录。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤专递》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所的下列人员联系：

北京 金文玉 律师：

电话： +86 10 8525 5557

Email: wenyu.jin@hankunlaw.com

上海 曹银石 律师：

电话： +86 21 6080 0980

Email: yinshi.cao@hankunlaw.com

深圳 王哲 律师：

电话： +86 755 3680 6518

Email: jason.wang@hankunlaw.com

香港 陈达飞 律师：

电话： +852 2820 5616

Email: dafei.chen@hankunlaw.com
