

中概股未来及出路系列（二）：中概股境内监管要点及动向汇总

作者：王哲 | 吴璐露 | 阮婷 | 龚春分

承开篇《[中概股未来及出路系列（一）](#)》之后，本篇将简要梳理现行中国法律法规对中概股的监管要点，并就近期监管动向进行简析和汇总，以助力中概股把握当下、面向未来。

一、现行中国法规监管要点

（一）直接上市 — 审批制

1993年12月29日，全国人民代表大会常务委员会发布《中华人民共和国公司法（1993）》（已被修订），明确经**国务院证券管理部门批准**，股份有限公司可以向境外公开募集股份，具体办法由国务院作出特别规定。随后1994年8月4日，国务院发布《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》，重申股份有限公司**经国务院证券委员会批准**，其股票可以在境外上市的原则，并提出若干细化要求。该等法规的出台，使得股份有限公司于境外直接上市于法有据，并开启了延续至今的股份有限公司境外直接上市的审批制时代。

（二）间接上市 — 大红筹审批、小红筹重组合规

1. 大红筹的“97红筹指引”

针对彼时存在的境内机构和企业未经批准擅自将境内资产以各种形式转移到境外上市的问题，国务院1997年6月20日颁布《国务院关于进一步加强对在境外发行股票和上市管理的通知》（“**97红筹指引**”），要求将境内企业资产通过收购、换股、划转以及其他任何形式转移到境外中资控股公司后实现境外上市等若干情形，**需事先征得省级人民政府或者国务院有关主管部门同意**。

2. 小红筹的重组合规

截至目前，虽无生效的境内法律法规明确要求以小红筹结构境外上市须获得审批，但为搭建小红筹结构而实施的重组应遵守若干境内法律法规的要求。红筹重组，即境内运营主体的创始人或实际控制人在境外设立拟上市主体及若干中间公司（合称“**境外拟上市集团**”），随后境外拟上市集团通过并购或其他方式实现控股或控制该境内运营主体的过程。红筹重组的合规关注点主要有：

- **外商投资负面清单**：红筹重组过程中，首先须考虑的问题是境内运营实体的业务是否可不受任何限制的由外资持有。根据2022年1月1日生效的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021年版）》（“**负面清单**”），目前仍有31条目受到禁止或限制投资的特别管理措施。如特定境内运

营主体的业务受限于该等特别管理措施，则在红筹重组时应充分论证境内运营主体的受控方式是否能持续符合负面清单的规定。

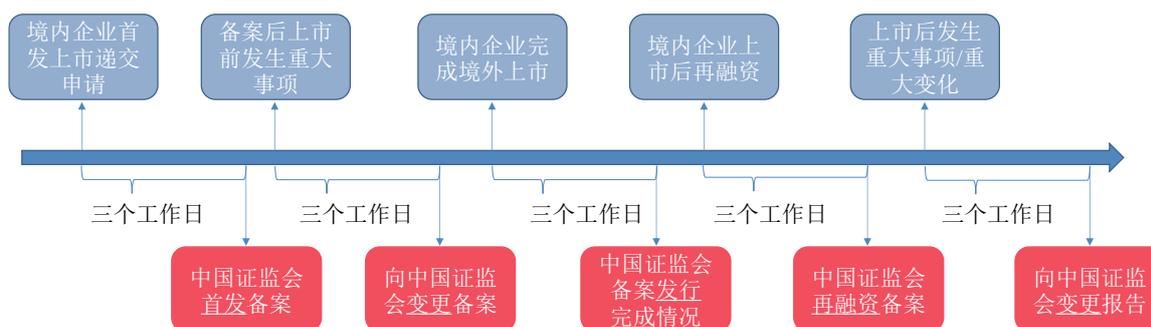
- **关联并购：**为完成红筹重组，境外拟上市集团将通过并购或其他方式实现控股或控制境内运营主体。该步骤主要受商务部 2009 年 6 月 22 日发布并生效的《关于外国投资者并购境内企业的规定》（“10 号文”）的规管。根据 10 号文，境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司（“关联并购”），应报商务部审批。截至目前，就我们所知，实操中鲜有获得关联并购审批的公开案例。因此，在红筹重组中应重点关注和分析境外拟上市集团并购境内运营主体的具体方式及路径，以避免违反 10 号文的相关规定。
- **境外投资登记：**红筹重组在实操中的第一个步骤通常为境内自然人（即境内运营主体的创始人或实际控制人）在境外设立拟上市主体，该步骤应符合 2014 年 7 月 4 日发布并生效的《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》等相关法规的要求，即中国境内居民在以境内外合法资产或权益向境外特殊目的公司出资前，应向外汇局授权的境内机构所在地银行申请办理境外投资外汇登记手续。此外，如境内运营实体在红筹重组前已存在境内机构投资者，则该境内机构投资者通常会要求在境外拟上市主体持股，以反映其投资权益。但根据 2018 年 3 月 1 日生效的《企业境外投资管理办法》、2014 年 10 月 6 日生效的《境外投资管理办法》及 2015 年 6 月 1 日生效的《国家外汇管理局关于进一步简化和改进直接投资外汇管理政策的通知》，境内机构开展境外投资，应当向发改部门、商务部门、外管局授权的境内机构所在地银行履行境外投资项目核准、备案、登记手续。因此，在小红筹结构的红筹重组过程中，是否合法合规地完成前述境外投资登记手续是目前境内监管主要关注的问题之一。

二、中概股近期监管动向

以上我们简要总结了我国境内现行有效的中概股监管体系，但时移世易，我们更应重点关注中概股境内监管的动向以积极应对未来之变化。2021 年 12 月 24 日，证监会公布《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）》（合称为“**备案制新规**”¹），拟将**直接上市和间接上市均纳入备案制统一管理**。虽然备案制新规目前仅为征求意见稿，但如若生效，其以备案制为核心，并统一管理直接上市和间接上市的监管方向将颠覆式的改变目前的监管格局。我们认为，备案制新规将主要在以下方面对中概股监管产生深远影响：

（一）全新备案流程

我们将备案制新规内所述备案要求及流程总结于以下图示：



¹ 请见汉坤法律评述，境外上市监管解析（一）：备案制有迹可循，有规可依：
<https://www.hankunlaw.com/newsAndInsights/lawDetail.html?id=2c91af087de51773017e00ecdbfd0047>。

由上图可见，无论直接上市还是间接上市，中概股在首发上市阶段及上市后维护阶段的境内合规程序及成本均趋同，而间接上市通常还需考虑红筹重组所需时间及成本，对该等因素的考量及平衡影响着拟发行人对境外上市结构的选择。

（二）建立境内监管协同机制

备案制新规中，多处条款明确了境外上市需符合国家其他法律、法规和规定要求，例如外商投资、国有资产管理、行业监管、境外投资、网络安全、数据安全、保密制度²等。同时，备案制新规亦规定“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”³。我们认为，备案制新规拟建立一套**以证监会牵头、其他有关主管部门依法在各自职责范围内实施监督的境内监管协同机制**。结合目前已公布的征求意见稿文件及已生效的法律法规，中概股应重点关注下列境内法律法规的要求及进展：

1. 外商投资

2022年1月1日生效的负面清单⁴在外商投资方面与备案制新规相互呼应。负面清单内规定，从事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。

因此，如落入禁止外资投资领域的境内企业拟赴境外上市，须依照该规定额外获得审批。然而，该规定未能明确是否同时适用直接上市和间接上市，亦未能明确有关主管部门的身份，在具体实施中可能造成一定的争议，有待相关法规的出台以进一步明晰。

2. 网络安全

根据2022年2月15日生效的《网络安全审查办法》⁵，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。对于网络安全审查办公室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，主管部门有权依法进行网络安全审查。

结合《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”网络安全审查的申报标准，在《网络安全审查办法》中采用的“国外上市”的表述，或可能免除赴香港上市的发行人的申报义务。但鉴于《网络安全审查办法》赋予主管部门依职权审查的权利，发行人如可能涉及相关安全审查事项，可考虑主动提前与相应监管部门沟通，获得相关审批或答复意见，以顺利推进上市计划。

3. 数据安全以及个人信息合规

根据2021年9月1日生效的《中华人民共和国数据安全法》，向外国司法或者执法机构提供存储于境内的数据需经主管部门审批。进一步地，国家互联网信息办公室于2022年7月7日正式发布并将于2022年9月1日生效的《数据出境安全评估办法》，明确了应向国家网信部门申报数据出境安全评估的情形，体现了监管部门对数据出境前所未有的严格监管态度。

² 《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）》第三条、第八条及第十六条。

³ 《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）》第四条。

⁴ 请见汉坤法律评述，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：
<https://www.hankunlaw.com/newsAndInsights/lawDetail.html?id=2c91af087de51773017e4d0448e900da>。

⁵ 请见汉坤法律评述，快评新《网络安全审查办法》：
<https://www.hankunlaw.com/newsAndInsights/lawDetail.html?id=2c91af087de51773017e4d1d99c7010c>。

根据 2021 年 11 月 1 日生效的《中华人民共和国个人信息保护法》，向外国司法或者执法机构提供存储于境内的个人信息需经主管部门审批；对于个人信息的跨境传输，还应履行告知并取得个人的单独同意、进行个人信息保护影响评估等程序。就前述个人信息保护，可进一步关注《网络安全标准实践指南—个人信息跨境处理活动认证技术规范（征求意见稿）》以及《个人信息出境标准合同规定（征求意见稿）》的正式落地。

就数据安全以及个人信息方面⁶自 2021 年 9 月开始的密集监管，发行人赴境外上市过程中，如遇境外监管机构或境外中介机构要求提供相关底稿资料，可能导致数据或个人信息出境的，发行人应谨慎对待，在充分完成自评的前提下，寻求主管部门的相关审批。

4. 保密和档案管理规定

作为备案制新规的立法衔接，证监会会同有关部门对 2009 年 10 月 20 日生效的《关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定》（“29 号文”）进行更新和修订，并于 2022 年 4 月 2 日发布了《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定（征求意见稿）》（“保密新规”⁷）。相较于 29 号文，保密新规在以下方面的重要修订对中概股产生影响：

- 在适用范围层面，29 号文仅适用于股份有限公司的直接境外上市，而保密新规扩大了适用范围以包含直接上市和间接上市在内。
- 在境外上市过程中如涉及向有关证券公司、证券服务机构、境外监管机构等单位和个人提供、公开披露文件资料，保密新规扩展及细化了应履行批准备案等监管程序的文件资料的范围。
- 在跨境监管合作机制方面，保密新规删除了 29 号文关于“现场检查应以我国监管机构为主进行，或者依赖我国监管机构的检查结果”的表述，为更广泛的跨境监管合作留出空间。

三、结语

最近一年密集的法规进展，让我们看到以备案制新规为首的全新中概股监管体系已拉开帷幕。我们在期待境内监管逐步落地的同时，也关注着中概股境外监管的要求及进展，本系列下一篇文章，我们将对在美中概股的美国监管要求进行梳理介绍。

⁶ 请见汉坤律师事务所微信公众号发布的网络安全和数据合规系列文章：

https://mp.weixin.qq.com/mp/appmsgalbum?action=getalbum&__biz=MjM5ODMzMzU4Mg==&scene=1&album_id=1845430839317200899&count=3#wechat_redirect。

⁷ 请见汉坤法律评述，境外上市监管—保密和档案管理制度改革关键问题总结：

<https://www.hankunlaw.com/newsAndInsights/lawDetail.html?id=2c91af087ffe2ab901801c336c8d008c>。

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：

王哲

电话： +86 755 3680 6518

Email: jason.wang@hankunlaw.com

吴璐露

电话： +86 755 3680 6582

Email: lulu.wu@hankunlaw.com