

境外上市备案新时代系列（九） — 备案新规负面清单篇

作者：交易部

备案新规沿用了前期征求意见稿¹中设立的“负面清单”制度，即通过清单列举的形式对境内企业境外发行上市的禁止情形予以明确。结合2023年2月17日中国证监会答记者问中针对负面清单的设立所提出的“聚焦重大境内合规问题，完善不得境外发行上市的情形，不对境外上市额外设置门槛和条件”的精神以及备案新规项下针对发行人、中介机构违反负面清单要求进行境外发行上市应承担的法律责任，发行人、中介机构在进行境外发行上市活动前应当就发行人的相关情况是否落入备案新规负面清单涉及的范围予以特别关注。

本文作为境外上市备案新时代系列的第九篇²，就备案新规项下负面清单所列举的具体“不得境外发行上市”的情形予以简要梳理，谨供参考。

一、备案新规负面清单的相关规定

《管理试行办法》第八条以负面清单的形式对境内企业不得境外上市的5种情形进行了列举，适用指引1号进一步就其中的部分情形予以阐释。具体内容如下表所示：

《管理试行办法》	适用指引1号
（一）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： <ul style="list-style-type: none">■ 国家发展改革委、商务部印发的《市场准入负面清单》³（“《市场准入负面清单》”）禁止上市融资的。■ 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）（“《诚信建设指导意见》”）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。

¹ 指中国证监会于2021年12月24日发布的《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）》。

² 在本文中适用但并未在本文中明确定义的术语或定语，适用该等术语或定语在“境外上市备案新时代系列”文章中赋予的含义。

³ 即国家发展改革委、商务部于2022年3月12日发布的《市场准入负面清单（2022年版）》。

《管理暂行办法》	适用指引 1 号
(二) 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。	(未提及) ⁴
(三) 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。	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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。
(四) 境内企业因涉嫌犯罪或者重大违法违规行为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。
(五) 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。

二、备案新规负面清单禁止上市融资的情形

如本文第一部分所述, 针对适用《管理暂行办法》第八条第(一)项所规定的“法律、行政法规或国家有关规定明确禁止上市融资”的情形, 适用指引 1 号以援引其他规定的方式将前述情形进一步细化为三类情况, 我们就相关情形涉及的内容进行了简要总结:

(一) 《市场准入负面清单》禁止上市融资的情形

1. 明确禁止上市融资的情形

《市场准入负面清单》中明确了“义务教育阶段学科类培训机构”和“民办园、营利性幼儿园”不得上市融资的情形, 具体内容包括:

类别	具体规定	法规依据	发布及实施日期
义务教育阶段学科类培训机构	义务教育阶段学科类培训机构一律不得上市融资, 严禁资本化运作; 上市公司不得通过股票市场融资投资义务教育阶段学科类培训机构, 不得通过发行股份或支付现金等方式购买义务教育阶段学科类培训机构资产(对面向普通高中学生的学科类校外培训机构的管理参照执行)。	《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》	2021 年 7 月 24 日
民办园、营	禁止民办园单独或作为一部分资产打包上市; 禁止上市公司通过股票市场融资投资营	《中共中央、国务院关于学前教育深	2018 年 11 月 7 日

⁴ 适用指引 1 号未对“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”的情形作出进一步阐释。结合近年来针对境内企业境外发行上市的监管方向, 发行人、中介机构可重点关注主要包括外商投资安全审查、网络安全审查、数据安全审查等需要进行安全审查的情形。

类别	具体规定	法规依据	发布及实施日期
营利性幼儿园	营利性幼儿园，禁止上市公司通过发行股份或支付现金等方式购买营利性幼儿园资产。	化改革规范发展的若干意见》	

2. 明确禁止非公有资本、商业资本进入的行业

除在文字表述上写明“禁止上市融资”的情形外，《市场准入负面清单》也规定了禁止非公有资本、商业资本进入的行业情形⁵，主要包括：

类别	具体规定	法规依据	发布及实施日期
新闻传媒	<ul style="list-style-type: none"> ■ 非公有资本不得从事新闻采编播发业务。 ■ 非公有资本不得投资设立和经营新闻机构，包括但不限于通讯社、报刊出版单位、广播电视播出机构、广播电视站以及互联网新闻信息采编发布服务机构等。 ■ 非公有资本不得经营新闻机构的版面、频率、频道、栏目、公众账号等。 ■ 非公有资本不得从事涉及政治、经济、军事、外交，重大社会、文化、科技、卫生、教育、体育以及其他关系政治方向、舆论导向和价值取向等活动、事件的实况直播业务。 ■ 非公有资本不得引进境外主体发布的新闻。 ■ 非公有资本不得举办新闻舆论领域论坛峰会和评奖评选活动。 	《市场准入负面清单》第6项	2022年3月12日
宗教文化	禁止商业资本介入宗教；禁止投资、承包经营宗教活动场所或者大型露天宗教造像。	《宗教事务条例》	2017年8月26日发布、2018年2月1日实施

⁵ 但适用指引1号所表述的“《市场准入负面清单》禁止上市融资”的情形是否包含《市场准入负面清单》中所列举的“禁止非公有资本、商业资本进入”的行业，有待进一步观察。

(二) 境内企业属于《诚信建设指导意见》规定的严重失信主体的情形

严重失信主体认定	具体内容	法规依据	发布及实施日期
严重失信主体的范围	<p>严重失信主体的范围限于以下严重失信行为的责任主体：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 严重危害人民群众身体健康和生命安全的行为，包括食品药品、生态环境、工程质量、安全生产、消防安全、强制性产品认证等领域的严重失信行为。 ■ 严重破坏市场公平竞争秩序和社会正常秩序的行为，包括贿赂、逃税骗税、恶意逃废债务、恶意拖欠货款或服务费、恶意欠薪、非法集资、合同欺诈、传销、无证照经营、制售假冒伪劣产品和故意侵犯知识产权、出借和借用资质投标、围标串标、虚假广告、侵害消费者或证券期货投资者合法权益、严重破坏网络空间传播秩序、聚众扰乱社会秩序等严重失信行为。 ■ 拒不履行法定义务，严重影响司法机关、行政机关公信力的行为，包括当事人在司法机关、行政机关作出判决或决定后，有履行能力但拒不履行、逃避执行等严重失信行为。 ■ 拒不履行国防义务，拒绝、逃避兵役，拒绝、拖延民用资源征用或者阻碍对被征用的民用资源进行改造，危害国防利益，破坏国防设施等行为。 	<p>《国务院办公厅关于进一步完善失信约束制度构建诚信建设长效机制的指导意见》（“《诚信建设长效机制指导意见》”）第（六）项；</p> <p>《诚信建设指导意见》第（九）项</p>	<p>《诚信建设长效机制指导意见》：2020年12月7日发布及实施；</p> <p>《诚信建设指导意见》：2016年5月30日发布及实施</p>

严重失信主体认定	具体内容		法规依据	发布及实施日期
全国范围内实施的严重失信主体名单	包括失信被执行人名单、政府采购严重违法失信行为记录名单、履行国防义务严重违法失信主体名单、拖欠农民工工资失信联合惩戒对象名单、市场监督管理严重违法失信名单、重大税收违法失信主体、涉金融严重违法失信人员名单、安全生产领域严重违法失信惩戒名单、环境违法企业黑名单、社会组织严重违法失信名单、知识产权领域严重违法失信主体名单、社会保险领域严重违法失信人名单等。		《诚信建设长效机制指导意见》第（七）项 ⁶	
地方实施的严重失信主体名单	北京市	包括北京市养老服务机构失信名单、北京市旅游市场黑名单、北京市建筑市场失信联合惩戒对象名单、北京市水利建设市场主体失信黑名单等。	《诚信建设长效机制指导意见》第（七）项 ⁷	
	上海市	包括上海市道路运输市场严重失信主体名单、上海市旅游市场严重失信名单等。		
	广东省	包括广东省卫生健康领域严重失信名单、广东省水利建设市场严重失信主体名单等。		

（三）产业政策、安全生产、行业监管等领域存在限制或禁止上市融资的情形

如本文第二部分第（一）项内容所述，适用指引 1 号通过援引《市场准入负面清单》的规定明确了部分行业领域属于禁止上市融资的范畴。除此之外，适用指引 1 号进一步列举了“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”的情形。考虑到该情形所涉及的范围较为宽泛，我们仅就市场近期热点话题，从产业政策和行业监管两个方向，结合适用指引 2 号规定的境外发行上市备案材料要求及核查要点内容进行简要梳理和总结：

⁶ 在全国范围内实施的严重失信主体名单制度，其名单认定标准应当以法律、行政法规或者党中央、国务院政策文件形式确定，暂不具备条件的可由该领域主管（监管）部门以部门规章形式确定，认定标准应当充分征求部际联席会议牵头单位及其他有关部门、相关市场主体、行业协会商会、法律服务机构、专家学者和社会公众意见。

⁷ 在全国范围内实施的严重失信主体名单制度，其名单认定标准应当以法律、行政法规或者党中央、国务院政策文件形式确定，暂不具备条件的可由该领域主管（监管）部门以部门规章形式确定，认定标准应当充分征求部际联席会议牵头单位及其他有关部门、相关市场主体、行业协会商会、法律服务机构、专家学者和社会公众意见。

1. 产业政策

由于适用指引 2 号并未就“法律、行政法规和国家有关规定限制或禁止上市融资”的情形作境外上市和境内上市的区分，并且考虑到适用指引 2 号所列举的核查要点在一定程度上参考了境内 A 股上市的规定，因此不排除现阶段境内上市限制类或禁止类产业同样会作为备案新规项下核查时的参照。发行人、中介机构可考虑结合该情况就发行人是否落入备案新规负面清单的范畴予以综合判断，并提前准备应对措施。

2. 行业监管

从行业监管的角度，协议控制（VIE）架构是本次备案新规引发重点讨论的一项内容。如我们在境外上市备案新时代系列（四）— 境内企业法律核查篇所述，协议控制架构的境内企业境外发行上市随着备案新规的落地被明确纳入中国证监会监管范围，并且就其是否落入不得境外发行上市的范畴也与行业主管部门的合规要求形成了衔接。鉴于目前针对存在协议控制架构的境内企业境外发行上市的审核尺度尚待明确，我们围绕适用指引 2 号已提出的有关协议控制架构审核要求就相关内容进行了汇总。具体情况如下：

核查要点	涉及的具体规定	评述
境外投资者参与发行人经营管理情况，例如派出董事等	《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021 年版）》和《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）》（合称“《外商投资负面清单》”）第六条均表明：从事《外商投资负面清单》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。	备案新规与《外商投资负面清单》中提及的“境外投资者不得参与企业经营管理”形成了呼应，并进一步列举了“派出董事”的情形。就境外投资者何种情形下会被视为参与企业经营管理，针对存在协议控制架构和不存在协议控制架构的境内企业境外发行上市在核查尺度上是否会有差别，以及境外投资者应当在境外上市前如何调整以满足核查要求，有待进一步观察。
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控制业务、牌照、资质等的情形	<ul style="list-style-type: none"> ■ 民办教育：（1）任何社会组织和个人不得通过协议控制等方式控制实施义务教育的民办学校、实施学前教育的非营利性民办学校⁸；（2）社会资本不得通过利用可变利益实体、协议控制等方式控制国有资产或集体资产举办的幼儿园、非营 	适用指引 2 号的核查要点中明确要求核查是否存在境内 法律、行政法规和有关规定 明确不得采用协议控制的情形，但左述提及的部分规定的法律位阶并非属于法律或行政法规，其是否会被行业主管部门纳入“有关规定”的范畴予以核查，有待进一步观察。除左述提及的与民办教育及网络游戏运营相关的规定外，还包括

⁸ 具体请参见《中华人民共和国民办教育促进法实施条例》的规定。

核查要点	涉及的具体规定	评述
	<p>利性幼儿园⁹。</p> <p>网络游戏运营：外商不得通过签订相关协议等间接方式实际控制和参与境内企业的网络游戏运营业务¹⁰。</p>	<p>与非银行支付机构、人类遗传资源处置相关的规定也涉及实际控制人不得通过协议或其他安排行事的特定情形。但由于前述规定尚未正式落地，也有待观察实操中行业主管部门的核查意见。</p>
<p>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</p>	<p>包括但不限于：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 《外商投资安全审查办法》项下涉及安全审查的范围包括：（1）投资军工、军工配套等关系国防安全的领域，以及在军事设施和军工设施周边地域投资；（2）投资关系国家安全的重要农产品、重要能源和资源、重大装备制造、重要基础设施、重要运输服务、重要文化产品与服务、重要信息技术和互联网产品与服务、重要金融服务、关键技术以及其他重要领域，并取得所投资企业的实际控制权。 ■ 《外商投资负面清单》项下涉及的限制或禁止投资的领域。 <p>《市场准入负面清单（2022年版）》项下涉及的限制或者禁止投资的领域。</p>	<p>《外商投资负面清单》第六条提及的“境内企业到境外发行股份上市”仅限于从事负面清单禁止投资领域业务的境内企业到境外直接上市¹¹，适用指引 2 号对此进行了重申。如上文所述，在此背景下针对存在协议控制架构和不存在协议控制架构的境内企业境外发行上市在核查尺度上是否会有差别，有待进一步观察。</p>

三、小结

备案新规负面清单的设立进一步提升了境内企业境外发行上市在监管要求上的透明性及可预期性。负面清单的内容聚焦境内重大合规问题，也体现了监管部门依法监管、科学监管、适度监管的态度。从落实发行人、中介机构责任的角度，发行人、中介机构也应尽可能地提升判断发行人能否于境外发行上市的准确性。需要注意的是，适用指引 1 号在讨论“关于法律、行政法规和国家有关规定禁止上市融资”的情形时特

⁹ 具体请参见《中共中央、国务院关于学前教育深化改革规范发展的若干意见》的规定。

¹⁰ 具体请参见新闻出版总署（现为国家新闻出版广电总局）、国家版权局、全国“扫黄打非”工作小组办公室《关于贯彻落实国务院<“三定”规定>和中央编办有关解释，进一步加强网络游戏前置审批和进口网络游戏审批管理的通知》（新出联[2009]13号）的规定。

¹¹ 详见境外上市备案新时代系列（四）— 境内企业法律核查篇。

地加入“主要包括”的表述，而非穷尽罗列全部相关情形。考虑到备案新规出台的时间较短，以及境外上市本身存在的复杂性，就监管部门的具体核查要求及尺度目前仍存在不确定性。发行人、中介机构应就发行人自身情况提前进行充分了解和论证，并利用好备案新规提供的沟通渠道，以顺利完成备案流程。

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：

王熙康

电话： +86 10 8524 5816

Email: xikang.wang@hankunlaw.com