

## 境外上市备案制 2024 年中回顾

作者：王熙康 | 张钊 | 樊篱 | 吕程 | 柴宜安

自 2023 年 3 月 31 日中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）颁布的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（以下简称“《管理试行办法》”）及配套规则（与《管理试行办法》合称为“备案新规”）正式实施至今，中国企业境外上市领域进入监管新时代已逾一年。汉坤律师事务所（以下简称“汉坤”或“我们”）一直活跃在境外上市业务一线，密切关注该领域法律实践。汉坤在备案新规出台后多次撰文从备案新规的体系框架、具体规则和市场关注的热点问题进行分析，并对备案新规的执行情况进行持续的关注、梳理和总结。自去年底我们分享了对于境外上市备案监管的观察和总结后，中国证监会延续了备案制元年的高效务实的监管工作，半年以来继续为中国企业“利用好两个市场、两种资源”并“走出去”提供稳定的政策预期保障以及有效、良好的监管环境。

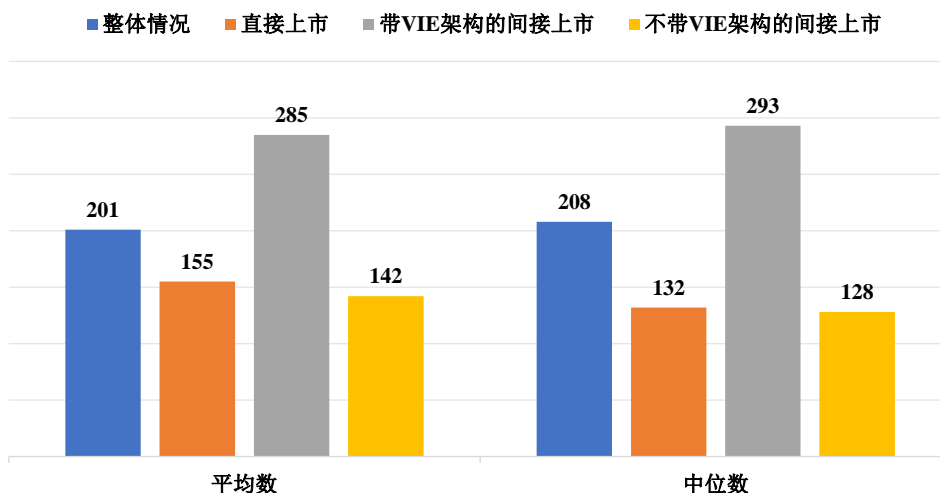
我们以本文系统梳理备案新规在过去半年（指 2024 年 1 月 1 日至本文发表之日，下同）的总体实施情况和我们的主要观察和思考。在本文末尾，我们照例更新了截至发稿之日的全部统计数据，谨供各方参考。

### 一、备案新规最新实施情况观察

在过去半年中，已知新增备案申请约 96 家（考虑到部分项目可能申请不公开，因此以公开可查询信息为准），并有约 101 家发行人取得了备案通知（该数字已超过备案制元年 9 个月的通过备案发行人数量），其中包括 15 个单独就 H 股全流通提出的备案申请。

在过去半年中，完成境外上市备案（不包括单独就“全流通”进行的备案，下同）的发行人中约 37 家发行人选择了香港联交所作为上市地（其中约 19 家发行人选择了 H 股直接上市的方式），约 48 家发行人选择登陆美国资本市场（包括 44 家申请纳斯达克交易所上市、1 家选择纽约证券交易所上市，约 3 家发行人尚未披露具体交易所），此外还有 1 家发行人选择新加坡证券交易所上市。值得注意的是，过去半年中共有约 18 家带有协议控制（“VIE”）架构的发行人过去半年取得了备案通知，约占过去半年中完成备案企业的 21%。

近半年来取得备案通知的发行人备案所需时长统计（天）



如上图所示，在过去半年取得备案通知的发行人中，自备案申请被接收至取得备案通知的平均时长约为201天。相对于间接上市取得备案通知所需时长而言发行人选择直接上市的优势十分显著（平均时长分别为223天和155天）。此外，尽管中国证监会在过去半年中对于带有VIE架构的发行人的备案有明显放宽的态势（2023年仅有2家），但对比同期不带VIE架构的间接上市的发行人的备案时长，带有VIE架构会导致取得备案通知平均多耗费近半年的时间（VIE架构发行人的平均时长为285天，不含VIE的红筹架构发行人的平均时长为142天），上述统计数据中存在的“幸存者偏差”效应可能无法准确体现采用VIE架构的申请难度。正如我们之前评述文章所言，我们建议采取以VIE架构进行境外上市的企业本着更加谨慎的态度，对自身的业务合规性和采用VIE架构的必要性进行充分论证。

## 二、关于需要备案的“境内企业”的再讨论

### 《管理试行办法》第十五条

发行人同时符合下列情形的，认定为境内企业间接境外发行上市：

- （一）境内企业最近一个会计年度的营业收入、利润总额、总资产或者净资产，任一指标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）经营活动的主要环节在境内开展或者主要场所位于境内，或者负责经营管理的高级管理人员多数为中国公民或者经常居住地位于境内。

境内企业间接境外发行上市的认定，遵循实质重于形式的原则。

在去年底的总结文章中，结合《管理试行办法》第十五条的规定和几个较为有代表性的案例，我们注意到境内企业财务指标占比、公司主要经营活动地等方面相似性较高的不同发行人，在适用《管理试行办法》第十五条的时候做出了不同的选择：

- 发行人A在其公开上市申报材料中披露：尽管其在最近两个财年营收中来自境外收入占比超50%，但由于其大部分资产以及经营活动均位于中国境内，其主动根据备案新规向中国证监会递交了申请材料。不久以后，发行人A在后续公开申报材料中进一步披露：中国证监会在审阅其备案材料后，书面告知其目前不在备案新规要求范围内，尽管其不能确保未来不会受到备案新规的影响。
- 与之形成对比的是，发行人B也在其公开上市申报材料中披露其大部分资产和设备位于中国境内，

中国子公司负责大部分产品的生产制造和研发，最近三个财年 90%以上的营收均来自境外。表面上看，发行人 A 和 B 之间从适用《管理暂行办法》第十五条的角度似乎并无本质差异，但发行人 B 在公开申报材料披露其认为自身无需根据备案新规向中国证监会备案。我们也尚未在中国证监会的公示材料中看到该发行人的任何信息。目前，发行人 B 已完成在相关证券市场首次公开发行和上市。

- 相比发行人 A 和 B，发行人 C 则采取了较为保守的备案申请策略：这家企业在公开上市申报材料中披露其主要资产位于中国境外，最近两个财年来自于中国境内的营收占比约为 35 – 40%左右。该发行人在披露文件中说明，虽然根据其判断认为其不符合《管理暂行办法》第十五条中关于“境内企业”的定义，但出于降低监管不确定性之目的，其自愿向中国证监会递交备案申请，并已成功取得备案通知。

近期我们注意到另外两个值得关注的案例：

- 发行人 D 公开披露其最近一个财务年度中超过 50%的收入、净利润、总资产和净资产均来自境外；其总部位于中国大陆，并通过包括中国大陆在内的多个国家和地区的分支机构开展业务。该发行人的中国法律顾问认为该等境外上市被视为境内企业间接境外上市的可能性较低，故该发行人没有进行境外上市备案并披露了相关风险。相关公开披露显示，该发行人在收到美国证监会就其股票注册文件的生效通知（Notice of Effectiveness）后，不到一周时间内收到来自中国证监会的书面通知，要求其依照《管理暂行办法》就本次境外上市进行备案。
- 发行人 E 的情况与上述发行人 D 的上市方案形成对比：尽管发行人 E 的主要研发团队位于中国大陆境内，但是该发行人的绝大部分收入来源于中国大陆以外的国家和地区，该发行人选择依照《管理暂行办法》主动向中国证监会申请境外上市备案。

结合上述多个案例，我们建议企业在考虑境外上市相关流程时，除需依据《管理暂行办法》第十五条分析发行人的相关财务指标、经营活动的主要环节和开展场所、高管国籍和经常居住地等因素外，还需“遵循实质重于形式的原则”综合考虑，具体分析发行人的实际情况以适用有关规定。

### 三、关于 VIE 架构发行人备案情况的观察

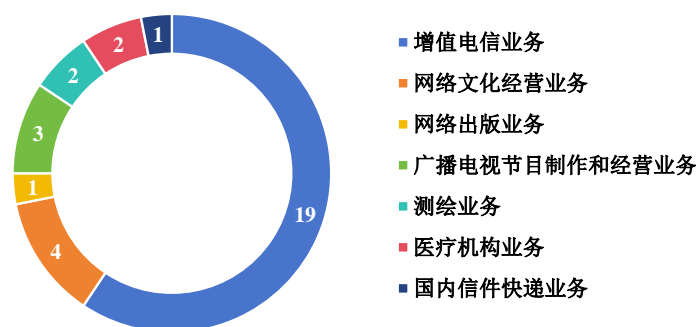
#### （一）携 VIE 架构通过境外上市备案

截至本文发表之日，共有 20 家采用 VIE 结构的发行人成功取得备案通知，其中 18 家为在近半年取得。在目前所有完成备案的发行人（不包括单独就“全流通”进行的备案，下同）中，采用 VIE 结构的发行人约占总体的 13%左右。

带有VIE架构取得备案通知的发行人涉及的外资禁限业务主要包括：

- 增值电信业务
- 网络文化经营业务
- 网络出版业务
- 广播电视节目制作和经营业务
- 测绘业务
- 医疗机构业务
- 国内信件快递业务等

涉及外资禁止或限制的业务领域的数量



注：部分发行人同时涉及两种或以上外资禁限业务领域

如上图所示，目前完成备案的带有 VIE 架构发行人主要集中在互联网、保险、出行、教育、物流、医疗等行业，可能涉及外资禁止或限制的业务领域主要包括增值电信业务、网络文化经营业务、网络出版业务、广播电视节目制作和经营业务、测绘业务，医疗机构业务以及国内信件快递业务等。

根据中国证监会公示的对已完成备案的带有 VIE 架构发行人提出的补充材料要求，可以看出其针对 VIE 架构关注的问题主要集中在：VIE 架构搭建的整体合规性（包括但不限于外汇管理、境外投资、外商投资、税费缴纳等方面）；签署 VIE 协议的相关情况，特别是签署方内部履行的决策程序；VIE 架构下各主体之间的交易安排，包括境内外主体间的资金转移、利润转移等方面的资金流动安排等。

鉴于上述观察，我们在这里建议拟采用 VIE 架构进行间接境外上市的发行人在搭建 VIE 架构的过程中，应特别地对外汇登记、境外投资备案、外商投资管理、税费缴纳等方面的合规性进行关注；对于企业架构中主体间的资金流动（特别是跨境资金流动），应确保外汇、税务等方面的合规，合理制定转移定价、利润转移相关安排，并与相关监管部门进行充分沟通；应确保签署 VIE 协议的各方履行充分的、符合法律及公司治理文件规定、要求的内部决策程序，并关注 VIE 控制协议的完整性及完善性，确保实现集团对境内 VIE 主体的经营、决策、收入的有效控制以及整体公司架构的稳定性，以便实现顺利上市发行并对中国证监会可能关注的要点和提出的问题作充分准备。

虽然近半年来已有 18 家带有 VIE 架构的发行人取得了备案通知，且发行人的行业相对集中，但是，仍然很难通过现有过会案例获得关于行业、外资限制、架构搭建等方面的明确指引。可以预见的是，无论从被关注的问题、备案所需周期甚至备案结果而言，带有 VIE 架构的发行人都将面临更加复杂的情形。因此，我们仍然建议带 VIE 架构进行境外上市的企业本着更加谨慎的态度，对自身的业务合规性和采用 VIE 架构的必要性进行充分论证。

## （二）拆除 VIE 架构后通过境外上市备案

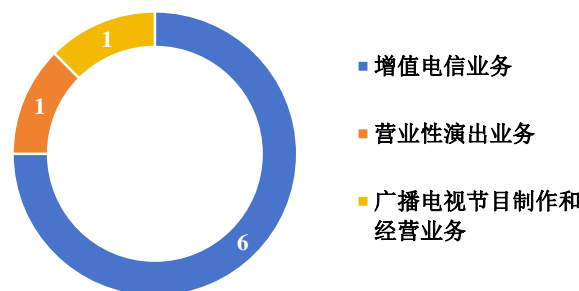
上述保留 VIE 架构并完成境外上市备案的案例外，根据我们的粗略统计，在 158 家已取得备案通知的发行人中，存在约 8 家发行人在提交境外上市备案申请之前或者在境外上市备案的过程中拆除了 VIE 架构的情况。该等拆除 VIE 架构的企业的行业分布也较为广泛，包括食品、互联网、人工智能、软件、元宇宙等，其中可能涉及外资禁止或限制的业务领域主要包括增值电信业务、营业性演出业务和广播电视节目制作业务等。

在提交境外上市备案申请之前或者在境外上市备案的过程中拆除了VIE架构的发行人涉及的外资禁限业务主要包括：

- 增值电信业务
- 营业性演出业务
- 广播电视节目制作和经营业务等

注：部分发行人同时涉及两种或以上外资禁限业务领域

涉及外资禁止或限制的业务领域的数量



具体到拆除方式，发行人主要通过签署 VIE 协议的终止协议，或到期后不再对 VIE 协议进行续期的方式终止 VIE 协议项下的交易安排。关于 VIE 公司的业务，考虑到不同发行人的情况略有差别，在拆除 VIE 架构后，部分发行人采取原 VIE 公司通过向发行人提供服务或授权的方式持续与发行人保持业务往来的方式（VIE 公司业务为外资禁限行业），另外一些发行人采取收购 VIE 公司使其直接成为发行人的下属公司的方式（VIE 公司业务为非外资禁限行业，出于其他目的搭建的 VIE 架构），当然，也有部分发行人直接终止了原 VIE 公司业务板块的经营（主要针对有关业务板块占比较低等情况）。

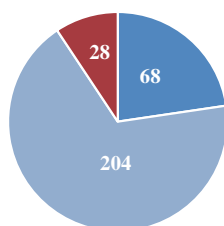
需要注意的是，在 VIE 架构拆除的方案选择上，发行人应慎重考虑拆除 VIE 架构对公司业务资质的完整性、发行人的估值以及对发行人整体业务带来的影响，全面考虑发行人集团公司股权架构的调整方案，并结合拆除过程中可能的税务问题与合规问题来谨慎制定最适合发行人的拆除方案。

#### 四、结语

最近半年以来，境内资本市场经历了一系列的深刻变化，目前境内资本市场正在加速形成新生态，其主线就是强监管、防风险和促高质量发展。在这样的大背景下，中国证监会多次发声表示加快备案，支持中国企业到境外上市，“利用好境内外两个市场、两种资源”并“走出去”的上市和融资方式正在受到越来越多的境内企业的关注。作为境外上市项目的深度参与方，汉坤为大量中国境内企业的境外上市项目提供了高质量和独具创造性的法律服务，我们也将持续分享我们在中国企业境外上市备案以及其他相关领域的观察和体会。

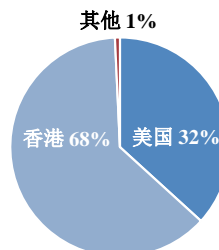
备案制实施（2023年3月31日）以来，截至2024年7月1日，根据证监会官网公开信息，已有**272家**申请人就境外上市申请备案、**28家**申请人单独就全流通申请备案。其中，有**158家**企业已经取得境外上市的备案通知书；在通过备案的企业中，有**38家**直接境外上市、**120家**间接境外上市（其中**20家**含有VIE架构）。

备案项目：上市及全流通



- 直接上市 68家
- 间接上市 204家
- 单独申请全流通 28家

申请上市地（不包括全流通）

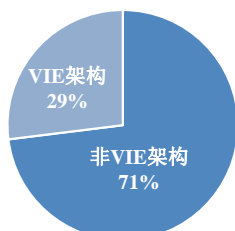


- 美国（纽交所+纳斯达克）100家
- 香港 170家
- 其他 2家

注：美股目前仅包括已公开阶段的项目

备案制实施（2023年3月31日）以来，截至2024年7月1日，根据证监会官网公开信息，已有**272家**申请人就境外上市申请备案、**28家**申请人单独就全流通申请备案。其中，有**158家**企业已经取得境外上市的备案通知书；在通过备案的企业中，有**38家**直接境外上市、**120家**间接境外上市（其中**20家**含有VIE架构）。

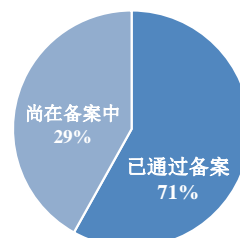
间接境外上市：VIE架构及非VIE架构



■ 非VIE架构149家 ■ VIE架构 55家

注：VIE架构已备案通过20家

备案状态



■ 已通过备案158家 ■ 尚在备案中114家

## 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](mailto:xikang.wang@hankunlaw.com)

### 张钊

电话： +86 10 8516 4102

Email: [zhao.zhang@hankunlaw.com](mailto:zhao.zhang@hankunlaw.com)