

境外上市备案新时代系列（三） — 直接境外上市及全流通篇

作者：交易组

境内企业直接境外发行上市，是指在境内登记设立的股份有限公司在境外发行上市（“直接境外上市”），系目前境内企业境外上市的主流方式之一。在本次境外上市备案新规实施之前，直接境外上市需要经过中国证监会和境外证券审核监管机构的双重审核。而在备案新规下，中国证监会的管理由许可管理改为备案管理，强化事中事后监管，对原有直接境外上市审核体系进行了重大调整。同时，备案新规也对原有审核体系中受到市场重点关注的问题作出明确和突破，以期更符合当前资本市场发展的需求。

本文作为境外上市备案新时代系列的第三篇¹，我们将以原先中国证监会审核体系与备案新规的比较为切入点，就首次公开发行阶段的直接境外上市及对直接境外上市形成最有利支持并配套的全流通的程序、要求予以概要总结，谨供参考。

一、直接境外上市的上市流程及申请要求的变革

如前述，中国证监会对于境内企业直接境外上市的管理由许可制改为备案制，且在境外上市监管中形成“大一统”格局，其具体的上市审核流程和申请材料与境外间接上市均基本保持一致，具体可详见境外上市备案新时代系列（二） — 境内企业间接境外上市篇。但是，从中国证监会管理体系变革来看，直接境外上市在上市流程及申请要求上相较于此前都有较大不同。

在上市流程方面，相较于许可制，备案制下中国证监会的程序变化主要体现在以下两方面（以香港上市为例）：

#	许可制	备案制
申报阶段	提交境外上市申请以取得中国证监会受理函（俗称小路条）为前提	在提交境外上市申请后3个工作日内向中国证监会申请备案
上市审核阶段	香港联交所聆讯以发行人取得中国证监会核准（俗称大路条）为前提	香港联交所要求在聆讯前4个营业日之前取得完成备案程序的通知书

¹ 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。

在申请材料方面，备案制的备案材料相对于此前的审核申请材料有所精简和完善，例如，不再要求发行人提交特殊行业证照、纳税证明、募投项目核准/备案文件等，以及根据法规要求及监管经验增加了安全评估审查意见、发行人完整股权结构及控制架构框图等文件。具体如下：

许可制	备案制	评述
申请报告	备案报告	相较于原先的申请报告，备案报告有更为详细的要求
股东大会及董事会决议	股东大会及董事会决议	两者无差异
/	发行人完整股权结构及控制架构框图	备案制新增，更加强调股权和控制架构的核查
营业执照	/	简化申报材料
特殊行业许可证（如适用）	/	简化申报材料
公司章程	/	简化申报材料
关于审核关注要点的说明	/	虽然发行人的申请材料并不再要求该内容，但是发行人境内律师仍需要针对专项核查要点发表意见
公司及其董事、监事、高级管理人员关于申请材料真实、准确、完整的承诺	发行人关于备案材料真实、准确、完整，严格遵守保密制度，维护国家安全等承诺	增加发行人承诺内容
/	证券公司承诺	新增证券公司承诺
申请人及中介机构联络表	发行人及中介机构项目团队人员名单和联系方式	两者无本质差异
行业监管部门出具的监管意见书（如适用）	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）	两者无本质差异
/	国务院有关主管部门出具的安全评估审查意见（如适用）	结合外商投资安全审查、国家安全、数据安全等最新法律法规内容新增
募集资金投资项目的审批、核准或备案文件（如适用）	/	精简备案材料，但仍需要在备案报告中说明募集资金用途
近三年（主板）或两年（创业板）税务部门出具的纳税证明	/	精简备案材料，但仍需要在申报文件中说明合法合规性
境内法律意见书及承诺函	境内法律意见书及承诺函	境内法律意见书的内容和核查要点更为明确

许可制	备案制	评述
招股说明书（草稿）	招股说明书或上市文件	两者无本质差异

二、直接境外上市备案制的要点细解及突破

在备案新规下，境外直接上市除需要遵守《中华人民共和国公司法》（“《公司法》”）、《中华人民共和国证券法》等法律法规要求外，对比许可管理，具有更为灵活的安排和可能性，具体如下：

（一）直接境外上市的公司治理变化与特别表决权适用可能性

此前直接境外上市的境内企业制定上市后适用的章程主要依据《关于执行<到境外上市公司章程必备条款>的通知》，该规定将于 2023 年 3 月 31 日废止，此后需要根据《公司法》《中华人民共和国会计法》等法律、行政法规和国家有关规定，同时根据备案新规并参照《上市公司章程指引》等中国证监会关于公司治理的有关规定制定公司章程。

事实上，《到境外上市公司章程必备条款》是 1994 年 9 月所制定的文件，期间虽然进行了多次调整，包括《国务院关于调整适用在境外上市公司召开股东大会通知期限等事项规定的批复》，但其中的部分内容已无法适应当前的公司治理需求，包括发行股票的面值要求（如每股面值为一元人民币的面值及人民币计价要求）以及各类程序性事项等，此次废止并明确要求参考《上市公司章程指引》等规定制定公司章程，有利于境内企业在公司章程中作出更为灵活的约定。

比如，科技创新类企业常见的特别表决权制度在备案新规实施后有望在直接境外上市的境内企业中实现。现行《公司法》规定“同股同权”原则，但是也明确国务院可以对公司发行其他种类的股份另行规定，考虑到原先直接境外上市的境内法律、法规并无特别表决权制度的规定，加之《到境外上市公司章程必备条款》要求“同股同权”，直接境外发行上市的境内企业设置特别表决权并无明确的法律法规依据。截至目前，实践中也尚无设置特别表决权的境内企业成功在境外直接上市的案例。但是，本次备案新规中对于特别表决权有所规定，例如，适用指引 2 号明确发行人存在特别表决权股份或类似安排情况下需要说明及核查的内容，《上市公司章程指引》也对存在特别表决权股份的公司应当在公司章程中规定的事项进行明确。因此，我们理解，在符合境外上市地关于特别表决权要求情况下，直接境外上市的境内企业采取特别表决权有望在中国证监会备案中得到认可。

（二）直接境外上市发行对象的突破

备案新规项下境外发行上市的对象原则上主要为境外投资者、以及符合法律法规的合格境内投资者，具体包括：

- 境外投资者及港澳台投资者
- 合格境内机构投资者（QDII）
- 履行境内投资备案（ODI）的境内机构投资者
- 其他符合国家跨境投资相关规定的境内主体

上述发行对象的规定与备案新规生效前并无明显差别，但备案新规做出了进一步的突破，明确直接境外上市的境内企业在境外可以向境内特定对象发行证券用于股权激励，该企业不再需要通过先发行内资股，再申请全流通方式实现激励股权的境外资本市场流通。

至于境内特定对象范围，备案新规明确包括董事、高级管理人员、核心技术人员或核心业务人员，以及对企业经营业绩和未来发展有直接影响的其他人员，同时备案新规也通过禁止性规定的方式明确如下主体不得成为激励对象的主体包括：

- 最近 12 个月内因重大违法违规行为被中国证监会及其派出机构行政处罚（含市场禁入措施）的；
- 具有《公司法》规定的不得担任公司董事、高级管理人员情形的；
- 法律、行政法规和国家有关规定明确不得参与企业股权激励的。

因此，如果未来直接境外上市的境内公司拟向境内特定对象发行证券，需要注意激励对象的适格性。此外，以上列示的特定对象中并没有明确包括监事、外部顾问，虽然该等人员可以在“对企业经营业绩和未来发展有直接影响的其他人员”中予以解释涵盖，但是该等人员是否属于境内特定对象仍有待实践考察。

（三）对于上市后实施的期权激励计划告别个案沟通

由于原境内企业直接境外上市需要取得中国证监会的核准，中国证监会在审核过程中往往会参考 A 股审核要求，要求发行人股权清晰稳定。以备案新规出具之前的 H 股上市为例，股权激励设置多数在上市前已行权完毕或注销未行权的部分，只有极个别案例存在上市时保留未行权的期权激励或者预留股权激励份额。

备案新规则明确境内企业可以保留备案前制定、准备在上市后实施的期权激励计划，但是需要进行相关说明及核查，包括计划的基本内容、决策程序、价格确定原则、激励对象基本情况、对控制权的影响以及是否设置预留权益等内容。因此，如果境内企业存在上市前制定、上市后实施的期权激励计划，不再需要向中国证监会进行个案沟通，而是按照备案新规要求履行核查程序，向中国证监会充分说明并由律师出具结论性意见，对于拟直接境外上市的境内企业而言，可以做更为灵活的激励安排。

三、全流通的监管模式变化

自全流通实施以来，境内企业境外直接发行上市的项目日益增多。备案制全面落实后，境内未上市股份转为境外上市股份的“全流通”监管亦由许可制变为备案制，在程序、时间、提交材料要求等方面将带来差异化的监管：

#	许可制	备案制
程序要求	<ul style="list-style-type: none"> ■ 同步申请：发行人在境外首次公开发行上市时或境外上市后增发股份前同步申请全流通。 ■ 单独申请：发行人上市后单独申请全流通。 	<p>持有境内未上市股份的股东委托发行人向中国证监会备案。</p> <p>备案制下亦遵循已有的同步备案或单独备案原则。</p>
提交材料要求	<p>仅就申请全流通，发行人应向中国证监会提交以下材料：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 申请报告及相关文件； 	<p>仅就全流通备案，发行人应向中国证监会提交以下材料：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 备案报告及相关附件，包括（1）未上市股份股东授权文件及关于股份合规取得情况的承诺；（2）发行人及中介机构

	<ul style="list-style-type: none"> ■ 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。 	<p>项目团队人员名单和联系方式；备案报告中需要说明内部决策及外部批准情况，以及符合中国证监会“全流通”相关规定的情况；</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 境内法律意见书。
关注要点	<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，主要包括外资准入、内部决策、行业监管或国资监管等外部审批、合法合规性、职工持股等要点。</p>	<p>境内公司律师需要根据适用指引 2 号的“专项法律意见核查要点”发表专项法律意见，主要包括外资准入、内部决策、行业监管或国资监管等外部审批、合法合规性、前期承诺履行情况等要点。</p>

总体而言，相较于许可制，备案制下对于全流通的审查在保持原有关注重点的基础上，对于备案材料和核查要点上有所精简和完善：

- **完善披露内容：**许可制下，全流通的申请报告内容与首次公开发行上市/上市后增发股份的申请报告内容大致相同，而备案制下备案报告的内容披露更为详实，详见境外上市备案新时代系列（二）— 境内企业间接境外上市篇。
- **继续关注的要点：**是否履行必要的内部决策程序及国资管理、行业监管等审批、备案或核准程序；全流通后发行人是否持续满足外资准入政策；申请全流通股东是否为严重失信主体；申请全流通股东仍需出具授权文件及关于股份合规取得情况的承诺；
- **新增：**关注是否已履行前期备案的承诺事项；
- **精简：**专项核查中不再披露内部职工股持股情况。

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：

王瑾

电话： +86 10 8525 5542

Email: jin.wang@hankunlaw.com