

HANKUN

汉坤律师事务所  
Han Kun Law Offices

# 汉坤专递

2023 年第 2 期（总第 190 期）

## 新法评述

- 1、 备案新规要点速览 — 境外上市迈入统一备案制新时代
- 2、 境外上市备案新时代系列（二） — 境内企业间接境外上市篇
- 3、 境外上市备案新时代系列（三） — 直接境外上市及全流通篇
- 4、 境外上市备案新时代系列（四） — 境内企业法律核查篇
- 5、 境外上市备案新时代系列（五） — 境内企业境外上市投资人篇
- 6、 境外上市备案新时代系列（六） — 香港联交所发布建议根据中国内地监管新规修订《上市规则》以及其他有关中国发行人的条文修订的咨询文件
- 7、 境外上市备案新时代系列（七） — 证券公司及证券服务机构视角篇
- 8、 全面实行股票发行注册制专题（一）：未来可期 — 全面实行股票发行注册制改革正式启动
- 9、 全面实行股票发行注册制专题（二）：首次公开发行并上市制度修改要点解读
- 10、 全面实行股票发行注册制专题（三）：上市公司再融资制度修改要点解读
- 11、 《私募投资基金登记备案办法》及配套指引解读（一） — 总述
- 12、 《私募投资基金登记备案办法》及配套指引解读（二） — 私募基金管理人基本经营要求
- 13、 《私募投资基金登记备案办法》及配套指引解读（三） — 私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人

# 新法评述

## 1、备案新规要点速览 — 境外上市迈入统一备案制新时代

作者：交易部

2023年2月17日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）经国务院批准，发布境内企业境外发行上市备案管理相关制度规则（以下统称“**备案新规**”），境内企业境外发行上市正式迈入统一的备案制新时代。

我们将备案新规涉及到的五点关键信息总结如下，以便大家快速参考。

### 一、备案新规六项制度规则体系

备案新规不是一份独立的文件，目前备案新规包括了六项制度规则（1项办法，5项适用指引）：

备案新规制度规则	覆盖要点
《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（以下简称“ <b>管理试行办法</b> ”）	规范境内企业境外发行证券和上市的体系化规则，主要涵盖了如下关键内容： <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 监管制度</li> <li>■ 备案要求</li> <li>■ 监管协同</li> <li>■ 法律责任</li> <li>■ 制度包容性</li> </ul>
监管规则适用指引 — 境外发行上市类第1号	主要涵盖以下七项要点： <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 负面清单</li> <li>■ 备案程序</li> <li>■ 发行对象</li> <li>■ 备案范围</li> <li>■ 境内企业资产的交易</li> <li>■ 控制权的认定</li> <li>■ 公司治理</li> </ul>
监管规则适用指引 — 境外发行上市类第2号：备案材料内容和格式指引	关于境内企业境外发行上市备案材料的编制和报送行为的详细指引： <p>对于需要备案的不同类型交易，提供了详细的备案材料清单和具体材料要求，并且通过附件形式提供了相关示范文本和内容指引</p> <p>针对发行人存在协议控制架构安排的情况，适用指引第2号对发行人境内</p>

备案新规制度规则	覆盖要点
	律师的核查要求提供了要点指引意见
监管规则适用指引 — 境外发行上市类第 3 号：报告内容指引	境内企业境外发行上市报告行为的规范指引：发行人完成境外发行上市后，以及发行人境外上市后境外发行证券等情形应如何进行报告，都提供了明确的指引
监管规则适用指引 — 境外发行上市类第 4 号：备案沟通指引	规范境内企业境外发行上市备案沟通行为的指引，适用于发行人及为其提供相应服务的证券公司或证券服务机构在履行备案程序前以及备案过程中与中国证监会境外发行上市备案管理部门进行的沟通
监管规则适用指引 — 境外发行上市类第 5 号：境外证券公司备案指引	规范境外证券公司备案行为的指引，中国证监会特别强调了为境外证券公司从事境内企业境外发行上市业务备案，不代表对证券公司执业能力的认可

## 二、备案新规何时生效

备案新规将自 2023 年 3 月 31 日起正式施行。2023 年 3 月 31 日起，中国证监会开始接收备案申请。

## 三、直接上市的过渡期安排

自 2023 年 2 月 17 日起，中国证监会停止受理股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）（以下简称“**直接上市**”）的行政许可申请，同时开始接收备案沟通申请。对于已受理的直接上市的行政许可申请，在 2023 年 3 月 31 日前，中国证监会将按规定正常推进相关行政许可工作。自 2023 年 3 月 31 日起，未取得核准批文的境内企业，应当按要求向中国证监会备案。

## 四、间接上市存量企业的过渡期安排

**存量企业的认定**：2023 年 3 月 31 日起，属于备案范围的境内企业，已在境外发行上市或符合以下情形的，为存量企业：

*《管理试行办法》施行之日前，间接境外发行上市申请已获境外监管机构或者境外证券交易所同意（如香港市场已通过聆讯、美国市场已同意注册生效等），且无需重新履行境外监管机构或者境外证券交易所发行上市监管程序（如香港市场重新聆讯等），并在 2023 年 9 月 30 日前完成境外发行上市。*

存量企业不要求立即备案，后续如涉及再融资等备案事项时应按要求备案。

## 五、间接上市非存量企业的备案要求

2023 年 3 月 31 日起，已在境外提交有效的境外发行上市申请、未获境外监管机构或者境外证券交易所同意的境内企业，应在境外发行上市前完成备案。

以上是我们对备案新规要点的快速总结。接下来的几日，我们还将陆续发出对备案新规的细节解读。

## 2、境外上市备案新时代系列（二） — 境内企业间接境外上市篇

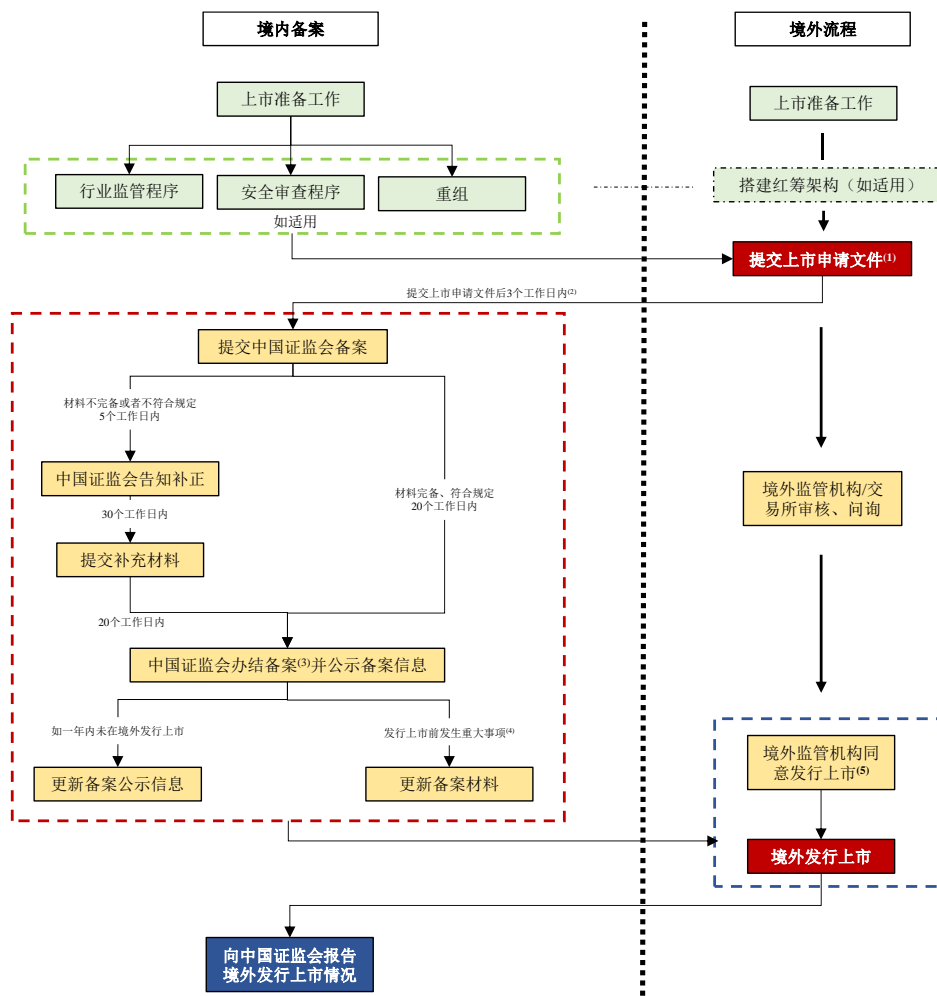
作者：交易部

中国证监会于 2023 年 2 月 17 日发布的备案新规将于 2023 年 3 月 31 日起施行，《国务院关于加强在境外发行股票和上市管理的通知（国发〔1997〕21 号）》（以下简称“97 红筹指引”）也将于备案新规实施当日同时废止。这意味着，大红筹架构境外上市和小红筹架构境外上市的区别<sup>1</sup>，以及红筹架构境外上市与境内企业直接境外上市（如 H 股）境内监管上的区分，正式退出历史舞台，境内企业境外发行上市进入统一备案制度新时代。

本文作为境外上市备案新时代系列<sup>2</sup>的第二篇，我们将从境内企业间接境外发行上市的发行人角度出发，梳理境内企业间接境外首次发行上市过程中的备案要点，以供参考。

### 一、境外上市的备案流程图例

下图简要概述了备案新规施行后境内企业间接境外上市所需流程和步骤：



<sup>1</sup> 关于大红筹架构和小红筹架构的区别，请参见：《境外上市监管解析（一）：备案制有迹可循，有规可依》。

<sup>2</sup> 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”文章中被赋予的含义。

注 1：包括向香港联交所、纽约证券交易所或纳斯达克证券市场等境外交易所首次提交上市申请文件；如采用秘密或非公开方式提交发行上市申请文件的，可以在备案时提交说明，申请延后公示备案信息，详见下文。

注 2：特别地，境内企业通过境外特殊目的并购公司实现境外发行上市，应在境外特殊目的并购公司公告并购交易具体安排后 3 个工作日内提交备案材料。

注 3：在备案过程中，发行人可能存在《管理试行办法》第八条规定情形的，中国证监会可以征求国务院有关主管部门意见。补充材料和征求意见的时间均不计算在备案时限内。

注 4：如发行人在证监会办结备案后、境外发行上市前发生重大事项，应及时向证监会报告，并自相关事项发生之日起 3 个工作日内更新备案材料。

注 5：如香港市场聆讯、美国市场注册等。取决于境外监管机构是否将取得中国证监会备案通知书作为前提条件。

## 二、境外上市的备案材料要求

在备案新规前，小红筹架构境外上市所受到境内直接监管较少。备案新规的实施，将补齐原有境外发行上市制度短板空白，并推进“监管全覆盖”。备案新规实施后，境内企业间接境外首次公开发行或上市需向中国证监会提交一系列备案材料，简要总结如下表所示，具体请参见适用指引 2 号<sup>3</sup>。

	备案材料	要点提示
1.	备案报告	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 备案报告应当包括发行人主要子公司、境内运营实体及控制关系等情况，对于其他子公司或者境内运营实体可以在备案材料中提供分类汇总情况</li> <li>■ 确定主要子公司或者境内运营实体时，应当考虑其营业收入、利润总额、总资产、净资产等财务数据占发行人合并财务报表相关财务数据的比例，以及经营业务、未来发展战略、持有资质或者证照对公司的影响等因素</li> <li>■ 备案材料应当提供确定主要子公司或者境内运营实体的依据，且不得随意变更</li> </ul>
	发行人承诺	见适用指引 2 号
	证券公司承诺	如相关证券公司担任联席保荐人或者联席主承销商的，应一并提交承诺
	发行人股东大会、董事会决议	
	发行人完整股权结构及控制架构框图	框图应当包括发行人主要股东、实际控制人、控股子公司、主要境内运营实体等信息
	发行人及中介机构项目团队人员名单和联系方式	提交完整的中介机构项目团队人员名单。发行人人员名单应包括实际控制人、董事长、总经理和证券事务负责人

<sup>3</sup> 为表述便利之目的，“境外上市备案新时代系列”文章中，以下简称具有其右侧对应的含义。

适用指引 1 号：监管规则适用指引 — 境外发行上市类第 1 号。

适用指引 2 号：监管规则适用指引 — 境外发行上市类第 2 号：备案材料内容和格式指引。

适用指引 3 号：监管规则适用指引 — 境外发行上市类第 3 号：报告内容指引。

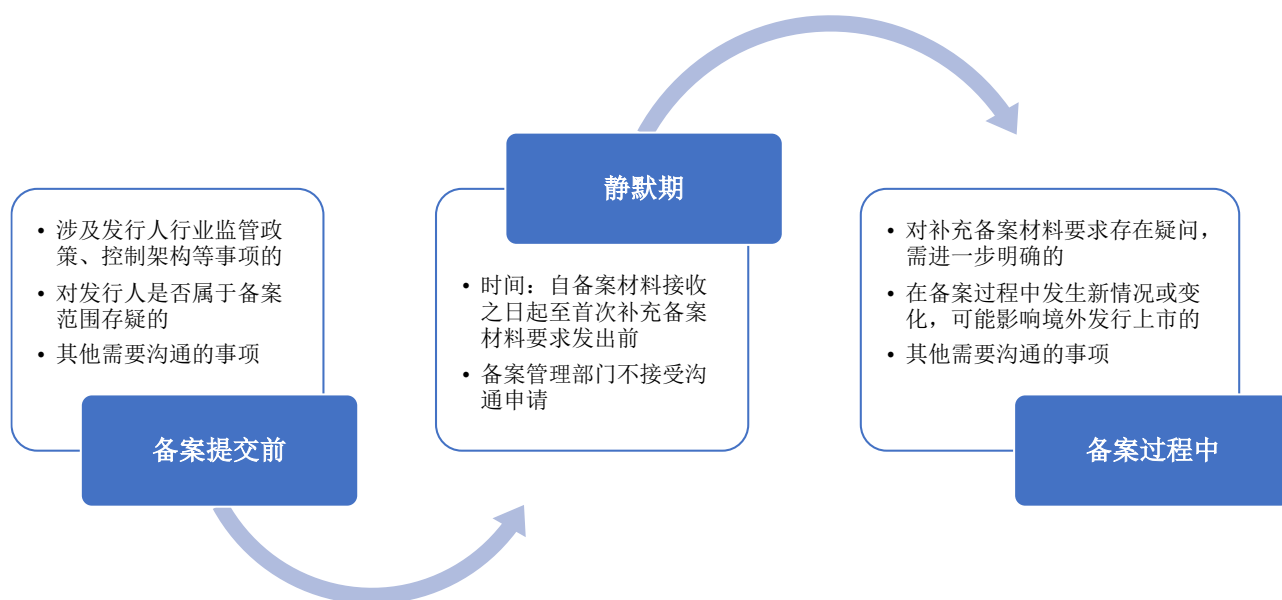
适用指引 4 号：监管规则适用指引 — 境外发行上市类第 4 号：备案沟通指引。

适用指引 5 号：监管规则适用指引 — 境外发行上市类第 5 号：境外证券公司备案指引。

上述指引原文可通过右侧链接获取：<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7124479/content.shtml>。

	备案材料	要点提示
2.	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）	如不适用，应提交书面说明
3.	国务院有关主管部门出具的安全评估审查意见（如适用）	如不适用，应提交书面说明
4.	境内律师事务所出具的法律意见书及承诺	包括法律意见书（以下简称“ <b>主法律意见书</b> ”）和专项法律意见书 <u>主法律意见书</u> 的主要内容包括：（1）发行人情况；（2）发行人取得境内企业资产、权益情况；（3）发行人境内运营实体情况（各主要运营实体逐家说明）；（4）总体结论性意见 <u>专项法律意见书</u> ：对照关于本次发行上市、保密和档案管理、股权结构与控制架构以及特定适用事项等核查要点出具
5.	招股说明书或上市文件	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 涉及境内企业资产交易的，为公告的相关交易文件</li> <li>■ 向境外监管机构提交的申请文件附件应一并提交</li> <li>■ 文件为英文的，应翻译成简体中文一并提交</li> </ul>

备案新规实施后，允许发行人及其证券服务机构与备案管理部门申请通过书面沟通、电话沟通、视频沟通和现场沟通等方式进行沟通，具体而言：



### 三、从发行人角度看备案新规要点

#### （一）“实质重于形式”的境内企业认定

相较于中国证监会于2021年12月24日公布的《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）》（以下统称“《**备案办法（征求意见稿）**》”），“境内企业间接境外发行上市”场景下“境内企业”的判断标准，依然

需要结合境内资产收入利润占比、高管构成和业务经营等情形综合认定，而且《管理试行办法》第十五条第一款进一步地明确，应同时符合下列情形：

（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于境内。

《管理试行办法》依然强调“境内企业”的认定应遵循“实质重于形式”的原则，并通过适用指引 1 号明确，针对不属于《管理试行办法》第十五条第一款规定情形，但按照境外市场有关规定提交的上市申请披露的风险因素主要和境内相关的，证券公司及发行人境内律师应就发行人是否属于备案范围进行综合论证与识别。

## （二）境外发行上市的范围及模式

备案新规项下境外发行上市的“证券”，无论是在境内企业直接境外发行上市或是在间接境外发行上市的语境下，均不仅指向一般意义上的股票，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。

另外，备案新规明确，通过一次或者多次收购、换股、划转以及其他交易安排实现境内企业资产直接或者间接境外上市，应当按照《管理试行办法》的规定进行备案，这意味着，形式多样的 IPO、DPO、RTO、SPAC 等市场化发行上市模式，都将统一纳入备案新规项下中国证监会的监管职权范围。

## （三）禁止上市融资的负面清单制度

备案新规建立了负面清单制度。《管理试行办法》第八条规定，对于法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资，可能危害国家安全，存在违法犯罪行为，涉嫌犯罪或者重大违法违规行为正在被依法立案调查且尚未有明确结论意见，存在重大股权权属纠纷等情形，规定不得赴境外发行上市<sup>4</sup>。进一步地，适用指引 1 号进一步就法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的具体情形，被收购主体存在刑事犯罪是否落入负面清单的判断标准，刑事犯罪的起算时点，重大违法违规行为的认定原则以及股权重大权属纠纷的具体情形等内容，作出了详细指引。

## （四）监管协同机制

备案新规在完善监管制度的同时，加强监管协同，明确监管职责，落实监管协调机制。中国证监会有关负责人于 2023 年 2 月 17 日答记者问（以下简称“**中国证监会答记者问**”）中说明，安全审查和行业监管程序是指有关行业主管部门通过制度规则明确规定的程序，有比较清晰的适用标准范围和要求，与境外上市备案管理是相对独立的监管环节，只有在现有制度规则明确涉及安全审查、行业监管前置程序的情况下，企业才需要在申请备案时提交相应的监管文件。

<sup>4</sup> 《管理试行办法》第八条：存在下列情形之一的，不得境外发行上市：（一）法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的；（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；（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；（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；（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。

适用指引 2 号列出，首次公开发行或上市备案材料所附文件，应当包括行业主管部门等出具的监管意见、备案或核准等文件，如不适用则应提交书面说明。

《管理试行办法》第九条明确，涉及安全审查的，企业应当在向境外证券监督管理机构、交易场所等提交发行上市申请前依法履行相关安全审查程序。配套地，适用指引 2 号列出，首次公开发行或上市备案材料所附文件应当包含国务院有关主管部门出具的安全评估审查意见，如不适用则应提交书面说明。这也是和过去几年网络和数据安全主管部门出台的包括《网络安全法》《数据安全法》《网络安全审查办法》等一系列政策法规所要求的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相衔接。

### （五）与境外上市制度的衔接

#### ■ 延后公示

发行人在境外采用秘密或者非公开方式提交发行上市申请文件的，可以在备案时提交说明，申请延后公示备案信息，并应当在发行上市申请文件在境外公开后的 3 个工作日内向中国证监会报告。

#### ■ 储架发行的备案模式

发行人在授权范围内采用分次发行方式发行证券的，应当在首次发行完成后 3 个工作日内向中国证监会备案，说明拟发行的证券总数。剩余各次发行完成后，应当向中国证监会汇总报告发行情况。

#### ■ 处于不同阶段的发行人的差异性备案要求

以 2023 年 3 月 31 日为重要分水岭，以发行人届时所处阶段为标准，提出差异性备案要求：



### （六）存在控制架构安排的备案申请

基于备案新规的规定，尤其是适用指引 2 号关于协议控制架构的指引，结合前述的中国证监会答记者问中关于“证监会将征求有关主管部门意见，对满足合规要求的 VIE 架构企业境外上市予以备案”的说明，以及此前带有 VIE 架构的红筹架构企业在境内发行 CDR 的案例，我们可以理解为，备案新规项下接纳境内企业采用协议控制架构进行境外发行上市，但同时强调了对协议控制架构企业上市的核查要求。

针对发行人存在控制架构安排的备案申请，适用指引 2 号要求发行人境内律师出具专项法律意见书，并就境外投资者参与发行人经营管理的情况，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，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等要点进行核查说明。

#### （七）法律责任

《管理试行办法》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《管理试行办法》项下的备案程序，或违反规定境外发行上市的，由中国证监会责令改正，给予警告，并处以 100 万元以上 1,000 万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 50 万元以上 500 万元以下的罚款。境内企业的备案材料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，由中国证监会责令改正，给予警告，并处以 100 万元以上 1,000 万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 50 万元以上 500 万元以下的罚款。

如境内企业的控股股东、实际控制人组织、指使境内企业从事违法行为的、或者隐瞒相关事项导致发生违法情形，对境内企业的控股股东、实际控制人处以 100 万元以上 1,000 万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以 50 万元以上 500 万元以下的罚款。

另外，中国证监会依法将有关市场主体遵守《管理试行办法》的情况纳入证券市场诚信档案并共享至全国信用信息共享平台，会同有关部门加强信息共享，加强执法。

## 四、小结

包括《97 红筹指引》的废止和备案新规的生效在内的境内企业间接境外发行上市监管制度的改革和调整，既是制度设计更新以匹配和符合上位法的规定，更是适应高水平对外开放和企业“走出去”的需要，推进制度型高水平对外开放。境内企业境外上市的新时代已经到来，后续，我们将继续以其他视角，和我们的客户和朋友们分享我们就备案新规的解读，敬请期待！

### 3、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：交易部

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<sup>5</sup>，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

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	备案制新增，更加强调股权和控

<sup>5</sup> 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。

许可制	备案制	评述
	框图	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
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"> <li>■ 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。</li> <li>■ 单独申请：发行人上市后单独申请全流通。</li> </ul>	<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"> <li>■ 申请报告及相关文件；</li> <li>■ 行业监管部门出具的监管意见书（如适用）；</li> <li>■ 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）；</li> <li>■ 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；</li> <li>■ 境内法律意见书。</li> </ul>	<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"> <li>■ 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；</li> <li>■ 境内法律意见书。</li> </ul>
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</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</p>

#	许可制	备案制
	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。	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。

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。

## 4、境外上市备案新时代系列（四） — 境内企业法律核查篇

作者：交易部

在既往的境内企业境外上市过程中，需要上市中介机构（以下简称“中介机构”）对发行人方方面面进行尽职调查，其中境内律师还需要对境内企业的历史沿革、公司治理、业务经营、主要资产、税务、劳动用工等方面出具中国法律意见。本次境外上市备案新规不仅在境内监管程序上对境内企业直接境外发行上市（如H股上市）<sup>6</sup>与间接境外发行上市（如红筹架构上市）进行了统一，在境内法律核查范围及标准上也基本保持一致<sup>7</sup>，为境内企业境外发行上市明确了境内监管下的法律核查要求。

本文作为境外上市备案新时代系列的第四篇<sup>8</sup>，我们将以本次备案新规对于境内企业境外上市涉及的发行人境内律师出具法律意见范围及法律核查事项作为切入点，从发行人的角度出发，梳理总结备案新规项下对境内企业法律相关核查范围、核查标准的要求及其中的重点关注事项，谨供参考。

### 一、核查情形与范围

#### （一）核查情形

备案新规实施后，对境内企业境外发行上市的不同阶段或情形下，明确了以下向中国证监会备案或报告要求：

境内企业境外发行上市的阶段或情形		对应主要备案/报告材料
境外首次公开发行或上市 （包括其他按照发行人境外首次公开发行或者上市规定进行备案的情形 <sup>9</sup> ，下同）		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 备案报告</li> <li>■ 法律意见书</li> <li>■ 专项法律意见书（以下简称“专项法律意见书”）</li> </ul>
境外上市后境外发行证券		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 境外发行上市情况报告（境外首次公开发行或上市适用）</li> </ul>
全流通		<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 招股说明书（境外首次公开发行或上市适用）</li> </ul>
上市后发生重大事项	控制权变更	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 境外发行上市后控制权变更情况报告</li> </ul>
	被境外证券监督管理机构或者有关主管部门采取调查、处罚等措施	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 境外发行上市后其他重大事项报告</li> </ul>
	转换上市地位或者上市板块	

<sup>6</sup> 为方便阐述，本文涉及备案新规实施前境内企业直接境外发行上市的内容，主要以H股上市为视角进行讨论。

<sup>7</sup> 由于境外间接上市与直接上市的法律架构及法律主体存在差异，备案新规基于该等差异情况对境内法律意见的内容作了不同的区分。

<sup>8</sup> 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。

<sup>9</sup> 包括上市后在其他境外市场上市、反向收购、De-SPAC上市、境外退市后重新境外上市等，具体请参见《管理试行办法》和适用指引1号。

境内企业境外发行上市的阶段或情形		对应主要备案/报告材料
	主动终止上市或者强制终止上市	
	主要业务经营活动发生重大变化，不再属于备案范围的	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 专项报告</li> <li>■ 法律意见书</li> </ul>

## （二）核查范围

### 1. 一般核查

在备案新规施行前，对于不同模式下上市主体架构内的境内企业，发行人、中介机构根据中国证监会、境外证券监管机构及/或证券交易所等相应监管/审核机构的审核要求和惯例形成了相对固定的法律核查范围。以境外上市常见的H股模式和小红筹模式而言，相较于H股模式下需要分别向中国证监会和境外证券交易所提交符合各自监管核查范围要求的申报材料，小红筹模式下由于受到的境内直接监管较少，一般以符合境外证券交易所的要求为主，法律核查范围较H股模式下更为灵活。

备案新规下，适用指引2号以备案材料内容和格式指引的方式，从境内监管角度对境外上市的主要事项一般备案和核查要求进行了细化和明确，范围囊括发行人基本情况、业务经营和公司治理、发行方案等重要方面，其中不乏一些参照境内上市监管要求的内容，如发行人控股股东和实际控制人的认定及依据、现有股东之间的关联关系或一致行动关系情况等，由于境外上市规则未必有实际控制人等概念，且部分概念（如境内上市规则中的“关联关系”与香港上市规则中的“关连关系”）的定义和涵盖范围也有所出入，在向中国证监会备案或报告的语境下，该等事项将参照何种判定标准仍有待进一步明确。

目前备案新规中仅就法律事项一般核查的范围进行了列示，但就备案材料的信息披露的深度和发行人瑕疵事项的态度，未有进一步的诠释。对于境内监管部门在审阅备案材料过程中的具体关注要点和尺度，仍有待备案新规实施后进一步观察。

### 2. 专项核查

除上述一般事项外，备案新规施行前，由于H股模式下需中国证监会审批，境内律师需按照中国证监会发布的审核关注要点<sup>10</sup>（以下简称“**审核关注要点**”）出具专项法律意见书。类似地，备案新规的适用指引2号亦将发行人境内公司律师对照核查要点（以下简称“**专项核查要点**”）出具专项法律意见书作为备案材料之一，其主要内容简要概括如下：

类别	核查事项概述
本次发行上市	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 是否存在《管理试行办法》不得境外发行上市情形</li> <li>■ 涉及安全审查的，相关程序是否已经完成</li> <li>■ 发行上市的内外部决策审批程序是否已履行</li> <li>■ 境内外募投项目是否已履行相应程序或是否符合相应国家政策</li> </ul>

<sup>10</sup> 详见中国证监会《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》《H股公司境内未上市股份申请“全流通”审核关注要点》相关内容。

类别	核查事项概述
保密和档案管理	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 保密和档案管理制度是否符合相关规定</li> </ul>
股权结构与控制架构	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 对于涉及股份代持和新增股东、员工持股计划和股权激励、股东人数、VIE架构的细化核查要求</li> </ul>
特定适用事项	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 是否符合外资准入要求</li> <li>■ 是否涉及房地产业务</li> <li>■ 是否已履行前期备案承诺事项</li> <li>■ 对于境内上市公司分拆境外上市、境内企业资产交易、境外发行可转换债券、可交换债券、全流通情况下的特别核查要求</li> </ul>

对比审核关注要点，专项核查要点将即将废止的 H 股模式相关规定进行了清理，更新为备案新规中境外发行上市的相关条件，同时因应境外发行上市定义的变化涵盖了特定境外上市、再融资模式下的特别核查要求。值得一提的是，适用指引 2 号对专项核查要点中的“股权结构与控制架构”部分提出了进一步细化的核查要求，这意味着该等事项，在原有向上市地证券监督管理机构及/或证券交易所的审批/披露的基础上，还可能会被境内监管部门的重点关注。

### 3. 上市后发生重大事项的报告

境外首次发行上市后，并不意味着境内法律核查工作完全结束，发行人在以下特定事项发生时，还需要就相关事项按照适用指引 3 号的要求进行自我梳理并向中国证监会报告：

上市后发生的重大事项	报告事项概述
控制权变更	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 控制权变更的基本情况</li> <li>■ 控制权变更后实际控制人的基本情况、取得控制权的方式等</li> <li>■ 如控制权变更后无实际控制人的，需要说明认定依据</li> </ul>
被境外证券监督管理机构或者有关主管部门采取调查、处罚等措施	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 该等事项发生的时间、具体内容等</li> </ul>
转换上市地位或者上市板块	
主动终止上市或者强制终止上市	
主要业务经营活动发生重大变化，不再属于备案范围的	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 说明该等事项的有关情况<sup>(注1)</sup></li> </ul>

注 1：特别地，在该情形下，发行人除需要提交专项报告外，还需要聘请境内律师事务所出具法律意见书说明有关情况。

由此可见，发行人在境外发行上市后，需要特别关注上述重大事项的发生和进展情况，在原有向上市所在地证券监督管理机构及/或证券交易所的审批/披露的基础上，还应及时履行备案新规下的报告要求。

## 二、重点关注事项

结合对备案新规施行前 H 股模式下境内监管机构的相关法律事项核查要求的提炼和思考，我们理解备案新规项下对于下述事项的法律核查值得重点关注<sup>11</sup>。

### （一）控制权事宜

备案新规施行前，在 H 股模式下，尽管上市主体属于境内企业，但中国证监会仅在上市审核过程中的审核关注要点、中国证监会对部分发行人提出的反馈意见中提出了少量针对控股股东、实际控制人的专项核查要求；小红筹模式下，由于上市主体为境外主体，对于控股股东、控制权的核查及披露主要依据上市主体所在地法律及境外证券监管机构及/或证券交易所的规则及审核要求<sup>12</sup>。

备案新规将 H 股和红筹模式等纳入统一备案制度后，在向中国证监会提交的备案/报告材料中，需要落实境内企业的控股股东、实际控制人以及控制权等情况，简要概括如下：

#	备案新规相关规定	评述
控制权	适用指引 1 号第六条关于控制权的认定： 指单独或者共同、直接或者间接通过股权、表决权、信托、协议、其他安排等方式对企业形成实际控制。	境内企业境外上市后在符合上市地要求前提下，可采取灵活的融资方式和企业管治方式，导致上市后的股权架构更为复杂。备案新规对控制权的认定适应了境外上市市场现状，同时为下述发生控制权变更的报告要求提供依据。
发行条件（不得境外发行上市的情形）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 控股股东、实际控制人最近 3 年存在特定刑事犯罪的</li> <li>■ 控股股东或受控股股东、实际控制人支配的股东持有的股权存在重大权属纠纷的</li> </ul>	备案新规参考了境内 A 股上市的规定，将控股股东、实际控制人的守法情况、股权的重大权属纠纷情况纳入境外发行上市的“负面清单” <sup>13</sup> ，将成为备案新规施行后向中国证监会提交的备案材料的重点内容之一。
备案材料披露要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 控股股东、实际控制人的基本情况和认定依据</li> <li>■ 无控股股东、实际控制人的，应参照对发行人控股股东及实际控制人的要求说明第一大股东以及对发行人有重大影响的股东情况</li> </ul>	备案材料中的披露要求仍然围绕着控制权而设。此外，在认定无控股股东、实际控制人的情况下，将第一大股东及对发行人有重大影响的股东纳入披露范围，是否意味着中国证监会可能会在备案过程中以提出补充性

<sup>11</sup> 在备案新规实施前，较为常见的境外上市模式包括小红筹模式和 H 股模式。小红筹模式下，由于无中国证监会事前审批的监管要求，因此并无对应的核查要求。鉴于篇幅限制，我们在此主要以 H 股模式在许可制下的境内核查标准与备案新规的相关要求进行对比。

<sup>12</sup> 鉴于本文主要探讨备案新规对于境内法律核查的影响，因此有关上市主体所在地及境外证券监管机构及/或交易所的规则及审核要求下的核查要求在此不做具体列示对比。

<sup>13</sup> 即《管理试行办法》第八条规定的不得境外发行上市的情形，包括“（一）法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的；（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；（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；（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；（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。”

#	备案新规相关规定	评述
	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 特殊股东权利安排或者涉及股份的特殊约定情况</li> <li>■ 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份质押、冻结、诉讼仲裁或者其他有争议的情况</li> </ul>	意见的形式对该等股东提出进一步披露要求，仍有待进一步关注。
上市后重大事项报告要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 发生控制权变更的，须提交控制权变更情况报告</li> </ul>	在原有向上市地证券监督管理机构及/或证券交易所的审批/披露的基础上，控股股东、实际控制人的控制权变动情况将成为发行人的一项持续向中国证监会报告的义务。

备案新规的上述要求体现了境内监管部门对境外上市公司控制权及其变动情况的关注，同时因应境外上市企业复杂的控制权关系现状，对完成境外上市后境内企业的控制权提出了报告要求，落实了对境内企业的控股股东、实际控制人在境内监管规则下更为细致的报备义务。

## （二）股东核查

备案新规施行前，对于股东的相关法律核查及信息披露主要遵循境外证券监管机构及/或证券交易所的规则及审核要求，同时，中国证监会对 H 股模式下的上市主体股东的审核关注要点主要涉及相关股东之间是否涉及关联关系或一致行动关系、股东人数是否超过 200 人，并未对股东穿透核查、新增股东核查有所要求。

备案新规下，除境外证券监管机构及/或证券交易所的规则及审核要求外，对境内企业直接境外上市和境内企业间接境外上市均作出统一的股东核查要求，具体情况列示如下：

#	许可制（H 股） <sup>14</sup>	备案制（同时适用境内企业直接境外上市和境内企业间接境外上市）	评述
股东穿透核查	无明确要求（除股东人数不超过 200 人所做必要穿透外）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 实际控制人：穿透至最终的国有控股或管理主体（含事业单位、国有主体控制的产业基金等，下同）、集体组织、自然人等。</li> <li>■ 第一大股东及对发行人有重大影响的股东（无控股股东、实际控制人的情形）：参照控股股东、实际控制人。</li> <li>■ 主要股东：穿透至自然人、上市公司、新三板挂牌公司等公众公司、国有控股或管理的主体、集体组织、境外政府投资基金（含主权财富基金）、大学捐赠</li> </ul>	备案制下明确要求股东穿透核查，一定程度上参考了 A 股的股东穿透核查，目前股东的穿透标准较为明确，但对于穿透股东的具体核查事项及标准是否比照 A 股标准还有待实践观察。

<sup>14</sup> 由于小红筹模式下，中国证监会并未对股东提出明确的法律核查及披露要求，因此此处仅列示备案新规施行前 H 股模式下的相关要求。

#	许可制（H股） <sup>14</sup>	备案制（同时适用境内企业直接境外上市和境内企业间接境外上市）	评述
		基金、养老基金、公益基金及公募资产管理产品 <sup>15</sup> 。	
股东间关联关系	发行人现有股东与发行对象（如适用）之间是否存在关联关系或一致行动关系；5%以上主要股东及发行对象（如适用）之间的股权控制关系	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 说明持有发行人 5%以上股份或表决权股东之间的关联关系、一致行动关系情况；如发行对象为特定对象，需说明发行对象与发行人、发行人股东的关联关系情况。</li> <li>■ 说明现有股东之间的关联关系或一致行动关系情况。</li> </ul>	许可制与备案制就股东间的关联关系核查要求基本一致。
新增股东核查	无明确要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 说明最近一年新增股东的持股数量及变化情况、取得股份的时间、价格和定价依据（首次公开发行或上市适用）。</li> <li>■ 对于发行人提交境外发行上市备案申请前 12 个月内新增股东的，应当对新增股东的基本情况、入股原因、入股价格及定价依据，新股东与发行人其他股东、董事、监事、高级管理人员是否存在关联关系，新股东与本次发行的中介机构及其负责人、高级管理人员、经办人员是否存在关联关系，是否存在法律法规规定禁止持股的主体直接或间接持有发行人股份等进行核查。提交备案申请后股东发生变化的，应比照前述要求。</li> </ul>	既往红筹或 H 股项目中，递交上市申请前 12 个月内的 Pre-IPO 轮融资较为常见，左侧备案制下对新增股东（并不限于主要股东）的核查标准，一定程度上增加了发行人、中介机构及股东的信息披露要求。 需特别说明的是，在提交备案后如果股东发生变化（并不限于新增股东），亦需比照前述要求。
股东人数	发行人及其控股股东、实际控制人、重要控股子公司的股东人数是否超过 200 人（适用于未在境内上市的境内公司）	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 仅适用于境内企业直接境外发行上市：发行人境内律师应当按照《证券法》及非上市公众公司监督管理相关规定，核查发行人股东人数是否超过 200 人并出具明确结论性意见。</li> <li>(1) 员工持股计划计算原则：依法以公司制企业、合伙制企业、资产管理计划等持股平台实施的员工持股计划，按一名股东计算；参与员工持股计划时为公司员工，离职后按照员工持股计划章程或协</li> </ul>	许可制与备案制均要求核查直接境外上市的境内企业股东人数是否超过 200 人，备案新规对于 200 人的计算标准做了进一步细化规定，该等标准与 A 股标准基本一致。

<sup>15</sup> 根据适用指引 2 号中的备案报告，主要股东为境外私募基金等的，如不属于单纯以持股为目的的持股主体或平台，且入股价格不存在明显异常，可不穿透，但出资人、执行事务合伙人、实际控制人中存在境内主体（包括法人、具有中国国籍的自然人和非法人组织）的，应当穿透说明有关情况。

#	许可制（H股） <sup>14</sup>	备案制（同时适用境内企业直接境外上市和境内企业间接境外上市）	评述
		<p>议约定等仍持有员工持股计划权益的人员，可不视为外部人员；员工持股计划中的外部人员按实际人数穿透计算。</p> <p>(2) 已经接受境内金融监督管理部门监管的私募基金、资管计划以及其他金融计划，按一名股东计算。</p>	

由上可见，备案新规在适用指引 2 号中特别列示了“股权结构与控制架构核查要求”章节，足见中国证监会就境内企业境外上市的备案/报告中对股东核查的重视程度，且基于上述备案新规对控制权予以关注的背景，相较于其他股东，对于实际控制人的穿透核查更为严格。

### （三）股份代持

现行实践操作中，对于发行人或其境内权益公司存在的股份代持情形，会结合境外证券监管机构及/或证券交易所的规则及审核要求对代持的形成、演变、清理等情况进行法律核查，而在境内监管的规定中，H 股模式下审核关注要点中包括了发行人（适用于金融企业）是否存在股份代持、相关境内未上市股份股东（全流通情形下）持股是否涉及代持的内容。

本次备案新规，在境内监管层面对股份代持作出更为明确的法律核查要求，即发行人存在股份代持等情形的，发行人境内律师应当对股份代持形成原因、演变情况、合法合规性、是否存在纠纷或潜在纠纷、是否存在法律法规规定禁止持股的主体直接或间接持有发行人股份等进行核查，出具明确结论性意见。

### （四）员工激励

在备案新规施行前，中介机构会结合上市主体所在地法律、境外证券监管机构及/或证券交易所的规则及审核要求对既往已实施及/或上市时拟实施的员工激励进行核查、披露；对于境内监管而言，如我们在境外上市备案新时代系列（三）——直接境外上市及全流通篇中所述，由于在 H 股模式的审核过程中要求发行人股权清晰稳定，股权激励多数在上市前已行权完毕或就未行权的部分予以注销，同时在有关股权结构与公司治理的审核要点中，也未明确提及针对上市前已实施的员工激励计划的监管要求（但对金融企业存在特定审核要求，详见下表）。相较而言，在备案新规项下，针对上市前已实施的员工激励计划，其对发行人境内律师提出了更高且细致的核查要求。具体情况如下：

#	许可制（H股） <sup>16</sup>	备案制	评述
员工激励	<p>仅对特定企业（金融企业）要求核查是否存在内部职工直接持股，如存在，是否违反《关于金融企业内部职工持股的通知》（财金〔2010〕97号）等有关规定；发行人高管和其他持有内部职工股超过5万股的个人需按照有关规定对股份转让锁定期和出售限额作出专项承诺。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 发行人首发备案前实施员工持股计划的，发行人境内律师应当对员工持股计划的设立背景、具体人员构成、价格公允性、员工持股计划章程或协议约定情况、履行决策程序情况、规范运行情况进行充分核查。</li> <li>■ 员工持股计划原则上应当全部由公司员工持有；新《证券法》施行之前（即2020年3月1日之前）设立的员工持股计划，参与人包括少量外部人员的，发行人境内律师应当核查相关人员的入股原因及背景、入股价格、作价依据、资金来源，如入股价格与员工相同或相近，应当说明是否存在利益输送。</li> <li>■ 对于离职后仍持有员工持股计划权益的人员，发行人境内律师应当核查相关人员参与员工持股计划时是否为公司员工，目前是否按照员工持股计划章程或协议约定持有权益等。相关人员以发行人顾问身份参与员工持股计划的，发行人境内律师应当核查相关人员是否与公司签署顾问合同，合同中是否明确顾问的具体职责、期限及参与公司经营管理方式等。</li> </ul>	<p>备案制下针对员工激励核查的要点一定程度上参考了A股的核查内容，同时其内容也更为广泛和细化。</p> <p>针对小红筹模式下于境外上市前行权员工的外汇税务合规审查要求，以及涉及员工行权相关的外汇监管规定是否会随备案新规的实施而发生调整，有待进一步关注。</p>

此外，备案新规中还涉及与此前H股模式相比更为细致的发行人在“首发备案前制定、准备在上市后实施的期权激励计划”的相关核查要点，以及有关直接境外发行上市的境内企业为实施股权激励而向境内特定对象发行证券的内容。针对该等内容的解读，我们已于境外上市备案新时代系列（三）——直接境外上市及全流通篇中发布，具体内容请参阅该篇文章。

### （五）VIE 架构

在备案新规落地后，协议控制（VIE）架构的境内企业境外发行上市被明确纳入中国证监会监管范围。在境外上市备案新时代系列（二）——境内企业间接境外上市篇中，我们已经简要提及了备案新规项下允许对满足合规要求的协议控制企业境外上市予以备案，发行人律师应当对协议控制架构进行专项核查<sup>17</sup>的内容。除此之外，从发行人的视角来看，若发行人存在协议控制架构的，发行人也应当在备案报告中就：（1）协议控制架构搭建的原因及具体安排，包括协议控制架构涉及的各方法律主体的基本情况、主要合同的核心条款和交易安排等；（2）协议控制架构可能引发的控制权、相关主体违约、税务

<sup>16</sup> 由于小红筹模式下，中国证监会并未对员工激励提出明确的法律核查及披露要求，因此此处仅列示备案新规施行前H股模式下的相关要求。

<sup>17</sup> 详见《汉坤·观点 | 境外上市备案新时代系列（二）——境内企业间接境外上市篇》。

等风险；以及（3）风险应对措施安排予以说明。

整体而言，本次备案新规及中国证监会答记者问的内容<sup>18</sup>对协议控制架构企业赴境外上市再次释放了积极的信号，但最终能否以协议控制架构完成境外上市备案，还需在满足合规要求的前提下落实适用指引 2 号的核查要求。这样的安排，在一定程度上对“2021 版外商投资准入负面清单”<sup>19</sup>（以下简称“**外资准入负面清单**”）中有关境内企业到境外发行股份并上市的内容所引发的讨论给予了回应：一方面，其与外资准入负面清单发布之初国家发改委于 2021 年 12 月的答记者问中所提出的“境内企业向证监会提交境外上市申请材料后，如涉及外资准入负面清单禁止领域等事项，证监会将征求行业或相关领域主管部门的意见，依规推进相关监管程序”保持了内在一致性；另一方面，该安排可能在一定程度上就 2022 年 1 月国家发改委回应热点问题时提及的“外商投资准入负面清单第六条<sup>20</sup>的适用范围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。对于境内企业到境外间接上市，证监会正在就相关规定公开征求意见，待相关文件正式出台后，有关部门将按规定办理”作出了反馈。但不同行业领域的主管部门及其他相关政府部门对协议控制架构合规性的判断尺度，有待于进一步实践观察和重点关注。

### 三、小结

正如中国证监会本次提出的境外上市备案管理“放管服”的精神，中国证监会对备案材料的内容将更加聚焦合规性，备案管理也将强化境内外监管协同，严厉打击欺诈发行等严重违法行为，压实发行人、中介机构责任。因此，发行人在准备备案材料之前，更加需要就待核查事项的范围、标准予以提前了解和掌握，并提前做好相关规范措施以及加强与中介机构、股东等相关各方之间的沟通。针对发行人已有或潜在的合规问题，基于监管要求尚不明确、实践操作尚未形成惯例而无法判断合规性的问题，以及发行人存在的协议控制架构问题，发行人及中介机构应尽早沟通和探讨应对之策，根据发行人自身情况判断是否利用备案新规明确的沟通机制进行提前沟通<sup>21</sup>，从而顺利及高效地完成备案流程。

<sup>18</sup> 对于 VIE 架构企业境外上市，备案管理将坚持市场化、法治化原则，加强监管协同。证监会将征求有关主管部门意见，对满足合规要求的 VIE 架构企业境外上市予以备案，支持企业利用两个市场、两种资源发展壮大。

<sup>19</sup> 指《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）》。

<sup>20</sup> 从事《外商投资准入负面清单》/《自贸试验区负面清单》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。

<sup>21</sup> 适用指引 4 号第三条：在提交备案材料前，发行人可就涉及发行人行业监管政策、控制架构等事项提交沟通申请。

## 5、境外上市备案新时代系列（五） — 境内企业境外上市投资人篇

作者：交易部

长期以来，境内企业境外上市是投资机构投资退出的主要方式之一。境外上市备案制对境外直接上市和境外间接上市实行统一的监管模式，优化了直接境外上市及全流通原有审核程序，同时增加了对间接境外上市的备案要求。对于私募股权投资基金等投资机构而言，备案制既为其投资和未来退出增加了更多选择空间，也为其带来一些新的挑战，尤其是股东核查方面。

本文作为境外上市备案新时代系列的第五篇<sup>22</sup>，我们将从境内企业投资人的视角，就境外上市中投资人作为发行人股东的信息披露及核查要求予以概要总结，谨供参考。

### 一、投资人作为主要股东面临穿透披露的要求

对于投资人而言，备案制下，无论是直接境外上市还是间接境外上市，针对股东信息披露，尤为值得注意的是，备案报告中对发行人的主要股东应进行穿透披露：

- **主要股东：**指持有发行人 5%以上股份或表决权的股东。
- **以穿透为原则：**主要股东应穿透至自然人、上市公司（含境外上市公司）、新三板挂牌公司等公众公司、国有控股或管理的主体（含事业单位、国有主体控制的产业基金等）、集体组织、境外政府投资基金（含主权财富基金）、大学捐赠基金、养老基金、公益基金以及公募资产管理产品。
- **例外：**主要股东为境外私募基金等的，如不属于单纯以持股为目的的持股主体或持股平台，且入股价格不存在明显异常的，可不穿透，但其出资人、执行事务合伙人、实际控制人中存在境内主体（包括法人、具有中国国籍的自然人和非法人组织）的，应当穿透说明有关情况。
- **无控股股东、实际控制人的情况：**无控股股东、实际控制人的，应参照对发行人控股股东及实际控制人的要求说明第一大股东以及对发行人有重大影响的股东情况。

对于境内上市，中国证监会、证券交易所提出了较为严格的股东穿透核查标准及要求，但在直接境外上市审核中，以 H 股上市为例，此前中国证监会并未明确要求对发行人股东进行穿透核查；而境内企业间接境外上市，在此之前由于不涉及中国证监会监管，不存在穿透核查的监管要求，不过，股东核查需要遵守境外上市地相关规则及要求。本次备案新规明确了，对发行人主要股东以层层穿透为原则，同时考虑到境外私募基金的特殊情况，允许满足特定条件的境外私募基金不作穿透。

境外私募基金是间接境外上市项目中的主流投资人。备案新规中要求对发行人主要股东进行穿透核查的标准系参考 A 股，虽然约定境外私募基金作为穿透披露的例外，但是，备案新规未明确境外私募基金的认定标准，而且境外私募基金需配合发行人及其律师对入股价格合理性进行核查。同时，若其出资人、执行事务合伙人、实际控制人中存在境内主体的，应当穿透披露说明，其实质上仍有一定的核查义务。

对此，参考 A 股上市项目的实践经验，未来投资人在境内企业境外发行上市项目中，将会被发行人要求配合提供其自身及其各层出资人股权结构的相关资料、出具书面确认或承诺、接受访谈等方式进行核查，

<sup>22</sup> 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。

而投资人为了满足被投企业的核查要求，建议更前置地考虑或开展对其出资人的尽职调查工作，收集必要的资料或取得相应确认。

## 二、投资人作为“突击入股”股东时的注意事项

境外上市实践中，境内企业往往在上市前进行融资或搭建红筹架构重组，因而会在发行人上市前形成“突击入股”。备案制下，在首次发行及上市中，发行人境内律师应对以下新增股东情况进行核查并发表明确结论意见：

- **发行人提交境外发行上市备案申请前 12 个月内新增股东：**对新增股东的基本情况、入股原因、入股价格及定价依据，新股东与发行人其他股东、董事、监事、高级管理人员是否存在关联关系，新股东与本次发行的中介机构及其负责人、高级管理人员、经办人员是否存在关联关系，是否存在法律法规规定禁止持股的主体直接或间接持有发行人股份等进行核查，并出具明确结论性意见。
- **提交备案申请后股东发生变化的：**应比照前述要求核查。影响控制权的，应当更新备案材料。

本项核查要求借鉴了目前 A 股上市审核要求，但是，并没有参照 A 股对“突击入股”投资人增加上市后股份锁定的要求。

值得探讨的是，间接境外上市中，对于境内企业早期投资人，因发行人重组而外翻为境外上市主体的股东，在发行人层面的入股时间落入上市申请前 12 个月内期间的，是否能免于适用上述“突击入股”股东披露要求，有待实践中进一步观察。而参考目前 A 股最新的审核要求，如发行人为拆除红筹架构以境内主体申请上市的，其直接股东系由原红筹企业下翻为境内上市主体的股东的，原则上可不视为“突击入股”新股东。从该等境内上市审核变化来看，在境外上市核查中采用这一例外原则，存在一定的讨论空间，这也将一定程度上影响投资人参与发行人融资或重组的决策。

## 三、股份代持

备案新规要求，在首次发行及上市中，发行人境内律师应核查发行人是否存在股份代持情形：

- 发行人存在股份代持等情形的，发行人境内律师应当对股份代持形成原因、演变情况、合法合规性、是否存在纠纷或潜在纠纷、是否存在法律法规规定禁止持股的主体直接或间接持有发行人股份等进行核查，出具明确结论性意见。

在备案新规之前，发行人是否可以存在股份代持主要基于上市地的境外证券监管机构的要求。当然，由于此前直接境外上市需要取得中国证监会许可，而中国证监会对于该类上市的审核通常参照 A 股审核要求对于发行人股权清晰稳定的要求较高，对于存在股份代持态度比较谨慎。在备案新规下，尤其是境内直接上市中，如发行人如实披露投资人存在股份代持但未进行代持还原或清理，能否顺利完成备案，仍有待观察。同时，投资人保留代持也仍需满足上市地境外证券监管机构的要求。

## 四、特殊股东权利的终止安排

特殊股东权利是投资人在作为发行人股东期间的重要保证，包括确保投资人的收益及退出，特殊股东权利的终止安排是对投资人的权利、义务的重大调整。目前备案新规中，对于特殊股东权利的披露要求包括：

- 备案报告中需要列表简要说明估值调整机制等特殊股东权利安排的情况；此外，发行人如果存在特别表决权股份或类似安排的，需要说明：（1）特别表决权安排的基本情况；（2）持有人所持特别

表决权股份能够参与表决的股东大会事项范围，以及不适用特别表决机制的特殊事项；(3) 差异化表决安排可能导致的控制权变更等相关风险和对公司治理的影响。

■ 法律意见书中需要说明特殊股东权利安排或者涉及股份的特殊约定情况。

从前述内容来看，备案新规强调信息披露和事中事后监管，对于特殊股东权利安排并无明确的终止要求，但是，该等披露要求也意味着中国证监会对于特殊股东权利安排会予以关注。尤其是针对直接境外上市，过往中国证监会对于直接境外上市项目审核未明确提出特殊股东权利的披露和终止要求，但中国证监会在境外上市审核反馈中会对部分上市项目提出关于特殊股东权利终止方面的要求，其反馈要求拟上市公司就股东特殊权利是否真实、彻底终止进行反馈，并要求律师就股东特殊权利终止的真实性、彻底性出具核查意见；因此，备案新规实施后，在确保符合上市地规则情况下，直接境外上市中披露的投资人特殊股东权利是否可以保留，有待进一步观察。

除了中国证监会对于特殊股东权利的关注外，特殊股东权利终止也需要遵守境外上市地的相关法律法规要求。以香港上市为例，香港上市规则亦对特殊股东权利终止有所规定，对于特殊股东权利的终止要求主要是：对于首次发行前的投资人所取得的有关公司及股东的特殊权利，一般而言，在该等特殊权利中，如果不延伸至所有其他股东的特殊权利在上市时需要终止，以符合所有股东都受平等对待的一般原则。但是，如果是允许投资人撤回投资的，除非该等撤回投资权只能在上市没有发生的情况下行使且该等权利在上市时终止，否则必须要在 A1 前终止。另外香港上市规则对于不满足特殊表决权安排设置条件的，也需要终止该等安排。

另外，需要提示的是，由于直接境外上市的境内企业需为股份有限公司，实践中，境内企业（除直接设立为股份有限公司的除外）基本需要经过有限责任公司整体变更为股份有限公司（“股改”）的过程。根据《公司法》要求，有限责任公司变更为股份有限公司时，折合的实收股本总额不得高于公司净资产额。而考虑到回购权、反稀释权等存在公司支付现金补偿情形的股东特殊权利可能被认定为金融负债并影响公司股改基准日的经审计账目净资产（例如导致净资产为负数或低于股改后的股本数额要求），发行人及其中介团队（尤其是审计机构）可能会要求投资人享有的回购权、反稀释权等股东特殊权利中涉及公司承担支付义务的条款于股改审计基准日前彻底终止，以避免由此影响公司的股改审计基准日的净资产额。

基于前述，我们根据过往项目经验，投资人需要注意对于特殊股东权利的终止安排，具体如下：

时间点	适用上市情形	要求
股改	直接境外上市	<b>审计要求：</b> 由于回购权、反稀释权等存在公司支付现金补偿情形的股东特殊权利可能被认定为金融负债并影响公司股改基准日的经审计账目净资产（例如导致净资产为负数或低于股改后的股本数额要求）可能被要求终止。
上市申报	直接或间接境外上市	<b>中国证监会要求：</b> 应在备案时披露，但未明确规定终止时间。
		<b>境外上市地要求（以香港联交所为例）</b> 如果是允许投资人撤回投资的，除非该等撤回投资权只能在上市没有发生的情况下行使且该等权利在上市时终止，否则必须要在 A1 前终止；不符合 WVR 设置条件的特殊表决权安排需要在 A1 前终止。
上市完成	直接或间接境外上市	<b>中国证监会要求：</b> 应在备案时披露，但未明确规定终止时间。

时间点	适用上市情形	要求
		<b>境外上市地要求（以香港联交所为例）：</b> 不延伸至所有其他股东的特殊股东权利需要在上市时终止。

## 五、投资人的股份锁定

如前述，投资人通过被投资企业境外上市退出，其锁定期是投资人需要关注的重要问题，其不仅关系到投资人何时可以取得投资回报，还与投资人的投资期和存续期息息相关。根据现行有效的法律法规，被投资企业在不同的上市地面临不同的股份锁定，主要锁定期如下：

适用上市情形	主要锁定期
直接境外上市	公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让；
	公司董事、监事、高级管理人员在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有公司股份总数的百分之二十五；离职后半年内，不得转让其所持有的公司股份。
间接境外上市（港股）	一般投资人无法定股份锁定要求，但通常承销商会要求上市前投资人协议锁定6个月；
	控股股东在上市之日起6个月内（GEM为12个月）不得出售其上市前持有的股份；在接下来的6个月内（GEM为12个月）不得因出售其持有的股份导致其丧失控股股东地位；
	基石投资人在上市之日起6个月内不得出售其持有的基石投资部分的股份。
间接境外上市（美股）	没有任何规则要求，但是承销商通常要求公司上市前的所有股东和公司的内部人士在上市后180天内，除非取得承销商的书面同意，否则不得售股，具体通过签署锁定协议实现。

本次备案新规在股份锁定方面的变化，主要集中在直接境外上市的材料要求中，在许可制下，股东出具的股份锁定承诺系向中国证监会申请直接境外上市的申报材料；而在备案新规中则无此项要求。但是由于直接境外上市情况下的锁定期要求主要基于《公司法》规定，因此，该等锁定期仍无法避免或突破。

## 六、备案新规中其他涉及投资人事项的核查

备案新规对于股东的披露和核查要求都有明确要求，对于董事、监事、高级管理人员也有相关披露要求，除前述已涉及的股东事项外，还需要注意以下内容：

1. 投资人基本信息的披露：除一般的法人或合伙企业需要披露的成立时间、注册资本、注册地、股东构成外，需要特别注意的是：（1）需要说明现有股东之间的关联关系或一致行动关系；（2）如果投资人是信托，则需要说明信托设立时间、类型及运作方式、期限、各信托当事人权利义务安排及信托受益人等情况。因此，采取信托方式的投资人需要做好信息披露准备。
2. 投资人委派董事、监事的基本信息披露：如果存在投资人委派的董事、监事，则需要注意该等外派

董事、监事需要披露相关信息，包括性别、年龄、国籍及境外居留权、主要从业经历、持有发行人股份情况，以及与发行人相关主体的关联关系。

3. 投资人为国有企业的程序要求：根据《国资委办公厅关于进一步明确非上市股份有限公司国有股权管理有关事项的通知》规定，非上市股份有限公司拟首次在证券交易所申请发行股票并上市，其股东符合《上市公司国有股权监督管理办法》规定情形的，由国有资产监督管理机构进行标识管理。同时，备案新规中也明确要求对发行上市是否涉及国资管理的审批、备案或核准程序，是否已依法履行进行核查并发表意见。因此，如投资人为国有企业，在被投资企业上市过程中，投资人需要取得国有股权标识；如参与全流通，则还需要取得国有股份转为境外上市股份的有关批复文件。
4. 协议控制架构（VIE）中投资人注意事项：备案新规中明确要求境内律师核查境外投资者参与发行人经营管理情况，例如派出董事等，因此，如境外投资人投资并参与 VIE 架构的发行人的经营管理，应符合法律法规及协议约定。

## 6、境外上市备案新时代系列（六） — 香港联交所发布建议根据中国内地监管新规修订《上市规则》以及其他有关中国发行人的条文修订的咨询文件

作者：李涛 | 缪熙平 | 邓芷皓 | 邝秉勋 | 叶佩明 | 黄卓僖 | 张竹西

2023年2月24日，香港联合交易所有限公司（“香港联交所”）刊发了咨询文件（“咨询文件”），就中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）于2023年2月17日公布的境内企业境外发行上市备案管理相关制度规则（“备案新规”）详细介绍香港联交所做出的相应香港联合交易所有限公司证券上市规则（“《上市规则》”）的修订，并且就部分该等修订公开征询市场意见。

本次的《上市规则》修订主要源于备案新规下（1）内资股及H股均为普通股，不再被视为不同类别股份；及（2）《到境外上市公司章程必备条款》（“《必备条款》”）将不再适用于中国发行人章程。下文总结了咨询文件中主要的相应《上市规则》修订及香港联交所就该等修订的重要说明。

### 一、主要的《上市规则》修订

	主要变化	现行《上市规则》规定	修订后的《上市规则》规定
1.	类别股东会规定	中国发行人若要更改或废除某一类别股东的权利（包括增减某一特定类别股份的数目），则需要经过（1）股东大会；及（2）内资股及H股持有人各自召开的类别股东会议，以特别决议案通过。	删除与中国发行人发行及回购股份有关的类别股东会议批准规定 <sup>23</sup> 。
2.	批准发行股份的股东授权	<u>股东授权限额</u>	
		中国发行人可就以下事宜事先取得股东批准： （1）发行相当于其已发行内资股及H股各最多20%的证券（“一般性授权”）；及 （2）就《上市规则》第十七章股份计划项下所授予的期权及奖励，发行相当于其已发行内资股及H股各最多10%的证券（“计划授权”）。	一般性授权及计划授权的整体限额分别设为中国发行人全部已发行股份的20%及10% <sup>24</sup> 。
		<u>发行价的限制</u>	

<sup>23</sup> 中国发行人仍须遵守《中华人民共和国公司法》，其中规定任何发行或回购股份均须经股东大会以特别决议案通过。

<sup>24</sup> 注：香港联交所就此修订正在公开征询市场意见，并会将于听取意见后刊发咨询意见总结。

	主要变化	现行《上市规则》规定	修订后的《上市规则》规定
		<p>在一般性授权下发行新股以换取现金的有关发行价及股份期权计划项下的股份期权行使价的厘定均以 H 股市价为基准<sup>25</sup>。</p> <p>就同时有 H 股及内资股分别在香港联交所及境内证券交易所上市的中国发行人（“<b>A+H 股发行人</b>”）而言，中国证监会颁布的规则对 A 股发行设置了以其 A 股市价为对照基准的价格限制。</p>	<p>保留将 H 股市价作为发行价格限制基准的《上市规则》条文,及现时香港联交所视个别情况考虑豁免遵守行使价规定的安排。</p>
3.	中国发行人公司章程的规则变化	<p>《上市规则》附录十三 D 部（第 1 节）规定中国发行人的公司章程须载列《必备条款》及附属条文。</p> <p>《上市规则》附录十三 D 部（第 2 节）列举了须载入上市文件的事项，此等事项同时适用于中国发行人及海外发行人。</p>	<p>将删除《上市规则》附录十三 D 部（第 1 节）及将附录十三 D 部（第 2 节）所列事项移至附录一 A 部（此附录规管上市文件的资料披露）。</p> <p><i>过渡安排:</i></p> <p>已在香港联交所上市的中国发行人仍须遵守其现有章程中就若干决议案召开类别股东大会的规定及《必备条款》所要求的其他条文（如适用），直至其修订公司章程为止。这些发行人亦须时刻遵守《上市规则》（或自规则修订生效日期后，遵守修订后的《上市规则》）。</p> <p>在中国注册成立的新上市申请人应当参照中国证监会发布的《上市公司章程指引》制定其公司章程。若此类申请人于《必备条款》被废除至《上市规则》修订生效期间在香港联交所上市，香港联交所将允许其适用已包含相应修订的《上市规则》。</p>
4.	寄发通函及上市文件的时间要求	中国发行人须根据《中国公司法》于发出通知召开股东大会限期或之前发出（1）通函；及（2）上市文件。	中国发行人与其他发行人寄发通函及上市文件的时间要求划一（即须在发出股东大会通知之时（或之前）寄发 <sup>26</sup> 。

<sup>25</sup> 具体而言，在一般性授权下发行以换取现金的股份，其发行价较 H 股当前市价的折让以 20%为限（《上市规则》第 13.36（5）条），而股份期权的行使价则不得低于 H 股当前市价（《上市规则》第 17.03E 条）。

<sup>26</sup> 注：自 2019 年起，中国发行人特别股东大会的通知期已由 45 日缩短至 15 日。

	主要变化	现行《上市规则》规定	修订后的《上市规则》规定
5.	向香港联交所提交中国证监会发出的确认新申请人完成备案程序的通知规定的规定	中国新上市申请人须在预期的聆讯审批日期至少足 4 个营业日之前提交中国证监会批准其在香港联交所上市的批文副本。	香港联交所将删除提交批文副本的规定，同时规定如新上市申请人须就其于香港联交所申请上市向中国证监会备案，则新上市申请人（不论是在中国还是其他司法权区注册成立）须在预期的聆讯审批日期至少足 4 个营业日之前提交由中国证监会发出的确认新上市申请人完成备案程序的通知书。

## 二、公众持股量要求

《上市规则》第 8.08 条将被修订建议中的《上市规则》第 19A.13A 条修订，即保留原来的要求：A+H 股发行人在香港联交所上市的 H 股，在上市时，不得少于 A+H 股发行人已发行股份数目总额的 15%，而其上市时的市值也不得少于 1.25 亿港元。

## 三、时间表

香港联交所正就股东授权限额及一些其他修订进行公开咨询，有关咨询将于 2023 年 3 月 24 日结束。

同时，香港联交所不会就为反映备案新规而作出的《上市规则》修订（包括上述第 1、3、4 及 5 项及一些其他修订）进行市场咨询。待获得所需的监管机构批准后，香港联交所将适时公布该等《上市规则》相应修订的生效日期。

## 7、境外上市备案新时代系列（七） — 证券公司及证券服务机构视角篇

作者：交易部

依照中国证监会答记者问中对于境内企业境外上市备案管理所提出的“强化境内外监管协同，压实发行人、中介机构责任”的精神，备案新规对证券公司及证券服务机构的义务和责任进行了明确的规定。从证券公司及证券服务机构的视角，其需要就其履行的义务及违反该等义务所导致其承担的法律予以关注。针对何种主体落入备案新规项下“证券公司、证券服务机构”的范围，根据《管理试行办法》的规定，其所称证券公司、证券服务机构是指从事境内企业境外发行上市业务的境内外证券公司、证券服务机构。结合《中华人民共和国证券法》的规定<sup>27</sup>以及中国证监会、工业和信息化部、司法部、财政部于2020年7月24日联合发布的《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定》中对证券服务机构的定义<sup>28</sup>，我们理解就备案新规所辐射的境内企业境外发行上市而言，常见的证券服务机构包括会计师事务所、律师事务所、独立财务顾问等。

本文作为境外上市备案新时代系列的第七篇<sup>29</sup>，就证券公司及证券服务机构在备案新规项下所需履行的义务及所需关注的责任等予以简要梳理，谨供参考。

### 一、对证券公司及证券服务机构从事境内企业境外发行上市业务的要求

#### （一）境外证券公司备案要求

《管理试行办法》和适用指引5号对于境外证券公司备案事宜进行了规定，主要分为首次备案、备案事项更新和年度报告三部分内容，下表请见对于境外证券公司备案要求要点的简要总结：

事项	主要内容
首次备案	境外证券公司担任境内企业境外发行上市业务 <u>保荐人或者主承销商</u> 的，应当自首次签订业务协议之日起10个工作日内向中国证监会备案。
	境外证券公司在《管理试行办法》施行前已经签订业务协议，正在担任境内企业境外发行上市业务保荐人或者主承销商的，应当自《管理试行办法》施行之日起30个工作日内进行备案。
	境外证券公司通过境内企业境外发行上市备案管理信息系统（以下简称“ <u>备案系统</u> ”）填写《境外证券公司备案表》，并上传相关承诺事项的签字盖章页。 <u>境外证券公司首次备案的，只须进行一次备案即可，不需要“一项目一备”。</u>
备案事项更新	已完成首次备案的境外证券公司，《境外证券公司备案表》涉及的内容发生变化的，境

<sup>27</sup> 《中华人民共和国证券法》第一百六十条 会计师事务所、律师事务所以及从事证券投资咨询、资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构，应当勤勉尽责、恪尽职守，按照相关业务规则为证券的交易及相关活动提供服务。

<sup>28</sup> 《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定》第二条 证券服务机构从事证券服务业务应当按照本规定备案。本规定所称证券服务机构包括会计师事务所、律师事务所以及从事资产评估、资信评级、财务顾问、信息技术系统服务的证券服务机构。

<sup>29</sup> 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。

事项	主要内容
	外证券公司应当 <b>在变化发生之日起 10 个工作日内</b> 通过备案系统更新相关内容。公司更名或负责人发生变化的，需重新上传相关承诺事项的签字盖章页。
年度报告	已完成首次备案的境外证券公司，应当 <b>于每年 1 月 31 日前</b> 通过备案系统上传上年度从事境内企业境外发行上市业务情况的报告。

就境外证券公司备案及年度报告事宜，除《境外证券公司备案表》中信息外是否还需要提供或备案与境外证券公司相关的其他信息（例如是否需要提供或备案已与境外证券公司签订业务协议的各公司信息）、“主承销商”的认定范围、除保荐人及主承销商以外的其他参与项目的证券公司所需履行的程序等内容，有待后续进一步明确，建议境外证券公司予以关注，如有需要时提前与境内企业和境内律师等进行沟通。

## （二）证券公司及证券服务机构从事境内企业境外发行上市业务的其他义务的规定

除适用指引 5 号对境外证券公司备案事宜进行了明确要求之外，《管理试行办法》和适用指引 1 号、适用指引 4 号对证券公司、证券服务机构从事境内企业境外发行上市业务亦作了其他义务的规定。下表请见对证券公司及证券服务机构从事境内企业境外发行上市业务的其他义务规定要点的简要总结：

要求事项	义务主体 <sup>30</sup>	具体内容	法律依据
总体要求	证券公司、证券服务机构和人员	从事境内企业境外发行上市业务的证券公司、证券服务机构和人员，应当遵守法律、行政法规和国家有关规定，遵循行业公认的业务标准和道德规范，严格履行法定职责，保证所制作、出具文件的真实性、准确性和完整性，不得以对国家法律政策、营商环境、司法状况等进行歪曲、贬损的方式在所制作、出具的文件中发表意见。	《管理试行办法》第十二条
对备案材料充分核查验证	证券公司、律师事务所	证券公司、律师事务所 <b>应当对备案材料进行充分核查验证</b> ，不得存在下列情形：（一）备案材料内容存在相互矛盾或者同一事实表述不一致且有实质性差异；（二）备案材料内容表述不清、逻辑混乱，严重影响理解；（三）未对企业是否符合《管理试行办法》第十五条认定标准进行充分论证 <sup>31</sup> ；（四）未及时报告或者说明重大事项。	《管理试行办法》第二十条
依职责督促发行人	证券公司、证券服务机构	证券公司、证券服务机构未 <b>按照职责督促企业遵守《管理</b>	《管理试行办法》第二

<sup>30</sup> 本文从证券公司、证券服务机构的视角出发，因此未就发行人义务进行特别列明。发行人在备案新规项下的各项义务请参见“境外上市备案新时代系列”其他文章。

<sup>31</sup> 《管理试行办法》第十五条为对“境内企业间接境外发行上市”的判断标准。根据第十五条，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。

要求事项	义务主体 <sup>30</sup>	具体内容	法律依据
	构	<u>《试行办法》第八条<sup>32</sup>、第十三条<sup>33</sup>、第二十五条<sup>34</sup>规定的</u> ，给予警告，并处以 50 万元以上 500 万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以 20 万元以上 200 万元以下的罚款。	十七条
对发行人是否属于备案范围进行综合论证与识别	证券公司、发行人境内律师	发行人不属于《管理试行办法》第十五条第一款 <sup>35</sup> 规定情形，但在境外市场按照非本国（或地区）发行人有关规定要求提交发行上市申请，且依规定披露的风险因素主要和境内相关的， <u>证券公司及发行人境内律师应当按照《管理试行办法》第十五条第二款<sup>36</sup>规定，遵循实质重于形式的原则，对发行人是否属于备案范围进行综合论证与识别。</u>	适用指引 1 号第四部分
无法正常履行职责时应向中国证监会进行报告	证券公司、证券服务机构	存在下列情形之一，导致发行人涉嫌违反《管理试行办法》规定或者证券公司、证券服务机构无法正常履行职责的， <u>发行人、证券公司、证券服务机构应当及时报告中国证监会，中国证监会中止相应备案程序：</u> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 境内企业或者其控股股东、实际控制人涉嫌最近 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，被立案调查或者被司法机关侦查，尚未结案；</li> <li>■ 发行人的境内证券服务机构被中国证监会依法采取限制业务活动、责令停业整顿、指定其他机构托管、接管等措施，尚未解除；</li> <li>■ 发行人的证券公司和证券服务机构签字人员被中国证监会依法采取证券市场禁入的措施，尚未解除。</li> </ul>	适用指引 1 号第二部分第 11 条
审慎客观认定公司控制权归属	证券公司、证券服务机构	发行人、证券公司、证券服务机构应当根据公司章程、协议或其他安排，以及股权结构、股东持股比例、董事会成员构成及董事的提名任免、过往决策实际情况等，客观、审慎、真实地认定公司控制权的归属，无正当、合理理由不得认定为无控股股东、无实际控制人。	适用指引 1 号第六部分

<sup>32</sup> 《管理试行办法》第八条为有关禁止境外发行上市的负面清单制度。根据第八条规定，存在下列情形之一的，不得境外发行上市：（一）法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的；（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；（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；（四）境内企业因涉嫌犯罪或者重大违法违规正在被依法立案调查，尚未有明确结论意见的；（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。

<sup>33</sup> 《管理试行办法》第十三条为发行人备案义务的整体规定。境外发行上市的境内企业，应当依照《管理试行办法》向中国证监会备案，报送备案报告、法律意见书等有关材料，真实、准确、完整地说明股东信息等情况。

<sup>34</sup> 根据《管理试行办法》第二十五条，境内企业境外发行上市前存在《管理试行办法》第八条所列情形的，应当暂缓或者终止境外发行上市，并及时向中国证监会、国务院有关主管部门报告。

<sup>35</sup> 见注 5。

<sup>36</sup> 见注 5。

要求事项	义务主体 <sup>30</sup>	具体内容	法律依据
协助发行人与中国证监会境外发行上市备案管理部门沟通	证券公司或证券服务机构	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 证券公司或证券服务机构应当发挥专业优势，按照适用指引 4 号的要求，协助发行人确认相关事项是否属于沟通范围，并对沟通内容、材料质量予以把关，确保沟通高效。</li> <li>■ 在沟通过程中，发行人、证券公司或证券服务机构不得提供或泄露任何涉密、内幕信息。</li> <li>■ 备案管理部门的沟通回复不表明对发行人相关事项作出实质性判断或保证，发行人、证券公司或证券服务机构不得将沟通回复作为判断本次发行上市是否符合相关法律法规的依据。</li> </ul>	适用指引 4 号第八条、第九条及第十条

同时，根据适用指引 2 号，对于境内企业境外首次公开发行或上市、境外上市后境外发行证券聘请证券公司担任联席保荐人或者联席主承销商的，该证券公司亦需要一并提交承诺书，**针对“备案报告内容真实、准确、完整，不存在虚假记载、误导性陈述及重大遗漏，并承担相应的法律责任”进行承诺。**

另外，虽然《管理试行办法》第七条强调的是境内企业的保密责任，而中国证监会在 2023 年 2 月 24 日发布并将和《管理试行办法》同日施行（即 2023 年 3 月 31 日）的《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》也强调证券公司、证券服务机构应当“增强保守国家秘密和加强档案管理的法律意识，建立健全保密和档案工作制度，采取必要措施落实保密和档案管理责任，不得泄露国家秘密和国家机关工作秘密，不得损害国家和公共利益”，并要求“在境内形成的工作底稿等档案应当存放在境内；需要出境的，按照国家有关规定办理审批手续”，前述在境外上市工作流程中对证券公司及证券服务机构的保密和档案管理要求，亦将给证券公司及证券服务机构带来一定工作流程上的挑战和压力。

### （三）律师事务所从事境内企业境外发行上市业务的其他要求

针对律师事务所从事境内企业境外发行上市业务，除了上文第（二）部分总结的对于证券服务机构的一般要求外，《管理试行办法》还进行了一系列具体规定，而其中重要的是对律师事务所出具法律意见书的要求，具体详见“境外上市备案新时代”系列其他文章。

## 二、对证券公司及证券服务机构从事境内企业境外发行上市业务的监管措施及相关法律责任

本次备案新规在对证券公司及证券服务机构从事境内企业境外发行上市业务过程中的义务进行明确的同时，亦相应就对证券公司及证券服务机构的监管措施以及证券公司及证券服务机构的法律责任（包括未尽督促义务的责任、勤勉尽责义务的责任等）进行了具体规定，我们按照监管措施及法律责任两个维度对备案新规中的相应规定简要梳理如下：

### （一）监管措施

事项	具体内容	法律依据
监管主体	中国证监会、国务院有关主管部门按照职责分工，依法对境外发行上市的境内企业，以及证券公司、证券服务机构在境内开展的境内	《管理试行办法》第二十三条

事项	具体内容	法律依据
	企业境外发行上市业务进行监督检查或者调查。	
监管措施	为维护市场秩序，中国证监会、国务院有关主管部门可以按照职责分工，视情节轻重，对违反《管理试行办法》的境外发行上市的境内企业以及在境内为其提供相应服务的证券公司、证券服务机构及其相关执业人员 <b>采取责令改正、监管谈话、出具警示函等措施。</b>	《管理试行办法》第二十四条
跨境监管合作	境内企业境外发行上市违反《管理试行办法》，或者境外证券公司违反《管理试行办法》第二十一条 <sup>37</sup> 规定的， <b>中国证监会可以通过跨境监督管理合作机制通报境外证券监督管理机构。</b>	《管理试行办法》第二十六条

## (二) 法律责任

事项	具体内容	法律依据
违反督促义务的责任	证券公司、证券服务机构未按照职责督促企业遵守《管理试行办法》第八条、第十三条、第二十五条 <sup>38</sup> 规定的， <b>给予警告，并处以50万元以上500万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以20万元以上200万元以下的罚款。</b>	《管理试行办法》第二十七条
未勤勉尽责的责任	证券公司、证券服务机构未勤勉尽责，依据境内法律、行政法规和国家有关规定制作、出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，或者依据境外上市地规则制作、出具的文件存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏扰乱境内市场秩序，损害境内投资者合法权益的，由中国证监会、国务院有关主管部门 <b>责令改正，给予警告，并处以业务收入1倍以上10倍以下的罚款；没有业务收入或者业务收入不足50万元的，处以50万元以上500万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以20万元以上200万元以下的罚款。</b>	《管理试行办法》第二十九条
证券市场禁入措施及刑事责任	违反《管理试行办法》或者其他法律、行政法规，情节严重的，中国证监会可以对有关责任人员 <b>采取证券市场禁入的措施。构成犯罪的，依法追究刑事责任。</b>	《管理试行办法》第三十一条
纳入证券市场诚信档案	中国证监会依法将有关市场主体遵守《管理试行办法》的情况纳入证券市场诚信档案并共享至全国信用信息共享平台，会同有关部门加强信息共享，依法依规实施惩戒。	《管理试行办法》第三十二条

<sup>37</sup> 《管理试行办法》第二十一条为对境外证券公司首次备案要求。境外证券公司担任境内企业境外发行上市业务保荐人或者主承销商的，应当自首次签订业务协议之日起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。境外证券公司在本办法施行前已经签订业务协议，正在担任境内企业境外发行上市业务保荐人或者主承销商的，应当自本办法施行之日起30个工作日内进行备案。详见本文第一部分。

<sup>38</sup> 见注6、注7及注8。

### 三、小结

正如本文开篇所述，中国证监会依照境内企业境外上市备案管理“强化境内外监管协同，压实发行人、中介机构责任”的精神，从备案新规入手，一方面对证券公司、证券服务机构在从事境内企业境外发行上市业务中的义务及责任予以明确，有助于证券公司及证券服务机构明确各自在境内企业境外发行上市业务（包括整套备案流程）中的角色分工及职责；另一方面对境外证券公司的备案特别要求、对律师事务所出具法律意见等要求亦彰显监管机构加强对境内企业境外发行上市“放管服”的决心。

## 8、全面实行股票发行注册制专题（一）：未来可期 — 全面实行股票发行注册制改革正式启动

作者：境内资本市场组

2023年2月1日，中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）就《首次公开发行股票注册管理办法》等主要制度规则草案向社会公开征求意见。同日，上海证券交易所（“上交所”）、深圳证券交易所（“深交所”）、北京证券交易所（“北交所”）、全国中小企业股份转让系统（“股转系统”）、中国证券登记结算有限责任公司、中国证券金融股份有限公司就全面实行注册制配套业务规则向社会公开征求意见（[相关法规的征求意见稿可进行下载](#)）。这标志着在2019年1月设立科创板并试点注册制、2020年8月创业板改革并试点注册制、2021年11月北交所揭牌开市并试点注册制后，资本市场全面实行股票发行注册制改革正式启动。

本文作为全面实行股票发行注册制改革系列文章的开篇，介绍本次改革的几大亮点，我们将在后续的系列文章中对本次发布的全面实行股票发行注册制相关主要制度规则（征求意见稿）、配套业务规则（征求意见稿）进行更加深入的讨论。

### 一、注册制改革覆盖全面

全面实行股票发行注册制改革，覆盖了上交所、深交所、北交所、股转系统的各个市场板块，范围包括股票、存托凭证、可转换公司债券、优先股等证券，涉及首次公开发行股票并上市、再融资、重大资产重组、交易制度、融资融券和转融通机制、发行承销、持续监管等多个方面。

### 二、多层次资本市场体系更加完善

全面实行股票发行注册制后，错位发展、功能互补、有机联系的多层次市场体系将更加完善：

- 沪深交易所主板：突出“大盘蓝筹”特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。
- 上交所科创板：突出“硬科技”特色，优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业。
- 深交所创业板：主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。
- 北交所、新三板：主要服务创新型中小企业。

### 三、统一注册制安排

在前期科创板、创业板的试点经验基础上，本次征求意见稿对改革后的注册制程序和条件进行了统一和完善，形成统一的适用于主板、科创板、创业板的首次公开发行股票注册管理办法、上市公司证券发行注册管理办法，交易所制定适用于其自身的审核规则、上市规则。在注册程序方面，交易所侧重于通过问询等方式对发行人是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求进行全面审核，中国证监会基于交易所的审核意见

依法作出是否同意注册的决定。

#### 四、大幅优化首次公开发行股票并上市发行条件

《首次公开发行股票注册管理办法（征求意见稿）》取消了现行主板发行条件中关于不存在未弥补亏损、无形资产占比限制等方面的要求，规定发行人申请主板、科创板、创业板首发上市应当满足以下四方面的基本条件：（1）持续经营三年以上，组织机构健全且运营良好。（2）会计基础工作规范，内控制度健全有效。（3）发行人业务完整，具有直接面向市场独立持续经营的能力。（4）生产经营合法合规，符合产业政策。同时，根据主板定位特点，规定发行人申请在主板上市的，相较科创板、创业板，在实际控制人、管理团队和主营业务方面应满足更长的稳定期要求（即主板要求为3年，科创板和创业板要求为2年）。我们将在后续的文章中对各板块的发行条件、上市条件等内容进行具体分析。

#### 五、实行注册制前后过渡期安排

为稳步推进全面实行注册制改革，有序做好实施前后主板 IPO、再融资、并购重组以及在股转系统挂牌公开转让等行政许可事项的过渡，中国证监会、上交所、深交所、股转系统均发布了关于过渡期安排的通知，对2023年2月1日至全面实行注册制主要规则发布之日的过渡期内及过渡期前后的有关事项作出了相应安排。总体而言，过渡期安排对企业较为友善，如：自2023年2月1日至全面实行注册制主要规则发布之日的过渡期内，可正常推进主板 IPO、再融资和并购重组申请、审核等工作。在2023年2月1日前申请主板 IPO 的企业，全面实行注册制后不符合注册制财务条件的，可适用原核准制财务条件，但其他方面仍须符合注册制发行上市条件。

#### 六、结语

自设立科创板试点注册制改革至今历时四载，以信息披露为核心注册制理念、把选择权交给市场的注册制本质已深入人心，随着境内资本市场全面实行股票发行注册制改革的正式启动，规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场的大门已经打开，中国资本市场必将给中国经济发展提供更为广阔的空间，未来可期。

## 9、全面实行股票发行注册制专题（二）：首次公开发行并上市制度修改要点解读

作者：境内资本市场组

2023年2月1日，中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）、上海证券交易所（“上交所”）、深圳证券交易所（“深交所”）及北京证券交易所（“北交所”）发布股票发行注册制相关规章制度草案并公开征求意见（“新规征求意见稿”），全面实行股票发行注册制（“全面注册制”）改革正式启动。

关于全面注册制的主要改革亮点，我们在本系列上篇[《全面实行股票发行注册制专题（一）：未来可期——全面实行股票发行注册制改革正式启动》](#)已作简析。本文将从首次公开发行并上市（“IPO”）角度，结合本次修订的相关主要制度规则内容，对全面实行注册制下的IPO相关规则体系、新规征求意见稿的修订要点及本次改革对参与IPO的相关主体的影响等方面进一步分析及讨论。

### 一、全面注册制下的IPO相关规则修订概况

本次全面注册制改革中，中国证监会及各交易所对各板块IPO的相关规定进行了系统性的整合或修订，除对主板IPO规则按照注册制要求进行了重大调整外，对科创板和创业板的部分规则主要进行了优化及适配性调整，形成了更为清晰、统一的上市规则体系（[本次全面注册制改革后，与上市审核相关的主要规定及其修订情况可点击此处进行查阅](#)）。

#### （一）重中之重：主板IPO相关规则的重大调整，实现全面注册制

本次全面注册制改革，总体上将科创板、创业板试点注册制的审核理念、程序、方式、信息披露要求等规定扩展适用至主板，主板不再要求必须连续三年盈利及最近一期末不存在未弥补亏损，也取消了无形资产占净资产比例的限制，为境内企业、红筹企业及表决权差异安排企业设定了多套财务标准可供选择，但同时也明确了主板的定位要求，与科创板、创业板及北交所形成错位发展、功能互补的多层次资本市场格局。

#### （二）其他板块IPO规则优化及适配调整

基于注册制试点经验及市场反馈，创业板对红筹企业及表决权差异安排企业上市的财务指标进行了优化，取消了最近一年净利润为正的要求。此次并未对科创板、北交所上市发行条件进行实质调整，而是从落实全面注册制角度，对各板块的审核相关规定进行了适当统一及适配调整。

### 二、全面注册制改革下IPO制度的修改要点及解读

#### （一）主板服务“大盘蓝筹”企业，与其他板块共同形成差异化格局

新规征求意见稿进一步明确主板、科创板、创业板各板块的定位。各板块将呈现出更为清晰的多层次、差异化的定位，为不同类型企业匹配与之发展阶段、业务类型、行业特性等相匹配的资本市场，具体如下：

事项	主板	科创板	创业板	北交所
定位	突出“大盘蓝筹”特色，重点	面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国	深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、	主要服务创新型中小企业，重点支持

事项	主板	科创板	创业板	北交所
	支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业申请上市	家重大需求。优先支持符合国家战略,拥有关键核心技术,科技创新能力突出,主要依靠核心技术开展生产经营,具有稳定的商业模式,市场认可度高,社会形象良好,具有较强成长性的企业	创意的大趋势,主要服务成长型创新创业企业,支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合	先进制造业和现代服务业等领域的企业,推动传统产业转型升级,培育经济发展新动能,促进经济高质量发展
行业要求	/	支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药及其他符合科创板定位的领域 限制金融科技、模式创新企业在科创板上市。 禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的企业在科创板发行上市	原则上不支持下列行业申报在创业板发行上市,但与互联网、大数据、云计算、自动化、人工智能、新能源等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的创新创业企业除外:农林牧渔业;采矿业;酒、饮料和精制茶制造业;纺织业;黑色金属冶炼和压延加工业;电力、热力、燃气及水生产和供应业;建筑业;交通运输、仓储和邮政业;住宿和餐饮业;金融业;房地产业;居民服务、修理和其他服务业 禁止产能过剩行业、《产业结构调整指导目录》中的淘汰类行业,以及从事学前教育、学科类培训、类金融业务的企业在创业板发行上市	不支持金融业、房地产业企业申报发行上市,且不得为产能过剩行业、《产业结构调整指导目录》中规定的淘汰类行业,以及从事学前教育、学科类培训等业务的企业
评价细则	/	《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》等规则中,从申请人的研发投入、研发人员占比、相关发明专利数量、营收复合增长率/营收规模等指标以及能够证明科技创新能力特别突出的情形,对企业的科创属性进行了明确规定	《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》等规则中,从申请人的研发投入、营收复合增长率/营收规模等角度,对企业的成长型创新创业企业评价指标进行了明确规定	/

我们注意到，尽管境内上市各板块均已明确其各自的定位要求，但不同于科创板、创业板及北交所已出台相关规则对符合其定位划定细化的判断标准（如行业范围、量化评价指标等），目前已出台的新规征求意见稿中仅对主板的定位作出原则性规定，尚未对“业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性”的具体判断标准作出进一步解释。基于制度内容及此前注册制试点板块的上市审核实践，申报企业是否符合板块定位通常是 IPO 审核中重点关注的事项。因此，对于主板定位要求的判断标准将对相关企业申报主板 IPO 的可预期性产生较大影响，仍有待观察证券监管机构会否在未来通过出台相关指引文件或者通过其他方式予以进一步明确。

## （二）主板 IPO 的发行上市条件修订，增强包容性

本次全面注册制改革对于主板 IPO 的发行条件及上市条件进行较大幅度的调整及变化，基于注册制的上市审核理念，设置了多元化的发行及上市条件，增加了对不同类型企业的包容性，避免将因行业周期、外部因素或政治经济环境变化而短期业绩受影响的或者前期累积未弥补亏损较多的优质企业拒于主板市场之外。同时也明确了对于红筹企业及存在表决权差异安排企业的上市要求，具体如下：

### 1. 设置多套财务指标，不再一律要求连续三年盈利

与现行主板 IPO 相关规定相比，新规征求意见稿对于主板发行上市条件的主要变化集中于上市的财务指标要求。

现行主板 IPO 相关规定要求，除中国证监会根据《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》等规定认定的试点企业外，其他企业申请主板上市必须符合在申报前的最近 3 个会计年度净利润（以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据）均为正数且累计超过人民币 3,000 万元的要求。而本次新规征求意见稿中设置了三套财务指标可供申报主板 IPO 的一般境内企业选择，其中：（1）主板第一套标准与现定规定类似，仍要求连续三年净利润为正，且对于三年累计利润及最近一年利润设定门槛，并提高了最近三年累计现金流量净额或营业收入的金额门槛，主要考核企业的业绩（盈利能力）；（2）主板第二套标准和第三套标准仅要求最近一年净利润为正。除最近一年盈利的要求外，主板第二套标准需要市值、营收及现金流量净额达到一定金额门槛，与科创板第三套标准类似，但在各个指标上的要求更高，体现主板上市企业业务成熟、规模更大的特性；主板第三套标准需要市值和营收达到一定金额门槛，与科创板的第四套标准及创业板的第三套标准类似，但同样在市值和营收指标上要求更高（甚至高于未在境外上市的红筹企业申请境内上市的市值及营收要求）。

此外，新规征求意见稿取消了主板发行条件中最近一期不存在未弥补亏损、无形资产占净资产比例的限制要求。对于因历史研发投入或市场开发投入存在较高未弥补亏损的企业，不再会因此影响去申报主板上市。

### 2. 进一步完善红筹企业及表决权差异安排企业主板上市标准

在新规征求意见稿中，交易所将散见于其他规则中的红筹企业境内上市有关规定整合并补充至主板上市规则中，进一步明确了红筹企业主板上市的具体标准。

此外，针对存在表决权差异安排的企业，除表决权安排需符合相关上市规定外，主板亦借鉴了科创板、创业板的相关规定，并在此的基础上结合主板定位，提高了预计市值/营收要求，并增加了最近一年净利润为正的要求，弥补了现行主板发行上市规则中未对存在该类企业的上市标准作出明确安排的空白。

上述调整后，红筹企业及表决权差异企业在境内主板 IPO 在规则层面的操作路径更为明确，有利

于符合主板定位的该类企业选择申请主板上市。

主板 IPO 的发行上市条件修订对比如下表所示：

条件	现行规则	新规征求意见稿
市值及财务指标 (一般企业)	<p>需同时满足以下财务指标要求：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最近 3 个会计年度利润均为正数且累计超过 3,000 万元；</li> <li>■ 最近 3 个会计年度经营活动现金流量净额累计大于 5,000 万元，或营业收入累计大于 3 亿元；</li> <li>■ 最近一期末不存在未弥补亏损</li> </ul>	<p>至少符合下列标准中的一项：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最近 3 年净利润均为正，且最近 3 年净利润累计不低于 1.5 亿元，最近一年净利润不低于 6,000 万元，最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1 亿元或营业收入累计不低于 10 亿元；</li> <li>■ 预计市值不低于 50 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 6 亿元，最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1.5 亿元；</li> <li>■ 预计市值不低于 80 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 8 亿元</li> </ul>
市值及财务指标 (尚未境外上市红筹企业)	<p>应符合下列标准之一：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最近一年经审计的主营业务收入不低于 30 亿元人民币且估值不低于 200 亿元人民币；</li> <li>■ 拥有自主研发、国际领先、能够引领国内重要领域发展的知识产权或专有技术，具备明显的技术优势的高新技术企业，研发人员占比超过 30%，已取得与主营业务相关的发明专利 100 项以上，或者取得至少一项与主营业务相关的一类新药药品批件，或者拥有经有权主管部门认定具有国际领先和引领作用的核心技术；依靠科技创新与知识产权参与市场竞争，具有相对优势的竞争地位，主要产品市场占有率排名前三，最近三年营业收入复合增长率 30% 以上，最近一年经审计的主营业务收入不低于 10 亿元人民币，且最近三年研发投入合计占主营业务收入合计的比例 10% 以上。对国家创新驱动发展战略</li> </ul>	<p>至少符合下列标准中的一项：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 预计市值不低于 200 亿元，且最近一年营业收入不低于 30 亿元；</li> <li>■ 营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，在同行业竞争中处于相对优势地位，且预计市值不低于 100 亿元；</li> <li>■ 营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，在同行业竞争中处于相对优势地位，且预计市值不低于 50 亿元，最近一年营业收入不低于 5 亿元</li> </ul> <p>前款规定的营业收入快速增长，应当符合下列标准之一：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最近一年营业收入不低于 5 亿元的，最近 3 年营业收入复合增长率 10% 以上；</li> <li>■ 最近一年营业收入低于 5 亿元的，最近 3 年营业收入复合增长率 20% 以上；</li> <li>■ 受行业周期性波动等因素影响，行业整体处于下行周期的，发行人最近 3 年营业收入复合增长率高于同行业可比公司同期平均增长水平</li> </ul> <p>处于研发阶段的红筹企业和对国家创新驱动发展战略有重要意义的红筹企业，不适用“营</p>

条件	现行规则	新规征求意见稿
	有重要意义，且拥有较强发展潜力和市场前景的企业除外	业收入快速增长”的上述要求
市值及财务指标 (存在表决权差异化安排的企业)	现行主板上市规定未明确规定此类企业上市的财务指标	应当至少符合下列标准中的一项： ■ 预计市值不低于 200 亿元，且最近一年净利润为正； ■ 预计市值不低于 100 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 10 亿元
资产要求	最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于 20%	取消此项限制要求

### （三）统一审核程序，提高审核效率及透明度

在审核程序方面，主板 IPO 的申请也将适用证券发行注册程序，即由交易所负责受理申请及对是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求进行全面审核，并在审核通过后报中国证监会注册的机制。

具体而言，主板整体沿用了科创板、创业板的审核规则，新规征求意见稿明确：①发行审核实现全面注册制，交易所全面负责发行上市和信息披露审核并报中国证监会注册，中国证监会主要负责证券发行注册及统筹协调及监督管理，加强并逐步实现中国证监会的职能转型；②加强交易所审核和证监会注册环节的有机衔接，交易所在审核阶段发现重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索（“四类重大问题”），及时向中国证监会请示报告并由中国证监会明确意见，交易所的审核工作接受中国证监会监督检查；③统一主板、科创板、创业板各板块的上市申请文件标准，精简部分申报文件，并根据全面注册制的需要，针对性增加股东穿透核查文件、符合板块定位的说明等申报材料要求；④相较于核准制，整体上缩短了上市审核的时限，全流程重要节点均向社会公开，且在申报前至审核后全流程阶段均接受企业及中介机构与审核机构进行咨询沟通，加强审核和注册工作的透明度。

全面注册制下，交易所与中国证监会的职能进一步明晰，中国证监会逐步向统筹、监管者转变，审核流程更加公开透明。根据新规征求意见稿所体现的内容，除对于交易所审核工作的一般性监督及指导、项目抽查及廉政监督外，中国证监会将主要关注 IPO 审核中涉及四类重大问题及发行人符合产业政策及板块定位情况。在此基础上，随着全面注册制后证监会角色转型的不断深化，基于此前试点注册制的审核情况，可以预期上市审核注册项目的效率将进一步提高。

### （四）其他

#### 1. 进一步放宽未盈利企业申报创业板上市

深交所启动创业板改革并试点注册制之初，虽上市规则明确了未盈利企业上市标准，但在其 2020 年 6 月 12 日发布《创业板上市规则》的通知中提出该等标准一年内暂不实施的过渡期安排。截止目前，前述一年的过渡期安排早已届满，而仍未有未盈利企业依据这一标准申报创业板并获得受理。此外，对于红筹企业或存在表决权差异化安排的企业拟申报创业板上市的，现行规定要求需满足“最近一年净利润为正”的要求。

在本次新规征求意见稿中，创业板取消了对红筹企业及存在表决权差异安排的企业适用的财务指标中“最近一年净利润为正”的要求，修改后与科创板的相关指标要求保持一致。并且，深交所也就全面实行股票发行注册制配套业务规则公开征求意见答记者问中表示，将“支持符合条件的尚未盈利企业在创业板上市”。我们期待在本次全面注册制改革落地后未盈利企业申报创业板上市破冰，使尚未实现盈利的创新创业企业有更多的境内上市板块选择。

## 2. 与注册制匹配，进一步强化信息披露要求及中介机构责任

注册制以信息披露为核心，对信息披露质量及中介机构责任提出了更为严格的要求。新规征求意见稿进一步强化了信息披露要求及中介机构责任，要求申报文件的信息披露简明清晰、通俗易懂，具有针对性、有效性和可读性；此外，在强化中介机构责任方面，将中介机构及相关责任人员承担法律责任的时点自受理提前至申报时；同时进一步明晰各中介机构责任，进一步引导保荐机构与律师、审计等其他证券服务机构各司其职、互相配合，明确化、合理化的职责划分机制将更有利于各中介机构在其专职领域内集中精力，严格把关，履行好看门人的职责。

此外，新规征求意见稿中不再将中介机构被立案调查作为不予受理或中止审核的情形，将避免拟上市企业因其他上市项目的违法违规问题而被间接连坐的情况发生。

## 3. 发行及承销制度改革，优化主板交易规则

本次全面注册制改革总体上统一了沪深市场的证券发行承销的主要规则及交易制度，并根据各板块定位制定差异化的安排。在证券发行承销方面，对于定价、配售、发行程序、信息披露等方面的基础规定将由各板块统一适用，全面实行以市场化询价方式为主、以直接定价为辅的定价机制，并在主板引入投资价值研究报告制度。开启市场化询价时代后的主板，有望打破此前对主板市盈率的隐形天花板限制，且主板上市后的5个交易日内亦将不再设置涨跌幅限制，将对企业价值的评判交给市场。

## 三、结语

自2019年首次在科创板试点注册制以来，境内上市的相关制度在持续进行着调整及完善，此次全面注册制改革既是对过去四年试点注册制成果的阶段性验收，同时也是境内证券发行全面进入注册制时代及持续完善上市监管体系的起点，我们将持续关注后续正式规则的出台，并期待全面注册制改革下的境内证券市场可以为更多优质企业提供更完善的融资平台及新的发展机遇。

## 10、全面实行股票发行注册制专题（三）：上市公司再融资制度修改要点解读

作者：境内资本市场组

作为全面实行股票发行注册制改革的一部分，除首发上市制度改革外，沪深交易所上市公司的再融资政策本次也准备进行修订调整，主要规则集中在2023年2月1日中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）发布的《上市公司证券发行注册管理办法（征求意见稿）》（“《上市公司再融资管理办法征求意见稿》”）和《优先股试点管理办法（修订草案征求意见稿）》、上海证券交易所（“上交所”）发布的《上海证券交易所上市公司证券发行上市审核规则（征求意见稿）》（“《上交所再融资审核规则征求意见稿》”）和深圳证券交易所（“深交所”）发布的《深圳证券交易所股票发行上市审核规则（征求意见稿）》（“《深交所再融资审核规则征求意见稿》”）。作为全面实行股票发行注册制专题系列文章的第三篇，本文将对上述上市公司再融资规则相关征求意见稿的重要内容进行整理，以方便各位读者及时了解有关内容。

### 一、“求同”与“存异”并举的修订方向

在借鉴前期科创板、创业板上市公司试点注册制改革经验的基础上，本次上市公司再融资相关规则的修订，凸显“求同”与“存异”并举的修订方向：

#### （一）中国证监会、交易所层面统一规则

《上市公司再融资管理办法征求意见稿》将统一适用于沪深交易所主板、科创板、创业板上市公司，其正式发布并生效后，将废止原分别适用于各板块的《上市公司证券发行管理办法》《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《上市公司非公开发行股票实施细则》。

《上交所再融资审核规则征求意见稿》整体沿用了《上海证券交易所科创板上市公司证券发行上市审核规则》的体例与主要制度安排，将同时适用于上交所主板、科创板。《深交所再融资审核规则征求意见稿》整体沿用了《深圳证券交易所创业板上市公司证券发行上市审核规则》的体例与主要制度安排，将同时适用于深交所主板、创业板。该两项交易所审核规则正式发布并生效后，将分别废止试点注册制阶段科创板、创业板相应的现行审核规则。

#### （二）设置各板块通用的发行条件，发行程序一致

统一主板、科创板、创业板上市公司向不特定对象发行股票、向特定对象发行股票、发行可转债的发行条件，除针对各板块设置的特定发行条件外，主板、科创板、创业板上市公司发行股票、可转债的条件相同；主板、科创板、创业板上市公司证券发行程序一致。

#### （三）结合各板块定位差异设置了差异化的发行条件

在各板块设置通用的发行条件基础上，结合板块定位差异，差异化的发行条件体现在：

- 相对于科创板、创业板，主板上市公司配股、增发、向不特定对象发行可转债的，应当最近三个会计年度盈利；主板上市公司增发、向不特定对象发行可转债的，还应当满足最近三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于百分之六，净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。
- 相对于主板、创业板，科创板上市公司发行股票、可转债募集的资金应当投资于科技创新领域的业

务。

## 二、科创板&创业板发行条件进一步完善

对于科创板和创业板上市公司而言，《上市公司再融资管理办法征求意见稿》规定的发行条件，与现行有效的《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》规定的发行条件基本一致，并在此基础上作出进一步完善：

### （一）科创板未实质新增发行条件

相对于科创板现行有效的《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》，《上市公司再融资管理办法征求意见稿》在募集资金使用方面，进一步在证券发行注册管理办法层面明确要求“除金融类企业外，本次募集资金使用不得为持有财务性投资，不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主要业务的公司”。该等募集资金用途限制此前已在中国证监会相关监管问答中有所要求，并非新增发行条件。

### （二）创业板发行条件要求有所删减

相对于创业板现行有效的《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》，《上市公司再融资管理办法征求意见稿》删除了创业板上市公司向不特定对象发行证券（包括股票、可转债等）最近两年盈利的要求，降低了创业板上市公司向不特定对象发行证券融资的条件要求。

## 三、主板发行条件精简优化、引入定向可转债

沪深交易所主板此前未试点注册制，其所适用的现行有效的《上市公司证券发行管理办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》在行文架构、条款表述方面与已试点注册制的科创板、创业板证券发行注册管理办法差异较大，由于本次《上市公司再融资管理办法征求意见稿》的修订以科创板、创业板证券发行注册管理办法为基础，因此对于主板上市公司而言，证券发行注册管理办法的文字修订内容较多，但从实质内容层面来看，主要修改体现在：

### （一）取消公开发行中分红要求的发行条件

相对于主板现行有效的《上市公司证券发行管理办法》，《上市公司再融资管理办法征求意见稿》取消上市公司公开发行“最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的百分之三十”的发行条件要求。

### （二）提高配股发行额度、放款累计债券余额标准

在本次注册制改制中，主板上市公司配售股份数量上限由不超过本次配售前股本总额的 30% 提升至 50%，发行可转债后累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的比例由 40% 提升至 50%，均与现行科创板、创业板规则一致。

### （三）调整重大违法行为发行条件

《上市公司再融资管理办法征求意见稿》将上市公司不得发行证券的重大违法行为发行条件，调整为与科创板和创业板保持一致。

### （四）将定向可转债推广至主板市场

科创板、创业板试点注册制中的定向可转债品种已经过实践检验，为上市公司再融资提供的便利，

本次修订亦将有关内容推广至主板市场，允许主板上市公司发行定向可转债融资。

## 四、优化发行审核注册程序

### （一）主板实行股票发行注册制

在全面实行股票发行注册制后，主板上市公司证券发行的审核注册程序与科创板、创业板一致。由交易所负责受理上市公司发行证券申请，交易所主要通过向上市公司提出审核问询、上市公司回答问题方式开展审核工作，交易所审核部门判断上市公司发行申请是否符合发行条件和信息披露要求，并形成上市公司是否符合发行条件和信息披露要求的审核意见，认为上市公司符合发行条件和信息披露要求的，将审核意见、上市公司注册申请文件及相关审核资料报中国证监会注册；认为上市公司不符合发行条件或者信息披露要求的，作出终止发行上市审核决定。中国证监会收到交易所审核意见及相关资料后，基于交易所审核意见，依法履行发行注册程序。

### （二）发行审核注册程序进一步优化

相比于科创板和创业板现行股票发行注册程序，《上市公司再融资管理办法征求意见稿》对股票发行注册程序的优化体现在：

#### 1. 建立重大事项请示报告制度

交易所审核过程中，发现重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索的，应当及时向中国证监会请示报告。

#### 2. 关注产业政策及板块定位

中国证监会在交易所收到上市公司注册申请文件之日起，同步关注其是否符合国家产业政策和板块定位。

#### 3. 中国证监会基于交易所审核意见履行发行注册程序

中国证监会收到交易所审核意见及相关资料后，基于交易所审核意见，依法履行发行注册程序。中国证监会不再关注交易所发行上市审核内容有无遗漏、审核程序是否符合规定以及上市公司在发行条件和信息披露要求的重大方面是否符合相关规定，但在注册期限内中国证监会发现存在影响发行条件的新增事项的，可以要求交易所进一步问询并就新增事项形成审核意见。

### （三）新增分类审核规定，拓展简易程序适用板块

- 在交易所层面，新增分类审核相关规定，将中国证监会对主板的分类审核制度推广适用至科创板、创业板，明确上市公司申请向特定对象发行证券，符合分类审核条件的，交易所发行上市审核机构经履行审核程序，可以不进行审核问询出具审核报告。
- 将科创板、创业板的简易程序推广适用至主板，便利上市公司再融资。

## 五、发行优先股适用注册制

根据《优先股试点管理办法（修订草案征求意见稿）》《上交所再融资审核规则征求意见稿》《深交所再融资审核规则征求意见稿》及相关征求意见稿，在全面实行股票发行注册制改革后，上市公司发行优先股应当向交易所申报，其申请、审核、注册、发行等相关程序参照《上市公司证券发行注册管理办法》《证券发

行与承销管理办法》的规定，适用注册制，上市公司发行优先股相关审核事项纳入交易所审核范围，同时将优先股的发行主体拓展至科创板、创业板上市公司。

## 六、明确红筹企业相关法律适用问题

鉴于全面实行股票发行注册制为红筹企业主板 IPO 提供了更为广阔的空间，《上市公司再融资管理办法征求意见稿》进一步明确了红筹企业上市后通过发行股票和存托凭证进行再融资的法律适用问题，与科创板、创业板现行规定一致。具体而言，红筹企业首次公开发行的股票或者存托凭证在主板、科创板、创业板上市后，通过发行股票进行再融资，应适用《上市公司证券发行注册管理办法》关于上市公司发行股票的规定；通过发行红筹企业新增证券为基础证券的存托凭证进行再融资，应适用《证券法》《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》《上市公司证券发行注册管理办法》关于上市公司发行股票的规定，以及中国证监会关于存托凭证的有关规定。此外，发行存托凭证的红筹企业在进行境外基础股票配股时，相关方案安排应确保存托凭证持有人实际享有权益与境外基础股票持有人权益相当。

## 七、注册制改革对上市公司再融资申请及审核的影响

全面实行股票发行注册制对发行审核注册程序的进一步优化（见前文），对科创板、创业板上市公司再融资申请及审核无实质影响。对于主板上市公司而言，根据中国证监会于 2023 年 2 月 1 日发布的《关于全面实行股票发行注册制前后相关行政许可事项过渡期安排的通知》：

- 自 2023 年 2 月 1 日起，中国证监会继续接收主板上市公司再融资申请。全面实行注册制前，中国证监会将按现行规定正常推进主板上市公司再融资行政许可工作。
- 全面实行注册制主要规则发布之日前，主板上市公司再融资申请已通过发审委审核的，由中国证监会继续履行后续程序。全面实行注册制主要规则发布之日起，主板上市公司再融资申请已取得核准批文未启动发行承销工作的，由交易所履行后续发行承销监管程序。
- 全面实行注册制主要规则发布之日起，中国证监会终止主板在审企业再融资的审核，并将相关在审企业的审核顺序和审核资料转交易所，对于已接收尚未完成受理的主板上市公司再融资申请不再受理。
- 全面实行注册制主要规则发布之日起 10 个工作日内，交易所仅受理中国证监会主板在审企业的再融资申请。全面实行注册制主要规则发布之日起 10 个工作日后，交易所开始受理主板其他企业的再融资申请。

## 八、结语

本次全面实行股票发行注册制改革在上市公司再融资领域得以同步进行，推进增量改革与存量改革，包容增量、稳定存量，我们期待后续相关制度、配套规则的最终确定、出台及完善，加快上市公司融资效率、提升上市公司整体质量。

## 11、《私募投资基金登记备案办法》及配套指引解读（一） — 总述

作者：金融资管组

2022年12月30日，中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）发布《私募投资基金登记备案办法（征求意见稿）》及配套指引（征求意见稿）（“《征求意见稿》”），向全行业征求意见。2023年2月24日，基金业协会正式发布修订后的《私募投资基金登记备案办法》（“《登记备案办法》”）及配套指引，对《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》（“《试行办法》”）等进行修订（“本次修订”）。

《试行办法》发布于2014年1月17日，是基金业协会就私募基金登记备案业务发布的最早的行业自律规则。办法“试行”至今，已超过九年，规定内容已难以应对、处理行业和实践近年来的发展和问题。在此背景下，基金业协会修订并发布了《登记备案办法》，以更好地引导行业发展。

《登记备案办法》共六章、八十三条，除办法本身外，还包括了三个配套指引，内容系统、全面。为了更好地理解《登记备案办法》及配套指引，我们拟通过系列文章，就本次修订进行解读。本文为第一篇，旨在就本次修订的修订思路及主要变化进行梳理。本次修订后的监管规则将更加体系化、规范化、差异化和全面化。

本次修订的一些行业利好政策包括：不再要求就法定代表人变更出具专项法律意见；优化管理人登记的流程等。

### 一、整合自律规则 — 更加“体系化”

自《试行办法》发布至今，基金业协会陆续从募集行为、信息披露、内部控制、人员管理等各个方面，对私募基金管理人、证券期货经营机构、外包服务机构等不同主体，通过“办法”“指引”“解答”“公告”“须知”“清单”“案例”等多种形式出台了各类、各项自律规则，涵盖范围广、内容也日趋全面，但规则也因而呈现出“碎片化”的特征，不利于市场主体的贯彻和落实。本次修订的目的之一即为对碎片化的规则进行系统地整合和重构，以便提升规则的科学性、一致性、可执行性。

除《试行办法》外，协会各项自律规则不断演化至今，在管理人登记和基金备案两类业务上分别形成了以《私募基金管理人登记须知（2018年12月更新）》（“《登记须知》”）和《私募投资基金备案须知（2019年12月23日）》（“《备案须知》”）为核心，辅以登记/备案材料清单、案例指引的自律规则。

值得注意的是，根据《登记备案办法》第八十三条，自《登记备案办法》施行之日起，《试行办法》与《登记须知》废止，但《备案须知》并不因此废止。《登记备案办法》目前配套发布的指引亦仅针对私募基金管理人登记，我们预期基金业协会也会出台相应的备案配套指引。

### 二、提高行业标准 — 更加“规范化”

根据基金业协会与《征求意见稿》一并发布的《修订说明》（“《修订说明》”），“**明确管理人登记标准，适度提高行业规范要求**”是本次修订的主要内容之一。结合《登记备案办法》与配套指引，行业规范的提高主要体现在以下三个方面：

#### （一）严格初始登记标准

《登记备案办法》以主体为标准对管理人登记的要求进行了整合和规范，分别为：申请机构、出资

人以及高级管理人员，所涉事项包括但不限于：

- **提高财务状况要求。**明确管理人实缴货币资本金额不低于 1,000 万元或等值可自由兑换货币（专门管理创业投资基金的私募基金管理人另有规定的，从其规定）。
- **强化团队出资要求。**要求法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、负责投资管理的高级管理人员均直接或者间接持有私募基金管理人一定比例的股权或者财产份额，且合计实缴出资不低于私募基金管理人实缴资本的 20%，或者不低于管理人最低实缴资本的 20%（商业银行、证券公司、基金管理公司、期货公司、信托公司、保险公司等金融机构控制的私募基金管理人，政府及其授权机构控制的私募基金管理人，受境外金融监管部门监管的机构控制的私募基金管理人以及其他符合规定的私募基金管理人不适用）。
- **提升从业年限要求。**将实际控制人从事资产管理、投资、相关产业经验的年限要求提高至 5 年，且范围拓宽至控股股东及普通合伙人；法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、经营管理主要负责人以及负责投资管理的高级管理人员的行业从业经历年限要求提高至 5 年，明确风控负责人从业经历不少于 3 年。
- **加强内控机制要求。**一方面，加强了对于合规风控负责人的资质要求，除前述提及的明确了合规风控负责人的从业年限要求外，亦强调其不得兼任与合规风控职责相冲突的职务；另一方面，加强了内控制度的建立要求，确保内控制度建立、健全，完善防火墙等隔离机制，并特别提及了集团化运作，即同一控股股东、实际控制人控制两家以上私募基金管理人的，应当建立与所控制的私募基金管理人的管理规模、业务情况相适应的持续合规和风险管理体系。

## （二）提高稳定展业要求

除作为“准入门槛”的管理人登记要求外，《登记备案办法》对于管理人的稳定运营也提出了更高的要求，主要体现在对于私募基金管理人控制权变更、其股东及高管人员变更等的严格把控，包括但不限于：

- **股东出资稳定要求。**私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人所持有的股权、财产份额或者实际控制权，**除另有规定外自登记之日 3 年内不得转让。**
- **人员稳定要求。**私募基金管理人应当保持管理团队和相关人员的充足、稳定。私募基金管理人在首支私募基金完成备案手续之前，**不得更换法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、经营管理主要负责人、负责投资管理的高级管理人员和合规风控负责人。**
- **重大登记信息变更要求。**私募基金管理人实际控制权发生变更的，应当就变更后是否全面符合私募基金管理人登记的要求提交法律意见书，协会按照新提交私募基金管理人登记的要求对其进行全面核查。私募基金管理人的实际控制权发生变更的，近一年管理规模应当持续不低于 3,000 万元人民币。

## （三）强化信息披露义务

信息披露义务的履行一直是基金业协会对于管理人信义义务要求履行的重要组成部分。

《登记备案办法》在原有整体信息披露义务框架下，专章对私募基金管理人及其在管私募基金信息披露义务的履行进行了细化和补充。

- **就管理人自身的信息披露而言**，《登记备案办法》将义务主体拓宽至了私募基金管理人的上层出资人，要求私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人拟发生变更导致实际控制权发生变更的，应当及时将相关情况告知私募基金管理人，私募基金管理人应当及时向投资者履行信息披露义务，并按照基金合同约定履行相关内部决策程序。
- **就管理人在管私募基金的信息披露和报送而言**，在强化原有披露义务的基础上，《登记备案办法》就变更管理人、基金清算报送、市场化退出报送等进行了特别明确，其中市场化退出报送情形下明确在管理人无法履责或出现风险等情形下，一定比例的投资人可以成立专项机构或委托中介服务机构处置基金财产，以加强在极端情况下对于投资人权益的保护。

### 三、突出“扶优限劣” — 更加“差异化”

“扶优限劣”也是《修订说明》提及的修订思路之一。近年来协会对于分道制改革试点的探索，对于上市公司纾困基金备案的“绿色通道”，以及不久前刚刚试行的《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》都是该原则的体现。《登记备案办法》对该原则在两方面予以了更进一步的体现：

#### （一）对于创业投资基金的差异化安排

对于创投基金的差异化安排在监管规范中已经不是第一次出现。《私募基金监督管理暂行办法》（证监会令[105]号，“《私募监管办法》”）就创业投资基金进行了专章规定，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“《资管新规》”）亦规定，“创业投资基金、政府出资产业投资基金的相关规定另行制定”。

此次《登记备案办法》的突破在于：

- **对创业投资基金重新进行了定义**。新定义<sup>39</sup>较《私募监管办法》更为明确<sup>40</sup>，但与此前配合《资管新规》出台的《国家发展改革委、中国人民银行、财政部等关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》（发改财金规[2019]1638号，“《1638号文》”）中对于“创业投资基金”的界定<sup>41</sup>仍存在差异。
- **降低实缴要求**。《私募监管办法》中虽明确了对于创业投资基金实施差异化监管，但对于具体措施，并未明确。《登记备案办法》中明确规定对于专业管理创业投资基金的私募基金管理人另有规定的，可不受实缴货币资本不低于 1,000 万元人民币的限制；创业投资基金首期实缴资金要求为 500 万

<sup>39</sup> 《登记备案办法》第四十五条，创业投资基金是指符合下列条件的私募基金：（一）投资范围限于未上市企业，但所投资企业上市后基金所持股份的未转让部分及其配售部分除外；（二）基金合同体现创业投资策略；（三）不使用杠杆融资，但国家另有规定的除外；（四）基金最低存续期限符合国家有关规定；（五）法律、行政法规、中国证监会和协会规定的其他条件。创业投资基金名称应当包含“创业投资基金”，或者在公司、合伙企业经营范围中包含“从事创业投资活动”字样。

<sup>40</sup> 《私募监管办法》第三十四条，本办法所称创业投资基金，是指主要投资于未上市创业企业普通股或者依法可转换为普通股的优先股、可转换债券等权益的股权投资基金。

<sup>41</sup> 《1638号文》第一条，本通知所称创业投资基金，是指向处于创建或重建过程中的未上市成长性创业企业进行股权投资，以期所投资创业企业发育成熟或相对成熟后，主要通过股权转让获取资本增值收益的股权投资基金。适用本通知的创业投资基金应同时满足以下条件：（一）符合《创业投资企业管理暂行办法》（发展改革委 2005 年第 39 号令）或者《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会 2014 年第 105 号令）关于创业投资基金的有关规定，并按要求完成备案；（二）基金投向符合产业政策、投资政策等国家宏观管理政策；（三）基金投资范围限于未上市企业，但所投资企业上市后基金所持股份的未转让及其配售部分除外；（四）基金运作不涉及债权融资，但依法发行债券提高投资能力的除外；（五）基金存续期限不短于 7 年；对基金份额不得进行结构化安排，但政府出资设立的创业投资引导基金作为优先级的除外；（六）基金名称体现“创业投资”字样或基金合同和基金招募说明书中体现“创业投资”策略。

元，低于一般私募股权基金 1,000 万元初始实缴资本的要求。

除创业投资基金外，在“扶优”上，《登记备案办法》进一步明确，协会支持私募基金在服务国家战略、推动创新驱动发展和经济转型升级等方面发挥积极作用，对承担国家重大战略实施等职能的私募基金提供重点支持。对治理结构健全、业务运作合规、持续运营稳健、风险控制有效、管理团队专业、诚信状况良好的私募基金管理人，协会可以对其管理的符合条件的私募基金提供快速备案服务，具体规则由协会另行制订。一直以来并未明确执行规则的“分道制”安排，理解有望细化出台。

## （二）健全注销制度，出清尾部机构

根据《修订说明》，近年来，我国私募基金行业发展迅速，但仍然处于多而不精、大而不强、鱼龙混杂的发展阶段，在一定程度上出现了真私募与“伪”私募并存，两极分化严重，小、乱、散、差业态明显，违法违规行为和风险时有发生。

基于行业发展现状，一段时间以来，基金业协会在不断明确和提高行业准入要求的同时，也在通过专项核查、异常经营等相关制度的出台和落实，完善私募基金管理人的“退出”机制。

但《试行办法》作为此前自律规则的“核心”，对于管理人注销登记缺乏针对性规定。本次修订中，《登记备案办法》在自律管理章节新增了经营注销、自律注销、注销后义务等规定，为后续各项机制的推进提供了规定基础。

## 四、强化自律责任 — 更加“全面化”

规则的落实需要行之有效的责任机制作为保障，本次修订的一大重点即为对“全流程自律管理”机制的建立和完善，具体包括以下方面：

- **主体的全面化。**《登记须知》中对于自律责任的承担，主要针对于私募基金管理人自身及其高管人员。《登记备案办法》第五章自律管理中对于自律责任的要求还包括私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人，以及私募基金管理人为私募基金业务活动所聘请的律师事务所、会计师事务所等中介机构及其服务人员。范围更广，有利于强化各方责任，为投资人利益提供更充分的保障。
- **流程的全面化。**如前所述，《登记备案办法》系基金业协会各项自律规则系统化的整合和梳理，对私募基金管理人的登记、运营、注销，以及注销后义务，私募基金的募集、投资、管理、退出、清算等各个阶段均针对性地进行了规定。自律规则部分，也分别设定了相应的自律责任，并列举了监管中遇到的典型问题和情形。一方面，全流程的覆盖，确保了各项机制本身的有效落实，另一方面，也使得责任本身更有针对性。
- **手段的全面化。**一段时间以来，协会已经在不断加强自律管理，并取得了积极的效果。《登记备案办法》总结了协会自律管理的实践经验，并通过规范进行了明确。同时，《登记备案办法》丰富了自律管理的手段，包括但不限于完善注销机制，及时清退不良机构，通过建立、健全诚信机制、协同机制，实现去芜存菁，不断净化市场环境。

## 五、对外资私募基金管理人的影响

《征求意见稿》出台后，外资私募基金管理人也非常关注，并积极的提出了对《征求意见稿》的修订意见。我们注意到，相比《征求意见稿》的内容，《登记备案办法》及配套指引在以下方面考虑并吸纳了外资私募基金管理人的相关意见和建议，解决了这类管理人的一些顾虑：

- **管理团队持股要求。**《征求意见稿》第八条规定了管理团队持有私募基金管理人的股权或财产份额最低比例的要求，并提及外资持股比例不低于 25% 的私募证券投资基金管理人可以豁免该要求。《登记备案办法》将该要求的适用豁免范围扩大至“受境外金融监管部门监管的机构控制的私募基金管理人”，解决了其他类型外资私募基金管理人（如私募股权基金管理人）的顾虑。
- **实际控制权的稳定性要求。**《征求意见稿》第二十条要求私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人所持有的股权、财产份额或者实际控制权，除另有规定外自登记之日起 3 年内不得转让。《登记备案办法》明确增加了相应的例外情形，包括但不限于股权、财产份额在同一实际控制人控制的不同主体之间进行转让，私募基金管理人实施员工股权激励但未改变实际控制人地位等情形。这些调整便于外资基金管理人集团内股权架构调整或施行员工激励机制。
- **基金审慎备案要求。**《征求意见稿》第四十四条规定了审慎备案的具体情形，其中包括“基金财产主要在境外进行投资”的情形。对于从事境外投资的 QDLP 基金管理人而言，如果将其所有 QDLP 基金纳入审慎备案范围，将对管理人的日常业务带来较大负担。《登记备案办法》删除了上述情形，使用了“存在较大风险隐患，私募基金涉及重大无先例事项，或者存在结构复杂、投资标的类型特殊等”的表述，我们理解 QDLP 基金不会自动落入审慎备案的范围，但实践中还需要具体问题具体分析。

## 六、过渡期安排

对于新旧规则的衔接，《登记备案办法》明确：

- **施行前已提交**办理的登记、备案和信息变更等业务，按照现行规则办理；
- **施行后提交**办理的登记、备案和信息变更业务，按照《登记备案办法》办理；
- 已登记的私募基金管理人在《登记备案办法》施行后提交办理**实际控制权变更**的，变更后的私募基金管理人应当全面符合《登记备案办法》的登记要求；
- 已登记的私募基金管理人在《登记备案办法》施行后提交办理除实际控制权外的登记备案信息变更的，**相关变更事项**应当符合《登记备案办法》的规定；
- **自 2023 年 5 月 1 日起**，《登记备案办法》施行前已提交但尚未完成办理的登记、备案及信息变更事项，基金业协会按照《登记备案办法》办理。

我们理解，外资私募基金管理人也十分关注一些其他问题，例如最低基金募集规模要求对于外资私募基金管理人是否有豁免情形，母子结构下的 QDLP 基金管理人的股东是否可以豁免《登记备案办法》规定的股东资质要求、人员兼职限制及在该等结构下 QDLP 基金管理人本身是否可以豁免实缴注册资本要求等等。涉及这些问题的解释和适用有待在实践中进一步明确。

整体而言，本次修订使得协会的自律规则体系更为系统和完整，也为后续配套规则的制订打下了基础。新的《登记备案办法》，既是对过去近十年来，我国私募基金行业发展的总结和回应，也为行业下一阶段的发展给出了答案。不难看出，规则在修订过程中不断得以丰富，但始终不变的，是“信义义务”内核的贯彻和落实。

后续，我们会就《登记备案办法》及其配套指引中关于管理人登记的各项要求、不同类别基金备案受到的不同影响进行专项的分析和讨论，也会对市场的实践和反馈保持关注。

## 12、《私募投资基金登记备案办法》及配套指引解读（二） — 私募基金管理人基本经营要求

作者：金融资管组

自 2014 年《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》（“《**试行办法**》”）发布以来，中国证券监督管理委员会（“**证监会**”）和中国证券投资基金业协会（“**协会**”）陆续发布了有关私募基金管理人登记和私募基金备案的相关自律规则和业务规范，包括但不限于《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（“《**若干规定**》”）、《私募基金管理人登记须知（2018 年 12 月）》（“《**登记须知**》”）、《私募股权、创业投资基金管理人登记申请材料清单（2022 版）》（“《**材料清单**》”）等，私募基金管理人登记和私募基金备案业务日益规范化、制度化。为了在自律规则层面对实践中出现的新问题作出回应，进一步提升规则的科学性、透明度和有效性，协会于 2022 年 12 月 30 日发布了《私募投资基金登记备案办法（征求意见稿）》（“《**登记备案办法（征求意见稿）**》”）及配套指引并向社会公开征求意见；2023 年 2 月 24 日，协会正式发布了《私募投资基金登记备案办法》（“《**登记备案办法**》”）及包括《私募基金管理人登记指引第 1 号 — 基本经营要求》（“《**指引 1 号**》”）在内的配套指引（合称为“**新规**”）。为确保新旧规则有序衔接过渡，协会设置了一定的过渡期，《登记备案办法》及其配套指引将自 2023 年 5 月 1 日起施行。

结合现有规则，我们现就《指引 1 号》中有关私募基金管理人的基本经营要求梳理重点如下：

### 一、新增和修订要求

#### （一）新增设立时间要求

**汉坤解读：**《指引 1 号》要求一般情况下管理人应在工商实体设立之日起 12 个月内提请管理人登记（因国家有关部门政策变化等情形需要暂缓办理登记的除外）。协会鼓励新设实体申请管理人登记，过往实操中也有所体现，此次进行了明文规定。

#### （一）提高了资本金要求

《登记须知》	《登记备案办法》第八条 <sup>42</sup>
<p>作为必要合理的机构运营条件，申请机构应根据自身运营情况和业务发展方向，确保有足够的实缴资本金保证机构有效运转。相关资本金应覆盖一段时间内机构的合理人工薪酬、房屋租金等日常运营开支……</p> <p>针对私募基金管理人的实收资本/实缴资本未达到注册资本/认缴资本的 25%的情况，协会将在私募基金管理人公示信息中予以特别提示，并在私募基金管理人分类公示中予以公示。</p>	<p>私募基金管理人应当是在中华人民共和国境内依法设立的公司或者合伙企业。<del>有下列情形之一的，不得担任私募基金管理人，并持续符合下列要求：</del></p> <p>（一）财务状况<b>不符合持续经营要求</b>，<del>私募基金管理人良好</del>，实缴资本人民币<b>不低于 1,000 万元</b>或者等值可自由兑换货币，对专门管理创业投资基金的私募基金管理人另有规定的，从其规定；</p>
<p>注：另有《材料清单》提示实缴资本不足 200 万元、实缴比例未达注册资本 25%的情况，协会将</p>	<p>……</p>

<sup>42</sup> 表格中红色和蓝色字体体现了本次正式新规较《登记备案办法（征求意见稿）》及其配套指引的修改之处，下同。

《登记须知》	《登记备案办法》第八条 <sup>42</sup>
在私募基金管理人公示信息中予以特别提示。	

**汉坤解读：**《登记须知》和《材料清单》对管理人实缴资本未规定硬性要求，实缴资本低于 200 万元人民币的情况会在公示信息中特别提示。《登记备案办法》明确将实缴资本不低于 1,000 万元人民币作为管理人的持续合规要求之一，即管理人在登记时和后续运营过程中认缴和实缴资本均不得低于 1,000 万元人民币（专门管理创投基金的管理人另有规定除外）。新规较大程度提升了对管理人资本金的要求，提示在前期架构搭建和资金准备的过程中重点关注。

## （二）新增高管持股要求

《材料清单》	《登记备案办法》第八条
<p><b>【人员稳定性材料】</b>申请机构高管人员应当持续符合相关任职要求，切实履行职责，保持任职稳定性。<b>负责投资的高管人员</b>未在申请机构出资的，申请机构应说明如何通过制度安排或激励机制等方式保证其稳定性。申请机构不得临时聘请挂名人员。</p>	<p>私募基金管理人应当是在中华人民共和国境内依法设立的公司或者合伙企业。<del>有下列情形之一的，不得担任私募基金管理人，并持续符合下列要求：</del></p> <p>.....</p> <p>（<del>三</del>）法定代表人、执行事务合伙人<b>及</b>或其委派代表、负责投资管理的高级管理人员<b>没有直接或者间接合计</b>持有私募基金管理人<b>一定比例</b>的股权或者财产份额，<del>或者合计持有低于一定比例；</del></p> <p>.....</p>
	<p><b>《指引 1 号》第六条</b></p>
	<p><u>《登记备案办法》第八条第一款第三项规定的“直接或者间接合计持有私募基金管理人一定比例的股权或者财产份额”，是指法定代表人、执行事务合伙人<b>及</b>或其委派代表、负责投资管理的高级管理人员<b>应当合计均直接或间接</b>持有私募基金管理人一定比例的股权或者财产份额，<b>且合计实缴出资<b>本</b>合计应当</b>不低于私募基金管理人实缴资本的 20%，或者不低于《登记备案办法》第八条第一款第一项规定的私募基金管理人最低实缴<b>货币</b>资本的 20%。</u></p>

**汉坤解读：**《登记备案办法》和《指引 1 号》要求法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、负责投资管理的高管均持有管理人一定比例股权或财产份额，且实缴出资合计最低为 200 万元人民币。值得注意的是，相较于征求意见稿，首先，《登记备案办法》明确高管持股可以为直接持股也可为间接持股，我们理解属于文义上的明确；其次，《指引 1 号（征求意见稿）》中就高管是否各自均需持股或是在某一高管满足持股比例的情况下其他高管可不持股，是存在一定解释空间的，正式出台的《指引 1 号》已经明确为前者。《材料清单》和过往实操反映了协会鼓励管理人和高管进行股权上的绑定，但仍有一

定的空间，在高管范围上仅明确了“负责投资的高管人员”，且允许通过管理人出具人员稳定性说明的方式进行解释。但根据新规正式版本的规定，未来实操似乎不会再允许通过提交人员稳定性说明的方式来豁免高管持股。

高管持股的要求将影响未来管理人作为基金普通合伙人收取绩效收益后的分配问题，可以考虑结合商业安排、公司内部安排，通过设立 SLP 主体作为团队持股平台来收取绩效收益；此外，考虑到后续可能存在高管离职的情况，建议公司对于管理人股权的相应调整做好预先安排。

### （三）对管理人的内控要求提高

《登记须知》	《指引 1 号》第十条、第十一条
<p>根据《私募投资基金管理人内部控制指引》及私募基金登记备案相关问题解答相关要求，申请机构应当建立健全内部控制机制，明确内部控制职责，完善内部控制措施，强化内部控制保障，持续开展内部控制评价和监督。申请机构的工作人员应当具备与岗位要求相适应的职业操守和专业胜任能力。</p> <p>《材料清单》细化的相关制度包括：运营风险控制制度、信息披露制度、机构内部交易记录制度、防范内幕交易、利益冲突的投资交易制度、合格投资者风险揭示制度、合格投资者内部审核流程及相关制度、私募基金宣传推介、募集相关规范制度、其他制度（如防范关联交易、利益输送等制度）。</p>	<p>私募基金管理人应当建立科学合理、运转有效的<b>合规管理和内部控制</b>、风险控制<b>和合规管理制度</b>，包括运营风险控制、信息披露、机构内部交易记录、关联交易管理、防范内幕交易及利益输送、<b>防火墙制度与业务隔离</b>和从业人员买卖证券申报等制度，以及私募基金宣传推介及募集、合格投资者适当性、保障资金安全、投资业务控制、公平交易、外包控制等制度。</p> <p>私募基金管理人应当建立突发事件处理预案，对严重损害投资者利益、影响正常经营或者可能引发系统性风险的突发事件的处理机制作出明确安排。发生前述突发事件时，私募基金管理人应当按照预案妥善处理，并及时向注册地所在的中国证监会派出机构和协会报告。</p>

**汉坤解读：**相较《登记须知》和《材料清单》提出的内控文件要求，《指引 1 号》规定的制度类型范围更广，且要求管理人建立突发事件处理预案。就哪项具体制度需要提交协会，待后续根据协会资产管理业务综合报送平台（“**AMBERS 平台**”）上的文件上传端口确认。

### （四）新增管理人登记后变更实际控制人的要求

**汉坤解读：**《登记备案办法》要求“私募基金管理人的实际控制权发生变更的，变更之日前 12 个月的管理规模应当持续不低于 3,000 万元人民币”，《指引 1 号》对此进行了解释并提出了进一步要求：（1）“管理规模”指变更之日前 12 个月的月均管理规模，（2）协会可能会要求管理人提供专项审计报告（经证监会备案的会计师事务所出具）以证明前述管理规模。协会一直以来都较为关注管理人控制权的稳定性，提示目前管理规模偏小的管理人谨慎进行实际控制权的变更。

## 二、重申和强调要求

### （一）重申私募基金管理人名称和经营范围要求

《若干规定》第三条	《指引 1 号》第三条、第四条
私募基金管理人应当在名称中标明“ <b>私募基</b>	私募基金管理人应当在名称中标明“ <b>私募基</b>

《若干规定》第三条	《指引 1 号》第三条、第四条
<p>金”“私募基金管理”“创业投资”字样，并在经营范围中标明“私募投资基金管理”“私募证券投资基金管理”“私募股权投资基金管理”“创业投资基金管理”等体现受托管理私募基金特点的字样。</p>	<p>金”“私募基金管理”“创业投资”字样，不得包含“金融”“理财”“财富管理”等字样，法律、行政法规和中国证监会另有规定的除外。未经批准，不得在名称中使用“金融控股”“金融集团”“中证”等字样，不得在名称中使用与国家重大发展战略、<u>金融机构、知名私募基金管理人</u>相同或者近似<u>等可能误导投资者的</u>字样，不得在名称中使用违背公序良俗或者造成不良社会影响的字样。</p> <p>私募基金管理人应当在经营范围中标明“<b>私募投资基金管理</b>”“<b>私募证券投资基金管理</b>”“<b>私募股权投资基金管理</b>”“<b>创业投资基金管理</b>”等体现受托管理私募基金特点的字样，不得包含与私募基金管理业务相冲突或者无关的业务。</p> <p>私募基金管理人应当遵循专业化运营原则，其经营范围应当与管理业务类型一致。</p> <p>提请登记为私募证券基金管理人的，其经营范围不得包含“投资咨询”等咨询类字样。</p>

**汉坤解读：**就管理人名称和经营范围的必备字样，《指引 1 号》的规定和《若干规定》要求一致。在此基础上，《指引 1 号》从反面强调了管理人名称和经营范围中不得包含的字样。值得注意的是，《指引 1 号》正式版本新增要求管理人名称中不得使用与金融机构、知名私募基金管理人相同或者近似字样。我们理解，基于文本上同时增加了“可能误导投资者的”的限制条件，协会并不限制与金融机构、知名私募基金管理人属于同一集团/或获得合法授权的新设管理人使用相同或近似字样。

## （二）明晰财务制度要求

《登记须知》	《指引 1 号》第七条
<p>根据《私募投资基金管理人内部控制指引》，申请机构应建立健全财务制度。申请机构提交私募登记申请时，不应存在到期未清偿债务、资产负债比例较高、大额或有负债等可能影响机构正常运作情形。申请机构与关联方存在资金往来的，应保证资金往来真实合理。</p>	<p>私募基金管理人应当具有良好的财务状况，不存在大额应收应付、大额未清偿负债或者不能清偿到期债务等可能影响正常经营的情形。</p> <p>私募基金管理人存在<b>大额</b>长期股权投资的，应当建立<b>有效隔离制度</b>，保证私募基金财产与私募基金管理人固有财产独立运作、分别核算。</p> <p>私募基金管理人与关联方存在资金往来的，应当<b>就是否存在不正当关联交易进行说明</b>。</p>

**汉坤解读：**提示存在大额长期股权投资或与关联方存在资金往来的申请机构注意，根据《指引 1 号》的规定，协会可能增加材料提交的要求。就“大额长期股权投资”，协会暂未明确具体的金额，需根据

后续实操审核口径判断。

**(三) 明晰经营场所要求**

《登记须知》	《指引 1 号》第八条
<p>申请机构的办公场所应当具备独立性。申请机构工商注册地和实际经营场所不在同一个行政区域的，应充分说明分离的合理性。申请机构应对有关事项如实填报，律师事务所需做好相关性尽职调查，说明申请机构的经营地、注册地分别所在地点，是否确实在实际经营地经营等事项。</p>	<p>私募基金管理人应当具有独立、稳定的经营场所，<b>不得使用共享空间</b>等稳定性不足的场地作为经营场所，<b>不得存在与其股东、合伙人、实际控制人、关联方等混同办公的情形</b>。经营场所系租赁所得的，<b>自提请办理登记之日起，剩余租赁期应当在一年以上不少于 12 个月</b>，但有合理理由的除外。</p> <p>私募基金管理人注册地与经营地分离的，应当具有合理性并说明理由。</p>

**汉坤解读：**如协会此前审核的一贯要求，管理人需要独立、合适的办公场地，且提交登记时应当装修完毕，基本具备办公使用条件、有显示管理人字号的独立前台等。《指引 1 号》对实操审核要求进行明文规定，包括明确审核反馈中提出过的具体问题：（1）不得使用共享空间，（2）不得与股东、合伙人、实际控制人、关联方等存在混同办公，（3）从提交登记申请起租赁期应不少于 12 个月。考虑到实践中部分管理人的办公场所由其股东或关联方提供，新规未直接限制该等办公场所的使用，但需注意避免混同，不同机构的办公场所应有所区隔、体现独立性。此外，考虑到准备管理人登记申请材料需要一定的时间且准备过程中伴随诸多不确定因素，建议在租赁管理人经营场所时，适当考虑准备时间并约定一个较长的租赁期限。

**(四) 明晰“专职工”定义**

**汉坤解读：**此前《材料清单》和协会系统已要求管理人提交全职员工的劳动合同和社保证明，但规定层面未明确何为“全职/专职”，此次《指引 1 号》规定了“专职工”是指与私募基金管理人签订劳动合同并缴纳社保的正式员工，签订劳动合同或者劳务合同的外籍员工、退休返聘员工，以及国家机关、事业单位、政府及其授权机构出资设立并控股制的企业委派的高级管理人员。

**(五) 不得变相开展冲突业务**

**汉坤解读：**《指引 1 号》在《登记备案办法》的基础上进一步规定，管理人不得直接从事冲突业务，也不得通过设立子公司、合伙企业或者担任投资顾问等形式，变相开展冲突业务。

**(六) 强调管理人登记信息变更的时限要求**

《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》第二十二条	《登记备案办法》第四十七条
<p>私募基金管理人发生以下重大事项的，应当在 <b>10 个工作日内</b>向基金业协会报告：</p> <p>（一）私募基金管理人的名称、高级管理人员发生变更；</p>	<p>下列信息发生变更的，私募基金管理人应当自变更之日起 <b>10 个工作日内</b>向协会履行变更手续：</p> <p>（一）名称、经营范围、资本金、注册地址、办公地址等基本信息；</p>

<b>《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》第二十二条</b>	<b>《登记备案办法》第四十七条</b>
(二) 私募基金管理人的控股股东、实际控制人或者执行事务合伙人发生变更； (三) 私募基金管理人分立或者合并； (四) 私募基金管理人或高级管理人员存在重大违法违规行为； (五) 依法解散、被依法撤销或者被依法宣告破产； (六) 可能损害投资者利益的其他重大事项。	(二) 股东、合伙人、关联方； (三) 法定代表人、高级管理人员、执行事务合伙人及其委派代表； (四) 中国证监会和协会规定的其他信息。
	<b>《指引 1 号》第十五条</b>
	<u>《登记备案办法》第四十七条和第四十八条第一款规定的“自变更之日起”，按照下列方式计算：</u> <u>(一) 变更事项需要办理市场主体变更登记的，自市场主体变更登记之日起计算；</u> <u>(二) 变更事项无需办理市场主体变更登记的，自相关协议或决议生效之日起计算；</u> <u>(三) 其他事项发生变更的，自实际发生变更之日起计算。</u>

**汉坤解读：**实践中就“自变更之日起”存在争议已久，《指引 1 号》给出了明确的计算方式，提示各管理人关注信息变更的时限要求。长期以来，信息更新不及时都是实践中管理人运营不规范的常见问题，证监会的私募专项合规检查和协会自律检查的案例中也多有因未及时更新管理人及其从业人员的有关信息而被采取行政监管措施或其他自律措施的情形。

### 三、小结

就管理人的基本运营要求，《登记备案办法》和《指引 1 号》对于管理人申请登记的时间、资本金、高管持股均提出了较高标准的新要求，对于管理团队前期搭建管理人股权架构、进行人员安排的影响较大，提示重点关注。同时，《指引 1 号》明晰了过往实操中的部分审核标准，以对管理人申请和运营有更直接的指引作用，例如经营场所要求、专职员工的界定、信息变更时限要求等。此外，就协会后续是否会就新规发布新的管理人登记申请材料清单、协会系统将会进行怎样的协同调整、新规正式施行后实操情况，我们将持续关注 and 解读。

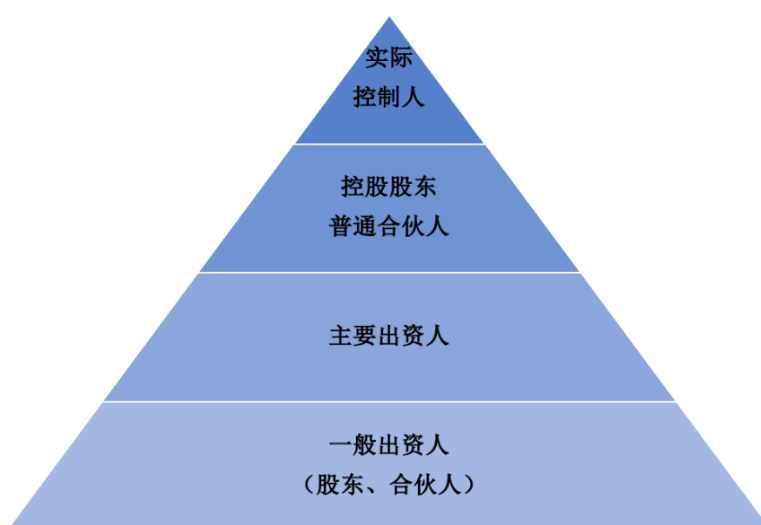
对于更多私募基金领域有价值的信息，欢迎随时联系您熟悉的汉坤专业人员。

## 13、《私募投资基金登记备案办法》及配套指引解读（三） — 私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人

作者：金融资管组

私募基金管理人的股东、合伙人及实际控制人，作为私募基金管理人的直接或间接出资人（“**出资人**”），通常可参与决策私募基金管理人的组织架构及运营策略、对私募基金管理人的业务运营施加重要影响，因此出资人适格性向来是监管部门在私募基金管理人登记审核和持续合规监管中关注的要点。在本次新出台的《私募投资基金登记备案办法》（“**《登记备案办法》**”）中，除正文中有多条相关规定外，监管机构还专门制定了《私募基金管理人登记指引第2号》（“**《指引2号》**”），明确了针对股东、合伙人、实际控制人的各项细化要求。

鉴于不同的出资人可能对私募基金管理人的经营决策参与程度及可对其业务运营施加的影响大小有所不同，监管机构针对不同组别的出资人也采取了差异化的监管逻辑。在《登记备案办法》和《指引2号》中，中国证券投资基金业协会（“**基金业协会**”）在过往监管规定和实操要求的基础上，分别针对构成私募基金管理人的实际控制人、控股股东/普通合伙人、主要出资人和一般出资人的出资人分层次明确了相关的资质条件和其他监管要求。本文中我们将以此等规定层级为线索简要梳理私募基金管理人出资人相关的监管规定要求。



### 一、实际控制人

实际控制人的适格性是私募监管的核心之一，大部分对私募基金管理人出资人的要求首先是对实际控制人的要求。

#### （一）认定标准

《登记须知》	《登记备案办法》
实际控制人应一直追溯到最后自然人、国资控股企业或集体企业、上市公司、受国外金融监管部	第八十条 实际控制人：是指通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配私募基金管理人运

门监管的境外机构。在没有实际控制人情形下，应由其第一大股东承担实际控制人相应责任。	营的自然人、法人或者其他组织。 实际控制人的具体认定标准由协会另行规定。
<b>《材料清单》</b>	<b>《指引 2 号》</b>
实际控制人是指能够实际支配企业运营的自然 人、法人或其他组织，认定实际控制人应穿透至 自然人、上市公司、国有控股企业或受境外金融 监管部门监管的境外机构。	第十一条 <a href="#">私募基金管理人为公司的</a> ，按照下列 路径依次认定实际控制人： （一）持股 50%以上的； （二）通过一致行动协议实际行使半数以上股东 表决权的； （三）通过行使表决权能够决定董事会半数以上 成员当选的 <a href="#">或者能够决定执行董事当选的</a> 。 实际控制人应当追溯至自然人、国有企业、上市 公司、 <a href="#">金融管理部门批准设立的金融机构、大学 及科研院所等事业单位、社会团体法人</a> 、受境外 金融监管部门监管的机构等。 通过一致行动协议安排认定实际控制人的，协议 不得存在期限安排。 <a href="#">不得通过任何方式隐瞒实际控制人身份，规避相 关要求。不得滥用一致行动协议、股权架构设计 等方式规避实际控制人认定，不得通过表决权委 托等方式认定实际控制人。</a>
<b>AMBERS 注解</b>	
实际控制人是指“控股股东（或派出董事最多的 股东、互相之间签有一致行动协议的股东）或能 够实际支配企业行为的自然人、法人或其他组 织。认定实际控制人应一致追溯到最后的自然 人、国资控股企业或集体企业、上市公司、受国 外金融监管部门监管的境外机构。可以为共同实 际控制。在符合上述要求的前提下，实际控制人 可按照下列情形进行认定：1）持股 50%以上的； 2）通过行使表决权能够决定董事会半数以上成 员当选的；3）通过投资关系、协议或者其他安排 能够实际支配公司行为且表决权持股超过 50% 的；4）合伙企业的执行事务合伙人；5）在无法 满足前述认定标准时，可以在系统中填报‘第一 大股东’，由其第一大股东承担相应的责任。”	第十二条 <a href="#">私募基金管理人为合伙企业的</a> ，认定 <a href="#">其执行事务合伙人或者最终控制该合伙企业的 单位或者自然人为实际控制人；执行事务合伙人 无法控制私募基金管理人的，结合合伙协议约定 的对合伙事务的表决办法、决策机制，按照能够 实际支配私募基金管理人行为的合伙人路径进 行认定。</a>

**汉坤解读：**在《登记备案办法》出台之前，实际控制人的定义和认定标准主要规定在《私募基金管理人登记须知》（“《[登记须知](#)》”）、《管理人登记申请材料清单》（“《[材料清单](#)》”）及资产管理业务综合报送平台的实际控制人界面中。本次《登记备案办法》再次明确了实际控制人的定义，并通过《指引 2 号》细化了不同情形下实际控制人的认定要求，如私募基金管理人为公司或合伙企业的，也包括由国资或外资实际控制的、单一、共同或无实际控制人的情形。

总体来说，实际控制人的定义和认定标准的表述虽然与过去并不完全相同，但大体并未超出过去对实际控制人的认知范围，只是进一步明确和细化了相关规定。可以看到，可认定为实际控制人的主体类型在原来几类的基础上，还新增了金融管理部门批准设立的金融机构、大学及科研院所等事业单位和社会团体法人，且针对国资背景的私募基金管理人的实际控制人认定进行了灵活规定，这应是基金业协会在总结实践经验后作出的符合行业实际需求的新修改。

## （二）任职要求

《登记备案办法》

第九条 私募基金管理人的实际控制人为自然人的，除另有规定外应当担任私募基金管理人的董事、监事、高级管理人员或者执行事务合伙人或其委派代表。

**汉坤解读：**这是本次《登记备案办法》较过往实操新增的要求，要求自然人实际控制人应该在私募基金管理人担任一定职务，实际参与经营管理。结合《登记备案办法》第八条对私募基金管理人的法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、负责投资管理的高级管理人员在私募基金管理人的持股要求，可以看出监管希望私募基金管理人的出资权益和管理职权能实质性“绑定”的倾向。实际控制人不应只被动享有出资收益，而应积极主动地参与到私募基金管理人的日常经营管理中，从而更有效地督促私募基金管理人遵照监管要求开展经营活动。

(三) 变更条件

《登记须知》	《登记备案办法》
已登记的私募基金管理人申请变更控股股东、变更实际控制人、变更法定代表人执行事务合伙人（委派代表）等重大事项或协会审慎认定的其他重大事项的，应提交私募基金管理人重大事项变更专项法律意见书，对私募基金管理人重大事项变更的相关事项逐项明确发表结论性意见，还应当提供相关证明材料，充分说明变更事项缘由及合理性；已按基金合同、基金公司章程或者合伙协议的相关约定，履行基金份额持有人大会、股东大会或合伙人会议的相关表决程序；已按照《私募投资基金信息披露管理办法》相关规定和基金合同、基金公司章程或者合伙协议的相关约定，向私募基金投资者及时、准确、完整地进行了信息披露。	<p>第四十八条 私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人等发生变更的，私募基金管理人应当自变更之日起 30 个工作日内向协会履行变更手续，提交专项法律意见书，就变更事项出具法律意见。</p> <p>私募基金管理人实际控制权发生变更的，<a href="#">应当就变更后是否全面符合私募基金管理人登记的要求提交法律意见书，协会按照新提交私募基金管理人登记的要求对其进行全面核查</a>。股权、财产份额按照规定进行行政划转或者变更，或者在同一实际控制人控制的不同主体之间进行转让等情形，不视为实际控制权变更。</p> <p><a href="#">私募基金管理人的实际控制权发生变更的，变更之日前 12 个月的管理规模应当持续不低于 3,000 万元人民币。</a></p>

**汉坤解读：**《登记备案办法》延续了过去《登记须知》中就实际控制人变更事项需要聘请律师事务所出具法律意见书的要求。不同的是，《登记备案办法》进一步要求，实际控制权发生变更的，法律意见书应就变更后申请机构是否全面符合私募基金管理人登记的要求提交法律意见书，基金业协会将按照新提交私募基金管理人登记的要求对申请机构进行全面核查，而在此之前，全面核查的要求主要针对的是法定代表人/执行事务合伙人（委派代表）、主要出资人、实际控制人均发生变化的申请机构。实际控制人发生变更的，私募基金管理人还应当及时向投资者履行信息披露义务，并按照基金合同约定履行相关内部决策程序。

此外，《登记备案办法》还对拟进行实际控制人变更的申请机构设置了规模前提，变更之日前 12 个月的管理规模持续不低于 3,000 万元人民币的私募基金管理人方可进行私募基金管理人变更。我们理解基金业协会新增的这一要求主要意在进一步限制买壳、卖壳行为，但实践中也存在不少正常商业活动下的管理规模变化，比如前期基金进入退出期而后续基金尚未完成募集的情况下，管理规模的下降有其合

理性。

## 二、控股股东、普通合伙人

部分要求的适用对象从实际控制人延申至控股股东及普通合伙人。

### (一) 专业要求

《材料清单（私募股权、创业投资基金管理人）》	《登记备案办法》第九条
实际控制人为自然人且不具备 3 年以上金融行业、投资管理或拟投领域相关产业、科研等方面工作经历的，申请机构应提供材料说明实际控制人如何履行职责。	第九条 有下列情形之一的，不得担任私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人：  （三） <a href="#">控股股东</a> 、实际控制人、 <a href="#">普通合伙人</a> 没有经营、管理或者从事资产管理、投资、相关产业等相关经验，或者相关经验不足 <a href="#">5</a> 年；
《材料清单（私募证券投资基金管理人）》	
实际控制人为自然人且不具备 3 年以上金融行业或投资管理等方面工作经历的，申请机构应提供材料说明实际控制人如何履行职责。	

**汉坤解读：**《登记备案办法》要求控股股东、实际控制人、普通合伙人要有经营、管理或者从事资产管理、投资、相关产业等相关经验，《指引 2 号》则在《登记备案办法》的基础上，分别就私募证券投资基金管理人和私募股权基金管理人的自然人实际控制人在工作经验方面的专业要求做出了具体规定。相较于此前《材料清单》的要求，控股股东、实际控制人、普通合伙人的相关经验年限从 3 年提高到了 5 年。值得关注的是，《指引 2 号》仅就自然人实际控制人的专业要求作出了具体规定，而未明确控股股东、普通合伙人是否同样适用该等规定。严谨起见，还在筹备阶段的私募基金管理人可以考虑就控股股东、普通合伙人的专业经验参照适用《指引 2 号》对自然人实际控制人的要求。

从《指引 2 号》第九、十条规定来看，私募股权基金管理人和私募证券投资基金管理人的实际控制人专业要求大致相同，唯私募股权基金管理人的实际控制人可由运作良好、合规稳健并具有一定经营规模的企业担任股权投资管理部门负责人，或者担任高级管理人员或者具有相当职位管理经验，或者在具备一定技术门槛的大中型企业担任相关专业技术职务，或者是科研院校相关领域研究的专家教授、研究人员担任，而具备该等条件的人员尚不符合私募证券投资基金管理人的实际控制人专业从业经验的要求。这一区别基本沿袭了过去《材料清单》中分别对私募股权基金管理人和私募证券投资基金管理人的实际控制人工作经历的差异化要求。但在此之前，不同于高级管理人员，实际控制人的相关领域工作经验并非私募基金管理人登记的必备条件，也未曾要求控股股东、普通合伙人必须有相关经验，只要能提供材料合理说明实际控制人可以履行职责，仍可以登记为私募基金管理人。《登记备案办法》和《指引 2 号》的这一变化体现出基金业协会对私募基金管理人规范、专业运作的高标准，也意味着设立私募基金管理人门槛进一步提高。

(二) 变更条件

原《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》	《登记备案办法》
<p>第二十二条 私募基金管理人发生以下重大事项的，应当在 10 个工作日内向基金业协会报告：</p> <p>（二）私募基金管理人的控股股东、实际控制人或者执行事务合伙人发生变更；</p>	<p>第四十八条 私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人等发生变更的，私募基金管理人应当自变更之日起 <b>30 个工作日内</b>向协会履行变更手续，提交专项法律意见书，就变更事项出具法律意见。</p>

**汉坤解读：**《登记备案办法》在原《登记须知》的基础上，就控股股东、实际控制人、普通合伙人变更的报送义务新增了办理变更的时间要求，即自变更之日起 30 个工作日内向协会履行变更手续并提交专项法律意见书。

实际上，原《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》中也曾规定，私募基金管理人的控股股东、实际控制人或者执行事务合伙人发生变更的，应当在 10 个工作日内向基金业协会报告。但自从新增了就该等变更出具专项法律意见书的要求后，这一时限要求客观上变得很难达成，也因此，我们注意到实操中基金业协会在审核该等变更事项时，并未对适当逾期办理变更的申请机构作出特别的处理。此次《登记备案办法》适当放宽了办理变更的时间要求，但根据我们的实操经验，30 个工作日仍不算宽裕，尤其是在发生实际控制人变更的情况下，还需全面核查申请机构是否满足私募基金管理人登记的要求。在此也提示各私募基金管理人在正式启动控股股东、实际控制人和普通合伙人变更前，尽量与律师提前沟通变更安排。

此外，需要提示的是，私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人发生变更但未在基金业协会完成变更手续的，应当审慎开展新增业务；尤其是在此期间涉及募集资金的，应当向投资者揭示变更情况，以及可能存在无法完成变更登记和基金备案手续的合规风险。

三、主要出资人

根据《登记备案办法》第八十条的释义，主要出资人是指持有私募基金管理人 25%以上股权或者财产份额的股东、合伙人。这在《材料清单》中已有所体现，本次以规范释义的形式予以明确。主要出资人虽不一定是控股股东或普通合伙人，但也对私募基金管理人有一定实质的影响，故基金业协会对其也有一些特别要求。

(一) 负面清单

《登记备案办法》
<p>第九条 有下列情形之一的，不得担任私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人：</p> <p>（四）控股股东、实际控制人、普通合伙人、主要出资人在非关联私募基金管理人任职，或者最近 5 年从事过冲突业务；</p>
<p>第十五条 有下列情形之一的，不得担任私募基金管理人，不得成为私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人或者主要出资人：</p> <p>（一）有本办法第十六条规定情形；</p>

- (二) 被协会采取撤销私募基金管理人登记的纪律处分措施，自被撤销之日起未逾 3 年；
- (三) 因本办法第二十五条第一款第六项、第八项所列情形被终止办理私募基金管理人登记的机构及其控股股东、实际控制人、普通合伙人，自被终止登记之日起未逾 3 年；
- (四) 因本办法第七十七条所列情形被注销登记的私募基金管理人及其控股股东、实际控制人、普通合伙人，自被注销登记之日起未逾 3 年；
- (五) 存在重大经营风险或者出现重大风险事件；
- (六) 从事的业务与私募基金管理存在利益冲突；
- (七) 有重大不良信用记录尚未修复；
- (八) 法律、行政法规、中国证监会和协会规定的其他情形。

**汉坤解读：**《登记备案办法》第十五条通过负面清单的形式就不得担任私募基金管理人或其控股股东、实际控制人、普通合伙人或者主要出资人的情形加以规定。负面清单涵盖诚信记录、经营能力、经营风险、利益冲突等多方面的要求，且对私募基金管理人董事、监事、高级管理人员、执行事务合伙人或其委派代表的负面清单要求也均包含在内。此外，《登记备案办法》第九条中还有在非关联私募基金管理人任职，或者最近 5 年从事过冲突业务等限制。在这些要求中，大部分是有客观判断依据的，但也有少量要求的衡量标准还有待实践摸索，比如存在重大经营风险或者出现重大风险事件、从事的业务与私募基金管理存在利益冲突等。

## (二) 加强核查

### 《指引 2 号》

第八条 私募基金管理人及其控股股东、实际控制人、普通合伙人、主要出资人最近 3 年有下列情形之一的，协会加强核查，并可以视情况征询相关部门意见：

- (一) 被中国证监会及其派出机构采取公开谴责、限制业务活动、责令处分有关人员等行政监管措施；
- (二) 被协会采取公开谴责、限制相关业务活动、不得从事相关业务等纪律处分措施；
- (三) 在因《登记备案办法》第二十五条第一款第六项、第八项所列情形被终止登记的私募基金管理人担任主要出资人、未明确负有责任的高级管理人员；
- (四) 在因《登记备案办法》第七十七条所列情形被注销登记的私募基金管理人担任主要出资人、未明确负有责任的高级管理人员；
- (五) 在存在重大风险或者严重负面舆情的机构、被协会注销登记的机构任职；
- (六) 需要加强核查的其他情形。

**汉坤解读：**该条列举的相关情形，与前述《登记备案办法》第十五条列举的不得担任私募基金管理人或其控股股东、实际控制人、普通合伙人或者主要出资人的情形部分重合，这也体现了私募基金管理人的持续性合规要求。完成私募基金管理人登记并不意味着已满足全部合规要求，而只是合规从业的起点。

## 四、一般出资人

《登记备案办法》重新梳理了对私募基金管理人一般出资人（即所有股东或合伙人）的相关要求，较之

以往更为丰富、全面。

### （一）负面清单

《登记备案办法》
<p>第九条 有下列情形之一的，不得担任私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人：</p> <p>（一）未以合法自有资金出资，以委托资金、债务资金等非自有资金出资，违规通过委托他人或者接受他人委托方式持有股权、财产份额，存在循环出资、交叉持股、结构复杂等情形，<a href="#">隐瞒关联关系</a>；</p> <p>（二）<a href="#">治理结构不健全，运作不规范、不稳定，不具备良好的财务状况，资产负债和杠杆比例不适当，不具有与私募基金管理人经营状况相匹配的持续资本补充能力</a>；</p> <p>（三）控股股东、实际控制人、普通合伙人没有经营、管理或者从事资产管理、投资、相关产业等相关经验，或者相关经验不足5年；</p> <p>（四）控股股东、实际控制人、普通合伙人、主要出资人在非关联私募基金管理人任职，或者最近5年从事过冲突业务；</p> <p>（五）法律、行政法规、中国证监会和协会规定的其他情形。</p> <p>私募基金管理人的实际控制人为自然人的，除另有规定外应当担任私募基金管理人的董事、监事、高级管理人员，或者执行事务合伙人或其委派代表。</p>

**汉坤解读：**《登记备案办法》列举了不能担任私募基金管理人出资人的情形。概括而言，基金业协会对私募基金管理人出资人的要求主要体现在出资来源、架构安排、内部治理、财务状况等方面。

出资来源和架构安排的要求基本延续原有规定，并额外强调了不得隐瞒关联关系。我们理解此处的“关联关系”应是指私募基金管理人的直接或间接出资人之间的关联关系。此外，根据《登记备案办法》第六十七条规定，违反出资来源和架构安排要求的，不仅不是私募基金管理人的适格出资人，还可能面临基金业协会的自律处罚。

内部治理则是新出现的要求，《登记备案办法》首次对私募基金管理人出资人的内部治理结构健全、运作规范和稳定提出要求，但未设置量化评价标准。

与之相关的，还有出资人的财务状况。不同于此前《登记须知》仅要求出资人应具备与其认缴资本金额相匹配的出资能力，《登记备案办法》要求出资人的资产负债和杠杆比例适当，且应具有与私募基金管理人经营状况相匹配的持续资本补充能力。这一规定为私募基金管理人出资人提供了自查其财务状况的角度，也给部分现有资产状况尚不能完全匹配其对私募基金管理人的认缴出资额、但有持续经营能力或收入来源的出资人留出一定空间，但同样也缺少一定的衡量标准。未来如何对私募基金管理人出资人的内部治理和财务状况定性可能会是实操中的难点之一。

### （二）告知义务

《登记备案办法》
<p>第四十九条 私募基金管理人的股东、合伙人、实际控制人拟转让其所持有的股权、财产份额或者实际控制权的，应当充分了解受让方财务状况、专业能力和诚信信息等，并向其告知担任股东、合伙人、实际控制人的相关监管和自律要求。</p>

**汉坤解读：**针对私募基金管理人的股权、财产份额或实际控制权转让，《登记备案办法》给私募基金管理人的出资人、实际控制人新增了对受让方财务状况、专业能力和诚信信息等资质的尽调义务，并要求出资人、实际控制人向受让方告知相关监管要求。我们理解这一要求的初衷是为了降低出资权益变更后私募基金管理人不能满足持续合规要求的风险，但这也一定程度上意味着私募基金管理人的出资人、实际控制人在完成转让后仍可能会因为受让方的不合规而承担自律责任。《登记备案办法》第六十七条规定的可能对股东、合伙人、实际控制人进行自律处罚的几种情形中，就包括了违规转让股权、财产份额或者实际控制权。谨慎起见，我们建议有这方面需求的出资人、实际控制人可以在转让前就其尽调和告知行为留痕。

## 五、结语

以上分层次梳理了基金业协会在《登记备案办法》及《指引 2 号》中对私募基金管理人实际控制人、控股股东/普通合伙人、主要出资人及一般出资人的核心要求，另有一些规定基本延续了原有要求，受限于篇幅，本文未一一罗列。总体而言，《登记备案办法》和《指引 2 号》在总结过往私募基金管理人登记审核经验的基础上，填补了原有规则中的潜在漏洞，提高了私募基金管理人登记门槛和持续合规运营要求，体现出基金业协会面对乱象丛生的私募基金行业从严规范的监管态度和“扶优限劣”的监管原则。当然，其中尚存在一些未尽完善或明确之处，有待私募基金行业从业者与基金业协会一起在实践中继续摸索。

---

## 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](mailto:wenyu.jin@hankunlaw.com)

---

**上海 曹银石 律师：**

电话： +86 21 6080 0980

Email: [yinshi.cao@hankunlaw.com](mailto:yinshi.cao@hankunlaw.com)

---

**深圳 王哲 律师：**

电话： +86 755 3680 6518

Email: [jason.wang@hankunlaw.com](mailto:jason.wang@hankunlaw.com)

---

**海口 朱俊 律师：**

电话： +86 898 3665 5000

Email: [jun.zhu@hankunlaw.com](mailto:jun.zhu@hankunlaw.com)

---

**武汉 马姣 律师：**

电话： +86 27 5937 6200

Email: [jiao.ma@hankunlaw.com](mailto:jiao.ma@hankunlaw.com)

---

**香港 陈达飞 律师：**

电话： +852 2820 5616

Email: [dafei.chen@hankunlaw.com](mailto:dafei.chen@hankunlaw.com)

---