

作者：郭克军 魏海涛 赵海洋 邹璐 龙瑶莹

[#境内上市#](#)[#GDR](#)

---

## 一、境内上市公司境外发行GDR概况

境内上市公司境外发行全球存托凭证（Global Depository Receipts, GDR）是指境内上海证券交易所（下称“上交所”）、深圳证券交易所（下称“深交所”）上市公司以A股股票为基础证券，在英国、瑞士、德国等境外资本市场发行并上市由存托人签发的存托凭证，境外投资者持有存托凭证即可享有境内上市公司对应的基础证券权益。

随着中国企业自身商业价值的提升，中国企业借力资本市场向海外市场大举进军是发展的必然。与A股再融资、H股IPO相比，发行GDR融资具有审核时间短、发行价格相对较高、发行对象广泛、募集资金用途相对灵活、转让限制较少且可实现与A股灵活转换等优势。早在2018年10月，中国证监会发布《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》，正式建立上交所与伦敦证券交易所（下称“伦交所”）互联互通的机制（下称“沪伦通”），符合条件的上交所上市公司，可以在英国发行GDR并在伦交所上市。沪伦通于2019年6月开始运作，为中国企业在欧洲融资提供了新的渠道。

2022年2月，中国证监会发布修订后的《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》（下称“《监管规定》”），将深交所符合条件的上市公司纳入适用范围，并将存托凭证业务的境外交易所市场拓展到瑞士、德国等欧洲主要市场。自《监管规定》发布以来，除明阳智能选择于伦交所上市外，其余公司均明确选择在瑞士证券交易所（下称“瑞交所”）上市。

客观而言，在当前国际局势下，响应国内资本市场政策号召，对于海外资本市

场上市进行更多元化的尝试是大势所趋。新近的政策红利为中国企业探索欧洲资本市场提供了良好机会。我们拟结合近期承办的GDR项目就境内上市公司发行GDR相关事项进行解读。

## 二、GDR规则解读

### （一）中国境内规则解读

#### 1. 适用规则梳理

GDR发行上市除需满足境外上市的一般性规定外，中国证监会、沪深交易所也对GDR发行做出了特别的规定，经梳理，GDR发行上市适用的规则如下：

#### 2. 规则要点解读

##### （1）GDR发行上市相关要求

###### ①基础证券形式：

根据《监管规定》第35条，境内上市公司发行GDR可以原有股票为基础，也可以增发股票作为基础。

解读：

由于以增发股票方式发行GDR可以在完成境外上市的同时为上市公司募集增量资金，因此，此种方式成为新近发布公告的上市公司发行GDR的首选。

###### ②负面清单：

《监管规定》第35条以负面清单形式列举了境内上市公司发行GDR不得存在的情形：

- a. 本次发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；
- b. 上市公司的权益被控股股东或者实际控制人严重损害且尚未消除；
- c. 上市公司及其附属公司违规对外提供担保且尚未解除；
- d. 现任董事、高级管理人员最近36个月内受到过中国证监会的行政处罚，或者最近12个月内受到过境内证券交易所公开谴责；
- e. 上市公司或者其现任董事、高级管理人员因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查；
- f. 最近一年及一期财务报告被注册会计师出具保留意见、否定意见或者无法表示意见的审计报告。保留意见、否定意见或者无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者本次发行涉及重大重组的除外；
- g. 严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形。

解读：上述负面清单与《上市公司证券发行管理办法》第39条关于上市公司非公开发行股票负面清单要求一致，未超出对上市公司再融资的监管要求。

③发行价格：  
《监管规定》第36条规定，境内上市公司以其新增股票为基础证券发行GDR的，发行价格按比例换算后原则上不得低于定价基准日（即存托凭证发行期首日）前20个交易日基础股票收盘价均价的90%。

解读：  
根据《上市公司证券发行管理办法》第38条的规定，上市公司非公开发行股票

的发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的80%。对比之下，发行GDR的发行底价要高于上市公司非公开发行股票的发行底价，因此，发行GDR对上市公司和中小股东的即期回报摊薄影响也会更小，更容易获取中小股东的支持。

#### ④与基础证券A股股票的转换限制期限

：  
《监管规定》第38条规定，境内上市公司发行的GDR可以与其对应的境内基础股票进行跨境转换，但自GDR上市之日起120日内不得转换为境内基础股票，境内上市公司控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的GDR自上市之日起36个月内不得转让。

解读：

根据《上市公司证券发行管理办法》第38条的规定，上市公司非公开发行的股票自发行结束之日起6个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股票18个月内不得转让。对比之下，对于认购GDR的境外投资者而言，在GDR发行上市后即可在境外交易所交易GDR，且自GDR上市之日起120天后还可选择转换为境内A股流通，GDR的转让限制较少，锁定期限也短于上市公司非公开发行股票的锁定期；对控股股东、实际控制人及其控制的企业而言，其认购GDR的锁定期则长于认购上市公司非公开发行股票的锁定期，一定程度上平抑了控股股东、实际控制人及其控制的企业减持GDR可能对市值造成的打压。GDR为境外投资者提供了更快的流动性和更好的稳定性，因此，更容易获取境外投资者的支持。

#### ⑤发行数量限制：

《监管规定》第38条规定，GDR存续期内的份额数量所对应的基础股票数量不得超过中国证监会批复的数量上限，因境内上市公司送股、股份分拆或者合并、转换比例调整等原因导致GDR增加或者减少的，GDR的数量上限相应调整。

解读：

根据上市公司再融资监管规定，上市公司非公开发行股票的发行数量原则上不得超过上市公司发行前总股本的30%。就发行数量而言，发行GDR对应的基础股票数量通常低于上市公司非公开发行股票的发行数量。

同时，《上交所暂行办法》第116条规定：“……（二）单只全球存托凭证存续份额数量所对应的基础股票数量占中国证监会批复数量上限的比例达到100%的，存托人应当暂停办理全球存托凭证生成业务……”，《深交所暂行办法》第116条亦有类似规定，即GDR存续期内数量达到中国证监会批复上限的，将无法再继续生成GDR。

#### ⑥存托和托管安排：

《监管规定》第37条规定，境内上市公司在境外发行GDR的，应当按照境内证券交易所和证券登记结算机构的规定办理存托凭证对应的新增股票上市和登记存管。《监管规定》第39条规定，境外存托人和开展跨境转换业务的境外证券经营机构，应当委托境内证券公司进行存托凭证对应的基础股票交易，并向境内证券交易所备案。《监管规定》第40条规定，境外存托人和开展跨境转换业务的境外证券经营机构，应当选择合格境外机构投资者或者具有托管资格的证券投资基金托管人托管资产。

#### 解读：

由于GDR属于可以转换为基础股票的权利凭证而非公司发行的股票，实质上为衍生证券，因此，GDR上市交易之前需完成存托、托管及跨境转换安排。根据市场惯例，公司及存托人将于GDR境外上市前签署存托协议，同时，境外存托人会选择一家境内具有托管资格的托管人托管基础财产（基础股票及其衍生权益），并委托一家境内证券公司进行存托凭证对应的基础股票交易。

#### ⑦境外投资者持股比例限制：

根据《监管规定》第43条，除履行存托职责的境外存托人、依法进行战略投资的境外投资者外，单一境外投资者（及其一致行动人）通过GDR和其他方式持有境内上市公司的权益应合并计算，持有权益的比例不得超过该公司股份总数的10%；境外投资者持有单一境内上市公司A股权益的比例合计不得超过该公司股份总数的30%。

#### 解读：

GDR发行完成后境外存托人将作为名义持有人持有GDR所代表的A股股票，并依据GDR持有人的指示行使表决权，因此，境外投资者通过GDR和其他方式持有境内上市公司的权益应合并计

算，并适用《证券法

》关于权益变动的披露规则。随着GDR项目的增多，境外投资者因合并持有权



益而涉及的信息披露事项也需要发行GDR的境内上市公司予以关注。

#### ⑧交易和跨境转换安排：

根据《监管规定》《上交所暂行办法》《深交所暂行办法》（“《上交所暂行办法》《深交所暂行办法》”以下合称“《暂行办法》”）《上交所跨境转换指引》《深交所跨境转换指引》等相关规定的要求，境内上市公司发行的GDR可以在符合境内外监管要求的情况下，通过跨境转换机构与基础证券A股股票进行转换。跨境转换机构应符合相关监管要求规定的条件，在交易所进行备案，并依法开立跨境转换专用证券账户和资金账户，按照国家关于跨境资金管理的有关规定和中国证监会规定的投资范围、资产余额上限，依法合规开展跨境交易。

#### 解读：

GDR发行完成后，GDR持有人除可以通过境外交易所直接买卖GDR外，还可以通过跨境转换机构生成和兑回GDR，前述跨境转换机构需要是瑞交所的会员并且在沪深交易所备案。当境外投资者需要买入GDR时，可以将资金支付给境外跨境转换机构，跨境转换机构可以根据境外投资者的指令通过委托沪深交易所会员买入A股股票并交付给存托人，存托人根据托管人的通知和境外跨境转换机构的指令，向相应投资者签发相应的GDR，由此生成的GDR可以在瑞交所交易。境外投资者需要卖出GDR时，跨境转换机构可以根据境外投资者的指令指示存托人注销相应的GDR，并由托管人根据存托人的通知将相应的A股股票交付境外跨境转换机构，由境外跨境转换机构委托沪深交易所会员卖出A股股票并将变现资金交予境外投资者。

#### ⑨转换比例：GDR发行还需确定每份GDR与对应基础股票转换的比例。

#### 解读：

目前《监管规定》对于GDR的转换比例暂无明确要求，由发行人根据自身情况自行设定合适的转换比例。通常情况下，GDR上市地的境外交易所对GDR的公众持有量及公众持有市值会有要求，为满足境外交易所对GDR的上市要求，发行人通常会结合GDR对应基础股票的收盘价及GDR发行数量等因素综合确定转换比例。当前市场已公告案例中每份GDR代表5股或10股发行人A股股票的案例均有。

## （2）关于适用境内上市公司证券发行规定要求的解读

《监管规定》第35条及《暂行办法》第104条均规定，沪深交易所上市公司以其新增股票为基础证券在境外发行GDR的，应当符合《证券法》、中国证监会及沪深交易所有关上市公司证券发行的规定。目前市场上发行GDR的境内上市公司为实现融资之目的多倾向于选择增发新股作为基础证券，但如何适用境内上市公司证券发行规定尚未有进一步的操作指引。

我们初步理解，境外发行GDR项目可能无法完全依据上市公司境内发行证券项目进行操作：

一方面是规则层面，《证券法》《监管规定》《暂行办法》尚未有进一步的操作指引；另一方面是实操层面，境外上市项目在具体事项的披露及核查上与境内发行证券项目存在差异，例如在募投项目方面，境内上市公司增发股票需要对募集资金具体用途、募投项目备案及其环保、土地合规性等进行核查并发表意见，但就已公告的GDR项目来看，境外监管机构对于募投项目和募集资金使用要求相对简单，发行人通常只披露投资意向。因此，我们理解，GDR项目在适用境内上市公司证券发行规定要求上更侧重于合规性要求（例如不得存在负面清单的情形），在募投项目等方面有灵活适用规则的空间。

## （二）瑞士交易所规则解读

目前处于“中欧通”开放后的初期阶段，“中欧通”后市场上第一批发行GDR的公司绝大部分选择了瑞交所。瑞士作为永久中立的经济体，宏观经济、金融环境、瑞士法郎

汇率均比较稳定，且瑞士对于国际资本市场的开放性程度较高，法规政策有利于我国上市公司采用GDR方式登陆国际资本市场。境外规则层面，我们主要对瑞交所规则进行解读。

瑞士金融市场监管局（Swiss Financial Market Supervisory Authority）（下称“瑞士金管局”）及瑞交所对在中国注册的公司发行GDR的监管规则主要包括《瑞士联邦金融服务法》《金融服务条例》《瑞士证券交易所上市规则》<sup>[1]</sup>

《股本证券程序指引》《股本证券、债券、可转债、衍生品和集合投资计划日常报告义务指引》，具体要求包括：

1. 公司需根据注册地法律依法成立并已经在认可的境外证券交易所（包括上交所、深交所）上市；
2. 公司已经按照所适用会计准则（包括中国企业会计准则）编制了三年的财务报表，该财务报表已经由中国证监会认可的注册会计师审计；
3. GDR的发行需遵守中国的法律法规及公司章程，已妥善获得授权，并已取得必要的法定和其他批准；
4. GDR将可以被自由转让，并已获完全缴足；
5. 公司的总股本需至少为2500万瑞士法郎（或等值外汇）；
6. 除非另有豁免，初始上市时GDR的公众持有量达到20%以上，且公众持有的市值至少为2500万瑞士法郎；
7. GDR需通过瑞交所认可的结算系统进行清算和结算，并委任适当的支付代理人用以分红派息等。

基于第一批“中瑞通”企业GDR上市的背景，2022年7月，瑞交所对《瑞士证券交易所上市规则》进行了修订，主要侧重于以下方面：

1. 对GDR存托人、存托协议的监管要求：要求存托协议必须规定存托人在破产的情形下能够分离/隔离基础财产（基础证券及其衍生权益），为投资者提供保障；存托人有义务向瑞交所监管局告知与实施托管协议有关的信息和文件，并按要求保存该协议；
2. 发行人应适用《The Directive on Disclosure of Management Transactions》（《关于披露管理层交易的指令》）；
3. 发行人须在招股说明书中声明其符合本国市场的公司治理规则；
4. 发行人应适用《The Directive Ad Hoc Publicity》（《关于信息临时公告的指令》）；



总体上看，目前瑞交所新修订的上市规则并没有提高GDR项目的监管门槛，主要加强了对GDR存托及托管、发行人上市后持续合规的监管要求。整体而言，瑞交所法规政策环境仍较为宽松，亦认可以中国会计准则出具的审计报告，其上市要求低于伦交所、香港联交所，未来有望成为我国境内企业境外上市的主力市场之一。

## 下期预告

在第二篇中，我们将对GDR上市的主要流程进行全面介绍，并针对需要重点关注的问题进行深度解读。

[注]

[1] 2022年7月22日，瑞士交易所监管局（SIX Exchange Regulation AG）在获得瑞士金管局批准后，正式公布修订后的瑞交所上市规则，修订后的瑞交所上市规则自2022年7月25日正式生效。

---

### 特别声明：

以上所刊登的文章仅代表作者个人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。

如需转载或引用该等文章的任何内容，请私信沟通授权事宜，并于转载时在文章开头处注明来源于公众号“中伦视界”及作者姓名。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。

点击“下方链接”，可查阅该专业文章官微版。

[境内上市公司境外发行GDR并上市（一）：规则解读及项目实操](#)