



漢坤律師事務所

# 汉坤法律评述



融贯中西 · 务实创新

2018年3月31日

## 与新经济同行！回归新路径系列之二：CDR 来了！

——创新企业境内发行股票或存托凭证试点意见评述

李时佳 | 吴楷莹 | 李来祥

2018年3月初，我们曾在本公众号上发表过一篇题为“与经济同行！回归新路径系列之一：CDR 初探”的文章。该文文末写道，“CDR 在中国成功落地尚需对现有法律框架和实施细则进行一定的创新和调整，并协调国内不同监管部门以及跨境证券监管部门通力合作，但不排除上述步伐以超越想象的速度迈进的可能”，果然，时隔仅 20 多天，中国存托凭证（CDR）来了！——2018年3月30日，国务院在官方网站上发布《国务院办公厅转发证监会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》（国办发〔2018〕21号）（下称“《试点意见》”）<sup>1</sup>，明确宣布开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点（该等试点下称“试点政策”）。同日，中国证券监督管理委员会（下称“证监会”）也在其官方网站刊登了《新闻发言人常德鹏就开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点答记者问》（下称“《证监会答记者问》”）<sup>2</sup>，对《试点意见》进行了权威解读。

下文我们将结合中国现行证券监管法律法规、《试点意见》及《证监会答记者问》，对上述新鲜出炉的试点政策的概要、适用范围（试点企业的行业类别和认定标准）、上市方式及条件（如何上市）以及上市后可能面临/解决的问题（上市对企业自身的影响）进行简要的分析和评述，以帮助相关市场主体进一步理解试点政策的内容及影响。

### 一、 试点政策概要

根据《证监会答记者问》，《试点意见》对支持创新企业在境内发行上市作了系统制度安排，其主要内容包括：一是，明确境外注册的红筹企业可以在境内发行股票；二是，推出存托凭证这一新的证券品种，并对发行存托凭证的基础制度作出安排；三是，进一步优化证券发行条件，解决部分创新企业具有持续盈利能力，但可能存在尚未盈利或未弥补亏损的情形；四是，充分考虑部分创新企业存在的 VIE 架构、投票权差异等特殊的公司治理问题，作出有针对性的安排。

我们理解，就新推出的存托凭证，本次出台的《试点意见》，实质上系依据《中华人民共和国证券法》（下称“《证券法》”）第二条对存托凭证属于《证券法》规定的“其他证券”进行了认定，

<sup>1</sup> [http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-03/30/content\\_5278689.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2018-03/30/content_5278689.htm)

<sup>2</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201803/t20180330\\_336055.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201803/t20180330_336055.html)

为证监会后续协调外汇管理等各有关政府部门，推进试点改革措施以及制定完善包括 CDR 制度等配套制度及监管规则奠定了基础，拉开了创新企业境内发行上市制度改革的序幕。

## 二、 试点政策适用范围：谁能成为试点企业？

### 1. 试点企业的类型

从《试点意见》的相关规定来看，试点企业既包括已在境外上市的红筹企业，也包括尚未实现上市的企业（涵盖红筹企业而非红筹企业），具体分为三种类型：

- 1) 已在境外上市的红筹企业；
- 2) 未在境外上市的红筹企业；
- 3) 境内注册企业。

所谓红筹企业，是指注册地在境外、主要经营活动在境内的企业。根据《试点意见》，试点企业可根据相关规定和自身实际，选择申请发行股票或存托凭证上市（具体见下文）。

### 2. 试点企业的认定标准

《试点意见》中对试点企业应符合的条件作出了一些框定，大致为试点企业需满足行业类别（高新技术产业和战略性新兴产业）及企业自身条件（符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高且达到相当规模）两项标准，《试点意见》同时指出，试点企业具体标准由证监会制定。《试点意见》中明确的试点企业应符合的条件具体如下表所示：

	境外上市大型红筹企业	未境外上市红筹企业	未境外上市境内公司
市值/估值/ 营业收入	市值不低于 <b>2000 亿元</b> 人民币	最近一年营业收入不低于 <b>30 亿元人民币</b> 且估值不低于 <b>200 亿元人民币</b>	
可替代条件	-	如果不满足上述营收和估值指标，则应当营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位	
企业地位	符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高		
所属行业	属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，且 <b>达到相当规模</b> 的创新企业		

我们注意到，在上述条件中，**并未包括任何盈利性指标**。根据《证监会答记者问》，创新企业境内发行上市将不再以实现盈利或不存在未弥补亏损作为发行条件。事实上，证监会已经就并未实现盈利的企业在境内发行开始相关动作，其于《试点意见》发布的同日公开发布了“关于就《关于修改〈首次公开发行股票并上市管理办法〉的决定》公开征求意见的通知”和“关于就《关于修改〈首次公开发行股票并在创业板上市管理办法〉的决定》公开征求意见的通知”（“**首发办法修订意见稿**”），在首发办法修订意见稿中明确根据《试点办法》认定的试点企业将不适用《首次公开发行股票

票并上市管理办法》（下称“《**主板首发办法**》”）和《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（下称“《**创业板首发办法**》”）项下与盈利指标及不存在未弥补亏损相关的发行条件。<sup>3</sup>

### 3. 试点企业的甄选方式

创新企业境内发行股票或 CDR 采用试点的模式，具体由证监会新设的科技创新产业化咨询委员会（下称“**咨询委员会**”）初步甄选试点企业。咨询委员会由相关行业权威专家、知名企业家、资深投资专家等组成。咨询委员会将综合考虑商业模式、发展战略、研发投入、新产品产出、创新能力、技术壁垒、团队竞争力、行业地位、社会影响、行业发展趋势、企业成长性、预估市值等因素对申请企业是否纳入试点范围作出初步判断。

我们注意到，咨询委员会的判断意见将作为证监会审核试点资格的重要依据，但最终决定申请企业是否列入试点仍取决于证监会的裁量权。并且，试点企业的入选不等同于批准发行上市。试点企业仍需严格按照规定的程序提交上市申请，在证监会严格按照法律法规及《试点意见》规定的条件审核通过后方可发行上市。

综上，试点企业的范围能够覆盖各种不同架构和发展阶段的创新企业，但甄选标准比较严格。其中，已在境外上市的红筹企业所适用的市值标准较为明确，但指标数额较高，仅少数中概股企业能够达标，未在境外上市的红筹企业所适用的估值具体方法以及营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的具体衡量标准仍有赖于咨询委员会的初步判断及证监会的最终决定。根据《证监会答记者问》，本次试点将严格按标准和程序甄选企业，把握企业数量和融资规模，合理安排发行时机与发行节奏。因此，即使创新企业符合相关标准，能否列入试点企业以及何时被列入试点企业仍取决于证监会的个案判断。

## 三、上市方式及条件：如何上市？

### 1. 上市方式

《试点意见》为试点企业提供了发行 CDR 或股票两种发行上市方式，具体包括三种情况：

#### 1) 试点红筹企业按程序在境内资本市场发行 CDR 上市

《试点意见》中明确了 CDR 的基本制度（详见下文），但具体配套制度及规则仍有待证监会、证券交易所及登记结算公司等有关部门根据《试点意见》制定及出台；

#### 2) 具备股票发行上市条件的试点红筹企业申请在境内发行股票上市

在 2009 年至 2010 年探讨境外公司到境内发行证券制度（即国际板）时，证监会就已研究考虑过 CDR 及直接发行股票两种方案。对于直接发行股票方案，证监会认为《证券法》并未明确禁止注册在境外的公司在境内发行证券，因此在国务院予以认定并且证监会出台相关发行制度的情况下，境外公司在境内直接发行股票无实质法律障碍；

#### 3) 境内注册的试点企业申请在境内发行股票上市

不论采用以上何种上市方式，试点企业在境内发行的股票或 CDR 均应在境内证券交易所

<sup>3</sup> [http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201803/t20180330\\_336059.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201803/t20180330_336059.htm)

[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201803/t20180330\\_336060.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201803/t20180330_336060.htm)

上市交易，并在中国证券登记结算有限责任公司集中登记存管、结算。

## 2. 上市条件

### 1) 试点企业发行股票上市的条件

试点企业（涵盖试点红筹企业和境内注册的试点企业）在境内发行股票应符合法律法规规定的股票发行条件，包括《证券法》《主板首发办法》《创业板首发办法》等法律法规关于股票发行条件的有关规定。其中，试点红筹企业股权结构、公司治理、运行规范等事项可适用境外注册地公司法等法律法规规定，但关于投资者权益保护的安排总体上应不低于境内法律要求。对存在协议控制架构的试点企业，证监会会同有关部门区分不同情况，依法审慎处理。

此外，根据《证监会答记者问》的说明，针对现行股票发行条件中对于企业盈利要求与创新企业在特定发展阶段高成长、高投入、实现盈利的周期较长等特点之间存在的冲突问题，证监会认为：

- (1) 从立法沿革来看，《证券法》规定股票发行条件中对于发行人具有“持续盈利能力”并不等同于发行人已持续盈利，企业具有盈利能力但基于长远发展及行业特点暂时未能盈利并不导致其不符合《证券法》的上述发行条件；
- (2) 为解决《主板首发办法》及《创业板首发办法》规定发行条件的障碍，证监会将启动程序修改《主板首发办法》第二十六条和《创业板首发办法》第十一条，明确规定符合条件的创新企业不再适用有关盈利指标及不存在未弥补亏损的发行条件。事实上，如上文所述，证监会已经公开发布了相关的首发办法修订意见稿。

综上，原则上试点企业如果在境内发行股票，则应当适用境内股票发行上市条件，但考虑到创新企业的特殊性，在制度上允许做出特殊安排，包括：

- (1) 在保证投资者权益保护不低于境内要求的前提下，考虑到红筹企业的发行主体为境外公司，在一定程度上允许其适用境外注册地公司法的特别规定。不过，我们注意到证监会3月30日发布的首发办法修订意见稿中并未对适用境外注册公司的有关事项作出专门豁免规定，具体允许适用境外注册地公司法特殊规定的情形将有待证监会另行出台专门规定/指导意见或在个案审核意见中予以明确；
- (2) 对协议控制架构（VIE）的企业给予了开口，将由证监会会同有关部门审慎处理，对此，我们理解具体处理方式需企业结合自身行业监管要求（外资限制程度）及股权结构（中方控制股权比例）等具体情况与证监会个案沟通确认；
- (3) 对符合条件的创新企业不再适用有关盈利指标及不存在未弥补亏损的发行条件。

### 2) 试点红筹企业发行CDR上市的条件

试点红筹企业在境内发行CDR应符合：

- (1) 《证券法》关于股票发行的基本条件。根据《证券法》第十三条，该等基本条件包括：  
(A)具备健全且运行良好的组织机构；(B)具有持续盈利能力，财务状况良好；(C)最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为；(D)经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。如前分析，持续盈利能力并不意味着试点企业需达到

已实现盈利的要求，但试点企业需要满足财务状况良好以及最近三年的报告期内财务报告无虚假记载和无重大违法行为的硬性条件。

- (2) 股权结构、公司治理、运行规范等事项可适用境外注册地公司法等法律法规规定，但关于投资者权益保护的安排总体上应不低于境内法律要求。
- (3) 存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的，应于首次公开发行时，在招股说明书等公开发行文件显著位置充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息，以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。

试点红筹企业发行 CDR 方式上市的发行条件仅需满足《证券法》关于股票发行的基本条件（而非试点企业发行股票上市对应的“法律法规规定的股票发行条件”），因此较之发行股票方式需符合的股票发行条件（包括实际控制人及管理层稳定、股权清晰、独立性等）更具有灵活性。根据《证监会答记者问》，符合试点条件的红筹企业，可以优先选择通过发行存托凭证在境内上市融资；符合股票发行条件的，也可以选择发行股票。

此外，对于发行 CDR 上市的试点企业存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的，除需要披露风险及公司治理等信息外，还需披露保护投资者合法权益的各项措施。我们理解证监会嗣后有可能根据境内上市公司治理及国际实践提出对于不同投票权或协议控制架构需要满足的投资者权益保护措施的具体要求，且目前在香港实行的发行上市制度改革中所采用的对于不同投票权架构的投资者保护要求有可能将被境内监管层所吸收和参考。

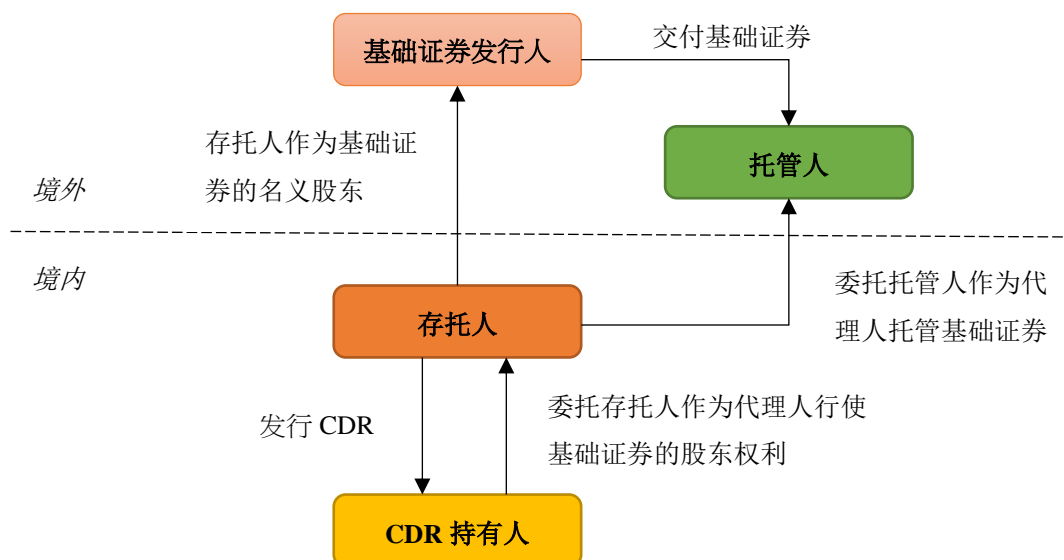
#### 四、 CDR 基础制度安排

《试点意见》及《证监会答记者问》中对于 CDR 的基本制度，主要涉及基础证券发行人、存托人、托管人及 CDR 持有人等主体的基本法律关系、权利义务及责任进行了框架性规定，具体如下：

1. **基础证券发行人**：基础证券发行人即试点红筹企业，应符合证券法关于股票等证券发行的基本条件，参与 CDR 发行，依法履行信息披露等义务，并按规定接受证监会及证券交易所监督管理。
2. **存托人**：基础证券发行人在境外发行的基础证券由存托人持有，并由存托人在境内签发 CDR。存托人应按照存托协议约定，根据 CDR 持有人意愿行使境外基础证券相应权利，办理 CDR 分红、派息等业务。存托人资质应符合证监会有关规定。
3. **CDR 持有人**：依法享有 CDR 代表的境外基础证券权益，并按照存托协议约定，通过存托人行使其权利。
4. **托管人**：存托人可在境外委托金融机构担任托管人。托管人负责托管 CDR 基础财产，并负责办理与托管相关的其他业务。

基础证券发行人、存托人及 CDR 持有人通过存托协议明确 CDR 所代表权益及各方权利义务。投资者持有 CDR 即成为存托协议当事人，视为其同意并遵守存托协议约定。存托协议应约定因 CDR 发生的纠纷适用中国法律法规规定，由境内法院管辖。

上述 CDR 的制度设计与国际上存托凭证（DR）的一般实践类似，参与主体各方的关系可以简化梳理为：



总体而言，《试点意见》对于 CDR 基础制度的规定意义主要在于依据《证券法》第二条规定对 CDR 作为在中国境内发行的证券的地位予以认定，同时明确 CDR 发行法律关系中的核心框架及法律适用问题。对于 CDR 制度的具体内容，如发行及上市的程序、存管协议格式及内容指引、CDR 的可转换性等问题，均交由证监会会同有关部门及机构予以制定。

## 五、 上市后可能面临/需解决的问题

三公（即公开、公平、公正）原则为《证券法》的核心原则。建立在这一原则上的信息披露及投资者权益保护规则，要求试点企业（不论是否为红筹架构或是否在境外上市）如在中国境内发行上市（不论以 CDR 或股票方式），均需公平保护投资者权益并做到充分信息公开。然而，由于中国证券监督管理部门及证券交易所对于信息披露及上市公司重大事项（例如重大投资、融资及资产重组等）的监管规则及要求与红筹试点企业目前境外上市地或未来拟境外上市地的监管规则及要求可能存在较大差异，可能导致试点企业承担更高的信息披露及监管成本，具体包括：

### 1. 信息披露

根据《试点意见》，试点红筹企业原则上依照现行上市公司信息披露制度履行信息披露义务。试点红筹企业及其控股股东、实际控制人等相关信息披露义务人在境外披露的信息应以中文在境内同步披露，披露内容应与其在境外市场披露内容一致。试点红筹企业在境内发行证券，应按照证券法等法律法规规定披露财务信息，并在上市安排中明确会计年度期间等相关问题。上述信息披露要求沿袭自此前 A+H 股上市公司监管的要求，在上海证券交易所及深圳证券交易所现行上市规则中也是采用类似的标准，即对于中国及境外同时上市的企业，在信息披露要求上采取按照孰严标准披露的要求。我们理解，在上述原则的基础上，证监会嗣后也将针对试点红筹企业的特点，对其信息披露作出相应安排，督促试点企业充分揭示风险。

考虑到试点红筹企业适用境外会计准则的情况,《试点意见》在上述原则的基础上进一步规定,试点红筹企业在境内发行证券披露的财务报告信息,可按照中国企业会计准则或经财政部认可与中国企业会计准则等效的会计准则编制,也可在按照国际财务报告准则或美国会计准则编制的同时,提供按照中国企业会计准则调整的差异调节信息。上述规定并未强制要求试点红筹企业按照中国企业会计准则重新单独编制财务报告,从而有助于降低试点企业的审计成本。

## 2. 投资者保护

首先,基于前述公平原则,《试点意见》原则性要求试点企业不得有任何损害境内投资者合法权益的特殊安排和行为。

其次,试点企业发行股票的,应执行境内现行投资者保护制度;尚未盈利的试点企业的控股股东、实际控制人和董事、高级管理人员在企业实现盈利前不得减持上市持有的股票。

再次,试点红筹企业发行存托凭证的,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,由存托人代表境内投资者对境外基础股票发行人行使权利。投资者合法权益受到损害时,试点企业应确保境内投资者获得与境外投资者相当的赔偿。考虑到 CDR 的持有人并未直接持有基础证券,需要由存托人和托管人持有并代为行使相关权益,存在类似于信托的法律风险。因此,《试点意见》规定,存托人和托管人将 CDR 基础财产与其自有财产有效隔离,不得将 CDR 基础财产归入其自有财产,不得违背受托义务侵占 CDR 基础财产。

最后,除上述对于投资者权益保护的原则性规定外,《试点意见》原则性允许试点红筹企业在公司治理及规范运作方面适用境外注册地公司法的特别规定,但前提是关于投资者权益保护的安排总体上应不低于境内法律要求。因此,目前尚无法确定在何种程度及哪些方面允许试点红筹企业作出与境内上市公司治理及规范运作差异性的安排。根据现行中国境内的上市公司监管规则以及证券交易所上市规则对于境内上市公司治理及规范运作的要求,上市公司增发股份融资、发行股份购买资产或重组上市均需经过证监会的行政许可流程,对于无需证监会核准但构成重大资产重组或达到一定金额以上的重大投资/资产重组行为亦有严格的董事会/股东大会程序、独立董事意见、专业机构意见及其他条件要求;境外上市地(美国)的对应要求可能相对宽松。对于试点红筹企业而言,需要继续关注证监会可能出台的红筹企业公司治理及规范运作的具体规定以及个案项目中的审核要求,并考虑其上市后的重大投融资及资产重组行为是否触及中国上市公司监管要求的相关标准,如达到相关标准,则可能需为符合中国上市公司程序及信息披露要求而付出额外的时间及费用成本。

## 3. 法律责任

根据《试点意见》,试点企业等相关市场主体违法违规发行证券,未按规定披露信息,所披露信息存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏,或者存在内幕交易、操纵市场等其他违法行为的,应依照证券法等法律法规规定承担法律责任。试点企业等相关市场主体导致投资者合法权益受到损害的,应依法承担赔偿责任,投资者可依法直接要求其承担损害赔偿责任。存托人或托管人违反本意见和证监会有关规定的,证监会可依法采取监管措施,并追究其法律责任。

## 4. 外汇监管

红筹企业发行 CDR 方式在境内上市的外汇监管问题主要涉及募集资金使用、分红、CDR 转换等方面的外汇管理问题。《试点意见》中明确：试点企业募集的资金可以人民币形式或购汇汇出境外，也可留存境内使用，但募集资金的使用、CDR 分红派息等应符合我国外资、外汇管理等相关规定。上述规定从原则上不限制募集资金的使用方式，但囿于现行资本项目的外汇管制，对于红筹架构（特别是 VIE 架构的企业）在境内发行股票或 CDR 募集资金的使用会否出台专门的规定或政策，仍有待明确。

## 5. 可转换性

CDR 与基础证券之间的转换要求及方式由证监会规定。从这一条规定看，中国政府似拟允许 CDR 与基础证券进行转换，但需要满足一定的要求及通过适当方式，此项事宜亦有待证监会出台相关配套规定予以明确。

## 6. 防范过度炒作

根据《证监会答记者问》针对试点企业概念题材多，易受市场追捧，上市后可能存在过度炒作的市场风险，证监会将采取加强投资者教育、强化市场创新、提高试点企业在公司治理、盈利模式、研发模式、技术产品替代等方面的信息披露要求等措施加以防范。

综上，无论是试点红筹企业，还是境内注册试点企业，由于其 CDR 或股票境内发行行为均属于在境内发行证券，因此属于《证券法》规制的范畴，需要符合《证券法》对于信息披露及投资者保护的强制性规定。并且，除《试点意见》及嗣后证监会可能出台的配套规则另有规定外，试点企业原则上需要符合中国境内上市公司监管的各项现行相关规定，否则将可能承担相应的法律责任。

## 六、 小结

《试点意见》的出台为符合条件的创新企业在境内通过发行股票或 CDR 上市的相关制度改革奠定了基础及法律依据，不过，嗣后仍有待证监会会同有关部门予以推进并出台相关配套制度及监管规则。根据《证监会答记者问》中的解读，对于本次试点，证监会将坚持稳中求进工作总基调并把防控风险放到更加重要的位置。为稳定市场预期，本次试点将严格按标准和程序甄选企业，把握企业数量和融资规模，合理安排发行时机与发行节奏，我们理解，这也意味着试点企业的数量、规模和发行节奏可能会统筹控制，对符合条件、具有代表性和示范性的创新企业分批逐渐开放。

尽管如此，CDR 在这个春天以迅疾的脚步到来，对于创新企业的回归而言仍然振奋人心！——本次试点的意义不仅仅在于使部分创新企业获得回归境内资本市场的机会，更在于通过创新企业境内发行的试点带动发行上市制度改革、上市公司监管规则改革以及境内资本市场估值逻辑的革新，使境内资本市场向更趋近于开放和市场化，为注册制改革奠定基础。

根据《证监会答记者问》，证监会将抓紧制定试点政策相关的配套制度，履行相关法律程序后向市场公布。同时，证监会将会同有关方面，精心组织实施试点。我们将对此保持关注，并就有关新进展与读者分享。

\*\*\*\*\*



“与新经济同行！回归新路径”系列：

与经济同行！回归新路径系列之一：CDR 初探

我们将陆续刊发该话题相关的解析系列文章，我们也将随时关注有关监管机构后续可能发布的最新政策，并将第一时间与您分享。

## 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，请联系汉坤**李时佳**律师（+86 85164236; [shijia@hankunlaw.com](mailto:shijia@hankunlaw.com)）或**吴楷莹**律师（+86 85254658; [Kaiying.wu@hankunlaw.com](mailto:Kaiying.wu@hankunlaw.com)）。