



2018年3月7日

与新经济同行！回归新路径系列之一：CDR 初探

李时佳 | 吴楷莹 | 李来祥

近日，有关中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）将接纳“新经济”（新技术、新产业、新业态和新模式）企业回归境内资本市场、允许部分已搭建境外结构的公司采用 CDR（Chinese Depository Receipt，中国存托凭证）的方式实现境内上市的消息大量涌现，一度沉寂的 CDR 又回到市场参与者的视野并引起了广泛关注。本文即拟结合存托凭证的一般原理及中国¹境内相关的法律制度和实践，以及近日被广为报道的接纳新经济企业境内上市的情境，对 CDR 制度进行初步探讨。

一、存托凭证的含义和交易结构

存托凭证（Depository Receipt）是指在某一国家或地区证券市场上发行与交易的可转让凭证，每份存托凭证代表一定数量的境外公司（存托凭证发行人）的已发行股票（即基础证券）。根据存托凭证上市地的不同，存托凭证被冠以不同的名称，主要包括面向单一证券市场的存托凭证，典型如美国存托凭证（American Depository Receipt 或 ADR），及在两个或以上证券市场上交易的全球存托凭证（Global Depository Receipt 或 GDR）等。

存托凭证的创设旨在便于存托凭证发行人在其注册地以外的证券交易市场上上市和交易。存托凭证代表的基础证券由存托机构以其名义持有，存托凭证的持有人通过存托机构实质享有相关基础证券的权益。存托凭证对应的基本交易结构为：

1. 存托凭证发行人将其已上市或拟上市的股票托管在注册地的托管银行；
2. 在托管完成后，存托机构以已托管股票为基础证券在上市地的证券市场发行一定数量的存托凭证；
3. 上市地投资者认购存托凭证并在上市地的证券市场交易该等存托凭证。

存托凭证代表的基础证券的增减、股东权利、公司治理等事宜须符合存托凭证发行人注册地法律法规的要求，同时存托凭证发行、报价、交易、结算及股息分配等事宜亦要符合上市地法律法规

¹ 在本文中，为行文便利，仅指中国大陆，不含中华人民共和国香港特别行政区、中华人民共和国澳门特别行政区和台湾。

的要求。在上述结构中，存托机构和托管银行是存托凭证发行和流通中关键的两个中介机构。存托机构一般由商业银行担任，也称为存托银行（Depositary Bank）。存托机构作为存托凭证的名义股东，为存托凭证投资者提供服务，包括帮助存托凭证发行人完成存托凭证的发行、注册、过户和注销，担任存托凭证发行人与投资者之间的信息媒介，以及代表投资者获取分红并代表投资者行使表决权等。托管银行（Custodian Bank）一般为存托凭证发行人注册地的商业银行担任，负责托管存托凭证所代表的基础证券。

二、 CDR 的概念和提出背景

1. CDR 的概念

中国存托凭证（CDR）是指以中国境内证券市场为其发行和交易场所的一种可转让的存托凭证。从国际惯例推知 CDR 基本操作逻辑可能是：存托机构将中国境外公司的股票存管于该等境外公司注册地的托管银行，并在中国境内发行代表该等股票的存托凭证，从而间接实现该等境外公司股票在中国境内证券市场交易和流通之目的（但不排除中国相关政府部门依据中国境内资本市场、外汇监管环境等因素做出一些有别于国际惯例安排的可能性）。

2. CDR 的背景

CDR 并非新鲜事物，在此前对 CDR 的探索中，较为人所知的事件包括：

- 1) 在 2009 年至 2011 年对上海证券交易所开设国际板的研究论证过程中，CDR 作为国际板的实现路径之一也一度被相关方作出研究和论证；
- 2) 2016 年 6 月 21 日，中国人民银行发布《中国人民银行 2015 年报》，表示将允许符合条件的优质外国公司在境内发行股票，可考虑推出可转换股票存托凭证（CDR）；
- 3) 2016 年 12 月 5 日，国务院发布《“十三五”国家信息化规划》，在政策措施的“开拓投融资渠道，激发发展活力”的一节中提出：“研究特殊股权结构的境外上市企业在境内上市的制度政策”。

不过，时至今日，除在相关内部研究及宏观规划文件中提及和论证外，中国相关政府部门（包括中国证监会）尚未就 CDR 制定或公开发布任何实质政策、制度、工作计划或时间表。

3. 哪些境外公司可能获准发行 CDR

从存托凭证的一般实践而言，在存托凭证上市地法律允许的前提下，存托凭证既可以由已在其他证券市场上市的公司发行，亦可以由其股票或其他证券从未上市的公司发行从而实现上市。目前我们尚不清楚中国证监会是否允许未上市的境外公司直接在中国境内发行 CDR。从相关新闻报道来看，中国证监会在现阶段持相当审慎的态度：仅邀请为数不多的知名“中概股”（主要运营实体和/或业务关系位于中国境内，但上市地在中国境外的上市公司）先行先试。但我们理解，如试验结果理想，不排除将发行主体范围拓展至符合一定条件的其他境外上市公司（包括中概股和非中概股），甚至向境外注册的非上市公司开放 CDR 发行渠道。

三、 CDR 涉及的主要法律问题

CDR 本身是对国际资本市场已经实践多年的存托凭证的借鉴，结合中国具体的监管环境，CDR 与中国现有法律框架之间的整合和协调不可避免。以下我们将就 CDR 引入过程中一些重点的中国法律问题进行探讨：

1. 与基础证券之间的可转换性

与基础证券之间的可转换性是指 CDR 与基础证券（CDR 所代表的发行人的股票）之间是否可以相互转换。这一点也实质影响着 CDR 的价格与发行人的股票及其他证券之间是否存在以及存在何等价格落差。如果 CDR 与基础证券不可互相转换（并进而不可与基础证券对应的发行人在其他证券市场发行的存托凭证相互转换），则 CDR 与基础证券，以及 CDR 与基础证券对应的发行人在其他证券市场发行的存托凭证，其各自价格取决于不同的证券市场上投资者各自的价值判断。

从目前市场上的一些新闻报道来看，从有利于金融市场稳定以及审慎推进改革的角度，中国的监管层可能更倾向于 CDR 和基础证券互相隔离、不可转换（或存在转换额度限制）。这一点不同于美国和香港证券市场，上述市场均允许存托凭证的持有人将存托凭证与基础证券相互转换²。不过，考虑到中国证券交易市场以散户投资者为主，CDR 作为稀缺的新投资品种，不排除价格被炒作后严重偏离合理价值区间，并发生难以预计的大额跨境资金流动；并且境内投资者通过将 CDR 转换为境外公司股票而成为境外公司的股东还涉及到境外投资审批/备案、外汇登记等问题，因此上述不可转换或限额转换的立场很可能为相关监管层所采纳（或阶段性采纳）。但长期来看，缺乏可转换性可能导致 CDR 的价格背离基础证券的价格。

2. CDR 上市审核标准及上市后对 CDR 上市公司的监管规则

由于针对 CDR 目前尚无与其发行对应的具体政策、制度和标准，我们将结合《证券法》并参照 A 股股票的首次公开发行与上市（“**A 股 IPO**”）以及中国境内上市公司监管的有关规则，对该种证券发行可能的审核标准及上市后监管要求来进行探讨：

1) 上市条件：

首先，根据《证券法》规定，公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门核准；未经依法核准，任何单位和个人不得公开发行证券。因此 CDR 的发行需要符合一定的法规条件并经过境内证券监管机构的核准。

根据《证券法》规定，公司申请公开发行新股的条件之一为具有持续盈利能力，而根据中国证监会《首次公开发行股票并上市管理办法》及《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》规定，公司申请 A 股 IPO 的重要条件之一为符合一定的净利润、营业收入等要求，具体而言：

- 申请在主板 A 股 IPO，申请人最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3,000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；且最近 3 个会计年度经营活动

² 《Investor Bulletin: American Depositary Receipts》

《HKEx's Framework for Depositary Receipts (HDRs) - Frequently Asked Questions (FAQs)》

产生的现金流量净额累计超过人民币 5,000 万元；或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元；

- 申请在创业板 A 股 IPO，申请人最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1,000 万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于 5,000 万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据。

就盈利要求一项而言，如果单纯参照 A 股 IPO 的条件要求 CDR 发行人，则势必将大量处在亏损期的新经济企业拒之门外。

2) 合规性审查:

A 股 IPO 对拟上市公司的合规性要求较高(相比之下,美国和香港基本采用披露为本的原则),因此对于 A 股 IPO 报告期内拟上市公司合规性的审查尺度、处理原则、是否会有豁免机制等需要监管机构的进一步明确,我们理解境外公司或境外上市公司涉及的一些特殊问题比如境外上市/发债募集资金使用情况、境内公司的利润分配汇出等是否合规,拟上市公司来源于中国境内的所得应缴纳的税收、实际控制人应缴纳的个人所得税、员工股权激励计划及非居民企业间接转让境内权益的完税情况,均有可能在发行 CDR 的核查及信息披露范围内。

3) 财务会计报告编制所使用的会计准则:

CDR 发行人作为境外公司多采用美国会计准则或国际会计准则(IFRS),虽然目前中国的企业会计准则在一些基本原则与国际会计准则趋同,但相关准则仍存在差异。那么,在中国境内发行 CDR,发行人的财务会计报告很可能需要依据中国会计准则重新进行编制。

4) “不同投票权架构”与“同股同权”的冲突:

在境外某些法域例如开曼群岛(系许多在境外上市的公司的注册地)接受其公司存在“不同投票权架构”(该等安排是指公司发行不同类别的股份,每一类别代表的投票权票数存在差异),且部分境外证券市场例如美国接纳存在“不同投票权架构”的公司的股票或 ADR 上市安排。

那么,如果存在“不同投票权架构”的公司(包括部分存在该等情况的美国上市公司)在中国发行 CDR,中国的 CDR 持有人借由 CDR 间接享有的投票权可能劣于该等境外公司的其他类别股份的股东(或 ADR 持有人)。虽然 CDR 的发行人是境外公司,其发行的 CDR 亦不是中国境内注册的公司的股票,但不排除监管部门会本着“同股同权”的视角审视 CDR 发行人的“不同投票权架构”。尚待明确 CDR 代表的基础证券如存在“不同投票权架构”是否将构成中国监管层眼中发行 CDR 的障碍,抑或是是否会设计特殊机制以缓冲上述矛盾。

5) 法人治理结构及内控制度方面的要求:

中国境内关于 A 股上市公司三会(股东大会、董事会、监事会)治理结构和董事、高级管理人员的设置(包括独立董事的设置和要求)、控制权(A 股上市有关的规则强调“实际控制人”概念)等方面的法律规则,与境外公司注册地、上市地(在其已经为境外上市公司的情景下)的法律规则可能存在显著的差异。

6) 对关联交易及同业竞争的审查:

关联交易及同业竞争是 A 股 IPO 审核以及境内上市公司日常监管的重要关注点。

- 根据《上市公司信息披露管理办法》及境内证券交易市场的股票上市规则等有关规定，关联交易是指上市公司或者其控股子公司与上市公司关联人之间发生的转移资源或者义务的事项。从 A 股 IPO 审核的角度，要求关联交易价格公允、程序正当且不存在严重影响独立性或显失公平的情形；从中国境内上市公司治理的角度，上市公司与关联人之间的关联交易应遵循平等、自愿、等价、有偿的原则，协议内容应明确、具体；上市公司应将关联交易协议的订立、变更、终止及履行情况等事项按照有关规定予以披露；上市公司应采取有效措施防止股东及其关联方以各种形式占用或转移上市公司的资金、资产及其他资源；上市公司不得为股东及其关联方提供担保。
- 同业竞争并无法定的明确定义，同业竞争一般指上市公司与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业从事相同、相似业务的情况，双方构成或可能构成直接或间接的竞争关系。从 A 股 IPO 审核的角度，要求拟上市公司与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争；从中国境内上市公司监管的角度要求，上市公司业务应完全独立于控股股东；控股股东及其下属的其他单位不应从事与上市公司相同或相近的业务；控股股东应采取有效措施避免同业竞争。

境内外上市相关规则对于关联交易及同业竞争的定义、判断标准及处理原则存在差异。此外，对于“VIE 架构”中的关联关系及同业竞争如何认定，目前中国监管机构并无先例可循，需要监管部门进一步考虑和明确。

7) 信息披露:

发行 CDR 后，境外上市公司在满足其境外上市地监管规则的同时，须在 CDR 制度及中国证券监管部门要求的范围内遵守中国境内的相关监管规则，尤其是在信息披露方面如何处理不同上市地的差异方面，问题较为明显。

不过，我们理解 CDR 本身与公司股票在性质上存在一定差异（尤其在假设其与基础证券不具有可转换性的情况下），我们也注意到，不少研究性文章建议将 CDR 归为《证券法》第 2 条规定的“国务院依法认定的其他证券”³，从而区别于公司公开发行的股票，因此，针对在 A 股 IPO 以及与股票在境内上市的公司的相关监管要求未必直接适用于 CDR 的发行和监管。当然，不排除中国监管部门参照 A 股 IPO 以及上市公司监管的规则制定 CDR 的发行和日常监管规则（可资参考的是，在境外某些证券市场例如美国，ADR 与股票的公开发行和上市后监管是较为类似的）。在国务院将 CDR 依据《证券法》第 2 条认定为“其他证券”后，相关的中国监管部门或可颁布单独适用于 CDR 的监管规则，并一定程度上解决上述因参照股票发行的监管规则而存在的问题。

3. “VIE 架构”的合规性

新经济企业中，相当数量的企业从事限制或禁止外商投资的行业（如增值电信、网络文化等）相关业务。为了实现境外股权融资和上市，该等从事限制或禁止外商投资的行业的新经济企业搭建

³ 《证券法》第 2 条：在中华人民共和国境内，股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易，适用本法；本法未规定的，适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。

了协议控制架构（即 VIE 架构），即境外融资或上市主体不直接持有从事限制或禁止外商投资行业相关业务的境内运营实体的股权，而通过 VIE 协议控制该等境内运营实体。

对于 VIE 架构，中国证监会在《关于重大资产重组中标的资产曾拆除 VIE 协议控制架构的信息披露要求的相关问题与解答》中明确要求，如上市公司拟购买的标的资产曾拆除 VIE 架构，则应额外披露搭建和拆除的过程的合规性等信息。在 A 股上市审核中，中国证监会对于 VIE 架构的公司亦持相同的态度。

不过，对于拟发行 CDR 的企业而言，如果该等境外公司需要调整 VIE 架构方可被 A 股监管机构接纳，受限于外商投资产业限制、关联并购等法规限制，事实上该企业难以将 VIE 架构置换为直接持股结构。据我们了解，目前监管层可能考虑的 CDR 制度的本意是不改变 CDR 发行人境外公司架构（甚至是境外上市公司身份）的前提下参与中国证券交易市场。因此，对于 VIE 架构企业通过发行 CDR 在境内上市，可能相关政府部门包括证券监管机构可能会经统筹协调采取适当灵活的监管政策及要求。

4. 外汇管理

CDR 一旦实施，如果允许境内募集，资金牵涉的外汇管理如何协调，是否允许人民币换汇出境，出境的外汇再回到境内；股票分红时的外汇如何进出，上述外汇监管如何配套落实也需要考虑。

5. 其他问题

除上述问题外，中国监管部门可能还需考虑中国法律和 CDR 发行人注册地法律、CDR 发行人上市地（如有）的管辖权冲突和法律适用等问题。

四、 结语

若相关媒体报道属实，对于新经济企业而言，出现了通过 CDR 方式在境内上市这一可能的新路径，无疑是值得为之感到鼓舞的。不过，如上述分析，我们认为 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。作为市场参与者，我们期待 CDR 最终落地并成为中国资本市场长远发展的基石之一。我们也将密切关注 CDR 的进展，并就我们的心得及看法与各位分享。

这是《“与新经济同行！回归新路径”》系列的第一篇，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）
或**吴楷莹**律师（+86 85254658; Kaiying.wu@hankunlaw.com）。