

中概股未来及出路系列（三）：在美中概股的出路选择考量

作者：薛冰 | 吴璐露 | 阮婷 | 龚春分

我们在本系列（二）中简要总结了我国境内现行有效的中概股监管体系及其发展方向，本篇我们将主要介绍中美监管规则冲突下，在美中概股的困境及其出路选择。

一、在美中概股的困境

2020年12月18日，美国《外国公司问责法》正式生效。依据此法案，如果某发行人连续三年均被美国证券交易委员会（SEC）识别为无法被美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）检查审计机构及审计底稿的目标发行人，则该目标发行人将被SEC实施交易禁令，面临从美国国家交易所中被强制退市的风险。这三年的退市期限自被SEC认定之日起算，在美中概股企业最早被要求强制退市的时间预计为2024年。

2021年6月，美国参议院进一步通过《加速外国公司问责法》，建议将强制退市期限缩短为2年。如《加速外国公司问责法》正式生效，则最早发生强制退市日期将提早至2023年。

截至2022年8月5日，已有7家中概股公司被SEC列入预摘牌“初步识别名单”，155家中概股公司被列入预摘牌“确认识别名单”，且该等名单¹仍在持续更新，在美中概股被强制退市的倒计时已经敲响。面对在美中概股的退市风险，中国监管部门积极探索着中概股中美合作监管框架的建立和执行。就目前而言，该等退市危机以及困境仍未达成较为明朗的解决方案²。在此背景下，中概股公司应结合自身情况未雨绸缪，寻求出路。

二、出路选择概述

在当前市场环境中，面临退市风险的在美中概股可能有以下选择：其一，希望保留参与国际资本市场的平台及机会，因此该类在美中概股会寻求其他境外交易所的上市地位；其二，出于法律法规的要求或估值及流动性等市场因素的考虑，在美中概股寻求回归A股的路径；其三，私有化主动退市。

¹ 初步识别名单和确定识别名单均可在SEC官网上进行查询：<https://www.sec.gov/hfcaa>。

² 2022年3月31日，中国证监会国际部负责人答记者问，答复“最终结果如何，要看双方的智慧和初心”。
<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c2248553/content.shtml>。

（一）寻求其他境外交易所上市地位

1. 赴港上市

香港联交所（“**联交所**”）近年来持续推动上市制度改革，先于 2018 年开放认可尚未盈利的生物科技公司以及同股不同权架构公司上市，并允许创新企业在港实现第二上市，随后宣布引入 SPAC 制度，并于今年修订上市规则进一步放宽和降低第二上市门槛、拓宽双重主要上市接纳度，以及接纳第一上市地转换，赴港上市或将成为在美中概股寻求其他境外交易所上市地位的首要选择。

在美中概股赴港上市的路径主要包括：

- **双重主要上市**：双重上市意味着中概股在美国和香港两地都保持独立的上市地位，需要同时满足两地监管要求。使用这种方式回归港股的代表性案例包括理想汽车（美股代码：LI；港股代码：02015）等。自 2022 年联交所修订上市规则以来，回流港股的中概股公司选择双重主要上市的路径呈上升趋势，并出现了在港二次上市的中概股公司申请转为双重主要上市的案例，如阿里巴巴（美股代码：BABA；港股代码：09988）已公告拟转为双重主要上市。
- **第二上市**：第二上市是在保留美国作为主要上市地位的基础上，以香港作为第二上市地。第二上市所须遵守的上市规则较为宽松，主要受其主要上市的司法辖区的法规及监管机关的监管。使用这种方式回归港股的代表性案例包括京东（美股代码：JD；港股代码：09618）以及汽车之家（美股代码：ATHM；港股代码：02518）等。在 2022 年之前，由于宽松的要求和较低的成本，二次上市是在美中概股回归港股上市的主要路径。
- **介绍上市**：从是否发行融资角度，赴港上市亦可分为常规的全球发售（包括通过香港公开发售和国际配售认购新股）以及介绍上市（上市时不发行新股）的方式进行。使用介绍上市方式回归港股的代表性案例包括蔚来（美股代码：NIO；港股代码：09866）以及贝壳（美股代码：BEKE；港股代码：02423）等。

我们将在本系列后续文章中就赴港上市的路径、条件和流程做更详细的介绍。

2. 新加坡上市

近年来，新加坡依托其毗邻东南亚新兴市场的地理位置、作为国际金融中心的重要地位及稳定的国内国际政策，在日趋复杂的国际环境中保持着稳步上升的竞争优势。与此同时，新加坡交易所（“**新交所**”）也凭借创新的上市机制、便捷高效的上市流程吸引着更多中概股的关注。2022 年 5 月，蔚来以介绍上市的方式在新交所主板第二上市，其于新交所上市的高效速度吸引了市场的广泛关注，新加坡上市成为在美中概股出路的新选择。

在美中概股在新交所上市的路径方式主要分为：

- **双重主要上市**：这种方式指在美国和新加坡两地上市，均为主要上市地，需满足美国和新加坡两套上市规则。
- **新交所主板第二上市（有发行新证券）**：这种方式的主要上市地仍然是美国，新加坡则作为第二上市地，在若干发达司法管辖区市场第一上市的企业在新加坡第二上市无需增加任何持续上市条件。
- **介绍上市的形式进行第二上市（无新发行）**：相较于有发行新证券的第二上市更加高效，但上市后的三个月后才可以进行融资。

新交所主板第二上市具有简化的第二上市框架，执行效率高，成为新交所上市的首选路径，其前提条件及上市资格如下表所示：

新交所主板第二上市（有发行新证券）	介绍上市的形式进行第二上市（无新发行）
前提条件	
已在外国交易所（第一上市交易所）第一上市的发行人；或 同时申请在外国交易所第一上市以及在新交所第二上市的未上市发行人。	在提交上市申请前 6 个月内未在新加坡开展融资活动； 在新交所第二上市后 3 个月内未在新加坡开展任何融资活动。
新交所主板上市资格	<p>1.财务指标：需满足以下任一条件之一：</p> <p>(1) 在上一个财年税前盈利达到 3 千万新元，且拥有至少三年的经营记录；或</p> <p>(2) 在上一个财年盈利，拥有至少三年的经营记录且市值不低于 1.5 亿新元（*注：适用于新交所和第一上市交易所尚未建立促进股票在双方司法管辖区之间的流动的情形）；或</p> <p>(3) 在上一财年拥有营业收入且市值不低于 3 亿新元。</p> <p>2.发行价格：IPO 最低定价为每股 0.50 新元（如存在公开发行）</p> <p>3.股东人数：在第二上市后</p> <p>全球至少拥有 500 名股东；或</p> <p>新加坡至少拥有 500 名股东；或</p> <p>全球至少拥有 1,000 名股东（*注：适用于新交所和第一上市交易所尚未建立促进股票在双方司法管辖区之间的流动的情形）。</p>

中概股选择新交所主板第二上市的优势³主要如下：

- 简化的第二上市框架，审核流程短（4-6 周），上市手续便利。
- 灵活的上市审核机制，接受红筹架构、VIE 架构和同股不同权结构。
- 与若干发达司法管辖区市场有互认机制，持续合规程序相对简单且成本相对较低。
- 国际化程度较高，允许多种货币交易且具有连接全球投资者基础。
- 新加坡与中国的文化基础和思维方式相近，中国企业易获得支持。

（二）回归 A 股

除寻求其他境外交易所上市地位外，随着 A 股注册制的改革推进、各类政策和制度的完善，回归 A 股也是在美中概股的出路之一。

随着 2019 年科创板注册制及 2020 年创业板注册制的推行和深化，A 股降低了 IPO 和并购的门槛，

³ 请见汉坤律师事务所微信公众号发布的活动回顾|《新加坡交易所 — 中概股上市“新”选择》线上圆桌论坛圆满举办：<https://mp.weixin.qq.com/s/2hKfZTFomCVQpr-aXLf1w>；及志象网公众号发布的新交所北京首代谢采含：中国企业进入国际市场，新交所是个极佳的跳板：<https://mp.weixin.qq.com/s/kqfl13XkaNKf6fbhYNS46g>。

简化和缩短了审核流程，为未盈利、同股不同权、存托凭证、红筹架构等多种情况下的企业提供了多元化上市通道，为中概股回归创造了越来越好的环境。2021年11月，北交所正式开市交易，大大降低了上市门槛，释放出支持小市值中概股回北交所上市的信号。

目前在美中概股回归A股上市的路径主要包括以下方式：

- **直接发行A股股票上市：**这种方式是指在美中概股以境外主体身份在境内A股直接申请首次公开发行股票并上市。使用这种方式回归A股的代表性案例包括诺诚健华（证监会已批复同意其于科创板首次公开发行股票注册）。
- **发行中国存托凭证（Chinese Depository Receipt，即“CDR”）实现上市：**这种方式是指由存托人签发、以境外证券为基础在中国境内发行、代表境外基础证券权益的证券⁴。使用这种方式回归A股的代表性案例包括九号智能（A股代码：689009）、旷视科技（正在科创板审核程序中）等。
- **分拆上市：**这种方式是指在美中概股保留在美上市地位，以其拥有部分业务或资产的境内子公司作为发行人在A股实现上市。使用这种方式回归A股的代表性案例包括盛美上海（A股代码：688082）、大全能源（A股代码：688303）、晶科能源（A股代码：688223）以及阿特斯（正在科创板审核程序中）等。

我们将在本系列后续文章中就中概股回归A股的路径、条件和流程做更详细的介绍。

（三）私有化退市

在美中概股暂时放弃上市地位，私有化后择机再向其他交易所申请上市，即私有化退市，也是在美中概股的出路之一。需要特别留意的是，私有化涉及到一定的交易成本，也需要经过一定的交易流程，由于市场原因，私有化后发行人能否按照设想的时间表再次上市也可能存在不确定性。我们将在本系列后续文章中就中概股私有化的路径、条件和流程做更详细的介绍。

三、出路选择综合对比

综上所述，我们整理了不同路径的综合对比：

出路选择		特点	特别提示
回归港股上市	双重主要上市	<ul style="list-style-type: none"> ■ 主要上市地位不受其他上市地位变更的影响 ■ 可成为港股通标的，流动性较好 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 审核难度、公司合规成本、信息披露要求较港股第二上市更高
	第二上市	<ul style="list-style-type: none"> ■ 对于信息披露、公司治理的要求较为宽松 ■ 节省时间成本和管理难度 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上市地位受主上市地变更的影响，为过渡性选择 ■ 流动性需要综合考虑，暂时无法成为港股通标的
新交所第二上市		<ul style="list-style-type: none"> ■ 审核流程短 ■ 持续合规成本低 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 流动性低于香港的资本市场 ■ 上市地位受主上市地变更的影响

⁴ 《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》第四条。

出路选择	特点	特别提示
	<ul style="list-style-type: none"> ■ 国际化程度较高 	响
回归 A 股上市	<ul style="list-style-type: none"> ■ 相同的文化基础易获得市场认可 ■ 境内融资便利，投资者众多 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 审核难度较港股上市、新交所第二上市高 ■ 时间较长
私有化	<ul style="list-style-type: none"> ■ 节省上市运营费用 ■ 为谋求其他交易所上市做准备 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 具有交易成本 ■ 经历交易流程 ■ 再次上市的不确定性

四、结语

在中美就跨境证券监管仍在持续谈判的进程中，中概股公司需要基于自身实际情况，综合比较和充分探讨备选资本路径方案。就具体的出路选择，敬请关注本系列后续对于在其他境外交易所进行第二上市/双重主要上市、回归 A 股上市及私有化的介绍。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

薛冰

电话： +86 755 3680 6568

Email: bing.xue@hankunlaw.com

吴璐露

电话： +86 755 3680 6582

Email: lulu.wu@hankunlaw.com