

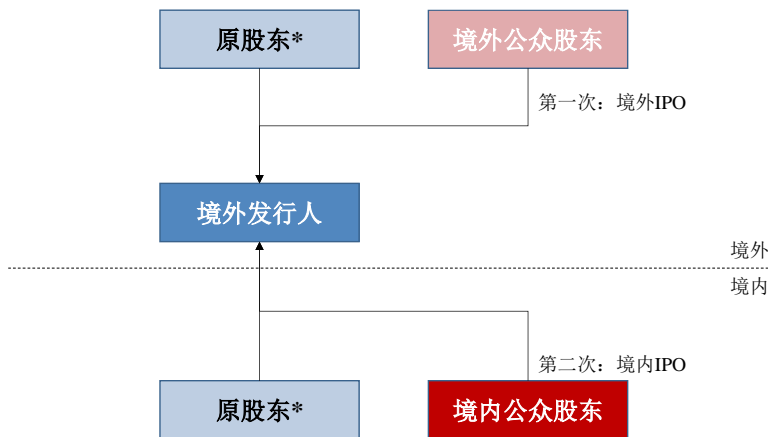
中概股未来及出路系列（六）：中概股回归 A 股之路

作者：李建辉 | 吴璐露 | 赵鹏飞 | 马睿 | 盛泓玢

我们在本系列（三）中简要介绍了在美中概股回归 A 股上市的主要路径，在保留境外上市地位之前提下，中概股回归 A 股路径主要包括：（1）直接发行 A 股股票上市（“直接上市模式”），（2）发行中国存托凭证（Chinese Depository Receipt，即“CDR”）实现上市（“CDR 上市模式”），（3）分拆上市（“分拆上市模式”）。本文旨在介绍前述三种模式的特点及境内证券监管机构重点关注的相关法律问题。

一、直接上市模式

直接上市模式，即发行人为注册地在境外、主要经营活动在境内的红筹企业¹，以其境外主体身份在境内直接申请首次公开发行 A 股股票并上市。



*注：该股东包括境外发行人在境外IPO上市前的原股东以及境内IPO前通过定增引入的特定投资者，其中可能存在境外发行人的境内股东情况，统一简化为上图所示的“原股东”标注。

发行人需要同时满足境内外法律、证券市场规则等双边制度要求。截至目前，中概股采用直接上市模式在 A 股上市发行的案例有中国移动（A 股代码：600941）、百济神州（A 股代码：688235）、中芯国际（A 股代码：688981）等。境外上市公司以直接上市模式回 A 股上市通常需要重点关注如下法律问题。

¹ 参见《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》第三条对“红筹企业”的定义。

- **上市条件。**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》《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》《关于扩大红筹企业在境内上市试点范围的公告》以及相关股票上市规则等规定，无论是直接上市模式，抑或是 CDR 上市模式，只要涉及红筹企业回归 A 股上市，除常规发行条件外，发行人均需符合以下特别要求及条件：

事项	红筹企业特别规定之主要内容	
业务要求	<ul style="list-style-type: none"> ■ 符合国家战略、科技创新能力突出并掌握核心技术、市场认可度高，属于<u>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、新一代信息技术、新能源、新材料、新能源汽车、绿色环保、航空航天、海洋装备等高新技术产业和战略性新兴产业</u>，达到相当规模，社会形象良好，具有稳定的商业模式和盈利模式，对经济社会发展有突出贡献，能够引领实体经济转型升级的创新企业；或 ■ 具有<u>国家重大战略意义</u>的红筹企业申请纳入试点，不受前述行业限制 	
市值及财务指标要求	未在境外上市的红筹企业（两套标准择一）	已在境外上市的红筹企业（两套标准择一）
	标准一 <ul style="list-style-type: none"> ■ 主板、科创板：最近一年经审计主营业务收入不低于 30 亿元人民币，且企业估值不低于 200 亿元人民币 ■ 创业板：最近一年经审计主营业务收入不低于 30 亿元人民币，且企业估值不低于 200 亿元人民币+最近一年净利润为正 	标准一 <ul style="list-style-type: none"> ■ 主板、科创板：市值不低于 2,000 亿元人民币 ■ 创业板：同上+最近一年净利润为正
	标准二 <ul style="list-style-type: none"> ■ 主板：（1）自研重大领先知识产权或专有技术，技术优势高新技术企业，<u>研发人员占比超过 30%</u>，主营业务相关的<u>发明专利 100 项以上至少一项一类新药药品批件</u>，或经有权<u>主管部门认定</u>国际领先和引领作用的核心技术；（2）主要产品市场占有率<u>排名前三</u>，最近营业收入<u>复合增长率 30%以上</u>，最近一年经审计的<u>主营收入不低于 10 亿元人民币</u>，且最近三年<u>研发投入合计占主营业务收入合计的比例 10%以上</u>。对国家创新驱动发展战略有重要意义，且拥有较强发展潜力和市场前景的企业除外 ■ 科创板：营业收入快速增长²，自研重 	标准二 <ul style="list-style-type: none"> ■ 主板、科创板：市值 200 亿元人民币以上，自研重大领先技术，创新能力较强，竞争中处于优势地位 ■ 创业板：同上+最近一年净利润为正

² 笔者注：科创板和创业板对“营业收入快速增长”条件有特定标准，值得注意的是，处于研发阶段的红筹企业和对国家创

事项	红筹企业特别规定之主要内容	
	<p>大领先技术，竞争中优势地位且满足如下任一条件：（1）市值不低于人民币 100 亿元；或（2）市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元</p> <p>■ 创业板：同上科创板+最近一年净利润为正</p>	
特殊安排	<p>存在协议控制结构（“VIE 结构”）：需征求境内实体实际从事业务的<u>国务院行业主管部门和国家发展改革委、商务部</u>意见</p>	
	<p>存在表决权差异安排（“WVR 结构”）：</p> <p>■ 科创板：（1）市值不低于人民币 100 亿元；或（2）预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元</p> <p>■ 创业板：同上+最近一年净利润为正</p>	

- **投资者权益保护水平**。直接上市模式下，境内 A 股申请上市的主体与在境外已实现上市的主体为同一主体。该上市主体的股权结构、公司治理、规范运作等投资者权益保护相关事项应已符合境外注册地公司法及境外上市地的法律法规规定。如何协调境内外法规及监管要求的差异，并确保该发行人投资者权益保护水平总体上不低于境内法律法规及监管机构的要求，是回归 A 股时将被重点关注的问题。通常境内监管机构会要求发行人对比其在公司治理、规范运作、投资者享有的具体权利及实现方式（包括但不限于资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等方面）与境内规则的差异，并要求发行人作出承诺，确认其已满足投资者权益保护水平总体上不低于境内法律、法规规定的要求。
- **合法合规性**。根据《首发业务若干问题解答》，发行人为境外上市公司的，需要说明并简要披露其在境外上市过程中，以及上市期间在信息披露、股权交易、董事会或股东大会决策等方面的合法合规性，披露是否存在受到处罚的情形。涉及境外上市公司资产出售的，发行人还应披露相关外汇流转及使用的合法合规性。
- **信息披露差异性**。作为已境外上市的中概股，其在境外上市过程中及上市期间均已按照境外上市地要求公开披露其申请文件、持续信息披露文件等。该等公开信息与回归 A 股的上市申请文件是否存在重大差异，财务报表是否存在差异、是否存在重大会计差错更正、会计调整或变更等事项，亦是境内监管机构的关注要点。
- **独立性**。通常已境外上市的公司在其申请境外上市时已充分论证过独立性问题。但该境外公司后续申请 A 股上市时，境内监管机构仍会重点关注其独立性问题，特别是境外上市后新增战略投资人股东与该发行人之间存在业务往来、关联交易的情况。如百济神州（美股代码：BGNE）在美股上市阶段曾引入投资人纳斯达克交易所上市公司安进（美股代码：AMGN），境内交易所反馈问询

新驱动发展战略有重要意义的红筹企业，不适用“营业收入快速增长”的相关要求。

中重点关注了发行人与安进在业务和股权方面合作的背景及目的、股份购买协议与合作协议的关系、合作期间与持股期限有无联系、安进入股价格的公允性以及安进投资资金的用途、关联交易对发行人业务独立性的影响等问题。

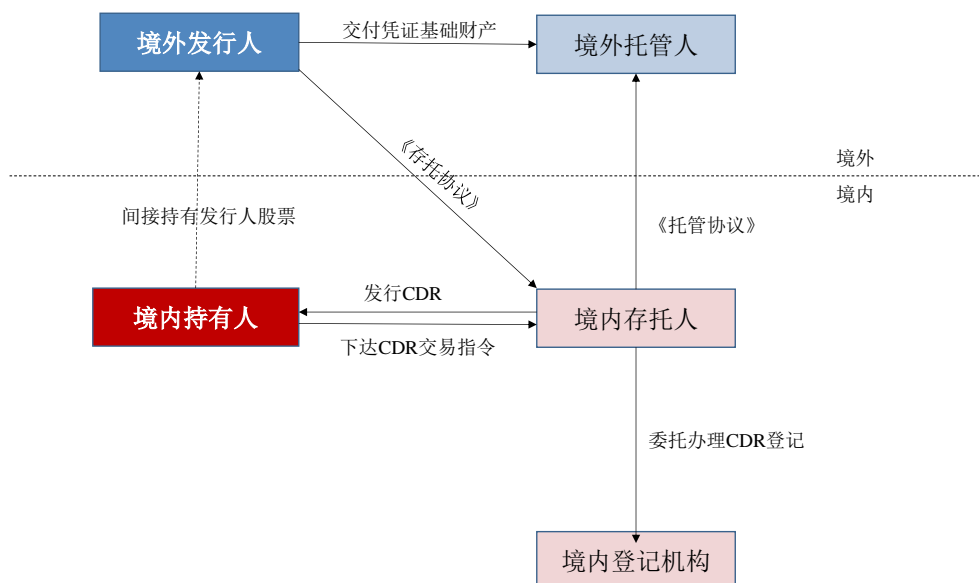
二、CDR 上市模式

CDR 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，与直接上市模式相同，CDR 上市模式同样需满足本文第一部分“一、直接上市模式”提及的上市条件。但 CDR 上市模式与直接上市模式存在以下区别：

	CDR 上市模式	直接上市模式
权益持有人（即公众股东）的法律地位	存托人为公司的登记股东，根据公司章程规定可以直接享有股东权利；存托凭证持有人为间接拥有公司相关权益的证券持有人，其投票权、收益权等仅能根据《存托协议》的约定，通过存托人间接行使	股票持有人为公司的登记股东，根据公司章程规定可以直接享有股东权利
参与主体	权益持有人、发行人、境内存托人（中国证券登记结算有限责任公司（“中登公司”）及其子公司/商业银行/证券公司）、境外托管人（即境外金融机构）和境内 CDR 登记机构（即中登公司）	权益持有人、发行人、证券登记结算机构（即中登公司）

CDR 上市模式的主要步骤如下：

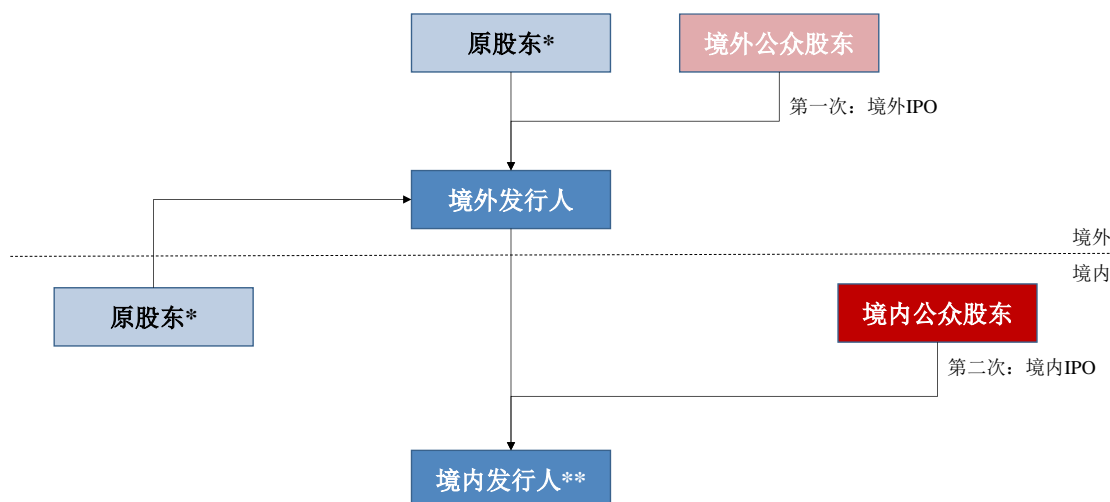
- 境外发行人与境内存托人（可以是中登公司及其子公司或商业银行或证券公司）签署《存托协议》，境内存托人持有发行人的存托凭证基础财产；
- 境内存托人与境外托管人（即境外金融机构）签署《托管协议》，境内存托人委托境外托管人托管境外发行人的基础证券；
- 境内存托人作为托管股票的名义股东，在 A 股证券交易市场发行、管理 CDR，CDR 在境内 CDR 登记机构集中登记、存管和结算；
- CDR 境内持有人认购 CDR 并在 A 股证券交易市场进行二级市场交易。



由前述可见，与直接上市模式相比，CDR上市模式似乎并无显著优势，但仍然成为发行人选择及考虑的回归A股上市模式的一种。究其原因，可能是因为发行人境内运营主体所从事的业务为外商投资负面清单内所列限制或禁止类业务，即发行人无法通过其境外主体以股权持有的方式合法合规地在境内从事该等业务，因此发行人存在协议控制结构（VIE结构）的特殊情形。根据《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》第二条，“存在协议控制架构的红筹企业申请发行股票，中国证监会受理相关申请后，将征求红筹企业境内实体实际从事业务的国务院行业主管部门和国家发展改革委、商务部意见，依法依规处理。”如发行人因受限于外资准入限制而保留VIE结构，当其申请境内公开发行股票时，需征求红筹企业境内实体实际从事业务的国务院行业主管部门和国家发展改革委、商务部意见，该程序具有一定的不确定性，因此该等企业通常会选择CDR上市模式，履行相应的信息披露义务即可——在招股说明书等公开发行文件显著位置充分、详细披露协议控制的相关情况，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。目前以CDR上市模式的案例有九号公司（A股代码：689009）与旷视科技（正在科创板提交注册阶段），但二者均为尚未境外上市的红筹企业。

三、分拆上市模式

中概股分拆上市，是指中概股在保留其境外上市地位的前提下，以其拥有部分业务或资产的境内子公司作为发行人，在境内A股市场完成首次公开发行股票并上市，详见下图。本方案的优势在于，由于发行人为境内公司，并非红筹企业，因此无需满足本文第一部分“一、直接上市模式”中的第（一）项提到的针对红筹企业的上市条件，其上市需满足的行业属性、市值、财务等方面的条件与普通境内公司相同。



*注：该股东包括境外发行人在境外IPO上市前的原股东以及境内IPO前通过定增引入的特定投资者，其中可能存在境外发行人的境内股东情况，统一简化为上图所示的“原股东”标注。

**注：境内发行人可能存在其他投资者，上述为境内发行人在境内IPO后的股权架构概况之简图。

目前中概股以分拆上市模式案例有盛美上海（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（正在科创板提交注册阶段）等。相较于一般境内IPO，该上市模式需要重点关注如下事项：

- 分拆回A股上市是否符合境外上市地的证券监管规则并履行相应的审批程序。根据《首发业务若干问题解答》问题8，境外上市公司在境内分拆子公司上市，保荐机构和发行人律师应核查是否符合境外监管的相关规定并发表意见。按照美国联邦证券相关法律、美国证券交易委员会和证券交易所的相关规定，美股上市公司分拆子公司在境内上市无需取得美国证券交易委员会或证券交易所的批准，但需进行必要的信息披露；而根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》，港股上市公司分拆子公司上市需经香港联合交易所审批，还需要满足母公司上市满三年、母公司保留足够业务运作和资产、发行人的业务、运作、职能等独立于母公司等诸多要求。因此，中概股企业需结合其境外上市地的具体规则判断需履行的相关程序。
- 发行人的境外股权架构，需要满足境内IPO的发行条件。A股IPO的发行条件之一为“发行人股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷³”。如中概股企业通过VIE结构控制境内发行人时，境内发行人则会受限于前述股权清晰之要求。值得一提的是，境内监管机构通常不允许实际控制人通过信托结构控制境内发行人；但在分拆上市模式中，如晶科能源（A股代码：688223）等过会案例，境内监管机构对于实际控制人通过境外信托，尤其是家族信托，持有境外上市公司股权进而控制境内发行人的宽容度有所提升。
- 同业竞争与关联交易问题。由于发行人的控股股东系境外上市公司，通常资产规模、业务体量较大，与发行人之间的业务关系、关联交易情况会被重点关注。（1）同业竞争方面，如阿特斯在IPO申报中，监管机构就重点关注了其控股股东Canadian Solar Inc.（美股代码：CSIQ）及其控制的加拿大工厂及台湾公司从事业务与发行人业务之间是否构成同业竞争及是否构成重大不利影响的同业竞争等问题。值得注意的是，阿特斯与加拿大工厂、台湾公司之间的同业竞争问题，被交易所三

³ 笔者注：对应的科创板和创业板该项要求稍有不同，系“控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属清晰，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷”。

轮反馈问询持续重点关注。(2) 关联交易方面，尤其是发行人与其控股股东、实际控制人之间关联交易的收入、成本费用或利润总额占发行人相应指标的比例较高（如达到 30%）时，发行人应充分说明并摘要披露关联交易是否影响发行人的经营独立性、是否构成对控股股东或实际控制人的依赖，是否存在通过关联交易调节发行人收入利润或成本费用、对发行人利益输送的情形，并披露未来减少与控股股东、实际控制人发生关联交易的具体措施。

除上述事项外，分拆回 A 股上市同样存在本文第一部分“一、直接上市模式”中的提到境外上市过程中的合法合规性、信息披露差异性、独立性等问题，需要境内发行人关注。

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：

李建辉

电话： +86 755 3680 6566

Email: jianhui.li@hankunlaw.com

吴璐露

电话： +86 755 3680 6582

Email: lulu.wu@hankunlaw.com