

资本市场法律

GDR 发行之境外主要交易所规则速览

作者：桂琳 | 谭岚枫 | 赵丽

在境外发行全球存托凭证（即 Global Depository Receipts，以下简称“GDR”）是境内公司拓宽融资渠道、参与境外资本市场的重要途径。截至本文发布之日，共有 21 家境内上市公司（发行情况详见后文）已成功在境外发行 GDR，其中 6 家在伦敦证券交易所（以下简称“伦交所”）发行、15 家在瑞士证券交易所（以下简称“瑞交所”）发行。在本所已发布的关于 GDR 境内监管的系列文章基础上，本文将目光转向境外资本市场，简要介绍在瑞士、英国、德国等地证券交易所发行 GDR 的流程及相关监管规定，以便您更好地了解 GDR 发行的境外规则。

一、GDR 概述

（一）GDR 简介

境内上市公司境外发行 GDR 是指境内上市公司以其原有 A 股股票或增发 A 股股票为基础证券，在瑞士、英国、德国等境外资本市场发行并上市由境外存托人签发的存托凭证，投资者持有 GDR 即可享有境内上市公司对应的基础证券权益。GDR 在限制兑回期满后可通过跨境转换机制按一定转换比例（即 GDR 数量与 GDR 对应境内基础股票的比值）转换为境内基础股票。

（二）GDR 发展历程

中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）于 2018 年 10 月 12 日发布了《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）》，正式建立沪伦通机制，允许符合条件的上海证券交易所（以下简称“上交所”）上市公司和伦交所上市公司依照对方市场的法律法规发行存托凭证、并在对方市场上市交易。2022 年 2 月 11 日，中国证监会发布《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》（以下简称“《互联互通监管规定》”）（相关解读详见本所发布的《[汉坤·观点 | 国际化新篇章：升级后的互联互通存托凭证业务规则出台](#)》），将沪伦通机制扩容为中欧通机制，GDR 发行主体由上交所上市公司拓展至深圳证券交易所（以下简称“深交所”）上市公司，GDR 发行地由英国拓展至瑞士、德国。

在全面实行注册制背景下，中国证监会于 2023 年 5 月 16 日发布了《监管规则适用指引——境外发行上市类第 6 号：境内上市公司境外发行全球存托凭证指引》（以下简称“《GDR 指引》”）（相关解读

详见本所发布的《[汉坤·观点 | 境外上市备案新时代系列（十一） — GDR 篇](#)》，上交所和深交所于 2023 年 7 月 18 日分别发布了修订后的《上海证券交易所与境外证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法（2023 年修订）》《深圳证券交易所与境外证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法（2023 年修订）》（以下统称“《GDR 暂行办法》”）（相关解读详见本所发布的《[汉坤·观点 | 沪深交易所 GDR 相关业务规则修订解读](#)》），对境内上市公司境外发行 GDR 的定位、发行规则和程序、持续披露监管等做出进一步规范，为 GDR 的健康持续发展提供更明晰的指引。

（三）GDR 发行上市流程

根据《GDR 指引》和《GDR 暂行办法》，境内上市公司以境内新增基础股份在境外发行 GDR 的，应当（1）首先完成公司内部决策程序、审议通过 GDR 发行相关事宜；（2）在境外提交发行上市申请前，参照境内上市公司向特定对象发行股票（俗称 A 股定向增发）的程序向有关境内证券交易所提出注册申请，证券交易所通过审核后报中国证监会注册；（3）根据境外拟上市地的 GDR 发行规则提交发行上市申请；（4）在境外提交发行上市申请后 3 个工作日内按照《监管规则适用指引 — 境外发行上市类第 2 号：备案材料内容和格式指引》向中国证监会报送材料进行备案；（5）GDR 发行上市后还需遵守境内境外对发行人的信息披露、转让限制、外资管理等方面的持续性义务；（6）如涉及在同一境外市场再次发行 GDR，新增基础股份发行注册程序与首次境外发行 GDR 相同，还应在境外发行完成后 3 个工作日内向中国证监会备案。GDR 的发行及上市需满足境内及境外双向监管的要求，本文将主要对上述第（3）步所涉的 GDR 发行上市境外监管规则展开分析。

（四）已发行 GDR 情况

截至今日，已在境外交易所成功发行 GDR 的 21 家境内上市公司的情况如下：

#	公司简称 (A 股股票代码)	GDR 发行上市交易所	境外发行上市时间	募集资金规模 (美元)	GDR 数量 (份)	转换 比例	主营业务
《互联互通监管规定》出台前							
1	华泰证券 (601688)	伦敦证券交易所	2019.06.20	15.38 亿	75,013,636	1:10	综合证券集团，主要有经纪与财富管理、投资银行、资产管理、投资与交易、海外业务等
			2019.06.27	1.538 亿	7,501,364		
2	中国太保 (601601)	伦敦证券交易所	2020.06.22	18.11 亿	102,873,300	1:5	综合性保险集团，提供各类风险保障、财富规划以及资产管理等产品和服务
			2020.07.09	1.55 亿	8,794,991		

#	公司简称 (A股股票代码)	GDR 发行上市交易所	境外发行上市时间	募集资金规模 (美元)	GDR 数量 (份)	转换 比例	主营业务
3	长江电力 (600900)	伦敦证券交易所	2020.09.30	18.28 亿	69,100,000	1:10	电力生产和销售业务, 包括水电、火电、风电和核电等能源的开发、发电和销售
			2020.10.19	1.34 亿	5,085,923		
4	国投电力 (600886)	伦敦证券交易所	2020.10.22	2.01 亿	16,350,000	1:10	发电项目的建设和运营
			2020.11.19	0.20 亿	1,635,000		
《互联互通监管规定》出台后							
5	明阳智能 (601615)	伦敦证券交易所	2022.07.13	6.57 亿	31,280,500	1:5	风力发电机组产品销售及运营维护服务
			2022.07.29	0.50 亿	2,380,000		
6	科达制造 (600499)	瑞士证券交易所	2022.07.28	1.73 亿	12,000,000	1:5	建材机械、锂电材料
7	杉杉股份 (600884)	瑞士证券交易所	2022.07.28	3.19 亿	15,442,300	1:5	锂离子电池正极材料、负极材料和电解液、LCD 偏光片的研发、生产和销售
8	格林美 (002340)	瑞士证券交易所	2022.07.28	3.46 亿	28,184,100	1:10	电池材料制造及废旧电池回收
			2022.08.26	0.35 亿	2,818,400		
9	国轩高科 (002074)	瑞士证券交易所	2022.07.28	6.85 亿	22,833,400	1:5	动力锂离子电池(组)自主研发、生产和销售
10	乐普医疗 (300003)	瑞士证券交易所	2022.09.21	2.24 亿	17,684,396	1:5	医疗器械的研发、生产和销售
11	健康元 (600380)	瑞士证券交易所	2022.09.26	0.92 亿	6,382,500	1:10	医药产品及保健品研发、生产及销售

#	公司简称 (A股股票代码)	GDR 发行上市交易所	境外发行上市时间	募集资金规模 (美元)	GDR 数量 (份)	转换 比例	主营业务
12	欣旺达 (300207)	瑞士证券交易所	2022.11.14	4.40 亿	28,759,000	1:5	锂离子电池模组的研发、设计、生产及销售
13	巨星科技 (002444)	瑞士证券交易所	2022.11.15	1.55 亿	11,812,700	1:5	手工具、工业存储箱柜、激光探测器
14	东方盛虹 (000301)	瑞士证券交易所	2022.12.28	7.18 亿	39,794,000	1:10	石化化工、化纤行业相关产品的研发、生产及销售
15	杭可科技 (688006)	瑞士证券交易所	2023.02.22	1.73 亿	12,625,697	1:2	锂离子电池的后处理系统的设计、研发、生产与销售
16	方大炭素 (600516)	瑞士证券交易所	2023.03.15	1.90 亿	22,000,000	1:10	石墨及炭素新材料的研制、生产与销售
17	中控技术 (688777)	瑞士证券交易所	2023.04.17	5.65 亿	20,958,000	1:2	为流程工业为主的工业企业提供以自动化控制系统为基础，涵盖工业软件、仪器仪表及运维服务的智能制造产品及解决方案
18	扬杰科技 (300373)	瑞士证券交易所	2023.04.18	2.15 亿	14,339,500	1:2	半导体硅片、半导体分立器件芯片及分立器件成品的研发、生产及销售
19	东威科技 (688700)	瑞士证券交易所	2023.06.13	1.05 亿	5,888,000	1:2	高端精密电镀设备及其配套设备的研发、设计、生产及销售
20	华友钴业 (603799)	瑞士证券交易所	2023.07.07	5.83 亿	50,000,000	1:2	新能源锂电池材料和钴新材料产品的研发及销售
21	永太科技 (002326)	伦敦证券交易所	2023.07.11	0.69 亿	7,438,900	1:5	含氟精细化学制造商，覆盖新型材料（新能源锂电及液晶材料）、医药、植物保健等行业

二、境外交易所相关规则速览

（一）瑞交所相关规则速览

瑞士作为中立国，其资本市场十分国际化，瑞士政府和瑞交所致力于为国际投资者提供稳定的政治环境和具有可预见性的监管环境。瑞交所是瑞士股票、债券及其他衍生品最主要的交易场所。据统计，瑞交所的上市公司主要集中在生命科学、高新科技、金融服务、建筑材料、消费等行业。瑞交所上市公司多为蓝筹公司，且瑞交所上市公司的平均估值高于伦交所和德交所。雀巢、罗氏、诺华、ABB 等世界巨头都是瑞交所上市公司。此外，瑞交所发行上市的审批程序较为高效，上市后公司的合规成本也相对合理。随着 2022 年中欧通的落地，瑞士逐渐成为中国境内上市公司海外发行 GDR 的热门目的地，瑞交所也为 GDR 发行设置了专门的上市规则¹并建立了专门的上市和交易部门。截至目前，已有 15 家境内上市公司在瑞交所成功发行 GDR。

在瑞交所发行 GDR 主要涉及两个审批部门：一个是瑞交所监管局（SIX Exchange Regulation），另一个是瑞交所监管局招股书办公室（Prospectus Office）。前者主要负责依据瑞交所监管委员会（Regulatory Board）制定的上市规则（Listing Rules）²对 GDR 上市申请进行审批；后者主要负责依据《联邦金融服务法案》（Financial Services Act）³对招股书进行审核和批准。我们现将相关规定总结如下：

上市要求	对发行人的要求	<ul style="list-style-type: none"> ■ 合法设立：发行人的设立、章程均需符合其所在地的适用法律。 ■ 经营年限：发行人必须已经以公司主体身份持续经营至少三年。 ■ 财务报表：发行人须按照上市所需的报告标准（包括中国企业会计准则）编制经审计财务报表至少三年。 ■ 审计师：发行人必须任命符合《瑞士联邦审计师准入和监督法案》第 7 条和第 8 条规定的审计师。受中国证监会监管的审计师符合瑞士联邦委员会的相关规定。 ■ 最低股本：在首个交易日，发行人的股本不低于 2,500 万瑞士法郎（按 1 瑞士法郎兑人民币 8 元的汇率计算，合人民币 2 亿元）。
	对存托人的要求	<p>存托人必须满足以下至少一项要求：</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ 是根据瑞士银行法设立的银行或根据金融机构法设立的证券公司；或 ■ 受到同等外国监管。
	对基础证券的要求	存托协议应明确存托人在受托基础或其他相似基础上代投资人持有基础股份。
	对 GDR 的要求	<ul style="list-style-type: none"> ■ 合法发行：GDR 的发行及形式必须必须符合适用法律。 ■ 上市类别：发行人须将所有发行的 GDR 以同一类别上市。

¹ 瑞交所《上市规则》（Listing Rules）第 VIII 部分（Special Additional Provisions）第 D 章（Global Depository Receipts）对 GDR 的发行做了专章规定，包括对发行人的上市要求（Listing requirements）、上市相关义务（Obligations with Respect to Listing）及维持上市地位的条件（Conditions for Maintaining Listing）三个部分。

² 瑞交所《上市规则》全文参见 <https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/listing-rules/lr-en.pdf>。

³ 《联邦金融服务法案》全文参见 <https://www.fedlex.admin.ch/eli/cc/2019/758/en>。

		<ul style="list-style-type: none"> 自由流通：发行人须确保发行的 GDR 至少有 20% 被公众持有。
上市相关义务	对招股书的要求	发行人需提交证据证明其招股书已根据《联邦金融服务法案》经招股书办公室批准或视为已被批准。
	发行人声明	在发行日前，发行人应提交一份经签署的载明其同意并将遵守上市相关规则的声明。
维持上市地位的条件	财务报告	发行人应披露年度报告（包括经审计财报）、半年报，不强制要求披露季报；财务报告可以按照中国会计准则编制。
	其他信息披露义务	发行人的其他信息披露义务包括但不限于：披露有关股价敏感事件（包括但不限于盈利预警、并购、重组、收购要约、重大的董事和管理层的变化等）的临时公告、任何 GDR 对应权利及存托协议的变化、管理层交易、是否遵守其境内公司治理标准要求等。

（二）伦交所相关规则速览

伦交所是世界四大证券交易所之一，市场流通性较高，其上市公司主要分布在消费、金融、能源、工业、基础材料等行业。伦交所国际化程度极高，其上市公司中四分之一以上都是海外公司且其外国股票的交易额远高于英国本土股票的交易额。同时，英国的投资机构对外国公司也非常欢迎，是十分活跃的国际投资者。截至目前已有 6 家境内上市公司在伦交所成功发行了 GDR。

在沪伦通和中欧通背景下，伦交所在主板（Main Market）为境内上市公司发行 GDR 专设了一个互联互通板块（Stock Connect Segment）。在互联互通板块发行 GDR 主要涉及英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority）和伦交所两个监管部门，发行人需要满足（1）英国金融行为监管局的《上市规则》⁴（Listing Rules）、《招股说明书规则》（Prospectus Regulation Rules）、《披露指引和透明规范》（Disclosure Guidance and Transparency Rules）、《市场滥用监管条例》（Market Abuse Regulation）等以及（2）伦交所的《伦交所上市准入及披露标准》（London Stock Exchange Admission and Disclosure Standards）及其附件七（Shanghai – London Stock Connect and Shenzhen – London Stock Connect）的有关规定。发行人应首先向英国金融行为监管局下属的英国上市管理局（UK Listing Authority）递交招股说明书等上市文件，其批准发行人提交的招股书等上市文件后将发行人列入“Official List”；随后发行人可以向伦交所申请上市，伦交所审核其满足相应其准入标准（Admission Standards）和披露标准（Disclosure Standards）后，发行人拟发行的 GDR 即可在伦交所主板的互联互通板块上市交易。我们现将相关规定总结如下：

上市要求	对发行人的要求	<ul style="list-style-type: none"> 经营年限：通常需要有三年的经营历史。 会计准则：认可中国会计准则与国际财务报告准则等效。 财务报表：发行人一般需提供包括最近三个财政年度经审计财务报表，以及自上次经审计的财务报表发布之日起公布的任何季度或半年财务信息。历史财务信息必须能体现发行人整个三年期间业务的 75%。
------	---------	---

⁴ 伦交所《上市规则》全文参见 <https://www.handbook.fca.org.uk/handbook/LR.pdf>。在伦交所发行 GDR 的相关规定主要位于伦交所《上市规则》第 18 章（Certificates Representing Certain Securities: Standard Listing）。

		<ul style="list-style-type: none"> ■ 市值要求：拟发行 GDR 的总市值至少为 3,000 万英镑（按 1 英镑兑人民币 9 元的汇率计算，约合人民币 2.7 亿元）。
	对 GDR 的要求	<ul style="list-style-type: none"> ■ 合法发行：GDR 的发行必须符合公司注册地法律。 ■ 自由流通：公众持有 GDR 比例不得低于 10%。
	对存托人的要求	<ul style="list-style-type: none"> ■ 存托人只需承担为了保护 GDR 持有人的权利及确保该等权利的可转让性所必需的义务。 ■ 存托人应做出充分安排确保 GDR 持有人对 GDR 的所有权利及其可能从 GDR 获得的扣除存托人的报酬和发行人发行开支等费用后所有金钱和利益。
上市相关义务	对招股书的要求	发行 GDR 的招股书必须经英国金融行为监管局批准。
	发行人声明	发行人须在不迟于提交招股说明书初稿时或与英国金融行为监管局商定的其他时间内向英国金融行为监管局提交说明其满足有关上市要求的信函。
持续义务	财务报告	发行人必须在其财政年度结束后不迟于六个月内发布经审计的年度财务报告；该报告必须包括经审计的财务报表、管理报告和责任报表。
	境内上市状态	<ul style="list-style-type: none"> ■ 若发行人在境内的上市状态发生任何变化（包括但不限于停牌、退市或受到任何关于上市的纪律性处分），须立即通报伦交所。 ■ 发行人每季度向伦交所提供其前一季度已发行股票平均数量的信息，还有义务在伦交所合理要求时提供某一日的已发行股票数量的信息。
	内幕信息和市场滥用	发行人应遵守英国刑法和/或《市场滥用监管条例》就内幕信息的披露要求、对履行管理职责人士及其关联人士相关交易的披露要求以及特定期间的交易行为限制等。

（三）德交所相关规则速览

德意志证券交易所集团下的法兰克福证券交易所在德国证券市场占核心地位，占德国市场 90%以上市场份额。我们常说的德交所主要指的就是德国法兰克福证券交易所（以下简称“德交所”）。德交所设有四个市场板块：高级市场(Prime Standard)、一般市场(General Standard)和新兴中小企业板(Scale)以及为已在其他市场上上市的公司提供二次上市平台的报价板块(Quotation Board)。高级市场和一般市场属于受欧盟监管的官方市场(EU – Regulated Market)：一般市场对发行人设定最低程度的欧盟监管市场准入要求，比较适合以本土投资者为目标并有意节省融资成本的公司；高级市场的上市条件与一般市场完全相同，但是持续信息披露要求更为严格，符合全球透明度标准，主要面向成熟企业以及国际型企业；申请人可以在一般市场和高级市场间转换。值得注意的是，在语言方面，非德国主体在德国发行证券的招股书可以用监管机构接受的语言或国际金融领域的习惯语言起草，但同时还必须包含招股书摘要的德语翻译版本；在计价货币方面，与中欧所一样，目前德交所发行的证券都是以欧元计价（瑞交所、伦交所的证券都可以以美元计价）。

境内上市公司到德交所发行 GDR 主要受到德国联邦金融监管局(BaFin)和德交所的监管，需要遵

守《德国证券交易法案》(Securities Trading Act)⁵、《德国证券招股说明书法案》(Securities Prospectus Act)⁶、德交所上市规则和欧盟相关规则。截至目前，德国方面还没有对中国境内上市公司到德国发行 GDR 出台专门规定，中国方面也没有境内上市公司在德交所发行 GDR 的案例⁷。我们将在德交所高级市场发行证券的规则简单总结如下：

对发行人的要求	<ul style="list-style-type: none"> ■ 经营年限：发行人必须已合法存在至少三年（存在例外）且要公布其在这期间的财务报表。 ■ 会计准则：认可中国会计准则与国际财务报告准则等效。 ■ 财务报表：发行人必须提交近三年经审计的年度财务报表和审计师证书。 ■ 自由流通：公众持有比例不得低于 25%。 ■ 发行数量：发行最低数量为 10,000 股。 ■ 市值要求：拟发行证券的总市值至少为 125 万欧元（按 1 欧元兑人民币 7.8 元的汇率计算，约合人民币 975 万元）。 ■ 第三方参与：在主板上市的申请要由持有不少于 73 万欧元（按 1 欧元兑人民币 7.8 元的汇率计算，约合人民币 570 万元）的银行或金融服务提供商提起。
全球凭证特别规定	就发行全球凭证而言，发行人应声明全球凭证已由中央托管机构保管，如果全球凭证被取消或证券持有人提出有效要求，公司将则向其颁发基础股票。
招股书	招股书必须经德国联邦金融监管局批准。
上市后义务	主板发行人应（1）在报告期结束后四个月内公布年报，在三个月内公布半年报、两个月内提交季报（在一般市场上市则只需公布年报和半年报）；（2）每年最少举行一次分析师会议；（3）持续更新和发布财务日历；（4）用德语和英语完成上市后披露义务。

三、总结

境内上市公司到境外发行 GDR 是中国公司到境外融资的新渠道，自沪伦通以来受到诸多关注。本文简要介绍了目前已有的 GDR 发行境外规则，我们理解今后将会有更多相关境内境外法规出现。随着中欧双方对 GDR 有关规则的不断探索和细化，我们期待见到更多中国公司参与到 GDR 境外发行、更多境外投资者参与到中国公司的全球化发展中。

敬请注意，本文涉及境外法和境外规则的内容，系我们根据境外当地公开可查的法律法规、案例、文件和报道，及我们的实践经验制作，不代表我们有资质就该等资料进行审查，本指南不构成我们的任何法律意见。

⁵ 《德国证券交易法案》全文参见 https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/EN/Aufsichtsrecht/Gesetz/WpHG_en.html。

⁶ 《德国证券招股说明书法案》全文参见 https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/EN/Aufsichtsrecht/dl_wppg_en.html。

⁷ 截至 2023 年 7 月 20 日，仅三一重工（机械制造行业）一家境内上市公司有计划到德交所发行 GDR。

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：

桂琳

电话： +86 10 8525 4632

Email: lin.gui@hankunlaw.com