

境外上市备案新时代系列（十一） — GDR 篇

作者：桂琳 | 王振禹

2023年2月17日，中国证监会发布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（以下简称“《**试行办法**》”），明确境内上市公司以境内证券为基础在境外发行可转换为境内证券的存托凭证等证券品种，应当同时符合中国证监会的相关规定，并按照《试行办法》备案。为规范境内上市公司境外发行可转换为境内基础股份的全球存托凭证（以下简称“**GDR**”）的行为，2023年5月16日，中国证监会发布《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**》”），对境内上市公司 GDR 境外发行上市相关事宜作出进一步明确。

一、GDR 定位

根据中国证监会于2022年2月11日发布的《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**》”）（相关解读可详见本所发布的[《国际化新篇章：升级后的互联互通存托凭证业务规则出台》](#)），境内上市公司可以以其新增基础股票为基础证券在境外发行 GDR，也可以以其非新增基础股票为基础证券在境外上市 GDR。鉴于以新增基础股票作为基础证券的 GDR 发行模式具有融资功能，实践中，截至《GDR 指引》发布之日，已发行 GDR 的 18 家境内上市公司¹均选择此类融资型 GDR 模式。

本次发布的《GDR 指引》亦提出，支持具有一定市值规模、规范运作水平较高的境内上市公司，通过境外发行 GDR 募集资金，投向符合国家产业政策的主业领域。

不过，需要注意的是：（1）本次《GDR 指引》提出的“市值要求”目前没有明确标准（此前境内上市公司发行 GDR 对市值要求主要取决于境外交易所），从境内证券监管角度是否将明确新的市值标准仍有待进一步观察。（2）根据《GDR 指引》，境内上市公司发行 GDR 需要符合国家产业政策的要求。一方面需关注发行 GDR 前后，境内上市公司是否符合外商投资准入要求，另一方面需关注境内上市公司发行 GDR 募集资金用途，是否符合中国境内企业境外投资的程序及投资方向，该等关注内容均属于中国证监会备案材料、境内上市公司新增基础股票发行注册申请材料的必要内容。

¹ 根据公开统计信息，截至《GDR 指引》发布之日，已有 18 家境内上市公司发行了 GDR。其中，有 4 家是在《互联互通监管规定》发布之前发行的，均为国有资本控股，行业覆盖保险、证券、电力等；有 14 家是在《互联互通监管规定》发布之后发行的，以民营企业为主，集中在新能源、半导体等新兴行业。

二、《GDR 指引》实施安排

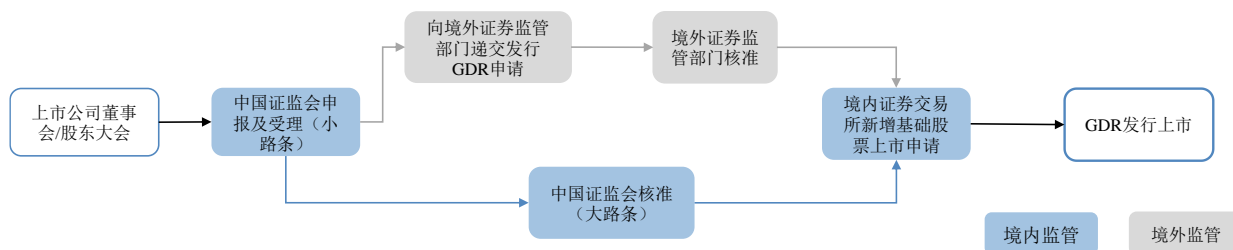
在 2023 年 3 月 31 日前，境内上市公司已在境外提交 GDR 发行申请，但未获中国证监会核准的，应当履行基础股份发行注册及境外发行上市备案程序，可合理安排提交注册申请及备案材料的时点。在 2023 年 3 月 31 日前，境内上市公司境外发行 GDR 相关议案已经股东大会审议通过的，无需重新提交股东大会审议。

《GDR 指引》实施安排以《试行办法》生效日期为分界线，对于 2023 年 3 月 31 日前已向中国证监会提交申请的存量项目，均需按照《GDR 指引》的规定，重新提交注册申请（涉及新股发行）和备案申请。

三、GDR 备案申请程序

（一）《GDR 指引》实施前：

在《GDR 指引》实施前，境内上市公司在境外提交 GDR 发行上市申请需以取得中国证监会受理函（俗称小路条）为前提，发行上市需以取得中国证监会核准发行 GDR（俗称大路条）为前提。境内上市公司以其新增基础股票为基础证券的，境内上市公司直接向中国证监会申请发行 GDR（境内上市公司无需单独聘请境内券商或保荐人），中国证监会在核准发行 GDR 的批复中同时明确企业发行新增基础股份事宜。境内上市公司发行 GDR 的主要流程图如下所示：



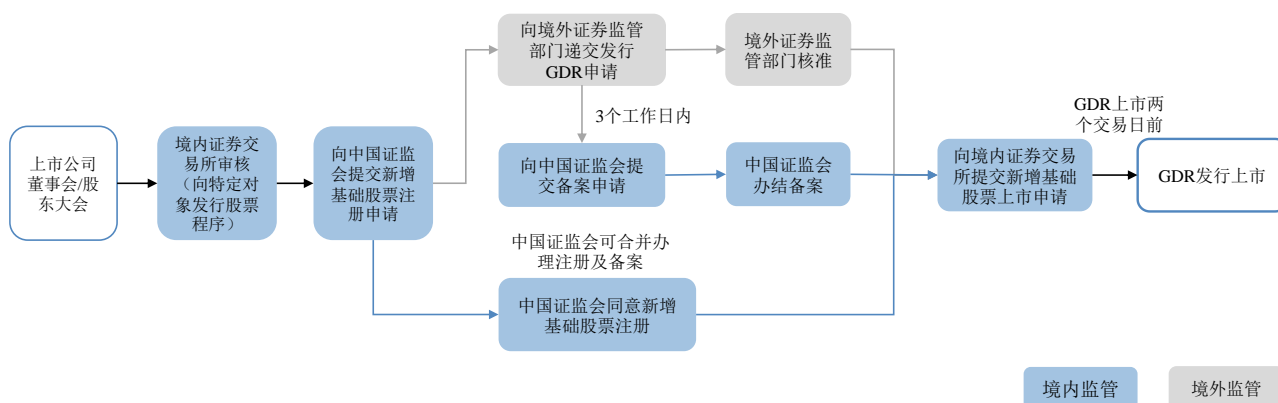
（二）《GDR 指引》实施后：

《GDR 指引》明确了境内上市公司以其新增基础股票为基础证券在境外发行 GDR 的，涉及境内和境外两套流程：新增基础股票发行适用境内上市公司股票发行注册程序（主要参考境内上市公司向特定对象发行股票程序），应报境内证券交易所审核及中国证监会注册；GDR 在境外发行及上市需按照《试行办法》的原则和《GDR 指引》的要求向中国证监会备案。

根据《GDR 指引》及相关规定，境内上市公司发行 GDR 的备案申请程序如下：

	境内上市公司不涉及新增基础股票 ²	在境外提交发行上市申请后 3 个工作日内向中国证监会备案
境外首次发行 GDR	境内上市公司涉及新增基础股票	<ul style="list-style-type: none"> 在境外提交发行上市前，应向境内证券交易所提交新增基础股份发行的申请，境内证券交易所参照上市公司向特定对象发行股票的程序出具审核意见，并报中国证监会注册 在境外提交发行上市申请后 3 个工作日内向中国证监会备案 中国证监会可合并办理注册及备案
在同一境外市场再次发行 GDR	境内上市公司不涉及新增基础股票	在境外发行完成后 3 个工作日内向中国证监会备案
	境内上市公司涉及新增基础股票	<ul style="list-style-type: none"> 新增基础股份发行注册程序与首次境外发行 GDR 相同 在境外发行完成后 3 个工作日内向中国证监会备案

《GDR 指引》实施后，境内上市公司以新增股票作为基础证券发行 GDR 的主要流程图如下所示：



《GDR 指引》实施后，境内上市公司发行 GDR 如涉及新增基础股票，需受到境内证券交易所审核、中国证监会注册、中国证监会备案的境内多方监管。境内上市公司发行 GDR、A 股股票、发行境外上市外资股（H 股）形式再融资涉及的境内监管程序主要对比如下：

	GDR		A 股	H 股
股票来源	存量股票	新增基础股票	新增基础股票	新增基础股票
证券交易所审核	/	适用	适用	/
中国证监会注册	/	适用	适用	/
中国证监会备案	适用	适用	/	适用

² 根据本文第一节的论述，实践中，因企业发行 GDR 大部分是为了海外融资，因此一般都会涉及新增基础股票。但由于《互联互通监管规定》明确发行 GDR 也有不新增基础股票的情形，我们理解这种情况也应按照《GDR 指引》进行备案，只是不涉及境内新增基础股票的审核及注册流程。

四、进一步明确 GDR 规则适用

本次中国证监会发布的《GDR 指引》，对有关《互联互通监管规定》及境内上市公司证券发行相关规则的适用问题，作出了进一步明确：

（一）禁止情形

境内上市公司发行 GDR 需同时满足《试行办法》第八条³境内企业境外发行上市的条件以及《互联互通监管规定》第三十五条⁴境内上市公司发行 GDR 的条件。

需要注意的是，《互联互通监管规定》第三十五条规定的上市公司不得发行 GDR 的负面清单内容，与原《上市公司证券发行管理办法》（已废止）第三十九条规定的上市公司不得非公开发行股票负面清单内容一致，但在全面注册制实施后，现行有效的《上市公司证券发行注册管理办法》规定的上市公司不得向特定对象发行股票的负面清单内容⁵已经对上述负面清单内容做出适当调整，现阶段申请发行 GDR 涉及新增基础股票的，应同时满足上述规定。

（二）发行与承销

重申境内上市公司境外发行全球存托凭证涉及的发行定价、跨境转换期限、锁定期要求。

境内上市公司以其新增基础股票为基础证券在境外发行 GDR 的，发行价格按比例换算后原则上不得低于定价基准日（存托凭证发行期首日）前 20 个交易日基础股票收盘价均价的 90%。

境内上市公司在境外公开发行的 GDR 自上市之日起 120 日内不得转换为境内基础股票。境内上市公司控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的 GDR 自上市之日起 36 个月内不得转让。

境内上市公司在境外发行上市的 GDR 在存续期内的份额数量所对应的基础股票数量不得超过中国证监会批复的数量上限，因境内上市公司送股、股份分拆或者合并、转换比例调整等原因导致 GDR 增

³ 《试行办法》第八条 存在下列情形之一的，不得境外发行上市：（一）法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的；（二）经国务院有关主管部门依法审查认定，境外发行上市可能危害国家安全的；（三）境内企业或者其控股股东、实际控制人最近 3 年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪的；（四）境内企业因涉嫌犯罪或者重大违法违规行为正在被依法立案调查，尚未有明确结论意见的；（五）控股股东或者受控股股东、实际控制人支配的股东持有的股权存在重大权属纠纷的。

⁴ 《监管规定》第三十五条 境内上市公司以其新增股票为基础证券在境外发行存托凭证，或者以其非新增股票为基础证券在境外上市存托凭证的，应当符合《证券法》、境内企业境外发行上市有关法律法规及中国证监会的规定。境内上市公司以其新增股票为基础证券在境外发行存托凭证的，还应当同时符合有关上市公司证券发行的规定。境内上市公司存在下列情形之一的，不得在境外发行存托凭证：（一）本次发行申请文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；（二）上市公司的权益被控股股东或者实际控制人严重损害且尚未消除；（三）上市公司及其附属公司违规对外提供担保且尚未解除；（四）现任董事、高级管理人员最近 36 个月内受到过中国证监会的行政处罚，或者最近 12 个月内受到过境内证券交易所公开谴责；（五）上市公司或者其现任董事、高级管理人员因涉嫌犯罪正被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规正被中国证监会立案调查；（六）最近一年及一期财务报告被注册会计师出具保留意见、否定意见或者无法表示意见的审计报告。保留意见、否定意见或者无法表示意见所涉及事项的重大影响已经消除或者本次发行涉及重大重组的除外；（七）严重损害投资者合法权益和社会公共利益的其他情形。

⁵ 《上市公司证券发行注册管理办法》第十一条 上市公司存在下列情形之一的，不得向特定对象发行股票：（一）擅自改变前次募集资金用途未作纠正，或者未经股东大会认可；（二）最近一年财务报表的编制和披露在重大方面不符合企业会计准则或者相关信息披露规则的规定；最近一年财务会计报告被出具否定意见或者无法表示意见的审计报告；最近一年财务会计报告被出具保留意见的审计报告，且保留意见所涉及事项对上市公司的重大不利影响尚未消除。本次发行涉及重大资产重组的除外；（三）现任董事、监事和高级管理人员最近三年受到中国证监会行政处罚，或者最近一年受到证券交易所公开谴责；（四）上市公司或者其现任董事、监事和高级管理人员因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规正在被中国证监会立案调查；（五）控股股东、实际控制人最近三年存在严重损害上市公司利益或者投资者合法权益的重大违法行为；（六）最近三年存在严重损害投资者合法权益或者社会公共利益的重大违法行为。

加或者减少的，数量上限相应调整。

（三）发行比例

根据《互联互通监管规定》《证券期货法律适用意见第 18 号》向特定对象发行的规定要求，境内上市公司所发行的 GDR 对应的基础股份比例不得超过本次发行前总股本的 30%。且单个境外投资者持有单一境内上市公司权益的比例不得超过该公司股份总数的 10%；境外投资者持有单一境内上市公司 A 股权益的比例合计不得超过该公司股份总数的 30%。境外投资者依法对境内上市公司战略投资的除外。

投资者及其一致行动人通过存托凭证和其他方式拥有境内上市公司权益的，应当合并计算其权益，并遵守证券监管、外资管理等规定，履行法定义务。

（四）发行间隔

参照《上市公司证券发行注册管理办法》《证券期货法律适用意见第 18 号》，境内上市公司发行 GDR 的董事会决议日(1)与首次公开发行股票上市日的时间间隔不得少于六个月；且(2)距离前次募集资金到位日原则上不得少于十八个月，前次募集资金基本使用完毕或者募集资金投向未发生变更且按计划投入的，相应间隔原则上不得少于六个月。

（五）募集资金使用

境内上市公司应当理性融资，合理确定融资规模，按照《上市公司监管指引第 2 号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》规范使用 GDR 募集资金。

（六）其他规则适用

除《互联互通监管规定》和《GDR 指引》明确的事项外，境内上市公司境外发行 GDR 涉及新增基础股份发行的决策程序、信息披露等事项，应当符合境内上市公司向特定对象发行的有关规定。

五、发行 GDR 材料要求

（一）境外发行 GDR 向中国证监会提交的备案材料要求

境内上市公司发行 GDR，涉及新增基础股票的，应当按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 59 号——上市公司发行证券申请文件》的要求由保荐人（我们理解此处的保荐人指的是负责境内新增基础股票发行注册的境内保荐人）报送新增基础股票的注册申请材料。对于备案申请材料，应按照《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》的要求向中国证监会提交，且在新增基础股票注册申请时已提交的材料或已说明的事项，备案材料中无需重复提交或说明。

■ 备案材料主要区别如下表所示：

	GDR 项目备案材料	与非 GDR 境外上市项目备案材料主要区别
1.	备案报告	《GDR 指引》规定了适用于发行 GDR 的备案报告模板，相对于非 GDR 的一般境外发行上市备案报告有所简化，并结合境外发行 GDR 实际要

	GDR 项目备案材料	与非 GDR 境外上市项目备案材料主要区别
		求适当调整文字表述
	发行人承诺	/
	证券公司承诺（汉坤提示：我们理解此处应出具承诺函的机构为负责 GDR 发行上市的境外证券公司）	/
	发行人股东大会、董事会决议	新增基础股票发行注册申请材料包括该项备案申请材料，涉及新增基础股票的 GDR 发行备案材料可不重复提交
	发行人完整股权结构及控制架构框图	/
	发行人及中介机构项目团队人员名单和联系方式	/
2.	行业主管部门等出具的监管意见、备案或核准等文件（如适用）	新增基础股票发行注册申请材料包括该项备案申请材料，涉及新增基础股票的 GDR 发行备案材料可不重复提交
3.	国务院有关主管部门出具的安全评估审查意见（如适用）	新增基础股票发行注册申请材料包括该项备案申请材料，涉及新增基础股票的 GDR 发行备案材料可不重复提交
4.	境内律师事务所出具的专项法律意见书及承诺	《GDR 指引》规定了适用于发行 GDR 的专项法律意见核查要点，核查事项相对于非 GDR 的一般境外发行上市专项法律意见书核查要点有所简化，并结合境外发行 GDR 实际要求适当调整，GDR 项目仅需要提交专项法律意见书
5.	招股说明书或上市文件	/

■ 备案报告的主要对比如下表所示：

	非 GDR 境外上市项目备案报告	GDR 项目备案报告	对比说明
—	发行人基本情况	发行人基本情况	二者要求披露内容相同
	历史沿革	/	GDR 备案报告未要求披露此类内容，该等内容在境内上市公司 IPO 申报文件、上市公司公告、GDR 新增基础股票发行注册申请材料有所体现
	股东和实际控制人情况	/	
	参控股公司情况	/	
	有关股本情况	/	

	非 GDR 境外上市项目备案报告	GDR 项目备案报告	对比说明
	在其他证券市场的上市/挂牌情况	/	
二	主要业务、主要产品或服务情况	/	GDR 备案报告仅要求披露业务牌照资质涉及的外资准入情况及保密和档案管理情况，以便于中国证监会协调有关主管部门判断外商投资产业政策问题及保密和档案管理义务履行情况 其他 GDR 备案报告未要求披露内容均在境内上市公司 IPO 申报文件、上市公司公告、GDR 新增基础股票发行注册申请材料有所体现
	所属行业基本情况	/	
	业务经营涉及外商投资准入情况	业务经营涉及外商投资准入情况	
	财务状况与纳税情况	/	
	公司治理情况	/	
	保密和档案管理情况	保密和档案管理情况	
三	具体方案	具体方案	二者要求披露内容实质相同。
	募集资金用途	募集资金用途	关于募集资金用途有关内容，在新增基础股票发行注册申请文件中应有适当体现，GDR 备案报告可不再重复说明或适当引用
	发行上市完成情况（再次发行适用）	发行上市完成情况（再次发行适用）	
四	承诺履行情况	承诺履行情况	二者要求披露内容相同

■ 境内专项法律意见书主要对比如下表所示：

	非 GDR 境外上市项目专项法律意见书	GDR 项目专项法律意见书	对比说明
1.	是否存在《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》第八条规定的不得境外发行上市的情形。	是否存在《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》第八条及《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》第三十五条规定的禁止情形。	均要求境内律师核查是否存在构成不得发行上市的负面清单情形，GDR 核查要点中增加了有关《互联互通监管规定》中适用于发行 GDR 的负面清单情形。
2.	是否涉及安全审查，如涉及，是否已依法履行相关安全审查程序并取得有关部门出具的安全审查意见。	同左列	均要求对是否涉及安全审查核查并发表意见。
3.	是否履行了完备的内部决策程序，取得了必要的内部批准和授权；是否涉及国资管理、行业监管等审批、备案或核准程序，如涉及，是否已依法履行。	是否涉及国资管理、行业监管等审批、备案或核准程序，如涉及，是否已依法履行。	发行人作为境内上市公司，公司治理相对完善，不再要求境内律师对本次发行是否履行了完备的内部决策程序、取得了必要的内部批准和授权发表意见

	非 GDR 境外上市项目 专项法律意见书	GDR 项目专项法律意见书	对比说明
4.	本次发行是否涉及境内募投项目，如涉及，是否符合国家产业政策，是否履行了必要的审批、核准或备案程序；如涉及境外投资，是否符合《国务院办公厅转发国家发展改革委商务部人民银行外交部关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》（国办发〔2017〕74 号）有关规定。	本次发行是否涉及境外投资，是否符合《国务院办公厅转发国家发展改革委商务部人民银行外交部关于进一步引导和规范境外投资方向指导意见的通知》（国办发〔2017〕74 号）有关规定。	结合境内上市公司通过发行 GDR 募集资金通常用于境外募投项目的实际情况，仅要求境内律师对发行 GDR 是否涉及境外投资及合规性发表意见。如发行 GDR 募集资金涉及境内募投项目，在新增基础股票发行注册申请文件中，已要求境内保荐人及境内律师发表核查意见。
5.	发行人是否建立健全保密和档案管理制度并落实到位，是否遵守《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定》。	同左列	均要求对保密和档案管理制度核查并发表意见。
6.	发行人是否涉及本指引关于股权结构与控制架构核查要求的相关事项，如涉及，请对照核查说明。	/	/
7.	本次发行上市是否符合《上市公司分拆规则（试行）》（证监会公告〔2022〕5 号）。（境内上市公司分拆所属企业境外发行上市适用）。	/	/
8.	涉及境内企业资产交易的，相关交易是否符合《监管规则适用指引——境外发行上市类第 1 号》“五、关于境内企业资产的交易”第 2 点要求。（境内企业资产直接或者间接境外上市、境外发行证券购买境内资产适用）。	/	/
9.	境内企业（含下属公司）业务范围涉及《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》相关领域的，本次发行上市/“全流通”后是否持续符合规定要求。（境内企业直接境外发行上市适用）。	境内企业（含下属公司）业务范围涉及《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》相关领域的，本次发行 GDR 后是否持续符合规定要求。	二者无实质区别，要求境内律师核查境外发行后境内上市公司是否符合外商投资管理要求。
10.	本次发行上市是否履行外债管理部门相关审核登记程序。（境外发行可转换债券、可交换债券适用）。	/	/

	非 GDR 境外上市项目 专项法律意见书	GDR 项目专项法律意见书	对比说明
11.	发行人业务范围如包括房地产业务，说明房地产业务占营业收入和利润的比重，并核查是否存在违反国家房地产调控政策规定的情形，是否被住房和城乡建设部门公示为“违法违规房地产开发企业和中介机构”的情形。	同左列	均需要对房地产业务进行特别核查并发表意见。
12.	是否已履行前期备案的承诺事项。	同左列	
13.	申请全流通的相关境内未上市股份股东是否属于《国务院关于建立完善守信联合激励和失信联合惩戒制度加快推进社会诚信建设的指导意见》（国发〔2016〕33 号）规定的严重失信主体。	/	/

根据上述备案材料的对比可以发现，发行 GDR 需要向中国证监会报送的备案材料与非 GDR 境外上市项目的备案材料相比，有所简化，我们理解主要是因为大部分备案材料或涉及的内容均在境内上市公司 IPO 申报文件、上市公司公告、境内新增基础股票涉及的发行注册申请材料中已有所体现。

（二）决策程序文件要求

境内上市公司发行 GDR 的董事会决议、股东大会决议，应当按照《上市公司证券发行注册管理办法》第十六条、第十七条有关规定编制相关文件，决议事项应包括本次证券发行的方案、本次发行方案的论证分析报告、本次募集资金使用的可行性报告等，并在本次发行方案论证分析报告中充分说明本次发行是否符合全球存托凭证品种定位。论证分析报告应当结合境内上市公司所处行业和发展阶段、融资规划、财务状况、资金需求等情况进行论证分析，独立董事应当发表专项意见。

（三）境内新增基础股份涉及的 A 股募集文件要求

境内上市公司发行 GDR 下的新增基础股份，应当按照《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 61 号——上市公司向特定对象发行证券募集说明书和发行情况报告书》编制披露募集说明书，并披露跨境转换限制期满后 GDR 转换为 A 股基础股票对发行人 A 股股价影响等风险。

（四）发行情况报告要求

境内上市公司完成境外 GDR 发行上市后 15 个工作日内，应当按照《监管规则适用指引——境外发行上市类第 3 号：报告内容指引》披露发行情况报告，发行情况报告应当穿透说明实际认购对象，并说明是否存在收益互换等类似协议安排及其合规性，是否存在投资者延长跨境转换期限的情形。发行情况报告中关于主要股东的认定，其持股比例应当按照投资者及其一致行动人通过存托凭证和其他方式拥有境内上市公司权益应当合并计算的要求进行计算。

六、小结

《GDR 指引》的发布，标志着境内企业境外发行上市备案制的最后一个环节得以落实，境内上市注册制和境外上市备案制在境内上市公司发行 GDR 中得以有机结合。愿更多的境内企业用好两个市场、两种资源发展壮大，融入全球化发展，为建设高水平开放型经济新体制、加快构建新发展格局贡献力量。

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