



资产管理法律评述
2018 年 9 月

上海
上海市银城中路 68 号
时代金融中心 16 楼和 19 楼
邮编: 200120
电话: +86 21 3135 8666
传真: +86 21 3135 8600

北京
北京市建国门北大街 8 号
华润大厦 4 楼
邮编: 100005
电话: +86 10 8519 2266
传真: +86 10 8519 2929

香港
香港中环皇后大道中 5 号
衡怡大厦 27 楼
电话: +852 2969 5300
传真: +852 2997 3385

伦敦
1F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

www.llinkslaw.com

SHANGHAI
16F/19F, ONE LUJIAZUI
68 Yin Cheng Road Middle
Shanghai 200120 P.R.China
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

BEIJING
4F, China Resources Building
8 Jianguomenbei Avenue
Beijing 100005 P.R.China
T: +86 10 8519 2266
F: +86 10 8519 2929

HONG KONG
27F, Henley Building
5 Queen's Road Central
Central, Hong Kong
T: +852 2969 5300
F: +852 2997 3385

LONDON
1F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
United Kingdom
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323

master@llinkslaw.com

通力“沪伦通”系列之二：走近 GDR

作者：沪伦通工作小组

本文为通力“沪伦通”系列文章的第二篇，就“沪伦通”西向业务进行介绍，以期对拟赴伦敦发行 GDR 的中资企业做出有益的提示。

“沪伦通”西向业务指上海证券交易所(“上交所”)A 股上市公司在伦敦证券交易所(London Stock Exchange “伦交所”)挂牌全球存托凭证(Global Depository Receipts “GDR”)。2018 年 9 月 17 日，伦交所发布了《关于修改<上市许可及披露标准>的征询意见反馈结果》(*Feedback on N13/18 - Consultation on amendments to the Admission and Disclosure Standards*)，确认其于 2018 年 7 月 10 日为“沪伦通”发布的《上市许可及披露标准》的全部拟修订意见均已被采纳，含有面向中国公司发行 GDR 章节的《上市许可及披露标准》将于 2018 年 10 月 1 日正式生效。至此，伦交所关于“沪伦通”西向业务的制度安排已基本确定。

.....
如您需要了解我们的出版物，
请与下列人员联系：

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

免责声明：本出版物仅代表作者个人观点，不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

通力“沪伦通”系列之二：走近 GDR

一、 何为 GDR

存托凭证(Depository Receipt 或简称“DR”)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的已发行股票或其他证券(统称为“**基础证券**”)。存托凭证可实现时区不同、开放程度和市场制度差异较大的证券市场之间的互联互通。

通常认为, 美国存托凭证(American Depositary Receipts 即“**ADR**”)为 DR 之开山鼻祖。

GDR 作为存托凭证的一种, 通常为欧洲主流证券交易所挂牌交易的 DR 品种(主要为区别 ADR 而命名)。伦交所、法兰克福证券交易所¹、卢森堡证券交易所²均有 GDR 挂牌上市。由于欧盟一体化程度较高³, 欧盟指令及法规(EU Directives and Regulations, 通常称“**欧盟法**”)管制下, 各主要证券交易所监管口径和尺度趋同, 挂牌上市的证券种类也比较类似。欧洲各交易所之间出于竞争需要, 在突出各自独特优势的同时, 以 GDR 吸引海外市场发行人。

伦交所上市的 GDR 通常被核准列入 Official List⁴, 并且独立于基础证券(underlying securities)进行交易(基础证券本身可以为未上市的证券)。伦交所的 GDR 通过其国际订单簿(International Order Book “IOB”)平台⁵进行交易。

伦交所上市的 GDR 主要由新兴海外市场的公司发行, 且大部分情况下由资深或专业的投资机构购买。发行人公司通过发行 GDR 进行融资时, GDR 定价的核心考虑因素是尽可能确保 GDR 有较好的流通性, GDR 定价亦决定了每一 GDR 所代表的基础证券数量。GDR 所代表的基础证券将转移至存托银行(Depository Banks), 存托银行根据《存托协议》(Depository Agreement), 基于信托关系, 为 GDR 持有人的利益而持有基础证券。

¹ <http://deutsche-boerse.com/dbg-en/about-us/services/know-how/glossary/glossary-article/Global-depository-receipt--GDR-/2560618>

² <https://www.bourse.lu/gdr>

³ 欧洲证券市场间的跨国合作比较充分, 主要采用三种形式: 市场连通、共同交易平台以及市场合并。伦交所与德意志交易所(Deutsche Börse Group, 法兰克福证券交易所即为德意志交易所集团的子公司)的合并案始于 2015 年, 但 2017 年 3 月欧盟执行委员会(European Commission)否决了该项合并案。

⁴ Official List (或 UKLA Official List), 是由英国金融行为监管局(FCA)内设的英国上市监管局(UK Listing Authority)按照英国有关金融法案的规定和授权进行监管和维护的上市证券列表。

<https://www.fca.org.uk/markets/ukla/listing-applications/official-list>

⁵ 伦交所近期对 IOB 平台的交易服务做了进一步的修改和完善, 延长了交易时间, 对收盘报价时间段等也进行了调整, 从 2018 年 9 月 3 日起正式生效。

<https://www.londonstockexchange.com/traders-and-brokers/rules-regulations/change-and-updates/stock-exchange-notices/2018/n1218.pdf>

<https://www.lseg.com/sites/default/files/content/documents/N0618%20-%20Attachment%201.pdf>

通力“沪伦通”系列之二：走近 GDR

二、 GDR 所代表的权益

发行人公司(在“沪伦通”语境下即指发行 GDR 的中国上市公司)、存托银行和 GDR 持有人之间的权利义务由《存托协议》及 GDR 附载条款约定。该等条款也会在 GDR 的《招股说明书》(Prospectus)中予以说明。《存托协议》旨在赋予 GDR 持有人与直接持有发行人公司的股票的股东相同或相似的权利。一般而言, GDR 持有人享有如下核心权益:

1. **投资者关系项下各项权益**。通常, 存托银行从发行人公司处获悉有关信息或通知, 均有义务通知 GDR 持有人, 如会议通知、股份回购、分红、配股等事项。同时, 发行人公司亦须履行信息披露义务。
2. **投票权**。从技术层面上讲, 由于基础证券登记在存托银行或其委托的当地托管机构名下, 基础证券的投票权亦归属于存托银行。但存托银行有义务将投票权实质传递给 GDR 持有人, 根据 GDR 持有人的指示行使投票权。
3. **分红权**。存托银行将从发行人公司处取得的分红进一步分配并支付给 GDR 持有人。存托银行通常以美元向 GDR 持有人支付分红, 而不是发行人公司注册所在地的当地货币。为此, 存托银行将承担外汇兑换工作。存托银行还可能会根据双边税收协定而履行代扣代缴税款的职责。
4. **生成和兑回**。投资者可以将股份(基础证券)存入存托银行生成 GDR, 或将 GDR 兑回基础证券, 即通过存托银行及跨境转换机构实现 GDR 与基础证券之间的相互转换。
5. **权利的直接行使**。不同于债券发行中的受托人角色, 存托银行并非 GDR 持有人向公司主张权利的必经路径和机构。GDR 持有人通常可以依据《存托协议》的约定直接向发行人公司主张其权利。

三、 伦交所 GDR 挂牌上市现状

1. 基本情况

根据伦交所官网发布的截至 2018 年 8 月 31 日的《权益工具列表—存托凭证》(Equity Instruments - Depository Receipts)的数据, 目前有 140 多家企业分别在伦交所的四大市场⁶共

⁶ 主板市场(Main Market)、另类投资市场(Alternative Investment Market “AIM”)、专业证券市场(Professional Securities Market “PSM”)、仅供交易市场(Admission to Trading Only “ATT”)

通力“沪伦通”系列之二：走近 GDR

计发行 245 只 GDR。其中，现存伦交所上市的 GDR 中历史最长的可追溯到 1998 年 6 月 30 日，由希腊的 Hellenic Petroleum SA 在伦交所主板市场发行上市。最近发行的 GDR 系由印度的 Dish TV India Limited 于 2018 年 4 月 13 日在伦交所专业证券市场(Professional Securities Market)发行。

伦交所挂牌上市的 140 多家 GDR 发行人分别来自 30 余个不同的国家和地区，其中包括中国、俄罗斯、印度、日本、韩国、埃及、阿根廷、开曼群岛、英属维尔京群岛等。发行人的行业领域覆盖科技、金融、公共事业、健康护理、建筑/材料、保险、基础资源、工业产品/服务、电信、油气、商品消费、服务消费等领域。

2. 在伦交所发行 GDR 的中国企业

目前，中国大陆公司在伦交所挂牌上市 GDR 的仅有(剩)一家⁷，为中国石油化工股份有限公司(China Petroleum & Chemical Corporation “中国石化”)。2000 年 10 月，中国石化 H 股分别在香港、纽约和伦敦三地上市。在伦交所，中国石化即以存托凭证在主板市场(Main Market)挂牌上市，挂牌产品的上市种类为 GDR⁸，挂牌产品名称⁹为 ADS (每 ADS 代表 100 股 H 股基础证券)。2001 年中国石化亦于上交所 A 股上市。由此可见，“沪伦通”的开通将开启中资企业以其在上交所上市的 A 股为基础证券在伦交所发行 GDR 的先河。

除中国石化外，目前在伦交所主板市场挂牌上市的另三家中国大陆公司为大唐国际发电(Datang International Power Generation Co., Ltd)、中国国航(Air China)和浙江沪杭甬高速(Zhejiang Expressway)，均为在香港发行 H 股同时或之后在伦交所挂牌上市其普通股，并未采用 GDR。发行 GDR 与直接发行股票挂牌上市之间如何取舍，请见本文第五部分的简要分析。

另外，台湾有 Acer Incorporated (宏基股份有限公司), Asia Cement Corporation (亚洲水泥股份有限公司), Cathay Financial Holdings Co Ltd (国泰金融控股股份有限公司)等在内的 18 家企业，在伦交所共计发行了 31 只存托凭证¹⁰。台湾发行人涉及科技、建筑/材料、保险、基础资源、工业产品/服务、电信、油气等行业领域，其中科技领域 8 家、工业产品/服务领域 4 家。台湾企业较早有 Acer Incorporated 于 2002 年 3 月 27 日在伦交所发行 GDR 并挂牌上

⁷ 此前曾有江西铜业、东南发电在伦交所发行上市 GDR，后续注销退市。据报道，东南发电 GDR 退市的原因，系 GDR 对应的基础证券——东南发电 B 股因被浙能电力吸收合并而注销退市。因此，截至目前，中国大陆企业挂牌上市的 GDR 仅剩一家。

⁸ FCA Listing Category: Standard GDRs.

⁹ Instrument Name: ADS (EACH REPR 100'H'SHS CNY 1.00)

¹⁰ 一个发行人可以发行多只 GDR，例如每只 GDR 所对应的基础证券不同，GDR 亦可在伦交所不同市场中挂牌交易(伦交所目前市场和板块构成情况见《通力“沪伦通”系列之一：中英制度框架的搭建》一文)。

通力“沪伦通”系列之二：走近 GDR

市，新近有 Yangming Marine Transport Corporation (阳明海运股份有限公司) 于 2017 年 5 月 11 日在伦交所发行 GDR 并挂牌上市。

四、 伦交所 GDR 所适用的特别规定

相较于股票直接挂牌上市，尤其与在高级上市板块(Premium Listing)挂牌相比，伦交所 GDR 挂牌上市所适用的规定相对比较宽松。例如，以下要求适用于在伦交所主板市场高级上市板块交易的上市公司，但对 GDR 发行人而言通常并非强制性要求：

1. 对其未来 12 个月的运营资本(working capital)充足性作出声明¹¹;
2. 详式财务尽调报告(“long-form” financial due diligence report);
3. 业务独立;
4. 公布半年度财务报告;
5. 就特定重大交易和/或关联交易，公告详细的股东通函并获得股东大会的批准;
6. 根据“不遵守即须解释”(comply or explain)的原则适用《英国公司治理准则》(UK Corporate Governance Code)¹²;
7. 制定并落实交易守则(dealing code)的义务;(虽非强制性监管要求，但实践中在主板市场高级板块和标准板块挂牌上市的公司而言，一般均需制定并落实此等交易守则);
8. 就其上市申请聘用保荐人¹³(sponsor);
9. 受限于限售锁定(lock up)安排。(虽然限售锁定(lock up)并非强制性监管要求，但对在主板市场高级板块挂牌上市的公司而言，保荐人通常要求发行人公司、售股大股东(selling shareholders)、董事及某些核心高管签署《限售协议》(lock up agreement)，在上市后一段时间内锁定并不出售股份。)

当然，就最低市值要求、最低公众持股比例(通常为 25%)、挂牌证券的可自由转让性、发行人遵守上市规则、对股价敏感信息的披露义务、保有并维护内幕人士清单(insider list)、年报披露义务¹⁴、招股书须获 FCA/UKLA 批准等基本要求，GDR 发行人与主板市场其他发行人并无二致。

¹¹ 高级上市板块通常要求发行人准备详细的营收预测(detailed forward-looking working capital analysis)。

¹² 但 GDR 发行人有义务在其董事报告(directors' report)中包含“公司治理声明”(corporate governance statement)，该声明须包含发行人须适用的公司治理准则及发行人自愿选择适用的公司治理规范的相关信息；该声明还须包含发行人有关财务报告流程的内控和风险管理系统主要构成的描述。

¹³ 请注意，根据中国证监会 2018 年 8 月 31 日发布的《上海证券交易所与伦敦证券交易所市场互联互通存托凭证业务监管规定(试行)》(征求意见稿)，“沪伦通”东向业务，即在上交所挂牌 CDR，须聘请保荐人，发行保荐书和保荐工作报告为 CDR 核准申请必备文件之一。“沪伦通”西向业务，即在伦交所挂牌 GDR，目前英国 FCA 及伦交所并未就聘请保荐人做强制性要求。

¹⁴ 财政年度结束后四个月内披露年报(包括经审计的财务报表、管理层报告及责任声明 management report and responsibility statement)

通力“沪伦通”系列之二：走近 GDR

五、 伦交所 GDR 挂牌上市的优势和不足

在伦交所挂牌 GDR 的优势在于：

1. 新兴市场公司的证券可以到成熟市场挂牌上市，从而可能获得相较于在其本国市场上市更高的流动性、被更广泛的证券研究分析所覆盖、知名度得到提升以及可能募集更多的资金。
2. 因为一些新兴市场当地的法规、外汇或投资限制等因素，投资者可能较难进入该市场或直接购买其证券，而 GDR 的发行可以减少或克服相关的限制壁垒。
3. GDR 上市的核准、披露和合规要求都相对低于主板市场高级上市板块的要求，招股说明书的内容要求同样低于高级上市板块的要求，发行上市的过程也相对更快一些。
4. 发行 GDR 无须通过新设一个英国或海外控股公司，进而重组搭建普通股两地上市 (dual-listing) 的结构安排，因而可以回避因重组之需而迁移控股公司注册地的相关成本费用，及可能引致的不同监管要求，抑或政治顾虑等。

当然，在伦交所挂牌 GDR 也存在相应的不足：

1. 由于 GDR 属于专业证券 (specialist securities)，其购买者在多数情况下为资深或专业的投资机构，并非散户投资者。因此，相较于主板市场高级上市板块上市的证券而言，GDR 流动性稍差。
2. 因为 GDR 所适用的监管要求和公司治理要求略低于主板市场高级上市板块，一些投资者倾向认为 GDR 发行公司在公司治理、业务流程以及市场透明度方面不如在高级上市板块挂牌上市的企业，因而可能导致 GDR 在价格、市场信誉等方面逊于高级上市板块的挂牌证券。
3. GDR 不属于在主板市场高级上市板块挂牌上市的证券¹⁵，因而不具备纳入 FTSE 指数的资格。

¹⁵ 目前伦交所主板市场分为四个板块，在主板市场高级上市板块上市的证券才具备纳入 FTSE 的资格。伦交所目前市场和板块构成情况见《通力“沪伦通”系列之一：中英制度框架的搭建》一文。

通力“沪伦通”系列之二：走近 GDR

如需进一步信息，请联系：

上海	
韩 炯 电话: +86 21 3135 8778 christophe.han@linkslaw.com	秦悦民 电话: +86 21 3135 8668 charles.qin@linkslaw.com
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@linkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com
娄斐弘 电话: +86 21 3135 8783 nicholas.lou@linkslaw.com	夏 亮 电话: +86 21 3135 8769 tomy.xia@linkslaw.com
黎 明 电话: +86 21 3135 8663 raymond.li@linkslaw.com	俞佳琦 电话: +86 21 3135 8793 elva.yu@linkslaw.com
安 冬 电话: +86 21 3135 8725 desmond.an@linkslaw.com	
北京	
王利民 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@linkslaw.com	高 云 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@linkslaw.com
香港(与张慧雯律师事务所有限法律责任合伙联营)	
俞卫锋 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@linkslaw.com	吕 红 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linkslaw.com
伦敦	
杨玉华 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@linkslaw.com	

© 通力律师事务所 2018