

C L I F F O R D

C H A N C E



中国企业通过沪伦通机制在伦敦证券交易所发行全球存托凭证的重要考量事项



— THOUGHT LEADERSHIP

JULY 2019



中国企业通过沪伦通机制在伦敦证券交易所发行全球存托凭证的重要考量事项

本简报将向中国企业简要介绍全球存托凭证 (Global Depositary Receipts, 简称“全球存托凭证”或“GDR”), 解释中国企业在考虑申请将A股全球存托凭证纳入英国上市管理局管理的上市名单 (UK Official List) 并在伦敦证券交易所主板沪伦通板块上市的好处和相关问题。

全球存托凭证是什么?

全球存托凭证是存托人 (通常是投资银行) 签发的可转让证券, 代表英国境外公司的一定比例的基础股票。对于寻求在伦敦交易所沪伦通板块发行上市全球存托凭证的中国企业而言, 基础股票为该公司在上海证交所上市的A股股份。在发行全球存托凭证前, 公司会根据专门制定的全球存托凭证安排将相关A股股份交存给存托人。

投资者持有全球存托凭证将享有股份的经济和其他利益, 包括表决权 and 分红权。因此, 全球存托凭证为国际投资者持有外国公司股份提供了途径, 同时避免了对非居民投资者的持股障碍。全球存托凭证的基础股票将由中国托管人代表存托人持有, 并通过信托安排为投资者利益持有, 因此即使存托人发生破产, 受托持有的股份同存托人自身资产能保持风险隔离。托管人在处理本地持有的股份方面具有丰富经验。

在伦敦交易所上市的全球存托凭证通常以美元计价, 通过欧洲结算系统 (Euroclear)、明讯银行 (Clearstream) 和DTC等国际结算系统交收结算。全球存托凭证和基础股票属不同证券, 因此可以按照不同价格交易, 但二者价格通常存在很强相关性。全球存托凭证以美元计价, 基础股票以人民币计价, 相关汇率风险由投资者承担。

沪伦通的独特之处何在?

沪伦通的独特之处在于通过双向存托凭证机制实现上海和伦敦资本市场的互联互通。沪伦通机制允许在上交所上市的中国企业在伦敦发行全球存托凭证 (即本文重点关注的业务), 同时允许在伦敦交易所高级上市的公司在上交所发行中国存托凭证。

该机制的推出是上交所、伦交所和两国监管机构历时三年努力的成果。沪伦通旨在深化中英两国的金融合作, 进一步开放中

国资本市场。因此, 中英两国均有强烈的政治意愿确保沪伦通成功。

沪伦通独特的创新机制在于两个市场中的跨境转换, 通过在两个市场指定的跨境转换机构提供转换桥梁 (从而使持有人能在其中任意一个市场出售证券)。目前已确认了四个指定跨境转换机构, 未来预计会有更多的跨境转换机构。

投资者在购买存托凭证时可以选择在伦敦交易所购买存托凭证, 也可以要求指定的跨境转换机构在上交所购买A股并指示存托人创设代表该等A股的全球存托凭证。在出售全球存托凭证时, 投资者可以选择在伦敦交易所出售存托凭证, 也可以要求指定跨境转换机构赎回存托凭证, 并在上交所出售基础A股股票。因此, 投资者可以进入伦敦和上海两个资本池。指定跨境转换机构还可以持有A股股票的库存以方便结算。

这一层面的互联互通以及跨境转换使沪伦通同香港H股上市、法兰克福D股上市、沪港通和深港通等类似平台和架构相比存在根本性差异。

中国企业申请在伦交所发行全球存托凭证的益处?

如果中国企业股票仅在中国上市, 外国投资者购买其股票可能存在障碍, 可能降低公司股票的国际需求。例如, 外国投资者直接投资A股一般需要取得合格境外机构投资者 (QFII) 或人民币合格境外机构投资者 (RQFII) 资格。

在伦敦投资交易的国际机构投资者熟悉全球存托凭证, 因此中国企业的全球存托凭证在伦敦上市, 可以使公司进入海外资本市场, 获得大量潜在额外投资者, 同时对于希望出售股份的现有股东也有好处。特别是, 在伦敦上市的全球存托凭证可以出售给美国的合格机构投资者买家 (以及美国境外的机构投资者)。

全球存托凭证在伦敦上市还能提升中国企业的公众形象，吸引国际研究分析师和媒体报道，扩大公司的全球影响力。

全球存托凭证伦敦上市的资质要求？

中国企业想要发行全球存托凭证，进入上市名单并在伦交所主板沪伦通板块上市需要满足多项标准。

公司A股必须在上交所上市交易，公司市值不低于人民币200亿元（约合29亿美元）。此外，公司必须拥有充足的财务记录。全球存托凭证（而非基础股票）的自由流通比例（即由位于一个或多个欧洲经济区成员国且同发行人无关联关系的公众投资者持有的全球存托凭证的比例）至少达到25%，确保全球存托凭证有足够的流通数量，但英国金融行为监管局可以授予特别指定，例如允许将非欧洲经济区国家投资者持有的存托凭证进入流通比例。

全球存托凭证伦敦发行的程序及通常所需时间

在伦敦发行全球存托凭证通常是更大交易的一部分，例如公司募集资本或现有主要股东出售股份，或者募资兼售股交易。虽然在伦敦发行全球存托凭证是常见交易，但流程仍涉及较多环节。完成全部发行流程通常需要四到六个月（虽然也可能更快完成）。本简报附件列出了存托凭证发行的说明性时间表。

发行流程的第一步通常是聘请专业顾问及相关参与方。除了存托人及托管人外，其他重要参与方通常还包括：(i) 一家或多家投资银行，作为全球协调人及账簿管理人，独立于存托人；(ii) 公司、全球协调人及账簿管理人以及存托人各自的律师；(iii) 申报会计师，以及 (iv) 公关顾问。关键发行流程包括准备招股说明书和注册文件、尽职调查、市场推介以及法律文件谈判。

招股说明书/注册文件

招股说明书/注册文件的准备是发行流程中最重要的一环之一。招股说明书是向投资者推广证券的最主要文件，在伦敦发行全球存托凭证需要刊发招股说明书。

招股说明书是一份详尽的文件，向投资者提供所有相关信息，以便投资者做出知情投资决策。招股说明书需涵盖投资的风险因素、公司业务信息、行业信息及具体财务信息。财务信息必须根据欧盟采用的《国际财务报告准则》或者同等会计标准编制。中国公认会计准则被认定为同欧盟采用的《国际财务报告准则》属同等会计标准，因此中国企业一般可以使用现有财务报表。

招股说明书的具体内容须符合英国《招股说明书规则》和《上市规则》的规定。因此，招股说明书需遵循标准格式，已在其他市场上上市的公司往往可以利用现有公开披露信息协助招股说明书的起草。

刊发注册文件是2018年伦敦市场新近出台的规定，英国金融行为监管局在完成意见征求流程后出台这一规定。如果发行交易的经办投行希望刊发发行公司的研究报告，需要符合这一规定（详情参见下文“研究”部分）。注册文件将在上市流程公开阶段开始时刊发，将包含同招股说明书相同的公司信息，但仅包含关于全球存托凭证或拟议上市的有限信息。

招股说明书和注册文件主要由英国金融行为监管局负责审查及批准，英国金融行为监管局还负责考量认定公司是否具备上市资格。招股说明书还需要由中国证券监督管理委员会审查。

招股说明书和注册文件主要由公司聘请的律师负责起草，但招股说明书、注册文件及其他法律文件的准备也需要各相关方参与，包括管理层出席相关文件起草会议等。

尽职调查

在准备招股说明书和注册文件的同时，投资银行和律师将同步开展尽职调查，确认可能需要在招股说明书和注册文件中披露的任何重大问题。招股说明书和注册文件需要包含所有重要信息，且信息必须准确、完整且无误导性。尽职调查通常涉及同管理层的会议、准备以及审阅虚拟资料库以及向申报会计师以及（个别情况下）向其他第三方（如关键客户或供应商）的问询。

研究

对于仅在中国大陆境内上市的中国企业（例如没有在香港发行H股的公司），国际研究可能非常有限。因此，上市项目的全球协调人和账簿管理人可能希望启动对公司的研究。

一般来说，会准备一份详细的演示文稿，其中包含有关公司的所有重要信息，然后公司高级管理层向同项目经办投行存在关联关系的分析师演示。相关分析师此后将编写研究报告草案，由公司及其顾问审查，以确保事实准确。关联研究报告将在公司发布上市意向公告时刊发（参见附件中的说明性时间表），之后分析师将进行投资者教育。

最近，根据如上提及的英国IPO流程改革，与投行无关联关系的独立分析师也必须有机会撰写公司研报。独立分析师可以同关联分析师拥有同等机会听取高管演示，或者更常见的是，在注册文件刊发后了解相关信息。独立分析师必须获得公司提供给关联分析师相同的所有重要信息。但是，管理层无需亲自向独立分析师宣讲（虽然这样做可能更好）或审查独立分析师的研报。

市场推介

全球协调人和账簿管理人将组织市场推介。一般来说，公司管理层将在这一过程的不同阶段同潜在投资者会面，展示公司业务的实力和未来增长策略，从而创造需求和获得对估值的反馈。该等会议的准备涉及市场推介材料的起草和宣讲的排练。

法律文件

全球存托凭证在伦敦上市涉及各类协议的谈判。具体而言，公司需要同存托人签署存托协议（即设立全球存托凭证安排的协议），同托管人签署托管协议，同全球协调人和账簿管理人签署承销协议，以及同申报会计师和其他顾问签署委任函。相关法律文件通常受英国法律管辖。

发行全球存托凭证的公司需要遵守哪些持续义务？

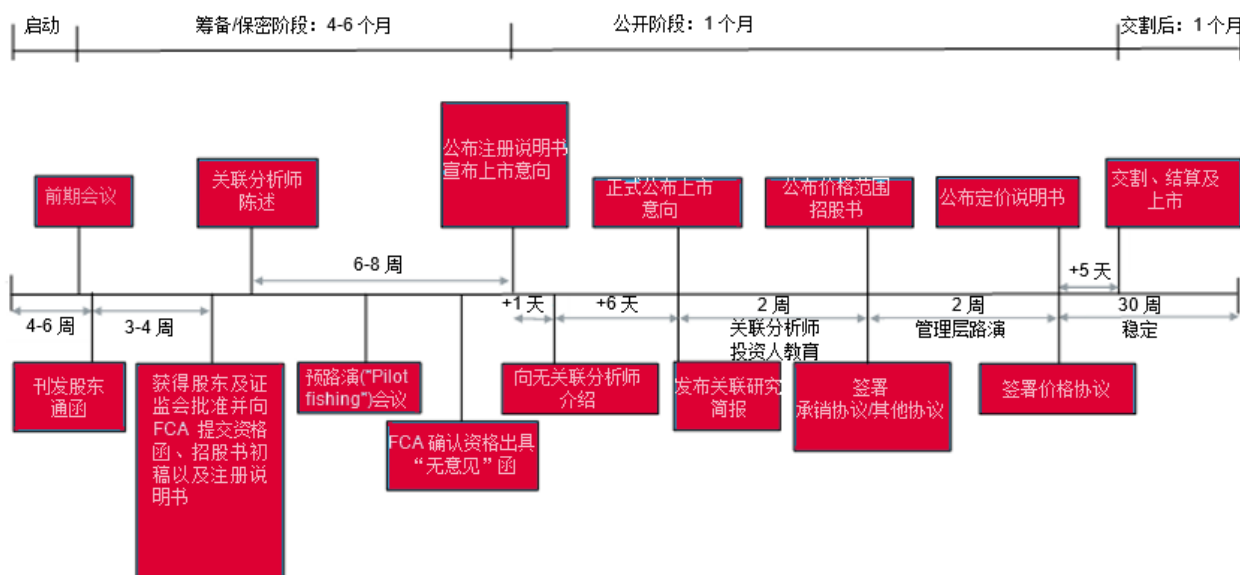
在伦敦发行全球存托凭证的公司需要遵守多项持续的上市后义务，特别是英国《上市规则》、英国《披露指南和透明规则》以及欧盟《市场滥用规则》中规定的义务。

最重要的一项持续义务是公司通常必须向市场公开披露内幕信息。考虑到中国同英国存在较大的时差，并且两地监管要求不同，特别是关于是否可以在交易时段内披露信息，因此中国企业的一个重要考虑因素是要协调在两个市场的内幕信息披露和其他信息提供。英国规定是在内幕信息在产生后应尽快披露（即无论是否是交易时间），而在中国内幕信息一般在收市后披露。为了方便披露，伦交所的沪伦通板块将于上午9点（而非8点）开市，从而在上海收市和伦敦开市之间提供一个窗口，便于披露信息。

其他重要的持续义务包括公司需要在财务年度结束后的四个月内刊发经审计年度报告。在伦敦上市全球存托凭证的公司的董事和管理人员还必须遵守关于证券交易的特定限制，避免内幕交易。

附件

全球存托凭证上市的说明性时间表



高伟绅全球存托凭证相关经验摘选

- 就中国领先的科技型券商**华泰证券**的伦敦GDR上市发行，为华泰证券提供法律服务，该交易是沪伦通机制下的首个交易。
- 就斯洛文尼亚通过首次公开发行人和伦敦GDR发行对斯洛文尼亚最大的银行**Nova Ljubljanska Bank**私有化，为 Nova Ljubljanska Bank提供法律服务
- 就**Zenith Bank**的首次公开发行人和伦敦GDR上市发行提供法律服务。Zenith Bank是尼日利亚最大的银行之一，该行普通股在尼日利亚证券交易所上市交易
- 就**TCS Group Holding**的首次公开发行人和伦敦GDR上市发行提供法律服务，募集资金10.9亿美元，发行人为Tinkoff Credit Systems Bank的唯一股东
- 就中东欧最大的天然气生产商**Romgaz**的首次公开发行人和伦敦GDR上市发行，为承销商提供法律服务。该交易为首个罗马尼亚国有公司在伦敦的上市发行交易
- 就格鲁吉亚领先银行**TBC Bank**的首次公开发行人和伦敦GDR上市发行，为出售股东提供法律服务
- 就俄罗斯第八大银行集团**NOMOS**银行的首次公开发行人和伦敦GDR上市发行提供法律服务，募集资金7亿美元
- 就**OMV Petrom**的伦敦GDR上市提供法律服务，发行人为一家综合石油公司，是罗马尼亚最大的企业
- 就**MegaFon**的首次公开发行人和伦敦GDR上市发行，为存托银行提供法律服务。该交易在IFLR欧洲大奖评选中被评为2013年最佳股权交易
- 为俄罗斯化肥生产商**PhosAgro**的伦敦GDR上市发行提供法律服务



CONTACTS

London



Maggie Zhao
Partner
London
T: +44 20 7006 2939
E: maggie.zhao@cliffordchance.com



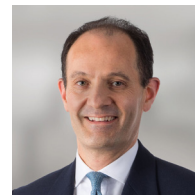
Paget Dare Bryan
Partner
London
T: +44 20 7006 2461
E: paget.darebryan@cliffordchance.com



Adrian Cartwright
Global Practice
Area Leader for
Capital Markets
London
T: +44 20 7006 2774
E: adrian.cartwright@cliffordchance.com



Iain Hunter
Partner
London
T: +44 20 7006 1892
E: iain.hunter@cliffordchance.com



Simon Thomas
Partner
London
T: +44 20 7006 2926
E: simon.thomas@cliffordchance.com



Bruce Kahl
Partner
London
T: +44 20 7006 2419
E: bruce.kahl@cliffordchance.com



Christopher Roe
Senior Associate
London
T: +44 20 7006 4609
E: christopher.roe@cliffordchance.com



James Spencer
Senior Associate
London
T: +44 20 7006 1329
E: james.spencer@cliffordchance.com



Terry Yang
Partner
Hong Kong
T: +852 2825 8863
E: terry.yang@cliffordchance.com



Francis Edwards
Partner
Hong Kong
T: +852 2826 3453
E: francis.edwards@cliffordchance.com

Hong Kong



Liu Fang
Partner
Hong Kong
T: +852 2825 8919
E: fang.liu@cliffordchance.com



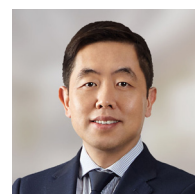
Connie Heng
Partner
Hong Kong
T: +852 2826 2457
E: connie.heng@cliffordchance.com



Amy Lo
Partner
Hong Kong
T: +852 2826 3420
E: amy.lo@cliffordchance.com



Virginia Lee
Partner
Hong Kong
T: +852 2826 3451
E: virginia.lee@cliffordchance.com

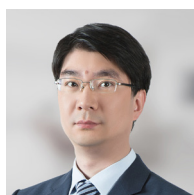


Tim Wang
Co-Managing Partner
Shanghai
T: +86 10 6535 2266
E: tim.wang@cliffordchance.com

Beijing and Shanghai



Terence Foo
Co-Managing Partner
Beijing
T: +86 10 6535 2299
E: terence.foo@cliffordchance.com



Glen Ma
Head of Corporate, China
Shanghai
T: +86 21 2320 7217
E: glen.ma@cliffordchance.com



Jean Thio
Partner
Singapore
T: +65 6506 1956
E: jean.thio@cliffordchance.com

OUR INTERNATIONAL NETWORK 32 OFFICES IN 21 COUNTRIES



Abu Dhabi
Amsterdam
Barcelona
Beijing
Brussels
Bucharest
Casablanca
Dubai
Düsseldorf
Frankfurt
Hong Kong
Istanbul
London

Luxembourg
Madrid
Milan
Moscow
Munich
Newcastle
New York
Paris
Perth
Prague
Rome
São Paulo
Seoul

Shanghai
Singapore
Sydney
Tokyo
Warsaw
Washington, D.C.

Riyadh*

*Clifford Chance has a co-operation agreement with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm in Riyadh
Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.

C L I F F O R D

C H A N C E

Any advice above relating to the PRC is based on our experience as international counsel representing clients in business activities in the PRC and should not be construed as constituting a legal opinion on the application of PRC law. As is the case for all international law firms with offices in the PRC, whilst we are authorised to provide information concerning the effect of the Chinese legal environment, we are not permitted to engage in Chinese legal affairs. Our employees who have PRC legal professional qualification certificates are currently not PRC practising lawyers. This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, 10 Upper Bank Street,
London, E14 5JJ

© Clifford Chance 2019

Clifford Chance LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales under number OC323571 Registered office: 10 Upper Bank Street, London, E14 5JJ

We use the word 'partner' to refer to a member of Clifford Chance LLP, or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications.

If you do not wish to receive further information from Clifford Chance about events or legal developments which we believe may be of interest to you, please either send an email to nomorecontact@cliffordchance.com or contact our database administrator by post at Clifford Chance LLP, 10 Upper Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JJ.

Abu Dhabi • Amsterdam • Barcelona
Beijing • Brussels • Bucharest
Casablanca • Dubai • Düsseldorf
Frankfurt • Hong Kong • Istanbul
London • Luxembourg • Madrid
Milan • Moscow • Munich • Newcastle
New York • Paris • Perth • Prague
Rome • São Paulo • Seoul • Shanghai
Singapore • Sydney • Tokyo • Warsaw
Washington, D.C.

Clifford Chance has a co-operation agreement with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.