

香港交易所推出同股不同权方案

2018年2月26日

香港交易所(00388)于2018年2月23日(周五)发布了咨询文件《新兴及创新产业公司上市制度》。本次咨询与2017年12月发布的文件的方向大致相同,并进一步细化了“同股不同权”、生物科技公司来港上市以及创新产业公司来港第二上市的要求,下文将概览相关要点。为方便读者,本文中特用蓝色字体显示香港交易所于本轮咨询提出的进一步要求。

同股不同权

香港交易所建议于《上市规则》中新增第8A章,列明不同投票权架构公司的上市资格以及投资者保障措施。以下为主要相关要求:

- **公司性质:** 创新产业公司。

香港交易所指出“创新产业”的定义视乎申请人营运所属行业及市场的状况而定,而且随着科技、市场及行业不断发展和变迁,该定义也可能会发生变化,香港交易所将审视每宗个案的实际情况判断。一家公司合乎相关资格并不代表另一家采用类似科技、创新理念或业务模式的申请人同样合乎相关资格。

香港交易所认为创新产业公司应符合以下多于一项条件:(1)能证明公司的成功营运有赖于其核心业务应用了新的(i)科技;(ii)创新理念;及/或(iii)业务模式,并因此而有别于现有行业竞争者;(2)研究及开发为公司贡献一大部分的预期价值,也是公司的主要活动及占大部分开支;(3)公司成功营运有赖其独有的业务特点或知识产权;及(4)相对于有形资产总值,公司的市值/无形资产总值极高。此定义与2017年12月公布的咨询总结大致相同。

- **市值要求:** 最低市值须达100亿港元,若市值低于400亿港元,上市前的完整财政年度须有最少10亿港元收入。此规定旨在令只有业务成熟及知名度高、已得到最少一名资深投资者作出重大投资的公司,方有资格申请上市。

- **公司业务成功:** 申请人能提供业务过去及预期可持续高增长的证明。

- **不同投票权受益人的贡献及角色:**

- 申请人的价值主要来自或依赖无形的人力资源,每名不同投票权受益人的技能、知识及/或战略方针均对推动申请人业务增长有重大贡献。

- 每名不同投票权受益人须为个人,并均积极参与业务营运的行政事务,为业务持续增长做出重大贡献;于申请人上市时,每名不同投票权受益人必须都是申请人董事。

- 自咨询总结公布以来,市场反映除个人股东外,香港交易所亦应批准申请人企业股东持有不同投票权,其理据为申请人企业身份的股东对作为附属公司的申请人行使控制权及进行并表,其有合理理由要求享有不同投票权。否则,建议机制的竞争力可能会远远逊于美国的制度。香港交易所认为让申请人企业股东享有不同投票权,会是《有关建议设立创新板的咨询总结》的建议未来发展方向的重大新发展。因此,若在此咨询后实施《上市规则》第8A章的规则,香港交易所将在实施新规则起

三个月内另行作咨询，研究允许申请人企业股东享有不同投票权是否可行。

- **外界认可：** 申请人必须得到至少一位资深投资者相当数额的第三方投资（不只是象征式投资），且于上市时仍未撤回投资（在主要投资者符合规定的前提下，个别较小投资者或除外）。该等投资者于上市时的总投资额至少有50%要保留至首次公开招股后满六个月。香港交易所在本轮咨询中澄清了分拆上市的申请人一般无需证明其获资深投资者的投资。
- **额外保障措施：**
限制：
 - 只有新申请人方可采用不同投票权架构上市。如香港交易所认为申请人故意规避遵守此规定或产生规避的效果，香港交易所保留拒绝其上市申请的权利，该申请人亦可能触犯《证券及期货（在证券市场上市）规则》而受到制裁。
 - 上市后，不得提高已发行的不同投票权比重，亦不得增发任何不同投票权股份。香港交易所于本轮咨询细化了在供股、公开发售或以股息或股份分拆的情况下，不同投票权受益人可按比例认购不同投票权股份以维持投票权的相关规定，前提是其后已发行的不同投票权比例不会高于先前的比例。如不同投票权受益人选择不认购按比例发售的任何部分，该等未获认购的股份或权利不能售予或转让予其他人士。
 - 不同投票权架构发行人也不得更改不同投票权股份所附带权利以增加该等股份所附带的不同投票权。但是，如发行人想更改条款以减少股份所附带的不同投票权，其可事先取得香港交易所批准并须公布相关改动。
 - 如具有不同投票权架构的上市发行人计划减少已发行股份数目（例如购回本身股份），而减少发行股数将导致上市发行人附带不同投票权的股份比例上升，则不同投票权受益人须按比例减少其于发行人的不同投票权。
- **仅限合格人士：**
 - 如不同投票权受益人离任、身故或失去行为能力，该等不同投票权将永远失效。此外，如该等人士于重大事宜表决时未遵守“一股一票”原则（见下文），因欺诈或不诚实行为被定罪，或被法院取消董事资格，则该等人士将被视为不适合持有不同投票权股份。
 - 香港交易所在本轮咨询中也细化了有关不同投票权受益人转让股份所附带的不同投票权的限制。该限制涵盖了转让相关股份的实益权益、经济利益、或股份所附带的投票权。在该等情况下，相关的不同投票权亦会永远失效。如个别不同投票权受益人及一名或超过一名同股同权股东订立任何安排或谅解文件（不论书面或以其他方式），导致不同投票权由不同投票权受益人转移至同股同权股东，则相关的不同投票权亦会永远失效。但是，以下安排则可相应豁免：通过有限责任合伙、信托、私人公司或其他工具（如出于遗产及/或税务规划目的）持有不同投票权股份（香港交易所接受此安排不会导致不同投票权受益人回避不同投票权不得转让另一人的限制）；或质押不同投票权股份（如不会导致不同投票权股份被强制转让）。
- **不同投票权的权利限制：**
 - 不同投票权股份为非上市股份。不同投票权股份与普通股所附带的权利仅于股东大会上投票权不同，其他所有方面必须相同。
 - 限制投票权比例上限为“一股十票”。香港交易所于本轮咨询中公布，将规定不同投票权申请人所有不同投票权股份受益人，他们合计必须实益拥有申请人首次上市时已发行股本总额 **至少10%但最多不**

超过50%的相关经济利益，以确保他们的商业利益与发行人股东的利益一致。香港交易所不拟于公司上市后持续实施此规定。然而，若上述的最低持股百分比不足10%而仍涉及巨款金额（例如公司市值于首次上市时超过800亿港元），香港交易所也可能会酌情接受。

- 同股同权股东所持有股东大会投票权不得少于10%，且有权召开股东大会。
- 若干重大事宜必须按“一股一票”基准决定。香港交易所最初建议只有发行人组织章程文件的重大变动才需要按“一股一票”的基准决定。经进一步研究及讨论后，香港交易所现建议发行人组织章程文件任何变动均须遵守此规定，以保持与公司法的要求一致及避免在遵守及执行此规定时出现不明确之处。如不同投票权受益人在违反《上市规则》的情况下投票表决，就《上市规则》而言以及计算所需大比数票时，有关议案将不计算在内。确保只有合格人士可投票表决仍是发行人的责任。
- **加强披露规定：**以独特的股份代号/标记“W”予以区分，于上市文件及公司通信中载有相关披露及警告，以及在上市文件、中期报告及年报内表明其不同投票权架构受益人的身份。
- **加强企业管治：**须设立由独立非执行董事为主席及担任大部分成员的企业管治委员会（香港交易所于本轮咨询增加了委员会的职权范围及于企业管治报告的披露要求），须一直委任合规顾问，董事及高管须接受有关不同投票权及相关风险的适当培训。此外，香港交易所在本轮咨询中建议强制公司遵守《企业管治守则》的以下条文：独立非执行董事的角色、成立提名委员会（委员会的大部分成员及主席均是独立非执行董事）及独立非执行董事最少每三年轮席退任一次。向董事会提供独立非执行董事的提名建议将完全是提名委员会的责任。
- **章程及承诺：**须在章程纳入规则规定的保障措施。香港交易所也建议要求不同投票权受益人向发行人承诺其会遵守相关的不同投票权保障措施。有关承诺将明确惠及发行人及公司所有现有及日后的股东，旨在使该等第三方人士可在法律依据上寻求对不同投票权受益人执行承诺。尽管有以上措施，实践中小股东如何在没有“集体诉讼权”的情况下通过民事诉讼保障该等权利仍有待研究。
- **规则执行：**香港交易所认为，在某些情况下，若因不同投票权受益人的行为违反《上市规则》而惩处或制裁上市发行人、上市发行人的其他董事或其他股东，可能并不恰当。因此，香港交易所建议制定措施，配合其对不合规的不同投票权受益人作出制裁。

香港交易所强调“一股一票”原则仍是最理想的方法。因此，申请人即使证明其能符合任何或所有建议中提及的特点，香港交易所仍将保留绝对酌情权拒绝申请人以不同投票权架构上市。如不同投票权架构极不符合管治常态（例如普通股完全没有投票权），香港交易所可以不适合上市为由拒绝有关上市申请。

生物科技发行人

香港交易所建议初期只接受未有收入的从事受规管产品研发、应用及商业化发展的生物科技公司来港上市。生物科技公司业务活动的监管机制使得受规管产品的发展进度有外部目标可以依循。来自国际认可机构（如美国食品和药物管理局）的监管，以及该等机构的不同批准阶段，都有助于投资者了解生物科技公司的性质，以及判断这些公司将生产的受规管产品的发展阶段。根据香港交易所的分析，在美国，业务发展尚处起步阶段、未能通过任何财务资格测试而又寻求上市的公司中，生物科技公司占了大部分。

香港交易所建议于《上市规则》中新增第18A章。除财务记录要求以外，该等发行人须遵循与主板其它申请人一样的监管要求。生物科技公司根据新增的主板《上市规则》章节申请上市的主要要求如下：

- 其上市时的预期市值不得少于15亿港元。
- 必须以研发为主，专注开发核心产品。
- 上市前至少12个月一直从事核心产品的研发。

- 至少有一款核心产品已通过概念阶段。香港交易所就药剂（小分子药物）、生物制剂、医疗器材（包括诊断器材）及其他生物科技产品公司提供了相关受规管产品获视为通过概念阶段的指引。目前香港交易所仅认可美国食品和药物管理局、中国国家食品药品监督管理局以及欧洲药品管理局作为主管当局。香港交易所或会在个别情况下（视乎生物科技产品的性质），将其他国家或国际机构视为主管当局。香港交易所认可有关当局前会征求香港证监会的同意。
- 上市集资主要用于研发，以将核心产品推向市场。
- 必须拥有与其核心产品有关的长期专利、已注册专利、专利申请及／或知识产权。
- 证明其拥有多个潜在产品（如申请人从事医药（小分子药物）产品或生物产品研发）。
- 在建议上市日期的至少六个月前已获得至少一位资深投资者相当数额的第三方投资，且至上市时仍未撤回投资。这项规定旨在证明申请人的研发及生物科技产品获得相当程度的市场认可。香港交易所在本轮咨询中澄清了分拆上市的公司如能以其他方式向香港交易所证明其研发和生物科技产品获得相当程度的市场认可（例如：与其他发展成熟的研发公司合作），则无需遵守此要求。
- 上市后12个月内维持发行人现行营运资金要求（主要包括一般、行政以及营运开支，以及研发开支）所需的125%，并在上市前最少两年一直从事现有业务，且管理层大致相同。
- 在显眼位置作出额外的风险披露，披露其(a)核心产品的开发阶段；(b)就核心产品与所有相关主管当局进行的重要往来（除非相关法律或主管当局禁止披露）；(c)与核心产品有关的所有重要安全信息；(d)核心产品当前可见的市场机遇及任何潜在市场机遇；(e)与任何涉及外购许可技术的核心产品有关的权利及责任；(f)披露营运成本、资本开支及营运资金（包括研发开支详情）；(g)核心产品获得、注册及申请的专利以及其他知识产权（除非香港交易所同意该等信息为商业秘密）及(h)管理层的研发经验。生物科技公司亦须在中期报告及年报中持续披露其研发活动的信息。

如之前建议，基石投资者在生物科技公司上市时所持有的股份，并不会计入最少公众持股量。在本轮咨询中，香港交易所进一步建议该等股份在锁定期内并不会计入最少公众持股量。此外，香港交易所在本轮咨询中指出，如申请人现有股东不符合现行指引中有关避免持股被摊薄而于上市时认购股份的条件，香港交易所建议允许其以基石投资者的身份参与生物科技公司的首次公开招股。该等现有股东在首次公开招股中认购的股份均不计入公众持股量，但其在首次公开招股前已持有的股份则会计算在公众持股量内（除非该等现有股东为《上市规则》所界定的核心关连人士又或香港交易所不视为公众人士的人士）。

此外，基于生物科技公司的性质，有市场人士担心这些按生物科技章节上市的公司若未达成业务计划即会变成壳公司，从而成为规避上市要求将新资产及业务上市的工具。以下为香港交易所建议的风险管理措施：

- 未经香港交易所同意，不得进行任何可导致其主营业务出现根本性变动的收购、出售或其他交易或安排。如生物科技能让香港交易所接受其是按业务策略进行的正当业务扩展或多元化，香港交易所一般都会同意。
- 香港交易所亦建议缩短针对生物科技未能维持充足的营运或资产而给予的补救期（最长十二个月的补救期）。发行人须在该段时限内重新符合有关规定，否则香港交易所会取消其上市地位。
- 在股份代号结尾加上独特的股份标记“B”，将生物科技与其他上市发行人区分。

香港交易所建议，日后如生物科技能够证明其有能力通过至少其中一项《上市规则》下的财务资格测试，该等措施将不再适用。

第二上市渠道

香港交易所建议于《上市规则》中新增第19C章并相应修订2013年《联合政策声明》，为在合资格交易所

(定义见下文) 主要上市的新兴及创新产业公司 (“合格发行人”) 设立新的第二上市渠道, 同时为香港投资者保留最重要的保障。新的第二上市渠道适用于符合以下条件的公司:

- 创新产业公司 (定义见上文);
- 在合格交易所 (纽约交易所、纳斯达克或伦敦交易所主市场的“高级上市”分类) 主要上市;
- 至少最近两年合规纪录良好; 及
- 在香港第二上市时的预期市值最少100亿港元。如(i)采用不同投票权架构; 及/或(ii)业务以大中华地区为重心的第二上市申请人于香港第二上市时的预期市值少于400亿港元, 其亦须在最近一个经审核财政年度有最少10亿港元收入。

香港交易所强调由于本次咨询的主要目的在于吸引高素质及高增长的创新产业公司来港上市, 因此即使有合格发行人符合以上要求, 香港交易所仍可酌情认为其不适合循新渠道上市。

此次改革放宽了目前不允许以大中华地区为重心的公司来港第二上市的规定。另外, 拟通过新渠道寻求第二上市的不同投票权架构申请人须符合上文同股不同权一段下的所有资质及合适性标准。非大中华公司及于2017年12月15日前于合格交易所上市的大中华公司可按其既有的不同投票权架构作第二上市, 除要遵守有关披露要求的不同投票权保障措施外, 无须遵守其他针对不同投票权的额外保障措施。但是, 于2017年12月15日后于合格交易所上市而来港第二上市的大中华公司则不获豁免。此外, 如该公司在港的交易量超过55%, 则可能被视为于香港作双重第一上市而须遵守《上市规则》的额外要求。

于本轮咨询中, 香港交易所提及很多采用可变利益实体(VIE)结构在合格交易所上市的内地公司, 其可变利益实体结构在各方面都不符合香港交易所的指引。在修改组织章程方面, 该等公司可能会认为, 为在香港交易所的市场第二上市而变更公司架构, 并无必要且不切实际。因此, 将香港交易所可变利益实体指引完全应用于该等公司, 可能会打消他们来港第二上市的念头。就此, 香港交易所建议让获豁免的大中华发行人可按其既有的可变利益实体结构在香港第二上市。这些发行人须向香港交易所提供中国法律意见, 说明其可变利益实体结构符合中国法律、规则及法规。他们亦须符合可变利益实体指引中的披露规定。

下一阶段

本轮咨询的截止回应日期为2018年3月23日。如咨询结束后无须大幅修订建议, 预期香港交易所最快于今年4月下旬刊发本轮咨询总结。若建议得以落实推行, 有意提出上市申请的公司及其保荐人可就所发布的《上市规则》条文最终版本如何诠释及应用于其个别情况, 向香港交易所正式提交首次公开招股前查询。在此之前, 香港交易所接到这类查询只会作非正式回应。有意根据新制度申请上市的公司, 必须于明确相关制度的《上市规则》条文生效后方可正式提交申请。

达维律师事务所合伙人**陈翊庭律师(Bonnie Y. Chan)**代表业界以及作为香港金融发展局成员深度参与此次咨询。陈律师非常期待能协助新经济公司抓住此次改革带来的新机遇来港上市。达维律师事务所合伙人**林振宇律师(James C. Lin)**和合伙人**何鲤律师(Li He)**表示: “新规则将为新的业务模式在港融资打开了通道。我们曾代表众多家领先的互联网公司、生物科技公司及其它新经济公司在美国、香港上市。我们期待着与众多杰出的创新型企业通力合作, 共同开创欣欣向荣的香港资本市场。”

如果阁下对本文讨论的事项有任何问题, 请联系以下律师或者阁下在达维的经常联系人。

陈翊庭 Bonnie Y. Chan +852 2533 3308
林振宇 James C. Lin +852 2533 3368
何鲤 Li He +852 2533 3306

bonnie.chan@davispolk.com
james.lin@davispolk.com
li.he@davispolk.com