

## 香港交易所推出同股不同权方案

2018年4月25日

香港交易所(00388)于2018年4月24日(周二)发布了《新兴及创新产业公司上市制度》的咨询总结。本次咨询与2017年2月发布的咨询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总结提出的修订。

### 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,并将发布相关的指引函。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。

- **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。

- 就是否允许申请人企业股东持有不同投票权,香港交易所将于2018年7月底前另行作咨询,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。在判断相关投资者是否为资深投资者时，香港交易所将考虑其净资产或管理资产、相关投资经验以及于相关范畴的知识及专业技能等方面。另外，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。香港交易所提出了在供股、公开发售或以股代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。于咨询总结中，香港交易所允许在所转让的权利仅为相等数目的普通股的前提下，不同投票权受益人选择不认购按比例发售的任何部分，而出售或转让该等未获认购的股份或权利给其他人士。
- 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。
- 香港交易所提出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：通过有限合伙（合伙条款须明确订明股份所附带的投票权由不同投票权受益人全权控制）、信托（(i) 不同投票权受益人必须实质保留对信托及直接持股公司的若干管控，如相关税务司法权区不允许，则必须保留于不同投票权股份的实益拥有权；及 (ii) 信托目的必须为了遗产规划及/或税务规划）、私人公司或其他工具（不同投票权受益人在任何相关时候均须全资拥有及管控该工具）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。
- 尽管香港交易所一般预期只有一类股份附带不同投票权，如发行人按其情况能提供充分理据说明其应可有多于一类股份附带不同投票权，以及其不同投票权架构并非严重不符合管治常态，则香港交易所会个别考虑多于一类股份附带不同投票权的申请。
- 限制投票权比例上限为“一股十票”。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%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。港交易所不拟于公司上市后持续实施此规定。然而，若上述的最低持股比例不足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。香港交易所于咨询总结中删除了所有不同投票权股份受益人实益拥有申请人最多不超过50%的相关经济利益的上限。考虑到不论不同投票权受益人的持股比例，发行人须确保同股同权股东在股东大会至少有10%的投票权（见下文）。为此，若发行人计划上市时有不同投票权受益人个别或合计持股超过发行人相关经济利益的50%，其将须确保其不同投票权股份的投票权不得超过每股10票的上限。发行人上市后亦不能增加其不同投票权股份的每股投票权。因此，香港交易所认为即使不限制上市时相关经济利益最高为50%，同股同权股东享有的保障亦不会受损。
- 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，香港交易所将落实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。确保只有合资格人士可投票表决仍是发行人的责任。
- **防止未经不同投票权受益人同意而变更或终止不同投票权架构：**香港交易所在咨询总结中澄清了其无意使同股同权股东可透过更改发行人组织章程文件的方式删除或更改发行人的不同投票权架构。按现行香港法例及若干普通法国家（包括百慕大及开曼群岛）法律规定，更改发行人组织章程文件以删除或更改某类别股份所附带的不同投票权，将须获得该类别股份相关大比数持有人的批准。如发行人成立地的法律并无该等规定，香港交易所将要求发行人在其组织章程文件内为不同投票权持有人提供此保障。此外，香港交易所亦提示发行人上市前可在其组织章程文件内加入条文防止组织章程文件未经不同投票权受益人同意而被改动，以提供额外保障。
- **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首页载有相关警告，以及在上市文件、中期报告及年报内的显眼位置详述发行人的不同投票权架构、采用的理据以及股东的相关风险，以及披露股份所附带的不同投票权将终止的情况。
- **加强企业管治：**香港交易所于咨询总结中将企业管治委员会须大部分为独立非执行董事的要求变更为所有成员须为独立非执行董事。企业管治委员会须就涉及不同投票权受益人的利益冲突/关连交易以及委任及罢免合规顾问向发行人董事会提供推荐建议。此外，发行人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。独立非执行董事将按一股一票基准选举。香港交易所建议强制公司遵守《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。
- **拥有权及控制权维持不变以及控股股东的定义：**个别市场人士指出不同投票权架构下部分股东于上市前持股量可能未能符合控股股东的定义，但于获授予不同投票权以增加其投票权后即可符合该定义。香港交易所提示上市申请人可证明即使控股股东名义上发生变更，但对公司管理并无受重大影响而证明拥有权及控制权并无实质变更。此外，香港交易所亦澄清了其不拟将个别不同投票权受益人视作一名控股股东或将所有不同投票权受益人视作一组控股股东。即使不同投票权受益人事实上为一组控股股东，香港交易所不认同应容许他们之间相互转让不同投票权股份。
- **不同投票权架构与内地有关外资所有限制的关系：**现行内地法律对若干行业设有外资所有限制。2015年1月，商务部刊发《外国投资法（草案）》，该草案穿透投资形式，按多项因素界定何谓“外资”，当中包括投资公司控制人或实际控制人的公民身份。根据《外国投资法（草案）》，由中国公民控制或实际控制的公司不受外资所有限制。香港交易所认为如申请人拟透过不同投票权证明其可符合《外国投资法（草案）》，基于不同投票权在若干情况（包括不同投票权受益人身故或丧失行为能力）下会失效而终止，发行人必须清楚披露其不同投票权有可能失效，届时其未必符合《外国投资法》。
- **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，并将发布相关的指引函。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。如核心产品为外购许可技术或购自第三方的核心产品，申请人须说明该外购许可技术/购得产品以来的研发进度。

- 至少有一款核心产品已通过概念阶段。香港交易所于指引函中就药剂（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。于咨询总结中，香港交易所提出将应情况而个别考虑受加拿大、澳洲或日本监管机构的监管批准约束的生物科技公司是否具备上市资格。如有大量生物科技公司申请人按加拿大、澳洲或日本监管程序而取得其生物科技产品的批准，香港交易所会审阅该等司法权区的监管程序，再判断是否纳入“主管当局”的定义。香港交易所在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已注册专利、专利申请及/或知识产权。香港交易所在咨询总结中删除了专利须为“长期”的要求。
- 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。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。
  - 香港交易所将按个别具体情况而评估个别投资者是否为“资深投资者”，相关因素包括其净资产或管理资产、相关投资经验以及于相关范畴的知识及专业技能等。为此，香港交易所一般会将下列类别的投资者视为“资深投资者”：(i) 专门的医疗保健或生物科技基金，或旗下有专门或侧重于投资生物制药领域的分支/部门的大型基金；(ii) 主要的制药/医疗保健公司；(iii) 大型制药公司/医疗保健公司的风险投资基金；及(iv) 管理资产总值不少于10亿港元的投资者、投资基金或金融机构。
  - 香港交易所将按个别具体情况评估个别第三方投资是否为“相当数额的投资”，考虑因素包括投资的性质、已投资的金额、投资份额的多少以及投资时机等因素。下列投资金额一般被视为“相当数额的投资”：(i) 就市值介乎15亿港元至30亿港元的申请人而言，投资占申请人上市时已发行股本不少于5%；(ii) 就市值介乎30亿港元至80亿港元的申请人而言，投资占申请人上市时已发行股本不少于3%；及(iii) 就市值逾80亿港元的申请人而言，投资占申请人上市时已发行股本不少于1%。

香港交易所于咨询总结中澄清了以上指标仅适用于生物科技发行人，并不适用于不同投票权申请人。

- 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。香港交易所澄清了生物科技公司的研发成本不论是否资本化，于计算公司营运资金是否充足时均须将其计算在内。另外，香港交易所亦澄清了相关发行人仅需提交涵盖两个会计年度的会计师报告，以及须递交盈利预测备忘录。
- 香港交易所在评估申请人是否适合上市时，会审阅其在上市申请日期前12个月内的拥有权是否曾变更。
- 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）；(h) 管理层的研发经验；(i) 留任主要人员的措施；及(j) 以及生物制剂产能的情况（如适用）。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。

- 有关公众持股量的计算方式，申请人应确保其于上市时须有至少3.75亿港元（即市值最低要求15亿港元的25%）的公众持股量，当中不包括首次公开招股时现有股东认购的股份以及透过基石投资所认购的股份。香港交易所建议在满足此条件以及现有股东或基石投资者并非核心关连人士或香港交易所根据《上市规则》不视作公众人士者的前提下，申请人基石投资及现有股东的认购可以计入生物科技公司的公众持股。
- 基于生物科技公司有较大的融资需求并需现有股东配合，香港交易所允许生物科技公司的现有股东参与其首次公开招股，前提是发行人必须遵守《上市规则》有关公众持股的规定，即：(i) 公众持股量为25%或以上；及(ii) 如上文所述，3.75亿港元的已发行股份由公众人士持有。

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。如生物科技公司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公司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”，将生物科技公司与其他上市发行人区分。

香港交易所建议，日后如生物科技公司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。

有关生物科技公司的比率测试，由于该等公司毋须在上市时符合任何财务资格测试，收益比率及盈利比率对这些发行人拟进行的交易在某些情况下未必适用。香港交易所可酌情改为按情况考虑以其他相关的规模测试来替代。如该等公司开始产生少量收入，收入测试可能将适用但可能出现异常的结果，届时须与香港交易所沟通以取得进一步指引。

## 第二上市渠道

香港交易所建议于《上市规则》中新增第19C章并将相应修订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（“合资格发行人”）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。香港交易所也发布了有关的合资格发行人在港第二上市的指引函。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）；
- 在合资格交易所（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；
- 至少最近两个完整财务年度合规纪录良好；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，则其在最近一个经审核财政年度的收入不得少于10亿港元。

香港交易所强调即使有合资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通过新渠道上市。特别是香港交易所只有在申请人符合香港交易所希望通过本次规则修订吸引的公司情况下，才会酌情批准有关申请人的第二上市申请，申请人也仍然需要符合《上市规则》下的其他上市要求。此外，香港交易所还允许符合资格的申请人在保密情况下递交第二上市申请，而无须公开发布其申请版本的招股书。

此次改革放宽了过往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日前于合资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日后于合资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，如大中华公司在香港第二上市后最近一个财务年度在港的股份交易金额超过其全球股份交易金额的55%，则可能被视为在香港作双重第一上市而须遵守《上市规则》的额外要求，但是该等公司正在进行的交易可以获得一定的豁免。最后，香港证监会也建议于2017年12月15日前于合资格交易所上市的大中华公司如果在港第二上市的话，不会受限于香港《公司合并及收购守则》的相关规定，除非该公司由于上述原因被视为在香港作双重第一上市。

于指引函中，香港交易所提及很多采用可变利益实体 (VIE) 结构在合资格交易所上市的大中华公司，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。该等公司可能会认为，为在香港交易所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，香港交易所建议允许于2017年12月15日前于合资格交易所上市的大中华公司（以及非大中华公司，如果他们有任何可变利益实体结构）按其既有的可变利益实体结构在香港第二上市，亦无须证明其能够遵守《外国投资法（草案）》。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，他们亦须符合香港联交所有关可变利益实体的上市决策中的披露规定。

## 下一阶段

新规则将于2018年4月30日生效。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。有意根据新制度申请上市的公司，必须于《上市规则》条文生效后正式提交申请。

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**何鲤律师 (Li He)** 和合伙人**林振宇律师 (James C. Lin)** 表示：“新规则将为新的业务模式在港融资打开通道。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](mailto:bonnie.chan@davispolk.com)  
[james.lin@davispolk.com](mailto:james.lin@davispolk.com)  
[li.he@davispolk.com](mailto:li.he@davispolk.com)