

具体上市事宜



张国明

合伙人、公司及
商业部门主管



黄丽文

合伙人



秦嘉欣

合伙人

柯伍陈律师事务所

规划、执行、管理首次公开招股是一项充满挑战的任务。筹备工作做得越充分，公司上市的过程就会越有效率，也会更节省开支。因此，拟发行人在首次公开招股的初始阶段提前了解有关上市事宜并加以应对，至关重要。

由于上市的具体情况、公司的性质以及所处行业的特点各不相同，尤其当香港证券市场或将进行改革时，不同的问题和挑战便随之产生。本章讨论拟进行的改革及拟发行人在上市时可能遇到的一些具体上市事宜。

生物科技公司的新上市制度

背景

在2018年2月，香港联合交易所有限公司（「联交所」）发出名为「新兴及创新产业公司上市制度」的咨询文件¹提出扩大现有上市制度的建议，以促进新兴和创新产业公司的上市，并增设适当的保障。2018年4月24日，联交所就咨询文件发表咨询总结²，绝大多数回应均普遍支持联交所咨询文件中的建议。因此，《上市规则》已作适当修订及发出相关指引信，并已于2018年4月30日生效。

何谓「生物科技公司」？

「生物科技公司」是指主要从事生物科技产品的研发、应用和商业化的公司。在咨询文件中，联交所建议允许不符合现行《上市规则》第八章的财务资格测试的生物科技公司（包括没有收入或利润的公司）上市，同时向投资者提供适当的保护，免于承受此类公司的相关风险。联交所建议在《上市规则》中引入新的第十八A章（「第十八A章」），并辅以题为「生物科技公司是否适合上市」的指引信（「指引信 1」）³列出联交所在厘定申请人是否符合该章下的上市资格时的考虑因素。绝大部分受访者支持联交所提出的关于为生物科技公司引入第十八A章的建议。简单来说，联交所决定对其在咨询文件中提出的绝大部分建议在作出一些修订后实施。

生物科技公司上市的合适性

申请人必须向联交所证明并令其确信申请人合资格及适合以生物科技公司的身份上市⁴。在指引信 1 中，联交所列出了生物科技公司需要具备以下特点：

1. 咨询文件—新兴及创新产业公司上市制度（2018年2月），香港联合交易所
2. 咨询总结—新兴及创新产业公司上市制度（2018年4月），香港联合交易所
3. 联交所指引信GL92-18（2018年4月）
4. 《上市规则》第18A.03（1）条

- (i) 必须至少有一项核心产品⁵已通过概念阶段；
- (ii) 必须主要专注于研发以开发核心产品；
- (iii) 必须在上市前最少12个月内一直从事核心产品的研发；
- (iv) 上市集资主要作研发用途，以将核心产品推出市面；
- (v) 必须拥有与其核心产品相关的长期专利、已注册专利、专利申请和/或知识产权⁶；
- (vi) 如申请人从事医药（小分子药物）产品或生物产品研发，需证明其拥有多只潜在产品；及
- (vii) 在拟议上市日期前至少六个月，申请人必须已曾得到最少一名资深投资者提供相当数额的第三方投资（不只是象征式投资），且至进行首次公开招股时仍未撤回。

回答部分回应者的意见，联交所在指引信1中作出修订，规定申请人必须展示外购许可技术/购得产品的研发进展。联交所亦会检查于上市申请日期前12个月内申请人拥有权的所有变动，以评估申请人是否适合上市。

具体而言，就上述合适上市资格第（vii）项所述，联交所将「资深投资者」定义为：「经考量投资者的净资产或管理资产、相关投资经验以及於相关范畴的知识及专业技能等方面因素后，联交所认为其具备丰富经验的投资者」。为避免疑问，《证券及期货条例》对「专业投资者」的定义与「资深投资者」⁷的定义是分开而不同的。

同样，就「相当数额的投资」的定义而言，联交所拒绝了关于构成「相当数额的投资」的「明线」测试的概念。相反，联交所将研究投资性质、投资金额、所占股份的规模和投资时机，视乎个别情况确定投资是否有「相当数额」⁸。

上市条件

根据建议的上市制度，寻求以生物科技公司身份上市的申请人在上市时的最低预期市值必须达到 15 亿港元，并在上市前已由大致相同的管理层经营现有的业务至少两个会计年度⁹。

此外，申请人必须确保其拥有充足的营运资金(包括计入新申请人首次上市的所得款项)，足可应付集团至少未来12个月所需开支的至少125%。该等开支应主要包括：(a) 一般、行政和营运开支；(b) 研发开支¹⁰，生物科技公司的研发开支不论是否资本化，计算公司营运资金充足与否时都必须将其计算在内¹¹。

5. 核心产品包括适用法律、规则及规例订明须经主管当局根据临床试验（即人体试验）数据评估及批准、方可在主管当局所规管市场营销及发售的生物科技产品。

6. 联交所在咨询文件中建议，这些专利应该是「持久」的。一些受访者质疑联交所为何要求生物科技公司上市申请人拥有「持久」专利。他们表示，「持久」一词在专利方面没有任何法律意义，维持这一要求可能会造成不必要的不确定性和混淆。因此，联交所已从要求中删除「持久」一词。

7. 一些受访者要求联交所提供有关「资深投资者」和「相当数额的投资」含义的更多指导。作为回应，联交所同意，应考虑投资者的高级管理层或管理团队的投资经验，以评估投资者是否是资深投资者。话虽如此，联交所拒绝了为资深投资者设定的「明线」测试概念。

8. 在指引信1中，联交所列举了一些资深投资者的例子，其中包括「专门的医疗保健或生物科技基金，或具有专门或专注于生物制药领域投资的分支/部门的大型基金」和「主要制药/医疗保健公司」。对于「相当数额的投资」的定义，联交所在指引信 1 中也列出了一些例子，包括但不限于「投资不少于申请人在上市时已发行股本的 5%（对于市值在 15 亿至 30 亿港元之间的申请人）」和「投资额 不低于申请人在上市时的已发行股本的 3%（对于市值在 30 亿港元至 80 亿港元的申请人）」。

9. 《上市规则》第 18A.03（2）条

10. 《上市规则》第 18A.03（4）条

11. 《上市规则》第 18A.03 条的注释

上市后的要求和限制

除上述上市条件之外，联交所亦已推出根据新上市制度上市的生物科技公司的要求及限制清单，其范例载于下表：

要求	上市规则参考	细节详情
加强披露要求	18A.04, 18A.05 和 18A.07	生物科技公司需要在其中期和年度报告中刊载清晰显眼的警告声明，加强风险披露和持续披露其研发活动的资料。
鉴定	18A.11	联交所将规定按生物科技章节上市的公司在其股份代号结尾加上独特的股票标记「B」。若日后生物科技公司的业务开始有盈利及/或收益时，这项措施即不适用。
对基石投资者的限制	18A.06	在厘定及计算基石投资者认购公众持股量的方面，联交所虽建议申请人在联交所上市的前期市值不得少于15亿港元，但仍提供灵活处理。 简单而言，对于上市预期市值已达15亿港元的公司而言，他们应确保其总市值至少为3.75亿港元（相当于市值15亿港元的25%）的已发行股份，在首次上市时由公众持有，但不包括现有股东在首次公开招股中认购的股份和通过基石投资认购。只要申请人能够符合这一要求，联交所就会建议准许其基石投资者的投资及现有股东的认购可计算在生物科技公司的公众持股内，前提是该名现有股东或基石投资者并非《上市规则》第8.24条所界定的核心关连人士又或联交所不视为公众人士的人士。
对企业重大变更的限制	18A.10	根据第十八A章上市的生物科技公司，未经联交所同意，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。联交所建议，只要生物科技公司能让联交所信纳其是按业务策略进行正当的业务拓展或多元化，联交所一般都会授予事先同意。若日后生物科技公司的业务开始有盈利及/或收益时，这项措施即不适用。
盈利预测备忘录	9.11(10)	联交所认为，在申请人如何解释亏损方面，盈利预测备忘录仍可提供有用的资料，所以仍然需要盈利预测备忘录。

使用不同投票权架构上市

背景

在咨询文件中，联交所建议实施新的第八A章，规定具有不同投票权架构的公司的上市资格和持续保护投资者所需的保障措施。绝大部分受访者支持联交所提出为具有不同投票权架构的发行人推出第八A章的建议。简单来说，联交所决定对其在咨询文件中提出的绝大部分建议在作出一些修订后实施。

何谓「不同投票权」？

不同投票权是指附带于特定类别股份的投票权利大于或优于普通股的投票权利，或与受益人于发行人股本证券的经济利益不相称的其他管制权力或安排。

可允许的不同投票权架构

不同投票权架构的必备特征

为了根据不同投票权架构的新制度进行上市，不同投票权架构应附属于特定的非上市类别股份，而附属的不同投票权必须并仅就发行人股东大会上提交的决议授予受益人增强投票权（除了需要以一股一票的方式决定的事项外）。不同投票权股份所附带的权利在所有其他方面必须与发行人普通股所附的权利相同，但投票权方面除外¹²，不同投票权股份附带的投票权不得超过普通股投票权的十倍¹³。

不同投票权上市发行人的同股同权股东，必须拥有可于股东大会上就议案投票的合资格投票权不少于10%。此外，按「一股一票」基准持有不少于10%投票权（或发行人注册成立所在地法律所规定的较低门槛）的同股同权股东必须有权召开股东大会或在议程上提呈议案¹⁴。以下重要事宜更必须按「一股一票」基准决定（即不同投票权受益人不得就下列事宜行使不同投票权）¹⁵：

- (a) 发行人组织章程文件的变动（不论以何种形式）；
- (b) 任何类别股份所附带权利的变动；
- (c) 委任或罢免独立非执行董事；
- (d) 委聘或辞退审计师；及
- (e) 发行人的自愿清盘。

联交所的目的是保护同股同权股东，让他们不会受制于不同投票权受益人通过修改公司章程文件的决议，联交所的目的并不是让同股同权股东透过组织章程文件的变动而移除或修改发行人的不同投票权架构。为回应者所表达的一些担忧和疑虑，联交所特地在《上市规则》第8A.24条中增加了一项说明，以澄清该规则的目的和股东享有的权利。

12. 《上市规则》第 8A.03 及 08 条

13. 《上市规则》第 18A.10 条

14. 《上市规则》第 18A.09 条

15. 《上市规则》第 18A.24 条

不同投票权受益人的资格

不同投票权的受益人只限上市时是发行人董事及上市后留任董事的人士。倘若不同投票权受益人：(a) 身故；(b) 不再为董事；(c) 被联交所视为失去行为能力；或 (d) 被联交所视为不再符合《上市规则》有关董事的规定，不同投票权受益人股份所附带的不同投票权将永远失效¹⁶。

联交所若认为不同投票权受益人因不同原因（例如，受益人被判犯上欺诈或不诚实行为的罪行，或被发出取消资格令）不再符合担任董事的品格及诚信，联交所将视该受益人为不再符合关于董事的规定¹⁷。

尤其是，倘不同投票权受益人将其股份的实益权益、经济权益或股份所附带的投票权转让于另一人士，其转让的不同投票权受益人股份所附带的不同投票权亦会永远失效¹⁸。不同投票权受益人可安排透过有限责任合伙、信托、私人公司或其他工具（例如出于遗产及/或税务规划目的）代为持有不同投票权股份，只要联交所信纳此安排不会导致受益人回避不同投票权不得转让另一人的限制，联交所认为此等安排可接受及不会使受益人股份附带的不同投票权失效。申请人上市后，受益人可制定或修订此持股安排，只要经修订的安排亦符合此规定。

不同投票权架构的上市条件

申请人需向联交所证明其合资格及适合以不同投票权架构上市。联交所在行使酌情权考虑上市申请人是否适合以不同投票权架构上市时，将会考量所有情况。然而，联交所保留绝对酌情权，即使申请人符合该等规定，仍可拒绝其以不同投票权架构上市的申请，以确保只有「真正」属于目标申请人的公司方合资格上市。联交所亦将保留权利，如申请人的不同投票权架构极端不符合治理规范（例如普通股完全不附带投票权），亦可以不适合上市为由拒绝该名申请人。下表列举了不同投票权架构新上市制度下的上市条件的一些例子：

上市要求	相关上市规则	细节详情
预期市值	8A.05 和 8A.06	除了符合《上市规则》第8.05条的相关准则外，联交所规定，获准以不同投票权架构上市的申请人仅限于上市时预期市值不低于100亿港元的公司。如果拥有不同投票权架构的申请人在上市时的市值预计低于400亿港元，联交所还要求申请人在其最近一个经审计财政年度的收益至少有10亿港元。
上市的最低和最高经济利益	8A.12	最低限度：不同投票权架构公司中所有受益人，他们合计必须在上市时实益拥有申请人已发行股本总额至少10%。 最高限额：考虑到申请人可能需要进行上市后集资以及上市后员工奖励计划，联交所决定不在上市时施加最大持股限制。

16. 《上市规则》第 18A.17 条

17. 《上市规则》第 18A.17 条的注释

18. 《上市规则》第 18A.18 条

上市后的限制

下表列出了对适用于不同投票权架构上市公司上市后限制的一些例子：

限制	相关上市规则	细节详情
不同投票权股份转换为普通股	8A.14, 8A.21 和 8A.40	不同投票权股份的受益人将可自愿或按《上市规则》的规定（例如在转让予他人时）将其股份转换成为普通股。联交所要求该等转换按一对一的比率进行。 作为首次上市申请的部分工作，每当有新的不同投票权股份将要发行时，具不同投票权架构的发行人须向联交所寻求： (a) 批准发行不同投票权股份；及 (b) 事先批准在不同投票权股份转换后须予发行的股份上市。 具不同投票权架构的发行人亦须在上市文件以及中期及年度报告内披露不同投票权股份如转换为普通股将产生的摊薄效应。
通知投资者不同投票权终止的情况	8A.41	联交所同意回应者的意见，认为具有不同投票权发行人应通知投资者不同投票权将停止的情况。因此，具有不同投票权发行人必须在其上市文件以及中期及年度报告中披露其股份附带的不同投票权将停止的所有情况。
加强披露要求	8A.37, 8A.38, 8A.39 和 8A.42	不同投票权发行人将在其股份代号结尾加上独特的股份标记「W」，利便投资者认出不同投票权架构的公司。 不同投票权发行人必须在《上市规则》规定刊发的所有上市文件、定期财务报告、通函、通知及公告的首页当眼处，加入示警句「具不同投票权控制的公司」，并详述发行人的不同投票权架构、采用的理据以及相关风险，供股东参考。不同投票权发行人亦必须在上市股本证券所有权文件的当眼处，加入示警句「具不同投票权控制的公司」。 不同投票权架构的发行人亦须在上市文件以及中期报告及年报内表明其不同投票权架构受益人的身份。
加强公司治理	8A.31 — 8A.34, 8A.36	为回答回应者的意见，联交所修订了《上市规则》第8A.31条，要求不同投票权发行人成立主要由独立非执行董事组成的公司治理委员会，并由独立非执行董事担任主席。 不同投票权发行人必须按照《上市规则》的规定，在半年度及年度报告内的公司治理报告中载列公司治理委员会的工作摘要。 不同投票权发行人须一直聘用合规顾问，并就任何有关不同投票权架构的事宜、发行人不同投票权受益人拥有权益的交易以及同股同权股东与不同投票权受益人之间的潜在利益冲突等咨询顾问的意见。 此外，不同投票权发行人的董事及高级管理人员亦要按《上市规则》要求，接受有关不同投票权及相关风险的适当培训。

针对不符合规定的上市发行人执行规则

在联交所上市的不同投票权公司如违反《上市规则》条文，其处理将一如任何其他联交所上市公司违反《上市规则》条文。视乎情况，联交所会请上市委员会就须采取的补救行动作出适当指令，或指令不同投票权受益人放弃其股份所附带的不同投票权，而有关人士须在规定时间内完成指令。

此外，如上市委员会裁定不同投票权发行人或不同投票权受益人违反了《上市规则》第八A章的任何条文，联交所或会指令不同投票权发行人的股份停牌或短暂停牌、施加纪律制裁，又或不批准证券上市（若是发行上市证券）或不批准刊发致股东通函（若是须刊发通函的重大交易）¹⁹。在有订明通过股东议案需要的大比数水平（例如特别或普通水平）的情况下，倘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。确保只有合格人士方可投票表决仍是发行人的责任²⁰。

红筹上市

何谓红筹和H股？

在联交所上市的中华人民共和国（「中国」）企业，包括「H股公司」和「红筹公司」。H股公司是指在中国境内注册成立的股份有限公司，并经中国证券监督管理委员会（「中国证监会」）批准在香港上市。而红筹公司则是指在中国境外（通常是香港、开曼群岛、百慕大）注册成立的公司，但大部分业务位于中国，并通常受中国实体控制。由于在公司重组和上市程序方面或需要取得中国相关机关审批，因此，中国企业在香港上市的程序通常较香港企业更为复杂。

十号文——红筹公司上市需要克服的难关

过去，中国有关红筹公司重组和上市的监管程序比H股公司简单。然而，在2006年8月《关于外国投资者并购境内企业的规定》（统称「十号文」或《并购规定》）出台后，红筹公司的上市程序变得越来越复杂。

十号文由中国商务部、国务院国有资产监督管理委员会、国家税务总局、国家工商行政管理总局（「国家工商总局」）、中国证监会以及国家外汇管理局（「外管局」）于2006年8月8日颁布、于2006年9月8日实施，并于2009年6月22日经中国商务部修订。根据十号文，红筹企业须在上市的几个阶段中取得中国商务部批准，包括：

- 中国境内企业在中国境外设立特殊目的公司²¹，以作中国境内企业权益于境外上市的用途；及
- 有关特殊目的公司收购中国境内企业的业务和资产²²。

此外，十号文恢复红筹上市计划²³需经中国证监会批准的规定（过往有关中国证监会须出具无异议函的规定曾于2003年被取消）。此外，根据十号文的框架，在境外成功上市的公司必须在预定期限内将所得款项调回中国。即使企业获得上市批准，如未能于获批准后12个月内完成境外上市，有关企业将恢复到原来的股权结构。

19. 《上市规则》第 8A.03 条

20. 《上市规则》第 8A.25 条

21. 十号文条款 42

22. 十号文条款 11

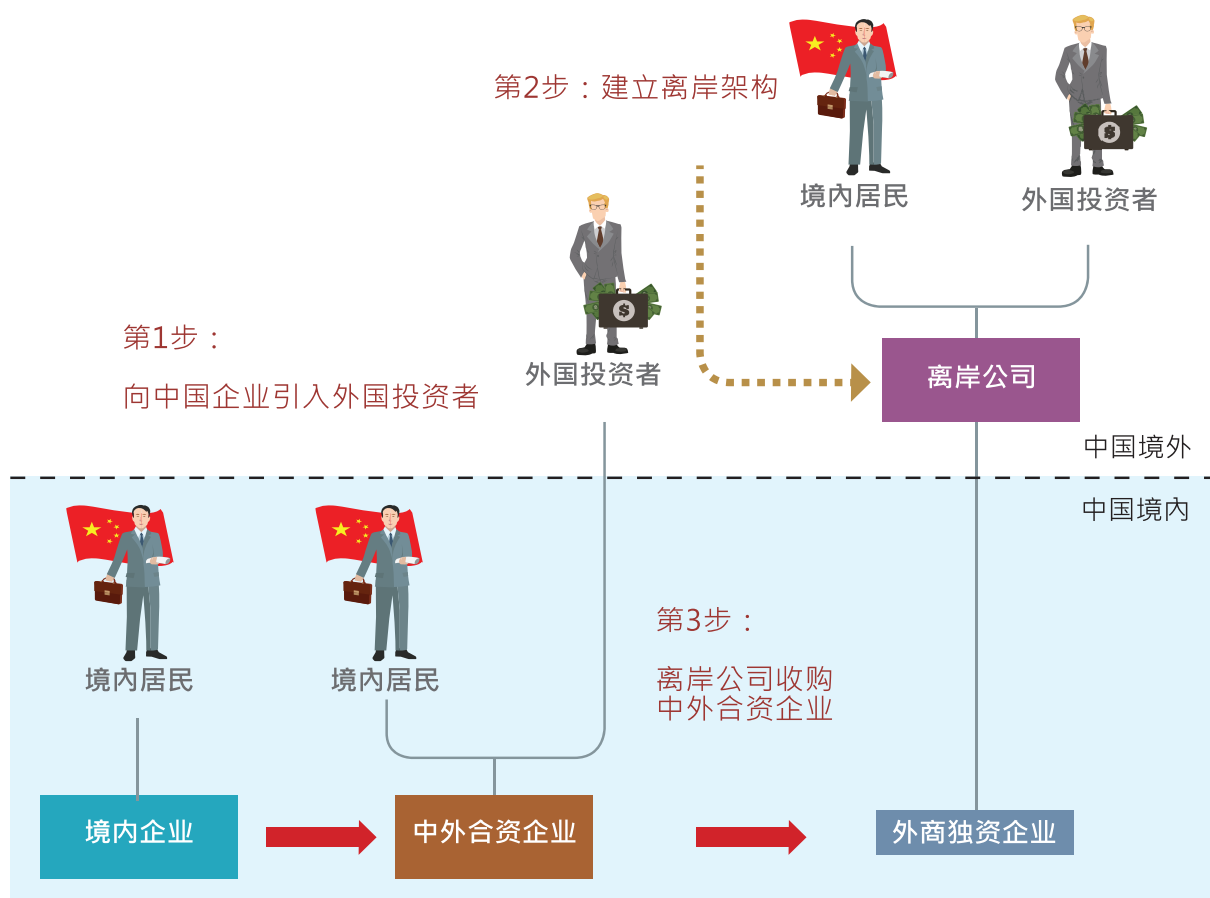
23. 十号文条款 40

红筹上市的突破性进展

市场最初预测，十号文的严格规定和限制将会抑制在十号文实施日期（即2006年9月8日）前尚未完成红筹结构的中国企业在境外上市。然而，在过去十年中，我们已见证到不同中国企业通过多项巧妙地重组计划。避免十号文在香港上市中适用，例如建立可变利益实体、通过收购2006年9月8日以前建立的红筹结构，或通过中国企业拥有者获得外国公民身份等。这些重组计划都有自己的缺点和局限性。

在2012年，红筹上市出现创新的突破，带领红筹上市进入一个新的时代。当年，中国中盛资源控股有限公司（现名为爱的新能源投资控股集团有限公司）（股份代号：2623）上市，透过向有关中国境内企业引入外国投资者，从而将该境内企业转变成中外合资企业，随后再转为外商独资企业，以搭建其红筹架构。由于这家企业是在2010年（即在十号文的实施日期后）才开始搭建其红筹架构，其成功上市可谓已把十号文变成无牙老虎。类似的方法亦在中国天瑞集团水泥有限公司（股份代号：1252）上市时采用。

下列图表概括了案例所涉及的关键重组步骤，以作说明：



中国中盛资源控股有限公司上市后，市场最初认为，相关外国投资者应持有中国相关企业至少25%的股权，以确保十号文对其不适用。但是，要找到有意收购其业务25%的投资者并不容易，也没有多少中国企业拥有者愿意将其业务25%的股权出售给第三方。2014年，嘉士利集团有限公司（股份代号：1285）（「嘉士利」）的上市解答了这些问题。

在嘉士利重组过程中，一名新加坡公民以外国投资者身份，通过特殊目的公司收购相关中国企业仅1%的股权（「1%收购」）。该中国企业转化为外商投资比例低于25%的中外合资企业，并随后转为外商独资企业。根据嘉士利的招股章程，当地商务部口头确认：

- 十号文第十一条（即境内公司、境内企业或境内自然人以其设立或控制的境外公司名义收购与其有关系的境内公司必须得到商务部的审批）不适用于1%收购；及
- 1%收购完成后，该中国企业被转换成中外合资企业，进一步的股权收购不应受十号文规管。

集一家居国际控股有限公司（股份代号：1495）于2015年11月成功上市，其中涉及外国投资者收购相关中国企业3.43%的股权，是采用类似重组计划的另一个例子。

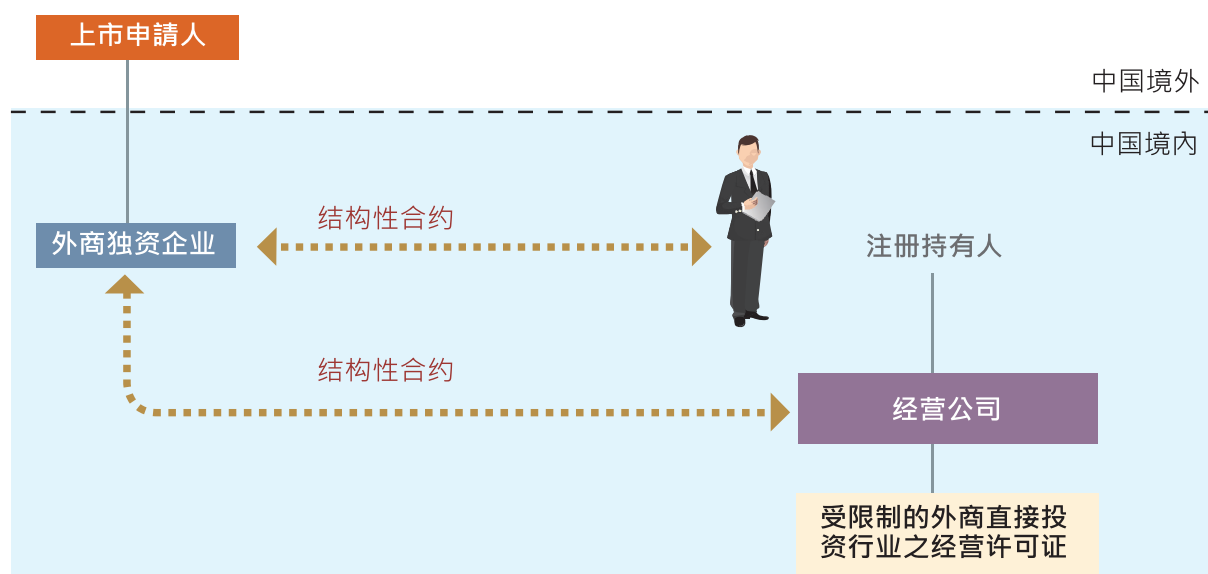
参考以上上市案例，中国境内企业可以更容易地实现海外上市。

深入研究可变利益实体结构的可行性

何谓可变利益实体结构？

可变利益实体结构一直是外资间接投资于中国限制外商直接投资的行业之方法。此外，可变利益实体结构一直被采纳，使得从事外商直接投资受限制的行业的中国企业能够在境外上市。2000年，新浪网通过采用可变利益实体结构，成功将其增值电信业务于纳斯达克上市，创造了「新浪结构」。此后，可变利益实体结构被推广到其他行业，如出版、广播、媒体、煤矿和互联网业务。

典型的可变利益实体 / 结构性合约安排



实质上，可变利益实体结构是指：在中国境内设立的全部或部分外资拥有实体，对持有在外国直接投资受到限制的行业的运营的必需许可之中国境内企业有控制权。通过各种合同安排，对中国境内企业的运营和管理的实际控制权以及经济利益转移到外资实体。在各种采用可变利益实体结构的红筹上市之过程中，因不涉及收购相关中国境内企业，十号文被相关发行人解释为不适用。

可变利益实体结构能够在香港上市？

由于可变利益实体结构没有得到中国当局的明确许可，可变利益实体结构的合法性存疑。在2010年和2011年，中国国际经济贸易仲裁委员会上海分会作出两项仲裁裁决，裁定若干可变利益实体协议无效，因其违反了中国法律明文禁止外国投资者控制和参与限制外商直接投资的业务的规定，并构成「以合法形式掩盖非法目的」²⁴。此外，在2013年6月，中国最高人民法院在一宗涉及华懋金融服务有限公司的争议中，亦以类似理由裁定相关委托协议无效²⁵。鉴于这些仲裁裁决和法院判决，可变利益实体结构能否在香港上市曾存在不明朗因素。

随着2012年至2017²⁶年间多个企业采取可变利益实体结构成功在香港上市，以上不明朗因素一扫而空。联交所还发布了一份指引信和两项上市决策，澄清在充分考虑采用可变利益实体结构安排的原因后，可变利益实体结构的上市申请将按每一个别情况而获审批，而招股章程须披露可变利益实体结构的相关细节及涉及的风险²⁷。联交所采纳的审查标准概述如下：

合约安排范围	合约安排的设计应严限于达致申请人的业务目标，以及把与中国相关法律法规发生冲突的可能性减至最低 ²⁸ 。
合规保证	联交所将审查上市申请人的合法和守规记录（如有）、管理机制和企业管制常规、其在维护股东权益方面的纪录、其财务资源，以确保其适用的法律法规 ²⁹ 。
监管保证	如可以提供而有实际可行，申请人须向有关监管机构索取适当的监管确认。如没有此等监管确认，申请人的法律顾问须作出声明，表明根据其法律意见，其已采取所有能够采取的行动或步骤以达到其当时的法律意见。联交所咨询申请人及保荐人后，亦可考虑接受其他相关形式的保证³⁰。 若有关法律法规明文禁止外国投资者使用任何协议或合约安排以获得限制外商投资企业的控制权或经营权的，中国法律顾问对结构性合约的法律意见必须包括一项正面确认，确定使用结构性合约并不构成违反该等法律法规，或结构性合约根据该等法律法规不会被视为无效，如不会在中国《合同法》下被视为「以合法形式掩盖非法意图」而属无效³¹。如有可能，法律意见必须有适当的监管保障的支持，以证明结构化合同的合法性³²。
外资拥有权限制以外的要求	若涉及限制业务，结构性合约的采用只限于解决外资拥有权规限，才会获批准（例如境外投资者只可以通过合资形式营运限制业务，当中外资占投资总额及股权的比例低于50%）。至于外资拥有权规限以外的其他评定，申请人须令联交所信纳其已按法律顾问的意见，在上市前对所有适用规则下的规定作出合理评估，并采取一切合理步骤加以遵守 ³³ 。

24. 《上海中国国际经济贸易仲裁委员会关于 VIE 案件的调查结果引发诸多问题》，「中国商法」，2012年12月/2013年1月号

25. 《最高法院判决再次触动敏感的 VIE 神经》，「中国商法」，2013年7月/8月号

26. 举例包括2016年1月上市的年年卡集团有限公司（股票代码：3773），2016年1月上市的成实外教育有限公司（股票代码：1565），2016年11月上市的中国艺术金融控股有限公司（股票代码：1572），及2017年1月上市的睿见教育国际控股有限公司（股份代号：6068）

27. 联交所指引信GL77-14，联交所上市决策LD33-2012及联交所上市决策LD43-3

28. 联交所指引信GL77-14第16(a)段及联交所上市决策LD43-3第13(b)段

29. 联交所上市决策LD43-3第13(c)段

30. 联交所指引信GL77-14第16(a)(ii)段及联交所上市决策LD43-3第13(d)段

31. 联交所指引信 GL77-14 第 16(a)(ii)段

32. 联交所指引信GL77-14第16(a)(ii)段及联交所上市决策LD43-3第18A段

33. 联交所指引信GL77-14第16(a)(i)段及联交所上市决策LD43-3第16A段

结构性合约要求	结构性合约应包括授权书和适当的争端解决条款，对仲裁以及有权要求作出支持仲裁庭未决仲裁或在适当的情况下要求作出临时补救措施作出规定，并涵盖处理经营公司资产的权力，以保护上市申请人和其继任人（包括清盘人）的权利³⁴。 经营公司的股东向申请人的董事及其继任者（包括代替申请人董事的清盘人）授出的委托书应包括有权行使经营公司股东的所有权利（如在股东会议上投票、签署会议记录、向有关公司登记处提交文件）。经营公司的股东应当确保委托书不会导致任何潜在的利益冲突。若经营公司的股东是申请人的人员或董事，授权书应授予申请人的其他不存在关联关系的人员或董事³⁵。
披露要求	联交所上市决策LD43-3列明申请人应在招股章程中披露的事宜³⁶。招股章程至少应包括以下与结构性合约相关的风险因素： • 政府或裁定结构性合约不符合相关法规； • 结构性合约未必能提供与直接拥有权相同效力的控制权； • 国内股东或会与申请人有潜在利益冲突；及 • 结构性合约或会被税务机关裁定缴付额外税项³⁷。
其他	联交所规定，在法律允许无需结构性合约也可运营企业时，使用结构性合约的任何申请人及其保荐人应解除结构性合约³⁸。

中国《外国投资法》草案对可变利益实体结构上市的影响

商务部于2015年1月19日发布了中国新《外国投资法》的草案征求意见稿，使可变利益实体结构的合法性及有效性引起了关注。根据中国《外国投资法》草案，「外国投资者」的定义包括由非中国国籍的自然人、于其他司法管辖区注册成立的企业、外国政府机构及国际组织实际控制的中国境内企业，而「外国投资」的定义扩大到涵盖外国个人或实体对中国境内实体的所有形式的控制，特别是没有股本所有权情况下的间接控制³⁹。因此，可变利益实体结构将受到中国新《外国投资法》的管辖。中国《外国投资法》草案规定了通过可变利益实体结构从事在《外商投资产业指导目录》的「禁止类」范围内的业务之法律后果⁴⁰。

商务部在中国《外国投资法》草案的解释性说明中谈到了现有的可变利益实体结构的问题，并提出了三种方案⁴¹：

1. 向商务部提供结构性合约的详情，确认实际控制人为中国投资者或一群中国投资者从而保留现有可变利益实体结构；
2. 向商务部提交申请，经商务部确认实际控制人为中国投资者或一群中国投资者后获得其批准，从而保留现有可变利益实体结构；或
3. 现有可变利益实体结构向商务部申请获得准入批准，商务部根据具体情况并考虑可变利益实体结构的最终控制人身份确定是否批准。

由于中国《外国投资法》草案出台，联交所鼓励现有的采用可变利益实体结构的发行人和拟使用可变利益实体结构拟发行人尽早寻求联交所地非正式及保密的指引⁴²。因此，采用可变利益实体结构并决定在相关中国法的例可能出现变化前完成上市计划的拟发行人应时刻关注监管的动向，并寻求适当的法律意见。

34. 联交所上市决策LD43-3第18(c)段

35. 联交所指引信GL77-14第16(b)段

36. 联交所上市决策LD43-3第19-20段

37. 联交所上市决策LD43-3第20段

38. 联交所上市决策LD43-3第18(b)段

39. 《中华人民共和国外国投资法》草案第11条和第15条

40. 《中华人民共和国外国投资法》草案第144、147和148条

41. 《中华人民共和国外国投资法》草案解释性说明第3(3)段

42. 联交所指引信GL77-14第23段及联交所上市决策LD43-3第22段

对在联交所创业板上市的特别关注

创业板上市的问题

近年来，于创业板上市的股份在上市后出现股价不寻常波动，证监会与联交所对此表示深切关注。根据由证监会于2017年3月13日发出的《有关近期创业板上市申请人的声明》，在2016年的45宗创业板上市中，有36宗为仅以配售方式上市。仅以配售方式进行的创业板首次公开招股于首日的平均股价（与配售价比较）的变动为上升656%，其中最高的升幅更达2005%。在该36宗仅以配售方式进行的上市中，有30宗的股价与挂牌首日录得100%或以上地升幅。而截至2017年1月31日为止，当中有九宗上市的股价较其首日收市价下跌超过90%，另外十宗的股价则是与同天下跌50%至90%。

除此之外，监管机构亦对创业板股权呈现高度集中和股东基础狭窄的状态表示关注。证监会观察到在2016年仅以配售方式进行的创业板上市中，首25名承配人持有的股权占配售股份总数的70.0%至99.6%。

证监会与联交所发出的指引及联合声明

鉴于创业板股份出现大幅股价波动，证监会在2017年1月20日向参与创业板股份上市及配售的保荐人、包销商及配售代理发出了一份指引，并与联交所发表了一份联合声明⁴³。

该联合声明提醒新上市申请人，应确保遵守《香港联合交易所股份有限公司创业板证券上市规则》（《创业板上市规则》）上所载有关配售安排的监管规定，确保符合有关寻求上市的证券必须有一个公开市场的规定，以及有关由不同方面的人士持股的规定和有关公众持股量的规定。尤其在确保寻求上市的证券必须有一个公开市场时，上市申请人应该：

1. 出其他事项外，经征询保荐人的意见后，小心谨慎地就下列事项作出决定：
 - a. 上市方式，特别是除配售部分外，新申请人应否采取发售以供公众人士认购或向公众人士发售现有证券的上市方式；
 - b. 目标投资者类别及承配人组合（例如，新申请或会表明其属意配发予长期投资者而非短期投资者，或配发予机构投资者而非散户投资者的股份比例）；
 - c. 整体策略和配发基准，藉以营造一个公开的市场及使其证券由不同方面的人士持有，并确保由公众持有的股份百分比符合《创业板上市规则》的相关规定。这一般也包括在考虑包销商或配售代理的客户基础、胜任能力、资源、往绩和配发策略后，挑选适当数目的包销商或配售代理；
 - d. 提供予承配人的任何优惠待遇（在财务或其他方面）及上市文件的相关披露；及
2. 就上面所述的事项保留适当的文件；
3. 寻求包销商及配售代理的协助，已采纳一个适当的策略和配发基准，藉以营造一个公开的市场及避免其股份出现股权过度集中；及
4. 在招股章程列出所有已获委任的包销商和配售代理以及其联络详情，以便向投资者提供关于可用的分销渠道的额外资料⁴⁴。

43. 证监会及联交所于2017年1月20日刊发的关于创业板股票价格波动的联合声明

44. 证监会及联交所有关创业板股票价格波动的联合声明第18段

近期就创业板上市所采取的监管行动

在证监会与联交所的联合声明出台后，监管机构向不同的创业板上市申请人，特别是仅以配售方式进行的上市申请人，采取监管行动。由于监管机构是否符合公开市场之规定作出查询⁴⁵，三个上市计划因此被延后并最终失效。一个上市计划因股份价格明显高涨，被证监会质疑该等股份的交易是否存在一个公开市场，因此在开始交易后的第一个早上即被停牌。另一个上市计划则因监管及后的查询而被延迟并最终失效。根据《证券市场上市规则》第6（2）（d）条⁴⁶，证监会被赋予在股份上市并不符合公众利益的理据下，反对该等股份上市的权利。

监管机构采取行动加强市场信心当然无可厚非，但欠缺明确指引的严厉监管措施对市场来说则是弊大于利的。香港股票市场的优势之一正是一套既明确且客观的上市资格。没有法律条文支持的潜规则是不应在上市监管中存在的。

上市的合适性

「七宗罪」

联交所对有多家上市发行人在上市后监管禁售期结束不久即出现控股股东变动或逐渐减持其权益的情况表示关注。此现象可能是由于该等发行人着眼于其上市地位所带来的利益而引发的，这或有能导致市场上出现投机买卖、操控股价、内幕交易、不寻常波动及借壳上市等情况。在2016年6月，联交所发布了一份指引信（HKEX-GL68-13A），针对被质疑是否适合上市的申请人，列明其七个特点。联交所将会对这类申请人作出特别重点审查。这七个特点被行内称为「七宗罪」。



45. 心心芭迪贝伊集团有限公司（股份代号：8297）分别于2017年2月3日及2017年2月27日刊发的公告；Speed Apparel Holdings Limited（股份代号：8183）分别于2017年2月7日及2017年2月27日刊发的公告；及浩柏国际（开曼）有限公司（股份代号：8431）分别于2017年2月13日及2017年2月27日刊发的公告

46. 象兴国际控股有限公司（股份代号：8157）分别于2017年2月27日及2017年3月30日刊发的公告

应对「七宗罪」

在大部分创业板上市中，联交所会预期上市申请人以指引信HKEX-GL68-13A为参考，对其是否适合上市提供分析，以下为上市申请人应注意的几个要点：

低市值

创业板上市申请人应在上市时具备至少一亿港元市值。就2016年1月至2017年2月期间于创业板上市的公司来说，在不考虑个别例外的情况下平均市值为大约 2.79 亿港元。上市申请人应查核其计划上市的市值是否符合市场惯例。

仅勉强符合上市资格规定

创业板上市申请人必须具备足够至少两个财政年度的适当编制的营业纪录，及且从日常及正常业务经营过程中产生净现金流入（但未计入调整营运资金的变动及已付税项）。其在刊发上市文件前两个财政年度从经营所得的净现金流入总额必须最少2,000万港元⁴⁷。上市申请人应考虑其营业现金流是否远高于上市的最低标准。特别应注意的是，联交所可能会忽视重大不合规事件所牵涉的收入。

集资额与上市开支不合比例

在2016年1月至2017年2月期间于创业板上市的公司，其上市费用占总收益的比例由16.4%至67.2%不等，平均约为 35.6%。上市申请人应考虑募集资金规模，上市费用占募集资金的比例是否恰好，及符合市场情况。

仅有贸易业务且客户高度集中

上市申请人应注意，联交所不太可能认为仅有单一贸易业务的公司适合在香港上市。对于客户高度集中的企业，联交所将考虑以下因素来确定依赖是否会对上市的适用性产生影响：

- a. 申请人可否随意改变业务模式来减少倚赖的程度，例如寻找替代客户的能力；
- b. 申请人是否有计划令其业务重点多元化以减少倚赖的程度；
- c. 整个行业是否由少数公司操控；
- d. 申请人能否证明有关的倚赖是双向而且相辅相成；及
- e. 在有所倚赖的情况下，申请人将来是否仍有能力保持收益⁴⁸。

绝大部分资产为流动资产的「轻资产」模式

上市申请人应考虑其业务资产比率是否符合其经营行业的性质及与可比较的公司相若。

与母公司的业务划分过于表面：申请人的业务只是按地区、产品组合或不同开发阶段等刻意从母公司业务划分出来

在上市前重组中，上市申请人普遍会将与上市业务不一致的业务从上市集团结构中排除，如果排除业务的划分过于表面，联交所可能会关注。特别是，上市申请人应注意，因为被排除的公司存在重大不合规事宜，或者因亏损交易而将其排除在上市集团业务之外，在监管机构看来并不是合理理由。

在上市申请之前阶段几乎没有或无外来资金

一般来说，联交所希望所有上市申请人能够透过其日常业务自行产生的资金及银行融资以支持他们的营运成本。上市申请人还应考虑引入首次公开招股前投资者是否有利。

47. 《创业板上市规则》第11.12A(1)条

48. 联交所上市决策LD107-1

更新指引信——超越「七宗罪」

联交所已观察到，市场已开始使用指引信（载列于上文）所列的特征清单作为确定申请人是否适合上市的指标，这并非联交所的意图。因此，联交所更新了指引信，重申指引信中列出的特征不是潜在空壳公司的上市清单，上市申请人及其保荐人有责任证明上市申请人并非单纯试图将附加于上市地位的保费货币化。

在确定申请人是否适合上市时，联交所保留使用其广泛的酌情权。如果申请人无法阐明其上市的商业理由，则不论申请人经营的企业的性质和财务状况如何，都可能被认定为不适合上市。此外，如果具体事实和情况合理地表明申请人可能在上市后引发投机交易或可能因其上市状态而被收购，该申请人同样可能被认定为不适合上市。

即使一些控股股东或主要股东自发向申请人提供了超出上市规则要求的锁定承诺，以表明其在上市后发展业务的承诺，但这些较长的锁定承诺本身并不能解决联交所关注的问题。

联交所强调，一旦发行人上市，必须确保其业务继续符合上市条件。根据主板上市规则第6.01（4）条及创业板规则第9.04（4）条，如联交所认为发行人或其业务不再适合上市，联交所可取消发行人上市资格。上市申请人应注意，联交所会密切监察上市发行人的发展，关注发行人是否适合继续上市，例如发现发行人的活动显着偏离其原来的商业模式或策略或其原上市申请中列出的商业理由。

其他合适性问题

上市规则规定，上市申请人及其业务必须属于联交所认为适合上市者⁴⁹。虽然在决定什么会使上市申请人及其业务不适合上市方面没有任何硬性准则，但联交所已发出若干指引信和上市决策，以在此方面提供指引。除上文所述的七宗罪外，以下情况较可能引起联交所对上市的合适性的关注：

- 对于董事及控股股东是否胜任存在怀疑，尤其是若其过往纪录或定罪令人严重质疑个别人士的诚信，而该人士很可能对上市后的申请人发挥重大影响力⁵⁰；
- 申请人有计划地、存心及/或重复违反法例及规例，例如：违规票据融资⁵¹；
- 营业纪录期后财务表现倒退，或鉴于溢利预测中的溢利大幅倒退，营业纪录业绩不反映业务前景⁵²；
- 对母公司集团/关连人士/主要客户的依赖，在若干重要功能例如销售及采购功能上依赖母公司集团；或在财务及营运上依赖申请人的母公司⁵³；
- 申请人存在与母公司的董事重叠、两者又属同一行业，且并无设立足够安排管理利益冲突及分隔业务等倚赖母公司的情况⁵⁴；
- 申请人大部分营业额及纯利均源自密切关连方及关连人士的交易⁵⁵；
- 过份依赖主要客户⁵⁶；
- 受制的业务模式，即申请人主要原材料的采购及其主要客户渠道均涉及同一方⁵⁷；
- 从事赌博业务而不符合联交所有关《涉及经营赌博业务》的上市申请人及/或上市发行人的公告及《2006年上市委员会报告》所载的规定⁵⁸；
- 合约安排不符合联交所上市决策 LD43-3 所载条件⁵⁹；
- 依赖未变现公平值收益以满足盈利要求⁶⁰；及
- 不可持续的业务模式⁶¹。

具有上述特点的上市申请人应尽早咨询专业顾问以规划其上市申请。

49. 《主板上市规则》第8.04条及《创业板上市规则》第11.06条

50. 联交所指引信GL68-13第3.2 (1) 段及联交所上市决策LD96-1

51. 联交所指引信GL68-13第3.2 (2) 段、联交所上市决策LD50-5、联交所上市决策LD97-1及联交所上市决策 LD19-2011

52. 联交所指引信GL68-13第3.2 (3) 段、联交所上市决策LD73-2013及联交所拒纳信RL19-07

53. 联交所指引信GL68-13第3.2 (4) (i) 段、联交所上市决策LD46-1、联交所上市决策LD46-2、联交所上市决策 LD51-1、联交所上市决策 LD69-1、联交所上市决策 LD30-2012 及联交所拒纳信 RL12-06

54. 联交所指引信GL68-13第3.2 (4) (ii) 段、联交所上市决定LD51-3及联交所拒纳信RL21-07

55. 联交所指引信GL68-13第3.2 (4) (iii) 段、联交所上市决策LD8-2及联交所上市决策LD92-1

56. 联交所指引信GL68-13第3.2 (4) (iv) 段及联交所上市决策LD107-1

57. 联交所指引信GL68-13第3.2 (4) (v) 段及联交所拒纳信RL20-07

58. 联交所指引信GL68-13第3.2 (5) 段及联交所拒纳信 RL25-09

59. 联交所指引信GL68-13第3.2 (6) 段及联交所上市决策LD43-3

60. 联交所指引信GL68-13第3.2 (7) 段

61. 联交所指引信GL68-13第3.2 (8) 段、联交所上市决定LD37-2012及联交所上市决策LD92-2015

• 实用窍门 •



在法律上及实践层面上，均有各种可行性的解决方案以处理不同的上市问题。及时咨询专业的法律顾问可避免在上市过程中面对复杂问题。



免责声明

有关以上主题的法律及程序十分专业和复杂。本文仅是对相关主题的一般概述，仅供参考，并不能用作个别案件的法律意见。如需要任何法律咨询或协助，请联系我们的律师。

联系我们

ONC Lawyers
柯伍陳律師事務所

地址：香港中环康乐广场8号交易广场第三期19楼
电话：(852) 2810 1212
传真：(852) 2804 6311
网站：www.onc.hk