

具体上市事宜

章节

08

There are no problems,
only
SOLUTIONS

每個難題都有它的解決方法

ONC Lawyers 柯伍陳律師事務所是最大的本地律師事務所之一，我們更榮獲 **Asialaw Profiles** 評選為「高度推薦」的律師事務所，及榮獲 **Chambers and Partners** 評選為亞太地區的領先律師事務所。我們是 **International Society of Primerus Law Firms** 的會員，該協會對會員資格嚴謹，只有最優秀的獨立律師事務所方可加入，目前在全球 40 多個國家擁有近 200 名成會員。

本所的業務範圍：

仲裁	知識產權及科技
資產管理及基金	公司併購
銀行及金融	金融及證券規管
資本市場	房地產
企業融資	證券及期貨
清盤及重組	航運及物流
保險及人身傷亡	遺囑、遺產處理及信託

電話 (852) 2810 1212

電郵 onc@onc.hk

香港中環康樂廣場 8 號交易廣場第三期 19 樓

傳真 (852) 2804 6311

網站 www.onc.hk

ONC Lawyers
柯伍陳律師事務所



solutions • not complications



8
摺
冊

ONC Lawyers
柯伍陳律師事務所

ONC Lawyers

香港中環康樂廣場
8號交易廣場第三期19樓
電話: +852 2810 1212
傳真: +852 2804 6311
電郵: onc@onc.hk
網址: www.onc.hk

张国明
合伙人·公司及商业部门主管

黄丽文
合伙人

张昊
合伙人

IMAGE: SHUTTERSTOCK

1. 特别类型发行人的具体上市资格

1.1 背景

一般而言，上市申请人要在香港联合交易所有限公司（“联交所”）主板上市须符合联交所证券上市规则（“《上市规则》”）第8.05条下3项财务资格测试的其中一项：(1) 盈利测试；(2) 市值/收益/现金流量测试；及 (3) 市值/收益测试。为吸引各类型的上市申请人，联交所针对矿业公司、生物科技公司、不同投票权架构的公司以及寻求在香港第二上市的公司修订上市资格。

1.2 矿业公司

拟于联交所主板上市的矿业公司须符合《上市规则》第8章所规定的基本要求以及《上市规则》第18章所列针对矿业公司的额外要求。矿业公司的上市资格概述如下表：

合资格业务	<p>“矿业公司”是指发行人及/或其子公司的主要业务(占发行人及/或其子公司总资产、收入或运营开支25%或以上)为勘探和/或开采天然资源。</p> <p>一家新申请上市的矿业公司须(1)能证明其有权积极参与勘探及/或开采天然资源;及(2)拥有至少一项控制资源量(以矿物而言)或后备资源量(以汽油而言)的组合,该组合可按某项被接受的报告准则确认,且有关组合已获合格人士报告证实。</p>
业绩记录	3个会计年度(除非其董事及高级管理层合共拥有至少5年与该矿业公司进行的勘探和/或开采活动的相关经验)
财务要求	一家矿业公司如不能满足任何一项《上市规则》第8.05条规定的3项财务资格测试,仍可以因为其董事及高级管理层合共拥有至少5年与该矿业公司正在进行的勘探和/或开采活动的相关经验申请上市。处于生产前期阶段的公司欲寻求上述豁免时,须表明其向商业生产阶段发展的明确路径。
管理连续性	至少连续3个会计年度(除非其董事及高级管理层合共拥有至少5年与该矿业公司正在进行的勘探和/或开采活动的相关经验)。
所有权的连续性与控制	至少最近期经审计的会计年度。

1.3 生物科技公司

为在美国和中国证券交易日益激烈的竞争中吸引中国新一代生物技术公司上市,联交所根据《上市规则》第18A章允许未能通过《上市规则》第8.05条规定的3项财务资格测试的生物科技公司于联交所主板上市。未盈利生物科技公司的上市资格概述如下表:

合资格业务	<p>“生物科技公司”是指主要从事生物科技产品、流程或技术的研发、应用或商业化发展的公司。“生物科技”是指运用科学及技术制造用于医疗或其他生物领域的商业产品。</p> <p>生物科技公司须符合香港交易所指引信HKEx-GL92-18所列出的如下要求:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 总体而言,产品须通过概念阶段。(详细规定不同类型产品之概念阶段定义列于指引信): <ol style="list-style-type: none"> (a) 至少一项核心产品属于药剂、生物制剂或医疗器材(包括诊断器材);及 (b) 该产品已获合格官方机构认证,例如欧洲药品管理局、美国食品药品监督管理局及国家药品监督管理局。 2. 上市前最少十二个月一直从事核心产品的研发(若核心产品是外购许可技术或购自第三方的核心产品,上市申请人须能展示外购许可技术/购得产品以来的研发进度)。 3. 上市集资主要作研发用途,以将核心产品推出市场。 4. 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。 5. 如上市申请人从事医药(小分子药物)产品或生物产品研发,须证明其拥有多项潜在产品。
业绩记录	上市申请人须于上市前以相同管理人员营运当前业务至少2个会计年度。
财务要求	无。未盈利公司符合上市资格。
上市时市值	至少为15亿港元。
管理连续性	至少连续2个会计年度。
所有权的连续性与控制	联交所评估上市申请人是否适合上市时,会检视其在上市申请日期前12个月内的拥有权是否曾变动。
首次公开招股前的投资者	在建议上市日期的至少六个月前已获至少一名资深投资者提供相当数额的第三方投资(且至进行首次公开招股时仍未撤回投资)。

1.4 不同投票权架构的公司

《上市规则》第8A章列出不同投票权架构的公司于联交所主板上市的规定。不同投票权架构的公司上市资格概述如下表：

合资格业务	上市申请人须为创新产业公司，且通常应具备多于一项的下述特点 (a) 能证明公司成功营运有赖其核心业务应用了(1)新科技；(2)创新理念；及/或(3)新业务模式，亦以此令该公司有别于现有行业竞争者； (b) 研究及开发为公司贡献显著的预期价值，为公司的主要活动，并占公司的大部分开支； (c) 能证明公司成功营运有赖其独有的业务特点或知识产权；及/或 (d) 相对于有形资产，公司的市值/无形资产总值极高。
业绩记录	上市申请人须能证明其有高增长业绩记录，可以通过业务运营、用户、客户、单位销售额、收入、利润和/或市场价值(如适用)等运营指标客观衡量，及证明预期可持续的高增长轨迹。
财务要求	上市申请人须符合《上市规则》第8.05条规定的3项财务资格测试的其中一项。
上市时市值	(1) 至少为400亿港元；或 (2) 至少为100亿港元及经审计的最近一个会计年度收益至少为10亿港元。
管理连续性	至少连续3个会计年度(如市值/盈利测试适用于该公司，则可获豁免)
所有权的连续性与控制	至少最近期经审计的会计年度。上市申请人可通过证明其管理层并未因控股股东因不同投票权架构赋予的投票权增加产生的技术性变化而有重大影响，推翻关于所有权的连续性与控制发生变化的推定。

首次公开招股前的投资者	上市申请人须已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投资。参考净资产或管理资产、相关投资经验、以及投资者在相关领域的知识和专长等因素对投资者进行评估。
允许的不同投票权架构	只限以股份类别为基础的不同投票权架构。拥有董事会制不同投票权架构的公司，赋予某些人与其在公司的股权不成比例的董事会控制权，目前并不符合在香港上市的资格。
不同投票权股份赋予投票权的限制	不同投票权股份赋予的投票权不得超过发行人股东大会上普通股可就任何议案表决的投票权力的10倍。
同股同权股东的投票权	同股同权股东必须持有上市发行人股东大会不少于10%的合资格投票权。
上市时所占经济利益下限	不同投票权架构受益人实益拥有其已发行股本相关经济利益的占比，合计须不少于10%。

2020年10月，联交所刊发关于建议允许法团实体不同投票权受益人的咨询总结，表示市场需要更多时间深入了解香港对于采用不同投票权架构的上市公司的监管方式，以及监察现行《上市规则》第8A章下的运作。联交所亦已决定将符合以下两项条件的大中华发行人视为目前就《上市规则》第19C章而言获豁免的大中华发行人：(1) 由法团身份的不同投票权受益人控制(截

至2020年10月30日为止)；及(2)于2020年10月30日或之前于合格交易所作第一上市的大中华发行人。

1.5 寻求第二上市的公司

根据《上市规则》第19C章适用于合格发行人第二上市的上市资格概述如下表：

	非大中华发行人	获豁免的大中华发行人	不获豁免的大中华发行人
重心地	于合格交易所主要上市且重心地在大中华区以外的合格发行人。	2017年12月15日(联交所刊发建议设立新板之咨询总结的日期)或之前于合格交易所主要上市且重心地在大中华地区的合格发行人。区分获豁免的大中华发行人及不获豁免的大中华发行人目的为防止发行人规避香港主要上市的要求。	2017年12月15日之后于合格交易所主要上市且重心地在大中华地区的合格发行人。
合格发行人	<p>“合格发行人”指在合格交易所主要上市的发行人。</p> <p>“合格交易所”指纽约证券交易所、纳斯达克证券市场或伦敦证券交易所主市场(并属于英国金融市场行为监管局“高级上市”分类)。</p> <p>联交所通常会将创新产业公司视为适合第二上市的合格发行人。“创新产业公司”的发行人要求与不同投票权架构的发行人要求相同。</p>		
业绩记录	<p>3个会计年度</p> <p>合格发行人必须在合格交易所拥有至少2个完整会计年度的良好合规记录。</p>		
财务要求	《上市规则》第8.05条规定的3项财务资格测试的其中一项。		

	非大中华发行人	获豁免的大中华发行人	不获豁免的大中华发行人
上市时市值	<p>同股同权架构的发行人不得少于100亿港元。</p> <p>不同投票权架构的合格发行人：</p> <p>(1) 至少400亿港元；或</p> <p>(2) 至少100亿港元，及最近期经审计的会计年度的收益至少10亿港元。</p>	<p>(1) 至少400亿港元；或</p> <p>(2) 至少100亿港元，及最近期经审计的会计年度的收益至少10亿港元。</p>	
管理连续性	至少连续3个会计年度(如市值/盈利测试适用于该公司，则可获豁免)		
所有权的连续性与控制	至少最近期经审计的会计年度。		
对等要求	<p>合格发行人须证明其成立所在地的法例、规则及法规以及组织章程文件总体而言如何可达到联交所满意的主要股东保障水平。为此，联交所或会要求发行人修订其组织章程文件。</p> <p>合格发行人亦须在上市文件中，明确披露组织章程中可有任何有关发行人管治的条文有异于香港管理及只属发行人特有(而非受发行人须遵守的法律及法规影响)，及该等条文如何影响股东权力。</p>		合格发行人须修改其组织章程以达到《上市规则》第19C章规定的主要股东保障水平。
合约安排	<p>合格发行人可在其现有合约安排的情况下进行第二上市，且无需证明其能够遵守中国外商投资法草案。</p> <p>合格发行人须遵守香港交易所上市决策HKEx-LD43-3中的披露要求，亦须提供中国法律意见予联交所表示其合约安排符合中国法例、规则及规定。</p>		合格发行人须遵守香港交易所上市决策HKEx-LD43-3中的规定。若《中国外商投资法》生效，则可能还需要根据具体情况证明其有能力遵守法律。

	非大中华发行人	获豁免的大中华发行人	不获豁免的大中华发行人
不同投票权架构的公司	具有不同投票权架构的合格发行人根据《上市规则》第19C章寻求第二上市, 必须满足《上市规则》第19C章(而非第《上市规则》8A章)的资格和标准。 除披露要求外, 合格发行人无须遵守《上市规则》第8A章规定的持续性不同投票权保障要求。		合格发行人需要确保其不同投票权架构符合《上市规则》第8A章的主要上市要求, 包括持续性不同投票权保障要求和披露要求。

2. 红筹上市与H股上市

2.1 何谓“红筹”和“H股”?

在联交所上市的中华人民共和国(“中国”)公司, 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(通常如在香港、开曼群岛、百慕达)注册成立的公司, 但大部分业务都在中国, 并通常受中国实体控制。

2.2 红筹还是H股?

	红筹	H股
上市公司	任何符合主要股东保障标准的认可或可接受的司法管辖区的公司均可作为上市公司。最常见的上市公司是开曼群岛和百慕达的公司。	必须是中国的股份制公司。
主要法律障碍	上市集团需要进行重组, 将国内资产/业务注入到离岸结构, 但可能受到10号文(定义如下)和外管局发布的《关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》(“37号文”(定义如下)的限制。	必须获得中国证监会的批准。

	红筹	H股
财务测试	上市申请人须符合《上市规则》第8.05条规定的3项财务资格测试的其中一项。	上市申请人须符合《上市规则》第8.05条规定的3项财务资格测试的其中一项。 根据中国证监会1999年7月发布的规定, 企业必须拥有人民币4亿元的净资产、筹集5000万美元的资金、且税后利润不低于人民币6000万元, 才能申请在包括香港的境外主板上市。这些规定通常被称为“4-5-6门槛”。2012年, 证监会取消“4-5-6门槛”。
流通限制	根据禁售规定, 所有证券均可自由流通。	未经中国证监会批准, 由创始人持有的内资股, 不能在中国境外流通。目前已有多个成功申请非上市内资股流通的案例。
禁售期	根据《上市规则》, 控股股东于上市之日起6个月内不得出售股份; 而在此之后的6个月内, 控股股东不得出售致使其丧失控制地位的股份。	除了根据《上市规则》的要求外, 根据中国《公司法》, 上市前已发行的股份不能在上市之日起一年内转让。
上市后发行	根据《上市规则》, 上市公司在上市后6个月内不得发行新股。一般来说, 上市后发行股份不需要中国当局的批准。未来融资更灵活。	除了《上市规则》的规定外, H股上市公司每次发行新股均需遵守中国证监会规定及文件递交程序。
便于未来融资	受限于禁售限制规定, 控股股东一般可为其借款押记或质押其股份。	控股股东所持股份为不能在证券交易所自由买卖的内资股。贷款人不太可能接受内资股作为贷款抵押品。

2.3 10号文 – 红筹上市公司需要克服的难关

《关于外国投资者并购境内企业的规定》(通常称为“10号文”或“并购规定”)是由中国商务部、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、中国证监会以及国家外汇管理局于2006年8月8日颁布。根据10号文,红筹公司需在上市的多个阶段中取得中国商务部的批准,包括:

- 就中国境内企业权益于境外上市而言,中国境内企业在中国境外设立特殊目的公司;¹和
- 特殊目的公司收购中国境内企业的业务和资产。²

2.4 红筹上市结构重组

市场最初预期,10号文的严格规定和限制将会抑止那些在10号文实施日期(即2006年9月8日)之前尚未完善红筹结构的中国企业赴海外上市。然而,在过去几年中,我们已见证到不同中国企业通过多项巧妙重组计划,避免10号文在香港上市中适用。例如:设立可变利益实体结构、收购2006年9月8日之前建立的红筹结构,或透过由中国企业所有人获得外国身份等等。这些重组方法都有其自身缺点和局限。

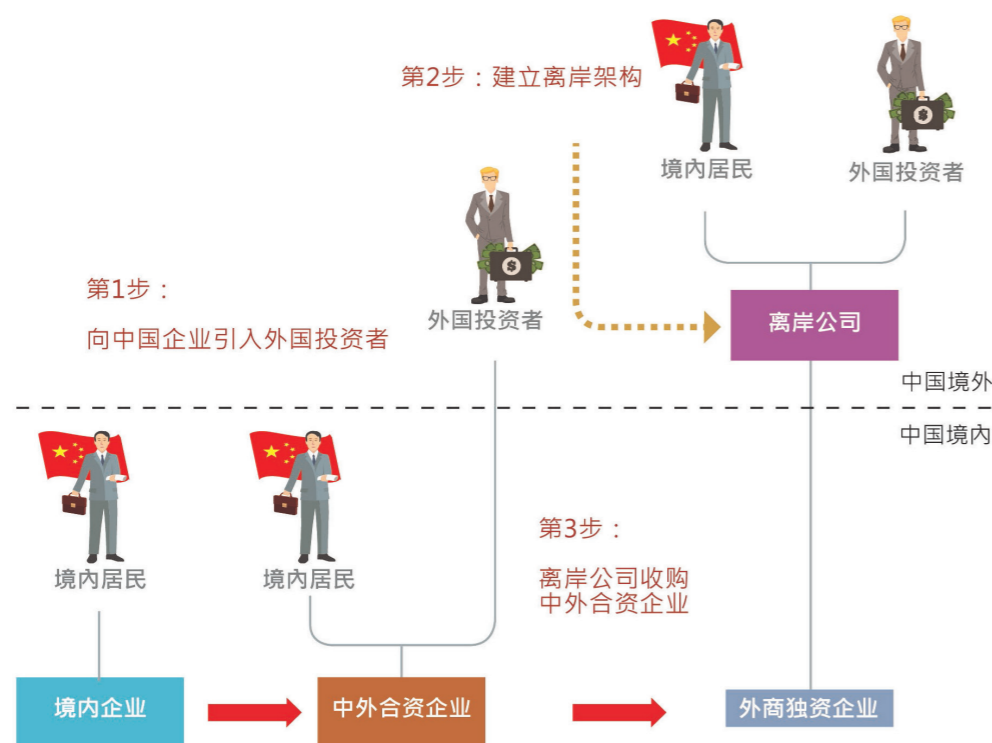
近年来,最普遍使用的重组方法是通过对中国相关境内企业引进外国投资者,从而将国内企业转变为中外合资企业,进而成为外商独资企业。

¹ 10号文第42条

² 10号文第11条

此外,10号文恢复红筹上市计划需经中国证监会批准的规定。

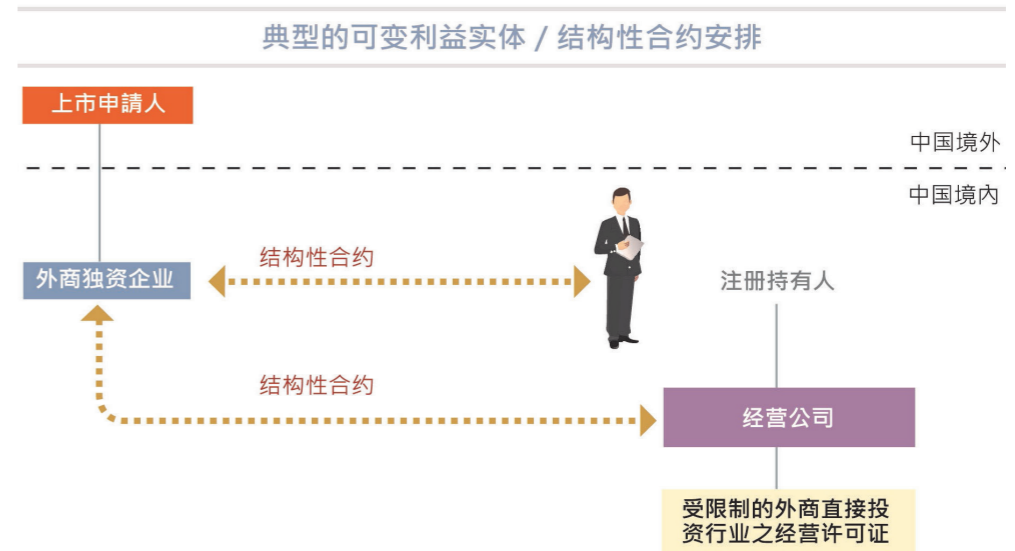
下列图表概括了案例所涉及的关键重组步骤,以作说明:



3. 深入研究可变利益实体结构的可行性

可变利益实体结构一直是外商间接投资于中国限制外国最直接投资的行业的方法。此外,由于可变利益实体结构被采纳,使得处于外国直接投资受限制的行业的中国企业能够在境外上市。

3.1 何谓可变利益实体结构?

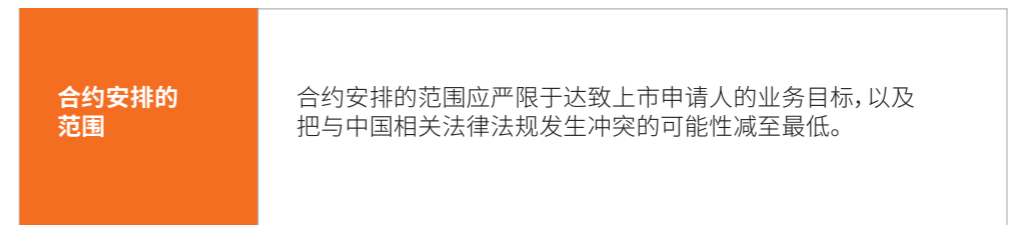


3.2 可变利益实体结构能否在香港上市?

由于可变利益实体结构没有得到中国当局的明确支持,可变利益实体结构的合法性存疑。尽管面临挑战,但过去数年仍有不少采用可变利益实体结构的企业在香港成功上市。联交所还刊发了一封指引信

及两项上市决策,说明在全面考虑采取这种安排的原因后,可变利益实体结构的上市申请将继续按每一个别情况审批,但仍须遵守相关披露要求。³ 联交所采纳的审查标准概述如下:

³ 港交所指引信GL77-14;港交所上市决策LD33-2012及联交所上市决策LD43-3LD43-3



<p>合规保证</p>	<p>联交所将审查上市申请人的合法合规记录(如有)、管理制度及企业管治常规、在保障股东权益方面的记录、财政资源,以确保申请人符合适用的法律法规。</p>
<p>监管保证</p>	<p>如可以提供而又实际可行,上市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,上市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。联交所咨询上市申请人及保荐人后,亦可考虑接受其他相关形式的保证。</p> <p>若相关法律法规明确禁止外国投资者利用任何协议或合同安排控制或营运外国受限制业务,中国法律顾问对结构性合同的意见必须包括确认此结构性合同不违反此类法律法规,以及结构性合同不会根据此类法律法规被视为无效,例如在中华人民共和国公司法下,视为不属于“以合法形式隐瞒违法意图”及无效。在可能的情况下,法律意见必须得到适当监管保证的支持,以证明结构性合同的合法性。</p>
<p>外资所有权限制之外的其他要求</p>	<p>若涉及限制业务,结构性合约和采用只限于解决外资拥有权限限制。才会获批准。例如,境外投资者只可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%。</p>
<p>结构性合约要求</p>	<p>结构性合约应包括授权委托书和适当的争端解决条款,包括订定仲裁条款,在等待组成仲裁庭期间或在适当情况下给予所属司法权区的法院权力,使其有权颁布临时措施以支持仲裁的进行,并涵盖处理经营公司资产的权力,以保护上市申请人和继任人(包括清盘人)的权利。</p> <p>营运公司股东授予上市申请人董事及其继任者(包括取代上市申请人董事的清盘人)的授权书应包括行使营运公司股东所有权利的权力(例如在股东大会上的投票权、签署会议记录、向相关公司登记处提交文件)。运营公司的股东应确保授权书不会引起任何潜在的利益冲突。若经营公司股东为上市申请人的管理人员或董事,授权委托书应当授予与上市申请人无关的其他管理人员或董事。</p>

3.3 中国证券监管机构可能加强对可变利益实体结构的监管

2021年7月,中国证券监管机构宣布对滴滴全球公司(DIDI.N)的数据安全政策进行调查,尽管该公司被要求推迟上市,但该公司

仍在推进首次公开募股。据报导,在此事件发生后,中国证券监管机构一直在探索加强监管内地公司如何使用可变利益实体结构上市的可能性。计划通过可变利益实体结构上市的公司最好提前计划并留意监管变化。

注意
以上内容涉及十分专门和复杂的法律知识及法律程序。本篇文章仅是有关题目的一般概述。只供参考,不能构成任何个别个案的法律意见。如需进一步的法律咨询或协助,请联络我们的律师。

"每个上市问题都有合法及实际可行的解决方案。提早咨询法律顾问能避免上市过程中的复杂情况。"

关于 ONC Lawyers

ONC柯伍陈律师事务所是香港最大的本地律师事务所之一。本所分别荣获Asialaw Profiles及Chambers and Partners评选为「高度推荐律师事务所」及「亚太区领先律师事务所」。本所是International Society

of Primerus Law Firms的会员,该会是全球最优秀独立律师事务所的国际网络,在全球40多个国家拥有接近200名会员。



张国明

合伙人·公司及商业部门主管

Raymond.cheung@onc.hk

+852 2107 0347

张国明律师是本所的公司及商业部门主管，他在公司及商业法范畴拥有超过30年扎实而广泛的经验，就香港、内地及其他司法管辖区的并购及企业融资为客户提供法律意见。张律师亦在建立业务、申请受规管活动牌照、成立私募及认可基金以及遵守法规等方面为客户提供意见及协助。

张国明律师曾获评为Asialaw优秀律师（一般法团事务）。



黄丽文

合伙人

Angel.wong@onc.hk

+852 2107 0311

黄丽文律师是本所其中一名合伙人，亦是建立本所企业融资业务的成员之一。黄律师在公司及商业事务方面拥有广泛经验，特别擅长处理上市事宜，及就港交所主板和GEM的上市项目为上市申请人及保荐人提供意见。黄律师已成功完成多个上市项目，并就保荐人申请受规管活动牌照和合规事宜提供意见。

黄律师带领的团队亦为多家上市公司提供常年法律服务。



张昊

合伙人

David.zhang@onc.hk

+852 3906 9642

张昊律师是本所合伙人之一，他在广泛的一般公司及商业事务方面经验丰富。他擅长处理企业融资交易，包括首次公开招股及上市前融资，并曾为许多上市申请人和保荐人在香港交易所主板上市提供意见。在短短几年间，张律师已完成超过10个上市项目，包括H股企业、红筹企业、香港本地企业和海外企业的上市。

张律师亦为多家上市公司的企业管治及香港上市规则的一般合规事宜提供意见。