



香港交易所关于协议控制安排的上市决策的最新修订

王欢 | 骆琦 律师

2005年，香港交易所（“交易所”）就针对采取协议控制控制中国境内实际运营公司（“OPCO公司”），并在香港申请上市的境外企业（“申请人”）发布了编号为 HKEx-LD43-3 的上市决策（“上市决策”），交易所会根据主要事实以及中国法律意见，来裁定申请人是否已证明协议控制的合法性及申请人能否确保合约安排的妥善运作。在裁定结果为肯定性的情况下，交易所会采取以披露为本的监管方针，只要申请人在招股章程中适当披露协议控制及相关风险，交易所就认为申请人及其业务是适宜上市的业务。

2011年11月，交易所就上述上市决策进行了修订，原则上确定在审核申请人的上市申请时，会按个别情况接纳合约安排的做法，在不涉及中国法律法规规定的限制或禁止外资进入的行业时，上市科一般会将个案转介上市委员会处理。此外，交易所还要求（1）申请人披露其采用合约安排的原因；（2）在法律允许申请人无须采用协议控制经营业务的时候，取消协议控制安排；以及（3）一系列确保协议安排能够妥善实施的规定。

2012年8月，交易所再次就上市决策进行了修订（“本次修订”），细化了对协议控制在招股章程披露中的要求。我们将结合最近通过协议控制在交易所上市的汇联金融服务控股有限公司（股票代码：8030）（“汇联金融”）的若干安排，逐一解读本次修订。

上市决策的条款编号	申请人在招股章程中就协议控制必须披露的资料	备注/解读/解决方案
19a	有关 OPCO 公司登记股东的详情，并确认申请人已采取适当安排保障其在 OPCO 公司登记股东身故、破产或离婚时的利益，以避免执行协议控制时可能遇上的实际困难。	考虑到有限责任公司“人合性”的特点，可在 OPCO 公司的章程中约定自然人登记股东身故时，其合法继承人无权继承股东资格；或可考虑在招股章程中说明相关继承事项并在协议控制文件中加入在 OPCO 公司登记股东的继承人就协议控制文件的同意函；可参见汇联金融招股章程 P67 相关描述。 中国相关法律法规尚未对自然人破产做出规定；可考虑在协议控制文件中加入 OPCO 公司登记

上市决策的条款编号	申请人在招股章程中就协议控制必须披露的资料	备注/解读/解决方案
		股东的配偶就协议控制文件的弃权函，放弃对 OPCO 公司股权主张夫妻共同财产的权利；或签署承诺函，承诺当 OPCO 公司登记股东与其配偶离婚并由其配偶取得 OPCO 公司股权时，配偶配合 OPCO 公司签署协议控制文件。
19b	申请人对于处理申请人与 OPCO 公司登记股东之间的潜在利益冲突的安排。尤其是这些股东本身具申请人职员及董事的身份。	<p>申请人可以同时指派其他人担任 OPCO 公司的股东、法定代表人和/或董事，避免 OPCO 公司创始人滥用股东权利；</p> <p>可由申请人在中国境内设立的中国附属公司或申请人指定的其他人持有 OPCO 公司的营业执照、公章和其它重要文件和印章；</p> <p>充分行使 OPCO 公司登记股东根据授权委托书所授予给中国附属公司的权利，行使 OPCO 公司登记股东所享有的股东权利；可参见汇联金融招股章程 P67 相关描述；</p> <p>可考虑在申请人章程或其他公司治理文件中设置相应的董事或高管回避制度。</p>
19c	如何令董事相信授予申请人于 OPCO 公司获得重大控制权及经济利益的每份协议控制均可根据中国当地法律有效执行。	中国律师出具相关中国法律意见；具体可参见汇联金融招股章程 P68-69 相关描述。
19d	申请人作为 OPCO 公司主要受益人所承担的经济风险；申请人分占 OPCO 亏损的方式；申请人必须向 OPCO 公司提供财务支持的条件及情况，及其他可令申请人面对亏损的事件或情况。	申请人在协议控制文件中承诺(或通过中国附属公司)向 OPCO 公司无限财务支持。
19e	截至现时为止，申请有否根据协议控制透过 OPCO 的过程中遇到任何中国监管机构的干涉或阻碍。	披露要求。
19f	申请人在行使对 OPCO 公司的收购权时的限制，并以独立的风险因素解释这些限制，以及阐释此等股权转让仍可能涉及巨额资金及费用。	增加独立的风险因素，披露关于中国附属公司行使独家购买权从 OPCO 公司登记股东处购买 OPCO 公司股权所可能面临的风险和限制。具体描述可参见汇联金融招股章程 P65-66。
19g	在“法定及一般资料”一节内将协议控制文件列为重大合约，并把协议控制文件登载在申请人网站，或解释及披露不公开的理由。	披露要求。

上市决策的条款编号	申请人在招股章程中就协议控制必须披露的资料	备注/解读/解决方案
19h	在“概要”一节内以公司架构图表的形式展示协议控制的安排及运作模式，以便投资者检视及理解有关安排。	披露要求。

交易所还对招股章程中就协议控制的风险因素的披露做了具体的规定，要求所有与协议控制相关风险应专门准备一个风险因素，并至少包括下列内容：

1. 中国政府可能裁定协议控制不符合相关法规；
2. 协议控制未必能提供与直接拥有权相同效力的控制权；
3. 国内股东可能会与申请人有潜在利益冲突；
4. 协议控制可能被中国税务机关裁定须缴付额外税项。

本次修订及上市决策的全文，请见本文附件供参考。汇联金融的中文招股章程，请见：http://www.hkexnews.hk/listedco/listconews/gem/2012/0420/GLN20120420013_C.pdf。

结合近几年所发生的有关协议控制的事件以及所暴露的风险，本次修订显而易见是针对这些风险；同时本次修订强化了披露的要求，交易所也应该是考虑到协议控制的根本风险目前无法解决，而充分披露目前来看也是保护投资者的最好方法。鉴于美国证监会正在调查新东方调整协议控制的事件，而交易所选择在这个时间点更新上市决议，凸显了美国和香港二大资本市场对协议控制的关注，因此我们亦建议，不论是已在境外上市的中国公司，还是拟在境外上市的中国公司，在搭建和调整协议控制时，务必与中国律师提前沟通、讨论，以避免不必要的麻烦。

香港交易所上市決策

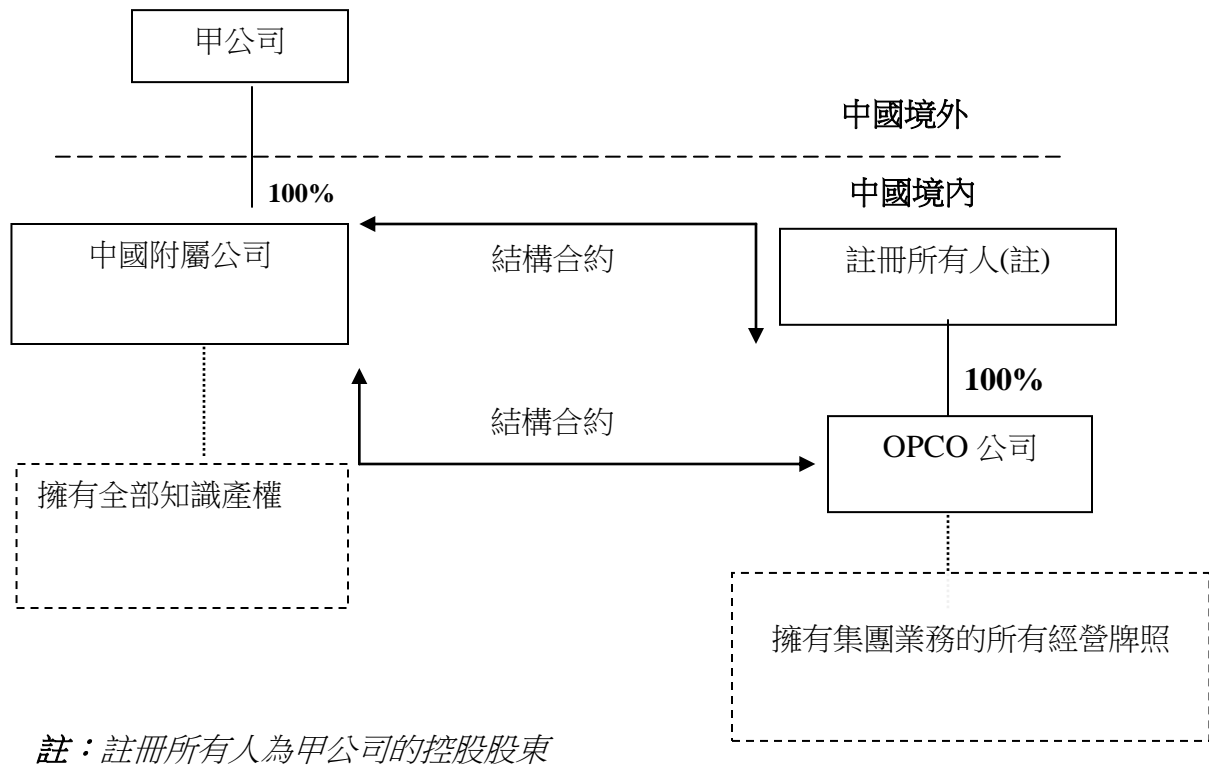
HKEx-LD43-3 (2005 第一季，2011 年 11 月及 2012 年 8 月更新)

摘要	
涉及人士	甲公司- 主板上市申請人 集團 - 甲公司及其附屬公司 中國附屬公司 - 甲公司的附屬公司，其絕大部分業務在中國境內 OPCO 公司- 在中國註冊成立的公司，由註冊所有人擁有 註冊所有人 - OPCO 公司股東，屬中國國民，也是甲公司的控股股東
事宜	甲公司、其中國附屬公司、OPCO 公司及註冊所有人之間有多項以合約為本的結構安排(「合約安排」)。由於甲公司在中國營業時是有關安排的其中一方，那究竟甲公司會否因為合約安排的相關法律問題而被視作不適宜上市？
上市規則	第 1.01 條、第 8.04 條
議決	聯交所確定合約安排不會導致甲公司不適宜上市

實況摘要

1. 甲公司是於香港境外註冊成立。集團在中國經營業務，但中國規例限制外資參與其所屬行業。
2. 因此，集團並不擁有在中國經營有關業務所需的牌照。不過，集團採取「合約安排」，有關安排旨在取得第 4 段所列的各種權利。合約安排對甲公司、中國附屬公司、OPCO 公司及註冊所有人均有約束力。

3. 下圖所示概括有關合約安排：



4. 保薦人表示，合約安排之設是專為賦予集團下列各項：

- a. 享有 OPCO 公司所有經濟利益、可管控 OPCO 公司的營運，及可防止資產價值流失予 OPCO 公司的股東的權利；
- b. 透過 OPCO 公司的轉讓獲得所有知識產權；
- c. 有權按現行會計原則把 OPCO 公司的財務業績綜合計算，一如集團的全資附屬公司一樣；
- d. 在中國法律批准下，有權以名義價格或預付金額購入 OPCO 公司的股權及／或資產；以及
- e. 透過註冊所有人擁有的 OPCO 公司股份，取得 OPCO 公司股份作為抵押品的優先權利，以此作為合約安排妥善運作的保證。

5. 保薦人確認甲公司已符合《上市規則》下所有上市條件(已取得的豁免除外)，並毋須因合約安排而更改有關確認。保薦人擬在招股章程內全面披露合約安排的詳情。
6. 甲公司的中國法律顧問發表意見表示：合約安排符合中國法例、規則及規定，包括那些適用於甲公司、中國附屬公司及 OPCO 公司業務的法例、規則及規定；同時亦符合中國附屬公司組織章程的規定。
7. 甲公司的申報會計師確認其有權按現行會計原則把 OPCO 公司的財務業績綜合計算，一如集團的全資附屬公司一樣。

考慮事宜

8. 由於甲公司在中國營業時，為甲公司、中國附屬公司、OPCO 公司及註冊所有人之間所訂合約安排的其中一方，那甲公司會否因為合約安排的相關法律問題而被視作不適宜上市？

適用的《上市規則》或原則

9. 《上市規則》第 1.01 條訂明「附屬公司」包括「任何根據適用的《香港財務匯報準則》或《國際財務匯報準則》，以附屬公司身份在另一實體的經審計綜合賬目中獲計及並被綜合計算的任何實體。」
10. 第8.04條訂明發行人及其業務必須是本交易所認為適合上市的業務。

分析

11. 聯交所按《上市規則》第 8.04 條的規定考慮甲公司是否適宜上市時，已審核集團的業務（包括合約安排的採用）是否符合所有適用的法例及規定。
12. 在審核過程中，聯交所繼續採用主要以披露為本的現有做法。據此，甲公司的保薦人及董事均須提出有力的資料證據，清楚證明甲公司實際上已真誠符合所有相關中國法例及規定。如甲公司能夠履行此責任，甲公司不會因為合約安排的理由而被視作不適宜上市。
13. 就這宗個案而言，聯交所採用下列的審核標準：
 - a. 嚴格詮釋《上市規則》及上市科政策；

- b. 合約安排的設計應嚴限於達致申請人的業務目標，以及把與相關中國法規出現衝突的可能性減至最低。上市申請人須盡可能證明已確實盡力遵守相關法規。如證據顯示相反情況，則合約安排被視作不符合相關法規的風險當會較高；
 - c. 聯交所將普遍審查與上市申請人有關的所有相關事實及情況，包括審查申請人的合法及守規紀錄(如有)、管理機制及企業管治常規、其在維護股東權益方面的紀錄以及為確保申請人符合所有適用法規的財政資源。如發現申請人的業務中有重大不明朗因素，聯交所將需要就有關安排尋求更大的保證；及
 - d. 如可以提供而又實際可行，申請人須向有關監管機構索取適當的監管確認。如沒有此等監管確認，申請人的法律顧問須作出聲明，表明根據其法律意見，其已採取所有能夠採取的行動或步驟以達到其當時的法律意見。聯交所諮詢申請人及保薦人後，亦可考慮接受其他相關形式的保證。
14. 根據保薦人所提交的意見(符合中國法律顧問及有關申報會計師的專業意見)，甲公司已證明其已符合上述規定。因此，聯交所認為合約安排是合法及有約束力的，而且甲公司有能力和確保合約安排的妥善運作。考慮到合約安排會在招股章程中作出詳細披露，聯交所裁定甲公司或其業務不會因為採用合約安排而被視作不適宜上市。

議決

15. 聯交所考慮甲公司的上市申請時，仍繼續採取以披露為本的監管方針。根據主要事實及所提出的中國法律意見，聯交所裁定甲公司已證明合約安排的合法性及甲公司能夠確保合約安排的妥善運作。只要甲公司在招股章程中適當披露合約安排及相關風險，聯交所認為甲公司及其業務是適宜上市的業務。

其後事態發展（第 16 至 18 段為 2011 年 11 月新增內容；第 19 至 20 段為 2012 年 8 月新增內容）

16. 上市委員會在 2011 年檢討時確定可在全面考慮採納合約安排（普遍亦稱結構性合約）的原因後，以及在本上市決策的條件規限下，按個別情況接納合約安排的做法。
17. 若涉及非限制業務，上市科一般會將個案轉介上市委員會處理。

18. 除第 13 段所述事宜外，聯交所並要求採用結構性合約的申請人及其保薦人：
- a. 提供其在業務營運中採用結構性合約的原因；
 - b. 當法律允許申請人無須採用結構性合約方式經營業務時，取銷結構性合約安排；
 - c. 確保結構性合約：
 - (i) 包括一項授權文件，即 OPCO 公司股東授予申請人董事及其繼任人（包括取代申請人董事的清盤人）行使 OPCO 公司股東所有權力（包括在股東大會上表決、簽署會議紀錄、將文件送交有關公司註冊處存檔等）；
 - (ii) 載有解決爭議的條款：
 - 訂定仲裁條款，以及給予仲裁員權力作出以 OPCO 公司的股份或土地資產作為補償的頒令、禁制令（如為進行業務或為強制轉讓資產需要）或 OPCO 公司的清盤令；
 - 在等待組成仲裁庭期間或在適當情況下，給予所屬司法權區的法院權力，使其有權頒布臨時措施以支持仲裁的進行，並應為此列明香港法院、申請人註冊成立地、OPCO 公司註冊成立地以及申請人或 OPCO 公司主要資產所在地為具司法管轄權；及
 - (iii) 涵蓋處理 OPCO 公司資產的權力，即不單單涵蓋管理其業務的權利及取用收入的權利。此旨在確保清盤人在按結構性合約行事時，能為申請人的股東或債權人取得 OPCO 公司的資產。
19. 在全部或部分業務中使用結構性合約的申請人應在其招股章程披露以下關於結構性合約的資料：
- a. 有關 OPCO 公司登記股東的詳情，並確認申請人已採取適當安排保障其在 OPCO 公司登記股東身故、破產或離婚時的利益，以避免於執行結構性合約時可能遇上的實際困難。
 - b. 申請人對於處理申請人與 OPCO 公司登記股東之間的潛在利益衝突的安排，尤其是這些股東本身具申請人職員及董事的身份。

- c. 何以董事相信授予申請人於 OPCO 公司獲得重大控制權及經濟利益的每份結構性合約均可根據中國及當地法律有效執行。
 - d. 申請人作為 OPCO 公司主要受益人所承擔的經濟風險；申請人分估 OPCO 虧損的方式；申請人必須向 OPCO 公司提供財務支持的條件及情況，及其他可令申請人面對虧損的事件或情況。
 - e. 截至現時為止，申請人有否在根據結構性合約透過 OPCO 公司經營業務的過程中遇到任何中國監管機關的干涉或阻礙。
 - f. 申請人在行使對 OPCO 公司之收購權時之限制，並以獨立之風險因素解釋這些限制，以及闡釋此等股權轉讓仍可能涉及巨額資金及費用。
 - g. 在「法定及一般資料」一節內將結構性合約列作重大合約，並把結構性合約登載於申請人網站，或解釋及披露不公開的理由。
 - h. 在「概要」一節內以公司架構圖表展示結構性合約的安排及運作模式，及利便投資者檢視及理解有關安排。
20. 在招股章程中有關結構性合約的披露應遵循以下指導性原則：
- a. **章節之間的處理** — 避免不同章節中之重複披露，例如結構性合約所衍生的關連交易、OPCO 公司之綜合基準以及結構性合約之有關條款等等。適當引述相關章節作參考應已足夠。
 - b. **風險因素** — 將所有相關風險因素的披露置於一個適合的標題下，例如「有關公司結構的風險」。此外，招股章程應至少包括以下與結構性合約相關的風險因素：
 - (i) 中國政府或裁定結構性合約不符合相關法規；
 - (ii) 結構性合約未必能提供與直接擁有權相同效力的控制權；
 - (iii) 國內股東或會與申請人有潛在利益衝突；及
 - (iv) 結構性合約或會被中國稅務機關裁定須繳付額外稅項。

● 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所的下列人员联系：

联络我们

北京总部

电话：+86-10-8525 5500

地址：中国北京市东长安街1号东方广场办公楼C1座906室

邮编：100738

陈容 律师：

电话：+86-10-8525 5541

Email: estella.chen@hankunlaw.com

上海分所

电话：+86-21-6080 0909

地址：中国上海市静安区南京西路1266号恒隆广场5709室

邮编：200040

曹银石 律师：

电话：+86-21-6080 0980

Email: yinshi.cao@hankunlaw.com

深圳分所

电话：+86-755-3680 6500

地址：中国深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场4709室

邮编：518048

王哲 律师：

电话：+86-755-3680 6518

Email: jason.wang@hankunlaw.com