



漢坤律師事務所

# 汉坤法律评述

融贯中西·务实创新

2018年3月4日



## 与新经济同行！香港上市篇解析系列之三：让我们聊一聊港股新政视角下的“同股不同权”

汉坤新经济上市综合服务组

继我们在《与新经济同行！香港上市篇解析系列之二： 港股新政视角下的“生物科技公司”（上、下篇）》讨论了联交所建议新设立有关生物科技公司的上市制度，此篇我们继续分享联交所于2018年2月23日刊发的咨询文件中建议引进的允许设立不同投票权的制度方案。

### 一、 终见彩虹—港股拥抱“同股不同权”

对于国内创新产业公司而言，此次联交所新政的亮点之一在于开始对“同股不同权”的接纳。今天，我们继续和大家分享一下香港及中国内地法律视角下的港股新政：

#### 1. “同股不同权”并不是一个陌生的话题

同股不同权架构在中国众多新经济公司的创新型股权架构设置中并不陌生。但二者又有一定差别。

我们先从通俗的背景角度分析：新经济公司可能高度依赖其所有人兼管理人的专业知识和市场知识。美股上市公司在IPO过程中可以发行不同种类的股份，某种股份的投票权更高，举个简单的例子：一家美股上市的中国新经济公司可以发行A类股给普通股东，每1股有1份投票权；而发行B类股给创始人股东，每1股有10份投票权。在这样的股权架构设置机制中，创始人股东就不再会由于股份比例被投资人稀释而感到过分焦虑了。

设计不同投票权架构的主要原因在于新经济公司通常在企业发展前期对资本投入需求较大，经过几轮融资后，创始人团队的持股比例已被摊薄得很严重了。但是，一个在市场中比较容易达成共识的点——创始人团队对新经济公司的成长及保持长久竞争力非常重要。不同投票权架构能有效让持股比例已被大幅摊薄的创始人团队，因为持有投票权更高的B类股，仍然掌握对该新经济公司的控制权。通过采用不同投票权架构，新经济公司让着眼公司长远利益的创始人团队行使控制权，而不必受到公开市场股东的投资额增大而引致控制权层面的过分焦虑，有利于确保该公司的长远利益。

#### 2. “同股不同权”在港股所历经的“风雨”

上世纪八十年代，香港上市公司曾发行了所谓的“B股”。香港上市公司定向对大股东发行比普

普通股面值、发行价格与派息都更低，但表决权与普通股等同的 B 股。大股东通过认购 B 股，可以通过较低的成本来稳固其在上市公司的控制权。大股东甚至可以一边在股市上高价抛售普通股，一边低价认购 B 股。这样的制度设计下带来了损害中小股东权益的市场担忧情绪，造成香港资本市场的投资者人心不稳。这也就导致了香港上市公司后来被禁止发行“投票权与股本权益不成合理比例”的股份，“同股同权”曾成为香港资本市场现行监管机制的核心价值。

历经风雨，以往受香港现有上市制度对不同投票权架构的禁止，众多采纳了不同投票权架构的新经济公司未能实现联交所上市而另觅其他证券市场，尤其是美国的证券市场（例如一批在中国新经济领域中占有重要市场地位的 TMT 公司）。为增强香港资本市场的竞争力，与其他资本市场争夺新经济公司来港上市，联交所积极对此推行改革措施。

## 二、 港股新政中的“同股不同权”的特色制度安排

联交所建议在《上市规则》中增加一章新章节（第八 A 章），专门为不同投票权架构公司而量身定制的上市标准及对投资者的持续保障措施并限制持有不同投票权股份的股东（联交所称之为“不同投票权受益人”，例如在双重股权架构下持具较多投票权的 B 股的创始人股东）。按照 2018 咨询文件，联交所提出可以根据新增章节设立不同投票权架构的公司应具备以下特点：

对设立不同投票权架构公司的基本上市要求	
创新产业公司要求 (至少满足 2 项)	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 运用了新科技、创新理念或新业务模式</li> <li>• 一大部分预期价值来自研发，且研发也是公司的主要业务活动</li> <li>• 公司成功营运归咎于其独有业务的特点或知识产权</li> <li>• 相对于有形资产总值，公司的市值/无形资产总值极高</li> </ul>
过往业务表现	呈现高增长纪录且预期未来有可持续高增长的轨迹
不同投票权受益人的贡献	其技能、知识及/或战略方针均对推动公司业务增长有重大贡献
不同投票权受益人的角色	必须为个人，并积极参与业务运营的行政事务，为业务持续增长作出重大贡献，且公司上市时必须为董事
资深投资者要求	公司曾得到最少一名资深投资者提供数额可观的第三方投资，且在 IPO 时仍未撤资，而上市时的投资额至少有 50% 要保留至 IPO 后的六个月
新上市申请人要求	公司未上市时已采用不同投票权架构，然后申请在香港上市才会被接受；除了供股、公开招股外，上市后不可再发行或扩大具不同投票权的股份
预期市值/最近财年年度收益的要求	至少 400 亿港元市值；或者 100 亿港元市值加上最近一年经审计收入有 10 亿港元

➤ **重点提示：**我们提请拟在香港上市且设立不同投票权架构的公司关注，针对“资深投资者”的要求，联交所是否需要进行实质性审查及其重点考虑标准。

此外，为帮助本篇文章的读者更好的理解，我们在此重复一下此前的分析文章中就现行的《上市规则》下对申请在主板上市的公司设立的三套不同测试标准（即基本上市条件）。拟在香港上市且设立不同投票权架构的公司也需要符合其中一套测试标准，即满足申请主板上市的基本条件：

现行《上市规则》项下的基本上市条件			
	盈利测试	市值/收益/现金流量测试	市值/收益测试
最低股东应占盈利	首两个会计年度累计不低于 3,000 万港元；以及最近一个会计年度不低于 2,000 万港元	不适用	不适用
最低收益	不适用	最近一个会计年度不低于 5 亿港元	最近一个会计年度不低于 5 亿港元
最低现金流量总额	不适用	前三个会计年度源自业务的最低现金流量总额合计不低于 1 亿港元	不适用
资产	不可全是或大部分是现金或剩余年期少于一年的证券		
营运资金	必须有足够营运资金，足以应付刊发上市文件后十二个月所需		
上市时的最低市值	至少 5 亿港元	至少 20 亿港元	至少 40 亿港元
营业纪录	不少于 3 个会计年度	不少于 3 个会计年度	不少于 3 个会计年度 <sup>1</sup>

此次港股新政下，联交所也建议了对生物科技公司而设立的其他基本上市条件（请参考文末汉坤此前的系列分析文章）。

对生物科技公司的基本上市要求	
预期市值	至少 15 亿港元
业绩记录	<ul style="list-style-type: none"> <li>上市前最少两个会计年度一直从事现有业务</li> <li>管理层大致相同</li> </ul>
运营资金	<ul style="list-style-type: none"> <li>集团未来至少 12 个月开支的 125%（包括首次公开招股的集资额）</li> <li>主要包括(a)一般、行政及营运开支；及(b)研发开支</li> </ul>
基础投资者的限制	<ul style="list-style-type: none"> <li>确定公司于上市时或六个月禁售期内是否符合公众持股量的最低要求时，基础投资者的持股不会计算在内</li> <li>现有的首次公开招股前投资者可参与首次公开招股，而确定公司是否符合公众持股量的最低要求时，他们在首次公开招股中认购的股份不会计算在内</li> </ul>

➤ **特别提示：**我们提请拟在香港上市且设立不同投票权架构，同时也符合联交所对于生物科技公司业绩记录和运营资金的基本上市条件的公司关注，联交所将会如何评估需要满足的基本上市条件。

### 三、 设立不同投票权架构应注意哪些要点？

联交所从去年 6 月提出设立创业板后，密集征询了各方意见。今年 2 月的咨询文件中反映出联交所尽力设计如何能在“创新”与“维权”中取得平衡的新制度，这显然不是一项简单的任务。

<sup>1</sup> 联交所也会接纳短于三年的营业纪录，但申请人须证明其董事及管理层在新申请人的业务及行业中拥有足够（至少三年）及令人满意的经验，以及最近一个经审计会计年度的管理层维持不变。

## 1. 对具有不同投票权股份（“特别股份”）的限制

美国证券场所提供的允许设立不同投票权架构的制度一直为新经济公司而津津乐道，吸引了大量新经济公司赴美上市。联交所此次建议的不同投票权架构与美股上市的主要差异有哪些呢？这也是一个值得比较和关注的问题，我们总结如下表以便参考：

	港股不同投票权制度	美股现有制度
上市发行新股的要求	上市后不可再发行或扩大不同投票权股份（供股、公开招股除外）	是
容许的不同投票权的形式	仅限透过股权（例如双重股权架构），除非在 2017 年 12 月 15 日之前已经在联交所认可的其他交易所上市，则可透过第二上市采用非股权架构	可以透过股权，也可采用非股权架构，例如合约形式
容许的不同投票权的权利范围	仅限股东大会上投票表决的事宜	不限于股东大会上的投票表决的事宜，例如董事会控制权
对特别股份权利的限制	<ul style="list-style-type: none"><li>• 对于特别股份，除了投票权不同之外，所附带的权利与普通股份均相同</li><li>• 特别股份的投票权最高不得超过普通股份的 10 倍</li><li>• 普通股份股东的投票权合计不低于 10%</li><li>• 上市之后，特别股份的投票权比例不可提高</li><li>• 特别股份不可流通，除非转换为普通股份</li><li>• 特别股份转换为普通股份时，转换比例应为 1 比 1</li></ul>	
必须“一股一票”表决的重要事宜	<ul style="list-style-type: none"><li>• 更改公司章程、组织文件</li><li>• 更改任何类别股份的权利</li><li>• 任免独立非执行董事</li><li>• 任免审计师</li><li>• 自愿清盘</li></ul>	没有限制

美国监管机构没有专门针对不同投票权架构增加限制约束，而主要通过美国司法系统的集体诉讼制度来取得平衡。香港司法系统还没有建立起集体诉讼制度，因此联交所对拟上市公司的不同投票权架构的设计提出了一系列规范要求。

联交所解释所提议的“不同投票权”包括股权架构（例如双重股权架构）及非股权架构（例如董事会控制机制）两种类型。举例来说，公司的创始人管理团队持有具不同权利的股份，有别于一般“一股一票”的股份，具有较多票数或特殊权利（例如董事任免权）。目前容许的不同投票权架构只能够透过股权来实现，除非在 2017 年 12 月 15 日之前已经在联交所认可的其他交易所上市，则可透过第二上市采用非股权架构来实现。

## 2. 对拥有不同投票权股份创始人股东（“创始人股东”）的限制

联交所对拟上市公司的创始人股东进一步提出了一系列规范要求：

对拥有不同投票权股份股东的要求	
对创始人股东自身的要求	创始人股东必须是个人且在上市时担任公司董事，并积极参与业务运营的行政事务，为业务持续增长作出重大贡献，其技能、知识及/或战略方针对推动公司业务增长有重大贡献
创始人股东所拥有经济权益的要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>创始人股东在公司上市时所拥有的经济权益合计占已发行股本总额至少 10%但最多不超过 50%</li> <li>如果上市时公司市值超过 800 亿港元，联交所可考虑批准创始人股东所拥有经济利益占已发行股本总额的比例低于 10%</li> </ul>
日落条款	<ul style="list-style-type: none"> <li>不同投票权不会永久存在，只有上市时创始人股东受益于其不同投票权、并继续积极参与上市公司的业务，有关的不同投票权方会继续存在</li> <li>如果不同投票权股份的受益人身故、不再担任董事、失去法律行为能力或不再符合上市规则对董事的要求，不同投票权将失效，也就是转换为普通股</li> <li>特别股份的不同投票权是不可以继承的</li> <li>将不同投票权的股份转让也会使不同投票权将失效</li> </ul>

### 3. 其他保护上市公司中小股东的措施

鉴于香港司法系统还没有建立起集体诉讼制度等现实原因，联交所进一步提出其他措施以保护上市公司中小股东的利益：

其他保护上市公司中小股东的措施	
企业管治措施要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>设立由独立非执行董事占多数且担任主席的企业管治委员会、提名委员会</li> <li>独立非执行董事至少每三年轮流退任（可寻求重选）</li> <li>董事、高管、公司秘书及顾问须在上市申请前接受上市规则下有关不同投票权架构的规定及风险的培训</li> <li>从上市之日起须设常任合规顾问</li> </ul>
剥夺创始人股东的董事资格	<p>联交所有权根据以下因素而剥夺创始人股东的董事资格：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>创始人股东被判或曾被判犯欺诈或不诚实行为的罪行</li> <li>有管辖权的法院或法庭向创始人股东发出取消资格令</li> <li>联交所裁定创始人股东未遵守须按“一股一票”进行投票的规定</li> </ul> <p>如果上市公司或创始人股东的违规情况比较严重，且整改不到位，联交所有权根据规定强制上市公司停牌，甚至要求退市</p>
上市和合规文件披露要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>股份代号结尾须加上 W 作为区分</li> <li>所有上市文件、财报、通函、通知及公告须带有“具不同投票控制的公司”的字样，并详述相关不同投票权架构及风险提示</li> </ul>

## 四、中国新经济公司已经搭建好的融资架构是否需要重组

这是需要基于个案情况进行具体审视的，原则上取决于公司当前架构是否满足联交所明确的上市要求。联交所在咨询文件中提议在申请上市时，不同投票权股份的受益人必须实益拥有拟上市公

司股本中至少 10%但不超过 50%的经济利益。同时允许不同投票权股份的受益人，透过有限合伙、信托、私人公司或其他工具代持不同投票权的股份。该等条件要求也从基本制度层面对中国新经济公司可能需要进行的重组提供了初步指引，我们建议准备香港上市的新经济公司就此问题引起重视。

## 五、中国新经济公司在离岸私募融资架构下的优先股设置与联交所新政下“同股不同权”的制度衔接

拟境外上市的中国新经济公司往往会在上市前，甚至在第一轮融资时就搭建境外融资架构，并在相应架构下开展股权融资。

投资人往往会要求作为境外融资平台（通常为一家开曼群岛公司，后续将作为上市平台）向投资人发行优先股。该等优先股赋予投资人的优先性权利较之联交所新政下不同投票权的股票有显著的差别：

- 从权利主体上而言，优先股一般仅发行予投资人，而创始人股东持有普通股，但在联交所新政下不同投票权的股票限于发行给特定的“投票权受益人”（创始人股东满足投票权受益人相关标准的可能性较大）
- 从权利内容而言，优先股所赋予投资人的优先性权利内容丰富，往往包括回购、优先清算、分红、反稀释等经济性的权利，亦包括一票否决权、董事委派等特殊的表决机制。而联交所新政下不同投票权的股票的内涵仅仅是不同类别股份代表的票数的不同，而不包括其他类型的权利差异。即便是在表决机制上，优先股一般从约定特定事项决议的批准主体入手，确保投资人对于关系其切身利益的事项（如修改章程、增发新股等）享有一票否决的权利，而非扩大投资人每一股股份的票数

考虑到前述两种特殊股权设置的制度差异，对于希望在联交所上市的中国新经济公司而言，需对上市前境外融资平台发行的优先股进行清理，将投资人的优先股变为普通股（具体选择直接转换或先回购再发放普通股建议征询境外融资平台注册地律师的意见）。根据香港资本市场现行监管机制，上市前优先股所赋予投资人的优先性权利在上市后不得继续生效。同时中国新经济公司应根据联交所的指引设置不同投票权架构。

这是《与新经济同行！香港上市篇解析系列》的第三篇，我们将陆续刊发该话题相关的解析系列文章，我们也将随时关注联交所即将发布的最新政策，并将第一时间与您分享。

### 与新经济同行！香港上市篇解析系列文章：

系列一：中国新经济公司，你准备好了吗？

系列二：港股新政视角下的“生物科技公司”（上篇）

系列二：港股新政视角下的“生物科技公司”（下篇）

## 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。

为全方位助力中国新经济公司在香港资本市场取得理想成绩，汉坤组织了京沪深港四地办公室的资本市场、金融、合规、劳动、税务、知识产权和争议解决等专业领域的中国内地和香港法律专家，共同组建了一个跨行业、跨地区、跨专业、跨法域的综合服务组，以期与中国新经济客户携手并进、共筑佳绩。

如您有任何进一步的问题，欢迎随时与汉坤新经济上市综合服务组联系，服务组电子邮箱为：

**[bauhinia.list@hankunlaw.com](mailto:bauhinia.list@hankunlaw.com)**