

# 海外發行人於聯交所雙重上市

## 「雙重上市」簡介

隨著近期中美關係日益緊張，中美各自收緊證券上市政策（包括美國監管機構推行更嚴格的審計規定；另一方面，中國對海外上市的中國公司的網絡安全規則實施更嚴格的監督和審查），越來越多中國發行人考慮「回流」上市，即選擇於香港聯合交易所（簡稱「聯交所」）上市。

## 香港的雙重上市制度

### 第二上市

聯交所於2018年修訂其上市規則（簡稱「《香港上市規則》」），以：(a) 容許採用「不同投票權」（又稱「同股不同權」）（weighted voting rights）股權架構的公司上市；及 (b) 為符合特定條件的發行人在聯交所雙重第二上市開闢第二上市途徑（簡稱「2018年第二上市途徑」）。

符合以下條件的發行人：(a) 採用「不同投票權」股權架構，並且業務以大中華為重心（簡稱「大中華發行人」）；及 (b) 在紐約證券交易所、納斯達克或於倫敦證券交易所高級上市（各稱為「合資格交易所」（Qualifying Exchange））上市至少兩年，可通過「2018年第二上市途徑」於聯交所雙重第二上市，但發行人必須：(i) 符合市值要求；(ii) 符合「創新產業公司」（innovative company）的定義；及 (iii) 向聯交所證明其股東所享有的股東保障至少「相當於」《香港上市規則》對其他發行人規定的保障標準。

經營全球最大型電子商務平台之一的阿里巴巴（Alibaba），於2019年成為首家在聯交所完成雙重第二上市的海外發行人。阿里巴巴的上市推動了「大中華發行人」（Greater China Issuers）雙重第二上市的浪潮。中美關係日益緊張，市場憂慮美國監管機構可能對在美國證券交易所上市（或尋求上市）的中國公司施加

更嚴格的要求。因此，中國公司紛紛尋求在靠近中國內地的市場上市。Maples 集團一直為多項備受矚目的雙重第二上市項目擔任開曼群島法律顧問，包括科技巨頭阿里巴巴（Alibaba）、京東（JD.com）、網易（NetEase），以及較近期、於2021年的百度（Baidu）和攜程（Trip.com）上市項目。

### 雙重主要上市

無法符合「2018年第二上市途徑」規定的海外發行人（包括非「獲豁免大中華發行人」（Grandfathered Greater China Issuers）（詳見下文）的「大中華發行人」），如要在香港上市，必須進行雙重主要上市。尋求雙重主要上市的發行人必須同時遵守香港和有關「合資格交易所」的上市規定，面臨比回流雙重第二上市更嚴格的標準。

2021年，中國兩家領先的電動車製造商——理想汽車（Li Auto）和小鵬汽車（XPeng），掀起了採用「不同投票權」股權架構的「大中華發行人」在香港雙重主要上市的新浪潮。Maples 集團為理想汽車在聯交所的雙重主要上市項目擔任開曼群島法律顧問。

## 進一步革新上市規則

聯交所於2021年進行諮詢，目的是改進和精簡其對海外上市發行人的上市制度。聯交所在諮詢期結束後，宣佈為海外上市發行人在香港雙重上市的進一步修訂《香港上市規則》，並於2022年1月1日生效（簡稱「《2022年修訂》」）。

過往，採用不符合《香港上市規則》規定的「不同投票權」及 / 或「可變利益實體」（variable interest entity）架構的「獲豁免大中華發行人」（Grandfathered Greater China Issuers）及「非大中華發行人」（Non-Greater China Issuers），只可通過「2018年第二上市途徑」在香港第二上市，但現在根據《2022年

修訂》可直接申請在聯交所雙重主要上市。

「非大中華發行人」（Non-Greater China Issuer）指業務不以大中華為重心且於「合資格交易所」主要上市的公司，而「獲豁免大中華發行人」（Grandfathered Greater China Issuer）指業務以大中華為重心且符合以下條件的公司：

- a) 於2017年12月15日或之前於「合資格交易所」主要上市；或
- b) 於2020年10月30日由法團身份的「不同投票權」受益人控制，並於2017年12月15日之後但於2020年10月30日或之前在「合資格交易所」主要上市。

根據《2022年修訂》實施的主要修訂如下：

- 對所有發行人實施同一套核心股東保障標準（簡稱「《核心標準》」），旨在為所有投資者／股東提供同等的保障。
- 容許那些採用原本不符合《香港上市規則》規定的「不同投票權」及／或「可變利益實體」（variable interest entity）架構的「獲豁免大中華發行人」（Grandfathered Greater China Issuers）及「非大中華發行人」（Non-Greater China Issuers），在《2022年修訂》下，可進行雙重主要上市。
- 容許那些沒有「不同投票權」架構且未能符合「創新產業公司」要求的「大中華發行人」，在符合較低市值要求下，可進行雙重第二上市。
- 編纂了某些適用於雙重主要上市和第二上市且附帶條件的常見豁免。

### 精簡股東保障標準

在實施《2022年修訂》之前，聯交所採用不同的方法來評估海外上市發行人的股東是否享有至少「相當於」《香港上市規則》對其他發行人所規定的保障標準。這些方法一般按照相關發行人的註冊成立地而定。這些股東保障規定分散在《香港上市規則》不同章節之中，查閱起來不方便。

《2022年修訂》整合了股東保障規定，對包括

「大中華發行人」在內的所有發行人（不論在哪裡註冊成立）都實施同一套《核心標準》，而且相關發行人必須將《核心標準》納入其公司章程大綱細則（簡稱「公司章程大綱細則」）內。《核心標準》涉及：

- 股東大會的通知及進行（包括相關發行人必須在其財政年度結束後六個月內舉行其股東周年大會）；
- 股東罷免董事、要求召開會議、表決、發言及委派委託代理人或公司代表的權利；
- 委任審計師事宜須待獨立於發行人董事會的委員會或大多數股東決定；
- 對委任董事以填補臨時空缺的年期設限；
- 發行人組織章程文件的修訂或自願清盤，必須經擁有投票權的股東在其親身出席或由委託代理人代其出席的股東大會上以至少四分之三的「絕大多數票數」批准，方可通過；
- 提供股東名冊備查；及
- 規定股東對某些事項投棄權票（例如，股東在所審議的事項中擁有重大利益）。

在實施《2022年修訂》之前，聯交所針對發行人是否有將至少「相當於」《香港上市規則》對其他發行人所規定的保障標準納入其公司章程大綱細則內而發出的疑問範圍廣泛，及亦取決於相關發行人當時有效的公司章程大綱細則內的具體措辭而有所不同。

實施《核心標準》使聯交所預期的股東保障標準更加清晰，同時簡化了程序，預計將受到發行人歡迎。

值得一提的是，《核心標準》也適用於香港現有的上市發行人。它們必須於2022年1月1日之後舉行的第二次股東周年大會之前，對其公司章程大綱細則作出必要的修訂，以符合《核心標準》。

### 「獲豁免大中華發行人」及「非大中華發行人」雙重主要上市

從2022年1月1日起，過往採用不符合《香港上市規則》規定的「不同投票權」及／或「可變

利益實體」(variable interest entity) 架構的「獲豁免大中華發行人」(Grandfathered Greater China Issuers) 及「非大中華發行人」(Non-Greater China Issuers) 只要符合《香港上市規則》規定的某些有關上市資格及是否適合上市的規定，就可以直接申請在聯交所進行雙重主要上市。具體來說，相關發行人必須：

- 證明它們是「創新產業公司」，即經營互聯網或其他高科技業務；
- 在「合資格交易所」有至少兩個完整財政年度的良好合規紀錄；及
- 達到市值至少：(i) 400億港元；或 (ii) 100億港元，及最近一個財政年度的收益至少10億港元。

預期實施《2022年修訂》後，將鼓勵更多現時於美國上市的大中華公司未來尋求在香港進行雙重主要上市。

### 刪除沒有「不同投票權」架構的第二上市發行人有關「創新產業公司」的規定

正如上文所述，在實施《2022年修訂》之前，「大中華發行人」若是「創新產業公司」，才能申請在聯交所雙重第二上市。「2022年修訂」容許沒有「不同投票權」架構的海外公司（包括「大中華發行人」）申請在聯交所雙重第二上市，而不論它是否符合「創新產業公司」的定義。

採用「不同投票權」架構的「大中華發行人」仍須遵守有關「創新產業公司」的規定和雙重主要上市的其他要求（請見上文）。但《2022年修訂》放寬了對沒有「不同投票權」架構的公司的規定，將鼓勵和促進經營非創新產業的「大中華發行人」在聯交所雙重第二上市（因為在實施《2022年修訂》之前，此類發行人只能選擇雙重主要上市）。

### 開曼群島發行人

近年來，高增長且成功的「新經濟」中國公司在兩地上市，使香港市場更加多元化。於美國上市的「大中華發行人」在香港上市，也有助對沖因中美日益繃緊的地緣政治局勢而帶來的不確定因素。通過在香港上市，這些發行人可擴大其在中國的投資者基礎。對於那些考慮

「回流」上市的海外上市「大中華發行人」來說，《2022年修訂》的推行將使香港成為更具吸引力的集資中心。

開曼群島的法律和監管環境十分靈活，使公司能夠適應其上市所在地或營運實質業務所在地的股權資本市場規則和要求。開曼群島憑著這些優勢，歷來是深受上市公司青睞的註冊地。

### 關於作者

**Karen Zhang Pallaras** 張那是 Maples 集團旗下邁普達律師事務所香港分所的企業事務合夥人。她的專長涵蓋開曼群島及英屬維爾京群島公司各類企業交易項目，包括合併收購、首次公開招股前的融資、首次公開招股和二次發行項目、私募股權投資項目、企業合資、架構重組及重整項目。Karen為香港上市公司及美國上市公司領先市場的重大併購項目和私有化項目提供法律諮詢服務，並擁有豐富的經驗。Karen同時代表金融機構、保薦人及企業就債務融資交易，包括槓桿和收購融資、債務資本市場交易項目、項目融資及一般企業貸款，提供法律意見。

**Vivian Lee** 李海寧是 Maples 集團旗下邁普達律師事務所香港分所的企業事務律師。她的專長涵蓋企業融資、併購、證券發行、私募投資、首次公開招股前重組及融資、開曼群島公司股份於香港及美國首次公開招股和上市事宜以及一般企業和商業交易項目。Vivian 也就債務資本市場交易項目和一般企業貸款交易項目提供法律意見。

### 香港分所

**Karen Zhang Pallaras** 張那

+852 3690 7432

[karen.zhangpallaras@maples.com](mailto:karen.zhangpallaras@maples.com)

**Vivian Lee** 李海寧

+852 3690 7513

[vivian.lee@maples.com](mailto:vivian.lee@maples.com)

2022年2月

© MAPLES 集團

本文章僅向 Maples 集團的客戶及專業聯絡單位提供一般資訊，其內容並非巨細無遺，亦非提供法律建議。

本文乃其英文版本的中文譯本，僅供參考，如有歧義，概以英文版本為準。