

中概股未来及出路系列（五）：在美中概股回港之路

作者：汉坤律师事务所 吴璐露 | 汤阳 | 张慧瑾
汉坤香港联营律师行 缪熙平

通过前文我们列举讨论了在中美关系变化大背景下中概股的可选出路¹，并以专题形式介绍了如何从美股私有化²。本文将主要探讨在美中概股可选出路中的回港上市之路。

本篇将重点介绍除了私有化退市后择机香港上市外的另两种回港上市选择：来港第二上市（Secondary Listing）及双重主要上市（Dual Primary Listing）。

一、第二上市（Secondary Listing）

根据香港联合交易所有限公司（“香港联交所”）的官方介绍，来港第二上市具体是指当海外公司（i）已在香港联交所认可的证券交易所完成主要上市，且（ii）其大部分证券在香港以外地方买卖的情况下，申请在香港联交所主板作“第二”上市³。第二上市公司主要受其主要上市的司法辖区的法规及监管机关监管，相较于常见的首次公开上市（IPO）而言，无论是上市条件还是上市后持续维护责任方面，其所须遵守的香港上市规则要求均较为宽松。

（一）上市条件

为鼓励和吸引在美中概股回流香港，香港联交所于2022年1月1日生效的主板上市规则（“上市规则”）进一步降低了在美中概股来港第二上市的门槛和条件：

- 首先，在美中概股必须已在“合格交易所”（Qualifying Exchanges）（即包括纽约证券交易所、纳斯达克证券市场）或其他被香港联交所认可的证券交易所（Recognised Stock Exchanges）⁴完成主要上市。

¹ 相关内容请参阅本系列《中概股未来及出路系列（三）：在美中概股的出路选择考量》。

² 私有化相关的内容详情请参阅本系列《中概股未来及出路系列（四）：私有化的那些事儿》。

³ 详见香港联交所关于“来港作第二上市”的介绍：https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/listing/rules-and-guidance/listing-of-overseas-companies/secondary-listings-in-hong-kong?sc_lang=zh-cn。

⁴ 详见香港联交所出具的“认证券交易所列表”：https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Listing-of-Overseas-Companies/List-of-Recognised-Stock-Exchange?sc_lang=zh-CN。

- 其次，根据在美中概股是否具有不同投票权（“WVR”）架构⁵，香港联交所从业务创新性、市值、合规记录三个方面提出了不同要求，具体如下表所列：

要求	没有不同投票权（WVR）架构	有不同投票权（WVR）架构
创新性要求	无特别要求	必须是“创新产业公司”（判定规则详见下图1）
最低市值要求	30亿港元	（1）400亿港元，或 （2）100亿港元+最近一个经审计会计年度的收益不少于10亿港元
在主要上市交易所的最低纪录期要求	（1）上市至少五年并有良好的合规纪录，或 （2）若上市时市值不少于100亿港元，则上市至少两年并有良好的合规纪录	上市至少两年并有良好的合规纪录

上表所述的“创新产业公司”根据香港联交所指引信 HKEX-GL94-18，是指具有多于一项如下图1所列示特点的公司：

创新产业公司（香港联交所指引信HKEX-GL94-18）



（图1：“创新产业公司”的判定标准）

（二）股东保障水平

香港联交所对第二上市申请人的股东保障水平提出了一定要求，大原则为其股东保障标准应至少与现有香港上市规则标准相当，申请人需修改其公司章程以纳入上市规则附录三的核心股东保障条款，主要的保障条款包括但不限于：（1）财政年度结束后六个月内举行股东周年大会；（2）股东拥有罢免董

⁵ 根据上市规则第8A.02条，“不同投票权”（weighted voting right）指附带于某特定类别股份大于或优于普通股投票权的投票权力，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治权利或安排；“不同投票权架构”（WVR structure）指产生不同投票权的发行人架构。

事、要求召开会议、表决、发言、查阅股东名册等权利；（3）要求审计师聘任需经过大多数股东或独立于董事会外的其他机构批准；（4）修订章程文件或主动清盘须经至少四分之三（除非能证明较低门槛无损股东保障）拥有投票权的股东批准；及（5）有重大利益冲突股东需就某些事项放弃投票。

（三）豁免适用上市规则

相较于在港主要上市或双重主要上市而言，来港第二上市的公司可自动豁免部分上市规则，并可向香港联交所再申请进一步豁免部分上市规则，具体如下：

- **自动豁免。**根据上市规则第 19C.11 条，来港第二上市的上市公司可以自动豁免（即毋须主动向香港联交所申请）适用若干特定上市规则规定，包括但不限于：（1）无需就须予公布的交易及关联交易遵守汇报、公告、通函、股东批准、年报（如适用）规定；（2）无需成立审核/薪酬委员会或委任有资历或经验的公司秘书；（3）无需遵守《企业管治守则》、年报及中期报告的内容规定，或刊发环境、社会及管治（ESG）报告；（4）无需遵守《上市发行人董事进行证券交易的标准守则》；及（5）无需遵守若干持续披露规定。
- **申请豁免。**根据香港联交所指引信 HKEX-GL94-18，符合特定条件⁶的第二上市申请人，可以主动向香港联交所申请进一步豁免，包括：
 - （1）**不同投票权（WVR）架构：**如第二上市申请人为上文提及的创新产业公司，即使其目前采用的 WVR 结构不符合上市规则的要求，经申请得到香港联交所批准后，亦可保留现有 WVR 结构。
 - （2）**可变利益实体（VIE）结构：**如第二上市申请人目前采用合约安排（包括但不限于 VIE 结构⁷），在满足以下条件并经申请得到香港联交所批准后，可豁免严格遵守香港联交所上市决策 HKEX-LD43-3（“VIE 指引”）中的规定（例如“严格限定”原则（Narrowly-Tailored），即任何发行人所采用的 VIE 架构必须“严限于”达致其业务目标，从而将与相关中国境内法规出现冲突的可能性减至最低），保留现有 VIE 架构：（x）符合香港联交所 VIE 指引中的披露规定，（y）向香港联交所提供中国法律意见，说明其 VIE 结构符合中国法律、规则及法规，且（z）第二上市前后需密切留意中国有关 VIE 安排的法律法规可能的变动并确保全部符合。

二、双重主要上市（Dual Primary Listing）

若在美中概股选择在香港进行双重主要上市，意味着该中概股在美国及香港同时保有主要上市地位。对于在香港联交所申请主要上市地位须遵守的上市规则要求，包括上市条件以及上市后持续责任，与在香港直接进行首次公开发行（IPO）的要求大致相同。

上市条件

申请在港双重主要上市的主要条件如下表所示：

⁶ （1）2017 年 12 月 15 日或之前在合资格交易所作主要上市的公司，或（2）由法团身份的不同投票权（WVR）受益人控制，且于 2017 年 12 月 15 日后但于 2020 年 10 月 30 日或之前在合资格交易所作主要上市的公司。

⁷ 可变利益实体（Variable Interest Entity, VIE），亦称“协议控制”，即发行人及其附属公司并不直接拥有相关营运公司或营运牌照，纯粹通过合约安排来控制并获得该可变利益实体的经济利益的架构。

申请标准	主板	GEM
财务指标	<ul style="list-style-type: none"> ■ 3 年营业记录 ■ 满足以下条件之一： <ul style="list-style-type: none"> (1) 最近 1 个会计年度盈利至少 3,500 万港元，及之前两个会计年度累计盈利至少 4,500 万港元；或 (2) 上市时市值至少达 40 亿港元，最近 1 个会计年度收入至少 5 亿港元；或 (3) 上市时市值至少达 20 亿港元，最近 1 个会计年度收入至少 5 亿港元，前 3 个会计年度来自营运业务的现金流入合计至少 1 亿港元 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 前 2 个会计年度现金流合计至少达 3,000 万港元 ■ 上市时市值至少达 1.5 亿港元
管理层	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上市前至少 3 个会计年度（即业绩期间）维持不变 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上市前至少 2 个会计年度（即业绩期间）维持不变
控股股东（在股东大会上有 30%以上投票权或控制董事会的个人或团体）	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上市前至少 1 个完整会计年度维持不变 ■ 上市后 6 个月内禁止出售其股份；且不可在其后紧接着的 6 个月内出售股份而导致其失去控股股东地位 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 上市前至少 1 个完整会计年度维持不变 ■ 上市后一年内禁止出售其股份；且不可在其后紧接着的一年内出售股份而导致其失去控股股东地位
公众持股	<ul style="list-style-type: none"> ■ 市值 1.25 亿港元以上 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 市值 4,500 万港元以上
公众持股量	<ul style="list-style-type: none"> ■ 需达 25%；发行人市值若在港元 100 亿以上的，可在 15% – 25% 之间 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 需达 25%；发行人市值若在港元 100 亿以上的，15% – 25% 之间 ■ 上市时，其公开发售部分不少于总发行量的 10% 港元
股东分布	<ul style="list-style-type: none"> ■ 公众股东须至少为 300 人 	<ul style="list-style-type: none"> ■ 至少有 100 名公众股东
会计准则	必须按《香港财务汇报准则》或《国际财务汇报准则》编制	

如申请人公司存在特殊安排（例如 WVR、VIE 结构），或属于未有盈利的生物科技公司，则还适用如下特别规定：

- WVR 结构：根据上市规则第 8A 章及香港联交所指引信 GL93-18，申请人需符合下列全部要求方可保留不同投票权结构：

标准	要求
业务	<ul style="list-style-type: none"> 符合“创新产业公司”要求 必须能证明其有高增长业务的纪录
不同投票权持有人的角色和贡献	<ul style="list-style-type: none"> 不同投票权持有人为高管且必须在上市时继续担任董事 每名不同投票权受益人的技能、知识及/或战略方针均对推动公司业务增长有重大贡献，并均积极参与业务营运的行政事务，为业务持续增长作出重大贡献
投票权	<ul style="list-style-type: none"> 不同投票权持有人投票权不得超过普通股持有人投票权的 10 倍 普通股持有人持有至少 10% 的投票权
市值	<ul style="list-style-type: none"> 上市时市值要求至少为（1）400 亿港元，或（2）100 亿港元 最近一个会计年度收益至少为 10 亿港元
外界认可	<ul style="list-style-type: none"> 有至少一名第三方“资深投资者”⁸保留总投资额至少 50% 至上市后不少于六个月
中国外国投资法	<ul style="list-style-type: none"> 经营外资限制行业的中概股申请人遵守《中华人民共和国外国投资法》




- **VIE 结构:** 根据香港联交所指引信 GL77-14 及上市决策 LD43-3, 申请人需符合**严格限定(Narrowly-tailored)**原则, 对中概股而言, 只有中国外商投资产业政策不允许外资控股或禁止外商投资的业务, 申请人经过真实努力发现确实无法满足外资持股要求的, 才可以保留 VIE 架构。
- **无盈利生物科技公司:** 无法符合香港联交所主板财务要求的生物科技公司可改用上市规则第 18A 章申请在主板上市, 具体要求为:

标准	要求
适格性	<ul style="list-style-type: none"> 证明其合资格及适合以生物科技公司的身份上市（判定规则详见下图 2）
市值	<ul style="list-style-type: none"> 上市时的市值至少达 15 亿港元
管理层	<ul style="list-style-type: none"> 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
运营资金	<ul style="list-style-type: none"> 确保申请人有充足的营运资金（包括 IPO 所得款项）足可应付上市后至少十二个月所需开支（包括一般、行政及营运及研发开支）的至少 125%

⁸ 根据香港联交所指引信 GL93-18, 指联交所经考虑净资产或管理资产、相关投资经验以及于相关范畴的知识及专业技能等方面因素后认为具备丰富经验的投资者。

上表所述的“生物科技公司”在香港联交所相关规则内有特定的判定规则，根据香港联交所指引信 HKEX-GL92-18，相关判定规则具体列示如下：

生物科技公司（香港联交所指引信HKEX-GL92-18）

核心产品	研发用途	专利	投资人
 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 申请人须至少有一项核心产品已通过概念阶段且上市前最少十二个月已从事核心产品的研发； ✓ 如申请人从事医药（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。 	 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 上市集资主要作研发用途，以将核心产品推出市场。 	 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 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。 	 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 除非另行豁免，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IPO时仍未撤回投资。

（图2：“生物科技公司”的判定标准）

三、第二上市与双重主要上市的特点对比

如前所述，我们将来港第二上市及双重上市的特点对比总结如下：

事项	双重上市	第二上市
上市地位	主要上市，可独立存在	依赖于主要上市，无法独立存在，但特定条件下可转换为主要上市，具有过渡性特征
上市条件及资格	类似于普通 IPO，需要完全遵守	仅需满足特定市值及上市记录期
披露责任、治理规则等合规成本	同时满足两个上市地的合规要求，成本较高	仅依赖主要上市地法规的监管，自动豁免若干披露规定、治理规则，合规成本相较更低
交易量	无明确限制	在香港市场的股份交易量应低于 55%
申请难度及耗时	与普通 IPO 无异	获得多项豁免，申请流程相对简单，耗时相对较少
流动性	可纳入港股通，获得境内流动性	现行法规下无法纳入港股通，但将来有可能纳入
港美股兑换	向托管行及券商经纪申请后可兑换	向托管行及券商经纪申请后可兑换，与双重上市无区别

四、第二上市向双重主要上市的转换

基于第二上市的过渡性特征，自 2022 年 1 月，香港联交所亦通过指引信 HKEX-GL112-22 明确了第二上市向双重主要上市转换的路径，为中概股逐步回流香港做充分制度准备。具体分为下列情况：

- **从海外交易所除牌：**如来港第二上市的公司被主要上市地除牌，则其来港第二上市会被视为主要上市，具体而言：
 - (1) 如属**非自愿除牌**，除牌前须予公布的交易及关连交易可自除牌通知当日起计 3 年内豁免符合香港联交所关于年度披露、关连交易金额上限等规定，但该 3 年内更新或重订的该等关连交易无法适用前述豁免；或
 - (2) 如属**主动退市**，可自动获得 12 个月宽限期，转用《香港财务报告准则》或《国际财务报告准则》编写财务报表。不过，原有的须予公布的交易及关连交易则无法获得豁免年度披露、关连交易金额上限等规定的宽限期。换言之，主动退市的除牌发行人于海外除牌后应立刻遵守香港联交所上市规则的相关规定。
- **交易量转移：**根据上市规则 19C.13 条，如第二上市后的一个完整会计年度内，上市公司在香港联交所交易的香港股份成交额占全球成交量 55%或以上，则视为在港双重主要上市。该上市公司将获得 12 个月的宽限期令其完全符合上市规则规定，且宽限期前存在的原有须予公布的交易及关连交易可在接下来 3 年内豁免上市规则要求，但该 3 年内更新或重订的须予公布的交易及关连交易无法适用豁免。
- **主动转换：**来港第二上市公司也能主动向香港联交所申请转换，只要其仍维持海外主要上市地位，在转换完成前仍享有来港第二上市适用的豁免及宽免。

五、结语

综上所述，在美中概股考虑以来港进行第二上市或双重主要上市方式回流港股时，应重点考虑上市地位、上市条件及资格、披露责任、治理规则等合规成本以及交易量、申请难度及耗时流动性等不确定性因素。此外，在美中概股也应结合其自身的业务特性、未来发展规划等因素，综合考虑并选择符合其商业发展预期的出路。

关于中概股回归境内 A 股的相关规则介绍，敬请关注本系列的后续文章。

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或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

缪熙平

电话： +852 2820 5606

Email: felix.miao@hankunlaw.com

吴璐露

电话： +86 755 3680 6582

Email: lulu.wu@hankunlaw.com