HONG KONG

CAPITAL MARKET

VISION & INSIGHT 视野与洞察

赴港上市

- 生物科技板块（18A）
- 第二上市制度
- 同股不同权
- SPAC上市机制
- 网络安全与数据合规

中倫律師事務所
ZHONG LUN LAW FIRM

中伦研究院出品

CONTENTS

目录

/第壹章

香港资本市场概述 008

01/ 导引篇 009

/第贰章

赴港上市路径 015

01/ 境外上市监管体制全面变革与展望
——境内企业境外发行上市新规(征求意见稿)浅析 016

02/ 港股IPO:从“问题”中寻找“答案” 028

03/ 如何选择港股上市模式? 032

04/ 港股“H股”模式:个性化问答 036

05/ 港股“红筹”模式:个性化问答 058

CONTENTS

目录

/ 第叁章

赴港上市特殊问题探析 079

01/ 生物医药企业IPO重点关注法律问题 080

02/ 第二上市作为中概股回归的路径 098

03/ 港交所SPAC上市机制初探 122

04/ 企业网络安全与数据保护合规建设——从合规运营到香港上市 136

05/ 股权激励与赴港上市:趋势、看点与六大法律问题 162

06/ 赴港上市:占有、使用集体土地上盖之生产经营场所的物业权利瑕疵之披露要求及相关处理 176

07/ CAR-T细胞治疗业务的外资准入探析——兼谈CAR-T企业的境外上市架构 192

08/ CAR-T免疫细胞治疗企业港股上市的合规挑战 204

09/ 如何利用离岸信托助力公司赴港上市? 220

/ 第肆章

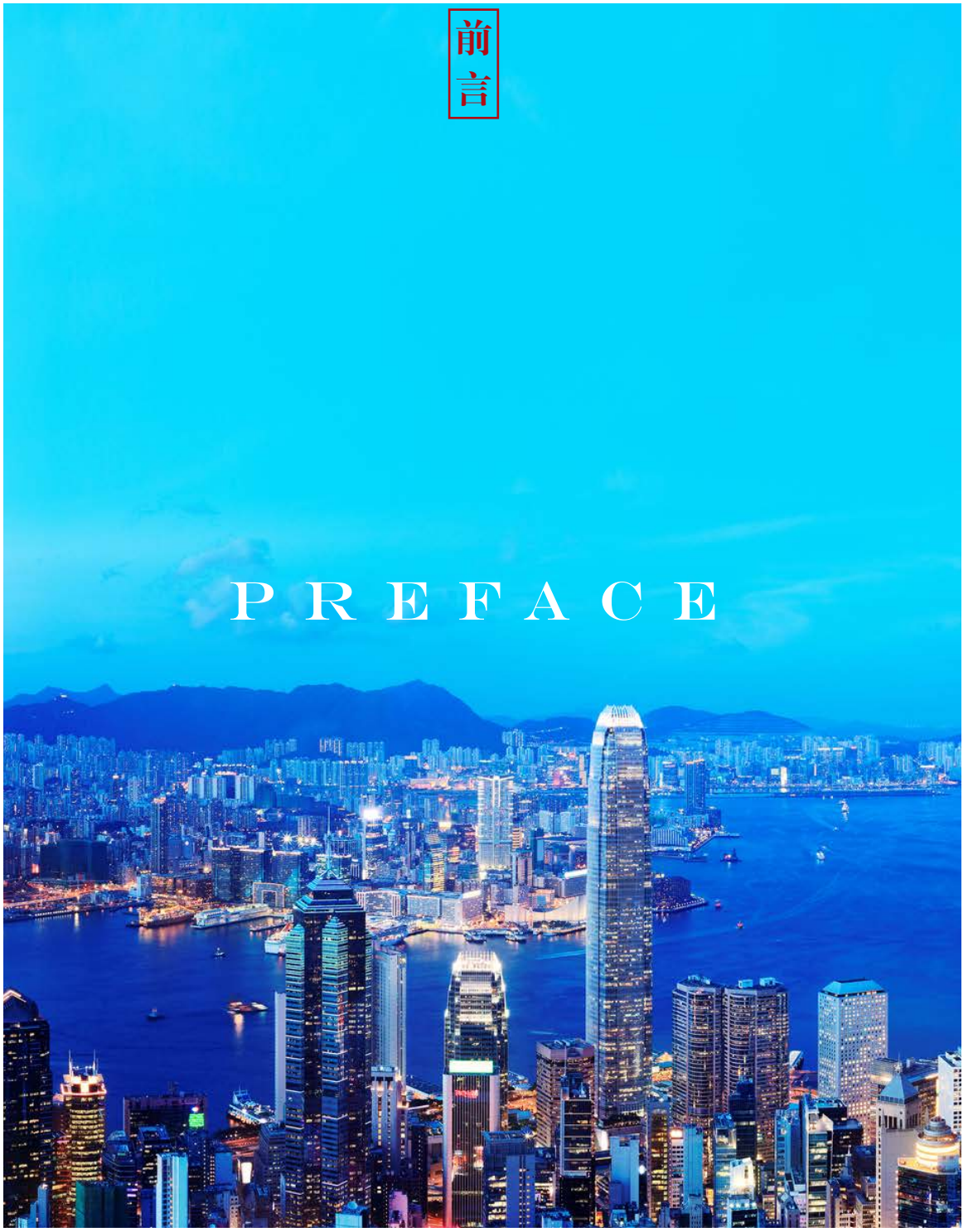
香港上市企业持续合规 231

01/ 香港上市公司的持续合规责任 232

02/ 香港上市公司分拆上市简析及关注重点 244

前言

PREFACE

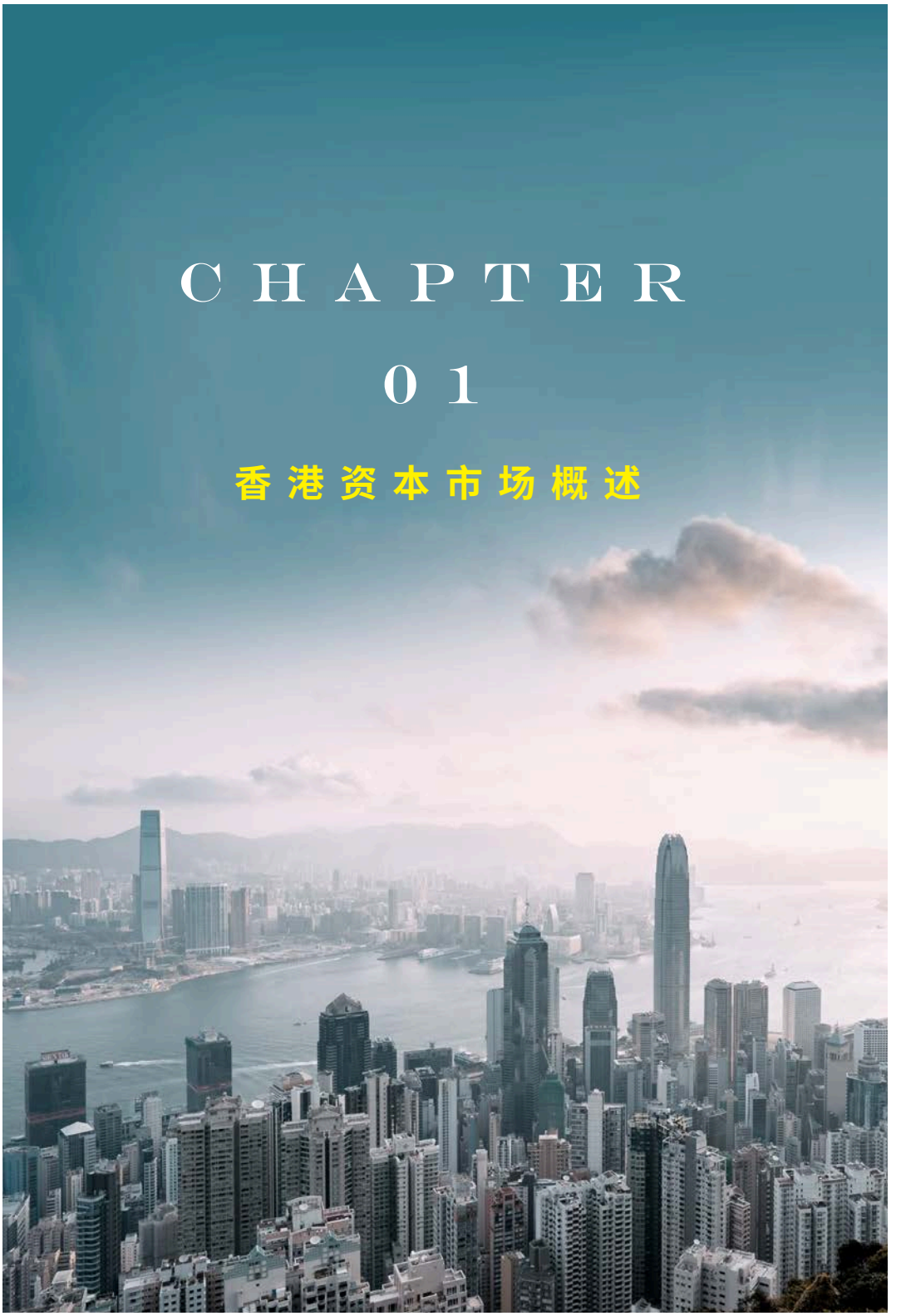


香港，作为“中国国土上的国际金融中心”，是全球经济与金融自由度最高的市场之一。自回归以来，香港资本市场经历1998年和2008年两次金融危机洗礼，依托内地经济持续增长的强劲动力与香港资本市场规则不断优化带来的强大竞争力，逐渐成为全球最大的首发市场之一，自2009年至2020年以来总募集资金额排名全球第一。

2021年3月12日，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》发布，明确支持强化香港作为全球离岸人民币业务枢纽、国际资产管理中心及风险管理中心的功能，以及深化并扩大内地与香港金融市场互联互通。与此同时，伴随着2021年以来，美国证券监督管理委员会正式公布《外国公司问责法》实施细则以及加强对中概股信息披露的监管要求，香港资本市场作为中国企业在国际资本市场上市融资的地位将会更加凸显。

中伦香港资本市场法律文集汇集赴港上市热点法律问题，为境内企业赴香港上市相关法律问题提供专业解读。在境内企业境外发行上市即将全面进入备案制的大背景下，我们首先对企业赴港上市最常见的两种路径——“H股”模式和“红筹”模式——分别进行探索，根据企业资本市场长期规划、享有股东架构特点、行业领域及个性化需求，以问答方式帮助企业快速比较赴港上市的不同路径。在第三章，我们将对生物科技板块（18A）、第二上市制度、SPAC新规展开详细解析。同时，网络安全合规、股权激励、物业权利瑕疵、特殊行业准入、离岸信托架构等热门实务问题也将在这一章得到解答。成功在港上市仅是企业进入香港资本市场的第一步，了解并履行上市公司持续合规责任、合理筹划业务剥离重组与分拆上市，充分利用资本运作帮忙企业健康增长，我们将在第四章对相关实务进行探索。

伴随着国际和国内环境的双重变化，香港资本市场的改革实践进一步证明香港拥有自由、开放和适应力强的资本市场，其连接中国内地与世界其它地区的纽带作用也将继续增强。作为家门口的国际化资本市场，中概股赴港上市具有广泛的价值利益和战略利益。中伦香港资本市场法律文集结合中伦律师多年一线法律实务经验，全方位深度探索境内企业赴港上市路径，为中国企业资本全球化布局保驾护航！



CHAPTER 01

香港资本市场概述

HONG KONG
CAPITAL MARKET:

香港，作为“中国国土上的国际金融中心”[1]，是全球经济与金融自由度最高的市场之一。自回归以来，香港资本市场经历1998年和2008年两次金融危机洗礼，依托内地经济持续增长的强劲动力与香港资本市场规则不断优化带来的强大竞争力，逐渐成为全球最大的首发市场之一，自2009年至2020年以来总募集资金额排名全球第一。

2021年3月12日，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》（以下简称“**‘十四五’规划纲要**”）发布，明确支持强化香港作为全球离岸人民币业务枢纽、国际资产管理中心及风险管理中心的功能，以及深化并扩大内地与香港金融市场互联互通。

与此同时，伴随着2021年以来，美国证券监督管理委员会正式公布《外国公司问责法》实施细则以及加强对中概股信息披露的监管要求，香港资本市场作为中国企业在国际资本市场上市融资的地位将会更加凸显。

在上述宏观环境变化情况下，香港资本市场在自身微观环境下的改革也在与时俱进。2021年12月17日，香港联合交易所有限公司（以下简称“**联交所**”）正式公布引入新规则，在香港设立全新SPAC上市机制，并于2022年1月1日起生效。这也是继联交所2018年推出生物科技板块（18A）、“同股不同权”架构以及第二上市规则后又一次在资本市场制度建设方面的重大改革。香港资本市场在国际上的吸引力、竞争力和多元性得到进一步提升。作为本次香港资本市场文集的序言，我们将简单回顾一下这几次香港资本市场制度改革的大事件。

1.李引泉，“香港金融市场优势是法律、人才与内地支持”，《清华金融评论》，2017年7月8日，https://mp.weixin.qq.com/s?src=11&timestamp=1640682081&ver=3523&signature=TwmwUJxj50I9FUSGC4fdFWda073FvwkhYkF9z8GOgf60RKU3i88WfK8rR7mNElC8zfFs4wdroUT55G6AWxxHGFAdrn8wCstyx7bwnd7b8cLFewYR0WNujLQZhIFAYJdD&new=1。

SECTION 001

生物科技板块（18A）

2018年香港交易及结算所有限公司（以下简称“**港交所**”）进行了新股上市制度改革，允许未盈利的生物科技企业赴港上市，香港成为生物科技与医药健康企业的热门融资上市地点。截至2021年12月31日，港股18A板块上市公司已经超过45家，募资额已经超过8736亿港元。香港资本市场无疑成为了亚洲最大、全球第二的生物科技公司上市中心。

2018年改革之前，香港资本市场主板上市条件需要满足三项财务测试中的任意一项，即盈利测试、市值/收益测试以及市值/收益/现金流量测试。对于处于尚未产生收入及盈利的生物科技公司是无法在香港联交所上市。

2018年，联交所修改上市规则，允许未通过任何联交所主板财务测试的生物科技公司，在联交所主板申请上市。但该等尚未盈利的生物科技公司需要满足其它特定化的上市条件，包括：上市市值超过15亿港元、必须至少有一项核心产品已经通过概念阶段、上市前最少１２个月一直从事核心产品研发、必须拥有与其核心产品有关的专利等。从此，香港资本市场成为美国之外的第二大生物科技公司上市地点。

SECTION 002

同股不同权架构

香港资本市场引入同股不同权的背景，是港交所除了面临来自内地交易所的竞争之外，在争取一些优质互联网、科技类公司IPO时，还要面对来自美国等发达国家资本市场的激烈竞争，阿里巴巴赴美上市便是最好例证。

所谓同股不同权，是指新经济公司在高度依赖其管理团队的专业技术和市场知识的情况下，该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类股给管理层股东，每1股有10份投票权。在这样的股权架构设置机制中，管理层股东就可以以较少的持股比例控制公司绝大部分表决权。

2018年以前，联交所不允许发行“投票权与股本权益不成合理比例”的股份，彼时

“同股同权”为香港资本市场监管机制的核心价值。而美股上市公司在IPO过程中可以发行不同种类的股份，这也导致了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。

2018年，香港资本市场正式引入同股不同权制度。根据港交所规定，采用不同投票权架构上市的公司必须是新经济公司，即公司的核心业务应用了新科技、创新理念及/或新业务模式，并有别于现有行业竞争者。且上市时市值至少为400亿港元；或者上市时市值至少为100亿港元及最近一个经审计会计年度的收入达10亿港元。

当然，为保障中小股东更权益，联交所针对同股不同权制度亦作出了诸多限制，如联交所只接受新上市申请采用同股不同权制度，且上市后不可再发行或扩大不同投票权的股份；不同投票权的股份持有人必须为公司董事，且其本身在公司持股比例不得低于10%；不同投票权股份的投票权不得超过普通股投票权的10倍；按照“一股一票”的原则，持有不少于10%投票权的同股同权股东必须有权召开股东大会；发行人组织章程文件的重大变动、任何类别股份所附带权利的变动、委任及罢免独立非执行董事、委聘及辞退核数师以及发行人清盘，必须按照“一股一票”的原则决定等。

SECTION 003

第二上市制度

2018年，香港资本市场为寻求在香港作第二上市的公司设立了新的第二上市渠道。根据该制度，在合资格交易所上市（纽约证券交易所、纳斯达克证券交易市场及伦敦证券交易所主市场）的公司，市值至少为400亿港元，或者市值至少为100亿港元及最近一个经审计会计年度的收入达10亿港元的公司可以在香港证券交易所进行第二次上市。

2021年3月，联交所进一步扩阔第二上市制度，欢迎在海外上市而经营传统行业的大中华公司赴港上市；允许符合条件的发行人在保留既有不同投票权架构及可变利益实体架构下可作双重主要上市。

SECTION 004

SPAC上市机制

联交所于2021年9月17日公布了《有关收购特殊目的公司咨询文件》(以下简称"**《咨询文件》**"),就在香港资本市场推行特殊目的收购公司(Special Purpose Acquisition Company, 简称"**SPAC**")上市机制征询市场意见。2021年12月17日,联交所正式公布引入新规则,在香港设立全新SPAC上市机制,并于2022年1月1日起生效。

所谓SPAC上市机制,是近年来快速发展的一种上市融资模式。投资者通过设立没有业务的壳公司进行上市募资,之后将具有潜力的未上市企业进行收购,使标的企业间接取得上市地位。SPAC本身是一家空壳公司,其上市募集资金的目的是为了在上市后的一段预设期限内收购目标公司的业务。

SPAC上市机制在美国资本市场已经大范围应用。近期,英国和新加坡亦就完善或引入SPAC制度征询市场人士的意见。香港资本市场此时引入SPAC上市机制也是进一步与国际资本市场接轨的重要举措。

根据联交所规则,SPAC上市条件包括:SPAC发起人须符合适合性及资格规定;机构专业投资者数量至少为20家;SPAC预期从首次发售募集的资金须至少达10亿港元;需要特定规模的独立PIPE的投资(投资规模因并购标的的市值不同而不同);SPAC并购标的须符合联交所所有新上市规定(包括委聘首次公开发售保荐人进行尽职审查、最低市值规定及财务资格测试);SPAC应当在上市之日起24个月内刊发SPAC并购公告,应当在上市之日起36个月内完成SPAC并购交易等。

2021年度,香港IPO市场依然活跃,截至2021年第三季度末,超过200家公司在寻求在港申请上市。香港有望在2021年跻身全球领先上市地之列。毕马威预计2021年全年募资金额或将创历史新高,达到港币5,000亿元。

伴随香港资本市场的活跃,2021年12月24日,中国证券监督管理委员会发布《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定(草案征求意见稿)》和《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法(征求意见稿)》,境内企业境外发行上市即将进入全口径的备案监管时代。该等法案首次将中国企业赴境外直接上市(H股模式)以及间

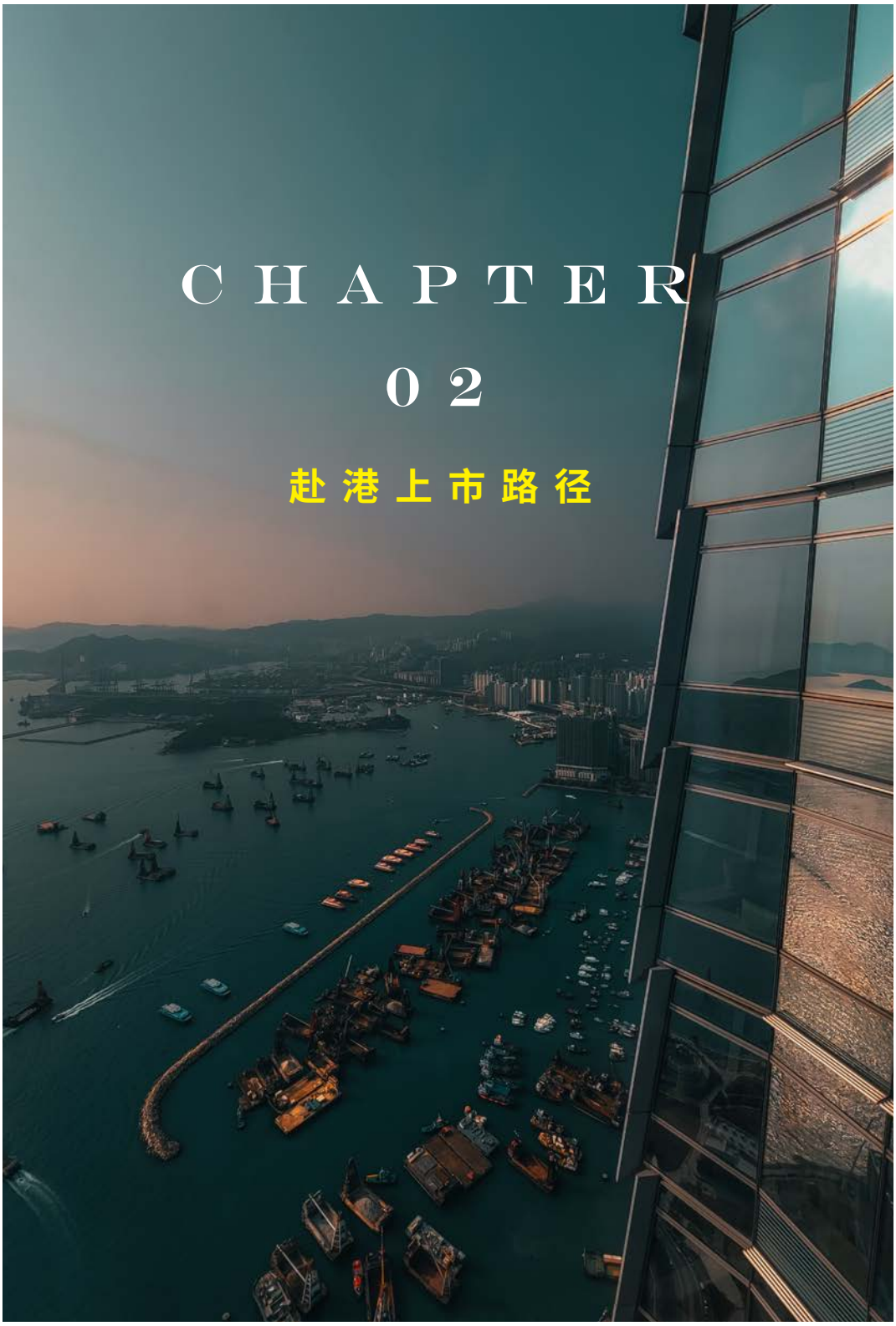
接上市（红筹模式，包括VIE架构）纳入统一的监管框架，并首次在证监会答记者问环节明确，在遵守境内法律法规的前提下，满足合规要求的VIE架构企业备案后可以赴境外上市。该等法案中的个别问题虽然仍有待出台细则厘清，但对于中国企业附境外上市提供了较以往更加明确的政策依据，修改、统一以及废止了过去不相适应的法规，对中国企业附境外上市将是极大的促进。

中伦香港资本市场法律文集汇集当下赴港上市热点法律问题，为境内企业赴香港上市可能遇到的法律问题提供专业解读。在第二章中，我们首先对最新的《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定(草案征求意见稿)》和《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法(征求意见稿)》进行梳理解读，为境外上市监管制度的改革提供了原则性以及方向性的指导意见；针对境内企业赴港上市的特征化问题，我们以问答的方式梳理并分析H股和红筹两种上市路径的常见法律问题。

第三章特殊问题探析主要针对新规、特定行业以及新的监管政策进行重点解析。生物科技板块（18A）、第二上市制度以及SPAC新政，都将在本章被更深入地解析。与此同时，企业上市过程中涉及的网络安全和数据保护方面的披露要求和核查深度正在逐步增加，我们分拟赴港上市企业日常运营、网络安全审查以及上市申请三个阶段，梳理网安以及数据保护的法律问题脉络。此外，如何处理集体土地上盖经营场所带来的物业权利瑕疵问题，也将在第三章深度展开解答。在特殊行业方面，CAR-T细胞疗法被视为人类克服肿瘤的漫漫征途中新的希望，这种先进而复杂技术的商业化将提供足够的资金支持其高昂的临床研发成本。在第三章中，我们将针对CAR-T免疫细胞治疗企业的上市合规问题进行探析，从企业在境内的外资准入与监管，以及在联交所的上市规则两个维度出发，分析CAR-T免疫细胞治疗企业赴港上市的架构搭建。第三章的最后，我们将解析赴港上市公司如何全面、恰当地利用离岸信托架构，借助离岸信托的作用帮助公司完成首发上市、创始人财产规划、税务筹划等一系列目标。

香港拥有规范健全的证券市场监管体系，企业在港上市后依然面临香港证券及期货事务监察委员会（**“香港证监会”**）和联交所等机构的持续监管。在第四章，我们首先对香港上市企业的持续合规责任进行系统梳理。企业在成功上市后的另一大需求便是分拆上市，第四章的第二部分将对相关重点关注问题及实际操作要点给予关注。

伴随着国际和国内环境的双重变化，香港资本市场的改革实践进一步证明香港拥有自由、开放和适应力强的资本市场，其连接中国内地与世界其它地区的纽带作用也将继续增强。作为家门口的国际化资本市场，中概股赴港上市具有广泛的价值利益和战略利益，因此，我们相信更多的中国内地新经济公司将选择香港作为上市地。中伦将持续关注赴港上市热点问题，为中国企业全球化资本布局保驾护航。



CHAPTER 02

赴港上市路径

HONG KONG
CAPITAL MARKET:

境外上市监管体制全面变革与展望

境内企业境外发行上市新规（征求意见稿）浅析

作者/贾海波、黄舒瑶

2021年12月24日，中国证监会公布《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定(草案征求意见稿)》(以下简称“**《管理规定》**”)和《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法(征求意见稿)》(以下简称“**《备案办法》**”)，向社会公开征求意见。同日，证监会有关负责人在答记者问（以下简称“**《证监会答记者问》**”，与《管理规定》《备案办法》合称为“**境内企业境外发行上市新规**”）中回复了关于完善企业境外上市制度的背景、必要性、过渡期安排、协同监管以及外界普遍关心的备案制度、VIE架构境外上市等问题。上述境内企业境外发行上市新规从完善境外上市监管制度和促进企业依法依规从事境外上市活动等角度提出了多项制度创新，向市场传达的境外上市监管体制全面变革的号角已吹响。

SECTION 001

境外上市监管体制改革背景

与境内上市“强监管”相比，境外上市事实上长期处于“弱监管”状态。2019年《证券法》的修订，明确境外的证券发行和交易活动也应纳入监管，直接和间接境外发行上市应当符合国务院的有关规定，但具体的监管措施一直未出台。目前规范境内企业境外发行上市的法规主要是国务院于1994年发布的《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》（以下简称“**《特别规定》**”）以及1997年发布的《国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》（以下简称“**《红筹指引》**”）等。该等法规制定于我国资本市场发展初期、从制定至今未进行修订且相关条文缺乏明确的解释或指引，同时该等法规在内容上与目前的《公司法》等上位法也存在很多冲突之处，而近三十年间中国企业境外上市热情持续高涨、模式不断创新但也产生了诸多问题，加之国际国内政治经济形势也已然发生了巨大变化，《特别规定》《红筹指引》及其境外上市监管框架总体上已落后于市场实践，跟不上时代和社会经济的发展，到了亟待全面变革和修订的时刻。

近两年来，随着几件严重影响中概股国际形象的资本市场事件的发生，中概股遭遇到了前所未有的信任危机，监管层亦对境外上市活动对国家安全的影响愈发关注，2021年7月6日由中办、国办的印发《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，其中明确要求要对中概股监管和修改《特别规定》，明确境内行业主管和监管部门职责，加强跨部门监管协同，这标志着对境外上市的合规监管问题已上升到了前所未有的高度。同时，随着美国《外国公司问责法案》的通过与实施以及自2021年下半年起美国证监会向市场数次释放对协议控制架构（以下简称"**VIE架构**"）、中国国内网络与数据安全审查等涉及境外上市监管政策收紧的日益焦虑及不信任的信号，境外上市中概股持续大跌，市场几度传闻VIE架构将遭彻底封杀以及境外上市将重新回到"路条"的审批时代。因此，无论是囿于其中的中概股上市公司抑或境外资本市场的上市申请人、投资者、中介机构等相关市场参与主体，均期待国家尽快出台有关的制度规则回应市场顾虑与担忧。**在此背景下，《管理规定》以及与之配套的《备案办法》对境外上市监管制度的改革提供了原则性以及方向性的指导意见，明确了支持企业依法合规利用境外资本市场融资发展的大方向不变，同步完善企业境外上市监管制度，构建更加稳定、可预期的制度环境，促进企业境外上市活动规范健康有序发展。**

SECTION 002

境外上市开启全面备案制时代

(一)境外上市监管现状

境内企业境外发行上市可分为**境外直接发行上市**和**境外间接发行上市**两种模式。

境内企业境外直接发行上市是指注册在境内的股份有限公司在境外发行证券或将其证券在境外交易所上市交易，以现行最为常见的H股（境内注册企业在香港联交所上市）为例，境外直接发行上市首先需要向中国证监会申报并取得受理函（又称"**小路条**"）才能向香港联交所递交上市申请，在取得中国证监会核准（又称"**大路条**"）后，在香港联交所聆讯并在通过聆讯后发行上市，即现行的境外直接发行上市需要经过境内和境外的监管机构的双重审核。

境内企业境外间接发行上市是指境内企业通过一系列红筹重组后，由其境外控

股公司实现对境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益的控制并由该境外控股实体在境外发行证券或将其证券在境外交易所上市交易。基于其架构穿透后的实际控制差异，红筹架构又进一步细分为“大红筹架构”（境外控股实体由境内企业控制）和“小红筹架构”（境外控股实体由境内自然人控制）。根据《红筹指引》的规定，**大红筹架构**下的境内企业境外间接发行上市视不同情况需要取得省级地方政府、国务院有关主管部门或证监会的批复，同时大红筹架构也需要按照申请境外上市地的监管机构上市规则进行审核，即需要经过境内和境外的监管机构的双重审核。大红筹架构涉及的境内审核实操中较为复杂，鲜有的先例也几乎属于个案审批结果，因此不具有普遍参考价值。**小红筹架构**（包括股权控制模式和VIE架构模式）在现行的监管法规框架下受到的境内直接监管较少，实践中并没有明文规定要求在递交境外上市申请前或完成境外上市前履行境内申报或者审核程序，因此小红筹架构境外上市较境内企业境外直接发行上市和大红筹结构上市更为灵活便捷，故是现行的境内企业境外上市主流模式，但对其架构稳定性的长期诟病及面临监管风险的担忧一定程度上也是导致历次中概股危机的主要原因之一。

(二)全面备案制时代的开启

本次上市制度监管改革的核心为推行全面备案制，首次统一将各种形式的境内企业境外发行上市模式和行为纳入全面备案监管，明确了直接和间接境外发行上市均应向国务院证券监督管理机构履行备案程序、报告有关信息。即，对于直接上市和大红筹架构而言，境内审批程序将变更为备案程序，而对于小红筹架构而言，则是从“零报备”正式纳入备案监管。自此，H股上市不再需要“大路条”和“小路条”，大红筹上市审批成为历史，而小红筹上市也不再是监管空白之地，境外上市将进入大一统的全面备案监管时代。此外，全面备案制度注重实质的属性也得以彰显，各种境外发行上市行为也都纳入备案监管。除首次公开发行上市外，境内企业境外上市后增发、发行可转换为股票的公司债券或者其他具有股权性质的债券、申请H股全流通、通过一次或多次收购、换股、划转以及其他交易安排事项境内企业资产境外直接或间接上市的，原则上均将纳入备案监管范围。由此可见，近期热度持续提升的二次上市、SPAC以及H股全流通等资本市场行为也将纳入监管备案范围。

值得注意的是,《备案办法》中明确了认定境内企业境外间接发行上市应当遵循实质重于形式的原则,构建了需结合境内企业业务收入、资产利润占比、高管构成和业务经营地等情形而非单纯以股权控制关系或上市主体注册地为标准来认定是否落入境外上市监管范围的监管逻辑。根据《备案办法》,认定发行人为境内企业境外间接发行上市并需办理备案,需符合以下情形:

(1)境内企业最近一个会计年度的营业收入、利润总额、总资产或净资产,占发行人同期经审计合并财务报表相关数据的比例超过50%;

(2)负责业务经营管理的高级管理人员多数为中国公民或经常居住地位于境内,业务经营活动的主要场所位于境内或主要在境内开展。

但前述两个标准需同时满足还是满足其中之一即认定构成境外间接发行上市还有待监管部门的澄清,如仅需达到其一,将会实质性地扩大纳入监管的企业范围、将一部分跨国公司纳入其内,这可能并非监管本意。

(三)备案制时代的监管协同

《备案办法》规定了不同场景下的备案程序需向中国证监会提交的备案材料要求。在境外首次公开发行上市时,应当提交的**备案材料**包括:备案报告及有关承诺,行业主管部门等出具的监管意见、备案或核准等文件(如适用),有关部门出具的安全评估审查意见(如适用),境内法律意见书以及招股说明书。其中,行业主管部门等出具的监管意见、备案或核准等文件以及有关部门出具的安全评估审查意见这两项材料的要求,虽然特别标注了"如适用"以说明其适用场景将以个案判断为准,但原则上体现了政府部门将对境外上市协同监管的趋势。前述两项材料在何种情况下适用及其具体的出具要求(包括出具的主体、流程以及需载明的内容)均未在本次征求意见稿中说明,结合近一段时间以来证券监管、外资准入与安全评估以及数据安全领域的政策法规亦在更迭出新,理解完整配套体系的构建仍待多方评估。

为初探端倪,可以关注到于2022年1月1日生效的《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2021年版)》(以下简称"**《2021负面清单》**")中规定,"从事《外商投资准入负面清单》禁止投资领域业务的境内企业到境外发行股份并上市交易的,应当经国家有关主管部门审核同意,境外投资者不得参与企业经营管理,其持股比例参照境外

投资者境内证券投资管理有关规定执行。”同时，《扩大高水平对外开放 推动经济高质量发展——国家发展改革委有关负责人就2021年版外商投资准入负面清单答记者问》（以下简称“**《负面清单答记者问》**”）指出，“应当经国家有关主管部门审核同意”系指审核同意境内企业赴境外上市不适用负面清单禁止性规定，而不是指审核境内企业赴境外上市的活动本身。”“境内企业向证监会提交境外上市申请材料后，如涉及外资准入负面清单禁止领域等事项，证监会将征求行业或相关领域主管部门的意见，依规推进相关监管程序”。结合上述条款及监管表态，将来从事外商禁止类业务的境内企业境外发行上市将在证监会备案和涉及外资准入负面清单禁止领域等环节，被要求取得“国家有关主管部门审核同意”或提交“行业主管部门等出具的监管意见、备案或核准等文件”，此时将涉及证监会、发改委、商务部及相关行业主管部门等多部门的监管协同。

关于“有关部门出具的安全评估审查意见（如适用）”，理解旨在与网信办等网络和数据安全主管部门出台及拟出台的一系列政策相衔接，契合境外发行上市不能存在威胁或危害国家安全的监管红线要求。对于涉及个人信息收集、储存和使用的上市申请人而言，其境外上市安排将极有可能受限于网信办等信息及网络安全主管部门的审查意见。而就境内企业赴国外上市（比如美国上市）而言，2021年12月28日颁布将于2022年2月15日生效的《网络安全审查办法》已明确规定，“掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。”

值得注意的是，即便上述协同监管的最终落地方案还有待各主管部门的进一步商榷以及相关配套规定、政策进一步明确与最终颁布及生效，在《证监会答记者问》中，证监会已明确将牵头建立企业境外上市跨部门监管协调机制，将与境内有关行业和领域主管部门建立加强政策衔接、信息共享和监管协同，不会要求企业到多个部门拿“路条”、跑审批，尽可能减轻企业监管负担，践行“放管服”的改革初衷。此外，在《负面清单答记者问》也再次提及了“证监会将征求行业或相关领域主管部门的意见，依规推进相关监管程序”。这对众多即将面对新的备案监管要求的拟赴境外上市企业而言，无疑是静待期中的一例定心之剂。

境内企业境外发行上市新规从完善境外上市监管制度和促进企业依法依规从事境外上市活动等角度提出了多项制度创新，向市场传达的境外上市监管体制全面变革的号角已吹响。

(四)备案制下落实对各市场主体的监督管理,明确强化法律责任

《管理规定》明确,境内企业境外发行上市合规性的第一责任人是境内企业,同时,境内企业的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员以及从事境内企业境外发行上市的证券公司、证券服务机构等也应遵守法律法规、遵循道德规范,勤勉尽责,保证材料的真实性、准确性与完整性。《管理规定》在第三章监督管理与第四章法律责任中,详细规定了对上述不同主体的管理规范以及惩戒措施。违反有关规定的,主管部门可视情节轻重采取警告、责令改正、处以罚款、出具警示函、暂缓或终止境外上市、撤销备案、吊销经营许可等行政监管措施,并可以通过跨境监督管理合作机制通报境外证券监督管理机构。

从以上规定中可以看出,违反备案规定的罚则惩戒主体广、惩戒方式多措并举且上限高,大幅提高了违法违规成本、强化市场约束机制,将中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《关于依法从严打击证券违法活动的意见》中的多项监管理念与原则在境外上市发行备案管理制度下予以明确和落实。

SECTION 003

境外上市负面清单

虽然境内企业境外发行上市新规确立了全面备案制的监管模式,不对境内企业境外上市进行实质审批,但在近些年来个别中概股境外上市企业出现了财务造假等严重违法违规行为,损害了中国企业的整体国际形象,对中国企业境外融资环境产生了不利影响,甚至危及到了国家利益。因此《监管规定》列出了六类禁止上市的情形,为境内企业境外上市划定了监管红线和制定了负面清单。

根据《监管规定》,下列情形不得境外发行上市:

(1)法律法规明确禁止上市融资的(例如《中共中央办公厅国务院办公厅印发关于进一步减轻义务教育阶段学生作业负担和校外培训负担的意见》明确规定学科类培训机构一律不得上市融资、严禁资本化运作);

(2)经国务院有关主管部门依法审查认定,境外发行上市威胁或危害国家安全的(例如依照《国家安全法》《网络安全法》《数据安全法》《网络安全审查办法》等规定进

行审查并认定存在相关影响的）；

（3）存在股权、主要资产、核心技术等方面的重大权属纠纷的；

（4）境内企业及其控股股东、实际控制人最近三年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪，或者因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或涉嫌重大违法违规正在被立案调查；

（5）董事、监事和高级管理人员最近三年内受到行政处罚且情节严重，或者因涉嫌犯罪正在被司法机关立案侦查或涉嫌重大违法违规正在被立案调查；

（6）国务院认定的其他情形。

值得注意的是，相较于其他标准或直接触碰法律红线或影响国家安全等违反强行法和明晰易解的情形，“在股权、主要资产、核心技术等方面的重大权属纠纷的”这一标准更偏重于从商业价值和潜在民事争议的角度界定企业境外上市的“监管红线”，是否能辅以公平、客观的具体审核标准尚有不确定性，有待后续正式规定的进一步阐释。

SECTION 004

VIE架构境外上市问题

VIE架构自产生至今，对互联网行业、医疗行业等受限于外商投资限制领域的境内公司利用外资、融入世界经济发挥了重要作用。从一定程度上来讲，VIE架构因外资限制而生，并成为从事负面清单禁止或限制类投资领域业务的境内企业到境外上市的必经之路。但一直以来，VIE架构处于政策和监管的灰色地带，有关部门和监管机构并没有明确地承认或否认VIE架构的合法性。2015年初，商务部曾在《外国投资法（征求意见稿）》的说明中阐述协议控制明确规定为外国投资的一种形式，针对存量VIE架构，予以考虑的处理方式包括向国务院外国投资主管部门申报其受中国投资者实际控制后可以保留、向国务院外国投资主管部门申请认定其受中国投资者实际控制后可以保留、向国务院外国投资主管部门申请准入许可后可以保留等三种方案，但在最终的《外商投资法》及其实施条例中均未出现协议控制的有关规定。

对于VIE架构的境外上市问题，《证监会答记者问》中明确了在遵守境内法律法规

的前提下，满足合规要求的VIE架构企业备案后可以赴境外上市。《监管规定》在定义“境内企业境外间接发行上市”时也隐含了VIE架构将被视为一种境内企业境外间接发行上市形式（指主要业务经营活动在境内的企业，以境外企业的名义，基于境内企业的股权、资产、**收益或其他类似权益**在境外发行证券或者将证券在境外上市交易），《备案办法》中也明确，备案报告和法律意见书应包括发行人主要子公司、境内运营实体及控制关系等情况，而“控制关系”的情形包括通过合同、信托、协议等安排对经营活动、财务、人事、技术等施加重大影响或为受益所有人的。由此可见，境内企业在遵守境内法律法规及合规要求的前提下采用VIE架构赴境外上市在境内企业境外发行上市新规下也存在合理空间。考虑到目前已有采取VIE架构的红筹企业在A股上市的先例，此次监管层表态和新规预留空间也可以说是符合市场期待的。

但在具体判断境内企业所采取的VIE架构是否“满足合规要求”时是否适用相关主管部门申报审核程序、后续是否会配套出台明确的指引及判断标准、《2021负面清单》所述的境外投资者不得参与企业经营管理及持股比例限制等对于境外投资者的限制性要求是否同样适用于VIE架构，仍存在较大的不确定性。未来VIE架构境外上市满足合规要求的认定预计会更多的以外资准入和所在行业主管部门的意见为抓手，受制于各个主管部门的协同监管。此外，对于在香港申请上市的VIE架构企业而言，在新规备案制监管框架下，如何继续符合香港联交所的“Narrowly-Tailored”原则[1]要求也需要内地和香港监管机构的协同，共同协商制定出一套合理可行的规则出来。同时，《2021负面清单》已为从事外资禁止类业务的境内企业境外上市打开了一扇窗，虽然有一些外资股比和不得参与经营管理的限制，但同以往只能通过VIE架构绕路而行相比，这类企业总归多了一条境外直接上市（比如H股）的路径，该等企业在选择上市架构时也会结合自身实际做出不同的考量。

在新规备案制监管框架下，VIE架构的境外上市之路虽然已现曙光，但依然具有很大不确定性和风险，未来仍会面临众多的坎坷崎岖。

1.即，VIE架构仅可适用于外资受限业务，外资（上市申请人）持有OPCO（即上市申请人通过VIE架构控制的境内运营实体）公司的股权应达到监管允许的最高比例。若OPCO公司因涉及外资所有权而须取得批准及符合额外的资格标准，则上市申请人必须符合该等资格标准，除非负责审批的监管机关确认，即使上市申请人符合其他规定，其亦因下列理由而不会或不能发出批准：a. 没有可适用的审批程序或指引；或b. 政策原因。

SECTION 005

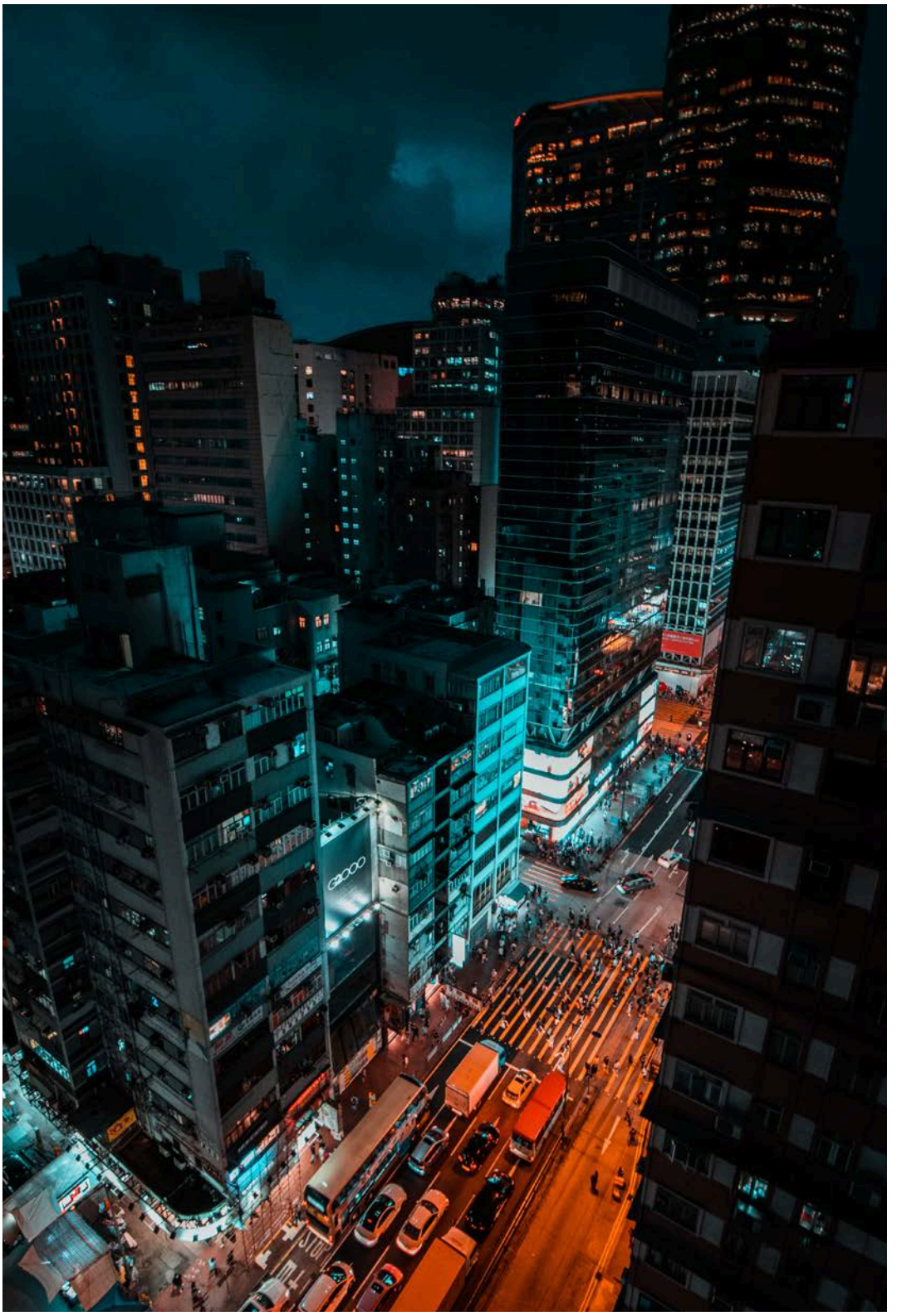
展望

篇幅所限，以上仅对于本次新政的主要内容和问题结合当下境外上市实践进行了初探，而非对多项细则规定或其待明晰之处做逐项解读。诚然，无论是多项实操细节或是前述提及的市场持续关注的重大问题（例如境外上市全新的备案监管框架、各主管机关的监管协同机制、与《2021负面清单》、《公司法》、网络及和数据安全等有关规定的衔接、VIE架构境外上市问题等），都仍有待最终的法规颁布后再探究竟，但其开启的全新监管变革可谓大势所趋、众望所归。

作为《管理规定》的上位法之一，《公司法》（修订草案）已于《管理规定》发布同日向社会公开征求意见。本次《公司法》修订提出了包括引入授权资本制、允许类别股等若干完善公司资本制度的若干项举措，为便利公司融资投资、优化治理机制提供更为丰富的制度性选择。而从落地时间表而言，《管理规定》和《备案办法》可能与《公司法》（修订草案）、《网络数据安全管理条例（征求意见稿）》等立法进程协同并适时颁布，具体生效时间也有待正式稿中明确。关于落地后的政策适用和监管衔接问题，中国证监会在答记者问中表示，改革落地的实施将遵循法不溯及既往的基本原则，稳妥有序推进。在制度设计方面，一是区分增量与存量，对增量企业和发生再融资等活动的存量企业，按要求履行备案程序；其他存量企业备案将另行安排，给予充分的过渡期，但如何定义增量和存量，仍待监管予以明确。其次区分首发和再融资，充分考虑境外市场再融资便捷高效的特点，对再融资在备案时点、备案材料要求等方面作了差异化的制度安排，与境外市场实践做好衔接，减少对境外上市企业融资活动的影响。

《管理规定》和《备案办法》开启的境内企业境外上市监管变革大幕无疑将深刻影响境外上市的监管体系，将为境内企业境外上市创造更加透明、可预期的制度体系和监管环境，相信随之而来的将是资本市场扩大开放以及境外上市健康、有序、蓬勃发展的新时代。

贾海波
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3556
jiahaibo@zhonglun.com



HONG KONG
CAPITAL MARKET:

港股IPO:
从“问题”中寻找“答案”

作者/孟聪慧、朱凯超、谢菲菲、苏迪

在这个专题里，我们将以“问答/Q&A”的形式分享一些实际操作经验，希望能够支持公司根据自身的个性化条件和需求，选择确定“最为适合自身情况”的港股IPO模式。

需要关注的是：2021年12月24日，中国证监会会同国务院有关部门研究起草了《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（草案征求意见稿）》，并同步起草了《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法（征求意见稿）》（以下合称“**两份《境外上市新规》**”），一并向社会公开征求意见。在我们修订本专题的分享文章时，两份《境外上市新规》仍在征求意见的过程中。针对港股IPO上市而言，该两份《境外上市新规》将在“境内监管程序”方面带来实质上的改变（我们也将在相关文件正式出台后及时进行跟进分析）；除此之外，对于港股IPO上市在（搭建上市架构等）技术操作细节以及境外监管机构的审核等方面，则目前从文字上来看并不会产生直接影响。

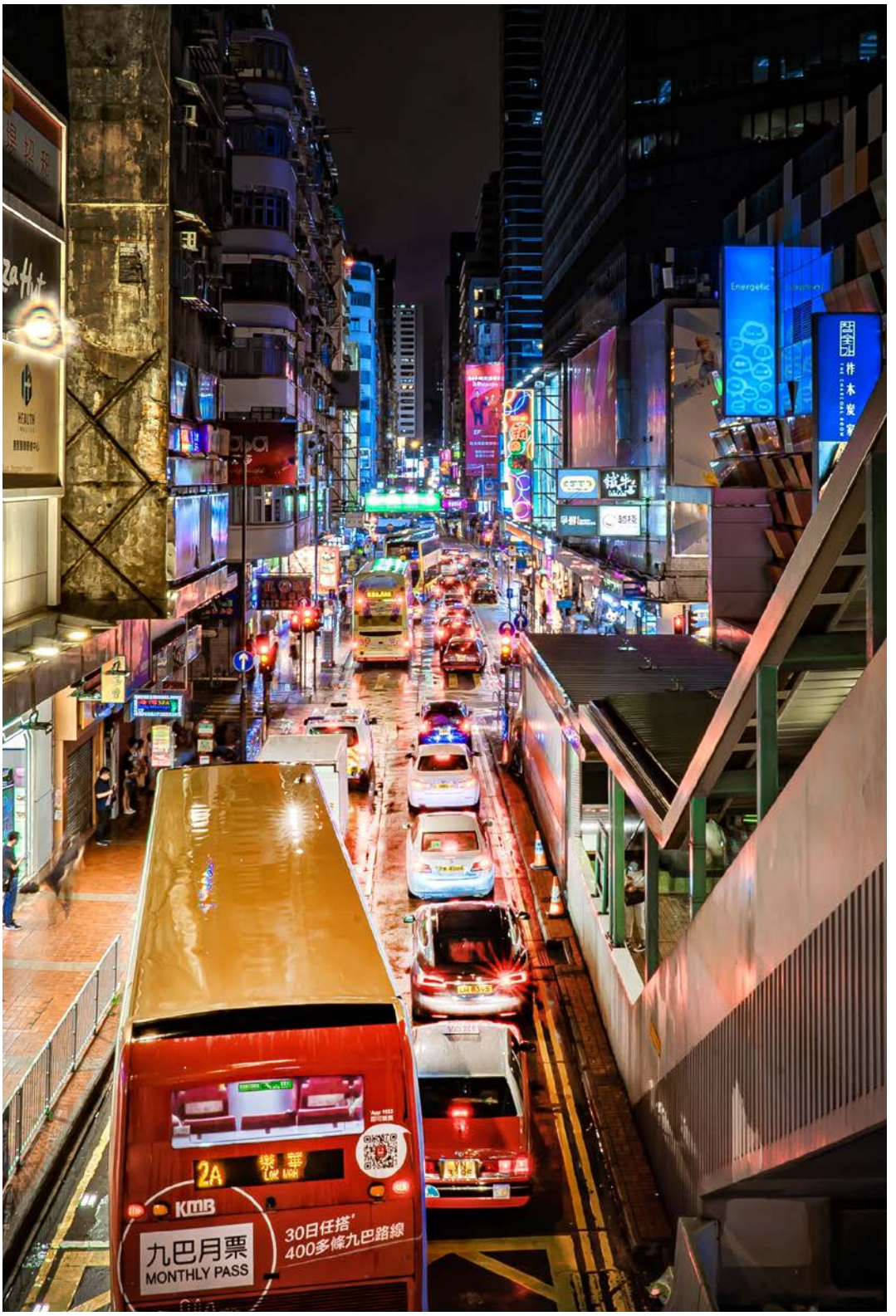
在这个专题里，我们将聚焦以下三个话题进行分享：

1、如何选择港股上市模式？
2、港股“H股”模式：个性化问答
3、港股“红筹”模式：个性化问答

为了简便行文，我们先作几个简单的释义：

1、中国证监会	指	中国证券监督管理委员会
2、香港联交所	指	香港联合交易所有限公司
3、香港证监会	指	香港证券及期货事务监察委员会
4、《境外上市新规》	指	由中国证监会与国务院有关部门同步起草，并于2021年12月24日发布的《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定（草案征求意见稿）》，以及《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法（征求意见稿）》

孟聪慧
合伙人
资本市场部
广州办公室
+86 20 2826 1718
mengconghui@zhonglun.com



HONG KONG
CAPITAL MARKET:

如何选择
港股上市模式?

作者/孟聪慧、朱凯超、谢菲菲、苏迪

QUESTION 01

Q1：港股IPO上市：都有哪几种模式？

A：这是一个很有趣的问题，即使是在中介机构的朋友圈里，经常也存在着不同的理解、分类和表述。

当面临新的客户时，我们经常从“比较股权架构图特点”的角度进行分析，对港股上市模式进行以下分类/分级：

港股IPO上市模式分类

一级分类	二级分类	三级分类	股权架构图（紧邻上市完成后）
1、“H股”模式	/	/	请参见《港股“H股”模式：个性化问答》一文中的“图一：H股上市模式—股权架构图（紧邻上市完成后）”
2、“红筹”模式	2-1、“小红筹”模式	2-1-1、纯粹的“股权控制”模式	请参见《港股“红筹”模式：个性化问答》一文中的“图二：小红筹模式—股权架构终点图（单纯股权控制模式）（紧邻红筹重组完成后）”
		2-1-2、涉及“VIE架构”的模式	请参见《港股“红筹”模式：个性化问答》一文中的“图四：小红筹模式—股权架构终点图（含VIE架构）（紧邻红筹重组完成后）”
	2-2、“大红筹”模式	/[1]	请参见《港股“H股”模式：个性化问答》一文中的“图三：大红筹上市模式-股权架构终点图（紧邻上市完成后）”[2]

QUESTION 02

Q2：面对多种港股IPO上市模式：公司应如何选择？

A：下面这份《选择“港股上市模式”的自测判断表》，可以协助大多数公司进行初步的考量和比选：

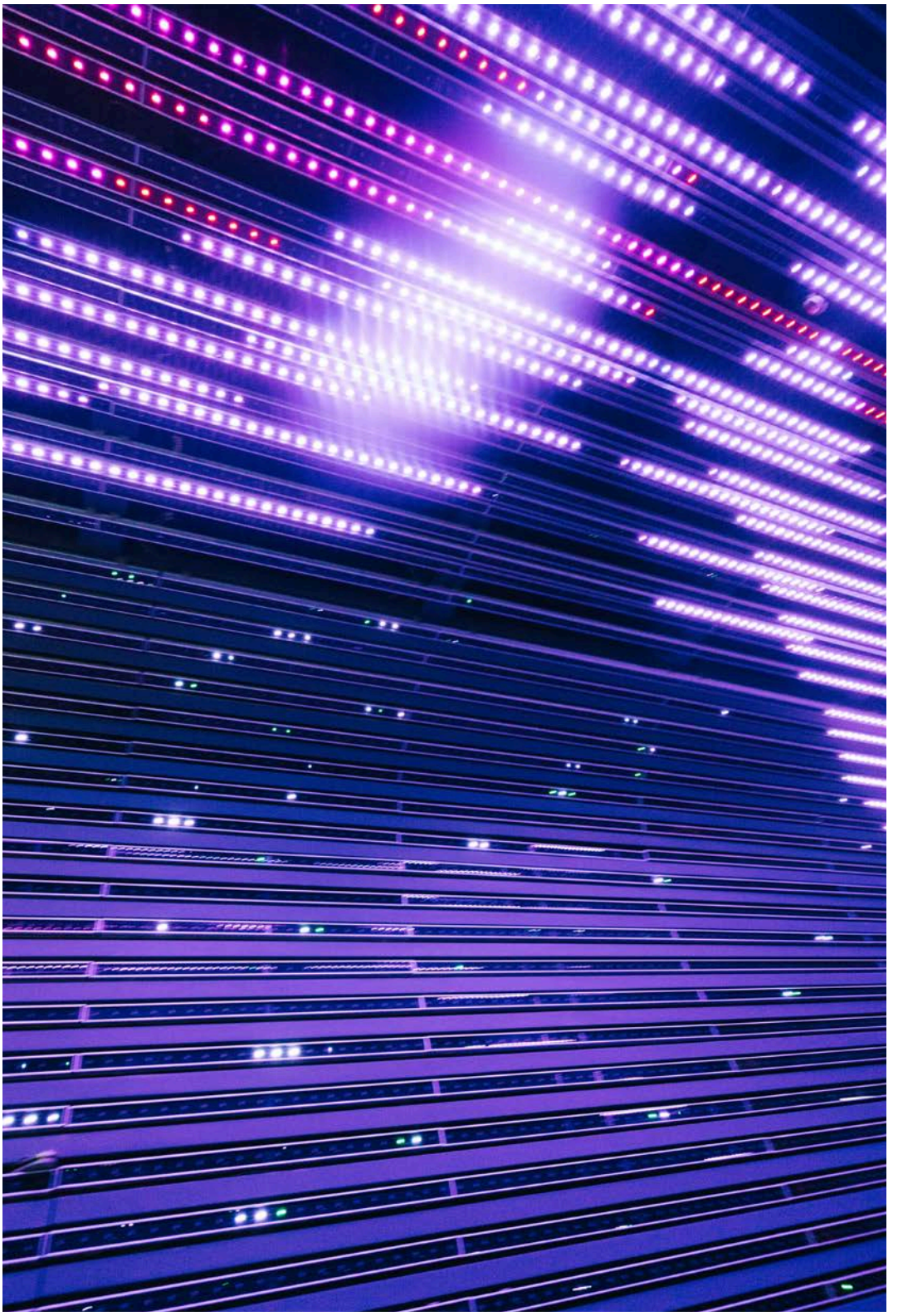
1.由于“大红筹”项目很少，应用场景有限，因此不再进行细分。
2.在两份《境外上市新》》征求意见稿的相关条文中，明确提及了1997年6月20日国务院发布的《国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》（即“红筹指引”）将“同时废止”。因此，在两份《境外上市新规》正式出台实施后，对“大红筹”这种细分模式的操作细节很可能也将相应发生改变。

选择“港股上市模式”的自测判断表

影响“港股上市模式”选择的几个关键视角		较为常见的倾向性选择		
		H股	小红筹（包括：股权控制模式，及VIE模式）	**大红筹**【实践中，“大红筹”案例很少】
视角A：资本市场长期计划分析				
一、是否有“回A”计划？	（1）有“回A”计划	✓		
	（2）没有“回A”计划		✓	
视角B：现有股东架构之特点分析【注：类似于A股的股东穿透核查指引要求，“终极股东”须穿透至自然人、机构股东（主要为公众公司，包括上市公司、新三板公司）、国资委层面进行分析。】				
二、境内自然人股东情况？（注：须结合当地外汇管理部门/商业银行关于办理“外汇37号文”的具体意见而定）	（1）（单独/合计）持有股权比例明显较大，且人数相对不是太多，均能够办理完成“外汇37号文”程序		✓	
	（2）（单独/合计）持有股权比例明显较大，但人数相对较多且难以精简，可能难以办理完成“外汇37号文”程序（具体须结合当地外汇管理部门/商业银行的具体意见而定）	✓		
三、境内机构股东情况？【这里所说的“较大/较小”，虽然没有“明文的量化标准”，但在实践中其实有着清晰的量化把握，公司需要深入听取中国律师的意见和建议。】	（1）（单计/合计）持有股权比例明显较小；家数较少；愿意且可以办到ODI程序		✓	
	（2）（单计/合计）持有股权比例明显较大，家数较多，难以办到（或不愿意配合办理）ODI程序	✓		
	（3）（单计/合计）持有股权比例明显较大，能够办到 ODI程序			✓【实践中，“大红筹”案例很少】
四、国资股东情况？	（1）（单计/合计）持有股权比例明显较小，对公司的上市决策不具有导向性影响，能够尊重及配合其他性质股东的选择和意愿		✓	
	（2）（单计/合计）持有股权比例明显较大，对公司的上市决策具有导向性影响	✓		
视角C：现有业务领域分析				
五、是否存在外资禁止/限制投资的领域？	（1）存在外资限制/禁止投资的业务领域		✓（此时将为小红筹模式项下的“VIE模式”）	
	（2）不存在外资限制/禁止投资的业务领域	✓	✓（明确没有“回A”计划时）	
视角D：个性化需求分析				
六、是否希望设立境外家族信托？	希望设立境外家族信托		✓	

当然，随着后续《境外上市新规》的正式出台和实施，不排除届时影响选择判断的某些因素将发生变化，对此我们也会予以密切关注并乐于作出分享。

孟聪慧
合伙人
资本市场部
广州办公室
+86 20 2826 1718
mengconghui@zhonglun.com



HONG KONG
CAPITAL MARKET:

港股“H股”模式:
个性化问答

作者/孟聪慧、谢菲菲、苏迪、朱凯超

近两年，采用“港股-H股模式”在香港上市的公司越来越多了。所以，向我们询问有关“港股-H股模式”问题的客户也越来越多了。

为了简洁、清晰、形象地作出回答，我们虚构了一家**“远见公司”**做为例子，并制作了这篇“个性化问答”，希望能够跟大家分享一些办理H股上市项目的经验和技巧。

需要关注的是：在我们起草和修订本文时，两份《境外上市新规》仍在征求意见的过程中。随着后续两份《境外上市新规》的正式出台，中国证监会对H股项目的管理方式以及相关具体操作要求等均将相应发生变化，我们也将随时跟进最新进展并进行分析及分享。

QUESTION 001

Q1：港股-H股上市模式，与A股上市模式：可以“兼容”吗？

A：“港股-H股模式”与“A股上市模式”之间，是可以“兼容”的。——所以，我们才会看到已经有多家公司，采用“A+H”的方式实现了在境内、境外同时上市。

QUESTION 002

Q2：港股-红筹上市模式，与A股上市模式：可以“兼容”吗？

A：（接续前述Q1的思路维度，在这里同步来聊一下“红筹模式”与A股模式是否兼容的问题。）

对这个问题需要谨慎作答和考虑，因为的确已经出现了可以“兼容”的成功案例，但数量很少；目前来看，相关经验尚未被大量其他公司进行自由效仿和复制。

我们用案例来具体看一下。

随着境内“科创板”在2019年7月22日正式推出，确实已经出现了先以“港股-红

筹模式”在境外上市、之后又在A股科创板上市的成功案例，例如中芯国际、百济神州、中国移动。具体信息如下：

(1) 中芯国际：于2004年3月17日在美国纽约证券交易所上市（后于2019年6月14日从美国纽约证券交易所退市），次日（2004年3月18日）在香港联交所主板上市；境外上市16年之后，于2020年7月6日在上海证券交易所科创板上市；

(2) 百济神州：于2016年2月3日在美国纳斯达克证券交易所上市，于2018年8月8日在香港联交所主板上市；之后于2021年12月15日在上海证券交易所科创板上市；

(3) 中国移动：于1997年10月22日在美国纽约证券交易所上市（后于2021年5月18日从美国纽约证券交易所退市），次日（1997年10月23日）在香港联交所主板上市；境外上市将近25年之后，于2022年1月5日上海证券交易所主板上市。

此外，还有几家公司以“小红筹模式”的股权架构（但并未在境外红筹上市），成功在A股科创板完成了上市，例如：

(1) 九号公司：于2021年10月29日在上海证券交易所科创板以公开发行CDR存托凭证的形式上市，并且也是第一家带着VIE架构在A股上市成功的公司；

(2) 格科微：于2021年8月18日在上海证券交易所科创板上市；

(3) 华润微：于2020年2月27日在上海证券交易所科创板上市。

目前来看，这种案例也还不多。

所以，或许我们可以这样说：目前，港股-红筹上市模式与A股上市模式，已经实现“特例兼容”，但尚未实现“普遍兼容”。

QUESTION 003

Q3：港股-H股模式：面临的境内的监管规则，主要有哪些？

A：打算采用港股-H股模式上市的公司，不仅需要遵循香港IPO的上市规则，还需要履行中国证监会的审批程序并遵守境内相关监管规则。

需要关注的是：在我们起草和修订本文时，两份《境外上市新规》仍在征求意见的过程中，该两份《境外上市新规》在正式出台后不仅将在“境内监管程序”方面带来实质上的改变，而且也会进一步简化针对H股的监管流程。因此，我们于此仅简单列一下

目前（在两份《境外上市新规》正式出台之前），在项目实际操作层面，中国证监会针对H股模式适用的相关主要规则（并不全面），仅供参考：

（1）关于向中国证监会申请H股上市的文件/资料准备工作：

①《【行政许可事项服务指南】股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审批》（中国证券监督管理委员会，2019年7月22日发布）；

（2）关于中国证监会审核H股项目时的主要审核关注事项：

①《【2019年更新】股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审核关注要点》（中国证券监督管理委员会，2019年7月23日发布并生效）——从我们的实际工作感受来看，这份文件可能称得上是目前向中国证监会申报H股项目时，最被频繁提及、使用的一份文件；

（3）关于H股上市公司需要遵守其他一些特殊规则：

①《到境外上市公司章程必备条款》（证委发〔1994〕21号，1994年8月27日发布并执行）——需要留意的是，该文件有可能随着两份《境外上市新规》的正式出台而被废止；

②《关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定》（证监会、国家保密局、国家档案局公告〔2009〕29号，2009年10月20日发布并施行）；

③《国家外汇管理局关于境外上市外汇管理有关问题的通知》（汇发〔2014〕54号，2014年12月26日发布并实施）；

（4）关于H股公司申请“全流通”的操作流程：

①《H股公司境内未上市股份申请“全流通”业务指引》（中国证券监督管理委员会公告〔2019〕22号，2019年11月14日发布并施行）——“H股如何实现全流通”是客户公司普遍关注、经常询问的焦点问题，这份文件就是直接针对这个问题的操作指引。

随着后续两份《境外上市新规》的正式出台，中国证监会对H股项目的管理方式以及上述相关文件均将相应发生变化，我们也将随时跟进最新进展并进行分析及分享。

UESTION 004

Q4:港股-H股模式，与港股-红筹模式：主要的差异是什么？

A：对于刚刚开始审视及考虑“港股IPO上市”的公司而言，这个问题往往是公司同事

提出的“第一个问题”。

结合实际工作的感受，这两种港股上市模式主要存在以下两方面的差异。

（1）所涉及的证券监管机构不同（针对在两份《境外上市新规》正式出台之前的情况而言）：

港股上市模式		所涉及的证券监管机构	
		境内监管机构	境外监管机构
1、“H股”模式		✔（过往一直受中国证监会管理，包括需取得中国证监会作出的“小路条/大路条”；在两份《境外上市新规》正式出台后，将全面改为中国证监会备案管理）	✔（主要指：香港联交所、香港证监会）
2、“红筹”模式	2-1、“小红筹”模式	✕（过往不涉及中国证监会管理；但在两份《境外上市新规》正式出台后，将全面纳入中国证监会备案管理）	
	2-2、“大红筹”模式	✔（过往主要是依据“红筹指引”而需要取得境内运营公司所在地的省级人民政府或者国务院有关主管部门的批准；在两份《境外上市新规》正式出台后，将全面纳入中国证监会备案管理，且“红筹指引”将同时废止）	

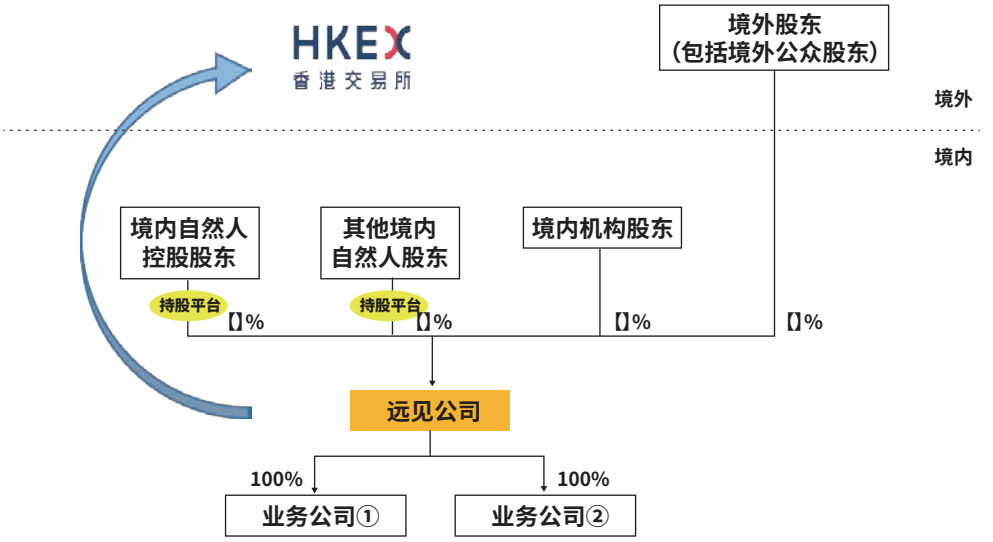
（2）股权架构不同：以下三张“股权架构图”呈现了港股IPO不同模式下的股权架构特点，大家可以从以下两个维度，观察三张图的差异：

①上市主体：是在境内还是在境外？

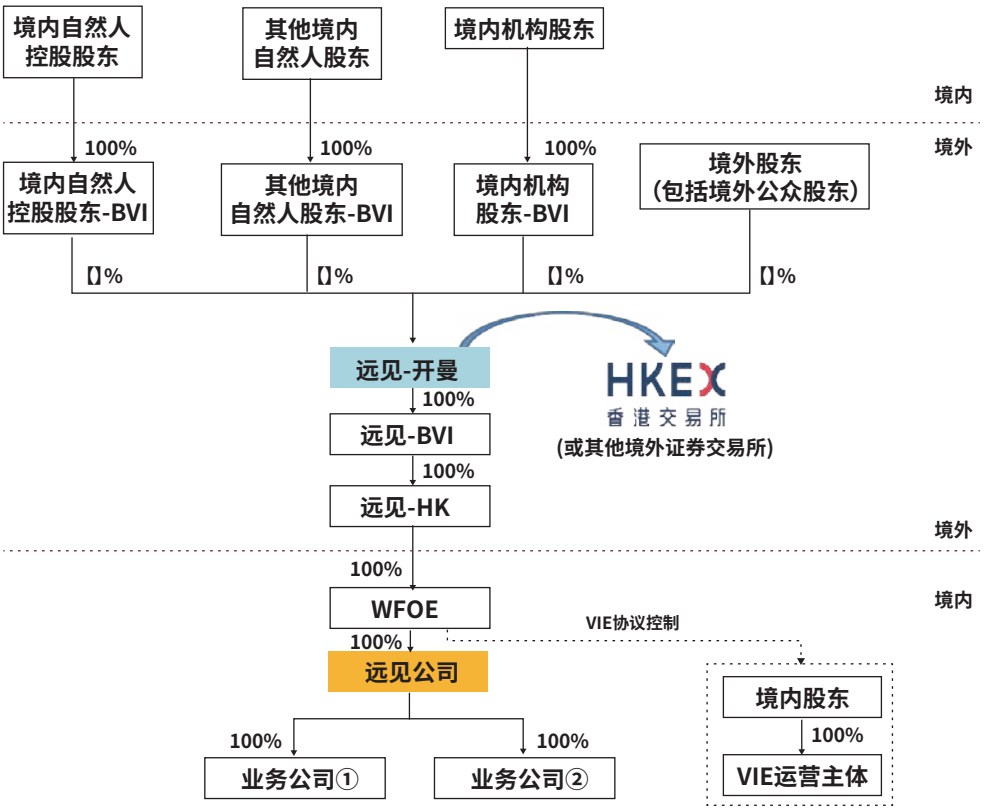
②境内原有股东与境内“老”公司之间的股权线：有什么不同？还“直接连在一起”吗？

由于股权结构的差异在三个架构图中一目了然，我们就不再以文字赘述了。

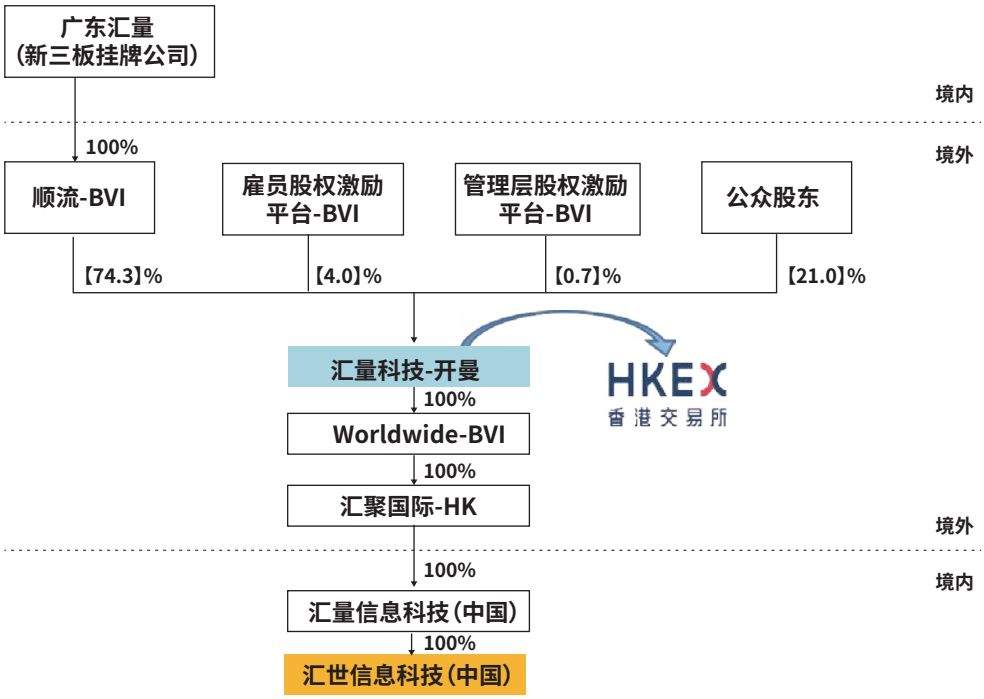
图一：H股上市模式—股权架构图（紧邻上市完成后）



图二：小红筹上市模式-股权架构终点图（含VIE架构）（紧邻上市完成后）



图三：大红筹上市模式-股权架构终点图（紧邻上市完成后）



“大红筹”案例向来很少，我们直接呈现“汇量科技”的股权架构图，大家可以关注两个维度的特点：

（1）上市主体的直接股东：分为几类？

（2）每一类股东的股权比例、股比分布：有什么特点？

把上述两个问题理解透彻了，也就能够把握住“大红筹”模式的核心要义了。

需要关注的是，在两份《境外上市新规》征求意见稿的相关条文中，明确提及了1997年6月20日国务院发布的《国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》（即：**“红筹指引”**）将“同时废止”。因此，在两份《境外上市新规》正式出台实施后，对“大红筹”这种细分模式的操作细节很可能将相应发生改变，我们也将随时跟进最新进展并进行分析及分享。

QUESTION 005

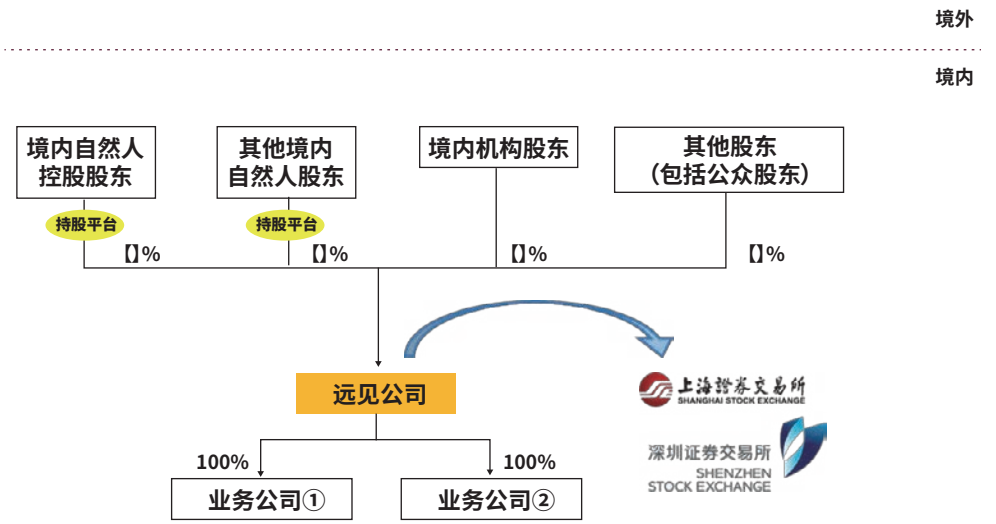
Q5：港股-H股模式：需要调整境内公司的原有“股权架构”吗？

A：原则上，不需要。

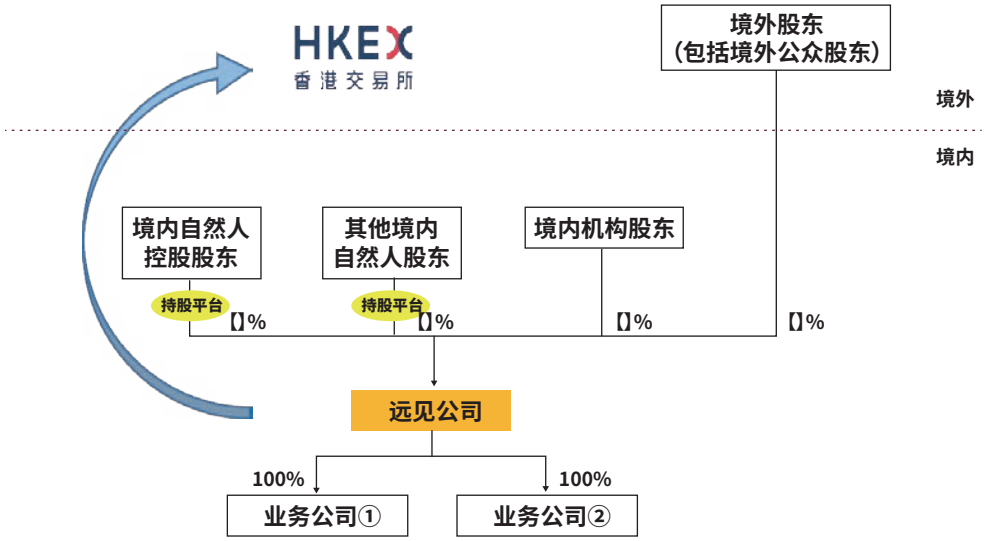
当公司决定从谋求A股上市转为谋求港股-H股模式上市时，并不需要仅仅因为转变上市地而对境内既有的股权架构进行调整。——这意味着：境内“老”公司无需进行“股权转让”等操作，因而也就不会产生额外的资金流压力、或者税务风险等问题。

比较下面的两张股权架构图，就可以看出来：对于境内“老”公司的现有股东而言，无论是在境内A股上市还是在香港H股上市，现有股东的持股路径原则上都是“维持不变”的。

图四：A股上市模式-股权架构图（紧邻上市完成后）



图五（同图一）：H股上市模式-股权架构图（紧邻上市完成后）



QUESTION 006

Q6：港股-H股模式：成功上市后，有“锁定期”（禁售期）吗？

A：港股-H股模式有“锁定期”（禁售期）。

（1）从境内相关规定来看（要留意：“红筹模式”是不涉及该等规定的）：

①**《中华人民共和国公司法》**（中华人民共和国主席令第16号，于1993年12月29日公布并于1994年7月1日施行，于2018年10月26日最新修订并施行）

第一百四十一条 发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起一年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。

②**《【2019年更新】股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审核关注要点》**（中国证券监督管理委员会，2019年7月23日发布并生效）

特定对象适用事项之第四条 本次首发前已持有发行人股份的股东及持有发行人股份（包括直接持股与间接持股）的董事、监事、高级管理人员作出专项承诺，自发行人股票在境外交易所上市交易之日起1年内不转让所持股份。

需要关注的是，在我们起草和修订本文时，《公司法》及两份《境外上市新规》均正在征求意见的过程中，在该等法律法规及相关文件正式完成修订或出台后，我们也将随时跟进最新进展并进行分析及分享。

(2)从境外相关规定来看：

无论是采用“红筹模式”还是采用“H股模式”，只要是在香港联交所上市，那么所面临的香港联交所IPO规则项下的锁定期（禁售期）规定都是一样的，具体请参见我们的另一篇文章《港股“红筹”模式：个性化问答》。

QUESTION 007

Q7：港股-H股模式：所涉及的中国证监会程序是怎样的？

A：总结我们以往的项目经验，目前（在两份《境外上市新规》正式出台之前）港股-H模式所涉及的中国证监会程序和流程大致如下：

(1)公司向中国证监会国际部递交境外首次公开发行股份申请报告及相关文件；

(2)中国证监会国际部在收到公司相关文件后，出具《中国证监会行政许可申请接收凭证》（**“接收凭证”**）；

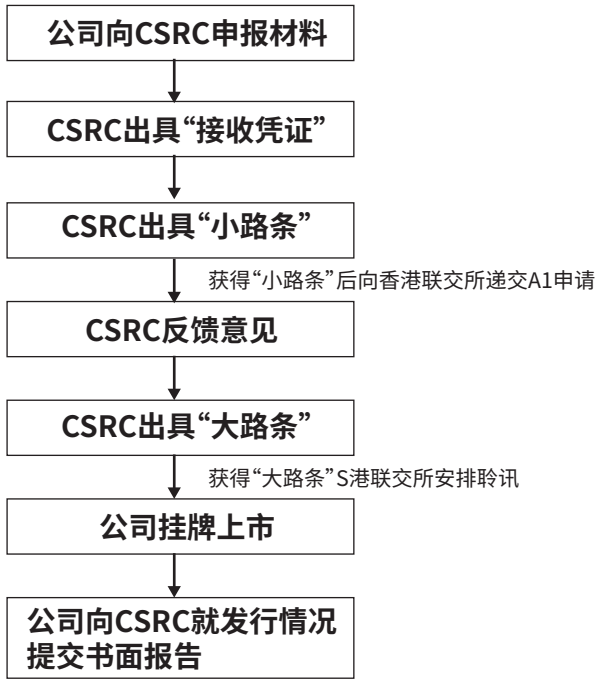
(3)中国证监会于出具上述接收凭证之日后的约五个工作日，正式出具《中国证监会行政许可申请受理单》（这就是**“小路条”**）——公司获得“小路条”后，才可以向香港联交所递交IPO申请文件（例如，主板项目递交A1申请）；

(4)中国证监会受理申请材料期间，会根据具体情况提出反馈意见，要求公司就有关问题作出书面说明或解释——这意味着，在一定期间内，公司及中介机构需要同时面对和处理分别来自中国证监会和香港证券监管机构两方面的反馈问题；

(5)如果中国证监会决定对H股申请予以审批通过，则中国证监会将出具《关于核准XX股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（这就是**“大路条”**）——公司获得“大路条”后，香港联交所将相应安排上市聆讯；

(6)公司在香港联交所成功上市发行后的15个工作日内，公司需就境外发行上市的有关情况向中国证监会提交书面报告。

下面用简单的流程图呈现一下上述几个环节：



需要关注的是，在两份《境外上市新规》正式出台后，H股项目将全面纳入中国证监会备案管理，我们也将随时跟进最新进展并进行分析及分享。

QUESTION 008

Q8：港股-H股模式：中国证监会审核关注要点是什么？

A：根据中国证监会于2019年7月23日发布的《【2019年更新】股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审核关注要点》，中国证监会在审核H股项目时对下述几个方面会予以特别关注：

（1）外资准入与宏观调控及产业政策；

（2）合规经营；

（3）股权结构与公司治理；

（4）本次发行；

(5)针对以下6类特定对象的适用事项：

①拟在香港创业板上市的境内公司；

②拟在境外上市的境内上市公司所属企业；

③拟在境外发行优先股的境内公司；

④未在境内上市的境内公司：对这类公司，中国证监会要求须提供相关股东以及董监高人员签署的“1年内不转让所持股份”的专项承诺函，并须对“股东人数是否超过200人”进行专项核查；

⑤金融企业；

⑥拟在境外增发的H股公司。

在向中国证监会递交申报文件时，公司中国律师将针对上述审核关注要点出具专项法律意见书。

QUESTION 09

Q9：港股-H股模式：“递交中国证监会的文件”与“递交香港联交所的文件”，一样吗？

A：这两套文件并不完全一样，存在细腻、但却明显的差异。

(1)综合《【行政许可事项服务指南】股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审批》中的相关规定以及实际项目中的操作经验，“递交中国证监会的文件”主要包括：

①申请报告及相关文件；

②行业监督部门出具的监管意见书（如适用）及国有资产管理部门关于国有股权设置以及国有股减（转）持的相关批复文件（如适用）；

③募集资金投资项目的审批、核准或备案文件（如适用）；

④近三年税务部门出具的纳税证明文件（根据中国证监会于2021年7月13日公布的《股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审批申请材料告知承诺书格式文本》，“纳税证明文件”也可以采用提交告知承诺书以替代相关“纳税证明文件”）；

⑤境内法律意见书（需附关于审核关注要点的专项法律意见书，以及律师事务所、律师事务所负责人、签字律师关于申请材料真实、准确、完整的承诺）；

⑥招股说明书（草稿）（中文版本）。

（2）“递交香港联交所的文件”主要包括（以港股主板项目为例）：

①A1表格（即上市申请表格）；

②上市费用支票；

③关于发行上市的相关公司内部决议文件；

④招股说明书（英文版本）；

⑤相关豁免申请文件；

⑥重组备忘录；

⑦A1版本的中国法律意见书，以及物业法律意见书（如有）；

⑧递交中国证监会的全套法律意见书；

⑨中国证监会出具的“小路条”；

⑩会计师报告；

⑪盈利预测备忘录；

⑫其他相关确认函等文件。

需要特别注意的是：上述两套中，各自所使用的中国法律意见书及招股书往往存在细微差异（暂不考虑语言差异），但差异不能过大，需要“原则性保持一致”。

需要关注的是，在两份《境外上市新规》正式出台后，中国证监会对H股项目的监管方式将转变为“备案制”，而在“备案制”项下，H股项目需向中国证监会递交的相关文件也有所变化，我们也将随时跟进最新进展并进行分析及分享。

QUESTION 10

Q10：港股-H股模式：中国证监会是否会要求对股东人数进行“穿透核查”？

A：中国证监会在这方面采取了与对待A股项目类似的态度，即要求H股项目也需要对股东人数进行“穿透核查”。

结合近期的一些H股项目实际操作情况来看，公司中国律师在出具的“总体法律意见书”中，需披露公司股东的具体情况；而在针对中国证监会审核关注要点的“专项法律意见书”中，则披露“穿透核查”之后的股东人数。

QUESTION 11

Q11：港股-H股模式：中国证监会如何看待“股东人数200人”的问题？

A：中国证监会在对H股项目提出的反馈意见中，会明确要求核查计算发行人股东人数是否超过200人。

一般来说，核查计算发行人股东人数需穿透至自然人、国有控股或管理主体及上市公司的层级，所适用的相关特别规定包括但不限于：

（1）《非上市公众公司监管指引第4号——股东人数超过200人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》（中国证券监督管理委员会公告〔2013〕54号，2013年12月26日公布，于2020年10月30日最新修订）

第三条 以依法设立的员工持股计划以及已经接受证券监督管理机构监管的私募股权基金、资产管理计划和其他金融计划进行持股，并规范运作的，可不进行股份还原或转为直接持股。

——根据该条规定，对于依法设立并在中国证券投资基金业协会备案的私募股权基金、资产管理计划等投资计划，可按1人计算股东人数；

（2）《中华人民共和国证券法》（中华人民共和国主席令（第十二号），1998年12月29日公布，于2019年12月28日最新修订）

第九条 有下列情形之一的，为公开发行：

（一）向不特定对象发行证券；

（二）向特定对象发行证券累计超过二百人，但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内；

（三）法律、行政法规规定的其他发行行为。

（3）《首发业务若干问题解答》（中国证券监督管理委员会，于2019年3月25日发

布，于2020年6月10日最新修订）

问题24 依法以公司制企业、合伙制企业、资产管理计划等持股平台实施的员工持股计划，在计算公司股东人数时，按一名股东计算。

——根据上述第（2）条、第（3）条的规定，依法以公司制企业、合伙制企业、资产管理计划等持股平台实施的员工持股计划，可按1人计算股东人数。

QUESTION 12

Q12：港股-H股模式：什么是“SS/CS”国有股东标识？

A：根据**《上市公司国有股权监督管理办法》**（国务院国有资产监督管理委员会、财政部、中国证券监督管理委员会令第36号，2018年5月16日公布，于2018年7月1日施行）的相关规定，国有股东证券账户分为“SS”或为“CS”两种。——需要注意的是：关于国有股东持股比例的计算，需“穿透至最终层级合并计算”。

以下摘录**《上市公司国有股权监督管理办法》**的相关规定，国有股东们可以自行判断本身属于哪种类型：

第三条 本办法所称国有股东是指符合以下情形之一的企业和单位，其证券账户标注“SS”：

（一）政府部门、机构、事业单位、境内国有独资或全资企业；

（二）第一款中所述单位或企业独家持股比例超过50%，或合计持股比例超过50%，且其中之一为第一大股东的境内企业；

（三）第二款中所述企业直接或间接持股的各级境内独资或全资企业。”

第七十四条 不符合本办法规定的国有股东标准，但政府部门、机构、事业单位和国有独资或全资企业通过投资关系、协议或者其他安排，能够实际支配其行为的境内外企业，证券账户标注为“CS”，所持上市公司股权变动行为参照本办法管理。

除上述外，还需要留意两种特殊情况：

（1）根据《上市公司国有股权监督管理办法》第七十六条的规定，金融、文化类上市公司国有股权的监督管理，国家另有规定的，依照其规定；

（2）根据财政部于2016年12月7日公布并施行的《关于进一步加强国有金融企业股权管理工作有关问题的通知》（财金[2016]122号）的规定，国有金融企业应在公开发行上市前，将国有股权管理方案报主管财政部确认。

对于上述两种特殊情况我们在此就不过多述及了，大家如果有需要的话，可以详细查阅上述规定进行具体了解。

QUESTION 13

Q13：港股-H股模式：国有股东应如何申请办理“股东标识管理”？

A：根据**《关于进一步明确非上市股份有限公司国有股权管理有关事项的通知》**（国资厅产权〔2018〕760号，2018年11月19日）第三条的规定，非上市股份有限公司拟首次在证券交易所申请发行股票并上市，其股东符合《上市公司国有股权监督管理办法》（国资委、财政部、证监会令第36号）第三条和第七十四条所规定情形的（即：该等股东证券账户应标注为“SS”或“CS”的），由国有资产监督管理机构进行标识管理。

综合国有资产监督管理委员会于2019年2月12日发布的《<关于进一步明确非上市股份有限公司国有股权管理有关事项的通知>的问题解答》的相关规定，申请办理国有股东标识管理的流程主要为：

（1）由持有拟上市公司股权比例最大的国有股东负责向其所在的省级国有资产监督管理机构申报；国有股东持股比例相同的，可以由相关股东协商后确定其中一家股东负责申报工作，其他国有股东配合提供所需的文件资料；

（2）所需提供的材料主要有：

①拟上市公司的国家出资企业产权登记表（证）；

②拟上市公司各国有股东的国家出资企业产权登记表（证）；

③拟上市公司最近一期年度审计报告；

④由律师事务所出具的拟上市公司股东情况的法律意见书等。

根据我们的相关项目经验，办理完成国有股东标识管理程序大致需要2个月的时间，具体需以申请所在地的省级国有资产监督管理机构的办理时间为准。

QUESTION 14

Q14：港股-H股项目：如何申请“全流通”？

A：H股“全流通”政策已全面实行，中国证监会已经陆续出台了相关文件，不仅明确了H股公司的全部股份（无论是外资股或是内资股）均可以在香港联交所进行流通，并且对相关操作细节也有明确的规定。

鉴于客户公司经常问到的相关问题其实都有明确的条文规定，我们将相关条文以“问答”的方式摘录如下，便于“一目了然”。（当然，大家仍然需要密切关注《境外上市新规》正式出台后可能带来的影响和变化。）

（1）H股“全流通”适用于什么类型的股份？

根据《H股公司境内未上市股份申请“全流通”业务指引》（中国证券监督管理委员会公告〔2019〕22号，2019年11月14日公布并施行，以下简称“《**“全流通”业务指引**》”）第二条的规定，H股公司或申请拟发行H股上市的公司，可就以下类型的股份申请H股“全流通”：

①境外上市前境内股东持有的未上市内资股；

②境外上市后在境内增发的未上市内资股；

③外资股东持有的未上市股份。

（2）申请H股“全流通”的股份数量和比例有限制吗？

申请H股“全流通“的股份数量和比例没有限制。

根据《“全流通”业务指引》第三条，“在符合相关法律法规以及国有资产管理、外商投资和行业监管等政策要求的前提下，境内未上市股份股东可自主协商确定申请流通的股份数量和比例，并委托H股公司提出‘全流通’申请”。——因此，H股“全流通”并不意味100%的股份均必须“全流通”，股东是可以自主决策的。

（3）H股“全流通”可以在什么时间申请？

根据《“全流通”业务指引》第四条，尚未上市的境内股份有限公司可以在申请H股首次公开发行上市时一并申请，也可以在发行上市后，单独申请“全流通”或者在申请境外再融资时一并申请“全流通”。

——基于该条规定，目前关于申请H股“全流通”的时间没有特别的限制要求，公司可以根据股东意愿和股票市场价格等因素，自主决定何时申请H股“全流通”。

需要注意的是：境内未上市股份到香港联交所上市流通后，未来将不得再转回境内；因此，如果公司在发行H股时即已有后续“回A”计划，则需慎重考虑申请“全流通”事宜。

（4）H股“全流通”申请文件主要有哪些？

根据《【行政许可事项服务指南】股份有限公司境外公开募集股份及上市（包括增发）审批》（中国证券监督管理委员会，2019年7月22日发布），H股“全流通”所需递交的申请文件如下：

①申请报告：除需包含公司演变、业务概括、治理结构、财务状况、经营业绩等方面，还需包含参与H股“全流通”的可行性、准备情况及参与H股“全流通”方案；

②公司相关文件：董事会决议、公司章程、特殊行业许可证（如适用）、关于审核关注要点的说明、公司及其董事、监事、高级管理人员关于申请材料真实、准确、完整的承诺函和申请人及中介机构联络表；

③行业监管部门出具的监管意见书（如适用）；

④国有股权设置管理及国有股份转为境外上市股份的有关批复文件（如适用）；

⑤申请H股“全流通”的境内未上市股份股东授权文件及关于股份合规取得情况的说明；

⑥境内法律意见书：需包含关于审核关注要点的专项法律意见书及律师事务所、律师事务所负责人、签字律师关于申请材料真实、准确、完整的承诺。

（5）H股申请“全流通”审核关注要点有哪些？

根据中国证监会于2019年11月15日在其官方网站（http://www.csrc.gov.cn/）发布的《H股公司境内未上市股份申请“全流通”审核关注要点》办事指南，H股申请“全流通”审核关注要点如下：

①公司及各下属公司业务范围是否涉及国家禁止或限制外商投资的领域，本次H股“全流通”前后是否持续符合有关外资准入政策；

②公司及各下属公司、相关境内未上市股份股东近两年是否存在涉嫌违反《证券法》《证券投资基金法》《期货交易管理条例》《国务院关于股份有限公司境外募集股份及上市的特别规定》（国务院令第160号）及《国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》（国发〔1997〕21号）等证券、期货法律法规行为的情形；

③公司及各下属公司、相关境内未上市股份股东、以及就本次H股“全流通”事项聘请的相关证券服务机构是否存在因涉嫌违法违规被行政机关立案调查，或者被司法机关侦查，尚未结案的情形；是否存在被中国证监会依法采取限制业务活动、责令停业整顿、指定其他机构托管及接管等监管措施，尚未解除的情形；

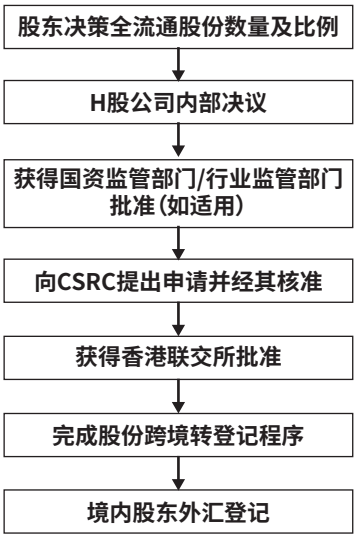
④公司及相关境内未上市股份股东是否属于国发〔2016〕33号文规定的严重失信主体；

⑤本次H股“全流通”事项是否履行了完备的内部决策程序，是否取得了必要的内部批准和授权；是否履行了取得行业监管部门出具的监管意见书（如适用）、国有股权设置管理及国有股份转为境外上市股份的有关批复文件（如适用）等必要的外部批准程序；

⑥相关境内未上市股份股东持股是否涉及内部职工直接持股、股份代持或间接持股的情形；如涉及，是否符合《关于金融企业内部职工持股的通知》（财金〔2010〕97号）等有关规定。

(6)申请H股“全流通”的决策和审批流程是怎样的?

根据过往相关项目经验,简要绘制流程图如下:



需要再次提醒关注的是,随着后续两份《境外上市新规》的正式出台,中国证监会对H股申请“全流通”的审核流程将会发生变化,我们也将随时跟进最新进展并进行分析及分享。

QUESTION 15

Q15:港股-H股模式:中国证监会审核流程的“时间表”大致是怎样的?

A:下图呈现的,是我们近期经办的一个H股项目的时间进度(信息已经相应脱敏处理):

根据我们的了解,大多数H股项目中的中国证监会审核程序所需时间大致如下:

步骤	时间
1、中国证监会受理H股上市申请文件，出具《中国证监会行政许可申请接收凭证》	1-2个工作日
2、中国证监会出具“小路条”	约5个工作日
3、中国证监会提出（首轮）反馈意见	约15个工作日
4、中国证监会出具“大路条”	约3个月

需要留意的是，随着后续两份《境外上市新规》的正式出台，中国证监会对H股项目的管理方式以及流程均将相应发生变化，我们也将随时跟进最新进展并进行分析及分享。

QUESTION 16

Q16：港股-H股模式：H股项目的股份中，可以存在“尚未转换为股份”的“可转换债券”吗？

A：这个问题比较“小众”，但我们确实曾经被客户问到过，于此简单分享一下相关信息。

一方面，从中国证监会国际部的审核来看，目前并没有明确禁止或限制H股项目的股份存在“可转换债券”的规定。

另一方面，从香港联交所的审核来看，对此也没有相关明确禁止或限制的规定，惟需在招股书中对相关“可转换债券”的主要条款进行详细披露，包括“可转换债券”的本金额、票面金额、发行价格、债券期限、债券利率、付息的期限和方式、转股期限、转股价格的确定及调整等方面的信息。

从实际案例来看，“国泰君安”于2017年4月11日H股上市时就存在“尚未转换为股份”的“可转换债券”的情况，大家可以详细分析该项目的招股书作为借鉴。

这篇《港股“H股”模式：个性化问答》就暂时记录到这里了。我们期待很快有新的问题出现，让我们可以追随新的问题而不断续写下去。

孟聪慧
合伙人
资本市场部
广州办公室
+86 20 2826 1718
mengconghui@zhonglun.com

HONG KONG
CAPITAL MARKET:

港股“红筹”模式：个性化问答

作者/孟聪慧、朱凯超、苏迪、谢菲菲

通过“红筹”模式实现在境外上市，意味着要在短时间（例如，3-5个月左右的时间）内，启动并完成“环环相扣、一气呵成”的一连串操作，将公司的股权架构调整至完全迥异于过往的一种形态（详见本文中的一系列股权架构图图示）。——这种同时涉及境内部分、境外部分的“上市架构”，就是“红筹”模式的“内在独特性”所在。

在“红筹”模式项下，无论是“大红筹”还是“小红筹”，整体的上市架构其实是相同的。惟因“大红筹”项目向来很少、应用场景极为有限，因此在本文中，我们将主要结合“小红筹”项目中的一些常见情况作出分享。

需要关注的是，在我们修订本专题的分享文章时，两份《境外上市新规》仍在征求意见的过程中。针对红筹模式而言，该两份《境外上市新规》将在“境内监管程序”方面带来明显的实质性改变，不仅会将红筹模式从原来的“中国证监会不施加监管”变更为“应当向国务院证券监督管理机构履行备案程序”、从而全面纳入中国证监会的备案制管理体系之内，而且明确提及了1997年6月20日国务院发布的《国务院关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》（即“**红筹指引**”）将“同时废止”。因此，在两份《境外上市新规》正式出台实施后，对“大红筹”这种细分模式的定位以及操作细节很可能也将相应发生改变。惟除了“境内监管程序”之外，对于红筹模式的（搭建红筹架构等）技术操作细节以及境外监管机构的审核等方面，则目前从文字上来看并不会产生直接影响。

在本文中，我们同样以一家虚构的“远见公司”作为例子，努力避谈理论，追求使用简言简语，聚焦核心实质操作技巧。

QUESTION 001

Q1：小红筹模式：最重要的“思维方式”是什么？

A：是每一步红筹操作，都要做得有“章法”，都要争取一次性达到最终想要的状态（既不走回头路，也不兜远路、绕圈子），而不能“凌散、杂乱，想起一出是一出”。

举例来说，就境内操作而言：如果对于每一次新设公司、每一次股权转让操作，出现了“上次的股权转让没做到位，这次再调整一下”，或者“初始设立公司时的股东安排错了，现在再调整回来”，又或者“上个月做了增资，现在发现其实不应该增资，那就再减资、减回来吧”……

或者，就境外操作而言：如果境外红筹架构中（除了上市主体以外的其他）多层境外SPV都是开曼公司、从而明显偏离了“BVI-开曼-BVI-HK”的经典红筹架构，又或者是境外红筹架构中出现了境内自然人股东多年前自行在境外设立的“老”公司，再或者有中介机构不时提到“可以进行跨境换股”等说法……

凡此种种，十有八九，都意味着公司很可能没有得到地道的红筹操作指引、以致陷入了“没有章法”的境地，明显呈现出“脚步凌乱、颠来倒去”的状态。——其中蕴含的危险是：某些错乱的操作一旦实施完成，很可能构成“新鲜出炉”的瑕疵违规事项，实质性影响IPO申报及审核结果。

QUESTION 002

Q2：小红筹模式：实际操作过程中，由律师执笔制作的“最重要”的指引性工作文件是什么？

A：这份文件，通常称为《（红筹）重组备忘录》，也有称之为“红筹重组方案”等类似名称的。

这份《（红筹）重组备忘录》，其实是一份完整呈现了搭建红筹架构的一连串操作细节和指引的“路径设计图”。通常，发行人中国律师会执笔制作这份备忘录的初稿、并对其中涉及的境内法律问题予以把关和承担责任；而对于其中涉及境外架构及境外法律事宜的环节和操作，则由发行人的境外律师予以实质性决策、把关及承担责任

(即:中国律师对这些境外事宜,仅仅是“执笔进行记录“而已)。

《(红筹)重组备忘录》中,还随时会出现涉及财务审计、税务等专业领域的环节和事项,就此,则需要由公司聘请的审计团队、税务团队等专业中介机构予以实质性决策、把关及承担责任(同样地,中国律师对这些专项事宜,也仅仅是“执笔进行记录“而已)。

一个实在的经验分享是:一份“精准、细腻、好用”的《(红筹)重组备忘录》,应该是“图文并重”的,每一项文字叙述的操作事项都可以在相应的示意图中予以同步呈现,从而使得“使用者”(包括公司,其他中介机构,以及审核机构等)能够对“每一步操作完成后的结果”一目了然。——其实,大家只要随意下载、翻阅几份港股IPO项目的招股书(看看里面是怎样呈现股权架构的?是怎样呈现业务流程的?.....),就可以发现,“图文并重”其实也正是起草和制作招股书的必要技术。

我们在后文中将触及的每一个问题,其实都是在设计和制作《(红筹)重组备忘录》时需要考虑、呈现的事项。

QUESTION 003

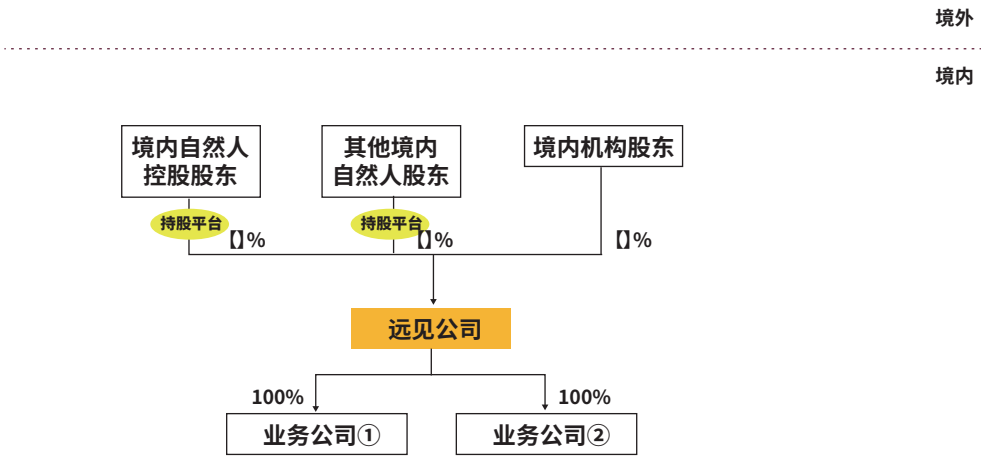
Q3:小红筹模式:需要调整“股权架构”吗?

A:需要调整股权架构。

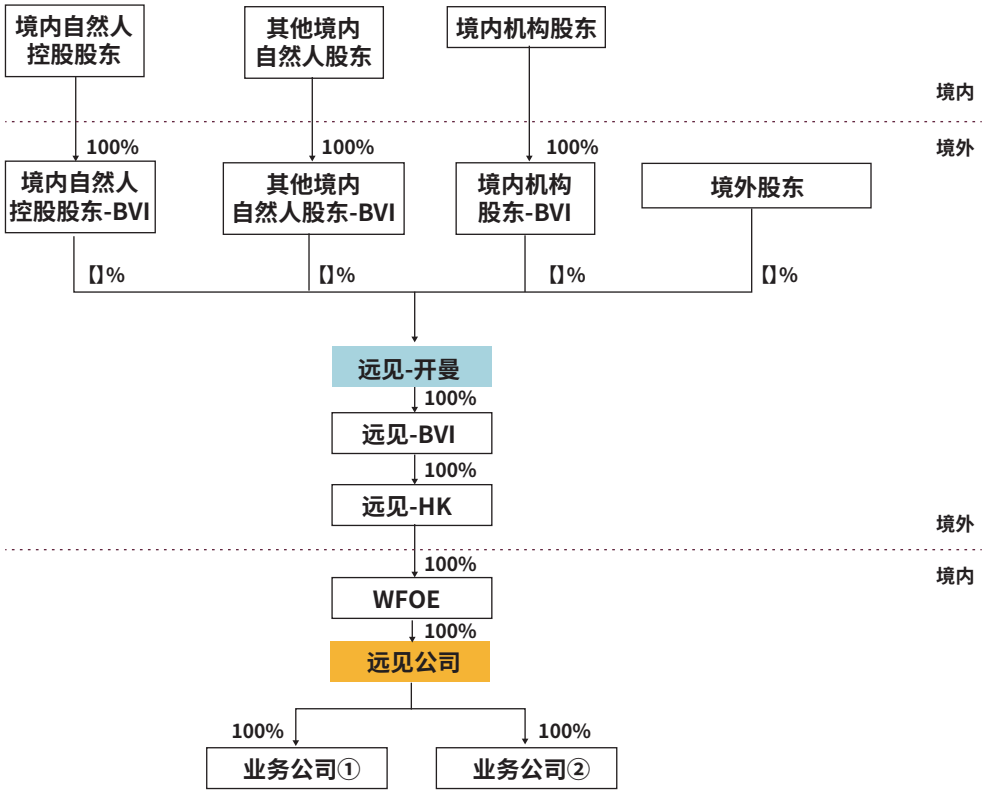
大多数公司在决定采用“小红筹”模式于境外上市时,本身或者是一家纯粹的内资公司、或者是一家中外合资公司——在这两种情况下,都是需要对股权架构进行大幅调整的,即“搭建红筹架构”,而这正是境外红筹项目中最能够体现中介机构的专业度、经验度,最有技术含金量的工作。引领“搭建红筹架构”工作的纲领性文件,就是《(红筹)重组备忘录》。

至于这种股权架构的调整幅度有多大,从下面的“起点图”和“终点图”中即可窥得一二。**——需要关注的是:针对境内原有公司的每一项股权变动,本质上都是一项“交易”,因而都需要考虑如何定价,且均需要留下实际支付对价的“客观痕迹”。**

图一：小红筹模式—股权架构起点图（紧邻红筹重组开始前）



图二：小红筹模式—股权架构终点图（单纯股权控制模式）（紧邻红筹重组完成后）



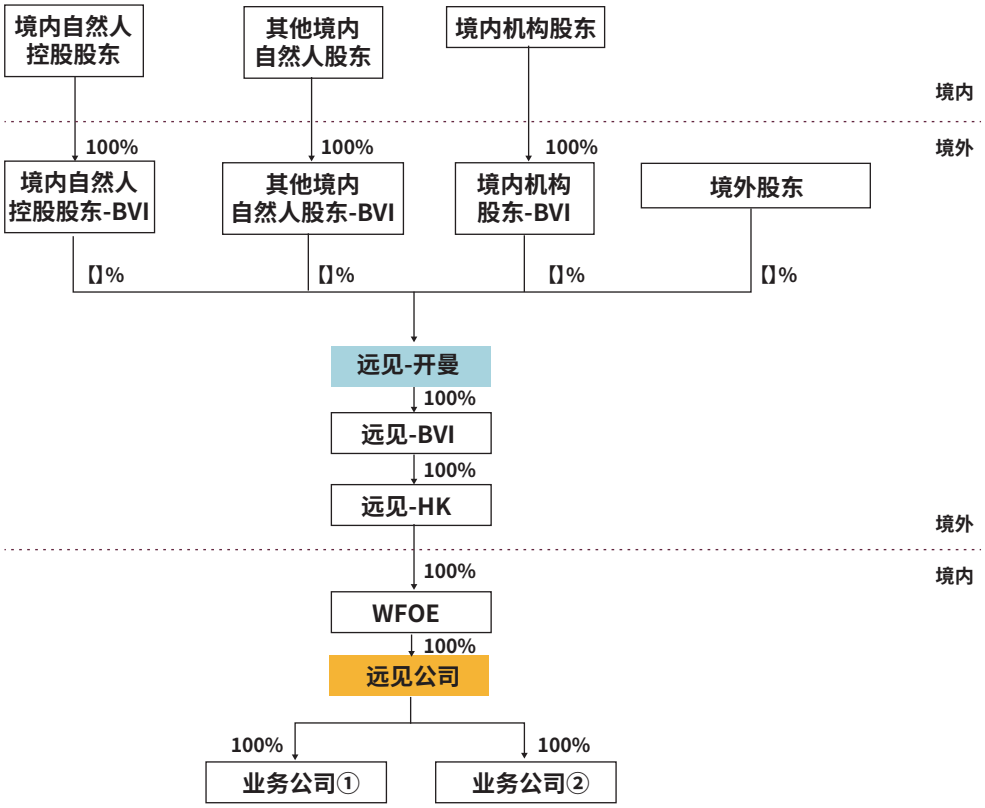
QUESTION 04

Q4："VIE模式"与"小红筹模式"之间，是什么关系？

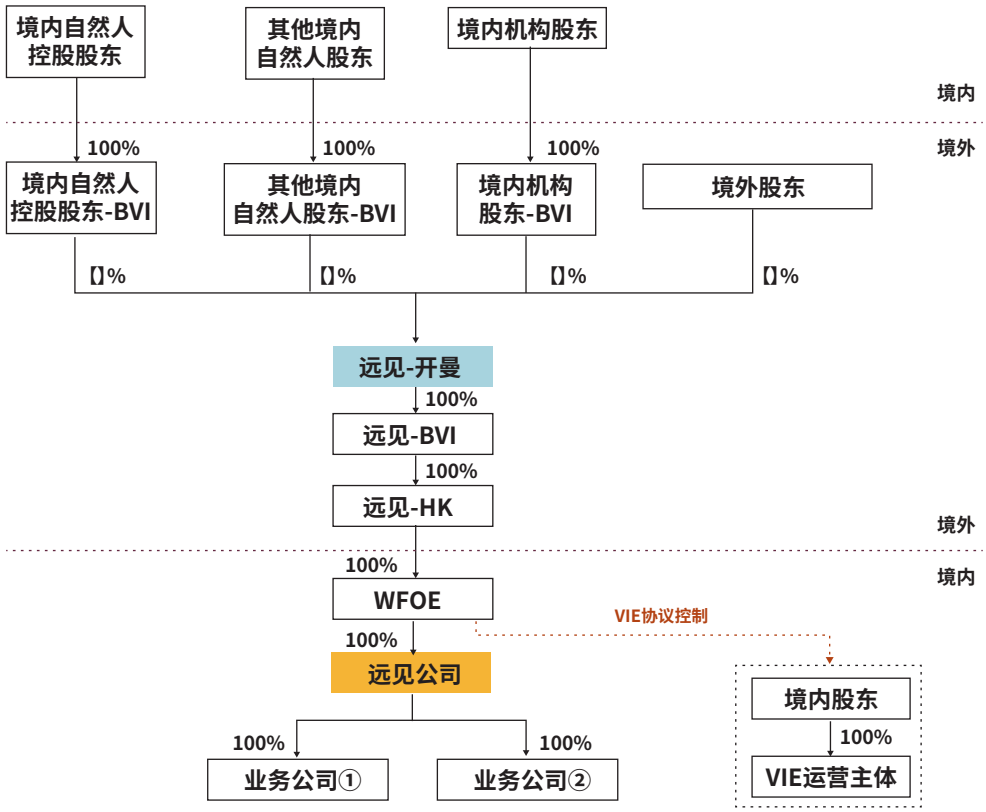
A："VIE模式"并不是与"小红筹模式"平行存在、平起平坐的一种独立的模式概念，而只是"小红筹模式"项下的一种细分模式。

换言之："小红筹模式"是个大概念，具体包括"单纯股权控制的小红筹模式"以及"包括VIE架构在内的小红筹模式"这两个"小概念"——至于这两种细分模式究竟有什么区别，其实就在于下文的图三中的红色部分，就不用文字赘述了。

图三（同图二）：小红筹模式—股权架构终点图（单纯股权控制模式）（紧邻红筹重组完成后）



图四：小红筹模式—股权架构终点图（含VIE架构）（紧邻红筹重组完成后）



QUESTION 05

Q5：为什么要“红筹两步走”？

A：从中国律师的角度来看，在办理红筹IPO项目时，有三个“特色性文件”最为重要。商务“《10号令》”经常是排在第一位的（另外两份文件，分别是”外汇37号文”与“税务7号公告”）。

《10号令》的全称是《关于外国投资者并购境内企业的规定》，最初由商务部牵头国务院国资委等六部委于2006年8月8日发布、于2006年9月8日施行，当时的发文文号是“2006年第10号令”，因此很快就被普遍简称为“**《10号令》**”。之后，该文件于2009年进行了修订，并以“商务部令〔2009〕第6号”重新发布，惟在工作中仍常常被称作“《10号令》”。

《10号令》第11条明确规定，境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司（实务中经常被简称为“关联并购”），应报商务部审批。——翻译一下，这条规定的意思其实就是在说：在搭建红筹架构的实际操作过程中，原有境内股东不能用其自己名下境外公司，去取得境内原有的纯内资公司的股权、并由此将该公司变更为外商投资企业，即：关联并购不可行。

而从“红筹模式“的股权架构图中可以看出，境内原有的纯内资公司最终均是要变更为外商投资企业的。在“关联并购不可行“的情况下，就只能另外想办法搭建红筹架构了，即“红筹两步走”。

QUESTION 06

Q6：什么是“红筹两步走”？

A：在实践中，一家纯粹的内资公司如打算通过“关联并购”而变更为一家外商投资企业，可以说“行不通”。——由此，“红筹两步走”的“非关联并购”路径设计，逐渐成为了必由之路。

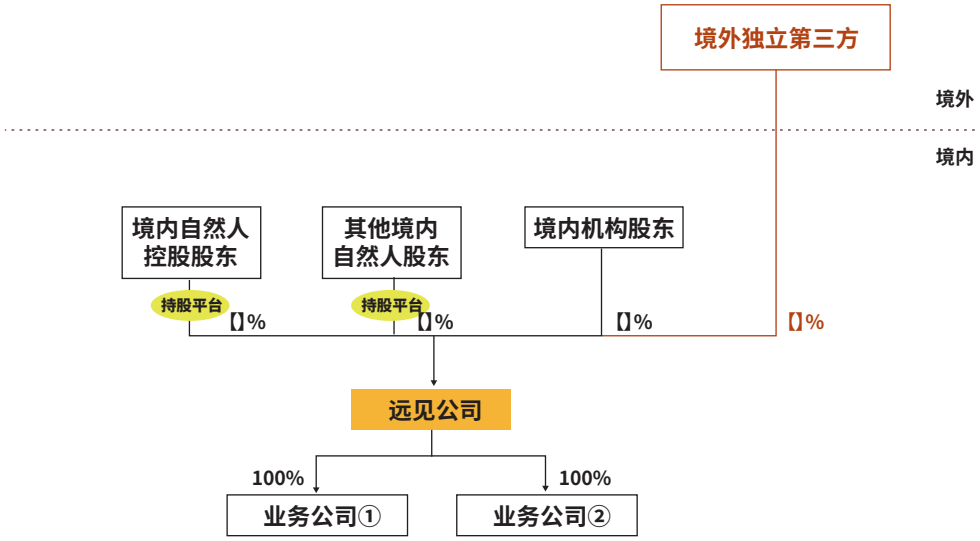
至于什么是“红筹两步走”、什么是“非关联并购”，简言之：

（1）红筹第一步：引入“无关联境外第三方”股东，以“非关联并购”的方式，将境内公司从（纯粹的）内资公司，变更为一家中外合资公司（“JV”）；

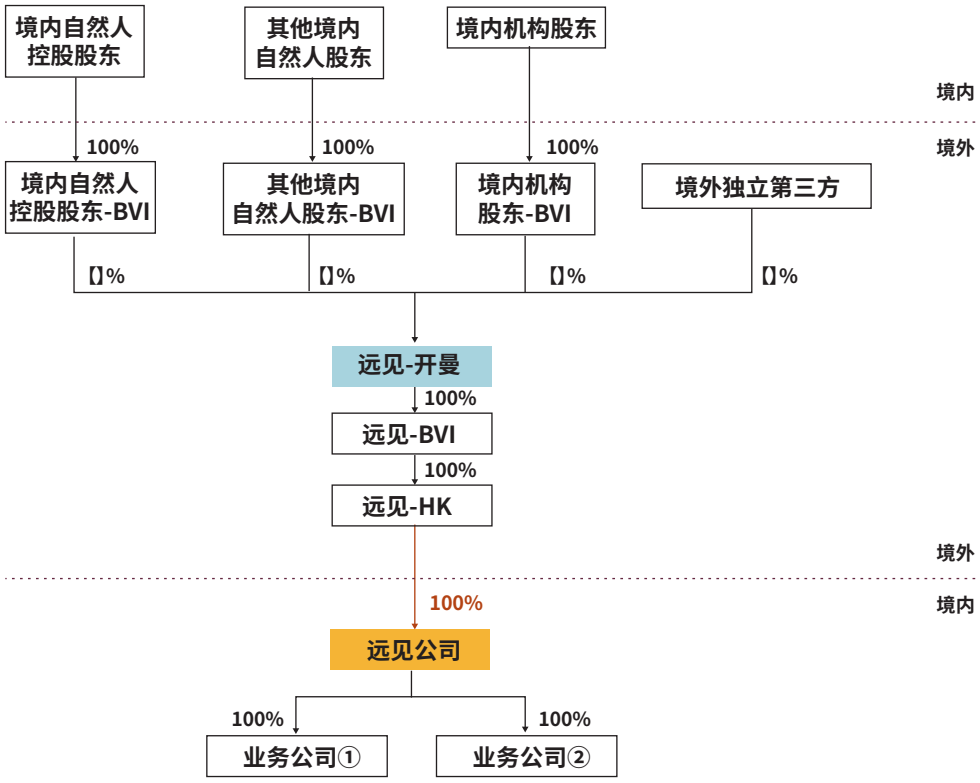
（2）“红筹第二步”：由境外架构中最底层的香港公司（当然在实践中，该层级也可以为新加坡等地的公司），收购取得JV的100%股权；或者，由该香港公司入境新设立一家外商独资公司（“WFOE”），继而由该WFOE收购取得JV的100%股权。

请直接参见下面的图示即可。

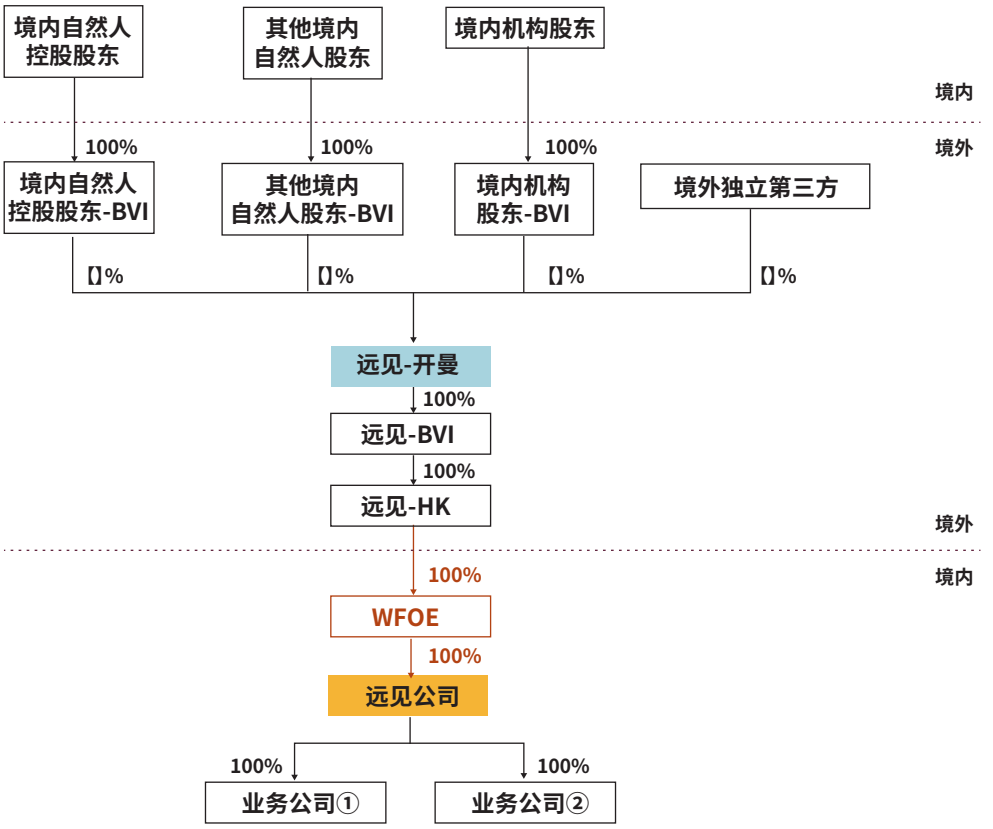
图五：小红筹模式—红筹第一步（内资公司变JV）



图六-1：小红筹模式—红筹第二步（HK公司直接收购JV）



图六-2：小红筹模式—红筹第二步（WFOE收购JV）



QUESTION 07

Q7："红筹第一步"中，"无关联境外第三方"需要是谁？

A：《10号令》并未就关联并购项下的"关联方"进行明确界定。——那么，究竟什么样的境外股东才算是"非关联并购"项下的"无关联境外第三方"呢？这可以说是中介机构（尤其是发行人中国律师）必须回答的"第一个问题"。

我们借助已经成功实现红筹上市的若干可比性先例来回答这个问题：与境内公司原有股东没有任何关系的境外投资人，或者是境内公司的"间接境外股东"，或者是某些外籍员工等等，都有可能成为这一步骤中的"无关联境外第三方"。

QUESTION 08

Q8："红筹第一步"中，"无关联境外第三方"应取得JV的多少股比？

A：这个问题其实是在问：这个外资股比，可以低至多少？

参考根据近两年的上市案例，这个外资股比，有百分之几（例如5%或者更高）的，也有低于1%的，并没有"一定之规"。——因此，一个稳妥的做法是：公司最好先请中介机构（尤其是发行人中国律师）提供已经成功上市的可比先例，再结合公司自身情况（例如：不同股比所需要进行的资金流安排以及税务考虑等）作出决策。

QUESTION 09

Q9："红筹第一步"中，"无关联境外第三方"取得境内公司股权后，其应何时支付对价？

A：根据《10号令》第16条的规定，除特殊情况需要延长者，外国投资者并购境内企业设立外商投资企业，外国投资者应自外商投资企业营业执照颁发之日起3个月内向转让股权的股东，或出售资产的境内企业支付全部对价。

实践中，建议最好在上述的"3个月"期限内将对价支付完毕（尽管现在很多地方的行政主管部门可能并不要求收购方严格恪守这个时间要求），且须在递交上市申请之前支付完毕。

QUESTION 10

Q10："红筹第一步"中的"无关联境外第三方"，是否必须成为开曼公司（上市主体）的股东？

A：参考近两年的案例，该等"无关联境外第三方"成为开曼公司股东的情况相对可能居多；但未成为开曼公司股东的案例也并不鲜见。——因此，同样地，这里稳妥的做法是：公司最好先请中介机构（尤其是发行人中国律师）提供已经成功上市的可比先例，再结合公司自身情况作出决策。

QUESTION 11

Q11："红筹第二步"：通过什么方式实现？

A：传统上，"红筹第二步"是通过"股权转让"方式实现的。

而最近几年，采用"减资"方式的案例也越来越多。但要注意的是：各地的工商、税务、外汇等部门对"减资"方式的理解和监管要求存在明显差异，公司及中介机构需要事先与相关主管部门进行沟通和确认。另外，"减资"方式涉及刚性的公告期（45天），可能会对上市时间表产生明显影响，须予以关注。

QUESTION 12

Q12："红筹两步走"中的每一次股权转让交易，应如何定价？

A：（1）"红筹第一步"中的股权转让交易定价原则：根据《10号令》第14条的规定，并购当事人应以资产评估机构对拟转让的股权价值或拟出售资产的评估结果作为确定交易价格的依据。——这意味着，在实际操作过程中，原则上内资公司变JV时的股权转让定价不可低于评估净资产；

（2）后续每次股权交易的定价原则：不同案例中的定价原则有所不同，灵活性相对大一些，公司需要与中介机构（尤其是审计/税务团队）结合可比性先例，进行具体分析。为了便于招股书的披露，建议争取也就该等交易环节取得相应的资产评估报告作为定价支持文件。

QUESTION 13

Q13："红筹两步走"，从零起步、到最终完成：需要用多长时间完成？

A：对这个问题的回答，仍然是：没有"一定之规"，仍然是要结合具体项目的情况来决定。

以下是近两年的几个（信息脱敏后的）真实案例，供参考：

实例名称	“红筹第一步”：境内公司变更为JV的日期	“红筹第二步”：WFOE/香港公司取得境内公司100%权益的日期	“两步走”之间的时间间隔
A公司	2018年7月5日	2018年7月31日	26天
B公司	2019年1月15日	2019年6月14日	约5个月
C公司	2020年5月25日	2021年1月6日	约6.5个月

QUESTION 14

Q14：境内公司层面、境外开曼公司层面的股权结构，是否必须一一对应？

A：境内各股东的股比在翻至开曼公司层面后，是有一定的空间进行适当微调的，并非必须“严丝合缝地一一对应”，惟需注意满足股权/控制权稳定性的相关要求。

以香港联交所主板为例：根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（“**主板《上市规则》**”）第1.01条、第8.05条等的规定，任何有权在发行人的股东大会上行使或控制行使30%或30%以上投票权的人士或一组人士，或有能力控制组成发行人董事会的大部分成员的任何一名或一组人士，为“控股股东”；而新申请人至少经审计的最近一个会计年度的拥有权和控制权需维持不变。——简单地说，就是：控股股东的股权比例也可以发生一定幅度的变化，但须维持其“控股股东”的身份不变；而对于其他的“小股东”而言，则就没有太多原则性限制了。

只是要注意的是：对于任何细微的股权架构调整，公司及中介机构还是需要准确把握其“变动缘由和路径”的（并关注其中可能涉及的税务等问题），因为在招股书中往往需要作出披露。

QUESTION 15

Q15：在“红筹两步走”的过程中，哪些环节需要安排现金流？

A：简单来讲，“红筹两步走”中所涉及的每一次股权架构调整，都是一次“交易”，都需

要有“交易对价”，而且都需要“买方”进行实际支付并留下客观支付“痕迹”（证据）。——将每一环节的对价金额进行加总，大致就是需要安排的现金流金额了。

当然，如果公司在“红筹两步走/搭建红筹架构”的过程中将引入新一轮的外部投资人，则可充分考虑先由该等新投资人于境外开曼公司层面实际投资到位，之后将该等资金用作前述“红筹两步走”项下的“交易对价”的一部分，由此或可以适当减轻公司（针对对价总额而进行）资金筹集的压力。

QUESTION 16

Q16：“红筹两步走”过程中的现金流：如何筹集？

A：实践中，需要综合各种可行的资金筹集方式，争取都能够“款尽其用”：跨境银团贷款，其他可行方式的过桥资金，以及开曼公司层面新引入的Pre-IPO投资者的投资款等，都是需要考虑、并充分利用的资金来源。

QUESTION 17

Q17：境内自然人股东：如何办理“外汇37号文”登记程序？

A：“外汇37号文”，指的是《国家外汇管理局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》（汇发〔2014〕37号）。根据该文件第3条的规定，境内居民以境内外合法资产或权益向特殊目的公司出资前，应向外汇局申请办理境外投资外汇登记手续。

“外汇37号文”登记的行政主管部门是外汇部门，而实际操作则是由商业银行完成。由于就外汇管理以及银行日常业务而言，这其实是很“小众”的一项业务，所以并不是任何一家商业银行都能够熟练办理的。

实践中，就境内自然人股东的“外汇37号文”登记手续，通常公司会选择聘请专业机构代为办理，不过由公司同事自行直接与有经验的商业银行进行办理的情况也不少见。

需要注意的是：“外汇37号文”手续办理完成的标志，是取得由经办银行盖章的

《境内居民个人境外投资外汇登记表》及《业务登记凭证》等文件——在此之后，境外架构中最底层的境外公司（通常为一家香港公司）才可以入境持有境内公司的股权（即：返程投资）。

QUESTION 18

Q18：境内自然人股东在办理完成“外汇37号文”登记程序后，能够实现“带资出境”吗？

A：不能，因为“外汇37号文”登记程序本身并不附带“带资出境”的功能。

QUESTION 19

Q19：境内机构股东：如何办理ODI程序？

A：必须承认：ODI程序涉及发改部门、商务部门和外汇部门（商业银行）这三个相互关联、但又相互独立的线条，其办理复杂程度远远超过办理“外汇37号文”登记程序。

一个中肯的建议是：

（1）首先，公司向发行人中国律师了解办理ODI程序的大致情况；

（2）之后，可由公司统一安排、选定一家代办机构，为所有需要办理ODI程序的境内机构股东同步办理ODI程序：该代办机构将与各方机构股东进行充分沟通和协调，以便确定究竟在哪里（哪个城市？）办理、具体办理文件要求、时间耗费等。

需要注意的是：ODI程序办理完成的标志，是取得由发改委颁发的《境外投资项目备案通知书》，由商务部门颁发的《企业境外投资证书》，以及由经办银行（外汇部门）出具的《业务登记凭证》等文件。

QUESTION 20

Q20：境内机构股东在办理完成ODI程序后，能够实现“带资出境”吗？

A：从我们近期的项目实际情况来看，大多数境内机构股东能够基于ODI文件实现“带资出境”，但是也确实遇到过未能实现“带资出境”或未能实现“足额带资出境”的情

况。——因此，公司需要与ODI代办机构进行及时、全面、深入的沟通和确认。

QUESTION 21

Q21：红筹重组过程中的“税基损失”：是如何产生的？应该如何处理及对待？

A：如果境内公司的原有境内股东，未能足额实现“带资出境”，从而未能将其对境内公司的原始投资金额（即：原始投资成本）平移到开曼公司层面、成为其对开曼公司的投资成本，则该等股东在未来变现开曼公司股权后，在其所取得的变现金额中将无法剔除、或无法足额剔除“投资成本”，由此，将导致该等境内股东在针对投资所得进行纳税时的“纳税基数”增大，由此必然导致其纳税金额增加，这部分“增加的纳税金额”就是“税基损失”。

参考实际案例来看，因为未能足额实现“带资出境”，从而未来可能面临“税基损失”的情况的确是真实存在的。在此情况下，建议相关股东首先匡算“税基损失”的可能金额，再结合公司上市后的市值走势预估、变现收益预估等情况，权衡一下“是否值得”，之后再妥善作出决策和安排。

QUESTION 22

Q22：“税务7号公告”的事宜：应该如何考虑及安排？

A：“税务7号公告”，是一份专项税务文件，指的是《国家税务总局关于非居民企业间接转让财产企业所得税若干问题的公告》（国家税务总局公告2015年第7号）。

“税务7号公告”第1条规定：非居民企业通过实施不具有合理商业目的的安排，间接转让中国居民企业股权等财产，规避企业所得税纳税义务的，应按照企业所得税法第47条的规定，重新定性该间接转让交易，确认为直接转让中国居民企业股权等财产。该条所提及的《企业所得税法》（中华人民共和国主席令第23号）第47条则规定：企业实施其他不具有合理商业目的的安排而减少其应纳税收入或者所得额的，税务机关有权按照合理方法调整。

举个例子来说明上述条文的意思：卖方（为境外公司）将标的公司（亦为境外公司）的股权转让予买方（同样为境外公司），因为有了“税务7号公告”的存在，这样的交易是纳入中国税务机关的监管视野的，是有可能触发“税务7号公告”项下的纳税责任的。

由于在搭建红筹架构的过程中涉及多次股权架构调整操作，并且该等调整的“影响力”大多是贯穿境内、境外的，因此“税务7号公告”是中介机构（尤其是税务团队）在讨论、确定《（红筹）重组备忘录》时必须随时考虑到位的重要事项。

虽然不同项目所面临的“税务7号公告”相关事宜各自有所不同，但一个最为实用的理念和提醒是：在红筹重组的路径设计中，在境内架构、境外架构已经“串起来”之后，尽量避免在境外进行（间接涉及境内公司权益的）股权转让。——因此，如果听到有中介机构提及“换股/跨境换股”或类似概念，公司及其他中介机构就要即刻打起精神、提高警惕了。

QUESTION 23

Q23：红筹重组过程中，哪些环节需要进行“税务测算”？

A：这也是一个专项的税务事宜问题。

简言之：“红筹两步走”中的每一步，都是“交易”，都需要考虑税务影响；能否实现足额“带资出境”更是明显涉及是否会导致“税基损失”的问题；此外，员工股权激励计划等特殊事项也涉及税务影响分析。

一个比较稳妥的工作方法是：由公司聘请的专业税务团队，及时（以书面形式）为公司进行税务测算分析，将每个涉税环节所适用的税务规定条文列出来，并结合公司提供的真实数据对“纳税金额”进行测算，并就可能的“税务风险”作出提示。

QUESTION 24

Q24：小红筹项目中的“员工股权激励计划”：应如何处理及对待？

A：无论公司是否准备上市、是否准备进行融资，“员工股权激励计划”都是一个复杂精深、并且涉及（审计、税务、信托、境外法律、境内法律等）多个专业领域的“综合性大

话题”，任何一方中介机构都无法仅凭自身的专业资质就能“三言两语”说明白。

对于“小红筹”项目而言，我们希望分享的一个实操性工作技巧是：公司尽早将这个问题提出来，并邀请公司聘请的审计、税务、（境外）信托、境外律师、境内律师、甚至是（办理境内外汇登记的）境内商业银行等多个专业团队同步参与整体讨论，以便最终确定一个（很可能将延续至IPO上市之后）整体路径操作安排。

QUESTION 25

Q25：小红筹模式中的“代持”：应如何理解？

A：仅就我们实际办理“小红筹”项目的经历而言，“代持”这个问题，在超过80%的项目中都会被提及和问到。——由于“小红筹”项目中的上市主体是遵循境外IPO上市规则、在境外证券市场上市，因此对于“代持”这个问题的理解和处理，更多地是需要听取境外律师的专业意见。

从我们作为“中国律师”的视野和实际工作感受来看，我们建议公司首先要自行梳理和厘清两种“情形”（这两种情形，经常被混为一谈、都被笼统称为“代持”了）：

（1）一种简单的情形是，对于境内公司的特定股权，其实是有确定的“实益股东/隐名股东”的（“A先生”），只不过出于某种特殊考虑，A先生安排了“名义股东/显名股东”（“B先生”）进行工商登记。——这是一种常见而浅显的“股权代持”，一般而言，这是需要在上市前解除代持、让A先生本人直接成为“显名股东”的，通常在境内公司层面上进行一次“股权转让”的操作就可以了，并以适当方式对之前采用“代持”方式的缘由背景和过程等予以披露和确认。同时，境外律师可能会同时关注是否符合境外有关IPO规则的要求，以确保该等历史性安排并不会导致香港联交所在上市申请人的拥有权连续性等方面产生质疑。

（2）另一种情形是，公司已经或打算划出一定比例的股权，专门用作未来进行“股权激励”。这部分股权，可能是由一个ESOP平台以“机构股东”的形式持有，也可能是由某位核心自然人股东以“自然人股东”的形式持有。无论持有形式如何，一个共同的核心特征是：究竟哪些主体、哪些人士最终将实益取得该等股权，在上市时点都的确是“尚未确定”的，需要在上市之后的某个时点（甚至是上市若干年之后）才能够确定下来。——这种情形，其实与前述第（1）种情形是截然不同的概念，是不应该“混为一谈”的。

由于“小红筹”模式是在境外上市，因此就上述第（2）种情形，最重要的是在本质上结合境外法律、境外IPO规则、境外上市公司的相关行为准则等进行具体分析并形成实质性判断意见；而“中国律师”其实并不具备就该等境外法律事项发表意见的“资质/资格”。——同样地，我们就此希望分享的一个实操性工作技巧是：公司同样要尽早将这个问题提出来，并邀请公司聘请的境外律师、审计、税务、（境外）信托、境内律师、甚至是（办理境内外汇登记的）境内商业银行等多个专业团队同步参与整体讨论，以便最终确定（很可能将延续至IPO上市之后）整体路径操作安排，并争取清晰准确地记载在《（红筹）重组备忘录》中（之后，也会在招股书中进行清晰披露）。

QUESTION 26

Q26：小红筹项目：在境外成功上市后，有“锁定期”吗？

A：这一个地道的、境外IPO规则项下的问题，而并不是一个“中国法律问题”。

因此，我们在这里仅是简单摘录一些香港IPO规则项下的条款，供大家初步了解和参考：

（1）针对控股股东：

根据（主板）《上市规则》第10.07(1)条，新发行人证券于联交所交易起6个月内，控股股东不得出售所持证券，且于接下来的6个月内出售证券不得影响其控股股东身份。

根据（创业板）《GEM上市规则》第13.16A(1)条，新发行人证券于联交所交易起12个月内，控股股东不得出售所持证券，且于接下来的12个月内出售证券不得影响其控股股东身份。

（2）针对Pre-IPO投资者：

根据《香港交易所指引信 HKEX-GL43-12》第4.1条，申请人一般要求首次公开招股前投资者在上市日期起计6个月或以上期间内不得出售首次公开招股前认购的股份。

（3）针对基础投资者（即：基石投资者）：

根据《香港交易所指引信 HKEx-GL51-13》第2.2（b）条的规定，基础投资者就所配售的首次公开招股股份须设禁售期，一般为上市日期起计至少6个月。

（4）针对公众股东：

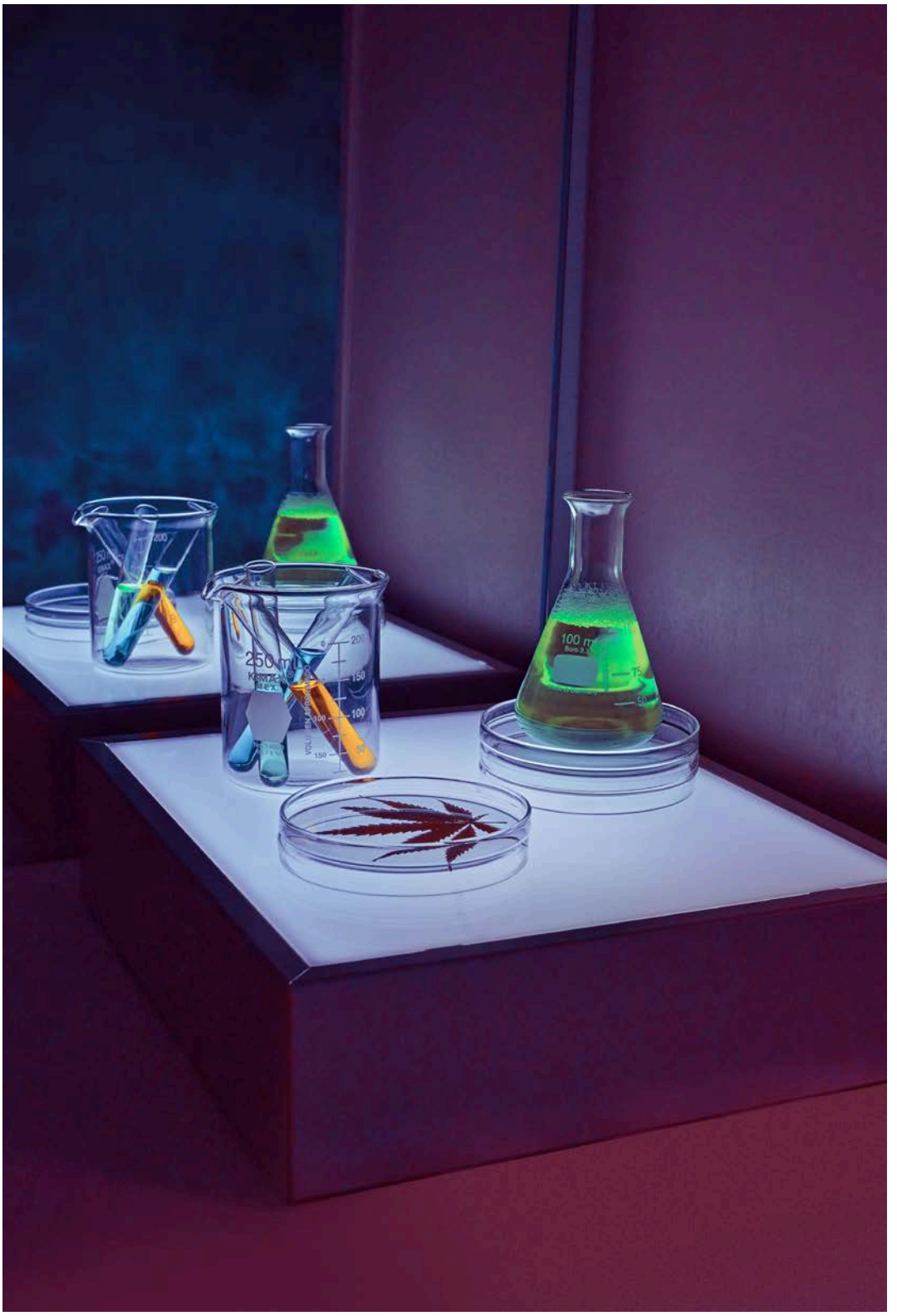
就公众人士而言，则通常没有禁售期限制。

这篇《港股“红筹”模式：个性化问答》就暂时记录到这里了。同样地，我们也期待很快有新的问题出现，让我们可以追随新的问题而不断续写下去。

孟聪慧
合伙人
资本市场部
广州办公室
+86 20 2826 1718
mengconghui@zhonglun.com

CHAPTER 03

赴港上市
特殊问题探讨



HONG KONG
CAPITAL MARKET:

生物医药企业IPO重点关注法律问题

作者/丁文昊、郭克军

近年来，生物医药领域的投融资、IPO等交易非常活跃，伴随着科创板以及香港18A板块的推出，生物医药企业IPO有了可预期的路径。

根据上海证券交易所官网公示信息，截至2021年12月31日，共有科创板上市企业377家，其中医药健康类企业52家，占比13.8%。上述52家医药健康类科创板上市企业所采用的上市标准分布情况为：采用第一套标准[1]的占比63%；采用第二套标准[2]的占比为2%；采用第四套标准[3]的占比为6%；采用第五套标准[4]的占比25%。

根据Wind统计及分类，共有98家公司登陆香港主板；这其中包括48家根据18A规则上市的公司。

对于医药企业IPO而言，由于不同企业的商业模式和发展阶段不同，重点关注的法律问题也会存在差异。总体而言，影响法律问题分析的主要维度包括如下事项：

1.产品研发、生产、销售的模式：如产品是In-House（自主研发）、In-License（外部引进）还是合作研发；是自建生产基地还是委托第三方CDMO企业生产；自建销售团队及网络还是委托第三方机构销售；是自行完成商业化还是采取License-Out（对外授权）的模式。

2.产品研发的阶段：产品是处于临床前研究、临床试验申请还是药品注册申请阶段，产品是否已经实现生产或销售。

1.预计市值不低于人民币10亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币5000万元；或2.预计市值不低于人民币10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元。

2.预计市值不低于人民币15亿元，最近一年营业收入不低于人民币2亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例不低于15%。

3.预计市值不低于人民币30亿元，且最近一年营业收入不低于人民币3亿元。

4.预计市值不低于人民币40亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。

3.产品细分领域：产品是创新药、生物类似药、仿制药、还是生物制剂（如疫苗）；产品使用的技术平台是mRNA技术还是基因编辑技术；产品针对的靶点或位点是什么；产品的适应症、目标科室、患者人群以及是否为一线或是二线治疗方案。

4.产品的布局：产品是全球性或仅是某些地区的商业化布局；产品的临床试验策略是如何布局；产品的专利保护是如何布局。

鉴于不同类型的医药企业IPO过程中侧重的法律问题不尽相同，本文将选取几个有代表性的问题略作分析和梳理。由于联交所并不公布否决案例的具体原因，笔者此处使用科创板对生物医药企业IPO审核关注的重点问题作为案例参考。

SECTION 001

License-in模式以及专利实施许可核心关注要点

基于生物医药行业自身的特点，除自主研发之外，生物医药企业也常常会从境外或其他公司，引进研发好的产品并开发中国区的权益和产品（“License-in”）。因此，生物医药企业的核心研发管线（“pipeline”）所基于的知识产权很可能是经第三方授权许可的专利产品或专利技术。

License-in模式下，由于核心产品或技术是授权而来，因此发行人的技术完备性（包括授权的类型、范围、期限、知识产权相关约定）以及技术先进性，是否依赖或者受制于第三方将被重点关注。

近期上海一药物研究开发公司科创板上市被上海证券交易所上市委暂缓审议，即涉及上述问题。上市委重点关注：（1）发行人核心技术在主要产品研发中发挥的具体作用，发行人是否独立自主对引进或合作开发的核心产品进行过实质性改进并做出实质性贡献；（2）发行人是否主要依靠授权引进或合作研发引入相关产品管线而对第三方技术存在重大依赖，发行人关于“具有独立自主的研发能力，技术研发体系完备，不存在核心技术依赖于第三方的情形”的自我评价是基于历史事实还是基于未来

展望；(3)结合发行人已开展二期以上临床试验的核心产品均源自授权引进或合作研发的情况，分析发行人是否符合科创属性要求。

鉴于此，License-in模式下的专利实施许可合同，构成生物医药企业最重要的商业合同，直接影响企业核心知识产权稳定性以及先进性的判断，因此在IPO过程中需要详细核查及披露该等合同中对专利的授权范围、知识产权归属、许可使用费的支付、商业化的安排等进行详细约定。专利实施许可合同的核心和要点问题简要总结如下：

(一)授权许可的相关约定

专利实施许可合同核心条款之一即为针对授权许可的相关约定，其主要可以分为如下几个部分：

1.授权许可的范围和期限

药品专利授权许可的地域范围，根据合同双方的合作范围和方式可以为全球范围，或对具体地域范围进行限定，如全球范围内的授权或中国区内的授权。除对许可的地域范围进行明确约定外，对于被许可专利可运用的适应症也会根据合同双方的合作范围和方式作进一步限定。

药品专利的授权许可期限一般以该药品的专利保护期限为限，当涉及多件专利时，以最后一件专利的到期日为限。

2.授权许可的类型

专利授权许可的类型根据合同双方的合作范围和方式一般分为如下几种：

♦**独占许可**，指专利许可方许可被许可方在一定的期限和范围内，享有对专利独占的使用权，许可方在合同规定的范围和期限内不得再向第三方授予该项专利的使用权，同时许可方自己也不得在合同规定的范围和期限内使用该项专利制造和销售产品。

♦**排他许可**，指专利许可方在一定的期限和范围内将专利的使用授予给被许可方，许可方不得再将该项专利许可给任何第三人使用，但专利许可方自己保留使用该项专利制造和销售产品的权利。

♦**普通许可**，又称为非排他许可，指专利的许可方在一定的期限和范围内将专利的使用权授予被许可方，但同时许可方仍可以将该项专利的使用权授予其他被许可

方，并保留自己使用该项专利制造和销售产品的权利。

除针对许可类型进行约定外，对于被许可方是否可以进行分许可/转授权，即是否允许被许可方将专利再次许可给第三方使用，专利实施许可合同中一般也会予以明确约定，如果允许被许可方进行分许可的，会进一步视情况约定被许可方进行分许可时是否需要取得许可方的同意。

3.其他约定

除前述关于授权许可的主要约定之外，根据合同双方的商业诉求，专利实施许可合同中还可能会根据被许可方的需求设置被许可方相应的选择权（即在一定期间内，允许被许可方根据对被许可专利的评估结论，有权选择是否继续履行协议），以及除期限届满外的其他终止条件等具体安排。

(二)知识产权的归属约定

针对专利实施许可合同涉及许可方、被许可方未来基于被许可专利进一步开发产生的专利或其他知识产权的归属问题，专利实施许可合同一般也会予以明确约定，一般较为常见的方式如下：

首先，明确被许可专利的归属。由于被许可专利归属于许可方，针对该事项，一般会作为事实陈述由合同双方确认。另外，在协议的陈述保证部分，通常也可能会要求许可方对被许可专利的归属作出相应的陈述保证。

其次，明确未来因被许可方使用被许可专利而产生的相应知识产权的归属。较为常见的安排为约定该等知识产权归属于被许可方，但对于许可方针对该等知识产权是否可以享有相应权利，双方也会在协议中根据商业安排进行明确的约定。

最后，明确未来许可方基于被许可专利而产生的相应知识产权的归属。该等知识产权一般约定归属于许可方，但可根据商业安排约定被许可方在何种范围和程度上享有一定权利，例如，可约定被许可方在授权许可的范围内自动享有免费使用的普通许可。

(三)专利使用费及支付的相关约定

除关于授权许可及知识产权的相关约定外，专利实施许可合同中另一主要商业

条款即约定专利使用费及其支付的条款。虽然根据协议双方之间的商业安排，针对专利使用费及支付的条款会各有不同，但一般较为惯常的协议安排会采取如下方式：

1.首笔款项

首笔款项一般会约定为固定的金额，在协议签署之日后的一定时间内支付，并且一般不会设置其他付款前提。

2.里程碑付款

里程碑付款一般会根据被许可专利所涉新药研发管线的里程碑事件（“milestone”）设定相应的付款前提。例如，根据提交临床试验申请、进入临床I期、II期或III期（或病人入组情况）、新药上市获得批准等里程碑事件设置每一里程碑事件达成后的付款金额。

3.商业化后的付款安排

针对产品实现商业化之后的付款安排，一般会根据年净销售额是否达到约定金额而设置相应的付款前提及付款金额。部分协议也会将产品实现商业化之后的付款安排也纳入里程碑付款条款。

(四)专利实施许可的备案

除上述专利实施许可的主要条款外，关于专利实施许可是否完成备案也需要予以关注。

根据《中华人民共和国专利实施许可合同备案办法》及《中华人民共和国专利法实施细则（2010修订）》的规定，专利权人与他人订立的专利实施许可合同，应当自合同生效之日起3个月内向国务院专利行政部门备案。

根据中国法律的相关规定，专利实施许可合同备案并非专利实施许可生效的前提条件，专利实施许可通常于专利实施许可合同签署时生效。但是，备案可以达到对专利实施许可的状态进行公示的效果，从而起到对抗第三人的作用。

对于独占性及排他性专利实施许可而言，如果没有备案登记，权利人违反约定再次向第三方授权许可的，第三方得以适用善意第三人抗辩，在先的独占性及排他性被许可人可能无法追究善意第三方的侵权责任，仅可追究权利人的违约责任。如果在先许可没有备案登记，权利人再次向第三方授予独占性许可或排他性许可并经备案的，

在后的独占性或排他性被许可人可以对抗在先被许可人，从而禁止在先被许可人实施专利技术方案，在先被许可人仅可通过追究权利人违约责任获得救济。

由此可见，专利实施许可合同未完成备案对于被许可人的使用权存在潜在的法律风险，因此建议生物医药企业凡是研发管线涉及被许可专利（独占或排他许可）情形的，应积极办理专利实施许可合同备案手续。

SECTION 002

委托开发与合作开发模式下的核心关注要点

在新药研发成本高，药品研发竞争激烈的情况下，越来越多的生物医药企业倾向于与CRO、高校或医院等机构开展委托开发或合作开发，以降低研发成本，提高研发效率。但两种模式下，产品知识成果的归属以及费用承担和收益分享的机制完全不同，进而会影响发行人的会计处理，因此会受到监管部门的关注。

例如，上海复旦张江生物医药股份有限公司（已上市）在科创板首次申报时被暂缓审议即与此问题相关。上市委关注发行人与上海医药合作开发特定药物的研发是受托开发还是合作开发，费用承担和收益占有不对等是否具有商业合理性。

关于委托开发与合作开发的会计处理影响本文不进行阐述，本文将着重阐述委托开发与合作开发过程中产生的发明创造的权利归属的不同。

委托开发与合作开发过程中产生的发明创造的权利归属的存在显著不同，《中华人民共和国民法典》和《中华人民共和国专利法》均对此进行了规定。具体如下：

(一)委托开发

根据《中华人民共和国民法典》第859条和《中华人民共和国专利法》第8条的规定，委托开发完成的发明创造的权利归属优先根据各方的约定进行确定，若各方没有对此进行明确约定，申请专利的权利归属于研究开发人，即被委托人，委托人有权免费实施，并在被委托人转让专利申请权时享有同等条件下的优先受让权。

合作开发完成的发明创造的权利归属优先根据各方的约定进行确定，若各方没有对此进行明确约定，合作开发完成的发明创造的权利归属，由合作开发的当事人共有。

(二)合作开发

根据《中华人民共和国民法典》第860条和《中华人民共和国专利法》第8条的规定，合作开发完成的发明创造的权利归属优先根据各方的约定进行确定，若各方没有对此进行明确约定，合作开发完成的发明创造的权利归属，由合作开发的当事人共有。此外，根据《中华人民共和国专利法》第14条的规定，对于共有的专利权或专利申请权优先按照各方约定的方式行使，若共有人未约定行使方式，共有人许可他人实施专利所收取的使用费应与其他权利人进行分配。另外，共有人除了可以单独实施和以普通许可的方式许可他人实施共有的专利权外，以其他方式行使时还应取得其他权利人的同意。

根据上述规定，委托开发与合作开发完成的发明创造的权利归属和行使方式适用约定优先的原则，若生物医药企业未与相关各方就此进行约定，在委托开发模式下，其将无法获得该知识产权，而仅有权免费实施；在合作开发模式下，该知识产权由各方共有，由此将会对生物医药企业行使该权利产生限制，如许可使用费需要与其他权利人分配、必须取得共有人的同意等。为避免上述情况的发生，建议生物医药企业在委托开发和合作开发合同中对技术成果的权属范围、使用方式和收益分配方式等进行明确约定。

此外，根据我们的项目经验，实践中还存在企业直接与高校或医院等机构的教授、医生等员工签署研发服务合同的情况。根据职务发明相关规定，此种情形下，即使合同中已约定知识产权归属于药企，该知识产权也可能因被认定为高校或医院等机构的职务发明而处于权属不确定的状态。因此，生物医药企业应避免直接与个人签署研发服务合同，而应当直接与高校或医院等机构签署。另外，对于已经与个人签约的，应尽可能与该个人所任职单位协商并书面确定相关权利的归属。

SECTION 003

职务发明核心关注要点

生物医药企业大多会设立研发部门，由研发人员主导并开展药品研发，这一过程中不可避免地会遇到职务发明的相关问题。

如悦康药业集团股份有限公司（科创板已上市）、长春百克生物科技股份公司（科创板已上市）等均涉及该问题。监管部门核心关注：发行人董监高、核心技术人员名下是否拥有与发行人主营业务相关的知识产权或技术成果，是否来源于前任职单位，是否存在纠纷或潜在纠纷；相关人员是否涉及违反保密协议、竞业禁止等合同约定，是否存在纠纷及潜在纠纷。

针对职务发明的核心法律问题，我们简要总结如下：

(一)职务发明权属

生物医药企业的产品研发离不开企业技术人员的参与，由此产生的技术成果应当归谁所有，这就涉及到职务发明权属问题，《中华人民共和国专利法》和《中华人民共和国专利法实施细则》对该问题进行了如下规定：

根据《中华人民共和国专利法》第6条、《中华人民共和国专利法实施细则》第12条的规定，职务发明的相关权利由单位享有，且以下几种情形均应当被认定为职务发明：（1）本职工作中完成的发明创造；（2）履行本单位交付的本职工作之外的任务所作出的发明创造；（3）辞职、退休或调动工作一年内作出的，与其原单位承担的本职工作或原单位分配的任务有关的发明创造；（4）主要是利用单位的物质技术条件所完成的发明创造为职务发明创造，即主要是利用了单位的资金、设备、零部件或者不向外公开的技术资料完成的发明创造。另外，《中华人民共和国专利法》第6条还规定，对于“利用本单位的物质技术条件所完成的发明创造”，单位与发明人或者设计人对相关权利归属作出约定的，从其约定。

虽然法律法规已经就职务发明的范围、权属设置了上述默认规则，但相关规定并不十分明确，仍有解释的空间，如未就“与其原单位承担的本职工作或原单位分配的任务有关的发明创造”“主要利用本单位物质条件”中的“有关”和“主要”作出明确阐述。另外，《中华人民共和国专利法》第6条还规定了利用本单位的物质技术条件所完成的发明创造的权属问题适用约定优先原则。

因此，为了全面保护企业的权益，确定相关知识产权的归属，建议生物医药企业就员工在履行职务期间所产生的技术成果的知识产权归属进行明确约定，并制定与之相关的规章制度，如在劳动合同、员工手册或类似的公司制度性文件中明确约定职

务发明的范围，例如约定“员工利用公司的物质技术条件所完成的发明创造的专利申请权归公司所有”，并促使员工签收确认该等制度性文件，等等。

此外，对于新入职员工完成的发明创造，若该发明创造产生于该员工从原单位离职的一年内，则根据《中华人民共和国专利法》的上述规定其可能被认定为属于原单位的职务发明，即申请专利的权利归属于原单位，从而导致相关专利的权属处于不确定的状态。因此，企业还应当注意对新入职员工进行知识产权背景调查，并要求新入职员工填写知识产权调查表及承诺函，以避免本单位员工完成的发明创造的专利权和专利申请权被认定为该员工原单位的职务发明。

(二)职务发明奖励和报酬

如上所述，生物医药企业常常会涉及职务发明的问题，虽然职务发明的权利归属于单位，但根据《中华人民共和国专利法》第15条规定，职务发明发明人有权从单位处获得一定数额的奖励和报酬。因此，职务发明奖励和报酬制度的设立与执行对生物医药企业来说也非常重要。《中华人民共和国专利法实施细则》第77条、第78条对职务发明奖励与报酬的发放进行了规定。具体如下：

在单位未与发明人就职务发明奖励与报酬的支付方式和数额达成约定或制定相关规章制度的情况下，对于发明专利单位应当至少发放奖励3000元/项，对于实用新型专利单位应当至少发放奖励1000元/项。职务发明实施后，单位还应当从实施该专利的营业利润中提取一定比例发放报酬，即发明或者实用新型专利提取比例不低于2%，外观设计专利提取比例不低于0.2%，或者参照上述比例，给予发明人一次性报酬；另外，单位许可他人实施该专利的，还应当将不低于使用费的10%作为报酬给予发明人。

根据我们的项目经验，实践中不少生物医药企业存在未与发明人约定职务发明奖励与报酬的支付方式和数额，也未建立职务发明奖励与报酬制度的情况。如前所述，职务发明人可向企业主张相应产品营业利润的一定比例作为其职务发明的报酬。如药品获得市场成功，往往意味着高额的营业利润，所以发明人的这一主张可能会给企业带来较大的财务负担。因此，建议生物医药企业建立职务发明奖励与报酬制度，按照不低于法定最低要求的标准发放职务发明奖励，并约定一次性发放职务发明报

酬的数额。

此外，对于生物医药企业尚未建立相关制度但已经实际发放相应的奖励和报酬的情形，为防范法律风险，除了尽快建立职务发明奖励与报酬制度之外，企业还可以与职务发明人签订确认书，由职务发明人确认其已收到符合法律法规规定的职务发明奖励与报酬，并作出不再进一步主张任何职务发明奖励与报酬的承诺。

SECTION 004

产品核心竞争力与技术自由实施分析

生物医药企业的核心竞争力来源于其产品和技术的先进性。例如，在研产品对应的化合物、靶点、适应症等在全球范围内是否都具有创新性是评价一家生物医药企业核心竞争力的关键因素。

如果该产品不能获得有效的专利授权，一方面从侧面说明该产品的新颖性不够，另一方面也会增加该企业自身侵犯第三方专利的风险。此外，以科创板上市为例，“科创属性”通常需要5项与主营业务相关的发明专利来佐证。

因此，生物医药企业需要在产品研发前、研发过程中、上市后等节点以及在IPO过程中对相关产品是否存在侵犯第三方专利的风险进行分析，即技术自由实施分析（Freedom To Operate，下称“**FTO分析**”）。

(一)FTO分析的主要步骤

FTO分析，是指为确定一项技术或者一个产品的实施是否侵犯第三方知识产权所进行的法律尽职调查。一般来说，FTO分析主要包括如下6个步骤：

确定检索数据库：国内检索可以选用Incopat、Soopat、中国上市药品目录集等；国外专利可采用DWPI、SIPOABS、Drugfuture等；序列数据库可选用EMBL、Genbank等。

确定药品核心技术：根据研发人员对目标药品的说明及相关技术文档，确定目标药品的核心技术方案。

制定检索策略：由于药品的复杂性，为保证检索的全面性，需要结合多种检索方

式，可先用名称、同义词、近义词、靶点、适应症及其上下位概念等关键词进行检索，当出现较多无关专利时，可再用专利分类号进行范围限定。另外，还可以采用关键发明人、竞争对手、生物序列进行补充检索。

进行专利筛选：先对检索得到的所有专利进行初步筛选，排除明显不相关的专利，再根据核心技术方案的内容筛选出高度相关的专利。

进行侵权分析：先确定药品与高度相关的专利所对应的技术特征，然后根据“全面覆盖原则”和“等同原则”进行侵权风险的分析，判断该药品相关的技术特征是否落入高度相关的专利的保护范围。

提出解决方案：根据侵权分析结果，确定高风险专利的范围，并给出应对方案，如提出无效请求或第三方公众意见，还可以根据专利的具体情况给出规避法律风险的建议。

此外，还应当注意的是，对于FTO分析中发现存在侵权风险的尚未获得授权的专利申请，由于专利申请人可能会根据专利审查情况对专利申请进行修改，因此，最终授权的专利文本与FTO分析时的专利申请文本之间可能会存在差异，建议企业密切关注对比文件的审查和授权情况，从而根据专利申请的修改情况，再对目标药品的侵权风险进行评估。

(二)建立关键节点的FTO风险评估机制

为有效防范专利侵权风险，生物医药企业应至少在立项前、上市前等关键节点建立FTO风险评估机制。

首先，在药品立项之前，生物医药企业需要进行FTO分析，以了解相关药品的专利情况，为药品研发提供方向和建议。

其次，在药品研发完成进入临床试验前以及药品上市前，生物医药企业均有必要进行FTO分析，以了解目标市场相关专利情况，对可能面临的专利侵权风险做出预测和评估。

再次，在融资并购或药品技术转让交易过程中，生物医药企业也需要进行FTO分析，以帮助投资方或受让方评估标的的价值和风险。

当然，生物医药企业还可以根据相关药品的具体情况在其他节点进行FTO分析，以评估相关风险。

SECTION 005

研发服务外包的具体模式及对发行人经营的影响

药品研发涉及大量的研发服务外包（CRO）行为，因此也是监管部门关注的重点。例如上海谊众药业股份有限公司（科创板已上市）、苏州泽璟生物制药股份有限公司（科创板已上市）等均因其CRO合作模式、稳定性以及相关资质等问题被上交所问询。

上市审核机构一般会从如下几个方面关注药品研发企业CRO 服务的具体情况：

1.具体模式、合同签署、主要协议约定、研发主要项目、合作研发权利义务相关约定、费用承担与研发成果权利归属、目前已取得的研发成果等；

2.上述CRO服务是否实际是合作研发，发行人和CRO在研发过程中各自的角色、作用，所参与的主要内容；CRO服务是否涉及发行人的核心技术或核心研发步骤，发行人持续经营能力是否依赖于CRO和合作研发或相关单位；

3.CRO服务单位是否具备相应的资质，如果与境外CRO企业合作的，是否符合所在国相关法律法规的规定及相应伦理道德要求。

其中，上述第1点以及第2点主要从CRO合同的具体条款出发，需要判断的核心要点是该等CRO服务是否为纯粹的研发服务外包，是否涉及合作研发的实质，知识成果的归属是否全部由发行人享有。第3点问题则需要结合CRO机构具体服务的内容进一步比照法律法规判断CRO机构是否具备相应的资质。

例如，笔者承办的一单新药研发企业科创板上市项目（第五套标准），我们即通过以下几个标准对发行人的CRO服务进行了分类：是从事临床前研究的CRO还是临床还发阶段的CRO，如果从事临床前研究是否涉及毒理或药代动力学的分析，是否涉及CDMO的服务。

通过进行上述业务划分，我们大体可以判断如下：单纯从事早期临床前研究的CRO机构不需要特别的资质证照，但如果涉及毒理或药代动力学的分析则需要具备GLP认证以及试验动物使用许可证；单纯从事临床试验阶段CRO服务的机构不需要特别的资质；从事CDMO服务的机构还需要药品生产许可证。

SECTION 006

临床用药的合法合规性

临床试验是药品研发及上市的核心环节，大部分情况下，药品研发企业临床研究阶段的原料药及临床用药均是采取CMO形式进行，因此上市审核机构通常会关注发行人当前原料药、临床用药委托的具体情况，是否合法合规，是否涉及发行人关键核心技术；受托方是否具备相应资质，是否受到相应处罚及存在相关违法违规事项。

通常情况下，药品研发企业与CMO机构的合作分为原料药CMO及制剂CMO两部分，通常先由上游原料药CMO企业，根据发行人的设计，对原料药的工艺、生产流程等工艺路线进行开发和验证，后经由制剂CMO企业，根据发行人的设计，对制剂处方进

行验证及开发。

在原料药CMO环节下，一般原料药工艺验证、研发批次及临床批次的生产需要CMO机构具备相应的药品生产许可证且生产环境需满足GMP要求。但原料药生产中控、分析方法验证及稳定性研究等分析服务则不需要特殊的资质要求。

在制剂CMO环节下，制剂处方前验证、制剂处方工艺开发、优化及相关质量验证、制剂研发样品生产等需要CMO机构具备相应的药品生产许可证且生产环境需满足GMP要求。制剂处方前研究、制剂生产中控、分析方法验证及制剂产品稳定性研究等分析服务则不需要特殊的资质要求。

SECTION 007

商业贿赂问题

针对产品已经进入商业化的医药研发企业，商业推广活动过程中是否商业贿赂问题将被监管机关重点关注。

例如，上海复旦张江生物医药股份有限公司（已上市）在科创板首次申报时被暂缓审议，上市委即对其市场推广费用的合理性表示关注。

IPO审核部门一般会从如下几个方面关注市场推广行为和合理性及合法性：（1）发行人推广商的选取标准，管理控制制度；报告期内是否发生较大变化；推广商是否与公司存在关联关系，是否具有合法的经营资质及能力；（2）发行人自身营销团队和推广商的具体职责划分；（3）发行人推广费用与可比公司的对比情况，相关费用支出是否具有合理性，是否存在直接或变相向客户（学术机构或人员）赠送礼金、高额礼品等商业贿赂的行为；（4）代理商及员工是否涉及行贿；发行人是否存在商业贿赂违法违规行为，是否被相关部门处罚；（5）发行人与推广商是否存在关于防范商业贿赂的约定，相关责任的划分、承担情况。

根据《中华人民共和国反不正当竞争法》有关规定，经营者不得采用财物或其他手段贿赂相关单位或者个人，以谋取交易机会或者竞争优势；经营者不得对其商品的性能、功能、质量、销售状况、用户评价等作虚假或者引人误解的商业宣传，欺骗、误导消费者。

针对该项问题，发行人一般需要结合自身学术推广的营销模式，发行人报告期内销售费用明细，发行人《内部审计制度》、《反商业贿赂管理制度》等内部控制制度，发行人主要销售人员的资金流水，相关市场监管部门出具的《合规证明》，发行人报告期内重要客户、供应商的走访和函证来证明自身商业推广行为的合理性，不存在通过贿赂以谋取交易机会或者竞争优势，亦不存在虚假宣传、欺骗、误导消费者的情形。

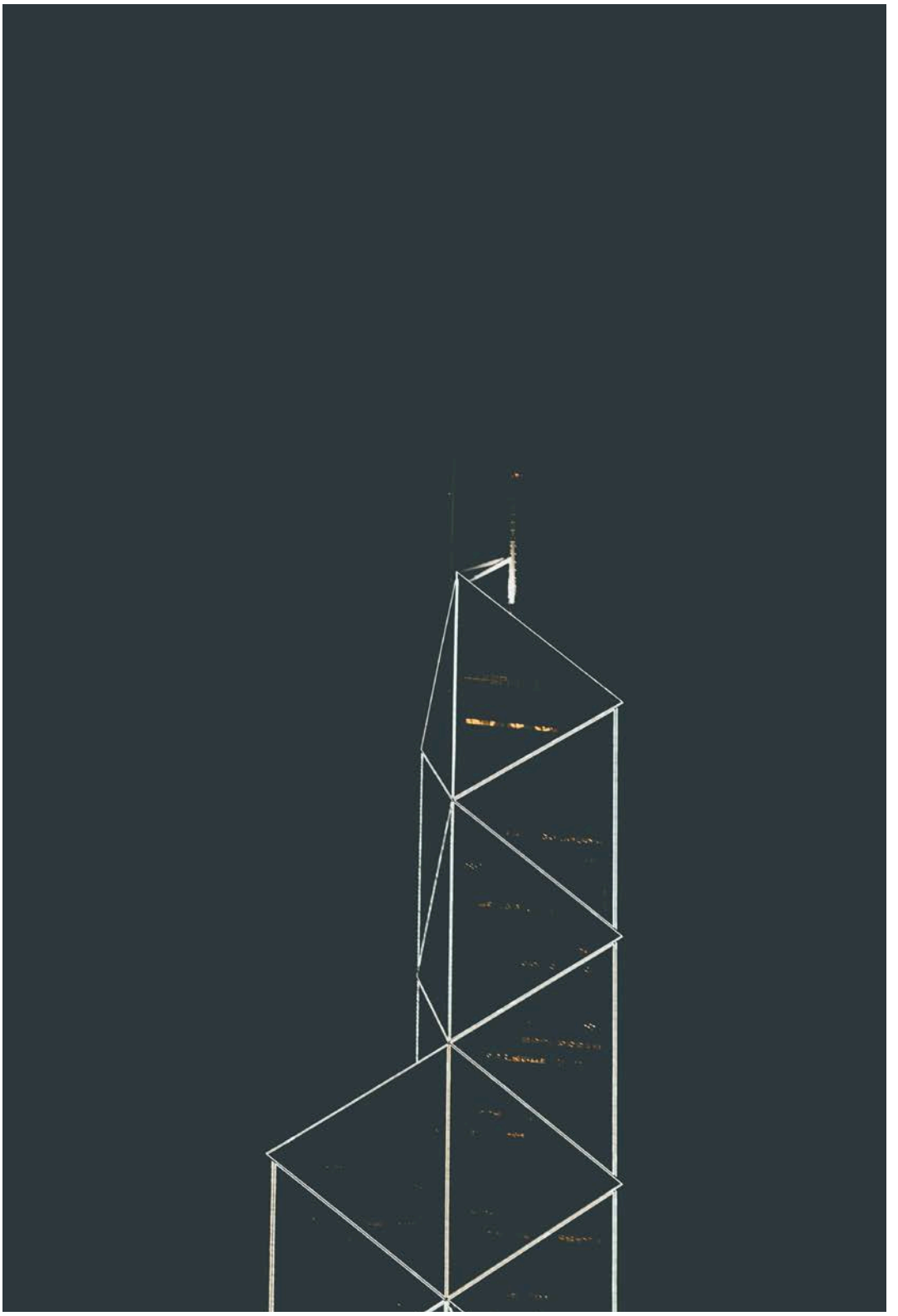
SECTION 008

总结

近年来，生物医药行业发展迅速，上市项目越来越多，IPO审核过程中关注的内容也越来越丰富。生物医药需注意在共性问题中满足行业普遍标准，同时需要结合自身业务特点对重点问题进行差异化分析，寻找合适的解决方案，如此才能满足IPO的监管要求。

郭克军
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2082
guokejun@zhonglun.com

丁文昊
非权益合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2168
dingwenhao@zhonglun.com



HONG KONG
CAPITAL MARKET:

第二上市作为中概股回归的路径

相关规则分析

作者/徐建辉、王学志、朱家恩

近年来，随着中美贸易摩擦升级，远赴海外上市的中概股公司所面临的外部压力越来越大。与海外监管大环境对中概股公司的“围追堵截”相对的，中国内地和香港为中概股公司回归提供了广阔空间。以香港为例，在保留原上市地位的情况下，中概股回归中国香港上市存在多种路径，本文将对香港联交所（**“联交所”**）第二上市的回归路径作简要介绍，并对其豁免及宽免规则进行重点分析。

SECTION 001

中美贸易摩擦背景下的中概股回港上市路径

自2020年以来，美国对中概股的监管政策日渐趋严。其中不得不提2020年5月20日美国参议院全票通过的《外国公司问责法案》（Holding Foreign Companies Accountable Act），该法案的核心要点为要求发行人遵守上市公司会计监督委员会（PCAOB）的审计标准，并要求发行人证明其不受外国政府拥有或控制，否则将面临被禁止在全美交易所交易的风险。虽未指明，但落入该法案监管范围的主要为中概股公司。从拜登政府上台后的表态看来，其似乎正延续特朗普政府时期的监管态势。2021年3月24日，美国证券交易委员会（SEC）颁布了修订规则以实施《外国公司问责法案》里规定的提交和披露要求，此举再次引发了市场对中概股的担忧。据统计，公告发布当天，超40只中概股跌幅超10%。

与海外日益收紧的监管环境相对的，近年来，联交所不断清除制度障碍与壁垒，以更加开放态度和市场规则迎接中概股公司“回家”。尤为突出地，2018年4月，联交所修订了《上市规则》第十九C章有关于第二上市的规则，容许已在境外上市的业务以大中华为重心的创新产业公司到香港作第二上市。此举吸引了大量中概股企业回港上市。

包括第二上市在内，一般而言，在保留原上市地位的情况下，**中概股回归中国香港上市有以下三种主要路径：**

♦ **第二上市**：发行人在另一家证券交易所主要上市，并且其大部分证券在香港以

外地方买卖，可申请在联交所作第二上市，申请板块为联交所主板。第二上市所须遵守的规定较联交所主要上市宽松，发行人主要受其主要上市地的监管规范监管。

♦**双重主要上市：**已在证券交易所上市的公司继续保留原有上市地位，并且在联交所再次公开发行股票挂牌上市，其两次股票发行上市均需符合上市地交易所的全套发行要求，如我国部分上市公司的“A+H”股票。

♦**分拆上市：**已在证券交易所上市的公司将其部分业务板块进行重组置入其中一家子公司，保留对该子公司的控制权，并且以该子公司向联交所申请上市。分拆上市本质上与一般的红筹企业港股上市无异，需遵守联交所关于上市的全套发行要求；若其母公司已在联交所进行第二上市或者双重主要上市的，进行重组分拆时还需要遵守联交所《上市规则》第15项应用指引（**“PN15”**）项下关于分拆的规定。

相较于双重主要上市和分拆上市仍需遵守联交所的全套上市发行要求而言，第二上市的规则相对简化。根据《上市规则》第十九C章途径作第二上市的发行人，可获若干自动豁免，不用完全遵守《上市规则》某些条文；此外，第二上市发行人亦可因应自身具体情况，而向联交所申请豁免遵守《上市规则》的其他规定，联交所会根据个案的实情以及所有相关事实及情况考虑是否批准依申请的豁免事项（详见下文重点分析的豁免及宽免规则）。鉴于此，第二上市是中概股回归港股市场可考虑的一条主要路径。

SECTION 002

香港第二上市公司概览

自2018年联交所修订《上市规则》以来，以第二上市方式回归港股市场的中概股上市公司共有14家，其简要情况如下表列示。[1]可以看出，2020年是中概股回归港股上市的“大年”，共有9家公司。截至2021年6月，已有4家中概股公司回归港股。经检索，在该等公司公开的招股书中，均有专章论述其已取得的对《上市规则》的宽免事项，联交所对于寻求第二上市企业的豁免及宽免制度的吸引力不可小觑。

1.根据联交所公开信息整理。来源：https://www.hkex.com.hk/Listing/Rules-and-Guidance/Listing-of-Overseas-Companies/Company-Information-Sheets?sc_lang=zh-HK

序号	上市发行人	港股代码	主要上市市场	所属行业	首次上市时间	上市首日估值（首次上市）	第二上市时间	上市首日估值（第二上市）
1	携程	09961	纳斯达克全球精选市场	旅游业	2003年12月10日	250亿美元	2021年4月19日	1,863亿港元
2	哔哩哔哩	09626	纳斯达克全球精选市场	互联网	2018年3月29日	413亿美元	2021年3月29日	2,982亿港元
3	百度	09888	纳斯达克全球精选市场	互联网	2005年8月5日	671亿美元	2021年3月23日	7,129亿港元
4	汽车之家	02518	纽约证券交易所	汽车行业	2013年12月11日	92.0亿美元	2021年3月15日	908.72亿港元
5	新东方	09901	纽约证券交易所	民办教育	2006年9月7日	157亿美元	2020年11月9日	2,249.61亿港元
6	万国数据	09698	纳斯达克全球市场	互联网数据	2016年11月2日	139亿美元	2020年11月2日	1,226.96亿港元
7	中通快递	02057	纽约证券交易所	物流	2016年10月27日	264亿美元	2020年9月29日	2,070.46亿港元
8	宝尊电商	09991	纳斯达克全球精选市场	互联网电商	2015年5月21日	27.1亿美元	2020年9月29日	203.67亿港元
9	再鼎医药	09688	纳斯达克全球精选市场	生物制药	2017年9月21日	162亿美元	2020年9月28日	524.23亿港元
10	华住集团	01179	纳斯达克全球精选市场	酒店	2010年3月26日	185亿美元	2020年9月22日	987.5亿港元
11	百胜中国	09987	纳斯达克全球精选市场	餐饮	2016年11月1日	287亿美元	2020年9月10日	1,635亿港元
12	京东	09618	纳斯达克全球精选市场	互联网电商	2014年5月22日	297亿美元	2020年6月18日	7,231亿港元
13	网易	09999	纳斯达克全球精选市场	互联网	2000年6月30日	768亿美元	2020年6月11日	4,472亿港元
14	阿里巴巴	09988	纽约证券交易所	互联网	2014年9月19日	2,314.29亿美元	2019年11月26日	40,207.15亿港元

SECTION 003

香港第二上市条件概要

对于希望寻求在联交所第二上市并且享受对相关事项的豁免及宽免待遇的的发行人而言，其首要前提在于满足联交所第二上市的条件要求。根据不同的上市路径，发行人在香港寻求第二上市需满足的条件有所差异。总体而言，在海外上市的公司可

通过以下**两个途径**寻求在联交所第二上市：《有关海外公司上市的联合政策声明》（**“《联合政策声明》”**）途径和《上市规则》第十九C章途径。两种途径的条件要求概要如下：[2]

	《联合政策声明》途径	《上市规则》第十九C章途径
业务以大中华为重心	禁止[3]	容许
主要上市所在的证券交易所	认可证券交易所	合资格交易所
“创新产业公司”要求	无须	必须
上市时最低市值	4亿美元	没有不同投票权架构的非大中华发行人：100亿港元
		其他合资格发行人：400亿港元；或（若最近一个经审计会计年度的收益至少10亿港元）100亿港元
在主要上市交易所的最低业务纪录要求	上市至少5年并有良好的合规纪录（市值远远超过4亿美元除外）	有两个完整会计年度的良好合规纪录

如上述表格列示，根据联交所的要求，业务以大中华为重心的上市公司无法通过《联合政策声明》途径在联交所寻求第二上市而享有联交所的自动豁免规则。根据《联合政策声明》第99及100段以及《上市规则》第19C.01条，业务是否以大中华为重心应考虑以下因素：(a) 公司是否在大中华区域上市；(b) 公司在何地注册成立；(c) 公司的历史；(d) 公司的总部位于何地；(e) 公司的中央管理及控制所在地；(f) 公司的主要业务营运及资产所在地；(g) 公司的企业登记及税务登记地点，及 (h) 其管理人员及控股股东的国籍或居住国家。

2.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
3.若通过《联合政策声明》途径作第二上市的发行人有意寻求自动豁免时，需满足该要求。

由于中概股上市公司业务基本属于以大中华地区为重心，经检索，自2018年联交所修订《上市规则》以来，以第二上市方式回归港股市场的14家中概股上市公司均通过《上市规则》第十九C章途径申请。可见，对于中概股上市公司而言，《上市规则》第十九C章途径成为其寻求在联交所第二上市并且获得相关豁免及宽免的首选。

SECTION 004

第二上市的豁免及宽免规则

鉴于第二上市的公司主要受海外主要上市地证券监管机构的监管，其证券也以该海外主要上市地交易所作为主要的交易市场，联交所通过设置第二上市的豁免及宽免规则，为申请第二上市的公司提供了充分便利。如上文所提及，联交所的豁免及宽免规则分为自动豁免和依申请豁免，对于前者，寻求第二上市的发行人无须申请可自动获得；对于后者，需由寻求第二上市的发行人向联交所申请并陈述具体理由，由联交所审核决定是否通过。下文将对豁免及宽免规则进行分析：

(一) 自动豁免

1.可变利益实体架构

根据联交所的定义，可变利益实体架构（**“VIE架构”**）系指使一名人士或实体即使并非拥有大部分（甚至完全没拥有任何）表决权或法定拥有权，其仍可透过合约安排而控制并获得该可变利益实体的经济利益的架构。[4]

对于红筹上市的企业，一般公司会基于中国内地关于外资准入禁止或者限制政策的原因而采用VIE架构。香港交易所相关上市决策（HKEx-LD43-3）对VIE架构的监管采取了严格限缩原则，即上市申请人只可于必要的情况下以合约安排解决任何外资拥有权的限制，否则上市申请人必须直接持有境内被控制实体的最大许可权益。据此，对于以红筹结构申请在联交所上市的发行人，其在重组过程中必须明确划分旗下

4.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

业务是否属于外资准入禁止/限制的行业，只有对于外资准入禁止/限制的行业板块，才能使用红筹VIE架构，对于非外资准入禁止/限制的行业板块，应采用红筹直接持股的架构。

但是，对于通过《上市规则》第十九C章途径而连同既有VIE架构申请作第二上市的发行人，其可以豁免对上述联交所关于VIE架构监管规定的严格遵守，这意味着即使发行人原有VIE架构未满足严格限缩原则也可以保留原有VIE架构而在联交所申请第二上市。不过，该项豁免仅适用于“获豁免的大中华发行人”，即2017年12月15日或之前在合资格交易所作主要上市的大中华发行人。

2.不同投票权架构

联交所于2018年4月24日宣布对《上市规则》进行修订，新加入了第八A章“不同投票权”章节，允许持有不同投票权架构的企业来港上市。《上市规则》第八A章对采用不同投票权架构的企业设置了系列标准，比如市值、收益、外界认可、限于创新产业公司等。此外，《上市规则》第八A章还对不同投票权架构进行了系列限制，比如投票权、发行量、禁止再发行、日落条款等。

如发行人通过《上市规则》第十九C章途径申请第二上市，其可以保留原不同投票权架构，豁免遵守《上市规则》第8A.07至8A.36、8A.43及8A.44条项下关于不同投票权架构的规则（如上市日期后不得增加不同投票权股份的数目或占比，亦毋须遵守若干议案只可每股投一票的规定等）。

3.有关分拆上市的规则

联交所PN15对上市公司分拆业务进行了系列规定，其中包括了禁止上市公司自上市后的3年内分拆子公司上市的规定（“**三年冷却期**”）。对于三年冷却期，联交所主要考虑到对母公司当初的上市审批是基于母公司在上市时候的业务组合，投资者在母公司上市时会期望母公司未来继续发展该等业务。因此，如果母公司上市期不足三年，上市委员会一般不会考虑其分拆上市。

考虑到对于第二上市的企业，其主要仍需遵守主要上市地的监管要求，而对于如美国的海外市场，其对于何时能够分拆上市并未作限制性规定。因此，《上市规则》第19C.11条对申请第二上市的发行人自动豁免了上述三年冷却期的规定，但是该等豁免仅限于所分拆的资产或者业务不会在联交所上市，并且无须股东大会的批准。

除了享受在海外市场分拆上市期限限制的自动豁免以外，经检索，在联交所申请第二上市的中概股企业一般还会向联交所申请豁免在联交所分拆上市的三年冷却期。其理由主要在于既然联交所已经允许了第二上市的公司在三年内分拆上市，不论拟进行分拆的业务是否在联交所上市，本质上分拆对上市公司股东的影响相同。

4.成立审核委员会及薪酬委员会

根据《上市规则》第3.21条至第3.23条以及第3.25条至第3.27条，为规范公司治理架构，保护股东权益，联交所要求上市公司必须设立审核委员会和薪酬委员会。

如上文所述，第二上市企业主要需遵循主要上市地的监管规定，中概股海外上市地监管规定同样对上市公司的内部治理架构调整进行了要求，包括设置审计委员会、薪酬委员会等，为避免增加上市公司的负担，联交所豁免了第二上市的发行人遵守联交所关于审核委员会及薪酬委员会相关要求的规定。

5.其他自动豁免的事项

除了上述对于第二上市发行人而言较重要的豁免事项以外，根据《上市规则》第19C.11条，联交所还为中概股第二上市申请人提供了其他一系列关于公司治理和信息披露等方面事项的自动豁免便利，包括豁免遵守《上市发行人董事进行证券交易的标准守则》、委任公司秘书、就须予公布的交易及关连交易遵守信息披露和内部决议的规定、刊发环境、社会及管治报告等。

(二) 依申请豁免

申请第二上市的发行人除享有上述自动豁免的权利外，还可以通过向联交所提交申请及充分说明理由，而对《上市规则》的其他事项申请豁免。下文将重点介绍对于第二上市中概股公司较为重要并且也较为常见的豁免事项，最后我们对目前于联交所第二上市的中概股公司所申请过的豁免事项进行了简要梳理，以供未来拟申请第二上市的其他中概股公司作参考。

1.核心关连联人士上市前的股份买卖

根据《上市规则》第9.09(b)条，发行人的任何核心关连人士自预期聆讯日期前四个完整营业日直至获批准上市为止不得买卖寻求上市的新申请人证券。前述核心关连人士系指发行人或其附属公司的董事、监事、最高行政人员或主要股东，或任何该

等人士的紧密联系人。

对于已经在海外上市的中概股企业，其往往拥有数量较多的子公司，如根据联交所上述关于核心关连人士的定义，则该等子公司的董监高也将被视为上市公司的核心关连人士，进而落入到第二上市前被禁止买卖发行人股票的范围中。但是，鉴于发行人的股票已经在海外公开发行交易，发行人往往无权控制该等人士作为公众股东买卖发行人的股票。

此外，对于证券在美国上市及买卖的公司，其主要股东及公司内部人员（包括董事、高级管理人员及其他管理层人员）往往会制定符合《美国证券交易法》第10b5-1条规定的有关购买或出售公司证券的交易计划（**“10b5-1计划”**），从而买卖交易上市公司股票。10b5-1计划是一项与证券经纪人联合制定的有关证券买卖的书面计划，该计划(a)于进行证券交易的人士并不知悉任何重大非公开信息时订立；(b)订明将购买或

出售的证券数目或价值，以及购买或出售证券的价格及日期；及(c)不允许证券交易的人士对交易方式、交易时间以及是否落实购买或出售施加任何后续影响。根据10b5-1计划进行证券交易的人士在通常情况下不会被认定为参与内幕交易。

基于以上原因和事由，大部分申请第二上市的中概股公司会向联交所申请允许作为上市公司核心关连人士的股东在第二上市前进行股份买卖。

2.现有股东认购股份

《上市规则》第10.04条规定，现有股东仅可在符合《上市规则》第10.03条所述条件的前提下，以自己的名义或通过名义持有人，认购或购买任何寻求上市而正由新申请人或其代表销售的证券。《上市规则》附录6第5(2)段规定，除非符合《上市规则》第10.03及10.04条所载条件，否则未经联交所事先书面同意，不得向上市申请人的董事、现有股东或其紧密联系人分配证券。

对于在第二上市前因为在公开市场买入股票而成为公司主要股东的人士，其未担任公司的董事或者高级管理人员，也不掌握任何内部消息；此外，如上文所述，对于已经在海外上市的中概股企业，其往往拥有数量较多的子公司，对于非重要子公司的董事、高级管理人员，其往往对上市公司的全球发售没有任何影响力以及并未掌握任何有关上市的内幕消息，本质上与申请人的公众投资者地位相同；如前述两种人士认购第二上市发行的股份的，对于第二上市的全球发售没有负面影响，禁止他们认购股份反而将导致他们处于不公平的地位。

鉴于此，第二上市的申请人往往向联交所申请豁免对《上市规则》第10.04条及对《上市规则》附录6第5(2)段规定的遵守。为取得联交所的豁免批准，第二上市申请人一般会作出以下确认或承诺：(1) 每一获许可现有股东在紧接上市前持有公司投票权的权益低于5%；(2) 获许可现有股东并无任命董事的权利或于公司享有任何其他特别权利；(3) 获许可现有股东及其紧密联系人与全球发售中的其他投资者一样须遵循同样的累计投标及分配过程且在全球发售下分配股份时，不会给予获许可现有股东任何优惠待遇。

3.业绩记录期后的投资和收购

《上市规则》第4.04(2)和第4.04(4)(a)条规定，对于发行人自其最近期经审计财务报表日后所收购、同意收购或拟议收购的任何业务或子公司，发行人应在会计师报

告中披露该等业务或子公司于招股章程刊发前三个财政年度各年的业绩和资产负债表。

第二上市的中概股公司属于创新产业公司，股权投资往往已成为其日常及一般业务过程的一部分，在第二上市前已经开展或正在开展大量的股权投资活动，如按照上述要求进行披露，往往需要投入大量的成本。此外，最近期的投资活动或者拟议的投资活动一般也涉及到商业秘密，不适宜的披露可能会对交易本身产生不利影响。因此，第二上市发行人通常会向联交所充分说明理由，以申请豁免对该业绩记录期后的投资和收购事宜相关披露规定的遵守。一般而言，申请豁免的理由包括以下几方面：

(1) 对被投相关公司及或者业务没有任何控制权。第二上市申请人仅持有各家被投公司的股权，未达到控股的比例、未控制被投公司的董事会、无法对未来业务产生任何重大影响；

(2) 第二上市申请人对相关投资进行替代性披露。第二上市申请人在上市文件中就投资事项，披露包括相关公司主要业务活动描述、投资金额、以及关于上市公司层面的关连人士是否为任何投资的控股股东的声明等；

(3) 在上市文件中披露相关公司的名称及具体投资事项具有商业敏感性，可能损害第二上市申请人完成拟定投资的能力；

(4) 以第二上市申请人往绩记录期间最近一个财政年度为计算基准，各项投资的相关百分比率（资产比率、盈利比率、收益比率、对价比率和股本比率）均低于5%，现有披露足以让潜在投资者对公司进行知情评估；

(5) 目标公司历史财务数据无法获得，要取得或编制该等历史财务资料将构成不适当的负担。

4.披露其他不同投票权受益人的最终受益所有人

《上市规则》第8A.39条规定，具不同投票权架构的发行人必须在上市文件以及中期报告及年报内明确指出不同投票权受益人的身份。

在引入了多轮投资者及上市后，一些申请第二上市的中概股公司的股权结构较为复杂，除了对上市公司的实际控制人进行披露外，如需对不同投票权受益人的身份进行详细披露，其成本往往比较高，因此，第二上市申请人会基于以下理由，向联交所申请豁免披露其他不同投票权受益人的最终受益所有人：

(1)其他不同投票权受益人控制的投票权并不重大；

(2)未从其他不同投票权受益人获得披露最终受益所有权的同意；

(3)未经其他不同投票权受益人的最终受益所有人同意而披露其身份，会有违反开曼群岛《数据保护法》(经修订)的风险，可能导致开曼群岛相关监管机构(申诉专员)采取补救行动、实施处罚及刑事制裁；

(4)主要上市地的监管规定并未明确要求列出其他不同投票权受益人的最终受益所有人。

5.董事的薪酬披露规定

《上市规则》附录一A部第33(2)段规定，第二上市申请人应披露紧接上市文件刊发前三个会计年度内有关董事的薪酬资料。《上市规则》附录一A部第46(2)段规定，上市文件须载有就上一个完整财政年度支付予发行人董事的薪酬及向其授出的非现金利益总额，而《上市规则》附录一A部第46(3)段规定，上市文件须载有就本财政年度预计应付予董事的薪酬以及非现金利益总额的数据。

由于第二上市申请人一般已经根据主要上市地的监管规定对董事的薪酬费用进行披露，如美国上市的中概股公司会根据20-F表格年度报告对董事薪酬费用进行披露，因此第二上市申请人可据此以额外披露将造成不适当的负担，且不会为潜在香港投资者提供额外有意义的披露信息为由，向联交所申请豁免遵守上述董事薪酬披露规定。

对于目前在联交所第二上市的中概股公司所申请豁免的事项，**详见文末附表的梳理**。

6.有关会计师报告的披露要求

《上市规则》第4.04(3)(a)条、第4.05(2)条及第4.13条以及《公司(清盘及杂项条文)条例》附表3第31(3)(b)段载列了需包含在上市文件中的若干历史财务资料，比如：(1)上市主体层面资产负债表；(2)应收账款账龄分析；(3)应付账款账龄分析；(4)因最近财年采用的相关会计准则而就所有期间的盈利而作出的调整。

中概股上市公司已根据主要上市地的会计准则对上市公司的财务进行了披露，如美国中概股上市公司根据美国公认会计准则(U.S. GAAP)制定财务报表。根据U.S. GAAP，上述《上市规则》要求披露的信息不在其要求的披露信息范围之中。如第二上

鉴于第二上市的公司主要受海外主要上市地证券监管机构的监管，其证券也以该海外主要上市地交易所作为主要的交易市场，联交所通过设置第二上市的豁免及宽免规则，为申请第二上市的公司提供了充分便利。

市申请人根据上述规则进行额外披露，一方面将增加发行人的负担，另一方面依据香港会计准则或国际会计准则进行调整后进行披露的财务信息会与根据U.S. GAAP制定的财务信息存在出入，这有可能会给投资者造成混淆，甚至误导投资者。因此，第二上市申请人会向联交所申请豁免遵守上述规定。

7.期权披露的相关规定

《上市规则》附录一A部第27段要求公司于上市文件载列有关本集团内任何成员公司的股本附有期权，或同意有条件或无条件附有期权的详情，包括已经或将会授出期权所换取的对价、期权的行使价及行使期、承授人的姓名或名称及地址。此外，公司（清盘及杂项条文）条例附表3第10段进一步要求公司披露包括任何人凭其选择权可予认购的股份或债权证数目、种类及款额，连同该选择权若干详情，即可行使选择权的期间、根据选择权认购股份或债权证时须支付的价格、付出或将付出的对价（如有）、获得选择权或有权获得选择权的人的姓名或名称及地址。

对于主要上市地在美国的中概股公司，公司制定的期权计划会在提交的20-F申报中予以披露，该等披露适用美国法律及法规。相较20-F申报的披露而言，联交所上述对期权的披露要求会更详细具体。为便利之需，第二上市申请人往往会基于以下理由向联交所申请豁免联交所的上述披露要求：

（1）期权的详情已披露于招股书，该披露与20-F申报所载的披露基本相同，且符合适用美国法律及法规；

（2）严格遵守上述规定将会对发行人造成过度负担，且对香港投资者不重大或并无意义；

（3）根据购股权计划授出但尚未行使相关购股权的股份总数占已发行股份总数的比例较少（如不足1%）。

8.资金流动性披露的时间要求

根据联交所指引信HKEX-GL 37-12和《上市规则》附录一A部第32段，上市文件须载有申请人截至某个最近实际可行日期的债务报表（或适当的否定声明），并须就其资金流动性、财政资源及资本结构发表意见（**“资金流动性披露”**）；上市文件中的资金流动性披露的最近实际可行日期为不超过：(a)上市文件的申请版本日期及(b)上市文件最终日期前两个日历月。

由于在最近财政年度结束不久即重新安排编制资金流动性披露信息会对第二上市申请人造成较重的负担，第二上市申请人往往会基于以下理由向联交所申请豁免联交所的上述披露要求：

(1) 若要在本公司最近财政年度结束后不久重新安排按合并基准编制类似的资金流动性披露信息，将对本公司造成过重负担；

(2) 主要上市地的监管规定未要求相关信息披露；

(3) 披露极可能会导致主要上市地现有投资者有所混淆，并且偏离惯例及主要上市地上市公司的惯例。

SECTION 005

结语

2021年2月的立法会上，香港财政司司长陈茂波表示，港交所将检视整体第二上市制度。随后在3月31日，联交所刊发咨询文件，建议扩宽第二上市制度，欢迎在海外上市而经营传统行业的大中华公司来港上市；允许符合条件的发行人在保留既有不同投票权架构及可变利益实体架构下可作双重主要上市等。

可以预见，联交所未来将进一步清除制度壁垒，以更开放的姿态拥抱中概股回归。考虑到联交所豁免及宽免规则为企业提供的巨大便利，相信未来联交所第二上市将日益成为海外中概股上市公司回归的首选路径。

徐建辉
合伙人
私募基金与资管部
香港办公室
+852 2298 7689
alanxu@zhonglun.com

附件 第二上市中概股公司依申请豁免事项概览

规则	事项	规则概要
《上市规则》第2.07A条	公司通讯印刷本	上市发行人若要采用电子形式，向其证券持有人发送或以其他方式提供公司通讯，需要满足以下前提之一： (1) 其必须事先收到该持有人明确和正面的书面确认，表示该持有人拟按上市发行人建议的方法和形式收取或以其他方式获得有关公司通讯； (2) 上市发行人的股东已在股东大会上议决批准上市发行人可通过在其本身网站登载公司通讯的方式向股东发送或提供有关资料； (3) 上市发行人的组织章程档载有具相同效果的条文且已符合若干条件。
《上市规则》第4.04(3)(a)条、第4.05(2)条及第4.13条以及《公司(清盘及杂项条文)条例》附表3第31(3)(b)段	有关会计师报告的披露要求	(1) 发行人最近期经审计财务报表所涉及的三个会计年度每年结算日的财务状况表，或者发行人及其附属公司最近经审计财务报表所涉及的三个会计年度每年结算日的综合财务状况表(适用于发行人本身是控股公司的情况)； (2) 综合财务状况表(如发行人/公司本身是控股公司)：应收帐款的帐龄分析、应付帐款的帐龄分析； (3) 公司层面的资产负债表； (4) 根据与报告的最近财年有关的相关会计准则为列示所有期间的利润而作出的调整。
《上市规则》第4.04(2)及4.04(4)(a)条	往绩记录期后的投资	上市档所载的会计师报告需包括： (1) 上市发行人自最近一期经审计账目的结算日期后所收购、同意收购或拟收购的任何附属公司/业务的各自开业或注册或成立以后的每个会计年度的业绩(如有关业务开业日期或有关附属公司注册或成立日期于本次上市档刊发前三年内发生且上述的附属公司本身是控股公司)； (2) 该等附属公司或业务的于本次上市档刊发前三个会计年度的每年结算日的财务状况表； (3) 发行人及其附属公司于上述期间的综合业绩(如发行人为控股公司)。

规则	事项	规则概要
《上市规则》第9.09(b)条	核心关连人士上市前买卖股份	(1)新申请于联交所上市的发行人的任何核心关连人士自预计聆讯审批日期前四个完整工作日至获批准上市为止不得买卖申请上市的证券，但交易所在有需要时，可能会批准发行人在其证券买卖开始前，就出售证券作出初步安排及进行配售，以符合《上市规则》第8.08(1)条的“无论何时，任何类别的上市证券均须有一定的最低百份比由公众人士所持有”规定。
《上市规则》第10.03条(1)(2)及10.04条及第19.31 条及附录六第5(2)段，联交所指引信HKEX-GL85-16	现有股东认购股份	(1)发行人的董事及其紧密联系人及现有股东，如以自身名义或通过代持人的名义，认购或购买任何申请上市而正由新申请人或其代表销售的证券，必须符合下述条件：发行人并无按优惠条件发售证券给该等董事及其紧密联系人/现有股东，且在配发证券时亦无给予他们优惠。 (2)新申请人在未取得联交所的事先书面同意前，不得向上市申请人的董事、现有股东或其紧密联系人进行证券配发，除非可符合前述条件。 (3)若申请人现有股东或其紧密联系人在分配过程中因对申请人的影响力而获得或被认为获得特别优待的问题可以得到解决，联交所会考虑豁免其遵守香港上市规则第10.04条的义务，并让申请人现有股东或其紧密联系人参与首次公开发售。
《上市规则》第12.04(3)条、第12.07条及第12.11条	招股说明书印刷本	(1) 若发行人在报章上刊登正式通告，则必须刊载公众人士可索阅上市档(如有)的地址； (2)如发行人需根据《上市规则》第12.03、12.04条刊登正式通告，发行人必须刊发足够数量的上市档，以供公众人士于正式通告刊登日期后的一段合理期间内在前述地址免费索阅。 (3)除《上市规则》规定例外情况外，招股说明书的形式必须包括印刷本。
《上市规则》第13.25B条	月报表	上市发行人须在不迟于每个日历月结束后的第五个营业日早市或任何开市前时段开始交易(以较早者为准)之前30分钟，通过香港交易所电子登载系统或联交所指定的其他方式，向联交所交易所呈交一份月报表，以供登载在交易所的网站上，内容需包含： (1)该上市发行人的股本证券、债务证券及任何其他证券化工具(如适用)于月报表涉及期

规则	事项	规则概要
		间内的变动 （不论上一份月报表提供的资料是否有任何变动都需提交）； （2）根据期权、权证、可换股证券或任何其他协议或安排已发行及可能发行的股本证券、债务证券及任何其他证券化工具（如适用）在该段期间结束时的数目。
《上市规则》第13.46(2)(b)条及其附注2	于财政年度结束后六个月内于股东周年大会提交年度财务账目	海外发行人须于会计年度或年度财务报表有关的会计参考期间结束后六个月内，于股东周年大会上，向公司股东提交公司年度财务报表，倘发行人于香港境外拥有重大权益，则可申请延长六个月期限。
《上市规则》第19C.07(3)条及第19C.07(4)条	股东保障规定	针对在联交所寻求第二上市的海外发行人： （1）《上市规则》第19.30(1)(b)条要求海外发行人现时或将会作主要上市的证券交易所为股东提供的保障至少相当于香港提供的保障水平。 （2）《上市规则》第19C.06条规定，如根据《上市规则》第19C章寻求第二上市的海外发行人属于非大中华发行人（定义见《上市规则》）或获豁免大中华发行人，《上市规则》附录3及附录13将不适用。 （3）《上市规则》第19C.07条规定，若寻求第二上市的非大中华发行人或获豁免大中华发行人根据该条所载八项准则，符合股东保障标准，则联交所将视该等发行人已符合《上市规则》第19.30(1)(b) 条的要求。
《上市规则》附录一A第13及26段以及《公司（清盘及杂项条文）条例》附表3第11、14及25段	佣金、折扣及经纪费、股本变动及所许可的债权证详情	招股章程需包含下列内容： （1）正股附带的权利（包括任何限制）及行使该等权利的程序的说明； （2）董事会出具的集团有足够营运资金以供集团由上市档日期起计至少12个月内运用的声明。如没有足够的营运资金，则需提供董事会认为的获取需要的额外营运资金的方法； （3）股本变动：发行人在过去2年内已经或同意作为以非现金全部或部分缴款而发行的股份或债权证的数目、款额以及换取的对价； （4）佣金：发行人，为（同意）认购或（同意）促致认购公司的任何股份或债权证，于过去2年内支付/应支付的佣金(不包括付予分销商的佣金)款额/比例(如有)。 （5）债权证详情：公司及其附属公司(如有的话)所许可的债权证的详情，已发行债权证而尚未清偿的、或议定发行债权证的款额，如并

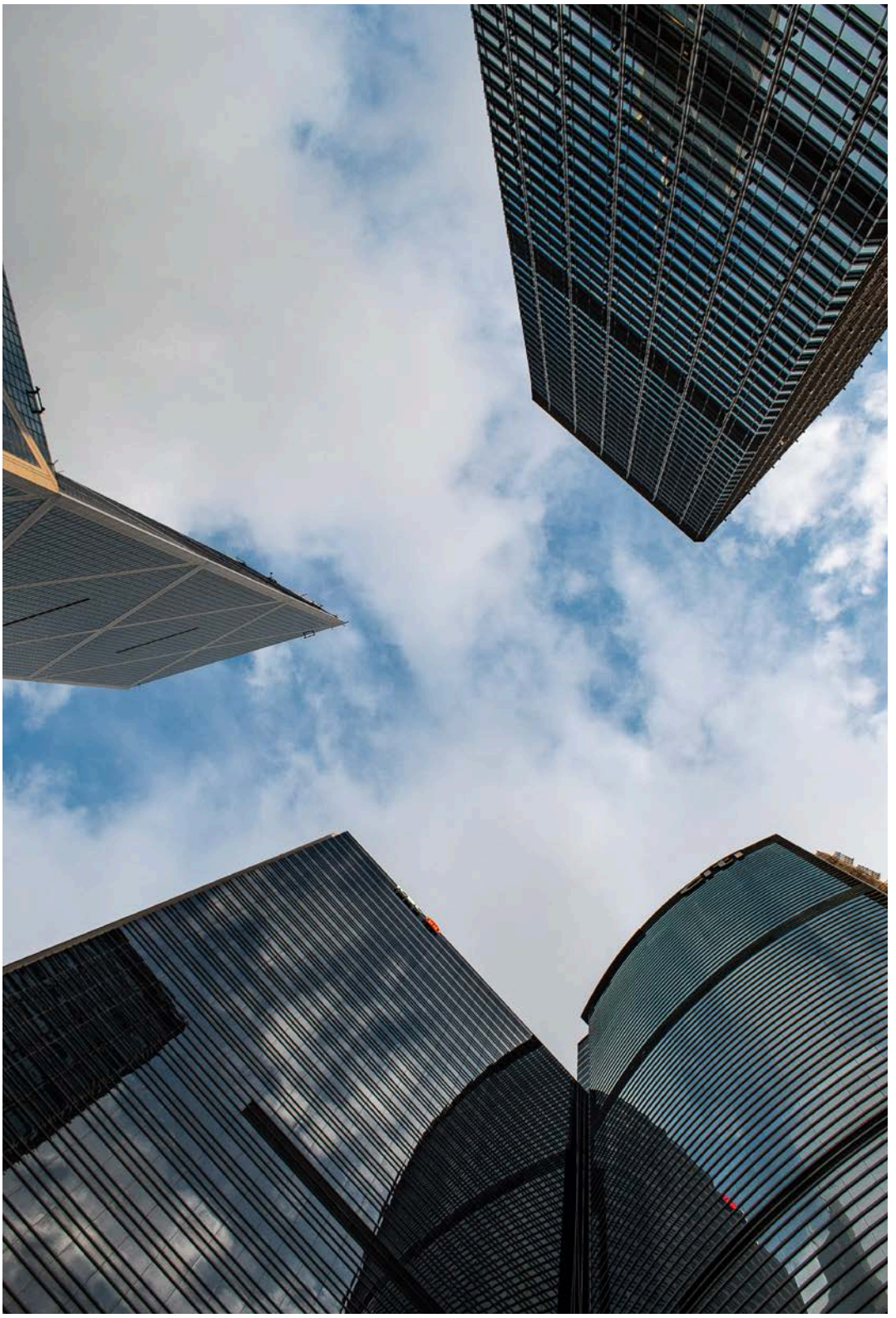
规则	事项	规则概要
		无债权证尚未清偿，则作出表明前述事项的陈述。
《上市规则》附录一A第27段及《公司（清盘及杂项条文）条例》附表3第10段	期权披露规定	(1) 若有关集团内任何成员公司的股本附有期权，或同意有条件或无条件附有期权，发行人公司需于招股章程内载明前述情况。 (2) 发行人公司需在招股章程中载明任何人凭其期权/有权获得的期权，可认购股份/债权证的数目、种类及款额详情，以及该期权的具体详情：即可行使期权的期间、根据期权认购股份或债权证时需支付的价格、已付出或将付出的代价（如有）以及期权获授人的姓名或名称及地址。
《上市规则》附录一A部第29(1)段及《公司（清盘及杂项条文）条例》附表3第29段	披露其利润或资产对我们具有关键性作用的子公司资料	对于其全部或大部分股本均由发行人公司持有或拟持有的每一公司，或就其利润或资产会或将会对发行人的会计师报告或下期公布账目内的数字有重大贡献的每一公司， 上市档案须详述有关该等公司的名称、注册成立日期及所在国家、公众或非上市公司状态、业务的一般性质、已发行股本及发行人公司持有或拟持有的其已发行股本及比例。
《上市规则》附录一A部第33(2)、33(3)、46(2)及46(3)段	关于董事的薪酬披露要求	上市文件需刊载： (1) 有关董事于紧接上市文件刊发前三个会计年度内的薪酬的信息； (2) 以及上一个完整会计年度支付给发行人董事的薪酬及向其授出的非现金利益总额； (3) 有关集团内成员公司就本会计年度根据于上市档刊发时仍然有效的安排，预计应付予发行人董事或候任董事的薪酬以及应给予他们的非现金利益总额； (4) 如有一名或一名以上的最高薪酬人士的资料并未依据《上市规则》附录 1A部第33(2)段载入上市档，则上市档需载有本集团该年度获最高薪酬的五名人士的资料。
《上市规则》附录一A第41(4)及45段以及第5项应用指引	披露权益资料	倘发行人的董事或候任董事为另一家公司的董事或雇员，及该公司拥有发行人的股份及相关股份中的权益或淡仓，而此等权益或淡仓根据《证券及期货条例》第XV部第2及第3分部须向发行人披露，则此事实须予披露。

规则	事项	规则概要
《上市规则》第19C.11条《第15项应用指引》第3(b)段	有关分拆上市的规则	(1)母公司最初上市后的三年内不得作分拆上市： 鉴于母公司最初上市的审批是基于母公司在上市时的业务组合，而投资者当时会期望母公司继续发展该等业务。因此，如母公司上市年期不足三年，上市委员会一般不会考虑其分拆上市的申请。 (2)《上市规则》第15应用指引第1至3(b)段及第3(d)至5段不适用于已经或正在寻求在联交所作第二上市的合资格发行人。该例外限于分拆资产或业务不会在联交所市场上市且无需母公司股东批准的情况。
联交所指引信HKEX-GL 37-12；《上市规则》附录一A部第32段	资金流动性披露的时间要求	上市文件须载有新申请人截至某个最近期的实际可行日期(最近实际可行日期)的债务报表(或适当的否定声明)，并须就其资金流动性、财政资源及资本结构发表意见(资金流动性披露)；上市文件中的资金流动性披露的最近实际可行日期为不超过：(a)上市文件的申请版本日期及(b)上市文件最终日期前两个日历月。
《上市规则》附录一A部第15(2)(c)段	发售价披露	上市档需披露与申请上市证券的发行及分销(公开或非公开)条款及条件有关的资料(该项发行或分销与上市档的刊发一并进行或已于上市档刊发前12个月内进行)，该等资料需包括每张证券的发行价或发售价以及每张证券的面值。
《上市规则》《第18项应用指引》第4.2段	回补机制	(1)若首次公开招股活动同时包括有配售部份与认购部份，需按照回补机制厘定认购部份的股份分配最低份额，当市场对认购部份的股份总需求量达到初订份额的特定倍数(份额倍数)，该机制会将香港发售股份的数目增至在全球发售提呈发售的发售股份总数的特定百分比。 (2)回补机制具体内容： i. 初步分配招股事项所发售股份的10%； ii.当份额倍数达到15倍(但不超过50倍)时，运用回补机制增加股份数目至30%； iii.当份额倍数达到50倍(但不超过100倍)时，运用回补机制增加股份数目至40%；及 iv.当份额倍数达到100倍或以上时，运用回补机制增加股份数目至50%； v.若投资者对认购部份的需求低于初订分配份额，则可将该等认购不足的股份转拨予配售部份。

规则	事项	规则概要
《收购守则》引言第4.1项	根据《收购守则》并非为香港上市公司	《收购守则》第4.1项规定,《收购守则》适用于影响香港公众公司及在香港作第一上市的公司的收购、合并及股份回购。《上市规则》第19C.01条所指的获豁免的大中华发行人若在联交所作第二上市， 该发行人通常不会被联交所视为《收购守则》引言第4.2项下的香港公众公司。如获豁免的大中华发行人的大量股份交易转移至香港,以致于其按照《上市规则》第19C.13 条被视为于香港进行双重第一上市,则《收购守则》将适用于该情况。
《证券及期货条例》第XV部	《证券及期货条例》第XV部项下权益信息披露	《证券及期货条例》第XV部规定了相关公司、其主要股东及其董事/高管就证券于联交所上市的公司证券权益的披露责任。
《上市规则》第19.30(1)(b) 条及附录3第8A及附录13B部	有关本公司公司章程细则的要求	如联交所不信纳海外发行人的主要上市是或将是在股东保障标准至少与香港规定标准相等的交易所进行,则可拒绝其上市。 根据《上市规则》第 19C 章寻求第二上市的不获豁免大中华发行人必须遵守《上市规则》附录 3 和附录 13 的规定。 具有不同投票权架构的发行人须将《上市规则》第8A的部条款的要求纳入公司章程细则。
《公司(清盘及杂项条文)条例》附表3第10段	债权证持有人的详情	上市档案需披露任何人凭其选择权或凭其有权获得的选择权可予认购的公司股份或债权证数目、种类及款额,连同该选择权的下述详情： (1) 可行使选择权的期间; (2) 根据选择权认购股份或债权证时须支付的价格; (3) 换取选择权或换取有权获得选择权而付出或将付出的代价(如有的话); (4) 获得选择权或有权获得选择权的人的姓名或名称及地址,如是凭身为现有股东或债权证持有人而获得该等权利,则指明有关的股份或债权证。
《上市规则》第8A.39条	披露其他不同投票权受益人的最终受益所有人	具不同投票权架构的发行人必须在上市档以及中期报告及年报内明确指出不同投票权受益人的身份。

规则	事项	规则概要
香港上市规则附录一A部第28(1)(b)(iii)、(iv)及(v)段	有关客户的披露规定	上市档需披露的有关主要客户(如非与消费物品或服务有关,则指最终客户;如与消费物品或服务有关,则指最终批发商或零售商)及供应商(即非资本 性物品的最终供应商)的附加资料如下: (1)该集团最大的客户所占销售货品或提供服务的收入百分比; (2)该集团五个最大的客户合计所占销售货品或提供服务的收入百分比; (3)有关任何董事、其紧密联系人、或任何股东(据董事会所知拥有5%以上发行人已发行股份数目者)
《公司(清盘及杂项条文)条例》附表3第11段、第27段、第29段及第31段、《上市规则》第4.04,第18A.06条及附录一A部第26段及第29(1)段	《上市规则》和《公司(清盘及杂项条文)条例》项下的其他招股章程披露要求	(1)本公司股本以及附属公司的变动详情及资料: 上市发行人的上市档需载有紧接上市档刊发前两年内集团任何成员公司的股本变动详情。 上市发行人的上市档需就(a)全部或绝大部分股本均由本公司持有或拟持有;或(b)盈利或资产会或将会对会计师报告或本公司下期财务报表内的盈利或资产数字有重大贡献的每一公司,载述相关公司的名称、注册成立日期及地点、公众或私人地位及业务的一般性质、已发行股本及本公司持有或拟持有其已发行股本的比例。 (2)在会计师报告中披露两个财政年度的财务业绩: i.公司须在本招股章程内载列于紧接招股章程刊发前三个财政年度各年的营业总收入或销售营业总额(视情况而定)的陈述以及关于计算此等收入或营业额的方法的解释及较重要的营业活动的合理细目分类。公司须在招股章程内载列我们核数师就紧接招股章程刊发前三个财政年度各年的利润及亏损、资产及负债编制的报告。 ii.招股章程所载的会计师报告必须包括(其中包括)公司于紧接本招股章程刊发前三个财政年度各年或联交所可能接纳的较短期间的业绩。

规则	事项	规则概要
《上市规则》第13.48(1)条及《第10项应用指引》	中期报告	(1)除非有关会计年度为期六个月或以下，否则发行人须就每个会计年度的首六个月发送(i)中期报告或(ii)中期摘要报告给《上市规则》第13.46(1)条所列载的人士，发送的时间须为该六个月期间结束后的三个月内。如其中期摘要报告符合《公司(财务摘要报告)规例》有关财务摘要报告的条文，发行人可向股东及其上市证券持有人送交中期摘要报告，以代替中期报告。 (2)如新上市发行人需予公布中期报告期限的到期日发生在其证券已开始买卖的日期之后，则该发行人须就前六个月期间编制及公布中期报告。
《上市规则》第4.03条	核数师资格	(1)《上市规则》第4.03条规定所有会计师报告一般皆须由根据《专业会计师条例》可获委任为公司核数师资格的执业会计师编制。 (2)该等执业会计师亦须独立于发行人及其他任何有关公司，而独立程度应相当于《公司条例》及香港会计师公会发出的有关独立性的规定所要求的程度。 (3)但如属上市发行人就收购海外公司而刊发通函，联交所或会接纳由未取得上述资格但为联交所接纳的执业会计师事务所编制的会计师报告。该会计师事务所通常须拥有国际名声及称誉，并须为一个获认可的会计师团体的会员。
《上市规则》第4.29条	备考财务资料	倘发行人将备考财务资料载入任何档(不论该备考财务资料的披露是否为《上市规则》所规定)，则备考财务资料须将对该档主要交易造成的影响相关信息提供予投资者。《上市规则》第4.29(6)(b)条规定对任何备考财务资料作出的任何有关调整需与所涉及交易直接相关且与未来事项或决策无关。



HONG KONG
CAPITAL MARKET:

港交所SPAC上市机制初探

作者/徐建辉、王学志、孙艺心

自2020年以来，随着SPAC（“Special Purpose Acquisition Company”，即特殊目的并购公司）在美国资本市场的井喷式发展，被视为资本市场融资“捷径”的SPAC上市机制在全球资本市场范围内愈发受到关注和追捧。

SPAC上市机制最初诞生于上世纪90年代的美国，但因融资规模小而一直声名不显。随着新冠疫情自2020年开始在全球范围内的大爆发，经济低迷导致各国利率持续走低，具有发起人成本低、收益高、上市周期短、上市费用低等优势的SPAC上市机制成为疫情影响下供过于求的资金在短时间内接触投资目标的“快车道”。以美国为例，SPAC Analytics数据显示[1]，2003年仅1间SPAC上市，占美国当年全部首次公开发行（即IPO，下同）公司数量的1%不到，而2020年和2021年上市的SPAC数量分别为248间和613间，约占美国当年全部IPO公司数量的55%和63%；从募集金额来看，2020年上市SPAC的募集总额约834亿美元，2021年上市SPAC的募集总额超1617亿美元，仅2020年的募集总额就超过自2003年至2019年共17年期间的募集总额。SPAC上市机制亦在其他国家资本市场迅速“走红”，伦敦证交所、新加坡交易所、东京证交所等均已正式引入SPAC上市机制或就引入启动深入研究和探讨。

作为全球领先的国际金融中心，为吸引来自大中华区、东南亚以及世界各地的公司来港上市，香港交易及结算所有限公司（**“港交所”**）的全资附属公司香港联合交易所有限公司（**“联交所”**）于2021年9月17日发布有关建议在香港建立SPAC上市制度的咨询文件（**“咨询文件”**），公开征询市场人士意见。于2021年12月17日，联交所刊发了有关SPAC上市制度的咨询总结文件（**“咨询总结”**），声明在香港设立全新的SPAC上市制度，且该新制度已于2022年1月1日起生效。本文将对香港SPAC上市机制的主要规定及特点进行简要概述和分析，以期在制度生效伊始提供笔者对这一新上市路径的初步观察。

1.https://www.spacanalytics.com/，最后访问时间2022年1月9日。

SECTION 001

SPAC上市机制概述

SPAC本质上类似于没有实际业务运作的壳公司，而SPAC上市机制则指作为上市媒介的SPAC通过首次公开发售募集资金，并在其上市后一段预设时间（一般为两年）内利用该等募集资金及再融资与一家已在运营中且具有发展前景的非上市公司（**“目标公司”**）通过合并、股份购买、股份交换、资产收购、重组等形式进行业务合并（**“SPAC并购交易”**），以使该非上市公司最终取得上市地位[2]。简而言之，SPAC上市机制的特色便是让“壳”先行上市，之后才并入运营实体，且SPAC本身除（a）首次公开发售所得款项及（b）由SPAC发起人筹集以支付SPAC开支的资金外，并无其他资产[3]。

与传统IPO相比，SPAC主要具有如下优势：

（a）上市流程更简单，上市时间通常较短，上市费用也更低；

（b）对于投资人而言，由于目前无风险利率较低，投资SPAC的机会成本也比较低，SPAC相当于固定收益加期权的投资工具；

（c）对于目标公司而言，因目标公司与SPAC可在并购谈判过程中谈好定价，其对并购价格和交易成功的确定性更高；及

（d）没有传统IPO存在的对公布管理层对未来业务预测的限制，SPAC会在并购目标公司时公布后者的未来业绩预测，投资者可以更清楚投资标的的质量。同时，与同涉及壳公司并购的“借壳上市”相比，SPAC的上市伴随着稳固的融资基础，且“新壳”亦避免了“借壳”所附带的历史遗留问题。

SPAC上市机制主要包括三个重要阶段，即上市、寻找目标公司和完成SPAC并购交易，且其中最为关键的一步是SPAC并购交易。因此，本文以下篇幅将聚焦于香港SPAC上市和SPAC并购交易两个重要阶段的注意事项展开阐述[4]。

2.咨询文件，https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/September-2021-Special-Purpose-Acquisition-Co/Consultation-Paper/cp202109_c.pdf?la=zh-HK。

3.美国证券交易委员会于2021年5月25日发布的What You Need to Know About SPACs – Updated Investor Bulletin，https://www.investor.gov/introduction-investing/general-resources/news-alerts/alerts-bulletins/investor-bulletins/what-you。

4.以下分析主要依据咨询文件、咨询总结（https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/September-2021-Special-Purpose-Acquisition-Co/Conclusions-(Dec-2021)/cp202109cc_c.pdf?la=zh-HK）、《香港联合交易所有限公司证券上市规则》第十八章B章（特殊目的收购公司）（https://sc.hkex.com.hk/TuniS/cn-rules.hkex-.com.hk/%E8%A6%8F%E5%89%87%E6%89%8B%E5%86%8A/%E7%AC%AC%E5%8D%81%E5%85%ABb%E7%AB%A0-%E7%89%B9%E6%AE%8A%E7%9B%AE%E7%9A%84%E6%94%B6%E8%B3%BC%E5%85%AC%E5%8F%B8）及《有关特殊目的收购公司的指引》（港交所指引信HKEX-GL113-22）（https://sc.hkex.com.hk/%E8%A6%8F%E5%89%87%E6%89%8B%E5%86%8A/gl113-22-0）。

SECTION 002

香港SPAC上市要求

尽管美国现行SPAC上市机制具有快速、便捷的特性，但鉴于目前已经暴露出来的问题以及监管上的考虑，联交所在咨询文件中明确表示，为维护香港市场高素质上市公司及稳定交易市场买卖的声誉，联交所会对SPAC上市申请人设立较高的门槛。

(一) 发起人

香港SPAC上市机制对发起人资格判断采取全方位评估的模式。参考美国SPAC市场现状，具备投资经验丰富、声誉良好的发起人在最终收购完成后的平均回报率远远高于其他发起人类型的情形。鉴于此，《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（“**《上市规则》**”）第18B章对发起人适合性评估设定了指引，在对牌照的硬性规定基础上，一并综合考虑发起人用以证明其个性、经验、诚信、才干的其他材料。

首先，香港SPAC上市要求至少一名SPAC发起人持续持有香港证券及期货事务监察委员会（“**证监会**”）第6类（就机构融资提供意见）或第9类（提供资产管理）牌照并持续实益持有SPAC发行的发起人股份的至少10%。联交所认为牌照要求能够保障SPAC发起人适格，且能确保违规情况的责任承担。考虑到某些优质SPAC发起人虽然不具有证监会牌照，但在其他地区市场已经拥有丰富的SPAC经验，联交所未来或视乎个别情况而豁免前述牌照要求。

此外，SPAC首次上市时须向联交所提交每名发起人用以证明其能够胜任该职务的资料，包括曾经作为SPAC发起人的经验、投资管理经验、与其在拟上市的SPAC中担当的角色相关的其他任何经验、所持牌照等。若SPAC发起人能证明其连续至少3个财政年度管理平均总共价值至少80亿港元的资产，或有作为恒生指数或同等旗舰指数（如美国标普500指数、纳斯达克100指数、道琼斯工业平均指数、英国富时100指数等）成分股的发行人担任高级行政职务（如行政总裁、营运总监）的经验，将更有利于其适格香港SPAC发起人的认定。

投资者往往依赖SPAC发起人的声誉做出投资决策。因此，若主要的SPAC发起人发生重大变动，SPAC在该重大变动后的存续（而非变动本身）即须经过SPAC股东特

别决议案和联交所批准，二者缺一不可。发起人的重大变动包括但不限于，发起人的离任或加入、发起人的控制权变动、发起人的证监会牌照遭暂时吊销或撤销、任何影响发起人的诚信及/或胜任能力而违反相关法律、规则及规例的行为等。

(二) 董事

《上市规则》第18B章规定，除符合《上市规则》的要求外，任何由SPAC发起人提名加入SPAC董事会的董事必须为SPAC发起人的高级人员（定义见香港法例第571章《证券及期货条例》（“**《证券及期货条例》**”）），并代表提名他们的SPAC发起人。若SPAC发起人为个人，该人士本身必须为SPAC董事。此外，SPAC董事会中必须有至少2人持有证监会发出的牌照，可在证监会持牌法团进行第6类及/或第9类受规管活动，其中须有至少1人为持有证监会第6类或第9类牌照的SPAC发起人的持牌人士。

需注意的是，虽联交所并不要求发起人委任的董事人数必须对应各自持股比例，也并不限制这些董事在董事会的具体职位，但因需要遵守《上市规则》相关适用规定，故代表持牌发起人的董事一般应为执行董事或非执行董事，而不是独立非执行董事。此外，若持牌董事发生重大变动，SPAC在该重大变动后的存续（而非变动本身）即须经过SPAC股东特别决议案和联交所批准，二者缺一不可。重大变动包括但不限于董事的证监会牌照暂时吊销或撤销及/或上述董事辞任（除非SPAC在事件发生后6个月内已委任替代董事以确保遵守相关规定）。

(三) 投资者

《上市规则》第18B章规定，仅限于专业投资者参与认购及转让SPAC证券；只有在SPAC并购交易完成后，香港公众人士才能参与继承公司（即因SPAC并购交易而产生的上市发行人）证券交易。

根据《证券及期货条例》及香港法例第571D章《证券及期货（专业投资者）规则》定义的“专业投资者”，目前有资格参与香港SPAC证券交易的投资者并不多。相比之下，美国证券市场并未对SPAC证券投资者的资格作特别限制，允许散户参与其证券交易。因此，联交所设置的高投资门槛格外引起市场关注，收到了约三分之一回应人士的反对。但尽管如此，考虑到SPAC证券价格在SPAC并购交易前更易受到投机炒卖

和传言影响，联交所认为仅专业投资者具有评估SPAC综合风险的能力。

(四) 主要上市条件

1.公开市场规定

《上市规则》第18B章规定，对于每一属SPAC初次申请上市的证券类别，于上市时，有关证券须由足够数目的人士持有[5]。

2.股份发行价与集资额

香港SPAC上市机制规定SPAC股份的发行价必须为10港元或以上，且SPAC从首次发售筹集的资金总额必须至少为10亿港元。尽管有将近一半的咨询文件回应人士对此表示反对，认为集资规模太大，达到了现行主板上市所需最低5亿港元市值的两倍，但联交所仍然维持了这一集资规模要求。这是因为与传统IPO相比，SPAC格外依赖发起人为投资者提供回报，因此更高的集资金额更有利于确保SPAC吸引足够的专业投资者的投资意向。

3.股份与权证交易

香港SPAC上市机制允许于SPAC首次上市之日起即可分开买卖SPAC股份与SPAC权证。考虑到权证交易的价格波动一般都较正股大得多，为了避免权证价格几何级数的变动风险，联交所将采纳以下方案以减低股份和权证波动损害市场秩序的风险：允许SPAC证券的自动对盘及非自动对盘交易，但自动对盘交易须受限于市场波动调节机制。

另外需要注意的是，联交所对发起人股份和发起人权证的转让也设有一定的限制。香港SPAC上市中，只有SPAC发起人才能够实益持有发起人股份和发起人权证，且此实益所有权不得转让他人。但在极其特殊的情况下（如持牌的SPAC发起人因被撤销牌照而离职），联交所可能豁免该规定，并允许同一SPAC的不同发起人之间转让发起人股份或权证，前提是该转让须经股东在股东大会上就有关事宜决议通过。但总体而言，只要发起人股份和发起人权证仍未转换为继承公司的股份，以上对转让的限制就将仍然适用。

5.任何情况下均须至少有75名专业投资者，且其中至少20名为机构专业投资者，而该等机构专业投资者必须持有至少75%的待上市证券。

SECTION 003

香港SPAC并购交易要求

(一) 适用新上市规定

联交所将SPAC并购交易视为新上市，继承公司须符合《上市规则》的所有新上市规定，包括《上市规则》第8章下所有适用规定、第9章所载有关新上市的申请程序及规定以及（如适用）第8A、18及18A的相关规定，例如最低市值、财务资格、委聘首次公开发售保荐人、尽职审查及文件规定等。同时，由于SPAC并购交易涉及新业务上市，当中通常涉及控制权转变，因此联交所采用更严格的反收购行动规定（包括由首次公开发售保荐人进行的全面尽职调查），而非极端交易规定。

1.资格审查对象

因SPAC本身是无任何业务的空壳公司，故参照《上市规则》中对反收购行动的要求，《上市规则》第18B章规定所有新上市规定均仅适用于SPAC并购交易完成后的继承公司。需要注意的是，这一规定也意味着继承公司也必须符合新上市规定的管理层及所有权人维持不变的规定。因此，若SPAC并购交易涉及多个并购目标，有关目标必须为属于同一管理层及所有权人的集团公司。

2.委任首次公开发售保荐人

首次公开发售保荐人机制为香港独有。参考《上市规则》中的传统上市模式，《上市规则》第18B章要求继承公司最迟须于上市申请日两个月前正式委任首次公开发售保荐人，SPAC继承公司须委任至少一名首次公开发售保荐人协助其上市申请。

(二) 并购目标的资格与规模

总体而言，香港SPAC上市机制对目标公司的限制并不多，只要求有关目标公司满足其适用的新上市规定，即满足资格要求。但值得注意的是，联交所已经在咨询总结中明确，因投资公司可以通过《上市规则》第21章的有别于传统IPO以外的另一独立机制申请上市，故投资公司并不属于SPAC合资格并购目标范畴。

此外，在签订具有约束力的SPAC并购交易协议时，SPAC并购目标的公平市值须达到SPAC自首次发售筹集的资金（进行任何股份赎回前）的至少80%，以确保并购目

严格的强制性PIPE
投资要求体现了联交
所为了确保SPAC估值
真实性的决心。

标有足够实质的业务支持其上市。因SPAC首次发售筹集规模至少为10亿港元，这就意味着目标公司的公平市值至少须达到8亿港元，其规模依然较传统IPO更大。

(三) 独立第三方投资

1.强制性独立PIPE投资

香港SPAC上市制度中存在强制性的上市后私募投资（Private Investments in Public Equity，即“**PIPE**”）规定，指为完成SPAC并购交易而进行的独立第三方投资，而该等投资在公布进行SPAC并购交易之前以及议定、并被列作该交易的其中一部分条款[6]。该等第三方投资者须符合与《上市规则》第13.84条中适用于独立财务顾问者一致的独立性规定，且必须为专业投资者。联交所在咨询总结中进一步说明，强制性独立PIPE投资形式必须严格限定为继承公司股份，其须与即将上市的股份须属同一类别，即PIPE投资的强制部分不得为有下行保障的投资（例如可转换债券），因为这会削弱这项规定拟支持SPAC并购目标估值的用意。

严格的强制性PIPE投资要求体现了联交所为了确保SPAC估值真实性的决心。与传统IPO不同，SPAC并购目标的估值并非由包销商利用簿记建档去估计外部投资者市场需求而厘定，而是由SPAC并购目标与发起人磋商厘定，故并购目标的估值被操控以符合预定目标并用以规避上市资格规定的风险较高。因此，允许更有经验的独立PIPE投资者承诺按协定估值投入风险资本，有助于对估值的真实性提供额外的重要保障。尽管有近一半的市场人士对此强制性PIPE投资表示反对，认为引入新投资会使得第三方持有公司重大权益，但考虑到SPAC估值方式的特殊性，联交所最终仍然保留了这一规定。

2.资深投资者要求

《上市规则》第18B章进一步规定，独立PIPE投资中至少要有50%的价值来自不少于三名资深投资者。所谓资深投资者，是指管理资产总值不少于80亿港元的资产管理公司或资金规模不少于80亿港元的基金。并且，SPAC须向联交所提供相关资料，证明有关第三方投资者符合前述资深投资者的特征。

6.港交所博客频道：香港SPAC上市新机制，https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkexgroup.com/media-centre/insight/insight/2021/bonnie-y-chan/spacs-in-hong-kong-how-does-this-new-listing-regime-work?sc_lang=zh-cn。

3.最低独立PIPE投资额

基于市场人士对咨询文件的回应，联交所为不同规模的SPAC并购目标设置了不同的独立PIPE投资门槛，详细情况如下表所示。另外，倘若议定的SPAC并购目标的估值超过100亿港元，联交所或可接纳低于7.5%的百分比。

SPAC并购目标议定估值（A）（单位：亿港元）	独立PIPE投资占（A）的最低百分比
A<20	25%
20≤A＜50	15%
50≤A＜70	10%
A≥70	7.5%

(四) 摊薄上限

相较于投资传统新股，投资者在SPAC的投资可能更容易面临经济利益摊薄风险。首先，发起人股份一般以象征式价格（即远低于SPAC首次发售时发行SPAC股份的价格）发行予SPAC发起人，这些股份转换成普通股时毋须发起人提供任何额外资金，因此换股会导致普通股的价值遭到摊薄；其次，以美国为例，若SPAC投资者选择赎回其股份，可以全数以发售价收回当初购买的股份，而且可以免费保留所持的SPAC权证，保留的SPAC股权一旦获行使，SPAC便会发行新股，摊薄已发行股数。随着赎回的SPAC股份增多，摊薄效应也会越大。为减轻上述摊薄风险，联交所采纳了如下特别措施：

1.发起人股份摊薄上限

为了降低摊薄效应给投资者带来的风险，香港SPAC上市制度对由转换发起人股份及行使SPAC发出的权证造成的最大可能摊薄施加了上限。SPAC向其发起人配发、发行或授予的发行人股份不得多余SPAC于上市日期所有已发行股份总数的20%。在满足特定条件（如达到预定的业绩目标等）的情况下，联交所可能视个别情况同意继承公司可向发起人额外发行发起人股份作为提成部分，发起人即拥有获得提成部分

的权利（即提成权）。《上市规则》第18B章进一步规定，提成权详情须披露于SPAC首次上市时编制的上市文件中，提成权重大条款也须披露于SPAC并购交易的相关并购公告和上市文件中。

但值得注意的是，即使能够存在提成部分，发起人股份总数依然不得超过SPAC上市时所有已发行股份总数的30%。此外，为了降低SPAC发起人操控继承公司股价以业绩达标的风险，若有关绩效目标按照继承公司的股价变动而厘定，则该等目标必须（a）比SPAC股份在该SPAC上市时的发行价高出至少20%，及（b）参照继承公司的股份（在继承公司上市之日起至少6个月后开始的）连续30个交易日内不少于20个交易日期间的成交量加权平均价（按联交所日报表计算）而达到。

2.整体权证上限

《上市规则》第18B章规定，于SPAC发行或授予而未行使的全部权证获行使时，若所有该等权利即时予以行使（不论有关行使是否获允许），则其发行的SPAC股份数目不得超过该等权证发行时已发行股份数目（包括SPAC发行的发行人股份）的50%。

(五) 股份赎回

股份赎回权是SPAC股东权益的重要保障。在召开股东大会通过以下任意一项事宜前，股东可选择行使股份赎回权以赎回其所有或任何部分的SPAC股份，且每股赎回价格不得低于SPAC股份在SPAC首次发售时的发行价：（1）发起人重大变动后SPAC的存续；（2）SPAC并购交易；或（3）延长寻找合适并购目标的期限。

(六) 禁售期

SPAC发起人在SPAC并购交易完成日期起计12个月内不得出售上市文件所示中其实益拥有的任何继承公司证券，就该等证券订立任何协议出售有关证券，或设立任何选择权、权利、利益或产权负担。且前述限制适用于发行、转换或行使发起人股份、发起人权证及提成权而使SPAC发起人实益持有的任何继承公司证券。

继承公司的控股股东（即持有30%以上股份的股东）则受到SPAC并购交易完成日起为期6个月的禁售期限制。此外，控股股东还受到特别限制，即在并购交易完成后的第二个6个月期间内，不得进行将使其失去控股股东地位的交易。

(七) 继承公司公开市场规定

《上市规则》第18B章规定SPAC继承公司上市时其股份须至少由100名专业投资者持有，并且《上市规则》项下的三大股东规定及25%公众持股量规定也同时适用，即继承公司上市时持股量最高的三名公众股东拥有的实益不能够超过50%，且在任何时候至少25%已发行股份总数都必须由公众持有，以确保SPAC证券市场的公开及流通。

从股东绝对数量来看，香港SPAC上市机制对于股东人数基础的要求较传统IPO低很多（传统IPO要求上市时须至少有300名股东）。就前述差异，联交所在咨询总结中回复，其认为一般的SPAC并购交易并不包含公开发售，因此要求继承公司须遵守首次上市时向至少300名股东派发股份的一般规定未必可行。但对于素质较高的SPAC而言，其应较容易达到100名股东的分布规定。且SPAC的公众持股量中的“公众”的定义与公开发售不同，SPAC的公众股东不得为核心关连人士，由于PIPE投资者须符合独立财务顾问规定，则他们大多可满足公众的定义，进而使得继承公司较为容易地满足公众持股量的规定。

(八)《收购守则》的适用

在SPAC并购交易完成前，证监会《公司收购、合并及股份回购守则》（即“《收购守则》”）适用于SPAC。SPAC在香港主要上市，也须遵守其注册地的司法约束，而《收购守则》能够保障即使并购交易完成前出现控制权转移的情形，股东可获得相同待遇并有机会退出。作为补充，联交所就豁免SPAC并购交易遵守《收购守则》第26.1条有关强制性全面要约责任发布了新的第23项应用指引。

(九) 除牌

除股东大会和联交所批准延期的情况外，若SPAC未能在上市之日起计24个月内刊发有关SPAC并购交易的公告并在上市之日起计36个月内完成并购交易，或在SPAC主要发起人/主要董事出现重大变更后SPAC未能就其存续获得必要的批准，则联交所便可将SPAC停牌。SPAC须在停牌后一个月内退回其在首次发售募集的所有资金。在SPAC退还资金后，联交所将刊发有关取消SPAC证券的上市地位的公告，并随即取消该证券的上市地位。

SECTION 004

市场展望

SPAC上市规则正式登陆香港，为SPAC赴港上市提供了依据和指引。可以说，联交所正式颁布的SPAC上市规则充分考虑了各界人士对咨询文件的反馈意见，力求在吸引高质量公司来港上市与保障投资者权益之间达到基本平衡。在新冠疫情对全球经济造成持续影响以及中资企业赴美上市受到趋严监管的宏观背景下，香港SPAC上市制度向中资企业及其他各国企业提供了一个有别于传统IPO的新上市路径，尤其是对于近年来高速发展的新能源、自动驾驶、生命健康等科技领域公司而言，通过SPAC赴港上市也可作为公司未来上市融资的一个新选项。我们也将对香港SPAC上市规则及相关实践保持密切关注，以期为客户及相关投资者提供更为专业及周到的服务。

徐建辉
合伙人
私募基金与资管部
香港办公室
+852 2298 7689
alanxu@zhonglun.com

HONG KONG
CAPITAL MARKET:

企业网络安全与数据保护合规建设

从合规运营到香港上市

作者/胡骏、李鸣、郑韵涵、王周驰、刘晓嫱

随着《网络数据安全管理条例（征求意见稿）》以及修订后的《网络安全审查办法》相继发布，有关赴国外以及赴香港上市网络安全审查和数据合规的话题近期持续被广泛讨论。

一方面，在IPO场景下，中国、美国及香港证券业监管机构和交易所，对于企业上市过程中涉及的企业网络安全和数据保护方面的披露要求和核查深度正在逐步增加；另一方面，由《网络安全法》《数据安全法》以及《个人信息保护法》构成的我国网络安全与数据保护新监管框架，对企业网络安全、数据安全、个人信息处理和保护以及相关数据跨境传输等均提出了新的、更高的要求。

本文在梳理我国网络安全与数据保护领域近期主要立法情况的基础上，将以拟赴港上市企业**日常运营、网络安全审查**以及**上市申请**三个阶段为线索，为读者整理和分析相关网络安全以及数据保护要求，以期为拟赴港上市的相关企业提供有益的参考。

SECTION 001

我国网络安全与数据保护领域主要立法情况概览

2021年内《数据安全法》和《个人信息保护法》相继生效，结合2017年生效的《网络安全法》，我国关于网络安全和数据保护的基本法律规范体系已经形成。

这三部法律从不同侧面对网络安全和数据保护进行了规范，其中**《网络安全法》**主要从网络空间整体安全保护的维度，对网络运行安全、网络信息安全及国家网络安全监测预警和信息通报制度等方面提出了相应规范要求；**《数据安全法》**主要规定了国家数据安全与发展的整体制度并明确了数据处理和保护活动中相关主体应履行的义务；**《个人信息保护法》**则主要规定了个人信息（包含敏感个人信息）收集、存储、使用等过程中相关方应遵守的合规要求以及个人信息主体的权利。虽然三部法律各有侧重，但通过对相关条文的研读，我们不难发现，这三部法律对于相关安全制度建设、风

险评估要求、个人信息保护、数据跨境提供等重点事项均有相应规范，形成了对网络/数据安全保护既有区别又相互紧密联系的监管规则体系。

（一）网络安全相关要求

《国家安全法》第二十五条确立了“维护国家网络空间主权、安全和发展利益”总体要求，《网络安全法》作为维护国家网络空间主权和网络空间安全的专门基础性法律之一，其在第一条亦即明确了“为了保障网络安全，维护网络空间主权和国家安全、社会公共利益，……制定本法”，并从网络运行安全、网络信息安全及相关网络安全风险事件应急处置机制等方面进一步细化和落实了《国家安全法》有关维护国家网络空间主权、安全和发展利益的要求。

在网络运行安全方面，《网络安全法》首先明确了国家实行网络安全等级保护制度，并设专节对于关键信息基础设施提出了更严格的保护要求。结合《信息安全技术 网络安全等级保护实施指南》（GB/T 25058-2019）及《信息安全技术 网络安全等级保护定级指南》（GB/T 22240-2020）等网络安全等级保护2.0要求（**“等保2.0标准”**）的相继落地，以及《关键信息基础设施安全保护条例》（**“《关基保护条例》”**）的生效，我国对于相关信息系统安全保护要求的整体监管框架已经初步形成。

在网络信息安全方面，《网络安全法》作为我国第一部网络空间方面的综合性法律，其对网络运营者收集、使用个人信息提出了“合法、正当、必要”的基础原则，并建立了“告知-同意”、公开透明、个人信息安全等规则，为《个人信息保护法》实施前相关监管规则的制定和网络运营者处理个人信息提供了基础，并为《个人信息保护法》的制定提供了有益的立法和实践参考。此外，《网络安全法》也就网络空间内信息的发布、传播和管理等对网络服务使用者及网络运营者提出了相关使用和监督管理要求，为国家相关监管部门依法执法提供了法律基础和依据。

（二）数据安全相关要求

承袭《网络安全法》的监管思路，《数据安全法》亦首先明确了国家建立数据分类分级保护制度。在该等分类分级保护制度的基础上，国家将建立相关统筹机制并协调相关部门制定重要数据目录，加强对重要数据的保护；对于关系国家安全、国民经济

命脉、重要民生、重大公共利益等的国家核心数据，实行更加严格的管理制度。

11月14日颁布的《网络数据安全管理条例（征求意见稿）》（“**《数安条例（意见稿）》**”），也重申了国家对个人信息和重要数据进行重点保护，并设专章对于重要数据安全予以规定，其中包括要求重要数据处理者就其所识别的重要数据向网信部门备案、向他人提供重要数据应征得相关主管部门或网信部门同意、应每年开展一次数据安全评估并向网信部门报告等。

就具体核心数据和重要数据的识别，各地区、各部门将按照国家有关要求和标准，组织识别相关重要数据和核心数据、制定相关重要数据和核心数据目录，并报国家网信部门。目前已有《基础电信企业重要数据识别指南》正式实施，国家标准《信息安全技术 重要数据识别指南》以及其他各行业的重要数据识别标准正在陆续制定中。

（三）个人信息保护相关要求

《个人信息保护法》在《网络安全法》和《数据安全法》的基础上，进一步细化了处理个人信息的相关要求，并规定了敏感个人信息处理和个人信息跨境提供的规则，同时详细规定了个人信息主体的相关权利。

《个人信息保护法》延续和扩展了《网络安全法》有关处理个人信息应遵循的“合法、正当、必要”的原则，要求相关企业在处理个人信息过程中遵循合法、正当、必要和诚信原则，并且应取得相应个人充分知情前提下的自愿、明确同意（法律另有规定的情形除外）。此外，《个人信息保护法》还特别对于处理相关个人信息提出了两个“评估”的要求，即个人信息出境安全评估和个人信息保护影响评估。

对于个人信息出境安全评估，《个人信息保护法》第四十条要求，关键信息基础设施运营者和处理个人信息达到网信部门规定数量的个人信息处理者向境外提供个人信息的，应当通过网信部门组织的安全评估，但法律、行政法规和网信部门规定可以不进行安全评估的情况除外。同时，《个人信息保护法》第三十八条也将该等安全评估作为了数据处理者向境外提供个人信息的前提条件之一[1]。

对于个人信息保护影响评估，《个人信息保护法》第五十五条要求个人信息处理

1.共四个条件，满足其中之一即可。

者处理敏感个人信息、利用个人信息进行自动化决策、向他人提供或公开个人信息或向境外提供个人信息的，应当事前进行个人信息保护影响评估，并对处理情况进行记录。

（四）人工智能和算法合规相关要求

人工智能（Artificial Intelligence，“**AI**”）技术依托于新时代数字经济和算法科技的发展，是以此为基础对人类智能的模拟乃至超越，其已经成为新一轮科技革命和产业变革的核心驱动力，正在对全球经济发展、社会进步和人民生活产生极其深刻的影响。中国、欧盟和美国等全球主要经济体均高度重视AI产业的发展，将促进AI发展作为一项重要国家/地区战略。

与此同时，AI产业的快速发展也给相关监管机构和企业带来了数据安全、个人信息保护和社会伦理等方面的挑战，有关人工智能和算法合规方面的监管要求也在随着AI产业的发展而不断完善。

在基础立法层面，我国《数据安全法》要求开展数据处理活动以及研究开发数据新技术应当有利于促进经济社会发展，增进人民福祉，符合社会公德和伦理；《个人信息保护法》也规定了国家网信部门统筹协调有关部门针对人工智能等新技术、新应用，制定专门个人信息保护规则、标准。

在AI社会伦理和算法推荐服务监管细则方面，网信办等九部委于2021年9月底联合发布了《关于加强互联网信息服务算法综合治理的指导意见》，明确要求企业应建立算法安全责任制度和科技伦理审查制度，健全算法安全管理组织机构，加强风险防控和隐患排查治理，同时要求企业树立算法正确导向，规范算法应用行为，秉持公平、公正原则，促进算法公开透明。《互联网信息服务算法推荐管理规定》也要求算法推荐服务者应当加强用户模型和用户标签管理，不得将违法和不良信息关键词记入用户兴趣点或者作为用户标签并据以推送信息。

SECTION 002

企业运营阶段的数据合规要点

如果把企业从创立到IPO比作一场大考准备周期，那么申请IPO无疑是检验企业运营情况的重要考试，而企业运营所涉及的日常合规建设和相应的安全评估则构成了企业“赶考IPO”过程中必不可少的一系列基础学习和摸底测验。在目前监管趋紧的大背景下，企业日常运营中数据合规建设的规范程度将直接关系到企业IPO过程顺利与否。

（一）网络安全保护合规建设

基于《网络安全法》关于国家实行网络安全等级保护制度的要求，等保2.0标准将等级保护对象按照其重要程度以及一旦遭到破坏后对国家、社会、企业或个人造成危害的程度被划分为了五个等级（第五级为最高）。在确定等级保护对象具体适用的安全保护等级时，等保2.0标准要求就“受侵害的客体”以及“对客体的侵害程度”两个要素，对定级对象业务信息安全和系统服务安全两方面进行评估，综合确定定级对象的安全保护等级。定级要素与安全保护等级的关系如下图所示：

受侵害的客体	对客体的侵害程度		
	一般损害	严重损害	特别严重损害
公民、法人和其他组织的合法权益	第一级	第二级	第三级
社会秩序、公共利益	第二级	第三级	第四级
国家安全	第三级	第四级	第五级

等级保护对象定级工作流程分为如下步骤：确定定级对象、初步确定等级、专家评审、主管部门审核以及备案审核。安全保护等级初步确定为第一级的等级保护对象，其网络运营者可依据相应标准自行确定最终安全保护等级；初步确定为第二级及以上的，其网络运营者需要组织进行专家评审、主管部门核准和备案审核，最终确定其安全保护等级。基于不同的安全保护等级，等保2.0标准对等级保护对象的设计安全、

有赴香港上市计划的企业，在日常运营和上市过程中要始终注意自身的数据处理活动是否存在影响或者可能影响国家安全的情形，提早评估并完成所需的网络安全审查，避免相关问题给上市进程带来的潜在不确定性。

等级评测和运行维护等方面均提出了相应的技术和管理要求。

对于重要领域或一旦遭到破坏可能严重危害国家安全、国计民生、公共利益的关键信息基础设施,《网络安全法》进一步规定,在网络安全等级保护制度的基础上,对关键信息基础设施实行重点保护。9月1日生效的《关基保护条例》作为《网络安全法》的配套行政法规,明确了相关行业的主管部门、监督管理部门将负责结合行业实际情况制定本行业的关键信息基础设施认定规则,并根据认定规则负责组织认定本行业的关键信息基础设施。企业被认定为关键信息基础设施运营者后,需要在等保2.0标准的基础上,进一步采取技术和其他必要措施保障关键信息基础设施安全稳定运行,相关措施包括但不限于建立健全网络安全保护制度和责任制、设置专门安全管理机构并保障其经费和人员以及至少每年开展一次网络安全检测和风险评估等。

此外,《数安条例(意见稿)》要求处理重要数据的系统原则上应当满足三级以上网络安全等级保护和关键信息基础设施安全保护要求,处理核心数据的系统依照有关规定从严保护。

(二)数据安全保护合规建设

《数据安全法》所规定的相关数据保护制度的核心是数据分类分级保护制度,而企业也应相应关注其日常运营中产生和处理的数据,是否涉及核心数据或重要数据。

《数安条例(意见稿)》对于核心数据的描述与《数据安全法》保持了一致,即"是指关系国家安全、国民经济命脉、重要民生和重大公共利益等的数据"。对于重要数据,《数安条例(意见稿)》则基于相关数据的来源、性质和行业特点等维度,对重要数据进行了相应的列举说明,其中与一般企业业务密切相关数据的主要包括:出口管制数据,重点行业和领域(例如业、电信、能源、交通、水利、金融等)安全生产、运行的数据,达到国家有关部门规定的规模或者精度的基因、地理、矿产、气象等人口与健康、自然资源与环境国家基础数据,关键信息基础设施建设运行及其安全数据等。

各地区及各部门将会依据《数据安全法》等相关规定制定和完善相应地区、部门及相关行业、领域重要数据和核心数据目录。目前我国国家标准《信息安全技术　重要数据识别指南》正在制定过程中,相信未来随着《网络数据安全管理条例》的最终发布和实施,相应国家和行业重要数据识别指南体系也将会逐步完善,从而为企业判断其业

务是否涉及重要数据提供相对明确的指导标准。

在《数据安全法》及《数安条例(意见稿)》所构成的框架下,若企业在日常业务中涉及到处理相关重要数据,企业在遵守一般数据保护义务的基础上,还需要额外遵守如下主要义务:

(1)明确数据安全负责人和管理机构,落实数据安全保护责任;

(2)在识别其重要数据后的十五个工作日内向设区的市级网信部门备案;

(3)系统原则上应当满足三级以上网络安全等级保护和关键信息基础设施安全保护要求,应使用密码对重要数据进行保护;

(4)共享、交易、委托处理、向境外提供重要数据的,应事先进行安全评估;

(5)共享、交易、委托处理重要数据的,应当征得设区的市级及以上主管部门同意,主管部门不明确的,应当征得设区的市级及以上网信部门同意;

(6)向境外提供在中华人民共和国境内收集和产生的重要数据,应当通过国家网信部门组织的数据出境安全评估;

(7)制定数据安全培训计划并组织相应培训;

(8)优先采购安全可信的网络产品和服务;以及

(9)自行或者委托数据安全服务机构每年开展一次数据安全评估,并在每年1月31日前上报上一年度数据安全评估报告,风险评估报告应至少保留3年。

除对重要数据的保护外,我们也建议企业对运营过程中处理的一般数据进行分类分级。2021年12月31日发布的《网络安全标准实践指南——网络数据分类分级指引》为企业就一般数据建立分类分级保护体系提供了基础性指导,企业可以参考该指引对所处理的一般数据进行妥当分类分级,并对不同级别的数据采取相适应的数据管理和保护措施。

(三)个人信息保护合规建设

拥有个人用户的各类企业在日常业务中通常会涉及处理大量个人信息,对于个人信息的保护也成为了相关企业在设计和运营相关产品和业务时的关注要点之一。对于个人信息保护合规建设,我们建议企业重点关注以下方面:

1.充分建立处理个人信息的合法性基础

《个人信息保护法》为企业处理个人信息提供了两类处理个人信息的基础，即基于个人同意的处理，或基于法律授权的处理。在基于法律授权处理个人信息的场景下，企业处理个人信息无需征得个人同意，其中最受广大企业关注的场景是**“为订立、履行个人作为一方当事人的合同所必需”**。

如何理解上述“必需”对于企业设计其产品交互页面至关重要，直接决定了其产品流程以及用户在使用其产品时的用户体验。由网信办、工信部、公安部及市监总局联合发布并于2021年5月1日起施行的《常见类型移动互联网应用程序必要个人信息范围规定》（**“《App必要个人信息规定》”**）对于地图导航、网约车、即时通信、网络支付、网上购物等39类App所需必要个人信息（指保障App基本功能服务正常运行所必需的个人信息，缺少该信息App即无法实现基本功能服务）范围进行了规定，该等规定可以为企业判断其“订立、履行个人作为一方当事人的合同所必需”的信息范围提供参考。

但需要注意的是，该等信息范围仅为实现相应App基本功能服务所必需的个人信息范围，实践中App所实现的功能和所服务的业务场景可能是多种多样的，《App必要个人信息规定》所列相关个人信息可能无法满足企业和用户的实际需求。这种情况下，我们建议企业考虑基于特定行业相关法律法规具体要求以及《APP收集使用个人信息最小必要评估规范》等要求，对其业务所必需的个人信息的范围进行充分评估，并留存相应评估记录。

2.妥当落实“告知-同意”要求

《个人信息保护法》要求企业在处理个人信息之前应当以显著方式、清晰易懂的语言真实、准确、完整地向个人告知下列事项：

（1）个人信息处理者的名称或者姓名和联系方式；

（2）个人信息的处理目的、处理方式，处理的个人信息种类、保存期限；

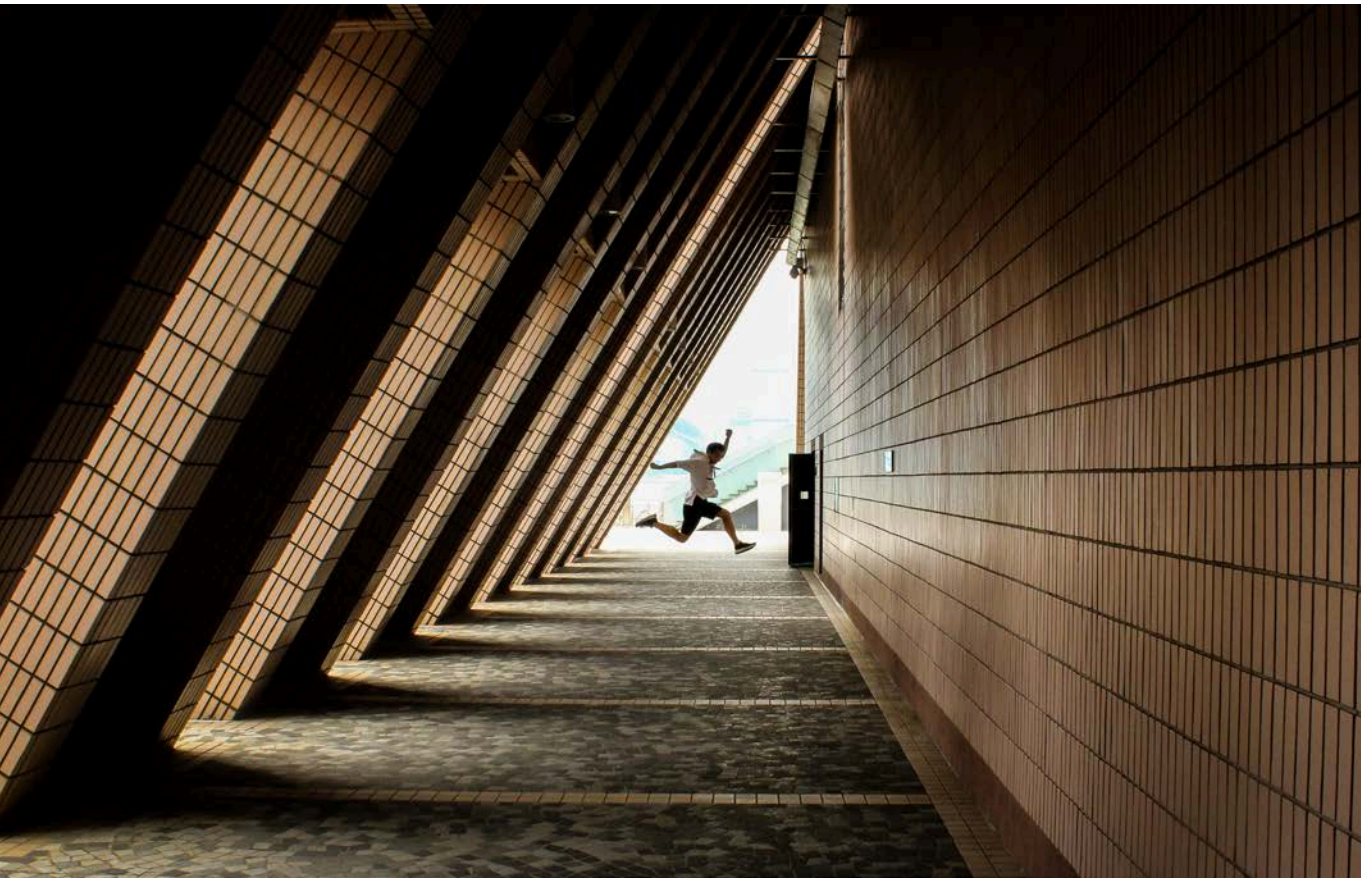
（3）个人行使法律规定权利的方式和程序；以及

（4）法律、行政法规规定应当告知的其他事项。

为配合《个人信息保护法》的实施，工信部于该法生效当日（即11月1日）发布了《工业和信息化部关于开展信息通信服务感知提升行动的通知》（**“《524行动通**

知》”），决定自该通知发布之日起到2022年3月底，开展信息通信服务感知提升行动。《524行动通知》在《个人信息保护法》的基础上进一步要互联网企业应以简洁、清晰、易懂的方式，向用户提供APP产品隐私政策摘要；涉及调用用户终端中相册、通讯录、位置等敏感权限的，还应当以适当方式告知用户调用该权限的目的，充分保障用户知情权。

企业基于个人同意处理个人信息的，应确保该等同意是由个人在充分知情的前提下自愿、明确作出。其中“自愿”即要求企业不得采用强迫、隐瞒等方式获取个人同意，“明确”一般应体现为个人通过书面声明或主动做出肯定性动作，对其个人信息进行特定处理做出明确授权的行为，包括主动勾选、主动点击等。此外，企业不得以改善服务质量、提升用户体验、研发新产品等为由，强迫个人同意处理其个人信息；也不得通过“捆绑授权”的方式一次获得用户对于多项服务的授权。



3.处理个人信息的特别要求

(1)处理敏感个人信息。《个人信息保护法》将敏感个人信息定义为一旦泄露或者非法使用,容易导致自然人的人格尊严受到侵害或者人身、财产安全受到危害的个人信息,包括生物识别、宗教信仰、特定身份、医疗健康、金融账户、行踪轨迹等信息,以及不满十四周岁未成年人的个人信息。企业处理敏感个人信息应遵守如下额外规则:

(i)处理敏感个人信息应具有特定的目的和充分的必要性,并采取严格保护措施;

(ii)事前进行个人信息保护影响评估,并对处理情况进行记录;

(iii)向个人告知处理敏感个人信息的必要性以及对个人权益的影响;以及

(iv)取得个人的单独同意。

(2)向境外提供个人信息。基于《个人信息保护法》及《数安条例(意见稿)》,企业向境外提供在中国境内运营中收集和产生的个人信息,需要遵守如下额外规则:

(i)满足《个人信息保护法》规定的个人信息出境的前提条件(如通过网信部门组织的安全评估、经专业机构认证或与境外信息接收方签订网信部门制定的标准合同等);

(ii)事先进行个人信息保护影响评估,并对处理情况进行记录;

(iii)向个人告知境外接收方的名称或者姓名、联系方式、处理目的、处理方式、个人信息的种类以及个人向境外接收方行使法律规定权利的方式和程序等事项;

(iv)取得个人的单独同意;

(v)采取必要措施以保障境外接收方处理个人信息的活动达到我国《个人信息保护法》规定的个人信息保护标准;以及

(vi)每年1月31日前编制数据出境安全报告,向设区的市级网信部门报告上一年度以下数据出境情况,并存留相关日志记录和数据出境审批记录三年以上。

针对上述(i)项相关要求,《数安条例(意见稿)》及10月29日发布的《数据出境安全评估办法(征求意见稿)》对于需要通过网信部门组织的数据出境安全评估的情形予以进一步细化,同时《数安条例(意见稿)》也规定了数据处理者为订立、履行个人作为一方当事人的合同所必需向境外提供当事人个人信息的,或者为了保护个人生命健康和财产安全而必须向境外提供个人信息的,可以豁免上述第(i)项的相关要求。考虑到《数据出境安全评估办法(征求意见稿)》暂未对网信部门数据出境安全评估明

确设置豁免条件，建议相关企业持续关注《数据出境安全评估办法（征求意见稿）》及《数安条例（意见稿）》的立法动态，并结合相关最终规定的要求判断是否需要进行相关数据出境安全评估。

(3) 处理大量个人信息。《数安条例（意见稿）》要求：

(i) 处理一百万人以上个人信息的数据处理者，应当遵守该条例对重要数据的处理者作出的相关规定；

(ii) 对于用户超过五千万、处理大量个人信息和重要数据、具有强大社会动员能力和市场支配地位的大型互联网平台运营者，该条例也要求其通过委托第三方审计方式，每年对平台数据安全情况、平台规则和自身承诺的执行情况、个人信息保护情况、数据开发利用情况等进行年度审计，并披露审计结果；以及

(iii) 日活用户超过一亿的大型互联网平台运营者平台规则、隐私政策制定或者对用户权益有重大影响的修订的，应当经国家网信部门认定的第三方机构评估，并报省级及以上网信部门和电信主管部门同意。

(四) 人工智能和算法合规建设

目前我国对AI监管总体的政策导向虽已就位，但仍缺少具体的落地方案和实施细则，监管发展相对滞后于技术的发展和应用。在我国政府支持和鼓励AI发展、抢占AI发展先机的大背景下，未来一段时间的立法和监管政策可能会更加注重平衡AI产业的发展速度和AI技术所带来的风险，我们可能会看到一些监管政策由粗到细、由缓到急逐步落地。

在AI伦理监管方面，我国在国家层面成立了国家科技伦理委员会，《关于加强互联网信息服务算法综合治理的指导意见》（“**《算法治理指导意见》**”）也进一步表明国家将建立算法备案制度，有序开展备案工作；该指导意见同时要求企业应建立算法安全责任制度和科技伦理审查制度，对算法应用产生的结果负主体责任。由此可见，我国对于AI社会伦理的监管已经逐步形成了从国家制度层面到企业执行层面的指导原则，结合我国到2023年初步建立人工智能标准体系的目标，相关监管细则要求可能会在未来2-3年内逐步完善和落地。

在AI产品和服务监管方面，《算法治理指导意见》将推进算法分级分类安全管理

作为了互联网信息服务算法安全治理基本原则之一。据此理解，我国未来对于AI领域的监管，可能参照《网络安全法》、《数据安全法》和《个人信息保护法》中相关分类分级监管规则，基于AI技术的重要程度以及其一旦遭受破坏或恶意利用可能给国家、社会、企业和个人权益造成的损害程度，在监管层面将AI技术和系统进行分级，以对应不同的监管规则和措施，由此建立对于AI的分级分类监管体系。

面对AI行业的快速发展，国家层面的敏捷治理或将成为企业合规工作需要面临的新常态，而AI行业相关领域的立法和监管细节尚不成熟，也将导致企业在未来一段时间内会面临监管规则并不完全清晰的困境，这也对企业自主适应能力提出了挑战。此等情形下，企业管理层需要认识到不断变化和深化的监管规则会是未来一段时间内需要持续面对的问题之一。同时，企业要积极搭建企业内部的合规敏捷治理结构，建立不同组织层面的合作机制和沟通桥梁，快速应对不断深化的监管规则，同时对未来更高级AI的潜在风险持续开展研究和预判，做到知己知彼，方可百战不殆。

SECTION 003

企业赴海外上市阶段的网络安全审查

2021年7月，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，提出完善数据安全、跨境数据流动、涉密信息管理等相关法律法规，并抓紧修订关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定，压实境外上市公司信息安全主体责任。

（一）网络安全审查制度修订情况

网络安全审查所基于的《网络安全审查办法》于2020年6月实施，其最初仅主要适用于关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务的情形。滴滴相关网络安全审查公告发布后，网信办于7月10日发布了《网络安全审查办法（修订草案征求意见稿）》，计划对网络安全审查相关制度进行修订。

2021年1月4日，修订后的《网络安全审查办法》（“**《网安办法》**”）正式发布并将于2月15日起施行，其要求掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上

市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查。

（二）企业赴港上市与网络安全审查

2021年11月发布的《数安条例（意见稿）》除对相关企业赴国外上市需要申报网络安全审查的情形进行了规定，也同时规定了数据处理者赴香港上市，影响或者可能影响国家安全的，需要申报网络安全审查。

与《数安条例（意见稿）》不同，最终公布的《网安办法》仅对赴国外上市企业应申报网络安全审查的情形进行了规定，但未对企业赴香港上市提出相应明确要求。虽然《数安条例（意见稿）》在效力位阶定位上高于《网安办法》，但考虑到《网安办法》和《数安条例（意见稿）》均由国家网信办组织起草并对外征求意见，且《网安办法》发布于《数安条例（意见稿）》征求意见期满之后，不排除未来《网络数据安全管理条例》会参照《网安办法》统一相关要求的可能。

另一方面，虽然在《网安办法》下企业赴港上市不会必然触发其网络安全审查申报义务，相关企业仍需要关注网络安全审查问题。根据《网安办法》，如果企业相关数据处理活动影响或者可能影响国家安全（不限于赴香港或赴国外上市场景），网络安全审查的相关规定即可能适用，且网络安全审查办公室可依职权启动对相应企业的网络安全审查。因此，我们建议有赴香港上市计划的企业，在日常运营和上市过程中要始终注意自身的数据处理活动是否存在影响或者可能影响国家安全的情形，提早评估并完成所需的网络安全审查，避免相关问题给上市进程带来的潜在不确定性。

（三）网络安全审查的流程和时限

根据《网安办法》，网络安全审查的一般流程和时限要求如下：

（1）确定是否需要审查（10个工作日）：网络安全审查办公室自收到符合规定的审查申报材料起，10个工作日内确定是否需要审查并书面通知当事人。

（2）初步审查（30+15个工作日）：网络安全审查办公室认为需要开展网络安全审查的，应当自向当事人发出书面通知之日起30个工作日内完成初步审查，包括形成审查结论建议和将审查结论建议发送网络安全审查工作机制成员单位、相关部门征求意见；情况复杂的，可以延长 15 个工作日。

(3)机制单位回复意见(15个工作日):网络安全审查工作机制成员单位和相关部门应当自收到审查结论建议之日起15个工作日内书面回复意见;意见不一致的,则进入特别审查程序。

(4)特别审查程序(90个工作日):特别审查程序一般应当在90个工作日内完成,情况复杂的可以延长。

基于以上流程和相应审查时限,若网络安全审查办公室确定需要对企业进行网络安全审查,则一般程序可能在企业提交网络安全审查申报材料起3个月左右完成;若进入特别审查程序,则可能需要额外90个工作日以完成全部审查工作。需要特别注意的是,该等审查时限不包含企业按照网络安全审查办公室要求补充材料的时间。

此外,中国证监会于2021年12月24日发布了《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定(草案征求意见稿)》以及《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法(征求意见稿)》(“**《备案办法(意见稿)》**”),对于境内企业赴境外上市提出了相应的备案要求。根据《备案办法(意见稿)》,企业(发行人)应当在向境外提交首次公开发行上市申请文件后3个工作日内,向中国证监会提交相应备案材料,其中即包括适用网络安全审查情形下,网络安全审查部门出具的相关评估审查意见。

SECTION 004

赴港上市企业在招股书中对于网络和数据安全的相关披露

由于网络安全和数据保护在赴港上市企业（特别是互联网和科技相关企业）的运营过程中扮演着日益重要的角色，且联交所对相关问题的关注和审查程度也在不断加深，近期赴港上市企业（**“申请人”**）通常会选择在其招股书中对其网络安全保护措施、数据处理和安全保护等情况以及相应的潜在风险进行披露。我们在本部分对联交所的相关披露要求和近期赴港上市企业（以中国互联网企业和科技企业为例）的相关风险披露情况进行了梳理，以期为计划赴港上市企业在风险披露方面提供参考。

（一）申请人披露情况概览

申请人通常会在其招股书的如下章节就相关网络安全和数据保护情况进行披露：

（1）在“概要”章节中，申请人主要对近期网络安全和数据保护监管趋势以及申请人在记录期内和截至实际可行日的相关合规情况进行披露；

（2）在“风险因素”章节中，申请人通常对其运营过程中存在的重大网络安全和数据保护方面的潜在风险进行披露；

（3）在“监管概览”章节中，申请人通常就其运营中需遵守的重大网络安全和数据保护相关法律法规进行梳理和披露；

（4）在“业务”章节中，申请人主要基于其业务模式和业务运营情况，对其运营过程中所采取的网络安全和数据保护内控措施进行披露。

在上述相关招股书章节的披露中，申请人通常需要在“监管概览”和“风险因素”两个章节中，根据联交所指引信GL86-16的相关要求，对其需要遵守的相关法律法规以及与之相关的风险进行集中披露。

在监管概览章节中，申请人不仅需披露其现时需遵守的重大法律法规，也需就未来预期将对其业务有重大影响的法律法规进行披露。目前我国《网络安全法》《数据安全法》和《个人信息保护法》均已生效，但与该等法律相关的部分配套监管规定仍处于征求意见阶段，例如《数据出境安全评估办法（征求意见稿）》以及《数安条例（意见

稿）》。该等已经公开征求意见但尚未生效的重要文件可能构成预期会对申请人业务产生重大影响的法律法规，因此，申请人一般也需要基于该等征求意见稿就近年来的相关监管趋势作出披露，并说明相关未来法律法规可能对申请人造成的潜在影响。

在风险因素披露方面，根据联交所指引信GL86-16，相关风险披露应满足以下要求：(i) 申请人应在披露中量化风险可能造成的影响；(ii) 披露的风险需是申请人难以纾减及一旦触发会对申请人造成重大影响的事件；以及 (iii) 披露的风险需根据不同申请人的具体情况量体裁衣。联交所在该指引信中还特别指出，除非有真正的特定原因导致申请人不能确定其是否能够符合相关法律法规，否则申请人将其“可能无法遵守法律规定”列为风险因素进行披露是不恰当的，我们认为该等规定在网络安全和数据保护方面的内涵在于，申请人在披露其可能无法遵守网络安全和数据保护相关法律法规的风险时，应对当前的相关立法情况以及其业务特点进行充分披露，对其“不能确定其能否合规”的特定原因进行说明。

基于上述联交所要求，我们理解申请人需就其所面临的网络安全和数据保护相关风险的具体风险事项、重大程度以及该等风险对申请人和投资人的潜在影响进行评估，以最终确定是否需要在招股书中对相关风险事项进行披露。如需披露，则申请人应结合相关立法以及其自身业务、运营、管理等情况对相关风险的来龙去脉以及其性质进行充分说明，并应量化相关风险的潜在影响。

（二）披露要点和解读

基于对近期申请赴港上市的互联网企业和科技企业所提交的招股书的整体梳理和分析，我们将该等企业与网络安全和数据保护相关的披露划分为惯常披露内容和特殊披露内容两部分。其中，惯常披露内容是指多数申请人在其招股书中披露的具有相对普适性的风险和事项；特殊披露内容是指不同申请人因其所处行业以及所受监管规则的不同，其根据自身行业特点在招股书中进行的量体裁衣式披露。

1.惯常披露要点和解读

多数中国互联网和科技企业在其招股书中就网络安全和数据保护进行了如下惯常披露：

惯常披露要点	披露概要和解读
因申请人未能遵守现行的网络安全和数据保护相关法律法规而存在被处罚的风险	虽然目前《网络安全法》《数据安全法》和《个人信息保护法》已相继生效，但考虑到该等法律施行时间还相对较短，各地区和行业主管部门对于法律适用的理解可能存在差异。 基于上述背景，申请人可能会在其招股书中就相关合规风险进行披露，例如：由于各地以及各行业主管部门对该等法律法规在执行和解释层面可能存在差异和不确定性，申请人若未能在其日常运营中完全遵守现行网络安全和数据保护法律法规及相关监管部门要求，则其存在被监管机构处罚的风险，进而可能对申请人的声誉和品牌造成负面影响。
因申请人未能及时调整网络安全和数据保护策略以适应未来监管环境而存在的潜在合规风险	随着《网络安全法》《数据安全法》和《个人信息保护法》的相继生效，相关部门目前正就网络安全和数据保护制定新的配套监管规定，例如《数安条例（意见稿）》和《网安办法（修订意见稿）》，且随着立法工作的深入推进，相关配套监管规则可能会逐步增多并趋于细化。 基于上述情况，申请人可能会在其招股书就相关风险进行披露，例如：若申请人未及时关注监管动态，以致其未能在相关监管规则正式实施后及时采取相应的网络安全和数据保护策略以符合新的监管要求的，则申请人可能在未来存在潜在合规风险。 此外，如本部分第（一）点（申请人披露情况概览）所提示，联交所指引信GL86-16明确指出，若申请人计划披露其可能存在无法遵守未来颁布的相关法律法规的风险，则申请人可能需要进一步结合其业务情况充分说明其可能无法遵守未来颁布的相关法律法规的“特定原因”。
如申请人同时涉及境外运营，其需相应遵守境外有关司法管辖区的网络安全和数据保护相关法律法规	针对在不同司法管辖区存在的网络安全和数据保护合规要求和风险，申请人可能会在如下方面进行惯常披露： •如申请人计划将其业务从境内延伸至境外（例如拓展海外用户群体），则其同时需遵守境内外的网络安全和数据保护法律法规。针对该等情况，申请人可能会披露：为确保遵守其运营所涉及的各司法管辖区的数据保护规则，申请人预期其合规成本会增加，其中包括配备相应的境外数据合规团队的成本； •就境外相关法律法规的遵守及展业情况，申请人可能会披露：如其未能及时按照其运营所涉及的各司法管辖区的相关法律法规要求执行网络安全和数据保护措施，其境外业务扩张计划可能因此受阻； •申请人可能亦会披露违反境外网络安全和数据保护法律法规的相关法律后果，例如：涉及在欧盟运营的申请人可能会披露，若其违反欧盟目前施行的《通用数据保护条例》（“**GDPR**”），则可能导致申请人面临高额罚款。

惯常披露要点	披露概要和解读
网络安全和数据保护内控措施及外部风险披露	**内控制度及技术措施的惯常披露** 申请人可能会在招股书中披露其在整个数据生命周期所采取的相关内控措施，包括从数据收集、使用、存储、传输直至销毁等各个环节的数据合规情况。 具体而言，申请人在招股书中披露的数据保护内控措施主要包括数据分类、访问限制、数据备份、恢复、加密及脱敏，以及申请人在防止个人信息泄露、不当使用、损坏、丢失及被盗用等方面所采取的内控措施。 除上述数据保护内控措施外，申请人可能也会在其招股书中披露其存储和处理数据所使用的信息网络系统、该等系统所采用的信息技术标准以及该等系统是否采取了软硬件层面的安全措施以防止第三方网络攻击和系统安全漏洞等内容。 **对于外部风险的惯常披露** 鉴于部分申请人在其开展业务过程中会收集、使用并存储大量用户、业务伙伴及雇员的数据和个人信息，尽管该等申请人采取了一系列内控措施以保障数据安全，但申请人仍可能面临超出其合理控制范围的外部风险。 例如，部分申请人在其招股书中披露，如申请人采取的数据保护措施无法始终有效地避免数据被未经授权地使用或访问，则可能构成申请人对数据安全相关法律法规或其与用户相关服务协议的违反，进而招致监管机构的处罚和/或用户诉讼。 针对第三方网络攻击及由于第三方提供的信息网络基础设施出现故障而引起的风险，申请人可能会进一步作出如下披露：如申请人的信息网络系统和软件产品遭到第三方恶意攻击（例如入侵用户账户盗取信息）或第三方提供的信息网络基础设施出现故障，上述事件可能导致申请人的服务或系统中断、延迟或关停，并可能造成申请人的数据丢失或泄露。
申请人与第三方合作情况及相关风险披露	如申请人与第三方存在数据和网络资源方面的合作（例如申请人委托第三方数据中心托管及管理服务器资源、向第三方采购云服务、或向第三方数据供应商采购数据等行为），申请人可能会披露其与该等第三方合作伙伴签订的合作协议主要条款。 尽管申请人与上述第三方合作伙伴签订的合作协议中可能包括网络安全和数据保护相关条款，但申请人可能仍然无法完全确保第三方合作伙伴依照协议约定履行相关网络安全和数据保护义务。针对与第三方合作给申请人带来的网络安全和数据保护方面的潜在风险，申请人在招股书中的惯常披露主要包括： •如第三方云服务商未经授权访问申请人的用户数据或处理该等数据，上述行为可能会对申请人在业内的声誉及用户满意度造成

惯常披露要点	披露概要和解读
	不利影响，进而影响申请人的业务表现，并且可能导致申请人因此面临潜在数据合规风险。 •如第三方数据供应商向申请人提供的数据在收集过程中存在瑕疵或者缺陷（例如未取得个人信息主体的适当同意即收集的相关个人信息），申请人可能会因使用该等瑕疵数据而面临潜在数据合规风险。

2.特殊披露的要点和解读

除上文所述惯常披露外，我们在下文中分别对SaaS企业、互联网医疗企业、人工智能企业和C端APP运营企业在其招股书中进行的与其所处行业相关的网络安全和数据保护特殊披露进行了梳理和分析。

由于特殊披露的内容与相关企业所从事的实际业务和运营情况密切相关，下表所列示的特殊披露仅体现了我们调研范围内部分行业的申请人招股书披露情况。实践中，拟赴港上市企业在评估特殊披露范围时，应结合联交所要求及其自身具体业务模式和运营情况，以作具体分析。

特殊披露要点	披露概要和解读
	1. SaaS企业
处理的数据类型	为满足客户的不同需求，SaaS企业收集、存储和传输的数据类型多种多样，其中个人信息可能包括客户的C端用户个人信息（如姓名、身份证号码、信用卡/借记卡号码、交易历史记录及付款记录等）；客户企业信息主要包括邮件、文字/语音信息、电子文档等。
数据处理场景	一般而言，虽然SaaS企业处理的数据类型和场景多种多样（例如为客户提供云端营销解决方案以及云端数据处理和存储服务），但其通常仅受其客户委托按照客户要求处理相关数据，而不为自身目的处理相关客户数据。
数据保护措施相关披露	**客户数据的访问权限限制** 根据部分SaaS企业在其招股书中的披露，为保护客户数据，SaaS企业的客户对于收集、存储、处理、导出、披露和删除存储在SaaS企业云平台的数据享有全部管理权限；除非经客户授权进行常规系统维护、数据分析或技术支持，SaaS企业不享有访问、使用或披露客户存储在SaaS企业云平台的数据的权限。

特殊披露要点	披露概要和解读
	另外，由于部分SaaS企业申请人可能会向第三方采购云存储空间，该等情况下相关申请人一般会在招股书中进一步披露说明：未经客户授权，该等第三方云服务供应商无权访问、使用或披露客户存储在第三方云端的数据，客户对该等数据仍然享有全权管理权限。
	境内外数据隔离存储 计划开展境外业务的SaaS企业通常在其招股书中披露：为符合相关境内外数据保护法律法规的要求，其境内外业务相关数据会分别在境内外分开存储，即境外产生的业务相关数据被存储在位于境外的服务器中，而境内产生的业务相关数据则被存储在位于境内的服务器中，并且该等SaaS企业一般会避免在其境内外平台之间进行数据传输。
	2. 互联网医疗企业
处理的数据范围	在互联网医疗企业收集和处理的数据中，患者个人信息通常受到监管部门和联交所的重点关注，该等患者个人信息主要包括患者的姓名、年龄、性别、地址、电话、身份证号码、社保号、医学影像、健康档案、检验报告、交易数据和银行账户信息等。
数据处理场景	互联网医疗企业的典型数据处理场景主要包括在线分诊、问诊以及开具电子处方。 分诊：初诊患者注册登录互联网医疗企业的在线医疗服务平台，患者通过平台上传其个人信息和病情资料，由平台根据患者具体情况将其分流入对应的专科诊室。 问诊和开具电子处方：通过患者提供的信息和资料，医生在线对患者进行诊断并依诊断结果开具电子处方。 除上述诊断相关服务外，部分互联网医疗企业还利用其信息技术优势，为线下医疗机构搭建线上服务平台，包括为线下医疗机构搭建线上预约平台以及诊疗报告在线查看平台等。在该等场景下，相关互联网医疗企业所提供的服务可能为传统技术服务（即不包括云端相关服务）或云端SaaS服务。在传统技术服务场景中，互联网医疗企业一般不接触线下医疗机构的患者个人信息，其仅为医疗机构提供相关软硬件解决方案和技术服务，由医疗机构自行采购和管理相关服务器。
数据保护措施相关披露	**医疗数据加密和脱密** 根据互联网医疗企业在招股书中的披露，互联网医疗企业需要根据《个人信息保护法》、《个人信息安全规范》及其内部政策要求进行相应的医疗数据加密和脱敏处理。

特殊披露要点	披露概要和解读
	医疗数据泄露事件应对 根据互联网医疗企业在招股书中的披露，如发生患者信息和医疗数据泄露事件，互联网医疗企业须及时向卫生健康主管部门报告，并立即采取补救措施。
	处理医院产生的数据 互联网医疗企业在其招股书中披露，在其为线下医院提供传统技术服务的场景中，互联网医疗企业事实上不存在处理或存储医院内产生的数据（例如患者在医院就诊的病历）的行为，其仅为医院提供管理和存储医院内部数据的技术。
	3. 人工智能企业
处理的数据范围	人工智能企业根据其业务和人工智能模型训练需求，可能会收集多种多样的数据，其中可能包括：面部识别数据和现实场景的图像及视频等。
数据处理场景	人工智能企业可能会在其进行数据训练的平台（“数据训练平台”）中对其收集的数据进行数据训练，并基于数据训练成果为客户提供定制化功能的AI软件，使得客户能够运用AI技术自动高效地处理海量数据。例如，人工智能企业在利用交通信息数据完成其人工智能模型训练后，基于该等模型的人工智能软件能够自动捕获交通数据（例如实时路况图片）并识别交通拥堵，对交通异常情况进行实时诊断，从而智能控制交通信号灯以协助管理道路车流量。
数据保护措施相关披露	人工智能企业在其招股书中主要相关披露包括： •数据训练平台的相关披露，例如部分申请人披露其数据训练平台采用了严格的信息安全及数据隐私保障措施，包括系统性的访问控制、数据加密和数据自动脱敏技术（例如自动识别并脱敏面部、车牌和个人身份信息的技术）。此外，部分申请人内控措施要求其仅有权在有数据保护监控措施的云服务器上处理该等客户数据，不得将有关数据下载至申请人内部数据平台，以使客户能够监控相关处理过程。 •使用客户数据情况的相关披露，例如部分申请人披露就客户向其提供的数据（如物业管理公司提供的小区监控录像），其仅有权在客户的监督下且仅为训练升级客户系统中的AI技术之目的而使用该等数据。

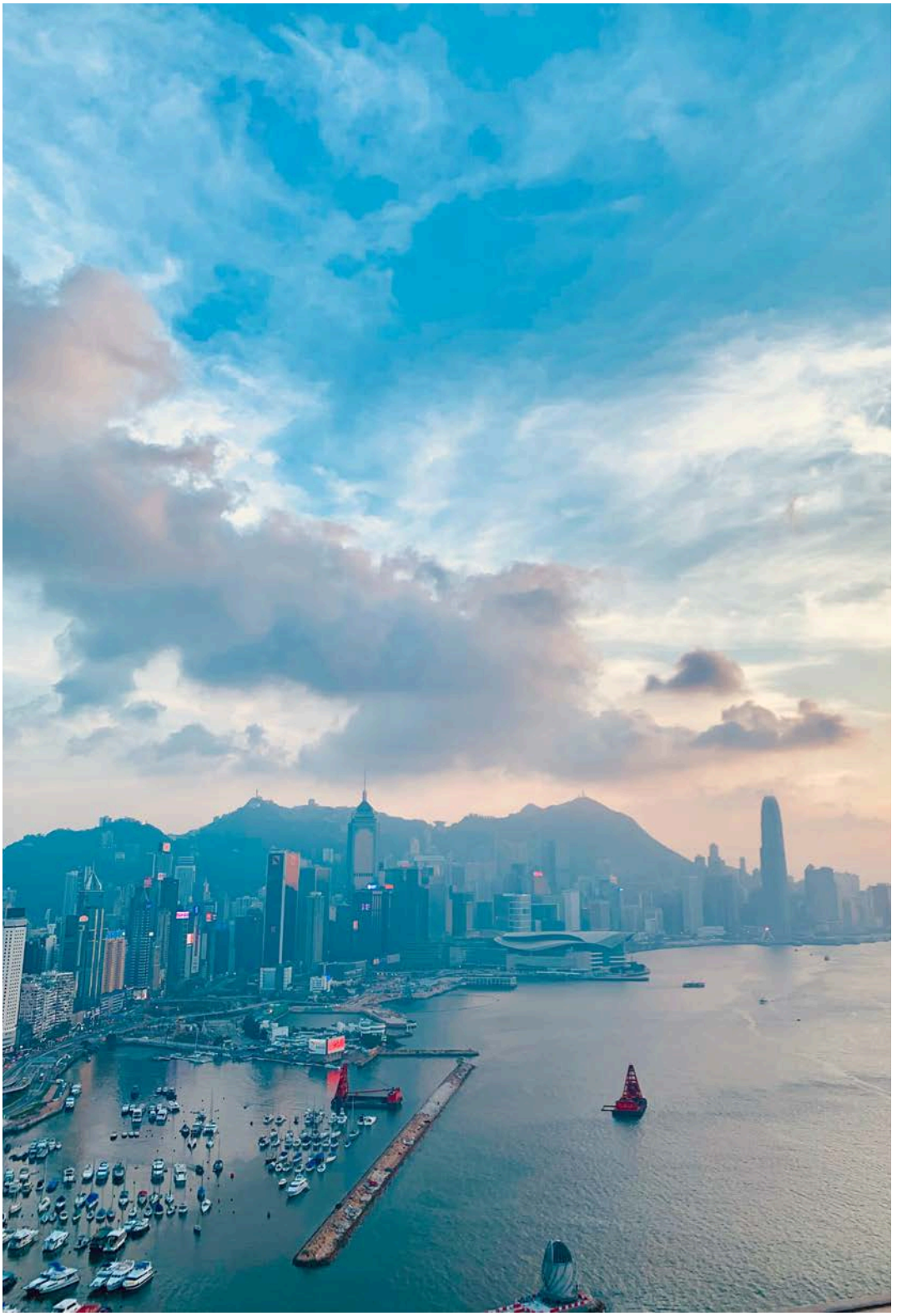
惯常披露要点	披露概要和解读
	4.C端APP运营企业
处理的数据范围	用户在C端APP运营企业（**“C端企业”**）网络平台上进行账号注册时，C端企业可能会收集用户的姓名、电子邮件、手机号、年龄和性别等信息。 对于已注册用户，C端企业可能会收集用户过往浏览和操作行为，如点赞、分享、评论、发帖、关注、登录设备信息、付费购买行为等。
数据处理场景	根据部分C端企业在其招股书中的披露，其可能会收集用户个人信息，并将用户个人信息用于用户注册、实名认证等功能，C端企业亦可能使用人工智能算法对用户在C端APP上产生的账户信息、浏览和操作行为等数据进行自动智能计算分析，以在C端APP内向用户推送个性化内容，增加用户粘性。
数据保护措施相关披露	**用户个人信息保护机制** 根据部分C端企业的招股书披露，其在用户个人信息保护上采取的内控措施主要包括制定内部安全管理制度和操作规程、明确信息安全负责人及相关责任、实时监测网络运行安全状态、对用户个人信息可能发生的安全事件采取及时的补救措施和向主管监管部门报告等。 **实名认证** 根据《移动互联网应用程序信息服务管理规定》的要求（“《管理规定》”），向用户提供信息服务的C端企业需要对其注册用户进行实名认证，该等C端企业通常也会在其招股书中披露其采用的实名认证系统和相关个人实名信息保护情况。
平台内容审核相关要求	如果C端企业向用户提供相关信息服务（例如允许用户在其APP内发布评论），根据《管理规定》的相关要求，C端企业应对用户在其平台内发布的内容进行监督。 针对上述要求，部分C端企业在招股书中披露其已建立实时内容审核系统以监测APP内的违法内容，并聘请专门的内容审核团队对APP上的文本、图片及视频进行人工监测审核。相应地，该等企业进一步披露，如其内容审核机制存在漏洞，或者未能及时处理APP上的违法内容，则其存在面临罚款、相关功能被停用或APP被下架整改的潜在风险。

SECTION 005

结语

随着《网络安全法》《数据安全法》以及《个人信息保护法》的相继生效，企业无论是在日常运营还是申请IPO过程中，都面临着不断加深和趋严的监管态势，企业合规压力明显增加。但另一方面，部分配套制度和实施细则还在逐步制定的过程中，相关监管要求在一定程度上仍具有不确定性。在这样的大环境下，我们建议企业持续关注相关监管动态，不断完善企业内部合规敏捷治理结构，并通过日常合规建设与上市合规梳理相结合，为最终成功上市扫清障碍。

胡骏
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2079
hujun@zhonglun.com



HONG KONG
CAPITAL MARKET:

股权激励
与赴港上市：
趋势、看点与六大法律问题

作者/龚乐凡、陈文珊

股权激励是吸引和留住人才，推动公司增长的重要工具。在资本市场的语境下，包括股权融资和上市，股权激励也是投资人以及资本评估一家企业的增长潜力、人才以及护城河、抗风险（例如“抗挖角”）能力的一项重要评估指标。对于准备赴港上市的企业，应该如何做好股权激励、防止“踩坑”？企业会面临哪些问题，有哪些工具可以为企业所用？本文基于我们服务赴港上市企业进行股权激励设计和安排的经验，总结归纳常见的问题，以飨读者。

本文总结了六个主要方面的问题，包括股权激励工具错配问题，外管37号文登记问题，持股平台与架构设计问题，高昂税负及行权与财报影响问题，招股书披露与联交所关注问题，跨境股权激励与争议解决问题。其中的不少问题都具有时间的敏感性，也就说，越晚发现，面临的风险越大，解决的成本也越高，因此需要企业、创始人、董事会及早关注，采用严谨和专业的方式，结合法律、税务、监管的靠量统筹加以筹划和设计。

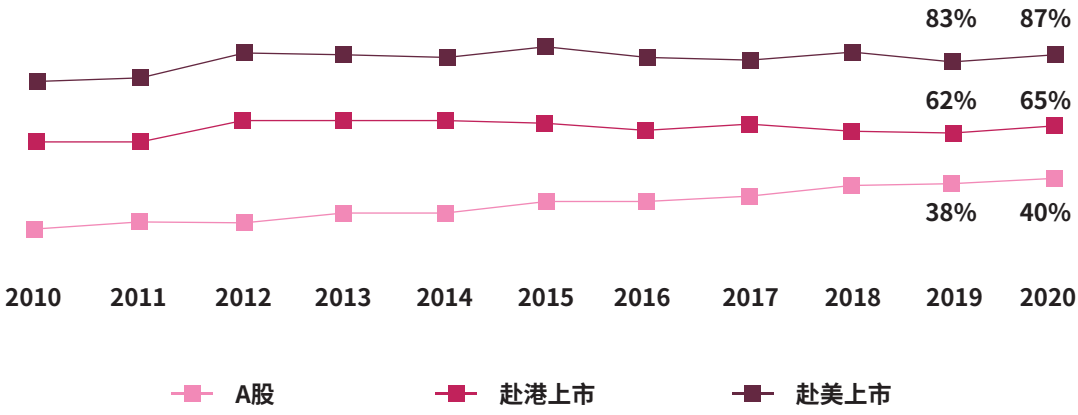
SECTION 001

中企赴港上市公司股权激励趋势看点

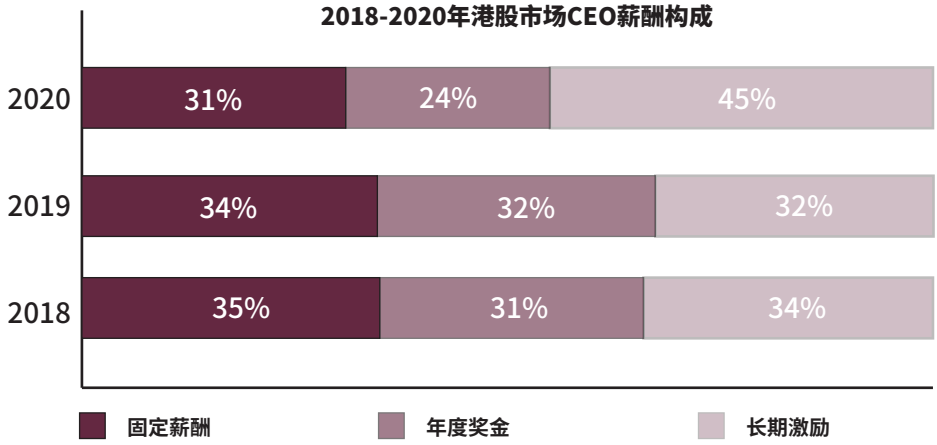
中国企业在A股、港股和美股三大资本市场，股权激励计划普及率持续上升，2020财年，赴港及赴美上市股权激励计划普及率达到65%与87%，而A股上市公司，普及率和10年前相比翻了两番，从10%增长到40%。而从上市公司的CEO薪酬结构上看，2020年赴港和赴美上市公司CEO的“变动薪酬”占整体薪酬比重持续保持在60%以上，其中长期激励占整体薪酬比重约为45%。赴港上市中国公司CEO整体薪酬中，约69%由变动薪酬构成，长期激励占整体薪酬比例约为45%。而对于赴美上市的CEO薪酬来说，则分别为67%和43%。[1]

1.参见富途、Willis Towers Watson、脉脉联合发布之《2021年股权激励研究报告》21-22页。

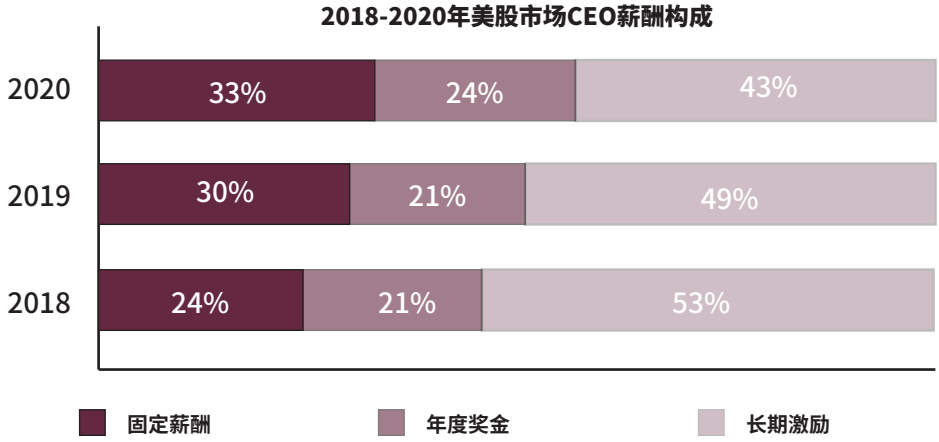
股权激励计划普及率(有股权激励计划的公司占样本公司总量的比例)



2018-2020年港股市场CEO薪酬构成

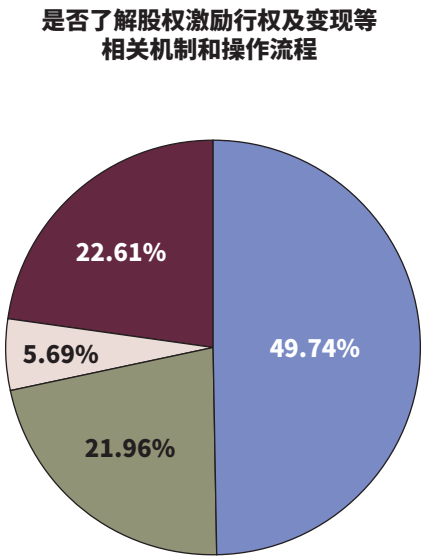


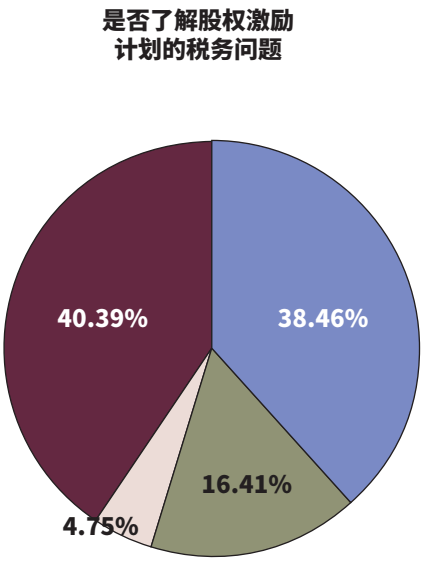
2018-2020年美股市场CEO薪酬构成



然而，在另一方面，统计表明，绝大多数职场人对于股权激励的授予机制、行权/归属流程以及纳税要求都不太清楚[2]。这里有可能暗含一些隐患：一方面，从股权激励的授予到变现，这其中往往需要经历很长的时间，且操作流程复杂度、专业度高，涉及法律文件多。另一方面，股权激励最高45%的个税缴纳比例，也会对最终的激励效果产生很大的影响。

而这个领域，涉及法律、税务、人事、跨境架构、信托等多领域专业叠加，如果是香港上市、美国上市，不仅文本主要是以英文起草，而且还涉及到相关的招股书披露，进一步增加了难度和复杂性。正因为如此，我们在实践中就发现了不少问题，下文中会对一些常见的、重要问题进行探讨。





完全不了解　一知半解　知道的比较多　非常了解

2.脉脉用户调查数据，参见富途、Willis Towers Watson、脉脉联合发布之《2021年股权激励研究报告》13页。

SECTION 002

股权激励的工具错配问题

中国企业赴港上市，通常有两种模式，一种是境内企业在香港发行H股，另一种则是通过搭建跨境架构，以境外公司（例如开曼公司）间接持有境内企业的方式（在资本市场常被称为**“红筹模式”**[3]）在香港发行。本文主要围绕采用境外公司架构即红筹模式的企业的股权激励展开，而针对发行H股的公司因为上市主体通常为境内企业，不少问题因为主体不同而不再适用（例如外管问题、离岸持股架构等），我们未来将另行撰文探讨。

针对红筹模式下的境外公司，以开曼公司为例，股权激励的所有文件一般都以英文制备，配套适用的是开曼公司的法律，因此不少国内企业对之并不熟悉。不少企业也简单粗暴地把股权激励等同于股票期权（stock options），殊不知股权激励存在不同的工具，除了股票期权之外，还有限制性股票，虚拟股股票，大股东代持等，承载模式也包括员工直接持股，股权激励信托持股（ESOP Trust），合伙平台（ELP）持股等。这些究竟在法律上，财务上，税务上，有什么影响？如果这个问题不能回答清楚，那么不仅可能影响上市的成功，也可能意味着公司以及员工在未来支付高昂的成本，例如在税负方面，代价可能将会以数亿、十数亿来计算。

我们之前就曾碰到这样的案例，一家高科技企业的一位创始合伙人，在加盟公司的时候，因为公司和他都不懂得选择合适的激励工具，只是凭感觉选择了股票期权[4]，公司也没有为该创始合伙人进行任何税务筹划，最后当公司快要上市的时候，才意识到这些期权因为行权价格低，股票的价值已经翻了很多倍，一旦行权就会面临数千万的高达45%税率的工资薪金所得税（即使尚未实现套现）。而如果当时在加入公司的时候，采用不同的工具和方式，可以很大程度上避免这样的税负。工具的选择，可谓差之毫厘失之千里。

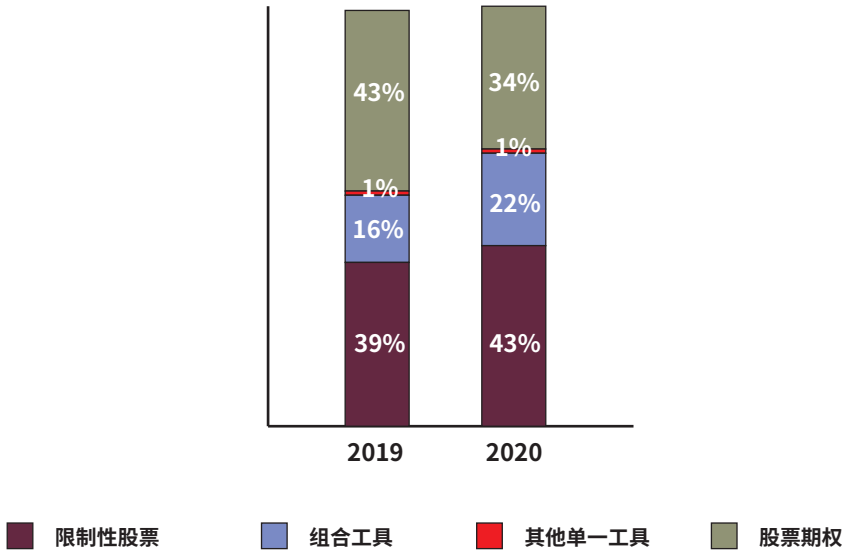
3.红筹模式包括针对国企通过搭建海外架构进行境外股票发行的“大红筹”，以及民企采用海外架构进行境外股票发行的“小红筹”，针对后者，若企业涉及外资准入限制的企业而搭建VIE架构，则被称为“VIE模式”。
4.股票期权给予被授予人的是一项低价购买股票的权利，而不是直接给与股票。

针对虚拟股票，有些企业可能因为担心高管作为境内人士在海外直接或者间接持有境外公司股份需要进行繁琐的外管37号文登记，或者担心披露的原因，而因此选择“虚拟股票”，但是虚拟股票的二级市场退出所带来的收益，很可能会被认为“奖金”性质而在所得税上视为“工资薪金所得”面临45%而不是20%的税负。

另外，有的企业采用大股东代持的方法来持有高管的激励股份，表面上看大股东拥有更多的投票权，同时也有利于掌控这些激励股份，但要在香港进行上市，需要对代持进行清理，大股东在即将上市前将这些股份转给高管或者高管激励平台，由于公司净资产价值的飙升，也很可能会因为该转股而面临较高的税负。

而从统计数据来看，对于赴港上市的中国公司而言，在2020年限制性股票首次超过股票期权成为最为普遍的激励工具，使用比例提升了4个百分点至43%；股票期权比例则从2019年43%下降至34%，而使用组合工具的公司占比也进一步提升，从2019年的16%提升至了22%。[5]

赴港上市中国公司股权激励授予工具使用情况



5.参见富途、Willis Towers Watson、脉脉联合发布之《2021年股权激励研究报告》23页。

从企业人力资源策略角度，究竟选择期权激励还是限制性股票激励，抑或是其他方式的激励，这取决于行业特性以及竞争对手。企业要避免想当然，认为只要是有股票或者期权，高管一定就能够认可“激励”并因此会为企业卖命。对于这部分的内容，请参见笔者的另一篇文章，《股权激励的陷阱：高效业绩背后的法律架构和工具选择》。

SECTION 003

外管37号文登记问题

中国企业赴港或者赴美上市，如果采用跨境的红筹架构，上市主体往往是在离岸地（例如开曼群岛）设立并存续的一家公司，而中国境内居民在海外公司持有股权，需要符合中国的法律法规的规定，其中包括外管局印发的“37号文”（《外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资或返程投资》（汇发[2014]37号））。根据该文第三条的规定，“境内居民以境内外合法资产或权益向特殊目的公司出资前，应向外汇局申请办理境外投资外汇登记手续。境内居民以境内合法资产或权益出资的，应向注册地外汇局或者境内企业资产或权益所在地外汇局申请办理登记；境内居民以境外合法资产或权益出资的，应向注册地外汇局或者户籍所在地外汇局申请办理登记。”

外管局针对已经完成海外上市的股权激励的员工，则适用《国家外汇管理局关于境内个人参与境外上市公司股权激励计划外汇管理有关问题的通知》（汇发[2017]7号，简称“**7号文**”），其中第二条规定“参与同一项境外上市公司股权激励计划的个人，应通过所属境内公司集中委托一家境内代理机构（以下简称“**境内代理机构**”）统一办理外汇登记、账户开立及资金划转与汇兑等有关事项，并应由一家境外机构（以下简称“**境外受托机构**”）统一负责办理个人行权、购买与出售对应股票或权益以及相应资金划转等事项。”

通常来说，创始人、主要股东都必须进行37号文的外管登记，那么如果获得拟上市公司股票、股票期权的高管以及其他员工呢？如果都需要进行外管登记，那么人数可能从十几人到几十人，乃至上百人。进行如此数量众多的个人的外管登记，不仅操

作上繁琐，而且费用不菲。

实践中有的公司认为，持股低于一定比例的员工（例如1%）不必进行外管37号登记，而是等到上市成功以后进行7号文登记，但是这个做法从严格意义上讲，可能违反37号文的规定，所以实践中的确也有公司为相当数量的员工办理了37号文登记。而有的公司则是让员工在上市前仅仅持有股票期权，不直接持股，以免触发37号文外管登记。

也有的做法，则是将高管、其他员工的限制性股票以及股票期权都转移至境外信托或者持股平台（例如一家开曼设立的有限合伙），避免37号文登记，理由是这些员工并没有持股，而是仅仅作为海外信托或者有限合伙的受益人，与直接持股能够享受股东权利的类型有所区别。

上述的做法在法律上并没有特别明确的规定，公司要结合具体情况进行具体分析，由负责出具中国法律意见书的发行人律师和券商律师做出判断。

SECTION 004

税务和财务影响问题

股权激励产生的税负可能会是一个天文数字。很多公司会在设计股权激励方案时，忽略未来可面临的税务影响。如果员工获得的是股票期权，那么员工选择行权的时刻，就要面临税率最高达45%的个人所得税的缴纳，股价越高，缴税的税基越高，税负就“越痛”，必然会影响员工的积极性，引致股权激励的效果大打折扣。

虽然持有和出售获益的都是境外公司的股份，只要持有股份的人士为中国税务居民（包括构成境内税务居民的外籍人士），那么将仍然适用中国的个人所得税，没有什么股份是离岸避税地而不需要缴纳中国税负的概念。根据《财政部、国家税务总局关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》第二条的规定，“员工行权时，其从企业取得股票的实际购买价(施权价)低于购买日公平市场价(指该股票当日的收盘价，下同)的差额，是因员工在企业的表现和业绩情况而取得的与任职、受雇有关的所得，应按‘工资、薪金所得’适用的规定计算缴纳个人所得税。”这意味着税率将适用3%至45%的超额累进税率。

需要注意的是，对于赴港上市的企业，无法适用101号文的股权激励税务递延的政策。财政部、国家税务总局关于完善股权激励和技术入股有关所得税政策的通知（财税[2016]101号）规定了有关股权激励税务递延的政策，但仅限于符合条件的境内居民企业的股权激励计划，赴港上市企业采用红筹架构，拟上市公司通常为离岸的开曼公司，所以无法享受101号文的税务递延政策。

另外，有的企业的股权激励初期采用的是由大股东代持一部分股份的形式，而代持需要在香港上市之前清理、还原（参见本文第6节——“披露与联交所聆讯审核”），而当大股东将代持股份转让给员工或者员工激励池，即便转让的价格系平价或者低价，则因为公司股份的估值较高，可能面临一笔不菲的转让股份所带来的个税。

股权激励的税务筹划，分为境内企业和境外企业，模式不同，方法不同。而采用的方法，也会根据企业的具体情况，融资的不同时点，创始人以及高管的身份（是否外籍），都有不同的架构设计和筹划空间。通过合法、合理的方式和架构，进行节税。有的情况下，是以时间换空间，有的则是以空间换时间，并且通过期权，限制性股票，持股架构，跨境架构，法律条款设计，融资安排等等组合工具和方法的使用，达到最优的节税效果。有关股权激励的税负问题，请参见笔者的另一篇文章，《股权激励的陷阱：高效业绩背后的法律架构和工具选择》。

对于要准备上市的企业来说，股权激励除了税务方面，还存在对公司财务方面的影响。高管和其他员工的股权激励，发生行权和归属的时候，就发生了公司的“股份支付”，需要作为公司的一项财务支出，反映在公司财务报表，而这个金额往往不菲。考虑到上市的财务条件要求，需要提前对“股份支付”进行财务评估，以免影响公司赴港上市。根据《国际财务报告准则第2号——以股份为基础的支付》[6]的规定，“本准则以规范主体进行以股份为基础的支付交易时（“股份支付”）的财务报告为目标。尤其要求主体在其损益和财务状况中反映股份支付（包括授予雇员期权相关的费用）带来的影响。”

财务影响的又一个问题来自于，在高管行权的时候，如果行权价格就在数千万，再加上个税，若没有足够的现金，就意味着需要贷款方能获得股票，而高管面临锁定

6.<International Financial Reporting Standard 2 – Share-based Payment>，可在官网上查询全文，网址：IFRS - Home；https://www.ifrs.org/content/dam/ifrs/publications/pdf-standards/english/2021/issued/part-a/ifrs-2-share-based-payment.pdf

期，要等到解禁之后方可以套现退出。这样的话，意味着高管要么自己要自掏大笔现金支付对价，要么需要向公司或者他人贷款，以进行对价支付以及个税的支付。如果公司采用挂账方式暂不收取对价款，或者给与贷款（例如使用promissory notes的方式），这也会影响公司的财务报表，也会被联交所关注（参见本文第6节——“披露与联交所聆讯审核”）。

SECTION 005

应对方案：架构问题-股权激励信托以及持股平台

为何赴港上市，不少公司采取了股权激励信托（ESOP Trust）？股权激励信托究竟起了什么作用？

如前文所言，一方面，诸多高管及员工（哪怕持股比例很低），如果都要一一进行外管37号文的登记，时间和费用成本高昂。另一方面，股权激励的税负较重，很可能一行权即触发45%的个人所得税，之后如果套现，则再额外发生20%的个税。所以如果采用信托的模式，尽早将限制性股票以及股票期权装入股权激励信托，有助于节省税收上的负担。

与此同时，由于信托由受托人管理，公司统一给与指令，所以在行权、归属以及退出的管理上也比较专业和高效，大量节省公司和员工的时间和管理成本。

另外，也有的赴港上市公司的股权激励，针对美籍高管，由于美国税法的适用关系，则不采用股权激励信托方式，而是通过设立有限合伙平台的方式，来统一持有和管理美籍高管提前行权所获得的股票。

搭建股权激励信托，是一个较为复杂的流程，需要制备《信托契约》（Trust Deed）、《转让契据》（Deed of Assignment）、《激励规则》（Scheme Rules）等全套法律文件。同时需要判断转入信托的是提前行权的股票，还是股票期权，相应的税务上的认定该如何处理，在税务申报的时候该如何进行操作。这些都需要公司聘请专业律师结合信托与税务筹划，共同帮助企业进行统一的筹划。

SECTION 006

披露与联交所聆讯

企业赴港上市，需要专业中介机构对公司进行尽职调查，协助制备A-1表、招股说明书等，再将资料递交港交所，之后再由港交所上市委员会审阅新上市申请，确定申请人是否适合进行首次公开招股。只有公司通过聆讯，方能最终实现上市。

赴港上市过程中，针对本文提到的股权激励的模式、工具和架构、已行权数额以及相关财务数据、激励方案条款设计等问题都需要向联交所进行披露。就披露尺度问题，公司如果对联交所的相关要求和提问难以给出令人满意回答，就可能影响上市时间表，造成赴港上市途中意想不到的阻碍。

举例来说，如果股权激励采用的是大股东代持的方式，那么需要注意任何代持的安排都需要披露。如果代持的只是针对员工的股权激励，那么通常的做法是代持的还原，并按照市场的常见做法，设立股权激励的架构（例如股权激励信托或者有限合伙架构）。而如果代持的股权激励安排还涉及非公司员工的，例如外部顾问，那么保荐人在进行尽调的时候，就会关注是否这样的代持安排、股权支付安排，背后是否存在不当的“利益输送”。

另外，如前文所言，如果员工行权需要支付对价以及产生的税负，因为金额较大无力承担，公司是否能优先为员工提供贷款助其行权？公司给员工贷款是否存在关联交易方面的潜在风险？联交所是否会对公司给与这样的贷款有限制？发行人及其律师该如何与联交所进行沟通？这一系列问题，都需要法律、税务和财务团队进行统筹安排，并与联交所进行沟通以形成最有利于公司的解决方案。

SECTION 007

跨境股权激励与员工争议

公司准备赴港上市，公司的CEO、CFO以及包括券商、律师、审计师在内的外部中介往往有大量的事务需要处理，股权激励的专业性和复杂性则可能被忽略，延续过往的简单粗暴的法律文本，在专业性上落到了一个“三不管”区域，导致的结果，轻则由

于缺乏税筹高管需要支付重税，重则因为法律文本的不专业引发诉讼争议。那么，为什么股权激励的法律文本不专业、不严谨，非常容易引发亿元级的诉讼争议？

我们从一个公开的案例来分析。[7]孙某在公司创立第二年加入，入职前两年一共获得了55,000股期权，但是未明确约定回购价格。后孙某被公司辞退，要求行权，公司以目前尚未有员工行权过为由一直不处理孙某的期权。2010年9月公司于纽交所挂牌上市，孙某再度要求行权，公司依然没有正面回应，于是孙某将公司告上法庭，要求公司为其办理行权。此案经历一审、二审和再审，包括最高人民法院在内，**都判决孙某胜诉，公司应向其支付55,000股股票。**公司股价在一审时已涨到了每股19.95美元，孙某最少也能获得高达100多万美元的收益。

公司容易忽略股权激励机制中的条款严谨性。限于篇幅，我们无法将股权激励中常见的所有条款设计问题一一罗列，但的确对于有关激励计划管理的安排、激励的转让与出售、继承和分配等权利安排、绩效要求的条款，退出及回购条款、法律适用及争议解决条款，这些如果没有专业的股权激励方面的律师给与指导，特别容易在未来产生金额不菲的诉讼争议，随着股票在上市后的增值，很可能涉案的金额就会达到数千万乃至过亿人民币。

例如在退出及回购条款中，缜密专业的法律文本都会设置所谓无过错离职条款，通常是指死亡或丧失行为能力，由于一定原因不能再工作，被裁员，在创始人的雇佣条件改变后离开等情况，和有过错离职条款，指员工发生欺诈，因行为不当而被解雇，超越权限，被取消董事资格，违反股东协议，违反竞业限制，在自愿离职前未能实现某些目标等约定的情况。通常情况，针对前者，公司会以公平的市场价值来回购他们的股份，而针对后者，公司会以折价的市场价值来回购他们的股份。具体如何计算价格，则在协议中有较为详尽的约定。

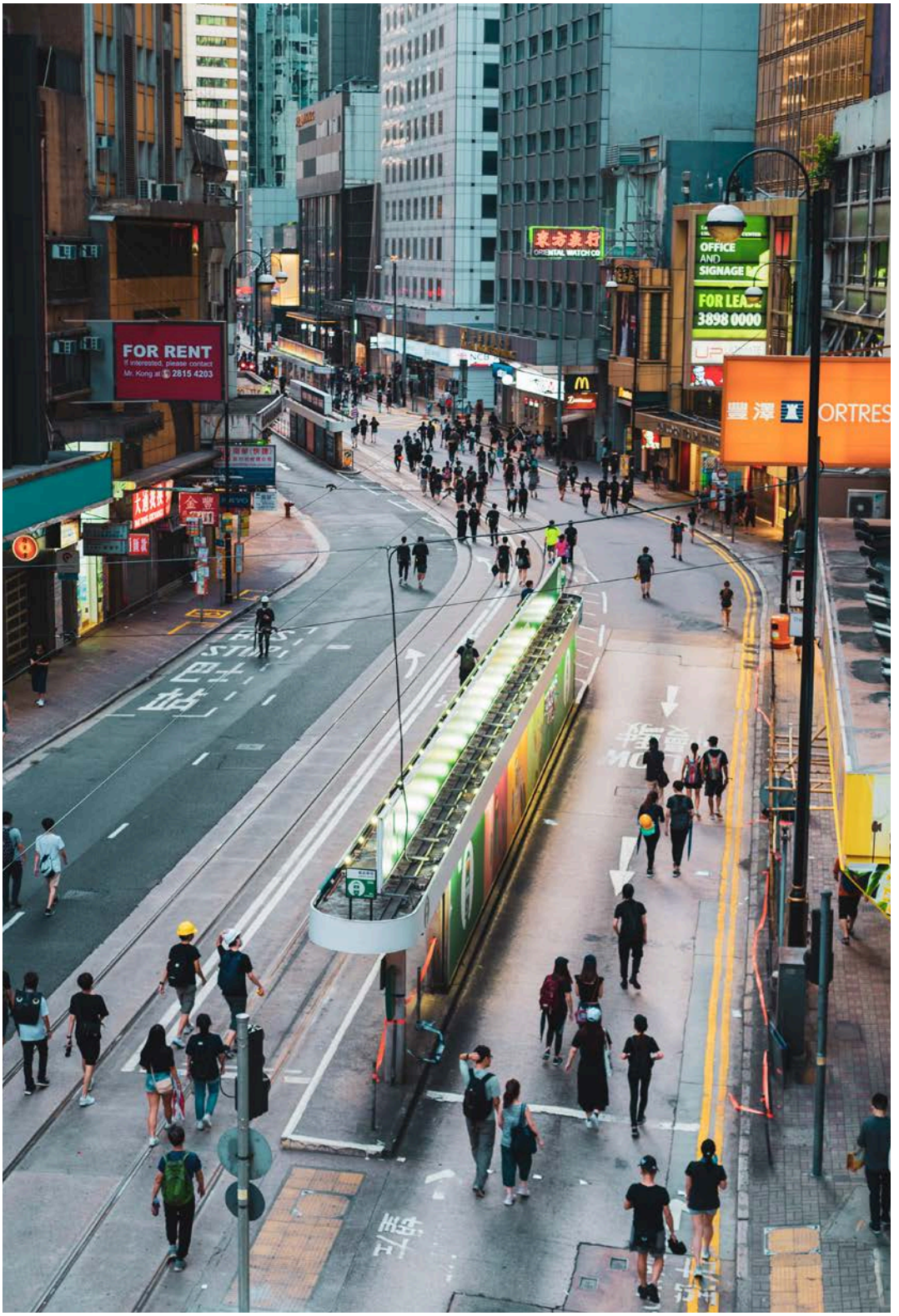
7.参见《搜房控股有限公司与被申请人孙宝云合同纠纷再审民事裁定书》，搜房控股有限公司与被申请人孙宝云合同纠纷再审民事裁定书 - 裁判文书 - 中华人民共和国最高人民法院 (court.gov.cn)

* * *

股权激励至关重要，但做对谈何容易？激励工具如何防止错配，该采用限制性股票，还是期权，还是采用“组合工具”或者其他工具？激励计划执行的时点有哪些讲究？上市前激励计划和上市后的激励计划有何差别，从香港法、联交所监管角度是否有特殊、限制要求？将触发哪些中国法律监管要求？什么条款最容易在未来爆发冲突和争议？

企业赴港上市，股权激励是公司业绩增长的重要助推器，然而围绕股权激励的争议数量也在逐年增长。我们认为，只有经过科学和专业设计的股权激励，才能真正做到激发公司的潜能、推动业绩和股价的增长，同时避免高昂的税负，又能防止公司和员工发生金额动辄千万、上亿的诉讼争议。从专业上看，做好股权激励，需要的是架构、合同条款、信托文件、税务等的境内外法律问题的“综合解决方案”。而这些问题很多都具有时间的敏感性，越晚发现，面临的风险越大，解决的成本也越高。

龚乐凡
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3608
lefangong@zhonglun.com



HONG KONG
CAPITAL MARKET:

赴港上市：占有、使用集体土地上盖之生产经营场所的物业权利瑕疵之披露要求及相关处理

作者/赖继红、陈晋赓、兰天阳、任钰

随着香港联合交易所有限公司（以下简称“**联交所**”）对非房地产和基建公司的持有物业权利证书要求的改变，拟赴港上市内地企业已无需在上市前取得全部物业的所有权证书，只要按照要求进行瑕疵披露即可。对于存在业权瑕疵且无法补办不动产登记并取得权利证明的物业，以及无法在递交A1申请资料前取得权利证明的物业，发行人亦可以通过对业权瑕疵及其对业权瑕疵的补救方式进行披露来满足联交所对发行人持有物业的要求。

SECTION 001

联交所对拟赴港上市公司物业权利瑕疵的披露要求及物业权利瑕疵产生的原因

（一）联交所对非房地产公司和基建工程公司的物业业权瑕疵披露要求

联交所2013年7月更新的《香港交易所指引信》（HKEx-GL19-10）（以下简称“**《指引信》**”）中总结了对赴港上市的企业对其生产经营所使用的物业状况披露要求。《指引信》第三条提供了“有关中国内地物业业权证书的指引”，除房地产公司（property company）和基建工程公司（infrastructure project company）外，其他业务类型的公司（不论注册地点在何地）均不需要持有中国物业的业权证书，但需在上市文件中“披露其欠缺中国物业业权证书对业务的风险”。

《指引信》第四条载明了“有关物业业权存在瑕疵的中国内地及香港物业的披露指引”，即前述非物业和基建工程类的公司需在其递交给联交所的文件中披露：

“（i）物业业权存在瑕疵的原因、该业权有瑕疵的物业用途及申请人可能须承担的最高法律责任涉及的金额；

（ii）董事对业权存在瑕疵的物业个别或集体而言，对申请人的业务是否有关键影响意见及理据；

（iii）未取得房屋所有权证或未按有关地方规则及规例进行竣工检查的房屋的安全状况；

（iv）法律顾问对业权问题会否妨碍物业被购入、出售或被银行接纳为抵押品的意见及理据；

（v）物业业权若没有问题，申请人须支付的土地成本/租金有何差异（或适当的否定声明）；

（vi）申请人已采取或将采取的补救行动（或不采取补救行动的原因）、要取得欠缺的证书/许可证有否任何法律障碍，及申请人预计何时可取到这些文件；及

（vii）迁徙/或拆卸的预计时间成本以及收入损失及其他相关损失（如有）连同理据，以及可能进行的迁徙/或拆卸工程将如何影响申请人的业务及财政状况。”

从联交所近三年上市的内地企业的招股书披露或预披露来看，有相当一部分非房地产开发类和非基建类企业均披露了物业业权瑕疵的状况，现整理参考案例如下：

	所属行业	所披露的物业瑕疵	瑕疵纠正措施
HK6913 中国华南职业教育集团有限公司	职业教育	岭南职业技术学院和岭南现代技师学院**租赁**的位于广州新塘和杨箕两地的**建筑物**因历史遗留问题并未依法取得建造建筑物的有关手续，属于违法建筑，可能会被主管部门下令回收或拆除。上述建筑亦无法办理房屋所有权证。前述两所学校与建筑物业主签订的租赁协议效力待定。	经咨询广州市规划和自然资源局黄埔分局有关人员，确认该地块已规划用做教育用地，且黄埔分局并无收回或拆除地块上建筑物的计划，华南职业教育集团将继续使用上述建筑。 董事亦知悉上述瑕疵并在公司内部制定相应内控制度。
HK1455 科利实业控股集团有限公司	家电制造	于上世纪90年代**承租**了深圳市宝安区公明镇将石村石围经济合作社所有的**集体建设用地**，并在所租赁的土地上兴建了15栋楼用做工厂、仓库、员工宿舍及办公楼，但由于石围经济合作社没有科利实业所租赁地块的产权证明，因此科利实业对其所租赁土地的使用权存在瑕疵，且其兴建的15栋楼亦因无土地使用权证明相关材	科利实业经与城市规划主管部门沟通后，确认其15栋建筑所在位置不会严重影响城市规划。科利实业对15栋建筑中的11栋符合深圳市人民代表大会常务委员会于2019年11月13日修订的《深圳经济特区处理历史遗留生产经营性违法建筑若干规定》中“历史遗留建筑”资格，截至招股书披露之日科利实业已经开始办理11栋中6栋较为重要（生产主楼、生产车间及员工宿舍）且面积较大的建筑的相关产权手续，对剩余5栋总面积不足800平方米且对公司生产经营影响较小的建筑通过访谈

	所属行业	所披露的物业瑕疵	瑕疵纠正措施
		料而无法办理建设工程规划许可证和建设工程施工许可证，属于违法建筑。	主管部门确定了上述建筑被拆除的风险较小。其余4栋不符合“历史遗留建筑”资格的建筑，科利实业与主管部门沟通后得到答复，只要该建筑符合安全规定，被有关部门勒令拆除的可能性极低，因此科利实业对四栋建筑进行了安全评估，确认上述四栋建筑可以安全地使用，同时将逐渐把该四栋建筑承担的生产职能转移至附近其他不会构成科利实业使用权缺陷的建筑。科利实业董事会进行评估后，决定若上述建筑被有关部门强制拆除，将把整个深圳工厂搬迁至其在惠州已经签订预租赁合同的生产厂房，以保证公司生产经营不会中断。
HK1412 隽思集团控股有限公司	纸品制造印刷	位于东莞市樟木头镇张罗村东山工业区收购的工厂（主要生产基地）若干楼宇未能取得建筑工程施工许可证、建设工程规划许可证及/竣工验收备案凭证。	已根据《东莞市已建房屋补办房地产权证实施细则（修订）的通知》着手申请补办房地产权证，并预备将相关业务转移至鹤山工厂。
HK8646 中国红光控股有限公司	玻璃制品生产	集团向揭阳市榕城区仙桥镇斗门经济联合社租赁的的地块1未取得集体建设用地使用权证，地块上的C至H栋建筑物（非核芯生产区域）未取得房地产权证。	经过有关政府部门审查，未发现C至H栋建筑曾受到任何关于业权或安全状况的行政处罚，经过揭阳市公安消防支队榕城区大队和第三方建筑安全评估机构确认，上述建筑符合安全规定可以正常使用。 公司已和揭阳市国土资源局、揭阳市城乡规划局确认C至H栋建筑不会被拆除。 公司亦制定了相应的搬迁计划。

从上述案例中可以看出，传统制造业或者民办教育企业往往会出现业权瑕疵的问题。前述企业由于用地面积较大，往往出于成本的考虑会将主要生产经营场所建造于土地价格较低的乡村地区或城乡结合部。由上述案例可见，在实践中企业主要通过

以下两种方式取得占有、使用集体土地上盖之生产经营场所的权利：(1)通过租赁的方式取得集体土地后在目标地块上建造厂房，或者(2)租赁集体土地上盖之建筑物。基于我国法律对于农村集体土地流转制度的设定，企业通过上述两种方式取得的权利均存在瑕疵。

(二)集体建设用地上盖建筑物用作企业生产经营场所的瑕疵及由此产生的潜在法律风险

1. 以租赁的方式取得集体用地使用权后建造生产经营场所的瑕疵

1991年1月1日起实施的《中华人民共和国土地管理法》(以下简称"**《土地管理法》**")不仅从土地所有权属的角度明确了国家和集体两个土地所有权主体，而且从土地用途的角度(2004年修订)将土地区分农用地、建设用地和未利用地。随着我国经济体制改革的不断深入，全国人大常委会于2019年对《土地管理法》第六十三条进行了修订，首次允许集体建设用地出让、出租，并将可出租的集体建设用地归纳为"集体经营性建设用地"，具体规定如下：

"土地利用总体规划、城乡规划确定为工业、商业等经营性用途，并经依法登记的集体经营性建设用地，土地所有权人可以通过出让、出租等方式交由单位或者个人使用，并应当签订书面合同，载明土地界址、面积、动工期限、使用期限、土地用途、规划条件和双方其他权利义务。

前款规定的集体经营性建设用地出让、出租等，应当经本集体经济组织成员的村民会议三分之二以上成员或者三分之二以上村民代表的同意。

……"

由上述规定可见，企业若想取得完整的集体建设用地使用权并于其上建造生产经营场所，需要满足下列条件：

(i)该地块的土地利用规划为工业、商业等经营性用途；

(ii)该地块已完成首次不动产权利登记；

(iii)租赁、出让双方签订书面合同并载明法律规定的内容；

(iv)目标地块所有权属集体经济组织成员的村民会议三分之二以上成员或者三分之二以上村民代表同意目标地块的出让或出租。

上述条件只要有一项不满足，企业与村集体签署的土地使用权租赁合同或出让合同可能会被认定为无效。由于历史上农村土地管理制度变更较为频繁、各地基层部门对农村建设用地权籍调查不足以及农民自身产权意识薄弱等原因，存在着大量未完成不动产权登记的集体建设用地，这一问题亦是我国城市化进程中的“历史遗留问题”。企业在受让或租赁目标地块的情况下可能由于生产需求的紧迫性等现实原因对地块规划情况与登记情况的疏于审查，导致权利瑕疵。

而在2019年修订前的《土地管理法》第六十三条则原则上禁止了农民集体所有的土地的使用权用于非农业建设的出让、转让或者出租，仅允许符合土地利用总体规划并依法取得建设用地的企业因破产、兼并等情形取得农民集体所有的土地的使用权，故在此期间签订的集体土地租赁或出让合同的效力均存在瑕疵。在企业取得的土地使用权有瑕疵的前提下，企业在相关地块上建造的建筑物亦难根据《建筑工程施工许可管理办法》第四条规定取得建设工程施工许可证。此外，根据2008年1月1日起施行的《中华人民共和国城乡规划法》(以下简称“**《城乡规划法》**”)及其历次修正可知，集体经营性建设用地并未纳入城乡规划范围[1]，用地规划的不确定性也增加了企业在相关地块上建造的建筑物被视为存在业权瑕疵的风险。

2. 租赁集体建设用地上盖建筑物的瑕疵

由于对于企业租赁农民集体所有土地上的建筑物的行为，根据自2009年9月1日起施行的《最高人民法院关于审理城镇房屋租赁合同纠纷案件具体应用法律若干问题的解释》[2]（以下简称“**《城镇房屋租赁合同司法解释》**”）第一条第二款和第二条规定：“乡、村庄规划区内的房屋租赁合同纠纷案件，可以参照本解释处理。但法律另有规定的，适用其规定。”“出租人就未取得建设工程规划许可证或者未按照建设工程规划许可证的规定建设的房屋，与承租人订立的租赁合同无效。但在一审法庭辩论终结前取得建设工程规划许可证或者经主管部门批准建设的，人民法院应当认定有效。”在集体经营性建设用地并未纳入城乡规划范围的前提下，集体建设用地上盖建筑物只有在经主管部门批准建设的情况下，该建筑物的租赁合同才能被认定为有效。

1.参见《城乡规划法》第十八条、第四十一条，历次修订并未对上述条款进行变更。
2.《房屋租赁合同司法解释》曾于2020年12月23日被修改，本次修改未影响本文引用的相应条款。

从目前的司法实践来看，由于集体建设用地上盖建筑物很难取得建设工程规划许可证或者经主管部门批准，鲜有前述租赁合同被认定为有效的情形。在叶某与邓某、吴某、博罗县合亿实业有限公司合同纠纷案中[3]，一审法院查明当事人试图通过向博罗县人民政府提出对博罗园洲镇整治“两违”专项工作办公室发出的《责令限期整改违法建设、违法用地告知书》这一行政行为进行行政复议的方式取得主管部门对本案租赁合同的标的建筑的建设批准，但截至一审法庭辩论终结前，原、被告及第三人均未提供证据证明案涉土地上的建筑物为“已经取得建设工程规划许可证或者经主管部门批准建设的”。

3. 企业作为建设单位在集体建设用地上盖建筑可能带来的合规风险

在企业于集体建设用地上作为建设单位建造建筑的情形下，由于前述业权瑕疵，导致企业无法按照相关法律法规取得建造建筑所需的相关行政许可，企业作为建设单位可能因欠缺相关的报建等审批文件面临受到下列一种或数种行政处罚的风险：

存在风险的原因	可能面临的行政处罚及法律依据
未取得建设工程施工许可证	《建筑工程施工许可管理办法》第十二条：由有管辖权的发证机关责令停止施工，限期改正，对建设单位处工程合同价款1%以上2%以下罚款； 第十五条：给予单位罚款处罚的，对单位直接负责的主管人员和其他直接责任人员处单位罚款数额5%以上10%以下罚款，单位及相关责任人受到处罚的，作为不良行为记录予以通报。 《建设工程质量管理条例(2019修订)》第五十七条：建设单位未取得施工许可证或者开工报告未经批准，擅自施工的，责令停止施工，限期改正，处工程合同价款1%以上2%以下的罚款。
未取得建设工程规划许可证	《城乡规划法》第六十四条：未取得建设工程规划许可证或者未按照建设工程规划许可证的规定进行建设的，由县级以上地方人民政府城乡规划主管部门责令停止建设；尚可采取改正措施消除对规划实施的影响的，限期改正，处建设工程造价5%以上10%以下的罚款；无法采取改正措施消除影响的，限期拆除，不能拆除的，没收实物或者违法收入，可以并处建设工程造价10%以下的罚款。

3.(2020)粤13民终6020号。

存在风险的原因	可能面临的行政处罚及法律依据
未完成竣工验收及向有关部门报送递交相关材料	《城乡规划法》第六十四条：未在建设工程竣工验收后六个月内向城乡规划主管部门报送有关竣工验收资料的，由所在地城市、县人民政府城乡规划主管部门责令限期补报；逾期不补报的，处一万元以上五万元以下的罚款。 《建设工程质量管理条例(2019修订)》第五十六条：未按照国家规定将竣工验收报告、有关认可文件或者准许使用文件报送备案的，责令改正，处20万元以上50万元以下的罚款。 第五十八条：未组织竣工验收，擅自交付使用的，处工程合同价款2%以上4%以下的罚款；造成损失的，依法承担赔偿责任。 第五十九条：建设工程竣工验收后未向建设行政主管部门或者其他有关部门移交建设项目档案的，责令改正，处1万元以上10万元以下的罚款。
未完成消防验收	建设单位违反有关消防法规、国家工程建设消防技术标准，造成危害后果的，除依法给予行政处罚或者追究刑事责任外，还应当依法承担民事赔偿责任。
未编制环境影响评价文件	建设单位未依法报批建设项目环境影响报告书、报告表擅自开工建设的，由县级以上生态环境主管部门责令停止建设，根据违法情节和危害后果，处建设项目总投资额百分之一以上百分之五以下的罚款，并可以责令恢复原状；对建设单位直接负责的主管人员和其他直接责任人员，依法给予行政处分。

SECTION 002

集体用地上盖建筑物用作企业生产经营场所的权利瑕疵补正方式

（一）权利瑕疵补正的法律依据

如上所述，自2019年以来，《土地管理法》及相关配套法规为企业补正其所占有、使用之集体土地上盖的生产经营场所的物业权利瑕疵提供了正式的法律依据。根据《不动产登记暂行条例实施细则》（以下简称“**《实施细则》**”）第四十五条：

“申请集体建设用地使用权及建筑物、构筑物所有权首次登记的，申请人应当根据不同情况，提交下列材料：

（一）有批准权的人民政府批准用地的文件等土地权属来源材料；

（二）建设工程符合规划的材料；

（三）权籍调查表、宗地图、房屋平面图以及宗地界址点坐标等有关不动产界址、面积等材料；

（四）建设工程已竣工的材料；

（五）其他必要材料。

集体建设用地使用权首次登记完成后，申请人申请建筑物、构筑物所有权首次登记的，应当提交享有集体建设用地使用权的不动产权属证书。”

此处可以将权属证书的取得分为两种情况：取得集体建设用地使用权证书和取得集体建设用地上建筑物、构筑物的权证。

1. 集体建设用地使用权证书取得所需材料

根据《实施细则》第四十五条第一款和第三款，申请集体建设用地使用权首次登记的需提交“有批准权的人民政府批准用地的文件等土地权属来源材料”和“权籍调查表、宗地图、房屋平面图以及宗地界址点坐标等有关不动产界址、面积等材料”。实践中这两种材料的取得往往要取决于当地政府是否对相关地块的权属授予下发过文件证明以及是否组织过权籍调查。

2. 相应地块上建筑物、构筑物取得不动产权证书

《实施细则》第四十五条针对建筑物所有权首次登记主要包括以下三个部分（在已经提供土地证明材料的基础上）：建设工程符合规划的材料、建设工程已经竣工的材料和其他必要材料。以上材料主要涉及下列许可证照：

证明事项	许可项目
建设工程符合规划	建设工程施工许可证
	建设工程规划许可证
建设工程已经竣工的材料	竣工验收报告等竣工验收确认资料
其他必要材料	消防验收
	环境影响评价文件

（二）地方政府对于违法建筑的治理——以深圳市为例

实践中，地方政府往往会出于促进土地流转规范性的目的来促使相关权利人进行集体建设用地使用权及建筑物、构筑物所有权首次登记。以深圳市为例，2009年6月2日，深圳市人大常委会颁布《深圳市人民代表大会常务委员会关于农村城市化历史遗留违法建筑的处理决定》（2019年8月29日修正，以下简称“**《处理决定》**”），2001年10月17日，深圳市人大常委会颁布了《深圳经济特区处理历史遗留生产经营性违法建筑若干规定》（2019年10月31日修订，以下简称“**《若干规定》**”）。《处理决定》和《若干规定》对“历史遗留违法建筑”进行了定义，并要求违法建筑普查工作应当在《处理决定》实施之日起一年内完成，违法建筑物当事人在规定期限内（即违法建筑普查工作完成时）向国土资源部门进行申报。《处理决定》和《若干规定》说明了建筑规划和自然资源部门为违法建筑问题处理的主管部门，另有住房建设部门、消防救援机构参与处理，另根据违法建筑的用途和具体情况不同，也可能或涉及与生态环境、文化广电旅游体育、卫生健康、市场监管、人口和房屋综合管理及其他有关部门进行沟通。

根据《处理决定》和《若干规定》，有关部门对存在下列三种情况的建筑物无法办理不动产所有权首次登记：

后果	情形	依据
不予确认产权	（一）占用道路、广场、绿地、高压供电走廊和压占地下管线或者其他严重影响城市规划又不能采取改正措施的；（二）占用农业保护区用地的；（三）占用一级水源保护区用地的；（四）非法占用国家所有的土地或者原农村用地红线外其他土地的。	《若干规定》
依法予以拆除	（一）存在严重安全隐患，又不能整改消除的；（二）非法占用已完成征、转地补偿手续的国有土地，严重影响城市规划，又不能采取措施加以改正的；（三）占用基本农田的；（四）占用一级水源保护区用地的；（五）占用公共道路、广场、绿地、高压供电走廊、公共设施和公益项目用地，压占地下管线或者其他严重影响城市规划，又不能采取措施加以改正的；（六）其他依法应当拆除的情形。	《处理决定》

后果	情形	依据
依法没收	（一）非法占用已完成征、转地补偿手续的国有土地，建筑物使用功能不违反城市规划，或者违反城市规划但可以采取改正措施加以利用的；（二）超过区政府批准复工用地范围的工业及配套类违法建筑；（三）其他依法应当没收的情形。	《处理决定》

如不存在前述三种情况，违法建筑行为人在得到相关主管部门同意并缴纳罚款后，可以申请补办征地手续和补签土地使用权出让合同，并由规划和自然资源部门确认产权。需要注意的是，办理不动产登记时需提交建设工程质量检测机构出具的检测合格的证明文件和消防安全证明文件。

从上述规范性文件内容来看，深圳市符合《处理决定》和《若干规定》的未办理不动产登记的集体建设用地使用权及其地上的建筑物在按期完成申报并提交规定材料后即可获得不动产所有权证明。但若目标建筑不符合上述文件中可以办理不动产登记的情形，抑或是企业错过了申报期限（即违法建筑普查工作开展期间，具体以各地政府下发的文件为准），在现有情况下仍可能无法取得不动产所有权证明。即使建筑物满足地方政府准予办理不动产首次权利登记的相关条件，办理流程也要耗费相当长的一段时间，很可能无法在企业向联交所递交A1上市申请表格时消除业权瑕疵。在这种情况下，企业需要采取其他措施消除业权瑕疵，并于申请材料中予以披露。

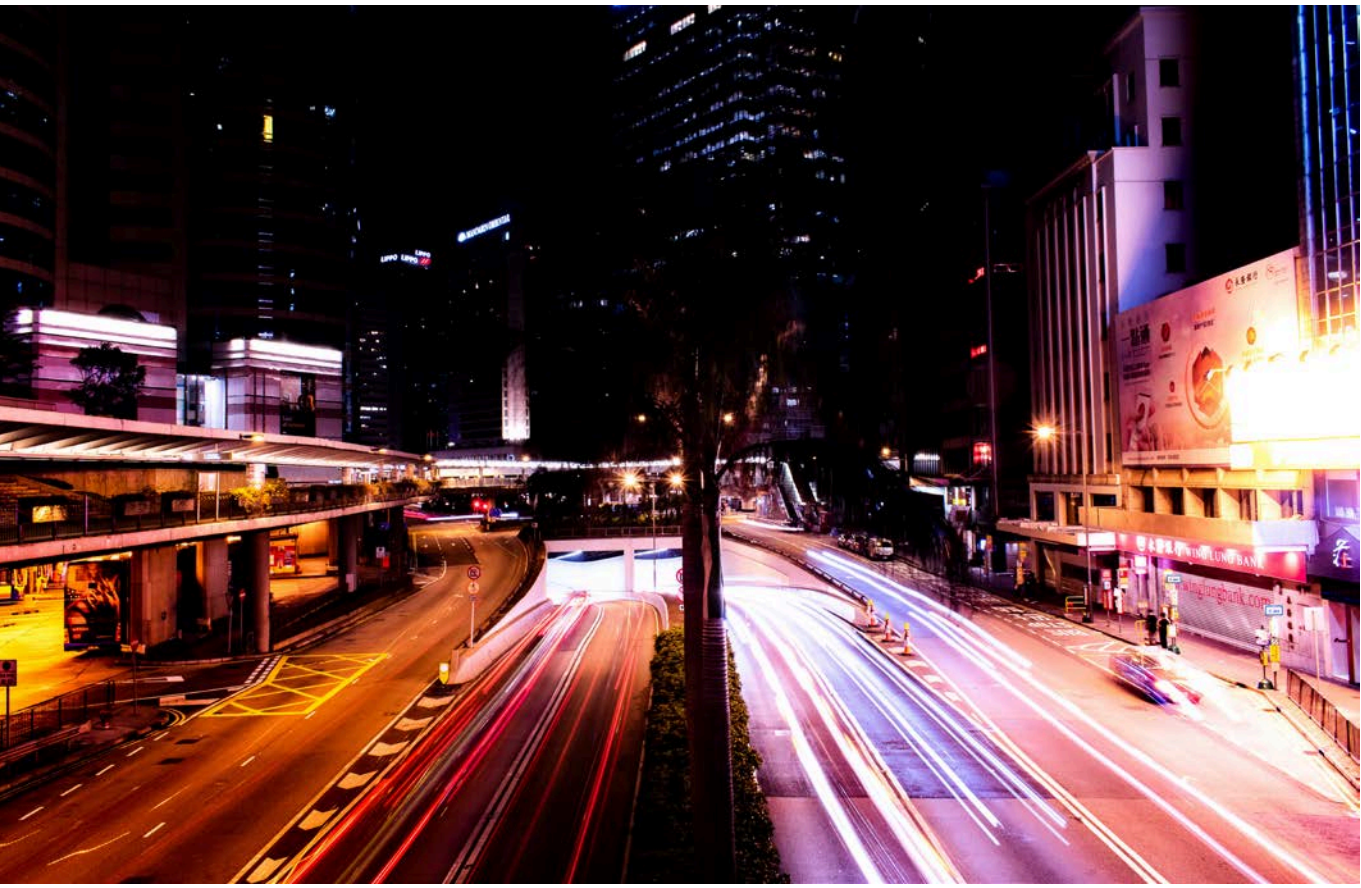
SECTION 003

上市准备过程中对于物业权利瑕疵的相关处理

从上述规范性文件和招股书披露中可以看出，对于非基建类和房地产公司的企业正在使用的建筑物的业权瑕疵问题有以下三种解决路径：

1.若目标建筑物可以在上市申请材料递交之前完成不动产权利首次登记，则有关业权瑕疵可视为被修正；

2.若目标建筑物在上市申请前无法完成首次登记的流程并取得证书，但已经确认可以获得证书的，需要将取得证书的流程披露。另一方面，为了减小对公司业务的



影响，董事会亦应着手制定对原有业权瑕疵建筑的替代计划，如租赁工业用途性质的、已经取得权属证书的建筑物或者以招拍挂方式取得工业用途的国有建设用地使用权；

3.若目标建筑物在未来一定时间内无法根据现有规范性文件完成不动产首次登记取得不动产权利证书，则需和有关部门确认目标建筑是否有被有关部门强制拆除或没收的风险，并寻找可替代上述违法建筑的生产经营场地并尽快制定搬迁计划。

此外，若发行人作为正在使用的建筑物建设单位的，还应当对其可能面临的行政处罚风险进行评估，是否可能对上市造成重大不利影响，并及时补缴相应罚款。

具体而言，在递交上市申请前无法完成不动产权利首次登记并无法在上市申请前取得不动产权利证书的，发行人可结合自身实际情况遵循以下路径解决并在招股

书中对解决方式、方法和过程进行披露（以说明相关瑕疵或风险对发行人持续生产经营不存在重大不利影响）：

（一）确认建筑物是否可继续使用

在确认所在地块的土地性质为建设用地后，发行人应当与当地住建主管部门确认该建筑是否满足继续使用的安全要求。发行人可以对建筑进行安全评估，编制安全评估报告；发行人还应对建筑内的消防设施进行检查，和消防主管部门确认建筑符合消防安全标准，可以继续使用。对于存在安全隐患的建筑，发行人无论是从对建筑物使用权完整角度还是从安全生产的角度考虑，都应该尽快搬离该建筑。此外，若企业为目标建筑的建设单位的，还应承担因未履行取得建设工程施工许可证、建设工程规划许可证等相关义务导致的法律责任，及时补缴（或计提）相应罚款。

在确认目标建筑符合安全使用标准后，发行人还应当与住建部门沟通目标建筑是否可能被拆除或没收。根据我们的经验，为满足联交所的审核要求，上述沟通原则上应采取实名现场访谈相关主管部门具体相应权限、可作出相关确认的工作人员之方式，并由发行人中国法律顾问主导，保荐人中国法律顾问参与，访谈过程中应注意对上市相关信息的保密。

（二）确认地块未来规划

发行人应和业权瑕疵建筑物所在地负责城乡规划的有关部门确认目标地块的土地性质以及在未来一定期间的规划，即该地块是否且在将来相当长的一段时间内被规划为工业用途的建设用地；若该地块当下存在占用了耕地、水源保护区用地、公共道路、广场、绿地、高压供电走廊、公共设施和公益项目用地，以及压占地下管线或者其他严重影响城市规划等非建设用地性质的地块的情况，应当确认该地块的未来规划是否会发生变化。若目标建筑所占地块在未来相当长的一段时间非规划为工业用途的建设用地，则该情形属于《城乡规划法》（2019年修订）第六十五条规定的发行人“在乡、村庄规划区内未依法取得乡村建设规划许可证或者未按照乡村建设规划许可证的规定进行建设”。该行为将由乡、镇人民政府责令停止建设、限期改正；由于建筑已经处于投入使用状态，发行人无法对此进行改正，则有可能被有关部门责令拆除。

因此，发行人应当立即开始寻找替代生产经营场所并计划搬离原址。

发行人可指派中国法律顾问对所在地自然资源部门和土地管理部门（如规划和自然资源局）进行访谈，在访谈过程中应当注意对公司主体上市计划进行保密，从企业可否持续正常进行生产经营活动的角度进行提问。在与相关部门沟通的过程中，发行人应当提供一定的资料或凭证证明其已在该地块和目标建筑内进行了长期的正常生产经营活动，并表明愿意依法承担相应行政法律责任（如补缴相应罚款）。

需要注意的是，在确认建筑物是否可持续使用及确认地块未来规划时可能会因不同地区行政执法差异导致主管部门业务之间存在交叉等问题，建议发行人及其中国法律顾问在与有关部门沟通前应准备好建筑物的安全评估报告以及能证明发行人最早在该地块上合法开展生产经营活动的相关证明文件（如土地/房屋租赁合同、工商登记文件等）。同时，若发行人作为建设单位的，还应该在与相关部门的访谈中确定发行人是否存在因违反相关城乡规划、城市管理及建设施工等方面的法律法规而遭受行政处罚的情况，如有，则应进一步确定该处罚引起的后果，比如按规定需对发行人处以罚款的，是否仅缴纳罚款即可消除对发行人经营的不利影响。发行人应当尽量在递交A1申请表格前履行行政处罚导致的相关义务。为了保险起见，发行人最好可以取得相关部门开具的、有针对性的无违法违规证明或者书面确认函并在招股书中披露。

（三）寻找替代性生产经营场所及制定内控制度

若已确定短期内无法取得不动产权利证明以排除业权瑕疵的，尤其是相关瑕疵物业所属的区域并未被规划为工业用途的建设用地之情况下，发行人应当尽快制定搬迁计划，并将主要生产经营场尽快地所迁移至已经取得权属证书的建筑物中，以向联交所说明相关物业权利瑕疵对企业的生产经营不存在重大不利影响。参考已上市公司的招股书披露，发行人在寻找替代性经营场所时应主要考虑以下几个因素：首先，发行人须综合考虑搬迁距离、建筑物功能、搬迁成本和时间成本等因素选择备用地址；其次，由于搬迁不会立刻发生，发行人可以与替代经营场所合法出租人签订预租赁协议，确保能够按约定日期入驻即可。

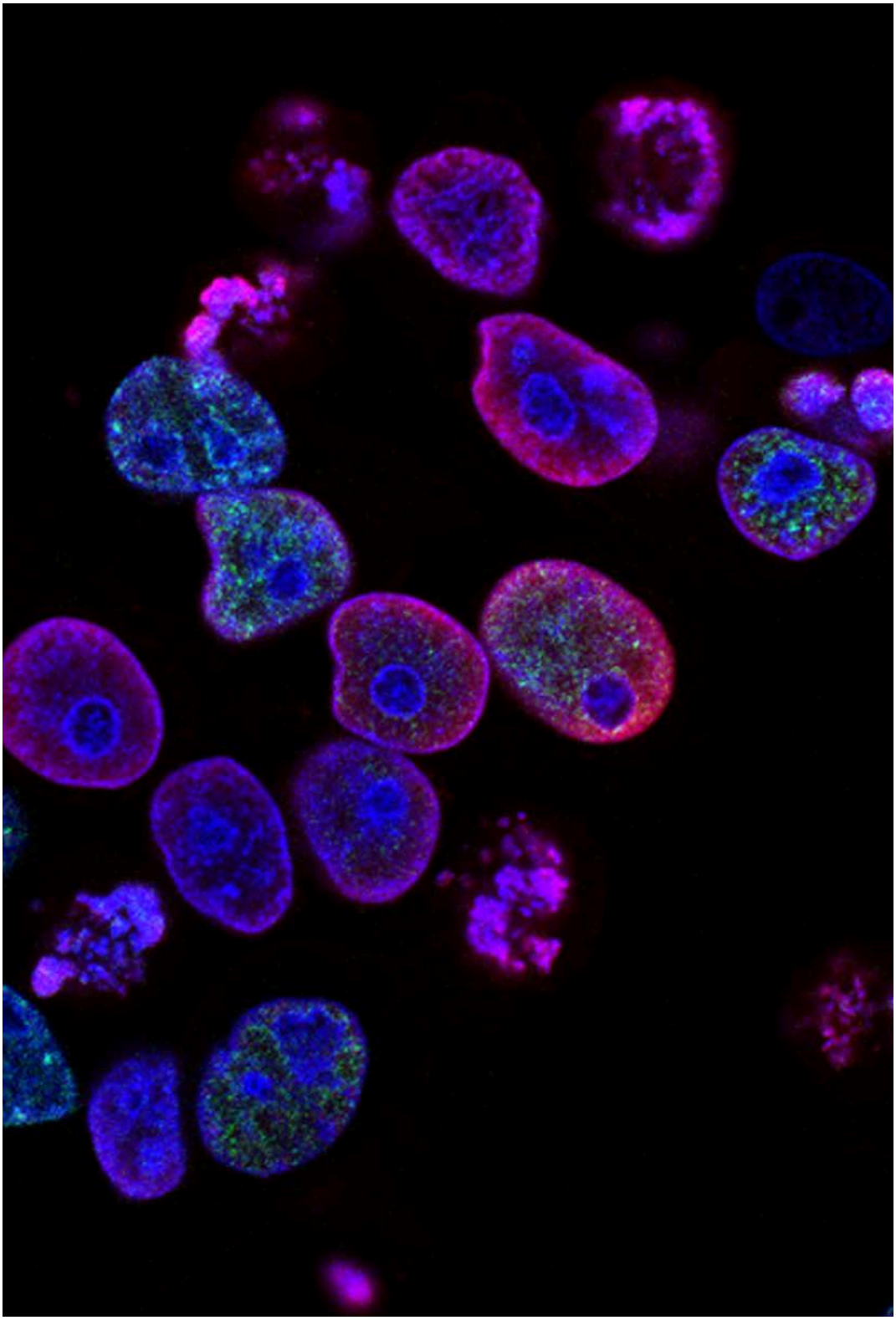
发行人还应就业权瑕疵制定相应内控制度，建立起完备的内部制度以确保公司

在日后的经营活动中不会存在业权瑕疵的问题。内控制度应当贯穿公司租赁、购买房屋或土地使用权的整个流程，对目标建筑物和土地使用权的合法性进行尽职调查，以确保在公司完成上市后不会再次出现业权瑕疵对公司的经营状况产生不利影响。

此外，对于拟赴港上市纳入未来发展计划的制造业企业，在选择新的生产经营场所时亦应当注重对于业权瑕疵的排除和预防：选择租赁集体建设用地或其地上建筑物的，应当查验出租人是否具有相应的房地产权证明，若出租人不能提供相应证明的，可参照本文中业权瑕疵解决方案聘请中国法律顾问对目标物业进行尽职调查以应对或进一步处理有可能存在的相关业权瑕疵。

赖继红
合伙人
资本市场部
深圳办公室
+86 755 3325 6898
laijihong@zhonglun.com

陈晋赓
合伙人
资本市场部
深圳办公室
+86 755 3325 6899
chenjingeng@zhonglun.com



HONG KONG
CAPITAL MARKET:

CAR-T细胞治疗业务的外资准入探析

兼谈CAR-T企业的境外上市架构

作者/贾海波、郑泽坤

2021年6月，国家药品监督管理局（“**药监局**”）发布一项批件，我国迎来首款CAR-T细胞治疗产品阿基仑赛注射液（商品名：奕凯达）获批上市[1]。CAR-T细胞疗法（Chimeric Antigen Receptor T-Cell Immunotherapy），即嵌合抗原受体T细胞免疫疗法，是一种治疗肿瘤的新型精准靶向疗法，被视为人类克服肿瘤的漫漫征途中新的希望。

阿基仑赛注射液的研发伊始，到其获批上市、定价和医保安排，均获得了社会的广泛关注，其高昂的定价更是造成了热议；相应地，CAR-T细胞疗法的商业化潜力也不断刺激着投资界的神经。自2020年6月“中国CAR-T第一股”Legend Biotech Corporation（“**传奇生物**”）在美国纳斯达克首发上市起，短短一年有余，已有永泰生物、药明巨诺、亘喜生物、科济药业[2]等免疫细胞治疗企业登陆美国和香港的资本市场。

现象之下，如同诸多前沿业务一样，科技发展不断向法律监管提出新的拷问，冷静地看待CAR-T细胞治疗业务，在监管眼中，CAR-T细胞治疗业务的属性为何?由什么部门监管?是否涉及基因治疗技术?会否属于外商投资禁止类业务?从事CAR-T细胞治疗开发并且目标境外上市的创新药企（“**CAR-T企业**”）应当如何选择企业架构?在本文中，笔者试图交叉比对医药行业监管和外商投资监管的现行制度，并且佐以上市案例的实证资料，进而探析CAR-T细胞治疗业务的外商投资准入政策，以指导CAR-T企业的架构搭建。

1.《国家药监局批准阿基仑赛注射液上市》ttps://www.nmpa.gov.cn/yaowen/ypjgyw/20210623094232187.html
2.中伦团队参与了亘喜生物的纳斯达克上市项目和科济药业的香港联交所主板上市项目

SECTION 001

概念之辩：从“CAR-T”到“免疫细胞治疗”到“基因治疗技术”

需要写在前面的是，笔者系长期从事境外上市业务的中国律师，笔者未敢越俎代庖，讨论CAR-T细胞治疗的医学内涵，而试图从各类法律法规、监管文件的文本出发，厘清监管部门之间以及法律文件之间的关系，做一些法律从业人员擅长的文本逻辑梳理工作。

(一) 外资监管

《外商投资法》的生效[3]正式确立了我国对外商投资实行负面清单管理制度[4]。负面清单是指国家规定在特定领域对外商投资实施的准入特别管理措施，负面清单规定禁止投资的领域（**“禁止类业务”**），外国投资者不得投资；负面清单规定限制投资的领域（**“限制类业务”**，与禁止类业务合称**“外资受限业务”**），外国投资者进行投资应当符合负面清单规定的条件；外商投资准入负面清单以外的领域，按照内外资一致的原则实施管理。[5]

如前所述，本文的结论仿佛唾手可得，讨论CAR-T细胞治疗业务的外商投资准入政策，只需比对其是否落入负面清单规定的外资受限业务即可。然而，事实并非如此，审视负面清单的规定好似雾里看花。

纵观负面清单，CAR-T细胞治疗业务通常被认为与“人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用”这一禁止类业务[6]有关。然而，负面清单的颁布者国家发展改革部门和商务部门往往不会正本清源地解释相关业务的指向究竟为何，这也导致了从业者们对这几个常用名词之上内含和外延的解析困难——从“CAR-T细胞治疗”到“人体干细胞、基因诊断与治疗技术”，具体而言，到“基因治疗技术”，尚有一段路程要走。

寻求CAR-T细胞治疗的含义，或者其属性，终究不能寄望于外商投资监管部门，还需细究其行业监管部门的认知，那么，CAR-T细胞治疗的行业监管部门为何？

3.《中华人民共和国外商投资法》于2020年1月1日生效
4.《中华人民共和国外商投资法》第四条
5.《中华人民共和国外商投资法》第二十八条
6.《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2020 年版）》九、科学研究和技术服务业 第21项

(二) 行业监管

对于CAR-T细胞治疗的技术大类体细胞治疗，我国采用“双轨制”监管，分别适用于其技术和产品两个面向。所谓“双轨制”，借用卫健委于2019年1月对十三届全国人大一次会议第6238号建议（关于快速推进细胞免疫治疗临床转化应用的建议）的答复，**卫健委**对由医疗机构自行研发制备并在本医疗机构内开展的体细胞治疗进行管理；对按照药品生产的体细胞制剂依照《细胞制品研究与评价技术指导原则（试行）》向**药监局**申请临床试验和上市许可。**换言之，作为一种医疗技术的CAR-T细胞治疗，由卫健委监管；另一方面，药监局监管产品化的CAR-T细胞治疗，将其纳入药品上市审批。**

1.技术面：作为医疗技术的CAR-T细胞治疗目前只能限于医疗机构的临床研究

医疗技术是指医疗机构及其医务人员以诊断和治疗疾病为目的，对疾病作出判断和消除疾病、缓解病情、减轻痛苦、改善功能、延长生命、帮助患者恢复健康而采取的医学专业手段和措施。[7]医疗技术临床应用前提是经过临床研究，论证其安全性、有效性确切。[8]

免疫细胞疗法的医疗技术路径肇始于2009年5月原国家卫生部发布的《首批允许临床应用的第三类医疗技术目录》（卫办医政发〔2009〕84号，已废止）（“**《首批医疗技术目录》**”），免疫细胞治疗技术[9]属于首批允许临床应用的第三类医疗技术。虽然免疫细胞治疗技术曾在列于《首批医疗技术目录》，然而，根据后续出台的《限制临床应用的医疗技术（2015）版》，目前而言，免疫细胞治疗技术尚仅能按照临床研究的相关规定执行，其临床应用受到限制。[10]

何谓临床研究？根据《医疗卫生机构开展临床研究项目管理办法》的规定，**临床研究**是指在医疗卫生机构内开展的所有涉及人的药品（含试验药物）和医疗器械（含体外诊断试剂）医学研究及新技术的临床应用观察；临床研究实行医疗卫生机构立项审

7.《医疗技术临床应用管理办法》第二条
8.《医疗技术临床应用管理办法》第二条、第九条
9.《首批医疗技术目录》称为“自体免疫细胞（T细胞、NK细胞）治疗技术”
10.CAR-T细胞治疗技术尚存临床应用的曙光，根据国家卫健委于2019年3月29日发布《体细胞治疗临床研究和转化应用管理办法（试行）》（征求意见稿），开展体细胞治疗临床研究和转化应用的医疗机构及其临床研究项目和转化应用项目均应当具备相应条件，在国家卫健委备案，并在备案项目范围内开展体细胞治疗临床研究和转化应用。该征求意见稿尚未落地。

对于CAR-T细胞治疗的技术大类体细胞治疗，我国采用“双轨制”监管，分别适用于其技术和产品两个面向。

核制度，经医疗卫生机构批准立项的临床研究方可在该机构内实施。通常而言，CAR-T企业不具有医疗机构资质，因此CAR-T企业并非从事临床研究的适格机构，因此无法选择卫健委管辖的医疗技术临床应用路径，更何况目前CAR-T细胞治疗技术的临床应用受到政策限制。

CAR-T企业只有产品化一项现实选择，将CAR-T细胞疗法作为医药产品纳入药监局下辖的药品上市通道。

2.产品面：药监局对CAR-T细胞治疗产品的管理定位

至此，CAR-T企业的行业监管部门逐渐清晰，既然产品化是CAR-T企业唯一的商业化路径，在“双轨制”下，药监局是CAR-T企业的行业监管部门。回到本文的核心问题，CAR-T细胞治疗产品是否涉及基因治疗技术，进而CAR-T细胞治疗业务是否属于禁止类业务“人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用”，药监局的态度为何？

2017年12月18日，原国家食品药品监督管理总局发布《细胞治疗产品研究与评价技术指导原则（试行）》（“**《细胞治疗产品指导原则》**”），对细胞治疗产品按照药品管理相关法规进行研发时的技术要求进行了总体阐述，这被视为药品监管部门指导细胞治疗产品商业化路径的开山之举。《细胞治疗产品指导原则》未细分细胞治疗产品的类型，其承认，由于细胞治疗类产品技术发展迅速且产品差异性较大，该指导原则主要是基于当时的认知，提出涵盖各类型产品的一般技术要求，主管部门将逐步完善、细化与修订不同细胞类别产品的具体技术要求。

自《细胞治疗产品指导原则》发布起，我国细胞治疗产品的研发和注册申报数量明显增加，特别是免疫细胞治疗产品。[11]随着技术的发展、认知的提升和经验的积累，在免疫细胞治疗产品这一细分类别，药监局于2021年2月组织制定了《免疫细胞治疗产品临床试验技术指导原则（试行）》（“**《免疫细胞治疗产品指导原则》**”），以指导相关产品的研发并提供可参考的技术标准。根据《免疫细胞治疗产品指导原则》，免疫细胞治疗是指利用患者自身或供者来源的免疫细胞，经过体外培养扩增、活化或基因修饰 、基因编辑等操作，再回输到患者体内，激发或增强机体的免疫功能，从而达到控制疾病的治疗方法；嵌合抗原受体T细胞（CAR-T）是目前细胞免疫治疗的一种主要研究

11.《免疫细胞治疗产品临床试验技术指导原则（试行）》一、概述（一）前言

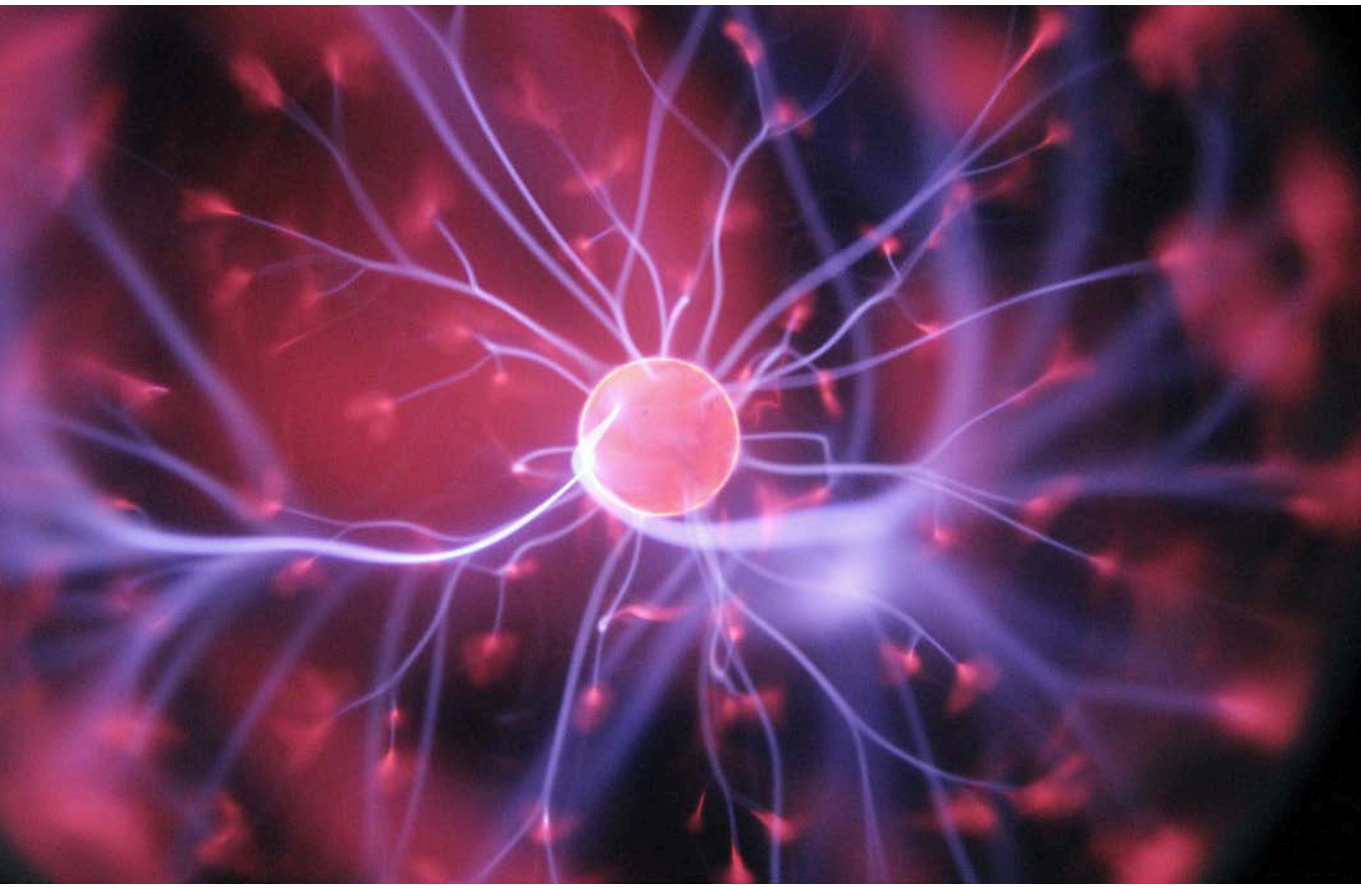
类型，[12]经过基因修饰或编辑的免疫细胞治疗产品如CAR-T，兼具基因治疗产品的特性。[13]可见，药监局明确了CAR-T细胞治疗产品属于一类免疫细胞治疗产品，并与基因治疗产品联系在一起，认可了其具有基因治疗产品的特性。

另一方面，从基因治疗的角度审视CAR-T，根据药监局于2020年9月发布的《基因治疗产品药学研究与评价技术指导原则（征求意见稿）》，CAR-T细胞治疗产品被明确归属为离体基因修饰细胞治疗类产品。[14]此外，近期药监局还发布了几份文件提示CAR-T细胞治疗产品与基因修饰治疗产品之间的关系。[15]

在行业监管部门药监局的定位下，无论是从细胞治疗产品抑或基因治疗产品的角度，CAR-T细胞治疗产品涉及基因治疗技术都有据可循，可以说，“CAR-T细胞治疗”到“基因治疗技术”的桥接已经完成。那么，**目前而言，现有政策依据已经可以支持或提示下述结论，CAR-T细胞治疗业务涉及基因治疗技术，属于禁止类业务“人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用”；因此，根据我国现行外资准入政策，外国投资者不得投资CAR-T细胞治疗业务。**

CAR-T细胞治疗业务才启幕不久，相信技术和监管将长期处在一种动态平衡之中。关于CAR-T细胞治疗业务的外资准入判断，一方面期待主管部门予以充分阐释；另一方面，地方政府似乎已经提示了一些松动的趋势，根据上海市人民政府于2019年8月发布的《上海市新一轮服务业扩大开放若干措施》，上海市将进一步放宽服务业外资市场准入限制，推进医疗科技领域的项目合作和取消外资准入限制，争取允许外商投资人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用。[16]后续发展，拭目以待。

12.同11
13.《免疫细胞治疗产品临床试验技术指导原则（试行）》一、概述（二）目的和适用范围
14.《基因治疗产品药学研究与评价技术指导原则（征求意见稿）》二、定义和范围
15.如《基因治疗产品非临床研究与评价技术指导原则》（征求意见稿）、《基因修饰细胞治疗产品非临床研究与评价技术指导原则》（试行）（征求意见稿）
16.《上海市新一轮服务业扩大开放若干措施》https://www.shanghai.gov.cn/nw44142/20200824/0001-44142_61405.html 二、政策举措 （一）进一步放宽服务业外资市场准入限制，打造国际一流营商环境 6. 推进医疗科技领域的项目合作和取消外资准入限制，争取允许外商投资人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用。



SECTION 002

CAR-T企业的境外上市架构

面对一项禁止类业务，在广开境外融资渠道与遵守外资准入要求之间，协议控制架构（VIE）仍然是多数企业的选择。就香港上市而言，一家上市申请人如若采用VIE架构，需要接受香港联合交易所（**“香港联交所”**）制定的有关“最小限度原则”（Narrow-ly-Tailored）[17]的审核，简而言之，VIE架构仅可适用于外资受限业务。CAR-T企业如何面对这般审核？

17.香港交易所上市决策 HKEX-LD43-3

(一)CAR-T企业搭建VIE架构的必要性

如何解决CAR-T企业搭建VIE架构必要性之问题,也就是论证CAR-T细胞治疗业务属于外资受限业务(禁止类业务),本文的上述讨论已经给出一种解法。在监管文件的脉络逐渐清晰之前,抱着更加审慎的态度,CAR-T企业解决这一必要性问题,往往会选择诉诸监管部门的意见,通过访谈的形式得到监管部门认可CAR-T细胞治疗业务属于禁止类业务"人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用"的口径。例如,科济药业控股有限公司(CARsgen Therapeutics Holdings Limited,"**科济药业**")(2127.HK)在其香港上市招股书中披露,其属地药监局确认其在研的CAR-T细胞治疗产品涉及基因治疗技术,因此禁止外商投资。[18]同样,药明巨诺(开曼)有限公司(JW (Cayman) Therapeutics Co. Ltd,"**药明巨诺**")(2126.HK)在其香港上市招股书中披露,其属地药监局确认其从事的CAR-T细胞治疗产品研发涉及基因治疗技术的开发。[19]

从这些CAR-T企业香港上市招股书的披露中,也可以一窥药监局对CAR-T细胞治疗的定位。

(二)CAR-T企业的架构选择

据笔者观察,目前境外上市的CAR-T企业多经历了"境内架构 – 红筹重组 – 境外上市"的过程,其中,科济药业和传奇生物两则案例颇具特点,前者是中外合资境内架构在红筹重组(搭建VIE架构)之前存续时间较长,后者采用了外资直投架构(未搭建VIE架构),两者都隐含着是否违反外资准入政策的疑问。

1.半路出海——科济药业

科济药业的境内运营实体成立于2014年10月,成立之初即采用中外合资境内架构;2018年4月,科技药业的境内全资子公司与境内运营实体签署VIE协议,搭建了协议控制架构。既然科济药业是一家CAR-T企业,那么,自境内运营实体设立至受到协议控制的三年半间,科济药业是否违反了我国的外资准入政策,利用外商投资企业从

18.科济药业香港联交所主板上市招股书第306页
19.药明巨诺香港联交所主板上市招股书第281页

事禁止类业务。

科济药业的上市招股书中披露道[20]，自2014年至2018年期间（也就是中外合资境内架构的存续期间），科济药业主要从事早期发现和研究工作（early-stage exploration and research work），未从事任何禁止类业务，科济药业在期间符合我国的外商投资产业政策，基于以下理由：（1）禁止类业务“人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用”的范畴并无明文规定；（2）自2014年至2017年期间，我国没有将CAR-T细胞治疗归属于基因治疗技术的明确规定，直到2017年12月《细胞治疗产品指导原则》和2021年2月《免疫细胞治疗产品指导原则》的出台，才明确CAR-T细胞治疗是免疫细胞治疗的一种类型，并具有基因治疗产品的特性；（3）在中外合资境内架构存续期间，科济药业与原国家食品药品监督管理部门正常开展关于临床前事宜的沟通，未收到监管部门关于其架构合规性的任何质疑。

从科济药业的案例中可以借鉴，除非设立伊始便以VIE架构示人，CAR-T企业或许可以采用外商投资境内架构开始着手，但是，研发的核心阶段启动之际，比如获得临床试验批件、受试者入组和给药前，CAR-T企业应当完成红筹重组（搭建VIE架构），由VIE公司从事CAR-T研发工作，以符合我国外资准入政策。

2.特立独行——传奇生物（美国纳斯达克上市）

根据传奇生物纳斯达克上市招股书的披露，截至招股书之日（2020年6月5日），禁止类业务“人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用”的范畴并无明文规定，适用暂不明确；传奇生物从事CAR-T细胞治疗的研究和开发，传奇生物认为CAR-T细胞治疗不涉及人体干细胞或基因诊断与治疗，应当不属于“人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用”；同时，相关政府部门（未披露具体政府部门）确认传奇生物所从事的CAR-T细胞治疗的研究和开发符合我国的外商投资准入政策；传奇生物的中国法律顾问也表示，为从事CAR-T细胞治疗的研究和开发，传奇生物在重大方面遵守我国法律法规，取得了所有重大政府批准和证照。

传奇生物未搭建VIE架构，采用外商直投红筹架构，是截至目前CAR-T企业境外

20.科济药业香港联交所主板上市招股书第307-309页

上市的特例。

SECTION 003

结语

CAR-T细胞治疗业务是一类具有交叉领域特征、重大创新因素、医疗安全挑战的新兴敏感业务，在等待监管部门释明的同时，从业律师应当笃行严谨作风，厘清现有监管框架，做出前瞻性的判断。对于此类业务，监管部门出台具体的监管政策时也当慎之又慎，一招棋错，可能带来新兴行业的抹杀，抑或造成敏感行业的失序。无论何者，都应该竭力避免。

贾海波
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3556
jiahaibo@zhonglun.com

郑泽坤
非权益合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3653
zhengzekun@zhonglun.com

SLOW, SLOW
慢駛 慢駛

CAR-T免疫细胞治疗企业港股上市的合规挑战

作者/李海容、王晓航、吕威

自免疫治疗问世以来，因其在肿瘤治疗中发挥的卓越的治疗效果而备受关注。2021年6月22日，根据国家药品监督管理局公示的药品批准证明文件显示，复星凯特CAR-T细胞治疗产品阿基仑赛注射液已正式获得批准，中国迎来首款获批上市的CAR-T细胞治疗产品。庞大的肿瘤患者数量、肿瘤患者对新治疗手段的需求和渴望、肿瘤治疗的价格压力和肿瘤患者对质量价格的降价需求、以及广阔的市场都为CAR-T免疫治疗提供了良好的发展前景，越来越多的药企加入到CAR-T产品的研发队列中，并寻求商业化。中国企业在CAR-T免疫治疗领域虽然起步较晚，但追赶速度快，呈现细胞治疗企业数量急剧增加、临床试验数量多、研发实力强等特点。面对药物研发、临床研究、生产各环节旺盛的资金需求，诸多领先的免疫细胞治疗药物研发企业选择赴港赴美上市。

SECTION 001

CAR-T免疫细胞治疗行业概览

（一）CAR-T免疫细胞治疗简介

免疫细胞治疗是利用患者自身或供者来源的免疫细胞，经过体外培养扩增、活化或基因修饰、基因编辑等操作，再回输到患者体内，激发或增强机体的免疫功能，从而达到控制疾病的治疗方法。[1]

CAR-T免疫细胞治疗是一种新兴的用于治疗肿瘤的免疫细胞治疗，全称是嵌合抗原受体T细胞免疫疗法（Chimeric Antigen Receptor Modified T cells，即**“CAR-T”**）。T细胞是血液中的一种淋巴细胞，扮演着“卫兵”的角色，通常会识别并杀死藏在人体中的肿瘤。T细胞是CAR-T免疫细胞治疗对抗肿瘤的核心，CAR-T免疫细胞治疗则通过提取患者的T细胞，在细胞制备工厂对来源于患者的T细胞用基因工程进行改造、增强，然后联结CAR（肿瘤嵌合抗原受体），回输给患者以攻击肿瘤细胞。对于经过基因修饰或编辑的CAR-T免疫细胞治疗产品，还兼具基因治疗产品的特性。

1.《免疫细胞治疗产品临床试验技术指导原则（试行）》（2021年第14号）。

不同类型免疫细胞治疗产品制备工艺的复杂程度、体内生物学特性存在显著差异，在临床应用中的安全性风险也有明显不同。相比于其他细胞免疫治疗，如细胞因子诱导的杀伤细胞（“**CIK**”），CAR-T细胞体外操作的复杂性高，培养过程使用多种外源因子或试剂等均可能增加细胞质量控制的难度，进而增加临床应用的安全性风险。因此，监管部门对于CAR-T免疫细胞治疗产品的研发、临床和上市持有较为审慎的态度。

（二）CAR-T免疫细胞治疗企业融资情况

作为人类攻克肿瘤新希望的CAR-T免疫细胞疗法在近年间受到了资本的青睐。截至2021年11月，5家CAR-T免疫细胞治疗药物研发企业已经完成了首次公开发行并成功境外上市；领先的未上市企业亦获得了多轮融资。

1、已上市企业情况

截至2021年11月，以CAR-T免疫细胞治疗药物研发为主营业务的境外上市公司的基本情况如下：

证券代码	证券简称	上市日期	上市地	主营地点	每股首发价格	募集资金总额	总市值[2]
2171.HK	科济药业	2021-06-18	香港联交所	上海	32.8港元	25亿港元	227.22亿港元
GRCL.O	亘喜生物	2021-01-08	纳斯达克	苏州	19美元	14亿元	4.64亿美元
2126.HK	药明巨诺	2020-11-03	香港联交所	上海	23.8港元	22亿元	46.85 亿港元
6978.HK	永泰生物	2020-07-10	香港联交所	北京	11 港元	11亿元	80.48亿港元
LEGN.O	传奇生物	2020-06-05	纳斯达克	南京	23美元	30亿元	72.13 亿美元

2、私募融资企业情况

根据公开信息检索，以CAR-T免疫细胞治疗为主营业务的处于私募融资阶段的公司基本情况如下[3]：

2.总市值的计算时间：2021年11月30日。
3.该部分仅为公开检索的信息，公开信息存在一定的滞后性，具体请以公司实际情况为准。

序号	公司简称	成立时间	主营地点	最近融资	主要投资人	估值	公司官网
1	华道生物	2017.09.30	上海	D轮/2021.11	华睿投资	B轮投前估值4.5亿元	http://www.huadaocart.com/
2	上海细胞治疗集团	2013.11.29	上海	D+轮/2021.05	建晟资本	D1轮投后估值69.3亿元	http://www.shcell.com
3	斯丹赛生物	2009.08.27	上海	C轮/2020.18	鼎晖投资	未披露	http://www.sidansai.com/page51
4	恒润达生	2015.07.20	上海	C轮/2021.04	盈科资本	未披露	http://www.dashengbio.com
5	驯鹿医疗	2017.03.15	南京	C轮/2021.09	鼎晖百孚	未披露	http://en.iasobio.com/
6	合源生物	2018.06.29	天津	C轮/2021.07	中金资本、海松资本	未披露	http://www.juventas.cn
7	森朗生物[4]	2016.01.29	石家庄	B轮/2018.12	国创投资	未披露	http://www.senlangbio.com
8	卡提医学	2017.07.05	南京	B轮/2021.07	海汇投资	未披露	http://www.cart-med.com
9	邦耀生物	2013.09.11	上海	融资轮次不清/2021.05	歌斐资产	未披露	https://bioraylab.com/
10	原能细胞	2015.02.04	上海	A轮/2021.04	张江火炬创投、启明创投	未披露	http://origincell-auto.com/
11	沙砾生物	2019.11.26	珠海	A+轮/2021.07	高瓴创投、君实生物、经纬中国	未披露	https://www.grit-bio.com
12	贝赛尔特	2017.10.20	北京	天使轮/2018.01	西藏龙脉得	未披露	http://www.bioceltech.com/
13	优卡迪	2015.02.11	上海	B轮/2021.03	德观资本、楷正投资	未披露	http://www.unicar-therapy.com
14	博生吉安科	2010.05.31	苏州	战投/2016.01	安科生物（300009）	投后估值3亿元人民币	http://www.persongen.com
15	西比曼	2011.10.19	上海	A轮/2021.09	阿斯利康中金医疗创投基金、红杉资本、云峰基金	未披露（2021年2月，美股私有化交易总估值4.1亿美元）	https://www.cell-biomedgroup.com
16	精准生物	2016.01.06	重庆	融资轮次不清/2020.08	君和资本	未披露	http://www.precision-biotech.com

4.2021年6月15日，Avalon GloboCare（AVCO.US）宣布将发行8100万普通股收购森朗生物。

SECTION 002

CAR-T免疫细胞治疗企业港股上市控制架构选择：协议控制与股权控制

CAR-T免疫细胞治疗企业境外上市时，有两种不同的架构可供选择，即VIE协议控制和股权控制。采取VIE架构港股上市需遵循narrowly tailored原则，强调VIE架构需在外资存在股权限制的范围内采用，无论相关业务大小及重要性。

（一）外资准入规则

根据《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（2021年版，以下简称“**负面清单**”），“人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用”属于外资禁入类。因此，一旦CAR-T免疫细胞治疗企业的业务涉及“基因诊断与治疗技术开发和应用”，在境外上市时必须选择VIE协议控制架构。但是，负面清单本身并没有明确“基因治疗技术开发和应用”的具体范围，相关主管部门亦未就此作出进一步阐释，直接导致了实践中不同的认定与操作方式。

（二）已上市公司实践

就以CAR-T免疫细胞治疗药物研发为主营业务的已上市公司而言，美股上市公司传奇生物未搭建VIE架构，而采用股权控制方式，直接由境外主体持股境内运营实体南京传奇100%股权（如图1）；港股上市公司永泰生物、药明巨诺、科济药业，以及美股上市公司亘喜生物均搭建了VIE架构，以永泰生物为例，永泰生物在境内的全资子公司北京永泰，通过VIE协议控制境内运营主体永泰瑞科（如图2）。

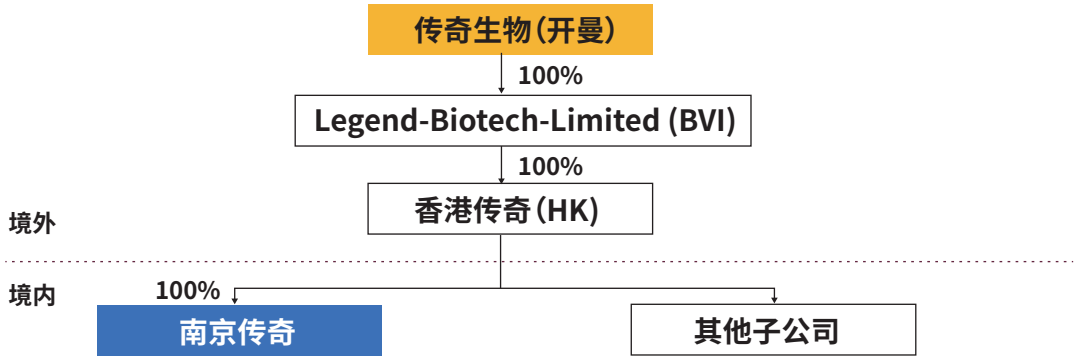


图1 传奇生物股权控制架构

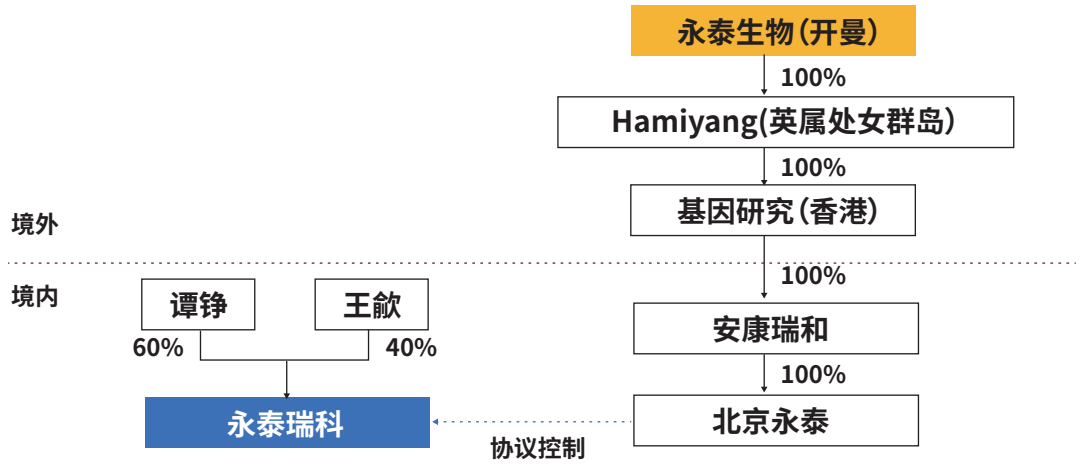


图2 永泰生物协议控制架构

前述上市公司招股文件中关于其业务是否属于外资禁入类的论述以及选择VIE协议控制架构的披露如下：

架构	公司名称	是否属于外资禁入类的论述
VIE协议控制	永泰生物	我们于中国从事免疫治疗的开发及应用业务，包括CAR-T及TCR-T细胞治疗的开发及应用业务（“相关业务”），其在目录及2019年特别管理措施中，**被认为属于禁止外商投资行业，**而此类外商投资受中国法律及法规限制。相关业务由永泰瑞科进行，因此，我们无法直接或间接持有永泰瑞科的股权。由于根据适用中国法律、法规或规则，**相关业务归类为禁止外商投资的业务，**为遵守中国法律及法规以及维持对我们在研发及应用领域研究的有效控制，本集团与永泰瑞科及登记股东订立合约安排。

架构	公司名称	是否属于外资禁入类的论述
	药明巨诺	本集团从事CAR-T治疗的临床试验（“相关业务”），**其涉及基因诊断与治疗技术开发及应用，因此属于相关中国法规的“禁止类”。**因此，我们目前并不直接或间接持有从事相关业务的并表联属实体的任何股权。为遵守中国法律法规及对相关业务维持有效控制，我们透过全资附属公司上海药明巨诺与上海炬明及其相关股东订立合约安排……我们认为合约安排仅在于使本集团可在中国受到外商投资限制的领域内进行业务时实施。
	科济药业	本集团从事发现、开发和商业化治疗实体瘤和血液恶性肿瘤的创新细胞疗法（“相关业务”），**其涉及基因治疗技术与产品开发及应用，因此属于相关中国法规的“禁止类”。**因此，我们目前并不直接或间接持有从事相关业务的并表联属实体的任何股权。为遵守中国法律法规及对相关业务维持有效控制，我们透过全资附属公司恺兴生命科技与科济生物、公司登记股东（即科济生物的股东）及个人登记股东（即公司登记股东的股东）订立合约安排……我们认为合约安排仅在于使本集团可在中国受到外商投资限制的领域内进行业务时实施。
	亘喜生物	中国法律法规对外资从事人类干细胞或基因诊断和治疗技术的开发和应用（“受限活动”）进行了限制。**尽管截至本招股说明书签署日，尚未有官方对受限活动的范围进行解释，且该规定的适用尚不明确，但我们通过VIE及其子公司开展所有可能属于受限活动的业务。**我们使用我们的 WFOE 进行针对动物的初步研究和开发活动，我们认为该等活动不属于限制活动。我们 VIE 及其子公司的研发活动并不归因于我们的 WFOE 。
股权控制	传奇生物	截至本招股说明书签署日，“人体干细胞、基因诊断与治疗技术”的范围尚未得到正式解释，该法规的应用仍不清楚。南京传奇从事CAR-T细胞疗法的研究和开发。**我们相信目前南京传奇正在研发的细胞疗法不涉及人类干细胞的使用或基因的诊断和治疗，因此不应属于“人体干细胞、基因诊断与治疗技术”。此外，相关政府部门还确认，南京传奇目前从事的CAR-T细胞疗法的研发符合外国投资产业政策的要求……**然而，我们的中国法律顾问已告知我们，**T细胞疗法有关中国法律及法规的诠释及适用存在不确定性，且无法保证中国政府最终会采纳与我们的观点及意见不相抵触的观点。**我们的中国法律顾问认为如果传奇集团正在研发的CAR-T细胞疗法或其他技术被中国相关监管机构认为属于“人体干细胞、基因诊断与治疗技术”类别，传奇集团将被禁止从事此类技术的研究或开发。在此种情况下，我们可能不得不停止对传奇南京的投资，或考虑将南京传奇改组为VIE实体。

综上，采取协议控制或股权控制的核心问题在于，拟上市企业从事的CAR-T免疫细胞治疗业务是否属于负面清单中外资禁入类“人体干细胞、基因诊断与治疗技术”。在目前尚未出台正式解释的情况下，从已上市案例的披露口径来看，也存在不同的解读和理解，大多数企业采取了VIE协议控制的架构，由此反映了实务中对于该负面清单目录的谨慎性解释的态度，但最终还有待于法律法规及主管机构对于该负面清单目录的进一步明确和解释。

SECTION 003

CAR-T免疫细胞治疗企业港股上市核心法律问题分析

CAR-T免疫细胞治疗企业上市融资过程中，如下法律问题普遍受到关注：

（一）生物科技公司港股上市的适格性条件

2018年香港联交所修订主板上市规则新增第18A章《生物科技公司》，允许未盈利或未有收入的生物科技公司上市，是一项重大变革，大大加速了生物医药领域企业上市进程。联交所对于生物科技公司的适格性条件进行了明确规定。CAR-T免疫细胞治疗企业作为生物科技公司赴港上市时，亦需要符合该等条件。

1、相关规则

根据《香港交易所指引信》HKEX-GL92-18（2018年4月）（2019年10月及2020年4月更新），生物科技公司的适格性条件具体包括：

（1）必须至少有一项核心产品通过概念阶段；

（2）主要专注于研发以开发核心产品；

（3）上市前最少十二个月一直从事核心产品的研发，而若核心产品是外购许可技术或购自第三方的核心产品，申请人须能展示外购许可技术/购得产品以来的研发进度；若核心产品已经在特定市场上推出并用作特定适应症，而生物科技公司有意将上市所得款项部分用于以下方面，例如（a）扩大该已推出市场的生物科技产品的适应症，或（b）在其他市场上推出有关产品，则联交所预期生物科技公司在核心产品上有进一步的研发支出，以应对主管当局对临床试验的规定，以将核心产品（a）提供新适

应症；或（b）在新的受规管市场中推出。

（4）上市集资主要作研发用途，以将核心产品推出市场；

（5）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；

（6）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；

（7）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（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。这项规定是要证明申请人的研发及生物科技产品有相当程度的市场认可。

其中，第（1）项条件要求核心产品已通过概念阶段，对于药品而言，具体是指：

核心产品类型		已通过概念阶段的认定条件
药剂（小分子药物）	属于新药剂产品（小分子药物）	已经通过第一阶段临床试验，且有关主管当局并不反对其开展第二阶段（或其后阶段）的临床试验。
	基于先前获批产品的药剂产品（小分子药物）（例如美国食品和药物管理局的505(b)(2)申请批准程序）	已经至少通过一次人体临床试验，且有关主管当局并不反对其开展第二阶段（或其后阶段）的临床试验。
	外购许可技术或购自其他公司	要求生物技术公司在外购引进或收购以来，该核心产品至少完成一项由有关主管当局监管的人体临床试验。如果生物科技公司的外购或收购的核心产品尚未完成至少一项人体临床试验，则联交所将评估尚未完成临床试验原因，以及公司是否进行了相当于完成一项人体临床试验的实质性的研发工作和过程。联交所不会将行政报批过程视为实质性的研发工作和过程。
生物制剂	属于新生物制剂产品	已经通过第一阶段临床试验，且有关主管当局并不反对其开展第二阶段（或其后阶段）的临床试验。
	属于生物仿制药	已经至少通过一次人体临床试验，且有关主管当局并不反对其开展第二阶段（或其后阶段）的临床试验以证明生物等效性。
	外购许可技术或购自其他公司	要求生物技术公司在外购引进或收购以来，该核心产品至少完成一项由有关主管当局监管的人体临床试验。如果生物科技公司的外

核心产品类型	已通过概念阶段的认定条件
	购或收购的核心产品尚未完成至少一项人体临床试验，则联交所将评估尚未完成临床试验原因，以及公司是否进行了相当于完成一项人体临床试验的实质性的研发工作和过程。联交所不会将行政报批过程视为实质性的研发工作和过程。

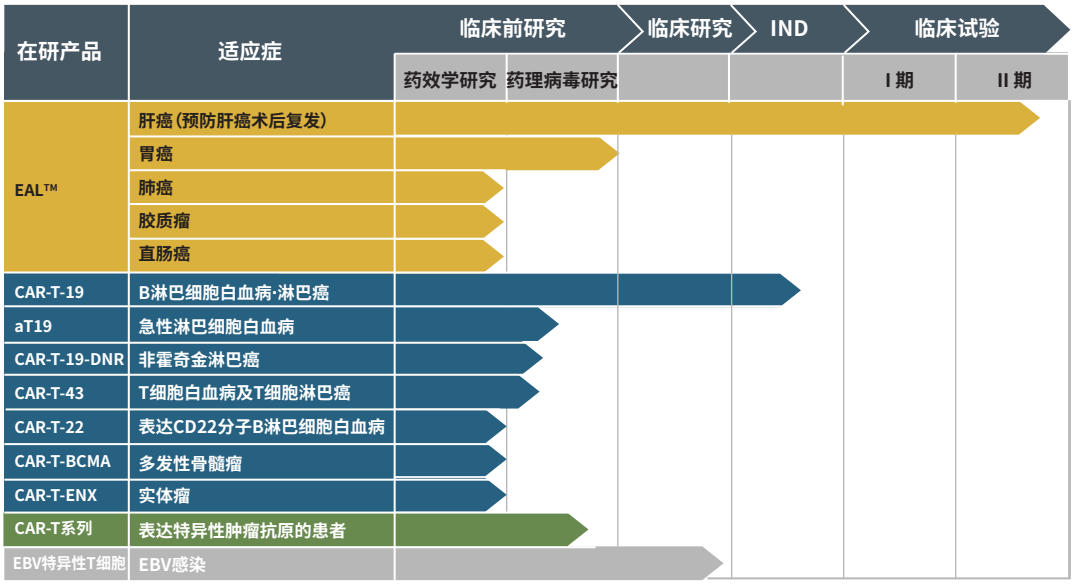
2、实践分析

截至2021年11月12日，未盈利而在港股上市的生物科技公司共有43家，其中包括以CAR-T免疫细胞治疗药物研发为主营业务的3家生物科技公司，即永泰生物、药明巨诺和科济药业。为满足前述适格性条件，已上市公司在招股文件中明确指出其已过概念阶段的核心产品，并通过列表的方式概括了各类细胞免疫疗法候选产品的研发状态。

(1) 永泰生物

根据永泰生物招股文件，核心在研产品为EAL，是中国首款获准进入II期临床试验的细胞免疫治疗产品，也是于最后实际可行日期唯一获准进入实体瘤治疗II期临床试验的细胞免疫治疗产品。

永泰生物的研发管线情况如下：



(2) 药明巨诺

根据药明巨诺招股文件，主打候选产品Relmacabtagene autoleucel(“relma-cel’)是针对复发或难治B细胞淋巴瘤的抗CD19CAR-T疗法，且国家药监局已于2020年6月受理审查公司将relma-cel用作DLBCL三线疗法的新药申请。Relma-cel有望成为中国首个获批的一类生物制品，并有望成为同类最佳CAR-T疗法。

药明巨诺的研发管线情况如下：

	产品	靶点	适应症	商业化权利	临床前	IND	I期	关键/II期	关键/III期	新药申请
血液恶性肿瘤	JWCAR029/ Relmacab -tagene Autolucel (relma-cel)*	CD19	3L DLBCL	中国、香港及澳门	2020年6月申报并获受理					
			3L FL	中国、香港及澳门				注册试验		
			3L MCL	中国、香港及澳门				注册试验		
			2L DLBCL	中国、香港及澳门						
			3L ALL	中国、香港及澳门						
			3L CLL	中国、香港及澳门						
	JWCAR129	BCMA	r/r MM	中国、香港及澳门	IND申报研究					
	Nex-G	CD19	NHL	中国、香港及澳门						
实体瘤	JWATM203	AFP	HCC	中国、香港、澳门、台湾及东盟成员国						
	JWATM213	AFP	HCC	中国、香港、澳门、台湾及东盟成员国						
	JWATM204	GPC3	HCC	中国、香港、澳门、台湾及东盟成员国						
	JWATM214	GPC3	HCC	中国、香港、澳门、台湾及东盟成员国						

(3)科济药业：

根据科济药业招股文件，唯一核心候选产品CT053用于治疗R/R MM（一种血液恶性肿瘤），在研发管线候选产品中，CT053处于最成熟阶段。

科济药业的研发管线如下：

		候选产品	靶点	适应症	全球权益	临床前	I期	关键性II期/III期	BLA/NDA	生物制品分类
细胞疗法	常规型	CT053	BCMA	多发性骨髓瘤	✓					1类
		CT041	CLDN18.2	胃癌/胰腺癌	✓					1类
		CT011	GPC3	肝细胞癌	✓					1类
		CT032	CD19	B细非霍奇金淋巴瘤	✓					1类
		CT017	GPC3	肝细胞癌	✓					1类
	新一代	KJ-C1807	CLDN18.2	胃癌/胰腺癌	✓					1类
		KJ-C2112	EGFR/EGFRvIII	胶质母细胞瘤	✓					1类
		KJ-C2113	间皮素	实体瘤	✓					1类
	同种异体	KJ-C2114	未披露	实体瘤	✓					1类
		KJ-C2111	BCMA	多发性骨髓瘤	✓					1类
mAb		AB011	CLDN18.2	胃癌/胰腺癌	✓					1类

中国IDN试验　　中国研究者发起的试验　　美国（及加拿大的CT053）的试验

（二）人类遗传资源管理的合规性

CAR-T免疫细胞药物为获得在境内的药品上市许可，必须在临床试验机构中开展临床研究，临床研究过程中会涉及采集、保藏、利用人类遗传资源。在我国境内采集、保藏、利用和向境外提供人类遗传资源需遵守《生物安全法》和《人类遗传资源管理条例》的相关规定，该等规定对于境外机构从事上述行为施加了更加严格的限制，可能会对港股上市企业的业务经营产生影响。

1、相关规则

人类遗传资源包括人类遗传资源材料和人类遗传资源信息，其中，人类遗传资源材料是指含有人体基因组、基因等遗传物质的器官、组织、细胞等遗传材料，人类遗传资源信息是指利用人类遗传资源材料产生的数据等信息资料。

根据《生物安全法》和《人类遗传资源管理条例》的规定，外国组织、个人及其设立或

者实际控制的机构（以下简称“**外方单位**”）不得在我国境内采集、保藏我国人类遗传资源，亦不得向境外提供。外方单位需要利用我国人类遗传资源开展科学研究活动的，应当采取与我国科研机构、高等学校、医疗机构或企业合作的方式进行。利用我国人类遗传资源开展国际合作科学研究的，应当取得国务院科学技术行政部门（具体指科技部下辖机构中国人类遗传资源管理办公室，以下简称“**人遗办**”）的批准。但是，针对为获得相关药品和医疗器械在境内的上市许可，在境内的临床机构利用我国人类遗传资源开展国际合作临床试验、不涉及人类遗传资源材料出境的情形，不需要取得人遗办审批，但合作双方在开展临床试验前应当将拟使用的人类遗传资源种类、数量及其用途向人遗办备案。

2、实践分析

一方面，在境内采集、保藏、利用人类遗传资源需遵守现行监管规定，违反规定的行为将导致没收违法采集、保藏的人类遗传资源和违法所得，处以罚款等行政处罚，严重地可能导致刑事责任。

另一方面，现行规则未对“外方单位”进行解释。如前文所述，拟港股上市企业需根据业务情况选择股权控制或VIE协议控制架构。由境外机构通过股权控制的企业属于《人类遗传资源管理条例》中规定的“外方单位”，在我国境内采集、保藏、利用我国人类遗传资源时，应当适用相关限制性规定。而由外商独资企业通过协议控制的可变利益实体，是否属于“外方单位”而适用限制规定则没有明确规定，从采取协议控制且已港股上市公司的招股说明书中相关论述可见，实践中对此存在不同理解和操作，具体如下：

公司名称	VIE是否适用“外方单位”限制规定的论述
永泰生物	**我们的合作临床试验机构已就进行中的EAL®II期临床试验向中国人类遗传资源管理办公室备案。**
药明巨诺	为获得相关药品和医疗器械在中国的上市许可，倘若临床机构利用中国人类遗传资源开展国际合作临床试验而不涉及人类遗传资源材料出境，则不需要审批。但是，合作双方在开展临床试验前须向国务院科学技术行政部门报备拟使用的人类遗传资源种类、数量及用途。**该等法规对我们相当重要，因为所有患者的原始材料从医院转移到实验室必须根据该等法规向相关行政部门申报。**虽然目前我们全面遵守该等法规，但该等法律的诠释及应用方式未必与我们的惯例一致，可能导致没收人类遗传资源样品及相关数据以及行政罚款。

公司名称	VIE是否适用“外方单位”限制规定的论述
科济药业	根据《人类遗传资源管理条例》(“**HGR条例**”)，外国实体、个人及其设立或实际控制的实体(“**受限实体**”)，各“受限实体”从事与人类遗传资源有关活动时受到若干限制……HGR条例对于由外商独资企业通过合约安排控制的可变利益实体是否将被视为受限实体仍不明确。鉴于HGR条例缺乏明确的法律诠释，**我们无法保证我们的可变利益实体将来不会被视为受限实体。倘我们的可变利益实体被相关政府主管部门认定为受限实体，我们的业务将受到不利影响，**我们可能需要就我们目前的业务向相关政府主管部门获得批准，这可能是困难的，甚至是不可行的，及/或与非HGR条例中受限实体的国内实体合作，并需要就该合作获得相关政府主管部门的批准或备案，这可能导致额外的成本，我们的业务、财务状况及经营业绩将受到不利影响。

SECTION 004

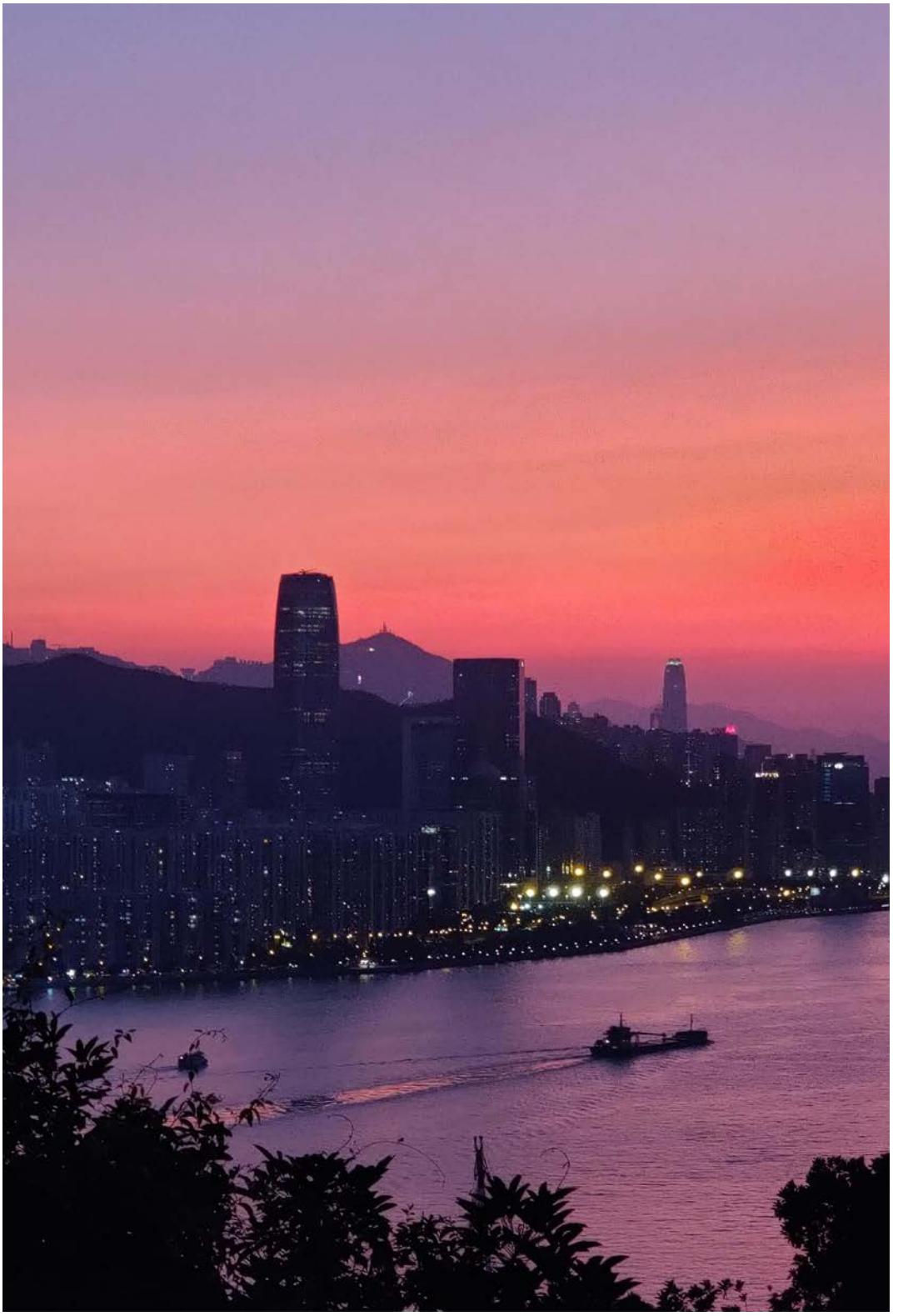
总结与展望

虽然CAR-T免疫细胞治疗广阔的市场前景为该行业带来了资本的青睐，而其技术的复杂性和临床应用的安全性使其面临严格而敏感的行业监管。作为一种新兴的肿瘤治疗手段，诸多细节有待于法律法规的进一步明确。在尚未出台正式解释的情况下，已上市公司实践存在不同的解读和理解，需要在实操中逐步探索解决。CAR-T免疫细胞治疗企业应当根据自身情况定制上市架构和方案。

值得注意的是，监管当局对CAR-T免疫细胞治疗领域呈现出高度关注，地方层面不断出台利好政策信号，如上海市委、上海市政府于2019年8月13日出台《上海市新一轮服务业扩大开放若干措施》，提出“推进医疗科技领域的项目合作和取消外资准入限制，争取允许外商投资人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用。”海南省人大常委会于2020年6月16日发布《海南自由贸易港博鳌乐城国际医疗旅游先行区条例》，规定先行区医疗机构可以在先行区进行干细胞、免疫细胞治疗、单抗药物、基因治疗、组织工程等新技术研究和转化应用。从首款CAR-T免疫细胞治疗药物的获批经

历来看，自2018年提交临床试验申请至2021年获批，监管当局对免疫细胞治疗该类药品持有谨慎的态度。自首款药物获批后，之后的CAR-T免疫细胞治疗药物获批速度有望加快。未来CAR-T免疫细胞治疗领域监管政策走向如何，我们将持续关注。

李海容
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2138
lihairong@zhonglun.com



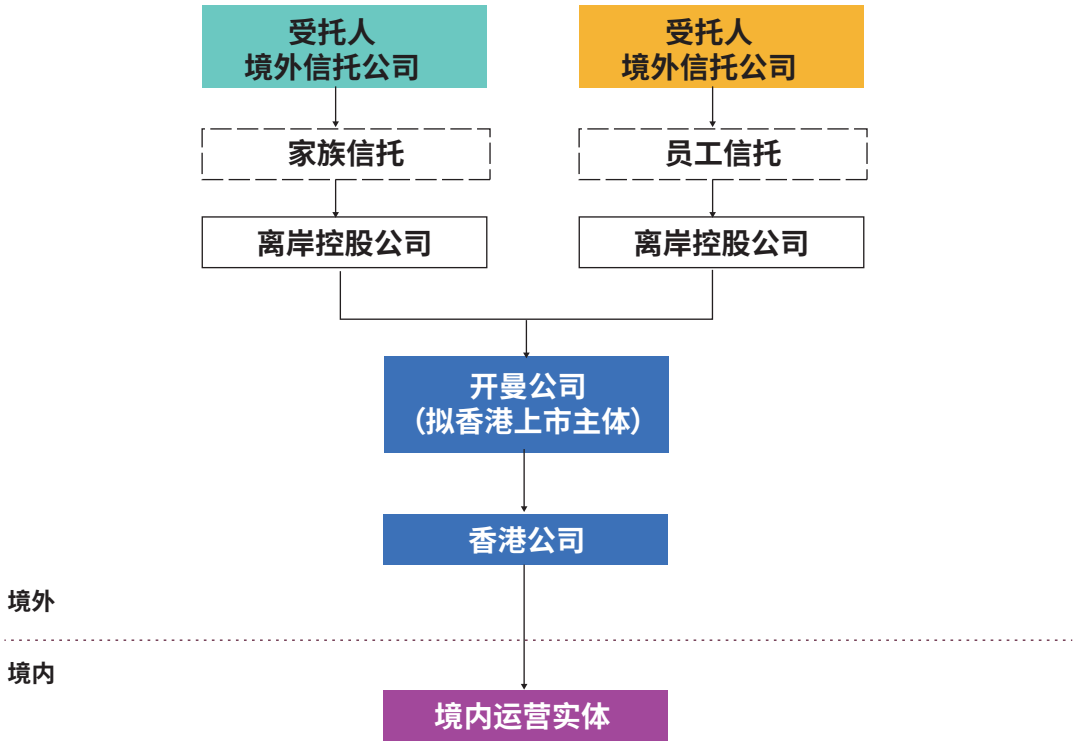
HONG KONG
CAPITAL MARKET:

如何利用离岸信托助力公司赴港上市？

作者/倪勇军、高如枫、胡颖绮

近几年来，离岸信托被广泛应用于香港上市架构中，逐渐成为内地公司赴港上市的标配架构之一。根据我们的观察，在最近五到十年中，越来越多的香港上市公司在其招股说明书中披露，其创始人团队选择以离岸家族信托的形式持有拟上市公司的股权。另外又有接近半数的香港上市公司采用了员工股权激励信托，作为员工股权激励的管理工具。

结合长期以来在上市公司离岸信托法律服务方面丰富的理论基础和实务经验，在本文中，我们将与大家探讨赴港上市公司应如何全面、恰当地利用离岸信托架构，借助离岸信托的作用帮助公司完成首发上市、创始人财产规划、税务筹划等一系列目标。



SECTION 001

什么是离岸信托?

从本质上说,信托是一种契约关系,是**设立人**基于对**受托人**的信任,将**信托财产(如拟上市公司股权)**委托给受托人,由受托人以自己的名义、为**受益人**的利益或特定目的而进行管理和处分信托财产的行为。信托法律关系体现了财产所有权与受益权相分离。具体而言,在一个信托结构,最基本的要素包括以下几个方面:

-**设立人**:设立人提供信托财产,指定受托人并有权监督受托人实施信托;

-**受托人**:承担着管理、处分信托财产的责任,必须为受益人的最大利益出发,依照信托契约以及相关法律规定等管理信托财产,并接受监督;

-**信托财产**:是受托人因承诺信托而取得的财产(譬如拟香港上市公司的股权或香港上市公司股票等)。信托财产具有独立性,其独立于设立人未建立信托的财产,也独立于受托人的财产;

-**受益人**:是在信托中享有信托受益权的人,对信托财产享有受益权,但不直接对信托财产享有所有权。

SECTION 002

在上市前设立海外家族信托,创始人最需要关注的四大核心问题

近年来随着港股IPO加速,新经济领域及其下属的互联网、医疗、大消费板块迅速崛起。当创业者们度过了创业的艰难期,在公司开始成长或是平稳发展之后,他们或多或少都会开始考虑家族、企业、个人财产的保护、传承。很多创业者在计划赴港上市的同时,或在联交所敲钟上市后,会着手家族信托的设立,进而启动整个家族财富传承的规划安排。那么在关注、理解财富传承的过程中,我们建议选择赴港上市的创始人们都应该重点关注这四个问题。

问题一:为什么选择离岸家族信托来持股?

随着我国高净值人群的逐步壮大,财富传承的需求愈发迫切。高净值个人一方面

希望能够给后代一个可靠的生活保障，摆脱“富不过三代”的传统困境，另一方面也希望避免因后代接班或者姻亲问题导致股权控制权分散进而引发不必要的纷争。与此同时，许多高净值个人在进行财富规划传承安排时也有着债务隔离、税务筹划等方面的考虑。

在私人财富规划领域，为了实现财富传承和保护的目的，高净值人群常见的财富规划工具包括了家族信托、私人基金会、财产协议、保险以及遗嘱等，综合灵活运用多种工具可以更好的满足家族财富传承的多重需求。但对于拟上市的公司股份而言，考虑到财产的属性、传承的稳定性以及实践效果，最佳的财富规划工具仍是离岸家族信托。而离岸家族信托在保护资产安全、确保财富传承、重视隐私以及税务筹划等方面的作用最受创业者们关注。

◆ 保护资产安全，隔离风险

资产保护、风险隔离是高净值人士在进行财富传承安排时最基本的要求。计划赴港上市的企业家们希望确保未来创业经营所带来的负债和风险不会影响家庭财富安全，同时也不愿意看到未来子女婚姻破裂而导致家族财富分流。

由于信托财产在法律上具有独立性，采用离岸家族信托作为财富规划工具将有效保护信托资产不受债务危机困扰，在最大程度上确保财富的传承不受婚姻关系以及家庭关系变化的影响。

◆ 保证财富传承，个性定制

在许多计划赴港上市的创始人的设想中，财富传承的目的不仅是要对财富进行有效分配，保障子孙后代生活无忧，避免家庭矛盾的产生，他们更希望能够对后辈做出更长期的安排，激励后代品行正直、有所成就。

离岸家族信托可以根据创始人的要求灵活设置各种条款，有序地进行资产传承分配。创始人还可以通过在信托条款中附加对后代的约束条件，实现对后代的教育和约束，完成物质财富和精神财富的双重传承。

◆ 重视隐私保护

对于一些家业关系复杂的创业者来说，隐私保护本身也是财富传承筹划的一项挑战。

离岸家族信托架构非常重视信托相关内容的隐私保护，比如信托下的分配计划都

受到严格保密，这为创始人们带来心理安全感上的保障。

◆ **筹划税务安排**

随着新《个人所得税法》的实施，以及金融账户涉税信息自动交换工作的开展，创始人们希望寻求更合理、有效的税务筹划。

在这一方面，离岸家族信托有机会帮助创始人们实现收入递延纳税、降低财产传承中的潜在税负等作用，具体内容可以参考问题四。

问题二：设立离岸家族信托有哪些环节？

相比于境内家族信托，离岸家族信托并非结构单一的金融理财产品，而是一个复杂的架构体系。

对于计划赴港上市的企业家来说，设立离岸家族信托通常需要经历如下阶段：(1)选聘受托人（即信托公司）-(2)拟定信托架构-(3)完成尽调审查-(4)草拟、审阅并修改信托文件（包括信托契约、意愿书、转股文件等）-(5)签署上述信托文件-(6)转让拟香港上市公司股权以完成信托资产注入。

在离岸家族信托设立的全部过程中，创始人需要结合其本人和其家族成员的身份情况、财产情况、婚姻状况、个人意愿和税务安排等因素，选择并设计合适的信托方案，搭建完整的信托架构，制定传承分配方案，并最终完成离岸家族信托的落地。在这个复杂架构的搭建过程中，创始人们需要在多个环节依靠专业机构和专业人士的建议，尤其是在法律和税务领域，以避免未来产生不必要的争议。

问题三：如何设计合适的离岸家族信托架构？

设计合适的离岸家族信托架构，以确保拟香港上市公司股权装入信托后，离岸家族信托可以发挥其应有的作用，是每一位计划赴港上市的企业家个人较为关心的话题。需要注意的是，离岸家族信托并不是一个标准化的架构或产品，而需要根据每一个不同的家族情况来定制化处理。

结合我们的经验，在设计整体离岸家族信托架构过程中，我们建议设立人需要关注以下几个方面：

(1)确定信托类型：典型的离岸家族信托分为可撤销信托或不可撤销信托，保留投

信托契约和信托意愿书是离岸家族信托设立中最重要的法律文件，其中载明了对于信托结构的核心安排和设立人的传承意愿。

资权力信托或全权委托信托等。设立人需要从财富传承、风险规避、税收优化等多角度综合考量，在达成信托效果的同时结合自身需求作出选择；

(2)设定关键角色：在离岸家族信托中，除创始人担任设立人以外，受益人、保护人、投资管理人的角色设定同样重要。在确定受益人范围时，设立人需要结合受益人的税收居民身份分析税收风险并设计信托条款；对于保护人和投资管理人来说，保护人承担了监督受托人的职能，投资管理人有权就信托财产投资事项提出建议或作出决定，设立人在信托设立过程中需要选定保护人与投资管理人人选，并审慎设计相应的传承机制，以确保设立人的意愿和想法得以最有效的被执行；

(3)谁来负责拟定法律文件：信托契约和信托意愿书是离岸家族信托设立中最重要的法律文件，其中载明了对于信托结构的核心安排和设立人的传承意愿。由于这些是专业的法律文件，并且是全英文书写，因此创始人应当聘请有经验的律师为其审阅、修改信托法律文件。完善的法律文件才是家族信托可以良好运行的重要保障；

(4)如何选择信托公司：主流的信托公司分成银行系信托公司和独立信托公司两类，这两类中又各自分成不同的梯队。创始人应当慎重选择信托公司，综合考虑信托公司的服务水平、语言能力、灵活度、稳定性、收费情况等，避免被误导而选择了口碑和水准都较差的信托公司。

问题四：设立离岸家族信托有什么中国内地税务影响？

对于正在筹备香港上市的公司创业者来说，如何利用离岸家族信托进行有效的税务规划也是他们关心的问题之一。以下我们将介绍离岸家族信托会为香港上市公司的创业者带来怎样的中国内地税务影响。

在离岸家族信托存续期间，信托资产在法律上归属于受托人所有，理论上只要没有对受益人进行分配，信托资产的增值（比如公司完成香港上市后，创始人出售股票）与设立人或受益人无关，设立人和受益人原则上都不会产生个人所得税纳税义务。

但由于目前《个人所得税法》中引入了“受控外国企业”的概念，如果设立人对信托有着非常全面的控制，在设立信托时保留了相当多的权力，不排除内地税务机关可能从税法角度认为设立人所保留的权力使得其对信托结构中的离岸公司构成实质控制，导致该离岸公司存在被认定为“受控外国企业”的风险，进而设立人需要就信托资

产的增值缴纳20%个人所得税。鉴于此，我们建议创始人在设计离岸家族信托架构时，应当咨询专业意见，采用合适的离岸家族信托架构以避免产生额外的税务风险。

在信托分配环节，通常来说，信托分配收益给创始人本人时会被认为是创始人取得的投资所得，从而需要缴纳20%的个人所得税。如果信托分配收益给其他受益人，比如创始人的家族成员，由于现行《个人所得税法》下并未对于信托分配所得有明确的征税依据，因此我们认为目前并无明确规定要求其他受益人就信托分配所得缴纳个人所得税。不过由于分配收益存在一定的税收风险，我们建议创始人或受益人可以考虑通过仔细充分的筹划，采用其他方式从离岸家族信托中获取资金，以避免产生税务负担。

SECTION 003

员工股权激励信托——提供灵活管理与规划的工具

不同于创始人的家族信托，员工股权激励信托是香港上市公司或计划赴港上市的公司为了对公司核心员工和高管团队进行股权激励而设立的一种信托。受限于中国外汇管理的相关规定，实务中为参与股权激励计划的境内员工全员办理外汇登记面临着许多技术和实务障碍，因此境外非上市公司为境内员工在上市前集中办理外汇登记的案例极少。在此情况下，为便于公司管理股权激励计划，同时设立员工股权激励信托可以帮助员工顺利行权以最终获得香港上市公司的股票。目前实务中有相当部分的赴港上市的公司在实施股权激励计划时，均会在境外设立海外员工股权激励信托对股权激励计划进行管理。

考虑到越来越多的公司在搭建赴港上市结构时采纳了员工股权激励信托，我们在下文将从架构设计、税务筹划作用以及其他法律要点等方面对员工股权激励信托做介绍。

员工股权激励信托的架构设计

拟赴港上市的公司通常会搭建红筹架构来满足上市监管要求，在红筹架构下的员工股权激励信托，其主体包括设立人、受托人、受益人和顾问委员会。

- 设立人：香港上市公司或计划赴港上市公司；
- 受托人：专业海外信托公司；
- 受益人：参与股权激励计划的员工；
- 顾问委员会：设立人通常会成立一个顾问委员会对信托资产进行管理，并下发指令给受托人。

员工股权激励信托的税务筹划作用

根据我国现行的税法规则，中国税收居民个人因任职、受雇而从雇主处取得的现金形式与非现金形式的所得（如股权、股票），均应被认为是员工取得的“工资、薪金所得”，在个人实际取得该所得时，产生个人所得税的纳税义务。也就是说，当员工在股权激励计划下实际取得股份或股票时，应按照“工资、薪金所得”适用3%-45%的超额累进税率计算个人所得税。同时，该员工在境内的任职单位应履行个人所得税的代扣代缴义务。

结合税总征科发〔2021〕69号文的要求，除履行上述提到的个人所得税扣缴义务外，红筹架构下的境内公司还需要在决定实施股权激励的次月15日内，按照规定向主管税务机关报送《股权激励情况报告表》和相关资料；如果股权激励计划已实施但尚未执行完毕的，需要于2021年底前向主管税务机关进行补充报送。根据我们的了解，目前各地税务机关尚未针对税总征科发〔2021〕69号文出台具体的规则明细，我们建议公司持续关注，以免产生税务不合规影响。

考虑到公司上市后的股价普遍较高，实务中我们观察到有部分公司在上市前采用“提前行权+员工股权激励信托”的方式为员工进行税务筹划。在这一方案下，公司同意员工提前行权或加速解禁股份，以在上市前就提前触发员工的纳税义务。随后员工将提前取得的股份装入公司设立的员工股权激励信托中，而员工成为信托的受益人，未来从信托中获得收益。参加股权激励计划的员工通过股权激励机制取得公司股权后，未来再转让该股权时，应就其股权转让所得按照“财产转让所得”计算个人所得税，适用20%的税率。

针对这一方案，有观点认为“提前行权+员工股权激励信托”的模式存在外汇登记瑕疵，可能构成上市阻碍。在这种情况下，我们建议采取其他替代方案，并且建议公司

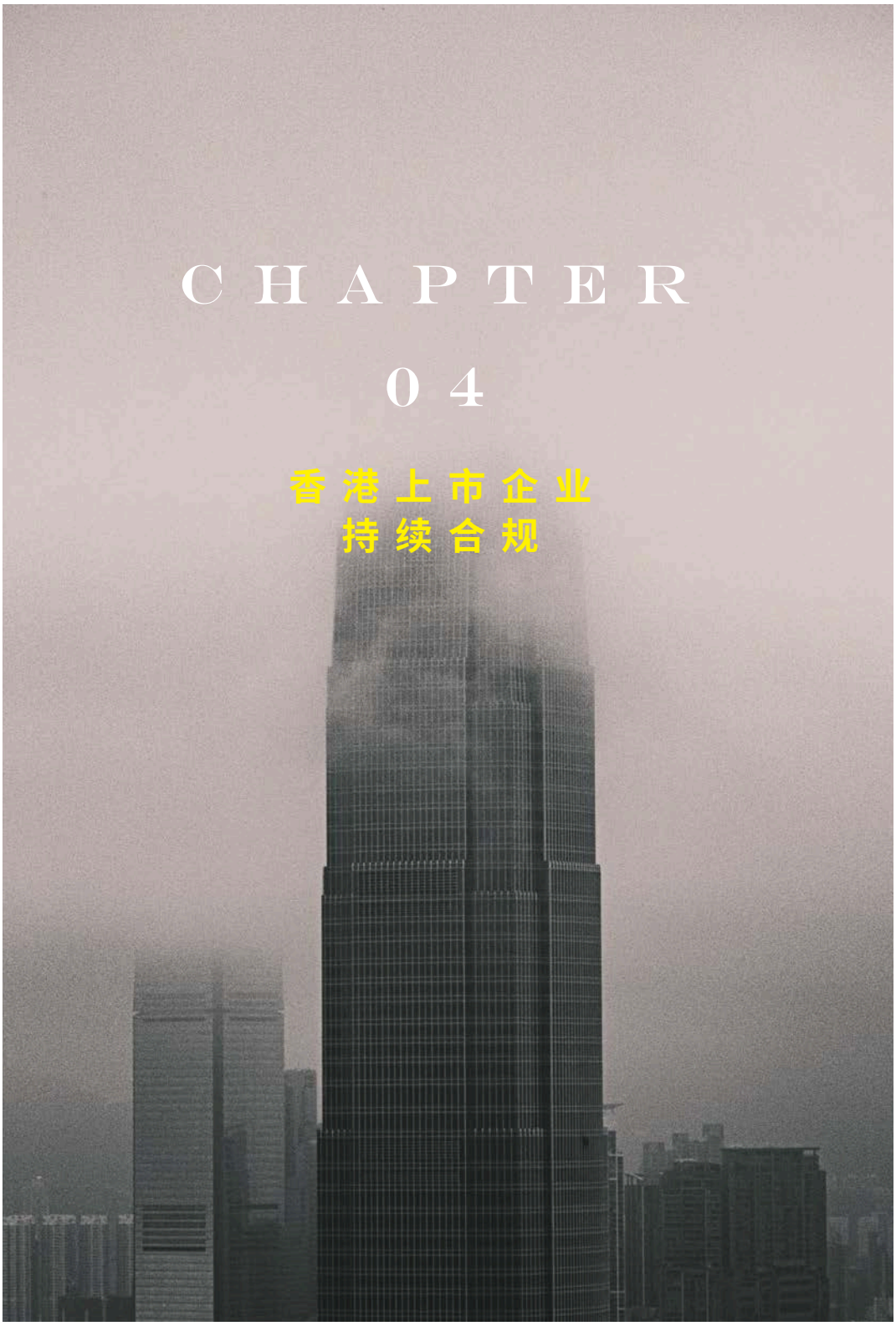
在实施具体方案前应与主管税务机关、上市律师等提前进行沟通，确认相关税务处理以及上市规则，以免影响最终的筹划效果。

离岸信托作为时下热门的话题，涉及众多复杂的法律问题。我们从离岸家族信托和员工股权激励信托两个方面，摘取了一些创始人和赴港上市公司普遍关心的话题，借此与读者分享交流，希望可以帮助大家对离岸信托有一个更为全面、直观的认识，以便在赴港上市的过程中可以正确、有效地使用离岸信托这一工具。

倪勇军
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3568
peterni@zhonglun.com

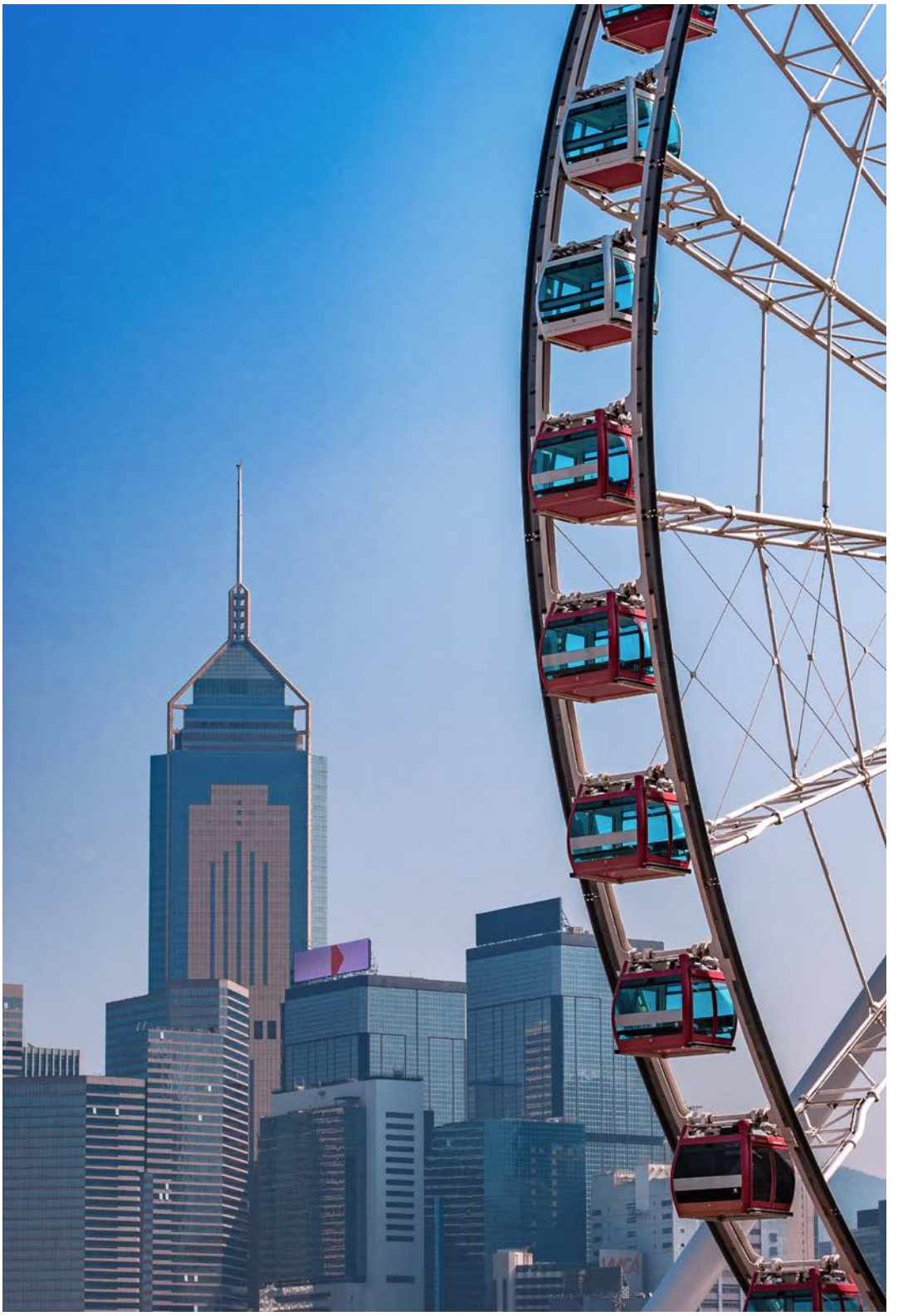
高如枫
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3747
markgao@zhonglun.com

胡颖绮
非权益合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3106
ashleyhu@zhonglun.com



CHAPTER 04

香港上市企业持续合规



香港上市公司的持续合规责任

作者/许颉、陈小小

企业在赴香港上市成功后，根据香港有关法律法规的规定，上市公司及其董事、高管须承担持续合规责任。违反该等持续合规责任可能导致监管机构对上市公司及其董事、高管进行调查和处罚，若构成特定罪行，还可能导致董事、高管承担民事、刑事责任。本文旨在简要介绍香港主板上市后，上市公司的主要持续合规责任。

SECTION 001

香港上市公司的监管机构

作为全球重要的地区性金融中心，香港有着规范和健全的证券市场监管体系。对于在香港上市的公司来说，香港证券及期货事务监察委员会（**“香港证监会”**）和香港联合交易所有限公司（**“香港联交所”**）是上市公司的主要监管机构，承担着指导、监管、处罚上市公司及其董事的责任。

两大监管机构主要基于《香港联合交易所有限公司证券上市规则》（**“《上市规则》”**）、香港《证券及期货条例》（**“《证券及期货条例》”**）及香港《公司收购 、合并及股份购回守则》对上市公司进行监管。同时，就香港上市公司而言，无论其是香港成立的公司还是注册的非香港公司[1]，均需要遵守香港《公司条例》对该类别公司的相应规定。

香港证监会是独立于政府公务员架构外的法定监管机构，负责监管香港的证券及期货市场运作。香港交易及结算所有限公司[2]（**“香港交易所”**）是联交所的母公司，也是香港中央证券及衍生产品市场的营运机构兼上市发行人（包括上市公司）的前线监管机构，扮演着香港证券市场公平交易看门人的角色。以下表格简要介绍香港证监会和联交所的职能及监管特点：

1.在香港以外地区成立为法人、同时在香港设立营业地点的公司，需要在香港设立营业地点后的1个月内，向香港公司注册处提交申请，注册为“注册非香港公司”。
2.香港交易所是联交所、香港期货交易所有限公司及香港中央结算有限公司的控股公司。香港交易所（HK.00388）本身也是一家在联交所上市的上市公司，作为一家产品服务提供商，其为股本证券、大宗商品、定息及货币等多种资产类别产品提供交易及结算服务，以收取费用获得利润。

	香港证监会	香港联交所
机构性质	•法定政府监管机构 •保护公众投资者	•营利性商业组织，但也行使某些监管和监督职责 •市场公平交易的看门人
业务范围	•监管上市公司信息披露 •执行《证券及期货条例》下的内幕消息披露的条文 •审批《上市规则》的修订以及强制执行或应用范围广泛的政策 •对企业、市场失当行为进行调查及执法 •市场参与者操守的监督、牌照申请及发放以及市场参与者与客户之间争议的调查	•订立和修改《上市规则》 •执行《上市规则》，确保市场公平、有秩序及信息通顺 •审批上市申请 •确保上市公司持续合规 •审批上市公司的披露文件 •市场参与者的风险管理 •获悉可能违反“内幕信息条文”或披露指引情况时，将事件转交给香港证监会处理
履行责任的行动	•调查违反披露法规行为 •指令上市公司停牌 •在市场失当行为审裁处开展程序 •进行刑事检控或民事索偿	•监察市场情况、在适当或需要时作出查询 •在其认为适当时或会要求上市公司刊发公告或停牌 •若有行为可能涉及违反法律，联交所会向适当的执法机构报告 •如果与执法机构的调查重叠，联交所将暂停调查
可执行的处罚	•民事及刑事责任 •取消董事资格	•私下谴责 •公开批评和/或公开谴责 •停牌或取消上市地位 •禁止专业顾问就相关事宜代表上市公司

除上述外，香港证券市场监管体系中还存在其他机构，例如香港财务汇报局、香港金融管理局等，也会从其他角度对香港证券市场起到辅助性监督作用。

SECTION 002

香港上市公司的一般性持续合规责任

联交所为了维持香港证券市场公平有序，以及为确保所有市场参与者能够公平地获得有关上市公司的信息，在《上市规则》中详细规定了上市公司需要遵守的持续合规责任，该等持续责任主要是信息披露及批准流程方面的责任。若上市公司没有遵守持续责任，则可能导致联交所对上市公司及相关董事采取纪律行动，甚至可能引致香港证监会的调查和处罚。

《上市规则》详细规定了上市公司需要进行公开披露及履行特定批准流程的事项，上述事项均与上市公司开展日常业务、公司治理等许多方面存在密切联系。因此，

上市公司及其董事、高管应当充分理解和掌握《上市规则》对于一般性持续合规责任的规定，才能在特定事项发生时，结合相关法律顾问的意见履行《上市规则》下的合规责任。

(一)与公司业绩有关的事项

财务报告是股东和市场了解上市公司整体表现的最重要途经，也是监管机构审查上市公司的表现是否合规的重要依据。《上市规则》对于上市公司年度报告和中期报告的内容和披露时间进行了详细的规定。

上市公司应当在会计年度结束后的4个月内并在召开股东周年大会21日前向股东寄发其年度报告，其中必须包含经审计的**年度财务报告**。就**中期报告**，上市公司需要在会计年度的前6个月结束后的3个月内向股东寄送其中期报告，其中包含的财务报告可以未经审计。除了年度报告和中期报告外，上市公司还需在披露年报或中报之前或同时披露有关**业绩公告**，该等公告可视为对年报和中报的摘要，提取了年报和中报中最重要的内容。

联交所会每年发布其审阅上一年度上市公司年报的评价报告，报告中会指出上市公司披露不合规之处，以及联交所对于提高披露水准的改进建议，同时联交所会向不合规之上市公司发布问询函及整改意见。

(二)与公司业务有关的重大事项

当发生以下与公司业务有关的重大或特殊事项时，上市公司应当及时进行披露，包括：与第三方进行的达到一定规模的一般业务范围之外的交易（例如财务资助、收购出售股份或资产、成立合资公司）、与关连人士进行的达到一定规模的交易、影响控股股东持股公司股票的事宜（上市公司贷款协议对控股股东施加特定责任、控股股东质押上市公司股份以担保债务）、上市公司对业务、财务有重大影响的事宜（内幕信息、违反贷款协议、重大诉讼等）。

(三)与公司证券变动有关的事项

上市公司需要披露其发行证券、购回、出售或赎回其上市证券的事宜，包括按月

披露上市公司证券变动情况。一般情况下，上市公司在发行、回购任何证券时都需要取得股东大会的批准，但是股东可以向董事会授予一般性授权，指示董事会在一年内根据特定条件自行决定发行或回购证券。

(四)与公司董事会及股东大会有关的事项

上市公司每年需要定时召开董事会及股东大会，履行公司一般管治事宜。上市公司需要披露与投资者关系重大的董事会决议，例如分红派息、公司财务报告、改变公司资本结构或者改变公司主营业务等。同时，就召开股东大会的程序，上市公司也需要履行一系列会前通知、会后决议的披露事宜。

(五)与核心成员、核心文件及重要信息变动有关的事项

香港上市公司的核心成员包括：董事及最高行政人员[3]、公司秘书、公司代表，如果公司有监事职位，监事也是公司核心成员；同时核心成员也包括聘请的重要中介机构，例如审计师、合规顾问。核心文件包括公司章程及董事会下各专业委员会的工作规则。公司重要信息则包括与股东交易股票、联系公司相关的重要信息，包括股份过户登记处、公司注册地址、香港联系地址等。当上市公司上述信息发生变动时，必须尽快向市场披露，并且履行规定的批准流程。

SECTION 003

重难点合规责任详解

在香港上市合规业务的实务中，监管机构关注的重点和上市公司违规风险点主要集中于**特定交易**和**内幕信息**。本文所称的特定类型交易指的是《上市规则》第十四章界定的须予公布的交易及第十四A章界定的关连交易。内幕信息指属于《证券及期货条例》所规定的内幕消息。

3.根据《上市规则》的定义，最高行政人员又称行政总裁，指获董事会直接授权负责上市公司业务的人士。

(一)须予公布的交易

上市公司及其子公司(称为"**上市集团**")与独立第三方进行达到一定规模的日常业务之外的交易,这类交易即为"须予公布的交易"。针对须予公布的交易,上市公司需要根据规模测试的结果,履行公告及/或股东大会批准的要求。《上市规则》建立了"规模测试"的计算体系以确定上市公司的合规责任。"规模测试"需要按照以下公式来进行计算:

计算公式	备注
•资产比率 = 交易标的的总资产 / 上市集团的总资产	上市集团总资产源于其年报中的总资产数字(根据应派股息调整),如在发出年报后刊发了中期报告,需使用中报中的总资产数。
•盈利比率 = 交易标的的税前利润 / 上市集团的税前利润	上市集团的税前利润和收入为年报中的年度税前利润及收入数字。
•收益比率 = 交易标的收入 / 上市公司的收入	
•代价比率 = 交易总价 / 上市公司的市值	上市公司的市值=交易日之前的5个工作日的平均收盘价x交易日上市公司已发行股份数。
•股本比率 = 发行作为代价的股份数目 / 上市公司已发行股份总数	该比率只适用于上市公司发行股份购买资产的交易。

以下表格列示了根据规模测试的结果,不同交易的分类及合规要求:

交易分类	基于规模测试最高百分比率	公告	寄发通函[4]及召开股东大会	通函中是否包括交易目标的会计报告
股份交易[5]	< 5%	✔	✕	✕
须予披露交易	≥5% 但< 25%	✔	✕	✕
主要交易 – 出售	≥25% 但<75%	✔	✔	✔
主要交易 – 收购	≥25%但<100%	✔	✔	✔
非常重大的出售	≥75%	✔	✔	✕
非常重大的收购	≥100%	✔	✔	✔
反向收购	/	✔	✔	✔

4.通函为香港证券市场上与股东沟通的书面材料,披露需要于股东大会上审议及批准的决议案的详情。通函需要在联交所网站上披露并印刷成书面文件向股东进行寄发。
5.股份交易指上市公司发行自己的股份作为交易对价。

在合理的、切实可行的情况下尽快向公众披露公司的内幕消息是香港上市公司的法定责任。

须予公布的交易的类型为上市公司日常业务之外的**特定交易**，主要包括收购或出售资产或股权（包括授予、接受或行使收购或出售资产或股权的选择权），融资租赁或者对上市公司运营有重大影响的一般租赁，提供财务资助，成立合资公司等。上述特定交易不包括上市公司在日常业务中进行的属于收益性质的交易。**日常业务**即指上市公司现有的主营业务或其开展主营业务所必须的其他业务，例如上市公司开展主营业务所进行的正常银行贷款等。

(二)关连交易

上市公司与其关连人士进行的交易称为**关连交易**。监管机构对关连交易进行限制，主要是为了防止上市公司的董事、最高行政人员及主要股东[6]等利用其优势地位与上市公司进行不公平的交易而损害上市公司及小股东的整体利益。关连交易违规是《上市规则》下最常见的违规情况。

判断关连交易的关键步骤及难点在于识别关连人士。《上市规则》项下的**“关连人士”**范围非常广泛，本文简要列举上市公司最常见的几种关连人士，但并不能穷尽关连人士所包含的全部范围。关连人士主要包括以下三类：(1) 上市公司或其子公司的董事（包括过去12个月的前董事）、最高行政人员（例如CEO、总裁）、持股超过10%的股东、监事，及上述人士的联系人；(2) 被联交所视作关连人士的人，这类人士因与上市公司的法定关连人士存在某种关连，而令联交所认为应当受到关连交易的规则限制；及 (3) 关连子公司。

联系人是一个针对关连人士本身的概念而非基于上市公司的概念。如果关连人士是自然人，其联系人指其配偶、未成年子女等直系家属、以上述人士为受益人的信托中的受托人，及上述人士控制的公司（持有30%或以上的表决权或控制董事会）。若关连人士是公司，则其联系人包括该公司的子公司、母公司和兄弟公司（统称“关连人集团”），以关连人集团为受益人的信托中的受托人，关连人士集团控制的公司（持有30%或以上的表决权或控制董事会）。

6.主要股东指有权在该上市公司股东大会上行使或控制行使10%或以上投票权的人士。

关连交易的合规责任十分严格，上市集团任何关连交易都必须签订书面协议。原则上，上市集团所有关连交易都必须进行公告披露及独立股东批准（包括成立独立董事委员会并聘请独立财务顾问）。同时，上市公司就其年度内关连交易，每年必须进行审阅并申报联交所。

考虑到上市公司的行政负担，联交所根据关连交易的性质和规模，确定了若干豁免条件。如果关连交易符合豁免要求，上市公司则无需进行公告披露或独立股东批准或年度申报的规定。以下表格为最常见的豁免举例：

豁免责任	获豁免的交易
关连交易将豁免公告、独立股东批准及年度审阅	•该交易每项“规模测试”的百分比率（不考虑盈利比率）满足以下条件之一： (i)低于0.1%； (ii)上市集团与纯子公司层面的关连人士之间的交易，且各项百分比率低于1%；或 (iii)交易总价低于300万港元，且各项百分比率低于5%
	•上市集团向关连人士提供财务资助，且符合： (i)有关资助是按一般商务条款或更佳条款进行；及 (ii)上市集团乃按其股权比例所提供的资助
	•上市集团向关连人士收取财务资助，且符合： (i)有关资助是按一般商务条款或更佳条款进行；及 (ii)上市集团未用资产作抵押
	•上市公司或其子公司发行新证券，且符合： (i)关连人士以股东身份，上市公司或其子公司进行等比例增发； (ii)关连人士在供股或公开招股中认购证券； (iii)证券乃根据股份期权计划发行予关连人士； (iv)证券根据“先旧后新的配售及认购”而发行
豁免独立股东批准	•符合该交易每项“规模测试”的百分比率（不考虑盈利比率）满足以下条件之一： (i)低于5%；或 (ii)交易总价低于1,000万港元，且各项百分比率低于25%
	•上市集团与纯子公司层面的关连人士进行的交易，且符合： (i)上市公司董事会已批准交易；及 (ii)独立非执行董事已确认交易条款公平合理、交易按一般商业条款或更佳条款进行，及符合上市公司及整体股东利益

(三)内幕消息

在合理地切实可行的情况下尽快向公众披露内幕消息是香港上市公司的法定责任。针对内幕消息，《上市规则》援引了《证券及期货条例》的要求，如果上市公司对内幕消息的处理符合《证券及期货条例》即满足了上市合规责任。

根据《证券及期货条例》的定义，内幕消息必须满足三大要素：即有关信息必须是“具体”“非公众所知”及“相当可能对上市公司证券价格造成重大影响”。以下表格简要说明了“三要素”的具体含义：

内幕消息	
要素一：具体	**可能构成内幕消息的事例**
•信息是有关上市公司情况，可以被识别、界定并以清晰的方式表达 •并不需要精确	•公司的重要财务数据 •公司的业务表现或对业务表现的预期出现变动 •公司财政状况出现变动，如现金流危机、信贷紧缩 •买卖股权或其他重大资产或业务 •影响公司的资产、负债、财务状况或盈亏的架构重组及分拆 •法律争议及程序 •董事、高管或重要人员的突发情况 •被银行撤销或取消信贷额度 •相关债务人无力偿债 •新的牌照、专利权、注册商标 •预期盈利或亏损出现变动 •重要客户的重要订单发生变化
要素二：非公众所知	
•消息并非普遍为市场所知 •“市场”指经常进行该上市公司股票交易的专业及散户投资者 •谣传、揣测、市场期望不等于被市场所知，即使媒体已经报导且广泛流传（必须考虑完整性及准确性）	
要素三：相当可能会对上市证券的价格造成重大影响	
•该信息一旦披露，是否会影响经常进行该公司股票交易的人决定是否买入或卖出该股票； •该信息一旦披露，投资者会把该信息与其他信息结合，而相当可能对该上市公司股价做出新评价	

在合理的、切实可行的情况下尽快向公众披露公司的内幕消息是香港上市公司的法定责任。上市公司一旦确认某些信息、资料为公司的内幕消息，则必须尽快于联交所进行公告披露。但是，有的内幕消息一旦披露将会导致上市公司违反法律或者对公司业务造成重大影响。针对这种类型的内幕消息，《证券及期货条例》规定了安全港原则，使得公司可以暂缓披露部分内幕消息。如果公司披露某项消息将构成对法庭命令或成文法则的违反，或某消息与一项未完成的商议或计划有关，或该消息属于商业秘密等情形，在公司采取合理措施并成功将该类信息保密后，公司无需立即公告披露。若该消息已经不再保密，或者已经不符合安全港适用原则，上市公司需要立即披露该内幕消息。

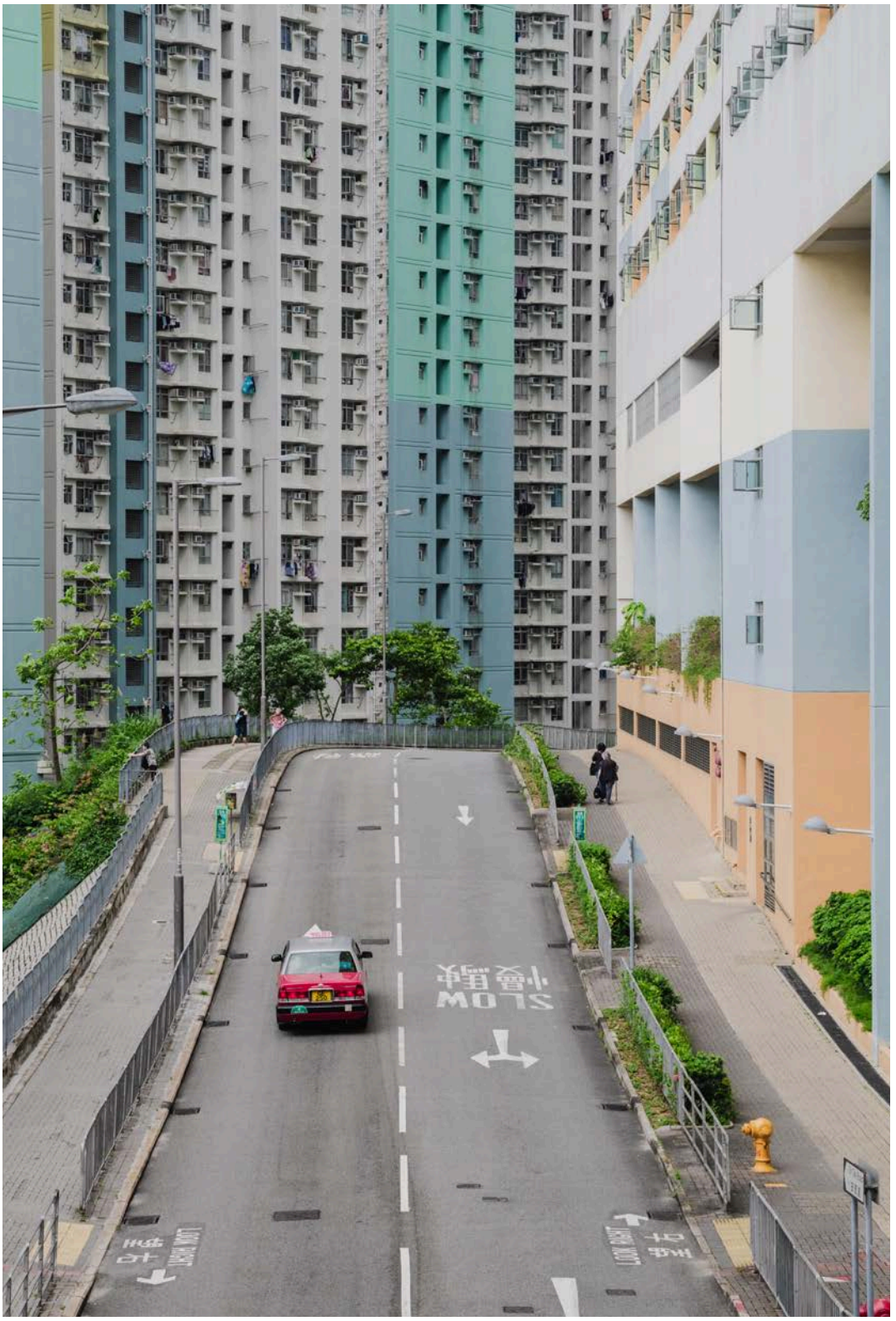
从上市合规业务实操角度来看，上市公司需要根据其公司业务性质、规模等实际情况，结合香港证监会就内幕消息披露的法条指引，来评估某项消息是否可能对其股票价格产生影响，并履行相关披露义务。

SECTION 003

结语

对于成功赴港上市的企业来说，上市只是进入香港资本市场的第一步，想要持续借助香港资本市场的平台为企业发展助力，则更需要关注香港所适用的监管规则对于上市公司持续合规责任的要求。违反持续合规责任，不但可能使上市公司遭受联交所的公开批评和谴责，还可能影响上市公司的上市地位；同时，董事作为上市公司的主要负责人，也可能遭受联交所的公开批评和谴责，被取消担任上市公司董事的资格，并可能承担民事或刑事责任。上市公司及董事、高管认真履行持续合规义务，不但能为企业节省合规成本，还能帮助企业树立积极形象，建立良好的投资者关系，从而进一步提升企业价值。

许颉
非权益合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5087 2909
arthurxu@zhonglun.com



HONG KONG
CAPITAL MARKET:

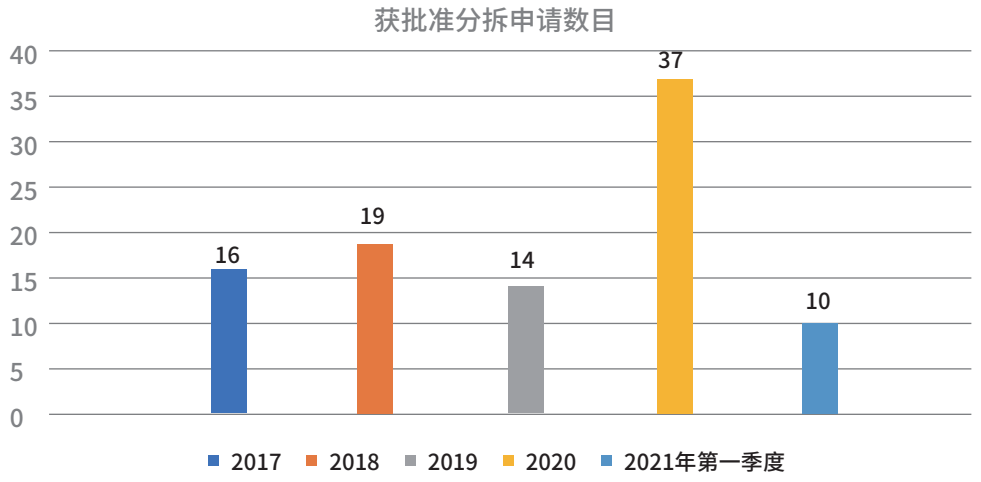
香港上市公司分拆上市简析及关注重点

作者/许颉、陈小小

SECTION 001

近期联交所分拆活动概览

2019年中国证监会正式推出科创版，为香港上市公司分拆子公司回归境内资本市场上市提供了更高的便捷性，香港资本市场再度迎来分拆交易的浪潮。根据联交所发布的数据统计，2020年共有37家香港上市公司的分拆申请获联交所批准，此数目较前几年获批准分拆申请的数目有着较大幅度的增长，截至2021年第一季度，已有10家上市公司的分拆申请获联交所批准。



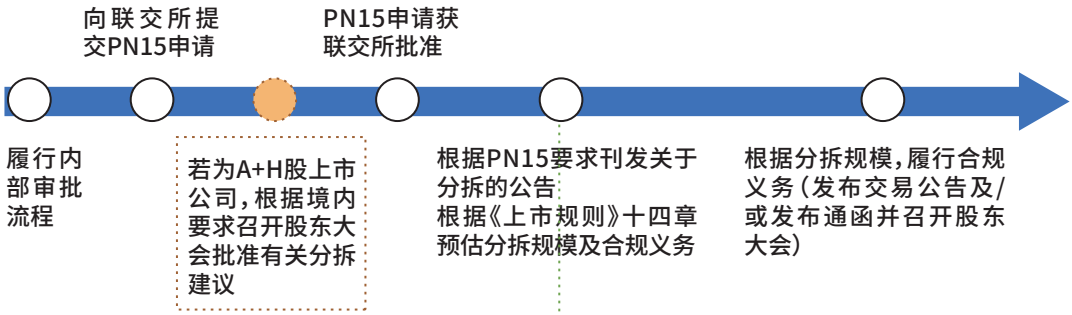
图表1：2017至2021年第一季度香港上市公司获批准分拆申请的数目

图表2[1]：2020及2021年第一季度分拆公司上市的交易所统计

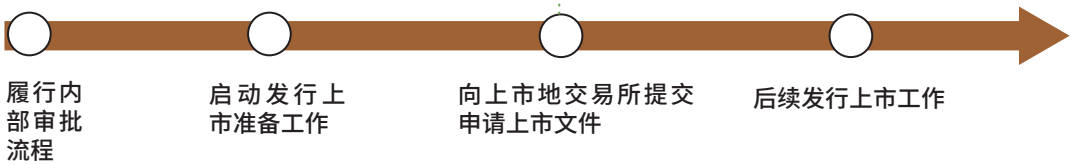
1.图表1和图表2的数据来源于联交所2021年5月刊发的《上市发行人监管通讯（第四期）》

对于香港联合交易所有限公司（**“联交所”**）主板上市公司来说，分拆上市（spin-offs）指的是联交所主板上市的母公司（**“上市公司”**）将其上市范围内的部分资产或业务进行分拆（**“分拆公司”**），并将分拆公司在联交所或其他证券交易所（例如上海证券交易所、深圳证券交易所、纽约交易所、纳斯达克交易所等）作独立上市的行为。香港上市公司若要进行分拆，需要向联交所提交分拆申请（又称**PN15申请**），获得联交所的批准并履行内部及其他监管机构批准程序（如需）。具体而言，香港上市公司分拆将涉及上市公司和分拆公司两个主体，大致流程如下：

上市公司：



分拆公司：



联交所审核PN15申请的时长主要受交易复杂程度、上市公司对联交所问询的反馈速度等方面的影响而有所不同；分拆公司最终成功上市的时间长短则主要取决于所寻求的上市地的监管规则和政策。

以下表格简要展示了近期寻求分拆上市的香港上市公司，在分拆申请获联交所核准、于上市地交易所上市的时间：

序号	上市公司	首次公告进行分拆日期	获联交所批准进行分拆日期	分拆公司拟上市地	分拆公司上市日期
1	潍柴动力(HK.2338)分拆火炬科技	2021年2月25日	2021年4月23日	深交所	尚未上市
2	京东集团(HK.9618)分拆京东物流	2021年2月16日	未公布	联交所	2021年5月28日
3	丽珠医药(HK.1513)分拆丽珠试剂	2020年8月9日	2020年10月16日	深交所	尚未上市
4	中国信达(HK.1359)分拆信达证券	2020年8月6日	2020年11月27日	上交所科创版	尚未上市
5	中国恒大(HK.3333)分拆恒大物业	2020年7月31日	2020年9月25日	联交所	2020年12月2日
6	李氏大药厂(HK.950)分拆兆科眼科	2020年7月9日	2020年11月20日	联交所	2021年4月29日
7	上海电气(HK.2727)分拆电气风电	2020年1月6日	2020年5月18日	上交所科创版	2021年5月19日
8	中国铁建(HK.1186)分拆铁建重工	2019年12月18日	2020年2月17日	上交所科创版	2021年6月22日

SECTION 002

香港上市公司分拆上市的主要关注点

(一)提交分拆上市书面申请(“PN15申请”)

香港上市公司想要将其上市集团内的部分资产或业务剥离出来作独立上市,都必须按照《上市规则》《第15项应用指引》(“**PN15**”)的规定向联交所提交分拆上市的书面申请,并获得联交所的批准。

按照PN15规定的原则和要求,上市公司在准备PN15申请时,应确保至少包含以下内容:分拆背景、保留业务满足联交所上市的要求、分拆公司满足联交所上市的要求(如果分拆公司拟于联交所上市)、独立性问题、明确商业利益及对保证配额的具体安排等。

1.分拆背景

上市公司在PN15申请中，需要介绍本次分拆上市建议的基本背景，主要内容包括：上市公司及分拆公司的业务、股权简要介绍（包括分拆上市前后的变化）、本次分拆上市的详情（包括分拆公司拟上市的交易所、完成建议分拆上市所需要取得的审批、分拆公司拟发行股数及拟募集资金总额、分拆预计的规模测试结果及可能需要履行的《上市规则》项下的合规义务等）。

2.保留集团及分拆公司满足联交所上市要求

排除分拆公司后的上市公司（**"保留集团"**），将单独作为上市公司在联交所上市，因此，保留集团余下的资产和业务运作（**"保留业务"**）应该满足联交所主板上市的要求。

如果分拆公司也拟在联交所上市，则PN15中还需论述分拆公司也满足联交所的上市要求。若分拆公司拟在其他交易所上市，则无需论述此部分要求。

A.符合最低盈利规定

保留集团在最近三个会计年度内，最近一年的股东应占盈利（仅指主营业务）不得低于2,000万港元，及其前两年累计的股东应占盈利不得低于3,000万港元。[2]

如果保留集团无法满足最低盈利的要求，则联交所极有可能驳回上市公司的PN15申请。联交所主板某上市公司曾发布公告称：联交所认为，在计算其保留集团股东应占利润时应剔除该公司合并财务报表中"其他收入"下的若干收入及开支，而其保留集团未能符合最低盈利要求，因此驳回该公司的PN15申请。

B.符合最低市值规定

PN15规定，保留集团的市值至少为5亿港元。通常，在PN115申请中，保留集团的市值时=提交PN15书面申请之日上市公司的市值-分拆公司的预期市值（根据拟募集资金预估）。

关于计算保留集团市值的问题，2020年4月联交所发布了相关上市决策，为上市公司判断保留集团能否达到最低市值提供参考。联交所认为在计算保留集团市值时不应将非营运资产计算在内；同时，上市公司不能仅仅依赖保留集团相关资产的独立

2.根据联交所2021年5月20日刊发的关于主板盈利规定的咨询总结，联交所将主板上市的最低盈利规定调高60%并修订了相应的上市规则，最低盈利的新规将自2022年1月1日起实行。届时，保留集团最近一年的股东应占盈利不得低于3,500万港元，及其前两年累计的股东应占盈利亦不得低于4,500万港元（三年累计盈利不低于8,000万港元）。

估值报告而论证保留集团的市值符合要求。

C.符合联交所主板上市的其他规定

保留集团符合最低盈利水平及市值要求，是PN15申请中较为简单明确的数值要求。除此之外，保留集团还须满足《上市规则》有关上市的其他要求，即保留集团的管理层、所有权和控制权维持不变。

保留集团需要论述保留集团（包括上市公司及其主要运营子公司）至少在业绩记录期间在实质上由同一管理层经营，以及在建议分拆上市完成后保留集团的管理层将会维持不变。在PN15申请中一般会列出上市公司在过去三个会计年度内管理层的组成情况以论述管理层维持不变的要求，包括执行董事和高级管理人员。

此外，上市公司还要论证在最近一个审计会计年度内，保留集团能够满足上市公司拥有权和控制权维持不变的要求。因此，保留集团在PN15申请中，需要证明至少在提交PN15前的最近一个财政年度直至提交PN15时，其控股股东[3]没有变动。

3.香港上市公司上市后三年内不得进行分拆

鉴于香港上市公司最初上市的审批是基于上市公司在上市时的业务组成及运营情况，而投资者当时会期望上市公司继续发展该等业务，因此，如果香港上市公司上市不足三年，联交所一般不会考虑批准其分拆上市的申请。

4.保留集团和分拆公司的独立性问题

保留集团和分拆公司的独立性问题是联交所对PN15申请的重点关注问题，也是上市公司论述的难点问题：

A.业务是否分割清楚

根据PN15的要求，上市公司需论证保留集团的保留业务和分拆公司的分拆业务能够予以清楚划分。在建议分拆及上市完成后，保留集团将主要从事保留业务，而分拆公司则主要从事分拆业务，分拆业务与保留业务各有不同、相互独立而并不互相依赖。保留业务和分拆业务必须在当前时刻和未来均有明确区分。

一般在PN15申请中，上市公司将以列表的形式展示保留集团和分拆公司现在各

3.根据《上市规则》的定义，“控股股东”指（1）任何有权在发行人的股东大会上行使或控制行使30%或30%以上投票权的人士或一组人士；或（2）有能力控制组成发行人董事会的大部分成员的人士或一组人士。

自从事的业务，并从各自主营业务内容、主要客户、供应商均有不同等层面展开论述，以证明保留集团与分拆公司当前从事的业务之间有明确区分。

此外，上市公司还应阐明保留集团和分拆公司的未来业务也有明确区分，不存在同业竞争关系。现实案例中，很多上市公司可以通过向分拆公司出具不竞争承诺的形式，来显示保留集团和分拆公司未来将要发展的业务并进行明确区分。值得注意的是，出具不竞争承诺不代表上市公司无需论证当前保留业务和分拆业务的区分，且上市公司亦须考虑为何作出有关承诺会符合上市公司及其股东的利益。

以下表格简要列举了近期分拆上市申请中，对于保留业务和分拆业务的区分：

序号	公司名称	保留业务	分拆业务
1	上海电气（HK.2727）分拆电气风电	主营业务主要涉及三大板块：能源装备板块、工业装备板块以及集成服务板块。电气风电的主营业务为风力发电设备设计、研发、制造和销售以及后市场配套服务。	主营业务为风力发电设备设计、研发、制造和销售以及后市场配套服务。
2	中国信达（HK.1359）分拆信达证券	主要经营（i）不良资产经营业务（ii）金融投资和资产管理业务以及（iii）金融服务业务（包括银行，信托，租赁，基金管理人等金融服务业务，但不包括证券和期货业务）。	主要从事证券经纪、证券承销与保荐、证券自营业务。
3	丽珠医药（HK.1513）分拆丽珠试剂	业务涵盖制剂产品、原料药及中间体和诊断试剂及设备等业务。	主要业务为诊断试剂及设备的研发、生产及销售。
4	中国中铁（HK.0390）分拆中铁高铁电气装备	主营业务包括基建建设、勘察设计与咨询、工程设备和零部件制造以及房地产等业务板块。	专注于电气化铁路接触网产品、城市轨道交通供电设备的研发、设计、制造和销售。

B.分拆公司是否具备独立运营的能力

PN15要求分拆公司的职能独立于保留集团，即分拆公司在业务、运营、管理团队及行政管理等方面均应具备独立性。上市公司应当在PN15申请中从以下方面着重论述分拆公司的独立性：

运营的独立性

分拆完成后，除一定的持股关系外，分拆公司将与保留集团分离并独立进行运营管理。运营的独立性主要体现在分拆公司的运营部门和工作人员将与保留集团分离，

且分拆公司的所有必要职能及业务可以独立完成而不依赖保留集团的部门、人员或资源。

董事、管理层的独立性

分拆公司董事、管理层的独立性主要表现为分拆公司的董事会、管理层将能够独立行事，不受保留集团的影响和控制。为论证分拆公司具备此独立性，上市公司可以在PN15申请中以列表的形式展示保留集团及分拆公司董事会及高级关连人员的组成。

如果保留集团及分拆公司董事会成员或高级管理人员存在重叠，原则上重叠的董事、管理层并不会必然造成利益的冲突，从而对联交所批准PN15申请造成障碍。在有重叠董事或者高级管理人员的情况下，上市公司需要解释该重叠董事或高管人员分别在保留集团和分拆公司的具体职位和职责的区分，例如保留集团的非执行董事在分拆公司中担任执行董事及有关职责区分。同时，上市公司还应明确：

(1) 保留集团与分拆公司已经制定了企业管治的相关措施，对建议分拆和上市后潜在的董事、管理层利益冲突问题进行管理；

(2) 保留集团及分拆公司各自的公司章程包含针对利益冲突管理的惯常规定，包括董事若在某些议案中存在重大利益，有关董事应回避表决；及

(3) 分拆公司的董事、管理层将接收拟上市地交易所的职务培训，特别是董事通常将负有诚信义务，在诚信义务下，其应为分拆公司的最大利益行事。

分拆公司具备独立的行政管理能力

独立的行政管理能力，即分拆公司无需保留集团的支持，也可进行必要的行政管理职能。上市公司可以从分拆公司将具备独立的办公地点、办公区域，拥有独立负责行政管理职责的管理团队和职能机构（例如办公处所、会计、公司管理和人力资源部门）等角度进行论述。

分拆公司具备独立的财务能力

上市公司应当在PN15书面申请中说明，保留集团和分拆公司将各自拥有独立的财务政策和程序，配备专职财务人员，分拆公司将开立和持有独立于保留集团的银行账户；此外，分拆公司的融资来源及融资活动将不会依赖于保留集团，保留集团也可以独立于分拆公司进行融资。

分拆公司与保留集团之间的交易

PN15申请中需要列明分拆公司与保留集团之间正在进行的及未来将进行的交易详情。该等交易原来属于上市公司内部交易，但是，在分拆公司获分拆上市后，该等内部交易可能构成保留集团及/或分拆公司在《上市规则》项下的关连交易。上市公司需要使联交所相信，尽管存在该等关连交易，但保留集团将不会依赖与分拆公司进行有关业务活动，反之亦然。

C.保留集团和分拆公司均可享有明确商业利益的原则

分拆上市是上市公司优化资源配置、进行资产重组的有效形式，将为保留集团和分拆公司带来诸多的积极影响。上市公司需要在PN15中论述分拆上市的商业利益，例如（1）分拆上市能够使保留集团和分拆公司在全球不同的资本市场拥有独立的融资平台，提高两个实体的融资灵活性；（2）使上市公司和分拆公司受到不同地区证券监管机构的监管，增强公司的透明度，提高上市公司治理的水平，使投资人能更准确的判断分拆公司的价值，从而使分拆公司获得更高估值；（3）上市公司可以从分拆公司上市中得到部分募集资金，助力其进一步发展核心主营业务；及（4）上市公司还可以通过持股的方式继续在分拆公司中享有权益，参与分拆公司的持续成长，享受分拆公司和分拆业务未来发展和增长的利益，从而进一步提升上市公司的核心竞争力等。

5.保证配额的要求

PN15要求上市公司适当顾及其现有股东的利益，保证上市公司现有股东能获得分拆公司股份的权利，解决路径包括：（1）向现有股东分派分拆公司的现有股份，或（2）让现有股东在分拆公司现有股份或新股份的任何发售中享有优先申请该等股份的权利。

在实务操作中，如果分拆公司拟在中国境内上市，则向股东提供保证配额在现行中国法律法规体系下存在无法实施的障碍，例如，根据中国现行相关法律法规，外国自然人、法人和机构（除非是合格境外投资者）不得在中国开设A股证券账户，因此，这类现有上市公司的股东无法认购分拆公司拟在境内交易所公开发行的股份。

针对该种特殊情况，联交所就保证配额的规定授出了一般豁免：对于拟将分拆公司在境内上海证券交易所、深圳证券交易所及全国中小企业股份转让系统上市的公司，豁免有关上市公司遵守PN15项下关于保证配额的规定。有关豁免的前提条件是

有关香港上市公司须在其分拆上市的公告中披露豁免的详情，包括提供保证配额权利的法律限制。

(二)分拆可能涉及的《上市规则》其他合规要求

1.《上市规则》第十四章须予公布的交易

上市公司除了向联交所呈交PN15申请外，基于分拆公司的规模，上市公司可能需要发布交易公告或召开股东大会以寻求股东对于分拆上市建议的批准。因为上市公司分拆部分业务及资产并将其独立上市，实质上是上市公司稀释了其在分拆公司中的股权，将有关股权进行公开招股，此种类型的交易在《上市规则》项下为“视作出售”的交易。分拆上市作为上市公司的一项交易，除了满足PN15的要求外，还需要根据《上市规则》第十四章须予公布交易的要求，单独履行合规程序。

若根据分拆所适用的规模测试的结果，其中任何一个百分比率均不超过5%，那么上市公司就无需履行《上市规则》第十四章项下的合规披露义务。如果任何一个百分比率超过5%但低于25%，则有关分拆的交易将会构成上市公司一项须予披露的交易，上市公司需要刊发须予披露的交易公告。

如果任何一个百分比率超过25%但低于75%，则有关分拆的交易将会构成上市公司的主要交易，上市公司需要遵守申报、公告和股东大会批准的规定。根据PN15的要求，就召开股东大会批准分拆上市的建议，上市公司需要成立独立董事委员会、委任独立财务顾问，以及如果控股股东及其联系人在建议分拆的议案中有重大利益，则需要放弃表决。

2.关于内幕消息披露的要求

建议分拆上市，除了可能涉及《上市规则》第十四章的要求履行公告及/或股东大会批准的披露义务，还可能涉及《上市规则》及《证券与期货条例》关于内幕消息披露的合规责任要求。

PN15规定，上市公司必须在其分拆公司呈交A1表格[4]（或同等上市申请效力的文件）时或之前发布公告，公布其分拆上市建议的申请。并且，在发布公告之前，上市公

4.根据《上市规则》，A1表格为上市申请人向联交所提交的上市申请表格，代表申请人正式开始香港上市流程。

司应当按照内幕消息的要求对该等分拆上市建议的申请进行严格保密，一旦消息外泄或上市公司股价出现异常波动，上市公司则须遵守内幕消息披露的要求，提前发布公告。

(三)分拆上市涉及的信息披露时点

以香港一地上市公司分拆子公司回境内A股上市为例，以下表格简要总结了该建议分拆上市的申请可能涉及的《上市规则》项下的信息披露时点：

序号	发生事件	信息披露
1	上市公司召开董事会审议建议分拆及上市	《上市规则》项下无强制性信息披露义务，若构成内幕消息则需要刊发内幕消息公告（预估分拆公司发行规模以便安排后续合规工作）
2	取得联交所对建议分拆及上市的批复	《上市规则》项下无强制性信息披露义务，可以考虑向市场刊发分拆进展的自愿性公告
3	分拆公司向中国证监会申报上市文件	如果该项即表示分拆公司正式进行A股IPO申请，则上市公司需要发布PN15要求的分拆公告
4	分拆公司取得中国证监会核准上市的批文，启动发行工作并确定最终发行方案	按照确定的发行方案进行分拆交易的规模测试，若规模测试的结果超过5%，上市公司发布交易公告，若超过25%，发布交易公告、通函并召开股东大会批准分拆上市
5	分拆公司A股发行及上市完成	上市公司考虑发布进展公告，宣布分拆上市完成

SECTION 003

结语

香港上市公司分拆业务或资产回归境内资本市场或于境外交易所上市，将同时受到香港及拟上市地的证券法律法规的监管。上市公司在筹划业务剥离重组时，应当关注所适用的证券法律法规、上市交易所规则对于财务指标、业务和人员等的要求，以保障分拆申请顺利获得联交所的批准，及后续分拆公司独立上市的申请能够顺利进行。

许颉
非权益合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5087 2909
arthurxu@zhonglun.com

【总编】

龚乐凡

张炯

【主编】

郭克军

贾海波

【编委】(按姓氏笔画排序)

丁文昊

许颉

李海容

陈晋赓

孟聪慧

郑泽坤

胡骏

胡颖绮

倪勇军

徐建辉

高如枫

赖继红

特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。

中伦研究院出品