

▶ 香港联合交易所不同投票权架构概念文件简报



CHARLTONS
易周律师行

	Page
▶ 引言	3
▶ 禁止不同投票权	4
▶ 不同投票权架构的历史	6
▶ 为何改变?	9
▶ 香港的竞争力	10
▶ 实证研究和WVR优缺点	20
▶ 经合组织报告中有关比例的论述	25

	Page
▶ 司法权区对照比较	27
▶ 其他不同投票权架构	28
▶ 其他考虑因素	33
▶ 投资者保障	45
▶ 概念文件问题	52
▶ 响应概念文件	56
▶ 关于易周律师行	57
▶ 免责声明	58

不同投票权(WVR)架构

- ▶ 2014年8月29日- 香港联合交易所(联交所)就应否允许采用不同投票权架构的公司上市发布了一份概念文件
- ▶ WVR架构= 采用给予若干人士与其持股量不成比例的投票权或其他相关权利的架构
- ▶ 现时有各种产生优先权的方式。所有均被称为不同投票权(WVR)结构

概念文件

- ▶ 这并不是是一份咨询文件: 联交所并没有就支持或反对发表任何意见
- ▶ 目的 → 希望以中肯并纯以事实及分析为依据的陈述推动有依据及清晰的市场讨论
- ▶ 书面响应截止日期为2014年11月30日
 - 如市场响应显示原则上支持WVR架构概念, 联交所将刊发进一步的咨询文件

禁止不同投票权

- ▶ 1989年12月 - 初次于上市规则加入禁止条文
 - 「新申请人的股本不得包括下述股份:该等股份拟附带的投票权利,与其于缴足股款时所应有的股本权益,是不成合理比例的(「B股」(B Shares))」第 8.11 条
- ▶ 联交所可在特殊情况下同意WVR公司上市,但目前未有采取WVR架构的公司于此特殊例外情况下获批上市
- ▶ 主板上市规则亦容许拥有已发行 B 股的上市公司,通过以股代息或资本化发行的方式,再次发行B股
- ▶ 《创业板上市规则》第 11.25条设有大致相同的禁止条文,但由于没有一家创业板上市公司拥有B股,所以没有豁免拥有已发行B股的公司条文

禁止不同投票权(续)

- ▶ 「一股一票」政策透过《上市规则》第 8.11 条实行, 并有效地禁止了具有“双类别股权”的公司上市, 即具有多重投票权股份、较低面值股份及无投票权的普通股的公司, 以及禁止现有上市发行人将这些新类别股份上市
- ▶ 政策目标 -> 使投票权与股本权益对等, 以确保所有股东均获得公平及平等对待 (第2.03(4)条)
- ▶ 虽然第 8.11 条指的是「投票权力」, 但联交所将此诠释为对所有不同投票权架构作出限制, 包括那些对公司控权人提供附加或独有的遴选董事会大部分董事的权利的架构

不同投票权架构的历史

- ▶ 1970年代 - B股首次发行

B股的特色

- ▶ 一股一票, 即等于现今A股的投票权
- ▶ 较低票面价值, 所以只可获较低股息(通常只有A股股息的 10-20%)
- ▶ 成交价较低
- ▶ 例子: 太古 B股=其A股1/5之股价
- ▶ 1987年3月 - 怡和控股有限公司、长江实业(集团)有限公司及和记黄埔有限公司宣布计划通过发行红股发行B股
 - -> 建议公布后, 恒生指数跌3.7%
 - -> 市场于公告不容许B股上市后反弹

不同投票权架构的历史(续)

公司法改革常务委员会

- ▶ 1987年7月份报告 – 研究发行B股是否符合股东整体利益及公众利益
- ▶ 注意事项
 - 公司很可能以发行B股防范敌意收购
 - 作为创办人家族或企业家购买投票权及巩固本身管控权的一种廉价的方式
 - 即允许公司控制人于保留管控权之余可以同时进行股本融资
 - 在 1997 年香港主权就要回归中国的背景下, B股让持有多数权益的股东一方面将大部分资金释放出来并将之转移海外, 一方面又可保持在香港的实际管控权, 这可能「轻易导致人们对香港作为主要金融中心的信心减弱」
 - 很难透过立法有效管控不同投票权

不同投票权架构的历史(续)

- ▶ 但常委会的报告又指出在某些特殊情况下, B股有继续存在的合理需要
 - 「国家安全或社会整体利益, 管控权在特定情况下亦可能适合集中在特定人士手中, 虽然有意见认为 B 股获接受作这些用途, 通常只限于公司首次申请上市而不存在保障少数股东问题的时候。」
- ▶ 第 8.11 条因此被纳入主板上市规则以防止投票权与股本权益不对等, 但允许联交所在特殊情况下可按别情况批准上市

为何改变?

- ▶ 《上市规则》应「反映现时为市场接纳的标准」(第 2.03 条)
- ▶ 联交所曾收到有关具有不同投票权架构公司上市的多项查询
- ▶ 2014年10月- 阿里巴巴在纽约证券交易所上市
 - 史上最大宗首次公开招股: 250亿美元
 - 不被接纳于香港上市
- ▶ 因为其公司管治架构违反了一股一票的原则, 阿里巴巴不可能在香港交易所上市
- ▶ 阿里巴巴为单一类别普通股, 但其创办人及高级管理人员可享有独有提名过半数董事会成员

中国内地公司境外上市首选

- ▶ 1993年7月-首只 H 股于香港上市
- ▶ 2009年至2011年-香港跻身全球集资额最高的首次公开招股市场
- ▶ 若干中国内地企业首次公开招股集资额达到全球前十名
 - 2010年-中国农业银行股份有限公司透过在香港和在上海双重上市集资221亿美元
 - 2006年-中国工商银行透过香港和上海上市集资219亿美元
- ▶ 中国内地企业是香港最重要的上市公司来源
 - 截至2013年, 该等公司占香港联合交易所所有上市公司总市值的57%, 以及股票市场总成交额的70%

香港的竞争力(续)

目前趋势

- ▶ 2012-13年香港落后于纽约交易所的首次公开招股集资额, 屈居第二
- ▶ 2014年趋势持续
 - 2014年前三季度, 纳斯达克和纽约交易所分别以交易量和交易额称冠, 而香港这两点则位列第二
- ▶ 科技业在此期间的首次公开招股占多数
 - 全球107宗交易集资429亿美元
 - 其中352亿美元源于科技公司在纽约交易所和纳斯达克上市
- ▶ 64只新股在香港联交所2014年前三季度的融资总额为167亿美元, 而以首次公开招股集资额而言, 原材料类股表现最为活跃

数据源: 安永2014年第3季度全球首次公开招股趋势报告

香港的竞争力(续)

- ▶ 现在讨论的核心其实是有见于对科技公司普遍于纽交所和纳斯达克上市, 香港作为中国企业通往国际资本之门户的定位
- ▶ 2014年10月31日, 97家中国内地公司在美国作主要上市
 - 33% 设有不同投票权架构, 却占美国上市的所有中国内地公司市值的86%
 - 72%在美国上市而设有不同投票权架构的中国内地公司为信息科技公司
 - 一些中国最有竞争力和知名的公司是纳斯达克综合指数的一员, 而非MSCI中国指数或恒生中国企业指数的成员 (两种中国内地股票最常用的跟踪基准)

香港的竞争力(续)

- ▶ 信息科技公司仅占有所有香港上市公司总市值的7%
 - 只有腾讯和联想被纳入恒生指数的50只成份股中
 - 金融及地产建筑业为在联交所市值最大的行业
- ▶ 阿里巴巴集团并不是于2014年唯一采用WVR架构及选择了在美国上市的内地公司
 - 2014年5月 - JD.com Inc. (京东) 于纳斯达克筹得17.8亿美元
 - 2014年4月 - Weibo Corp. (微博) 于纳斯达克筹得2.86亿美元

香港的竞争力(续)

- ▶ 美国交易所允许各类采用WVR架构的公司上市,而此类公司目前约占所有大型股市值的14%
 例如: Google, Facebook, Visa and Mastercard
- ▶ 1980年代后期-纽约交易所为了应付纳斯达克的竞争压力,解除禁制采用WVR架构的公司上市
- ▶ 美国交易所只允许新上市申请人采用WVR架构,但如WVR架构会削弱现有股东的权益,现有的上市公司于上市后不可以采用这种架构

香港的竞争力(续)

目前的挑战

▶ 概念文件提出了数个问题:

a) 应否允许 WVR 架构,但只限于信息科技公司

- 由于就内地公司上市的最大竞争是来自美国,尤其大部份内地科技公司采用WVR架构
- 但香港将会成为唯一一个限制可使用WVR架构上市的公司类型的司法权区,而WVR架构其实被广泛应用于各种行业

b) 只允许科技公司可采用WVR架构上市是否合理

- 从2001年到2013年,80%于美国上市及采用双股结构的公司是能源,金融和通信企业
- 虽然现时采用WVR架构的公司主要是内地科技公司,这有可能会改变

香港的竞争力(续)

- ▶ 概念文件提到香港吸引内地公司来香港联交所上市的能力是香港切合内地未来自由化政策方向的重要因素
- ▶ 由于中国内地金融市场继续走向自由化,香港作为投资者进入和走出中国市场的门户的地位受到威胁(如国际公司日后若可直接在内地的证券交易所上市,也就不再需要香港市场)
- ▶ 金发局名为《定位香港为国际首选的首次公开招股中心》的文件中指出,香港正面对过度依赖中国内地作为首次公开招股来源的风险,并建议香港「须尽力使首次公开招股市场的『客户基础』更趋多元化,并积极对外开放予世界各地的优质公司」

香港的竞争力(续)

沪港通试点计划

- ▶ 计划于2014年10月执行,可令香港作为海外公司上市地的吸引力出现根本性的转变的计划
- ▶ 若果取得香港证监会及中国证监会的监管批准,沪港通可在未来扩容、扩量及扩市,跨境集资最终或可透过此计划实现
- ▶ 允许WVR架构在联交所上市将不只可以吸引经已上市而正采用WVR架构的公司,也可吸引其他私有海外公司拟以此类架构在香港作首次公开上市
- ▶ 金发局的文件亦表示 “一股一票” 的概念(第 8.11条)可能阻止了有真正商业或法律理由使用WVR架构的海外公司来香港上市
譬如,合理地希望在募集资金的同时,控制权不会被稀释
- ▶ 金发局文件敦促政府和监管机构须检讨规则,并考虑是否应修订或局部放宽上市规则

香港的竞争力(续)

与其他司法权区的竞争

- ▶ 新加坡现时并不允许主要上市公司采用不同投票权架构,但正在修订《公司法》删除现行禁止上市公司发行多重投票权股份和无投票权股份的条例
 - 2011 - 曼联选择在纽约而不是新加坡上市,因为曼联的拥有人所持有的股份有较高级的投票权。新加坡交易所大力捍卫一股一票的原则,并提到特权保证的风险,及有关在收购的情况下,附有多重投票权股份之公允价值的潜在问题
 - 截至2014年5月底,在新加坡上市的中国内地公司只有 57 家,最近期的家中国公司在新加坡上市是在2012年6月
 - 中国证券监督管理委员会与新交所于2013年11月签订了一项协议,将允许内地公司不必成立海外控股公司也可在新加坡上市
 - 这将允许内地公司在新加坡直接上市,令内地企业更容易在新加坡上市,预计2015年会有更多来自中国的首次公开招股

香港的竞争力(续)

与其他司法权区的竞争(续)

- ▶ 英国禁止那些能将权力集中于少数人手上的股份进行「高级上市」
- ▶ 高级上市要求上市公司满足比欧盟最低要求较高的英国高规格规则
- ▶ 伦敦证券交易所(「伦敦交易所」)在2013年吸引了三家内地公司上市,筹得5千6百40万美元。但在伦敦交易所上市的中国内地公司现在只有 11 家,全部都在伦敦交易所专为规模较小的增长型公司而设的另类投资市场上市
- ▶ 并无于伦敦交易所上市的内地公司采用WVR架构

实证研究和WVR的优缺点

反对WVR架构的理据

▶ 比例

- 每多持一些股份,股东在公司所投放的资金风险亦相应增加,亦令他们有资格享有公司更大比例的未来现金流
- 这确保股东在谁管理公司以产生未来资本收益及现金流,及现金流将是否用以支付股息的事宜上,拥有合比例的影响力
- 一股一票的原则确保了当股东在某些事项上有相同利益时,在影响他们股份价值的事项上亦有平等的影响力

实证研究和WVR的优缺点(续)

反对WVR架构的理据(续)

b) 实证研究

关于双类别股权架构(DSC)的影响的实证学术研究显示,一般共识是,投资者一般对在DSC架构中附有较次等投票权股份会施加折让,研究认为这反映了以下的风险:

- ▶ **控权人侵吞私利**
 - DSC架构允许控股股东即使持有公司较少股权亦可保持公司管控权
 - 控股股东较可能为本身利益榨取公司利益,因为他们可全数拿取公司的好处,但承受因榨取私利而致其于公司的股权价值减少的损失却相对较小
- ▶ 控股股东拥有较少股权亦可能产生诱因,促使控股股东将上市公司的优质资产移至他们拥有较高股权的其他公司,反之亦然(这被称为「掘隧道」或「价值转移」)

实证研究和WVR的优缺点(续)

反对WVR架构的理据(续)

▶ 保证特权风险

- 股东只投票决定最重要的事情,如选举或辞退董事
- 理论上,董事知道可被股东辞退,就会表现良好以及以公司整体最佳利益行事
- 但当公司设WVR架构,无论董事谋取私利,不能有效管理业务以尽量提高企业价值和业绩,或违反小股东的意愿行事,非控股股东可能难以辞退他们

实证研究和WVR的优缺点(续)

支持WVR架构的理据

a) 长线考量

- WVR架构允许在任董事可自由经营业务,长远而言为股东谋取最高的增长及价值
- 在公司因管理不善而表现欠佳的情况下,管理层的保证特权对投资者有害。但保证特权亦可以有利于公司,因为保证特权可将管理层与股东要求公司争取不符合公司长远利益的短期回报的压力隔离

b) 不利市场的影响

- 限制不同投票权架构等同连带限制投资者投资于不同投票权架构公司的能力,令联交所确保投资者资金有效分配予上市公司方面较为低效
- 妨碍控股股东将财富分散至其他企业项目而惠及整体市场

实证研究和WVR的优缺点(续)

支持WVR架构的理据(续)

- c) 允许融资同时无需稀释控制权
 - 寻求首次公开招股的高速增长公司可能已进行过一轮或多轮的私募股权或债务融资活动而无法再透过私人投资获得增长,以致创办人或要因此而摊薄本身在公司中的股权
 - WVR架构能够让有关公司进一步增长的同时维持管理上的持续性

WVR架构的影响

- ▶ 投资者一般对附有较次等投票权的股份的估值较低,以反映公司被提取私利、公司表现欠佳和管理层保证特权的风险
- ▶ 但这些风险是否真的会产生不利公司表现的影响,仍然没有共识。有些研究显示法律及规例可限制WVR架构之负面影响

经合组织报告中有关比例的论述

- ▶ 2007年 12月- 经合组织企业管治指导小组发布一份有关上市公司拥有权与管控权比例的文件。有以下的结论：
 - a) 在符合若干条件下, 将拥有权与控制权脱钩不一定麻烦费力, 但获得高于正常比例控制权的人士或会因此兴起不顾非控股股东利益而谋取私利的动机
 - b) 全面规管均等比例代价不菲, 而单单排除公司股份的投票权差异亦不会有效或具效率, 因为还有不少其他「比例限制机制」亦可达致同样的结果
 - c) 较佳的取代方案是加强企业管治架构
 - d) 具体问题可透过审慎及针对性的规例处理

经合组织报告中有关比例的论述(续)

- ▶ 经合组织报告列出三个其认为非常重要的条件:
 - a) 流通和讯息灵通的资本市场,能就「比例限制机制」或对外界股东构成的不利因素提供正确的定价
 - b) 为了防范谋取私利不致达到社会不容的程度的法律及法规
 - c) 包括所有股东均有及时和可负担的途径诉诸法律等适当的实施机制

司法权区对照比较

- ▶ 世界各地对不同投票权架构有许多不同的处理方式,大致上可分为三大类:
 - a) 有些司法权区是透过公司法规及上市规则容许WVR架构存在(如美国、加拿大及瑞典)
 - b) 其他司法权区的公司法制允许公司采用WVR架构,但会对上市公司设限制(如香港、英国、澳洲及新加坡)
 - c) 有些无论上市及非上市公司都被严禁采用WVR架构(如德国、西班牙及中国内地)

其他不同投票权架构

- ▶ 双类别股权(DCS) 在美国是最普遍的WVR架构
- ▶ 这些架构通常会使在任的控权人有更大或独有的权利任命公司董事会(通常是过半数)的董事
- ▶ 中国内地公司可以以其他WVR架构在美国上市
- ▶ 概念文件咨询究竟应否考虑接受寻求在港上市公司采用此等另类股权架构

其他不同投票权架构

这些另类股权架构的主要类型有:

a) 董事遴选分两组进行

- ▶ 标普1500 综合指数中有 45 家公司(3%)是通过若干股份而受控制,此等股份的持有人能够遴选固定人数或百分比(通常是过半数)的董事会成员
- ▶ 其中 21 家此类公司的董事会分成两组,每组关乎一个股份类别
 - 即“A类”董事及“B类”董事
- ▶ 股东大会上选任董事时,A类董事由A类股东选出,而B类董事则由B类股东投票选出
- ▶ 其中一类股份的持有人,通常是公司的创办人,将较另外那类股东有权提名较多人数的董事进入董事会
- ▶ 如:耐克 (Nike Inc.) 及 纽约时报公司 (New York Times Company)

其他不同投票权架构(续)

b) 无投票权普通股

- ▶ 设有无投票权普通股和通常由内部人士持有,一股一票的股份
- ▶ 外界投资者对公司的主要决定难有发言或参与决策的机会
- ▶ 美国上市公司的例子:阿波罗集团公司 (Apollo Group Incorporated) 及联邦投资者公司 (Federated Investors Inc.)

b) 混杂型

- ▶ 容许持有人每持有一股可投多于一票和独有遴选董事会大部分董事权利的股票
- ▶ 有这种股票的公司的例子: Expedia Inc., 好时公司 (Hershey Company)及 Ralph Lauren Corporation

其他不同投票权架构(续)

d) 通过章程细则授予特别控制权

- ▶ WVR架构可以只是通过公司章程细则的条文向特定人士授予特别控制权,而没有将相关权利附加于某类股份
- ▶ 例子
 - Autohome, Inc. (汽车之家)-在纽约交易所上市的内地公司
公司的现任控股股东持有其普通股股本总额至少 39.3%,他们便会有权(但没有责任)委任至少过半数董事进入董事会。若果他们所委任的董事被罢免,他们也有填补该空缺的特别权利。由控股股东委任的董事不须轮值退任。
 - JD.com -在纳斯达克上市的内地公司
除非创办人出席董事会议,否则董事会议会被视为不符法定人数论。如果董事赞成与反对某项事宜的票数相同,创办人便手执决定性的一票。而填补临时空缺而委任董事时也必须经创办人批准。JD.com 亦设双类别股权架构: 创办人持有的B股赋予了他每股20 票的投票权。

其他不同投票权架构(续)

d) 通过章程细则授予特别控制权(续)

- LightInTheBox Holding Company Ltd (兰亭集势) – 在纽约交易所上市的内地公司
设有单类股份架构,大部分须经股东于股东大会上批准的决议案,股东每持有一股可投一票。但章程细同时订明,如果决议案涉及公司控制权变动,公司创办人则每股可投三票。
- Alibaba Group Holding Ltd (阿里巴巴) – 在纽约交易所上市
具有单一类别普通股。普通股持有人在所有普通股有投票权的事宜上,每持有一股便可投一票。但是,阿里巴巴合伙人可享有独有提名过半数董事会成员。每名获提名的董事候选人必需于周年股东大会上获得过半数股东投票支持才可当选。

能否只限于新申请人

- ▶ 只有在公司申请于联交所上市时这种DCS架构才可被接纳 (公司法改革常务委员会1987报告)
 - 投资者在买入股份时完全知悉他们的股份所获得的权利会较公司控权人所持有的股份少
 - 于首次公开招股阶段实施不同投票权架构并不会构成削弱他们已有的权利的问题
 - 如果有利于控股股东们的不同投票权架构在公司上市后获准执行,这种情况便有机会会限制了公司小股东的权益。

其他考虑因素(续)

能否只限于新申请人(续)

- ▶ 纽约交易所及纳斯达克容许新申请人以WVR架构上市
- ▶ 任何可损害公司现有股东权益的股票就会被禁止上市
 - 根据《交易所法》(Exchange Act)第 12 条登记的公开买卖普通股,它现有股东的投票权不得被任何公司行动或股份发行不公平地削弱或限制
 - 例子: 采纳与持股时间长短挂钩的投票计划、采纳设有上限的投票权计划、发行附带超级投票权的股份,又或者透过交换发售发行投票权少于现有普通股每股投票权的股份(《纽约交易所上市公司手册》第 313(A)条)
- ▶ 禁止公司增设投票比率较现有证券类别高的证券类别,或者是采取任何其他能限制或削弱现有证券类别的投票权的行动(纳斯达克的证券市场规则)

其他考虑因素(续)

规避风险

- ▶ 只容许新申请人设立不同投票权架构可能会令现已上市公司企图规避这种限制
 - 规避限制的方法包括：

转移资产或业务到私人公司,再将该私人公司以架构上市;分拆资产或业务,然后再以WVR架构申请为新上市公司,又或者以不同投票权架构进行反收购行动;甚至可能取消上市,稍后再于以不同投票权架构重新上市
- ▶ 联交所可在《上市规则》中加入通用的反规避条文,以阻碍及防止现已上市公司故意规避该限制
- ▶ 这种做法的问题是反规避条文也不能保证万无一失,而个别交易究竟会否构成规避限制亦涉及主观判断
- ▶ 概念文件问题2 咨询应否容许已上市公司或只是容许新上市申请人采用WVR架构

其他考虑因素(续)

美国市场实施的限制

美国上市公司通常会主动对不同投票权架构实施限制

特征	限制	中国内地公司常见程度	非中国公司例子
转让限制	<p>多重投票权股份的实益拥有权转让予原持有人之非联属人士时,一般必须转为一股一票</p> <p>三家公司(当当网、奇虎 360及去哪儿网)亦规定,若联属人士于取得实益拥有权后六个月内转让股份,有关股份须转为一股一票。</p> <p>一家公司(迈瑞医疗)规定,若联属人士于取得实益拥有权后任何时间转让股份,有关股份须转为一股一票。</p>	30 家公司中有 27 家(所有公司,盛大游戏、艺龙及兰亭集势除外)	Facebook, Google (谷歌), LinkedIn, Zynga

CHARLTONS
易周律师行

其他考虑因素(续)

特征	限制	中国内地公司常见程度	非中国公司例子
创办人或其他人士须持有最低持股量	<p>若公司创办人于任何时间持有多重投票权股份少于5%,所有已发行的多重投票权股份必须转为一股一票股份。</p> <p>一家公司(汽车之家)将此持股下限订为所有类别股份的总数的39.3%,另一家(人人)订为创办人于首次招股上市时持有所有类别股份总数的50%。爱康国宾将此持股下限订为公司已发行普通股总数的8%。JD.com规定,若创办人并无持有任何B股,须转换B股。</p> <p>两家公司(网秦及欢聚时代)除上述创办人持股下限外,若非创办人持有人持股量改变达50%以上,须转换多重投票权股份。人人则要求,若非创办人持有人于首次招股上市时持有之普通股跌至50%以下,须转换多重投票权股份。</p>	<p>30家公司中有13家(58同城、汽车之家、百度、当当网、爱康国宾、JD.com、聚美优品、网秦、完美世界、人人、好未来、微博及欢聚时代)</p>	<p>AMC院线公司(已发行股份总数的30%为下限)</p>

其他考虑因素(续)

特征	限制	中国内地公司常见程度	非中国公司例子
控制权变更事件	一家公司(汽车之家)规定,若公司控制权有变,所有多重投票权股份须转为一股一票股份。	30家公司中有 1家(汽车之家)	无例子
创办人退休/丧失工作能力/去世	一家公司(JD.com)规定,若创办人不再受雇为行政总裁或因健康及/或精神状况永久不能再出席董事会会议,须转换所有多重投票权股份为一股一票股份。	30家公司中有 1家(JD.com)	Google (谷歌), Zynga, LinkedIn、Groupon
已发行股份下限	一家公司(迈瑞医疗)规定,若已发行的多重投票权股份低于其股本的 20%,须将多重投票权股份转为一股一票股份。	30家公司中有 1家(迈瑞医疗)	LinkedIn、Zynga(低于股本 10%时转换)

CHARLTONS
易周律师行

其他考虑因素(续)

特征	限制	中国内地公司常见程度	非中国公司例子
股东投票	若多重投票权股东投票赞成将多重投票权股份转换为一股一票股份,须进行转换。	没有	Facebook (只须多重投票权股东大比数通过)Groupon(须经多重投票权股东66.6%批准)
日落条款	在特定日期,多重投票权股份须转换为一股一票股份。	没有	Groupon(于五年后转换为一股一票股份)

- ▶ 概念文件中的第3个问题为,联交所是否应规定采用WVR架构的公司实施于美国被自愿应用的所有或部分的限制

CHARLTONS
易周律师行

其他考虑因素(续)

其他或可应用于香港上市及采用WVR架构的额外限制

- ▶ 规定在所有公司通讯中加上警示
- ▶ 在有关证券简称加上「X」记认
- ▶ 对每股可附带投票权数目设立上限
- ▶ 加强独立非执行董事的权力
- ▶ 规定在某些其他情况下,公司即须终止于股东或董事会层面的不同投票权架构

或可限制只许在创业板或只限专业人士参与的板块上市

a) 在创业板上市

- ▶ 但是,《创业板上市规则》现时与《主板上市规则》同样禁止公司采用设有不同投票权的多重类别股份上市。如果要容许采用不同投票权架构的公司上市,《创业板上市规则》亦要作出修订。

其他考虑因素(续)

或可限制只许在创业板或只限专业人士参与的板块上市(续)

b) 只限专业人士参与的板块

- ▶ 可是这会令联交所有别于其他市场,因为尚未有任何市场将普通股本证券的买卖局限于专业投资者
- ▶ 上海证券交易所公布了「战略新兴产业」推出新板方案的计划,虽然这个版块并不准许不同投票权架构。此方案已提交有关机构并有待审批
- ▶ 概念文件并没有探讨将创业板重新定位或为不同投票权架构的公司设立专业人士(或其他)板块等较广泛的议题。然而,联交所会考虑市场就概念文件所提交的任何意见,包括让不同投票权架构的公司在创业板、专业板,或其他供个别类别或符合特定特征的公司的板块上市的接纳程度或合适性

其他考虑因素(续)

大中华实体的第二上市

- ▶ 有关应否接纳设有不同投票权架构并已在美国交易所上市的中国公司在港作第二上市的争论
- ▶ 现时,联交所不会批准「业务重心」位于大中华区内的公司申请第二上市(根据联交所及证监会在2013年9月发表的经修订的《海外公司联合政策声明》)
- ▶ 反映了联交所长久以来作为内地及香港公司上市自然之选的政策立场
- ▶ 除非政策改变,否则美国上市的中国公司只可在联交所申请双重第一上市,而不可选择第二上市
- ▶ 联交所将来亦会检讨中国公司应否获准作第二上市

其他考虑因素(续)

能否只限于特定行业

- ▶ 美国证券交易所是联交所目前就争取内地公司上市最大的竞争对手,尤其是信息科技业的公司。信息科技业的公司以不同投票权架构在美国上市的中国内地公司中有70%,并且占了该等公司总市值的90%
- ▶ 恒生指数 50 只成份股中只有两间信息科技公司(腾讯控股有限公司和联想集团有限公司)
- ▶ 为要应对来自美国的竞争同时限制双类别股权架构所构成的风险,文件建议可将不同投票权架构的使用局限于特定行业(如信息科技行业)。然而,这会令联交所成为唯一局限不同投票权架构于个别行业的主要股票市场
- ▶ 虽然不同投票权架构在信息科技行业特别常见,但其实很多不同类型行业的公司也有采用此类架构。2001 年至 2013 年底期间,美国涉及双类别股权架构的首次公开招股,80%都不是信息科技公司。虽然现时信息科技公司的首次公开招股是联交所和美国交易所竞争的主要领域,但假以时日,情况可能会改变。这亦引申到现在将不同投票权的采用限于信息科技业会否合理的问题

其他考虑因素(续)

分类事宜

- ▶ 如何界定信息科技公司是一个难处
- ▶ 如果根据恒生行业分类系统 (HSIC)的定义, 这可能包括不了某些普罗大众视为「科技行业」的公司
- ▶ 如: 生物科技公司、清洁能源公司及电讯业公司

能否只限于「创新型公司」

- ▶ 只容许一些可能对行业本身或整体社会有革新性作用的「创新型」公司使用不同投票权架构
- ▶ 界定一家公司是否「创新」可能会非常主观
- ▶ 这亦引申到另一个问题: 一家公司一开始是「创新」,但当很快变得稀松平常时, 这公司是否应该摒弃不同投票权架构

投资者保障事项

- ▶ 投资者保障方面香港排名第三：美国排名第六（世界银行和国际金融公司的《2014 年全球营商环境报告》）
- ▶ 关联交易规管方面,10分满分下,香港的得分为9
- ▶ 但是,有关股东可就损失取得法律赔偿的便捷程度方面:美国为 10 分有 9 分,香港为 10 分有 8 分(经合组织富裕经济体在此方面平均评分为 10 分有5分)
- ▶ 概念文件对此的结论为「美国及香港在透过私人诉讼为股东提供法律补救措施方面实际上相去不远」
- ▶ 美国和香港机制的不同:
 - 美国的机制侧重令股东可在权益受侵犯后易于采取私人诉讼以就损失取得赔偿
 - 香港市场重视有关规则在控制权遭滥用事件发生前预先(例如关联交易的规定)加以防范,而事后法律行动方面则主要由证监会代表股东作出

投资者保障事项 (续)

- ▶ **股东的诉讼权利:香港**
- ▶ 少数股东针对上市公司的私人诉讼主要有2个方式:
 - **不公平损害补救** - 如果公司处理事务的方式不公平地损害全部或部分股东利益,可让公司(包括非香港注册成立的上市公司)股东可以向法院提出呈请申请适当的判令 (SFO 第214 条)
 - **衍生诉讼** - 公司股东可代表公司针对过错方(例如董事)进行诉讼。(新公司条例第731到738条) 当董事违反了他对公司的合约或受信责任时,股东便可依据这些条例替公司提出诉讼
- ▶ 在香港,针对上市公司的股东诉讼相对较少 - 文化现象,难度和成本
- ▶ **证监会「代理」替股东执行行动**
- ▶ 金发局的文件中提到关于证监会按《证券及期货条例》第 212 至 214 条赋予其的多项权力,替上市公司股东「透过执行「代理」行动,一再开拓新领域」
- ▶ 实例包括: 证监会根据第 212 条向法院申请颁令将中国金属再生资源(控股)有限公司清盘,以保障该公司股东,债权人及投资大众的权益。证监会是在发现了该公司在其招股书和年度报告夸大公司财务状况的证据后提出申请
- ▶ 2012 年,法庭颁令神州东盟资源的前行政总裁向该公司支付 1,070 万港元(其从公司挪用的金额)

投资者保障事项 (续)

- ▶ 股东的诉讼权利: 美国
- ▶ 股东可以就违反联邦证券法而展开集体诉讼。所以,美国证监会和个人原告人都可以展开行动
- ▶ 股东诉讼在美国相对地普遍,而且股东就违反联邦证券法发起的集体诉讼比美国证监会的执法行动更为常见
- ▶ 集体诉讼让原告代表人代表自己和所有其他人士(「集体」)向同一被告人提出诉讼。原告代表人及其他人士对同一被告人有同一或类似的申索,而他们的申索带出相同的法律或事实问题
- ▶ 这容许了少数股东在即使赔偿金额个别计算不足以值得付出讼费的情况下仍可提出诉讼
- ▶ 惩罚性损害赔偿及广泛的数据发现能力亦鼓励股东在美国提出私人诉讼。而且美国容许股东按判决金额收费的原则聘请律师
- ▶ 理解是: 在美国,股东集体诉讼一般都是用于有关数据披露的问题 - 但却很少被用于可能因为不同投票权架构做成的管治问题

投资者保障事项 (续)

- ▶ 股东的诉讼权利: 美国 (续)
- ▶ 例如,在Cornerstone Research的“证券集体诉讼2013年回顾”指出:
 - 在2013年有166宗证券集体诉讼申请
 - 其中84%是有关第10b-5条的申索
 - 97%的申索涉及财务文件失实陈述的指控
 - 54%涉及虚假前瞻性陈述的指控
 - 20%涉及内部管控失职
 - 2013年度共有152宗对上市公司的证券集体诉讼(55宗是针对纽约证券交易所的上市公司,另外97宗针对纳斯达克的上市公司)
 - 在2013年,大约30家公司当中便有1家成为了集体诉讼的目标
 - 中国公司是最常被提出诉讼的外国公司
- ▶ 然而,几乎所有的证券集体诉讼都在正式审讯前和解 - 据研究,和解的中位时间为提交集体诉讼之后的3年

投资者保障事项 (续)

- ▶ **股东的诉讼权利: 美国 (续)**
- ▶ 集体诉讼的主要申索通常是1934年证券交易法第10(b)条和美国证券交易委员会规例第10B-5条下的证券欺诈。这些条例禁止任何人在购买或出售的证券时的欺诈行为。构成这些条例下追讨损失的诉讼权利的要素包括：
 - 重大不实陈述(或遗漏)
 - 错误的思想状态
 - 与购买或出售证券有所关连
 - 依赖
 - 经济损失; 和
 - 因果关系。
- ▶ **美国的衍生诉讼**
- ▶ 通过一名或多名企业股东代企业对公司董事和高级职员,以及企业本身作为名义上的被告,提出衍生诉讼应该也可行的

投资者保障事项 (续)

- ▶ 美国的衍生诉讼 (续)
- ▶ 原告是在执行公司本身可以,但却没有去执行的权利去要求董事负责
- ▶ 原告必须代表身处同样状况的股东的利益
- ▶ 衍生诉讼的主要目的并不是替股东取得金钱上的和解,而是执行或修正公司本身企业管治的准则和做法
- ▶ 这些法律行动典型的指控是现任和前任董事/高级职员违反了他们的受信责任
- ▶ 衍生诉讼最常涉及的指控是董事或高级职员浪费企业资产,或者公司的管理层或董事会因疏忽,管理不善或谋取私利而违反了对股东的受信责任
- ▶ 似乎证券集体诉讼在美国主要是用于当公司披露的欺诈或误导性的信息触发了公司股价下跌而令投资者蒙受损失的情形

投资者保障事项 (续)

- ▶ 美国的衍生诉讼 (续)
- ▶ 在公司 (清盤及雜項條文) 條例及證券及期貨條例下, 香港已經有足夠的法律條文去在公司虛假或具誤導性的信息披露方面保護投資者
- ▶ 证监会是愿意介入及利用证券及期货条例第212至214条为投资者追讨赔偿
- ▶ 2012年6月, 证监会根据第 213 条向法庭取得命令, 要求洪良国际从首次公开招股股东和从二手市场上买入洪良国际股票的投资者的手上回购它们的股票
- ▶ 洪良国际承认了它的招股书中包含重大虛假或误导信息, 并违反了证券及期货条例第298条, 有关禁止市场失当行为的条例, 即在明知或罔顾数据是否虛假或具误导性的情况下, 传播虛假或误导性的信息从而诱使另一方认购或购买证券
- ▶ 证监会也已经开始根据第213条起诉群星纸业控股有限公司(群星), 指该企业在它2007年首次公开发行股票招股书上和2007至2011年度的业绩公布包含了重大虛假或误导性的数据

咨询问题

▶ 概念文件第七章

问题 1: 联交所是否无论如何均不应准许公司采用不同投票权架构？
请说明理由。

如阁下认为应有个别情况可准许公司采用不同投票权架构,请回答以下其余问题。

咨询问题（续）

问题2: 联交所应否容许以下公司采纳不同投票权架构：

- a) 所有公司,包括现已上市公司；或
- b) 仅限于新申请人(见第 147 至 152 段)；或
- c) 仅限于:
 - 来自个别行业的公司(例如信息科技公司)(见第 155 至 163 段),请注明哪些行业及应如何界定该等公司；
 - 「创新型」公司(见第 164 至 165 段),请注明应如何界定该等公司；或
 - 符合其他具体默认特征的公司(譬如规模或历史),请注明理由。
- d) 只有在现行《上市规则》第 8.11 条准许的「特殊情况」下(见第 81 段);如是,请列举例子。

请说明理由。

阁下亦可选择多于一个上述选项(b)、(c)及(d),以表明阁下属意的选项组合。

CHARLTONS
易周律师行

咨询问题（续）

问题3: 如上市公司采纳在股东大会享有不同投票权的双类别股权架构,联交所应否规定实施美国对该等架构所应用的任何或全部限制(见第153段所述之例子),或增加其他额外限制或以其他限制取替任何限制?
请说明有关限制及理由。

问题4: 应否容许其他的不同投票权架构(见第五章所述之例子)?
如是,又应是哪些及在甚么情况下?
请说明理由。特别是,阁下会如何就所述的此等架构响应问2及问3?

问题5: 阁下是否认为,香港若要容许公司采用不同投票权架构,必要修改其企业管治及监管架构(见第67至74段及附录五)?如是,请说明该等修订及原因。

咨询问题（续）

问题6: 对于本文件第 33 至 47 段所述的额外事项,阁下可有任何其他意见或建议:

- a) 采纳不同投票权架构的公司在创业板、其他板块或专业板上市(见第 33 至 41 段)；及
- b) 海外公司申请以不同投票权架构在联交所作首次上市或来港作进一步主要或第二上市的可能性(见第 44 至 47 段)？

问题7: 对于不同投票权架构,阁下可有任何其他意见？

CHARLTONS
易周律师行

响应概念文件

大家可以在 2014 年 11 月 30 日或以前透过以下链接填妥在联交所网站上的问卷响应概念文件:

<http://www.hkex.com.hk/eng/newsconsul/mktconsul/Documents/cp2014082q.doc>

书面意见请以下列任何一种方式交回:

a) 电邮至 response@hkex.com.hk 请在邮件「主旨」欄内注明:

“有关:不同投票权架构概念文件”

b) 邮寄或派员送交至:

香港中环

港景街 1 号

国际金融中心一期 12 樓

香港交易及结算所有限公司

企业传讯部

有关:不同投票权架构概念文件

c) 传真至 2524 0149

CHARLTONS
易周律师行

易周律师行



- ▶ 易周律师行在企业融资方面具有广泛的经验,令我们拥有独特的资历提供顶级法律服务
- ▶ 广泛的首次公开招股及上市交易经验
- ▶ 我们在北京、上海及仰光均设有代表处
- ▶ 易周律师行于2002、2003、2006、2007、2008、2009、2010、2011、2012、2013、2014及2015年均获《亚洲法律事务月刊》(Asian Legal Business) 颁发「年度最佳专项律师事务所」奖
- ▶ 于英国Corporate INTL杂志2014全球大奖中获颁发「香港年度企业融资律师事务所」
- ▶ 于欧洲货币法律传媒集团(Euromoney Legal Media Group) 设立的2012 及2013 年度商业法律亚洲杰出女律师奖项中荣获香港「最佳独立律师行」
- ▶ 就向友邦保险集团有限公司在港上市提供意见,易周律师行于2011年均获《亚洲法律事务月刊》颁发「年度最佳股票市场项目」大奖

CHARLTONS
易周律师行

免责声明

- ▶ 易周律师行不对阁下或任何其他个人或实体因此文件而产生的损失或损害承担任何责任或法律责任,不论是如何产生(包括但不限于疏忽),及不论如何跟此文件有关,包括但不限于任何此文件内的数据、任何错误及遗漏,不论如何造成(包括但不限于由第三者造成)、缺乏准确性或完整性、货币或可靠性,阁下或任何其他个人或实体对此文件之准确性或完整性、货币或可靠性之依赖。易周律师行不对任何就此文件而生的事情承担任何责任。
- ▶ 作为香港法律顾问,易周律师行只有资格就香港法律提供意见。易周律师行对任何其他司法辖区的法律不表达任何意见。

联系我们

香港办事处

香港皇后大道东43至59号

东美中心12字楼

电话: (852) 2905 7888
传真: (852) 2854 9596
电子邮件: enquiries@charltonslaw.com
网址: <http://www.charltonslaw.com>



CHARLTONS
易周律师行

分所/代表处

中国

北京代表处

中国北京
朝阳区朝外大街
甲6号万通中心C座1703室
邮编100020

电话: (86) 10 5907 3299
传真: (86) 10 5907 3299

enquiries.beijing@charltonslaw.com

上海代表处

中国上海
陕西北路1438号
财富时代大厦20楼2006室
邮编200060

电话: (86) 21 6277 9899
传真: (86) 21 6277 7899

enquiries.shanghai@charltonslaw.com

缅甸

Charltons Legal Consulting Ltd 仰光办事处

161, 50th Street

Yangon

Myanmar

enquiries.myanmar@charltonslaw.com

联营体:



合作联盟:



CHARLTONS
易周律师行