

香港资本市场通讯

第 2017-01 期 | 2017 年 4 月



关于联交所首次公开招股前投资指引的修订

香港联合交易所(“联交所”)近期修订了三份有关首次公开招股前投资的指引信(统称为“首次公开招股前投资指引”),它们是:

- GL29-12 [有关首次公开招股前投资的临时指引](#)
- GL43-12 [有关首次公开招股前投资的指引](#)
- GL44-12 [有关首次公开招股前投资可换股工具的指引](#)

相关修订旨在让市场从业人员更清楚了解联交所处理首次公开招股前投资的原则。它们并未改变一直以来的原则,即证券的发行及销售必须以公平及有序的形式进行,而所有证券持有人必须受到公平及平等对待。

首次公开招股前投资是指上市申请人首次公开招股前,新股东或现有股东从上市申请人或其股东购得上市申请人的股份。首次公开招股前投资可采取不同的形式,例如认购可在首次公开招股当天(或之后)换股或在某些情况下以现金赎回的可换股证券。首次公开招股前投资条款通常优于公开招股投资者的条款,以反映二者所承担风险的不同。

如果首次公开招股前投资的时间很接近首次公开招股,则首次公开招股前投资者及首次公开招股投资者所承担的风险未必有显著差异,因此给予首次公开招股前投资者较优惠的条款会违反公平及平等原则,可能导致押后上市时间表或撤回首次公开招股前投资。



毕马威的观察分析： 指引修订概要

- “顺延 120 天”规则— 28 天/180 天规定修订为 28 天/120 天规定
- 撤回投资的处理
- 特别权利的处理
- 首次公开招股前投资指引不适用于上市重组过程转换的股份,或在上市申请人股份奖励计划下授予其董事或雇员的奖授股份
- 股东之间作出的私人安排一般无需遵守首次公开招股前投资指引,但特别禁止的情况除外

“顺延 120 天”规则

为了遵守公平及平等对待股东的原则,联交所一般都会在以下情况下,将上市申请人证券交易首日押后至最后一次的首次公开招股前投资完成或撤回投资(以较后者为准)后足 120 天¹(“顺延 120 天”规则):

- 首次公开招股前投资在以下期限内完成:

- (a) 申请人在其首次呈交首次上市申请表格日期(“首次呈交表格”)前的足 28 天内,而有关的首次公开招股前的投资者于首次呈交表格时仍为股东;或
- (b) 于首次呈交表格当天或之后至上市日期前的期间内;

(即“28 天/120 天规定”)

- 首次公开招股前的投资于首次呈交表格当天或之后撤回投资,而不论首次公开招股前投资是何时所作,又或是否根据合约权利撤回投资。

¹ 上述日数不包括(i)首次公开招股前投资完成之日;(ii)上市申请表呈交之日及(iii)证券交易首日。

与联交所先前的指引一致，若投资相关股份的资金已经不可撤回地交付而上市申请人（或现有股东）已经收到该资金，首次公开招股前投资即被视为已完成。

相关指引清楚表明，某些个案的“顺延空窗期”已从先前足 180 天的规定（“28 天/180 天规定”）缩短为足 120 天。

撤回投资的处理

在首次呈交表格当天或之后撤回投资一般被视为会严重干扰上市流程，不论首次公开招股前投资是何时所作，又或投资者是否根据合约权利撤回投资，目前均须“顺延 120 天”。

撤回投资的权利包括由上市申请人及控股股东授予首次公开招股前的投资者的认沽期权、赎回或回购权利以及容许上市申请人或控股股东回购首次公开招股前的投资者的股份的认购期权。该等撤回投资的权利必须于首次呈交表格之前终止，除非该等权利只可在上市不果的情况下行使且会于上市时终止。



毕马威的观察分析： 首次公开招股投资的认购期权

为了保障上市申请人控股股东的利益，控股股东可能有意在首次公开招股前投资协议中包含认购期权，以在某些情况下（例如投资者向第三方买家出售首次公开招股前投资）向首次公开招股前投资者回购股份。

由于首次公开招股前投资指引明文禁止在首次呈交表格之时或之后出现认购期权，控股股东反而会考虑采取如“优先承购权”等其他安排，即首次公开招股前投资者向第三方建议出售首次公开招股前投资前，必须先向控股股东或上市申请人作出要约出售。建议上市申请人及其控股股东寻求法律意见，以设定符合其自身情况的其他安排。



“顺延 120 天”规则的示例

甲公司正计划在香港主板进行首次公开招股，其拟定时间表载列如下。进行首次公开招股前，甲公司有意根据首次公开招股前投资指引，(i) 向多名新投资者配发新股及 (ii) 终止由一名现任股东持有的无条件认沽期权

(i) 向多名新投资者配发新股

进行首次公开招股前向新投资者发行股份须遵守“顺延 120 天”规则。

根据首次公开招股前投资指引，如果甲公司计划在 20x1 年 11 月 30 日上市，最后一次的首次公开招股前投资应于首次呈交表格日期 20x1 年 8 月 31 日前足 28 天（即 20x1 年 8 月 2 日或之前）完成。否则，上市日期将顺延至最后一次的首次公开招股前投资完成后足 120 天。例如，如果最后一次的首次公开招股前投资于 20x1 年 8 月 12 日完成，再加上足 120 天后，甲公司的最早上市日期将为 20x1 年 12 月 11 日。

建议上市时间表：

首次呈交表格日期 20x1 年 8 月 31 日

上市日期 (证券交易首日) 20x1 年 11 月 30 日

(ii) 终止一名现任股东持有的无条件认沽期权

根据首次公开招股前投资指引，由现任股东持有的无条件认沽期权必须在首次呈交表格前终止，否则可能需要遵守“顺延 120 天”规则。

根据建议时间表，终止无条件认沽期权必须在首次呈交表格日期 20x1 年 8 月 31 日前（即 20x1 年 8 月 30 日或之前）完成，否则上市日期将顺延足 120 天。例如，如果认沽期权在 20x1 年 9 月 5 日终止，最早上市日期将为当天起计足 120 天，即 20x2 年 1 月 4 日。

首次公开招股前投资的附带的特别权利

一般而言，不适用于所有其他股东的特别权利（“特别权利”）在上市后不得继续生效，因为这些权利违反了所有股东均受公平及平等对待的一般原则。

首次公开招股前投资指引，提供了首次公开招股前投资附带的常见特别权利示例（见附录 1），以及联交所对该等权利是否能够在上市之后延续的指引。联交所对个别特别权利的处理方法视乎每个上市申请的实际情况而定。

股东之间的特别权利

联交所表明，除了特别禁止的情况外，私人安排（例如由一名股东向另一名股东授出权利，或是股东之间的协定）一般无需遵守首次公开招股前投资指引。

例如，向首次公开招股前的投资者提供固定回报率且由股东履行的协议可在上市之后延续，前提是相关协议不是根据首次公开招股价格或公司上市时市值的折让而定。然而，根据首次公开招股价格或公司上市时市值的折让而对首次公开招股前投资作出的调整，不论是由上市申请人或股东履行，一概不得在上市后延续。

禁售安排

首次公开招股前投资者一般被要求在六个月或以上期间内不得出售首次公开招股前认购的股份。若投资者在上市规则下属于公众，这些股份将被计入公众持股部分。

招股书披露

招股书必须充分地披露有关首次公开招股前投资的资料，包括：各首次公开招股前投资者名称及其的实益拥有人，背景、为公司带来的策略效益及与上市申请人及 / 或其任何关连人士的关系。此外，招股书要披露投资日期、代价投资金额及其基础、代价付款日期、对首次公开招股价的折让、所得款项用途以及上市之时各名首次公开招股前投资者所持申请人股权。招股书还要披露在上市之后延续的重大特别权利及首次公开招股前的投资者的股份会否被禁售及相关做法的原因。



毕马威的观察分析： 对有意上市的申请人的提示

有意上市的申请人应注意首次公开招股前投资指引内的规定，因为如果首次公开招股前投资太接近首次公开招股，可能导致上市时间表被顺延或有关投资被撤消。

除非该等特别权利在上市时被收回，否则所有股东均受公平及平等对待的一般原则限制了公司向首次公开招股前投资者提供特别权利的能力。为了避免上市程序受到不利影响，正确地设定首次公开招股前投资的条款极为重要。如有需要，与首次公开招股前的投资者就投资条款的变动进行再次磋商需要较长时间，有意上市的申请人宜对其首次公开招股前投资协议进行全面审阅，以在申请首次公开招股之前识别其附带无法在上市之后延续的特别权利。

如果上市申请人对特别权利是否可在上市之后延续有任何疑问，宜及早咨询其专业顾问及 / 或联交所。

如对本刊物的讨论内容有任何疑问，请联系资本市场咨询组合伙人。

刘国贤

毕马威中国
资本市场主管合伙人
电话：+852 2826 8010
paul.k.lau@kpmg.com

王霏怡

毕马威中国
资本市场咨询组合伙人
电话：+852 2978 8195
katharine.wong@kpmg.com

何展明

毕马威中国
资本市场咨询组合伙人
电话：+852 2143 8533
anthony.ho@kpmg.com

附录 1 — 首次公开招股前的投资者可获得的常见特别权利

以下列表汇总了首次公开招股前投资指引所探讨的与上市申请人股份及可换股工具相关的首次公开招股前投资附带的常见特别权利例子，以及联交所对该等权利是否可在上市之后延续的相关指引：

| 特别权利 | 准许存在 | 必须在上市时终止 |
|----------|--|---|
| 价格调整 | 向首次公开招股前的投资者提供固定回报率（实际调低每股股价）及由股东履行的条款，前提是该等条款 <i>不是根据</i> ：(1)首次公开招股价格的折让；或(2)股份在首次公开招股时市值的折让而定。 | <i>根据</i> 首次公开招股价格的折让或股份市值的折让而调整购入价的条款，不论是由申请人或股东履行，一概不得在上市后延续。 |
| 撤回投资权利 | 倘由上市申请人或控股股东授予首次公开招股前的投资者的任何可撤回投资的权利（如认沽期权、赎回或回购权利），又或容许上市申请人或控股股东回购首次公开招股前的投资者的股份的权利（如认购期权）(统称“撤回投资权利”) 只可在上市不果的情况下行使，该权利可以存在，但应在上市时终止。 | 除了在上不果的情况下可行使且必须于上市时终止的撤回投资权利外，其他撤回投资权利必须于首次呈交表格前终止，否则会受“顺延 120 天”规则规限。 |
| 董事提名/委任权 | <p>股东之间就提名及/或投票表决若干人选作为董事所订立的协议，一般不受首次公开招股前投资的指引所规限。</p> <p>所有股东均享有的权利（但须符合申请人组织章程文件订定的若干资格，譬如至少持有若干权益）可于上市后延续，因为所有符合有关条件的股东均享有该等权利。</p> | 由上市申请人给予可提名或委任董事的权利必须于上市时终止，因为其他股东一般并不拥有该权利。除非上市申请人的组织章程细则另有规定，否则由首次公开招股前的投资者所提名或委任的董事毋须于上市时辞任。 |
| 其他提名权利 | 由上市申请人或控股股东给予首次公开招股前的投资者可提名高级管理层及委员会代表（董事或董事委员会成员除外）的权利可在上市后延续，前提是所有该等委任均以董事会决定为准。 | - |
| 否决权 | - | 可否决上市申请人的重大公司行动（例如清盘呈请或决议、业务变更、申请人集团任何成员公司与任何其他公司或法定实体兼并或合并等等）的合约权利一定要在上市时终止。 |
| 资讯权 | 只有在首次公开招股前投资者只可获得已刊发资讯或公众资讯的前提下，资讯权方可于上市后延续。 | - |

附录 1 -首次公开招股前的投资者可获得的常见特别权利 (续)

| 特别权利 | 准许存在 | 必须在上市时终止 |
|------------------------------|---|---|
| 反摊薄权 | <p>在以下情况下，首次公开招股前的投资者在首次公开招股前就其行使反摊薄权是容许的：</p> <p>(i) 必须进行有关配发，以令首次公开招股前的投资者的原有合约权利生效；</p> <p>(ii) 于上市文件及配发结果公告中全面披露首次公开招股前投资者之原有合约配额，以及首次公开招股前投资者将认购的股份数目；及</p> <p>(iii) 新增股份将按首次公开招股发售的招股价认购。</p> | <p>除了获得准许的情况外，反摊薄权不得于上市后延续，以符合上市规则当中关于优先购买权的规定。</p> |
| 财务补偿 | <p>将会由股东支付及不是与股份市价或市值挂钩的任何财务补偿。</p> | <p>由上市申请人支付或与股份市价或市值挂钩的任何财务补偿必须于上市时终止。</p> |
| 若干公司行动 / 章程细则变更须经事先同意 | - | <p>进行若干公司行动须事先经首次公开招股前的投资者同意的任何权利必须于上市时终止。这些行动的例子包括：</p> <p>(i) 上市申请人集团任何成员公司宣派股息；</p> <p>(ii) 上市申请人业务或资产出售、出租或重大部分转让；</p> <p>(iii) 上市申请人组织章程文件的任何修订；及</p> <p>(iv) 执行董事的任何变更。</p> |
| 独家权及没有更优惠条款 | <p>若投资条款经修改后加入明确的“违反诚信责任” (fiduciary out) 条款，使董事可在遵守相关限制条款而有违董事诚信职责时不理有关条款，独家权及没有更优惠条款或可延续至上市之后。</p> | <p>除非加入明确的“违反诚信责任”条款，投资协议中就上市申请人向首次公开招股前的投资者的任何直接竞争对手或其他投资者发行或发售任何股份、购股权、权证及权利，而条款较向首次公开招股前投资者发行股份的条款更优惠的任何限制，必须于上市时终止。</p> |
| 优先承购权及附带出售权 | <p>由控股股东给予的下述权利可延续至上市之后：控股股东在向另一名投资者建议出售股份前，须先以相同价格及条款细则向首次公开招股前的投资者作出要约出售股份，即优先承购权。</p> <p>同样地，由控股股东授出的下述权利亦准许存在：当控股股东拟向另一名投资者出售股份时，首次公开招股前的投资者的股份可以连同控股股东的股份一并出售，即附带出售。</p> | - |

附录 1 - 首次公开招股前的投资者可获得的常见特别权利 (续)

首次公开招股前投资指引所探讨的可换股工具(例如可换股或可交换债券、票据或贷款及可换股优先股(统称“可换股债券”))附带的特别权利例子：

| 特别权利 | 准许存在 | 必须在上市时终止 |
|-------------------|---|--|
| 与首次公开招股价或市值挂钩的换股价 | 可换股债券的换股价应订于某个固定金额或以招股价作定价。 | 股份的价格保证低于申请人的招股价或股份市值是不能容许的，因为这会令人关注首次公开招股前的投资者所承受的投资风险与公众投资者不同。 |
| 重设换股价 | - | 可换股债券的任何换股价重设机制均应删除，因为有关机制被视为违反所有股东均受平等对待的一般原则。 举例来说，若换股价重设机制是根据固定价格与浮动市价两者的较低者厘定，该机制实际上将容许以低于固定价格的折让价换股。 |
| 强制或部分换股 | 只有在特别权利都在股份上市后全部终止下，可换股债券方可作部分转换。这是要避免首次公开招股前投资者一方面享有作为债券持有人的特别权利，将所持有的大部分可换股债券转换为股份，但另一方面仍持有小部分可换股债券，藉以继续享有作为债券持有人的特别权利。 | - |
| 提早赎回 | 作为对债券持有人的投资及所承担风险的补偿，给予债券持有人有权选择以可转换债券本金额计算的内部回报率(IRR) 相应的价格，提早赎回尚未转换的可换股债券，是可以容许的。 | - |
| 不抵押担保 | 不抵押担保应在上市时删除，除非保荐人确认有关不抵押担保并非不寻常，且不违反所有股东均受平等对待的一般原则。 | 不抵押担保限制上市申请人不能进行若干公司行动，如为公司的资产及收益增设任何额外的留置权、产权负担或担保权益，或不得未经首次公开招股前的投资者事先同意下支付股息，该等不抵押担保必须在上市时终止。 |

kpmg.com/cn

本刊物所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2017 毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织（“毕马威国际”）相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标。