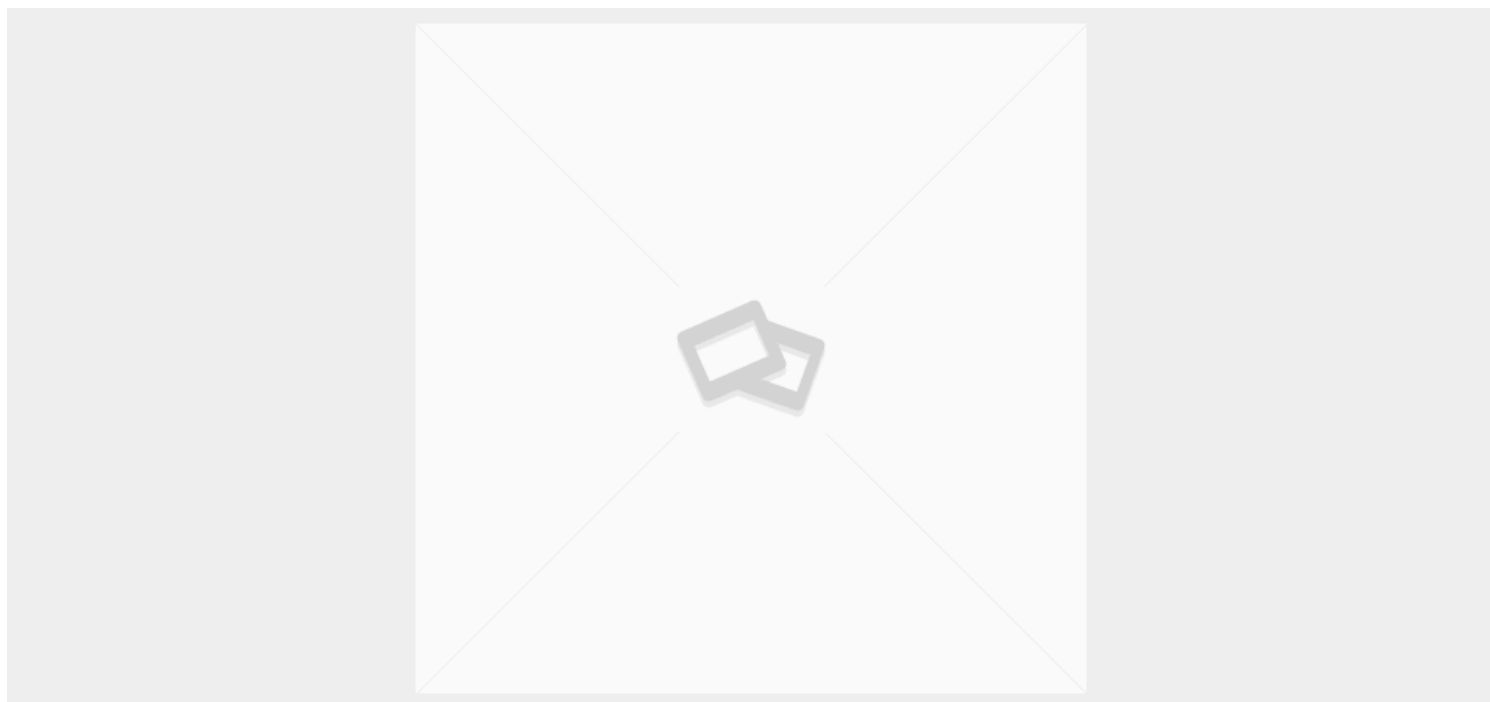


# 加拿大上市公司在香港交易所的两地上市

Posted on 16 月, 2012



**Categories:** [Insights](#), [Publications](#)

霍华礼  
主席合伙人，香港办事处

杨承运  
律师，香港办事处

鉴于亚洲地区充裕的流动资金和庞大的投资者基数，对于寻求全球资本的加拿大上市企业来讲，升板与转板已不局限于欧美资本市场。

香港拥有成熟的资本市场，以其精明的投资界著称于世。然而，香港交易所（“港交所”）强劲的流动性和高市盈率被比多伦多证券交易所（“多交所主板”）和多伦多证券交易所创业板（“多交所创业板”）更高的交易成本和更为严格的上市要求（包括为期三

年的营业记录期和一年的所有权连续性)所制衡。不过,港交所正在采取措施,以吸引拥有与中国和亚洲令人信服之联系因素的外国上市候选人,尤其是矿业领域的公司。

### 放宽规则

为了吸引矿业和资源公司寻求到港交所上市,新的《上市规则》第18章放宽了一些最严格的利润与现金流的检验,这些检验曾经有效地阻止了除最成熟的矿业公司以外的其它公司在港交所上市。新的第18章现在要求申请者须控有最低的‘推定资源量’、拥有在上市后的12个月内所需的125%的营运资金、由拥有至少五年相关行业经验的董事会和管理层领导,并能证明‘清晰的投产前途’。

在该等新规则中,‘清晰的投产前途’要求在法律顾问之间引起了极大的争议。基于我们的经验,尽管该规则表明投产前途必须至少由概略研究(Scoping Study)予以支持,而实际上,港交所上市委员会要求提供在预可行性研究报告(Pre-feasibility Report)中才会出现达到商业化生产的暂定日期与成本估算。此外,多数大型投资银行更青睐具有经济意义的可行性研究报告(Bankable Feasibility Report)预计港交所也会就管理层在将矿山投入生产方面的相关经验进行极为审慎的详查[1]。

根据这些新的规则,两家加拿大上市企业,南戈壁能源有限公司(South Gobi Energy Resources Ltd.)交易代码1878)和中国黄金国际资源有限公司[2](China Gold International Resources Corp. Ltd.)交易代码2099)在2010年已成功地在港交所上市,两者合计筹资总额约为7.5亿美元。

### 上市方式

在港交所上市有若干种方式,包括通过首次公开发行(“首发”)和介绍上市[3]。通过首发上市的主要优势在于:在上市及营销的过程中(而通过介绍上市则不会如此),会建立本地投资者(个人投资者及机构投资者)的群落,从而改善上市后股票的流动性。

根据我们与许多香港投行的讨论,会产生最大承销利益的首发融资范围是:由大型国际银行牵头的交易,约为2亿美元或以上,而由较小规模地区银行牵头的交易,则在2,000万美元至5,000万美元之间。

### 考量事项

在不同的司法管辖区域上市,发行人要面对特殊的挑战,包括受两家证券交易规则的监管、必须应对两个或更多的证券监管机构[4],以及必须遵守母国的公司法,而母国的公司法也许并不能满足外国交易所的要求。因此,在选择顾问时,拟上市公司应该小心谨慎,确保该顾问在此类事宜上富有经验,并能有效地帮助公司解决此类问题。

加拿大与香港之间没有加拿大与美国之间共享多边司法管辖披露制度的类似协定。然而,目前加拿大不列颠哥伦比亚省证券委员会已有先例,即接受了由香港监管机构审查的招股说明书,作为在该省得到招股说明书和登记要求豁免的依据,从而避免了由来自两个不同司法管辖区域的主管当局对相同披露文件进行重复审查。

另外一项需决定的事项是两地一级市场上市还是两地二级市场上市。两地二级市场上市意味着按发行人证券流通量计算,港交所应排名第二。在这种情况下,预计当地监管机构会对香港上市规则的严格合规给予更多的豁免,较于两地一级市场上市,动

辄超过12个月，两地二级市场上市流程也就变得相对简单和省时。

另一个相关的问题是，是否要求多交所创业板发行人必须先升级至多交所主板上市之后，才能被港交所考虑进行两地上市。据我们与港交所的讨论，尽管不存在发行人在申请港交所上市之前先升级至多交所主板上市的严格要求，但是除非多交所创业板申请者申请两地一级市场上市，且预期完全符合香港上市规则，否则港交所不会考虑该申请者。在大多数情况下，在港交所申请上市的发行人均为已在多交所主板上市的公司。

港交所的另一个特点是要求对拟上市准备有关的盈利预测<sup>[5]</sup>。这就为受加拿大证券法（特别是国家文件51-102的第4A部分，关于监管前瞻性信息的规则）规范的加拿大发行人产生了潜在的问题。也就是有可能造成在希望在预测期内限制其风险披露的管理层与推动更大胆预期的承销商之间的利益冲突。

尽管面临以上的挑战，我们仍相信，对于合适的加拿大公司来说，在香港进行两地上市是利用亚洲的流动性和融资机会的一种可行方法。同时，对于还未准备好在港交所上市的亚洲公司来说，首先在多交所主板与多交所创业板上市或许是另一种可取的方式，即先发展良好的公司治理并受益于加拿大稳健的银行体系，然后带着宝贵的上市公司经验重返亚洲资本市场。

加拿大铭伦律师事务所拥有丰富的经验，既能帮助外国公司在多交所主板和创业板上市，也能帮助加拿大上市公司在港交所两地上市。

霍华礼  
主席合伙人，香港办事处

杨承运  
律师，香港办事处

<sup>1</sup> 由Shearman & Sterling 律师事务所的Jayesh Wadhvani 所著的文章对该主题作出了进一步评论，请在以下网址查阅<http://www.shearman.com/is-hong-kong-digging-too-deep-01-24-2012/>（已获得作者许可）

<sup>2</sup> 加拿大铭伦律师事务所是中国黄金国际资源有限公司首次公开发行时，作为承销商的花旗环球金融有限公司和中国银行国际（亚洲）有限公司的加拿大法律顾问。目前，我所正在代理若干潜在加拿大上市矿业公司在香港交易所的上市工作

<sup>3</sup> 该方法即：一家被广泛持股的公司的现有股份，通过介绍在香港交易所上市，上市后不发行新股，也不额外融资

<sup>4</sup> 香港的证券监管机构为“证券与期货委员会”

<sup>5</sup> 2012年2月，香港交易所废除了《上市规则》第8.21B条关于“保荐人与承销商不得在其研究报告中包括任何盈利预测，除非该等盈利预测也包括在上市文件中”的规定。但是，鉴于当前的市场惯例，上市申请者是否仍继续将其盈利预测包括在其上市文件

中仍有待观察

提请注意

上述内容仅为概述，不构成法律意见。读者请注意，不要仅基于此份材料做出任何决定，而是应该寻求具体的法律意见。

© 铭伦律师事务所2012

霍华礼

主席合伙人，香港办事处

杨承运

律师，香港办事处

鉴于亚洲地区充裕的流动资金和庞大的投资者基数，对于寻求全球资本的加拿大上市企业来讲，升板与转板已不局限于欧美资本市场。

香港拥有成熟的资本市场，以其精明的投资界著称于世。然而，香港交易所（“港交所”）强劲的流动性和高市盈率被比多伦多证券交易所（“多交所主板”）和多伦多证券交易所创业板（“多交所创业板”）更高的交易成本和更为严格的上市要求（包括为期三年的营业记录期和一年的所有权连续性）所制衡。不过，港交所正在采取措施，以吸引拥有与中国和亚洲令人信服之联系因素的外国上市候选人，尤其是矿业领域的公司。

放宽规则

为了吸引矿业和资源公司寻求到港交所上市，新的《上市规则》第18章放宽了一些最严格的利润与现金流的检验，这些检验曾经有效地阻止了除最成熟的矿业公司以外的其它公司在港交所上市。新的第18章现在要求申请者须控有最低的‘推定资源量’、拥有在上市后的12个月内所需的125%的营运资金、由拥有至少五年相关行业经验的董事会和管理层领导，并能证明‘清晰的投产前途’。

在该等新规则中，‘清晰的投产前途’要求在法律顾问之间引起了极大的争议。基于我们的经验，尽管该规则表明投产前途必须至少由概略研究(Scoping Study)予以支持，而实际上，港交所上市委员会要求提供在预可行性研究报告(Pre-feasibility Report)中才会出现达到商业化生产的暂定日期与成本估算。此外，多数大型投资银行更青睐具有经济意义的可行性研究报告(Bankable Feasibility Report)预计港交所也会就管理层在将矿山投入生产方面的相关经验进行极为审慎的详查

根据这些新的规则，两家加拿大上市企业，南戈壁能源有限公司(South Gobi Energy Resources Ltd.)交易代码1878)和中国黄金国际资源有限公司(China Gold International Resources Corp. Ltd.)交易代码2099)在2010年已成功地在港交所上市，两者合计筹资总额约为7.5亿美元。



## 上市方式

在港交所上市有若干种方式，包括通过首次公开发行（“首发”）和介绍上市。通过首发上市的主要优势在于：在上市及营销的过程中（而通过介绍上市则不会如此），会建立本地投资者（个人投资者及机构投资者）的群落，从而改善上市后股票的流动性。

根据我们与许多香港投行的讨论，会产生最大承销利益的首发融资范围是：由大型国际银行牵头的交易，约为2亿美元或以上，而由较小规模地区银行牵头的交易，则在2,000万美元至5,000万美元之间。

## 考量事项

在不同的司法管辖区上市，发行人要面对特殊的挑战，包括受两家证券交易所的规则监管、必须应对两个或更多的证券监管机构，以及必须遵守母国的公司法，而母国的公司法也许并不能满足外国交易所的要求。因此，在选择顾问时，拟上市公司应该小心谨慎，确保该顾问在此类事宜上富有经验，并能有效地帮助公司解决此类问题。

加拿大与香港之间没有加拿大与美国之间共享多边司法管辖披露制度的类似协定。然而，目前加拿大不列颠哥伦比亚省证券委员会已有先例，即接受了由香港监管机构审查的招股说明书，作为在该省得到招股说明书和登记要求豁免的依据，从而避免了由来自两个不同司法管辖区的主管当局对相同披露文件进行重复审查。

另外一项需决定的事项是两地一级市场上市还是两地二级市场上市。两地二级市场上市意味着按发行人证券流通量计算，港交所应排名第二。在这种情况下，预计当地监管机构会对香港上市规则的严格合规给予更多的豁免，较于两地一级市场上市，动辄超过12个月，两地二级市场上市流程也就变得相对简单和省时。

另一个相关的问题是，是否要求多交所创业板发行人必须先升级至多交所主板上市之后，才能被港交所考虑进行两地上市。据我们与港交所的讨论，尽管不存在发行人在申请港交所上市之前先升级至多交所主板上市的严格要求，但是除非多交所创业板申请者申请两地一级市场上市，且预期完全符合香港上市规则，否则港交所不会考虑该申请者。在大多数情况下，在港交所申请上市的发行人均为已在多交所主板上市的公司。

港交所的另一个特点是要求对拟上市准备有关的盈利预测。这就为受加拿大证券法（特别是国家文件51-102的第4A部分，关于监管前瞻性信息的规则）规范的加拿大发行人产生了潜在的问题。也就是有可能造成在希望在预测期内限制其风险披露的管理层与推动更大胆预期的承销商之间的利益冲突。

尽管面临以上的挑战，我们仍相信，对于合适的加拿大公司来说，在香港进行两地上市是利用亚洲的流动性和融资机会的一种可行方法。同时，对于还未准备好在港交所上市的亚洲公司来说，首先在多交所主板与多交所创业板上市或许是另一种可取的方式，即先发展良好的公司治理并受益于加拿大稳健的银行体系，然后带着宝贵的上市公司经验重返亚洲资本市场。

加拿大铭伦律师事务所拥有丰富的经验，既能帮助外国公司在多交所主板和创业板上市，也能帮助加拿大上市公司在港交所两地上市。

霍华礼

主席合伙人，香港办事处

杨承运

律师，香港办事处

<sup>1</sup> 由Shearman & Sterling 律师事务所的Jayesh Wadhvani 所著的文章对该主题作出了进一步评论，请在以下网址查阅<http://www.shearman.com/is-hong-kong-digging-too-deep-01-24-2012/>（已获得作者许可）。

<sup>2</sup> 加拿大铭伦律师事务所是中国黄金国际资源有限公司首次公开发行时，作为承销商的花旗环球金融有限公司和中国银行国际（亚洲）有限公司的加拿大法律顾问。目前，我所正在代理若干潜在加拿大上市矿业公司在香港交易所的上市工作。

<sup>3</sup> 该方法即：一家被广泛持股的公司的现有股份，通过介绍在香港交易所上市，上市后不发行新股，也不额外融资。

<sup>4</sup> 香港的证券监管机构为“证券与期货委员会”。

<sup>5</sup> 2012年2月，香港交易所废除了《上市规则》第8.21B条关于“保荐人与承销商不得在其研究报告中包括任何盈利预测，除非该等盈利预测也包括在上市文件中”的规定。但是，鉴于当前的市场惯例，上市申请者是否仍继续将其盈利预测包括在其上市文件中仍有待观察。

提请注意

上述内容仅为概述，不构成法律意见。读者请注意，不要仅基于此份材料做出任何决定，而是应该寻求具体的法律意见。

© 铭伦律师事务所2012