

有关借壳上市及持续上市准则咨询的上市规则修订

2019年8月



有关借壳上市及持续上市准则咨询的上市规则修订

引言

香港联合交易所（**联交所**）于 2019 年 7 月 26 日就有关借壳上市及持续上市准则的咨询文件发布咨询总结，相关《上市规则》（**上市规则**）条文修订将于 2019 年 10 月 1 日生效。联交所亦同时刊发三封新指引信（GL104-19、GL105-19 及 GL106-19）以及常见问题编号第 057-2019 号，为上市规则修订条文提供指导。同日，香港证券及期货事务监察委员会（**证监会**）亦发表「有关证监会对借壳上市及壳股活动的方针声明」，分析证监会在决定是否行使其法定调查权力或要求发行人停牌时可能考虑的因素。

上市规则的修订主要受证券监管机构打击借壳上市和壳股活动的政策推动，修订将联交所曾发布的指引信中列出的上市规则原则编纳成规，并根据监管机构注意到的一系列利用上市规则漏洞、达致借壳上市及成立或维持空壳公司的企业活动编写。

此客户通讯只引用了主板上市规则条文（**LR**），然而创业板上市规则亦会有相应变动。

摘要

根据修订，联交所将采用四管齐下的方法，包括：

- **反收购行动（RTO）规则**（上市规则第 14.06B 条）限制任何单一收购或在 36 个月内（以前规定为 24 个月）的一连串收购以规避新上市要求，同时允许非规避新上市要求的「极端交易」作为新的交易类别，以促进发行人业务的必要增长；
- **足够的业务运作和现金资产公司测试**（上市规则第 13.24 及 14.82 条），使联交所能够主动处理具有空壳公司特征的发行人；
- **限制大规模证券发行的新规则**（上市规则第 14.06D 条），以限制不成比例的创建业务融资，与有关摊薄股权的（2018 年修订的）上市规则第 7.27B 条不同；
- **出售及实物配发限制**（上市规则第 14.06E 及 14.94 条），以限制发行人处置资产或业务以促进买卖上市空壳公司的各种手法；
- **联交所可能利用上市规则第 2.04 条**（对发行人施加额外规定）和**上市规则第 6.01(4)条**（指令任何不适合上市的证券停牌或除牌）赋予的权力处理上述规则未明确限制的情况或活动。

新规则（以及相关的指引信）将于 2019 年 10 月 1 日生效，符合现时上市规则下业务运作足够性规定及现金资产公司规定的发行人有在此后起计的 12 个月过渡期。过渡安排不适用于在生效日期后方不符合新上市规则规定的发行人。

实际控制权

在评估交易会否被视为 RTO 或「极端交易」中，除以证监会《收购守则》下的控制权（**守则控制权**）变更为因素之一外，修订亦加入了「实际控制权」的新概念。

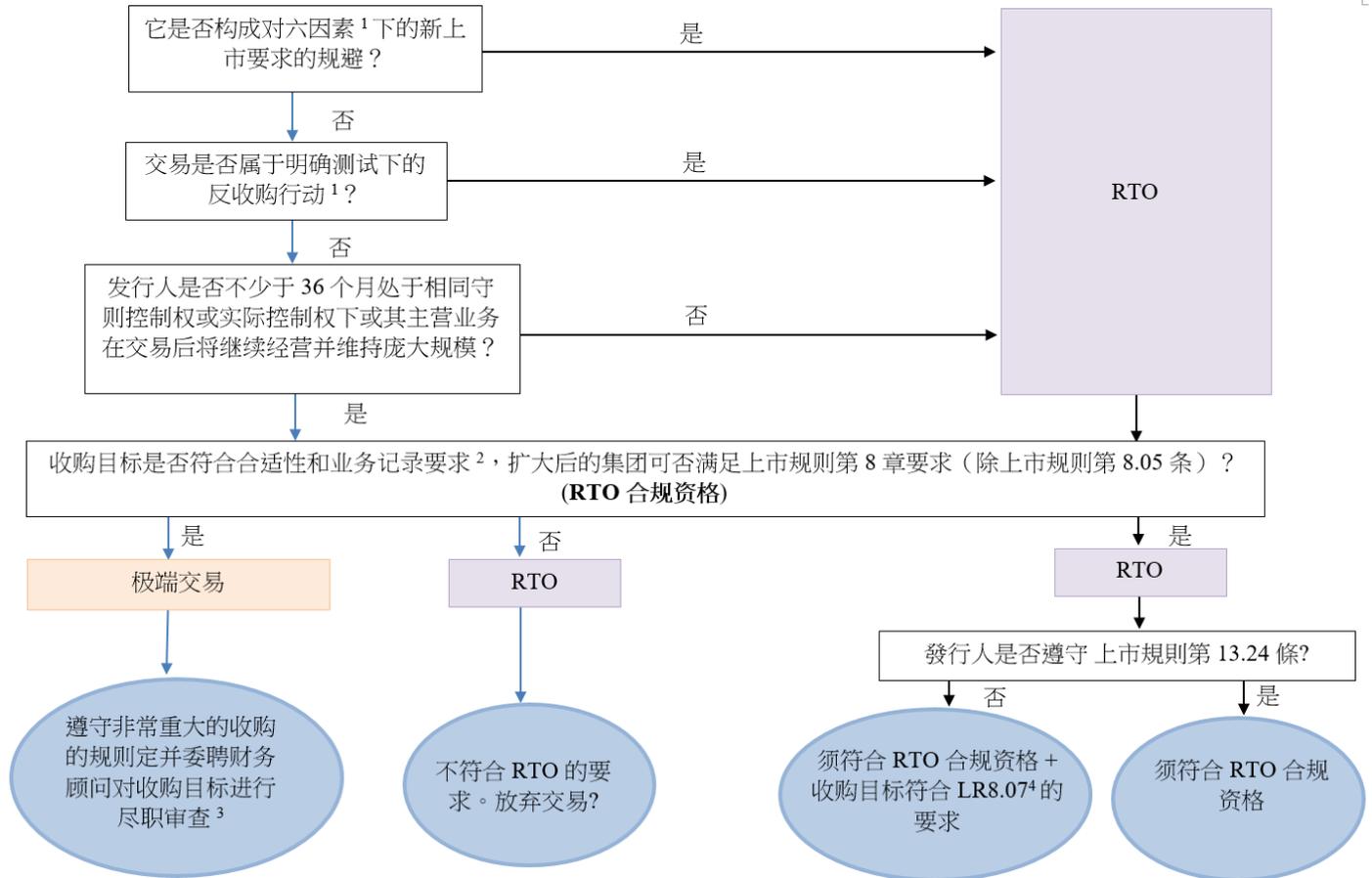
判断实际控制权有否变更的因素如下：

- i. **能够对发行人行使有效控制权的单一最大主要股东是否有任何变动**，如董事局及/或高级管理层或其行政职能的重大变动？及
- ii. 有否向卖方发行具有转换限制机制的**可转换证券**，以避免触发守则控制权的变动，并**允许卖方有效控制发行人**？

此规则通常不适用于作为被动投资者的新主要（非控股）股东。

RTO 规则 / 极端交易

下图简略说明了收购行为（或一连串收购中的最后一次）会被新规则限制的情况：



注：

- 1 **六个因素**是基于先前指引信中（见下文）原则为本测试的修改版本，用于判断单独或一连串的收购是否构成对新上市要求的规避。明确测试也在下面进一步描述。
- 2 **合适性和业务记录要求**是指上市规则第 8.04 及 8.05 条（或上市规则第 8.05A 及 8.05B 条）下的要求。
- 3 发行人须委任财务顾问以对收购目标进行尽职调查，并向联交所发出声明（类似于首次公开招股的保荐人声明）。
- 4 发行人必须证明有足够公众人士对其收购目标的业务感兴趣。

明确测试

明确测试指发行人进行非常重大（单独或一连串）的收购及透过收购变动守则控制权。明确测试保持不变，除用以计算透一连串收购取得守则控制权的人士或其联系人的期限从 24 个月延长至 36 个月。

如果交易或安排之间存在明确关系，或具体情况令人关注发行人是否意图规避 RTO 规则，联交所则可能视相隔多于 36 个月的安排或交易是连串交易或安排的一部分。例子包括：

- 交易在 36 个月期限过后不久提出，亦极可能在 36 个月期限已开始筹划；
- 收购联交所以往曾引用 RTO 规则而放弃收购或缩小收购规模的目标业务；
- 在收购新业务时获得可在 36 个月期限后收购另一目标业务的选择权。

一连串交易的收购之间通常有若干关联，例如，所收购的同是类似业务，或收购同一公司或公司集团的权益，或从相同或相关人士收购业务。

在考虑单一收购或一连串收购的规模是否重大时，联交所通常会比较：

- 合并计算收购目标的财务数字或代价（于各自收购时间）；与之对比的是
- 发行人在 (i) 一连串交易的首宗交易前或 (ii) 一连串交易的最后一次交易时其最新的已刊发财务数字或市值，两者的较低者。

如果证券交易涉及同一公司或集团公司，或与同一方所进行，或与互相有关连或其他联系的公司所进行者，或者它们合计起来会导致发行人于一项以往不曾是其主要业务一部分的业务有很大程度的参与，则**该证券交易将会被合并计算**。

一般规则和原则为本测试的六因素

上市规则第 14.06B 条中 RTO 的定义基本保持不变。它适用于新定义的「收购目标」，指构成企图规避新上市要求的一连串交易或安排下的所有收购目标。

联交所通常会考虑以下六个因素：

- 相对于发行人规模的**交易规模**；
- 发行人的**业务**是否发生**根本转变**；
- 发行人收购前业务的**性质和规模**；
- 收购目标资产的**质素**；
- **守则控制权或实际控制权的变动**；及
- 意图将收购目标上市的（通常在 36 个月内）一连串交易或安排。

如经比较发行人收购目标的业务规模（在各自的收购期间）及原有业务规模（在连串收购交易的最后一次交易时），联交所发现收购目标的业务与原有业务相比完全不同及规模远大于原有业务，则可视为发行人的「业务根本转变」。

联交所不旨在限制与发行人现有运作有关的业务策略有关或与发行人的规模及资源一致的收购，亦不旨在阻止具有既定业务的发行人收购完全不同范围的业务以使运作和收入流多元化。

收购或一连串收购后的业务出售可能会令收购目标和发行人受到 RTO 规则以及足够的业务运作测试的限制。

极端交易

这些收购或一连串收购可能达致把收购目标上市的效果，但有以下特点：

- 发行人可以向联交所证明其并非试图规避新的上市要求；和
- 发行人长期（至少 36 个月）处于相同守则控制权或实际控制权下或发行人的主营业务在交易后将继续经营并维持大规模；和
- 收购目标可以满足合适性和业务记录要求，扩大的集团符合上市规则第 8 章的要求（上市规则第 8.05 条除外）。

年度收入或总资产价值 10 亿港元可能表示发行人的规模庞大，但仍然需视乎发行人的财务状况、业务性质、经营模式及未来业务计划而定。

足够业务运作及现金资产公司测试

发行人经营的业务（直接或间接进行）须具有足够的业务运作，并（而不是现时上市规则中的「或」）拥有相当价值的资产来支持其营运。只有重要资产但没有足够业务运作，或没有具规模的业务，或没有可行且可持续的业务发行人亦是不合规的。

除了上市规则第 21 章所列的投资公司和经营银行业务的公司、保险公司、证券公司在其日常业务过程中进行的投资活动外，**自营证券交易及/或投资业务通常不计算在内**。若证券公司的自营证券交易及/或投资构成其业务的重要部分，此项豁免并不适用。上市规则第 14.04(1)(g) 条下的「收入豁免」将不包括用于资金管理目的的证券投资。此外，在上市决策 53-2 所述，联交所对资金管理及库务管理活动的立场将予删除。

现金资产公司（上市规则第 14.82 条）指的是资产全部或大部分为现金及/或「短期投资」（而非现有上市规则中指的「短期证券」）的公司。「短期投资」包括易于变现或转换为现金的上市证券或其他金融工具，以及在不到一年到期的债务证券。联交所通常会考虑现金及/或短期投资的价值，相对于发行人的总资产、营运水平、财务状况、业务性质及日常现金需求。

发行人有责任证明其拥有足够的业务运作。GL106-19 第 23 段列出了发行人需提供的资料，以证明其拥有可行、可持续且规模的业务。因此，发行人在准备财务报告的「管理层讨论与分析」时，应牢记这些因素。

可被视为不可行或不可持续的业务范例包括：

- 经营活动和收入水平很低（例如收入少于公司支出）
- 目前的小规模运作不是由于市场或业务策略导致的暂时性下滑或减少或暂停运营（例如长期损失）
- 没有足够的资产来支持可产生足够收入和利润的业务以维持上市地位。

无实质业务的指标包括(a) 依赖于有限数量的交易或客户或单一业务来源，(b) 具有极低进入门槛，(c) 可轻松建立和终止，(d) 无需大量成本或(e) 资产负担或收入的基础不明确或有问题的业务。小规模放债人业务或订单贸易公司容易被认为属于这一类别。

何时会援引足够的业务运作标准和现金资产公司规定？

- 作为对发行人财务汇报定期监督的一部分
- 发行人进行涉及处置或终止其主要业务（或其主要部分）的公司活动
- 当发行人在处置或以其他方式大幅缩减其现有业务规模后建立或收购一个或多个新业务时
- 在 RTO 评估的情况下

大规模证券发行

若联交所认为发行人发行新证券（股票和股票衍生品）以换取现金以来收购及/或开展（可能在股权融资之前开始的）新业务构成对新上市规定的规避，此限制将适用。例如已或将发生的或交易将会使发行人的守则控制权或实际控制权变更，并且新业务规模预计将远超于发行人现有的主要业务的情况。

为判断拟发行的证券是否会受此规则所限，联交所会考虑发行人的现金资产比率（连同发行所得的收益，包括任何专门用于特定目的）在进行集资后会否超过 50%。在发行新证券之前，应事先与联交所进行咨询。

出售及实物配发限制

禁止在与守则控制权变更相关或之后的 36 个月内（以一连串的）出售或作实物配发发行人现有业务的全部或重要部分，除非发行人的余下业务或在守则控制权变更后收购的资产能满足合适性和业务记录的要求。如果实际控制权发生变化，此限制也可能同样适用。

如果实物配发涉及的资产等同于非常重大的出售事项（上市规则第 14.08 条测试百分比率超过百分之七十五），则须遵守以下规定：

- **特别股东批准要求**（股东大会中的有效表决票中百分之七十五赞成及少于百分之十反对），控股股东（如没有，独立非执行董事以外的董事及最高行政人员）须放弃投票；
- 发行人的股东（独立非执行董事以外的董事、最高行政人员和控股股东除外）须获提供合理的现金或其他流动资产选择代替配发的资产。

其他规则修订

- 上市规则第 14.36B 及 14A.63 条：有义务宣布及在年度报告中披露任何修改或未能达到须予公布的交易的利润/履约保证的义务，包括其理由、修改是否公平合理、与盈利或财务表现目标的差额、以及有关赔偿权利的状态或任何决定、调整方案，以及董事局的看法。
- 上市规则第 14.58 及 14A.68 条：在须予公布的交易及关联交易中，披露所有对手方身份和业务活动而非只限于对公司或其他实体的披露；以及在关联交易中，披露交易对手方最终实益拥有人的身份和业务活动。
- 上市规则附录十六第 32(4A)段要求发行人对**重大投资行为**（即总资产测试超过百分之五的投资行为）进行具体报告，报告内容包括发行人业绩的细节和投资策略等。
- 在常见问题编号第 057-2019 号中阐明如果证券交易涉及同一公司或集团公司，或与同一方所进行，或与互相有关连或其他联系的公司所进行者，或者它们合计起来会导致发行人大量参与一项以往不曾是其主要业务一部分的业务时，则该**证券交易将会被合并计算**。

主要联系人

如果您对本文所涉及的材料有疑问或想了解更多信息，请联系我们的香港办公室的合伙人。



张宝珍
合伙人
香港
+852 2507 9744
janet.cheung@reedsmith.com



杨能妮
亚太主管合伙人
香港
+852 2507 9735
denise.jong@reedsmith.com



莫家聪
合伙人
香港
+852 2507 9775
karchung.mok@reedsmith.com



彭怀谷
合伙人
香港
+ 852 2507 9737
michael.pepper@reedsmith.com



黄美玲
合伙人
香港
+ 852 2507 9702
may.wong@reedsmith.com



韦诗咏
合伙人
香港
+ 852 2507 9741
cynthia.wei@reedsmith.com



傅石
合伙人
北京
+86 10 6535 9566
mfosh@reedsmith.com



何德范
合伙人
香港
+852 2507 9730
delpha.ho@reedsmith.com



赖爱慧
合伙人
香港
+852 2507 9710
ivy.lai@reedsmith.com



伍安琪
合伙人
香港
+852 2507 9788
angel.ng@reedsmith.com



王飞鸿
合伙人
香港
+852 2507 9869
gregory.wang@reedsmith.com



黄浩然
合伙人
香港
+852 2507 9716
patrick.wong@reedsmith.com



胡元森
合伙人
香港
+ 852 2507 9785
anthony.woo@reedsmith.com

礼德是一家国际性律师事务所，致力于协助客户推动其业务发展。

我们长期的合作关系、国际视野和协作架构使得我们成为您快速解决复杂争议、交易和监管事宜的首选合作伙伴。



本文件并不构成特定情况下的法律意见，文件内容仅供参考。

“Reed Smith”指 Reed Smith LLP 及相关实体。Reed Smith LLP 2018

- 阿布扎比
- 奥斯汀
- 雅典
- 北京
- 世纪城
- 芝加哥
- 达拉斯
- 迪拜
- 法兰克福
- 香港
- 休斯顿
- 哈萨克斯坦
- 伦敦
- 洛杉矶
- 迈阿密
- 慕尼黑
- 纽约
- 巴黎
- 费城
- 匹兹堡
- 普林斯顿
- 里士满
- 旧金山
- 上海
- 硅谷
- 新加坡
- 泰森斯
- 华盛顿特区
- 威明顿