
香港上市公司反收购行动
之上市规则规定

CHARLTONS
易周律師行
Solicitors

香港

上海

北京

仰光

www.charltonslaw.com

目录

1	有关香港上市公司反收购行动需知悉的十大重要事项.....	1
2	引言：反收购行动与首次公开招股.....	5
3	香港对反收购行动立场之背景.....	6
4	反收购行动的定义.....	7
5	控制权变动后的出售限制.....	15
6	顺利通过明确测试的非常重大的收购事项.....	16
7	与反收购行动有关的《上市规则》规定.....	20
8	符合新上市申请人的准则.....	22
9	有关无须遵守反收购行动规则的极端非常重大交易的规定.....	23
10	符合上市规定的资产注入.....	26
11	现金认购及业务复苏：《主板上市规则》第 13.24 条/《创业板上市规则》 第 19.24 条.....	27
附录 A	新上市申请人标准摘要.....	28
附录 B	矿业及石油公司上市资格规定.....	30
附录 C	有关通过明确测试的非常重大的收购事项的上市决策概述.....	32

1 有关香港上市公司反收购行动需知悉的十大重要事项

i. 什么是反收购行动？

反收购行动广义上指上市发行人的某项资产收购（或某连串资产收购），而有关收购按联交所的意见具有达致把所收购的资产上市的意图，同时亦构成规避《上市规则》有关新上市申请人规定的一种方法。¹ 此属一项原则为本测试。

ii. 反收购行动有具体定义吗？

没有。《上市规则》仅列出两种特定的反收购行动的明确测试，包括：涉及上市发行人的控制权（即 30%）变动的收购以及在上市发行人的控制权转手后的 24 个月内，向新控股股东进行非常重大的收购事项（即有关收购的任何百分比率为 100%或以上）。²

未能通过明确测试的非常重大的收购事项均被视为反收购行动，上市发行人因此需要遵循有关新上市申请人的程序。

iii. 反收购行动还可以在其他情况下进行吗？

可以。上述第二点的例子并不涵盖所有情况。如果一项非常重大的收购事项的交易顺利通过明确测试（例如：当控制权未发生变动），联交所将应用原则为本的测试，考量有关收购是否具有达致把所收购的资产上市的意图，同时规避《上市规则》有关新上市申请人的规定。³

因此，即使没有控制权变动，若上市发行人出售其现有业务并收购全新业务，亦可能会被视为反收购行动。⁴

iv. 进行未能通过明确测试的非常重大的收购事项的后果是什么？

若非常重大的收购事项未能通过《上市规则》第 14.06(6)(a)或(b)条（《创业板上市规则》第 19.06(6)(a)及(b)条）所列明的明确测试，交易将被当作反收购行动。联交所将把拟进行反收购行动的上市发行人当作新上市申请人，不论

¹ 《主板上市规则》第 14.06(6)条及《创业板上市规则》第 19.06(6)条。

² 《主板上市规则》第 14.06(6)条(a)段和(b)段及《创业板上市规则》第 19.06(6)条(a)段和(b)段。

³ 联交所指引信 HKEx-GL78-14 第 7 段。

⁴ 2009 年 10 月联交所《上市决策 75-1》。

所收购的资产是否符合新上市规定。除非联交所认为规避新上市规定并未构成重大关注问题，否则联交所不会批准给予豁免：例如当非常重大的收购事项与发行人的主要业务有密切关联（如 业务扩张），获得豁免的可能性较大。若发行人为上市壳股公司，将不太可能获得豁免。

即使获得豁免，如收购对发行人而言非常重大或将引致发行人业务的根本性的变动，联交所一般将坚持增强股东通函中披露的程度。这种载列于 2009 年上市委员会报告的方式，使联交所有关非常重大的收购事项的通函的标准更接近其对首次公开招股的招股章程的要求。

v. 反收购行动被当做新上市申请的后果是什么？

若联交所将拟进行反收购行动的上市发行人当作新上市申请人处理：

- (a) 经扩大后的集团或将收购的资产须满足新上市的财务标准⁵；
- (b) 经扩大后的集团须满足所有其他基本上市条件；
- (c) 上市发行人须发行实质上载有新上市申请人所需的所有资料及非常重大的收购事项资料之上市文件；
- (d) 需支付首次上市费；及
- (e) 上市发行人须委任一名保荐人进行尽职调查。
- (f) 新上市申请必须获得联交所上市委员会(或上市科，若发行人在创业板上市)批准；及
- (g) 反收购行动须在股东大会获股东批准。

vi. 非常重大的收购事项顺利通过明确测试的后果是什么？

若控制权未发生变动，除非联交所认为非常重大的收购事项是“极端个案”⁶，否则联交所不会把非常重大的收购事项（即使该交易具有达致把所收购的资产上市的意图，同时规避《上市规则》有关新上市申请人的规定）当作反收购行动。

⁵ 《主板上市规则》第 8.05 条及《创业板上市规则》第 11.12(A)条。

⁶ 联交所指引信 HKEX-GL78-14 第 7 段。

决定交易是否属极端个案时，联交所会考虑下列因素：

- 收购规模相对发行人的规模；
- 所收购业务的质量 – 有关业务是否能符合新上市的营业记录规定，又或者有关业务是否不适合上市（例如初阶矿物勘探公司）；
- 发行人于收购前的业务性质及规模（主要问题是其是否仅为上市壳股公司）；
- 发行人的主要业务是否出现任何根本性的变动（例如现有业务于收购后将会终止或于业务扩大后变得微不足道）；
- 过去、建议中或计划中的任何其他事件及交易，连同该收购事项，会否构成一连串的安排，以规避反收购行动规则（例如发行人在进行非常重大的收购事项时，同时出售原有业务）；及
- 向卖方发行任何受限制可转换证券，使卖方拥有发行人的实际控制权。受限制可转换证券是指具有重大摊薄效应的可换股证券，而该等证券设有换股限制机制（例如限制可导致证券持有人持有 30% 权益或以上的换股），以免触发《公司收购及合并守则》下的控制权转变。⁷

联交所不会将反收购行动规则应用于通过明确测试，但不属于极端个案的非常重大的收购事项。不过，联交所可能会要求发行人根据加强披露和审查的方式，准备交易通函。⁸

vii. 联交所将如何对待被归类为“极端个案”的非常重大的收购事项？

若联交所根据上述第(6)段所载准则，认为非常重大的收购事项构成是“极端个案”，联交所将视其为**极端非常重大交易**⁹，当：

- 拟收购资产符合《上市规则》第 8.05 条有关最低盈利的规定（《创业板规则》第 11.12A 条有关经营业务正现金流入规定）；及

⁷ 联交所指引信 HKEx-GL78-14 第 7 段。

⁸ 联交所指引信 HKEx-GL78-14 第 30 段。

⁹ 「极端非常重大交易」与 2009、2010 及 2013 年上市委员会年报中讨论反收购行动时采用的「不明确个案」有相同含义。

- 规避新上市规定并未构成重大关注问题。¹⁰

联交所将提交所有极端非常重大交易于上市委员会，以作出决定。不属极端非常重大交易的收购事项(即因为收购的资产不符合有关新上市规定)将被视为反收购行动，且因为未能符合新上市规定而不能进行。如果上市委员会决定反收购规定适用于该极端非常重大交易，发行人将被当做新上市申请人，并须符合有关新上市规定(参见上文第(5)段)。

如果上市委员会决定反收购行动规则不适用于该极端非常重大交易，发行人将被要求：

- 根据加强披露及审阅的方法准备交易通函；及
- 委任财务顾问对该收购进行尽职调查。¹¹

收购事项亦须遵守《上市规则》第14章(《创业板上市规则》第19章)有关非常重大的收购事项的规定，包括有关股东批准的规定。

联交所曾表示收购新业务或资产，被当作新上市申请的可能性较大，鉴于过往财务资料或业务历史的数据较少，联交所对加强披露的要求仅能发挥有限作用。

viii. 控制权变更后，通过延迟出售现有业务直至注入资产，可以规避反收购行动规则，从而避免令资产注入被归类为非常重大的收购事项吗？

不能。《上市规则》规定若(a)新控股股东注入资产；及(b)控制权转手之前及之后新控股股东的资产注入(或一组资产注入)，连同业务出售一起考虑，将导致非常重大的收购事项，则上市发行人不能在控制权转手后的24个月内出售其现有业务，除非控制权转手后收购的资产能满足新上市规定，¹² 否则，该等交易将被视为新上市申请。¹³

ix. 对拟进行矿业或石油资产反收购行动的上市发行人而言，反收购行动规则的含义是什么？

¹⁰ 联交所指引信 HKEx-GL78-14 第8段。

¹¹ 联交所指引信 HKEx-GL78-14 第9段。若收购行动涉及天然资源及根据《上市规则》第18章(《创业板上市规则》第18A章)编制合格人士报告及估值报告，上市委员会或不会要求进行额外的尽职调查。

¹² 《主板上市规则》第14.92条及第14.93条；《创业板上市规则》第19.92条及第19.93条；上市委员会2008年年报。

¹³ 请亦参阅联交所LD7-2011上市决策。

就《上市规则》而言，在反收购行动中收购矿业或石油资产的上市发行人将成为“矿业公司”。¹⁴ 若收购事项被视为须遵守新上市规定的反收购行动，除基本上市条件之外，所收购的资产或经扩大的集团须满足分别于《主板上市规则》及《创业板上市规则》第 18 及 18A 章列载的针对矿业公司的上市新申请人的额外标准。

x. 《收购守则》对反收购行动的含义是什么？

要约收购一间香港上市公司 30%或以上的投票权将产生《收购守则》规则第 26 条所规定的义务，即在未获证监会执行人员豁免的情况下，按同等条款向目标公司的全体股东作出全面要约。规则第 25 条进一步禁止要约人及其联系人以优惠条件向一名或以上股东作出要约，而该等优惠条件非为所有其他股东所获得。

2 引言：反收购行动与首次公开招股

历史上，反收购行动是实现于证券交易所上市的另一个选择。在典型的反收购行动中，公司（“被收购方”）将确定目标的上市公司。上市公司随后将收购被收购方或另一家公司或被收购方的其他资产，并发行股份（普通或优先股）及/或可换股债券作为对价。最终导致被收购方获得上市公司的控股权。不需要接受显著的监管审阅（且无招股章程规定）意味着反收购行动比首次公开招股需时更短。另外，相比起首次公开招股反收购行动毋须遵守市场要求，上市公司的新拥有人通常会受到更少的股份摊薄，因此有更大的控制权。因缺少承销商，反收购行动耗费更少。对于收购上市公司的公司而言，募集资金将会容易得多，因为通过公开市场，投资者将具有明确的退出策略。

反收购行动的缺点为其速度及最终价值有时被高估，另外，有时进行反收购行动时并未有足够考虑到未涉及之股东。

在许多国家，反收购行动依然是一个取得上市地位的选择，尽管在有关中国公司通过反收购行动而上市的会计丑闻相继传出后，各界最近已采取措施（尤其在美国及中国）加强对反收购行动的规管。美国和加拿大过去一直鼓励反收购行动，尤其鼓励那些不可能承担首次公开招股包销商费用的小型及微型公司。举例而言，在美国是有可能交易上市壳股公司的股份—投资目的被假定为透过向该壳股公司进行反收购行动而从中获取收益。但是，若反收购行动规管不足，便会产生问题。新加坡几个备受关注

¹⁴ 《主板上市规则》第 18.11 条及《创业板上市规则》第 18A.11 条。

的反收购行动皆因利润保证而告失败，致使新加坡证券交易所刊发对潜在反收购行动的额外规定，包括订立反收购行动的最低发行价及引入对上市公司及其财务顾问就评估牵涉利润保证的收购的新规定，斥责了 2007 年牛市期间的伎俩。

3 香港对反收购行动立场之背景

香港联合交易所有限公司（“**联交所**”）上市规则对反收购行动的规管严谨。联交所上市规则（“**上市规则**”）主要修订于 2004 年 3 月 31 日生效，该修订首次将特定的反收购行动规则归入《主板上市规则》（以前反收购行动规则载于联交所《创业板上市规则》），新主板反收购行动规定与创业板反收购行动规则并行。2004 年生效的反收购行动规则，旨在终止联交所一直反对的“借壳上市”：原因是借壳上市被用以规避《上市规则》。

2004 年反收购行动规则规定主要包括：

- (i) 资产收购(或一组收购) 若具有达致把有关资产上市的意图及规避《上市规则》有关新上市申请人的规定，将被视为新上市；
- (ii) 将被收购的资产或经扩大后的集团必须足以满足上市的最低标准；
- (iii) 相关的上市文件必须包括新上市申请人文件中要求的资料及《主板上市规则》第 14.69 条（《创业板上市规则》第 19.69 条）中要求有关非常重大的收购事项的资料；及
- (iv) 专家是独立于该公司遵守适用于非常重大的收购事项的公告及股东批准规定。

该规则亦载有反规避条款¹⁵，以避免新控股股东于控制权转手后，通过延迟出售现有业务直至上市发行人注入资产，以规避反收购行动规则，因而避免资产注入被归类为非常重大的收购事项。

3.1 反收购行动作为借壳上市之途径

九十年代初，借壳上市在香港尤其普遍，许多在中华人民共和国（“中国”）成立之中国公司均以此方式上市。但是，联交所对反收购行动持怀疑态度，并且于 2004 年 3 月（引入主板反收购行动规则）之前的十年，已经废止了为了上市，将没有适当营业记录的非上市资产注入上市空壳中，同时引起控制权的变动之做法。

¹⁵ 《主板上市规则》第 14.92 至 14.93 条及《创业板上市规则》第 19.92 至 19.93 条，于以下部分进一步讨论。

这是通过联交所与证监会在 1993 年刊发联合公报实现的。该公报刊载了监管反收购行动交易的原则。反收购行动被定义一项交易（或 12 个月内的一连串交易）：(i)收购非上市资产，而该收购可被归类为非常重大的收购事项；及(ii)通过引入新大股东，引致控制权的变动。

在采取步骤限制反收购行动的同时，联交所亦批准中国公司以 H 股公司的身份上市。

3.2 反收购行动作为解除财困之工具

另外，借壳上市为因银行债权人驱使需进行重组，陷入财困的上市公司，提供了一个良好的途径。2004 年 3 月的规则变动（其主要目的是提高上市公司的企业管治标准）来源于彼时联交所的以下观点：若干香港上市公司的企业管治标准低于一般标准，而该等公司不利地影响了市场的整体质量。但是，此等压倒性的关注却未能分辨营救公司与非营救公司的情况。对陷入财困的上市公司的债权人而言，上市地位通常为最能被变现的“资产”。从前，银行债权人通过武士的介入而出售“上市壳股公司”，以实现若干程度的坏账回收，并通常于重组后，辅以适时地从其持股位置退出。该途径通常优于清算方法，因为从清算公司的基础资产而产生的收益不太确定。

作出 2004 年修订时，该修订可能引致的效果为消弱上市壳股公司的价值，使武士解救陷入财困的发行人变得更加困难。

4 反收购行动的定义

4.1 定义

《主板上市规则》第 14.06(6) 条序言及《创业板上市规则》第 19.06(6)条将反收购行动定义为：

上市发行人收购某项资产或某连串资产，而从联交所的角度，有关收购构成一项交易或安排（或为一连串交易或安排的其中一部分），而该等交易或安排具有：

- (i) 达致把所收购的资产上市的意图；及
- (ii) 同时构成规避《主板上市规则》第 8 章（《创业板上市规则》第 11 章）有关新上市申请人的规定的一种方法（“定义”）。（我们加上强调。）

此属一项原则为本测试，并且给予了联交所非常广泛的自由裁量，若其认为某项交易

具有规避上市规则之意图，即可将该交易视为反收购行动。

4.2 明确测试

《上市规则》并未将达致反收购行动的特定交易进行定义，取而代之的是《主板上市规则》第 14.06(6) 条及《创业板上市规则》第 19.06(6)条(a)段及(b)段列载了构成反收购行动的交易的两个例子：

根据该等段落，“反收购行动”通常指：

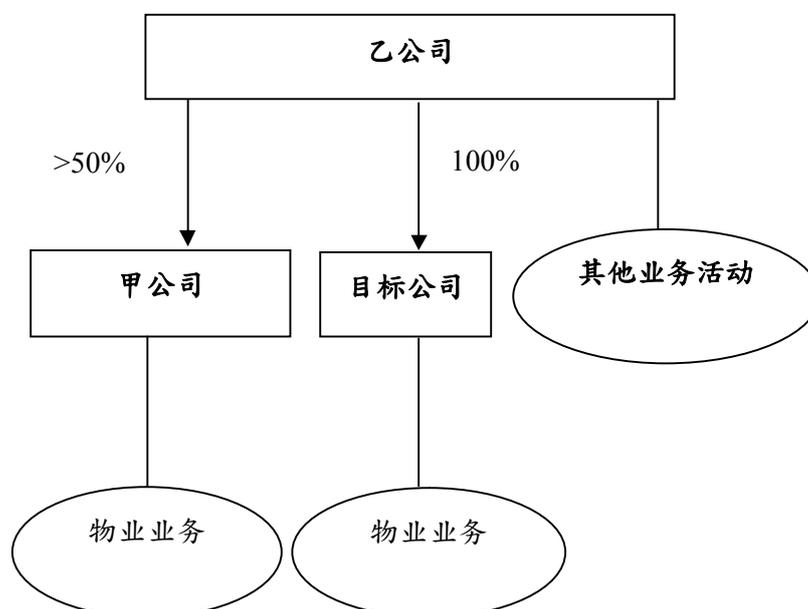
- (a) 构成非常重大的收购事项的一项或一连串资产收购（按《上市规则》第 14.22 及 14.23 条合并计算），而当上市发行人进行有关收购之同时，上市发行人（不包括其附属公司）的**控制权**（如《收购守则》所界定的（即 30%））**出现变动**；或有关收购将导致上市发行人（不包括其附属公司）的**控制权有所改变**；或
- (b) 属以下情况的资产收购：在上市发行人的控制权转手后的 24 个月内（该控制权变动并未有被视为反收购），上市发行人根据一项协议或安排，向一名（或一组）取得控制权的人士（或上述人士的联系人士）收购资产，而有关资产收购或一连串资产收购（按《上市规则》第 14.22 及 14.23 条合并计算）构成非常重大的收购事项。为了界定一项或以上的交易是否构成非常重大的收购事项，计算百分比率的分子须为控制权变动时或收购时有关数字的较低者。

未能通过任何明确测试的非常重大的收购事项将构成反收购行动，并被视作新上市。根据明确测试，任何控制权变动后 24 个月内的收购，无论以个别或总体而言，只要构成非常重大的收购事项，将构成反收购行动，并被视作新上市。

4.3 未能通过明确测试的非常重大的收购事项

根据《上市规则》第 14.06 (6) (a) 或 (b) 条（《创业板上市规则》第 19.06 (6) (a) 或 (b) 条），未能通过明确测试的非常重大的收购事项将构成反收购行动，并被视作新上市，即使其符合有关新上市的规定。根据上市决策 LD29-2012，上市发行人在控制权转手后的 24 个月内向其控股股东收购公司，将被认为未能通过《上市规则》第 14.06 (b) 条的规定，因此须遵守有关反收购行动的规则。

该集团的简化架构如下：



背景

该案例是有关于联交所主板上市的发行人（甲公司）拟从其控股股东乙公司收购目标公司。

拟收购前一年，乙公司收购了甲公司的控制权益，甲公司为成为其附属公司。

甲公司主要从事物业业务。乙公司从事各种业务，包括通过目标公司持有的若干物业项目。

交易

甲公司拟从乙公司收购目标公司，并将向乙公司发行新股份作为对价。

根据其规模，该交易对甲公司而言为非常重大的收购事项。虽然该交易于甲公司控制权变动后 24 个月内进行，但甲公司认为该交易被不应归入反收购行动，因为：

- 甲公司已从物业业务多年，拥有大量的业务运营，并非壳股公司。
- 目标公司和甲公司从事同一类型的业务。

- 该业务为集团重组，以便将乙公司的物业业务与甲公司合并。其目的并非使目标公司的业务上市。
- 目标公司的业务能满足《上市规则》第 8.05(1)条有关新上市申请人的利润规定。

决策

根据《上市规则》第 14.06(6)(b)条，该交易对甲公司而言构成反收购行动，因为该交易为非常重大的收购事项，而从乙公司收购的目标公司是在乙公司收购甲公司的控制权后 24 个月内进行的。

虽然该交易为乙公司的集团物业业务重组，但目标公司对甲公司而言规模非常重大。该交易连同甲公司控制权的变动，构成使目标公司的物业业务上市之方法。

4.4 豁免未能通过明确测试的交易

如果交易未能通过明确测试，而联交所认为规避《上市规则》并未构成重大关注问题，上市发行人可能豁免于遵守有关反收购行为的规则。上市决策表明，与发行人的主要业务密切相关的收购事项获得豁免的可能性较大。当收购对发行人而言非常重大或将引致发行人业务的根本性的变动，若授予豁免，联交所一般将坚持增强股东通函中披露的程度。

上市决策 LD59-2013: 成功获得豁免的申请

在上市决策 LD59-2013 中，电子博彩公司（“C 公司”），拟向 X 先生（C 公司的执行董事及主要股东）收购海外市场的专利权。该收购事项属一项非常重大的收购事项。该收购同时属一项 C 公司的关联交易。C 公司的收购代价包括现金及配发代价股份。这项收购后，X 先生将持有 C 公司经扩大的股本 30%以上，他将根据《收购守则》申请清洗豁免，致使不须提出全面收购建议。由于该收购属一项非常重大的收购事项，将导致上市发行人的控制权发生变动，因此该收购属一项《上市规则》第 14.06（6）（a）条所述的反收购行动。

C 公司申请豁免遵守《上市规则》第 14.06（6）（a）条的规定，因为 C 公司收购该专利权是为了将其现有的博彩业务扩展至海外市场。C 公司现有业务已有很大的营运规模，并录得盈利。这项收购并不比 C 公司的规模显著重大。此外，C 公司表示会将其收购通函的披露资料提升至上市招股书的水平。该通函亦会涵盖甲公司对该专利权进行尽职审查的详情及该专利权的估值报告。

决策

根据《上市规则》第 14.06(6)(a)条，联交所认为该专利权的收购事项为反收购行动。然而，联交所认同该专利权与 C 公司现有的主要业务有关连，并没有规避《上市条例》的疑虑。联交所同意豁免“C 公司”遵守《上市规则》第 14.06(6)(a)条。该收购事项被界定为一项非常重大的收购事项及关连交易，而非反收购行动。

上市决策 LD58-2013 – 未能获得豁免的申请

若发行人为上市壳股公司，未能通过明确测试的交易不太可能获得豁免。在上市决策 LD58-2013 中，收购方（“甲公司”）未能获得豁免遵守《上市规则》第 14.06(6)条。甲公司是一家停牌的公司，因未能维持《上市规则》第 13.24 条规定的资产值及营业额，已停止大部分业务营运。甲公司拟收购目标公司（作为复牌建议的一部分），向卖方发行代价股份，故此卖方将持有甲公司的已发行股本逾 90%，并成为其控股股东。卖方拟于甲公司复牌前减持其所持有甲公司的股份，以符合公众持股量规定。

该收购事项属一项导致上市发行人甲公司的控制权出现变动的非常重大的收购事项，未能通过明确测试，属于《上市规则》第 14.06（6）（a）条所述的反收购行动。引述上市决策 LD95-1，然而，甲公司要求联交所考虑不要把该收购事项视为一项反收购行动，理由是甲公司认为目标公司可符合《上市规则》第 8.05 条中，有关新上市申请人的营业纪录规定。

然而，联交所拒绝授予豁免，因为：

- 该收购事项属于《上市规则》第 14.06(6)(a)条的明确测试范围内；
- 甲公司属一间上市空壳公司。收购事项显示卖方试图通过将其业务（即目标公司）注入甲公司而将有关业务上市；及
- 本个案有别于甲公司所引述「上市决策 LD95-1」的情况。在该个案中，取得有关上市发行人控制权的投资者并无向发行人注入资产

4.5 通过明确测试的交易

上市委员会 2007 年年报确认，《上市规则》第 14.06（6）（a）及（b）条的明确测试非穷尽列举了反向收购行动的两种具体形式。这实质是借壳上市，但并不属《上市规则》第 14.06（6）（a）及（b）条规定的内容，仍可被视为反收购行动，须遵守《上市规则》的有关规定。

不要求控制权发生变动

联交所 2009 年 10 月 75-1 上市决策¹⁶列明即使控制权没有发生变动，某收购仍可被视为反收购行动。该案例是关于一家长期停牌的公司（“甲公司”）。被停牌时，甲公司及其附属公司（“集团”）主要从事树苗及树种的培育、销售及买卖。甲公司与第三方协议出售其于附属公司的全部权益（“有关出售”），而该附属公司当时正经营该集团的主要业务。有关出售构成甲公司一项非常重大的出售事项。

甲公司的复牌建议包括订立以下的交易及安排：

- (i) 股本集资；及
- (ii) 以现金作为对价向独立第三者的卖方收购（“有关收购”）若干服务式住宅及安老院业务（“新业务”）。

有关出售之后，集团已停止经营其原有的主要业务。甲公司打算重点发展新业务。

甲公司辩称，尽管根据计算出来的百分比率，有关收购将是非常重大的收购事项，但因有关收购及其他交易不涉及控制权变动，故该交易不构成反收购行动。

联交所不同意甲公司的意见，并指出参照《2007 年上市委员会年报》中的声明：《上市规则》第 14.06(6)条(a)及(b)段并不涵盖所有情况。若交易实质上属于借壳上市，即使顺利通过明确测试，仍可能被视作反收购行动。联交所厘定：

- (i) 集团已出售附属公司，已不再保留任何重大的营运资产，并已停止进行任何原有的主要业务。甲公司实质上是一家上市壳股公司。
- (ii) 有关收购构成意图达致新业务上市的连串交易及安排的其中一部分。
- (iii) 有关收购将构成甲公司的反收购行动。甲公司将被当作《上市规则》第 14.54 条所述的新上市申请人处理。

联交所如何看待“控制权变动”？

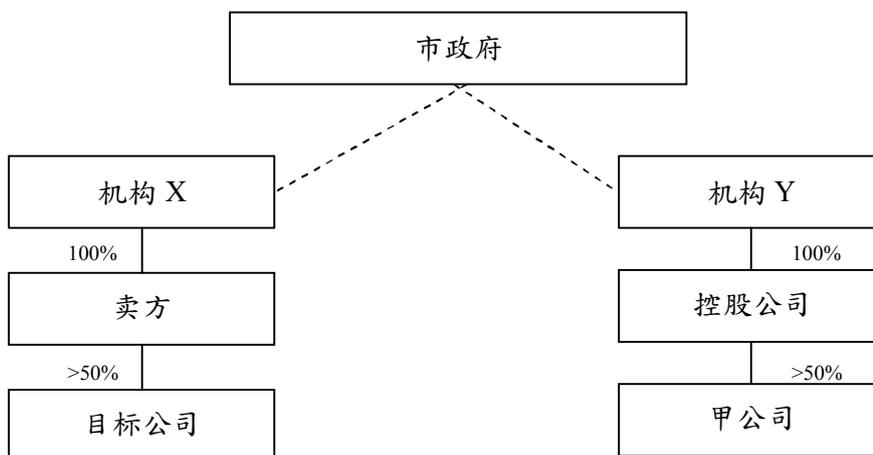
上市决策 75-2

该案例涉及市政府的两家附属机构的直接控制权的变动。收购前后简化的集团架构

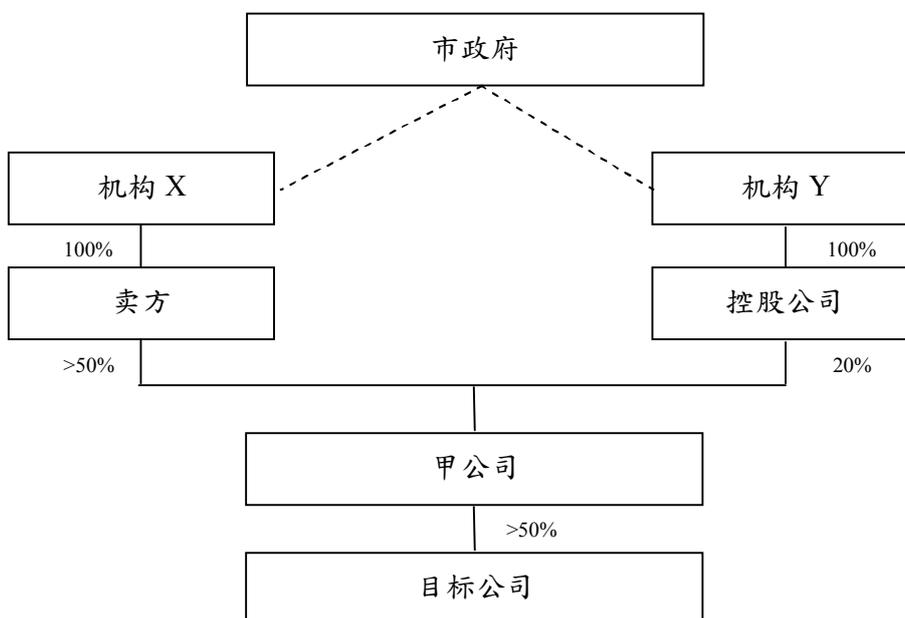
¹⁶ http://www.hkex.com.hk/chi/rulesreg/listrules/listdec/2009listdec_c.htm

为：

收购前



收购后



1. 甲公司为主板上市公司，拟购入卖方于目标公司的权益（“有关收购”）。甲公司与目标公司从事同一行业。

2. 由于甲公司将透过发行新股予卖方作为部分的对价，有关收购将导致甲公司的股权架构出现变动：

- i. 控股公司于甲公司的持股将被摊薄至甲公司已扩大已发行股本的20%左右。
- ii. 卖方将持有甲公司已扩大已发行股本超过 50%。根据《收购守则》第 26.1 条释注 6(a)，卖方获豁免不用履行因有关收购而须就甲公司所有股份提出全面收购建议的责任。
- iii. 有关收购是甲公司的一项关连交易，因为由甲公司上市起，联交所已将卖方及其联系人视为甲公司的关连人士。按有关百分比率计算，有关收购亦构成非常重大的收购事项。
- iv. 甲公司寻求联交所确认有关收购非《上市规则》第 14.06(6)条所指的反收购行动。甲公司称，虽然有关收购会导致卖方取得甲公司的控股权益，但控股权不会出现第 14.06(6)条所指的变化，理由如下：
 - 机构 X 与机构 Y 均属市政府的附属机构，由市政府监督。籍着这些机构，市政府一直控制着控股公司、甲公司、卖方及目标公司等各家公司，包括透过行使其投票权。
 - 市政府在收购前后均对甲公司拥有(并将继续拥有)最终控制权。

决策

由于在有关收购后市政府仍是甲公司的控股股东，甲公司的最终控制权不会因有关收购而改变，故有关收购未被视为甲公司的反收购行动。

联交所亦考虑了《收购守则》有关“控制权”的判断。在这宗个案中，证监会行政人员已豁免卖方不用履行《收购守则》第 26.1 条注释 6(a)所述的要约责任。这与发行人控制权变动，并按《收购守则》给予清洗豁免(在独立股东批准的情况下)的情况不同。

这决策意味着企业可以利用反收购对其进行重组，只要该企业的最终控制权保持在同一实体中，并且该实体发挥积极的控制作用，其附属公司便能够自由变动其较低层的控制权架构。

5 控制权变动后的出售限制

5.1 反规避条款

为预防规避反收购行动规则，《主板上市规则》第 14.92 条及 14.93 条（《创业板上市规则》第 19.91 条及 19.92 条）规定了上市发行人不得在控制权转手后的 24 个月内出售其原有业务，除非控制权转手后所收购的资产能够符合《主板上市规则》第 8.05 条 / 《创业板上市规则》第 11.12A 条之规定。否则，该交易将被视为新上市。

该等规则允许出售若干（例如小型）资产，但须保留“现有业务”。对于只有在可保留若干资产的情况下才愿意出售上市工具之股东来说，该等规则会产生问题。

5.2 控制权变动后出售现有业务的指引：上市委员会 2008 年年报

上市委员会 2008 年年报中确认，严格执行《主板上市规则》第 14.92 条及 14.93 条（或创业板类似规定），并非其本意。其本意是防止新控股股东以一连串交易，组织反收购行动，从而规避反收购行动规则，例如，上市发行人将出售原有业务的交易，延迟至控制权转换后不久，并获注入资产后才进行，以避免有关资产收购被归类为非常重大的收购事项。

然而，该等《上市规则》条文上所用的字眼支持较为狭义的诠释，以致即使没有任何资产注入，上市发行人实际上仍不得在控制权转换后 24 个月内，以合理理由出售旗下任何原有业务。

因此，在 2008 年 4 月的政策会议上，上市委员会通过建议，以恢复该等规则的本意。根据该建议，出售限制将于出现下列情况时才适用：(a) 新控股股东曾向上市发行人注入资产（因此可提出有关反收购行动的合理怀疑）；及 (b) 在考虑到出售事项的情况下，新控股股东于控股权转换期间或之后，进行注入资产行动（或一连串注入资产行动），而该等注入资产行动将可构成一项非常重大的收购事项。

因此，出售限制仅适用于上述情形，而不适用于控制权变动后，新控股股东并没有注入资产的出售情形。

5.3 联交所就有关控制权变动后出售限制的上市决策（联交所-LD7-2011）

联交所于 2011 年 3 月刊发了上市决策（联交所-LD7-2011），关于主板发行人（“甲公司”）意图规避对反收购行动具约束力的《上市规则》第 14 章所刊载的规管制度的若干要素。《上市规则》第 14.92 条为有关规避条例，其防止上市发行人于控制权变动后

24 个月期间出售其现有业务。甲公司寻求无须遵守该规则的豁免。但是，联交所拒绝授予该豁免，主要因为甲公司意图推翻《上市规则》第 14.92 条的政策目标。联交所继续陈述，若甲公司坚持出售，将根据《上市规则》第 14.93 条，联交所将视甲公司为新上市申请人。

甲公司企图规避第 14 章有关规则，延迟出售甲公司的现有业务，直至其签署一项有关收购另一业务的协议，以此规避触发第 14 章规定的构成“非常重大的收购事项”的百分比率^{17 18}。将该收购归于非常重大的收购事项，将导致触发反收购行动规则。

联交所的主要观点是《上市规则》第 14.92 条及 14.93 条用于消除公司规避《上市规则》第 14.06(6)条的可能性。该等规则欲防止的规避情形之例子，包括新控股股东以一连串交易来组织反收购行动。联交所提出的具体例子为新控股股东获得控制权后不久，便向上市发行人注入资产，但延迟出售发行人现有业务。此程序允许新控股人避免将资产注入归类于非常重大的收购事项，因其确保了所收购资产的百分比率将不超过 100%或以上。

联交所注意到《上市规则》第 14.92 条允许更严格地诠释该条款，即使没有注入任何资产及有合理理由出售业务，发行人亦不可在控制权变动后 24 个月内出售旗下任何现有业务。随后联交所在决策中陈述，《上市规则》第 14.92 条的释义应达到防止规避《上市规则》第 14.06 条的政策目的。有见及此，联交所提出在以下条件下可授予豁免遵守《上市规则》第 14.92 条的规定：

(v) 新控股股东未曾向上市发行人注入资产；及

(vi) 计及发行人就现有业务的一项或多项出售后，于控制权转换期间及之后，该项资产注入（或一连串资产注入）对上市发行人不会构成非常重大的收购事项。

就该案例而言，联交所根据控制权变动、收购及出售的整体影响，发现该案例有损《上市规则》第 14.92 条的政策目的，故拒绝授予该豁免。

6 顺利通过明确测试的非常重大的收购事项

6.1 联交所指引信

¹⁷ 根据《上市规则》第 14.07 条，百分比率是按交易的规模与从事该交易的上市发行人的规模之间的比例进行不同计算所得，以百分比形式表达的数字。例如，上市发行人的资产总值除以有关交易所涉及的资产总值，会得出资产比率。

¹⁸ 《上市规则》第 14.06 (5)条将非常重大的收购事项定义为上市发行人的某项资产收购或某连串资产收购（按《上市规则》第 14.22 及 14.23 条合并计算），而就有关收购计算所得的任何百分比率为 100%或以上者。

2014年5月发布的联交所指引信 HKEx-GL78-14 载列了联交所有关反收购行动的现行做法。如果交易顺利通过明确测试，联交所将应用原则为本测试，以考量有关收购是否具有达致把所收购的资产上市的意图，同时规避对新上市申请人的规定的一种方法。只有联交所认为非常重大的收购事项是“极端个案”时，联交所才会把该交易当作反收购行动。¹⁹

6.2 厘定“极端个案”的有关因素

联交所评估借壳上市是否被归类为极端个案，并须遵守反收购行动规则时，将考虑以下因素：

(i) 收购规模相对发行人的规模；

联交所并无就厘定交易规模是否极端订立绝对的门槛水平。评估收购事项对发行人的影响时，联交所会考虑发行人现有业务于收购后的性质及规模等其他准则，以及收购会否导致发行人业务出现根本性变动。

(ii) 所收购业务的质量 – 有关业务是否能符合新上市的营业记录规定，或是否不适合上市；

收购不适合上市的目标业务极有可能被视为规避新上市规定（例如收购目标属早期勘探公司，又或违法经营的业务）。

加强披露对于收购并无营业纪录或尚未开始的新业务或资产的意义不大，尤其是当目标业务与发行人本身业务截然不同（见附录 C 中总结的上市决策 LD95-4）。因此，收购此等新业务或资产较有可能被视为新上市。

(iii) 发行人于收购前的业务性质及规模（主要问题是其是否仅为上市壳股公司）；

若发行人经营的业务规模极细（例如壳股公司），注入一项庞大资产极有可能被视为「极端」个案，因为是目标资产将于收购后上市。（例如第 17 项应用指引公司²⁰）。

联交所将会考虑发行人现有业务的性质及其财务状况。若发行人经营：

¹⁹ 联交所指引信 HKEx-GL78-14 第 7 段。

²⁰ 「第 17 项应用指引公司」指根据《主板规则》第 17 项应用指引（《创业板规则》第 9.15 条），已停牌及处于除牌阶段的公司。参见上市决策 LD75-1。

- 一项营运水平低且所得总盈亏少的交易业务;或
- 持大量现金及短期投资经营的「库务管理」业务，发行人极有可能被视为壳股公司。

(iv) 发行人的主要业务有否出现任何根本性变动（例如现有业务于收购后将会终止或对经扩大集团的营运而言是微不足道）

尤其是，当目标业务与发行人本身业务截然不同，这些个案较大可能被视为具有达致把所收购的资产上市的目的：

- 若目标公司的业务为某专业领域，而发行人本身业务并非如此;及
- 发行人本身业务规模太小，以致经扩大集团的业务基本上只围绕目标业务。

联交所一般不将以扩张或发展现有业务为目标的资产收购归类为“极端”个案。

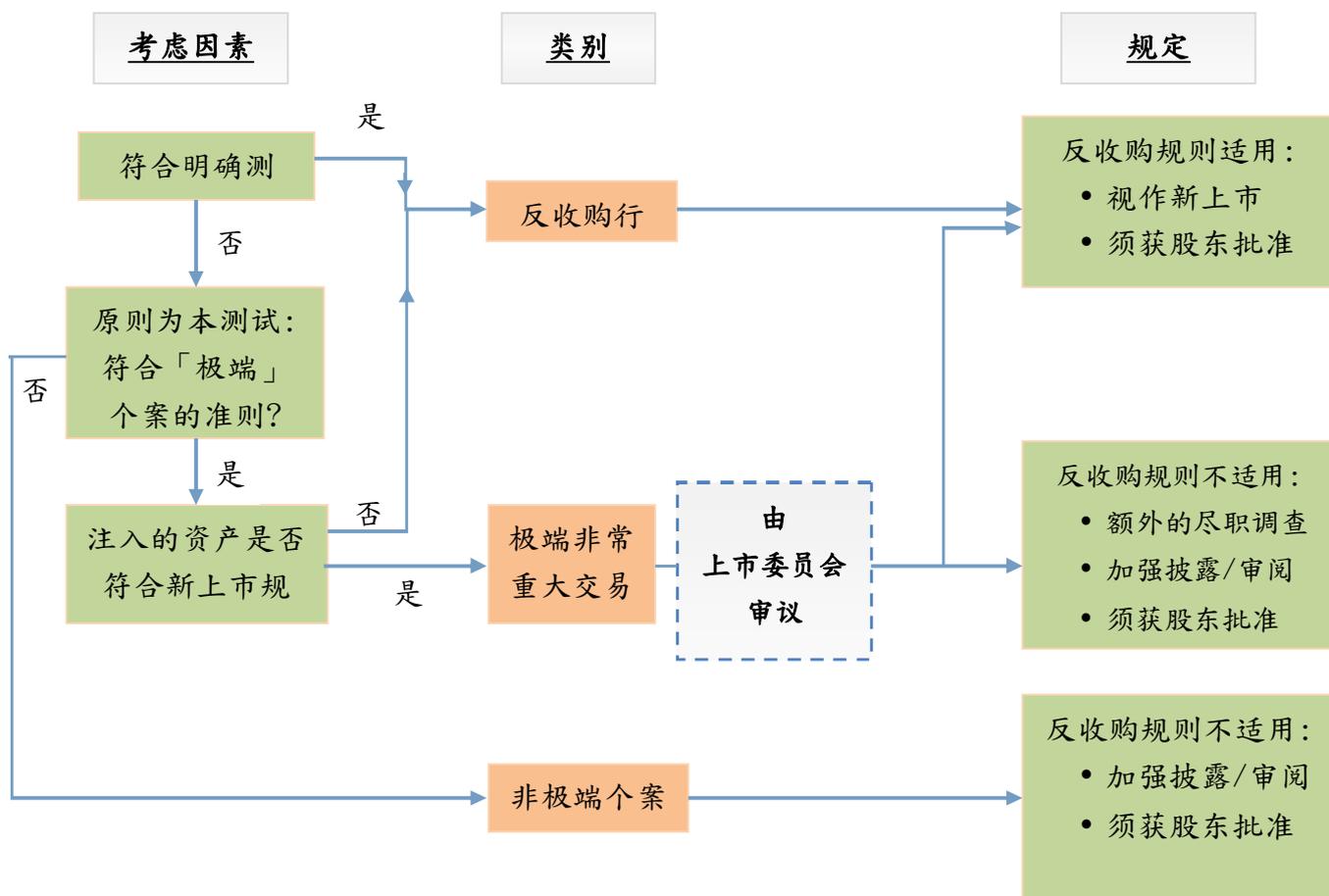
(v) 过去、建议中或计划中的任何其他事件及交易，连同该收购，即成为一连串规避反收购行动规则的安排（例如发行人在进行非常重大的收购事项的同时，出售原有业务）。

涉及资产调换、或向现有股东出售现有业务等建议，可能显示发行人正在「洗壳」，以达致把目标资产上市的目的。

(vi) 向卖方发行任何受限制可换股证券，使卖方拥有发行人的实际控制权。
「受限制可换股证券」指具有重大摊薄效应的可换股证券，而该等证券设有换股限制机制（例如限制可导致证券持有人持有 30%或以上权益），以免触发《公司收购及合并守则》下的控制权转变。

6.3 对极端个案的方针

以下是解说适用于反收购行动的评估及规定的流程图：



未能符合新上市规定的极端个案

若联交所根据上述第 6.2 段所载准则，认为非常重大的收购事项构成“极端个案”，如果拟收购的资产（或经扩大集团）未能符合新上市规定，联交所将视其为反收购行动。因此，该交易将不能继续进行。

符合新上市规定的极端个案

联交所会将归类为非常重大的收购事项中的“极端个案”，视为“极端非常重大交易”，当：

- 拟收购资产符合《上市规则》第 8.05 条有关最低盈利规定（《创业板规则》第 11.12A 条有关经营业务正现金流入规定）；及
- 规避新上市规定并未构成重大关注问题。

极端非常重大交易需呈交上市委员会作出决定。

如果上市委员会决定反收购规定适用于该极端非常重大交易，发行人将被当做新上市申请人，并须符合有关新上市申请人的规定（参见下文第7段）。

如果上市委员会决定反收购行动规则不适用于该极端非常重大交易，发行人将被要求：

- 根据加强披露及审阅的方法编制交易通函；及
- 委任财务顾问对该收购进行尽职调查。²¹

有关要求的详细内容，参见下文第九段。

收购事项亦须遵守《上市规则》第14章（《创业板上市规则》第19章）有关非常重大的收购事项的规定，包括有关股东批准的规定。

6.4 对非极端个案的方针

如果非常重大的收购事项未被视为极端非常重大的交易，发行人可能仍须根据加强披露及审阅的方法编制交易通函。

7 与反收购行动有关的《上市规则》规定

7.1 视作新上市

若拟进行反收购行动的上市发行人被视为新上市申请人，经扩大后的集团或将被收购的资产必须能符合《主板上市规则》第8.05条或《创业板上市规则》第11.12A条的财务测试规定，符合《上市规则》主板第8章或创业板第11章所有其他上市规定（《主板上市规则》第14.54条/《创业板上市规则》第19.54条）。

上市发行人须遵从《主板上市规则》第9章（《创业板上市规则》第12章）所刊载的新上市申请人程序及规定，并须提交上市文件及支付首次上市费。反收购行动上市文件须实质包括根据《主板上市规则》第14.63条及14.69条（《创业板上市规则》第19.63条至19.69条）所述非常重大的收购事项所要求的资料，以及《上市规则》附录1中A部规定的所有资料。上市发行人须额外委任保荐人。保荐人将需要进行完整的尽职调查。若申请为创业板上市，申请须由联交所上市委员会或其上市科批准。

7.2 公告规定

²¹ . 联交所指引信 HKEx-GL78-14 第9段。

申请人，须按照《主板上市规则》第 2.07C 条/《创业板上市规则》第 16.17 条的规定，就反收购行动向所有股东发出公告。根据《上市规则》第 13.52 (2) (a) 条（《创业板上市规则》第 17.53 (2) (a) 条），反收购行动（或非常重大的收购事项）的公告须经联交所预先审阅。公告须载有与该交易有关的所有资料，包括《主板上市规则》第 14.58 条及 14.60 条所述事项（《创业板上市规则》第 19.58 条及 19.60 条）。亦须载有任何其他有关资料。

发行人可能被要求暂停其股份买卖，以待刊发收购公告。暂停期间须尽可能短，发行人须注意，暂停并不免除其根据《证券及期货条例》公布内幕信息之责任。

文件将与收购公告一起提交予预先审阅。

发行人应将下列文件与收购公告一起提交予联交所预先审阅：

- 草拟目标业务于往绩记录期间的财务报表/账目；
- 若收购代价以估值为基础，估值报告及相关假设；
- 若收购天然资源，支持估计资源量及储量的合资格人士报告，证明经扩大集团之营运资金充足的营运资金预测备忘录；及
- 若收购业务，证明合同安排符合联交所指引信 HKEx-GL77-14 的规定的法律意见书。

7.3 股东批准规定

反收购行动的先决条件是须在股东大会上由股东批准，而上市文件须于上市发行人发出通知召开股东大会以通过该交易的同时或之前发给股东。反收购行动的公告须阐明预期发送上市文件的日期，如有关日期为公告刊发后超过 15 个营业日，则须披露相关原因。上市文件须载有前 3 个会计年度业务、公司或将收购的公司的会计师报告（《主板上市规则》第 14.69(4)条及《创业板上市规则》第 19.69(4)条）。

在批准反收购行动的股东大会上，如股东于该交易中有“重大利益”，该股东及其联系人均不得进行表决。就反收购行动而言，《上市规则》进一步规定，如上市发行人的控制权出现变动，而现有控股股东将向任何人士出售股份，现有控股股东均不得在控制权转手时，表决赞成何任由新控股股东或其联系人的资产收购。如旧控股股东减持权益纯粹是由于上市发行人发行新股予新控股股东，以致其原有权益被摊薄，而非旧控股股东出售其股份所致，则该禁止规定不适用。

7.4 其他监管规定

《收购守则》规则第 25 条有关“附有优惠条件的特别交易”的规定禁止要约人及其联系人以优惠条件向一名或以上股东作出购买公司股份的要约，而该等优惠条件非为所有其他股东所获得。

另外，若新股东就豁免遵守向全体股东发出全面要约建议而提出清洗申请，所有关连股东很可能被禁止进行表决，因为授予豁免强制性要约责任的一个条件为该交易在股东大会上由“独立投票”进行批准 – 即“不涉及有关交易或在其中并无利害关系”的股东所作的投票。（规则第 26 条豁免注释 1）

8 符合新上市申请人的准则

经扩大的集团或将收购的资产将须符合上市规定，主板上市将要求申请人符合本报告附录 A 摘要的有关《主板上市规则》第 8.05 条有关营运历史、管理层及满足三个财务测试其中一个（盈利测试、市值/收益测试或市值/收益/现金流量测试）。创业板上市申请人将须满足《创业板上市规则》第 11.12A 条所述的正现金流入规定及营运历史、管理层的规定。

经扩大的集团亦须符合主板第 8 章（创业板第 11 章）规定的所有其他基本上市条件，如本报告附录 A 摘要所述。

8.1 符合首次上市标准：上市决策 44-1

上市决策 44-1 阐明有关公众持股量的规定。该考虑事宜是关于甲公司因进行注入资产交易而被视为新上市申请人，甲公司可否在注入资产交易完成前透过配售现有及/或新股方式，以符合《上市规则》第 8.08 条有关最低持股量的规定。

联交所认为，该公司及/或母公司建议于注入资产完成前进行配售安排，以维持最低公众持股量，是可接受的安排。联交所亦进一步豁免甲公司遵守《主板上市规则》第 10.07 条的规定：禁止上市文件中表明为控股股东的人士于上市后 6 个月出售股份。该豁免使母公司（控股股东）可在限制期内，以配售方式减持股份。

8.2 矿业或石油资产反收购行动的涵义

为该等公司而设立的制度刊载于《主板上市规则》第 18 章及《创业板上市规则》第 18A 章，除了《主板上市规则》第 8 章及《创业板上市规则》第 11 章基本上市规定之外，作为新申请人的矿业及石油公司必须遵守第 18 及 18A 章的具体规定。

《主板上市规则》第 18 章（《创业板上市规则》第 18A 章只适用于矿业公司。将矿业公司被定义为：“主要业务（不论直接或透过附属公司从事）为勘探及/或开采天然资源的新申请人，或完成涉及收购矿业或石油资产的相关须予公布交易的上市发行人”。

“主要业务”指发行人及/或其附属公司旗下占发行人及/或其附属公司总资产、收入或营运开支 25%或以上的业务。评估是否达到该标准时，以发行人最近期的经审计综合财务报表所载为准。

新制度生效时，从事资源业务的上市发行人并不自动被视作矿业公司。但是，一旦其完成主要交易、非常重大的收购事项或涉及矿业或石油资产收购的反收购行动，将被视为矿业公司。

因此，从事资源业务的上市发行人的反收购行动，将被视为矿业公司。上市发行人除须符合《主板上市规则》第 8 章或《创业板上市规则》第 11 章上市的基本条件外，若根据反收购行动规则被视为新申请人，上市发行人亦须符合对矿业及石油公司的额外资格规定，如本报告附录 B 摘要所述。

9 有关无须遵守反收购行动规则的极端非常重大交易的规定

如上所述，如果上市委员会决定反收购行动规则不适用于极端非常重大交易，发行人将被要求：

- 根据加强披露及审阅的方法编制交易通函；
- 委任财务顾问对该收购进行尽职调查。

收购事项亦须遵守《上市规则》第 14 章（《创业板上市规则》第 19 章）有关非常重大的收购事项的规定，包括有关股东批准的规定。

9.1 公告规定

发行人须按照《主板上市规则》14.58 及 14.60 条（《创业板上市规则》第 19.58 及 19.60 条）的规定，就非常重大的收购事项向所有股东发出公告，公告须载有规定的所有资料。根据《上市规则》13.52(2)(a)条（《创业板上市规则》第 17.53(2)(a)条），有关非常重大的收购事项的公告须经联交所预先审阅。

9.2 通函中的披露

如果上市委员会决定反收购行动规则不适用于极端非常重大交易,发行人须确保交易通函内载有有关收购目标及发行人未来业务前景的重要资料。并应用适用于新上市申请人的上市文件披露标准。

尤其是,发行人应披露其作出重大变动的打算:(i) 经扩大后的集团业务及/或有关潜在收购或出售资产的安排;(二) 发行人的董事会组成;及(iii) 目标业务的管理层。

根据《香港会计准则第 36 号-资产减值》,发行人编制通函中的备考财务报表时,须对目标进行减值评估,并采纳与该会计准则及发行人会计政策一致的估值方法。发行人应按照估值报告并根据有关减值的会计准则,就任何资产减值作出适当的备考调整。核数师应根据《香港核证聘用准则第 3420 号》“就招股章程内的备考财务资料编备提交报告的审验应聘服务”,就备考账目提供合理核证。

若需要作出重大减值,发行人亦应在通函中披露:

- 该等减值评估的结果;及
- 该等减值评估的资料,包括所采纳方法和主要假设。

9.3 财务顾问的职责

联交所指引信 HKEx-GL78-14 附件一载列了,被委任就非反收购行动的极端非常重大交易进行尽职调查的财务顾问的职责及工作范围。发行人及其财务顾问应留意下列事项:

- 财务顾问应为:
 - 根据《证券及期货条例》获持牌或注册,可进行第 6 类受规管活动;
 - 根据其牌照或注册证明书容许其从事保荐人工作;
 - 确保所委任执行尽职审查的交易小组,拥有足够具备适当水平的知识、技能及经验的职员,包括至少一名主要人员²²担任交易小组的主管。
 - 就交易事项的尽职审查工作,向联交所提供根据指引信附件二作出的声明。

²² 其定义见于《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第 17 段。

- 财务顾问进行尽职审查的工作和范畴，可参考《主板规则第 21 项应用指引》（《创业板规则第 2 项应用指引》）。财务顾问应参照保荐人一般所执行的程序。财务顾问应将个案与该应用指引所列举的典型例子比较。个别财务顾问进行的尽职审查范围及内容或有不同。财务顾问必须自行判断对某一收购交易应采取的合适调查或步骤，以及每个步骤的内容。
- 发行人应注意，财务顾问对交易项目的尽职审查工作并不会免却其董事根据《上市规则》下的责任。
- 发行人及其董事应协助财务顾问履行其职责：
 - 发行人应赋予财务顾问对与项目关联的人士、物业及文件绝对的访问权限，以便履行其职责。尤其是，发行人就交易聘任专家提供服务的委任条款中，应订明容许财务顾问：
 - i. 联系该专家；
 - ii. 取得专家的报告、书面或口头报告的草稿、及其聘用条款；
 - iii. 取得向专家提供或专家所依赖的资料；
 - iv. 取得专家向联交所或证券及期货监察事务委员会（证监会）所提交的资料；及
 - v. 取得发行人或其代理与专家之间，或专家、发行人与联交所或证监会之间的所有通讯记录。
 - 若财务顾问所取得或曾接触的任何上述提及的相关资料后来出现的重大变动，发行人应让财务顾问知悉。
 - 向财务顾问提供或为财务顾问取得上述资料供应方的同意。

财务顾问的声明

指引信附件二载列了财务顾问须提交给联交所，有关极端非常重要交易的声明的格式。与提交给联交所有关新上市申请人的保荐人声明（载列于《上市规则》附录 19 及《创业板上市规则》附录 7 表格 G）格式类似。财务顾问的声明须达到以下效果：

- 在作出合理尽职审查的查询后，财务顾问有合理理由相信并实际相信：
 - 该交易下拟收购的资产能符合《上市规则》第 8.05 条的最低盈利规定（《创业板规则》第 11.12A 条的经营业务正现金流入规定），及经扩大后的集团能符合所有其他上市条件；
 - 发行人通函载有充足详情及资料，使合理的人皆可据此，对该交易及拟收购资产的财务状况及盈利能力，作出有根据并有理由支持的意见；
 - 通函内非专家部分所载的资料准确及完备，以及在任何重大方面均无误导或欺诈成分；
 - 并无遗漏任何与该公司拟进行收购交易有关的重大事宜未向联交所披露；
- 就通函各专家部分而言，经作出合理尽职审查的查询后，有合理理由相信并实际上相信：
 - 倘专家并无自行核实其在编制专家部分内容时所依赖的任何重大事实资料，该等事实资料在所有重大方面均为真实，且并无遗漏任何重大资料；
 - 通函内专家部分所依据的所有重大基准及假设均为公平合理及完整；
 - 专家拥有适当的资历、经验及充足资源，足以发表有关意见；
 - 专家的工作范围，与其所发表的意见及须因应有关情况而发表的意见相称；及
 - 专家是独立于该公司、其董事及控股股东；该交易对手方及拟收购的资产；及该交易对手方的董事及控股股东；及
- 关于专家报告所载的资料，财务顾问（作为非专家）经履行合理尽职审查后，并无合理原因认为也不认为专家报告所载资料不实、误导或有任何重大遗漏。

10 符合上市规定的资产注入

解救陷入财困的上市公司的其中一个余下的方法为注入符合上市规定的资产。联交所所接受此方法，因为发行人须完全遵守《上市规则》的规定及新上市的所有程序。重组后 24 个月内进行的交易须遵守须予公布的交易规定，但毋须与原本的反收购行动

累计，因为反收购行动（及新上市）已经发生。

此方法对主导重组的银行债权人的缺点是资产能满足上市规定的投资者以及愿意投资于该类重组的人士数量很有可能较少。因为投资者持有自己的资产，很可能在谈判时处于优势，压低上市公司的价格。长远来说，鉴于新资产的注入，在该重组中持有股份的债权人银行应会获益。短期来说，有评论员认为，立刻支出的现金可能比现金认购型重组大幅减少。

11 现金认购及业务复苏：《主板上市规则》第 13.24 条/《创业板上市规则》第 19.24 条

根据《主板上市规则》第 13.24 条（《创业板上市规则》第 19.24 条），现金注入及业务复苏为解救陷入财困的公司的出路。

该等规则规定：

“发行人须有足够的业务运作（不论由其直接或间接进行），或拥有相当价值的有形资产及/或无形资产（就无形资产而言，发行人须向联交所证明其潜在价值），其证券才得以继续上市。”

如上市发行人的资产全部或大部分为现金或短期证券（即剩余的年期少于一年的证券，例如债券或各种年期的票据），则该上市发行人不会被视为适合上市，并且其证券将被停牌（《主板上市规则》第 14.82 条（《创业板上市规则》第 19.92 条）

问题在于在许多情形下，上市发行人的运作已停止。现金资产注入造成的问题（其从未被归类于须予公布的交易）源于《主板上市规则》第 13.24 条。如上所述，若符合《上市规则》第 13.24 条规定，则 24 个月内向上市公司注入任何新资产将与重组交易累计，累计的交易将构成非常重大的收购事项，而发行人将被视为新上市申请人。对投资者而言，要面对的问题将为该业务是否在不被注入资产的情况下，维持 24 个月。

2014 年 6 月

本报告仅供资料参考，并不构成法律建议。读者应就特定情形而寻求具体建议。本报告依据其编写之日生效的法律及法规编写，该等法律及法规随后可被修订、修改、重新编写或替代。

附录 A
新上市申请人标准摘要

	主板			创业板	
财务规定	申请人须满足以下3项财务测试之一			创业板申请人须：	
		1. 盈利测试	2. 市值/ 收益测试	3. 市值/ 收益 现金流测试	
	盈利	过去3个会计年度至少5,000万港元（最近一年盈利至少2,000万港元，及之前两年累计的盈利至少3,000万港元）	-	-	最近2个会计年度日常及正常业务经营中产生的现金流入累计为2,000万港元
	市值	至少2亿港元	上市时至少40亿港元	上市时至少20亿港元	上市时至少1亿港元
	收益	-	经审计的最近一个会计年度至少5亿港元	经审计的最近一个会计年度至少5亿港元	
	现金流	-	-	前3个会计年度其业务的现金流入合计至少1亿港元	

	主板	创业板
营运历史及管理层	<p>主板申请人须有：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 3年的营运历史； • 至少前3个会计年度管理层维持不变；及 • 经审计的最近一年的所有权及控制权维持不变 	<p>创业板申请人须有：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 至少2个完整会计年度的营业记录期； • 至少前2个会计年度管理层维持不变；及 • 上市前整个会计年度的所有权及控制权维持不变
公众持股量	<p>发行人已发行股本总额（主板申请人最低为5,000万港元及创业板申请人最低为3,000万港元）的至少25%在任何时间须由公众持股。</p> <p>对上市时预期市值最低100亿港元的发行人，联交所可接受15%至25%的公众持股量。</p>	
股东数量	<p>公众持有的股份至少须由300人持有。</p> <p>上市时由公众人士持有的股份中，由持股量最高的三名公众股东实益拥有的百分比，不得超过50%。</p>	<p>公众持有的股份至少须由100人持有。</p> <p>上市时由公众人士持有的股份中，由持股量最高的三名公众股东实益拥有的百分比，不得超过50%</p>

附录 B
矿业及石油公司上市资格规定

1. 勘探及/或开采天然资源权(《主板上市规则》第 18.03(1)条/《创业板上市规则》第 18A.03(1)条)

作为新申请人的矿业公司必须证明其有权循以下其中一种途径积极参与勘探及/或开采天然资源：透过在所投资资产中占有大部分（按金额计）控制权益，或透过其他权利，对勘探及/或开采天然资源的决定有足够的影响力(《主板上市规则》第 18.03(1)条/《创业板上市规则》第 18A.03(1)条)。

联交所意识到在实践中，公司经常根据合营企业协议、产品分享合同或特定政府指令，而从事矿业开采或勘探活动。因此，联交所将以个别案例分别考虑是否允许申请人信赖第三方拥有相关权利，以符合该资格规定。

2. 初期勘探公司并不适于上市

作为新申请人的矿业公司须至少有一项控制资源量（若为矿业）或后备资源量（若为石油）的可按某项《报告准则》确认的组合，而有关组合已获独立合资格人士证实(《主板上市规则》第 18.03(2)条/《创业板上市规则》第 18A.03(2)条)。该组合须为有意义的组合，以证明上市具备充分理由。初期勘探公司因此等规定而被视为不适于上市。

3. 营运资金规定

作为新申请人的矿业公司必须证明其有足够的营运资金以应付未来12个月预算需要的125% (《主板上市规则》第 18.03(4)条/《创业板上市规则》第 18A.03(4)条)。该营运资金至少须包括：一般及行政费用、持有产业费用及计划进行勘探及/或开采的成本。已开始生产的申请人亦须提供其现金营运成本估算。

4. 主板财务测试/创业板营业记录规定的豁免

《主板上市规则》第18.04条规定，若矿业公司无法符合《上市规则》第8.05条财务营业记录的规定，但其董事会及高级管理人员整体而言，拥有与该申请人进行的开采及/或勘探活动相关的至少五年的经验，则可获豁免遵守该等规定。

根据《创业板上市规则》第18A.04条，联交所所有可能接纳矿业公司不足两个财政年度（如第11.12A条所订明）的营业纪录期（以及会计师报告涵盖较《创业板上市规则》第11.10条订明为短的期间），条件是矿业公司必须向联交所证明，并使联交所确信其董事

会及高级管理人员整体而言，拥有与该矿业公司进行的勘探及/或开采活动相关的至少五年的经验。即使联交所接纳不足两个财政年度的营业纪录，新申请人仍须符合《创业板上市规则》第11.14条的规定 - 在该较短的营业纪录期内符合2,000万港元的现金流量规定。

附录 C

有关通过明确测试的非常重大的收购事项的上市决策概述

上市决策LD 95-1: 极端个案不具有规避有关新上市申请人规定的一种方法

2010年7月发布的上市决策中，联交所考虑了一家从事证券投资及产销电池产品的公司（“甲公司”）会否：

- (i) 因拟配售可换股票据而成为现金资产公司；及
- (ii) 因拟收购一家保险公司（“目标公司”），而被联交所视为反收购行动。

甲公司向独立承配人配售新股（“首次配售”），拟集资作一般营运资金及潜在投资商机所需。配售完成后，甲公司的资产绝大部分为现金，因而成为《上市规则》第14.82条所指的现金资产公司。若上市发行人的资产基于任何原因，全部或绝大部分为现金或短期证券，该发行人则会被视为现金资产公司。这将导致该公司被视为不适合上市，其证券交易将会被停牌。

首次配售公布之后不久，甲公司订立协议向独立卖家以现金收购目标公司（“收购”），该交易为非常重大的收购事项。目标公司在规模上远大于甲公司，这产生了该收购是否构成《上市规则》第14.06(6)条所述的反收购行动之问题。

为避免被视为现金资产公司及其证券被停牌，甲公司取消了首次配售，转而发行可换股票据集资（“第二次配售”）。若收购事项告吹，票据可于两周内赎回

甲公司认为，《上市规则》第14.06(6)条不适用于该收购，因其未能引起公司控制权的变动，卖方亦无意图规避首次公开招股规定。该交易为卖家一项有关其主要资产的强制出售，并无须先指定买家要有上市地位。

联交所有关甲公司是否为现金资产公司之观点

尽管甲公司已修改集资方法，但联交所仍厘定其绝大部分资产于第二次配售完成后仍为现金，这将导致《上市规则》第14.83条规定的证券交易停牌。为了避免该停牌，甲公司重组二次配售，以避免其随时成为现金资产公司，第二次配售须待收购事项完成后方可作实。

联交所会否视收购事项为反收购行动

《上市规则》第14.06(6)条所列出，两种可被视为反收购行动的特定形式并未概括所有可能。

尽管实际执行上仅出现于极端个案，实质上借壳上市的交易可被视为反收购行动。联交所认为该收购为极端个案，主要因为该收购的规模对甲公司而言属非常重大，且目标公司所从事的业务与其截然不同。收购会导致甲公司的业务改变及实现将目标公司业务上市的目的。

可是，联交所发现该收购并无意图规避《上市规则》第8.05(1)(a)条所述的新上市申请人规定。该结论所考虑的主要因素是，目标公司之所以未能遵守该条的盈利规定，仅因为全球经济衰退，其获利能力并无重大衰退，而且目标公司能符合《上市规则》第8.05 (3)条的市值/收益测试。

讨论上述因素后，联交所决定甲公司一旦符合以下条件，则不会将该收购视为反收购行动，亦将满足反收购行动规则的政策目的：

- (i) 甲公司会按与首次公开招股的招股章程相若的披露准则刊发通函；
- (ii) 通函将解释目标公司最近年度的亏损在性质上仅属短暂情况，而非由于其营运能力严重恶化；及
- (iii) 甲公司将委任顾问对目标公司进行尽职审查及履行与《上市规则》所规定保荐人就新上市申请进行的尽职审查相应的职责及责任。

上市决策LD 95-2

于2010年7月发布的上市决策中，联交所评估了一家主板发行人（“甲公司”）的收购是否构成《主板上市规则》第14.06 (6)条规定的反收购行动，并考虑了控制权的变动有否影响联交所评估该收购是否属反收购行动。

甲公司从事玩具销售、设计及制造（“原有业务”），并进行公开发售，集资作一般营运资金。当作出公开发售时，甲公司主席兼控股股东（“B先生”）并未利用该机会接纳新股，结果其在甲公司的权益由40%减至8%。B先生随后退任主席及董事职务。几乎同时，甲公司开始开展物业控股及研发电动巴士电池业务，但规模较小，对甲公司而言微不足道。

建议收购及出售事项

公开发售完成后四个月，甲公司建议向卖方收购该收购目标公司（“收购”），该目标公司从事太阳能电池板生产。该交易将构成非常重大的收购事项。甲公司亦欲向B先生出售原有业务（“出售”），该交易构成非常重大的出售事项，须待收购事项完成方可作实。甲公司认为该收购及出售的依据是该收购可允许其在一个新的高增长潜力范畴开展业务，而该出售将允许其变现于亏损业务的投资。甲公司声称该收购不构成《上市规则》第14.06(6)条所述的反收购行

动，理由是：

- (i) 收购事项及出售事项不会导致甲公司有（如《收购守则》所界定的）控制权变更；及
- (ii) 收购事项及出售事项的协议前24个月内，甲公司的控制权并未被转手（《上市规则》第14.92条规定，控制权变动后24个月内出售现有业务上市发行人将被视为新上市申请人）。

联交所的分析

《上市规则》第14.06 (6)条并未概括所有可能。尽管实际执行上这仅限于极端个案，实质上借壳上市的交易可被视为反收购行动。联交所接受明确测试并不适用于该案例，因为该收购不会导致控制权的变动，及卖方并无在收购事项前24个月内取得甲公司的控制权。

但是，若联交所将该收购视为《上市规则》第14.06(6)条所述的反收购行动，并进一步视为极端个案，则首次上市规定将适用于该收购。评估本案例是否属此情况时，联交所考虑以下因素：

- 收购事项及出售事项会导致甲公司主要业务完全改变。该交易的结果将会是甲公司向 B 先生出售原有业务，同时从卖方收购整个新业务，并实质上将收购目标的业务上市。
- 收购目标并无营业记录，且不符合《上市规则》第 8.05 (1)(a)条的新上市申请人盈利测试。

甲公司认为该收购不会引起甲公司的控制权变动，因此收购事项并非反收购行动。联交所认为这并非相关的理据。联交所强调《上市规则》第14.06 (6)条所述的反收购行动的定义，其认为反收购行动是指任何有意图将收购的资产上市，并规避新上市规定之收购项目。控制权是否有变动与该等考虑因素无关。

鉴于上述因素，联交所认为该收购属于涉及规避新上市申请人义务的某连串交易之一，并且为极端个案。因此上市发行人将被视为新上市申请人。

上市决策LD57-2013

上市决策LD57-2013为另一个未符合《上市规则》第14.06(6)条之明确测试范围规定的反收购行动的极端个案。本案例中的主板上市发行人（“甲公司”）欲以现金、代价股份及可换股债券为对价，收购目标公司（“目标”）一半股本。代价股份及可换股债券合计将会是甲公司现有股本的180%，然而，可换股债券条款订明，若任何股份转换会触发《收购守则》所指的强制性全

面收购，则不可进行该等转换。按规模测试的计算结果，该收购事项属于一项非常重大的收购事项。目标的主营业务完全与甲公司的主营业务不同，收购完成后，目标股份将于甲公司的财务报表中被列为一项联营公司的权益或投资。

联交所的分析

《上市规则》第14.06(6)条的两项明确测试均不适用于此个案；因为该交易不会导致《上市规则》第14.06(6)(a)条所述的控制权变动；目标公司亦未有如《上市规则》第14.06(6)(b)条所述于收购完成前24个月内取得甲公司的控制权。但是，联交所认为该收购实质上为反收购行动，原因如下：

- 该交易不仅构成非常重大的收购事项，而且交易完成时，甲公司的现有业务及资产相对经扩大后的集团而言是微不足道；及
- 被收购的资产及经扩大后的集团均未能符合《上市规则》第8.05(1)条，规定上市发行人具备以下的营业记录：
 - 三个会计年度；
 - 最近一年的盈利为2,000万港元；及
 - 先前两年的盈利（累计）为3,000万港元。

甲公司辩称，经扩大的集团将符合《上市规则》第8.05(1)条的利润测试，但联交所认为就该规则而言，不应包括目标公司的营业记录，因为甲公司收购的股份将被入账为一项联营公司的权益或投资。甲公司于拟收购之前数年均录得亏损，并且经扩大后的集团（不包括目标股份）不能符合《上市规则》第8.05条的规定。联交所认为该收购属反收购行动的极端个案。虽然该收购事项未能符合《上市规则》14.06(6)的明确测试，但该收购事项具有将目标公司的股份上市的意图，并规避《上市规则》，实质上是反收购行动。

上市决策 95-4-反收购行动于“极端个案”的运用

2010年7月发布的决策中，联交所评估一家公司建议的收购事项应否被视为《上市规则》第14.06(6)条所述的反收购行动，并考虑了新旧《上市规则》第18章之影响。

该公司（“甲公司”）从事出售机械及器材的业务（“现有业务”），并拟向独立第三方（“卖方”）收购一家公司（“目标公司”），该交易构成非常重大的收购事项。目标公司从事石油及天然气勘探、开采及处理，持有两个气田的勘探及开采权，其中一个正在初级勘探阶段，并且尚未在

另一个气田开展勘探工作。但是，甲公司拟于收购完成后继续从事现有业务。

《主板上市规则》第18.02(1)条

该条规则属2010年6月前生效的矿业公司监管框架，订明了联交所将不予考虑现时仅从事勘探业务的公司的上市申请，除非发行人能够证明：“在一个发行人拥有勘探及开采权的明确地区内，蕴藏着可供经济地开采的丰富天然资源，该资源须由专家的意见证实”。

联交所的分析

联交所在将该收购归类为《上市规则》第14.06(6)条所述的反收购行动时，考虑了以下因素：

- 收购符合非常重大的收购事项分类规定，并且在规模上对甲公司来说非常显著。收购后，目标公司的业务将成为甲公司业务的重要部分，该业务与现有业务截然不同。联交所认为有关收购是令目标公司的业务上市的方法。
- 目标公司于收购将发生时仍未产生收入，未能符合《上市规则》第8.05(1)条适用于新上市申请人的盈利测试。
- 目标公司是初阶勘探公司，如《上市规则》第18.02(1)条所规定，不适合上市，甲公司亦未能显示其气田含有规定的油气储量。

联交所亦表示，即使现时的《上市规则》第18章已生效，目标公司亦不适合上市，因其未能显示其具有可确定的资源量组合（即对油气公司而言，指新的第18章所定义的后备资源量）。

联交所的总结为所建议的收购旨在达致把目标公司的业务上市的意图，并规避《上市规定》，属极端个案，须被归类为《上市规则》第14.06(6)条所述的反收购行动。