

## 香港交易所上市決策

HKEX-LD108-2017 (2017年6月刊發)(於2019年10月更新(反收購行動規則修訂)並於2024年1月撤回)

**[簡化並納入指引信GL104-19(應用反收購行動規則的指引)。]**

涉及人士	甲公司 — 主板發行人  目標公司 — 甲公司擬向乙公司購入的公司  乙公司 — 目標公司的擁有人
事宜	甲公司建議收購目標公司的交易是否構成反收購行動或極端非常重大收購事項
上市規則	《主板規則》第14.06B條
議決	建議中的收購屬反收購行動

### 實況<sup>1</sup>

1. 甲公司主要從事貿易業務。
2. 甲公司擬向乙公司收購目標公司，並向其發行代價股份作為收購代價。收購完成後，乙公司將成甲公司主要股東(持有已擴大發行股本的25%)。
3. 根據規模測試，該收購屬非常重大收購事項。目標公司相對甲公司的資產比率約8倍及收益比率約50倍，目標公司的規模遠較甲公司龐大。

---

<sup>1</sup> 文中所述時間乃指以交易所作出決定當日為基準的相對時間。

4. 目標公司主要從事煤礦開採業務，擁有兩個已投入商業生產數年的煤礦（目標煤礦）。甲公司提供的資料顯示目標公司的業務模式有所改變：

- 在業務紀錄期內，目標公司一直把目標煤礦的煤炭與購自乙公司其他煤礦（其他煤礦）的不同類型的原煤混合出售。基於近期市況有變，目標公司擬在完成建議中的收購後直接出售目標煤礦的煤炭，而不再混合其他煤礦的原煤出售。
- 此外，目標公司出產的煤炭主要售予乙公司，再由乙公司以更高價格售予最終客戶。售予乙公司的銷售額佔目標公司業務紀錄期的首年收益約五成及最近兩個財政年度的收益逾九成。

甲公司解釋乙公司過去一直為著方便統一管理及規劃而為目標煤礦及其他煤礦銷售及分銷煤炭產品。數月前，目標公司已成立自身的銷售及分銷團隊，直接向最終客戶出售產品。

5. 甲公司提交指目標公司可符合《上市規則》第8.05(1)條有關新上市申請人的盈利要求，而收購事項應視作指引信GL78-14所指的極端非常重大收購事項。甲公司尋求聯交所確認該收購不構成反收購行動。

#### 適用的上市規則

6. 第14.06(6) 條對「反收購行動」的定義為「...上市發行人的某項資產收購或某連串資產收購，而有關收購按本交易所的意見構成一項交易或安排（或一連串交易或安排的其中一部分），或者屬於一項交易或安排（或一連串交易或安排的其中一部分）；而該等交易或安排具有達致把擬收購的資產上市的意圖，同時亦構成規避《上市規則》第八章所載有關新申請人規定的一種方法...」。此為原則為本測試。

7. 第14.54條訂明：「本交易所會將擬進行反收購行動的上市發行人，當作新上市申請人處理。經擴大後的集團或將被收購的資產，須符合《上市規則》第8.05條的規定，而經擴大後的集團須符合載於《上市規則》第八章的所有其他基本條件。...」

8. 聯交所有關反收購行動的指引信 (HKEX-GL78-14) 解釋第14.06(6)條屬反規避條文，制定該規則是為防止規避新上市規定的情況出現。該指引信第7及第8段指：

「7. 如一項交易可以順利通過明確測試，聯交所亦會應用原則為本測試的準則，以考量收購事項是否構成達致擬收購的資產上市的意圖，以及該收購是否規避新上市規定的一種方法。若一項交易根據以原則為本的測試屬「極端」個案，聯交所會將該交易視為反收購行動。決定交易是否屬一個極端的個案時，所考慮的準則包括：

- 收購相對發行人的規模；
- 所收購業務的質量——有關業務是否能符合上市的營業紀錄規定，又或有關業務是否不適合上市（例如初階勘探公司）；
- 發行人於收購前的業務性質及規模（例如是否為殼股公司）；
- 發行人的主要業務有否出現任何根本轉變（例如現有業務將會於收購後終止或對經擴大後的集團的營運而言是微不足道）；
- 過去、建議中或計劃中的其他事件及交易，連同該收購會構成一連串的安排，以規避反收購規則（例如發行人在進行非常重大收購事項時，同時出售原有業務）；及

- 向賣方發行任何受限制可換股證券<sup>2</sup>，使賣方擁有發行人的實際控制權。
8. 若收購事項參照第 7 段所載準則定為「極端」個案，但擬收購資產符合《上市規則》第 8.05 條有關最低盈利規定（《GEM 上市規則》第 11.12A 條有關經營業務正現金流入規定），並且規避新上市規定並未構成重大關注問題，該宗交易將會列作極端非常重大交易，需上報上市委員會作出決定。」

(反收購行動規則於2019年10月1日作出修訂。參見下文註1。)

9. 《第3項應用指引》第2段訂明：

「...在所有情況下，新申請人的營業記錄期間，須使本交易所及投資者可在掌握有關資料的情況下評估管理層對管理申請人業務的能力，以及評估該等業務日後的預期表現...」。

## 分析

10. 在本個案中，聯交所應用原則為本測試評估建議中的收購是否構成《上市規則》第14.06(6)條所指的反收購行動。應用原則為本測試時，聯交所會考慮指引信GL78-14所列的所有準則，考慮全部準則以評估建議中的收購是否構成把擬收購的資產上市的意圖，及用以規避聯交所新上市規定的一種方法。
11. 聯交所評估該收購事項時，注意到以下各項：
- a. 甲公司現有業務的規模細小。根據對建議中收購進行的規模測試，目標公司的規模明顯遠較甲公司龐大。

---

<sup>2</sup> 「受限制可換股證券」是指具有重大攤薄效應的可換股證券，而該等證券設有換股限制機制（例如限制可導致證券持有人持有 30%權益或以上的換股）以免觸發《公司收購及合併守則》下的控制權轉變。

- b. 建議中的收購將導致甲公司業務出現根本轉變。目標公司從事煤礦開採業務，有別於甲公司現有的貿易業務。
  - c. 儘管甲公司提交指目標公司可符合《上市規則》第8.05條的盈利規定，但聯交所憂慮的是，基於目標公司的業務模式有重大轉變（包括所出售的煤炭類別以及銷售及分銷安排），其過去的財務資料未能反映日後的表現。尤其是目標公司的產品先前一直是混合乙公司的產品後再透過乙公司出售。目標公司僅於近期才開展自身的銷售功能以出售其產品。由於這些變動近期才發生，目標公司的營業紀錄未能提供足夠資料供投資者評估管理層管理目標公司業務的能力及該業務日後的預期表現。聯交所憂慮甲公司未能符合《上市規則》《第3項應用指引》第2段所載的新上市規定。
12. 基於上述因素，聯交所認為建議中的收購是極端個案，構成《上市規則》第14.06(6)條下的反收購行動。
13. 聯交所不同意甲公司認為該收購應構成極端非常重大收購事項。如反收購行動指引信所載，極端非常重大收購事項只適用於擬收購資產符合《上市規則》第8.05條最低盈利規定兼規避新上市規定並未構成重大關注的情況。在此個案，基於聯交所憂慮目標公司未能符合新上市規定（見上文第11c段），聯交所不認為有關收購可歸入指引信所述極端非常重大收購事項的情況。

## 總結

14. 對甲公司而言，建議中的收購構成《上市規則》第14.06(6)條下的反收購行動。

註:

1. 反收購行動規則於2019年10月1日作出修訂。

- 根據新訂的《上市規則》第14.06B條(其併入了帶有若干修改的過去第14.06(6)條):
  - 「反收購行動」界定為上市發行人的某項或某連串資產收購，而有關收購按本交易所的意見構成一項交易及/或安排（或一連串交易及/或安排），或者屬於一項交易及/或安排（或一連串交易及/或安排）的其中一部分；而該等交易及/或安排具有達致把收購目標上市的意圖，同時亦構成規避《上市規則》第八章所載有關新申請人規定的一種方法。
  - 《上市規則》第14.06B條附註1列出聯交所一般用來評估一項或一連串資產收購事項是否反收購行動所考慮的因素，包括：
    - i) 收購或一連串收購的規模相對上市發行人的規模；
    - ii) 發行人的主營業務有否出現根本轉變；
    - iii) 發行人於收購或一連串收購前的業務性質及規模；
    - iv) 收購目標的質素；
    - v) 上市發行人（不包括其附屬公司）的控制權（按《收購守則》所界定）或實際控制權有否出現轉變；及/或
    - vi) 其他交易或安排，連同該收購或一連串收購會構成一連串意圖將收購目標上市的交易或安排。
  - 《上市規則》第14.06B條附註2載有兩種特定的反收購行動形式，涉及上市發行人（不包括其附屬公司）控制權（按《收購守則》的定義）轉變，及在控制權轉變時或轉變後36個月內向新控股股東及/或其聯繫人進行一項或一連串資產收購。

- 《上市規則》第14.54條(經修訂後)要求在反收購行動的情況下，收購目標必須符合《上市規則》第8.04及8.05條(或《上市規則》第8.05A或8.05B條)的規定，以及經擴大後的集團必須符合《上市規則》第八章的所有新上市規定(《上市規則》第8.05條除外)。若反收購行動是由本身不符合《上市規則》第13.24條的發行人所提出，收購目標亦須符合《上市規則》第8.07條的規定。
- 聯交所亦新增《上市規則》第14.06C條，(i) 將現時指引信 GL78-14所載的「極端非常重大交易」規定納入《上市規則》，並將這類交易改稱為「極端交易」，及(ii)對使用極端交易類別的發行人施加額外的資格規定。

根據《上市規則》第14.06C條，「極端交易」界定為上市發行人的一項或一連串資產收購，而參照《上市規則》第14.06B條附註1所述因素，個別交易本身或連同其他交易或安排可達致把收購目標上市的效果，但發行人能夠向本交易所證明並使其信納有關交易並非試圖規避《上市規則》第八章所載適用於新申請人的規定，以及可符合以下規定：

- (1) (a) 發行人必須長期(通常不少於36個月)受個別人士或一組人士控制或實際控制，而交易不會導致發行人的控制權或實際控制權有所轉變；或(b) 發行人須經營規模龐大的主營業務；及
- (2) 收購目標符合《上市規則》第8.04條及第8.05條(或第8.05A或8.05B條)的規定，而經擴大後的集團符合《上市規則》第八章的所有新上市規定(第8.05條除外)。

2. 該《上市規則》修訂不會改變本案的分析和結論。