

香港交易所上市決策

HKEX-LD113-2017 (於 2017 年 10 月發布) (於 2019 年 10 月更新 (反收購行動規則修訂))

涉及人士	甲公司 — 主板發行人 乙公司 — 甲公司的前任控股股東 X先生 — 乙公司的擁有人及甲公司的前任董事
事宜	聯交所會否按《上市規則》第2.04條就甲公司出售原有業務的建議增訂附加規定
上市規則	《主板規則》第2.04、14.06 B(6) 及14.54條
議決	聯交所知會甲公司，倘其繼續進行建議的出售事項，聯交所擬根據《上市規則》第2.04條將其視作新上市申請人處理，甲公司隨後終止建議的出售事項

實況

1. 甲公司於四年前將其原有業務（**原有業務**）上市。根據甲公司首次公開招股的招股章程，其計劃拓展原有業務，並將首次公開招股所得款項僅用於原有業務。
2. 於上市之時，甲公司 75% 的股本權益由乙公司持有，而乙公司由 X 先生擁有。X 先生為甲公司的創辦人、主席兼執行董事，於原有業務積累約 20 年經驗。
3. 於甲公司上市兩年內：
 - (a) 乙公司幾乎全數出售其所持的甲公司股本權益。

- (b) 於甲公司上市時在任的董事（包括 X 先生）全數辭任。
- (c) 新委任的董事均於另一項業務（**新業務**）擁有業務經驗。新業務與原有業務截然不同且互無關連。該等董事概無原有業務方面的相關經驗。
- (d) 甲公司開始收購從事新業務的公司（**收購**）。該等公司於收購前並無收入及一直錄得虧損。其中一次收購致使相關賣方成為甲公司的單一最大股東，持有甲公司 28%的權益。在進行該等收購期間，甲公司將其經營原有業務的附屬公司的 49%權益出售予 X 先生的私人公司（**49%權益出售**）。

建議交易

- 4. 甲公司擬將其於經營原有業務的附屬公司的餘下 51%權益出售予 X 先生的私人公司（**建議出售**），類屬主要交易。交易完成後，甲公司的經營業務及收入將全然來自新業務。
- 5. 聯交所質疑建議出售連同收購及 49%權益出售，會否構成一連串交易的其中一部分以達致把新業務上市的目的，及構成規避《上市規則》第八章的新上市規定及《上市規則》第 14.06(6)條的反收購規則的一種方法。
- 6. 甲公司在答覆中解釋，因為原有業務面臨激烈競爭及開始錄得虧損，建議交易有其商業理由。

適用上市規則及指引材料

- 7. 《上市規則》第 2.04 條規定—

「... “本交易所的上市規則” 並非涵蓋一切情況，本交易所於其認為適當時可增訂附加規定，或規定上市申請須符合若干特別條件...」

- 8. 《上市規則》第 14.06(6) 條將「反收購行動」界定為「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。」此屬一項原則為本測試。

9. 《上市規則》第 14.54 條規定—

「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...」。

10. 聯交所在其有關反收購的指引信（GL78-14）中解釋，《上市規則》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 至 9 段有以下說明：

「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¹，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（《創業板規則》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。
9. 如上市委員會決定反收購規則適用於該交易，發行人將被視作猶如新上市申請人處理，並須符合所有相關的新上市規定（見第 4 段）。如上市委員會決定反收購規則不適用於該極端非常重大交易，發行人須根據加強披露及審閱的方法編制交易通函，並委任財務顧問對該收購進行合適的盡職審查。...

(反收購行動規則於2019年10月1日作出修訂。參見下文註1。)

分析

11. 在本個案中，甲公司於上市兩年內其控制權及管理人員已經完全改變，並著手進行一連串交易（包括建議出售），導致其業務出現根本轉變，由原有業務轉向新業務。為此，聯交所關注該等行動的原由及合理性，因為這與甲公司首次公開招股招股章程中有關其業務計劃及發展的披露截然不同。
12. 聯交所採用原則為本測試，評估建議收購連同先前的交易是否構成反收購行動。在應用原則為本測試時，聯交所會考慮指引信 GL78-14 中所載的所有準則，用以評估個別或一連串交易是否具有達致把已收購或擬收購的資產上市的意圖，並是否藉此以規避聯交所的新上市規定。
13. 聯交所在評估過程中注意到：
- a. 原有業務為甲公司於收購前的主要業務。倘甲公司於收購前已經出售原有業務，其於進行收購之時將只是一家殼股公司。

¹ 「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. 甲公司在建議出售後將不再經營原有業務。建議出售（連同收購）等同將甲公司的主要業務全面轉變為新業務，而新業務與原有業務截然不同且概無關連。
 - c. 新業務在收購進行前未能產生收入且處於虧損狀態。倘將新業務申請上市，不會符合新上市規定。
14. 根據上文所述，倘甲公司於開展收購前已悉數出售原有業務，該等收購將屬極端個案，並被視為《上市規則》第 14.06(6)條所指的反收購行動。於該情況下，甲公司將被視作猶如新上市申請人處理，須符合《上市規則》第八章的所有首次上市規定。
15. 考慮到第 11 段所述的事情發展，聯交所認為建議出售（連同收購及 49%權益出售）是意圖公然將新業務上市並規避新上市規定。這正是《上市規則》第 14.06(6)條（適用於收購而非出售）所關注的問題，即意圖把擬收購的資產上市並規避新上市規定。
16. 甲公司指進行建議出售是出於商業原因，但聯交所認為該理由不足以消除其疑慮。

總結

17. 因此，聯交所認為應當（並已知會甲公司其擬）根據《上市規則》第 2.04 條行使對建議出售增訂附加條件的權力，將甲公司視作猶如新上市申請人處理，並要求其符合有關反收購行動的額外規定。

18. 在聯交所作出決定之前，甲公司便宣布終止建議出售。

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。

- 聯交所亦新增《上市規則》第14.04(2A)條，釐清反收購行動可涉及一連串部分甚或全部均已完成的收購事項。因此，《上市規則》第14.06B條或可適用於發行人擬在完成新業務收購後出售其現有業務的情況。

18.2. 若甲公司進行建議出售，聯交所將應用《上市規則》第14.06B條，將該等收購視作反收購行動。除此之外，相關《上市規則》修訂不會改變本案的分析。