

香港交易所上市決策

HKEx-LD59-5 (2007年8月) (於2010年9月更新；2012年10月撤回；並由GL43-12取代)

摘要	
涉及人士	甲公司及其附屬公司(「該集團」)- 主板上市申請人 債券持有人 - 在首次公開招股前認購了由甲公司發行的可換股債券的首次公開招股前投資者
事宜	若可換股債券的條款訂明若干特別權利是唯有債券持有人可享有，那是否符合《上市規則》第 2.03 條「上市證券的所有持有人均受到公平及平等對待」的大原則
上市規則	《上市規則》第 2.03(2)、(4)及(5)條 《上市規則》第 8.04 條 上市決策 HKEx-LD36-1 (2003 年 10 月)及 HKEx-LD55-1 (2006 年 6 月)
議決	聯交所決定： <ul style="list-style-type: none">• 可換股債券的換股價重設特色應該取消，以符合《上市規則》第 2.03 條的原則；• 所有因轉換可換股債券而已經或將會向債券發行人發行的股份，須在甲公司上市日期起計六個月內遵守出售限制，並不計入禁售期內的公眾持股量；• 如甲公司向債券持有人發行任何股份將導致可換股債券轉換成股份後由公眾人士持有的已發行股份不足 25%，則甲公司不應向債券持有人發行任何股份；• 有鑑於可換股債券的結構及其條款相當繁複，招股章程「財務資料」及「風險因素」兩節要披露更多資料，以解釋可換股債券對甲公司的影響，包括甲公司如須應要求在到期日前贖回可換股債券的影響；及• 甲公司的中期報告及年報須披露更多資料，讓投資者知道萬一所有未轉換成股份的可換股債券到有關年底或期末時轉換成股份，將對甲公司股份造成的攤薄影響。

實況摘要

1. 在呈交上市排期申請表格¹五個月前左右，甲公司向債券持有人發行了可換股債券。可換股債券的若干特點如下：

可重設換股價

- a. 如甲公司股份在每上市周年日前的 60 日成交量加權平均售價低於招股價的 75%，則換股價將調整至相等於 60 日成交量加權平均市價的水平。

換股價低於較首次公開招股發售價

- b. 債券持有人可於上市日起計五年內，按相等於首次公開招股發售價最終定價 85% 的換股價，將可換股債券轉換成甲公司的普通股。

債券持有人之所以獲准按折讓價轉換可換股債券，是要就其所承擔的投資風險作出補償。

贖回及提早贖回

- c. 在可換股債券到期日兩年前當日，債券持有人可選擇要求甲公司提早贖回尚未轉換成股份的可換股債券，而贖回價將足夠讓債券持有人獲取相等於提早贖回的可換股債券本金額以一個固定內部回報率表達的回報。到可換股債券到期時，甲公司亦須立即就所有尚未轉換成股份的可換股債券付款，而有關價格亦將使債券持有人收取同樣以上述固定內部回報率表達的回報。

債券持有人作出投資是希望收取按款項的時間值計算的回報。這些可換股債券的設計特色之一，正是債券持有人收回本金前的投資期愈長，所得回報便愈豐厚，以補償其資金被佔用所付出的機會成本。

控股股東的擔保

- d. 甲公司的控股股東向債券持有人保證會在下列的情況下作出補償：
 - 該集團在隨後兩個財政年度達不到預定的純利目標；或
 - 債券持有人出售可換股債券或甲公司股份時，內部回報率不足 10%。

可換股債券所述的控股股東擔保，是債券持有人與控股股東私下按公平原則協定安排，甲公司並無參與其中。

2. 假設換股價重設機制啟動，所有可換股債券均按面值(即相關法律許可的最低價格)轉換成股份，則債券持有人將持有甲公司全面攤薄後已發行股本 99.98% 權益。

考慮事宜

3. 若可換股債券的條款訂明若干特別權利是唯有債券持有人可享有，那是否符合《上市規則》第 2.03 條「上市證券的所有持有人均受到公平及平等對待」的大原則。

適用的《上市規則》或原則

4. 《上市規則》第 2.03(2)、(4)及(5)條訂明：
 - (2) 證券的發行及銷售是以公平及有序的形式進行，而有意投資的人士獲提供足夠資料，以對發行人及……作出全面的評估；
 - (4) 上市證券的所有持有人均受到公平及平等對待；
 - (5) 上市發行人的董事本着整體股東的利益行事（當公眾人士只屬上市發行人少數的股東時尤須如此）；
5. 《上市規則》第 8.04 條訂明：發行人及其業務必須屬於聯交所認為適合上市者。
6. 上市決策 HKEEx-LD36-1 (2003 年 10 月) (「HKEEx-LD36-1」) 就首次公開招股前的配售活動作出以下陳述：

聯交所認為，主板一般原則是，只要發行人已在招股章程中全面披露情況，發行人應獲准在申請上市前不久配售股份。不過，承配人卻或須遵守出售股份的限制。承配人的股份應否須遵守出售限制視乎個別情況，聯交所作出決定前會先考慮所有因素。
7. 聯交所在審議上市決策 HKEEx-LD55-1(已於 2006 年 6 月公布)所述的個案時，曾檢討其較早前在 HKEEx-LD36-1 所作決定的理念，及指出：

HKEEx-LD36-1

然而，聯交所認為，HKEEx-LD36-1 所述的個案為「簡單」情況：有關的配售於上市前已確實完成，承配人對所投入的資金及對股份的承擔得以落實。

分析

8. 就此個案作決定時，聯交所考慮了個案的事實及情況，以及過往個案（包括HKEEx-LD36-1 及 HKEEx-LD55-1）的裁決理據。

9. 聯交所注意到，可換股債券有若干特色倒較常見於陷入財政困難的上市發行人，而非在首次公開招股前進行投資的情況。在審議這些特色時，聯交所的大前提是要確保少數股東獲得如《上市規則》第2.03條所載的保障。

重設換股價

10. 設置換股價重設機制的可換股債券一般稱為「不確定性可換股票據」，其換股價是固定價格及浮動市價兩者中的較低者。浮動市價機制一般容許按相比換股時的市價為低的折讓價，將可換股債券轉換成股份。因此，實際換股比率是依據不時變動的市價釐定，以決定轉換可換股債券時將予發行的股份數目。如股價下跌，以市價為基礎的換股比率經調整後會導致發行更多股份，因而造成較大的攤薄效應，而股價進一步下調的機會亦更大，陷入不斷的惡性循環中。
11. 在最壞的情況下，債券持有人可持有甲公司已發行股本多達99.98%，令甲公司的已發行股本僅餘0.02%由其他少數股東持有。聯交所認為，這有違《上市規則》第2.03條有關「上市證券的所有持有人均受到公平及平等對待」的規定。聯交所亦認為，甲公司對少數股東施加嚴苛融資條款的做法，令人關注甲公司是否適合上市。
12. 聯交所認為可換股債券的「不確定性」特色有違《上市規則》第2.03條的原則，因此決定甲公司應取消所有涉及是項特色的條款。

換股價低於首次公開招股發售價

13. 聯交所注意到，債券持有人早於甲公司呈交上市排期申請表格¹五個月前左右已於甲公司作出投資，當時甲公司能否順利上市仍是未知之數。因此，聯交所認為，債券持有人作出的投資有別於上市決策 HKEx-LD55-1 所述情況(首次公開招股前投資者作出的投資要待上市委員會原則上批准後、臨近上市時才告完成)。

贖回及提早贖回

14. 聯交所看到保薦人表示，將要贖回的可換股債券本金額以內部回報率表達的回報，乃債券持有人的投資收入及其承擔風險的補償。此處的提早贖回有別於過往一些個案內的「退出條款」。在那些個案中，債券持有人毋須承擔任何風險，投資的款項亦尚未支付，而在這個案中，債券持有人已向甲公司支付有關款項。

控股股東的擔保

15. 經考慮保薦人的看法，以及甲公司控股股東與債券持有人將會就控股股東所作擔保的各項相關安排另行訂立協議，聯交所對控股股東與債券持有人之間私下作出的安排沒有意見。

公眾持股量及招股章程的披露內容

16. 聯交所認為，即使取消了「不確定性」元素，可換股債券整體條款之苛刻，在新上市發行人中仍是聞所未聞。由於可換股債券的相關條款並不適用於所有其他股東，聯交所認為，所有因轉換可換股債券而已經或將會向債券持有人發行的股份，均應在甲公司上市日期起計六個月內遵守出售限制，並不計入禁售期內的公眾持股量。此外，甲公司並須於招股章程內表明，如轉換可換股債券後由公眾人士持有的已發行股份不足25%，則甲公司不會向債券持有人發行任何股份。
17. 聯交所並決定，甲公司須於招股章程內補充下列披露資料：
 - a. 對若要贖回可換股債券時的現金流量及資金情況提供定性分析；
 - b. 詳細披露提供折讓及提早贖回的各项條款及影響，包括在到期贖回或提早贖回的情況下，甲公司為使債券持有人獲得所需內部回報率水平回報而須向其支付的款額；
 - c. 在「風險因素」一節披露將由可換股債券轉換而成的股份數目上限及持股量的相應變動；
 - d. 披露預期上市後的現金流入來源；
 - e. 披露可促使債券持有人選擇轉換可換股債券以獲得更高財務回報的換股價。
18. 聯交所亦要求甲公司須在招股章程內確認，其將定期於年報及中期報告內提供最新資料，其中包括：
 - a. 尚未轉換成股份的可換股債券全數轉換後可發行的股份數目；
 - b. 對甲公司當時的已發行股本以及甲公司各主要股東相關持股量所構成的攤薄影響；
 - c. 對每股盈利造成的攤薄影響；
 - d. 對甲公司於某個相關時刻的財政及流動資金狀況進行分析，探討其是否具足夠能力履行可換股債券下的贖回責任；
 - e. 假如債券持有人選擇以實物方式收取可換股債券下的所有權益，甲公司可能要發行的股份數目，以及對股權及每股盈利的攤薄影響；及
 - f. 對甲公司股價作出分析，以了解在無其他可能影響股價的因素存在下，哪個價格水平方會使債券持有人不論選擇轉換或贖回可換股債券，亦會獲得相同回報。

議決

19. 聯交所決定：

- a. 可換股債券的換股價重設特色應該取消，以符合《上市規則》第 2.03 條的原則；
- b. 所有因轉換可換股債券而已經或將會向債券發行人發行的股份，須在甲公司上市日期起計六個月內遵守出售限制，並不計入禁售期內的公眾持股量；
- c. 如甲公司向債券持有人發行任何股份將導致可換股債券轉換成股份後由公眾人士持有的已發行股份不足 25%，則甲公司不應向債券持有人發行任何股份；
- d. 有鑑於可換股債券的結構及其條款相當繁複，招股章程「財務資料」及「風險因素」兩節要披露更多資料，以解釋可換股債券對甲公司的影響，包括甲公司如須應要求在到期日前贖回可換股債券的影響；及
- e. 甲公司的中期報告及年報要披露更多資料，讓投資者知道萬一所有未轉換成股份的可換股債券到有關年底或期末時已轉換成股份時，所將會對甲公司股份造成的攤薄影響。

註：

1. 於 2009 年 11 月的規則修訂後，「上市申請表」取代了「排期申請表」。
(於 2010 年 9 月增補)