

香港上市法规环境变化下 上市公司的资本运作

议程

1 市场对比

2 关于港交所除牌制度规定的规则修订

3 借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》条文修订

4 目前收购上市公司面临挑战

5 问答部分

第1节

市场对比

市场对比

企业买卖主流地点



选择哪个市场考虑因素包括

1. 壳价
2. 壳干净程度
3. 后续筹资能力
4. 资产注入速度
5. 股东个税成本
6. 筹划成功率
7. 交易时机等

市场对比

选择上各有利弊，成本而言由高到低分别是香港（4-5亿港元）、A股（7-8亿人民币）、新加坡（6千万坡元）、美国（1000万美元）澳洲ASX（500万澳币）

香港壳价最贵，在洁净程度、后续筹资渠道和筹资能力，过去2年都有所下滑，资产注入难度越来越高。

各市场特点

- ◆ A股反收购法规较宽松，但对于注入标的品质由证监会把关（上市地位永久会员制但有所动摇），重组时间难以确定；
- ◆ 港股反收购法规非常严格，但对与不触动反收购的交易较为宽松（上市地位永久会员制但有所动摇），重组时间较容易把控，RTO时间2.5-3年；
- ◆ Nasdaq (SPAC),反收购法规宽松，资产注入迅速，但要求注入资产规模大，RTO时间非常迅速；
- ◆ 新加坡反收购法规严谨，资产注入品质把控程度与香港相当；
- ◆ ASX反收购法规非常严格，但是RTO的要求宽松，RTO后资产注入后复牌容易。RTO时间迅速。

第2节

关于港交所除牌制度规定的规则 修订

关于除牌制度规定的规则修订

目的

- ✓ 建立有效的退市框架
- ✓ 及时对不再符合持续上市标准的发行人进行退市

1 允许交易所在连续停牌18个月后将主板上市发行人退市。

允许交易所

- 2
- a. 发布除牌通知并给予发行人一段时间来补救相关问题以避免退市，或
 - b. 如果发行人未能在某些情况下纠正事项，则在规定期限后立即对发行人除牌。

3 于新的除名程序中，删除第17项应用指引，在没有足够经营或资产的发行人不必经过三阶段除名程序。

关于除牌制度规定的规则修订

连续18个月停牌将被退市，以下为3种情况：

截至2018年8月1日前

- 已启动除牌程序
- 已签发退市通知期

有关决定及通知期限将继续适用于有关发行人。

截至2018年8月1日前

- 已签发退市通知
- 尚未启动除牌程序
- 证券一直被暂停

(截至生效日期) 连续暂停12个月或以上

18个月期限将从2018年2月1日开始计算

(截至生效日期) 连续暂停不超过12个月

18个月的期限将从2018年8月1日开始计算

截至2018年8月1日前

- 根据第17项应用指引，已被置于退市阶段

第17项应用指引继续适用

关于除牌制度规定的规则修订

给发行人立即退市或发布补救期的通知

退市决定

- 在应用新的《主板规则》第6.10条时，联交所通常会指明发行人采取补救行动的时段《「指定的补救期」》，以避免被除牌。
- 交易所仍会在在触发适用除牌标准的事项对于列出一般原则和补救措施的基本原则至关重要的特殊情况下将发行人退市。

补救期的长短

在下列情况下，交易所将采用比一般规定更短的特定补救期：

- 鉴于待补救问题的性质，发行人应在短于规定补救的期间（例如公众动流通不足）补救问题并恢复交易。
- 发行人停牌后未能采取适当行动纠正问题，并在合理可行的情况下尽快恢复交易。

关于除牌制度规定的规则修订

证监会责令发行人暂停交易

- 无论发行人是否已根据上市规则被停牌，证监会均有权根据“「证券及期货（股票市场上市）规则」第8条命令联交所暂停买卖该证券的证券。
- 另一方面，根据上市规则，联交所可开始或把已被由证监会停牌的发行人继续停牌。
- 在联交所行使其根据第8条被停牌的任何发行人退市的权利之前，应首先与证监会商讨。

第3节

借壳上市、持续上市准则及
其他《上市规则》条文修订

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》 条文修订

目的：解决与空壳公司的交易和创建有关的市场活动；以及借壳上市，持续上市标准和其他规则修正案

借壳上市

- 修订反收购规则，例如保留反收购规则中的基于原则为本测试，并将指引信GL78-14中当前的“「极端非常重大交易」要求编入《上市规则》，更名为“极端交易”；及
- 要求收购目标后的集团均须适合上市（《上市规则》第8.04条,8.05条或规则8.05A条或8.05B条）的要求。

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》 条文修订

持续上市准则

- 修订《上市规则》第13.24条，厘清上市发行人须有足够的业务运作并且拥有相当价值的资产支持其营运，方可继续上市；同时修订《上市规则》第13.24条的附注，就该条例的应用提供指引；及
- 修订现金资产公司规则（《上市规则》第14.82至14.84条），将现金资产公司规则中有关短期证券的定义扩大至包括容易转换为现金的投资。

其他《上市规则》条文修订

- 规定发行人须披露其在须予公布交易或关连交易中所收购目标的任何业绩表现保证的结果；
- 须予披露交易对手方的身份及在关连交易的交易对手方；及
- 将上市决策LD75-4所载规定编纳成规，就重大分派未上市资产新增规定，使其须遵守与撤销上市地位所须遵守的相同规定。

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》 条文修订

修订反收购规则 (1)

指引信GL78-14

列出了六项评估标准（称为「原则为本测试」），用于确定收购是否为反收购：

- 收购相对发行人的规模
- 所收购业务的质量
- 发行人于收购前的业务性质及规模
- 发行人的主要业务有否出现任何根本转变
- 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
- 该收购会构成一连串的安排，以规避反收购规则

修改后

保留反收购规则的原则为本测试及将现时所载的六个评估准则编纳成规：

- 倘上市发行人在合理接近的时间内进行若干交易及/或安排（不论已完成或建议进行），又或该等交易及/或安排在其他方面互有关连，可被视为一连串的交易及/或安排，并且一系列交易将被视为一次交易；
- 触发反收购规则的交易（即最后的交易）不再仅限于收购事项。
- 将现时原则为本测试中的「发行受限制可换股证券」准则延伸至适用于发行人控制权或实际控制权出现变动的情况

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》 条文修订

修订反收购规则（2）

两种特定的反收购行动形式

(明确测试):

- a) 当发行人进行一项收购（或一连串收购），相关收购（或一连串收购）构成一项非常重大的收购事项，而发行人的控制权（如《收购守则》所界定的）同时出现变动；或
- b) 发行人在其控制权转手后的24个月内，向新股东或其联系人进行收购，而有关收购或一连串收购（以个别或总体而言）构成一项非常重大的收购事项。

修改后

保留明确测试,并修改如下:

- 将累计期由24个月延长至36个月
- 此限制应用于现有业务在控制权变动之时或其后36个月内的任何重大出售事项；除非
 - (i) 剩余业务;或
 - (ii) 从新控股股东（及其联系人）及第三方获得的资产将符合《上市规则》第8.05/8.05A/8.05B条的首次公开发售上市资格要求。

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》 条文修订

修订反收购规则 (3)

「极端非常重大收购」

如果发行人能够证明目标企业符合《上市规则》第8条规定的上市要求的资格和适用性，则规避新上市要求不会构成一个重大问题

指引信GL78-14规定，拟议的收购可归类为「极端非常重大收购」

修改后

- 将现时指引信GL78-14所载的「极端非常重大交易」规定纳入《上市规则》，并将这类交易改称为「极端交易」；
- 施加额外规定，要求使用极端交易类别的发行人须符合以下规定：
 - i. 发行人须一直营运规模庞大的主要业务，并将于交易后继续经营该业务；或
 - ii. 发行人须长时间（一般不少于3年）受一家大企业控制，而有关交易为集团业务重组的一部分，并且不会导致发行人控制权变动；

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》 条文修订

修订反收购规则（4）

反收购和「极端交易」的合规要求

若一项交易被视为反收购行动，根据《上市规则》第14.54条，发行人将被视作犹如新上市申请人处理。

经扩大后的集团或将被收购的资产须符合《上市规则》第8.05条有关新申请人的营业纪录规定，而经扩大后的集团须符合《上市规则》第八章的所有其他新上市规定。

修改后

- 收购目标集团必须适合上市要求(特别是上市规则》第13.24条发行人);
- 要求采购目标必须符合业绩记录要求;
- 厘清适用于涉及一连串交易及/或安排的极端交易或反收购行动的业绩纪录期及有关收购目标备考收益表的相关规定

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》 条文修订

修订反收购规则 (5)

「现金资产公司」 指引信GL84-15

列出禁止发行人大规模发行证券而将集资所得重点用于开展新业务，从而（按联交所的意见）规避新上市规定及使该项新业务得以上市。

修改后

- 将现时指引信GL84-15纳入《上市规则》
- 扩展适用于筹集资金用于通过未来收购开发新业务的情况

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》 条文修订

持续上市准则修改 (1)

足够业务运作的规定

- 《上市规则》第13.24条规定，发行人须有足够的业务运作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），其证券才得以持续上市。

修改后

- 修订上市规则，明确规定上市发行人必须经营一项业务，有充足业务水平及足够价值的资产，以保证其持续上市。（此规则为质量测试）。
- 发行人是否拥有所指的足够业务运作及资产时，其证券交易及/或投资不包括在内（根据《上市规则》第二十一章上市的投资公司除外）。

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》 条文修订

持续上市准则修改 (2)

现金资产公司

- 根据现金资产公司规则（《上市规则》第14.82至14.84条），不论何种原因，发行人全部或大部分的资产为现金或短期证券，则该发行人不会被视为适合上市。

修改后

- 将现金资产公司规则(《上市规则》第14.82条)中有关短期证券的定义扩大至包括容易转换为现金的投资（「短期投资」）
- 议修订第14.83条，令有关豁免只限于发行人与证券经纪业务相关的客户资产。
- 透过过渡安排，发行人有12个月时间遵守修订。

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》 条文修订

持续上市准则修改 (3)

证券交易的收益豁免

- 根据《上市规则》第14.04(1)(g)条，发行人在日常业务中进行属收益性质的交易可完全豁免遵守《上市规则》第十四章有关须予公布交易规定（一般是证券交易）。

修改后

- 收益性质交易可免遵守，可应用于证券买卖，但只限由监管机构审慎监督及规管的发行人集团成员公司（指从事银行业务的公司、保险公司或证券公司）所进行的证券买卖，以避免没有证券许可证的发行人进行“养壳”。
- 要求发行人在其年度报告中披露每项占其总资产5%或以上证券投资的详情。

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》 条文修订

持续上市准则修改 (4)

须予公布或关联交易

- 《上市规则》第14A.63条订明，如果目标公司的实际财务表现未能符合关连人士所作保证，发行人必须在公告及下一份年报内披露的数据。
- 《上市规则》第14.58及14A.68条，发行人必须在公告中概述交易对手方（如属公司或实体）所从事的主营业务。

修改后

- 须披露相关收购目标的财务表现保证的结果，其包括：
 - i. 须在下一份年度报告中，披露相关收购目标的财务表现保证的结果；及
 - ii. 在以下情况下刊发公告：
 - a) 若业绩表现保证条款有任何及后修改；或
 - b) 所收购目标的业绩表现未能符合保证。
- 须在公告和通函中披露交易各方的身份。

借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》

条文修订

其他《上市规则》条文修订

重大实物配发非上市资产

- 上市决策LD75-4和上市规则2.04，发行人有意以实物配发(一项非常重大的出售)必须获得独立股东批准

修改后

- 将上市决策LD75-4所载规定编纳成规，就重大分派未上市资产新增规定，使其须遵守与撤销上市地位所须遵守的相同规定。
 - i. 须独立股东批准：至少75%，不超过10%反对；或
 - ii. 独立股东须获提供合理的现金选择或其他合理的安排。

第4节

目前收购上市公司面临挑战

目前收购上市公司面临挑战

挑战1: 防止在资产注入时被作为新上市处理

- ◆ 过去：规定买方如成为超过30%普通股的股东后的24个月内累计注入资产的任一指标高于壳公司收益、市值、资产、盈利、股本等五个测试中有任何一条的100%，该交易可能构成上市规则所定义的非常重大交易。该注入要以IPO申请的标准来审批；
- ◆ 现在：新规最大改变是即便是持有未超过30%第一大股权的股东的非常重大收购资产注入也会被认为是反收购，一系列连串资产收购和出售观察期由24个月延长到36个月，买家没高手指路，将在36个月内寸步难行。

反收购行动被当做新上市申请的后果是：

- 若联交所将拟进行反收购行动的上市公司当作新上市申请人处理：
- 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；
- 经扩大后的集团须满足所有其他基本上市条件。

目前收购上市公司面临挑战

挑战1（续）： 新规列出两种特定的反收购行动的明确测试，包括：

- ◆ 涉及上市公司的控制权（即30%）或第一大股东的变动的收购；及
- ◆ 在上市公司的控制权转手后的36个月内，向新控股股东资产发出的非常重大收购（即收购资产的五项测试的任何百分比率为100%或以上）。

未能通过明确测试的被视为反收购行动，上市公司因此需要遵循有关新上市申请人的程序。

- 被认定为反收购后，注入资产当作新上市交易很难完成，RTO一般要2.5-3年；
- 除非资产与上市公司主要业务有密切关联（如业务扩张），获得豁免可能性很小。
- 壳股不太可能获得豁免。即便获豁免，如引致业务根本变动，将增强股东通函中披露程度。通函标准更接近其对首次公开招股的招股书披露要求（极端交易处理方式）；
- 上市公司是否同行业或类似行业，对降低未来被认定是反收购风险，未来好壳和坏壳价差很大；
- 新规令买家无法透过注入有效资产，进行有意义融资；

目前收购上市公司面临挑战

挑战2: 资产注入和出售的变得极为困难

- ◆ 买家进场后，如壳规模小，3年内很难买入和出售上规模的资产；
- ◆ 壳主如把控股权出售，三年内也很难拿走资产，否则容易触发反收购限制；
- ◆ 联交所极尽一切所能堵截反收购行为，属于反收购交易很难成行。

挑战3: 经济环境恶化+退市新规导致壳风险增加

- ◆ 目前经济环境下，上市公司业务萎缩或败退，令上市公司业务不足；
- ◆ 业务不足加上被上市规则限制而导致被退市（新规令这风险比任何时侯大）；
- ◆ 经过多手转让的风险是历史遗留问题导致的停牌
 - 如财务报表有保留意见；
 - 历史上财务黑洞。

目前收购上市公司面临挑战

挑战4: 协调新旧资产更替难度加大

- ◆ 上市规则对原有资产的出售速度有所限制，部分壳中的资产难在2年内售出，这使如何协调买方新注入资产与壳中原有资产，对方案设计者提出的较高的难度。
- ◆ 拥有大量专用装备和工业厂房的制造业，资产套现困难，原大股东赎回也因须动用大量现金无法实施。
- ◆ 壳主买壳后，36个月无法出售原壳主的资产；

挑战5: 收购股权比例太小风险大需慎重

- ◆ 买家只收购壳30%以下股权，但是很多股票原壳主的股份其实实际高于披露的比例；
- ◆ 原股东的股份已经被抵押。

目前收购上市公司面临挑战

挑战6：短暂停牌、停牌、除牌及撤回上市（养壳将变得非常困难）

上市公司如没所经营足够的业务运作或相当价值的资产（任一种），以保证其证券可继续上市，若交易所认为有必要可随时指令上市公司短暂停牌或停牌又或将其除牌；

解读：以前只需足够业务或相当价值资产中任一条，现在只要资产不足或者业务不足或者会计师的保留意见导致被联交所认为可能业务不足，上市公司就可能被勒令停牌并在18月内纠正业务不足，不成功将被永久除牌。

新规下将面临被停牌随后除牌的风险包括：

- ◆ 只能满足足够业务要求，但偏轻资产、资产规模不足公司；
- ◆ 资产规模足够，但业务不足的公司；
- ◆ 会计师对上市公司报表发表保留意见，怀疑资产被拨备后将面临业务不足或资产不足；
- ◆ 只有少量租金收入，缺乏规模开发业务的房地产公司。

目前收购上市公司面临挑战

极端个案处理方式

决定交易是否属极端个案时，联交所会考虑：

- ◆ 收购规模相对上市公司的规模；
- ◆ 所收购业务质量 - 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）；
- ◆ 上市公司于收购前业务性质及规模（主要问题是其是否仅为上市壳股公司）；
- ◆ 上市公司主要业务是否出现根本性变动（如现有业务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（如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，使卖方拥有上市公司的实际控制权。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。
- ◆ 会要求上市公司根据加强披露和审查的方式，准备交易通函。

目前收购上市公司面临挑战

新规则主要改变：六项评估因素用于判断反收购

如连串交易全部均于12个月内完成或属彼此相关者，须将交易合并计算。考虑因素包括是否：

第一项因素：收购相对于上市公司的规模：如大规模收购，令交易完成后现有主营业务不再重要，就有理由质疑。并无订明一项收购重大与否的绝对界线。会顾及其他评估因素，例如收购后上市公司现有业务的性质及规模

第二项因素：收购导致主营业务出现根本转变：如目标业务与其现有业务完全不同，目标业务规模显著大于其现有业务规模，上市公司主营业务可视为出现根本转变；

- ◆ 现有业务在收购后变得完全不重要，令上市公司实质上在经营目标业务。
- ◆ 主营业务有否出现根本转变，并非指与上市公司现行业务有关的业务策略中所包含的收购项目（包括业务扩张或多元化发展），又或与上市公司规模及资源相称的收购项目。

目前收购上市公司面临挑战

第二项因素（续）：收购导致主营业务出现根本转变：

- ◆ 涉及上市公司向上游或下游扩张至新的业务分部，或上市公司购入的业务作为其扩张业务的部分策略一般不作为根本改变。

列明的案例：

- 新经济科技公司按其业务策略收购成熟行业业务，构成拓展业务策略的一部分。
- 财务咨询及其他金融服务的上市公司提出收购以应用程序为基础的零售银行服务业务，属于上市公司进军金融科技业策略的一部分。
- 如有经营成熟业务上市公司为寻求业务（及收入来源）多元化发展而收购与其现有业务完全不同的目标业务，在不存在其他因素（例如上市公司控制权或实质控制权转变及/或收购规模庞大）的情况下，上市公司一般不会受反收购行动规则所限而不能进行该等业务多元化发展。

目前收购上市公司面临挑战

第三项因素：上市公司于收购前的业务性质及规模

- ◆ 现有业务规模较小，重大收购事项将较易被视作反收购行动；
- ◆ 当收购完成后，现有业务很可能变得不重要，其实质上将只剩目标业务；
- ◆ 联交所考虑现有业务性质及财政状况；
- ◆ 具壳股特征的上市公司重大收购，会更易被视作反收购行动；
- ◆ 如上市公司将原有业务清盘／出售后转营可轻易停业新业务（如贸易或借贷），就可能意味公司正参与壳股活动供借壳上市；
- ◆ 新上市公司股份禁售期后不久就连串安排（例如转换控股股东、进行收购及／或出售事项），亦可能意味当中涉及壳股活动。

第四项因素：收购目标的质素

- ◆ 重大收购购入不适合上市的目标业务多数被视作规避新上市规定，因有关业务如非如此不会获批新上市；
- ◆ 包括早期勘探矿业公司或非法经营的业务；
- ◆ 收购没有业务纪录或尚未开始经营的新业务或资产亦易令人生疑，尤其是目标业务与上市公司业务完全不同（包括购入新技术专利或新业务计划中的基础设施（例如生产设施）尚在建设中。

目前收购上市公司面临挑战

第五项因素：上市公司控制权（按《收购守则》的定义）或实质控制权转变个别即使通过明确测试，亦仍有可能在以原则为本的测试下被视作反收购行动；

联交所会考虑：

- 控股股东是否有变；或
- 能行使实际控制权的单一最大主要股东是否有变（按董事会及／或高级管理层出现重大变动等因素所示）；
- 联交所考虑是否有迹象显示上市公司单一最大股东行使其实际控制权时，亦会考虑其他因素；
- 联交所会考虑相关人员的变动以及现任董事行政职能的变化；
- 包括情况：
 - a) 大部分执行董事及／或执行行政职能高级管理层变动；
 - b) 大部分董事有变及／或其行政职能有变；
 - c) 或行政总裁变动。

目前收购上市公司面临挑战

第五项因素：上市公司控制权（按《收购守则》的定义）或实质控制权转变（续）

联交所会考虑：

- ◆ 控制权或实质控制权转变因素在以下情况通常不适用：
 - a) 新主要（而非控股）股东是上市公司的被动投资者；或
 - b) 上市公司董事会及／或高级管理层转变，但控股股东或单一最大主要股东不变。然而，如无控股股东或单一最大主要股东，其董事会及／或高级管理层的重大变动可能会令人质疑上市公司的实际控制权是否出现变动。

- ◆ 联交所将此因素连同「一连串交易及／或安排」因素一并引用。例如：
 - a) 购入上市公司重大股权；
 - b) 委任新董事进入董事会监察上市公司的业务及方向；
 - c) 再收购新的业务，而新董事对上市公司原有业务全无经验，但对上市公司收购的新业务却有专业知识。

- ◆ 控制权有变再加上一连串行动（如出售上市公司现有业务并收购不同行业的业务），如涉及新投资者企图将新业务上市而规避新上市规定。较大机会触动反收购规则。

目前收购上市公司面临挑战

第五项因素：上市公司控制权（按《收购守则》的定义）或实质控制权转变

案例：服装行业的上市公司

- ◆ 非常重大的收购，从第三方卖方收购房地产业务；
- ◆ 不久上市公司的原控股股东即提出将名下上市公司权益全部售予卖方，令上市公司控制权出现变化；
- ◆ 控制权变动与已完成收购之密切关联或会令人怀疑上市公司有意规避新上市规定。
- ◆ 上述事件被视为一连串安排：
- ◆ 交易涉及受限制可换股证券以免触发全面收购要约；
- ◆ 此评估只适用于反收购行动情况，以识别是否存在借壳上市；

第六项因素：向卖方发行任何可换股证券