

联交所关于借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》条文修订的咨询文件

香港联合交易所（以下简称“联交所”）于近期刊发[有关借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》条文修订的咨询文件](#)，咨询截止日期为2018年8月31日。

该咨询文件就文内提出了多项《上市规则》修订建议咨询市场意见，以解决有关借壳上市和“壳股活动”的问题。

本期资本市场更新将简要介绍该等《上市规则》的建议修订。

聚焦

- 将载于指引信 GL78-14 的原则为本测试（以下简称“反收购指引”）编入《上市规则》，并修改其中两项评估准则（即控制权/实际控制权变动与一连串交易及/或安排）；
- 修订明确测试，将反收购规则应用于控制权转变起 36（而非 24）个月内，向控股股东作出的非常重大的收购事项；
- 将指引信 GL84-15 所载实践修订编纳为新规，以管制通过大规模发行证券进行借壳上市的活动；
- 收紧反收购行动及极端交易的合规规定（如：须在上市文件或通函中包括同一连串交易或安排的所有收购目标的备考财务信息）；
- 修订《上市规则》，规定上市发行人须有足够的业务运作及相当价值的资产支持其继续上市；
- 修订现金资产公司规则中有关“短期证券”的定义，将容易转换为现金的投资（例如投资上市证券）也包括在内；及
- 修订须予公布交易规定中的收入豁免，使其只适用于由监管机构审慎监管及规管的发行人集团成员公司所进行的证券买卖。

咨询文件出台背景

近年来，联交所注意到市场上有许多人士对上市壳股公司的问题发表评论，当中涉及一些业务规模小、及市值与其业务规模和前景不成正比的上市公司。联交所认为这些壳股活动吸引投机炒卖，并且成为市场操控、内幕交易及股价异常波动的温床，降低投资者信心及整体市场质素。

为解决此问题，联交所多次检讨现行的《上市规则》，并采纳不同做法以加强对借壳上市和壳股活动的监管。例如，除现行反收购规则要求进行明确测试¹外，联交所于2014年5月制定了原则为本方针²规管借壳上市活动。然而，联交所发现具体问题和借壳交易仍然存在，包括新投资者获得发行人实际控制权后，以此作为上市平台收购新业务并规避新上市规定，或发行人将收购活动分拆为一连串小型收购，又或在收购不符合新上市规定的新业务后出售其原有业务等等。有鉴于此，联交所认为有必要将其指引正式编入《上市规则》，并对《上市规则》进行修订，以更有效地解决一些已知的具体问题。

咨询文件的主要建议

(一) 借壳上市的相关建议

修订反收购规则——原则为本测试

将原则为本测试编入《上市规则》，并修改其中两项评估准则：

- 将现行的“发行受限制可换股证券”准则延伸至适用于上市发行人控制权或实际控制权出现变动的情况。实际控制权发生变动的指标性因素包括：i) 董事会/主要管理层出现重大变动；ii) 单一最大主要股东发生变化，以及 iii) 发行受限制可换股证券。
- 厘清“一连串交易及/或安排”准则，将在合理接近时间内（一般为36个月）发生的或在其他方面互相关联的交易及/或安排编入其中。这些交易及/或安排可包括控制权或实际控制权变动、收购事项、出售或终止原有业务，以及在某些情况下有关新业务收购的业务开拓或股权融资。一连串的交易及/或安排会被视为一项交易（因此，个别出售交易或会令同一连串交易及/或安排中一项已完成的收购被联交所裁定为反收购行动；或一连串规模较小的收购可构成反收购行动）。

修订反收购规则——明确测试

保留并修订《上市规则》中的明确测试，使控股股东在控制权³发生转变后的36个月内（而非24个月）作出的非常重大的收购事项受反收购规则制约。

出售限制

出售限制用于限制上市发行人在控制权³转变时，或36个月内进行任何重大出售（或实物分派），除非余下业务或控制权转变后收购的任何资产可符合新上市规定。联交所亦可能对上市发行人在单一最大主要股东变动时，或36个月内进行的重大出售施加这项出售限制。

¹根据现行的明确测试，满足以下任何一项准则的交易将被视为反收购行动：

- (i) 该收购或一连串收购构成非常重大的收购事项，导致上市公司控制权发生转变；或
- (ii) 在新股东或其联系人取得上市公司的控制权后的24个月内，新股东作出的单项或整体构成非常重大的收购事项的任何收购或一连串收购。

²指引信GL78-14制定了六项基于原则为本的评估准则：

- (i) 交易相对发行人的规模；
- (ii) 所收购业务的质量——有关业务是否符合上市的营业纪录规定，又或有关业务是否不适合上市（例如初阶勘探公司）；
- (iii) 发行人于收购前的业务性质及规模（例如是否为壳股公司）；
- (iv) 发行人的主营业务是否出现任何根本转变（例如现有业务将会于收购后终止或对经扩大后的集团的营运而言是微不足道）；
- (v) 过去、建议中或计划中的其他事件及交易，连同该收购会构成一连串的安排，以规避反收购规则（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
- (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。

³控制权的定义请见《收购守则》中“定义”章节

禁止透过大规模发行证券进行借壳上市

联交所将增订新规，禁止发行人通过以下方式进行借壳上市：大规模发行证券换取现金，将所得款项用于收购及/或开展远较现有主营业务庞大的新业务。除发行人开展新业务的情况，该建议规则亦将适用于发行人把集资所得用于收购事项以发展新业务。

收紧反收购行动及极端交易的合规规定

以下建议旨在打击市场利用“壳股”公司借壳上市的行为，以及确保收购目标适合上市：

- 收购目标必须适合上市⁴，必须符合适用于新申请人的业绩记录规定⁵；而经扩大后的集团须符合所有新上市规定（业绩记录规定⁵除外）。对于不符合持续上市要求⁶的上市发行人而言，收购目标以及经扩大后的集团必须各自符合所有新上市规定；
- 将反收购指引对“极端非常重大交易”的要求正式编纳成规，并将这类交易改称为“极端交易”。“壳股公司”不符合该类别，因此，上市发行人须符合以下条件 (i) 营运规模庞大的主要业务；或 (ii) 长时间受一家大企业控制，而收购是业务重组的一部分，不牵涉控制权转变；及
- 若反收购行动或极端交易涉及一连串交易及/或安排，上市发行人须在其上市文件或通函中包括所有收购目标，以及同一连串交易或安排中任何新开展业务的最近三个（GEM：两个）财政年度（以最新拟进行交易为准）的备考利润表（GEM：备考现金流量表）。

(二) 有关持续上市准则的建议

修订关于“足够业务运作”的规定

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继续上市。证券买卖及/或投资活动并不包括在内，除非该公司是符合《主板上市规则》第二十一章规定的投资公司。并无经营实质性业务及/或业务并不可行及不可持续发展的发行人不符合该规定。

修订关于“现金资产公司”的规定

修订现金资产公司规则中有关“短期证券”的定义，将容易转换为现金的投资（例如投资上市证券）也包括在内。证券经纪公司的豁免条文只适用于其客户的资产。

建议过渡安排

若发行人不符合经修订的持续上市准则，可获 12 个月的过渡期。反收购规则的建议修订则不设过渡安排，但若发行人进行交易的目的是为了重新遵守新的《上市规则》条文，联交所应用反收购规则时会考虑此因素，以便其重新合规。

¹ 根据现行的明确测试，满足以下任何一项准则的交易将被视为反收购行动：

- (iii) 该收购或一连串收购构成非常重大的收购事项，导致上市公司控制权发生转变；或
- (iv) 在新股东或其联系人取得上市公司的控制权后的 24 个月内，新股东作出的单项或整体构成非常重大的收购事项的任何收购或一连串收购。

² 指引信 GL78-14 制定了六项基于原则为本的评估准则：

(三) 其他《上市规则》条文修订建议

证券交易

须予公布交易规定中的收益豁免可应用于证券买卖，但只限于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。同时新增规定，要求上市发行人在年报内就每一项占其总资产5%或以上的证券投资作详细披露。

重大分派未上市资产

将对规模等同非常重大出售的实物分派相关的上市决策⁷ 编纳为新的规定，与撤销上市地位所须遵守规定相若。

其他有关须予公布或关连交易的事宜

修订《上市规则》，清楚表明若计算有关百分比时出现异常，或有关计算结果不适合应用在上市发行人的业务范围内，联交所（或发行人）可使用其认为适合的其他规模测试评定须予公布或关连交易对发行人的重要性。

新增以下与须予公布交易和关连交易相关的披露要求：

- 业绩表现方面：
 - (i) 在其下一份年报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；及
 - (ii) 在以下情况下刊发公告：
 - (a) 若随后业绩表现保证有任何修改；或
 - (b) 所收购目标的业绩表现未能符合保证；
- 在须予公布交易的公告及通函内披露交易对手方的身份；及
- 在关连交易的公告内披露交易对手方及其最终实益拥有人的身份及主要业务概述。

如贵方对本期内容有任何疑问，欢迎联系以下资本市场合伙人和总监。

刘国贤

主管合伙人，资本市场组
毕马威中国
电话：+852 2826 8010
paul.k.lau@kpmg.com

刘大昌

合伙人，资本市场咨询组
毕马威中国
电话：+852 2143 8876
louis.lau@kpmg.com

文肇基

总监，资本市场咨询组
毕马威中国
电话：+86 1085085548
terence.man@kpmg.com

kpmg.com/cn

所载资料仅供一般参考用，并非针对任何个人或团体的个别情况而提供。虽然本所已致力提供准确和及时的资料，但本所不能保证这些资料在阁下收取时或日后仍然准确。任何人士不应在没有详细考虑相关的情况及获取适当的专业意见下依据所载资料行事。

© 2018 毕马威会计师事务所 — 香港合伙制事务所，是与瑞士实体 — 毕马威国际合作组织（“毕马威国际”）相关联的独立成员所网络中的成员。版权所有，不得转载。

毕马威的名称和标识均属于毕马威国际的商标或注册商标。

附录一——《上市规则》主要建议修订一览

下表将《上市规则》中现行的借壳上市、持续上市准则及其他条文与相应的主要修订建议进行对比。

议题	现行上市规则	上市规则的建议修订
第一部分：借壳上市		
修订反收购规则——原则为本测试	<ul style="list-style-type: none"> 指引信 GL78-14 中载有原则为本测试的 6 项评估准则。 	<ul style="list-style-type: none"> 将指引信 GL78-14 中所载 6 项准则编入《主板上市规则》第 14.06 条/《GEM 上市规则》第 19.06B 条，并修改其中两项评估准则： <ul style="list-style-type: none"> (a) 将现行的“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；及 (b) 厘清“一连串安排”准则，将在合理接近时间内（一般为 36 个月）发生的交易及/或安排归入其下
修订反收购规则——明确测试	<ul style="list-style-type: none"> 《主板上市规则》14.06 条/《GEM 上市规则》第 19.06 条内载有明确测试的内容——反收购规定适用于控股股东在控制权发生转变的 24 个月内作出的非常重大的收购事项。 	<ul style="list-style-type: none"> 将明确测试的累计期由 24 个月延长至 36 个月
出售限制	<ul style="list-style-type: none"> 《主板上市规则》第 14.92 条/《GEM 上市规则》第 19.91 条限制上市发行人在控制权发生转变后的 24 个月内出售其业务，但被收购资产满足新上市规定的则除外。 	<ul style="list-style-type: none"> 现行规定将被《主板上市规定》第 14.06E 条/《GEM 上市规定》第 19.06E 条取代，出售限制将适用于控制权转变后 36 个月内发生的业务重大出售（或实物分派），但剩余业务或所收购的任何资产满足新上市规定的则除外。
禁止透过大规模发行证券进行借壳上市	<ul style="list-style-type: none"> 指引信 GL84-15 内载有关于联交所禁止发行人通过大规模发行证券换取现金，并将所得款项用于业务开拓的方式进行借壳上市的指引。 	<ul style="list-style-type: none"> 指引信 GL84-15 所载指引将被编入《主板上市规则》第 14.06D 条/《GEM 上市规则》第 19.06D 条，禁止上市发行人通过以下方式进行借壳上市：大规模发行证券换取现金，将所得款项用于收购及/或开展远较现有主营业务庞大的新业务。
收紧反收购行动及极端交易的合规规定	<ul style="list-style-type: none"> 指引信 GL78-14 内载有“极端非常重大交易”的标准。 《主板上市规则》第 14.54 条规定经扩大后的集团或将被收购的资产必须符合《主板上市规则》第 8.05 条所载的业绩记录要求，且经扩大集团须满足第八章所载所有其他基本上市条件。《GEM 上市规则》第 19.54 条也作出同样规定。 	<ul style="list-style-type: none"> 指引信 GL78-14 中所载极端非常重大交易将编入《主板上市规则》第 14.06C 条/《GEM 上市规则》第 19.06C 条，并改称“极端交易”。“壳股公司”不符合该类别，因此，上市发行人须符合以下条件： <ul style="list-style-type: none"> (a) 营运规模庞大的主要业务；或 (b) 长时间受一家大企业控制，而收购是业务重组的一部分，不牵涉控制权转变 要求收购目标同时满足《主板上市规则》第 8.04 条（上市适合性）和《主板上市规则》第 8.05 条（业绩记录要求），而经扩大后集团须满足所有新上市规定（《主板上市规则》第 8.05 条除外）。若上市发行人不符合《主板上市规则》第 13.24 条的规定，则收购目标以及经扩大后的集团必须各自符合所有新上市规定。与之对应的《GEM 上市规则》第 19.54 条亦将接受修订，与《主板上市规则》保持一致。 在《主板上市规则》第 14.57A 条/《GEM 上市规则》第 19.57A 条中增加新规，规定若反收购或极端交易涉及一系列交易及/或安排，则上市发行人须在其上市文件或通函中包括所有收购目标，以及同一连串交易或安排中任何新开展业务的最近三个（GEM：两个）财政年度（以最新拟进行交易为准）的备考利润表（GEM：备考现金流量表）。

附录一——《上市规则》主要修订建议一览 (续)

议题	现行上市规则	上市规则的建议修订
第二部分：持续上市		
修订关于“足够业务运作”的规定	<ul style="list-style-type: none"> 《主板上市规则》第 13.24 条/《GEM 上市规则》第 17.26 条要求上市发行人须有足够的业务运作或相当价值的有形资产及/或具有相当潜在价值的无形资产支持其继续上市。 	<ul style="list-style-type: none"> 修订现行《上市规则》（《主板上市规则》第 13.24 条/《GEM 上市规则》第 17.26 条），规定上市发行人须有足够的业务运作及相当价值的资产保障运营，以支持其继续上市。 <p>在《主板上市规则》第 13.24 条/《GEM 上市规则》第 17.26 条中增设新规，规定在考虑上述持续上市准则时，证券交易及/或投资业务不包括在内（《主板上市规则》第二十一章所载的投资公司的证券交易及/或投资业务除外）。</p>
修订关于“现金资产公司”的规定	<ul style="list-style-type: none"> 根据《主板上市规则》第 14.82 条/《GEM 上市规则》第 19.82 条，若上市发行人全部或大部分的资产为现金或短期证券及/或短期投资，则该上市发行人不被视为适合上市。 根据《主板上市规则》第 14.83 条/《GEM 上市规则》第 19.83 条，经纪证券公司不受《主板上市规则》第 14.82 条/《GEM 上市规则》第 19.82 条约束。 	<ul style="list-style-type: none"> 修订《主板上市规则》第 14.82 条/《GEM 上市规则》第 19.82 条中有关“短期证券”的定义，将容易转换为现金的投资（例如投资上市证券）也包括在内。 修订《主板上市规则》第 14.83 条/《GEM 上市规则》第 19.83 条中所载证券经纪公司的豁免条文，使其只适用于证券经纪公司客户的资产。
第三部分：其他《上市规则》修订建议		
证券交易	<ul style="list-style-type: none"> 根据《主板上市规则》第 14.04 条/《GEM 上市规则》第 19.04 条，目前在须予公布交易规定中的收入豁免是否可用于证券买卖方面缺乏明确指引。 	<ul style="list-style-type: none"> 须予公布交易规定中的收入豁免可应用于证券买卖，但只限于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。 <p>在《主板上市规则》附录十六第 32 段/《GEM 上市规则》第 18.41 条中增加新规，规定上市发行人在年报中就每一项占其总资产 5% 或以上的证券投资作详细披露。</p>