

# Bird & Bird & 鸿鹄律师事务所

## 香港联交所刊发关于借壳上市及持续上市准则的新谘询文件

香港联合交易所有限公司（“联交所”）于2018年6月29日刊发有关借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》条文修订的谘询文件（“谘询文件<sup>1</sup>”），旨在通过收紧《主板上市规则》和《创业板上市规则》（“上市规则”）中关于反收购行动、极端交易及持续上市准则的规定，以解决市场关注的有关借壳上市及建立/交易壳股公司之活动的问题

### 背景

近年，由于市场上有通过壳股公司在联交所借壳上市的需求，在联交所（“联交所”）的上市地位的价值大幅升值。联交所留意到，当前存在一种趋势，一些业务规模及前景均与获取上市地位所付出的成本或上市目的毫不匹配的新上市申请人纷纷进行壳股活动。与此同时，有一些业务正在逐步减少的上市发行人，意图藉由设立一些入场门槛极低及/或可轻易建立并且无需作巨额支出即可停止营运的新业务，以维持上市地位。

联交所认为这些活动吸引投机炒卖，并且成为市场操控、内幕交易的温床，也降低投资者对香港市场的信心及整体市场质素。有鉴于此，联交所已刊发谘询文件，提出多项涉及借壳上市及持续上市准则的《上市规则》修订建议。我们对最重要的几项《上市规则》修订建议总结如下。

### 对《上市规则》的主要修订建议

#### 借壳上市

- 对现行的原则为本测试和六项评估准则（见指引信 GL78-14）做出以下修改后纳入《上市规则》：

---

<sup>1</sup> 谘询文件全文参见：[https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2018-Backdoor-and-Continuing-Listing/Consultation-Paper/cp201806\\_c.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2018-Backdoor-and-Continuing-Listing/Consultation-Paper/cp201806_c.pdf)

- 将现行的“发行受限制可换股证券”这一准则扩大至包括任何控制权出现变动（定义见《公司收购及合并守则》）或实际控制权出现变动的情况；及
- 厘清“一连串安排”准则的含义，该准则是指在合理接近的时间内（通常在3年内）进行又或互有关连的交易或安排，并且触发《上市规则》中反收购规则的交易(即最后的交易)不再仅限于收购事项。
- 保留《主板上市规则》第14.06(6)条/《创业板上市规则》第19.06(6)条项下的明确测试，并将《主板上市规则》第14.06(6)、14.92和14.93条/《创业板上市规则》第19.06(6)、19.91和19.92条中的累计期由24个月延长至36个月。
- 上市发行人在(i)其控制权建议或意图转变（不包括其附属公司）时；或(ii)其控制权转手后的36个月内，不得进行涉及其现有业务的重大出售（或相等于重大出售的实物配发），除非(i)上市发行人余下的业务或(ii)从新控股股东（或其联系人）及任何其他人所收购的资产能够符合《主板上市规则》第8.05条（或第8.05A或8.05B条）/《创业板上市规则》第11.12A条（或第11.14条）项下的新上市要求。联交所亦有酌情权，可对上市发行人单一最大主要股东变动时或在上市发行人单一最大主要股东变动的36个月内进行的重大出售（或实物分派）施加这项出售限制。
- 将指引信GL78-14所载对“极端非常重大交易”的现行要求正式编纳成规，将这类交易改称为“**极端交易**”，并对极端交易提出如下额外要求：
  - 上市发行人须一直营运规模庞大的主营业务（年收入或资产总值10亿港元或以上），并将于交易后继续经营该业务；或
  - 上市发行人须长时间（一般不少于3年）受一家大企业控制，而有关交易为企业业务重组的一部分，并且不会导致上市发行人控制权变动。
- 对反收购和极端交易施加以下额外要求：
  - 收购目标及经扩大后的集团必须适合上市（《主板上市规则》第8.04条/《创业板上市规则》第11.06条），且收购目标必须符合《主板上市规则》第8.05条（或《主板上市规则》第8.05A或8.05B条）/《创业板上市规则》第11.12A条（或《创业板上市规则》第11.14条）（即业绩记录规定）；而经扩大后的集团须符合《主板上市规则》第八章（《主板上市规则》第8.05条除外）/《创业板上市规则》第十一章（《创业板上市规则》第11.12A条除外）项下的所有其他新上市规定。对于业务运作水平不足的上市发行人而言，收购目标以及经扩大后的集团必须各自符合《主板上市规则》第八章/《创业板上市规则》第十一章的所有新上市规定。
  - 业绩纪录期一般应涵盖为涉及一连串交易和/或安排的反收购或极端交易而刊发的通函或上市文件之前的三个财政年度。
- 将指引信GL84-15中的监管常规编纳成规（当中涉及若干修改），即：如上市发行人拟大规模发行新股或可换股证券募资用于收购及/或开展新业务，而该证券发行按联交所的意见是规避新上市规定及达致该新业务上市的方法，则联交可拒绝批准该等新股上市。

### 足够业务运作和资产

- 对《主板上市规则》第13.24条/《创业板上市规则》第17.26条项下的质量测试进行修改，规定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。

- 在评估发行人是否符合《主板上市规则》第 13.24 条/《创业板上市规则》第 17.26 条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《主板上市规则》第二十一章上市的投资公司除外）。

## 现金资产公司

- 修订《主板上市规则》第 14.82 条/《创业板上市规则》第 19.82 条中有关“短期证券”的定义（即年期少于一年的证券，如债券或多种长短期票据）（“现金资产公司规则”），将可随时变现或转为现金的投资（包括向第三方借贷）也包括在内。现金资产公司规则的豁免条文只适用于从事证券经纪业务的发行人代表其客户持有的资产。

就关于发行人须维持足够业务运作和资产以及现金资产公司的上述建议，建议给予为期 12 个月的过渡期，由《上市规则》修订日期起计。

## 建议修改的意义

### 1. 通过限制上市发行人在控制权变动后参与新业务来打击利用壳股公司借壳上市的行为

谘询文件阐明了联交所对打击交易或收购“上市壳股公司”用于借壳上市之活动的建议。根据目前的建议，明确测试的累计期和对重大出售的限制将从控制权变动后的 24 个月延长至 36 个月。对原则为本测试项下之评估准则的建议修改限制了上市发行人通过一连串规模较小的收购建立新业务或在收购一项新业务后出售原有业务（反序交易）来规避新上市规定的的能力。简而言之，如上市发行人通过业务开拓连同收购开展与在控制权变动之前的原有业务无关的新业务，或从事不符合上市发行人规模及资源的业务扩张活动，则可能被视为企图规避新上市规定，并因此触发反收购规则。

### 2. 对极端交易施加额外要求

在评估一宗交易是否极端交易时，联交所建议新增两项规定。只有营运规模庞大的业务（年收入或资产总值 10 亿港元或以上）或受一家大企业控制超过三年并且进行业务重组的上市发行人，才能根据极端交易的相关规定避免其收购交易被视为反收购。

### 3. 借壳上市 vs 首次公开募股（IPO）

联交所的建议旨在增加与借壳上市相关的交易成本。考虑到累计期延长至三年，对从事新业务、进行大规模股权融资以及出售/终止重大业务的限制，维持可行及可持续发展业务的成本，以及上市发行人的上市地位所附带的溢价等因素，建立业务/资产业绩记录然后进行首次公开募股可能会是一个更具吸引力的选择。

## 联系人

徐永安  
合伙人

Tel: +852 2248 6117  
wingon.chui@twobirds.com



方文杰  
合伙人

Tel: +852 2248 6138  
james.fong@twobirds.com



麦紫阳  
律师

Tel: + 852 2248 6137  
roy.mak@twobirds.com



徐达铭  
律师

Tel: +852 2248 6136  
philip.chui@twobirds.com



## 法律快讯和活动邀请

法律快讯和以内容为主导的活动仅提供截至稿件首次发布之日或活动之日的一般信息，并非旨在提供全面的分析。其不能替代法律或其他专业建议，针对特定情况仍应获取专门的法律或其他专业建议。此外，本所法律快讯和活动中提供的信息均受本所使用条款和条件的约束。

## 隐私

欲订阅鸿鹄律师事务所定期发布的法律快讯，请[点击此处](#)。

欲退订鸿鹄律师事务所的所有市场推广通讯，请于[此处](#)填写表格。

欲更改您的联系方式，或有任何疑问，请联系本所的[客户关系管理团队](#)。

欲了解有关您的隐私和 cookie 使用的更多信息，请[点击此处](#)。

## BIRD & BIRD(鸿鹄律师事务所)

欲了解关于 Bird & Bird LLP 及其附属和关联实体所组成的国际律师事务所（合称“鸿鹄”）、本所办公室、本所成员及合伙人的信息、监管信息、投诉程序及电邮使用信息，请[点击此处](#)。

关于本所的隐私政策，包括我们收集的个人信息类型、我们如何收集和处理这些信息、我们在提供的过程中可能与哪些人分享这些信息、以及您就此拥有的某些权利和选择权，请参阅 [www.twobirds.com/LN](http://www.twobirds.com/LN)。

鸿鹄发送的任何电子邮件可能包含保密和/或受法律特权保护的信息。除非您是指定收件人，否则您不得披露、复制或使用该邮件；请立即通知发件人并将邮件从您的系统中删除。您应当保护您的系统免受病毒等的侵害；我们对可能因此造成的损害不承担任何责任。

有关本所从客户或第三方客户收取资金、为客户或第三方客户持有资金、或向客户或第三方客户提供资金的条款，请参阅 [www.twobirds.com/CM](http://www.twobirds.com/CM)。

鸿鹄律师事务所是在英格兰和威尔士注册的一家有限合伙企业，注册号 OC340318，经律师监管局授权并受其监管，注册办公室及主要营业地位于伦敦费特巷 12 号，EC4A1JP。律师管理局的专业规定和守则可在[此处](#)查阅。

鸿鹄律师事务所的成员和并非成员但是担任合伙人的律师或其他具有相同地位和资质之专业人士的名单及其专业资格均可以在本所注册办公室供检阅。

# twobirds.com

阿姆斯特丹 & 阿布扎比 & 北京 & 布拉迪斯拉发 & 布鲁塞尔 & 布达佩斯 & 哥本哈根 & 迪拜 & 杜塞尔多夫 & 法兰克福 & 海牙 & 汉堡 & 赫尔辛基 & 香港 & 伦敦 & 卢森堡 & 里昂 & 马德里 & 米兰 & 慕尼黑 & 巴黎 & 布拉格 & 罗马 & 上海 & 新加坡 & 斯德哥尔摩 & 悉尼 & 华沙

鸿鹄律师事务所是一家国际律师事务所，由鸿鹄律师事务所及其附属和关联实体组成。

鸿鹄律师事务所是在英格兰和威尔士注册的一家有限合伙企业，注册号 OC340318，经律师监管局授权并受其监管，注册办公室及主要营业地位于伦敦 12 New Fetter Lane, EC4A1JP。有关鸿鹄律师事务所成员和任何经任命担任合伙人的非成员的名单及其各自的专业资质，均可在上述地址查阅。