

## 香港借壳上市新规 (第三章) —— 香港上市公司进行大规模证券发行及维持上市地位要注意的事项

香港联合交易所有限公司 (联交所) 就借壳上市和持续上市准则发布的《上市规则》修订及新订的指引信 (统称“**新规**”), 将于2019年10月1日生效。新规旨在处理在借壳上市中出现的各种市场行为问题并规管借壳上市活动, 但也可能影响到企业的扩张或多元化行动, 特别是那些涉及上市发行人的重要战略举措。

我们已在第一章和第二章讨论了新规对上市发行人收购业务/资产及出售现有业务或资产之重大部分的潜在影响。我们现在探讨新规如何影响大规模发行证券和上市地位的维持。这里提到的所有“规则”均指主板上市规则, “咨询总结”是指联交所2019年7月发布的关于《借壳上市、持续上市准则及其他《上市规则》条文修订》的咨询总结。

以下是第三章——大规模发行证券和上市地位的维持。

### 有哪些新修订?

因应市场不断变化的借壳上市行为, 联交所采取了多方面的应对策略, 新规正反映了这一点。联交所明确表示:

- **大规模证券发行 (《上市规则》第14.06D条)**: 此前旨在防止藉大规模发行证券规避新上市规定的反规避指引现被编纳成规, 但关于何为大规模的指引 (50%的现金资产比率) 则没有被编纳成规。取而代之的是, 如果发行人为换取现金而进行的证券发行, 举例来说 (a) 导致发行人控制权或实际控制权转变, 及 (b) 所得资金用来资助收购或创建规模大出许多的业务, 就可能被视为规避新上市规定

的一种方式。新规将大规模发行证券的规定与反收购规则项下的“六项评估因素”相结合。有关反收购规则的讨论, 请参见“香港借壳上市新规 (第一章) ——收购”。

联交所也被明确赋予一种权力: 如果联交所认为有关的证券发行是一种规避新上市规定的方式, 可拒绝批准该等将发行股份上市。

- **足够的业务运作 (《上市规则》第13.24条)**: 这不是一项新要求, 新修订之处在于: 放借贷业务及/或自营证券交易及投资被描述为可能并非具有实质的业务——也许例外的情况包括经营银行业务的公司、保险公司或持有证监会牌照的证券公司早已建立的放借贷业务, 以及其在日常业务运营过程中的活动。
- **现金资产公司 (《上市规则》第14.82及14.83条)**: 持有大量现金或“短期投资” (而非此前规定的“短期证券”) 的发行人不适合上市。《上市规则》第14.82条就此定义的变化扩阔了“不合适的”投资的范围, 即指那些可以轻易转换为现金的投资 (可能包括也可能不包括短期证券)。获得豁免的情况也得以澄清: 如果发行人所属集团内的成员是经营银行业务的公司、保险公司或持有证监会牌照的证券公司, 其持有的现金及短期投资一般不计算在内, 但前提是持有目的并非为了规避第14.82条规则。联交所在考虑给予豁免时或会采取原则为本方式。

### 大规模证券发行

正如在“香港借壳上市新规 (第一章) ——收购”中讨论的, 反收购行动规则 (**反收购规则**) 旨在监管那

些企图规避新上市规定的收购活动。因此，不涉及实时进行收购的股本集资并不在反收购规则的管辖范围内。

为监管通过大规模发行证券进行的借壳上市活动，联交所可行使其在《上市规则》第14.06D条下的权力：如果发行具有以下特点，联交所可以拒绝批准将发行股份上市（参见指引信105-19）：

- **股本集资规模。** 建议中的股份、权证、期权或可转换证券发行规模相对发行人而言非常巨大，并与发行人现有主营业务的需求毫无（或只有极小）关联。作为一项一般指引，《上市规则》第14.06D条通常不会应用于集资后发行人现金资产比率低于50%的证券发行。
- **主营业务的根本变化。** 发行人运用集资活动筹得的资金经营新业务，而这些新业务的规模将会远远大于原有的业务。
- **发行人业务的性质及规模。** 大部分集资金额将用于开拓及/或收购新业务，而这些业务与发行人现有主营业务毫无（或只有极小）关联。

#### 发行受限制可转换证券的情况又如何？

证券可能设有转换限制，以避免触发《收购守则》下的控制权转变。不过，如果这些证券全部转换成股票后，投资者会成为控股股东，或导致现有控股股东不再是控股股东，则可能被视为实际控制权的转变。有关实际控制权转变的原则为本测试，请参见“香港借壳上市新规（第一章）——收购”。

- **控制权或实际控制权的转变。** 发行会导致发行人控制权或实际控制权的转变。

新规则将大规模发行证券的规定与反收购规则下的“六项评估因素”相结合。

## 新规则对持续上市准则的修订

我们在“香港借壳上市新规（第二章）——出售”中讨论了《上市规则》第14.06E条（出售限制）的应用，该条规则限制发行人在控制权或实际控制权转变后出售其主营业务（或主营业务的重要部分）。对于那些不存在实时控制权或实际控制权转变的，发行人必须证明：经过有关公司行动后，其余下业务符合持续上市准则，特别是关于“足够的业务运作”的《上市规则》

第13.24条。

**足够的业务运作（《上市规则》第13.24条）。** 发行人其中一项持续上市责任，是维持其业务有足够的业务运作并且拥有相当价值的资产支持其营运，使其得以继续上市。这并不是一项新要求，新修订之处在于澄清了相关的质量测试：如果联交所认为，出售后的余下业务**并不可行及不可持续发展**，及/或为**并非具有实质的业务**，则发行人将被视为未能遵守该规则。未能遵守《上市规则》第13.24条可能导致发行人的上市被取消。

联交所发出了指引信106-19，以解释其应用《上市规则》第13.24条的方式。

### 只余极少量业务的公司

一般来讲，具有以下特征的公司会被视为并不可行及不可持续发展：

- 只余极少量业务，即公司只余极少量业务及收入——特别是其余下业务的收入并不足够应付公司支出、出现净亏损之余，营运现金流亦呈负数——而出现这种情况并非因为业务短期低迷。
- 资产不足——联交所强调，无意限制发行人从事轻资产业务，评估时会参考发行人业务的性质和规模，以及所属行业的情况。

不过，非用作支持发行人业务的资产并不计算在内。因此，一家公司若持有大量资产但将其全部运营外包给外部管理公司，可能无法符合资产充足的测试。

自营证券交易及/或投资也不计算在内，除非交易/投资活动是由属于经营银行业务的公司、保险公司或持有证监会牌照的证券公司的发行人所在集团内成员进行（以下有进一步讨论）。

#### 《上市规则》第13.24条将如何应用于“壳股活动”？

为利便出售“壳股公司”，有部分上市发行人会刻意通过不同的公司行动去大幅缩减业务规模，例如出售核心业务，令公司只余极少量业务。如果剩余业务并不可行及不可持续发展，上述行为将被《上市规则》第13.24条限制。

有发行人大幅缩减业务规模后，可能设立或收购新业务，藉此符合《上市规则》第13.24条的规定。如果新设立的业务与原有业务无关、并非实质业务或不可行或不可持续发展，这种做法不会奏效。

1 新订立的《上市规则》第14.06D条将指引信84-15所载的惯例编纳成规（有所修改）。

## 并非具有实质的业务

这里的主要关注点是：某项业务尽管算不上是仅余极少量业务，但其继续经营只为维持其上市地位，而非真正为发展相关业务。例如：

- 业务进入门槛极低，随时可以设立及终止而不牵涉太大成本，及/或属轻资产业务。
- 依赖数目不多的交易或客户，及/或单一业务源头（例如由关连人士或某名员工转介）。
- 从业务产生巨额收费/收入的基准不明或备受质疑。

例如，如果发行人的余下业务是放贷业务，但只有数名员工，客户极为集中，贷款组合亦甚小，主要都是短期及无抵押的贷款，则该业务很可能会被视为并非具有实质的业务。

不过，如果发行人所属集团的成员是经营银行业务的公司、保险公司或持有证监会牌照的证券公司，在监管机构评估发行人是否有“足够的业务运作”时，相关规则通常不适用于该成员在正常业务运营过程中开展的自营证券交易及/或投资活动（但如果是证券公司的话，其自营证券交易及/或投资构成其业务的重要组成部分，此项豁免则不适用）。

### 《上市规则》第13.24条的评估程序

联交所强调，将根据发行人定期发布的财务业绩及其他披露资料，对发行人遵守《上市规则》第13.24条的情况进行持续评估，并在其有所关切的情况下发信予发行人。发行人应在指定时间内（一般为三星期）作出回复。联交所会按所得的资料作出裁决，并在其认为适当的情况下，决定向发行人开展除牌程序。

### 现金资产公司（《上市规则》第14.82及14.83条）。

根据《上市规则》第14.82条，如果发行人（“投资公司”除外）的资产全部或大部分由现金及/或短期投资（即可随时变现或转换成现金的证券/金融工具，如上市证券、年期少于一年的债券/票据、ETF等）组成，其将被视为不适合上市。换句话说，如果经过重大出售或大规模融资，发行人会成为一家现金资产公司，其会面临被视为不适合上市的风险。

《上市规则》第14.83条提供了一个豁免：引用《上市规则》第14.82条时，发行人集团旗下经营银行业务的公司、保险公司或证券公司所持有的现金及/或短期投资一般不计算在内。不过，发行人不得利用旗下附属持牌经纪但只经营小量经纪业务的成员公司持有大量现金及/或证券投资规避新规则。联交所已明确表示，其将应用原则为本方法而考虑（其中包括）因应相关成员公司的经营模式及其所进行受规管活动的现金需要（应与其过往业绩纪录证明）而持有的现金及/或短期投资。

# 联系我们

有关本文的查询, 请与以下人员或您在本所的日常联络人联系。

## 招仲濠

合伙人

T: +852 2843 2245

E: [jeckle.chiu@mayerbrown.com](mailto:jeckle.chiu@mayerbrown.com)

## 赵崇德

合伙人

T: +852 2843 2447

E: [jacqueline.chiu@mayerbrown.com](mailto:jacqueline.chiu@mayerbrown.com)



微信扫一扫  
关注孖士打公众号

微信号: MayerBrown

孖士打(Mayer Brown)是一家卓越的全球性律师事务所。其独特定位是专为世界领先企业和金融机构在极为复杂的交易和争议方面提供法律咨询。孖士打的网络覆盖四大洲, 是全球唯一一家在世界三大国际金融中心 - 纽约、伦敦和香港 - 同时分别拥有约二百名律师的综合律所。孖士打在涉及不同行业的高风险诉讼和复杂交易方面拥有丰富的经验, 在全球金融服务行业更是独树一帜。凭借敏锐的商业触觉, 对客户需求的准确判断, 以及对优质服务的承诺, 孖士打多元化的律师团队赢得了客户的认可并成为他们首选的战略合作伙伴。其“一企业”的企业文化强调所有业务领域和地区之间的无缝融合, 从而确保客户能够获得最佳的服务质量。

请浏览[mayerbrown.com](http://mayerbrown.com)获取更多有关各办事处的详细资料。

本文就所关注法律问题及其发展情况提供的相关信息及意见专供本行的客户和朋友阅读使用。本文旨在就相关主题事项作一般性介绍, 不应视作就具体情形提供法律意见或其他具体意见。在就本文所述事项采取任何行动前, 请征询相关法律意见。

孖士打(Mayer Brown)是由各个属于独立实体的联合法律执业机构所组成的全球服务提供机构, 包括Mayer Brown LLP (美国伊利诺伊州)、Mayer Brown International LLP (英国)、孖士打律师行(一家香港的合伙)和Tauil & Chequer Advogados(一家巴西的合伙)(合称“Mayer Brown Practices”)以及提供顾问服务而非法律服务的服务提供机构(“Mayer Brown Consultancies”)。Mayer Brown Practices和Mayer Brown Consultancies在各司法管辖区成立, 它们可以是一个法人或合伙。有关个别Mayer Brown Practices和Mayer Brown Consultancies的详情, 可在我们网站法律公告部分找到。“Mayer Brown”和Mayer Brown标志是Mayer Brown的商标。

版权所有 © 2019 Mayer Brown。保留一切权利。

律师通告: 以往的成功案例并不能保证取得相同的结果。