

應用反收購行動規則的指引

I. 背景及目的

1. 本指引信就反收購行動（**反收購行動**）規則（**反收購行動規則**）及相關規定的應用提供指引，並於附錄中載列個案，說明聯交所如何應用反收購行動規則。
2. 《上市規則》反收購行動規則條文界定「反收購行動」為某項或某連串收購，而有關收購按聯交所的意見構成具有達致把收購資產上市的意圖，同時亦構成規避有關新上市規定的一種方法（**原則為本測試**）¹。
3. 反收購行動規則亦列出兩種特定的反收購行動形式，涉及上市發行人控制權（按《收購守則》的定義）轉變，及在控制權轉變時或轉變後 36 個月內向新控股股東及/或其聯繫人進行一項或一連串資產收購（**明確測試**）²。
4. 近年借殼上市盛行，上市地位價值大升，市場頻見大量相關活動，一方面是投資者購入上市發行人控制權以取得其上市平台（而非相關業務）以期最終借殼上市，另一方面則是上市發行人進行公司行動（例如出售業務）以便出售上市平台。這些活動造成市場操控機會，削弱投資者對市場的信心。若這些空殼公司其後進行重大收購事項，聯交所會引用反收購行動規則遏制。
5. 2019 年 7 月，聯交所刊發《有關借殼上市、持續上市準則及其他《上市規則》條文修訂的諮詢總結》。相關條文修訂旨在於下列情況應用反收購行動規則：
 - 規避了當時的反收購行動規則的相關安排，例如將某項反收購行動交易拆分為一連串規模較小的收購，或刻意安排交易的時間次序，購入新業務之後才出售原有業務，又或分別進行一連串收購及出售事項；及

¹ 見《上市規則》第 14.06B 條。

² 見《上市規則》第 14.06B 條附註 2。

- 涉及投資者取得上市發行人的控制權及利用上市發行人作為上市平台以達到將與發行人原有業務無關的新業務上市之目的的相關安排。這些新業務或由上市發行人購入，或以創建業務形式進行，並在原有業務出售、終止及/或縮減後，成為上市發行人的主要業務³。

6. 聯交所引用反收購行動規則時會考慮以下情況：

- 反收購行動規則是以原則為本的反規避條文，旨在防止所收購及/或擬收購資產規避新上市規定。因此，聯交所將會針對性地引用反收購行動規則，而《上市規則》所述的六項評估因素為市場提供指引聯交所於評估反收購行動時通常考慮的因素。這些評估因素的應用因發行人而異，一切視乎個別發行人的具體情況。
- 由於反收購行動規則是以原則為本，其應提供框架應付和處理借殼上市問題，以及足夠靈活性應對時刻轉變模式的反收購行動，但不對發行人的合理業務活動施加不必要的限制。
- 反收購規則並不是要限制上市發行人的合理業務活動，包括與發行人現行業務有關的業務策略中所包含，又或與發行人規模及資源相稱的業務擴充或多元發展。
- 聯交所引用反收購行動規則時，針對的是試圖規避新上市規定的交易，尤其是涉及公司參與殼股活動的交易，如以下因素所顯示：(a)上市發行人控制權或實際控制權轉變；及(b)發行人的主營業務出現根本轉變。

7. 本函提述的所有《上市規則》均指《主板規則》。由於《GEM 規則》與《主板規則》完全相同，本函所載指引同樣適用於 GEM 發行人。

II. 有關原則為本測試的評估因素的進一步指引

A. 《上市規則》第 14.06B 條 (原則為本測試)

³ 收購新業務可能會受限於反收購行動規則。《上市規則》第 14.06D 條可能適用於創建業務及大規模證券發行 (第 38 段)，及《上市規則》第 14.06E 條可能會對出售事項作出限制 (第 39 至 42 段)。

8. 《上市規則》第 14.06B 條界定反收購行動為上市發行人的某項或某連串資產收購，而有關收購按聯交所的意見構成一項交易及/或安排（或一連串交易及/或安排），或者屬於一項交易及/或安排（或一連串交易及/或安排）的其中一部分，而該等交易及/或安排具有達致把收購目標上市的意圖，同時亦構成規避《上市規則》第八章所載有關新申請人規定的一種方法。此規則的附註 1 訂明聯交所評估某項或某連串收購是否反收購行動交易時通常考慮的因素：

- (i) 收購或一連串收購的規模相對上市發行人的規模；
- (ii) 發行人的主營業務有否出現根本轉變；
- (iii) 發行人於收購或一連串收購前的業務性質及規模；
- (iv) 收購目標的質素；
- (v) 上市發行人（不包括其附屬公司）的控制權（按《收購守則》所界定）或實際控制權有否出現轉變；及/或
- (vi) 其他交易或安排，連同該收購或一連串收購會構成一連串意圖將收購目標上市的交易或安排。

9. 《上市規則》第 14.04(2A) 條界定收購目標為將予收購的資產又或（若論及一連串交易及/或安排）已經收購及/或將予收購的資產。換言之，一連串交易及/或安排可能包括已完成的收購事項。

10. 聯交所按原則為本測試進行評核時會考慮六項評估因素，以及考慮發行人所擬進行的收購（或連串收購）合併起來會否被視為意圖規避新上市規定，及達到將收購目標上市的一種方法。

B. 六項評估因素

(i) 收購相對於發行人的規模

11. 如發行人進行大規模收購，令交易完成後現有主營業務不再重要，就有理由質疑該交易可能是將目標業務上市的一種方法。

12. 聯交所並無訂明一項收購重大與否的絕對界線⁴。在評估一項收購對發行人的影響時，聯交所會顧及其他評估因素，例如收購後發行人現有業務的性質及規模，以及收購會否導致發行人業務出現根本轉變等。

(ii) 收購導致發行人主營業務出現根本轉變

13. 如發行人收購的目標業務與其現有業務完全不同，而且目標業務規模顯著大於其現有業務規模，在這情況下，發行人主營業務可視作出現根本轉變，尤其是假如發行人現有業務在收購後變得完全不重要，令發行人實質上是在經營目標業務。

14. 為免生疑問，「發行人主營業務有否出現根本轉變」並非指與發行人現行業務有關的業務策略中所包含的收購項目（包括業務擴張或多元化發展），又或與發行人規模及資源相稱的收購項目。這包括涉及發行人向上游或下游擴張至新的業務分部，或發行人購入的業務作為其擴張業務的部分策略，例子如下：

- 屬於新經濟行業的科技公司按其業務策略而收購成熟行業的業務，構成公司拓展業務策略的一部分。
- 從事財務諮詢及其他金融服務的上市發行人提出收購以應用程式為基礎的零售銀行服務業務，屬於發行人進軍金融科技業策略的一部分。

15. 此外，如有經營成熟業務的發行人為尋求業務（及收入來源）多元化發展而收購與其現有業務完全不同的目標業務，在不存在其他因素（例如發行人控制權或實質控制權轉變及/或收購規模龐大）的情況下，發行人一般不會受反收購行動規則所限而不能進行該等業務多元化發展。

(iii) 發行人於收購前的業務性質及規模

16. 若發行人現有業務規模較小，則進行重大收購事項時將較易被視作反收購行動。此乃因為當收購完成後，發行人現有業務很大可能變得不重要，其實質上將只是經營目標業務。

⁴ 在《上市規則》下，即使收購事項的規模並非構成非常重大的收購事項，該收購亦可構成反收購行動。一般而言，若有其他因素導致規避反收購行動規則構成具體關注問題，則該收購事項或會構成反收購行動。

17. 聯交所會考慮發行人現有業務的性質及其財政狀況。反收購行動規則旨在處理殼股活動的問題，因此，如具有殼股特徵的上市發行人進行重大收購，會更容易被視作反收購行動規則所針對的交易。例如，發行人將原有業務清盤⁵或出售，然後轉營可輕易停業的新業務（例如貿易或借貸業務⁵），就可能意味發行人正參與殼股活動供借殼上市。新上市發行人在股份禁售期過後不久就進行連串安排（例如轉換控股股東、進行收購及⁵或出售事項），亦可能意味當中涉及殼股活動。

(iv) 收購目標的質素

18. 聯交所會考慮目標業務是否符合新上市資格及適合上市的準則。一般來說，進行重大收購購入不適合上市的目標業務多數被視作規避新上市規定，因有關的目標業務若非如此不會獲批新上市。例子包括進行早期勘探的礦業公司或非法經營的業務。同樣，收購沒有業務紀錄或尚未開始經營的新業務或資產亦較易令人生疑，尤其是目標業務與發行人業務完全不同。例子包括購入新技術專利，或新業務建議中的基礎設施（例如生產設施）尚在建設中。

(v) 上市發行人控制權（按《收購守則》的定義）或實質控制權轉變

19. 個別建議即使通過明確測試，亦仍然有可能在以原則為本的測試下被視作反收購行動。在評估控制權或實質控制權是否有變時，聯交所會考慮：

(i) 發行人的控股股東是否有變；或

(ii) 有能力對發行人行使實際控制權的單一最大主要股東是否有變（按董事會及⁵或高級管理層出現重大變動等因素所示）。為免生疑問，以上僅載列部分有關因素。聯交所在考慮是否有跡象顯示發行人的單一最大主要股東行使其實際控制權時，亦可能會考慮其他因素。

20. 聯交所在評估時會考慮相關人員的變動以及現任董事行政職能的變化。董事會及⁵或高級管理層的重大變動包括以下情況：發行人的大部分執行董事及⁵或執行行政職能的高級管理層變動；大部分董事有變及⁵或其行政職能有變；或行政總裁變動。

⁵ 見指引信 [GL96-18](#)。

21. 「控制權或實質控制權轉變」因素在以下情況通常不適用：(a)新的主要（而非控股）股東是發行人的被動投資者；或(b)發行人董事會及/或高級管理層轉變，但控股股東或單一最大主要股東不變。然而，若發行人並無控股股東或單一最大主要股東，其董事會及/或高級管理層的重大變動可能會令人質疑發行人的實際控制權是否出現變動。
22. 聯交所通常將此因素連同「一連串交易及/或安排」因素一併引用。例如，投資者可能會購入發行人的重大股權、委任新董事進入董事會監察上市發行人的業務及方向，然後再收購新的業務，而新董事對發行人原有業務全無經驗，但對發行人收購的新業務卻有專業知識。聯交所考慮其他因素後，如認為此等行動是達到新業務上市及規避新上市規定的一個方法，聯交所可能會引用反收購行動規則。
23. 如第 5 段所述，根據聯交所的經驗，控制權有變再加上一連串公司行動（例如出售發行人現有業務並收購不同行業的業務）⁶ 常涉及新投資者企圖將新業務上市而規避新上市規定。在該等情況下，聯交所較大機會會動用反收購行動規則。
24. 在此我們亦特別釐清一點：此評估因素只適用於反收購行動的情況，以識別是否存在借殼上市的問題，而不是用作釐定發行人是否出現《收購守則》所指的控制權轉變又或用於其他《上市規則》條文的執行。
25. **發行受限制可換股證券而產生實質控制權轉變**⁷— 如情況涉及發行受限制可換股證券，聯交所會考慮有關發行實質上是否為了容許賣方（將會持有發行人可換股證券）實質上「控制」發行人。舉例而言，假設可換股證券全部轉換成股票，在下列情況下，賣方將成為發行人的控股股東：i)發行人提出收購建議時，本身並無控股股東；或 ii)現有控股股東在換股後將不再是控股股東。

⁶ 例如曾有一個個案，從事服裝行業的發行人進行非常重大的收購，從第三方賣方收購房地產業務，隨後不久發行人的原控股股東即提出將名下的發行人權益全部售予賣方，令發行人控制權出現變化。控制權的變動與已經完成的收購之密切關聯或會令人懷疑發行人有意規避新上市規定。聯交所可能會將上述事件視為一連串安排來評估是否需要引用反收購行動規則於已完成的收購。

⁷ 受限制可換股證券是附有換股限制機制以免觸發《收購守則》所指控制權轉變的一種可換股證券。

(vi) 事件或安排加上收購構成規避反收購行動的連串交易及/或安排

26. 如上文第 5 段所述，經修訂的反收購行動規則旨在針對那些刻意花上一段時間分批進行的連串交易及/或安排，以達到將新業務上市而規避新上市規定的安排，包括進行一連串小型收購以將新業務上市，或刻意安排交易的先後次序，先購入新業務後才出售發行人原有業務，又或分別進行一連串收購及出售事項。所以，聯交所會對一連串的交易及/或安排進行整體評估，才決定是否應用反收購行動規則。

27. 「連串交易及/或安排」因素通常與其他評估因素一併引用，例如交易相對發行人而言的規模，以及有關的連串交易及/或安排會否導致發行人主營業務出現根本變化。

(a) 36 個月內又或互有關聯的連串交易或安排

28. 若交易或安排發生的時間合理地接近（通常指 36 個月內），又或交易或安排互有關聯，聯交所均可能會視之為一連串的交易及安排的一部分。交易或安排可包括控制權或實質控制權轉變、收購或出售業務等。

29. 反收購行動規則並不是要無故限制發行人在合理期間內擴張業務或進行業務多元化，只要在那些情況中發行人披露更多資料，以便股東及公眾得以評估發行人的業務營運及發展。聯交所一般不會視相隔多於 36 個月的交易或安排是連串交易或安排的一部分，除非交易及/或安排之間有明確關係，又或具體情況令人關注發行人是否意圖規避反收購行動規則。例如：

- 交易在 36 個月期間過後不久提出，極可能在 36 個月期間已開始籌劃；
- 若發行人曾因聯交所引用反收購行動規則而終止建議收購目標業務（或縮小收購的規模），日後發行人若再提出收購同一目標業務，即使已相隔多於 36 個月，聯交所亦可能會視之為一連串收購的一部分；
- 若發行人收購新業務時獲得可收購另一目標業務的選擇權，並在原收購日期起計超過三年後才行使該選擇權，聯交所亦可視該等收購為一連串收購。

30. 若發行人通過一段時間進行收購新業務，聯交所在考慮被收購業務對發行人而言是否重大及是否用來將被收購業務上市的方法時，可能會將該等收購合併計算。被視為一連串交易的收購通常有若干關聯，例如(a)所收購的同是類似業務，或(b)分階段收購同一公司或公司集團的權益；或(c)從相同或相關人士收購業務。

31. 在評估有關收購是否反收購行動時，若沒有跡象表示其構成將資產上市的意圖及規避新上市規定的方法，從不同人士購入多種不同業務一般不會被合併計算。明顯規避新上市要求的情況可能包括發行人的控制權發生變化，隨後出售其原有業務並從各方收購多條新業務線。
32. 聯交所在考慮一連串收購的規模是否重大時，一般會合併計算收購目標（於各自收購時間）的財務數字／代價，與發行人規模作比較。發行人規模指以下兩組數字之較低數字：(i)一連串交易的首宗交易發生之前發行人最新的已刊發財務數字（收入／盈利／資產）或市值；及(ii)一連串交易最後一宗交易發生之時其最新的已刊發財務數字或市值。
33. 在考慮發行人業務在過去 36 個月期間有否出現根本轉變時，聯交所會將收購目標（於各自收購時間）的規模，與發行人原有業務（於一連串交易的最後一宗交易時）的規模作比較。
34. 此外，若發行人出售其於該連串交易開始之時所營運的業務（原業務），發行人的規模即因此而縮減，結果可能會影響到聯交所按其他評估因素進行的評估，包括發行人業務是否出現根本轉變、收購規模是否重大及發行人是否「空殼公司」⁸等。
35. 若發行人透過涉及創建業務、股權融資及／或終止全部或部分原有業務的一連串交易及／或安排進行殼股活動，而該等活動並非在反收購行動規則的範疇內，聯交所可行使《上市規則》第 2.04 條所載的權力施加額外條件，例如要求發行人遵守反收購行動規則。聯交所亦可引用《上市規則》第 6.01(4)條（適合上市與否）⁹或第 13.24 條（足夠的業務運作）¹⁰處理養殼（例如發行人同時經營多條新業務線或終止其業務）的問題。

(b) 將一連串交易視作一宗交易

36. 在引用反收購行動規則時，一連串交易將當作一宗交易看待。因此，雖某一項新業務收購可能已於期內較早時間完成，但由於一連串的安排被視為一宗交易，反收購行動規則亦將會應用於該宗已完成的收購。

⁸ 見附註 5。

⁹ 見指引信 [GL96-18](#)。

¹⁰ 見指引信 [GL106-19](#)。

37. 若建議中的一連串交易及/或安排涉及首先一宗（或多宗）目標業務的收購然後接著一宗出售事項，反收購行動規則及持續上市規定（《上市規則》第 13.24 條）均可能適用。目標業務（發行人在建議中的出售事項完成後餘下的業務）必須符合《上市規則》第 13.24 條的持續上市規定¹¹，否則發行人可能要按《上市規則》第 6.01(3)條進入除牌程序。此外，反收購行動規則亦可能適用於屬於一連串交易及/或安排的目標業務（即收購）。

III. 大規模證券發行

38. 《上市規則》第 14.06D 條列出的情況涉及投資者大規模認購上市發行人的證券而取得其控制或實質控制權，然後上市發行人將所得款項用以收購或開發與其原有業務無關的新業務，達致將新業務上市及規避新上市規定的目的。這些安排都涉及控制權或實質控制權轉變，以及收購新業務及/或創建業務（見第 5 段）。相關應用載於指引信 [GL105-19](#)。

IV. 限制出售事項

39. 《上市規則》第 14.06E 條¹² 旨在對發行人於控制權轉變（按《收購守則》的定義）之時或之後 36 個月內將全部或大部分既有業務出售或作實物配發（或一系列出售或配發）設限，除非發行人的餘下業務或收購資產可符合《上市規則》第 8.05 條（又或第 8.05A 或 8.05B 條）的規定。
40. 《上市規則》第 14.06E 條與第 14.06B 條附註 2 的反收購行動明確測試互相補充，可阻撓投資者刻意舖排反收購行動交易的時間，先收購新業務後才再出售原有業務，從而規避明確測試（涉及歸類為非常重大的收購事項的收購）。此條亦適用於控制權轉變後發行人利用創建業務建立新業務，以透過上市發行人營運新業務及規避新上市規定的情況。由於這些安排不涉及收購事項，單靠《上市規則》第 14.06B 條未能針對性處理。
41. 《上市規則》第 14.06E 條的附註訂明，若聯交所認為上市發行人在其實質控制權轉變（參照原則為本測試下的「控制權或實際控制權轉變」因素）之時或之後 36 個月內將全部或大部分既有業務出售或配發構成一連串規避新上市規定的交易及/或安排的一部分，聯交所有權將同一限制應用於該等出售及/或配發。在進行評估時，聯交所會參考原則為本測試下的六個評估因素。針對一連串安排涉及發行人於控制權或實質控制權¹³ 轉變後利用創建業務建立新業務，以透過上市發行人營運新業務及規避新上市規定（見第 5 段），聯交所均會應用此條。

¹¹ 具體而言，《上市規則》第 13.24 條規定發行人須有足夠的業務運作，及有充足的資產支援其業務，其證券才得以繼續上市。

¹² 《上市規則》第 14.06E 條併入了過去第 14.92 條的內容。

¹³ 關於「控制權或實質控制權轉變」因素中列出的因素，見第 19 至 25 段。

42. 《上市規則》第 14.06E 條並不是要限制發行人出於商業理由而出售部分業務或資產，例如投資者可能會在收購上市發行人控制權後進行連串業務重組簡化業務，包括出售發行人旗下若干表現不濟業務，前提是這些業務並非發行人業務的全部或重要部分。

V. 極端交易

43. 反收購行動規則適用於所有意圖把擬收購的資產上市，及規避《上市規則》第八章所載新上市規定的收購事項。若有個別或一連串的資產收購（單獨或連同其他交易或安排）按原則為本測試下的因素達致將收購目標上市的效果，但發行人可證明其並非有意規避新上市規定，則建議中的收購（或一連串收購）可歸類為《上市規則》第 14.06C 條所述的「極端交易」。
44. 若上市發行人有「殼股」特徵，其交易就不會分類為極端交易，因為反收購行動規則正是要阻止買賣或收購「上市殼股」從而借殼上市的活動。聯交所會按具體情況個別評估個案是否屬「極端交易」類別。個別（或一連串）收購若要符合極端交易資格，發行人除須證明其並無意規避新上市規定外，還須符合下列附加條件：
- i) 在進行建議交易前，發行人長期（通常不少於 36 個月）受個別人士或一組人士控制或實質控制，而交易不會導致發行人的控制權或實質控制權有所轉變。在作出評估時，聯交所會參考原則為本測試下的「控制權或實質控制權轉變」因素（見第 19 至 25 段）；或
 - ii) 發行人經營的主營業務規模龐大，而發行人將在交易後繼續經營該主營業務。

作為一般指引，這可能包括年收入或資產總值根據最近期刊發的財務報表達到 10 億港元或以上的發行人。在評估發行人的規模時，聯交所亦將考慮發行人的財政狀況、業務的性質及經營模式以及發行人日後的業務計劃等。例如，符合 10 億港元收入但資產淨值很少（甚或有淨負債）並經營訂單貿易業務的發行人可能未能通過測試。

極端交易的程序及合規要求

45. 《上市規則》第 14.06C(2) 條要求(i)收購目標須符合適合上市的規定（《上市規則》第 8.04 條）及營業紀錄的規定（《上市規則》第 8.05 或 8.05A 或 8.05B 條），而(ii)經擴大後的集團須符合《上市規則》第八章的所有新上市規定（第 8.05 條除外）。

46. 發行人須向聯交所提供充分資料，證明收購目標符合《上市規則》第 8.04 條及第 8.05 條（或第 8.05A 或 8.05B 條）。發行人可以通函初稿的形式載列重要資料，包括例如業務紀錄期內收購目標的會計師報告初稿、其業務及管理層的詳細說明、風險因素、是否合法合規及聯交所要求的其他資料等。未能提供充分資料供聯交所作決定可使交易被裁定為反收購行動。
47. 《上市規則》第 14.53A 條要求發行人委聘財務顧問就收購目標進行盡職審查，並根據《上市規則》附錄二十九所載的規定格式作出聲明。根據發行人的書面陳述及/或通函初稿所載資料及上市部要求的額外資料，上市委員會原則上可容許發行人將建議收購分類為極端交易，前提是由財務顧問完成對收購目標的盡職審查並作出聲明證明收購目標可符合《上市規則》第 8.04 條及第 8.05 條（或第 8.05A 或 8.05B 條）。
48. 如財務顧問未能提供該聲明，又或有其他資料顯示收購目標不符合《上市規則》第 8.04 條及第 8.05 條（或第 8.05A 或 8.05B 條），又或有任何其他關於規避新上市規定的疑慮，聯交所都會要求發行人重新將收購事項歸類為反收購行動。

VI. 反收購行動的合規要求

符合新上市規定

49. 若交易被裁定為反收購行動，發行人將被當作新上市申請人處理。《上市規則》第 14.54(1)條規定：(i)收購目標須符合適合上市的規定（《上市規則》第 8.04 條）及新上市的業務紀錄期規定（《上市規則》第 8.05 或 8.05A 或 8.05B 條），以及(ii)經擴大後的集團必須符合《上市規則》第八章所有新上市的規定（第 8.05 條除外）。
50. 根據《上市規則》第 14.54(2)條，若發行人本身未能符合《上市規則》第 13.24(1)條，收購目標亦須符合《上市規則》第 8.07 條的規定。發行人及其保薦人必須證明有足夠公眾人士對收購目標及經擴大集團的業務感興趣，而證明的方法可以包括進行公開發售，又或證明公眾人士對收購目標有興趣的其他分析及證據等。就此而言，純粹倚靠發行人現有股東基礎以符合規定並不足夠。
51. 《上市規則》第 14.54 條附註 1 規定若聯交所注意到有資料顯示反收購行動旨在規避新上市規則，發行人須證明收購目標符合《上市規則》第八章的所有新上市規定。

52. 若反收購行動交易涉及一連串收購（包括已完成的收購），該連串收購中的所有收購目標整體上須符合《上市規則》第 14.54 條的規定。

VII. 涉及一連串交易的反收購行動或極端交易的合規要求

業務紀錄期及盡職審查規定

53. 若聯交所認為一連串交易及/或安排構成反收購行動或極端交易，該連串收購的所有交易全部均須符合《上市規則》第 8.05 條的新上市規定。
54. 發行人須向聯交所提供充分資料證明收購目標可符合《上市規則》第 8.05 條，包括目標根據會計師報告或已審計財務資料的財務資料¹⁴。就此而言，該連串交易中已經完成的收購及建議收購的業務紀錄期，為就最近期的建議交易而刊發的通函之前的三個財政年度¹⁵。
55. 反收購行動或極端交易的盡職審查規定適用於構成上述一連串交易及/或安排一部分的收購目標¹⁶。
56. 由於《上市規則》有關反收購行動或極端交易的條文適用於 i) 從不同獨立方收購的業務及 ii) 一連串收購（包括已完成的收購），發行人可能未必符合資格準則中有關管理層及/或擁有權維持不變的規定。聯交所會考慮按個別情況豁免發行人遵守有關規定。

股東批准規定

57. 《上市規則》第 14.53A 及 14.55 條規定反收購行動或極端交易須經股東批准。若反收購行動或極端交易涉及一連串交易，此規定只適用於建議中的交易。換言之，上市發行人毋須就該連串交易中已完成的交易尋求股東批准。

¹⁴ 此方案符合我們處理根據第 15 項應用指引分拆上市個案的做法，即要求發行人向聯交所提供集團餘下部分的財務業績，以證明集團餘下部分能符合《上市規則》第 8.05 條的規定。

¹⁵ 就 GEM 發行人而言，業務紀錄期涵蓋為該交易而刊發的通函之前的兩個財政年度（見《GEM 規則》第 19.57A 條）。

¹⁶ 若財務顧問在盡職審查中發現問題（例如不合法規的情況），發行人須採取措施解決問題。

本附錄載列個案，以說明聯交所如何在指引信所述的情況下應用反收購規則。

	個案編號	描述
I.	反收購行動規則下之原則為本測試	
	個案1	根據財務預測下，收購規模龐大
	個案2及3	收購被認為不適合上市的目標公司
	個案4及5	收購少數股權的目標公司
	個案6、7及8	收購採礦公司
	個案9	收購的業務與發行人現行業務有關，並構成發行人拓展業務策略的一部分
II.	反收購行動規則下之明確測試	
	個案10	重大收購導致發行人控股公司的變更，但並非最終控股股東
	個案11	反收購行動規則的豁免
	個案12	有關發行人就較早前非常重大的收購事項發行的限制性可轉換票據的條款的建議修改
III.	《上市規則》第2.04條要求發行人遵守反收購行動的規定之應用	
	個案13	透過一系列涉及與新控股股東進行持續關聯交易的安排進行殼股活動
	個案14	透過一系列涉及終止部分原有業務的安排進行殼股活動
IV.	極端交易	
	個案15	收購符合新上市要求的目標公司
	個案16	收購營業記錄期間內業務模式發生重大改變的目標公司

I. 反收購行動規則下之原則為本測試

個案編號 / 《上市規則》 條文	背景及議決
<p>個案1</p> <p>《上市規則》第 14.06B條</p>	<p>背景</p> <ol style="list-style-type: none">1. 甲公司主要從事酒店業務。其主要資產包括一座酒店物業及現金，並在過去五年一直錄得虧損。2. 甲公司擬收購目標公司的多數股權。目標公司為新成立的公司，其在中國開展一項天然氣項目，涉及燃氣管道和加油站的建設和運營。它已簽署天然氣項目相關合同，預計完成建設工作後開始銷售天然氣。3. 目標公司預計未來幾年將錄得可觀的收入和利潤。根據目標公司的過往財務數據，此項建議收購僅構成甲公司的一項須予披露的交易。然而，根據目標公司的財務預測，此項收購規模重大，目標公司的預計年收入將是甲公司酒店業務的20倍以上。 <p>議決</p> <ol style="list-style-type: none">4. 聯交所認為建議收購事項構成反收購行動，因為：<ul style="list-style-type: none">• 甲公司的現有業務運營規模較小。根據目標公司的業務計劃和財務預測，其天然氣業務的收入和利潤將遠高於甲公司的現有業務。• 目標公司的天然氣業務與甲公司的現有業務不同且無關。建議收購事項將導致甲公司的主要業務出現根本性轉變。• 目標公司在建議收購之前並無產生任何收入。它沒有往績記錄，無法滿足新上市規定。

個案編號 / 《上市規則》 條文	背景及議決
個案2* 《上市規則》第 14.06B條	<p data-bbox="418 472 480 506">背景</p> <ol data-bbox="418 573 1366 1160" style="list-style-type: none"><li data-bbox="418 573 900 607">1. 甲公司主要從事食品及飲品貿易。<li data-bbox="418 674 1366 808">2. 甲公司擬收購目標公司，該公司主要從事生產及銷售有機肥料。該建議交易的收益、代價及股本比率介乎110%至150%之間，而資產比率約為90%。<li data-bbox="418 875 1366 965">3. 乙公司（目標公司的賣方）為目標公司生產其產品所必需的一種主要原料的唯一供應商。<li data-bbox="418 1032 1366 1160">4. 乙公司利用其專有技術生產該原料。乙公司擬授權目標公司使用該技術以生產該原料，並預期目標公司能於三年內掌握該技術，全面生產該原料。 <p data-bbox="418 1234 480 1267">議決</p> <ol data-bbox="418 1335 1366 1821" style="list-style-type: none"><li data-bbox="418 1335 1366 1821">5. 聯交所認為收購事項構成反收購行動，因為：<ul data-bbox="472 1435 1366 1821" style="list-style-type: none"><li data-bbox="472 1435 1366 1525">● 目標公司的業務與甲公司現有業務不同且無關。鑑於目標公司業務規模龐大，收購會導致甲公司業務出現根本轉變。<li data-bbox="472 1592 1366 1821">● 在該建議事項中，甲公司向乙公司收購一項完整業務的一部份而非全部。雖然目標公司計劃自行生產該原料，但其能否及何時能生產該原料，以及就商業模式上的變化及對財務業績的影響，均存在不確定性。目標公司過往的營業紀錄並未能反映其收購完成後的表現。

個案編號 / 《上市規則》 條文	背景及議決
	<ul style="list-style-type: none"> 目標公司並不適合上市。目標公司依賴乙公司供應對其業務運作所需關鍵的該原料。目標公司目前沒有其他供應商或替代原料，亦沒有該技術和專業知識以自行生產該原料。甲公司無法證明目標公司目前或在收購完成後，其業務經營可以獨立於乙公司。
<p>個案3*</p> <p>《上市規則》第 14.06B條</p>	<p>背景</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 甲公司主要從事家庭用品的生產及銷售業務。 2. 甲公司擬收購目標公司。該公司是由乙先生（目標公司的賣方）新近成立，持有生產飲品所需的若干存貨、機器及設備（目標資產）。 3. 該建議交易的資產、代價及股本比率介乎200%至300%之間。 4. 由於目標公司尚未領取生產牌照，故將在建議收購完成時，與一中國公司訂立為期三年的供應及銷售合約，其中： <ul style="list-style-type: none"> • 中國公司將使用目標資產為目標公司製造及生產飲品；及 • 目標公司將向中國公司售回相關飲品。 <p>議決</p> <ol style="list-style-type: none"> 5. 聯交所認為，收購事項構成反收購行動，原因是： <ul style="list-style-type: none"> • 目標公司無營運紀錄，不符合新上市規定。此外，目標公司不適合上市。其在生產及銷售產品方面，均嚴重依賴中國公司，而且無法獨立於中國公司開展其業務。 • 目標公司的業務與甲公司現有業務不同且無關。鑑於目標公司業務規模龐大，收購會導致甲公司業務出現根本轉變。

個案編號 / 《上市規則》 條文	背景及議決
	<p>6. 聯交所決定將建議中的收購視作反收購行動後，甲公司提交經修訂的建議，僅收購目標公司30%權益。</p> <p>7. 聯交所注意到，經修訂的建議旨在將收購規模縮減至略低於100%（即非常重大收購事項的門檻水平）。儘管作出了上述修訂，聯交所仍認為其屬於反收購行動，因為根據資產及代價比率，經修訂的收購建議的規模仍然重大，並且是規避新上市規定的一種方法，且目標公司亦不適合上市。</p>
<p>個案4*</p> <p>《上市規則》第 14.06B條</p>	<p>背景</p> <p>1. 甲公司主要從事物業投資、基金管理及基金與證券投資的業務。</p> <p>2. 甲公司建議認購一基金的權益而成為其有限責任合夥人，注資承諾約為45億港元。甲公司將無權控制或參與管理該基金或其作出的投資。</p> <p>3. 建議認購相當於甲公司資產值約80%及其市值900%以上。甲公司擬透過其控股股東所提供的貸款和內部資源撥付注資所需款項。</p> <p>4. 該基金新近以合夥形式成立，並無任何投資、資產或負債；亦尚未有任何收入或開支。甲公司提出，該基金有清晰的投資目標：投資於在中國發展房地產為目的而成立的公司所發行的債務票據。甲公司經考慮該基金的普通合夥人的董事資歷和往績，對該基金的前景有信心。該建議認購能讓甲公司透過該基金的專業、經驗、關係網和資源，於中國房地產市場內覓得和管理有潛質的投資。</p>

個案編號 / 《上市規則》 條文	背景及議決
	<p>議決</p> <p>5. 聯交所認為，認購該基金的建議事項是反收購行動，原因是：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 此認購事項相對甲公司規模相當大。如甲公司認購該基金，該項投資將佔甲公司極大部份的資產。 ● 該基金為新近成立、並無任何往績記錄、投資或資產。 ● 甲公司雖向該基金投入巨額資金，但卻無權控制或參與管理該基金或其所作出的投資。 ● 該認購事項是規避新上市規定的一種方法，令人關注其是否適合上市。
<p>個案5*</p> <p>《上市規則》第 14.06B及 14.54條</p>	<p>背景</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 甲公司建議收購相當於目標公司已發行股本的50%的股份。收購完成後，目標股份將於甲公司的財務報表中被列為一項聯營公司的權益或投資。 2. 甲公司會以現金及向賣方發行代價股份和限制性可換股債券的方式支付該收購事項。 3. 目標公司主要是從事衛生潔具產品的製造及買賣，有別於甲公司的主營業務。根據資產比率（約40倍）及收益比率（約11倍），目標公司的規模遠較甲公司龐大。 4. 甲公司指目標公司可符合《上市規則》第8.05(1)條中有關新上市申請人的盈利規定，認為此收購不應被視為反收購行動。

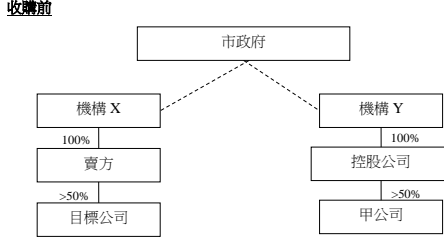
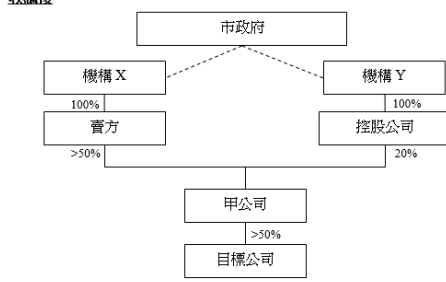
個案編號 / 《上市規則》 條文	背景及議決
	<p>議決</p> <p>5. 聯交所認為，收購事項構成反收購行動，原因是：</p> <ul style="list-style-type: none"> • 鑑於目標公司規模龐大，甲公司的現有業務及資產相對經擴大後的集團而言，規模比較細。該收購事項是實現將目標股份上市的一種途徑。 • 甲公司認為目標公司可符合《上市規則》第8.05(1)條的規定。然而，由於甲公司會將目標股份入賬為一項聯營公司的權益或投資，因此聯交所認為在考慮《上市規則》第8.05(1)條的規定時，應將目標公司的營業紀錄剔除。甲公司近年均錄得虧損。
<p>個案6, 7及8*</p> <p>《上市規則》第 14.06B 及 18.03(2) 條</p>	<p>背景</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 甲、乙及丙公司擬各自收購主要從事採礦活動的目標公司。 2. 以上收購的規模對每家公司而言都非常重大。當評估收購事項是否構成反收購行動時，聯交所會考慮的其中一個因素是目標公司是否符合礦業公司的新上市要求。 3. 上述情況均涉及以下問題：目標公司能否符合《上市規則》第18.03(2) 條的規定，即礦業公司新申請人至少有一個控制資源量的組合，而該組合為有意義並具有足夠實質。 <ul style="list-style-type: none"> • 以甲公司為例，目標公司從事石油及天然氣勘探、開採及處理，持有兩個氣田的勘探及開採權。其中一個氣田正在初階勘探階段，其含有的資源被歸類為石油資源管理制度(PRMS) 下的「推測資源量」；目標公司尚未在另一氣田展開任何勘探工作。

個案編號 / 《上市規則》 條文	背景及議決
	<ul style="list-style-type: none">● 以乙公司為例，目標公司主要從事勘探、開採及處理若干近海區域之天然資源。根據協議：<ul style="list-style-type: none">- 當收購完成時，若賣方能提供估值報告以證明該區域之控制資源量的價值不少於收購代價之10%，乙公司則支付10%收購代價。- 乙公司將餘下90%收購代價(全為可換股債券) 交予托管代理人。當收購完成後，賣方可於指定時段內在該區域進行額外工作以證明額外控制資源量，而托管代理人將根據任何額外發現的控制資源量之價值交予賣方可換股債券。指定時段結束後，乙公司將取消托管代理人未交予賣方的任何可換股債券，而收購代價將會相應地減少。 <p>乙公司表示，其需付的收購代價只限於根據一項由《上市規則》認可的報告準則所確認之控制資源量所定立的價值。其擬收購的資源組合為有意義並具有足夠實質。</p> <ul style="list-style-type: none">● 以丙公司為例，目標公司持有數個位於中國的鐵礦的開採權，但目標公司並未開展商業生產。為解決上述問題，丙公司提供該等鐵礦以中國準則確認的資源量及儲量估算。丙公司將委任一名合資格人士按《JORC 規則》就相關資源量及儲量編撰報告，並將該報告收編於其後的收購通函中。 <p>議決</p> <p>4. 聯交所認為，以上個案的目標公司均無法符合新的上市規定，因此以上收購事項構成反收購行動：</p> <ul style="list-style-type: none">● 甲公司未能證明目標公司至少擁有《上市規則》第18.03(2)條中訂明的後備資源量。

個案編號 / 《上市規則》 條文	背景及議決
	<ul style="list-style-type: none"> • 就乙公司而言，當收購目標公司時，有關人士只能證明存在的控制資源量之價值僅佔收購代價之10%，而合資格人士報告亦未能證實目標公司的資源量組合中大部分的資源量。另外，賣方於收購完成後獲給予一段長時間去證明目標公司於該區域是否有任何額外的控制資源量。上述情況顯示，目標公司於收購進行時實為一家早期勘探公司，並不符合《上市規則》第18.03(2)條的要求。 • 聯交所於公告階段決定交易的分類時，丙公司僅能提供以中國準則編制的資源量及儲量估算。就《上市規則》第18章規定而言，中國準則仍未為聯交所接受的報告準則。由於中國準則與JORC 類規則就呈示資料的基礎上仍存有重大差異，根據中國準則呈示的資源量及儲量未必可按JORC類規則歸入同一類別。
<p>個案9</p> <p>《上市規則》第14.06B及14.06C條</p>	<p>背景</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 於最初上市之時，甲公司主要從事為客戶提供藥物發現服務。 2. 甲公司擬收購一間從事提供藥物研發及製造服務的目標公司的多數股權，其代價將以現金支付。 3. 該建議收購的收益比率約為380%，而資產、盈利及代價比率介乎20%至80%。 4. 目標公司擁有超過三年的營業紀錄，並於過去三個財政年度合共錄得超過人民幣1.3億元的利潤。甲公司認為，該建議收購能使公司沿製藥外包服務價值鏈縱向擴展其業務至藥物研發及製造業務，其構成公司於首次公開招股章程中所披露的業務策略的一部分。

個案編號 / 《上市規則》 條文	背景及議決
	<p data-bbox="416 423 480 456">議決</p> <p data-bbox="416 524 1394 607">5. 聯交所同意，建議收購可被視為非常重大的收購事項，而非反收購行動或極端交易，原因是：</p> <ul data-bbox="472 674 1369 1010" style="list-style-type: none"><li data-bbox="472 674 1369 808">● 建議收購不會導致甲公司的業務出現根本轉變，因為其屬於甲公司現有業務的縱向擴展，符合其於首次公開招股章程中所披露的業務策略。<li data-bbox="472 875 1369 1010">● 建議收購的規模與甲公司的現有業務相比並不極端。甲公司的現有業務自上市以來規模龐大，於建議收購完成後仍會是甲公司的主營業務。

II. 反收購行動規則下之明確測試

個案編號 / 《上市規則》 《上市規則》 條文	背景及議決
<p>個案10*</p> <p>《上市規則》第14.06B條</p>	<p>背景</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 甲公司擬購入賣方於目標公司的權益。甲公司與目標公司從事同一行業。 2. 由於甲公司將透過發行新股予賣方償付部分的代價，有關收購將導致甲公司的股權架構出現變動。有關收購前後的集團架構摘要如下： <div style="display: flex; justify-content: space-around; align-items: flex-start;"> <div style="text-align: center;"> <p>收購前</p>  </div> <div style="text-align: center;"> <p>收購後</p>  </div> </div> <ol style="list-style-type: none"> 3. 有關收購是甲公司的一項關連交易，因為由甲公司上市起，聯交所已將賣方及其聯繫人視為甲公司的關連人士。按有關百分比率計算，有關收購亦構成非常重大的收購事項。 4. 甲公司認為建議收購並非反收購行動。雖然收購將導致賣方取得甲公司的控股權益，但控制權不會出現改變，因為： <ul style="list-style-type: none"> ● 機構X與機構Y均屬市政府的附屬機構，由市政府監督。藉著這些機構，包括透過行使投票權，市政府一直控制著控股公司、甲公司、賣方及目標公司等各家公司。 ● 市政府在建議收購前後均對甲公司有最終控制權，亦將繼續擁有最終控制權。

個案編號 / 《上市規 則》條文	背景及議決
	<p>議決</p> <p>5. 聯交所認為，建議收購不構成一項反收購行動，因為：</p> <ul style="list-style-type: none">• 由於在建議收購後市政府仍是甲公司的控股股東，故甲公司的最終控制權不會因有關收購而改變。• 聯交所亦考慮了《收購守則》有關「控制權」的判斷。在這宗個案中，證監會行政人員已豁免賣方不用履行《收購守則》第26.1條註釋6(a) (從另一成員取得投票權) 所述的要約責任。
<p>個案11</p> <p>《上市規則》第14.06B條*</p>	<p>背景</p> <ol style="list-style-type: none">1. 甲公司在中國內地營運港口碼頭。2. 乙公司（其為甲公司的控股股東）原本由省政府全資擁有。約一年前，丙公司向省政府收購了乙公司51%股權。根據《收購守則》，這構成甲公司的控制權變動。 <p>建議交易</p> <ol style="list-style-type: none">3. 甲公司擬與同樣在中國內地營運港口碼頭的目標公司合併。該目標公司在中國內地證券交易所上市，並由乙公司控制。4. 根據明確測試，建議合併將構成反收購行動，因為那是在丙公司透過乙公司取得甲公司控制權後不到36個月內，便向丙公司的聯營公司乙公司作出非常重大的收購事項。有關交易的盈利比率約為 120%。其他規模測試比率均低於100%。

個案編號 / 《上市規則》 條文	背景及議決
	<p>5. 按建議合併，甲公司自身的港口相關資源能與目標公司所持有的相關資源相互整合，甲公司得以拓展其現有的港口碼頭業務，亦可為乙公司控制的港口運營商帶來協同效應。甲公司表示建議合併並非意圖達致新業務上市，並尋求交易所給予豁免，不將《上市規則》第14.06B條的明確測試應用於有關合併。</p> <p>議決</p> <p>6. 聯交所同意給予豁免。建議合併並不構成新控股股東將新業務借殼上市的舉動，因為：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 建議合併不會令甲公司的主營業務出現根本轉變，因為其符合甲公司擴大港口碼頭業務的策略，且對甲公司而言合併的規模並不大。 ● 建議合併屬於將乙公司所持有的港口相關業務作內部重組。乙公司在建議合併之前已擁有甲公司及目標公司的控制權，在合併完成後亦繼續擁有該控制權。丙公司並沒有注入任何資產或業務。
<p>個案12*</p> <p>《上市規則》第14.06B及28.05條</p>	<p>背景</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 甲公司約於一年前自賣方收購目標公司。收購前，目標公司的主要業務有別於甲公司。 2. 收購代價以(i)現金；(ii)代價股份；及(iii)可換股票據支付。可換股票據只可於發行日起計三年期屆滿後方可贖回。 3. 當中的條款不容許可導致須根據《收購守則》進行強制性全面收購要約的任何轉換。根據百分比計算，該收購屬非常重大事項。 <p><i>建議更改限制性可轉換票據條款</i></p>

個案編號 / 《上市規則》條文	背景及議決
	<p>4. 甲公司建議進行公開發售為業務融資，由賣方全數包銷。若無股東接納配額並使賣方須接納全部發售股份，則賣方於甲公司的權益會由18%增至約40%。</p> <p>5. 根據包銷協議，賣方以現金及抵銷可換股票據履行包銷責任。為進行此抵銷安排，訂約方擬修改可換股票據的條款，容許於到期日前贖回可換股票據。此修訂須獲聯交所事先批准。</p> <p>議決</p> <p>6. 收購當時，基於收購的條款，聯交所並無將交易歸類為反收購行動，特別是，可換股票據安排設有轉換限制以避免觸發反收購行動規則的明確測試下的控制權變更測試。</p> <p>7. 當考慮是否批准修改可換股票據的贖回條款的建議時，聯交所質疑其目的在規避反收購規則，理由是：</p> <ul style="list-style-type: none">• 建議修訂為便利抵銷安排，而抵銷安排連同公開發售會令到甲公司可透過向賣方發行新股償還可換股票據，使賣方控制甲公司。如此，當初收購並無被視為反收購行動的基礎實際上已經改變。• 甲公司並無合理理由須即時贖回兩年後才屆滿的可換股票據。 <p>8. 為回應聯交所的關注，甲公司與賣方同意為公開發售的安排作修訂，雙方同意不修改可換股票據的條款。根據經修訂的公開發售架構，賣方不會（如《收購守則》所界定的）控制甲公司。</p>

III. 《上市規則》第2.04條要求發行人遵守反收購行動的規定之應用

個案編號 / 《上市規則》條 文	背景及甲
個案13* 《上市規則》第 2.04條	<p data-bbox="419 573 480 607">背景</p> <ol data-bbox="419 674 1366 1317" style="list-style-type: none"><li data-bbox="419 674 1366 707">1. 於最初上市之時，甲公司主要在香港從事建築機械租賃及買賣業務。<li data-bbox="419 775 1366 853">2. 在12個月禁售期結束不久，X先生（為甲公司的創辦人、主席兼執行董事）出售其於甲公司的控股權益予Y先生。<li data-bbox="419 920 1366 1111">3. 根據《收購守則》，Y先生對甲公司餘下所有股份提出全面收購要約。於要約結束時，甲公司的所有董事均已離任，新任董事（包括Y先生）並無原有業務方面的經驗，而且大部分亦為乙公司的董事。乙公司由Y先生控制，從事中國房地產業務。<li data-bbox="419 1178 1366 1317">4. 甲公司上市後首次刊發的年度業績顯示，其原有業務所得收入於該財政年度下跌約30%。甲公司披露，原有業務所在行業增長將放緩，其有意借助公司董事在中國的經驗而將甲公司業務多元化。 <p data-bbox="467 1379 735 1413"><i>與乙公司的建議交易</i></p> <ol data-bbox="419 1480 1366 1917" style="list-style-type: none"><li data-bbox="419 1480 1366 1559">5. 要約過了幾個月後，甲公司擬與乙公司訂立框架協議，為乙公司所控制或正在開發的房地產提供物業管理服務。<li data-bbox="419 1626 1366 1765">6. 甲公司與乙公司的交易將構成持續關連交易（建議持續關連交易）。根據甲公司提出的最大年度上限，建議持續關連交易所得收入相當於甲公司上市首年收入的70%以上。<li data-bbox="419 1832 1366 1917">7. 甲公司亦有意進一步拓展新業務，正與其他獨立第三方協商類似的物業管理服務協議。

個案編號 / 《上市規則》條 文	背景及甲
	<p>議決</p> <p>8. 甲公司於禁售期結束不久旋即出現控股權變動，令聯交所懷疑甲公司在進行殼股活動。甲公司上市後的發展看來均與其於首次公開招股章程披露的業務計劃及尋求上市的商業理據相去甚遠。這顯示Y先生收購甲公司是為了甲公司的上市地位，而非發展其相關業務。</p> <p>9. 聯交所告知甲公司，認為應當根據《上市規則》第 2.04 條行使其對建議持續關連交易增訂附加條件的權力，將甲公司視作猶如新上市申請人處理及要其符合有關反收購行動的規定。在做出該決定時，聯交所認為建議持續關連交易有規避新的上市要求的意圖，因為：</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 新業務與原有業務截然不同，且按建議持續關連交易所涉及的年度上限計算，新業務的規模對甲公司而言十分重大。建議持續關連交易將導致甲公司的業務出現根本變化，意味着甲公司意圖通過創建業務將沒有業績紀錄且不符合新上市規定的新業務上市。 ● 甲公司表示，按原有業務未來三年的收入預測，建議持續關連交易不會成為其主要業務。然而，聯交所注意到，有關預測背後假設原有業務會按某複合增長率增長，但該假設與原有業務上市後的表現截然相反，而且甲公司也沒有提供任何證據支持有關假設。聯交所認為甲公司的回應不足以釋其疑慮。
<p>個案14*</p> <p>《上市規則》第 2.04條</p>	<p>背景</p> <p>1. 於最初上市之時，甲公司主要以不同品牌名稱在不同地點經營娛樂場所業務。</p> <p>2. X先生（甲公司的創辦人、主席兼執行董事）在12個月禁售期結束不久，出售其於甲公司的70%權益予Y先生。</p>

個案編號 / 《上市規則》條 文	背景及甲
	<p>3. 根據《收購守則》，Y先生對甲公司餘下所有股份提出全面收購要約。於要約結束時，甲公司的所有董事均離任，新任董事（包括Y先生）並無原有業務方面的經驗。數月後，甲公司關閉其中兩家錄得虧損的娛樂場所。</p> <p>4. 要約過了約兩年後，甲公司向Y先生收購了從物業管理業務的目標公司。收購屬於重大及關連交易。甲公司當時聲稱收購將使其收入來源多樣化，而其並無意出售或終止原有業務。</p> <p><i>建議終止部分原有業務</i></p> <p>5. 收購完成幾個月後，甲公司建議終止餘下兩個娛樂場所之一的租賃協議（建議）。該娛樂場所的所得收入構成甲公司原有業務所得收入的主要部分，但在最近財政年度該場所出現業務虧損。</p> <p>6. 甲公司表示有新租戶於該店所在樓宇內另租店舖經營與甲公司競爭的娛樂業務。建議乃由業主提出，並表示若然甲公司提早終止租賃協議，其可於終止日期前獲享免租期。</p> <p>議決</p> <p>7. 甲公司於禁售期結束不久旋即出現控股權變動，令聯交所懷疑甲公司在進行殼股活動。後續事件，包括董事會成員變動、將新業務注入甲公司及縮減原有業務規模等連串行動，顯示Y先生收購甲公司是為了其上市地位，而非發展相關業務。</p> <p>8. 聯交所決定根據《上市規則》第 2.04 條行使其對建議增訂附加條件的權力，將甲公司視作猶如新上市申請人處理，並要其符合有關反收購行動的規定。在作出該議決時，聯交所認為建議連同收購有規避新上市規定的意圖，因為：</p>

個案編號 / 《上市規則》條 文	背景及甲
	<ul style="list-style-type: none">• 建議會令大部分原有業務終止，而新業務則成為甲公司的主要業務。建議於收購後不久旋即作出，是「洗殼」方法之一，屬於意圖將不符合新上市規定的新業務上市的連串安排的其中一環。• 甲公司指建議是由業主提出，乃出於商業理由。然而，聯交所認為此理由不足以消除其疑慮。

IV. 極端交易

個案編號 / 《上市規則》條 文	背景及議決
<p>個案15</p> <p>《上市規則》第 14.06B及14.06C 條</p>	<p>背景</p> <ol style="list-style-type: none">1. 甲公司主要從事物業租賃、生產及銷售教育相關設備以及放貸業務。甲公司近年逾95%收入來自租賃及教育相關設備業務。2. 甲公司擬向乙公司（甲公司的控股股東逾三年）收購目標公司。建議收購事項不會令甲公司的控制權有變。3. 目標公司在中國內地提供融資租賃及保理服務，業務規模遠遠大於甲公司，約是10至35倍大。 <p>議決</p> <ol style="list-style-type: none">4. 聯交所認為建議收購事項有把目標公司業務上市的效果，因為：<ul style="list-style-type: none">● 建議收購事項的規模與甲公司現行業務頗為兩極，而且目標公司的業務有別於甲公司的核心業務。而建議收購事項的規模龐大，完成後將導致甲公司的主營業務出現根本轉變。● 甲公司則指建議收購事項不過是其擴充原有的放貸業務，並不屬極端個案。然而，聯交所注意到甲公司的放貸業務規模甚小，而且目標公司的業務不論在營運規模、業務模式或客源方面都與甲公司的放貸業務截然不同。完成建議收購事項後，甲公司很大程度上就是繼承目標公司的業務。5. 不過，聯交所同意可將建議收購事項歸類為極端交易（而不是反收購行動），因為：

個案編號 / 《上市規則》條 文	背景及議決
	<ul style="list-style-type: none"> • 目標公司可符合《上市規則》的新上市規定（第8.05(1)條）和適合上市規定（第8.04條）（有待財務顧問完成對目標公司的盡職審查工作）。建議收購事項並非試圖規避新上市規定；及 • 甲公司受乙公司控制逾36個月及建議收購事項不會令甲公司的控制權有變，因此甲公司符合《上市規則》第14.06C(1)(a)條所載的資格準則。
<p>個案16*</p> <p>《上市規則》第 14.06B條</p>	<p>背景</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 甲公司主要從事貿易業務，並擬向乙公司收購目標公司，並向其發行代價股份作為收購代價。收購完成後，乙公司將成甲公司主要股東(持有已擴大發行股本的25%)。 2. 目標公司相對甲公司的資產比率約8倍及收益比率約50倍，目標公司的規模遠較甲公司龐大。 3. 目標公司主要從事煤礦開採業務，擁有兩個已投入商業生產數年的煤礦（目標煤礦）。甲公司提供的資料顯示目標公司的業務模式有所改變： <ul style="list-style-type: none"> • 在業務紀錄期內，目標公司一直把目標煤礦的煤炭與購自乙公司其他煤礦（其他煤礦）的不同類型的原煤混合出售。 • 目標公司出產的煤炭主要售予乙公司，再由乙公司轉售予最終客戶，以便乙公司進行集中管理及規劃。售予乙公司的銷售額佔目標公司業務紀錄期的首年收益約五成及最近兩個財政年度的收益逾九成。 • 考慮到近期市場狀況的變化，目標公司擬在建議收購完成後直接出售目標礦井生產的煤炭，而不再混合其他煤礦的原煤出售。

個案編號 / 《上市規則》條 文	背景及議決
	<ul style="list-style-type: none">• 此外，目標公司已成立自身的銷售及分銷團隊，直接向客戶出售產品。 <p>4. 甲公司提交指目標公司可符合《上市規則》第8.05(1)條有關新上市申請人的盈利要求，而收購事項應視作極端交易。</p> <p>議決</p> <p>5. 聯交所認為，有關收購構成一項反收購行動，因為：</p> <ul style="list-style-type: none">• 甲公司現有業務的規模細小，目標公司的規模明顯遠較甲公司龐大。• 建議中的收購將導致甲公司業務出現根本轉變。• 儘管甲公司提交指目標公司可符合《上市規則》第8.05條的盈利規定，但聯交所憂慮的是，基於目標公司的業務模式有重大轉變（包括所出售的煤炭類別以及銷售及分銷安排），其過去的財務資料未能反映日後的表現。目標公司僅於近期才開展自身的銷售功能以出售其產品。由於這些變動近期才發生，目標公司的營業紀錄未能提供足夠資料供投資者評估管理層管理目標公司業務的能力及該業務日後的預期表現。聯交所憂慮甲公司未能符合《上市規則》《第3項應用指引》第2段所載的新上市規定。

註* 雖然這些案例發生在2019年10月反收購行動規則修訂之前，但此次修訂不會改變這些案例的分析和結論。

重要提示：

本函不凌駕《上市規則》的規定，亦不取代合資格專業顧問的意見。若本函與《上市規則》不符或存在衝突，概以《上市規則》為準。有關《上市規則》或本函的詮釋，可以保密方式向上市科查詢。