

香港上市申请被退回及拒绝案例重点探析

作者：陈嘉信

2020年6月，香港联合交易所有限公司（以下简称“联交所”）刊发了关于退回及拒绝上市申请的两份年度上市决策（以下简称“两份上市决策”），当中阐述2019年若干被退回(returned)及拒绝(rejected)上市申请的个别背景、被退回及拒绝原因，及联交所进一步的说明。

1、整体情况

就退回申请而言，2018年没有退回申请，而于2019年联交所共退回了4宗申请。而对于拒绝申请，2018年遭拒绝申请有24宗，2019年则有18宗。

递交上市申请本身涉及庞大的上市费用，若申请被退回或拒绝亦会影响申请人的公司整体发展计划。联交所也会将被退回的申请在网站上公布，对申请人及保荐人的声誉也会造成影响。因此从过去案例中了解被退回及拒绝原因，避免遇到同样后果，对上市申请人来说至为重要。

2、被退回上市申请

2.1 相关规则、规定及原则

上市申请人呈交的上市申请表格、申请版本的招股书及所有其他相关文件，其资料必须大致完备。如联交所认为有关申请资料并非大致完备，联交所不会继续审阅有关申请，并将所有提交文件退回保荐人。申请人须由退回决定之日起计不少于八星期后，方可呈交另一份申请表格及新的申请版本。

2.2 2019年被退回上市申请案例

联交所于2019年退回的4宗上市申请可以分为以下两类：

- 1) 申请版本招股书缺少申请人及其业务的重大资料（涉及1名申请人）

该名申请人的招股书缺少的资料及其缺少的资料属重大的原因如下：

	所缺资料	所属遗漏为重要资料的原因
	有关供货商向申请人最大客户出口、再出口及转移若干货品的牌照规定对申请人造成的潜在重大影响	申请人最大客户的业务若受到任何不利影响，均可能对申请人业务的可持续性造成不利影响
	有关申请人与另一已于联交所上市并与申请人属于同一行业的公司名称过份相似而可能引致的投诉及索偿（包括侵权及假冒）对申请人造成的法律后果及潜在重大影响	申请人公司名称与另一联交所上市公司名称相似，可能会使双方投资者混淆，并可能引致投诉及/或法律索偿
	申请人的业务模式的充分描述，包括营业纪录期间承接的主要项目及申请人不同业务之间的差异	若招股书未有清晰及准确地描述申请人的业务，投资者便无法对有关公司进行评估

2) 申请人未有于其各自的申请版本招股书载列所有必须提供的财务资料（涉及3名申请人）

主版上市申请人需在招股书刊载上市文件刊发前三个财政年度的财务报表（GEM（前称创业板）申请人及根据主板《上市规则》第十八A章提交申请的生物科技公司则为两个财政年度）。

联交所在其指引信HKEX-GL25-11订明，若申请人于最近期财政年度结束后三个月内（GEM申请人则为两个月）上市，并符合其他若干条件，联交所会考虑授予豁免在招股书内刊载最近一个财政年度的财务报表的要求。指引信HKEX-GL56-13亦提及在递交上市申请时，联交所对申请版本招股书内的财务报表的要求。

联交所在两份上市决策内强调，若未有披露以上引述规定的财务资料，申请版本并非大致完备，此评估是一项明确测试。联交所一般会按申请人指明的建议上市日期厘定最终招股章程内的财务报表及披露应涵盖的期间。

两份上市决策列举了以下例子作说明。若主板申请人最近期的财政年度于2019年12月31日结束，而其建议上市日期于2020年4月1日或之后，载于最终的招股书内的财务报表应涵盖的营业纪录期应为截至2019年12月31日止最少三个财政年度。就申请版本招股书而言，(i) 若申请人在最近期财政年度结束前（即2019年12月底前）递交申请，其申请会因为不被认为大致完备而被退回；及(ii) 但若申请人于2020年1月1日至2020年2月29日期间递交申请，申请人可于其申请版本中载列较短期间（即截至2018年12月31日止两个财政年度及截至2019年9月30日止九个月的财务资料）的财务报表。但申请人须于稍后递交涵盖截至2019年12月31日止三个财政年度的完整财务报表给联交所审阅。

两份上市决策内所述的其中三名申请人，正是因为未有于其各自的申请版本载列所有必须提供的财务资料而被退回申请，其情况如下：

情况	被退回申请原因
该三名申请人为： (a) 主版申请人，其中一名为根据《主版规则》第十八A章提交申请（“18A申请人”）； (b) 以历年为财政年度； (c) 其指明的建议上市日期均在2020年3月31日之后； (d) 于2019年结束前已递交上市申请；及 (e) 其申请版本仅涵盖截至2018年12月31日止三个财年（18A申请人则为两个）及截至2019年6月30日止六个月的财务资料。	(1) 因其建议上市日期在2020年的3月31日后，18A申请人的营业纪录期应为2019年12月31日止两个财年，另两名申请人的则应为2019年12月31日止三个财年，三个申请人均不符合上述指引信内的豁免条件；及 (2) 由于按主板《上市规则》规定申请人营业纪录期的最后一个财政年度尚未结束，联交所并无充分的基础或资料评估其上市申请，其申请不被认为大致完备而被退回

3) 注意事项 – 盈利预测备忘录

联交所亦在两份上市决策内说明，若申请版本内没有盈利预测，申请人提交上市申请时须一并提交由董事会所编制的盈利预测备忘录的定稿或接近定稿的版本，其所涵盖期间应直至上市后紧接的财政年度完结日止，而其使用的上市日期须为申请人指明的建议上市日期。若申请人未有遵守有关规定，则其申请可能会被认为非大致完备而被退回。

3、被拒绝上市申请

3.1 相关规则、规定及原则

上市申请人必须符合若干条件，包括《上市规则》订明的财务要求。而联交所亦需确定申请人及其业务是适合上市。在两份上市决策内，联交所指明，其审批程序属于定性（qualitative）审查，对申请人是否符合资格及适合上市亦会作出通盘考虑。

于2018年4月，联交所更新了指引信HKEX-GL68-13A，进一步说明联交所在厘定申请人是否适合上市时，将继续行使其宽泛的酌情权。而于两份上市决策内，联交所亦强调其审批过程会考虑到多项因素。但若联交所有理由相信申请上市的目的并非为其本身业务或资产发展，或其规模及前景均与其获取上市地位所付出的成本或上市目的不匹配，联交所会更着重申请人申请上市的商业理据。联交所在有上述怀疑时才会评估申请人是否真有集资需要，此非一项独立规定。

3.2 2019年被拒绝上市申请案例

2019年的18宗被拒绝上市申请案例可分为以下几类：

1) 是否适合上市

i. 没有需要上市的商业理据，并非真有集资需要（涉及16名申请人）

申请人未能：

- 为拟进行扩充计划提供充分的商业理据；或
- 清楚说明其集资所得款项的拟定用途与过往业务策略不符的差异原因。

以下为其中两例：

序号	背景
	该申请人在东南亚出租及销售建筑设备，计划将上市集资所得款项的22%用于在新加坡建造综合物业。 申请人未能证明建造综合物业为业务所需，因为（i）相关业务所占收入下降；及（ii）新物业的规模预计比现有物业大70%，但申请人只计划增加出租车辆12-13%。此外，综合物业导致的折旧和摊销总额升幅将高于公司现有的租金支出。 申请人未能就其计划集资所得款项的用途提出确实证据，因此无法证明其需要上市的商业理据。
	该申请人是一家主营新加坡公共土木工程项目的承包商。申请人计划将上市集资所得款项用于购买新的机械和设备、增聘员工和支付履约保证金，从而扩大业务。 申请人的扩充计划并无需求支撑。在交易纪录期，申请人收入的复合年增长率少于3%，毛利率也只维持平稳，期内取得合约的平均项目规模亦在减少，储备订单亦减少了约40%，自上一个财政年度结束后就再没有获得任何新项目。因此申请人无法证明其需要上市的商业理据。

ii. 估值根据不足（涉及3名申请人）

申请人未能解释：

- 为何预测市盈率高于同业公司；
- 挑选同业公司的理据；及
- 考虑到过往财务业绩和利润预测，其估值何以是合理估值。

以下为其中两例：

序号	背景
	该申请人的预期估值与可比公司相符，但仍令人质疑：（i）该申请人在交易纪录期的业务增长甚微，反观可比公司不论经营规模或收入都明显更大；（ii）其顾问收入（进行估值时计算在内）只属非经常性项目。
	该申请人的利润预测大幅下降，但其拟议估值的市盈率高于其提供的同业平均市盈率80%，因此该申请人的估值并无充足根据。

iii. 董事 / 有重大权益关系人士或控股股东不适合（涉及1名申请人）

该名申请人与不良资产贷款人之间有若干融资安排，但无法解释其背后的商业理据，该等安排对申请人不见得有明显好处，反而牺牲申请人的利益而令不良资产贷款人取得债务业务。申请人亦无法证明其需要上市的商业理据，同时也令人质疑其董事是否适合担任董事，及寻求融资时有否按申请人及其股东的最大利益行事。

2)不符合上市资格（涉及1名申请人）

该名申请人的主营业务为销售服装和家庭用品的零售连锁店，其租金收入被确定为不属于《主板规则》第8.05(1)(a)条规定下的公司「日常业务」所产生的收入，按该条规定，日常业务以外的业务所产生的收入或亏损应予扣除。而扣除上述租金收入和投资物业的相关成本后，该申请人不符合上市最低利润规定，被拒绝申请。

4、结语

从2019年被退回申请中可见，联交所已订下了明确的测试，对于未有在其申请版本载列所有必须提供的财务资料的上市申请，若未能符合测试要求且未能取得豁免，将被视为申请并非大致完备，而可能遭到退表。

而对于被拒申请，其涉及的因素有多种，当中最常涉及的一项为上市申请人无法清楚展示其上市商业理据，而联交所在评估后认为其并非真有集资需要，由此可知上市申请人充分证明其上市的商业理据的重要性。

海问香港联营所资本市场团队具备香港上市公司首次上市、合规、买卖并购、融资各种项目的服务能力，充分把握海问境内外办公室一体化的优势，为客户提供香港和内地法律的一站式专业法律服务。

上述信息和表达之观点并不作为海问律师事务所出具的完整的研究或法律意见，仅供参考。

2020-07-14