

SLAUGHTER AND MAY //



CROSSING BORDERS

Part of the Horizon Scanning series

香港公开并购回顾： 2020年上半年



目录

① 简介	3
② 主要联系人	4
③ 2020年上半年统计数据	5
④ 监管动态	7
⑤ 我们的看法	10



① 简介

欢迎阅读我们的《2020年上半年香港公开并购回顾》。本文将回顾2020年上半年的香港公开并购活动，并讨论我们看到的主要趋势和发展态势。

今年上半年，整个亚太地区的公开并购和非公开并购双双呈现大幅下降，总交易额同比下降17%。大中华区的并购与亚太地区整体下滑态势保持一致。全球其他主要交易所的公开收购也都出现了大幅下滑——在美国，公开并购交易额下降了78%；在英国，收购要约数量减少了一半以上。

香港公开并购逆势而上，2020年上半年的表现强劲。

香港上市公司在2020年上半年已公布收购要约的数量较去年同期增加，由21宗增加至24宗。在会德丰和利丰等若干备受瞩目的私有化交易的推动下，上半年收购要约的总金额增加逾四倍。

自上半年结束以来我们的公开并购工作和资本市场交易业务一直非常繁忙，同时，我们持谨慎乐观态度，认为支撑香港市场吸引力的因素将持续到下半年剩下时间。

以下是我们目前对于上半年的观察，如果您有任何方面的问题，请随时联系我们讨论。



麦凯睿
合伙人
编者

我们是2019年和2020年版《钱伯斯亚太》、《亚太法律500强》和《IFLR1000亚太》中香港和中国大陆企业和并购业务的顶级国际律师事务所。在彭博社、Mergermarket和路孚特发布的并购法律顾问排行榜中，我们位居前列。

我们2020年上半年的已公布交易经验亮点包括：

- 丽新发展对丽丰控股有限公司的收购要约(HKSE: 1125)
- 利丰有限公司的财团收购要约(HKSE: 494)
- 白马户外媒体有限公司的财团收购要约(HKSE: 100)
- 中国华电集团对华电福新能源股份的私有化建议(HKSE: 816)

② 主要联系人

企业/并购



白礼仁
合伙人

+852 9119 3999
peter.brien@slaughterandmay.com



余嘉宝
合伙人

+852 9102 9097
benita.yu@slaughterandmay.com



魏伯
合伙人

+852 9408 5087
jason.webber@slaughterandmay.com



杨漪欣
合伙人

+852 6113 1158
natalie.yeung@slaughterandmay.com



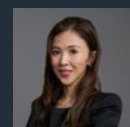
钟慕贞
合伙人

+852 9162 0836
lisa.chung@slaughterandmay.com



麦凯睿
合伙人

+852 6323 5072
chris.mcgauffin@slaughterandmay.com



蔡珍吾
合伙人

+852 6113 1141
clara.choi@slaughterandmay.com



谢志聪
合伙人

+852 9150 1763
charlton.tse@slaughterandmay.com



陈景行
合伙人

+852 9862 2645
jing.chen@slaughterandmay.com

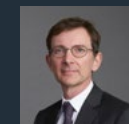


恒博
合伙人

+852 6113 1157
ben.heron@slaughterandmay.com

全球反垄断

融资



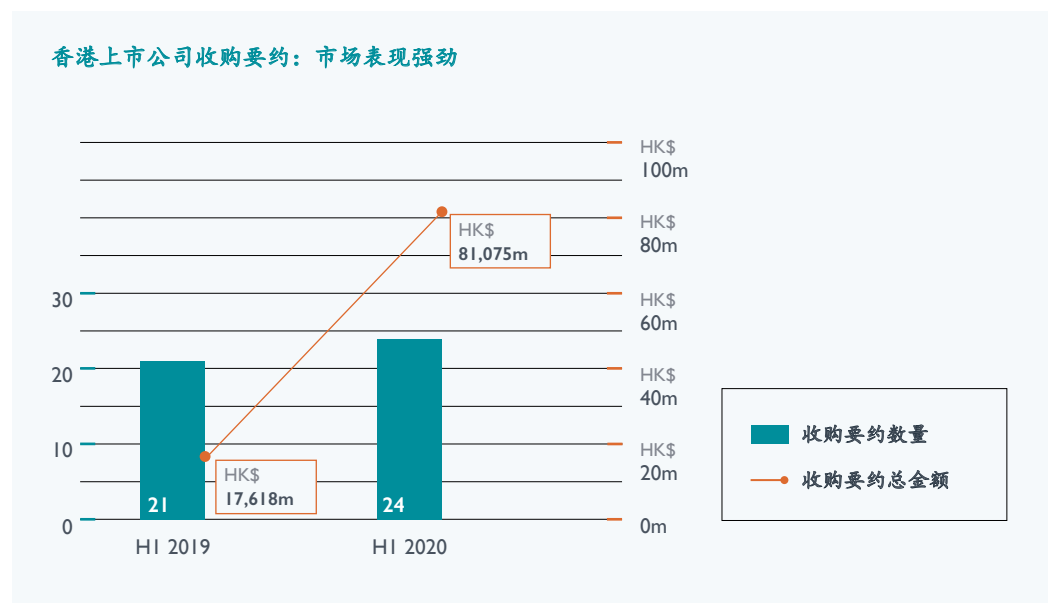
雷彼特
合伙人

+852 9663 8677
peter.lake@slaughterandmay.com

3 2020年上半年的统计数据

1. 并购市场态势：上半年的公开并购繁忙

在全球公开和非公开并购活动放缓的背景下，香港公开并购逆势而上，2020年上半年的表现强劲。

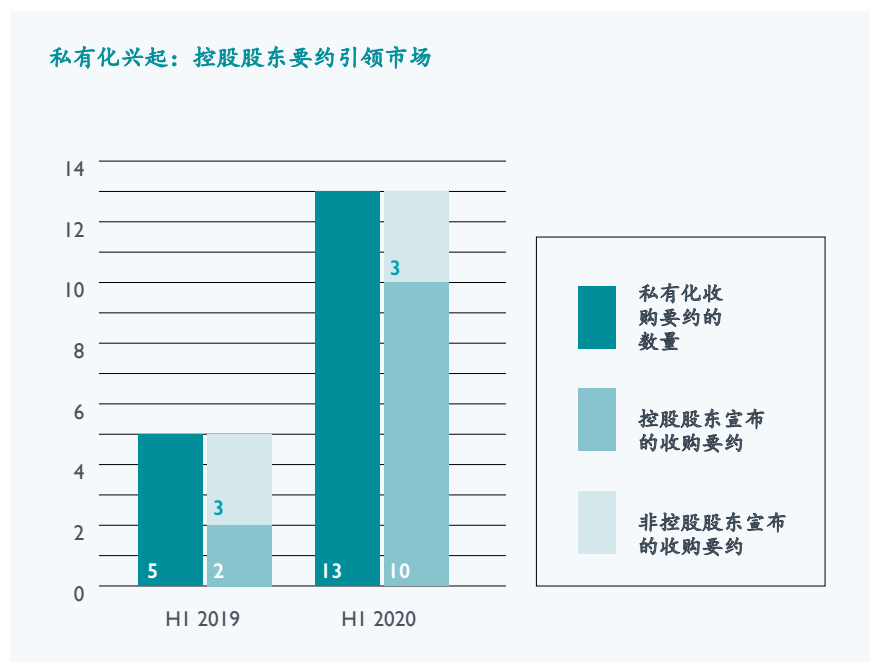


在会德丰及利丰私有化等重大交易的推动下，已公布收购要约的金额也有所增加，较去年同期增加逾四倍。在2020年上半年810亿港币的并购要约总金额中，单是会德丰的私有化交易就占了480亿港元。已公布收购要约的数量增加14%（2019年上半年：21宗；2020年上半年：24宗）。



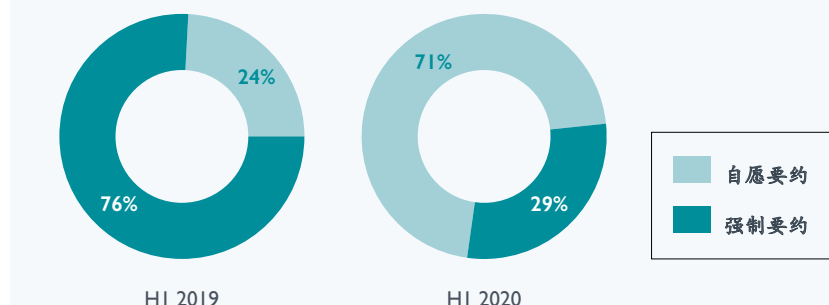
2. 交易动因：私有化兴起

受控股股东收购要约的带动，私有化数量大幅增加。谋求私有化的收购要约数量同比增长超过一倍（2019年上半年：5宗；2020年：13宗），其中控股股东推动的占了大部分。总体而言，控股股东的私有化收购要约占全部交易逾40%以上（2019年上半年：10%）。



强制收购要约的数量急剧下降（通过强制收购要约实现私有化往往会有重大的失败风险）。

收购方避免触发强制收购要约



3. 交易结构：协议安排受欢迎程度增加

我们看到越来越多的交易以协议安排的方式而非以要约收购的方式完成，部分原因或许是协议安排可提供更直接的私有化途径。以协议安排方式完成的交易比例由2019年上半年的19%上升至2020年上半年的33%。

4. 对价：现金依然为主流

现金对价收购要约的比例基本保持稳定，达92%（2019年上半年：86%）。

5. 是敌是友：敌意收购要约并不多见

2020年上半年，香港市场出现2宗历史罕见的敌意收购要约（2019年上半年：0宗），其余22笔交易均为常见的受董事会推荐的交易。

4 监管动态 规则变化

2020年上半年，公开并购监管规则的变化相对较少。对于从业者来说，比较实质性的进展来自证监会：(1)阐明哪些对股份行使担保权的贷款人可以豁免作出强制要约，(2)阐明《收购守则》对使用权资产的处理方式。

强制要约 – 证监会阐明因行使担保权而取得股权的情况下作出强制要约的规定 – 2020年3月 – 证监会已阐明，贷款人行使其对上市公司股份的担保权时，在什么情况下需要根据《收购守则》规则26作出强制要约。贷款人通常会依据有关《收购守则》规则26的豁免注释2寻求豁免，根据该注释，如果股份质押是在正常经营过程中向银行或贷款机构作出的并属于正常商业交易性质，可以取得豁免。

证监会已表明会对“银行或贷款机构”作狭义解释：尽管《银行业条例》所指的认可机构通常属于该定义的范围，但持有放债人牌照本身不足以符合定义(另见下页有关中昌国际强制要约的说明)。

证监会进一步表示，虽然独立接管人及清盘人无须根据《收购守则》规则26提出要约，但由于他们通常会寻求出售担保资产，这可能会导致受要约人的控制权变更，从而可能触发要约，并产生《收购守则》规则3.7项下的公告责任。

物业资产估值 – 证监会修订《应用指引7》，以阐明根据《国际财务报告准则》第16号对使用权资产的处理方式 – 2020年3月 – 证监会修改了《应用指引7》，以阐明根据《收购守则》规则11.1(f)进行估值时如何处理物业资产。根据《收购守则》规则11.1(f)，如果受要约人(或者在有些情况下的要约人)的物业权益超过其综合总资产的15%，且要约人是利益相关方，则必须提供其物业权益的估值。

《应用指引7》现已阐明，虽然经营租赁等使用权资产根据《国际财务报告准则》第16号被视为资产，但根据《收购守则》，使用权资产通常不应被视为物业资产，因此，在确定公司是否拥有《收购守则》规则11.1(f)规定的重大物业权益时，使用权资产应排除在外。

4 监管动态

规则的实务操作

1 电讯盈科案：罕见地采用部分要约(规则28)

部分要约是指只收购其他股东部分股份的要约，而不是寻求收购100%股份的全面收购。今年8月，李泽楷先生向电讯盈科有限公司(港股代码：0008)提出部分要约，收购受要约公司2%的股本，如果成功，他的持股比例将增至30.93%。我们就这一交易提供了法律服务。此次交易显示了市场上并不常见的部分要约可以被采用以减少《收购守则》规则26所载的强制要约制度对上市公司造成的一些障碍。

- 根据《收购守则》规则26，相关人士如果收购上市公司超过30%或以上的投票权，就必须提出强制要约。在提出部分要约之前，由于李先生持有28.93%的股权，因此电讯盈科一直无法在不潜在导致李先生的持股量增至30%或以上从而触发强制要约义务的情况下，择机进行股份回购。

- 但是，根据规则28，在获得持有多数独立股份的股东的批准的前提下，相关人士可发出部分要约从而

超越30%的持股标准并无需就此提出强制要约。

- 如果部分要约成功完成，李先生只有在电盈回购股份导致其持股量在12个月内增加超过2%时，才需要提出强制全面要约。这将使电讯盈科在管理其资本结构方面有更大的灵活性。

以上说明来自为此次交易提供法律服务的陈景行律师

2 中昌国际案：及时提醒对控股权行使担保权的贷款人，可能有责任对公司的剩余股份提出强制要约(规则26)。

鉴于近期此类行使担保权的案例增多，中国信达(香港)对中昌国际控股(港股代码：859)的收购要约案，及时提醒了向控股股东提供担保融资的贷款人——尤其是资产管理公司或私募股权公司等另类借贷机构，在行使担保权时可能产生对上市公司剩余股份提出强制要约的责任的风险。

- 如果银行或贷款机构对上市公司30%或以上的股份行使担保权，通常不需要提出此类强制要约，但前提是担保是在正常商业关系下的正常经营过程中作为贷款担保取得的，而且是在贷款人当时没有理由相信很有可能出现担保权行使的情况下取得的(规则26的豁免注释2)。

- 不过，今年4月，中国信达(香港)因其对控股股东持有的上市公司74.98%股权行使担保权后，未能获得证监会豁免强制要约，宣布对中昌国际提出强制收购要约。

- 中国信达(香港)是一家主要从事不良资产管理的资产管理公司，也是一家根据《放债人条例》注册的持牌放债人。虽然要约文件中没有披露中国信达(香港)的豁免申请未获批准的原因，但证监会近期已作阐明(见第7页)，证监会对“银行或贷款机构”作狭义解释，持有放债人牌照本身并不足以符合此定义。

以上说明来自麦凯睿律师

3 连锁关系原则强制要约与国有企业重组(第26.1条注释8)

除某些例外情况外,当收购方取得任何公司(无论是否在香港上市)的法定控制权(一般为超过50%以上)时,如果收购方已间接取得其(无论是否在香港上市)的子公司(一般为超过30%以上)的控制权,则必须对其(无论是否在香港上市)的子公司提出强制要约(连锁关系原则:规则26.1条注释8)。

- 随着目前中国政府推动国企重组,上半年市场上不断出现国企集团的重大兼并重组,其中部分案例也包括在香港上市的子公司。原则上在严格适用连锁关系原则的情况下,此类交易可引发对香港上市的子公司提出强制收购要约的责任。
- 对于潜在类似交易,建议咨询证监会;不过,在相关决定是由中国政府自上而下作出的情况下,这做法并不一定可行;同时引发是否必须紧急发布规则3.7下之可能公告的问题。

以上说明来自余嘉宝律师和钟慕贞律师

- 上半年,我们对于此类情况,继续成功申请豁免根据连锁关系原则提出强制要约之责任,或获得连锁关系原则不适用的确认。不过,我们注意到,继收购及合并委员会去年就马鞍山钢铁的强制要约作出裁决后,已难以断言国资委旗下公司之间对香港上市公司间接控股权的无偿转让一定会获得豁免,尤其是在中央国资委与省级国资委所属公司之间的划转。如果上市公司相对于被转让的目标公司而言属于重大,则必须对两个国资委机构之间的关系进行详细分析。

5 我们的看法

1. 赎回家财：私有化浪潮

2020年上半年，以私有化为目标要约数量几乎增加了三倍，已公布的私有化要约有13宗，而去年同期则有5宗。这些要约主要由控股股东推动，在今年上半年拟进行的13宗私有化交易中，有10宗由控股股东推动(相比之下，2019年上半年的5宗私有化中，由控股股东推动的占2宗)。因此，控股股东推动的私有化交易占已全部交易的逾40%以上。

在某些个案中，新冠病毒疫情及为了应对疫情而采取的措施导致某些公司股价低迷，促使控股股东进行私有化，或者提供适当的时机，让公司在公开市场之外更有效地执行原本的既定计划。

例如，会德丰有限公司(港股代码：20)和联合地产有限公司(港股代码：56)等房地产公司均注意到其股份成交价相对于资产净值有大幅折让。联合地产认为其无法筹集股本，因此削弱了维持上市地位(及相关成本)的理据。利丰集团(港股代码：494)则计划进行重组，以应对数字化对零售业的结构挑战，以及疫情所带来的不利因素。利丰集团认为，转型将涉及实施风险，而且相关裨益将需要较长时间方可实现，维持公开上市地位将给重组进程带来挑战。

在上半年，我们亦看到在香港上市的国有企业由于其各自业务进行大规模重组而被私有化，这是中国政府最近推行的国企重组一部分。至少4宗与国有企业有关的私有化及退市已于上半年公布或完成，其中2宗由我们担任法律顾问。

尽管部分公司和某些行业的股价已从上半年的低位反弹，但是股价波动依然剧烈。一些公司及行业的成交价处于历史低位，国企重组的动力仍然持续。因此，类似的因素很可能在下半年导致另一波私有化浪潮。

2. 要约的条件及“重大不利变化”条款

新冠疫情几乎在一夜之间令许多公司的业务前景骤变，许多交易背后的商业理据也随之改变。因此，世界各地的市场评论都质疑重大不利变化条款是否可以容许收购方从交易中退出。

对非公开并购来说，收购方能否依赖重大不利变化条款很大程度上取决于起草措辞，而通常法院允许援引重大不利变化条款的门槛很高。自疫情爆发以来，发生了几宗广受关注的涉及重大不利变化条款的诉讼，以及因据称发生重大不利变化引发纠纷后的重新谈判。

援引公开并购的条件，还必须克服另一项障碍。《收购守则》规则30.1的注释2指出，除接纳条件外，要约人不应援引任何条件致使要约失去时效。但如果产生该项援引条件的权利的情况，就当时的环境而言，是对要约人极为重要的则例外。

实践中，援引要约条件(例如出现重大不利变化事件)是一个极大的门槛。据我们所知，香港发生的收购要约中并未有任何成功援引重大不利变化条件的案例。2020年上半年，英国出现了试图根据收购制度援引该条件的案例，而英国收购制度的运作原理与香港类似。大型男装连锁公司Moss Bros plc是收购要约的目标公司，在封城措施导致该公司营运状况大幅恶化之前，要约已公布及定价。尽管出现业务下滑的事实，英国并购委员会仍根据英国的类似规则阻止要约人援引重大不利变化条件

这提醒上市公司的收购方，在香港公开并购中援引重大不利变化条件的门槛会非常高。新冠疫情的影响现已众所周知，很难想像在什么情况下，收购方会获准援引重大不利变化条件以使要约失效。

3. 股东积极主义

香港的公开并购历来较少受到积极维权投资者的正式干预，这或许是因为大多数香港上市公司的控股股东持有公司超过30%以上股份(往往超过50%)。

值得关注的是，上半年，加拿大投资控股公司Aimia, Inc.收购了白马户外媒体有限公司(港股代码:100)略高于10%的股份，后者当时正受到包括蚂蚁金融服务集团和德高集团在内的投资者财团的收购要约。这使Aimia能够根据百慕达公司法和《收购守则》阻止任何对少数股东的强制收购行为。

并购后套利(通常称为“抬高价格套利”)，即积极维权投资者买入受到收购要约的公司的阻击性股份，从而迫使要约人提高价格，这种现象在美国和欧洲的公开并购市场已存在一段时间。知名案例包括Elliott Management 收购英国SABMiller和Poundland、法国Norbert Dentressangle以及美国NXP的股权。

到目前为止，Aimia的行为与我们可能在美国或欧盟看到的典型“抬高价格套利”个案并不一样。Aimia至今尚未发表任何寻求提高要约价的声明。相反，它声明其目标是获取“蓝筹”财团及“高技能管理团队”所创造的长期价值。

随着亚洲地区日益成为积极维权投资者的目标(日本现在在美国以外最容易成为目标的司法管辖区)，香港上市的公司较以往更容易地成为维权积极分子的目标(包括在并购情况下)，各方在进行交易时应牢记相关风险。

4. 市场监管总局及中国监管审查

由于内地公司在香港股市占相当大的比例，由国家市场监督管理总局(“市场监管总局”)开展的中国合并审查，往往是在香港进行并购的一个相关关注要点。

尽管世界各地监管审查的不确定性不断增加，但上半年中国市场监管总局的合并审查却似乎一切如常，有数宗重大交易在这段期间获得批准，包括Elanco收购拜耳动物健康业务部门、可口可乐与中国蒙牛乳业组成合资公司、丹纳赫公司(Danaher)收购通用电气公司(GE)的生物制药业务、以及英飞凌科技(Infineon Technologies)收购赛普拉斯半导体(Cypress Semiconductor)(后两者经提交承诺救济方案后获得批准)。

在当前的环境下，市场监管总局正就包括医药及半导体在内的若干关键行业的交易进行极为详细的审查和密切监测。

2020年4月,市场监管总局公布的其中一个根据简易程序审查的案例(该案例之后已通过审批)涉及可变利益实体(VIE)架构的股东。可变利益实体架构下的控制权是来自协议安排而非通过股份所有权获得,该架构经常被用作外资进入限制或禁止类产业的中国企业的途径,使该等公司能通过所谓的“红筹”上市方式在香港上市。例如,截至2019年第3季度末,全球各地交易所上市的可变利益实体的总市值已接近2万亿美元。

尽管VIE架构的使用由来已久,但市场监管总局之前曾经拒绝审查涉及可变利益实体架构的交易,为参与交易的各方带来重大的不确定因素。这发展表明,中国未来涉及可变利益实体架构的并购交易可能至少会受到市场监管总局的审查。

5. 交易结构: 财团交易将会越来越受欢迎?

2020年上半年出现了2宗备受瞩目的财团收购要约(2019年上半年: 1宗), 分别涉及白马户外媒体有限公司及利丰有限公司, 我们在该2宗交易中均担任法律顾问。我们预计, 财团交易可能会在香港公开并购交易市场中成为越来越普遍。

我们认为有三个主要理由。第一, 财团结构可以使要约人降低估值风险及其承担的资金需求。第二, 私募股权基金当前坐拥2.6万亿美元的可投资资金, 自全球金融危机爆发后受欢迎程度下降以来, 表现出对组团交易(club deal)和财团越来越强的参与意愿。组成财团及与控股股东联手是大势所趋, 这从GLP Pte Ltd与利丰创始股东的合作以及China Wealth Growth Fund III L.P.参与收购白马户外媒体的交易中可见一斑。第三, 控股股东往往需要获得外部资金来进行竞购, 尤其是在他们寻求私有化的情况下(上文已讨论过)。如果他们无法以自有资金或银行贷款为交易提供融资, 就有可能转而寻求与财务投资者及其他投资者组成财团进行交易。



www.slaughterandmay.com

本文件内全部与交易有关的数据均来自从公开途径获得的与交易有关的公告及文件。

2020 © 司力达律师楼

本文件仅供一般参考,并非旨在提供法律意见。
有关进一步消息,请与您在司力达的日常联系人联系。

I13307_Hong Kong public M&A Review HI 2020 CN_v05
