



Законодательство Гонконга

Июль 2020

## HKEx публикует решение о листинге 126-2020 с причинами отклонения заявки на листинг

### HKEx публикует решение о листинге 126-2020 с причинами отклонения заявки на листинг

Отсутствие коммерческого обоснования для листинга было основной причиной отклонения 17 заявок на листинг из-за недостаточной пригодности для листинга в соответствии с Руководящим письмом [HKEX-GL68-13A](#) в 2019 году в соответствии с листинговым решением Гонконгской фондовой биржи [HKEX-LD126-2020](#)<sup>1</sup> (**Решение о листинге 126-2020**), опубликованным в июне 2020 года. В 2018 году Гонконгская фондовая биржа (HKEx) отклонила 20 (6,45%) заявок на листинг из-за непригодности.

В последнем решении о листинге 126-2020 отмечается, что процесс проверки IPO является качественным и включает в себя целостный анализ соответствия заявителей требованиям и их пригодности для листинга. В тех случаях, когда HKEx обеспокоена тем, что заявитель осуществляет листинг в качестве прикрытия, она уделяет больше внимания коммерческому обоснованию листинга, предполагаемому использованию выручки от IPO и наличию реальной необходимости в средствах. Если заявитель на листинг не демонстрирует коммер-

ческое обоснование для листинга для удовлетворения HKEx, биржа также учитывает оценку заявителя при определении пригодности для листинга. В Решении о листинге 126-2020 описаны три заявителя, которые не смогли обосновать свою оценку из-за невозможности объяснить, почему их прогнозируемые соотношения цена-прибыль (P/E) были выше, чем у отраслевых аналогов, и их неспособность обосновать такие оценки в свете их исторических финансовых результатов и прогнозов прибыли.

HKEx отмечает, однако, что, если заявители продемонстрируют коммерческое обоснование использования своих доходов, HKEx не будет проверять наличие внутренних источников финансирования или банковских услуг. Кандидаты с бесперебойными балансами и/или сильными денежными потоками не будут подвергаться дополнительной проверке, если смогут обосновать коммерческую причину листинга.

1. [https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net\\_file\\_store/new\\_rulebooks//d/LD126-2020.pdf](https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/new_rulebooks//d/LD126-2020.pdf)

## Причины отказа НКЕх в отношении заявок на листинг

### Отсутствие пригодности

Как отмечено в Правилах листинга<sup>2</sup>, соответствие критериям листинга в главах 8 и 11 Основной площадки и Правилам листинга на GEM, соответственно, не гарантирует право заявителя на листинг. НКЕх также должна удостовериться, что заявитель и его бизнес подходят для листинга и сохраняет за собой абсолютное усмотрение отклонить любую заявку на листинг. Руководство по пригодности для листинга изложено в Руководящих письмах НКЕХ-GL68-13 и НКЕХ-GL68-13А.

Отсутствие пригодности: нет коммерческого обоснования для листинга

16 из 18 отклоненных заявок на листинг в 2019 году были отклонены, поскольку они не смогли предоставить коммерческое обоснование для листинга в соответствии с Правилами листинга<sup>3</sup> и, таким образом, были рассмотрены как не имеющие реальной потребности в финансировании. Ряд заявителей на листинг, которые намеревались использовать доходы от IPO для финансирования своих предложенных планов расширения, не смогли обосновать свою коммерческую основу такого плана. В других случаях заявители на листинг предложили использовать доходы от листинга таким образом, который не соответствовал их предыдущим бизнес-стратегиям, без предоставления адекватного объяснения.

Отсутствие пригодности: недостаточное обоснование своей оценки

В Решении о листинге 126-2020 также описывается, что в случае заявителей, которые не предоставили коммерческое обоснование для листинга, НКЕх также учитывает их оценку при определении пригодности для листинга. Три претендента на листинг не смогли обосновать, почему их прогнозируемые соотношения цена-прибыль (P/E) были выше, чем у отраслевых аналогов, основание, по которому были выбра-

ны партнеры, и то, насколько эти оценки были разумными с учетом исторических финансовых результатов и прогнозов о прибыли заявителя.

Отсутствие пригодности: другие причины

Другие причины отклонения заявок на листинг включали в себя невыполнение требования о минимальной прибыли после исключения необычного дохода и несоответствие требованиям директора, лица, имеющего существенный интерес, или контролирующего акционера.

Ниже приведена сводная информация об истории отклоненных заявок на листинг.

### Заявители из сектора потребительских товаров

#### Компания А: Заявителю на GEM листинг было отказано в связи с отсутствием коммерческого обоснования

Компания А продает светотехническую продукцию и предоставляет услуги по поддержке и установке освещения для строительства и реконструкции зданий в Гонконге. Целью предлагаемого сбора средств на GEM было:

1. приобрести поставщика для ключевого компонента продукции аварийного освещения (**Поставщик**);
2. приобрести дополнительный производственный цех; и
3. нанять дополнительный персонал по продажам, маркетингу и закупкам.

НКЕх посчитала, что предложенное расширение заявителя не имело коммерческого смысла, учитывая, что:

1. поставщик производит только ключевые компоненты для одного типа продукта, продаваемого Компанией А, и продажи этого продукта составили только 10-20% выручки за отчетный период;
2. годовая экономия затрат, ожидаемая от приобретения дополнительной производ-

2. Правило основной площадки 8.01(2) и Правило GEM 11.01(2).

3. Правило основной площадки 2.03 и Правило GEM 2.09.

ственной установки, была незначительной - менее 1% от предполагаемой чистой прибыли Компании А (без учета расходов на листинг) по прогнозу на предстоящий финансовый год; и

- предлагаемый наем дополнительного персонала, который почти удвоил бы количество сотрудников в соответствующих командах, не был оправдан исходя из ожидаемого роста отрасли.

НКЕх отклонила заявку на листинг Компании А, поскольку посчитала, что, не обосновав свое использование доходов от IPO, компания не смогла продемонстрировать коммерческое обоснование листинга.

### **Компания В: Заявка на листинг на Основной площадке была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга и недостаточной поддержки в оценке**

Компания В является дилером автотранспортных средств в Сингапуре, который планировал использовать свои доходы от листинга для приобретения нового выставочного зала, который будет в два раза больше существующего.

Компания не смогла обосновать наличие достаточного спроса для расширения, учитывая сокращение автомобильной розничной торговли в Сингапуре на 5,9% в период между 2018 и 2022 гг. НКЕх отклонила заявку на листинг в связи с невозможностью продемонстрировать коммерческое обоснование заявителя для листинга из-за невозможности обосновать использование привлеченных средств.

### **Компания С: Заявка на GEM листинг отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга**

Компания С предоставляет решения для промышленного кухонного оборудования в Сингапуре. Уже зарегистрированный на Сингапурской фондовой бирже, заявитель запросил двойной первичный листинг на GEM. Он планировал использовать 90% выручки от листинга для создания нового завода по производству

продукции в Малайзии, и значительная часть выручки от листинга была бы использована для оплаты расходов компании на листинг.

Компания С не смогла адекватно объяснить, почему она добивалась увеличения производства продукта, который принес менее 5% выручки за отчетный период. Продукт также имел небольшой рынок и низкий прогноз роста отрасли. Компания не смогла продемонстрировать коммерческое обоснование листинга, и ее заявка на листинг была отклонена из-за недостаточной пригодности.

### **Компания D: Заявка на GEM листинг отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга и недостаточной поддержки в оценке**

Компания D управляет тремя ресторанами в Гонконге и планирует использовать значительную часть выручки от листинга, чтобы открыть еще два ресторана в Гонконге. Компания D открыла три ресторана за 12 лет своей работы. Эффективность ее бизнеса по сравнению с существующими ресторанами оставалась относительно посредственной, но предлагалось расширяться очень интенсивно, открыв два ресторана.

НКЕх поставила под сомнение ожидаемую оценку Компании D, хотя ее ожидаемая оценка соответствовала сопоставимым показателям. Причины претензий НКЕх к оценке компании заключались в том, что: (i) компания зафиксировала минимальный рост операций в ресторанах за отчетный период, в то время как ее сопоставимые показатели были значительно выше в плане операционных масштабов и выручки; и (ii) ее доходы от консалтинга, которые были отражены в ее оценке, не были единовременными.

Компания D не смогла обосновать использование выручки, и ее заявка на листинг была отклонена из-за невозможности установить коммерческое обоснование листинга.

## Заявители из сектора потребительских услуг

### Компания Е: Заявка на листинг на Основной площадке была отклонена из-за невыполнения требования минимальной прибыли

Компания Е - это специализированная сеть магазинов розничной торговли одеждой и товарами для дома в Малайзии. Компания получала доход от аренды в дополнение к доходу от розничной продажи. Арендный доход не учитывался как «обычный бизнес» Компании в соответствии с Правилами листинга<sup>4</sup>. Компания Е не выполнила требование о минимальной прибыли после исключения арендного дохода и соответствующих затрат на свою инвестиционную недвижимость, что привело к отклонению заявки компании на листинг.

### Компания F: Заявка на листинг на Основной площадке была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга и недостаточной поддержки в оценке

Компания F производит и продает холоднокатаные стальные прутья и изделия из стальной проволоки, перерабатывает и продает горячекатаные стальные прутья и торгует строительными материалами и принадлежностями в Малайзии. Она планировала создать новые производственные мощности для стальных прутьев и проволоки, несмотря на свой прогноз, что выручка вырастет всего на 5% в 2019 году, что значительно ниже роста на 27,5% в 2018 году. Компания также не смогла обосновать прогнозируемый рост спроса на строительные стальные прутья и проволоку, для которых и предназначены новые производственные мощности. Прогнозируемое увеличение также противоречило прогнозам отрасли. Поэтому компания F не смогла продемонстрировать коммерческое обоснование своего расширения, и НКЕх отклонила заявку на листинг на этом основании.

Компания F также не смогла в достаточной мере поддержать основания для своей оценки, учитывая значительное замедление прогноза

прибыли и предлагаемой оценки с точки зрения коэффициента P/E, который был на 80% выше среднего показателя P/E в отрасли.

### Компания G: Заявка на листинг на Основной площадке была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования

Компания G является поставщиком оптических компонентов в Сингапуре. Предполагаемое использование поступлений от листинга заключалось в финансировании плана расширения, который включал покупку дополнительного оборудования, наем дополнительного персонала и приобретение поставщиков-производителей.

Компания G не смогла обосновать свой план расширения, поскольку ее план по приобретению поставщика был несовместим с отчуждением всей ее доли в другом крупном поставщике в течение отчетного периода торговли. Также не удалось объяснить причины и обстоятельства изменения такой стратегии. Компания также не смогла сменить поставщиков без предварительного согласия своих клиентов, и поэтому было неясно, почему компания хотела продолжить предлагаемое приобретение.

Компания внесла минимальные дополнения в свои установки и оборудование и заявила, что это связано с нехваткой финансовых ресурсов. Однако было ясно, что у компании действительно были достаточные финансовые ресурсы, поскольку она последовательно генерировала операционные денежные потоки в течение отчетного периода торговли, и потребовалось бы всего шесть месяцев, чтобы получить достаточное финансирование для предлагаемого плана расширения. Наконец, компания не смогла объяснить, почему ей необходимо увеличить численность своих технических специалистов примерно на 80%, чтобы разработать новые планы испытаний и калибровки нового оборудования. Новые планы испытаний и калибровка оборудования не должны требовать существенной рабочей силы после настройки.

Компания G не смогла продемонстрировать свое коммерческое обоснование для листинга,

4. Правило основной площадки 8.05(1)(a).



и ее заявка на листинг была отклонена.

**Компания Н: Заявка на листинг на Основной площадке была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования и недостаточной поддержки в оценке**

Компания Н является субподрядчиком по оказанию электрических и машиностроительных услуг для систем обслуживания зданий в Гонконге. Ее поступления после листинга было предложено использовать для: (i) закупки систем, позволяющих осуществлять прямые поставки своим клиентам для замены субподрядчиков, что было практикой в течение отчетного периода торговли; и (ii) приобретения оборудования и найма дополнительного персонала для расширения внутренних возможностей компании.

Компания не смогла продемонстрировать достаточную необходимость такого плана расширения. У нее не было сильного отставания по контрактам, и наблюдалась тенденция к снижению стоимости новых проектов, полученных в течение отчетного периода деятельности. Она также не смогла обосновать прогнозируемую экономию средств за счет закупок самих систем по сравнению с практикой, достигнутой в течение отчетного периода деятельности. Наконец, оценка компании не была поддержана ее прогнозом прибыли, который прогнозировал снижение скорректированной чистой прибыли, а прогноз P/E был выше, чем у аналогичных компаний.

**Компания I: Заявка на листинг на основной площадке была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования**

Компания I разрабатывает и поставляет полимерные материалы, используемые при производстве специальных кабелей в Юго-Восточной Азии.

Компания имела стабильные поставки полимерных соединений, так как имела долгосрочные отношения с производителями. Компания планировала использовать свои доходы от ли-

стинга, чтобы инвестировать в развивающуюся компанию-производителя и создать собственный центр разработки продуктов.

В течение отчетного периода деятельности продажи соответствующего продукта компанией были низкими - менее 200 тонн - по сравнению с производственной мощностью 6000 тонн предлагаемых инвестиций, и прогнозировалось дальнейшее снижение. Компания работала более 18 лет без собственного центра разработки и не могла доказать материальную выгоду его наличия. Таким образом, у нее не было коммерческого обоснования для инвестирования в вышеуказанную компанию и создания собственного центра разработки, и ее заявка на листинг была отклонена на этом основании.

**Компания J: Заявка на GEM листинг была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга**

Компания J предоставляет услуги по управлению контейнерными депо и техническому обслуживанию контейнеров в Гонконге и КНР.

Компания предложила использовать свои доходы от листинга для замены техники, набора дополнительного персонала и создания нового депо в городе в КНР, что увеличило бы пропускную способность компании в существующем депо в этом городе на 100%. Тем не менее, компания не смогла продемонстрировать, что будет достаточно спроса на новое депо, и она также сможет профинансировать свое расширение за счет использования имеющихся на тот момент денежных средств или банковских займов.

НКЕх посчитала, что компания не представила коммерческое обоснование для листинга, и отклонила заявку на листинг.

**Заявители из сектора недвижимости и строительства****Компания К: Заявка на листинг Основной площадке была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга**

Компания К арендует и продает строительное оборудование в Юго-Восточной Азии и планирует использовать 22% своей выручки от листинга для строительства интегрированных помещений в Сингапуре.

Компания не смогла обосновать свои бизнес-потребности в интегрированных помещениях в свете снижения выручки, и с учетом ожидания того, что масштаб интегрированных помещений будет на 70% больше, чем существующих помещений, в то время как компания планирует увеличить свой арендный парк только на 12-13%. Совокупный износ и амортизация в результате строительства интегрированных помещений также будет выше, чем существующие расходы на аренду, понесенные компанией.

**Компания L: Заявка на листинг на Основной площадке была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга**

Компания L является основным подрядчиком, занимающимся государственными проектами в области гражданского строительства в Сингапуре, и планировала использовать выручку от листинга для расширения своей деятельности путем приобретения новых машин и оборудования, найма дополнительной рабочей силы и оплаты гарантийных обязательств.

План расширения не был поддержан спросом на услуги. В течение отчетного торгового периода выручка компании росла с совокупным годовым темпом роста менее 3%, а ее валовая прибыль оставалась относительно стабильной. Средний размер проектов контрактов, заключенных компанией за отчетный период, также уменьшился. Компания не получила никаких новых проектов с конца последнего финансового года, и ее объем работы сократился примерно на 40% за отчетный период. НКЕх посчитала, что компании не удалось предоставить коммер-

ческое обоснование для листинга, и отклонила заявку компании на листинг.

**Компания М: Заявка на GEM листинг была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга**

Компания М является поставщиком сантехники, мебели и отделочных материалов в Гонконге. Она планировала использовать выручку от листинга для создания выставочного зала, расширения в КНР и покрытия авансовых расходов по некоторым проектам.

Компания утверждала, что новый демонстрационный зал может увеличить продажи продукта, но продажи продукта ранее были увеличены без нового демонстрационного зала в течение отчетного периода торговли. План расширения компании в КНР не был поддержан ни одним из технико-экономических обоснований клиентов. Компания также постоянно генерировала денежные потоки, но не смогла объяснить, почему ей потребовалось финансирование для оплаты первоначальных затрат по уже начатым проектам.

Компания не смогла представить коммерческое обоснование для листинга, и ее заявка на листинг была отклонена.

**Компания N: Заявка на GEM листинг была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга**

Компания N продает и сдает в аренду недвижимость в Японии и планирует использовать выручку от листинга для расширения своего портфеля недвижимости.

Инвестиции в недвижимость носят капиталоемкий характер, и Компания N заявила, что листинг значительно увеличит ее капитальную базу и финансовое положение. Однако, поскольку чистая выручка от листинга будет представлять собой только 4% увеличение балансовой стоимости портфеля имущества Компании N, компания не может обосновать свое утверждение о том, что листинг существенно улучшит ее базу капитала и финансовое положение. Компания

не смогла продемонстрировать свое коммерческое обоснование для листинга, и ее заявка на листинг была отклонена.

**Компания О: Заявка на листинг на Основной площадке была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга**

Компания О предоставляет услуги по управлению имуществом в Макао и планирует использовать 41% своих доходов от листинга для ремонта некоторых существующих автостоянок.

Компания О не смогла предоставить разумное обоснование реконструкции, так как соответствующее концессионное соглашение не требовало от Компании О проведения реконструкции, и ни один из тендеров, выигранных ею в течение отчетного периода, не требовал какой-либо реконструкции. Компания также смогла повысить тарифы на парковку без ремонта. Таким образом, обновление, по-видимому, не принесло бы существенной пользы компании или увеличило ее шансы на возобновление концессионных соглашений, подачу заявок на повышение тарифов на парковку или повышение общей конкурентоспособности. Поэтому компания не смогла представить коммерческое обоснование для листинга, и ее заявка на листинг была отклонена.

**Компания Р: Заявка на листинг на Основной площадке была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга**

Компания Р является подрядчиком, предоставляющим услуги по обустройству, реконструкции и реновации в Макао. Она планировала использовать 60% выручки от листинга для приобретения подрядчика по механическим и электрическим работам (**приобретение**), а также для приобретения дополнительных машин и оборудования.

Приобретение позволило бы компании изменить свою бизнес-модель и стратегию с менеджера проекта на более трудоемкую роль подрядчика по механическим и электрическим работам. Компания не смогла продемонстриро-

вать, почему такие приобретения имеют преимущество по сравнению с затратами на аутсорсинг или разработку механических и электротехнических работ внутри компании.

Компания также не смогла продемонстрировать необходимость приобретения машин и оборудования, поскольку показатели использования тех же машин и оборудования, которые у нее уже были, были низкими, и она без проблем выполняла субподрядные работы, для которых требовались такие машины и оборудование.

НКЕх посчитала, что компания не смогла продемонстрировать свое коммерческое обоснование для листинга, и отклонила заявку на листинг по этой причине.

**Компания Q: Заявка на листинг на Основной площадке была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга**

Компания Q предоставляет услуги по укладке дорожного покрытия в основном для инфраструктурных проектов и продает асфальтовую продукцию в Сингапуре. Она планировала использовать около 25% выручки от листинга для инвестирования в новый асфальтовый завод и приобретения машин и оборудования, а 65% выручки от листинга для выкупа банковских кредитов.

У компании была короткая операционная история, и она начала свою деятельность только незадолго до отчетного периода деятельности. В течение этого периода значительная часть его доходов была получена от крупномасштабного единовременного проекта, который приближался к завершению. Компания не обеспечила контракты аналогичного размера после отчетного периода.

Кроме того, в результате замедления темпов роста промышленности было предложено меньше проектов, а стоимость новых проектов, обеспеченных после отчетного периода, неуклонно снижалась. Таким образом, компания не ожидала, что ее выручка и прибыль вырастут в ближайшем будущем из-за ограниченных проектов.

Компания Q не смогла предоставить коммерческое обоснование для листинга, и ее заявка на листинг была отклонена. Потребность в капитале для расширения бизнеса была неопределенной, а бизнес-перспективы будут зависеть от того, сможет ли компания обеспечить потенциальные проекты.

**Компания R: Заявка на листинг на Основной площадке была отклонена из-за отсутствия коммерческого обоснования для листинга и недостаточной пригодности директоров**

Компания R занимается разработкой и продажей жилой недвижимости в КНР.

В течение отчетного периода деятельности компания объявила о неплатежеспособности по ряду краткосрочных межфирменных займов. Затем межфирменный кредитор назначил непогашенные кредиты кредитору, находящемуся в бедственном положении, без скидки к основной сумме. Практически все заимствования компании за отчетный период были учтены в соглашениях о финансировании с проблемным кредитором активов.

Компания объяснила, что была в состоянии получить финансирование от кредитора проблемных активов, только когда она начала свою деятельность. Она не смогла объяснить, почему она продолжала обращаться к проблемному кредитору, когда ее бизнес стал более устойчивым, и ее могли финансировать другие финансовые учреждения. Поскольку заимствования у других финансовых учреждений не требуют соответствующей задолженности, это не окажет негативного влияния на кредит компании в этом

отношении.

Компания не смогла доказать, что кредитор с проблемными активами предоставил более выгодные условия, чем другие коммерческие кредиторы, и что кредитор с проблемными активами был единственным доступным кредитором. Кредиты от проблемного кредитора на самом деле имели более высокие процентные ставки и дополнительные финансовые затраты.

Компания R не смогла объяснить коммерческое обоснование договоренностей о финансировании, которые не принесли пользу компании и были спроектированы так, чтобы позволить кредитору с проблемными активами приобретать долги за счет компании. Поэтому у компании не было коммерческого обоснования для листинга, и ее заявка на листинг была отклонена.

Вышеуказанные вопросы также вызывали беспокойство относительно пригодности директоров и того, действовали ли они в наилучших интересах компании и ее акционеров при поиске финансирования для компании.

## Вывод

Решение о листинге проливает свет на подход НКЕх к проверке IPO и выделяет причины отклонения недавних заявок на IPO. Потенциальные кандидаты на листинг должны рассмотреть свои планы расширения бизнеса и предполагаемое использование выручки от листинга и проконсультироваться с профессиональными сторонами, участвующими в их листинге, чтобы убедиться, что они могут продемонстрировать коммерческое обоснование листинга.



# CHARLTONS

**Лучшая юридическая бутик-компания  
по сопровождению сделок 2017 года**  
по версии Asian Legal Business Awards

---

**Данная новостная рассылка предоставляется  
исключительно в информационных целях.**

Содержание данной статьи не является юридической консультацией и не может рассматриваться в качестве подробной рекомендации.

Передача или получение этой информации не подразумевают и не являются фактом установления законных взаимоотношений между Charltons и пользователем либо наблюдателем.

Charltons не несет ответственности за какие-либо информационные материалы третьей стороны, доступ к которым может быть получен через сайт.

Если Вы не желаете получать новостную рассылку, пожалуйста, сообщите об этом по электронной почте:

[unsubscribe@charltonslaw.com](mailto:unsubscribe@charltonslaw.com)

---

**Офис в Гонконге**  
Dominion Centre  
12th Floor  
43-59 Queen's Road East  
Hong Kong  
Тел: + (852) 2905 7888  
Факс + (852) 2854 9596

[www.charltonslaw.ru](http://www.charltonslaw.ru)