

CHARLTONS 易周律师行



通讯 - 香港法律

2019年9月

证券及期货事务监察委员会提醒上市公司在 公司收购和出售项目上的责任

引言

证券及期货事务监察委员会（证监会）在2019年7月4号发布的《有关董事在考虑企业收购或出售项目时的操守及责任的声明》¹中提醒香港联交所上市公司的董事及其顾问，在评估或批准收购或出售某家公司或某项业务时，必须履行其法定及其他法律责任。证监会的声明中描述了企业收购和出售项目中常见的失当行为，其注意到在2017年及2018年向超过46家上市公司发出的关注函，当中55%的关注函涉及建议企业收购或出售项目。

过去的两年里，证监会采取前置式监管，通过行使《证券及期货条例》所赋予的调查权，以及《证券及期货（证券市场）上市规则》所赋予其反对公司上市或者暂停上市公司证券交易的权力，尽早介入一系列严重的失当行为个案。证监会定时发布通讯阐述一些它介入的案例，其中最近的一次的通讯发布于

2019年2月。证监会在2019年2月的《证监会监管通讯：上市公司》²中列举了以下证监会介入所建议交易的典型例子：

- 对证监会而言压迫或不公平的损害上市公司股东或者有意投资人士的交易；
- 涉及对上市公司、其股东或者有意投资人士作出欺诈或者其它严重失当行为的交易；
- 上市公司的股东或有意投资人士未获得他们可合理期望获得的所有关于该公司业务或事务的信息的交易；

上市公司董事在评估、建议或批准企业交易时，必须真诚地以公司利益为前提及以适当和合理水平的谨慎、技能和勤勉尽责的态度行事。证监会最新声明连同《有关董事在企业交易估

1 <https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/web/TC/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/statement-on-the-conduct-and-duties-of-directors.html>

2 [https://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/PDF/SFC%20Regulatory%20Bulletin/SFC%20Regulatory%20Bulletin_Listed%20Corporations%20\(Feb%202019\)_Chi.pdf](https://www.sfc.hk/web/TC/files/ER/PDF/SFC%20Regulatory%20Bulletin/SFC%20Regulatory%20Bulletin_Listed%20Corporations%20(Feb%202019)_Chi.pdf)

值方面的职责指引》³以及《致财务顾问的通函-关于在企业交易估值方面的顾问服务工作》⁴应一并阅读。

失当行为类型

证监会在7月份的声明中列举了8种常见的关于公司收购和出售项目的失当行为。

1. 欠缺独立的专业估值

香港法例或香港联交所《上市规则》没有明文规定上市公司董事须就拟进行的收购或出售项目取得独立的专业估值。然而,如果未取得专业的估值,上市公司董事则很可能违反了作为上市公司董事的责任,未能在合理期望下,以适当水平的谨慎、技能和勤勉行事以保证公司和股东的最大利益。

证监会注意到许多未聘请独立的专业估值师的上市公司在公告中未能向股东提供他们期望获得的关于目标业务的资料。这些上市公司经常会作出一些相对简单的公告,指出代价是经公平磋商后厘定的,但当中的考虑因素往往含糊其辞(例如目标公司在业界的领先地位)。

2. 欠缺独立判断及问责性

证监会还批评了一些依赖估值报告的董事,因为有关估值报告不能为上市公司拟进行的收购项目的评估提供可靠基准。估值报告存在以下不足之处:

3 [https://www.sfc.hk/web/TC/assets/components/codes/files-current/zh-hant/%E6%9C%89%E9%97%9C%E8%91%A3%E4%BA%8B%E5%9C%A8%E4%BC%81%E6%A5%AD%E4%BA%A4%E6%98%93%E4%BC%B0%E5%80%BC%E6%96%B9%E9%9D%A2%E7%9A%84%E8%B2%AC%E4%BB%BB%E6%8C%87%E5%BC%95.pdf](https://www.sfc.hk/web/TC/assets/components/codes/files-current/zh-hant/%E6%9C%89%E9%97%9C%E8%91%A3%E4%BA%8B%E5%9C%A8%E4%BC%81%E6%A5%AD%E4%BA%A4%E6%98%93%E4%BC%B0%E5%80%BC%E6%96%B9%E9%9D%A2%E7%9A%84%E8%B2%AC%E4%BB%BB%E6%8C%87%E5%BC%95/%E6%9C%89%E9%97%9C%E8%91%A3%E4%BA%8B%E5%9C%A8%E4%BC%81%E6%A5%AD%E4%BA%A4%E6%98%93%E4%BC%B0%E5%80%BC%E6%96%B9%E9%9D%A2%E7%9A%84%E8%B2%AC%E4%BB%BB%E6%8C%87%E5%BC%95.pdf)

4 <https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=17EC25>

- 估值师经常仅依赖于卖方的预测,没有对这些预测进行任何尽职调查或其他评估;

- 利润预测经常是无事实根据的,有时更是卖方提供的利润保障。在许多案例中,估值师的估值仅仅根据溢利预测或保证,以及特定倍数(来自一系列据称可作比较且仅包括在数据上对进行该买卖项目有利的公司)计算所得,而此计算方式旨在支持目标业务的预设估值;

- 一些估值师拒绝对预测的可靠性承担责任。

证监会在声明中指出,董事依据这种不全面的估值报告作出公司收购或出售的决定,是非常轻率的做法。证监会还提醒上市公司,如果公司董事(作为公司知情者)和估值师谋划利用估值报告,以人为方式支持预设价格估计,便可能涉嫌欺诈上市公司的股东。

3. 盈利的质素

证监会提醒董事若将下述资料作为厘定收购价的依据,董事须就目标公司的卖方或管理层所提供的预测、假设或业务规划进行独立尽职调查。董事们还需要注意目标公司的盈利质素以及明显的风险因素,例如过往亏损、突然而原因不明的销售额增加、利润率不合理地高于同业。此外,非经常性的可疑项目以及明显有可疑或无法持续的收益来源皆属于其他危险信号,都应该被列入调查范围内。证监会会在声明中举例,上市公司同意支付巨额的收购价,从而涉足门槛不高的新行业,但却没有解释为何公司不直接以相对较低的成本,自行开展同一业务。

4. 公平呈列可作比较的公司

证监会强调,在根据其他上市公司的倍数来进行估值时,选择适合作比较的公司是十分重要的。证监会会在声明中指出估值师和公司董事必须要选择与目标公司具有适度相似特征的公司进行比较,并确保在估值内所提述可作比较的公司是

公平及具代表性的例子。

用来编制任何可作比较的公司的基准必须得到充分的理由支持，及在估值报告内清楚说明。董事应该避免特意挑选具有较高交易倍数的公司，而不理会其他表现较差的公司，或是选择比目标公司具有明显较长时期及较高利润的往绩纪录的公司，而不就目标公司与获选择作比较的公司之间的差异作出调整。

5. 对财务状况的影响

证监会在声明中指出，有时董事没有评估拟进行的收购项目可能对上市公司的资源及财务状况所构成的不利影响。很多时候，上市公司需要额外资金，以支付收购费用，和为目标公司提供所需的资本，务求达致卖方的预测。如此一来，上市公司的财务状况通常会受显著影响。在一些个案中，证监会发现董事没有考虑到为维持目标业务所需的资本开支、如何拨付有关开支以及对上市公司的财务状况所构成的影响。

6. 赔偿

很多上市公司都是基于卖方所编制的溢利预测，及卖方所作出的承诺（表示在未能达到预测的溢利时会向上市公司作出赔偿）而预先支付代价。然而，董事往往没有查核卖方的支付能力，亦没有采取其他保障措施（例如以代管方式持有资金），以保障上市公司的利益。虽然有时有关代价是经参照卖方所提供的溢利保证而厘定的，但是最高的赔偿金额仍远低于上市公司将支付的代价。

7. 涉嫌有关连的人士

证监会在声明中指出，在某些交易中，据称独立的第三方之间存在未经披露的关系或安排。虽然他们可能不符合香港联交所《上市规则》下关连人士或关连交易的定义，但有关人士若因为未经披露的关系、安排或协议而致使他们损害上市公司及其股东的利益，或引致其股份的市场出现扭曲，便可能会遭受证监会根据《证券及期货条例》及其他适用法例向他们采

取执法行动。

以下是两宗涉嫌交易的案例：

1. 一家上市公司在目标公司的溢利看来未能达到预测时，于溢利保证期快将届满前便把目标公司出售。该上市公司根据溢利保证向卖方所收回的赔偿金额，本来可以远高于其透过出售项目所得的款项，故令人对该出售项目存疑。除了该上市公司经营业务的方式，及其董事履行他们职责的方式惹人关注外，该出售项目亦令证监会关注到，声称独立的第三方买家与有关连卖方之间可能存在未经披露的关系或安排。
2. 一家上市公司所收购的目标公司于短时间内在只与少量客户交易的情况下，便录得惊人的销售增长，因而抬高了目标公司的估值。其后的调查发现，该目标公司所收取的费用及收入乃来自与该上市公司的董事有联系的人士。

8. 适当调查和尽职调查

董事有责任确保，就拟进行的企业收购或出售项目而使用的任何预测或估计是以小心谨慎的态度编制的；以及所依据的假设属公平、合理，及根据公司管理层当时的最佳判断或估计而作出的。在采纳或批准任何预测或估计时，董事应：

- a. 明白相关假设的影响；
- b. 确保已适当地反映主要的不确定因素；及
- c. 确保有关假设应该是明确的。

虽然法例或香港联交所《上市规则》没有强制规定须委聘财务顾问，以就目标公司的估值向董事局提供意见，但是若公司未聘请财务顾问协助董事工作，以致董事没有足够的时间、资源和专业知识进行工作，这可能会构成失当行为。

CHARLTONS

易周律师行

通讯 - 香港法律

2019年9月

财务顾问需要就以下事项进行独立评估, 并进行适当的合理性审查:

- a. 估值的预测、假设、保留意见及方法; 及
- b. 董事有关不委任专业估值师的决定(如适用)。

如已委任估值师, 财务顾问应确保董事已经考虑以下几项:

- a. 估值师的专业资历和相关经验;
- b. 委托范围; 及
- c. 估值所依据的预测、假设、保留意见及方法的合理性。

证监会在声明中也指出取得独立专业估值不会减轻或改变上市公司董事以谨慎、技能和勤勉行事的法定责任或受信责任。董事在履行其责任时, 须以适当及合理水平的谨慎、技能和勤勉行事。如果需要参考指引的话, 他们可参阅证监会于2017年5月15日发表的《有关董事在企业交易估值方面的责任指引》。

失当行为后果

如果证监会怀疑一项已公布的公司收购或出售项目涉嫌违反《证券及期货条例》或其他适用法律, 证监会将行使《证券及期货条例》及《证券及期货(在证券市场上市)规则》所赋予的权力进行调查, 并可能起诉这种失当行为。

CHARLTONS

易周律师行

Boutique Transactional Law Firm of the Year 2017
Asian Legal Business Awards

此通讯仅为提供相关资料信息之用，其内容并不构成法律建议及个案的法律分析。

此通讯的发送并不是为了在易周律师行与用户或浏览者之间建立一种律师与客户之关系。

易周律师行并不对可从互联网获得的任何第三方内容负责。

如果您不希望收到该法讯，请电邮
unsubscribe@charltonslaw.com 告知我们

香港皇后大道东43-59号
东美中心12楼
电话: 852 2905 7888
传真: 852 2854 9596
www.charltonslaw.com