

第二环节： 企业融资及管治

Session Two: Corporate Finance and Governance

講題： 在港筹募资金的法律问题

Topic: Legal Aspects of Fund Raising in Hong Kong

講者： 赵崇德律师 孖士打律师行合伙人

Speaker: Ms Jacqueline Chiu Partner, Mayer Brown, JSM

大家好，首先，我要多谢大会让我参与这次研讨会

大会给予这个环节的拟题是企业融资及管治 - 在港筹募资金的法律问题。

法律问题，可以有很多。不同的融资渠道及地域，亦引伸至不同的法律考虑。

融资渠道及模式 - 私募及公开招募两种基本模式。

私募是向个别投资者像私募直接投资基金公司 “private equity fund company” 或投资公司 “venture capital company” 专业投资者定向发股，人数不多于五十人，相关的筹募文件，不属于香港公司法规管的招股章程。招募完成后，企业的股东虽然多了，但仍可保留为一家私人企业，不受香港联合交易所有限公司(一般称联交所或港交所)监管。

公开招募是在香港向公众集资，受港交所及证券及期货事务监察委员会监管，筹募文件，属香港公司法规管的招股章程。完成集资后，企业股份会在香港联交所挂牌上市，让投资者自由买卖，股东一般不得少于 300 人，企业亦变为一家上市公司。

地域 - 香港的吸引力

跟据你们手上一份节录自全球十大商学院之一 IESE 商学院 一份 2009 - 2010 全球最能吸引创投基金私募基金排行榜 - 对创投基金 Venture Capital, 私募基金 Private Equity 最俱吸引力地域的排行榜，香港在全球排行第五，超越排第七的日本，亚洲排行第一，是亚洲最吸引创投基金及私募基金的地方，

意味着香港有充裕的基金资源。而这些基金有不少是专注投资国内企业的。你们只要随意登入香港创投及私募投资协会的网站，几乎每月都看到有新的基金登记成为会员，当中就有不少是以中国市场为主的。

吸引力的分析

究竟香港有什么吸引力呢？按照那份排行榜所引述的分析，对资金最俱吸引力的指标，主要看当地的：

- (1) 经济活跃程度；
- (2) 股份市场；
- (3) 税务优惠；
- (4) 投资者的保障及企业管治；
- (5) 社会环境；及
- (6) 企业文化及机遇。

其中又以投资者的保障及企业管治最被看重。

以美国为例，过去一年美国经济环境虽然差极了，却仍能在这个全球排行榜上高据榜首。分析指是因为当地有成熟的投资者保障及企业管治文化。

在分析亚洲区排行榜时，香港亦是因为有较优胜的投资者保障及企业管治环境而高据亚洲区榜首的位置。

中国有着强劲及多元化的经济及股份市场发展，就只因投资者保障及企业管治环境的分数较差，而被排到较后位置。由此可见投资者保障及企业管治对投资者的重要性。

投资者的保障及企业管治引申的问题

投资合作协议

鉴于投资基金对投资者保障及企业管治环境的重视，每当投资基金要将资源投放入国内企业，而相关施法制度又未能完全满足他们这方向的需要时，他们会在投资合作协议内，加入条款，比如：

- 要求项目合作企业设立内部监控守则 internal audit procedure；
- 成立审核委员会 audit committee；
- 成立工作小组提高知情权；
- 设定议会常规，尤其是当议会一方对决议事项有利益冲突时的投票限制；
- 财务资料的披露；及
- 其它讯息汇报机制。

合资公司

一般基金亦偏爱用一些以普通法为施法制度的企业，比如英属处女群岛公司，作为投放资金的公司。他们会要求国内企业将项目注入一家新成立的境外公司，然后他们再将资金注资入那家新成立的公司，像你们手上附件 有一图

中所示。基金对普通法为施法制度的偏爱，是因为传统上以普通法为施法制度的投资者保障及企业管治环境比较强。当然，这亦不可一概而论，像美国就不是普通法为基础。说到底，有善的施法制度去支持及执行投资者保障及高水平的企业管治环境才是最重要的。待会，当周家明及杨家雄两位资深大律师就企业管治作进一步的说明时，大家将更明白。

其它要求

除了投资者保障及企业管治外，投资基金对他们投资的项目亦有其它一些常见的要求。比如你们手上文件，是从香港创投及私募投资协会的网站取得有关基金在投放资源时所考虑事项的简介。当然，它们并不能代表基金要求的全部。基金的投资理念及要求，各有不同。我们在草拟注资协议最大的挑战，是如何将这些基金要求，适当及可行地套进国内企业在中国施法制度下的运作环境。

退出机制。要在国内将投资项目套现，无论是管理收购 Management Buy Out, 或向第三方出让 Third Party Sale, 在寻找资金及对象时，都可能有一定的难度。来港上市既是他们一个理想选择，亦是国内企业扩大募资范围的一大途径。鉴于我将简述在上市时的法规限制，基金会在洽谈投资合作协议，争取锁定上市时 -

- 在公开招股同时出售他们在企业里的权益

基金在公司招股时出售他们在企业里的权益，会瓜分市场吸纳公司新股的容量，削减公司在上市同时吸纳新资金的能力。他们的退出，亦可能被市场视为基金对公司前景信心一个负面的讯息。故此，基金在公司招股时出售他们在企业的权益的数量，很多时会在洽谈投资合作协议时构成一项争议。

- 公开招股价

一般基金都有他们的一套投资理念包括投资回报率有一定的要求。在作出任何投，有些基金的投资甚至要有回报率的一定保证方能符合内部的要求。若然他们会要求更大的权力决定上市时的公开招股价甚至于投资合约中锁定最低招股价，这亦是洽谈投资合作协议最俱争议性的条款。

来港上市 - 公开招募

上市要经过证券监管机构，即港交所及证监员会的审核。监管机构会按证券上市规则有关上市资格的条款，审核申请人是否符合上市资格，即你们手上

是证券上市规则第八章及港交网站有关上市要求的公开指引所见的。其中值得一提的是：

竞争业务权益，即除外业务

任何一个控股股东或董事在上市申请人以外一些与上市申请人业务有或可能有竞争的业务(即除外业务)持有权益，必须在招股章程中作充份的解释，证明有关的控股股东及董事在保留那些除外业务的同时，不会影响上市申请人独立运作的事实及能力，亦不在于回避上市申请人未能满足上市资格的任何其它条文。

一个连带问题是关连交易。企业与其控股股东或董事的交易属关连交易。港交所虽然不会禁止这些关连交易，但若是存在着大量的关连交易的话，港交所会质疑上市申请人是否有能力，无需借助其关连人而可以独立运作，从而影响它的上市资格。

故此，上市申请人在筹备上市时，除了要是看其盈利外，还要处理控股股东或董事的除外业务及上市后可能持续进行的关连交易。

上市后的股份买卖限制

港交所对控股股东在企业上市后十二个月内进行股份买卖是有限制的，港交所亦禁止企业上市后六个月内发行新股。这些限制对企业影响有两方面：

- (1) 企业可能无法在上市后六个月内发行新股以满足在上市前已发行给员工的认股权或发行给基金投资者的认股权或可换股债券。
- (2) 投资基金可能无法在企业上市后即时退出套现。投资基金需争取在公开招股同时出售他们在企业里的权益从而引至上述企业与基金洽谈投资合作协议的争议。

招股章程

招股章程是根据《公司条例》、《证券及期货条例》、《证券及期货(在证券市场上市)规则》与《上市规则》的要求，向公众招股的一份法定，当招股章程不准确或有误导时，为招股章程负责，或被视为对其负责的人士将要承担潜在的民事与刑事责任。