

2017年5月15日

致財務顧問的通函 關於在企業交易估值方面的顧問服務工作

引言

1. 證券及期貨事務監察委員會（**證監會**）今天就董事於涉及上市公司的企業交易當中，在估值方面的責任，發表一份指引（**該指引**）。根據該指引（除其他事項外）：
 - 董事應考慮是否需要專業估值師就公司擬收購或出售的資產或目標公司進行估值；
 - 應適當地擬訂估值師的委託範圍，以確保估值報告在協助董事為資產或目標公司釐定公平及合理的要約價方面將會相關及有用，而有關估值亦可供董事合理地依賴；
 - 董事應採取一切合理步驟，以核實可能影響資產／目標公司估值的重要資料（包括財務預測、業務計劃及各項假設）的準確性及合理性；
 - 在向估值師發出指示時，董事應提供所有可能會影響估值的相關資料；
 - 董事對估值的依賴必須於各種情況下均為合理；及
 - 董事應在徵詢根據《上市規則》¹委任的財務顧問的意見後，適當地就須予處理的事宜擬訂財務顧問的委託範圍。

背景

2. 按照業界做法，在進行企業交易的估值時，可以使用不同的估值方法，例如折現現金流量模型、市場可比較公司及交易先例。選擇哪種估值方法，對於釐定資產或目標公司的價格來說非常重要，原因是某種方法可能只適用於特定的情況，錯誤應用時可能會產生不合理的結果。
3. 《上市規則》第14.62(3)條訂明，如一份公告載有盈利預測，並已就有關交易委任財務顧問，則上市公司必須提交由財務顧問發出的報告，確認財務顧問已證實該預測乃經董事作出適當及審慎查詢後方行制訂。根據《上市規則》第14.61條，盈利預測包括任何根據折現現金流量或對利潤、盈利或現金流量的預測對上市公司收購的資產（物業權益（定義見《上市規則》）除外）或業務作出的估值。
4. 業界現行的做法，是擬訂相關委託書以令財務顧問的工作僅限於作出《上市規則》第14.62(3)條下所需的確認。
5. 然而，財務顧問一般不會就所採用的估值方法或基礎及假設的合理性提供意見，並會明確表示只有董事及估值師（如有委任）須在有關方面承擔責任。

¹ 《香港聯合交易所有限公司證券上市規則》及《香港聯合交易所有限公司創業板證券上市規則》（《上市規則》）。



6. 根據《企業融資顧問操守準則》，財務顧問²必須：
- (a) 具備適當技能，小心審慎和勤勉盡責地行事，以及遵守適當的市場操守準則（第5.1段）；
 - (b) 於倚賴獨立專家或其他專業人士的工作時（第5.3段），便應該（其中包括）：
 - 進行合理的查證來評核有關專家所屬公司或其他專業人士的有關經驗和專業知識，以及確定有關人士所執行的工作是否值得倚賴；及
 - 與客戶和專家或其他專業人士研究和討論該等專家或其他專業人士在工作過程中所作出的保留意見、所採用的基礎及假設，並確定他們作出的保留意見、所採用的基礎和假設是否謹慎、客觀和合理地作出³；
 - (c) 就客戶所提供以加入公開文件或呈交給監管機構的文件內所載的資料和陳述而言，提醒其客戶應採取一切合理步驟，以確保所提供的資料和陳述都是真實、準確、完整及非誤導性的，同時沒有遺漏或隱瞞任何重要資料，並且就此獲得客戶的確認（第5.5段）；
 - (d) 合理地盡一切努力，確保其客戶明白涉及交易各個階段的監管規定及含意。如其察覺到客戶沒有遵守有關的監管規定，便應通知客戶盡早將有關情況知會監管機構。如客戶在缺乏確實理由的情況下拒絕這樣做，則應考慮是否需要請辭（第6.3段）；及
 - (e) 採取一切合理步驟，全面和及時地向客戶提供任何所需的資料（包括就《上市規則》提供意見），使客戶可以作出平衡而有根據的決定（第6.4(b)段）。

根據該指引財務顧問就企業交易作出估值的委託

7. 根據該指引，如上市公司就特定的企業交易委任一名財務顧問，董事應在徵詢財務顧問的意見後，適當地就須予處理的事宜擬訂財務顧問的委託範圍。這包括確保委託的涵蓋範圍足以讓財務顧問履行其責任，以及遵守《企業融資顧問操守準則》所載規定（如適用）。如交易涉及估值師的估值，則應明確地在財務顧問的委託範圍內確保財務顧問將能夠履行其於《企業融資顧問操守準則》第5.3(a)及（如適用）5.3(b)段下的責任，以及遵守有關條文。

對財務顧問的指引

8. 本會提醒各財務顧問，如他們獲委任就企業交易的估值提供意見，便須遵守《企業融資顧問操守準則》的所有適用規定。

² 財務顧問指《企業融資顧問操守準則》所界定的企業融資顧問。

³ 此規定不適用於由以下人士進行的工作：(i) 產業估值師就房地產進行的估值（有關估值師必須為有關監管機構或專業團體的成員）；(ii) 法律顧問提供的法律意見；及 (iii) 會計師就業績審核和會計師報告進行的工作。



9. 財務顧問不應純粹依賴由董事、其代表或其他第三方作出的陳述。財務顧問應對估值的預測、假設、保留意見及方法，以及董事就是否委任專業估值師的決定，自行作出評估，並進行適當的合理性審查。在若干情況下，可能適宜運用多種估值方法來得出最後的估值結果。如財務預測似乎過分樂觀的話，財務顧問便應將此情況告知董事，讓他們考慮及採取適當的行動。
10. 如董事為發表估值報告而決定委任估值師，財務顧問應信納董事已經（其中包括）：
- (a) 於委任估值師時適當地考慮其獨立性、聲譽、資歷、相關經驗及可運用的資源；
 - (b) 在考慮估值師須給予的意見，以及委託範圍中的任何限制會否令估值報告的可靠性受到負面影響後，制訂適當的估值師委託範圍；
 - (c) 嚴格地審查財務預測⁴以及估值所依據的估值方法、假設及保留意見的合理性；及
 - (d) 對任何看來不合理的估值方法、財務預測、假設及保留意見作出適當查詢，並於所有事宜獲妥善解決後才接納估值。
11. 如董事決定不委任估值師，財務顧問應在考慮該指引第 15 段及《企業融資顧問操守準則》第 5.5 段後，就不委任估值師是否合適向董事提供意見。尤其是，財務顧問應信納：
- (a) 基於（其中包括）以下理由，董事不委任估值師的決定是合理的：
 - (i) 董事對建議投資項目（即公司擬收購或出售的資產或目標公司）所涉及的範疇以及對盈利預測及估值，擁有充分經驗或專業知識；
 - (ii) 無須就建議投資項目或所獲得關乎建議投資項目的資料徵詢專業人士的意見或將該項目或資料交予專業人士審查，亦能妥善評估該投資項目的利弊；及
 - (iii) 考慮到建議投資項目對上市公司的重要性、所涉及的風險以及其複雜程度或性質，有關決定是合理的；
 - (b) 如董事依賴了由估值師以外的任何專業或其他人士擬備的財務預測或估值，在他們已採取相等於上文第 10 及 11(a)段所述的步驟（如適用）下，該依賴是合理的；及
 - (c) 如董事自行作出財務預測或估值，他們能夠對（其中包括）財務預測或估值的假設、方法、來源及可靠性作出合理的解釋。

⁴ 該等財務預測可由上市公司或任何其他人士擬備，其他人士可以是有關資產的賣方、建議投資項目所涉及的目標公司的管理層，或任何他們各自的關聯人士。



12. 最後，如財務顧問未能信納估值方法為合理，以及估價是經由董事作出適當及審慎查詢後而得出，他們應盡一切合理努力確保董事了解相關的監管規定（包括該指引）及其影響並提供意見。取決於具體情況，財務顧問亦可能需考慮是否要向有關董事請辭。

如對本通函內容有任何疑問，請致電 2231 1696 與陸燕梅女士聯絡。

證券及期貨事務監察委員會
中介機構部
中介機構監察科

完

SFO/IS/012/2017