

— 复牌实务指引

2022年8月

witersworldwide
The law firm for success

复牌实务指引

过去几年中，多家被停牌的发行人因未能在 18 个月补救期内完成复牌而被香港联合交易所除牌。

在本文中，朱晋墉律师、孙志伟律师和叶栋律师将会就发行人复牌提供实务指引。



朱晋墉 Joseph

合伙人 | 香港
国际仲裁及诉讼

+852 3711 1733
Joseph.Chu@withersworldwide.com
[\[查看简历\]](#)



孙志伟 Mike

合伙人 | 香港
企业

+852 3711 1686
Mike.Suen@withersworldwide.com
[\[查看简历\]](#)



叶栋 Alex

律师 | 香港
国际仲裁及诉讼

+852 3711 1695
Alex.Ye@withersworldwide.com
[\[查看简历\]](#)

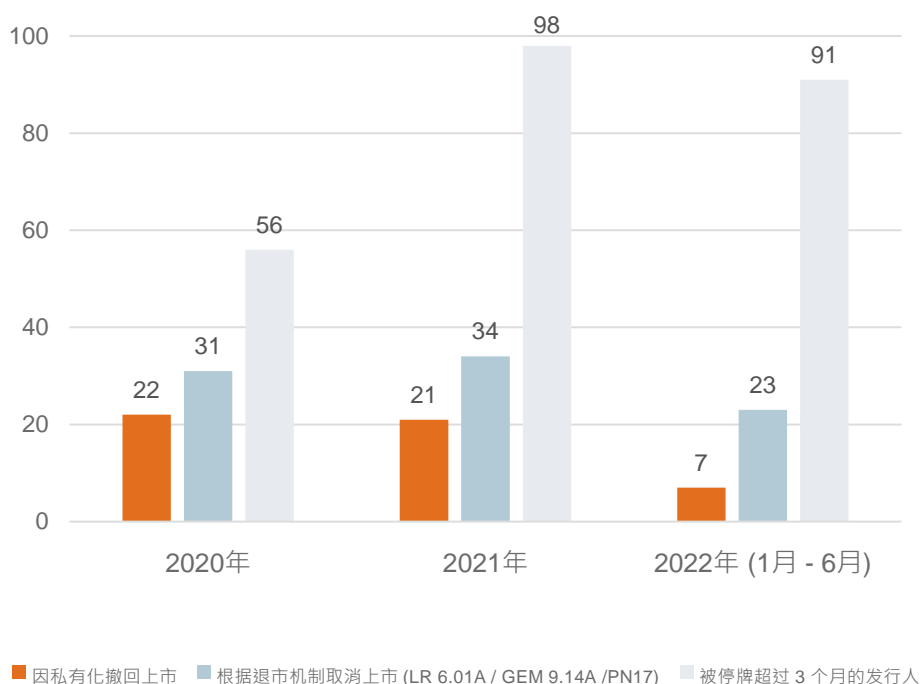
简介

本文将就在香港联合交易所（“联交所”）被停牌的发行人提供一些在复牌过程中的实务指引。

除牌的机制

《上市规则》第 6.01A (1) 条授权联交所将已连续停牌 18 个月的发行人除牌。

过去几年中，多家被停牌的发行人因未能在 18 个月补救期内完成复牌而被除牌。



一般而言，被停牌的发行人必须在 18 个月补救期内解决导致停牌的问题并完成复牌。上市委员会只会在特殊情况下才会同意延长补救期。

长期停牌

停牌可以由发行人或监管机构（联交所及证监会）提出。

理论上来说，停牌的期间应尽可能缩短，这是因为“若持续停牌，则会使市场不能被合理地使用，妨碍了市场的正常运作”（《上市规则》第 6.05 条）。

若存在可能影响发行人或其业务是否适合继续上市的问题，如果这些问题不能以联交所满意的方式获得解决，发行人很有可能无法成功复牌。这在很多情况下会导致长期停牌。

有很多因素会影响发行人“是否适合上市”。为了维护市场信心，联交所在解释和适用“是否适合上市”这一概念上有很大的酌情权。若联交所认为发行人或其业务不再适合上市，就会将该发行人除牌。

《指引信 95-18》和《指引信 96-18》列举了联交所会质疑发行人是否适合继续上市的一些情形：

- 公司并没有足够业务或资产
- 严重违反上市规则
- 未能披露重要资料
- 违反法律及法规
- 不适合上市的原因涉及董事或有重大影响力人士
- 欺诈
- 重大内部监控失当
- 未能维持足够的公众持股量
- 财务报表附有无法表示意见及拒绝意见

发行人停牌后应该做些什么？

联交所会在停牌后 3 个月内向发行人发出复牌指引，列出复牌前发行人必须满足的条件。

通常情况下，复牌的具体条件会取决于导致停牌的事项。

以下是联交所可能会提出的复牌条件：

对重大不合规的情形进行法证调查

一些针对发行人、其高管及/或其业务涉及不合规或欺诈行为的指控会直接影响发行人继续上市的合适性。在这情况下，一般来说，发行人必须针对该些指控进行独立法证调查。

为了避免潜在的利益冲突，发行人董事会一般会成立独立董事委员会（“IBC”）进行独立调查。IBC 会负责聘请法证调查专家进行调查。IBC 会向董事会汇报调查结果以及他们的建议。

在这个过程中，法证调查专家的角色至关重要。法证调查专家的工作包括咨询 IBC、其顾问及审计师并决定调查的范围；采取适当步骤进行调查；起草提交 IBC 的报告；回答 IBC、其顾问及监管部门就法证调查可能提出的问题。

根据每个案件的实际情况，法证调查可能需时数月才能完成。

法证调查完成后，发行人需要发布公告披露调查结果以及 IBC 的意见。发行人也需要解决法证调查中发现的所有问题。

发布所有未发布的财务报表

股东和潜在投资者只有在掌握所有必要信息的情况下才能作出合适的投资决定。

因此，若发行人未能披露重大信息，这会影响发行人继续上市的合适性。基于这原因，每年都会有多家发行人因未能根据《上市规则》规定“必须在有关会计年度结束后 3 个月内”刊登其业绩而被停牌。

未能按规定公布业绩的原因可能是因为审计师未能按时完成审计所造成的。这可能涉及一些外部因素（比如新冠疫情、出入境限制等）、公司与审计师在一些重大事项上意见无法达成一致（比如审计程序的范围、完成审计的时间表等）、审计师辞职等等。

若审计师辞职，发行人需要发布公告披露审计师认为股东需知的事项。发行人应该及时聘请新的审计师，并解决审计师提出的所有问题。新审计师需特别注意前审计师在辞职信中提出的问题。

解决审计保留意见

若审计师认为财务报表存在重大不实陈述（或其无法获取足够合适的审计证据），审计师可能会出具三种非无保留意见中的一种，即有保留意见、否定意见或无法表示意见。

无法表示意见通常会在审计师无法获得足够适合的审计证据而导致无法给出准确审计意见的情况下出具；否定意见是指公司的财务报表中存在重大普遍的不实陈述。

根据《上市规则》第 13.50A 条，若审计师出具或表示会出具无法表示意见或否定意见，联交所会要求发行人停牌。

停牌会持续直到发行人解决了导致审计师出具无法表示意见或否定意见的问题，或就该些问题审计师不再出具无法表示意见或否定意见的时候。这一般可以通过对发行人财务报表进行全年审计（或特别中期审计）或特别聘请审计师对发行人的一份单独的财务报表进行审计来实现。

证明有足够业务运作及资产

《上市规则》第 13.24 条规定：“发行人经营的业务（不论由其直接或间接进行）须有足够的业务运作并且拥有相当价值的资产支持其运营，其证券才能得以继续上市。”

《上市规则》第 13.24 条的主要目的是“维持整体市场质素”。

未能符合此规定的发行人可能是属于“高度投机性公司”，市场会揣测其日后是否可能以进行收购从而操控市场、进行内幕交易或引起市场不必要的动荡。这不利于维护大众投资者的利益。

关于发行人是否拥有“足够的业务运行”及“相当价值的资产”并不是一个所谓的“点算事宜” - 即根据一个量化或对比的基准来衡量发行人的资产及收入。

衡量的标准是发行人是否可以通过其业务及资产的状况证明其拥有可行的、且可持续发展的业务来支持其上市地位。可行性及可持续发展性是一个量化的问题，由联交所进行专业判断。相关判例是终审法院案件 *Sanyuan Group Ltd v. The Stock Exchange of Hong Kong* (FAMV52/2009)，该案件最近被上诉庭在 *China Trends Holdings Ltd v. The Stock Exchange of Hong Kong Limited* [2021] 3 HKLRD 554 一案中引用。

正如《指引信 106-19》所解释，联交所通常会认为有以下特点的发行人不具备可行及可持续发展的业务：（1）发行人只有极少量业务（例如，由于发行人终止其主营业务或其业务严重倒退）；（2）发行人出售其核心业务；（3）发行人失去主要营运附属公司或破产；（4）发行人缺乏具有实质的业务模式；（5）发行人的新业务只有有限的过往业绩记录。

要证明符合《上市规则》第 13.24 条，发行人必须向联交所充分披露其业务、经营状况及财务表现。

管理层操守

董事负责发行人的管理及运作。因此，任何可能质疑董事操守的事件都可能影响发行人继续适合上市的合适性。

因此，关于管理层操守的事项或指控必须进行适当彻底的调查。这不仅是对涉事个人的公平问题，对发行人也很重要，因为发行人需要借此向联交所证明发行人的高管不会对股东及投资者带来风险或损害市场信心。

充分及合适的内控

严重的内控问题不利于维护股东利益和公平、有序的证券交易市场。

董事会有责任确保发行人建立并维持合适及有效风险管理和内控系统。

为了证明其有充分的内控系统，发行人一般需要聘请独立的内控顾问审查其内控系统。若发现了任何重大内控缺陷，发行人必须及时采取措施来解决这些缺陷。

当发行人认为其已满足所有复牌条件，其应向联交所申请确认。在联交所确认后，发行人就可复牌。

实务要点

根据我们过去协助停牌发行人复牌的经验，在寻求复牌时要特别注意以下几点：

第一、需要详细制定复牌计划，并快速准确的落实所有复牌步骤。这个过程是分秒必争的。

第二、复牌是一个困难且成本高的过程。发行人需要专业顾问（比如法证调查专家、内控顾问、财务顾问、审计师和律师）、一个专门的管理团队以及持份者（比如股东、生意伙伴和债权人）的支持。建议尽早咨询专业意见。

第三、在很多情况下，复牌不是终点。监管机构会针对在整个过程中发现的失当行为进行调查并惩罚相关人员；发行人也需要采取措施追究相关方责任。因此，在寻求复牌的同时，发行人不应忽略潜在的合规和法律风险，并在可行的范围内尽量把这些风险降低。

最后一点：在美国队长穿越时空回到过去收集无限宝石之前，他对复仇者联盟说道：“你们了解你们的队友，你们知道你们的任务。拿到宝石、带它们回来。每次往返带回一颗。不能犯错。没有第二次机会。”

这些给复仇者联盟的一席话恰巧也是一些给予寻求复牌的停牌发行人和其专业顾问的实务建议。



全球办事处

伦敦 | 剑桥 | 日内瓦 | 米兰 | 帕多瓦 | 香港 | 新加坡 | 东京 | 英属维尔京群岛
纽约 | 波士顿 | 格林威治 | 纽黑文 | 德州 | 旧金山 | 洛杉矶 | 兰乔圣达菲 | 圣地亚哥

withersworldwide

The law firm for success