

如何為首次公開募股前的 私募股權投資者構建在 首次公開募股後續存的 回報保證

作者：麥振興律師事務所主任律師 麥振興
麥振興律師事務所實習律師 董兼瑜



引言

回報保證是一種一般由機構投資人與被投資公司主要股東（如公司控股股東）安排的估值調整機制，目的是確保機構投資人在公司上市後撤資時獲得特定回報（例如，當股價達到目標價格時）。根據這一安排，撤資後的實際回報與目標回報之間的所

有差額都將由上市公司和／或大股東補償給機構投資人。

另外，在類似安排中，上市公司及／或大股東可提供認沽期權，以預定價格回購機構投資人持有的上市公司股份。

《首次公開招股前投資指引》中對回報保證協議的限制

根據香港聯合交易所有限公司（「香港聯交所」）發布的《證券上市規則》（《上市規則》）第 2.03(2) 及 2.03(4) 條，證券的發行及推銷必須公平有序地進行，所有持有人均須獲得公平及平等的對待。

正如香港聯交所《新上市申請人指南》（2024年5月）第4.2章《首次公開招股前投資指引》第11段所詳述，未涵蓋所有其他股東或不符合《首次公開招股前投資指引》的特別權利必須於上市前修訂或終止。第16段補充，這些權利，包括可換股工具附帶的所有特別權利，均須遵守《首次公開招股前投資指引》中的規定。

《首次公開招股前投資指引》規定，首次公開招股前投資所附帶的所有不合規特殊權利都應在上市前終止。例如，禁止上市公司提供任何經濟補償，尤其是與股價或市值直接掛鉤的補償（見以下附錄1“財務補償”），以及任何基於首次公開招股價或市值折扣的價格調整規定（見以下附錄1“價格調整”）。上市公司或控股股東不得在上市後進行此類調整，上市公司和／或其控股實體也不得向機構投資人進行此類調整。

從根本上說，根據《首次公開招股前投資指引》，上市公司及其控股股東都不允許提供與市值或股價直接掛鉤的利潤或回報保證條款。這一禁令源於對這類條款可能帶來的不公平性以及與《上市規則》所依據的公共政策不符的擔憂。

無論如何，連同上市申請一並呈交的招股章程草擬本中必須披露這些特別權利。在招股說明書中不披露這些協議可能會被視為違反《上市規則》和／或《公司（清盤及雜項規定）條例》（香港法例第32章）中有關失實陳述和錯誤陳述的規定。此外，這可能構成誘使他人投資的欺詐性失實陳述，導致潛在的市場失當行為和對公司其他股東的權益之不公平損害。

未在招股說明書中披露的回報保證協議的法律地位

合同法規定

首次公開募股前的投資者可能難以執行未在招股說明書中披露的回報保證協議。



根據香港合同法下有關合約要素的上述規定，如果雙方在正式授權的情況下簽訂回報保證合同，則該合同應屬於有效及可執行的合同，對雙方均產生約束力。

在例外的情況，如果原告的申訴乃由其本身有關的違法行為引起，則原告不可提出該申訴，被告則能夠以“違法行為”作為抗辯理由。在招股說明書中不披露回報保證協議可能會導致該協議因違反上市要求而不合法。

因此，涉及機構投資人針對上市公司及／或相關方的回報保證協議的可執行性時，主要取決於該協議是否存在實質性的違法行為¹，例如投資人參與了招股說明書中協議未披露的行為。

香港法院或仲裁庭在決定是否根據機構投資人作為索賠人向上市公司、控股股東及／或相關方提出的民事索賠強制執行回報保證協議時，也可考慮其他因素，如公開上市中所有投資人之間的公平性、對公眾投資者和小股東利益的損害、影響上市過程的不完整或誤導性披露等，並考慮被告提出的“非法性”抗辯。

《上市規則》對招股說明書的披露要求

《上市規則》第2.13(2)條規定，發

行人文件中包含的所有信息在所有重要方面都必須準確、完整，且不具有誤導性或欺騙性。此外，《上市規則》2.03概述了《上市規則》旨在建立為市場接納的標準，包括：

- 證券的發行及銷售是以公平及有序的形式進行，而有意投資的人士可以被提供足夠的數據，以對發行人及（如屬擔保發行）擔保人及正尋求上市的證券作出全面的評估；
- 上市發行人及（如屬擔保發行）擔保人須向投資者及公眾人士提供可能影響其利益的重要資料。

根據《首次公開招股前投資指引》第10段，上市文件必須包括以下信息：

- 各首次公開招股前投資者的實益擁有人及背景，以及他們與申請人及／或申請人的任何關連人士的關係。
- 首次公開招股前投資者在上市後仍享有的任何重要特殊權利的詳情，解釋這些權利如何符合《上市規則》第2.03(4)條以及《首次公開招股前投資指引》中“首次公開招股前投資者的特殊權利”一節所概述的原則。
- 保薦人對於首次公開招股前投資符合《首次公開招股前投資指引》的規定的確認及其依據。

¹ Patel 訴 Mirza 案 [2016] UKSC 42

如果機構投資人與上市公司及／或控股股東達成《上市規則》或《首次公開招股前投資指引》不允許的回報保證協議，則構成違反《上市規則》和《首次公開招股前投資指引》的行為，包括但不限於《上市規則》第2.03(2)條和第2.03(4)條關於公平有序地進行證券發行和銷售的規定、公平平等對待所有上市證券持有人的規定，以及《上市規則》第2.13(2)條有關為準投資者提供足夠資料，以便對發行人和申請上市的證券作出全面評估的規定。

若違反《上市規則》，香港聯交所上市委員會有權採取《上市規則》2A.09條下的紀律行動包括發出私下指責、載有批評的公開聲明，或在嚴重違反下，將上市發行人證券或其任何證券類別停牌。

香港證監會：市場失當行為

香港證券及期貨事務監察委員會（「香港證監會」）的運作依據香港法例第571章證券及期貨條例（《證券及期貨條例》）下的規定。根據證券及期貨條例第280條及304條，任何交易不得僅因任何市場失當行為曾就該交易或因該交易而發生，而屬無效或可使無效。因此，即使回報保證約定最終涉及「市場失當行為」，屬於違反《證券及期貨條例》的情形，也不會自動使回報保證約定無效。

但必須注意，根據《證券及期貨條例》第213條，如果香港證監會覺得任何人有違反、企圖違反或協助、教唆他人違反證券及期貨條例任何有關條文，而該事項已發生、正在發生或可能發生，香港證監會可以向香港法庭申請包括但不限於以下的一項或多項命令。

其他責任：董事的受托責任

董事有責任以公司的最佳利益為重，誠信行事，為全體股東的利益和正當目的行事，並避免利益衝突。允許、誘導或批准股東達成回報保證協議可能會違反這些義務，導致其他股東受到不公平待遇並遭受損害。

在評估此類協議時，法院可能會考慮多種因素，包括它們是否以及如何影響公開發行中投資者之間的公平性、損害公眾和少數股東的利益，以及基於不完整或欺騙性披露而誘導投資。法院還可考慮任何首次公開發行前投資者故意從事非法或違法活動的情況。

如果機構投資人向公司董事會提名董事，而這些董事負責並參與審核招股說明書，則機構投資人有可能牽涉到招股說明書中任何虛假或誤導性的披露²。

在回報擔保協議被視為不合法的情況下，例如由於上市公司在招股說明書中未充分披露，香港證監會有權根據《證券及期貨條例》提起法律訴訟。在涉嫌違規的情況下，特別是與市場不當行為有關的情況下（如誤導性披露導致的交易），證監會有權尋求相應的法院命令。這些命令可能涉及宣布上市公司及／或控股股東與機構投資人之間的回報擔保協議合同無效，禁止上市公司及／或控股股東向機構投資者作出賠償，撤銷相關合同以恢復雙方在交易前的狀態（包括向上市公司及／或最終控制人返還資金），以及如果發現上市公司、控股股東或機構投資人誘導或協助了此類違反《證券及期貨條例》的行為，則可能強制要求他們向其他受影響的股東作出賠償。

《香港公司（清盤及雜項規定）條例》下：失實陳述或錯誤陳述

根據《香港公司（清盤及雜項規定）條例》（香港法例第32章）第40和40A條，招股說明書中的失實陳述或錯誤陳述可導致民事和／或刑事責任。

根據《證券及期貨條例》第107和108(1)條，誘使他人投資的欺詐性失實陳述也可能導致民

事和／或刑事責任。

構建回報保證協議

根據《首次公開招股前投資指引》第12段，一名股東授予另一名股東的權利或股東（包括控股股東）之間的協議屬於私人安排，一般不受《首次公開招股前投資指引》的規制。

在首次公開招股前的投資中，被允許的上市後價格調整安排涉及特定條件：(1) 不與股價（發行價）或市場價值掛鉤；(2) 承諾由控股股東履行或支付。

香港聯交所允許控股股東與首次公開招股前投資者之間達成回報保證協議。這種回報保證協議可以基於與股價或上市後股票市值無關的參數，如根據投資金額或上市公司的業績指標，通過商定公式計算出的固定回報率。

控股股東與機構投資者之間的談判一般涉及商定具體回報率或非價格業績保證。這種談判可能會很耗時，談判結果也可能會有很高的風險，尤其是在估算高增長公司上市後的價值時。不過，在目前的監管範圍內，仍可以構建上市後回報保證。

在絕大多數向機構投資人披露具有特殊權利的首次公開招股前投資的案例中，特殊權利不會在上市後繼續有效。

在少數情況下，首次公開招股前的投資人可享有由控股股東擔保的特別回報權，該權利在上市後仍然有

² 證券及期貨事務監察委員會訴群星紙業控股有限公司（No 2）[2018] 1 HKLRD



效：例如，第一服務控股有限公司（股票代碼：2107）；滿貫集團控股有限公司（股票代碼：3390）。

一些非現金補償機制通常不被允許

非現金補償機制的形式可以是上市公司股票補償（由控股股東向首次公開發行前投資人提供），或是控股股東向首次公開發行前投資人授予有條件認沽期權，讓投資者把股票售給控股股東。

在股票補償中，雖然理論上控股股東可以通過上市公司的股票補償投資者，但這種安排可能會被視為授予首次公開發行前投資者未來以低於發行價的成本獲得上市股份的權利，從而賦予其他股東所沒有的特殊權利。基於公平的考慮，香港聯交所可能不允許這種安排。

至於授予有條件認沽期權，《首次公開發招股前投資指引》明確規定，贖回、回購及其他撤資權利（見以下附錄1“撤資權”）必須在遞交上市申請表格前終止，而這些權利包括控股股東授予首次公開發招股前投資者的期權。因此，設立有條件認沽期權，讓投資者可要求控股股東在上市公司上市後，在符合特定觸發條件的情況下回購上市公司股份將違反《首次公開發招股前投資指引》。

香港聯交所會關注與首次公開發招股價、股份市值或上市後股市表現掛鉤的保證回報的首次公開發招股前投資。因此，重點應放在確保候股東向首次公開發招股前投資者作出的任何回報保證（如在上市後仍然有效），不受特定市場相關因素影響，以維護《首次公開發招股前投資指引》的公平性和合規性。

總結

鑒於各種限制，構建一項首次公開發股前的回報保證必須遵守允許的安排，以確保其在整個上市過程中的可行性。由於不遵守的嚴重後果，必須謹慎處理這些安排，並特別應當注意避免與上市公司的股價和市值產生任何關聯。■



附錄 1

摘自香港交易所《新上市申請人指南》第 4.2 章《首次公開發招股前投資指引》（2024 年 5 月）

	必須在上市時終止	可延續至上市後
價格調整	基於對首次公開發招股價格或市值的折讓而調整買入價的條款（無論是由申請人還是由股東履行），均須在上市時終止。	向首次公開發招股前投資者提供固定回報率（實際調低每股股價）及由股東履行的條款可延續至上市後，前提是該等條款不是根據首次公開發招股價格的折讓，或股份在首次公開發招股時市值的折讓而定。
財務補償	由申請人支付或與股份的市價或市值掛鉤的任何財務補償須於上市時終止。	由股東支付且與股份市價或市值並無掛鉤的財務補償可延續至上市後。
撤資權	(1) 除非下文(2)另有規定，撤資權必須在首次呈交表格前終止。若申請人未能遵守上述規定，則申請人股份的首個交易日將由首次呈交表格當日仍存在的撤回投資權利被行使或終止之日起計延後 120 日¹。 (2) 若撤資權僅可在上市未果²時行使，且將於上市時終止，則撤資權可於首次呈交表格當日或之後存在。	

¹ 解除首次公開發招股前投資並非補救措施。

² 上市不果的例子包括發生任何事件導致申請人無法遵守上市要求或上市申請被撤回／拒絕／退回／失效，難以盡列。