

## 对尚在进行的并购谈判中产生的内幕消息的披露责任 - 审裁处最近颁布的裁决

2020年4月

尽管《证券及期货条例》第XIVA部下的内幕消息披露制度已于2013年起生效，但对于该制度下的原则如何应用于商业谈判及未完成计划的情况仍然没有太多司法指引。<sup>1</sup>该制度下过往的许多裁决例子均涉及延迟披露财务信息。最近，市场失当行为审裁处（**审裁处**）颁布了有关美即控股国际有限公司（**美即**）的裁决（**该裁决**），该裁决对此提供了有用的指引。审裁处认为美即未有披露关于L'Oreal SA（**L'Oreal**）拟于2013年收购美即所产生的内幕消息，因此美即及其五名董事应被判有罪。该裁决探讨的问题包括，谈判过程中产生内幕消息的时间点、因高级人员知悉内幕消息而令公司属于知道该消息、安全港免责辩护的适用性，以及向律师披露相关信息的重要性。上市公司及其管理层应注意这些问题，以免违反披露规定。

### 披露责任

上市公司的管理层应该对2013年生效的《证券及期货条例》第XIVA部的规定很熟悉。上市公司的任何高级人员在知悉（或理应知悉）与上市公司、其股东或高级人员、其上市证券或上市证券的衍生品有关的任何内幕消息后，该上市公司应在切实可行的情况下尽快披露该内幕消息。如果上市公司的高级人员的蓄意、罔顾后果或疏忽行为导致该公司违反披露规定，该

高级人员本身将违反披露规定。此外，每位高级人员有责任不时采取一切合理措施确保有妥善的保障，防止公司违反披露规定。

披露规定也有一些例外情况，这些通常称为“安全港”。其中一种安全港适用于当内幕消息涉及未完成计划或谈判。上市公司于（而且仅于）采取了合理的预防措施将该消息保密，而且实际上该消息得以维持保密的情况下才可以不披露内幕消息。

### 该案的重要事实

该案涉及L'Oreal于2013年当时拟以协议计划的方式收购当时经营美容业的香港上市公司美即的全部已发行股本（该计划随后进行及美即已退市）。早在2013年3月和4月，L'Oreal（包括其专业顾问）与美即的创办人已就L'Oreal的收购计划进行讨论和会议。创办人持有美即近30%的股份，而且是美即的执行董事。

证券及期货事务监察委员会（**证监会**）声称美即的股东及高级人员与L'Oreal之间的讨论过程中产生内幕消息，而在该信息失去保密性后，美即及其高级人员未有在合理地切实可行的情况下尽快披露该消息。证监会追查当时美即

<sup>1</sup>请参阅我们的 [2019年3月份客户简报](#)，了解整体XIVA部制度及该制度下采取的执法行动和诉讼程序。

董事会的每名成员（共九名高级人员），他们在审裁处的研讯程序中均被称为“指明人士”。

审裁处认为内幕消息是在 2013 年 4 月的一次会议上产生的，L'Oreal、其财务顾问和美即的三名创办人参加了该次会议。由于内幕消息失去保密性，因此审裁处亦裁定关于未完成计划或谈判的保密信息的安全港不适用。鉴于美即仅在内幕消息产生后超过三个月才作出有关建议收购的公告，因此审裁处认为其违反第 XIVA 部的披露规定，为此，美即与其五名董事（四名执行董事和一名非执行董事）被判有罪。

## 商业谈判中的消息何时变成“具体消息”

要符合第 XIVA 部所界定的内幕消息，有关消息必须是关于一家上市公司、其股东或高级人员、或其上市证券或上市证券的衍生品的具体消息；及并非普遍为惯常（或相当可能会）进行该公司上市证券交易的人所知，但该等消息或资料如普遍为他们所知，则相当可能会对股价造成重大影响。

至于某项消息的具体性，审裁处确认在商业谈判的情况下，当有关谈判“大体上具有实质商业可能性”及已超出“纯属试探性质”，则可以构成“具体消息”。审裁处裁定符合这项标准的时间点是在创办人与 L'Oreal 于 2013 年 4 月 27 日的会议（4 月 27 日会议）结束时，而非较早时候。在达致这项裁定时，审裁处重点关注了 L'Oreal 与创办人于 4 月 27 日会议上达成的协议，即是：1) 要约价格将“不应低于每股 5.5 港元”；2) 对于 L'Oreal 要求董事会允许进行尽职

调查，创办人将予以支持；及 3) 创办人将就 L'Oreal 可能提出的收购，接触美即的机构投资者。即使协议是在会议上口头达成而没有任何正式文件也没有关系。审裁处亦考虑到以下事实：在 4 月 27 日会议前，L'Oreal 通过聘请财务和法律顾问，在与创办人谈判上已产生大量费用，并且 L'Oreal 已在 4 月 27 日会议上向创办人表示其已准备“投入大量外部和内部资源”以完成尽职调查。种种事项已表明谈判已经超出了“纯属试探性质”。

谨此提醒上市公司，当正在进行的谈判大体上具有实质商业可能性及已超出纯属试探性质时，有关商业谈判的消息将成为具体消息。即使仅是对价格下限达成口头协议，计划仍须获得其他各方同意/以其他各方同意为先决条件，亦无阻当局裁定内幕消息已产生。

## 判定公司知道内幕消息：身兼多职

上市公司必须知悉内幕消息后才会触发其披露责任。《证券及期货条例》第 307B 条规定，如高级人员 以上市公司的高级人员的身份执行职能时<sup>2</sup> 知道或理应知道某项信息，上市公司即属已知道该消息。

实际上，投资银行或潜在买家可能会经常联系大股东，这些大股东可能也是上市公司的董事（在美即的情况下，他们也是美即的创办人），目的是探索收购上市公司股权的机会。究竟

<sup>2</sup>高级人员的定义是包括董事、经理或担任管理职务的任何人士。

股东是以股东身份进行商谈（在这种情况下，上市公司不会被视为属于已知道该消息）还是以公司的高级人员身份进行（上市公司被视为属于已知道该消息），需要视个案具体判断。在该裁决中，审裁处拒绝了创办人各自以美即的高级人员身份参加4月27日会议的论点。尽管在会议期间曾经讨论美即的未来计划、美即员工留任，但这并不代表创办人以美即的高级人员身份参加会议。审裁处判定创办人在4月27日会议上以股东的个人利益的身份行事。

然而，审裁处认为4月27日会议产生的内幕消息是通过美即的主席（创办人及执行董事之一）而使美即知道该消息。主席在4月27日会议后代表美即接触美即的机构投资者（而不是以股东的私人身份）。主席指示美即的员工安排会议，并使用美即的电邮地址向机构投资者发送电邮，在电邮中他表示“本公司将与贵公司[机构投资者]开会”（重点加上横线）。

因此，在上市公司中扮演多重角色（创办人/股东/董事/高级管理层）的个人应该清楚自己担当的身份，并于商业谈判中向当事方明确表明自己的身份，这样就不会对他/她的身份产生误解，并避免无意地使公司被认定为已知道内幕消息。

然而，上市公司亦应注意，当创办人/股东需要以其正式身份行事时，在谈判的某个特定阶段可能无可避免地因股东/创办人知悉内幕消息而使公司属于知悉该消息，尤其当事情的进展超出纯粹试探阶段并且需要牵涉更多利益相关者的时候，情况更是如此。

## 安全港及保密性

上市公司可以在以下情况下利用安全港条文：1)该公司已采取了合理的预防措施将该消息保密；及2)实际上该消息得以维持保密。如果未能满足上述任何一项条件，上市公司应在合理地切实可行的范围内尽快披露内幕信息。对于有意在商业谈判中维持保密性的企业而言，“安全港”条文的例外情况非常重要。

### 1) 基于无法解释的价格飙升而裁定失去保密性

审裁处的结论是，4月27日会议上产生的内幕消息的保密性并未得以维持，原因是：1)美即的股价从2013年4月26日的4.0港元“大幅上升”至2013年5月8日的4.85港元<sup>3</sup>；及2)“除了内幕消息的保密性没有得到维持外，没有任何其他合理的解释”。关于后者，审裁处考虑了价格上涨的几种可能原因，包括2013年4月上旬在美国进行的路演，美即发布中期业绩，以及一些分析员的报告提及美即作为收购目标，但指出这些原因均不大可能是2013年4月26日之后股价

<sup>3</sup>美即的股价在2013年4月中旬之前一直稳定维持在大约3.00港元，只有偶尔波动。

上涨的理由。审裁处认为，泄露机密内幕消息是唯一可能导致价格上涨的原因。

审裁处在裁定内幕消息的保密性是否得以维持时亦考虑了美即的供应商、美国的一家基金经理和另一家基金对 L'Oreal 是否打算收购美即分别进行的三次询问。尽管这些咨询是在内幕消息存在之前发生的，但审裁处认为知道这些消息的主席和公司秘书应该通知董事会，使董事会可以就内幕消息是否已失去保密性做出知情决定。

该裁决表明，在没有任何直接证据证明内幕消息已失去保密性的情况下，审裁处愿意根据间接证据（即无法解释的价格飙升）对失去保密性作出推断。在评估保密性问题上，上市公司应该对任何不可解释的价格上涨保持警惕并考虑其作出公告的义务，而不应以缺乏直接证据证明失去保密性为由掉以轻心。

## 2) 没有合理预防措施将内幕消息保密

在决定美即是否有合理预防措施将有关内幕消息保密时，审裁处以证监会的《内幕信息披露指引》<sup>4</sup>（证监会指引）中所列举的防止违反披露规定的合理措施为参照，审视了美即的制度及程序以及高级人员的行为。

尽管美即的创办人和机构投资者在与 L'Oreal 谈判期间的不同时间都签署了保密协议，但审裁处在平衡各方因素后裁定美即

并无制订合理的预防措施将内幕消息保密。当中的缺失包括：

- (i) 美即并无制订“书面的监控措施以识别”潜在的股价敏感资料以及“在美即内部向上级报告有关情况”的措施；
- (ii) 一名全程参与与 L'Oreal 的保密磋商的雇员（为其中一名创办人的助手）没有接受过监管培训，之前亦没有任何相关知识或经验；及
- (iii) 美即并无保留有关评估内幕消息的会议及讨论的稽核线索，亦没有证据可以证实美即曾经就有关消息的保密性“作出过任何经考虑的具体评估”。例如，没有关于主席考虑某次股价飙升是否因为机密资料外泄而引致的记录。同样地，美即也没有任何关于就向其法律顾问索取披露与拟议的收购有关的内幕消息的法律意见所提供的资料的记录。此外，董事会会议记录中亦没有记载美即声称在董事会会议中得到的法律意见。

该裁决清楚显示，将消息保密的“合理预防措施”包含能确保识别出可能构成内幕消息的资料，并采取适时的行动处理有关资料（包括向整个董事会上报有关情况）的健全监控措施和系统。因此，所有上市公司都应制订详细的内部指引和书面政策，以及为高级人员和雇员定期提供有关识别和处理内幕消息的培训计划，从而向可能获得内幕消息的

<sup>4</sup>证监会指引。



高级人员和雇员提供有效的指引。此外，为了满足有关保留稽核线索的要求，上市公司应以书面记录任何有关内幕消息及其保密性的会议及讨论，并妥善保存有关记录。

上市公司如希望检讨其现有关于披露内幕消息的措施是否足够，可以参考证监会指引第 60 段所列举的措施。<sup>5</sup>但是，每家上市公司都必须根据其特定情况去考虑及实施相关措施。

## 在内幕消息不再得以保密时作出披露

审裁处裁定，美即在 2013 年 4 月当内幕消息不再得以保密后没有在合理地切实可行的范围内尽快作出公布。审裁处亦裁定，美即没有采取合理措施监察内幕消息是否得以保密。

由此可见，上市公司应设立有效的系统监察其股份价格和成交量，以识别任何不寻常的股份价格和成交量变动，并考虑该不寻常变动是否因内幕消息外泄而导致。当发现内幕消息不再得以保密时（特别是当股价或成交量的不寻常变动没有合理解释时），上市公司应在合理地切实可行的范围内尽快披露该内幕消息。

## 对于未有作出披露的个人责任 - 同样的不作为，不同的判决结果

根据《证券及期货条例》，每名高级人员（包括独立非执行董事）须采取一切合理措施，以确保上市公司有妥善的预防措施防止上市公司违反第 XIVA 部的规定。审裁处裁定：

- (i) 美即的主席及公司秘书（均为执行董事）的疏忽行为导致美即违反披露规定，他们各自因此违反了《证券及期货条例》第 307G(2)(a) 条的披露规定；及
- (ii) 美即的三名创办人及公司秘书（均为执行董事）以及一名非执行董事没有采取一切合理措施确保有妥善的预防措施防止美即违反披露规定，他们各自因此违反了《证券及期货条例》第 307G(2)(b) 条的披露规定。

关于上述第(ii)项，尽管证监会指出美即的全部九名董事（四名执行董事、两名非执行董事及三名独立非执行董事）均未有采取合理措施确保美即有妥善的预防措施，但审裁处裁定当中只有四名执行董事及一名非执行董事违反了披露规定。令人关注的一点是，尽管一名非执行董事及两名独立非执行董事都承认他们未有采取任何积极行动以确保美即有妥善的措施，但只有该名非执行董事被裁定违反规定。审裁处考虑到该两名独立非执行董事均为内地的学术研究科学家，而他们获委任为美即的董事是因为他们在美容领域

<sup>5</sup>例如：设立监控措施以便能迅速识别及上报任何可能构成内幕消息的资料（第 60(a)段）；备存一份敏感资料清单，列明很可能导致出现内幕消息的因素或发展，并定期检讨清单内容（第 60(c)段）；授权一名或多于一名高级人员或一个内部

委员会获知会任何可能构成内幕消息的资料，并将任何该等资料上报董事会知悉（第 60(d)段）；以书面载述法团的披露政策及程序（第 60(n)段）。

的专业知识。审裁处也了解到他们并没有任何香港监管合规方面的经验，因此信纳他们可以依赖执行董事处理监管合规事宜，而基于这个原因，审裁处认为该两名独立非执行董事通过依赖执行董事处理监管合规事宜已采取一切合理措施确保有妥善的预防措施防止美即违反第 XIVA 部的规定。

至于被裁定为须负上责任的该名非执行董事，他本身是一名资深商人，这解释了为何审裁处期望他知悉监管合规的要求。再者，该非执行董事承认自己没有履行自己的责任，并完全依赖执行董事处理合规事宜，审裁处因此裁定他“故意不采取措施”，违反了规定。

相反，另一名非执行董事则被裁定为已采取一切合理措施以确保有妥善的预防措施。原因是他曾多次要求加入审核委员会以了解美即的监控措施，另外，他也多次建议委聘独立顾问公司检讨美即的内部监控系统，以确保美即有妥善的预防措施。可是，他的建议全部被同时身兼执行董事的公司秘书基于美即当时的内部监控系统是完备的(事实上并非如此)这个原因而拒绝了。

该裁决反映了评定一名董事的行为时需运用一个客观的标准，但同时考虑他/她的知识、技术、经验以及在董事会的特定角色和职能（即需要考虑一名合理的董事如拥有类似知识、技术和角色会采取什么行动）。

对于因为他们的学术或行业专长而获委任为董事但并不具备商业知识的独立非执行董事，审裁处会考虑他们在董事会的特定角色和职能，因此可能

会对他们在上市公司合规事宜的参与程度有不同的期望。尽管如此，独立非执行董事亦不应对他们的职责掉以轻心，因为审裁处会根据每宗个案的“特定情况”去裁定一名董事是否需要负上责任。

另一方面，董事如果是富经验的商人，并且较多参与上市公司的营运，便应勤勉地履行他们在第 XIVA 部下的职责。他们应积极确保现有的内部监控系统能充分地防止违反第 XIVA 部的规定。

董事亦应注意，根据《上市规则》，所有董事（不论是执行或非执行董事）均有责任确保(i)上市公司全面遵守《上市规则》，包括在上市公司知道任何内幕消息后作出公告的责任，及(ii)上市公司制订和维持适当和有效的内部监控系统。

## 向律师提供所有必要的资料

该裁决反映了在寻求法律意见时向律师提供所有必要和相关资料的重要性，因为律师需要所有相关的资料以提供有效和有根据的法律意见。

美即的执行董事在反驳其责任时所引用的其中一个理据是，他们已促使美即就是否需要披露内幕消息获取法律意见，即已尽了最大努力履行他们的职责，而美即的法律顾问未能就给予法律意见之目的向美即寻求有关美即股价波动及出现市场传言的指示，因此责任应归咎于法律顾问。审裁处认为，主席及/或公司秘书知悉4月27日的会议、第三方就 L'Oreal 收购美即的计划的查询，以及美即股价及成交量于2013年4月至5月初

的不寻常波动，却没有将这些资料提供给他们们的律师。他们的律师因此无法恰当地判断内幕消息是在何时开始存在，以及是否需要作出内幕消息公告。审裁处指“任何人如果在未有向律师提供明显相关的资料下取得法律意见，他不能以该法律意见作为他失责的辩护借口”，并裁定主席及公司秘书不能诿过于律师来否定本身的责任。因此，上市公司及其高级人员在向律师寻求法律意见时应提供所有资料，从而获得有效的法律意见。

## 结语

该裁决就商业协商的过程中披露内幕消息的责任提供了有用的指引。根据该裁决，上市公司应特别留意以下事项：

- (i) 注意即使磋商中的交易的某些方面尚未落实 / 磋商中的交易仍需跨过一些障碍才能落实进行，但若磋商大体上具有实质商业可能性及已超出纯属试探性质，内幕消息便会产生；
- (ii) 积极监察股价和成交量，以识别不寻常的波动，并将情况上报董事会，以评估内幕消息是否已外泄；
- (iii) 确保同时身为公司股东及高级人员的个人应注意并向他们的交涉对象说明他们在交涉时是以哪个身分行事，从而避免过早使公司知悉内幕消息；
- (iv) 记录就评估任何资料是否可能构成内幕消息时所考虑的任何因素和进行的讨论，并就此编制书面记录和稽核线索；
- (v) 向董事会及 / 或法律顾问提供所有资料，致使所作出的决定 / 获得的法律意见都是有效和能够协助公司履行其披露责任的；及
- (vi) 董事应避免抱持合规是别人的责任这种想法，也不应完全依赖执行董事及 / 或公司秘书。事实上，每名高级人员都应承担维持适当保障措施的责任，以确保遵守任何披露责任。他们应对提供给他们的资料提出疑问，并积极确保公司制订适当的监控措施。

最后，美即一案显示了证监会愿意投入大量时间和精力而且具备所需的资源调查不当的行为。在对美即的调查中，证监会与大量涉及该交易 / 美即的营运的人员进行面谈和查询。而整个法律程序为时甚长，并且牵涉大量人证和专家。该案件在违规发生和开始调查后 7 年才完成初审裁决。因此，上市公司及其高级人员应不遗余力确保符合第 XIVA 部的规定，以避免违反披露规定。否则，他们会被卷入长期的调查和法律程序当中，产生巨大的法律开支，当然还有大额的罚款和其他潜在的惩罚，例如董事被施加取消资格令或冷淡对待令。



白礼仁  
合伙人  
T +852 2901 7206  
E [peter.brien@slaughterandmay.com](mailto:peter.brien@slaughterandmay.com)



莫宜咏  
合伙人  
T +852 2901 7201  
E [wynne.mok@slaughterandmay.com](mailto:wynne.mok@slaughterandmay.com)