

## 保薦人的不達標行為

### (I) 在擬備部分上市文件及回應監管意見的過程中存在多項嚴重缺失，且在發售階段未能處理關鍵的監管流程及程序

#### A. 上市文件草擬本質素欠佳

1. 依據《操守準則》第 17.1(b)段，保薦人的主要角色是向監管機構保證，上市文件提供充足詳情及資料，使投資者可對上市申請人的股份、財務狀況及盈利能力達致有根據並有理由支持的意見。然而，上市文件草擬質素欠佳及審閱不足的情況日益普遍。
2. 證監會關注到，上市文件草擬本往往涉及對業務模式模糊不清或錯綜複雜的描述，過度使用營銷或宣傳用語，及選擇性地呈列行業數據以誇大申請人的市場地位。這些文件在草擬和呈交予監管機構時未能達到其擬定目的，即提供充足詳情及資料，使投資者可對上市申請人達致有根據並有理由支持的意見。
3. 在以下例子中，上市文件內有關申請人如何符合資格和適合上市的資料及分析並不足夠。

#### 例子 A：

上市文件草擬本內有關申請人的定性及定量資料並不足夠，未能充分解釋、說明或證明 (a)財務表現的大幅波動，(b)過往不遵從規例的情況，(c)法律程序，(d)制裁相關風險，及／或(e)競爭形勢／市場份額，以致阻礙投資者了解申請人的業務和對上市造成的影響。

#### 例子 B：

上市文件草擬本對申請人董事（同時是控股股東）涉及的某宗賄賂事件缺乏披露，亦沒有就該事件會如何影響申請人的上市合適性或有關董事的勝任能力和誠信，提供任何分析或保薦人的盡職審查結果。

#### 例子 C：

在多宗與生物科技及特專科技公司有關的上市申請中，上市文件草擬本缺乏足夠的披露以證明有關申請人如何符合適用的資格規定。因此，監管機構要求有關保薦人提供進一步資料，以證明申請人核心產品<sup>1</sup>的開發已如何超過概念階段，申請人是否擁有相關專利和專利權，以及申請人可如何達到《主板上市規則》第十八 C 章下已商業化公司的收益門檻及符合領航資深獨立投資者<sup>2</sup>的資格。

<sup>1</sup>（單獨或連同其他受規管產品）作為生物科技公司根據《主板上市規則》第十八 A 章申請上市基礎的受規管產品（核心產品）。

<sup>2</sup> 於上市申請日期的至少 12 個月前已向申請人作出投資的資深獨立投資者（領航資深獨立投資者）。

4. 上述個案的不達標披露可能顯示，某些保薦人可能對上市申請人及其行業未有透徹的了解，並令人質疑他們在呈交上市申請前是否已進行所有合理盡職審查。這些做法可能違反了《操守準則》第 17.1(b)、17.2(b)、17.4(a)及(b)以及 17.6(d)段的規定。

*對申請人及其行業了解不足*

5. 依據《操守準則》第 17.6(d)段，保薦人應透徹地了解上市申請人，充分了解申請人所屬的行業，及評估其業務表現、財務狀況、發展及前景。

*沒有在呈交上市申請前進行所有合理盡職審查*

6. 依據《操守準則》第 17.2(b)、17.4(a)及 17.4(b)段，保薦人在呈交上市申請前，應已進行對上市申請人的所有合理盡職審查（但有關在本質上只能於較後日期處理的事項除外），及確保該盡職審查所得的所有重大資料已載入內容應大致完備的申請版本內。

*上市文件不合理地冗長*

7. 除上述事項外，證監會注意到，上市文件草擬本因各種理由變得不必要地冗長，包括在不同章節大量重複相同的資料，及載列就呈現申請人的業務或財務表現而言並無意義的樣板式披露資料。常見的例子包括僅將其他章節的段落“複製貼上”至“概要”章節，導致概要過於冗長，以致對投資者了解上市項目來說至關重要的資訊失去焦點，且在“業務”章節使用並非專為申請人而設的一般性描述。
8. 保薦人在籌備上市申請時，應遵守《上市規則》及遵循《新上市申請人指南》<sup>3</sup>。根據《新上市申請人指南》第 3.1 章，聯交所在以下非詳盡示例中或酌情決定暫停審理：
- (a) “概要”章節所載資料(a)幾乎全部由其他章節複製而成；或(b)未有闡釋主要財務或業務數據出現大幅波動的原因；
  - (b) 上市文件含有大量營銷及誇張的語言並可能會誤導或混淆投資者，或過份情緒化語言或與申請人的主要業務無關的披露；及
  - (c) 上市文件的“概要”<sup>4</sup>、“行業概覽”<sup>5</sup>、“法規”<sup>6</sup>及“歷史及發展”<sup>7</sup>章節的頁數不符合建議的頁數上限。

<sup>3</sup> 聯交所不時刊發的《新上市申請人指南》（《新上市申請人指南》）。

<sup>4</sup> 《新上市申請人指南》第 3.2.1 章。

<sup>5</sup> 《新上市申請人指南》第 3.4.2 章。

<sup>6</sup> 《新上市申請人指南》第 3.5.1 章。

<sup>7</sup> 《新上市申請人指南》第 3.6.1 章。

9. 依據《操守準則》第 17.8(a)段，保薦人應與上市申請人的管理層及該申請人的其他顧問共同編製相關、適當及易於理解的“管理層對財務資料及狀況的討論及分析”章節，而該章節應避免因在上市文件中作出過度或不相關的披露而可能令投資者感到混亂或妨礙他們識別及了解重大事宜。
10. 歐盟方面，由 2026 年 6 月 5 日起，除特定章節的現有頁數上限（例如“概要”章節不得超過七頁，與《新上市申請人指南》所列明的十頁上限相若）外，整份上市文件的總頁數上限將設為 300 頁。雖然中華人民共和國、美國、英國、澳洲及新加坡均不設總頁數上限，但證監會注意到，近期在這些司法管轄區刊發的上市文件的平均頁數介乎 250 至 600 頁。
11. 由於保薦人的主要角色是向監管機構保證，上市文件提供充足詳情及資料，使投資者可對上市申請人達致有根據並有理由支持的意見，故可合理預期保薦人在編製上市文件時保持自律，同時兼顧文件的質素和長度。過於冗長的上市文件可對投資者清楚了解和適當評估上市申請人的能力造成阻礙，並消耗過多監管資源，以致可能令上市時間表出現延誤。一般而言，證監會要求上市文件的主體內容合共不超過 300 頁（不包括載於附錄的會計師報告、估值報告及合資格人士的報告（適用於礦業公司））。

#### **B. 沒有處理監管意見，儘管已有清晰指引**

12. 自推出優化審批流程時間表<sup>8</sup>以來，聯交所直接與保薦人的主要代表進行溝通，以協助其理解重大監管關注事項，並概述監管機構對他們其後在答覆意見函時的要求。證監會亦多次主動聯絡保薦人，以解釋關注理由及可如何處理該關注事項。然而，一個反覆出現的關注事項是，即儘管監管機構在這些溝通的過程中提供了清晰及積極的指引，但保薦人卻沒有就監管意見提供完整及令人信納的答覆。
13. 在許多宗個案中，儘管保薦人明確承諾會解決所提出的問題，但其後提交的文件卻仍然沒有提供令人信納的答覆，導致不必要地消耗監管資源。
14. 在以下例子中，保薦人沒有處理聯交所對申請人的業務可持續性和盈利能力途徑的關注，亦沒有就申請人收到的重大投訴所帶來的影響提供詳盡分析，或向監管機構提交不完整、不一致甚或相互矛盾的資料。

#### **例子 D：**

儘管曾接獲多次查詢及已有清晰指引，但保薦人卻沒有就申請豁免嚴格遵守《主板上市規則》第 4.04(1)條，以豁免緊接最終上市文件刊發前最近一個完整財政年度的經審核業績，提供合理而充分的支持理據，尤其是在申請人財務表現下滑的情況下。

<sup>8</sup> 載列於證監會及聯交所在 2024 年 10 月 18 日刊發的《有關優化新上市申請審批流程時間表的聯合聲明》。

例子 E：

在一宗涉及申請人被提出重大投訴的上市申請中，保薦人最初的答覆缺乏有關的稅務法律責任的關鍵細節，且沒有就其對申請人的影響提供詳盡分析。其後，保薦人亦沒有就因未繳足稅項和印花稅而與稅務當局進行的某些稅務法律程序的狀況變更，及時向監管機構作出通知或提供最新消息。

例子 F：

在一宗涉及申請人被提出重大投訴的上市申請中，保薦人沒有提供經獨立盡職審查充分證明且令人信納的答覆。此外，所提交的文件亦被發現載有不完整、不一致甚或相互矛盾的解釋。

15. 上述例子令人關注到保薦人為處理監管機構的查詢或所收到的投訴而提供的資料的準確性及完整性，有關情況可能違反了《操守準則》第 17.2(d)以及 17.9(a)及(b)段的規定。

*沒有以合作和坦誠的態度處理監管機構的查詢*

16. 依據《操守準則》第 17.2(d)及 17.9(b)段，保薦人應從速處理監管機構提出的所有查詢，並從速提供監管機構要求的所有相關資料及文件，包括以合作和坦誠的態度回答向保薦人提出的任何問題。

*沒有向監管機構提供準確、完整及不具誤導成分的資料*

17. 根據《操守準則》第 17.9(a)段，保薦人應合理地使本身信納，在上市申請過程中向監管機構提供的所有資料在所有重大方面均屬準確、完整，亦不具誤導成分。

**C. 在發售階段未能處理有關流程及程序**

18. 隨著交收期縮短至 T+2 及 FINI<sup>9</sup>於 2023 年底推出，《上市規則》及《操守準則》要求保薦人和指定整體協調人應委派具備經驗且適當資深的職員，在發售階段處理主要監管流程，例如審批承配人，以及公布分配結果。

19. 在以下例子中，保薦人和指定整體協調人沒有遵從及依循所規定的期限，以在發售階段協助主要流程及程序的進行。此外，曾有負責代表未能及時聯絡上，或對上市申請及／或流程缺乏充分認識。

<sup>9</sup> Fast Interface for New Issuance (FINI)。

例子 G：

保薦人兼整體協調人沒有(i)於 T+1 當日上午 10 時前在 FINI 提交所有承配人詳情和銷售及獨立性聲明，以便於下午 5 時的訂明期限前獲得通過，導致餘下流程及程序出現延誤；(ii)識別關連客戶，並僅在監管機構要求時才於 T+1 當日提交所需的同意申請；(iii)於 T+1 當晚 11 時的訂明期限前透過電子呈交系統在聯交所網站刊發配發結果公告，構成違反《主板上市規則》第 12.08 條；及(iv)於 FINI 準確輸入其作為指定保薦人兼整體協調人的角色，導致未能於 FINI 提交最終價格、配額調整及承配管理清單。

例子 H：

保薦人兼整體協調人指定負責處理發售階段/FINI 相關流程及程序的團隊主要駐於菲律賓，且負責人員在大部分時間均未能聯絡上，導致答覆時間延長和多項工作範疇、流程及程序出現延誤，包括沒有及時於 T+1 當日上午 10 時前提交所有承配人詳情以供通過。

例子 I：

保薦人兼整體協調人沒有指定足夠資深且經驗豐富的人員去處理有關流程及程序和發售階段的相關事宜，導致於 T+1 當日期間為了要向其團隊成員提供支援和詳細指引而不必要地消耗監管資源。

20. 上述例子顯示，保薦人或未有依據《操守準則》第 17.2(g)及 17.13(a)(ii)段，設立足夠的安排和備有足夠的資源，以確保該項公開發售是以公平、適時和有秩序的方式進行。此外，他們或未有委派具備經驗且適當資深的職員於發售階段處理主要監管流程，故可能違反了《操守準則》第 17.11(c)(i)段及《保薦人指引》第 1.2 和 3.1.1 段的規定。

*沒有委任由具備經驗及合適資格的職員組成的交易小組*

21. 依據《操守準則》第 17.11(c)(i)段，考慮到上市任務的性質、規模及複雜程度，以及可能影響工作水準的任何其他因素，保薦人應委任一個交易小組，而其成員包括在香港首次公開招股方面具備適當水平的知識、技能及經驗的職員，以在整段任務期間執行該項任務。

*在擔任公開發售的全盤經辦人時沒有設立足夠的安排和備有足夠的資源*

22. 依據《操守準則》第 17.2(g)及 17.13(a)(ii)段，凡上市申請涉及公開發售，保薦人應擔任該項公開發售的全盤經辦人。在如此行事時，保薦人應設立足夠的安排和備有足夠的資源，以確保該項公開發售和所有有關事項都是以公平、適時和有秩序的方式進行。

23. 管理層亦應按《保薦人指引》第 1.2 段的規定，確保有足夠數目的主要人員監督交易小組。此外，根據《保薦人指引》第 3.1.1 段，保薦人所委任的主要人員應徹底了解每項上市任務所涉及的關鍵事項，能夠對監管機構（如證監會及聯交所）就該等事項而提出的要求迅速作出回應及採取相應行動，並妥善地向上市申請人提供意見。上述規定於下文第 30 及 32 段作進一步討論。

**(II) 在未有充分評估其勝任能力及資源的情況下過度依賴專家及第三方**

24. 在上市文件草擬本中發現的嚴重缺失，可能反映保薦人過度依賴專家及第三方（包括法律顧問、會計師、估值師及其他人士）負責撰寫上市文件等特定工作，卻未有充分評估其勝任能力及資源。

*對專家及第三方的勝任能力和資源評估不足*

25. 根據《操守準則》第 17.6(g) 及 17.7(a) 段，凡保薦人委聘專家及第三方執行特定工作，保薦人仍須就該等工作負責，並應評估該等專家或第三方就該等工作而言是否具備適當的資格、經驗及勝任能力，及他們是否有充足的資源。保薦人應評估該等專家或第三方在合適資格人員及技術能力方面，是否具備充足的資源，以按照所需標準履行其相關責任。
26. 鑑於上述嚴重關注事項，證監會向業內多名被選定的活躍保薦人索取保薦項目的資料，以了解香港首次公開招股市場的現況，包括上市委聘項目的數目，及保薦人用以承擔這些委聘項目的資源。證監會注意到，如下文所述，調配予上市委聘項目的人力資源在充足性和勝任能力方面存在其他嚴重關注事項。

**(III) 主要人員沒有足夠能力監督交易小組及參與上市委聘項目**

27. 主要人員應在新上市申請中擔當關鍵角色，包括監督交易小組，處理重要的盡職審查流程，及在有需要時及時向交易小組提供指引。然而，同時承擔六項或以上活躍上市委聘項目的主要人員的數目之多，已引起證監會的關注。在最嚴重的個案中，某些主要人員為多達 19 項活躍上市委聘項目擔任負責簽署的主要人員。這遠遠超出在合理期望下他們能夠管理的上市委聘數目<sup>10</sup>，令本會極度關注他們是否有能力進行充分的監察及履行其監督責任。因此，上市文件的質素受到不利影響，進一步顯示保薦人工作不達標。

28. 在下述例子中，主要人員同時承擔大量活躍上市委聘項目。

**例子 J：**

某保薦人的所有主要人員同時監督六項或以上活躍上市委聘項目。事實上，該保薦人最活躍的主要人員在 2025 年 12 月 31 日同時為十項活躍上市委聘項目擔任簽署主要人員，

<sup>10</sup> 正如該主題報告第 26 段所述，對於同時監督六項上市申請的主要人員是否有能力對交易小組進行充分監督，證監會提出質疑。

並同時為另外九項活躍上市委聘項目擔任交易小組成員。此外，該保薦人的其他主要人員亦以簽署主要人員或交易小組成員身分參與 11 項或以上活躍上市委聘項目。

在另外三名活躍保薦人中，超過 80% 的主要人員同時監督或參與六項或以上活躍上市委聘項目。事實上，這些保薦人中最活躍的主要人員分別同時為 19 項、17 項及七項活躍上市委聘項目擔任簽署主要人員。

截至 2025 年 12 月 31 日，有另一名保薦人的最活躍主要人員同時為八項活躍上市委聘項目擔任簽署主要人員，並同時為另外六項活躍上市委聘項目擔任交易小組成員。

29. 上述例子中的保薦人沒有委任足夠數目的主要人員以監督其上市委聘項目，因而違反了《保薦人指引》第 1.2 段的規定，證監會對此表示嚴重關注。此外，證監會亦嚴重懷疑有關主要人員是否按《操守準則》第 17.11(c) 段註釋 2(B) 及《保薦人指引》第 3.1.1 段的規定具備所需的才能，並確實能夠時刻妥善和充分地監督交易小組。

#### *主要人員數目不足*

30. 依據《保薦人指引》第 1.2 段的規定，管理層應在考慮保薦人所承擔的保薦人工作的工作量、規模、複雜程度及性質後，確保其有足夠數目的主要人員全職履行其監督交易小組的職責。如某宗交易內有多名聯合保薦人，每名保薦人須有指定的主要人員監督該宗交易。

#### *主要人員對交易小組的監督不足*

31. 《操守準則》第 17.11(c) 段註釋 2(B) 訂明，如一名主要人員獲指派監督多於一個交易小組，管理層應信納每個小組都有至少一名具備監督所需的才能、本領及勝任能力的主要人員進行妥善及充分的監督。
32. 依據《保薦人指引》第 3.1.1 段，主要人員應參與（除其他事項外）制訂與交易小組進行的工作有關的關鍵決策；決定該項盡職審查覆核的範圍和深入程度，及進行該項工作需要動用多少資源；對該項盡職審查的結果進行嚴謹評估，及對該項盡職審查覆核的充分程度進行整體評估；以及確保已採取步驟妥善解決於進行該項覆核時發現的一切問題。
33. 依據在 2018 年發出的該通函第 III(b) 部及該主題報告第 26 段，主要人員應時刻對交易小組進行充分監督，並應與初級的小組成員一起出席重要的盡職審查會見，以便更深入了解上市申請人，並在有需要時及時向交易小組提供指引。

#### **(IV) 試圖委任不具備合適資格的主要人員**

34. 在下述例子中，保薦人曾有意委任似乎僅在客戶關係或高層管理職務方面具備經驗的人士擔任主要人員。

例子 K：

部分保薦人曾試圖委任僅具備“客戶關係”、“客戶管理”、“行業拓展”或高層管理的職責及經驗的人士擔任主要人員。當被質疑有關委任的理據，並被要求提供有關該人曾實際參與過往上市委聘項目的證明文件時，部分保薦人未能提供適當的書面紀錄。

35. 這令人嚴重懷疑有關主要人員是否真正符合擔任主要人員的資格要求，及相關保薦人是否已按照《保薦人指引》第 1.2、1.3 及 3.2 段的規定，實施足夠的措施以確保所委任的主要人員具備合適資格。上述例子的保薦人亦可能沒有按照《操守準則》第 17.10(c)段的規定，確保就主要人員的委任及其實際參與上市任務的情況備存充分的紀錄。

*沒有確保主要人員符合資格準則*

36. 依據《保薦人指引》第 1.2 及 1.3 段，管理層有責任確保由保薦人委任的主要人員符合《保薦人指引》第 3.2 段所規定的資格準則；就管理層作出的委任、評估及該項委任的決策過程，妥善地備存紀錄，以證明已遵從《保薦人指引》的規定。

*沒有備存足夠的紀錄*

37. 《操守準則》第 17.10(c)段訂明，保薦人須就每項上市任務在其監控下備存紀錄，包括有關證明文件及往來書信。

**(V) 具備適當水平的知識、技能及經驗的職員人數不足**

38. 證監會注意到，多名保薦人委任了相當數量的初級及臨時職員（包括流動專業人員）來為上市委聘項目進行保薦人工作。於截至 2025 年 12 月 31 日止兩年內，證監會注意到，在兩名保薦人的整體交易小組成員中，超過 40%在香港首次公開招股方面的經驗不足一年，而在該等保薦人中負責所有上市委聘工作的職員有超過一半為流動專業人員。

39. 在下述例子中，保薦人沒有確保流動專業人員符合進行保薦人工作的資格準則，並在某些上市委聘項目中過度依賴在香港首次公開招股方面經驗甚少或全無經驗的流動專業人員。

例子 L：

兩名保薦人沒有確保其所有流動專業人員均符合資格準則。事實上，這兩名保薦人無法證明其所有流動專業人員在首次從事保薦人工作之前，或從事該工作之後六個月內，已通過所需考試。其大部分流動專業人員可能不符合有關資格準則。

例子 M：

有三宗預期於兩個月內提交的上市申請的交易小組，主要是由流動專業人員組成。在最極端的個案內，某交易小組的十名成員中有八名是流動專業人員，其中四人報稱在香港首次公開招股方面的經驗少於一年。

例子 N：

證監會亦注意到，於截至 2025 年 12 月 31 日止兩年內，由兩名保薦人所委聘的流動專業人員中，擔任副總裁或以上職級的分別約為 50% 及 75%；而在這些高級流動專業人員中，分別約有 50% 及 80% 在香港首次公開招股方面全無經驗或經驗少於一年。

40. 上述例子的保薦人可能沒有按照《保薦人指引》第 1.5、4.1 和 4.4 段，《操守準則》第 17.11(a) 和 17.11(c)(i) 段，及《企業融資顧問操守準則》第 2.2(d) 段的規定，確保所委任的流動專業人員符合進行保薦人工作的資格，擁有足夠具備適當水平的知識、技能及經驗的職員在整段期間投身上市委聘項目，及維持有效的匯報途徑，證監會對此表示嚴重關注。

*沒有確保獲委任的職員（包括流動專業人員）符合進行保薦人工作的資格準則*

41. 依據《保薦人指引》第 4.1 段，除非獲得豁免，否則所有第 6 類受規管活動的持牌代表（包括流動專業人員）如擬從事首次公開招股保薦人工作，便須在首次從事該等工作的日期前不多於三年至該日期後不多於六個月的期間內，通過證券及投資學會資格考試卷十六。
42. 《保薦人指引》第 4.4 段訂明，未能在六個月期限屆滿之前通過證券及投資學會資格考試卷十六的個人不得從事任何保薦人工作，直到他們通過該考試為止。

*在香港首次公開招股方面具備適當水平的知識、技能及經驗的職員人數不足*

43. 《操守準則》第 17.11(a) 及 17.11(c)(i) 段規定，保薦人在接受委任為保薦人前，經考慮到其他已承擔的工作，該保薦人應確保其擁有足夠具備適當水平的知識、技能及經驗的職員在整段期間投身該項任務，並確保該等職員獲委派至交易小組。
44. 《企業融資顧問操守準則》第 2.2(d) 段規定，企業融資顧問（包括保薦人）應確保其具備足夠的勝任能力、專業知識、人力資源和技術資源，以妥善地履行其職責。

*匯報途徑的成效不彰*

45. 保薦人應確保所有獲指派進行保薦人工作的職員均具備合適的資格及經驗，以進行香港首次公開股股的保薦人工作，並在任何時候均受到妥善監督。

46. 《保薦人指引》第 1.5 段要求保薦人就所承擔的保薦人工作，在各交易小組與管理層其他成員之間維持有效的匯報途徑及溝通。
47. 保薦人應在駐香港的主要人員與駐香港以外地方的主要人員之間保持適當的平衡<sup>11</sup>，及將被調配至每個交易小組的成員中具備適當資歷及香港首次公開招股知識的人員所佔的比例維持在合適的水平。每名主要人員應僅處理合理數目的上市委聘項目，當中須考慮其是否有能力有效地監督及管理負責執行有關工作的職員。這確保足夠的資源被分配至管理新的上市申請，及有效地監督《上市規則》所規定的必要程序和流程。

---

<sup>11</sup> 依據《保薦人指引》第 3.2.2 段，並非駐香港的主要人員的牌照應已受非獨立負責人員條件（請參閱《保薦人指引》註腳 59）所約束，且這些並非駐香港的主要人員的委任乃取決於保薦人是否另有一名駐香港的方案 1 主要人員。