

# 估值快讯

## 大中华版

2019年第三季度

### INSIDE

- 2 中国发布最新《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》，放宽外国投资限制
  - 4 中国国务院推出新11条措施推动金融业对外开放
  - 5 香港交易所修订《上市规则》堵塞借壳上市漏洞
  - 6 香港交易所建议修订上市规则将现行做法编纳成规
  - 7 證監會發表有關董事在企業收購或出售項目的操守及責任的聲明
  - 8 巴西交易見解 | 2019年第3季度
- AICPA发布关于风险投资和私募股权投资的最佳估值指引



# 中国发布最新《外商投资准入特别管理措施(负面清单)》，放宽外国投资限制

6月30日，中国政府发布关于放宽外国投资者投资规定的最新政策。

中国国家发展和改革委员会(国家发改委)和商务部联合发布三份文件，其政策修订取消了对外商投资的限制，同时允许外国投资者更广泛地进入农业、矿业、制造业和服务业。这些修订在7月30日生效。

两份“负面清单”明确规定了仍然禁止或限制外国投资者进入的行业和业务。外国实体可以投资于任何一份清单中未提及的行业和业务，并在平等的基础上与中国公司竞争。<sup>i</sup>

这两个列表包含的项目都比以前的版本少得多：

- 《2019年外商投资准入特别管理措施(负面清单)》包含40项，比上一版本减少8项。这份名单涵盖了在中国自由贸易区范围以外的行业和企业。<sup>ii</sup>
- 《自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施(负面清单)》共37项，明显少于前一版本的45项。<sup>iii</sup> 这份名单涵盖了在中国自贸区内运营的行业和企业，包括上海、福建、广东和天津的自贸区。

第三份清单《2019年外商投资鼓励产业目录(鼓励产业目录)》<sup>iv</sup> 分为两部分：

- 《国家鼓励外商投资产业目录》列举了415个正式鼓励外商投资和技术转移的行业。80%以上的行业涉及制造业，特别是“高端、智能化、绿色制造，包括5G核心元件、集成电路蚀刻机、芯片封装设备和云计算设备”。<sup>v</sup>
- 《中西部外商投资产业目录》列出了693项鼓励进一步投资中西部和东北地区(包括内蒙古和安徽、湖南、四川、河南、云南等省)的项目，为关注中国沿海省份间接成本上升的投资者提供了解决方案。

在“鼓励投资产业目录”之后，对外国实体的激励措施包括企业所得税减免、快速审批程序和降低地价。

2019年版本的负面清单是自2013年推出以来第五次被缩短。这次的修订包括但不限于以下行业：

- **运输业**——取消了对外国对国内船舶代理机构的控制利益的限制。
- **基础设施行业**——取消了对外资在人口超过50万的城市控制天然气和供热管道的限制。





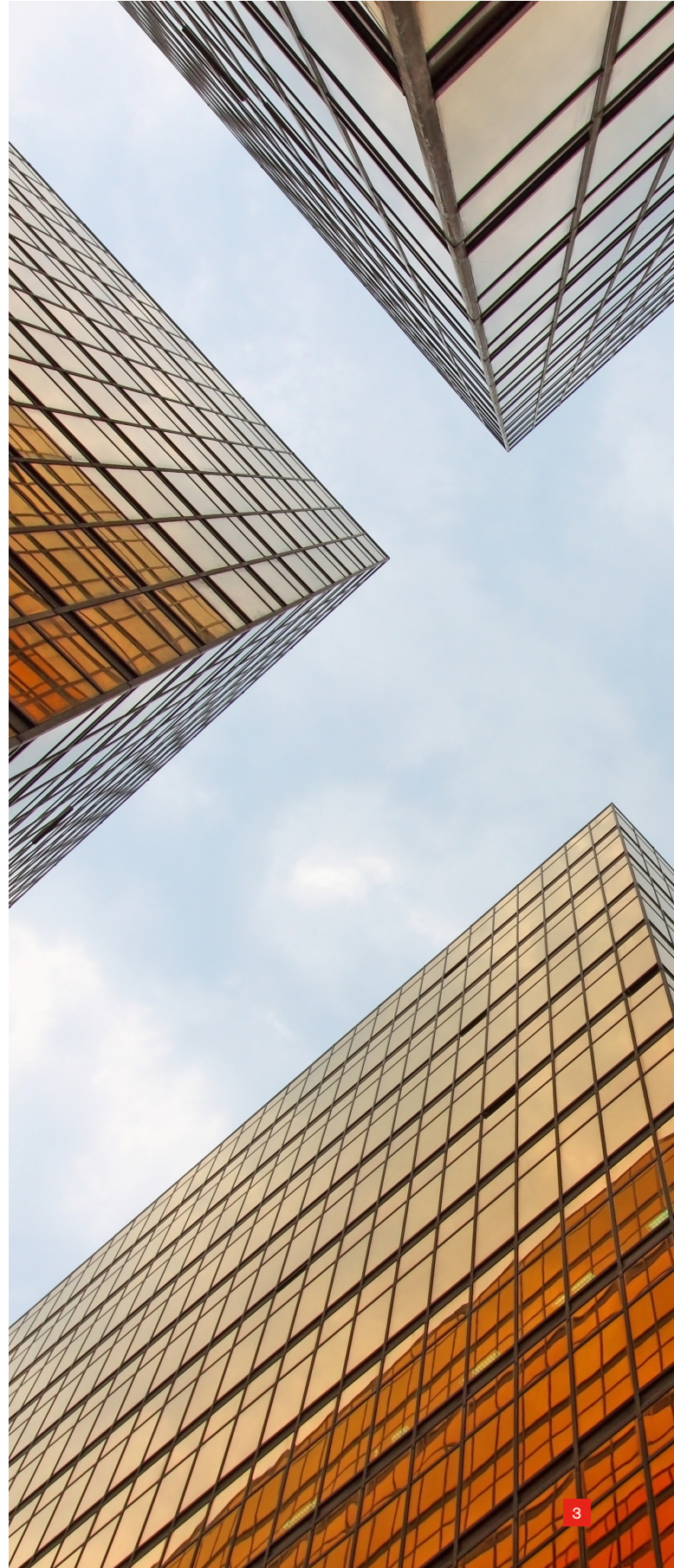
- **增值电信行业**——取消对外商投资多方通信、存储转发和呼叫中心限制。
- **农业**——取消了对开发野生动物资源的禁令。
- **采矿**——取消对外国投资勘探和开发石油和天然气的限制，以成立合资和合作公司；取消对勘探和开采铝、锡、锑和萤石的限制。

国家发改委发言人孟伟解释说：“负面清单的目的是简化而不是增加额外的规则。中国正在寻求在2019年结束之前完全取消所有不在负面清单上的限制性规定，并将对外商投资增加的行业实施更多鼓励措施，特别是在华中、华西地区。”<sup>vi</sup>

负面清单的不断修订，不仅让投资中国自贸区的外国企业受益，也有利于中央政府从此类投资中获得收入和技术。

商务部发言人高峰解释说：“随着负面清单逐年缩短，自贸区的营商环境得到了优化，推动了创新和经济增长。2018年，在自贸区设立了9,409个外商投资企业[...]，比上年增长37.5%，其中已使用的外国投资为1073.1亿元，占全国总数的12.1%，同比增长3.2%。”<sup>vii</sup>

- i. “Economic Watch: China’s Foreign Investment Law to Improve Business Environment.” Xinhuanet.com. March 11, 2019. Accessed August 12, 2019. [http://www.xinhuanet.com/english/2019-03/11/c\\_137886753.htm](http://www.xinhuanet.com/english/2019-03/11/c_137886753.htm)
- ii. (负面清单) (2019年版). National Development and Reform Commission, People’s Republic of China. June 30, 2019. Accessed August 12, 2019. <http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbl/201906/W020190628615780569680.pdf>
- iii. 自由贸易试验区外商投资准入特别管理措施 (负面清单) (2019年版). National Development and Reform Commission, People’s Republic of China. June 30, 2019. Accessed August 12, 2019. <http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbl/201906/W020190628622285604978.pdf>
- iv. 鼓励外商投资产业目录 (2019年版). National Development and Reform Commission, People’s Republic of China. June 30, 2019. Accessed August 12, 2019. <http://www.ndrc.gov.cn/zcfb/zcfbl/201906/W020190628622707054403.pdf>
- v. 李潇阳. “Opening Wider.” Beijing Review. July 15, 2019. Accessed August 12, 2019. [http://www.bjreview.com/Business/201907/t20190715\\_800173485.html](http://www.bjreview.com/Business/201907/t20190715_800173485.html)
- vi. “New Negative List to Further Encourage Foreign Investment.” English.gov.cn. July 9, 2019. Accessed August 12, 2019. [http://english.www.gov.cn/policies/latestreleases/201907/09/content\\_WS5d247a78c6d03ce67879a283.html](http://english.www.gov.cn/policies/latestreleases/201907/09/content_WS5d247a78c6d03ce67879a283.html)
- vii. “Regular Press Conference of the Ministry of Commerce (July 4, 2019).” English.mofcom.gov.cn. July 5, 2019. Accessed August 12, 2019. <http://english.mofcom.gov.cn/article/newsrelease/press/201907/20190702882017.shtml>





## 中国国务院推出新11条措施 推动金融业对外开放

中国政府以往不鼓励外资投资中国金融行业，但在最近几年里，政策逐渐出现转机。国务院最近的公告延续了这一大好势头，出台了**进一步开放金融业的相关措施(11条)**。

国务院金融稳定发展委员会于2019年7月20日公布的11条措施包括：<sup>i</sup>

1. 允许外资机构在华开展信用评级业务
2. 鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司
3. 允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司
4. 允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司
5. 支持外资全资设立或参股货币经纪公司
6. 寿险外资股比限制从51%提高至100%的过渡期，由原定2021年提前到2020年
7. 消保险资产管理公司25%的外资持股限制
8. 放宽外资保险公司准入条件，取消30年经营年限要求
9. 将原定于2021年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到2020年
10. 允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照
11. 进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场

这11条兑现了中国人民银行行长易纲在2018年4月博鳌亚洲论坛上承诺的时间表，当时他首次提及中国金融业增加外国投资者市场准入计划的细节。<sup>ii</sup>

易纲说：“中国金融市场的开放性、竞争力和影响力一直在增长，并得到了国际市场的广泛认可。”<sup>iii</sup>

11条和其他政府行动反映对外政策日益开放，为希望进入中国金融服务业或扩大其业务的外国金融机构带来了巨大的商机。面对中国这个全球第三大、市值13万亿美元的债券市场，不会有公司想放弃参与的机会<sup>iv</sup>。此外，中国也是全球第二大保险市场，原保费收入为5,546亿美元——对于外资保险公司来说，这个市场相当吸引，而现在11条给予的市场准入将令其受益。<sup>v</sup>

一方面，当局希望向外国直接投资开放的趋势可增加各行业的国际市场参与者，帮助中国市场学习外国合作伙伴的先进经验。

另一方面，中国证监会顾问董少鹏解释说，中国经济的持续增长只有通过更加多元化的市场结构才能保证，这可以通过减少对外资机构的进入限制来实现。他说：“中国进一步的金融开放来自于发展的需要。”<sup>vi</sup>

<sup>i</sup> “Measures for Further Opening Up the Financial Sector.” People’s Bank of China. July 20, 2019. Accessed August 12, 2019. <http://www.pbc.gov.cn/en/3688110/3688172/3863256/index.html>

<sup>ii</sup> “易纲行长在博鳌亚洲论坛宣布进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表” People’s Bank of China. April 11, 2018. Accessed August 12, 2019. <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/3517821/index.html>

<sup>iii</sup> Xinhua. “Breakthroughs in China’s financial market opening-up: central bank governor.” China Daily. March 25, 2019. Accessed August 12, 2019. <http://www.chinadaily.com.cn/a/201903/25/WS5c97b147a3104842260b2388.html>

<sup>iv</sup> Smith, Colby. “China’s Bond Markets Still Have a Way to Go.” FT Alphaville. April 1, 2019. Accessed August 12, 2019. <https://ftalphaville.ft.com/2019/04/01/1554091223000/China-s-bond-markets-still-have-a-way-to-go/>

<sup>v</sup> 于小明. “Foreign Investors Upbeat on China’s Insurance Market.” China Daily. June 21, 2019. Accessed August 12, 2019. <http://www.chinadaily.com.cn/a/201906/21/WS5d0c94f1a3103dbf14329957.html>

<sup>vi</sup> Qingqing Chen, and Song Lin. “China Further Opens Financial Market to Foreign Investors.” Global Times. July 20, 2019. Accessed August 12, 2019. <http://www.globaltimes.cn/content/1158491.shtml>





## 香港交易所修订《上市规则》 堵塞借壳上市漏洞

对于香港监管机构来说，借壳上市和空壳公司一直是个难题，因为它们可回避监管和助长市场操纵，削弱了投资者的信心。

为收紧针对借壳上市的上市规则，香港交易及结算有限公司(“港交所”)于2019年7月公布咨询总结，以堵塞反收购、极端交易及其他问题的漏洞。<sup>i</sup>

修订后的上市规则将于2019年10月1日生效。一旦实施修订后的规则，借壳上市将会变得太困难和耗时，反观提出新上市申请可能更为可取。

**修订现有反收购规则**，将这种基于原则的方法编纳成规，应用于目前包含在证券交易所指引中的规则。

“原则为本测试”将反收购规则定义为任何被视为“意图把拟收购的资产上市及规避新上市规定”的收购事项。

修订后的上市规则将指引信GL78-14所载的“原则为本测试”项下六个评估因素编纳成规；将反收购的明确测试的累计期延长至36个月；修改明确测试，规定在发行人控制权变更后36个月内不得进行任何重大出售事项，除非符合上市规则8.05的条件则例外；将指引信GL84-15编纳成规，禁止通过大规模发行证券以换取现金，从而借壳上市。

将“**极端交易**”编纳成规，并将取代指引信GL78-14项下现行“极端非常重大的收购事项”的规定——要求发行人在使用“极端交易”类别之前满足进一步的条件。

这些条件包括对收购目标和其他交易资格标准进行尽职调查的进一步步骤。

**适合上市的准则**将就反收购和极端交易进行修订。收购目标必须满足上市规则第8.04条(是否适宜上市)和上市规则第8.05条(上市的财务测试)，扩大后的集团必须满足第8章所有新上市要求(除第8.05条外)。

对于**持续上市准则**，上述修订收紧了对足够业务运作的要求。上述修订将影响以下规则：

- **上市规则第13.24条(充分运作)**——发行人必须开展具有足够业务运作的业务，以及资产(非或)价值足以支持其运作，以保证可继续上市。
- **上市规则第14.82和14.83条(现金公司)**——其资产全部或大部分由现金 / 短期投资组成的发行人将不被视为适合上市。

最后，自生效日期(即2019年10月1日)起计12个月的**过渡期**将适用于因上市规则修订而不符合修订后上市规则第13.24条或第14.82条的发行人。这给予他们一年的宽限期，以遵守修订后的规则。

- 按此处阅读全文：[咨询总结：借壳上市、持续上市准则和其他条文修订](#)

i. 《咨询总结：借壳上市、持续上市准则和其他条文修订》香港交易及结算有限公司，2019年7月，存取日期：2019年8月12日。 [https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2018-Backdoor-and-Continuing-Listing/Conclusions-\(July-2019\)/cp201806cc.pdf](https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/June-2018-Backdoor-and-Continuing-Listing/Conclusions-(July-2019)/cp201806cc.pdf)





## 香港交易所建议修订上市规则 将现行做法编纳成规

为继续改善香港的上市程序，香港交易及结算有限公司(“港交所”)发表了一份《将有关首次公开招股及上市发行人的一般豁免及原则编纳成规以及上市规则非主要修订的咨询文件》(“咨询文件”)。

以往，港交所曾在适当情况下运用监管权力批出豁免或发出指引函件。为回应市场要求，以综合其指引资料及将指引资料所载的若干要求编纳成规，咨询文件旨在就建议编纳成规咨询意见，内容包括：

- 香港证券及期货事务监察委员会(“证监会”)先前批准的具有一般效力的豁免
- 支持港交所多次授予多项豁免的原则和条件
- 上市规则的非主要修订

某些与首次公开招股和上市发行人有关的一般豁免的基础长远不大可能有变，港交所建议将此类豁免编纳成规。豁免涵盖的情况包括：

- 年度业绩及报告的刊发及分发；
- 有关中国注册成立的发行人发行红股及资本化发行的股东批准规定；
- 在港交所及内地交易所双重上市的中国注册成立的发行人的代价比率计算方法；以及
- 在文件内注明股份代号。

港交所曾不止一次按一般原则授出豁免，建议将这些原则编纳成规，包括：

- **财务披露**——包括披露在业绩纪录期后所收购或将予收购的附属公司及业务的财务资料；海外经营银行业务的公司的财务资料披露；更改会计年度的起计日或结算日；中期业绩及报告的刊发及分发
- **收购**——包括航空公司购置飞机；上市发行人附属公司分拆作独立上市时的购股权计划限制；在港交所及内地交易所双重上市的发行人如何厘定其购股权计划的行使价
- **其他**——涵盖公司秘书的经验及资格；以及从事银行或保险业务的主板发行人的上市文件及交易通函中的营运资金声明

咨询文件亦载有多项有关对《上市规则》作非主要修订及轻微修订的建议，以令《上市规则》条文更清晰、修正文书错误、更新过时的引述，以及将多项先前在指引信或上市决策中提供的行政指引编纳成规。

按此阅读文件：[将有关首次公开招股及上市发行人的一般豁免及原则编纳成规以及《上市规则》非主要修订的咨询文件](#)





## 證監會發表有關董事在企業收購或出售項目的操守及責任的聲明

香港證券及期貨事務監察委員會(“證監會”)發表了**有關董事在考慮企業收購或出售項目時的操守及責任的聲明**，以提醒香港交易及結算有限公司(“港交所”)上市公司的董事對其委託人的法定及法律責任(“該聲明”)。

在7月4日發布的聲明指出，從2017年到2018年，“證監會就建議的企業交易或其他行動，向超過46家上市公司發出關注函。當中，55%以上的個案涉及建議企業收購或出售項目。”

該聲明指出，在這類交易過程中發現了幾種常見的不當行為，包括：

- **未能獲得獨立的专业估值**——這種疏忽可能被證監會視為違反職責。
- **未能運用獨立判斷**，可能是依賴對擬進行收購項目的評估缺乏可靠基準的估值報告，或者是知情者與估值師合謀支持預設價格的估計。
- **未能對盈利進行盡職審查**，特別是在此類資料作為收購價格基礎的情況下，董事可能會忽略一些風險因素，如歷史虧損、銷售增長無法解釋或收入來源可疑等。
- **沒有公平呈現可比較的公司**，如果其他上市公司的倍數有助於確定目標的估值，則必須選擇合適的可比較公司，此類公司必須是公平和有代表性的例子，而不是被精心挑選來歪曲數據，以有利於該上市公司。
- **未能評估對財務狀況的影響**，這些公司可能沒有評估收購項目對上市公司資源或財務狀況的負面影響，或者是沒有考慮維持目標公司業務所需的資本支出。
- **涉及對上市發行人進行賠償的案件**，其中沒有對賣方的支付能力進行核實，也沒有建立任何保障措施(如以託管形式持有資金)來保護上市發行人的利益。
- **涉嫌有關連的人士**，假定獨立第三方之間的現有關係或安排未披露。如果這些關係導致這些當事人的行為違反上市發行人的利益，證監會可能須要採取執法行動。

董事必須盡一切努力，確保為任何計劃中的公司收購或出售進行任何預測或估計時，都要採取適當的謹慎態度；確保董事真誠地為委託人的最大利益行事，並在必要時考慮是否需要財務顧問。

尋求獨立的专业估值或任何其他形式的財務建議不會以任何方式解除董事的法定或信託責任。

最後，如果證監會在宣布的公司收購或出售過程中懷疑有不當行為——特別是如果有關不當行為違反了《證券及期貨條例》或其他適用法例——該組織有責任在必要時進行調查和起訴。

如需進一步說明，董事可參閱證監會於2017年5月15日發出有關公司交易估值方面的董事職責的指引。

按此閱讀全文：《**有關董事在考慮企業收購或出售項目時的操守及責任的聲明**》

i. 《有關董事在考慮企業收購或出售項目時的操守及責任的聲明》香港證券及期貨事務監察委員會。2019年7月4日。存取日期：2019年8月12日。 <https://www.sfc.hk/web/EN/news-and-announcements/policy-statements-and-announcements/statement-on-the-conduct-and-duties-of-directors.html>

ii. 《有關董事在企業交易估值方面的責任指引》。香港證券及期貨事務監察委員會。2017年5月15日。存取日期：2019年8月12日 <https://www.sfc.hk/web/EN/assets/components/codes/files-current/web/guidance-note-on-directors%E2%80%99-duties-in-the-context-of-valuations-in-corporate-transactions/guidance-note-on-directors%E2%80%99-duties-in-the-context-of-valuations-in-corporate-transactions.pdf>



## 巴西交易見解 | 2019年第3季度

自2019年1月巴西总统博尔索纳罗(Jair Bolsonaro)就职以来，该国商界弥漫着一片谨慎乐观的气氛。

在经济部长葛德斯 (Paulo Guedes) 的引导下，新政府提出一系列经济自由化改革，目的是吸引国内外投资者的兴趣。

养老金改革是政府最大规模的改革之一，这可能促进国家的财政健康，确定行政权和国会之间的关系。这可能是为批准其他相关改革(如税收和打击犯罪)及政府全面放宽管制及民营化等进一步行动而铺路，务求在多年的疲弱经济增长长期后培育新的投资。

2019年7月，IBOVESPA指数创下历史新高(105,000点)，反映出投资者对这个国家的信心不断增强。

巴西目前拥有稳健的对外账户平衡、稳定的通货膨胀和更为稳定的财政状况。

点击下方链接，阅读完整报告 <https://www.duffandphelps.hk/insights/publications/m-and-a/brazilian-transaction-insights-q3-2019>

## AICPA发布关于风险投资和私募股权投资的最终估值指引

美国注册会计师协会(AICPA)发布了关于投资公司如何对其投资组合公司的投资进行公允价值评估的指引。该份题为《投资组合公司在风险资本、私募股权基金及其他投资公司的投资估值》的会计和估值指引旨在协调行业参与者、审计师和估值专家的意见。

本指引为财务报表编制者、独立审计师和估值专家提供了非权威的指引和实例，内容关于就《FASB ASC 946金融服务——投资公司》(包括私募股权基金、风险资本基金、对冲基金和业务发展公司)范围内由投资公司持有的组合公司投资进行会计处理及估值，并根据《FASB ASC 200》确定公允价值。

该指引由AICPA PE/VC工作组制订，其中包括来自PE/VC行业的成员、审计师、评估从业者和AICPA员工。道衡董事总经理David Larsen担任AICPA PE/VC工作组成员已有六年，在指引的制订过程发挥了重要作用。

按此参阅新闻稿：<https://www.duffandphelps.hk/insights/publications/valuation/aicpa-final-guide-valuation-venture-capital-private-equity-investments>





# HELPING AMBITIOUS COMPANIES ACCELERATE THEIR GROWTH IN ASIA AND BEYOND

## ASIA'S LEADING BUSINESS EXPANSION SPECIALIST

Tricolor Group (Tricolor) is the leading business expansion specialist in Asia, with global knowledge and local expertise in business, corporate, investor, human resources & payroll, and corporate trust & debt services. Tricolor provides the building blocks for, and catalyzes every stage of your business growth, from incorporation to IPO.

Strategically headquartered in Hong Kong, Tricolor serves 50,000 clients across the globe, including ~2,000 companies publicly listed in Asia and over 40% of the Fortune Global 500 companies. Our expert teams deliver critical functions to help ambitious companies accelerate their growth in Asia and beyond.

Tricolor's advantage comes from deep industry experience, committed staff, technology-driven processes, standardized methodologies, constant attention to changes in laws and regulations and wide industry contacts. Tricolor is uniquely positioned to unlock the potential of your business, and help you stay one step ahead of today's diverse and fast evolving regulatory environment.



**#1**  
**PROFESSIONAL SERVICES  
PROVIDER IN ASIA, WITH BESPOKE  
SOLUTIONS**



**47**  
**OFFICES IN 21 COUNTRIES /  
TERRITORIES OFFERING REGIONAL  
COVERAGE AND SOLUTIONS**



**2,600+**  
**EMPLOYEES, INCLUDING  
EXPERIENCED LEADERS TO FRESH  
MBAS FROM TOP UNIVERSITIES**



**630+**  
**CERTIFIED PROFESSIONALS,  
INCLUDING ACCOUNTANTS AND  
COMPANY SECRETARIES**



Visit our website:  
[www.tricorglobal.com](http://www.tricorglobal.com)



Email our Head Office:  
[info@hk.tricorglobal.com](mailto:info@hk.tricorglobal.com)



Call our Head Office:  
(852) 2980 1888



Follow Tricolor on LinkedIn:  
[@tricorgroup](https://www.linkedin.com/company/tricorgroup)



Follow Tricolor on Facebook:  
[@tricorglobal](https://www.facebook.com/tricorglobal)



Follow Tricolor on WeChat:  
[@tricorgroup](https://www.wechat.com/qrcode/index?qr=tricolor)



## CONTACT

### 香港

吴勇为 · 大中华区董事总经理  
patrick.wu@duffandphelps.com  
+852 2281 0100

李成安 · 董事总经理  
ricky.lee@duffandphelps.com  
+ 852 2281 0133

Steven Carey, 董事总经理  
steven.carey@duffandphelps.com  
+852 2281 0100

### 北京

梁国恩 · 董事总经理  
kevin.leung@duffandphelps.com  
+86 10 5835 7000

### 上海

曾伟昌 · 董事总经理  
simon.tsang@duffandphelps.com  
+86 21 6032 0600

### 深圳及广州

周炳辰 · 董事总经理  
joe.chow@duffandphelps.com  
SZ: +86 755 82173210  
GZ: +86 20 38912300

### 台湾

曾荣新 · 董事总经理  
vincent.tsang@duffandphelps.com  
+886 2 6632 2010

### About Duff & Phelps

Duff & Phelps is the global advisor that protects, restores and maximizes value for clients in the areas of valuation, corporate finance, investigations, disputes, cyber security, compliance and regulatory matters, and other governance-related issues. We work with clients across diverse sectors, mitigating risk to assets, operations and people. With Kroll, a division of Duff & Phelps since 2018, our firm has nearly 3,500 professionals in 28 countries around the world. For more information, visit [www.duffandphelps.com](http://www.duffandphelps.com)