

**金杜观察**  
KWM INSIGHTS

金杜律师事务所  
KING & WOOD  
MALLESONS

2020年9月 总第05期  
September 2020 Issue 05

# 科创板专题解读及 创新案例分析（上）

金杜律师事务所 金杜法律研究院 联合出版



# 科创板专题解读及 创新案例分析(上)

## 出版声明:

本出版物不代表金杜律师事务所对有关法律问题的法律意见。任何仅仅依照本出版物的全部或部分内容而做出的作为和不作为决定及因此造成的后果由行为人自行负责。如您需要法律意见或其他专家意见,应该向具有相关资格的专业人士寻求专业的法律帮助。

本出版物中,凡提及“香港”、“澳门”、“台湾”,将分别被诠释为“中国香港特别行政区”、“中国澳门特别行政区”、“中国台湾地区”。

## 版权声明:

© 金杜律师事务所2020年版权所有

金杜律师事务所保留对本书的所有权利。未经金杜律师事务所书面许可,任何人不得以任何形式或通过任何方式(手写、电子或机械的方式,包括通过复印、录音、录音笔或信息收集系统)复制本书任何受版权保护的内容。

有关本书的咨询及意见和建议,请联系:

publication@cn.kwm.com







## 前言

科技是国家强盛之基，创新是民族进步之魂。2018年11月5日，习近平总书记在进口博览会上宣布将在上海证券交易所设立科创板并实施注册制，将上海建设成国际金融中心和科技中心，并不断完善资本市场基础制度。2019年7月22日，科创板正式开市，首批25家上市企业揭开科创板的大幕。2020年9月11日，习近平总书记在北京主持召开科学家座谈会并发表重要讲话，为我国科学技术发展指明方向，“我们必须走出适合国情的创新路子，特别是要把原始创新能力提升摆在更加突出的位置，努力实现更多‘从0到1’的突破。”截至2020年9月15日，已有183家公司在科创板挂牌上市，其进度之快，充分展现了领导层对资本市场支持实体经济和金融供给侧改革的高度重视。

而金杜作为全球最具创新力的律所之一，始终致力于打造创新生态系统，助力科创企业以全球视野思考问题、参与国际竞争，向创新要活力、要动力、要效益。在新的市场环境中，金杜将协助科创企业及时抓住时代机遇，在科创板引领的资本盛宴中获得新活力和新机遇，真正与企业一起在生态圈各环节实现共生共赢。正值科创板开市一周年之际，我们对科创板改革成效、运行特征、制度建设进行回顾与总结，汇集近期金杜各个领域团队形成的关于科创板上市、科技企业及高新行业的智慧结晶，与各位读者共同巡礼科技创新，共同探寻前沿时代焦点。

本刊分为上下两册，上册将聚焦于科创板政策规则、企业管理及证券合规等科创企业共同关注的问题；下册将从科创板七大行业领域选取相关典型文章，全面解读行业相关政策与关注要点，并为读者透彻分析经典科创板上市案例。仔细研读本期刊中每一篇文章，您会看到金杜律师们在以下方面的匠心妙思与积极贡献：

**1. 科创板的政策与规则。**科创板以注册制为核心，从发行上市审核规则、发行与承销规则、股票上市规则、二级市场交易规则、科创板相关委员会工作规则等方面进行了全面全新的规则设计与制定。这部分内容中，金杜律师会对科创板



制度的重点或亮点内容进行简要介绍、总结，与先行A股IPO规则进行对比，并重点解读包括未盈利企业上市、红筹企业上市、分拆上市、“AB股”等在内的特殊制度，旨在帮助有意冲击科创板的企业快速了解科创板的创新与突破之处。

**2. 科创企业成长过程中的问题。**本部分内容会围绕科创企业成长过程中的痛点、难点，从股权、IP、人员及税务等角度系统深入剖析企业所遇到的一些共性问题，为企业的做大做强保驾护航。比如在“股权安排”这一部分，可以看到关于科创公司员工股权激励常见的“坑”及相应的实用避坑指南；在“知识产权”部分，会系统梳理专利法律风险与防范、技术先进性挖掘及产学研合作等内容；在“核心技术人员”部分，则会从劳动雇佣与管理的角度出发，对企业与核心技术人员在合作过程中可能引发的风险及防控措施等作介绍；而“税务筹划”将会结合企业科创属性为企业争取最优税收待遇。

**3. 证券合规与证券诉讼。**2019年末修订的《证券法》承载了我国证券市场对证券发行注册制改革、强化证券违法违规责任、加强投资者保护等问题的殷切希望。长期深耕证券合规和证券诉讼领域的金杜专业律师团队，将结合新《证券法》的条文规定以及多年从事相关业务经验，就这部新法的实施对证券违法行为的行政稽查执法以及相关证券诉讼产生哪些影响、可能带来哪些新变化的问题进行解读，为科创企业防范上市后的诉讼与处罚风险。另外，金杜团队还将结合《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》内容及作者在司法系统与证券执法部门工作多年的相关经验，解读司法系统对注册制改革的支持与保障。

**4. 科技创新行业。**为进一步贯彻落实党中央创新驱动发展战略的重大部署，科创板主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，重点支持新一代信息技术、高端装备、生物医药、新能源等领域企业上市。本部分内容将结合不同创新行业最新的政策要点、行业热点，引领读者探寻最新热点，如5G、人工智能、数据资产、区块链、生物医药及新能源等相关领域的主要法律法规和政策，帮助不同行业企业在追逐风口破浪前行过程中有效防范和规避风险。

**5. 科创板创新型典型项目分享。**为了帮助读者对科创板这块注册制改革的试验田及科技企业上市实操有更加深刻的理解，我们将在这部分内容中集中展示金杜承办的科创板上市项目，并对一些创新型典型科创板上市案例进行分析解读，如首例零营收企业上市案例、首例设置AB股企业上市案例、首例发行CDR的案例、首例红筹企业上市案例等等。在科创板开板一周年的历史新阶段起点，与读者共同回望过去、总结经验，从而更好地在未来把握新机遇、迎接新挑战。

**6. 2020年上半年科创板上市情况及问询焦点。**自2020年1月1日至2020年6月30日，上交所共上会审核77家企业的科创板注册发行申请，其中74家企业通过。为了方便读者更好地了解科创板最新上市情况及问询焦点，由金杜孵化和支持的法律和商业大数据平台“理脉”（Legal Miner）出具了专项研究报告并以本刊附录形式呈现，以便读者从全局视角把握科创板发展的总体态势和方向。



唐丽子



黄任重



---

# 目录

---

## 规则与政策

科创板落地：先“图”为快	004
大湾区科技创新企业：资本为器，未来可期	020
新政下国家级经开区开发主体IPO前需绕行的“坑”——科技园区及科创企业助推器的上市之路	024
错题总结——从终止/中止审核案例透视科创板上市的六条红线	029
科创板分拆上市——请先迈过同业竞争这道坎	033
注册制下中概股企业回归观察之中概股私有化新浪潮	038
注册制下中概股企业回归观察之红筹企业回归A股的新路径	042
注册制背景下私有化及红筹回归企业如何面对中国证券监管机构问询解析	047
“迎亏而上”——亏损企业A股上市关注重点解析	051

---

## 科创企业通用问题

### 科创企业与股权安排

科创公司员工股权激励避坑指南	058
“AB股”制度在境内外上市中的比较与实践	060

### 科创企业与知识产权

科创板之“硬核”IP炼造术——创新能力六个“是否”拆解	068
核心技术先进性论证：硬核走起，拒绝不明觉厉	071
科创性自测题：产学研之专利权属篇	074
科创性自测题：产学研之成果转化篇	076
秋天里的一把火：新规助燃产学研	079
科创板上市专利诉讼风险早知道——FTO分析	082

### 科创企业与核心技术人员

核心技术人员：颜值还是研值	084
科创企业中关于核心技术人员的风险和管理	086

### 科创企业与税务筹划

科创企业不可不知的税收优惠政策及税收筹划要点	090
企业涉税犯罪风险升级，合规行动必不可少	096

---

## 证券合规与证券诉讼

《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》要点解读	098
新《证券法》“投资者保护”专章研读之先行赔付制度的理解与思考	103
新《证券法》解读之新《证券法》视野下的证券合规和证券诉讼	110
证券“退出制代表人诉讼”制度来了	116



## 科创板落地：先“图”为快

刘东亚 吴梦璐 王小伟 叶处然



刘东亚

2019年3月2日凌晨，距科创板相关制度结束公开征求意见仅仅不到两周，中国证监会、上海证券交易所正式发布“2+6”项科创板制度以及新增6项配套规则，并正式开始实施。2019年3月3日夜，上海证券交易所继续发布2项问答和指引。

本文主要针对科创板正式稿规则与现行A股IPO规则进行对比，旨在为准备登陆科创板的企业快速地厘清相关重点和区别。

### 一、科创板的监管规则体系

#### 顶层设计

#### 中央全面深化改革委员会

- 在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案
- 关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见

#### 上层监管

#### 中国证监会

- 科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）
- 科创板上市公司持续监管办法（试行）
- 公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第41号——科创板公司招股说明书（新增）
- 公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第42号——首次公开发行股票并在科创板上市申请文件（新增）

#### 审核实施

#### 上海证券交易所

#### 发行上市审核类：

- 上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则
- 上海证券交易所科创板股票上市委员会管理办法
- 上海证券交易所科技创新咨询委员会工作规则
- 上海证券交易所科创板上市保荐书内容与格式指引（新增）
- 上海证券交易所科创板股票发行上市申请文件受理指引（新增）
- 上海证券交易所科创板企业上市推荐指引（新增）
- 上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（新增）

#### 发行承销与上市类：

- 上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法
- 上海证券交易所科创板股票上市规则

#### 交易类：

- 上海证券交易所科创板股票交易特别规定
- 上海证券交易所科创板股票盘后固定价格交易指引（新增）
- 上海证券交易所科创板股票交易风险揭示书必备条款（新增）

#### 其他配套

#### 证券结算登记

- 中国证券登记结算有限责任公司证券登记规则（修订）
- 中国证券登记结算有限责任公司科创板股票登记结算业务细则（试行）

## 二、科创板上市条件及比较

事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
注册地	注册地在境内	注册地在境内	允许注册地在境外、主要经营活动在境内的红筹企业，在符合相关规定的前提下申请上市。
股本总额	<ul style="list-style-type: none"> <li>发行前股本总额不少于3000万元；</li> <li>发行后股本总额不少于5000万元。</li> </ul>	发行后股本总额不少于3000万元。	
持续经营	持续经营时间应当在3年以上，但经国务院批准的除外。	持续经营时间应当在3年以上。	
持续经营	非试点创新企业，在有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司时存在未弥补亏损，应当自完成整体变更的工商登记后运行满36个月。		不适用前述监管要求。
财务指标/ 市值标准	<ul style="list-style-type: none"> <li>连续三年盈利</li> <li>扣非净利润累计超过3000万元</li> <li>最近三年经营现金流量净额累计超过5000万元，或者最近三年营业收入累计超过3亿元</li> </ul>	标准1： <ul style="list-style-type: none"> <li>连续两年盈利</li> <li>最近两年扣非净利润不少于1000万元</li> </ul> 或者 标准2： <ul style="list-style-type: none"> <li>最近一年盈利</li> <li>最近一年营业收入不少于5000万元</li> </ul>	5套市值标准： <ol style="list-style-type: none"> <li>① 预计市值≥人民币10亿元（净利润，或净利润+营业收入）               <ul style="list-style-type: none"> <li>最近两年盈利（按扣非净利润孰低的原则计算；下同），且最近两年累计扣非净利润≥人民币5000万元</li> <li>或者最近一年盈利，且营业收入≥人民币1亿元</li> </ul> </li> <li>② 预计市值≥人民币15亿元（营业收入+研发投入）               <ul style="list-style-type: none"> <li>最近一年营业收入≥人民币2亿元</li> <li>最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例≥15%</li> </ul> </li> <li>③ 预计市值≥人民币20亿元（营业收入+现金流）               <ul style="list-style-type: none"> <li>最近一年营业收入≥人民币3亿元</li> <li>最近三年经营活动产生的现金流量净额累计≥人民币1亿元</li> </ul> </li> <li>④ 预计市值≥人民币30亿元（营业收入）               <ul style="list-style-type: none"> <li>最近一年营业收入≥人民币3亿元</li> </ul> </li> <li>⑤ 预计市值≥人民币40亿元（特定领域要求）               <ul style="list-style-type: none"> <li>主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果（正式稿删除“获得知名投资机构一定金额的投资”的要求）</li> <li>医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验（正式稿将医药行业企业进入二期临床试验的一项“一类新药”改为一项“核心产品”），其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件</li> </ul> </li> </ol>
净资产/ 无形资产	最近一期末无形资产占净资产的比例不高于20%	最近一期末净资产不少于2000万元	N/A
实际控制人	最近3年内实际控制人没有发生变更。	最近2年内实际控制人没有发生变更。	最近2年内实际控制人没有发生变更，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷。
管理层稳定性	最近3年内董事、高级管理人员没有发生重大变化。	最近2年内董事、高级管理人员没有发生重大变化。	<ul style="list-style-type: none"> <li>最近2年内董事、高级管理人员没有发生重大不利变化。</li> <li>是否发生重大不利变化的认定，应当本着实质重于形式的原则，综合两方面因素分析：一是最近2年内的变动人数及比例，在计算人数比例时，以上述人员合计总数作为基数；二是上述人员离职或无法正常参与发行人的生产经营是否对发行人生产经营产生重大不利影响。</li> </ul>

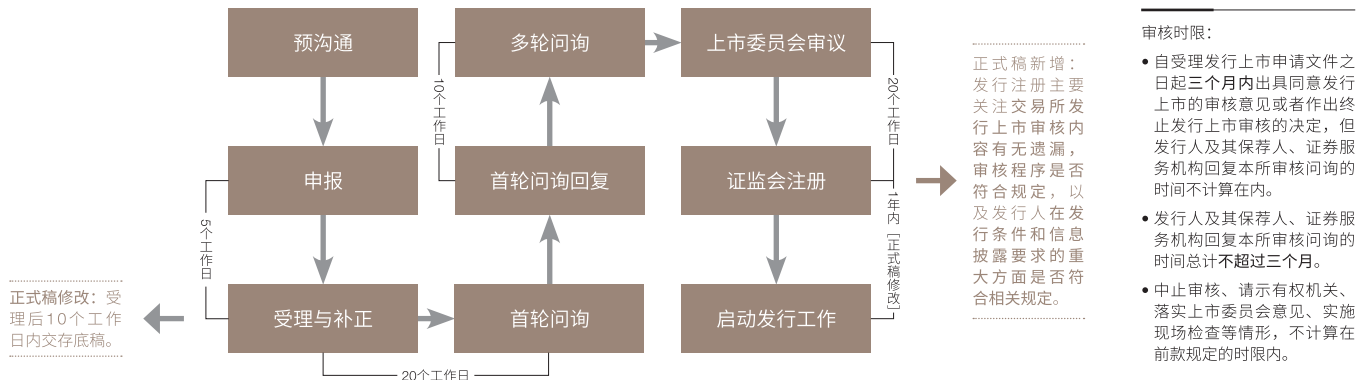


# 规则与政策

事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
管理层合规性	发行人的董事、监事和高级管理人员应当忠实、勤勉，具备法律、行政法规和规章规定的资格，且不存在下列情形： <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 被中国证监会采取证券市场禁入措施尚在禁入期的；</li> <li>2. 最近三年内受到中国证监会行政处罚，或者最近一年内受到证券交易所公开谴责的；</li> <li>3. 因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论意见的。</li> </ol>		董事、监事和高级管理人员不存在最近3年内受到中国证监会行政处罚，或者因涉嫌犯罪被司法机关立案侦查或者涉嫌违法违规被中国证监会立案调查，尚未有明确结论等情形。
核心技术人员稳定性	无明文规定		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 最近2年内核心技术人员没有发生重大不利变化。</li> <li>• 原则上，核心技术人员通常包括公司技术负责人、研发负责人、研发部门主要成员、主要知识产权和非专利技术的发明人或设计人、主要技术标准的起草者等。</li> </ul>
主营业务	发行人的生产经营符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策。	发行人应当主要经营一种业务，符合法律、行政法规和公司章程的规定，符合国家产业政策及环境保护政策。	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 符合相关行业范围（重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业的战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合）、依靠核心技术开展生产经营、具有较强成长性等。</li> <li>• 面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求。优先支持符合国家战略，拥有关键核心技术（正式稿新增），科技创新能力突出；主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业。</li> </ul>
	发行人最近3年内主营业务没有发生重大变化。	最近2年内主营业务没有发生重大变化。	最近2年内主营业务没有发生重大不利变化。
同业竞争	发行人的业务与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不得有同业竞争。		<ul style="list-style-type: none"> <li>• 与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争。</li> <li>• 认定同业竞争是否构成重大不利影响时，应结合竞争方与发行人的经营地域、产品或服务的定位，是否会导致发行人与竞争方之间的非公平竞争、是否会导致发行人与竞争方之间存在利益输送、是否会导致发行人与竞争方之间相互或者单方让渡商业机会情形，对未来发展的潜在影响等方面，核查并出具明确意见。竞争方的同类收入或毛利占发行人该类业务收入或毛利的比例达30%以上的，如无充分相反证据，原则上应认定为构成重大不利影响。</li> </ul>
关联交易	关联交易价格公允，不存在通过关联交易操纵利润的情形。		不存在严重影响独立性或者显失公平的关联交易。
资产完整	发行人的注册资本已足额缴纳，发起人或者股东用作出资的资产的财产权转移手续已办理完毕，发行人的主要资产不存在重大权属纠纷。		发行人不存在主要资产、核心技术、商标等的重大权属纠纷，重大偿债风险，重大担保、诉讼、仲裁等或有事项。
募集资金用途	应当有明确的使用方向，原则上用于主营业务。		科创公司应当建立完善募集资金管理使用制度，按照交易所规定持续披露募集资金使用情况和募集资金重点投向科技创新领域的具体安排。
财务及内控合规	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 发行人会计基础工作规范，财务报表的编制和披露符合企业会计准则和相关信息披露规则的规定，在所有重大方面公允地反映了发行人的财务状况、经营成果和现金流量，并由注册会计师出具无保留意见的审计报告。</li> <li>• 发行人内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证公司运行效率、合法合规和财务报告的可靠性，并由注册会计师出具无保留结论的内部控制鉴证报告。</li> </ul>		
公司治理	发行人具有完善的公司治理结构，依法建立健全股东大会、董事会、监事会以及独立董事、董事会秘书、审计委员会制度，相关机构和人员能够依法履行职责。		
特殊事项	N/A	N/A	（正式稿新增）发行人存在实施员工持股计划、期权激励、整体变更累计未弥补亏损等事项的处理，由本所另行规定。

### 三、科创板的特殊规则及亮点

#### (一) 发行审核与注册流程



#### (二) 保荐机构持续督导责任

事项	主板及中小板上市规则	创业板上市规则	科创板上市规则
持续督导期间	上市当年剩余时间及其后2个完整会计年度	上市当年剩余时间及其后3个完整会计年度	上市当年剩余时间及其后3个完整会计年度
督导职责	<p>主要规则：《证券发行上市保荐业务管理办法》、《上海证券交易所上市公司持续督导工作指引》、《深圳证券交易所上市公司保荐工作指引》等</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>督导发行人有效执行并完善防止控股股东、实际控制人、其他关联方违规占用发行人资源的制度；</li> <li>督导发行人有效执行并完善防止其董事、监事、高级管理人员利用职务之便损害发行人利益的内控制度；</li> <li>督导发行人有效执行并完善保障关联交易公允性和合规性的制度，并对关联交易发表意见；</li> <li>持续关注发行人募集资金的专户存储、投资项目的实施等承诺事项；</li> <li>持续关注发行人为他人提供担保等事项，并发表意见；</li> <li>督导上市公司建立健全并有效执行公司治理制度；</li> <li>督导上市公司建立健全并有效执行内控制度；</li> <li>督导上市公司建立健全并有效执行信息披露制度；</li> <li>中国证监会、证券交易所规定及保荐协议约定的其他工作。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>督促上市公司建立和执行信息披露、规范运作、承诺履行、分红回报等制度；</li> <li>识别并督促上市公司披露对公司持续经营能力、核心竞争力或者控制权稳定有重大不利影响的风险或者负面事项，并发表意见；</li> <li>关注上市公司股票交易异常波动情况，督促上市公司按照本规则规定履行核查、信息披露等义务；</li> <li>对上市公司存在的可能严重影响公司或者投资者合法权益的事项开展专项核查，并出具现场核查报告；</li> <li>定期出具并披露持续督导跟踪报告；</li> <li>中国证监会、本所规定或者保荐协议约定的其他职责。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>督促上市公司建立和执行信息披露、规范运作、承诺履行、分红回报等制度；</li> <li>识别并督促上市公司披露对公司持续经营能力、核心竞争力或者控制权稳定有重大不利影响的风险或者负面事项，并发表意见；</li> <li>关注上市公司股票交易异常波动情况，督促上市公司按照本规则规定履行核查、信息披露等义务；</li> <li>对上市公司存在的可能严重影响公司或者投资者合法权益的事项开展专项核查，并出具现场核查报告；</li> <li>定期出具并披露持续督导跟踪报告；</li> <li>中国证监会、本所规定或者保荐协议约定的其他职责。</li> </ul>
发表意见的事项	<ul style="list-style-type: none"> <li>对发行人的关联交易发表意见；</li> <li>对发行人为他人提供担保发表意见。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>同“主板及中小板上市规则”；</li> <li>持续督导期内，在上市公司披露年度报告、半年度报告后15个工作日内披露跟踪报告，对《证券发行上市保荐业务管理办法》第三十一条（即前述督导责任的第1-5项）所涉及事项进行分析并发表独立意见；</li> <li>发行人临时报告披露的信息涉及募集资金、关联交易、委托理财、为他人提供担保等重大事项的，自临时报告披露之日起10个工作日内进行分析并发表独立意见。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>对日常风险事项发表意见：就相关事项对公司经营的影响以及是否存在其他未披露重大风险发表意见并披露；</li> <li>对业务和技术风险事项发表意见：就相关事项对公司核心竞争力和日常经营的影响，以及是否存在其他未披露重大风险发表意见并披露；</li> <li>对控股股东风险事项发表意见的职责：就相关事项对上市公司控制权稳定和日常经营的影响、是否存在侵害上市公司利益的情形以及其他未披露重大风险发表意见并披露；</li> <li>上市公司年度报告、半年度报告披露之日起15个工作日内，披露持续督导跟踪报告（注：上市公司尚未实现盈利、业绩由盈转亏、营业收入与上年同期相比下降50%以上或者其他主要财务指标异常的，应当在持续督导跟踪报告显著位置就上市公司是否存在重大风险发表结论性意见）；</li> <li>跟踪研究上市公司行业、经营、财务、股价等情况，在持续督导期内每半年出具并披露投资研究报告。</li> </ul>





## (三) 同股不同权

事项	内容
仅允许上市前设置	<ul style="list-style-type: none"> <li>发行人在首次公开发行并上市前不具有表决权差异安排的，不得在首次公开发行上市后以任何方式设置此类安排。</li> </ul>
市值要求	市值及财务指标符合下列标准之一：（1）预计市值不低于人民币100亿元；（2）预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币5亿元。
资格要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>持有特别表决权股份的股东应当为对上市公司发展或业务增长等作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体；</li> <li>特别表决权股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份10%以上。</li> </ul>
表决权差异限制	上市公司章程应当规定每份特别表决权股份的表决权数量。每份特别表决权股份的表决权数量应当相同，且不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍。
差异限制	除公司章程规定的表决权差异外，普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利应当完全相同。
不得增发	上市公司股票在上市后，除同比例配股、转增股本情形外，不得在境内外发行特别表决权股份，不得提高特别表决权比例。上市公司因股份回购等原因，可能导致特别表决权比例提高的，应当采取将相应数量特别表决权股份转换为普通股份等措施，保证特别表决权比例不高于原有水平。
普通表决权保障	上市公司应当保证普通表决权比例不得低于10%；有权提议召开临时股东大会的股东所需拥有权益的股份数量不得超过公司全部已发行有表决权股份数量的10%；有权提出股东大会议案的股东所需拥有权益的股份数量不得超过公司全部已发行有表决权股份数量的3%。
不得上市交易	特别表决权股份不得在二级市场进行交易，但可以按照有关规定进行转让。
永久转换	出现下列情形之一的，特别表决权股份应当按照1:1的比例转换为普通股份： <ol style="list-style-type: none"> <li>持有特别表决权股份的股东不再符合本规则规定的资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡；</li> <li>实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制；</li> <li>持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份，或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使；</li> <li>公司的控制权发生变更时，上市公司发行的全部特别表决权股份应当转换为普通股份。</li> </ol>
重大事项表决保障	上市公司股东对下列事项行使表决权时，每一特别表决权股份享有的表决权数量应当与每一普通的表决权数量相同： <ol style="list-style-type: none"> <li>对公司章程作出修改；</li> <li>改变特别表决权股份享有的表决权数量；</li> <li>聘请或者解聘独立董事；</li> <li>聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所；</li> <li>公司合并、分立、解散或者变更公司形式。</li> </ol>
持续披露	上市公司具有表决权差异安排的，应当在定期报告中（正式稿修改）披露该等安排在报告期内的实施和变化情况，以及该等安排下保护投资者合法权益有关措施的实施情况。前款规定事项出现重大变化或者调整的，公司和相关信息披露义务人应当及时予以披露。
监事会专项报告	监事会应在年度报告中（正式稿修改），就特别表决权是否符合本规则要求出具专项意见。

#### (四) 允许红筹企业上市

1	主体	<p>符合《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》（国办发〔2018〕21号；《若干意见》）规定的红筹企业，可申请发行股票或存托凭证并在科创板上市。</p> <p>《若干意见》：（1）已在境外上市的大型红筹企业，市值不低于2000亿元人民币；（2）尚未在境外上市的创新企业（包括红筹企业和境内注册企业），最近一年营业收入不低于30亿元人民币且估值不低于200亿元人民币。</p> <p><b>正式稿新增：营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位的尚未在境外上市红筹企业，市值及财务指标应当至少符合下列上市标准中的一项：（1）预计市值不低于人民币100亿元；（2）预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币5亿元。</b></p>
2	红筹企业上市的具体要求	<p>① 适用境外注册地法律法规，但投资者权益保护不应低于境内要求 红筹企业的股权结构、公司治理、运行规范等事项适用境外注册地公司法等法律法规规定的，其投资者权益保护水平，包括资产收益、参与重大决策、剩余财产分配等权益，总体上应不低于境内法律法规以及中国证监会规定的要求，并保障境内存托凭证持有人实际享有的权益与境外基础证券持有人的权益相当。</p> <p>② 《科创板股票上市规则》第十三章，用专章共15个条款规定了红筹企业和境内外事项的协调，其中有7条（13.1.4（信息披露形式要求）、13.1.5（信息披露代表及渠道）、13.1.6（VIE特别披露事项）、13.1.9（存托凭证披露事项）、13.1.11（红筹企业调整适用）、13.2.1（同步披露）、13.2.2（一致性披露））专门就红筹企业的披露事项作出了具体规定。</p> <p>③ VIE特别披露事项 a. 红筹企业具有协议控制架构或者类似特殊安排的，应当充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息，以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。 b. 红筹企业应当在年度报告中披露协议控制架构或者类似特殊安排在报告期内的实施和变化情况，以及该等安排下保护境内投资者合法权益有关措施的实施情况。</p> <p>④ 其他特殊监管规则 允许红筹企业进行《科创板股票上市规则》规定需提交股东大会审议的重大交易、关联交易等事项，可以按照其已披露的注册地公司法等法律法规和公司章程规定的权限和程序执行，法律法规以及中国证监会另有规定除外。</p>

#### (五) 股权激励

1	扩大股权激励的比例上限与对象范围	<p>1. 在激励比例上，将上市公司全部在有效期内的股权激励计划所涉及的股票总数的累计限额由10%提升至20%。</p> <p>2. 在激励对象上，允许单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东、实际控制人及其配偶、父母、子女，成为股权激励对象，但需要在上市公司担任董事、高级管理人员、核心技术人员或核心业务人员（正式稿修改）。</p>
2	新增股权激励价格限制的例外情形	<p>按照现行规定，限制性股票的授予价格和股票期权的行权价格，原则上不得低于激励计划公布前1个交易日股票交易均价的50%以及前20个交易日、前60个交易日、前120个交易日股票交易均价之一的50%。</p> <p>配套规则取消了上述监管原则性要求，仅要求在股权激励价格条款出现上述情形时，聘请独立财务顾问对股权激励计划的可行性、相关定价依据和定价方法的合理性、是否有利于公司的持续发展、是否损害股东利益等发表意见。</p>
3	取消股权激励实施的期限限制	<p>按照现行规定，限制性股票计划经股东大会审议通过后，上市公司应当在60日内授予权益并完成登记。</p> <p>配套规则取消了上述60日的期限限制，允许满足激励条件后，公司再将限制性股票登记至激励对象名下。</p>



## (六) 三类股东

### 现行规则：

- 公司控股股东、实际控制人、第一大股东不得为“三类股东”；
- 为确保“三类股东”依法设立并规范运作，要求其已经纳入金融监管部门有效监管；
- 为从源头上防范利益输送行为，防控潜在风险，从严监管高杠杆结构化产品和层层嵌套的投资主体，要求存在上述情形的发行人提出符合监管要求的整改计划，并对“三类股东”做穿透式披露，同时要求中介机构对发行人及其利益相关人是否直接或间接在“三类股东”中持有权益进行核查；
- 为确保能够符合现行锁定期和减持规则，要求“三类股东”对其存续期作出合理安排。

### 科创板规则：

- 持有上市公司5%以上股份的契约型基金、信托计划或资产管理计划，应当在权益变动文件中披露支配股份表决权的主体，以及该主体与上市公司控股股东、实际控制人是否存在关联关系。
- 契约型基金、信托计划或资产管理计划成为上市公司控股股东、第一大股东或者实际控制人的，除应当履行前款规定义务外，还应当在权益变动文件中穿透披露至最终投资者。

## 四、科创板特定股东的约束规则

事项	上交所现行规则	科创板规则
控制权转让的限制	<p>《股票上市规则》11.9.6：上市公司控股股东向收购人协议转让其所持股份时，控股股东及其关联方未清偿对公司的负债、或未解除公司为其负债提供的担保、或存在损害公司利益的其他情形的，公司董事会应当及时予以披露并提出解决措施。</p>	<p>《科创板股票上市规则》4.1.7：上市公司控股股东、实际控制人转让控制权的，应当保证公平合理，不得损害上市公司和其他股东的合法权益。</p> <p>控股股东、实际控制人转让控制权前存在下列情形的，应当予以解决：</p> <ul style="list-style-type: none"><li>(一) 违规占用上市公司资金；</li><li>(二) 未清偿对上市公司债务或者未解除上市公司为其提供的担保；</li><li>(三) 对上市公司或者其他股东的承诺未履行完毕；</li><li>(四) 对上市公司或中小股东利益存在重大不利影响的其他事项。</li></ul>
特别表决权的转换	无此制度	<p>《科创板股票上市规则》4.5.9：出现下列情形之一的，特别表决权股份应当按照 1:1 的比例转换为普通股份：</p> <p>……</p> <ul style="list-style-type: none"><li>(二) 实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制；</li><li>(三) 持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份，或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使；</li><li>(四) 公司的控制权发生变更。</li></ul> <p>发生前款第四项情形的，上市公司发行的全部特别表决权股份均应当转换为普通股份。</p>
控股股东、实际控制人首发前股份锁定承诺	<p>《股票上市规则》5.1.5：发行人向本所申请其首次公开发行股票上市时，控股股东和实际控制人应当承诺：自发行人股票上市之日起36个月内，不转让或者委托他人管理其直接和间接持有的发行人首次公开发行股票前已发行股份，也不由发行人回购该部分股份。</p> <p>但转让双方存在控制关系，或者均受同一实际控制人控制的，自发行人股票上市之日起一年后，经控股股东和实际控制人申请并经本所同意，可豁免遵守前款承诺。</p>	<p>《科创板股票上市规则》2.4.4：上市公司控股股东、实际控制人自发行人股票上市之日起36个月内，不得转让或者委托他人管理其直接和间接持有的首发前股份，也不得提议由上市公司回购该部分股份。</p> <p>转让双方存在控制关系，或者均受同一实际控制人控制的，自发行人股票上市之日起一年后，可豁免遵守前款承诺。</p> <p>《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》第6问：对于发行人没有或难以认定实际控制人的，为确保发行人股权结构稳定、正常生产经营不因发行人控制权发生变化而受到影响，要求发行人的股东按持股比例从高到低依次承诺其所持股份自上市之日起锁定36个月，直至锁定股份的总数不低于发行前A股股份总数的51%。</p> <p>位列上述应予以锁定51%股份范围的股东，符合下列情形之一的，不适用上述锁定36个月规定：员工持股计划；持股5%以下的股东；非发行人第一大股东且符合一定条件的创业投资基金股东。</p>

事项	上交所现行规则	科创板规则
核心技术人员首发前股份锁定承诺	无专门规定	《科创板股票上市规则》2.4.5（正式稿修改）：上市公司核心技术人员自发行人股票上市之日起12个月内和离职后6个月内不得转让本公司首发前股份；自所持首发前股份限售期满之日起4年内，每年转让的首发前股份不得超过上市时所持公司首发前股份总数的25%，减持比例可以累积使用。
限售期满后的控制权安排	无专门规定	《科创板股票上市规则》2.4.6（正式稿修改）：上市公司控股股东、实际控制人在限售期满后减持首发前股份的，应当明确并披露公司的控制权安排，保证上市公司持续稳定经营。
特定股东首发前股份减持方式	<p>《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》（《减持细则》）第四条：大股东减持或者特定股东减持，采取集中竞价交易方式的，在任意连续90日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%。</p> <p>持有上市公司非公开发行股份的股东，通过集中竞价交易减持该部分股份的，除遵守前款规定外，自股份解除限售之日起12个月内，减持数量不得超过其持有该次非公开发行股份数量的50%。</p> <p>《减持细则》第五条：大股东减持或者特定股东减持，采取大宗交易方式的，在任意连续90日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的2%。</p>	<p>《科创板股票上市规则》2.4.1（正式稿修改）：上市公司股份的限售与减持，适用本规则；本规则未规定的，适用《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》（以下简称《减持细则》）、《上海证券交易所上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则》及本所其他有关规定。</p> <p>上市公司股东可以通过非公开转让、配售方式转让首发前股份，转让的方式、程序、价格、比例以及后续转让等事项，以及上市公司非公开发行股份涉及的减持由本所另行规定，报中国证监会批准后实施。</p>
特定方式受让首发前股份的限制	<p>《减持细则》第五条：大股东减持或者特定股东减持，采取大宗交易方式的，在任意连续90日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的2%。</p> <p>大宗交易的出让方与受让方，应当明确其所买卖股份的数量、性质、种类、价格，并遵守本细则的相关规定。</p> <p>受让方在受让后6个月内，不得转让所受让的股份。</p>	
创投等其他股东减持首发前股份	适用《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》《上海证券交易所上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则》	
未盈利不得减持首发前股份	无专门规定	<p>《科创板股票上市规则》2.4.3（正式稿修改）：公司上市时未盈利的，在公司实现盈利前，控股股东、实际控制人自公司股票上市之日起3个完整会计年度内，不得减持首发前股份；自公司股票上市之日起第4个会计年度和第5个会计年度内，每年减持的首发前股份不得超过公司股份总数的2%，并应当符合《减持细则》关于减持股份的相关规定。</p> <p>公司上市时未盈利的，在公司实现盈利前，董事、监事、高级管理人员及核心技术人员自公司股票上市之日起3个完整会计年度内，不得减持首发前股份；在前述期间内离职的，应当继续遵守本款规定。</p> <p>公司实现盈利后，前两款规定的股东可以自当年年度报告披露后次日起减持首发前股份，但应当遵守本节其他规定。</p>



事项	上交所现行规则	科创板规则
专项资产管理计划减持的信息披露	无专门规定	《科创板股票上市规则》2.4.9：发行人的高级管理人员与核心员工设立的专项资产管理计划，通过集中竞价、大宗交易等方式在二级市场减持参与战略配售获配股份的，应当按照本规则关于上市公司股东减持首发前股份的规定履行相应信息披露义务。
特定股东重大违法减持限制	<p>《减持细则》第九条：具有下列情形之一的，上市公司大股东不得减持股份：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 上市公司或者大股东因涉嫌证券期货违法犯罪，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后未满6个月的；</li> <li>2. 大股东因违反本所业务规则，被本所公开谴责未满3个月的；</li> <li>3. 法律、行政法规、部门规章、规范性文件以及本所业务规则规定的其他情形。</li> </ol> <p>《减持细则》第十条：具有下列情形之一的，上市公司董监高不得减持股份：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 董监高因涉嫌证券期货违法犯罪，在被中国证监会立案调查或者被司法机关立案侦查期间，以及在行政处罚决定、刑事判决作出之后未满6个月的；</li> <li>2. 董监高因违反本所业务规则，被本所公开谴责未满3个月的；</li> <li>3. 法律、行政法规、部门规章、规范性文件以及本所业务规则规定的其他情形。</li> </ol>	《科创板股票上市规则》2.4.7：上市公司存在本规则第十二章第二节规定（指重大违法强制退市）的重大违法情形，触及退市标准的，自相关行政处罚决定或者司法裁判作出之日起至公司股票终止上市前，控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得减持公司股份。

## 五、科创板信息披露规则及比较

### （一）上市审核过程中的信披要求

项目	上交所现行规则	科创板规则
审核标准	真实性、准确性、完整性	重点关注信息披露是否达到真实、准确、完整的要求，是否符合招股说明书内容与格式准则的要求（正式稿新增）
责任主体	发行人应对其信息披露负责。	发行人应对其信息披露负责，保荐人、证券服务机构须对发行人的信息披露承担把关责任。
审核文件	<ol style="list-style-type: none"> <li>一 上市申请书；</li> <li>二 ……</li> <li>十八 本所要求的其他文件。</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 上市申请书；</li> <li>2. 中国证监会同意注册的决定；</li> <li>3. 首次公开发行结束后发行人全部股票已经中国证券登记结算有限责任公司（以下简称中国结算）上海分公司登记的证明文件；</li> <li>4. 首次公开发行结束后，具有执行证券、期货相关业务资格的会计师事务所出具的验资报告；</li> <li>5. 发行人、控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员根据本规则要求出具的证明、声明及承诺；</li> <li>6. 首次公开发行后至上市前，按规定新增的财务资料和有关重大事项的说明（如适用）；</li> <li>7. 本所要求的其他文件。</li> </ol>

## (二) 上市后的信披要求

项目	上交所现行规则	科创板规则
基本原则	真实、准确、完整、及时、公平	真实、准确、完整、公平、及时
一般要求	无专门章节。	<p>1. <b>行业信息披露。</b>上市公司应当披露能够充分反映公司业务、技术、财务、公司治理、竞争优势、行业趋势、产业政策等方面的重大信息，充分揭示上市公司的风险因素和投资价值，便于投资者合理决策。</p> <p>2. <b>分阶段披露。</b>上市公司筹划重大事项，持续时间较长的，应当按照重大性原则，分阶段披露进展情况，及时提示相关风险，不得仅以相关事项结果尚不确定为由不予披露。</p> <p>3. <b>自愿信息披露。</b>上市公司和相关信息披露义务人认为相关信息可能影响公司股票交易价格或者有助于投资者决策，但不属于本规则要求披露的信息，可以自愿披露。 上市公司和相关信息披露义务人自愿披露信息，应当审慎、客观，不得利用该等信息不当影响公司股票交易价格。 上市公司和相关信息披露义务人按照本条披露信息的，在发生类似事件时，应当按照同一标准予以披露。</p> <p>4. <b>浅白语言。</b>上市公司的公告文稿应当重点突出、逻辑清晰、语言浅白、简明易懂，避免使用大量专业术语、过于晦涩的表达方式和外文及其缩写，避免模糊、模板化和冗余重复的信息，不得含有祝贺、宣传、广告、恭维、诋毁等性质的词语。</p> <p>5. <b>控股、参股公司信息披露。</b>上市公司合并报表范围内的子公司及其他主体发生本规则规定的重大事项，视同上市公司发生的重大事项，适用本规则。 上市公司参股公司发生本规则规定的重大事项，可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的，上市公司应当参照适用本规则履行信息披露义务。</p> <p>6. <b>暂缓及豁免披露。</b></p>

## (三) 重大交易的披露

### 1. 重大交易的披露标准

项目	主板/中小板	创业板	科创板
交易涉及的资产总额	上市公司最近一期审计总资产的10%以上	上市公司最近一期审计总资产的10%以上	上市公司最近一期审计总资产的10%以上
交易的成交金额	上市公司最近一期经审计净资产的10%，且绝对金额超过1000万元	上市公司最近一期经审计净资产的10%，且绝对金额超过500万元	上市公司市值的10%以上
交易标的（如股权）的资产净额	N/A	N/A	上市公司市值的10%以上
交易标的（如股权）最近一个会计年度营业收入	上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的10%以上，且绝对金额超过1000万元	上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的10%以上，且绝对金额超过500万元	上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的10%以上，且超过1000万元
交易产生的利润	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且绝对金额超过100万元	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且绝对金额超过100万元	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且超过100万元
交易标的（如股权）最近一个会计年度相关的净利润	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且绝对金额超过100万元	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的10%以上，且绝对金额超过100万元	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且超过100万元

## 2. 重大交易提交股东大会审议的标准

项目	主板/中小板	创业板	科创板
交易涉及的资产总额	上市公司最近一期审计总资产的50%以上	上市公司最近一期审计总资产的50%以上	上市公司最近一期审计总资产的50%以上
交易的成交金额	上市公司最近一期经审计净资产的50%，且绝对金额超过5000万元	上市公司最近一期经审计净资产的50%，且绝对金额超过3000万元	上市公司市值的50%以上
交易标的（如股权）的资产净额	N/A	N/A	上市公司市值的50%以上
交易标的（如股权）最近一个会计年度营业收入	上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的50%以上，且绝对金额超过5000万元	上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的50%以上，且绝对金额超过3000万元	上市公司最近一个会计年度经审计营业收入的50%以上，且超过5000万元
交易产生的利润	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且绝对金额超过500万元	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且绝对金额超过300万元	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且超过500万元
交易标的（如股权）最近一个会计年度相关的净利润	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且绝对金额超过500万元	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且绝对金额超过300万元	上市公司最近一个会计年度经审计净利润的50%以上，且超过500万元

## 3. 关联交易的审议标准

事项	主板/中小板	创业板	科创板
应当披露	与关联自然人发生的交易金额在30万元以上的关联交易； 与关联法人发生的交易金额在300万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值0.5%以上的关联交易。	与关联自然人发生的交易金额在30万元以上的关联交易； 与关联法人发生的交易金额在100万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值0.5%以上的关联交易。	与关联自然人发生的成交金额在30万元以上的交易； 与关联法人发生的成交金额占上市公司总资产或市值0.1%以上的交易，且超过300万元。
股东大会审议	与关联法人发生的交易金额在3000万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的关联交易。 上市公司为关联人提供担保。	与关联法人发生的交易金额在1000万元以上，且占公司最近一期经审计净资产绝对值5%以上的关联交易。 上市公司为关联人提供担保。	与关联人发生的交易金额占上市公司总资产或市值1%以上的交易，且超过3000万元。 上市公司为关联人提供担保。



## 六、科创板退市制度及比较

科创板构建了四套退市体系，分别为：



### (一) 科创板退市制度vs上交所现行规则

总体变化：科创板不再设置暂停上市、恢复上市和重新上市环节，退市时间进一步缩短。

#### 上交所现行规则

##### 1. 暂停上市

《股票上市规则》14.1.1：上市公司出现下列情形之一的，由本所决定暂停其股票上市：（一）因最近两个会计年度的净利润触及第13.2.1条第（一）项规定的标准，其股票被实施退市风险警示后，公司披露的最近一个会计年度经审计的净利润继续为负值；……（十）本所认定的其他情形。

##### 2. 恢复上市

《股票上市规则》14.2.1：上市公司因净利润、净资产、营业收入或者审计意见类型触及第14.1.1条第（一）至（四）项规定的标准，其股票被暂停上市后，向本所提出恢复上市申请的，应当同时符合下列条件：（一）在法定期限内披露了最近一年年度报告；……（九）本所认为需具备的其他条件。

##### 3. 强制终止上市

《股票上市规则》14.3.1：上市公司出现下列情形之一的，由本所决定终止其股票上市：（一）因净利润、净资产、营业收入或者审计意见类型触及第14.1.1条第（一）项至第（四）项规定的标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近一个会计年度经审计的财务会计报告存在扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为负值、期末净资产为负值、营业收入低于1000万元或者被会计师事务所出具保留意见、无法表示意见、否定意见的审计报告等四种情形之一；……（二十一）本所认定的其他情形。

##### 4. 重新上市

《股票上市规则》14.5.1：本所上市公司的股票被终止上市后，其终止上市情形已消除，且同时符合下列条件的，可以向本所申请重新上市：（一）公司股本总额不少于人民币5000万元；……（十一）本所规定的其他条件。

#### 科创板规则

1. 《科创板股票上市规则》12.1.1：上市公司触及本规则规定的退市情形，导致其股票存在被终止上市风险的，本所对该公司股票启动退市程序。

2. 《科创板股票上市规则》12.1.5：上市公司股票被终止上市的，不得申请重新上市。

## (二) 重大违法强制退市

### 上交所现行规则

1. 《上海证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》第二条：本办法所称重大违法强制退市，包括下列情形：

- ① 上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，且严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形；
- ② 上市公司存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形。

2. 《上海证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》第四条、第五条对上述情形进行了细化。

3. 《上海证券交易所上市公司重大违法强制退市实施办法》第十条：本所作对上市公司股票实施重大违法强制退市决定的，按照《股票上市规则》的规定，依序对公司股票实施退市风险警示、暂停上市和终止上市。对于公司股票暂停上市、终止上市事项，本所上市委员会可不再进行审议，由本所直接作出相应决定。

### 科创板规则

1. 《科创板股票上市规则》12.2.1：本规则所称重大违法强制退市，包括下列情形：

- ① 上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，且严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形；
- ② 上市公司存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形。

2. 《科创板股票上市规则》12.2.2、12.2.3对“信息披露重大违法”情形、“公共安全重大违法”情形进行了细化。

## (三) 交易类强制退市指标

### 上交所现行规则

14.3.1：上市公司出现下列情形之一的，由本所决定终止其股票上市：

……

(五) 在本所仅发行A股股票的上市公司，通过本所交易系统连续120个交易日（不包含公司股票停牌日）实现的累计股票成交量低于500万股，或者连续20个交易日（不包含公司股票停牌日）的每日股票收盘价均低于股票面值；

……

(八) 上市公司股东数量连续20个交易日（不含公司首次公开发行股票上市之日起的20个交易日和公司股票停牌日）每日均低于2000人；

……

### 科创板规则

12.3.1：（交易指标）上市公司出现下列情形之一的，本所决定终止其股票上市：

1. 通过本所交易系统连续120个交易日实现的累计股票成交量低于200万股；
2. 连续20个交易日股票收盘价低于股票面值；
3. 连续20个交易日股票市值低于3亿元；
4. 连续20个交易日股东数量低于400人；
5. 本所认定的其他情形。

前款规定的交易日，不包含公司股票停牌日和公司首次公开发行股票上市之日起的20个交易日。

证券市场出现重大异常波动等情形的，本所可以根据实际情况调整本条第一款规定的交易指标。

## (四) 财务类强制退市指标

### 上交所现行规则

无原则性规定

### 科创板规则

《科创板股票上市规则》12.4.1：上市公司明显丧失持续经营能力，上交所将对其股票启动退市程序，具体情形包括：

- 主营业务大部分停滞或者规模极低；
- 经营资产大幅减少导致无法维持日常经营；
- 营业收入或者利润主要来源于不具备商业实质的关联交易；
- 营业收入或者利润主要来源于与主营业务无关的贸易业务；
- 其他明显丧失持续经营能力的情形。

### 1、退市风险警示

《股票上市规则》13.2.1：上市公司出现以下情形之一的，上交所对其股票实施退市风险警示：

- 最近两个会计年度经审计的净利润连续为负值或者被追溯重述后连续为负值；

### 1、退市风险警示

《科创板股票上市规则》12.4.2：上市公司出现下列情形之一的，本所对其股票实施退市风险警示：

- 最近一个会计年度经审计的扣除非经营性损益之前或者之后的净利润（含被追溯重述）为负值，且最近一个会计年度经审计的营业收入（含被追溯重述）低于1亿元；

- 最近一个会计年度经审计的期末净资产为负值或者被追溯重述后为负值；
- 最近一个会计年度经审计的营业收入低于1000万元或者被追溯重述后低于1000万元；
- 因最近一个会计年度的审计意见类型触及第13.2.1条第（四）项规定的标准，其股票被实施退市风险警示后，公司披露的最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；

## 2、暂停上市

《股票上市规则》14.1.1：上市公司出现下列情形之一的，由本所决定暂停其股票上市：（一）因最近两个会计年度的净利润触及第13.2.1条第（一）项规定的标准，其股票被实施退市风险警示后，公司披露的最近一个会计年度经审计的净利润继续为负值

## 3、终止上市

《股票上市规则》14.3.1：上市公司出现下列情形之一的，由本所决定终止其股票上市：

- （一）因净利润、净资产、营业收入或者审计意见类型触及第14.1.1条第（一）项至第（四）项规定的标准，其股票被暂停上市后，公司披露的最近一个会计年度经审计的财务会计报告存在扣除非经常性损益前后的净利润孰低者为负值、期末净资产为负值、营业收入低于1000万元或者被会计师事务所出具保留意见、无法表示意见、否定意见的审计报告等四种情形之一；
- ……

- 最近一个会计年度经审计的净资产（含被追溯重述）为负值；
- 本所认定的其他情形。

注：根据第5套市值与财务指标上市的公司（“研发型上市公司”）自上市之日起第4个完整会计年度适用本条规定。

## 2、撤销退市风险警示情形

《科创板股票上市规则》12.4.9：上市公司最近一个会计年度审计结果表明12.4.2条规定情形已经消除的，公司可以在年度报告披露后5个交易日内，向本所申请撤销对其股票实施的退市风险警示。

## 3、终止上市

《科创板股票上市规则》12.4.13：上市公司未满足第12.4.9条第一款规定的撤销退市风险警示条件，应当自董事会审议通过年度报告或者财务会计报告更正事项后，及时披露年度报告或者更正公告，同时发布公司股票可能被终止上市的风险提示公告。本所自年度报告或者财务会计报告更正公告披露之日起，对公司股票实施停牌。披露日为非交易日的，自披露后的第一个交易日起停牌。

《科创板股票上市规则》12.4.14：本所根据第12.4.12条和第12.4.13条对公司股票实施停牌的，自停牌之日起5个交易日内，向公司发出拟终止其股票上市的事先告知书，上市公司应当及时披露。

## （五）规范类强制退市情形

### 上交所现行规则

《股票上市规则》：13.2.1上市公司出现以下情形之一的，本所对其股票实施退市风险警示：

- （四）最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；
- （五）因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会责令改正但未在规定期限内改正，且公司股票已停牌两个月；
- （六）未在法定期限内披露年度报告或者中期报告，且公司股票已停牌两个月；
- （七）因第12.13条股权分布不具备上市条件，公司在规定的一个月内向本所提交解决股权分布问题的方案，并获得本所同意；（于交易日报露已经本所同意的对其股权分布问题的解决方案并提示相关风险，下一个交易日复牌）
- （九）公司可能被依法强制解散；
- （十）法院依法受理公司重整、和解或者破产清算申请；
- （十一）本所认定的其他情形。

### 科创板规则

《科创板股票上市规则》12.5.1：上市公司出现下列情形之一的，本所对其股票实施退市风险警示：

- （一）因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会责令改正但公司未在规定期限内改正，此后公司在股票停牌2个月内仍未改正；
- （二）未在法定期限内披露年度报告或者半年度报告，此后公司在股票停牌2个月内仍未披露；
- （三）公司在信息披露或者规范运作方面存在重大缺陷，被本所责令改正但未在规定期限内改正，此后公司在股票停牌2个月内仍未改正；
- （四）因公司股本总额或股权分布发生变化，导致连续20个交易日不再具备上市条件，此后公司在股票停牌1个月内仍未解决；
- （五）最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；
- （六）公司可能被依法强制解散；
- （七）法院依法受理公司重整、和解和破产清算申请；
- （八）本所认定的其他情形。

前款规定的第三项情形，由本所提请上市委员会审议，并根据上市委员会的审议意见做出认定。

## （六）增加研发型企业退市的特殊安排

### 上交所现行规则

无专门章节

### 科创板规则

- 1.《科创板股票上市规则》12.4.3：研发型上市公司主要业务、产品或者所依赖的基础技术研发失败或者被禁止使用，且公司无其他业务或者产品符合本规则第2.1.2条第五项规定要求的，本所将对其股票实施退市风险警示。
- 2.《科创板股票上市规则》12.4.8第2款：上市公司因12.4.3条规定的标准，其股票被实施退市风险警示的，在其股票被实施退市风险警示期间，上市公司应当每个月披露一次风险提示公告，提示其股票可能被终止上市的风险。



## 七、科创板上市申请文件目录及比较

主板	科创板
<p>招股说明书与发行公告</p> <p>第一章</p> <p>1-1 招股说明书（申报稿） 1-2 招股说明书摘要（申报稿） 1-3 发行公告（发行前提供）</p>	<p>招股文件</p> <p>第一章</p> <p>1-1 招股说明书（申报稿）</p>
<p>发行人关于本次发行的申请及授权文件</p> <p>第二章</p> <p>2-1 发行人关于本次发行的申请报告 2-2 发行人董事会有关本次发行的决议 2-3 发行人股东大会有关本次发行的决议</p>	<p>发行人关于本次发行上市的申请与授权文件</p> <p>第二章</p> <p>2-1 关于本次公开发行股票并在科创板上市的申请报告 2-2 董事会有关本次发行并上市的决议 2-3 股东大会有关本次发行并上市的决议 2-4 关于符合科创板定位要求的专项说明</p>
<p>保荐人关于本次发行的文件</p> <p>第三章</p> <p>3-1 发行保荐书</p>	<p>保荐人和证券服务机构关于本次发行上市的文件</p> <p>第三章</p> <p>3-1 保荐人关于本次发行上市的文件 3-1-1 关于发行人符合科创板定位要求的专项意见 3-1-2 发行保荐书 3-1-3 上市保荐书 3-1-4 保荐工作报告 3-1-5 关于发行人预计市值的分析报告（如适用） 3-1-6 保荐机构相关子公司参与配售的相关文件（如有） 3-2 会计师关于本次发行上市的文件 3-2-1 财务报表及审计报告 3-2-2 发行人审计报告基准日至招股说明书签署日之间的相关财务报表及审阅报告（如有） 3-2-3 盈利预测报告及审核报告（如有） 3-2-4 内部控制鉴证报告 3-2-5 经注册会计师鉴证的非经常性损益明细表 3-3 发行人律师关于本次发行上市的文件 3-3-1 法律意见书 3-3-2 律师工作报告 3-3-3 关于发行人董事、监事、高级管理人员、发行人控股股东和实际控制人在相关文件上签名盖章的真实性的鉴证意见 3-3-4 关于申请电子文件与预留原件一致的鉴证意见</p>
<p>会计师关于本次发行的文件</p> <p>第四章</p> <p>4-1 财务报表及审计报告 4-2 盈利预测报告及审核报告 4-3 内部控制鉴证报告 4-4 经注册会计师核验的非经常性损益明细表</p>	<p>第三章</p>
<p>发行人律师关于本次发行的文件</p> <p>第五章</p> <p>5-1 法律意见书 5-2 律师工作报告</p>	<p>第四章</p>
<p>发行人的设立文件</p> <p>第六章</p> <p>6-1 发行人的企业法人营业执照 6-2 发起人协议 6-3 发起人或主要股东的营业执照或有关身份证明文件 6-4 发行人公司章程（草案）</p>	<p>发行人的设立文件</p> <p>第四章</p> <p>4-1 发行人的企业法人营业执照 4-2 发行人公司章程（草案） 4-3 发行人关于公司设立以来股本演变情况的说明及其董事、监事、高级管理人员的确认意见 4-4 商务主管部门出具的外资确认文件（如有）</p>
<p>关于本次发行募集资金运用的文件</p> <p>第七章</p> <p>7-1 募集资金投资项目的审批、核准或备案文件 7-2 发行人拟收购资产（或股权）的财务报表、资产评估报告及审计报告 7-3 发行人拟收购资产（或股权）的合同或合同草案</p>	<p>关于本次发行上市募集资金运用的文件</p> <p>第六章</p> <p>6-1 发行人关于募集资金运用方向的总体安排及其合理性、必要性的说明 6-2 募集资金投资项目的审批、核准或备案文件（如有） 6-3 发行人拟收购资产（或股权）的财务报表、审计报告、资产评估报告、盈利预测报告（如有） 6-4 发行人拟收购资产（或股权）的合同或合同草案（如有）</p>

第八章	<p>与财务会计资料相关的其他文件</p> <p>8-1 发行人关于最近三年及一期的纳税情况的说明  8-1-1 发行人最近三年及一期所得税纳税申报表  8-1-2 有关发行人税收优惠、财政补贴的证明文件  8-1-3 主要税种纳税情况的说明及注册会计师出具的意见  8-1-4 主管税收征管机构出具的最近三年及一期发行人纳税情况的证明  8-2 成立不满三年的股份有限公司需报送的财务资料  8-2-1 最近三年原企业或股份公司的原始财务报表  8-2-2 原始财务报表与申报财务报表的差异比较表  8-2-3 注册会计师对差异情况出具的意见  8-3 成立已满三年的股份有限公司需报送的财务资料  8-3-1 最近三年原始财务报表  8-3-2 原始财务报表与申报财务报表的差异比较表  8-3-3 注册会计师对差异情况出具的意见  8-4 发行人设立时和最近三年及一期的资产评估报告（含土地评估报告）  8-5 发行人的历次验资报告  8-6 发行人大股东或控股股东最近一年及一期的原始财务报表及审计报告</p>	<p>与财务会计资料相关的其他文件</p> <p>5-1 发行人关于最近三年及一期的纳税情况及政府补助情况  5-1-1 发行人最近三年及一期所得税纳税申报表  5-1-2 有关发行人税收优惠、政府补助的证明文件  5-1-3 主要税种纳税情况的说明  5-1-4 注册会计师对主要税种纳税情况说明出具的意见  5-1-5 发行人及其重要子公司或主要经营机构最近三年及一期纳税情况的证明  5-2 发行人需报送的其他财务资料  5-2-1 最近三年及一期原始财务报表  5-2-2 原始财务报表与申报财务报表的差异比较表  5-2-3 注册会计师对差异情况出具的意见  5-3 发行人设立时和最近三年及一期资产评估报告（如有）  5-4 发行人历次验资报告或出资证明  5-5 发行人大股东或控股股东最近一年及一期的原始财务报表及审计报告（如有）</p>
第九章	<p>其他文件</p> <p>9-1 产权和特许经营权证书  9-1-1 发行人拥有或使用的商标、专利、计算机软件著作权等知识产权以及土地使用权、房屋所有权、采矿权等产权证书清单（需列明证书所有者或使用者名称、证书号码、权利期限、取得方式、是否存在何种他项权利等内容，并由发行人律师对全部产权证书的真实性、合法性和有效性出具鉴证意见）  9-1-2 特许经营权证书  9-2 有关消除或避免同业竞争的协议以及发行人的控股股东和实际控制人出具的相关承诺  9-3 国有资产管理部门出具的国有股权设置批复文件及商务部出具的外资股确认文件  9-4 发行人生产经营和募集资金投资项目符合环境保护要求的证明文件（重污染行业的发行人需提供省级环保部门出具的证明文件）  9-5 重要合同  9-5-1 重组协议  9-5-2 商标、专利、专有技术等知识产权许可使用协议  9-5-3 重大关联交易协议  9-5-4 其他重要商务合同  9-6 保荐协议和承销协议  9-7 发行人全体董事对发行申请文件真实性、准确性和完整性的承诺书  9-8 特定行业（或企业）的管理部门出具的相关意见</p>	<p>其他文件</p> <p>7-1 产权和特许经营权证书  7-1-1 发行人拥有或使用的对其生产经营有重大影响的商标、专利、计算机软件著作权等知识产权以及土地使用权、房屋所有权等产权证书清单（需列明证书所有者或使用者名称、证书号码、权利期限、取得方式、是否存在何种他项权利等内容）  7-1-2 发行人律师就7-1-1清单所列产权证书出具的鉴证意见  7-1-3 特许经营权证书（如有）  7-2 重要合同  7-2-1 对发行人有重大影响的商标、专利、专有技术等知识产权许可使用协议（如有）  7-2-2 重大关联交易协议（如有）  7-2-3 重组协议（如有）  7-2-4 特别表决权股份等差异化表决安排涉及的协议（如有）  7-2-5 高管员工配售协议（如有）  7-2-6 其他重要商务合同（如有）  7-3 特定行业（或企业）的管理部门出具的相关意见（如有）  7-4 承诺事项  7-4-1 发行人及其实际控制人、控股股东、持股 5%以上股东以及发行人董事、监事、高级管理人员等重要承诺以及未履行承诺的约束措施  7-4-2 有关消除或避免同业竞争的协议以及发行人的控股股东和实际控制人出具的相关承诺  7-4-3 发行人全体董事、监事、高级管理人员对发行申请文件真实性、准确性、完整性的承诺书  7-4-4 发行人控股股东、实际控制人对招股说明书的确认意见  7-4-5 发行人关于申请电子文件与预留原件一致的承诺函  7-4-6 保荐人关于申请电子文件与预留原件一致的承诺函  7-4-7 发行人保证不影响和干扰审核的承诺函  7-5 说明事项  7-5-1 发行人关于申请文件不适用情况的说明  7-5-2 发行人关于招股说明书不适用情况的说明  7-5-3 信息披露豁免申请（如有）  7-6 保荐协议  7-7 其他文件</p>
第十章	<p>定向募集公司还应提供的文件</p> <p>10-1 有关内部职工股发行和演变情况的文件  10-1-1 历次发行内部职工股的批准文件  10-1-2 内部职工股发行的证明文件  10-1-3 托管机构出具的历次托管证明  10-1-4 有关违规清理情况的文件  10-1-5 发行人律师对前述文件真实性的鉴证意见  10-2 省级人民政府或国务院有关部门关于发行人内部职工股审批、发行、托管、清理以及是否存在潜在隐患等情况的确认文件  10-3 中介机构的意见  10-3-1 发行人律师关于发行人内部职工股审批、发行、托管和清理情况的核查意见  10-3-2 保荐人关于发行人内部职工股审批、发行、托管和清理情况的核查意见</p>	<p>/ /</p>

# 大湾区科技创新企业： 资本为器，未来可期

周蕊



周蕊

2019年2月18日，中共中央、国务院正式颁布了《粤港澳大湾区发展规划纲要》（以下简称“《规划纲要》”），《规划纲要》一经颁布便引发了各行业各领域的广泛关注与研读。我们特别注意到，《规划纲要》提出：“大力拓展直接融资渠道，依托区域性股权交易市场，建设科技创新金融支持平台。支持香港私募基金参与大湾区创新型科技企业融资，允许符合条件的创新型科技企业进入香港上市集资平台，将香港发展成为大湾区高新技术产业融资中心。”由此，我们

可以合理展望粤港澳大湾区内的科技创新企业未来的资本运作将会拥有更多的选择，尤其是在私募融资、境内外上市方面已迎来新机遇。

粤港澳大湾区作为一个庞大的区域性经济体，自改革开放以来，科技迅速发展，经济高度外向，产业体系齐备，在全国的经济体制深化改革的新时代中，一直担任排头兵的角色。根据《粤港澳大湾区独角兽白皮书（2018）》，目前粤港澳地区35家独角兽企业（包括超级独角兽和独角兽）估值总和为1,063亿美元。如果说科技进





步是粤港澳大湾区近年跨步发展的源动力，那么，科技创新企业将会是大湾区发展的核心驱动力。作为粤港澳大湾区最全面详细的顶层规划文件，《规划纲要》掷地有声地提出对大湾区科技创新企业发展的整体规划与政策支持，尤其体现在资本市场领域的支持。与此同时，境内外证券交易所也纷纷发布政策，向科技创新企业抛出橄榄枝，竭力鼓励科技创新企业上市。由此可见，大湾区承载了中国对下一步发展科技与创新的众多期待。

## 一、股权投资迎来诸多共赢机会

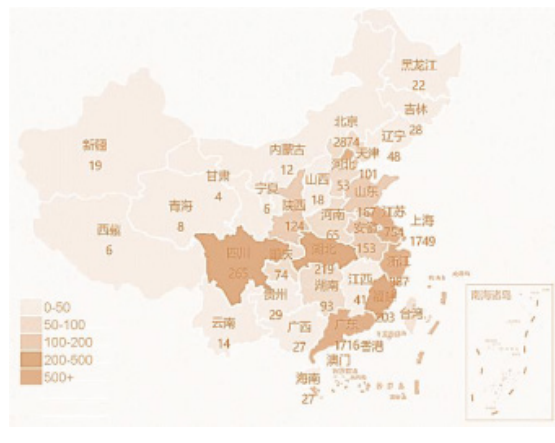
粤港澳大湾区作为国内创业投资及早期投资行业发展较早地区，创投市场活跃程度较高，机构数量及管理规模一直处于全国领先地位。除引言部分外，《规划纲要》还明确表示支持香港机构按规定在大湾区募集人民币资金投资香港资本市场，参与投资境内私募股权投资基金和创业投资基金。

### （一）香港私募基金或将聚焦科技创新企业

根据公开媒体报道，香港财政司司长陈茂波在出席2019年亚洲私募投资论坛时指出，香港成为亚洲第二大私募基金市场。根据香港创业及私募投资协会发布的报告，香港2018年私募基金投资金额约36.78亿美元，涉及项目约17宗，2017年私募基金投资金额达138.77亿美元，涉及19宗交易。

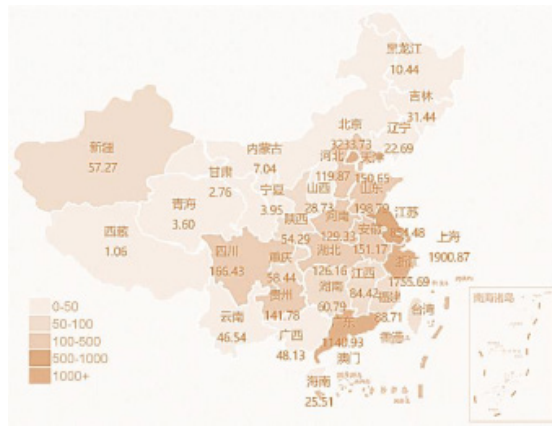
2018年，广东省在股权投资项目数量和金额上位居全国前列（数据见下图），在《规划纲要》的引导下，我们相信，香港投资机构未来将为大湾区科技创新企业的融资带来更多的可能与选择，同时或将引发私募股权机构投资科技创新企业的“集聚效应”。

2018年广东省在全国股权投资项目数量上位居前



资料来源：清科研究中心、平安证券研究所

2018年广东省在全国股权投资金额上位居前（亿元）



资料来源：清科研究中心、平安证券研究所

根据现行法律法规及我们过往的项目经验，香港资金参与中国境内股权投资的主要方式包括：外商直接投资和在中国境内设立投资平台（例如外商投资企业、外商投资股权投资试点企业（即QFLP基金）等）进行再投资。

2017年9月22日，深圳市金融办、市经贸信息委、市市场和质量监管委及前海管理局联合发布《深圳市外商投资股权投资企业试点办法》（深金规[2017]1号），在此前的“外资管外资”模式（即“外商投资股权投资管理企业”管理“外商投资股权投资基金”）基础上，允许“外资管内资”和“内资管外资”的新QFLP模式，一度让深圳QFLP制度成为焦点，引发了各界的密切关注和讨论。

此外，基于QFLP试点延伸出的人民币合格境外有限合伙人（“R-QFLP”）试点也是境外投资人设立境内基金的一种途径。迄今为止，已有一些企业陆续在深圳、上海、重庆、青岛等地获得了R-QFLP试点资格。

此外，我们也看到，QFLP试点办法对于QFLP管理人及投资者准入限制有所放宽，在大湾区一体化发展的时代和政策背景下，或将吸引更多的境外资本管理机构和投资人来到粤港澳大湾区，而他们背后的境外资金也将在大湾区的科技创新企业的发展与建设中发挥不可或缺的推动作用。

### （二）区域性股权交易或将彰显孵化培育作用

2018年12月5日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，会议提出决定再推广一批促进创新的改革举措，更大激发创新创造活力，包括区域性股权市场设置科技创新专板。

继《规划纲要》出台后，2019年1月8日，国务院办公厅印发《关于推广第二批支持创新相关改革举措的通知》（国办发〔2018〕126号），决定在更大范围内复制推广科技创新金融等五方面23项改革举措，在科技创新金融方面，包括在区域性股权市场设置科技创新专板等5项措施，并提出区域性股权市场设置科技创新专板由证监会指导，主要内容为：根据科技型中小企业的特点，在区域性股权市场推出“科技创新板”，提供挂牌展示、托管交易、投融资服务、培训辅导等服务，开拓融资渠道，缓解科技型中小企业融资难问题。此外，设置科技创新专板仅限于京津冀、上海、广东（珠三角）、安徽、四川、湖北武汉、陕西西安、辽宁沈阳等8个改革试验区域。

与此同时，深圳市人民政府发布《关于印发促进创业投资行业发展若干措施的通知》，表明支持有条件的区域股权交易中心、金融机构、创业投资机构等依法依规打造创投项目转让交易平台，支持深圳前海股权交易中心设立科技创新板，鼓励企业在科技创新板挂牌并接受培训咨询、登记托管、债券融资、场外投行等资本市场培育服务，对符合深圳市《关于鼓励中小企业到区域股权交易市场挂牌专项资助计划的实施细则（试行）》相关规定的企业给予资助10万元。

由此，我们可以看出，大湾区或将逐步出台并落实支持区域性股权交易市场设置科技创新金融支持平台的相关政策和规则，未来科技创新企业通过在区域性股权交易中心挂牌发展的前景越发清晰。

## 二、A股市场深化改革加码推进

### （一）科创板闪亮登场，蓄势待发

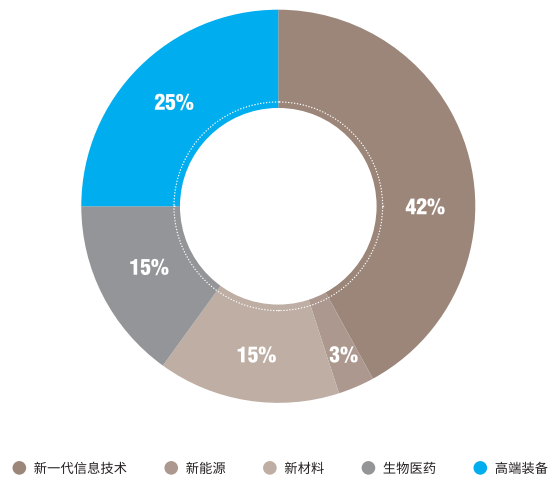
2019年1月30日，中国证监会官方网站发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制实施意见》，提出在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。一经出台，引起资本市场的广泛关注与深切讨论。此后，上交所陆续出台配套制度和审核指引，完善科创板的制度体系。众多金融人士认为，设立科创板并试点注册制是中国资本市场期待多时的重大变革。

科创板作为上交所新设立的独立板块，与当前的A股市场相比，有几大重要突破：第一，允许尚未盈利的公司上市；第二，允许不同投票权架构的公司上市；第三，允许红筹和VIE架构企业上市。尤其要关注的是，对科技创新企业具有更高的包容度，将优先支持符合国家战略、拥有核心技术、科技创新能力突出，具有较强成长性的企业。

截至2019年5月6日，上交所已受理100家科创板申报企业，其中79家已经进入问询状态，梳理了这100家科创板已受理企业的行业分布，主要集中在新一代信息技术、高端装备、生物医药、新材料等新兴领域。

申报科创板企业行业分布情况

数据来源：上交所网站、中信建投



我们相信，科创板不仅开创了我国资本市场的新局面，更是为科技创新企业带来了全新的资本机遇，未来或将促进资本市场和科技创新的深度融合，推动科技创新企业的迅猛发展。

### （二）创业板改革将近，备受期待

继科创板出台后，2019年2月27日，广东省地方金融监管局在回复网友提问时表示，广东省将积极推动深交所创业板改革发展，向证监会商请加快推动深交所创业板改革并发展试点注册制，放宽发行门槛，使得未来创业板与科创板在发行上市等基础性制度方面能保持一致。

2019年2月28日，国家新闻办公室举行《规划纲要》新闻发布会，广东省常务副省长林少春在会上表示，目前广东省正在按照国家要求，完善创业板改革并试点注册制相关方面的必备条件。

2019年3月2日，全国人大代表、深交所总经理王建军在人大代表驻地接受证券时报记者采访时表示，今年是我国资本市场的重大改革之年，科创板设立、注册制推出是对资本市场的制度再造，这需要逐步推进，先从上海开始推进，上海成功以后，一定会在其他板块推开，创业板已经做好了充分的改革准备，创业板的改革已经不远了。

由此，我们可以期待，在科创板这块试验田成熟之时，或将实现辐射作用，创业板、中小板或将陆续实现改革，则正如《规划纲要》提出“支持深圳依规发展以深交所为核心的资本市场，加快推进金融开放创新”。

### 三、境外市场释放多重利好信号

#### (一) 香港交易所立足中国，拥抱科技

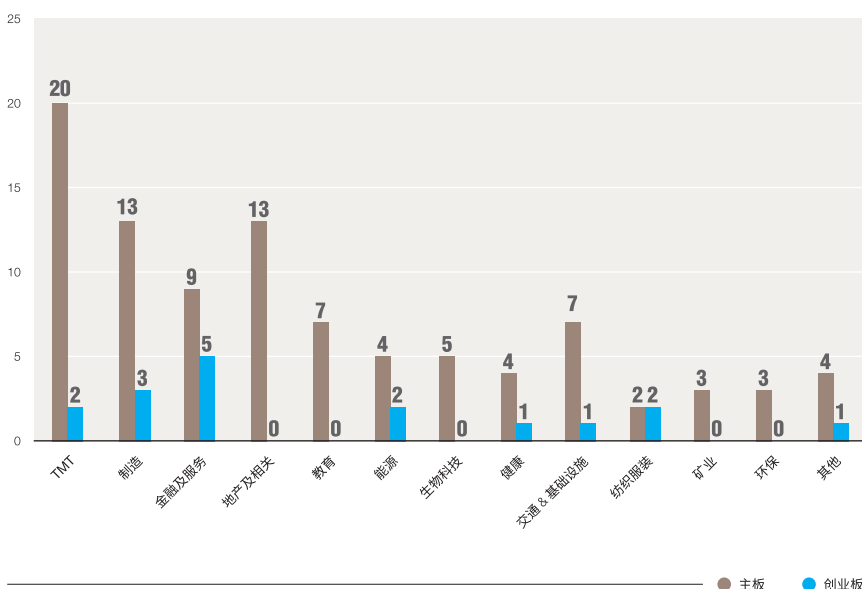
回顾过去，沧海桑田，在2008年仅有31家企业在香港上市。为了能够吸引新经济企业赴港上市，进一步推动实体经济发展，提高港交所国际竞争力，香港于2018年4月启动了近25年来最重大的一次上市制度改革，“新兴及创新产业公司”上市制度改革生效，允许“同股不同权”公司赴港上市。

2018年于香港联交所而言注定是创纪录的一年，截至2018年12月香港新上市公司的数量已达218家，IPO数量居全球第一，具体数据如下：

上市数量	内地企业	香港全部	内地企业
	2018年 (家)	2018年 (家)	占比
主板	94	143	65.73%
创业板	17	75	22.67%
合计	111	218	50.92%

募集金额	内地企业	香港全部	内地企业
	2018年 (亿元)	2018年 (亿元)	占比
主板	2,726.11	2,814.36	96.9%
创业板	11.53	50.61	22.8%
合计	2,737.63	2,864.97	95.6%

2018年中国内地企业香港上市行业分布统计



由此可见，TMT行业、制造业、金融及服务科技主导领域内的企业在香港上市数量较多，未来香港政策和资本对科创企业建设的砝码或将逐渐加重。

2019年2月28日，港交所发布《战略规划2019-2021》，指出三大战略愿景：“立足中国、拥抱科技、连接全球”。此外，《规划纲要》明确提出将香港发展成为大湾区高新技术产业融资中心。由此，我们可以期待，港交所将会结合《规划纲要》发挥自身优势，为粤港澳大湾区发展提供更多的政策支持，科技创新企业将能够通过在香港上市实现分享大湾区腾飞带来的新机遇。

#### (二) 新加坡交易所青睐科技，发放津贴

为了打破2018年的资本寒冬，不少境外政府和证券交易所作出了卓越的努力。比如，新加坡政府在2018年修改了多部法律，以促进金融发展，2019年，新加坡政府更是通过拨款助力渡过金融寒冬，开放同股不同权，意图吸引科技创新企业在新上市，推动新加坡境内资本回暖。

2019年1月14日，新加坡金融管理局宣布于2019年2月启动一项为期三年的新计划，即提供7500万新元的新加坡资本市场津贴，本地和外国公司皆可获得津贴，其中市值至少3亿元的新兴科技行业公司在新加坡交易所挂牌，可获得70%的上市费用资助，上限为100万元，这包括新兴金融科技、消费者数码科技、按需提供服务、游戏服务公司等，这无疑对于科技创新企业来说是重大利好。

综上所述，未来更为便利的投融资环境以及更为包容的境内外IPO市场有望使得更多粤港澳大湾区内的科技创新企业受益。由此，我们相信，大湾区科技创新企业未来或将以资本为器，加速实现自身的发展和壮大，与此同时，在科技与资本的双轴并动下，粤港澳大湾区也将会迅速踏上融合腾飞之途。



# 新政下国家级经开区 开发主体IPO前需绕行的“坑” ——科技园区及科创企业助推器的上市之路

黄任重 郭子坤

科创企业从孵化设立、蹒跚学步、探索成长再到登陆资本市场，每个阶段都离不开物理空间的承载和支撑。国家级经济技术开发区（以下简称“国家级经开区”）作为知识密集型和技术密集型产业聚集区域，是科创企业成长与发展的重要空间载体。根据国务院和商务部网站的信息，1984年在借鉴经济特区成功经验基础上，我国在沿海12个城市设立了首批14家国家级经开区。随着对外开放向纵深推进，国家级经开区布局不断向内陆扩展。截至目前，全国共有218家国家级经开区，遍布31个省（区、市），其中东部地区107家，中部地区63家，西部地区48家。国家级经开区作为经济发展的重要引擎，贡献了全国1/5的利用外资、进出口贸易额和工业增加值；已拥有高新技术企业超过2万家；产业结构不断优化，汽车、电子信息、智能制造、新材料工业等已经成为一些国家级经开区的主导产业。

国家级经开区开发建设主体（以下简称“开发主体”）是经开区发展的重要助推器，其一般从事经开区的开发、运营和管理业务，可能包括工业、办公、科研、商业地产等项目的投资建设，并提供后续出租、出售、运营、管理和配套

服务。同时部分开发主体亦从事企业投资及孵化业务。

国务院于2019年5月份出台了支持符合条件的国家级经开区开发主体上市的政策。该政策出台后的2019年12月20日，国家级经开区苏州工业园区的开发主体中新集团（601512）在上海证券交易所A股挂牌上市。

开发主体上市融资不仅对该等主体本身拓展融资渠道，优化运营和管理模式具有重要意义，同时也利于提升经开区整体发展质量，并为经开区内企业的成长发展赋能和添砖加瓦。但是由于历史原因和业务结构问题，开发主体上市之路机遇与挑战并存，事先填平或绕行已有的“坑”，方能顺畅通达进而符合上市条件。我们就此进行了研究梳理，并提出若干建议供参考。

### 一、关于国家级经开区开发主体上市融资的新政

2019年5月，国务院印发《关于推进国家级经济技术开发区创新提升打造改革开放新高地的意见》（国发〔2019〕11号）（以下简称“《意见》”），指出“为着力构建国家级经开区开放发展新体制，发展更高层次的开放型经济，加快



黄任重



形成国际竞争新优势，充分发挥产业优势和制度优势，带动地区经济发展”，提出赋予国家级经开区更大改革自主权、提升开放型经济质量、打造现代产业体系等意见，其中包括：“支持地方人民政府对有条件的国家级经开区开发建设主体进行资产重组、股权结构调整优化，积极支持符合条件的国家级经开区开发建设主体申请首次公开发行股票并上市。”

2020年5月，上海市商务委员会等印发了《关于推进本市国家级经济技术开发区创新提升打造开放型经济新高地的实施意见》，并明确：“积极支持符合条件的国家级经开区开发运营主体首次公开发行股票并上市”。

上述政策的要义一方面在于拓展开发主体融资的渠道，并为其长足规范发展提供新动能、新平台，另一方面通过鼓励符合条件的开发主体引入社会资本及上市，可以促进其市场化运作，优化运营和管理模式。

根据国务院网站的相关信息，今年是国家级经开区建设36周年，前述《意见》进一步明确了国家级经开区创新提升的指导思想，其中科技创新方面，国家级经开区要集聚知识、技术、信息、数据等生产要素，推动质量变革、效率变革、动力变革，提高全要素生产率，促进产业升级，拓展发展新空间。要鼓励国家级经开区复

制推广自主创新示范区的试点经验，率先将国家科技创新政策落实到位，将国家级经开区打造成科技创新集聚区。

## 二、新政下国家级经开区开发主体IPO前需关注的重点法律和业务问题

历史上已有多家A股上市的开发区开发建设公司，其主营业务多为园区载体投资建设，园区载体租赁、销售收入占总营收的较大比重，但业务发展方向已趋于多元，在园区开发建设之外亦发展投资孵化、园区运营等业务，并提供众创空间、创业基地、技术与市场对接等配套服务，实际上扮演着科创企业发展助推器的角色。现根据A股最新审核实践和规则、并结合开发主体并购重组相关的最新经验和案例，我们进行了研究梳理，在上市申报前，建议开发主体重点关注并妥善处理以下主要法律和业务问题。

### （一）上市主体的独立性问题

开发主体多为经开区管委会下属全资或绝对控股企业，部分具有政策性功能，可能按照开发区管委会或地方政府的行政要求开展经济活动，和管委会未实现“政企分离”，且营收依赖于政府的财政补贴等行政资源，未实现市场化运作。上述情况使得部分开发主体不符合首发上市所需的独立性条件。

根据《首次公开发行股票并上市管理办法》（2020修正）（以下简称“《首发办法》”）第四十二条以及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第1号——招股说明书》（2015修订）（以下简称“《招股书格式准则》”）第五十一条的规定及要求，发行人应当在人员、财务、机构、业务、资产方面独立于控股股东、实际控制人。

管委会下属开发主体与管委会之间若存在人员、组织机构、资产的混同或存在开发主体严重依赖地方政府财政补贴的情况，则对开发主体的独立性以及公司治理结构造成不利影响，进而对IPO造成不利影响。

### （二）业务结构、持续盈利问题

开发主体主营业务一般为经开区的开发建设，盈利依赖于园区载体租赁、销售，业务结构相对单一，且受制于经开区的发展空间以及各园区产业政策趋同，园区同质化竞争日趋激烈。鉴于《首发办法》第三十条明确规定了发行人不得有可能对持续盈利能力构成重大不利影响的情形，开发主体在未来竞争中盈利的持续性可能受到审核关注。

在相关案例中，证监会对上述问题予以关注，具体

问询如下：

申请文件显示，从事园区开发的企业数量和园区数量不断增多，园区同质化竞争日趋激烈。各园区产业政策趋同，受此影响，园区定位、开发建设及未来发展都存在一定程度的不确定性，给标的资产带来一定的竞争压力。请你公司：结合财务指标，补充披露本次交易完成后上市公司主营业务构成、未来经营发展战略和业务管理模式，标的资产对园区开发的市场竞争风险及应对措施有效性。

### （三）类房地产业务（类房地产属性）问题

#### 1. 具体问题

就开发区开发建设行业而言，开发主体从事开发区的开发建设业务，并有部分开发主体从事商品房销售业务。开发主体可能被监管认为以房地产开发为主营业务，进而对IPO造成一定影响。

在相关案例中，证监会对上述问题予以关注，具体问询如下：

- 结合并购重组标的公司业务模式、营业收入占比，补充披露标的公司行业分类是否符合《上市公司行业分类指引（2012年修订）》要求，现有分类结果能否准确反映标的公司行业特点并有效揭示风险。
- 结合标的资产园区建设的融资方式、园区载体销售业务模式、盈利模式、商业实质、主要风险，及未来业绩实现中园区载体销售和园区运营服务收入对比等，补充披露标的资产园区载体销售与房地产开发、销售的异同，并结合相关会计处理适用的企业会计准则，进一步补充披露园区载体销售是否属于投资性房地产业务。
- 补充披露园区载体销售是否构成标的公司主营业务；如是，通过本次交易注入上市公司是否符合我会相关要求。

#### 2. 相关分析

##### （1）房地产公司IPO的相关政策

针对“房地产市场的回升，近期部分城市出现了房价上涨过快等问题”，2010年1月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》（国办发〔2010〕4号）（以下简称“国十一条”），出台了一系列限制房地产市场过热的政策，并明确了“支持居民合理住房消费、抑制投资投机性购房、增加有效供给、完善相关政策”的原则。

该通知出台后至今，证监会收紧房地产公司IPO政策，房地产企业，尤其是传统住宅房地产企业的IPO存在较大困难。

##### （2）开发主体的业务分类

关于开发建设主体从事的园区经营业务的行业分类，有以下三种可能的分类方式：

分类一：根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），房地产业包括二级分类“房地产开发经营”，指“房地产开发企业进行的房屋、基础设施建设等开发，以及转让房地产开发项目或者销售房屋等活动。”根据上述定义，若开发主体单纯从事基础设施以及园区载体的开发销售，则该等开发主体属于房地产业的二级分类“房地产开发经营”行业。

分类二：根据《国民经济行业分类》（GB/T4754-2017），科技推广和应用服务业包括二级分类“创业空间服务”，具体指“顺应新科技革命和产业变革新趋势、有效满足网络时代大众创业创新需求的新型创业服务平台，它是针对早期创业的重要服务载体，主要为创业者提供低成本的工作空间、网络空间、社交空间和资源共享空间，包括众创空间、孵化器、创业基地等。”根据上述定义，若开发主体属于单纯提供低成本众创空间、孵化器、创业基地的公司，则该等开发主体属于“创业空间服务”行业。

分类三：若开发主体从事园区载体开发经营的同时从事具有创业空间服务性质的业务，如创业辅导与培训服务、技术对接服务、项目路演服务、信息与市场对接服务等，则根据《上市公司行业分类指引（2012年修订）》，开发主体行业上归类为综合类，能较为合适地反映其综合业务的特点以及创业服务的属性。

##### （3）园区载体销售与房地产销售的主要差异

园区载体销售与房地产销售的差异主要体现在业务模式、盈利模式及商业实质方面。

业务模式上，园区载体销售受地方产业政策和建设项目性质的影响多面向特定的园区内企业，而房地产销售面向不特定对象；盈利模式及商业实质上，园区载体销售主要是为了聚集更多科技、产业资源，在此基础上通过为企业导入更多科技创新服务获取收入，而房地产销售以一次性售出进而取得收入为主要目的。

##### （4）开发主体的园区载体开发经营业务对IPO的影响

前述证监会的政策为结合限制房地产市场过热的“国十一条”而制定，主要针对传统房地产公司（尤其

是住宅地产公司)的IPO,而园区载体的开发经营具有一定创业空间服务的业务属性,与一般意义上的房地产(住宅地产与商业地产)开发销售,在业务模式、盈利模式及商业实质等方面存在差异。

故我们理解,开发主体的园区载体开发经营业务因涉及房屋的销售经营,可能受到审核的重点关注,不过因其具备创业空间服务的业务属性以及与通常的房地产销售存在差异,故从事该业务而被禁止IPO的可能性较小。但是,若开发主体从事住宅房地产开发经营业务,由于与居民住房市场相关,则可能对IPO造成不利影响。

#### (四) 投资孵化业务(类金融业务属性)问题

##### 1. 具体问题

开发主体作为经开区的开发建设主体及运营方,往往具有扶持经开区内科创公司的功能,部分开发主体的业务范围包括实业性项目投资、投资咨询等投资孵化业务。监管层对类金融资产的并购重组以及相关企业的IPO审核标准较为严格,若开发主体的孵化业务存在类金融业务或创业投资业务的属性,可能会被审核重点关注。

在相关案例中,证监会对上述问题予以关注,具体问询如下:

- 结合标的公司投资孵化服务具体业务模式、投资和退出方式、盈利模式、主要风险及资产规模、同行业可比公司情况等,补充披露标的公司投资孵化服务与创业投资或类金融业务的异同,业务开展期间是否需要适用创业投资或类金融领域监管法规。
- 补充披露上市公司通过本次交易注入投资孵化服务业务资产,是否符合我会相关要求。

##### 2. 相关分析

我们理解,开发主体的投资孵化业务在投资方式上符合《创业投资企业管理暂行办法》对创业投资的定义,即对创业企业(在境内注册设立的处于创建或重建过程中的成长性企业,但不含已经在公开市场上市的企业)进行股权投资,需遵守《创业投资企业管理暂行办法》等创业投资领域监管法规。

但是由于开发主体作为科创企业助推器的角色,孵化投资业务通常与地方产业政策相结合,投资园区内科创企业的同时为其提供创新基地平台服务、技术与市场对接服务等科技创新、创业相关服务,与创业投资企业或类金融企业在资金来源、投资模式、盈利模式、投

资项目范围、退出方式、投资风险等方面可能存在较大差异。

故开发主体的投资孵化业务若合理布局并有效规范,被认定属于类金融业务进而对IPO造成不利影响的风险会显著降低。

#### (五) 同业竞争问题

经我们检索研究,部分经开区管委会下属多个开发主体,该等开发主体主营业务基本类似,为经开区的投资建设与运营。

根据《招股书格式准则》、《首发业务若干问题解答》等规定的要求,发行人的业务应独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业,与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争。对存在相同、相似业务的,发行人应对是否存在同业竞争作出合理解释。

在存在类似业务的情况下,根据《首发业务若干问题解答》,一般要结合疑似同业竞争方在历史沿革、资产、人员、主营业务(包括但不限于产品服务的具体特点、技术、商标商号、客户、供应商等)等方面与拟上市公司的关系,以及双方业务是否有替代性、竞争性、是否有利益冲突等判断是否构成同业竞争。

鉴于同一经开区管委会下属的各开发主体可能从事类似的开发建设业务,若其中一家开发主体上市,与未上市开发主体可能构成同业竞争,进而对开发主体的IPO造成不利影响。

在相关案例中,证监会对同业竞争问题予以关注,具体问询如下:

申请材料显示,实际控制人及其下属公司还有其他园区未注入上市公司,部分园区与上市公司不构成同业竞争的理由是客户类型、租售价格、土地类别、区域位置等。请你公司:结合未来资产注入计划、行业竞争情况,进一步补充披露实际控制人下属部分园区与上市公司不构成同业竞争的依据。

### 三、关于国家级经开区开发主体上市前的规范整改建议

基于上述重点问题,经研究分析,我们提出以下建议,供拟上市国家级经开区开发主体参考。

#### (一) 拟上市开发主体保持独立性

##### 1. 开发主体与管委会实现政企分离,各司其职

开发主体负责经开区的开发建设与运营服务,行使经济职能;管委会作为管理主体,行使行政监管和行政服务职能,二者各司其职,推动开发主体市场化运作。



## 2. 开发主体在人员、财务、机构、业务等各方面保持独立性

建议保持开发主体独立的组织结构、经营场所、财务核算体系，避免存在与管委会合署办公和人员混同的情况，同时降低对政府财政补贴以及其他行政资源的依赖程度，以此优化公司治理结构、确保独立规范经营，进而符合首发上市的要求。

### (二) 调整优化业务结构，提升竞争力，实现持续盈利

- 采取多元化发展战略，以园区开发和运营（发展园区载体开发销售业务的同时应完善园区配套，深化发展园区综合管理、园区配套服务相关业务）为主业的同时，探索创业空间服务等业务，进而实现盈利的多元化并促进盈利持续稳定增长。
- 重视和建立开发主体的品牌，争取政策支持，实现“走出去”，在所属经开区外拓展新的业务空间。

### (三) 有效处理房地产开发销售业务

- 如前所述，采取多元化的发展战略，发展园区运营、创业空间服务等业务；同时避免从事住宅房地产开发销售业务。
- 规范开发建设行为，规范园区载体销售业务，避免存在违规情况。

### (四) 合理布局及规范投资孵化业务

- 建议开发主体以推动培育科技创新企业的孵化体系，发挥资源聚集效应为目的，使用自有资金直接投资参与孵化投资，控制和减少通过参与投资私募股权基金间接参与企业孵化的情况。
- 若开发主体参与投资私募股权基金，建议不承担管理职责、不实质控制该等基金，进而减小被认定为创业投资企业或类金融企业的可能。
- 开发主体开展创业投资业务需遵守《创业投资企业管理暂行办法》等创业投资领域法律法规的规定。

### (五) 避免同业竞争

- 可行情况下，对经开区管委会下属各开发主体进行重组，以重组合并后的主体申报上市，从而避免同业竞争。
- 经开区管委会下属的各开发主体实现差异化经营，在客户类型、产业类型、租售价格、租售模式、开发区域位置上有所区别，以减小被认定构成同业竞争的可能。

## 结语

国家级经开区开发主体首发上市虽不断有政策支持，但上市之路并非坦途，既有的问题不容忽视，且部分问题非一朝一夕可以解决。国家级经开区开发主体IPO能否顺利推进，主要取决于是否未雨绸缪并提前规范运作。当然由于不同的开发主体有不同的业务特点和经营情况，需根据自身实际情况并结合专业机构意见进一步做出判断取舍。我们期待新政下国家级经开区开发主体成功IPO，并以此为契机，将国家级经开区进一步打造成科技创新集聚区。



# 错题总结

## ——从终止 / 中止审核案例

### 透视科创板上市的六条红线

刘东亚 吴梦璐

截至2020年8月11日，合计414家企业向上海证券交易所（以下简称上交所）提交了科创板上市申请，已有34家企业终止审核，其中，3家企业在上交所上市委审议环节被否。除上述34家企业外，1家企业证监会不同意注册（不予注册），3家主动申请撤回注册（终止注册）。在推敲、分析终止/中止审核的案例后，我们总结出了科创板上市的六条红线问题，供正在或将要申请科创板上市的企业参考。

#### 一、红线一：科创属性

##### （一）法规

《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第3条：发行人申请首次公开发行股票并在科创板上市，应当符合科创板定位，面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求。优先支持符合国家战略，拥有**关键核心技术**，**科技创新能力突出**，**主要依靠核心技术开展生产经营**，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业。

##### （二）终止企业1

根据终止企业1的招股说明书，其定位为依靠自主研发技术进行大数据处理分析的公司，主要利用全球大数据资源和大数据处理分析技术为国内企业提供海外营销服务。

在经历了上交所的两轮问询后，终止企业1选择了终止审核，上交所对其关注的重点为其是否具有科创属性。对此，上交所在问询中多次要

求其解释业务实质，并要求其结合产业分类目录及指南、具体从事的经营活动、主要客户的需求等方面，说明行业定位为大数据行业的商业合理性，是否符合科创板行业选取标准。此外，其拥有的已注册专利数量较少（已注册专利仅1项）、研发投入占比较低（报告期内，研发投入占营业收入的比重分别仅为4.94%、1.20%及0.71%）的情况也是其科创属性受到关注的主要原因。

一家企业的研发投入和专利数量这两项数据，是判断一家企业科创成分的重要指标，一旦其中任何一项远远低于市场平均水平，就会引来市场和监管部门对该企业科创属性的质疑。

##### （三）终止企业2

根据终止企业2的招股说明书，其主营业务是数据资源产品和相关服务的研发与销售，为客户提供经过标注及结构化等优化处理、可供人工智能算法模型训练使用的数据。

在上交所的四轮问询中，与核心技术相关的问题被反复问询，例如：

- 发行人及其子公司目前尚未拥有专利是否与公司的技术先进性相矛盾；
- 公司并不单纯依赖以申请专利的形式对核心技术进行保护，是否符合行业惯例，以及公司核心技术积累和保护的具体途径；
- 说明发行人的核心技术未采取发明专利形式进行保护的**理由**，是否属于行业惯例；
- 发行人的核心技术是否为通用技术，是否具备**新颖性**。

虽然终止企业2在四轮问询回复中不断地列



刘东亚



举其技术与业务优势，但其对于核心技术先进性的回复依然未能说服上交所。

对于科创板上市企业所拥有的核心技术，企业和中介机构应从各个维度论证其具有较高的科创含金量，不仅需要自圆其说，更重要的是能够通过各类数据分析或同行业对比，从客观上体现其科创属性。

#### （四）评述

从上述终止案例可以看出，拟上市企业的业务实质与模式、核心技术的先进性等问题是上交所审核过程中重点关注的问题，直指拟上市企业的行业定位与核心技术的含金量，尤其是对于不拥有专利或仅拥有个别专利的拟上市企业而言，如何证明自己的核心技术具有先进性，将成为一道难题。

### 二、红线二：重大不利同业竞争

#### （一）法规

1. 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第12条：发行人业务完整，具有直接面向市场独立持续经营的能力：（一）资产完整，业务及人员、财务、机构独立，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争，不存在严重影响独立性或者显失公平的关联交易。

2. 《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》第4条：（1）申请在科创板上市的企业，如存在同业竞争情形，认定同业竞争是否构成重大不利影响时，保荐机构及发行人律师应结合竞争方与发行人的经营地域、产品或服务的定位，同业竞争是否会导致发行人与竞争方之间的非公平竞争、是否会导致发行人与竞争方之间存在利益输送、是否会导致发行人与竞争方之间相互或者单方让渡商业机会情形，对未来发展的潜在影响等方面，核查并出具明确意见。竞争方的同类收入或毛利占发行人该类业务收入或毛利的比例达30%以上的，如无充分相反证据，原则上应认定为构成重大不利影响。（2）发行人应在招股说明书中，披露以下内容：一是竞争方与发行人存在同业竞争的情况，二是保荐机构及发行人律师针对同业竞争是否对发行人构成重大不利影响的核查意见和认定依据。

#### （二）终止企业3

根据终止企业3的招股说明书，其主要从事12英寸及8英寸晶圆研发制造业务，其最终控股股东L公司为一家人在中国台湾和美国上市的公司，其主要业务也是晶圆研发制造业务。

由于终止企业3与其最终控股股东L公司的主营业务均为晶圆研发制造，二者的业务高度重合，双方拟通过市场区域划分、支付代理费、签署避免同业竞争的协议等形式避免或减少同业竞争。

在上交所对其进行的三轮问询中，均对同业竞争问题予以重点关注。在L公司的同类收入（晶圆收入）占发行人该类业务收入的比例明显高于《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》中提出的30%这一条红线的情况下（报告期内，在发行人市场区域内，L公司的晶圆收入占发行人的比例分别为208.63%、75.89%、58.79%），即使L公司出具了专项承诺函，承诺在规定期限内降低前述比例，其解释口径和解决措施仍未能获得上交所的认可。

#### （三）评述

一旦拟上市企业的同业竞争问题超过了《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》中提出的30%这条红线，几乎不太可能提出充分的相反证据来证明该等同业竞争不构成“重大不利影响”，并说服监管部门（除非是某些政策性特别强的行业），因此，建议拟上市企业在存在同业竞争的情况下，在申报前通过“关”、“停”、“并”、“转”等方式予以解决。

### 三、红线三：关联方的披露、关联交易的合理性

#### （一）法规

1. 《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第12条：发行人业务完整，具有直接面向市场独立持续经营的能力：（一）资产完整，业务及人员、财务、机构独立，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争，不存在严重影响独立性或者显失公平的关联交易。

2. 《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第41号——科创板公司招股说明书》第64条：发行人应根据《公司法》、企业会计准则及中国证监会有关规定披露关联方、关联关系和关联交易。

#### （二）终止企业4

根据终止企业4的招股说明书，Y公司在2017年和2018年均为其第二大客户，Y公司于2017年4月才成立，注册资本仅为833.333万元，成立后即与终止企业4签订了2990万元大额合同。

针对上述异常情况，上交所在第一轮问询中就要求说明发行人与其发生交易的合理性，Y公司及其控股股东、董监高与发行人及其控股股东、董监高等是否存在

关联关系，是否存在其他利益安排。

根据终止企业4的问询回复及其举办的媒体交流会上的回应，Y公司并不属于上市规则下列举的关联方，但不难看出，监管部门和市场对于关联方或关联交易的核查、披露要求已远远不局限于法律法规列举的若干种情形，而是需要拟上市企业和中介机构真正地做到“实质重于形式”来界定关联方和关联交易。

### （三）终止企业5

终止企业5是一家航天关键电子系统解决方案提供商，根据其招股说明书，其与关联方单位A在报告期内有较大规模的关联交易（报告期内占收入的比重分别为66.82%、25.73%和32.35%）。针对上述情况，上交所所在每一轮问询中均要求其补充披露或说明该等关联交易的定价方式和依据、关联交易价格的公允性，关联交易比重大对其独立持续经营能力的影响等问题。

另外，由于涉及到军工行业，终止企业5在首次披露招股说明书和前两轮问询回复中均未披露单位D与单位A之间的关系，以及其董事长与单位D之间的关联关系，仅在第三轮问询回复中才予以说明。

### （四）评述

关联交易一直以来是监管部门重点关注的红线问题，如拟上市企业企图通过隐藏关联方或关联交易的方式来达到调节收入/利润等目的，建议尽早对该等关联方/关联交易进行清理或纳入正常的关联方/关联交易进行管理和统计，同时，拟上市企业也需要重点关注披露的真实、准确和完整，切记不要“漏披、错披”。

## 四、红线四：信息披露

### （一）法规

《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第34条：发行人申请首次公开发行股票并在科创板上市，应当按照中国证监会制定的信息披露规则，编制并披露招股说明书，保证相关信息真实、准确、完整。信息披露内容应当简明易懂，语言应当浅白平实，以便投资者阅读、理解。

### （二）终止企业6

终止企业6是一家曾经的新三板公司，上交所所在第一轮问询中便要求中介机构核查并逐条说明本次发行上市申请文件与发行人在新三板挂牌所披露的文件内容有无差异，如有，需要进一步核查并说明原因，是否构成重大信息披露违法，是否构成本次发行上市的法律障

碍，并发表明确核查意见。在随后的问询回复中，终止企业6针对17项非财务方面以及3项财务方面的差异进行了说明和解释。

对于曾经的公众公司而言，对于信息披露前后一致性的要求非常高，应确保信息披露前后口径的一致性，如确实存在一些差异，一定要有足够合理且经得起推敲的理由。

### （三）终止企业7

终止企业7对于历史沿革中的一笔股权转让性质的认定和披露出现了重大的前后不一致。其在首次披露的招股说明书和前两轮问询回复中均认定该笔股权转让系解除股权代持，因此不涉及股份支付；但是，在第三轮问询回复中，其对该笔股权转让的性质认定发生了变更，认为能够支持股权代持的证据不够充分从而将其作为股份支付处理，且未按招股说明书的要求对上述前期会计差错更正事项进行披露。

### （四）评述

在科创板试点注册制的背景下，监管部门已将信息披露为中心的审核理念全面、深入地落实到了每一轮的问询之中，督促拟上市企业和中介机构真实、准确、完整地进行信息披露。在这样的大环境下，对于拟上市企业来说，务必确保信息披露的真实、准确、完整。

## 五、红线五：财务处理不审慎

### （一）法规

《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第11条：发行人会计基础工作规范，财务报表的编制和披露符合企业会计准则和相关信息披露规则的规定，在所有重大方面公允地反映了发行人的财务状况、经营成果和现金流量，并由注册会计师出具标准无保留意见的审计报告。发行人内部控制制度健全且被有效执行，能够合理保证公司运行效率、合法合规和财务报告的可靠性，并由注册会计师出具无保留结论的内部控制鉴证报告。

### （二）终止企业8

终止企业8于2018年12月底签订的4份重大合同均未在2018年底前回款且未开具发票，但终止企业8仍将上述4份合同收入确认时点归于2018年。对于该等合同收入确认时点的会计处理问题，受到了监管部门的重点关注。最终，其在第四轮问询回复中对该等合同收入确认时点进行调整，调整后，其2018年扣非后归母净利润



润由原来的8000多万元降低至900多万元。

上述事项最终仍被监管部门认定为不符合企业会计准则的要求，存在会计基础工作薄弱和内控缺失的情形。

### 六、红线六：IP权属纠纷

#### （一）法规

《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第12条：……（三）**发行人不存在主要资产、核心技术、商标等的重大权属纠纷，重大偿债风险，重大担保、诉讼、仲裁等或有事项，经营环境已经或者将要发生重大变化等对持续经营有重大不利影响的事项。**

#### （二）企业9（目前已上市）

企业9在上会当日因出现涉诉事项而临时被上交所上市委取消上会，其一度陷入了中止审核的状态。

根据企业9的招股说明书，该涉诉事项为六起专利涉诉案，与公司的两款产品相关，原告请求法院判令被告停止制造、销售、许诺销售相关涉诉产品并销毁相关库存，赔偿其经济损失及因制止侵权行为而支出的合理费用等。

不过，在遭到起诉后，企业9采取了积极的应对措施，包括：（1）请求国家知识产权局专利局宣布某一涉诉专利权无效；（2）论证被控侵权产品与涉诉专利所采用的技术方案不一致，并未落入涉诉专利的保护范围，且涉诉产品的收入占比和利润贡献均较小，亦不涉及核心技术；（3）实际控制人出具兜底承诺，如发生发行人败诉的情形，其愿意承担判决结果所确定的赔偿金。截至招股说明书签署日，因原告未在规定期限内预交案件受理费，法院裁定该等涉诉案件按照原告撤回起诉处理。

#### （三）终止企业10

根据终止企业10的招股说明书，终止企业10的主营业务是为客户提供云分发、云安全及数据应用集成等相关产品及服务，其在云分发、云安全及数据应用集成等领域拥有多项专利，并依靠上述专利形成竞争优势。

在上交所向终止企业10出具首轮问询后，终止企业10被提起专利侵权诉讼。在第二轮问询中，上交所要求终止企业10披露其主要资产、核心技术和商标的重大诉讼事项。收到该轮问询后，终止企业10因所涉专利诉讼结果未定主动要求中止审核。中止期满后，终止企业10在第二轮问询回复中披露了其作为被告的4起专利侵权诉讼（涉及4项专利），被要求停止在产品中使用涉诉

专利并赔偿金额共计人民币2.5亿元。在后续第三轮和第四轮问询中，上交所要求终止企业10对上述专利侵权诉讼的最新进展进行说明，回复称诉讼案件仍在审理中。在第四轮问询回复后的2个月内，终止企业10主动撤回上市申请，原因为“鉴于公司近期调整上市计划，决定暂缓上市进程”。

#### （四）终止企业11

根据终止企业11的招股说明书，终止企业11主营“磁控胶囊胃镜系统”机器人的自主研发、生产、销售及服务。前述机器人具有多项已授权专利的支撑。

终止企业11在上交所第二轮问询回复中披露了被提起8起专利侵权诉讼（涉及8项专利），终止企业11被要求赔偿合计5000万元。虽然终止企业11对前述诉讼中的涉案专利均提出无效申请，但直至第四轮问询，前述8起诉讼案件仍未了结。因相关诉讼涉及公司主营业务，诉讼周期较长，预计无法在审核时限内彻底解决上述诉讼事项，故终止企业11主动撤回上市申请。

#### （五）评述

从该案例中可以看出，在拟上市企业的报告期内以及申报过程中，与核心技术或产品紧密相关的侵权类诉讼案件，极有可能对上市审核造成重大不确定性，因为监管部门和舆论导向往往会从某一起或某一类诉讼案件引申到拟上市企业主营业务的合规性、主要资产的权属是否清晰、是否存在其他潜在重大诉讼等问题。因此，对于科创板拟上市企业而言，应保证核心知识产权的权属清晰，减少公司作为被告的诉讼案件（尤其是作为侵权类诉讼案件的被告），以避免对发行上市造成不利影响。

### 结语

随着第一批25家企业于2019年7月22日为科创板鸣锣开市，以试点注册制为改革理念的科创板，无论在规则层面还是在审核速度、监管包容度方面，均给市场带来不小的惊喜。

虽然科创板的相关规则对科创板发行条件进行了精简优化，但是，制度规则和审核理念的转变，并不代表监管部门允许企业可以“带病上市”。对于拟登陆科创板的企业而言，仍需严格比照科创板上市的实质条件，避免触及科创板上市的红线。

正所谓“前车之覆，后车之鉴”，希望科创型企业能够在上市申报前深入诊断并进行针对性地整改，避免发生申报后又无奈终止的结局。

# 科创板分拆上市 ——请先迈过同业竞争这道坎

陈复安 杨振华 宋方成 范馨中



陈复安

2019年3月,《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称《科创板注册管理办法》)及《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第41号——科创板公司招股说明书》发布并生效;2019年12月,《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》(以下简称《分拆上市试点规定》)发布并生效<sup>1</sup>。在上述政策正式落地后,截至2020年8月,已有中国铁建(601186.SH)、上海电气(601727.SH)、中国中铁(601390.SH)、辽宁成大(600739.SH)、乐普医疗(300003.SZ)等20余家上市公司公告了分拆子公司在科创板上市的预案,另有包括金固股份(002488.SZ)在内的部分A股上市公司向投资者公布了分拆子公司在科创板上市的意向。

在同业竞争的问题上,科创板相关审核规则及要求相较传统板块有了一定程度的放宽。但通过对上述规则具体内容、分拆上市的项目特性及科创板审核实践的具体分析和总结,我们建议,拟开展科创板分拆上市的相关方仍然需要重点关注同业竞争问题在项目全过程中的重要影响。

## 一、同业竞争问题的解决历来是A股IPO需要满足的基本条件

在2015年,中国证监会发布的《关于修改〈首次公开发行股票并上市管理办法〉的决定》及《关于修改〈首次公开发行股票并在创业板上市管理办法〉的决定》曾经将同业竞争的相关内容从“第二章发行条件”中予以删除,仅规定“发行人应当在招股说明书中披露已达到发行监管对公司独立性的基本要求”。中国证监会在上述文件的修订说明中亦认为:“经过多年以来的实践,独立性带来的问题和矛盾已经基本解决,不需要再作为发行上市的门槛,拟采用披露方式对同业竞争和关联交易问题进行监管”。

尽管有上述调整,在中国证监会同时期发布的相应招股说明书格式准则中,仍然将“发行人的业务独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业,与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争”作为发行监管对公司独立性的基本要求予以披露;此外,中国证监会发行部于2019年3月发布的《首发业务若干问题解答》亦专门就同业竞争的核查范围、判断原则等作出详细规定。

我们在中国证监会官方网站的“信息公开”栏目页面检索“同业竞争”和“发审委”关键词发现,自2015年1月至2020年1月底的中国证监会A股IPO审核中,“同业竞争”在发审委会议的聆讯问题中至少出现了125次,考虑到大部分会议均存在审议多家企业的情况,同业竞争问题在发

<sup>1</sup>《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》的适用对象仅限于A股上市公司分拆所属子公司境内A股上市,但本文所讨论的“分拆上市”除前述适用对象外,亦包括境外上市公司分拆所属子公司境内A股上市。

审会议上受到关注的次数实际上会更高。同业竞争问题在A股IPO审核实践中仍然是备受关注的问题之一，其重要性不容忽视。

特别地，在已有的境外上市公司分拆所属子公司申请A股IPO的成功案例中（如某知名台资洁净室工程系统集成公司、某全球知名通信网络设备制造商、某知名香精行业制造商），同业竞争问题在发审会议上均受到重点关注。

### 二、科创板IPO同业竞争问题审核规则的变化

相较适用于传统板块的《首次公开发行股票并上市管理办法》《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（以下简称“《创业板首发办法》”）及相关的配套招股说明书格式准则的规定，代表A股市场改革趋势的科创板，其首发业务规则《科创板注册管理办法》在同业竞争问题的监管上有了明显的变化，由“发行人的业务独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在同业竞争……”改为“发行人的业务独立于控股股东、实际控制人及其控制的其他企业，与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业间不存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争”。

上交所于同月发布的《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》（以下简称“《科创板审核问答》”）进一步说明了“构成重大不利影响的同业竞争”的认定标准。根据《科创板审核问答》的规定，申请在科创板上市的企业，如存在同业竞争情形，认定同业竞争是否构成重大不利影响时，保荐机构及发行人律师应结合竞争方与发行人的经营地域、产品或服务的定位，同业竞争是否会导致发行人与竞争方之间的非公平竞争、是否会导致发行人与竞争方之间存在利益输送、是否会导致发行人与竞争方之间相互或者单方让渡商业机会情形，对未来发展的潜在影响等方面，核查并出具明确意见。竞争方的同类收入或毛利占发行人该类业务收入或毛利的比例达30%以上的，如无充分相反证据，原则上应认定为构成重大不利影响。

鉴于中国证监会在《科创板注册管理办法》中重新明确地将同业竞争问题作为发行条件予以监管，同业竞争问题在科创板IPO的审核实践中仍然会受到重点关注，若存在“重大不利影响”的同业竞争，发行人将难以实现科创板IPO。

### 三、分拆上市的项目特性可能增加同业竞争问题的复杂性

在《分拆上市试点规定》中，同业竞争问题的解决

也被明确作为分拆条件之一，即“本次分拆后，上市公司与拟分拆所属子公司均符合中国证监会、证券交易所关于同业竞争、关联交易的监管要求”。因此，若分拆后存在“重大不利影响”的同业竞争，A股上市公司将难以实现子公司的科创板分拆上市。

但由于分拆上市项目的特殊性，其在发行审核中可能面临相比一般企业更为复杂的同业竞争问题，在论证是否存在同业竞争或者同业竞争是否构成“重大不利影响”时也面临着更大的挑战。

#### （一）上市公司通常情况下会与其所属子公司经营相同或类似业务

从A股传统板块的IPO审核规则来看，为了避免同业竞争、减少关联交易，通常要求A股上市公司将其相同、类似或相关的业务进行重组整合，全部纳入上市公司体内开展经营；《创业板首发办法》更要求“发行人应当主要经营一种业务”。此外，无论是境内上市还是境外上市，发行人通常会围绕主业开展经营，并将盈利能力较强的业务纳入上市公司体内，以获得较高的利润回报和股价表现。

基于以上原因，若拟分拆上市的所属子公司（即发行人）通过行业区分、业务实质差异解释其不存在同业竞争，则可能会与上市公司此前公开披露信息中关于“整体上市”、“整体布局”、“协同效应”等业务描述存在冲突，由此导致解释困难或潜在的信息披露风险。

#### （二）上市公司通常与所属子公司之间存在较多的关联交易

即使发行人与上市公司及其他下属企业之间的具体产品或服务存在明显差异，但是，上市公司为了加强盈利能力，通常会充分发挥其上市范围内资产的业务协同效应，并对下属企业制定统一的经营战略和管理模式。此外，根据上交所和深交所的《股票上市规则》的规定，上市公司与其控股子公司发生的或控股子公司之间发生的交易豁免适用关联交易的相关监管要求。

基于以上原因，在完成彻底的分拆之前，发行人通常与上市公司及其下属其他子公司之间可能会存在类型较多、金额较大的关联交易，且不会过于关注该等关联交易的公允性。上述客观情况将导致发行人难以按照《科创板审核问答》的规定，从“是否导致发行人与竞争方之间的非公平竞争、是否会导致发行人与竞争方之间存在利益输送、是否会导致发行人与竞争方之间相互或者单方让渡商业机会情形”等角度对同业竞争问题作出合理解释。

### (三) 满足分拆上市条件的重组成本较高、难度更大

为了满足A股IPO的同业竞争监管要求，明确拟分拆上市主体和其他子公司在业务上的差异性，发行人通常需要开展上市前的股权和业务重组。与一般的整体上市项目相比，上市公司对所属子公司的相关业务进行分割和重组，制定解决方案的难点包括：

1. 相对较高的财务成本。一方面，由于上市公司及其拟分拆主体的经营规模通常较大，该等重组本身可能会面临较大的税务和资金成本；另一方面，由于上述分拆与重组并非业务导向，其可能会与上市公司此前的业务布局相悖，从而在短期内增加上市公司的经营成本。

2. 较为复杂的重组条件。在一般的整体上市项目中，通常情况下，相关方仅需要将相同或类似业务全部重组进入发行人即可满足审核要求。但是根据《分拆上市试点规定》，“上市公司最近1个会计年度合并报表中按权益享有的拟分

拆所属子公司的净利润不得超过归属于上市公司股东的净利润的50%；上市公司最近1个会计年度合并报表中按权益享有的拟分拆所属子公司净资产不得超过归属于上市公司股东的净资产的30%”。因此，在分拆上市项目中，受限于前述分拆条件中的财务指标限制，不能简单通过大规模的股权或业务重组来解决同业竞争问题，而可能需要对资产、业务进行仔细的甄别、针对每家关联企业的具体情况制定精细的重组方案。

## 四、涉及同业竞争问题的科创板分拆上市案例解析

### (一) 已披露案例涉及同业竞争问题之解决思路和解释口径

经公开渠道检索，我们对科创板分拆上市（主要系境外上市公司分拆所属子公司）项目中已公告问询回复的已上市典型案例进行了分析和总结，其中涉及同业竞争问题的解释口径、核查结论及解决措施情况如下：

序号	主要业务相似情况	解释口径	解决措施	审核进展
1	1、发行人与关联方均属C类制造业，关联方的电能表，发行人的电监测终端、通信网关、通信模块等产品都与电相关，并主要应用于电力领域。 2、发行人与关联方的相关产品在电力经营地域、公司客户、供应商、产品具备传感功能、通用性生产制造环节、智能化发展趋势、招投标模式等方面存在一定程度的相同点。	<ul style="list-style-type: none"><li>• 核查结论：发行人与控股股东及其他关联方之间的相似业务不构成同业竞争。</li><li>• 解释口径：<ol style="list-style-type: none"><li>1、产品存在本质区别：发行人与关联方的相关产品在应用领域、产品功能、核心技术特点、行业竞争格局和发展趋势等方面皆存在本质区别，不存在可替代性和竞争关系。</li><li>2、发行人独立拥有生产经营相关的资产。</li><li>3、发行人与控股股东及其关联方之间不存在共用渠道和资源的情形：报告期内，发行人与关联方分别独立获得了国家电网的合格供应商资质和南方电网的合格供应商资质，两大电网公司内部采购由各自业务板块独立进行采购和招投标决策，互不干涉、影响。</li><li>4、从经营场所、技术工艺、监测安装环节、独立研发能力等方面分析不存在同业竞争。</li><li>5、控股股东及其关联方、发行人各产品在电网集团的销售模式不同：控股股东及其他关联方企业和发行人相关产品对电网公司的销售模式虽都以招投标模式为主，但具体情况并不相同，分别独立对外营销及进行资质审查认证，分别以各自主体独立参与电网公司招投标过程。</li><li>6、经营地域存在一定重合具有合理商业背景：电力系统的特殊性导致。</li><li>7、部分客户重叠：下游行业高度集中特点所致。</li><li>8、部分供应商重合：可供选择的供应商有限、发行人与关联方基于供应链配套、物流及时性及售后服务有效性之考量所致。</li></ol></li></ul>	实际控制人、控股股东及一致行动人出具避免同业竞争承诺，并根据上交所要求补充出具承诺，进一步明确未来将在核心产品销售、原材料采购、技术研发方向等方面避免或减少与发行人的关联交易及同业竞争。	已上市



序号	主要业务相似情况	解释口径	解决措施	审核进展
2	<p>1、发行人与控股股东及其部分关联方均研发、销售办公软件。</p> <p>2、位于日本的某发行人参股企业在日本地区销售某知名办公软件的日文版软件。</p> <p>3、发行人与部分关联方及报告期内曾经的关联方企业均从事互联网广告推广服务，该大类项下，关联方同类收入或毛利占发行人该类业务收入或毛利的比例远超30%。</p> <p>4、存在部分供应商重叠。</p>	<p>• 核查结论：发行人与控股股东及其他关联方、参股企业之间的相似业务不构成同业竞争。</p> <p>• 解释口径：</p> <p>1、<b>办公软件产品</b>：发行人与关联方生产的办公软件产品用途不同、知识产权不存在共有、资产不重叠。</p> <p>2、<b>位于日本的某发行人参股企业的办公软件销售</b>：该参股企业与发行人为业务上下游关系，在销售、生产、技术研发、人员、资产、主要客户及供应商等方面不存在竞争。</p> <p>3、<b>互联网广告推广服务</b>：发行人与关联方均从事互联网广告推广服务，但上述企业不因都从事互联网广告推广服务而当然构成同业竞争：</p> <p>（1）互联网广告推广服务需基于企业所提供的产品或服务，企业并不因都从事互联网广告推广服务而当然构成同业竞争。互联网广告推广服务是目前软件行业企业实现流量变现的普遍手段，是用户免费使用公司办公软件产品的一种对价支付方式，而非狭义上的一种“业务”。</p> <p>（2）发行人一直积极促使“免费+广告”用户转化为付费用户。</p> <p>（3）与关联方从事的互联网广告推广服务在媒体资源、市场角色、用户群体等方面存在显著区别。</p> <p>（4）不同类型软件功能不同，不存在替代性。</p> <p>（5）互联网广告市场规模巨大，不存在直接竞争。</p> <p>（6）发行人与第三方广告平台合作过程中，不存在利益输送。</p> <p>（7）某从事该大类服务业务的关联方已于2017年10月（报告期内）起即不再属于发行人关联方。</p> <p>4、部分供应商重叠系互联网企业基础服务需求导致。</p>	<p>1、实际控制人、控股股东及一致行动人出具避免同业竞争承诺；</p> <p>2、发行人定期了解同一控制下的关联方从事的主营业务的情况；对上述信息进行整理、排查、与关联方进行沟通。</p>	已上市
3	<p>1、发行人的外周血管支架、球囊扩张导管产品与间接控股股东相关产品属于《医疗器械分类目录》中相同类别。</p> <p>2、发行人与间接控股股东其他业务分部同属于医疗器械行业。</p>	<p>• 核查结论：发行人与间接控股股东及其他关联方之间的相似业务不构成同业竞争。</p> <p>• 解释口径：</p> <p>1、<b>关于同属医疗器械相同类别</b>：我国对不同的医疗器械产品采取分类界定和管理；虽与关联方的部分产品分类属于相同产品类别，但是在治疗部位、适应症、对应科室和治疗原理上存在显著区别，不同产品无法互相替代。</p> <p>2、<b>关于同属于医疗器械行业</b>：产品主要适应症、治疗方法、对应科室存在显著区别。</p> <p>3、<b>对不同医疗器械的采购需求由不同医院科室独立发起</b>。</p> <p>4、<b>技术和行业准入壁垒使得发行人与关联方其他业务分部均难以进入对方市场</b>：发行人主要产品与间接控股股东其他业务分部主要产品在适应症和相关病理机制上存在明显差异，导致产品在结构形态、主要材料、生产工艺等方面存在显著差别，产品所涉及的核心技术也显著不同。</p> <p>5、<b>发行人的球囊扩张导管产品与间接控股股东的球囊扩张导管产品不存在同业竞争</b>：疑似竞争产品在各自的研发过程中形成了不同的专利，使用的技术、专利等亦存在本质区别。疑似竞争产品在治疗部位、主要用途、对应科室、产品尺寸、主要材料及配套导丝等方面存在显著区别，不同产品无法互相替代。</p> <p>6、<b>发行人具有独立完整的业务体系和面向市场的自主经营能力</b>。</p>	<p>1、直接及间接控股股东及一致行动人出具避免同业竞争承诺；</p> <p>2、直接及间接控股股东根据上交所要求出具进一步承诺，明确关联方的业务范围，并承诺未来不会以任何形式在全球任何区域直接或间接从事与发行人及其子公司所从事的主动脉及外周血管介入业务构成竞争或可能构成竞争的业务等。</p>	已上市

1、关联方在生物医药的研发、生产及销售方面主要从事非抗体类生物制品及化学药业务，与发行人存在相似。

2、关联方和发行人的在研管线存在少量交叉。

• 核查结论：发行人与关联方之间不存在实质性同业竞争

• 解释口径：

1、发行人与关联方产品属于生物制品的不同细分领域。

2、发行人与关联方之间的上市产品的适应症不存在重合。

3、发行人与实际控制人控制的关联方企业（含其子公司、合资公司）的在研管线虽然存在少量交叉：但①部分产品上市具有较大不确定性；②其他产品与发行人产品在成药机理、作用机制等方面存在较大差异。

1、控股股东、实际控制人出具避免同业竞争承诺函；

2、实际控制人控制的关联企业及其子公司出具承诺，关于在研管线存在交叉的产品，未来如取得药品生产批件，将委托发行人进行销售。

已上市

注：为表述方便，如无特殊说明，上表及下文所述的关联方范围包括控股股东、实际控制人及其控制的企业。

## （二）科创板关于同业竞争问题的论证解决及解释思路总结

结合前述监管规定与案例，可以发现：在同业竞争问题的论证解决及解释思路上，科创板与传统板块的思路基本一脉相承的。具体而言：

1. 从业务实质角度论证解释发行人与关联方的业务差异进而论证不属于同业竞争仍为主流方法

如前表所列示的，已成功完成科创板分拆上市的企业仍然是通过明确发行人和关联方在业务定位、产品或服务的技术路线等方面的差异性来解释不存在同业竞争。

值得一提的是，在案例2中，上交所通过问询方式要求发行人披露关联方的互联网广告推广服务收入或毛利占发行人该类业务收入的比例。虽经发行人计算，关联方的该类业务占发行人该类业务的收入比例均远超30%（最高达到发行人同年度该类业务收入的2,667%），但发行人及其中介机构仍通过行业特性、同业竞争的核查对象范围等方面进行解释，最终得出上述数据不宜作为对同业竞争问题判断依据的结论，上述企业不因都从事互联网广告推广服务而当然构成同业竞争。

此外，目前审核中的案例4亦主要采取该论证思路进行论证，惟少量发行人与关联方的在研管线交叉事项，因相关产品未上市而无法定量分析是否构成“重大不利影响”，转而采取了未来委托发行人销

售的方式以避免同业竞争。该等解决方案一方面未能彻底解决同业竞争，另一方面可能增加关联交易，其能否最终通过审核有待进一步关注。

## 2. 尚无成功案例仅从同类业务规模角度论证同业竞争不构成“重大不利影响”

某已终止审核的科创板分拆上市项目中，发行人与境外上市公司及其控制的其他关联方均从事“晶圆制造及销售IC、半导体制造技术开发及顾问咨询服务”。在该项目的申请文件中，发行人一方面拟通过区域划分方式避免同业竞争，另一方面针对关联方的跨区域产品销售，其分析后认定关联方同类产品收入合计占比未超过发行人该等产品收入合计占比的30%（即将财务指标对比口径限缩为“同类产品”而非“同类业务”），并承诺在未来将关联方同类业务收入占比降至30%以下。根据公开可查的问询情况，上交所在该项目的审核中，对其同业竞争问题给予了高度关注（系首要问询问题），对其提出的通过市场区域划分方式避免同业竞争的有效性、同业竞争是否会导致发行人与竞争方之间的利益输送、将同类业务占比降至30%以下的措施及有效性进行深入问询。根据截至目前的披露信息，该项目已于2019年7月终止上市申请。

与上述案例相对应的是，科创板的其他非分拆上市类案例中，包括某知名量子通信产品生产企业（已上市）、某高端钛合金材料制造企业（已上市）在内的发

行人，虽利用了量化指标来认定“不构成重大不利影响”，但该等量化指标（即不超过30%）并非其论证“不存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争”的唯一理由。同时，经检索，我们暂未发现单纯依靠关联方同类业务收入占比不超过30%来论证“不存在对发行人构成重大不利影响的同业竞争”的成功案例。

基于上述，在科创板的审核实践中，发行人通常情况下仍然需要严格按照《科创板审核问答》的要求，从业务实质、行业特性出发，结合关联交易的公允性、上下游客户及供应商情况、财务数据占比等多重角度分析现存的同业竞争是否构成“重大不利影响”。

## 五、我们的建议

综上所述，虽然科创板的审核规则对同业竞争的限制较之传统A股IPO有所放宽，但无论是业务规则的具体内涵，还是科创板分拆上市的审核实践均表明，同业竞争问题在相当长的时间内将构成科创板分拆上市的重点关注事项。此外，鉴于分拆上市项目本身的特殊性，我们建议，相关方在选择上市主体、设计重组方案、制定和执行规范措施等项目申请的全过程中，均应当重视同业竞争问题的处理；同时，发行人和中介机构应当密切关注最新的审核动态，提前掌握该类型项目的审核尺度，确保重组方案、解决措施和解释思路的有效性和合理性，提高发行申请的成功率。

# 注册制下中概股企业回归观察之 中概股私有化新浪潮

周蕊（金杜） 王宇（金杜） 林俊健（华泰联合证券） 彭海娇（华泰联合证券）  
李一源（毕马威中国） 何莹（毕马威中国） 赖旻（招商银行） 所得（招商银行）

2015-2016年期间，中概股掀起过一波私有化回归A股的热潮，比如分众传媒、三六零、如家、药明康德、迈瑞医疗等，但这波浪后美股市场中概股私有化数量明显减少。2019年下半年起至今，中概股（尤其是香港市场）私有化数量有上升的趋势。2019年至今，香港市场宣布的私有化交易约20单，其中绝大部分出现在2019年6月以后；而2016年至2018年期间宣布私有化的香港上市公司合计约25家。2019年至今，美股市场宣布私有化的中概股公司也有8家。（数据来源：华泰联合证券根据公开资料整理）

2018年以来，A股资本市场持续不断进行深化改革，推出了科创板并实行注册制，目前也在积极推进创业板注册制的改革。本文从改革背景出发，讨论政策上对中概股回归的支持以及中概股私有化需要关注的主要问题。



周蕊

## 一、注册制改革有利于中概股回归

### （一）符合A股上市条件企业增多

科创板注册制下的上市审核标准包容性强，允许亏损企业、同股不同权以及符合条件的红筹企业上市等，解决了科创企业的众多痛点问题。泽璟制药是第一家亏损企业挂牌科创板的公司；华润微电子是首家保留红筹架构且以境外公司发行股份在科创板挂牌的公司。

创业板改革已经在一定范围内征求意见。若创业板注册制改革在科创属性以及行业属性上提供比科创板更高的包容性，那符合A股上市条件的中概股数量将更多。

### （二）回归A股流程更短

一般情况下，科创板的审核周期最长不超过6个月。对于中概股企业而言，回归A股时间表大幅缩短，时间进度的可预期性也大幅提升。符合相关条件的红筹企业可以免于拆除红筹架构直接发行，更节省了拆除红筹架构以及业务重组的时间成本。

### （三）具有核心技术的企业估值高

具有核心技术的公司在境内目前属于受追捧的投资标的，目前科创板估值水平显著高于A股其他板块以及境外资本市场。华熙生物于2017年11月完成港股私有化，私有化对应估值约54亿港元。

元，对应市盈率约23倍。2019年11月华熙生物在科创板上市，募集资金总额约23.7亿元，发行市盈率为54.6倍。截至2020年4月19日，华熙生物的总市值约400亿元。（数据来源：华泰联合证券根据公开资料整理）

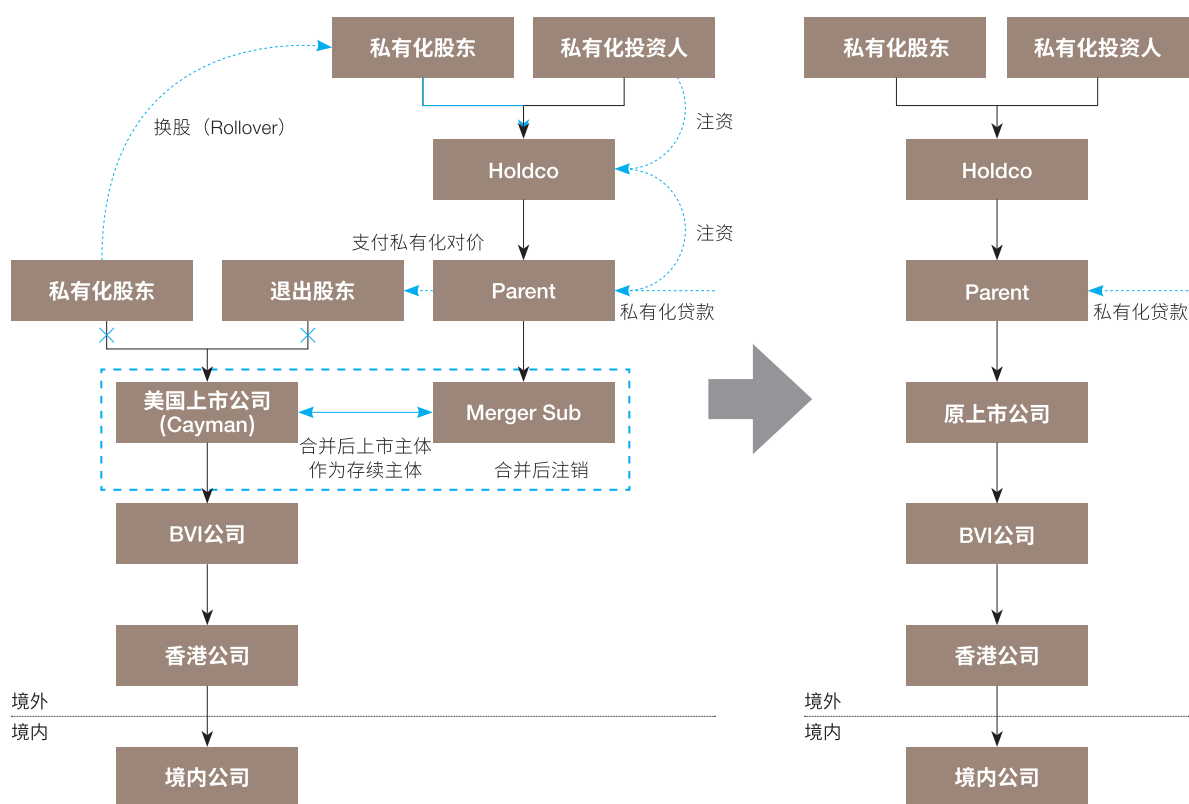
## 二、私有化需要关注的主要问题

### （一）美股与港股常见的私有化形式

在美股市场，常见的私有化方式为长表合并（Long-form Merger，如下图所示）。参与私有化的原股东与新投资人成立若干SPV，并由Merger Sub与上市公司合并，退出股东取得私有化对价，上市公司作为存续主体成为Parent的全资子公司，完成私有化。

美国上市公司的私有化流程中收购方和公司均需满足证券法下的相关披露义务，内容包括收购对价及收购资金的来源、收购方对于公司及其业务的交易后计划、收购条件对少数股东是否公允、财务及法律顾问的意见和评估等。

美股市场常见的私有化方式——长表合并（Long-form Merger）示例

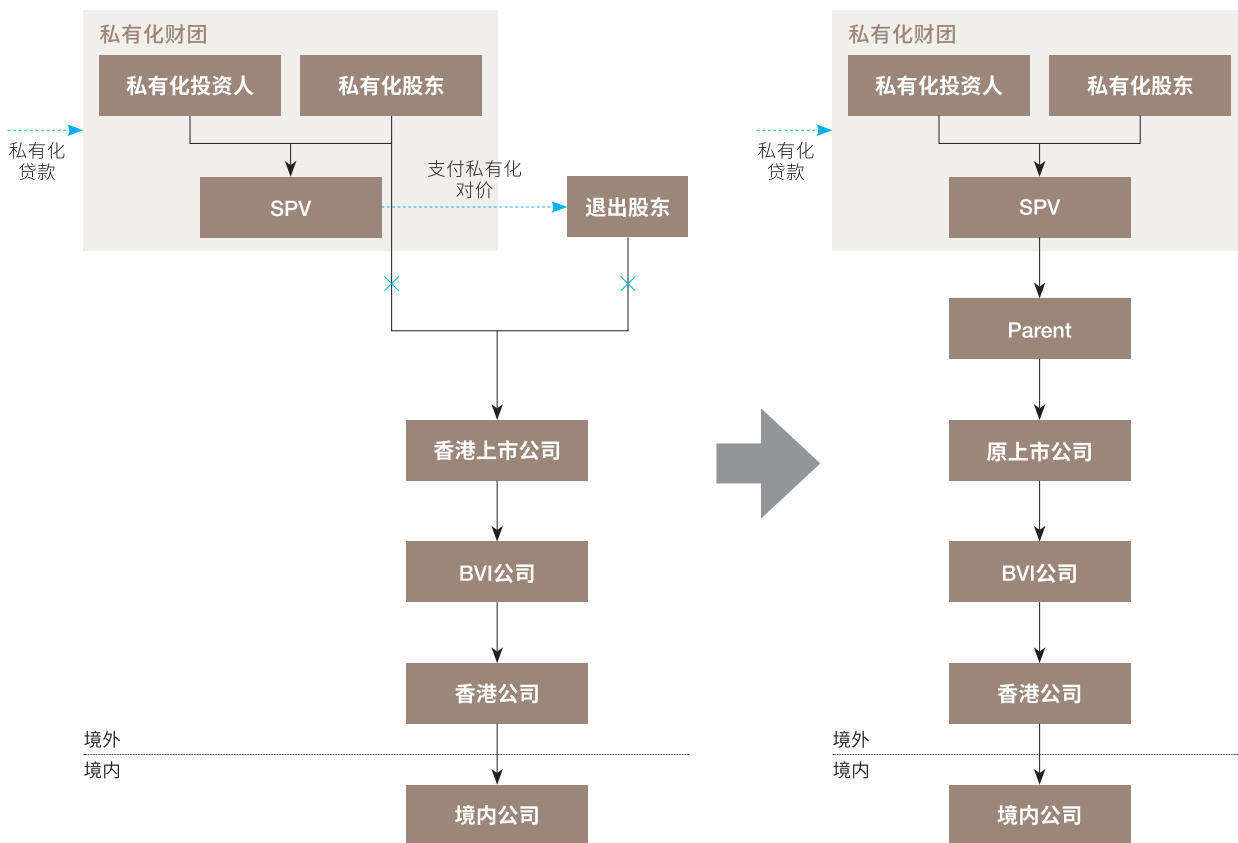


在港股市场，以红筹公司为例，常见的私有化方式为协议安排和要约收购。参与私有化的股东直接向退出股东支付私有化对价，完成私有化。

香港上市公司私有化流程需要遵循香港证监会的收购法则，以及与私有化交易有关的就上市公司披露内幕消息和内幕交易及可能的其他市场失当行为等内容的相关规定。



港股市场常见的私有化方式——要约收购/协议安排示例



## (二) 私有化融资

融资的确定性是私有化交易里最重要的因素之一。根据香港证监会的规定，在发出要约前需要由财务顾问或另一适当第三者发出确认，证实要约人具备应对要约全部接纳时所需的充足资源。在美股市场中概股通常采用的长表合并方式下，签署《合并协议》前，上市公司特别委员会也会基于交易确定性要求收购方出示落实资金安排的相关证明。

另一方面，中概股的收购方通常为境内机构，私有化融资通常涉及资金出境问题，私有化所需资金金额较大，因此除了及时获得商务部门及发改部门的境外投资备案外，在实际操作中需考虑外汇兑换所需时间、期间的汇率波动风险以及资金准备过程中的信息保密问题。在过往案例当中，为确保私有化资金在境外能够足额及时支付，需要积极寻求具有跨境联动经营优势以及牵头组建银团能力的金融机构的支持。另外，在资金跨境方面，通常由银行采用境外贷款、跨境直贷及内保外贷等方式实现境外融资。

在港股市场，直接收购方式下的相关私有化贷款需要由参与私有化的股东将来从公司取得股息红利后或另行筹措资

金偿还。在美股市场，长表合并方式下私有化贷款最终由境外控股公司承担，因此，后续可考虑通过内部融资安排进一步将境外私有化贷款“下沉”至境内运营公司，实现利息在税务上有效的抵扣。

## (三) 股东沟通

### 1. 港股市场：

以红筹公司为例，若采用要约方式实现私有化，需收购超过90%以上股份才能够实施强制挤出机制，收购剩余少数股权；若采用协议安排方式实现私有化，则股东大会需要获得除要约人及其一致行动人外的出席股东75%的赞成票，且反对票不能超过全体无利害关系股东的10%，除此之外还需遵守上市公司所在地法律法规的要求，如“数人头”的条件。由于港股私有化交易通过条件相对较高，一般情况下要约价格会较市场价有一定幅度的溢价，以争取小股东支持。从过往交易看，港股私有化溢价水平中位数约在30%-50%。

## 2. 美股市场：

私有化交易常见的溢价水平为20%-30%。采用长表合并方式下，上市公司董事会将成立特别委员会代表非关联股东就《合并协议》与收购方进行谈判。同时，签署《合并协议》后，相关私有化交易需要通过上市公司股东大会审议。对于注册在开曼群岛的公司，需要在股东大会上获得三分之二以上股东投票通过；对于注册在美国特拉华的公司，需要在股东大会上获得50%以上股东投票通过。同时，董事会特别委员会也可能会就非关联股东投票比例、反对股东比例、反向分手费等问题与收购方进行谈判。

### （四）税务考量

税负成本是公司进行私有化时的重要成本因素之一，而且私有化通常伴随着后续的重组兼并或重新上市，因此私有化架构亦对投资人后续安排的税负成本产生影响。

以红筹架构在美国或中国香港上市的公司通过上述方式进行私有化时，涉及的中国税务问题主要为以下两个方面：

#### 1. 退出股东是否涉及间接转让中国公司股权征税的问题

由于红筹架构下中概股上市公司的资产主要为中国境内资产或股权，各退出股东（包括一级市场和二级市场投资人）间接转让中国境内公司股权的情况需要关注国家税务总局公告2015年第7号（“7号公告”）的影响。对于一级市场非居民投资人，在判断7号公告影响时的核心问题是被私有化的上市公司是否具有充足的商业实质。虽然截至目前尚未发现上市公司被认为不具有商业实质从而导致股东被穿透征税的公开案例，但不排除税务机关质疑某些上市公司的实质从而对股东征税的可能性。如果税务机关认为上市公司缺乏充分的经济实质（如承担的功能风险不足、资产或收入绝大部分来自中国境内等），则一级市场投资人在私有化退出时可能会产生中国纳税义务。而对于二级市场的非居民投资人，通常符合7号公告的安全港规定，应可以豁免其中国纳税义务。

#### 2. 私有化后的股权投资成本确认问题（即未来处置股权时的税基确认）

对于私有化中通过换股（Rollover）方式继续持股的私有化股东，或者支付现金对价进行私有化的原股东或新投资人而言，私有化价格是否可以作为下一次间接或者直接转让交易的税基，在实际操作中存在不同的解

读，对股东及投资人后续退出或者减持的税负成本影响重大。公司应该在实施各项安排前了解相关的税务处理口径，以便估计整体的税务交易成本。我们在后续的文章中也会做相关的探讨。

另外，针对H股上市公司，也有通过吸收合并的方式完成私有化的案例，例如2019年积塔半导体以吸收合并的方式私有化先进半导体。从中国税务角度，由于H股上市公司实际上是注册在中国境内的公司，其私有化过程中的税务影响和红筹公司不同。在H股私有化时退出的非居民股东可能可以按照所在国/地区与中国的税收协定获得参股豁免，从而无需在中国纳税；居民股东则应该按照国内有关规定缴纳所得税或享受免税优惠。继续持股的股东或者新投资人以其股权投资成本（包括初始投资及私有化价格）作为下一次转让交易的税基，较红筹架构私有化的税务确定性更高。

### 三、私有化成功后的后续安排

私有化完成后，公司通常需要考虑红筹架构拆除、原有员工持股平台拆除或股权激励安排衔接、内部业务和架构重组等一系列问题以及与之相关的商业、法律、财税等方面的规划。特别是未来计划在A股市场发行的企业，需特别关注审核中监管部门关心的业务、财务和法律问题，以确保私有化后在A股成功上市。



# 注册制下中概股企业回归观察之 红筹企业回归A股的新路径

周蕊（金杜） 王宇（金杜） 林俊健（华泰联合证券） 彭海娇（华泰联合证券）  
黄伟光（毕马威中国） 曾挺（毕马威中国） 赖旻（招商银行） 所得（招商银行）

近年来，境内资本市场改革加速，制度不断完善，规则更加包容，尤其是科创板的开设、创业板注册制的稳步推进，犹如“筑巢引凤”，为中概股回归境内资本市场带来了更多的吸引力与新时期。

## 一、红筹企业回归A股的主要规定

2018年3月30日，国务院办公厅转发了《证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见》（下称“《若干意见》”），允许已在境外上市的大型红筹企业和未在境外上市的创新企业（包括红筹企业和境内注册企业）在符合相关条件下直接在A股发行股票或存托凭证上市。

2018年6月6日，中国证监会发布《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》（下称“《实施办法》”）《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》等系列部门规章，对试点创新企业发行存托凭证的有关问题作出了进一步明确。

2019年1月，上海证券交易所推出科创板，颁布系列规定和业务规则，允许已在境外上市的大型红筹企业以及尚未在境外上市的红筹企业，在符合一定条件下，在境内发行股票或存托凭证上市。

2020年4月，深圳证券交易所创业板试点注册制改革、相关规则征求意见稿正式发布，从相关规定可以看出，创业板注册制改革与科创板较为类似，但在业务定位、上市条件、投资者门槛等方面存在一些差别。

2020年4月30日，中国证监会公布《关于创新试点

红筹企业在境内上市相关安排的公告》（下称“《相关安排》”），为有意愿回归A股上市的红筹企业提供更明朗的“航向”，公告中降低了境外上市红筹企业回归境内上市的门槛，确定了存在VIE架构的红筹企业在相关政府主管部门审批的前提下可回归A股发行股票并上市，并对尚未境外上市红筹企业申请在境内上市存量股份减持等涉及外汇的事项提供了重要的指导意见。

## 二、注册制下红筹企业回归A股的“着陆条件”

长久以来，红筹企业回归境内资本市场的传统路径为拆除境外架构后以境内主体申请A股上市，即“境外上市公司私有化（如涉及）→去VIE/拆除红筹结构暨境内业务、资产重组与整合→完成控制权回归境内→境内IPO/重组上市”，该等步骤涉及资金、税务、法律、时间等多方面考虑。近年来，国家在优质科技创新企业回归境内上市方面出台了多项利好措施。

截至目前，红筹企业回归A股主要有以下方式：

（1）拆除全部或部分红筹架构后申请发行A股股票并上市（拆除全部红筹架构属于传统路径，市场案例较多，下文不再赘述）；

（2）红筹企业保留其境外架构，直接申请发行A股股票或存托凭证（CDR）并上市。

根据《若干意见》《实施办法》《相关安排》等规定以及科创板业务规则、创业板注册制规定的征求意见稿，对于保留红筹架构在境内申请发行股票的上市标准如下：



周蕊

## (1) 行业条件

《证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见》、《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》

符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，且达到相当规模，社会形象良好，具有稳定的商业模式和盈利模式，对经济社会发展有突出贡献，能够引领实体经济转型升级的创新企业。

### 主板/中小板

未发布明确要求

### 创业板

- 成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合
- 深入贯彻创新驱动发展战略，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合

### 科创板

新一代信息技术领域、高端装备领域、新材料领域、新能源领域、节能环保领域、生物医药领域。

## (2) 财务指标

类型	主板/中小板	创业板	科创板
已境外上市红筹企业	(1) 市值不低于2000亿元人民币；或	(1) 市值不低于2000亿元人民币，且最近一年净利润为正；或	
	(2) 市值200亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位。	(2) 市值200亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位，且最近一年净利润为正。	同主板/中小板
未在境外上市红筹企业	(1) 最近一年经审计的主营业务收入不低于30亿元人民币，且企业估值不低于200亿元人民币；或	(1) 最近一年经审计的主营业务收入不低于30亿元人民币，且企业估值不低于200亿元人民币，且最近一年净利润为正；或	同主板/中小板
	(2) 拥有自主研发、国际领先、能够引领国内重要领域发展的知识产权或专有技术，具备明显的技术优势的高新技术企业，研发人员占比超过30%，已取得与主营业务相关的发明专利100项以上，或者取得至少一项与主营业务相关的一类新药药品批件，或者拥有经有权主管部门认定具有国际领先和引领作用的核心技术；依靠科技创新与知识产权参与市场竞争，具有相对优势的竞争地位，主要产品市场占有率排名前三，最近三年营业收入复合增长率30%以上，最近一年经审计的主营业务收入不低于10亿元人民币，且最近三年研发投入合计占主营业务收入合计的比例为10%以上。对国家创新驱动发展战略有重要意义，且拥有较强发展潜力和市场前景的企业除外。	(2) 营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位，最近一年净利润为正；且 A. 预计市值不低于人民币100亿元；或 B. 预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币5亿元。	(2) 营业收入快速增长，拥有自主研发、国际领先技术，同行业竞争中处于相对优势地位；且 A. 预计市值不低于人民币100亿元；或 B. 预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币5亿元。



需要说明的是，根据《若干意见》，“试点企业在境内发行股票应符合法律法规规定的股票发行条件。其中，试点红筹企业股权结构、公司治理、运行规范等事项可适用境外注册地公司法等法律法规规定，但关于投资者权益保护的安排总体上应不低于境内法律要求。对存在协议控制架构的试点企业，中国证监会会同有关部门区分不同情况，依法审慎处理”。为此，《相关安排》规定：“存在协议控制架构的红筹企业申请发行股票，中国证监会受理相关申请后，将征求红筹企业境内实体实际从事业务的国务院行业主管部门和国家发展改革委、商务部意见，依法依规处理。”截至目前，尚未存在搭建VIE架构的红筹企业直接申请在A股上市并发行股票的先例。

因此，红筹企业可根据自身情况选择适合的回归方式，以应对资本市场的变化。

### 三、红筹企业回归A股的传统拆除路径及主要问题

#### (一) 传统路径简述

##### 1. 拆除典型红筹架构

实践中，不涉及外商投资限制的行业通常搭建为典型的红筹架构，拆除方式主要如下，即创始股东通过

(1) 股权转让后回购，参照境外特殊目的公司的股权架构及各股东通过境外特殊目的公司间接持有发行人的股权比例，将所持发行人股权分别转让给实际控制人或其设立的境内持股主体、境外投资者或其设立的境外持股主体，然后各股东通过股权回购的方式实现境外架构拆除和资金回流；或(2) 增资后回购/股权转让，即实际控制人在境内设立境内持股公司，该境内持股公司对发行人增资取得股权，并摊薄境外特殊目的公司持有的发行人的外资股权，实际控制人再通过股权回购、转让等方式实现境外架构拆除。需注意的是，鉴于增资方式无法完全拆除境外的红筹架构，此时需要由其他股东受让原发行人股东持有发行人的其余股权。

##### 2. 拆除VIE架构

VIE拆除过程主要包括：(1) 确定境内上市主体，通常为境内运营主体或其他适格的主体，亦不排除某些企业在拆除VIE架构时选择以架构中的外商投资企业作为上市主体的案例；(2) 境内外股东通过增资或股权转让的方式取得境内拟上市主体的股权，关键点与典型红筹架构拆除相同；(3) 签署VIE终止协议；(4) 境内股权、业务资产重组；以及(5) 相关结构性实体的注销。

#### (二) 拆除境外架构的主要关注问题

根据我们过往的项目经验，红筹企业在拆除境外架构中主要关注的问题如下：

##### 1. 法律方面

###### (1) 控制权的持续性

在A股IPO审核中，证监会要求拟上市主体的股权结构应清晰且控制权应具有连续性。因此，拟境内IPO企业在红筹架构拆除前后的实际控制人需保持不变。

###### (2) 员工持股计划(ESOP)的权益落地与方式选择

根据ESOP的实施情况，考虑ESOP是否需要下翻至境内拟上市主体。通常情况下，可终止境外ESOP并重新搭建境内员工持股平台，或由ESOP境外持股平台通过股权受让或增资的方式直接取得境内拟上市主体的股权/股份。具体的ESOP下翻方案，应当从资金需求、法律、财务、税务及人力资源等角度进行评估，同时考虑行权和未来退出时的税务成本，以保证股东、员工和公司的利益。

###### (3) 业务、资产的重组与整合

为避免出现A股IPO审核关注的发行人独立性、同业竞争等实质性问题，企业在业务、资产的重组与整合过程中内部审批程序应完备，以合理价格进行相关交易，并且资产、人员、债权债务处置应避免存在纠纷或潜在纠纷风险。同时，为上市时间表考虑，尽量避免触发《证券期货法律适用意见第3号》规定的在重组后运行一个年度后才可申请发行的情况。

###### (4) 私有化及红筹架构拆除资金来源

拆除红筹架构涉及境内外的整体安排及资金调配，监管机构通常关注及要求披露红筹回归的企业在私有化及红筹架构拆除过程中的资金来源，资金跨境汇划路径以及该等过程中所履行的与外汇登记、境外投资备案及核准、境外短期融资申报相关的程序是否符合我国外汇、境外投资管理法律法规及规范性文件的规定，是否存在违法违规行为及受到行政处罚的风险。

##### 2. 税务方面

红筹架构的搭建拆除过程以及历史上其他重组的具体情况，发行人、发行人控股股东、实际控制人等相关主体境内外税务合规情况，是监管机构在审核中关注的重点。因此，拆除红筹架构时应当重点关注的税务问题包括：





### (1) 股东取得上市主体股权时的价格、税负和税基

原股东通过股权转让取得发行人股权时，原发行人股东如产生股权溢价，需要在中国缴纳所得税。另外，原股东此次取得境内发行人股权的成本将形成其后续退出或减持时的税基，如低于原股东投资于境外的投资金额，可能会导致一定程度的税基损失。因此，股东在取得境内上市主体股权时的定价是影响当下重组和未来退出税务成本的核心问题，也会对重组过程中的资金需求产生影响。一般情况下，相关股权转让的对价应当按公允价值确定，中国税务机关在评估对价是否公允时参考的依据一般有净资产、实收资本、股权评估价值和资本市场估值。在拆红筹过程中或者拆红筹前后较短时间内，如发生老股东退出、新股东加入等股权交易，相关价格也会影响税务机关对该次交易定价的认定。因此，企业应根据其自身经营及财务情况确定转让价，从商业角度考虑相关交易顺序时兼顾税务逻辑，并提前与主管税务机关沟通公允价值的判定依据和可行性。

### (2) 境内外业务重组税务成本和风险

业务重组整合，可能涉及股权转让、资产转让、债转股、股东捐赠等多种方式，对价支付安排（如以股权或现金为对价）也可能不同，相关税务成本、对资金的需求和审批流程方面都各有利弊。国内现行税法下，可享受递延纳税（即特殊性税务处理）的企业重组条件较为苛刻且宽容度较低，上市前的重组往往无法完全满足相关条件，从而仍需以公允价值为基础评估税务影响和风险。如发行人拥有境外业务，将境外实体转让予境内上市主体，转让境外资产（如IP），清理关联方往来款项时，也需考虑境外相关国家的税务影响。对于实际控制人是外籍的情况（如美国国籍），相关重组交易也可能对其个人税务（如因被认定为受控外国企业，或被动外国投资公司等）产生较高税负，在设计重组方案时需全盘考量。

### (3) 股东回购税务成本和风险

股东转为直接持股境内发行人后，境外架构的拆除

一般通过境外持股平台回购原股东股权的方式实现，股权回购导致的境内外税务合规问题往往容易被忽视。在股权回购时导致中国境内公司被间接转让的，尤其是仅部分股东拆除红筹架构的情况下，需要考虑国家税务总局公告2015年第7号下间接转让的税务处理（如，溢价回购可能导致企业所得税税负）。

## 四、红筹企业回归的新型路径及主要问题

### （一）保留典型红筹架构

截至目前，A股市场有一家红筹企业直接保留其红筹架构以境外主体为上市主体在A股发行股票并上市，即华润微电子，其保留了红筹结构，前身系香港上市企业，在香港退市后转而以在开曼注册的公司科创板上市。

### （二）保留VIE架构

如上述所述，九号机器人项目已于2019年4月17日向上交所提交首次发行存托凭证并在科创板上市的申请，其保留了VIE架构，且设置了特别表决权，目前仍在审核过程中。

### （三）保留境外架构回归境内的主要关注问题

#### 1. 法律方面

##### （1）发行股票或存托凭证的合规性

对于股东趋向于配置海外资产、搭建相对复杂VIE架构或主要业务位于海外的红筹企业，可能更倾向于选择直接发行CDR，而非直接发行股票。根据相关法律法规从上述案例来看，华润微电子发行股票，并以港币作为面值、以人民币作为交易币种，上交所对此做法是否符合《证券法》及《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》等相关规定进行了问询；九号机器人则申请发行CDR，上交所要求充分披露相关安排对存托凭证持有人及存托人权益的具体影响和风险、每份存托凭证面值是否符合《证券法》及《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》等相关规定。

##### （2）境内投资者的保护

在法律关系上，由于红筹企业均设立于境外，与境内运营主体及其上市发行事宜属于两个不同法律监管体系，这决定了其法律关系及投资者权益保护的复杂性与特殊性。因此，这是监管机构所关注的重中之重。

### （3）信息披露

在注册制之下，信息披露是核心，由于红筹企业的架构相对复杂，监管机构更为关注信息披露的真实、准确、完整。以科创板为例，根据《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》的规定，对于VIE架构的红筹企业，保荐机构和发行人律师需要充分披露协议控制架构的具体安排，包括协议控制架构涉及的各项法律主体的基本情况、主要合同的核心条款等；分析披露被合并主体设立目的、被合并主体的相关活动以及如何对相关活动作出决策、发行人享有的权利是否使其目前有能力主导被合并主体的相关活动、发行人是否通过参与被合并主体相关活动而享有可变回报、发行人是否有能力运用对被合并主体的权利影响其回报金额、投资方与其他各方的关系等。

#### 2. 税务方面

对于中资控股的发行人（如华润微电子），监管机构着重关注了境外发行人是否属于《关于境外注册中资控股企业依据实际管理机构标准认定为居民企业有关问题的通知（国税发[2009]82号）》项下的“非境内注册居民企业”，并要求分析若被认定为中国居民企业对发行人的影响、发行人在境外的税务合规情况、是否已依法缴纳境外架构搭建过程中涉及的相关税费等情况。

如发行人被认定为中国居民企业，应当就其来源于中国境内外的所得缴纳企业所得税。另一方面，发行人从中国境内其他居民企业取得的股息，发行人的境内居民企业投资者从该发行人分得的股息，如满足一定条件，可免征企业所得税。因此，分析中资控股的发行人及其相关境外企业被认定为中国居民企业的税务影响、风险和收益，提前做好税务筹划和安排尤为重要。

此外，对于尚未境外上市的红筹企业申请在境内上市，应在申报前就存量股份减持等涉及用汇的事项形成方案，并上报中国证监会。同时，需要注意的是，红筹企业的募集资金账户的开设与使用，需要符合注册地与境内关于外汇管制和税务方面的规定。

## 结语

在国家欢迎优质中概股回归、支持新经济独角兽企业的背景下，红筹企业回归境内上市的案例逐渐增多，中国证监会对于该类企业IPO的审核标准已经十分明确和完备，境内发行CDR的有关税收政策已出台，但这也需要企业与保荐机构、审计机构、法律顾问、税务顾问等专业机构进行充分讨论和研究，提前做好充分的准备与论证工作，从而确保成功实现回归境内上市。



# 注册制背景下私有化及红筹回归企业如何面对中国证券监管机构问询解析

蔺志军 彭程 吴源滨 陈晓琳 裘羽霞



蔺志军

2020年4月27日，中央全面深化改革委员会通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，随后中国证监会和深圳证券交易所同步发布相关规则的征求意见稿，再次点燃了上一轮科创板推出引发的注册制热点讨论。与此同时，因国内外资本市场的变化，众多红筹架构的公司（包括已经上市的中概股），也在把回归国内资本市场作为当下的重要选项。但是因为国内和国外资本市场监管规则和审核思路的差异，红筹架构企业和国内企业股东诉求的差异，当回归与否的决策落到企业自己头上，就是一个无比重大和难以抉择的事项。

本文希望把我们这几年参与红筹回归项目时在与中国证监会和上海证券交易所（“监管机构”）的沟通过程中理解到的监管思路做一个简单梳理总结，与读者分享。

我们在2017年完成人力资源第一股科锐国际（股票代码：300662）红筹回归上市后撰写了《分解复杂红筹回归IPO项目 把脉证监会最新监

管要求》<sup>1</sup>一文，在该文中对当时中国证监会审核红筹回归企业的监管要求进行了详细的梳理。随着监管机构对红筹企业回归的理解越来越深入，当下监管机构在审核私有化及红筹回归企业时所关注的问题也更加深入。本文中，结合我们2019年主办的网络安全企业山石网科（股票代码：688030）科创板上市、良品铺子（股票代码：603719）上交所上市、及其他几个正在主办的红筹回归项目（包括中概股私有化红筹回归项目）的项目经验，在本文中进行简要的归纳总结。

## 一、主要监管要求

从近年来境内IPO的审核实践及监管机构的问询过程来看，监管机构一方面已经充分尊重境外法律制度（主要是开曼法律制度）和国内法律制度的差异，理解境外法律制度下应遵循其自有的制度逻辑，并理解和尊重境外红筹架构下私募投资背后的商业实质。另外一方面在维持既有问询深度的基础上，其关注要点进一步下沉、关注问题的颗粒度愈发精细，把满足中国资本市场发行上市条件的具体核查要点在境外法律制度下进行落实，这要求中介机构一方面理解中国监管机构的审核逻辑，另一方面对境外法律制度的内在逻辑比较熟悉。特别是在注册制下，信息披露是核心，监管机构的主要职责就是通过一轮一轮的问询，压实中介机构对于历史上存在红筹架构企业的核查责任。

<sup>1</sup>[https://mp.weixin.qq.com/s/yIz5fnU\\_Jb69HvTYh-abJg](https://mp.weixin.qq.com/s/yIz5fnU_Jb69HvTYh-abJg)



红筹企业回归的方式多种多样，在回归的过程中，首要的是解决商业安排问题，比如哪些投资机构需要退出、退出股东对价来源问题、重组的成本问题（税务成本和资金成本）、资金流转问题等。由于商业条件的不同，红筹回归的方式也是各有差异，每个企业都需要根据自己的实际情况，设计出适合自己企业的红筹回归方案。但是无论方案如何设计，都需要确保这个方案能够经得起监管机构在上市问询审核中的核查。因此，任何一个红筹回归项目，都要了解监管机构的问询和核查关注要点。监管机构关于红筹回归项目的问询，基本都会回归到国内上市的基本条件，作为红筹回归企业关键需要了解的是这些基本条件问询背后的监管逻辑是什么，以及中介机构核查深度在哪里。简单概括，这些基本条件的核查要求为股权清晰稳定、实际控制人不得变更、搭建及清理过程合法合规。

### （一）股权清晰稳定

#### 1. 开曼公司层面历次股权变更不存在权属纠纷

股权权属清晰稳定是企业上市的基本发行条件之一。对于红筹回归项目，监管机构不仅要求最终上市主体层面的股权清晰稳定，还会重点关注红筹架构存续期间开曼公司层面股权的清晰稳定情况。

企业在红筹回归时，应注意如下事项：

（1）开曼公司层面历次股权变动：开曼公司层面历次股权变动的法律程序是否完备、历史上的认股权证是否均履行完毕（未履行完毕是否有明确终止文件）、对价是否支付、股权变动的定价依据和估值基础、股东是否存在争议等；此外，由于红筹回归可能产生较大的资金需求，在企业资金流不充裕的情况下，如何确定重组相关股权变动的定价且进行合理性解释也是需要注意的。

（2）境外员工激励计划的终止及回归落地情况：以期权为例，这方面核查要求包括：(i)境外期权计划的设立、授予、变更和终止的法律程序是否完备及合法，比如期权设立、授权、变更和终止是否符合境外公司的章程及适用法律的规定，是否涉及资金进出境，这就要求企业对历史上的境外期权计划自设立到终止期间的实施情况进行详细梳理，并由境外律师就合规性问题出具相应的法律意见；(ii)境外期权收回的定价依据及和企业公允价值差异的财务处理；(iii)境外期权收回的合法性及是否存在争议纠纷，对于未平移至境内员工持股平台继续持股的员工，企业对其授予的期权的清理方式是否合法，特别是给予现金补偿的员工是否实际收到了补偿款及是否产生相应的纳税义务，如果有未接受补偿款的员

工，是否存在潜在的争议纠纷等。

### 2. 关于股权的其他注意事项

（1）代持是否彻底解除：对于开曼公司层面存在股权代持的情况，监管机构会重点关注代持相关股权的背景，代持比例的确定方式，代持的解决过程；相关代持在红筹回归后企业上市前是否彻底解除，是否存在委托持股、信托持股或其他特殊利益安排，是否存在纠纷或潜在纠纷。科创板的现行监管规则要求控股股东及实际控制人的股权不得代持，相比主板、创业板和中小板来说，为控股股东及实际控制人以外的其他股东股权代持留下了一定的监管松绑空间，但目前实践中监管机构的审核态度还是倾向于股权代持需要解除。

在实际的核查过程中，为了防止未披露的代持的情况存在，监管机构会要求中介机构核查每次股权转让和股东权益变化过程中的商业合理性问题。

监管机构还会要求中介机构核查回归前后股东的持股比例是否一致：境外开曼公司层面的股东需要将其持有的相应权益平移至境内拟上市主体层面，监管机构通常会要求说明平移后相关股权的一一对应关系、所持股权比例的变动情况，如存在差异，则需要证明是否合理（例如存在原有股东退出、员工期权池取消等）、是否存在代持等特殊利益安排等。

（2）红筹回归后控股股东、实际控制人是否有大额债务或股权质押：为解决资金来源问题，红筹架构拆除往往需要借助外部过桥贷款来启动资金流转，监管机构对于红筹架构终止后，发行人控股股东、实际控制人或开曼公司是否存在大额债务、是否存在质押发行人股份等可能影响发行人控制权稳定的事项也比较关注。

### （二）实际控制人未发生变化

实际控制人一定期限（科创板和创业板两年，A股主板和中小板三年）内不得发生变更是企业上市的基本发行条件之一。对于红筹回归企业，监管机构的核心要求是回归前后实际控制权不发生变化，这方面的核查要点主要包括：

（1）实际控制人认定的依据是否充分：开曼公司经过多轮融资，私募投资机构在开曼公司层面持有的是不同类别的股份，不同类别股份上的权利是不同的且在股东会层面的表决机制或一票否决机制都可能不同的；如何根据其持有股份在相应的法律体系下的权利分配进行细化，分类分析股份权利分布的差异给实际控制人认定带来的影响，是一个更加复杂的问题。监管机构在此方面充分尊重开曼公司制度差异，需要中介机构深入分析私募投资条款的细节，根据各个类型股份权利

的差异及因此给相应认定实际控制人一方或不认定实际控制人一方带来的差异来确定实际控制人认定依据的充分性。

(2) 回归前后是否存在特殊表决安排：在境外法律制度的框架下，创始人可以通过较为灵活的表决权安排（如AB股、不同股份代表的投票权不同、受托表决）控制开曼公司，这对于股权较为分散的企业尤为重要；但受限不同法律制度，回归前后拟上市主体及其股权结构、公司治理结构都会发生改变，创始人可能无法再通过原红筹结构下的上述安排实现其对企业的实际控制。因此监管机构会关注红筹架构拆除前，开曼公司层面是否存在表决权特殊安排（不同股东表决权上的差异）或者其他特殊利益安排（比如重大事项否决权、董事提名/任命权等），该等差异或特殊安排的存续及终止对公司经营和实际控制权的影响。

需要特别提示的是，当前科创板借鉴国外证券市场的经验，允许境内拟上市主体在满足市值、财务指标等特定条件下也可以设置特殊表决权安排，因此如果企业继续存在特殊表决权安排，监管机构则会进一步关心企业是否有防范特别表决权机制滥用的措施，以保护中小股东的利益。

因此，对于股权较为分散且存在实际控制人的企业来说，在制定红筹回归方案时应特别注意回归后在中国法律制度的框架下如何确定实际控制人认定方案。

### （三）红筹回归前后的合规性问题

发行人、控股股东、实际控制人及董监高等上市相关主体的合规性是监管机构在境内IPO审核中的重点关注问题，而红筹架构从搭建到拆除，涉及到外汇、外商投资、税收、国资等多方面合规性问题以及多方主体自身的合规性问题，需要中介机构判断是否存在行政处罚风险，如果相关行为构成重大违法违规，会影响企业发行上市。

#### 1. 外汇合规

监管机构关于红筹回归项目在外汇合规方面的关注点主要集中在以下三个维度：

(1) 股东层面：境内自然人股东和境内机构股东在开曼公司层面持股是否依法办理了对外投资登记，包括中国籍自然人股东的37号文返程投资登记（初始登记、变更登记及红筹架构拆除后的注销登记），境内机构股东向开曼公司投资以及红筹架构拆除时，境内拟上市主体对外收购境外主体时（如有），是否均履行了境外投资相关备案/登记手续，取得相应的外汇业务登记凭证；如未办理，是否办理了补登记，补办过程是否受

到行政处罚。

(2) 集团公司层面：开曼公司作为境外融资平台，其融资款调回境内使用的方式（如股权或债权）、途径和外汇登记情况；资金往来、分红安排的合法合规性；VIE结构下WFOE的结汇安排是否合规；红筹架构拆除时资金来源、资金跨境流转是否符合外汇管理规定，是否存在套汇逃汇行为；外商投资企业外汇登记中是否存在虚假陈述等违规问题；WFOE被收购转为内资企业后相关外汇注销登记问题；特别说明的是，监管机构已不仅仅只关注结汇合规问题，在近期的案例中，亦关注红筹存续期间，所有相关境外主体的资金往来情况。

(3) 境外员工激励计划层面：对于非上市公司是否存在部分中国籍员工的期权已行权但未办理股权登记及外汇登记的情况；对于私有化前的中概股企业，其在境外的员工激励是否履行外汇7号文的登记，员工行权的资金来源、收益汇回境内是否符合外汇管理规定。

总的来说，无论是上述哪个层面的问题，都存在受到外汇处罚的风险，需要进一步分析是否构成重大违法行为，进而判断是否影响发行上市。

#### 2. 外资合规

对于红筹回归项目，监管机构一般都会关注红筹架构搭建和拆除的背景，搭建和拆除过程是否符合中国关于外商投资方面的法律规定，但是对于VIE架构的公司，监管机构有时也会直接要求中介机构回答VIE架构的合法性问题，比如是否符合中国境内关于外资准入的规定或者是否存在规避外资产业政策的问题。另外监管机构也会关注VIE协议的履行情况、VIE架构拆除后外资准入限制是否已经解除，其生产经营是否符合国家产业政策等。

#### 3. 税务合规

由于税务筹划是拆红筹项目的关键考虑因素，因此监管机构会关注红筹架构存续及拆除过程中各项涉税行为的合规性，主要集中于：

(1) 历次投融资过程中的税务合规性：创始人股东持股平台或境内机构股东股份转让或回购是否履行税法7号公告的纳税申报及完税义务（创始人股东持股平台无法自行在境内完税时的处理方式、是否存在发行人代垫税款的情形），境外股东退出未适用税法7号公告相关规定进行纳税申报是否合法合规。

(2) 重组过程中架构调整的税务合规性：从香港公司处受让WFOE股权时是否缴纳相关企业所得税、境外股权平移至境内时是否有任何应税行为及其完税情况，是否存在故意规避纳税的情况。

(3) **其他税务合规性**：如历史上的分红、董监高/核心员工是否在境外领薪并履行相关纳税义务、员工激励计划实施过程中产生的税费（如境外期权终止时领取的补偿金是否完税）。

#### 4. 其他合规问题

(1) **国资监管合规**：对于存在国有股东的红筹回归项目，监管机构也会重点关注国有股东对开曼公司出资及退出价格的确定依据以及公允性，要求中介机构核查国有股东出资及退出是否履行了法定程序，是否存在国有资产流失的情形。鉴于境外国资监管的复杂性，需要注意国有股东所在地是否有相应的国有企业境外国有产权管理的具体规定，并结合上级国资监管机构的意见，综合判断其在开曼公司红筹架构拆除前是否需要办理资产评估备案或者核准，以及是否需要履行进场交易的程序。

(2) **境外主体合规**：监管机构一般要求境外法律顾问出具境外公司的合规性法律意见，而且比较关注开曼公司注销前的财务状况，是否存在大额未了的债权、债务，进行清算的合法合规性，是否存在纠纷或潜在纠纷。

(3) **是否存在利益输送等损害中小股东权益的行为**：在红筹架构拆除过程中，股权架构的调整方案背后其实关键是如何完成资金跨境闭环流动并进行合法的税务筹划，由于涉及较多主体之间的关联交易，监管机构因此担心这个过程中是否存在向控股股东及其关联方进行利益输送等损害其他中小股东利益的情形，以及股东是否自愿退出或平移，需要核实相关实体的资金来源及资金支付情况和内部决议程序，相关方之间的临时性资金拆借是否及时清理，是否存在损害部分股东权益的情况。

#### (四) 中概股私有化及红筹回归项目中的注意事项

针对已经在境外证券市场上市的中概股企业，其在红筹拆除前，需要先完成在境外证券市场的私有化程序。针对该种情况，企业除了需要满足相关境外法律法规以及履行相应程序外，也要特别注意审核中监管机构对于私有化程序中关心的事项，主要为：私有化过程是否履行了必要的决策和审批程序，私有化过程是否符合企业注册地及上市地法律法规的要求、是否存在被上市地证券监管机构处罚的情况，私有化相关补偿金的资金来源，是否已经实际支付完毕，异议股东的处理措施及结果（是否影响实际控制权的稳定性）、是否存在其他纠纷或潜在纠纷等。

针对上述监管机构的关注事项，私有化红筹回归企业可考虑及注意以下几点：

#### 1. 注意境外中介机构的选择

基于私有化过程中聘请的境外中介机构对于具体私有化过程的了解，公司可以考虑在私有化完成后，即由相应的境外中介机构（包括境外上市地律师事务所以及境外上市公司注册地律师事务所）出具境外法律意见书确认境内监管机构的关注事项的合法合规性，为之后申请境内上市时使用。

#### 2. 注意保存私有化过程的相关底稿资料

企业应注意保存私有化过程中所涉及的支付凭证和完税凭证，特别是收购方支付给退出股东及小股东的对价有时会通过证券托管机构代为支付，需要注意与该等机构提前沟通，留存相应凭证。

#### 结语

在答复监管机构反馈问询的过程中，我们可以感受到监管机构对于红筹回归项目的审核关注点和监管要求愈发深入。特别是在注册制的审核背景下，信息披露成为核心原则，监管机构就各个环节要求中介机构的核查程度更加深入，这就要求红筹回归企业在筹划方案阶段，以终为始，把监管机构的要求贯彻其中。由于不同企业在股权结构、投资人股东对于重组的态度及商业的诉求、重组所需资金情况、外部新资本的介入等方面千差万别，因此企业在制定红筹回归方案时，需要进行非常个性化的专业定制，综合各方面利益考量达成适合自己的商业安排，同时满足监管机构的监管要求，实现上市目标。

# “迎亏而上” ——亏损企业A股上市关注重点解析

黄任重 肖卓恬 周峪田

中国经济已进入高质量发展阶段，“破旧立新”怎么立，“腾笼换鸟”怎么换？新旧动能的转换成为社会普遍思考的现实问题。新经济企业应运而生，但备受推崇的新经济，并不是赚得盆满钵满。恰恰相反，事实是亏损继续和无限额的烧钱。而随着新一轮金融供给侧改革的推进，其中重点之一就是以资本市场支持新技术、新产业、新业态、新模式等新经济业态发展。因此亏损企业谋求A股上市便成为一个值得重点研究的问题。

根据A股目前的案例实践及相关法规，监管机构重点关注亏损企业在整体变更（俗称“股改”）和上市申报这两个时点存在未弥补亏损所带来的问题及风险，为此本文重点梳理了亏损企业A股上市的最新案例实践和相关法规，以供进一步厘清监管要求和协助亏损企业提前应对。

## 一、时点一：整体变更时点存在未弥补亏损 ——资本公积补亏

### （一）立法沿革

1993年《公司法》颁布时尚未规定资本公积不得弥补亏损，第一百七十九条规定“公司的公积金用于弥补公司的亏损，扩大公司生产经营或者转为增加公司资本”，其后中国证监会于2001年细化规定了可以用来弥补亏损的资本公积科目及顺序<sup>1</sup>。然而同年的三联重组郑百文事件，使资本公积补亏这一条款引起广泛关注和讨论<sup>2</sup>。在2005年《公司法》修订时，第一百六十九条新增但书规定“资本公积金不得用于弥补公司的亏损”，自此我国开始明令禁止资本公积弥补亏损。但实践中不久便出现了规避对策。中国证监会遂于2012年发布相关监管要求，要求上市公司



黄任重

<sup>1</sup>《公开发行证券的公司信息披露规范问答第3号——弥补累计亏损的来源、程序及信息披露》第1条规定：（1）公司当年对累计亏损的弥补，应按照任意盈余公积、法定盈余公积的顺序依次弥补。法定公益金不得用于弥补亏损。（2）公司采用上述方式仍不足以弥补累计亏损的，可通过资本公积中的股本溢价、接受现金捐赠、拨款转入及其他资本公积明细科目部分加以弥补。

<sup>2</sup>三联重组后的郑百文公司，一方面有重组形成的巨额资本公积，另一方面有历史形成的巨额亏损，郑百文通过将两者互相抵消，消除了历史亏损形成的包袱。转引自赵亚辉：《资本公积补亏规制中的误解及其制度根源》，《经济法论坛》2014年第1期。



不得采用资本公积金转增股本同时缩股以弥补公司亏损的方式规避资本公积补亏禁令<sup>3</sup>。由此，我国进一步收窄了公积金弥补亏损的道路。

### （二）现行法律法规及案例实践

#### 1. 科创板：合理解释和充分风险揭示双管齐下，资本公积补亏并非红线

根据《上海证券交易所关于发布〈上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答〉的通知》（以下简称“《科创板上市审核问答》”）规定，部分科创企业可以通过整体变更设立股份有限公司方式解决以前累计未弥补亏损，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算，不受运行36个月的限制<sup>4</sup>，但需对此作出充分披露并揭示相关风险。

科创板案例中，有部分科创板企业在有限责任公司整体变更为股份有限公司时存在累计未弥补亏损，在完成整体变更的工商登记后至上市审核通过均未满36个月，但依照《科创板上市审核问答》对此作出了详细解释说明及信息披露。

#### 2. 传统IPO（即非试点注册制的科创板及创业板的A股IPO，下同）：与科创板披露要求保持一致，原先要求的36个月运行期已被取消

根据中国证监会于2020年6月10日新发布的《关于发行审核业务问答部分条款调整事项的通知》，在《首发业务若干问题解答》中补充了问题52：“在有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司时存在未弥补亏损，或者整体变更时不存在未弥补亏损，

但因会计差错更正追溯调整报表而致使整体变更时存在未弥补亏损的企业的审核要求”。

根据《首发业务若干问题解答》新增的问题52的解答，存在上述情况的传统IPO企业，和科创板IPO企业一样，需要充分披露并揭示相关风险，整体披露要求和《科创板上市审核问答》一致。同时，《首发业务若干问题解答》问题52的解答的发布也废止了于2019年1月11日起实施的《发行监管问答——关于首发企业整体变更设立股份有限公司时存在未弥补亏损事项的监管要求》（以下简称“《发行监管问答》”），《发行监管问答》曾要求整体变更时存在未弥补亏损的企业应当自完成整体变更的工商登记后运行满36个月。

### （三）案例审核问询关注要点

《首发业务若干问题解答》新增的问题52的解答虽然刚取代了《发行监管问答》，但是除取消36个月运行期以外，在披露要求上与《发行监管问答》原先的要求相比大同小异，且目前披露要求和《科创板上市审核问答》的要求基本一致。因此，对于整体变更时存在未弥补亏损的企业的监管审核，并不会在《首发业务若干问题解答》修改后发生重大变化。

根据现有案例，监管机构主要关注以下问题：

- （1）要求发行人披露改制时存在未弥补亏损的原因、该情形是否已消除、对未来盈利能力的影响等信息；
- （2）要求保荐机构及发行人律师对改制相关内部决策是否合法合规、改制中是否存在侵害债权人权益、是否与债权人存在纠纷、是否完成工商税务相关手续进行核查并发表核查意见，以及对是否符合《公司法》发表兜底性的核查意见。

<sup>3</sup> 《上市公司监管指引第1号——上市公司实施重大资产重组后存在未弥补亏损情形的监管要求》（中国证券监督管理委员会公告[2012]6号，现行有效）。

<sup>4</sup> 《发行监管问答——关于首发企业整体变更设立股份有限公司时存在未弥补亏损事项的监管要求》（2019年1月11日起实施，2020年6月10日废止），要求整体变更时存在未弥补亏损的企业应当自完成整体变更的工商登记后运行满36个月。

序号	上市公司	项目状态	关注整体变更时存在未弥补亏损的问询
1	上交所主板上市公司1	已批复尚待上市发行	公司于2013年11月设立，2014年、2015年均为亏损状态，截至改制基准日2015年12月31日的累计未分配利润为-6,335,237.90元。2016年1季度实现的净利润（未经审计）已能够弥补亏损。（1）请发行人说明自完成整体变更的工商登记后是否运行满36个月；（2）请发行人在招股说明书中对累计未弥补亏损形成原因、该情形是否已消除及对未来盈利能力的影响以及整改措施（如有）等做出详尽的信息披露，并充分揭示相关风险；（3）请发行人充分披露整体变更设立股份有限公司前未分配利润为负的形成原因及整体变更后的变化情况和趋势，与报告期盈利水平变动的匹配关系，对未来持续盈利能力的影响，并披露整改措施（如有）和充分揭示相关风险。同时，还应当披露净资产折股的具体方法、比例及相应会计处理。请申报会计师核查并发表意见。（4）请保荐机构、发行人律师对下述事项进行核查并发表意见：发行人有限责任公司整体变更设立股份有限公司相关事项是否经董事会、股东会表决通过，相关程序是否合法合规，改制中是否存在侵害债权人合法权益情形，是否与债权人存在纠纷，是否已完成工商登记注册和税务登记相关程序，有限责任公司整体变更设立股份有限公司相关事项是否符合《公司法》等法律法规规定。
2	创业板上市公司1	已上市	请发行人：……（2）说明对设立时审计基准日账面净资产进行追溯调整是否导致变更时存在未弥补亏损；（3）前述追溯调整事项的具体原因及影响；（4）报告期内是否存在其他类似调整情形；……请保荐机构、律师、申报会计师核查并发表核查意见。
3	科创板上市公司1	已上市	发行人整体变更时存在未弥补亏损。请发行人补充披露：（1）发行人本身截至整体变更基准日累计未分配利润情况及其形成原因、整体变更前是否已开始盈利及其具体情况；（2）母公司和合并报表层面未分配利润为负的具体原因，相关情形是否已消除，对未来盈利能力和分红水平的影响；……请保荐机构、发行人律师核查并就公司整体变更时是否需要履行减资程序，是否与债权人存在争议或潜在纠纷，是否符合《公司法》相关规定发表明确意见。
4	科创板上市公司2	已上市	请发行人按照《问答》第十三条的要求，在招股说明书中充分披露股改基准日未分配利润为负的形成原因，该情形是否已消除，整体变更后的变化情况和趋势，与报告期内盈利水平变动的匹配关系，对未来盈利能力的影响，整体变更的具体方案及相应的会计处理、整改措施（如有），并充分揭示相关风险。 请保荐机构及发行人律师对下述事项进行核查并发表明确意见：整体变更相关事项是否经董事会、股东会表决通过，相关程序是否合法合规，改制中是否存在侵害债权人合法权益情形，是否与债权人存在纠纷，是否已完成工商登记注册和税务登记相关程序，整体变更相关事项是否符合《中华人民共和国公司法》等法律法规规定。
5	创业板上市公司2	已上市	招股说明书披露，发行人前身整体变更设立股份公司，由公司资本公积填补未分配利润47,727.50万元。请发行人说明：（1）由发行人前身资本公积填补未分配利润的合法合规性；（2）如发行人前身不用资本公积填补未分配利润，发行人相关财务数据的情况，发行人是否符合《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》规定的发行条件。请保荐机构、律师核查并发表意见。

#### （四）解读与总结

现行《公司法》对公司公积金制度的规定相对而言比较简单，上述案例的突破从法理上来看，可以理解为企业在整体变更时，实际上是有限公司的原股东作为发起人以其权益作为出资设立新公司，公司组织形式由有限责任公司转变为股份有限公司，变更前后的股东权益明细项目之间没有一一对应关系，因此不涉及针对同一公司账务调整的资本公积补亏禁令。资本公积补亏禁令意在区分企业资本所得与经营所得，并平衡股东权益与债权人利益，而并不禁止企业通过整体变更设立股份有限公司方式解决以前累计未弥补亏损。根据目前监管实践和最新的审核解答，上述情况的存在亦不会实质性影响企业上市，而可以通过合理解释和信息披露予以解决。

## 二、时点二：上市申报时存在未弥补亏损

### （一）科创板试点前法律法规

设立科创板试点注册制之前，《首次公开发行股票并上市管理办法（2018修正）》（以下简称“《首发管理办法》”）等相关法律法规都要求发行人（试点企业除外）最近一期末不存在未弥补亏损。发行人首发上市当年即亏损的，中国证监会自确认之日起暂停保荐机构的保荐机构资格3个月，撤销相关人员的保荐代表人资格，但尚未盈利的试点企业除外。

### （二）科创板及创业板注册制新规及科创板案例实践

《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》（以下简称“《科创板注册管理办法》”）、《科创板上市审核问答》等科创板新规突破了前述要求，允许部分申请科创板上市的企业尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损，但需对此情形作出充分的信息披露及风险提示，在招股说明书中披露该等情形的成因、影响、在上市后的变动趋势、相关风险因素及投资者合法权益保护措施等（具体详见下表）。

此后，证监会于2020年6月12日发布的《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等创业板注册制系列文件中，亦未保留《首发管理办法》中最近一期末不存在未弥补亏损的要求。

上市板块	法规	具体规定
科创板	《科创板上市审核问答》	<p>问题2. 针对部分申请科创板上市的企业尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损的情形，在信息披露方面有什么特别要求？</p> <p>答：（一）发行人信息披露要求</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 原因分析 尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损的发行人，应结合行业特点分析并披露该等情形的成因，……说明尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损是偶发性因素，还是经常性因素导致。</li> <li>2. 影响分析 发行人应充分披露尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损对公司现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响。</li> <li>3. 趋势分析 ……存在累计未弥补亏损的发行人应当分析并披露在上市后的变动趋势。披露前瞻性信息时应当声明其假设的数据基础及相关预测具有重大不确定性，提醒投资者进行投资决策时应谨慎使用。</li> <li>4. 风险因素 尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损的发行人，应充分披露相关风险因素，……未盈利状态持续存在或累计未弥补亏损继续扩大的，应分析触发退市条件的可能性，并充分披露相关风险。</li> <li>5. 投资者保护措施及承诺 尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损的发行人，应当披露依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施；还应披露本次发行前累计未弥补亏损是否由新老股东共同承担以及已履行的决策程序。……</li> </ol> <p>（二）中介机构核查要求</p> <p>保荐机构及申报会计师应充分核查上述情况，对发行人尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损是否影响发行人持续经营能力明确发表结论性意见。</p>
	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第41号——科创板公司招股说明书》（证监会公告〔2019〕6号，现行有效）	<p>第三十三条 发行人应结合科创企业特点，披露由于重大技术、产品、政策、经营模式变化等可能导致的风险：</p> <p>（七）尚未盈利或存在累计未弥补亏损的风险，包括未来一定期间无法盈利或无法进行利润分配的风险，对发行人资金状况、业务拓展、人才引进、团队稳定、研发投入、市场拓展等方面产生不利影响的风险等；</p> <p>第七十六条 发行人对于经营成果的分析，应充分说明主要影响项目、事项或因素在数值与结构变动方面的原因、影响程度及风险趋势，一般应包括下列内容：</p> <p>（七）尚未盈利或存在累计未弥补亏损的发行人，应结合行业特点分析该等情形的成因，充分披露尚未盈利或存在累计未弥补亏损对公司现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响。</p>

<p>科创板</p>	<p>第九十二条 发行人存在特别表决权股份、协议控制架构或类似特殊安排，尚未盈利或存在累计未弥补亏损的，应披露依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施，包括但不限于下列内容：</p> <p>（二）尚未盈利企业的控股股东、实际控制人和董事、监事、高级管理人员及核心技术人员关于减持股票所做的特殊安排或承诺。</p>
<p>《科创板注册管理办法》</p>	<p>第三十九条 ……发行人尚未盈利的，应当充分披露尚未盈利的成因，以及对公司现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响。</p>
<p>创业板</p>	<p>问题32. 针对部分申请创业板上市的企业尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损的情形，在信息披露方面有什么特别要求？</p> <p>答：（一）发行人信息披露要求</p> <p>1. 原因分析 尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损的发行人，应结合行业特点分析并披露该等情形的成因，……说明尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损是偶发性因素，还是经常性因素导致。</p> <p>2. 影响分析 发行人应充分披露尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损对公司现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响。</p> <p>3. 趋势分析 ……存在累计未弥补亏损的发行人应当分析并披露在上市后的变动趋势。披露前瞻性信息时应当声明其假设的数据基础及相关预测具有重大不确定性，提醒投资者进行投资决策时应谨慎使用。</p> <p>4. 风险因素 尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损的发行人，应充分披露相关风险因素，……未盈利状态持续存在或累计未弥补亏损继续扩大的，应分析触发退市条件的可能性，并充分披露相关风险。</p> <p>5. 投资者保护措施及承诺 尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损的发行人，应当披露依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施；还应披露本次发行前累计未弥补亏损是否由新老股东共同承担以及已履行的决策程序。……</p> <p>（二）中介机构核查要求 保荐人及申报会计师应充分核查上述情况，对发行人尚未盈利或最近一期存在累计未弥补亏损是否影响发行人持续经营能力明确发表结论性意见。</p>
<p>《深圳证券交易所创业板股票首次公开发行上市审核问答》</p>	<p>第三十三条 发行人应结合企业特点，精准清晰充分地披露可能对公司经营业绩、核心竞争力、业务稳定性以及未来发展产生重大不利影响的各种风险因素：</p> <p>（八）尚未盈利或存在累计未弥补亏损的风险，包括未来一定期间无法盈利或无法进行利润分配的风险，对发行人现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面产生不利影响的风险等；</p>
<p>《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第28号——创业板公司招股说明书（2020修订）》</p>	<p>第七十六条 发行人对于经营成果的分析，应充分说明主要影响项目、事项或因素在数值与结构变动方面的原因、影响程度及风险趋势，一般应包括下列内容：</p> <p>（七）尚未盈利或存在累计未弥补亏损的发行人，应当充分披露该等情形的成因，以及对公司现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响。</p> <p>第九十一条 发行人存在特别表决权股份、协议控制架构或类似特殊安排，尚未盈利或存在累计未弥补亏损的，应披露依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施，包括但不限于下列内容：</p> <p>（二）尚未盈利企业的控股股东、实际控制人和董事、监事、高级管理人员关于减持股票所做的特殊安排或承诺。</p>
<p>《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》</p>	<p>第四十条 发行人尚未盈利的，应当充分披露尚未盈利的成因，以及对公司现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响。</p>



从科创板的案例实践来看，科创板申报企业中有多家申报时存在未弥补亏损，其中已有部分成功注册上市。

### (三) 案例审核问询关注要点

科创板申报企业若存在未弥补亏损情形，监管机构主要关注以下问题：（1）存在累计未弥补亏损的成因，结合行业特点解释其合理性；（2）存在累计未弥补亏损对公司现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响；（3）本次发行前累计未弥补亏损是否由新老股东共同承担以及已履行的决策程序等，并要求充分披露及提示相关风险。

序号	上市公司	上市标准	项目状态	关注科创板申报时存在未弥补亏损的问询
1	科创板上市公司3 (生物医药行业)	标准一 <sup>5</sup>	已上市	发行人股份制改造时点存在未分配利润为负的情况。请发行人：…… (2) 结合行业特点分析并披露最近一期存在累计未弥补亏损的成因； (3) 明确披露最近一期存在累计未弥补亏损对公司现金流、业务拓展、人才吸引、团队稳定性、研发投入、战略性投入、生产经营可持续性等方面的影响，而非仅罗列具体事实；(4) 充分披露相关风险、依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施、本次发行前累计未弥补亏损是否由新老股东共同承担以及已履行的决策程序等。请保荐机构督促发行人按照《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》等相关规则的要求做好信息披露和风险揭示。请保荐机构、申报会计师按照《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》问答2及相关规则的要求进行核查，逐项发表明确核查意见，并对发行人最近一期存在累计未弥补亏损是否影响发行人持续经营能力明确发表结论性意见。
2	科创板上市公司4 (生物医药行业)	标准五 <sup>6</sup>	已上市	请发行人按照《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》第二个问答的要求，补充披露相关原因分析、影响分析、趋势分析、风险因素、投资者保护措施及承诺等；并请保荐机构及会计师充分核查上述情况，对发行人最近一期存在累计未弥补亏损是否影响发行人持续经营能力明确发表结论性意见。
3	科创板上市公司5 (新一代信息技术行业)	标准四 <sup>7</sup>	已上市	请发行人根据《问答》第二条及第十三条有关规定，补充披露存在累计未弥补亏损的相关内容。请发行人说明：……(3) 本次发行前未弥补亏损形成原因及未弥补亏损是否由新老股东共同承担；(4) 预计发行上市后实现分红的年限，并就该事项作重大事项提示；(5) 发行人改制过程中减资是否履行相关的法律程序。

<sup>5</sup> 《上海证券交易所科创板股票上市规则》第2.1.2条第一款第一项的上市标准：“预计市值不低于人民币10亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币5,000万元，或者预计市值不低于人民币10亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元。”

<sup>6</sup> 《上海证券交易所科创板股票上市规则》第2.1.2条第一款第五项的上市标准：“预计市值不低于人民币40亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。”

<sup>7</sup> 《上海证券交易所科创板股票上市规则》第2.1.2条第一款第四项的上市标准：“预计市值不低于人民币30亿元，且最近一年营业收入不低于人民币3亿元。”



#### （四）解读与总结

科创板和创业板注册制改革的推行，为未盈利或亏损企业上市打开了大门，但同时在信息披露上提出了更高的要求，对于上市申报时存在未弥补亏损的企业，监管机构很有可能在审核过程中通过窗口指导意见或反馈问询等方式进一步提出补充披露和回复要求，并综合发行人各方面条件审慎判断其是否具备持续经营能力等要求。

#### 结语

2020年3月1日起实施的新《证券法》第十二条将上市条件中的“具有持续盈利能力，财务状况良好”改为“持续经营能力”，取消了盈利要求，对于财务数据暂时不佳但发展前景良好的亏损企业而言实属重大利好消息。此外，深交所于2020年6月12日发布的《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2020年修订）》等创业板新规，亦取消了关于盈利业绩与不存在未弥补亏损等方面的要求，使上市条件更具有包容性，进一步提升了亏损企业成功上市的可能性。

2020年7月22日迎来科创板一周年，已上市的科创板企业中已迎来8家未盈利企业。曾经，亏损企业在A股上市还是遥不可及的事情，但如今随着科创板、创业板新规的相继出台以及新《证券法》下的注册制改革，亏损企业已迎来A股上市的春天。这必将为中国经济新旧动能的转换奠定坚实的资本基石。

# 科创公司员工股权激励避坑指南

聂卫东 张涵钰 童安琪 陈思雅

对于科创公司来说，吸引人才、激励员工至关重要。就科创公司的股权激励而言，如果创始团队缺乏实操经验，制定了不合适的员工股权激励方案，最终可能不但没有起到激励效果，还要让公司和股东付出成本和代价。本文梳理了科创公司员工股权激励常见的“坑”并提供实用避坑指南，希望能让各位创始人在创业路上招兵买马时，少些失误，多些干粮。

## 一、坑No.1 太快用完期权池

我们见过很多早期的科创公司，还在创业初期就过快地用尽了期权池，导致后续股权激励空间变小，此时无论是创始人自己再拿出股权给到期权池还是劝服投资人一起再稀释期权池，都会造成现有股东股权比例的降低。创始人应牢记，公司在早期阶段一般不太适合全员持股，通常只有核心的人员（例如未来可能给企业带来重大价值或与企业发展目标、重要利益一致的员工）需要给予期权，而通过期权来激励这些人也是比较合适的方式之一。即使公司初期已经预留一个较大的期权池（根据我们的观察，在公司早期阶段，10%-20%之间的期权池是比较常见的规模，特殊情况可能会高于20%），也并不意味着要立刻用完，期权且发且珍惜。

## 二、坑No.2 选错股权激励方式

常用的股权激励方式有限制性股权和期权两种。有的科创公司在制定股权激励计划时没有详细了解两种方式的区别而随意选择了一种，最终发现可能并不合适，而此时再修正就非常被动了。

限制性股权激励方式是指，在授予之时激励对象即实际持有股权，这些股权在某些情况下公司可以低价收回；期权激励方式是指，在某些条件达成的情况下，激励对象可以在规定的时期内以事先确定的较低价格购买一定数量的公司股权，也可以选择不行使这种权利。在给予限制性股权的情况下，激励对象在授予之初就持有股权并负有现在或将来出资的义务；而在期权模式下，激励对象多了一个不行使的权利，也就是说，如果未来公司发展不尽如人意，激励对象可以选择不行权。就大部分员工而言，他们与公司的绑定程度相对松散，因此公司没有必要在最开始就要求员工出资购买股权，让员工承担经营上的风险。但就少量公司高管而言，则可以考虑给予限制性股权，让其享受公司增长收益的同时，也承担公司经营失败的风险。

## 三、坑No.3 忽略了股份支付给公司财务指标带来的影响

给员工发放激励股权或期权，并不是没有成本的激励方式，很多创始人忽略了这一点，临到上市时再考虑股权激励带来的财务影响，可能追悔不已。

从会计角度，公司低价给予员工股权，相当于以公司股权作为支付对价，换取员工为公司服务，因而应当在确权日按照授予员工股权/期权的公允价值等因素计入管理费用，从而影响公司利润。对于授予后立即可行权的股权激励，公允价值为授予日公司股权的公允价格与行权价的差额，因而，行权价格越接近公司股权的公允价



聂卫东



张涵钰

格，股份支付所产生的费用成本就越小。对于需满足一定条件或经过一段期间才可行权的股权激励(期权)，通常采用期权定价模型确定该期权的公允价值。对于在兑现期内受限于回购的限制性股份，则在授予日确定费用后，于兑现期内每年分别计提。

无论用于激励的股权是来源于现有股东转股还是公司增资，无论员工是通过持股平台间接持有还是直接持有，公司都需要计提股份支付费用。计提费用会拉低公司利润，因此，公司应当注意尽量多在上市的报告期(2年或3年)之外计提，或如报告期外计提确有困难则尽量在符合上市条件下避免在上市报告期最后一年的计提，特别是准备A股上市的情况下。

#### 四、坑No.4 忘记考虑被激励员工的纳税义务

可能有部分创始人并不了解，员工仅仅是获得激励股权(即使还未套现)，也是可能有缴税义务的，而且公司有代扣代缴义务，如果忽略了这一点，可能增加员工的经济成本，或给公司带来合规风险。

在员工以低于公允价值的价格获得公司股权时，价差部分就相当于员工的个人所得，因此在行权取得股权时，员工应对实际出资额低于公平市场价格的差额，按照“工资、薪金所得”项目缴纳个人所得税(最高可达45%)。但纳税的时点，在满足以下条件时是可以推迟的：2016年9月22日，财政部、国家税务总局联合发文(101号文)，对符合条件的非上市公司实施的员工股权激励计划，经向主管税务机关备案的，员工在取得股权激励时可暂不纳税，递延至转让该股权时纳税。但是，通过有限合伙企业作为持股平台，以持股平台份额作为激励标的的激励计划是否适用于该优惠政策，要和具体税务机关进行沟通。另外，VIE架构下，以境外开曼公司股权为激励标的，则可能不适用于该优惠政策。

#### 五、坑No.5 翻架构时没有和员工进行充分的沟通而引发争议

有的科创公司在搭建红筹架构时没有妥善处理境内已有的股权激励计划，导致境外上市时员工对此产生争议而延迟了上市进程，这其实是公司或员工都不愿看到的结果。

在处理境内激励股权翻到境外的问题时，一般来说，境内的股权如果已经发放，可以和员工商议将已发出的境内股权收回，改在境外发放期权(尽量保持条款一致以及实质效果一致，从而争取在会计上适用对公司更有利的股份支付处理)，同时视为员工已经缴纳行权价，员工将来行权时或者不打算行权时再将该等价款从境内退回。进行上述安排的原因是：(1)根据实践操

作，VIE架构下公司上市前，若员工要成为开曼公司的股东，通常须先登记成为内资公司的股东，而后才能办理外汇37号文登记。但实践中为避免公司治理方面的麻烦，通常不会让员工直接成为公司股东，因此开曼公司上层的ESOP部分一般为已预留但未实际发行的股份，仅在公司上市后，员工才能行权获得实际发行的股份；但需注意，如公司选择保留红筹结构在A股上市，则目前尚不允许预留ESOP的方式；(2)公司上市以后，大多数员工会选择非现金行权的方式，即行权时马上出售，员工直接拿到差价，而不是行权后成为股东之后再卖掉股票。

公司要牢记的是，一定要和员工重新签署有关协议，将前述安排落到纸面上。

#### 六、坑No.6 忽略了公平性、保密性导致产生负面效应

俗话说，“不患寡而患不均”，如果员工通过各种方式得知公司在筹划股权激励时厚此薄彼，将产生负面效应从而减弱股权激励的积极作用。因此，公司一方面应当充分考虑股权激励方案的细节，特别是授予条件及分配原则，尽量使用客观化、量化的标准来确定分发激励股权的对象，另一方面，也要注意股权激励具体信息的保密性：一般来说在境外公司(通常是离岸公司)层面上的股权激励，即便员工登记成了股东，外人也无法查询到；如果是境内公司实施股权激励，工商登记会使得公司或持股平台的股东或合伙人名字成为公众信息，但公司应避免将具体股权比例和份额信息勾选为公开信息，从而使得工商网上查询系统可以只显示名字而不显示股权比例。

#### 七、坑No.7忽略了科创板对上市前员工持股和期权激励计划的放宽要求

相较于主板和创业板而言，科创板对拟上市公司上市前的持股或期权激励计划的要求原则上是放宽的，科创公司应关注科创板的新政策，从而利用好放宽的规定。这些规定包括：第一，符合“闭环原则”或已经在基金业协会依法依规备案的员工持股计划，在计算公司股东人数时，无需穿透，可以仅按一名股东计算，从而间接放宽了持股人数的200人限制；第二，与其他板块不同，科创板允许拟上市公司保留在首发申报前制定、但于上市后实施的期权激励计划，即所谓的带着期权上市，但需要符合一定的条件，包括激励对象、行权价格、激励总额、行权限制、实际控制人稳定、减持限制、必备内容等。总体而言，科创板虽有放宽的要求，但均需满足一定的条件，而这些条件，也并不是非常容易满足的，需要根据情况，具体设计。



# “AB股”制度在境内外上市中的比较与实践

周蕊 田维娜 骆霄 关涵月

继科创板之后，创业板注册制方案在万众瞩目中落地。2020年4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。紧随其后，中国证券监督管理委员会（下称“证监会”）发布关于创业板改革并试点注册制实施前后相关行政许可事项过渡期安排的通知，并就《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司持续监管办法（试行）》草案和《证券发行上市保荐业务管理办法》修订草案向社会公开征求意见；深圳证券交易所（下称“深交所”）同步就创业板注册制业务规则向社会公开征求意见。值得关注的是，随同创业板注册制再次映入大众视野的还有“特别表决权”制度，也称“AB股”制度。随着私募股权融资市场、二级市场的不断发展与进步，越来越多的企业可能会由于资本运作呈现出创始人股份过度稀释、股权结构分散等情形。AB股制度作为公司治理的新兴工具，对于优化企业股权结构，稳固创始人控制权的作用明显，势必会持续成为资本市场关注的焦点。

回顾AB股制度的发展历史，美国作为允许实行AB股制度的代表性国家，早在1898年，International Silver Company就开始分别发行优先表决权股与限制表决权股两种不同类别的股份，正式开启了美国AB股制度的实践先河<sup>1</sup>。近年来，伴随着阿里巴巴、京东、百度等互联网知名企业赴美上市，以及Google、Facebook等国外企业纷纷采用AB股架构，AB股制度逐渐开始进入我国公众的视野。2018年至2019年初，香港证券交易所（简称“港交所”）和上海证券交易所科创板

（简称“上交所科创板”）相继允许拟上市公司设置AB股制度。

作为科创板的重大制度突破之一，AB股制度自科创板受理企业上市申报以来，仅被两家企业采纳。作为一项“西学东渐”的产物，如何理解其与“同股同权”的关系，AB股制度究竟有何作用、境内外交易所关于AB股制度的规定有何差别、目前存在哪些实践操作案例等，都是市场所重点关心的问题，本文将对境内外上市中AB股制度设计与实践进行简要介绍并比较其异同。

## 一、AB股制度的含义与作用

### （一）AB股制度的含义

所谓“AB股制度”，即双层股权结构（dual-class share structure），是指将股份的表决权与收益权进行非比例性配置，允许公司发行表决权数高低不同的股份，表决权数较高的股份（高级别股份，superior class share）通常由公司创始人或管理层持有，表决权数低的股份（低级别股份，inferior class share）由公众股东所持有的一种股权架构安排<sup>2</sup>。显而易见，AB股制度属于一种特殊的公司治理结构，突破了原有的“一股一权”的单一股权架构，对不同类别的股份所承载的表决权进行差异化安排，即某些股份的表决权，弱化或取消了另一些股份的表决权，故通常称为“特别表决权”。

回顾美国上市公司AB股制度的发展历史和实践情况，AB股制度常见于科创类企业。其原因是，最初由于科创类企业多以轻资产经营为主，难以获得商业银行的贷款融资，而盈利周期又比较长，故大多以股权融资为

<sup>1</sup>蒋学跃，深圳证券交易所综合研究所，《证券法苑》（2014年04期），《公司双重股权结构问题研究》。

<sup>2</sup>卫恒志，吉林大学，博士论文（2019年12月），《双层股权结构法律制度研究》。

主。伴随1980年开始美国本土敌意并购的浪潮，在同股同权的制度下，科创企业创始人或管理层面临股权被稀释的风险，甚至可能丧失公司经营决策权，出于抵御敌意并购的需要，各上市公司纷纷要求实施AB股制度。目前，较为知名的科技类上市公司Google、Facebook、百度、京东等均设置了AB股架构。

A股科创板、创业板注册制适用AB股制度，其主要受美国、中国香港特别行政区的交易所的影响。2018年，香港联交所正式采纳“不同投票权架构”（香港版“AB股架构”），较为典型的案例是小米集团和美团点评。

**(二) AB股制度的作用**

**1、激励创始人创新经营，提升企业长远价值**

稳定创始人的控制权可以让创始人专心致力于企业的发展，为创始人按照长远规划实现公司经营目标提供了安全的环境。同时，通过AB股制度的激励作用，创始人及其管理团队可预期建立稳定的雇佣关系，投入更多成本、经营培育、管理企业的经营与发展，提升企业的长远价值。

**2、契合不同股东的差异化投资需求，提高决策效率**

按照投资目的区分，股东可分为多种类型，

对于创始股东而言，其希望既能顺利获得资本融资又能维持公司的控制权，而对于投资人股东而言，其更倾向于投资收益。AB股制度之下，公司可以拓展更多合法合理的自治空间，为创始人设置更多的表决权，提高决策效率，可同时满足不同股东的差异化需求。

**3、稳固创始人的控制权，有效预防敌意收购**

在资本市场中，并购是企业扩张发展的常见方式之一。在并购的进程中，存在正常并购和敌意并购。而股权相对比较分散的企业容易被当作敌意并购目标，并且在传统的“同股同权”制度下较难找到便捷、有效的防御手段。而在AB股制度之下，创始人有较高表决权的股票，即便敌意收购方取得大量股票，可能会由于没有足够的表决权，大大降低敌意收购的概率，故AB股制度是一种较为有效的自我防御机制。

**二、境内外上市中AB股制度的比较与实践**

**(一) 境内外上市中AB股制度的比较**

纵观各个交易所的规定，美国各交易所、港交所、上交所科创板和深交所创业板（注册制征求意见稿）关于AB股制度的规定各有异同，主要内容如下：

内容	上交所科创板	创业板（注册制征求意见稿）	港交所	美国
市值要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 不低于人民币100亿元；或</li> <li>• 不低于人民币50亿元且最近年度营业收入不低于人民币5亿元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 预计市值不低于100亿元，且最近一年净利润为正；或</li> <li>• 预计市值不低于50亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于5亿元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 至少400亿港元；或</li> <li>• 至少100亿港元且最近年度收入不低于10亿港元</li> </ul>	上市前后均可设置AB股 <sup>3</sup>
设置时间	仅允许在上市前设置表决权差异安排	仅允许在上市前设置表决权差异安排	仅允许新申请人以不同投票权架构提交上市申请	

<sup>3</sup>1988年7月，美国SEC通过的19C-4规则要求，它实际上禁止上市公司借助股权重组实现事后的同股不同权。1990年，美国哥伦比亚特区联邦上诉法院在Business Roundtable v. SEC一案中判定SEC对上市公司的治理以及股东的表决权问题没有监管权限，Rule19C-4因SEC越权而归于无效。不过，在此判决之后，SEC积极联络美国三家主要的证券交易所——NYSE、AMES和NASDAQ，并促使它们采用共同的上市公司股东表决权规则。1994年这三家达成协议，一致采用了仿效Rule19C-4的上市规则。此后，美国的证券交易所实质禁止上市公司通过股权重组实现同股不同权，但公司在IPO的时候采用的双重股权结构依然有效。并且，上市之后公司仍可发行表决权比例低于已发行股票的新组别股票，只要不以此作为转换要约的对价，而IPO时就采用同股不同权的公司上市后仍可增发高表决权组别的普通股。



周蕊



田维娜

# 科创企业通用问题

内容	上交所科创板	创业板（注册制征求意见稿）	港交所	美国
行业要求	符合科创板定位	符合创业板注册制定位	创新产业公司	暂无相关规定
股东资格	<ul style="list-style-type: none"> <li>持有特别表决权股份的股东应占全部表决权的10%以上</li> <li>持有特别表决权股份的股东应为对公司发展或业务增长作出重大贡献，且上市前后持续担任公司董事的人员或该等人员控制的主体</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>持有特别表决权股份的股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份的10%以上</li> <li>持有特别表决权股份的股东应当为对上市公司发展作出重大贡献，并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员或者该等人员实际控制的持股主体</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>持有不同表决权股份的股东应占全部表决权的10%以上，但预期市值若超过800亿港元可酌情降低</li> <li>持有不同表决权股份的股东须对公司业务增长有重大贡献，且上市时须担任公司董事</li> </ul>	暂无相关规定
表决权限制	<ul style="list-style-type: none"> <li>每份特别表决权股份的表决权数量应当相同，每份特别表决权股份的表决权数量不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍</li> <li>除公司章程规定的表决权差异外，普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利应当完全相同</li> <li>上市后，除同比例配股、转增股本情形外，不得在境内外发行特别表决权股份，不得提高特别表决权比例</li> <li>特别表决权股份不得在二级市场进行交易，但可以按照规定进行转让</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>每份特别表决权股份的表决权数量应当相同，且不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍</li> <li>除公司章程规定的表决权差异外，普通股份与特别表决权股份具有的其他股东权利应当完全相同</li> <li>上市后，除同比例配股、转增股本情形外，不得在境内外发行特别表决权股份，不得提高特别表决权比例</li> <li>特别表决权股份不得在二级市场进行交易，但可以按照本所有关规定进行转让</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>每份不同表决权股份的表决权数量不得超过每份普通股的十倍；</li> <li>除表决权外，不同表决权股份的其他权利与普通股相同；</li> <li>同股同权股东所持表决权比例不低于10%；</li> <li>不同表决权股份转让后不同表决权即行终止</li> </ul>	
普通表决权保障	<ul style="list-style-type: none"> <li>上市公司应当保证普通表决权比例不得低于10%</li> <li>有权提议召开临时股东大会的股东所需拥有权益的股份数量不得超过公司全部已发行有表决权股份数量的10%</li> <li>有权提出股东大会议案的股东所需拥有权益的股份数量不得超过公司全部已发行有表决权股份数量的3%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上市公司应当保证普通表决权比例不低于10%</li> <li>单独或者合计持有公司10%以上已发行有表决权股份的股东有权提议召开临时股东大会</li> <li>单独或者合计持有公司3%以上已发行有表决权股份的股东有权提出股东大会议案</li> </ul>	同股同权股东必须有权召开股东大会及在股东特别大会议程中加入新的议案，所需的最低持股要求不得高于上市发行人股本所附股票权按“一股一票”的基准计算的10%	暂无相关规定
特别表决权股份与普通股份的转换	<ul style="list-style-type: none"> <li>持有特别表决权股份的股东不再符合规定的资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡</li> <li>实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制</li> <li>持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份，或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使</li> <li>公司的控制权发生变更，此时上市公司已发行的全部特别表决权股份均应当转换为普通股份</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>持有特别表决权股份的股东不再符合本规则规定的资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡</li> <li>实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制</li> <li>持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份，或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使，但转让或者委托给受该特别投票权股东实际控制的主体除外</li> <li>公司的控制权发生变更，此时上市公司已发行的全部特别表决权股份均应当转换为普通股份</li> </ul>	除同比例配股、以股代息和不会提高不同表决权股份比例的资本重组外，不得发行不同投票权股份	与港交所规定基本相同

内容	上交所科创板	创业板（注册制征求意见稿）	港交所	美国
特别表决权股份与普通股份的表决权数量相同	<ul style="list-style-type: none"> <li>对公司章程作出修改</li> <li>改变特别表决权股份享有的表决权数量</li> <li>聘请或者解聘独立董事</li> <li>聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所</li> <li>公司合并、分立、解散或者变更公司形式</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>修改公司章程</li> <li>改变特别表决权股份享有的表决权数量</li> <li>聘请或者解聘独立董事</li> <li>聘请或者解聘监事</li> <li>聘请或者解聘为上市公司定期报告出具审计意见的会计师事务所</li> <li>公司合并、分立、解散或者变更公司形式</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>修改组织章程文件</li> <li>改变类别股份权利</li> <li>任免独立非执行董事</li> <li>任免审计师</li> <li>上市发行人自愿清盘</li> </ul>	暂无相关规定
信息披露	<ul style="list-style-type: none"> <li>首发上市前应披露并特别提示差异化表决安排的主要内容、相关风险和对公司治理的影响，以及依法落实保护投资者合法权益的各项措施</li> <li>公司应当在公司章程中对特别表决权相关事项作出说明</li> <li>保荐人和发行人律师应当就公司章程规定的特别表决权内容事项发表专业意见</li> <li>应当在定期报告中披露该等差异化表决安排在报告期内的实施和变化情况，以及该等安排下保护投资者合法权益有关措施的实施情况</li> <li>监事会应当在定期报告中，就上交所要求的特别表决权事项出具专项意见</li> <li>特别表决权安排发生重大变化、调整时，应当在临时报告中及时披露</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>首发上市前应披露并特别提示差异化表决安排的主要内容、相关风险和对公司治理的影响，以及依法落实保护投资者合法权益的各项措施</li> <li>公司应当在公司章程中对特别表决权相关事项作出说明</li> <li>保荐人和发行人律师应当就公司章程规定的特别表决权内容事项发表专业意见</li> <li>应当在定期报告中披露该等安排在报告期内的实施、股份变动、表决权恢复及行使情况等，特别是风险、公司治理等信息，以及该等安排下保护投资者合法权益有关措施的实施情况</li> <li>监事会应当在定期报告中，就上交所要求的特别表决权事项出具专项意见</li> <li>特别表决权安排发生重大变化、调整时，应当在临时报告中及时披露</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>具有不同投票权架构的发行人上市股本证券，其股份名称结尾须有“W”字以作为标识</li> <li>具有不同投票权架构的发行人必须在按《上市规则》规定刊发的所有上市文件、定期财务报告、通函、通知及公告的首页，加入示警字句“具不同投票权控制的公司”</li> <li>在上市文件及中期报告及年报内明确指出不同表决权受益人的身份，披露其不同表决权若转换成普通股对其股本产生的影响，以及股份所附带不同表决权将会终止的所有情形</li> </ul>	暂无相关规定

通过上述对比，我们可以发现，上交所科创板、深交所创业板（注册制征求意见稿）关于AB股的规则与港交所较为相似，规则相对明确具体。而美国对关于AB股的限制性条款最为宽松，没有强制性或明确的规定，交给发行人和投资者协商确定，充分让市场做决定。

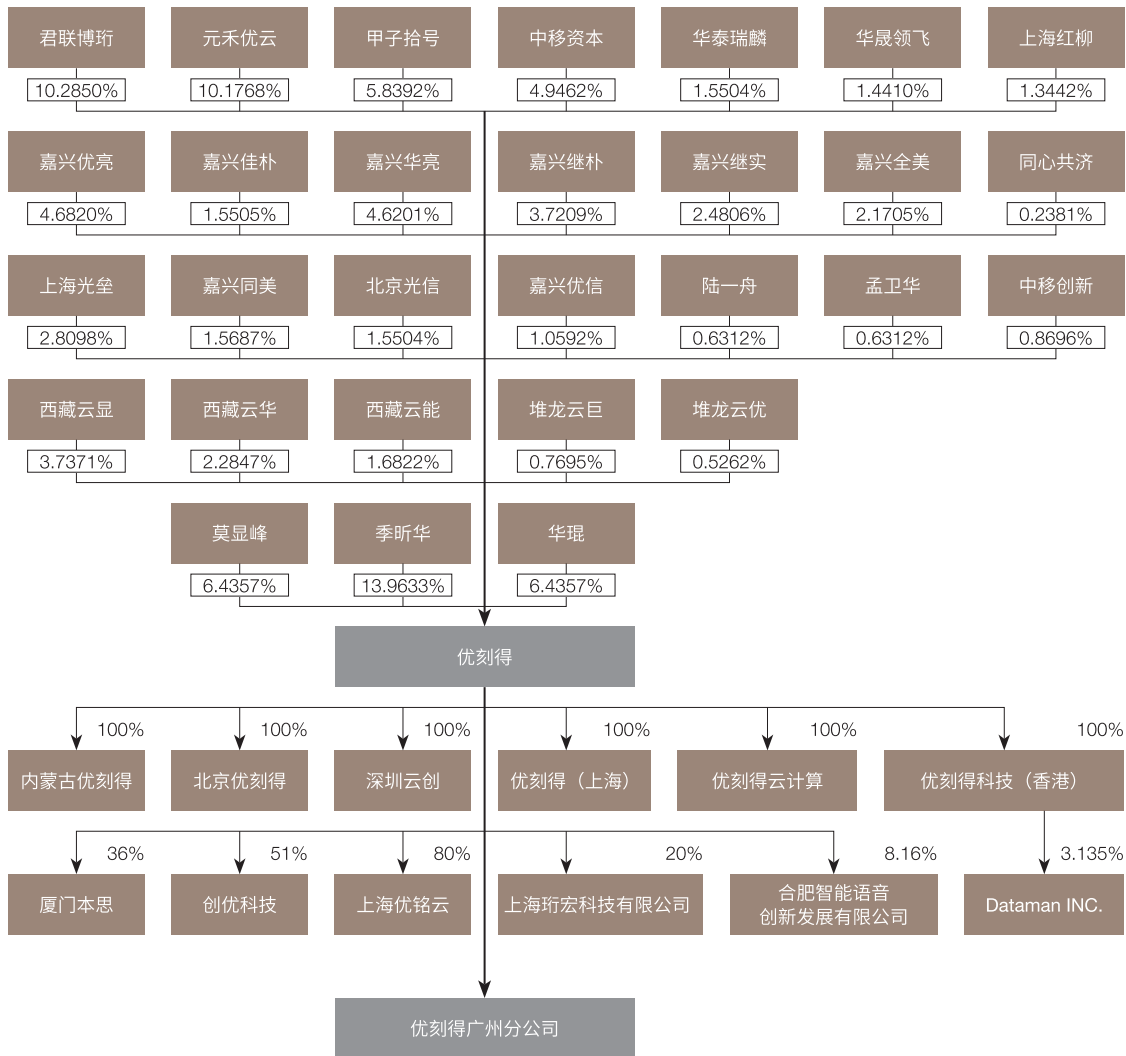
## （二）境内外上市中AB股制度的实践

### 1、上交所科创板代表性案例：优刻得科技股份有限公司（简称“优刻得”，股票代码：688158.SH）

优刻得是第一家设立特别表决权制度的A股上市公司，由于存在表决权差异安排，因此优刻得上市时适用《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》第二十四条第二款上市标准：预计市值不低于人民币50亿元，且最近一年营业收入不低于人民币5亿元。其上市时的股权架构如下：



# 科创企业通用问题



季昕华、莫显峰、华琨为公司共同控制人，三人合计直接持有优刻得26.8347%的股份。优刻得共同控股股东及实际控制人设置特别表决权的数量合计为97,688,245股A类股份，其中季昕华持有A类股份50,831,173股（13.9633%），莫显峰持有A类股份23,428,536股（6.4357%），华琨持有A类股份23,428,536股（6.4357%）。扣除A类股份后，公司剩余266,343,919股为B类股。每份A类股份拥有的表决权数量为每B类股份拥有的表决权的5倍，每份A类股份拥有的表决权数量相同。

经过上述表决权特别安排后，三个共同控制人直接持有股份的表决权比例从26.8347%提高到64.71%。

优刻得A类股和B类股权、表决权分布情况如下：

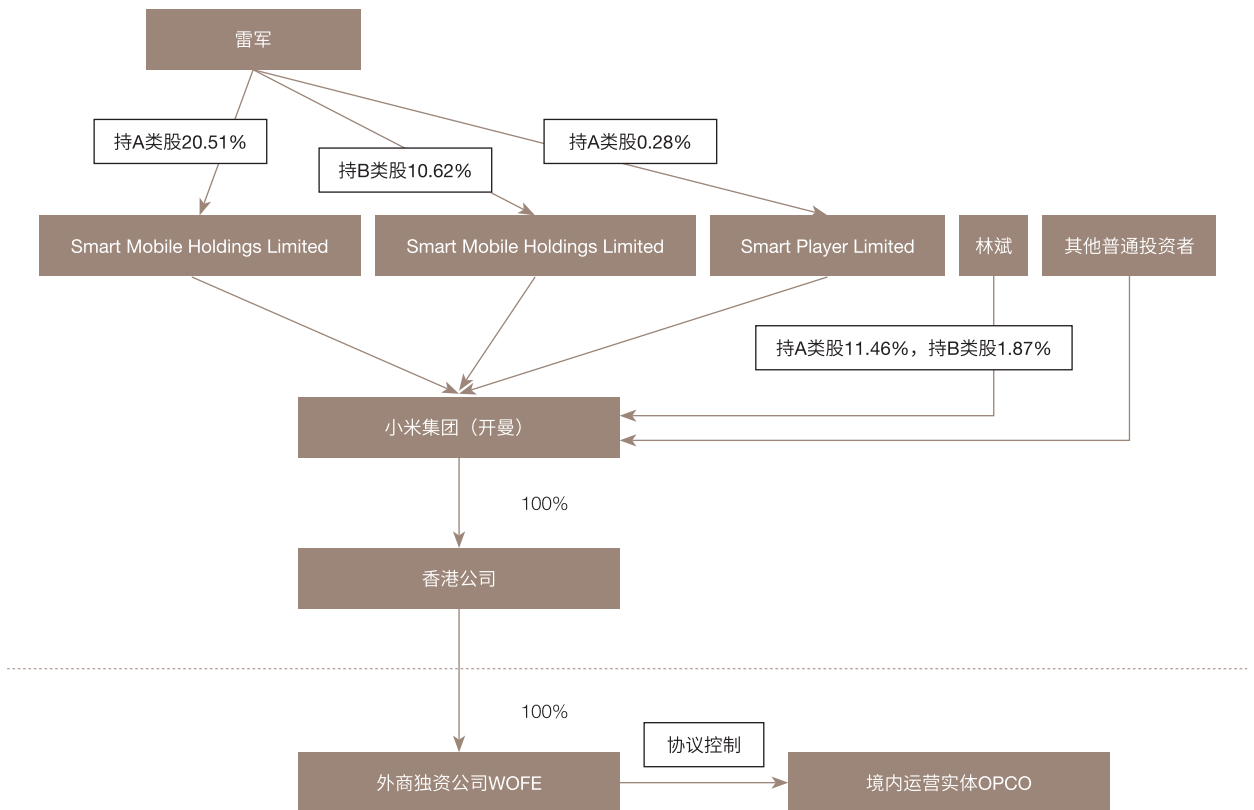
	A类股	B类股
股权占比	26.83%	73.16%
表决权占比	64.71%	35.28%

季昕华、莫显峰、华琨及其他投资者的股权占比、投票权分布情况如下：

	季昕华	莫显峰	华琨	其他投资者
A类股票数	50,831,173	23,428,536	23,428,536	N/A
A类股票占比	13.96%	6.44%	6.44%	N/A
A类表决权数	254,155,865	117,142,680	117,142,680	N/A
A类表决权占比	33.67%	15.52%	15.52%	N/A
B类股票数	N/A	N/A	N/A	266,343,919
B类股票占比	N/A	N/A	N/A	73.1653%
B类表决权数	N/A	N/A	N/A	266,343,919
B类表决权占比	N/A	N/A	N/A	35.2874%
表决权占比合计	33.67%	15.52%	15.52%	35.28%

## 2、港交所代表性案例：小米集团（股票代码：01810）

小米集团是第一家在中国香港上市的设立了AB股架构的企业，其具体架构如下：



# 科创企业通用问题

根据小米集团招股书披露，小米集团创始人雷军的Smart Mobile Holdings Limited持有开曼公司20.51%的A类股、10.62%的B类股；雷军还通过Smart Player Limited持有0.28%的A类股；林斌持有11.46%的A类股和1.87%的B类股。

基于此，创始人雷军的股权占比为31.41%，投票权占比为55.70%；林斌的股权占比为13.33%，投票权占比为30.0%。两人合计投票权超过了80%。从A类股和B类股的分配情况来看，虽然A类股仅有31.97%的股权，但是却凭借着其10倍的投票权获得了高达82.45%的投票权。

小米集团A类股和B类股权、表决权分布情况如下：

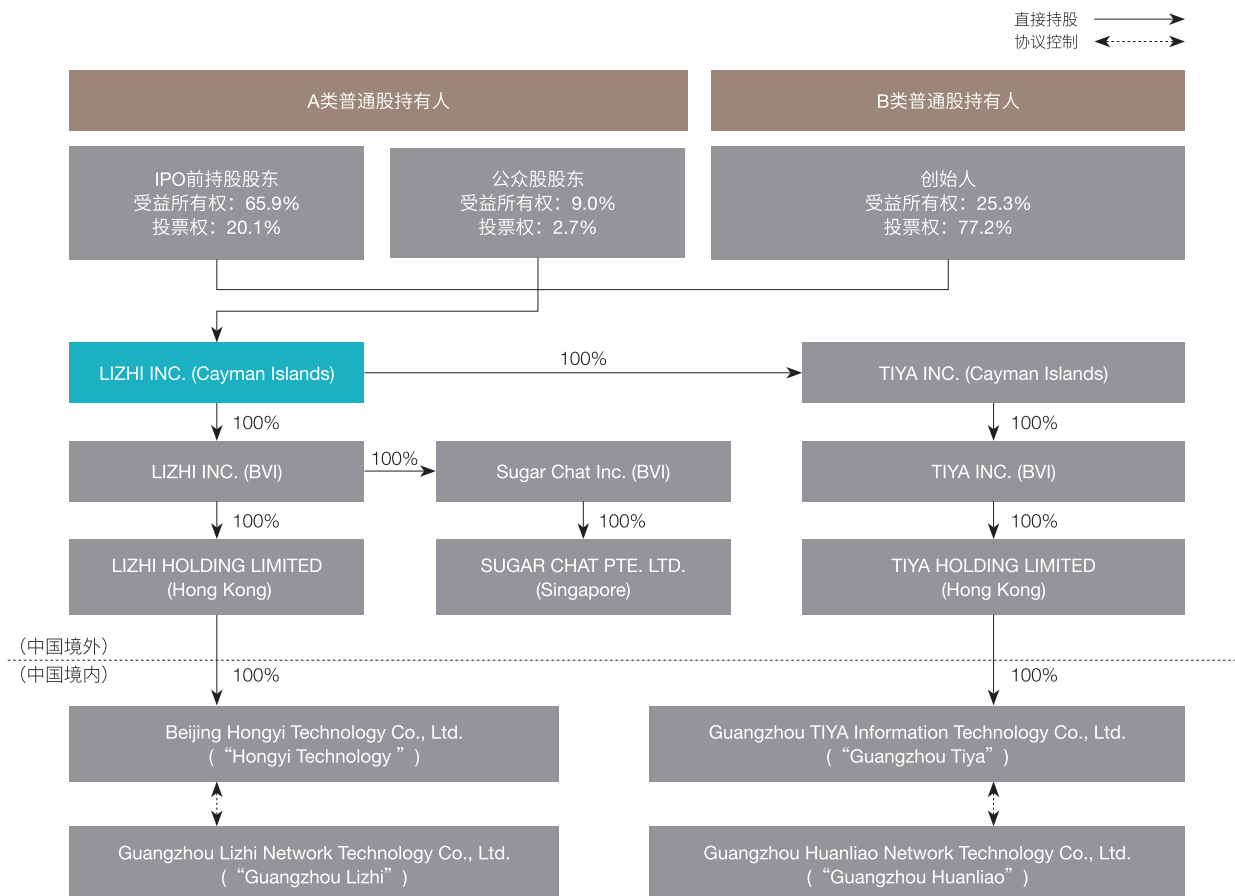
	A类股	B类股
股权占比	31.97%	68.03%
表决权占比	82.45%	17.55%

雷军、林斌及其他投资者的股权占比、表决权分布情况如下：

	雷军	林斌	其他投资者
股权占比	31.4%	68.03%	55.4%
表决权占比	55.7%	17.55%	14.3%

### 3、纳斯达克案例：荔支（股票代码：LIZI）

中国在线UGC音频社区荔支在美国纳斯达克上市时的股权架构如下：



荔支在发行前设置了双层股权架构，其创始股东（董事）赖金南先生及丁宁先生持有B类普通股，B类普通股占公司已发行股份的25.3%且占有表决权股份投票权的77.2%。在该架构下，每股A类普通股拥有一票投票权而每股B类普通股拥有10票投票权。B类普通股可由其持有人在任何时候转换为A类普通股而A类普通股在任何情况下均不能转化为B类普通股。如B类普通股持有人将其持有的B类普通股出售、转让或处置给其他非创始人或创始人关联方的主体，该等B类普通股将立即自动转化为A类普通股。

荔支A类股和B类股权、表决权分布情况如下：

	A类股	B类股
股权占比	74.70%	25.3%
表决权占比	22.80%	77.2%

赖金南、丁宁及其他投资者的股权占比、表决权分布情况如下：

	赖金南 (B类)	(A类)	丁宁 (B类)	其他投资者
股权占比	21%	1.7%	4.3%	73%
表决权占比	61.7%	3%	13%	19.8%

### 三、我们的建议

结合上述案例及审核中监管机构关注的重要问题，我们建议，企业在设置AB股制度时，需充分考虑以下几个方面问题：

#### （一）根据企业的现实需求，明确AB股制度设置的必要性

各个企业的发展历程、文化背景、经营情况存在差异，因此其设置AB股制度的内在需求不尽相同，这就要求企业根据自身的实际情况充分考虑AB股制度设置的必要性以及如何设计具体制度，从而保障公司运营的稳定性。

#### （二）科学测算表决权设置方案，保证表决权数量设置的合理性

AB股制度涉及企业的创始人股东与其他股东（特别是投资人股东和上市公司的公众股东）的博弈和妥协，因此不可能实现创始人股东表决权的无限制扩大。对此，《上海证券交易所科创板股票上市规则》要求每份特别表决权股份的表决权数量不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍。由此可知，AB股制度中至关重要的一个技术性问题就是表决权数量的比例设置，在前述上市规则设定的框架内，企业可以根据实际情况进行充分测算后确定表决权数量的比例，从而

最大限度地发挥AB股制度对于企业良性运营的积极促进作用。

#### （三）全面评估AB股制度运行的风险，保障控制权的持续稳定性

AB股制度创设之初就与企业的实际控制权密切相关，保证公司治理的稳定；AB股制度不是创造实际控制权的，而是加强创始人对公司的控制权；同时，实际控制权是AB股的基础，一旦控制权变更了，那么特别表决权制度亦应当发生变更。所以，需要充分评估AB股制度和实际控制权之间的关联性，保障控制权的持续稳定性。

#### （四）完善配套制度与规定，充分保护其他投资者的合法权益

特别表决权制度作为公司治理的一项工具，其目的是使得股东和管理层可以更为高效、合理地管理和运营公司，作为一项创新的制度，如何在企业特定股东实现公司的控制治理稳定的需求与中小股东利益保护之间寻求平衡，也是在境内外上市中监管机构格外关注的问题，因此，公司章程、内部投资者保护制度、信息披露管理制度等文件中需要配套设置其他保障中小股东的措施，以免损害或不当限制其他投资者的合法权益。



# 科创板之“硬核”IP炼造术 ——创新能力六个“是否”拆解

楼仙英 李辉 丁宪杰 张逸瑞



楼仙英

科创板与注册制看起来平易近人，然而真正的IPO之路必定依然是雄关漫道真如铁。对于昂首阔步的科技创新企业而言，知识产权（IP）的核心地位毋庸置疑，如何确保手握核心IP？如何凭借核心IP“硬”出底气、“硬”出科创板之路？科创板之“硬核”IP炼造术系列为你分步详解。

《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》第五条列明了保荐机构评估企业科技创新能力时应当考虑的六个方向（即六个“是否”），本文中，我们将会就这六个“是否”一一拆解。

## 一、《推荐指引》第五条：创新能力六个“是否”之第一问

《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》业科技创新能力六个是否之第一问：是否掌握具有自主知识产权的核心技术，核心技术是否权属清晰、是否国内或国际领先、是否成熟或者存在快速迭代的风险。

证券业协会和上交所在2019年3月18日主办的以科创板为专题的保荐代表人培训会上指出：

“企业是否拥有自主知识产权的核心技术，这是基础。”

“核心自主知识产权”着重考察的是企业原始取得知识产权的能力以及对于核心知识产权是否具有控制力，尤其是授权难度大、含金量高的发明专利。这项能力的炼造很大程度上取决于企

业发展早期的IP资产挖掘能力和管理能力，至少需要做好下述几个方面的工作：

- **IP管理体系建设：**主要包括知识产权制度建设、研发团队知识产权架构设计、研发平台梳理等，从而形成覆盖IP产生、获取、维护和运营全过程的管理体系。特别值得一提的是，对于剑指科创板的企业，除了自行研发、委托高校或科研院所及其他研发机构开发以及联合开发，企业还需要考虑形成研发层面的平台力，即在研发层面形成不断孵化行业内创新技术的平台，从而在确保技术领先地位的同时，更能够获取充分的IP运用权力，形成并维持行业内的优先地位。
- **IP系统建设：**对于IP系统的成熟运用是炼造自主创新能力的基石，例如，针对专利商标管理系统，应当做好开发和与其他系统的对接；针对开源软件管理、IP交叉许可管理等方面，应当形成系统性思维；在现有研发或管理系统的基础上，应当充分利用现有资源以较低成本方式实现最低IP资产价值体现与价值维护。
- **IP资产优化配置：**这部分工作主要是在考虑预算和商业策略的基础上，对IP资产投入的梳理和优化，从而实现内部IP资产的优化配置。



张逸瑞



李辉

核心技术权属向来是IPO进程中关注的重点。这一问题聚焦于公司的核心技术是否存在权属争议，例如股东用于出资的知识产权是否属于出资股东所有，是否存在知识产权侵权等。尽早开展IP资产的审计能够在较早阶段发现并解决问题，相关工作主要包括：

- 核查企业知识产权的当前法律状态、权属，提示过期知识产权、待缴费知识产权、非企业独立控制的知识产权（包括未转让登记至IPO企业名下的IP，IPO企业与其它公司共同持有的IP）；
- 核查企业与其它方签署的知识产权许可协议，了解重要IP的许可期限、许可范围及许可条件，评估其对企业未来业务的影响；
- 对合作研发、委托开发、技术服务/咨询所涉合同进行核查，确保据此所产生的核心知识产权不存在权属争议；
- 查询涉及IP的重大未决诉讼情况；针对核查出现的IP问题寻求解决方案。

需要特别注意的是，“员工职务发明”无论在IPO审核过程还是上市后的运营中，都会是审核部门关注的重点。2019年4月8日，H公司就接到了创业板公司管理部的问询函，要求针对“关联方员工参与你公司研发、审批和项目跟进工作的原因和合理性，研发成果的归属情况及在你公司中发挥的作用、是否属于核心技术，你公司研发体系是否对控股股东、实际控制人及其关联方存在依赖”做出说明。在早期确立企业IP的所有权架构并确保与企业整体布局相协调至关重要。

“领先性”的炼造需要建立在明确企业相对于同行业其他公司的技术优势和弱势的基础之上，通过分析其他公司专利信息及企业信息，了解同行业竞争对手的技术情况是炼造“领先性”的关键所在。

建立企业的定制化专利数据库，充分利用专利技术情报是确保“领先性”的有效手段。定制化专利数据库建立在通用的专利数据库的基础上，只收录与公司的主要产品、主要研发技术相关的专利信息。

创业初期，企业的产品和研发领域一般较窄，因此数据库的规模一般不大。收录后，由技术人员对于领域内的专利技术进行解读分析，从而转化为未来可以利用的专利情报。在企业不断发展的过程中，考虑到技术的保密要求，在成本等各方面因素综合权衡后，于适当的时间甚至可以考虑由企业自己直接设立专利情报数据库并非由第三方机构提供定制化的服务。

专利情报数据库更大的意义在于，研发人员可以非常容易地从中找到该领域中最主要的核心专利，而不再需要从海量的专利数据中频繁地进行检索和筛选。这样的检索和筛选往往需要很高的检索技巧和专利理解，对于技术人员来说不是一件“友好的”工作。通过建立这样的数据库，一方面可以有效地借鉴参考已有的技术方案，提高研发工作本身的效率，另一方面也可以对竞争对手的专利保护范围进行了解，从而在确保“领先性”的同时，以一种更加轻便的方式回避潜在侵权风险。

### （一）技术是否成熟或者存在快速迭代的风险？——IP布局与规划必不可少

这一问题着重考察的是企业拥有所有权的专利是否能形成有效保护的同时还能在市场竞争中构建壁垒，如果企业的专利不具备这样的能力和实力，其市场竞争地位会因此受到威胁，导致未来风险预期加

大。技术不成熟、技术尚未产业化、技术缺乏有效保护或保护期限短、缺乏核心技术或核心技术依赖他人、产品或技术面临被淘汰等，向来是证监会关注的重点。

在企业发展的进程中，对IP资产进行早期的布局与规划对于解决这一问题而言必不可少，特别是应当注重专利布局与软件开发平台的建设，针对新兴业务形成定向的专利布局，并以此为基础制定专利申请、软件登记/许可等策略，同时保证对于IP全方位的持续投入，才能站在前沿的角度做好应对措施。

## 二、《推荐指引》第五条：创新能力六个“是否”之第二问

《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》业科技创新能力六个是否之第二问：是否拥有高效的研发体系，是否具备持续创新能力，是否具备突破关键核心技术的基础和潜力，包括但不限于研发管理情况、研发人员数量、研发团队构成及核心研发人员背景情况、研发投入情况、研发设备情况、技术储备情况。

### （一）创新基础和潜力？——研发投入物质基础决定上层建筑

物质基础决定上层建筑，目前已经申报科创板的企业中，从研发投入看，大批企业近三年的研发支出累计突破亿元。

以医药制造行业为例（2017年度）：

企业名称	研发费用 (人民币/万元)	研发费用/营业收入 (人民币/万元)
热景生物	1563.33	11%
科前生物	5343.98	8.44%
特宝生物	1890.26	5.85%
申联生物	1664.93	5.51%
普门科技	4997.35	19.92%
苑东生物	7722.48	16.21%
昊海生科	7633.23	5.64%
浩欧博	1968.67	13.45%
硕世生物	2141.06	11.43%
博瑞医药	8081.16	25.51%
微芯生物	6852.75	62.01%
华熙生物	9006.70	11.01%

然而，简单地披露研发支出总额可能还不够，近期上交所针对烟台R股份有限公司的首轮问询(“R问询”)中明确要求发行人披露：“(1)研发费用的主要构成及变动原因；

(2)人工成本变动与研发人员人数、薪酬水平、人员结构变动是否匹配；(3)2018年物料消耗大幅增长的原因，与研发项目的匹配关系；(4)技术服务费的产生原因，是否存在委托研发，委托研发的内容、服务提供方的相关信息以及是否具有关联关系，权利义务安排、技术保密措施及责任划分。”

显然，在创新能力评定中，除了通常的研究开发支出占销售收入的比例、研究开发经费支出较上年增长率等之外，针对研发投入的考量还是要做细做深，例如：研究人员全年工资薪金；为实施研究开发项目而购买的原材料等相关支出；研究开发折旧费用与长期待摊费用；新产品和新工艺的构思、开发和制造，进行工序、技术规范、操作特性方面的设计等发生的费用；调试费用，包括工装准备过程中研究开发活动所发生的费用；因研究开发活动需要购入的知识产权/专有技术所发生的费用；与其他机构进行研究开发活动所发生的费用等。

### (二) 做研发什么最重要？——人才

科研工作，人才资源是科技创新的根本性资源。R问询中亦明确要求发行人充分披露“报告期内研发人员的教育背景、年龄构成、主要研发经历、薪酬水平及人员数量变化等情况”。

目前已经申报科创板的企业中，从研发团队看，研发人员超过200人的比比皆是，专职技术人员占职工总人数的比例普遍超过30%，多家企业的诸多技术人员曾经获得各种人才类奖项。多家公司提到，能否及时引进、培养高素质复合型人才将直接影响公司战略规划的顺利实施，“核心技术人员流失”对于科技企业而言往往是主要风险之一，人力资源的工作也因此常常被提升到战略高度。

然而追根到底，人才队伍的构建和管理还是要从多角度落到实处，例如下述内容在评价创新能力时也可能被纳入考量：

- 人才引进方面，如何拓宽引进的渠道？
- 人才培养方面，如何完善体系内外的培训计划，提高培训机制的运行效率？
- 人才激励机制方面，如何建立有竞争力的薪酬体系？如何通过有效的员工持股计划增加技术骨干的预期薪酬回报？

此外，招揽贤才的时候也一定要注意相关来源的合法合规，与前雇主之间是否存在保密或非竞争义务、为公司带来的Knowhow是否涉及前雇主的商业秘密等等都需要在仔细确认后通盘考量。

### (三) 研发体系——保障机制很重要

研发体系建设是系统化的工程，高额的研发投入、高素质的人才队伍当然是保障，但是研究开发支出占当年销售收入的比例提升了、人才队伍壮大了，可能在一定程度上解决了“硬件”的问题，但“软件”问题同样重要。若是研发体系的各种保障机制跟不上，企业依然很难坚挺地站在科创板的风口。

“软件”怎么办？先看看这几个问题，给自己打打分：

- 组织机构：设立了内部科学技术研究开发机构，并具备相应的科研条件？
- 制度管理：制定了研究开发的组织管理制度？
- 财务核算：建立了研发投入核算体系，编制了研发费用辅助账？
- 技术依托：与国内外高校、科研院所等开发机构开展长期稳定的多种形式产学研合作？
- 人才培养计划：建立了科技人员的培养进修、职工技能培训、优秀人才引进等完备的体系？

### (四) 以上都有了，还有什么要考虑的？

真金白银就位了、创新队伍建立了、保障体系完善了，就能高枕无忧了？恐怕没那么简单。真金白银和智商砸出来的成果最终都要纳入完善的知识产权保护体系才能真正为可持续创新力提供动力。

知识产权保护及技术泄密对于科技企业而言也往往是主要风险之一，这一风险在商业秘密方面尤为明显。部分科技企业在创业初期，很容易忽视对商业秘密的保护。但是，之后的快速发展期恰恰是很多科技公司形成核心商业秘密的时期，任何对于商业秘密保护的忽视，都有可能导致未来不可挽回的损失。

建立完善的商业秘密保护体系是一项较为复杂的系统性工程，例如，在公司快速发展中需要特别重视对于商业秘密保护的培训工作，同时还需要重视公司内部的商业秘密保护制度，对于核心秘密，就应该控制在核心团队手中。除此以外，可以通过与员工签订保密协议、采取合理的保密措施、采取适当的激励、奖励和惩罚措施等方式，从多角度、多层次加强商业秘密的保护工作。对于将商业秘密视为核心的创新技术企业，还应当采取IT技术来实现对于核心商业秘密的管控，一方面将形成的商业秘密成果进行固定、保存，让商业秘密真正成为公司的财产，另一方面设置访问权限来限制不必要的人员知晓商业秘密，减少泄密的可能。

此外，从风险防范的角度，对于未来的维权诉讼也需要未雨绸缪，在平时就注意建立相关体系，增强接触商业秘密的可追溯性，注意收集和固定商业秘密诉讼可能会用到的证据，确保在真正面临诉讼时做到游刃有余。

# 核心技术先进性论证： 硬核走起，拒绝不明觉厉

张逸瑞 孟凡宏 林柯 袁森



张逸瑞



孟凡宏



2019年9月26日，上海证券交易所科创板股票上市委员会2019年第25次审议会议召开，审议不同意上海T公司首发上市。

头顶新三板“科学服务第一股”的光环，T公司将自己定位为“基于自主核心产品的专业技术集成服务商”，“以核心产品技术为基础，开发出具有市场竞争力的产品，并为创新研发、生产质控实验室提供科学服务一站式技术集成解决方案”。然而，仅靠“专业技术集成”这一名头，遮瑕力度显然不足，始终无法解决大部分主营业务收入来自于直接采购后销售且自主品牌全部采用贴牌这两个实质问题。上市委直接指出：“发行人未能准确披露业务模式和业务实质，未能准确披露其核心技术及其先进性和主要依靠核心技术开展生产经营的情况”。

从招股说明书来看，T公司的科创性围绕生产类核心技术和技术集成服务类核心技术两大类核心技术展开，强调尽管其大部分主营业务收入来自于直接采购后销售，但作为科学服务的国内领军企业，其所从事的并非普通的“销售”，而是利用“技术集成服务类核心技术”销售具备“生产类核心技术”的产品。不久前的8月30日，上交所发行上市服务中心总经理魏刚在2019世界人工智能大会上表示，六大行业以外的其他领域，“如果科技创新能力特别突出，有较强成长性，也是科创板服务对象”，那么照理说，“双核驱动”的科创性故事并非没有亮点，那么究竟差了什么火候，才没有能够实现理想中的“两手抓两手都要硬”呢？



## 一、生产类核心技术：先进性论证拒绝云里雾里+硬核是根本

从招股说明书来看，T公司的主要产品涉及高端试剂、特种化学品、通用试剂以及仪器耗材。实际上，针对不同产品涉及的技术，其先进性的表征各有不同，先进性的炼造方式也有所差异，就T公司的产品来说：

### （一）高端试剂

高端试剂的技术含量本身相对较高，理应浓墨重彩，至少可以从以下角度进行提炼：

- **专利布局务必加强**：招股说明书显示，T公司自主创新和运营的某高端品牌试剂独有产品3,600余种，但是目前授权专利中，涉及高端试剂的仅仅十几项，数量显然太少。高端试剂中很多为定制的化学品，本身的技术含量较高，这一领域的专利布局理应加强；
- **先进性比对可视化**：T公司在招股说明书中提到，其高端试剂的个别参数甚至高于国外产品(例如纯度)，但目前招股说明书中仅以列表的情况表现，证明力欠缺。理应补充相关的测试数据和谱图以提高技术先进性的可信度；
- **重点产品重点阐述**：T公司的招股说明书中同时提及开发了高端试剂：系列杂环关键中间体，包括了含有苯并咪唑、苯并咪唑、苯并咪喃、吡啶、嘌呤等多系列具有杂环结构的化合物共上千种，但这些关键中间体单个产生的毛利率较低从而被上市委所质疑。实际上，在该等领域，很多核心技术更多的是针对前沿性的研究，其价值更多表现在未来的商业化潜力和市场价值，倘若选择几种高端试剂进行重点阐述，可能会起到更好的论证效果；
- **制备工艺助力**：高端试剂的生产中，制备工艺非常重要，各生产商的技术路径可能均有所不同。一方面，制备工艺本身就可以考虑进行全方位的战略布局；另一方面，选择部分有技术优势的制备工艺（特别是具备对应的专利申请的工艺）与主要竞争对手的制备工艺路线（特别是也具备对应的专利申请的工艺）进行对比，可能会更好地体现制备工艺方面的先进性。

### （二）特种化学品

从招股说明书来看，T公司的主要产品中，特种化学品的利润较高，较强的技术先进性理应是可期的，然而招股说明书和后续系列问询的回复似乎并没有给出先进性的“实锤”：

- **攻克难点的往往是先进的**：目前的招股说明书仅仅泛泛提及在产品纯度、杂质去除、重金属离子吸附、芳烃脱附、水分含量控制等方面得到较好解决，但并没有重点阐述这些技术问题究竟是怎么解决的。在维护商业秘密的前提下，应当以合适的方式从上述提到的各角度进行具体阐述，给出具体的解决难点以及已经实现的大体解决思路，如果有可能，还可以提供主要竞争对手解决这些技术问题的现状，以体现技术先进性。
- **专利布局可期**：另一种可以考虑的角度，是从上述产品纯度、杂质去除、重金属离子吸附、芳烃脱附、水分含量控制等方面适当地进行专利布局，从而证明确实是在这些技术方向有较强的技术积累且已具备较强的知识产权竞争力。

### （三）通用试剂

通用试剂也是T公司的主要产品之一，其主要技术创新在于制备工艺，在维护商业秘密的前提下，可以从下述角度考虑对其先进性进行论证：

- **工艺路线适当展示**：对于工艺而言，从现有的通用试剂中选择市场份额较大的产品（尤其是与行业主要竞争者相比），重点阐述其采用了哪些全新的工艺路线，获得了更高的收率、纯度、稳定性等性能改进，甚至可以与主要竞争对手的工艺路线进行直接对比，从而在一定程度上更好地展示其工艺路线的先进之处；
- **专利布局可期**：另一种可以考虑的方式是将部分全新的工艺路线申请专利，既可以体现较强的知识产权竞争力，又可以与主要竞争对手的专利进行直接对比，从而进一步论证其技术的先进性。

### （四）仪器耗材

T公司在招股说明书中提及其持续研究材料表面处理技术、新材料加工技术、精密加工技术，提升新技术渗透率和加工工艺水平，持续提升生命科学产品品质。增加基础仪器的产品品类，提升生物常规仪器的技术工艺水平，开展高分辨率光谱仪、高性能质谱仪等高端分析检测仪器的研究开发和产品化，探索人工智能技术在现有仪器产品线的应用，加大产品智能化管理。基于此，可以考虑：

- **加强专利布局**：针对材料表面处理技术、新材料加工技术、精密加工技术布局部分专利，并与主要竞争对手的工艺路线进行直接对比，以体现在这一技术领域具备一定的技术优势。
- **结合行业特点适当展示初步研发成果**：精密仪器

是科创板重点扶持的领域之一。如果已经具备了高性能质谱仪等高端分析检测仪器的初步研发成果，亦可以考虑在招股说明书中体现，甚至可以申请相关专利从而提升先进性。

## 二、技术集成服务类核心技术：专利同样可以布局+作用于产品/服务

T公司将其技术集成服务类技术分为核心技术和常规技术，核心技术集中在用户数据采集及分析技术、化合物信息处理技术、智能仓储物流技术三个方面，常规技术则包括软件开发技术、数据库应用技术、分布式架构技术、结构式搜索技术、大数据处理技术、智能识别技术、智能验证技术。同时，T公司坦陈，“从技术本身或技术水平层面而言，与一般互联网、大数据或物流技术相比，公司现有相关技术并不具备技术独特或领先的特征”，其优势主要在于是“相关信息技术与本行业需求深度融合后的产物”。

### （一）融合不代表先进

对于技术集成服务类核心技术，上交所的问题单刀直入：“结合目前互联网、大数据及物流行业相关技术情况，披露用户数据采集及分析技术和智能仓储物流技术所处技术水平、技术领先性、可替代性，将其作为核心技术的原因及其合理性”。

然而，从招股说明书来看，T公司的技术集成服务类技术所对应的知识产权基本均为软件著作权，含金量本身是个问题，掰开来看，用户数据采集及分析技术、化合物信息处理技术、智能仓储物流技术三大核心技术所对应的软件更多地集中在内部和供应商管理方面。单纯地强调“融合本行业深度需求”，却不能落实到具体对应的知识产权以及和竞争对手相比较的情况，多少显得苍白无力。毕竟，融合行业需求本身和技术的先进性之间还是差了一大截。

### （二）软件专利布局

实际上，对于应用类软件，倘若具备完整的技术方案，配合专项技术点的挖掘，也可能可以申请技术含金量较高的发明专利。例如，对于其系统中特别能够与行业需求融合的技术点，可以考虑选取其中与特定商业方法相结合的部分，以“计算机+通信实现”的商业方法申请专利保护，亦可以考虑对科学服务领域的竞争者在行业相关技术点上的专利申请情况进行分析，一方面指导自身专利布局，另一方面也可以将自身的专利申请情况与其对比从而突出先进性。

以智能仓储物流技术为例，尽管T公司表明其主

要技术涉及根据产品的特性对物流路线、仓储管理等进行智能化的判断，但其所对应的知识产权却集中在采购管理、库存管理等管理相关的软件著作权方面，并无“实锤”。事实上，倘若能够通过特定的方法将数据分析技术和多年行业业务经验相融合，例如结合产品本身的特点、销售属性和历史销售记录等对销售进行初步预测，同时结合补货、库存等信息进行进一步精确预测从而为后续供应链环节的精确控制提供良好的数据指导，可能就能够形成具备行业特色的领先专利技术，而不是只能从相关研发投入和研发人员等“侧面”证明其先进性。

需要注意的是，软件专利的撰写要求较高，当然，这也和其本身的含金量相对应。

### （三）作用于产品和服务

T公司的招股说明书中，对于数据化管理、信息化平台和仓储物流配送三大核心技术的阐述主要还是围绕方便管理和提升经营效率展开，并没有针对该等技术如何提升了产品端的技术、如何提升了其所提供的“科学服务”先进性展开详细的论述。

体系内业务端的创新运营的确能够在一定程度上体现企业的科创性，但是一方面，区别于能够在产品端直接体现的技术，其更为直接的作用可能在于对企业经营效率的影响；另一方面，普通的数据化和信息化管理本身的科创属性可能并不高，与行业需求融合可以是一个切入的角度，但应当抓住行业需求的具体特点，在炼造出硬核技术的同时论述相关技术如何真正作用于产品和服务、如何解决行业的痛点和难点。

例如，在对于技术集成服务类核心技术进行有针对性的专利布局的前提下，一方面，在对信息系统内相关软件专利(例如“计算机+通信实现”方面的专利)进行拆解的基础上，可以对该等技术如何抓住行业痛点解决行业难题进行详细阐述，突出其特色和先进性；另一方面，在具备相关技术的情况下，还可以说明相关技术如何指导研发、如何支撑和促动自主品牌产品和服务端的技术创新，将运营层面的创新真正落实到产品和服务本身才是根本。

综合上述内容，科创性的挖掘与炼造，扎扎实实提炼核心技术是根本，在此基础之上，一方面需要根据核心技术的不同特点做好知识产权保护工作，将其真正运用到企业运营的方方面面，另一方面，还需要结合行业发展规律、竞争对手状况等多方位因素勾勒出体现企业自身特点的科创性亮点。说到底，也许缺的不是科技创新的梦想和理念，而恰恰是挖掘和炼造科创性的妥善方法和战略规划。



# 科创性自测题： 产学研之专利权属篇

楼仙英 张逸瑞 龚雯怡

对于剑指科创板的企业，其自身的“科创性”是否达标一直是重点关注问题。本文将举例说明和分析产学研项目的专利权属问题，供企业参考。

### 一、产学研之专利权属篇

对于科技型企业，倘若初始就是高校或者研究院的研发团队孵化的项目，或者发展过程中为了提升研发能力而和高校或者研究院合作，或多或少

都会存在产学研项目。就产学研项目本身而言，能够让企业借助高校或者研究院（“产学研合作单位”）的专业科研能力，打造核心知识成果的同时也有助于培养科研人才，对于提升企业的科技创新能力可谓立竿见影。然而，从上交所已经展开的问询来看，产学研合作或许比想象的要更加复杂一些，相关知识产权的独立性、核心技术人员的稳定性等都会成为科创板IPO进程中被重点关注的话题。那么，围绕产学研，上交所的问询会关注哪些要点？到底怎样才是产学研的正确打开方式？先来看一看专利权属规划的问题。

- **部分相关规定：**《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第十二条要求：发行人不存在主要资产、核心技术、商标等的重大权属纠纷，重大偿债风险，重大担保、诉讼、仲裁等或有事项，经营环境已经或者将要发生重大变化等对持续经营有重大不利影响的事项。
- **问询示例1：**LAN科技案例的问询中，上交所明确要求发行人补充披露：“与I公司、TS大学合作研发的情况，包括合作研发的具体模式、合同签署、主要协议约定、研发主要项目、研发成果、研发成果所有权归属、相关利益安排等，合作研发成果是否属于发行人的核心技术、该等合作研发成果与发行人产品的对应关系，对发行人生产经营的重要程度”。
- **问询实例2：**B公司的问询案例中，上交所要求发行人说明：发行人核心技术对于其与J校共有专利是否存在依赖，发行人持续经营能力是否依赖于共有专利或相关单位；共有专利事项是否存在纠纷或潜在纠纷。
- **自测要点：**对于产学研项目中形成的核心技术，其具体来源及形成过程？发行人是否拥有核心专利的所有权？发行人获取该等核心技术是否存在依赖第三方技术的情况？倘若和产学研合作单位之间存在专利许可，是否存在重大不利变化的风险？发行人与产学研合作单位是否存在潜在纠纷？

### （一）解题思路解析

对于企业而言，最为稳妥的做法当然是在产学研的协议中明确约定产学研所形成的知识



产权全部归企业所独有。然而通常情况下，产学研合作单位很难同意由企业完全独享所有的专利，从目前已经申报科创板的企业来看，专利共有的情况普遍存在，例如B公司案例中，其即与J校共有1项中国发明专利。而且，由于我国普遍的法律意识淡薄，申请专利时往往就共有问题没有约定清楚共有份额，共有权与使用权、专利实施权、许可权、诉权之间的关系，也没有更多的关于后续合作开发的约定，因此会导致科技成果转化时出现大量的不确定因素。

对此，可以考虑的策略是在可能的情况下，将企业的专利进行归类，对于会对企业生产经营产生较大影响的核心专利，尽可能地和相关产学研合作单位进行协商，从而获得相关专利的全部权属，即使共有也尽可能获得独占许可安排等。

一旦存在共有的安排，一方面，合作协议中关于知识产权的安排就要分外小心，必须确保发行人作为共有人之一对于相关专利商业化运作的控制权；另一方面，可能还需要产学研合作单位出具相关文件，证明相关专利权属清晰且无纠纷。专利共有的情况下，作为发行人应当注意的要点如下：

**(1) 专利划分：确保核心专利**

合作协议层面，发行人可以要求对产学研过程中所产生的专利进行划分，争取享有核心专利的全部权益。该等划分可以从多个维度考虑，例如可以将合作形成的专利分为偏基础研究类和应用类，对于企业的生产运营而言，应用类的专利可能更为重要；再如可以根据所形成的专利的不同应用领域进行划分，对于和发行人主营业务密切相关的领域所涉及的专利，争取全部的权益。

需要特别注意的是，仅仅享有核心专利本身的全部权益很可能保障程度还不够，例如，倘若核心专利是在产学研合作单位享有权益的专利基础上所形成的，则对于产学研合作单位享有权益的基础专利，至少还应当要求一项永久许可的权利。

**(2) 共有中的独占许可：牢牢把握控制权**

共有的情况下，一方面应当确保发行人对

于专利权益的处置，例如明确约定发行人有权优先受让共有人享有的所有权份额；未经被许可方同意，共有人不得实施专利，或向他人许可或转让专利。另一方面，发行人应当确保对于共有专利的独占实施权，确保独家享有对于共有专利进行商业化运作并获取相关收益的权利，当然产学研合作方可以享有合理的经济补偿。

需要注意的是，对于共有中的独占实施，其具体的许可时间、许可收费、共有方与发行人的收益分成等都有可能是上交所关注的要点，因此在相关协议中都应当进行合理的安排从而避免阻碍IPO的进程。

**(3) 高校/研究院保留权利：限于科研等非商业化需求**

共有的情况下，产学研合作方一般会希望对合作所形成的专利继续用于学术领域，因此通常也应当保留产学研合作方仅为非盈利的科研、学术研究目的无偿使用该等相关共有专利的权利，但同时也应当明确产学研合作方不得将共有专利用于任何商业推广或许可第三方使用。

**(4) 无争议证明：提前做好预案**

核心技术本身在权属等方面是否存在纠纷也是IPO进程中监管部门关注的要点之一。产学研模式下，可以考虑要求产学研合作单位出具相关确认函，证明发行人就共有专利的使用及收益权未受到限制，如LONG科技案例中P校就出具了《证明》，确认相关共有知识产权是发行人在“**市场经营过程中独立研发形成**”，作为共有人，P校同意发行人“**及其全资或控股企业过去和将来均可在营业范围内无偿使用该等知识产权并享有全部收益**”。实践中，较为切实可行的方式是在产学研合作的初期即将相关确认函作为合作协议的附件，在合作初期就安排签署从而降低后续IPO进程中操作的难度。

对于面向科创板进行冲刺的企业，为了解决产学研过程中关于知识产权权属安排的一系列问题，很可能需要在IPO之前很短的时间内对相关知识产权进行一揽子安排，从而解决核心技术的权属、独立性问题。在存在产学研合作单位的情况下，该等操作既要符合产学研合作单位本身的规定，同时根据产学研合作单位具体的情况，还有可能需要符合教育部等其直属主管部门的要求。



楼仙英



张逸瑞



# 科创性自测题： 产学研之成果转化篇

楼仙英 张逸瑞 龚雯怡

对于剑指科创板的企业，其自身的“科创性”是否达标一直是重点关注问题。本文将围绕产学研项目中成果转化需要关注的各类程序要求展开，供企业参考。

### 一、产学研之成果转化篇

在本系列上一篇中提到，对于产学研项目，高校或者研究院（“产学研合作单位”）可能很难在合作初期即同意由企业完全独享合作项目所产生的专利，因此较为常见的做法是合作项目形成技术成果后由产学研合作单位与企业共同申请专利。

然而，随着相关业务的不断发展，商业化运营对于知识产权独立性的要求不断提升，特别是，IPO的过程中，证监会对于上市企业核心无形资产的独立性、完整性方面均有严格的要求，在IPO之前将产学研项下的专利从共有转变为企业所独有，从而确保拥有专利完整独立的处置权是解决该等问题的捷径。

通往这条捷径的策略通常有两种，（1）成果转化：由企业直接从产学研合作单位受让共有专利的份额；（2）作价投资：由产学研合作单位与企业新设一家公司，将专利和/或专利技术以无形资产出资的方式注入新公司，由新公司独立运营。然而，产学研合作单位往往为事业单位，其转让专利的程序合规要求较高，无论采取上述哪一种解题思路，都免不了需要回答以下三个问题：

#### （一）第一问：要不要资产评估？

**解题要点：**对于成果转化，根据原有《事业单位国有资产管理暂行办法》（2017年修正）和《教育部直属高等学校国有资产管理暂行办法》（2012年）的相关规定，事业单位在进行资产的转让前需要进行评估手续。但是，2019年3月份财政部对《事业单位国有资产管理暂行办法》进行了修订，修改后的第39条规定：“国家设立的研究开发机构、高等院校将其持有的科技成果转

让、许可或者作价投资给非国有全资企业的，由单位自主决定是否进行资产评估”。在财政部同年10月11日发布的《关于进一步加大授权力度 促进科技成果转化的通知》（“《授权通知》”）中又对此进行了重申。该等规定似乎是对仅涉及成果转让的情形开了一道口子，将是否需要进行评估的决定权交给了部分特定的事业单位自身。

对于作价投资，尽管存在财政部的上述规定，但现行《公司法》（2018年修正）第27条明确规定：“对作为出资的非货币财产应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价。”因此，在将技术成果作价投资的情况下，一般认为先行评估必不可少。在过往上市企业的案例中，不乏有企业明确表明完成了相关评估手续的案例，例如停车企业W公司就在其IPO进程中明确表示，在2011年自某高校受让共有专利时履行了资产评估手续。

因此，我们建议尽可能做无形资产评估，并且采用2种以上评估方式进行验证。特别需要注意无形资产评估的法律基础对价值产生的影响。

#### （二）第二问：做不做审批/备案？

**解题要点：**实践中，大部分的产学研合作单位都有相应的主管部门，在进行成果转化及作价投资时是否需要履行主管部门的相关审批备案程序也是通常所关注的焦点。

例如，对于高校而言，《教育部直属高等学校国有资产管理暂行办法》（2012年）第33条规定：“货币性资产以外的其他资产处置事项，一次性处置单位价值或批量价值在500万元以下的，由高校审批后10个工作日内将审批文件及相关资料报教育部备案，教育部审核汇总后报财政部备案；一次性处置单位价值或批量价值在500万元以上（含500万元）至800万元以下的，由高校审核后报教育部审批，教育部审批后报财政部备案；



楼仙英



张逸瑞

一次性处置单位价值或批量价值在800万元以上（含800万元）的，由高校审核后报教育部审核，教育部审核后报财政部审批。”

在上述提及的停车企业W公司的案例中，某高校即向教育部报批了共有专利转让相关事项并取得了教育部同意共有专利转让的批复。

值得注意的是，国务院2016年发布的《实施〈中华人民共和国促进科技成果转化法〉若干规定》中规定：“国家设立的研究开发机构、高等院校对其持有的科技成果，可以自主决定转让、许可或者作价投资，除涉及国家秘密、国家安全外，不需审批或者备案”，此外，2019年3月财政部修改的《事业单位国有资产管理暂行办法》第56条亦规定：“国家设立的研究开发机构、高等院校对其持有的科技成果，可以自主决定转让、许可或者作价投资，不需报主管部门、财政部门审批或者备案”，而在《授权通知》中则进一步规定：“中央级研究开发机构、高等院校对持有的科技成果，可以自主决定转让、许可或者作价投资，除涉及国家秘密、国家安全及关键核心技术外，不需报主管部门和财政部审批或者备案”。该等规定似乎也将科技成果转化的指挥棒交给了部分特定的产学研合作单位自身。

尽管如此，现阶段对于主管部门审批/备案提出要求的规定尚未全部失效或修改，建议企业和产学研合作单位充分沟通，或者共同向主管部门进行事先的咨询较为稳妥。

### （三）第三问：走不走进场交易？

**解题要点：**进场交易，即转让行为是否需要在产权交易所公开进行是涉及国有资产/产权相关交易都需要考虑的问题，例如，上述提及的停车企业W案例中，某高校即被教育部要求通过产权交易中心挂牌转让共有专利。

但伴随着2015年《促进科技成果转化法》的修改，现行的《促进科技成果转化法》第18条规定，产

学研合作单位在进行成果转移时应当通过协议定价、在技术交易市场挂牌交易、拍卖等方式确定价格。通过协议定价的，应当在本单位公示科技成果名称和拟交易价格。从该等规定来看，选择以“协议定价+公示”的方式进行而不进场交易应该也是可行的策略之一。

需要注意的是，对于上述提及的评估以及进场交易问题，尽管对于技术成果的处置行为可能无需评估/进场交易，但相关规定仅限于“科技成果转化”的情形，倘若涉及“科技成果转化”之外的其他情形，则依然可能需要进行进场交易。例如，对于学校通过科技成果转化而获得的股权，《教育部关于积极发展、规范管理高校科技产业的指导意见》规定：“高校资产公司对外投资及转让企业股权，应严格依照国家法律法规和有关规定，履行评估、审批、备案等手续。转让企业中的国有股权，需进入国家认可的国有产权交易场所依法交易，防止国有资产流失。”不过，我们也注意到，在此次发布的《授权通知》中，财政部规定：“授权中央级研究开发机构、高等院校的主管部门办理科技成果作价投资形成国有股权的转让、无偿划转或者对外投资等管理事项，不需报财政部审批或者备案。纳入国有资本投资运营公司集中统一监管的，公司要按照科技成果转化授权要求，简化科技成果作价投资形成的国有股权管理决策程序，积极支持科技成果转化和科技创新。”因此，对于科技成果作价入股所形成的股权的处置流程，未来也有可能会有进一步“简政放权”的动作。

实际上，产学研项目中，核心技术团队的推动和参与往往起到了较为核心的作用，无论是相关程序的确认还是最终策略的决策都需要与核心技术团队进行充分沟通。此外，核心技术团队也往往是深度参与企业研发的主力军，而技术团队往往对成果本身很重视，而忽视流程及缺乏必要的无形资产评估法律基础知识，因此，很多项目建议需要尽早请专业人士做“成果转化尽调”，提前解决问题。





# 秋天里的一把火：新规助燃产学研

楼仙英 张逸瑞 龚雯怡



楼仙英

2019年10月11日，财政部发布《关于进一步加大授权力度 促进科技成果转化的通知》（“《授权通知》”），在2019年3月修改的《事业单位国有资产管理暂行办法》的基础上，进一步加大了科技成果转化的促进力度，特别是明确了科技成果转化所涉及的国有资产使用、处置、评估、收益等各个环节的要求，细化了2015年所修订的《促进科技成果转化法》的相关实操性规定，在一定程度上厘清了近几年来科技成果转化所涉国有资产处置的一些“老大难”问题。

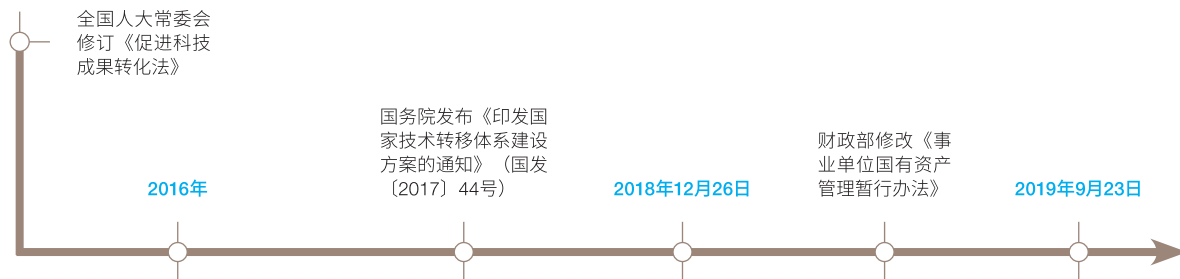
近几年科技成果转化改革的主要配套规定及政策一览表：



张逸瑞

## 科技成果转化改革主要配套规定及政策

2015年10月1日



- 2015年10月1日：全国人大常委会修订《促进科技成果转化法》
- 2016年2月26日：国务院发布《实施〈中华人民共和国促进科技成果转化法〉若干规定》
- 2016年4月21日：国务院办公厅印发《促进科技成果转移转化行动方案》的通知
- 2016年7月-12月：教育部、科技部、中国科学院、卫生部等在内的各部门及单位陆续出台促进科技成果转化的相关指导意见
- 2016年11月7日：国务院发布《关于实行以增加知识价值为导向分配政策的若干意见》
- 2017年9月15日：国务院发布《印发国家技术转移体系建设方案的通知》（国发〔2017〕44号）
- 2018年12月26日：国务院发布《关于抓好赋予科研机构 and 人员更大自主权有关文件贯彻落实工作的通知》
- 2019年3月29日：财政部修改《事业单位国有资产管理暂行办法》
- 2019年9月23日：财政部发布《关于进一步加大授权力度 促进科技成果转化的通知》（“《授权通知》”）



可以说，近几年，相关规定和政策都在不断探索畅通科技成果转化之路，真正让科研成果支持和服务科技创新。然而，鉴于高校等科研机构本身的特殊性质，科技成果转化的过程往往会涉及国有资产处置的相关问题，只有政策导向的支持，在具体落实过程中依然有些无力。

上述财政部最新发布的《授权通知》确实仿佛秋天里的一把火，就畅通科技成果转化有关国有资产全链条管理给出了实操性意见，为给高校和企业进一步打通产学研通道助燃。

我们将此次《授权通知》的具体亮点梳理如下：

## 《授权通知》亮点之一：加大授权力度，简化管理程序

### 1 科技成果转化/许可/作价投资自主决定

- 中央级研究开发机构、高等院校对持有的科技成果，可以自主决定转让、许可或者作价投资，除涉及国家秘密、国家安全及关键核心技术外，不需报主管部门和财政部审批或者备案。
- 涉及国家秘密、国家安全及关键核心技术的科技成果转化、许可或者作价投资，授权中央级研究开发机构、高等院校的主管部门按照国家有关保密制度的规定进行审批，并于批复之日起15个工作日内将批复文件报财政部备案。

#### 要点观察

- 关于科技成果转化、许可和作价投资，在2016年生效的《实施〈中华人民共和国促进科技成果转化法〉若干规定》第一（一）项中已规定：“国家设立的研究开发机构、高等院校对其持有的科技成果，可以自主决定转让、许可或者作价投资，除涉及国家秘密、国家安全外，不需审批或者备案。”《授权通知》对此原则进行了重申；
- 相较于2016年的规定，《授权通知》中进一步细化了涉及国家秘密、国家安全及关键核心技术的科技成果转化、许可或作价投资的相关程序；
- 值得注意的是，此次《授权通知》中将“关键核心技术”的科技成果转化、许可或者作价投资也列为了特殊情形，需要由主管机构进行保密相关审批并进行财政部备案。目前对于“关键核心技术”的概念尚无明确规定，需关注后续对此的配套执行措施。

### 2 科技成果作价投资后的国有股权处置

- 授权中央级研究开发机构、高等院校的主管部门办理科技成果作价投资形成国有股权的转让、无偿划转或者对外投资等管理事项，不需报财政部审批或者备案。纳入国有资本投资运营公司集中统一监管的，公司要按照科技成果转化授权要求，简化科技成果作价投资形成的国有股权管理决策程序，积极支持科技成果转化和科技创新。

#### 要点观察

- 尽管在2016年的规定中已明确除特殊情形外科技成果的处置无需进行审批或备案，但此前并未明确作价投资形成国有股权的处置是否需要取得相关批准或者进行备案。在过往实践中，高校往往会参考《教育部直属高等学校国有资产管理暂行办法》以及《企业国有产权转让管理暂行办法》（目前已失效）对以科技成果作价投资的股权的处置同时取得主管部门及财政部的批准或备案。此次《授权通知》的上述规定在一定程度上简化了科技成果作价投资形成国有股权的处置相关程序。

**3 国有资产产权登记**

- 授权中央级研究开发机构、高等院校的主管部门办理科技成果作价投资成立企业的国有资产产权登记事项，不需报财政部办理登记。

**要点观察**

- 根据《企业国有资产产权登记管理办法》，国有企业、国有独资公司、持有国家股权的单位以及以其他形式占有国有资产的企业需要进行国有资产、负债、所有者权益等产权状况的登记。其中，对于企业名称、住所或者法定代表人改变的、国有资本占企业实收资本比例发生变化等情形均需要在变动之日起30日内办理产权登记。
- 在2018年底国务院办公厅发布的《关于抓好赋予科研机构 and 人员更大自主权有关文件贯彻落实工作的通知》中要求“要进一步优化国有资产产权登记和变更程序，提高科技成果转化效率。”《授权通知》对此项要求予以了落地，明确了国有资产产权登记事项仅需向主管部门办理，而无需报财政部办理登记。

《授权通知》亮点之二：优化评估管理，明确收益归属

**1 科技成果转化的资产评估及公示**

- 中央级研究开发机构、高等院校将科技成果转让、许可或者作价投资，由单位自主决定是否进行资产评估；通过协议定价的，应当在本单位公示科技成果名称和拟交易价格。

**2 科技成果转化的收入处置**

- 中央级研究开发机构、高等院校转化科技成果所获得的收入全部留归本单位，纳入单位预算，不上缴国库，主要用于对完成和转化职务科技成果做出重要贡献人员的奖励和报酬、科学技术研发与成果转化等相关工作。

**要点观察**

- 关于科技成果的转让、许可或者作价投资，《授权通知》延续了财政部于今年3月修改的《事业单位国有资产管理暂行办法》约定：“由单位自主决定是否进行资产评估”。
- 需要提醒注意的是，尽管财政部对于科技成果的作价投资并未要求强制进行资产评估。但《公司法》第27条规定：“对作为出资的非货币财产应当评估作价，核实财产，不得高估或者低估作价。”因此，在以科技成果作价投资的情况下，可能还是需要考虑进行资产评估。

尽管《授权通知》的亮点多多，但落实到具体实施层面仍有赖于中央级研究开发机构、高等院校的主管部门出台配套规定予以支持。特别是，《授权通知》要求地方财政部门落实授权精神，结合本地区经济发展、产业转型、科技创新等实际需要，制定具体规定，进一步完善科技成果国有资产管理体制。同时，鼓励地方开拓创新，探索符合科技成果国有资产管理特点的管理模式。

# 科创板上市专利诉讼风险早知道 ——FTO分析

孟凡宏

企业在上市之际遭遇专利诉讼狙击早已经不是新鲜事。而在今年刚刚“开业”的科创板中，专利诉讼似乎也越来越多，已经有多家企业在上市的不同阶段被诉专利侵权。考虑到科创板的“科创”属性、上市委对拟上市科创板企业的核心技术先进性的高关注和高要求，以及科创板的热度，似乎都从某种程度上说明科创板上市企业面临更大的专利诉讼风险。

2019年5月9日，作为科创板首批受理企业之一的AH科技股份有限公司（“AH科技”）被重庆JS科技有限公司和重庆JS有限公司（“重庆JS”）以专利侵权为由诉至法院，由此拉开科创板专利诉讼大战的序幕。此后，7月19日，上海JF股份有限公司（“JF”）被XLJ技术有限公司（“XLJ”）立案起诉专利侵权，导致其原定于7月23日的上市审核被取消，上市进程被延缓。7月29日，刚刚上市成功的深圳GF科技股份有限公司（“GF科技”）也因涉嫌专利侵权被TD电子工业股份有限公司（“TD电子”）起诉，涉案金额高达4800多万。

被诉侵权之后，各家企业也迅速做出反击，或是反诉对方“恶意诉讼”，或是也主张对方侵犯自己的专利，而最常见的手段之一则是提起专利无效。值得注意的是，就在JF被起诉后的第四天，XLJ主张专利侵权的3件专利之一就被国家知识产权局专利局复审和无效审理部宣告专利全部无效。经过我们查询，JF甚至早在其提出上市申请之前，在2019年1月20日就已经针对该专利提出了无效宣告请求。很明显，JF实际上是早有备而来，在充分调研的基础上，未等对方开打便使了一招“釜底抽薪”。

那么，怎样才能提前知道公司是否会有在上市之际遭遇专利诉讼的风险，又或者遭遇哪个对手呢？这就不得不提专利诉讼风险早期筛查利器之一的FTO分析。

## 一、FTO是什么？

FTO全称是Freedom To Operate，又称为自由实施分析，其目的在于评估一个技术方案是否能够在不侵犯他人专利权的前提下进行自由实施。

需要强调的是，FTO既不是“疫苗”，做了FTO就不会侵权，更不是“良药”，发现侵权之后能够通过FTO进行补救。FTO的角色更像是“早期诊断”，通过对产品进行体检，发现公司可能面临的专利侵权风险，从而使公司能够及早准备合适的应对策略，避免被对手打个“措手不及”并面临随之而来的巨额赔偿。

## 二、FTO什么时候做？

FTO分析当然是越早做越好，这样有利于在研发早期就了解技术方案的风险程度，并且也比较容易进行规避设计。然而，由于FTO分析最终会涉及技术方案与专利技术特征的比对，因此做FTO的时候至少要求技术方案已经基本确定下来。因此，一方面，如果只有产品的概念或者项目刚开始，由于技术方案还没有固定，后期可能还会经历比较大程度的优化或改进，这时进行FTO分析可能会出现大量无法判断的潜在风险专利，反而使FTO失去意义。另一方面，如果产品已经完全成型甚至已经准备上市销售，这时进行FTO分析如果发现侵权风险，再通过修改产品来规避专利侵权的代价会相当大，这无疑会限制公司可选的应对策略。

最好的做法是，让FTO分析贯穿整个产品开发过程，根据产品的开发进度，在各个关键节点通过做FTO分析来排查风险，以便能够及时对产品做出调整，从而最大限度地第一时间避免侵权风险。而对于拟上市科创板的企业，至少应该在准备上市前进行一次FTO分析，对可能面临的专利诉讼做到心中有数，甚至及时采取应对措施，如



证，还可以采用申请人名称、发明人名称等进行检索。

专利筛选的目的在于从海量的检索结果中排除“噪音”，选择与检索方案最相关的文件进行单独分析。一般而言，通过阅读标题、摘要或者独立权利要求，可以排除明显与检索技术方案不相关或者相关但明显不会有侵权风险的专利文件。只有需要对权利要求进行深入解读的专利文件才会进入到下一步的侵权比对。

侵权比对主要是将筛选出来的专利文件的保护范围与检索技术方案的技术特征进行对比，判断检索方案是否有侵犯各专利文件的专利权的风险。这不仅涉及到对于专利文件权利要求范围的解释，例如功能性特征的解释、技术术语的解释、同一技术特征解释要保持一致等等，也涉及到侵权判断中涉及的各种原则，例如全面覆盖原则、等同原则、捐献原则等等。

FTO分析从检索到侵权比对，不仅涉及技术方面的专业知识，更需要专业的检索能力、准确解读专利文件的能力、全面的专利法知识以及对侵权判定规则的熟练掌握。



孟凡宏

此才能做到临危不乱，不被对手打乱上市节奏。

### 三、FTO怎么做？

简言之，FTO涉及确定技术方案、专利检索、专利筛选、侵权比对等几个步骤。

确定技术方案是进行专利检索的基础。只有对技术方案有深入透彻的理解，才能够设计合理的检索策略，进行侵权比对时才能够做出明确的判断。值得注意的是，一个项目或产品往往会涉及很多技术方案，对每个技术方案进行检索分析既不必要也不现实，一般仅对核心技术方案、公司自主研发的技术方案或有创新性特征的方案进行FTO分析即可。

专利检索是FTO分析的核心，检索的质量直接决定FTO分析的质量。FTO分析中的专利检索的特点在于对查全率要求较高，因此需要综合运用多种检索策略。例如，可以进行关键词检索，从问题、需求、解决方案、功能、结构等多个方面选取相应的关键词，同时考虑不同名称、同义词、近义词、上位概念和下位概念的扩展等，合理运用逻辑运算符，设计合理的关键词检索式。此外，也可以通过分类号进行检索，从而不必依赖专利内容的表述方式。当然，作为补充或者验

### 四、FTO之后怎么办？

如果FTO分析发现侵权风险较大的专利文件，则公司需要及时对此制定相应的策略。例如，针对还未授权的风险专利文件，需要密切关注其审查状态，或者对其进行“可专利性”分析。针对已经授权的风险专利文件，则需要从技术内容和企业策略两方面考虑规避措施，例如改变设计方案以规避专利、向专利权人寻求技术许可、或提起无效宣告请求等等。

对于打算上市或已经进入上市阶段的科创板企业而言，发现侵权风险较大的专利时通过改变产品设计来规避风险可能是最好的选择。但是，如果已经没有改变产品设计的可能，则最有效的做法是先对该专利进行稳定性分析，然后提起无效宣告请求，直接让对手丧失权利基础。当然，从商业的角度，可以提起“确认不侵权之诉”，又或者在对方也侵权的情况下提起侵权诉讼，借此达成交叉许可或者和解，进而化解潜在的专利诉讼危机。

因此，为了避免侵犯专利权，降低企业科创板上市中的法律风险，或者在遭遇侵权诉讼时能掌握主动权，提前进行FTO分析，掌握专利风险至关重要。



# 核心技术人员：颜值还是研值

张逸瑞 龚雯怡

对于剑指科创板的企业，其自身的“科创性”是否达标一直是重点问题。本文将围绕如何确定核心技术人员列出“科创性”需要考虑的要点供企业参考。

## 一、核心技术人员篇

相对于其他板块，核心技术人员是对科创板发行提出的新要求。《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》第12条第（二）项规定：“发行人核心技术人员稳定，最近2年内核心技术人员没有发生重大不利变化。”上交所同时在《科创板股票发行上市审核问答》（上证发[2019]29号）第6条中指出：“申请在科创板上市的企业，应当根据企业生产经营需要和相关人员对企业生产经营发挥的实际作用，确定核心技术人员范围，并在招股说明书中披露认定情况和认定依据”。

从该等规定来看，核心技术人员的确定至少需要围绕两个维度进行考虑，其一是颜值，即从工作岗位、工作职责、工作履历等外观上看，是否具备研发能力；其二是研值，即从实际参与的工作、与核心技术的关系等内在来看，是否真正对发行人的核心技术起到了实质的贡献。以下本文将结合问询示例，围绕如何确定核心技术人员梳理在确定核心技术人员时需要考虑的各项要素。

相关规定：根据《科创板股票发行上市审核问答》（上证发[2019]29号）第6条，原则上，核心技术人员通常包括公司技术负责人、研发负责人、研发部门主要成员、主要知识产权和非专利技术的发明人或设计人、主要技术标准的起草者等。

## （一）自测要点

### 1. 颜值要素

工作岗位是颜值要素的第一项，需要结合发行人内部研发体系组织架构从工作岗位本身来看，确认相关人员是否为发行人的技术负责人、研发负责人或研发部门主要人员。此外，还可以结合相关人员在教育经历、学历、工作背景、研究经验等经历和背景方面的突出因素进行综合评定。《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第41号——科创板公司招股说明书》对于招股说明书应当披露的核心技术人员的信息作出了指示，例如：核心技术人员的学历背景构成、取得的专业资质、重要科研成果、获得奖项情况等，该等因素均可以在一定程度上为核心技术人员的认定提供依据。例如：

- **教育背景**：教育背景和技术研发能力之间存在较大的相关性，优秀的教育背景可以为认定核心技术人员提供有利的依据。
- **研究成果**：个人在相关专业领域发表的论文、专著等成果，包括被引用的次数等都可以在一定程度上作为证明相关人员专业水平和研究能力的依据。
- **专业资质/荣誉奖项**：相关政府部门或专业机构认定的、为社会所广泛认可和知晓，特别是难度较高的人才计划或资质，例如国家“千人计划”、国家“百千万人才工程”、科技部“创新创业人才推进计划”入选人员等，均可以在一定程度上证明相关人员在其研究领域具有较高的研究水平。与之相类似的是由相关政府部门或专



张逸瑞

业机构颁发的特定奖项，例如国家及省部级科技进步奖，也当然可以作为认定核心技术人员的有力证据。

- **社会职务：**一般而言，加入行业协会或专业委员会，特别是担任较高的职务，均需要在相关行业内具备一定的影响力或者一定的研究能力，并且通常需要已经取得了一定的研究成果。因此，在相关人员本人所担任的社会职务中，倘若存在与发行人主营业务所在的行业协会或专业委员会等相关的，例如本人即为相关组织的委员、理事等，均可以在较大程度上证明其在该领域的专业度，从而为其作为发行人的核心技术人员提供依据。

## 2. 研值要素

仅有颜值显然是不够的，例如，就工作岗位而言，倘若仅仅是单纯的职务或头衔是缺乏说服力的，因此还需要结合其工作的实质，从其实质上对发行人核心技术所作出的贡献进行评定。例如：

- **具体工作模块：**需要关注相关人员的具体工作内容，例如相关人员所参与的发行人研发项目的数量，以及其所参与的研发项目是否会直接形成发行人的核心技术。
- **与核心技术的关系：**需要对发行人的核心技术进行全面的梳理，并在此过程中说明相关人员对核心技术的贡献程度。就这一问题，倘若公司的核心技术集中在专利，则相对较为简单，在已经提出申请科创板上市的案例中，大部分公司对每名核心技术人员作为发明人申报的专利数量进行了统计和披露，包括其作为发明人的专利占公司全部发明和实用新型的百分比等。倘若公司的核心技术还涉及产品配方、生产工艺流程等尚未申请专利的技术，则需要对此进行较多的说明，例如相关人员是否为质量负责人或相关标准的主要制定人，是否对该等非专利技术的研发方向或整体方案等起到了关键作用等。此外，也可以梳理发行人就其产品或业务所获得的奖项，说明相关人员是否为该等奖项的主要贡献人。

与该问题相关的是从目前的问询来看，上交所也有可能质疑其他研发岗位的人员没有被认定为核心技术人员的原因为，发行人可以结合事实，从该等人员对于核心技术而言起到的是辅助而非关键作用，或其技术积累、团队管理、专利申请等方面依然存在一定差距，并不适宜被认定为核心技术人员等方面进行解释。

## 3. 其他

- **任职期限：**任职期限在一定程度上表明核心技术人员对于发行人研发工作的重要性以及其稳定性，已申请的案例中，部分公司会选择特别强调核心技术人员的任职期限。尽管如此，任职期限本身可能并不足以作为一项独立的评定因素，在符合“最近2年内核心技术人员没有发生重大不利变化”的发行条件的情况下，发行人还是可以结合其工作的实质以及对核心技术的贡献进行评定。例如，在G科技公司的案例中，发行人指出，W和Y两名核心技术人员尽管入职时间不长，但已经做出了卓越贡献，拥有了几十件专利申请，但由于发明专利的审核时间较长，尚未有较多授权的专利，且该等人员已经分别完成了数项关键技术开发，主导的产品开发预计在2019年推向市场。
- **劳动关系的必要性：**现有的科创板相关规定中，并没有明确要求核心技术人员必须和发行人建立劳动关系，但是一方面，结合劳动合同法的相关规定，公司技术负责人、研发负责人、研发部门主要成员通常只能由公司的员工担任，另一方面，根据《上海证券交易所科创板股票上市规则》（上证发[2019]22号），当发生“核心技术人员离职”的情形时，保荐机构、保荐代表人需要就其对公司核心竞争力和日常经营的影响，以及是否存在其他未披露重大风险发表意见并披露。从问询的情况来看，核心技术人员的离职问题是上交所关注的重点，例如T科技公司的问询中，上交所就要求说明“发行人重要核心技术人员离职的原因，对生产经营的影响”。在缺乏劳动关系的情况下，核心技术人员与发行人之间缺乏稳固的绑定关系，很可能会遭到质疑。该等问题在有产学研背景的公司中可能更为棘手，一方面，发行人的专利等核心技术很有可能都来自于产学研项目，该等情形下，高校老师很有可能是该等专利的主要发明人；另一方面，老师本人又是高校的教职工，在报告期内很可能并非公司的员工，该等问题在一定程度上可能导致“僵局”。

在基本满足颜值和研值齐飞相关要素的情况下，核心技术人员还可能涉及更多问题，例如，是否曾经任职于竞争对手，以及与前雇主的关系是否有可能导致发行人涉嫌与前雇主关于商业秘密的纠纷，连同上述提及的产学研背景下，高校老师作为核心技术人员的劳动关系相关问题等。

# 科创企业中关于 核心技术人员的风险和管理

陆慧文 李馨 杨洋

对于任何一家科技型企业来说，拥有具备核心竞争力的技术成果以及与之配套的专业团队，无疑是企业生存、发展以及未来实现上市的根基所在。然而在实务中，不乏有企业因商业机密流失导致市场竞争力下降、核心专利宣布无效被退市、甚至被卷入高额的诉讼纠纷。出现这些现象，归根结底还是在于“人”出了问题，而作为对核心技术人员高度依赖的科创企业来说，尤其应当关注“人”的管理和“人”可能带来的风险隐患。本文将从劳动雇佣与管理的角度出发，对企业与核心技术人员的合作过程中可能引发的风险以及管理中可采取的防控措施等略作介绍。



## 一、招录核心技术人员时的潜在风险

### （一）核心技术人员在本公司的履职可能引发对前雇主的知识产权侵权

众所周知，根据我国专利法的规定，执行本单位的工作任务或者主要利用本单位的物质技术条件所完成的发明创造为职务发明创造，其中包括劳动关系解除或终止后1年内作出的与其在原单位承担的本职工作或原单位分配的任务有关的发明创造。核心技术人员在离开原单位加入新雇主后，在新雇主处的发明创造或对新雇主的现有研发产品提供的有效助力，是否与其在原单位的职务发明相关？其给新雇主提供的技术助力是否恰恰侵犯了原单位的知识产权？如果核心技术人员不仅在本公司就职，还与其他科研机构、高校院所保留合作关系并参与科研项目，如何厘清其为不同的机构主体提供的技术助力之间的界限？如

果核心技术人员的前雇主或仍在合作中的其他机构主体向本公司主张知识产权侵权的，本公司如何自证清白？

### （二）核心技术人员向新公司泄露并利用前雇主的商业秘密

核心技术人员不可避免地掌握着前雇主的商业秘密，如果该等商业秘密对于其加入的新公司提升自身竞争力或对于核心技术人员迅速在新公司立足具有明显意义，实践中无论是新公司、还是核心技术人员，都很难抵抗手边禁果的强力诱惑，加之目前国内的司法实践中商业秘密侵权案件原告方的举证难度极大，一定程度上助长了通过人才流动获得竞争对手商业秘密的市场风气，目前我们发现此类情况频繁高发且侵权力度也越来越大，甚至经常游走于潜在刑事责任的边缘。

### （三）违反与前雇主的竞业限制约定，将新公司牵连其中

高级管理人员和技术人员签署竞业限制协议在近些年已经成为了入职标配，尤其对于核心技术人员而言，其离职时前雇主不仅不会豁免其竞业限制义务，还会通过发函告知的形式反复提示离职人员严格遵守竞业限制义务。实践中，被前雇主列为重点关注对象的核心技术人员离职后的去向往往成为前雇主牵肠挂肚的事儿。如果核心技术人员在竞业限制期内加入了竞争对手处工作，则前雇主不仅会考虑对离职技术人员发起竞业限制违约的仲裁与诉讼，而且经常通过各种方式，想方设法将核心技术人员入职的新公司牵连其中。例如借力媒体大肆报道竞争对手恶意挖人、指责新公司不正当竞争，密切关注核心技术人员加入新公司后的研发成果、考虑发起知识产权或商业秘密侵权的诉讼案件，或直接将新公司列为离职员工竞业限制违约案件的第三人、使其不仅需要承担讼累、还面临着被法庭调查询问的尴尬境地。另外，对于新公司而言最为无奈的还有，如果新招募的核心技术人员被法院判决需继续履行竞业限制义务的，该员工需在新公司立即离职，如员工拒绝从科创企业离职的，前雇主可向法院申请强制执行，对于情节恶劣的情形，不排除法院在强制执行阶段要求新公司配合执行，解除与该员工的劳动关系。对于新公司而言，核心技术人员虽然入职了，但一直不得安宁，还可能被迫经历了一场影响社会声誉、被控恶意竞争



陆慧文



李馨





的诉讼，不可不谓是鸡飞蛋打。

## 二、对核心技术人员及核心技术内容的科学管理

科创企业与核心技术人员建立合作，一方面需要防范上述第一部分提及的各路潜在风险，另一方面需要与核心科技人员尽量建立长久的合作关系，密切地将该等人员的科技研发能力和研发成果与公司的科研需要结合起来共同成长。因此要防范他们的加入可能带来的风险、要激励和稳定招募来的核心技术人员、还要避免他们离开后可能发生的侵权风险等，不得不说科创企业与核心技术人员的合作是一个纠结的爱恋过程。通常情况下，我们建议企业关注以下各个方面的事宜：

### （一）招录前的背景调查

核心技术人员非普通员工，对其进行背景调查是了解其是否自带风险源的一个有效手段。在该等背景调查中，除了核实候选人的教育背景、履职经历和工作表现等基础信息，更应关注候选人历史上的职务发明成果、兼职工作或个人投资情况以及历史涉诉情况等。

### （二）入职时的披露、承诺与评估

从防范知识产权和商业秘密侵权的角度，实践中新加入的核心技术人员到底有没有利用前雇主的知识产权和商业秘密，很难有标准答案，事实的细节往往盘根错节难以拨开迷雾。从新雇主角度，无非是尽可能地通过一些具体的措施评估风险暴露的程度、证明自身的合规管理与非恶意，以及自有技术的独立性。例如要求拟招录的核心技术人员如实披露历史研究成果、对其历史上的职务发明与本公司拟分配的研发工作可能涉及的技术内容进行尽职调查与侵权分析、要求核心技术人员做出不利用他人职务发明的承诺、要求其参与本公司技术研发工作之前对已有技术界面进行内容交底、尽量明确其在本单位的潜在职务发明范畴等等。

### （三）充分借助国家和地区政府的政策及资源吸引并稳定核心技术人员

近些年来，国家和各地方政府部门（包括人社局、科技局等）不断更迭和优化人才政策，如上海市自2015年来，陆续出台“人才新政20条”、“人才新政30条”，苏州市自2010年来出台有“姑苏人才计划”、“40条人才新政”等。这些人才新政通过提供户口、项目、资金支持等，着眼于技术性人才的引进和孵化，促进技术转化为科研成果，以拉动地方经济发展。对于科创企业来说，通过利用当地的人才政策，可以引进具有高质量核心技术人员，激励科研创新，同时也通过地方

政策对核心技术人员的科研行为进行规范。

### （四）对核心技术人员的常规约束

核心技术人员入职时，除了需签订最基础的劳动合同、保密协议之外，还应考虑竞业限制协议、阶段性研发目标设定、阶段性研发团队搭建设定、潜在在职发明的知识产权保护协议、在职期间的利益冲突禁止约定等等。

### （五）制定适当的研发激励机制

给予核心科技人员适当的研发激励可以有效地鼓励核心技术人员开拓创新，也有利于将核心科技人员的个人利益与公司利益实现更紧密的绑定，同时可以考虑配合研发激励递延支付或锁定的制度设计，还可以达到保留人才、防控研发过程中的技术侵权的作用。实践中激励的方式多种多样比较灵活，包括但不限于研发奖金、职务发明奖励、股权激励、绩效奖金等等。

### （六）建立并实施商业秘密保护制度

对于科创企业来说，完善的商业秘密保护制度是保护商业秘密的核心措施之一，也是证明公司对商业秘密采取了保护措施的有力证据。一套完善的商业秘密保护制度通常需要考虑以下方面的内容：

- 商业秘密的范围界定；
- 商业秘密的密级管理及秘密节点的可追溯；
- 公司IT及网络系统的保密权限设置；
- 纸质保密材料存放、使用与销毁的安保措施；
- 涉密岗位员工离岗时的脱密措施；
- 商业秘密保护的日常培训制度。

### （七）注重对核心科技人员的阶段性研究进展或成果的及时交付管理

实践中核心技术人员集中负责全部或部分研发团队，所有的重要研发资料、研发进程及研发结果均掌握在少部分人员手中。如果出现与核心技术人员之间的合作嫌隙，则很可能导致公司管理层无法顺利获得关键技术的交接，影响产品研发进程或技术更新频率等。因此实践中建议公司根据具体情况建立技术的阶段性交付管理制度，尽量保证核心技术人员在技术的关键内容或特定时点上对技术内容进行交底存档，以降低对一个或者部分技术人员的依赖性。

## 三、核心技术人员的离职风险防范

“天下无有不散筵席，就合上一千年，少不得有个分开日子。”对于核心技术人员的离职动向，科创企业

应保持高度警惕，做好离职风险防范，通常需要考虑如下方面：

### （一）约定并启动脱密期

脱密期是指用人单位可以约定员工必须在离职前的一段期限内提前通知用人单位，在该通知期届满后才可以离职，且在该通知期内用人单位有权调整员工的工作岗位及内容。我们通常建议在核心技术人员的劳动合同中设置该等脱密期条款，并且尽可能地充分论证其所在岗位需要适用脱密期的必要性，同时提前设定脱密手段的执行，例如员工应从何时开始被转移至什么岗位、应从何时开始交接与商业秘密相关的工作内容等等。

另外，关于脱密期制度的有效性，实践中略有争议，笔者在此稍作探讨。早在1996年-2003年之间，从劳动部至北京、上海、江苏、浙江等地纷纷从政策性文件和地方法规的层面给予了脱密期制度充分的依据，实践中也被用人单位广泛使用。直至2008年1月1日出台的《劳动合同法》第37条明确规定，“劳动者提前三十日以书面形式通知用人单位，可以解除劳动合同”，脱密期制度是否仍可以使用，是否构成对《劳动合同法》给予劳动者的离职权产生冲突而无效，成为了好长一段时间的探讨话题。对此，笔者认为，《劳动合同法》第37条关于劳动者提前30天通知可以离职的规定并非排除用人单位与劳动者之间关于离职的提前通知期进行约定的权利，而是对于没有其他约定的情况下员工提出离职的最短通知期的明确规定；同时上述提及的脱密期相关的政策法规条款目前亦现行有效，因此实践中如有的确有必要约定脱密期的岗位上双方明确约定了脱密期的，应视为有效。

### （二）启动竞业限制

竞业限制指的是用人单位可以与员工约定在离职后不超过两年的时间内不得进入竞争对手处工作，也不得自营具有竞争关系的业务。竞业限制的适用在近些年已经是老生常谈的话题，更几乎成为了对于高级管理人员、高级技术人员以及其他负有保密义务的人员的标配。但是我们仍然发现在实践操作中会出现各类细节问题，笔者在此对几个要点稍作提示如下：

- 建议在员工入职时或者职务晋升时即签订竞业限制协议，如果在其离职时方才要求签署，一般情况下员工会拒绝；
- 可与员工约定在职期间和离职之后均应负有竞业限制义务；
- 为关注员工动向，可要求员工每入职一家新单位以及每隔一定周期向公司提供新单位的在职证明

以及社保缴纳记录，并以此作为竞业限制补偿金的发放前提；

- 为增加用人单位适用竞业限制手段的灵活性，可以约定公司有权在员工离职之前、之时以及之后的任何时候通过单方通知的形式豁免对员工的竞业限制义务；
- 竞业限制补偿金的金额应不低于法定最低标准，且建议约定为按月支付，避免按季度、半年度或年度支付，并且及时足额如约支付，避免因连续三个月未支付而被员工主张竞业限制义务的解除；
- 需要在协议中明确约定违约金数额或违约金的计算方法，避免仅约定损害赔偿从而在难以证明实际损失时丧失有效的救济手段。

### （三）严格做好离职交接工作

完善的核心技术人员的离职交接程序可以帮助用人单位降低核心技术人员离职后可能触发的潜在风险，协助用人单位尽量充分地接管核心技术人员负责或掌握的工作细节和重要资料等，实践中建议的措施一般包含如下方面：

- 根据员工具体负责的技术板块明确其应交接的技术要点和内容；
- 尽可能明确员工在职期间的职务发明及离职后一年内可能存在的潜在法律成果；
- 收回员工使用的公司设备并及时查看其中公司核心技术资料的完整性，并就缺失的部分要求员工解释缺失原因并尽量补充完整；
- 进行离职面谈，充分沟通现有技术工作的完成面、后续工作内容和可能存在的问题。

### （四）及时关注核心工作人员的去向并寻求救济途径

基于用人单位的评估，对于部分核心技术人员离职后可能或者已经加入竞争对手公司或其他可能对本单位业务和技术秘密产生影响的机构的，应密切关注核心技术人员的去向及后续研究领域与方向。如核心技术人员存在违约或者侵权行为的，应及时收集并固定证据。必要时，向员工和对方公司出具公司函、律师函，或者根据实际情况提起竞业限制违约、商业秘密侵权等民事诉讼或情节严重且条件具备的情况下，也存在进行刑事报案的可能性。

总而言之，科创类企业中关于核心技术人员的风险与管理问题很难简单概括，只盼一方面科创类企业提高风险防范意识、加强合规管理能力，另一方面核心技术人员树立高标准的职业道德、展现高层次人才的履约精神。

# 科创企业不可不知的 税收优惠政策及税收筹划要点

叶永青 余悦 金柏鹤

## 一、科创企业不可不知的税收优惠政策

随着国家对科技创新的大力推进，财政部和国家税务总局近年来出台了大量的税收优惠政策，对不同阶段的科创企业、科技创新活动、高级技术人才、科创企业投资人等进行全面的税收鼓励。下文概括总结了重要的科技创新财税鼓励政策。科创企业不妨结合自身的情况比照已实际适用的税收优惠政策，看看是否争取到了最优的税收待遇。

### （一）科创企业的设立地是否需要考虑财税因素？

尽管大部分税收优惠政策是全国普遍适用的，但部分地区仍然有着很特别的区域优势。在这些优势中，既有对于特定前沿行业在部分地区的先行试点，也有对于区域经济的广泛鼓励。总之，选对了地方，节省的税收可不止一点点。比如，大热的人工智能行业，是不是打算考虑设立在上海自贸区新片区，而海南自贸港更是近期大热的企业设立地。

优惠类型	优惠内容	适用注意事项
上海自由贸易试验区 临港新片区	自设立起5年内减按15%的税率征收企业所得税	适用集成电路、人工智能、生物医药、民用航空等关键领域核心环节的生产研发企业 请注意政策落地方案尚未出台
深圳前海深港现代服务业合作区	适用15%的企业所得税率	适用现代物流业、信息服务业、科技服务业、文化创意产业
西部大开发税收优惠	适用15%的企业所得税率	鼓励类产业；鼓励类产业企业主营业务收入占企业总收入的限制比例降低至60%
	适用15%的企业所得税率	适用注册于海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业
海南自由贸易港	新增境外直接投资取得的所得免征企业所得税	适用旅游业、现代服务业、高新技术产业企业，符合境外直接投资所得的相关条件
	新购置（含自建、自行开发）固定资产或无形资产，单位价值不超过500万元的，允许一次性计入当期成本费用；单位价值超过500万元的，可缩短折旧年限或加速折旧	固定资产不包括房屋、建筑物



叶永青

除区域税收政策外，设立地的另一个重要考虑因素是地方的财政鼓励政策。为了鼓励科技创新，地方政府也投入了大量财力，吸引科创企业入驻。以上海为例，如被认定为“科技小巨人企业”，最高可享受市级及区级200-300万元的财政奖励；如被列为专利试点企业，可以享受40-60万元的奖励。除上述一般性适用的政策外，科创企业还有望一事一议与地方政府沟通更为优惠的财政鼓励政策。企业在评估地方财政返还政策时，需要综合考虑政策的优惠力度和政策稳定性，并注意与政府签署相应的法律文件以提高政策适用的确定性，减小未来的争议和风险。

有些科创企业可能会问，设立公司的时候没考虑这么多，如果现在想迁址到这些优惠地区，还可以吗？从法律和税收上来说，迁址其实不存在障碍；实践中，需要注意异地迁址可能涉及的迁出地招商部门的压力、历史税务问题、累计亏损以及增值税进项税额的延续等实操挑战，需要与迁出地及迁入地的招商、税务、市场监督管理部门等均进行有效沟通。

### （二）对于初创期的科创企业来说，可以适用哪些税收优惠？

在创业初期，科创企业的收入、人员等规模都比较小，这个阶段的科创企业可以重点关注小微企业相关的税收优惠政策。

优惠类型	优惠内容	适用注意事项
增值税税收优惠	月销售额10万元以下增值税小规模纳税人，免征增值税	符合增值税小规模纳税人的条件
小微企业企业所得税税收优惠	年所得不超过100万元的部分，减按25%计入所得，且适用20%所得税率；年所得100-300万元的部分，减按50%计入所得，且适用20%所得税率	符合小微企业的条件

### （三）科创企业的研发投入大，税收上有没有支持？

为了鼓励、扶持企业的研发投入，研发费用可以加计75%扣除；对于企业购进的设备、器具允许一次性计入当期成本费用等。但须注意，上述税收优惠政策的有效期目前均为三年。

优惠类型	优惠内容	适用注意事项
研发费用加计扣除	企业开展研发活动中实际发生的研发费用，未形成无形资产的，加计75%进行扣除；形成无形资产的，按照无形资产成本的175%在税前摊销	适用期间：2018年1月1日至2020年12月31日 研发费用归集需符合要求
购进设备、器具一次性扣除	新购进的设备、器具，单位价值不超过500万元的，允许一次性计入当期成本费用；单位价值超过500万元的，可缩短折旧年限或加速折旧	适用期间：2018年1月1日至2020年12月31日



### （四）科创企业的研发周期长，长期亏损，税收上有没有扶持？

考虑到科创企业前期的研发周期较长，可能产生较长的亏损期，因此其亏损结转年限可达到10年。这也是尽管很多企业尚未盈利，无法享受下文所述高新技术企业适用的15%优惠税率，而仍然希望申请高新技术企业的原由。毕竟，能够将企业运营前期累计的大量亏损有效利用，也属于在实质上享受了更高的税收优惠待遇。

优惠类型	优惠内容	适用注意事项
高新技术企业或科技型中小企业亏损结转10年	自2018年1月1日起，当年具备高新技术企业或科技型中小企业资格的企业，其具备资格年度之前5个年度发生的尚未弥补完的亏损，准予结转以后年度弥补，最长结转年限由5年延长至10年	具有高新技术企业资格和科技型中小企业资格

### （五）科创企业进入成熟期，税收上有没有进一步优惠？

高新技术企业是科创企业广泛适用的税收优惠，享受15%的所得税率。对于特别鼓励的软件、集成电路行业，可以适用更为优惠的税收政策。

优惠类型	优惠内容	适用注意事项
高新技术企业企业所得税税率优惠	适用15%的企业所得税率	满足高新技术企业要求，包括研发费用比例等
技术先进型服务企业企业所得税税率优惠	适用15%的企业所得税率	满足技术先进型服务企业的要求
软件企业增值税及所得税税收优惠	增值税实际税负超过3%部分即征即退	满足销售软件产品的相关要求
集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业企业所得税优惠	企业所得税两免三减半	属于国家鼓励的范围，具体政策待进一步明确
重点集成电路设计企业和软件企业企业所得税优惠	企业所得税五年免征，接续年度减按10%的税率征收企业所得税	属于国家鼓励的重点企业，具体政策待进一步明确
集成电路生产企业或项目所得税税收优惠	集成电路生产企业或项目满足条件可享受最优企业所得税十年免征政策	属于国家鼓励的范围，具体政策待进一步明确

(六) 科创企业转让技术成果，有税收优惠吗？

科创企业转让技术成果，或以技术成果出资时，还可享受额外的与交易相关的税收优惠政策。这些税收优惠政策往往在科创企业进行的业务规划、投资、并购等交易安排中尤为重要，通过对交易形式的变通可以更好地适用这些优惠政策，从而起到优化交易整体税负的作用，值得划重点关注。

优惠类型	优惠内容	适用注意事项
技术输出企业所得税优惠	居民企业技术转让所得，以及转让5年以上许可使用权所得，免征所得税（所得不超过500万元）或者减半征收所得税（所得超过500万元）	签订技术转让合同且技术转让须经有关部门认定登记或审批
技术成果出资递延至转让纳税	企业以技术成果投资入股境内居民企业，允许递延至股权转让时缴纳企业所得税	技术入股所获得对价全部为股权/股票；以技术成果所有权入股
技术输出增值税优惠	技术转让、技术开发和与之相关的技术咨询、技术服务免征增值税	技术转让、技术开发的书面合同须经认定并报主管税务机关备查

(七) 科创企业需要大量的技术人才，税收层面对于吸引人才有没有相关的政策？

企业因科技成果转化而对相关技术人员进行股权奖励的，或者个人以技术成果入股的，都有相应的税收优惠政策。

优惠类型	优惠内容	适用注意事项
股权奖励所得税优惠	高新技术企业转化科技成果，给予技术人员以股权奖励，且个人一次性缴税有困难的，可在5年之内分期缴纳税款	具有高新技术企业资格；分期缴税计划需在5年之内，并向主管税务机关备案
个人以技术成果投资入股	个人以技术成果投资入股境内居民企业的允许递延至股权转让时缴纳个人所得税	技术入股所获得对价全部为股权

(八) 从投资人的角度，投资科创企业有没有税收优惠政策？

投资于科创企业的投资人，可以以其投资额抵扣一定的所得。

优惠类型	优惠内容	适用注意事项
以投资额抵扣所得	允许投资未上市的中小高新技术企业、初创期科技型企业的投资者按照其投资额的70%抵扣其所得	投资形式、年限及抵扣所得的类型、年限等方面有一定的要求

## 二、适用税收优惠需要注意的问题

税务机关的税收监管正在往“放、管、服”的方向转变。从税收政策的适用上，税收优惠政策大多需要企业遵循自行判断、税务备案、留存资料备案的基本原则；而税务机关的角色则为事后监管。

对于冲击科创板的企业而言，税收优惠适用也是交易所最为关注的税务事项之一，我们总结了这方面交易所的问询如下：

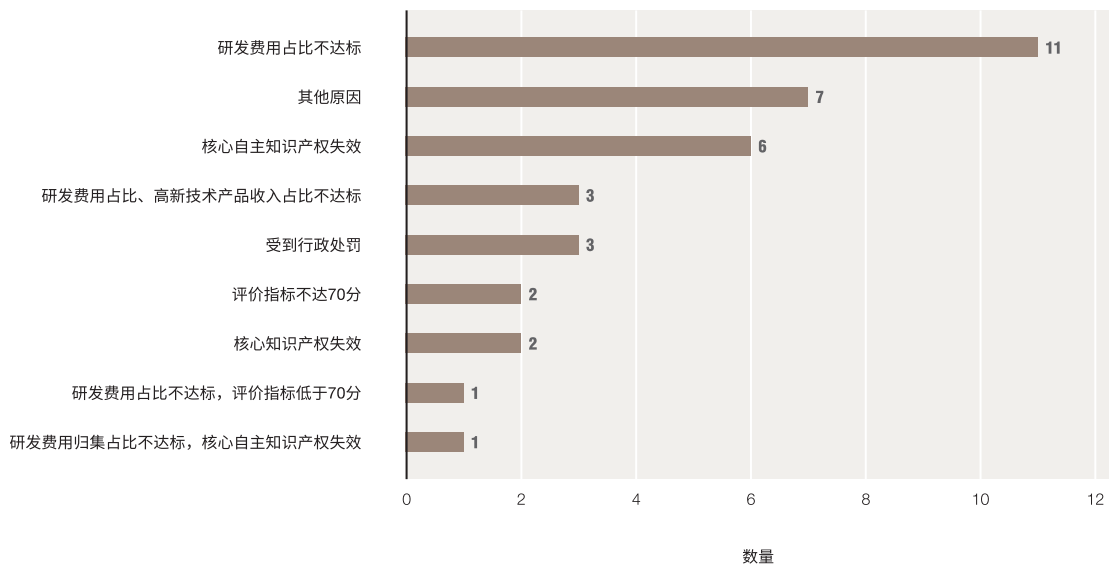
涉及问题	主要内容
研发费用加计扣除的规范性	<ul style="list-style-type: none"><li>- 向税务机关申请研发费用加计扣除优惠政策的研发费用金额与实际发生的研发费用金额是否匹配</li><li>- 研发投入的核算依据，是否存在应计入其他成本、费用项目的支出计入研发投入的情形</li><li>- 研发费用的主要构成及变动原因，费用变动与相关因素的匹配</li><li>- 技术服务费的产生原因，是否存在委托研发、委托研发的内容，服务提供方的相关信息以及是否具有关联关系，权利义务安排、技术保密措施及责任划分</li></ul>
税收优惠政策的适用	<ul style="list-style-type: none"><li>- 其他税收减、免、返、退等优惠政策的适用依据、批准或备案情况、具体幅度和有限期限，包括出口退税政策、是否享受软件产品增值税优惠政策等，与可比公司是否具有有一致性</li></ul>

除上述交易所关注的问题外，在税收优惠的适用中，最为典型的是高新技术企业资格认定和研发费用加计扣除相关的问题，而这两者本身往往也密切相关。

### （一）高新技术企业资格认定

国科发火〔2015〕299号附件公布了2014年3月至5月在北京市、辽宁省、浙江省等8个地区进行的高新技术企业认定管理工作检查中发现的问题及处理意见。其中因研发费用占比不达标而被取消高新资格的企业有16个，占总量的44%。具体情况见下表：

表1 被取消高新资格的原因统计



关于研发费用指标，除科创板交易所关注的问题外，以下几个方面在实践中也常常引起争议<sup>1</sup>：

- 是否设置研发费用辅助核算账目，且有配套原始凭证作为支持文件；
- 是否将特许权使用费或专利技术购置费等作为委托外部研究开发费用；
- 是否将接受委托的研发收入计入本企业的研发费用；
- 是否将产品常规升级或科研成果应用相关的费用计入研发费用；
- 是否将企业研发和其他活动对应的不可直接归属的成本费用进行合理划分。

此外，随着企业收入规模的增长，研发费用的增长可能难以匹配收入的快速增长率，从而对科创企业满足高新技术企业的条件构成挑战。在这种情况下，可以考虑的调整方式是重新梳理企业的业务、收入构成，通过业务剥离等股权或交易的方式进行合理调整，使具有高新技术资格的企业规模适当“缩水”，从而在企业集团的层面进行合理的调控。

需要注意的是，一旦企业的高新资格被取消，将引发补税、滞纳金等风险。对于上市公司，还可能需要进行上市披露，进而对股价产生影响。

## （二）研发支出的费用化与资本化<sup>2</sup>

研发费用加计扣除的费用基础既包括当期发生的费用化的研究费用，也包括研发形成无形资产的在当期摊销的金额。从科创企业角度出发，通常选择将研发支出费用化可以享受更高的加计扣除金额，但实践中可能面临诸多挑战，例如，审计师是否会要求根据会计准则将企业的研发成果确认为无形资产，费用化是否能满足企业，特别是上市企业的利润目标等。

同时，需要关注的是，根据当前税收法规，75%加计扣除政策只有三年，企业将研发费用资本化可能面临一定的政策风险。换句话说，如果企业形成无形资产的

时间超过了试点期限，加计扣除比例还能否提高到75%便存在一定的不确定性。

## 三、科创企业的知识产权综合税务规划

对于科创企业，知识产权是重中之重。从税收角度，具有知识产权是科创企业申请相关税收优惠的基本条件，例如，高新技术企业的认定标准中包含企业需获得对其主要产品在技术上发挥核心支持作用的知识产权。

知识产权也将影响集团的股权和业务架构布局。例如，是否有必要成立专门的知识产权持有公司，汇总科创企业集团内的知识产权，既方便在法律及知识产权上统一管理，也方便在集团内部转让定价政策制定和利润分配上进行有效的筹划。

根据转让定价原理，一个承担了知识产权开发的企业，应该获得除了常规生产、销售等活动以外的超额剩余回报，尽管上述超额回报可能会随着市场环境的变化有较大波动，这与价值创造的经济分析原则保持一致。因此，对于拥有知识产权的高新技术企业等，税务机关通常对其利润水平有一定的期待。

如何结合科创企业的知识产权布局进行合理的综合税收筹划，是个复杂的命题，需要从法律、知识产权、税收、转让定价等角度进行通盘考虑。

## 结语

科创企业在以最优方案充分享受税收优惠政策的同时，也需要密切关注相关风险和潜在雷区。此外，结合税收优惠政策，做好以知识产权为核心的综合税收筹划，才能事半功倍，助力科创企业提高运营效率，早日登陆科创板。

感谢实习生章玉莹、葛颖对本文的贡献。

<sup>1</sup>有关高新技术企业的常见税收争议，请见金杜研究院2018年11月27日发布的，由税务合伙人赵炎律师以及税务资深律师曹琳琳共同撰写的《高新技术企业税务合规须知》。

<sup>2</sup>有关研发支出费用化与资本化的具体分析，请见菜花来了公众号2018年10月22日发布的文章《资本化or费用化，是个问题！——简评财税[2018]99号文》。



# 企业涉税犯罪风险升级， 合规行动必不可少

韩 旸 胡嘉卿

2019年7月31日，公安部召开新闻发布会，通报公安机关联合税务等部门共同打击整治涉税违法犯罪工作情况。会上说明，自2018年8月打击虚开骗税违法犯罪专项行动开展以来，已取得显著成效。通过强化云端打击、持续强化情报数据导侦工作、强化治理合力，侦查机关打击涉税犯罪威力已成倍显著增长。2020年7月21日，第十三届最高人民检察院党组通过的《最高人民检察院关于充分发挥检察职能服务保障“六稳”“六保”的意见》进一步强调了依法慎重处理企业涉税案件的重要性，指出“注意把握一般涉税违法行为与以骗取国家税款为目的的涉税犯罪的界限”，对于维护有利于对外开放的法治化营商环境有着重要意义。

在“信息化建设、数据化实战”战略下，涉税犯罪的侦查工作，再不同往日的侦查存在线索来源单一、查账难、协查难、找人难、鉴定难的困难与不足。在税务机关所掌握的海量企业信息基础上，企业数据所体现出的可疑之处一览无余。并且，随着打击涉税犯罪力度的加大，任何企业都应当自检自查，提高企业整体合规意识，避免刑事犯罪风险。

## 一、打击涉税犯罪，不仅仅牵涉虚开骗税违法犯罪风险

### （一）虚开骗税违法犯罪风险

税务信息化发展、智能化涉税犯罪侦查体系建设使得涉税犯罪侦查打击力度大幅增强。自2019年起，涉税犯罪公开案例数量明显增加。《国家税务总局2019年法治政府建设情况报告》显示，2018年8月至2019年底，累计检查涉嫌虚开骗税企业22万户，通过严查“假企

业”，认定虚开发票1266.13万份，涉及税额2124.76亿元；通过严打“假出口”，挽回税款损失210.98亿元。

公安部透露数据表明，涉税犯罪仍集中于虚开类型案件上，公安机关公布十大打击涉税犯罪典型案例中，包括如下罪名与典型犯罪行为<sup>1</sup>：

#### 1. 虚开增值税专用发票/虚开发票等虚开类罪名：

- （1）控制大量空壳公司领购发票后大肆对外虚开；
- （2）采取“变票”方式在无实际生产经营活动情况下，将非应税产品发票变更为应税产品发票；
- （3）在多地注册大量空壳公司，通过伪造合同、资金走账回流、“洗票”等方式进行虚开；
- （4）控制多家空壳公司，从上游企业购买虚开的增值税专用发票，之后向下游企业大肆虚开并收取开票费；
- （5）采取注册空壳公司、收购僵尸企业等方式，大肆骗领、虚开增值税专用发票、普通发票；
- （6）通过成立10余户空壳劳务派遣服务公司，非法购买、冒用大量自然人身份信息，虚构劳务派遣业务和人力资源外包服务，大肆虚开“劳务费”、“服务费”增值税普通发票。

<sup>1</sup>新华网：公安部公布打击涉税犯罪十大典型案例，2019年8月1日。



韩扬

**2. 骗取出口退税罪：**

(1) 利用白银、铼板经简单加工组装成所谓有高技术含量的“溅射靶材组件”并出口至香港，再将白银拆解后就地销售，铼板走私回流境内，大肆骗取出口退税；

(2) 先后注册成立4家“假出口”生产企业，以皮革类货物虚假报关，并伪造虚假备案单证、虚假资金流。

**3. 制售假发票类罪名：**

(1) 研发、使用非法软件并套打出虚假发票。

从上述典型案例体现出的典型犯罪行为可以看出，侦查机关对于判断空壳公司的侦判能力大幅提升、收网犯罪主体更加全面精准；账、税、票是否一致一目了然。尽管《“六稳”“六保”意见》认为，有实际生产经营活动的企业为虚增业绩、融资、贷款等非骗税目的且没有造成税款损失的虚开增值税专用发票行为，不应以虚开增值税专用发票罪定性处理，但企业仍可能面临行政处罚或以其他罪名被指控等风险。因此，企业对于过去通常采取的关联公司间走账、虚构价格、账外销售等财税不合规做法应尽快采取合规行动。

**(二) 其他可能波及的刑事法律风险**

打击涉税犯罪，可以说是提高整体刑事犯罪侦查力度的极佳切入点。正如公安部发布会介绍，涉税犯罪呈现出与多种经济犯罪互相复合的特点。“许多涉税违法犯罪都要利用地下钱庄转移资金；有的犯罪分子通过虚开虚增公司业绩，以骗取银行贷款或欺诈发行股票、债券；有的犯罪分子利用发票实施贪污、职务侵占等犯罪。”<sup>2</sup>

上述关联犯罪行为主要包括但不限于：洗钱罪；掩饰、隐瞒犯罪所得、犯罪所得收益罪；非法经营罪；违规披露、不披露重要信息罪；欺

发行股票、债券罪；骗取贷款、票据承兑、金融票证罪；贷款诈骗罪；贪污贿赂类犯罪；职务犯罪等大量经济犯罪罪名。

一家涉及虚开骗税等涉税犯罪的企业落网，与之相关的其他数十家企业的涉税犯罪或其他刑事犯罪风险被办案机关关注的可能性将呈几何倍数增长。因此，在持续高压地打击涉税犯罪环境下，企业不单需要关注税务合规风险，也需要将整体刑事合规行动尽快落实。

**二、从涉税风险防范角度，企业合规行动整体建议**

**事前角度：**在日常经营中，企业应当尽早规范企业财务税务账目、不再使用私户收款、将账外资金合规处理、及时补缴税款；每一笔交易应当保存证明交易真实发生的全套资料，做到三流一致；加强对合作相对方的审查，避免产生内外勾结、虚构项目、虚构交易等情况；增强企业整体税务合规意识，在智能化、数据化监管、侦查时代，杜绝过去对于偷税漏税、虚构交易、账外交易行为的侥幸心理。

**事后角度：**企业如被税务机关稽查或被公安机关侦查，应当积极配合，避免产生例如隐匿、销毁会计凭证、会计账簿、财务会计报告罪等其他违法犯罪风险；同时应当及时主张自身的合法权益及从轻、减轻情节。

无论是从事前合规还是事后应对角度，企业都应重视合规法律服务的重要意义，借助专业力量为企业实时保驾护航。

感谢争议解决部实习生黄凯琳、孙启隆对本文的贡献。

<sup>2</sup>见《公安部新闻发布会通报公安机关联合税务部门共同打击整治涉税违法犯罪工作情况》，中国政府网，[http://www.gov.cn/xinwen/2019-08/01/content\\_5417770.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2019-08/01/content_5417770.htm)

# 《最高人民法院关于为 设立科创板并试点注册制改革 提供司法保障的若干意见》要点解读

欧阳振远



欧阳振远

在上海证券交易所（以下简称上交所）设立科创板并试点注册制，是中央实施创新驱动发展战略、推进高质量发展的重要举措，是深化资本市场改革的重要安排。去年6月份，《最高人民法院关于为设立科创板并试点注册制改革提供司法保障的若干意见》（以下简称《意见》）发布，是历史上最高法院首次为资本市场基础性制度改革安排而专门制定的系统性、综合性司法文件，从刑事和民事等方面对提高科创板违法违规成本等做出规定，尤其是明确将建立健全与注册制改革相适应的证券民事诉讼制度。《意见》的适时出台，不仅使科创板注册制改革得到较为稳定的司法支撑，同时为证券市场法治化道路指明了方向。为了使资本市场主体更好地理解《意见》的精神，更为清晰地界定各自的权利义务边界，作者根据多年在司法系统与证券执法部门工作的经验，特对《意见》的要点进行如下解读：

## 一、发行上市条件更加宽容

《意见》第2条明确规定：不要求企业上市前必须盈利，允许“同股不同权”企业和符合创新试点规定的红筹企业上市，实行更加市场化的发行承销、交易、并购重组、退市等制度。根据全国人大常委会授权，股票发行注册制改革过程



中调整适用《中华人民共和国证券法》（以下简称“原《证券法》”）关于股票公开发行核准制度的有关规定。这是对之前证监会关于企业股票发行核准所要求“企业上市前必须盈利”条件的重大调整。《意见》给那些将故事讲得好、讲得圆、合逻辑、有依据的科创板企业上市发行提供了司法鼓励与支持。同时，《意见》允许“同股不同权”企业和符合创新试点规定的红筹企业上市，这也是对现有证券发行法律制度的重大突破。我们知道，华为、阿里、京东、Google、Facebook等知名企业等都采取了“同股不同权”的架构，只是在形式上有所差异。由于发行条件更加宽容，对于科创板公司的事中和事后监督要求则更为严格了。我国目前的法律制度沿伸了大陆法系的法律构架，采用了成文法模式，而对于证券发行、交易等环节的行为法律边界，成文法始终跟不上市场快速发展的步伐。最高法出台本《意见》，是对证监会行政执法和交易所现场监管的有力支持。

## 二、审核部门重大改变

《意见》第2条明确规定：本次注册制试点总体分为上交所审核和证监会注册两个环节，证监会对上交所的审核工作进行监督，建立健全以信息披露为中心的股票发行上市制度。这意味着科创板的注册由上交所负责审核，证监会注册和监督，证监会不再是审核部门。

这样的改变的重大意义不在于《意见》本身，而在于目前证监会执行的一整套与发行相配套的政策性措施，上交所是否全盘跟从？例如，对于投行影响非常重大的稽查执法“窗口叫停”制度，证券公司一旦被立案调查，证监会窗口就不再接收证券公司提交的所有IPO材料了。现在科创板由上交所审核发行，证监会只是注册和监督，如果出现科创板公司涉嫌信息披露违法等情形，上交所对于同一证券公司提交的IPO材料是否停止接收则成为了关键的问题。

## 三、明确规定了科创板虚假陈述和欺诈发行的法律责任

当发行主体是主板或是创业板的上市公司，按照原《证券法》第20条规定，“发行人向国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门报送的证券发行申请文件，必须真实、准确、完整”；第193条第二款规定：“发行人、上市公司或者其他信息披露义务人未按照规定报送有关报告，或者报送的报告有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的”，应当予以行政处罚。

在科创板注册制的情形下，发行人向上海证券交易所提交申请文件中弄虚作假，存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，能不能适用原《证券法》第193条第（2）款处罚，进而民事赔偿，实践中存疑。因为上海证券交易所从法律定义上不单是一个机构法人，还是证监会的监管对象。同时，《意见》第3条明确了“发行人及其保荐人、证券服务机构在发行上市申请文件和回答问题环节所披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，应当判令承担虚假陈述法律责任”。欺诈发行的规定也是如此。虽然至今没有证监会行政处罚科创板公司的案例，但最高法院《意见》已经提前作了规定，根据行政权服从于司法权的原则，证监会对于科创板公司虚假陈述和欺诈发行的将会作出行政处罚。

## 四、与科创板上市公司有关的诉讼统一由上海金融法院集中管辖

与上市公司证券发行、证券承销、证券上市，以及证券欺诈责任纠纷有关的民事诉讼赔偿案件，目前可以说是“遍地开花”。尤其是针对证券公司作为保荐人承担民事赔偿责任的诉讼案件，股民分布区域广泛，法院的裁判尺度在不同地方也还存在不一致，证券公司作





为被告，在不断应诉的过程中显得“疲于奔命”，同案同判在这一过程中也难以保证。在此背景下，《意见》第3条明确统一规定与科创板上市公司有关的诉讼统一由上海金融法院集中管辖，一方面减轻了上市公司各地应诉中的负担，也为案件裁判的公平提供了更加有力的保障。

### 五、信息披露违法与欺诈发行的界限仍然模糊

目前，原《证券法》规定了发行人向国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门报送的证券发行申请文件，必须真实、准确、完整，否则，视具体情形要承担欺诈发行或者信披违法的法律责任。虽然原《证券法》在第一百八十九条和第一百九十三条规定了欺诈发行和信息披露违法的法律责任，但具体案件适用时，对于某一行为是认定为欺诈发行，还是认定为信息披露违法，其实际操作仍然存在一定难度。

《意见》第3条中规定，发行上市申请文件和回答问题环节所披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，应当判令承担虚假陈述法律责任；虚假陈述构成骗取发行审核注册的，应当判令承担欺诈发行法律责任。但是，什么情形下会构成骗取发行审核注册？在发行上市申请文件和回答问题环节所披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，还不足以构成骗取发行审核注册吗？或者是要有当事人的亲自承认才能认定欺诈发行？在作者本人于证监会行政处罚委从事案件审理近7年时间里，没有一起案件是当事人亲口承认欺诈发行的。根据一般法理，欺诈发行的构成要件必须是主观故意，但在实践中主观故意的证明却很容易成为障碍。如果申请文件或回答环节存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的客观事实，此时是否可以推定当事人存在主观故意仍存在较大争议。所以，至今为止，虚假陈述与欺诈发行之间的边界仍然是不清晰的，在现实中还存在不少值得探讨的地方。

### 六、明确了交易所制定的科创板相关业务规则的法律效力

《意见》第4条规定，由于科创板上市门槛具有包容性和科创公司技术迭代快、盈利周期长等特点，客观上需要加强事中和事后监管。对于证券交易所经法定程序制定的科创板发行、上市、持续监管等业务规则，只要不具有违反法律法规强制性规定的情形，人民法院在审理案件时可以依法参照适用。我们知道广义上法律的三个层次：全国人大和全国人大常委会颁布实施的法律；国务院的行政法规和部门规章；地

方性法规。交易所作为一个证券交易平台和一个事业性法人机构，其制定的业务规则，一般来说不具有法律强制力。但这次《意见》赋予了交易所制订的业务规则很高的法律效力，可以说是法律适用方面的重大突破。我们理解这是为了满足行政监管效率的需要，这也是最高法院对证监会这几年来行政执法效果的背书。可以预测，以后相当长一段时间内，与科创板发行、交易等环节关联的诉讼一定会出现。在法律适用方面，上海证券交易所制订的业务规则，可以被视为调整科创板企业注册和发行环节中相关纠纷主体权利和义务的依据。

### 七、科创板企业控股股东、实际控制人的民事责任形式

根据《意见》第5条，发行人的控股股东、实际控制人指使发行人从事欺诈发行、虚假陈述的，依法判令控股股东、实际控制人直接向投资者承担民事赔偿责任。这一规定的内容并没有突破原《证券法》第69条的规定，无非是存在着连带责任与直接责任的区别。在具体民事侵权赔偿案件中，少有只告实控人不告公司的情形。然而在民事诉讼中，原告应承担举证证明控股股东、实际控制人指使发行人从事欺诈发行、虚假陈述的责任，而原告在实践中却很难收集到足够证据来证明这一点。《意见》第5条尽管规定了民事责任的内容，却并没有解决举证责任的问题。《意见》第14条对举证责任问题进行了规定，但该规定的内容过于原则性、倡导性，在实际运用中也缺乏可操作性。

上述规定，对于行政执法程序没有太大影响，因为监管部门查明上述违法情形之后，通常会对公司和实控人一同处罚。但是对于股民的民事侵权索赔诉讼，该规定在程序上则具有更为明显的意义。众所周知，在以往的制度安排中，上市公司如果发生欺诈上市或者虚假陈述的行为，一经查实，监管部门将予以惩处。行政处罚的一项内容就是对发行人（即上市公司）进行罚款。而这笔罚款客观上是由上市公司的普通股东来支付的。换言之，罚款越多，那些无辜的中小投资者所遭受的损失也就越大。这样一来，以惩治违法为目的的行为，客观上却造成了对投资者的“两次伤害”，这显然是不妥当的。依据原《证券法》的规定，上市公司是信息披露的第一责任人，行政处罚不得处罚上市公司。而依照《意见》的规定，对于发行人的控股股东、实际控制人指使发行人从事欺诈发行、虚假陈述行为，要直接向投资者承担民事赔偿责任。这样规定，股民在民事索赔程序中就可以直接请求上市公司的控股股东和实际控制人承担赔偿责任，而不必将上市公司列为共同被告。这就实现了违法主体与处罚主体的一致，不但可以震慑违法违规者，也可以减轻对中小投资者的“二次伤害”。

## 八、《意见》虽然对“特别注意义务”和“普通注意义务”作了理论上的区分，但实践中问题仍未解决

《意见》第5条进一步规定，要严格落实证券服务机构保护投资者利益的核查把关责任，证券服务机构对会计、法律等各自专业相关的业务事项未履行特别注意义务，对其他业务事项未履行普通注意义务的，应当判令其承担相应法律责任。

对于特别注意义务与普通注意义务，在理论上已经存在着相应的定义。民法上的注意义务亦源于对过错（主要是过失）的判定，作为过失判断的一种主要理论和学说，流行于英美法中，也为许多大陆法国家的立法和司法实践所采纳。在英美法系国家，被告的行为是否为过失行为，其客观的判断标准就是理性人的标准。而何为“理性人”，是要通过大量案例来佐证和说明的。

律师事务所对于IPO发行过程中的法律问题、会计师事务所对于财务问题负有特别注意义务，但实际执法过程中对各中介机构的注意义务标准并不明确。根据《科创板注册管理办法》第7条的规定，证券服务机构应审慎履行职责，对与其专业职责有关的内容和文件负责，对与其专业有关的业务事项履行特别注意义务，对其他业务事项履行普通注意义务。然而，何为“充分调查”、“审慎核查”，怎样才算“审慎履行职责”，相关法律文件中不可能有明确的解释，相应的案例借鉴也不够充分。在以往实践中，因中介机构是否履行“审慎核查”、“一般注意义务”、“特别注意义务”等，存在着中介机构与证券监督管理部门各执一词的问题，也因此引发过一些诉讼争议。例如，在万福生科案件中，证监会认为平安证券“所出具的发行保荐书等文件中的财务数据，系直接引自万福生科经审计的财务报告，而非由其在获得充分证据基础上进行独立判断”。而平安证券认为，其“引用会计师事务所等中介机构专业意见符合法律规定，同时平安证券已针对万福生科业务特点，履行相关核查工作，不是未经核查的直接引用”，已经履行了审慎核查的义务。如果科创板注册制背景下对保荐机构与其他中介机构的职责分工、各中介机构的核查标准仍不明确，上述争议仍会存在，届时可能会引发中介机构与证监会、各中介机构之间的诉讼等一系列问题。因此，“特别注意义务”和“普通注意义务”之间的区别，还需要在司法审判实践中通过具体规则的完善或者法院的审判来进一步明确。

## 九、进一步明确了保荐人责任

《意见》第5条进一步规定，准确把握保荐人对发行人上市申请文件等信息披露资料进行全面核查验证的注意义务标准，在证券服务机构履行特别注意义务的基础

上，保荐人仍应对发行人的经营情况和风险进行客观中立的实质验证，否则不能满足免责的举证标准。这样一个简洁明了的规则，对于证券公司而言却具有重大的影响。因为保荐人对发行人的经营情况和风险进行客观中立的实质验证，可以说是一个非常高的要求。原《证券法》中也存在着类似的原则规定，《意见》只是对该规定的精神进行了更为明确的表述。保荐人对于证券IPO发行有全面核查验证的注意义务，而且不能完全依赖证券服务机构的专业判断——保荐人在证券服务机构的专业判断基础上，仍然要进行客观中立的实质验证。

总体来说，综合上述解读七、八、九三部分内容，《意见》并未突破现有法律制度下关于责任主体、归责原则、是否承担连带责任等的规定，仅仅对原有规定进行了再次确认，并提出了一条诉讼路径——鼓励股民直接起诉控股股东和实际控制人。实践中，证券服务机构均通过执业规范等要求在业务活动中尽到特别注意义务和普通注意义务。另外，证券服务机构、保荐机构对证券虚假陈述适用过错推定责任。但过错是一个主观概念，实践中一般将是否违反注意义务作为是否存在过错的认定标准，也作为责任承担多少的重要划分依据。一般来说，证券服务机构违反特别注意义务的过错程度和责任承担要大于违反一般注意义务的过错程度和责任承担。但实际上，在证监会已经处罚的案件中，也少有明确界定是否已经尽到特别注意义务或普通注意义务的案例。如欣泰电气IPO中，律所引用含虚假陈述的审计报告结论，仍因“对于从其他中介机构取得的工作底稿资料未履行必要的核查验证程序，未尽到一般注意义务”被证监会行政处罚。

作为会计师事务所和律师事务所，对其特殊注意义务边界的介定还是比较好理解的。但对于作为保荐人的证券公司，其特殊注意义务和一般注意义务如何区分，仍然是实践中的一大难题。于是现在券商似乎只能“押注”发行人不要出现任何问题。根据作者本人在法院和证监会行政处罚委多年工作的经验，保荐人在证券发行中的角色不在于重复甚至替代会计、法律、评估等专业方面工作，在案件审理过程中，法院和监管部门应着重考察这些中介资质和诚信情况，将其成果与自身掌握的资料对比验证，查找矛盾或有悖常理之处。当然矛盾的标准，以及有悖常理的判断，需要大量的司法案例积累，总结正反两方面经验，才能得出比较合理的结论。

目前在法律存在不确定性的情形下，判断证券公司是否已经履行了相应义务，做到勤勉尽责，应该从以下三个方面去考量：第一，证券公司是否已经对其他中介机构的业务人员资质等情况做尽职调查，确保他们能够提供准确、完整的专业意见；第二，是否已经审慎审查

其他中介机构出具的专业意见与实际情况有出入之处，专业意见据以产生的基准、假设等内容及执行程序是否合理、有效；第三，现有证据材料是否能证明证券公司有合理理由相信其他中介机构提供的专业意见，从而为发行人、其他中介机构提供补充性担保。在考量了上述三个方面因素之后，保荐人除了对自己虚假陈述承担责任之外，对于其他中介机构出具的专业性意见中的失实、疏漏或错误所导致的后果，则可免于承担补充性的法律责任。到目前为止，IPO虚假陈述行政处罚案件中保荐人成功“脱身”的不多，但可根据上述几个方面的内容积极抗辩。

### 十、明确“同股不同责”

《意见》第10条规定，对于以公司自治方式突破科创板上市规则侵犯普通股股东合法权利的，人民法院应当依法否定行为效力，禁止特别表决权股东滥用权利，防止制度功能的异化。案件审理中，要准确界定特别表决权股东权利边界，坚持“控制与责任相一致”原则，在“同股不同权”的同时，做到“同股不同责”。

认可“同股不同权”的同时，也要实现“同股不同责”，对关联交易即使形式上再完备，公司控股股东、实际控制人也不能免责，这与《公司法司法解释（五）》规定相同。这一规定意在同股不同权情况下，维护普通投资者利益。譬如，目前科创板中允许实施同股不同权的AB股制度，这是一部分企业在某个特定发展阶段所需要的。但在这样的基础上，如何防止权力被滥用，被少数人控制、内部人控制，进而侵害广大投资者的合法权益，则也是需要认真考虑的问题。最高法院在相关意见中，明确表示如果出现上述状况，则上市公司依据同股不同权的规则通过的相关决议不具有法律效力。如果借此掏空上市公司资产，上市公司有权利要求其承担民事赔偿责任，公司不起诉的，其他股东可以提起代表诉讼。这样的制度安排，对于在同股不同权的情况下维护普通投资者利益，避免少数股东权力的无限膨胀，将其牢牢束缚在法律的笼子里，还



是有着很积极的作用，在某种程度上也填补了以往制度安排上的一项空白。

### 十一、加大了证券公司履行投资者适当性管理的义务

《意见》第11条规定，对于证券公司是否充分履行投资者适当管理义务的司法审查标准，核心是证券公司在为投资者提供科创板股票经纪服务前，是否按照一般人能够理解的客观标准和投资者能够理解的主观标准向投资者履行了告知说明义务。对于“告知说明义务”，原来制度中存在原则性规定，但并没有条文进行明确具体的规定。《意见》为科创板设置了“告知说明义务”的专门规定，但如何判断证券公司是否按照一般人能够理解的客观标准和投资者能够理解的主观标准向投资者履行了告知说明义务，证券公司与投资者发生纠纷后仍然会出现“各执一词”的局面，这还需要通过大量的司法判例来明确标准。但无论如何，对于证券公司来说，《意见》的规定增加了其承担的法律义务和经营风险。

此外，《意见》还对加强司法对于行政执法的监督权，支持并确认科创板公司治理结构的创新，强化刑事责任落实，加大保荐人的义务范围，以及在推定高级管理人员和核心员工对发行人虚假陈述知情，科创板交易不能搞场外配资和变相经纪业务等方面作出了规定，对于共同诉讼中可以推选代表人提出了倡导性建议。最高院在本《意见》第13条再次重申可以推选代表人参与共同诉讼，意义重大，但实际效果有待在实践中进行验证。

### 结语

尽管《意见》的规定不足以满足实践的全部需要，也尚存一些法律适用疑难问题，但《意见》对科创板注册制的改革进行了良好的制度设计，在发行条件、审核主体、各个主体的法律义务与法律责任、诉讼程序等方面进行了相对全面的覆盖，在赋予市场主体更明确法律义务的同时，也更好地保护了投资者的利益，从而为科创板法律制度的发展与完善提供了更好的法律支持。

# 新《证券法》“投资者保护”专章研读之先行赔付制度的理解与思考

史留芳 张录发 朱琪玮

《中华人民共和国证券法》（以下简称“《证券法》”）第二次全面修订于2019年12月28日经十三届全国人大常委会第十五次会议表决通过。此次《证券法》修订进一步完善了证券市场基础制度，其中，增设“投资者保护”专章成为亮点之一。

证券市场中保护投资者与促进企业融资相辅相成，需通过制度寻求最佳平衡状态。本次修订前，我国《证券法》缺乏投资者保护的系统性设计，各界关于完善相关制度的呼声不断。2015年十二届全国人大常委会第十四次会议第一次审议《证券法》修订草案时就指出，证券法修订应坚持问题导向，把“加强投资者保护”作为修法的根本宗旨和使命，完善投资者合法权益保护制度，不断提高中小投资者保护水平<sup>1</sup>。本次修订后的《证券法》“投资者保护”章节规定了诸多投资者保护制度，包括投资者适当性制度、征集股东权利制度、促进现金股利制度、债券持有人会议和债券受托管理人制度、先行赔付制度、证券

民事赔偿集团诉讼、支持诉讼、强调证券纠纷的调解制度等，大幅提高了投资者保护水平。

本文聚焦新《证券法》第九十三条规定的先行赔付制度，梳理我国先行赔付制度发展历程、实实现状、存在问题，评析《证券法》修订过程中对相关问题的思考和选择，在此基础上对新《证券法》先行赔付条款适用中可能涉及的实务难点进行探讨。

## 一、我国先行赔付制度的发展历程

先行赔付是指在证券市场中投资者因发行人欺诈发行、虚假陈述或者其他重大违法行为而遭受损失，由发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司委托投资者保护机构与投资者达成协议，先行垫资向投资者承担赔偿责任，然后再由先行赔付人向未参与先行赔付的相关责任主体进行追偿的一种措施。

在先行赔付制度缺位的情况下，投资者因证券欺诈等重大违法行为而蒙受损失时，通常只能



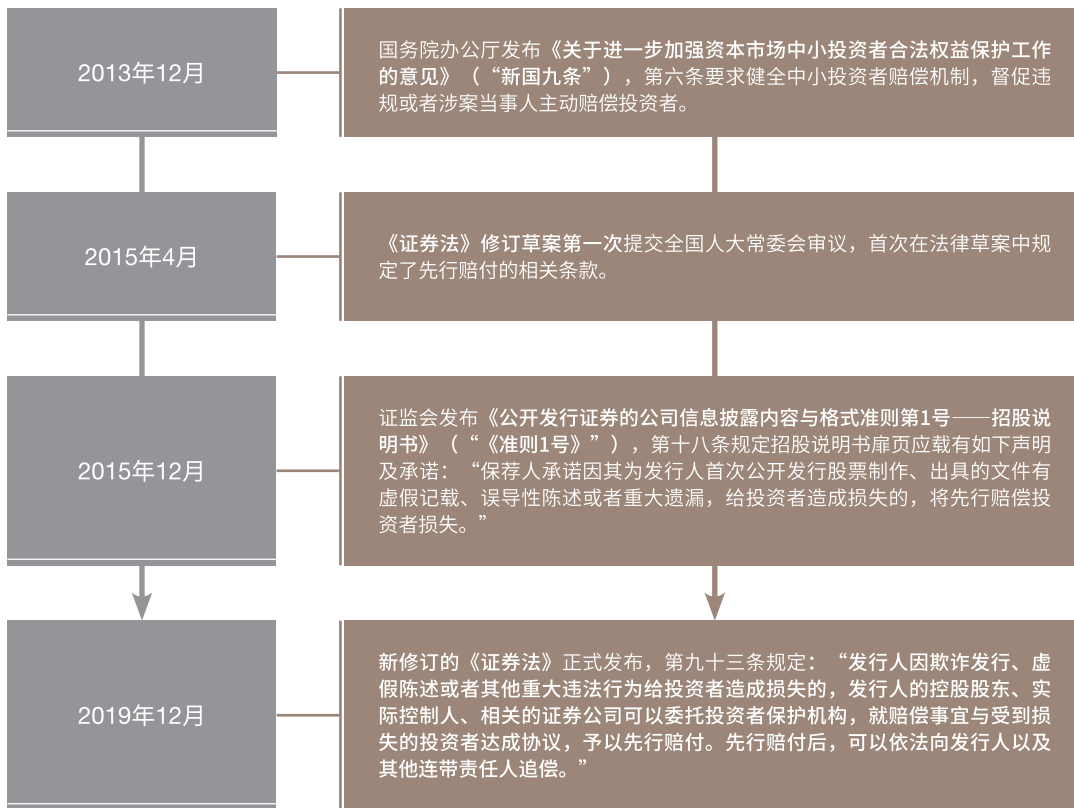
史留芳

<sup>1</sup>参见《把加强投资者保护作为修法根本宗旨——全国人大常委会分组审议证券法修订草案》，载全国人大网证券法修订专题网站，[http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/xinwen/lfgz/2015-04/23/content\\_1934219.htm](http://www.npc.gov.cn/zgrdw/npc/xinwen/lfgz/2015-04/23/content_1934219.htm)，最后访问时间：2020年1月7日。



通过提起证券民事赔偿诉讼的方式来寻求救济。根据最高院现行有效的司法解释，投资者提起民事赔偿诉讼设置行政处罚或刑事裁判这一前置程序<sup>2</sup>，2015年立案登记制改革后该前置程序在实务中又未能实质性取消<sup>3</sup>，导致投资者诉讼成本高、获偿时间过长，在相关责任主体赔偿能力有限的情况下，可能因缴纳完行政处罚罚款或刑事罚金后无力再赔偿投资者，与证券法“民事赔偿优先原则”不符。因此，我国投资者的民事诉讼赔偿之路道阻且长。相比之下，先行赔付具有让投资者及时、优先、充分地获得赔偿的功能，对于投资者的保护具有重要的意义，构建先行赔付制度极具必要性。

考察我国先行赔付制度的构建，在《证券法》本次修订之前，我国立法层面缺乏先行赔付相关规定，规范层面亦于2013年才有尝试和探索，具体发展过程如下：



<sup>2</sup> 《关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》[法释（2003）2号]第六条规定：“投资人以自己受到虚假陈述侵害为由，依据有关机关的行政处罚决定或者人民法院的刑事裁判文书，对虚假陈述行为人提起的民事赔偿诉讼，符合民事诉讼法第一百零八条规定的，人民法院应当受理。投资人提起虚假陈述证券民事赔偿诉讼，除提交行政处罚决定或者公告，或者人民法院的刑事裁判文书以外，还须提交以下证据：（一）自然人、法人或者其他组织的身份证明文件，不能提供原件的，应当提交经公证证明的复印件；（二）进行交易的凭证等投资损失证据材料。”

<sup>3</sup> 需要说明的是，虽然在2015年法院立案登记制改革之后，最高人民法院已经明文取消了前置程序的限制，但是人民法院在实际操作中要么先予立案但以不符合起诉条件为由裁定驳回起诉[参见案例（2018）最高法民申3437号、（2018）最高法民申3428号、（2018）最高法民申1377号、（2017）苏民终817号、（2017）粤民终1062号等]，要么仍然坚持前置程序的做法[参见案例（2018）湘民申2492号、（2017）沪01民初65号、（2017）粤01民初211号等]，只有极个别法院直接进入实体审理[参见案例（2017）浙民终72号、（2016）皖民终412号等]，因此，民事赔偿诉讼前置程序实际上并未取消。另外，最高人民法院2020年7月15日发布的《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》再次重申了“欺诈发行、虚假陈述行为人以债券持有人、债券投资者主张的欺诈发行、虚假陈述行为未经有关机关行政处罚或者生效刑事裁判文书认定为由请求不予受理或者驳回起诉的，人民法院不予支持”，该规定能多大程度推动债券欺诈发行、虚假陈述纠纷起诉前置程序的取消仍待观察。

## 二、我国先行赔付实现状状及存在的问题

### (一) 现有案例

目前，我国实务中已有三起先行赔付的典型案列，分别为：万福生科案、海联讯案、欣泰电气案<sup>4</sup>。

#### 1. 万福生科案

万福生科案是国内证券市场上首个证券中介机构主动出资先行赔付投资者损失的案列。

尤其重要的是，当时我国的法律法规及监管规范中均无先行赔付相关规定，该案可谓是先行赔付在我国实务中的创立式运用，同时也体现了实务对制度的急切需求。

2013年5月10日，平安证券作为万福生科IPO的保荐机构及主承销商，出资3亿元设立专项基金，对因万福生科欺诈发行、虚假陈述而遭受损失的投资者先行赔付，并由中国证券投资者保护基金有限责任公司（以下简称“投保基金公司”）作为基金管理人。截至2013年6月28日，接受和解的适格投资者<sup>5</sup>人数为12,756人，占适格投资者总人数的95.01%，对适格投资者支付的补偿金额为178,565,084元，占应补偿总金额的99.56%。2013年7月3日，补偿资金已全部划付至适格投资者账户。

关于赔付金额的分担，平安证券与万福生科最终达成了和解，平安证券未对万福生科及其他责任主体起诉进行追偿。

#### 2. 海联讯案

海联讯案是为响应“新国九条”，首例由控股股东主动出资先行赔付的案列。

2014年7月18日，海联讯的4名控股股东章锋、孔飙、邢文飏、杨德广出资2亿元设立专项基金，对因海联讯欺诈发行、虚假陈述而遭受损失的投资者进行先行赔付，并由投保基金公司作为基金管理人。截至2014年9月10日，接受和解的适格投资者人数达9,823人，占适

格投资者总人数的95.7%，对适格投资者支付的补偿金额达88,827,698元，占应补偿总金额的98.81%。

#### 3. 欣泰电气案

欣泰电气案是我国资本市场因上市公司欺诈发行退市，保荐机构先行赔付投资者损失的首次尝试。

2017年6月9日，兴业证券作为欣泰电气IPO的保荐机构及主承销商出资5.5亿元设立专项基金，对因欣泰电气欺诈发行和虚假陈述遭受损失的投资者进行先行赔付。经过两个阶段的赔付申报过程，至2017年10月，接受和解的适格投资者共计11,727人，占适格投资者总人数的95.16%，实际赔付金额为241,981,273元，占应赔付总金额的99.46%。

在兴业证券先行赔付前后，仍然出现了诸多诉讼纠纷，包括投资者向欣泰电气、兴业证券等相关责任主体提起损害赔偿诉讼，以及兴业证券作为先行赔付人向欣泰电气及其他责任主体的追偿诉讼等。

### (二) 存在的问题

综合对上述案例的考察可知，我国虽已有先行赔付的实践，但由于先行赔付制度尚不存在具体完善的制度设计，先行赔付制度尚未得到广泛适用。结合上述案例分析，我们初步认为先行赔付制度未能获得广泛运用的主要问题如下：

1. 缺乏具体的制度设计。虽然证监会颁布的《准则1号》对先行赔付制度作了原则性规定，但缺乏法律层面的规定，且无体系化的制度设计与实际操作细则，制度的适用范围、适用主体、义务性质等均不明确；

2. 先行赔付的相关主体未获得足够激励。尽管先行赔付制度在解决证券相关纠纷，维护证券市场稳定与保障投资者合法权益方面具有较为明显的优势，但由于目前相关法律规定未对先行赔付制度出台配套的激励制度，导致有能力进行先行赔付的主体缺乏足够动力，故先行赔付主体主动性的激励问题亦是先行赔付制度设计中必须解决的问题；

3. 先行赔付人的权益保护问题。先行赔付人在先行赔付后的权益保护问题，是先行赔付制度能否得以推行的核心问题。从现有实践来看，这一问题主要包含两个层面：第一，先行赔付人的追偿权问题；第二，先行赔付人可能面临的诉讼风险问题。如何将先行赔付人、投资者、其他责任主体之间的利益进行合理平衡，亦是推行先行赔付制度中必须面对和解决的问题。

## 三、关于新《证券法》先行赔付条款修订的相关思考

本次《证券法》修订先后经历四次审议，历时长，

<sup>4</sup>以下信息主要来源于中国证券投资者保护基金有限责任公司官方网站专题页面。

<sup>5</sup>根据现有三起案件先行赔付专项基金管理人公告，因发行人虚假陈述而遭受投资损失的投资者为“适格投资者”。详见三起案件的公告，万福生科案：[http://www.wfskjj.com/special\\_detail\\_2.html](http://www.wfskjj.com/special_detail_2.html)；海联讯案：[http://bcjj.sipf.com.cn/notice\\_detail\\_2.html](http://bcjj.sipf.com.cn/notice_detail_2.html)；欣泰电气案：<https://zxxj.sipf.com.cn/investor/notice/notice31.do>。最后访问时间：2020年1月7日。

讨论深，部分条款争论激烈，条文内容反复变化，相关过程及最终取舍值得思考探究。

### （一）先行赔付的适用范围

新《证券法》第九十三条将先行赔付适用范围表述为“发行人因欺诈发行、虚假记载或者其他重大违法行为”。据此可知，该条的适用限于发行人的重大违法行为，且该条的重点适用对象为发行人的欺诈发行、虚假记载行为所引发的民事纠纷。

值得思考的是，内幕交易、操纵市场等违法行为亦可能造成投资者的损失，从而引发投资者民事赔偿诉讼，相关纠纷是否属于上述九十三条的适用范围？我们理解，虽然实践中鲜有发行人内幕交易和操纵市场的案例，但是发行人理论上属于内幕交易和操纵市场的规制主体<sup>6</sup>，且内幕交易和操纵市场可以被涵盖在“其他重大违法行为”这一兜底表述之内，因此，发行人的内幕交易、操纵市场行为所引发的民事纠纷适用先行赔付制度不存在法律上的障碍。

### （二）先行赔付的适用主体

此次《证券法》修订过程中，先行赔付的主体经过了反复修改。《证券法》修订草案一审稿中表述为“发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券经营机构、证券服务机构以及国务院证券监督管理机构认可的投资者保护机构”<sup>7</sup>；《证券法》修订草案二审稿中则不再将国务院证券监督管理机构认可的投资者保护机构列为先行赔付主体，而是修改为可受委托就赔偿事宜与投资者达成协议的主体；《证券法》修订草案三审稿的相关表述为“发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司、证券服务机构”；《证券法》正式稿第九十三条

将先行赔付的主体明确为“发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司”，相比于三审稿删除了证券服务机构。由此可见，先行赔付的主体是本次《证券法》修订尤为关注且极具争议的问题。

#### 1. 核心锁定“发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司”

《证券法》草案一审稿引发了社会各界对于该问题的广泛讨论。一种观点认为，我国《证券法》以及《虚假陈述若干规定》规定了虚假陈述的责任主体，先行赔付制度应当与这些法律规定保持一致，将所有可能承担虚假陈述赔偿责任的主体均纳入先行赔付的主体范畴<sup>8</sup>。另一种观点认为，先行赔付涉及的赔付数额巨大，而发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券公司具有较强的经济实力，尤其是证券公司出于维护商誉、减少违法行为对其后续业务影响的考虑，具有较强的先行赔付意愿，因此将前述主体明确为先行赔付的主体是较为可行的选择<sup>9</sup>。考察现有三个先行赔付的案例，先行赔付的主体为保荐人（证券公司）和控股股东。我们理解，《证券法》此次修订对相关观点的取舍充分考虑了我国目前的实践经验及相关主体的赔付能力。

#### 2. “投资者保护机构、证券服务机构”的取舍

“投资者保护机构、证券服务机构”均曾出现在《证券法》修订草案先行赔付条款中，但最终被删除。

对于投资者保护机构作为赔付主体的原因，不排除是在《证券法》修订的过程中有建议将投资者保护基金的赔付对象扩大到因欺诈、虚假记载、内幕交易和操纵市场受到损失的投资者。比如，有学者建议先行赔付制度施行投资者保护基金先行赔付的行政性保障和市场主

<sup>6</sup>参见《中华人民共和国证券法（2019年修订）》第五十一条、五十三条、五十五条；《证券市场内幕交易行为认定指引（试行）》第六条、第二十四条；《证券市场操纵行为认定指引（试行）》第五条、五十二条。

<sup>7</sup>《中华人民共和国证券法（修订草案）》全文（4月20日人大审议版）第一百七十三条：“因欺诈发行、虚假记载或者其他重大违法行为给投资者造成损失的，发行人的控股股东、实际控制人、相关的证券经营机构、证券服务机构以及国务院证券监督管理机构认可的投资者保护机构可以就赔偿事宜与投资者达成协议，予以先期赔付。先期赔付后，可以依法向发行人以及其他连带责任人进行追偿。”参见中国金融服务法治网，<http://www.financialservicelaw.com.cn/article/default.asp?id=4777>，最后访问日期：2020年1月7日。

<sup>8</sup>参见赵吟：《证券市场先行赔付的理论疏解与规则进路》，《中南大学学报（社会科学版）》2018年第24卷第3期。

<sup>9</sup>参见陈洁：《证券市场先期赔付制度的引入及适用》，《法律适用》2015年第8期；肖宇、黄辉：《证券市场先行赔付：法理辨析与制度构建》，《法学》2019年第8期。

体先行赔付的自律性管理的双重保障机制<sup>10</sup>。但是，投保基金公司的设立旨在解决证券公司破产或被撤销、接管、托管时的赔付问题，其资金来源于交易手续费、会员上缴、投资收益等，更多地体现为政策性，用以解决市场自身不能妥善处理的问题，而不应当为个别市场主体的错误行为买单<sup>11</sup>。因此，投资者保护机构不宜作为赔付主体。

关于证券服务机构未被列为赔付主体的原因，有观点认为不排除是因为会计师事务所、律师事务所相对于证券公司、实际控制人、控股股东而言，通常缺乏赔付的经济能力。

### 3. “发行人”应否纳入先行赔付主体范畴之争

从《证券法》修订草案的几次审议稿来看，发行人一直都被列为先行赔付的主体，但是在此次《证券法》修订过程中，有强烈的呼声建议将发行人纳入到先行赔付主体，理由为先行赔付中的“先行”强调的是时间和效率，先于民事诉讼、甚至先于行政处罚赔偿投资者，保障投资者及时、优先、充分地获得赔偿，发行人作为违法行为的实施者，最终必然对其实施的证券欺诈行为承担无过错责任，在发行人有赔付能力的情况下，应当允许发行人先行赔偿。我们理解，发行人作为第一责任主体，参与先行赔付不仅有利于适当分配发行人与发行人控股股东、实际控制人、相关证券公司之间的责任，而且有利于最大程度保护投资者的利益。虽然修订后的《证券法》第九十三条并未将发行人列为先行赔付主体，但基于法无禁止即可为的基本法理，发行人仍然可以自行启动或者主动参与先行赔付。

### （三）先行赔付义务的性质

在本次《证券法》修订正式通过之前，我国关于先行赔付制度的规定主要见于证监会2015年12月30日颁布的《准则1号》。《准则1号》第十八条规定，招股说明书扉页应载有如下声明及承诺：“保荐人承诺因其为发行人首次公开发行股票制作、出具的文件有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，给投资者造成损失的，

将先行赔偿投资者损失。”在该规定中，保荐人的先行赔付承诺是证监会的强制要求，理论界和实务界对该做法的合理性提出了质疑。

在修订过程中，对于是否应当将先行赔付作为相关责任主体的强制性义务亦产生了较大的分歧。支持作为强制性义务的观点认为，存在多个先行赔付主体的情况下，如果采用非强制性规定，将可能出现不同主体之间职责不清、相互推诿的情况，最终导致无人承担先行赔付责任。反对作为强制性义务的观点则认为：第一，先行赔付在性质上属于诉讼外的和解，而和解强调的是当事人之间的自愿，强制性义务不符合和解本质；第二，先行赔付本质上是一种便利投资者获得经济赔偿的替代性制度安排，是我国目前司法救济途径不畅的有益补充，如将该制度设置为强制性义务，可能会导致司法救济弱化，反客为主；第三，如将先行赔付作为发行人的控股股东、实际控制人、相关证券公司的强制义务，则相当于将前述主体作为第一顺位的责任主体，与我国《证券法》构建的虚假陈述赔偿顺位和连带责任制度相违背，更重要的是，可能会让发行人及其他连带责任主体产生责任松懈，减少了法律责任对其的威慑力。

我们理解，新《证券法》第九十三条采用“可以委托”的措词明确了我国先行赔付不属于强制性义务，采纳了争议中相对合理、温和的观点，体现了新制度的谨慎。

## 四、关于新《证券法》先行赔付制度实务适用的相关思考

此次《证券法》修订在法律层面确立了先行赔付制度，是我国证券市场基础制度的重大进步。法律的生命在于适用。先行赔付制度能否充分保护投资者，实现立法目的，很大程度上取决于能否顺畅运用。在新《证券法》未将先行赔付作为强制性义务的情况下，相关责任主体是否具备先行赔付的意愿成为先行赔付程序能否启动的第一道关卡。如意愿低，机制难以实质适用，则相关条款将成为睡眠条款，立法目的立即落空。我们理解先行赔付制度得以被广泛运用必须解决三个问题：第

<sup>10</sup>参见段丙华：《先行赔付证券投资者的法律逻辑及其制度实现》，《证券市场导报》2017年第8期。

<sup>11</sup>参见注释8。



一，先行赔付主体主动性的激励问题；第二，先行赔付主体的追偿权问题；第三，先行赔付与诉调机制的衔接问题。上述三个问题是影响先行赔付主体赔付意愿的核心问题。就该等问题的解决，我们结合现有法律规定进行分析，以期对先行赔付制度相关配套规定的完善略作参考。

### （一）先行赔付主体主动性的激励问题

就通过机制激励先行赔付主体的主动性这一问题，我们理解现有法律体系中行政或刑事的从轻、减轻处罚规则已可作为先行赔付的主要激励机制。以行政处罚为例，根据《行政处罚法》第二十七条，主动消除或者减轻违法行为危害后果的，应当依法从轻或者减轻行政处罚；证监会颁布的《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见（2018修正）》中亦规定“涉嫌欺诈发行的公司或其控股股东、实际控制人，在受到证监会行政处罚前，按照公开承诺回购或者收购全部新股，赔偿中小投资者经济损失，及时申请其股票退出市场交易的，可以从轻或者减轻处罚。”故对于先行赔付人的行政处罚予以从轻、减轻处罚具有充分的法律依据。同时，我国也已有相关的实践经验，在目前已有的三起先行赔付案件中，证监会对相关责任主体处以了较轻的处罚，比如对保荐人处以的罚款金额为非法所得的1-2倍（当时的顶格处罚为5倍）。尤其是在海联讯案中，证监会在新闻发布会中明确，在作出处罚决定和市场禁入决定前已充分考虑到先行赔付的情况<sup>12</sup>。因此，我们理解相关机构在制定配套细则时对先行赔付行为可适用从轻、减轻规则进行再次明确并确定具体规则，将有助于有效解决先行赔付主体主动性的激励问题。在此次《证券法》修订加大对违法行为处罚力度的背景下<sup>13</sup>，相信先行赔付行为可适用从轻、减轻规则这一激励机制将会大大增强先行赔付主体的主动性。

### （二）先行赔付人的追偿权问题

根据新《证券法》及《中华人民共和国侵权责任法》（以下简称“《侵权责任法》”）的相关规定，在先行赔付人进行赔付后，即取得投资者对其他责任主体的债权，可依据新《证券法》第九十三条和《侵权责任法》第十四条第二款向其他责任主体追偿。在先行赔付人与其他责任主体无法协商一致的情况下，则可能提起民事诉讼，欣泰电气案即为典例。在此过程中，会涉及以下争议：

**第一，先行赔付后相关责任主体的责任应当如何划分？**《侵权责任法》第十四条第一款规定：“连带责任根据各自责任大小确定相应的赔偿数额；难以确定责任大小的，平均承担赔偿责任。”在欺诈发行、虚假陈述民事赔偿案件中，一般根据发行人、相关中介机构及其他责任主体的过错和原因力大小来确定责任比例，但是这类案件中各方主体的过错和原因力大小往往难以确定，有赖于人民法院的自由裁量。我们理解，为鼓励先行赔付制度的运用，人民法院在进行责任分割时应当将先行赔付人的赔付行为所反映的主观善意以及弥补投资人相应损失的客观结果，充分纳入考量范围。

**第二，其他责任主体提出的“超额赔偿的抗辩”能否获得支持？**在先行赔付人的追偿诉讼中，其他责任主体亦可能不认可先行赔付中的赔付方案，主张先行赔付人实际赔付的金额超过应当赔付的金额，对于超过的部分不予承担赔付责任。在实际操作中，先行赔付主体确实可能出于维护自身商誉、获得投资者谅解的考虑，制定出可能超过投资者实际损失的赔偿方案。比如，在海联讯案件中，专项补偿基金在算法上做了更加合理、可为投资者带来更优补偿结果的安排，按照该算法，结合海联讯先跌后涨的走势，部分跨期持有的投资者有可能获得高于实际亏损金额的补偿金额<sup>14</sup>。针对该问题，理论和实务届的看法不一，有观点认为，先行赔付作为

<sup>12</sup> 《证监会通报海联讯骗取发行核准和信息披露违法案》，中国证券业协会，[https://www.sac.net.cn/hyfw/hydt/201411/t20141113\\_109690.html](https://www.sac.net.cn/hyfw/hydt/201411/t20141113_109690.html)，最后访问日期：2020年1月7日。

<sup>13</sup> 比如对于保荐人虚假陈述的处罚由原来的“业务收入一倍以上五倍以下”修改为“业务收入一倍以上十倍以下”。

<sup>14</sup> 《<深圳海联讯科技股份有限公司股东章锋、孔飙、邢文飏、杨德广关于设立海联讯虚假陈述事件投资者利益补偿专项基金的公告>问答》，<http://www.chinaclear.cn/zdjs/fxjs1/201409/d44a210038ae47718674aa29473897d0.shtml>，最后访问日期：2020年1月7日。

一种和解，为了促成和解的成功，给予相对优惠的条件无可厚非，除非先行赔付人对于超额赔付结果的形成具有故意或者重大过失，否则有权就该部分金额向其他主体追偿<sup>15</sup>；亦有观点认为，先行赔付人以外的其他责任主体无法从先行赔付的过程中获得维护商誉等“隐性好处”，如果按照超额赔偿的范围来分配责任，显然对其他责任主体不公平，而如果按照投资者实际损失来分配责任，则可能会打击先行赔付人的积极性，从而影响先行赔付主体的事实效果。因此，我们理解该问题具有较大的不确定性，有待相关先行赔付细则及司法实践予以明确。

**第三，先行赔付人的债权是否依然适用民事责任优先原则？**我们理解，其他主体针对先行赔付主体的赔偿责任亦是基于其证券侵权行为产生。根据《民法总则》第一百八十七条“民事主体因同一行为应当承担民事责任、行政责任和刑事责任的，承担行政责任或者刑事责任不影响承担民事责任；民事主体的财产不足以支付的，优先用于承担民事责任”的规定，其他相关主体针对先行赔付人的民事赔偿责任应当优先于其承担的行政责任，也即先行赔付人的债权依然应当适用民事优先原则。

### （三）先行赔付与诉调机制的衔接问题

虽然在先行赔付人与投资者签订的和解协议中通常会约定投资者放弃起诉和追偿的权利，但是因和解协议仅具有实体法上的效力，投资者的诉权并未消灭，无法阻止投资者向法院提起诉讼，故先行赔付人可能会在先行赔付后仍然面临被已接受赔付的投资者起诉的情形，并遭受商誉影响、诉讼成本等相关损失。因此，如何合理平衡投资者的诉权等合法权益与先行赔付人的权益是一个必须解决的问题。针对这一问题，我们建议考虑将先行赔付协议纳入诉调对接机制。《最高人民法院、中国证券监督管理委员会关于在全国部分地区开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作的通知》（法〔2016〕

149号）第10、11条<sup>16</sup>规定，由投保基金公司等8家单位作为试点调解组织，对于证券期货纠纷，试点调解组织的非诉讼调解、先行赔付等，均可与司法诉讼对接。经试点调解组织主持调解达成的调解协议，具有民事合同性质。经调解员和调解组织签字盖章后，当事人可以申请有管辖权的人民法院确认其效力。《最高人民法院、中国证券监督管理委员会关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》（法〔2018〕305号）再次明确了这一工作机制。据此，在进行先行赔付时，可以由投保基金公司等作为调解组织，组织先行赔付人与投资者达成调解协议，并申请向法院确认其效力。当接受赔付的投资者再行起诉时，如投资者无充分证据证明签署该等先行赔付协议并非自愿或该等先行赔付协议违反法律的，人民法院即可径行驳回投资者起诉，以减轻先行赔付人不必要的损失及诉讼负累，推动先行赔付制度的广泛运用。

在本次《证券法》修订后，证监会也就诉调机制进行了有益实践。2020年5月15日，中证资本市场法律服务中心在上海正式揭牌成立，成为证监会批准设立的我国唯一跨区域、跨市场的全国性证券期货纠纷专业调解组织。同时，中证资本市场法律服务中心与上海金融法院共同签署了《诉调对接战略合作协议》<sup>17</sup>。我们相信，在新《证券法》的指引下，未来先行赔付与诉调机制的衔接将会更加顺畅。

### 结语

先行赔付制度能保障投资者在因证券欺诈等行为蒙受损失时及时、优先获得赔偿，在投资者保护体系中至关重要。新《证券法》在法律层面明确先行赔付制度，对我国投资者保护体系整体搭建意义重大。虽然新《证券法》先行赔付制度目前仅一个条文，且为原则性规定，实务适用中的诸多问题还有待解决，但相信实践的检验与不断的修正将推动该制度逐步完善。

<sup>15</sup>参见注释9陈洁文。

<sup>16</sup>《最高人民法院、中国证券监督管理委员会关于在全国部分地区开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作的通知（法〔2016〕149号）》第10条规定：“证券期货纠纷多元化解机制的试点范围。自然人、法人和其他组织之间因证券、期货、基金等资本市场风险投资业务产生的合同和侵权责任纠纷，均属试点范围；证券期货监管机构、试点调解组织的非诉讼调解、先行赔付等，均可与司法诉讼对接。”第11条规定：“调解协议的司法确认制度。经试点调解组织主持调解达成的调解协议，具有民事合同性质。经调解员和调解组织签字盖章后，当事人可以申请有管辖权的人民法院确认其效力。当事人申请确认调解协议的案件，按照《中华人民共和国民事诉讼法》第十五章第六节和相关司法解释的规定执行。经人民法院确认有效的具有明确给付主体和给付内容的调解协议，当事人可以申请人民法院强制执行。”

<sup>17</sup>《中证资本市场法律服务中心在沪揭牌》，载中国证券报·中证网，2020年5月16日，[http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202005/t20200516\\_6057240.html](http://www.cs.com.cn/xwzx/hg/202005/t20200516_6057240.html)。

# 新《证券法》解读之新《证券法》 视野下的证券合规和证券诉讼

夏东霞 杨婷 王琦



我国2014年修正的《证券法》（下称“原《证券法》”）修改工作经多年酝酿，于2019年12月28日终获全国人大常委会审议通过；修改后的《证券法》（下称“新《证券法》”）自2020年3月1日起生效。

这部《证券法》承载了我国证券市场对证券发行注册制改革、强化证券违法违规责任、加强投资者保护等问题的殷切希望，自其条文公布后，便引发了行业内的广泛关注。作为长期深耕证券合规和证券诉讼领域的专业律师团队，我们将结合新《证券法》的条文规定以及我们从事相关业务的多年经验，就这部新法的实施可能对证券违法行为的行政稽查执法以及相关证券诉讼产生哪些影响、可能带来哪些新变化的问题进行解读，阐述我们对相关问题的所思所感。

在本篇文章中，我们将就新《证券法》对证券合规和证券诉讼的总体影响问题进行解读。

### 一、对欺诈发行案件的影响：以欺诈市场为基础，以信息披露为载体，加重法律责任

原《证券法》第一百八十九条为“欺诈发行”给出的定义是，“发行人不符合发行条件，以欺骗手段骗取发行核准”。从条文来看，该条项下的欺诈发行应该含有“欺骗核准机关”之意——因为法律规定了证券发行的“门槛”（比如盈利规模），当事人通过造假手段使核准机关相信拟发行人的状况达到了这种“门槛”，进而骗取核准机关发放核准，则构成欺诈发行。

而在核准改注册背景下，新《证券法》已不

以拟发行人的盈利规模“论短长”。在这种基础上规定的欺诈发行违法，其重点关注的侧面就不应再是拟发行人是否“欺骗注册机关”，而是是否“欺骗市场”。所以，新《证券法》第一百八十一条对于欺诈发行的定义就变成了“发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容”。从条文上看，欺诈发行违法的样态可能在新《证券法》出台后发生变化。

但是，从证监会以往的执法实践情况看，新法项下“欺诈发行”违法的行为样态也并非陌生。确实，在原《证券法》项下，最典型的欺诈发行行为样态就是拟发行人本来没有达到发行要求的业绩“门槛”，但是通过财务造假等手段使公司在形式上满足相关条件。如果欺诈发行只有这一种情况，或者证监会只按照当事人实际有没有满足业绩“门槛”判定欺诈发行，那么新《证券法》下规定的“欺诈发行”当然是一种全新的违法样态。但是，核准制项下的欺诈发行还存在着其他行为样态：比如，拟发行人可能已满足发行要求的业绩条件，但是出于想让自己的业绩更加好看的目的还是进行了财务造假。实践中，在进入稽查执法程序后，不少涉嫌欺诈发行的当事人也都会申辩主张，尽管当时申报的财务数据可能不实，但是自身已实际满足了发行条件，故认为自己不构成欺诈发行。

对此问题，证监会在过往的处罚实践中采取的态度是（以欣泰电气案的《行政处罚决定书》为例）：“公开发行新股不仅要符合《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》规定的财务指标，更要符合《证券法》第十三条规定的发行条件。《证券法》第十三条规定，公司公开发行新股，应当符合‘最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为’的条件。”如果当事人报送的申请文件中相关年度财务数据存在虚假记载，则不符合原《证券法》第十三条规定的发行条件，应当以欺诈发行论罚。

由此可见，在《证券法》修改之前，证监会实际上也已经在根据“信息披露”的表象认定欺诈发行案件；不过，新《证券法》实施后，这个“信息”的载体由“申报文件”变成了“公告的证券发行文件”。

此外，在法律责任方面，新《证券法》也大幅提高了处罚力度，这也是这部新法的一个重大修改。对于尚未发行证券的，罚款区间由30-60万

提升至200-2000万；对于已经发行证券的，罚款区间由所募资金的1%-5%提升至10%-100%；对负责人员的罚款金额由3-30万提升至了100-1000万。此外，对于发行人的控股股东、实际控制人组织、指使欺诈发行的，新的处罚规则为“没收违法所得，并处违法所得百分之十以上一倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足二千万元的，处以二百万元以上二千万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。”

## 二、对信息披露违法案件的影响：从“上市公司”到“信息披露义务人”，重新界定信披标准，增加董监高权利，重构法律责任

信息披露违法，无论在过去、现在以及未来，均是证券市场中最常见、最常发的证券违法行为之一。此次《证券法》修改，对于信息披露问题的修改幅度很大。总体而言，新的信息披露规则将发生如下四点相对重大的变化：

其一，是在法律条文上将信息披露违法的监管对象由以上市公司为主，改变为概念相对周延的“信息披露义务人”。原《证券法》“持续信息公开”一节中的第一个条文（第六十三条）是对信息披露的原则性规定，其表述内容是：“发行人、上市公司依法披露的信息，必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”尽管在原《证券法》的其他条文以及证监会相关部门规章中，对于信息披露的监管对象也采取了“信息披露义务人”的表述，且证监会对上市公司的收购人、上市公司大股东等主体进行信息披露违法处罚的案例也不少见，但原《证券法》第六十三条这一原则性规定仍是将“发行人、上市公司”作为主要责任主体，在实践中，也引发了不少对于其他信息披露义务人处罚时的争议。

而在新《证券法》“信息披露”一章的第一个条文（第七十八条）中，对于信息披露责任主体的规定则显得更为周延，即：“发行人及法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的其他信息披露义务人，应当及时依法履行信息披露义务。”这种由以上市公司为中心转变为“信息披露义务人”的规定方式，将信息披露的责任主体一同纳入《证券法》原则性规定的规范行列，此前处罚上市公司以外信息披露义务人时所产生的“主体”争议将得到消弭，并且也将《证



夏东霞



杨婷



券法》中的相关行为规范和责任规范连接得更加顺畅，应当说是此次《证券法》修改的一大进步。

其二，新《证券法》还重新界定了信息披露的总体标准。原《证券法》第六十三条确立的信息披露总体标准，是耳熟能详的“真实、准确、完整”；但新《证券法》第七十八条对此进行了增加，新的标准变为“及时、真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂”。对于信息披露“及时性”的要求无需赘言，证监会制定的《上市公司信息披露管理办法》中原本也有这样的规定；但“简明清晰、通俗易懂”，则是一个全新的要求，在本文看来，这也是一种具有“双刃剑”性质的要求。

一方面，通过信息公开保证市场透明，进而维护有效市场的运行机制，是强制信息公开制度的基础；而这种制度的良好运作，除了“透明度”的要求外，也需要信息披露主体所公开的信息是为市场有用的“有效信息”。但在目前的实践中，个别信息披露义务主体为了防止被追究信息披露违法责任，选择对一些重大事件的披露进行“模糊处理”，看似披露了重大事件，但措辞内容却似是而非、模棱两可，难以向市场传达真正的信号，也难于被市场消化。更为重要的是，这种信息还可能导致市场的困惑或者不当解读，进而导致证券价格更难以反映发行人的真实状况，同样对市场有害无益。为此，新增的“简明清晰、通俗易懂”的信息披露要求，就对信息披露的质量提出了更高的要求，更能保障信息披露制度的有效性。但是从另一个方面来看，“真实、准确、完整”的要求本身已具备足够的弹性，而新增的“简明清晰、通俗易懂”则使信息披露标准更加难于把握。所以，如何在执法实践中真正落实此项原则，防止信息披露违法承担“口袋罪”，则是法律适用中应当注意的问题。

其三，新《证券法》还增加了董监高对信息披露的异议权，此系保障董监高权益的一项新举措。在以往的信息披露违法案件中，对于普通董监高人员的责任应当如何界定，一直是一个争议较大的问题。目前的法律法规对董监高人员责任的认定逻辑是，由于董监高人员对公司负有勤勉义务，故对信息披露负有保证责任；如果信息披露出现违法现象，则先推定董监高人员未尽勤勉义务，如果董监高不能“自证清白”，则认定其负有违法责任；而在实践中，证券监管机构真正采纳的“自证清白”理由少之又少，基本集中在曾投反对票、因身体原因不能履职、超过处罚时效等几种。

而在新《证券法》中，则规定了董监高对信息披露的异议权，即：“董事、监事和高级管理人员无法保证证券发行文件和定期报告内容的真实性、准确性、完整

性或者有异议的，应当在书面确认意见中发表意见并陈述理由，发行人应当披露。发行人不予披露的，董事、监事和高级管理人员可以直接申请披露。”这样，普通的董监高人员即可以通过自身对信息披露文件的质疑及这种质疑的披露达到免责的效果进行抗辩，本文也认为，这条规定很接我国的“地气”。能够展望的是，这种异议制度的落实，也许在今后要归结于能否“养成习惯”的问题——董监高人员“习惯”提异议，信息披露义务人“习惯”被异议，市场“习惯”见到异议，这条规定才能真正发挥其效果。

第四，新《证券法》重新构建了信息披露违法的法律责任，将信息披露分为“未履行信息披露义务”和“虽然披露了信息但‘披露的信息有虚假记载、误导性陈述或重大遗漏’”两种；可以称之为“不披露型”和“违规披露型”。就“不披露型”信息披露违法，新《证券法》规定的法律责任是：“责令改正，给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。”对于“违规披露型”信息披露违法，新《证券法》规定的法律责任则是：“责令改正，给予警告，并处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以五十万元以上五百万元以下的罚款。发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事上述违法行为，或者隐瞒相关事项导致发生上述情形的，处以一百万元以上一千万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以五十万元以上五百万元以下的罚款。”无论是哪种类型，其法律后果均比原《证券法》规定的后果更加严重。

### 三、对内幕交易、操纵市场类案件的影响：扩大内幕信息知情人和内幕信息的列举范围；扩大操纵市场行为模式的列举范围，补回“操纵意图”要素

#### （一）对内幕交易案件的影响

新《证券法》对内幕交易相关规定的修改，主要是增加了内幕信息知情人和内幕信息的列举范围，将更多情况纳入列举范围中，这对于依赖成文法规定的我国执法和司法实践当然极有益处。但值得注意的是，对于内幕交易究竟是什么这一问题，新《证券法》规定的“实质”则与原规定仍保持一致，即：“禁止证券交易

内幕信息的知情人和非法获取内幕信息的人利用内幕信息从事证券交易活动。”

在本文看来，就我国的内幕交易规制而言，上述这一原则性规定是最为重要的规定。简言之，目前内幕交易在实践中的逻辑，就是除了存在豁免事由外，行为人（不管通过什么方式）知悉了具有重大性、相关性的未公开信息（内幕信息）之后交易了相关证券，就构成内幕交易。至于案涉行为人是不是知情人、其所知悉的信息是不是内幕信息，如果落入了法律列举的范围自会援引，如果没有落入明确列举的范围，引用“兜底条款”认定也比较常见。所以，尽管新《证券法》扩大了内幕信息知情人和内幕信息的列举范围，但是这种变化难言会对内幕交易的认定产生质的影响。

## （二）对操纵市场案件的影响

新《证券法》对操纵市场部分的修订也与内幕交易的情况类似，相关列举性的规定增加，但原则性规定并无质的变化。在原《证券法》列举的行为模式基础上，新《证券法》基于去年出台的司法解释，新增了“不以成交为目的，频繁或者大量申报并撤销申报”，“利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易”，“对证券、发行人公开作出评价、预测或者投资建议，并进行反向证券交易”，“利用在其他相关市场的活动操纵证券市场”四种行为模式。这些模式在司法解释以及证监会过往的处罚案件中均有例可循，所以相关条文的增补也不会对相关的执法实践产生质的影响。

而相比于内幕交易，新《证券法》对操纵市场的原则性规定还是进了一步，将原《证券法》中“禁止任何人以下列手段操纵证券市场”的规定方式修改为“禁止任何人以下列手段操纵证券市场，影响或者意图影响证券交易价格或者证券交易量”的规定。

新的原则性规定的值得关注之处主要在于两点，一是在法律层面明确了操纵市场所具备的、以不当方式影响证券交易的价和量的基本特征；二则是其中的“意图”二字。文义上看，该条所传达出的意思应当是，“意图”影响证券交易的价和量的行为也算操纵市场；换言之，不管在结果上是不是“成功”地操纵了市场，只要有操纵的行为和“意图”，都可能被认定为操纵市场。所以，尽管这条规定看起来较为严格，但实际上是承认了“操纵意图”在操纵市场认定时的重要地位。如相关学者所言，增加“操纵意图”要件，“主要是因为操纵意图的要件，其实是必不可少的，尽管可能证明起来很困难，但如果没有，就会造成很多冤假错案”。

本文注意到，在1998年版本的《证券法》中，操纵市场的成立是需要“操纵意图”这一要素的；但在

2005年修改时却将其取消；此次修法又将“操纵意图”补回。由此可能带来的一个变化是，在2005年以后《证券法》实施过程中，稽查执法实践似乎是不怎么采信当事人提出的“操纵意图”抗辩的；而在新《证券法》实施之后，这又可能重新成为当事人有力的抗辩理由。

## 四、对于证券诉讼的影响：有待检验的“中国版集团诉讼”

目前，我国最为常见的证券诉讼是因虚假陈述引发的民事赔偿诉讼。经过多年实践，这类诉讼的征集和处理已基本形成较为固定的流程，即在证券监管机构作出处罚后，由证券维权律师征集原告并诉至法院；近年来，上海金融法院以及各地有经验的法院也在这类案件中尝试代表人诉讼、示范判决以及中小投服中心支持诉讼等审理方式，进一步简便中小投资者的维权过程。但是，相比于理论上具备索赔资格的全部投资者集合，真正通过诉讼获得赔偿的投资者仍属少数。

为进一步保障中小投资者权益，借鉴美国等国家的集团诉讼的制度优势，新《证券法》依托于《民事诉讼法》已有的“人数不确定的代表人诉讼”制度，新设了被媒体称之为“中国版集团诉讼”的诉讼模式。这种诉讼模式分别体现在新《证券法》第九十五条递进式规定的三款条文中：

第一款，是新《证券法》首先规定虚假陈述民事赔偿等诉讼可以依法推选代表人进行诉讼。根据《民事诉讼法》的规定，“代表人的诉讼行为对其所代表的当事人发生效力，但代表人变更、放弃诉讼请求或者承认对方当事人的诉讼请求，进行和解，必须经被代表的当事人同意。”所以，如果案件仅是采用了代表人诉讼方式，还不是真正具备“集团诉讼”意味的诉讼。

第二款，是在前述基础上，新《证券法》进一步规定，“可能存在有相同诉讼请求的其他众多投资者的，人民法院可以发出公告，说明该诉讼请求的案件情况，通知投资者在一定期间向人民法院登记。人民法院作出的判决、裁定，对参加登记的投资者发生法律效力。”即，人民法院受理此类诉讼后，还可以发出公告说明案件情况，其他没有提起诉讼的投资者也可以根据公告起诉；法院对此前案件作出的生效裁判文书对参加登记的投资者亦生效。但仅在该款范围内，仍不能完全体现出“集团诉讼”的真正特色。

而只有加入进第三款规定，才是“中国版集团诉讼”的完全体：“投资者保护机构受五十名以上投资者委托，可以作为代表人参加诉讼，并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记，但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。”结合前两款

规定可见，“中国版集团诉讼”的启动需要具备一定的条件：一是案件采取了代表人诉讼方式；二是法院发出了公告；三是有50名以上投资者委托了投资者保护机构作为代表人参加诉讼；基于此，投资者保护机构才可以为证券登记结算机构确认的全部权利人向法院登记，而只有在权利人明确表示不参加诉讼的情况下，才可以退出诉讼，即所谓的“默示加入、明示退出”。

可以说，上述这种“中国版集团诉讼”的制度设计逻辑清晰分明，在具备突破性之余也没有脱离《民事诉讼法》这一基本法的规定框架，极值得称赞。但从上述条文来看，这种诉讼制度的适用前景，可能也存在值得思量之处。

第一，是这种“集团诉讼”启动的重要前提是需要法院发出公告；这种设计也就决定了，法院在个案中究竟是发还是不发公告，将在很大程度上影响被告的利益——因为仅仅应对征集而来的投资者，还是需要应对后续可能汹涌而至的全部投资者集合，被告需赔付的金额将存在巨大差别。在此情况下，如果法院倾向于谨慎考虑，不轻易发出公告，那么这种“集团诉讼”实际上就无法启动、适用余地也很小；如果法院倾向于发出公告，那么我国的违法上市公司是否真的有能力承受这种赔付压力，以及是否会因为其他案件没有发出公告而感到个案不公，对法院来讲都是两难问题。所以，就今后针对法院发不发公告的问题，我国立法还需要有个全盘考量后的、具有指导意义的意见。

第二，何等投资者具备索赔资格的问题，应当是对虚假陈述民事赔偿案件中的实施日、揭露日等实体问题认定后才能确定的问题；所以，在“集团诉讼”模式启动后，投资者保护机构以何等依据确认其代表的“权利人”，其实也是一个本身就涉及实体结果的问题。理论上讲，投资者保护机构如果采取较为宽松的标准确定权利人不会影响审判结果，因为最后实体判决对于不具备索赔资格的部分，判决驳回这部分诉讼请求即可。但是，这种作法会不会产生庞大的索赔规模“绑架”司法裁判的隐患，也是个值得考虑的问题。对此问题，本文认为，在当前情况下，也许先由法院选取一部分案件作出示范判决，再采用由投资者保护机构登记权利人的方式，才是较为妥当的办法。

第三，新《证券法》将“集团诉讼”的代表人地位授权给了投资者保护机构，这种规定也许会给目前以维权律师为主导的虚假陈述民事赔偿诉讼现状带来一定的改变。而且，对于被告而言，面对由投资者保护机构直接代理的案件，抗辩难度也会随之增大。

所以总体而言，新《证券法》设计的这套“中国版集团诉讼”在今后的适用情况如何，能否真正做到既



妥善保护投资者权益，又不至于使证券诉讼成为投资者的“投资保险”，也许只有其真正落地实践后才能给出答案。

### 五、对证券稽查执法程序方面的影响

#### （一）给予违法线索举报人奖励

对查证属实的违法线索的举报人给予奖励，是已由证监会《证券期货违法违规行为举报工作暂行规定》明确的一项制度；近年来，证监会已经对廖某强操纵市场案、雅百特和任子行信息披露违法案等案件的举报人给予了奖励。对该项制度，新《证券法》在第一百七十六条明确，“对涉嫌重大违法、违规行为的实名举报线索经查证属实的，国务院证券监督管理机构按照规定给予举报人奖励”，并应对举报人的身份进行保密。题述制度被上升至法律层面后，将进一步拓宽证监会的线索渠





道体系，有利于违法违规线索的发现。

## （二）证券监管机构稽查措施的进一步丰富

关于证券监管机构的稽查部门能够使用哪些稽查措施的问题，规定在原《证券法》第一百八十条；新《证券法》在相对应的第一百七十条进行了四处重要增补。其一，是增加了“要求其（被调查对象）按照指定的方式报送与被调查事件有关的文件和资料”的稽查措施，也许该条可能成为稽查部门要求当事人提供手机、计算机资料等材料的依据。其二，是明确了冻结查封相关账户的时限，也延长了操纵市场、内幕交易案件中限制当事人证券买卖的时限。其三，是增加了边控制度，即证券监管机构有权“通知出境入境管理机关依法阻止涉嫌违法人员、涉嫌违法单位的主管人员和其他直接责任人员出境”，这将对监管部门将涉嫌违法人员控制在境内、真正切实有效打击证券违法行为起到极大的积极作用。其四，是在法律层面明确了证券监管机构有权采取的相关监管措施，即“为防范证券市场风险，维护市场秩序，国务院证券监督管理机构可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函等措施”。

## （三）有待观察的行政和解

我国的证券行政执法和解制度原规定在证监会2013年制定的《行政和解试点实施办法》中，我们曾在《证券法律评论（2018年卷）》及“金杜研究院”公众号中发文（《对我国证券行政执法和解制度适用条件的反思与展望》<sup>1</sup>）对该试点办法进行解读。从2019年开始，我国的证券行政执法和解终于得到真正的实施，证监会分别与两批监管对象达成了行政和解。

根据证监会的解读，新《证券法》在第一百七十一条规定了行政和解制度，其条文内容是：“国务院证券监督管理机构对涉嫌证券违法的单位或者个人进行调查

期间，被调查的当事人书面申请，承诺在国务院证券监督管理机构认可的期限内纠正涉嫌违法行为，赔偿有关投资者损失，消除损害或者不良影响的，国务院证券监督管理机构可以决定中止调查。被调查的当事人履行承诺的，国务院证券监督管理机构可以决定终止调查；被调查的当事人未履行承诺或者有国务院规定的其他情形的，应当恢复调查。具体办法由国务院规定。国务院证券监督管理机构决定中止或者终止调查的，应当按照规定公开相关信息。”

但是，上述条文内容与证监会目前正在实施的行政和解制度确实存在一定的差异。现行的行政和解制度，基本是由当事人申请、经证监会审查、双方就和解金等条件达成一致，最终形成行政和解协议、终止稽查执法程序的过程。但是新《证券法》的上述条文，看起来则是一个当事人承诺整改、赔偿，证监会决定中止调查，待当事人的承诺完成后再终止调查的过程，这其中未明确和解的条件、要求及程序等事项。所以，新《证券法》的上述条文究竟应如何开展实践、和现有的行政和解制度如何匹配，仍是个有待观瞻的问题。

以上为我们关于《证券法》修改对于证券合规和证券诉讼的影响的总体看法。

整体看来，新《证券法》对于相关证券违法违规行政责任的规定有显著的加重趋势；在民事赔偿方面，也意图开展类似于“集团诉讼”的尝试，通过加重民事责任进一步打击证券违法、保护中小投资者权益。在行为规范方面，也可以看出新《证券法》的一个整体思路是，基于发行注册制改革的大背景，对证券市场参与者的各类行为准则予以细化规定，也试图使这些规范具备现实可操作性。在这样的基调下，如何使我们的执法和司法工作更具科学性，如何做到既不放纵、又不激进，责当其过地处理相关问题，则需要我们在新《证券法》的适用过程中进一步寻求答案。

<sup>1</sup> 《对我国证券行政执法和解制度适用条件的反思与展望（上）》，[https://mp.weixin.qq.com/s?src=11&timestamp=1594285635&ver=2450&signature=3J4MO3JhNSvpRuWYKBmO8eW3186rHZkoMTjM8fMDPYfhqbGLVCirLVRQ0l6bt1iMJ4Ccd0vgZpQq7ekCVUd4y54ULE\\*PHyWzMiWhpZf2LYGm-uEmaWsjkXpaCt\\*9e&new=1](https://mp.weixin.qq.com/s?src=11&timestamp=1594285635&ver=2450&signature=3J4MO3JhNSvpRuWYKBmO8eW3186rHZkoMTjM8fMDPYfhqbGLVCirLVRQ0l6bt1iMJ4Ccd0vgZpQq7ekCVUd4y54ULE*PHyWzMiWhpZf2LYGm-uEmaWsjkXpaCt*9e&new=1)；

《对我国证券行政执法和解制度适用条件的反思与展望（下）》，<https://mp.weixin.qq.com/s?src=11&timestamp=1594285635&ver=2450&signature=3J4MO3JhNSvpRuWYKBmO8eW3186rHZkoMTjM8fMDPYOvyhyqS6OqNo0k2XGbrKPAJGBMumN7iNasJV7Hnznr-UAiPX26u10pWHvkhTlnRkoAjzXcfufOeCnwkVI-HBUs&new=1>。



# 证券“退出制代表人诉讼”制度来了

刘凌云 张会会 乐宇歆 成功

2020年3月1日，新修订的《中华人民共和国证券法》（以下称“新《证券法》”）施行。在证券诉讼领域，最引人注目的是新《证券法》第九十五条创造性地规定了“退出制代表人诉讼”制度。本文试图在回顾我国证券民事侵权诉讼规则的演进过程的基础上，分析新《证券法》设立的“退出制代表人诉讼”制度对我国法律框架下其他制度的融合创新，以及将其与域外制度进行横向比较，并对市场主体如何应对该制度提出初步的建议，以供读者思考和评判。

### 一、我国证券民事侵权诉讼方式的变迁

我们所说的证券民事侵权诉讼，是指因证券发行人、证券中介机构以及其他相关主体在证券发行、交易、上市公司收购及相关行为中存在信息披露违法、内幕交易、操纵市场等违法行为，侵害投资者合法权益，而引发的民事侵权诉讼（以下称“证券侵权诉讼”）。其中，以证券虚假陈述民事侵权赔偿诉讼最为典型和常见。例如，某上市公司公告了年报之后，被媒体揭露该年报披露的主营业务收入存在虚增，于是该上市公司的股价下跌。某投资者在年报公告之后买入股票，在年报不实的情况被揭露之后卖出或持有股票，遭受损失。该投资者可以向法院起诉上市公司，请求法院判决上市公司赔偿其买卖股票的差额及有关税费。

我们所说的诉讼方式，根据《民事诉讼法》的规定，包括单独诉讼和共同诉讼（分为必要的共同诉讼和普通的共同诉讼）<sup>1</sup>，共同诉讼根据起诉时的情况，分为起诉时人数确定的共同诉讼和起诉时人数不确定的共同诉讼。对于后者，法院可以发出公告，通知权利人

在一定期间内登记。登记的权利人，适用法院作出的本案裁判；不登记的权利人，在诉讼时效期间内起诉的，适用前案裁判，未在诉讼时效期间内起诉的，不再受法律保护。对于人数众多（一般指10人以上）的共同诉讼，无论起诉时人数是否确定，当事人都可以推选代表人（2—5人），每一位代表人均可以委托诉讼代理人（1—2人）。这类有代表人的诉讼，称为代表人诉讼<sup>2</sup>，也有人将其中人数尚未确定的代表人诉讼称为“集团诉讼”。

<sup>1</sup>《民事诉讼法》（1991年版）第五十三条（现为第五十二条）当事人一方或者双方为二人以上，其诉讼标的是共同的，或者诉讼标的是同一种类、人民法院认为可以合并审理并经当事人同意的，为共同诉讼。

<sup>2</sup>《民事诉讼法》（1991年版）第五十四条（现为第五十三条）当事人一方人数众多的共同诉讼，可以由当事人推选代表人进行诉讼。代表人的诉讼行为对其所代表的当事人发生法律效力，但代表人变更、放弃诉讼请求或者承认对方当事人的诉讼请求，进行和解，必须经被代表的当事人同意。

第五十五条（现为第五十四条）诉讼标的是同一种类、当事人一方人数众多在起诉时人数尚未确定的，人民法院可以发出公告，说明案件情况和诉讼请求，通知权利人在一定期间向人民法院登记。

向人民法院登记的权利人可以推选代表人进行诉讼；推选不出代表人的，人民法院可以与参加登记的权利人商定代表人。

代表人的诉讼行为对其所代表的当事人发生法律效力，但代表人变更、放弃诉讼请求或者承认对方当事人的诉讼请求，进行和解，必须经被代表的当事人同意。

人民法院作出的判决、裁定，对参加登记的全体权利人发生法律效力。未参加登记的权利人在诉讼时效期间提起诉讼的，适用该判决、裁定。



刘凌云

证券交易是投资者以自己的名义、以一定份额的证券为标的物进行的交易。不同投资者提起的侵权诉讼，虽然可能是基于同一个证券的侵权行为，但是其诉讼标的往往不是“同一”的而只是同一种类的交易关系，属于普通（非必要）的共同诉讼。

除了特定的证券行为（如定向发行、私募债券等）之外，投资者都是通过证券交易所的系统从事交易，通过证券登记结算机构进行结算和权属确认，并不相互知悉，也无权向交易所和证券登记结算机构查询他人的交易信息，因此，受到侵害的投资者的人数在起诉时是难以确定的，属于起诉时人数不确定的共同诉讼。

证券侵权诉讼，作为起诉时人数不确定的共同诉讼，采取代表人诉讼方式，特别是由法院公告通知权利人登记的方式确定原告，有利于维护投资者的合法权益，同时会增加相对方的违法成本。但是，如果赔偿的实体规则不合理，那就会过度增加相对方的经济负担；如果个别投资者恶意索赔，那就可能会损害相对方的合法权益。

从1999年发生证券侵权诉讼，二十余年期间，诉讼方式和规则发生过多次改变。“温故而知新”，我们首先回顾以下证券侵权诉讼方式和规则的历史沿革。

#### （一）《证券法》（1998年版）时期：不予受理

通说认为，投资者在证券发行和交易中受到的经济损失，属于纯粹经济利益损失，只有在法律有规定的情况下才能索赔。我国《证券法》（1998年版）第六十三条<sup>3</sup>首次规定了证券侵权民事赔偿责任，为投资者索赔提供了法律依据。

1999年4月，一名投资者以某上市公司证券欺诈为由，向法院提起诉讼，请求判令某上市公司赔偿损失。法院以没有必然因果关系为由裁定不予受理。这是我们查询到的我国首例证券侵权诉讼案件。我们认为，根据法律的规定，因果关系是一般侵权的构成要件，而不是起诉的条件。法院不予受理该案的理由是不成立的。

2001年9月21日，最高人民法院发布《关于涉证券民事赔偿案件暂不予受理的通知》，规定“受目前立法及司法条件的局限，尚不具备受理及审理这类案件的条件。经研究，对上述行为引起的民事赔偿案件，暂不予受理”。该通知为前述案件的不予受理，提供了一个牵强的理由，也反映了这类案件审理的特殊性。

当时，关于这类案件诉讼方式的程序规则，只有《民事诉讼法》（1991年版）的有关规定。

#### （二）《虚假陈述通知》、《虚假陈述规定》时期：对于代表人诉讼有规定，无实行

2002年1月15日，最高院发布《关于受理证券市场因虚假陈述引发的民事侵权纠纷案件有关问题的通知》（以下称“《虚假陈述通知》”），打开了法院受理虚假陈述民事赔偿案件的大门。《虚假陈述通知》第四条规定：“对于虚假陈述民事赔偿案件，人民法院应当采取单独或者共同诉讼的形式予以受理，不宜以‘集团诉讼’的形式受理。”

2003年2月1日起施行的《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》（以下称“《虚假陈述规定》”）第十二条至第十五条<sup>4</sup>规定，虚假陈述民事赔偿案件

<sup>3</sup> 《证券法》（1998年版）第六十三条 发行人、承销的证券公司公告招股说明书、公司债券募集办法、财务会计报告、上市报告文件、年度报告、中期报告、临时报告，存在虚假记载、误导性陈述或者有重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，发行人、承销的证券公司应当承担赔偿责任，发行人、承销的证券公司的负有责任的董事、监事、经理应当承担连带赔偿责任。

<sup>4</sup> 《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》第十二条 本规定所涉证券民事赔偿案件的原告可以选择单独诉讼或者共同诉讼方式提起诉讼。

第十三条 多个原告因同一虚假陈述事实对相同被告提起的诉讼，既有单独诉讼也有共同诉讼的，人民法院可以通知提起单独诉讼的原告参加共同诉讼。

多个原告因同一虚假陈述事实对相同被告同时提起两个以上共同诉讼的，人民法院可以将其合并为一个共同诉讼。

第十四条 共同诉讼的原告人数应当在开庭审理前确定。原告人数众多的可以推选二至五名诉讼代表人，每名诉讼代表人可以委托一至二名诉讼代理人。

第十五条 诉讼代表人应当经过其所代表的原告特别授权，代表原告参加开庭审理，变更或者放弃诉讼请求、与被告进行和解或者达成调解协议。

诉讼形式为单独诉讼和共同诉讼（包括代表人诉讼），没有明确排斥起诉时人数不确定的代表人诉讼，但也没有列示该种诉讼方式以及相应的公告、登记等规则。

《虚假陈述规定》施行后，顾文江律师和本文作者之一刘凌云律师代理了“东方电子”系列案件。此后，证券侵权诉讼开始被法院大量受理。

在这一时期，法院主要是采取“一人一案、合并审理”的诉讼形式，很少采用共同诉讼，没有实行代表人诉讼。我们认为，这主要是因为该类诉讼的原告大部分是由律师征集而来，每位律师代理一个原告群体，没有必要在原告群体中推选代表人。从更深层次考量，虽然《虚假陈述规定》是一个非常具有创造性的、平衡了多方利益的司法解释，但是，该规定基于有效市场理论，对于虚假陈述侵权的“因果关系”和“损失”等要件采取了公式化的认定方法，这就可能使原本不依赖或不完全依赖信息披露从事交易的投资者也获得赔偿。如果法院在诉讼中采取公告、登记等方式确定权利人，有可能给发行人、上市公司带来过重的经济负担和不必要的商誉损害。

### （三）“示范判决机制”时期：推行示范判决和支持诉讼机制

自2016年5月开始，最高院和证监会开始联合发文提出在群体性证券纠纷中推行示范判决机制<sup>5</sup>，即由受理法院选取在事实认定、法律适用上具有代表性的若干个案件作为示范案件，先行审理并及时作出判决，以引领平行案件的调解解决。这种示范判决机制诞生的背景在于证券市场大规模群体性纠纷日益增多，以单独诉讼或狭义的共同诉讼方式处理造成极大占用司法资源，法院审判压力过重。

2019年1月16日上海金融法院发布《关于证券纠纷示范判决机制的规定（试行）》制定了具体的示范判决机制，同时还规定“群体性证券纠纷中由国家机关或依法设立的公益性组织机构支持诉讼且符合示范案件选定条件的，优先选定作为示范案件”，即在证券侵权纠纷中提倡《民事诉讼法》第十五条<sup>6</sup>规定的支持诉讼机制。

2019年5月上海金融法院作出全国首例证券群体性纠纷示范案例判决。另外，在我们代理的同期金融法院审理的另一起证券虚假陈述民事赔偿案件中采用了中证中小投资者服务中心（以下称“中小投服”）支持诉讼机制，中小投服通过委派诉讼代理人等方式为原告诉讼提供支持。

上述措施，既符合《民事诉讼法》和《虚假陈述规定》的规定，又提高了审判效率，有效维护了投资者权益。

### （四）《九民纪要》时期：放开代表人诉讼，确认投资者保护机构作为诉讼主体和担任代表人的资格

2019年11月8日最高院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下称“《九民纪要》”），规定有条件的地方人民法院可以选择个案以人数尚未确定的代表人诉讼方式进行审理，可以由当事人推选代表人。对于投资者保护机构参与的案件（以自己名义起诉或者接受投资者委托），法院可以与当事人商定该机构或其代理的当事人作为代表人。

根据《民事诉讼法》的规定，只有与本案有直接利害关系的当事人才能作为原告，代表人只能从原告中推举或商定。可见，《九民纪要》突破了《民事诉讼法》。

尽管《九民纪要》在证券侵权诉讼方面作出了重大突破，并且这份会议纪要在社会上产生了非常大的影响，但此后不久，新《证券法》发布并且作出了更大的突破，使得《九民纪要》的前述规定未及付诸实践便被甩在了后面。

### （五）新《证券法》时期：设立“退出制代表人诉讼”制度

2019年12月28日发布的新《证券法》在第六章“投资者保护”第九十五条的第一款和第二款基本遵循了民事诉讼法关于代表人诉讼的规定，第三款规定：

“投资者保护机构受五十名以上投资者委托，可以作为代表人参加诉讼，并为经证券登记结算机构确认的权利人依照前款规定向人民法院登记，但投资者明确表示不愿意参加该诉讼的除外。”

根据该规定，只要受到五十名以上投资者的委托，投资者保护机构就可以作为代表人发起诉讼。并且，投资者保护机构作为代表人，有权为经证券登记结算机构确认的权利人向人民法院登记，除非其他投资者明确表示不愿意参加诉讼。也就是说，其他投资者不需要起

<sup>5</sup>详见最高人民法院、中国证券监督管理委员会《关于在全国部分地区开展证券期货纠纷多元化解机制试点工作的通知》（法〔2016〕149号）第十三条；最高人民法院、中国证券监督管理委员会《关于全面推进证券期货纠纷多元化解机制建设的意见》（法〔2018〕305号）第十三条。

<sup>6</sup>《民事诉讼法》第十五条 机关、社会团体、企业事业单位对损害国家、集体或者个人民事权益的行为，可以支持受损害的单位或者个人向人民法院起诉。

诉,更不需要主动登记,只要不明确表示不愿意参加诉讼,就可能获得赔偿,即“默示加入、明示退出”,又称“退出制代表人诉讼”。

从前述历程可见,证券侵权诉讼经历了从无到有,从保守到开放,从单一诉讼突进到集约化的历程,对投资者的保护力度逐步加强。

## 二、新《证券法》第九十五条第三款对现有诉讼制度的融合与创新

在我们看来,新《证券法》设立的证券“退出制代表人诉讼”制度,引入域外退出制集团诉讼的理念,融合了我国人数尚未确定的代表人诉讼和公益诉讼等制度,并在此基础上进行了突破和创新。

### (一)“退出制”的程序规则突破了《民事诉讼法》的规定

我国《民事诉讼法》规定的代表人诉讼,投资者只有起诉或者根据法院的公告办理登记,才可能成为诉讼当事人并受偿,即“明示加入”,又称“加入制代表人诉讼”。在诉讼程序中,变更代表人,代表人承认、变更、放弃诉讼请求或进行和解,都需要经过被代表人的当事人同意。

新《证券法》规定,投资者可以“默示加入、明示退出”。这就意味着,代表人诉讼程序中的代表人推选或商定的程序无须履行。那些“沉默的大多数”不需要起诉,也不需要主动登记,当然也不可能参与推举或商定代表人,更不可能参与诉讼请求的承认、变更和放弃以及和解。因此,“退出制代表人诉讼”虽然名义上是

建立在代表人诉讼规则的基础上,并且是出于对投资者保护机构赋权的立意,但实际上,与现行代表人诉讼制度相比,是全新的程序规则,突破了《民事诉讼法》的规定。

目前,我国民事诉讼程序是由单一的《民事诉讼法》及相关司法解释调整的,民事实体法基本不涉及诉讼程序问题,只是由于“诉权”是民事主体的权能之一,为了解决特定法律关系中诉权的归属问题,有的实体法会对主体的诉权做出规定,例如,我国《公司法》规定的股东代表诉讼(又称股东代位诉讼)<sup>7</sup>,再如,我国《证券投资基金法》规定,基金管理人应当履行“以基金管理人名义,代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为”的职责。然而,新《证券法》作为实体法,不仅规定了投资者保护机构在某一类诉讼中以自己的名义作为诉讼主体的权能,而且直接确定了该机构(以五十名以上投资者委托为条件)的代表人身份,导致原有代表人诉讼的程序发生根本的改变,特别是规定了其他投资者的“默示加入、明示退出”规则,是对“不告不理”传统的颠覆。在实体法中直接创设诉讼程序,以我们的浅见,这是前所未有的。这可能反映了立法者在推广注册制的同时,加强投资者保护、加大对证券违法的打击力度的决心,以及建立相应的配套法律制度的迫切需求。

### (二)创设了投资者保护机构担任“特别代表人”的新规则

新《证券法》在“退出制代表人诉讼”制度中规定,投资者保护机构只要受到五十名以上投资者委托就可以作为代表人参加诉讼,使得投资者保护机构取得了与此前法律规定的诉讼主体完全不同的地位。我们将该制度与我国法律框架下相关的制度进行简单地比较:

#### 1. 与《民事诉讼法》规定的原告和代表人比较

我国《民事诉讼法》规定,原告应当与本案有直接利害关系。在代表人诉讼中,代表人是从已经起诉或登记的当事人中选定的,应当认为是与本案有直接利害关系的。

按照《民事诉讼法》的规定,投资者保护机构不是证券投资者,与其起诉的案件没有直接利害关系,不应成为诉讼当事人,当然也不能被选定为代表人。投资者保护机构受到五十名以上投资者委托,如果该机构具有从事诉讼代理业务的资质,那么该机构可以指派人员担任诉讼代理人,但该机构无法成为代表人。这就是此前在一段时期内投资者保护机构只能“支持诉讼”的原因。

<sup>7</sup> 《公司法》第一百五十一条 董事、高级管理人员有本法第一百四十九条规定的情形的,有限责任公司的股东、股份有限公司连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东,可以书面请求监事会或者不设监事会的有限责任公司的监事向人民法院提起诉讼;监事有本法第一百四十九条规定的情形的,前述股东可以书面请求董事会或者不设董事会的有限责任公司的执行董事向人民法院提起诉讼。

监事会、不设监事会的有限责任公司的监事,或者董事会、执行董事收到前款规定的股东书面请求后拒绝提起诉讼,或者自收到请求之日起三十日内未提起诉讼,或者情况紧急、不立即提起诉讼将会使公司利益受到难以弥补的损害的,前款规定的股东有权为了公司的利益以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。

他人侵犯公司合法权益,给公司造成损失的,本条第一款规定的股东可以依照前两款的规定向人民法院提起诉讼。

第一百五十二条 董事、高级管理人员违反法律、行政法规或者公司章程的规定,损害股东利益的,股东可以向人民法院提起诉讼。



因此，我们认为，新《证券法》将投资者保护机构规定为代表人，突破了《民事诉讼法》。

### 2. 与公益诉讼中的公益组织和检察机关比较

我国《民事诉讼法》<sup>8</sup>和《环境保护法》<sup>9</sup>关于公益诉讼程序的规定，赋予公益组织和检察机关基于社会公共利益受损而提起民事诉讼的资格。公益组织和检察机关的诉权虽然源于法律的规定，但是，其在诉讼中所代表的是社会公共利益，其通过诉讼取得的利益也应当用于公益目的，这与其公益身份是相符的。同时，环境污染行为既可能直接造成个体的人身伤害和财产损失，也有可能直接损害不特定的多数人的权益和社会公共利益，而且后者损害仅凭行政处罚和刑事追责难以弥补。在不特定的多数人 or 公共利益直接受损的情况下，公益组织和检察机关作为公共利益的代表，是可以认为其与该案存在直接利害关系的。

然而，在证券侵权诉讼中，证券侵权行为可能直接造成投资者的利益损失，但通常不会直接造成不特定的多数人 or 社会公共利益的损失。其对社会管理秩序或经济秩序造成的破坏，也可以通过行政处罚和刑事追责进行救济。投资者保护机构不是证券投资者，与证券侵权行为没有直接利害关系；投资者保护机构可以代表社会公共利益，但又难以找到代表社会公共利益提起诉讼的空间。实际上，根据新《证券法》的规定，投资者保护机构担任代表人，需要获得部分投资者的授权，并且其通过诉讼所获得的赔偿，既不是归于其自身，也不是归于社会公共利益，而是归于有权索赔的全体投资者。

可见，按照新《证券法》规定担任代表人的投资者保护机构，与环境公益诉讼中的公益组织和检察机关，虽然其主体地位都源于法定，且都具有公益性，但是二者的诉讼目的和身份均不相同。

### 3. 与《公司法》规定的股东代表诉讼和《合同法》规定的代位权诉讼的主体比较

我国《公司法》规定，股东为了公司利益，在公司拒不起诉的情况下，有权以自己的名义提起诉讼。这种诉讼类似于我国《合同法》规定的代位权诉讼。二者都是不具有直接利害关系的主体之间的诉讼。代位起诉的主体与被代位的主体存在确定的法律关系（前者是股权关系，后者是债权关系），而且，被代位的主体存在明显地怠于向次债务人主张权利的情形，从而使得代位起诉的股东或债权人与本案之间产生了类似于侵权关系的直接利害关系，具有诉的利益。在这类诉讼中，被代位的主体一般是作为诉讼中的第三人的。

而按照新《证券法》的规定担任代表人的投资者保护机构，与提起代位权诉讼的主体相比，虽然都源于法律规定，且都具有代他人之位、为他人利益的属性，但是，投资者保护机构参与诉讼，需要获得部分投资者的授权，其与给予其授权的投资者之间不具有确定的利益关系，与其他投资者之间更不具有法律关系，二者具有显著差异。

### 4. 与破产管理人比较

我国《企业破产法》第二十五条规定，管理人负有代表债务人参加诉讼、仲裁或者其他法律程序的职责。管理人是在企业进入破产程序、其行为能力受到限制的情况下，受法院的委任，为了债权人、债务人（破产企业）和投资者等各方利益，管理企业财产，并代表企业诉讼的主体，具有“委任司法”和“信托人”等属性。另外，管理人是盈利组织。

按照新《证券法》的规定担任代表人的投资者保护机构，是在投资者具有完全行为能力的情况下，基于部分投资者的授权而担任代表人的，仅代表投资者一方的

<sup>8</sup> 《民事诉讼法》第五十五条 对污染环境、侵害众多消费者合法权益等损害社会公共利益的行为，法律规定的机关和有关组织可以向人民法院提起诉讼。

<sup>9</sup> 《环境保护法》第五十八条 对污染环境、破坏生态，损害社会公共利益的行为，符合下列条件的社会组织可以向人民法院提起诉讼：（一）依法在设区的市级以上人民政府民政部门登记；（二）专门从事环境保护公益活动连续五年以上且无违法记录。

利益，不具有“委任司法”的属性。另外，投资者保护机构是公益组织。可见，担任代表人的投资者保护机构和破产管理人的身份，存在较大差异，但是都具有法律规定的诉讼代表人的身份和信托人的属性，在利害关系的程度上较为接近，在制度上有可以借鉴之处。

#### 5. 与基金管理人和债券受托管理人比较

我国《证券投资基金法》规定，基金管理人应当履行“以基金管理人名义，代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为”的职责。

我国新《证券法》第九十二条规定，债券发行人未能按期兑付债券本息的，债券受托管理人可以接受全部或者部分债券持有人的委托，以自己名义代表债券持有人提起、参加民事诉讼或者清算程序。

基金管理人与全体基金份额持有人存在信托合同关系，债券受托管理人与全体债券持有人存在委托管理合同关系，授权其代表诉讼的持有人不存在“退出制”的机制，而且管理人是盈利组织。其中，债券受托管理人以自己的名义代表诉讼，因与债券持有人不具有信托关系，且在新《证券法》之前没有法律依据，其诉讼主体资格一直存在争议。按照新《证券法》的规定担任代表人的投资者保护机构只是在诉讼上与部分投资者存在委托关系，与其他多数投资者存在“退出制”的机制，而且投资者保护机构是公益组织。可见，三者担任诉讼代表人时，仍存在很大差异，但都是法定和意定相结合的诉讼代表人称号和为不特定的多人利益而管理其诉讼权益的信托人的属性，在利害关系的程度上较为接近，在制度上有较多可以借鉴之处。

还应当指出的是，破产管理人、基金管理人和债券持有人担任的诉讼代表人，与《民事诉讼法》规定的代表人诉讼中的代表人，并不是同一概念。

综合以上，我们认为，投资者保护机构作为诉讼代表人，不能以我国此前的程序法的规则和原理完全地加以解释。新《证券法》利用《民事诉讼法》中的代表人诉讼来确立“退出制代表人诉讼”；利用了投资者保护机构的公益属性来克服证券集团诉讼代理人可能产生的过度逐利心态；借鉴了股东代表诉讼和代位权诉讼中代位主张民事权益的原理；仿效了破产管理人、基金管理人和债券管理人等信托人以自己名义代表诉讼的规则来解决投资者保护机构的诉讼主体地位并体现其“利他”的行为性质；采取“法定”和部分投资者“意定”相结合的方式以解决其诉权来源的问题，并且赋予了投资者

保护机构从证券登记结算机构取得投资者交易资料等权利以便利其在投资者“默示加入”的情况下完成起诉和举证等诉讼行为，从而使得投资者保护机构成为没有直接利害关系且不谋求自身利益的诉讼代表人、不为社会公共利益而为投资者个体利益提起诉讼的公益主体、不需要全部权利人授权并享有全权的诉讼“代理人”。新《证券法》在创设新的诉讼制度的同时，也为我国的民事诉讼法律理论提出了新概念。

#### （三）“退出制”和“特别代表人”相结合，极大地提高了诉讼的集约化和效率

退出制，避免了代表人诉讼长期不能确定当事人、不时需要征求当事人意见以及后续诉讼不断发生所造成的审判和代理负担。特别代表人，省却了推举和变更代表人的繁琐程序。投资者保护机构从证券登记结算机构取得数据的安排，可以一次性地直接解决取证、举证和质证的繁琐，不仅便于利用程序核算投资者损失，而且能够迅速核算侵权人应当赔偿的总额，极大地提高了诉讼的集约化和效率。另外，投资者保护机构的公益属性，诉讼主体规模的扩大，程序的简便，有可能降低投资者的诉讼成本。

### 三、域外证券群体性诉讼制度的形成与要点

关于群体性证券诉讼的解决机制，域外立法中具有代表性的主要有：美国和韩国的集团诉讼制度、中国台湾地区的团体诉讼制度、德国的示范诉讼与团体诉讼制度以及日本的选定代表人制度。我们试图通过总结以上诉讼制度的要点（后附对比图），从中探究我国证券“退出制代表人诉讼”制度的起源。

#### （一）美国“退出制”集团诉讼

##### 1. 制度的形成

美国的集团诉讼制度起源于英国的衡平法院规则。1938年，美国《联邦民事诉讼规则》打破了集团诉讼只适用于衡平法救济的传统，将集团诉讼引入普通法救济的领域<sup>10</sup>。1966年，《联邦民事诉讼规则》第23条增加了集团成员“声明退出”（opt-out）规则，正式确立了影响重大“退出制”制度。1995年，《私人证券诉讼改革法案》对起诉标准、限制赔偿额、证据开示规则、律师费等做出了进一步细化……通过一系列的修订完善，美国逐步确立起较为完善的证券集团诉讼制度。该制度在一定程度上成就了美国世界规模最大、规范化程度最高的证券市场。我国证券法规定的“退出制”的源头应该就在于此。

<sup>10</sup>详见陆文婷、李响：《美国集团诉讼制度与文化》，武汉大学出版社2005年版。

## 2. 制度的要点

### (1) 启动

美国的集团诉讼通常是由律师发起，召集投资者向法院提起诉讼。法院在受理起诉后，以裁定的方式确认是否采用集团诉讼方式。其主要判断标准是依据《联邦民事诉讼规则》第23条（a）和（b）的规定，审查起诉是否同时满足四项“先决条件”，并且满足其中一项“维持条件”<sup>11</sup>。

### (2) 通知

根据《联邦民事诉讼规则》第23条（c）（2）条的规定，在普通的集团诉讼中，法院必须根据实际情况给予集团成员切合实际的最佳通知，其中包括对那些经过合理努力能够确定的集团成员进行个别通知。通常而言，法院将采用邮寄的方式通知当事人，在穷尽一切手段进行直接通知后，才可考虑公告通知等间接方式<sup>12</sup>。

法院通知的内容主要包括：（1）所确认的集团的定义以及集团的诉讼请求、争议事项或者抗辩；（2）如果愿意，每名集团成员可以委托律师到庭；（3）集团成员可以根据法院指定的期限和方式提出将其排除于集团之外的要求，判决对所有未要求退出的成员发生约束力。

### (3) 撤诉与和解

根据《联邦民事诉讼规则》第23条（e）的规定，集团诉讼的撤诉与和解都必须得到法院批准，并且法院只有在履行了通知和听证义务后，认为撤诉系出于自愿，和解是公平、合理且理由充分，才会批准。

值得注意的是，在法院批准和解协议之前，集团成员均有一次请求退出的机会。这不仅可以增强集团成员对相关诉讼权利的掌控力，而且也更符合程序正当理论。

### (4) 费用

关于诉讼费，美国集团诉讼中诉讼费由首席原告（代表人）和律师垫付，最后从胜诉的收益中抵扣。如果原告败诉，则首席原告和律师自行承担诉讼费用损失。这种制度安排的目的，在于防止首席原告和律师滥诉<sup>13</sup>。

关于律师费，美国集团诉讼中律师的代理是风险代理，计算方法分为比例收费法和北极星计酬法（计时收费）<sup>14</sup>。具体采取何种收费方法和收费标准，由首席律师（首席律师是首席原告在法院批准下选择聘用的律师，是整个集团的律师）与首席原告协商并经法院批

准。律师费从胜诉获得的收益中支取。如果案件是以和解方式结案，和解协议中应该包含律师费的支付金额和支付办法，并向集团成员披露。集团成员可以对律师费提出质疑。律师费可以在和解协议听证会上进行听证，最终仍由法院确定。

## (二) 韩国“退出制”集团诉讼

### 1. 制度的形成

韩国集团诉讼借鉴了美国的“退出制”，但是在原告资格、代表人资格、律师资格、案件范围、诉讼

<sup>11</sup>详见美国《美国联邦民事诉讼规则》第23条：集团诉讼

#### (a) 集团诉讼先决条件

只有满足下列条件时，集团诉讼的一个或者一个以上成员可以作为集团代表而代表全体成员起诉或者应诉：

- (1) 集团成员人数如此众多以至于所有成员的合并是不可行的；
- (2) 集团存在一些共同的法律或者事实问题；
- (3) 集团代表的请求或者抗辩是集团典型的请求或者抗辩；
- (4) 集团代表能公正和充分地保护集体的利益。

#### (b) 集团诉讼具有可持续性

凡是作为（a）款的先决条件已经满足，同时又具备下列条件时，一个诉讼方可作为集团诉讼继续进行：

- (1) 由集团各个成员分别起诉或者应诉将产生下述风险：
  - (A) 对集团各个成员分别作出相互矛盾或者多样的裁决，会对集团对方当事人制定不同的行为标准；或者
  - (B) 对集团各个成员作出的裁决，将在实体上处分非判决当事人的其他集团成员的利益，或者在实质上损害或阻碍他们保护自己利益的能力；或者
- (2) 集团对方当事人以普遍适用于集团的理由作为或者不作为，从而可能将集团作为一个整体作出相应的终局性禁令或者宣告判决；或者
- (3) 法院认定，集团成员共同的法律或者事实问题优先于涉及个别成员的任何问题，并且集团诉讼方式优越于其他可用方式对纠纷作出公正、有效的裁决。法院应考虑的事项包括：

- (A) 集团成员自己控制起诉或者应诉的利害关系；
- (B) 与集团成员已经起诉或者应诉的争议有关的任何诉讼的范围和性质；
- (C) 将与诉争有关的诉讼集中到某个法院的可取性和不可取性；
- (D) 管理集团诉讼所可能面临的困难。

<sup>12</sup>详见罗斌《集团诉讼通知制度研究——以美国、澳大利亚、加拿大和韩国为对象的比较法考察》，法学杂志，2009年第6期。

<sup>13</sup>详见杜要忠：《美国证券集团诉讼程序规则及借鉴》，证券市场导报2002年7月版。

<sup>14</sup>详见郭翔、王奕、尹彦（译）：《复杂诉讼指南》，中国政法大学出版社2005年版。

费用及集团确认等方面都作出了种种程序性制约<sup>15</sup>。韩国集团诉讼制度内容规定于《证券集团诉讼法》中，分两个阶段实施：第一阶段即2005年元月1日至2007年元月1日，除操纵市场和内幕交易类型的案件外，只有市值超过2万亿韩元的公司才是适格被告；第二阶段，即2007年元月1日后，所有上市公司均是适格被告。

## 2. 制度的要点

### (1) 启动

韩国集团诉讼的启动流程是：（1）想成为当事人代表的投资者向法院提交诉状及诉讼许可申请书；

（2）法院在十日内发出公告，要求希望成为当事人代表的成员在一定期限内向法院提交申请书；（3）法院选定符合条件的、最适合代表总员利益的人作为当事人代表；（4）当事人代表阐述申请诉讼许可的理由；

（5）法院经审查认为符合“适用范围”、“当事人代表及诉讼代理人要件”以及“诉讼许可要件”等条件时，以决定书的形式许可进行证券集团诉讼<sup>16</sup>。

其中“诉讼许可要件”要求诉讼成员必须在五十人以上，且其成员持有证券的总数合计达到被告公司所发行证券总数的万分之一以上<sup>17</sup>。该要求以请求当时为基准，证券集团诉讼提起之后若出现无法满足的情况并不影响诉讼的效力。该要求相比于美国的集团诉讼制度，提高了集团诉讼的准入门槛。我国证券法规定的授权投资者保护机构（以下称“投保机构”）发起集团诉讼的投资者应当达到“五十人”以上的规则，与此相似。

### (2) 通知

虽然韩国发展证券集团诉讼的时间并不长，但是《证券集团诉讼法》规定的通知规则比美国更为完善。

法院需要通知的主要事项包括：提起诉讼的披露；起诉与当事人代表选任通知；诉讼许可决定通知；当事人代表变更通知；集团成员范围变更通知；诉讼撤销、和解以及请求放弃的通知；分配计划方案的通知以及分配计划方案变更的通知。

法院通知公告的内容因诉讼阶段的不同略有差异。在法院收到当事人的起诉状和诉讼许可申请之日起十日

内，法院应当公告的内容有：（1）提起证券集团诉讼的事实；（2）总员的范围；（3）诉讼目的及其原因的要点；（4）希望成为当事人代表的成员自公告之日起三十日内向法院提交申请书的事实。在决定批准诉讼许可后，除上述前三项外，法院还应当对原、被告的信息、除外申报时间以及费用等事项进行公告。

法院通知的方式，通常为在全国发行的日报报纸上刊登公告。

### (3) 撤诉与和解

与美国集团诉讼相同的是，韩国《证券集团诉讼法》也规定了证券集团诉讼的撤诉、和解或者放弃诉讼请求，必须得到法院许可才发生法律效力。法院在作出许可决定之前应当告知集团成员，给予其提供陈述意见的机会。

与美国集团诉讼不同的是，韩国集团诉讼未赋予集团成员“二次退出权”。对此，我们的理解是，这意味着如果法院在听取集团成员对当事人代表撤诉、和解或者放弃诉讼请求的行为的异议后仍然作出许可决定，那么被许可的撤诉、和解或者放弃诉讼请求的行为的效力及于所有集团成员。

### (4) 费用

关于诉讼费，结合韩国《证券集团诉讼法》第七条第二款和第十条第六款的规定，我们理解，韩国是第一个起诉的当事人代表缴纳诉讼费（上限5000万韩元）后，法院就不再收取诉讼费。如果法院最终选任的当事人代表另有其人，则被选任为当事人代表的人应向第一个起诉的当事人支付其缴纳的诉讼费。

关于律师费，韩国集团诉讼的律师费是在起诉时由当事人与律师根据韩国大法院规定的标准协商确定的，法院在作出诉讼许可决定时会将律师费的约定告知所有集团成员，经分配管理人、当事人代表或者集团成员等利害关系人申请，法院可酌情降低律师费数额。

诉讼费和律师费都可以从胜诉赔偿金中扣除。

## (三) 中国台湾“加入制”团体诉讼

### 1. 制度的形成

中国台湾地区作为大陆法系地区，一直深受德国法制的的影响，在群体性纠纷诉讼方式上，并未引入美国、韩国的集团诉讼，而是采用了德国的团体诉讼，并且将团体诉讼扩展适用到证券民事损害赔偿诉讼，制定了《证券投资人及期货交易人保护法》，形成证券“加入制”团体诉讼。

<sup>15</sup>详见罗斌：《证券集团诉讼研究》，中国博士学位论文全文数据库。

<sup>16</sup>详见《韩国证券集团诉讼法》第7、10、11、13、15条。

<sup>17</sup>详见《韩国证券集团诉讼法》第12条。



## 2. 制度的要点

### (1) 启动

中国台湾地区《证券投资人及期货交易人保护法》第28条规定，保护机构为维护公益，在法律及其捐助章程所定目的范围内，对于造成多数证券投资人或期货交易人受损害的同一原因所引起的证券、期货事件，可以由二十人以上证券投资人或期货交易人授与仲裁或诉讼实施权后，以自己的名义，提起仲裁或起诉。这就是团体诉讼。团体诉讼提起后人数未能维持二十人的，不影响团体诉讼的继续进行。

保护机构是指中国台湾地区的证券投资人及期货交易保护中心，是依法设立的财团法人。中国大陆证券法规定的投资者保护机构作为诉讼代表人的制度，应该是借鉴于此。

### (2) 通知

中国台湾地区团体诉讼由于是“加入制”，即必须是在一审言词辩论终结前或询问终结前书面授予了保护机构仲裁或诉讼实施权的证券投资人或期货交易人才能成为团体诉讼的成员，所以没有规定特别的通知程序。

### (3) 撤诉与和解

根据《证券投资人及期货交易人保护法》第三十一条的规定，证券投资人或期货交易人对保护机构授予的诉讼或仲裁实施权是全权授权，但是证券交易人或期货交易人可以在授权文书内或者另行向法院或仲裁庭提交书面文件，限制保护中心进行撤诉或和解。该限制效力仅及于自己，不及于其他证券投资人或期货交易人。

### (4) 费用

关于诉讼费，中国台湾地区团体诉讼的诉讼费是由保护机构用其设立的保护基金支付，诉讼标的金额超过新台币三千万元时超过部分暂免交裁判费，若法院裁定由被告承担诉讼费用，则免交部分仍向被告收取。若法院裁定保护机构负担诉讼标的额超过新台币三千万元部分的裁判费，则免于征收。保护机构承担的诉讼费可以从诉讼或仲裁所得赔偿中抵扣。

保护基金的资金来源包括：证券交易所等证券及期货市场相关机构捐助、券商和期货商按每月成交金额的一定比例缴纳、交易所及柜台买卖中心按每月经手费收入的一定比例缴纳、保护基金的孳息和运用收益、国内外公司机关（机构）和团体或个人捐赠。

关于律师费，《证券投资人及期货交易人保护法》第三十三条规定，保护机构不得请求报酬，胜诉所得赔

偿扣除诉讼或仲裁必要费用外分别交付给委托人。因此，保护机构以其自有经费委派其内部律师<sup>18</sup>参与诉讼或仲裁。

值得注意的是，《证券投资人及期货交易人保护法》规定了投保中心对被告采取保全措施可以免于提供担保；在强制执行程序中执行标的金额超过新台币三千万元的部分暂免交执行费，从执行所得中扣除。

## (四) 德国团体诉讼与示范诉讼

### 1. 团体诉讼

德国是更保守的大陆法系。德国学者一致反对德国引入集团诉讼，因此德国没有参照美国和韩国的集团诉讼，而是选择赋予团队组织诉讼资格，形成团体诉讼制度。

德国团体诉讼的主要功能是防御性的，主要形式是不作为之诉或撤销之诉，从而较为符合原告应当具有“诉的利益”的理念。仅在不正当竞争防止法、折扣法等法律明确赋予了团体组织诉讼资格的个别领域，团体组织才能以团体诉讼的方式提起损害赔偿之诉。可见，德国的团体诉讼制度不能适用于证券侵权民事赔偿案件。

### 2. 示范诉讼

德国为集约化审理群体性证券侵权诉讼设立了示范诉讼制度。这也是我国近几年试点的证券示范判决的蓝本。

示范诉讼的基本程序可以分为三个阶段：第一阶段，由原告投资者向有管辖权的州地方法院提出示范诉讼申请，州地方法院进行公告，当6个月内共计有10个以上的申请被提出时<sup>19</sup>，第一个接受申请的州法院即将案件提交州高等法院。第二阶段，法院通知在一审法院登记的案件的其他当事人，其案件的审理暂时中止由州高等法院选定示范诉讼原告并进行示范诉讼，形成示范裁判。第三阶段，原来在一审法院登记的案件恢复程序，在示范裁判的约束之下，对各原告的具体损害赔偿请求进行裁决<sup>20</sup>。

<sup>18</sup>详见《台湾（地区）证券投资人及期货交易人保护中心经验分享一》网址：<http://www.isc.com.cn/html/zltte/20190906/878.html>，最后浏览日期2020年3月20日。

<sup>19</sup>详见德国《投资者示范诉讼法》译文，网址：<https://www.pkulaw.com/qikan/0262d4c8548f46fcc84b83d1d242d01bdfb.html>，最后浏览日期2020年3月20日。

<sup>20</sup>详见德国《投资者示范诉讼法》第6条。

与我国试点的示范判决制度相比，德国示范诉讼制度更为严谨有序，并通过让平行案件当事人作为示范案件的诉讼参加人，更好地保障了当事人的听审权，也更符合程序正当原则。

## （五）日本选定当事人制度

### 1. 制度内容

日本于大正十五年（1912年）开始设立现行选定当事人制度。该制度是日本独创的一项诉讼制度。根据《日本新民事诉讼法》第二十九条和三十条的规定，选定当事人制度是指有共同利益的多数人可以选择其中一人或数人为全体利益作为原告或被告。其余的人则脱离（或退出）诉讼，判决的效力及于全体当事人。

### 2. 制度特点

其他共同利益人以退出诉讼的方式将诉权全权授予选定当事人，自己不直接行使诉讼权利。而且，在选定当事人制度中，选定当事人受到判决效力的约束是毋庸置疑的，并且由于选定人是该诉讼中实质上的当事人，故判决的效力也及于选定人。选定当事人对请求的放弃，承诺或者诉讼上的和解效力也同判决一样及于全体选定人。

就上述介绍的各类域外证券侵权群体性诉讼制度内容，我们制作了如下对比图表，供大家参考：

地区	美国	韩国	中国台湾	德国	日本
制度名称	集团诉讼	集团诉讼	团体诉讼	示范诉讼	选定当事人
启动	集团诉讼“先决条件”+“维持条件”	符合“适用范围”+“当事人代表及诉讼代理人要件”+“诉讼许可要件”（50人以上、占债券总数万分之一以上）	20人以上当事人授权、以投资人服务保护中心名义、维护公益目的	州法院申请+公告——提交高等法院（6月10人次）	“存在多数人”+“具有共同利益”
通知	集团确认后以直接通知为原则	诉讼各阶段在报纸发布公告	/	发布公告	/
撤诉、和解	通知+听证+法院同意+二次退出权	通知+听证+法院同意	效力及于未书面授权成员	当确认和解协议是否生效的裁定被公告，该和解协议对没有声明退出的当事人生效	约束选定当事人和选定人
诉讼费、律师费	诉讼费由首席原告和律师垫付，律师费是风险代理，两者都可从赔偿金中抵扣	诉讼费由当事人代表承担，律师费最终由法院批准，两者都可从赔偿金中抵扣	诉讼费由保护基金支付，可从赔偿金中抵扣	诉讼费、律师费由示范案件、平行案件当事人支付	诉讼费、律师费由选定当事人支付
裁判扩张力	约束所有未声明退出的集团成员	约束所有未声明退出的集团成员	约束书面加入的团体成员	示范裁判对共同事实或法律问题所做的认定对其他案件当事人有既判力	约束选定当事人和选定人

### 四、证券“退出制代表人诉讼”制度对市场主体的影响以及应对

#### （一）证券“退出制代表人诉讼”制度对发行人、上市公司、证券公司和其他市场主体的影响

证券“退出制代表人诉讼”使得绝大部分投资者在“不作为”甚至不知情的情况下，就可能获得了赔偿，可以说是“躺着拿钱”了。在极大提高诉讼的集约化和效率的同时，无疑会加大相关证券市场主体的违法成本。

首先，个案诉讼的赔偿额可能大幅增加。根据我们办理这类案件的十几年经验来看，以往针对一个上市公司的证券侵权行为，实际起诉索赔的股民一般不超过可索赔人数的10%，最多20%。究其原因，有的是不知道侵权行为的发生，有的是自认为损失的发生另有原因，有的是自认为损失在其承受范围以内，有的是不愿意投入时间、精力或费用，有的是贻误了诉讼时效期间，等等。

而在证券“退出制代表人诉讼”制度下，理论上，因证券侵权行为受损的100%投资者的符合相应司法解释规定的所有损失，都有机会在投资者无所作为的情况下获得偿付，极少有人会主动放弃获得赔偿的机会。

按照现行《虚假陈述规则》规定的赔偿规则，基于有效市场理论，法院对于“因果关系”是采取公式化的形式主义的认定方法，即只要投资者的交易行为发生在特定期间并发生亏损，就基本能够认定虚假陈述行为与投资者的损失具有因果关系，这就可能使原本未受侵权行为影响的投资者也获得赔偿。再加上“退出制”的催化，上市公司赔偿的金额将会大幅提高，有些上市公司可能会遭到毁灭性的打击，形成相当于“惩罚性赔偿”的效果。

其次，诉讼赔付的周期可能大幅缩短。如前所述，诉讼的集约化和高效率，可能大幅缩短诉讼期间。在法院能够获得完整数据的情况下，程序化和人工智能的运用范围可能加大，进一步提高审判效率。

第三，索赔的案件数量可能增加。如前所述，诉讼的集约化和高效率，在方便投资者索赔、减少索赔成本、缩短索赔周期的情况下，必然会激励投资者更加积极主动地寻找市场主体的侵权行为，以获取更多索赔机会。届时，投资者保护机构的能力和能动性，可能是主要的制约因素。

第四，证券行政和解可能有增多的趋势。在证券监管机关对证券违法行为立案后，违法嫌疑人在特定期间和条件下，可以申请行政和解。此前，行政和解的案例极少，除了监管机关不同意和解之外，一个重要的原因

是，和解的条件之一是违法嫌疑人应当承诺赔偿投资者的全部损失，违法嫌疑人担心其赔偿承诺会招致巨量索赔，反而不如在受到行政处罚后等待投资者的索赔，因为投资者索赔的比率很低，所以更为经济。在实行“退出制代表人诉讼”后，违法嫌疑人的侥幸心理可能会被打消，可能更多地选择和解。当然，这只是一个可能的趋势，毕竟，从实际情况看，行政和解的情形极少，和解的主动权主要在于监管机关。

#### （二）市场主体如何应对证券“退出制代表人诉讼”

新《证券法》刚刚施行，我们代理的某系列证券诉讼案件就被法院公告为首例起诉时人数不确定的代表人诉讼。近期，最高人民法院也已发布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》。可以想见，“退出制代表





人诉讼”为期不远。发行人、上市公司、券商、其他中介机构及高管人员，应当高度重视，及早应对。抛开个案差异，我们概略地提出几点建议：

### 1. 加强内控，防患未然

市场主体应当加强合规意识，完善内控制度，落实制约和监督机制，及时获取专业机构的意见，及时固定合规证据，特别是在风险高发的信息披露方面。这些措施不仅可以降低企业的合规风险，而且有助于市场主体在被问责时的申辩。

例如，新《证券法》规定，对于发行人的信息披露违法行为，券商、中介机构及其高管人员承担过错推定的连带责任，也就是说，这类当事人若能举证证明自己的行为合规尽职、没有过错，是有机会免责的。在这方

面，那些运作规范、证据保全到位的机构就可能获得抗辩优势。

### 2. 评估风险，抑制程序

首先，“风起于青萍之末”。在发现诉讼隐患的初期，市场主体就应当依托专业机构，审慎评估风险，积极、善意地化解矛盾。

其次，大部分的民事诉讼都是由监管调查和处罚引发的。当事人应当积极向监管机构举证和说明，将申辩工作尽可能地做在前面，防止随着程序的推进，给监管工作造成被动局面。在此过程中，还可以视情况积极申请行政和解。

例如，在一起某机构涉嫌内幕交易案中，监管机关初步调查期间，当事人向我们提出法律咨询。我们向当事人解答了内幕交易的构成要件和免责事由，协助当事人发现并补交了涉案“内幕信息”已经在当事人交易之前公开的证据，从而使当事人避免了被立案调查，消除了后续风险。

第三，“解铃还须系铃人”。对投资者合法权益的维护，通常是防范诉讼风险的关键。市场主体应当积极处理好投资者的投诉，同时积极取得投保机构的理解，适时达成和解。

### 3. 多措并举，实体求存

程序承载实体，但并不能也不应决定实体结果。

面对普通代表人诉讼和“退出制代表人诉讼”，被告方依法运用程序和实体的抗辩，也是有机会减免民事责任的。在司法实践中，可能的抗辩要点有：厘清行政违法行为和民事侵权行为之间的差异；查明加害行为与投资者损失之间的因果关系；排除导致证券价格波动的其他因素；合理计算投资者损失等等。

此外，普通代表人诉讼和“退出制代表人诉讼”，涉及有权索赔的投资者、发行人（及其员工）和其他无权索赔的投资者等不同群体利益的平衡，涉及证券市场秩序和社会效益的平衡。市场主体应当从更多的角度、更多的层面和更长远的目标作出系统性和全局性的安排。

## 结语

证券“退出制代表人诉讼”制度来了！它是民事诉讼从传统走向现代的标志，它将法院推到了社会公共利益权衡的前沿，它是中小证券投资者手中强有力的武器，它是证券发行人和中介组织身侧的深渊。我们希望，它不仅挂在墙上，也能走在地上，还能走向寄托着制度理想的远方！





金杜律师事务所被广泛认为是全球最具创新力的律所之一，能够提供与众不同的商业化思维和客户体验。金杜拥有2000多名律师，分布于全球27个城市，借助统一的全球平台，协助客户了解当地的挑战，应对地域性复杂形势，提供具有竞争优势的商业解决方案。

作为总部位于亚洲的国际领先律师事务所，我们为客户发掘和开启机遇，协助客户在亚洲市场释放全部潜能。凭借卓越的专业知识和在核心市场的广泛网络，我们致力于让亚洲走向世界，让世界联通亚洲。

我们始终坚持以伙伴的合作模式为客户提供服务，不止步于满足客户所需，更关注实现客户目标的方式。我们不断突破已取得的成就，在重塑法律市场的同时，打造超越客户预期的律师事务所。

金杜法律研究院是由金杜律师事务所和金杜公益基金会联合发起成立的非营利性研究机构。自设立以来，一直致力于打造具有国际影响力的中国特色新型智库，依托于金杜律师事务所过往二十五年来服务国家经济建设和法治建设过程中所积累的丰富执业经验和专业洞见，对企业“走出去”战略中面临的重要问题进行分析研究，以提供具有建设性和实操性的政策建议和咨询意见。

