

# 植德资本市场法律评论

2022年第2期 总第2期



## ■ 关于植德

植德是志存高远、充满活力、未来可期的律所平台。2017年，一群具有行业使命感的资深法律人改组设立了植德，目的是共同克服传统律所的“深井”弊端，携手打破团队制的藩篱，秉持有方向、有质量、有创新、适度规模的一体化的理念，为客户提供更专业、更全面的法律服务。

通过五年的携手奋进，植德已经拥有合伙人90余位、律师及专业人士450余位，在北京、上海、深圳、武汉、珠海、海口等地设有办公室。自立所伊始，植德始终以“体面、专业、合作、进取、友爱”为价值观，以“精益服务，成就客户”为使命，呼应不断变革与创新的法律服务市场，为客户日益复杂或具创新性的商业需求提供“全周期、立体化、一站式”的综合法律解决方案。

植德的愿景是成为一家面向未来、全球领先的中国律师事务所。

### 植德服务网络

**2000+**

服务客户

**200+**

IPO项目经验

**90+**

合伙人

**450+**

律师及专业人士



植德为客户提供13个业务领域的法律服务：



投融资并购



资本市场



银行与金融



投资基金



家事服务与财富管理



知识产权



争议解决



政府监管与合规



反垄断与竞争法



人力资源与劳动关系



税务



不动产与基础设施



特殊资产与破产重组

# CONTENT

## 目录

### ■ 观察

---

- |                          |    |
|--------------------------|----|
| 中国证监会23项援企纾困政策解读         | 01 |
| 2022年年初以来境外上市监管政策和市场动态综述 | 07 |
| 无需盈利?——透视科创板上市第五套标准      | 17 |

### ■ 实践

---

- |                          |    |
|--------------------------|----|
| 注册制下“借壳上市”业务的形与势         | 24 |
| ——兼评创业板首例“借壳上市”过会项目      |    |
| 由药明康德股东违规减持被罚2亿看上市公司股东减持 | 27 |
| 上市公司如何实施股权激励             | 32 |
| 律师见证上市公司股东大会如何勤勉尽责       | 36 |

### ■ 对话

---

- |                         |    |
|-------------------------|----|
| 新旻破晓,乘风破浪——对话植德合伙人李童云律师 | 40 |
|-------------------------|----|

# 观察

## OBSERVED

## 中国证监会23项援企纾困政策解读

作者 杜莉莉

自新冠肺炎疫情发生以来,证券监管系统贯彻落实党中央、国务院决策部署,与相关部门共同出台一系列政策措施,支持企业发展。2022年以来,国内疫情形势愈加复杂,外部国际环境不确定性加大,受多重因素影响,一些企业包括上市公司出现停工停产、业绩下滑的情况,加上上游原材料成本大幅上涨、物流受限等因素,部分行业受疫情影响恢复艰难。

为支持企业克服疫情影响,快速走出困境,继上海证券交易所和全国股份转让有限公司(以下称“全国股转公司”)于2022年3月发布的《关于应对疫情优化自律监管服务、进一步保障市场运行若干措施的通知》《关于优化监管服务支持疫情防控若干措施的通知》(股转系统公告〔2022〕97号)以及深圳证券交易所于2022年5月发布的《关于支持实体经济若干措施的通知》,2022年5月20日,中国证券监督管理委员会(以下称“证监会”)发布了《关于进一步发挥资本市场功能 支持受疫情影响严重地区和行业加快恢复发展的通知》(以下称《通知》),一次性推出23项政策举措,支持市场主体渡过难关,维护资本市场稳定,促进实体经济恢复发展。23项政策举措,既体现了很强的科学性和精准度,又展现出复杂形势下的政策弹性和监管温度,进一步释放了资本市场助企纾困的强烈信号。

《通知》着眼于加大直接融资支持力度、实施延期展期政策、优化监管工作安排、发挥行业机构作用等方面,在企业申请首发上市、北交所上市、再融资、并购重组、公司债券、资产证券化产品等各个方面均给予了政策支持;对需要提交的反馈意见、问询回复、财务资料时限等作出延期等柔性安排;通过视频会议等非现场方式,以及减免上市公司、交易所会员等相关费用,体现监管弹性和温度;充分发挥证券基金期货经营机构作用,助力抗疫和复工复产等。本次《通知》主要针对受疫情影响严重地区和行业,包括上海、吉林等全面实行封控管理、静态管理等措施的区域,以及餐饮、零售、旅游、民航、公路水路铁路运输等受疫情影响严重的行业。后续,还将根据情况变化进行动态调整。

本文对《通知》中的23项措施分析解读如下:(见下页)

《通知》在首发上市、再融资方面加大支持力度,主要体现在以下几个方面:

### 1. 对企业申请首发上市、申请北交所上市、全国股转系统挂牌提供支持,主要包括:

(1) 对2022年业绩受疫情影响严重地区和行业申请首发上市的企业,在符合板块定位及发行上市条件的前提下,经中介机构核查情况属实且不对持续盈利能力或持续经营能力构成重大不利影响的,相关审核或注册工作正常推进;

(2) 受疫情影响严重地区和行业企业申请北交所上市、全国股转系统挂牌的,实施专人对接、即报即审、审过即发。

2. 对上市公司再融资项目提供支持,即2022年年底对受疫情影响严重地区和行业的上市公司再融资申请实施专人对接、即报即审、审过即发。

3. 对企业发行公司债券、资产证券化产品给予支持,即受疫情影响严重地区和行业企业发行公司债券、资产证券化产品的,或者债券募集资金用于疫情防控相关领域或用于偿还疫情防控期间到期债券产品的,实施专人对接、即报即审。

针对上述首发和再融资审核政策,《通知》还设置了一系列体现监管弹性和监管包容的配套措施,具体包括:

1. 发行人、上市公司、中介机构可以通过电子签章方式提交申报材料、问询回复等相关文件。对确受疫情影响、无法统一签名的自然人,可以通过提供签字页电子扫描文档方式办理。

2. 申请发行债券产品的企业,对于确受疫情影响无法及时提交相关签字、盖章文件的,可以视情况先由主承销商出具相关说明,后续补充提交。

3. 对受疫情影响严重地区和行业企业,2022年6月底前拟以2021年年报申请首发上市、北交所上市的,如现场走访存在困难,证监局可以借助电子网络手段对辅导验收提前开展预沟通,可以采取非现场验收方式。

4. 受疫情影响严重地区和行业发行人的反馈意见、审核问询回复时限可以延长3个月,告知函回复时限可以延长1个月。对受疫情影响严重地区和行业企业申报发行公司债券和资产证券化产品的,暂缓计算审核阶段反馈意见回复时限、中止时限3个月。

5. 通过视频会议等方式,确保发审委会议、上市委会议正常推进。在首发上市、北交所上市、再融资等审核或注册过程中落实好电子化、无接触报送、送达工作机制,加强审核部门与发行人、上市公司、中介机构电话沟通、线上咨询的保障机制,高效高质量提供服务。

6. 对受疫情影响严重地区和行业的公开发行证券并上市的企业,2022年上市当年因受疫情影响业绩大幅下滑的,对发行人和相关保荐机构给予适当监管包容。

正是基于上述政策,近期植德就有拟以2021年年报申请首发上市的项目是由当地证监局借助电子网络手段开展了非现场验收,充分体现了监管温度。有助于更好地发挥资本市场服务实体经济功能,助力相关地区和行业走出疫情影响。但同时,上述政策并不代表申报企业和中介机构可以借着疫情影响蒙混过关,证监会、证券交易所及全国股转公司仍将会在提高审核效率的同时,不降低辅导验收标准,确保上市标准和质量不降。

## 支持政策二

## 支持上市公司重组,保障正常推进重组审核和实施

《通知》明确,受疫情影响严重地区和行业上市公司发行股份购买资产申请适用“小额快速”审核机制,在计算交易金额时不再适用最近12个月内累计计算的要求。发行股份购买资产同时募集配套资金的,放宽募集配套资金用于补充流动资金、偿还债务的比例限制。

上述政策一方面放宽并购重组“小额快速”审核机制适用条件,另一方面放宽了配套募集资金用于补充偿债的比例限制。首先,目前上市公司发行股份购买资产审核对于最近12个月累计交易金额不超过5亿元,或者最近12个月累计发股不超过本次交易前总股本5%且累计交易金额不超过10亿元的小额并购交易,受理后直接提交并购重组委审议。而根据《通知》,对于受疫情影响严重地区和行业上市公司不再适用累计计算的要求,有利于加快“小额快速”募集资金的审核速度。其次,目前上市公司发行股份购买资产募集配套资金用于补充流动资金、偿还债务的,募集配套资金不得超过交易作价的25%或募集配套资金金额的50%。而针对受疫情影响严重地区和行业上市公司,《通知》取消上述比例限制,有利于企业募集资金用于必要的流动资金需求。

同时,除确保重组委会议正常推进外,《通知》针对上市公司并购重组的启动、推进和实施还推出一系列支持政策,具体包括:

1. 受疫情影响严重地区和行业的上市公司并购重组项目确实不能按期更新财务资料或发出股东大会通知的,可以在充分披露疫情对本次重组的具体影响后,申请财务资料有效期延长或股东大会通知时间延期1个月,最多可以延期3次。

2. 受疫情影响严重地区和行业的上市公司取得重大资产重组行政许可批文后,可以申请暂缓计算批文有效期,暂缓计算期限最长不超过12个月。

上市公司并购重组有一定的时间和程序要求,新冠疫情发生后,市场上数十家上市公司发布公告称并购重组项目受到疫情影响,审计、评估甚至于交割、发行等流程均无法正常推进甚至导致重组终止。为此,证监会推出上述政策,有利于上市公司在疫情防控期间推进并购重组项目的审计、评估、过户交割、募集配套资金等工作,最大程度降低疫情对并购重组市场的影响。

## 支持政策三

## 支持公募及私募基金产品发展

为进一步稳定和支持资本市场,《通知》提出加快公募基金产品特别是权益类基金、抗疫主题基金等产品的审核进度。对受疫情影响严重地区和行业企业相关基金产品的行政许可事项,依法依规给予支持。《通知》支持公募基金管理公司

践行长期投资、责任投资理念,积极以自有资金申购旗下基金产品,积极发挥专业投资者作用,引导更多社会资金流向抗疫相关企业。鼓励证券公司设立私募资产管理产品,通过私募基金子公司按照市场化、法治化原则设立私募基金产品,

对接相关企业融资需求,降低融资成本。加快公募基金特别是权益类基金、抗疫主题基金等产品审核进度,有助于尽快吸引中长期资金和机构投资者入市,充分发挥公募基金作为资本市场“稳定器”的功能作用。另外,该政策有利于引导更多社会资金流向防疫抗疫相关企业,为防疫物资保障和科学研究提供更多的资金支持。

《通知》还支持受疫情影响严重地区的私募基金备案,适当延长管理人首支私募基金备案和信息报送时限,适当放宽私募基金登记备案材料签章要求和部分工商材料要求。

对受疫情影响严重地区的新设证券基金机构,可以通过线上视频的方式开展现场检查,后续

补充核查,支持公司在符合开业条件后尽快取得业务许可证。这将有利于在确保检查效果的前提下,实现尽早开业,降低疫情对机构经营的影响。

同时,对受疫情影响严重地区的证券基金期货经营机构,在保持有效监管的前提下,实施更加灵活的监管安排,包括允许推迟报送相关报表、实行许可备案电子化等。在采取有效措施防范风险和利益冲突并报告证监局后,允许在人员配备、隔离制衡、流程管控等方面灵活安排。通过实施弹性政策,体现出了监管温度,有利于行业机构压实疫情防控责任,同时实现行业机构正常稳健运营。

#### 支持政策四

#### 积极发挥行业机构作用,柔性化解投资风险

《通知》鼓励证券公司积极发挥融资中介职能,支持受疫情影响严重地区和行业开展股权融资和债券融资。引导证券公司与股权质押到期还款困难的客户,协商展期3至6个月。对于因疫情防控实施隔离或者接受救治的融资融券客户,尽量减少强制平仓,柔性处理。

扩大直接投资是支持受疫情影响严重地区和行业渡过难关、恢复发展的重要手段,证券公司作为融资中介,其功能发挥情况直接关乎融资效果,有必要鼓励证券公司积极做好相关工作。根据证监会的政策安排,对因受疫情影响无法正常经营、存在流动性困难的实体企业,证券公司可视情况对其股票质押展期3至6个月,或通过补充担保物等方式暂缓违约处置。对因隔离或接受治疗无法及时处理融资融券问题的投资者,

证监会支持证券公司适当延长补充担保品的时间,暂缓实施违约处置。通过实施“柔性”政策,缓释融资主体流动性困难,更好支持实体经济发展。

《通知》明确,对参与化解民营企业特别是上市民营企业流动性风险的证券公司,在风控指标计算、私募基金子公司设立和产品备案、分类评级等方面给予监管支持。

此外,《通知》还提出,发挥期货市场作用,发挥期货避险功能,助力受疫情影响严重地区和行业企业风险管理。抓好产业客户培育活动,稳步扩展“期货稳价订单”至沥青、低硫燃料油等能化期货品种。对于在疫情防控期间服务受疫情影响严重地区和行业的中小微企业表现突出的期货公司,在分类评价中予以加分。

## 支持政策五

## 免收相关地区上市公司年费等优化监管措施

考虑到疫情影响下，上市公司存在的困难，沪深证券交易所免收上市公司2022年度上市初费、上市年费和股东大会网络投票服务费。北交所免收上市公司2022年上市年费。全国股转公司免收相关地区挂牌公司2022年挂牌初费和年费。中国结算登记公司免收相关发行人2022年登记结算费用。各期货交易所减收相关期货经营机构手续费、减免席位费。支持各协会通过免收减收会费、延期交纳会费、免费培训等方式，加大会员服务力度。

另外，《通知》明确，优化沪深证券交易所的信息披露业务操作安排，适当延长信息披露直通时段。支持市场主体线上办理业务，支持上市公司召开线上股东大会或债券、资产支持证券持有人会议。律师因疫情影响确实无法现场参会的，可以采取视频等方式见证股东大会、开展簿记建档工作。

## 支持政策六

## 推进对外开放措施落地

考虑国际局势影响以及今年来中概股的困境，《通知》还要求，持续推动资本市场更多对外开放措施落实落地，及时了解回应境外投资者诉求和关切，保障外资机构同等适用支持政策。

除了上述政策，证监会同时要求系统各单位、各部门要积极开展调研走访，了解市场主体困难和诉求，加强与其他部门的沟通协作，共同帮助企业解决实际问题，扎实推动各项政策落地见效，支持企业克服疫情影响，快速走出困境，实现更好发展。

在证监会《通知》的基础上，北京证券交易所及全国股转系统于2022年5月31日发布《关于进一步优化监管服务 支持受疫情影响严重地区和行业恢复发展若干措施的通知》，提出了24项疫情期间自律监管服务；深圳证券

交易所于2022年6月24日发布了《关于进一步支持企业发展服务实体经济的通知》（深证上〔2022〕575号）。

除了证监会《通知》提出的支持政策外，深圳证券交易所还进一步提出：

(1) 加大重点行业和重点领域融资支持力度。支持地方政府专项债券加快发行。支持航空业企业发行公司债券，支持仓储物流、交通运输、能源及信息网络等基础设施行业企业发行资产证券化产品。鼓励符合条件企业发行乡村振兴、绿色低碳、科技创新、数字经济等主题债券。对受疫情影响严重地区和行业企业发行公司债券、资产证券化产品，或者其他企业发行募集资金用于疫情防控相关领域或偿还疫情防控期间到期债券产品的债券，实施专人对接、即报即审。

支持符合条件上市公司在境外市场发行全球存托凭证。

(2) 支持优质房地产企业盘活存量资产。允许优质房地产企业进一步拓宽债券募集资金用途，鼓励优质房地产企业发行公司债券兼并收购出险房地产企业项目，促进房地产行业平稳健康发展。

(3) 缓解企业资金压力，支持中小企业发展。支持发行供应链金融ABS盘活中小企业应收账款资产，鼓励科技型中小企业通过知识产权证券化盘活专利、商标、版权等资产，支持通过信用保护工具进一步降低中小企业债券融资成本。将款项清欠纳入信息披露考核指标，引导上市公司积极履行社会责任，及时清欠中小企业逾期款项，缓解中小企业资金压力。

前述政策更有利于降低市场主体运营成本，激发市场活力。各市场参与人可以期待证监会系统及各大交易所、股转系统将会将持续采取有效措施，支持企业加快恢复发展，保障资本市场健康稳定运行。

(完)



# 2022年年初以来境外上市监管政策和市场动态综述

作者 罗寒 张雨晨

## 一、2022年年初以来境外上市监管政策

### (一) 境外上市监管政策变动的背景情况

2021年3月24日,美国证监会(以下称“SEC”)通过发布实施《外国公司问责法》(以下称“HFCAA”)临时最终修正案,规定如美国上市公司会计监督委员会(以下称“PCAOB”)连续三年无法审计其所要求的会计报告,SEC可以禁止该公司股票在美国证券交易所上市。在美上市公司应披露其是否由任何的外国政府持股或控制,并提供其审计底稿。基于该规定,中国企业赴美上市时,存在需向SEC提交未脱敏的财务信息和经营数据的风险。

2021年6月30日,滴滴在纽交所低调上市。3日后,国家互联网信息办公室(以下称“国家网信办”)发布公告称将对滴滴实施网络安全审查,这是《网络安全审查办法(2020)》发布后开展的第一次网络安全审查。与滴滴一起接受网络安全审查的还包括BOSS直聘和满帮集团等其他赴美上市企业,该等企业一个共同点是业务均涉及大量用户数据且可能与关键信息基础设施存在关联,结合前述HFCAA规定内容判断,该等企业赴美上市存在数据出境安全风险。值得一提的是,这是公众视野下境外上市首次与国家安全、数据安全联系在了一起。

“滴滴事件”发生后,针对境外上市可能导致的国家安全问题,我国于2021年下半年陆续出台了包括《数据出境安全评估办法(征求意见稿)》《网络数据安全条例(征求意见稿)》《关键信息基础设施安全保护条例》《网络安全审查办法(2021)》(以下称《审查办法》)《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2021年版)》(以下称《2021年版外商投资负面清单》)等一系列法律法规,基本确立了我国关于关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务、网络平台运营者开展数据处理活动时涉及网络安全和数据出境的审查标准。

2021年12月24日,《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定(草案征求意见稿)》和《境内企业境外发行证券和上市备案管理办法(征求意见稿)》(目前已过征求意见期,尚未正式颁布,以下合称“境外上市新规”)发布,根据该等规定,我国境外上市统一施行备案制监管,其中H股将从“事前审核”模式转变为“事后备案”模式,红筹上市将首次纳入中国证监会的备案监管范围。

至2021年底,我国关于企业境外上市的整体监管思路基本清晰,即全面实施备案制的基础上,就涉及国家安全的相关问题设置前置审查程序,并在确保国家安全的基础上,鼓励境内企业境外上市融资。

## (二)2022年年初以来发布或正式实施的境外上市规定

基于2021年下半年形成的境外上市监管思路,2022年年初以来,《审查办法》《2021年版外商投资负面清单》正式开始实施,《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定(征求意见稿)》(以下称《保密规定》)发布(尚未正式实施),该等规定主要内容如下:

### 1.《网络安全审查办法(2021)》涉及境外上市的主要内容

2022年2月15日开始施行的《审查办法》系由国家互联网信息办公室、国家发展和改革委员会、工业和信息化部、公安部、国家安全部等十三个重要部门联合修订。相较于《网络安全审查办法(2020)》,修订后的《审查办法》涉及境外上市的内容主要变化如下:

修改事项	具体内容
审查主体和主管机构	网络安全审查的具体工作将由网络安全审查办公室委托中国网络安全审查技术与认证中心承担。此外,相较于原《审查办法》,修订后的《审查办法》将中国证监会列为网络安全审查工作机制成员单位之一,参与网络安全审查工作。
适用对象	相较于原《审查办法》,修订后的《审查办法》扩大了网络安全审查的适用对象范围,除原适用对象关键信息基础设施运营者外,网络平台运营者同样被纳入审查范围。
适用情形	主动申报的情形: 1) 关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务,该产品和服务投入使用后可能带来的国家安全风险; 2) 掌握超过一百万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市。 接受有关部门审查的情形:网络安全审查工作机制成员单位认为存在影响或者可能影响国家安全的网络产品和服务以及数据处理活动,或者通过接受举报等形式发现前述情形的。
审查内容与重点审查事项	相较于原《审查办法》,修订后的《审查办法》主要对数据出境以网络信息安全风险的审查作出新增规定,具体包括: 1) 核心数据、重要数据或者大量个人信息被窃取、泄露、毁损以及非法利用、非法出境的风险; 2) 上市存在关键信息基础设施、核心数据、重要数据或者大量个人信息被外国政府影响、控制、恶意利用的风险,以及网络信息安全风险。

## 2. 《2021年版外商投资负面清单》涉及境外上市的主要内容

根据《2021年版外商投资负面清单》说明第六条的规定,从事负面清单范围内禁止外商投资领域业务的境内企业到境外发行股份并上市交易的,应当经国家有关主管部门审核同意,境外投资者不得参与企业经营管理,其持股比例参照境外投资者境内证券投资管理有关规定执行。

需要注意的是,上述“国家有关主管部门审核同意”系指审核同意境内企业赴境外上市不适用负面清单禁止性规定,而不是指审核境内企业赴境外上市的活动本身。此外,“国家有关主管部门”不仅指中国证监会,还包括拟境外上市企业所在行业的监管机关。

## 3. 《保密规定》涉及境外上市的主要内容

我国现行的《保密规定》系2009年10月20日起开始实施,相较于原《保密规定》,修订后的《保密规定》涉及境外上市的主要变化如下:

修改事项	具体内容
完善法律 法规体系	相较于原《保密规定》,修订后的《保密规定》增加《会计法》《注册会计师法》《国家安全法》和《国务院关于境内企业境外发行证券和上市的管理规定》等法律法规作为上位法,为《保密规定》规定的监管对象提供了上位法依据。
监管对象	监管对象的范围由原《保密规定》规定的“发行境外上市外资股的境内股份有限公司”扩大至“境内企业以及提供相关证券服务的证券公司、证券服务机构”。 需要注意的是,《保密规定》明确上述境内企业包括“境外直接发行上市的境内股份有限公司和境外间接发行上市主体的境内运营实体”,将H股上市与红筹上市均纳入监管范围,与境外上市新规的监管思路相一致。
保密资料的范 围及提供、 披露保密资料 的程序	保密资料的范围: 1) 涉及国家秘密、机关单位工作秘密的文件、资料; 2) 披露后对国家安全或者公共利益造成不利影响的文件资料。 结合2021年下半年起陆续发布或实施的前述网络安全审查、数据出境等规定,境内企业如提供、公开披露保密资料时,应按照该等规定履行相应审查程序。
与境外证券监 管机构的合作	受美国HFCAA的影响,包括小鹏、蔚来、知乎、哔哩哔哩等大量中概股企业被列入美股“预摘牌”名单,2021年下半年以来,境内企业赴美上市活动几乎停滞。基于该情况,《保密规定》要求境外证券监督管理机构及有关主管部门就境内企业在境外的证券活动进行调查取证或开展检查的,应当通过跨境监管合作机制进行,证监会或有关主管部门依据双多边合作机制提供必要的协助。删除了原《保密规定》关于“现场检查应以我国监管机构为主进行,或者依赖我国监管机构的检查结果”的表述,实质上系对HFCAA关于审计底稿等要求作出回应。结合该等规定及我国证券监管部门的表态判断,我国对境内企业境外上市仍持开放和鼓励的监管态度。 但同时,《保密规定》强调境内有关企业、证券公司和证券服务机构,在配合境外证券监督管理机构或境外有关主管部门调查、检查或提供文件资料前,应当事先向证监会或有关主管部门报告。这与境外上市新规等法律法规规定的“确保国家安全的基础上,鼓励境内企业境外上市融资”的监管原则相一致。

## 二、2022年年初以来境外上市市场动态

2022年年初以来，境内企业境外上市受国外监管政策、市场状况下行等因素影响，普遍表现低迷，其中境内企业赴美、赴港上市情况均较2021年存在较大程度下滑，具体如下：

### (一) 2022年年初以来境内企业赴港上市情况

#### 1. 2022年年初以来港股新上市企业基本情况

经查询公开数据，2022年初至2022年6月23日，港股新上市公司共有24家，其中在中国境内有业务运营的企业（即通常所称的“中概股企业”）共18家，该企业信息如下：

##### (1) H股上市企业

序号	公司简称	股票代码	上市方式
1	金力永磁	06680.HK	H股上市（A+H）
2	创新奇智	02121.HK	H股上市
3	汇通达	09878.HK	H股上市
4	乐普生物科技-B	02157.HK	H股上市
5	金茂物业	00816.HK	H股上市
6	华新水泥	06655.HK	H股上市（B股转H股）
7	瑞科生物-B	02179.HK	H股上市
8	东原仁知服务	02352.HK	H股上市

##### (2) 红筹上市企业

序号	公司简称	股票代码	上市方式
1	环龙控股	02260.HK	红筹上市
2	德盈控股	02250.HK	红筹上市
3	蔚来	09866.HK	红筹上市（二次上市）
4	瑞尔集团	06639.HK	红筹上市
5	海螺环保	00587.HK	红筹上市（分拆自海螺创业/00586.HK）
6	力高健康生活	02370.HK	红筹上市
7	知乎	02390.HK	红筹上市（双重上市）
8	贝壳	02423.HK	红筹上市（双重上市）
9	云康集团	02325.HK	红筹上市
10	美因基因	06667.HK	红筹上市

相较于2021年同期数据，港股新上市公司数目减少18家（2021年同期新上市公司共42家），数据呈现明显下滑态势，该等情况的产生可能系受香港证券市场整体低迷的影响。

## 2. 2022年年初以来港股申请上市及通过聆讯情况

经查询公开数据, 2022年年初至2022年6月23日, 向香港联交所递交A1申请的企业共174家, 其中申请主板上市的企业167家、申请GEM上市的企业7家。递交A1申请的企业中, 93家企业为首次递表, 81家为二次递表(包括二次以上递表的情况)。

此外, 2022年年初至2022年6月23日, 通过香港联交所上市委员会上市聆讯的企业共有33家, 均系申请主板上市的企业。

## 3. 2022年年初以来港股募集资金情况

经查询公开数据, 2022年年初至2022年6月23日, 港股24家<sup>1</sup>新上市公司中, 有19家涉及募集资金, 一共募资183.12亿, 较2021年同期的2,015.35亿减少约81%, 出现大幅缩水的情况, 且没有募集资金超过100亿港元以上的超大型IPO, 该企业募集资金分布情况如下:

募集资金规模	对应企业数目 (家)	占比 (%)
1 亿港元以下	0	0.00
1-2 亿港元之间	3	15.78
2 亿-10 亿港元之间	9	47.37
10 亿-20 亿港元之间	5	26.32
20 亿-100 亿港元之间	2	10.53
100 亿港元以上	0	0.00

## (二) 2022年年初以来境内企业赴美上市情况

### 1. 2022年年初以来美股新上市中概股企业基本情况

2022年年初至2022年6月23日, 仅3家中概股企业成功在美国证券交易所上市, 该企业信息如下:

序号	公司简称	股票代码	上市板块	主营业务
1	美华国际医疗	MHUA	纳斯达克	主要从事一次性医疗器械供应业务, 其在医械领域深耕细作 40 余载, 拥有 I/II/III 类产品 920 个品种、15 项自主专利, 产品畅销全国各地以及全球 30 多个国家和地区。
2	奥斯汀科技	OST	纳斯达克	主要从事显示模板和偏光片供应业务, 根据客户的规格设计、开发和制造各种尺寸和定制尺寸的 TFT-LCD 模块。
3	金太阳教育	TOP	纳斯达克	主要从事教育辅导服务提供商, 旗下拥有 1 家提供非英语的语言课程服务公司、1 家提供后勤和咨询服务的公司、3 家教育辅导中心。

<sup>1</sup> 24家中有4家系通过介绍方式上市, 1家系GEM转主板上市, 该企业均不涉及募集资金。

相较于2021年同期数据,美股新上市中概股企业数目减少30家(2021年同期新上市公司共33家)。从数据上看,中概股企业赴美上市活动几乎停滞。我们理解,造成该情形的主要因素可能如下:一方面系受美国HFCAA影响,另一方面系因我国境外上市新规、《保密规定》以及数据出境等规定尚未正式发布,相关监管规则、政策和标准尚不明确清晰,因此中概股企业在美股上市前景存在较大的不确定性,有意向赴美上市的企业多选择观望或寻求先在其他境外证券市场上市融资。

此外,美华国际医疗、奥斯汀科技、金太阳教育在招股说明书中明确披露,其所从事的业务内容均不属于前述《审查办法》等规定所监管的“关键信息基础设施运营者采购网络产品和服务,网络平台运营者开展数据处理活动”,这或许也是其能够顺利登陆美股市场的重要因素。需要注意的是,尽管美华国际医疗、奥斯汀科技认为其不属于网络安全审查适用对象,但在招股说明书“风险因素”部分,美华国际医疗、奥斯汀科技、金太阳教育仍对“未来不能完全排除因网络安全审查致使其业务受到影响”进行风险提示。



## 2. HFCAA 实施后,“预摘牌”名单持续发布

2021年底以来,中国证监会等部门多次表态正在与SEC、PCAOB等监管机构就解决双方合作中存在的问题进行积极沟通,结合前述《保密规定》中与境外证券监管机构的合作的相关规定判断,中国证监会对境内企业赴美上市仍持开放的监管态度。但截至目前,中美双方尚未就HFCAA关于审计底稿等问题达成共识。

在此背景下,SEC基于HFCAA的规定于2022年3月起陆续公布了8批中概股“预摘牌”名单,截至2022年6月23日,涉及中概股企业148家,具体如下:(见下页)

批次	发布时间	涉及中概股企业名称
第1批	2022年3月10日	百济神州、百胜中国、再鼎医药、盛美半导体、和黄医药
第2批	2022年3月23日	微博
第3批	2022年3月30日	百度、富途控股、爱奇艺、凯信远达医药和Nocera渔业养殖公司
第4批	2022年4月12日	搜狐、微宏、中汽系统、大全新能源、康乃德生物、金融壹账通、Green Vision Bio、传奇生物、新濠影汇、新濠博亚娱乐、Logiq、诺亚财富
第5批	2022年4月21日	知乎、诺华家具、LOVARRA、万春医药、瑞幸咖啡、极光移动、Scientific Energy、中国食品、Value Exchange International、泽尔西西医疗集团、Entrepreneur Universe Bright Group、中比能源、中网载线、尚乘国际、百世集团、理想汽车和贝壳
第6批	2022年5月4日	哔哩哔哩、拼多多、京东、携程、网易、小鹏汽车、蔚来汽车、科兴生物、华能国际、中国铝业、亘喜生物、房多多、逸仙电商、36氪控股、汽车之家、满帮集团、雅乐科技、高途、云集微店、ATA Creativity Global、UT斯达康、流利说、腾讯音乐娱乐集团、天演药业、灿谷、世纪互联、怪兽充电、华住集团、泛华金融、优克联、慧择保险经纪、挚文集团、小牛电动、唯品会、荔枝、一起教育科技、云米、ATRenew、尚德机构、蓝城兄弟、中通快递、声网、亿航智能、凤凰新媒体、达达集团、小赢科技、中国南方航空、老虎证券、中国东方航空、中国移动、上海石化、晶科能源、涂鸦智能、360数科、虎牙直播、水滴公司、万国数据、阿特斯、网易有道、富维薄膜、迅雷、华米科技、广深铁路、看准网、中国石化、触宝科技、简普科技、乐信集团、信也科技、1药网、中国人寿保险、雾芯科技、斗鱼、途牛旅游网、宝尊电商、泛华金控、燃石医学、泓生资本、嘉楠科技、天境生物、趣店、中国石油、泛生子、欢聚集团、洪恩教育、秦淮数据、昱辉光能、泰和诚医疗集团
第7批	2022年5月9日	新氧、羚羊企业、爱点击、陆金所控股、库客音乐、兰亭集势、叮咚买菜、金山云、滴滴、趣头条和51Talk
第8批	2022年5月20日	寺库、魔线、瑞思教育、医美国际、欧陆科仪、蓝汛、中国天然资源、格林豪泰

基于前述政策及市场动态，结合我们参与的境外上市项目实践，我们注意到2022年年初以来境外上市有如下值得关注的趋势和问题：

### （一）网络安全合规问题已经成为境外上市过程中审核关注的重点问题

经查询公开数据，2022年初至2022年6月23日，港股新上市公司共有24家，其中在中国境内有业务运营的企业（即通常所称的“中概股企业”）共18家，该企业信息如下：

经查询2022年年初以来中国证监会国际部（以下称“国际部”）关于H股上市企业审核情况，目前国际部对中联航运、阳光保险、友宝在线等企业反馈问题中均涉及网络安全相关问题，其审核关注的要点主要包括：

- （1）业务经营过程中收集及使用数据的情况，是否满足《数据安全法》等相关法律法规要求；
- （2）上市前后保护个人信息和数据安全的安排等。

受限于目前可以公开查询获取的信息，我们无法了解港股上市审核中联交所关于网络安全的具体问询问题。但根据Keep、喜马拉雅、零跑、威马等企业招股说明书披露情况，该等企业在招股说明书“概要”“风险因素”“监管概览/法规”“业务”等章节均就网络安全相关内容进行披露，具体如下：

对应招股书章节	主要披露内容
概要	主要系对“风险因素”“监管概览”“业务”部分涉及的网络安全内容进行简要描述
风险因素	（1）公司目前不存在违反网络安全、数据安全相关现行规定的情形，已聘请数据安全律师出具合规意见； （2）网络安全相关规定尚处于不断修改完善阶段，未来公司业务存在因政策调整而受到重大影响的风险。
监管概览	列示了涉及网络安全、数据安全的相关法律法规（含尚未正式实施的征求意见稿内容）。
业务	介绍了公司业务涉及网络安全、数据安全的相关内容，以及目前采取的保密措施。

结合上述国际部反馈问题以及申请港股上市企业招股说明书披露内容判断，虽然境外上市新规以及网络安全相关实施细则目前尚未正式落地，相关监管要求和尺度尚不甚明晰，但境外上市企业在网络安全方面的合规性已经成为境外上市审核过程绕不过去的重点问题，需要引起企业高度重视，并提前进行谋划、整改和规范（如需）。

## （二）2021年版外商投资负面清单 对于VIE架构企业的适用

关于市场关心的《2021年版外商投资负面清单》是否适用于从事外商禁止业务并搭建VIE架构的企业境外上市的问题，我们认为：

境外上市新规与《2021年版外商投资负面清单》之间具有协同效应和密切联系，而境外上市新规所定义的境内企业赴境外上市包括境外间接上市，因此，不能完全排除VIE架构企业境外上市适用。以Keep为例，Keep为从事网络文化、广播电视节目制作、网络视听节目服务等业务，通过搭建VIE架构持有网络文化经营许可证、广播电视节目制作经营许可证，并在全网网络视听平台信息登记管理系统备案的移动应用程序，未来还需取得视听许可证，该等业务均属于外商禁止投资的行业；Keep为从事经营增值电信业务而通过VIE架构持有ICP许可证，该业务属于外商限制投资的行业；此外，尽管Keep认为其业务内容不涉及网络出版服务，但考虑到我国现行规定中未明确“网络出版服务”的判断标准，未来其可能需取得网络出版许可证，该业务属于外商禁止投资的行业。

基于上述情形，Keep在招股说明书“风险因素”部分特别披露，如VIE架构未来被认定适用上述《2021年版外商投资负面清单》规定的，可能会对其业务经营造成重大不利影响。值得注意的是，Keep于2022年2月25日向联交所提交A1申请，但截至目前仍未通过联交所聆讯，这或许与Keep境外上市是否需适用《2021年版外商投资负面清单》及是否已取得主管部门审批同意有关。

尽管不能完全排除VIE架构企业境外上市适用《2021年版外商投资负面清单》的可能性，但从实质重于形式、监管逻辑等角度，我们倾向于认为《2021年版外商投资负面清单》可能主要针对的

还是H股架构，主要原因包括：（1）《外商投资法》未将VIE架构明确视为外商投资；（2）从VIE架构的本身性质而言，其融资和上市主体均为境外注册主体，适用《2021年版外商投资负面清单》中关于外资持股比例限制和被动投资的条款可能天然就与其性质冲突（特别是上市后，股份处于动态流通状态，如何遵守持股比例要求难度较大），会对现存的市场秩序和交易架构设计产生较大冲击。

与此同时，VIE架构企业境外上市不直接适用《2021年版外商投资负面清单》并不意味着其不受监管，仍然至少需要：（1）报中国证监会备案；（2）行业主管部门审核取得监管意见（针对VIE架构的合规性等）。

无论如何，随着境外上市监管政策的逐步落地，我们预计VIE架构境外上市的难度增加，未来从事负面清单禁止投资领域业务的境内企业搭建VIE架构的必要性可能会降低。

## （三）赴美上市前景尚不明朗，回港成为 中概股对冲退市风险的主要选择

受限于HFCAA的影响及上述“预摘牌”名单的持续发布，尽管我国证券监管部门明确表态正在同SEC、PCAOB等机构就审计底稿等问题进行沟通，但是结合目前境内企业赴美上市的现状判断，我们认为在中美双方就HFCAA涉及相关问题达成共识前，境内企业赴美上市的前景仍不明朗。

面对因HFCAA而产生的退市风险，自2021年下半年起，中概股企业回归港股上市的热潮出现。其中，被列入“预摘牌”名单的理想汽车、小鹏汽车、哔哩哔哩早在2021年就已经完成回港上市。而包括知乎、蔚来、贝壳等在内的被列入“预摘牌”名单企业也纷纷于今年成功回归港股上市。

需要注意的是,通过公开媒体报道,前述接受网络安全审查的滴滴、BOSS直聘、满帮集团也正在寻求回归港股上市。基于上述,在中美双方尚未就审计底稿等问题达成共识的情况下,回港上市已经成为了中概股对冲美股退市风险的主要途径。

#### (四) 投资人认购信心不足,港股发行难度高

2022年初以来,港股发行难的问题仍在持续。申请港股上市的企业中,绿茶、喜马拉雅、捞王、洪九果品、灿星文化、卫龙等企业均属于二次递表的情况,其中喜马拉雅、灿星文化等企业均系三次以上递表,而绿茶、卫龙等企业在通过聆讯的情况下,均未成功完成发行。根据市场普遍观点,基石投资人认购意愿普遍较低是造成该等情况的主要原因。对通过聆讯的企业来说,此种情况下如果坚持发行,企业很难获得理想中的估值和定价,甚至存在部分企业通过缩小募集资金规模的方式以维持一定的估值和相对稳定的股价。如前所述,港股2022年初以来的募集资金规模也反映了上述情况,不过随着国际局势的缓和、国内疫情防控措施的改善等因素作用,不排除下半年港股市场的发行情况会有所改善。

#### (五) 境内结构的人民币VC基金管理机构开始探寻境外上市之路

我国现行法律法规中并未明确禁止包括私募基金管理机构在内的类金融企业在A股上市,但截至目前,除鲁信创投于2010年通过借壳上市外,尚未出现境内结构的类金融企业成功登陆A股的案例。我们认为造成该等情况的原因可能包括以下几点:(1)我国资本市场侧重于支持实体经济上市,类金融企业不属于鼓励上市的范围;(2)创投机构等类金融企业上市,容易产生私募基金公募化

的风险;(3)创投机构或其管理的私募基金的组织形式多为合伙企业,相较于股份有限公司,其决策机制存在非对称性;同时,《合伙企业法》也明确规定上市公司不得担任合伙企业普通合伙人;(4)创投机构存在投资周期长、风险高、利润不确定的特点,这也与《证券法》等法律法规规定的“发行人需具有持续经营能力”这一发行条件相悖;(5)上市公司信息披露要求较高,例如对募集资金的实施计划、实施进度等过程要求充分披露,而创投机构受限于其投资项目、投资金额、投资时间的不确定性,难以满足该等披露要求。

2021年1月8日,深圳市地方金融监管局发布《关于促进深圳股权投资持续高质量发展的若干措施(征求意见稿)》(《股权投资若干措施》),其中第(十)条规定:“丰富退出渠道。探索优秀股权投资管理机构上市制度安排。”《股权投资若干措施》发布后引起了市场的广泛讨论,境内结构的私募基金管理机构上市之路似乎出现转机。但截至目前,《股权投资若干措施》仍未正式实施。

在《股权投资若干措施》发布后,主要从事消费品领域股权投资业务的人民币VC基金管理机构天图投资(注册地为深圳)开始探寻境外上市之路。2022年5月19日,天图投资(证券代码:833979)向国际部提交H股上市申请,为第一家以“新三板+H股结构”申请IPO的主流人民币VC基金管理机构。截至2022年6月30日,天图投资已取得国际部“小路条”并向香港联交所递交A1申请。我们认为,天图投资作为首家申请H股上市的境内人民币VC基金管理机构,其境外上市之路对于类似机构未来上市路径探索具有较大借鉴意义,但其最终能否顺利获得境内外监管机构(特别是取得国际部“大路条”)放行仍存在不确定性,因此,需持续关注该案例的进展情况。

## 无需盈利?——透视科创板上市第五套标准

作者 郑超 刘柳

2022年3月31日,科创板上市委举行2022年第24次会议,科创板首家适用第五套上市标准的医疗器械公司——上海微创电生理医疗科技股份有限公司(以下称“电生理”)成功过会。

此前,已有18家“**研发周期长、投入大且早期无盈利**”的创新药研发企业适用《上海证券交易所科创板发行上市审核规则》(以下称《审核规则》)第二十二条第二款第五项规定的上市标准(以下称“第五套标准”)成功过会(仁会生物因终止注册而未计算在内),其中16家已经成功上市。

6月10日,上海证券交易所(以下称“上交所”)发布实施《上海证券交易所科创板发行上市审核规则适用指引第7号——医疗器械企业适用第五套上市标准》(以下称《指引》),对医疗器械企业适用第五套标准上市进一步作出了细化规定。

电生理的成功破冰和《指引》的发布,为创新型医疗器械企业登陆科创板提供了明确的参照和指引,意味着第五套标准审核标准的进一步明确,也预示着未盈利的创新型企业,尤其是医疗器械企业将迎来新的发展机遇。



## 一、关于第五套标准

2019年3月，上交所发布了《审核规则》，该规则第二十二条款第二款规定了科创板发行上市的五套标准，为拟上市企业设置了多元包容的上市条件。其中，第五项规定的上市标准即本文所称第五套标准，该标准的具体要求如下表所示：

<b>第五套标准</b> (市值+技术优势)	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 预计市值不低于人民币40亿元；</li> <li>2. 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；</li> <li>3. 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；</li> <li>4. 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> </ol>
---------------------------	---

综观第五套标准的四个条件，与其他上市标准相比，其显著优势在于没有对企业盈利提出硬性要求，既无需盈利，也不要求营业收入。但是与此同时，又对市值、市场空间、研发成果、技术优势等提出了较高的要求。

第五套标准的出台，与科创板扶持科技创新企业的定位密不可分。科创板是资本市场基础制度改革创新的“试验田”，也是资本市场进行增量改革、完善多层次资本市场体系、增强市场包容性的重要突破口和实现路径。而创新型企业前期投入高、研发周期长、盈利拐点迟滞的行业特性又对其在A股上市造成了实质性阻碍，科创板出台第五套标准，是对未盈利的创新型企业，特别是医药企业打开大门的一次大胆尝试。

近日发布的《指引》，在前期审核实践的基础上，结合医疗器械领域科技创新发展情况、行业监管要求，对拟采用第五套标准上市的医疗器械企业，作出了五个方面的细化规定：一是细化了核心技术产品范围；二是明确了取得阶段性成果的具体要求；三是关注市场空间的论证情况；四是要求具备明显的技术优势；五是提出了信息披露及核查要求。同时，《指引》明确了上交所支持尚未形成一定收入规模的硬科技医疗器械企业在科创板上市，鼓励其开展关键核心技术产品研发创新的战略目标。

## 二、适用第五套标准的实践案例情况

截至2022年6月15日，采用第五套标准申请首次公开发行股票并上市的医药企业中已过会的共有20家，其中16家已成功上市。除电生理为医疗器械企业外，其余19家均为创新药研发企业。具体情况如下表所示：

序号	企业简称/ 股票代码	所属行业	主营业务	过会日期
1	泽璟制药-U (688266)	C27 医药制造业	公司专注于肿瘤、出血及血液疾病、肝胆疾病等治疗领域的创新驱动型化学及生物新药研发。	2019-10-31
2	百奥泰 (688177)	C27 医药制造业	公司致力于开发治疗肿瘤、自身免疫性疾病、心血管疾病等其它危及人类生命健康的重大疾病的创新药和生物类似药。	2019-11-20
3	君实生物-U (688180)	C27 医药制造业	公司致力于创新药物的发现和开发，以及在全球范围内的临床研发及商业化。	2020-03-30
4	神州细胞-U (688520)	C27 医药制造业	公司专注于恶性肿瘤、自身免疫性疾病、感染性疾病和遗传病等多个治疗和预防领域的生物药产品研发和产业化。	2020-03-31
5	康希诺 (688185)	C27 医药制造业	公司致力于研发、生产和销售符合中国及国际标准的创新型疫苗。	2020-04-30
6	仁会生物 (已终止注册)	C27 医药制造业	公司是一家专注于内分泌、心血管及肿瘤治疗领域内创新生物药自主研发和产业化的高新技术企业。	2020-07-31
7	前沿生物-U (688221)	C27 医药制造业	公司致力于研究、开发、生产及销售针对未满足的重大临床需求的创新药。	2020-08-06
8	艾力斯-U (688578)	C27 医药制造业	公司是一家专注于肿瘤治疗领域的创新药企业。	2020-08-26
9	欧林生物 (688319)	C27 医药制造业	公司是一家专注于人用疫苗研发、生产及销售的生物制药企业。	2021-01-07
10	金迪克 (688670)	C27 医药制造业	公司是一家专注于人用疫苗研发、生产、销售的生物制药企业。	2021-04-12
11	上海谊众-U (688091)	C27 医药制造业	公司致力于抗肿瘤药物改良型新药的研发及产业化。	2021-06-16
12	首药控股-U (688157)	C27 医药制造业	公司是一家处于临床研究阶段的小分子创新药企业。	2021-08-03
13	迈威生物-U (699062)	C27 医药制造业	公司主营业务为治疗用生物制品的研发、生产与销售，主要产品为抗体药物。	2021-09-03
14	迪哲医药-U (688192)	C27 医药制造业	公司是一家致力于新靶点的挖掘与作用机理验证的创新型生物医药企业。	2021-09-09
15	亚虹药业-U (688176)	C27 医药制造业	公司是一家专注于泌尿生殖系统肿瘤及其它重大疾病领域的全球化创新药公司。	2021-09-23
16	海创药业-U (688302)	C27 医药制造业	公司是一家基于氘代技术和 PROTAC 靶向蛋白降解等技术平台，以开发具有重大临床需求的药物为目标的创新药企业。	2021-09-29
17	荣昌生物 (688331)	C27 医药制造业	公司专注于抗体药物偶联物 (ADC)、抗体融合蛋白、单抗及双抗等治疗性抗体药物领域。	2021-11-11
18	益方生物 (已注册生效)	C27 医药制造业	公司是一家聚焦于肿瘤、代谢疾病等重大疾病领域的创新型药物研发企业。	2022-01-20
19	盟科药业 (已提交注册)	C27 医药制造业	公司以治疗感染性疾病为核心，致力于发现、开发和商业化针对未满足临床需求的创新药物。	2022-03-25
20	电生理 (已提交注册)	C35 专用设备制造业	公司是一家专注于电生理介入诊疗与消融治疗领域创新医疗器械研发、生产和销售的高新技术企业。	2022-03-31

### 三、第五套标准的审核问询关注要点

从前述采用第五套标准上市的医药企业被问询的情况来看，除了会计处理、关联交易、股权清晰等常规问题之外，监管部门关注的重点主要在以下两个方面：一是发行人是否满足第五套标准所规定的必要性和强制性条件，如核心技术、技术优势、市场空间、阶段性成果或临床试验情况等；二是基于发行人所处医药行业的特性展开问询，如研发费用、生产经营资质、与CRO机构（临床研究机构）合作情况、行业政策等。

#### （一）核心技术和技术优势

由于第五套标准不对企业作盈利要求，故核心技术及其所带来的技术优势是考察企业是否具备科创属性的关键，是衡量企业是否具备上市资格的应然性标准，也是监管部门关注的重点。具体来看，监管部门的关注点集中于核心技术的独立性、不可替代性，在国际、国内市场的先进性，以及知识产权等问题。

例如，在对电生理的首轮问询中，监管部门要求发行人补充披露：（1）发行人产品的技术优劣势；（2）公司产品的核心零部件采购及关键工艺外协情况，是否存在进口依赖或单一供应商依赖的情形，分设备、系统、耗材说明发行人核心技术先进性的体现。并要求发行人说明：（1）基本闭源、基本开源和半开源三类系统的技术发展趋势以及对产品销售的影响，同行业竞争对手的选择情况；（2）压力感知导管等发行人主要在研产品的竞品数量（包括已上市及在研）、发行人相对竞品的主要创新及技术优势。在对泽璟制药、君实生物、前沿生物、亚虹药业、海创药业等申请人的问询中均体现了对类似问题的关注。

对此，《指引》第二条明确规定企业应当拥有关键核心技术等先进技术，医疗器械产品要具有显著的检验检测、诊断治疗、健康促进等价值；并在第三条明确了核心技术产品的范围，包括先进的检验检测、诊断、治疗、监护、生命支持、中医诊疗、植入介入、健康康复设备产品及其关键零部件、元器件、配套件和基础材料等。同时，《指引》第六条还要求企业结合核心技术与核心产品的对应关系、核心技术先进性衡量指标、团队背景和研发成果、技术储备和持续研发能力等方面，披露是否具备明显的技术优势。

#### （二）市场空间

第五套标准明确要求，拟上市企业的主要业务或产品要“市场空间大”。市场空间关系到拟上市医药企业后续的成长和发展，第五套标准的出台本身也是为了扶持虽早期无盈利但具有较大市场潜力和成长空间的创新型企业。因而，在以往的上市审核中，监管部门对医药企业是否符合“市场空间大”这一条件尤为关注，几乎已经成为问询中必问的问题。

例如，在对电生理的第一轮问询中，监管部门要求发行人说明：（1）中国电生理器械市场规模2020年增速大幅下滑的原因以及是否持续存在；预计心律失常心脏电生理手术渗透率大幅增长的合理性……

进一步说明2024年我国心脏电生理市场规模将达211.1亿元的预测依据是否客观、审慎；(2) 结合市场规模、竞争格局、发行人同类产品获批及在研情况、发行人竞争优劣势、主要产品获批后的销售变化情况等事项,进一步补充说明认定发行人主营业务或产品“市场空间大”的依据是否充分。在对亚虹药业、迈威生物、海创药业、首药控股、盟科药业、益方生物等申请人的问询中同样体现了对该问题的关注。

《指引》第五条对“市场空间大”的审核标准作了进一步总结,要求企业结合核心技术产品的创新性 & 研发进度、与已上市或在研竞品的优劣势比较、临床需求和细分行业的市场格局、影响产品销售的有关因素等,审慎预测并披露是否满足主要业务或产品市场空间大的标准。并要求充分、客观,具有合理的依据。

### (三) 临床试验情况

第五套标准规定,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。核心在研产品的临床试验进展是企业目前所处的研发阶段的现实反馈,关系到企业后期能否孵化成熟以实现盈利。实践中,监管部门对拟上市医药企业的关注点主要在于:现有临床试验的结果,临床试验的数据、具体细节和研究进展等。

例如,在对上海谊众的问询中,监管部门要求发行人说明:(1) 选择普通紫杉醇注射液组作为临床对照药的原因;(2) 试验组和对照组的剂量是否一致,有效药物的含量是否一致,临床结果是否客观;(3) 白蛋白紫杉醇未来是否可能获批非小细胞肺癌等适应症,是否会与发行人的产品产生竞争;(4) 临床试验数据的数据来源,所选取的病人群体是否存在差异,比较是否具有意义,是否设计随机双盲实验;(5) 目前是否有设计临床试验对比紫杉醇类药物的疗效,是否有相关数据。在对前沿生物、君实生物、金迪克、上海谊众、亚虹药业等申请人的问询中同样体现了对类似问题的关注。

对于医疗器械企业,监管部门更多地是对阶段性成果的要求。《指引》第四条明确要求要至少有一项核心技术产品已按照医疗器械相关法律法规要求完成产品检验和临床评价且结果符合要求,或已满足申报医疗器械注册的其他要求,不存在影响产品申报注册和注册上市的重大不利事项。

### (四) 研发投入

一般拟采用第五套标准上市的企业盈利欠佳的原因主要在于研发周期长、费用高、投入大。研发投入包括对人、财、物的投入,其占去了企业成本的很大一部分,回报又相对迟滞。而投入情况又关系到企业的研发实力和科技创新能力,直接影响核心成果的产出和商业预期。因此,监管部门在审核中对医药企业的研发投入表现了较高的关注度。

例如,在对益方生物的问询中,监管部门要求发行人说明:(1) 列表披露各产品在研情况,包括但不限于研发带头人、研发团队人员、所应用的发行人专利情况、资金投入、CRO合作或者外部研发合作情况;

(2) 简要分析各研发管线当前的相同竞品及其研发阶段, 已上市竞品名称、价格及医保覆盖情况, 公司产品与直接竞品在技术、适应症、目标市场的比较情况, 已上市竞品的核心专利届满情况。在对海创药业的问询中, 发行人被要求分项目、分阶段详细说明报告期内研发投入情况。此外, 在对金迪克、迪哲医药、迈威生物、首药控股、盟科药业等申请人的问询中也体现了对类似问题的关注。

对于医疗器械企业, 对研发投入的关注与对技术优势的关注密切相关。具体到《指引》中, 第六条即要求企业从技术储备和持续研发能力, 创业团队和核心技术人员学历背景、研发成果等角度, 来披露是否具备明显的技术优势。

### (五) 生产经营资质

取得生产经营资质是医药企业合法合规开展研发、生产和经营的前提, 基于此, 监管部门会着重关注拟上市医药企业是否取得全部业务所需的经营资质。另外, 由于医药企业的行业特性, 很多企业会选择与CRO机构进行合作研发, 合作的CRO企业是否具备相应资质, 是否符合相关法律法规和规范要求也是监管部门关注的重点。

例如, 在对艾力斯的审核过程中, 监管部门要求发行人披露: (1) 江苏艾力斯当前为进行艾氟替尼生产所采取的准备措施及相关改造, 是否已达到GMP等相关要求, 是否已获得相关部门的审批、批准; (2) 江苏艾力斯、发行人及其他子公司是否取得危险废物处理、污染物处理等相关资质; (3) 发行人是否取得全部业务所需的经营资质, 包括但不限于: 临床前研究、临床研究、生产资质、废物处理等; (4) CRO是否取得所有相关经营资质, CRO和合作研发事项是否存在纠纷或潜在纠纷。在对泽璟制药、神州细胞、君实生物、金迪克、上海谊众等申请人的问询中同样体现了对类似问题的关注。

由于生产经营资质更多地是医药行业的准入性门槛, 审核实践中, 监管部门更多的是对资质是否全面或CRO机构合作研发的资质问题进行问询, 医疗器械企业在这一点上并无特殊之处。因此, 对于《指引》并没有单独针对生产经营资质问题作出进一步的细化。



## (六) 行业政策

国家政策深刻影响着医药企业的发展和革新方向,同时也为医药产业发展提供了重要的资金支持。拟采用第五套标准上市企业的核心产品是否为当前行业政策所接纳决定了其盈利能力、市场空间等商业预期。对此,监管部门主要关注国家政策特别是医保政策的影响、改革方向,以及公司新药进入医保目录的实施计划及手续、时间、期限等。例如,在对电生理的第三轮问询中,监管部门要求发行人补充说明:……(2) 发行人产品的重要性的技术先进性,是否属于国家政策明确支持的产品,是否属于影响人民生命健康、治疗重大疾病的急需产品……在对泽璟生物的问询中,监管部门要求发行人补充披露:(1) 国家和省级医保药品目录相关的管理政策及其他重要信息,包括但不限于:甲类药和乙类药标准,收录标准、定价要求和报销比例,新药注册申请获批后,药品收录入国家、省级医保目录所需平均时间以及有效期限;(2) 公司是否已明确新药注册申请获批后进入医保目录的具体实施计划。此外,在对百奥泰、前沿生物、神州细胞等企业的问询中同样体现了对政策影响的关注。

《指引》第三条要求“核心技术产品应当属于国家医疗器械科技创新战略和相关产业政策鼓励支持的范畴”即体现了监管部门对行业政策的关注。同时,《指引》第七条要求企业不存在商业化生产销售预期明显不足等重大不利事项,也可视为对不符合行业政策的商业预期不足的企业拟采用第五套标准上市的反面排除。

## 四、结语

总体来看,科创板为盈利欠佳的创新型企业量身打造的第五套标准的出台,电生理作为首家采用第五套标准上市的医疗器械企业的成功过会,以及近日上交所《指引》的发布实施,均体现了我国资本市场积极引导企业创新、服务科技高水平自立自强、坚定支持实体经济发展不动摇的态度。资本市场监管部门对热点问题的关注和回应,也反映了我国资本市场上市机制的逐渐成熟。在提振整个医药行业特别是医疗器械企业信心的同时,将加速医药创新技术研发和成果转化进程,推动医药行业进一步发展,打造一批创新引领、厚积薄发的现代化医药企业。 (完)

# 实践

## PRACTICE

## 注册制下“借壳上市”业务的形与势

### ——兼评创业板首例“借壳上市”过会项目

作者 赵泽铭

2019年10月,《上市公司重大资产重组管理办法》修订并允许“符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市”。2020年6月,中国证监会发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》等相关规定,继2019年7月率先试点注册制的科创板正式开市后,宣告创业板改革和注册制的施行。在目前注册制下首次公开发行股票并上市(“IPO”)项目更为明确的审核周期及相对更为包容的审核标准,注册制下的“借壳上市”应当何去何从值得关注和思考。

#### 一、案例基本情况

自创业板允许“借壳上市”政策颁行后,直至2022年4月28日,互联网数据中心(“IDC”)企业润泽科技发展有限公司(以下称“润泽科技”)“借壳”创业板上市公司普丽盛(300442.SZ)的重组上市项目方始获得创业板并购重组委员会审核通过,并于2022年5月27日经中国证监会同意注册,成为首家创业板“借壳上市”的过会企业。

普丽盛本次采用重大资产置换、发行股份购买资产、募集配套资金的方式收购润泽科技100%股权(作价142.63亿元),并同步完成普丽盛原有资产的置换,最终实现润泽科技的重组上市。

标的公司润泽科技是国内领先的数据中心整体解决方案提供商。上市公司普丽盛主营业务为液态食品包装机械和纸铝复合无菌包装材料的研发、生产与销售。本次交易通过资产置换的方式完成普丽盛原有业务的置出、润泽科技的业务置入。



## 二、注册制下“借壳上市”的审核标准

对于“借壳上市”而言，需要标的资产（拟置入的公司）同样满足各板块的上市条件：

板块	创业板	科创板
行业要求	标的公司所属行业应当符合创业板定位，或者与上市公司处于同行业或者上下游，属于符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业资产。	标的公司所属行业应当与科创公司处于同行业或者上下游，且与科创公司主营业务具有协同效应。
一般财务指标 (满足之一)	(1) 最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于人民币5000万元； (2) 最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币1亿元； (3) 最近一年营业收入不低于人民币3亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元。	(1) 最近两年净利润均为正且累计不低于人民币5,000万元； (2) 一年营业收入不低于人民币3亿元，且最近3年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币1亿元。

根据上市公司重大资产重组的审核原则，对于“借壳上市”而言，更看重标的资产对上市公司的促进作用和协同效果、是否具有商业实质、标的资产的注入是否有利于提高上市公司的持续盈利能力，并应明确上市公司完成收购后的发展预期。

目前科创板、创业板注册制下的重大资产重组审核周期明确，包括“借壳上市”在内的重大资产重组项目审核均由交易所负责，涉及股份发行和“借壳上市”的，在交易所审核后再报中国证监会注册。交易所审核和中国证监会注册的时间总计不超过3个月，“借壳上市”项目的回复问询时间不超过3个月。“借壳上市”项目与目前注册制IPO项目所规定的审核期限一致。

## 三、注册制下“借壳上市”与IPO的对比

### (一) 时间成本对比

1.就目前注册制下的审核周期而言，“借壳上市”与IPO审核的时间要求相同，两者相比并无审核期限的差异。

2.“借壳上市”涉及到前期进行上市公司控制权的洽谈事项，会增加关于控制权取得的准备、谈判和交割时间。IPO项目则需要考虑股改及申报证监局辅导验收的工作安排。前期准备工作周期各有千秋。

### (二) 财务成本对比

1.就“借壳上市”而言，需要考虑上市公司壳交易的费用，但就2021年至今的市场数据来看，上市公司控制权收购案例的收购溢价显著降低，需要看拟收购上市公司的市值情况，来综合考虑控制权收购费用。

2.由于上市公司的收购方一般为标的公司的实控人，如存在现金购买上市公司原股东存量股的安排，则需要实控人做好资金筹备事宜，计算相应的财务成本，尽量缩短对上市公司收购的周期。

3.对于“借壳上市”，还需要重点考虑对于标的公司的股权稀释成本。相比IPO项目25%的摊薄比例（股本到4亿股的，可以选择摊薄10%），“借壳上市”需要对比壳上市公司的本身市值与标的资产的估值情况，标的公司估值越低于上市公司的市值，会导致换股后标的公司原股东在上市公司中的持股比例摊薄越多，存在较大的摊薄成本。

4.对于“借壳上市”而言，还需要考虑壳上市公司的既有经营情况，上市公司原实控人是否接受原资产的置出、原上市公司是否能够成为净壳、原上市公司是否存在亏损等情况，都将会对交易后的上市公司经营产生影响，需要避免被原上市公司所累。

### (三) 谈判成本对比

1.就“借壳上市”而言,由于涉及到与上市公司原实控人的控制权交易谈判,以及上述对上市公司原有资产和业务的安排,存在天然的利益冲突及不同诉求,导致增加较多关于收购条件及安排的谈判成本,且存在谈判无法达成一致而终止交易的风险。

2.对于IPO而言,公司整体工作均可由实控人主导推动,与股东、管理层等各方的利益一致,整体推进的沟通成本相对较低。

### (四) 审核难易对比

基于前述关于“借壳上市”的基础审核条件,对于“借壳上市”的标的公司而言,其需要满足的审核财务指标与IPO的差异不大,但就具体的审核理念及审核思路而言,基于并购重组委对重组交易的商业逻辑及合理性侧重关注,相对于IPO审核存在更大的审核包容度。

### 四、总结

整体而言,就目前注册制下IPO及“借壳上市”的审核周期及标准对比,“借壳上市”的时间优势逐步减弱,而需要更加关注上市公司控制权的谈判成本及资金成本,同时对于壳上市公司的选择亦需根据拟上市资产的规模,选择合适估值的上市公司,并考虑上市公司资产处置的安排及成本。

对于注册制下IPO项目的审核制度优势及上市标准灵活性设置,“符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业资产”的优质企业面临IPO审核的难度也逐步减低。注册制下的“借壳上市”是否仍属于相关企业上市的捷径,需要根据个案情况来分析判断,已经越来越不存在普适性的结论,适合自己的才是最好的。“借壳上市”从本质而言属于利益相对方的商业化交易,交易双方需要不断管理自己的交易预期,能够通过各种条件的选择及调整而最终达成交易,才是不变的真谛。(完)



# 由药明康德股东违规减持被罚2亿看上市公司股东减持

作者 解冰

2022年5月27日,上市公司无锡药明康德新药开发股份有限公司(以下称“药明康德”或“公司”,证券代码:603259.SH)发布《关于公司股东上海瀛翊收到行政处罚事先决定书的公告》(以下称《决定书》),公告内容显示,公司股东上海瀛翊投资中心(有限合伙)(以下称“上海瀛翊”)收到证监会下发的《行政处罚决定书》,因上海瀛翊未按承诺进行披露即进行股票减持行为,责令上海瀛翊改正,给予警告,并处以两亿元罚款。

这是2020年3月1日新《证券法》实施以来,首个因违规减持被处罚的案例,而两亿的数字也刷新了A股历史上因违规减持罚款金额的最高记录,引起极大的市场关注与讨论。

## 一、本次处罚所涉具体情况

根据药明康德公告的《决定书》,上海瀛翊受到处罚的相关事实情况具体如下:

### (一) 基本情况

上海瀛翊成立于2015年9月22日,为投资药明康德项目设立的专门基金并在药明康德上市前成为其股东。药明康德于2018年5月8日在上海证券交易所主板A股首发上市,上海瀛翊持有药明康德1,047.87万股,占药明康德总股本的1.0056%,后经两次权益分派以及港股上市定向增发,上海瀛翊持有药明康德2,053.83万股,占药明康德总股本的0.8381%。

上海瀛翊在2018年药明康德IPO招股说明书以及2018年、2019年、2020年年报中都披露其有关股份减持的承诺,均承诺“上海瀛翊公开承诺其所持股票自药明康德上市日起三十六个月内不减持”“通过集中竞价交易减持股份的,应履行在首次卖出股份的15个交易日前向交易所报告备案减持计划、公告等相关程序,并保证合并计算在任意连续90日内减持股份的总数不超过公司届时股份总数的1%”。

2021年5月10日,上海瀛翊所持药明康德股票禁售期满后,上海瀛翊于2021年5月14日开始通过上海证券交易所集中竞价交易系统减持药明康德股份,截至2021年6月8日,累计减持药明康德股份合计1,724.97万股,占总股本的0.6962%(截至2021年6月10日总股本为基础计算)。减持价格区间为143.49-176.88元/股,减持总金额28.94亿元。

## (二) 处罚情况

依据《证券法》第三十六条及《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(以下称《减持规定》)第二条、第三条及《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》(以下称《减持细则》)第二条、第三条的规定,上海瀛翊系药明康德IPO前的股东,其减持应当遵守《证券法》《减持规定》及《减持细则》等规定,对减持行为作出承诺的,应当严格履行所做出的承诺。

上海瀛翊承诺提前15个交易日向交易所报告备案的信息披露义务,上海瀛翊应为减持时需预先披露的信息披露义务人。上海瀛翊作为信息披露义务人,减持行为未及时依法履行信息披露义务,违反了《证券法》第七十八条和《减持规则》第十五条,构成《证券法》第一百九十七条所述行为;上海瀛翊作为药明康德公开发行人前的股东,其在药明康德IPO及相关年报做出承诺后,系因承诺而应当披露的信息披露义务人,因减持未及时依法履行信息披露义务的行为,违反《证券法》第三十六条的规定,构成了《证券法》第一百八十六条所述行为。

上海瀛翊未按承诺进行披露即进行股票减持的行为分别构成了《证券法》第一百八十六条和第一百九十七条所述两项违法行为,对其择一重,适用第一百八十六条进行处罚。

综上,根据当事人违法行为的事实、性质、情节与社会危害程度,依据《证券法》第一百八十六条的规定,对于上海瀛翊未按规定履行信息披露义务及转让股票不符合法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的行为,责令上海瀛翊改正,给予警告,并处以2亿元的罚款。



## 二、本次处罚所涉法律规定与分析

### (一) 本次处罚所涉法律规定

正如《决定书》所述,与上海瀛翊本次减持药明康德股份相关的法律、法规及规范性文件如下表所示:(见下页)

序号	法律名称	条款内容
1	《证券法》 (2020年3月1日生效)	第三十六条：依法发行的证券，《中华人民共和国公司法》和其他法律对其转让期限有限制性规定的，在限定的期限内不得转让。  上市公司持有百分之五以上股份的股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员，以及其他持有发行人首次公开发行前发行的股份或者上市公司向特定对象发行的股份的股东，转让其持有的本公司股份的，不得违反法律、行政法规和国务院证券监督管理机构关于持有期限、卖出时间、卖出数量、卖出方式、信息披露等规定，并应当遵守证券交易所的业务规则。
2		第七十八条：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。  信息披露义务人披露的信息，应当真实、准确、完整，简明清晰，通俗易懂，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。  证券同时在境内境外公开发行、交易的，其信息披露义务人在境外披露的信息，应当在境内同时披露。
3		第一百八十六条：违反本法第三十六条的规定，在限制转让期内转让证券，或者转让股票不符合法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定的，责令改正，给予警告，没收违法所得，并处以买卖证券等值以下的罚款。
4		第一百九十七条：信息披露义务人未按照本法规定报送有关报告或者履行信息披露义务的，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。  信息披露义务人报送的报告或者披露的信息有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，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。
5	《减持规定》 (2017年5月26日生效)	第三条：上市公司股东、董监高应当遵守《公司法》《证券法》和有关法律、法规，中国证监会规章、规范性文件，以及证券交易所规则中关于股份转让的限制性规定。  上市公司股东、董监高曾就限制股份转让作出承诺的，应当严格遵守。
6		第十五条：上市公司股东、董监高未按照本规定和证券交易所规则披露信息，或者所披露的信息存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，中国证监会依照《证券法》第一百九十三条 <sup>2</sup> 的规定给予行政处罚。
7	《减持细则》 (2017年5月27日生效)	第三条：股东及董监高减持股份，应当遵守法律、行政法规、部门规章、规范性文件、本细则以及本所其他业务规则；对持股比例、持股期限、减持方式、减持价格等作出承诺的，应当严格履行所做出的承诺。

<sup>2</sup> 鉴于《减持规定》系2017年5月26日生效，当时有效的《证券法》系2014年8月31日颁行，该版《证券法》的第一百九十三条规定已被现行《证券法》第一百九十七条更新取代。

## （二）法律分析

如前所述，上海瀛翊曾作出以下承诺：“通过集中竞价交易减持股份的，应履行在首次卖出股份的15个交易日前向交易所报告备案减持计划、公告等相关程序”，该等承诺内容并非法律强制性要求。上海瀛翊在实施本次减持前未按照前述自主承诺提前15个交易日通过药明康德披露减持计划并履行“减持时需预先披露的信息披露义务人”，而上海瀛翊在减持行为发生前未及时依法履行信息披露义务，违反了《证券法》《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》相关规定，依据《证券法》第一百八十六条对其进行处罚。

不难看出，该处罚案例中，证监会将信息披露义务人的范围扩大至自主承诺进行信息披露的主体，而不仅仅局限在《证券法》明确列举的范围。有鉴于此，对于上市公司股东而言，无论是法律法规及其他规范性文件规定的强制性义务，还是股东自主作出的公开承诺，均应严格遵守。

此外，在处罚金额方面，根据《决定书》，中国证监会适用《证券法》第一百八十六条对上海瀛翊进行处罚。根据该条规定，违反《证券法》第三十六条规定，应责令改正，给予警告，没收违法所得，并处以买卖证券等值以下的罚款。《证券法》对于违规减持的罚款标准为“买卖证券等值以下”的罚款，即以买卖证券的金额作为罚款基数，而不是以获取的盈利为计算标准。针对本案，因上海瀛翊本次减持的股票总额为28.94亿元，中国证监会按照前述处罚标准，罚款金额的幅度应在0元-28.94亿元之间，这与《证券法》中大多数固定金额的处罚标准是不同的。

综上所述，上海瀛翊本次违规减持药明康德股份而被处罚具有下述几个特点：

第一，以往案例通常是违反法律法规规定的强制性义务才会受到行政处罚，违反自主承诺通常会被予以行政监管或自律监管，而本次上海瀛翊减持药明康德股票的行为违反的是其作出的自主承诺，而非法律法规规定的强制性义务，仍然受到了证监会的行政处罚。

第二，上海瀛翊遭受2亿元罚款，与既往案例相比，处罚金额与力度均属于相对较重的情形。

第三，本行政处罚系新《证券法》实施以来因违规减持被处罚的首个案例，体现了监管部门从严监管的执法态度。



### 三、启示与建议

上市公司股东、董监高违规减持股份一直是中国证监会监管执法的重点。新《证券法》第三十六条专门对股份减持行为做出规范,要求上市公司股东、董监高不得违反证监会关于持有期限、卖出时间、卖出数量、卖出方式、信息披露的规定,并应当遵守证券交易所的业务规则,同时还明确了罚则。违反上述规定的,要承担相应的法律责任。

针对股东、董监高减持股份,《证券法》提出信息披露的原则性要求,《减持规定》亦坚持“以信息披露为核心”的监管理念,对事前、事中、事后信息披露做出具体、细化规定。这是保护中小投资者权益的重要制度性安排。在减持股份过程中违反信息披露要求的,属于典型的违规减持行为。市场主体应深刻理解规则内涵、充分认识违规责任、自觉遵守有关要求,促进形成良好市场生态和环境。

根据法律规定及IPO审核实践,对于拟IPO企业持股比例低于5%的股东,通常要遵循的强制性减持要求大致包括如下几类:

- (1) 所持股票自上市之日起1年内不得转让;
- (2) 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%;
- (3) 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%;
- (4) 采取协议转让方式的,单个受让方的受让比例不得低于公司股份总数的5%等。若小股东对持股比例、持股期限、减持方式、减持价格等作出自主承诺的,亦应严格履行其所作出的承诺。

结合本案例情况,监管机构对违反公开承诺的行为亦将认定为违规,一旦发生违反承诺情形,不仅可能面临自律机构的自律处分,也可能面临执法机构的行政处罚。因此,持股比例低于5%的股东在企业IPO后,不仅需要关注法律法规规定的强制性义务,也要关注自主作出的公开承诺,在履行这两类义务后,还要关注法律法规允许但需要履行信息披露义务的事项,例如披露减持计划、权益变动报告书等,切实做到规范、理性、有序减持,加强承诺信披管理,避免因违反承诺而遭受声誉和经济损失。

(完)

# 上市公司如何实施股权激励

作者 黄彦宇

发展是第一要务，人才是第一资源，创新是第一动力。市场主体的竞争，很大程度上体现为人才的竞争，而股权激励是上市公司吸引人才、留住人才、发挥人才优势、实施人才战略的有效手段。

股权激励指的是公司以本公司股票为标的，对其重要的核心管理人员及其他员工进行的长期性激励。股权激励的实施，可以很大程度上将“打工仔”转变为“主人翁”，促进形成资本所有者和劳动者的共同利益体，激发激励对象的主观能动性、工作积极性和创新创造性，使其“留得住、干得住、呆得久”，并可以在稳定骨干队伍、完善公司治理机制、推动公司长远发展方面发挥积极作用。

上市公司股权激励的制度化肇始于中国证监会于2005年12月颁布推行的《上市公司股权激励管理办法（试行）》，其本质上是对《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》（国发[2004]3号）中关于“建立健全上市公司高管人员的激励约束机制”规定的细化落实。

在总结试行期间的经验教训后，中国证监会于2016年8月推出的《上市公司股权激励管理办法》（以下称《管理办法》），沪深交易所均随之发布了相关的自律监管指南或操作指引，上市公司股权激励的规范化获得长足提升。

## 一、股权激励的形式及一般原则

根据《管理办法》所载以及上市公司进行的股权激励实践，上市公司进行股权激励通常采用的形式有限制性股票和股票期权，限制性股票是

激励对象按照股权激励计划规定的条件，获得的部分权利受到限制的本公司股票。限制性股票在解除限售前不得转让、用于担保或偿还债务；股票期权则是上市公司授予激励对象在未来一定期限内以预先确定的条件购买本公司一定数量股份的权利。激励对象获授的股票期权不得转让、用于担保或偿还债务。限制性股票侧重先授予，可以有现实可得的权益，但受到锁定期及业绩考核的限制；股票期权则更注重公司未来的发展前景，赋予激励对象按照预定条件在将来购买本公司股票的权利。

当然，股权激励并不仅仅限于这两种形式，例如创业板上市公司股权激励中的限制性股票就分为第一类限制性股票和第二类限制性股票，赋予激励对象分次获取、分次登记的权利，大大减轻激励对象的资金压力；另外，《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》中规定了股票增值权的激励方式，上市公司授予激励对象在一定的时期和条件下，获得规定数量的股票价格上升所带来的收益的权利，股权激励对象不拥有这些股票的所有权，也不拥有股东表决权、配股权，股票增值权不得转让、用于担保或偿还债务。

根据《管理办法》的规定，上市公司在出现①最近一个会计年度财务会计报告被注册会计师出具

否定意见或者无法表示意见的审计报告、②最近一个会计年度财务报告内部控制被注册会计师出具否定意见或无法表示意见的审计报告、③上市后最近36个月内出现过未按法律法规、公司章程、公开承诺进行利润分配的情形以及法律法规规定的其他情形时,不能进行股权激励。这些情形下,上市公司自身存在比较严重的经营风险,很难实现股权激励的初衷与目的。

既然本身就带有“激励”的应然内容,上市公司股权激励的激励对象也是有严格要求的,激励对象可以包括上市公司的董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员,以及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工,但不应当包括独立董事和监事。在境内工作的外籍员工任职上市公司董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员的,可以成为激励对象。独立董事本身除了担任独立董事之外,和上市公司之间不得发生其他关系,因此自然不能作为股权激励的对象;基于监事会在股权激励中的审核监督作用以及监事本身的监督职责,其亦不适宜作为激励对象。

需要特殊说明的是,单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东或实际控制人及其配偶、父母、子女,原则上不得成为激励对象。因其本身所持股份数量已经足够大,股权激励并不能发挥应有的作用。此外,《管理办法》第八条规定的被中国证监会和证券交易所认定的不适当人选、存在违法违规情形、违法买卖公司股票等足以影响激励对象勤勉尽责以及基本诚信的,均属于激励对象的负面清单范围,不得参与上市公司的股权激励。

上市公司可以通过向激励对象发行股份、回购本公司股份、实际控制人转让等形式获得股权激励所需要的股份。需要特别注意的是,上市公司全部

在有效期内的股权激励计划所涉及的标的股票总数累计不得超过公司股本总额的10%。非经股东大会特别决议批准,任何一名激励对象通过全部在有效期内的股权激励计划获授的本公司股票,累计不得超过公司股本总额的1%。而且,股权激励计划的有效期限从首次授予权益日起不得超过10年。实践中一般选择3-5年的区间比较多。

股权激励并不是股票的直接给予与行权,应当设立激励对象获授权益、行使权益的条件。拟分次授出权益的,应当就每次激励对象获授权益分别设立条件;分期行权的,应当就每次激励对象行使权益分别设立条件。这其中业绩设置与考核比较关键,设置过低则比较容易达到,对于公司发展的积极作用较小;设置过高则会适得其反,挫伤主人翁的积极性与能动性。尤其是激励对象为董事、高级管理人员的,上市公司应当设立绩效考核指标作为激励对象行使权益的条件。绩效考核指标应当包括公司业绩指标和激励对象个人绩效指标。上市公司可以公司历史业绩或同行业可比公司相关指标作为公司业绩指标对照依据,以同行业可比公司相关指标作为对照依据的,选取的对照公司不少于3家。

上市公司在推出股权激励计划时,并非一定要全部授予,可以设置预留权益,灵活激励,预留比例不得超过本次股权激励计划拟授予权益数量的20%。上市公司应当在股权激励计划经股东大会审议通过后12个月内明确预留权益的授予对象;超过12个月未明确激励对象的,预留权益失效。

激励对象参与股权激励计划的资金来源应当合法合规,不得违反法律、行政法规及中国证监会的相关规定。上市公司不得为激励对象依股权激励计划获取有关权益提供贷款以及其他任何形式的财务资助,包括为其贷款提供担保。

## 二、限制性股票与股票期权

限制性股票与股票期权是上市公司股权激励中最为常用的两种方式，两者在股票来源、激励对象要求、绩效考核指标要求、实施程序、实施条件、预留权益规定方面均大致相同，差异主要体现在认购价格、限售及解限售和资金支付等方面，具体如下：

### 1. 认购价格

限制性股票的授予价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者：①股权激励计划草案公布前1个交易日的公司股票交易均价的50%；②股权激励计划草案公布前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一的50%。

股票期权的行权价格不得低于股票票面金额，且原则上不得低于下列价格较高者：①股权激励计划草案公布前1个交易日的公司股票交易均价；②股权激励计划草案公布前20个交易日、60个交易日或者120个交易日的公司股票交易均价之一。

相较于股权激励实施时的价格而言，限制性股票是有折扣的，但股票期权则没有折扣，激励对象的收益完全取决于解除限售后的公司股票价格情况。从这一点来说，股票期权适用于高成长型、未来具有极强增长亮点、增值趋势明显的上市公司，限制性股票则比较适合于大部分的上市公司。

### 2. 限售及解限售

限制性股票的授予日与首次解除限售日之间的间隔不得少于12个月。在有效期内，上市公司应当规定分期解除限售，每期时限不得少于12个月，各期解除限售的比例不得超过激励对象获授限制

性股票总额的50%。当期解除限售的条件未成就的，限制性股票不得解除限售或递延至下期解除限售。

股票期权授权日与获授股票期权首次可行权日之间的间隔不得少于12个月。在有效期内，上市公司应当规定激励对象分期行权，每期时限不得少于12个月，后一行权期的起算日不得早于前一行权期的届满日。每期可行权的股票期权比例不得超过激励对象获授股票期权总额的50%。当期行权条件未成就的，股票期权不得行权或递延至下期行权。

### 3. 资金支付

限制性股票一次授予、分期行权，授予时就需要缴纳资金，激励对象的资金压力会比较大，但是类似于创业板第二类限制性股票的形式，则会大大减轻激励对象的资金压力；而股票期权为一次授予资格，将来认购时缴纳资金，资金远期缴纳，且可以分期认购，资金压力较小。



### 三、员工持股计划

实践中,很多人会将员工持股计划也视为股权激励的一种形式,但严格来说,员工持股计划并不是标准意义上的股权激励,虽然也会发生员工到股东身份的转变,但鉴于其实施过程与实施形式,更像是一种稳健的投资理财,其限制更少,操作也更为简单。

中国证监会在2014年6月发布了《关于上市公司实施员工持股计划试点的指导意见》(证监会公告〔2014〕33号)(下称《指导意见》),提出员工持股计划是指上市公司根据员工意愿,通过合法方式使员工获得本公司股票并长期持有,股份权益按约定分配给员工的制度安排。员工持股计划的参加对象为公司员工,包括管理层人员。因此,员工持股计划的持股主体只要是公司员工就可以,而无需其他类似于工龄、岗位、贡献度等特殊条件,覆盖范围更广。

员工持股计划的股份来源包括上市公司回购本公司股票、二级市场购买、认购非公开发行股票、股东自愿赠与等众多渠道,其中二级市场购买的,按照二级市场价格进行;通过非公开发行认购的,可以按照非公开发行股票的价格规定进行确定,具有一定的折扣空间。员工持股计划对于业绩考核并没有强制性的要求,可以由上市公司自行决定。

员工持股计划也需要设置相应的限售期限,每期员工持股计划的持股期限不得低于12个月,以非公开发行方式实施员工持股计划的,持股期限不得低于36个月,自上市公司公告标的股票过户至本期持股计划名下时起算。其认购资金需要一次认购且缴纳完毕。

与严格意义上的股权激励不同,员工持股计划暂不征收个人所得税,也不存在公司层面的财务成本。同时,员工持股计划需要设置管理机构,可以是公司自己,也可以委托符合要求的机构。

### 四、小结

作为上市公司稳定员工队伍、完善公司治理机制的重要手段,股权激励发挥着重要的积极作用,股权激励应该是动态而非静态的过程,因为静态的分配股份必然会带来固化的利益,同时股权激励没法做到绝对的公平。但是可以通过长期动态优化来趋向于公平,从而避免存在“坐车的”比“拉车的”拿得多,员工躺在股份上睡大觉的情形。

上市公司应当根据自身的发展阶段与实际需求并考虑员工的参与意愿等多方维度选择股权激励形式、设计激励方案,以期能够达到构建共同利益体、激发主人翁意识、推动长远发展的综合积极效果。当然,上市公司股权激励法定要求律师事务所出具专业意见,涵盖方案公告、授予、行权以及解除限售的各个阶段,因此上市公司需要提早聘请专业律师协商相关事宜,以免耽误信息披露进展。

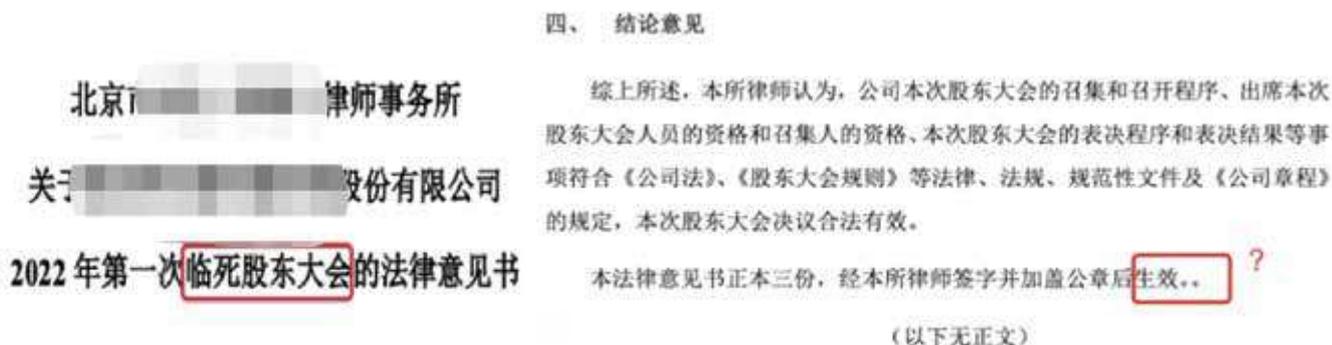
(完)

# 律师见证上市公司股东大会如何勤勉尽责

作者 杜莉莉 谭燕蓉

2022年5月16日晚间,A股某上市公司发布临时股东大会决议公告以及律师出具的股东大会法律意见书。但在该法律意见书的大标题处,“临时股东大会”被写成了“临死股东大会”。

在公告发布不久后,上市公司便迅速更正了上述错误标题。但即便更正之后,该公告最后一句仍然出现了两个句号。



2022年5月18日,深圳证监局对上述涉事的律师事务所采取责令改正的监管措施,对三名律师采取出具警示函的监管措施,要求涉事律师事务所采取有效措施完善相关制度,进一步加强出具法律意见书的流程管控,切实提高证券法律业务执业质量。

本次乌龙事件让该A股上市公司成功“出圈”,也把律师事务所推上风口浪尖。文字错漏背后,一方面体现出经办律师未能勤勉尽责、认真履职;另一方面,这种低级错误在法律意见书发布时还未被发现,对于背后原因也令人思考,由此也引发了对整个律师事务所的专业性、执业质量以及监督复核等风控工作的广泛质疑。针对前述事件,笔者检索时发现,律师就上市公司股东大会出具法律意见书,存在不少错误甚至因此被处罚的情况。

律师出席股东大会并出具见证意见这一证券法律业务较为常见且不复杂,但其中涉及的核查事项和核查程序其实并不少。根据律师从事证券法律业务的相关规定,并结合律师出席上市公司股东大会的实务,就该类业务的注意事项及风险控制流程汇总提示如下:

阶段	核查内容	依据
受聘后的准备阶段	1. 核查上市公司是否已根据规定公告股东大会通知或临时提案通知，制作查验计划；	《上市公司股东大会规则（2022年修订）》（以下简称《股东大会规则》）第五条、第四十六条； 《章程指引》第一百七十一条。
	2. 核查会议召集人身份、召集时限、会议通知时间、股权登记日（需注意核查自会议通知发出之日起至会议召开之前股权登记日是否发生变更）是否符合规定；	《中华人民共和国公司法（2018年修正）》（以下简称《公司法》）第一百条、第一百零一条、第一百零二条； 《中华人民共和国证券法（2019修订）》（以下简称《证券法》）第九十条； 《章程指引》第四十三条、第四十四条、第四十七条、第四十八条、第四十九条、第五十条、第五十六条； 《股东大会规则》第四条、第六条、第七条、第八条、第九条、第十条、第十八条。
	3. 核查会议召开方式，核查拟审议事项是否属于应当向公众提供网络投票方式的事项，如存在网络投票方式，应注意核查网络投票系统的开放与关闭时间是否符合法律规定；	《股东大会规则》第二十一条； 《章程指引》第五十六条； 《上市公司治理准则（2018修订）》（以下简称《上市公司治理准则》）第十五条； 《深圳证券交易所上市公司股东大会网络投票实施细则（2020修订）》第四条； 《上海证券交易所上市公司自律监管指引第1号——规范运作》第七节。
	4. 核查通知中股东大会拟审议表决的议案形式和内容是否合规。	《公司法》第二十二条； 《股东大会规则》第十三条、第十四条、第十六条、第十七条； 《章程指引》第五十三条、第五十七条； 《上市公司治理准则》第七条、第十三条、第十九条。
开会当日-会前对股东资格的合法性进行验证，并登记股东姓名或名称及其所持有表决权的股份数	会议开始前： 1. 依据证券登记结算机构提供的股东名册共同对股东资格的合法性进行验证：核对出席股东的股票账户卡、身份证或其他能够表明其身份的有效证件或证明出席股东大会。代理人还应当提交股东授权委托书和个人有效身份证件； 2. 核对证件原件应当复印存档； 3. 核对登记与会股东及所持有表决权的股份总数； 4. 核查应当出席会议的董事、监事、董事会秘书是否出席会议，应当列席会议的高级管理人员是否已列席。	《公司法》第一百零六条、第一百五十条； 《股东大会规则》第二十四条、第二十五条、第二十六条； 《章程指引》第六十条、第六十一条、第六十二条、第六十三条、第六十四条、第六十五条、第六十六条、第六十七条； 《深圳证券交易所融资融券交易实施细则（2021年修订）》第七章 7.6； 《上海证券交易所上市公司自律监管指引第1号——规范运作》3.2.3。

阶段	核查内容	依据
股东大会 会议召开	1. 核查会议召开的时间、地点与会议通知所载明的相关内容是否一致；	
	2. 核查会议主持人及选举程序（非董事长主持）是否合规；	《公司法》第一百零一条； 《股东大会规则》第二十七； 《章程指引》第六十八条。
	3. 核查计票人及监票人提名及选举情况是否合规，与此同时，见证律师应当独立计票、监票，确保表决结果符合事实；	《股东大会规则》第三十七条； 《章程指引》第八十七条。
	4. 核对会议主持人宣布现场出席会议的股东和代理人人数及所持有表决权的股份总数与经本所律师核查会议登记情况是否一致。	《股东大会规则》第三十条； 《章程指引》第七十二条。
股东大会 表决程序 及结果	1. 核查会议审议及表决的事项是否与公司已公告的会议通知及补充通知（如有）中所列明的议案一致；	《公司法》第一百零二条； 《章程指引》第五十四条。
	2. 核查股东在会议中提出的疑问是否得到董事、监事、高级管理人员作出解释和说明；	《股东大会规则》第二十九条； 《章程指引》第七十一条。
	3. 核查股东就提案进行审议过程中是否对提案进行修改；	《股东大会规则》第三十四条； 《章程指引》第八十四条。
	4. 逐项判断议案表决通过的条件，并逐项记录实际进行表决的票数情况，核查选举董事、监事的议案（如有）是否涉及累积投票制度；	《公司法》第一百零三条、第一百零五条； 《股东大会规则》第三十二条、第三十三条、第三十六条； 《上市公司治理准则》第十七条； 《章程指引》第七十六条、第七十七条、第七十八条、第七十九条、第八十二条、第八十五条、第八十六条、第八十九条、第九十条。
	5. 核查议案是否涉及独立董事应当发表独立意见的情形；	《上市公司独立董事规则》（证监会公告〔2022〕14号）第二十三条； 《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第1号——主板上市公司规范运作》3.5.19； 《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第2号——创业板上市公司规范运作》3.5.19、7.1.3； 《上海证券交易所上市公司自律监管指引第1号——规范运作》4.4.3、6.4.3、7.3.5。

阶段	核查内容	依据
股东大会 表决程序 及结果	6. 核查是否涉及关联股东回避表决的情况；	《股东大会规则》第三十一条； 《章程指引》第八十七条。
	7. 核查会议表决结束时间是否合规（现场会议结束时间不得早于网络投票结束时间）；	《股东大会规则》第三十八条； 《章程指引》第八十八条。
	8. 核查与会人员是否履行决议公告前的保密义务（建议：会后进行网络搜索，根据网络信息发布时间判断）；	《股东大会规则》第三十八条； 《章程指引》第八十八条。
	9. 见证律师参与监票、计票，见证核查参会股东情况及表决情况表；	《股东大会规则》第三十七条； 《章程指引》第八十七条。
	10. 核对股东大会记录及决议内容及签署情况是否合规。	《股东大会规则》第四十一条； 《章程指引》第七十三条、第七十四条。
见证律师出具法律意见书	1. 根据会议情况起草法律意见书，并由签字律师进行交叉校验； 2. 见证律师于股东大会现场宣读关于股东大会的法律意见； 3. 根据规定留存相应的底稿备查。	《律师事务所从事证券法律业务管理办法》第六条。
公告股东大会决议	上市公司公告股东大会决议	《股东大会规则》第三十九条、第四十条、第五十一条； 《章程指引》第九十一条、第九十二条。
底稿资料整理交卷	1. 离场前应要求上市公司提供与见证股东大会相关的底稿资料； 2. 根据所内相关规定整理上市公司股东大会相关底稿资料并完成交卷工作。	-

## ■ 结语

除了律师应该就股东大会相关事项进行核查并勤勉尽责外，健全的内部控制系统和复核体系也是律师事务所提高自身执业质量和保证信息披露质量的必然要求。从过往证券服务机构的运行经验来看，内部控制系统的建立可以集合证券服务机构中资深人士的支持、不断总结过往项目的得失，能够为项目组提供及时有效的指导和帮助，有助于提高机构的整体执业质量。目前，从事证券业务的绝大多数律师事务所已经建立了比较完整的内控体系，内控、复核体系的健全和有效运行，是在律师工作的基础上，发挥事务所制度优势后的二次把关，能够帮助律师进一步确保所出具法律文件的**真实、准确、完整**，避免出现不必要的法律风险。

如前所述，律师从事证券业务应遵守《律师事务所从事证券法律业务管理办法》《律师事务所证券法律业务执业规则（试行）》等规定，即使针对简单的核查事项，仍应履行全面的核查和注意义务，同时，律师事务所的风控制度和措施应切实执行，而不是流于形式，以保障所出具法律文件的质量。

# 对话

## DIALOGUE

## 新旻破晓, 乘风破浪

### ——对话植德合伙人李童云律师

采编 龚若舟

植德资本市场部于今年开年之际, 迎来了12位合伙人及数十位专业律师的加盟, 自此, 植德资本市场部拥有了一支由20多位合伙人、100多位律师及专业人士组成的专业队伍。在此背景下, 我们邀请李童云律师结合自身选择植德二次创业的心路历程、植德一体化模式的优势、部门未来发展展望等问题与我们做交流、分享。



李童云律师长期从事资本市场领域的法律实务与研究, 善于从企业经营者的角度考虑法律问题, 曾带领团队主持完成了数十家企业的公司改制设立、证券发行上市、资产重组等项目。2011-2014年期间, 李律师受聘担任中国证券监督管理委员会第三届、第四届、第五届创业板发行审核委员会委员。李律师目前担任植德资本市场部牵头合伙人。

### Q1: 选择植德二次创业的心路历程?

说到二次创业, 可能要从自己的职业经历开始。我大学毕业后, 先在其他单位工作了一段时间, 后来因机缘巧合, 有一个到律师事务所工作的机会。当时我对律师职业并不太了解, 但多年的法学院学习经历, 可能潜移默化地让我内心深处对这个以法律知识为执业基础的专业领域充满了向往和期待。同时也有一种年轻时“无知者无畏”的状态, 使我在当时连律师资格都没有取得的情况下, 仅抱着对律师职业的向往, 就义无反顾地加入了这个行业。

在律所, 我刚开始做的是诉讼, 在完整经手的一个诉讼案件结束后不久, 我有机会接触到了第一单证券业务。做完这单业务后, 我明显地感觉到证券业务更适合自己的。在类似IPO这样的证券业务中, 整个项目是一个系统性工程, 既需要律师项目团队内部紧密配合, 又需要各家机构高效协同。同时, 因一家企业由非上市公司变为上市公司, 是企业发展过程中的里程碑事件,

涉及对企业极为全面和深入的法律尽调及判断，这要求律师团队既要熟悉和了解资本市场的法律法规和监管理念，又需要结合企业实际情况对其他多个门类的法律法规做深入研究并有效运用，从而做到为客户提供真正有价值的服务。感觉在这类业务中，能够不断学习和发展的获得感，以及陪伴客户、帮助客户整体变得更好这一过程的价值感，都很打动自己。于是我就一头扎了进去，自那时开始到现在，已经二十多年过去了，期间我的职业经历几乎全部围绕证券资本市场业务，应该说我对证券业务还是非常热爱的。

从事证券业务二十多年下来，随着市场环境、监管环境的变化，尤其是证券法、刑法的修改，相关集团诉讼等案件陆续爆出，不仅引起了市场的强烈反响，包括律师在内从事证券服务的机构和人员，应该说都不得不开始思考这个领域未来的发展方向。这个思考不仅仅在于我们自己怎么带团队、怎么把具体的项目做得更好，更多是要求大家站在更高的行业角度，考虑如何整体更稳健、更可持续的发展。

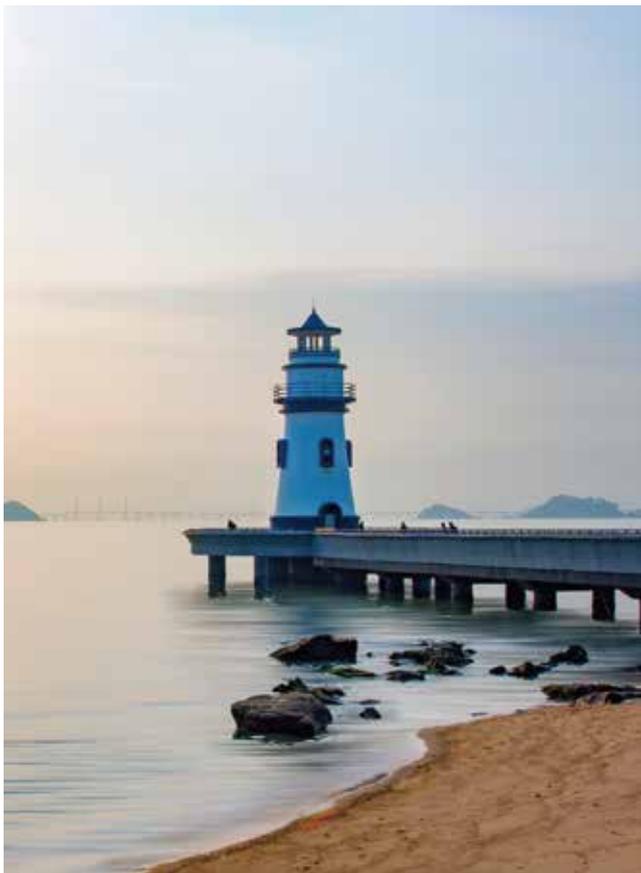
这样的思考促使我们不得不跳出既有的思维，去看看业内其他同行在用什么样的制度、各自的做法有何利弊，以及都在做些什么思考。在我们和其他同行接触的过程中，大家都非常开放、坦诚。在交流中，我们发现大部分同行可说几乎都面临同样的转型发展困惑，因为大家都是在伴随中国市场快速发展二十多年后，已经非常适应多年来形成的模式，面临新的变化和要求，较大的变革都是很大的挑战。

在这个过程中，我们也拜访了植德，植德是我们拜访的所有律所里最年轻新锐的。植德的创始人多是80后，作为律所创始人而言，他们非常年轻，所以最开始我们只是抱着看看年轻人是怎么发展律所态度去拜访。结果第一次见面就让人很受触动。

总结下来主要有两点，第一，植德非常开放，面对我们的拜访，可说是知无不言言无不尽（我们后来知道，这不是对我们的特殊优待，植德对所有同行均持此开放态度，希望能与同行切磋琢磨，共同进步）；第二，我们把二十多年执业生涯中遇到的所有痛点难点——比如：律师养成，如何既举全所之力系统性培养人才，又能发挥律师养成过程中“传帮带”不可替代的优势；为律师赋能，如何一体化沉淀事务所的知识成果并有效反哺所有业务人员；其他诸如如何发挥协同作用、保证质量、防范风险等等，一一端出来，令我们惊讶的是，居然没有一个不是他们已经再三考虑讨论过，并在制度中做了相应设计和安排的。当然我们并不认为植德制度就是完美的，但植德至少在追求完美的路上已经走得非常靠前了，而且也的确感觉植德的制度和理念，一定程度上解决了律所管理和发​​展普遍面临的一些痛点问题。

后来我们了解到，植德其实经历了一段堪比立法的时期，在植德由昊凯基础上正式改组之前，植德的创始合伙人用了长达半年多的时间进行制度设计，那段时间他们每个周末都聚在一起，在对“一个怎样的事务所才是目前中国市场比较理想的事务所”这个命题的不断设问、回答、思考、讨论、对比、权衡下，在对律师执业、律所管理各种场景和细节不断地推演、打磨下，最终形成了立所的核心理念及全套制度，并在此基础上，启动了对昊凯的重组并更名为植德。这种谋定而后动的精神，打个不恰当的比喻，堪比很多国家立宪的过程，而且也符合且超前于机构订立制度的“头五年黄金期”这个法则。这套制度自推出至今已有五年，中间虽有局部优化和完善，但整体制度并无大的变化，且持续受到事务所内部的认可以及市场的广泛关注，应该说与植德一直推崇的“理念先行，制度打底”这一理性选择是分不开的。

除制度以外，植德的文化也非常令人关注，植德推行“体面、专业、合作、进取、友爱”的核心理念和价值观，除专业、进取等全行业均奉为圭臬的准则以外，还强调“体面、友爱”等注重对人关怀的价值观，其中对“友爱”进一步解释为“严格的爱”，希望这种友爱能促使大家彼此指正、互相谅解、共同进步，恰如古训所说“友直、友谅、友多闻”；强调合作共进，使一体化、跨专业的合作不只是一种制度，更成为一种文化，甚至一种信仰。植德立所短短的五年间，即连续不间断地获得知名律所榜单ALB的“最佳雇主奖”，以及在四百多人、多地办公室之间，凭借合作共进的制度与文化，已然建立起对客户“全方位、立体化、一站式”的服务体系，可以说都是践行前述理念和价值观的结果和体现。



不得不说，这种制度和文化的，真的有一种无法抗拒的吸引力，吸引了很多同行决心投身其中，去做尝试，去做突破。

## Q2: 植德一体化模式下，如何更好地满足客户全方位、全生命周期的需求？

植德一体化的模式对于资本市场部更好地服务客户有很多优势。

### 第一，资本市场部内部的一体化和协同。

在植德平台，资本市场部内部可以延伸事务所一体化的理念和制度，做到资源集合和共享，做到1加1大于2，从而发挥整个部门资源集聚的协同效应。一体化模式下，资本市场部在内部打破各合伙人团队之间的藩篱，在人员的培养和使用、业务操作的全流程管理、知识成果的共建与共享、作业质量的保证与提升、风控制度的完善与有效执行、品牌影响力的持续打造等多方面，均一体化、系统性地予以规划并执行，体现了集体智慧和集体创造的惊人力量。

**部门一体化的建设。**概括来说，在植德资本市场部扩容后的短短时间里，我们在人力资源管理的各方面均已做了整体规划，并建立了行之有效的制度和工作机制；在系统培训方面，我们已建立全部门培训大纲，推出了针对不同年级不同需求的差异化培训体系和课程，并形成了根据年轻律师的反馈及时更新、优化课程的机制（每一次课程均当堂征集听课反馈，并在下一堂课予以回复）；在业务操作流程方面，我们已建立证券业务全流程管理的基础框架，其中涉及主要流程节点提示、各阶段主要任务提示、各阶段常用法规汇编、各阶段常用知识成果汇编等；在知识成果的沉淀和管理方面，我们已建立资本市场知识成果库的1.0版本，并已建立长效更新机制；在证券业务风控体系方面，我们已建立全套业务支持及风控制度，并已根据新规完成第一次全面修订；在中后台对一线业务提供支持方面，我们按事务所

统一安排，建立了资本市场部中后台团队，形成了标准化作业的流程，以使中后台发挥服务和支持作用，解放一线律师的时间，为一线律师助力。

借助上述举措，我们希望在培训、业务全流程管理体系、知识成果的共享机制等多重赋能之下，建立一套完善的资本市场法律服务体系，打造一支卓越的资本市场法律服务团队，从而真正成为一支值得依赖、能够成就客户的律师团队，持续为客户提供更好、更有价值的服务。

具体项目执行方面，我们也努力践行一体化的理念。面对具体项目，为保证效率，我们执行的仍然是项目团队制，即为每一个项目均组建一支由合伙人、资深律师、律师助理等多人组成的，人员相对稳定的项目团队提供服务。但执行过程中，我们服务客户并不仅限于项目团队的力量，有需要时，我们会发挥部门及事务所的一体化优势，举全部门甚至全所力量来为客户排忧解难。

## **第二，发挥一体化优势，集合全事务所多部门力量为客户提供全方位、全生命周期的服务。**

从客户横向需求来看，资本市场部所提供的证券法律服务并不是一个单纯的仅限于资本市场领域的法律服务。客户在谋求登陆资本市场的时候，因资本市场入场券所附带的标准、条件等，通常会面临多门类的法律需求，涉及如知识产权、人力资源、反垄断、争议解决等领域，而在律所专业化分工的大趋势下，资本市场律师作为理解和熟悉资本市场法规和监管理念的专家，很难对如上所述的多领域均做到专业极致精湛。

在此种情况下，律师所在律所是否具备多门类法律服务的战略布局，以及是否具备多部门协同配合的能力，就成为律师团队是否可以为客户提供全方位、一站式服务的关键。而这，又恰是植德一体化

建设的一个优势所在。

植德在立所之初，即立志成为可以为客户提供全方位、立体化、一站式服务的律所，因此，多年来围绕这一目标持续在做专业布局。截至目前，植德已建设和发展了银行与金融、知识产权、投资基金、特殊资产与破产重组、家事服务与财富管理、政府监管与合规、投融资并购、反垄断与竞争法、不动产与基础设施、人力资源与劳动关系、资本市场、税务和争议解决等十三大专业领域。

同时，植德推崇“专业至上”，希冀为每一个客户的每一个需求，都能派出最专业最擅长的团队来支持，并为此要求每一律师仅可选择一个主业（可同时选择两个辅业）做长期持续深耕。在这种理念和制度下，植德为每一专业部门均配备了行业领先水平的专业团队。这使得资本市场团队在为客户提供服务时，可以协调和动用全事务所的专业力量，为客户提供全方位且最优的服务。这种一站式服务既能使客户减少多头管理法律服务商的磨合成本，又能保障资本市场团队对客户需求的能有更全方位的认知和理解，从而做到服务的最优。

从客户纵向发展来看，无论是IPO还是并购重组等资本运作都不会是客户的独立目标，而是客户从创立、发展、壮大的整个纵向发展历程中承上启下的一个环节。植德拥有十三大专业领域，能够服务于客户从初创、融资、改制上市、投资并购等全部发展阶段。而一体化模式下的植德，能够把服务于客户各个发展阶段的专业资源及经验进行有机整合，使植德可以有机会更有效掌握客户的真实与潜在需求，更有针对性、甚至更具前瞻性地提供法律服务。

行业研究。对于从事资本市场专业服务的机构来说，需对客户所在行业进行深入研究，是大家的共识。企业步入资本市场，由非公众公司变为公众

公司，对公司而言是一场质变，对投资人而言，是多了一个分享经济实体发展红利的平台，投身其中的服务机构天然具有一种桥梁作用，需要基于对行业的全面深入认识而做出专业判断并向公众投资者做客观真实的揭示。以律师为例，在做专业分析判断时，有赖于对企业所在行业的发展历程和现状、规制该行业的法律法规以及监管体系、企业在所处行业的地位和作用、其核心竞争力、经营发展存在的风险等的深入了解和认识，这样基于对客户深刻洞悉而做出的判断，才能保证全面、精准而不失于偏颇和断章取义。

但行业研究对于律师来说是典型的难而正确的事，其所要求的专业知识结构必须依赖耗时耗力的跨界学习，且须久久为功方可见功效，如果没有一体化模式下举全所众人之力投入，靠单枪匹马，很难有所成效。而植德恰是得益于这种模式，已布局了由跨部门专业律师组成的十大行业研究委员会，包括：生命科学与医疗健康，新消费、电商与物流，文旅、体育与传媒，房地产与基础设施，电信、芯片与物联网，新材料与新能源，人工智能、大数据与互联网，节能环保与循环经济，高端装备与智能制造和区块链与数字资产，且初见成效，这为包括资本市场部在内的全所各部门的专业服务均提供了深入的行业研究成果支持。

综上，在植德一体化的模式下，资本市场部借助于部门内部更有效地发挥合力，以及事务所各部门间的协同，同时集合全所之力进行难而正确的行业研究，使我们更具备能力为客户提供更好的全方位、全生命周期的法律支持与服务。

### Q3: 植德一体化模式下，如何因应监管环境变化，对客户与植德双负责？

众所周知，现在资本市场监管环境发生了很大的变化，客户与中介机构的违法违规责任及处罚力度从民事到行政、刑事领域都有显著提高，社会舆论的监督也愈发成熟，这样的情况，其实是对中介机构勤勉尽责的标准有了更高的要求，其核心还是在于如何保障项目质量。而一体化的植德为我们提供了一整套完整的制度、流程来保障项目质量。

#### 第一，人才选聘与培养。

植德从实习生到律师助理再到律师，都有全所统一的人才招聘标准与流程，保障进入植德的业务人员都是符合植德所要求的专业素养及“体面、专业、合作、进取、友爱”价值观的法学学子。进入植德后，植德学堂会为各年级专业人员设计和提供全面且贯穿其成长过程的培训课程，并进行严格的定期考核，确保对律师负责，并进而对客户负责。就资本市场部律师的培训，部门在前述植德学堂整体培训安排的基础上，会结合资本市场业务的特点及对律师的要求，进一步设定更具针对性的长效培训体系，以保证各年级律师都可以得到及时的细分专业培训和赋能，帮助他们快速成长。

#### 第二，专业的人做专业的事。

如前所述，植德推崇“专业至上”，希冀为每一个客户的每一个需求，都能派出最专业最擅长的团队来支持，并为此要求每一律师仅可选择一个主业（可同时选择两个辅业）做长期持续深耕。这一举措保证了资本市场部从合伙人到律师均能长期、持续专注于资本市场法律服务。持久专注的深耕细作，保证了服务队伍的稳定、专业和富于经验。

#### 第三，知识成果库的建设与共享。

证券法律业务覆盖的领域非常广泛，要求律师

对项目涉及的各个部分都必须有深入的研究、理解，同时项目周期相对较长，在这种情况下，一位律师或者一个团队仅凭亲身经历的项目，在短时间内，知识和经验的积累都会有限。但我们又希望每一位律师，每个项目团队，都尽可能多地掌握相关知识和经验，从而保证对每一个项目都提供最优质最具价值的服务。因此，如何有效地汇集全部门乃至全所专业律师共同的经验和智慧，形成共建共享的知识成果库，从而拓展每一位律师的专业视野，优化他们的知识结构，丰富他们的项目经验，就成为了一项非常重要的工作。在植德一体化模式下，在全所律师的高度共识和共同努力之下，目前不仅是所有证券律师之间的知识成果能够不设限地共享，更难得的是跨部门的知识成果也能够及时高效的共享，这也已经成为植德及资本市场部养成人才、提高作业质量的又一关键举措。

#### 第四，风控制度。

植德拥有全所统一的证券法律业务支持及内核制度，从项目立项开始，植德就会组建专门的内核小组为特定项目保驾护航、提供全程技术支持。植德证券业务内核人员均为持续活跃在一线的市场领域资深律师、合伙人，这样的构成，保证了内核小组既有很强的风险控制意识，又能够非常深刻地理解律师成就客户的使命，以及证券业务的实际情况，从而能够将内核工作做到既专业又务实，为保证项目质量、有效防范风险提供有力支持。

凭借以上的律师培训体系、专业至上的制度保证、知识成果共享机制等多方面的赋能计划，并加以对特定项目的内核小组定向支持，植德能够更有效地保障项目执行质量，从而做到在成就客户的同时，保护客户，保护自己。

## Q4: 植德一体化模式下，如何打造律所与律师的命运共同体？

律师是律所发展的基础，是律所最宝贵的财富。律师队伍是否稳定、是否具有高超的专业能力和水平，直接决定了律所为客户提供服务质量的高低。要想做一流的律所，首先须有一流的律师。植德所有创始合伙人均自一线律师助理起步而成长至今，可以说对这一命题有极为深刻的认识。因此，植德写入章程的10字核心理念和价值观，会异乎寻常，居于首位者为“体面”二字，即，植德希望客户以植德的服务而感到体面，也希望员工和律师以在植德供职而感到体面，并将此做为事务所安身立命的第一要义。基于这样一个核心理念，植德自始即非常重视律师从入行、起步、成长、成熟的全流程培养、赋能，着力打造“体面、专业、合作、进取、友爱”的律师价值观与稳定可靠的律师队伍。

进入植德后，植德学堂会为所有新入职伙伴提供全所统一的入职培训——“未来营”，课程内容涵盖法律思维与法律检索、团队协作与沟通、法律文书格式等基本技能；同时各专业部门还会在前述通识课程的基础上为新入职同学提供部门专业培训，以资本市场部为例，我们会为新伙伴提供资本市场通识课程以及工作各环节涉及的专业课程。而培训工作并非止于新人阶段，度过在非定向合作的一年级后，二年级以上的律师会与合伙人进行双向选择并建立稳定的带教关系，由特定合伙人定向为相应律师提供一对一、手把手、传帮带式的指导。与此同时，植德学堂会连同相关专业部门为全年级律师持续提供针对各阶段，覆盖自驱力、专业力、商业力、领导力的全面课程，伴随大家成长。考核方面，植德每年会为不同年级律师安排述职，进行定期考核，确保进入特定年级的同学都符合该年级所应具备

的能力，能够为客户提供相应水准的法律服务。

应该说，律师在律所的发展是有无限空间的。每一位优秀的合伙人都是从律师助理、律师一步步做起的，所以，我们理解，律所的文化更应该是一种平等的文化，我们会把每一位进入事务所、进入部门的同事，不仅仅看作是一位员工，而更看作是一位伙伴，期待能与各位伙伴一起发展，彼此成就，合力打造共同的事业平台。同时，我们也理解，律师成长的道路通常不会一帆风顺、轻轻松松，期间所遇到的困难，既涉及专业能力的突破和升级，往往也伴随职业规划、生活与工作的平衡等困惑。我们希望植德以及资本市场部能是一个可以给予每一位伙伴持续关注、理解和支持的平台，也因此，植德以及资本市场部致力于将自身打造成为一个对律师而言具有明确成长路径、平等文化、透明环境、友爱氛围的地方，尝试通过培训、带教、团建、植德夜话（一项内部定期交流机制）等等多种交流融合方式，为大家持续赋能，提高大家专业内外的获得感。当然，我们理解，在律师这样一个高度专业、注重理性的群体中，想在专业之外提高大家的幸福感，并不容易，这对我们也是智慧和能力的挑战。但我们理解，对于一家律所，这始终会是身处其中律师不言自明的期许，所以，植德一直在努力尝试、不断改进。而创所以来植德已连续五年被ALB评为最佳雇主，这其实给了我们很大信心，也使得我们相信未来能够在打造律师与律所命运共同体上做得更出色。

最后，对于准备踏入律师行业的同学，我有几点想分享给大家。

第一，应当对律师职业有全面和理性的认识，不要只看它光鲜的一面，也不要只看它辛苦的一面，

要深刻理解这个行业的内涵和价值，从而真正了解它是否符合自己内心深处的职业需求。唯有理性选择，才可更稳更远；

第二，做律师需要有主动的长远规划，自驱力对于律师非常重要，只有对自己各个阶段的目标、行动方案、可能面临的困难与挫折有明确的认识和预期，且能够在长期主义的理念下持续付出，才能在律师的成长路上保持清醒、减少困惑与犹豫，获得长足的进步；

第三，专业实力是律师安身立命的根本，积累硬实力是个长期、辛苦的过程，而学习一些技巧可能很容易就上手，所以，优秀律师都是在硬实力的积累上能够坐住冷板凳、下足功夫的。这让我想起查理·芒格在多次演讲中常提到的一句话，要经常考虑“如何将自己擅长的事情做到极致”。

## Q5: 植德资本市场部未来发展展望？

有关植德资本市场部的建设，前面多少有所提及，在这里我想做一些总结，我们心目当中的资本市场部，它应该具备如下特征：

### 一、一体化模式，打破藩篱，举全部门智慧与力量，共同建设

独行快，众行远。在植德以及资本市场部，我们已经感受到一个集体凝心聚力所带来的巨大能量。在过去不足一年的时间里，部门内所有合伙人及大部分同事，在投身于一线业务的同时，均积极参与部中后台的建设。包括人才招聘与培养、业务质量提升与保证、风险防范与控制、品牌建设、内务管理在内的各方面，均已在短时间内完成了制度、规则、日常机制建立等基础性工作，并在实际推行中初见成效。考虑到律师业务工作的繁忙以及业内众所周知中后台建设的不易，这个

成果是超预期的，也是惊人的。这也是一体化模式下集体智慧的成果，它更坚定了我们打破内部藩篱、走一体化道路的信心。

## 二、长期主义思维，做难而正确的事

我们希望资本市场部及所有合伙人都能够有长期主义思维，敢于做难而正确的事。如前所述，人力资源结构的优化，培训体系的打造和推行，知识成果的积淀和分享，深度行业研究等，这些无一不是资本市场业务及团队行稳致远的关键所在，然而，也不得不承认，它们也都不是可以产生立竿见影创收效果的事情。如果没有长期主义思维，没有做难而正确之事的远见和决心，这些事情即使不令人望而却步，也往往至少会是虎头蛇尾。

## 三、统一标准，确保个体及整体的优秀，确保安全与稳健

我们希望，在植德一体化模式下，资本市场部能够借助统一的人员招/培/留/用/晋升制度、作业流程管理、风控体系等，做到全部门关键标准的统一，其中包括用人、作业质量、风险识别与防范控制等多方面的标准，从而努力做到，既保证每一个个体的优秀，也进而保证整体的优秀和稳健。

## 四、提供有价值的服务，做能够成就客户的律师和团队

在这里，首先要特别对我们所有的客户说一声诚挚的感谢！植德资本市场部的合伙人及律师，在历史上曾陪伴了近200家客户成功IPO的过程，其中包括A股、港股、美股。当我们说这是我们一份业绩清单的时候，我们深知，这是客户给予我们信任成就了这份清单。换言之，我们是站在这些优秀、伟大企业的肩膀上，获得了这份业绩！

在法治化建设日益前行的今天，市场对律师这个职业也提出了新的挑战和要求。一个怎样的

律师及团队，是市场和客户所需要的，换句话说，律师的价值到底是什么，这可能是每位律师都要考虑的问题。

对于资本市场律师而言，我们最深刻的体会是，我们的价值在于我们服务了有社会价值的企业，以及在这些优秀的企业借助资本市场变得更好的路上，我们做了有价值甚至有创造性的工作。因此，一方面，我们希望能够努力将律师传统的工作做到极致；另一方面，我们希望自己是真正懂客户需求的律师，是在需要时能够用创造性工作成就客户的律师。我们会下大功夫做行业研究，我们要求我们的律师能够既熟练掌握基本技能，又能够举一反三，融会贯通；既着眼于具体的工作，也需深刻理解客户的商业需求；既保证法律专业的精湛，也要同步理解相关业务与财务信息。以上种种，皆服务于这样一个目标，即，我们希望自己不仅仅是可以将具体工作做到极致的工匠（这是基础，很重要），也是真正懂客户商业需求、能够以自己的专业工作成就客户的律师。

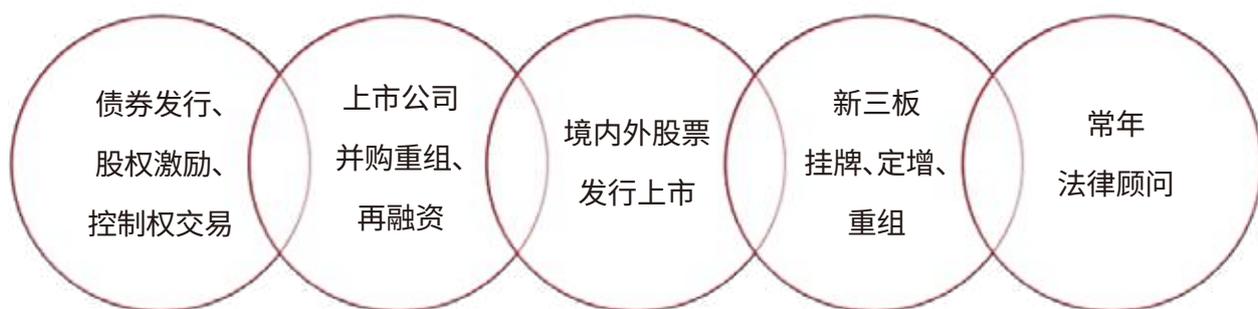
在植德一体化模式下，经历了扩容的资本市场部，愿以一种“知止而有得，谋定而后动”的心态，抱持长期主义，苦练内功。既做能够成就客户的律师，也做能够成就伙伴的平台。在这样的道路上，我们共同确认了一些必不可少的努力方向，包括更科学的人才培养机制、更专业的执业管理机制、更可靠的内核风控机制、更高效的协作共享机制等等。我们相信在植德一体化的模式下，无论是我们的长期愿景，还是具体目标，都会扎扎实实地推进、一步一步地实现。 **（完）**

## 关于资本市场部 ■

植德资本市场部是植德重要的业务部门，拥有20多位资深合伙人、100多位律师及专业人士，多名合伙人拥有超过20年的丰富执业经验，深度参与并见证了中国资本市场的发展壮大，其中多位合伙人曾担任中国证监会发行审核委员会委员、证券交易所上市委员会委员，也曾多次受邀参与中国证监会及相关政府部门的立法研讨工作，参与众多具有突破性、标志性的重大交易，多次开创各类企业上市、并购及再融资项目的第一案。由于出色的专业服务能力与经验，资本市场部合伙人常年被Chambers (钱伯斯) 等权威榜单评为领先律师，始终站在资本市场法律业务发展的前列。

植德资本市场部通过全所专业人员、知识、业务与资源的深度整合，致力于打造一个“助力客户成就梦想、为客户全周期保驾护航、综合运用境内外资本市场、提供全方位解决方案的中国顶尖资本市场部门”。

植德资本市场部有五大业务服务范围：



我们独特的服务优势在于：



本期执行主编 | 姜瑞明

本期责任编辑 | 杜莉莉 黄彦宇 龚若舟

本期版式设计 | 刘 柳



前行之路 植德守护

---

北京 | 上海 | 深圳 | 武汉 | 珠海 | 海口

[www.meritsandtree.com](http://www.meritsandtree.com)