

科创板“以信息披露为核心”的注册制试点改革

刘成伟* 马德刚**

摘要:科创板所承载的一项重要改革任务便是试点注册制。而注册制的核心则是信息披露。从证券发行注册制改革的要义来看,强调信息披露的核心地位不仅在于规则制度本身,更在于证券发行审核理念由核准制向注册制的转变。理念的转变始于从顶层设计到配套规则的落地,并在长期的审核实践中予以延伸并完善改进,而最终经一以贯之的公开透明、公平公正且标准统一的市场预期形成后方得以大成。本文将主要从信息披露这个核心视角,关注科创板的相关制度框架本身。基于科创板本身对于“科技创新”这一板块定位的鲜明特点,科创板申报企业的主营业务、市场估值、投资者权益等势必均与相关技术的披露、价值判断、知识产权保护等息息相关。科创板还有同股不同权这一相对于传统 A 股板块的新物种以及允许境外注册的红筹企业境内上市等制度突破,从信息披露角度也这些新突破势必也涉及不少新的监管要求或者境内外不同法域监管的协调等。总之,由核准制向注册制的转变,不会是一个一蹴而就的动作,其实质是要落实证券发行监管理念的转变。

关键词:信息披露 技术 知识产权 披露豁免

引言

科创板的重任之一便是“试点注册制”,从中央全面深化改革委员会发布的《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》以及中国证券监督管理委员会

* 环球律师事务所合伙人。

** 环球律师事务所合伙人。

环球律师事务所声明:本文仅代表作者个人意见,不代表其所在单位的任何意见或建议。

员会(以下简称证监会)发布的《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》(以下简称《科创板实施意见》)来看,其标题开宗明义地明确了科创板的这一改革重担。所谓“注册制”,对于中国境内资本市场而言,是相对于现行《证券法》框架下针对证券公开发行所实行的“核准制”而言的。笔者理解,由核准制向注册制的转变,不会是一个一蹴而就的动作,其实质是要落实证券发行监管理念的转变。而这种理念的转变,其抓手正如2019年4月19日召开的中共中央政治局会议所点睛明确的:“科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制。”诚如独立学者清澄君所言:这种理念就是“只要披露准确,哪怕洪水滔天”。正如美国证券交易委员会(Securities and Exchange Commission, SEC)官员所言,SEC审查注册报告的最终目的是“在可能的范围内,取得有关(发行人商业、财务、证券等)事宜全面而公正的披露”(Barker, SEC Registration of Public Offering Under the Securities Act of 1933, *Business Lawyer* 1996)。其背后是对市场的信赖和敬畏,监管者要做的只是为市场提供真实、充足的信息,而非自以为高过投资人一等,对投资人指手画脚,或者替他们拿哪家证券可以买,哪家不能买的主意。^①

到底应如何把握其中要义,笔者理解,需要回答好三个基本问题:第一,披露什么?披露的内容和边界。第二,如何审核?审核的标准和尺度。第三,违规了怎么办?责任体系的确立和执行。

一、披露的内容和边界

作为基本要求,从信息披露的内容角度,正如《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》(以下简称《科创板注册办法》)第5条所明确的,发行人应当“依法充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息”。

一方面,原则上,凡是对于“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”,^②均应当披露。正如《科创板注册办法》(第34条)所明确的:“中国证监会制定的信息披露规则是信息披露的最低要求。不论上述规则是否有明确规定,凡是对投资者作出价值判断和投资决策有重大影响

^① 清澄君:《注册制是一种制度,更是一种理念》,载比较公司治理微信公众号:<https://mp.weixin.qq.com/s/z9wd-xEh01XS721FOn9HcA>,最后访问日期:2019年7月29日。

^② 《上海证券交易所科创板股票上市规则》(以下简称《科创板上市规则》)第5.2.1条。

的信息,发行人均应当予以披露。”强调法定最低要求的同时,也明确凡是“对投资者作出价值判断和投资决策有重大影响的信息”,均应当披露。

另一方面,披露也需要边界或者针对性。考虑到发行人的主营业务的行业特点、发展阶段、公司自身状况等各有差异,究竟哪些信息属于对投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息也需要区别对待,需要有针对性。从信息披露的目的来看,其核心诉求应是使投资者能够在获知合理充分信息的基础上作出投资决策(informed decision)。然而,从立法现实来看,任何规则都无法做到尽善尽美覆盖全部可能性。对于法定要求基础之上的自愿披露,究竟哪些是有重大影响的信息,从发行人、投资者以及作为“守门人”的监管者的不同角度出发,均难免会出现理解偏差(无论基于不同利益诉求的主动倾向抑或被动选择性失忆或不同视角的关注偏差)。另外,客观来讲,就投资者需要在浩瀚信息海洋中寻求有效信息而言,也并非事无巨细一股脑全披露便是有利于投资者决策。因此,监管角度也要求“发行人应当根据自身特点,有针对性地披露行业特点、业务模式、公司治理、发展战略、经营政策、会计政策,充分披露科研水平、科研人员、科研资金投入等相关信息”。^①尤其是,就科创板的优先支持、推荐“科技创新”企业发行上市的板块定位而言,科创板发行人的信息披露势必会涉及诸多科技、技术密切相关的针对性披露要素。下文第四部分将就此展开进一步分析。

另外,就科创板的包容性而言,该板块明确允许尚未盈利的发行人申请上市,以及存在特别表决权安排的、涉及红筹架构或^② VIE 协议安排的企业申请上市。对于存在此类特殊情况或特殊架构安排的发行人,也会涉及相关的特殊信息需要披露。下文第五部分将进一步分析。

最后,为投资者合理决策提供信息基础的另一侧面的要求是要充分揭示风险。尤其是,要充分揭示“可能对公司核心竞争力、经营稳定性以及未来发展产生重大不利影响的风险因素”。^③换言之,信息披露的目的一方面提供价值判断相关信息;另一方面也要充分揭示相关风险,以便投资者在信息披露基础上作出合理决策。

^① 《科创板注册办法》第 39 条。

^② VIE, Variable Interest Entity, 即可变利益实体。

^③ 《科创板注册办法》第 39 条。

二、审核的标准和尺度

“注册制”并不意味着监管机构对证券发行不再进行审查。无论是美国《1933年证券法》及美国《1934年证券交易法》框架下 SEC 所监管的证券“注册”,还是香港证监会(Securities and Futures Commission, SFC)及香港联交所(The Stock Exchange of Hong Kong Ltd., HKEX)在香港《证券及期货条例》和联交所上市规则体系下的双重审核,都涉及监管机构对证券发行的监管审核。

就信息披露的审核而言,首先需要明确责任主体披露的标准,其次才是监管机构的审核把握问题。从《科创板注册办法》、《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》(以下简称《科创板审核规则》)、《科创板上市规则》、《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》(以下简称《科创板招股书指引》)等相关规则来看,要求信息披露应当及时、公平地进行,并且“所披露信息必须真实、准确、完整,不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏”。^①就信息披露标准而言,科创板的要求与主板、中小板、创业板等其他板块的要求并无实质差异。不过,就科创板的定位特点来看,在信息披露方面尤为突出的一个特点是有关技术信息的披露。正如《科创板注册办法》(第39条)所规定:“发行人应当根据自身特点,有针对性地披露行业特点、业务模式、公司治理、发展战略、经营政策、会计政策,充分披露科研水平、科研人员、科研资金投入等相关信息,并充分揭示可能对公司核心竞争力、经营稳定性以及未来发展产生重大不利影响的风险因素”。而对此,发行人可能有的很大顾虑是,其核心技术秘密可能因为上市而大白于天下进而导致被竞争对手不当使用。对此,《科创板招股书指引》提供了一个豁免披露的通道:“发行人有充分依据证明本准则要求披露的某些信息涉及国家秘密、商业秘密及其他因披露可能导致其违反国家有关保密法律法规规定或严重损害公司利益的,发行人可申请豁免按本准则披露。”^②

尽管有上述豁免披露的可能,但对于技术特点突出的科创板申请企业具体应该如何把握信息披露的程度和方式,尽可能做到既能满足合规要求又不至于引致重大不利影响,以便在公司正当利益维护以及投资者保护之间保持微妙的平衡,还是有很

^① 《科创板注册办法》第5条。

^② 《科创板招股书指引》第9条。

多事项值得仔细琢磨和专业分析。对此,下文第四部分将进一步分析。

另外,关于审核的尺度把握,《科创板审核规则》第34条明确规定:“本所在信息披露审核中,重点关注发行上市申请文件及信息披露内容是否包含对投资者作出投资决策有重大影响的信息,披露程度是否达到投资者作出投资决策所必需的水平。”就科创板而言,尤其考虑到技术相关信息对发行人的关键性、常规信息披露的标准以及实务中披露豁免的相对高门槛等因素,可能有必要进一步思考的是信息披露与信息公开之间的关系。对于证监会的现行审核机制,诟病比较多的一个问题是在申报后至上市前的审核期间内,一些反馈问题及回复并未能充分、全程被披露。在此方面,我们注意到,上海证券交易所(以下简称上交所)科创板官网在信息公开页面专门留出了“问题与回复”栏目,这可能也算是针对前述被诟病问题的一个改进。充分的信息披露当然是值得鼓励的一个方向,不过,笔者认为,这里面可能存在一定的理解误区。充分信息披露和全程信息公开之间可能不完全一样。很典型的例子,对于SEC监管下的注册发行,也区分秘交(confidential filing)和公开递交(public filing)阶段,在此过程中的SEC的反馈问题及发行人答复也并非全程或全部公开。

实际上,信息披露也有必要对不同的披露对象进行区别对待——针对负责发行审核的监管机构,以及依赖信息进行投资决策的投资者。从监管审核的角度,所有监管机构认为必要的重大信息,都可以根据监管规则的要求或精神要求发行人充分提供或披露,但这些信息是否全部都属于投资者进行合理决策所必需或者适合对外公开,则未必。过度的信息披露是否可能会导致投资者反而降低了捕捉有效信息的能力,也有进一步讨论的空间。比如涉及历史沿革等事项,监管审核可能需要关注,但并非有必要事无巨细都提供给投资者。从投资者角度来看,公司业务运营、未来价值等相关的重要信息和重大瑕疵风险,可能更是其合理决策所需。

三、披露的责任主体

从注册制试点来看,《科创板实施意见》予以明确的一项基本原则就是“强化信息披露监管,归位尽责”。具体要求如下:

- 建立和完善以信息披露为中心的股票发行上市制度;
- 强化发行人对信息披露的诚信义务和法律责任;
- 充分发挥中介机构核查把关作用;

——引导投资者提高风险识别能力和理性投资意识。

责任主体的厘清,事关具体披露实务的落地执行以及后续若出现披露违规情形的责任追究。不同的交易行为中,其相关行为责任主体或法定义务承担方会有差异或不同侧重。从科创板的证券发行来看,现行《科创板注册办法》及其他相关规则对不同主体的信息披露责任进行了必要的区别对待:

第一,发行人,作为信息披露第一责任人。发行人应当诚实守信,依法充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息。

第二,发行人的控股股东、实际控制人,应当全面配合相关机构开展尽职调查和其他相关工作,不得要求或者协助发行人隐瞒应当披露的信息。

第三,中介机构,应履行核查义务。其中,

——保荐人,对注册申请文件和信息披露资料进行全面核查验证;

——证券服务机构应审慎履行职责,作出专业判断与认定:(1)对与本专业相关的业务事项履行特别注意义务,(2)对其他业务事项履行普通注意义务。

四、科创板信息披露的针对性要求——“硬科技”核心

更具针对性和有效性的信息披露,才是提供投资者决策所必需的信息这一规则的要义所在。就科创板而言,这一要义可以从如下几方面去理解。

(一)准确把握“硬科技”核心

《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》(以下简称《推荐指引》)第3条具体解释了“符合科创板上市公司定位”的内涵。《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中对符合“国家战略”的“战略新兴产业”进行了详细规定。战略性新兴产业是以重大技术突破和重大发展需求为基础、对经济社会全局和长远发展具有重大引领带动作用、知识技术密集、物质资源消耗少、成长潜力大、综合效益好的产业。国家发展与改革委员会《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》、国家统计局《产业分类》、国家知识产权局《专利优先审查管理办法》对“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和战略性新兴产业的科技创新企业”的内涵、相关政策进行了详细规定。简言之,符合科创板定位,不是凭空设想的主观判断,而是符合国家宏观调控目标,符合中央政府多年经济管理规律的客观评价。

另外,针对保荐机构的审核要点,《推荐指引》第5条规定保荐机构应当准确把握科技创新企业的运行特点,充分评估企业科技创新能力。^① 笔者理解,判断拟上市企业是否符合科创板上市定位与审核要点,具有时序关系:不是先根据《推荐指引》第5条进行审核,后根据第3条判断是否符合科创板“上市定位”;而是在判断拟上市企业符合科创板定位后,进而评估该企业是否具有“创新能力”。保荐机构不能认为重点关注的事项是判断是否“符合科创板上市定位”;重点关注的事项应是判断拟上市企业的创新能力是否在实质上符合准入门槛。简言之,创新能力才是科创板上市企业的核心特点;符合国家发展战略的新兴产业的“硬科技”创新能力才是核心中的核心。

(二) 针对几个重要术语的解读

技术、技术成果和知识产权是三个不同的概念,不能混淆。核心技术不等于核心技术成果或核心知识产权。

1. 技术

技术是指制造某种产品、应用某种工艺或提供某种服务的系统知识。《供发展中国家使用的许可证贸易手册》(1977年)规定:“技术是制造一种产品的系统知识,所采用的一种工艺或提供的一项服务,不论这种知识是否反映在一项发明、一项外形设计、一项实用新型或者一种植物新品种,或者反映在技术情报或技能中,或者反映在专家为设计、安装、开办或维修一个工厂或为管理一个工商业企业或其活动而提供的服务或协助等方面。”由此可见,技术是制造产品、采用工艺或提供服务的系统知识,这些知识可以被理解和掌握,可以有载体,可被人类理解和感知,也可以没有载体,仅仅保留在人脑之中、可以进行人际传播。

2. 技术成果

《最高人民法院关于审理技术合同纠纷案件适用法律若干问题的解释》(法释〔2004〕20号)第1条规定:“技术成果,是指利用科学技术知识、信息和经验作出的涉及产品、工艺、材料及其改进等的技术方案,包括专利、专利申请、技术秘密、计算机软件、集成电路布图设计、植物新品种等。”由此可见,技术成果是人类应用科学技术解决具体技术问题的精神产品,不包括关于科学技术的基础研究以及软科学研究成果。

^① 《推荐指引》第5条,审核的重点包括:(1)是否掌握具有自主知识产权的核心技术;(2)是否拥有高效的研发体系;(3)是否拥有市场认可的研发成果;(4)是否具有相对竞争优势;(5)是否具备技术成果有效转化为经营成果的条件;(6)是否服务于经济高质量发展,是否服务于创新驱动发展战略、可持续发展战略、军民融合发展战略等国家战略,是否服务于供给侧结构性改革。

3. 知识产权

知识产权不是知识,而是一种“排他”的权利。《民法总则》第123条规定:“民事主体依法享有知识产权。知识产权是权利人依法就下列客体享有的专有的权利:(一)作品;(二)发明、实用新型、外观设计;(三)商标;(四)地理标志;(五)商业秘密;(六)集成电路布图设计;(七)植物新品种;(八)法律规定的其他客体。”

由此可见,知识产权是一种专有的权利,技术成果符合法律规定的,可以成为知识产权的客体。例如,具有新颖性和创造性的技术成果,如发明创造,在其符合《专利法》的要求时,可以经申请被国家授予专利权。“被国家授予的专利权”和“申请专利之前的技术成果”是两个截然不同的概念。技术成果是应用科学规律解决技术问题的精神产品,专利权是排除他人实施特定技术成果的权利。

4. 核心技术

《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》第10条规定了对主要依靠核心技术开展生产经营的理解:主要依靠核心技术开展生产经营,是指企业的主要经营成果来源于依托核心技术的产品或服务。一是发行人能够坚持科技创新,通过持续的研发投入积累形成核心技术。二是发行人主要的生产经营能够以核心技术为基础,将核心技术进行成果转化,形成基于核心技术的产品(服务)。如果企业核心技术处于研发阶段,其主要研发投入均应当围绕该核心技术及其相关的产品(服务)。三是核心技术的判断主要结合发行人所处行业的国家科技发展战略和政策、整体技术水平、国内外科技发展水平和趋势等因素,综合判断。这说明,核心技术与主营业务和主要产品直接相关,脱离主营业务和主要产品的技术不能被理解为核心技术。

5. 核心技术人员

根据上文针对“核心技术”的解读,核心技术人员应指掌握制造某种产品、应用某种工艺或提供某种服务的系统知识中的核心技术的人,对核心技术的研发、保护、运用具有重要地位的人,主要包括核心技术人员以及技术团队的核心管理人员。

6. 自主创新和自主知识产权

笔者认为,“自主”具有如下几个特征:自主创新的技术成果和自主知识产权作为经济活动,可以计入中国国内生产总值(GDP);中国法院对技术成果和知识产权具有司法管辖权;中国税收主管机关对自主创新技术成果和自主知识产权具有税收管辖权;知识产权权利人、发明人、设计人、作者是中国人或中国企业;中国公民或中国企业在创新前对项目的立项选择、研发进程具有主导权等。

(三) 技术保护和技术相关风险的披露

1. 技术保护解读

《科技版招股书指引》第54条规定:发行人应……披露发行人的核心技术是否取得专利或其他技术保护措施、在主营业务及产品或服务中的应用和贡献情况。

拟上市企业是否具有创新能力,是科创板上市应关注的重要事项;但是创新成果、特别是核心技术是否得到专利或其他措施的保护,关系着拟上市企业的技术领先水平、持续营利能力和市场竞争地位等。

知识产权贯标,是提升企业知识产权管理水平的重要手段和措施。通过贯标的企业,对知识产权的创造、保护和运用的水平通常会有所提升,特别是对商业秘密的管理水平会显著提升。

专利的挖掘和布局,是保护核心技术的重要手段。专利挖掘,是识别技术成果,特别是核心技术成果的重要步骤,专利的组合和布局,是保护核心技术的“关键技术”,科创板上市企业应当在上市前对技术成果作一次系统的梳理,出具《专利挖掘和专利布局工作报告》。这个报告本身就是企业的商业秘密,对企业保护核心技术、披露核心技术具有重要作用。

2. 技术相关风险解读

《科技版招股书指引》第33条第1项和《科创板上市规则》第3.2.8条列举了与技术相关的主要风险。根据上述法规规定,拟上市企业对技术相关风险应予披露。但是,发行人未必有足够的能力和效率准确、及时、完整地识别技术风险、披露技术风险。

发行人不能准确、及时、完整地识别、披露技术风险,会造成严重的后果。一方面会造成其市场竞争力严重下降,另一方面会因为违反信息披露义务而被投资者追诉或被强制退市。

3. 借力知识产权专业服务机构保护技术和防范技术相关风险

(1) 知识产权专业服务机构的作用

发行人可以借助知识产权专业知识对事实问题进行调查,对与技术和知识产权相关的问题进行分析判断;发行人和保荐人可以从知识产权服务机构的工作成果中发现价值、机会和风险;发行人和保荐人可以将知识产权专业服务机构的工作成果作为履行披露义务、合规管理风险的证据和论据。

(2) 知识产权专业服务的具体内容

贯标是指发行人通过《企业知识产权管理规范》国家标准(GB/T-29490-2013)的第三方认证,证明发行人已经建立起合格的企业知识产权管理体系。专利分析:发行人可以委托专业机构调查分析竞争态势,充分利用各国专利公开信息,及时监控竞争对手。^① 专利预警/技术自由实施 FTO 调查:发行人可以在重大研发立项、新品上市、首台套重大技术装备出口前进行专利预警分析评价,管控侵权风险。^② 专利挖掘与布局:如前文所述,该项工作对于发行人核心技术识别、高价值专利培育、技术转化效率具有重要意义。^③

(四) 技术保护与信息披露之间的平衡

1. 披露义务豁免

《上市审核规则》第 44 条规定:发行上市申请文件和对本所发行上市审核机构审核问询的回复中,拟披露的信息属于国家秘密、商业秘密,披露后可能导致其违反国家有关保密的法律法规或者严重损害公司利益的,发行人及其保荐人可以向本所申请豁免披露。本所认为豁免披露理由不成立的,发行人应当按照规定予以披露。国家秘密可以豁免披露义务很好理解,但是如何申请豁免商业秘密披露义务是个难点。

2. 国家秘密和商业秘密解读

商业秘密已经被我国《民法总则》确定为受法律保护的知识财产。企业的核心技术并非全部适合用专利保护。适用商业秘密保护,或者使用专利保护效率不高时必须当作商业秘密来保护。

商业秘密的两大特性是具有非公知性和保密性,一旦披露,有可能因为丧失保密性而进入公有领域,不能再成为发行人的无形资产。但是,发行人不披露商业秘密,很难全面评价发行人的无形资产、创新能力和竞争能力,最后导致投资者估值不准,而被迫披露商业秘密又可能导致严重损害公司利益。因此,发行人要在保护技术和上市披露之间找到微妙的平衡。

3. 申请披露豁免的策略

根据《审核问答》第 16 条的规定,发行人因涉及商业秘密提出豁免申请的,应当符合以下要求:(1) 发行人应当建立相应的内部管理制度,并明确相关内部审核程序,

^① 参见许玲玲:《运用专利分析进行竞争对手追踪》,载《情报科学》2005 年第 8 期。

^② 参见戚淳:《论建立专利预警机制的必要性和预警模型的构建》,载《科学学与科学技术管理》2008 年第 1 期。

^③ 参见梁宏:《浅谈企业如何挖掘专利和进行专利布局》,载《中国发明与专利》2015 年第 1 期。

审慎认定信息豁免披露事项；(2)发行人的董事长应当在豁免申请文件中签字确认。

4. 豁免披露的信息应当尚未泄露

笔者认为,发行人申请豁免披露商业秘密时,应当披露技术秘密的项目名称、能解决的具体技术问题以及应用该等技术秘密时可以给产品或服务带来的与众不同的使用价值。披露这类信息一方面可以使投资人对该等商业秘密的价值进行评估,也可以在投资人指控发行人隐瞒信息或虚假披露时,作为披露义务与商业秘密一致性判定的重要依据。最后,发行人在申请豁免披露商业秘密时,应当证明该商业秘密没有被泄露。

五、科创板信息披露的其他特殊情形

(一) 公司治理——同股不同权(AB股)

同股不同权可谓是科创板的一个重大制度突破。实务中,同股不同权有着各种不同的惯常叫法,比如AB股、双重股权结构等。境外市场中,除了20世纪就已接纳双重股权(dual class share)安排并已有丰富实践经验的美国市场以外,曾痛失阿里巴巴上市机遇的我国香港资本市场,在经历了2014年和2017年两轮意见征集与尝试后,最终于2018年主板上市规则中正式采纳了不同投票权(Weighted Voting Rights)。其后,小米、美团等便纷纷采用了不同投票权架构登陆香港资本市场。

就中国内地资本市场而言,科创板的同股不同权制度安排较多地借鉴了香港资本市场的相关规定。其实,2018年中国存托凭证(Chinese Depository Receipt, CDR)试点规则中,中国内地市场就已经接纳了同股不同权的股权结构安排。只不过由于各种原因,小米CDR最终未能成功。2019年3月科创板配套规则纷纷落地后,上交所于2019年4月初受理的优刻得股份有限公司,则成为科创板首个“吃螃蟹”采用同股不同权安排的申请人,而新近受理的科创板首例红筹企业CDR发行人——九号机器人有限公司也同样采用了同股不同权的股权结构安排。可以预见的是,会有越来越多符合条件的科创板企业采用同股不同权机制。因此,随着新机制的实践检验,这些特别机制下的投资保护问题也将日益突出。

在中国内地现有法律框架下,所谓同股不同权,是在“股份公司”的范畴内,相对于同股同权(《公司法》第103条规定:“股东出席股东大会会议,所持每一股份有一表决权。”)而言。首先需要明确的是,所谓“不同权”仅是指表决权方面的差异,而在

其他方面(如分红、清算、信息等),股东权利则应当完全相同。在科创板规则体系下,同股不同权的官方术语是“表决权差异安排”或“特别表决权”,具体是指:“本规则所称表决权差异安排,是指发行人依照《公司法》第一百三十一条的规定,在一般规定的普通股份之外,发行拥有特别表决权的股份(以下简称特别表决权股份)。每一特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量,其他股东权利与普通股份相同。”^①

科创板特别表决权制度突破的立法基础源于《公司法》第131条规定:“国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份,另行作出规定。”该条规定为表决权的差异安排留出了制度空间。而《科创板上市规则》第四章第五节则为境内资本市场的同股不同权机制搭建了制度框架。另外,2019年4月最新修订的《上市公司章程指引》也明确了公司章程有关特别表决权安排的相应规范。

为充分保障公众股东的利益,《科创板上市规则》在第4.5.11条及第4.5.12条中作出明确规定,要求执行同股不同权制度的上市公司应对相关信息提供持续的信息披露,具体体现在如下几方面:一是定期报告。披露此类安排在报告期内的实施和变化情况,以及此类安排下保护投资者合法权益有关措施的实施情况。二是临时报告。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。三是会议通知。股东大会通知中应列明持有特别表决权股份的股东、所持特别表决权股份数量及对应的表决权数量、股东大会议案是否涉及第4.5.10条规定事项等情况。四是监事会意见。监事会应当在年度报告中,就同股不同权制度的执行及相关事项出具专项意见。

(二)红筹企业的域外事项协调

科创板的另一重大制度突破是允许在境外注册的红筹企业在科创板上市。对于境内资本市场而言,以前可以在沪深交易所发行上市的公司仅限于在境内注册的股份公司。而对于在境外注册的红筹企业,除非拆除红筹架构,否则缺乏登录境内资本市场的法律依据和路径。

红筹企业即“注册地在境外、主要经营活动在境内的企业”,早在2018年3月发布的《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)(以下简称21号文)中,便已明确提出允许“已

^① 《科创板上市规则》第2.1.4条。

在境外上市的大型红筹企业”以及“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)”在境内发行股票或存托证上市。但由于各方面原因,曾有望成为首单境内上市红筹企业的小米 CDR 最终未能成功。而目前,《科创板实施意见》再一次明确,符合 21 号文规定的红筹企业,“可以申请发行股票或存托凭证并在科创板上市”。实务中,2019 年 3 月 18 日,华润集团官网披露,公司董事会于 3 月 17 日审议通过了《关于华润微电子启动科创板上市的议案》,从目前已了解信息来看,华润微电子属于境外注册的红筹企业。2019 年 4 月 17 日,境外注册的九号机器人有限公司以 CDR 形式的科创板上市申请已获上交所正式受理。据我们了解,其他有意向登录科创板的一些优质红筹企业也正在积极准备过程中。可以预计的是,随着科创板的正式“开闸”,于境外注册的红筹企业也将在不久的将来陆续登录境内 A 股市场。

针对红筹企业,考虑到其于境外注册而于境内上市,因此不可避免地涉及境内外法律的适用与协调问题,尤其是在公司治理、投资者保护以及信息披露等方面。为此,《科创板上市规则》专设一章——第十三章“红筹企业和境内外事项的协调”——对此进行规范。

一方面,科创板允许红筹企业在公司形式方面可适用其注册地法律规定,包括涉及股权结构、公司治理、运行规范等事项。另一方面,红筹企业申请科创板上市的,还应同时遵守科创板的相关规则要求。^① 因此,当境内外法律就同一事项有不同要求时,往往就会涉及如何适用法律或进行境内外协调的事项。

就科创板红筹企业的公司治理而言,根据《科创板上市规则》的相关规定,可能涉及如下主要方面:

1. 表决权安排,若设置同股不同权等特殊表决权机制的,除了应遵守注册地法律以外,还应满足科创板有关同股不同权制度的规则要求(见上述第 4 节);
2. IPO 决策,根据注册地法律及公司章程规定,无须提交股东大会审议的,可只提交董事会决议(第 13.1.2 条);
3. 上市后决策,按《科创板上市规则》应提交股东大会表决的重大交易、关联交易等事项,可按其已披露的注册地法律法规和公司章程规定的权限和程序执行(第 13.1.7 条);
4. 董事履职,注册地法律法规或者实践中普遍认同的标准对公司董事会、独立董

^① 《科创板注册办法》第 80 条;《科创板上市规则》第 13.1.3 条。

事职责有不同规定或者安排,导致董事会、独董无法按本所规定履职或发表意见的,应详细说明情况和原因,并聘请律师事务所就上述事项出具法律意见(第13.1.8条)。

尽管有上述基本协调原则,仍然不能排除针对特定事项可能会无法协调的情况。对此而言,《科创板上市规则》第13.1.11条明确了如下处理机制:一是申请调整,适用科创板规则可能导致其难以符合公司注册地、境外上市地有关规定及市场实践中普遍认同的标准的,可向上交所申请调整适用,但应当说明原因和替代方案,并聘请律师事务所出具法律意见;二是强制适用,上交所依法认为不应调整的,应执行《科创板上市规则》。

对于在公司形式方面(包含股权结构、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的红筹企业,在投资者保护方面,科创板确立的一个基本原则要求为: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规定的要求。

对于发行CDR的,一方面,应保障境内CDR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。另一方面,程序上,应当合理安排CDR持有人权利行使的时间和方式,保障其有足够时间和便利条件行使相应权利,并根据存托协议的约定及时披露存托凭证持有人权利行使的时间、方式、具体要求和权利行使结果。^①

总体来看,原则要求很明确,但如何判定境外保护水平“总体上不低于”境内要求或境内外“权益相当”,则需要境内外律师结合相关法律法规以及公司章程等的具体规则、治理机制、权益设置等方面进行具体分析,并得出明确结论,尽管“得出这一结论并不是件很容易的事”。^②

投资者保护的一个核心关注是信息披露的充分、公平,可以为投资者进行投资决策提供可供依赖的信息。从科创板规则来看,目前从如下几方面提供了针对性保障:

首先,在IPO申报阶段。

——申请文件,红筹企业应同时遵循第42号格式准则——科创板申请文件,及第40号格式准则——CDR申请文件;

——招股说明书,红筹企业应同时遵循第41号格式准则——科创板招股说明书,及第23号编报规则——CDR招股说明书;

^① 《科创板上市规则》第13.1.10条。

^② 此方面的详细分析可参见李寿双:《住在岛上的独角兽——中国与开曼公司法下股东权利保护比较》,载“公司与证券法点评”微信公众号;<https://mp.weixin.qq.com/s/X6-DZih006EXkFUWPvIDTw>,最后访问日期:2019年7月25日。

——招股说明书特别事项,有股东投票权差异、VIE 架构或者类似特殊安排的,应当在招股说明书显著位置充分、详细披露相关情况,特别是风险、公司治理等信息。其中:

- (1) 涉及 VIE 架构的,应披露协议控制架构的具体安排;
- (2) 涉及特别表决权安排的,应披露相关安排的基本情况,可能导致的风险和对公司治理的影响;以及
- (3) 以专章说明依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。

另外,红筹企业通常会涉及境外持股架构安排。按照之前的监管审核要求,除非真正的外商投资安排,对于红筹背景所涉及的境外控制架构,在国内 IPO 申报之前通常要求拆回到境内控制架构。而目前的科创板规则,则不再强制要求拆除境外控制架构,但对于控股股东、实际控制人设立在国际避税区且持股层次复杂的,要求保荐机构和发行人律师应对下列事项进行核查并发表核查意见:^①

- 发行人设置此类架构的原因、合法性及合理性;
- 持股的真实性、是否存在委托持股、信托持股;
- 是否有各种影响控股权的约定;
- 股东的出资来源等问题;
- 说明发行人控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份权属是否清晰,以及发行人如何确保其公司治理和内控的有效性。

其次,上市后持续披露:

- 年度报告,同股不同权、VIE 等特殊安排在报告期内的实施和变化情况,及保护境内投资者有关措施的实施情况;
- 临时报告,特殊安排出现重大变化或调整,可能对交易价格产生重大影响的,应及时披露;
- 涉 CDR 的,应当在年度报告和中期报告中披露存托、托管相关安排在报告期内的实施和变化情况以及报告期末前 10 名境内 CDR 持有人的名单和持有量,发生重大变动的,及时披露。

最后,涉及两地上市安排。同时有证券在境外证券交易所上市的:

- 境外交易所要求披露的信息,应及时向上交所报告,并同时指定媒体上按

^① 上交所科创板问答,问题 5。

照本规则规定披露;

——就同一事件向境外交易所提供的报告和公告应当与向上交所提供的内容一致,重大差异时应说明;

——被境外交易所停牌的,应及时向上交所报告停牌的事项和原因,并说明是否需要向上交所申请停牌。

总之,作为一个全新的市场板块,科创板的制度设计有诸多创新和突破,同时也有不少新问题和挑战需要面对。