



资本市场法律评述  
2018年3月

**上海**  
上海市银城中路68号  
时代金融中心19和16楼  
邮编: 200120  
电话: +86 21 3135 8666  
传真: +86 21 3135 8600

**北京**  
北京市建国门北大街8号  
华润大厦4楼  
邮编: 100005  
电话: +86 10 8519 2266  
传真: +86 10 8519 2929

**香港**  
香港中环皇后大道中5号  
衡怡大厦27楼  
电话: +852 2969 5300  
传真: +852 2997 3385

**伦敦**  
1/F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
United Kingdom  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323

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

**SHANGHAI**  
19/F&16/F, ONE LUJIAZUI  
68 Yin Cheng Road Middle  
Shanghai 200120 P.R.China  
T: +86 21 3135 8666  
F: +86 21 3135 8600

**BEIJING**  
4/F, China Resources Building  
8 Jianguomenbei Avenue  
Beijing 100005 P.R.China  
T: +86 10 8519 2266  
F: +86 10 8519 2929

**HONG KONG**  
27/F, Henley Building  
5 Queen's Road Central  
Central, Hong Kong  
T: +852 2969 5300  
F: +852 2997 3385

**LONDON**  
1/F, 3 More London Riverside  
London SE1 2RE  
United Kingdom  
T: +44 (0)20 3283 4337  
D: +44 (0)20 3283 4323

[master@llinkslaw.com](mailto:master@llinkslaw.com)

## 境内资本市场对接创新企业的十个焦点问题

作者: 通力律师事务所创新企业法律服务组

2018年3月30日, 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的若干意见》(以下简称“《若干意见》”), 创新企业发行A股或存托凭证(CDR)迎来重大制度创新。

通力创新企业法律服务组总结了近期合作伙伴最为关注的十个焦点问题, 结合我们对《若干意见》的理解, 与各位友人进行交流分享。后续服务组还将依托通力的一体化平台服务优势, 就创新企业、投资机构、投资银行关心的创新企业上市、股权投资、基金投资、信息安全合规等问题展开持续讨论。

### 1. 为何《若干意见》未列具体时间表?

细心读者发现, 《若干意见》并未给出相关举措具体实施的“时间表”, 是因为尚待时日?提纲挈领性的重要文字自然需要精准理解, 《若干意见》明确相关工作将坚持“稳中求进工作总基调”, 而且在最后的第十部分强调了组织保障, “各地区、各相关部门要高度重视, 统一思想, 提高认识, 加大工作力度, 确保试点依法有序开展”; 从具体工作的实施角度, 紧随《若干意见》的公布, 证监会发布了《开展创新企业境内发行股票或存托凭证

如您需要了解我们的出版物,  
请与下列人员联系:

**郭建良:** (86 21) 3135 8756  
[Publication@llinkslaw.com](mailto:Publication@llinkslaw.com)

**通力律师事务所**  
[www.llinkslaw.com](http://www.llinkslaw.com)

**免责声明:** 本出版物仅代表作者本人观点, 不代表通力律师事务所的法律意见或建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

## 境内资本市场对接创新企业的十个焦点问题

试点答记者问》(以下简称“《答记者问》”),明确证监会将抓紧制定试点相关的配套制度、同时会同有关方面,精心组织实施试点;作为《若干意见》的配套措施,中国证监会《关于修改<首次公开发行股票并上市管理办法>的决定》、《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》也迅速公开征求意见(以下合称“《征求意见稿》”),《征求意见稿》明确符合《若干意见》的试点企业,不适用原主板、创业板《首发管理办法》中有关盈利及不存在未弥补亏损的发行条件。由此可见,实践中制度优化举措已密集出台或在紧锣密鼓准备中,在四项试点原则(即服务国家战略、坚持依法合规、稳步有序推进、切实防控风险)的基础上,相关条件一旦成熟,具体工作将时不我待,在制度层面也很可能形成“一意见、两办法、相关细则”的体系化支撑,为适格创新企业在境内资本市场发行股票、存托凭证铺平道路。

### 2. 近期市场多版本“独角兽”是否能进入试点?

近期市场中流传有多种版本的独角兽企业名单,目不暇接,到底哪些独角兽能进入试点?最新的《若干意见》显示,试点政策青睐的创新企业,应当是符合国家战略、掌握核心技术、市场认可度高,属于高新技术产业和战略性新兴产业,且达到相当规模的创新企业,即只有同时满足《若干意见》提出的“行业”及“规模”基本要求的独角兽企业才能进入试点。

就行业要求,《若干意见》列举互联网、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 7 类创新行业,该等创新行业与之前国家有关部门颁布的《关于深化制造业与互联网融合发展的指导意见》等遥相呼应。

就规模要求,《若干意见》明确:

- (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(根据媒体统计,符合条件的境外上市公司主要包括腾讯、阿里、百度、京东、网易等);
- (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(根据媒体统计,完全符合条件的企业数量应不会太多);
- (3) 尚未在境外上市的创新企业营业收入快速增长,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。

## 境内资本市场对接创新企业的十个焦点问题

上述规模要求中的第(1)项、第(2)项以明确的数字标准进一步体现《若干意见》侧重在“试点”，对可纳入试点的独角兽企业亦是优中选优。而第(3)项并无明确数字指标要求，我们理解主要系针对前期投入较高、尚未实现高营业收入的创新企业(典型企业包括医药医疗企业、集成电路企业等等)，但是因为尚未有明确量化的财务标准，后续监管部门确定该类试点独角兽企业时可能会更看重该等企业的自主研发能力、其掌握核心技术的国际领先性以及其所属行业对国家战略的重要性，我们特别建议的是，因为没有具体数字标准，应重点关注如何“可视化”地证明自身符合第(3)项标准，例如针对“国际领先”，行业内的国际权威评奖等不失为有力佐证。

### 3. 目前没有营业收入或营业收入增速不高的创新企业能否申请在境内发行股票？

该问题尤其受尚未在境外上市的创新企业所关注。《若干意见》规定，未在境外上市的试点企业申请在境内发行上市，则至少要求其最近一年营业收入不低于 30 亿元人民币，或者营业收入虽然未达 30 亿元人民币但快速增长。

特别需要关注的是，拟修改的主板《首发管理办法》未排除纳入试点企业对首发条件中关于营业收入要求的适用，而拟修改的创业板《首发管理办法》虽然删除了关于最近一年营业收入不少于 5000 万元人民币的条款，但我们理解营业收入未达 30 亿元人民币的创新企业仍应当适用《若干意见》关于营业收入快速增长的要求，同时，申请创业板上市的创新企业的营业收入是否还有底线要求也有待进一步明确。有鉴于此，部分目前还没有营业收入或者虽有部分营业收入但增速不高的创新企业暂未被纳入试点企业的范畴，该部分创新企业申请在境内发行股票仍应遵守现行《首发管理办法》关于发行条件的相关规定。

### 4. 存在未弥补亏损的创新企业能否申请在境内发行股票？

创新企业历史上研发、股份支付等费用支出普遍较大，依照原《首发管理办法》，该企业上市申报前存在的累积未弥补亏损往往成为其境内发行股票的障碍。根据《征求意见稿》，该等创新企业如被纳入试点企业，亦将具备在境内发行股票的可能：拟修改的《首发管理办法》规定，根据《若干意见》等认定的试点企业如申请在境内发行上市，可以存在未弥补亏损。

## 境内资本市场对接创新企业的十个焦点问题

### 5. 未盈利创新企业能否申请在境内发行股票？

根据《征求意见稿》，拟修改的《首发管理办法》规定，根据《若干意见》等认定的试点企业如申请在境内发行股票，可以不适用发行条件关于盈利指标相关要求。也即意味着，部分尚未实现盈利的创新企业如被纳入试点企业，将具备在境内发行股票的可能。

### 6. 红筹企业是否可不拆除红筹结构而直接申请境内发行股票或存托凭证？

《若干意见》明确允许试点红筹企业(即注册地在境外、主要经营活动在境内的企业)境内资本市场发行存托凭证上市，具备股票发行上市条件的试点红筹企业也可申请在境内发行股票。《答记者问》中，证监会发言人亦明确《证券法》并未限制注册在境外的公司于境内发行证券，红筹企业在境内发行存托凭证或股票符合《证券法》规定。由此可见，列入试点的红筹企业应可尝试直接申请境内发行证券而无须拆除红筹架构。

尽管如此，试点红筹企业在境内发行证券仍需满足境内部分特殊性要求。《若干意见》指出试点红筹企业在境内发行证券除应符合《证券法》的基本要求外，同时应符合下列要求：

- (1) 同时适用于发行股票或存托凭证：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；
- (2) 仅适用于发行存托凭证：针对存在投票权差异、协议控制架构或类似特殊安排的，应于首次公开发行时，在招股说明书等公开发行文件显著位置充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息，以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。

### 7. VIE 企业是否需要拆除 VIE 结构？

对存在协议控制架构的试点企业，如在境内发行股票，《若干意见》指出“证监会会同有关部门区分不同情况，依法审慎处理”，因此，该类试点企业是否可以在未拆除协议控制架构的情况下直接申请境内发行股票尚待细则制定。

结合《若干意见》中对试点红筹企业境内发行存托凭证的发行条件要求，我们理解，即使后续政策允

## 境内资本市场对接创新企业的十个焦点问题

许保留 VIE 架构，该类试点企业亦应在招股说明书等公开发行文件显著位置充分、详细披露协议控制情况特别是风险、对公司治理影响等信息。

### 8. “宽” or “严”？试点企业发行证券审核标准的适用

本次《若干意见》的推出表明证监会对试点企业的境内发行股票、存托凭证整体呈支持态度。但需要注意的是，《若干意见》以及《答记者问》明确，试点企业在境内公开发行股票，仍应当符合《证券法》、《首发管理办法》等法律法规关于股票发行条件的相关规定，依照现行股票发行核准程序由发行审核委员会审核，同时，试点原则亦提出“强化监管”要求，由此可见，试点企业发行证券的审核标准仍将遵循“依法全面从严”。

### 9. 主管部门对投资者保护提出了哪些要求？

《若干意见》中对投资者利益的保护聚焦于境内投资者利益保护的机制与标准不得低于试点企业对境外投资者的保护力度，在部分涉及到境内投资者利益保护的重要事项(如信息披露，股票减持，争议解决等)上须适用中国境内法律。

目前，在《若干意见》层面，已经明确提出的投资者保护要求主要有以下几点：(1) 试点企业在信息披露、市场监管等涉及公众投资者保护、需要监管部门“依法行政”的事项上，依据中国境内法律规范，履行相关程序和义务；(2) 试点企业尚未盈利的，其控股股东、实际控制人和董事、高级管理人员在企业实现盈利前不得减持上市前持有的股票；(3) 试点企业发行存托凭证的，应当确保存托凭证持有人实际享有的权益与境外基础股票持有人相当；(4) 存托协议明确约定因存托凭证发生的纠纷适用中国法律，由境内法院管辖；(5) 试点企业不得有任何损害境内投资者合法权益的特殊安排和行为在投资者合法权益受到违法行为侵害的情况下，应当确保境内投资者获得与境外投资者相当的赔偿。

### 10. 境内外均上市的试点企业如何披露财务报表？

根据《若干意见》，试点红筹企业在境内发行证券，应按照《证券法》等法律法规规定披露财务信息，并在上市安排中明确会计年度期间等相关问题。试点红筹企业在境内发行证券披露的财务报告信息，可按照中国企业会计准则或经财政部认可与中国企业会计准则等效的会计准则编制，也可在按照国际财务报告准则或美国会计准则编制的同时，提供按照中国企业会计准则调整的差异调节信息。

## 境内资本市场对接创新企业的十个焦点问题

我们注意到,《若干意见》透露后续还将出台若干与《若干意见》相配套的制度和监管细则,包括:(1)对试点企业的具体标准的设置;(2)科技创新产业化咨询委员会的设立;(3)试点红筹企业的跨境监管;(4)对存在协议控制结构试点企业发行股票的处理;(5)财务披露的差异调节等事项进一步的明确,等等。我们将持续关注该等制度和监管细则的落地可能对境内资本市场对接创新企业带来的影响。

## 境内资本市场对接创新企业的十个焦点问题

如需进一步信息, 请联系:

<b>作者</b>	
通力律师事务所创新企业法律服务组	
<b>上海</b>	
<b>韩 炯</b> 电话: +86 21 3135 8778 christophe.han@linksllaw.com	<b>陈 臻</b> 电话: +86 21 3135 8699 grant.chen@linksllaw.com
<b>黄 艳</b> 电话: +86 21 3135 8788 calista.huang@linksllaw.com	<b>翁晓健</b> 电话: +86 21 8519 2266 james.weng@linksllaw.com
<b>陈 鹏</b> 电话: +86 21 3135 8765 patrick.chen@linksllaw.com	<b>张征轶</b> 电话: +86 21 3135 8727 zhengyi.zhang@linksllaw.com
<b>北京</b>	
<b>王利民</b> 电话: +86 10 8519 2266 leo.wang@linksllaw.com	<b>高 云</b> 电话: +86 10 8519 1625 monica.gao@linksllaw.com
<b>香港(与张慧雯律师事务所有限法律责任合伙联营)</b>	
<b>俞卫锋</b> 电话: +86 21 3135 8686 david.yu@linksllaw.com	<b>吕 红</b> 电话: +86 21 3135 8776 sandra.lu@linksllaw.com
<b>伦敦</b>	
<b>杨玉华</b> 电话: +44 (0)20 3283 4337 yuhua.yang@linksllaw.com	

© 通力律师事务所 2018