

# NEWSLETTER

中 伦 e 简 报  
深度观察

 中倫律師事務所  
ZHONG LUN LAW FIRM

**医疗器械企业适用科创板  
第五套上市标准分析** 001/

**如何处理特殊投资条款：  
新三板、北交所规则与案例** 015/

**虚假陈述经典案例评析：适用新虚假  
陈述司法解释阻断交易因果关系，  
上市公司成功实现免责抗辩** 028/

**司法实践中，  
股权激励的退出价格应当如何认定？** 034/

**企业刑事合规建设的关键思考  
——最高检《合规审查办法》第八条如何落地？** 041/

# 医疗器械企业适用科创板 第五套上市标准分析

作者：陈益文 常小宝



2022年3月31日,科创板上市委审议通过上海微创电生理医疗科技股份有限公司(以下简称“电生理”或“发行人”)首发上市申请(尚在注册阶段),电生理成为科创板首家适用第五套上市标准<sup>1</sup>并过会的医疗器械企业。

2022年6月10日,上海证券交易所发布实施《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》(以下简称“7号指引”)。“7号指引”的正式实施,进一步明确了医疗器械企业适用第五套上市标准的相关条件和要求,是进一步完善科创板支持医疗器械“硬科技”企业上市机制,更好发挥科创板服务科技创新发展战略的重要举措。<sup>2</sup>随着电生理的成功过会和“7号指引”的正式施行,医疗器械企业申请适用科创板第五套上市标准或将成为新的趋势。本文将结合电生理科创板IPO项目的相关审核关注要点,对照“7号指引”的相关条款,探索和分析医疗器械企业申请适用科创板第五套上市标准的相关规则及关注事项。

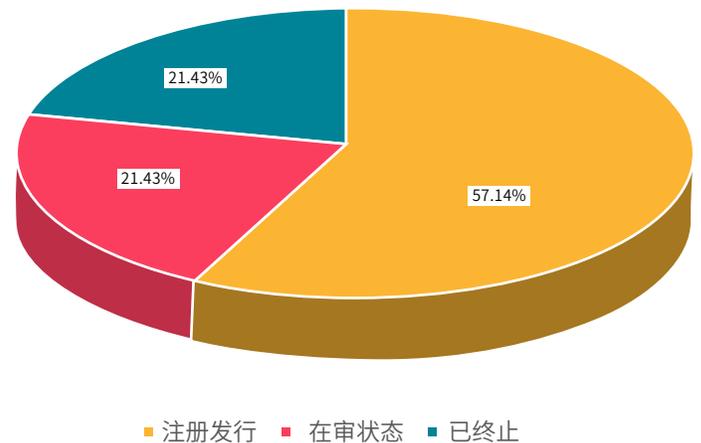
## 第一部分\

# 关于适用科创板第五套上市标准的案例统计

经检索,截至2022年6月11日,适用科创板第五套上市标准的IPO企业共有28家<sup>3</sup>,其相关情况如下:

### (一) 相关IPO企业的审核状态

经统计,上述28家IPO企业中,已注册发行的企业共计16家,在审状态(包括已报送中国证监会申请注册但尚未发行的企业)共6家,已终止企业共计6家。



1.《上海证券交易所科创板股票上市规则》(2020年12月修订)第2.1.2条:“发行人申请在本所科创板上市,市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项:……(五)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。”

2.上海证券交易所:“上交所发布科创板医疗器械企业第五套上市标准适用指引”,网址:[http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20220610\\_5703445.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20220610_5703445.shtml)。

3. 相关IPO企业数据信息来源于:Wind。

## (二) 相关适用科创板第五套上市标准企业的行业分布及主营业务情况

经统计,截至2022年6月11日,适用科创板

第五套上市标准并过会企业共计19家,其中已注册生效共计17家(包括已获准注册企业)。上述企业的行业分布及主营业务情况如下:

序号	公司简称	审核状态	证监会行业	主营业务
1	盟科药业	上市委会议通过	医药制造业	公司是一家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,推动新型抗菌素药物的研发与商业化的企业。
2	电生理	上市委会议通过	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。公司致力于提供具备全球竞争力的“以精准介入导航为核心的诊断及消融治疗一体化解决方案”。
3	荣昌生物 (688331.SH)	已发行	医药制造业	公司是一家具有全球化视野的创新型生物制药企业,自成立以来一直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。公司以创造药物临床价值为导向,为自身免疫疾病、肿瘤疾病、眼科疾病等重大疾病领域提供安全、有效、可及的临床解决方案。
4	亚虹医药 (688176.SH)	已发行	医药制造业	公司是一家专注于泌尿生殖系统(Urogenital System)肿瘤及其它重大疾病领域的全球化创新药公司。
5	海创药业 (688302.SH)	已发行	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Best-in-class(同类最佳)、First-in-class(国际首创)药物为目标的国际化创新药企业。
6	益方生物	证监会注册	医药制造业	公司是一家创新型药物研发企业,聚焦于肿瘤、代谢疾病等重大疾病领域。
7	首药控股 (688197.SH)	已发行	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,专注于抗肿瘤等创新药的研发,目前研发管线涵盖非小细胞肺癌、淋巴瘤、肝癌、胰腺癌、甲状腺癌、卵巢癌、白血病等重点肿瘤适应症以及II型糖尿病等其他重要疾病领域,致力于发展成为一家集研发、生产、销售于一体的综合性创新药企业。
8	迪哲医药 (688192.SH)	已发行	医药制造业	公司是一家创新驱动型生物医药公司。公司致力于新靶点的挖掘与作用机理验证,借助公司自有的转化科学研究能力,探究疾病临床特征与可能的异常驱动基因、蛋白结构间的关系,以推出全球首创药物(First-in-class)和具有突破性潜力的治疗方法为目标。

序号	公司简称	审核状态	证监会行业	主营业务
9	迈威生物 (688062.SH)	已发行	医药制造业	公司是一家创新型生物制药企业, 主营业务为治疗用生物制品的研发、生产与销售, 具体为包括人用治疗性单克隆抗体、双特异性/双功能抗体及ADC药物在内的抗体药物以及包括长效或特殊修饰的细胞因子类重组蛋白药物。
10	金迪克 (688670.SH)	已发行	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。公司已成功开发并商业化的核心产品四价流感病毒裂解疫苗, 具有免疫效果好、安全性高的优势, 为国内唯一以预防用生物制品1类向CDE进行申报的四价流感病毒裂解疫苗。
11	上海谊众 (688091.SH)	已发行	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, 掌握纳米药物载体和药用高分子辅料合成的核心关键技术, 在纳米给药系统领域具有独特的创新性。公司针对已上市的疗效确切、适应症广、临床需求大的抗肿瘤药物, 独创性地研发了改良型新药紫杉醇胶束。
12	欧林生物 (688319.SH)	已发行	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, 致力于向国内外消费者提供安全有效和品质优异的人用疫苗产品, 以及疾病控制和预防需求尚未满足或急需的, 未来市场潜力巨大的创新疫苗产品。
13	艾力斯 (688578.SH)	已发行	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, 目前已在非小细胞肺癌小分子靶向药领域构建了研发管线。
14	康希诺 (688185.SH)	已发行	医药制造业	公司是一家致力于研发、生产和销售符合中国及国际标准的创新型疫苗企业。公司推进了一系列创新疫苗的研发, 研发管线涵盖预防脑膜炎、埃博拉病毒病、百白破、肺炎、结核病、新型冠状病毒(COVID-19)、带状疱疹等多个临床需求量较大的疫苗品种。
15	君实生物 (688180.SH)	已发行	医药制造业	公司是一家创新驱动型生物制药公司, 公司自主开发并建立了涵盖蛋白药物从早期研发到产业化的整个生命周期的完整技术体系, 通过该体系, 公司创新开发同类首创(first-in-class)或同类最优(best-in-class)的药物并已成功开发出包括JS001、JS002、JS004、UBP1213等在内的多项生物创新药。
16	神州细胞 (688520.SH)	已发行	医药制造业	公司是一家致力于研发具备差异化竞争优势生物药的创新型生物制药研发公司, 专注于单克隆抗体、重组蛋白和疫苗等生物药产品的研发和产业化。

序号	公司简称	审核状态	证监会行业	主营业务
17	前沿生物 (688221.SH)	已发行	医药制造业	公司是一家创新型生物医药企业, 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。公司拥有一个已上市且在全球主要市场获得专利的原创抗艾滋病新药, 两个处于临床试验阶段、已获专利(或专利许可)的在研新药。
18	百奥泰 (688177.SH)	已发行	医药制造业	公司是一家以创新药和生物类似药研发为核心的创新型生物制药企业。公司致力于开发新一代创新药和生物类似药, 用于治疗肿瘤、自身免疫性疾病、心血管疾病以及其它危及人类生命或健康的重大疾病。
19	泽璟制药 (688266.SH)	已发行	医药制造业	公司是一家专注于肿瘤、出血及血液疾病、肝胆疾病等多个治疗领域的创新驱动型化学及生物新药研发企业。

如上表所示, 上述19家企业中, 18家企业为医药制造业企业, 1家为专用设备制造业。电生理系第一家适用科创板第五套上市标准并通过上市委会议审核的医疗器械企业。

## 第二部分\ “7号指引”相关要求

“7号指引”正式施行, 明确了尚未形成一定收入规模的医疗器械企业申请适用科创板第五套上市标准的相关条件及要求, 在核心技术产品范围、阶段性成果、市场空间、技术优势、持续经营能力、信息披露等方面作出了细化规定, 具体如下:



序号	事项	7号指引	相较于科创板第五套上市标准进一步细化的内容
1	适用前提	<p>第二条:医疗器械企业适用《上海证券交易所科创板股票上市规则》第2.1.2条第一款第五项规定的上市标准,申请在科创板发行上市的,适用本指引。</p> <p>符合国家医疗器械科技创新战略,拥有关键核心技术等先进技术,科技创新能力和科技成果转化能力突出,医疗器械产品具有显著的检验检测、诊断治疗、健康促进等价值。</p>	首次对医疗器械产品的功能属性、应用价值进行明确要求,并作为科创板第五套上市标准适用的“准入门槛”。
2	核心技术产品范围	<p>第三条:发行人的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,主要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。</p>	进一步明确医疗器械企业核心技术产品的范围要求并采取列举式规范。
3	阶段性成果	<p>第四条:发行人的核心技术产品研发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满足要求,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。</p>	进一步明确与医疗器械企业相匹配的“阶段性成果”的具体要求,与“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”进行区分。
4	市场空间	<p>第五条:发行人应当满足主要业务或产品市场空间大的标准。发行人应当结合核心技术产品的创新性及其研发进度、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,相关预测应当充分、客观,具有合理的依据。</p>	进一步明确“市场空间大”的认定标准和要求,并强调“市场空间大”的预测依据的客观性、充分性及合理性。
5	技术优势	<p>第六条:发行人应当具备明显的技术优势。发行人应当结合技术与核心产品的对应关系,核心技术获取方式,核心技术形成情况,核心技术先进性衡量指标,与境内外竞争对手比较情况,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、加入发行人的时间、是否具有稳定性预期等方面,披露是否具备明显的技术优势。</p>	进一步明确“技术优势”的“显著性”认定标准。
6	持续经营能力	<p>第七条:发行人应当不存在核心技术产品研发失败、主要业务或产品商业化生产销售预期明显不足等可能对企业持续经营能力产生重大不利影响的事项。</p>	明确提出影响医疗器械企业的“持续经营能力”的判断因素。
7	信息披露	<p>第八条:发行人应当客观、准确披露研发的核心技术产品及其先进性、研发进展及其阶段性成果、审批注册情况、预计市场空间、未来生产销售的商业化安排等信息,并充分揭示可能面临的研发失败、未能如期获得注册、产品销售达不到预期等风险因素。</p>	--
8	中介机构核查要求	<p>第九条:保荐机构、证券服务机构应当对发行人的科创属性、取得的阶段性成果、主要业务或产品市场空间大、具备明显的技术优势、商业化生产销售安排、相关信息披露等进行审慎核查,并发表明确意见。</p>	--

### 第三部分\

## 关于电生理科创板IPO项目与“7号指引”相关条件及要求的对照分析

通过对第一家适用科创板第五套上市标准并过会的医疗器械企业电生理IPO审核关注要点的梳理和分析,有助于我们进一步理解及适

用“7号指引”的相关条款。

### (一)关于核心技术的先进性

在问询反馈阶段,上市审核部门重点关注了发行人产品核心竞争力、发行人与可比公司产品核心技术先进性的关键指标;发行人产品的优劣势;发行人是否存在对进口依赖或单一供应商依赖等情形。该等关注要点可对应于“7号指引”第二条的规定,具体内容如下:

公告文件	问询问题	回复要点	“7号指引”相关规定
《第一轮审核问询函的回复》 (2021-09-24)	请发行人披露:(1)招股说明书中发行人产品与竞品对比的各类参数的具体含义,请使用通俗易懂的语言描述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。	<p><b>1.发行人的技术优势</b></p> <p>(1)电生理设备主要包括三维心脏电生理标测系统、射频消融仪、冷冻消融系统、多道电生理记录仪及灌注泵等产品,其中三维心脏电生理标测系统集中体现了电生理标测设备的核心技术水平,并通过就相关核心技术与同行业竞品进行了充分比较,论证其技术的先进性;</p> <p>(2)冷冻消融系统代表了快速消融技术的先进方向,发行人自主研发的冷冻消融系统于2021年进入创新医疗器械特别审批程序,目前已进入临床阶段,用于冷冻消融手术的鞘及环肺标测导管已获批准上市。</p> <p><b>2.关于核心原材料采购及外协情况</b></p> <p>(1)发行人根据原材料的重要性程度高低将采购原材料依次划分为A类、B类及C类三个等级进行管理,其中A类为行业的通用原材料,发行人基于核心原材料进行了深度的工艺开发并形成了自有核心技术体系,具备明显的技术优势。发行人报告期内仅与Northern Digital Inc.及其境内代理进行采购(合并为1个合格供应商),存在向单一供应商采购的情形,但该项采购符合行业惯例,发行人已在招股说明书中就存在向境外单一供应商集中采购的风险;针对其他核心原材料,发行人均开发了多个合格供应商,不存在进口依赖或单一供应商依赖的情形;</p> <p>(2)发行人将劳动密集型和资产投入较大的非核心生产工序采取外协方式,且外协采购内容均非发行人生产加工环节的核心环节且发行人自主掌握核心生产工艺技术,不存在发行人依赖外协厂商的情形。</p> <p><b>3.关于核心技术</b></p> <p>设备类产品的核心技术主要包括硬件电路设计、核心算法设计及</p>	<p>第二条:.....</p> <p>发行人应当符合国家医疗器械科技创新战略,拥有关键核心技术等先进技术,科技创新能力和科技成果转化能力突出,医疗器械产品具有显著的检验检测、诊断治疗、健康促进等价值。</p>

公告文件	问询问题	回复要点	“7号指引”相关规定
		软件开发,其中软件系统属于设备的一部分,主要依托图像导航平台及能量治疗平台实现;耗材类产品的核心技术主要包括导管的高精密设计和制造工艺,主要依托精密器械平台实现;并从相关核心技术描述、来源、应用分类、核心技术先进性及具体表征对发行人图像导航、精密器械及能量治疗的三大核心技术平台进行披露。	

## (二)关于核心技术产品范围

在问询反馈阶段,上市审核部门重点关注了发行人产品的重要性、产品技术先进性以及

产品的应用价值等问题。该等关注要点可对应于“7号指引”第三条的规定,具体情况如下:

公告文件	问询问题	回复要点	“7号指引”相关规定
《第三轮审核问询函的回复》(2022-03-18)	发行人产品的重要性和技术先进性,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。	<p><b>1.关于发行人产品的重要性</b> (1)发行人的核心技术产品主要专注于快速性心律失常的诊断及治疗; (2)从心律失常的疾病属性、治疗需求、心脏电生理手术的优势以及打破进口垄断并独立自主完成三维心脏电生理手术等方面,充分论证发行人产品在诊断和治疗心律失常疾病中发挥的作用和重要性。</p> <p><b>2.关于发行人产品的技术先进性</b> 充分披露发行人已掌握的电生理介入诊疗与消融治疗领域相关的核心设计与制造技术(主要包括高精度定位导航技术、心电微信号采集处理及分析技术、双磁定位传感器精密装配技术、压力感知技术、射频消融及多通道温度传感技术、冷冻消融智能控制等),并说明发行人自主研发的产品上市进展情况,论证发行人产品的技术先进性。</p> <p><b>3.关于发行人产品是否属于国家政策明确支持的产品</b> 通过梳理国家相关政策内容,披露相关政策文件与发行人产品的对应性,如:发行人三维心脏电生理标测系统入选《创新医疗器械产品目录(2018)》;发行人主要产品适用于心脑血管疾病领域,并符合《“十四五”国家临床专科能力建设规划》(2021年)的规划内容。</p> <p><b>4.关于发行人的产品是否属于治疗重大疾病的急需产品</b> 分析房颤等快速性心律失常对人民生命健康的影响程度、心房颤动分级诊疗服务的急迫要求以及心脏电生理手术的优势等角度,论证发行人的产品属于影响人民生命健康、治疗重大疾病的急需产品。</p>	<p>第三条:发行人的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,主要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。</p>

### (三) 关于阶段性成果的认定

在问询反馈阶段，上市审核部门在历次问询中重点关注了发行人已取得的阶段性成果情况；是否满足“第五套上市标准”的指标要求、适

用“第五套上市标准”的必要性及合理性等情形。该等关注要点可对应于“7号指引”第四条的规定，具体情况如下：

公告文件	问询问题	回复要点	“7号指引”相关规定
《第一轮审核问询函的回复》 (2021-09-24)	请发行人充分论述发行人是否满足第五套上市标准	根据科创板第五套上市标准，逐项进行论证分析： <b>1.关于预计市值不低于人民币40亿元</b> 公司最近一次市场化融资的投后估值为人民币48亿元；依据可比公司市值/研发投入为估值指标进行测算，发行人的预计市值为：128.26亿元(平均值)、122.93亿元(中位数)。公司估值亦不低于人民币40亿元。 <b>2.关于主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大</b> (1) 发行人主要产品在国内上市需经国家药品监督管理部门的批准。 (2) 中国拥有庞大的快速性心律失常患者基数，随着电生理手术治疗的逐步渗透，预计到2024年，电生理医疗器械市场规模将达到211.1亿元，复合年增长率为42.3%，发行人主要产品具有较大的市场空间； <b>3.关于取得的阶段性成果</b> (1) 发行人共计5项创新产品进入国家创新医疗器械特别审批程序，已拥有24张NMPA医疗器械注册证及备案凭证、4张欧盟CE注册证及多张其他境外产品注册证。“三维心脏电生理标测系统”分别入选2018年国家创新医疗器械产品目录、2018年-2019年上海生物医药创新产品清单及2021年度上海市创新产品推荐目录，“磁定位型可调弯标测导管”入选2018年-2019年上海生物医药创新产品清单。 (2) 列示发行人已上市产品及在研产品管线进展情况。发行人纳入创新通道的相关产品均已取得阶段性成果，其中2项产品(Columbus®三维心脏电生理标测系统和) FireMagic®冷盐水灌注射频消融导管)已获批上市，2项产品(FireMagic®压力感知磁定位灌注射频消融导管和IceMagic®心脏冷冻消融系统)已进入临床试验阶段。	第四条:发行人的核心技术产品研发应当取得阶段性成果,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。
《第二轮审核问询函的回复》 (2022-03-18)	请发行人进一步说明发行人是否满足第五套上市标准的相关要求。	<b>1.发行人符合科创板第五套上市标准。</b> 根据第五套上市标准的要求，对预计市值、主要业务或产品需经国家有关部门批准、市场空间、目前已取得阶段性成果等标准进行逐项核查和分析。 <b>2.发行人符合科创板定位，并从如下几个方面进行了充分论述：</b> ① 发行人符合科创板行业领域要求； ② 发行人符合科创属性要求； ③ 发行人产品具备明显技术优势，有望实现国产替代； ④ 创新医疗器械产品前期投入大、市场推广周期长，借助资本市场能够助力业务发展； ⑤ 发行人业务发展处于关键时期，借助资本市场有利于提升发行人整体实力。	
《第三轮审核问询函的回复》 (2022-03-18)	请发行人进一步论证发行人适用第五套上市标准的必要性和合理性。		

#### (四) 关于市场规模和竞争情况

在问询反馈阶段，上市审核部门在历次问询中重点关注了发行人所处行业的市场规模测算过程、行业数据来源的权威性及独立性；主营

业务或产品“市场空间大”的依据；发行人的竞争优劣势等。该等关注要点可对应于“7号指引”第五条的规定，具体情况如下：

公告文件	问询问题	回复要点	“7号指引”相关规定
《第一轮审核问询函的回复》 (2021-09-24)	认定发行人主营业务或产品“市场空间大”的依据，说明测算过程、相关参数、数据依据。	(1) 根据第三方行业分析机构出具的行业分析报告，并充分披露相关市场规模测算的过程、参数选取以及数据来源，国内心脏电生理器械市场规模由2015年的14.8亿元增长至2020年的51.5亿元，复合年增长率为28.3%，预计到2024年，该市场规模将达到211.1亿元； (2) 论证发行人主营业务所处电生理医疗器械行业市场空间、国产替代空间以及发行人作为能够与进口厂商竞争的国产厂商之一，发行人能够进一步占据我国电生理医疗器械市场份额，发行人产品的市场空间大。	第五条：发行人应当满足主要业务或产品市场空间大的标准。发行人应当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，相关预测应当充分、客观，具有合理的依据。
《第二轮审核问询函的回复》 (2022-03-18)	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。	(1) 进一步披露和分析第三方行业分析机构出具的行业数据来源及依据的可靠性和客观性。 (2) 参考发行人可比上市公司披露的同行业分析报告、以及中信证券研究所、方正证券研究所、国金证券研究所等其他机构关于中国电生理医疗器械市场规模预测，论证发行人主营业务或产品“市场空间大”的依据和预测数据的充分性。	
《第三轮审核问询函的回复》 (2022-03-18)	发行人主要产品已经获批上市较久但未实现较高规模收入的原因，论证发行人是否满足市场空间大的相关要求。	(1) 从适应症角度，我国仍存在庞大的心律失常患者治疗需求未被满足； (2) 从心脏电生理手术角度，心脏电生理手术渗透率仍有较大提升空间； (3) 从市场竞争格局角度，心脏电生理医疗器械国产化率低，国产替代市场空间大； (4) 从发行人业务发展角度看，发行人具备与进口厂商竞争的能力，有望进一步提高市场占有率。	

## (五) 关于技术优势

在问询反馈阶段，上市审核部门重点关注了发行人的技术优势的“显著性”，并要求发行人从其销售收入、核心原材料采购、与竞品技术

指标的对比等方面进行披露说明。该等关注要点可对应于“7号指引”第六条的规定，具体情况如下：

公告文件	问询问题	回复要点	“7号指引”相关规定
《第一轮审核问询函的回复》 (2021-09-24)	结合发行人收入主要来自导管类产品而设备销售金额较低、核心原材料采购和工艺外协情况、与竞品技术指标对比情况以及市场地位，进一步分析发行人是否具备明显技术优势并满足相应条件。	<p><b>1.关于发行人主要来自于导管类产品，设备销售金额较低的原因</b></p> <p>(1) 在使用频率方面，电生理耗材系一次性使用产品，每台手术均需消耗对应的耗材，电生理设备系重复性使用产品，每台手术中搭配耗材完成诊断及治疗功能，因此导致设备销售金额较低，但符合同类企业的行业惯例；</p> <p>(2) 因电生理设备的性能指标，会显著影响电生理手术的效果，电生理同行业厂商除销售设备外，也会采取投放设备的经营模式，同时发行人还基于自身发展情况采用了设备跟台模式，因此发行人设备销售带来的销售收入较低。</p> <p><b>2.关于核心原材料采购及外协情况</b></p> <p>(1) 发行人根据原材料的重要性程度高低将采购原材料依次划分为A类、B类及C类三个等级进行管理，其中A类为行业的通用原材料，发行人基于核心原材料进行了深度的工艺开发并形成了自有核心技术体系，具备明显的技术优势；</p> <p>(2) 发行人将劳动密集型和资产投入较大的非核心生产工序采取外协方式，且外协采购内容均非发行人生产加工环节的核心环节且发行人自主掌握核心生产工艺技术，不存在发行人依赖外协厂商的情形。</p> <p><b>3.关于竞品技术指标对比情况</b></p> <p>通过将二维产品系列（电生理设备、电生理导管）、三维产品系列（三维心脏电生理标测系统等9项）、附件类产品、冷冻消融系列产品（冷冻消融设备等4项）等心脏电生理领域的产品与国内外其他同行业公司进行比较，发行人均存在已有产品或相关产品正在研发/审批/注册程序。发行人产品具备与国外知名厂商的竞品进行市场竞争的实力，部分产品的性能优于国外知名厂商的竞品。</p> <p><b>4.关于发行人市场地位</b></p> <p>根据第三方机构出具的行业研究报告显示，按照销售收入计算，2020年中国电生理器械市场的前三名均为进口厂商，合计超过80%，发行人整体市场排名第五，占比约为2.7%；按照产品应用的手术量排名，2020年发行人在我国三维心脏电生理手术量中排名第三，国产厂家中排名第一。</p> <p>因此，发行人在心脏电生理领域已经占据较强的市场地位，具备明显的技术优势。</p>	<p>第六条：发行人应当具备明显的技术优势。发行人应当结合核心技术与核心产品的对应关系，核心技术获取方式，核心技术形成情况，核心技术先进性衡量指标，与境内外竞争对手比较情况，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、加入发行人的时间、是否具有稳定性预期等方面，披露是否具备明显的技术优势。</p>

公告文件	问询问题	回复要点	“7号指引”相关规定
《第二轮审核问询函的回复》 (2022-03-18)	发行人及同行业竞争对手产品进入创新医疗器械特别审批程序的情况,发行人是否具备明显优势。	发行人的心脏电生理产品分类中共计11个项目纳入创新医疗器械特别审批程序,共计12项产品,发行人占据4项产品,排名第一,上述产品中仅发行人具备两项已成功获批上市的电生理产品,发行人具备明显优势。	

## (六) 关于持续经营能力

在问询反馈阶段,上市审核部门关注了发行人核心技术产品研发进展、已上市产品销售

规模与预期存在差异原因等情形。该等关注要点可对应于“7号指引”第七条的规定,具体情况如下:

公告文件	问询问题	回复要点	“7号指引”相关规定
《第一轮审核问询函的回复》 (2021-09-24)	请发行人说明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。	充分披露了发行人压力感知导管等主要在研产品项目的内容、预计达到的目标以及研发进展情况。	第七条:发行人应当不存在核心技术产品研发失败、主要业务或产品商业化生产销售预期明显不足等可能对企业持续经营能力产生重大不利影响的事项。
《第三轮审核问询函的回复》 (2022-03-18)	请发行人说明主要产品已经获批上市较久但未实现较高规模收入的原因。	发行人从以下几个方面分析主要产品已经获批上市较久但未实现较高规模收入的原因: (1) 第三类医疗器械产品市场推广周期较长; (2) 三维心脏电生理手术系在“设备+耗材”的联动模式下开展,发行人第三代三维心脏电生理标测系统上市时间较晚; (3) 三维心脏电生理手术器械领域,跨国医疗器械厂商竞争优势明显,发行人市场竞争压力较大; (4) 心脏电生理手术技术难度高,国产替代进程较为缓慢; (5) 发行人目前业务规模仍较小,需通过持续的投入保持发行人的竞争优势。	

我们注意到，电生理的产品管线相对丰富和成熟，并在报告期内形成了一定规模的销售收入，有利于对其持续经营能力的判断；该等情形对于尚未形成规模收入的医疗器械企业不一定具备参考价值。

关注了发行人适用科创板第五套上市标准的合理性和必要性；并要求发行人及中介机构对发行人科创属性、取得的阶段性成果、主要业务或产品市场空间、核心技术优势等方面进行充分披露和核查。该等关注要点可对应于“7号指引”第八条、第九条、第十条的规定，具体情况如下：

## (七) 关于信息披露及中介机构核查要求

在问询反馈阶段，上市审核部门在问询中

公告文件	问询问题	回复要点	“7号指引”相关规定
《第一轮审核问询函的回复》 (2021-09-24)	请发行人补充披露：(1) 招股说明书中发行人产品与竞品对比的各类参数的具体含义，请使用通俗易懂的语言描述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；(3) 报告期各期发行人冷冻消融产品实现收入金额及占比情况。	(1) 发行人根据披露要求在《招股说明书》等文件中进行了补充或更新披露。 (2) 发行人保荐机构、证券服务机构已根据历次问询问题及回复内容，对发行人适用科创板第五套上市标准指标、发行人科创属性、取得的阶段性成果、主要业务或产品市场空间、技术优势等方面进行核查，并披露了具体的核查方式、核查的内容以及核查意见。	第八条：发行人应当客观、准确披露研发的核心技术产品及其先进性、研发进展及其阶段性成果、审批注册情况、预计市场空间、未来生产销售商业化安排等信息，并充分揭示可能面临的研发失败、未能如期获得注册、产品销售达不到预期等风险因素。 第九条：保荐机构、证券服务机构应当对发行人的科创属性、取得的阶段性成果、主要业务或产品市场空间大、具备明显的技术优势、商业化生产销售安排、相关信息披露等进行审慎核查，并发表明确意见。 第十条：发行人应当符合本指引的要求，并遵守中国证监会和本所关于企业科创属性评价、发行条件、上市条件、信息披露要求、自律监管等有关规定。
	请发行人全面梳理“重大事项提示”各项内容，突出重大性，增强针对性，强化风险导向。		
《第三轮审核问询函的回复》 (2022-03-18)	请发行人结合问询问题，对招股说明书内容进行整理和精炼，提高招股说明书的可读性，保证相关信息的内容真实、准确、完整；全面梳理“重大事项提示”各项内容，突出重大性，增强针对性，强化风险导向。		

## 第四部分\ 结语

通过上述分析,我们可以看出上市审核部门系在重点关注发行人的科创属性、阶段性成果、市场空间、技术优势、持续经营能力、信息披露等事项后,进而综合判断发行人是否满足科创板第五套上市标准的相关要求。建议医疗器械企业选择上市标准时,充分考量自身的“科创属性”,并结合“7号指引”的相关要求,从而判断是否可以适用科创板第五套上市标准。☐



陈益文  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2106  
chenyiwen@zhonglun.com

# 如何处理特殊投资条款： 新三板、北交所规则与案例

作者：苏付磊 王川



北京证券交易所（“北交所”）的设立是我国多层次资本市场改革的重要举措，在北交所与新三板“层层递进”、与沪深交易所错位发展与互联互通的制度设计下，申请在全国中小企业股份转让系统挂牌（“新三板挂牌”），进而申请在北交所上市以及在沪深交易所转板上市，已是创新型中小企业融资成长的重要路径。对于拟申请北交所上市的企业而言，在其申请新三板挂牌、挂牌期间定向发行以及申请北交所上市时，普遍存在有关投资人特殊投资条款的约定、处置等相关问题，该等问题也是审核机构的重点关注事项之一。本文拟在对相关规则、案例进行梳理的基础上，对企业申请新三板挂牌、已挂牌企业定向发行以及申请北交所上市涉及特殊投资条款时的处理、规范方案进行分析和讨论。

## 第一部分\

# 申请新三板挂牌企业对特殊投资条款的处理

## 1. 相关规则

根据《全国中小企业股份转让系统股票挂牌审查业务规则适用指引第1号》（“《挂牌指引第1号》”）“1-3对赌等特殊投资条款”相关规定，投资方在投资申请新三板挂牌公司时约定的对赌等特殊投资条款存在以下情形的，应当清理：

(1) 公司为特殊投资条款的义务或责任承担主体；

(2) 限制公司未来股票发行融资的价格或发行对象；

(3) 强制要求公司进行权益分派，或者不能进行权益分派；

(4) 公司未来再融资时，如果新投资方与公司约定了优于本次投资的特殊投资条款，则相关条款自动适用于本次投资方；

(5) 相关投资方有权不经公司内部决策程序直接向公司派驻董事，或者派驻的董事对公司经营决策享有一票否决权；

(6) 不符合相关法律法规规定的优先清算权、查阅权、知情权等条款；

(7) 触发条件与公司市值挂钩；

(8) 其他严重影响公司持续经营能力、损害公司及其他股东合法权益、违反公司章程及全国股转公司关于公司治理相关规定的情形。

## 2. 相关案例

经不完全检索，笔者收集了16例2021年1月1日至2022年5月成功挂牌的存在特殊投资条

款安排的案例，具体请见附件。为便于理解，笔者将该等案例整理如下：

终止时点 <sup>1</sup>		自始无效		保留条款 <sup>2</sup>		效力恢复条款 <sup>3</sup>	
补充/终止协议签署时终止	8例	包含“自始无效”或类似表述 <sup>4</sup>	3例	控股股东、实际控制人回购/补偿条款	7例	约定效力恢复条款 <sup>5</sup>	5例
挂牌申请之日终止	2例		优先于实际控制人、控股股东清算或清算补偿条款	3例			
挂牌申请之日中止，成功挂牌后终止	3例	未包含“自始无效”或类似表述	10例	控股股东反稀释现金补偿条款	1例	未约定效力恢复条款	8例
				董事、高级管理人员业绩承诺与补偿条款	1例		
				优先于实际控制人转让股份	1例		
				实际控制人股份转让限制及优先受让、跟随出售	1例		
				全部终止，无保留条款	9例		

1. 该16例案例中，有3例仅约定了实际控制人股份回购等无需清理的特殊投资条款，不涉及其他特殊投资条款及其终止、恢复情况。

2. 保留是指持续有效，不受申请挂牌/审核/挂牌成功等影响，也不属于先中止/终止再恢复的情形。

3. 效力恢复是指协议签署/申请挂牌/挂牌受理/挂牌成功时中止/终止，挂牌未成功时恢复效力的情形。

4. 终止条款包含“自始无效”表述的全部3例均系2022年挂牌。

5. 检索到的6例2022年挂牌案例中，仅有1例约定了效力恢复条款。

### 3. 分析总结

(1)《挂牌指引第1号》规定的应当清理的特殊投资条款,应在申请新三板挂牌前终止。除了明确规定的(1)-(7)项应予清理的特殊投资条款外,该指引亦规定了第(8)项作为兜底条款,但如何理解该项中所谓“严重影响”“损害”及“违反”,目前尚无清晰指引。

(2)公司作为回购义务人的回购条款,需要不可撤销地终止,并确认该等条款自始无效,自始无效确认文件的签署日应早于申报基准日,否则需要将相关股东的出资确认为金融负债<sup>6</sup>;公司作为义务或责任承担主体的其他特殊投资条款,亦需不可撤销地终止,不应附带效力恢复条款,否则可能被视为未彻底终止,在财务报表上构成大额或有负债。

(3)所检索案例中,2021年挂牌的少数案例中仍保留了针对控股股东、实际控制人(而非针对挂牌公司或挂牌公司的其他股东)的回购条款、清算补偿条款、反稀释现金补偿条款、优先购买及共同出售条款,而未在申请挂牌前终止。但大多数所检索案例,采取了全部终止的安排。与控股股东、实际控制人之间的相关优先权安排,是否落入《挂牌指引第1号》1-3第一条第(8)项规定的“.....违反公司章程及全国股转公司关于公司治理相关规定的情形”范围,是一个值得进一步研究的问题。

新三板挂牌公司治理规则,强调所有股东享有平等地位和平等权利。比如,《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》(股转系统公告〔2013〕40号)第4.1.1条规定,挂牌公司应当按照法律、行政法规、部门规章、全国股份转让系统公司相关业务规定完善公司治理,**确保所有股东,特别是中小股东享有平等地位**,充分行使合法权利。第4.1.2条规定,挂牌公司应当依据《公司法》及有关非上市公众公司章程必备条款的规定制定公司章程并披露。《非上市公众公司监管指引第3号——章程必备条款》(中国证券监督管理委员会公告〔2013〕3号)第八条规定,章程应当载明董事会须对公司治理机制**是否给所有的股东提供合适的保护和平等权利**,以及公司治理结构是否合理、有效等情况,进行讨论、评估。此外,所检索案例新三板挂牌后生效的公司章程中,亦普遍规定了股东平等原则,并未体现所保留的特殊权利条款。

笔者倾向于认为,上述针对控股股东、实际控制人的优先权安排,一定程度上有违新三板挂牌公司治理规则中强调的股东平等原则,挂牌实践中需慎重处理,从申请挂牌公司角度而言,采取附恢复条件的终止方式进行处理,不失为妥当之举。

6.参考当前IPO审核窗口指导意见。

(4) 对于其他可保留的特殊投资条款, 挂牌公司及中介机构应按照《挂牌指引第1号》1-3相关规定进行披露与核查, 核查内容应包括其合法有效性、是否已履行挂牌公司内部审议程序、相关义务主体的履约能力、挂牌后的可执行性, 对挂牌公司控制权稳定性、相关义务主体任职资格以及其他可能对公司治理、经营事项产生的影响等。

## 第二部分\

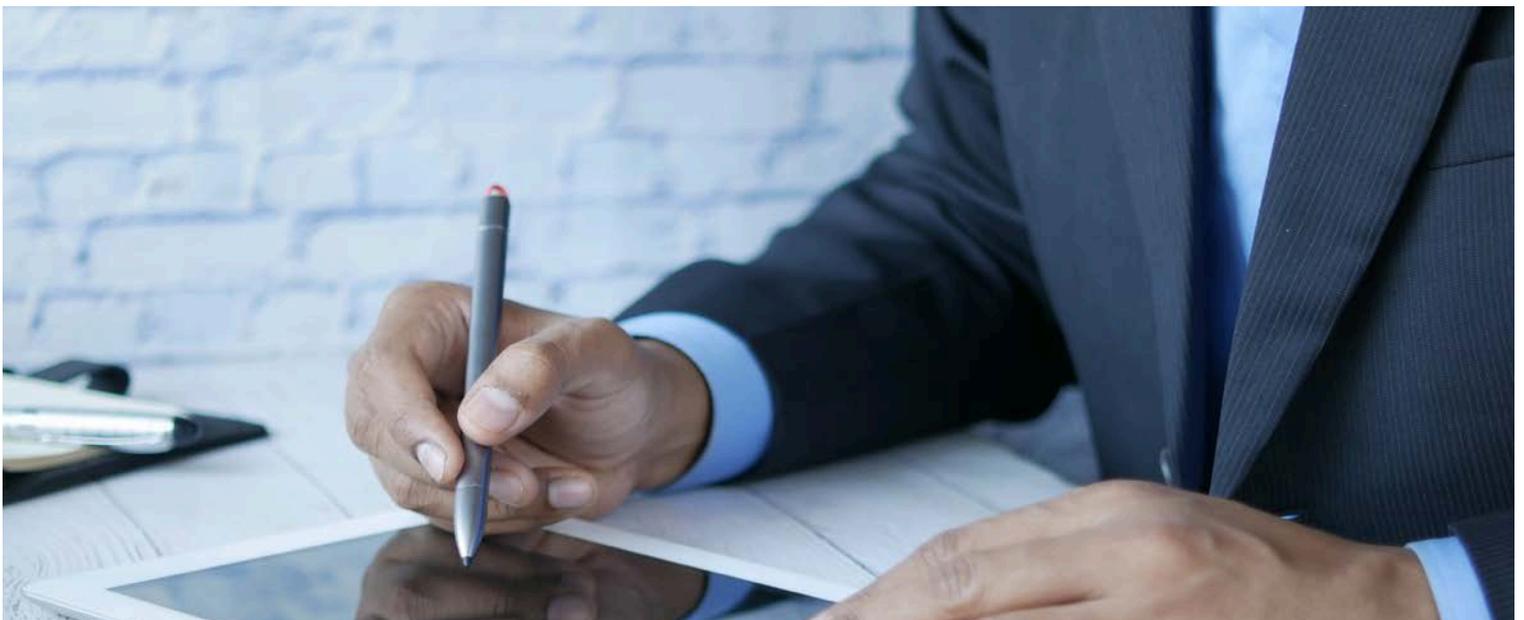
# 已新三板挂牌企业定向发行项目中特殊投资条款的约定

## 1. 相关规则

2019年4月19日实施的《挂牌公司股票发

行常见问题解答(四)——特殊投资条款》(“《**问题解答(四)**》”)规定了投资者参与挂牌公司股票定向发行时不得约定的特殊投资条款。2021年11月15日《全国中小企业股份转让系统股票定向发行业务规则适用指引第1号》(“《**定向发行指引第1号**》”)《定向发行指引第1号》施行后,《问题解答(四)》同时废止。

《定向发行指引第1号》《问题解答(四)》有关股票定向发行时不得约定的特殊投资条款内容,与《挂牌指引第1号》关于申请新三板挂牌公司应当清理的特殊投资条款内容类似,但又有所区别, **主要区别在于兜底条款的内容**, 具体对比如下:



新三板挂牌	挂牌公司定增	
《挂牌指引第1号》	《定向发行指引第1号》	《挂牌公司股票发行常见问题解答(四) --特殊投资条款》(已废止) <sup>7</sup>
投资方在投资申请挂牌公司时约定的对赌等特殊投资条款存在以下情形的,公司应当清理:	4.1 特殊投资条款的规范性要求 发行对象参与发行人股票定向发行时约定的特殊投资条款,不得存在以下情形:	一、投资者参与挂牌公司股票发行时约定的特殊投资条款,应当符合哪些监管要求? 答:投资者参与挂牌公司股票发行时约定的特殊投资条款,不得存在以下情形:
(一) 公司为特殊投资条款的义务或责任承担主体;	(1) 发行人作为特殊投资条款的义务承担主体或签署方,但在发行对象以非现金资产认购等情形中,发行人享有权益的除外;	(一) 挂牌公司作为特殊投资条款所属协议的当事人,但投资者以非现金资产认购或发行目的为股权激励等情形中,挂牌公司作为受益人的除外;
(二) 限制公司未来股票发行融资的价格或发行对象;	(2) 限制发行人未来股票发行融资的价格或发行对象;	(二) 限制挂牌公司未来股票发行融资的价格或发行对象;
(三) 强制要求公司进行权益分派,或者不能进行权益分派;	(3) 强制要求发行人进行权益分派,或者不能进行权益分派;	(三) 强制要求挂牌公司进行权益分派,或者不能进行权益分派;
(四) 公司未来再融资时,如果新投资方与公司约定了优于本次投资的特殊投资条款,则相关条款自动适用于本次投资方;	(4) 发行人未来再融资时,如果新投资方与发行人约定了优于本次发行的条款,则相关条款自动适用于本次发行的发行对象;	(四) 挂牌公司未来再融资时,如果新投资方与挂牌公司约定了优于本次发行的特殊投资条款,则相关条款自动适用于本次发行认购方;
(五) 相关投资方有权不经公司内部决策程序直接向公司派驻董事,或者派驻的董事对公司经营决策享有一票否决权;	(5) 发行对象有权不经发行人内部决策程序直接向发行人派驻董事,或者派驻的董事对发行人经营决策享有一票否决权;	(五) 发行认购方有权不经挂牌公司内部决策程序直接向挂牌公司派驻董事,或者派驻的董事对挂牌公司经营决策享有一票否决权;
(六) 不符合相关法律法规规定的优先清算权、查阅权、知情权等条款;	(6) 不符合法律法规关于剩余财产分配、查阅、知情等相关权利的规定;	(六) 不符合相关法律法规规定的优先清算权、查阅权、知情权等条款;
(七) 触发条件与公司市值挂钩;	(7) 触发条件与发行人市值挂钩;	(七) 触发条件与挂牌公司市值挂钩;
(八) 其他严重影响公司持续经营能力、损害公司及其他股东合法权益、违反公司章程及全国股转公司关于公司治理相关规定的情形。	(8) 中国证监会或全国股转公司认定的其他情形。	(八) 其他损害挂牌公司或者其股东合法权益的特殊投资条款。

7.因本文检索案例的范围涵盖《问题解答(四)》的有效期间,故将《问题解答(四)》相关内容列入比较表格。

## 2. 相关案例

经不完全检索, 笔者收集了56例2021年1月1日至2022年5月新三板挂牌企业定向发行

中约定了投资人特殊投资条款的案例, 本文不再一一列示, 将该等案例整理如下:

特殊投资条款类别		案例数量
股份回购	实际控制人或控股股东承担	43例
	实际控制人、控股股东及持股平台或其他主要股东共同承担	7例
业绩、分红承诺及补偿	实际控制人或控股股东承担	7例
	实际控制人、控股股东及持股平台或其他主要股东共同承担	3例
清算补偿权		19例
反摊薄/反稀释		18例
优先购买权		25例
优先认购权		4例
优先出售权		6例
随售权/共同出售权		25例
拖售权		2例
实际控制人、控股股东股权处分/转让/质押限制		16例
董事/监事提名权		19例
特殊投资条款终止、恢复约定	上市申请时终止	13例
	上市通过时终止	4例
	上市申报过程中与相关规则冲突自动失效	1例
	附带上市未成功则效力恢复条款	9例

### 3. 分析总结

(1) 在已新三板挂牌企业定向增发项目中, 可以约定特殊投资条款, 但特殊投资条款应符合《定向发行指引第1号》第4.1条的明确规定。

(2) 无论是《定向发行指引第1号》实施后, 还是实施前适用《问题解答(四)》期间, 控股股东/实际控制人回购、清算补偿、反稀释、优先购买权、优先认购权、优先出售权、共同出售权、拖售权等特殊投资条款, 在已新三板挂牌企业定向发行案例中均普遍存在。由此可见, 审核机构未将该等特殊投资条款认定为属于《定向发行指引第1号》第4.1条所规定“中国证监会或全国股转公司认定的其他情形”或《问题解答(四)》所规定“其他损害挂牌公司或者其股东合法权益的特殊投资条款”的范畴。这与申请新三板挂牌时对特殊投资条款的处理存在差异。

笔者理解, 上述差异的产生可能有多方面的原因, 包括: **(1) 适用规则不同**。挂牌新三板适用《挂牌指引第1号》, 已挂牌公司定向发行适用《定向发行指引第1号》《问题解答(四)》(已废止)。且对后者而言, 应予清理的特殊投资条款的兜底性规定也从《问题解答(四)》中规定的“其他损害挂牌公司或者其股东合法权益的特殊投资条款”变更为“中国证监会或全国股转公司认定的其他情形”, 为已挂牌公司定向发行中保留更多的特殊投资条款提供了空间。**(2) 审查**

**部门不同**。挂牌新三板由全国股转公司挂牌审查部审查, 已挂牌公司定向发行由全国股转公司融资并购部审查, 不同的审查部门可能基于监管差异作出不同理解。即便如此, 作为同一家挂牌公司, 应适用同一治理准则, 在股东特殊投资条款的处理上存在较大差异是否具有充分的合理性, 值得关注。笔者理解, 定向发行案例中关于特殊权利条款的约定, 不适合作为申请新三板挂牌项目中确定特殊投资条款规范方案的参考。

#### 第三部分\

### 申请北交所上市对特殊投资条款的处理

目前北交所相关业务规则尚未就特殊投资条款的处理作出明确规定。经不完全检索, 北交所上市相关案例中涉及特殊投资条款事宜的情况如下:

序号	注册日期	简称及代码	特殊投资条款终止情况	特殊投资条款
1	2022.4.29	鑫汇科 831167	补充协议约定自发行人向中国证券监督管理委员会或证券交易所提交公开发行股票并上市的申请之日终止。	反稀释权;最惠条款;股权转让限制;股权回购(实际控制人义务);清算优先权
2	2022.4.19	大禹生物 871970	精选层挂牌申报前各方签订《补充协议一》,约定特殊投资条款将在发行人提出上市申请或精选层申请后中止,并在成功上市或于精选层申请获证券监管部门批准之日完全失效。北交所审核期间,各方签订《补充协议二》,约定特殊投资条款相关约定解除并终止。	股份回购权(实际控制人义务)
3	2021.12.14	威博液压 871245	精选层挂牌申报前签订补充协议,约定特殊投资条款中止,精选层挂牌成功后终止,被否决或撤回材料时恢复效力。北交所审核期间各方签订《终止协议》,约定特殊投资条款相关协议全部终止。	董事提名权;利润承诺;股份回购权(实际控制人义务);共同出售权等

虽然北交所相关业务规则尚未就特殊投资条款的处理作出明确规定,但从逻辑上讲,审核机构对特殊投资条款的审核要求应等同于A股IPO项目,从上述案例来看,亦支持该等理解。由于目前尚无明确的规则出台,且可参考的北交所上市案例有限,北交所上市项目中的特殊投资条款的处理方式,仍有待进一步关注。

处理、规范方案进行分析。鉴于投资实践丰富多样,特殊投资条款亦非常复杂,本文相关内容未必全面准确,亦不排除审核机构作出不同理解或解释,仅希望本文能对新三板挂牌、定向发行及北交所上市项目中特殊投资条款的处理提供一定借鉴意义。

## 第四部分\ 结语

本文仅通过对相关规则及案例的分析梳理,对企业申请新三板挂牌、已挂牌企业定向发行以及申请北交所上市涉及特殊投资条款时的

## 附件：2021年1月1日至2022年5月挂牌的存在特殊投资条款安排的案例情况

序号	证券代码	挂牌日期	证券简称	特殊投资条款终止情况	终止的特殊投资条款	保留的特殊投资条款
1	873688.NQ	2022.5.11	宇星股份	补充协议生效时终止,且自始无效,反稀释、共同出售等部分条款挂牌时终止。 保留实际控制人承担回购义务条款,公司不作为义务或责任承担主体,回购股份占比10.30%,实际控制人回购前合计持有86.97%的表决权。上述条款自上市申请之日起自动中止执行;中止审核或未获得证监会或交易所审核通过或核准时恢复效力;成功上市时自动解除。	特殊知情权;特殊表决条款;最优惠条款;股份回购权(公司及实际控制人);共同出售权;反稀释权;优先清算权;优先出售权	股份回购权(实际控制人义务)
2	873682.NQ	2022.4.15	林泰新材	挂牌申请之日终止,且彻底终止、自始无效	股份回购权(公司及实际控制人);董事提名权;重大事项同意权;优先购买权;优先出售权;后续投资最优国待遇;反稀释条款;清算补偿权	无
3	873673.NQ	2022-03-15	安达创展	终止协议签署时终止,重新约定了仅实际控制人承担回购义务的条款	董事会组成结构;董事一票否决权;优先转让;限制转让条款;利润分配限制;股份赎回;股份回购权(公司及实际控制人义务);优先认购权;反稀释权;共同出售权	股份回购权(实际控制人义务);董事提名权
4	873661.NQ	2022-02-11	成远矿业	保留董事、高级管理人员的业绩承诺与补偿条款,公司不作为义务或责任承担主体	公开文件仅披露《业绩承诺与补偿协议》,未披露存在其他特殊投资条款	业绩承诺(董事、高级管理人员义务)

序号	证券代码	挂牌日期	证券简称	特殊投资条款终止情况	终止的特殊投资条款	保留的特殊投资条款
5	873657.NQ	2022-02-08	康软科技	补充协议生效时终止,在特定期限内公司未成功挂牌,或成功挂牌后又终止挂牌,且未上市时恢复(包括一票否决权和对引进新投资者的限制条款)	股东一票否决权;引进新投资者的限制	无
6	873643.NQ	2022-01-07	富视康	终止协议签署时全部终止	业绩承诺;上市挂牌承诺;实际控制人需承担的回购责任和补偿责任	无
7	873652.NQ	2021-12-27	常荣电器	保留实际控制人承担回购义务条款,公司不作为义务或责任承担主体,同时证明实际控制人具备回购能力,回购股份占比7.6%,实际控制人回购前合计持股89%	除实际控制人回购义务外,未约定其他特殊投资条款	股份回购权(实际控制人义务)
8	873646.NQ	2021-12-20	虚现科技	保留未成功挂牌的业绩对赌承诺,实际控制人承担义务,公司不作为义务或责任承担主体,实际控制人回购股份占比8.57%,回购前合计持股34.64%;对特殊投资条款进行了终止或修改;附带未成功挂牌效力恢复条款,成功挂牌后溯及既往地终止	优先认购权;境外优先股条款;董事委派;协议与章程冲突条款;信息知情权;反稀释权;优先清算权;引入投资人限制;最惠条款;清算事由;独家授权;公司治理条款;业绩承诺和股份回购权(公司义务)	董事提名权;股份回购权(实际控制人义务);优先于实际控制人转让股份;清算优先(投资人优先于实际控制人)
9	873620.NQ	2021-09-28	中能泰富	终止协议签署之日终止	合格上市条款;股份回购条款(公司义务)	无

序号	证券代码	挂牌日期	证券简称	特殊投资条款终止情况	终止的特殊投资条款	保留的特殊投资条款
10	873606.NQ	2021-09-24	中机精成	挂牌申请之日终止, 附带效力恢复条款	股份回购权(公司); 一票否决权条款; 强制清算条款; 优先清偿权条款; 优先购买权条款; 共同出售权条款; 公司作为义务承担主体条款; 强制分红条款	无
11	873618.NQ	2021-09-10	禧屋科技	挂牌申请之日中止, 成功挂牌后终止, 附带效力恢复条款	优先认购权; 股息分配权; 清算优先权; 反稀释权; 优先出售权; 股份回购权(实际控制人回购、公司承担本息偿还义务); 知情权和检查权; 重大事项; 其他条款; 公司连带承担违约责任	无
12	873617.NQ	2021-08-27	万隆制药	自取得挂牌申请受理函之日终止, 附带效力恢复条款; 保留实际控制人回购义务条款, 公司不作为义务或责任承担主体	关于股份的限制主要条款; 涉及公司承担义务的相关条款	业绩承诺(实际控制人义务); 股份回购权(实际控制人义务)
13	873601.NQ	2021-08-26	瓯宝股份	保留实际控制人回购义务条款, 公司不作为义务或责任承担主体, 同时证明实际控制人具备回购能力, 回购股份占比16%, 共同实际控制人回购前合计持股83%	特殊投资条款系与实际控制人签署, 公司不是签署的主体, 符合相关指引的情况下未清理	业绩承诺(实际控制人义务); 股份回购权(实际控制人义务); 实际控制人股份转让限制及优先受让权、随售权; 清算补偿(实际控制人义务)
14	873593.NQ	2021-06-03	鼎智科技	补充协议签署时终止特殊投资条款	对公司管理层的奖励条款	无
15	873580.NQ	2021-03-04	新环精密	补充协议签署时解除特殊投资条款, 保留债转股的行权约定, 认为不属于需要清理的“特殊投资条款”	分红比例条款; 未成功上市的股份回购权(公司及公司实际控制人义务)	债转股的行权约定

序号	证券代码	挂牌日期	证券简称	特殊投资条款终止情况	终止的特殊投资条款	保留的特殊投资条款
16	873557.NQ	2021-01-13	欧耐股份	终止或修改公司作为特殊投资条款的义务承担主体和限制公司未来融资价格的条款;保留控股股东回购、补偿义务条款,回购股份占比26%,回购前控股股东持股45%,回购后公司共同实际控制人合计持股100%	资金监管条款	股份回购权(控股股东义务);清算补偿(控股股东义务);反稀释现金补偿(控股股东义务)

☒



王川  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2186  
wangchuan@zhonglun.com

# 虛假陳述經典案例評析：適用新 虛假陳述司法解釋阻斷交易因果 關係，上市公司成功實現免責抗辯

作者：張保生 朱媛媛 張媛媛



近期,笔者代理的某上市公司应对两名机构投资者提起的证券虚假陈述诉讼案二审宣判,二审判决认定,机构投资者并未对案涉虚假陈述形成合理信赖,并据此驳回机构投资者的全部诉讼请求。

本案是适用2022年《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(下称“新规”)阻断交易因果关系的典型案例。基于我们充分的抗辩和举证,二审法院结合机构投资者的投资决策依据、案涉上市公司股价及所属军工板块、大盘指数的走势、原告的交易时间和交易行为等,最终认定机构投资者的投资决策与案涉虚假陈述之间不具有交易因果关系。新规在该司法判例中迸发出活力。裁判者回归此类案件侵权之诉的本质,依据新规进行裁判,定分止争。本案二审判决对新规的深入理解和准确适用也彰显出公平的法治理念,对今后同类案件的处理无疑将产生积极影响。

## 第一部分\ 案情简介

我们代理的该公司是一家军工板块的上市公司,因定期报告虚假记载被证券监管机构行政处罚。在案涉定期报告发布一段时间后,恰逢上市公司启动重大资产重组且军工板块大涨,案涉公司股价也升至高位。

在此期间买入股票的一家专业投资公司和一家小额贷款公司,以案涉虚假陈述导致其产生投资损失为由向上市公司提起诉讼,要求上市公司承担虚假陈述民事赔偿责任。

## 第二部分\ 本案争议焦点评述

本案与因同一虚假陈述行为引发的其他平行案件的核心不同之处在于,两原告并非二级市场普通的自然人投资者,而是专业的投资公司和金融机构,通常其在二级市场大额投资股票的投资决策会更为审慎,决策程序也会更加严格。针对这两名机构投资者的起诉,我们代理上市公司进行免责抗辩。本案的核心争议焦点在于,该两名机构投资者的投资决策与案涉虚假陈述之间是否具有交易因果关系。

## （一）旧规虽未明确区分交易因果关系和损失因果关系，但也未取消“合理信赖”之构成要件。关于机构投资者之审慎注意义务和交易因果关系的认定，司法实践中的裁判观点不一。

2003年最高人民法院《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》（下称“**旧规**”）未对交易因果关系和损失因果关系进行明确区分，但并不意味着最高人民法院忽略或取消了两者的区别。最高人民法院在关于旧规的理解与适用中曾指出，在此类案件中采纳欺诈市场理论推定因果关系，并非将原告的“合理信赖”这一连接虚假陈述行为与损害结果之间的要件取消，被告仍可通过举证推翻这种推定的信赖。<sup>1</sup>

“合理信赖”属于法定构成要件，而且，这种信赖应当是“合理”的，即在同等条件下，负有同等注意义务的人确实存在被虚假陈述误导的可能。因此，对“合理信赖”的判断，应根据投资者身份和技能等情况的不同而有所区分。机构投资者作为专业的投资机构，具备相对雄厚的投资资金、丰富的投资经验和专业的分析研究能力，通常还应严格遵循投资决策程序。机构投资者相较于普通投资者而言，显然负有更高的审慎注意义务。如果没有证据证明专业投资机构尽到了审慎

注意义务，而其仅仅是信赖一个不具备这些条件的普通投资者可能“合理信赖”的虚假陈述，则此时对于普通投资者的“合理信赖”对于机构投资者而言实属“不合理信赖”，不能基于这种“不合理信赖”适用“推定信赖”原则，推定其投资决策与虚假陈述之间存在因果关系。

在既往司法实践中，有判例认为，如机构投资者未能举证证明其已尽到审慎注意义务，或其投资行为明显不具有合理性，应认定交易因果关系不成立。例如浙江高院审理的“祥源文化案”、济南中院审理的“济南高新案”、青岛中院审理的“东方电子案”等。但是，毕竟旧规未独立规定交易因果关系，且由于旧规下前置程序的存在，部分观点混淆了重大性和交易因果关系，认为被行政处罚的信息披露违法行为必然会影响投资者的投资决策。因此，在旧规下，也有部分判例一概推定机构投资者的投资决策与案涉虚假陈述之间具有因果关系，呈现出对机构投资者的注意义务不作特别考察的裁判倾向。

1. 参见李国光主编，最高人民法院民事审判第二庭编著：《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述案件司法解释的理解与适用》，人民法院出版社，2015年9月第2版，第250页。



## （二）新规明确了交易因果关系的独立地位和否定交易因果的情形，为本案依法抗辩减免赔偿责任提供了规则依据。

本案的特殊性在于，案涉虚假陈述所涉金额占上市公司当期年报财务数据的比重极低，但是由于案涉虚假陈述实施后上市公司进行了重大资产重组，且所处军工板块大热，进一步带动股价上涨。这两名机构投资者的交易行为呈现出“追涨”或“短线操作”的显著特点。本案二审过程中恰逢新规出台，为我们依法进行免责抗辩提供了有力、直接的规则依据。

新规明确了交易因果关系作为证券虚假陈述侵权责任要件的独立地位，并在第十二条列举了可以证明交易因果关系不成立的四种情形，其中第三项明确规定，如果原告的交易行为受到虚假陈述实施后发生的上市公司的收购、重大资产

重组等其他重大事件的影响，则应当认定交易因果关系不成立，由此“避免民事责任制度异化为保险制度”<sup>2</sup>。这与本案虚假陈述实施后发生重大资产重组的情形高度匹配。

同时，新规还作出兜底性规定，明确被告可以通过举证证明原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形实现免责抗辩。例如，被告能够举证证明原告的投资决策主要是受到证券市场或者特定行业的重大事件影响。实际上，在适用旧规的情形下，在几年前我们代理的“北大医药案”中，审理法院即判决认为原告买入股票主要是受“牛市”行情影响，据此认定交易因果关系不成立。

2. 参见林文学、付金联、周伦军：《〈关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定〉的理解与适用》，载《人民司法》2022年第7期。

### **(三) 根据新规关于阻断交易因果关系的明确规定, 结合案涉机构投资者的决策依据、交易行为和特殊身份, 应认定两机构投资者的投资决策与案涉定期报告虚假陈述之间没有因果关系。**

基于“推定信赖”需具备“合理性”的前提, 我们主张, 机构投资者适用“推定信赖”原则的条件, 是由机构投资者先举证证明其信赖属于“合理信赖”。二审法院对此予以认可, 并要求机构投资者提交证据证明其交易决策的依据。

结合机构投资者提交的证据, 我们全面梳理了案涉期间上市公司的相关公告、个股及军工板块的走势, 并逐笔分析了机构投资者的交易行为, 从以下三个方面抗辩其投资决策及投资损失与案涉定期报告虚假陈述之间没有因果关系:

#### **1. 案涉机构投资者的投资决策依据, 证明其交易决策与案涉虚假陈述之间没有因果关系**

案涉虚假陈述并未导致上市公司的基本面和业绩发生根本性改变, 不会对专业的机构投资者的投资决策产生实质影响。案涉投资公司和小贷公司关于投资决策依据的证据和说明显示, 两者均是基于上市公司重大资产重组以及公司未来国防军工业务发展的良好预期而作出买入决策。

#### **2. 案涉机构投资者的交易行为和交易模式, 证明其投资决策系受重大资产重组及行业利好影响**

案涉投资公司并非在虚假陈述实施后立刻买入股票, 而是在上市公司发布重组报告书且军工板块大涨后, 才开始同步买入案涉股票。案涉小贷公司则是在上市公司发布新的财务数据显示其盈利能力下降、基本面恶化的情况下才开始买入案涉股票, 可以佐证其做出买入决策并非基于公司经营现状, 而是基于对重组后的未来发展预期。

#### **3. 作为金融机构的案涉小贷公司负有更高的审慎注意义务, 因其投机行为造成的损失应当由其自行承担**

根据金融监管的相关规定, 小额贷款公司属于专业的金融机构, 案涉小贷公司买卖股票属于高风险投资行为, 应尽到审慎注意义务。从案涉小贷公司的交易行为来看, 具有明显短线操作、波段套利的特征, 且在上市公司基本面恶化、股价大跌的情况下仍重仓买入股票, 由此导致的损失理应由其自行承担。

**最终, 二审法院采纳了我们的抗辩, 认为两机构投资者的交易决策系受重大资产重组和军工板块大热的影响, 符合新规第十二条第三项排除交易因果关系的情形, 据此改判驳回机构投资者的全部诉讼请求。**

**作为适用新规阻断交易因果关系的典型案例,本案判决对交易因果关系的理解和认定对于未来同类案件的应对和处理具有重要参考意义。**

第三部分\

## 经验总结与应对建议

(一) 新规明确了重大性要件、交易因果关系、损失因果关系等诸多方面的认定规则,为证券虚假陈述诉讼的被告进行免责抗辩提供了更多规则依据。通过对案情的梳理、各个争议焦点的分析、研判和有效抗辩,上市公司即使因虚假陈述被行政处罚,也并非必然要承担证券虚假陈述民事赔偿责任。

(二) 在因同一虚假陈述行为引发的系列虚假陈述案件中,被告可以根据不同投资者的身份、交易行为和交易模式等,进行有针对性的抗辩,或能成功实现个案免责。

(三) 不同于传统民商事纠纷,证券虚假陈述诉讼案件不仅涉及大量专业性极强的法律问题,而且同时要求律师能够对复杂的证券市场作出专业的、正确的解读。上市公司在遇到此类案件时,应高度重视,尽早委托具有证券诉讼业务经验的专业律师提供专业的法律服务。 ☞



张保生  
合伙人  
争议解决部  
北京办公室  
+86 10 5780 8368  
zhangbaosheng@zhonglun.com

# 司法实践中,股权激励的退出价格应当如何认定?

作者:张根旺 李旭



股权激励争议中, 股权激励的退出价格一直是争议各方十分关注的焦点问题。因股权激励案件标的额较大, 股权激励退出价格的认定对于争议各方的收益、损失有着至关重要的意义。然而, 由于股权激励案件具有新颖性且案情各异, 目前, 司法实践对于如何认定股权激励的退出价格并无统一标准, 当事人的举证角度及庭审说理意见对于法庭就退出价格的认定有着重要参考意义。本文中, 笔者结合近期代理的一起股权激励案件, 尝试从司法实践角度对股权激励退出价格认定的考量因素做浅要分析, 供读者参考。

## 第一部分\ 案情简介

在笔者近期代理的这起股权激励案件中, 某上市公司将其股东之一的有限责任公司作为员工持股平台, 对员工实施股权激励。上市公司的实际控制人为员工持股平台的第一大股东。对于参与股权激励计划的员工(“激励对象”), 由员工持股平台的第一大股东与激励对象签订股权转让协议, 将员工持股平台的部分股权转让给激励对象。员工持股平台的章程对于股权激励的各项规则作出了规定。根据章程, “员工持股平台的股东必须为集团公司管理人员、技术人员、销售人员、顾问人员, 并与集团公司存在劳动合同关系或顾问合同关系, 并同意劳动合同和顾问合同中的竞业禁止条款。前述人员被解除职务、解除劳动合同或者解除顾问合同的, 股东资格丧失。在股东丧失股东资格的情形

下, 原股东应在两个月内将股权转让给第一大股东。”关于股权转让, 章程规定“股东之间不能转让其在公司中的股权。股东不得向不具备股东条件的人转让其在公司中的全部或部分股权。非经第一大股东同意, 股东所持股权不得向第一大股东(或其指定的第三方)以外的第三方转让, 亦不得设置质押、收益权转让等权利限制”。**关于股权退出的价格, 章程规定“无论退股、转让、减资或被人民法院执行股权, 激励对象转让股权的价格均为激励对象获得所持股权时实际支付的对价”。**

在该股权激励案件中, 激励对象为上市公司的一名核心技术人员。根据激励对象与第一大股东签订的《股权转让协议》, “第一大股东将员工持股平台3.32%股权(‘标的股权’)(出资额47.17万元)转让给激励对象, 转让价格为65.55万元。**双方确认激励对象在上市公司工作期间, 激励对象暂不支付上述股权转让款; 若激励对象在上市公司及关联企业工作时间连续超过十年,**

第一大股东确认放弃前述股权转让款, 激励对象无需支付该款项; 若激励对象自本合同签订之日起十年内, 不在上市公司工作的, 自前述情形出现之日起60个工作日内, 第一大股东有权要求激励对象将其所持股权无偿转让给第一大股东或第一大股东指定的第三方”。《股权转让协议》签订后, 双方办理了股权的工商变更登记。根据《股权转让协议》, 激励对象暂未支付股权转让款。激励对象在上市公司工作的第七年, 上市公司单方解除了激励对象的劳动关系。**经法院判决, 上市公司系违法解除劳动合同。**因激励对象不再是上市公司的员工, 第一大股东向法院提起诉讼, 要求激励对象以零元的价格向第一大股东转让标的股权。

本案中, 争议双方对于股权转让价格的认定各执一词。**激励对象主张**即便其应当将标的股权转让给第一大股东, 股权转让价格应当按照标的股权的市场价格来衡量, 如按此标准计算股权转让款, 激励对象有权获得的股权转让款将超过一千万元。而**第一大股东主张**激励对象在取得股权时未支付股权转让对价, 根据《股权转让协议》及员工持股平台的公司章程, 激励对象应当将标的股权无偿转让给第一大股东, 第一大股东无须就股权转让支付任何对价。**法院经审理之后认为**根据《股权转让协议》、员工持股平台的公司章程、激励对象退出股权激励的原因、双方的过错以及

损失等因素, 认定激励对象应当将标的股权转让给第一大股东, 同时, 第一大股东应当向股权激励对象支付股权转让款65.55万元。

## 第二部分\

### 认定股权激励退出价格的考量因素

结合法院对于上述案件的审判思路以及其他股权激励案例, 笔者认为司法实践中, 司法机关对于认定股权激励退出价格通常参考以下因素:

#### 1. 股权激励文件对于股权激励退出价格的约定

股权激励源于双方的意思自治, 因此, 股权激励文件关于股权激励退出价格的约定对于司法实践认定股权激励退出价格有着关键意义。在股权激励文件不违反法律强制性规定的情形下, 司法机关在认定股权激励退出价格时, 通常会结合股权激励文件对于退出价格的约定来判定当事人的可预期利益, 最终认定股权激励退出价格。在上述案件中, **法院认为, 根据员工持股平台的公司章程, 激励对象通过股权激励持有的标的股权在流通性上存在一定限制, 且根据员工持股平台章程对股权转让价格的规定“无论退股、转让、减资或被人民法院执行股权, 激励对象转让股权的价格均为激励对象获得所持股权时实际支付的对价”, 激励对象取得标的股权所能预期的**

**股权利益, 应为在职期间所能取得的股东分红利益以及在符合约定的工作期限后无偿取得该股权的权益, 而非股权正常交易所能取得的市场价值。**基于此, 法院认为激励对象主张以市场价值衡量标的股权的转让价格, 既不符合《股权转让协议》签订时双方的预期利益, 也与员工持股平台的公司章程相悖, 故法院认为不应当以标的股权的市场价值衡量标的股权转让价格。

笔者认为, 根据《公司法》第十一条的规定, 公司章程对公司、股东、董事、监事、高级管理人员具有约束力, 而激励对象系员工持股平台的股东, 因此, 员工持股平台的公司章程关于股权转让价格的约定对于激励对象具有约束力。根据员工持股平台的公司章程就股权转让及股权转让价格的规定, 激励对象可以预期到其无法通过转让标的股权获利, 故激励对象主张以标的股权的市场价值认定股权转让对价难度较大。由于股权激励文件通常能够反应争议各方对股权激励的预期利益, 因此, 在股权激励文件不违反法律强制性规定的情形下, 司法实践通常优先参考股权激励文件对退出价格的约定来认定股权激励退出价格, 从而使得判决结果更加贴切地反应企业设立股权激励的目的及各方对股权激励的预期利益。

## 2. 股权激励的退出方式

由于股权激励的主体资格通常与员工身份具有紧密关联性, 因此, 大多数企业都会在股权激励文件中约定如员工与企业解除劳动合同, 则员工的股权激励主体资格丧失, 员工应当退出股权激励计划。对此问题, 大多数司法机关认为结合股权激励制度“激励员工”的专属目的, 如员工与企业之间的劳动关系客观上已经解除, 则员工应当根据股权激励文件退出股权激励计划。然而, 激励对象劳动合同的解除方式分为主动离职与被动离职, 尤其在激励对象被动离职的情形下, 企业存在违法解除劳动合同的可能, 如对劳动合同解除的原因及方式不加区分、一律以统一标准认定股权激励退出价格, 对于因被违法解除劳动合同而被动退出股权激励计划的激励对象而言则显失公平, 且将助长企业以违法方式提前终止激励对象享受股权激励的不良风气。因此, 司法实践中, 对于激励对象解除劳动合同的不同方式, 司法机关在认定股权激励退出价格时通常会作区分处理。具体而言:

(1) 在激励对象主动离职或公司合法解除劳动合同的情形下, 根据股权激励文件, 员工退出股权激励计划的条件当然成就, 股权激励的退出价格通常按照股权激励文件的约定处理。

(2) 在公司违法解除劳动合同的情形下, 因公司涉及以不正当的方式促成股权激励退出条

件成就,司法机关将结合股权激励文件的约定、激励对象被提前解除劳动合同所遭受的损失及用人单位的主观恶意等因素综合判定股权激励的退出价格。

例如,在笔者代理的上述股权激励案件中,法院认为《股权转让协议》中“若激励对象在上市公司及关联企业工作时间连续超过十年,激励对象无需支付股权转让款;若激励对象自股权转让协议签订之日起十年内,不在上市公司工作的,则第一大股东有权要求激励对象将其所持股权无偿转让”的条款**属于附条件的约定**。因上市公司违法解除激励对象的劳动合同,第一大股东作为上市公司的股东及董事长,以不当行为促成激励对象未在上市公司连续工作满十年,在此情形下,应当视为激励对象无需支付股权转让款的条件成就,第一大股东要求股权无偿转让的条件不成就。根据员工持股平台的公司章程对股权转让价格的规定、《股权转让协议》对股权转让价格的约定及激励对象的可期待利益损失,法院认定第一大股东应当向激励对象支付股权转让款65.55万元。

笔者认为,根据《民法典》第一百五十九条规定,“附条件的民事法律行为,当事人为自己的利益不正当地阻止条件成就的,视为条件已经成就;不正当地促成条件成就的,视为条件不成就”。在股权激励案件中,企业违法解除激励

对象的劳动合同属于《民法典》第一百五十九条规定的不正当行为,因此,对于企业违法解除劳动合同引发的激励对象退出股权激励计划的案例,应当结合《民法典》第一百五十九条的规定认定股权激励的退出对价。

### 3.退出股权激励计划对员工可预期收益的实际影响和损失

在员工被动退出股权激励计划的情形下(例如被企业违法解除劳动合同导致退出股权激励),司法机关还可能结合退出股权激励计划对员工可预期收益的实际影响和损失来确定股权激励退出价格。在上述案件中,根据员工持股平台的公司章程的规定,“激励对象达到退休年龄,不再从事与公司相竞争的业务,可以保留股东资格。激励对象在集团公司工作或从事顾问工作满五年后死亡的,其继承人可以取得股东资格,但不得从事与集团公司相竞争的职业或业务,否则丧失股东资格”。在该案中,激励对象与上市公司签订了期限为十年的劳动合同,根据《劳动合同法》的规定,上市公司在与激励对象履行完十年期限的劳动合同之后应当与激励对象签订无固定期限劳动合同,因此,若非上市公司违法解除激励对象的劳动合同,激励对象有权在上市公司工作至退休,且在激励对象死亡后,其继承人依然有权继承股东资格,在此



情形下，激励对象及其继承人可以一直持有标的股权并持续获得标的股权分红款（在激励对象持股期间，其每年均获得股权分红款）。而上市公司违法解除激励对象的劳动合同导致激励对象及其继承人无法继续持有标的股权，且无法持续获得股权分红款，如判决激励对象无偿转让标的股权，则与激励对象对股权激励的可预期收益不相符。鉴于被动退出股权激励计划对激励对象的可预期收益造成了不利影响和损失，法院未支持第一大股东要求激励对象无偿转让标的股权的请求。

### 第三部分\

## 预备性诉讼请求在股权激励争议中的运用

对于股权激励退出价格，当事人在诉讼过程中除需考虑影响认定退出价格的因素之外，还应当选择最为高效便捷的方式实现己方对于退出价格的主张。通常情况下，股权激励争议涉及激励对象是否应当退出股权激励计划和股权激励的退出价格两大争议焦点，只有在法院认

定激励对象应当退出股权激励计划的情形下,才涉及股权激励退出价格问题。对于激励对象而言,如在收到法院确认其须退出股权激励计划的生效判决之后,再通过另行起诉的方式主张股权激励退出对价,不仅将经历漫长的诉讼周期,亦将增加诉累。根据笔者的经验,为提高诉讼效率,激励对象可考虑通过提出预备性诉讼请求的方式在同一个案件中一并解决两个争议焦点。例如,在上述股权激励案件中,第一大股东提起诉讼要求激励对象以零元的价格向其转让标的股权。作为激励对象的代理律师,我方在抗辩股权转让的条件不成就之余,还同时向法院提出预备性反诉请求,主张如法院判决激励对象应当向第一大股东转让股权,则股权转让价格应当按照标的股权的市场价格计算,否则,如法院在本案中认定激励对象须转让标的股权,激励对象还须通过另行起诉的方式主张股权转让款。同理,在笔者代理的另外一起股权激励案件中,激励对象主张公司应当向其交付一定份额的期权,因期权交付存在无法执行的风险,在该案中,激励对象同时提出预备性诉讼请求,主张如法院判决期权无法交付,则公司应当支付期权价值等额的款项。

笔者认为,股权激励争议的诉讼周期通常较为漫长,当事人可通过提起预备性诉讼请求的方式力争在同一个案件中一次性解决相关争议纠纷,从而提高诉讼效率,减少诉累。

## 第四部分\ 结语

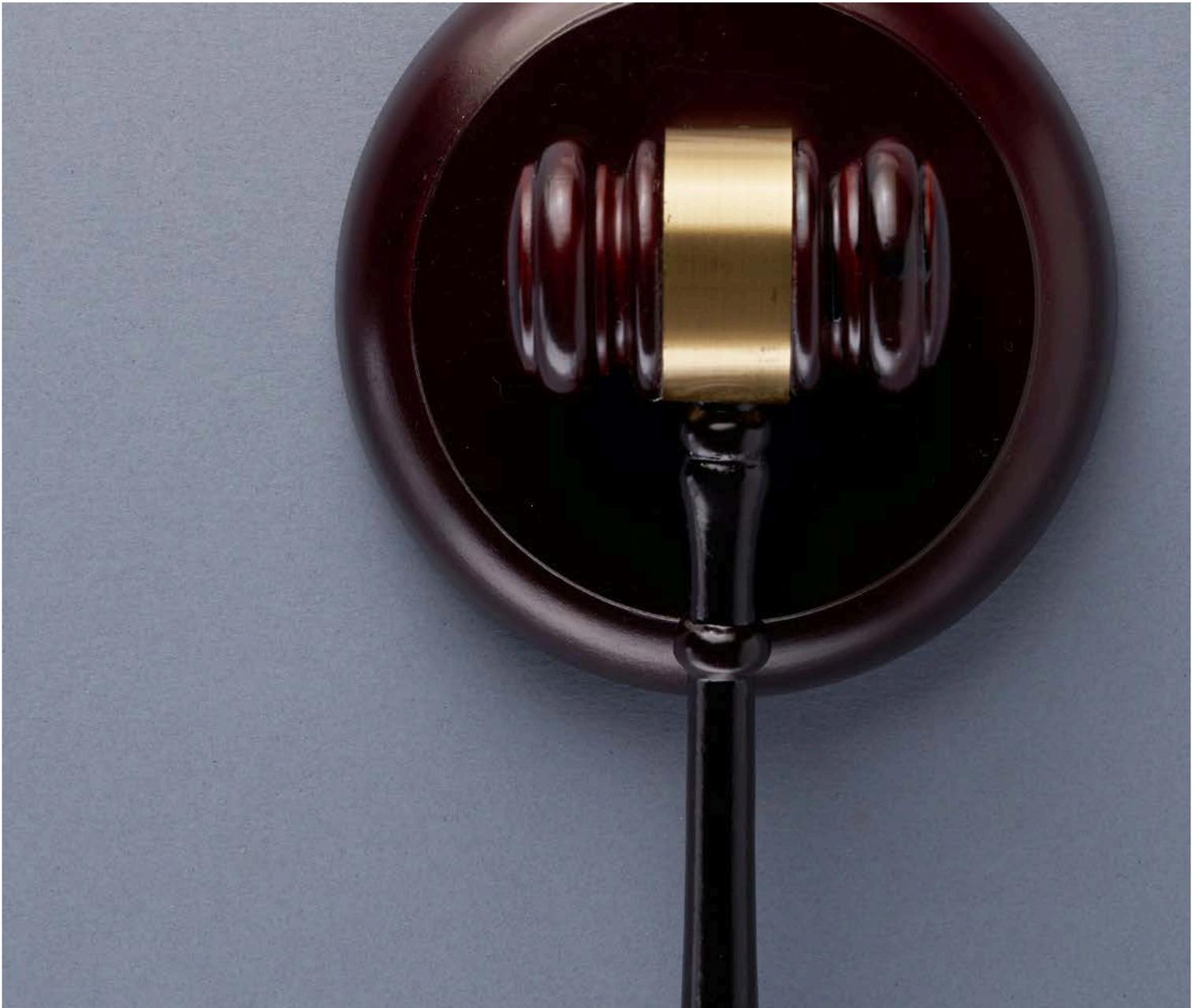
在股权激励争议中,股权激励退出价格事关当事人的重要利益,当事人可从股权激励文本的约定、股权激励的退出方式(主动退出或被动退出)、相对方在股权激励的实施过程中是否存在不当行为、当事人退出股权激励计划对其预期收益的影响和损失等角度进行举证、说理,力争获得有利于己方的判决。同时,为提高诉讼效率、减少诉累,当事人可通过提出预备性诉讼请求的方式请求法院处理股权激励退出价款,从而达到缩短诉讼周期,一次性解决纠纷的目的。☒



张根旺  
合伙人  
合规与政府监管部  
上海办公室  
+86 21 6061 3191  
andersonzhang@zhonglun.com

# 企业刑事合规建设的关键思考 ——最高检《合规审查办法》 第八条如何落地？

作者：王峰 王潜



近日, 最高人民法院、司法部、财政部等部委联合印发《涉案企业合规建设、评估和审查办法(试行)》(下称“《合规审查办法》”)。毋庸置疑, 《合规审查办法》是最高检推行企业刑事合规改革以来, 最为重要的实操指引文件, 它除了再次重申涉案企业通过刑事合规建设可以获得不批捕、不起诉或从宽处罚的有利司法处理结果外, 还为企业刑事合规建设的重点机制、操作方法和司法审查标准提供了权威的执行参考依据。

根据笔者的刑事合规法律经验, 《合规审查办法》第八条<sup>1</sup>为企业构建刑事合规制度提供了较为明确的执行标准, 企业在刑事合规建设中应当特别关注。

## 第一部分\ 《合规审查办法》确定的三项基本要求

《合规审查办法》对企业刑事合规建设、刑事合规评估和刑事合规审查提出了相对明确的执行标准, 从宏观上看, 这些细化规定为企业构建刑事合规制度明确了三项要求。

### (一) 合规刑事化要求

《合规审查办法》第一条规定, 涉案企业合规审查, 是指负责办理案件的人民检察院对第三方组织的评估过程和结论进行审核。针对未启动第三方机制的小微企业合规, 可以由人民检察院对其提交的合规计划和整改报告进行审核。

换言之, 在司法领域的刑事合规审查, 是由刑事实务部门严格按照刑事标准来进行的。对企业来说, 在构建合规制度时, 需要充分融入刑事元素, 并且应当将刑事法律和刑事实务标准作为合规依据。

而在具体执行中, 在宏观合规框架下的财务合规、税务合规、证券合规、环保合规、产品质量合规、知识产权合规、信息与数据安全 合规等具体模块中, 都需要融入刑事元素, 从而确保相关刑事合规制度能够经得起刑事实务的审查和检验。

1.《涉案企业合规建设、评估和审查办法(试行)》第八条 涉案企业应当针对合规风险防控和合规管理机构履职的需要, 通过制定合规管理规范、弥补监督管理漏洞等方式, 建立健全合规管理的制度机制。涉案企业的合规管理机构和各层级管理经营组织应当根据其职能特点设立合规目标, 细化合规措施。合规管理制度机制应当确保合规管理机构或者管理人员独立履行职责, 对于涉及重大合规风险的决策具有充分发表意见并参与决策的权利。

## (二) 合规执行力要求

《合规审查办法》第十四条规定,第三方组织对涉案企业专项合规整改计划和相关合规管理体系有效性的评估,重点包括以下内容:(一)对涉案合规风险的有效识别、控制;(二)对违规违法行为的及时处置;(三)合规管理机构或者管理人员的合理配置;(四)合规管理制度机制建立以及人力物力的充分保障;(五)监测、举报、调查、处理机制及合规绩效评价机制的正常运行;(六)持续整改机制和合规文化已经基本形成。

根据本条规则,刑事实务在审查企业刑事合规制度中,除了对合规制度本身的全面性和合理性予以审核外,还将重点关注刑事合规制度的可执行性及企业内部的执行力情况。

具体而言,企业设计刑事合规方案时,其不仅需要设置专门的合规部门或者合规岗位,还需要为其他部门和岗位,以及不同层级的企业人员设置刑事合规制度,并提供人、财、物的资源支持,最终将风险审查机制、风险监测机制、风险控制机制和风险处理机制融入企业内部治理和经营管理的全流程,实现刑事合规机制与企业业务经营、内部管理和文化培育的顺畅衔接,提升企业人员刑事合规制度的执行能力。

## (三) 合规专业性要求

《合规审查办法》第四条规定,涉案企业一般应当成立合规建设领导小组,由其实际控制人、主要负责人和直接负责的主管人员等组成,必要时可以聘请外部专业机构或者专业人员参与或者协助。合规建设领导小组应当在全面分析研判企业合规风险的基础上,结合本行业合规建设指引,研究制定专项合规计划和内部规章制度。

根据本条规则,企业在组建合规建设团队时,需要从两个方面重点关注后续刑事合规的专业性问题:第一,刑事合规制度能够符合刑事立法和刑事实务的专业性要求;第二,刑事合规制度能够和企业治理及商业模式的个体需求相配适。

简言之,企业刑事合规建设是一项专业、复杂的系统化工程,既涉及刑事诉讼的法律规则,也涉及企业治理,还涉及财务会计、商业把控等专业活动,因此,企业刑事合规支持团队需要充分掌握刑事诉讼、行政、公司治理、证券、税务等复合型法律知识,并具有充分的刑事诉讼法律经验,同时谙熟企业治理、商业逻辑等专业知识和专业技能,从而为企业刑事合规方案的高效运行保驾护航。

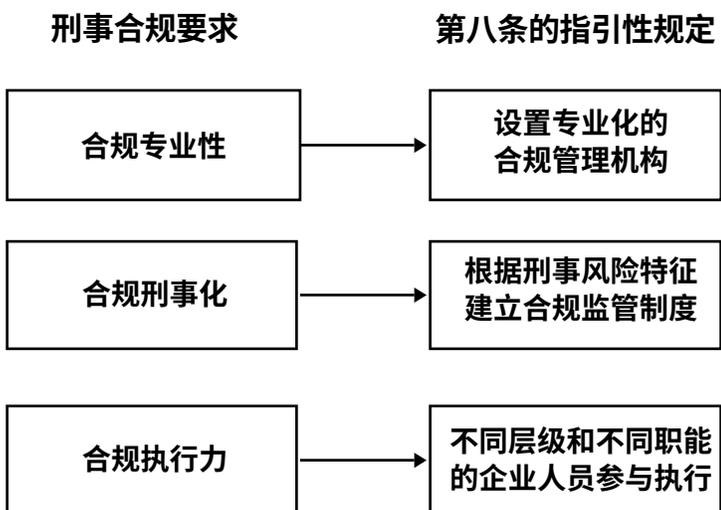
## 第二部分\

### 《合规审查办法》第八条的实践意义

对企业而言,在制定和执行刑事合规制度时,需要特别注意《合规审查办法》第八条的规定。

《合规审查办法》第八条规定,涉案企业应当针对合规风险防控和合规管理机构履职的需要,通过制定合规管理规范、弥补监督管理漏洞等方式,建立健全合规管理的制度机制。涉案企业的合规管理机构和各层级管理经营组织均应当根据其职能特点设立合规目标,细化合规措施。合规管理制度机制应当确保合规管理机构或者管理人员独立履行职责,对于涉及重大合规风险的决策具有充分发表意见并参与决策的权利。

不难看出,本条规则事实上是对前述三项基本要求的融合,在实操层面为企业提供了合规制度的构建路径。



简单来说,从合规实践的角度看,《合规审查办法》第八条为企业刑事合规制度建设提供了以下三个实践方向:

第一,企业不仅应当建立合规制度,更应当确保合规制度符合刑事标准;

第二,刑事合规制度不是单一制度,而是更需要融入企业治理全流程的体系化机制;

第三,刑事合规执行不仅是内设合规部门的职能,更需要不同层级企业人员的全面参与。

## 第三部分\

### 《合规审查办法》第八条的落地方案

在企业构建刑事合规制度时,如何将《合规审查办法》第八条的指引性规定融入其中,是极具现实性的问题。根据笔者的刑事合规经验,从实操落地的角度看,尽管不同行业 and 不同类型的企业的合规侧重点各有不同,但是在合规方案的搭建上,仍然可遵循一定的共通性规则。

#### (一) 参照刑事准据构建合规制度

从合规制度的刑事专业性角度看,企业在构建合规制度时,需要按照刑事准据的标准来制定,从而保障刑事合规在司法实务中的实效性。通常而言,企业可参考的刑事合规准据包括:

- 刑事法律准据,如刑事实体法律,刑事诉讼



法律, 刑事司法解释, 刑事司法意见等;

- 刑事政策准据, 如刑事政策文件, 最高司法机关会议, 特定时期、特定地域、特定类罪政策偏向等;

- 刑事类案风险模型;
- 刑事程序参考要件;
- 刑事实体参考要件;
- 事实、证据与法律适用的刑事逻辑;
- 侦、控、辩、审的考量标准。

## (二) 在治理程序中融入刑事合规元素

企业治理通常包括决策层、管理层和执行层三方的互动, 而在具体表现中, 其往往体现为总部、各部门、分支机构、分公司、下级子公司、门

店、工厂等不同经营管理环节和机构之间的管理与分工。无论是从上下级互动的角度看, 还是从跨部门之间互动角度看, 抑或是从同一部门内部人员的互动角度看, 企业治理都需要遵循审议、决策、授权、管理、审批、指导、执行、监督、汇报、考核、激励、惩戒等流程。

在构建刑事合规制度时, 应当将风险审查、风险控制和风险处理的特殊刑事合规机制, 融入企业的流程化管理中。

例如, 企业在对重大商业活动的议事程序中, 需要设置刑事风险的合规审查流程, 并按照刑事实务要求, 对风险审查的发起、执行、结论采纳和责任设置进行留痕化处理。

需要注意的是, 在流程化管理中嵌入刑事合

机制的目标,在于实现“自上而下”的刑事合规,即从顶层管理者的议事决策开始,通过审批、授权、执行、监督、考核等不同流程,逐级项下传递企业及最高管理层的刑事合规要求,从而锁定企业的刑事合规取向,有效释明企业最高管理层的合规意志。

### (三)在实体职责权限配置中融入刑事合规元素

根据《合规审查办法》第八条的要求,除了企业内设合规部门应当承担刑事合规职能外,企业其他各层级管理者和企业人员都应当承担相应的合规职责权限。

因此,企业无论是在为顶层管理者配置职责权限,还是在为其他不同层级、不同业务部门的企业人员配置职责权限时,均应当增加与刑事合规有关的职责权限内容。

例如,在业务管理中,可为业务部门配置针对交易对象和交易项目的合规审查和风险评估职责;在人事管理中,对于重点岗位或者敏感岗位,应当在劳动用工规范中配置合规提示和合规监督的执行措施;又如,在财务管理中,可为财务部门配置符合刑事标准的支付审查职责等。

需要注意的是,在配置刑事合规职责权限时,为确保企业人员对刑事合规制度的执行力,应当特别关注刑事合规的可行性问题,即刑事合规元素要能够和具体管理事项或者业务事项相

匹配,具有行使刑事合规职责权限的可行性。此外,对外资企业而言,在职责权限配置中,应当避免全盘照搬境外公司的合规制度,而是应该根据中国公司的营商环境、经营目标、公司结构、业务特点,设计符合中国法律实践特点的刑事合规职责权限。

## 第四部分\ 结语

在企简而言之,最高检《合规审查办法》对企业刑事合规提供了更为明确的目标和要求,对企业来说,只有精准把握《合规审查办法》第八条所指向的具体合规指引,以刑事准据矫正具体合规制度,将刑事合规元素全面融入实体职责权限配置和治理流程中,才能实现刑事合规制度的实效性,从而全面抵御刑事风险。 ☞



王峰  
合伙人  
争议解决部  
上海办公室  
+86 21 6061 3165  
fengwang@zhonglun.com



中伦研究院出品

特别声明:以上所刊登的文章仅代表作者本人观点,不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权,不得转载或使用该等文章中的任何内容,含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨,欢迎与本所联系。