

浅析新三板企业定向发行政程序及审核要点

作者：郑燕

自2019年11月以来，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）和全国中小企业股份转让系统有限责任公司（以下简称“股转公司”）发布了一系列改革规则，在全国中小企业股份转让系统（以下简称“新三板”）已有的基础层和创新层之上，增设“精选层”并开创性地引入了公开发行制度。但本次新三板改革最引人瞩目的，还要属直接转板上市制度的公布和实施。2020年6月3日，中国证监会正式发布了《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，其明确规定符合一定条件的精选层挂牌公司可以转板至科创板或创业板上市，而无需经中国证监会核准或注册。我们相信，直接转板上市制度的实施，定会让无数投资机构重燃对于新三板挂牌公司（以下简称“挂牌公司”）的投资热情；而定向发行，作为投资机构投资挂牌公司的主要渠道之一，对挂牌公司而言具有不可替代的作用，在极具吸引力的直接转板机制的诱惑下，挂牌公司定向发行很可能将成为新三板股权融资市场的一块香饽饽。在上述背景下，本文将根据新三板的相关规则并结合公开案例，介绍股转公司对参与挂牌公司定向发行的投资者适当性管理、特殊投资条款等方面的审核要点，以及挂牌公司定向发行股份的主要流程及投资人可能需出具的相关承诺，以期为投资人投资新三板挂牌公司提供一份投资指南。

一、投资者适当性

对于拟参与挂牌公司定向发行的投资人而言，是否具备投资挂牌公司的条件是首先应当考虑的问题，而新三板现行规则对投资人参与精选层、创新层、基础层分别设置了不同的准入条件，具体如下：

投资主体 类型	适当性条件		
	精选层	创新层	基础层
法人机构	• 实收资本≥100万元	• 实收资本≥150万元	• 实收资本≥200万元
合伙企业	• 实缴出资额≥100万元	• 实缴出资额≥150万元	• 实缴出资额≥200万元
特殊机构投资者	• 符合《证券期货投资者适当性管理办法》规定的证券公司资产管理产品、基金管理公司及其子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品、经行业协会备案的私募基金等理财产品，社会保障基金、企业年金等养老金，慈善基金等社会公益基金，合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）等机构投资者		
自然人	• 申请权限开通前10个交易日，本人名下证券账户和资金账户内的资产日均≥100万元（不含融资融券融入的资金和证券）	• 申请权限开通前10个交易日，本人名下证券账户和资金账户内的资产日均≥150万元（不含融资融券融入的资金和证券）	• 申请权限开通前10个交易日，本人名下证券账户和资金账户内的资产日均≥200万元（不含融资融券融入的资金和证券）
	除上述证券账户和资金账户的资产要求外，自然人投资者还需要具有以下任一类情形的投资经历、工作经历或任职经历： • 2年以上证券、基金、期货投资经历 • 2年以上金融产品设计、投资、风险管理及相关工作经历 • 证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司，以及经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人等金融机构的高级管理人员任职经历		

二、特殊投资条款审核要点

除需考虑上述投资者适当性问题外，投资人需重点考虑的则是交易条款的设置，尤其是股东特殊权利的安排，由于涉及到投资人对挂牌公司的投后管理和退出机制，其重要性对投资人不言而喻。而从新三板规则的角度，股转公司并不禁止挂牌公司定向发行的交易文件中存在特殊投资条款，但总体的原则和前提是该等特殊投资条款不得损害挂牌公司和其他小股东的合法利益。除此之外，在实操层面，股转公司亦对部分协议条款有着特殊的监管要求。本文以下将从新三板规则以及相关案例和笔者的项目经验的角度，对照一般投资者特殊权利条款，就各条款在挂牌公司定向发行项目中的可接受程度进行简要阐述。

（一）新三板规则

在一般的投资项目中，优先购买权、共同出售权、优先认购权、回购权、优先清算权、反稀释保护条款等，均为投资人惯常要求的特殊权利条款。但是，在新三板公司的投资项目中，相关规则对于某些股东特殊权利条款作出了排除性规定。根据股转公司于2019年4月19日颁布的《挂牌公司股票发行常见问题解答（四）——特殊投资条款》（以下简称“《问答四》”）的规定，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：

挂牌公司作为特殊投资条款所属协议的当事人，但投资人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；

限制挂牌公司未来股票发行融资的价格或发行对象；

强制要求挂牌公司进行权益分派，或者不能进行权益分派；

挂牌公司未来再融资时，如果新投资人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；

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；

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；

触发条件与挂牌公司市值挂钩；

其他损害挂牌公司或者其股东合法权益的特殊投资条款。

（二）具体条款分析及相关案例

1、创始人股份转让限制

一般而言，为保证挂牌公司业务经营及其管理层的稳定性，投资方通常会

要求对创始人所持挂牌公司的股份加以一定的转让限制，即，未经投资人同意，创始人所持挂牌公司的股份在一定期限内不得转让或处置，或转让、处置的比例不得超过约定的限额。创始人自愿接受对其所持股份的限制，不影响公司和其他股东的权益，因此股转公司在实践中也允许于交易文件中设置该等条款，从新三板定向发行的公开案例来看，设置该等创始人股份转让限制条款的情况较为普遍，相关案例包括：九州风神（股份代码：873121）、中稀天马（股份代码：872222）、瑞丰信息（股份代码：871949）等。

2、优先购买权及共同/优先出售权

优先购买权即指挂牌公司的原股东拟向第三方转让所持挂牌公司股份时，投资人在同等条件下有优先于第三方购买拟转让股份的权利；共同/优先出售权即指投资人在前述情形下，亦有权选择以同等条件向受让方一同或优先出售其所持挂牌公司股份。股转公司也通常允许投资人就挂牌公司的原股东所持股份享有前述优先购买权或共同/优先出售权，相关案例包括：中稀天马（股份代码：872222）、康乐卫士（股份代码：833575）及康派斯（股份代码：872836）等。

3、优先认购权

根据《全国中小企业股份转让系统股票发行业务细则（试行）》的规定，除非挂牌公司章程另有规定，挂牌公司股票发行以现金认购的，公司现有股东在同等条件下对发行的股票享有优先认购权。

尽管有上述规定，根据笔者的项目经验以及公开案例，如在交易文件中约定仅投资人有权优先认购挂牌公司新发行股份，而其余股东不享有优先认购权的，则股转公司很可能质疑该等约定损害了小股东的合法利益，从而要求挂牌公司和投资人予以修改或取消优先认购权。

4、赎回权、反稀释权及优先清算权

通常而言，为维持投资人所持挂牌公司股份价值、保证投资人未来退出并收回投资收益，投资人往往也会要求设置赎回权、反稀释权、优先清算权及业绩补偿等特殊投资条款，但如本节首段所述，由于新三板相关规则及监管问答禁止挂牌公司作为特殊投资条款所属协议的当事人，若在交易文件中约定由挂牌公司承担前述特殊投资条款项下的义务，则很可能会受到股转公司的质疑并被要求修改该等条款；若在前述条款中仅约定由创始人或控股股东承担相关义务，则一般可为股转公司所接受，具体如下：

（1）赎回权

赎回权一般指在发生特定事件的情况下（常见的赎回事件如：截至某一期限，挂牌公司未能实现合格上市），投资人有权要求相关义务主体以特定的价格购买投资人所持全部或部分挂牌公司股份。如前所述，股转公司仅接受非挂牌公司的实体（例如创始人或控股股东）承担赎回义务的条款或安排，相关案例包括：九州风神（股份代码：873121）、中稀天马（股份代码：872222）、观想科技（股份代码：832584）等，而不能接受挂牌公司作为承担赎回义务的主体。

（2）反稀释保护

反稀释保护条款通常指在挂牌公司未来以低于投资人的认购价格发行股份时，挂牌公司或原股东应以名义价格或法律允许的最低价格向投资人出售股份或对其进行现金补偿，以使投资人所持股份不被低价稀释。在挂牌公司本身不作为股份补偿或现金补偿的主体的前提下，反稀释保护条款可为股转公司所接受，相关案例包括：九州风神（股份代码：873121）、甲骨文（股份代码：839043）、随锐科技（股份代码：835990）等。

（3）优先清算权

优先清算权即指在挂牌公司发生清算事件（包括解散、终止、整体出售等）时，投资人有权优先于其他股东取得约定的优先清算额。但在新三板定向发行的交易文件中，一般会约定由原股东对投资人承担优先清算额的补足义务，而非直接由挂牌公司优先向投资人分配剩余财产。否则，很可能会引发股转公司的质疑并被要求修改相关条款。含有投资人优先清算权条款的案例包括：观想科技（股份代码：832584）、随锐科技（股份代码：835990）等。

（4）连带责任条款

在一般的投资项目中，为避免创始人可能发生的违约情形，并出于赔偿能力的考虑，投资人通常会要求目标公司及创始人为交易文件项下的违约行为承担连带赔偿责任。与此不同的是，在新三板定向发行项目中，股转公司在审核时通常认为挂牌公司承担连带赔偿责任条款损害了挂牌公司和中小股东利益，并会要求对其进行修改，以避免挂牌公司对创始人的单方违约行为承担连带赔偿责任。但是，值得注意的是，股转公司并不会禁止在交易文件中约定创始人的“兜底赔偿责任”，即创始人对挂牌公司的违约行为承担连带赔偿责任，对于该等监管态度，投资人应在设置交易文件条款时格外注意。

（5）替代性解决方案条款

需要特别提示投资人的是，尽管股转公司允许上述非由挂牌公司承担义务的特殊投资条款的存在，但由于目前新三板挂牌公司主要采用集合竞价或做市转让的股票交易机制，在股票买卖成交前不能确定最终的成交价格，因此投资人以事先约定的价格购买或出售股份的相关特殊权利（如优先购买权、共同/优先出售权、赎回权、反稀释保护等）很可能在实践中不具备可操作性。为解决前述问题对投资人权益可能造成的减损，新三板定向发行的交易文件中通常会设置“替代性解决方案条款”，即，由于新三板交易机制的原因导致投资人相关权利无法实现的，各方可选择其他的替代性方案（例如由创始人进行现金补偿

等），以尽可能避免未来执行该等条款时的不确定性。

此外，根据笔者的项目经验，在存在相关特殊投资条款而未约定替代性解决方案的情况下，股转公司通常也会对此主动提出异议并要求增加相关的“替代性解决方案条款”，以尽量避免未来挂牌公司股东层面的潜在纠纷。

三、新三板定向发行主要程序

除了交易条款的设置外，了解和熟悉新三板挂牌公司定向发行的程序对于投资人深度参与定向发行程序并最终配合完成挂牌公司定向发行程序，也是至关重要的。根据股转公司于2020年1月3日发布的《全国中小企业股份转让系统股票定向发行规则》《全国中小企业股份转让系统股票定向发行指南》及相关监管问答等新三板规则，以及中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“中证登”）发布的相关业务规则，挂牌公司实施定向发行需履行一定的内部审议、信息披露及股转公司审查等程序。就笔者的项目经验和公开案例的一般情况而言，从挂牌公司董事会决议到最终新增股份挂牌转让，通常需要3至4个月的时间，主要经过内部决议、审批、认购、和登记程序，具体流程如下：

序号	事项	说明
A. 挂牌公司内部决议程序		
	挂牌公司与投资人签署认购协议、董事会就定向发行事宜作出决议	/
	挂牌公司披露董事会决议公告及定向发行说明书	• 挂牌公司应当在董事会通过本次定向发行的决议之日起两个交易日内披露董事会决议公告及定向发行说明书
	挂牌公司股东大会就定向发行相关事项作出决议	• 本次定向发行应经出席会议的有表决权股东所持表决权的三分之二以上审议通过
	挂牌公司披露股东大会决议公告	• 挂牌公司应当在股东大会通过本次定向发行的决议之日起两个交易日内披露股东大会决议公告
B. 股票发行审批及认购程序		
	挂牌公司披露主办券商定向发行推荐工作报告、公司律师关于定向发行的法律意见书	• 主办券商、律师事务所原则上应当在股东大会审议通过定向发行事项后十五个交易日内出具主办券商定向发行推荐工作报告（以下简称“推荐工作报告”）和法律意见书（以下简称“法律意见书”），挂牌公司应在两个交易日内披露前述文件
	挂牌公司向股转公司提交发行申请材料	• 挂牌公司应在披露主办券商和律师事务所出具的书面意见后十个交易日内，委托主办券商向股转公司报送定向发行申请材料
	挂牌公司取得受理通知书	• 根据公开案例和笔者的项目经验，股转公司通常在收到申请文件后两个交易日内予以受理
	挂牌公司披露受理通知书	• 挂牌公司应当在取得受理通知书后两个交易日内予以披露
	挂牌公司及中介机构根据股转公司反馈意见（如有）进行回复	• 股转公司对发行申请文件进行自律审查，需要反馈的，通过股转公司的“业务支持平台统一门户定向发行系统”（以下简称“业务系统”）向挂牌公司及中介机构发出反馈意见 • 挂牌公司及中介机构原则上应在十个交易日内回复，并补充或者修改申请文件
	股转公司出具无异议函	• 股转公司应在受理后二十个交易日内出具《关于本次股票定向发行的无异议函》（以下简称“无异议函”）或者作出终止自律审查决定
	挂牌公司披露股转公司审查结果	• 挂牌公司在取得股转公司出具的无异议函后两个交易日内披露股转公司对于本次定向发行审查结果的相关公告
	挂牌公司披露发行认购公告	• 挂牌公司在取得无异议函后，最迟应当于缴款起始日前两个交易日披露定向发行认购公告 • 发行认购公告中所载的缴款时限一般而言可由投资人与挂牌公司协商而灵活设置
	投资人缴纳认购款	/
	挂牌公司披露认购结果公告	• 挂牌公司最迟应当在缴款期限届满后两个交易日披露认购结果公告
	挂牌公司、主办券商与存放募集资金的银行就专项账户签订三方监管协议	• 一般而言，主办券商会要求挂牌公司在收到认购价款后尽快签署三方监管协议，一般不会晚于验资手续办理完毕之日
	挂牌公司办理完成验资手续	• 挂牌公司应在认购结束后十个交易日内，聘请符合规定的会计师事务所完成验资
C. 新增股份登记程序		
	挂牌公司向业务系统上传股票登记申请文件	• 挂牌公司应在验资完成且签订三方监管协议后十个交易日内，通过业务系统上传股票登记明细表等登记申请文件
	挂牌公司申请办理新增股份登记、披露定向发行情况报告书及新增股份挂牌并公开转让公告	• 挂牌公司应与中证登协商确定新增股份挂牌并公开交易日，并提前三个交易日披露股票发行情况报告书、本次定向发行新增股份挂牌并公开转让公告
	新增股份于新三板挂牌并公开转让	/

四、投资人的相关承诺

尽管挂牌公司定向发行程序主要由挂牌公司自身和主办券商主导和推进，但一般而言，投资人也需对此提供必要的配合。其中，较多主办券商为后续出具推荐工作报告的考虑，在内核过程中会要求投资人就参与挂牌公司定向发行的相关事宜作出一定的书面承诺，以作为券商出具相关意见的依据之一，且该等承诺的范围及表述视各主办券商的内核要求及投资人与其谈判结果而有所差异。

仅就笔者的项目经验而言，主办券商通常会根据相关法律法规和新三板规则并结合其内核要求，要求投资人作出如下承诺：

序号	承诺事项	相关规定
	投资人与挂牌公司控股股东、实际控制人、董事、监事及高级管理人员不存在关联关系	- 根据股转公司于2020年1月13日发布的《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第3号——定向发行说明书和发行情况报告书》的规定，主办券商应对挂牌公司定向发行决策程序是否合法合规发表意见 - 笔者理解，投资人与挂牌公司的关联关系通常会触发挂牌公司内部决议时的回避表决问题，主办券商因此通常要求投资人作出左述承诺以作为核查手段之一
	投资人不存在被列入失信被执行人名单的情形	根据股转公司于2016年12月30日发布的《关于对失信主体实施联合惩戒措施的监管问答》的规定，主办券商应对发行对象是否属于失信联合惩戒对象进行核查并发表意见
	投资人系以自有资金参与认购，不存在通过委托持股、信托持股或其他协议安排代他人持有本次认购的股份的情形	根据股转公司于2020年2月14日发布的《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票定向发行审查要点》（“以下简称《审查要点》”）等规定，主办券商应对发行对象是否存在股权代持、是否存在单纯以认购股份为目的而设立且不具有实际经营业务的持股平台发表意见
	除已签署的认购合同外，投资人未与挂牌公司或其控股股东/实际控制人签署其他业绩承诺或股份回购等特殊投资条款	根据《审查要点》及《问答四》等规定，认购协议等法律文件中包含业绩承诺及补偿、股份回购等特殊投资条款的，主办券商应对特殊投资条款的合法性、是否履行相关审议程序并完整披露信息发表意见

此外，若在相关交易文件中存在投资人有权向挂牌公司委派董事（以下简称“投资人董事”）的约定，则取决于挂牌公司选举投资人董事的时点，该等投资人董事个人可能需作出额外的承诺。具体而言，根据股转公司于2020年1月3日发布的《全国中小企业股份转让系统股票定向发行指南》的规定，挂牌公司提交股转公司审查定向发行的材料包括“发行人董事承诺书”，该等承诺书应由挂牌公司届时的全体董事签署，并承诺“本次发行文件不存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏，并对文件的真实性、准确性、完整性、一致性承担法律责任”。因此，实践中，若投资人董事在挂牌公司将发行文件提交股转公司审查前即已被选举和聘任，该等投资人董事届时作为挂牌公司全体董事之一，应签署

相应的承诺函。基于此，实践中投资人可考虑与挂牌公司沟通，控制投资人董事的选举时点，以争取避免投资人董事出具前述承诺函。

五、结语

总体而言，在现阶段新三板改革的背景下，极具吸引力的转板机制很可能将掀起挂牌公司定向发行市场的又一波热潮，而众多投资机构在分享新三板改革政策红利的同时，也应关注股转公司在定向发行中的诸多审核要点及监管口径，以便更高效地完成对挂牌公司的投资。

2020-08-14