

加大投资者保护力度——新三板退市制度征求意见稿解读

安杰律师事务所张丹郭亚平

自全国股转系统扩大试点以来，新三板挂牌公司数量快速增长。依据全国中小企业股份有限公司（以下简称“股转公司”）官网数据显示，截止 2016 年 10 月 21 日，新三板挂牌公司总数已经达到 9227 家。在此环境下，为建立常态化、市场化的退出机制和保护投资者合法权益，股转公司于 2016 年 10 月 21 日发布了《全国中小企业股份转让系统挂牌公司股票终止挂牌实施细则（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）。

《征求意见稿》全文共六章 32 条，核心内容包括主动终止挂牌、强制终止挂牌、投资者权益保护等，以“主动终止”和“强制终止”这一基本分类作为主线，在《全国中小企业股份转让系统业务规则》（以下简称“业务规则”）第四章第五节“终止与重新挂牌”相关规定的基础上，从终止事由、终止程序、信息披露、投资者保护等角度进行细化，大大增强了新三板挂牌公司退市的可操作性。

一、主动终止挂牌

《征求意见稿》贯彻股转公司自律监管与市场主体意思自治相结合的监管原则，充分尊重市场主体的自主选择权，提出在履行内部决策程序及相关披露义务，提交终止挂牌的申请等法律文件后，挂牌公司可以主动申请终止挂牌。

《征求意见稿》规定，挂牌公司出现下列情形之一的，应当向股转公司申请终止其股票挂牌：（一）挂牌公司股东大会决定主动申请终止其股票在全国中小企业股份转让系统挂牌；（二）中国证监会核准其公开发行股票并在证券交易所上市，或证券交易所同意其股票上市；（三）挂牌公司股东大会决议解散；（四）挂牌公司因新设合并或者吸收合并，不再具有独立主体资格并被注销。

二、强制终止挂牌

为弥补现有市场环境下市场主体自主监管的不足，《征求意见稿》第三章规定了挂牌公司在发生特定事由时可以由股转公司强制终止公司的挂牌，并规定了相应的强制终止挂牌的程序和信息披露要求。

对于强制终止挂牌的事由，《征求意见稿》第十三条在《业务规则》规定的

挂牌公司未及时披露定期报告、无主办券商督导、公司清算等情形的基础上，增加了信息披露不可信、重大违法行为、欺诈挂牌、多次违法违规、持续经营能力存疑、公司治理机制不健全、强制解散、宣告破产等事项作为强制终止挂牌事由。

其中，信息披露不可信是指挂牌公司最近两个年度的财务会计报告均被注册会计师出具否定或者无法表示意见的审计报告；重大违法行为是指挂牌公司受到中国证监会行政处罚并在行政处罚决定书中被认定构成重大违法行为，或者被中国证监会依法移送公安机关；欺诈挂牌是指挂牌公司因欺诈挂牌受到全国股转公司纪律处分；多次违法违规是指挂牌公司最近三十六个月内累计受到全国股转公司三次纪律处分。

对于持续经营能力存疑的认定，《征求意见稿》特别引入了《〈中国注册会计师审计准则第 1324 号-持续经营〉应用指南》关于影响公司持续经营能力事项的规定，指出在存在《应用指南》所述相关事项并且最近两个年度的财务会计报告均不能以持续经营为编制假设，或最近两个年度的财务会计报告均被注册会计师出具持续经营能力存在不确定性的意见，或连续两年被主办券商出具了持续经营能力存在不确定性的意见的情况下，股转公司将强制其股票终止挂牌。

《征求意见稿》对于公司治理机制不健全、强制解散、宣告破产等强制终止挂牌事由的规定实现了与《公司法》的对接，特别是在公司治理机制这一问题上，以《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（二）》第一条第一项（公司持续两年以上无法召开股东大会，公司经营管理发生严重困难的，单独或者合计持有公司全部股东表决权百分之十以上的股东，可以提起解散公司诉讼）为参照，将不能依法召开股东大会或者不能形成有效决议确立为公司治理的底线，并将此情形发生之日起十二个月作为整改期。对于整改期内未能完成整改的，股权公司有权强制摘牌。

三、投资者保护

如果公司停止挂牌，已经通过公开交易购买公司股票的中小股东利益如何获得保护？如果中小股东反对公司自动摘牌，他们的反对意见如何得到尊重？《征求意见稿》充分考虑到中小投资者利益保护的需要，区分挂牌公司自动终止挂牌与股转公司强制停止公司挂牌情形设计了中小股东利益保护机制。

1. 异议股东保护措施

《征求意见稿》要求对于主动申请终止挂牌的公司应当在董事会决议和股东大会决议中对异议股东的保护措施作出相关安排，并要求主办券商和律师在递交自动停止挂牌申请时应当就挂牌公司是否对异议股东作出安排等事项发表明确意见。

对实行强制终止挂牌的，《征求意见稿》要求挂牌公司及相关责任主体对股东的诉求作出安排并予以披露。

《征求意见稿》并未明确终止挂牌公司应当采取何种措施保护异议股东或诉求股东的权利。可以参考的是，美国各州公司法均赋予了注册公司发生并购时异议股东的回购权与评估权，即对公司股东会做出的并购决议不同意的股东可以要求公司回购其股份；如果对于回购价格无法与公司达成一致，异议股东可以向法院起诉要求对回购价格进行评估。我国《公司法》对有限责任公司的异议股东保护也有类似规定。《公司法》第七十四条的规定，公司连续五年不向股东分配利润而公司该五年连续盈利并且符合法定分配利润条件的，或者公司合并、分立、转让主要财产的，或者公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现但股东会会议通过决议修改章程使公司存续的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权。应当说，对异议股东权益保护的一个较好的措施是由公司出资收购股权，但由于《公司法》第一百四十二条规定，除了减少公司注册资本，或与持有本公司股份的其他公司合并，或将股份奖励给本公司职工，或股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份情形外，股份有限公司不得收购本公司股份。因此，如果股东因公司终止挂牌而要求公司回购其股份，目前缺乏《公司法》作为上位法的依据。较为现实可行的办法是依据《征求意见稿》的建议由大股东或券商设立基金对异议股东或诉求股东进行补偿。

2. 强化信息披露义务

《征求意见稿》要求挂牌公司在主动申请终止挂牌时，应当分别在董事会和股东大会对终止挂牌作出决议之日起两个转让日内披露董事会和股东大会决议公告。挂牌公司应当在股东大会决议公告中披露表决情况，以及异议股东的主要意见。挂牌公司应当在披露董事会决议的同时，披露关于终止挂牌事项的临时公告，说明终止挂牌的原因、异议股东保护措施等情况。

发生强制终止挂牌事由时，挂牌公司及主办券商应当在事由发生的提示公告披露时点首次发布公司股票可能被终止挂牌的风险提示公告，之后每十个转让日发布一次，直至情形消除或股转公司作出挂牌公司股票终止挂牌的决定。在股转公司作出终止挂牌决定后的两个转让日内，挂牌公司及主办券商应当发布终止挂牌的风险提示公告。

3. 强化挂牌公司、控股股东、实际控制人及主办券商的责任

《征求意见稿》要求主办券商督促挂牌公司及时履行披露义务，并协助挂牌公司对主动终止挂牌时的异议股东，或者对强制终止挂牌时的股东作出妥善安排。这体现了股转公司要求主办券商持续督导的一贯思路，即不仅挂牌公司能上能下，主办券商也要一路随行，扶上马还需扶下马，保护投资者。

另外，《征求意见稿》指出，在公司被强制终止挂牌时，被挂牌公司或者挂牌公司的控股股东、实际控制人，以及挂牌公司的主办券商可以设立专门基金，对股东进行补偿。这一规定，一方面是体现了在公司回购异议股东或诉求股东股份缺乏《公司法》作为上位法支持下的变通处理办法，以达到保护投资者利益的目的，另一方面也可以理解为，因挂牌公司不当行为被股转公司摘牌时，《征求意见稿》将大股东、实际控制人及主办券商视为主要责任人与过错方，因此应当对由此利益受损的中小股东予以补偿。然而《征求意见稿》使用了“可以”而非“必须”由责任人设立基金补偿股东，因此本条在实践中的效果仍然有待观察。