



和讯网：好，那么创业板存在的风险，比如说企业经营的风险，还有操纵股价的风险，流动性风险等等。在您看来，您觉得投资人最应该重视的是什么样的风险？

何贤波：我想目前带来的风险比较多，我们这个角度，从法律的角度来看，我们现在风险关注三个方面更重要。第一个就是我们的经营风险，因为创业板规模比较小，关注的是成长性，所以对经营风险关注得比较多一点。因为我们讲，企业的发展主要是靠它的成长性，我想我们的主板市场有一定的经营规模，咱们的创业板成长于未来，所以大家要关注的经营风险这是第一个。

第二个方面，我们要关注退市风险，要重点关注的。这和主板有所不同，主板的退市风险可能会比较宽松一点。还有重组的可能性，还可以卖壳，最后还有市盈率。但是对我们的创业板来讲，一旦发生退市条件的话直接退市，不存在重组的可能性，这是第二个。

第三个请大家重点关注的就是我们一些诚信风险。因为我们现在，我们中小板开板的时候，确实也存在这些问题。所以，我们的创业板这块，我们希望就是说严格监管管理，难免有企业问题在诚信这块。因为我刚才讲了，第一个经营风险考虑的是成长性，成长性这块，依赖的是我们的管理团队和我们的技术团队的一种诚信经营，所以法律上讲，我认为是这三个风险。

和讯网：您认为这三个风险都是最重要的，都要关注的风险。

何贤波：是这样的。

和讯网：那么您认为就是这个创业板的系统性风险都有哪些？我们应该如何规避？

何贤波：系统性风险是这样的，大家都知道系统性风险是什么，是一个整体的大环境，叫系统性风险。包括我们的宏观政策、我们的外汇政策、我们管理国家的一些行业政策、甚至一些突发事件，都是我们的系统性风险。但是创业板的成功来讲，可能我们目前来讲，系统性风险最重要的还是我们的宏观政策和国家的一些行业发展的政策这两块。我们宏观政策这块，因为创业板是鼓励企业的创业，经济的发展离不开我们大环境的发展。

第二个就是我们的行业政策，因为在创业国家，尤其金融危机之后，我们国家现在面临产业的调整。有些行业他鼓励，有些行业他不鼓励，或者有些行业在这个过程中发展得更快一点。

和讯网：也就是说，投资者在投资之前要对国家的一些宏观的政策，包括行业的发展的一些趋势，都应该进行一定的了解？

何贤波：对。

和讯网：那么现在是创业板推出大家可能会联想到之前，这个中小板推出的时候，刚开始也出现了一些事故。比如说江苏琼花现在已经变为 SD 琼花了，它是违规理财没有披露，还有威尔克即将募集的资金，用作归还银行贷款等等。那么这些案例，可能会表明这个信息披露，还有关联交易、还有利润操纵等问题，也是创业板上市公司面临的一些法律风险。因为大家都喜欢拿这个中小板企业刚开始的情况跟创业板对比。那么按照国际惯例，提高信息披露是严格监管最现实的途径。那么对于创业板而言，信息披露其实我们说得很多了。说的都是关于企业上市之后的信息披露，那么在这个企业没有上市之前，在申报过程中，它的信息披露，您觉得应该符合的去监管？

何贤波：刚才你提的问题很重要。因为现在中小企业板为什么出现这些事情？往往是在上市前、上市后出现这些事情，往往在上市前都是有迹可查的，往往在上市前没有披露得很完整。在我们的创业板来讲，建议就是在上市申报过程中和我们上市过程中，严格地进行信息披露。就是我们在深交所挂牌之前，要进行消息的披露。就是我们在申报过程中要披露在什么地方？刚才前面讲风险的时候提到的，创业板考虑的是经营风险比较大一点，经营风险是依靠管理团队的，我们在创业板申报的过程中，要对管理团队的历史经历和我们团队的历史严格要进行详细的披露，这样可以从中判断它是否有这种可能性。

比如说我们现在珠海有家企业，它在申报过程当中发现董事长曾经有纳税的风险，这种情况下，大家可以判断，可能有些诚信风险的可能性。上市前的信息披露中，大家可以看到的一些案例，这是在申报的过程中。另外在上市过程当中，创业板里面，在我们的监管制度上，也做了一些完善。就是我们在刊登招募说明书之后，如果有重大事件要及时进行披露，这是我们创业板这块。

和讯网：我再补充一个问题，就是目前创业板信息披露监管的要求而言，这个创业板和主板有什么样的不同？从您律师的角度来看。

何贤波：现在是这样的，从律师角度来讲，我们的创业板和主板披露是有所不同的，主要有几个方面。第一个是更严格一点，要求我们披露的信息更严格、更及时。体现在几个方面，第一个是接着刚才的话题，一个是上市在申报和在上市的过程中，第二个是上市后，都有所不同。刚才讲在申报的过程中，披露的对管理团队核心技术、披露的比主板更为严格。在上市的过程中，刚才也讲了就是可能我们在刊登招募说明书、录影或者说我们在发行过程当中，有问题要及时披露。第三个就是我们在上市交易后，这个披露是增加了临时停牌制度，和以前有所不同。

和讯网：那么在这个创业板开板之前，证监会的副主席姚刚在接受相关媒体采访时就说，这个创业板监管要加强对中介机构的约束。那么在这个创业板发展的过程中，相关的中介机构，其实发挥得作用非常大，比如说像法律、还有一些财经公关这样的公司。对比这个主板来说，创业板监管对中介机构的一些特殊要求是什么？它这些措施能不能有效地保护投资者的权益？

何贤波：现在延续我们主板的风格，要求不断加大中介机构的责任，尤其是创业板，刚才讲的创业板规模比较小，尤其存在一些经营不稳定的风险。这个时候就要求中介机构进行详细的披露，刚才我们讲了披露的风险，就是说需要大家，这个信息是来自于中介机构，尤其是在我们上市前，来自于我们中

中介机构。和主板不同在哪里，对中介机构的要求比较严格，同时赋予他一定的权利，尤其是另一点不同的是，增加了会计师事务所，决定他退市的一个条件，如果会计师事务所不出意见或者是保留意见，那么就直接退市。这一点是加大了会计师的权利。同时赋予他的权利的同时，需要他进行审慎的调查，更加严格，否则的话，决定一个企业的生死。这是对会计师的要求。第二是对我们券商的要求。对主板来讲，后面的持续度是两年，对创业板来讲，持续度是三年。当然对法律来讲因为一直延续下来，要求是比较严格的，所以对创业板来讲，对律师调查的程序和他相关的信息来讲，可能律师发挥的作用更大一点，往往调查的渠道，可能律师才能调查得到。

和讯网：所以从这个角度来说，这个法律在创业板的发展过程中，实际上起到非常大的作用。

何贤波：对，尤其是在信息披露方面，有一些信息披露的准确性和完整性。

和讯网：下面我们来聊一下关于这个对赌协议的一个问题。在创业板重点法律问题研讨会上，大家对于这个对赌协议还有轻资产的比例问题，红筹和小H股回归的问题，会形成一定的争议，特别是对这个对赌协议和有限合伙人能够作为股东的问题，您怎么看待这个问题。

何贤波：我们首先讲讲对赌协议是怎么来的，对赌协议来自于境外的投资者。

和讯网：大摩那些。

何贤波：对，大摩摩根斯坦利，大的投资者来的，大的财务境外投资者来的。为什么他们在境外可以产生对赌协议？对赌协议一个是来自于境外，另外是来自于什么呢？中国企业红筹上市过程中，大量来自于这个方面。为什么出现这种情况呢？原因是什么呢？海外的法律环境和中国不一样，海外的法律环境是在对赌协议实施对赌条件的时候，它有一定的可操作性。而中国的法律，在对赌之后调整股权的可能性，不具备可操作性。

和讯网：他们像境外的那些，他在上市之后，调整股权一些可能性，这可能性在哪里？

何贤波：境外的法规和我们中国的不一样，我们大家知道，我们中国公司上市是股份有限公司，上市之前发起人股份是确定的。而海外不是存在股份有限公司和有限公司，都是可以去上市的，而且股份比例可以随时进行增加、可以调整，上市前都可以调整。

和讯网：股东人数各方面都可以变更？

何贤波：对，都可以变更，法律环境不同。所以这个传到中国之后目前在A股市场因为大量投资者的发展，也引用了这种对赌协议，但是对赌协议和咱们中国目前的法律环境有些不太适应的地方。主要体现在什么地方？我们中国公司要求上市公司的股权是确定的，不仅要求完整的确定，不允许出现重大政权的变化。如果因为对赌协议而产生的这种重大政权发生变化，可能导致管理层的稳定，这和我们中

国公司上市条件相关联的。同样这个对赌协议来讲的话，有一点就是说并不是完全不可能，我们对赌的方式不同，对我们上市的影响不同。比如说投资者是投资价格比较高，可能业绩达不到，可能会调整实际控制人的股权。在这种情况下，存在实际控制人股权下降的可能性，公司的控制力是下降的，这种对赌的话，对目前我们的 A 股来讲，对我们的创业板是不合适的。另外一种对赌方式，对我们的创业板可能是合适的，比如说投资人价数比较低，如果我们业绩达到一定的程度，你要奖励我的创业者和我的团队，增加股民的可能性，我想这种对赌条件应该是可以的。

和讯网：也就是说，这个对赌协议有一定的挑选性，不是说所有的对赌协议都可以适用。

何贤波：对。

和讯网：那您觉得这个对赌协议和有限合作人能不能作为股东？

何贤波：有限合伙现在从法律上讲，是可以做股东的，但是有限合伙做股东是什么呢？在法律上还是有一定限制的，比如说我们的中外合资企业，有限合伙不能做股东，只能对我们的内资企业来做一些股东。第二个关于我们证监会为什么对有限合伙企业刚开始不允许申报？有原因的，在什么地方？因为有限合伙具体操作上，还不能在证监系统开户，这不属于证监系统管的。这个开户没解决，将来上市之后股东流通是个问题。

第二个问题，我们目前有限合伙企业和我们创业板包括我们主板上市信息披露的衔接没有跟上。我们有限合伙跟普通公司不一样，普通公司是股东和管理团队，对有限合伙企业来讲，他除了 GP 和 LP 之外，还有他的管理公司团队，他们之间的法律关系怎么理清，和我们被投资企业里面的管理团队是怎么样的关系，怎么样来披露，目前没有明确的说法。这种情况下，可能会带来投资目标的管理团队，或者实际控制人或者是亲属，可能是有限合伙的投资人，在工商没有登记，所以这块怎么披露，我们的主管部门还没有详细的规则约束他。

和讯网：您说这个没有详细的规则约束，但是很多对赌协议在此之前签订了，会造成什么样的后果？

何贤波：作为我们的从业经验来讲，刚才讲到中介机构，这个时候，中介机构要把握住对上市公司的风险会有多大。比如说我们现在根据我们的经验判断，是否存在实施履行对赌协议条件的可能性，比如说明显感觉到下降，或者某些条文达不到，这种情况下，在技术上保证对公司的上市不影响，不影响体现在对股权不存在有不确定性。而且这种股权影响有不大，要告诉投资者。另外一个就是可能在技术上，和我们的有限投资者对赌方进行一个协调和安排，能不能中止这种对赌条件，或者改变对赌方式，符合中国创业板的条件。

和讯网：这也是一个方法。假如说要及时解决，您觉得可以从哪些方面入手？

何贤波：我想开始从我们的投资，第一个就是要明确有限合伙企业的 LP 和 GP，包括管理公司的管理团队，这块要纳入到信息披露的范围。这里面涉及到法律问题，如果说投资主体的有限合伙企业，他披露出资人，那么管理团队后面也享受一定的权益，这时候管理团队也是要纳入披露的。如果管理团队做投资主体和有限出资人是什么样的关系，要理清这一块。第二个是我们讲的对赌方式上，可能要在签订对赌协议的方式上做一些改变。第三个是在签订对赌协议的时间期限范围内，尽可能在我们上市申报之前，对赌协议就要完成。

和讯网：那么说完了对赌协议之后，可能大家很关注的一个问题，就是创业板公司它都是一些成长性比较高的高新企业。但是这些企业部分核心的技术，存在对国外专利有严重的依赖性，有的就是在国外的技术上发展而来的，由此会带来一些产权的风险。对于上市公司来说，您觉得应该怎么来规避这个风险？

何贤波：我们刚才讲创业板也讲到经营风险，经营风险产生的来源是什么？一个是管理团队的诚信，第二个他依赖的技术，第三个就是他环境的行业政策。但是这里面的这个核心技术，就显得更为重要，未来的前景依赖技术。对创业板来讲，技术来源有几个方面，第一个自己自主开发的，第二个受别人许可使用的，第三个方面，可能是在这个过程中购买别人的。这里面的风险不同，但是可能有些来自于国外的，如果说通过国外的购买，或者授权许可，这种方式在法律上风险相对要小，因为已经买断所有权了。但是在自己开发过程中，是引用了别人的技术，而且这种技术没有在中国成功地申请专利。这种情况下，有可能会产生风险。这种情况下，要解决什么办法？第一，对我们的核心技术进行一种专利的申请，求得主管部门的保护，合法取得专利申请。第二个就是对我们所依赖的开发资料的来源，要确定是一个合法的渠道。然后我们所依赖的开发人员，就是我们的核心技术团队，他不存在保密协议的要求，和一些来自国外开发团队，要考虑他个人，所以大家要从这几个方面规范。

和讯网：您刚才说对上市公司来说，可以在这方面规范，对投资者来说，怎么样区分、认识规避这些风险？

何贤波：对投资者来讲，刚才讲了信息披露，要关注他披露出来的核心技术来源，是来自于自己开发，还是别人的许可，是专利技术还是专有技术，首先看这个方面。第二个方面，看看他的管理团队，尤其是核心技术开发团队，他过往的经历，是否在竞争对手中工作过，是否在国外同行业中工作过，是否产生这样的风险。

和讯网：也说信息披露真的是非常重要，大家一定要擦亮眼界把所有的信息都过滤一遍。在 28 家创业板的公司当中，它的发展都存在一些特性，比如说金亚科技、银江股份、大禹节水等都是实行先行垫付款，存在着资金链条的风险。还比如说有一家叫做神州泰月的业绩，67%来自于中国移动飞信的业务，假如有一天移动说我们的业务终止吧，那后果其实是非常难以想象的。想问一下您，您觉得上市公司怎么样来规避这些风险？同样的问题还是对我们投资者来说，怎么样来认清这些问题规避风险？

何贤波：在讲之前给大家介绍一个背景，以前我们在主板也好、创业板都要披露我们的前十大客户、前十大采购商，目的是审查它的主要业务依赖性，是否依赖于一个客户。在我们早期的市场里面，如果是主要依赖一个客户或者是一个采购商都是存在一些风险可能上市难度比较大。但是随着我们证券市场的发展，这一块宽松起来，如果我们所依赖的客户是一个比较大的公司，500强甚至说在市场形象比较好的，深圳这种环境就比较多，依赖中兴的很多企业，而且业绩都不错，这一块是依赖对手比较大的、比较好的也可以上市。对上市公司来说有两个方面的问题，一个问题是对经营过程当中资金的依赖，因为他的商业模式决定了他对资金的依赖很严重，因为要垫付大量的资金。对上市来说如果需要大量的资金的话，那要考虑到你商业模式的扩展速度。

和讯网：如果资金链断了话非常危险的。

何贤波：考虑到你的现金流，第一要保持一定的现金流。第二在业务扩张的过程当中，在现金流不充分的时候，要考虑商业模式的方式，以及垫付资金可以垫付部分资金，甚至和业主的合作方改变我们的合作，但是经营模式不会太改变，但是会改变一些条款，这是可以做到的，这是对上市公司来说。第二个是对投资人来讲，就是要看它的经营策略，如果说根据管理团队过往的经历经营策略是在现金流非常不充分的情况下，继续在扩张的情况下，可能要做谨慎的处理了。如果管理团队在此之前的商业模式是根据现金流的流向，并且管理是比较充分的，没有产生一些现金流紧张的情况，我想就说明这个管理团队是稳妥的。还有一个问题对于客户的依赖，首先看我们所依赖的客户是不是市场形象比较大的、经营业绩比较好的公司，是不是大款。

和讯网：中国移动绝对的大款。

何贤波：垄断行业。第二个是要看他和大款之间的合作期限是不是长的，这是对外这一块。同时要关注到本身这家公司的对合作方的技术开发能力，他是不是有条件傍大款，这个要从技术上判断。如果他本身有很强的技术能力或者是市场开发能力，那就是说被大款甩掉的可能性比较小一点，所以要从这几个方面来关注这个事情。

和讯网：之前跟您沟通的时候也知道您之前从事的是国际贸易的工作，对于企业的运转是非常了解的，有非常丰富的律师经验。依照您的经验，目前各大中小企业上市并购的法律体系当中，最成功、最完善的是哪些国家？

何贤波：我们也做了很多海外上市这一块，前期我们证券市场停顿期的时候很多企业在海外上市。在海外上市我们感觉目前在并购层次来讲，并购和操作起来更完善的是在美国，因为它是多层次资本市场。并购的核心是并购方式在法律上灵活多样，第二个是并购之后的退出渠道多种多样，这一块美国是比较充分的。但从制度层面来讲的话，相关制度比较完善的其是法国和德国，目前欧销署也在中国拓展市场，他们也和我们联系比较紧密，他们在并购上面也同样的制度比较完善。对我们中国来讲的话，目前我们的方式其实也很多了，只不过在操作层面真正要实施的时候比较麻烦一点。比如说我们现在的资产并购，就是换股并购，在香港市场和美国市场都比较简单，但是在中国这一块履行的程序相对复杂

一点，是这么一个情况。对于我们目前这个阶段来讲，中国要每个国家都去学，我们要完善制度，同时在操作层面要灵活多样。

和讯网：那您觉得在这些国家当中，他们有哪些经验值得我们去学？比如说像美国是一个多层次的资本市场，它有什么方面值得我们去学习？

何贤波：我们刚才也讲到美国为什么并购比较活跃而且比较容易进行，再一个他是独生资本市场，我们的独生资本市场也正在建立，包括未来大家讲到挂牌 300 市场，这就是为我们并购提供一些方式。比如说我们未来的 300 市场上市前也是可以交易的，这就给大家在上市前并购提供了很多机会，这是我们的环境。从技术上面来讲，可能还是需要我们的主管部门对并购方式监管的时候可能会给大家更多的机会，在履行程序来讲，在严格管理和信息披露上要更加灵活一点。

和讯网：何律师今天给我们带来了信息量非常大的法律方面的解读，也让投资者们或者是上市公司在今后上市或者是投资的过程中可以避免很多的风险，我们感谢何律师的到来，谢谢。

何贤波：谢谢大家！

和讯网：好，今天的节目就到这结束！