

## 私募基金法律

### 定增基金新变局 — 再融资新规下的复苏

作者：周林 | 李时佳 | 刘松林 | 朱艺楠 | 吴雪华

#### 一、定增基金以及再融资新规的概述

2017年，中国证券监督管理委员会（“证监会”）对《上市公司非公开发行股票实施细则》的修订及出台相关监管问答表明监管部门开始对市场上的再融资收紧；2020年2月14日，时隔近三年，证监会再次对《上市公司非公开发行股票实施细则》等一系列再融资规定进行了修订（“再融资新规”），本次修订解决了此前定增过程中的不少难点、痛点，总体上降低了再融资门槛，使得投资者参与定增市场的热情再度被点燃。有鉴于此，本文拟在对定增基金作为基金方面的特殊性以及参与定增交易需要考虑的问题进行介绍的基础上，详细探讨再融资新规对定增基金以及整个定增市场带来的影响。

#### 二、定增基金 — 私募基金中的特别类型

##### （一）定增基金的性质与组织形式

2016年9月，中国证券投资基金业协会（“基金业协会”）发布的《有关私募投资基金“基金类型”和“产品类型”的说明》（“《说明》”）正式界定了“上市公司定增基金”，即“上市公司定增基金”是指主要投资于上市公司定向增发的私募股权投资基金。但是，并不是只有股权投资基金才可以参与上市公司定增。由《上市公司证券发行管理办法（2020修正）》的规定可知，定增过程中上市公司发行、投资人认购的对象仍然是股票。而《说明》中对“股票类基金”的定义为“根据合同约定的投资范围，投资于股票或股票型基金的资产比例高于80%（含）的私募证券投资基金”。因此，股票类基金也可以参与上市公司定增。本文中统一用“定增基金”的表述指代上述两类基金。

值得注意的是，根据《私募投资基金备案须知（2019年12月）》，私募股权投资基金存续期不得少于5年，如果定增基金在2020年4月1日以后备案为私募股权基金，其存续期限需要在5年以上。实际上，由于定增基金投资标的为上市公司非公开发行的股票，根据再融资新规，锁定期为自发行结束之日起18个月（董事会决议确定发行对象）或6个月（竞价方式确定发行对象），其投资和退出所需期限很有可能要小于5年，因此基金期限与后续投资退出安排的匹配是定增基金需要特别考虑的问题。

市场上较多的定增基金采取了契约型或有限合伙企业的形式。从相关法律法规或审核实践来看，以契约型或者合伙企业形式参与定增项目均没有实施障碍<sup>1</sup>。

## （二）定增基金备案相关问题

### 1. 参与定增项目的合伙企业是否需要备案

根据《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》第2条，私募基金“是指以非公开方式向合格投资者募集资金设立的投资基金，包括资产由基金管理人或者普通合伙人管理的以投资活动为目的设立的公司或者合伙企业。”如果存在对外募集资金的行为，并且募得资金由专门的机构进行投资管理，我们一般会认为构成私募基金，从而需要备案。

### 2. 未完成备案的后果

2015年1月23日，证监会官网上发布的《发行监管问答——关于与发行监管工作相关的私募投资基金备案问题的解答》（“《**备案问题解答**》”）提到，保荐机构和发行人律师在开展证券发行业务的过程中，应对投资者是否属于私募基金以及是否按规定履行备案程序进行核查并发表意见<sup>2</sup>。在具体案例中，也发生过上市公司因作为认购方的私募基金未完成备案而中止定增的案例，如某上市公司曾发布公告称，由于非公开发行股票认购对象中的\*\*股权投资企业尚未完成登记或备案手续，公司决定中止本次非公开发行股票事宜。

因此，如果拟参与定增项目的合伙企业本身符合私募基金的特征，但未在基金业协会备案为私募基金产品，将可能会影响定增项目的审核进程。

### 3. 需要完成备案的时间点

根据《备案问题解答》，倘若私募基金以如下方式参与证券投资——上市公司非公开发行股权类证券（包括普通股、优先股、可转债等），私募基金由发行人董事会事先确定为投资者，保荐机构和发行人律师应对发行人股东中或事先确定的投资者中是否有私募基金、是否按规定履行备案程序进行核查，并分别在《发行保荐书》、《发行保荐工作报告》、《法律意见书》、《律师工作报告》中对核查对象、核查方式、核查结果进行说明。因此，如果投资者中存在私募基金，则该私募基金一般要在定增项目向证监会申报之前完成备案。然而，在实践中也存在参与认购的私募基金尚未完成备案，但承诺在私募基金备案完成后再正式发行股份的案例，但该等案例的数量极少；且值得说明的是，证监会是在上述基金完成备案之后才做出最后核准。

## （三）定增基金的账户开立

合伙企业无法开立证券账户曾经是私募基金历史上的一大困难。证监会于2009年11月20日发布了《中国证券监督管理委员会关于修改〈证券登记结算管理办法〉的决定》，将合伙企业也纳入可以开立证券账户的主体范围内。与此同时，中国证券登记结算有限责任公司（“**中证登**”）于2009年12月1日发布了《合伙企业等非法人组织证券账户开立业务操作指引》，这一规定再次明确了合伙企业可以开立证券账户这一规则。

<sup>1</sup> 需要注意的是，在董事会确定发行对象的定增项目中，可能涉及穿透披露权益结构、不得存在结构化等分级收益安排等核查要求。

<sup>2</sup> 参见解答：“发行监管问答——关于与发行监管工作相关的私募投资基金备案问题的解答”，网址：[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/fxbzcfg/fxbfxjgwd/201501/t20150123\\_267096.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/fxjgb/fxbzcfg/fxbfxjgwd/201501/t20150123_267096.html)。

后续随着证监会等监管部门对私募基金的监管日趋严格，基金业协会于 2014 年 1 月 17 日发布了《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》，其中明确规定私募基金只有在经过备案之后才可以申请开立证券相关账户。与此同时，中证登于 2014 年 3 月 25 日发布了《关于私募投资基金开户和结算有关问题的通知》<sup>3</sup>，其中也明确指出私募基金申请开立证券账户时，必须提供基金业协会出具的私募基金备案相关证明文件的原件及复印件。

根据中证登于 2019 年 12 月发布的《中国证券登记结算有限责任公司特殊机构及产品证券账户业务指南》<sup>4</sup>，私募基金属于证券投资产品，经基金业协会备案的私募基金，可由私募基金管理人、私募基金托管人、与私募签订了综合服务协议的证券公司或委托交易证券公司到中证登北京、上海或深圳分公司开立私募基金证券账户。其中，私募基金托管人、与私募签订了综合服务协议的证券公司或委托交易证券公司还可以通过中证登证券账户在线业务平台提交申请。

基于上述，如果拟参与定增项目的合伙企业本身并非私募基金，而仅是一般的合伙企业，则无需备案成私募基金也可开立证券账户并参与定增。如果符合私募基金的特征，开立证券产品账户需要先进行备案。

### 三、定增交易 — 新规则下蓄势待发

2017 年 2 月份，针对市场上存在的上市公司过度融资以及非公开发行定价机制套利的问题，中国证监会修订《上市公司非公开发行股票实施细则》并发布《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，严格限制发行定价（定价基准日只能为发行期首日）、发行规模（不超过发行前股本总额 20%）以及融资节奏（与前次募资间隔 18 个月以上）等条件。并且，在证监会于 2017 年 5 月出台的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（“**减持规则**”）中对投资者通过认购定增取得的股份增设相关减持比例和节奏方面的限制。上述规则及政策对于上市公司而言加大了发行难度，对于投资者而言增加了投资回报的不确定性，从而导致定增市场从 2017 年以来发行家数及募集金额显著持续下降。

2020 年 2 月，中国证监会推出再融资新规，对上市公司再融资条件、发行数量及融资规模、发行定价、锁定期及减持限制等多个方面对上市公司定增交易进行“松绑”，为市场主体在充分信息披露的基础上进行发行融资规划及发行价格博弈留出空间。我们将主要修改内容及影响整理如下：

#### （一）降低创业板再融资条件

取消创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于 45% 的条件；取消创业板非公开发行股票连续 2 年盈利的条件；将创业板前次募集资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致由发行条件调整为信息披露要求。在上述发行条件放宽的基础上，具有再融资条件的上市公司范围将显著增加，并进而可能增加定增交易数量。

#### （二）调整非公开发行对象数量并放开融资规模限制

主板（中小板）、创业板非公开发行对象数量由分别不超过 10 名和 5 名，统一调整为不超过 35 名。

假设一个定增项目的融资额为 10 亿元，根据原规定，按照发行对象的最大数量 10 名来计算，每个投资人平均认购的金额为 1 亿元，而根据再融资新规，按照发行对象的最大数量 35 名来计算，每个投

<sup>3</sup> 参见网址：<http://www.chinaclear.cn/zdjs/zzb/201403/4fbc0e41a8df4e8cb625512656bfe3fc.shtml>。

<sup>4</sup> 参见网址：<http://www.chinaclear.cn/zdjs/zzb/201912/7b23712031c4408e8bceba52cc310637.shtml>。

资人平均认购约 2,900 万元即可直接参与定增。因此可参与的投资者群体亦相应扩大。

除上述投资者群体扩大外，对于上市公司再融资规模的限制也有所放宽。上市公司申请非公开发行的，拟发行的股份数量由原则上不得超过本次发行前总股本的 20% 放宽至 30%，从而更有利于增加投资者参与优质上市公司再融资的认购机会。

### （三）放宽非公开发行定价机制

上市公司非公开发行的发行价格由不得低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 9 折改为 8 折。并且，对于上市公司董事会决议提前确定全部发行对象，且属于下列情形之一的：（1）上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人；（2）通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者；（3）董事会拟引入的境内外战略投资者，定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日。

上述定价机制的调整意味着定增折价率空间将进一步扩大且针对董事会确定的发行对象允许按照锁定的发行价格发行，投资者将可能会获得更高的收益率，从而有利于促进上市公司定增交易的成功率及确定性。

值得注意的是，再融资新规仍未对“战略投资者”的认定作出明确要求，在以往的审核实践中，中国证监会也曾在三年期定增项目的反馈意见中列出“申请人及其控股股东、实际控制人与新引入的战略投资者之间是否有签订战略合作协议或者相关安排，如有，请提供，如无，请说明是否符合《上市公司非公开发行股票实施细则》第九条的规定”、“引入战略投资者对公司的战略意义，相关合作事项是否已通过公司的内部决策程序转化为公司的内部决策，新引入的投资者如何参与到公司的经营管理中，具体有何协议或者安排”等问题，前述问题一定程度上反应监管层对于“战略投资者”的理解：（1）与上市公司的战略合作关系或战略意义；（2）在一定程度上参与公司经营管理，而非仅是消极的财务投资人。但由于上述问询并未形成硬性门槛或监管红线，在我们观察被涉及上述问题的公司及中介机构回复，角度大相径庭，并未形成统一明确的回复尺度。

2019 年 11 月 8 日，中国证监会发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》（征求意见稿），对战略投资者有所定义，即“指符合法律、行政法规的规定，具有资金、技术、管理、市场等优势，经上市公司认可长期投资合作战略地位的投资者。”但前述征求意见稿尚未正式发布，且该等表述会否在非科创板上市公司再融资延续适用，也存在争议。

对“战略投资者”锁价发行的回归，是再融资新规的一个关键点，但后续监管层对于“战略投资者”的认定标准的进一步解释，将可能成为影响这一发行机制适用范围的不确定因素，我们也将持续予以关注。

### （四）缩短非公开发行锁定期并放开非公开发行减持限制

调整非公开发行股票的锁定机制，将锁定期由 36 个月和 12 个月分别缩短至 18 个月和 6 个月，且不适用减持规则的相关限制。

上述锁定机制和减持限制的调整使得定增基金的流动性风险大幅降低。在锁定期方面，原先 1 年期的定增项目的锁定期被缩短为 6 个月，原先 3 年期的定增项目锁定期被缩短为 18 个月。此外，参与定增项目的投资者在定增解禁之后，其减持将不再适用 2017 年减持规则的相关限制，缩短了锁定期后的项目退出周期。

### （五）加强对“明股实债”的监管

再融资新规明确规定，上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象作出保底收益或变相保底收益承诺，且不得直接或通过利益相关方向发行对象提供财务资助或者补偿。在再融资新规的明确规定下，通过各种形式与发行人或其控股股东、实际控制人及主要股东进行保底保收益的约定将存在更大的违规风险，并且，根据 2019 年 11 月发布的《最高人民法院全国法院民商事审判工作会议纪要》，亦可能存在被司法机关认定属于“违反涉及金融安全、市场秩序等公序良俗的规章”而导致合同无效的风险。

但上述规定并未禁止除“保底保收益”或“变相保底保收益”以外的投资人可能与上市公司达成的其他投资条款安排中涉及赔偿或补偿的内容。对于战略投资者，仍可通过与上市公司达成与其投资目的相关的陈述保证或承诺约定以保障其作为投资者的合法权益及投资安全。

### （六）延长批文有效期

为方便上市公司选择发行窗口，将再融资批文有效期由 6 个月延长至 12 个月，这一举措增加了上市公司成功发行的机会。

### （七）“新老划断”的时点确定为发行完成时点

再融资新规施行后，再融资申请已经发行完毕的，适用修改之前的相关规则；在审或者已取得批文、尚未完成发行且批文仍在有效期内的，适用修改之后的新规则，上市公司履行相应的决策程序并更新申请文件或办理会后事项后继续推进，其中已通过发审会审核的，不需重新提交发审会审议，已经取得核准批文预计无法在原批文有效期内完成发行的，可以向中国证监会申请换发核准批文。

“新老划断”的时点确定为发行完成时点，且在此期间已获得批文但尚未完成发行的上市公司调整发行方案的，不需重新提交发审会审议，简化了审批程序，进一步提高了该等上市公司成功发行的可能性。

如前所述，今年出台的再融资新规不仅对 2017 年修订后的定向增发限制予以放宽，并且更进一步地在再融资条件、发行对象数量、折价率、锁定期以及批文有效期等方面给与市场主体更多地灵活度及选择空间，体现了对于上市公司监管的市场化法治化的改革方向，并且也契合 2020 年 3 月 1 日开始实施的修订后的《中华人民共和国证券法》以信息披露为核心的注册制理念。在再融资新规下，定增基金及定增市场预计将迎来复苏，但随着市场机会的增加，在再融资新规严禁明股实债安排以及新证券法对于信息披露义务及责任全面从严的背景下，定增基金对于被投企业的价值判断以及合规风控亦有必要更加审慎，并保持对证券监管部门出台相关解释、指导意见以及审核/监管实践的持续关注。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 周林

电话： +86 10 8516 4188

Email: [lin.zhou@hankunlaw.com](mailto:lin.zhou@hankunlaw.com)

### 李时佳

电话： +86 10 8516 4236

Email: [shijia.li@hankunlaw.com](mailto:shijia.li@hankunlaw.com)