



资本市场法律

关于资产管理计划、契约型私募基金投资新三板挂牌公司或上市公司股权之相关法律问题简析

张平 | 冉璐 | 夏莹

一、引言

2014年8月21日中国证券监督管理委员会（下称“**中国证监会**”）颁布《私募投资基金监督管理暂行办法》（下称“**《暂行办法》**”），首次明确了私募投资基金可以采用契约制这一组织形式。随着契约型私募基金、基金子公司特定客户资产管理计划、证券公司集合资产管理计划（与基金子公司特定客户资产管理计划合称“**资产管理计划**”）等集合投资工具在投资新三板挂牌公司或上市公司股权领域的广泛运用，中国证监会等相关监管部门也加强了对上述领域的监管，并就具体规则进一步明确和细化。本文拟就相关监管部门近期出台的一系列相关规定，结合相关典型案例，对契约型私募基金及资管计划投资挂牌或上市公司股权的主要法律问题进行简要分析。

二、契约型私募基金、资产管理计划投资新三板拟挂牌公司和挂牌公司股权

2015年10月16日，全国中小企业股份转让系统出台了《机构业务问答（一）——关于资产管理计划、契约型私募基金投资拟新三板挂牌公司股权有关问题》（下称“**机构业务问答（一）**”）。该机构业务问答（一）基本明确了资产管理计划、契约型私募基金持有拟新三板挂牌公司股权的合法性，并进一步明确资产管理计划、契约型私募基金在新三板挂牌审查时无需还原至实际股东，且在实践操作中该等资产管理计划、契约型私募基金所持有的拟新三板挂牌公司股份可直接登记为产品名称。此外，根据《全国中小企业股份转让系统投资者适当性管理细则（试行）》，集合信托计划、证券投资基金、银行理财产品、证券公司资产管理计划，以及由金融机构或者相关监管部门认可的其他机构管理的金融产品或资产均可以作为参与挂牌公司定向发行的投资者。

下面就资产管理计划、契约型私募基金持有新三板拟挂牌公司股权涉及的重要法律问题阐述如下：

1. 投资新三板拟挂牌公司合法性依据

类别	依据	结论
基金子公司特定客户资产管理计划	《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》第九条，基金子公司资产管理计划资产应当用于下列投资：……（二）未通过证券交易所转让的股权、债权及其他财产权利；（三）中国证监会认可的其他资产。投资于前款第（二）项和第（三）项规定资产的特定资产管理计划称为专项资产管理计划。	基金子公司可通过设立专项资产管理计划投资拟新三板挂牌公司股权。
证券公司定向、专项资产管理计划	《证券公司定向资产管理业务实施细则》第二十五条第一款，定向资产管理业务的投资范围由证券公司与客户通过合同约定，不得违反法律、行政法规和中国证监会的禁止规定，并且应当与客户的风险认知与承受能力，以及证券公司的投资经验、管理能力和风险控制水平相匹配。 《证券公司客户资产管理业务管理办法》第十四条，证券公司为客户办理特定目的的专项资产管理业务，应当签订专项资产管理合同，针对客户的特殊要求和基础资产的具体情况，设定特定投资目标，通过专门账户为客户提供资产管理服务。证券公司可以通过设立综合性的集合资产管理计划办理专项资产管理业务。	证券公司定向、专项资产管理计划可由券商与客户约定投资拟新三板挂牌公司股权。
契约型私募基金	《私募投资基金监督管理暂行办法》第二条，私募基金财产的投资包括买卖股票、股权、债券、期货、期权、基金份额及投资合同约定的其他投资标的。	私募基金（包括契约型私募基金）的投资范围包括拟新三板挂牌公司股权。

2. 无需进行股份还原

根据《非上市公众公司监管指引第4号——股东人数超过200人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》（证监会公告【2013】54号）（下称“4号指引”）的规定，以私募股权基金、资产管理计划以及其他金融计划进行持股的，如果该金融计划是依据相关法律法规设立并规范运作，且已经接受证券监督管理机构监管的，可不进行股份还原或转为直接持股。因此，依法设立、规范运作、且已经在中国基金业协会登记备案并接受证券监督管理机构监管的基金子公司资产管理计划、证券公司资产管理计划、契约型私募基金，其所投资的拟新三板挂牌公司股权在挂牌审查时可不进行股份还原，但须做好相关信息披露工作。

3. 股份可直接登记为产品名称

根据机构业务问答（一），资产管理计划、契约型私募基金所持有的拟新三板挂牌公司股份可直接登记为产品名称，并就具体操作要点说明如下：首先，资产管理计划或契约型私募基金所投资的公司申请挂牌时，主办券商在《公开转让说明书》中将资产管理计划或契约型私募基金列示为股东，并在《公开转让说明书》中充分披露资产管理计划或契约型私募基金与其管理人和管理人名下其他产品的关系。同时，主办券商就以下事项进行核查并发表明确意见：

- 1) 该资产管理计划或契约型私募基金是否依法设立、规范运作并已履行相关备案或者批准手续；
- 2) 该资产管理计划或契约型私募基金的资金来源及其合法合规性；
- 3) 投资范围是否符合合同约定，以及投资的合规性；
- 4) 资产管理计划或契约型私募基金权益人是否为拟新三板挂牌公司控股股东、实际控制人或董监高。

其次，资产管理计划或契约型私募基金所投资的公司通过挂牌备案审查，办理股份初始登记时，挂牌业务部负责核对《股票初始登记申请表》涉及股东信息与《公开转让说明书》中披露信息的一致性。最后，中国结算发行人业务部核对股份登记信息与披露信息的一致性后，将股份直接登记在资产管理计划或契约型私募基金名下。

三、 契约型私募基金、资产管理计划投资拟上市公司和已上市公司股权

1. 投资拟上市公司股权

关于契约型私募基金、资产管理计划能否投资拟上市公司股权，首先，根据《上市公司非公开发行股票实施细则》第八条的规定，信托公司作为发行对象，只能以自有资金认购。因此，信托计划无法作为拟上市公司的股东，也无法作为非公开发行的对象。其次，虽然《上市公司非公开发行股票实施细则》第八条还规定，证券投资基金管理公司可以以其管理基金作为发行对象进行认购。实践中也有资产管理计划参与 A 股定增的诸多案例。尽管如此，资产管理计划能否作为拟上市公司的股东还存在较多争议，实践中券商多持保守态度。最后，尽管《私募投资基金监督管理暂行办法》已明确私募投资基金可以采用契约型这一组织形式，但根据《首次公开发行股票并上市管理办法》第十三条关于发行主体资格的规定：“发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。”由于中国证监会对拟上市公司的股权清晰、稳定性的要求，并明确规定禁止信托持股、委托持股等情形，故在公司首次公开发行（下称“**IPO**”）过程中直接出现的契约型私募基金可能会被予以清理。目前，暂无发现资管计划和契约型私募基金直接作为拟上市公司股东成功 **IPO** 的案例。

就合伙型基金作为拟上市公司股东的股东人数的计算和披露问题，目前的法规和实践中尚未有一个明晰的标准，根据 4 号指引、证监会 2010 年保代培训相关资料，将相关情况汇总如下：

- 1) 依据相关法律法规设立并规范运作，且已经接受系相关监管部门监管的合伙企业算 1 人，但明显为了规避 200 人要求的除外，例如，通过单纯以持股为目的的合伙企业间接持股的安排以致直接和间接持有公司股权的人数超过 200 人的，视为股东人数超过 200 人，根据 4 号指引进行股份还原合并规范后，可申请 **IPO**。
- 2) 信息披露原则将比照有关法人股东的要求进行披露处理，根据合伙人的身份（发起人或非发起人）和持股比例高低（控股股东或实际控制人、5%以上的股东或发起人、持股比例很小的股东）来决定信息披露的详略。

- 3) 保荐机构和律师应对合伙企业披露的信息以及合伙企业的历史沿革和最近三年的主要情况进行核查。
- 4) 对于突击入股发行人的合伙企业，一般要逐层披露合伙企业的合伙人直至最终持有合伙企业权益的自然人。

合伙企业入股发行人的交易存在疑问的，不管持股多少和身份如何，都需要详细全面核查。

因此采用契约型私募基金嵌套合伙企业的形式投资合伙型基金，该合伙型基金再作为拟上市公司股东参与 IPO，该等契约型私募基金最终是否会被披露、是否会被穿透计算甚至被要求清理目前尚无统一明确结论，需视情况个案分析。

2. 参与上市公司定增

关于契约型私募基金、资产管理计划参与上市公司定增最值得关注的即为对穿透规则的解读。根据 2015 年 10 月 18 日最新一期保代培训会议，中国证监会传达出其对上市公司再融资政策作出相关调整，对定向增发的投资人审核收紧，要求“董事会阶段确定定增投资者的，若投资者涉及资管计划、理财产品等，要求穿透披露至最终出资人，所有出资人合计不能超 200 人（不适用于员工持股计划参与认购的情形），即不能变为变相公开发行；而且不能分级（结构化）安排”。上述穿透披露要求旨在保证股东公平性、防止利益输送以及控制变相公开发行，针对的主要是三年期锁价发行的情形。在监管层新规的指引下，有一些上市公司已经开始主动响应新规的要求。此外，从已公告情况来看，穿透披露股东人数要求的执行标准尚待统一。

最后对穿透规则的解读除要求穿透披露外，还要求认购人的权益架构也不能变化，即从预案披露到审核阶段，产品的出资人不能退伙、转让其份额、减少或增加出资额，有限公司股东结构不能有变化。如有变化，可能被视为方案重大调整。

四、 结语

综上，关于资产管理计划、契约型私募基金投资新三板挂牌或上市公司股权，目前较为明确的是资产管理计划、契约型私募基金可投资新三板拟挂牌公司和已挂牌公司股份，是否可直接投资于拟上市公司股权在法规和实践层面尚未有明确结论，参与上市公司定增时可能被适用穿透原则。我们将继续密切关注与资产管理计划、契约型私募基金投资挂牌或上市公司股权相关的法律和实践动向及发展，为广大客户持续提供最新的信息。

● 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法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与张平（+8610-8525 5534; evan.zhang@hankunlaw.com）联系。