



漢坤律師事務所

# 汉坤法律评述

融贯中西·务实创新

2016年8月9日

## 资本市场法律

### 新三板定增融资监管升级——《挂牌公司股票发行常见问题解答（三）》评述

智斌 | 梁宏俊

2016年8月8日，全国中小企业股份转让系统（下称“全国股转系统”）发布了《关于发布〈挂牌公司股票发行常见问题解答（三）——募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资〉的通知》，《挂牌公司股票发行常见问题解答（三）——募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资》（下称“《股票发行问答（三）》”）是继2015年发布的《挂牌公司股票发行常见问题解答——股份支付》和《挂牌公司股票发行常见问题解答（二）——连续发行》之后由全国股转系统发布的第三个关于新三板挂牌公司股票发行的常见问题解答，主要是对新三板挂牌企业股票发行的募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资等三个方面提出了新的监管要求，标志着全国股转系统对新三板股票发行融资的监管进一步加强，三道常见问题解答的核心内容如下：

#### 一、挂牌公司发行股票募集资金管理的监管要求

《股票发行问答（三）》发布前，全国股转系统在挂牌公司发行股票募集资金监管方面要求相对比较简单，例如要求挂牌公司董事会作出股票发行决议时应当说明本次发行募集资金的用途，挂牌公司在取得股份登记函之前不得使用本次股票发行募集的资金，总体而言募集资金监管的环境较为宽松。《股票发行问答（三）》发布后，对挂牌公司发行股票募集资金的使用、专户管理以及信息披露等方面均提出了较为严格的要求。

##### 1. 明确募集资金使用的负面清单和变更募集资金用途的程序

《股票发行问答（三）》规定，挂牌公司募集资金应当用于公司**主营业务及相关业务领域**。除此以外，《股票发行问答（三）》还明确列举了**募集资金使用的禁止性规定**：

- 1) 除金融类企业外，募集资金不得用于持有交易性金融资产和可供出售的金融资产或借予他人、委托理财等财务性投资，不得直接或者间接投资于以买卖有价证券为主营业务的公司，不得用于股票及其他衍生品种、可转换公司债券等的交易；
- 2) 不得通过质押、委托贷款或其他方式变相改变募集资金用途；
- 3) 挂牌公司应当防止募集资金被控股股东、实际控制人或其关联方占用或挪用，并采取有效措施避免控股股东、实际控制人或其关联方利用募集资金投资项目获取不正当利益。

为便于挂牌公司提高暂时闲置的募集资金的使用效率，《股票发行问答（三）》允许挂牌公司对暂时闲置的募集资金进行现金管理，但规定必须履行法律法规、规章、规范性文件以及公司章程规定的内部决策程序并披露，且仅可以投资于安全性高、流动性好的保本型投资产品。同时，《股票发行问答（三）》还明确了变更募集资金用途的程序，如果挂牌公司拟改变募集资金用途的，应当在董事会审议后及时披露，并提交股东大会审议。

#### 【温馨提示】

- 过去部分挂牌公司存在使用募集资金存单质押取得银行贷款融资的情形，《股票发行问答（三）》发布之后，该等融资方式会被认定为变相改变募集资金用途而违反《股票发行问答（三）》的规定。
- 挂牌公司的关联方资金占用问题是全国股转系统在挂牌审查及日常监管中的重点核查问题，全国股转系统近期召开的《主办券商内核工作指引》培训会议再次强调资金占用问题是新三板监管的红线。根据《全国中小企业股份转让系统挂牌公司信息披露细则（试行）》相关规定，常见的会被认定为关联方占用挂牌公司资金的情形包括：（1）挂牌公司为控股股东、实际控制人及其附属企业垫付的工资、福利、保险、广告等费用和其他支出；（2）代控股股东、实际控制人及其附属企业偿还债务而支付的资金；（3）有偿或者无偿、直接或者间接拆借给控股股东、实际控制人及其附属企业的资金；（4）为控股股东、实际控制人及其附属企业承担担保责任而形成的债权；（5）其他在没有商品和劳务对价情况下提供给控股股东、实际控制人及其附属企业使用的资金或者全国股份转让系统公司认定的其他形式的占用资金情形。

## 2. 参照上市公司建立募集资金专户制度

在《股票发行问答（三）》发布以前，全国股转系统并未强制要求挂牌公司建立募集资金管理制度及设立募集资金专项账户。《股票发行问答（三）》参照《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》的规定，要求挂牌公司建立募集资金专户制度，具体要求包括：

- 1) **建立募集资金管理制度：**挂牌公司应当建立募集资金存储、使用、监管和责任追究的内部控制制度，明确募集资金使用的分级审批权限、决策程序、风险控制措施及信息披露要求；

- 2) **设立募集资金专项账户**：挂牌公司募集资金应当存放于公司董事会为本次发行批准设立的募集资金专项账户，并将专户作为认购账户，该专户不得存放非募集资金或用作其他用途；
- 3) **将三方监管协议作为股票发行备案必备材料**：挂牌公司应当在发行认购结束后验资前，与主办券商、存放募集资金的商业银行签订三方监管协议，三方监管协议应当在股票发行备案材料中一并提交报备。

同时，《股票发行问答（三）》还规定，挂牌公司董事会应当每半年度对募集资金使用情况进行专项核查，出具《公司募集资金存放与实际使用情况的专项报告》，并在披露挂牌公司年度报告及半年度报告时一并披露；主办券商应当每年就挂牌公司募集资金存放及使用情况至少进行一次现场核查，出具核查报告，并在挂牌公司披露年度报告时一并披露。

### 3. 强化股票发行方案中对募集资金用途及前次使用情况的信息披露

《股票发行问答（三）》规定，在股票发行方案中应当对本次发行募集资金的用途进行必要性和可行性分析的详细披露，区分募集资金的不同用途分别列举了不同的信息披露要求：

序号	募集资金用途	《股票发行问答（三）》规定的信息披露要求
1.	用于补充流动资金	应当结合公司目前的经营情况、流动资金情况，说明补充流动资金的必要性和测算的过程。
2.	用于偿还银行贷款	应当列明拟偿还贷款的明细情况，披露募集资金偿还贷款对挂牌公司经营和财务状况的影响。
3.	用于项目建设	应当结合项目立项文件、工程施工预算、采购协议及其他资金使用计划量化说明资金需求和资金投入安排。
4.	用于股权收购	应当对标的资产与挂牌公司主业的相关程度、协同效应进行说明，列明收购后对挂牌公司资产质量及持续经营能力的影响。
5.	用于购买非股权资产（是指构成可独立核算会计主体的经营性资产）	发行前挂牌公司应当与交易对方签订合同或协议，在发行方案中披露交易价格， <b>并有审计报告或者资产评估报告的支持。</b>
6.	挂牌公司发行股份购买资产构成重大资产重组并募集配套资金	挂牌公司应当从以下方面进行说明，包括但不限于： 1) 挂牌公司前次募集资金金额、具体用途及剩余资金安排； 2) 本次配套募集资金与本次重组事项的相关性，募集资金金额是否与挂牌公司及标的资产现有生产经营规模、财务状况相匹配等。 <b>独立财务顾问应当对募集资金用途、合理性、必要性进行核查并发表明确意见。</b>
7.	其他用途	应当明确披露募集资金用途、资金需求的测算过程及募集资金的投入安排。

根据《上市公司证券发行管理办法》及《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》相关规定，上市公司在申请发行证券时往往需要披露前次募集资金的使用情况。《股票发行问答（三）》亦提出了类似的要求，挂牌公司股票发行方案中应当详细披露**前次发行募集资金的使用情况**，包括募集资金的具体用途、投入资金金额以及对挂牌公司经营和财务状况的影响等。

此外，《股票发行问答（三）》还大大加强了中介机构在股票发行项目中的核查责任，要求挂牌公司主办券商应当在“主办券商关于股票发行合法合规性意见”中就挂牌公司本次发行是否符合募集资金专户管理要求、是否符合募集资金信息披露要求等逐项发表明确意见。

总体而言，《股票发行问答（三）》关于募集资金管理的规定与《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》以及《上海证券交易所上市公司募集资金管理办法》和深圳证券交易所主板、中小企业板、创业板等各板块上市公司规范运作指引中关于募集资金管理的监管要求是基本一致的。可见，随着新三板挂牌企业数量不断增多，全国股转系统对三板市场的监管也在不断升级，新三板对发行股票募集资金的监管要求已逐渐与A股上市公司趋同。

## 二、股票发行认购协议中特殊条款的监管要求

### 1. 禁止挂牌公司与股票发行认购方约定七类特殊权利条款

根据全国股转系统此前发布的《挂牌公司股票发行审查要点》，全国股转系统要求主办券商、律师在挂牌公司股票发行认购协议中对是否存在估值调整条款进行核查并就该等估值调整条款的合法合规性发表核查意见，并明确了对估值调整条款进行审查的三项关注要点，即：1) **挂牌公司不能参与对赌**；2) 如果涉及对赌，对赌条款应当披露清楚；3) 对赌条款不能违反相关法律法规的规定。

本次《股票发行问答（三）》对挂牌公司股票发行认购协议中的特殊条款提出了比《挂牌公司股票发行审查要点》更严格的监管要求，要求认购协议不得存在以下七类特殊权利条款：

#### 1) 挂牌公司作为特殊条款的义务承担主体：

【解读】该项要求是全国股转系统审核特殊权利条款合法合规性的形式标准，与《挂牌公司股票发行审查要点》关于估值调整条款的核查标准相一致，下面的第2)至6)类情形，实质上都是由挂牌公司作为特殊条款义务承担主体的具体表现形式。

#### 2) 限制挂牌公司未来股票发行融资的价格：

【解读】反稀释条款，旨在防止被投资公司低价发行股票以致摊薄投资人的所有者权益。

#### 3) 强制要求挂牌公司进行权益分派，或不能进行权益分派：

【解读】强制或限制分红条款，旨在通过约定被投资公司每个年度进行利润分配的最低指标或限制被投资公司在一定时期内进行利润分配以保障投资人的投资利益。

- 4) 挂牌公司未来再融资时，如果新投资方与挂牌公司约定了优于本次发行的条款，则相关条款自动适用于本次发行认购方；

【解读】最惠国待遇条款。

- 5) 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；

【解读】直接委派董事的权力及董事会一票否决权。

- 6) 不符合相关法律法规规定的优先清算权条款；

【解读】值得注意的是，该条禁止的是约定“不符合相关法律法规规定”的优先清算权条款，而并未全面禁止约定优先清算权条款。

- 7) 其他损害挂牌公司或者挂牌公司股东合法权益的特殊条款。

【解读】《公司法》规定股份有限公司的“同种类的每一股份应当具有同等权利”，并要求股东“不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益”。审查挂牌公司股票发行认购协议中特殊条款的实质是要避免这些特殊权利条款违反股份有限公司“同股同权”的治理规则及损害挂牌公司及其他公众股东的合法权益，因此增加本条作为兜底性规定，后续我们会对其他可能被认定为损害挂牌公司或者挂牌公司股东合法权益的特殊条款持续关注。

在新三板业务实践中，除了在挂牌公司股票发行阶段会存在挂牌公司与投资人之间的特殊权利条款约定，在挂牌前的申请挂牌阶段也会存在拟挂牌公司与投资人之间的特殊权利条款约定。虽然《股票发行问答（三）》仅适用于新三板挂牌公司的股票发行审查，并不适用于拟挂牌公司申请新三板挂牌业务的审查，但考虑到拟挂牌公司同样适用于《公司法》“同股同权”的规定，且拟挂牌公司作为准公众公司其监管标准不应与已挂牌公司有太大差异，故而不排除全国股转系统也将会按照上述标准进一步加强对拟挂牌公司申请新三板挂牌阶段特殊权利条款合法合规性的审核，后续我们将予以持续关注。

## 2. 提高了认购协议中特殊条款的披露及核查要求

此前，《全国中小企业股份转让系统股票发行业务指引第2号——股票发行方案及发行情况报告书的内容与格式（试行）》仅仅要求“应当披露股票认购合同的内容摘要”（须包括估值调整条款）；而《股票发行问答（三）》则要求挂牌公司应当在股票发行情况报告书中**完整披露**认购协议中的特殊条款，并要求挂牌公司的主办券商和律师应当分别在“主办券商关于股票发行合法合规性意见”、“股票发行法律意见书”中就特殊条款的合法合规性发表明确意见。

### 三、涉及其他具有金融属性企业的监管要求

#### 1. 其他具有金融属性的挂牌公司暂停股票发行及重组业务

2016年5月27日，全国股转系统发布了《关于金融类企业挂牌融资有关事项的通知》（股转系统公告〔2016〕36号），针对“一行三会”监管的企业和已挂牌的私募机构已明确了股票发行业务和并购重组业务的监管要求，具体内容可以参见本所发布的《股转系统发布〈关于金融类企业挂牌融资有关事项的通知〉》一文（可点击链接阅读）。但《关于金融类企业挂牌融资有关事项的通知》当时并未明确对其他具有金融属性的挂牌公司的股票发行业务及并购重组业务的监管要求，故本次全国股转系统通过发布《股票发行问答（三）》予以明确，**其他具有金融属性的挂牌公司在相关监管政策明确前，应当暂停股票发行、重大资产重组等相关业务。**

#### 【温馨提示】

根据《关于金融类企业挂牌融资有关事项的通知》相关规定，“其他具有金融属性企业”包括小额贷款公司、融资担保公司、融资租赁公司、商业保理公司、典当公司等具有金融属性的企业；同时还包括挂牌公司本身虽不属于其他具有金融属性企业，但其持有其他具有金融属性企业的股权比例20%以上（含20%）或为第一大股东的情形。因此，如果挂牌公司的控股子公司属于前述小额贷款公司、融资担保公司、融资租赁公司、商业保理公司、典当公司等行业，则该挂牌公司本身亦很有可能会被认定为“其他具有金融属性企业”。

#### 2. 杜绝其他具有金融属性的企业借壳

为杜绝其他具有金融属性的企业通过借壳方式获得新三板挂牌公司的融资平台，《股票发行问答（三）》从借壳方和壳公司两个维度对其他具有金融属性的企业的借壳行为进行了严格的限制。

从借壳方的角度看，《股票发行问答（三）》规定，收购人在收购挂牌公司的：

- 1) **承诺放弃注入其他具有金融属性资产：**如收购人控制的企业中包含其他具有金融属性的企业，或收购人自身为其他具有金融属性的企业，则其应当承诺完成收购后不将其控制的其他具有金融属性的企业注入挂牌公司；
- 2) **收购壳公司后不得开展其他具有金融属性的业务：**被收购的挂牌公司不得经营其他具有金融属性的业务，但以募集资金之外的自有资金购买或者投资其他具有金融属性的企业相关资产，在购买标的或者投资对象中的持股比例不超过20%，且不成为投资对象第一大股东的除外。

从壳公司的角度看，《股票发行问答（三）》规定，非其他具有金融属性的挂牌公司发行股票的：

- 1) **禁止注入其他具有金融属性资产：**发行对象不得以所持有的其他具有金融属性的企业相关资产进行认购；
- 2) **募集资金不得用于投资其他具有金融属性的企业：**募集资金不得用于参股或控股其他具有金融属性的企业；

- 3) **承诺不得变相为其他具有金融属性的企业提供资金：**如果其股东或子公司为其他具有金融属性的企业，应当承诺不以拆借等任何形式将募集资金提供给该其他具有金融属性的企业使用。
- 4) **允许以自有资金参股其他具有金融属性的企业：**非其他具有金融属性的挂牌公司可以以募集资金之外的自有资金购买或者投资其他具有金融属性的企业相关资产，但在购买标的或者投资对象中的持股比例不得超过 20%，且不得成为投资对象的第一大股东。

《关于金融类企业挂牌融资有关事项的通知》对“其他具有金融属性企业”的挂牌准入标准进行了规定，并在挂牌申请层面阻断了“其他具有金融属性企业”登陆新三板的路径；而本次《股票发行问答（三）》的重点在于进一步明确涉及“其他具有金融属性企业”股票发行、并购重组、挂牌公司收购及借壳等方面的监管要求，在新三板借壳层面给“其他具有金融属性企业”造成实质障碍。从全国股转系统现有的监管政策来看，监管政策不明确、行业风险突出的“其他具有金融属性企业”正遭遇新三板空前严厉的监管态势：在相关监管政策明确前，目前尚未实现挂牌的小额贷款公司、融资担保公司、融资租赁公司、商业保理公司、典当公司等“其他具有金融属性企业”将无法登陆新三板；已经挂牌的“其他具有金融属性企业”也暂时失去了新三板平台的融资功能；如其他行业已挂牌公司拟自行开展前述其他具有金融属性的业务，也只能以挂牌公司自有资金进行持股比例不超过 20%的参股投资且不得成为被投资公司的第一大股东。

#### 四、《股票发行问答（三）》实施后的过渡期安排

根据《关于发布<挂牌公司股票发行常见问题解答（三）——募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资>的通知》，《股票发行问答（三）》自公布之日起实施，过渡期有关安排如下：

序号	股票发行备案阶段	过渡期安排
1.	尚未提交股票发行备案材料的挂牌公司	应当按照《股票发行问答（三）》的要求披露发行方案（已经披露发行方案的，应当按照要求修改后重新披露）、建立并披露募集资金管理的内部控制制度、设立募集资金专项账户。
2.	已经提交股票发行备案材料、尚未取得股份登记函的挂牌公司	应当设立募集资金专项账户，将募集资金从认购账户转至募集资金专项账户，并由主办券商核查后向全国股转公司补充提交专项核查报告及三方监管协议。
3.	自 2015 年 1 月 1 日至《股票发行问答（三）》公布之日已经取得股份登记函的挂牌公司，且募集资金尚未使用完毕的	应当设立募集资金专项账户，将剩余募集资金转至募集资金专项账户，同时，主办券商应当在核查后，向全国股转公司提交募集资金使用情况的专项核查报告及三方监管协议。
4.	自 2015 年 1 月 1 日至《股票发行问答（三）》公布之日已经取得股份登记函的挂牌公司，且募集资金已经使用完毕的	主办券商应当在核查后，向全国股转公司提交募集资金使用情况的专项核查报告。

## ● 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**智斌律师**（+8610-8525 5525; [bin.zhi@hankunlaw.com](mailto:bin.zhi@hankunlaw.com)）联系。