



2018

第14期/总第327期

每周法规速递  
▶ 热点信息

成功，始于助人成功



天達共和律師事務所  
East & Concord Partners

## 导 读

尊敬的各位客户、各位同事：

日前，央行就规章制定程序与管理规定发布征求意见稿，国办印发《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》，指出金融业综合统计是国家金融基础设施现代化的重要组成部分；同时多部门：对公共资源交易领域严重失信主体开展联合惩戒，两交所发布《上市公司收购及股份权益变动信息披露指引》征求意见稿，更多法规详见本周速递。

国家发展改革委、财政部、商务部、人民银行、中国银行保险监督管理委员会、证监会六部门联合印发《关于引导对外投融资基金健康发展的意见》，重点提出了优化募资方式、提升运行效率、完善监管体系、强化服务保障 4 个方面共 12 项政策措施，多措并举促进对外投融资基金合理有序开展业务，就此，发展改革委刊发了《发展改革委就〈关于引导对外投融资基金健康发展的意见〉问答》，具体请见本期“法规解读”栏目。

本期“法律观察”栏目为您带来《私募基金与不良资产的结合，将会出现怎样的投资结果》，以供参考；“实务聚焦”栏目重点关注《里程碑意义创新监管证监会《股权众筹试点管理办法》立法计划解读》，敬请阅读。

## 目录

### 天达共和热点动态

#### 首届武大“天达共和杯”涉外模拟法庭竞赛开幕

#### 集体土地入市及长租公寓资产证券化邀请函

##### ➤ 金融领域

1. 央行就规章制度程序与管理规定征求意见\2018-04-09
2. 国务院办公厅印发《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》\2018-04-09
3. 银保监会发布一号文件 细化融资担保公司监管规定\2018-04-10
4. 六部门联合印发《关于引导对外投融资基金健康发展的意见》\2018-04-10

##### ➤ 资本市场

5. 证监会：沪股通及深股通每日额度调整为 520 亿元人民币\2018-04-11
6. 两交所发布《上市公司收购及股份权益变动信息披露指引》征求意见稿\2018-04-13

##### ➤ 其他监管领域

7. 多部门：对公共资源交易领域严重失信主体开展联合惩戒\2018-04-09
8. 教育部印发《关于加强大中小学国家安全教育实施意见》\2018-04-09
9. 海关总署发布《关于全面取消打印出口货物报关单证明联（出口退税专用）的公告》\2018-04-09
10. 五部门规范主题公园建设发展 严控周边房产开发\2018-04-09
11. 中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见\2018-04-11
12. 住建部调整建设工程计价依据增值税税率\2018-04-12
13. 国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见\2018-04-12

### 法规解读

#### 上交所就发布《上海证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业

#### 务指引》答记者问

#### 国家发展改革委就《关于引导对外投融资基金健康发展的意见》的答问

### 热点信息

### 法律观察



**之 私募基金与不良资产的结合，将会出现怎样的投资结果**

## **实 务 聚 焦**

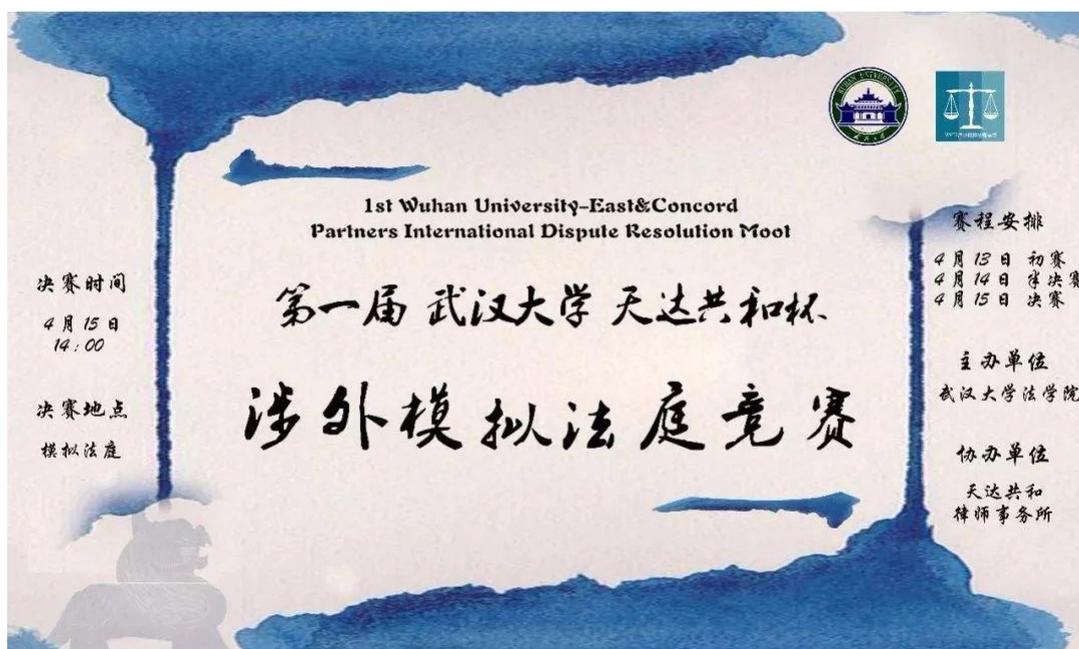
**之 里程碑意义创新监管 证监会《股权众筹试点管理办法》立法计划解**

**读**



## 天达共和热点动态

### 首届武大“天达共和杯”涉外模拟法庭竞赛开幕



在经济全球化的新形势下，随着我国“一带一路”建设的提出与推进，法律服务成为“走出去”与“请进来”的重要环节。经济全球化的广泛深入发展，亦推动法律实务向着国际化方向迈进。

为了促进法科学生涉外法律实务能力的提升，发现、培养涉外法律人才，助力中华民族伟大复兴的中国梦，天达共和携手武汉大学法学院举办了该涉外模拟法庭竞赛。本次竞赛参赛学生为本科生，比赛语言为中文，参赛院校为北京大学法学院、对外经贸大学法学院、南开大学法学院、清华大学法学院、武汉大学法学院、西北政法大学、西南政法大学、厦门大学法学院、中国人民大学法学院、中国政法大学、中南财经政法大学、中山大学法学院（以拼音首字母排序）等12所全国顶尖法学院校。

2018年4月13日，天达共和携手武汉大学法学院共同举办的第一届武汉大学“天达共和杯”涉外模拟法庭竞赛正式开幕。赛场上，评委老师全神贯注地倾听着选手们的观点，选手间激烈地交锋碰撞出思想的火花。截至4月14日，经过初赛的激烈角逐，共有4支队伍脱颖而出，进入半决赛。

## 集体土地入市及长租公寓资产证券化邀请函

2018年4月27日，天达共和律师事务所将携手中国公司法务联盟在天达共和总部亮马河大厦合作开展题为“集体土地入市及长租公寓资产证券化”的讲座。天达共和及中国公司法务联盟在此诚邀公司法务及企业高管免费报名参会。

### 会议安排

时间：4月27日（周五）14:00-17:00

地点：北京市朝阳区东三环北路亮马河大厦1座20层

### 会议要点

第一部分：集体土地的开发方式

1. 我国的土地制度概览
2. 集体土地入市政策概览
3. 集体土地的流转制度和模式
4. 集体建设用地建设租赁住房
5. 集体土地开发中的实务问题

第二部分：长租公寓资产证券化

1. 资产证券化业务概述
2. 不动产资产证券化基本类型
3. 长租公寓ABS基本类型
4. 长租公寓ABS法律要点及风险防范称
5. 长租公寓ABS案例分析

## 会议议程

13:30-14:00	签到
14:00-14:05	开场致辞
14:05-15:35	集体土地的开发方式
15:35-16:00	茶歇
16:00-17:00	长租公寓资产证券化
17:00-17:30	会后自由交流

## 团队简介



**马丽红**

天达共和律师事务所 合伙人

E-mail: malihong@east-concord.com

Tel: +8610 6590 7480

马律师在不动产和建设工程领域有超过10年的经验，熟悉项目开发建设的流程。马律师擅长境外的投融资及并购法律事务，为多家国企、外企及民企提供过常年和专项法律服务。近年来，马律师的主要业务领域包括不动产投融资、企业并购、商业地产、健康养老、特色小镇、资产证券化等，服务的客户包括万科、港中旅、华融置业、中石化、天行九州、华润医药、光大安石、永旺中国、天诚集团等。

马律师曾担任过上市公司高管，具有敏锐的商业思维和广阔的商业视角，擅长用法律手段解决商业问题，深为客户信赖。

马律师有会计从业资格证书和基金从业资格证书，并同时具有中国法和美国法教育背景，能用流利的英文工作。马律师并擅长商务谈判，受邀为多家机构和企业讲授谈判课程，深受学员好评。



**匡令清**

天达共和律师事务所 律师

匡律师主要领域包括房地产和地产金融、商业物业运营与管理、收购与兼并、投资与融资。

匡律师服务的客户包括北京万科、华融置业、港中旅、永旺中国、华润置地、首都发展、优客工场、天行九州、熊猫精酿等。

匡律师在房地产开发、商业地产运营管理、大型并购与投融资交易及地产金融等的风险控制等领域有超过十年以上的经验；同时，长期的公司法务管理经验也保证能从客户内部视角来更好地平衡商业利益与法律风险的控制，从而为客户提供商业利益最大化的法律服务。

## 法规速递

### ➤ 金融领域

#### 1. 央行就规章制定程序与管理规定征求意见\2018-04-09

近日，中国人民银行发布《规章制定程序与管理规定（征求意见稿）》，现向社会征询意见，意见反馈截至5月10日。《征求意见稿》明确，没有法律或国务院行政法规、决定、命令的依据，规章不得设定减损公民、法人和其他组织权利或增加其义务的规范，不得增加央行权力或减少法定职责。同时，《征求意见稿》规定，涉及“在上位法设定的行政许可事项范围内，对实施该行政许可作出具体规定”等五类事项的，原则上应制定规章。《征求意见稿》还指出，规章起草过程中，除依法需要保密的外，起草单位应将规章条文及其说明等向社会公布，公开征求意见，征求期限一般不少于30日。

[阅读原文](#)

#### 2. 国务院办公厅印发《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》\2018-04-09

日前，国务院办公厅印发《关于全面推进金融业综合统计工作的意见》。《意见》指出，金融业综合统计是国家金融基础设施现代化的重要组成部分。全面推进金融业综合统计是有效监测金融服务实体经济成效、提高服务效率的关键信息基础，是前瞻性防范化解系统性金融风险、维护金融稳定的迫切需要，是全面深化金融体制改革、建立现代金融体系的重要举措。要全面贯彻党的十九大精神，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真落实党中央、国务院决策部署和中央经济工作会议、全国金融工作会议要求，加快建立覆盖所有金融机构、金融基础设施和金融活动的金融业综合统计体系。

[阅读原文](#)

#### 3. 银保监会发布一号文件 细化融资担保公司监管规定\2018-04-10

日前，中国银行保险监督管理委员会等七部门发布《关于印发〈融资担保公司监督管理条例〉四项配套制度的通知》，《通知》包括《融资担保业务经营许可证管理办法》、《融资担保责任余额计量办法》、《融资担保公司资产比例管理办法》和《银行业金融机构与融资担保公司业务合作指引》四项配套制度，均自发布之日起施行。其中，《融资担保业务经营许可证管理办法》进一步细化融资担保业务经营许可证的颁发、换发、吊销、注销等相关规则，并对每家融资担保公司的经营许可证实行编号终身制。《融资担保责任余额计量办法》对不同融资担保业务确定不同的权重。《融资担保公司资产比

例管理办法》则对融资担保公司的资产按照流动性和安全性由高到低依次划分为三类，并设定各级资产的最低或最高比例要求。

[阅读原文](#)

#### 4. 六部门联合印发《关于引导对外投融资基金健康发展的意见》\2018-04-10

为引导对外投融资基金健康发展，推动形成全面开放新格局，加快培育国际经济合作和竞争新优势，4月10日，国家发展改革委、财政部、商务部、人民银行、中国银行保险监督管理委员会、证监会六部门联合印发《关于引导对外投融资基金健康发展的意见》。《意见》重点提出了优化募资方式、提升运行效率、完善监管体系、强化服务保障4个方面共12项政策措施，多措并举促进对外投融资基金合理有序开展业务。意见指出，加强与国际金融组织合作。拓展对外投融资基金与国际金融组织的对接与合作，探讨世界银行、亚洲基础设施投资银行、金砖国家新开发银行、亚洲开发银行、泛美开发银行和非洲开发银行等出资参与我对外投融资基金，共同推进“一带一路”建设，促进国际产能合作。

[阅读原文](#)

### ➤ 资本市场

#### 5. 证监会：沪股通及深股通每日额度调整为520亿元人民币\2018-04-11

近日，中国证券监督管理委员会、香港证券及期货事务监察委员会发布联合公告，自2018年5月1日起生效。公告称，为进一步完善内地与香港股票市场互联互通机制，中国证券监督管理委员会、香港证券及期货事务监察委员会同意扩大互联互通每日额度，将沪股通及深股通每日额度分别调整为520亿元人民币，沪港通下的港股通及深港通下的港股通每日额度分别调整为420亿元人民币。

[阅读原文](#)

#### 6. 两交所发布《上市公司收购及股份权益变动信息披露指引》征求意见稿\2018-04-13

沪深交易所于4月13日分别发布《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》，进一步规范投资者及其一致行动人在上市公司收购及相关股份权益变动活动中的信息披露行为。《指引》针对目前收购和大额权益变动信息披露中存在的突出问题，主要从七个方面进行了规范。

[阅读原文](#) ([上海证券交易所](#)、[深圳证券交易所](#))

## ➤ 其他监管领域

### 7. 多部门：对公共资源交易领域严重失信主体开展联合惩戒\2018-04-09

近日，国家发展和改革委员会等多部门联合下发《关于对公共资源交易领域严重失信主体开展联合惩戒的备忘录》。《备忘录》规定了联合惩戒对象、联合惩戒措施、联合惩戒的实施方式等事项。《备忘录》明确，联合惩戒的对象为违反公共资源交易相关法律、法规规定，违背诚实信用原则，存在“投标人以他人名义投标或以其他方式弄虚作假，骗取中标”等十九种行为之一，被主管部门依法实施行政处罚的企业及负有责任的法定代表人、自然人股东、评标评审专家及其他相关人员。根据《备忘录》，联合惩戒措施涉及公共资源交易领域和其他相关领域，前者包含“依法限制失信企业参与工程建设项目招标投标”等十二项具体措施。

[阅读原文](#)

### 8. 教育部印发《关于加强大中小学国家安全教育的实施意见》\2018-04-09

教育部日前印发《关于加强大中小学国家安全教育的实施意见》，要求各地学校结合教育系统实际，做好大中小学国家安全教育相关工作，使广大学生牢固树立总体国家安全观，增强国家安全意识。《实施意见》强调，要深刻认识加强大中小学国家安全教育的重要性，准确把握加强大中小学国家安全教育的总体要求，全面贯彻落实党的十九大精神，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持和加强党对国家安全教育的领导，牢固树立和认真贯彻总体国家安全观，以国家安全战略需求为导向，全面落实加强大中小学国家安全教育的目标任务，系统设计、整体谋划，尊重规律、注重实效，部门联动、协同推进。

[阅读原文](#)

### 9. 海关总署发布《关于全面取消打印出口货物报关单证明联（出口退税专用）的公告》\2018-04-09

为进一步深化海关通关作业无纸化改革，减少纸质单证流转，减轻企业负担，近日，海关总署发布《关于全面取消打印出口货物报关单证明联(出口退税专用)的公告》，决定全面取消打印出口货物报关单证明联(出口退税专用)。对2018年4月10日(含)

以后实施启运港退税政策的出口货物，海关不再签发纸质出口货物报关单证明联（出口退税专用）。

[阅读原文](#)

#### 10. 五部门规范主题公园建设发展 严控周边房产开发\2018-04-09

近日，国家发改委等五部门联合发布《关于规范主题公园建设发展的指导意见》。《意见》提出坚持市场主导、坚持因地制宜、坚持聚焦主业、坚持创新发展等四项原则，并从三方面提出十二条政策措施。具体为：一是在科学规划方面，要合理界定范围，明确主题公园定义和概念；合理规划布局，主题公园选址避免与住宅等人员密集的区域交叉叠加。二是在严格规范方面，要严格用地管理，落实最严格的耕地保护制度和节约用地制度；严控房地产倾向，严格控制主题公园周边的房地产开发，不得与主题公园捆绑供地、捆绑审批。三是在提升质量方面，要丰富文化内涵、提高科技含量等。

[阅读原文](#)

#### 11. 中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见\2018-04-11

4月14日，《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》（简称“《意见》”）正式对外发布。意见对海南作出了新的四大战略定位：全面深化改革开放试验区。探索建立开放型经济新体制，把海南打造成为我国面向太平洋和印度洋的重要对外开放门户。国家生态文明试验区。推动形成人与自然和谐发展的现代化建设新格局，为推进全国生态文明建设探索新经验。国际旅游消费中心。大力推进旅游消费领域对外开放，打造业态丰富、品牌集聚、环境舒适、特色鲜明的国际旅游消费胜地。国家重大战略服务保障区。深度融入海洋强国、“一带一路”建设、军民融合发展等重大战略，提升海南在国家战略格局中的地位和作用。

[阅读原文](#)

#### 12. 住建部调整建设工程计价依据增值税税率\2018-04-12

近日，住建部办公厅发出《关于调整建设工程计价依据增值税税率的通知》。《通知》称，按照《财政部、税务总局关于调整增值税税率的通知》要求，现将《住房城乡建设部办公厅关于做好建筑业营改增建设工程计价依据调整准备工作的通知》规定的工程造价计价依据中增值税税率由11%调整为10%。各地区、各部门按照《通知》要求，组织有关单位于2018年4月底前完成建设工程造价计价依据和相关计价软件的调整工作。

[阅读原文](#)

### 13. 国务院关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见\2018-04-12

日前，国务院印发关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，提出坚持把发展经济着力点放在实体经济上，发展壮大新动能，做大做强新兴产业集群，实施大数据发展行动，加强新一代人工智能研发应用，在医疗、养老、教育、文化、体育等多领域推进“互联网+”。加快发展现代服务业。发展智能产业，拓展智能生活，建设智慧社会。运用新技术、新业态、新模式，大力改造提升传统产业。加强新兴产业统计。加快制造强国建设。推动集成电路、第五代移动通信、飞机发动机、新能源汽车、新材料等产业发展，实施重大短板装备专项工程，推进智能制造，发展工业互联网平台，创建“中国制造2025”示范区。

[阅读原文](#)

## 法规解读

# 上交所就发布《上海证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引》答记者问

4月13日，上交所起草完成《上海证券交易所上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引（征求意见稿）》并向市场公开征求意见。就该指引的出台背景和主要内容，上交所有关负责人回答了记者的提问。

**一、问题一：上市公司收购及权益变动应当如何履行信息披露义务，《上市公司收购管理办法》中已有相应规定。上交所此次出台专门的业务指引，进一步规范和细化该类事项的信息披露要求，主要有哪些背景和考虑？**

答：近年来，上市公司收购和5%以上的大额股份权益变动活动日趋活跃。以沪市为例，2013年和2014年，上市公司收购均不足40单，2015年、2016年和2017年连续三年接近60单；大额权益变动的增加更为显著，2013年仅230余单，2014年增加至370余单，2015年跃升至560余单，2016年、2017年继续保持在高位，均超过500单，已经成为资本市场日益普遍和常见的证券交易行为。

上市公司收购和大额股份权益变动，对投资者影响重大，既会导致上市公司实际控制人和重要股东变动，并进而可能引起上市公司治理结构和生产经营发生较大变化；也直接涉及上市公司二级市场股票交易，关系到投资者能否在公平透明的交易环境下进行投资决策。因此，相关信

息披露是否及时、准确，始终是上交所信息披露一线监管中重点关注的一类问题。之所以要在现有《上市公司收购管理办法》（以下简称《收购办法》）的基础上，出台专门的信息披露指引，主要有如下四方面的考虑。

第一，及时回应收购及股份权益变动信息披露中存在的突出问题。从实践看，收购和大额股份权益变动，有利于发挥证券市场的价格发现和资源配置功能，有助于完善上市公司内部治理。但另一方面，也出现了一些投资者反应强烈、需要高度重视的突出问题。例如，有的市场主体，利用资金和信息优势“买而不举”“快进快出”，引起股票交易异常波动，被市场质疑为“割韭菜”，严重损害中小投资者权益；有的收购行为，杠杆过高，资金运用期限错配，造成上市公司后续发展重大隐患，危及市场稳定运行；还有的上市公司股东，隐瞒一致行动人身份，滥用表决权委托，规避信息披露义务，并以此获取不当利益。这些问题的产生，与收购及权益变动信息披露制度的不完备、不适应存在一定关联。因此，有必要结合新的市场情况，调整和完善现有制度规范，进一步

强化上市公司、投资者在收购及权益变动过程中的主体责任和信息披露要求。

第二，切实防范收购和大量权益变动可能引发的市场风险。收购和大量股份权益变动，涉及大量资金融通，资金来源往往带有杠杆性。有些收购资金，还涉及合伙型、契约型的融资安排，利用结构化产品放大杠杆。杠杆的使用，在便利融资的同时，也容易诱发股票交易异常波动，在市场出现反转时，配套使用的强制平仓机制可能加速股价下跌，加剧市场波动。一些收购和大量持股市场主体，通过杠杆资金，同时持有多家上市公司股份，如果财务状况出现恶化，还可能导致多家上市公司股价出现大幅波动，引发局部性市场风险。因此，有必要通过“穿透披露”，更为清晰完整地揭示收购资金的杠杆和还款安排，充分提示可能存在的交易风险，强化收购资金合规性的市场约束。

第三、适应“沪港通”交易机制的需要。“沪港通”实施以来，资本市场国际化步伐加快，沪市国际化程度提升，沪港两地同时上市公司数量已近百家，越来越多的国际投资者开始投资 A 股市场。在此背景下，收购和大量股份权益变动信息披露制度，也需要在兼顾两地市场投资者结构差异的基础上，逐步有序衔接。目前，香港市场规定，持股 5%以上的股东，其持有权益股份的百分比发生整数位变动，即每过一个 1%的比例时需要披露，与 A 股市场现有规定存在差异，导致同一权益变动事项两地披露不一致。此次规则完善后，两地市场权益变动披露规则实现了基本统一。

第四、强化交易所对于收购和大量权益变动股份权益变动，是一类特殊的信息披

露事项，原有制度目标主要偏重收购预警。但在我国特有的市场环境下，大量持股变动已经成为一类股价敏感事项。一方面，大比例的股份变动，可能在短时间内改变股票的供求关系，容易引起股价异常的、非理性的波动。另一方面，持股变动主体，往往具备一定的市场影响力，投资决策被视为“风向标”，可能引发中小投资者盲目跟风。因此，交易所应当根据保护中小投资者的实际需要，做出更有针对性的信息披露制度安排，切实强化收购和大量权益变动的一线监管。

**问题二：增加收购及权益变动行为的信息披露义务，可能会在一定程度上增加收购和大量持股变动的成本。请问，此次出台的信息披露指引，如何平衡好收购的市场效率和中小投资者的有效保护？**

答：权益变动和收购规则，需要兼顾效率和公平。其中的关键，是综合考虑市场环境和投资者成熟度，适应市场发展的阶段性需要。以此为目标，指引制定中，主要遵循以下五项原则。

一是公平优先。目前市场环境下，收购及大量持股变动的市场主体，较之于中小投资者，通常具有很大的信息优势、专业优势和资金优势，市场博弈不对等。因此，更为严格规范收购及大量持股变动主体的信息披露义务，虽然可能在一定程度上增加收购人的成本，却可以从整体上维护收购行为的公平性，防范因收购和大量持股变动行为引发的市场风险，符合市场发展的阶段性特征和规范化需要。

二是递进规范。现行《收购办法》，对于 5%以上大量持股变动，已有相应的规范，主要是按照持股数量的增加，履行

简式权益变动报告书、详式权益变动报告书、收购报告书等信披义务，逐层递进。本次完善中，仍然遵循了这一原则。对于5%以下第一大股东的持股变动、5%以上股东每1%的持股变动、潜在控制权争夺或其他对控制权结构发生较大影响的事项，主要通过“权益变动提示公告”予以规范，并同步明确“权益变动提示公告”的披露内容。对于成为5%以下第一大股东及对公司控制权有重大影响的权益变动情形，还要求明确后续计划，解决“朦胧预期”的问题。

三是信披为主。目前的权益变动披露，采用的是信披结合慢走原则，履行信披义务的同时，限制一定时间内的买入或卖出。考虑到大额持股变动，多数情况下不涉及收购行为，为发挥市场功能、兼顾市场效率，新增加的信息披露义务，不再结合使用慢走原则。同时，进一步强化信披及时性和公平性，要求相关主体在部分股价特别敏感持股变动发生的次一交易日即对外披露。

四是回应急所。权益变动和收购规则，是证券市场的基础性规则之一，也是争议讨论比较多的一项规则。自律监管规则应当更多立足于信息披露，回应和解决目前市场存在的突出问题。因此，此次修订，规则目标上集中于投资者保护和风险防范两条政策主线，条款修订上抓住大额持股变动和持股主体穿透披露两个主要方面，力争解决好投资者反响强烈的突出问题。

五是分类施策。大额持股变动涉及投资主体众多、产品结构复杂、创新发展较快，特点和已有的信息披露要求差别加大，相应的监管也应当有所区别。由于公

募证券投资基金的注册和募集均受到严格监管，信息披露比较规范，因此在穿透披露方面，进行了差别化安排，未要求披露至最终出资人。对于其他经金融监管机构批准设立且持续监管的资管产品，符合有关金融监管机构对于公募产品定义的也可以不穿透披露至最终出资人。

### 问题三：与现有规定相比，本次新颁布的指引主要回应了哪些投资者关心的问题？有哪些细化、调整和完善？

答：《指引》共6章【32】条，针对目前收购和大额权益变动信息披露中存在的突出问题，主要从以下6方面进行了规范。

一是将大额持股变动的信息披露间隔从每5%缩减至1%。现行规定下，持股变动披露间隔是5%，《指引》对此进行了完善。要求拥有权益的股份达到或超过已发行股份的5%后，每增加或减少1%的，投资者应当立即通知上市公司，并于次一交易日披露提示性公告，但披露前后无需暂停交易。

二是将持股比例未达到5%的第一大股东纳入信息披露义务人范围。现行规则中，投资者在持股比例达到5%及以上时，才负有信息披露义务，《指引》对此进行了补充。规定拥有权益的股份虽未达到已发行股份5%，但成为上市公司第一大股东或实际控制人的，应当立即通知上市公司，并于次一交易日披露提示性公告。此外，考虑到现阶段第一大股东对上市公司和投资者的投资决策产生的影响均较为重大，《指引》还要求投资者说明权益变动的目的、资金来源，并对未来6个月内的增持计划作出说明。

三是增加了控制权争夺时,涉及双方的持股变动信披义务。《指引》规定投资者拥有权益的股份,与上市公司第一大股东拥有权益的股份比例相差小于或等于5%,且投资者与上市公司第一大股东拥有权益的股份均达到或超过10%的,应当及时披露。

四是增加穿透披露要求。持股变动主体的权益结构和资金来源,关系到持股的合规性和稳定性,也会影响其他股东的投资决策,需要详尽准确披露。《指引》明确规定了穿透披露的适用情形:(1)在投资者因其成为5%以下第一大股东或实际控制人披露权益变动提示公告;(2)因争夺控制权披露权益变动提示公告;(3)披露权益变动报告书。《指引》还明确了穿透主体和穿透标准,即在上述适用情形下,投资者为合伙企业或者除公募产品以外的资管产品时,投资者应当层层穿透披露权益结构,直至最终出资人,及最终出资人的资金来源。此外,《指引》还细化了穿透披露的内容,要求投资者披露其内部关于利润分配、亏损承担、投资决策、权益归属等事项的约定,以便判断投资者的控制权。

五是明确资管产品的权益归属认定标准和合并原则。目前A股市场中资管产品大额持股的情形越来越多,对于前期市场实践中屡次出现的投资者利用各类通道实际控制上市公司股份的情况,《指引》按照《收购办法》对“权益”的界定逻辑,明确了资管产品持有上市公司股份的权益归属判断标准,即实际支配表决权的一方被视为权益归属方。通常情况下,由于管理人对资管产品负有管理义务,能够支配所持股份的表决权,因此原则上视为管理人拥有资管产品所持上市公司股

份权益,管理人管理的资管产品所持同一上市公司股份应当合并计算。但是如果根据约定或者其他原因,管理人不能实际支配表决权的,管理人应当披露表决权的实际支配方。表决权的实际支配方为资管产品所持股份的权益归属方。投资者应当对其所能够实际支配表决权的全部股份进行合并计算,以履行相应信息披露义务。此外,《指引》还明确了社保基金、养老保险基金、企业年金、公募基金持有同一上市公司的股份数量不合并计算。

六是明确了增持计划和重组计划的承诺与履行。现有披露中,一些投资者在权益变动报告书中披露的未来增减持计划和重组计划较为含糊,后续执行也出现比较大的偏差,个别甚至借以实施股价炒作。为此,《指引》要求投资者在权益变动等文件中披露的增减持计划与重组计划应当明确具体,披露不存在增减持计划和重组计划的,应当明确不实施上述计划的期限。

七是进一步规范一致行动人及表决权委托协议的签署和履行。利用一致行动人或表决权委托协议,规避信息披露和其他股东义务,是收购和权益变动信息披露中的常见问题。为规范此类问题,《指引》要求一致行动人或表决权委托协议必须有明确期限。提前终止协议的,投资者仍应当在原有期限内遵守约定义务。终止协议的,投资者仍应履行承诺义务。此外,对于委托表决权的,委托人和受托人视为一致行动人。

**问题四:收购及权益变动的信息披露义务人主要是上市公司的潜在收购人、第一大股东和其他主要股东,上市公司及其董事会在相关信息披露中,需要承担哪些义**

## 务？关注哪些问题？

答：就收购及权益变动信息披露而言，上市公司并非直接的信息披露义务人。但主要股东的持股变动，对上市公司治理结构、生产经营、业务调整都会产生一定的影响。发生收购时，甚至可能产生重大影响。在此过程中，上市公司及其董事会应当本着对全体投资者负责的态度，忠实勤勉，客观公正，发挥应有的作用。具体而言，需要履行好如下 4 方面义务。

一是提醒义务。上市公司及其董事会应当定期跟踪主要股东的持股变动情况，及时提醒相关股东履行必要的信息披露义务。公司股价出现大幅波动时，除核查公司生产经营和投融资活动外，还应当关注主要股东的持股变动情况，确保不出现重大信息披露遗漏。

二是核实义务。上市公司董事会在收到主要股东持股变动信息后，应当及时核对，并对照《收购办法》及本指引的相关要求，核实投资者信息披露的真实性、准确性、完整性，确保所披露的持股变动信息不存在重大误导。

三是协助义务。上市公司董事会应当平等对待各类股东，积极协助其利用上市公司信息披露通道，及时披露持股变动信息。在发生控制权争夺时，应当保证双方股东合法合规的信息披露权利，确保权益变动信息的及时披露。

四是纠偏义务。上市公司董事会对于相关股东在披露权益变动信息时，同步提出的未来资产注入计划、调整董事会成员、修改公司章程等重大事项，应当给予以必要的关注。对存在重大不确定性、明

显不适当、超出公司法规定的相关提案，应当要求相关股东予以调整。

## 问题五：我们观察到，近年来，上交所持续加大了对于“蒙面举牌”、“隐匿式易主”以及要约收购和控制权争夺中违法违规行为的监管力度。下一步，上交所将如何持续强化收购及权益变动的一线监管？

答：收购及权益变动信息披露监管，直接涉及二级市场股票交易，关系到投资者的切身利益，是上交所履行信息披露一线监管职责中的一项重要工作。近年来，收购及权益变动信息披露违规数量有所上升，违规情形日趋复杂，需要精准施策、从严监管。为此，上交所将继续认真贯彻“三个监管”要求，从以下 3 个方面切实保护好投资者合法权益。

一是强化综合监管，实施事中监管、刨根问底、分类监管的“三位一体”监管模式。继续坚持收购及权益变动类公告的即披即审，重点关注存在第一大股东持股比例较低、控股股东股权质押比例较高、存在控制权争夺隐患、主营业务空壳化等情形的上市公司，集中问询收购资金来源、资产注入计划、是否有意于争夺控制权、一致行动人关系、增减持意向等投资者高度关注事项。同时，发挥媒体和市场监督作用。对于权益变动过程中，涉及重大媒体质疑的情形，要求上市公司召开媒体说明会。2016 年以来，针对收购和权益变动类公告，共计发出事后问询函 50 余份，要求公司补充披露 160 余次。经过问询，部分公司调整或终止了杠杆过高、明显失当的收购行为。

二是实施联动监管，将信息披露监

管、市场交易监察和派出机构现场检查紧密地结合起来。股票交易，是收购和权益变动信息披露的直接动因，做好相应的监管，更加需要统筹实施信息披露监管与二级市场监察，前后联动现场监管与非现场监管。为此，上交所公司监管部门建立了与市场监察部门以及证监会派出机构的常态化联动监管工作机制。针对收购和权益变动信息披露中存在的“蒙面举牌”、股价操纵、大资金“快进快出”等多发、频发问题，通过信披监管“问”，市场监察“盯”，现场监察“核”，快速响应，联合行动。全链条监管下，一些违规增持行为被及时发现，个别隐瞒一致行动人行为被及时纠正。2016年以来，已核查

收购和权益变动相关股票交易 110 余单，上报内幕交易、市场操纵线索 30 余条。

三是及时惩戒违规行为。2017 年全年，上交所已就收购和权益变动中存在的各类违规行为，采取通报批评、公开谴责等纪律处分措施近 30 次，涉及股东 50 余人次。违规类型主要包括：隐瞒一致行动关系、超比例增持、短线交易、违反减持预披露规定、违反增减持承诺、隐瞒控制权转让信息、收购人信息披露不实等。后续，将继续从严监管此类信息披露违规行为，保证市场正常的收购和交易秩序。

**来源：上级所网站**

## 国家发展改革委就《关于引导对外投融资基金健康发展的意见》的答问

2018年4月10日，国家发展改革委、财政部、商务部、人民银行、中国银行保险监督管理委员会、证监会六部门联合印发《关于引导对外投融资基金健康发展的意见》（以下简称“《意见》”）。为了更好地便于市场了解《意见》出台的有关背景和政策导向，针对社会各界关心的主要问题，国家发展改革委有关负责人回答了记者提问。

**问：请介绍一下《意见》出台的背景。**

答：习近平总书记在党的十九大报告中指出，“创新对外投资方式，促进国际产能合作，形成面向全球的贸易、投融资、生产、服务网络，加快培育国际经济合作和竞争新优势”，这为当前和今后一个时期更好地开展对外投资指明了方向。对外投融资基金是推进“一带一路”建设资金融通的重要渠道，是促进国际产能合作产融协作的有力抓手，是金融支持企业创新开展对外投资的有效方式。近年来，我国各类主体设立的一批对外投融资基金按照市场化、专业化、国际化原则，充分发挥自身优势，灵活运用多种投融资方式，有效支持了巴基斯坦卡洛特水电站、埃塞俄比亚-吉布提石油天然气输送、巴西朱比亚和伊利亚水电站等一批重点合作项目，为推进“一带一路”建设、促进国际产能合作、深化我与相关国家和地区互利合作发挥了积极作用。但同时，我国对外投融资基金发展也存在不少突出问题。一是一些基金缺乏募资来源，首期规模难以落实，基金无法正常运作；二是一些基金治理结构和决策机制不完善，盲目决策，后续经营困难，造成较大损失；三是一些基金投资行业领域、国别区域过于集中，容易导致无序竞争、风险积聚；四是对外投融资基金

统筹管理力度不足，监管制度、奖励惩戒机制、服务保障体系等方面有待完善。

为深入贯彻落实党的十九大精神，按照党中央、国务院部署，针对当前我国对外投融资基金的发展态势，国家发展改革委、财政部、商务部、人民银行、中国银行保险监督管理委员会、证监会会同有关部门研究起草了《意见》，旨在促进对外投融资基金合理有序开展业务，引导各类对外投融资基金为推进“一带一路”建设和促进国际产能合作提供长期、稳定、可持续、风险可控的资金来源。

**问：制定《意见》的总体考虑是什么？**

答：对外投融资基金是创新对外投资方式的重要载体，既能拓宽募资渠道，通过灵活多样的运作模式为境外合作项目投融资注入新鲜血液；又能盘活社会资本、通过市场化运作实现中长期财务可持续和合理投资回报。同时，中国资本通过对外投融资基金直接参与推进“一带一路”建设和促进国际产能合作，也有助于中国更好适应国际经济竞争与合作需要，加快培育国际经济合作和竞争新优势，推动形成全面开放新格局。在制定《意见》过程中，我们深入贯彻新发展理念，按照高质量发

展的要求，将创新对外投资融资基金设立和运作方式、提高对外开放的质量和水平分别作为出台《意见》的根本出发点和落脚点，重点提出了优化募资方式、提升运行效率、完善监管体系、强化服务保障 4 个方面共 12 项政策措施，多措并举引导对外投资融资基金健康发展。

### 问：《指导意见》提出的 12 项政策措施中有哪些亮点？

答：优化募资方式方面，《意见》重点对拓宽社会资本参与渠道、支持国内各类机构参与出资、加强与国际金融机构合作等方面提出了相关意见。其中，《意见》按照分类施策的原则对主权财富基金、商业性金融机构、开发性政策性金融机构出资参与对外投资融资基金提出了明确要求，指导国内各类机构依法合规通过对外投资融资基金开展境外投融资业务；同时，《意见》提出不得以信贷资金等方式违规出资、地方各级政府不得以财政性资金在境外出资设立对外投资融资基金，旨在厘清对外投资融资基金的募资来源，加强对地方财政性资金使用投向的引导，提升各类资本参与对外投资融资基金的规范化程度。

提升运行效率方面，《意见》重点对推动基金业务创新、鼓励按政策导向开展业务、提升专业化管理水平等方面提出了相关意见。其中，《意见》结合《国务院办公厅转发国家发展改革委 商务部 人民银行 外交部关于进一步引导和规范境外投资方向若干意见的通知》（国办发〔2017〕74 号，以下简称 74 号文）要求，提出鼓励对外投资融资基金开展有利于推进“一带一路”建设，深化国际产能合作，带动国内优势产能、优质装备、适用技术输出，提升我国技术研发和生产制造能力，

弥补我国能源资源短缺，推动我国相关产业提质升级的业务；严格限制对外投资融资基金开展与国家外交方针、发展战略以及宏观调控政策不尽相符的业务；禁止对外投资融资基金开展危害或可能危害国家利益和国家安全等的业务。上述做法有效衔接了 74 号文提出的“鼓励发展+负面清单”的管理模式，有利于引导和规范对外投资融资基金业务发展方向，合理防范和应对境外投融资风险。

完善监管体系方面，《意见》重点对加强统筹管理、完善监管制度、建立健全激励惩戒机制等方面提出了相关意见。其中，《意见》明确由发展改革委、财政部、商务部、人民银行、中国银行保险监督管理委员会、证监会会同有关部门统筹做好对外投资融资基金管理工作，提出境内投资者赴境外设立对外投资融资基金，境内设立的对外投资融资基金开展对外投资，应按有关规定履行相关手续；有关职能部门通过事前和事中事后监管制度及时掌握境外设立的对外投资融资基金运作情况。我们将根据《意见》要求，充分履行各监管部门职责，做好对对外投资融资基金的事前、事中、事后监管，引导对外投资融资基金依法合规开展境外投资活动。

强化服务保障方面，《意见》重点对充分发挥第三方机构作用、大力培育管理人才、切实做好风险防范工作等方面提出了相关意见。其中，《意见》把主动防范化解对外投资融资风险放在更加重要的位置，针对当前一些对外投资融资基金经营管理不善、内控合规监管缺位等问题，在完善全面风险管理框架、强化合规风险管理、加强法律和社会风险管理等方面提出了明确要求，旨在提升对外投资融资基金的风险防范意识，切实维护国家利益和安全。

**问：如何使《指导意见》落到实处、见到实效？**

答：《意见》是完善对外投融资基金管理和服务的重要文件。下一步，发展改革委将会同有关部门按照党中央、国务院的决策部署，加强统筹协调，切实做好《意见》落实工作，引导对外投融资基金健康发展。一方面加强宣介引导。发展改革委等有关部门将充分利用传统媒体渠道和新媒体平台，对《意见》的重要意义、主要内容、重点举措等进行持续解读，同时及时回应

舆情、解疑释惑，引导各类市场主体准确把握政策导向，形成合理预期。另一方面抓好督促落实。发展改革委将与各地方、各有关部门按职责分工密切配合，根据《意见》共同做好对对外投融资基金开展各类业务的指导协调、跟踪监督工作。我们也十分欢迎社会各界对有关工作多提意见建议，引导对外投融资基金健康发展，更好地服务经济社会发展大局。

**来源：国家发展改革委网站**

## 热点信息

1. 【习近平出席博鳌亚洲论坛年会开幕式并发表主旨演讲】4月10日，博鳌亚洲论坛2018年年会在海南省博鳌开幕。国家主席习近平出席开幕式并发表题为《开放共创繁荣创新引领未来》的主旨演讲。强调各国要顺应时代潮流，坚持开放共赢，勇于变革创新，向着构建人类命运共同体的目标不断迈进；中国将坚持改革开放不动摇，继续推出扩大开放新的重大举措，同亚洲和世界各国一道，共创亚洲和世界的美好未来。（新华社）



2. 【央行发文规范券商短期融资券管理】4月14日，央行金融市场司发布《关于证券公司短期融资券管理有关事项的通知》。《文件》要求证券公司发行短期融资券实行余额管理，待偿还短期融资券余额上限按照短期融资券与证券公司其他短期融资工具余额之和不超过净资本的60%计算。《文件》称，央行对已发行短期融资券的证券公司进行持续事中事后监测管理，根据证券公司净资本、风险控制指标和各类短期融资工具余额等情况，并结合证券公司资产管理业务、回购业务等可能影响证券公司流动性管理水平的业务情况，每半年调整一次证券公司短期融资券余额。《文件》要求，券商发行短期融资券应具有较高的流动性管理能力，保持流动性合理充裕，确保能够以合理对成本及时满足流动性需求；流动性覆盖率持续高于行业平均水平；资产管理业务开展规范，符合强化法人风险隔离、规范资金池、打破刚性兑付等资产管理业务监管要求。（北京青年报）

3. 【金融业对外开放措施和时间表发布】4月11日，在博鳌亚洲论坛上，我国进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表发布。中国人民银行行长易纲表示，下一步，



推进金融业对外开放将遵循以下三条原则：一是准入前国民待遇和负面清单管理；二是金融业对外开放将与汇率形成机制改革和资本项目可兑换改革进程相互配合，共同推进；三是在开放的同时，要重视防范金融风险，使金融监管能力与开放程度相匹配。（人民日报）

4. 【国务院新组建部门陆续挂牌亮相改革“蹄疾步稳”】继3月23日国家监察委员会揭牌后，国务院新组建部门和单位紧跟步伐，陆续挂牌亮相。顶层设计：国务院机构改革规划“时间表”和“路线图”啃最硬的骨头，拆最牢的藩篱。据新华社统计，这次党和国家机构改革涉及的中央和国家机关部门、直属单位超过80个。改革调整幅度之大，触及利益之深，为改革开放40年来之最。（新华网）

5. 【交通部：车辆非紧急情况不得在长大桥隧上（内）停车】交通运输部近日印发《公路长大桥隧养护管理和安全运行若干规定》。《规定》明确，车辆通过长大桥隧应当严格遵守交通法规，不得违反交通标志、标线和信号灯指示行驶，除遇紧急情况外，不得在长大桥隧上（内）停车。《规定》适用于高速公路及普通国省道上具有重要意义或特殊结构的特大桥、大桥，以及特长隧道、长隧道的养护和运行管理，长大桥隧目录由各省省级交通运输主管部门根据管理实际确定，并及时更新。其他公路桥隧可参照执行。（中国新闻网）
6. 【教育部：大学生应接受国家安全系统化学习训练】为落实“将国家安全教育纳入国民教育体系”的法定要求，日前，教育部印发《关于加强大中小学国家安全教育实施意见》（简称《实施意见》），要求各地学校结合教育系统实际，做好大中小学国家安全教育相关工作，使广大学生牢固树立总体国家安全观，增强国家安全意识。（新华网）
7. 【国家市场监督管理总局发布床上用品质量抽查结果】近日，国家市场监督管理总局发布床上用品质量抽查结果，三利、施力普、富尔迪等多个大众熟悉的床品生产企业“上黑榜”。不合格床品涉及纤维含量等项目此次共抽查广东、福建、山东等13个省（市）90家企业生产的90批次床上用品，发现12批次产品不符合标准规定，不合格产品检出率为13.3%。涉及不合格项目有纤维含量、pH值及耐干摩擦色牢度（新京网）
8. 【多项制造业区域发展政策年内出台，产业集群将成新趋势】为进一步促进我国区域经济协调发展和产业集群做大做强，未来我国将出台多项制造业区域协调发展政策和措施，其中包括在年内完善和更新中国制造2025分省市指南，以及出台长江经济带世界级产业集群指南。业内普遍认为，打造跨省市的区域性产业集群已成为我国制造业和经济发展的新趋势。在政策助力下，我国有望形成多个世界级产业集群，这不但能够大幅增强我国制造业的国际竞争力，还能确保我国经济进入高质量增长阶段继续保持健康发展。（经济参考报）
9. 【我国支持民资、外资参与国有企业改制重组】国家发展改革委有关负责人4月12日说，我国支持民资、外资通过出资入股、收购股权、认购可转债、股权置换等多种方式，参与中央、地方各级国有企业改制重组或国有控股上市公司增资扩股以及企业经营管理。这位负责人表示，将进一步健全规范各类资本的退出机制，完善改革配套政策，确保各类资本自由进入、无障碍退出，更大力度、更深层次推进混合所有制改革，实现各类所有制资本共赢发展。（新华网）
10. 【李克强：5月1日起对进口抗癌药实施零关税】李克强主持召开国务院常务会议确定发展“互联网+医疗健康”措施 缓解看病就医难题提升人民健康水平 决定对进口抗癌药实施零关税并鼓励创新药进口 顺应民生期盼使患者更多受益 部署全面加强乡村小规模学校和乡镇寄宿制学校建设 为农村

孩子提供公平有质量的义务教育（新华社）

11. 【司法部发布三个司法鉴定指导案例】4月12日，司法部发布三个司法鉴定指导案例，分别为同卵双胞胎的DNA鉴定、医疗损害责任纠纷鉴定和法医精神病鉴定，属于常见但相对疑难复杂且易引起争议的鉴定事项。这三个指导案例紧密结合当前舆论关注、群众关心的热点问题，着眼司法鉴定科技前沿，既贴近老百姓日常生活实际，又诠释了司法鉴定工作严谨、规范、科学的专业特色，充分体现了司法鉴定在解决疑难、复杂案件和社会热点问题中的作用。（司法部政府网）
12. 【农业农村部推出农村创业创新五大典型模式】近年来，各级农业部门扎实推进农村创业创新，通过抓政策、育主体、建机制、搭平台、搞服务，为农村双创创造了良好环境。到2017年底，返乡下乡创业创新人员达740万人，农村本地非农自营人员3140万人，新型农业经营主体300万家，新型职业农民1400万人，农村网民规模突破2亿人。大量的人才返乡、企业回乡和资金下乡，催生了一大批适用于农村的新技术新产业新业态，涌现出一大批农村双创的典型模式。通过考察研究，农业农村部总结推出全国县域农村五大双创典型模式。（央视网）
13. 【证监会：支持符合条件的网信企业利用资本市场做大做强】近日，中央网信办和中国证监会联合印发《关于推动资本市场服务网络强国建设的指导意见》，支持符合条件的网信企业利用资本市场做大做强。（新华网）
14. 【我国外贸继续回稳向好】据海关统计，一季度我国货物贸易进出口总值6.75万亿元人民币，比去年同期增长9.4%。其中，出口3.54万亿元，增长7.4%；进口3.21万亿元，增长11.7%；贸易顺差3261.8亿元，收窄21.8%。海关总署新闻发言人黄颂平4月13日在国新办新闻发布会上表示，一季度我国进出口总体形势较好。进出口更趋平衡，贸易伙伴多元化积极推进，市场主体表现更加活跃，外贸在提质增效方面取得积极进展。（人民网）
15. 【广电总局关停内涵段子、今日头条：将审查全线产品】  
在监管部门对网络环境治理力度不断增大的背景下，今日头条在近两周之内，多次被监管部门严格治理。4月10日下午，据国家广播电视总局门户网站消息，今日头条旗下“内涵段子”应用程序及公众号因存在导向不正、格调低俗等突出问题被广电总局永久关停。今日头条向新京报记者确认了内涵段子被关停的消息，并表示会对全线产品进行严格审查，举一反三，积极整改，并希望借此机会向内涵段子的用户及公众致歉。今日头条一位内部技术员工认为，今日头条现在的心态是积极整改，就看整改效果。（新京报）



## 法律观察

### 之 私募基金与不良资产的结合，将会出现怎样的投资结果

**导言：不良资产的投资理念可以简单粗暴地概括为：一个通过量变到质变，低买高卖，逆周期的过程。不良资产处置，是指通过综合运用法律法规允许范围内的一切手段和方法，对资产进行的价值变现和价值提升的活动。资产处置的范围按资产形态可划分为：股权类资产、债权类资产和实物类资产；资产处置方式按资产变现分为终极处置和阶段性处置。**

#### 国内不良资产管理行业发展趋势

国内不良资产管理行业发展呈现下列趋势：宏观经济增速放缓及供给侧改革将加速不良资产释放；更多专业投资机构将涌现，二级市场日渐繁荣；不良资产管理公司将依赖专业能力获利，而专业能力来源于研究定价、融资能力与宏观经济判断；

传统行业的不良资产加速暴露。越来越多的市场主体参与到不良资产处置，敏锐嗅觉的私募投资基金也来分一杯羹，不良资产投资正在成为私募基金投资风口。

#### 如何实现不良资产处置及投资运营

无论哪种投资，变现退出是永远绕不

开的根本问题。

对于不良资产行业私募投资基金管理人来说，传统的诉讼处置手段周期较长、成本较高，在现行司法制度下具有较大的风险。

资金成本的巨大压力、金融工具的多样性，无不推动着管理人思考如何快速变现、退出。

以金融不良债权为例，债务人在过去直接融资中，向银行获取贷款时一般都会设定抵押物，抵押物可能包括住宅、商铺、写字楼、土地等不动产。

管理人在处置此类金融不良债权时，最核心的就是快速将抵押物价值变现，变现手段除了传统推动司法拍卖以外，可更

多尝试转卖、盘活重整、债权股、资产证券化等方式,一方面可以更快的实现现金流回收,另一方面可更为灵活的将诉讼带来的风险降到最低。

商业化处置手段对于管理人提出了更大的挑战,即如何实现从前期项目挑选到资金退出的运营。

### (一) 与开发商发起成立地产基金

地产市场的并购浪潮一直没有停歇,恒大、碧桂园、万科等房地产行业巨头一直都在“跑马圈地”,楼市的“并购时代”已经来临。

并购是房企进行资源配置、提高核心竞争力的主要手段之一,而不良资产私募基金在项目尽职调查期,通过对于债权项下抵押物的调查,已经可以与地产公司进行并购的洽谈。尤其是专注于一、二线城市核心区域的不良资产私募基金,掌握了核心城市的优质项目,包括核心区位的住宅、土地、商铺等,这些资产由于债权债务关系没能得到梳理,存在法律上的瑕疵,但是专业处置团队可以通过专业的处置手段,将优质资产上的瑕疵予以剥离及梳理,提升资产价值。

因此,不良资产私募基金与地产公司,可以发起设立并购基金、产业基金,对优质资产进行并购或者开发。

### (二) 与上市公司发起成立并购基金

近两年,多数 PE 管理人,都在积

极推进或已经落地与上市公司成立并购基金。

在不良资产中,有一些企业资质优异,运营尚处于可维持状态,财务状况良好,只是由于资金链断裂在商业银行变成不良贷款。此类资产对上市公司而言,在合适的时机予以介入,判断为适合的并购标的,可以推动上市公司予以收购,以实现其自身发展的资源整合。

并购的风险可控、预期比较明确,良好的并购标的可以给上市公司在二级市场上带来股价较大上涨。

不良资产私募投资基金管理人,遇到优质的企业,可以积极寻找上市公司进行合作,对预期投资标的发起并购基金,以此辅助上市公司收购企业标的而获取套利。自身也可以通过锁定上市公司,实现后期投资退出。

### (三) 通过私募股权投资基金实现退出

对于适合的投资标的,和成熟的 PE 进行合作,成立专门的私募股权投资基金,通过债权股的方式进行资产处置,主要通过资产置换、并购、重组和上市等方式退出,实现债转股资产增值,包括股权处置收益和股利收入。

以河北某食品厂为例,其因前期投入较大,股东在自有资金不足的情况下卷入民间借贷漩涡。在此期间,企业的生产产能利用率不足 25%,经营利润无法支付

民间借贷的高额利息，债台高筑严重影响经营，资金链断裂。但是该企业资产优良、资质健全，资产管理公司在收购该企业不良债权后，即可通过与专业投资机构发起成立股权投资基金，推动企业破产重整程序，与债务人进行协商通过债转股进行资金注入，并设立壳公司进行接盘，可快速进入资本市场。

## 产业链及机会

### 一、不良资产处置产业链：

一级市场为不良资产收购市场，四大 AMC（长城资产、信达资产、华融资产、东方资产）和地方各省市 AMC 才可以做一级市场业务，即从各家银行直接购买不良资产包，然后再转手卖给进行正常资产管理业务的资产管理公司。二级市场为处置市场，商业银行、投资银行、证券公司，私募基金等金融机构通过设立资产管理业务部或成立资产管理附属公司，参与不良资产二级市场业务。

### 二、国外不良资产基金发展情况：

美国作为不良资产市场化管理的典范，其发展路径和特征具有借鉴价值。主要呈现出三大特征：

(1) 高度证券化：不良资产及信贷资产证券化产品每年发行量在 700 亿美元以上，不良资产投资公司大多通过投资证券化产品参与不良资产市场；

(2) 形成消费金融细分市场：发达的消

费金融市场孕育出不少聚焦不良消费贷款的专业机构，如 PRA 集团和安可资本两家上市公司；

(3) 存在大量专业投资机构：美国不良资产管理行业的集中度较低，存在大量的不良资产管理和投资公司。此外，美国还有大量的对冲基金选择将不良资产市场作为重要的配置品种，涌现出了橡树资本、艾威资本等优秀投资机构。

橡树资本是美国管理资产规模最大的对冲基金之一，管理资产规模约 1000 亿美元，其中，对不良资产市场的投资始于 1988 年，并创造了 26 年净 IRR17.1% 的优异投资业绩。案例研究显示，橡树资本成功的秘诀在于逆向投资，通过分析信贷增速与同期不良贷款率的走势是否发生背离来判断信贷体系潜在的风险堆积速度，成功预判 2001 年和 2008 年两次信用危机，大举募集资金收购不良资产，伴随危机解除，取得了非常优秀的投资回报。

### 三、国内不良资产基金发展情况：

随着宏观经济下行，商业银行不良贷款增加，债务违约案例井喷以及资本市场并购重组大规模出现，不良资产投资正在成为资产管理行业的下一个风口。

国内不良资产管理行业发展呈现下列趋势：

(1) 不良资产加速释放：宏观经济增速放

缓及供给侧改革将加速不良资产释放,多家机构判断 2016 年不良资产规模至少将达 1.7 万亿;

(2) 更多专业投资机构将涌现,二级市场日渐繁荣;

(3) 不良资产管理公司将依赖专业能力获利,而专业能力来源于研究定价、融资能力与宏观经济判断。

民营机构介入不良资产处置已渐成气候。例如,一诺银华成为国内不良资产行业首家在新三板挂牌的企业。主营银行不良资产、信用卡不良资产等业务的湖南永雄资产最快也将于 2017 年在新三板挂牌。同样主营金融不良资产业务的文盛资产也在去年底申请新三板挂牌。7 月份,专注不良资产管理的浙江福特资产成为新三板挂牌公司的控股股东。

不良资产基金发行渐成规模。东方资产管理公司联合深圳、江浙沪等区域多家金融机构如玛丽莱资产等搭建不良资产基金化管理与处置平台,通过对接银行、保险、财富管理机构等资金发型超百亿规模不良资产基金,累计管理规模近百亿。另具有大型国企背景的海上蒙矿,近日亦联合杉杉控股、文盛资产拟发行特殊机会投资母基金、子基金。

#### 四、私募基金参与不良资产的方式:

(一)引入资金,解决资金端,在项目端对接 AMC 不良资产包。私募基金与 AMC

合作,通过通过一级市场直接购买不良资产包或者通过购买 FOF 基金最终在底层资产上购买不良资产包。

对不良资产的处置方面,有以下思路:

债务重组。接下来可通过与债权人债务人分别达成协议(与债权企业收购债权同时与债务企业达成重组协议),重组模式主要采用变更债务条款、实施债务合并等方式,重新约定还款金额、方式、时间、抵押物以及还款时间。通过资产整合方式优化企业资产质量,利用风险重定价转移信用风险,从而盘活不良债权价值并修复企业信用,实现资产价值的提升。

(二) 并购转让运营模式:根据基金业协会的反馈,该种类型本质上属于债权投资,基金类型属于其他类别,私募基金管理人类型应选择“其他类”。

需提醒大家注意的是,目前“其他类”管理人,通过登记的情况较少,且基于其主要进行另类投资,协会目前对其他类管理人的登记申请,态度较为谨慎。

(三)优质 AMC 专项投资股权基金业务:

“股债结合”的方式参与优质 AMC 的不良资产投资业务。募集资金直接用于投资地方优质 AMC 股权(AMC 资质的游戏规则改变:从只有四大资产管理公司到试点省市的民营机构参与),参股资金用于不良资产投资与收购,从不良资产包的最

终处置，再通过被投资公司分红获利。

该种方式可以覆盖 AMC 的资质资源，但在资金退出和投资者资金退出方面，存在较大困难。

(四)以股抵债的方式直接参与债务人企业并购：该种方式通过资本运作使资产价值重估，私募基金管理人发行“债务人并购基金”，以股抵债等方式获得得企业不良资产，对不良债权中有潜力的债务人企业进行并购。

随后通过改善企业经营模式逐步提升企业的资产价值，最终通过资产置换、并购、重组和上市方式等退出，实现债转

股资产增值。

该种基金因为是直接对不良资产企业进行股权投资，故该基金属于股权投资基金，在管理人的登记和基金备案方面，比从事债权投资的“其他类”私募基金管理人更容易登记，基金也更容易备案成功。

该种方式最大的问题是风险较大，但在企业实现稳定经营，实现利润收入后，可通过资产证券化提高流动性，提高未来基金退出的收益。

**来源：金融法世界**

## 实务聚焦

### 之 里程碑意义创新监管

## 证监会《股权众筹试点管理办法》立法计划解读

为进一步做好 2018 年证券期货监管立法工作，持续推动证券期货监管法治化建设，完善证券期货监管法律实施规范体系，证监会于近日印发了 2018 年度立法工作计划，对 2018 年全年的立法工作做了总体部署。其中特别明确指出：以服务国家战略为导向，提升服务实体经济能力，进一步增强资本市场直接融资功能，改革完善发行上市制度，制定《股权众筹试点管理办法》。

尽快开放股权众筹试点遵循党的十九大和中央经济工作会议精神，符合“增加金融服务实体经济能力”和“提高直接融资比重”的新时代使命，有利于改革创新体制机制，进一步优化营商环境，是践行“深化金融体制改革”的重要举措，当然，探索股权众筹试点也必须“守住不发生系统性金融风险的底线。”

#### 股权众筹的理论基础：众筹金融理论

本文笔者在 2015 年出版的《互联网+金融=众筹金融：众筹改变金融》中建立了众筹金融理论，提出了“众筹社会主义”、“股权众筹是我国多层次资本市场的组成部分”、“众筹是与股份公司同样伟大的制度发明”、“金融的未来是交易所，交易所的未来是众筹金融交易所”、“‘众筹金融’更能体现出‘互联网+金融’这一新业态场外、混业的内在特征和其草根、普惠的精神，众筹金融是互联网金融的核心体现。”、“‘四众’的核心就是众筹”等重要论断和重要思想，并进行了系统研究。

金融的未来发展趋势毫无疑问应当是革命性的，不断革新的技术也将不断冲击旧的金融业态，监管政策也将随之发生改变。新技术引发金融市场变革的最新实例就是互联网金融，互联网金融的核心是对移动互联网技术、云计算、大数据的技术的运用，这将导致我们的金融体系回归金融的本质，回归到资本主义金融体系诞生之前的状态，回归到现代商业银行体系和中央银行体系形成之前的状态。目前互联网金融创新蓬勃发展的态势，更像是几百年前的股份制企业，包括商业银行和证券交易所兴起时的状态，尤其是不久的未来实现万物互联的时候，信息不对称的问

题得到了根本解决,而未来信息在网络上的无障碍流动也必将导致人类生产方式的改变。

依托于高速发展的移动互联网、大数据、云计算、搜索引擎、社交网络等互联网技术能在更广泛的范围内方便快捷地将资金需求者与资金提供者联系起来,但P2P网络借贷、股权众筹等金融模式、金融现象不是简单地在金融中加入互联网技术因素,技术的进步只是新金融业态的基础,更为重要的是,具有开放、平等、共享、去中心化、去媒介等属性的新的金融业态,能一方面改变我国广大的中小微企业在传统金融市场、资本市场得不到融资的困境,一方面改变投资门槛高,小额投资渠道匮乏的现状,使金融回归本质,实现其本应具有的资金融通、资源配置的功能。

结合互联网金融创新以及金融本质,互联网金融应更为准确地被界定为:基于移动互联网、大数据、云计算等技术,实现支付清算、资金融通、风险防范和利用等金融功能,具有快速便捷、高效低成本的优势和场外、混同、涉众等特征,并打破金融垄断,实现消费者福利的创新型金融。

进一步而言,本文笔者更乐意将这一新兴业态定义为众筹金融。“众筹金融”更能体现出“互联网+金融”这一新业态场外、混业的内在特征和其草根、普惠的

精神,众筹金融是互联网金融的核心体现。

### 解决资本市场痛点 股权众筹试点的重要意义

中国资本市场太有痛点,没有很好地实现资本市场应有的融资功能。区块链技术是最好的解决资本市场痛点的主要工具之一。创新本来是可以监管的,但是因为2015年股灾使可能解决资本市场痛点的区块链创新没有官方政府的渠道。

股权众筹虽有诸多优势,但在我国却正走在曲折发展的路上。正是因为股权众筹试点暂停,股权众筹实质上的缺位,导致人工智能、区块链、云计算、大数据等前沿科技初创企业缺少适合的融资渠道,普通民众也缺乏投资于这些初创企业的路径,与此同时,其他金融业态也未能发挥相应的递补作用。ICO成为一些市场主体迫不得已的选择,替补出现的ICO一定程度上占据了股权众筹应有的市场。

开放股权众筹试点具有正当性与必要性。股权众筹对于中小企业,尤其是金融科技的初创企业的投融资两端都极有价值,实现这种价值亦是证监会等国家机关应有的责任。促进中小企业,尤其是初创科技企业之资本形成亦有法律、道德和经济上的正当性。

目前证监会开始进一步筹划股权众筹试点,准备制定《股权众筹试点管理办

法》，是监管上有里程碑意义的创新，有利于构建多层次资本市场。

值得注意的是，2018年3月15日，美国众议院通过一项 RegA + 修改法案，将 Reg A + 允许的众筹融资额从目前的 5000 万美元金额增加上限至 7500 万美元。Reg A + 是 2012 年 JOBS 法案创立的监管规则，也是其制定的三项证券众筹豁免项目之一。

Reg A+ 的前身 RegA 早在多年前就已被纳入 1933 证券法的 Section 3(b) 下，其作为 mini IPO 被 SEC 豁免注册。RegA 允许证券发行的公开宣传以及投资者为普通大众，因此属于本文划定的公募股权众筹的范畴。但由于 (1) Reg A 设置的融资额度过低 (12 个月内 500 万美金)，与其类似于 IPO 的融资要求不成比例；(2) 其发行必须遵循其所在州严格的蓝天法 (State Blue Sky Laws) 的特殊要求，因此多年来并没有得到美国小微企业的青睐。为了改变这种现象，JOBS 法案 Title IV 提出了对 Reg A 的修改。然而，直到 2015 年 3 月 25 日 SEC 才正式形成 Reg A+ 的最终规则 (Final Rules)，于 2015 年 6 月 19 日起施行。

简要而言，Reg A+ 的规则建立在 Reg A 的基础上，例如，发行者可以在选择采用该模式前进行“试水” (Test the waters) 以了解投资者意向，在发行该类型证券之前必须获得 SEC 的事先批准。

但为了解决 RenA 融资成本与融资额不成比例的问题，新的 Reg A+ 将其项下的证券发行分为两个级别 Tier1 与 Tier 2，将融资成本与融资额相匹配。其中，Tier 1 项下，融资额度为 12 个月内 2000 万美金 (证券持有者在此期间内可出售的证券不超过 600 万美金)，但对于投资人不设任何限制；而 Tier 2 项下，融资额度为 12 个月 5000 万美金 (证券持有者在此期间内可出售的证券不超过 1500 万美金)，但对于非合格投资者的自然人投资人，其投资额度受到一定限制。

目前，在部分股权众筹网站上，已经能看到 Reg A+ 模式的身影，其主要的操作流程如下：融资方在股权众筹网站的帮助下形成并发布对公众 (包括非注册用户) 公开的试水信息，包括公司的基本信息 (关键人员、财务状况等) 以及证券发行的基本信息等，并将试水信息的内容递交 SEC。

Reg A + 实际上是旧版 RegA 的一种复兴版本—一种很少有人知道存在并且从未使用过的版本。RegA + 是美国促进多层次资本市场的一次重要努力，自其颁布以来，在其允许下已经成功众筹数亿美元的资金。此次 RegA + 有望得到进一步放宽，充分说明了美国对中小企业发展及其融资需求的重视。Reg A + 修改法案现在已经转移到参议院继续讨论。

上述法案修正案的提出对于依照

Reg A+规则进行 ICO 的发行方来说是利好消息,也代表了包括美国在内国际对于证券类众筹的积极立场。

借助小额豁免制度的立法可以实现股权众筹的合规,初创企业融资较高的金融风险亦可以借助股权众筹的理论逻辑达到分散。开放股权众筹试点后可以积极引入“监管沙箱”制度进一步加以引导、规制。英国金融行为监管局(Financial Conduct Authority,简称 FCA)率先提出“监管沙箱”(Regulatory Sandbox),拟在限定的范围内简化市场准入标准和流程,在确保金融消费者合法权益的前提下允许金融科技创新企业快速落地运营,并根据其在“监管沙箱”内的测试情况准予推广。此外亦可引入以信息披露为核心的小额发行豁免,建立投资者资金第三方托管制度等。

在股权众筹试点具体开展上,应当坚持点面结合,分层次、分梯队、分类型的股权众筹试点,既选择蚂蚁金服、京东金融、腾讯金融、平安、苏宁、米筹等互联网巨头,也选择有特色的众筹平台如贵阳众筹金融交易所、天使汇、大家投、上海爱就投、众筹邦等以主体形式开展股权众筹试点,也在中关村、成都、重庆、长沙、武汉等有众筹金融基础和经验等地区以区域形式开展试点。股权众筹试点应体现多层次、多维度,设置不同的准入条件及与之配合的业务内容,包括设置不同融资规模上限、允许不同层次的投资者参与

等。

之前部分媒体曾报道称“中国人民大学大数据与监管科技实验室主任杨东透露,……合法的股权众筹 ICO 即将到来”。此类报道为断章取义,笔者并未提出 ICO 即将合法化,而是强调股权众筹试点正在研究当中,可以藉由区块链等技术发展股权众筹。

笔者认为,从结构上来说,证券性质的 ICO 在满足一定条件下具有类似于股权众筹的特点,在重启股权众筹试点的背景下,研究此前 ICO 出现的乱象,总结监管经验,对于鼓励创新和防范风险十分必要。呼吁各方人士不要受部分不实报道所误导,应更加关注区块链行业健康有序发展和风险防范,打击违法犯罪行为。

对于 ICO 等金融创新要疏堵结合,下一步要进一步研究众筹和区块链如何结合,解决债权尤其股权的公司创始公司股权登记、股权转让,在链上实现股权的登记、转让、交易、清算,实现基于区块链交易所的模式。痛点就是要让地方政府认可这个链上的股权视同工商局的登记,湖南省娄底市政府认可了在区块链上的股权登记和转让视同工商登记转让,包括工商、社保其它相关的数据也都是可以在区块链上进行登记之后其它社保部门认可登记转让是有效的,可以把政府的相关登记、信息、转让有效地整合到一起,这是政府率先有所作为的重要方面。区块链

方面有非常好的场景,可以巧妙地把企业的创新和政府的治理合理地加以结合。

下一步我们完全可以在金融包括其它领域当更好地控制风险,特别是提升政府的治理能力。包括发行法律数字货币,从笔者个人的意见来看,法定数字货币的推出也是加强央行的控制力,政府的治理能力和监管能力重要的手段和抓手。我们也会很快出一本书,希望在雄安地区做一些创新的试点。

### 股权众筹试点的路径与措施

基本原则包括鼓励创新,坚持服务实体;坚持高水平安全运作,守住不发生系统性风险的底线;坚持金融消费者保护,以及坚持社会责任。

具体措施上,证监会可以借鉴英国“沙盒监管”经验,在取得全国人大授权的情况下在个别地区适当突破证券法和公司法的限制,小范围适当开展股权众筹。

股权众筹试点可以包括公募与私募两个部分:互联网非公开股权融资仍应认定为私募投资基金,严格以合格投资者制度为核心进行监管;而对于公募股权众筹,则应允许(1)对证券发行的公开宣传以及(2)最终发行对象的不特定性,此时的制度设计不应以“私募”为前提,否则会导致制度设计的四不像。

可通过试点参照美国 Reg CF 的规定

试行“小额公募股权众筹制度”,即首先对平台的性质进行严格的限定,要求从事小额公募股权众筹的平台,应仅承担信息共享的功能,而不得作为招募投资者、推荐融资项目、销售证券的中介,否则该等平台应获得门槛更高的证券经营机构的资质。其次,通过事前的平台资质要求、事中的同一平台制度、以及贯穿全程的平台义务与责任的制度设计,设置严格的平台监管制度。

对于平台应承担的义务与责任而言,可以沿用《私募股权众筹融资管理办法(试行)(征求意见稿)》第8条已有的设计,如勤勉尽责,督促投融资双方依法合规开展众筹融资活动、履行约定义务;对投融资双方进行实名认证,对用户信息的真实性进行必要审核;对融资项目的合法性进行必要审核;采取措施防范欺诈行为,发现欺诈行为或其他损害投资者利益的情形,及时公告并终止相关众筹活动等。

但在“对融资项目的合法性进行必要审核”方面,可参考美国 Reg CF 的最终规则,即不对平台专门附加尽职调查的责任,否则可能会与较低的融资总额(其产生的对平台的佣金也会相对较低)构成过为严重的负担。但平台可以自愿的形式开展尽职调查。

具体而言,有公开募集豁免机制:股权众筹试点工作应当与国家有关主管部

门协商申请公开募集豁免机制,当单个投资者投资数额低于 10 万元、总融资额低于 500 万元时,融资者可以豁免《证券法》对公开发行证券的审核,采取公开方式发行证券或向不特定对象发行证券。通过股权众筹募集资金导致公司股东人数超过 200 人的,按《非上市公众公司监督管理办法》管理监督。

**建立股权众筹登记管理规则:**不同于证券交易所,股权众筹应当尽可能降低对交易企业的门槛要求。股权众筹平台适用负面清单制度,除了不符合法律法规明确规定的企业,或是交易需要特殊审批的企业,其他企业只要提交交易应当提供的材料文件,均可以在股权众筹平台进行交易,而不必要有经营年限、财务报告等指标要求。较低的准入门槛并不等同于放任鱼龙混杂的企业在市场上进行交易,企业股权众筹平台交易成功在后,应当注重企业后期的管理和监督。股权众筹平台应当制定明确、可操作的企业暂停、恢复交易和退市的规则,建立对交易企业的动态管理制度。

**加强区块链的应用:**根据区块链的技术特征,它同时具备颠覆和优化当前法律规范的可能,典型的例子是将区块链技术运用于公司股东股权登记与证明之中。除了上市股份公司以外,《公司法》赋予非上市公司在股权(股份)登记确权形式方面的极大自由,即由公司发行股票或者置备股东名册来对股权(股份)进行最终证

明,由此区块链技术也具有了在公司股权登记中发挥最终证明作用的可能。

区块链技术运用于公司股权登记中,实质上是一个将以前提供公信力的第三方去中心化的过程,公司股权的登记及其变动的公信力不再依靠第三方来提供而是依靠全体参与者来共同维护这一套登记系统。这不仅体现了民商法中自治的精神,还具有及时性、低成本、避免单点崩溃风险等优势,未来随着区块链技术的不断完善,其将不仅适用于非上市公司股权登记,还可能拓展到上市公司股权登记。

**优化工商、税务管理:**建议积极推动工商、税务相关业务流程的简化和优化、协调消除众筹平台创新发展中面临的困难和障碍。众筹平台普遍弱小,与其他强势各方协调对接时,存在现实的困难和障碍。如果在好人举手的前提下能够提供绿色通道,将是行业发展的大幸。希望推动针对股权众筹的纯粹持股型机构的税务处理便利化规定尽早出台。建议对于股息红利所得,如果持股期限在 1 个月以上至 1 年(含 1 年)的,暂减按 50% 计入应纳税所得额;持股期限超过 1 年的,暂减按 25% 计入应纳税所得额(上述所得优惠的计算基础是统一适用 20% 的税率计征个人所得税);持股超过 1 年出现转让的,能够参照股票交易暂免征收所得税或者减按 5% 征收。

**内控机制与必要场地设备要求:**股权

众筹平台除法律法规另有规定外，应依试点地区股权众筹业务主管部门内部控制制度标准规范规定，制定内部控制制度。股权众筹平台经营股权众筹业务场地及设备，应符合试点地区股权众筹业务主管部门制定的场地及设备标准。股权众筹平台应设置内部审计制度，按月审计财务及业务，并制作审计报告，备供查核。股权众筹平台应委托第三方机构代收募资款，存储于股权众筹平台或募资人所开立的专门账户内，募资期间该专户款项不得流用；募资目标金额未能于募资期间收足者，专门账户款项不得拨付募资人办理后续增资事宜，且募资人就已缴款的投资人均应加给专门账户所生之利息并自行承担汇款手续费后办理退款。股权众筹平台对外负债总额不得超过其净值。

股权众筹公开募集规则及信息保密责任：可以允许股权众筹平台为促进投资人投资于其平台募资业务可进行公开的广告及业务招揽活动，但不得违反法律法规，且广告及业务招揽活动之内容，不得涉及预测募资项目价值、财务或业务等信息。广告及业务招揽活动应保存必要的记录。纪录应至少保存三年。但若存在涉及该记录的诉讼，应保存至该诉讼终结为止。股权众筹平台通过股权众筹业务掌握的当事人信息，除法律法规另有规定或当事人授权公开外，应当保密。

构建股权众筹平台与投资资金隔离制度：目前大部分股权众筹平台都会让投

资者将资金先转到平台，再由平台以投资人的名义成立有限合伙企业，平台几乎掌握了项目所筹的全部资金。这种方式会使平台形成“资金池”，平台运营者一旦跑路就会产生较大的信用风险和资金安全风险。因此，基于对平台职能的监管，制度建构的一个重要方面就是避免利益冲突、保证平台与资金的隔离，降低资金安全风险。美国 JOBS 法案第 302 条 b 款中明确禁止了经纪商或集资门户的董事、高管或合伙人在使用其服务的发行人处拥有经济权益；加拿大的金融消费者事务局（FCAA）也要求众筹平台不能对投资资金直接进行管理或出售衍生型证券。因此，基于股权众筹现有的现状与问题，建议建立资金第三方托管制度，以防止募资期间资金在众筹平台上的沉淀乃至出现卷款跑路的现象。

建立适时的股权众筹退出机制：目前，股权众筹普遍存在着“退出难”的问题，因为依据股权众筹的运营模式，其与其他投资最大的不同是通过投资获得一个公司的股份。投资者参与股权众筹项目并成为初创企业股东后，可以基于其投资份额而享有相应的权益。而当投资者在该项目的投资已经完成预期收益，或者对该项目失去信心，或者亟需流动资金的时候，就需要退出该众筹项目。随着被投资公司发展股份增值，投资人可以选择以售卖股份的方式赚取溢价从而盈利。所以，投资人如果没有特殊约定，投资人需要等到

被投资企业再融资或 IPO 才开始套现退出。因此,为投资者建立适时的退出机制十分必要。

股权众筹负面清单的制度构建:负面清单主要是为各种平台设定了法律红线,要求平台具有底线思维。此次国务院办公厅出台的《互联网金融风险专项整治实施方案》(以下简称“《实施方案》”)以及《网络借贷平台业务活动管理暂行办法》(以下简称“《暂行办法》”)均明确了负面清单制度,主要目的是对互联网的创新与可能引发的金融风险二者之间进行利益平衡。其中针对股权众筹,《实施方案》规定了“股权众筹平台不得发布虚假标的,不得自筹,不得“明股实债”或变相乱集资,应强化对融资者、股权众筹平台的信息披露义务和股东权益保护要求,不得进行虚假陈述和误导性宣传。”

这些禁止性规定强调了对资金进行全面监控,也强调了通过互联网对项目进行广告宣传需要遵循基本的诚实信用原则。股权众筹试点中可以考虑在《实施方案》的基础上,借鉴网贷《暂行办法》规定的立法技术,对负面清单中的具体制度要求进行细化。

构建分层信息披露制度:从场外交易市场的实践来看,分层信息披露制度能够有效缓解企业的信息披露成本,起到促进资本形成的作用。股权众筹融资企业同样具有场外交易市场挂牌融资企业的差异

化特点,企业之间的人员规模、收入规模差异化大。在信息披露成本同样的情况下,对于规模越小的企业而言负担越大——同样是 10 万元人民币的信息披露成本,对于已经发展到一定规模的企业来说自然不在话下,但对于刚刚创业的企业而言却可能是一笔巨款。

有鉴于此,美国的 JOBS 法案和《众筹条例》对于融资规模不一样的企业,采用了不同的信息披露标准。根据企业 12 个月内融资额的大小,企业被要求向美国证券交易委员会和投资者披露经审计或审阅的包含纳税申报表信息的财务报表:融资额低于 10 万美元的企业,其财务报表经企业的高管签字确认即可;融资额在 10 万美元到 50 万美元的企业,其财务报表需要经独立的公共会计师审阅;融资额超过 50 万美元的企业,其财务报表需要经会计师事务所审计。另外,对于首次通过股权众筹平台融资的企业,在其融资额超过 50 万美元但不超过 100 万美元的情况下,该企业也可以仅提交经审阅的财务报表而非经审计的财务报表。

不过美国的 JOBS 法案和《众筹条例》仅以融资额为分割线来划分信息披露的标准尚不够科学和完善,融资企业的规模和成立时间亦应作为考量的标准,而且还应该区分首次发行时的信息披露和发行后的持续信息披露。结合融资规模、企业规模和企业的成立时间这三个考量因素,可以建立一个更多层次更完善的分层

信息披露制度。

## 完善股权众筹的技术驱动型监管与行业自律

股权众筹监管必须在鼓励创新的同时，守住风险的阀门，以消费者保护为核心，改变过去审慎监管的模式，更加强调行为监管和功能监管，坚持宏观与微观相结合，加强行业自律监管，加强穿透式监管，完善信息工具的风险规制作用，建立事前监管预警检测体系，突出大数据的监管。

可以借鉴英国 FCA 领先发展出的有效测试金融创新产品和服务的“监管沙箱”制度，该制度允许监管者可以通过监管沙箱来构建促进创新和市场信心的新型监管框架。预期治理允许监管机构采取多种投入，以管理新兴技术，而这种管理仍然是可能的，可预见、可参与和可集成的。另外，监管沙箱有助于参与式规则制定，即允许监管者在制定规则、预测趋势、设想替代未来和促进改进结果方面采取多层次的信息以实现动态监管。

沙箱实验可以使监管者了解新技术在测试环境中的运行，从而有助于解决“黑匣子”问题。监管者可以设置沙箱实验的激励机制以促进竞争。现金奖励可能并非最佳选择，而监管数据库的进入权限

似乎更具吸引力。比如监管者可以允许监管科技创新主体利用其提供的数据测试反欺诈或操纵市场的算法模型。

反洗钱交易检测也是监管沙箱测试的理想对象，监管者可以提供合理筛选或者匿名化处理的历史数据供创新主体来竞相构建更精确的交易检测系统。

我国资本市场在市场化过程中，市场机制、市场结构正在变化，完善法制建设，推动监管转型，充分发挥行业自律的作用以适应资本市场发展的内在需要。众筹行业自律应当脚踏实地从各方面加强行业稳定，切实保护金融消费者的权益。

行业自律的推进离不开法律法规等制度规范的支持，在立法与政策文件出台上应对众筹行业自律予以高度的重视。应当强调行业自律管理，鼓励股权众筹行业在法律范围内的自主创新。众筹行业自律管理应当在此基础上发挥主观能动性，满足行业需求。同时，加强交易过程中的信息披露、规范交易的监管，适当强化自律协会的职能，提高自律管理的权威性，引导众筹市场健康运行。

来源：华夏时报

作者：中国人民大学国发院金融科技与  
互联网安全研究中心主任

成功，始于助人成功



真理惟一可靠的标准就是永远自相符合。

——欧文

天达共和律师事务所  
East & Concord Partners



咨询热线

+8610 6590 6639

北京市朝阳区东三环北路8号亮马河大厦写字楼1座20层

网址：[www.east-concord.com](http://www.east-concord.com)

邮箱：[beijing@east-concord.com](mailto:beijing@east-concord.com)

