

“后挂牌时代”指引性规范 新三板分层制度法律解析

刘文

近日,全国股转公司发布《全国股转系统挂牌公司分层方案》(以下简称“方案”)并公开征求意见。笔者认为,这一方案及相关文件将对市场投资者的资金导向、价值评估、风险预判乃至整体的投资规划产生巨大影响。其中涉及的法律层面的变革,值得深入探讨。

实现对挂牌企业分类筛选

现有涉及新三板市场的公开文件,大致可以分为两类:第一类为企业拟申请挂牌新三板所需的业务规则、程序文件或服务操作指南;第二类是有关非上市公众公司的监督管理办法及监管指引文件。这两类文件的特点是细化了企业申请新三板的资质要求及申报规则,相对泛化了对新三板公司挂牌后的指引性规范。即便作为少数直接约束新三板企业的《全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法》,合计条款总共也仅三十五条,并未细化新三板企业的权益规范以及运作规则。

方案所含有的特殊意义在于,它明确了新三板企业挂牌后的分层依据、维持标准、层级调整、差异化制度安排等具体的“游戏规则”,个性化且针对性地开创了公司挂牌后的分层管理制度。可以预见,在此逻辑框架下,为避免新三板公司同质化的趋势,以分层制为前提,更为具体、细分、多层次的新三板企业管理规范会相继出台,同时证监会等相关部门亦将根据不同层级、不同类型的挂牌企业,制定差异化的监管规则。

自2002年7月16日第一家股份转让公司挂牌开始计算,目前新三板市场上挂牌公司的数量级已经有了惊人的飞跃。但以质量评判,不同挂牌公司之间的“股性”,即规模、业绩、流动性、估值等都存在极大的差异。

在《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》中企业挂牌条件不变的前提下,这种挂牌后企业评判标准的设定,反映了规则制定者希望通过“宽进严管”的方式,吸引适格企业挂牌上市,进一步通过强制性标准,以此激励挂牌企业完善公司治理及内部控制,并严格履行合规合法的审慎义务。

规范性条款 提供估值标准借鉴

目前,新三板挂牌公司多通过协议转让或定向增发的形式实现股份交易,对股份估值则无明确性的标准。即挂牌公司与投资者之间,多在不违反国家强制性法律规定及公共利益的前提下,通过意思自治的契约模式,在完成法律调查与财务审计后,就标的股份的价值以协商一致的方式达成共识。此外弊端在于投资者难以客观、科学且相对准确地认知新三板公司股份的真实价值。

方案中三套标准涉及的具体指标,实际是为投资者竞价或是协议受让挂牌公司股份时提供了相对明确的“以财务指标为主、市场流动性为辅”的估值标准。概言之,净资产收益率反映企业投入产出的效益比,日均市值反映公司业绩的正向指标,做市商家数体现公司股份流动的活跃程度,而营业收入复合增长率反映的是企业数据回报效益。这一系列具体量化的数据,完全可以作为日后投资者参与定向增发与协议转让时,对挂牌公司估值判断的客观数据依据。

有助形成委托代理或信托管理法律关系

证券类资产市值达到五百万”是个人投资者直接投资新三板时难以逾越的高规格门槛。间接通过投资私募基金的形式曲线入股挂牌公司,又不得不面对新三板股票没有涨跌幅限

制,且存在前文所述价值评估不明确以及市场流动性相对较低的风险。同时,现在新三板的挂牌企业规模不一,盈利能力不同,对于很多股本不大的小公司来说,基金的大规模资金很难获得收益,基金产品也很难达到投资者的预期,即基金公司常常是持有个人投资者的资金成本进行试错和探索。

根据证监会制定发布的《关于进一步推进全国中小企业股份转让系统发展的若干意见》(下称“意见”),新三板将扩大机构投资者队伍,引入公募基金投资挂牌证券,并优化完善现有制度安排,大力发展做市转让方式。实际上,是在不断丰富多元化私募基金产品同时,引导公募基金、合格的境外机构投资者(QFII)及长期投资者入市,逐渐支持机构投资者作为新三板投资领域的生力军,减少新三板二级市场短期投机行为,尤其是充分利用公募基金专业的市场研判能力、充沛的风险资金储备、较强的资金管理信誉以及灵活的资金退出及权益实现途径。

下一阶段,新三板市场的投资模式,将很有可能由个人将原有的对三板市场的“风投”、“盲投”、“跟投”,变为个人投资者将资金权益通过授权委托或信托交付的形式,通过资产证券化的渠道,赋予公募基金资金的支配权及使用权,并对应支付管理费及提成奖励,由此实现低风险承受能力的基层资金,通过多渠道多路径流向风险规划较为科学的顶层设计。

加大事中及事后监督力度

其实,在方案公布的一周前,股转系统官网发布《自律监管措施信息表》,对48家信息披露违规的企业进行了点名批评。此处可视为强化监管单位信息披露责任的风向标。

以信息披露为中心,强调事中事后监管的注册制是当今国际上最流行的股票发行制度。目前,我国资本市场正在推进注册制改革,实现以信息披露为中心

的要求,新三板市场就必须建立科学合理的信息披露制度。

方案中,针对创新层公司,提出从信息披露的时效性和强度上适度提高要求,要求该层公司披露业绩快报或业绩预告,并提高定期报告、临时报告披露及时性的要求,鼓励披露季度报告,加强对公司承诺事项的管理。实际上,可以将该披露制度理解为从信息披露目标、导向、广度与深度、成本效益等多个方面,进一步强化主办券商勤勉尽职、诚实守信的持续督导职责,促使其达至我国《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》、《证券发行和承销管理办法》中对于信息披露真实准确、完整及时的要求。

进一步分析,从最大限度实现投资者合法权益的角度考量,可以深挖2003年深圳证券交易所发布的《上市公司投资者关系管理指引》中自愿性信息披露的概念,将信息披露进行强制性披露和自愿性披露的区分。即强制性披露系挂牌公司按照公认会计准则和法律法规要求必须披露的内容,包括与融资成本、重大投资、高管变动、诉讼风险、公司形象相关的法定主动披露信息。

参照美国2001年财务会计准则委员会发表的“改进财务报告:提高自愿性信息披露”的研究报告,所谓自愿性披露,即指挂牌公司及主办券商,可以通过定期或临时财务报告、报刊、网络公告等形式,将公司背景信息、未来财务预测信息、管理层战略计划、市场竞争态势影响等与公司运营相关的信息数据,在没有虚假陈述和符合合理预测逻辑的前提下,以简明扼要、通俗易懂、突出实质的方式对外披露,以此有利于投资者更全面深入地进行市场调研和投资分析。

综上,笔者大胆预计,竞价交易制度将在分层模式施行稳定后择机推出,相应的法律法规亦将陆续制订、实施及修正。届时在经济市场化与自由化改革中,如何有效协调证监会、股转系统、挂牌企业、投资者多方之间权益关系及法律责任,将是社会各界值得深究的课题。

(作者单位:广东盛唐律师事务所)



吴比较/制图

11月3家公司当事人受谴责

证券时报记者 刘雯亮

根据深交所、上交所网站显示,2015年以来,两市共有76家公司或相关当事人受到交易所处分,其中26家为沪市上市公司,其余为深市上市公司。截至目前,11月新增受处分公司或相关当事人6家。相比之下,去年11月,两市有9家上市公司或相关当事人受处分。

截至目前,沪市有26家公司或相关当事人受处分,11月新增2家公司或相关当事人。去年11月,沪市有8家公司或相关当事人受处分。

深市有50家公司或相关当事人受处分,11月新增4家公司或相关当事人受处分。去年11月,亦有1家深市公司受处分。另外,今年4月,因存在评估时未勤勉尽责的违规事实,北京

恒信德律资产评估有限公司及相关当事人被通报批评。

从处分类型看,今年以来新增20家公司或相关当事人21次受到两大交易所公开谴责,即康达尔或相关当事人、北大医药或相关当事人、禾盛新材或相关当事人、中科云网相关当事人(2度)、*ST舜船相关当事人、齐星铁塔及相关当事人、露笑科技及相关当事人、顾地科技及相关当事人、威华股份相关当事人、亚太实业相关当事人、海润光伏相关当事人、大连控股及相关当事人、多伦股份相关当事人、*ST安泰及相关当事人、东方网络相关当事人、勤上光电相关当事人、*ST中富及相关当事人、同大股份当事人、华中数控当事人、锐奇股份当事人。其中,11月新增3家公司当事人受公开谴责。

《董事责任保险与投资者权益保护》一书正式出版

证券时报记者 刘雯亮

近日,由中国法学会商法研究会理事,上海市法学会金融法研究会副会长宋一欣和华东政法大学经济法学院副院长孙宏涛合著,由法律出版社出版的《董事责任保险与投资者权益保护》一书正式出版。

本书从董事责任保险的角度对投资者权益的保护进行阐述,分为中国投资者权益保护、董事责任保险与案例三部分,深入阐述董事责任保险的合同主体、承保范围与除外责任、强制保险及制度设计。与此同时,本书前瞻性预计,在注册制即将来临之际,董事责任保险的发展机遇有望随之上升。

众所周知,董事责任保险是指由公

司或者公司与董事、高级管理人员共同出资购买,对被保险董事及高级管理人员在履行公司管理职责过程中,因被指控工作疏忽或行为不当而被追究其个人赔偿责任时,由保险人负责赔偿该董事或高级管理人员进行责任抗辩所支出的有关法律费用并代为偿付其应当承担的民事赔偿责任的保险。由此,其海外亦被认为是“将军的头盔”,也是公司良好风险管理的表现。

值得一提的是,正如本书作者所言,此话题始自2012年1月证券时报与证券时报网举办的《投资者法律保护论坛》视频节目。2014年1月,国九条下的投资者保护与上市责任风险”研讨会,与会者深入探讨董事责任保险制度,并最终促使该书稿的成型。

企业场外“资产证券化”的刑事法律风险



吴比较/制图

肖飒 张超

依照中国证监会机构监管部《证券公司企业资产证券化业务试点指引(试行)》对企业资产证券化的定义,证券公司企业资产证券化业务是指证券公司以专项资产管理计划(以下简称“专项计划”)为特殊目的载体(SPV),以计划管理人身份通过证券交易所向投资者发行资产支出受益凭证(以下简称“受益凭证”),按照约定用受托资金购买原始权益人(即“企业”)能够产生稳定现金流的金融资产,将该基础资产的收益分配给受益凭证持有人的专项资产管理业务。

从该业务的设计目的来看,资产证券化是企业高效解决资金流动性的好策略。根据现行的监管政策,企业资产证券化业务应当通过证券公司、证券交易所(即“场内”)开展。然而,面临复杂、漫长而又不失严格的审核程序,

若干企业开始探索“场外”解决资产出表与盘活流动性问题的新途径。

这一探索并非没有收获——当资产出表与盘活流动性的欲望与互联网金融相遇,场外“资产证券化”似乎成为可能。近年来,多家企业依靠资产证券化的基本原理,借助互联网金融平台,开始了轰轰烈烈的场外“资产证券化”业务。

较场内资产证券化而言,大部分场外资产证券化略显粗糙。多数场外资产证券化企业依照自己对资产证券化的初步理解,对企业资产证券化的法定流程进行修剪,既砍去了破产隔离环节,也省略了SPV环节,同时也降低了真实销售的形式标准——其做法如出一辙:企业通过与互联网金融平台合作,通过一纸合同将能够产生稳定现金流的债权或其他金融资产收益权等基础资产转让,将该基础资产拆分成份,由普通投资者通过互联网金

融平台认购;一定期限后,企业依照约定将该收益份额赎回,投资者获得兑付。毋庸置疑,这一做法精准地把握了资产证券化的交易核心,同时也绕过了严苛的监管,其结果也还是令人满意:企业资产的流动性盘活了。

但笔者认为,这一系列的行为在我国并非没有刑事法律风险。

依照国际通行的证券理论,通过场外“资产证券化”贩售的权益份额属于证券(Securities)。因此,有观点认为,企业的该些行为涉嫌擅自发行证券,一旦被司法机关认定为扰乱市场秩序且情节严重,可能被认定为非法经营罪。我国《刑法》第二百二十五条规定,违反国家规定,未经国家有关主管部门批准非法经营证券业务,扰乱市场秩序,情节严重的,以非法经营罪定罪处罚,处五年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处违法所得一倍以上五倍以下罚金;情节特别严重的,处五年以上有期徒刑,并处违法所得一倍以上五倍以下罚金或者没收财产。”

但是,我们认为该种观点值得商榷。依照《刑法》规定,非法经营证券业务构成非法经营罪的前提是“违反国家规定”。必须指出的是,我国《刑法》就何为“国家规定”进行了严格定义:《刑法》第九十六条规定:“本法所称违反国家规定,是指违反全国人民代表大会及其常务委员会制定的法律和决定,国务院制定的行政法规、规定的行政措施、发布的决定和命令。我国《证券法》第二条规定:“在中华人民共和国境内,股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券的发行和交易,适用本法;本法未规定的,适用《中华人民共和国公司法》和其他法律、行政法规的规定。”

遗憾的是,无论是场内企业资产证券化业务中的受益凭证还是场外“资产证券化”中被贩售的收益权份额,其既不属于股票、公司债券或国务院依法认定的其他证券,也没有被我

国《刑法》或其他法律、行政法规规范,其不属于我国《刑法》中的“证券”。故依照刑法法定的基本原则,司法机关不能认定涉案企业违反“国家规定”擅自发行证券经营证券业务,进而不能认定该企业构成非法经营罪。

但这并不意味着涉案企业可以彻底摆脱刑事惩罚的阴影——非法吸收公众存款罪作为达摩克利斯之剑始终在擅自融资的企业头顶徘徊。我国《刑法》第一百七十六条规定:“非法吸收公众存款或者变相吸收公众存款,扰乱金融秩序的,处三年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处二万元以上二十万元以下罚金;数额巨大或者有其他严重情节的,处三年以上十年以下有期徒刑,并处五万元以上五十万元以下罚金。单位犯前款罪的,对单位判处罚金,并对其直接负责的主管人员和其他直接责任人员,依照前款的规定处罚。”笔者认为,涉案企业可能面临非法吸收公众存款罪的指控。

依照《最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释》,非法吸收公众存款罪的认定需要同时具备非法性、公开性、利诱性、社会性四个特征。在场外“资产证券化”过程中,一旦企业转让债权或收益权等基础资产的行为被认定为非法,那么公开性、利诱性、社会性将会被轻松认定。故此,我们特别提示从事场外“资产证券化”的企业应当严格筛选被转让基础资产——如果该基础资产或交易该基础资产的方式被《国务院关于清理整顿各类交易场所切实防范金融风险的决定》(即“38号文”)或其他国家规定禁止,则企业被依法查处并追究刑事责任的风险极高。

值得一提的是,我国现行《证券法》正在接受新一轮修订。在《证券法(草案)》(2015年4月稿)中,“证券”的含义得以完善:“本法所称证券是指代表特定的财产权益,可均分且可转让或者交易的凭证或者投资性合同。”可以预见,一旦新《证券法》通过审议并生效,资产证券化将迎来新的时代。

(作者单位:北京市大成律师事务所)