

制度保驾护航、规模逐步扩大——

# 份额转让试点激发科创活力

本报记者 马春阳

## 财金观察

“证监会将一如既往积极听取行业诉求，会同各方共同推动私募股权基金行业和份额转让试点健康可持续发展。”中国证监会市场监管二部主任王建平日前在2022全球PE论坛上表示。在业内人士看来，北京、上海两地的份额转让业务规模逐步扩大，聚焦效应日益显现，将进一步推动相关基金市场发展，对于拓宽私募股权和创投基金行业退出渠道，激活科创资本的有效流动具有重要作用。

### 试点取得初步成效

近年来，我国私募股权和创投基金行业发展迅速，基金数量和管理规模均已跃居世界前列。整个行业已从一个“小众行业”发展为资产管理行业的重要组成部分。截至今年7月底，已登记私募股权、创业投资基金管理人达1.48万家，私募股权投资基金存续规模近11万亿元，创业投资基金存续规模2.7万亿元。

在政策持续引导支持下，私募股权和创投基金的退出渠道进一步拓宽，退出环境得到显著改善。作为行业“募投管退”运作生态链的重要组成部分，资本的退出不仅直接关系到投资人及私募股权投资机构的收益，对于促进资本循环流动也至关重要，因此也一直是市场各方关注的重点。

在此背景下，证监会积极回应行业关切，特别是设立科创板并试点注册制、启动创业板改革并试点注册制，建立上市公司创投基金股东减持股份“反向挂钩”机制，启动私募股权和创投基金向投资者实物分配股票试点，创投基金行业退出渠道更为通畅。

值得关注的是，证监会是在2020年12月和2021年11月先后正式批复同意在北京股权交易中心、上海股权托管交易中心开展私募股权创投基金份额转让试点，加速推进S基金(Secondary Fund)市场建设。

所谓S基金，是私募股权二级市场基金，也叫二手份额转让基金，是专注于私募股权二级市场的基金，投资于私募股权投资基金的二手份额或投资项目组合。与传统私募股权创投基金的不同之处在于，S基金是从投资者手中收购企业股权或基金份额。

从以往看，被投资企业IPO、被并购、股权回购等退出方式较为常见，而S基金的“出道”将进一步拓宽私募股权和创投基金的退出渠道。《2022中国私募股权二级市场白皮书》显示，2021年中国私募股权二级市场累计发生交易353起，可获知的累计交易金额达668.07亿元，同比增长153%，近5年复合增长率达47%。

“份额转让作为基金退出方式之一，有利于推动更多基金参与到服务科创企业的‘接力跑’中，实现对科技创新的长周期支持。从美国等成熟市场来看，私募股权和创投基金通过被投资项目IPO退出的仅约12%，通过份

额转让退出的约20%。份额转让成为行业退出的重要组成部分。”王建平表示。

北京股权交易中心有限公司总经理成九雁表示，北京股权交易中心自2020年年底开展基金份额转让业务试点以来，交易规模突破60亿元大关，交易标的权属涉及财政、央企国企、商业银行、民营机构等多个类型，实现了服务私募基金类型的全覆盖，充分激活了科创资本的有效流动，为S基金市场的发展注入了动力。

王建平提到，两地积极推动新的S基金设立，全市场70%的S策略机构已经在两地市场开户成为合格投资者。截至今年8月底，预计新设S基金超过500亿元。很多母基金尝试开展S基金业务，投资策略更加丰富。与S基金相关的协会、联盟陆续成立，私募股权二级市场白皮书常态化发布，市场生态体系正逐步形成。

### 加快完善市场生态

但客观地看，S基金在我国尚处于起步阶段，与成熟资本市场相比还有较大差距。“份额转让在我国还是新生事物，行业实践刚刚起步，境外多为线下撮合交易，试点工作还面临一些困难和挑战，需要在后续发展过程中逐步解决。”王建平表示。

王建平具体指出以下三点：一是份额转让平台市场吸引力仍不足。有数据显示，2021年海外私募股权二级市场交易规模突破1000亿美元。但据相关机构初步统计，2021年，我国私募股权二级市场发生交易353起，交易金额为668亿元。两地试点平台交易总金额不足百亿元，市场吸引力还需大幅提高。

二是份额估值定价难以形成共识。对企业股权组合而成的资产如何定价是一个难题。如果是多个份额和股权构成的资产包，估值定价更是难上加难。此外，对于国资背景的份额转让，是否必须要进行资产评估、如何进行资产评估，也需要认真研究。

三是份额转让尚未形成健全的生态系统。份额转让的规范性问题已经基本解决，但价格发现功能、与市场监管部门衔接、交易效率等方面还存在一些短板，市场化机构进场动力还需要进一步提升。

在2022全球PE论坛设立的“S基金的实践与趋势”平行论坛上，多位嘉宾对于国内S基金的发展现状也提出了自己的观点。国投创投基金管理有限公司联席首席运营官孟兆辉表示，作为政府引导基金，国投创投管理的子基金有需求通过转让平台进行退出。通过过去一年落地的案例，能够感受到S基金市场的逐步成熟和完善。不过，S基金在募、投、管、退各个环节面临的问题，需要市场机构发挥专业优势去解决。

科勒(北京)私募基金管理有限公司总经理杨松认为，S基金市场作为私募股权生态体系不可或缺的一部分，目前还处于早期阶段，现阶段需要重视市场教育和市场生态建设。

## 截至2022年8月底 北京股权交易中心



## 截至2022年7月底

已登记私募股权创投基金管理人达1.48万家，私募股权投资基金存续规模近11万亿元，创业投资基金存续规模2.7万亿元

英大保险股权投资事业部负责人李洁璘建议，近两年来，市场十分重视S基金的交易机会，险资机构尤其重视交易过程的规范性和安全性，对于后期信息披露的保障要求较高，所以市场需要一个拥有充分信息披露、公允定价能力的平台，以保障未来信息的对称性和安全性。

“S基金市场目前在复合型专业人才储备、足够的买方资金支持、基础设施的保障等方面都存在不足，市场对S基金交易的认知存在偏差。相信随着市场机构越来越重视流动性，对S基金交易的关注度将会持续提升。”尚合资本管理合伙人乐德芳表示。

### 协力推进稳致远

受疫情跌宕起伏、国内外形势复杂多变等多重因素影响，今年以来，私募股权创投基金退出速度放缓。根据清科研究中心的数据，2022年上半年，中国股权投资市场退出案例总量达到1295笔，同比下滑五成。除并购外的各类退出交易总量均有下降，其中被投资企业IPO的数量同比下降38.8%。

在这种情况下，在退出端发展S基金市场已成为现阶段市场各方共同的迫切需求。“目前，试点刚刚起步，面临不少难题，更需要各方一起携手前行、通力合作，使份额转让平台更好满足份额退出和S基金的发展需求。”王建平说。

“一是深化份额转让试点工作，二是大力培育专业化的私募股权二级市场机构投资者，三是鼓励私募股权二级市场引入优质中介机构，四是完善私募股权二级市场生态系统。”王建平进一步指出。

北京股权交易中心相关负责人对记者表示，针对行业普遍遇到的痛点及问题，北京股权交易中心基金份额转让平台也在积极地做出尝试和探索。例如，对于买方机构不足的问题，一方面推动培育专业化的私募股权

二级市场机构投资者，建立买方机构联盟，建立稳定深度的合作关系。充分发挥北股交基金份额转让平台的作用，推动央企和地方国企、母基金、保险等在京新设S基金或S策略机构，拓宽资金来源渠道。另一方面，建议相关监管部门探索推动保险、理财等资金参与私募股权二级市场的多层嵌套豁免问题，以吸引保险公司、银行理财子公司等金融机构自有资金和资管产品在京参与设立S基金，提供更多资金“活水”。

针对估值、定价难等问题，北京股权交易中心持续引入第三方估值机构、大数据公司、律所、评估机构、审计机构等成为中介服务中介机构，提高市场交易效率，增强交易过程的合规性，逐步打造北股交基金份额转让平台的基金份额估值定价体系。同时，建议明确转让流程，解决估值定价、折价转让等难点问题，推动国有背景基金的份额到基金份额转让平台进行交易，积累相关数据，进一步完善估值定价体系，增强市场的定价能力和公允性。

而对于平台优质资产供给不足的问题，上述负责人表示，基金份额转让平台的交易是基于基金合格投资者之间的交易，具备一定的风险识别和防范能力，建议构建全国统一大市场，逐步取消区域限制。相关主管部门应明确转让流程和交易场所，解决估值定价、折价转让等难点问题，厘清私募基金份额转让平台与从事相关资产公开挂牌交易的产权交易机构之间的服务边界，实现基金有序退出，畅通资本循环，优化资源配置。

北京利物投资管理有限公司创始人常春林表示，深化S基金市场发展，将有利于缓解基金退出压力，加速形成“投资—退出—再投资”的良性循环，从而有利于充分发挥资本要素的作用，支持创新型中小企业发展，强化企业创新主体地位，促进我国经济高质量发展。

## 陶然论金

近日，深交所对某机构下发监管函，指出该机构在合计持有广东三雄极光照明股份有限公司股份比例达到5%时，未停止买卖股票，违反了相关规定。深交所要求该机构充分重视上述问题，吸取教训，及时整改，杜绝此类情况的再次发生。

故意隐瞒公众、跨过监管划定的红线悄悄大举买入上市公司股票，是近年来资本市场屡见不鲜的问题。对于违规举牌行为，监管部门一直明令禁止。证券法、《上市公司收购管理办法》等法律法规设置了持股比例超过5%即举牌的规定，也就是说，当投资者及其一致行动人拥有上市公司股份达5%时，应向监管层作出书面报告，知会上市公司并予以公告，期间不得继续买卖该股票。

此类违规举牌行为既有悖信息披露要求，带来的后患也不可小觑。监管部门披露的查处案件显示，违规举牌往往还与操纵股价、内幕交易、恶意收购等行为交织，继而可能引发相关股票价格暴涨暴跌，甚至演变成上市公司控制权之争等，严重扰乱资本市场秩序，侵害广大投资者合法权益。

虽然三令五申，现实中却总有投资者明知故犯，在触发举牌红线后未能履行信息披露义务且继续增持。究其原因，还是在利益诱惑大而违规成本低。目前，监管部门大多从信息披露违规的角度查处违规举牌行为，普遍处以警告或者罚款几十万元到上百万元。

相比之下，违规举牌可能带来的收益就显得更具诱惑力：既能抢在股价上涨之前以更低价格大肆抢筹，极大地减少增持成本，又可规避内幕交易、关联交易等诸多限制，更轻易地抢夺上市公司控制权。以较小的代价就能换取丰厚收益，让不少投资者铤而走险，甘愿以身试法。

顽疾屡治不愈，还需下猛药。对于违规举牌处罚力度不妨重一些。例如，可强制违规者减持股份至5%以下，并要求上缴非法所得，产生的收益归上市公司所有；如果造成股价震荡导致投资者财产损失，由违规者赔偿投资者。同时，还应深挖违规举牌背后的动机，涉嫌刑事犯罪的要及时移送司法部门。只有以严管重罚形成犯罪震慑，才能让不法分子收回触碰“高压线”的手，维护好市场公平正义。

更精准智慧的监管也是市场所呼。违规举牌屡禁不止的一大难点在于操作手段隐蔽、一致行动人关系错综复杂，未来监管部门可更好地利用大数据、人工智能等技术手段，对可能存在违规举牌、内幕交易和市场操纵的账户进行追踪、监测和甄别。在其买入达5%时即强制暂停，并要求就此履行信息披露义务，让各种违法犯罪行为在“电子眼”的侦查下无所遁形，将其早早扼杀在萌芽中。

君子爱财，取之有道。对投资者而言，应紧绷遵纪守法的弦，谨防在“利”字面前迷失自我。从过往披露的案件看，由于对相关股票走势判断失误，违规举牌赔钱后又被监管处罚的不在少数，可谓是“偷鸡不成蚀把米”。这也给抱有侥幸心理的投资者提了个醒：歪门邪道不可取，潜心提高投资能力、依法依规获取正当财富、共同呵护资本市场的良好生态，才是证券投资的康庄大道。

本版编辑 陆敏美 编夏祎

“跨境理财通”试点累计交易1.18万笔12亿元——

# 居民跨境投资渠道拓宽

本报记者 郭子源



“目前，‘跨境理财通’试点顺利落地实施，已支持26家机构成为试点银行，累计交易达到1.18万笔12亿元，有效拓宽了居民的跨境投资渠道，成为全国实施个人资本项目可兑换的重要实践。”广东银保监局局长裴光在日前举办的“银行业保险业这十年”系列主题新闻发布会上表示。

所谓“跨境理财通”，是指粤港澳大湾区居民个人跨境投资粤港澳大湾区银行销售的理财产品。近年来，粤港澳大湾区居民的个人投资日益活跃，其跨境购买低风险银行理财产品需求较大。为此，2020年6月中国人民银行、香港金融管理局、澳门金融管理局决定在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点，以促进粤港澳大湾区居民的个人跨境投资便利化，进一步深化粤港澳大湾区金融合作。

按照购买主体身份，“跨境理财通”可分为“南向通”和“北向通”。前者指的是粤港澳大湾区的内地居民通过在港澳银行开立投资专户购买港澳地区银行销售的合格投资产品，后者则是指港澳地区的居民通过在粤港澳大湾区内地银行开立投资专户购买内地银行销售的合格理财产品。

值得注意的是，为了确保专款专用，“南向通”和“北向通”的业务资金实现封闭管理、闭环汇划，使用范围仅限于购买合格的投资产品。“资金汇划使用人民币跨境结算，资金兑换在离岸市场完成。”中国人民银行相关负责人表示，对“南向通”和“北向通”跨境资金流动实行总额度和单个投资者额度管理，总额度通过宏观审慎系数动态调节。

2021年9月10日，“跨境理财通”开启试

点。监管部门发布了首批20家“跨境理财通”业务试点银行机构名单，推动首批“北向通”和“南向通”业务落地，推出“北向通”产品千余只，开通1个小时资金流入流出近300万元。

渣打中国总行副行长李佩莲表示，在“跨境理财通”的框架下，内地个人客户首次可以直接投资港澳地区银行销售的理财产品，这对于大湾区居民和金融机构而言都是“含金量”十足的新机制、新机遇。“作为首批试点银行，渣打将持续丰富投资产品、优化全流程体验、发挥粤港联动优势，积极做好投资者教育工作，为大湾区客户带来优质的跨境金融服务。”李佩莲说。

据了解，“跨境理财通”落地以来一直保持较高热度，呈现出试点银行多、参与主体广、业务量适中、产品范围宽等特点。从今年6月的监管数据看，粤港澳大湾区参与“跨境理财通”的个人投资者新增1662人，其中，港澳地区新增1303人参与“北向通”，内地新增359人参与“南向通”。截至2022年6月30日，粤港澳大湾区参与“跨境理财通”个人投资者合计30851人，包括港澳投资者20906人，内地投资者9945人。

“近年来，广东银保监局举全局之力支持粤港澳大湾区建设，取得良好成效。”裴光表示，“具体来看，大湾区制度创新持续向纵深推进。我们采用‘一体两翼’的方式加强多方联动，推动出台金融支持大湾区建设意见。还出

台了支持横琴粤澳合作区建设21条措施，支持粤港澳大湾区建设理财和资管中心，探索粤港澳三地规则衔接。”

据介绍，2015年广东自贸区成立以来，银行保险机构简政放权事项逐步增加，目前，银行支行、保险公司支公司及以下机构和高管的主要准入门槛，已由事前审批改为事后报告或备案。此外，办事流程实现“线下至线上”跨越，上线备案管理系统，实现全流程电子化、全天候运行，最快只需5分钟，累计办理准入备案事项1.15万项。

目前，大湾区国际金融中心建设已初具规模。“通过充分运用对外开放、CEPA框架(《内地与香港关于建立更紧密经贸关系的安排》)、自贸区等政策优势，推动重大金融要素平台建设，支持国内首个航运保险要素交易平台建成上线，实现线上无纸化、流程再造，跨部门整合三项创新。”裴光说，支持多元化金融机构“引进来”，辖内港澳银行营业性机构数量持续保持全国第一位，实现全国性股份制银行和进入内地的4家澳门银行在粤机构全覆盖；与此同时，鼓励地方金融机构“走出去”，支持广发银行等辖内法人机构设立香港分行，广州农商行、东莞农商行在香港实现上市。“广东银保监局将继续探索粤港澳金融监管规则、营商环境、产品服务、监管协调机制等多维度衔接，推动大湾区建设成为国际一流湾区和世界城市群。”裴光表示。