

认股权业务及综合服务试点简析

作者：张凯南 杨雨格 黄琪 雷君婷 李沛妤

2022年11月，中国证监会正式批复同意，在北京市区域性股权市场开展认股权登记和转让综合服务（“**认股权综合服务**”）试点。

认股权是科创企业创业初期融资的重要手段之一，企业通过发行认股权的方式让渡部分未来可能的股权溢价以获取资金支持。一直以来，认股权业务的发展受限于法律和制度保障、交易平台等配套机制的欠缺，部分机构的认股权由于估值、流转等障碍面临到期作废的困境，未能充分发挥其拓宽融资渠道的作用。本次开展认股权综合服务试点，北京股权交易中心（**北股交**）将依托区域性股权市场，充分利用其作为法定私募证券交易场所的功能定位和基础设施，建设认股权的确权、登记、托管、结算、估值、转让、行权等综合服务试点平台；这一举措将切实改善认股权业务困境，进一步拓宽科创企业融资渠道，促进科创企业发展¹。本文将简要介绍认股权业务及综合服务试点平台，供业界参考。

一、 概述

（一） 认股权定义

认股权，是企业提供给外部机构在未来认购其一定数量或金额股权的选择权。中小型科创企业由于资产类型以轻资产为主、缺乏抵押物且发展存在不确定性，在创业初期较难获得金融机构融资，而如果中小型科创企业频繁进行股权融资，则将稀释初创团队股权，影响企业经营管理及发展，因此，认股权贷款等认股权业务应运而生。科创企业可以通过向金融机构等外部机构提供认股权作为替代风控措施，从而获得资金支持，解决资金短缺的问题，外部机构也可以通过在未来行权获得股权溢价以弥补资金风险。

（二） 认股权业务模式

2016年银监会、科技部、中国人民银行开展科创企业投贷联动试点（“**投贷联动试点**”）之前，部分银行就在探索认股权贷款业务模式，比如工商银行深圳分行于2007年推出“中小企业上市一路通”产品，建行深圳市分行于2008年开展中小企业期权业务，北京银行在2010

¹ 中华人民共和国中央人民政府，破解科创企业融资难题 全国首个认股权综合服务试点落地北京，http://www.gov.cn/xinwen/2022-11/28/content_5729258.htm

年与企业、创投机构形成锁定认股权的三方合作贷款模式等²。在投资联动试点开展后，试点商业银行可以贷款换取科创企业一定数量或金额股权的认股权，并由集团设立的有投资功能的子公司作为认股权的行权主体；其中，认股权对应的金额通常与授信额度相关联，认股权金额通常占授信资金的 10%-20%³。此外，该具有投资功能的子公司、试点商业银行之间可能签署相关协议，约定子公司基于认股权取得的收益，应向试点商业银行返还部分比例的分成。如企业发展良好，则可通过转让认股权或行权后股权获得超额收益，抵补信贷风险。以中国银行为例，投资联动试点推出后，中国银行在设立境内投资公司的同时，利用现有中银投、中银证券、中银基金等投资平台，选择一批成熟的投贷联动项目，推进股权投资和贷款投放，并通过“选择权贷款”产品，支持一批优质的科创型企业，截至 2016 年 12 月，支持战略新兴产业授信已超过 4000 亿元⁴。

除试点商业银行外，产业集团、风险债权投资机构也通过其他金融服务与股权联动，为科创企业提供服务，如（1）中关村发展集团等产业集团，通过获取企业部分认股权，为企业提供更低成本的金融服务，包括担保、租赁、信贷等。根据中关村发展集团官网信息，其科技金融板块已累计为超 6.5 万家次企业提供债权融资支持逾 4000 亿元，所服务的企业在境内外资本市场上市超 400 家⁵，及（2）部分风险债权投资机构通过“债权+股权”联动或可转债形式，为早期及成长期创新企业提供多样化的风险债权融资等。

（三） 认股权业务发展背景

1. 认股权业务由来及发展概况

认股权业务起源于创业债权（venture debt）。最早在 1970 年代，出于美国初创企业器械等硬件设施的需求，美国金融机构为该等企业提供创业租赁（venture leasing）。而自 1980 年代以来，随着高新科技企业的发展及该等企业融资需求的提升，美国部分金融机构在创业租赁业务基础上，开创了创业债权的业务模式，即在发放贷款的同时，与企业达成协议，获得企业的部分认股权，由银行设立的具有投资功能的子公司持有，在企业 IPO 或被并购时行权，以缓释信贷风险。

目前，创业债权已成为美国初创企业重要的融资手段之一，Facebook、Twitter 等企业均曾通过创业债权融资以助力企业发展。

2. 我国认股权业务的监管框架

² 时磊：投贷联动试点银行：如何投 怎样贷，《中国银行业》，2016，(06):16-19。

³ 北京股权交易中心，认股权系列小讲堂（一） <https://mp.weixin.qq.com/s/vWTkpPQp2yFxzLwHnRU0ag>

⁴ 中国银行，中行全面铺开投贷联动 投资子公司已上报监管，https://www.bankofchina.com/aboutboc/ab8/201612/t20161219_8288482.html?keywords=%E6%8A%95%E8%B4%B7%E8%81%94%E5%8A%A8

⁵ 中关村发展，集团业务，http://www.zgcgroup.com.cn/zgcadmin/home/groupbusiness/ance_businessbrief.html

(1) 中央层面

序号	监管规定	主要内容
1.	银监会、科技部、中国人民银行《关于支持银行业金融机构加大创新力度开展科创企业投贷联动试点的指导意见》（2016. 04. 15）	<p>（1）明确投贷联动界定：银行业金融机构以“信贷投放”与本集团设立的具有投资功能的子公司“股权投资”相结合的方式，通过相关制度安排，由投资收益抵补信贷风险，实现科创企业信贷风险和收益的匹配，为科创企业提供持续资金支持的融资模式；</p> <p>（2）公布首批试点地区及包括国家开发银行、中国银行、恒丰银行等在内的试点银行业金融机构名单，启动投贷联动试点，推动银行业金融机构基于科创企业成长周期前移金融服务，为种子期、初创期、成长期的科创企业提供资金支持。</p>
2.	国务院《关于促进创业投资持续健康发展的若干意见》（2016. 09. 16）	明确提出应多渠道拓宽创业投资资金来源，包括建立股权债权等联动机制，推动发展投贷联动、投保联动、投债联动等新模式，不断加大对创业投资企业的投融资支持。
3.	国务院《关于深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案的批复》（2020. 08. 28）	以“探索开展适合科技型企业的个性化融资服务”作为主要任务之一。
4.	银保监会《关于银行业保险业支持高水平科技自立自强的指导意见》（2021. 11. 26）	明确提出应创新科技金融产品和服务，包括探索科技信贷服务新模式，鼓励银行机构充分发挥与其子公司的协同作用，为科创企业提供持续资金支持。在风险可控前提下与外部投资机构深化合作，探索“贷款+外部直投”等业务新模式，推动在科技企业生命周期中前移金融服务。
5.	证监会《关于同意北京市区域性股权市场开展认股权综合服务试点的复函》（2022. 11）	证监会批复同意，由北股交依法合规建设认股权的登记、转让等相关综合服务试点平台。

(2) 北京市层面

序号	监管规定	主要内容
1.	北京市地方金融监督管理局等部门《关于加大金融支持科创企业健康发展的若干措施》(2020.01.10)	提出加强金融机构的股债联动，加快推动银行、保险、证券、各类基金、担保公司以及其他金融科技金融机构之间的联动衔接，积极推广投、贷、保联动等多种服务模式创新，鼓励本市银行业金融机构大力开展股债联动业务，以投资收益对冲信贷风险，实现对科创类企业信贷投放的风险收益匹配。
2.	北京市经济和信息化局，北京市发展和改革委员会《北京市关于应对疫情防控常态化促进中小企业健康发展若干措施》(2021.12.24)	强调应扩大普惠金融补给，包括应扩大银行投贷联动业务规模，支持银行以认股权贷款等形式为科技企业提供融资，试点开展认股权登记、转让服务。
3.	北京市金融服务工作领导小组《北京市“十四五”时期金融业发展规划》(2022.05.18)	提出应推动股权市场健康发展，发挥北京股权交易中心基础性资本市场服务功能，开展科技型中小企业认股权登记转让等试点。

二、北京股权交易中心试点

证监会分别于2020年12月和2021年11月发文同意北股交和上海股权托管交易中心开展私募股权和创业投资份额转让试点（“**份额转让平台**”），此后，证监会又于2022年11月批复同意由北股交建设认股权的登记、转让等相关综合平台（“**认股权服务平台**”），为多种类权益的转让提供二级市场平台。

(一) 政策支持

2022年12月，北股交就认股权试点业务发布了《北京股权交易中心认股权综合服务试点业务规则（试行）》（“**《业务规则》**”）等十项配套规则（统称“**认股权试点规则**”），内容涵盖转让业务、投资者适当性管理、登记托管、交易资金结算等交易流程管理，以及风险隔离、客户投诉、系统安全、重大突发事件等平台服务标准。

（二） 服务内容

如认股权定义部分介绍，认股权与股权不同，并非于工商部门公开登记的权利，在认股权服务平台出现前，认股权持有方只能根据合同主张权利，二级市场基本依靠持有方私下寻找买方的模式运行，针对认股权资产估值的服务体系尚未建立，使得认股权交易的交易成本高、沟通效率低，还存在着企业违约风险。

针对如上问题，北股交为认股权试点建立了第三方登记、管理以及二级市场交易的平台。该平台可为认股权业务参与方提供电子签约、登记托管、估值、撮合转让、行权变更等服务。具体而言，认股权的标的企业可与投资人于认股权服务平台完成线上签约，并通过数字身份认证、区块链记录等手段确保协议的真实性；根据已签订的协议，认股权服务平台将存证核心条款并向认股权持有方出具登记函，认股权持有方也可将认股权委托北股交指定机构进行托管，由其提供信息变更、转让、行权、注销等服务；已登记的认股权，还可以通过认股权服务平台进行估值，以及向合格投资者定向发布交易信息、进行交易撮合；最后，当达到认股权行权条件时，认股权持有方可向认股权服务平台申请行权，认股权服务平台将在判断满足条件后注销认股权，并可提供工商部门相关的代办服务。

（三） 合格投资者程序

目前，与份额转让平台类似，认股权服务平台仅允许合格投资者参与认股权转让业务。根据《北京股权交易中心认股权综合服务试点投资者适当性管理办法（试行）》（“《北股交投资者适当性管理办法》”）的规定，该办法项下的“合格投资者”是指具备相应风险识别能力和风险承担能力，并符合下列条件之一的投资者：

（一）证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、保险公司、信托公司、财务公司等依法经批准设立的金融机构，及依法备案或登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人；

（二）证券公司资产管理产品、基金管理公司及其子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品等金融机构依法管理的投资性计划；

（三）社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金，及依法备案的私募基金；

（四）依法设立，最近一年末或最近一期末净资产不低于人民币 500 万元，且最近一年末净资产不低于人民币 300 万元的法人或其他组织。

自然人投资者暂不可参与服务试点平台认股权转让业务。

此外,《北股交投资者适当性管理办法》也规定了部分例外情况,为认股权回售(或回购)或通过其他非交易行为或基于协议约定获得认股权的情形留出空间,例如,符合下列情形之一的,不受上述限制,但仅可参与特定公司认股权转让活动:

- (一) 认股权所对应公司的董事、监事、高级管理人员及股东;
- (二) 因继承、赠与、司法裁决、企业并购等非交易行为或基于协议约定获得认股权的。
- (三) 经有权机关审批后同意的其他情形。

如投资者为存在严重不良诚信记录,或法律、法规、业务规则禁止或限制从事证券交易、基金交易及股权交易的机构,也不得参与服务试点平台认股权转让业务。

合格投资者在认股权服务平台申请开立认股权交易账户时需提交认股权开户申请表、身份证明文件、自律与真实性承诺函及资质证明等文件以证明其合格投资者身份。

三、 企业参与认股权业务的关注要点

企业参与认股权业务,通常将与试点商业银行签署银行授信合同、认股权协议等一系列法律文件。我们根据过往项目经验,提示拟参与认股权业务的企业关注如下事项:

认股权金额一般与贷款金额相勾连,考虑到相关授信合同项下的实际提款节奏可能由参与认股权业务的企业自主决策,企业可考虑将认股权授予进程挂钩实际发生的提款金额或贷款余额,并且可根据该等实际提款金额或贷款余额的变动情况分批次授予认股权。

认股权业务不同于典型的股权融资和债权融资,一定程度上具有准股权的属性,因此,拟参与认股权业务的企业在签订认股权协议前,建议与现有股东进行沟通并取得其同意,避免认股权行权时触发其他股东的优先认购权或反稀释权等股东权利安排或产生其他僵局问题。此外,认股权协议通常约定,企业在进行后续轮次融资时需通知认股权持有方,以便认股权持有方进行尽职调查并做出行权决策,建议企业考虑认股权行权对后续股权融资进度的影响,妥善确定认股权持有方相关行权期限。

认股权持有方通常会在认股权协议中要求,其有权将认股权转让给任何第三方。建议企业关注,是否要求排除企业的竞争对手作为认股权受让方,并且可进一步考虑要求,创始团队或大股东对该认股权享有优先购买权。

四、 结语

目前,认股权逐渐成为了投融资的重要手段之一。实践表明,认股权不仅可以帮助企业

快速筹集资金，还可以为投资者提供更多投资选择和更高的投资回报率。北股交新推出的认股权服务平台更是为广大投资者提供了更为便捷、高效的认股权交易服务。

相信随着认股权市场的不断发展和完善，它将会为更多的企业和投资者创造更大的价值和更多机遇。