

# 大成资本市场法律通讯

2024年7月-8月 总第28期

# 目录

## CONTENTS

<b>第一章 大成研究</b> .....	<b>4</b>
杨春宝等：《公司法》修订对 PE 行业的影响与应对——私募股权基金募投管退篇.....	5
高帅：有限合伙型私募基金错误适用“先分后税”的风险亟需重视.....	19
马宏伟等：证券合规地图系列文章（一）：上市公司经营合规之上市公司证券发行过程中的合规问题.....	23
马宏伟等：证券合规地图系列文章（二）：上市公司经营合规之上市公司日常经营中的信息披露合规风险.....	28
刘婧等：生物科技公司香港上市——主板上市规则第 18A 章.....	33
马宏伟等：证券监管每月案例汇总（2024 年 7 月）.....	49
范兴成等：新“国九条”框架下的证券监管格局与效能（上）——新“国九条”框架下证券监管体系背景剖析.....	54
范兴成等：新“国九条”框架下的证券监管格局与效能（中）——新“国九条”框架下监管举措评析.....	57
刘婧等：境外上市实践（五）：自动驾驶企业境外上市法律问题分析.....	63
范兴成等：新“国九条”框架下的证券监管格局与效能（下）——新“国九条”框架下证券监管举措的效能预测.....	79
<b>第二章 大成新闻</b> .....	<b>82</b>
大成助力河南航投在欧发行首只支持 SAF 绿债.....	83
大成昆明助力大唐云南首次在银行间债券市场亮相，成功发行 5 亿元绿色中票（乡村振兴/科创票据）.....	84
“上市公司高质量发展证券合规观察新视野”实务论坛圆满落幕.....	85
大成助力硅宝科技完成对嘉好股份 100%股权收购项目首次交割.....	99
大成助力宁波市鄞城集团有限责任公司成功发行 2 亿美元可持续发展境外高级固息债券.....	101

大成助力靖亚资本完成滕龙安科 A 轮投资 .....	102
大成助力高科环保新三板成功挂牌 .....	103
大成助力珠海华发集团成功发行优先点心担保永续资本证券 .....	104
大成助力太湖远大在北交所成功上市 .....	105
大成成功助力鸿腾精密科技收购华云光电股权 .....	106
大成资本市场境外上市系列讲座（武汉站）成功举办 .....	107
<b>第三章 新规速递 .....</b>	<b>111</b>
新规   两部门优化 QFII/RQFII 跨境资金管理 .....	112
新规   税务总局出台新举措便利纳税人跨区迁移 着重监管地方执行成效 .....	112
草案   住建部拟发布 3 项国家标准与 3 项行业标准 .....	112
新闻   中办国办联合发文：完善市场准入制度 实施宽进严管 .....	113
新闻   国常会：审议通过新版外资准入负面清单 多举措扶持专精特新中小企业发展 .....	113
新闻   证监会召开进一步全面深化资本市场改革机构投资者座谈会 .....	114
新闻   私募基金管理人登记信息变更业务流程“一图通”及配套说明发布 .....	114
新闻   京沪深首次实现证券交易印花税完税凭证联合开具 .....	114
新闻   两部门开展工程建设领域专业技术人员违规“挂证”行为专项治理 .....	115
<b>第四章 明星律师 .....</b>	<b>116</b>
<b>第五章 关于大成资本市场 .....</b>	<b>121</b>



大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

# 第一章

## 大成研究

# 杨春宝等：《公司法》修订对 PE 行业的影响与应对—— ——私募股权基金募投管退篇



## 杨春宝

大成上海 高级合伙人

专业领域：私募基金、公司与并购重组、房建与能源、争议解决

chambers.yang@dentons.cn



## 孙臻

大成上海 律师

专业领域：私募基金、公司与并购重组、房建与能源、争议解决

sun.zhen@dentons.cn



## 李嘉欣

大成上海 律师助理

专业领域：私募基金、公司与并购重组、房建与能源、争议解决

li.jiayin@dentons.cn

全国人大常委会于 2023 年 12 月 29 日修订的《中华人民共和国公司法》（以下简称“新《公司法》”）已于 2024 年 7 月 1 日正式施行。本次修订是《公司法》自 1993 年首次发布以来规模最大的一次修订，将会对私募基金行业产生显著而深刻的影响。我们在上一篇文章中探讨了《公司法》修订对公司型私募基金管理人的主要影响以及应对建议。本篇我们将聚焦于新《公司法》与私募基金行业关联程度较高的重要规则修订对私募股权投资基金的募、投、管、退全生命周期产生的影响，[1]并结合我们在私募股权投资领域的实务经验，提供相应的应对之道，以供广大私募基金从业人士参考。

### 一、对分期募投的私募股权基金募资的主要影响

#### 1. 未按期足额缴纳出资：基金失权和损失赔偿风险

《公司法》本次修订将注册资本认缴制修改为限期实缴制，且新增了未按期缴纳出资的股东丧失未出资的股权[2]和对公司损失承担赔偿责任的规定[3]。鉴于此，对于存在分期募资和投资情形的私募基金，如后续募资不顺利，未在与被投资企业约定的出资期限内募足相应的

资金并依约出资，则基金将会面临丧失未缴纳出资的被投资企业股权的风险，并且还需对被投资企业因此产生的损失承担赔偿责任。

此外，虽然新《公司法》未保留修订前的未按期足额缴纳出资股东向已按期足额缴纳出资的股东承担违约责任的规定，但是我们认为，只要在已签订的股东协议/投资协议中存在关于股东出资违约的约定，私募基金就应承担相应的出资违约责任。因此，如果私募基金未能按期足额缴纳对被投资企业的认缴出资，可能面临失权、赔偿被投资企业损失以及承担违约责任等三方面的风险。

鉴于此，我们建议，首先，存在分期募资和投资安排的存量私募基金的管理人应注意核查与投资者约定的募资节点是否早于基金对被投资企业的出资节点，如发现募资与出资的期限不匹配，管理人应当及时与被投资企业协商处理方案，避免产生前述的基金的失权、赔偿和违约风险。其次，我们建议存在分期募资安排的私募基金在拟分期出资的投资协议中将修改被投资企业章程约定的股东出资期限纳入私募基金享有一票否决权的事项范围，避免在投资之初确定的私募基金对被投资企业的出资期限在私募基金不同意的情况下被修改提前，导致基金无法及时募足资金完成出资而面临失权、赔偿和违约的风险。

## 2. 被投资企业不能清偿到期债务：基金出资加速到期的风险

根据最高人民法院于 2019 年发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（业内称为“九民纪要”）的规定[4]，债权人在两种情形下可以请求未届出资期的股东在未出资范围内对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任，分别为：公司作为被执行人的案件，人民法院穷尽执行措施无财产可供执行，已具备破产原因，但不申请破产；以及在公司债务产生后，股东会决议或以其他方式延长股东出资期限。而根据新《公司法》的规定[5]，公司不能清偿到期债务的，公司或者已到期债权的债权人即有权要求已认缴出资但未届出资期限的股东提前缴纳出资。

显然，股东加速到期制度发生三点变化：首先，一旦被投资企业不能清偿到期债务，即触发被投资企业股东出资加速到期；其次，除被投资企业债权人外，被投资企业自身也有权要求私募基金投资人提前出资；其三，股东的责任形式由对债权人的补充赔偿责任变更为对被投资企业的出资责任，这也意味着，股东的提前出资归属于被投资企业，并可能由被投资企业的全部债权人共享。

根据此项新规，如被投资企业不能清偿到期债务，私募基金作为股东可能会被被投资企业或者被投资企业的债权人要求提前缴纳出资，但分期募资的私募基金合同原定的管理人 call 款的时间可能尚未来到，此时基金管理人向投资者提前 call 款可能构成违反基金合同约定，甚至根本无法募集足够的资金。因此，我们建议，如私募基金存在由投资者分期缴付投资款、并由管理人按照约定分期 call 款的情形，可以在基金合同中约定在私募基金因被投资企业不能清



偿到期债务而需提前缴纳出资的情形下，私募基金管理人有权提前向投资者 call 款而不承担任何违约责任，且投资者对此应当予以充分配合。

## 二、对私募股权基金投资的主要影响

### 1. 未按期足额实缴出资：基金作为公司设立股东的补足出资责任

根据新《公司法》的规定，有限责任公司股东未按照公司章程规定实际缴纳出资的，设立时的其他股东与该股东在出资不足的范围内承担连带责任。鉴于此，我们建议私募基金尽量避免采取与创始人共同设立有限责任公司的方式进行投资，优先考虑和选择对被投资企业增资的方式，否则还需对创始股东未按期足额实缴出资承担连带补足责任。如确有必要与创业者合资新设公司，则应当对合资各方的资金情况进行充分尽调，确保其具备按期足额完成向合资公司出资的能力。此外，值得注意的是，在被投资企业因股权激励计划而设立员工持股平台的情形下，私募基金投资人应当注意审查该等员工持股计划的具体安排，包括但不限于预留的激励股权比例是否合理、员工行权期限是否符合新《公司法》规定的股东实缴期限规定等，避免届时需承担该等员工持股平台实缴出资补足责任的风险。

### 2. 被投资企业不能清偿到期债务：基金丧失出资期限利益的风险

前文所述的出资加速到期的新规除对私募基金的募资端产生影响外，亦会影响到私募基金的投资计划。简言之，被投资企业一旦不能清偿到期债务，基金投资人即面临提前出资并丧失出资的期限利益的风险。为避免此种风险，我们建议：

首先，私募基金在投资前应对拟投资企业（特别是尚未产生销售收入的企业）及其已有股东做好全面、充分的尽职调查，如果拟投资企业的资产负债、现金流情况以及现有股东的资信能力等相关信息反映出该企业存在较大的可能无法清偿到期债务的风险，则私募基金应当审慎作出是否对其进行股权投资的决策。

其次，在准确调查、评估和预测被投资企业整体情况的基础上，私募基金应当根据已募集或者预期可募集到的资金数额，合理设定对被投资企业的出资额和出资期限。如果私募基金拟对被投资企业进行分阶段出资，则我们建议私募基金尽量采取分阶段认缴出资或者分阶段受让股权的投资模式，避免因一次性认缴全部出资或取得全部股权但实际上分期实缴而产生的认缴但未实缴部分出资加速到期的风险。

最后，我们建议在投资协议中对被投资企业创始股东按期足额实缴出资的期限的约定和保证应涵盖出资加速到期的情形。并且，如果被投资企业出现要求股东提前缴纳出资的情形，可约定先由被投资企业的创始股东或者私募基金投资人以外的未届出资期限的股东进行提前出资，以最大程度地保护私募基金对未届出资期限的认缴资本所享有的期限利益。

### 3. 被投资企业创始股东失权：被投资企业的股本结构和经营管理风险

根据新《公司法》的相关规定[6]，股东未按期缴纳出资的，在公司催缴且宽限期满后，仍未履行出资义务的，公司经董事会决议可以向该股东发出书面失权通知。自书面通知发出之日起，该股东丧失其未缴纳出资的股权。前述规定将会导致被投企业的股权结构的不稳定性增大。然而，一方面，被投企业的股权结构往往决定被投企业的运营和管理，股权结构的变化在相当程度上会影响被投资企业运行状态的稳定性和可控性；另一方面，私募基金对被投资企业进行投资，主要系出于对被投企业的创始团队的认可，如创始股东因未按期缴纳出资而失权，甚至丧失对被投企业的经营管理的控制权，则会与私募基金的投资初衷相悖，被投资企业能否按照原定模式运营和获取利润以及私募基金能否按照预期获取投资收益均会陷入巨大的不确定性之中。并且，如被投资企业采取减资注销的方式处理失权部分的股权，基金投资人在被投资企业所占股权比例以及权利义务亦会被波及。

因此，我们建议私募基金在投资协议中约定：首先，明确被投资企业创始股东对被投资企业实缴出资的进度计划，以及相应的违约责任，督促创始股东适当履行出资义务。其次，股东失权制度并非强制性规定，而是可由公司董事会进行决议。故而，私募基金投资人可以考虑将创始股东的失权通知决议事项纳入一票否决权范围，约定被投资企业董事会就创始股东失权事项作出决议时，应经基金投资人提名的董事同意方可通过。再次，如果被投资企业发生其他股东失权事件，或因其他股东失权导致私募基金投资人遭受损失，基金投资人有权要求相关主体（如创始股东或者被投资企业）回购其全部或者部分股权，或通过其他救济程序维护基金投资人的利益。此外，由于新《公司法》明确规定已丧失的股权在6个月内未转让或者注销的，由公司其他股东按照其出资比例足额缴纳相应出资。故而，我们建议私募基金投资人在投资协议或者股东协议中明确约定私募基金投资人不承担受让已丧失的股权及补足出资的义务，如创始股东或其他股东未按期履行前述义务的，私募基金投资人在此情形下有权要求相关主体回购其持有的被投资企业股权。

#### 4. 明确私募基金取得被投资企业股东资格的时点

虽然修订前后的《公司法》均明确规定“记载于股东名册的股东，可以依股东名册主张行使股东权利”，但新《公司法》却在第86条中特别强调了有限责任公司股权受让人主张股东权利的时点为其记载于股东名册之时，并赋予股权转让当事人书面通知公司和请求变更股东名册的权利。如公司拒绝或者不予答复，转让人和受让人均有向法院起诉的权利。我们理解，这主要是为了回应实践中围绕股权受让方何时取得股东资格这一问题产生的争议。虽然公司法已有明确规定，最高法在【（2017）最高法民申1513号】斯某某、宁某损害股东利益责任纠纷一案中也对股东名册的股东权利推定效力进行了明确，但是在实践中仍然有不少公司并未实际置备股东名册或者并不重视股东名册，私募基金投资人在进行股权投资时通常也更加关注变更登记，而并不注重及时落实对被投资企业股东名册的修改和更新。

有鉴于此，我们建议私募基金投资人在股权转让协议或投资协议中明确，被投资企业应在基金投资人支付股权转让价款前或者支付当日向基金投资人提供已变更并记载其股东身份



的有效股东名册，以确认基金投资人自股权转让价款支付之日起即开始享有被投企业的股东权利。此外，结合新《公司法》规定的股东知情权的行使范围新增了股东名册这一项变更，私募基金投资人在投后管理过程中亦可以通过查阅股东名册以及及时获取被投资企业股东的相关信息。

#### 5. 私募基金受让“瑕疵”股权需承担连带出资责任

新《公司法》规定[7]未按期足额缴纳出资或者出资的非货币财产实际价额显著低于所认缴的出资额的股东转让股权的，股权转让人与受让人需在出资不足的范围内承担连带责任。也即，如果私募基金实际受让的股权系存在前述情形的“瑕疵股权”，私募基金应与股权转让方承担出资不足的连带责任。

因此，我们建议私募基金尽量通过增资的方式对标的公司进行投资，避免承担受让瑕疵出资股权的连带责任。如私募基金审慎考虑后仍选择受让老股的投资方式，私募基金在受让股权前应对标的股权出资情况进行充分的尽调，包括但不限于确认转让方是否已对标的股权按时足额出资。对于非货币财产出资的股权，如知识产权、股权、债权等，由于其实际价值容易显著高估，私募基金更应当特别注意进行充分尽调，如交易条件或者谈判地位允许，还可以考虑要求被投资企业或股权转让方委托私募基金认可的第三方专业评估机构对用于实缴出资的非货币资产重新进行独立、客观和专业的评估。如评估结果显示非货币出资财产与认缴出资额之间存在差额，则建议私募基金投资人要求股权转让方先行补足或者经股权转让款代为补足。如显示无差额，则私募基金投资人应留存该份评估报告，届时可用于证明私募基金作为受让方“不知道且不应当知道”股权存在出资瑕疵情形。最后，出于审慎考量，我们还建议私募基金投资人在股权转让协议中要求股权转让方对标的股权的出资情况作出充分的陈述、保证与承诺，并且明确约定股权转让方对股权受让方因受让瑕疵出资股权而遭受的全部损失承担赔偿责任，且该等损失赔偿责任不因受让方进行尽职调查而免除。

#### 6. 私募基金投资股份有限公司发行的类别股

新《公司法》新增规定股份有限公司可以发行与普通股权利不同的类别股，包括优先或者劣后分配利润或者剩余财产的股份、表决权数多于或者少于普通股的股份、转让受限的股份以及国务院规定的其他类别股。对此，我们建议私募股权基金（特别是国资或者国资控股的私募基金）可就其投资的股份公司类别股，结合新《公司法》的上述规定，与被投资企业约定优先分红权、优先清算权、特殊表决权（如 AB 股制度、一票否决权）等优先权，以获取最大的投资收益，并降低投资风险。

值得注意的是，新《公司法》并未针对有限责任公司规定诸如优先清算的类别股制度，虽然实践中已有司法判例肯定了针对有限责任公司的优先清算权条款的效力，但是对此并未有统一的明确规定，在实际操作中可能仍然会有相关争议。故而，我们建议私募基金投资人

仍可参照以往的做法，比如约定由创始股东等主体对私募基金投资人因按出资比例分配而未能获得的财产差额部分进行补偿，并通过股东协议/投资协议的方式对此进行明确约定。

### 7. 股份公司授权发行股份制度：对私募基金反稀释权的影响

新《公司法》规定[8]股份有限公司章程或者股东会可以授权董事会在3年内决定发行不超过已发行股份50%的股份。因此，从公司的角度来看，股份有限公司授权董事会发行股份时，应当注意公司已有的私募基金投资人股东是否享有反稀释权，如与私募基金投资人存在关于反稀释权的约定，则应当注意授权发行股份所对应的每股单价的下限等具体设置，避免触发私募基金投资人的反稀释权而需按照约定对其进行反稀释补偿。

从私募基金投资人的角度来看，结合新《公司法》关于股权受让方的补充出资责任的规定，如约定反稀释补偿方式系由被投资企业创始股东等主体向基金无偿转让其持有的股权，则应当进一步明确约定创始股东等主体对该等补偿股权在转让前已完成实缴（且尽量以货币形式完成），避免导致私募基金在受让瑕疵股权后承担补充出资责任。如约定反稀释补偿方式为被投资企业向私募基金投资人发行新股，则应当约定由创始股东等主体承担该补偿的新股的实缴出资义务。

## 三、对私募股权基金投后管理的主要影响

### 1. 私募基金作为被投资企业股东的知情权范围扩大

根据新《公司法》的相关规定[9]，有限责任公司股东新增可以查阅、复制公司的股东名册，查阅公司的会计凭证，且新增对全资子公司相关材料的查阅、复制权。股份有限公司中连续180日以上单独或者合计持有公司3%以上股份的股东可以查阅公司的会计账簿、会计凭证，有权复制公司全资子公司相关材料等。此前，司法实践中对于股东是否可以查阅公司的会计凭证存在较大的争议，有不少法院认为会计凭证不属于法律规定的股东可以查阅的范围，或认为起诉的股东并无查阅原始凭证的必要性，对股东关于查阅公司会计凭证的知情权请求予以驳回。而在新《公司法》施行后，股东行使知情权的范围得到扩大，据此，建议私募基金可根据新《公司法》的相关规定，在投资协议中完善股东知情权条款，包括但不限于增加股东查阅标的公司原始会计凭证以及被投资企业全资子公司相关资料的权限，以便其在投后阶段能够通过行使法定和约定的股东知情权，更好地对被投企业的运营情况进行监督和投后管理。

当然，对于私募基金而言，法定的知情权其实仍然是不足够的，建议私募基金在投资协议或者股东协议根据实际情况对知情权作出明细约定，以充分了解被投企业的实际经营情况。

### 2. 私募基金向被投资企业委派的董监高的责任加重并新增赔偿责任

新《公司法》强化了董事、监事和高级管理人员的权利、义务和责任。我们对于其中主要的新增义务和赔偿责任梳理如下：

#### （1）董事的出资核查与催缴义务及赔偿责任

董事会应当对股东的出资情况进行核查，发现股东未按期足额缴纳公司章程规定的出资的，应当由公司催缴出资。未及时履行前款规定的义务，给公司造成损失的，负有责任的董事应当承担赔偿责任。

#### （2）董监高的忠实勤勉义务

董事、监事、高级管理人员应当采取措施避免自身利益与公司利益冲突，不得利用职权牟取不正当利益（忠实义务）；执行职务应当为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意（勤勉义务）。

#### （3）董监高的利益冲突处理规则

新《公司法》新增了董监高直接或间接与公司订立合同或进行交易、谋取公司的商业机会以及同业竞争情形下的“报告+决议通过+回避表决”的制度安排。具体而言，董监高应就相关事项向董事会或者股东会报告，并按照公司章程的规定经董事会或者股东会决议通过[10]。如由董事会决议，则关联董事应当回避。

此外，新《公司法》还扩大了关联人的范围，董监高的近亲属、董监高或其近亲属直接或者间接控制的企业，以及与董监高有其他关联关系的主体都被纳入关联人的范围，关联人直接或间接与公司订立合同或者进行交易，也需符合前述“报告+决议通过+回避表决”的规则。

#### （4）董监高对股东抽逃出资的连带赔偿责任

根据新《公司法》，股东抽逃出资给公司造成损失的，负有责任的董监高应当与该股东承担连带赔偿责任。

#### （5）董监高对违法提供财务资助的赔偿责任

新《公司法》新增禁止财务资助制度及其例外[11]，如违反前述规则与例外，给公司造成损失的，负有责任的董监高应当承担赔偿责任。

#### （6）董监高违法违规执行职务情形下的赔偿责任

董监高执行职务违反法律、行政法规或者公司章程的规定，给公司造成损失的，应当承担赔偿责任。同时，新《公司法》新增股东双重代位权诉讼及其前置程序规则[12]，即公司股东亦可在满足一定前置程序时对公司全资子公司存在的前述行为的董监高提起股东代表诉讼。



### （7）董事和高管对第三人的赔偿责任

董事和高管执行职务时，因故意或重大过失给他人造成损害的，除公司应承担赔偿责任外，董事和高管也应当承担赔偿责任。

### （8）董监高对违法分配利润和减资的赔偿责任

对公司违法分配利润、违法减资负有责任的董监高应当承担相应的赔偿责任。

### （9）董事的清算义务与赔偿责任

新《公司法》将公司清算义务人变更规定为董事，董事应当在解散事由出现之日起 15 日内组成清算组进行清算。清算组由董事或者公司章程/股东会决议确定的其他人选组成。如董事未及时履行清算义务，给公司或者债权人造成损失的，应当承担赔偿责任。

综上所述，公司董事/监事/高管的义务和责任在新《公司法》中得到了全面的强化。因此，私募股权基金对是否向被投资企业委派董事/监事/高管事宜应当进行审慎考虑，对于已委派的董事，可以考虑利用新《公司法》规定的董事辞任规则<sup>[12]</sup>安排相关事宜，在不委派董事/监事/高管时，应当通过各种协议安排加强被投资企业的股东会决策权限，设置重要事项的股东一票否决权。

如经考虑确需向被投资企业委派董事/监事/高管，则应当注意以下方面：

#### （1）管理人严控委派董事履职行为的内部审核

在私募基金管理人内部应当制定针对已委派的董监高在被投资企业的决策等职务行为的内审和内控前置机制，保证向被投资企业委派的董监高在做出职务行为之前均已经过基金管理人内部的充分、完善的审阅和评估，从而减少错误执行被投资企业职务的风险和相应的责任。

#### （2）董事/监事/高管谨慎执行被投资企业的职务

私募基金投资人委派的董事/监事/高管应主动深入了解被投资企业的经营情况等执行职务所依赖的重要信息。在投后管理的过程中，应及时、全面、适当地履行新《公司法》以及被投资企业公司章程所规定的更为严格的法定或者约定职责和义务，并妥善留存相关的履职证据，避免在相关事项上因缺乏充分证据而被认定为“负有责任”或者“存在故意或者重大过失”而承担赔偿责任。

#### （3）被投资企业损失赔偿兜底

建议私募基金考虑在投资协议等文件中明确约定私募基金向被投资企业委派的董事/监事/高管除非存在故意或重大过失以及明显违反公司法规定的忠实勤勉义务的情形，否则对于私

募基金委派的董事/监事/高管因执行职务而被认定为“负有责任”和“承担赔偿责任”的情形，被投资企业应在最大限度内对董事/监事/高管因索赔而遭受的损失给予兜底补偿。

#### （4）委派董事/监事/高管利益冲突的整体考量

私募基金向被投资企业委派的董事/监事/高管，本质代表的是私募基金的利益，但其作为被投资企业的董事/监事/高管对被投资企业负有法定义务，尤其是忠实勤勉义务。那么当私募基金投资人利益与被投资企业利益相冲突时，被委派的董事/监事/高管应当如何进行权衡和处理？我们建议，如私募基金指示董事/监事/高级进行如表决等执行职务的行为时，应避免仅考虑自身利益，而应从整体上进行考虑，并特别关注相关行为是否可能造成违反法定义务，是否可能带来赔偿责任或者索赔风险。此外，私募基金合同一般会约定其高管人员和员工的履职免责条款，建议可在基金合同中进一步细化该等人员代表私募基金从事投资活动的责任豁免义务。

#### （5）豁免委派董事/监事/高管的竞业禁止义务

在实践中，私募基金可能投向同一赛道、领域的多家经营范围和业务相似的企业。这便意味着，私募基金投资人向被投资企业之一委派的董事/监事/高管如对该企业负有竞业禁止的义务，基金投资人便不能再将其委派到同业企业。因此，我们建议私募基金投资人与被投资企业约定豁免委派董事/监事/高管的竞业禁止义务。

#### （6）投保董事责任险

新《公司法》明确公司可以在董事任职期间为董事因执行公司职务承担的赔偿责任投保责任保险。我们建议，如私募基金向被投资企业委派董事，应与被投资企业约定为其委派的董事投保责任保险，转移因赔偿责任而可能导致的经济损失风险。

### 四、对私募股权基金退出的主要影响

#### 1. 私募基金通过股权转让退出更加便捷

新《公司法》删除了公司股东对外转让股权需经其他股东同意的规则，但细化规定股东应当将股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项书面通知其他股东。因此，如果被投资企业章程没有其他限制，私募基金通过转让股权的方式退出被投资企业可能会更加便捷。

因此，我们建议，私募基金可以适当降低退出收益预期，优先考虑采取股权转让的退出方式，以节约时间成本以及避免不确定性。但为加快转让程序，建议私募基金投资人在投资协议或者股东协议中约定其他股东在此情形下应放弃优先购买权。如拟转让的股权尚未实缴，受让人在受让股权后如果未按期足额缴纳出资时，基金需对此承担补充责任。故而，在此情形下，应当审慎调查受让方的资信能力等，避免在完成股权转让后仍要承担缴足出资的责任。如基金的谈判地位允许，可以要求受让方先行完成股权的实缴。

## 2. 私募基金对赌回购与被投资企业定向减资

最高人民法院 2019 年发布的九民纪要在肯定对赌协议的效力的同时进一步明确“投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第 35 条关于‘股东不得抽逃出资’或者第 142 条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。”也即，基于资本维持原则，私募基金投资人如果要求被投资企业回购股权，只能以被投资企业定向减资的方式进行。

但在实践中，根据本次修订前《公司法》的相关规定，被投资企业股东会会议作出减少注册资本的决议，必须经代表 2/3 以上表决权的股东通过，而私募投资机构一般不会持有被投资企业 30%以上的股权（或股份），其成功推动被投资企业作出减资决议的可能性较小。另一方面，即使可以由被投资企业多数决通过向私募基金定向减资的决议，该决议的效力也存在争议。在陈某和与江阴某某实业有限公司公司决议效力确认纠纷和华某伟与上海某电子商务有限公司公司决议效力确认纠纷两案中，法院均否认了案涉定向减资决议的效力。

而新《公司法》明确，“公司减少注册资本，应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份，法律另有规定、有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定的除外。”也即，公司原则上应当进行同比减资，但是有限责任公司可以通过全体股东约定的形式实现定向减资，股份有限公司可以由章程规定定向减资。

因此，对于私募基金投资人而言，在与被投资企业约定股权回购时：如被投资企业是有限责任公司，应通过全体股东签订投资协议/股东协议/股东会决议等体现全体股东一致同意的方式明确通过相关的定向减资事项；如被投资企业是股份公司，还可以通过公司章程对定向减资事项进行规定（但是通过该等章程的决议应由股东一致决或多数决还有待观察）。

## 3. 新增私募基金可要求被投资企业回购其股权/股份的情形

新《公司法》赋予股份有限公司股东与有限责任公司股东相近的在三种异议情形下的回购权，分别为公司连续五年盈利且符合分配利润条件但连续五年不向股东分配利润、公司转让主要财产和公司在解散事由出现后修改章程延期。

除此之外，新《公司法》还新增了以下股东可行使回购请求权的情形：

### （1）简易合并情形下其他股东的回购权

根据新《公司法》的规定，公司与其持股 90%以上的公司合并，被合并的公司不需经股东会决议，但应当通知其他股东，其他股东有权请求公司回购。

### （2）有限责任公司控股股东滥用权利情形下股东回购权



根据新《公司法》的规定，有限责任公司的控股股东滥用股东权利，严重损害公司或者其他股东利益的，其他股东有权请求公司回购。但股份公司未有新增类似的股东回购权规定。

由此可见，新《公司法》丰富了私募基金通过回购方式退出公司的路径，最重要的是，为私募基金权益受到控股股东侵害但无法退出的僵局提供了切实的救济途径。但值得注意的是，前述规定中均明确股东有权请求公司按照合理的价格收购其股权。而何为“合理的价格”？从私募基金投资人的角度出发，我们建议私募基金投资人与被投资企业事先约定基金投资人请求被投资企业收购股权的“合理价格”的计算标准，避免届时对于收购价格无法协商一致而导致纠纷；且可以在此基础上补充约定如约定的回购价格未被认定为合理的价格，回购义务人有义务将经认定的合理价格与约定回购价格之间的差额补偿给基金投资人。

此外，对于有限责任公司控股股东滥用权利情形下其他股东的回购权，如何认定控股股东滥用股东权利将是私募基金能否主张回购权的重要因素。在司法实践中，主要体现为控股股东与被投资企业财产混同、控股股东利用控股地位进行违法违规的关联交易或为关联交易提供担保、转移公司资产和擅自截取被投企业的商业机会等情形。我们建议，私募基金投资人可以参考上述常见情形，在投资协议或股东协议中进行明确列举，并在发现控股股东可能存在前述行为时及时收集和留存相关证据以便于回购权的顺利行使。

## 结语

综上所述，本次《公司法》修订将给私募基金进行股权投资带来全面而深刻的影响。鉴于此，我们建议私募基金管理人在私募专业律师的指导下，对于已经投资的项目进行体检，并根据体检结果与被投资企业签订补充协议以修订或完善投资协议，或者与被投资企业就相关影响事项沟通章程修订，并及时履行义务或者主张权利。与此同时，在私募专业律师的指导下，对募投管退全流程风控制度及操作规程进行梳理，对尽职调查的关注事项、TS 及投资协议或股东协议的模板进行更新，对投后管理、退出策略进行调整，以因应新《公司法》的实施带来的重大影响。

## ●注释：

[1]本文探讨范围为有限责任公司型私募基金管理人（本文中简称为“公司型私募基金管理人”）和私募股权投资基金，股份有限公司型的私募基金管理人和公司型私募基金在实践中较为少见，本文暂不做探讨。

[2]新《公司法》第五十二条第一款 股东未按照公司章程规定的出资日期缴纳出资，公司依照前条第一款规定发出书面催缴书催缴出资的，可以载明缴纳出资的宽限期；宽限期自公司发出催缴书之日起，不得少于六十日。宽限期届满，股东仍未履行出资义务的，公司经董事

会决议可以向该股东发出失权通知，通知应当以书面形式发出。自通知发出之日起，该股东丧失其未缴纳出资的股权。

[3]新《公司法》第四十九条第三款 股东未按期足额缴纳出资的，除应当向公司足额缴纳外，还应当对给公司造成的损失承担赔偿责任。

[4]《全国法院民商事审判工作会议纪要》6.【股东出资应否加速到期】在注册资本认缴制下，股东依法享有期限利益。债权人以公司不能清偿到期债务为由，请求未届出资期限的股东在未出资范围内对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任的，人民法院不予支持。但是，下列情形除外：

(1) 公司作为被执行人的案件，人民法院穷尽执行措施无财产可供执行，已具备破产原因，但不申请破产的；

(2) 在公司债务产生后，公司股东（大）会决议或以其他方式延长股东出资期限的。

[5]新《公司法》第五十四条 公司不能清偿到期债务的，公司或者已到期债权的债权人有权要求已认缴出资但未届出资期限的股东提前缴纳出资。

[6]新《公司法》第五十二条 股东未按照公司章程规定的出资日期缴纳出资，公司依照前条第一款规定发出书面催缴书催缴出资的，可以载明缴纳出资的宽限期；宽限期自公司发出催缴书之日起，不得少于六十日。宽限期届满，股东仍未履行出资义务的，公司经董事会决议可以向该股东发出失权通知，通知应当以书面形式发出。自通知发出之日起，该股东丧失其未缴纳出资的股权。

依照前款规定丧失的股权应当依法转让，或者相应减少注册资本并注销该股权；六个月内未转让或者注销的，由公司其他股东按照其出资比例足额缴纳相应出资。

股东对失权有异议的，应当自接到失权通知之日起三十日内，向人民法院提起诉讼。

[7]新第八十八条 股东转让已认缴出资但未届出资期限的股权的，由受让人承担缴纳该出资的义务；受让人未按期足额缴纳出资的，转让人对受让人未按期缴纳的出资承担补充责任。

未按照公司章程规定的出资日期缴纳出资或者作为出资的非货币财产的实际价额显著低于所认缴的出资额的股东转让股权的，转让人与受让人在出资不足的范围内承担连带责任；受让人不知道且不应当知道存在上述情形的，由转让人承担责任。

[8]新《公司法》第一百五十二条 公司章程或者股东会可以授权董事会在三年内决定发行不超过已发行股份 50%的股份。但以非货币财产作价出资的应当经股东会决议。

董事会依照前款规定决定发行股份导致公司注册资本、已发行股份数发生变化的，对公司章程该项记载事项的修改不需再由股东会表决。

[9]新《公司法》第五十七条 股东有权查阅、复制公司章程、股东名册、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议和财务会计报告。

股东可以要求查阅公司会计账簿、会计凭证。股东要求查阅公司会计账簿、会计凭证的，应当向公司提出书面请求，说明目的。公司有合理根据认为股东查阅会计账簿、会计凭证有不正当目的，可能损害公司合法利益的，可以拒绝提供查阅，并应当自股东提出书面请求之日起十五日内书面答复股东并说明理由。公司拒绝提供查阅的，股东可以向人民法院提起诉讼。

股东查阅前款规定的材料，可以委托会计师事务所、律师事务所等中介机构进行。

股东及其委托的会计师事务所、律师事务所等中介机构查阅、复制有关材料，应当遵守有关保护国家秘密、商业秘密、个人隐私、个人信息等法律、行政法规的规定。

股东要求查阅、复制公司全资子公司相关材料的，适用前四款的规定。

第一百一十条 股东有权查阅、复制公司章程、股东名册、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告，对公司的经营提出建议或者质询。

连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东要求查阅公司的会计账簿、会计凭证的，适用本法第五十七条第二款、第三款、第四款的规定。公司章程对持股比例有较低规定的，从其规定。

股东要求查阅、复制公司全资子公司相关材料的，适用前两款的规定。

上市公司股东查阅、复制相关材料的，应当遵守《中华人民共和国证券法》等法律、行政法规的规定。

[10]关于谋取公司的商业机会，如根据法律、行政法规或者公司章程的规定，公司不能利用该商业机会，董监高也可以谋取该等属于公司的商业机会。

[11]新《公司法》第一百六十三条 公司不得为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助，公司实施员工持股计划的除外。

为公司利益，经股东会决议，或者董事会按照公司章程或者股东会的授权作出决议，公司可以为他人取得本公司或者其母公司的股份提供财务资助，但财务资助的累计总额不得超过已发行股本总额的百分之十。董事会作出决议应当经全体董事的三分之二以上通过。

违反前两款规定，给公司造成损失的，负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任。



[12]新《公司法》第一百八十九条第四款 公司全资子公司的董事、监事、高级管理人员有前条规定情形，或者他人侵犯公司全资子公司合法权益造成损失的，有限责任公司的股东、股份有限公司连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之一以上股份的股东，可以依照前三款规定书面请求全资子公司的监事会、董事会向人民法院提起诉讼或者以自己的名义直接向人民法院提起诉讼。

[13]新《公司法》第七十条第二款第三款 董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞任导致董事会成员低于法定人数的，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行董事职务。

董事辞任的，应当以书面形式通知公司，公司收到通知之日辞任生效，但存在前款规定情形的，董事应当继续履行职务。

# 高帅：有限合伙型私募基金错误适用“先分后税”的风险亟需重视



## 高帅

大成北京 合伙人

专业领域：资本市场、争议解决、房建与能源、  
公司与并购重组

[gao.shuai@dentons.cn](mailto:gao.shuai@dentons.cn)

近期，笔者办理的几件有限合伙型私募基金涉税案件都与错误适用“先分后税”的税务规定有关。主要是以下两种情况：

1.有限合伙型私募基金当年度产生利润，公司制合伙人未就合伙企业利润发生的应纳税所得额报税：

2.有限合伙型私募基金分配利润后，公司制合伙人仅就收到的分配利润金额报税，没有按合伙企业利润发生的应纳税所得额报税，而两者之间存在差额（即留存利润）。

发生上述情况后，因“金税四期”报警或地方税务部门稽核要求补缴税款及滞纳金。

主要原因是有限合伙型私募基金的管理人以及公司制合伙人（基金产品的 LP）错误理解和适用“先分后税”的税务规定。

一什么是“先分后税”？

根据《财政部 国家税务总局关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》（财税[2008]159号）第三条规定：合伙企业生产经营所得和其他所得采取“先分后税”的原则。具体应纳税所得额的计算按照《关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定》（财税[2000]91号）及《财政部 国家税务总局关于调整个体工商户个人独资企业和合伙企业个人所得税税前扣除标准有关问题的通知》（财税[2008]65号）的有关规定执行。前款所称生产经营所得和其他所得，包括合伙企业分配给所有合伙人的所得和企业当年留存的所得（利润）。

简言之，合伙企业产生利润或收到分红后，先分别计算每位合伙人的份额，当月就产生纳税义务，无论合伙企业是否实际分配利润，也不考虑实际分配利润与应纳税所得额是否一致。

二基金管理人的常见误区

笔者接触的多个基金管理人，特别是大型私募基金管理人，存在这样的误区：根据合伙协议约定，基金产品向合伙人优先分配，随退随分，直到合伙人收到“投资成本+一定收益”后，再进行包含收益分成的分配。因此部分管理人将累计等额于合伙人实缴出资的分配金额理解或表述为向合伙人返还实缴出资/投资成本，进而将超过实缴出资额后的分配理解或表述为红利分配。

根据《中华人民共和国合伙企业法》，合伙人按照合伙协议的约定或者经全体合伙人决定，可以增加或者减少对合伙企业的出资。因此未经合伙协议约定的程序或全体合伙人决定，不能将合伙企业的收益分配确认为退还出资。从财务角度，合伙企业当期可分配的收益一般来源于某项目退出实现的投资成本收回加盈利，因此相应分配的也是合伙企业初始出资和利润之和。基金产品分配收益时这种既未确认减资，也不区分投资成本和利润的情况，使得基金产品向合伙人分配的收益实质上都属于分配利润，反而容易被合伙人理解成“先返还投资成本”，使合伙人误认为是收回投资，忽略应当报税。

同时，未履行减资程序可能造成合伙人的税基损失。例如，合伙企业分配的收益如果高于当年可分配利润，则超部分可能属于退还出资，这种退还出资行为如果不做减资，可能难以冲减投资成本。虽然是否有必要履行减资程序仍有争议，特别是在税法角度由于“先分后税”，在合伙企业实现利润时就已经纳税，因而在现金分配时应不再涉税，但在目前实践中，减资程序有利于及时、准确地调整合伙人持有合伙份额的计税基础。

在以往，合伙人往往依据合伙协议向税务部门解释尚未收回投资成本而未产生利润，或者属于减资款而有待履行减资程序，但现在，多数税务部门可能不再认可这样的说法，而是严格执行“先分后税”。笔者接触的北京某区税务部门和深圳某区税务部门均明确表示，只要没有完成减资程序，则相应的“收益分配”均视为利润分配，应当申报纳税。不仅如此，即使完成了减资程序，实际上也不影响合伙企业利润的税额分担。

### 三公司制合伙人的常见误区

公司制合伙人特别是小型公司有不少人不了解“先分后税”，更有不少合伙人把对有限合伙型私募基金的投资简单理解为理财，进而造成“返本付息”的概念，把合伙企业分配的投资成本金额内的收益视为收回成本而不申报纳税，忽略了合伙企业的经营本质以及税务问题。

即使掌握“先分后税”的公司制合伙人，也可能基于实分利润低于应纳税所得额、报税惯例等因素，仅按实分利润报税，未就留存利润报税。

有限合伙型私募股权基金一般存续期较长，常达七八年乃至更久，一旦发生漏税可能因持续期间多达数年而面临高额滞纳金，使原本不富裕的基金收益雪上加霜。

### 四问题及应对

1. “金税四期”运行后，有限合伙型私募基金的利润等税务数据与合伙人互联互通，合伙人报税数据与有限合伙型私募基金所报数据不匹配的，容易触发警报。今年一些地区已针对合伙企业有利润但合伙人零报税实施专项检查。基金管理人在填报数据时常常存在先填报后审计而审计结果不一致的情况，因此，基金管理人应当准确填报数据，如果发生数据差错应及时更正。

2. 基金管理人应与合伙人之间做好报税的衔接和服务，及时向合伙人披露包括合伙企业利润情况在内的各项数据，以使合伙人能够及时、准确报税。例如，在计算合伙企业的应税所得时，应减去公允价值变动损益和其他未实现的盈利。但在笔者办理的一个案件中，基金管理人未报送公允价值变动损益数据，合伙人也不清楚，税务部门也就没有扣减公允价值变动损益，导致依据系统计算的应纳税所得额误差很大。

3. 基金管理人需更加审慎处理基金收益分配程序，结合法律、财务、税务规则对收益分配进行更加精细化的安排，例如合法合理区分利润分配和退还投资，履行必要的减资程序，减少和避免给合伙人造成税基损失，为合伙人涉税问题争取更大的解释空间。

4. 基金投资者应充分认识和适用“先分后税”规定，避免因理解错误而造成漏税，产生滞纳金负担。特别是，基金投资者在投资前有必要将“先分后税”纳入到基金收益的考量因素中，考虑到税负对基金收益的影响，再作出投资决策。有投资者认为基金最终投资回报与投资成本的差额也即获利部分才涉税，事实上并非如此。举例来说，合伙企业对外投资的企业分红的，合伙人就红利需要纳税，但投资退出时如果发生亏损，公司制合伙人不能用合伙企业的亏损抵减其盈利，加总计算，即使这笔投资最终是亏损的，仍然有税负。

5. 基金投资者还应更加关注基金再投资问题。基金产生利润后，合伙人即产生税负，如果基金利润并未完全分配，而是将留存利润再投资，再投资一旦发生亏损，可能造成“税交了，钱没了”的局面，极端情况下不仅基金投资成本无法收回，还额外承担了税款。目前运行的私募基金不少成立于2015年至2018年，这“届”基金吃到了一波红利，在2015年至2021年期间实现了相当的利润，也因此埋下了不少“先分后税”稽核案件的种子；而在此后又出现大面积亏损，“凭运气挣的钱又凭实力亏回去”，基金投资者在面对不乐观基金净值时，可能还需补税。这种现象提示基金投资者在作投资决策时有必要对基金产品的投资标的、再投资策略与税负平衡作深入了解。例如，全部投资标的为股权的合伙企业一般在投资标退出时产生利润、发生税负，分红与缴税无时差。与此不同，底层标的配置了可转债等债类、不良资产等交易策略灵活偏短线的合伙企业可能在存续期即产生利润，直到退出期才分配。这意味着合伙人要先缴纳存续期产生的税负，等到退出期却可能因基金再投资业绩不理想而无红可分。对于基金管理人而言，在决定再投资时，也应考虑到合伙人已发生的税负，注意通过适当分红等方式填补合伙人的税负成本。

6. 值得一提的是，有些基金产品将管理费和收益分成去费用化，作为利润分配结构的一部分支付给管理人。笔者遇到过两种情况，一是合伙协议并未明确约定将管理费和收益分成以增加基金管理人的分红比例的方式支付给基金管理人，但却实际这么做了，也就是说悄悄减少有限合伙人的分红金额，增加普通合伙人的分红金额；二是合伙协议有所约定，但表述极为复杂繁琐，以



至于税务部门不能轻易理解该合伙企业的分红比例与出资比例不同。这些情况下，有限合伙型私募基金的出资比例与利润分配比例实际上并不一致，而税务部门很可能按照出资比例确定合伙人的应纳税所得额，使合伙人多承担了税额。基金投资者应当关注合伙协议关于管理费和收益分成的结算和支付安排，以及实际执行的分红比例是否合伙协议约定一致，避免承担不必要的税负。

## 五结语

由于合伙企业特别是有限合伙型私募基金适用的税制目前尚不完善，例如《关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定》在制定时并未考虑到公司制合伙人以及有限合伙型私募基金问题，这类情况使得一些税务法规的理解和适用相当有难度，地方税务部门也常常为之困扰。这就需要基金管理人和基金投资者更加审慎对待涉税事项，加强沟通和协作，积极厘清税务问题，化解税务风险。

# 马宏伟等：证券合规地图系列文章（一）：上市公司经营合规 之上市公司证券发行过程中的合规问题



## 马宏伟

大成上海 高级合伙人

专业领域：资本市场、刑事、争议解决、公司与  
并购

ma.hongwei@dentons.cn



## 金菱

大成上海 律师

专业领域：合规与风险控制、资本市场、争议解决、  
刑事

jin.ling@dentons.cn

2024年4月12日，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）印发。新“国九条”以强监管、防风险、促高质量发展为主线，强调稳为基调、严字当头，确保监管“长牙带刺”、有棱有角，要求推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本，加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。

之后，系列配套监管文件发布与更新，明确加大行政、民事、刑事立体化追责力度。“两强两严”背景下，要秉承“全方位、一体化、多视角”思路，综合应对上市公司证券合规风险。

笔者团队拟从上市公司经营合规、上市公司履职合规、上市公司证券服务合规和证券监管程序解析四个单元，协助上市公司勾划证券合规地图，推出上市公司证券合规地图系列文章，以供参酌。

本文为上市公司合规地图系列文章，属于上市公司经营合规篇。

文章主要内容为：

- 一、企业发行何种标的受《证券法》监管？
- 二、企业证券发行过程中财务造假有何种法律风险？
- 三、发行申报过程中撤回申请公司是否仍需承担法律责任？
- 四、发行文件中哪些属于造假需要担责的文件？

## 五、中小企业发行私募债券是否涉及欺诈发行风险？

总计约 3000 字，阅读时间约为 5 分钟。

### 一、企业发行何种标的受《证券法》监管？

上市发行是企业主要融资方式之一，包括公开发行与非公开发行，常见的发行标的为股票、债券，随着境内资本市场逐步演化、创新，包括资产支持证券、存托凭证在内的各类金融衍生品亦逐步占领企业发行舞台，随之而来的监管争议问题就是各类金融衍生品是否属于《证券法》监管范围，能否基于《证券法》作出处罚。

自 2019 年新《证券法》施行起，《证券法》明确的监管范围包括三类：一是法律明确列举的标的，包括股票，公司债券，存托凭证的发行和交易，以及政府债券、证券投资基金份额的上市交易；二是可以参照适用《证券法》原则的两个标的，即资产支持证券和资产管理产品的发行、交易；三是兜底性标的，即国务院依法认定的其他证券。

对于兜底性标的如何认定，司法实践中监管机构或司法机关可能结合该标的的发行模式、特点等方面作出认定，例如，2023 年 6 月上海金融法院审结的全国首例资产支持证券（ABS）欺诈发行民事赔偿案[1]，该案证券发行行为发生于 2016 年，当时资产支持证券的性质尚未由《证券法》予以明确，审理过程中，各方对于涉案资产支持证券是否应当适用《证券法》存在争议。最终，上海金融法院通过对资产支持证券概念及特征的判断，认定案涉资产支持证券具有可转让性、投资性、风险性特点，系证券的一种，应当适用 2014 年《证券法》。

因此，企业发行融资类产品或标的时，应综合评估该标的与现有证券是否具有同质性，如特征基本相同，则应及时注意该产品证券合规法律风险，包括潜在的违规披露、不披露重要信息，欺诈发行和内幕交易等风险。

### 二、企业证券发行过程中财务造假有何种法律风险？

全面注册制的整体框架，以真实、完整、准确的信息披露机制为核心，而财务造假就是全面注册制中的痛点，持续处于被监管范围的首要位置。

自 2022 年 1 月 22 日《虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》[2]施行起，监管机构、司法机关对证券财务造假案件监管趋于立体化，企业证券发行过程中的财务造假法律风险可划分为三类独立追责程序：民事、行政、刑事，形成“一个行为，多层风险”的叠加效应。

例如，2023 年较为典型的某晶存储欺诈发行证券案件[3]，2023 年 4 月该公司收到《行政处罚决定书》，对公司、公司责任人员作出处罚。当月，涉案中介机构立即发起设立 10 亿元专项

基金用于赔付投资人损失，不到 8 个月，投资人赔付金额达 10.86 亿元。同年 11 月，该公司发布公告称实际控制人已因涉嫌欺诈发行证券罪被公安机关采取强制措施。

该案件处理并非财务造假后的鲜见情况，《虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》施行后，民事虚假陈述投资人赔偿诉讼不再以行政处罚结果或刑事裁判结果作为法院案件受理必要条件，且考虑到司法实践中，证券案件行刑衔接不适用“刑事优先”原则，因此，任何一个追责程序都可能独立地启动并作出结果。从而引发该类案件中，企业的法律风险常呈发散式扩张，威慑力极大，一不小心就会出现“人财两空”的结果，应及时同步从各个角度予以控制和化解。

### 三、发行申报过程中撤回申请公司是否仍需承担法律责任？

早在 2019 年《证券法》施行之前，发行申报过程中财务造假但未经核准即撤回申请的，是否视为欺诈发行，存有争议。概因 2014 年《证券法》施行期间，股票发行注册制尚未全面启动，为适应核准制，《证券法》以“骗取发行核准”作为构成欺诈发行的前提，因此，部分观点认为，未经核准或造假前就已经符合发行标准的证券本质上不属于骗取核准。

例如，永某股份有限公司债券信息违规披露案<sup>[4]</sup>，该案的信息披露不实问题虽然发生在募集阶段，但由于不存在不符合发行条件的情形，所以该案最终按照旧法以违规信披论处，而非欺诈发行。

而 2019 年注册制改革逐步试点并启动后，证监会对上市公司发行标的的审核方式逐步从实质审核转化为形式审核，交由交易所和市场对发行标的的财务资料质量进行检验，因此，2019 年《证券法》对欺诈发行的规制重点从“骗取发行”变更为“在公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容”，即发行人在提交申报材料后、未获注册前信息披露不实的，同样适用欺诈发行的规定，担责链条再次延伸，起始阶段再度前移。

例如，2024 年首例证监会审查主动撤回申请的 IPO 案件，科创板某尔芯欺诈发行案，该公司于 2021 年 8 月提交科创板 IPO 上市申请，2 个月后被抽中现场检查，被发现涉嫌存在虚增收入等违法违规事项。2022 年 7 月，该公司撤回发行上市申请，但仍未逃过被行政处罚。

与《证券法》不同的是，《刑法》中对欺诈发行证券罪的规制仍以“发行股票或者公司、企业债券、存托凭证或者国务院依法认定的其他证券”为构成要件，截至目前，尚未出现在发行前撤回申请的财务造假案件，被移送刑事或被判决构成欺诈发行证券罪。

### 四、发行文件中哪些属于造假需要担责的文件？

在法律监管之下的“发行文件”是指申请证券发行过程中，根据《证券法》及相关监管法律要求需要报送或公告的文件，从行政角度而言较为宽泛。而刑事采取列举+兜底的表述模式，明确划定范围为“招股说明书、认股书、公司、企业债券募集办法等发行文件”。



其中，“招股说明书、认股书、公司、企业债券募集办法”不能仅以名字划分，而应以文件的实质内容予以判断。例如，东飞马某里案[5]中，辩护人提出案涉“募集说明书”并非法律规定表述的“募集办法”，法院否定了该意见，主要理由在于募集说明书与募集办法仅是名称不同，实质二者的功能以及内容是相同的。此外，如果依照规定应当作为招股说明书、认股书、债券募集办法等发行的附件的，应当视为发行文件的组成部分。

为应对立法的滞后性，规制新型证券发行中可能出现的发行文件，《刑法修正案（十一）》增加了“等发行文件”这一兜底表述。

“等发行文件”的理解要以“同质性”为核心，简单来说，这类文件在发行过程中起到的作用应当与招股说明书、认股书、债券募集办法等实质作用相当。这类文件往往是发行过程中比较重要的文件，例如董事会决议、股东大会决议、财务报告等，这类发行文件对证券是否能够发行成功通常有决定性作用。

这里特别指出，欺诈发行证券罪中“等发行文件”不应当包括发行申请文件内中介机构出具的证明文件。中介机构在出具的证明文件中实施隐瞒、编造行为的，依据情况不同当由“提供虚假证明文件罪”或者“出具证明文件重大失实罪”进行规制。

#### 五、中小企业发行私募债券是否涉及欺诈发行风险？

中小企业私募债券，是指中小微型企业在中国境内以非公开形式发行和转让，约定在一定期限内还本付息的公司债券。该类债券整体缺乏流动性，发行门槛较低，信息披露要求相对较低。如中小企业在发行私募债券的过程中实施财务造假的，对应损害的投资者利益为特定人员利益，这也是实践中存在争议的主要方面。

从《证券法》角度而言，《证券法》规制的范围明确包含公开发行与非公开发行，而《证券法》第一百八十一条[6]对欺诈发行的规定未明确排除非公开发行证券，因此，即便私募债券属于非公开发行的范畴，仍受到《证券法》监管。

从《刑法》角度而言，该争议在刑事案件中曾多次由司法机构予以回应，例如《刑事审判参考》第1387号案例[7]，该案发行主体为中小企业，为解决融资问题发行私募债券，于《私募债券募集说明书》中隐瞒影响债券价值的重要事实，导致投资人遭受数千万损失。该案例的裁判观点认为，无论是公募债券还是私募债券，均属于欺诈发行债券罪的行为对象。

法院从两个方面论述此观点，一是从公司债券的特征出发，私募债券符合“依照法定程序发行、约定在一定期限还本付息”的公司债券的基本特征；二是从欺诈发行证券罪所保护的法益出发，私募债券发行文件存在存在重大虚假、有误导性陈述或者隐瞒重要事实，必然破坏国家对债券发行市场的管理秩序，侵害投资者的合法权益。

## ●注释:

[1]上海金融法院民事判决书，（2020）沪 74 民初 1801 号。

[2]《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》。

[3]中国证监会行政处罚决定书，（2023）30 号。

[4]中国证监会行政处罚决定书，（2021）44 号。

[5]江苏省高级人民法院刑事判决书，（2018）苏刑终 205 号。

[6]《证券法》第一百八十一条发行人在其公告的证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假记载，尚未发行证券的，处以二百万元以上二千万元以下的罚款；已经发行证券的，处以非法所募资金金额百分之十以上一倍以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。

发行人的控股股东、实际控制人组织、指使从事前款违法行为的，没收违法所得，并处以违法所得百分之十以上一倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足二千万元的，处以二百万元以上二千万元以下的罚款。对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以一百万元以上一千万元以下的罚款。

[7]江苏省无锡市中级人民法院刑事判决书，（2018）苏 02 刑初 49 号。

# 马宏伟等：证券合规地图系列文章（二）：上市公司经营合规之上市公司日常经营中的信息披露合规风险



## 马宏伟

大成上海 高级合伙人

专业领域：资本市场、刑事、争议解决、公司与并购

ma.hongwei@dentons.cn



## 金菱

大成上海 律师

专业领域：合规与风险控制、资本市场、争议解决、刑事

jin.ling@dentons.cn

2024年4月12日，《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（新“国九条”）印发。新“国九条”以强监管、防风险、促高质量发展为主线，强调稳为基调、严字当头，确保监管“长牙带刺”、有棱有角，要求推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本，加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。

之后，系列配套监管文件发布与更新，明确加大行政、民事、刑事立体化追责力度。“两强两严”背景下，要秉承“全方位、一体化、多视角”思路，综合应对上市公司证券合规风险。

笔者团队拟从上市公司经营合规、上市公司履职合规、上市公司证券服务合规和证券监管程序解析四个单元，推出系列文章，协助勾划上市公司证券合规地图，以供参酌。

本文为上市公司合规地图系列文章，属于上市公司经营合规篇。

文章主要内容为：

- 一、哪些上市公司日常经营信息披露行为有较高合规风险？
- 二、上市公司未及时披露行为可能产生什么风险？
- 三、非经营性资金占用全额归还能否免除上市公司行政处罚？
- 四、会计差错能否成为信息披露违法违规的免责事由？
- 五、信息披露违法违规什么情况下可能涉及刑事责任？
- 六、信息披露违法后各方主体责任如何承担？

总计约 3400 字，阅读时间约为 5 分钟。

## 一、哪些上市公司日常经营信息披露行为有较高合规风险？

注册制改革后，上市公司信息披露作为投资人观察上市公司发展质量、择优劣汰的直接窗口，是中国证监会监管的首要重点内容。根据新《证券法》第 197 条规定，上市公司的信息披露行为能够涉及到行政处罚的主要有两类：一是未按照规定报送有关报告或者履行信息披露义务，二是虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。

### （一）未按照规定报送有关报告或者履行信息披露义务

未按规定披露主要是指上市公司未及时披露信息或披露的内容不符合法定要求，例如大股东通过集中竞价交易减持股份的，需提前 15 个交易日报告并公告其减持计划，披露减持股份的数量、来源、原因以及时间区间和价格区间；上市公司应当在每个会计年度结束之日起 4 个月内披露年度报告、每个会计年度的上半年结束之日起 2 个月内披露半年度报告，如果未在法定期间内及时披露或披露的内容缺少法定要件的，就构成未按规定披露的违规信披行为。

### （二）虚假记载、误导性陈述和重大遗漏

虚假记载、误导性陈述和重大遗漏则是未按规定披露的严重情节，其行政处罚区间也是未按规定披露的两倍，其中，虚假记载系中国证监会近几年重点打击的内容，极易触发刑事风险。2024 年 3 月 15 日，中国证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，其中就提到加大对财务“洗澡”的打击力度。依法惩治上市公司通过供应链金融、商业保理和票据交易、融资性贸易、“空转”“走单”等实施财务造假。

## 二、上市公司未及时披露行为可能产生什么风险？

### （一）信息披露违法违规风险

上市公司未及时披露通常有三种典型情形：一是无法按时披露定期报告，二是应当在临时报告里披露而未披露，仅通过年报或半年报等定期报告披露；三是延期披露临时报告。该情节并非偶发性事件，几乎每年年报披露期间都会发生大批量上市公司因未及时披露年报被中国证监会立案的情况，2024 年 5 月 8 日就有 7 家上市公司发布公告称，因未及时披露 2023 年年度报告被证监会立案调查。

往年因重大信息披露违法违规被处罚的上市公司中，也多常伴有未及时披露临时报告的情况，例如，中国证监会发布的往年典型违法案例中，发生重大信息披露违法事件的广州市某奇实业股份有限公司[1]、江苏某超控股股份有限公司[2]也都存在延期披露临时报告的情况。



## （二）退市等重大经营管理风险

虽然未及时披露在违规披露、不披露重要信息中属于较轻的情节，但其背后的潜在风险信号是上市公司经营质量的下滑。2024年5月8日被立案调查的7家上市公司中，延期披露的原因各有不同，但都指向内部经营管理重大问题，包括年报审计无法通过、年报财务数据遭到独立董事反对、没有缴纳审计费用导致审计机构辞任等。根据上市相关管理规则，如果上市公司持续无法披露年度报告，其股票将被实施停牌，甚至面临退市风险，这同样也会对上市公司的公众形象和市场信誉产生重大影响。

### 三、非经营性资金占用全额归还能否免除上市公司行政处罚？

非经营性资金占用是上市公司受到违规披露、不披露重要信息行政处罚的高频事由之一，部分上市公司对此存在误区，认为只要占用的资金及时归还，即无需承担行政责任。该等误区来源于上市公司管理人员对非经营性资金占用性质和违规信披处罚对象的错误认识。

第一，非经营性资金占用本身就具有违法性质，部分经营管理人员会将非经营资金占用定义为灵活调动上市公司资金，并认为最终目的是保障上市公司发展质量，但事实上，根据2024年国务院、中国证监会公布的多项文件<sup>[3]</sup>政策导向，资金占用如未经过公司内部三会审批，极可能违背董监高的忠实义务，引发挪用资金或背信损害上市公司利益的行政、刑事风险。

第二，违规披露、不披露重要信息这一处罚事项的宗旨在于规制信息披露行为，而非信息本身的内容。参考以往证监会处罚案例，对于非经营性资金占用已经归还的情况，上市公司的支出资金流和收款资金流通常会被分别计算，两者总额为未披露资金数额，最为典型的是海南某空控股股份有限公司违规信披一案<sup>[4]</sup>处罚决定将非经营性资金占用归还的流水同步计入未披露金额中，并以往来总金额计算违规占比。

因此，非经营性资金占用是否归还不影响对上市公司或上市公司相关负责人员的违规披露、不披露重要信息责任认定。

### 四、会计差错能否成为信息披露违法违规的免责事由？

会计差错的概念来源于《企业会计准则第28号——会计政策、会计估计变更和差错更正》第十一条，是指由于没有运用或错误运用能够取得的可靠信息，而对前期财务报表造成省略或错报，包括计算错误、应用会计政策错误、疏忽或曲解事实以及舞弊产生的影响等。

在一些信息披露违法违规案件中，上市公司会以虚假记载实为会计差错为由，要求免除责任，概因部分观点认为会计差错是过失行为，虚假记载是故意行为，两者属于择一关系，互不交叉。但从监管实践来看，会计差错实质无法成为该类案件的免责事由。例如，罗某特科技集团股份有限公司信息披露违法违规一案，上市公司作为供货方，以发货经客户验收时点为标准，对项目进行收入确认，事实上，相关商品的控制权在上市公司确认收入时并未转移至客户，导致上市公司三年利润

均存在大额虚增。该案中，上市公司即以会计差错为由认为应当免责，但未被中国证监会采纳。

其根本原因在于，如果会计差错是服务于虚增利润的目的，那么会计差错调整后对上市公司财务报表的影响必然会导致证券市场波动，影响投资者决策，该等情况下，会计差错本身就是违法的一种手段，被虚假陈述行为所吸收。反之，如果该等差错本质上不会影响会计报表使用者对企业财务状况、经营成果和现金流量表作出正确判断，则不应认定为虚假记载。

## 五、信息披露违法违规什么情况下可能涉及刑事责任？

信息披露违法违规案件的移送取决于两层因素：一是政策导向，二是法定标准。

### （一）政策导向

信息披露违法违规案件的刑事追责在 2020 年前和 2020 年后是两种不同的模式，2020 年之前，上市公司或上市公司责任人员因为信息披露违法违规涉及刑事的案件基本在十位数以内，导致大部分上市公司管理人员认为，监管机构会基于不影响上市公司正常经营的目的，减少案件移送刑事的可能性。

2020 年之后，特别是 2024 年，国务院、证监会发布包括《关于加强上市公司监管的意见（试行）》在内的多份政策性文件，强调加强信息披露监管，严惩业绩造假行为，并要求采取全方位立体式追责，加强行政执法和刑事司法衔接，应移尽移，并且财务造假行为是证券违法犯罪行为中应当严惩的内容。

### （二）法定标准

在该等趋势下，信息披露违法违规案件只要符合立案追诉标准，则大概率将被移送刑事，根据《最高人民法院公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定（二）》第 6 条，法定标准主要分为两类：一类是数据标准，另一类是情节标准。

数据标准是指违规信披的数据达到一定比例的即构成犯罪，例如虚增或者虚减资产达到当期披露的资产总额百分之三十以上的。情节标准是指违规信披的行为达到一定效果即构成犯罪，例如致使公司、企业发行的股票或者公司、企业债券、存托凭证或者国务院依法认定的其他证券被终止上市交易的。

## 六、信息披露违法后各方主体责任如何承担？

### （一）责任主体

不论是行政还是刑事，信息披露违法行为主要处罚对象有两类，一类是无条件责任对象，即信息披露义务人及其直接负责的主管人员和其他直接责任人员，另一类是附条件责任对象，即发行人

的控股股东、实际控制人以及他们的直接负责的主管人员和其他直接责任人员。附条件责任对象只有在参与组织、指使违法行为发生，或者隐瞒相关事项导致违法行为发生的情况下才需要承担责任。

## （二）责任认定

### 1. 行政责任

关于责任认定，行政与刑事有所不同。根据《信息披露违法行为行政责任认定规则》，在行政处罚案件中，董监高的责任采用过错推定原则，除能够证明自己没有过错的外，应当视情况认定为直接负责的主管人员或其他直接责任人员；董监高之外的其他人采用过错责任原则，确有证据证明他的行为跟违规信披有直接因果关系的，视情况认定为直接负责的主管人员或其他直接责任人员。

### 2. 刑事责任

刑事要求对当事人的责任认定需达到排除合理怀疑的证明标准，两者对于证据的获取方式、证据要求不完全一致，在该种情况下，也可能发生公安机关在刑事侦查过程中发现对原主要负责人或其他直接责任人员的认定无法达到刑事证明标准或原主要负责人或其他直接责任人员责任加重。

此外，刑事责任采取单罚制，上市公司并不会成为最终定罪处罚的对象，而是以负直接责任的主管人员和其他直接责任人员或者控股股东、实际控制人作为处罚对象。如控股股东、实际控制人为单位，则实行单位和直接责任人员双罚制。

#### ●注释：

[1]广东监管局警示函，〔2020〕163号。

[2]江苏监管局警示函，〔2023〕76号。

[3]《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》《关于加强上市公司监管的意见（试行）》。

[4]中国证监会行政处罚决定书，〔2022〕46号。

# 刘婧等：生物科技公司香港上市——主板上市规则第 18A 章



**刘婧**  
大成北京 高级合伙人  
专业领域：资本市场、公司与并购重组、跨境投资  
与贸易、知识产权与科技创新  
liu.jing@dentons.cn



**肖瑶**  
大成北京 律师  
专业领域：资本市场、公司与并购重组、跨境投资  
与贸易、知识产权与科技创新  
xiao.yao@dentons.cn



**王雨婷**  
大成北京 律师助理  
专业领域：资本市场、公司与并购重组、跨境投资  
与贸易、知识产权与科技创新  
wang.yuting@dentons.cn

在科技发展的浪潮中，生物科技行业凭借其内在的创新本质和巨大的发展潜力，受到了资本市场的关注，但生物科技公司亦存在研发周期长、风险高、对资金的需求量大等特点，在其发展的较长时间内将难以满足相关上市规则下的原有上市标准。

为解决生物科技公司在资本市场的融资难题，推动生物科技行业的发展，香港联合交易所（“香港联交所”）于 2018 年 4 月 30 日公布了修订后的《Main Board Listing Rules》（“《主板上市规则》”），其中新增第 18A 章关于生物科技公司的上市规则（“第 18A 章”），允许尚未盈利的生物科技公司在香港联交所主板上市；同日，香港联交所发布了《关于生物科技公司是否适合上市的指引信》（“GL92-18”），明确了联交所判断上市申请人是否适合根据第 18A 章上市时所考虑的因素，以及在发行人根据第 18A 章上市后，该等发行人如何适用若干关于须予公布的交易及关联交易的规则。后续香港联交所于 2020 年 4 月 29 日发布了《关于生物科技公司上市文件披露的指引信》（“GL107-20”），进一步明确了根据第 18A 章上市的生物科技公司在其上市文件中应当进行披露的内容。

近期，香港联交所公布《Guide For New Listing Applicants》（“《新上市申请人指南》”，于 2024 年 1 月 1 日生效），替代了前述 GL92-18 以及 GL107-20 指引信并对相关内容进行了简化，具体而言，《新上市申请人指南》涵盖的与生物科技公司适用第 18A 章申请上市的有关内容包括：

- （1）上市条件；



- (2) 上市资格及适合性；
- (3) 上市披露指引（包括一般原则以及特定章节的披露）；
- (4) 首次公开招股项下的股份认购及分配；
- (5) 上市后事宜。

本文将从第 18A 章规定的生物科技公司相关行业、上市条件及资格、案例解析、常见问题及应对等方面对第 18A 章进行分析与解读，以期为生物科技公司适用第 18A 章申请香港上市提供参考。

## 一、相关行业

根据第 18A 章的定义，生物科技公司指“主要从事生物科技产品的研发、应用以及商业化的公司”，对生物科技公司而言，根据《新上市申请人指南》的规定，其为证明有资格且适合在香港联交所以生物科技公司的身份上市，需要至少有一项核心产品已通过概念阶段，而核心产品的种类包括：

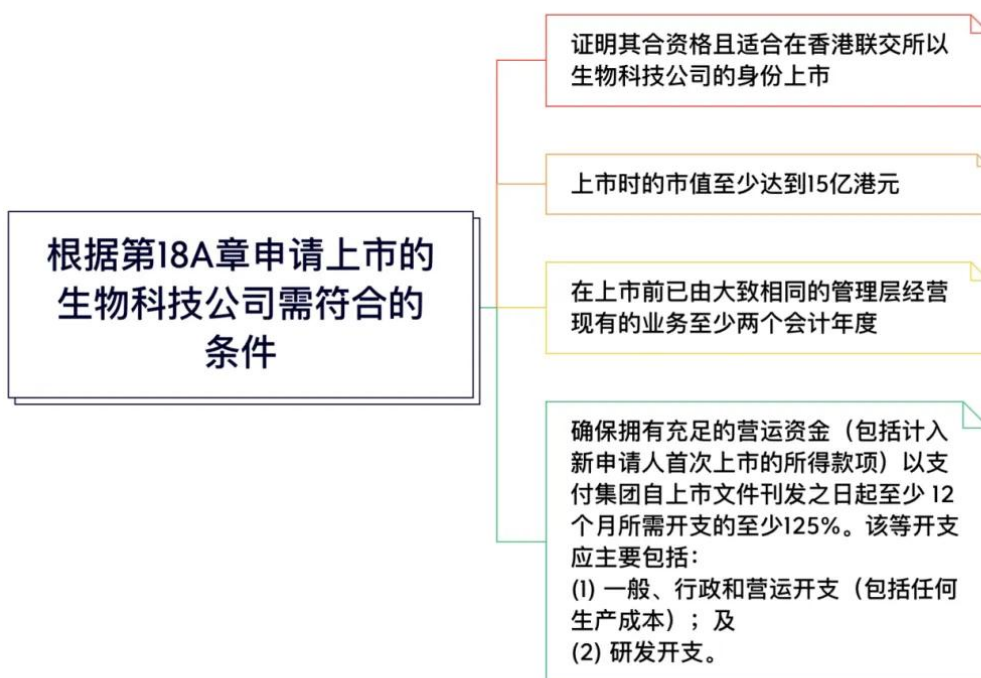
- (1) 药剂（小分子药物）；
- (2) 生物制剂；
- (3) 医疗器械（包括诊断器材）；
- (4) 其他生物科技产品（香港联交所视具体情况考虑）。

结合前述企业核心产品的种类，理解第 18A 章主要适用于生物制药行业、医疗器械行业以及前沿医疗技术行业的相关企业。

## 二、上市条件及资格

对于适用第 18A 章申请上市的生物科技公司而言，其无需满足《主板上市规则》第八章中 8.05（1）条中的盈利测试、第 8.05（2）条中的市值/收益/现金流量测试或第 8.05（3）条中的市值/收益测试，但仍需满足《主板上市规则》第八章的其他要求（除第 8.05, 8.05A, 8.05B 及 8.05C 条外）且需满足第 18A 章所列要求。

具体而言，根据第 18A 章申请上市的生物科技公司必须符合下述条件：



针对上方提及的“有资格且适合在香港联交所以生物科技公司的身份上市”，为了证明该项，生物科技公司需要同时满足如下要求：

序号	要求
1	至少有一项核心产品已通过概念阶段 <sup>[1]</sup>
2	主要专注于研发以开发核心产品，并于上市前十二个月内持续进行有关研发
3	上市集资主要用于研发核心产品，以将其推出市场
4	拥有与核心产品有关的专利，包括已注册专利、专利申请及其他知识产权
5	在建议上市日期的至少六个月前已获至少一名资深投资者为公司提供相当数额的第三方投资（且其至进行首次公开招股时仍未撤回投资）
6	如核心产品为药物（包括药剂及生物制剂），申请者亦需证明其拥有潜在的生物科技产品管线

除此之外，根据《新上市申请人指南》的规定，联交所评估申请人的上市合适性时，亦会检视（其中包括）其在上市申请日期前12个月内的拥有权是否变动。

### 三、案例解析

自 2018 年 4 月第 18A 章颁布以来，已有多家满足前述要求的生物科技公司采用第 18A 章的上市规则成功登陆港股市场，下文将对适用第 18A 章上市的生物科技公司分类举例进行案例解析。

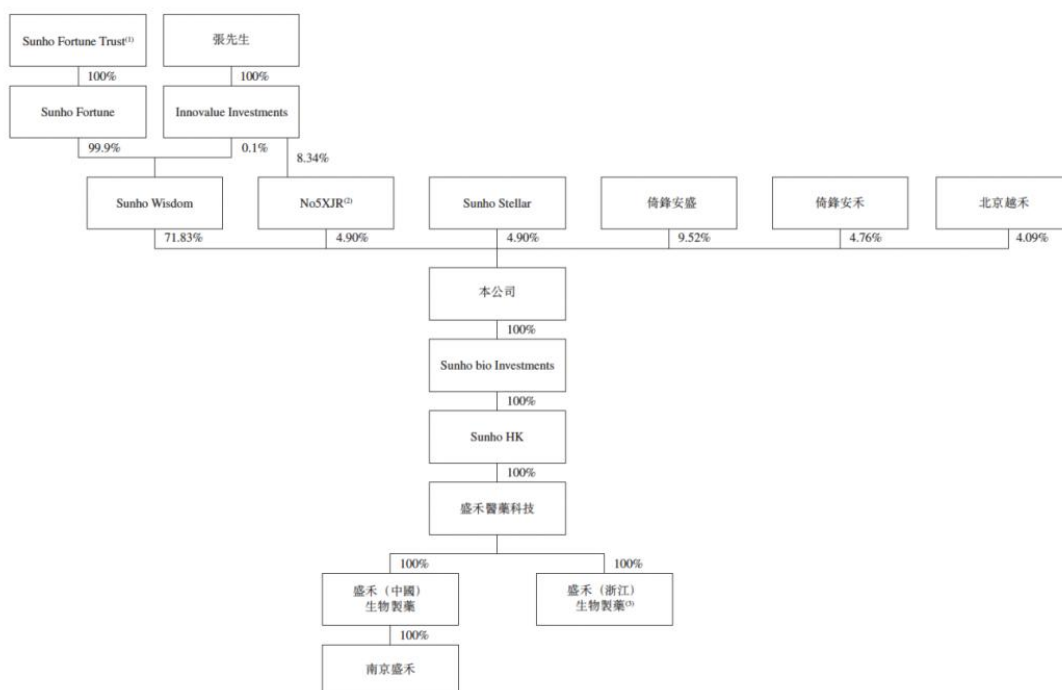
根据公开渠道查询的数据，截至 2024 年 6 月 30 日，已有 65 家适用第 18A 章上市规则的生物科技公司于香港联交所主板上市，该等 65 家公司分布于前述生物制药行业、医疗器械行业以及前沿医疗技术行业，其中生物制药行业上市公司占比最高，医疗器械行业公司占比居中，而前沿医疗技术公司则占比相对较少。

本文在前述上市公司中分别选取了一家生物制药公司、一家医疗器械公司以及一家前沿医疗技术公司作为案例，针对其上市架构、业务及资质情况进行中国法律角度的分析。

## 01 盛禾生物[2] (02898.HK)

### (1) 上市架构

根据盛禾生物招股书[3]披露的信息，盛禾生物采用 100% 股权红筹架构，其紧接上市前的股权架构图如下：



### (2) 业务及资质

根据盛禾生物招股书披露的内容，盛禾生物是一家专注于发现、开发和商业化用于治疗癌症和自身免疫性疾病的生物制剂的临床阶段生物制药公司，拥有九种管线产品，三种自主研发的核心产品（IAH0968、IAP0971 以及 IAE0972），且除核心产品外，其他产品中有三种处于临床阶段，亦专注于癌症治疗。

根据盛禾生物招股书的披露，其已经取得对其业务运营至关重要的所有许可、执照、批准和证书，且针对前述主营业务，盛禾生物持有《药品生产许可证》以及针对部分药品取得了相应的《药品临床试验批准通知书》，并计划向中国国家药品监督管理局及美国食品药品监督管理局提交其余药品的药品临床试验申请，盛禾生物亦拥有临床前或临床研究项目产生的所有知识产权。

具体而言，盛禾生物境内运营实体持有的业务资质矩阵情况如下：



公司业务相关的主要现行监管规定如下：

序号	监管规定名称
1	《药品管理法》（2019年12月1日施行）
2	《药品管理法实施条例》（2019年3月2日施行）
3	《药品注册管理办法》（2020年7月1日施行）
4	《药物临床试验质量管理规范》（2020年7月1日施行）
5	《国家食品药品监督管理总局关于药品注册审评审批若干政策的公告》（2015年11月11日施行）
6	《关于优化药品注册审评审批有关事宜的公告》（2018年5月17日施行）
7	《国家药品监督管理局关于调整药物临床试验审评审批程序的公告》（2018年7月24日施行）
8	《药品上市许可优先审评审批工作程序（试行）》（2020年7月7日施行）
9	《国家食品药品监督管理总局关于药物临床试验信息平台的公告》（2013年9月6日施行）
10	《新药注册特殊审批管理规定》（2009年1月7日施行）
11	《药品检查管理办法（试行）》（2023年7月19日施行）

具体而言：

盛禾生物开展相应业务需持有《药品生产许可证》以及取得《药品临床试验批准通知书》的主要依据如下：

根据《药品管理法》的规定，“从事药品生产活动，应当经所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门批准，取得药品生产许可证。无药品生产许可证的，不得生产药品”。

根据《药品注册管理办法》的规定，“申请人在申请药品上市注册前，应当完成药学、药理毒理学和药物临床试验等相关研究工作。”“申请人完成支持药物临床试验的药学、药理毒理学等研究后，提出药物临床试验申请的，应当按照申报资料要求提交相关研究资料。经形式审查，申报资料符合要求的，予以受理。药品审评中心应当组织药学、医学和其他技术人员对已受理的



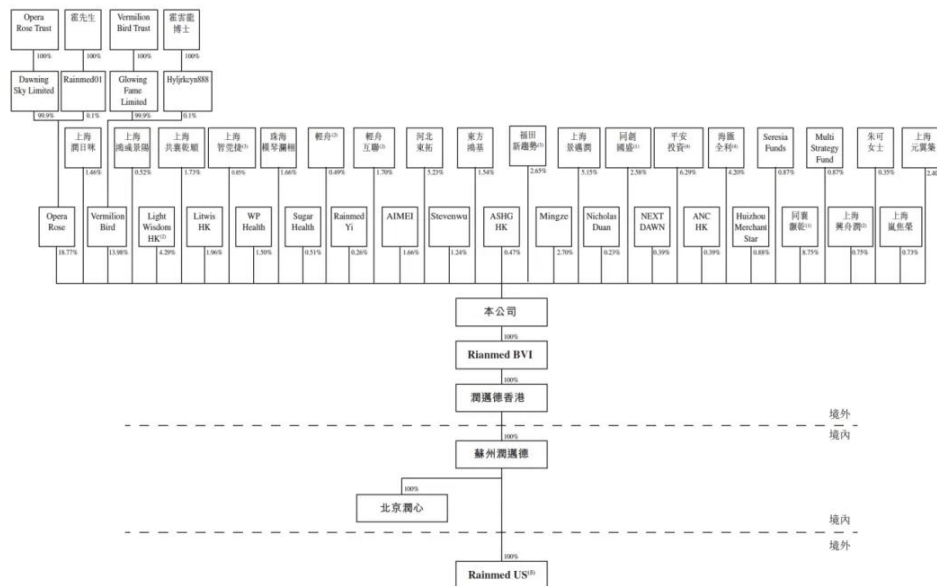
药物临床试验申请进行审评。对药物临床试验申请应当自受理之日起六十日内决定是否同意开展，并通过药品审评中心网站通知申请人审批结果；逾期未通知的，视为同意，申请人可以按照提交的方案开展药物临床试验”。

此外，生物制药公司应当留意，根据《药品注册管理办法》的规定，申请人在申请药品上市注册前，应当完成药学、药理毒理学和药物临床试验的相关研究工作。对于药品上市注册而言，除包括药物临床试验程序外，还包括药品上市许可、关联审评审批、药品注册核查以及药品注册检验等程序，对于符合条件的药品注册申请，申请人可以申请适用突破性治疗药物、附条件批准、优先审评审批及特别审批程序。而对于已上市药品而言，在其生产、经营以及使用环节，根据《药品检查管理办法（试行）》的规定，亦需面对药品监督管理部门对前述环节的调查、取证以及处置等方面的监管，其中对药品的检查主要分为许可检查、常规检查、有因检查以及其他检查，相应药企需留意前述检查事项，避免出现重大不合规事项。

## 02 润迈德[4] (02297.HK)

### (1) 上市架构

根据润迈德招股书[5]披露的信息，润迈德采用 100% 股权红筹架构，其紧接上市前的股权架构图如下：

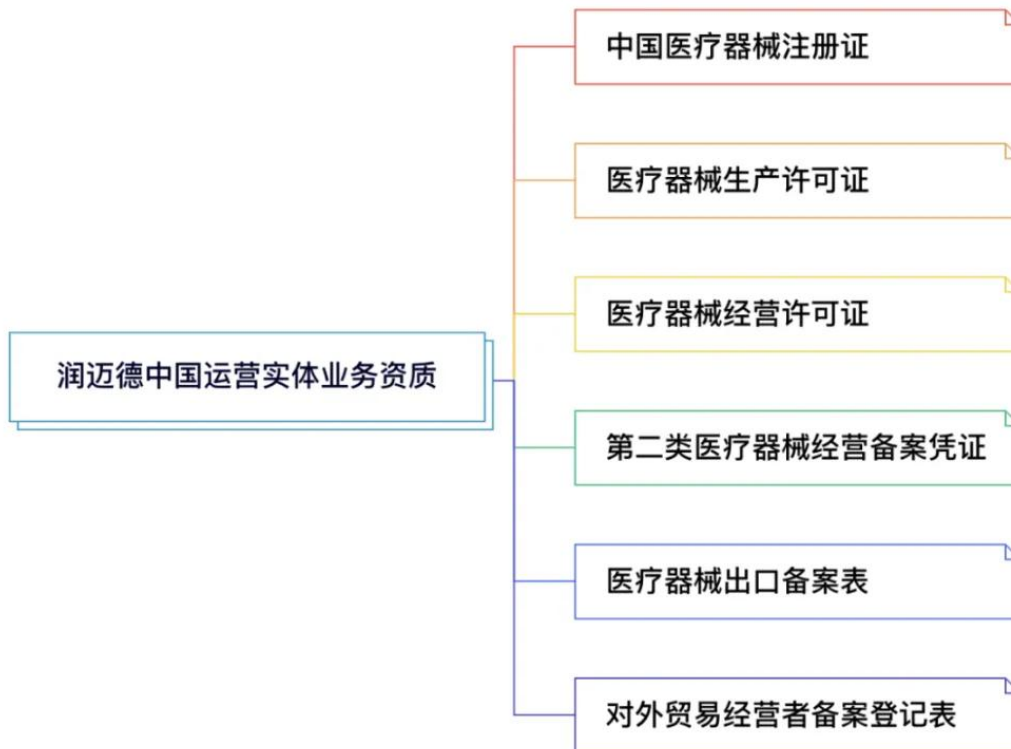


### (2) 业务及资质

根据润迈德招股书的披露以及对其业务部分的介绍，润迈德是一家中国医疗器械公司，目前专注于基于冠状动脉造影的血流储备分数系统及基于冠状动脉造影的微血管阻力指数系统的设

计、开发及商业化；其核心产品（即 caFFR 系统及 caIMR 系统）是创新的医疗器械，用于评估冠状动脉狭窄和微血管功能障碍（冠状动脉疾病的相关起因）引起的心肌缺血的严重程度。

根据润迈德招股书的披露，其已经取得对其业务运营而言重要的一切必要牌照、许可及证书。具体而言，润迈德境内运营实体持有的业务资质矩阵情况如下：



公司业务相关的主要现行监管规定如下：

序号	监管规定名称
1	《医疗器械监督管理条例》（2021年6月1日施行）
2	《医疗器械分类目录》（2023年8月15日施行）
3	《医疗器械注册与备案管理办法》（2021年10月1日施行）
4	《医疗器械注册自检管理规定》（2021年10月21日施行）
5	《免于进行临床评价医疗器械目录（2023年）》（2023年7月20日施行）
6	《列入免于临床评价医疗器械目录产品对比说明技术指导原则》（2021年9月18日施行）
7	《医疗器械临床评价技术指导原则》（2021年9月18日施行）
8	《决策是否开展医疗器械临床试验技术指导原则》（2021年9月18日施行）
9	《医疗器械临床试验质量管理规范》（2022年5月1日施行）
10	《医疗器械生产监督管理办法》（2022年5月1日施行）
11	《医疗器械生产质量管理规范》（2015年3月1日施行）
12	《医疗器械委托生产质量协议编制指南》（2022年3月22日施行）
13	《医疗器械经营监督管理办法（2022）》（2022年5月1日施行）
14	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》（2017年10月8日施行）
15	《创新医疗器械特别审查程序》（2018年12月1日施行）
16	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的施行意见（试行）》（2016年12月26日施行）
17	《医疗器械产品出口销售证明管理规定》（2015年9月1日施行）
18	《海关法》（2021年4月29日施行）
19	《海关报关单位备案管理规定》（2022年1月1日施行）
20	《海关总署关于出境特殊物品卫生检疫审批有关事宜的公告》（2021年7月8日施行）

具体而言：

润迈德开展相应业务需具备前述医药相关业务资质的主要依据如下：

根据《医疗器械注册与备案管理办法》的规定，“第一类医疗器械实行产品备案管理。第二类、第三类医疗器械实行产品注册管理。境内第一类医疗器械备案，备案人向设区的市级负责药品监督管理的部门提交备案资料。境内第二类医疗器械由省、自治区、直辖市药品监督管理部门审查，批准后发给医疗器械注册证。境内第三类医疗器械由国家药品监督管理局审查，批准后发给医疗器械注册证。进口第一类医疗器械备案，备案人向国家药品监督管理局提交备案资料。进口第二类、第三类医疗器械由国家药品监督管理局审查，批准后发给医疗器械注册证”。

根据《医疗器械生产监督管理办法》的规定，“根据医疗器械风险程度，医疗器械生产实施分类管理。从事第二类、第三类医疗器械生产活动，应当经所在地省、自治区、直辖市药品监督管理部门批准，依法取得医疗器械生产许可证；从事第一类医疗器械生产活动，应当向所在地设区的市级负责药品监督管理的部门办理医疗器械生产备案”。

根据《医疗器械经营监督管理办法（2022）》的规定，“按照医疗器械风险程度，医疗器械经营实施分类管理。经营第三类医疗器械实行许可管理，经营第二类医疗器械实行备案管理，经营第一类医疗器械不需要许可和备案”。

根据《海关法》的规定，“进出口货物收发货人、报关企业办理报关手续，应当依法向海关备案”。

根据《海关报关单位备案管理规定》的规定，“进出口货物收发货人、报关企业申请备案的，应当取得市场主体资格；其中进出口货物收发货人申请备案的，还应当取得对外贸易经营者备案”。根据笔者进一步查询，根据于 2022 年 12 月 30 日开始施行的《中华人民共和国对外贸易法》（2022 修正），原规定中关于对外贸易经营者备案登记的规定已被删除，现行规定下，不再要求对外贸易经营者办理备案登记。

根据《医疗器械生产监督管理办法（2017 修正）》（已被废止）的规定，“生产出口医疗器械的，应当保证其生产的医疗器械符合进口国（地区）的要求，并将产品相关信息向所在地设区的市级食品药品监督管理部门备案”。但是，该等规定已被 2022 年 5 月 1 日开始实施的《医疗器械生产监督管理办法（2022）》废止，《医疗器械生产监督管理办法（2022）》未再保留有关出口医疗器械备案的规定。同时，根据《海关总署关于出入境特殊物品卫生检疫审批有关事宜的公告》的规定，“《出入境特殊物品卫生检疫管理规定》规定‘出境用于预防、诊断、治疗的人类疾病的生物制品、人体血液制品，应当提供药品监督管理部门出具的销售证明’中所指的‘销售证明’，包含药品监督管理部门出具的《医疗器械出口备案表》和《医疗器械产品出口销售证明》，两者均可作为企业办理出入境特殊物品卫生检疫审批相关申请材料”。

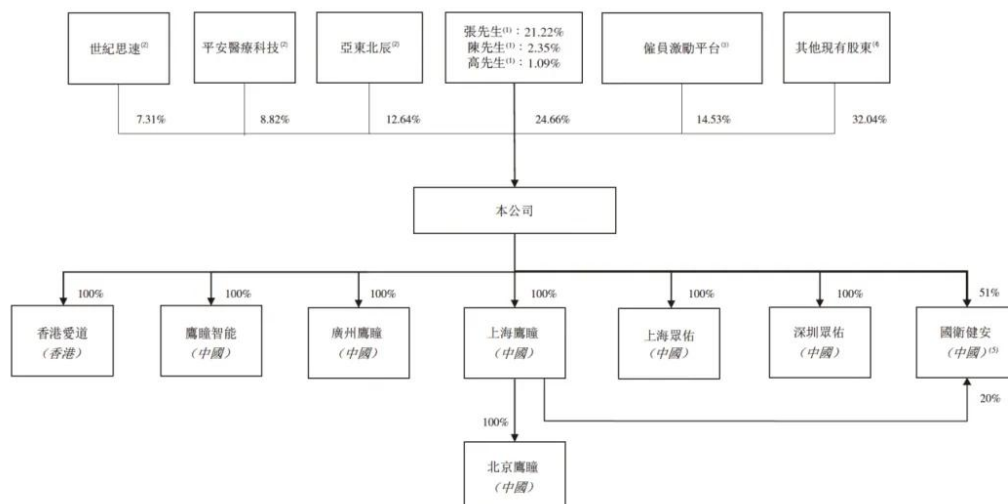
此外，对于医疗器械企业而言，同样可能涉及临床试验。根据《医疗器械监督管理条例》的规定，按照国务院药品监督管理部门的规定，医疗器械产品注册、备案，应当进行临床评价（符合特定情形的可以免于进行临床评价），而在进行医疗器械临床评价时，已有临床文献资料、临床数据不足以确认产品安全、有效的医疗器械，则应当开展临床试验。开展医疗器械临床试验应当向省级药品监督管理部门备案，其中第三类医疗器械临床试验对人体具有较高风险的，还应当经国务院药品监督管理部门批准。

### 03 鹰瞳科技[6]（02251.HK）

#### （1）上市架构

根据鹰瞳科技招股书[7]披露的信息，鹰瞳科技采用 H 股上市架构，其紧接上市前的股权架构图如下：



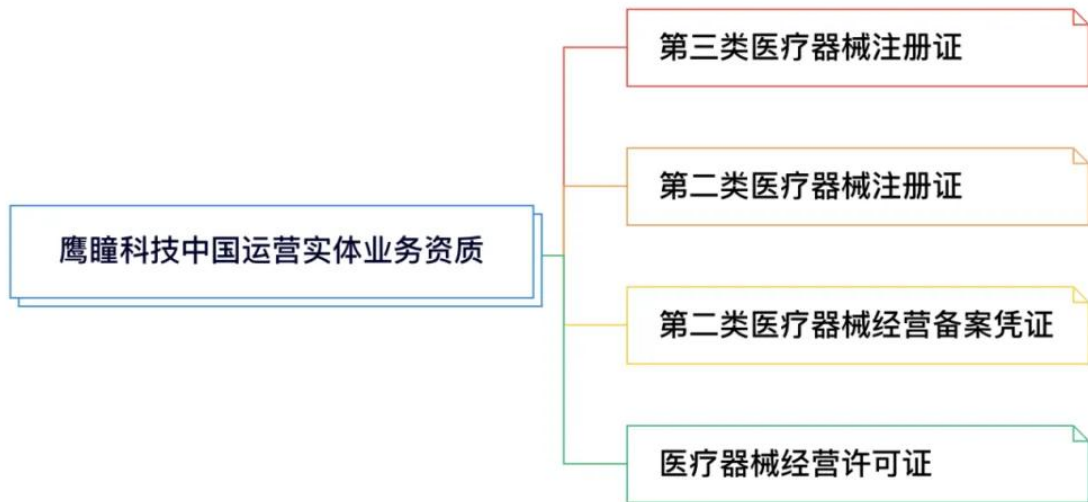


## (2) 业务及资质

根据鹰瞳科技招股书的披露以及对其业务部分的介绍，鹰瞳科技是一家提供人工智能视网膜影像识别无创、快速、有效且可扩展的早期检测、诊断及健康风险评估解决方案的公司。其解决方案包括以视网膜影像、多模态数据分析以及人工智能深度学习算法等有别于慢性病传统的早期检测及诊断方式，在医疗机构和大健康供应商中实现对慢性病的无创、准确、快速、有效且可扩展的检测及诊断。

鹰瞳科技自主研发的核心产品 Airdoc-AIFUNDUS (1.0) 是一款人工智能医疗器械软件，已获批用于辅助诊断糖尿病视网膜病变，以协助医生做医疗诊断；此外，根据鹰瞳科技招股书的披露，其当时正在推进其他两个版本的核心产品 Airdoc-AIFUNDUS (2.0) 以及 Airdoc-AIFUNDUS (3.0) 的开发。

根据鹰瞳科技招股书的披露，其已经取得对其业务运营而言重要的一切必要牌照、批准及许可。具体而言，鹰瞳科技境内运营实体持有的业务资质矩阵情况如下：



公司业务相关的主要现行监管规定如下：

序号	监管规定名称
1	《医疗器械监督管理条例》（2021年6月1日施行）
2	《人工智能医用软件产品分类界定指导原则》（2021年7月1日施行）
3	《医疗器械注册与备案管理办法》（2021年10月1日施行）
4	《医疗器械注册单元划分指导原则》（2017年11月17日施行）
5	《医疗器械生产监督管理办法》（2022年5月1日施行）
6	《免于进行临床评价医疗器械目录（2023年）》（2023年7月20日施行）
7	《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》（2017年10月8日施行）
8	《创新医疗器械特别审查程序》（2018年12月1日施行）
9	《医疗器械生产质量管理规范》（2015年3月1日施行）
10	《医疗器械临床试验质量管理规范》（2022年5月1日施行）
11	《医疗器械经营监督管理办法（2022）》（2022年5月1日施行）
12	《关于在公立医疗机构药品采购中推行“两票制”的施行意见（试行）》（2016年12月26日施行）

具体而言：

公司开展相应业务需具备前述相关业务资质的主要依据如下：

根据鹰瞳科技招股书披露的信息，其核心产品 Airdoc-AIFUNDUS 遵循《人工智能医用软件产品分类界定指导原则》，符合《医疗器械监督管理条例》有关医疗器械的定义，并基于其被用作临床决策过程的一部分及《医疗器械分类目录》等相关规定将人工智能医疗器械纳入第二类或第三类医疗器械进而被视作第三类医疗器械受到监管。

根据《医疗器械注册与备案管理办法》的规定，“第一类医疗器械实行产品备案管理。第二类、第三类医疗器械实行产品注册管理。境内第一类医疗器械备案，备案人向设区的市级负责药

品监督管理的部门提交备案资料。境内第二类医疗器械由省、自治区、直辖市药品监督管理部门审查，批准后发给医疗器械注册证。境内第三类医疗器械由国家药品监督管理局审查，批准后发给医疗器械注册证。进口第一类医疗器械备案，备案人向国家药品监督管理局提交备案资料。进口第二类、第三类医疗器械由国家药品监督管理局审查，批准后发给医疗器械注册证”。

根据《医疗器械经营监督管理办法（2022）》的规定，“按照医疗器械风险程度，医疗器械经营实施分类管理。经营第三类医疗器械实行许可管理，经营第二类医疗器械实行备案管理，经营第一类医疗器械不需要许可和备案”。

#### 四、常见问题及应对

##### 01 证监会备案

根据《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（“《境外上市管理试行办法》”，2023年3月31日施行）的规定，中国境内企业通过直接或间接方式[8]在境外发行上市的，须向中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）备案，并报告相关信息。

经笔者在中国证监会官网（<http://www.csrc.gov.cn/>）查询，中国证监会对包括华苜生物、盛禾生物、加立生物以及荃信生物在内的适用第18A章申请香港上市的生物科技公司，针对其境外发行上市备案申请提出了补充材料的要求，举例而言：

##### （1）华苜生物

请说明：（i）你公司及下属公司掌握、采集和保管人类遗传资源的情况，是否采取相应管控及合规措施，是否存在违反《人类遗传资源管理条例》等有关法律法规规定的情形；（ii）你公司及下属公司业务是否涉及《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（2021年版）中外资禁止类的“人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用”；（iii）你公司及下属子公司经营范围中第三类医疗器械生产业务的实际开展情况及合规情况。

##### （2）盛禾生物

请进一步自查境内运营实体业务是否涉及《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（2021年版）中人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用，并提供明确依据。

##### （3）加立生物

请说明（i）与 Latitude 公司在人员、业务、资产、财务等方面独立性，并说明你公司核心技术依赖 Latitude 公司的风险，是否对你公司独立研发能力或持续经营能力构成重大影响，是否对本次发行上市构成实质障碍；（ii）其境内运营实体在研发过程中，收集及存储个人信息规模、个人信息收集使用情况，是否存在向境外传输数据或向第三方提供个人信息的情形，是否符合《科学数据管理办法》的相关规定，并说明上市前后信息数据保护的安排或措施。

#### （4）荃信生物

你公司药品研发、临床试验等活动是否需要履行人类遗传资源管理相关监管程序，是否符合《中华人民共和国人类遗传资源管理条例》第七条、第二十一条等有关规定。

总而言之，适用第 18A 章申请香港上市的生物科技公司，需特别关注人类遗传资源管理要求、外商投资负面清单以及数据保护与信息安全方面的合规事项，以避免因此对境外上市备案造成实质性障碍。

### 02 外商投资

根据《鼓励外商投资产业目录（2022 年版）》的规定，医药制造业领域的多项产业列入了鼓励外商投资的目录，包括但不限于“新型化合物药物或活性成份药物的生产”“新型抗癌药物、新型心脑血管药物及新型神经系统用药的开发、生产”“采用生物工程技术的新型药物生产”“细胞治疗药物研发与生产（禁止外商投资领域除外）”；同时，根据《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021 年版）》的规定，外商禁止投资人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用。

以盛禾生物为例，中国证监会在针对其备案的补充材料要求（2023 年 9 月 15 日至 2023 年 9 月 21 日）中问及：

请进一步自查境内运营实体业务是否涉及《外商投资准入特别管理措施（负面清单）》（2021 年版）中人体干细胞、基因诊断与治疗技术开发和应用，并提供明确依据。

因此，生物科技公司在赴港上市申请前，需结合公司的研发项目、技术应用和业务模式等对公司主营业务情况进行综合判断，以确认其业务是否属于外商投资禁止的业务领域。如果公司涉及外商投资禁止的领域而拟申请境外上市，则需要考虑对公司业务结构进行调整，并进一步可能涉及剥离或重组相关业务部门，以确保其符合中国的外商投资政策。

### 03 知识产权

对于生物科技公司而言，知识产权对其业务经营以及证明其科技创新能力至关重要，而对于适用第 18A 章的上市申请人而言，其拥有的知识产权情况也是香港联交所审查的关注重点。

根据前述第 18A 章以及《新上市申请人指南》的规定，对于适用第 18A 章申请上市的生物科技公司而言，其必须拥有与其核心产品有关的全部专利，包括已注册专利、专利申请以及其他知识产权，并必须在上市文件中披露与其核心产品有关的任何已授予和已申请专利的详情。对于引进授权/对外授权或共同开发的核心产品，则必须证明其拥有并将拥有其独立开发的所有知识产权。



此外，根据《新上市申请人指南》的规定，在风险因素章节，其必须披露与知识产权有关的如下风险：

(1) 重大不良事件的详情，包括其对申请人的实际及潜在影响（例如与申请人产品知识产权相关的法律诉讼）；

(2) 知识产权被侵权及/或到期，包括第三方对引进授权知识产权的质疑，这可能会影响申请人对该等知识产权的使用，或对申请人开发及商业化引进授权 / 对外授权产品的权利的重大限制（包括终止事件）。

经笔者查阅部分适用第 18A 章香港上市的生物科技公司的招股书，其披露的有关知识产权的风险因素包括但不限于如下因素：

(1) 倘我们无法于全球选定的市场范围内为我们的候选药物获取并维持充分的专利及其他知识产权保护，或倘取得的该等知识产权范围不够广泛，则第三方可能开发及商业化与我们的候选药物及技术相似或相同者并与我们直接竞争；

(2) 为保护或执行我们的知识产权，我们可能牵涉诉讼，而诉讼可能昂贵、耗时且不成功；

(3) 倘我们因侵权、盗用或以其他方式侵犯第三方知识产权或参与不正当竞争而被起诉，有关诉讼可能成本高昂且须耗费大量时间，并可能阻止或延迟我们开发或商业化我们的候选药物；

(4) 倘若商标及商品名称未得到充分保护，公司未必能在有意向的市场建立知名度，公司的业务亦可能受到不利影响；

(5) 取得及维持专利保护取决于是否遵守各种程序、文件提交、费用支付以及政府专利代理机构规定的其他要求，且不符合该等要求可能导致对专利的保护被减少或取消。

由此可见，生物科技公司适用第 18A 章申请香港联交所主板上市时，必须全面审视并确认其知识产权的完整性与合法性。这不仅涉及到对企业自身拥有的已注册专利、专利申请及其他知识产权进行整体盘点，也包括对可能存在的知识产权诉讼或纠纷进行深入的分析 and 评估。

特别是在依据第 18A 章申请上市的过程中，企业应特别关注其核心产品所涉及知识产权的归属问题，确保对相应关键技术的控制权清晰无误。此外，企业需要对是否存在共有专利或需依赖第三方许可的专利情况进行细致的审查，包括但不限于评估共有专利对企业以及核心产品独立性的影响，以及第三方专利许可未来的稳定性和可持续性。企业应采取积极的措施，通过自主研发或其他合法途径获取知识产权，以增强自身的技术核心竞争力和市场竞争优势。

#### 04 数据安全及信息保护

对拟境外上市的境内企业而言，数据安全及信息保护问题需格外关注，特别是近年来监管趋严的情况下，应引起更高层次的重视。

以临床试验为例，因临床试验过程中涉及大量关于人体信息以及手术细节相关的个人隐私数据，针对该等数据和信息的管理，该等生物科技公司除需遵守《网络安全法》《数据保护法》《个人信息保护法》等数据安全及信息保护的通用规定外，对于《药物临床试验质量管理规范》《药物临床试验数据管理与统计分析的计划和报告指导原则》《药物临床试验数据递交指导原则（试行）》等生物科技行业的监管规定中针对药物临床试验中涉及的数据管理的规定，相关的生物科技公司亦需留意遵守。

此外，网信办于 2024 年 3 月 22 日颁布了《促进和规范数据跨境流动规定》，其进一步明确了现有数据出境安全评估、个人信息出境标准合同、个人信息保护认证等数据出境制度的适用标准。

其中，下述两类数据出境活动情况应当申报数据出境安全评估：（i）关键信息基础设施运营者向境外提供个人信息或者重要数据；及（ii）关键信息基础设施运营者以外的数据处理者向境外提供重要数据，或者自当年 1 月 1 日起累计向境外提供 100 万人以上个人信息（不含敏感个人信息）或者 1 万人以上敏感个人信息。

《促进和规范数据跨境流动规定》适当放宽了数据跨境流动的条件，亦适当缩小了数据出境安全评估的范围，也使企业能够以更明确的标准评估其数据跨境流动所适用的相关程序。

以重要数据为例，结合目前尚未生效的《信息安全技术数据出境安全评估指南（征求意见稿）》的说明，重要数据包括但不限于“涉及国家战略安全的药品在药品审批过程中提交的药品实验数据，例如在动物模型上进行的药理、毒理、稳定性、药代动力学等试验数据，在人体中进行的临床试验数据，以及与药品的生产流程、生产设施有关的试验数据；第二类、第三类医疗器械临床试验数据/报告以及个人和家族的遗传信息”等，生物科技公司应当留意以上规定，以履行相应的合规义务，避免因所处理的数据落入重要数据但未进行数据出境安全评估而受到处罚。

综上，生物科技公司在采用第 18A 章申请香港上市的过程中，需高度重视数据安全及信息保护的合规性问题，并采取有效的应对措施，以确保数据安全及信息保护的合规。

## 五、启示与结论

结合上述分析，生物科技公司在追求科技创新和突破的同时，也需将合规经营作为发展的基石。第 18A 章为生物科技公司提供了资本市场的支持与平台，同时也设定了严格的资格门槛，生物科技公司需要在科技研发、数据管理、知识产权保护等方面严格遵守相关法律法规，确保其创新活动在合法合规的框架内开展。

生物科技行业发展迅速，监管环境亦不断变化，生物科技公司需要持续关注相关法律法规的最新动态，及时调整自身的经营策略和合规措施，以适应监管要求的变化。

香港交易所《主板上市规则》以及《新上市申请人指南》见下述链接：

[https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net\\_file\\_store/consol\\_mb.pdf](https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/consol_mb.pdf)

[https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net\\_file\\_store/HKEX4476\\_6179\\_VER35082.pdf](https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/HKEX4476_6179_VER35082.pdf)

● 注释：

[1]根据《新上市申请人指南》，通过概念阶段指：

针对药物（包括药剂及生物制剂），需已通过一项新药的第一期临床试验或至少一项基于先前获批产品或生物仿制药的药物临床试验，且主管当局并不反对开展第二阶段（或其后阶段）的临床试验；

针对医疗器械（包括诊断器材）：需完成至少一项第二级或以上医疗器械（根据有关主管当局或认可机构的分类标准）的临床试验，且主管当局或认可机构并不反对开始下一阶段的临床试验，或销售有关器材；

# 马宏伟等：证券监管每月案例汇总（2024年7月）



## 马宏伟

大成上海 高级合伙人

专业领域：资本市场、刑事、争议解决、公司与并购

ma.hongwei@dentons.cn



## 王美祺

大成上海 律师助理

专业领域：合规与风险控制、资本市场、争议解决、刑事

meiqi.wang@dentons.cn

2024年7月1日至2024年7月31日期间，中国证监会及部分派出机构（北京、天津、河北、辽宁、吉林、黑龙江、上海、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、海南、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏、新疆、深圳、宁波、厦门、青岛监管局）对证券市场主体采取行政监管措施、处以行政处罚。具体情况汇总如下：

每周案例汇总（2024年7月1日至2024年7月31日）行政处罚					
序号	监管机构	类型	事由	文件名称	发布日期
1	证监会	行政处罚	虚增营业收入、利润总额，违规信披	《中国证监会行政处罚决定书（某集团及其责任人员）》[2024] 64号	7月1日
2	北京监管局		王某龙内幕交易某电子系统股份有限公司、某工业机电系统股份有限公司股票	中国证券监督管理委员会北京监管局行政处罚决定书（王某龙）	7月17日
3	上海监管局		向某内幕交易股票	《中国证券监督管理委员会上海监管局行政处罚决定书》沪[2024] 28号	7月23日
4	江西监管局		内幕交易某电机股份有限公司股票	中国证券监督管理委员会江西监管局行政处罚决定书[2024] 2号	7月9日
5	福建监管局		出借证券账户	中国证券监督管理委员会福建监管局行政处罚决定书[2024] 2号	7月16日
6	深圳监管局		李某杨内幕交易深圳市某通信技术股份有限公司股票	中国证券监督管理委员会深圳监管局行政处罚决定书[2024] 8号	7月5日
7			信息披露违法违规	中国证券监督管理委员会深圳监管局行政处罚决定书[2024] 9号	7月5日

每周案例汇总 (2024年7月1日至2024年7月31日)					
序号	监管机构	类型	事由	文件名称	发布日期
1	北京监管局	监管措施	违规信披 (披露信息有误)	《关于对北京某科技股份有限公司、吴某国、李某出具警示函行政监管措施的决定》〔2024〕181号	7月10日
2			重大会计差错	《关于对某食品科技(北京)股份有限公司、王某庚采取出具警示函行政监管措施的决定》	7月25日
3			一、向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益。 二、未能勤勉尽责,审慎履职,全面了解投资者情况,科学有效评估,提出明确的适当性匹配意见,将适当的产品销售给适合的投资者。	《关于对某资产管理股份有限公司采取出具警示函行政监管措施的决定》〔2024〕165号	7月9日
4			对外借款事项未及时履行审议程序及信息披露义务	《关于对北京某信息技术股份有限公司、王某飞、郑某采取出具警示函行政监管措施的决定》〔2024〕192号	7月25日
5			存在侵占、挪用基金财产的行为	《关于对某(北京)投资管理有限公司采取责令改正行政监管措施的决定》〔2024〕164号	7月9日
6			非上市公司未披露2023年年度报告	《关于对北京某投资股份有限公司、汪超楠采取出具警示函行政监管措施的决定》〔2024〕182号	7月5日
7	天津监管局	监管措施	未按期披露2023年年度报告	《关于对天津某智能科技股份有限公司及王某泉采取出具警示函措施的决定》津证监措施〔2024〕20号	7月22日
8			非上市公司未披露2023年年度报告	《关于对天津某科技股份有限公司及刘某卫、沈某凤采取出具警示函措施的决定》津证监措施〔2024〕19号	7月5日
9	河北监管局	监管措施	控股股东某集团及其关联方非经营性占用公司资金,截至2023年12月31日,某集团及其关联方占用公司资金余额95.95亿元,占公司当期经审计净资产的45.64%。 一是证券投资顾问业务推广和客户招揽中,存在误导性营销宣传。二是部分未在中国证券业协会(以下简称“中证协”)注册登记的员工从事证券投资顾问业务的营销、客服工作;个别未在中证协注册登记的证券投资顾问的员工对外提供证券投资顾问服务,个别员工冒用其他投资顾问名义向客户提供证券投资顾问服务。	《河北证监局关于对某光电科技股份有限公司、某集团有限公司采取责令改正行政监管措施的决定(行政监管措施决定书)》〔2024〕20号	7月12日
10			《关于对北京某财富管理顾问有限公司河北分公司采取责令改正行政监管措施的决定(行政监管措施决定书)〔2024〕21号》	7月23日	
11	山西监管局	监管措施	公司在知悉所持有的美翰能源股票存在被动减持风险后,未及时履行信息披露义务。	《关于对某能源集团有限公司采取出具警示函措施的决定》〔2024〕28号	7月31日
12			存在未登记为证券投资顾问人员,但私下向客户提供证券投资顾问服务,并以个人名义向客户收取证券投资顾问服务费用的情形	《关于对刘某某采取出具警示函行政监管措施的决定》	7月2日
13			客户营销和服务存在不实和误导性宣传;个别未在中国证券业协会注册登记的证券投资顾问的员工对外提供证券投资顾问服务;自媒体直播展业不规范;合规管理和内部控制机制不健全;投资者适当性管理执行不到位	《关于对黄某、龚某飞、胡某燕、王某某采取监管谈话措施的决定》	7月2日
14	内蒙古监管局	监管措施	营业部对部分客户异常交易行为监控处理不到位,反映出你营业部内部控制不完善,客户交易行为管理机制不健全	《关于对某期货有限公司赤峰营业部采取出具警示函措施的决定》〔2024〕13号	7月5日
15			存在操作他人证券账户、向客户发送回访内容并提供答复口径的行为	《关于对刘某春采取出具警示函措施的决定》〔2024〕14号	7月5日
16				《关于对某证券股份有限公司乌兰浩特兴安北路证券营业部采取出具警示函措施的决定》〔2024〕15号	7月5日
17	辽宁监管局	监管措施	非上市公司未披露2023年年度报告	《关于对辽宁某建设科技集团股份有限公司及王某捷、杨某采取出具警示函行政监管措施的决定》〔2024〕12号	7月30日
18			对存货审计程序执行不到位,未保持应有的职业怀疑,未发现公司未及时结算代采材料港耗、途耗情况,未识别出公司相关报表科目存在错报	《关于对某会计师事务所(特殊普通合伙)、吴某、李某某采取监管谈话措施的决定》〔2024〕8号	7月9日
19			违规信披(不准确)	《关于对沈阳某股份有限公司、孙某光、陈某奇、孙某采取出具警示函措施的决定》〔2024〕7号	7月5日
20	黑龙江监管局	监管措施	未能在承诺期限内完成前述增持计划	《关于对常某某采取出具警示函措施的决定(监管措施)》〔2024〕8号	7月29日
21	吉林监管局	监管措施	一是高管人员管理不规范,实际控制人重大事项报告不完整,关联交易管理不完善。二是资管业务系统权限设置不合理,互联网营销业务合规管理不到位,财务管理不规范,会计核算不准确。	《关于对李某某采取出具警示函措施的决定》吉证监决〔2024〕25号	7月9日
22			作为某期货有限公司财务负责人,存在兼职不规范的情形,并对公司财务管理不规范、会计核算不准确的违规行为负有主要责任	《关于对张某某采取出具警示函措施的决定》吉证监决〔2024〕23号	7月9日
23			财务数据不准确、不完整	《关于对北京某投资有限公司采取责令改正措施的决定》吉证监决〔2024〕22号	7月9日
24	上海监管局	监管措施	公司对所持有的某(上海)信息科技有限公司、某科技有限公司截至2022年年末公允价值减值计提不准确	《关于对上海某新材料科技股份有限公司采取责令改正措施并对王某霖、郭某、沈某、路某晶采取出具警示函措施的决定》沪证监决〔2024〕308号	7月24日
25			撰写期货研究报告过程中未能做到专业审慎	《关于对张某某出具警示函监管措施的决定》沪证监决〔2024〕281号	7月1日
26			将基金投资管理职责委托他人行使	《关于对上海某私募基金管理有限公司采取责令改正措施的决定》沪证监决〔2024〕282号	7月1日
27			将基金投资管理职责委托他人行使	《关于对鲍某采取出具警示函措施的决定》沪证监决〔2024〕284号	7月2日
28			将基金投资管理职责委托他人行使	《关于对李某某采取出具警示函措施的决定》沪证监决〔2024〕283号	7月2日
29			一、玩忽职守,不按照规定履行职责;二、未向投资者披露可能影响其合法权益的重大信息;三、未按规定及时向中国证券投资基金业协会更新管理人的有关信息。	《关于对上海某资源投资管理有限公司采取出具警示函措施的决定》沪证监决〔2024〕285号	7月4日
30			违规信披(不及时)	《关于对上海某工业通讯股份有限公司、王某刚、李某友采取出具警示函措施的决定》沪证监决〔2024〕291号	7月10日
31			非上市公司未披露2023年年度报告	《关于对上海某电气股份有限公司及董某声采取出具警示函措施的决定》沪证监决〔2024〕289号	7月10日
32			未按期披露2023年年度报告	《关于对上海某文化传播股份有限公司及徐某亮采取出具警示函措施的决定》沪证监决〔2024〕290号	7月10日
33			公司未妥善保存重要信息系统业务日志,不满足故障分析、调查取证等工作需要	《关于对某证券股份有限公司采取出具警示函措施的决定》沪证监决〔2024〕292号	7月11日
34			公司于2021年发布的某CTP交易网关在特定场景下存在发生死锁的技术缺陷,但未及时将相关风险和处置方式告知使用该产品的期货经营机构	《关于对上海某网络数据信息咨询有限公司采取责令改正措施的决定》沪证监决〔2024〕294号	7月11日



35		公司作为持股5%以上股东,在持股比例减少达到1%时,未在次日通知上市公司并予以公告	《江苏证监局关于对某工程集团有限公司采取出具警示函措施的决定》〔2024〕108号	7月1日
36		公司在开展资产管理业务过程中,存在接受有关委托人提供的具体投资标的等实质性投资建议,未切实履行主动管理职责的情况	《江苏证监局关于对某期货股份有限公司采取责令改正行政监管措施的决定》〔2024〕116号	7月1日
37		公司主席交易系统上线后从未开展压力测试,且仅保存近15天监控日志	《江苏证监局关于对某期货有限责任公司采取责令改正行政监管措施的决定》〔2024〕117号	7月1日
38		违规信披(不准确,因部分业务收入核算方法存在差错、产成品存货跌价准备计算不准确等问题,营业收入、营业成本、资产减值损失、净利润等项目列报有误)	《江苏证监局关于对刘某某、刘某某、吴某某采取监管谈话措施的决定》〔2024〕118号	7月1日
39		短线交易	《江苏证监局关于对夏某某采取出具警示函措施的决定》〔2024〕112号	7月2日
40		某投行在对某公司开展辅导工作中,未能勤勉尽责履行相关义务,向我局报送的材料与实际不符	《关于对某证券承销保荐有限公司、黄某某、刘某某采取出具警示函措施的决定》〔2024〕113号	7月2日
41		违规信披(不准确)	《江苏证监局关于对常州某光电股份有限公司采取出具警示函措施的决定》〔2024〕114号	7月2日
42		违规信披(不准确)	《江苏证监局关于对某科技股份有限公司及陈某某、周某某、王某某采取出具警示函监管措施的决定》〔2024〕119号	7月4日
43	江苏证监局	监管措施	《江苏证监局关于对淄博某创业投资合伙企业(有限合伙)采取责令购回违规减持股份并向上市公司上缴价差措施的决定》〔2024〕124号	7月9日
44		违规减持	《江苏证监局关于对杭州某股权投资合伙企业(有限合伙)采取责令购回违规减持股份并向上市公司上缴价差措施的决定》〔2024〕123号	7月9日
45		一、2020年11月,你公司新增一名股东并增加了注册资本,你公司未及时调整中国证券投资基金业协会《私募投资基金管理人登记和基金备案办法(试行)》(以下简称《登记备案办法(试行)》,中基协发〔2014〕1号)第二十一条等规定,及时更新管理人有关信息。 二、2022年11月,你公司高级管理人员发生变更,属于《登记备案办法(试行)》第二十三条所规定的重大事项,你公司未在变更后发生10个工作日内向基金业协会报告。 三、你公司未向中国证券投资基金业协会报送2021、2022年度经会计师事务所审计的年度财务报告和所管理私募基金年度投资运作基本情况。	《江苏证监局关于对苏州某投资管理有限公司采取出具警示函行政监管措施的决定》〔2024〕120号	7月9日
46		未能对上述公告内容准确把关,未能忠实、勤勉地履行职务	《江苏证监局关于对某设计集团股份有限公司、胡某某采取出具警示函措施的决定》〔2024〕121号	7月10日
47		一、部分公示信息不准确,员工管理不到位。 二、产品风险等级评定环节和投资者风险测评问卷不规范,未向部分投资者提供明确的适当性匹配意见。 三、部分宣传推介不规范,部分员工对外使用非本人真实身份开展营销,公司对软件服务内容合规审核管理不完善。	《江苏证监局关于对江苏某证券投资咨询有限公司采取责令改正行政监管措施的决定》〔2024〕126号	7月19日
48		未在定期期限内披露公司债券2023年年度报告,且自2024年4月30日发布延期披露公告至今仍未披露	《关于对某集团有限公司及相关责任人员采取责令改正措施的决定》	7月2日
49		一、2024年4月27日,公司发布《前期会计差错更正及追溯调整的公告》,因相关项目审计价差未能及时入账,导致公司2022年年度报告中相关财务数据披露不准确。 二、2024年4月27日,公司披露2023年年度报告及相关公告。其中,年报中审计意见类型、实际控制人非经营性资金占用等多项重要内容存在错误,反映出公司在内控机制、信息披露等方面存在缺陷。2024年5月1日,公司披露《关于2023年年度报告更正公告》,对相关事项进行了更正。	《关于对某环境股份有限公司及相关责任人员采取出具警示函措施的决定》	7月2日
50		一、祝某人及某投资未及时告知某股份并披露持股变动信息和停止交易;二、祝某人和某投资未及时披露某投资将持有的某股份股权参与融资融券业务事项且存在被动减持未及时披露情形。 公司存在未谨慎勤勉履行管理人职责,管理的部分基金未获取投资者的收入或资产证明,备案信息不真实、不准确;将固有财产混同基金财产从事投资活动;部分基金未按基金合同约定如实向投资者披露信息等问题。	《关于对祝某人及杭州某投资有限公司采取出具警示函措施的决定》	7月2日
51		一、未谨慎勤勉履行管理人职责,管理的部分基金未获取投资者的收入或资产证明,备案信息不真实、不准确。 二、将固有财产混同基金财产从事投资活动。 三、部分基金未按基金合同约定如实向投资者披露信息。	《关于对某某基金管理公司采取出具警示函措施的决定》	7月4日
52		一、未谨慎勤勉履行管理人职责,管理的部分基金未获取投资者的收入或资产证明,备案信息不真实、不准确。 二、将固有财产混同基金财产从事投资活动。 三、部分基金未按基金合同约定如实向投资者披露信息。	《关于对某某基金管理公司采取出具警示函措施的决定》	7月4日
53	浙江证监局	监管措施	《关于对杭州某药业股份有限公司及相关责任人员采取出具警示函措施的决定》	7月8日
54		一、2024年4月24日,公司披露《关于更正2023年第三季度报告公告》,对《2023年第三季度报告》的部分财务数据进行更正,其中调整后2023年第三季度营业收入减少约590.03万元,营业成本减少约5,961.16万元,营业利润减少约380.02万元。公司《2023年第三季度报告》披露的利润表、资产负债表、现金流量表相关项目不准确。 二、2024年1月30日,公司披露《2023年年度业绩预告》,预计2023年度归属于上市公司股东的净利润亏损7,500万元-12,500万元。2024年4月8日,公司披露《2023年度业绩预告修正公告》,将上述金额更正为亏损16,500万元-17,800万元。公司业绩预告相关信息披露不准确。	《关于对某电子(杭州)股份有限公司及相关责任人员采取出具警示函措施的决定》	7月10日
55		在开展互联网营销业务过程中,存在不具备期货交易所资格的员工违规开展期货行情分析等信息传播活动的情形,反映出分公司风险管理不到位,内部控制存在较大缺陷	《关于对某期货股份有限公司杭州分公司采取责令改正行政监管措施的决定》	7月15日
56		在开展互联网营销业务过程中,存在不具备期货交易所资格的员工违规开展期货行情分析等信息传播活动的情形,反映出分公司风险管理不到位,内部控制存在较大缺陷	《关于对某期货有限公司杭州分公司采取责令改正行政监管措施的决定》	7月15日
57		在开展互联网营销业务过程中,存在不具备期货交易所资格的员工违规开展期货行情分析等信息传播活动的情形,反映出分公司风险管理不到位,内部控制存在较大缺陷	《关于对某某采取责令改正行政监管措施的决定》	7月15日
58		在五矿期货有限公司台州爱华路营业部工作期间,违规为客户的期货配资活动提供便利	《关于对某某采取出具警示函监管措施的决定》	7月16日
59		部分未取得基金从业资格的人员从事基金销售业务	《关于对某某银行股份有限公司青田县支行采取责令改正措施的决定》	7月19日

60			互联网营销及服务不规范	《关于对王某璠采取出具警示函措施的决定》中国证券监督管理委员会福建监管局 行政监管措施决定书〔2024〕	7月5日
61			一、你部组织证券投资顾问人员与不具备证券投资咨询资质的第三方公司合作开展网络直播投顾业务，个别投资顾问与第三方公司按投顾业务收入的一定比例进行收益分成，违反了《证券投资顾问业务暂行规定》（证监会公告〔2020〕66号，以下简称《投顾规定》）第九条的规定和《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》（证监会令第166号，以下简称《合规管理办法》）第三条的规定。 二、你部未按规定保存投顾业务资料，违反了《投顾规定》第二十八条的规定。 三、你部个别员工存在未取得证券投资顾问资格向客户提供证券投资建议的行为，违反了《投顾规定》第七条的规定。 四、你部个别投资顾问安排他人顶替通过网络开展投顾业务，违反了《投顾规定》第四条的规定和《证券基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》（证监会令第195号，以下简称《从业人员监管办法》）第二十二条第二项的规定。	《关于对某证券股份有限公司福州东街证券营业部采取出具警示函措施的决定》中国证券监督管理委员会福建监管局 行政监管措施决定书〔2024〕57号	7月11日
62			一是在未取得证券投资顾问资格的情况下，向客户提供证券投资建议；二是安排他人顶替你本人通过网络开展投顾业务。	《关于对池某采取出具警示函措施的决定》中国证券监督管理委员会福建监管局 行政监管措施决定书〔2024〕	7月11日
63	福建监管局	监管措施	非上市公司公众未按期披露2023年年度报告	《关于对游某胜采取出具警示函措施的决定》中国证券监督管理委员会福建监管局 行政监管措施决定书〔2024〕	7月12日
64			一、你部组织证券投资顾问人员与不具备证券投资咨询资质的第三方公司合作开展网络直播投顾业务，个别投资顾问与第三方公司按投顾业务收入的一定比例进行收益分成，违反了《证券投资顾问业务暂行规定》（证监会公告〔2020〕66号，以下简称《投顾规定》）第九条的规定和《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》（证监会令第166号，以下简称《合规管理办法》）第三条的规定。 二、你部未按规定保存投顾业务资料，违反了《投顾规定》第二十八条的规定。 三、你部个别员工存在未取得证券投资顾问资格向客户提供证券投资建议的行为，违反了《投顾规定》第七条的规定。 四、你部个别投资顾问安排他人顶替通过网络开展投顾业务，违反了《投顾规定》第四条的规定和《证券基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法》（证监会令第195号，以下简称《从业人员监管办法》）第二十二条第二项的规定。	《关于对某证券股份有限公司福州东街证券营业部采取出具警示函措施的决定》中国证券监督管理委员会福建监管局 行政监管措施决定书〔2024〕57号	7月11日
65			一是为规避内部管理规定，你信营业部其他员工名义挂靠客户并通过私下转账方式获取相应业绩提成；二是营业部在开展投顾业务过程中存在违规行为。	《关于对某某文采取出具警示函措施的决定》中国证券监督管理委员会福建监管局 行政监管措施决定书〔2024〕39号	7月11日
66			未按期披露2023年年度报告	《关于对福建某食品股份有限公司采取出具警示函措施的决定》中国证券监督管理委员会福建监管局 行政监管措施决定书〔2024〕50号	7月12日
67	江西监管局	监管措施	一、收入审计程序执行不到位。 二、商誉减值计提复核程序不到位。	《关于对某会计师事务所（特殊普通合伙）及注册会计师朱某、杨某、江某采取出具警示函措施的决定》〔2024〕15号	7月5日
68			某证券有限责任公司存在经理层人员超出授权履职、股票质押业务内控不完善和为股东的关联方提供融资、授权未取得高管任职资格人员实际履行高管职务等情况，反映出公司未能有效实施合规管理	《关于对马某进采取认定为不适当人选措施的决定》〔2024〕23号	7月26日
69			未及时履行报告、公告义务	《关于对苏州某化学有限公司及刘某鸾、杨某某采取出具警示函措施的决定》〔2024〕69号	7月2日
70	山东监管局	监管措施	营业部存在员工使用其本人微信向投资者发送开通新三板挂牌公司股票交易权限知识测试答案的情形	《关于对某证券股份有限公司泰安东岳大街第一证券营业部采取出具警示函措施的决定》〔2024〕72号	7月10日
71			一是未向我局报告个别董事兼职情况。二是股权管理内控机制不完善。三是未有效执行公司内控制度，如未按公司章程落实首席风险官任命以及履职相关要求；资产管理业务人员安排不独立等。四是未明确网络和信息安全工作的第一责任人。五是信息系统网络架构设计存在缺陷。六是在2024年5月22日的网络安全事件中，未及时保护网络安全事件现场和相关证据。	《关于对某期货有限公司采取责令改正措施的决定》〔2024〕71号	7月10日
72	河南监管局	监管措施	存在未审慎履行核查验证义务、法律意见书部分内容不规范等问题	《关于对北京某律师事务所实施出具警示函行政监管措施的决定》〔2024〕67号	7月3日
73	湖南监管局	监管措施	公司未对信息系统权限和外部接入进行有效管理，未能有效约束员工行为。	《关于对某期货有限公司采取责令改正措施的决定》	7月12日
74			一是在管理基金产品期间未按规定履行职责；二是未按规定向投资者披露基金信息；三是管理的基金在协议及补充协议中存在约定计提优先级份额收益、劣后级份额合伙人对优先级份额合伙人给予差额补足等违规条款	《关于对汕头某投资有限公司采取出具警示函措施的决定》〔2024〕62号	7月19日
75	广东监管局	监管措施	一是内控管理不完善，制度建设不健全，人员管理不到位。二是营销过程中存在虚假宣传、暗示收益的情况，且主动暗示客户使用信贷资金购买相关产品或服务。三是投顾服务过程中存在暗示收益的情况，向客户提供的投资建议缺乏合理依据，未在中国证券业协会登记注册为“投资顾问”的人员向客户提供投资建议，向客户提供投资建议时未告知证券投资顾问的姓名及其登记编码等内容，提供证券投资顾问服务未与客户签订证券投资顾问协议。四是销售产品或服务时，未充分了解部分客户的基本信息。	《关于对湖南某证券投资顾问有限公司广州分公司采取责令暂停新增客户监管措施的决定》〔2024〕83号	7月10日

76	海南监管局	监管措施	一、未诚实守信、谨慎勤勉，配合相关债券发行人规避债券发行环节监管规定，通过债券交易为他人代持债券； 二、从事损害基金财产和投资者利益的投资活动； 三、未及时填报并定期更新管理人及从业人员的有关信息，从业人员信息管理混乱； 四、在产品认购及赎回环节不公平对待同一私募基金的不同投资者； 五、未按照合同约定进行投资运作，存在违反相关法规和基金合同投资限制的情形； 六、未按照合同约定向投资者披露基金产品投资经理变更事项； 七、未建立健全关联交易管理制度，从事损害私募基金财产或者投资者利益的关联交易投资活动，关联交易事项未披露。	《关于对海南某私募基金管理有限公司采取责令改正措施的决定》	7月2日
77			一、未履行谨慎勤勉义务，某私募基金投资公司在募集过程中存在公司主要负责人为他人提供资金借贷的情形； 二、缺乏开展私募基金业务必要的从业人员； 三、未按规定履行信息报送义务，重大事项未报告； 四、某融合私募基金投资违反相关法规和基金合同关于“基金资产总值占基金资产净值的比例不得超过200%”的投资限制情形，未按照合同约定进行投资运作。	《关于对海南省某私募基金管理有限公司采取责令改正措施的决定》〔2024〕33号	7月2日
78	重庆监管局	监管措施	一、在聘任员工陈逸时，未严格履行任职考察主体责任。 二、对员工陈某、邓某在营业部任职期间执业行为管理不到位。	《关于对某证券股份有限公司重庆新溉大道证券营业部采取出具警示函措施的决定》	7月15日
79			一是与关联方共用办公场所，合规风控负责人由关联方员工代为履职，未建立健全关联交易管理和从业人员投资申报、登记、审查、处置等管理制度，反映出公司未充分履行谨慎勤勉义务。 二是未对基金产品进行风险评级。 三是未按规定更新从业人员信息。	《关于对成都某资产管理有限公司采取责令改正行政监管措施的决定》	7月9日
80	云南监管局	监管措施	超标减持股份等	《关于对某股份实际控制人家族及其一致行动人采取责令改正并出具警示函措施的决定》行政监管措施决定书〔2024〕16号	7月24日
81	陕西监管局	监管措施	存在公司债券非市场化发行的情形	《关于对陕西省西咸新区某开发建设集团有限责任公司及邓某显、徐某鹏采取出具警示函措施的决定》陕证监措施字〔2024〕25号	7月15日
82	甘肃监管局	监管措施	违规信披（披露信息有误）	《关于对甘肃某实业发展股份有限公司采取责令改正措施的决定》	7月1日
83				《关于对杜某真、赵某玲、金某山、何某天采取监管谈话措施的决定》	7月1日
84	青海监管局	监管措施	公司在公司债券发行环节与第三方机构合作，并认购第三方机构指定的私募基金，存在由第三方机构协调其他投资人认购债券、申购的私募基金在发行环节及二级市场认购公司债券的行为。	《青海证监局关于对西宁经济技术开发区某投资控股集团有限公司及李某采取出具警示函措施的决定》	7月5日
85	新疆监管局	监管措施	一是未准确识别关联方，2023年年度报告中关联方披露不准确；二是2023年年度报告中未披露与控股股东之间发生的办公用房租赁等关联交易；三是公司经营主要负责人、首席风险官、财务负责人未在2023年年度报告中签署确认意见；四是未采取有效措施核查高管人员兼职行为，且在核查出高管人员兼职后，未及时报告高管人员兼职情况；五是特殊情况下由副总经理代行分支机构负责人职责；六是信息技术系统安全管理制度不完善、执行不到位。	《关于对某期货有限公司采取出具警示函监督管理措施的决定》〔2024〕017号	7月25日
86	深圳监管局	监管措施	公司未对分支机构开展互联网营销活动进行集中统一管理，在第三方合作公司投放的广告中留存非公司工作人员二维码，且未对第三方合作公司是否履行不得虚假宣传、诱导交易的承诺开展实质性监测管理。上述事项反映出你公司未对互联网营销活动实施有效管控，内部控制存在缺陷。	《深圳证监局关于对某期货股份有限公司采取责令改正措施的决定》行政监管措施决定书〔2024〕160号	7月26日
87			一是未通过问卷调查等方式，对投资者的风险识别能力和风险承受能力进行评估；二是未对私募基金进行风险评级；三是未按照合同约定向投资者披露基金投资以及可能影响投资者合法权益的重大信息；四是未根据基金业协会的规定，及时填报并定期更新管理人的有关信息；五是未妥善保存私募基金投资者适当性管理相关资料。	《深圳证监局关于对深圳市某投资管理有限公司、马某采取出具警示函措施的决定》行政监管措施决定书〔2024〕159号	7月22日
88			违规信披（不准确）	《深圳证监局关于对深圳某网络股份有限公司采取责令改正措施的决定》行政监管措施决定书〔2024〕141号	7月26日
89	宁波监管局	监管措施	一是在为客户提供服务时未能勤勉尽责、审慎履职，全面了解客户情况，未有效核实客户的财产与收入状况、风险偏好及可承受的损失等。二是营业部营销人员办理客户融资融券业务佣金设置，不相容岗位未有效分离。	《关于对某证券股份有限公司宁波锦寓路证券营业部采取出具警示函措施的决定》行政监管措施决定书〔2024〕33号	7月17日
90	厦门监管局	监管措施	一、未按期披露年度报告； 二、董事、高级管理人员信息披露错误； 三、关联方非经营性占用公司资金； 四、关联交易未经审议并披露。	《厦门证监局关于对厦门某生态农业发展股份有限公司采取责令改正并出具警示函措施的决定》中国证券监督管理委员会厦门监管局行政监管措施决定书〔2024〕22号	7月18日
91			一是向投资者提供的材料中存在不准确的情形； 二是未能妥善处理投资者投诉和纠纷。	《关于对某财富证券有限公司青岛香港中路证券营业部采取出具警示函措施的决定》	7月25日
92	青岛监管局	监管措施	一是向投资者提供的材料中存在不准确的情形； 二是未能妥善处理投资者投诉和纠纷。	《关于对某财富证券有限公司青岛香港中路证券营业部采取出具警示函措施的决定》	7月25日



# 范兴成等：新“国九条”框架下的证券监管格局与效能

## (上) ——新“国九条”框架下证券监管体系背景剖析

### 范兴成

大成上海 高级合伙人

xingcheng.fan@dentons.cn

专业领域：资本市场、争议解决、公司与并购重组、破产重整与清算



### 林晨

大成上海 合伙人(待备案)

cindy.lin@dentons.cn

专业领域：资本市场、跨境投资与贸易、合规与风险控制、金融



2024年4月12日，《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》出台，全文共九大部分，被市场称为新“国九条”。这是继2004年、2014年两个“国九条”之后，关于资本市场的第三个“国九条”。新“国九条”出台后，相继出台了发行监管、证券公司监管、上市公司监管、交易监管等系列配套政策规范体系。证监会首次提出了“1+N”政策体系框架的构想，明确了“1”就是意见本身，即新“国九条”，“N”就是若干配套制度规则，“1+N”政策体系的主线就是强监管、防风险、促高质量发展。这是一个相辅相成的有机整体，必须一体推进，系统落实。新“国九条”及其配套规则体系的出台，标志着适应新时期中国特色的新证券监管体系的形成。本文对新“国九条”框架下证券监管体系、监管格局及效能进行剖析，将分为上、中、下三篇推送，此篇为上篇。

新“国九条”出台有其深刻的经济、政治、历史背景。

#### 1. 经济转型和高质量发展要求

经过改革开放40多年的高速发展，中国经济进入的新的历史时期，持续高增长的经济环境发生了深刻变化，中国经济内部需要新的源动力，经济的转型与高质量发展成为新的政治与经济之需求，破除粗放经济发展模式，构建创新型经济高质量发展模式，成为新时期中国发展的必然选择。近年来，特别是2020年开始的史无前例的疫情席卷全球，给整个世界带来了意想不到的巨大影响，也引起了政治、经济、社会情况的巨变，中国面临更加复杂的境内及境外环境。从境外看，头号资

本主义强国，唯一的超级大国美国为首的西方国家，重新布阵，从外汇、外贸、投资、产业链竞争与截断以及地缘政治等各个角度对中国持续施加压力；境内看，中国的经济结构调整、转型还未完成，同时又面临人民日益高增长的物质文化生活需求与当前经济发展不及预期的深刻矛盾。

## 2. 平衡超级大国及应对新兴市场的挑战之需

当前，美国作为唯一的超级大国，其经济、军事及政治地位都无对手，中国作为全球第二大经济体，成为美国的目标，中国必须平衡与超级大国的竞争，这是时代的宿命，只有策略与博弈，方能获得生存之道。全球经济格局中，除发达国家外，巴西、俄罗斯、印度、中国和南非等金砖国家以及墨西哥、印度尼西亚、越南等经济体的新钻 11 国作为新兴市场在全球经济中相继登场。中国作为新兴市场经济体，必须应对全球新兴市场经济体的挑战。在国际合作与开放上，中国面临众多的竞争对手，这需要中国深度总结其改革开放几十年的成功经验，进一步形成连续稳定的改革开放和协同发展的境内政策与国际环境，有效应对新兴市场的挑战。

## 3. 适应资本市场发展的阶段性变化，亟待强化金融风险防范、监管体系和监管能力的现代化

中国资本市场经历了 30 多年，是典型的新兴经济体的资本市场，其经历了萌芽期、成长期、规范发展期、多层次发展期。中国资本市场对中国经济的发展起到不可或缺的重要作用，但同时中国股市“过山车”式表现，烙上“政策市”“圈钱市”痼疾。这些新兴资本市场治理中的经验与教训，为我国进一步优化监管体系和提升监管能力，有效防范金融风险提供了丰富的素材。但时不我待，我们需要对标头号金融强国去打造安全、规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。新“国九条”强调“坚持把资本市场的一般规律同中国国情市情相结合，坚守资本市场工作的政治性、人民性，以强监管、防风险、促高质量发展为主线，以完善资本市场基础制度为重点，更好发挥资本市场功能作用，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局”，并提出“到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场”的宏伟目标。

## 4. 市场化、法治化的市场环境建设

资本市场本质上是市场经济的生产要素市场，资本是市场经济的重要生产要素，类似于劳动力、土地、技术、信息、数据等，这些生产要素市场的健全与发展，依赖的是市场化与法治化。中国确定了市场经济的基本经济制度，就选择了以市场作为资源配置的基础性手段。因此市场化、法治化的市场环境是资本市场健康发展的基石，是通向资本市场高质量发展的必由之路。坚持市场化就是要坚定不移的搞市场经济体制，坚持法治化，就是要践行依法治市的理念，让证券市场参与主体（包括政府监管主体及其他主体）充分体会到法律的公平、正义，体会到权利与义务对等，职权与职责相当。

## 5. 投资者利益保护的根本



资本不同于其他生产要素，其既是生产力也是生产关系。从生产力方面来看，生产资料是生产要素，也是资本存在的物质形式，“发展社会劳动生产力，是资本的历史任务和存在理由”；从生产关系方面来看，资本是资本所有者与劳动者之间的社会经济关系。资本具有生产力与生产关系双重属性，投资者是资本的所有者，而资本是重要的生产要素，实现生产要素的自由、高效流通依靠的是市场机制，主要通过价格、供求和竞争等来调节资源的配置。在健全价格、供求和竞争机制中，依法保障投资人利益是资本市场健康发展的根本。因此，新“国九条”在严把上市准入关、严格上市公司持续监管、加强信息披露和公司治理监管、全面完善减持规则体系、推动上市公司提升投资价值、完善退市制度等举措，其根本目的都在于实现有效、高质量的证券供给，以投资者利益保护为根本，确保资本市场的健康发展。

# 范兴成等：新“国九条”框架下的证券监管格局与效能

## (中) ——新“国九条”框架下监管举措评析

### 范兴成

大成上海 高级合伙人

xingcheng.fan@dentons.cn

专业领域：资本市场、争议解决、公司与并购重组、破产重整与清算



### 林晨

大成上海 合伙人(待备案)

cindy.lin@dentons.cn

专业领域：资本市场、跨境投资与贸易、合规与风险控制、金融



对新“国九条”框架下监管举措进行评析，笔者采取比较分析研究及实证分析研究方法。新“国九条”实际上系统总结了近年来资本市场改革中的做法和经验，同时也借鉴了发达资本市场国家的一些证券监管经验，其内容非常丰富。本部分从中国自身的证券监管实践与美国的“股灾”与“救助”证券监管维度来进行剖析。此为《新“国九条”框架下的证券监管格局与效能》之中篇。

### 一、中国前两个“国九条”的简要回顾

在新“国九条”之前，针对证券市场表现疲软、股市走向熊市、资本市场丧失融资功能、投资者利益受损、投资信心不足等现象，已经存在体现政府“救市”功能的两个“国九条”。前两个“国九条”是针对当时的证券市场“固疾”开出的“药方”。

第一个“国九条”（2004），最重要的是解决了股权分置问题，股改所采取的措施是将非流通股股东都对流通股股东给以补偿，流通股股东普遍获得了10送3股左右的对价。此外还有非流通股缩股、送权证、注入资产、大股东回购全部流通股等多种方式，合力刺激股民投资，重拾信心。最终，在经历了第一个“国九条”证券改革措施初期的“时滞”，在中国证券市场收到股权分置改革的强烈信号后，我国股市到2005年12月才迎来了真正意义上的牛市走势，截至2006年6月股改基本完成，累计涨幅72%。此后，牛市走势继续运行，最终于2007年11月份创出上证指数6124点高峰。

第二个“国九条”（2014）颁布的主要目的是恢复资本市场融资功能，保障中小投资者的利益，并推动资本市场多层次改革，为注册制改革做铺垫。2014年“国九条”的出台背景是A股仍在2008

年金融危机后的熊市中迟迟走不出来。2014年“国九条”颁布之前，我国新股发行已经暂停了14个月，是A股历史上新股发行暂停时间最长的一次，资本市场基本上丧失其融资功能。而在我国政策市的背景下，这是政府所不能允许的。为了激活资本市场的融资功能，管理层一边加强对股市的呵护，即颁布“国九条”，而另一边宣布重启IPO。2014年“国九条”一经推出，市场过度反应，在一年不到的时间内沪指疯涨超过5000点。第二个“国九条”的制度建设结束了A股长达五年的低迷熊市，指数从2014年7月之后发力上涨直至2015年5月的5178点。虽然其中有杠杆资金的推波助澜，但整体来看正是2014年“国九条”为此轮行情打下了重要基础。

中国政府出台的前两个“国九条”部分完成了历史使命，但资本市场健康发展的待解决问题太多，证券监管举措与效能总是在博弈与实证中艰难前行。

## 二、美国的三次“股灾”及其政府“救市”与证券监管完善

在分析了中国政府自己“护盘”“救市”之两次“国九条”的颁布及实施之后，我们来看看发达资本主义国家美国政府是如何解救资本市场的一些“固疾”和“股灾”，并进而推动资本市场健康发展的。

美股历史上出现过十多次股灾，在这大大小小的十几次股灾中，有三次股灾意义重大，美国政府的救市手段也在一次次股灾中变得越来越高效。

第一次（1929年股灾），时间：1929年9月—1932年6月，标志日：1929年10月28日（黑色星期二），道琼斯指数当日大跌13%，熊市历经：33个月，道琼斯指数终极顶点、低点：381.17点、44.1点，跌幅：89%。1929年股灾背景为股市泡沫、经济周期反转、货币紧缩、杠杆收紧。股灾发生后，由于奉行不干预的自由主义经济政策，当时美国政府和美联储没有在股市暴跌时采取实质性的干预措施。政府袖手旁观，自由放任、未及时释放流动性、信用紧缩黑洞及连锁效应。股灾后，美国开始反思股市崩溃的原因，采取了一些措施来稳定市场，包括通过了在金融监管史上具有里程碑意义的《格拉斯-斯蒂格尔法案》以及放弃原先自由不干预的政策，相继通过《1933证券法案》和《1934证券交易法案》，并成立美国证券交易委员会，构建了一整套证券监管体系。但这些政策偏向于长期效应，对于市场的短期失血和崩溃作用不大。就短期而言，在市场崩溃之时，美国政府并未采取实质性的救市政策，此后进入了漫长熊市时期，美国经济进入大萧条，经济衰退至少十年。

第二次（1987年股灾），时间：1987年8月—1987年12月，标志日：1987年10月19日（黑色星期一），道琼斯指数当日大跌22.61%，熊市历经：3个月，道琼斯指数顶点、低点：2736.6点、1616.21点，跌幅：32.81%。美国第二次股灾背景：经济周期向上、股价偏高、提高利率、汇率贬值、杠杆和程序化交易。上世纪80年代初，美国经济向好，股票市场走牛。截至1987年9月底，标普500指数相较1982年的最低点已经上涨215%，当年累计涨幅也高达36.2%。然而，因为布雷顿森林体系瓦解，美元的预期贬值，加上上市公司并购税收优惠取消、海湾战争升级的传言等坏消

息的冲击，叠加3—9月份联邦基金利率上调的影响，美股开始调整，10月19日，美股开盘后道琼斯指数更是暴跌22.61%，史称“黑色星期一”。同时，程序化交易和杠杆交易加剧了这次下跌。为了稳定市场，美国政府和监管机构汲取1929年的教训，迅速地行动起来，果断地干预市场。美国政府的果断救市，政府救市及时力度大，采取总统声明、提供流动性、降息、保证续贷、公司回购、熔断机制等举措，救市效果显著。本次股灾未演变成经济危机。因为美国政府、美联储以及美国证监会的得力措施，市场恐慌情绪得以缓解，美股缓慢反弹，并在两年后回到1987年的高点。随着20世纪80年代末期，美国开始对传统垄断行业改革，电信、公用事业等行业因此受到市场投资者的追捧。而美国政府趁机减税增加居民可支配收入，通胀下降，消费也在增长。此后道琼斯指数缓慢上升，美国经济并未受到此次股灾太大影响。

第三次（2008年次贷危机）时间：2007年10月—2009年4月，标志日：2008年9月29日，国会未通过救助法案，道琼斯指数大跌7%，熊市历经：1年6个月，道琼斯指数顶点、低点：14198点、6469点，跌幅：54%。美国第三次股灾背景：经济周期顶峰、股价泡沫、加息周期、次贷泡沫破裂。政府果断救市，联邦政府在危机之始就介入救助，采取了一些措施安抚市场情绪，稳定市场：1. 2008年3月美联储为贝尔斯登提供紧急资金、联邦政府接管两房、援助AIG等。2. 2008年10月3日，国会通过救助计划，财政部和美联储根据这一法案相继救助花旗、通用和克莱斯莱等巨头。政府提供了紧急流动性、接管两房、量化宽松等政府救市举措。在联邦政府的积极救助下，市场恐慌情绪开始缓解，美股2009年3月起触底反弹。危机过后，美国再次对监管体制进行改革，美国金融监管体制趋严。2010年1月，总统奥巴马公布“沃尔克规则”，强调将自营业务从商业银行剥离；6月25日，国会通过《多德弗兰克法案》，该法案被认为是大萧条以来最为严厉和全面的金融监管法案、美联储被赋予更大的监管职责。

我国经济研究部门于2020年发布了一份关于全球资本市场竞争力的报告（《全球资本市场竞争力报告【2020】》上交所与上海大学高级金融学院共同发布），内容显示从市场规模、市场质量、市场功能以及制度环境四个方面分析，美国是全球资本市场最具竞争力的国家。美国的资本市场和证券市场历史悠久，萌芽于独立战争时期。第一次和第二次产业革命使股份制得到迅猛发展，企业纷纷借助证券市场筹集大量资金，1929年经济大萧条后美国政府加强对证券市场的立法监管和控制，整个市场进入规范发展阶段，此后又遭遇了1987年股灾及2008年次贷危机。美国政府从1929年经济大萧条开始不断总结、反省资本市场监管中的得失，建立健全了一套适应美国资本市场发展的法律、法规体系及政府救市策略，美国的证券市场也因此而快速地发展成为世界最大的证券市场。美股股灾之所以能在政府的救市措施下很快恢复，首先，与其严格的反应机制和事后的法律制定与完善不无关系。比如，在2008年次贷危机苗头刚出现之时，美国政府就迅速启动了救市计划，并未等到股市一泻千里之时才行动，防患于未然。不仅如此，仔细梳理历次股灾就能发现，美国政府在股灾之后都会进行深刻反省，进而制定相关的监管法律法规，不断完善股市运行机制，防止下一次股灾的出现。其次，美股之所以能在政府的救市政策下较快反弹，还与美国对股市的监管严厉、机制完善、相关法律执行到位等有关。日常美股的运行都在严格的监管中，投机倒把、钻法律空子

的行为将会受到严厉处罚，这保证了美股的运行在健康的轨道上。美国政府的救市经验也经历了从无到有的过程，其经验也是在大大小小的股灾中摸索出来的。这也说明，在优化资本市场建设的道路上，时间和经验必不可少。

他山之石，可以攻玉。总结美国资本市场的“股灾”经历及治理策略，就是为了借鉴并优化当下的中国资本市场建设策略。当然，中国有中国自己的建设资本市场的指导思想，也在发展过程中经历困难、彷徨，以及不断历练其监管能力。中国资本市场是新兴的资本市场，其成立时间较晚，运营仅仅 30 年左右历史，相较于美国 200 多年的资本市场发展史，中国资本市场尚属少年，具有青年人特有的朝气蓬勃、后劲十足的优点，但也有不稳重、冲动、急躁，缺乏耐心等缺陷。资本市场的发展很难一蹴而就，需要经历足够的磨难与历练。

### 三、新“国九条”框架下证券监管之实证分析

2024 年，我国面临着更加复杂的国际及国内政治、经济环境，有关分析参看本文之上篇“新‘国九条’框架下证券监管体系背景剖析”。中国政府在过去几十年改革开放、大力发展市场经济过程中颁布并实施的两次“国九条”之“护盘”“救市”经验，以及发达资本主义国家美国政府对资本市场的数次“救市”举措及效能，给了中国证券监管当局一些启示。新“国九条”在特定的背景下诞生，同时汇聚了发达资本主义国家的治理经验，也深度结合了中国自己的资本市场发展之治理经验与教训。现结合新“国九条”框架下“1+N”规则体系之具体举措进行评析：

#### 1. 强化上市公司全周期管理

强化上市公司全生命周期管理主要采取严把上市入口关、严格上市公司持续监管、加大退市监管力度等举措。

严把上市入口关，提升各板块上市标准，譬如颁布《科创属性评价指引（试行）》，适度提高了科创板上市要求：最近三年研发投入累计金额下限由 6000 万元提升至 8000 万元，应用于公司主营业务的发明专利由 5 项升至 7 项，最近三年营业收入复合增长率要求提高 5 个百分点达到 25%。此外，证监会随后将《中国证监会随机抽查事项清单》中首发企业随机抽查比例由 5%调至 20%，并相应提高问题导向现场检查和交易所现场督导的比例，调整后的现场检查和督导整体比例将不低于三分之一。证监会此举旨在提高发行上市辅导质效，扩大对在审企业及相关中介机构现场检查覆盖面。提高上市门槛及加大对在审企业的监管及压实中介机构责任方面举措，有利于在发行上市环节形成更有效的市场约束。

严格上市公司持续监管，主要采取加强信息披露和公司治理监管、全面完善减持规则体系、强化上市公司现金分红监管及推动上市公司提升投资价值。上市公司是资本市场持续有效供应优质股票的发动机，是投资人赚钱效应的载体，本次新“国九条”框架规则体系，从治本的角度，推出了系列强化上市公司的持续监管措施。譬如在规范减持方面，新“国九条”明确出台上市公司减持管理办法，对不同类型股东分类施策，坚决防范各类绕道减持。同时，证监会也提出配套措施。第一，



完善股份减持规则体系。将此前分散在业务细则、业务通知、监管问答中的有关规定加以整合，并进行连续编号管理，从而形成以股东及董监高股份减持指引为中心，以询价转让和配售指引、创投基金减持特别规定为配套的股份减持自律监管规则体系，提升规则简明友好度。第二，严格规范大股东、董监高等主体的股份减持行为。在原有股份减持规定的基础上，进一步完善了具体的实施安排。从严做好大股东减持管理，明确各证券账户所持股份与其转融通出借尚未归还或者约定购回式证券交易尚未购回的股份数量合并计算等要求。重申控股股东、实控人及其一致行动人在上市公司破发、破净、分红不达标等情形下不得披露减持计划等要求。完善大股东与董监高及其一致行动人减持股份的负面情形，明确因涉及有关违法违规情形的，在相应期限内不得减持。第三，强化股份减持的信息披露监管要求。严格落实减持预披露要求，进一步强化通过大宗交易减持股份需要提前15个交易日预披露的规定。将减持计划的时间区间由最多6个月调整为最多3个月，更好明确市场预期。第四，切实防范绕道减持。针对利用“身份”绕道、利用“交易”绕道和利用“工具”绕道作了安排，进一步明确了大股东、董监高在离婚、解散分立、解除一致行动关系，司法强制执行、股票质押等证券交易违约处置，实施赠与，以及以本公司股票为标的的衍生品交易、转融通出借、融券卖出、认购申购ETF等情形下的规则适用。此外，在上市公司分红及提升投资价值方面也作出了详细的规范。

加大退市力度主要通过建立健全不同板块差异化的退市标准体系，科学设置重大违法退市适用范围，收紧财务类退市指标，完善市值标准等交易类退市指标，加大规范类退市实施力度。证监会和交易所详细规定了企业退市五种情形：造假退市，内控非标意见退市，控制权争夺影响信息有效性退市，内控失效强制退市，绩差退市，并对每种情形做了详细的规定。新“国九条”要求削减“壳”资源价值。加强并购重组监管，强化主业相关性，加强对“借壳上市”的监管力度。加强收购监管，压实中介机构责任，规范控制权交易。从严打击“炒壳”背后违法违规行为。坚决出清不具有重整价值的上市公司。此外，新“国九条”还提出：健全中小投资者赔偿机制，督促违规或者涉案当事人主动赔偿投资者，建立上市公司退市风险应对机制。这些措施若能够落到实处，则可以极大地解决中小投资者的赔偿问题。退市制度的整体完善意在解决中国资本市场“能进不能出”的固疾，为资本市场健康发展建立起淘汰机制。

上市公司全生命周期管理系列配套制度，将证券市场作为一个整体在思考，提升上市标准，是看到了我国近年来上市数量巨大，但质量堪忧，出现大量上市即“巅峰”，顷刻就业绩变脸的情况，而已经上市的尾部企业还不能满足基本的上市要求。此种情形的出现原因有多种：一是上市标准低、二是发行人财务造假及部分中介机构未勤勉尽职，也存在审核机构未能忠实履职等因素。对上市公司全生命周期管理举措有利于上市公司提升治理能力，提高为投资人赚钱的机能，吸引投资人并形成良好的赚钱机制，属于资本市场长效机制建设，夯实资本市场持续繁荣的根基。

## 2. 加强机构和交易监管，推动长期资金入市

在加强机构和交易监管以及推动长期资金方面，新“国九条”框架监管体系围绕完善证券基金行业薪酬管理制度、鼓励支持机构并购重组，提升核心竞争力、加强战略性力量储备和稳定机制以及推动中长期资金入市建设方面进行规制。新“国九条”提出了具体的完善证券基金行业薪酬管理制度的一些考量因素，推动证券基金机构高质量发展，引导行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性的关系。加强行业机构股东、业务准入管理，完善高管人员任职条件与备案管理制度。完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度。支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。在监管政策支持下，随着市场低位波动，部分中小券商经营承压，牌照管制放松使牌照红利削减，预计证券行业供给侧有望加速出清，证券行业优胜劣汰进程或将加快，行业集中度趋势性提升。新“国九条”明确要加强交易监管及强化预期管理，并推动中长期资金入市，增强资本市场内在稳定性、可预期性，加强战略性力量储备和稳定机制建设，反映了促进市场平稳运行的监管要求。新“国九条”释放明确的政策信号，出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易的监管，制定私募证券投资基金运作规则，完善极端情形的应对措施，严肃查处操纵市场恶意做空等违法违规行为。

新“国九条”框架监管体系将机构和交易监管纳入其重点监管范畴，这充分说明政府证券监管机关已经总结了境内外的证券监管经验，从规制参与机构及影响市场波动的交易及推动长期资金入市角度去进行布局，这对于证券市场的稳定发展具有重大的价值。

### 3. 提速资本市场的法治建设

新“国九条”明确出台上市公司监督管理条例，修订证券公司监督管理条例，加快制定公司债券管理条例，研究制定不动产投资信托基金管理条例。新“国九条”还明确推动出台背信损害上市公司利益罪的司法解释、内幕交易和操纵市场等民事赔偿的司法解释等。在形成资本市场合力方面，新“国九条”要求落实并完善上市公司股权激励、中长期资金、私募股权创投基金、不动产投资信托基金等税收政策。

法治是资本市场稳定运行的基石。加强资本市场法治建设包括制度完善、执法、司法全过程。资本市场规制体系的实施及反馈检测的质量最终决定了资本市场能否高质量发展。

以上“1+N”证券监管的综合举措，形成了适应中国新时期特点证券监管体系，具有“格局大、目标标准”的特点，这些锚定中国证券市场有针对性的综合监管举措能够对中国资本市场的发展起到积极作用，推动资本市场高质量发展。

# 刘婧等：境外上市实践（五）：自动驾驶企业境外上市

## 法律问题分析

### 刘婧

大成北京 高级合伙人

liu.jing@dentons.cn

专业领域：资本市场、公司与并购重组、跨境投资与贸易、知识产权与科技创新



### 肖瑶

大成北京 合伙人

xiao.yao@dentons.cn

专业领域：资本市场、公司与并购重组、跨境投资与贸易、知识产权与科技创新



近期，某自动驾驶出行服务平台在武汉市全无人驾驶订单量激增引起了广泛的关注，其全无人自动驾驶运营模式也引发了新一轮的对自动驾驶技术和商业化的讨论热度和关注。

自动驾驶汽车是指通过搭载先进传感器等装置，运用人工智能等新技术，具有自动驾驶功能，并逐步成为智能移动空间和应用终端的新一代汽车[1]。

随着自动驾驶技术在科技浪潮中逐渐从理论走向现实，以及自动驾驶技术市场需求的不断扩大，自动驾驶企业面临前所未有的发展机遇和挑战，不少自动驾驶企业拟通过境外上市的方式筹集资金以进一步提升其科技创新水平并增强其市场竞争力。

同时，自动驾驶行业作为新兴行业，其监管体系仍在完善的过程中，鉴于自动驾驶行业与道路运输、地图测绘、个人信息处理、数据保护等监管要求高度交叉，更增加了对其监管的复杂性。此外，自动驾驶企业在申请上市的过程中，也需要应对复杂多面的法律问题和挑战。

本文将对自动驾驶行业的现状、自动驾驶行业相关的业务资质以及自动驾驶企业（特别是自动驾驶解决方案企业）境外上市过程中需要重点关注的法律问题（包括：搭建上市架构，自动驾驶道路运输以及信息安全和数据保护）进行分析探讨，以为拟境外上市的自动驾驶企业提供有益的法律支持和建议。

## 一、自动驾驶行业现状

### 1. 汽车驾驶自动化分级

2021年8月20日，国家市场监督管理总局与国家标准化管理委员会发布《汽车驾驶自动化分级》[2]（2022年3月1日施行），规定驾驶自动化的分级分为0至5六个等级，其中：

0级指应急辅助；

1级指部分驾驶辅助；

2级指组合驾驶辅助；

3级指有条件自动驾驶；

4级指高度自动驾驶；

5级指完全自动驾驶。

驾驶自动化分级的判断与划分标准主要包括持续的车辆横向和纵向运动控制、目标和事件探测与响应、动态驾驶任务后援以及设计运行范围等。根据《汽车驾驶自动化分级》的附录A，具体而言：

分级	名称	持续的车辆横向和纵向运动控制	目标和事件探测与响应	动态驾驶任务后援	设计运行范围
0级	应急辅助	驾驶员	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
1级	部分驾驶辅助	驾驶员和系统	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
2级	组合驾驶辅助	系统	驾驶员及系统	驾驶员	有限制
3级	有条件自动驾驶	系统	系统	动态驾驶任务后援用户 (执行接管后成为驾驶员)	有限制
4级	高度自动驾驶	系统	系统	系统	有限制
5级	完全自动驾驶	系统	系统	系统	无限制 <sup>a</sup>

<sup>a</sup> 排除商业和法规因素等限制。

目前我国 0-2 级的自动驾驶技术已有较为广泛的应用，随着自动驾驶技术的快速发展以及相关政策法规对自动驾驶行业的支持，3-4 级自动驾驶技术的推广和渗透率也处于不断提升的状态中。

## 2. 自动驾驶相关规定

自 2017 年《新一代人工智能发展规划》发布至今，自动驾驶行业监管体系正经历从无到有并正在逐步完善的过程。

整体而言，目前国家层面关于自动驾驶行业的规定仍以部门规章、规范性文件、政策性文件为主；具体而言，自动驾驶相关规定主要包括：

序号	相关规定	发布部门	主要内容
1	《智能汽车创新发展战略》 (2020 年 2 月 10 日施行)	国家发展和改革委员会，中央网络安全和信息化委员会办公室，科技部，工业和信息化部，公安部，财政部，自然资源部，住房和城乡建设部，交通运输部，商务部，国家市场监督管理总局	在明确发展智能汽车对我国具有重要战略意义的前提下，提出到 2025 年实现有条件自动驾驶（3 级）的智能汽车达到规模化生产，高度自动驾驶（4 级）的智能汽车在特定环境下市场化应用的战略愿景。
2	《关于促进道路交通自动驾驶技术发展和应用的指导意见》 (2020 年 12 月 20 日施行)	交通运输部	明确了到 2025 年的发展目标，包括自动驾驶基础理论研究取得积极进展，道路基础设施智能化、车路协同等关键技术及产品研发和测试验证取得重要突破；出台一批自动驾驶方面的基础性、关键性标准；建成一批国家级自动驾驶测试基地和先导应用示范工程，在部分场景实现规模化应用，推动自动驾驶技术产业化落地。
3	《关于加强智能网联汽车生产企业及产品准入管理的意见》 (2021 年 7 月 30 日施行)	工业和信息化部	要求企业强化数据和网络安全管理、规范软件在线升级、加强产品安全管理（严格履行告知义务、加强组合驾驶辅助功能产品安全管理、加强自动驾驶功能产品安全



			管理、确保可靠的时空信息服务) 以及建立自查机制等内容。
4	《智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范(试行)》(2021年9月1日施行)	工业和信息化部, 公安部, 交通运输部	对进行智能网联汽车道路测试与示范应用需要满足的条件进行了规定及说明; 明确智能网联汽车道路测试与示范应用管理及交通违法与事故处理。
5	《国家车联网产业标准体系建设指南(智能网联汽车)(2023版)》(2023年7月18日施行)	工业和信息化部, 国家标准化管理委员会	对智能网联汽车标准体系进行分阶段部署, 明确包括建设阶段及目标、建设思路及内容、智能网联汽车现行和在研标准清单以及标准建设重点方向等。
6	《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》(2023年11月17日施行)	工业和信息化部, 公安部, 住房和城乡建设部, 交通运输部	旨在智能网联汽车道路测试与示范应用工作基础上, 推进智能网联汽车(L3级及L4级)的准入和上路通行试点工作, 明确了试点的目标、申报条件、实施以及保障措施等方面。
7	《自动驾驶汽车运输安全服务指南(试行)》(2023年11月21日施行)	交通运输部	规定了自动驾驶汽车(L3级, L4级及L5级)可以开展道路运输服务的特定区域和条件, 要求依法通过道路安全评估; 对自动驾驶运输经营者、运输车辆以及人员配备等方面进行了明确要求和规定; 对自动驾驶汽车运输从日常监督、隐患整改以及信息反馈方面进行监管。

除上述全国层面的规定及规范性文件外, 许多地方政府也陆续颁布了与自动驾驶相关的规定或细则, 如: 包括北京、上海、深圳、天津、重庆及合肥在内的全国多个省市已根据《智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范(试行)》(“《管理规范》”)的规定[3]颁布了与当地智能网联汽车道路测试与示范应用管理相关的细则。

一方面，自动驾驶领域相关规定的逐渐完善为自动驾驶企业提供了规范性指导，有助于规范行业的发展；另一方面，也对自动驾驶企业提出了明确监管要求，自动驾驶企业需要遵守更加全面和严格的法律规定，落实相应合规要求。

## 二、自动驾驶企业相关业务资质/准入/要求

结合自动驾驶行业的相关监管规定，除生产环节外，自动驾驶企业业务环节可能还涉及道路测试及示范应用、准入及上路通行、道路运输、地图测绘、电信服务等方面，根据其涉及的不同业务环节，可能需要取得不同的业务资质、准入，或满足不同的要求。

本文将对自动驾驶行业常见的下述几类业务资质/准入/要求进行分析。

### 1. 自动驾驶道路测试及示范应用

根据《管理规范》的规定，道路测试是指在公路（包括高速公路）、城市道路、区域范围内等用于社会机动车通行的各类道路指定的路段进行的智能网联汽车自动驾驶功能测试活动，示范应用是指在公路（包括高速公路）、城市道路、区域范围内等用于社会机动车通行的各类道路指定的路段进行的具有试点、试行效果的智能网联汽车载人载物运行活动。

对于申请自动驾驶道路测试和/或示范应用的企业而言，应满足《管理规范》第二章关于道路测试和/或示范应用的主体、驾驶人以及车辆的相关规定及要求。

此外，在申请道路测试或示范应用时，相应的道路测试或示范应用主体均应提供安全性自我声明文件，并由省、市级政府相关主管部门进行确认，在取得相关主管部门确认并凭《机动车登记规定》所要求的证明、凭证等文件向公安机关交通管理部门申领并取得试验用机动车临时行驶车号牌后方可上道路行驶开展相应道路测试或示范应用。

### 2. 智能网联汽车准入和上路通行试点

根据《关于开展智能网联汽车准入和上路通行试点工作的通知》及其附件《智能网联汽车准入和上路通行试点实施指南》（“《实施指南》”）的规定，在前述智能网联汽车道路测试与示范应用工作基础上，工业和信息化部、公安部、住房和城乡建设部、交通运输部遴选具备量产条件的搭载自动驾驶功能的网联汽车产品开展准入试点；对于取得准入的智能网联汽车产品，在限定区域内开展上路通行试点。

具体而言：

在试点申报阶段：智能网联汽车生产企业和使用主体应当组成联合体参考《实施指南》制定申报方案并进行试点申报，各部门专家对申报方案进行初审择优确定进入试点的联合体。

在试点实施阶段：智能网联汽车生产企业应当在通过产品测试与安全评估后向工信部提交产品准入申请，经受理、审查和公示后，工信部决定准入的将按规定将智能网联汽车产品及其准入有效期、实施区域等限制性措施予以公告。

其中：

智能网联汽车生产企业需要满足《实施指南》第一部分第一章规定的设计验证能力、安全保障能力、安全监测能力以及建立用户告知机制等要求；

智能网联汽车产品需要满足《实施指南》第一部分第二章规定的产品技术、过程保障、测试验证等要求；

使用主体应当满足《实施指南》第二部分规定的基本条件、运行安全保障能力、责任承担能力、网络安全和数据安全保障能力、运营安全保障能力等方面的要求，且需满足《实施指南》第三部分对于购买交通事故责任强制保险、对车身进行标识以及配备相应驾驶资格的安全员等方面的要求；

试点车辆应当向车辆运行所在城市公安机关交通管理部门车辆管理所申请登记，交验车辆，并提交相应证明、凭证。

此外，如使用车辆从事运输经营的，还应当具备相应业务类别的运营资质并满足运营管理要求。

2024年6月4日，工业和信息化部等四部门发布[4]我国首批确定由9个汽车生产企业和9个使用主体组成的联合体，将在北京、上海、广州等7个城市展开智能网联汽车准入和上路通行试点，试点产品涵盖乘用车、客车以及货车三大类。

### 3. 自动驾驶道路运输相关资质 3. 自动驾驶道路运输相关资质

根据《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》的规定，为保障运输安全，自动驾驶汽车开展道路运输服务应在指定区域内进行，并依法通过道路交通安全评估。具体而言：

（1）使用自动驾驶汽车从事城市公共汽电车客运经营活动的，可在物理封闭、相对封闭或路况简单的固定线路、交通安全可控场景下进行；

（2）使用自动驾驶汽车从事出租汽车客运经营活动的，可在交通状况良好、交通安全可控场景下进行；

（3）审慎使用自动驾驶汽车从事道路旅客运输经营活动；

（4）可使用自动驾驶汽车在点对点干线公路运输或交通安全可控的城市道路等场景下从事道路货物运输经营活动；

(5) 禁止使用自动驾驶汽车从事道路危险货物运输经营活动。

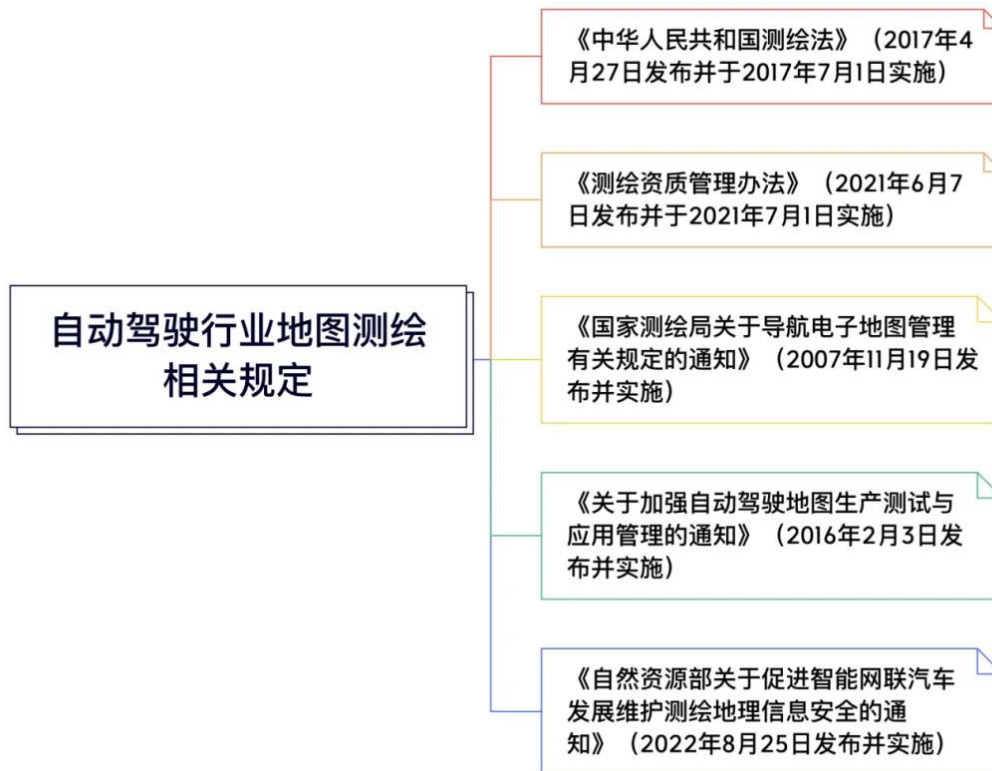
对于自动驾驶涉及的上述几种类型的道路运输，在满足上述要求的情况下，相关的运输经营者及运输车辆亦需要根据《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》以及相应道路运输类型对应的规定取得相应的业务资质，具体而言：

业务类型	运输经营者 <sup>[5]</sup> 资质	运输车辆 <sup>[6]</sup> 资质	对应规定
城市公共汽车运营	城市公共汽车线路运营权（特许经营）	报城市公共交通主管部门备案	《城市公共汽车和电车客运管理规定》（2017年5月1日施行）
出租汽车客运	《道路运输经营许可证》  （如为网络预约出租汽车客运则需《网络预约出租汽车经营许可证》以及向企业注册地省级通信主管部门申请互联网信息服务备案）	《道路运输证》  （如为网络预约出租汽车客运则需《网络预约出租汽车运输证》）	《巡游出租汽车经营服务管理规定》（2021年8月11日施行）  《网络预约出租汽车经营服务管理暂行办法》（2022年11月30日施行）
道路旅客运输	《道路运输经营许可证》	《车辆营运证》	《中华人民共和国道路运输条例》（2023年7月20日
道路普通货物运输	《道路运输经营许可证》  （使用总质量4500千克及以下普通货运车辆从事普通货运经营除外）	《车辆营运证》（使用总质量4500千克及以下普通货运车辆从事普通货运经营除外）	

#### 4. 自动驾驶行业地图测绘 3. 自动驾驶道路运输相关资质

自动驾驶技术的快速发展与导航电子地图测绘技术的持续进步密切相关。精确的导航电子地图为自动驾驶车辆提供了十分关键且必要的地理信息和导航服务，确保车辆能够精确地确定自身位置并规划出最佳的行驶路线，因此自动驾驶的发展离不开导航电子地图测绘技术的创新与进步。

而根据《中华人民共和国测绘法》等有关地图测绘的规定，如企业开展导航电子地图测绘等方面的业务，需要取得相应的导航电子地图制作测绘资质<sup>[7]</sup>，与自动驾驶行业地图测绘的相关规定如下：



同时，结合《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021年版）》（“负面清单”）的规定，禁止外商投资地面移动测量和电子导航地图编制等与自动驾驶行业紧密相关的测绘活动，因此自动驾驶企业在申请境外上市前应特别留意，如公司业务涉及该等业务而落入外商投资禁止的范围，则需要考虑就该等业务所在主体采用合约安排而非股权控制的架构。

### 5. 自动驾驶行业电信业务经营 3. 自动驾驶道路运输相关资质

自动驾驶行业的发展一定程度上依赖于电信业务提供的基础设施和配套服务，电信业务服务也促进和推动着自动驾驶技术的发展和运用，这也就意味着自动驾驶企业可能涉及自身同时提供电信业务服务并需要取得对应电信业务资质的情况。

一般而言，自动驾驶技术企业提供的增值电信业务主要涉及以下两类资质：

（1）信息服务业务许可证（ICP）：通过互联网向其用户提供有偿信息服务，如与自动驾驶有关的在线广告、推广视频、在线支付以及其他付费服务等；

（2）在线数据处理与交易处理业务许可证（EDI）：搭建电子商务平台以处理车联网相关的交易和数据，涉及在线交易以及电子数据交换等方面的业务。



根据负面清单的规定，外商投资电信业务（限于中国入世承诺开放的电信业务）中增值电信业务的外资股比不得超过 50%（电子商务、国内多方通信、存储转发类、呼叫中心除外），基础电信业务须由中方控股。

因电信业务分类众多，且中国入世承诺开放的电信业务仅是其中部分，因此针对不同电信业务的外商投资限制或禁止规定又分多种类型，具体可参见笔者此前发布的文章《外商投资电信新规对香港上市架构的影响分析》[8]《解读 | VIE 架构 SaaS 企业迈富时港股上市-从中国律师角度》[9]对增值电信业务外商投资限制或禁止情形的分析。

因此，如自动驾驶企业开展电信业务，则需特别关注相应的外商投资方面进行的禁止或限制规定，根据自身业务情况并结合上市需求，设计上市架构以及根据架构需要变更相应资质。

### 三、自动驾驶企业境外上市重点法律问题

#### 1. 境外上市常见架构 3. 自动驾驶道路运输相关资质

自动驾驶行业产业链长，涉及的环节及主体众多。

除传统汽车制造商作为行业的参与者外，随着自动驾驶技术的逐步成熟，中国境内也出现了一批自动驾驶汽车新势力公司，其中以蔚来、理想汽车、小鹏汽车为代表，在此前几年时间内已陆续完成境外发行上市及二次上市或双重上市，且因其从事的业务涉及增值电信服务及其他外商投资禁止或限制类业务（如理想汽车所从事的业务还涉及地面移动测量、广播电视节目制作经营以及互联网文化经营，小鹏汽车所从事的业务还涉及地面移动测量以及电子导航地图编制），而采用了 VIE 架构上市。

此外，自动驾驶技术的发展也造就了一批专注自动驾驶解决方案的企业，近两年自动驾驶解决方案企业集中开启了境外上市的安排，根据笔者在公开渠道的查询，自 2023 年起[10]申请境外上市的自动驾驶技术方案解决企业包括：

序号	企业名称	上市地	定位	架构	上市阶段
1.	知行汽车科技（苏州）股份有限公司	香港 联交所	一家自动驾驶解决方案提供商，专注于自动驾驶域控制器	H 股	于 2023 年 12 月 20 日正式上市
2.	纵目科技	香港 联交所	一家 ADAS 解决方案提供商	H 股	于 2024 年 3 月 28 日递交招股书，目前处于证监会备案补充材料阶段，尚未上市
3.	佑驾创新	香港 联交所	一家智能驾驶及智能座舱解决方案供应商	H 股	于 2024 年 5 月 27 日递交招股书，目前处于证监会备案补充材料阶段，尚未上市
4.	地平线	香港 联交所	一家乘用车高级辅助驾驶（ADAS）和高级自动驾驶（AD）解决方案供应商	红筹架构	已于 2024 年 8 月 9 日获证监会备案，尚未上市
5.	文远知行	美国 纳斯达克	一家 L4 级自动驾驶科技公司	红筹架构	已于 2023 年 8 月 25 日获证监会备案，尚未上市
6.	黑芝麻智能	香港	一家车规级计算 SoC	红筹架构	于 2024 年 8 月 8 日正式上市

		联交所	及基于 SoC 的智能汽车解决方案供应商		
7.	如祺出行	香港 联交所	一家服务并连接乘客、司机、整车制造商、车辆服务提供者及自动驾驶解决方案供应商的出行科技与服务公司	VIE	于 2024 年 7 月 10 日正式上市
8.	小马智行	美国 纳斯达克 或纽交所	一家基于虚拟司机核心技术，覆盖自动驾驶出行服务、自动驾驶卡车以及乘用车智能驾驶的自动驾驶公司	VIE	已于 2024 年 4 月 22 日获证监会备案，尚未上市
9.	梦腾智驾	美国 纳斯达克 或纽交所	一家将可量产的高度自动驾驶(L4)全栈式解决方案(Mpilot)与完全无人驾驶(L5)解决方案(MSD)相结合的自动驾驶公司	/	已于 2024 年 6 月 17 日获证监会备案，尚未上市

经查阅前述申请境外上市的自动驾驶解决方案企业公开披露的招股书（其中梦腾智驾及小马智行招股书尚未公示），其中多数自动驾驶解决方案企业提供的多为技术解决方案，非负面清单所列外商投资禁止或限制类业务，因此其境外上市多采用 H 股或红筹（股权控制）架构，其中，如祺出行因其业务涉及地面移动测量及增值电信服务，因此采用 VIE 架构申请境外上市。

对于自动驾驶企业而言，其境外上市架构的选择首先需要考虑其业务是否涉及外商投资限制或禁止类业务；在此基础上，再结合拟境外上市地、现有股权结构及对不同交易市场的判断等商业考虑进行架构的选择。

## 2. 自动驾驶道路运输的合规问题 3. 自动驾驶道路运输相关资质

如上文第二部分自动驾驶企业相关业务资质/准入/要求的分析，从道路测试与示范应用，到准入与上路通行试点，再到自动驾驶道路运输，对于新兴且尚未完全成熟的自动驾驶技术应用的监管环节较多。

相应地，自动驾驶企业的合规要点也多，特别是从事自动驾驶道路运输业务的企业，因其与大众的日常生活高度联系，为保证运输安全，对于自动驾驶道路运输的监管也更加审慎。

除自动驾驶运输者及运输车辆需具备相应的资质外，根据《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》的规定，自动驾驶运输的人员配备及安全保障亦应满足相应的要求，具体而言：

序号	相关方面	具体要求
1.	人员配备	<p>(1) 从事城市公共汽电车客运、道路旅客运输经营的自动驾驶汽车应随车配备 1 名安全员 [11]；驾驶员或运行安全保障人员；</p> <p>(2) 从事道路货物运输经营的自动驾驶汽车原则上随车配备安全员；</p> <p>(3) 从事出租汽车客运的有条件自动驾驶汽车、高度自动驾驶汽车应随车配备 1 名安全员；</p> <p>(4) 从事出租汽车客运的完全自动驾驶汽车，在确保安全的前提下，经设区市人民政府同意，在指定的区域运营时可使用远程安全员，远程安全员人车比不得低于 1:3。</p>
2.	安全保障	<p>(1) 自动驾驶运输经营者应履行安全生产主体责任，建立实施运营安全管理制度；</p> <p>(2) 自动驾驶运输经营者应与汽车生产企业、安全员等签署协议明确权利义务，组织对运输安全保障方案进行专业性论证和安全风险评估并将相应方案和评估报告告知运营地交通运输主管部门、公安交警部门和应急管理部门；</p> <p>(3) 从事道路运输经营的自动驾驶汽车应具备车辆运行状态信息记录、存储和传输功能，向自动驾驶运输经营者和运营地有关主管部门实时传输关键运行状态信息；</p> <p>(4) 车辆符合《道路运输车辆动态监督管理办法》及国家有关规定的应加强自动驾驶汽车动态监控；</p> <p>(5) 自动驾驶汽车应在车身以醒目图案、文字或颜色标识，明确向其他交通参与者告知其自动驾驶身份；</p> <p>(6) 自动驾驶运输经营者应制定自动驾驶汽车运营突发事件应急预案。</p>

作为新兴行业，因自动驾驶技术仍在不断地发展中，而相关规定也在不断完善中，自动驾驶企业需特别关注业务资质及业务运营的合规要求，在日常经营、隐患整改以及信息反馈等方面做到及时响应，避免因不合规事项导致民事责任或行政处罚，进而影响公司的业务运营。

在境外上市过程中，公司的合规经营也是监管关注的重点事项之一。一方面，针对相关的运营合规风险，公司需要在招股书中进行充分完整的披露；另一方面，也要求公司关注行业监管动态及政策变化，并及时对企业的合规管理进行相应规范和调整，避免因合规问题影响上市安排。

以近期收到证监会补充材料要求的梦腾智驾为例，关于其境内运营实体的具体运营情况，证监会要求公司说明：

部分境内运营实体经营范围涉及“互联网信息服务、地理遥感信息服务、大数据服务、网络预约出租汽车经营服务、道路旅客运输经营”，请自查是否实际开展相关经营，如已开展，请说明是否取得相关资质。

### 3. 信息安全及数据保护的合规问题 3. 自动驾驶道路运输相关资质

随着《网络安全法》《数据安全法》《个人信息保护法》三部信息安全及数据保护相关法律法规的颁布，以及相关实施细则和行业数据保护的规范性文件的落地，信息安全及数据保护的合规要求大幅提高，而信息安全及数据合规的重要性也日益凸显。

自动驾驶行业适用的信息安全及数据保护的主要规定如下：





鉴于自动驾驶汽车在运行过程中一般都涉及信息的传输以及不同类型数据的收集或处理，包括但不限于车主的个人信息、车辆行驶的数据以及车载软件的相关数据等，而前述信息和数据的收集、保管和使用都受到信息安全及数据保护相关法律法规的规范，自动驾驶企业应符合该等合规要求，避免因违反信息安全及数据保护方面的规定而为企业带来法律风险。

同时，该事项也是境外上市进程中相关主管部门的关注重点，以纵目科技、地平线以及小马智行此前收到中国证监会发出的境外上市备案补充材料要求为例，其中要求公司说明：

#### 纵目科技

(1) 业务经营是否涉及收集和使用个人信息的情形，如有，请说明收集及储存的用户信息规模、数据收集使用情况；

(2) 业务经营是否符合《数据安全法》《个人信息保护法》《汽车雷达无线电管理暂行规定》等规定，并说明上市前后履行数据安全保护责任和义务的相关安排或措施。

#### 地平线

境内运营实体及子公司收集和储存用户信息规模、数据收集使用情况，是否存在向境外传输数据或向第三方提供个人信息的情形，是否符合《科学数据管理办法》的相关规定，并说明上市前后信息数据保护的安排或措施。

#### 小马智行

请补充说明你公司开发、运营的网站、APP、小程序、测试平台等情况，收集和存储用户信息规模、数据收集使用情况，是否存在向第三方提供信息的情形，以及上市前后保护个人信息和保障数据安全的安排或措施。

涉及信息收集和数据处理的自动驾驶企业如计划境外上市，可考虑与专业数据合规律师提前沟通进而有针对性地发现企业运营过程中可能存在的问题，避免在正式进入上市流程后因信息安全及数据合规问题受到相关部门的质询、处罚，进而影响公司的上市进程。

#### 四、总结

鉴于自动驾驶行业高度专业化和技术密集型的特点，自动驾驶企业不仅需要持续提升其技术创新的能力以及市场竞争力，同时需要严格遵守自动驾驶及其配套业务相关的法律法规。对自动驾驶企业而言，境外上市是一个复杂且充满挑战的过程，本文主要对自动驾驶行业当前的主要法律法规以及境外上市过程中可能遇到的需重点关注的法律问题进行了分析，随着自动驾驶技术和行业的发展，该等法律法规也会不断更新完善。因此，自动驾驶企业，特别是拟境外上市的自动驾驶企业，需要密切关注相关变化，并提前做好相应的规划和准备，以顺利开展业务及实现境外上市的目标。

## ●参考文献：

[1]见《智能汽车创新发展战略》。

[2]<http://c.gb688.cn/bzgk/gb/showGb?type=online&hcno=4754CB1B7AD798F288C52D916BFECA34>。

[3]根据《智能网联汽车道路测试与示范应用管理规范（试行）》第四条，省、市级政府相关主管部门可以根据当地实际情况，依据本规范制定实施细则，具体组织开展智能网联汽车道路测试与示范应用工作。

[4]具体内容见工业和信息化部官网：

[https://www.miit.gov.cn/jgsj/zbys/gzdt/art/2024/art\\_50b60c6a6aac42fbbc18690002255d85.html](https://www.miit.gov.cn/jgsj/zbys/gzdt/art/2024/art_50b60c6a6aac42fbbc18690002255d85.html)

[5]根据《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》第四条，使用自动驾驶汽车从事城市公共汽电车客运、出租汽车客运、道路旅客运输、道路货物运输的经营者（以下统称自动驾驶运输经营者）应依法办理市场主体登记，经营范围应登记相应经营业务类别；出租汽车客运（网约车）、道路旅客运输应依法投保承运人责任保险。从事城市公共汽电车运营的，应符合国家及运营地城市人民政府有关运营要求。从事出租汽车客运、道路旅客运输经营、道路货物运输经营的，应具备相应业务类别的经营许可资质。城市客运企业、道路运输企业可与汽车生产企业组成联合体开展自动驾驶运输经营。自动驾驶运输经营者应当依法办理相关手续，地方交通运输主管部门应为自动驾驶运输经营者从事自动驾驶汽车运输经营服务提供办理渠道。

[6]根据《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》第五条，从事道路运输经营的自动驾驶汽车应符合国家相关标准及技术规范等要求，依法办理机动车注册登记，取得机动车号牌和机动车行驶证。从事城市公共汽电车客运的自动驾驶汽车应符合国家及运营地城市人民政府有关运营要求。从事出租汽车客运、道路旅客运输经营、道路货物运输经营的自动驾驶汽车还应符合交通运输行业有关经营性机动车运营安全技术标准要求，依法取得运营地交通运输主管部门配发的《网络预约出租汽车运输证》或《道路运输证》。自动驾驶汽车需变更自动驾驶功能、进行车辆软件系统升级的，应按照工业和信息化部门规定执行，确保车辆运行安全。

[7]根据《关于加强自动驾驶地图生产测试与应用管理的通知》第一条，自动驾驶地图属于导航电子地图的新型种类和重要组成部分，其数据采集、编辑加工和生产制作必须由具有导航电子地图制作测绘资质的单位承担。导航电子地图制作单位在与汽车企业合作开展自动驾驶地图的研发测试时，必须由导航电子地图制作单位单独从事所涉及的测绘活动。

根据《测绘资质管理办法》第二条，测绘资质分为甲、乙两个等级。测绘资质的专业类别分为大地测量、测绘航空摄影、摄影测量与遥感、工程测量、海洋测绘、界线与不动产测绘、地理信息系统工程、地图编制、导航电子地图制作、互联网地图服务。

根据《测绘资质管理办法》第三条，导航电子地图制作甲级测绘资质的审批和管理，由自然资源部负责。前款规定以外的测绘资质的审批和管理，由省、自治区、直辖市人民政府自然资源主管部门负责。

[8]《外商投资电信新规对香港上市架构的影响分析》文章链接为：  
<https://mp.weixin.qq.com/s/XZo0MYpukMBM9xth7EvQiQ>。

[9]《解读 | VIE 架构 SaaS 企业迈富时港股上市-从中国律师角度》文章链接为：  
<https://mp.weixin.qq.com/s/JvD3ufoXlerSP5trSVaGLA>。

[10]其中，公开渠道尚未查询到梦腾智驾及小马智行招股书，未确定其具体提交上市申请时间。

[11]根据《自动驾驶汽车运输安全服务指南（试行）》，驾驶员或运行安全保障人员统称安全员。

# 范兴成等：新“国九条”框架下的证券监管格局与效能

## （下）——新“国九条”框架下证券监管举措的效能预测

### 范兴成

大成上海 高级合伙人

xingcheng.fan@dentons.cn

专业领域：资本市场、争议解决、公司与并购重组、破产重整与清算



### 林晨

大成上海 合伙人(待备案)

cindy.lin@dentons.cn

专业领域：资本市场、跨境投资与贸易、合规与风险控制、金融



在特殊时期诞生的新“国九条”及其配套体系，已经从证券监管理念及治理层面总结了中国自身的证券监管经验，也借鉴了发达资本主义国家的监管经验。这样的“1+N”监管体系，将证券市场作为一个整体来思考，既有宏观的目标也有微观的规制，是当下推动资本市场高质量发展的组合铁拳，效能值得期待。然而，资本市场有其自身的规律，当前，还没有方法可以准确预估，本文试图从一般的原理上去做些粗浅的预测分析，鉴于规律的既定性，笔者认为可以因循原理、窥先机、顺大势。本部分为《新“国九条”框架下的证券监管格局与效能》之下篇。

#### 一、从资本市场是经济的晴雨表维度看新“国九条”及配套监管体系的效能

从资本市场的长远发展看，资本市场是经济发展的晴雨表，也即，实体经济现状是资本市场股票的价值基础，资本市场股票指数等是资本市场上市企业体现出来的交易价格。虽然，历史上上市企业的价值与股票价格长期有差异，但整体上是一致的，如果背离幅度大，就可能产生股灾。譬如：美国政府在一战后奉行自由主义政策，大幅削减个人所得税并实行宽松的货币政策，美国经济迅速摆脱战时萧条，经济高速发展，股市也是一片繁荣。从1928年开始，实体经济呈现下行迹象。美联储也曾在1929年3月警示股市过度投机的风险，同一时期国会正讨论的斯姆特-霍利关税法案，该法案将进口商品关税提升到历史最高水平，后导致美国国际贸易萎缩，引发经济衰退，也引发投资者对贸易战的担忧。当时，投资者整体上认为股市泡沫严重，对经济前景担忧，最终导致市场恐

慌性抛售股票的恶性循环难以中止，使得市场急剧下跌，酿成 1929 年股灾，美国进入大萧条，经济衰退十年。因此，中国股市最终上冲的高度，取决于实体经济发展的真实水平。当下，我国实体经济，面临一些困难，外部需要应对美国为首的资本主义经济体在外贸、投资、产业链条的封锁，内部需要应对消费乏力、内卷严重以及产能过剩的问题。因此，当前实体经济发展仍是有一些困难，需要休养生息，还需要政府激励政策，譬如减税。而减税需要从全方位去实施，避免无效减税，在关键节点上去发力，比如促进并购与重组的减税，生产企业的交易流程减税，给企业较好的成长环境等。此外，还需要一些精准的产业扶持政策，对新质生产力实施科研及发展补贴等，助力经济转型升级。只有当实体经济整体感受到政府的关怀，内部外部经济环境有较好的改善后，资本市场的上冲空间才会更大。

## 二、从资本市场注入长期资金角度看新“国九条”的效能

资本市场的表现会受到长期资金注入影响而波动，聚焦资本市场本身，并不是全部的实体经济企业都在资本市场上市，因此，上市企业的业绩表现是资本市场的股票价值基础，如果整个市场的资金足够，则股票就会呈现上涨趋势。中国股市整体上还是一个相对独立的体系，因为外汇监管的屏障，还未与全球资本市场完全接轨，即中国资本市场有着自己的护城河。因此，建构完善资本市场规则，有力打击资本市场上违法犯罪行为，有利于引导长期资金入市，进而形成技术上的牛市氛围。单从技术上看，如果我们的资本市场整体表现好，进而引导强化长期资金入市，就完全有可能造就牛市格局。但终极上，是否能形成新的高点，还在于实体经济发展的整体情况，也有赖于建构长期入市的资金池，包括养老基金、保险资金等。

## 三、从资本市场存量高质量发展维度看新“国九条”的效能

新 IPO 是增量，容易分流资金。因此，加强资本市场的并购重组并促进上市公司的高质量发展，也利于促进资本市场的繁荣。正如本文前面分析，只有部分企业实现了上市。因此如果单从股指角度看，我们的股指与整体中国的财富相比较仍然占比较低，即我们的证券化率比较低。截止 2023 年 12 月 31 日，美股总市值 64.84 万亿美元，占美国 2023 年度 GDP(27.36 万亿美元)比值为 237.01%，A 股总市值 83.62 万亿人民币，占中国 2023 年度 GDP(126.06 万亿人民币)的比值为 66.33%。可见，美国国民经济证券化率显著高于中国。美股更少的上市公司，更高的国民经济证券化率，体现出其上市公司数量虽然较少，但对国民经济的贡献更高。与之相比，A 股上市公司数量在 30 年左右的发展赶超了美国 130 年发展的积累数量，但 A 股上市公司的国民经济证券化率仍处于较低水平，说明 A 股上市公司亟待做大做强、实现高质量发展。从证券市场整体角度看，我们并非要大力推进企业去 IPO 融资，而是推动整合和并购，实现上市公司的高质量发展，做大上市公司的市值，进而推高股票指数。当然，中国股市还需要承担起企业融资的功能。因此，如何优化上市标准，实现遴选这些高增长潜能的企业上市的目标，并实现股指的飞跃，是监管机构需要面临的时代课题。从资本市场存量高质量发展维度看，新“国九条”注重并购重组，支持上市公司积极探索第二增长曲线，仿效乔布斯苹果及英伟达“阈值模式”，从根本上提升上市公司高质量发展。但若要实现股票市场



的良好表现，需要加速此类重组审批并监控重组的质量。并购重组虽然是一剂良药，但并购和重组不能简单的相加，而需要有机的整合。并购重组促进经济高质量发展是经济结构转型的工具，因此，各种并购重组是否经得起经济发展的考验，是否真正做到做优做强，也需要时间的检验。但鉴于整个资本市场没有分流资金，而是不断增加新题材及注入新的优质资产，股票市场大概率会走高。

#### 四、从投资者维度看新“国九条”的效能

中国资本市场的投资者结构不合理，散户居多，而散户投资者相对比较冲动。因此，当存量并购重组增多以及政府证券监管体现出对资本市场的呵护时，散户投资者会积极进入资本市场，从而可能形成股市高昂的局面。但散户的非理性、冲动特征，决定了其并不是整个资本市场持续走强的源动力，最终还需要依赖理性的机构投资者的谨慎决策和持续坚定的推动。因此，对证券投资基金及专业投资机构的教育，强调资本市场的党性、人民性，有利于维护资本市场的稳定。但资本市场的表现最终还是取决于投资者的投资理念和对资本市场的信心。新“国九条”对证券投资基金等监管会形成一定的正效应。此外，中国资本市场上还有部分境外资金，境外资金对中国经济增长的信心也会对资本市场构成一定的影响。因此，从投资者维度看，增强境内投资者信心，同时讲好中国故事，优化合格境外投资者制度，有利于构建高水平金融开放的格局。通过监管服务好境内外机构投资者，遏制游资的破坏性参与，就可以谨慎看多资本市场。

潮起潮落、云卷云舒，穿透迷雾才能看清庐山真面目，不变的是原理、是规律，变化的是偶然因素，中国十四亿人口，改革开放四十年高速发展的积淀，是中国资本市场可以立足全球主流资本市场的底气。坚信新“国九条”框架下证券监管体系及其法治化的实施会涤清证券市场中的“痼疾”，横扫破坏资本市场健康发展的“蛀虫”，重整中国投资者的信心，吸引境外投资者的参与，中国资本市场未来可期！

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

## 第二章

## 大成新闻

## 大成助力河南航投在欧发行首只支持 SAF 绿债

当地时间 6 月 21 日上午，中豫航空集团以河南民航发展投资集团有限公司（“河南航投”）为主体发行的 3 年期人民币境外债券上市仪式在卢森堡证券交易所举行，该债券系中国企业在欧洲发行的首只支持可持续航空燃料（SAF）的绿色债券，也是河南企业发行的首只离岸人民币绿色债券，大成总部徐文萍律师团队、高级合伙人杨关善律师、大成河南办公室高级合伙人赵静律师全程参与本项目。

本次发行的 2 亿元绿色离岸人民币债券为固定利率的高级无抵押债券，票面利率 3.3%，为截至目前全国地方国有企业信用发行离岸人民币债券历史最低利率，在中华（澳门）金融资产交易股份有限公司和卢森堡证券交易所同步挂牌上市。

河南航投是河南主要的航空产业投资平台，是郑卢“空中丝路”建设的主要参与方，近年来经营规模及收入均呈快速增长趋势，流动资金需求增加，用于项目投资建设的资金投入规模较大，通过发行境外债券募集资金成为企业拓宽融资渠道、降低融资成本、优化资本结构的选择之一。

作为本所经验丰富的境外债发行专业团队，徐文萍律师团队全程深度参与了本次绿色债券发行项目。团队凭借其深厚的国际法律专业知识、丰富的跨境交易经验和对绿色金融领域的深刻理解，为河南航投提供了全方位、高质量的法律咨询服务。从债券境内审核阶段，到发行过程的尽调及法律文书撰写阶段，再到最终的成功发行，徐文萍律师、杨关善律师、赵静律师及袁旭升律师带领团队取得境外债券法律服务领域的又一次重大成果。

# 大成昆明助力大唐云南首次在银行间债券市场亮相，成功 发行 5 亿元绿色中票（乡村振兴/科创票据）

大成昆明办公室高级合伙人朱宸以律师、高级合伙人肖绍安律师、常露曦律师、张欣馨律师和魏洁律师组成项目团队，为大唐云南发电有限公司（以下简称“大唐云南”）2024 年度第一期绿色中期票据（乡村振兴/科创票据）发行项目提供法律服务。2024 年 7 月 8 日至 9 日，大唐云南以主体/债券双项 AAA 评级在中国银行间债券市场首次成功发行第一支债券--绿色中票（乡村振兴/科创票据）（以下简称“两标绿债”）。本期债券发行规模 5 亿元，发行票面利率 2.27%，期限 3 年，全场认购倍数 4.34 倍。

大唐云南作为中国大唐集团有限公司（以下简称“大唐集团”）的全资子公司，是大唐集团极其重要的成员企业公司，主要负责大唐集团云南区域内水力、风力和太阳能发电的投资及管理，具体项目由项目公司分别负责具体建设及运营。大唐云南积极响应国家“双碳”战略，遵循大唐集团发展战略，围绕云南省统筹推进“绿色能源强省”战略部署，坚持高质量发展，积极参与云南电力资源，尤其是风能、太阳能等新型、清洁、可再生能源的开发，矢志成为大唐集团系统质效“双优”的一流清洁能源区域公司，创建资源节约型和环境友好型企业，为云南省的经济发展及社会发展做出贡献。

大成昆明项目团队为本次两标绿债发行实施阶段工作提供了发行辅导、法律尽调、出具法律意见书等高质量的法律服务，体现出专业、高效和及时响应的服务能力。



# “上市公司高质量发展证券合规观察新视野”实务论坛圆满落幕

2024年7月19日，“上市公司高质量发展证券合规观察新视野”实务论坛圆满落幕。本次论坛由大成律师事务所资本市场行业委员会、资本市场专业委员会联合大成上海资本市场专业组、资本市场行业组、争议解决专业组、刑事专业组共同举办，同时，还得到了大成刑事专委会证券犯罪研究中心、大成资本市场行委会证券违法应对暨证券违法处置法律服务中心的大力支持。本次活动不仅汇聚了大成律师事务所资本市场领域的顶尖专家与学者，还特别邀请到了上海证券报、华泰联合证券及信公股份等权威媒体与金融机构的嘉宾共襄盛举，共同探讨上市公司在追求高质量发展的同时，如何有效加强证券合规管理，开拓全新的合规观察视角。



本次实务论坛上半场的主题为“研析证券合规新内核，建设上市公司发展‘稳定器’”，由大成律师事务所合伙人王崧焱律师主持。





图/王崧焱律师

会议伊始，大成律师事务所主任、中国区董事局主席袁华之律师通过视频，向与会嘉宾致以诚挚的问候与热烈的欢迎。袁华之律师强调，当前正值政策密集发布之际，本次论坛的召开，无疑是恰逢其时、意义深远的。它不仅有助于我们准确把握未来发展方向与监管要点，更促进了对新规政策的深入解读与证券合规实践的深度思考。同时，袁华之律师也自豪地介绍了大成律师事务所近年来的发展成就。他指出，大成律师事务所正处于专业化建设 2.0 改革的重要阶段，通过全国范围内超过 50 家办公室，形成了一个紧密相连、资源共享、优势互补的全国法律服务网络。这不仅是我们实力的体现，更是我们为客户提供更加全面、高效、专业法律服务的坚实保障。最后，袁华之律师预祝本次活动顺利举办，希望在接下来的交流与讨论中，与各位嘉宾能碰撞出思想的火花，凝聚起推动行业高质量发展的广泛共识。



图/袁华之律师

大成中国区董事局副局长、大成上海主任王善良律师对各位嘉宾的到来表示热烈欢迎，并对本次活动的主办方及协办方表示感谢。在严监严管、强本强基的监管思维下，王律师表示对上市公司操纵市场、内幕交易、欺诈发行等零容忍，由此引起的民事赔偿、行政责任、刑事责任越来越多。大成作为一家综合性律师事务所，聚集了各种各样的人才，并且国际化程度很高，在维护资本市场秩序，保护投资者的合法权益及推动上市公司提升治理水平和透明度等方面将发挥更大的作用，最后王律师预祝本次活动圆满举办。



图/王善良律师

同时，在本次“上市公司高质量发展证券合规观察新视野”实务论坛上，大成律师事务所高级合伙人朱海斌律师重点展示并宣布发布，由马宏伟律师团队主编的、大成刑事专委会证券犯罪研究中心、大成资本市场行业委员会证券违法应对暨证券违法处置法律服务中心（简称“两中心”）联合发布的，一项旨在引领证券行业合规新航向的重要成果——《证券行业高频刑事风险合规白皮书》。此白皮书的发布，对证券行业“中介机构”、上市公司及上市公司“关键少数”等主体在新“国九条”背景下，如何应对复杂多变的监管环境提供了思路，涵盖了主办律师团队在当下监管环境下的深刻践行，助力资本市场高质量发展。白皮书主要内容包含法律规定、犯罪构成要件、追诉量刑标准、辩护要点及合规建设意见，内容详尽丰富，通过“专业融合”的设计理念，实现了从业务前端到后端的全链条风险防控，确保企业在日常运营中能够精准识别并有效应对高频刑事风险。未来，两中心将紧跟法律司法解释及行业动态的变化，持续对《证券行业高频刑事风险合规白皮书》更新迭代，确保其内容始终保持前沿性与适用性，为证券行业的健康稳定发展保驾护航。



图/朱海斌律师



### 证券行业高频刑事风险合规白皮书

华泰联合证券合规与风险管理部副总经理杨磊先生以“新国九条背景下证券公司合规管理重点工作及展望”为题带来主题演讲。首先，杨磊先生细致入微地拆解了新国九条及其配套的1+N政策体系，不仅揭示了政策框架的广度与深度，还深入探讨了这一政策体系对证券公司合规管理工作带来的深远影响。接着，杨磊先生围绕新国九条对证券公司合规管理提出的新要求，系统性地阐述了证券公司如何构建并优化其合规管理体系，以确保业务运营既符合法律法规，又能在激烈的市场竞争中保持高效与稳健。他重点强调了反洗钱工作、员工证券投资行为、廉洁从业、利益冲突的合规挑战与应对策略，对以上行为规范的界定、监控机制的建立、相关制度的完善以及管理措施的制定进行详细的分析。最后，杨磊先生表示，合规不仅是法律要求，更是企业可持续发展的基石，证券公司应持续加强合规文化建设，提升全员合规意识，共同推动行业向更高水平迈进。

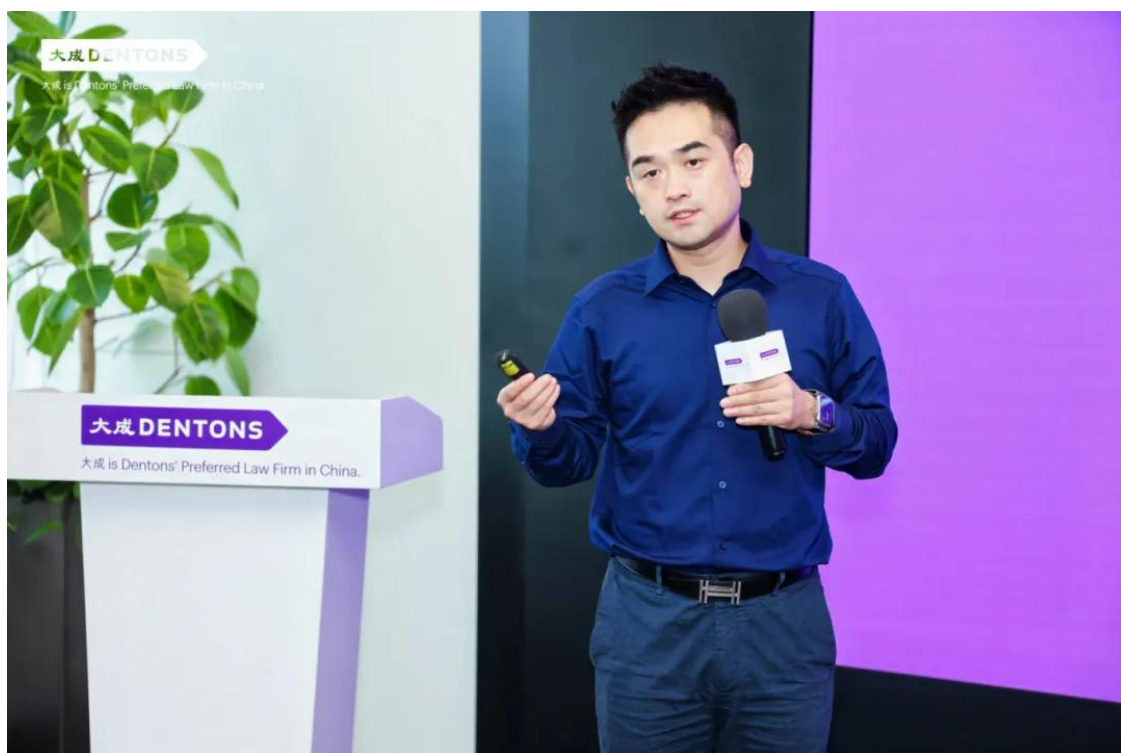




图/杨磊先生

大成律师事务所顾问雷雷就“侦查思维在内幕交易罪辩护中的应用”进行主题分享，首先雷雷律师以证监会的执法数据、公开的裁判文书，现行的刑法规范，论证了内幕交易罪刑罚的严厉，雷雷律师提出，对内幕交易行为的刑事风险防范应当成为所有证券、期货从业人员的执业必修课。针对如何防范，尤其是涉刑后如何辩护，雷雷律师提出练就侦查思维的解决方案。随后，雷雷律师介绍了何为侦查思维，为何要用侦查思维，详述了侦查思维的特点、功能、形成方法。最后，雷雷律师以某一涉内幕交易罪的真实案例作为侦查思维的练习题，与在场来宾共同探讨了“如果你是侦查人员你会怎么查内幕交易？”“如果你是内幕交易嫌疑人你会怎么应对？”以案例法来验证了侦查思维在内幕交易罪辩护中的具体应用。





图/雷雷顾问

上午圆桌分享对上市公司证券合规高频风险与防控措施进行研讨，由上海证券报证券期货部副主任（主持工作）彭洁云主持，与谈嘉宾包括大成中国区争议解决专委会、能源自然资源与环境行委会联合牵头人、大成上海争议解决专业组负责人刘蓉蓉、大成律师事务所合伙人孟磊、大成律师事务所合伙人程中华、大成律师事务所合伙人崔建文。在讨论中，嘉宾们从多个角度深入探讨了上市公司加强风控管理的处置措施和事前风险识别及防范手段。刘蓉蓉律师根据目前证券强监管政策对司法审判的影响，分享了民商事审判视角下上市公司股东违规代持与违规减持的效力认定要点，并就司法实践中对于上市公司控股子公司对外担保（对表外公司）的裁决思路给上市公司提出风险防范建议。孟磊律师结合上市公司证券虚假陈述案件的办理经验，阐明严监管态势对董监高的勤勉尽责义务提出了更高的要求，对此相关人员为降低自身履职风险，应提升履职主动性和独立性、推动公司制度建设并在日常工作中注重留痕。程中华律师分享了新形势下上市公司独立董事职责变化，同时指出新《公司法》下我国董责险制度仍处于起步阶段，上市公司需将购买董责险提上议程以保护董监高权益。崔建文律师则结合近期办理的上市公司案件，提出上市公司应建立与自身业务相契合的合规制度体系、部门协调机制，在危机事件发生后根据风险应急预案紧急处理，并在事后第一时间自查、整改，与主管部门充分沟通，从而将合规风险降到最低。



图/圆桌讨论（上午）

本次实务论坛下半场主题为“开拓证券合规新思路，打造上市公司发展‘助推器’”，由大成上海资本市场专业组联合负责人林晨律师主持。



图/林晨律师

上海证券报社上证研究院执行院长于勇先生分享的题目为“夯实合规基础 助力上市公司行稳致远”。首先，于勇先生深刻阐述了合规管理对于当今上市公司乃至整个资本市场健康可持续发展的重要意义。他强调，随着中国经济步入高质量发展阶段，合规不仅是响应时代需求的必然之举，更是企业稳健前行、实现长远目标的坚实基础。随后，于勇先生指出，随着资本市场法律体系的日益完善，合规已成为企业不可或缺的一部分，它不仅关乎企业的市场竞争力提升，更是企业自我净化、自我保护的关键所在。最后，于勇先生建议，应围绕资本市场发展的热点与难点问题，定期举办高水平的研讨会和论坛，汇聚业界精英与学者智慧，共同探讨合规管理的新思路、新方法，为上市公司乃至整个资本市场的高质量发展建言献策。



图/于勇先生

大成上海资本市场专业组负责人石锦娟律师就“信息披露法律关注点”进行主题分享，首先石律师对信息披露的基本框架展开详细介绍，并就监管新政对年度报告披露的影响进行深入分析。对于新《现金分红指引》对年度利润分派的影响，石律师指出新指引明确了现金分红的导向，简化了中期分红程序，赋予了独立董事对现金分红方案的独立评价权，并鼓励上市公司在符合条件下增加分红频次，稳定投资者预期，且对利润分配条件进行了明确规定。随后石律师对“新国九条后减持行为监管”以及“新《公司法》下信息披露合规与公司董监高义务”进行分享。新《公司法》明确了董监高的忠实与勤勉义务，并对利益冲突、竞业限制等事项作出了具体规定。最后石律师通过案例的分享对信息披露相关法律责任进行梳理和解读。她表示，信息披露对公司尤为重要，如在信息披露过程中存在违法行为，则将会面临民事赔偿责任、行政责任和刑事责任等。





图/石锦娟律师

大成律师事务所高级合伙人李晨律师以“融资博弈风暴：解析违规行为引发的重大诉讼风险”为题带来主题分享。李晨律师通过分享两个上市公司融资纠纷案件，深入讲解了违规行为引发的重大诉讼风险。实务中，诸多上市公司为了实现自身的融资等经济利益采取规避监管的行为、签署名实不符的合同，这些行为在遇到上市公司退市、连续股价下跌情况下将引发激烈的博弈，而违规行为也将带来合同无效等重大法律后果，造成维权路径坎坷、艰难。上市公司应当谨慎考虑违规行为的法律后果，并积极做好潜在的诉讼风险防范，以免产生不必要的经济损失。



图/李晨律师

上海信公科技集团股份有限公司创始合伙人金翔宇先生以“解读新国九条政策，助力企业提质增效”为主题展开分享。首先，金翔宇先生对新国九条内容框架进行解读，并表示新国九条 3.0 的重磅发布，标志着资本市场改革深入新阶段。这一轮改革显著展现了四大特点：充分体现资本市场的政治性、人民性；强监管、防风险、促高质量发展；充分体现目标导向、问题导向；新国九条下上市公司提质增效加速。随后，金翔宇先生详细阐述了新国九条中的“1+N”关键制度体系，并通过生动具体的案例，深刻剖析了新规中的核心制度要点。最后，金翔宇先生将内容聚焦于“新国九条背景下上市公司提质增效的战略规划”。他表示在这个时代洪流的背景下，韧性对企业和个人非常重要，并且高质量发展离不开企业的增长、投入资本回报率以及企业的韧性。



图/金翔宇先生

大成资本市场行委会牵头人、大成上海资本市场行业组负责人马宏伟律师做“信息共享为何落入违规陷阱？探上市公司证券合规中的信息管理问题”分享。首先，马律师结合近期证券监管政策的演变趋势，介绍了对信息滥用违规全方位全流程的“严监管”态势。随后，根据上市公司及“关键少数”使用信息不同出发点，马律师将上市公司“信息管理”证券合规风险分为财务造假、信息泄露和市场交易三类。最后，马律师结合典型案例和监管逻辑阐明，民、行、刑全方位延展追责体系下，上市公司信息管理应采取“三位一体，综合应对”的处置思路，构建“全方位、一体化、多视角”证券合规方案。





/马宏伟律师

下午圆桌分享以“探索上市公司证券合规管理与建设新路径”为题，由华泰联合证券运营管理部总经理许愿主持，与谈嘉宾包括上海信公科技集团股份有限公司合伙人、研究院院长尹兵、大成上海公司与并购重组专业组负责人董月英、大成律师事务所顾问、大成刑委会证券犯罪研究中心秘书长史可、大成中国区资本市场行委会联合牵头人、大成上海资本市场专业组联合负责人侯玲玲。尹兵院长指出，面对目前上市公司合规管理一体化建设缺乏、子公司管理不到位等问题，建议公司构建大合规体系，以数字化、智能化构建和升级合规管理系统。此外，尹兵院长还提出建立证券监管合规不处罚的制度畅想，从而将检察机关合规不起诉的改革成果和经验借鉴运用于证券监管环节。董月英律师从并购重组实务经验出发，认为新国九条的颁布正当其时。对于上市公司并购前估值溢价、并购后商誉减值等情况，董月英律师结合并购监管关注要点，提出应以合规规范来操作并购的实务建议。史可律师以证券刑事合规为视角，结合近期四部委联合印发的《关于办理证券期货违法犯罪案件工作若干问题的意见》，深入分析了从严、从重、从快及宽严相济的证券执法趋势。史可律师建议，上市公司应当重视在风险事件发生前，事前建立企业刑事合规体系，积极应对强监管态势。侯玲玲律师提出，面对新形势和新要求，上市公司应当将事后监管处理转变为事前主动合规管理，完善合规制度建设和配套组织架构，培养“关键少数”和业务岗位人员的合规意识，形成合规体系的网状分布。除加强日常合规审查外，上市公司还可以通过设置业务强制咨询板块，在展业时进行前期风险评估。



图/圆桌论坛（下午）

大成中国区金融专委会\金融行委会联合牵头人、大成上海金融专业组负责人曲峰律师对本次论坛进行总结。曲峰律师对今天莅临的所有嘉宾表示诚挚的感谢。曲峰律师表示，首先，就当前上市公司和资本市场领域而言，两个热点关键字分别是“企业出海”与“证券合规”两大议题尤为凸显，今日的论坛抓住“证券合规”主题。其次，曲峰律师凭借担任多年交易所法律顾问的经验，提及资本市场当下的三个现象，分别是上市公司面临市值缩水、利润缩水和信用缩水的三个现象，也引起了广泛关注。再有，从政策层面归集两个关键词，分别是“注册制”和“国九条”。他强调，“注册制”的本质是以信息披露为核心，而信息披露则是资本市场永远的基石；新“国九条”的出台，则为资本市场的发展新方向提供了重要的政策指导。尽管优化资本市场结构至关重要，但曲峰律师强调，要清醒地认识到，未来资本市场还将面临更为复杂多变的局面和挑战。因此，需要我们持续关注境内境外资本市场动态，不断提升可持续发展中的“合规意识”和合规体系”的管理水平，以应对未来的各种挑战和机遇。



图/曲峰律师

大成上海始终秉承专业、严谨、创新的服务理念，深化在证券合规领域的探索与研究。面对资本市场日益复杂多变的挑战与机遇，我们将携手业界同仁，共同构建更加完善、高效的合规管理体系，助力上市公司实现更高质量的发展目标。未来，大成上海将持续致力于成为连接法律智慧与商业实践的桥梁，通过持续提供前瞻性的法律解决方案和策略建议，引领上市公司在合规之路上稳健前行，共创资本市场繁荣发展的新篇。



# 大成助力硅宝科技完成对嘉好股份 100%股权收购项目首次交割

2024年7月12日，成都硅宝科技股份有限公司（以下简称“硅宝科技”，证券代码：300019）发布《关于以现金方式收购江苏嘉好热熔胶股份有限公司100%股权的进展公告》，公开披露其收购江苏嘉好热熔胶股份有限公司（以下简称“嘉好股份”，证券代码：873853）100%股权项目顺利完成首次交割，硅宝科技已受让太仓嘉好实业有限公司（以下简称“太仓实业”）72.00%的股权。

本次交易系硅宝科技以现金方式收购核心资产江苏嘉好100%股权，其中，直接收购江苏嘉好39.0859%股权，通过收购太仓实业100%股权间接收购江苏嘉好60.9141%股权，整体收购价格为人民币483,693,344.23元（税前）。大成律师事务所为硅宝科技本次收购项目的专项法律顾问。

硅宝科技成立于1998年，主要从事有机硅密封胶等新材料的研发、生产及销售，2009年在中国创业板首批上市（股票代码：300019），是中国新材料行业第一家、四川省第一家创业板上市公司。“硅宝”商标被原国家工商总局认定为“中国驰名商标”。硅宝科技在技术、品牌、规模、平台、人才、业绩等方面均处于行业领先地位，是中国有机硅密封材料行业龙头企业。

嘉好股份成立于2006年，专注于热熔压敏胶的研发、生产、销售及售后服务，于2022年12月在全国中小企业股份转让系统挂牌（证券代码：873853），嘉好股份是热熔压敏胶行业的龙头企业之一，其与硅宝科技在技术、产品、市场和地域等方面具有协同效应，双方将形成互补优势。本次收购有利于进一步完善硅宝科技的产业布局、提升盈利能力，并巩固其在密封胶行业的龙头地位。

本次交易亮点在于：

1. 本次交易的标的公司嘉好股份为新三板挂牌公司，交易体量较大、尽调相对复杂，项目组对嘉好股份、太仓实业开展了全面和充分的尽职调查，并对海外业务、出口退税、建设项目、财政补贴、环保和安全合规等事项出具专业法律分析意见，并针对尽职调查结果设计交易结构和交易方案；

2. 本次交易中，硅宝科技为创业板上市公司，嘉好股份为新三板挂牌公司，需同时考虑上市公司和公众公司的收购规则、合规运作和信息披露事宜；嘉好股份存在股份限售情况，交易结构复杂、合规难度高，项目组设计了直接和间接收购相结合的交易方案，并充分兼顾了各项合规要求，对处理同类案件具有重要参考意义；

3. 本次交易涉及的主体众多，本次交易的交易对方为嘉好股份、太仓实业的全体股东，交易条款谈判难度大、项目时间进度要求高，项目组结合相关规则、案例及客户需求拟定项目进度计划、并参与谈判，助力交易各方有序完成本次交易推进。

大成律师事务所作为硅宝科技收购嘉好股份项目的专项法律顾问，对嘉好股份、太仓实业进行



全面尽调，协助构建本次交易架构，推进本次交易，针对收购报告书出具了法律意见书，就股转公司问询出具补充法律意见书，为客户提供及时、高效、专业的法律服务，以认真、严谨、务实的工作态度和专业、高效的服务水平获得了客户的肯定。本项目由成都分所高级合伙人**苏绍魁**律师、合伙人**宁雪伶**律师主办，团队成员包括**梁家齐、原松雷、况荀**。

# 大成助力宁波市鄞城集团有限责任公司成功发行 2 亿美元 可持续发展境外高级固息债券

2024 年 7 月 17 日，大成律师事务所（简称“大成”）助力宁波市鄞城集团有限责任公司（简称“发行人”或“公司”）在香港联交所成功发行 2 亿美元的可持续发展境外高级固息债券，发行规模 2 亿美元，债券期限为 3 年，票息 5.38%，创近一年来地方国企类公司自身信用发行最低收益率记录。公司主体评级为穆迪 Baa3/惠誉 BBB，展望稳定。

本次境外债券是在发行人《可持续融资框架》下作为“可持续发展债券”发行。本次可持续债券由穆迪出具第三方意见，其 SQS2 的评分是穆迪给予中国地方国有企业的最高评分。募集资金将专用于公司符合《可持续融资框架》筛选标准的位于宁波市鄞州区的合格可持续融资项目（包括社会项目及绿色项目）的建设及运营。

宁波市鄞城集团有限责任公司成立于 2003 年，是宁波市鄞州区政府直属的大型国有企业，于 2018 年 8 月集团化，是鄞州区行政体制调整后成立的首家区属国企集团。集团化以来，综合实力连续 5 年蝉联鄞州区国企首位，是鄞州区集专业化、市场化、一体化程度最高，以城市综合服务业为主责主业的新时代城乡综合运营商。公司以“城市运营、片区开发、金融产业、商贸服务、民生服务、文旅运投”六大业务板块为核心，业务范围涵盖基础设施建设、新兴金融产业、全资产运营、城市物业、文体旅投资开发运营、智慧停车业、商贸菜场营运、康养服务业等领域。

大成律师事务所接受委托作为本次债券发行的承销商中国法律顾问，为本项目提供专业、高效、全面的法律支持，包括但不限于开展尽职调查、出具法律意见书、协助审查其他相关法律文件的合法合规性等全程法律服务。本项目由大成金融专业委员会联合牵头人兼资管与金融法律研发中心主任张伟、高级合伙人魏杰牵头组建本项目律师团队，团队成员有合伙人张秀玲、律师王子婧及律师助理陈昭好、张琦媛等。

## 大成助力靖亚资本完成滕龙安科 A 轮投资

近日，靖亚资本作为领投方完成对网络安全厂商上海滕龙科技有限公司（滕龙安科）A 轮投资。大成作为靖亚资本的法律顾问，就其投资于滕龙安科的 A 轮投资项目提供全流程的法律服务，包括但不限于设计交易方案、开展法律尽职调查、审阅交易文件、谈判以及协助交割等，成功助力靖亚资本完成本轮投资。

靖亚资本是一家专注于中早期投资的风险投资基金，重点关注云计算、人工智能、大数据、产业数字化、金融科技等企业服务领域的投资机会，致力于投资能够切实解决企业的刚需痛点，通过产品技术驱动业务增长，实现可规模化的持续发展的初创企业。

滕龙安科产品广泛应用于金融、通信、医疗等行业，为上百家客户提供了全方位的网络安全解决方案，自 2020 年成立以来，滕龙安科凭借其 ASM + AI 为核心的产品方案，连续四年实现业绩增长。

项目组由大成北京总部高级合伙人刘婧律师、合伙人肖瑶律师、蒋佳羽等组成，凭借在私募股权投资领域丰富的经验以及严谨高效、勤勉尽责的工作风格，为客户提供了全面优质的法律服务并获得各方高度认可。

## 大成助力高科环保新三板成功挂牌

2024年7月23日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司出具《关于同意陕西高科环保科技股份有限公司股票公开转让并在全中国股转系统挂牌的函》，同意陕西高科环保科技股份有限公司股票公开转让并在全中国中小企业股份转让系统挂牌。证券简称：高科环保，证券代码：874506。大成律师担任此项目的专项法律顾问。

陕西高科环保科技股份有限公司成立于2013年，为西安市高新技术产业开发区管理委员会下属的国有控股子公司，是一家致力于危险废物综合利用与精细化学品开发生产的大型高科技环保企业，公司被评为高新技术企业。多年以来，高科环保一直与西安交通大学等高校保持深度合作，致力于产品研发和人才培养工作，打造了鲜明的企业特色。高科环保此次成功在新三板挂牌，为公司未来战略发展创造了更广阔的空间。

大成律师团队作为高科环保新三板挂牌的专项法律顾问，为高科环保的挂牌前规范、股改、新三板挂牌等提供了及时、高效、专业的法律服务，助力公司成功挂牌。大成律师团队以认真、严谨、务实的工作态度和专业的服务水平获得了客户的认可与肯定。大成律师团队由大成西安分所高级合伙人陈洁律师牵头、合伙人李蕾律师负责，专职律师高建玲、律师助理刘梦协办。



# 大成助力珠海华发集团成功发行优先点心担保永续资本证 券

大成作为承销商境内法律顾问，为珠海华发集团有限公司（下称“珠海华发集团”）发行优先点心担保永续资本证券提供法律服务。珠海华发集团成功发行了本金总额为 19 亿人民币的 6.000% 高级点心保证永续资本证券，该证券无固定赎回日期、受香港法律管辖。联席牵头承销商为中国国际金融股份有限公司、华泰国际、海通国际、汇丰银行、中信证券、国泰君安国际、中信建投（国际）、瑞穗证券、华金证券（国际）、农银国际、中国银行、兴证国际、招银国际、民银资本、信银投资、广发证券、华夏银行香港分行、工银国际、澳门国际银行、东方证券（香港）、申万宏源（香港）、SMBC 日兴证券、浦银国际、崧港国际证券集团有限公司和天风证券。

珠海华发集团组建于 1980 年，与珠海经济特区同龄，是珠海最大的综合型国有企业集团和全国知名的领先企业，现控股 8 家上市公司、2 家新三板挂牌企业，打造 5 家“AAA”信用主体，2023 年位列“中国企业 500 强”第 169 位，2021 年入选国务院国企改革“双百企业”并获评全国标杆。

大成律师团队为本次珠海华发集团永续证券成功发行提供了全方位、高效和专业的法律服务，服务内容包括但不限于提供法律咨询、法律尽职调查、审阅发行通函及交易文件、出具中国法律意见书等。大成律师以其专业、严谨、高效的工作方式和态度赢得了客户的认可。大成律师团队由高级合伙人于绪刚、倪洁云、刘晓红带领，成员还包括律师张炳文、陈振、谢晖以及律师助理高伟等。

## 大成助力太湖远大在北交所成功上市

2024年8月22日,浙江太湖远大新材料股份有限公司(股票简称:太湖远大,股票代码:920118)向不特定合格投资者公开发行股票并在北京证券交易所上市。太湖远大本次公开发行新股730.00万股(未考虑超额配售选择权的情况下),发行价格为每股人民币17.00元,募集资金总额为人民币12,410.00万元。

太湖远大自成立以来一直专注于环保型线缆用高分子材料研发、制造、销售和服务,主要产品有“太湖远大”牌硅烷交联聚乙烯电缆料、化学交联聚乙烯电缆料、低烟无卤电缆料、半导体内外屏蔽料以及其他规格电缆用特种产品系列。经过多年的积累,公司产品已覆盖绝缘、屏蔽、护套三大线缆用高分子材料领域,品种规格齐全,是国内少数实现生产规模化、产品系列化的线缆材料生产企业之一,也是国内大型知名电缆企业的主要供应商。

大成律师作为太湖远大本次发行上市的专项法律顾问,为太湖远大提供了全程法律服务,包括股改、公司规范运作、新三板挂牌、申报北交所上市、答复证券监管机构的问询意见等工作。大成律师由上海办公室刘云律师带领律师团队组成,团队成员包括陈玮婧律师、刘妍律师、康琼梅律师及杨雯律师助理。项目团队专业、勤勉、严谨的工作,获得了客户的高度赞誉和信赖,亦获得了其他中介机构的充分尊重和认可。

## 大成成功助力鸿腾精密科技收购华云光电股权

2024年8月5日，大成助力富士康旗下鸿腾精密科技股份有限公司（Foxconn Interconnect Technology Limited 【6088.HK】，以下简称“鸿腾精密科技”），以人民币2.2亿收购山东华云光电技术有限公司（以下简称“华云光电”）70%的股权。此次收购将进一步加速鸿腾精密科技在高速光模块与CPO技术上市场的布局，以应对AI需求激增带来的光通讯市场。

鸿腾精密科技为大中华区第一大消费性电子产品连接器厂商。以制造连接器产品为主要核心，近年策略发展5G AIoT、电动车及声学电子元件产品，并跨足经营消费者品牌。其产品销售全球逾60国。

华云光电是一家集研发、生产和销售服务于一体的光模块制造商。华云光电专注光器件、光模块的开发，产品种类涵盖400G、200G、100G、50G、25G、10G、AOC、10G PON、GPON等，其中100G 40KM光模块项目入选科技部“科技助力经济2020”重大专项。产品远销欧洲、美洲、亚洲等多个国家和地区。

大成律师团队由高级合伙人孙庆南牵头，由合伙人郭玉兰、律师李兆兴、律师林腾等组成的专业团队，为鸿腾精密科技提供了全面的法律服务，涵盖了从项目启动到最终执行的各个阶段，提供了包括但不限于，进行目标公司尽职调查，起草和审阅股权转让意向协议、股权转让协议及其附属协议、合资协议、公司章程等交易文件，并全程参与协议谈判等方面的法律服务。项目团队成员凭借丰富的执业经验，严谨高效、勤勉尽责的工作风格，为鸿腾精密科技提供了全面优质的法律服务，赢得了客户的高度称赞与认可。

## 大成资本市场境外上市系列讲座（武汉站）成功举办

2024年8月31日，大成资本市场境外上市系列讲座（武汉站）成功举办。本次讲座由大成资本市场专委会、大成武汉办公室、大成北京总所资本市场专业组、大成上海资本市场专业组主办，由大成武汉资本市场专业组承办。讲座以线下、线上相结合的方式进行，本次讲座回应了各位律师对新“国九条”的公布及一系列配套政策落地、资本市场“1+N”政策体系加速落地、A股IPO呈现阶段性收窄的趋势等现状的密切关注，吸引了众多律师同仁和企业代表的关注与参与。



图/于绪刚律师

本次讲座由大成高级合伙人、大成资本市场专委会联合牵头人王芳律师主持，大成律师事务所高级合伙人、大成资本市场专委会牵头人于绪刚律师和大成武汉高级合伙人、董事何嵘律师分别致辞，对大成资本市场境外上市业务及系列讲座进行介绍，并对各位嘉宾的参会表示感谢。



图/林兢律师

大成上海高级合伙人、大成资本市场专委会联合牵头人林兢律师以《中国企业境外上市路径解析》主题，深入剖析了中国企业的直接境外上市、间接境外上市等多种路径选择思路，并分析了不同路径的注意事项，对境外上市业务中要特别注意的监管问题进行提示，为各与会人员提供了清晰的战略思路。



图/石锦娟律师



大成上海高级合伙人、大成上海资本市场专业组负责人石锦娟律师就《海外上市的主要法律问题》进行了详细阐述，重点讲述了境外上市的操作流程和注意事项，包括重组架构、红筹概念、37号文登记等重要方面，为参会者解读了海外上市过程中可能遇到的法律挑战及应对策略。



图/刘婧律师

大成律师事务所高级合伙人、大成资本市场专委会联合牵头人、大成资本市场专委会秘书长刘婧律师分享了《香港上市架构、审核流程、时间表及要点》，刘律师依托自己多年的实操经验，详细分析了香港上市的架构选择、上市标准和审核流程，并分析了大陆律师及中介机构在香港上市过程中的工作重点，为有意参与香港上市业务的律师、企业提供了宝贵的实操经验。



图/李秋实律师

大成福州合伙人、大成资本市场专委会副秘书长李秋实律师以《美股上市中介机构职责、流程、时间表》为主题，对各境外上市方式的趋同性做出了说明，并就美股上市中中介机构、上市顾问、证监会备案等问题做出讲解，重点分析了境内律师在备案过程中如何与监管部门及关联部门进行沟通，使参会者对美股上市流程和重点业务节点有了更全面的了解。本次讲座的成功举办，为律师实操境外上市业务以及企业开展境外上市工作提供了重要的意见和建议。通过各位专家的精彩演讲和深入探讨，参会者对境外上市的最新趋势、政策环境、操作流程有了更深入的认识，也为企业在国际资本市场中把握新机遇提供了有力的支持。



图/部分参会人员合影

未来，大成资本市场专业委员会将继续推出更多相关系列讲座，为企业和律师提供更多专业的指导和帮助，助力中国企业在国际资本市场中实现更好的发展。

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

## 第三章

## 新规速递



## 新规 | 两部门优化 QFII/RQFII 跨境资金管理

7月26日，中国人民银行、国家外汇管理局修订发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定（2024 修订）》，该《规定》自2024年8月26日起实施。

新修订的《规定》一是进一步简化业务登记手续，明确合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者（QFII/RQFII）业务登记通过主报告人（托管人）在国家外汇管理局数字外管平台办理，同时明确变更登记和注销登记事宜。二是进一步优化账户管理，合并用于证券交易或衍生品交易的人民币专用存款账户，减少经营主体开展不同类型投资所需开立账户数量。三是进一步完善汇兑管理，优化 QFII/RQFII 跨境资金流动管理，改进汇出入币种管理原则。四是统一 QFII/RQFII 与银行间债券市场直接入市（CIBM）的外汇风险管理模式，明确 QFII/RQFII 可通过托管人以外其他具有结售汇业务资格的境内金融机构、银行间外汇市场等更多途径办理即期结售汇和外汇衍生品交易。

## 新规 | 税务总局出台新举措便利纳税人跨区迁移 着重 监管地方执行成效

7月29日，国家税务总局网站对外发布《关于进一步便利纳税人跨区迁移 服务全国统一大市场建设的通知》，该《通知》将自2024年9月1日起执行。

《通知》从“优化事前提醒”“提速事中办理”“完善事后服务”全环节推出系列举措。其中“提速事中办理”方面，《通知》从四个不同场景作出明确要求。一是优化未结事项办理。二是简化发票使用手续，对使用数电票的纳税人，信息系统自动将其发票额度转至迁入地。三是分类处理涉税风险，税务机关对低风险的即时办理迁移手续，对中、高风险的按规定限时完成风险应对，及时办理迁移手续。四是优化退税办理环节。

《通知》强调，各级税务机关要坚决抵制地方保护主义，严禁协助阻拦纳税人正常迁移，严禁违规发起风险任务阻断纳税人迁移，严禁额外增设条件门槛阻碍纳税人迁移。

## 草案 | 住建部拟发布 3 项国家标准与 3 项行业标准

7月31日，住房和城乡建设部办公厅发布《关于国家标准<城镇污水处理厂污泥处置 制砖用泥质（修订征求意见稿）>公开征求意见的通知》《关于国家标准<城镇污水再生利用分类（修订征求意见稿）>公开征求意见的通知》《关于行业标准<超滤水处理设备（修订征求意见稿）>公开征求意见

见的通知》等 3 项国家标准与 3 项行业标准，向社会公开征求意见。意见反馈截止时间为 2024 年 8 月 30 日。

## 新闻 | 中办国办联合发文: 完善市场准入制度 实施宽进严管

8 月 1 日中共中央办公厅、国务院办公厅发布《中共中央办公厅 国务院办公厅关于完善市场准入制度的意见》，为深入贯彻党的二十届三中全会精神，完善市场准入制度，深入破除市场准入壁垒，构建开放透明、规范有序、平等竞争、权责清晰、监管有力的市场准入制度体系提出相关意见。

《意见》要求，完善市场准入负面清单管理模式。将市场准入管理措施和临时性市场准入管理措施全部列入全国统一的市场准入负面清单。严禁在清单之外违规设立准入许可、违规增设准入条件、自行制定市场准入性质的负面清单。《意见》指出，科学确定市场准入规则。实施宽进严管，放开充分竞争领域准入，大幅减少对经营主体的准入限制。《意见》还明确了有序放宽服务业准入限制、优化新业态新领域市场准入环境、加大放宽市场准入试点力度等方面的内容。

## 新闻 | 国常会: 审议通过新版外资准入负面清单 多举措扶持专精特新中小企业发展

8 月 19 日召开的国务院常务会议审议通过了《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2024 年版）》，研究促进专精特新中小企业高质量发展的政策措施。

会议指出，要提升服务贸易自由化便利化水平，全面实施跨境服务贸易负面清单，推进服务业扩大开放综合试点示范。要进一步放宽外资准入，全面取消制造业领域外资准入限制措施，抓紧推进电信、教育、医疗等服务领域开放。要适应新形势优化吸引外资政策，在优化营商环境等方面出台更多务实举措。会议指出，要大力培育发展专精特新中小企业，强化财税、金融、科技、产业、人才等政策协同，全链条支持企业创新发展。



## 新闻 | 证监会召开进一步全面深化资本市场改革机构投资者座谈会

近日，证监会党委书记、主席吴清在北京召开专题座谈会，与全国社保基金、保险资管、银行理财、私募基金等 10 家头部机构投资者代表深入交流，充分听取意见建议。

与会单位就资本市场下一步全面深化改革提出了具体建议，包括健全鼓励长期投资的考核、会计、税收等激励机制，支持更多长期资金入市；进一步完善资本市场基础制度，推动股票发行注册制走深走实，提高制度的包容性和精准性，吸引更多科技创新和新质生产力代表企业上市；引导上市公司加大分红和回购力度，鼓励上市公司综合运用并购重组、股权激励等方式提升投资价值；等等。

## 新闻 | 私募基金管理人登记信息变更业务流程“一图通”及配套说明发布

8 月 23 日，中国证券投资基金业协会网站公布《关于发布私募基金管理人登记信息变更业务流程“一图通”及配套说明的通知》。

《通知》明确，为进一步便利私募基金管理人了解登记信息变更业务办理流程，提升服务水平，协会梳理总结私募基金管理人登记信息变更业务相关流程，制定了私募基金管理人登记信息变更业务流程“一图通”及配套说明，通过一图展示导览管理人登记信息变更业务办理流程全貌。

## 新闻 | 京沪深首次实现证券交易印花税完税凭证联合开具

近日，京沪深三地金融主管税务部门即深圳市第三税务分局与北京市西城区税务局、上海第三税务分局通过征纳互动平台联合进行跨省互动，首次为纳税人全国社会保障基金理事会实现证券交易印花税完税证明开具业务同时提交申请、同步审核资料、同步开具证明。

纳税人只需向京沪深三地任意一地税务机关申请完税凭证的打印需求，即可以实现材料电子化流转、线上审核，三地税务机关确认证券交易印花税金额、远程连线核实身份后、分别开具完税证明，并提供邮寄服务，真正实现异地办理、帮办代办、结果邮寄。

## 新闻 | 两部门开展工程建设领域专业技术人员违规“挂证”行为专项治理

住房和城乡建设部、人力资源社会保障部近日发布《关于开展工程建设领域专业技术人员违规“挂证”行为专项治理的通知》，开展工程建设领域专业技术人员“挂证”等违法违规行为专项治理。

《通知》明确，将严肃查处工程建设领域勘察设计注册工程师、注册建筑师、建造师、监理工程师、造价工程师等专业技术人员注册单位与实际工作单位不一致，出租出借注册执业资格证书等“挂证”违法违规行为。相关专业技术人员和单位要对照有关法律法规，对是否存在“挂证”等违法违规行为进行自查，存在相关问题的，应及时办理注销等手续。对在自查自纠期间及时整改到位的人员和单位，可视情况不再追究其相关责任。

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

## 第四章

## 明星律师





**苏绍魁 律师，高级合伙人**

**学历：** 四川大学 法学学士

**主要业务领域：** 资本市场、合规与风险控制、公司与并购重组、劳动与人力资源

苏绍魁律师自执业以来一直专注于资本市场业务，先后主办了多家具有影响力的 IPO 项目、上市公司并购重组、再融资项目，并与客户、其他合作合伙保持了良好合作关系。凭借丰富的执业经验，苏绍魁律师荣登：国际权威法律评级机构《法律 500 强》(The Legal 500) “成都地区重点推荐律师” 榜单、国际知名法律媒体《亚洲法律杂志》(ALB) “西部地区客户首选律师（非本地律所）” 榜单。同时，国际著名商事交易及争议解决项目评级机构 LegalOne 对苏绍魁律师主办的“振华新材 2022 年度向特定对象发行 A 股股票”及“川投能源以 40 亿现金购买国能大渡河流域水电开发有限公司 10% 股权”授予“(Remarkable) (优秀)”的荣誉性评价。

### 【主要项目经验】

**IPO 项目：** 成功办理振华新材（688707）、唐源电气（300789）（券商律师）、天味食品（603317）、天奥电子（002935）、华体科技（603679）、川恒股份（002895）、中科信息（300678）等多个 IPO 项目。

**上市公司再融资、收购、重大资产重组：** 成功办理硅宝科技（300019）收购嘉好股份（873853）100% 股权、振华新材（688707）2022 年度非公开发行股票项目、川投能源（600674）2022 年度重大资产重组、旭光股份（600353）2010 年度非公开发行股票、红旗连锁（002697）2015 年度非公开发行股票、富临运业（002357）2020 年度非公开发行股票、迅游科技（300467）2017 年度发行股份购买资产等多个项目。

**新三板业务：** 成功办理振华新材挂牌、定增及摘牌（870341，2018 年 9 月已终止挂牌）、世源频控挂牌（839434，2017 年 11 月已终止挂牌）、德商股份挂牌（837976）、壹玖壹玖定增（830993）、羌山农牧 2 次定增（833302）等多个项目。

**债券项目：** 成功办理成都兴城投资集团有限公司 2018 年境外发行欧元债券（四川首单境外发行欧元债项目）、成都兴城投资集团有限公司 2016 年在香港联交所发行 3 亿元美元债券（四川首单境外发行美元债项目）、成都高新投资集团有限公司 2018 年在香港联交所发行 5 亿元美元债券、成都交子金控集团有限公司 2019 年在香港联交所发行 3 亿元美元债券、成都运达创新科技集团有限公司 2017 年发行可交换债券、天原集团（002386）发行中期票据、定向债务融资公司、短期融资券、宜宾市国有资产经营有限公司发行中期票据、定向工具、企业债券、成都华川公路建设集团有限公司发行短期融资券及集合票据、中铁八局 2024 年度 1 号第一期定向资产支持商业票据（科创

票据)、四川省能源投资集团有限责任公司注册 2020-2022 年度债务融资工具、聚盈川能投定向资产支持票据、泸州市兴泸水务(集团)股份有限公司公司债券发行等多个项目

**上市公司常年法律服务:** 担任振华新材(688707)、川投能源(600674)、硅宝科技(300019)、倍益康(870199)、富临运业(002357)、天原集团(002386)、宜宾纸业(600793)、江泉实业(600212)、旭光股份(600353)等多家上市公司常年法律顾问。





## 刘妍 律师

**学历：**法学硕士

**主要业务领域：**股票发行上市、企业并购、投融资等领域。

刘妍律师毕业于上海财经大学，获法学硕士学位。自 2020 年起开始从事律师行业，主要执业领域为资本市场法律服务，包括企业首次公开发行股票并上市、上市公司再融资，以及企业并购、投融资法律服务等。

### 【主要项目经验】

**境内 A 股上市项目：**近年来主要参与并现场负责的 IPO 项目主要有：宁波富佳实业股份有限公司 IPO（股票代码：603219，主板）、浙江丰茂科技股份有限公司 IPO（股票代码：301459，创业板）、浙江太湖远大新材料股份有限公司向不特定合格投资者公开发行股票并在北交所上市项目（股票代码：920118，北交所）等。

**新三板业务：**浙江太湖远大新材料股份有限公司新三板挂牌以及定向发行等

**上市公司常年法律服务：**参与宁波富佳实业股份有限公司、浙江丰茂科技股份有限公司、浙江太湖远大新材料股份有限公司、浙江朗迪集团股份有限公司、南通江天化学股份有限公司等上市公司常年法律服务项目。

**其它证券类业务：**浙江丰茂科技股份有限公司限制性股票激励、浙江朗迪集团股份有限公司限制性股票激励等。



## 蒋佳羽 律师

**学历：**南开大学（本科，主修专业：法学院法学；双修专业：金融学院保险学）；香港大学（LLM, Master of Common Law）

**主要业务领域：**资本市场、公司与并购重组、跨境投资与贸易、知识产权与科技创新

本人自研究生应届毕业生后加入大成，在大成迅速成长并不断积累工作经验、提升工作水平。在工作中，我侧重在关注细节的同时追求高效；在项目中，我善于学习与总结，力求将经历转化为经验；在生活中，我充满热情与好奇心。

### 【主要项目经验】

**投融资项目：**代表人工智能高科技服务企业翼方健数 BaseBit 完成 B+轮融资（美元）；代表某 NFT 企业完成 Pre-A 轮融资（美元）；代表青蓝资本（中软国际）完成纷享销客 F+轮投资（美元）；代表靖亚资本完成自然机器人 Naturobot 天使轮投资（美元）、完成 WarpEngine（跃迁引擎）天使轮投资（美元）、完成膳龙安科 A 轮投资；代表 MT 基金完成 WIMO 酒业 Pre-A 轮投资、完成 So Acai 天使轮投资等

**收并购项目：**某哈萨克斯坦油田运营公司股权收购项目；某油田运营外方投资者权益收购项目；捷成集团（Jebesen Group）收购 31 酒项目；来也科技收购探智立方资产及重组项目

**香港上市项目：**中旭未来（ZX Inc., 股票代码：09890.HK）香港联合交易所主板上市

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

## 第五章

### 关于大成资本市场



## 关于大成资本市场

### 简介

大成作为中国最早获得从事证券法律业务资格的律师事务所之一，业务覆盖了贯穿上中下游的整个资本市场链条，凭借全球资源与多中心的优势以及专业团队的丰富经验支撑，在资本市场业务领域始终扮演着重要的角色并居于市场前列。

多年来，大成始终关注境内外 IPO、重组改制、收购兼并、私募股权投资、上市公司再融资、资产证券化等法律服务业务领域的发展，并始终保持着与中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券投资基金业协会、香港证监会、香港联合交易所、美国证监会、纽约证券交易所、NASDAQ、英国伦敦证券交易所和新加坡交易所等机构密切且良好的联系。

在资本市场与证券业务领域，凭借强大的全球化法律服务优势和出色的业绩，大成在工作方法、团队架构、协调机制、质量控制等方面积累了丰富的经验，能够保证所做的项目高效、有条不紊和高质量地进行。

### 优势

- **全球资源与多中心：**大成的业务遍及加拿大、美国、欧洲、英国、中东和非洲以及整个亚太地区。通过全球多中心战略，我们将卓越的本土知识与全球资源相融合，不仅拥有丰富的本土经验，更能在任何地方为客户提供所需要的支持和服务。
- **行业参与度：**大成是中国最早提供证券业务咨询的律师事务所之一，在中国资本市场中发挥了重要作用。2017-2019 三年 IPO 项目通过数量居全国前十，港股通过数量长期居全国前五。
- **专业的团队与丰富的经验支撑：**专业组中的高级合伙人从事资本市场业务 20 逾年，同时集聚了一批有丰富经验的全面的法律工作人员。他们不仅专注于本地的法律工作，更具有迅速组建跨地区、跨业务领域合作团队的优势，能及时、准确、高效、优质地为客户提供 专业化、综合性的法律服务。



内部刊物 仅供交流

顾 问

于绪刚 王 芳 卢旺盛 刘 婧 李寿双 杨金柱

余 洁 张祥发 张 颖 陈 沁 陈 洁 林 兢

耿仁文 苏绍魁 李秋实 陈 阳 顾 权 熊艳红

编 辑

赵汗青

联系我们

大成律师事务所

官方网站: [www.dentons.com](http://www.dentons.com)

地址: 北京市朝阳区朝阳门南大街 10 号兆泰国际中心 B 座 16-21 层

邮编: 100020

电话: +8610 58137799

传真: +8610 58137788