

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

大成资本市场法律通讯

2023年9月-10月 总第23期

目 录

CONTENTS

第一章 大成研究	4
刘婧、肖瑶：Keep 港股招股书简析——从中国律师角度	5
刘婧、肖瑶：境外上市实践（三）：境外上市新规下证监会备案要求典型问题分析——ESOP 篇	15
蒋瑜文、梁晓晴：《私募投资基金监督管理条例》新规解读及实务要点	23
马宏伟：证券合规——浅析证券市场主体“受限交易”的合规风险	39
杨春宝、孙瑱：私募基金变更管理人七问七答	45
蒋瑜文：私募基金备案指引新规解读——股权类	50
刘婧、肖瑶：境外上市实践（四）：中国企业境外上市路径解析（II）之美国上市	67
马宏伟：金融证券领域复合型违法犯罪案例研析	79
第二章 大成新闻	85
大成蝉联全球 PE 论坛“年度中国 PE/VC 十佳中介服务机构”	86
大成助力联华基金完成对华西集团的股权收购，并通过经营者集中审查	88
投融资争议解决与香港国际仲裁实务研讨会顺利举办	90
大成助力实华股份新三板成功挂牌	95
大成助力川投能源成功完成重大资产购买	96
大成助力北京生命园创投完成对孟眸生物天使轮投资	98
大成助力淄博财金集团成功发行点心债	99
大成助力上海银行 2023 年第二期金融债券成功发行	100
大成助力安吉租赁 2023 年第二期短期融资券成功发行	101
大成助力中旭未来在香港联交所主板成功上市	102
大成助力爱科赛博成功登陆上交所科创板	105
大成助力南宁城投集团成功注册 15 亿元短期融资券并完成首期发行	107
“第九届·大成长三角资本市场论坛”圆满举办	109
“中国企业在英国的并购交易中如何做尽职调查”讲座顺利举办	124
大成律师助力 Lucas GC Limited（罗科仕）完成境外发行上市证监会备案	125

大成助力惠柏新材创业板成功上市	126
第三章 新规速递	127
证监会发布《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定》	128
证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》	129
中国证监会关于高质量建设北京证券交易所的意见	131
证监会指导证券交易所出台加强程序化交易监管系列举措	136
证监会发布《行政处罚罚没款执行规则》	138
证监会发布《期货市场持仓管理暂行规定》	139
证监会发布《证券公司核心交易系统技术指标》等 2 项金融行业标准	140
第四章 明星律师	141
第五章 关于大成资本市场	145

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第一章 大成研究

刘婧、肖瑶：Keep 港股招股书简析——从中国律师角度

刘婧

大成北京 高级合伙人

liu.jing@dentons.cn

专业领域：私募股权与投资基金、公司与并购、资本市场、争议解决



肖瑶

大成北京 律师

xiao.yao@dentons.cn

专业领域：私募股权与投资基金、公司与并购、资本市场、争议解决



2023年7月12日，Keep Inc. [1]（“Keep”或“公司”）在香港联合交易所（“联交所”）主板挂牌上市。根据联交所网站公布的Keep招股书，按2022年月活跃用户及用户完成的锻炼次数计算，Keep是中国最大的健身平台，其产品包括线上健身内容、智能健身设备和配套运动产品。

根据Keep招股书披露的信息，中国健身市场规模庞大，但发展及服务水平偏低。2022年中国拥有世界上最大健身人群，达3.74亿；同时2022年中国健身人群的年支出为人民币2,518.3元/人，远低于美国的人民币16,425.2元/人，中国健身人群的规模和年支出额均呈现出巨大的增长潜力。Keep通过线上健身解决方案，有效解决中国健身市场的主要痛点，重新定义了人们与健身的关系。

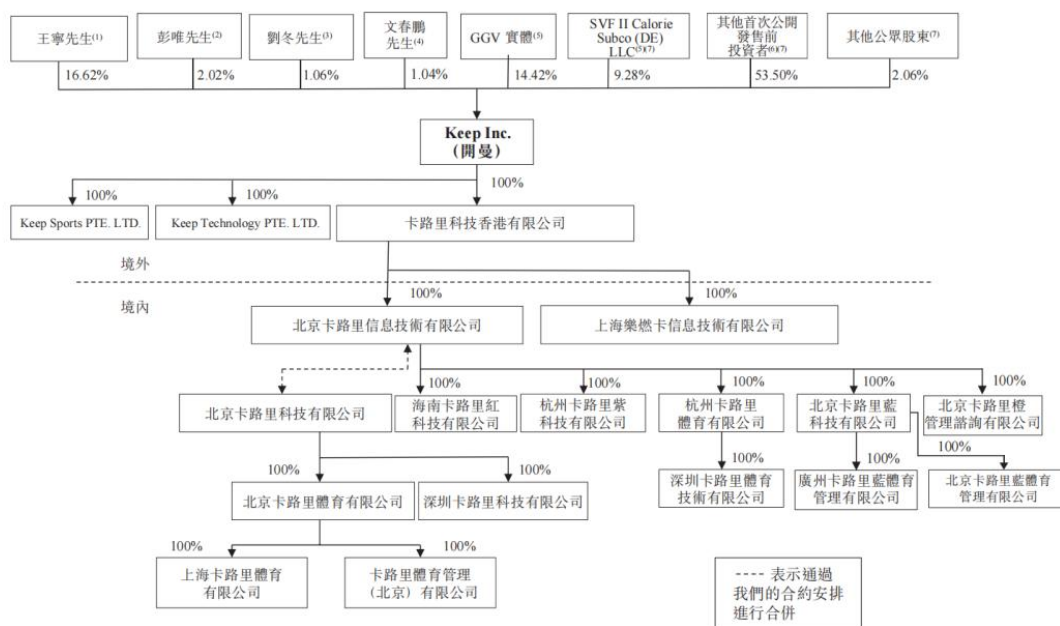
本篇文章从其上市架构及合理性、业务资质及外商投资准入情况、中国证监会备案等与中国法律紧密相关的方面对Keep的招股书进行简要介绍/分析，以供参考。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是Dentons的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及Dentons在中国的优先合作律所，在中国各地设有40多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界160多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问dacheng.com/legal-notice或者dentons.com/legal-notice。

01 上市架构

根据 Keep 招股书披露的信息,Keep 采用部分红筹控股及部分 VIE 控制的上市架构,其架构图见下方招股书的相关披露:

以下圖表簡要說明本集團緊隨全球發售完成後(假設推定為實)的股權及實益擁有權架構:



附註(1)至(6): 請參考前幾頁的詳情。

(7) 該等股份將於上市時計入公眾持股量。請參閱「首次公開發售前投資—公眾持股量」。

02 业务及资质

根据 Keep 招股书的披露,Keep 从事的业务涉及通过其移动应用程序运营录制的健身视频课程、直播、Keeper 社区及会员订阅以及销售智能健身设备和配套运动产品,根据 Keep 招股书的披露,其已取得的业务资质矩阵如下:

北京大成律师事务所(“大成”)是一家独立的律师事务所,不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所,以及 Dentons 在中国的优先合作律所,在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group(瑞士联盟)(“Dentons”)是一家单独的国际律师事务所,其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方,包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息,请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。



增值电信业务经营许可证

通过 Keep 移动应用程序运营录制的健身视频课程、直播、Keeper 社区及会员订阅服务构成增值电信业务中的信息服务业务，经营该类业务需要取得《增值电信业务经营许可证》（B25 类）（「ICP 许可证」）。

有关增值电信业务的主要法规包括：

- 《中华人民共和国电信条例》（2016 年修订）
- 《电信业务经营许可管理办法》（2017）
- 《互联网信息服务管理办法》（2011 年修订）
- 《外商投资电信企业管理规定》（2022 年修订）
- 《电信业务分类目录（2015 年版）》（2019 年修订）

此外，笔者留意到，工业和信息化部于 2023 年 7 月 21 日发布并实施《工业和信息化部关于开展移动互联网应用程序备案工作的通知》（“通知”），要求 APP 主办者依照《中华人民共和国反电信网络诈骗法》《互联网信息服务管理办法》等规定履行备案手续，未履行备案手续的，不得从事 APP 互联网信息服务；APP 主办者使用的域名、IP

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

地址等网络资源应当符合《互联网域名管理办法》《互联网 IP 地址备案管理办法》《工业和信息化部关于规范互联网信息服务使用域名的通知》等管理要求。在通知发布前已开展业务的 APP 应按照通知要求，通过其网络接入服务提供者、分发平台向其住所所在地省级通信管理局履行备案手续，备案时间为 2023 年 9 月至 2024 年 3 月。APP 的主办者需留意根据该通知的规定履行备案手续。

网络文化经营许可证

根据 Keep 招股书的披露，通过 Keep 移动应用程序运营录制的健身视频课程、直播以及 Keeper 社区的运营属于互联网文化活动，从事该类业务需要取得《网络文化经营许可证》。

有关互联网文化活动的主要法规包括：

- 《互联网文化管理暂行规定》（2017 年修订）
- 《文化和旅游部办公厅关于调整<网络文化经营许可证>审批范围进一步规范审批工作的通知》（2019）

但笔者留意到，针对《网络文化经营许可证》的审批范围，根据文化和旅游部于 2019 年 5 月 14 日发布并实施的《文化和旅游部办公厅关于调整<网络文化经营许可证>审批范围进一步规范审批工作的通知》，《网络文化经营许可证》的审批范围仅包括网络音乐、网络演出剧（节）目、网络表演、网络艺术品、网络动漫和展览、比赛活动。其中，网络表演指以网络表演者个人现场进行的文艺表演活动等为主要内容，通过互联网、移动通讯网、移动互联网等信息网络，实时传播或者以音视频形式上载传播而形成的互联网文化产品。电商类、教育类、医疗类、培训类、金融类、旅游类、美食类、体育类、聊天类等直播不属于网络表演，不需要办理《网络文化经营许可证》。另根据笔者咨询部分《网络文化经营许可证》的审批机关，目前从事运营健身类的录播视频、直播等活动不需要办理《网络文化经营许可证》。

广播电视节目制作经营许可证

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

Keep 录制健身视频课程属于广播电视节目制作经营业务的范畴，从事该业务需持有《广播电视节目制作经营许可证》。

有关广播电视节目制作经营活动的主要法规包括：

- 《广播电视节目制作经营管理规定》（2020 年修订）
- 《关于进一步加强网络剧、微电影等网络视听节目管理的通知》（2012）
- 《关于进一步完善网络剧、微电影等网络视听节目管理的补充通知》（2014）

全国网络视听平台信息登记管理系统备案

通过 Keep 移动应用程序运营录制的健身视频课程及直播业务均构成互联网视听节目服务，从事该类业务需取得《信息网络传播视听节目许可证》或于全国网络视听平台信息登记管理系统备案。目前由 Keep 境内主体运营的移动应用程序已于全国网络视听平台信息登记管理系统备案，但根据其招股书披露，其将来是否会被主管机关要求取得《信息网络传播视听节目许可证》仍存在一定的不确定性。

有关互联网视听节目服务的主要法规包括：

- 《互联网视听节目服务管理规定》（2015 年修订）
- 《互联网视听节目服务业务分类目录》（试行）（2010）
- 《互联网直播服务管理规定》（2016）
- 《关于加强网络直播规范管理工作的指导意见》（2021）

除此之外，笔者留意到，根据《关于加强网络直播规范管理工作的指导意见》（2021）的规定，网络直播平台除取得《信息网络传播视听节目许可证》或于全国网络视听平台信息登记管理系统备案外，还应当及时向属地网信等主管部门履行企业备案手续。

食品经营许可证

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

Keep 通过移动应用程序及网站以及第三方电商平台销售食品及营养膳食补充剂，从事该业务应当取得《食品经营许可证》，通过自建网站交易的食品生产者或食品经营者应当在主管部门批准后 30 个工作日内，向所在地食品药品监督管理部门备案。目前 Keep 从事食品经营业务的主体已取得《食品经营许可证》，并已向当地食品药品监督管理部门备案。

有关食品经营活动的主要法规包括：

- 《食品安全法》（2021 年修正）
- 《食品经营许可管理办法》（2017 年修正）[2]
- 《网络食品安全违法行为查处办法》（2021 年修订）

03 外资投资准入情况

根据《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，外国投资者禁止持有从事网络视听节目服务、广播电视节目制作与经营业务以及互联网文化经营（音乐活动除外）的企业股权，另外，外国投资者持有需要「ICP 许可证」开展业务的企业的股权不得超过 50%。根据 Keep 招股书的合约安排章节披露，Keep 开展及计划开展的相关业务的外商投资准入情况如下：

	禁止/受限制业务领域	Keep 相关业务
外商投资禁止类	传播网络视听节目	运营录制的健身视频课业务
		直播业务
	网络文化业务	运营录制的健身视频课业务
		直播业务
		Keeper 社区
	广播电视节目制作经营	录制健身视频课业务
外商投资限制类	增值电信服务	运营 Keep 移动应用程序

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

04 部分 VIE 架构的合理性

根据香港联交所上市决策 HKEX-LD43-3 的规定，采用 VIE 架构（协议控制）的原因应当只限于解决中国境内对外商投资的限制，即“Narrowly Tailored”原则。根据 Keep 招股书合约安排章节的披露，Keep 对采用部分 VIE 架构的合理性从以下几个方面进行了论述：

- 相关实体运营的业务涉及外商投资禁止类业务或涉及外商投资限制类业务但与外商投资禁止类业务密不可分：

如上文所述，Keep 从事的业务涉及通过其移动应用程序运营录制的健身视频课程、直播、Keeper 社区及会员订阅，而该等业务会具体涉及：(i) 互联网视听节目服务；(ii) 网络文化业务；(iii) 广播电视节目制作业务；及(iv) 增值电信业务，其中：（1）互联网视听节目服务、网络文化业务及广播电视节目制作经营业务属于负面清单外商投资禁止类业务，需要通过 VIE 架构控制的境内运营主体开展；（2）增值电信业务属于负面清单项下的外商投资限制类业务，但由于相关实体提供的增值电信业务被整合至禁止外商投资类业务且两者密不可分，同时，由于经营增值电信业务的主体亦会经营外商投资禁止类业务，故该等业务需于 VIE 架构内运营。

- 相关实体运营的业务不属于外商投资禁止类或外商投资限制类业务但附属于外商投资禁止类业务：

Keep 相关实体提供的若干不受外商投资限制的服务附属于外商投资禁止类业务，并与外商投资禁止类业务密不可分，例如：(i) 为 Keep 移动应用程序提供客户服务及其他维护服务，该等服务被嵌入 Keep 移动应用程序并可透过 Keep 移动应用程序访问，与录制的线上健身视频课程、直播等的运营紧密相连并成为上述项目运营不可或缺的一部分；(ii) 通过 Keep 的自营线上商城在 Keep 移动应用程序销售产品，该业务被嵌入 Keep 移动应用程序并可透过 Keep 移动应用程序访问；(iii) 通过直播课嵌入或呈现的链接销售产品，其被嵌入 Keep 移动应用程序并可通过 Keep 移动应用程序访问，而且会完全被整合至直播业务并成为其不可或缺的一部分，因此该等服务也于 VIE 架构内运营。

- 相关实体运营的业务不属于外商投资禁止或限制类业务且可以与之分开经营：

针对 Keep 在第三方平台上的电商销售活动，由于其本身可以与 Keep 的 VIE 架构下的外商投资禁止类业务或外商投资限制类业务分开经营，因此该等业务由 Keep 拟上市主体股权控股的境内主体运营，而不受合约安排的限制。

05 证监会备案

中国证监会于 2023 年 2 月 17 日颁布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及五项配套指引（“《境外上市管理试行办法》”），并且已经于 2023 年 3 月 31 日实施。根据《境外上市管理试行办法》，中国境内企业通过直接或间接方式^[3]在境外发行上市的，均须向中国证监会办理备案手续，并报告相关信息。2023 年 2 月 17 日，中国证监会召开了《境外上市管理试行办法》新闻发布会，并发布了《关于境内企业境外发行上市备案管理安排的通知》，该通知对存量和增量企业作出了安排，其中包括：（1）《境外上市管理试行办法》施行之日起已在境外发行上市的企业将视为存量企业，存量企业不要求立即备案，后续如涉及再融资等备案事项时按要求备案即可；（2）《境外上市管理试行办法》施行之日起已获境外监管机构或者境外证券交易所同意（如香港市场已通过聆讯、美国市场已获准注册等），但未完成间接境外发行上市的境内企业，给予 6 个月过渡期。在 6 个月内完成境外发行上市的，视为存量企业。如上述境内企业在 6 个月内需重新向境外监管机构履行发行上市程序（如香港市场需重新聆讯等）或者 6 个月内未完成境外发行上市的，应当按要求备案。在发布会上，中国证监会相关部门负责人明确表示，对于拟通过合同安排（即 VIE 架构）方式在境外上市的企业，中国证监会将征求相关监管部门的意见，对符合合规要求的 VIE 架构企业予以备案。

根据 Keep 招股书的披露，Keep 的中国法律顾问认为 Keep 已经在 2023 年 3 月 31 日前通过聆讯，如果其没有被要求重新进行聆讯并且可以在 2023 年 9 月 30 日之前完成上市，则无须就上市向中国证监会完成备案程序。鉴于 Keep 已于 2023 年 7 月 12 日完成上市，且未披露其在此之前被要求重新聆讯，因此，Keep 可以视为《境外上市管理试行办法》下的存量企业，就其上市无需立即备案。

此外，笔者留意到，针对 VIE 控制架构，根据中国证券监督管理委员会发布的《境外上市管理试行办法》配套监管规则适用指引的要求，发行人存在协议控制架构的，应在备案报告中说明：（1）协议控制架构搭建的原因及具体安排，包括协议控制架构涉及的各方法律主体的基本情况、主要合同的核心条款和交易安排等；（2）协议控制架

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

构可能引发的控制权、相关主体违约、税务等风险；（3）风险应对措施安排；此外，发行人境内律师应就协议控制安排的以下方面进行核查说明：（1）境外投资者参与发行人经营管理情况，例如派出董事等；（2）是否存在境内法律、行政法规和有关规定明确不得采用协议或合约安排控制业务、牌照、资质等的情形；（3）通过协议控制架构安排控制的境内运营主体是否属于外商投资安全审查范围，是否涉及外商投资限制或禁止领域。

根据笔者检索的近期证监会对 VIE 架构境外上市项目申报材料的反馈意见显示，证监会对 VIE 架构的审核主要集中在以下几个方面：（1）VIE 架构设立的合规性，包括但不限于搭建及返程并购涉及的外汇管理、境外投资等监管程序情况、税费依法缴纳情况等；（2）VIE 架构下相关主体之间的具体交易安排，包括但不限于对境内主体资金支持的时间、金额、途径和方式，有关资金往来、利润转移安排、发行人股东与境内主要实体股东不一致的原因等；（3）境内主要实体的情况，包括但不限于境内主要实体的股东基本情况、历史沿革、注册资本实缴情况及合规性等。

截至本文发布之日，尚无通过 VIE 架构境外上市的项目通过证监会备案。

06 借鉴意义

Keep 作为第一家境外上市的境内互联网健身平台，其开展的业务融合多种互联网业务，需要取得的对应业务资质也相对复杂，对于同类型或近似类型的境内企业境外上市具有借鉴意义。同时，随着境内互联网行业的监管趋严，以及监管政策的陆续出台，拟境外发行上市的同类企业也需密切关注监管变化。

另外，Keep 在《境外上市管理试行办法》实施前已通过聆讯，且过渡期前已完成境外上市，因此其不需要就上市进行证监会备案，而目前《境外上市管理试行办法》的过渡期已接近尾声，后续类似境内企业境外上市的项目均需经证监会备案，这对拟境外上市的境内企业的合法合规性要求将提高，相关拟境外上市的同类企业需对此提前重视，而对于需采用 VIE 架构境外上市的项目，还需特别关注《境外上市管理试行办法》项下针对 VIE 架构的专项备案要求，以及证监会对该类项目的备案态度。

● 注释:

[1] 一家于开曼群岛注册成立的有限公司。

[2] 《食品经营许可和备案管理办法》已于 2023 年 6 月 15 日发布，并将于 2023 年 12 月 1 日生效，届时《食品经营许可证管理办法》将同时废止。

[3] 根据《境外上市管理试行办法》规定，发行人同时符合下列条件的，其境外发行上市视为境内企业间接境外上市：(1) 境内企业最近一个会计年度的营业收入、利润总额、总资产或者净资产，任一指标占发行人同期经审计合并财务报表相关数据的比例超过 50%；(2) 经营活动的主要环节在境内开展或者主要场所位于境内，或者负责经营管理的高级管理人员多数为中国公民或者经常居住地位于境内。

Keep 的中英文招股书见下述链接：

https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2023/0630/2023063000204_c.pdf

<https://www1.hkexnews.hk/listedco/listconews/sehk/2023/0630/2023063000203.pdf>

刘婧、肖瑶：境外上市实践（三）：境外上市新规下证监会备案要求典型问题分析——ESOP 篇

刘婧

大成北京 高级合伙人

liu.jing@dentons.cn

专业领域：私募股权与投资基金、公司与并购、资本市场、争议解决



肖瑶

大成北京 律师

xiao.yao@dentons.cn

专业领域：私募股权与投资基金、公司与并购、资本市场、争议解决



自《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（以下简称“境外上市新规”或“备案新规”）于 2023 年 3 月 31 日正式实施后，根据笔者统计，截至 2023 年 9 月 4 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）网站已公示 136 家企业的备案情况，其中已有 29 家企业完成备案。根据证监会网站[1]公示的备案企业“境外发行上市备案补充材料要求”（以下简称“补充材料要求”），涉及员工股权激励和持股计划（“ESOP”）、股权、实际控制人、VIE 架构等相关问题在补充材料要求中频繁出现。本篇文章将聚焦补充材料要求中出现的高频 ESOP 问题，对境外上市新规中关于 ESOP 的核查要求、补充材料要求提及的高频问题以及回复思路进行梳理分析。

备案新规关于 ESOP 的核查要求

在境外上市新规的配套监管规则适用指引中，除对 ESOP 的发行对象进行明确规定外，也分别要求发行人在备案报告、发行人境内律师在境内法律意见书中对 ESOP 相关事项进行充分核查，具体而言：

<p>《监管规则适用指引——境外发行上市类第 1 号》</p>	<p>三、关于发行对象</p> <p>2. 直接境外发行上市的境内企业在境外向境内特定对象发行证券用于股权激励的，境内特定对象可以包括境内企业的董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员，以及企业认为应当激励的对企业经营业绩和未来发展有直接影响的其他人员。下列人员不得成为激励对象：</p> <p>(1) 最近 12 个月内因重大违法违规行为被中国证监会及其派出机构行政处罚（含市场禁入措施）的；</p> <p>(2) 具有《公司法》规定的不得担任公司董事、高级管理人员情形的；</p> <p>(3) 法律、行政法规和国家有关规定明确不得参与企业股权激励的。</p>	
<p>《监管规则适用指引——境外发行上市类第 2 号：备案材料内容和格式指引》</p>	<p>附件 2：备案报告范本</p>	<p>一、发行人基本情况</p> <p>(五) 有关股本情况</p> <p>4、列表简要说明已经制定或实施的股权激励及相关安排情况。</p>
<p>附件 3：境内法律意见书内容指引</p> <p>专项法律意见核查要点——股权结构与控制架构核查要求</p>	<p>附件 3：境内法律意见书内容指引</p> <p>专项法律意见核查要点——股权结构与控制架构核查要求</p>	<p>二、关于员工持股计划和股权激励</p> <p>1. 发行人首发备案前实施员工持股计划的，发行人境内律师应当对员工持股计划的设立背景、具体人员构成、价格公允性、员工持股计划章程或协议约定情况、履行决策程序情况、规范运行情况进行充分核查，并就员工持股计划实施是否合法合规出具明确结论性意见。</p> <p>员工持股计划原则上应当全部由公司员工持有；新《证券法》施行之前（即 2020 年 3 月 1 日之前）设立的员工持股计划，参与人包括少量外部人员的，发行人境内律师应当核查相关人员的入股原因及背景、入股价格、作价依据、资金来源，如入股价格与员工相同或相近，应当说明是否存在利益输送，并出具明确的结论性意见。</p> <p>对于离职后仍持有员工持股计划权益的人员，发行人境内律师应当核查相关人员参与员工持股计划时是否为公司员工，目前是否按照员工持股计划章程或协议约定持有权益等。相关人员以发行人顾问身份参与员工持股计划的，发行人境内律师应当核查相关人员是否与公司签署顾问合同，合同中是否明确顾问的具体职责、期限及参与公司经营管理方式等，并出具明确结论性意见。</p> <p>2. 发行人存在首发备案前制定、准备在上市后实施的期权激励计划的，发行人境内律师应当对期权激励计划的基本内容、制定计划履行的决策程序、期权行权价格的确定原则、激励对象基本情况、期权激励计划对公司控制权的影响，是否设置预留权益进行充分核查，并就期权激励计划是否合法合规等出具明确结论性意见。</p>

经笔者查询境内 A 股相关的《首次公开发行股票注册管理办法》《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 57 号——招股说明书》及其有关规定的适用意见中关于 ESOP 的相关规定，另结合境内各证券交易所的上市规则关于 ESOP 的相关规定，理解境内上市申请中对 ESOP 的核查要点与境外上市备案新规的上述关于 ESOP 的核查要点大

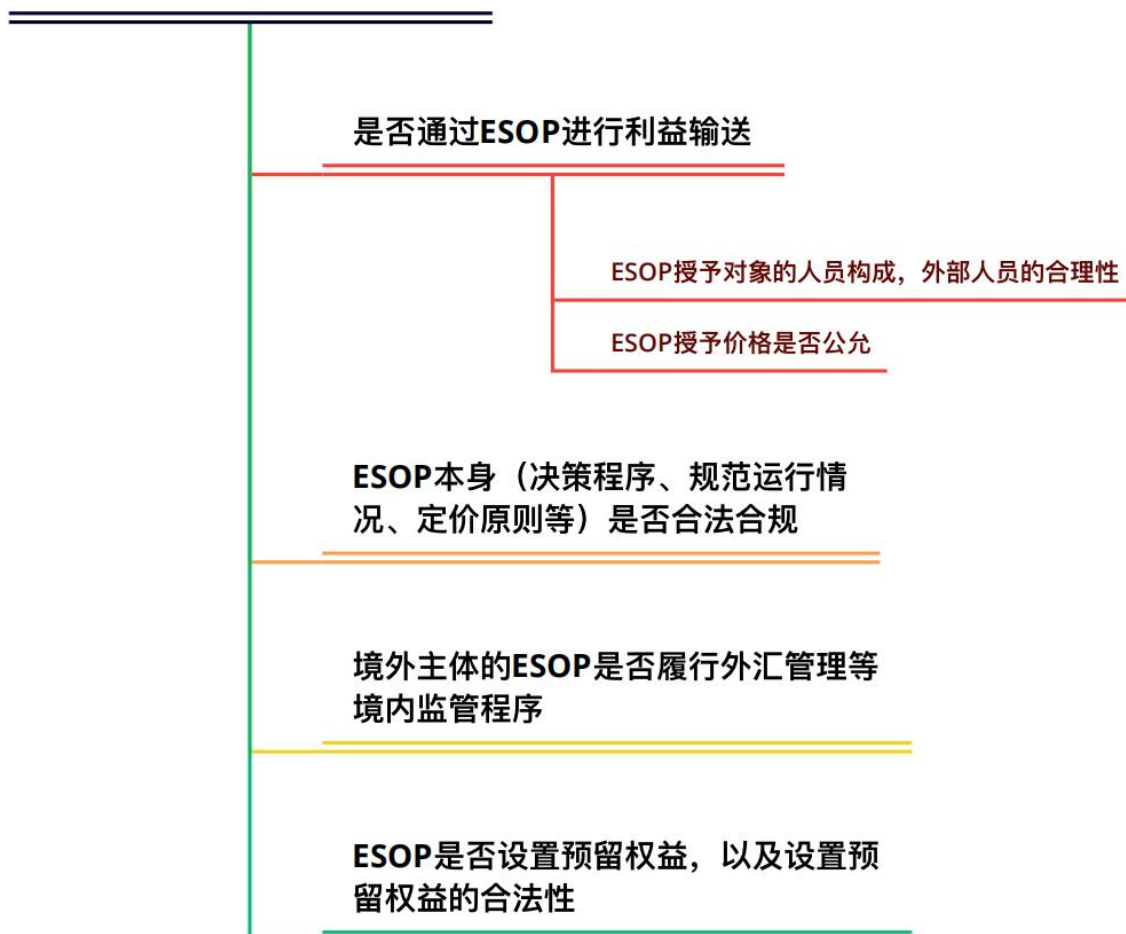
北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

体一致，但境外上市备案新规对境外上市的核查与披露要求进行了简化，并结合境外主体与境内主体的适用法律不同做了区分；因此，笔者理解，境内 A 股上市企业在申请上市过程中对监管机关 ESOP 相关问询问题的回复，对境外上市项目的类似问题具有借鉴和参考意义。

补充材料要求中具体问题

经笔者统计，截至 2023 年 9 月 4 日，共计 58 个项目的补充材料要求中出现了 ESOP 相关问题[2]，该等项目既包括直接上市项目，也包括间接上市项目；既涉及发行人（或发行人境内运营实体）已实施的 ESOP，也涉及上市后计划实施的 ESOP；其中，经笔者整理，以下四类问题在证监会补充材料要求中出现次数较多：

补充材料要求提及的 ESOP 相关高频问题



ESOP 高频问题回复思路参考

鉴于境外上市备案项目发行人及中介机构对补充材料要求的回复并未公示，以及上述境内 A 股上市企业对监管机关类似问题的回复具有一定借鉴意义，我们基于相关经验以及参考境内 A 股上市发行案例就上述高频问题的常见回复思路进行了梳理：

一、是否通过 ESOP 进行利益输送

1. ESOP 授予对象的问题

原则上 ESOP 涉及的股份应当全部由公司员工持有，但实务层面，企业基于各种因素的考量，向企业外部人员授予 ESOP 股份的情况并不少见：

备案新规下，对于在新《证券法》施行之前（即 2020 年 3 月 1 日之前）设立的员工持股计划，参与者包括少量外部人员的，要求发行人境内律师核查相关人员的入股原因及背景、入股价格、作价依据、资金来源，如入股价格与员工相同或相近，应当说明是否存在利益输送，并出具明确的结论性意见；

同样对于在新《证券法》施行之前（即 2020 年 3 月 1 日之前）设立的员工持股计划，参与者包括少量外部人员的，境内 A 股上市的规定也允许该情形可不做清理，但要求发行人及中介机构说明发生该情况的原因、合理性，并对外部人员身份、入股价格等进行详细的披露。

经查询部分境内 A 股发行上市案例中的类似问题，就外部人员的身份而言，可以分为以下几类：

A. 外部顾问

ESOP 中常见的第一类外部人员是发行人外部顾问，外部顾问可能是发行人生产经营中各领域的顾问（如：行业顾问、技术顾问、境外法律顾问等），境内 A 股上市企业格灵深瞳（688207）、慧智微（688512）在上市申请时均因存在该情形被问及相关问题。

针对 ESOP 中存在外部顾问的，一般围绕外部顾问的履历等背景以及其为发行人提供顾问服务的具体类型，并在此基础上进一步论述其对发行人生产经营作出的贡献，从而论证对其进行股权激励的合理性；同时，以符合前述论证的顾问协议等材料作为底稿进行佐证，以说明或论证不构成存在利益输送。

B. 客户、供应商

ESOP 中常见的第二类外部人员是发行人客户、供应商，境内 A 股上市企业邦基科技（603151）、诺禾致源（688315）、甬矽电子（688362）、瑞可达（688800）在上市申请时均因存在该情形被问及相关问题。

针对 ESOP 中存在发行人客户、供应商的情形，首先，着重论证该等被激励的客户、供应商被授予激励股权后，发行人向其销售或从其采购的价格的公允性是否受影响；其次，发行人与进行激励的客户/供应商的购销额占发行人总量是否较低（如：购销金额以及占收入、采购总额的比例等），如果核查发现客户/供应商取得激励股权后，与发行人之间的购销额发生较大变化，则可能被认定为存在利益输送，进而对发行人构成重大不利影响。

C. 亲属、朋友

ESOP 中常见的第三类外部人员为因与实际控制人/发行人管理层等存在亲属/朋友关系少量被授予 ESOP 股份的情形。针对该情形，首先需重点核查是否存在代持的情况，如非代持，则为避免被认定为存在利益输送，需从入股原因（如：是否因看好公司未来发展）、其持有的激励股份占比是否较小等情况进行论证，核查思路可参考境内 A 股参考案例未来电器（301386）的回复。

D. 其他类型外部人员

除上述三类外部人员外，实务中还存在授予激励股份给其他类型的外部人员（如：发行人前员工、发行人加盟商等）的情形。如为发行人前员工的，则需要核查相关人员参与员工持股计划时是否为公司员工，目前是否按照员工持股计划章程或协议约定持有权益等要素。

无论发行人授予激励股份给何种类型的外部人员，以下几点均需发行人及中介机构重点进行核查：激励原因、受激励人员背景、授予价格及其合理性、授予的股份占比，以及其他需要根据实际情况进行核查的相关情形，进而论证该等授予外部人员的情形均有必要性、合理性及不存在利益输送。

为进行上述核查，通常采用以下核查方式：查阅 ESOP 相关文件及决策程序文件、查阅外部人员与发行人相关协议、对受激励对象进行访谈、受激励对象填写调查问卷/

签署承诺函（确认不存在代持、利益输送等情形）、核查银行流水（确认是否有不当资金往来）、公开途径信息检索等。

此外，理解按照上述规定，在 2020 年 3 月 1 日之后设立的员工持股计划，ESOP 股份应全部由公司员工持有，如确实存在外部人员的，按照境内 A 股上市的处理思路，原则上需要进行清理，但也不排除可能基于其必要性及合理性解释的特殊情形被认可的空间。

2. ESOP 对价合理性的问题

ESOP 的价格公允性是备案新规对 ESOP 核查要求的重点之一，而该问题在境内 A 股上市申请中同样是重点关注问题，经检索境内 A 股上市的相关案例（包括：已上市企业 IPO 阶段的案例：*ST 富吉（688272）、万丰股份（603172）以及必易微（688045），以及企业上市后被问询的案例：亨通光电（600487）、中胤时尚（300901）、天齐锂业（002466）以及长城汽车（601633）），关于定价公允性的问题一般从以下几个角度进行核查及回复：定价方法是否符合相关法规以及章程等规定、ESOP 的审议程序是否符合相关法规以及章程等规定、定价是否充分考虑了各方面因素以实现员工激励的目的、是否存在代持等情形或利益输送。

为进行上述核查，通常会采用以下核查方式：查阅 ESOP 相关文件及决策程序文件、访谈实控人以及受激励员工、填写相关调查表、查阅银行流水、签署相关声明与承诺等。

二、ESOP 本身（决策程序、规范运行情况、定价原则等）是否合法合规

无论是境内或境外上市，ESOP 本身的合法合规问题均为常见问题，监管机关通常会关注：ESOP 是否履行必要的内部决策程序、定价的公允性、是否规范运行等几个层面，其中部分问题与上述关于利益输送的重点核查问题有重合，经检索境内 A 股上市的相关案例（如：祥源新材（300980）、中微公司（688012）、江苏博云（301003）、中英科技（300936）），关于定价公允性的问题一般会从以下几个角度进行核查及回复：披露何时通过董事会与股东（大）会，何时办理持股平台工商登记（如适用）；明确定价依据；确认 ESOP 的运营是否依照相关股权激励计划等进行，是否存在争议纠纷；具体人员构成以及是否存在外部人员等。

基于上述核查要点，通常会采用以下核查方式：查阅 ESOP 相关文件及决策程序文件、访谈实控人以及受激励员工、核查持股平台的登记/备案情况、查阅实缴出资凭证/

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

股权转让对价支付凭证等。此外，如涉及境外 ESOP，则还涉及引用境外法律意见书以对员工持股平台设立合规性问题进行回复。

三、境外主体的 ESOP 是否履行外汇管理等境内监管程序

此类问题主要针对搭建红筹架构（包含 VIE 架构）的发行人，因境内 A 股上市的发行人多数为境内架构，因此，该问题在境内 A 股上市案例中并不经常出现，但经检索，结合在少数搭建（过）红筹架构（包含 VIE 架构）的境内 A 股上市案例中查询的相关问题及回复，主要可以分为以下三类：

A. 无需办理外汇登记

如发行人 ESOP 的安排为上市前先在境外预留股份，待上市后再由激励对象行权持有股份并根据《关于境内个人参与境外上市公司股权激励计划外汇管理有关问题的通知》（汇发[2012]7号）（以下简称“7号文”）办理登记。根据现有外汇法律法规，在公司上市前，尚未行权的股权激励并未明确要求进行外汇登记，而是待上市以及行权后根据7号文进行登记，核查思路可参考赛诺医疗（688108）的回复。

B. 需办理外汇登记并已办理

如激励对象在发行人上市前已行权并实际持有发行人股份，则激励对象需根据《关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（国家外汇管理局通知〔2014〕37号，以下简称“37号文”）办理外汇登记，核查思路可参考格科微（688728）及九号公司（689009）分别在招股意向书与法律意见书中的披露。

C. 需办理外汇登记但尚未办理

如上文所述，被激励对象如在上市前已行权，则应根据37号文的规定办理外汇登记，但在境内A股上市案例披露的相关问题回复中，显示仍有应当办理但未办理外汇登记的案例存在（如：晶晨股份（699099）、电广传媒（000917）），部分案例的该等问题为历史问题，发行人及其中介机构可以从目前已不存在以及历史上“未实际发生外汇汇出”“未发生处罚”“未履行登记人士持有发行人股份比例较低”“未履行登记人士已作出承诺承担损失”等层面根据实际情况进行论证该瑕疵不构成对发行人的重大不利影响。

四、ESOP 是否设置预留权益，以及预留权益的合法性

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

考虑到境内发行人主体与境外发行人主体的适用法律不同、上市规则的要求不同，监管部门对于 ESOP 设置预留权益的问题进行了区别要求，针对备案前制定、准备在上市后实施的期权激励计划，境内 A 股上市要求不得设置预留权益，而境外上市则要求核查是否设置预留权益，以及预留权益的合法性。因该问题对于境内 A 股上市及境外上市的要求不同，因此，境外上市项目需就此问题根据备案新规的要求进行披露，以及根据拟上市地上市规则和当地法律的规定核查其合法性。

结论

目前，距离备案新规生效已近半年，境内企业境外上市的证监会备案数量稳步上升，证监会的反馈速度也趋于稳定，对于证监会的补充材料要求中的重点关注问题进行分类、拆解分析，并参考境内 A 股上市的类似案例回复梳理思路，可以更好地为存在类似问题的拟境外发行上市企业提供借鉴思路。

在后续文章中，我们将继续关注备案新规下补充材料要求的其他问题，敬请关注。

注释

[1]http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100098/common_list.shtml

蒋瑜文、梁晓晴：《私募投资基金监督管理条例》新规 解读及实务要点

蒋瑜文

大成广州 合伙人

yuwen.jiang@dentons.cn

专业领域：资本市场、私募股权与投资基金、银行与金融、公司与并购



梁晓晴

大成广州 律师

xiaoqing.liang@dentons.cn

专业领域：资本市场、私募股权与投资基金、银行与金融、公司与并购



2023年7月9日，《私募投资基金监督管理条例》（以下简称“《条例》”“本条例”）正式发布，并将于2023年9月1日起施行。作为私募基金法律领域的首部行政法规，《条例》的发布是对于私募基金领域的法规体系的完善，弥补了私募基金监管领域上位法依据的不足，形成了更为完善的法律法规架构体系。针对《条例》的相关规定，结合《私募投资基金登记备案办法》（简称“《登记备案办法》”）《关于加强私募投资基金监管的若干规定》（简称“《若干规定》”）等现有生效规定的要求及实务经验，梳理《条例》中主要新规变化及实务要点如下：

（一）关于政府资金发起设立或者参股的私募基金的适用

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

新规	现有生效规定
<p>第五条 第二款 国家对运用一定比例政府资金发起设立或者参股的私募基金的监督管理另有规定的，从其规定。</p>	<p>《登记备案办法》第八十一条 国家有关部门对下列私募基金管理人、私募基金另有规定的，从其规定：</p> <p><u>（一）政府及其授权机构通过直接出资、委托出资或者以注资企业方式出资设立的；</u></p> <p>（二）国有企业、国有资本占控股地位或者主导地位的企业出资设立的；</p> <p>（三）金融机构出资设立的；</p> <p>（四）中国证监会规定的其他情形。</p>
<p>解读：政府资金发起设立或者参股的私募基金，在监督管理上存在特别规范要求，例如根据《政府投资基金暂行管理办法》的相关规定，政府投资基金存在明确的投资限制¹、退出机制²等约束，《条例》从上位法的层面明确了《条例》的适用与政府投资基金需适用的特殊法律规范的衔接。</p>	

（二）关于 GP 与私募基金管理人分离的基金架构的特别规定

新规	现有相关规定
<p>第七条 私募基金管理人由依法</p>	<p>《登记备案办法》第三十四条 私募基金管</p>

¹ 《政府投资基金暂行管理办法》第十二条规定：“政府投资基金在运作过程中不得从事以下业务：1. 从事融资担保以外的担保、抵押、委托贷款等业务；2. 投资二级市场股票、期货、房地产、证券投资基金、评级 AAA 以下的企业债、信托产品、非保本型理财产品、保险计划及其他金融衍生品；3. 向任何第三方提供赞助、捐赠（经批准的公益性捐赠除外）；4. 吸收或变相吸收存款，或向第三方提供贷款和资金拆借；5. 进行承担无限连带责任的对外投资；6. 发行信托或集合理财产品募集资金；7. 其他国家法律法规禁止从事的业务。”

² 《政府投资基金暂行管理办法》第十二条规定：“财政部门应与其他出资人在投资基金章程中约定，有下述情况之一的，政府出资可无需其他出资人同意，选择提前退出：

（一）投资基金方案确认后超过一年，未按规定程序和时间要求完成设立手续的；（二）政府出资拨付投资基金账户一年以上，基金未开展投资业务的；（三）基金投资领域和方向不符合政策目标的；（四）基金未按章程约定投资的；（五）其他不符合章程约定情形的。”

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

设立的公司或者合伙企业担任。

以合伙企业形式设立的私募基金，资产由普通合伙人管理的，普通合伙人适用本条例关于私募基金管理人的规定。

理人设立合伙型基金，应当担任执行事务合伙人，或者与执行事务合伙人存在控制关系或者受同一控股股东、实际控制人控制，不得通过委托其他私募基金管理人等方式规避本办法关于私募基金管理人的相关规定。

解读：我们倾向理解《条例》的上述规定是针对合伙型私募投资基金普通合伙人与私募基金管理人分离架构下，针对该关联普通合伙人相关规定的细化。在该类架构下，如资产由普通合伙人管理，虽该关联普通合伙人非私募基金管理人，但同样需遵守《条例》关于私募基金管理人的规定，可体现协会对该类架构下穿透至关联普通合伙人进行监管的态度，该等安排下，将对原有《登记备案办法》允许的双 GP 单管理人模式产生一定影响。该等安排的具体落地仍需结合后续配套监管细则进行综合判断。

（三）关于私募基金管理人董监高的任职限制

新规	现有相关规定
<p>第九条 有下列情形之一的，<u>不得担任私募基金管理人的董事、监事、高级管理人员、执行事务合伙人或者委派代表：……（五）因违法行为被开除的基金管理人、基金托管人、证券期货交易所、证券公司、证券登记结算机构、期货公司以及其他机构的从业人员和国家机关工作人员；</u></p>	<p>《登记备案办法》第十六条 有下列情形之一的，<u>不得担任私募基金管理人的董事、监事、高级管理人员、执行事务合伙人或其委派代表：……（六）因违法行为或者违纪行为被开除的基金管理人、基金托管人、证券期货交易所、证券公司、证券登记结算机构、期货公司等机构的从业人员和国家机关工作人员，自被开除之日起未逾 5 年；</u></p>
<p>解读：《条例》扩大了不得担任私募基金管理人的董事、监事、高级管理人员、执行事务合伙人或者委派代表的限制，按照该条表述理解，一旦因违法行为被《条例》</p>	

规定的相关特定机构开除，无论被开除时间长短，均一律不得再担任私募基金管理人的董事、监事、高级管理人员、执行事务合伙人或者委派代表。

值得关注的是，私募机构往往很容易忽略事先对于执行事务合伙人委派代表的适格性评定，《条例》出台后，随着罚款标准的提高，提请私募机构在前期筛选人选时予以关注。

（四）关于私募基金管理人的股东、实际控制人、合伙人的禁止行为

新规	现有相关规定
<p>第十二条 私募基金管理人的股东、实际控制人、合伙人不得有下列行为：</p> <p>（一）虚假出资、抽逃出资、委托他人或者接受他人委托出资；</p> <p><u>（二）未经股东会或者董事会决议等法定程序擅自干预私募基金管理人的业务活动；</u></p> <p>（三）要求私募基金管理人利用私募基金财产为自己或者他人牟取利益，损害投资者利益；</p> <p>（四）法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定禁止的其他行为。</p>	<p><u>《登记备案办法》第二十条 私募基金管理人应当保持资本充足，满足持续运营、业务发展和风险防范需要，私募基金管理人的股东、合伙人不得虚假出资或者抽逃出资。</u></p> <p>第九条 私募基金管理人及其从业人员从事私募基金业务，不得有下列行为：……（九）利用私募基金财产或者职务之便，以向私募基金、私募基金投资标的及其关联方收取咨询费、手续费、财务顾问费等名义，为自身或者投资者以外的人牟取非法利益、进行利益输送；（十）泄露因职务便利获取的未公开信息、利用该信息从事或者明示、暗示他人从事相关的交易活动；（十一）从事内幕交易、操纵证券期货市场及其他不正当交易活动；（十二）玩忽职守，不按照监管规定或者合同约定履行职责；（十三）法律、行政法规和中国证监会禁止的其他行为。</p> <p><u>私募基金管理人的出资人和实际控制人，私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募基金服</u></p>

务机构及其出资人、实际控制人，不得有前款所列行为或者为前款行为提供便利。

解读：《条例》针对私募基金管理人的股东、实际控制人、合伙人的禁止行为进行了约定，明确禁止“未经股东会或者董事会决议等法定程序擅自干预私募基金管理人的业务活动”，此条对管理人的独立性边界进一步进行了明确，也即私募基金管理人的股东、实际控制人、合伙人如果需要对私募基金管理人的业务活动进行影响，需要通过股东会或者董事会决议等法定程序予以实现。

（五）关于私募基金管理人运营资金的细化要求

新规	现有相关规定
<p>第十三条 私募基金管理人应当持续符合下列要求：</p> <p>（一）财务状况良好，<u>具有与业务类型和管理资产规模相适应的运营资金</u>；</p> <p>（二）法定代表人、执行事务合伙人或者委派代表、负责投资管理的高级管理人员按照国务院证券监督管理机构规定持有有一定比例的私募基金管理人的股权或者财产份额，但国家另有规定的除外；</p> <p>（三）国务院证券监督管理机构规定的其他要求。</p>	<p>《登记备案办法》第八条 私募基金管理人应当是在中华人民共和国境内依法设立的公司或者合伙企业，并持续符合下列要求：</p> <p>（一）财务状况良好，实缴货币资本不低于1000万元人民币或者等值可自由兑换货币，对专门管理创业投资基金的私募基金管理人另有规定的，从其规定；……</p> <p>（三）法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、负责投资管理的高级管理人员直接或者间接合计持有私募基金管理人一定比例的股权或者财产份额。</p>
<p>解读：上述《条例》规定延伸了私募基金管理人运营资金的具体要求，<u>明确需与“管理资产规模”相适应</u>。一方面，在新管理人登记时需关注向基金业协会提交的商</p>	

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

业计划书中的展业计划、储备基金规模与机构的运营资金的匹配性。另一方面，已登记的私募基金管理人需关注能否持续符合《条例》的上述要求。

（六）对于委托代销行为的规定

新规	现有生效规定
<p>第十七条 私募基金管理人应当自行募集资金，不得委托他人募集资金，但国务院证券监督管理机构另有规定的除外。</p>	<p>《若干规定》第六条 私募基金管理人、私募基金销售机构及其从业人员在私募基金募集过程中不得直接或者间接存在下列行为：……</p> <p>（八）委托不具有基金销售业务资格的单位或者个人从事资金募集活动；……</p>
<p>解读：从文字表述上看，《条例》对于委托代销行为是原则性禁止，例外情况豁免。《条例》发布后私募股权投资基金及创投基金代销行为是否会进一步受到规范，有待关注后续政策风向。</p>	

（七）私募基金对外投资“显名”

新规	现有生效规定
<p>第二十一条 私募基金管理人运用私募基金财产进行投资的，在以私募基金管理人名义开立账户、列入所投资企业股东名册或者持有其他私募基金财产时，应当注明私募基金名称。</p>	—
<p>解读：本条是对于实践中契约型私募基金对外投资主体资格及权益登记的明确。</p>	

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

2022 年，深圳市已率先开展的契约型私募基金投资企业商事登记试点，私募基金管理人运用契约型私募基金对外投资的，其将以“xxx 公司（备注：代表‘xxxx 基金’）”的形式显示在标的企业的工商登记中。《条例》进一步明确了（对于契约型私募基金）在开立账户、列入标的企业股东名册、持有其他私募基金财产时，均应当注明私募基金名称。

（八）关于“募而不备”的罚则升级

新规	现有生效规定
<p>第二十二条 私募基金管理人应当自私募基金<u>募集完毕之日起 20 个工作日内</u>，向登记备案机构报送下列材料，办理备案：……。</p> <p>第五十条 违反本条例第二十二第一款规定，私募基金管理人未对募集完毕的私募基金办理备案的，处 10 万元以上 30 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给予警告，并处 3 万元以上 10 万元以下的罚款。</p>	<p>《登记备案办法》第三十九条 私募基金管理人应当自私募基金募集完毕之日起 20 个工作日内，向协会报送下列材料，办理备案手续……。</p> <p><u>募集完毕是指私募基金的已认缴投资者已签署基金合同，且首期实缴募集资金已进入托管账户等基金财产账户。</u>单个投资者首期实缴出资除另有规定外，不得低于合格投资者的最低出资要求。</p> <p>第六十八条 私募基金管理人有下列行为之一的，协会可以采取<u>书面警示、要求限期改正、公开谴责、暂停办理备案、限制相关业务活动</u>等自律管理或者纪律处分措施：<u>情节严重的，可以撤销私募基金管理人登记</u>：（一）募集完毕未按照要求履行备案手续；……。</p>
<p>解读：《条例》及《登记备案办法》均规定了私募基金管理人应当在募集完毕后及时办理基金备案，但《条例》并未同时明确“募集完毕”的定义，我们理解，管理人仍应以《登记备案办法》中规定的时点（即基金合同已有效签署，并且首期募集资</p>	

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

金已进入基金财产账户) 作为备案时限计算的标准。同时, 《条例》大大提升了处罚标准, 将增加管理人的违规风险。

(九) 关于私募基金的投资范围限制

新规	现有生效规定
<p>第二十四条 私募基金财产的投资包括买卖股份有限公司股份、有限责任公司股权、债券、基金份额、其他证券及其衍生品种以及符合国务院证券监督管理机构规定的其他投资标的。</p> <p>私募基金财产不得用于经营或者变相经营资金拆借、贷款等业务。私募基金管理人不得以要求地方人民政府承诺回购本金等方式变相增加政府隐性债务。</p>	<p>《若干规定》第八条、《登记备案办法》第三十一条分别通过反面排除和正面列举定义了私募基金的投资范围。</p>
<p>解读: 结合近年来各地财政情况以及防范地方政府债务风险的政策导向, 《条例》明确不得变相增加地方政府隐性债务。</p>	

(十) 关于投资层级的计算规则

新规	现有生效规定
<p>第二十五条 私募基金的投资层级应当遵守</p>	<p>《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称“《资管新规》”) 第二十二条第二款 资产管理产品可</p>

国务院金融管理部门的规定。但符合国务院证券监督管理机构规定条件，将主要基金财产投资于其他私募基金的私募基金不计入投资层级。

创业投资基金、本条例第五条第二款规定私募基金的投資层级，由国务院有关部门规定。

以再投资一层资产管理产品，但所投资的资产管理产品不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。

《关于进一步明确规范金融机构资产管理产品投资创业投资基金和政府出资产业投资基金有关事项的通知》（简称“《两类基金事项通知》”）六、符合本通知规定要求的两类基金接受资产管理产品及其他私募投资基金投资时，该两类基金不视为一层资产管理产品。

《登记备案办法》配套指引 2 号 第二条 私募基金管理人的出资架构应当简明、清晰、稳定，不存在层级过多、结构复杂等情形，无合理理由不得通过特殊目的载体设立两层以上的嵌套架构，不得通过设立特殊目的载体等方式规避对股东、合伙人、实际控制人的财务、诚信和专业能力等相关要求。

解读：根据《两类基金事项通知》的相关规定，符合该通知规定要求的创业投资基金和政府出资产业投资基金“在接受资产管理产品及其他私募投资基金投资时，该两类基金不视为一层资产管理产品，《条例》在此基础上进一步增加 FOF 基金也纳入“不计入投资层级”的情形，关于该新增情形，存在两类可能，其中一类为在基金业协会已备案为 FOF 基金的产品，在无其他相反证据的情况下，一般可以符合“不计入投资层级”的情形；另一类是未备案为 FOF 基金的产品，但将主要基金财产投资于其他私募基金的私募基金，如何界定“主要基金财产投资”中关于“主要”的具体标准，基于此前本团队与基金业协会了解沟通的相关口径，窗口答复意见为至少满足 80% 基金财产投资于其他私募基金，但该等情形需有充分证据证明，后续能否完全纳入上述“不计入投资层级”的范畴，仍需后续在实操中予以关注。

（十一）关于从业人员的投资申报等管理制度要求

新规	现有生效规定
----	--------

第二十六条 私募基金管理人应当遵循专业化管理原则，聘用具有相应从业经历的高级管理人员负责投资管理、风险控制、合规等工作。

私募基金管理人应当遵循投资者利益优先原则，建立从业人员投资申报、登记、审查、处置等管理制度，防范利益输送和利益冲突。

《登记管理办法》第八条 私募基金管理人应当是在中华人民共和国境内依法设立的公司或者合伙企业，并持续符合下列要求：……(四) 高级管理人员具有良好的信用记录，具备与所任职务相适应的专业胜任能力和符合要求的相关工作经验；专职员工不少于 5 人，对本办法第十七条 规定的私募基金管理人另有规定的，从其规定；……

解读：《条例》明确要求管理人建立从业人员投资申报、登记、审查、处置等管理制度，并在第五十二条规定了违反该规定的对应罚则。鉴于《条例》将自 9 月 1 日起生效，我们建议已登记的管理人尽快结合自身情况，制定相关管理制度，以满足合规需求；针对拟申请登记的机构，协会后续或可能修订或出台相关自律规则以适配《条例》规定，建议各机构保持持续关注。

(十二) 关于创投基金的特别规定

新规	现有生效规定
<p>第三十五条 本条例所称创业投资基金，是指符合下列条件的私募基金：</p> <p>(一) 投资范围限于未上市企业，但所投资企业上市后基金所持股份的未转让部分及其配售部分除外；(二) 基金名称包含“创业投资基金”字样，或者在公司、合伙企业经营范围中包含“从事创业投资活动”字样；</p> <p>(三) 基金合同体现创业投资策略；(四) 不使用杠杆融资，但国家另有规定的除外；</p>	<p>《暂行办法》第三十七条 中国证监会及其派出机构对创业投资基金在投资方向检查等环节，采取区别于其他私募基金的差异化监督管理；在账户开立、发行交易和投资退出等方面，为创业投资基金提供便利服务。</p> <p>《登记备案办法》第四十五条 协会对创业投资基金在基金备案、投资运作、上市公司股票减持等方面提供差异</p>

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

（五）基金最低存续期限符合国家有关规定；（六）国家规定的其他条件。

第三十七条 国务院证券监督管理机构对创业投资基金实施区别于其他私募基金的差异化监督管理：

（一）优化创业投资基金营商环境，简化登记备案手续；

（二）对合法募资、合规投资、诚信经营的创业投资基金在资金募集、投资运作、风险监测、现场检查等方面实施差异化监督管理，减少检查频次；

（三）对主要从事长期投资、价值投资、重大科技成果转化的创业投资基金在投资退出等方面提供便利。

第三十八条 登记备案机构在登记备案、事项变更等方面对创业投资基金实施区别于其他私募基金的差异化自律管理。

化自律管理服务。创业投资基金是指符合下列条件的私募基金：（一）投资范围限于未上市企业，但所投资企业上市后基金所持股份的未转让部分及其配售部分除外；（二）基金合同体现创业投资策略；（三）不使用杠杆融资，但国家另有规定的除外；（四）基金最低存续期限符合国家有关规定；（五）法律、行政法规、中国证监会和协会规定的其他条件。

创业投资基金名称应当包含“创业投资基金”，或者在公司、合伙企业经营范围中包含“从事创业投资活动”字样。

解读：《条例》延续了《登记备案办法》关于创业投资基金的范畴，但《条例》在《暂行办法》概括性规定的基础上进一步明确“差异化监督管理”在简化登记备案手续、减少检查频次、投资退出便利等方面的具体指向。

（十三）关于各项违规行为的处罚规则

《条例》用第六章整体规定了私募基金违法行为对应的法律责任，针对不同的违规情形及其对应罚则，我们梳理如下：

违法情形概述具体规定	罚则（相同处罚措施合并同类项归类）
------------	-------------------

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

违法情形概述具体规定	罚则（相同处罚措施合并同类项归类）	
<p>第四十四条 未履行私募基金管理人登记手续，使用“基金”或者“基金管理”字样或者近似名称进行投资活动的</p>	<p>责令改正，没收违法所得</p>	<p>并处违法所得1倍以上5倍以下的罚款；没有违法所得或者违法所得不足100万元的，并处10万元以上100万元以下的罚款。</p>
<p>第四十五条 私募基金管理人的股东、实际控制人、合伙人违反新规第十二条规定。</p> <p>新规第十二条：“私募基金管理人的股东、实际控制人、合伙人不得有下列行为：（一）虚假出资、抽逃出资、委托他人或者接受他人委托出资；</p> <p>（二）未经股东会或者董事会决议等法定程序擅自干预私募基金管理人的业务活动；</p> <p>（三）要求私募基金管理人利用私募基金财产为自己或者他人牟取利益，损害投资者利益；</p> <p>（四）法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定禁止的其他行为。”</p>	<p>责令改正，给予警告或者通报批评，没收违法所得</p>	<p>对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告（或通报批评），并处3万元以上30万元以下的罚款。</p>
<p>第四十八条 违反本条例第十七条（委托他人募集资金）、第十八条（违反“合格投资者”</p>	<p>没收违法所得</p>	

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

违法情形概述具体规定	罚则（相同处罚措施合并同类项归类）	
要求）、第二十条关于私募基金合格投资者管理和募集方式等规定的。		
<p>第四十六条 私募基金管理人违反下列要求：</p> <p>（一）财务状况良好，具有与业务类型和管理资产规模相适应的运营资金；</p> <p>（二）法定代表人、执行事务合伙人或者委派代表、负责投资管理的高级管理人员按照国务院证券监督管理机构规定持有一定比例的私募基金管理人的股权或者财产份额，但国家另有规定的除外；</p> <p>（三）国务院证券监督管理机构规定的其他要求。</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 责令改正；拒不改正的，给予警告或者通报批评。 ➤ 责令其停止私募基金业务活动并予以公告。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 并处 10 万元以上 100 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给予警告或者通报批评，并处 3 万元以上 30 万元以下的罚款。
<p>第五十一条 将私募基金财产用于经营或者变相经营资金拆借、贷款等业务，或者要求地方人民政府承诺回购本金的</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 责令改正，给予警告或者通报批评，没收违法所得 	
<p>第五十二条 私募基金管理人未聘用具有相应从业经历的</p>	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 责令改正，给予警告或者 	

违法情形概述具体规定	罚则（相同处罚措施合并同类项归类）	
<p>高级管理人员负责投资管理、风险控制、合规等工作，或者未建立从业人员投资申报、登记、审查、处置等管理制度的</p>	<p>通报批评</p>	
<p>第五十三条 私募基金管理人委托他人行使投资管理职责，或者委托不符合《证券投资基金法》规定的机构提供证券投资建议服务的</p>	<p>➤ 责令改正，给予警告或者通报批评，没收违法所得</p>	
<p>第五十四条 私募基金管理人违反《条例》关于关联交易的相关规定</p>	<p>➤ 责令改正，给予警告或者通报批评，没收违法所得</p>	
<p>第三十二条 私募基金管理人、私募基金托管人及其从业人员提供、报送的信息应当真实、准确、完整，不得有下列行为：</p> <p>（一）虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏；</p> <p>（二）对投资业绩进行预测；</p> <p>（三）向投资者承诺投资本金不受损失或者承诺最低收益；</p>	<p>➤ 责令改正，给予警告或者通报批评，没收违法所得</p>	

违法情形概述具体规定	罚则（相同处罚措施合并同类项归类）	
（四）法律、行政法规和国务院证券监督管理机构规定禁止的其他行为。		
第四十九条 违反《条例》第十九条规定，未向投资者充分揭示投资风险，并误导其投资与其风险识别能力和风险承担能力不匹配的私募基金产品	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 给予警告或者通报批评 ➤ 情节严重的，责令其停止私募基金业务活动并予以公告。 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 并处 10 万元以上 30 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给予警告或者通报批评，并处 3 万元以上 10 万元以下的罚款。
第五十条 私募基金管理人未对募集完毕的私募基金办理备案的	——	
第五十八条 私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金服务机构及其从业人员违反本条例或者国务院证券监督管理机构的有关规定	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 情节严重的，国务院证券监督管理机构可以对有关责任人员采取证券期货市场禁入措施。 	
拒绝、阻碍国务院证券监督管理机构及其工作人员依法行使监督检查、调查职权	<ul style="list-style-type: none"> ➤ 由国务院证券监督管理机构责令改正，处 10 万元以上 100 万元以下的罚款；构成违反治安管理行为的，由公安机关依法给予治安管理处罚；构成犯罪的，依法追究刑事责任。 	

根据《司法部、证监会负责人就〈私募投资基金监督管理条例〉答记者问》，后续将根据《条例》修订《私募投资基金监督管理暂行办法》，进一步细化相关要求，逐步完善

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

私募基金资金募集、投资运作、信息披露等相关制度，根据私募基金管理人业务类型、管理资产规模、持续合规情况、风险控制情况和服务投资者能力等实施差异化监管，完善规则体系。同时指导基金业协会按照《条例》和证监会行政监管规则，配套完善登记备案、合同指引、信息报送等自律规则。接下来，我们将持续关注《条例》实施后证监会、基金业协会发布的规范性文件及自律规则，以及私募基金登记、备案的相关实操情况，并对其中热点及要点问题进行进一步评述和解读。

马宏伟：证券合规——浅析证券市场主体“受限交易”的合规风险

马宏伟

大成上海 高级合伙人(备案中)

ma.hongwei@dentons.cn

专业领域：资本市场、刑事、争议解决、公司与并购



近日，上海人民检察院发布《2022 年度上海金融检察白皮书》，其中一起头部券商投资部副总监刘某利用未公开信息交易案件引发热议，该案中刘某交易数亿元，最终因亏损被判有期徒刑 1 年缓刑 2 年，罚金 20 万。经笔者检索，该案缘起于 2022 年 6 月证监会作出的行政处罚，与刑事判决结果截然不同的是，行政处罚认定刘某系执业期间违法违规买卖股票，累计交易金额近 147 亿元，盈利 5463.87 万元，按照罚一没一的处罚方式，证监会对刘某合计罚没 1.09 亿元，创下近年个人罚金最高记录。

该案中，证监会作出的违法违规买卖股票处罚与刑事判决中的利用未公开信息定罪，系从不同角度对相关执业人员股票交易行为作出规制，亦是现阶段法律制度背景下监管部门对证券市场主体交易行为的严厉监管趋势。因此，本文拟通过列明证券市场中禁止与限制交易的主体、交易方式、法律后果等解析证券市场主体交易的合规路径。

一、两大类证券交易强制性规范

现有法律规定中关于证券交易的强制性规范笔者主要分为两类：一是禁止性规定，即明确禁止某一类主体的证券交易行为；二是限制性规定，即在特定期限内，禁止某一类主体证券交易或禁止特定条件下的证券交易行为。为便于后文理解，笔者统称为违规交易。

（一）禁止性规定

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

1. 禁止相关人员直接或间接买卖股票

根据《证券法》第四十条规定，证券交易场所、证券公司和证券登记结算机构的从业人员，以及证券监督管理机构的工作人员禁止参与股票交易，该等禁止包括直接或者以化名、借他人名义持有、买卖。

《证券法》修订过程中，就相关从业人员能否买卖股票曾发生巨大争议，2015年4月的《证券法》修订草案中曾一度将该禁止性条款修改为经申报后可交易，但鉴于2015年发生大量内幕交易及“老鼠仓”事件，监管迫于市场的实际情况趋严处理，最新《证券法》扩大了禁止的主体范围和证券类型：将原本的“证券交易所”调整为“证券交易场所”，涵盖了新三板和区域性股权市场工作人员；将原本的“股票”修改为“股票或其他具有股权性质的证券”，增加了兜底性概念。

2. 禁止证券公司从业人员代客理财

代客理财从法律规定上来看分为主动和被动两种方式。主动型是指证券公司从业人员从事未经投资者认可的证券交易行为，包括未经客户委托、违背客户委托为其买卖证券，或假借客户名义买卖证券；被动型则是私下经投资者委托后的证券交易行为。

根据《证券法》第五十七条、第一百三十六条规定，主动型交易由证券公司从业人员承担损失赔偿责任，而被动型交易在司法实践中由法院根据投资者与证券公司从业人员间的过错情况按比例分配损失承担。

此外，代客理财的禁止不仅仅局限于证券公司中的从业人员，还及于证券公司本身，根据《证券法》第一百三十四条规定，证券公司办理经纪业务，不得接受客户全权委托自行决定买卖证券。

3. 禁止利用未公开信息交易行为

在对证券特殊机构、证券监管机构人员作出股票交易禁止性规定的同时，《证券法》对该等人员利用未公开特殊信息交易的行为附加了一层更为严厉的监管规定，也就是禁止“老鼠仓”。这也导致证券特殊机构人员可能在同一行为中违反两项不同的规定，一如本文开头的案例，刘某在触犯违法违规买卖股票的同时，因利用未公开信息交易遭到刑事处罚。

“老鼠仓”禁止性规定从主体上来说，覆盖范围相对禁止股票买卖更广，除了前述

证券特殊机构、证券监管机构人员外，还包括证券服务机构和其他金融机构从业人员，以及有关监管部门或者行业协会的工作人员。该等人员不仅禁止利用未公开信息自行交易，亦禁止明示、暗示他人从事相关交易。有别于违规买卖股票仅限于行政处罚，利用未公开信息交易情节严重的，将涉及刑事处罚。

（二）限制证券交易行为

1. 限制证券服务机构、媒介人员特定交易

相较于《证券法》完全禁止证券公司、证券交易场所等工作人员交易股票，对于证券服务机构与从事证券市场信息报道的传播媒介，《证券法》仅禁止后者特定时间段或对特定种类的证券交易行为。

特定时间主要针对证券服务机构及其工作人员。《证券法》第四十二条规定，为证券发行出具审计报告或者法律意见书等文件的证券服务机构和人员，在该证券承销期内和期满后六个月内，不得买卖该证券。除了前述规定外，为发行人及其控股股东、实际控制人，或者收购人、重大资产交易方出具审计报告或者法律意见书等文件的证券服务机构和人员，自接受委托之日起至上述文件公开后五日内，不得买卖该证券。

特定种类主要针对传播媒介及其从事证券市场信息报道的工作人员。《证券法》第五十六条第三款规定，传播媒介及其从事证券市场信息报道的工作人员不得从事与其工作职责发生利益冲突的证券买卖。

2. 禁止特定短线交易

特定短线交易，是指上市公司、新三板挂牌公司持有百分之五以上股份的股东、董事、监事、高级管理人员，将其持有的该公司的股票或者其他具有股权性质的证券在买入后六个月内卖出，或者在卖出后六个月内又买入的行为。

《证券法》为预防内幕交易在信息优势群体内的高发性，明确禁止短线交易，并逐步修订完善有关短线交易的监管规定。例如，最新《证券法》以及 2023 年 7 月中国证监会最新发布的《关于完善特定短线交易监管的若干规定（征求意见稿）》，短线交易对股票持有的认定拟采取“实际持有”原则，即证监会不局限于仅对股东及董监高的个人的持有情况进行审查，对于其配偶、父母、子女持有的及利用他人账户持有的股票或其他具有股权性质的证券亦合并计算。

此外，司法实践中对短线交易的处理亦严格化。例如，短线交易中对主体身份的认定逐渐从“两端说”演变为“一端说”标准，即当事人在买入时不属于上市公司董监高，在买入后六个月内卖出时具备该身份的，或者因为买入上市公司股票才成为大股东的，又在六个月内卖出的，应当适用特定短线交易的限制性规定。

3. 上市公司董监高持股限售

上市公司董监高持股限售系指，上市公司董监高在特定期间内不得转让全部或部分持股的限制性规定。上市公司董监高持股限售是一个《公司法》《证券法》交叉的概念，既属于上市公司的内部管理范畴又属于证券市场交易规制范围。

根据《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》相关规定，上市公司董监高的持股限售主要有两种：一种是法定限售，例如董监高离职后半年内或本公司股票上市交易之日起一年内不得转让持股；另一种是主动限售，即董监高承诺在一定期限内不转让的。

此外，上市公司董监高持股还存在限量转让的情况，主要发生在其任职期间内，除其所持有股份不超过一千股外，上市公司董监高每年可转让的无限售条件股份不得超过其持有总股数的百分之二十五，如当年年内发生新增的，则新增无限售条件股份当年可转让百分之二十五。

二、违规交易的法律风险

对于法律规定禁止或限制证券交易的情况，因同时涉及证券市场交易秩序、投资人保护以及公司内部管理秩序，交易当事人往往同时存在民事、行政、刑事法律风险。

（一）民事风险

违规交易的民事风险包括两类：一是投资者赔偿责任，二是返还公司的义务。投资者赔偿责任主要发生在侵犯投资者利益或严重影响证券市场的情况，例如代客理财、内幕交易、利用未公开信息交易等。返还公司的义务主要发生在股东、董监高短线交易的情况，对于因短线交易获得的收益，法定归公司所有，公司董事会应当收回。

除赔偿责任外，民事中因违反限制性交易规定而签署的合同是否有效亦是持续争议的话题。例如，董监高在限售期内与第三方签订的股权转让合同是否有效，已有不同的司法判例结果，部分法院观点认为该等行为已违反《证券法》相关规定，不符合证券市

场交易秩序，应属无效；反之，部分法院认为该等规定为限制股份转让，并非禁止股份转让，不属于效力性强制性规定，合同并不当然无效。

（二）行政风险

违规交易最为直接且高发的，就是行政风险。根据笔者的整理分析，违规交易处罚可分为三个等级。

其中，最为严重的是内幕交易、利用未公开信息交易以及私下接受客户委托代客理财，需没收违法所得并处以一倍以上十倍以下罚款，对于内幕交易、利用未公开信息违法所得低于五十万元的，按照最新《证券法》规定应处以五十万元以上五百万元以下罚款。其次，是证券相关机构从业人员禁止和限制交易的情况，均适用没收违法所得，并处以买卖证券等值以下的罚款的规定。再者，是短线交易，给予警告，并处以十万元以上一百万元以下的罚款。

需要注意的是，实践中因部分禁止或限制交易的证券从业人员交易量较大，对应的罚款金额对当事人来说亦是天文数字，例如 2017 年发生的前深交所工作人员违规买卖股票一案，当事人交易金额累计达到 2.51 亿元，获利金额达 2.48 亿元，最终证监会决定罚没 4.99 亿元。

（三）刑事风险

大部分违规交易的情形通常不会直接涉及刑事风险，刑事风险高发于内幕交易和利用未公开信息。那么是否可以通过行政处罚的违法事由预估是否会受到刑事处罚？

答案是否定的，例如文首刘某违法违规买卖股票一案中，行政处罚阶段刘某主动提出本人系利用未公开信息的申辩意见，证监会在获取线索后立即将案件移送刑事侦查。鉴于行政与刑事程序互相独立的特点，经过刑事阶段的重新调查后，认定刘某利用未公开信息的时间自 2015 年开始，而其违法违规买卖股票的开始时间为 2013 年，并基于这一点，两程序分别独立对刘某的获利金额、行为违法性作出了认定，刘某并未因其申辩免于行政或刑事处罚。

三、防范违规交易风险的合规建议

如前所述，违规交易主要发生在相关机构所涉的自然人之间，如何防范违规交易的出现以及如何有效化解违规交易带来的风险，可从机构和个人两个角度出发。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

（一）加强机构主体内控合规性

对于机构而言，除严格限制自身避免违反相关法律规定外，应当从制度、文化、架构的角度充分发挥内部控制的合规性和作用。例如，司法实践中，对于员工私下违规代客理财的情况，投资人大多在起诉时会将证券公司列为承担连带赔偿责任的被告，而法院在处理此类案件时，通常会从证券公司是否有完善的制度、是否对工作人员进行合规培训、是否在投资人开户和交易过程中对其进行了相应的提示和说明等角度判断证券公司是否存在过错。

可见，机构一方面应当建制度、立文化、促合规，另一方面应当确保公司的内部管理流程可视化，即所有的内控管理流程应当有统一信息化存储和记录途径，对于未来可能发生的民事、行政风险，机构可以随时调取并定位责任主体、风险起因等，以避免或减轻自身风险。

（二）加强个人合规意识

对于个人而言，无论是相关从业人员还是上市公司股东、董监高，均应当重视个人合规意识的加强。笔者办理的内幕交易、利用未公开信息案件中，即便部分当事人为证券机构工作人员，仍可能发生直至被证监会调查或被刑事立案，方才意识到自身行为的违法违规性的情况。当事人对行业惯例的想当然心理，通常会导致其对于司法实践中的违规认定没有正确、合理的判断。

因此，对于高风险职业，例如上市公司董监高、证券公司从业人员等，应当自主加强培养合规意识，积极参与相关合规培训，严格遵守公司合规制度，以有效控制自身风险。与机构一致的是，自然人也应当培养合理的留档习惯，对于自身在履职过程中的合规行为进行留档记录，以便在风险发生时可快速回溯定位风险问题。

杨春宝、孙瑱：私募基金变更管理人七问七答

杨春宝

大成上海 高级合伙人

chambers.yang@dentons.cn

专业领域：私募股权与投资基金、公司与并购、资本市场、争议解决



孙瑱

大成上海 律师

sun.zhen@dentons.cn

专业领域：私募股权与投资基金、公司与并购、资本市场、争议解决



中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）于 2023 年 9 月 28 日发布《私募投资基金备案指引》1-3 号及相应的材料清单。鉴于 1 号和 2 号指引均系对现行规则进行整合和细化，与此前的规定相比新增内容较少，我们就不再专文介绍了（1-2 号指引的具体内容将在 2023 年的私募监管动态中进行表述）。而《私募投资基金备案指引 3 号——私募投资基金变更管理人》（以下简称“3 号指引”）系协会首次出台的针对私募基金变更管理人的自律规则，而配套的材料清单则对变更管理人所需的各项材料进行了明确规定。本文拟以问答形式就私募基金变更管理人的相关事项进行说明，为广大私募基金及其管理人，以及基金投资者提供有益参考。

第一问：谁是私募基金变更管理人的操作主体？老管理人？新管理人？还是基金投资者？

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

答：根据 3 号指引，私募基金的原管理人和新管理人应就管理人变更程序、职责划分情况和权利义务转移等事项进行明确，并妥善处置基金财产。换言之，新、老管理人应共同配合完成私募基金管理人变更流程。

第二问：私募基金变更管理人，需多少基金投资者同意？

答：根据 3 号指引，私募基金变更管理人须经持有基金份额三分之二以上的投资者同意。虽然此处并未明确投资者持有的基金份额系“认缴”还是“实缴”，但结合 3 号指引第四条第二款第（二）项的规定“基金合同未约定变更管理人程序的，应当按照合同约定的决策机制，通过召开基金份额持有人大会、合伙人会议或者股东会等方式决议，……经所持表决权占基金份额三分之二以上的投资者同意”，根据我们以往的经验，大多数基金合同约定基金投资者行使表决权系基于投资者实缴出资所对应的基金份额，因此我们倾向于认为，私募基金变更管理人须经持有实缴基金份额三分之二以上的投资者同意方可实施。当然，如基金合同明确约定基金投资者行使表决权系基于其认缴出资，则应遵从该约定。

第三问：新管理人需符合哪些要求？

答：根据 3 号指引，新管理人除了需具备持续展业能力，不存在《私募投资基金登记备案办法》（以下简称“《登记备案办法》”）规定的不能担任基金管理人的情形，且需符合专业化运营原则（业务类型与基金类型一致），还应当拥有在管基金（原管理人、新管理人受同一实际控制人控制的除外）。从该规定可知，除非新管理人系原管理人的关联管理人，其不能是“新设”的管理人，换言之，私募基金管理人在发行第一支基金产品之前，是禁止从原管理人处“接手”私募基金的。

第四问：办理私募基金管理人变更需要哪些材料？

答：根据 3 号指引和变更材料清单，提请私募基金管理人登记需提供的材料包括：

1. 变更管理人的原因和合理性说明；
2. 新老管理人、基金投资者、托管人（如有）签署的同意变更管理人的协议，或基金份额持有人大会/合伙人会议/股东会通过的同意变更管理人的决议（适用于原管理人失联被协会注销登记的情形）；
3. 解除原基金合同或者委托管理协议的法律文件；
4. 新基金合同或者委托管理协议；
5. 基金托管人（如有）对新管理人是否符合 3 号指引第五条规定（即新管理人应符合的要求）发表的意见；
6. 变更后的工商登记信息（适用于合伙型和公司型私募基金变更工商登记的情形）；
7. 信息变更承诺函；
8. 公证书（如适用）：适用于因原管理人失联被协会注销登记，且投资者未就变更管理人达成一致的情形；投资者应通过做出基金份额持有人大会/合伙人会议/股东会决议变更管理人，变更管理人的决议应经公证机关公证；
9. 法律意见书（如适用）：适用于因原管理人失联被协会注销登记，且投资者未就变更管理人达成一致的情形；投资者应通过做出基金份额持有人大会/合伙人会议/股东会决议变更管理人，并应由经中国证监会备案的律师事务所出具法律意见书，对基金份额持有人大会、合伙人会议或者股东会等召集及决议程序的合法性和有效性发表明确的结论性意见；
10. 司法机关或者仲裁机构做出的生效判决（如适用）：如原管理人不同意变更管理人，或投资者就变更私募基金管理人无法达成有效决议、协议或者处理方案，应提供司法机关就私募基金管理人变更作出的生效判决；我们理解，本规定系对《登记备案办法》第五十六条[1]第二款所称的“私募基金管理人无法按照前款规定达成有效决议、协议或者处理方案的……”作出进一步说明，即：“无法达成”有效决议、协议或处理方案分为两种情形，一种是原管理人不同意变更管理人，而另一种是投资者无法就变更管理人达成一致；
11. 少数投资者权益保障机制（如适用）：如私募基金已完成管理人变更程序，但仍有

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

少数投资者未与新管理人签署基金合同，新管理人应建立少数投资者权益保障机制。

第五问：在哪些情形下变更管理人由新管理人履行变更手续？

答：根据 3 号指引，在原管理人丧失市场主体资格（包括解散、注销，被撤销、吊销营业执照、责令关闭或者被宣告破产）、丧失管理人登记资格（被协会注销、撤销登记）、失联（投资者、基金托管人或者其他基金合同当事人均无法与原管理人取得有效联系），以及发生其他特殊情形，导致其无法向协会提出变更申请的，需由新管理人向协会履行变更手续。除前述情形之外，原管理人应当自变更之日起 10 个工作日内向协会履行变更手续，按规定提交材料并经新管理人确认。

第六问：协会不予办理变更管理人手续的情形有哪些？

答：根据 3 号指引，协会不予办理管理人变更手续的情形大致可分为以下几类：

1. 合法合规性问题：存在相关法律法规明确不予备案的情形（即《登记备案办法》第四十一条第一款[2]规定的情形），或私募基金涉嫌重大违法违规；
2. 运营问题：违反专业化运营原则，或为其他类私募基金，或已进入清算程序；
3. 监管机构要求。

第七问：私募基金成立专业机构或清算组行使基金管理职责是否属于变更基金管理人？

答：根据 3 号指引，私募基金依据相关法律法规和基金合同的约定成立专业机构或者清算组行使管理职责的，不属于基金管理人变更，并无需履行管理人变更手续。专业机构或者清算组应当及时向协会报送其组成情况、相关会议决议、财产处置方案、基金清算报告和相关诉讼仲裁情况等。我们理解，3 号指引的这一规定系对《私募投资基金监督管理条例》第三十四条[3]和《登记备案办法》第五十八条[4]的进一步明确。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

结 语

我们理解，3号指引及配套的材料清单系主要基于今年出台的《私募条例》以及《登记备案办法》制定，系广大私募基金及其管理人，以及私募基金投资者，在变更基金管理人方面的实操指南。根据协会的表态，其后续将配合证监会部门规章的修订发布，同步完善相应的自律规则，我们团队将时刻关注相关监管动态，并及时对新政进行介绍或解读，敬请期待。

蒋瑜文：私募基金备案指引新规解读——股权类

蒋瑜文

大成广州 合伙人

yuwen.jiang@dentons.cn

专业领域：资本市场、私募股权与投资基金、银行与金融、公司与并购



梁晓晴

大成广州 律师

xiaoqing.liang@dentons.cn

专业领域：资本市场、私募股权与投资基金、银行与金融、公司与并购



黎春

大成广州 律师助理

li.chun@dentons.cn



2023年9月28日，中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）发布了私募基金备案以及变更管理人的业务指引及材料清单。根据协会发布的公告，前述备案指引及材料清单均于发布之日起施行，《私募投资基金备案须知》（以下简称“《备案须知》”）《私募投资基金备案关注要点》（以下简称“《备案关注要点》”）同日废止。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

从内容上看，新发布的备案指引及材料清单在沿袭《备案须知》《备案关注要点》的部分内容的基础上，结合协会分类管理、扶优限劣的原则，回应当下私募基金实操层面的一些新问题、新需求，对过往规则进行优化、完善、创新。

在下文中，我们将对《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》（以下简称“《备案指引 2 号》”或“新规”）中的重点条款及实务要点进行解读。

（一）新规体例及适用范围

旧规	新规
—	第二条 私募基金管理人办理私募股权基金的备案、备案信息变更和清算等业务，适用本指引。

解读：本条同时明确了《备案指引 2 号》的规则体例以及规则适用范围。本规则共三十五条，其中第三条至六条为规定私募股权、创业投资基金备案的要求，第二十七条规定备案信息变更的要求，第二十八条至三十条为基金清算方面的规定，第三十一条至三十五条则包括协会日常备案、监管过程中扶优限劣措施的相关规定，以及本规则部分重要术语释义等内容。

根据协会的发布公告，《备案指引 2 号》自发布之日起实施，协会按照《备案指引第 2 号》办理私募股权投资基金的基金备案、备案信息变更、基金清算业务，**实施之日前已经办理基金备案的可继续按照原有规定开展资金募集和投资运作活动，涉及备案信息变更的，相关信息变更应遵守本规则。**

（二）新增募集推介材料要求

旧规	新规
《备案须知》（已废止） （八）【募集推介材料】管理人应在私募投资基金招募说明书等募集推介材料中向投资者介绍管理人及管理团队基本情况、托管安排（如有）、基金费率、存续期、分级安排（如有）、主要投资领域、投资策略、投资方式、	第三条 私募基金管理人按照《登记备案办法》第三十九条的规定申请办理私募股权基金备案的，所提交的募集推介材料应当为私募基金管理人、基金销售机构在募集过程中真实使用的募集推介材料。 《登记备案办法》第二十八条规定的私募股权基金募集推介材料中的“重要信息”，还包括

收益分配方案以及业绩报酬安排等要素。募集推介材料还应向投资者详细揭示私募投资基金主要意向投资项目（如有）的主营业务、估值测算、基金投资款用途以及拟退出方式等信息，私募证券投资基金除外。募集推介材料的内容应当与基金合同、公司章程和合伙协议（以下统称“基金合同”）实质一致。

《备案关注要点》（已废止）

（十一）募集推介材料 3. 关注募集推介材料的内容是否包含基金的单一拟投企业或首个拟投资项目组合（如有）的主营业务、基金投资款用途以及拟退出方式等信息。

下列内容：

（一）关键人士（如有）或者投资决策委员会成员（如有）；

（二）单一拟投资项目或者首个拟投资项目组合（如有）的主营业务、交易对手方（如有）、基金投资款用途、退出方式等；

（三）中国证监会、协会规定的其他内容。

私募基金管理人、基金销售机构应当确保募集推介材料中的信息真实、准确、完整。

解读：本条对于募集推介材料新增明确两点要求：（1）在真实性方面，不仅要求所载信息的真实，还要求为募集过程中真实使用的材料，这一点在私募基金募集流程中容易被忽视，值得引起私募机构的关注；（2）在信息披露方面，在《私募投资基金登记备案办法》（以下简称“《登记备案办法》”）已明确规定的基金管理人及管理团队等基本情况、投资架构、投资策略等披露内容的基础上，新增明确基金如存在关键人士、投资决策委员会、交易对手方等安排，则私募基金管理人、销售机构均应将其作为“重要信息”一并进行披露。

根据新规第三十五条，“关键人士”是指在基金募集、项目获取、投资决策、增值服务、投资退出等重要环节发挥关键性作用的基金管理团队核心成员。

（三）明确穿透各层核查合格投资者的要求

旧规	新规
《备案须知》（已废止） （六）【穿透核查投资者】以合伙企	第四条 以合伙企业、契约等非法人形式，通过汇集多数投资者的资金直接或者间接投资

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

业等非法人形式投资私募投资基金的，募集机构应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者，并合并计算投资者人数。投资者为依法备案的资产管理产品的，不再穿透核查最终投资者是否为合格投资者和合并计算投资者人数。

《备案关注要点》（已废止）

（九）投资者

1. 关注投资者是否符合合格投资者要求。投资者涉及合伙企业等非法人形式的，关注穿透后各层级是否均符合合格投资者要求，并合并计算投资者人数。同一投资者在不同层级均存在的，关注各层级是否均符合合格投资者要求。

于私募股权基金的，私募基金管理人、基金销售机构应当穿透核查每一层的投资者是否为合格投资者，并合并计算投资者人数。

下列投资者视为合格投资者，不再穿透核查和合并计算投资者人数：

（一）社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；

（二）国务院金融监督管理机构监管的机构依法发行的资产管理产品、私募基金；

（三）合格境外机构投资者、人民币合格境外机构投资者；

（四）投资于所管理私募股权基金的私募基金管理人及其员工；

（五）中国证监会规定的其他投资者。

解读：《备案指引 2 号》延续了《备案关注要点》中对于基金投资者向上穿透各层级进行合格投资者核查的要求，如严格按照《备案指引 2 号》关于“层层穿透核查”的核查思路并结合协会过往官方回复口径，我们理解，针对投资于所管理私募股权基金的管理人以合伙企业组织形式设立的员工跟投平台目前尚未有明确规定可豁免合格投资者要求，即该持股平台自身仍需满足净资产大于 1000 万元，投资于私募股权基金不低于 100 万元的要求。

（四）新增豁免首期最低实缴出资要求的主体

旧规	新规
<p>《备案须知》（已废止）</p> <p>（十）【募集完毕要求】……本须知所称“募集完毕”，是指：……2. 已认缴公司型或合伙型私募投资基金的投</p>	<p>第七条 单个投资者对私募股权基金的首期实缴出资不得低于合格投资者最低出资要求，但下列投资者除外：</p> <p>（一）社会保障基金、企业年金等养老基金，</p>

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

投资者均签署公司章程或合伙协议并进行工商确权登记,均已完成不低于 100 万元的首轮实缴出资且实缴资金已进入基金财产账户。管理人及其员工、**社会保障基金、政府引导基金、企业年金等养老基金、慈善基金等社会公益基金**的首轮实缴出资要求可从其公司章程或合伙协议约定。

慈善基金等社会公益基金;

(二) **保险资金;**

(三) **地市级以上政府出资产业投资基金;**

(四) 投资于所管理私募股权基金的私募基金管理人及其员工;

(五) 中国证监会、协会规定的其他投资者。

私募股权基金备案后,私募基金管理人不得允许投资者以抽逃出资或者虚假出资为目的,通过向私募股权基金借款等方式规避最低出资要求。

解读: 与已废止的规则相比,本条变更内容主要为:(1) 新增保险资金作为豁免合格投资者首轮最低实缴出资要求的主体;(2) 将此前“政府引导基金”表述修改为“政府出资的产业投资基金”,同时将能够豁免首轮最低实缴出资要求的政府投资基金层级限定为地市级以上。关于“政府出资产业投资基金”的定义,可以参考《政府出资产业投资基金管理暂行办法》(发改财金规[2016]2800号)中关于政府出资产业投资基金的定义¹进行判断。

(五) 明确禁止“通道”业务

旧规	新规
<p>《备案须知》(已废止)</p> <p>(三) 【管理人职责】管理人应当遵循专业化运营原则,不得从事与私募投资基金有利益冲突的业务。管理人应当按照诚实信用、勤勉尽责原则切实履行受托管理职责,不得将应当履行的受托人责任转委托。私募投资基金的管理人不得超过一家。</p>	<p>第十一条 私募基金管理人不得将资金募集、投资管理等职责委托他人行使,变相开展多管理人或者通道业务。</p> <p>私募证券投资基金管理人或者其他类私募基金管理人不得通过担任合伙型私募股权基金的普通合伙人等方式,变相突破专业化运营要求。</p>

¹ 《政府出资产业投资基金管理暂行办法》第二条规定:“本办法所称政府出资产业投资基金,是指有政府出资,主要投资于非公开交易企业股权的股权投资基金和创业投资基金”;第四条规定:“政府出资产业投资基金可以采用公司制、合伙制、契约制等组织形式。”

北京大成律师事务所(“大成”)是一家独立的律师事务所,不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所,以及 Dentons 在中国的优先合作律所,在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group (瑞士联盟) (“Dentons”) 是一家单独的国际律师事务所,其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方,包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息,请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

解读：过往公示案例、新规培训及协会监管实践中常提到禁止“通道”业务，本次新规首次在私募基金业务规则、指引正式文件中进行明确。

（六）细化基金投资限制要求

旧规	新规
<p>《备案关注要点》（已废止）</p> <p>（三）投资范围</p> <p>2. 关注基金是否违规直接或间接进行下列投资（包括直接投资、通过基金合同约定的投资限制例外条款等方式进行投资）：</p> <p>（1）国家禁止或者限制投资的项目，不符合国家产业政策、环境保护政策、土地管理政策的项目；</p> <p>（2）借（存）贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动，但是私募基金以股权投资为目的，按照合同约定为被投资企业提供 1 年期限以内借款、担保除外；</p> <p>（3）保理资产、融资租赁资产、典当资产等类信贷资产、股权或其收（受）益权；</p> <p>（4）金融资产交易中心发行的产品；</p> <p>（5）首发企业股票（战略配售和港股基石投资除外）；</p> <p>（6）上市公司股票（向特定对象发行、大宗交易、协议转让、所投资的企业上市后参股企业所持股份的未转让部分及其配售部分除外）；</p>	<p>第十三条 基金合同、合伙协议或者公司章程（以下统称基金合同）应当约定主要投资行业、投资地域、投资阶段、投资集中度等，并符合私募股权基金投资范围要求。</p> <p>私募股权基金投资《登记备案办法》第三十一条第二款规定的资产的，应当符合下列要求：</p> <p>（一）投资未上市企业股权的，应当符合《登记备案办法》第四十一条的规定，不得变相从事信贷业务、经营性民间借贷活动，不得投向从事保理、融资租赁、典当等与私募基金相冲突业务的企业股权，不得投向国家禁止或者限制投资以及不符合国家产业政策、环境保护政策、土地管理政策的企业股权；</p> <p>（二）投资首发企业股票、存托凭证（以下统称股票）的，应当通过战略配售、基石投资（港股等境外市场）等方式，不得参与网下申购和网上申购；</p> <p>（三）投资上市公司股票的，应当通过定向增发、大宗交易和协议转让等方式，不得参与公开发行或者公开交易，但所投资公司上市后基金所持股份的未转让及其配售部分和所投资公司在北京证券交易所上市后基金增持部分除外；</p> <p>（四）投资上市公司可转换债券和可交换债券</p>

- (7) 从事承担无限责任的投资；
 (8) 法律、行政法规和中国证监会禁止的其他投资活动。

此外，关注创业投资基金是否直接或间接投资（包括通过投资私募股权投资基金的方式进行投资等）基础设施、房地产、首发企业股票、上市公司股票（所投资的企业上市后参股企业所持股份的未转让部分及其配售部分除外）、上市公司可转债、上市公司可交债。

《登记备案办法》

第三十一条第二款 私募股权基金的投资范围包括未上市企业股权，非上市公司公众公司股票，上市公司向特定对象发行的股票，大宗交易、协议转让等方式交易的上市公司股票，非公开发行或者交易的可转换债券、可交换债券，市场化和法治化债转股，股权投资基金份额，以及中国证监会认可的其他资产。

的，应当通过非公开发行或者非公开交易的方式；

(五) 投资公开募集基础设施证券投资基金份额的，应当通过战略配售、网下认购和非公开交易等方式，不得参与面向公众投资者的发售和竞价交易；

(六) 投资资产支持证券的，限于不动产持有型资产支持证券；

(七) 投资区域性股权市场可转债的，投资金额应当不超过基金实缴金额的 20%。

鼓励创业投资基金投资早期企业¹、中小企业²和高新技术企业³。除中国证监会和协会另有规定外，创业投资基金不得直接或者间接投资下列资产：

- (一) 不动产（含基础设施）；
 (二) 本条第二款第二项、第四项至第六项规定的资产；
 (三) 上市公司股票，但所投资公司上市后基金所持股份的未转让及其配售部分除外。

解读：本条在此前《备案须知》等规则的基础上对基金投资范围以及对应投资方式的要求进行了细化。一方面，新增了不动产持有型资产支持证券以及增持北交所上市公司股票的投资范围。另一方面，针对投资公开募集基础设施证券投资基金份额，进一步明确投资方式仅限于“战略配售、网下认购和非公开交易等方式”，不得参与面向公众

¹ 根据新规第三十五条的规定，“早期企业”是指接受私募股权基金投资时，成立时间不满 60 个月的未上市企业

² 根据新规第三十五条的规定，“中小企业”，是指接受私募股权基金投资时，职工人数不超过 500 人，同时根据会计事务所审计的年度合并会计报表，年销售额不超过 2 亿元、资产总额不超过 2 亿元的未上市企业。

³ 根据新规第三十五条的规定，“高新技术企业”是指接受私募股权基金投资时，依据《高新技术企业认定管理办法》（国科发火〔2016〕32 号）已取得高新技术企业证书的未上市企业。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

投资者的发售和竞价交易。

(七) 可转债投资要求

旧规	新规
<p>《备案关注要点》（已废止）</p> <p>（三）投资范围</p> <p>3. 以股权投资为目的，为被投企业提供借款、担保的，<u>关注基金合同是否明确约定借款或者担保的期限、到期日及投资比例，其中借款或者担保期限不超过一年，到期日不晚于股权投资退出日，借款或者担保余额不超过私募股权、创业投资基金实缴金额的20%。</u></p> <p>4. 基金通过可转债方式投资的，<u>关注基金合同是否明确约定借款期限、借款利率、转股条件等内容，是否变相从事债权业务。如基金合同未明确约定，关注是否上传包含以上内容的说明材料。</u></p>	<p>第十四条 除《关于加强私募投资基金监管的若干规定》规定的借款外，私募股权基金以股权投资为目的，对被投企业进行附转股权的债权投资的，约定的转股条件应当科学、合理、具有可实现性，与被投企业或者其关联方的股权结构、商业模式、经营业绩、上市进度、知识产权和核心人员等相挂钩。满足转股条件的，应当及时将债权转为股权，并办理对被投企业或者其关联方的股权确权手续。未选择转股的，应当按照基金合同约定征得投资者同意或者向投资者披露未转股原因。</p> <p>私募股权基金不得利用附转股权的债权投资变相从事借贷活动。</p>

解读：本条对被投企业进行附转股权的债权投资的转股条件设定、转股条件程序方面要求等，强调不得利用附转股权的债权投资变相从事借贷活动。

(八) 明确期限错配允许区间及豁免要求

旧规	新规
<p>《备案须知》（已废止）</p> <p>（十四）【禁止资金池】管理人应当做到每只私募投资基金的资金单独管理、单独建账、单独核算，不得开展</p>	<p>第十七条 私募基金管理人应当合理确定私募股权基金所投资资产的期限，加强流动性风险管理。</p> <p>私募股权基金投资资产管理产品、其他私募股</p>

或者参与任何形式的“资金池”业务，不得存在短募长投、期限错配、分离定价、滚动发行、集合运作等违规操作。

权基金，或者接受其他私募股权基金投资的，私募股权基金的到期日应当不早于下层资产管理产品、私募股权基金的到期日6个月以上，不晚于上层私募股权基金的到期日6个月以上。但有下列情形之一的除外：

- （一）上层基金全体投资者一致同意期限错配事项；
- （二）本基金承担国家或者区域发展战略需要；
- （三）上层基金为规范运作的母基金；
- （四）上层基金投资者中有社会保障基金、企业年金等养老基金，保险资金或者地市级以上政府出资产业投资基金等；
- （五）中国证监会、协会规定的其他情形。

解读：本条针对实务中常见的“期限错配”情形进行细化明确，一定程度上结合市场实际情况放宽了错配限制，明确上层私募股权基金的到期日应当不早于下层资产管理产品的到期日6个月以上，超过6个月以上的错配原则上不允许，除非满足特殊豁免情形，例如上层基金全体投资者一致同意期限错配事项、上层基金为规范运作的母基金等情形。

（九）放宽基金扩募门槛要求

旧规	新规
<p>《备案须知》（已废止）</p> <p>（十一）【封闭运作】私募股权投资基金（含创业投资基金，下同）和私募资产配置基金应当封闭运作，备案完成后不得开放认/申购（认缴）和赎回（退出），基金封闭运作期间的分</p>	<p>第二十二条 私募股权基金开放申购或者认缴的，应当符合下列条件：</p> <ul style="list-style-type: none"> （一）由私募基金托管人进行托管； （二）在基金合同约定的投资期内； （三）开放申购或者认缴按照基金合同约定经全体投资者一致同意或者经全体投资者认可

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

红、退出投资项目减资、对违约投资者除名或替换以及基金份额转让不在此列。

已备案通过的私募股权投资基金或私募资产配置基金，若同时满足以下条件，可以新增投资者或增加既存投资者的认缴出资，但增加的认缴出资总额不得超过备案时认缴出资总额的 3 倍：

1. 基金的组织形式为公司型或合伙型；

2. 基金由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管；

3. 基金处在合同约定的投资期内；

4. 基金进行组合投资，投资于单一标的的资金不超过基金最终认缴出资总额的 50%；

5. 经全体投资者一致同意或经全体投资者认可的决策机制决策通过。

的决策机制决策通过；

（四）中国证监会、协会规定的其他条件。

私募股权基金开放申购或者认缴，增加的基金认缴总规模不得超过备案时基金认缴总规模的 3 倍，但符合下列情形之一的除外：

（一）既存投资者或者新增投资者中存在社会保障基金、企业年金等养老基金；

（二）既存投资者或者新增投资者中存在慈善基金等社会公益基金、保险资金或者地市级以上政府出资产业投资基金，并且前述投资者之一的实缴出资不低于 1000 万元；

（三）既存投资者和新增投资者均为首期实缴出资不低于 1000 万元的投资者，私募基金管理人、私募基金管理员工直接或者间接通过合伙企业等非法人形式间接投资于本公司管理的私募股权基金，且实缴出资不低于 100 万元的除外；

（四）在协会备案为创业投资基金，且开放申购或者认缴时，基金已完成不少于 2 个对早期企业、中小企业或者高新技术企业的投资；

（五）中国证监会、协会规定的其他情形。

适用本条第二款第三项要求的投资者为在协会备案的私募基金以及合伙企业等非法人形式的，私募基金管理人应当穿透认定投资者是否符合本条第二款第三项要求。

增加基金认缴规模的，管理人应当依法履行信息披露义务，向投资者披露扩募资金的来源、规模、用途等信息。

解读：本条针对原《备案须知》规定的扩募条件限制进行适当放宽，一方面，不再

限定基金的组织形式以及是否必须为非单一投资标的的基金，即契约型基金、单一投资标的基金在满足上述规定要求的前提下可进行扩募。另一方面，新规规定五类特殊情形可豁免扩募不超过基金认缴总规模的 3 倍的限制，但仍需注意的是，根据本条第二款，既存投资者如为在募集时豁免合格投资者的穿透认定、合并计算的私募基金，在扩募时仍应对该等私募基金进行穿透认定投资者是否均符合“首期实缴出资不低于 1000 万元”的标准。

（十）新增拟新设基金构成利益冲突的判断指标

旧规	新规
<p>《备案须知》（已废止）</p> <p>（三十六）【防范不同基金间的利益冲突】管理人应当公平地对待其管理的不同私募投资基金财产，有效防范私募投资基金之间的利益输送和利益冲突，不得在不同私募投资基金之间转移收益或亏损。在已设立的私募股权投资基金尚未完成认缴规模 70% 的投资（包括为支付基金税费的合理预留）之前，除经全体投资者一致同意或经全体投资者认可的决策机制决策通过之外，管理人不得设立与前述基金的投资策略、投资范围、投资阶段均实质相同的新基金。</p>	<p>第二十五条 私募基金管理人应当公平地对待其管理的不同私募股权基金财产，有效防范私募股权基金之间的利益输送和利益冲突，不得在不同私募股权基金之间转移收益或者亏损。</p> <p>在已设立的私募股权基金尚未完成认缴规模 70% 的投资（含为支付基金税费的合理预留）之前，除经全体投资者一致同意或者经全体投资者认可的决策机制决策通过外，私募基金管理人不得设立与前述基金的投资策略、投资范围、投资阶段、投资地域等均实质相同的新基金。</p>

解读：在防范不同基金间的利益冲突的要求方面，《备案指引 2 号》对于是否构成基金之间的利益冲突新增了“投资地域”的判断指标，要求拟新设基金与原设立基金在投资策略、投资范围、投资阶段、投资地域四项均需实质相同方触发该等禁止新设新基金的限制。

（十一）新增明确基金迟延备案的处置方式及后果

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

旧规	新规
<p>《备案须知》（已废止）</p> <p>（十）【募集完毕要求】管理人应当在募集完毕后的 20 个工作日内通过 AMBERS 系统申请私募投资基金备案……</p> <p>（二十八）【基金合同的终止、解除与基金清算】……对于协会不予备案的私募投资基金，管理人应当告知投资者，及时解除或终止基金合同，并对私募投资基金财产清算，保护投资者的合法权益。</p> <p>《备案关注要点》（已废止）</p> <p>3. 管理人在基金募集完毕 20 个工作日后提交备案申请的，关注是否上传以下材料：（1）未在规定时间内提交备案的原因说明，是否存在其他未备案基金的说明；（2）基金历年审计报告，未形成完整会计年度的需上传基金成立以来的资金流水，以及投资标的确权信息（如有）。</p>	<p>第二十六条 私募基金管理人超过《登记备案办法》第三十九条规定的时限申请办理私募股权基金备案手续的，私募股权基金应当符合下列要求：</p> <p>（一）实缴规模不低于 1000 万元；</p> <p>（二）由私募基金托管人进行托管；</p> <p>（三）投资范围符合《登记备案办法》第三十一条和本指引第十三条的要求；</p> <p>（四）《登记备案办法》和本指引关于私募股权基金备案的其他要求。</p> <p>私募股权基金募集完成后 3 个月内，私募基金管理人未申请办理备案手续，或者自退回补正之日起 3 个月内未重新报送备案材料的，协会不予办理私募基金备案。所管理的私募股权基金被协会不予办理备案的，私募基金管理人应当及时告知投资者，解除或者终止基金合同和委托管理协议，妥善处置基金财产，及时清算并向投资者分配。</p> <p>私募基金管理人未按要求申请办理基金备案手续的，在未完成相关基金备案或者整改前，协会不予办理其他基金备案。</p>

解读：根据本条规定，私募基金备案完毕后 20 个工作日内未及时提交备案的，如满足该条第一款的全部要求并且迟延时间在募集完毕后 3 个月期限内，其仍可补办基金备案，如迟延时间超过 3 个月，则无法再办理备案。在迟延备案的责任方面，我们理解，本条作为一类新增的不予办理基金备案情形，是协会通过自律规则规定对于《登记备案办法》第四十一条中“（九）中国证监会、协会规定的其他情形”的补充完善，该条仅是管理人一定期限内迟延备案的处置规定，并不能豁免《登记备案办法》第六十八条、

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

《私募条例》第五十条等对于管理人未及时办理备案的自律措施、行政处罚规定。

(十二) 为基金类型变更预留规则空间

旧规	新规
<p>《登记备案办法》</p> <p>第五十五条 私募基金下列信息发生变更的，私募基金管理人应当自变更之日起 10 个工作日内，向协会履行变更手续：</p> <p>（一）基金合同约定的存续期限、投资范围、投资策略、投资限制、收益分配原则、基金费用等重要事项；</p> <p><u>（二）私募基金类型；</u></p> <p>（三）私募基金管理人、私募基金托管人；</p> <p>（四）负责份额登记、估值、信息技术服务等业务的基金服务机构；</p> <p>（五）影响基金运行和投资者利益的其他重大事项。</p> <p>私募基金备案信息发生变更，有本办法第二十五条第一款第六项规定的情形，或者变更后不符合规定要求的，协会终止办理变更，退回变更材料并说明理由。</p>	<p>第二十七条 私募股权基金发生《登记备案办法》第五十五条规定的信息变更的，私募基金管理人应当自变更之日起 10 个工作日内，向协会报送变更决议文件、变更事项说明函以及下列变更材料，履行变更手续：</p> <p>（一）基金合同约定的存续期限、投资范围、投资策略、投资限制、收益分配原则、基金费用等事项变更的，还应当提交补充协议或者履行基金合同中变更程序所涉及材料；</p> <p>（二）私募基金托管人变更的，还应当提交托管人变更协议、重新签订的托管协议或者基金合同；</p> <p>（三）基金服务机构变更的，还应当提交重新签订的基金服务协议；</p> <p>（四）影响基金运行和投资者利益的其他重大事项变更的，还应当提交相应变更事项所涉及材料；</p> <p>（五）中国证监会、协会规定的其他材料。</p> <p>私募股权基金发生基金类型变更的，相关程序和材料等要求由协会另行制定。</p>

解读：《登记备案办法》对于基金相关信息变更时需要向协会履行变更手续的情形作出了规定，《备案指引 2 号》第二十七条第一款则是结合 AMBERS 系统实操要求，通过规则形式归于应当提交的材料进行了明确。而本条第二款则同步《登记备案办法》，从业务指引方面为基金类型变更预留了规则空间。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

（十三） 新增基金清算后财产分配方式

旧规	新规
<p>《备案须知》（已废止）</p> <p>（二十八）【基金合同的终止、解除与基金清算】……管理人在私募投资基金到期日起的 3 个月内仍未通过 AMBERS 系统完成私募投资基金的展期变更或提交清算申请的，在完成变更或提交清算申请之前，协会将暂停办理该管理人新的私募投资基金备案申请。</p>	<p>第二十八条 私募股权基金存在下列情形之一的，应当进行清算：</p> <p>（一）存续期届满且不展期的；</p> <p>（二）发生基金合同约定应当终止的情形的；</p> <p>（三）经投资者、私募基金管理人协商一致决定终止基金合同的；</p> <p>（四）法律、行政法规、中国证监会和协会规定的其他情形。</p> <p>私募股权基金完成清算，剩余基金财产可以以货币资金方式分配给投资者，或者经投资者同意，以实物资产方式分配给投资者。</p>

解读：本条新增了实物分配这一清算剩余财产分配方式，对于该条“经投资者同意”这一表述，我们理解其目前并未限制该等同意作出的时间及方式，投资者通过签署基金合同、分配时出具文件、授权内部权力机构决策等常见方式均属于有效同意。

（十四） 明确无法完成清算的时间期限

旧规	新规
<p>《登记备案办法》</p> <p>第五十七条 【基金清算报送】私募基金合同终止的，私募基金管理人应当按照基金合同约定，及时对私募基金进行清算，自私募基金清算完成之日起 10 个工作日内向协会报送清算报告等信息。<u>一定期限内无法完成清算的，还应当自清算开始之日起 10 个工作日内向协会报送清算承诺函、清算公告</u></p>	<p>第二十九条 《登记备案办法》第五十七条规定的“一定期限内无法完成清算的”是指私募股权基金开始清算但预计 3 个月内无法完成清算。</p>

等信息。

解读：本条对《登记备案办法》中第五十七条进行了补充明确，但因《备案须知》已被废止，其中原有的管理人在基金到期日起 3 个月内未提交展期或清算申请将被暂停办理新基金备案申请的规则未见延续与现行有效规则中，因此，实操中该等规则是否仍然适用仍有待后续关注。

（十五） 允许基金注销后以非基金形式存续运营

旧规	新规
无	<p>第三十条 已备案的公司型或者合伙型私募股权基金，经投资者和私募基金管理人协商一致解除委托管理关系，作为非基金形式的公司或者合伙企业继续运作的，应当及时变更名称和经营范围，不得保留“基金”或者其他误导性字样，私募基金管理人不得担任其股东或者合伙人。自变更之日起 10 个工作日内，私募基金管理人应当向协会提请办理基金注销。</p> <p>作为非基金形式存续的公司或者合伙企业不得以基金形式继续运作，不得再次委托私募基金管理人管理，不得再次提请备案为私募基金。</p>

解读：本条是本次新规出台的规则创新，允许基金投资者与管理人协商一致解除后在基金层面进行主体资格注销，但不在工商登记层面进行注销，有助于解决当下基金退出难、清算难的问题，更有益于保护投资者权益。但本条作为创新规则，针对如何判断基金不再“以基金形式进行运作”等问题，尚需协会后续进一步解释、细化。

（十六） 差异化管理及服务对应措施

旧规	新规
《登记备案办法》	第三十一条 私募基金管理人有《登记备案办

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

第六十六条 私募基金管理人提交的登记备案和相关信息变更材料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，协会可以采取公开谴责、暂停办理备案、限制相关业务活动、撤销相关私募基金管理人登记和私募基金备案等自律管理或者纪律处分措施。

私募基金管理人通过欺骗、贿赂或者以规避监管、自律管理为目的与中介机构违规合作等不正当手段办理登记备案相关业务的，协会撤销相关私募基金管理人登记、私募基金备案。

对直接负责的主管人员和其他责任人员，协会可以采取公开谴责、不得从事相关业务、加入黑名单、取消基金从业资格等自律管理或者纪律处分措施。

第四十五条第一款 协会对创业投资基金在基金备案、投资运作、上市公司股票减持等方面提供差异化自律管理服务。

法》第六十六条规定情形的，协会可以撤销相关私募股权基金备案，并对私募基金管理人后续提请办理备案的私募股权基金采取要求其出具内部合规意见等措施。

第三十二条 协会在基金备案、事项变更等方面对创业投资基金提供区别于私募股权基金的差异化自律管理服务，包括专人专岗办理、适当简化办理手续等。

解读：上述两条是承接《登记备案办法》差异化自律管理、行业服务的主旨，在协会业务措施实操层面的进一步明确，第三十二条所述专人专岗办理以及办理手续的适当简化，有待跟进关注协会后续出台的相关措施及规则。

（十七） 为特殊类型基金的兜底规则

旧规	新规
《登记备案办法》 第八十一条 国家有关部门对下列私	第三十三条 协会对下列私募股权基金另有规定的，从其规定；未有规定的，适用本指引：

募基金管理人、私募基金另有规定的，从其规定：

- （一）政府及其授权机构通过直接出资、委托出资或者以注资企业方式出资设立的；
- （二）国有企业、国有资本占控股地位或者主导地位的企业出资设立的；
- （三）金融机构出资设立的；
- （四）中国证监会规定的其他情形。

- （一）符合《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》规定并参与试点的私募股权基金；
- （二）合格境内有限合伙人试点私募股权基金；
- （三）合格境外有限合伙人试点私募股权基金；
- （四）中国证监会规定的其他私募股权基金。

解读：新规第三十三条明确了对于特殊类型基金备案、运作及清算方面的兜底适用规则。

结合新规的相关情况，在整体监管标准上，一方面在《登记备案办法》体系下拉齐基金备案的整体要求，另一方面，针对备案过程中的实务常见问题予以及时回应，结合市场情况进行适当放宽，例如扩募限制条件、期限错配豁免情形等，激活私募基金募投管退的灵活性。接下来，本团队将持续关注新规实施后基金业协会对于私募基金备案的相关实操情况，并对其中热点及要点问题进行进一步评述和解读。

刘婧、肖瑶：境外上市实践（四）：中国企业境外上市路径解析（II）之美国上市

刘婧

大成北京 高级合伙人

liu.jing@dentons.cn

专业领域：私募股权与投资基金、公司与并购、资本市场、争议解决



肖瑶

大成北京 律师

xiao.yao@dentons.cn

专业领域：私募股权与投资基金、公司与并购、资本市场、争议解决



2023年8月27日，中国证券监督管理委员会（“中国证监会”或“证监会”）发布《证监会统筹一二级市场平衡优化IPO、再融资监管安排》（“安排”），“根据近期市场情况，阶段性收紧IPO节奏”，并对再融资条件、行业、间隔期、规模等进行了相应安排或限制。自安排出台后，据市场统计，目前境内再融资、IPO节奏均有所放缓。

而境外上市方面，自2023年3月31日《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及相关配套指引（“境外上市新规”）正式施行起已有半年，境外上市新规项下境内企业境外上市的备案申请亦已过渡至趋于正常。

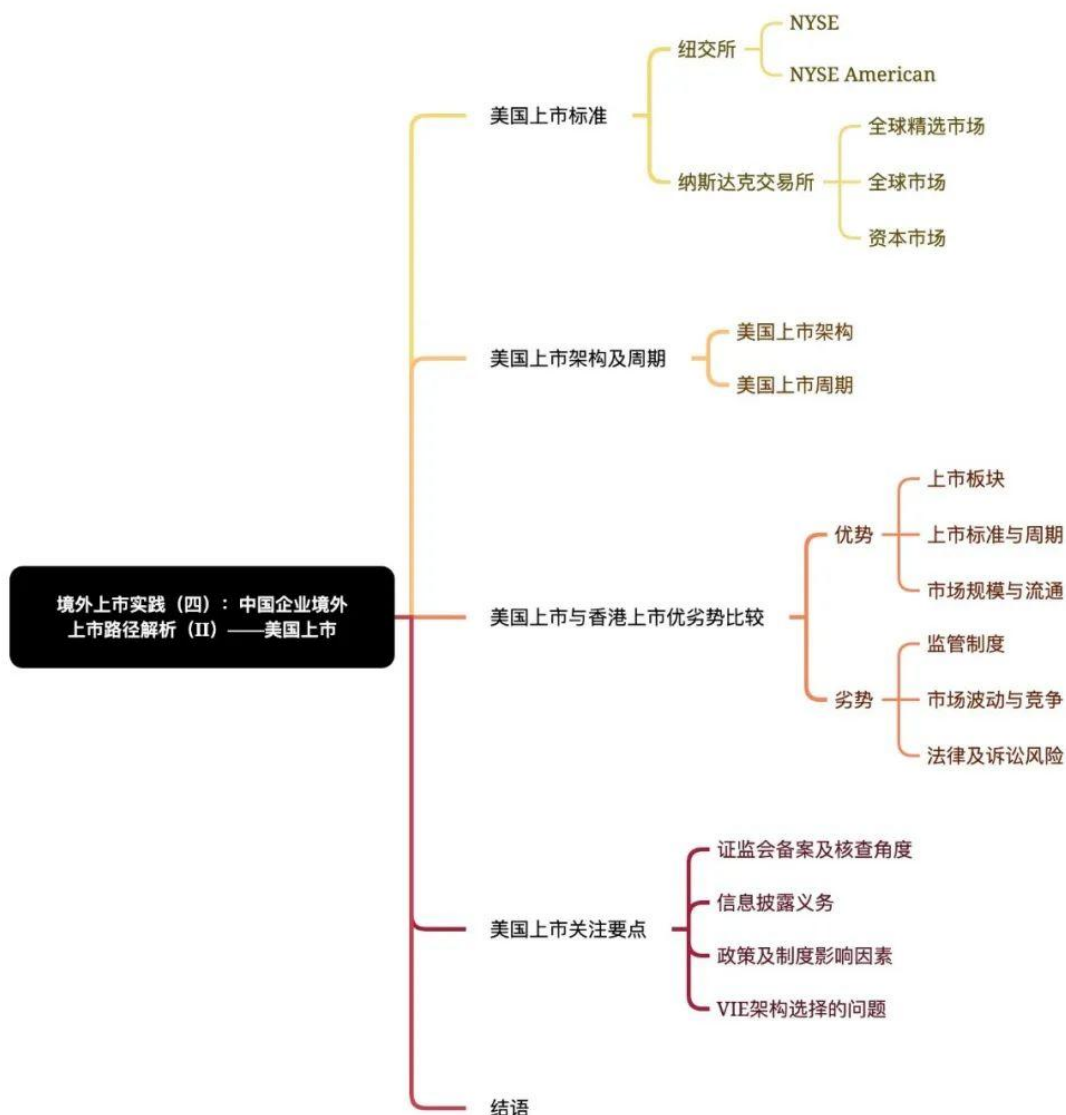
根据证监会每周公示的境内企业境外上市申请备案以及通过备案的情况，截至2023年10月9日，已有144个境内企业境外上市项目提交备案申请材料，其中41个境内企业境外上市项目通过备案，具体而言：101个香港上市项目已申请备案，其中30个项目已通过备案【包括一个VIE架构项目（J&T Global Express Limited）】；42个美国上市项目已申请备案，并已有11个已通过备案【包括一个VIE架构的De-SPAC项目（Cheche Technology Inc.）】；此外，还有1个瑞士交易所发行GDR项目已申请

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是Dentons的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及Dentons在中国的优先合作律所，在中国各地设有40多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界160多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

备案（浙江三花智能控制股份有限公司）。

从公示的申请备案以及通过备案的境内企业境外上市项目数量来看，境内企业美国上市的项目显著少于香港上市的项目，一方面是美国上市项目在申请初期处于秘交状态，其证监会备案申请亦选择不公示的原因；另一方面，也是在一定程度上受到近几年美国证券交易委员会（SEC）对中概股的政策收紧的影响。但是，美国作为全球重要的资本市场，特别是在境内上市及再融资节奏放缓的大背景之下，仍为境内企业全球范围内进行融资的重要市场，且今年以来热度明显攀升。

在此前的《境外上市实践（二）：中国企业境外上市路径解析（I）》（香港上市）中，我们已对境内企业香港上市的标准、架构、周期、优劣比较以及关注要点方面进行了解析。本文作为境外上市路径解析系列文章的第二篇，将立足当下背景，从境内企业美国上市的标准、架构及周期、优劣势以及关注要点等方面对美国上市的路径进行解析。



一、美国上市标准

美国全国性的证券交易市场主要包括纽约证券交易所（“NYSE”或“纽交所”）和纳斯达克证券交易所（“NASDAQ”或“纳斯达克”）。

根据证监会公示的境内企业境外上市的备案信息，截至2023年10月9日，申请证监会备案的美国项目中，3个项目申请在纽交所上市，38个项目申请在纳斯达克上市[1]。

企业对上市地的选择很大程度上取决于交易所上市标准的不同，本部分将重点介绍纽交所以及纳斯达克不同板块中的上市标准及其差异。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

1、纽交所

纽交所作为以市值计算全球最大的交易所，其旗下主要包含四个市场，即 NYSE、NYSE American、NYSE Arca 及 NYSE Bond。其中，NYSE 为全球所有垂直行业的大中型市值公司的上市板块，即通常意义上的主板；NYSE American（“American Stock Exchange”或“AMEX”）主要为增长中公司、小市值公司的上市板块；NYSE Arca 为高流动性、完全电子化的 ETP（“Exchange Traded Product”或“交易平台交易产品”）板块；而 NYSE Bond 为债券市场。本文将着重介绍 NYSE 以及 NYSE American 两个板块的上市标准（具体上市标准请见本文附表）。

A. NYSE

NYSE 针对美国公司与非美国公司规定了不同的上市标准，但均包括财务标准与发行标准两部分的要求。

美国公司上市的财务标准[2]共有 5 套，包括：盈利测试、全球市值测试、房地产投资信托、封闭式投资管理公司、商业开发公司，而非美国公司上市的财务标准[3]则有 4 套，包括：盈利测试、估值/收入与现金流测试、纯估值/收入测试、上市公司关联公司测试，发行人可根据自身情况选择其中一套标准以匹配其项下的指标。

美国公司上市的发行标准[4]要求发行人同时满足股东数、公众持股数量、公众持股市值、最低股价、平均月度交易量 5 项指标，而非美国公司上市的发行标准[5]要求发行人同时满足股东数、公众持股数量、公众持股市值、最低股价 4 项指标，相较前述美国公司上市的发行标准，减少了平均月度交易量这一指标。

B. NYSE American

NYSE American 板块的上市标准同样包含财务标准[6]与发行标准[7]。其中：财务标准共有 5 套，分别对应着不同的税前收入、市值、总资产&总收入、公众流通股市值、股东权益、最低发行价、经营历史 7 项指标，发行人可根据自身情况选择其中一套标准以匹配其指标；发行标准共有 3 套，其对应着不同的公众股东、公众持股、日交易量 3 项指标，发行人满足其中一套标准的对应指标即可。

2、纳斯达克

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

纳斯达克交易所因其活跃的交易量以及庞大的科技股基数，近年来广受高成长性公司的青睐，其共分三个层级：纳斯达克全球精选市场（“全球精选市场”）、纳斯达克全球市场（“全球市场”）和纳斯达克资本市场（“资本市场”）。

纳斯达克交易所各层级的上市标准均包含财务标准、流动性标准及公司治理三部分，各层级对于财务标准与流动性标准的规定均不相同，但对公司治理的标准[8]有相同的要求。具体而言：

A. 全球精选市场

作为纳斯达克最高层级的市场，全球精选市场共有 4 套财务标准[9]，分别为：收益、现金流资本化、收入资本化以及资产与股权，这 4 套标准对应着不同指标，分别为：税前收益、现金流、市值、收入、总资产、股东权益以及买入价（Bid Price）。此外，发行人还需满足流动性标准[10]，而不同的上市方式需满足的标准也不尽相同。

B. 全球市场

全球市场的上市发行人[11]必须至少满足收入标准、股权标准、市值标准、总资产/总收入标准 4 套标准中的一套。除能够根据运营实体公司的要求直接上市之外，SPAC 上市[12]同样有其对应的上市标准要求。

C. 资本市场

作为纳斯达克最低层级市场，资本市场的上市要求[13]同样区分是否与直接上市（Direct Listing）相关，而资本市场的上市标准有 3 套，分别为股权标准、挂牌证券市值标准、净收入标准。与全球市场相比，资本市场中未包含 SPAC 上市标准。

通过对纽交所及纳斯达克各板块的上市标准进行比较，虽然不同标准、指标间存在差异，但整体而言，纽交所对于公司上市、发行的要求更高。

一般而言，规模较大的公司更倾向于纽交所上市，而纳斯达克则更吸引处于成长期的、规模较小的企业。

除上市标准的区别外，纽交所与纳斯达克在上市申请费用、运营方式等方面也均有不同，而以上这些区别也正是拟申请美国上市的公司根据自身的条件、特点等选择合适交易所时的关注点。

二、美国上市架构及周期

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

1、美国上市架构

境内企业美国上市的常见架构主要为股权控制模式的红筹架构以及 VIE 架构，关于该等架构的具体介绍可参见《境外上市实践（二）：中国企业境外上市路径解析（I）》（香港上市）第二部分香港上市架构中红筹架构部分的分析（关于美股涉及的 VIE 架构选择的问题下文亦有阐述），此处不再详细介绍。

2、美国上市周期

在境外上市新规施行前，公司在推进美国上市的过程中，主要涉及向美国证券交易所递交申请上市的材料，向 SEC 申请登记，持续沟通回复美国证券交易所及 SEC 的问询等步骤。

一般情况下，公司完成上述步骤并最终实现美国上市需历时六个月至九个月不等。随着美国监管机构对中概股监管要求的强化，以及境外上市新规的生效与施行，美国上市的周期进一步受到境内证监会备案流程的影响；具体而言：

一方面，美国监管机构对中概股监管要求的强化（如下文提到的《外国公司问责法案》以及 SEC 主席发布的与中国近年来发展有关的投资者保护的声明（<https://www.sec.gov/news/public-statement/gensler-2021-07-30>）等）会影响美国上市监管机构的审核速度。

另一方面，根据我们对截至 2023 年 10 月 9 日证监会已经通过的美国上市项目的备案周期的统计，已通过备案的美国上市项目的备案周期在 1 个月-3 个月之间，而尚未通过备案的美国上市项目的备案申请时间最长已超过 4 个月，特别是采用 VIE 架构的上市项目，目前申请证监会备案的美国上市项目中，仅有一例 De-SPAC 项目（Cheche Technology Inc.）通过证监会备案。

三、美国上市与香港上市优劣势比较

境内企业在考虑选择美国上市还是香港上市时，可将以下几点纳入考量因素：

1、优势

A. 上市板块

基于美国资本市场起源较早、发展也较为成熟，相较于香港上市的板块（香港联交所主板和创业板），拟赴美国上市的公司可以选择的交易所及其旗下的上市板块更多。

B. 上市标准与周期

整体而言，美国上市的板块选择以及适用标准更为多样，公司可根据自身情况及需求以自身满足的标准推进上市。

除此之外，根据前文分析，在不考虑中国证监会备案周期因素的情况下，香港上市自项目启动至通过聆讯一般需要 7-16 个月不等或更长的时间，而美国上市注册登记的周期更短，如公司对于实现上市的时间需求较为紧迫，则选择美国上市更具优势。

C. 市场规模与流通

与香港市场相比，美国资本市场作为全球最大也最为成熟的资本市场，其市场规模大于香港资本市场，股票年成交额也高于香港资本市场。此外，美国资本市场的市盈率也同样高于香港资本市场，在其他条件相同的情况下，在美国资本市场募集的资金大概率会多于在香港资本市场募集的资金；近年来，美国上市公司股票的换手率也高于香港上市公司，即对美国市场中的参与者来说，股票交易更加灵活，流通性也更高。

2、劣势

A. 监管制度

赴美国上市的公司，除需符合前文所述的上市标准外，同时受到 SEC 的监管，需遵守 SEC 的规定以及交易规则。

美国资本市场对于投资者的保护措施规定较为严格，这也意味着对上市公司的监督标准以及监管力度也更为严格。

从美国上市公司需履行的披露义务出发，SEC 要求上市公司定期向公众披露部分业务及财务方面的信息，包括但不限于按照 SEC 规定的财务和会计标准披露其财务信息、禁止有选择性的披露以及对于重大网络安全事件进行披露等，这一点拟于美国上市的公司也需考虑在其中。

B. 市场波动与竞争

风险与机遇往往是相伴存在，正如前文所述，美股市场的投资者较为活跃，市场规模也更大，但伴随而来的是美股市场波动性更大，在市场波动性较大的情况下，很多公司可能会面临市场波动对公司经营发展带来的冲击。

此外，美股市场竞争相对也更加激烈，除了可能存在的大型公司进行市场垄断的情

形外，上市公司同时还需要应对市场上其他竞争对手，对公司而言，计划如何迎接这些挑战并利用这些机遇显得尤为重要。

C. 法律及诉讼风险

除了一般意义上的政治差异、地理位置差异与文化差异带来的障碍外，美国法律环境与中国境内的法律环境亦大有不同。中国企业赴美国上市后在遵守当地法律法规以及诉讼方面需花费时间成本进行适应，在相关方面的日常维护以及如出现诉讼方面的争议或影响时，除了对企业自身的发展可能造成影响外，其可能产生的额外成本也需提前予以重视。

四、美国上市关注要点

1、证监会备案及核查角度

随着境外上市新规的施行，除境外上市新规配套指引中关于需发行人披露的信息以及需发行人律师出具的法律意见等明确列明的内容外，结合中国证监会定期公布的境外发行上市备案补充材料要求，证监会对于赴美国上市的公司的主要关注点如下：

A. 股权架构

证监会主要围绕下述角度进行“核查”：

股权架构设立的合规性；

相应股权架构下的相关主体之间的具体交易安排；

增发引入股东认购股份使用的境外资金的来源及合规性；

注册资本未缴足的原因及合规性等。

B. 个人信息保护、数据安全及网络安全

证监会主要围绕下述角度进行“核查”：

采集、使用、分析及存储的个人信息情况及规模；

上市前后采取的个人信息保护和数据安全的安排或措施以及是否符合国家个人信息保护等法律法规规定；

是否涉及信息数据出境和对外提供情况；

是否按照《网络安全法》《数据安全法》《个人信息保护法》等法律法规规定履行了数据安全、个人信息保护等义务和必要的监管程序等。

此外，根据 2021 年 12 月 28 日发布并于 2022 年 2 月 15 日正式实施的《网络安全审查办法》第七条的明确规定，掌握超过 100 万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查，因此拟赴美国上市的公司应根据自身掌握个人信息的情况确定是否需进行网络安全审查的申报，进而推进其备案及上市流程。

目前的实操中，即使掌握的用户个人信息不超过 100 万，如果拟赴美上市，发行人一般也会主动向网络安全审查办公室进行申请，以确认其是否需要进行网络安全审查。

C. 协议控制

证监会主要围绕下述角度进行“核查”：

协议控制架构的合理性；

协议控制架构涉及的公司股东的基本情况、签署控制协议履行内部决策程序的具体依据；

协议控制下相关主体之间的具体交易安排；

境内运营实体的业务是否涉及外商投资准入负面清单中外商投资禁止或限制的领域；

协议控制架构搭建及返程并购涉及的外汇管理、境外投资等监管程序情况；

发行人层面股东与主要境内运营实体公司股东的对应关系以及持股比例不一致的原因等。

D. 股权激励

证监会主要围绕下述角度进行“核查”：

股权激励计划中预留权益的合规性；

股权激励计划的合法合规性、授予对象的范围及授予比例；

股权激励信托的设立时间、类型及运作方式、权利义务安排等。

2、信息披露义务

美国对于公开发行股票采取注册制而非核准制，因此拟在美股进行上市的公司受到监管的重点并不在于事前的审查，而是在上市进程中以及上市完成后的持续性信息披露义务。

根据美国证券法的规定，上市公司在首次公开发行后，主要的披露义务包括但不限于 8-K（当期报告）、10-K（年度报告）以及 10-Q（季度报告）等表格。

此外，2023 年 7 月 17 日，SEC 发布了中国企业特定信息披露义务的指导文件《致企业关于中国特定事项信息披露信函样本》，重点关注《外国公司问责法》项下的披露义务、中国政府干预或控制的风险以及某些法律法规对公司业务产生的影响等三项披露义务，该文件对中国企业的信息披露范围进行了进一步的扩大，相应的美股上市公司对其披露义务履行的合规性也应当进行额外留意。

3、政策及制度因素影响

如上文所述，中美关系等政治因素对中国企业赴美国上市同样有一定的影响。

以《外国公司问责法案》为例，2020 年 12 月 18 日，《外国公司问责法案》在美国正式落地，根据该法案，美国相关部门指出了其长期无法监管于美国上市的中概股公司位于中国境内的会计师事务所的审计底稿这一问题，并制定了“三年未审查年度”的标准，如连续三年未审查，则发行人将在美国市场被禁止进行证券交易。

该法案对于中概股公司来说将面临两难境地，原因在于：

根据当时有效的于 2009 年 10 月 20 日发布并生效的《关于加强在境外发行证券与上市相关保密和档案管理工作的规定》（“原《管理规定》”）第六条的规定，在境外发行证券与上市过程中，提供相关证券服务的证券公司、证券服务机构在境内形成的工作底稿等档案应当存放在境内：

根据《证券法》第一百七十七条的规定，境外证券监督管理机构不得在中华人民共和国境内直接进行调查取证等活动。未经国务院证券监督管理机构和国务院有关主管部门同意，任何单位和个人不得擅自向境外提供与证券业务活动有关的文件和资料。

该等条文在法律规定层面对于中概股公司而言客观上无法满足前述《外国公司问责法案》的要求。

后续，中国的相关法律进行了一定程度的调整：

2022 年 4 月 2 日，中国证监会发布《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定（征求意见稿）》（“《管理规定征求意见稿》”）。

《管理规定征求意见稿》结合制度环境的变化以及监管实践的不断深化，为境外上

市涉及的相关保密和档案管理工作提供了更加清晰的指引，为跨境监管合作活动也提供了更完善的制度保障。

与原《管理规定》相比，《管理规定征求意见稿》主要做出了如下调整：

(A) 针对前述审计底稿审查事项，增加《会计法》与《会计师法》等相关法律法规作为上位法进行指导；

(B) 适用范围明确为适用于企业境外直接上市和间接上市；

(C) 对涉密信息的范围进行了扩大，并对信息是否涉密以及相关企业的安全责任提供了更明确的指引；

(D) 结合跨境审计监管合作的国际惯例，删除了原《管理规定》中关于“现场检查应以我国监管机构为主进行，或者依赖我国监管机构的检查结果”的表述，调整为“通过跨境监管合作机制进行，证监会或有关主管部门依据双多边合作机制提供必要的协助。”

前述调整均体现了法律层面对于境内企业向境外监管机构提供文件资料在遵循保密原则与限制跨境原则的基础上，对具体的程序和标准进一步进行了明确，并结合国际环境对跨境审计监管合作的态度进一步开放。

2022年8月26日，中国证监会、中国财政部与美国公众公司会计监督委员会(PCAOB)签署了《中美审计监管合作协议》。

根据该合作协议，上方提及的审计监管问题得到了一定程度的解决，中美双方试图通过跨境合作机制解决审计监管问题并推进跨境监管合作，该变化给赴美上市的中国企业释放了更为积极的信号。

2023年2月24日，中国证监会公布《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定》（“《管理规定》”）。

《管理规定》的正式出台联动境外上市新规的要求，在与《管理规定征求意见稿》的大方向保持一致的基础下强化了境内企业境外上市的档案管理及保密的规定，拟赴美上市的境内企业需严格遵守《管理规定》的要求。

4、VIE 架构选择的问题

VIE 架构是境内公司境外上市时选择适用的常见模式之一，通过该模式，中国企业

（特别是受到外商投资禁止或限制的行业企业）可以通过更节省成本的方式在境外资本市场上市并吸引外国投资者。

原则上美国上市规则没有类似香港上市规则要求采用 VIE 架构必须符合“Narrowly Tailored”原则，但考虑到近年来美国监管机构针对中概股的一系列收缩的政策，例如 SEC 主席于 2021 年 7 月 30 日发布的声明内容所示：

中概股公司通过 VIE 架构上市存在一定的潜在风险，要求增加特定的信息披露，特别是财务方面的信息以使得投资者更好了解发行人与 VIE 实体之间的财务关系。

整体上，美国上市监管机构对中概股采取 VIE 架构上市的态度也在缩紧，甚至有向香港上市规则要求的“Narrowly Tailored”原则看齐的趋势，因此，在赴美上市架构选择时，公司应当结合自身业务情况、中国证监会备案要求、美国证券监管机构要求以及公司后续发展需求等因素综合做出判断。

五、结语

本文结合境外上市新规的适用情况，接续关于香港上市（《境外上市实践（二）：中国企业境外上市路径解析（I）》）的相关分析，从境内企业赴美国上市路径的标准、架构、时间周期、优劣势及关注要点等方面进行了分析，希望给计划赴境外上市的企业提供一些参考，以期更充分的开展上市规划工作。

在后续文章中，我们将继续结合备案新规的监管要求，对境内企业赴美国上市的其他相关路径（例如 De-SPAC 等）展开分析，敬请关注。

马宏伟：金融证券领域复合型违法犯罪案例研析

马宏伟

大成上海 高级合伙人(备案中)

ma.hongwei@dentons.cn

专业领域：资本市场、刑事、争议解决、公司与并购



日前，最高人民检察院下发第四十七批指导性案例，剑指金融证券领域复合型犯罪，涵盖贪污、受贿、挪用公款、国有公司人员滥用职权、利用未公开信息交易、非国家工作人员受贿等罪名，犯罪事实复杂程度高、专业性强，覆盖金融理财产品承销、股权收益权代持、利用非公开信息证券交易等诸多金融证券交易环节。本文拟择检例第 188 号集中解读，就案件关联实务疑难及办案要点予以研析。

一、涉金融证券复合型犯罪监委调查权限

涉案被告人桑某，原系某国有非银行金融机构原总裁助理、投资投行事业部总经理，另担任该金融机构全资子公司原总经理、董事长。任职期间其利用职务便利，同时涉嫌存在职务犯罪及证券犯罪多项罪名。审查起诉阶段，北京市人民检察院第二分院依法审查桑某全部犯罪事实和证据，后以受贿罪、利用未公开信息交易罪、国有公司人员滥用职权罪同时依法提起公诉。

本案由北京市监察委员会负责全案调查工作，不仅仅局限于受贿罪等传统职务犯罪，值得关注的是监察机关对于涉金融证券犯罪的调查权限。

（一）监察机关涉金融证券案件管辖范围

监察机关依据我国监察法及相关法律规定对公职人员和有关人员涉嫌职务违法和职务犯罪行使调查职责。除贪污贿赂犯罪、滥用职权犯罪、玩忽职守犯罪、徇私舞弊犯罪、重大责任事故犯罪外，《中华人民共和国监察法实施条例》第三十一条规定，监察

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

机关有权依法调查公职人员在行使公权力过程中涉及的其他犯罪，其中涉金融证券领域主要包括背信损害上市公司利益罪，利用未公开信息交易罪，诱骗投资者买卖证券、期货合约罪，背信运用受托财产罪，违法运用资金罪，违法发放贷款罪，违规出具金融票证罪。监察机关据此对于公职人员利用未公开信息交易享有确定的调查权限。

（二）公职人员利用未公开信息交易主体身份

利用未公开信息交易的惩治要点在于行为人违规交易违背了职务忠诚义务，因此利用未公开信息交易罪属于职务犯罪在金融领域的一种典型表现形式。

根据《刑法》第 180 条第 4 款规定，利用未公开信息交易罪系身份犯，具体包括证券交易所、期货交易所、证券公司、期货经纪公司、基金管理公司、商业银行、保险公司等金融机构的从业人员以及有关监管部门或者行业协会的工作人员。结合检例第 188 号而言，桑某系某国有控股资产管理公司任职管理人员，既属于金融机构从业人员亦属于监察法监察对象范围内的国有企业管理人员，任职身份具有复合性，再度揭示我国行政监管、司法及监察机关针对国有金融机构、有关监管部门公职人员的多重监督管理。

二、常见投融资工具合规红线划定

桑某于 2015 年至 2017 年，利用职务便利为泉州某公司借壳上市提供帮助。后，桑某安排朋友蒋某与上市公司实控人郭某签订《股权收益权代持协议》，约定郭某低价将公司 500 万股股份收益权以上市前的价格即每股 7.26 元转让给蒋某，并约定按照退出日前 20 个交易日均价的 9 折计算回购股份金额。后见市场行情较好，蒋某提前退出并由郭某提前回购股权收益权，由此蒋某实际获益 2570 万元，并与桑某约定平分。案例指出，前述交易系以股权收益权代持融资协议的方式受贿，不属于资本市场正常的投融资行为。

涉上市公司投融资交易背景下，相关主体的信披义务、限售义务与多元化的投融资需求、企业发展战略，往往存在难以避免的矛盾症结，常见交易工具的法律性质及效力认定随之有待研析。就检例第 188 号而言，案涉《股权收益权代持协议》虽名为“代持”协议，实为以股权收益权转让为手段，实施不当利益输送。

（一）上市公司股权代持原则无效

股权代持，是指实际出资人与名义出资人订立协议，约定出资和权益，名义出资人作为显名股东，实际出资人作为隐名股东的行为。区别于《公司法》对于有限公司股权代持原则上有效的判断规则，上市公司股权代持因证券监管制度及公众投资者利益保护而存有特殊性。

就上市公司股权代持协议效力认定的裁判现状而言，无效判决居多。核心无效原因在于上市公司及相关主体须依法履行信息披露义务，保证股票发行前后信息的透明、真实、准确。《证券法》第八十条和第八十二条皆对上市公司提出了发行需要股权架构清晰且不存在权属纠纷要求，股权代持协议目的的实现则大概率与证券监管规定相背离。另外，如股权代持协议签订于特定股东股权限售期内，因涉及以代持方式规避股权转让限制，还涉及违反《证券法》第三十六条等限售规定。《证券法》前述规定与金融安全及公众投资者利益息息相关，据此多被认定为效力性强制规范，上市公司股权代持与之冲突情形下原则无效。例外情形散发出现于代持比例较低、代持事实早于公司上市之前、员工持股型股权代持或代持事实已在先披露等无损于公众投资者利益的情形下，酌情认定代持有效。

（二）上市公司股权收益权转让原则有效

股权收益权系股东对股份依法享有的财产收益权利，包括处置股票的收入以及因送股、配股、拆分股权等而形成的派生股票产生的收入、基于标的股票及其派生股票而取得的股息红利以及其他任何现金收入、财产性权益。

股票收益权转让、回购系资本市场上投融资的一种常见交易形式，即融资方股东将其所持股票的收益权转让予投资方，投资方支付相应价款，以实现融资方融资需求；约定回购期限或条件发生后，融资方股东或其指定的主体按约定价格回购股票收益权，投资方以此获得回购款与转让款差额投资收益。

股权收益权转让可通俗理解为债权转让行为，转让后对应的表决、提案、经营管理权利仍由转让股东享有。正因如此，单纯股权收益权转让行为并不影响转让方股东身份，亦不会对于上市公司实际控制权、经营发展产生重大影响，进而与公众投资者利益无碍，原则上认定有效，实务中亦有大量上市公司采用此股权收益权转让及回购模式开展资金

融通。

（三）民事法律行为性质无法成为阻却刑事认定的正当事由

恰如民间借贷无法成为非法集资的合理抗辩，投融资工具民事效力认定亦与刑事审查认定无实质关联。刑事司法作为公民法益的最后一道防线，强调穿透性、实质性审查原则。正如检例第 188 号，公诉机关认定涉案《股权收益权代持协议》实为犯罪手段的原因有三：一是协议签订之际上市公司缺少大额融资需求；二是转让价格未以协议签订股权价格计算而以上市前价格计算，背离正常交易逻辑；三是蒋某提前行权有悖协议约定。另结合桑某作为协议外第三方为该公司上市提供便利后又基于涉案协议实现高额收益，据此综合认定涉案股权收益权代持融资协议具有虚假性，实为权钱交易、输送利益的手段。

金融证券交易由于其特有的专业性、复杂性、创新性，商事投融资与刑事犯罪往往一线之隔，再度提示市场主体切实提高合规审查及风险防控意识。衍生举例而言，中植系及恒大财富暴雷再次引发实务对于定融产品的关注。定融产品原属于债权类理财产品，通常采用备案制发行，发行方需在金交所登记备案，并通过金交所或其他方式披露相关进展公告，并由金交所与受托管理人同时督导发行方按时兑付本息，该产品本身系企业创新融资方式。但伴随定融产品监管缺位，存有产品以“伪金交所”名义挂靠备案，另可能涉及突破投资者人数限制等公众性、利诱性、非法性特征，从而触发非法吸收公众存款、非法经营等衍生刑事风险。

三、证券犯罪证据材料司法审查

桑某另于 2015 年 6 月至 2016 年 9 月，利用职务便利获取公司及公司实际控制的某基金证券账户投资股票名称、交易时间、交易价格等未公开信息。并违反相关规定利用上述未公开信息，操作其本人控制的公司和他人名下证券账户进行关联趋同交易。

指导案例指出，办理证券期货类犯罪案件，对于内幕信息、未公开信息的范围、趋同性交易等关键要件的认定，一般应调取证券监督管理部门、证券交易所等专业机构的认定意见，并依法进行审查判断。如在审查中发现缺少专业认定意见，应及时与监察机关沟通，补充完善相关证据材料。

（一）趋同交易的实务认定

交易的趋同性，是判断是否构成利用未公开信息交易违法行为的重要条件之一，实务中通常会从以下几个方面对交易存在趋同性进行推断：

（1）行为人利用职务便利获取未公开信息后，存在多次买卖相同股票行为；

（2）行为人获悉未公开信息的时间与其本人或与行为人具有关联关系的第三方实施交易行为的初始时间具有关联性；

（3）行为人本人或第三方从事相关交易的证券、期货品种、交易时间与未公开信息所涉证券、期货品种、交易时间等方面基本一致。

对于趋同性与交易时间如何对应，法律上并没有明确的规定。检例第 188 号案件公诉机关听取了证券交易所等机构的意见，采用了“前五后二”的比对原则予以认定，即案涉行为人实际控制交易与案涉未公开信息对应的机构户交易发生在“前五后二”时间范围之内。

但随着证券犯罪迭代与从严监管趋势发展，司法实践中逐渐出现突破“前五后二”判断标准的倾向意见，必要时结合个案调整趋同交易时间区间认定。举例而言，由于机构户买卖股票对于市场价格影响存在一定延迟性，如行为人利用信息优势在“后二”区间外操作个人账户购买公司标的股票，不能仅凭时间区间即否认行为人对于集体研究成果的利用，亦不能据此抗辩利用未公开信息交易的存在。

（二）证券犯罪领域下“认定意见”的运用审查

检例第 188 号指导案例，再次强调金融犯罪调取审查专业机构认定意见的必要性与重要性。诚然，当前资本市场及金融领域犯罪刑事司法审查程序中，由于技术条件、专业领域、权力配置等各方面因素，对于行政认定程序与结论、交易所等专业机构认定意见存在较高的依赖性。针对部分核心构成要件的司法审查，比如交易异常度、涉案信息性质、涉案获利金额等，常需以证监会处罚决定、书面复函、认定函等材料作为核心依据。

但在控辩争议过程中，对于行政认定意见在刑事司法审查中的程序正当性、证据形式法定性、证明效力等方面持续存在诸多争议分歧，亟需控辩双方共同加强对于刑事程序中认定意见独立、全面审查环节的认识与关注。以操纵犯罪违法所得认定而言，交易

所计算所得数据一般为账面获利，刑事司法实务部分案例一度将账面获利与操纵违法所得相等同。然而，操纵犯罪基于其手段复杂、共犯众多、多次长期操纵等固有特点，具体到单一犯罪嫌疑人定罪量刑认定，切不可仅以账面获利盖棺定论。另需综合审查犯罪分工、全案证据佐证及冲突情况、实控账户认定准确度等因素，才可最终认定其违法所得。

处隅观局，金融证券犯罪领域一案多查、穿透辨析、综合认定的新特点、新趋势，恰恰反应其专业化强、隐蔽性高、争议频发的固有疑难，有待实务审慎探究，以此不断推进证券投资规范化以及金融腐败、金融合规风险的综合防治。

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

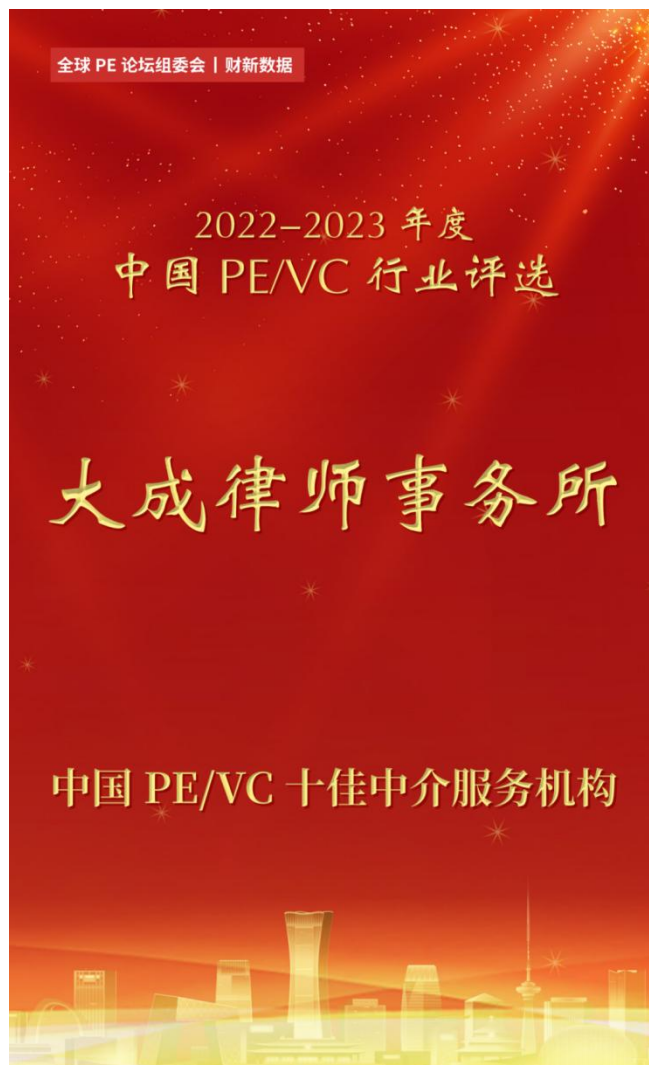
第二章

大成新闻

大成蝉联全球 PE 论坛“年度中国 PE/VC 十佳中介服务机构”

2023 年 9 月 4 日，中国国际服务贸易交易会金融专题的重要论坛之一——全球 PE 论坛联合财新数据发布“2022-2023 中国 PE/VC 行业评选”榜单。大成获评“2022-2023 年度中国 PE/VC 十佳中介服务机构”，自 2014 年起大成已连续多次荣登榜单。

大成全体同仁衷心感谢广大客户长期以来的信任和支持，感谢媒体机构、业界同行对于大成法律服务能力的认可。未来我们将继续依托大成全球法律服务网络的优势，一如既往地为客户提供专业、全面、及时、优质、高效的法律服务。



北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

全球 PE 论坛自 2008 年以来已成功举办十三届，自 2014 年起联合各地方协会举办“中国 PE/VC 行业评选”，并在 2016 年起联合财新智库，打造业内最专业最盛大的行业评选，旨在为行业打造一份权威性的榜单，鼓励和嘉奖 PE/VC 行业内取得卓越成绩的机构和个人。

大成私募股权与投资基金团队活跃于中国境内和境外投资、并购舞台，用具有创新性的法律结构设计，为客户创建符合中国独特的法律法规环境的基金产品，并为客户实现投资目的提供有力的帮助。团队帮助客户设立了中国早期的契约型私募投资基金，为中国众多知名的私募基金管理人和机构投资人提供了法律服务。

团队服务于众多国内知名的基金管理公司、保险公司、信托公司、银行的资产管理部，为其提供基金及投资相关的法律服务并根据不同监管部门的要求出具相关法律意见书。同时，还为证券公司资产管理子公司、公募基金管理公司及其子公司、期货资产管理公司等机构提供私募资产管理计划的设立、投资法律服务。

大成助力联华基金完成对华西集团的股权收购，并通过经营者集中审查

近日，大成律师事务所成功助力江阴联华优化调整产业投资合伙企业（有限合伙）（“联华基金”实际控制人为江阴市人民政府国有资产监督管理委员会）顺利完成对江苏华西集团有限公司（“华西集团”）80%股权的收购。本次交易后，华西集团实际控制人由江阴市华士镇华西新市村村民委员会变更为江阴市人民政府国有资产监督管理委员会，其目的在于支持江阴市重点企业纾困，推动化解上市公司控股股东债务危机，维持上市公司稳定发展，共同谋求产业协作和技术协同。

华西村是我国农村集体经济发展的重要样本，历经几十年发展壮大逐步成为江苏最大的村级乡镇企业集团。本次交易涉及农村集体经济企业股权转让、经营者集中审查等特殊事项。

大成律师团队作为本项目的专项法律顾问，为其提供了专业、全面、及时、优质、高效的法律服务。大成律师团队由深圳办公室合伙人田夏洁律师，以及大成北京总所高级合伙人邓志松、宋修文律师等组成。

田夏洁律师、宋修文律师、俞瑶瑶律师及苗飞律师等组成的交易律师团队，依托丰富的国资并购和上市公司收购服务经验，在本次并购交易中专业、高效地为客户提供了法律尽职调查、交易方案设计、交易流程梳理、交易文件起草审阅、出具法律意见书等法律服务。其专业支持既满足了并购双方各项交易诉求，又促使本次交易符合我国国资及资本市场监管要求。

邓志松律师与律师助理王子妍、姚舜禹等组成的反垄断团队与交易各方充分沟通、密切协作，基于丰富的反垄断申报案件处理经验，保证了前期申报材料准备的完善性，以及申报过程中与国家市场监督管理总局、上海市市场监督管理局之间顺畅的专业沟通，并为客户提供及时反馈。最终，此次经营者集中申报获得了及时批准，使客户在履行法定义务的同时，以较快速度通过反垄断审查，为客户顺利完成交易提供了充分的经营者集中法律服务保障。

大成北京和深圳两地法律服务团队，充分发挥大成体制框架下科学、先进的管理体制和合作机制，根据两个团队的专业优势和本项目的特点，合理分工与统筹，联动合作，

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

确保客户获得及时、优质的法律服务，协助联华基金顺利完成本次华西集团的股权收购。大成也将持续关注农村集体经济的发展，为农村集体经济产业结构转型升级提供法律支持和保障，助力乡村振兴战略的深入推进。

投融资争议解决与香港国际仲裁实务研讨会顺利举办

2023年9月7日，投融资争议解决与香港国际仲裁实务研讨会在北京顺利举办。本次讲座由北京总所私募股权与投资基金专业组主办，特邀香港太平绅士、仲裁员、履德大律师事务所联席主席黄旭伦资深大律师以及履德大律师事务所郭俊野大律师讲解香港国际仲裁中涉及投融资争议解决的热点问题，探讨常见的容易引发争议的程序性议题以及香港法下容易被大陆企业和律师忽视的实体性问题，并有针对性地提出防范风险的建议和措施。讲座问答环节，两位大律师现场解答参会听众在实务中遇到的各类相关问题。本次讲座获得了听众的热烈反响。



图/讲座现场

讲座由大成律师事务所高级合伙人刘林森律师主持。大成律师事务所高级合伙人李寿双律师、高级合伙人刘林森律师分别作开场致辞，对来访的香港同仁表示热烈欢迎，希望双方能够继续加强沟通交流，进一步加深两地律师的认识与互动。同时从争议解决的角度，本次讲座本着“以始为终”的原则，邀请香港同仁分享投融资领域争议的热点问题与心得体会，让听众学习了解香港法下国际仲裁在该领域的纠纷解决实践经验，希望本次讲座能够对与会者在未来相关的工作中有所助益。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。



图/刘林森律师



图/李寿双律师

香港履德大律师事务所黄旭伦资深大律师、郭俊野大律师以《HKIAC 仲裁中涉及投融资领域争议的热点问题》为题展开分享。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

黄旭伦资深大律师以港仲 2018 年《机构仲裁规则》为例，从仲裁当事人的追加、仲裁程序的合并、多份合同启动单一仲裁、仲裁庭管辖权异议等方面详细探讨了程序议题。



图/黄旭伦资深大律师

郭俊野大律师结合投融资争议解决热点香港法问题，从香港法下合约解释的基本原则、争端协商过程中常见的豁免/禁反言等影响权利义务关系的情形、仲裁条款前置协商程序的适用等方面探讨了相关实体议题。其中，郭俊野大律师结合实际案例进一步阐释了禁反言的豁免（Waiver by Estoppel）、合同确认（Affirmation of Contract）、允诺禁反言（Promissory Estoppel）、协定禁反言（Estoppel by Convention）及合同的变更（Variation）等方面内容。



图/郭俊野大律师

研讨会讨论环节，大家就突破仲裁管辖、追加当事人、禁反言豁免、合同选择的准据法以及冲突法适用等问题展开了热烈的讨论，黄旭伦资深大律师、郭俊野大律师结合多年从业经验，深入浅出地为大家提供解答与建议。



图/讨论现场

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notices 或者 dentons.com/legal-notices。

本次讲座由北京总所私募股权与投资基金专业组主办，专业组为讲座的召开提供了全方位的支持。讲座立足实务，聚焦时代热点，现场反响热烈，研讨会也画上了圆满的句号。

私募股权与投资基金是大成的核心业务之一，业务涵盖了相关领域法律服务的整个产业链，已开发出成熟的法律服务产品和规范的法律服务流程。专业化作业团队依托大成全球网络，在境内外 IPO、上市公司重大资产重组、上市公司收购、基金设立、股权投资、融资并购等业务领域积累了丰富的知识和实操经验，不仅熟悉境内外法律法规和政策流程，而且会根据企业的需求、行业和发展阶段，提供全面、优质、高效的专业法律服务。

同时，私募股权与投资基金专业组在境内及跨境投融资纠纷、对赌纠纷、通道业务纠纷、上市公司定增纠纷、破产纠纷等争议解决领域具有丰富经验，是投融资领域代理诉讼及仲裁案件最多的团队之一。

大成助力实华股份新三板成功挂牌

2023年7月29日，全国股转公司出具《关于同意安徽实华工程技术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》，同意安徽实华工程技术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。2023年9月12日起，实华股份股票正式在全中国股转系统挂牌公开转让。证券简称：**实华股份**，证券代码：874155。大成律师担任此项目的专项法律顾问。

安徽实华工程技术股份有限公司前身为中国石化集团公司安庆石化设计院，创建于1977年，2004年改制成立安庆实华工程设计有限责任公司，2012年整体变更为股份有限公司。实华股份具有化工石化医药行业工程设计甲级资质证书；建筑、石油天然气、市政等行业工程设计乙级资质证书；化工石油工程、房屋建筑工程监理甲、乙级资质证书；压力管道、压力容器设计许可证；以及质量、环境、职业健康、安全管理体系认证证书等。实华股份是中国石化投标入库成员。目前，实华股份已发展成为一个集石油化工和民用建筑工程设计、工程咨询、工程总承包、项目管理、工程监理等多种业务的现代中型工程公司。实华股份有多项工程获得省部级优秀工程设计奖和优秀工程咨询奖，在油品深加工装置设计、加氢裂化装置设计、硫磺回收装置设计、加热炉专项设计、储运工程设计等方面有较高水平，已形成了以石油化工工程设计为龙头、以工程总承包为特色的持续技术创新能力。

大成律师团队作为实华股份新三板挂牌的专项法律顾问，为实华股份的挂牌前规范、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肯定与好评。大成律师团队由大成北京总所合伙人**方立广**负责，团队成员包括律师**陈亚鹏**，以及兰州办公室律师**段婧、陈富云、南念念、农媛媛**。

大成助力川投能源成功完成重大资产购买

2023年9月6日，四川川投能源股份有限公司（以下简称“**川投能源**”，证券代码：600674）重大资产购买项目顺利完成交割。本次交易系川投能源通过北京产权交易所竞买国家能源投资集团有限责任公司持有的国能大渡河流域水电开发有限公司（以下简称“标的公司”）10%股权，交易价格达401,292.71万元。大成律师事务所为川投能源本次重组项目的专项法律顾问。

本次交易标的公司资源禀赋优异，技术可开发容量可观，多年以来运营稳定。标的公司已取得大渡河干流上、中、下段17个梯级电站的水电资源开发权，在大渡河干流22级开发规划中占有主要地位。标的公司已投产大渡河流域龚嘴、铜街子、瀑布沟、深溪沟、大岗山、枕头坝一级、猴子岩、吉牛、沙坪二级等电站，以及革什扎等其他区域小电站，并具有在建项目及前期筹建项目储备。

川投能源成立于1988年，1993年在上海证券交易所上市，是我国证券资本市场诞生后西部地区首批上市公司之一。川投能源定位为“国内一流清洁能源上市公司”，形成了以水电清洁能源为核心，轨道交通信息、光纤光缆等高新技术产业为重要支撑的“一主两辅”产业发展格局。作为四川省参控股装机规模最大的水电上市公司，资产规模、装机水平和盈利能力在全省167家上市公司、6家电力上市公司中名列前茅。

大成律师事务所作为川投能源本次重组项目的专项法律顾问，对标的公司进行全面尽调，协助构建本次交易架构，推进本次交易，出具法律意见书，就交易所问询为川投能源提供专业咨询，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的服务水平获得了客户的肯定。大成律师团队由成都办公室高级合伙人**苏绍魁**、**黄嘉瑜**及律师**周梦婷**牵头，团队成员包括律师助理**原松雷**，专职律师**董叶**、**张涛**、**肖洋**。

本次交易亮点

1. 本次交易是落实四川省政府文件要求，解决标的公司股权结构历史遗留问题的必要举措，且有助于川投能源做大做强水电主业、提升核心竞争力、增强持续盈利能力。未来，川投能源将继续主动服务国家“双碳”发展战略，大力发展水电等清洁能源，积

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

极探索打造为国内一流清洁能源上市公司，努力提升核心竞争力和综合实力；

2. 因本次交易标的为国有产权，故本次交易需同时履行上市公司重大资产购买及国有产权进场交易程序，本次交易通过设置交易附生效条件方案兼顾了各项合规要求；

3. 标的公司作为大型水电企业，标的公司及其子公司存在部分不动产因历史原因尚未取得权属证书的情形，资产存在瑕疵，受到了监管部门的关注。项目组通过前期充分的尽职调查及提供的专业法律分析意见，最终获得了监管部门的认可，成功实施本次重大资产购买。

大成助力北京生命园创投完成对孟眸生物天使轮投资

2023 年 6 月，大成助力北京生命园创投完成对孟眸生物数千万天使轮投资。

孟眸生物是一家专注于眼科疾病新药研发的生物制药公司。孟眸生物致力于前沿生物技术的研发和应用，持续开发惠及广大眼科疾病患者的原创新药。孟眸生物全资子公司北京孟眸生物目前已落地北京中关村生命科学园。

大成律师团队作为此项目的专项法律顾问，为北京生命园创投参与孟眸生物天使轮融资项目，提供了高效的法律服务，包括但不限于法律尽职调查等，成功助力北京生命园创投完成投资。大成律师团队由孙观娜、柴源、田梦、王亚伟组成。

大成助力淄博财金集团成功发行点心债

2023年9月13日，淄博市财金控股集团有限公司（“**淄博财金集团**”）成功定价发行5.8亿人民币高级无抵押增信债券（“**点心债i**，”）。本次债券发行的票面利率为3.7%，期限3年，由中国邮政储蓄银行股份有限公司淄博分行提供SBLC增信，并在香港联合交易所上市交易。

淄博财金集团成立于2012年，注册资本300000万人民币，出资人为淄博市财政局，为淄博市政府主管一级企业和核心资本运作主体，是淄博市牌照布局最健全、产融结合优势迸发的大型国有独资集团。淄博财金集团着力打造“产业+金融”的综合性、功能性、多元化发展体系，助力打造区域性科创产业金融高地，为推动淄博转型跨越发展注入强劲财金力量。

大成律师事务所在本次债券发行项目中担任发行人的中国法律顾问，由大成北京总部高级合伙人**徐文萍**律师、**袁旭升**律师组成项目团队，对淄博财金集团及其重要的境内子公司进行法律尽职调查、审阅发行通函及交易文件、出具中国法律意见书等，为本项目提供了专业的法律服务。

本次债券由德林证券、中信银行国际、兴业银行香港分行、国泰君安国际担任联席全球协调人、联席账簿管理人及联席牵头经办人，由申万宏源香港(B&D)、农银国际、浦发银行香港分行、浦银国际、交银国际、光银国际、信银资本、民银资本、衡山证券、安信国际、中泰国际等担任联席账簿管理人和联席牵头经办人。

大成助力上海银行 2023 年第二期金融债券成功发行

近期，大成律师事务所受上海银行股份有限公司（“上海银行”）委托，担任其专项法律顾问，协助上海银行在全国银行间债券市场成功发行 2023 年第二期金融债券。本期债券发行规模为人民币 90 亿元，为 3 年期固定利率品种，票面利率 2.62%。本期债券发行是上海银行补充长期稳定资金的重要举措，有利于优化负债结构，改善流动性指标，为高质量服务实体经济夯实基础。

经联合资信评估股份有限公司综合评定，上海银行的主体信用等级为 AAA 级，本次债券的信用等级为 AAA 级，评级展望为稳定。

上海银行股份有限公司成立于 1995 年 12 月 29 日，总部位于上海，是上海证券交易所主板上市公司，股票代码 601229。上海银行以“精品银行”为战略愿景，秉持“精诚至上，信义立行”的核心价值观，围绕高质量可持续发展目标，将数字化作为创新驱动、提升能级的核心力量，加快转型发展，努力实现新的质变。

大成律师团队作为本项目的发行人律师，为本次债券成功发行提供全方位法律服务，包括协助讨论、审阅募集说明书，出具法律意见书、资质文件及承诺书，提供法律咨询意见等。凭借高效、专业的服务质量以及严谨细致的工作态度，大成项目组全面、优质的法律服务获得了客户及其他中介机构的高度认可。大成律师团队由上海办公室高级合伙人石锦娟牵头，项目组成员包括合伙人张奕、律师刘思斯和律师助理徐姚佳等。

大成助力安吉租赁 2023 年第二期短期融资券成功发行

9 月 20 日，大成助力安吉融资租赁股份有限公司成功发行 2023 年第二期短期融资券（“23 安吉租赁 CP002”），发行额度为 5 亿元，期限 365 天，票面利率 2.71%。



安吉（ANJI）租赁有限公司成立于 1993 年，隶属于上汽集团，是由国家商务部和税务局批准设立的专业融资租赁公司。它依托于上汽强大的集团产业背景和行业发展优势，秉承“诚信为本”的服务理念，并以先进的企业管理、专业的服务水平、精英的服务团队而致力于各界的资产运作，竭诚为广大客户提供优质融资租赁产品和服务。

大成律师团队作为本项目的发行人律师，为本次债券成功发行提供全方位法律服务，包括协助讨论、审阅募集说明书，出具法律意见书、资质文件及承诺书，提供法律咨询意见等。凭借高效、专业的服务质量以及严谨细致的工作态度，大成项目组全面、优质的法律服务获得了客户及其他中介机构的高度认可。大成律师团队由上海办公室高级合伙人**石锦娟**牵头，项目组成员包括律师**韩鑫**、**刘思斯**和律师助理**徐姚佳**等。

大成助力中旭未来在香港联交所主板成功上市

2023 年 9 月 28 日，大成律师事务所助力中旭未来（ZX Inc.）（股票名称：中旭未来；股票代码：09890.HK）于香港联合交易所主板成功上市。



图/联交所敲钟现场

中旭未来本次上市的联席保荐人为中国国际金融香港证券有限公司及中信建投（国际）融资有限公司，拟全球发售 18,976,000 股股份，其中香港发售股份 1,897,600 股，国际发售股份 17,078,400 股，另有 2,846,400 股超额配售股份。



图/合影

中旭未来是中国知名网络游戏产品发行商，致力于通过“贪玩游戏”品牌向玩家提供由其营销及运营的网络游戏；此外，公司还通过累积的终端用户洞察能力识别终端客户的其他需求，在新消费场景成功开发了包括速食食品品牌“渣渣灰”及潮玩品牌“Bro Kooli”在内的自有消费品品牌。根据弗若斯特沙利文的报告，于2022年，按收入计，中旭未来是中国第五大手机游戏产品发行公司。中旭未来的此次上市吸引了多家知名基石投资人，包括知名游戏平台四三九九网络有限公司、上饶高铁经济试验区产业投资发展有限公司以及香港龙鑫有限公司、奥飞数据国际有限公司等。

借助本次上市，中旭未来将利用引入资金加强集团的网络游戏发行业务及其他营销业务，进一步改善技术基础设施及提高内部研发能力，拓展集团的消费品业务，对公司整体业务进行扩大和深化。

大成律师事务所作为中旭未来上市项目的发行人中国法律顾问，由高级合伙人刘婧律师，肖瑶律师，蒋佳羽、王雨婷、范煜杰、吴瑶律师助理等组成法律服务团队，为客户提供香港上市全程的法律服务。同时，高级合伙人蔡开明律师、合伙人阮东辉律师组成项目团队，与各方通力合作，为中旭未来上市提供数据合规专项法律服务。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。



图/ 律师团队与公司创始人合影

大成律师团队的主要工作包括重组上市方案设计及执行，中国法律尽职调查，中国法律意见书撰写，各项相关法律文件的起草、审阅及修订，招股书相应章节的起草及审阅、答复香港证监会/香港联交所反馈问题等。该项目律师团队以解决问题为导向，凭借其在 VIE 架构、境内外重组及上市、数据合规等方面的丰富经验，优秀的沟通能力及扎实的法律功底，高效助力中旭未来成功上市，获得了客户及各中介机构的充分认可。

大成助力爱科赛博成功登陆上交所科创板

2023 年 9 月 28 日，由大成律师事务所担任 IPO 专项法律顾问的西安爱科赛博电气股份有限公司正式登陆上海证券交易所科创板，证券简称：**爱科赛博**，证券代码：688719。



图/上市仪式合照

爱科赛博的主营业务为电力电子变换和控制设备的研发、生产和销售，主要产品为精密测试电源、特种电源和电能质量控制设备等电力电子变换和控制设备，在电力电子行业之“器件-设备-应用系统”的产业链中位居中段。爱科赛博深耕电力电子领域，以电力电子变换和控制技术为基础，不断研发新技术、开发新产品、拓展新应用领域，构建了高密度功率变换技术、高精度智能控制技术和产品化支撑技术三大技术平台，打造了具有竞争力的软硬件产品平台，支撑主营业务快速发展；通过持续高强度投入研发，取得了显著的科技成果，多次获得国家 and 地方级的科学技术奖项，多次参与国家和行业标准制定及国家重大科研基础设施建设，具有突出的科技创新能力。

大成律师团队在本项目中担任发行人律师，为爱科赛博首次公开发行股票并在科创板上市提供全程专业法律服务。本项目签字律师为高级合伙人尉建锋，合伙人陈阳、修瑞，上述合伙人与律师钱俊婷、李彤、丁翠利，律师助理党星瑶等多名成员组成了专项法律服务团队。



图/上市仪式合照

大成律师团队专业、高效、严谨的法律服务获得了爱科赛博以及保荐机构长江证券等各中介机构的一致好评和高度赞誉。

大成助力南宁城投集团成功注册 15 亿元短期融资券并 完成首期发行

2023 年 9 月 19 日，南宁城市建设投资集团有限责任公司注册 15 亿元短期融资券事项获得中国银行间市场交易商协会印发的《接受注册通知书》（中市协注（2023）CP214 号）。根据南宁城投集团于 2023 年 10 月 12 日发布的《南宁城市建设投资集团有限责任公司 2023 年度第一期短期融资券发行情况公告》，大成助力其于近日成功发行南宁城市建设投资集团有限责任公司 2023 年度第一期短期融资券（简称：23 南宁城投 CP001，代码：042380576）。本期发行总额 2 亿元，期限 366 日，利率 2.80%，无担保，系由兴业银行股份有限公司担任主承销商及簿记管理人。经联合资信评估股份有限公司综合评定，发行人的主体长期信用等级为 AAA 级，本期短期融资券的信用等级为 A-1，评级展望均为稳定。



南宁城投集团
Nanning Urban Investment Group

热烈祝贺

南宁城市建设投资集团有限责任公司 2023 年度第一期短期融资券
成功发行！

——票面利率创发行人信用债历史新低！



债券简称	发行规模	债券期限	信用评级	发行利率	认购倍数
23 南宁城投 CP001	2 亿元	1 年（366 天）	AAA	2.80%	2.75 倍

主承销商：



中介机构：



大成是 Dentons 的 Preferred Law Firm in China.

特别鸣谢：



南宁城投集团系由南宁市国资委履行出资人职责的国有独资公司，主要职能为利用政府赋予的政策和资源为市本级政府投资的城市道路桥梁及相关配套设施项目进行融资、开发、建设和运营；负责经营性路桥项目的经营和管理，负责依法取得的土地资源经营管理、土地一级开发（三通一平等）；公共租赁房和廉租房的投资、建设和运营；

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

南宁市地下综合管网经营及市区加油站的建设与运营。

大成律师团队作为南宁城投集团的专项法律顾问，为题述短期融资券的注册及发行提供了全方位、全过程的专项法律服务。大成律师团队由彭宋志、包世旭、邓红悦、陈昱霖、孙家玲等人组成。

“第九届·大成长三角资本市场论坛”圆满落幕

国际形势激荡起伏，国内经济面临复苏与新一轮转型浪潮。沧海横流，方显龙头本色；千帆过尽，才见谁立潮头。值此十月金秋，硕果累累之际，大成上海办公室、大成杭州办公室和大成资本市场专业委员会共同携手于西子湖畔举办“第九届·大成长三角资本市场论坛”。



北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

论坛上午半场由大成杭州办公室执行主任吕炜劼律师作为主持人。吕主任向大家介绍了本次活动举办的背景，也感谢中介机构、上市公司及大成各办公室同仁共 80 余人的报名参与。接下来吕主任邀请大成杭州办公室主任徐万钧律师上台作致辞发言。



大成杭州办公室执行主任 吕炜劼

徐万钧主任首先回顾自己本科学的就是经济专业，对资本市场深怀兴趣和抱负。当初从事律师行业也是缘于立志将法律专业与资本市场相结合的结果。经过几十年的发展，资本市场法律服务市场日趋规模化与规范化，但是资本市场律师的责任和压力也是非常巨大的。资本市场业务是政府和企业、社会财富和社会责任所聚焦的业务，这几年正值中国百年未有的大变局之下，大成律师事务所也把资本市场视为律所最重要的业务版块。最后徐主任说，虽然本次大成长三角资本市场论坛已办至第九届，但却是疫情后重新启动举办的第一次盛会，杭州办公室能承办本届论坛，是杭州办公室的荣幸，也祝本次论坛圆满成功。



大成杭州办公室主任 徐万钧

徐主任致辞后，由本次论坛首位发言嘉宾中金公司投行部副总经理崔一然女士为大家做关于“医药医疗企业境外上市最新动态与政策解读”主题发言。近期市场动态方面，美债收益率上行，全球股指承压，港股市场延续弱势。受二级市场行情影响，2023年以来港股及美股市场 IPO 及再融资项目数量总体呈现下降趋势。政策方面，自今年 3 月 31 日以来境外上市由核准制修改为备案制，境外间接上市（红筹企业）亦纳入监管。过去十年医药企业境内外 IPO 在多重政策共振下大小年明显，建议医药医疗企业应当引入恰当的长期资本支持，用好政府优渥支持政策，并修炼内功、磨砺以须，在恰当的时间窗口把握机遇。



中金公司投行部副经理 崔一然

随后由第二位发言嘉宾大成律师事务所合伙人石锦娟律师就“境内外上市所涉红筹架构问题”给与会嘉宾做精彩分享。石律师从 6 个观点出发并提出自己的见解：

本 PPT 从红筹企业定义、红筹架构搭建的注意点、红筹企业境外上市备案、红筹架构境内上市以及红筹架构拆除五大方面阐述境内外上市红筹架构问题。

从红筹企业的注册地和经营地、红筹架构分为股权控制模式和 VIE 架构方面对红筹企业进行概述。

在红筹架构搭建过程中需关注跨境资本外汇登记管理、红筹上市的监管方式和内容、VIE 架构的硬性指标以及各阶段的税务要点。

在境外上市备案中需关注备案的监管范围、程序、时间及新规实施前后的过渡安排。

在境内上市过程中需关注红筹企业适用的发行上市条件、治理要求以及审核重点关注的问题。

从红筹企业境内上市的路径及拆除红筹的原因、拆除的步骤以及拆除过程中应关注的问题方面阐述红筹架构拆除。



大成律师事务所合伙人 石锦娟

接下来第三个主题为“红筹架构下上市公司境内监管合规要点解读”，由大成律师事务所合伙人马宏伟律师上台演讲。马律师以证监会 2023 年 2 月 17 日发布的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》为基础，以恒大、瑞幸事件为例，就红筹架构下境外上市公司境内监管的合规要点作出解读。其结合红筹架构的一般搭建方式，从备案及负面清单、信息报告与披露、网络与数据安全及外汇管制角度简述境内监管的主要方面。而后，其着重分析境内的证券监管，结合现有案例，从行政、刑事两个监管角度，解析证监会与境内相关监管机构、司法机构如何打击欺诈发行、违规信披案件，以及如何管辖其他类别证券违法犯罪行为。最后，马宏伟律师亦从事前、事中、事后三个角度就如何识别、应对和解决相关证券合规风险提出建议，并对注册制下证券合规价值发表其独到见解。



大成律师事务所合伙人 马宏伟

上午最后一位演讲嘉宾由大成律师事务所顾问魏小军律师上台演讲，他的演讲题目为“家族治理的资本市场维度分析”。涉及资本市场的婚姻、传承、税务等家族事务处理，有其特殊性。家族治理过程中，借助于资本市场，可以帮助提升家族产业的变现力、家族资产的跨境力、家族名望的号召力、家族智识的养成力以及家族权力的制衡力；但也需要面对由此带来的家事公开化、（家族与公司）影响连带化、（家族企业）权力规范化（限制）等问题，并采取措施加以解决。家族治理作为一项系统工程，无论对公法、民法、平台等身份的规划，还是对利益归属、控制、占有、打理等财产事项的安排，均需重视资本市场因素介入时可能带来的积极和消极影响，以帮助客户家族规避风险、实现治理目标。



大成律师事务所顾问 魏小军

魏律师的精彩发言后，论坛的上半场顺利结束，与会嘉宾在仅有的1个小时午餐时间里也进行了热烈的探讨。



北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

论坛下午半场由大成上海办公室资本市场部主任石锦娟律师作为主持人。石律师首先请出安永审计服务合伙人韩云翠女士，为大家带来“科技企业香港及 A 股上市的财务审核要点”主题分享。韩女士基于境外及 A 股上市审计的丰富经验，就上市过程中常见的收入确认、研发支出、股权激励等财务问题进行说明，比较不同资本市场的审核要点，并提出安永的应对方案建议，比如不同业务模式的收入确认及不同资本市场的核查要求，科创板和港交所 18C 章对研发投入指标的要求，企业在研发开支归集及区分、资本化和后续摊销等财务核算的注意事项；注册制下信息披露是核心，嘉宾会就上市过程中信息披露的财务信息维度、境内企业境外上市备案中包含的财务信息以及企业的提前应对策略进行分享。



安永审计服务合伙人 韩云翠

下午第二位演讲为 Dentons 香港办公室合伙人李文昭律师，李律师由于行程原因不能来到现场，通过线上拨入方式分享“美国的 SPAC”话题。SPAC 作为是一家新成立的上市公司，其利用 IPO 募集资金和额外融资来收购一家非上市目标公司从而实现该目标公司的上市。SPAC 的生命周期从最初的成立开始，然后是首次公开募股、寻找目标公

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

司、股东并购投票，最后是收购的完成。SPAC 的生命周期大致可分为两个阶段：IPO 阶段和并购阶段。以 SPAC 方式上市优点：

第一：执行速度比 IPO 快：传统的 IPO 从开始到完成可能需要数年时间。对于目标公司来说，SPAC 的合并过程要快得多，只需 3 到 4 个月。

第二：价格的确定性：在传统 IPO 中，公司的股价是不确定的。SPAC 交易很有吸引力，因为它完全避免了价格的不确定性。公司管理团队能够协商准确的采购价格，确保该公司没有留下任何资金。

第三：直接的上市公司运作经验：SPAC 的保荐人通常是经验丰富的金融和行业专业人士。他们可以利用自己的关系网提供管理专业知识，或者自己在董事会中担任一个角色。



接下来大成律师事务所合伙人曲峰律师在李律师演讲的基础上，对“SPAC 上市之美国、新加坡及香港上市规则比较”更深入的解析。曲律师全面介绍 SPAC，包括过去两年美国和亚洲市场的 SPAC 上市情况，也关注发起人资格、上市条件、股份结构和去 SPAC 流程等话题。曲峰律师会分析 SPAC 上市的条件，包括集资规模、投资者资格等。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

他还强调发起人资格和最低投资份额，以及 SPAC 股份可能涉及的关键方面，如独立第三方投资和权证摊薄限制等。最后，演讲还关注 De-SPAC 流程，包括可能的并购市值要求、股东会批准、赎回权、禁售期等多个方面。这场演讲为寻求未来在美国、香港和新加坡上市的企业和投资者提供全面洞察。大成律师事务所将继续为您提供专业的法律洞见和市场见解。



大成律师事务所合伙人 曲峰

有幸请到毅柏律师事务所合伙人陈颖恒律师，给大家带来了“离岸公司的股份认购及私有化”分享。陈律师演讲的内容包括：公司的股份认购所需要注意的事项；上市公司的私有化和公司重组，探讨安排计划、合并与兼并/整合、要约与强制收购 / 赎回的机制，也为与会嘉宾分享了几个实际案例。



毅柏律师事务所合伙人 陈颖恒

简单的休憩后，大成律师事务所合伙人詹锐律师通过“境外上市证监会备案实务与上市规划”主题分享，再次把论坛气氛推向了高潮。詹律师介绍了 2023 年以来中概股企业赴美上市的行业趋势与融资情况，截止到 9 月底的证监会备案情况，并就证监会备案新规内容，以及备案及补充材料的注意事项进行了详细的介绍，集合目前的证监会备案实务，介绍了证监会备案重点查核境外上市要点如股权架构、股东入股沿革、海外信托、网络安全与数据合规、财务、税务、经营合规等关注事项。并分享成功案例，就企业赴美上市的规划和具体实施给出了建议。



大成律师事务所合伙人 詹锐

接下来由本次论坛最后一位主题发言嘉宾大成律师事务所顾问许平律师，为大家带来“上市公司的传承规划”主题分享。中国的上市公司正处于代际传承的高峰期，在产业转型和代际传承的双重压力下，传承纠纷屡屡出现，不仅激化了家庭矛盾，还造成了巨额社会财富的流失。分析了几个著名的上市公司传承纠纷，总结了几家成功传承的上市公司经验，结合多年来处理上市公司传承的实践经验，从法律、经济、管理等多个维度出发，提出了为上市公司进行传承规划的系统方法，并分享了几个成功案例供大家参考。



大成律师事务所顾问 许平

论坛最后的环节是由五位女团王炸带来的“境内外不同上市地的选择考量”圆桌分享，圆桌主持人为大成律师事务所合伙人尉柳明律师，参与嘉宾有德勤华永会计师事务所合伙人俞蓉女士、阿诺医药法务总监高雅女士、中金公司投行部副总经理崔一然女士和大成律师事务所合伙人石锦娟律师。圆桌主要围绕境内外上市展开。2023年3月31日生效的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及六份配套的监管规则适用指引，使得拟上市企业对于境内或境外上市及上市地的选择都有了更多的思考。

然而，在中国证监会备案监管下，依旧有许多企业在已经选择或正在观望在境外上市进行融资并开拓其海外市场业务。截至2023年9月25日，向中国证监会申请境内企业境外发行证券和上市备案的企业有145家，其中42家赴美上市（其中39家选择纳斯达克），102家香港上市、1家瑞士上市。

41家企业已经备案成功。其中，30家为拟在香港联交所上市的企业，11家为拟在美国纳斯达克交易所或纽交所上市的企业（De-SPAC/VIE）。

本圆桌讨论结合中国证监会备案背景，从企业商业考量、企业内部合规审查、第三方外部机构审查以及不同上市地的监管部门审核要求及监管理念等方面，对企业选择境

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

内及境外上市地的考量从多方角度进行分析，并对境内外上市趋势进行简单预测。



圆桌讨论

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

本次论坛采取线上线下相结合的方式进行，大成长三角区域内 12 家办公室大成杭州、上海、宁波、南京、合肥、常州、南通、苏州、温州、无锡、舟山、镇江办公室以及长春、郑州办公室同仁不辞万里的来现场参会。希望能借此机遇共同打造长三角及中国区协同服务能力。



北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

“中国企业在英国的并购交易中如何做尽职调查”讲座 顺利举办

2023 年 10 月 17 日，大成北京总所私募股权与投资基金专业组成功举办“中国企业在英国的并购交易中如何做尽职调查”专题讲座。

本次讲座特邀 Dentons 伦敦办公室合伙人 Richard Barham 律师与大成北京总所合伙人李丽律师向中国企业介绍在英国进行海外并购时应如何做尽职调查。此次讲座采取线上形式进行，参与人数众多并获得听众的一致点赞和好评。

Richard Barham 律师是 Dentons 伦敦办公室公司业务部的合伙人，有近 30 多年执业经验。他在并购、合资企业、公司治理和私有化领域拥有丰富的经验。他经常参与跨境交易项目，已处理过 100 多个司法管辖区的交易事宜，曾为俄罗斯和独联体、中东和非洲的众多事务提供建议。最近，他参与了多项涉及中国、日本和印度的交易。李丽律师有 10 年以上律师工作经验，主要从事跨境争议解决和跨境合规业务。此次两位律师从尽职调查的角度讲述如何在股权收购交易中做好尽职调查，控制合规风险。

讲座从为什么做尽调、何时启动尽调、尽调类型、如何有效管理尽调工作（包括尽调流程、买卖双方披露义务和保密义务）、如何建设和管理披露信息的电子（虚拟）数据库、如何选取尽调文件、从尽调中应获取哪些信息、尽调报告、尽调结果等方面详细介绍了尽调的全流程工作，Richard 结合曾办理过的并购交易生动形象地说明实际尽调过程中可能遇到的各类问题。同时，Richard 还介绍了中国企业在中国境内上市涉及英国子公司尽调的情况，以及英国最近对涉及国家安全的并购交易进行审核的情况。通过 Richard 的讲解，可以看出中国和英国两国之间有很强的经贸交往，英国是中国企业海外投资的理想目的地之一。

本次讲座立足实务，聚焦时代热点，反响热烈，研讨会也画上了圆满的句号。

大成律师助力 Lucas GC Limited（罗科仕）完成境外发行上市证监会备案

2023年10月19日，中国证监会国际合作部发布关于 Lucas GC Limited（罗科仕科技有限公司）境外发行上市备案通知书（国合函〔2023〕1521号）。作为一家由人工智能、数据分析和区块链技术赋能，基于 PaaS 并针对专业人士的在线人力资本管理服务供应商，罗科仕拟发行不超过 3,530,500 股普通股并于美国纳斯达克证券交易所上市。大成律师事务所受聘担任罗科仕本次赴美国上市的发行人境内律师，协助发行人及其他中介机构共同完成了本次中国证监会备案。



这是中国证监会关于境内企业境外发行上市之备案新规施行以来，大成律师协助客户完成的第一单境内企业赴美国发行上市之证监会备案的项目。

大成律师团队作为罗科仕本次赴美国上市的发行人境内律师，凭借丰富的境外发行上市和红筹架构搭建的项目经验，为本项目提供了专业、高效、优质的法律服务。本次罗科仕境外发行上市备案，由大成高级合伙人**吴家雄**、**郭耀黎**，律师**赵洪娟**，律师助理**宋佳洁**、**冯蕊**共同提供法律服务和专业指导。

大成助力惠柏新材创业板成功上市

2023 年 10 月 31 日，惠柏新材料科技（上海）股份有限公司（股票简称：惠柏新材，股票代码：301555）首次公开发行 A 股股票并在深圳证券交易所创业板上市。惠柏新材本次公开发行新股 2,306.67 万股，发行价格为每股人民币 22.88 元，募集资金总额为人民币 52,776.61 万元。

惠柏新材成立于 2010 年，主营业务为特种配方改性环氧树脂系列产品的研发、生产和销售，包括风电叶片用环氧树脂、新型复合材料用环氧树脂、电子电气绝缘封装用环氧树脂等多个应用系列产品。

大成律师团队作为惠柏新材的专项法律顾问，为惠柏新材本次发行上市提供了全程专业高效的法律服务。大成律师团队由上海办公室合伙人陈镭，高级合伙人王恩顺、宋琳琳及律师杨礼中、黄佳、朱珊珊等组成。

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第三章

新规速递

证监会发布《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定》

为落实《关于高质量建设北京证券交易所的意见》，进一步发挥做市交易机制作用，证监会制定并发布了《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定》（以下简称《做市规定》）。《做市规定》共七条，重点规定了北京证券交易所（以下简称北交所）股票做市准入条件，同时对规则衔接、监督管理作了原则规定。

2023年7月28日至8月27日，证监会就《做市规定》向社会公开征求意见。总的看，各方对《做市规定》认可度较高，同时也提出希望进一步扩大北交所做市商队伍，引入更多新三板优质做市商参与北交所做市。经认真研究，证监会吸收采纳上述意见，进一步完善了相关准入条件。规则发布后，符合条件的证券公司可以按照要求向证监会申请北交所股票做市交易业务资格。

下一步，证监会将指导北交所持续做好风险监测与日常监管工作，推进北交所股票做市交易业务稳妥有序开展。理李强日前签署国务院令，公布《私募投资基金监督

附件：【第52号公告】《证券公司北京证券交易所股票做市交易业务特别规定》

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/cl01954/c7429879/content.shtml>

证监会发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》

为深入贯彻党的二十大精神和党中央、国务院相关决策部署，坚决落实中央政治局会议关于“要活跃资本市场，提振投资者信心”的重要部署，更好发挥资本市场服务中小企业创新发展、促进高水平科技自立自强的功能，证监会制定并发布《关于高质量建设北京证券交易所的意见》（以下简称《意见》），进一步推进北京证券交易所（以下简称北交所）稳定发展和改革创新，加快打造服务创新型中小企业“主阵地”系统合力。这也是建设中国特色现代资本市场“1+N+X”政策框架的专项安排。

设立北交所是党中央、国务院立足构建新发展格局、推动高质量发展作出的重要决策部署，也是资本市场服务中小企业的全新探索。开市一年多来，证监会认真贯彻落实习近平总书记重要讲话精神，坚持错位发展、突出特色、守正创新，推动北交所市场建设实现良好开局。一是高质量扩容扎实推进，创新型中小企业快速集聚。目前，北交所上市公司已有 217 家，是开市时的近 3 倍，体现了“更早、更小、更新”的服务特色。上市公司中，国家级专精特新“小巨人”企业占比超四成，高新技术企业占比超九成。二是改革创新举措陆续推出，市场活力不断增强。先后上线北证 50 指数，推出融资融券和混合做市交易。启动国债和地方政府债券发行，累计发行 3.3 万亿元。目前，北交所合格投资者已有 557 万户。三是特色制度安排不断完善，市场功能日益发挥。初步构建了一套契合中小企业特点的基础制度。北交所上市公司累计公开发行融资超 440 亿元，平均每家融资 2 亿元。四是撬动作用显著发挥，对新三板创新层、基础层的带动效果不断增强。2022 年以来，新增挂牌公司 457 家，目前创新层公司 1877 家，处于近年来最高水平。总体看，北交所实现了良好开局，各项基础制度安排初步经受住了市场的检验，市场发展符合开市时的预期。

党的二十大对健全资本市场功能、提高直接融资比重、支持中小企业发展等作出部署。开展学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想主题教育工作以来，证监会围绕推进北交所持续健康发展，广泛开展调查研究，召开了多层面的座谈会。大家认为，建设以中小企业为主的股票市场，没有现成经验可供借鉴，北交所的发展具有长期性、系统性、艰巨性，必须保持定力、坚守定位、突出特色、久久为功，在此基础上，聚焦深层次、关键性问题，围绕市场流动性、吸引力、市场生态、基础制度等重要方面，进一步深化市场化、法治化改革，完善体制机制安排，促进市场平稳运行和功能发挥。对大家提出的具体意见，证监会作了认真梳理和论证分析。着眼于动员各方力量，统筹规划、

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

稳步推进北交所高质量建设，切实巩固市场向好趋势，进一步夯实北交所持续健康发展的体制机制基础，证监会制定了《意见》。

《意见》以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持“两个毫不动摇”，按照坚守定位、发挥特色、错位发展的要求，紧紧围绕服务中小企业这个主题，以高质量扩容为牵引，以优化投融资结构和协同推动为依托，以关键制度机制创新为突破，全力推进北交所高质量发展。《意见》实施过程中，将重点把握好以下原则：坚持服务大局，不折不扣落实党中央部署，更好服务国家发展大局；坚持系统思维，将健全市场功能与促进中小企业健康发展、支持高水平科技自立自强等紧密结合起来；坚持问题导向，聚焦市场建设难点堵点痛点问题，循序渐进提出务实管用措施；坚持综合施策，统筹规模与质量、投融资两端、一二级市场，促进多层次资本市场互联互通；坚持远近结合，把握好改革的时度效，立足当前、筹划长远。

主要目标是，争取经过 3 到 5 年的努力，北交所市场规模、效率、质量、功能、活跃度、稳定性等均有显著提升，契合市场特色定位的差异化制度安排更加完善，市场活力和韧性增强，形成以高质量发展为核心的北交所品牌、特色和比较优势，对新三板的撬动作用日益显现；北交所与新三板层层递进、上下联动、头部反哺、底层助推的格局初步构建，服务创新型中小企业的“主阵地”效果更加明显。再用 5 到 10 年时间，将北交所打造成以成熟投资者为主体、基础制度完备、品种体系丰富、服务功能充分发挥、市场监管透明高效、具有品牌吸引力和市场影响力的交易所，带动新三板成为创新型中小企业蓬勃发展的孵化地、示范地、集聚地。

《意见》提出了以下工作举措：一是加快高质量上市公司供给。有效改善新增上市公司结构，全面提升上市公司质量，优化发行上市制度安排。二是稳步推进市场改革创新。持续丰富产品体系，改进和完善交易机制，调整优化发行承销制度，加强多层次市场互联互通，扩大投资者队伍。三是全面优化市场发展基础和环境。更好发挥中介机构作用，持续提升监管效能，完善市场风险监测预警和评估处置机制，推进制度型对外开放，发挥好改革试验田作用。四是强化组织保障。加强组织领导，强化全链条监督制衡，做好新闻舆论引导。

下一步，证监会将按照稳中求进工作总基调，加强组织领导和统筹协调，扎实做好制度规则修订、技术准备等工作，稳步推进各项措施落地，成熟一项推出一项，确保取得预期效果。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

中国证监会关于高质量建设北京证券交易所的意见

中国证监会各派出机构，各交易所，各下属单位，各协会，会内各部门：

深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地，是以习近平同志为核心的党中央作出的重大决策部署，是建设中国特色现代资本市场的重要任务。北京证券交易所（以下简称北交所）正式运行以来，创新型中小企业快速集聚，市场功能稳步发挥。当前和今后一段时期，是北交所规模发展攻坚期、功能完善关键期、层层互动深化期、生态培育巩固期。为把握发展机遇，进一步落实党的二十大精神和党中央、国务院相关决策部署，全面推进北交所高质量发展，制定本意见。

一、总体要求

（一）指导思想

以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的二十大精神，坚持“两个毫不动摇”，紧紧围绕“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”的总目标，完整、准确、全面贯彻新发展理念，坚持稳中求进工作总基调，坚持市场化、法治化方向，坚持敬畏市场、敬畏法治、敬畏专业、敬畏风险，形成合力的监管理念，按照坚守定位、发挥特色、错位发展的要求，紧紧围绕服务中小企业这个主题，以高质量扩容为牵引，以优化投融资结构为依托，以关键制度机制创新为突破，全力推进北交所高质量发展。

（二）工作原则

坚持服务大局。支持中小企业创新发展，深化新三板改革，高质量建设北交所，打造服务创新型中小企业主阵地，切实提升资本市场服务国家战略的能力。

坚持系统思维。将健全市场功能与促进中小企业健康发展、支持高水平科技自立自强等紧密结合起来，助力“科技—产业—金融”良性循环。

坚持问题导向。聚焦市场建设难点堵点问题，循序渐进推出务实管用措施，统筹完善基础制度、健全市场功能，促进市场生态改善和效率提升。

坚持综合施策。紧扣市场定位，统筹规模建设与质量提升、投资端融资端结构优化与交易机制改革、一二级市场协调发展、多层次资本市场互联互通。

北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 dacheng.com/legal-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

坚持远近结合。把握好改革进度、发展速度与市场可承受度的关系，立足当前、筹划长远，促进形成市场持续向好的趋势，增强市场吸引力。

（三）主要目标

争取经过 3 到 5 年的努力，北交所市场规模、效率、功能、活跃度、稳定性等均有显著提升，契合市场特色定位的差异化制度安排更加完善，市场活力和韧性增强，形成北交所品牌、特色和比较优势，对新三板的撬动作用日益显现；北交所与新三板层层递进、上下联动、头部反哺、底层助推的格局初步构建，服务创新型中小企业的“主阵地”效果更加明显。

再用 5 到 10 年时间，将北交所打造成以成熟投资者为主体、基础制度完备、品种体系丰富、服务功能充分发挥、市场监管透明高效、具有品牌吸引力和市场影响力的交易所，带动新三板成为创新型中小企业蓬勃发展的孵化地、示范地、集聚地。

二、加快高质量上市公司供给

（四）有效改善新增上市公司结构。按照质优、量适、步稳的要求，统筹包容性和精准性要求，常态化推进北交所市场高质量扩容，夯实市场良性发展和流动性改善基础。促进能够支撑市场深度、体现市场优势、具有品牌效应的企业上市，使北交所成为创新型中小企业运用资本市场发展壮大的重要平台。支持地方政府培育输送优质上市资源，发挥好对区域协调发展的辐射带动作用。

（五）全面提升上市公司质量。坚持把提高公司质量作为重中之重。聚焦北交所市场特点和深层次问题，制定提升上市公司质量专项行动方案，促进公司治理能力、竞争能力、创新能力、抗风险能力、回报能力和信息披露质量持续提升。支持优质公司通过再融资、并购重组提质增效。落实分类监管、科学监管、精准监管理念，健全持续监管、信息披露、稽查执法和公司治理等方面的特色监管制度。

（六）优化发行上市制度安排。推进全面注册制改革走深走实，切实便利企业融资、降低市场成本、明确各方预期。在坚守北交所市场定位前提下，允许符合条件的优质中小企业首次公开发行并在北交所上市，推动创新链产业链资金链人才链深度融合。充分发挥新三板持续监管优势和规范培育功能，优化新三板挂牌公司申报北交所上市的辅导备案要求，优化连续挂牌满 12 个月的执行标准。探索建立新三板优质公司快捷升级至

北交所的制度安排。

三、稳步推进市场改革创新

(七) 扩大投资者队伍。加强精准服务, 提高对潜在投资者和已开户投资者的吸引力。研究论证结构性优化投资者适当性管理要求。引导公募基金扩大北交所市场投资, 支持相关公募基金产品注册和创新。允许除创业投资基金之外的私募股权基金通过二级市场增持其上市前已投资的企业在北交所发行的股票。加大力度引入社保基金、保险资金、年金等中长期资金。持续加强投资者教育和服务, 切实维护投资者权益。

(八) 持续丰富产品体系。高标准建设北交所政府债券市场, 支持北交所推进信用债市场建设。推出公开发行可转债。丰富北交所指数体系, 稳步扩大指数化投资。持续开展北交所交易型开放式指数基金 (ETF)、上市开放式基金 (LOF)、公募不动产投资信托基金 (REITs)、资产证券化等产品研究, 成熟一个、推出一个。

(九) 改进和完善交易机制。进一步研究特色交易机制, 促进市场保持合理流动性水平。扩大北交所做市商队伍, 允许符合条件的新三板做市商参与北交所做市业务。丰富做市商库存股来源。健全北交所做市商评价激励机制。推出盘后固定价格交易机制。推出转融通和做市借券制度, 扩大融资融券标的范围, 丰富市场对冲工具。进一步研究降低交易结算服务收费标准。启用北交所独立代码号段, 提高股票辨识度。

(十) 改革发行承销制度。改革发行底价制度, 促进提高市场化水平。优化新股发行战略配售安排, 放宽战投家数和持股比例限制。

(十一) 加强多层次市场互联互通。稳妥有序推进北交所上市公司转板。优化新三板分层标准, 取消进入创新层前置融资要求。开展新三板与区域性股权市场制度型对接, 落地公示审核制度。制定北交所撬动新三板发展的专项方案。促进新三板更好发挥孵化培育功能, 切实提升更早、更小、更新优质科技创新型企业的获得感。全面优化新三板市场监管基础制度, 完善挂牌、调层、上市、摘牌全生命周期监管流程, 形成协同一致、衔接有序、成本相适的制度安排, 促进企业可持续发展。

四、全面优化市场发展基础和环境

(十二) 更好发挥中介机构作用。研究明确资本市场普惠金融执行标准, 建立健全考核评价体系, 形成支持证券公司深度参与北交所建设的激励约束机制, 完善基金管理

公司分类评价体系。进一步压实各类中介机构责任，督促提高北交所全链条业务投入的能力和品质。

（十三）持续提升监管效能。坚持监管从严导向，推动公司牢固树立“敬畏上市”意识。发挥好交易所一线监管及自律管理职责，用足用好自律监管、行政监管、行政处罚、刑事追诉等工作措施。控股股东、实际控制人及相关方不得以任何方式侵占上市公司利益。坚决查处内幕交易、操纵市场、财务造假等违法违规行为，严肃追究相关各方责任，切实保护投资者合法权益。

（十四）完善市场风险监测预警和评估处置机制。把北交所纳入资本市场风险监测监控的重要范畴，加强跨行业、跨市场风险监管。大力推进科技监管，全面提升北交所市场智能化监管水平，提高风险预警能力。完善风险管理措施，建立健全突发事件快速反应和处置机制。

（十五）推进制度型对外开放。支持北交所不断拓展和深化国际交流，探索建立企业、投资者、产品等方面的对外合作。支持合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）等各类境外资金加大对北交所参与力度。

（十六）发挥好改革试验田作用。持续构建契合中小企业特点的基础制度体系，探索形成资本市场服务中小企业的中国模式。支持北交所发挥新设市场优势，在发行上市、交易机制、产品创新等方面积极探索，加快形成比较优势、特色品牌。结合公司制交易所特点，提升北交所治理能力现代化水平，大力完善数字化基础设施。支持地方发挥投资引领作用，设立面向北交所市场的创投、并购、投资等专项基金。

五、强化组织保障

（十七）加强组织领导。坚持党对北交所市场建设的全面领导。设立证监会推进资本市场服务创新型中小企业“主阵地”建设工作领导小组，统筹协调高质量建设北交所各项政策研究、制定、实施工作。交易所履行好主体责任，证监会系统各单位各部门主动担当作为，形成工作合力。在改革落地过程中，动态开展监测、评估，及时优化相关措施安排。

（十八）强化全链条监督制衡。将“开明、透明、廉明、严明”要求贯穿于高质量建设北交所全过程。持续健全“不敢腐、不能腐、不想腐”的制度机制，补齐各环节短

板弱项。加强全条线统筹协调，做好制度执行监控，不断强化全流程嵌入式监督和廉政风险防范机制。持续做好监管人员廉洁警示教育，形成巡视、纪检监察、审计等各类监督合力，增强监督整体效能，巩固严的氛围。

（十九）做好新闻舆论引导。主动加强沟通，及时回应市场关切，切实做好各项政策推出前后的新闻宣传和政策解读，增进改革认同和市场共识，为高质量建设北交所营造良好舆论氛围。

中国证监会

2023年8月31日

证监会指导证券交易所出台加强程序化交易监管系列举措

为落实《证券法》有关规定，推动程序化交易规范发展，证监会指导上海、深圳、北京证券交易所制定发布了《关于股票程序化交易报告工作有关事项的通知》《关于加强程序化交易管理有关事项的通知》（以下分别简称《报告通知》《管理通知》），这是证监会顺应市场呼声，深化关键领域制度创新的一项举措，标志着我国股票市场正式建立起程序化交易报告制度和相应的监管安排。

近年来，A股市场程序化交易规模持续上升，逐步成为国内证券市场投资者重要交易方式之一。从境内外经验看，程序化交易在提升交易效率、增强市场流动性等方面具有一定积极作用，但在特定市场环境下存在加大市场波动的风险，有必要因势利导促进其规范发展。证监会高度重视程序化交易监管工作，积极推动程序化交易纳入《证券法》规制范围并持续完善相关监管安排，先后指导上海、深圳证券交易所可在可转债市场建立了程序化交易报告有关机制，推动证券、基金业协会建立了重点机构数据报送、统计监测机制，健全了量化私募产品备案制度。《报告通知》主要明确了股票市场程序化交易报告的具体安排，包括报告的主体、方式和内容等，并对高频交易作出额外报告要求。据测算，目前全市场需要报告的存量账户数量占比很低，且其中大部分为机构投资者，各方有比较充分的准备时间，不会对投资者尤其是广大中小投资者的正常交易造成影响。

《管理通知》主要是加强程序化交易管理工作，与《报告通知》相互衔接、互为配套，共同组成程序化交易监管的基础性制度安排。一是明确证券公司程序化交易管理职责。要求证券公司加强自身及其客户程序化交易行为管理。二是规定证券交易所对包括可能影响证券交易价格、证券交易量或者交易所系统安全的异常交易行为等重点事项加强监测监控。三是明确证券交易所可对高频交易提出差异化管理要求，包括调整异常交易认定标准、增加报告内容等。

程序化交易报告制度和监管安排的发布，有助于摸清程序化交易底数，明确市场对程序化交易监管的预期，提升市场透明度和交易监管的精准度，对于传导合规交易理念，引导程序化交易规范发展具有重要意义，也将进一步促进证券市场稳定健康发展。下一步，证监会将指导证券交易所抓好程序化交易报告制度的落地实施，持续抓好相关监管安排等基础性制度建设，丰富完善程序化交易制度规则体系，完善证监会与各证券交易所、行业协会的监管协作安排，进一步压实证券交易所的一线监管职责以及证券公司的

客户管理职责，强化对高频交易的差异化监管安排。证监会将督促证券交易所确保市场各参与主体严格遵守程序化交易报告制度和监管安排，切实维护良性健康的市场秩序和生态，保护投资者合法权益。

证监会发布《行政处罚罚没款执行规则》

为进一步规范行政处罚罚没款执行工作，推动形成执行工作合力，提升执行工作效能，近日，证监会发布《行政处罚罚没款执行规则》（以下简称《执行规则》）。

前期，《执行规则》征求意见稿向社会公开征求意见后，各方广泛关注并提出了一些具体修改建议。证监会经认真研究，吸收采纳相关意见建议，并进行了修改完善。

《执行规则》共三十三条，根据执行工作各个环节制定具体规范：一是对案件调查审理阶段加强查找、发现当事人财产线索提出了明确要求。二是对不按时缴纳罚没款当事人进行催告督促、申请法院强制执行以及退库的工作流程等方面作出了明确规定。三是对《行政处罚法》“当事人确有经济困难，可以暂缓或者分期缴纳”的规定予以细化，从申请暂缓、分期缴纳的情形、申请材料内容、审查及批准程序等方面制定细则，增强可操作性。四是针对实践中问题突出、但法律规定不明确的“申请强制执行时限”问题进行专门研究，划分不同情形作出了具体规定。

《执行规则》着力于为证监会罚没款执行工作提供一套全环节、可遵循的工作流程。对法律规定不明确或者以往处于模糊地带的内容予以进一步明确，规范罚没款执行工作，积极便利当事人缴纳罚没款，同时并没有新增当事人义务。

下一步，证监会将持续加大行政处罚执行工作力度，用足用好法律授权，强化执行监督，进一步提升执行质效，维护执法权威，切实服务资本市场高质量发展。

证监会发布《期货市场持仓管理暂行规定》

为贯彻落实《中华人民共和国期货和衍生品法》，增强期货市场持仓管理的系统性和针对性，进一步提升监管透明度和增强监管效率，近日，证监会发布《期货市场持仓管理暂行规定》（以下简称《暂行规定》）。

前期，证监会就《暂行规定》向社会公开征求意见。各方对《暂行规定》的基本思路、整体框架和主要内容基本认可。经认真研究，证监会对其中部分意见予以吸收采纳。

《暂行规定》重点对持仓限额、套期保值、大户持仓报告、持仓合并等基础制度的内涵、制定或调整原则、适用情形、各参与主体义务等作出规定。一是明确持仓限额的制定或调整原则、设定方法，规范交易行为。二是对套期保值行为进行原则性规范，明确期货交易所的审批和管理义务。三是完善大户持仓报告制度，进一步充实报告内容，明确报告方义务。四是对持仓合并原则进行明确，同时对持仓合并豁免有关制度作出原则性安排。

下一步，证监会将指导期货交易所、行业机构认真落实《暂行规定》，不断完善期货市场制度体系，进一步规范期货市场持仓行为，促进期货市场稳健运行，更好服务实体经济高质量发展。

附件：【第 49 号公告】《期货市场持仓管理暂行规定》

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7423054/content.shtml>

证监会发布《证券公司核心交易系统技术指标》等 2 项 金融行业标准

近日，证监会发布《证券公司核心交易系统技术指标》《期货公司监管数据采集规范 第 1 部分：基本信息和经纪业务》2 项金融行业标准，自公布之日起施行。

《证券公司核心交易系统技术指标》金融行业标准规定了证券公司核心交易系统的技术指标，包括系统参考架构、技术指标架构，性能、可靠性、安全性、兼容性、可移植性、可维护性和功能性指标，同时，明确了相关的指标定义、度量函数和度量方法。标准的制定实施将指导证券公司进行核心交易系统的质量评估与测试，促进交易系统不断完善和发展。

《期货公司监管数据采集规范 第 1 部分：基本信息和经纪业务》金融行业标准规定了期货公司基本信息、经纪业务相关的监管数据采集范围和数据要素业务口径，标准的制定实施可有效指导期货公司准确理解监管数据填报内容，提升期货公司监管数据采集和应用的标准化程度，提高监管数据采集的时效性和准确性，促进数据的交互共享。

下一步，证监会将继续推进资本市场信息化建设，着力做好基础标准制定工作，促进行业技术管理、数据治理等领域标准研制，不断夯实科技监管基础。

附件：【第 48 号公告】《证券公司核心交易系统技术指标》等 2 项金融行业标准

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7424094/content.shtml>

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第四章

明星律师



肖瑶 律师

学历： 法律硕士

主要业务领域： 境外上市、私募股权与风险投资、跨境重组及并购

肖瑶律师毕业于中国政法大学，获得法学学士及法律硕士学位，以中文和英语作为工作语言，擅长境外上市、私募股权与风险投资、跨境重组及并购等法律业务，特别擅长处理与新经济行业相关的法律事务，曾为多家知名企业境外上市、并购、融资、红筹搭建重组项目提供法律服务；在红筹架构搭建及股东出境方面拥有一线操作经验。

【主要项目经验】

香港上市项目： 中旭未来 (9890. HK) 香港联交所主板上市项目；清科创业 (1945. HK) 香港联交所主板上市项目；指尖悦动 (FingerTango) (6860. HK) 香港联交所主板上市项目；51 信用卡 (51 Credit) (2051. HK) 香港联交所主板上市项目；诗悦集团香港联交所主板上市项目；某母婴产品设计、研发及零售企业拟纳斯达克上市项目；某出海机器人生产及销售企业拟境外上市项目；某运动及家电生产及销售企业拟香港上市项目；某目标欧美的沙滩服饰品牌（自建站及电商平台）拟纳斯达克上市项目；某建筑智能化企业美国纳斯达克上市项目。

并购及私募股权投融资项目： Jebesen 集团境内外收购 31 酒资产及股权项目；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；来也科技收购探智立方资产及重组项目；香港上市公司中软国际收购数据领域技术企业项目；代表日产汽车投资知名自动驾驶企业文远知行 C 轮融资（美元）、代表隐私数据科技企业翼方健数 BaseBit 完成 B+轮及 B++融资（美元）、代表青蓝资本投资纷享销客 F+轮项目（美元）、某 NFT 企业完成 Pre-A 轮融资项目（美元）、MT 基金投资 WIMO 酒业 Pre-A 轮项目、代表京东、靖亚资本投资店+A 轮融资（美元）等。



李彤 律师

学历：法律硕士

主要业务领域： 境内 IPO、上市公司重大资产重组、非公开发行、债券发行、央企及大型国企改制重组、上市公司常年法律顾问等。

李彤律师深谙境内 IPO 相关法律法规及操作流程，熟悉证券市场监管的各类实践问题，在工作中能够独立思考、综合分析，可以针对项目的具体情况提出比较有深度的想法和工作思路，具有较好的文书撰写能力，思路严谨，表述清晰，具备大项目团队作业分工合作经验和针对客户各成员单位法律服务需求的迅速反应能力。此外，李彤律师有着很好的团队合作协调能力，待人诚恳热情，尊重他人的想法，是团队工作的枢纽和重要的连接点，是一位优秀的青年律师。

【主要项目经验】

境内上市项目： 经办爱科赛博（688719）科创板 IPO 项目、北方长龙（301357）创业板 IPO 项目、中机寰宇认证检验股份有限公司创业板 IPO 项目（已取得注册批文）等项目。

上市公司增发、重组： 经办壹网壹创（300792）2020 年度向特定对象发行股票项目、华侨城 A（000069）向特定对象发行可转换公司债券等项目。

上市公司常年法律服务： 为北方长龙（301357）、爱科赛博（688719）、鼎汉技术（300011）、利亚德（300296）等上市公司提供常年法律顾问服务。

央企及大型国企改制重组： 经办央企中国机械科学研究总院集团有限公司下属中汽认证中心、中联认证中心、北京中汽寰宇机动车检验中心有限公司、机械科学研究院工程机械军用改装车试验场改制及重组等项目。



杨礼中 律师

学历：法学硕士

主要业务领域：杨律师自 2016 年参加工作以来，一直专注于证券与资本市场、私募投融资业务，曾为多家公司境内上市、再融资、新三板挂牌、私募投融资等提供法律服务，具有扎实的专业基础和丰富的项目经验。

【主要项目经验】

境内外上市项目：经办复洁环保（688335）A 股科创板上市项目，新化股份（603867）、松霖科技（603992）A 股主板上市项目，惠柏新材（301555）、小伦智造 A 股创业板上市项目，中进医疗（交易代码：ZJYL）纳斯达克上市项目。

上市公司再融资：经办新化股份（603867）公开发行可转债项目，华星创业（300025）、海锅股份（301063）定向增发股票项目。

新三板业务：经办五十弦（873237）新三板挂牌项目。

上市公司常年法律服务：为复洁环保（688335）、惠柏新材（301555）、新化股份（603867）等多家上市公司提供常年法律服务。

私募投融资业务：经办新核云 B+ 轮 1.5 亿元、C 轮 2 亿元融资，寰宇关爱 A 轮数千万元、B 轮 2000 万美元融资等项目；经办某基金投资连锁超市、连锁咖啡店，某集团公司投资金融资产交易中心、新能源汽车制造公司、电池回收公司等项目。

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

在中国资本市场的舞台上，作为最早从事证券业务资格的律师事务所之一，大成扮演着重要的角色。大成的资本市场业务覆盖了从上游的股权基金资本筹集，到中游的私人股权投资，以及下游的公司 IPO 及资本退出的整个资本市场价值链条。

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、新三板等法律服务业务领域的发展，并一直与中国证监会、上交所、深交所、香港证监会、香港联交所、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保持着广泛的联系。大成成功参与完成的境内外上市项目有 160 余件，对于中国企业境内外上市过程中遇到的纷繁复杂的问题，大成积累了独到的经验和解决方案。

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

王翊 陈沁 陈洁 李寿双 耿仁文
于绪刚 范兴成 杜庆春 张祥发 卢旺盛 石锦娟

编辑

赵汗青

联系我们

大成律师事务所

官方网站: 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

大成 Salans FMC SNR Denton McKenna Long

www.dentons.cn

Address: 16-21F, Tower B, ZT International Center, No. 10, Chaoyangmen Nandajie,
Chaoyang District, Beijing, China

Postcode: 100020

Tel: +8610 58137799

Fax: +8610 58137788