

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

大成资本市场法律通讯

2023年11月-12月 总第24期

目 录

CONTENTS

第一章 大成研究	4
陈峰等：VIE 企业回归境内资本市场相关法律问题研究	5
杨春宝等：浅析合伙型私募股权基金转为非基金运作的几个核心问题	28
马宏伟：强化中概股、红筹股跨境证券监管或成未来趋势	34
马宏伟等：证券合规——会计差错能否成为虚假记载免责事由的实证分析	44
杨春宝等：从一则判例浅谈合伙型私募基金普通合伙人除名问题	50
第二章 大成新闻	58
“新加坡资本市场‘新·机遇’线下分享活动”圆满举办	59
大成助力云投铁路成功发行 3 亿公司债	61
大成律师事务所联合 Dentons 香港办公室成功助力喜相逢集团在香港联交所主板成功上市	63
大成助力广西能源股份有限公司成功完成重大资产重组	67
大成律师主办的两起资本市场项目荣获 LegalOne Merits 优秀评级	68
大成律师助力广东爱得威建设（集团）股份有限公司成功于香港联交所复牌	70
大成荣获 2023 年交易所债券市场研究课题二等奖	71
大成助力中机认检成功登陆深交所创业板	74
大成助力太初元碁 Tecorigin 完成战略签约	76
大成助力国鸿氢能香港上市	78
大成助力丰茂股份创业板成功上市	79
首届私募投资基金法律前沿年终沙龙顺利举办	81
大成助力集海资源在香港联交所主板成功上市	83
第三章 新规速递	85
证监会、国家标准委联合发布《关于加强证券期货业标准化工作的指导意见》	86
证监会发布《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》	88
中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会	90
中国证监会 国务院国资委关于支持中央企业发行绿色债券的通知	92

证监会发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红（2023 年修订）》等规范性文件 95

证监会修订发布《上市公司股份回购规则》 97

证监会修订发布两项财务信息披露规则 98

第四章 明星律师 100

第五章 关于大成资本市场 105

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第一章 大成研究

陈峰等：VIE 企业回归境内资本市场相关法律问题研究

陈峰

大成上海 高级合伙人

chen.feng@dentons.cn

专业领域：公司与并购、争议解决、银行与金融、
不动产与建设工程



朱思凝

大成上海 律师

sining.zhu@dentons.cn

专业领域：公司与并购、争议解决、银行与金融、
不动产与建设工程



诸多企业集团的控股股东利用注册于 Cayman（开曼）、BVI 的离岸公司在境外搭建股权控制架构，此后又通过嵌套设计在境内外实体中建立控制链接，VIE 架构就是这类控制架构中的其中一种。包括奇虎 360、天涯社区、盛大网络在内的多家知名企业集团均搭建了 VIE 架构并作为其境外上市融资的途径。当然，也有些控股股东利用 VIE 架构的特殊属性，转移集团资产至境外，损害了公司其他投资人及债权人的利益，而这也将在 VIE 架构本身的风险与问题再一次置于大众的审视之中。

VIE 模式是指境内业务经营实体与境外上市主体，通过签订协议建立控制，进行财务合并，最终实现境外上市。随着境外资本市场近年来对 VIE 模式境外上市监管日趋严格，境外投资者对 VIE 模式下的中概股不再青睐，国内政策红利的不断释放等，不少 VIE 企业选择拆除 VIE 架构回归境内资本市场。本文将从 VIE 模式的发展，VIE 企业回归境内资本市场的背景及路径等方面探讨 VIE 企业回归境内资本市场的相关法律问题。

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。

关键词：VIE 模式及发展；VIE 拆除的原因；VIE 的拆除路径

一、VIE 模式的发展

（一）VIE 概念的起源

VIE 诞生于安然事件之后。在此之前，判断一家公司是否控制另一家公司的标准是其拥有多大程度的投票权。但在安然事件之后，大众倾向于认为，仅因持有投票权就将该公司的债务和亏损并入另一家公司是不合理的，并且，投票权的控制标准也使得其他亏损和债务被隐藏。

针对该漏洞，美国财务会计标准委员会创设了 VIE 这一会计术语，即在投票权判断标准上，将协议控制也作为判断是否可以实现实际控制的认定标准，而具有协议控制权的一方需要将特殊目的实体的财务情况并入其公司的财务报表。

（二）VIE 模式在我国的发展

在我国，VIE 模式融合了可变利益实体（Variable Interest Entity）和协议控制两个部分[1]，是一种境内实体公司实现境外间接上市的法律架构。

VIE 模式最早被应用于我国互联网行业。但我国互联网行业及其他关系国民经济命脉的行业存在较多禁止或限制外资进入的规定，这给该企业直接引入境外资本造成了障碍。而 VIE 模式以协议控制代替股权控制的架构安排使得规避国家法律政策监管成为可能。

VIE 模式帮助互联网企业实现境外上市的企业包括奇虎 360、天涯社区等均为通过搭建 VIE 架构规避了我国关于互联网外资禁入的规定，最终在境外成功上市。后，其他受到外资准入限制领域的企业也借助 VIE 模式实现了境外上市融资，如九城教育等。在此过程中，VIE 模式背后存在的风险逐步显露出来。

随着 VIE 架构风险事件的频发，国内外经济形势以及法律、监管环境的变化，VIE 企业开始考虑保留 VIE 架构维持境外上市的必要性。

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。

二、VIE 架构的拆除

（一）拆除 VIE 架构的原因

VIE 模式帮助处于外资准入行业的中国民营企业在境外间接上市，引入境外资金支持境内业务发展。但 VIE 架构本身协议控制所带来的稳定性较弱的问题，国内外监管机构的监管态度，以及境外融资环境的变化，均使得该等民营企业的创始人开始思考 VIE 架构存在的必要性，部分 VIE 企业已走上了拆除 VIE 架构回归境内资本市场的道路。

1. 控制协议的稳定性较弱

（1）协议控制项下的违约风险

VIE 模式下控制权实现的基础是一系列的控制协议，通过控制协议，使得境外上市实体可以有效控制境内业务经营实体的业务经营以及收益利润，同时，在财务层面上，VIE 合并报表规则帮助多重法律主体整合、衔接各自产生的收益与利润。

一般情况下，该等控制协议包括《借款协议》《股权质押协议》《独家技术支持和咨询服务协议》《独家购买权协议》《委托授权书》《配偶同意函》等。其中，《委托授权书》及《独家技术支持和咨询服务协议》是对控制权实现比较重要的两份文件。但即使这两份重要协议在境外上市主体与境内业务经营实体之间建立了一定的控制，其实际的控制力仍然非常不稳定。那是因为，在协议控制模式下，境外投资者只能依据合同债权要求合同相对方承担违约赔偿责任，并且该合同债权具有相对性，仅能约束合同相对方，对任何第三方无约束力，境外投资人所能真正获得的救济措施将非常有限，而相应的救济效果也远远达不到预期。[2]

在双威教育危机事件中，创始人所在的管理层与境外投资人自 2011 年开始争夺公司的控制权，后，投资人 Ned Sherwood 及其推荐的两名董事候选人入选董事会，但在此后的三个月内双威教育的董事长兼 CEO 陈子昂以与投资人 Ned Sherwood 所控制的董事会经营理念不合而辞任职务，但通过带走双威教育境内两家运营实体的工商执照、公章及财务账册，致使该两家公司无法正常开展经营业务；同时，陈子昂还从该两家主要盈利来源公司卷走 5.1 亿元的资金，并且在集团董事会不知情的情况下，将双威教育的核心资产——由该集团控股企业投资的三家国内民办学院中的两家学院的股权转让给了第三方，双威教育创始人陈子昂实现了将 VIE 主要资产转移的目的。

我们可以看到，境外投资人虽然投资了境外上市主体，但其实际并无法控制公司真正的核心资产——VIE 架构下的境内业务经营实体，故，境外投资人作为股东的权益并无法得到充分的保障，协议控制的不稳定性最终体现为境外上市主体与境内业务经营实体本质上并无法建立强有力的控制，一旦一方单方违约，其他各方均会付出巨大代价，而境外投资者们将最终承担该等巨额损失。

（2）控制协议被认定为无效的风险

控制协议存在违约风险的前提是协议本身合法有效。但是，控制协议本身就是专为处在外资准入限制领域的中国民营企业为规避法律法规引入境外资本而设计的，这种设计初衷就已经提高了协议无效的风险。[3]

上海国际经济贸易仲裁委员会（以下称“上海贸仲”）曾对涉及 VIE 模式下控制协议的有效性相关问题的案件作出过裁决。案件当事人为互联网游戏公司，同时该公司也是 VIE 模式下的境内业务运营实体，其向上海贸仲提起仲裁，以其与 WFOE 签署的《独家商务咨询服务协议》《独家技术咨询服务协议》违反互联网游戏业务相关的法律法规为由，请求确认该等控制协议无效。仲裁委经审理认为，VIE 模式下的控制协议旨在规避互联网游戏运营业务中关于外资禁入限制的规定，构成了对现行行政法规中强制性规定的违反，因此，仲裁委裁定 VIE 模式下相关控制协议存在“以合法形式掩盖非法目的”及“违反国家行政法规的强制性规定”的情况，并以此认定《独家商务咨询服务协议》《独家技术咨询服务协议》等 VIE 模式下的控制协议无效并作出相应裁决。[4]

VIE 模式构建的初衷即为规避监管，因此，VIE 模式下的一系列控制协议均可能存在因“违反法律、行政法规的强制性规定”而被认定无效的法律风险。而前述风险一旦触发，境外上市主体将无法再对境内业务经营实体施加控制权，VIE 模式建立的基础将会丧失。

2. 监管环境的不确定性

（1）境内监管环境

在《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》生效实施之前，监管层面一直未对境内企业间接境外上市的行为作出过明确的认可或否定。而 2023 年 3 月 31 日起实施的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（下称“《管理试行办法》”）及 5

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。

项配套监管规则适用指引（下称“《配套指引》”，与《管理暂行办法》合称“《管理暂行办法》及其适用指引”），开启了境内企业境外上市全口径备案监管的新时代。

《管理暂行办法》及其适用指引对境内企业间接境外发行上市向中国证监会备案进行了统一规定。针对发行人存在协议控制架构的，该等规定要求发行人重点说明的事项包括协议控制架构搭建的原因及具体安排，协议控制架构可能引发的控制权、相关主体违约、税务等风险以及风险应对措施安排；同时，境内律师应当对 VIE 架构的相关方面进行核查并出具法律意见书，包括境外投资者参与发行人经营管理情况；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；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等。最后，证监会也会征求有关主管部门意见，对满足合规要求的 VIE 架构企业境外上市予以备案。可见，VIE 架构企业境外上市申请能否获批也取决于有关主管部门的意见。

《管理暂行办法》及其适用指引的颁布标志着 VIE 模式境外上市已正式纳入备案监管范围。在一定程度上，针对满足合规要求的 VIE 模式企业的境外上市，监管机构通过给予备案的方式确认其合法的法律地位。但，该等合规要求是否后续会出现变化，监管机构认定 VIE 模式企业境外上市的备案口径、监管尺度是否会有所改变，均存在一定的不确定性。目前仅有车车科技等少数几家协议控制（VIE）架构企业在《管理暂行办法》及其适用指引实施后获得中国证监会的境外上市备案，可见，监管机构仍对该等备案事项持谨慎态度。

（2）境外监管环境

i. 香港的监管环境

中国民营企业采用 VIE 模式前往香港上市融资，一般是由香港联合交易所（以下简称“香港联交所”）对上市主体的 VIE 模式予以监管，相关监管规定包括上市决策 HKEX-LD43-3 以及相关的指引信。

一直以来，香港联交所对 VIE 模式的监管主要还是依据上市申请人按照要求披露相关信息，而对于中国企业适用“VIE 结构”上市融资，香港联交所采取“Narrowly Tailored”的原则，即除有必要，上市申请主体可以在上市融资中使用 VIE 架构，其余情况下，应尽可能的采用直接持有股权的方式搭建红筹架构，而香港联交所对于必要性的审查也愈

加严格。[5]香港联交所明确，上市申请人采用 VIE 模式必须要限于存在外资准入限制的业务并且要将与中国相关法律法规的冲突的可能风险降到最低。

除上述外，香港联交所也要求上市申请人在合约安排中需要具备相关的条款安排，如争议解决条款。香港联交所肯定了仲裁条款的效力，同时赋予了仲裁庭可依照 VIE 协议约定和中国法律裁决给予救济的权利[6]，除需确保对境内业务运营实体（OPCO 公司）业务管理的权利及取得其业务收入的权力，上市申请人还需确保合约安排中存在处理 OPCO 公司资产的权力，以保障清盘人后续可为发行人的股东或债权人取得 OPCO 公司的资产。[7]

ii. 美国的监管环境

此前，美国证券监管机构（SEC）或相关证券交易所对 VIE 模式的监管立场并不明确，仅在个案事件的处理中针对相关问题与风险，在自身职权范围内予以监管并采取相应的措施。但近年来，SEC 表示要加强审查采取 VIE 模式赴美上市的中国公司。

SEC 愈加严格的监管口径引发市场各界对中国民营企业采取 VIE 模式赴美上市前景的多种猜测，较为悲观的看法是将此视为美国证券监管机构将可能在不久的未来禁止中国企业通过 VIE 模式在美上市融资。当然，SEC 后续的声明中也予以澄清，该等监管措施并非要禁止中国企业通过 VIE 架构赴美上市，而是希望通过更加全面的信息披露以及更加严格的审查来确保境外投资者作出投资决策的前提是已经非常了解其投资的标的资产以及 VIE 架构对该等投资所带来的额外风险，包括相对于股权控制，协议控制的稳定性较差，控制力较弱，同时需要额外的成本来实现协议中的相关条款安排。

基于上述，无论是香港还是美国，针对 VIE 的监管环境均非十分友好，面对审查愈加严格的监管态度，后续监管机构是否会对现有 VIE 架构上市的企业本身施加额外的监管措施存在很大的不确定性。

3. 外部商业环境的变化

（1）境外资本市场无法有效满足红筹企业的融资需求

就通过 VIE 模式成功在海外上市的中国企业，其估值普遍被低估。境外投资者对企业经营状况的不了解，企业内部的诚信危机以及海外做空机构的攻击，均使得中概股的股价被严重低估。

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。

除中概股股价被低估外，也存在其他方面的原因导致中概股企业的融资成本上升，融资困难。如美国资本市场由于其上市公司会计改革与投资者保护法案实施等原因，在美国上市的中概股企业的维持费用较以往大幅提高，合规成本和风险也相应增加；以及境外资本市场本身活跃程度并不如中概股企业之前的期待，而市场流动性较低也导致了其融资功能较弱的情况等。[8]

因此，就需要境外上市融资以进一步支持境内业务经营发展的中概股企业来说，在境外资本市场无法获得更多融资机会的情况下，其便开始考虑回归境内资本市场以取得更高的估值，满足其融资需求。

（2）境内资本市场政策环境利于企业融资

2019年，上海证券交易所设立科创板并试点注册制，且在上市制度和交易制度上实现突破，尤其是放宽拟上市公司的盈利能力要求。

2020年1月1日起实施的《中华人民共和国外商投资法》及相应配套规则，为新形势下我国进一步扩大对外开放，积极有效利用外资提供更加强有力的制度保障。

2020年4月30日，中国证监会发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，为有意愿在境内主板、中小板、创业板和科创板上市的创新试点红筹企业提供路径，可通过发行股票或者存托凭证的方式在中国境内资本市场实现上市。

2020年6月12日，中国证监会发布了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》（以下称“《实施方案》”）。根据《实施方案》，深圳证券交易所明确，针对处于研发阶段的红筹企业和对落实国家创新驱动发展战略有重要意义的红筹企业，不适用“营业收入快速增长”的规定，这也为红筹企业拆除VIE架构回归境内资本市场提供了较为有利的市场环境和机会。

2022年1月1日起实施的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021年版）》（以下称“《外商投资准入负面清单》”）进一步缩减至31条，压减比例达6.1%。不可否认，自2017年以来，《外商投资准入负面清单》不断缩减外资准入特别管理措施。而这一切旨在加强中国对外开放力度，放宽外资准入限制，使得外资的利用更加灵活高效并最终服务于我国的现代化建设。

随着我国对外开放力度的不断加强，相关的法律政策为积极有效利用外资提供了强有力的制度保障，这也为红筹企业回归境内资本市场创造了良好的政策条件。

（3）红筹企业的战略发展需要

如前所述，境外投资者对部分中概股企业的业务经营前景并不了解与关注，这主要是因为中概股实际的业务经营实体位于中国境内，而业务市场在国内的情况下，境内投资者对公司品牌、公司发展前景、以及长期盈利能力将较境外投资者有着更加清晰、充分的了解。故，在公司估值方面，就能减少因不了解公司经营领域和业绩表现而降低公司估值的情况。而在国内上市也会同样提升公司的品牌，扩大公司的市场影响力，利于公司的进一步的融资以及企业的长期发展。[9]

此外，国内宏观经济整体向好，人民币基金的蓬勃发展也为红筹企业的回归提供了良好的经济环境和融资条件。

因此，对一些已经通过 VIE 架构在海外实现上市的企业或已搭好 VIE 架构但还未上市的企业，在考虑公司未来的发展方向时，其创始团队逐渐认识到，拆除 VIE 架构回归境内资本市场，或将会为公司未来的发展提供更加强有力的支撑。

三、VIE 架构拆除的路径及典型案例

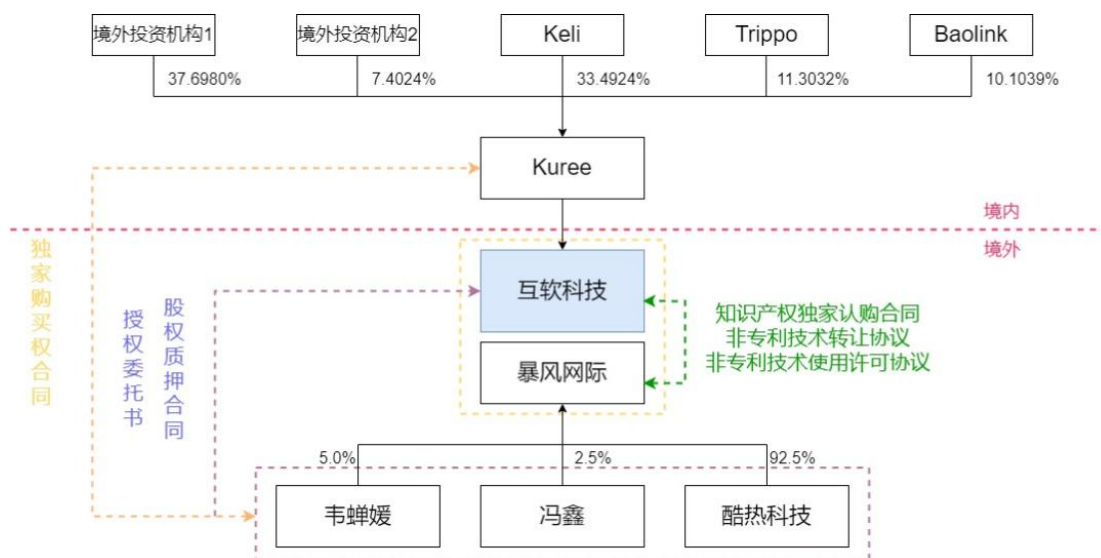
VIE 架构的拆除路径并不唯一，这主要取决于 VIE 架构的搭建方式。暴风科技、学大教育、FZ 传媒均为拆除（或部分拆除）VIE 架构后回归 A 股上市的典型案例，但各个案例的拆除方式均不相同，回归境内资本市场的方式也不尽相同。

（一）境外主体为非上市公司的 VIE 架构拆除——以“暴风科技”为例

1. 暴风科技的 VIE 架构

暴风科技[10]为暴风影音的运营商，暴风影音曾在一段时间内作为我国主要的视频播放器风靡一时。为便于境外融资，暴风科技在早期搭建了 VIE 架构，并成功引入了三轮境外资本，投资者包括两家知名的境外投资机构，两家机构出资共计约 1400 万美元。暴风科技搭建的 VIE 架构图示[11]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。



暴风科技 VIE 架构搭建后，考虑到公司的主要市场在境内，相较境外市场，国内的投资人对暴风科技的业务经营较为了解，投资意愿也较强。因此，暴风科技的创始团队及管理层经过研判比较后，由实际控制人冯鑫与 VIE 架构涉及的相关主体协商，并最终作出决策，拆除 VIE 架构，暴风科技回归境内资本市场。

2. 暴风科技的 VIE 架构拆除

虽然暴风科技搭建了完整的 VIE 架构，涉及各主体也签署了相应的控制协议，但该等控制协议实际并未在各主体间履行。[12]

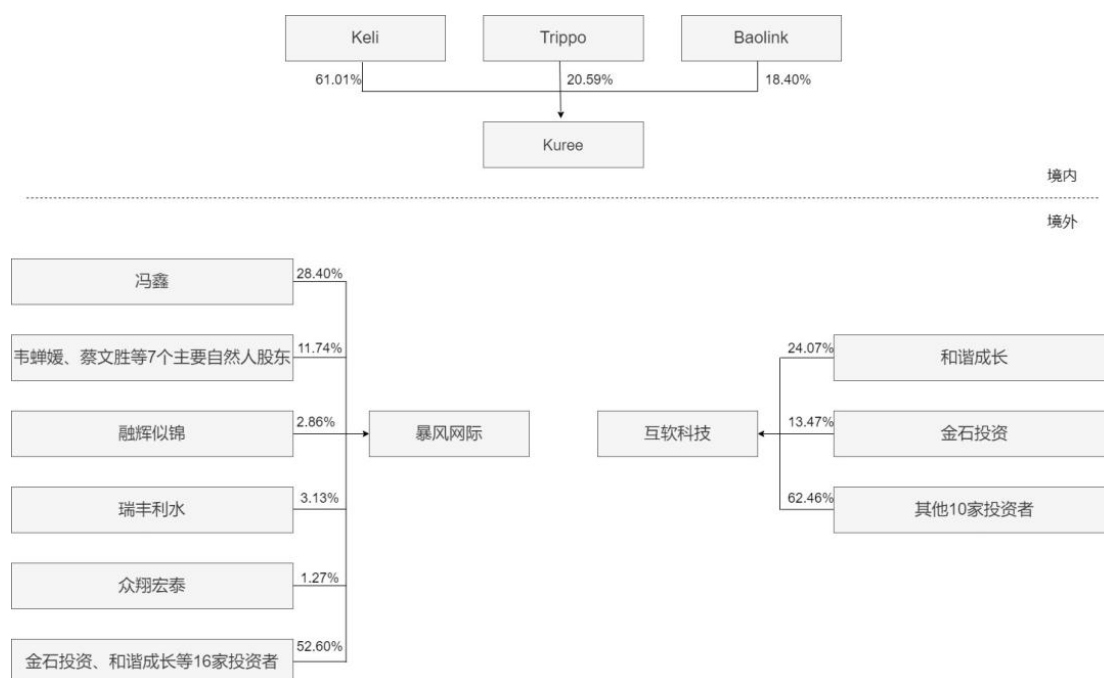
VIE 架构拆除主要分为终止现有的控制协议以及各主体间的重组。为终止 VIE 架构项下各主体间的控制协议，VIE 架构涉及的主要主体，包括 Kuree、互软科技、暴风网际及其股东酷热科技以及各自的股东分别签署了《终止协议书》，该协议书中明确约定了相关各方不具有追索及求偿权。与此同时，就后续重组事宜，相关各主体还签署了《重组协议》以及《重组协议之修改协议》《股份回购协议》等相关协议。[13]

《重组协议》签署后，VIE 架构各主体开始进行架构下涉及公司股权的整合和调整。首先，由北京和谐成长投资中心（以下称“和谐成长”）及青岛金石暴风投资咨询有限公司（以下称“金石投资”）出资人民币约 2.8 亿元受让 Kuree 持有的互软科技的股份，并由暴风网际受让 Kuree 持有的暴风影音的相关知识产权，旨在确保 VIE 架构拆除后，暴风网际可将该等知识产权直接用于业务经营。互软科技的股权由 Kuree 转让予前述两家人民币基金投资者获得北京海淀区商委批复后，公司性质由外资转为内资。在股权转

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。

让过程中，各方也就暴风科技 VIE 架构中涉及各主体间的债权债务进行了清理，并就暴风网际日后的股权架构达成了书面共识。股权转让完成后，互软科技不再具有外资成分，而 Kuree 也可以通过股权转让价款回购其境外投资者所持有的公司股权。

互软科技股权转让完成后，Kuree 启动对上述两家境外投资机构所持普通股和优先股的股权回购。Kuree 完成对该两家境外投资机构的股权回购后，该两方退出 Kuree，Kuree 各股东的持股比例变更为 Baolink（王宝珊个人控股公司）持股 18.4%，Trippo（员工持股平台）持股 20.59%，Keli（实际控制人冯鑫个人控股公司）持股 61.01%。至此，暴风科技实现了 VIE 架构境外部分的重组。后续，各主体按照重组协议的相关约定，对 Kuree、互软科技及暴风网际的股权架构重新进行了调整，各主体最终的股份构成情况如下：



最后，Kuree，互软科技、酷热科技、员工持股平台 Baolink、Keli、Trippo 等均被注销，VIE 架构彻底拆除。[14]

3. 暴风科技 VIE 架构解除模式评析

纵观暴风科技拆除整个 VIE 架构的过程，其资金来源主要是和谐成长和金石投资两大人民币基金，该两大人民币基金出资收购了 Kuree 所持有的境内 WFOE 互软科技的股权，而 Kuree 又利用该笔股权转让价款回购了境外投资者所持的 Kuree 的股权，使境外

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。

投资者与 VIE 架构下的境外融资主体脱钩，因此该等 VIE 拆除模式又被称为“人民币基金接盘”模式。[15]

在该种人民币基金接盘模式下，通过人民币基金作为境内投资者受让 WFOE 的股权，使得境外投资者顺利退出的同时，也剔除了 WFOE 的外资成分，使其成为内资企业，便于日后境内外特殊目的实体的注销。暴风科技整个 VIE 拆除过程均符合法律法规的要求，也未产生任何遗留债权债务或者争议纠纷，这为暴风科技顺利登陆 A 股创业板市场打下了坚实的基础。

（二）境外主体为上市公司的 VIE 架构拆除——以“学大教育”“FZ 传媒”为例

1. 学大教育的 VIE 拆分及回归路径

在外资准入限制较多的教育领域，许多中国民营企业为得到外国资本的支持，选择通过 VIE 架构境外间接上市融资，学大教育就是早期实践该路径并成功在美国纽交所上市的教育类企业之一。

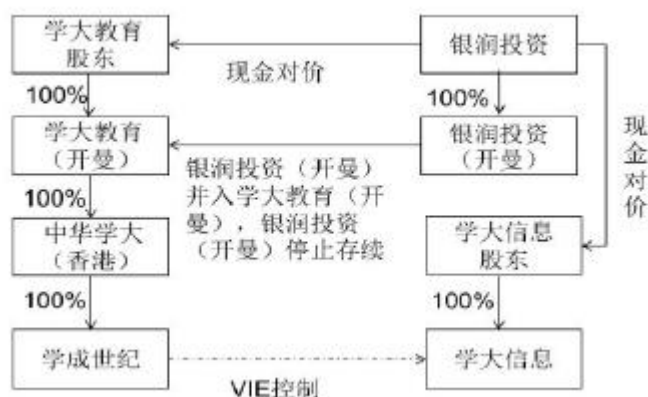
（1）学大教育的 VIE 架构

首先，学大教育的创始人团队在开曼设立离岸公司 Xueda Education Group（以下简称“学大教育”），并由学大教育在香港设立全资子公司中华学大有限公司（以下简称“中华学大”）。中华学大设立后，其在境内设立外商独资企业（WFOE，以下简称“学成世纪”），后，学成世纪通过控制协议与学大教育的境内业务运营实体北京学大信息技术有限公司（以下简称“学大信息”）及其股东建立协议控制关系，使得学大信息可以通过协议安排将产生的利润收益传输至境外，同时学成世纪也能对 VIE 资产学大信息施加控制。

（2）银润投资的要约收购

2015 年 4 月，深交所上市公司厦门银润投资股份有限公司（以下简称“银润投资”，股票代码 000526）向学大教育发出要约收购函，拟收购学大教育 100% 股份，以及学大教育的 VIE 资产学大信息 100% 的股权。2015 年 7 月，银润投资与学大教育达成《合并协议》，就银润投资收购学大教育、学大信息的相关事宜作出了相关约定。此后，双方启动学大教育的 VIE 架构拆除工作。

本次交易架构图示如下：



(3) 学大教育的 VIE 架构拆除

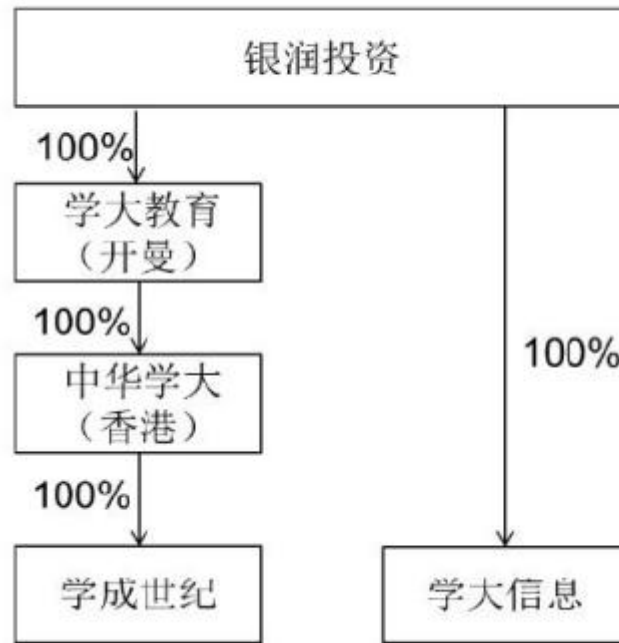
2015 年 7 月，银润投资与 VIE 相关境内外主体达成终止 VIE 架构的《终止协议》以及《股权转让协议》。股权转让完成后，银润投资成为学大信息的唯一股东。

2015 年 8 月，银润投资审议通过《关于公司非公开发行 A 股股票方案的议案》，以非公开发行股份的方式募集资金收购学大教育的股份。

2015 年 10 月，银润投资成立境外子公司 Xueda Acquisition，作为收购学大教育的主体。

2016 年 5 月，银润投资的大股东向银润投资出借人民币 23.5 亿元，用于收购学大教育。待收购完成且银润投资非公开募集资金完毕，银润投资以募集资金偿付该大股东出借资金。

2016 年 6 月，Xueda Acquisition 以现金方式对学大教育进行了吸收合并，学大教育成为银润投资的全资子公司，并在纽交所退市。银润投资对学大教育吸收合并后，各公司股权架构如下：



完成上述合并收购后，银润投资注销了学大教育以及中华学大，直接持有学成世纪及学大信息全部股权。

(4) 学大教育 VIE 架构解除模式评析

首先，学大教育通过由主板 A 股上市公司银润投资合并收购境外融资主体的方式，使学大教育从美国纽交所退市，并入上市公司的资产，实现了学大教育主体上从境外资本市场到境内资本市场的转板上市。

其次，为使上市公司能够真正掌控学大教育的核心资产与业务，银润投资对持有该等资产与业务的学大信息进行了单独收购。

最后，银润投资在通过非公开发行股份募集收购学大教育的资金的同时，也向其大股东借款作为过桥资金，以股东借款资金完成对学大教育股份的收购，再以非公开发行股份募得资金偿还股东借款。以此方式，学大教育在短时间内拆除了 VIE 架构并实现了回归境内 A 股上市的终极目标。

2. FZ 传媒的 VIE 拆分及回归路径

FZ 传媒的业务领域为广告媒体服务，属于较早一批通过 VIE 架构在美国纳斯达克成功上市融资的中国民营企业之一。但鉴于 FZ 传媒的主营业务主要是在境内开展，境外投资者对其长期盈利模式并不了解，导致其股价估值不如预期。因此，FZ 传媒考虑到公司的后续长期业务发展及融资需求，决定拆除 VIE 架构，回归主板 A 股市场。

(1) FZ 传媒的 VIE 架构

FZ 传媒的境外拟上市主体为 Focus Media Holding Limited（以下称“FMHL”）于 2003 年 4 月在英属维尔京群岛成立，后其变更注册地址至开曼群岛。FZ 传媒创始人通过其 100% 实控的 JJ media 持有 FMHL 39.70% 的股份。

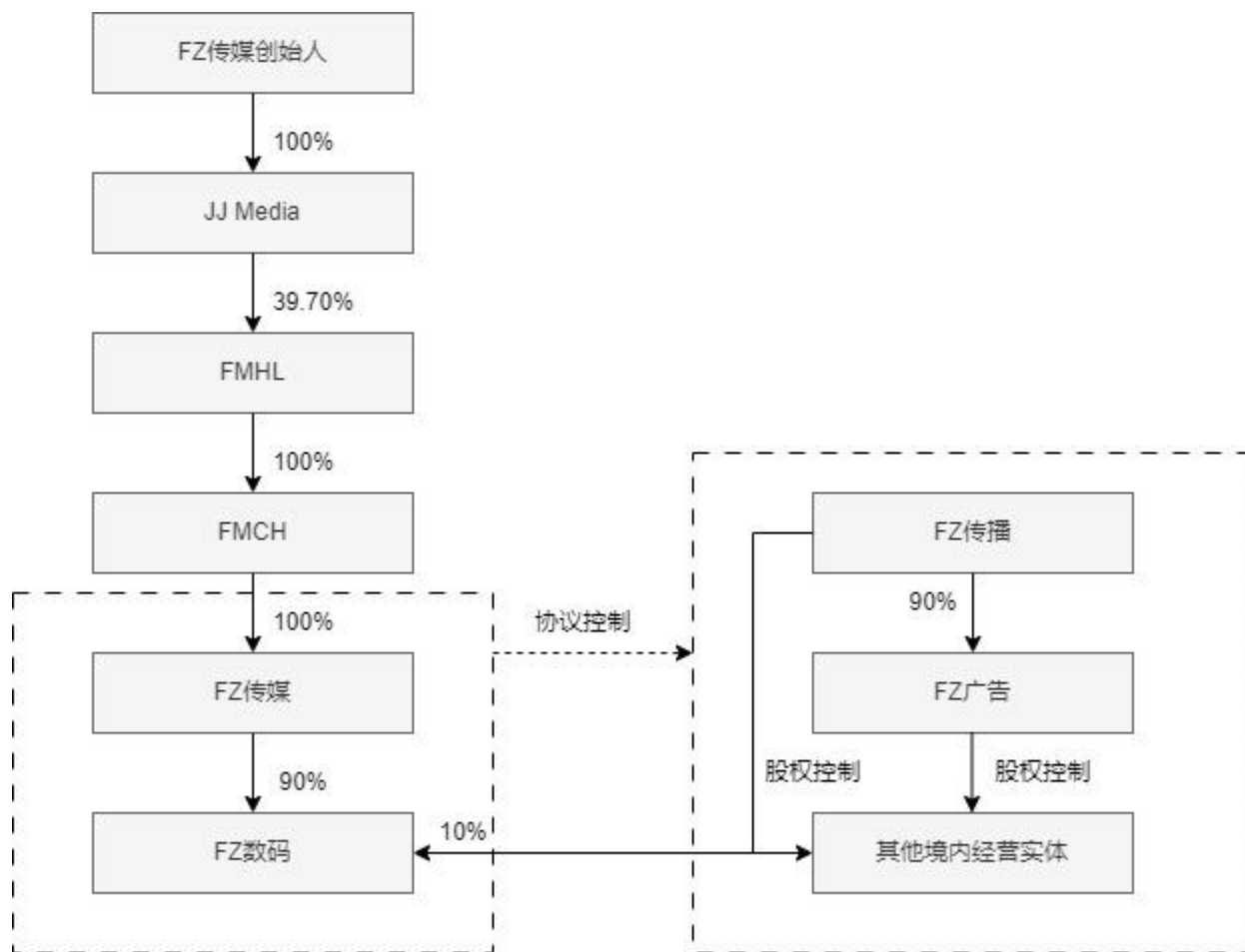
FMCH 为 FMHL 的全资子公司，成立于香港。后，FMCH 于境内设立外商投资公司 FZ 传媒（WFOE）；FZ 传媒创始人也在稍后于境内设立 FZ 数码，作为境内业务运营实体。

2005 年 2 月，FZ 传媒向 FZ 传媒创始人收购其持有的 FZ 数码 90% 的股权，收购完成后，FZ 数码成为 FZ 传媒的控股子公司。

在 VIE 架构搭建的过程中，FZ 传媒创始人还于境内设立了 FZ 传播；FZ 传播下设 FZ 广告，持有 FZ 广告 90% 的公司股权。FZ 广告下设其他业务经营实体，与 FZ 广告均存在股权控制。

后，创始人团队成员以及 FZ 传媒（WFOE）、境内业务经营实体 FZ 传播等签署 VIE 模式下一系列控制协议。通过该等控制协议，境外上市主体 FMHL 与 FZ 传播、FZ 广告等一系列境内业务经营实体之间建立了控制链条，FZ 传媒获得了可以在一定程度上决定 FZ 传播及 FZ 广告等境内业务经营实体日常经营活动、董事高管选聘的权利，从而可以认定境外上市主体 FMHL 可实际控制 FZ 传播、FZ 广告等境内业务经营实体，该两家公司的业绩可以并入 FMHL 的财务报表。

FZ 传媒搭建的 VIE 架构图示如下：



VIE 架构搭建完成后，FMHL 又多次调整了其股份架构，终于在 2005 年 6 月实现了其登陆美国纳斯达克的最终目标。[16]

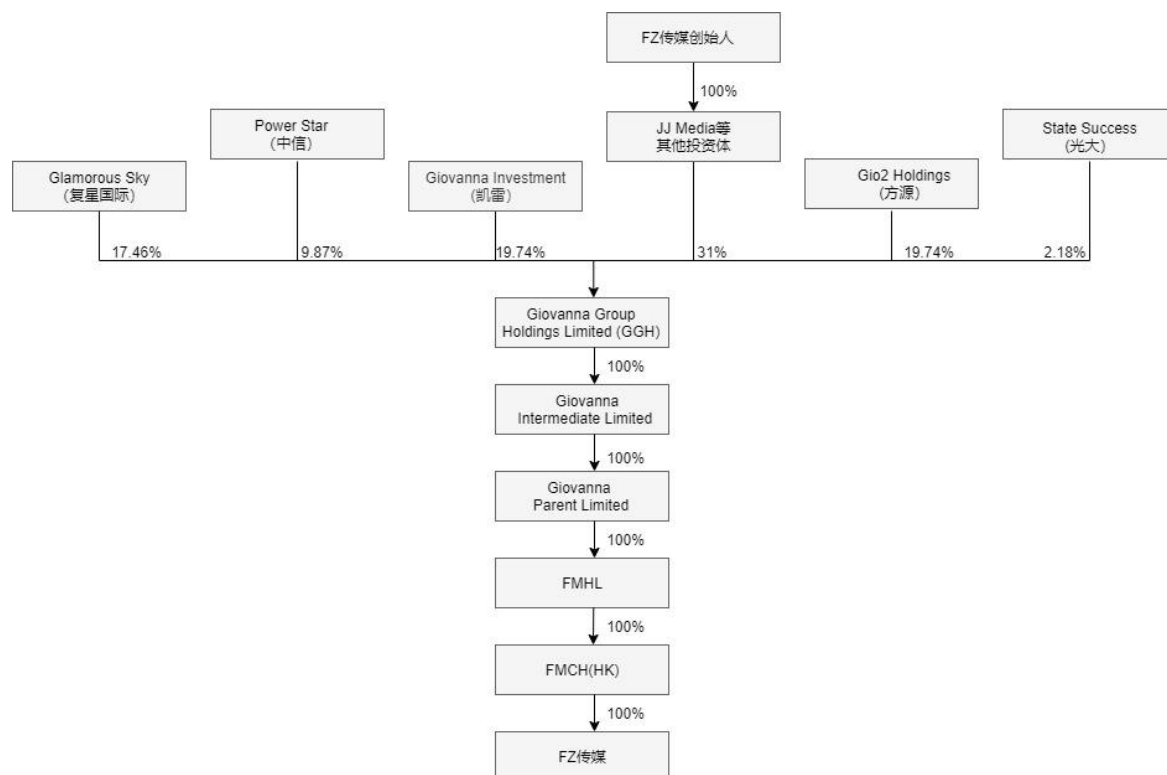
(2) FZ 传媒的 VIE 架构拆除

a. 私有化境外上市主体 FMHL

因 FMHL 为境外上市主体，若要拆除 VIE 架构，需要先将 FMHL 私有化退市。

首先，FZ 传媒创始人控制的私有化团队在开曼群岛设立了由多层 SPV 组成的收购架构，其最终的收购主体 Giovanna Acquisition Limited（以下称“GAL”）以融得资金约 27.06 亿美元收购了 FMHL 股东所持股份及期权，GAL 成为 FMHL 的唯一股东。

之后，GAL 对 FMHL 进行吸收合并，FMHL 留存，GAL 注销，FMHL 的私有化程序大致完成。[17]在后续进一步调整架构后，FMHL 私有化之后的架构如下：图片



b. 终止控制协议及拆除 VIE 架构

首先，FZ 传媒 VIE 架构各主体确认终止 VIE 架构下相关控制协议的履行，并正式签署《终止确认协议》。此后，FZ 传媒创始人将其持有的 FZ 传播的 85% 的公司股权转让予 FZ 数码，以使 FZ 数码直接控股 FZ 传播。

为实现 FZ 传媒借壳上市，且需要与境外实体的持股情况相同，2015 年 4 月，FMCH 将其持有的 FZ 传媒的 89% 的股权向 FMHL 股东设立的境外 9 家公司进行了转让。此后，为进一步调整股权架构，FZ 传媒的股东按照投后估值 450 亿元的标准将 FZ 传媒 29.78% 的股权向一些境内投资者进行了转让。

c. FZ 传媒借壳上市

FZ 传媒虽首先选择宏达新材作为壳资源，但因宏达新材自身合规风险，最终“卖壳”失败。后，FZ 传媒又迅速与七喜控股商讨资产重组，并最终达成重组方案，即七喜控股以其自身资产负债置换 FZ 传媒的股权，再以现金向 FZ 传媒股东支付估值差价。后，FZ 传媒的股东通过认购七喜控股增发的股票成为了七喜控股的股东，而七喜控股也实际拥有了 FZ 传媒的资产和业务。

FZ 传媒借壳七喜控股上市成功。

d. FZ 传媒 VIE 架构解除模式评析

首先，因 FZ 传媒的实控人为外籍人士，监管部门并未要求其终止通过境外 SPV 间接控股 FZ 传媒。而若 VIE 企业的实控人为中国籍人士的，则存在很大可能，监管部门会要求其将 VIE 架构中的公司控制权由境外转移至境内。

其次，FZ 传媒的 VIE 架构并未完全拆除，只是将控制协议全部终止。FZ 传媒作为广告传媒公司实际可由外资 100% 控股，并且 FZ 传媒也未持有 ICP 牌照，故，FZ 传媒保留部分 VIE 架构，存在外资成分并不影响其回归境内资本市场。

最后，FZ 传媒在与宏大新材终止合作后，迅速与七喜控股完成资产重组，可见其已事先做好替代计划。故，对于拟通过借壳上市回归境内资本市场的中概股企业来说，在壳资源的寻觅准备上应尽量制备多重计划，确保最终可以借壳成功。

（三）不同境外主体拆除 VIE 架构的比较

从暴风科技、学大教育以及 FZ 传媒三个典型案例来看，VIE 架构的不同拆除路径主要取决于 VIE 架构下境外主体是否为上市公司，VIE 架构拆除的资金来源渠道，VIE 企业的实控人是否具有中国籍，监管机构是否对完全拆除 VIE 架构有强制要求，VIE 企业所从事的业务是否存在外资准入限制等多重因素。

区分境外上市融资主体是否为上市公司，暴风科技虽然搭建了 VIE 架构，但境外融资主体还未上市，而学大教育和 FZ 传媒的境外融资主体已经在美国证券交易所上市。针对境外主体为上市公司的 VIE 架构拆除，一般情况下需要先将境外上市主体私有化，从交易所退市后再通过重组或其他方式回归境内资本市场。而对于 VIE 架构下境外上市公司的私有化流程，一般情况下会涉及私有化协议的签署，私有化报国家发改委核准、完成私有化交易等步骤。在前述流程中，若私有化方案未获得公司董事会、股东会或美国证监会的同意或核准，则私有化交易最终将无法完成。

就 VIE 企业回归境内资本市场的方式，暴风科技选择直接回归 A 股上市，学大教育采用被上市公司银润投资并购的模式登陆主板市场、FZ 传媒则是借壳七喜控股完成境内上市，前述方式为红筹企业回归境内资本市场的主流方式，各红筹企业均是基于企业

长远发展以及回归时的监管口径、市场资源等选择了最适合企业自身的回归境内资本市场的方式。

四、VIE 架构拆除涉及的主要外汇及税务问题

（一）外汇相关问题

首先，境外上市主体私有化交易金额庞大，将产生大额资金的跨境流动。在实务中，由于交易金额过于巨大，外汇管理局将会对相关主体的换汇出境申请严格审核，进而导致整体交易流程迟缓，甚至可能影响资金的最终到位。[18]

其次，在自有现金不足的情况下，部分企业选择通过内保外贷等多种方式筹措资金，这其中也隐藏合规风险。VIE 架构下境内实体的股东作为担保人通过内保外贷的方式为境外上市公司私有化退市提供资金渠道，虽未直接违反外汇管理相关规定，但鉴于该业务是由总行指派其分支机构具体办理该业务，不可避免将以总行信用作为隐形担保，实际隐藏一定的合规风险。

最后，境内居民向特殊目的公司出资进行返程投资前，应办理《国家外汇管理局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》（以下简称“37 号文”）规定的外汇登记手续。若后续境内居民不再持有已登记的特殊目的公司权益，应办理变更或注销登记手续。[19]因此，开曼或维尔京公司层面的中国自然人股东在资金出境前均应办理 37 号文登记，在 VIE 架构拆除时，亦应办理 37 号文的注销登记。若在返程投资前该等自然人股东未办理 37 号文登记，则应先补办登记，再办理注销登记。企业在 VIE 架构拆除回归境内资本市场时，其未办理登记或未补办登记的行为将会成为其历史沿革方面的法律瑕疵，可能会对其境内上市审批造成一定影响。[20]

（二）税务相关问题

VIE 架构拆除涉及境外上市主体的私有化以及境内业务经营实体的资产重组，将会造成各主体股权架构的变化，以致涉及股东及公司面临相关税款的缴纳义务。[21]

首先，就境外股权转让行为，由于 VIE 架构下的核心资产为境内的业务经营公司，故，存在被中国税务机关认定为转让中国境内应税财产的可能。而根据《国家税务总局

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。

关于非居民企业间接转让财产企业所得税若干问题的公告》，若中国税务机关认定该等转让不具有合理商业目的，则需要就境内应税资产的转让按照规定缴纳所得税。

其次，若境内业务经营实体的资产重组行为不符合特殊性重组的条件，则其无法享受递延优惠，短期内的税收负担将会加重。

最后，WFOE 与境内业务经营实体解除 VIE 协议控制，境内业务经营实体的股东将股权转让给上市公司时，股东需要就股权转让缴纳个人所得税。根据《国家税务总局关于纳税人收回转让的股权征收个人所得税问题的批复》，转让行为结束后，当事人双方签订并执行解除原股权转让合同、退回股权的协议，是另一次股权转让行为，对前次转让行为征收的个人所得税款不予退回。[22]因此，若后续境内业务经营实体与上市公司的并购行为最终并未完成，境内业务经营实体的股东将很难要求税务机关返还其已缴纳的个人所得税。[23]

五、结语

一直以来，监管机构对 VIE 模式的合法性一直未给予明确的认可或否认。除其本身的缺陷外，随着境外监管机构对 VIE 模式境外上市融资的审核趋严，中概股企业估值的普遍低估，国内政策红利的不断释放等，不少红筹企业如暴风科技、学大教育、FZ 传媒等拆除（或部分拆除）了 VIE 架构并回归境内资本市场。相信日后越来越多的红筹企业会以该等典型案例作为参考，充分考虑保留 VIE 架构的必要性，作出是否拆除 VIE 架构回归境内资本市场的决定。

● 参考文献：

1. 刘燕：《企业境外间接上市的监管困境及其突破路径——以协议控制模式为分析对象》，载《法商研究》，2012 年第 5 期。
2. 刘燕：《在“默认合法”中爆发的法律。风险——协议控制—VIE 模式下风险事件及案例评述》，载《证券法苑十周年精粹（上）》。

3. 郭一璟：《从“支付宝事件”析 VIE 模式的法律风险与监管对策》，载《河南司法警官职业学院学报》，2014 年第 2 期。
4. 吕颖菲：《VIE（可变利益实体）拆解风潮的动因分析——以教育培训行业为例》，载《当代经济》，2016 年第 20 期。
5. 赵君、叶军莉、欧阳翔宇及崔健：《红筹回归之途：回归模式及相关法律问题的探讨》，载《君和法评》，2020 年 5 月 21 日。
6. 刘伟成：《暴风影音 VIE 红筹回归之路详解》，载《中国外汇》，2015 年第 6 期。
7. 刘佳伟：《美国中概股公司私有化的路径分析——以“FZ 传媒”私有化为例》，载《广西财经学院学报》，2013 年第 3 期。
8. 陆尘：《VIE 协议法律效力分析》，载《金融法苑》，2013 总第 87 辑。
9. 蒋帆：《VIE 架构企业的出路分析》，华东政法大学硕士学位，2016 年 5 月。
10. 张金华：《VIE 回归境内资本市场法律问题》，西南政法大学硕士学位论文，2016 年。
11. 宋若子：《VIE 架构拆除相关法律问题研究》，华东政法大学硕士学位论文，2017 年。
12. 崔笑：《VIE 企业回归境内资本市场相关法律问题研究》，吉林大学硕士学位论文，2016 年。
13. 彭济松：《VIE 企业回归路径的法律问题研究》，西南政法大学硕士学位论文，2017 年。
14. 刘露欣：《VIE 结构下控制协议的法律分析》，首都经济贸易大学硕士学位论文，2016 年。
15. 袁小歆：《VIE 架构企业回归境内资本市场的原因、问题及对策研究》，对外经济贸易大学硕士学位论文，2018 年。

16. 杨跃：《红筹企业借壳回归的法律问题研究》，西南政法大学法律硕士学位论文，2017年。

17. 陶紫薇：《VIE模式的法律问题研究》，华东政法大学硕士学位论文，2014年。

18. 蒋雅冬：《VIE模式法律风险控制研究》，西南政法大学硕士学位论文，2016年。

19. 吕蓉：《VIE架构的法律规制》，华中师范大学硕士学位论文，2020年。

20. 大成律师事务所刘婧、罗思琪：《中概股境外上市何去何从（上）-美国 SEC 声明解读及中概股监管框架》（<https://www.163.com/dy/article/GGLGB4BN0538RSZB.html>）。

● 注释：

[1] 刘燕：《企业境外间接上市的监管困境及其突破路径——以协议控制模式为分析对象》，载《法商研究》2012年第5期。

[2] 张金华：《VIE回归境内资本市场法律问题》，西南政法大学硕士学位论文，2016年。

[3] 陆尘：《VIE协议法律效力分析》，载《金融法苑》，2013总第87辑。

[4] 刘露欣：《VIE结构下控制协议的法律分析》，首都经济贸易大学硕士学位论文，2016年。

[5] 刘婧、罗思琪：《中概股境外上市何去何从（上）-美国 SEC 声明解读及中概股监管框架》（<https://www.163.com/dy/article/GGLGB4BN0538RSZB.html>）。

[6] 上市决策 HKEX-LD43-3 第 18 条 C 款 (ii) 项规定。

[7] 上市决策 HKEX-LD43-3 第 18 条 B 款 (iii) 项规定。

[8] 赵君、叶军莉、欧阳翔宇及崔健：《红筹回归之途：回归模式及相关法律问题的探讨》，载《君和法评》，2020年5月21日。

[9]蒋帆：《VIE 架构企业的出路分析》，华东政法大学硕士学位论文，2016 年 5 月。

[10]北京暴风科技股份有限公司为暴风集团股份有限公司在 2011 年 12 月-2016 年 5 月的曾用名，在 2011 年 12 月之前，暴风科技的曾用名为北京暴风网际科技有限公司。鉴于本文所述 VIE 架构拆除是在暴风科技更名暴风集团之前，因此，本文将以暴风科技作为其简称。

[11]北京市环球律师事务所《关于北京暴风科技股份有限公司首次公开发行人民币普通股（A 股）股票并在创业板上市的律师工作报告》，第 142 页。

[12]北京暴风科技股份有限公司：《首次公开发行股票并在创业板上市招股说明书》，第 81 页。

[13]宋若子：《VIE 架构拆除相关法律问题研究》，华东政法大学硕士学位论文，2017 年。

[14]北京市环球律师事务所：《关于北京暴风科技股份有限公司首次公开发行人民币普通股（A 股）股票并在创业板上市的律师工作报告》，第 158 页。

[15]宋若子：《VIE 架构拆除相关法律问题研究》，华东政法大学硕士学位论文，2017 年。

[16]刘佳伟：《美国中概股公司私有化的路径分析—以“FZ 传媒”私有化为例》，载《广西财经学院学报》，2013 年第 3 期。

[17]彭济松：《VIE 企业回归路径的法律问题研究》，西南政法大学硕士学位论文，2017 年。

[18]何林远：《〈外国投资法（草案）〉框架下 VIE 企业路径选择的研究》，北京外国语大学，2018 年。

[19]《国家外汇管理局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》（汇发〔2014〕37 号）。

[20]吴静文：《拆除 VIE 协议控制架构的法律问题研究》，华东政法大学硕士学位论文，2017 年。

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。

[21]温佩：《VIE 架构企业的税收风险研究》，西南财经大学硕士学位论文，2020年。

[22]根据《国家税务总局关于纳税人收回转让的股权征收个人所得税问题的批复》（国税函【2005】130号文）一、根据《中华人民共和国个人所得税法》（以下简称个人所得税法）及其实施条例和《中华人民共和国税收征收管理法》（以下简称征管法）的有关规定，股权转让合同履行完毕、股权已作变更登记，且所得已经实现的，转让人取得的股权转让收入应当依法缴纳个人所得税。转让行为结束后，当事人双方签订并执行解除原股权转让合同、退回股权的协议，是另一次股权转让行为，对前次转让行为征收的个人所得税款不予退回。

[23]温佩：《VIE 架构企业的税收风险研究》，西南财经大学硕士学位论文，2020年。

杨春宝等：浅析合伙型私募股权基金转为非基金运作的几个核心问题

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



李嘉欣

大成上海 律师助理

li.jiaxin@dentons.cn



中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）于 2023 年 9 月底发布了《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“2 号指引”），其中对公司型和合伙型私募股权基金转为“非基金”（即主动注销）后继续运作的相关事宜进行了特别规定。[1] 本文拟就合伙型私募股权基金（以下简称“股权基金”）转为非基金（以下简称“转非基”）的几个核心问题进行分析，以期对拟进行相关操作的私募基金管理人和/或投资者提供有益参考。

一、股权基金在哪些情况下适合转非基？

1. 基金管理人（以下简称“管理人”）和基金投资者（以下简称“投资者”）之间存在严重矛盾，基金陷入“僵局”

在股权基金在中基协备案完成后的任何时间，管理人和投资者之间存在不可调和的矛盾，但并不存在根据适用法律法规以及中基协的自律规则的规定，或《合伙协议》（管理人系基金的执行事务合伙人）/《委托管理协议》（管理人并非基金的执行事务合伙人）的约定可将管理人除名的情形。

2. 股权基金无法及时退出

在股权基金退出期内，股权基金无法及时从被投资项目退出且投资者拒绝延期。近几年来，由于全球政治经济环境并不理想，叠加三年严厉的新冠疫情封控，导致整个私募股权投资领域陷入“退出困境”，不少投资项目在股权基金退出期届满时无法如期退出，而投资者又出于种种考量（例如：不愿再支付基金管理费、对管理人的管理水平不满等）不愿接受基金延期。

3. 管理人被注销且无法及时委托新管理人

根据《私募投资基金监督管理条例》的规定，登记备案机构注销管理人登记前，应当通知管理人清算基金财产或者依法将基金管理职责转移给其他经登记的私募基金管理人。亦即，管理人在注销时需对已备案的基金采取清算或者寻找“接盘侠”的处置方式。在商业实践中，存在大量管理人因失联或不符合中基协要求的管理人资质而被中基协强制注销的情形，在此情况下，往往在短期内很难找到合适的新管理人来接盘。而 2

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。

号指引对于“转非基”的规定，使得股权基金还可以转为非基金形式继续存续和运作，在投资者面临所投资基金的管理人被注销且无法及时找到新管理人时多了一个选择。

4. 存量的“通道型”基金[2]

目前已备案的基金中可能还存在部分尚未整改的“通道型”基金。中基协表示，如果该部分存量的通道型基金涉及重大变更，中基协可能会要求其根据中基协的反馈意见进行整改。故而，我们理解，对于存量的“通道型”股权基金而言，进行“转非基”操作可能是最佳选择：一来可以正大光明地去“通道”（即与管理人解除委托管理关系），二来还可以继续以非基金合伙企业的形式继续存续和运作。

上述四种情形只是我们认为较为典型的适合转非基的情形，并未穷尽商业实践中的所有转非基情形。我们认为，所有转非基操作均应满足一个大前提，即：投资者已找到一个有能力代替管理人继续运营转非基后的合伙企业且不持有管理人“牌照”的主体。

二、转非基之前需满足的基本条件

根据 2 号指引，办理转非基之前，已备案股权基金的投资者和管理人应签订转非基协议，至少明确以下事项：

- (1) 投资者和管理人协商一致解除委托管理关系；
- (2) 如果管理人是股权基金执行事务合伙人，则不再担任转非基后的合伙企业的合伙人，即退伙；
- (3) 投资者和管理人就基金清算事宜达成一致，并约定具体可行的操作路径；
- (4) 转非基后的合伙企业向企业登记机关办理名称和经营范围变更登记，不再保留“基金”或其他误导性字样；
- (5) 管理人自转非基后的合伙企业变更登记之日起 10 个工作日内，向中基协提请办理基金注销。

三、转非基的基本操作——以股权基金为例

1. 管理人系股权基金的普通合伙人

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) 管理人与其他合伙人共同签订《退伙协议》或者经其他合伙人一致同意（除非合伙协议另有约定）与合伙人内部或外部受让方签订《转让合伙份额协议》，并约定管理费、业绩报酬（即 CARRY）、基金费用的结算事宜；

(2) 投资者重新签订《有限合伙协议》：选定新普通合伙人/执行事务合伙人，约定执行事务合伙人报酬、合伙企业费用、投资决策（针对存量项目和新增项目）、利润分配等事宜；如果新普通合伙人系新入伙合伙人，通常还需签订《入伙协议》。

2. 管理人非股权基金的普通合伙人

(1) 管理人与股权基金签订关于解除《委托管理协议》的协议，并约定管理费、业绩报酬（即 CARRY）、基金费用的结算事宜；

(2) 股权基金的合伙人根据实际情况签订修订的《有限合伙协议》或者《补充协议》，视需要约定或者变更执行事务合伙人报酬、合伙企业费用、投资决策（针对存量项目和新增项目）、利润分配等事宜。

四、转非基需提交的材料

根据随 2 号指引发布的备案材料清单，并结合我们电话咨询中基协的结果，转非基之前需进行基金清算，需提交的材料包括基金清算材料以及基金身份注销材料。其中，清算完成应当符合《私募投资基金登记备案办法》第五十七条[3]和 2 号指引第二十八条[4]的规定，应上传的材料包括加盖管理人公章的基金清算承诺函和历次基金清算报告，清算报告应当包含基金财产分配情况并具有管理人、托管人或者投资者签章。此外，应提交的基金身份注销的材料包括变更后的营业执照或者国家企业信用信息公示系统截图等证明材料。

五、转非基之后的禁止性行为

根据 2 号指引的规定，作为非基金形式存续的合伙企业不得再以基金形式继续运作，合伙企业的名称和经营范围中不得保留“基金”或其他误导性字样，管理人不得担任合伙企业的合伙人，合伙企业不得再次委托管理人管理和提请私募基金备案。

六、有待明确的问题

首先, 2 号指引并未明确转非基适用的具体时点, 即: 仅适用于股权基金的退出期? 还是适用于股权基金的整个生命周期? 其次, 2 号指引亦未明确规定转非基之前是否需对股权基金进行清算。对于这两个关键问题, 我们致电中基协进行了咨询, 中基协并未限定股权基金转非基的可操作时点, 换言之, 股权基金可在其在中基协备案完成后的剩余生命周期中的任何时点转为非基金合伙企业。不过, 完成基金清算系股权基金转非基的前提。中基协在电话中同时表示, 中基协的相关系统中目前并未设置独立的基金身份注销(即转非基)模块, 基金注销需在基金清算模块中办理。在基金尚未完成清算之前, 无法进行转非基操作。

结语

诚然, 2 号指引的“转非基”新规, 能够在某些情况下或在一定程度上解决股权基金的“退出”问题, 对于股权基金的投资者而言无疑是一项利好政策。不过, 鉴于“转非基”操作需股权基金的管理人和投资者一致同意, 要做到这一点可能并不容易, 尤其是在股权基金陷入“僵局”时。因此, 我们期待中基协在后续能够尽快出台针对“转非基”的操作细则, 以便有意进行该操作的股权基金的管理人和投资者们据此“和平分手”。

● 注解:

[1] 2 号指引第三十条规定, 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。

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。

[2] 本文“通道型基金”系指已登记备案的合伙型股权基金管理人将其对基金的募投管退等主要职责委托或者交由未在基金业协会登记或者不符合担任基金管理人要求

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。

的其他主体行使，而已登记的管理人并不实际履行管理人职责的基金运作模式。由于该模式实际上为其他不适格主体提供了规避投资范围、杠杆约束、投资者门槛等监管要求的通道服务，故而称为“通道型基金”。

[3] 《私募投资基金登记备案办法》第五十七条 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。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、清算公告等信息。

私募基金在开始清算后不得再进行募集，不得再以基金的名义和方式进行投资。

[4] 《私募投资基金备案指引第 2 号——私募股权、创业投资基金》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：

- （一）存续期届满且不展期的；
- （二）发生基金合同约定应当终止的情形的；
- （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；
- （四）法律、行政法规、中国证监会和协会规定的其他情形。

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。

马宏伟：强化中概股、红筹股跨境证券监管或成未来趋势

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



2023年7月17日晚，中国 HD 发布业绩公告，称公司截至 2022 年 12 月 31 日负债总额 24374.1 亿元，资金问题导致境内多处项目停摆，涉及 600 万业主的“烂尾楼”无人处理。早在 2021 年 HD 集团资金危机已初现端倪，较为典型的的就是 2021 年 8 月 HD 金融爆雷 400 亿金融产品无法正常兑付。

对于中概股、红筹股而言，通常其业务核心市场位于境内，牵连大量供应链条与经营实体，因此当境外上市主体爆发严重问题时，境内经营实体一般已经危在旦夕，境内市场同步也会受到影响。除 HD 外，2020 年 RX 财务造假事件亦发生了类似情况，国内融资机构包括 GD 金融、XZ 信托等均因涉及 RX 相关项目而受到波及，而一些 A 股上市公司因与 RX 为供应链关系亦受到一定影响。

为了补齐境外发行上市监管的短板，2023 年 2 月 17 日，中国证监会正式公布《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》（以下简称“《管理试行办法》”）和 5 项配套监管指引（以下合称“境外发行上市新规”），并于 2023 年 3 月 31 日起实施。借此次新规发布，笔者拟与读者共同探讨，中概股、红筹股境内监管合规要点，并从案例出发提出建议，以供参酌。

一、新规背景下的境内监管概览

就目前境内监管态势来看，主要可分为两个方面：一方面监管机构从一般法律法规

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。

角度控制境内实体经营合规性，包括财税、环保、生产、经营等；另一方面监管机构通过境外发行上市新规、信息跨境相关规定及外汇管制相关规定等划清企业信息、资金跨境过程中的监管红线及法律责任。

（一）境内企业境外上市监管范畴

根据《管理暂行办法》第二条规定，中国证监会同步将境内企业直接境外发行上市和间接境外发行上市均纳入监管范畴。

境内企业直接境外发行上市，指在境内登记设立的股份有限公司境外发行上市。境内企业间接境外发行上市，指主要经营活动在境内的企业，以在境外注册企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益在境外发行上市，大小红筹、VIE 架构均属于间接境外发行上市。

其中，《管理暂行办法》第十五条规定，同时具备下列两个条件的，视为“境内企业间接境外发行上市”：

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于境内。

除上述标准外，该规定还提出“境内企业间接境外发行上市的认定，遵循实质重于形式的原则”。由此可见，中国证监会通过定义+兜底的方式将原本在监管视野之外的间接境外上市企业全部纳入监管范围。也就是说，即使不符合上述量化情形，如发行人在境外市场提交发行上市申请、披露的信息、风险因素主要和境内企业相关的，亦属于监管范畴。

（二）境内企业境外上市监管重点

如前所述，境内企业境外上市的监管从两个方面出发，主要分为四个监管角度，充分涵盖了境内经营、跨境筹备和境外上市三个维度。

1. 备案及负面清单

境外发行上市新规的颁布与实施扫清了此前诸多的监管真空地带，标志着境内企业

境外发行上市的监管体系正式步入统一备案制的新时代。新规从跨境流程合规性和备案主体资质合规性两方面对跨境上市提出了要求。

关于跨境备案要求，《管理暂行办法》第十四条规定，如为直接境外上市，则备案责任主体为发行人本身；如为间接境外上市，发行人应当指定一家主要境内运营实体为境内备案责任主体。对于间接境外上市的情形，中国证监会旨在把握主要矛盾，贯彻实质大于形式的理念，从境内经营实体出发进行监管，大大增加了境内监管对于发行人的可操作性和警示作用。

关于跨境主体资质，《管理暂行办法》第八条以负面清单的形式对境内企业不得境外上市的 5 种情形进行了列举，《监管规则适用指引——境外发行上市类第 1 号》（以下简称“《适用指引 1 号》”）进一步就其中的部分情形予以阐释，主要内容如下：

《管理暂行办法》	《适用指引 1 号》
(一) 法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的	(1) 国家发展改革委、商务部印发的《市场准入负面清单》禁止上市融资的； (2) 境内企业属于《国务院关于建立完善守信联合激励和失信联合惩戒制度加快推进社会诚信建设的指导意见》（国发〔2016〕33 号）规定的严重失信主体的； (3) 在产业政策、安全生产、行业监管等领域存在法律、行政法规和国家有关规定限制或禁止上市融资的。
(二) 经国务院有关主管部门依法审查认定，境外发行上市可能危害国家安全的	/
(三) 境内企业或者其控股股东、实际控制人最近 3 年内存在贪污、贿赂、侵占财产、挪用财产或者破坏社会主义市场经济秩序的刑事犯罪的	(1) 如刑事犯罪主体为发行人收购而来，且相关刑事犯罪行为发生于发行人收购完成之前，原则上不视为发行人存在相关情形。但发行人主营业务收入和净利润主要来源于相关主体的除外。 (2) 最近 3 年的起算时点，从刑罚执行完毕之日起计算。
(四) 境内企业因涉嫌犯罪或者重大违法违规行为正在被依法立案调查，尚未有明确结论意见的	违法违规行为导致严重环境污染、重大人员伤亡、国家经济利益重大损失或其他社会影响恶劣的情况，原则上应当认定为重大违法违规行为。
(五) 控股股东或者受控股股东、实际控制人支配的股东持有的股权存在重大权属纠纷的	应当关注控股股东或者受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股权是否存在质押、冻结或诉讼仲裁，可能导致重大权属纠纷的情形。

一方面，负面清单的内容聚焦境内重大合规问题，对于企业本身在境内存在或涉嫌重大违法犯罪情况的，同样阻断其境外上市道路。需注意的是，《适用指引 1 号》在讨论“关于法律、行政法规和国家有关规定禁止上市融资”的情形时特地加入“主要包括”的表述，而非穷尽罗列全部相关情形。鉴于境外上市本身的复杂性，监管部门的具体核查要求及尺度目前尚存不确定性，对于企业是否符合境外发行备案资质，仍需结合发行人自身状况和与监管机构的实际沟通情况方可明确。

另一方面，境外发行上市新规参考境内 A 股上市规定，将境内企业及其控股股东、实际控制人的守法情况、股权重大权属纠纷情况纳入境外发行上市负面清单，作为备案材料的重点内容之一，《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》明确要求披露控股股东和实际控制人的基本情况和认定依据，同步提出了较高的穿透要求，实际控制人应逐级穿透至最终主体。

2. 信息报告与披露

企业在进行境外首次公开发行上市备案程序后，亦非就此高枕无忧。除备案要求外，《管理试行办法》进一步对备案责任主体的信息报告与披露义务作出了要求。除首次公开发行上市备案外，发行人仍需持续遵守以下几项备案或报告要求：

- (1) 境外首次公开发行上市备案后、完成境外发行上市前的重大事项报告要求；
- (2) 境外上市后发行境外上市证券的备案要求；
- (3) 境外上市后的重大事项报告要求。

此外，《管理试行办法》第二十八条、第二十九条分别对拟境外上市的境内企业和提供相关服务的中介机构提出了备案材料真实、准确、完整的监管要求。其中，境内企业的信息保证责任仅限于备案材料，而中介机构信息保证责任包括两种文件：一是依据境内法律、行政法规和国家有关规定制作、出具的文件；二是依据境外上市地规则制作、出具的文件。

为什么会出现这样的差异？在该规定发布前，中概股相关中介机构不论是境内还是境外均存在一定监管空白区域。例如 RX 一案，监管障碍就是财务审计底稿的信息共享问题，RX 的注册地虽在开曼，但真正的业务实体却在国内，从中国证监会的角度来说，

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。

RX 属于内资企业，审计报告不应交付国外监管机构。但 RX 确又在美股上市，财务造假爆雷后美国证监会有权核查其审计报告的真实性。

从这两条规定来看，一方面证监会避开了直接监管境外上市公司的执法困境，将焦点转向提供相关文件的境内主体，另一方面证监会强调了境内中介机构在境外证券市场上守门人的重要角色，加强了境内对中介机构的监管，以适当平衡境外执法协作困境。

对于责任主体的处罚方式，该两条规定也参考了最新《证券法》对虚假记载、误导性陈述和重大遗漏的处罚规定，除对证券公司的罚则相较《证券法》更为严厉外，其他主体法律责任与《证券法》规定一致，对于相关责任主体存在信息报告违规的情况，处罚时亦穿透至控股股东、实际控制人及其主管人员和直接责任人员。

3. 网络与数据安全

数据跨境安全是境内企业境外发行上市不可跨越的关键性合规版块。2021 年有关网络安全和数据保护的相关法律法规出台前，我国数据跨境监管仍属于秩序薄弱的状态。

2021 年下半年，《数据安全法》《个人信息保护法》《网络安全审查办法》《数据出境安全评估办法》等相继出台，《数据安全法》首次以国家立法层面规定建立数据安全审查制度。2021 年 7 月中办、国办发布《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，该文件第五条就跨境信息安全监管问题作出强调，要求抓紧修订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，压实境外上市公司信息安全主体责任。

网络以及数据安全审查之所以关注境内企业境外上市，概因跨境上市过程必然引发境内数据跨境流动，包括向境外监管主体提供或披露境内平台经营数据，这一过程将包括数据传输、使用、披露等行为，一旦这些数据内容包含基础设施信息或敏感信息，将直接影响境内信息安全保障，因此，信息跨境监管必然是跨境上市的重点监管环节。

4. 外汇管制

除资质和信息外，资金跨境亦是长久以来境内企业境外上市的主要监管话题。2005 年，国家外汇管理局允许境内居民以其合法持有的境内企业资产或权益设立境外特殊目的公司融资后返程投资。2014 年，国家外汇管理局发布《国家外汇管理局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》（“37 号文”），进一步放开限制，允许境内居民以其合法持有的境外资产或权益设立境外特殊目的公司

投融资后返程投资。但需要注意的是，不管是出境还是返程都需要遵守境内外汇登记的相关规定，例如境外直接投资（ODI）备案。

对于境内企业跨境上市的资金监管主要是两点，一是募集资金的使用问题，二是资金的出入境问题。最新公布的《管理试行办法》第十一条亦是从该两方面明确监管，一方面对发行人所募资金的用途和投向提出了合法合规性要求，另一方面明确了目前对跨境上市资金汇兑与流动的监管仍以国家跨境投融资、外汇管理和跨境人民币管理等规定为准，即外汇管制的部分仍参照前述已颁布的规定。

二、强化证券跨境监管或成未来趋势

境外发行上市新规作为中国证监会首次颁布的系列性境内企业跨境上市监管细则文件，亦为证券跨境监管的未来趋势埋下伏笔。

（一）从严打击欺诈发行、违规信披类案件

1. 行政监管

就境内行政监管而言，对跨境上市违规信披零容忍处理是必然趋势。新规发布前境内已经基于原有的法律规定对影响较大的跨境违规信披案件作出处理。

以境外发行上市新规公布前的 RX 案件为例。2020 年 4 月 2 日，RX 向美国 SEC 递交了文件，自曝公司存在严重财务舞弊行为。检查发现，自 2019 年 4 月起至 2019 年末，RX 咖啡公司通过虚构商品券业务增加交易额 22.46 亿元人民币，虚增收入 21.19 亿元（占对外披露收入 51.5 亿元的 41.16%），虚增成本费用 12.11 亿元，虚增利润 9.08 亿元。鉴于 RX 门店遍布境内各地，市场范围极大，消息刚出现就引发了境内关于如何监管 RX 的热议。对此，境内采取了两方面的监管手段以达到惩戒此次事件的效果：

一是事件发生后第五个月，我国市场监管总局即以涉嫌虚假交易等不正当竞争行为对 RX 中国等 45 家涉案公司作出行政处罚决定，处罚金额共计 6100 万元，其中包含为 RX 公司实施虚假宣传行为提供实质性帮助的第三方公司。

二是事件发生后第七个月，中国证监会即对 RX 咖啡境内关联的新三板挂牌公司神州 YC 股份有限公司、北京 QDYW 科技股份有限公司及两公司相关责任人员作出了关于信息披露违规的行政处罚。

后，2020年《证券法》增加了“当境外的证券发行和交易活动，损害境内市场和境内投资者时，可接受中国法律管辖”这一规定，赋予了中国证监会域外管辖的权利基础。新规内容更是对信息报告与披露作出明确的规定，参照适用《证券法》修订后更为严厉的罚则，且对证券公司提出更高的要求。

2. 刑事监管

刑事监管在跨境上市中尚无公开适用的案例，但根据《刑法》中关于管辖的相关规定，跨境犯罪的，可以适用“属人管辖权”原则和“保护管辖权”原则。“属人管辖权”是指中华人民共和国公民在中华人民共和国领域外犯中国刑法规定之罪的，适用中国刑法，但是按中国刑法规定的最高刑为三年以下有期徒刑的，可以不予追究。“保护管辖权”是指外国人在中华人民共和国领域外对中华人民共和国国家或者公民犯罪，而按中国刑法规定的最低刑为三年以上有期徒刑的，可以适用中国刑法，但是按照犯罪地的法律不受处罚的除外。

违规信披行为涉及到刑事的对应为违规披露、不披露重要信息罪，该罪名在2021年《刑法修正案（十一）》实施前量刑区间为三年以下，即最高刑为三年，按照“属人管辖权”可以不予追究刑事责任，且不属于可以适用“保护管辖权”的范围。但《刑法修正案（十一）》实施后，将该罪名的量刑区间从一档调整为两档，原本的“三年以下”调整为“五年以下和五年以上十年以下”，也就是说，虽然调整后的量刑仍不符合最低刑三年以下的“保护管辖权”原则，但符合“属人管辖权”的基本量刑条件，如跨境上市过程中，发行人涉及违规披露、不披露重要信息罪，且发行当地亦认为是犯罪的，境内刑事执法、司法机关亦有管辖权予以处理。

（二）合理管辖其他类别证券违法犯罪行为

除虚假陈述类违法行为外，其他类别的证券合规风险也亟需引起境内经营主体关注。

1. 行政监管

就目前中国证监会出台的规定而言，大部分证券违法违规行为暂无明确监管规定，仍处于空白阶段。其中，有明确规定的即前文提到的公司信息报告、披露义务，以及中介机构提供虚假证明文件及出具证明文件重大失实责任。其中，中介机构责任主要体现在《管理暂行办法》第二十九条，对于中介机构未勤勉尽责，制作、出具的文件存在虚

假记载、误导性陈述或者重大遗漏的，由中国证监会、国务院有关主管部门予以处罚。

2. 刑事监管

针对境外主体行为符合境内证券犯罪构成要件是否应当由境内监管的问题，司法实践中存在较大争议，2019年首例跨境内幕交易案中即存在两方声音。该案发生于A股上市公司ZY海运收购H股上市公司DF海外期间，涉及项目的某证券公司高管桑某将这一内幕信息分别泄露给王某，并于该内幕信息公告前用自己控制的账户同时买入ZY海运股票，获利13万余元。同年，王某也在该内幕信息公告前通过港股通买入DF海外股票，获利139万余元。

本案审理过程中的核心争议，是境内对利用港股通实施的内幕交易是否有刑事管辖权及适用何种法律。当时存在的两种争议观点为：

(1) 认为境内无管辖权，跨境证券犯罪的刑事管辖跨境仍然应充分尊重监管原则（主场原则^[1]）并考虑行政前置性法律的适用。该种观点认为，以内幕交易为代表的跨境证券犯罪行为大多发生在交易阶段，如果交易标的为境外证券，其破坏的是境外证券市场的公平交易秩序，而且内幕信息的来源也是境外上市公司，对行为人的内幕交易行为的认定依据境外的证券法律规定既合理也方便。

(2) 认为应由境内进行管辖，主场原则适用市场监管而不适用刑事处罚。该观点基于我国刑法属地管辖原则及属人管辖原则，支持境内具有刑事管辖权利。从属地角度而言，港股通是经由境内市场通往港股市场的通道，境内证券投资者若想交易港股，必须要在境内的证券公司申请开通港股通。利用港股通跨境违法证券犯罪交易对象虽为港股，但其在境内开户，操作行为在境内，即犯罪行为地在境内，被告人住所地、泄露内幕信息和非法获取内幕信息以及内幕交易行为的发起、结算和实际获取犯罪所得地均在境内，境内作为犯罪地无可争议。

最终该内幕交易案件以第2个观点确认了管辖，并作出有罪判决。由此可见，跨境监管在证券领域正在逐步演化成熟，对于管辖争议上的行刑脱节、矛盾问题亦将逐步化解，跨境监管的难度亦无法阻止对证券领域违法犯罪行为零容忍的监管态势。

三、境外上市的境内证券合规建议

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）监控市场规则变化，识别显性或隐性合规风险

境内主体首先要学会识别自身风险，即根据现有法律规定预判公司合规风险。部分上市公司关键少数因专注于业务经营而常常忽略风险控制，导致公司被动面临行政处罚或者刑事责任时方才紧急采取风险控制措施。

根据目前跨境上市监管的规定，境内主体仍应重点关注信息报告、备案过程中的信息真实、准确、完整情况，避免因信息报告内容与实际经营情况不符同时引发信息披露和市场监管风险。对于其他证券方面行为，境内主体应参照《证券法》相关规定，严防重大事项筹备期间的内幕交易情形，避免因对法律规定的模糊认识，导致关键少数产生高合规风险。

（二）划分不同合规风险等级，采取对应风险控制措施

境内主体获悉风险后，应当尽早解决、减轻风险，避免风险恶化。一般可将合规风险分为三种等级：

1. 非诉型风险，即风险情况不会导致公司涉及执法或司法程序，公司可通过采取一些紧急补救措施达到化解风险的效果，例如新产品推出前期启动风险识别，并根据识别结果调整产品的发行方式、产品内容等等。

2. 民事诉讼型风险，即风险情况仅涉及民事纠纷，包括董监高的投资者赔偿责任、证券虚假陈述民事责任、证券金融产品兑付民事责任等。该等纠纷中主要产生的系资金风险，而公司应对方式为争议解决，需注意的是，公司在处理争议解决过程中应积极预判争议解决可能导致其他潜在风险问题。

3. 处罚型风险，即风险涉及行政或刑事处罚。该等情况下，处罚结果很可能影响公司经营计划，应尽早介入阻断风险演化。《证券法》修订前，大多证券违规行为处罚罚金最高为 60 万元，未引起重视，行政阶段公司常放弃抗辩、阅卷，也因此导致行政处罚结束后，案件移送刑事而公司对行政调查可能移送的证据一无所知，被动应对。

（三）事后针对性加强风险控制，查漏补缺

推动上市公司高质量发展层面证监会多次强调固本强基，构建好用管用的法规制度体系，并且聚焦问题，规范公司治理。因此，除识别隐性风险、应对显性风险外，境内主体还应进行针对性的内部风险控制与优化，即事后查漏补缺，包括组织架构优化、内

部制度优化、员工教育与培训、合规考核与评价等。

1. 在合规制度搭建上，上市公司应及时关注最新的监管信息和法律规范的变化，及时将外部规范内化为公司制度，采取贴近企业的转化方式，确保内部管理尺度适宜具有可操作性。

2. 在组织架构搭建上，除公司的三会要治理合规外，应根据公司管理情况设立合规部门，保障公司内部合规运营，明确合规部门及合规管理人员权责。例如，合规人员的级别权限、重要会议的列席、各类信息的获取渠道、各类资料的检查权限等，以及如合规部门发现公司风险情况，应采取何种规范措施，配合何种问责机制等。

● 注解：

[1] 《沪港股票市场交易互联互通机制试点若干规定》第 3 条

沪港通遵循两地市场现行的交易结算法律法规，相关交易结算活动遵守交易结算发生地的监管规定及业务规则，上市公司遵守上市地的监管规定及业务规则，证券公司或经纪商遵守所在国家或地区监管机构的监管规定及业务规则，本规定另有规定的除外。

马宏伟等：证券合规——会计差错能否成为虚假记载免责事由的实证分析

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



金菱

大成上海 律师

jin.ling@dentons.cn



2023年10月27日，证监会厦门监管局对罗普特科技集团股份有限公司（以下简称“罗普特”）及时任罗普特董事长、总经理、财务总监等相关涉案人员下达关于信息披露违法违规的行政处罚决定书。

经查，罗普特自2020年12月至2021全年就江西省抚州市金溪县、贵州省都匀市、江苏省盐城市响水县等地项目与客户签订供货协议，并以发货经客户验收时点为标准，对项目进行收入确认。事实上，相关商品的控制权在罗普特确认收入时并未转移至客户。同时，除按照供货协议约定交付相关商品外，罗普特还须提供项目方案设计、组织项目施工、设备安装调试等配套服务。通过提前确认上述项目收入，罗普特虚增2020年利润总额146,115,311.45元，占当期披露金额81.21%；虚增2021年利润总额20,474,357.66元，占当期披露金额20.41%；虚减2022年利润总额73,100,883.73元，

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。

占当期披露金额绝对值 30.84%。

在监管压力下，2023 年 6 月 20 日，罗普特发布《关于前期会计差错更正及追溯调整的公告》，以项目最终客户验收报告时点为收入确认时点标准，对上述项目相关定期财务报表数据进行了更正。

案例解析

尽管罗普特已就提前确认收入发布前期会计差错更正公告，但中国证监会依据《证券法》第七十八条第二款，认定罗普特所行属于信息披露义务人披露的信息有虚假记载的行为，并依《证券法》第一百九十七条第二款对罗普特涉案直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以总计 1600 万罚款。其中争议较大的问题在于本案是会计差错还是虚假记载，两者对本次处罚结果是否有不同影响。以下笔者拟从会计差错与虚假记载的关系认定、转化条件和涉会计差错的案件实证三个方面进行分析。

一、会计差错与虚假记载的关系认定

笔者认为，会计差错与虚假记载系从财务和监管两个角度出发的不同概念，应属交叉关系。

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

而虚假记载的概念主要体现在《证券法》《刑法》等监管规定中，是指信息披露义务人披露的信息中对相关财务数据进行重大不实记载，或者对其他重要信息作出与真实情况不符的描述，其与误导性陈述、重大遗漏并列，均是对违规信披行为类型的客观描述。

部分观点认为会计差错系过失行为，虚假记载系故意行为，两者系择一关系，这也是为什么本案和 KM 案均以会计差错提出抗辩。但笔者认为，两者均是对客观行为的描述，范围存在交叉，不涉及主观方面，对于主观归责的认定应基于其他法律规定。

二、会计差错转化为虚假记载的重合

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。

存在交叉关系的情况下，会计差错在某些情形下，必然会与虚假记载发生重合，那什么情况下上市公司的会计差错会导致其遭受违规信披的处罚？会计差错按照差错程度分为重大和非重大会计差错，重大会计差错是指足以影响会计报表使用者对企业财务状况、经营成果和现金流量表作出正确判断，使得会计报表不再具有可靠性，反之则为非重大。重大会计差错的具体认定标准之一为：涉及利润的会计差错金额占最近一个会计年度经审计净利润总额 5%以上，且绝对金额超过 500 万元。笔者认为，如重大性会计差错足以影响投资者决策，则应认定为虚假记载。

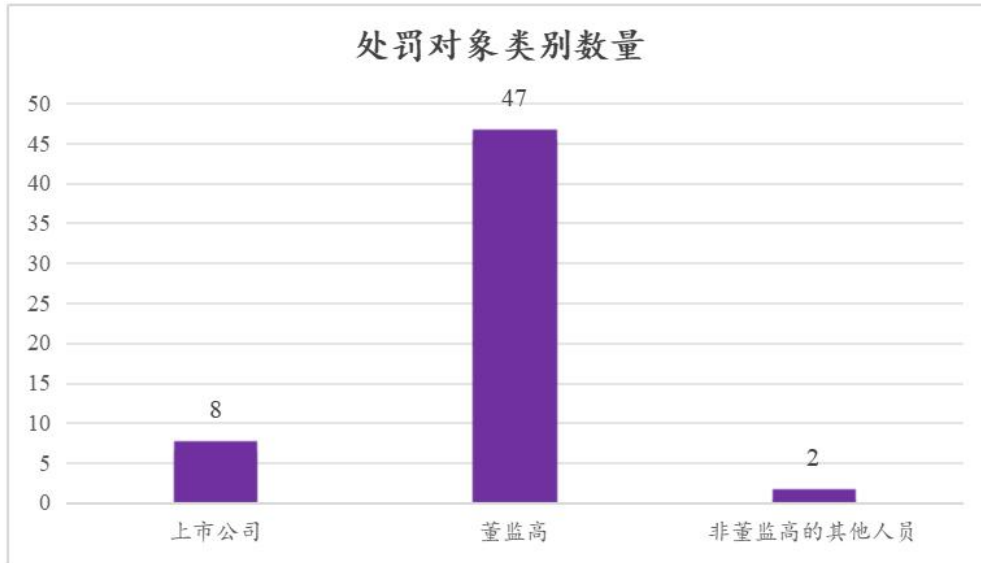
本案中，罗普特上市后因会计差错导致的利润差额皆超过当期金额的 5%且绝对金额超过 500 万元，满足重大性会计差错的标准并导致投资者遭受损失，证监会亦认为其属于虚假记载。

三、涉会计差错的虚假记载案件实证分析

根据笔者检索情况，截至 11 月 3 日，证监会 2023 年下达信息披露违法违规行政处罚决定书共计 187 份，其中，涉行政相对人已进行会计差错更正的共计 19 份，证监会在进行实质审查后，认定皆为虚假记载。以该 19 份涉及会计差错的违规信披案例作为样本进一步统计，分析情况如下：

（一）行政处罚对象不限于关键少数

19 份处罚决定涉及 8 家上市公司、47 名董监高以及 2 名非董监高之外的其他人员。对于董监高及其他人员按其在信息披露违法过程中所起作用、职务、具体职责以及职责履行情况认定为直接负责的主管人员或其他直接责任人员。其中，对于非董监高之外的其他人员的处罚认定标准依《信息披露违法行为行政责任认定规则》第十七条，非董监高人员组织、参与、实施信息披露违法行为或直接导致信息披露违法的，可认定为其他直接责任人员。[1]



从对责任人的认定标准上来看，相关案件并非对董监高实行一刀切处理，而是以行为人实际承担或履行的职责以及组织、参与、实施信息披露违法行为的具体情况进行综合认定，因此处罚对象不限于关键少数。

（二）会计差错更正无法直接作为免责理由

样本中，提出陈述申辩意见的处罚决定有 13 份，超过 80% 未被证监会采纳。其中，以会计差错已更正发表申辩意见的有 6 份，仅有 1 份受证监会部分认可从而减轻处罚。

在不予采纳会计差错更正申辩意见的案件中，证监会理由主要有三种：其一，证监会会在量罚时已充分考虑会计差错更正情节；[2]其二，在采取监管关注函之后的会计差错更正不属于积极主动改正；[3]其三，会计更正等事后措施不影响行政责任的承担。

[4]

从陈述申辩意见采纳情况来看，以主动采取会计差错更正措施作为陈述申辩意见，证监会大多不予采纳，因证监会在作出行政处罚决定时已将会计差错更正作为量刑情节予以考虑，且在证监会出具监管函后才进行会计差错更正的，不视为积极主动改正。

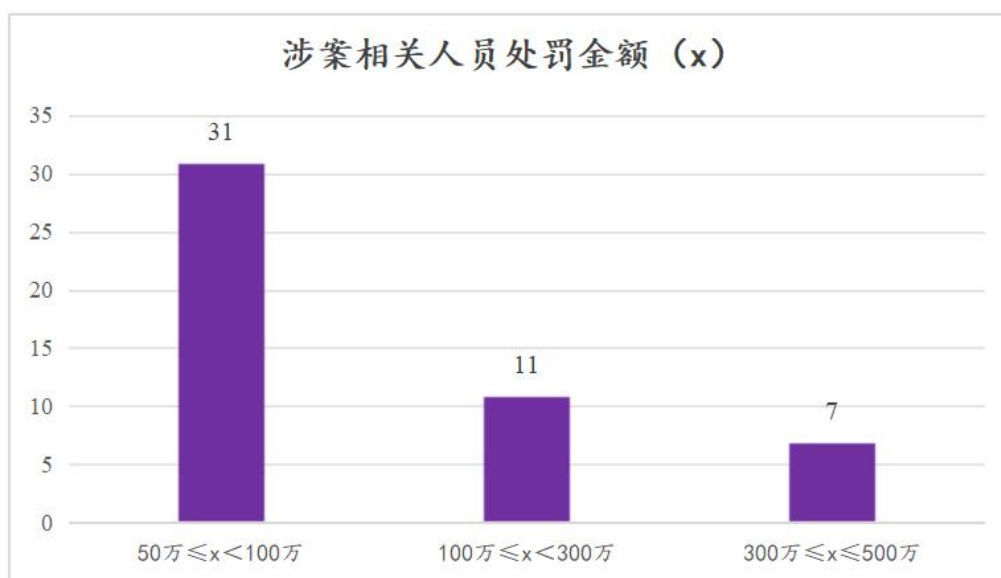
（三）处罚结果以当事人参与程度区别

样本中，对 8 家上市公司以责令改正、警告并处罚款处罚的共 3 家，对涉案相关责

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。

任人员警告并处罚款的共计 18 份，仅 1 份决定书中涉案人员行为达《证券市场禁入规定》第三条规定的情节严重程度，被采取市场禁入措施。[5]在该案中，上市公司虚增 2019 年、2020 年利润总额分别占当期应披露利润总额的 761.20%、3799.51%。

笔者进一步对样本 49 名涉案相关人员罚款金额进行分类统计，发现对于关键少数未证明其履行勤勉尽责义务，即未参与造假但签署相关确认意见的，一般处以低于 100 万元的罚款；对于积极实施、牵头参与的关键少数一般处以 300 万及以上的罚款；[6]对非关键少数的其他人员，一般依其在信息披露违法行为中所起作用结合事实、性质、情节、社会危害程度综合认定，在该 2 例样本中，一名被罚 300 万，一名被罚 50 万。[7]



综上所述，因会计差错导致的后果若满足虚假记载的实质条件则构成虚假记载，此类案件中，会计差错无法作为免责事由，关键少数及相关涉案人员均可能面临处罚。如公司在案涉违法违规行发生之后积极主动采取会计差错更正整改措施，且不存在影响上市公司净利润或造成股价大幅度变化等影响投资者决策的后果，可作为证监会从轻处罚的考虑情节。

回归到本案，早在 2021 年上交所就罗普特未将财审数确定的时点作为确认收入时

点是否谨慎向发行人及保荐机构发出意见落实函，其回复中仍明确以发货经客户验收作为收入确认方法，且经证监会查实，罗普特设计三院院长曾协调客户提前办理验收报告签字盖章程序，因此，罗普特在证监会调查过程中公告会计差错更正无法免责。

●注释：

[1] 参见中国证券监督管理委员会厦门监管局（2023）1号及中国证券监督管理委员会（2023）56号行政处罚决定书。

[2] 参见中国证券监督管理委员会四川证监局（2023）20号行政处罚决定书。

[3] 参见中国证券监督管理委员会四川证监局（2023）6号行政处罚决定书。

[4] 参见中国证券监督管理委员会（2023）63号行政处罚决定书。

[5] 参见中国证券监督管理委员会（2023）22号市场禁入决定书。

[6] 参见中国证券监督管理委员会浙江监管局（2023）20号行政处罚决定书及中国证券监督管理委员会（2023）56号行政处罚决定书。

[7] 参见中国证券监督管理委员会（2023）56号行政处罚决定书及中国证券监督管理委员会厦门监管局（2023）1号行政处罚决定书。

杨春宝等：从一则判例浅谈合伙型私募基金普通合伙人除名问题

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



李嘉欣

大成上海 律师助理

li.jiixin@dentons.cn



众所周知，私募基金行业具有极强的“看天（经济）吃饭”属性，而近年来，本就不景气的国内国际经济叠加三年的新冠疫情影响，令为数众多的私募基金行业主体们“饥一顿饱一顿”，曾经的“盆满钵满”已然成了奢望。而让私募基金管理人们更头疼的是，旗下基金业绩不佳，导致基金投资人和管理人之间的矛盾日益突出，而管理人被

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。

投资人“扫地出门”（即除名）的事件也时有发生。鉴于《合伙企业法》赋予了合伙人对其被除名决议进行抗辩的权利[1]，本文拟从一则司法判例就合伙型私募基金普通合伙人的除名纠纷进行分析，以期对广大私募基金管理人和私募基金投资者提供有益参考。

一、案件主要事实

2016年7月，A公司与B公司、C公司、D公司、E公司签订《有限合伙协议》，约定A公司为合伙企业（即基金）普通合伙人和执行事务合伙人（下称“普通合伙人”），其他各方为有限合伙人（以下合称“四有限合伙人”）。B公司是S省政府确定的引导基金管理机构。全体合伙人认缴出资总额为人民币1.9亿元（“首次封闭”），首期出资（即首次封闭的40%）在合伙企业成立后缴清，后期出资（剩余60%）在2019年1月31日前缴清。普通合伙人可在首次封闭后一年内安排后续封闭。后续封闭完成后，全体合伙人认缴出资总额不应低于2.525亿元。普通合伙人应具备的条件包括实缴资本不低于1000万元、有固定的营业场所和有健全的风险控制流程等。普通合伙人A公司的母公司F公司（下称“管理人”）担任基金管理人[2]，管理团队关键人士朱某某在投资期内应同时任职于管理公司和基金投决会，否则普通合伙人应立即通报有限合伙人。合伙企业投资于S省内企业的资金比例不低于认缴出资总额中实际可投资金额的80%。普通合伙人存在违法或者违约的行为的，经其他合伙人一致同意，可以决议将其除名并书面通知被除名人。

2017年1月，基金投决会书面决议拟投资航天网信，B公司委派代表高某亦同意，但此后托管人以其违反投资比例的约定提出异议。高某因而对基金募资规模不足和对省内投资关注不足等问题提出意见并要求尽快整改。2017年6月，朱某某称将尽快设立办公室，落实常住人员，争取在2017年8月底募资达到预定出资数额，以及在S省寻找可投资项目等。2017年7月至11月期间，普通合伙人多次要求托管人划款，并提出合伙协议中“认缴出资总额中实际可投资金额”应理解为认缴出资总额扣除合伙企业费用。2018年3月，四有限合伙人决议冻结托管账户资金，暂停一切支付行为。2018年12月，四有限合伙人以书面同意方式作出《合伙人决议》及《除名通知》，决议第一项为因普通合伙人存在违反合伙协议约定等情形故而将其除名，并送达普通合伙人。另

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。

查明，至案件起诉时朱某某仍在管理人公司缴纳职工社保。普通合伙人认为四有限合伙人作出的除名决议实体内容与除名通知程序均违法、违约，诉请确认其无效。

二、法院裁判观点与律师分析意见

（一）法院对普通合伙人除名决议应作实质性审查

1. 裁判观点

从《合伙企业法》第四十九条^[3]和合伙协议约定的普通合伙人除名内容来看，从根本上说除名决议作出的前提之一是合伙人必须有明显违反合伙协议义务的行为。因此除名决议是否有效，需考查合伙人是否有实质性违反法律规定或协议约定的行为，法院对除名决议效力的认定应作实质性审查。

2. 分析意见

本案法官对普通合伙人除名决议进行实质性审查的观点具有一定代表性。在（2017）沪 01 民终 6517 号案中，法院裁判观点亦认为除名是多数合伙人对少数合伙人在合伙企业中的身份和权利的剥夺，对除名决议应严格审查。法院认为该案中其他合伙人作出的除名事由并非法律规定的禁止事由，且案涉合伙协议没有关于除名的特别约定，故而被除名合伙人的行为不满足法律规定的除名条件，其他合伙人决议将其除名违反法律规定，除名决议应认定为无效。此外还有（2018）苏 01 民终 5040 号、（2018）浙 07 民终 3730 号和（2018）沪 01 民终 6077 号等诸多案件的审理法院均从案涉被除名合伙人是否违反合伙协议约定或者《合伙企业法》规定的事由来从实体层面判断除名决议的效力。

（二）仅在普通合伙人存在出资违约、因故意或者重大过失给合伙企业造成损失，执行合伙事务时有与前述情形在性质和危害程度上大体相当的不正当行为且严重损害合伙企业或合伙人利益时，才可适用除名程序

四有限合伙人主张普通合伙人构成实质性违约主要在于以下方面：一是设立合伙企业时普通合伙人没有合伙协议约定的人员、固定办公场所、实缴出资未满 1000 万元、未设立相关的内控制度；二是执行合伙事务中的违约行为，包括：违反、曲解合伙协议

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。

中关于投资比例的规定，关键人士朱某某离职等未及时告知四有限合伙人，未完成募资义务等。四有限合伙人认为上述违约行为将使合伙企业的设立目的无法实现。下文将针对以上主张结合法院的裁判观点进行详细分析：

1. 设立合伙企业时，其他合伙人明知普通合伙人未满足协议约定的全部条件但仍同意其担任普通合伙人，应视为各方就普通合伙人应具备的条件达成新的一致性意见

(1) 裁判观点：

法院认为，在签订合伙协议时，四有限合伙人明知普通合伙人未全部满足合伙协议约定的准入条件仍然同意其担任普通合伙人，应视为各方就普通合伙人所应具备的条件形成了新的一致意思表示。在合伙企业成立后，除非所有合伙人形成合伙决议，明确约定普通合伙人需对签订合伙协议时不符合条件的情形进行整改，否则不能视为普通合伙人违约。

(2) 律师支招：

信息时代讲求一个“快”字，投资亦如是。在私募股权投资领域，我们遇到过不少个人投资者和投资机构，经常会为了抓住一个投资机会而将各种潜在风险（包括基金管理人的资质、基金拟投标的等方面的风险）抛诸脑后，导致后患无穷。回到本案，诚然，四有限合伙人当初可能出于各种原因，在明知普通合伙人并不符合合伙协议所约定的普通合伙人标准的情况下，还是愿意投资案涉基金，但如果能够在合伙协议中给普通合伙人达到协议约定的各项标准设定期限及相应的违约责任（包括被除名），就可以赋予有限合伙更大的灵活性，一方面能够督促普通合伙人尽快达到普通合伙人的各项标准，另一方面亦能够在其逾期未达标时选择行使除名权。

2. 关于合伙协议各方对协议条款理解上的分歧

(1) 裁判观点：

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。

双方争议的焦点之一在于对“认缴出资总额中实际可投资金额”的理解存在歧义。普通合伙人主张认缴出资总额中实际可投资金额系认缴出资总额扣除必要费用后实际可用于投资的金额，而四有限合伙人则主张系已实际出资金额扣除必要费用后可用于投资的金额。法院认可普通合伙人的主张，并认为即便合伙人对“实际可投资金额”存在理解上的争议，也应通过协商、决议方式或行业惯例进行确定，而不能以此作为普通合伙人违约予以除名的理由。

（2）律师支招：

在我们团队处理过的私募股权投资纠纷中，有不少均涉及对《私募基金合同》或《投资协议》相关条款理解上的分歧。虽然，在大多数情况下，这是某一方或几方为了争取胜诉而“硬刚”，但也有确实因协议条款本身约定不清晰而导致的歧义。杨春宝律师团队就曾在一起对赌纠纷仲裁案中基于多轮投资协议对于“完整协议条款”的不一致约定，准确还原各方当事人的真实意思表示，从而使得被投企业的小股东免于支付数千万元股权回购款。为了尽可能避免因对协议条款的不同理解而导致的纠纷，建议委托专业律师参与相关基金合同及/或投资协议的谈判、起草和修订。

3. 关于基金关键人士作出的普通合伙人募资承诺

（1）裁判观点：

根据合伙协议约定，基金首次封闭的后续出资的截止日期为2019年1月31日前。普通合伙人可在首次封闭后一年内（2020年1月31日前）安排后续封闭。后续封闭完成后，基金募集资金不应低于人民币2.525亿元。而普通合伙人除名决议系于2018年12月5日作出，即决议作出时基金募集期尚未届满。虽然基金的关键人士朱某某称将争取在2017年8月底前募集完成，但募资时间、金额等均未通过合伙人决议确认，不能认定为系对合伙协议募集资金条款的变更。因此四有限合伙人主张普通合伙人违约的该项事由不能成立。

（2）律师支招：

众所周知，出资条款系《基金合同》的核心条款之一。在本案中，法院认为，虽然

基金管理人的关键人士已承诺将尽快完成后续出资，但该承诺的实质系对案涉合伙协议项下出资条款的变更，其生效前提是全体合伙人一致同意。有鉴于此，建议广大私募基金投资者，如在已投基金的管理人做出对基金投资者更有利的保证及/或承诺时，应尽快根据《基金合同》约定的程序敦促管理人具体落实该等保证及/或承诺（包括但不限于做出合伙人决议变更《基金合同》的相关条款等），以切实维护自身的合法权益。

4. 关于关键人士退出基金投决会但仍在管理公司任职

（1）裁判观点：

虽然 2017 年 7 月之后，因普通合伙人与有限合伙人矛盾日益激化，合伙企业陷入停滞状态，朱某某未再从事基金投资决策工作，但朱某某直至 2019 年 1 月一直在管理公司缴纳社保，说明其仍在合伙协议约定的管理公司任职。因此不能认定朱某某离职而构成关键人士违约。

（2）律师支招：

案涉合伙协议约定的“关键人士违约”需同时满足两个条件：关键人士退出基金投决会且自管理公司离职。而在案涉普通合伙人除名决议做出当时，基金关键人士朱某某尚未自管理公司离职，因此并未触发关键人士违约事件。我们认为，案涉合伙协议约定的关键人士条款对基金投资者而言并不友好。根据我们以往的实践经验，一般在拟定基金关键人士条款时，会列举一些“关键人士变动”情形，包括自基金管理人处离职、死亡、丧失民事行为能力等，但亦会设置一个兜底表述，即：导致其无法继续为基金提供服务的其他情形。如案涉合伙协议能够设置类似兜底表述，则关键人士退出基金投决会的行为便可被视为“无法继续为基金提供服务”，继而认定关键人士存在违约行为也就顺理成章了。

（三）普通合伙人除名决议的生效要件为“其他合伙人一致同意+除名决议送达普通合伙人”

1. 裁判观点

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。

根据合伙协议普通合伙人除名部分的约定，在普通合伙人有违约情形时，其他合伙人一致同意即可作出除名决议，与《合伙企业法》规定的除名程序一致。该约定是给予有限合伙人在普通合伙人严重违反协议时行使自力救济的制度性、程序性规定，不通知普通合伙人参加会议符合法律规定，且从逻辑上看通知普通合伙人并无必要，仅需其他合伙人一致同意并通知被除名的普通合伙人即可。但该约定同时还设置了普通合伙人的救济渠道，即通过提起除名决议效力异议诉讼维护其权利。因此，法院认为本案中四有限合伙除名决议作出程序、通知程序符合法律规定及协议约定，不存在程序违法的情形。

2. 分析意见

《合伙企业法》并未规定作出合伙人除名决议的会议需由被除名的合伙人参加，但应将除名决议书面通知被除名的合伙人，并赋予了被除名合伙人的司法救济权。在本案中，案涉普通合伙人除名决议之所以被法院认定为程序合法，是因为其满足了《合伙企业法》所规定的除名决议“由其他合伙人一致同意”+“已书面通知被除名合伙人”两个条件。在（2022）鲁 0103 民初 2089 号案中，由于该案各有限合伙人未提交证据证明其已按合伙协议约定的通讯地址向被除名管理人送达除名通知书，即其未完成对管理人除名的通知义务，法院认定除名未生效。有鉴于此，建议广大私募基金投资者，如拟将所投资基金的普通合伙人除名，应务必同时符合该两项条件。

值得注意的是，对于仅有一个投资者和一个普通合伙人（通常也是基金管理人）的合伙型私募基金（我们理解通常系为投资某个项目而设立的单项目基金），如合伙人之间产生了激烈冲突，由于仅有一名有限合伙人，上述“由其他合伙人一致同意”的除名条件显然不能适用。建议投资者根据合伙协议约定的争议解决条款（诉讼或仲裁）启动相应程序，要求解除合伙协议或启动基金强制清算，并主张普通合伙人的违约及/或赔偿责任，而非单方面做出除名决议，否则很可能会被认定为无效决议。在（2023）浙 02 民终 281 号案中，法院即认为在仅有两个合伙人的合伙企业中，若一方有权对另一

方作出除名决议，则合伙企业丧失“合伙”的特征，合伙企业可能面临除名即解散、以除名代替解散等滥用除名权的情况。最终法院据此对除名决议已生效的主张不予支持。

（四）法院结论与案件裁判结果

对合伙人的除名，实际上是守约合伙人对违约合伙人行使解除协议的权利，此种措施与退伙、散伙等方式相比，带有对合伙人否定性评价的性质。从《合伙企业法》第四十九条的规定来看，出资违约、故意或者重大过失给合伙企业造成损失，执行合伙事务时有不正当行为等均属严重损害合伙企业或合伙人利益的行为，才可适用除名这一最严厉的措施，而其他违反法律规定或协议约定行为，其性质和危害程度也应大体与之相当，才可适用除名程序。否则必然导致除名程序的滥用，最终损害合伙企业和各合伙人的利益。

综观本案，双方主要争议在于对省内投资比例限制条款的理解发生了差异，而此种差异应通过平等协商等增加互信的方式解决。即便双方互信全无、“人合性”尽失，也可通过协议退伙、散伙清算等方式解决争端，而通过法院认定的事实，四有限合伙人作出除名决议并无充分事实依据，其除名决议中关于将普通合伙人除名的决议条款应归于无效。四有限合伙人后又提起上诉，在二审法院审理过程中，四上诉人以与普通合伙人达成和解协议为由，申请撤回上诉。

结 语

律师团队在检索时发现，截至目前，与有限合伙企业的合伙人除名纠纷相关的司法判例并不多，而其中涉及合伙型私募基金管理人的除名判例则更少。因此，希望本文能够起到抛砖引玉的作用，给广大私募基金管理机构和从业人员，以及基金投资者在进行相关操作时提供一些思路和参考，以尽可能避免踩坑。

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第二章

大成新闻

“新加坡资本市场‘新·机遇’线下分享活动”圆满举办

2023年10月31日下午，由大成上海与新加坡交易所（Singapore Exchange, SGX）合作举办的“新加坡资本市场‘新·机遇’线下分享活动”在上海陆家嘴环球金融中心大厦24楼成功举行。本次研讨会旨在深入探讨中国企业在新加坡国际资本市场中的机遇，特别聚焦于新交所上市，并介绍了新加坡资本市场的资金、资源、优势和政策，为中国企业走向国际提供了宝贵指导。

本次活动由大成上海办公室金融部主任、高级合伙人曲峰律师进行主持及对话，新交所（SGX）高级副总裁兼北京代表处首席代表谢采含女士担任主讲嘉宾，其分享内容包括新交所（SGX）首发IPO、REITs、商业信托、SPAC等，以及主板上市、凯利板上市、借壳上市、二次上市、介绍上市、分拆上市及A+S等上市条件、规则及审批程序；新交所作为全球最国际化的交易所之一，市场流动性充裕，为全球知名企业的亚洲上市提供了有力支持。特别是新加坡交易所（SGX）着力关注中国市场和中资企业。

新加坡资本市场“新·机遇”线下分享活动

会议内容

- 新加坡上市条件
- 新加坡上市优势
- 新加坡SPAC上市模式

曲峰
大成中国区金融行业牵头人
大成律师事务所高级合伙人

谢采含
新交所高级副总裁
北京代表处首席代表

时间：2023年10月31日 12:30-14:00
地址：上海世纪大道100号环球金融中心24楼

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。

席间对话环节，曲峰律师讲到新加坡与香港市场的比较特点，以及新能源、生命科学、矿产能源等热点行业的支持力度，交流了新交所上市公司行业分布与热点行业；以及同股不同权、VIE、SPAC 等特别安排下的上市规则结构特点等。与会人员进行了提问，嘉宾回答全面、细致，使得本次交流取得了良好效果。



通过此次活动，深化了解了新加坡作为国际金融中心的角色，以及新加坡交易所作为资本市场载体的作用，为中国企业出海资本运作和海外投融资提供了一个重要的路径选择。这次活动采用线下形式，部分感兴趣的企业客户、投行人士和律师参加，席间进行了演讲、问答和深入交流等，受到了参会人员的一致好评。

此次活动是中资企业“一带一路”暨出海新加坡[SG 新·机遇]系列活动之一，旨在引领中国企业抓住新加坡市场“新机遇”，为助力和实现国际化、全球化提供支持，同时为中资企业提供更多在国际舞台上蓬勃发展的路径和机遇。

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。

大成助力云投铁路成功发行 3 亿公司债

10月25日，大成助力云南省铁路投资有限公司在上海证券交易所成功发行2023年面向专业投资者非公开发行短期公司债，该笔债券计划固定募集资金3亿元，簿记当日市场投资人认购意愿强烈，全场认购量超预期募集量5倍，最终打开询价区间下限将票面利率压降至4.9%。本期债券的成功发行充分体现了资本市场对云投铁路综合实力的高度认可，为云南省铁路大通道建设注入资金动力。

热烈祝贺

云南省铁路投资有限公司2023年面向专业投资者
非公开发行短期公司债券（第一期）成功发行！



发行人



债券名称	发行规模	债券期限	主体评级	票面利率	边际倍数
23云铁D1	3亿元	1年期	AA+	4.90%	5倍

牵头主承销商/
簿记管理人



联席主承销商



云投铁路作为云南省铁路建设唯一的投融资出资人代表，牢记使命，主动作为，坚决贯彻落实省委省政府、省级主管部门和云投集团的各项决策部署，多措并举筹措铁路项目建设资金，圆满完成铁路出资任务，服务好交通强省建设，为云南加快建设面向南亚东南亚辐射中心贡献力量。

大成律师团队作为本项目的专项法律顾问，全面参与了本次公司债发行实施阶段工作，提供了发行辅导、合规保障、法律尽调、出具法律意见书等全方位、高质量的法律

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。

服务，体现出专业、高效和及时响应的服务能力。大成律师团队由昆明办公室高级合伙人朱宸以，律师常露曦和张欣馨组成。

大成将持续发挥在企业融资领域丰富的经验及资源优势，积极协助企业依法规范融资，切实服务云南省经济建设和社会发展。

大成律师事务所联合 Dentons 香港办公室成功助力 喜相逢集团在香港联交所主板成功上市

2023 年 11 月 9 日，大成律师事务所联合 Dentons 香港办公室成功助力喜相逢集团控股有限公司（XXF Group Holdings Limited）（股票名称：**喜相逢集团**；股票代码：**02473.HK**）于香港联合交易所主板成功上市，此次发行募资总额约 1.13 亿港元。



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。

早于 8 月 17 日，大成已成功协助喜相逢集团就本次上市事宜取得了中国证监会出具的境外发行上市备案通知书，喜相逢集团亦为境外上市备案系列新规正式实施以来，首批向中国证监会申请境外上市备案并获得备案通知的企业之一。



喜相逢是国内领先的综合性汽车服务供应商，被国家交通部授予“重点联系道路运输企业”称号，致力于为用户提供汽车新零售、新金融、新服务的综合性汽车服务平台。喜相逢自 2007 年成立至今，持续布局全国汽车融资租赁业务，设立汽车后市场服务平台，先后于全国 25 个省级行政区域开设网点，全国自营销销售门店已有 77 家，并于 2018 年起进军网约车市场，后不断进行业务数智化转型升级，开放垂直互动网络媒体平台。根据灼识咨询出具的报告，喜相逢集团是中国第四大汽车直接融资租赁服务提供商。



大成律师团队作为喜相逢集团上市项目的发行人境内律师，为客户提供香港上市全程的法律服务，包括红筹重组架构的搭建方案设计 & 执行，境内法律尽职调查及法律意见书撰写，相关交易文件的审阅及修订，招股书相应章节的起草及审阅、起草中国境外上市备案报告并协调分工、准备中国境外上市备案全套材料、答复中国证监会国际部的备案审核问题、沟通香港证监会/香港联交所反馈意见等。团队律师凭借其在红筹架构搭建、境外重组及上市、企业合规治理等方面的丰富经验，坚实的法律功底和充分的合作沟通精神，助力喜相逢集团成功上市，并获得了公司及各中介机构的充分认可。大成律师团队由上海办公室高级合伙人林兢、律师赖永进、律师陈慧婷组成。

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。

Dentons 香港办公室作为喜相逢集团的香港法律顾问，为其提供了专业、全面、及时、优质、高效的法律服务。Dentons 香港办公室律师团队由企业融资部主管合伙人**吴君栋**律师督导，团队成员包括管理律师**梁懿欣**和律师**胡咏雯**组成。

大成助力广西能源股份有限公司成功完成重大资产重组

2023年11月3日，广西能源股份有限公司（股票代码：600310）发布了《广西能源股份有限公司关于重大资产出售之标的资产过户完成的公告》。广西能源重大资产出售暨关联交易项目已顺利实施项目交割。大成律师事务所为广西能源本次交易的专项法律顾问。

广西能源是广西直属的唯一一家A股能源上市企业，间接控股股东广西投资集团有限公司是广西首家世界500强本土企业，位列广西企业100强第1位。广西能源是一家拥有完整统一的发供电一体化体系、电网内发供电相互配套的地方电力企业，正努力建成具有重要区域影响力的“零碳”能源上市企业，有序推进新能源业务的发展。广西能源通过本次交易，剥离主要石化板块业务，聚焦主责突出电力主业，增强核心竞争力；同时收回部分现金，有利于减轻公司的经营压力，改善公司的业务结构和经营状况。

大成律师凭借丰富的资本市场领域服务经验，高效完成了本次交易的重组方案设计、交易文件起草、重难点问题磋商和推动解决等各项工作。大成律师在本次交易就重难点问题提出了诸多可行的解决方案，协助客户履行国资监管报批程序，助力本次交易顺利实施。

大成广州办公室合伙人卢旺盛律师、潘莹律师、董宇恒律师、欧铭希律师为本次交易提供了全程法律服务。大成律师团队以认真、严谨、务实的工作态度和专业、高效的服务水平获得了客户的肯定。

大成律师主办的两起资本市场项目荣获 LegalOne Merits 优秀评级

近日，国际著名商事交易及争议解决项目评级机构 LegalOne 公布了年度“优秀案例”（LegalOne Merits）奖项。LegalOne 对本所律师主办的“贵州振华新材料股份有限公司 2022 年度向特定对象发行 A 股股票”及“四川川投能源股份有限公司以 40 亿现金购买国能大渡河流域水电开发有限公司 10%股权”授予“（Remarkable）（优秀）”的荣誉性评价。

“贵州振华新材料股份有限公司 2022 年度向特定对象发行 A 股股票”项目中，振华新材自 2021 年上市后所募集资金投资建设的部分生产项目存在延期的情况，在前次募投项目尚未建设完成的情况下，又募集大量资金去进行新项目的建设去扩大产能，受到监管部门关注。公司及项目组通过说明前次募投项目与本次项目的主要产品不同、从产能与现有公司的市场占有率、客户需求计划分析，说明项目建设的必要性、合理性及紧迫性，获得监管部门认可。

本项目由北京办公室高级合伙人李寿双、成都办公室高级合伙人苏绍魁、资深律师周梦婷牵头，团队成员包括律师助理原松雷。

“四川川投能源股份有限公司以 40 亿现金购买国能大渡河流域水电开发有限公司 10%股权”项目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举措，因本次交易标的为国有产权，故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。同时，标的公司作为大型水电企业，存在部分不动产因历史遗留问题导致的资产瑕疵，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。

本项目由成都办公室高级合伙人苏绍魁、黄嘉瑜及资深律师周梦婷牵头，团队成员包括律师助理原松雷，专职律师童叶、张涛、肖洋。

LegalOne 是一家独立的全球法律服务评级和研究公司，核心团队具有数十余年的国际法律媒体从业经验。根据企业高管和法总的当下需求，该机构首创出一套基于项目

参与者实战能力的全新评价机制：即通过对商业交易、争议解决案件和知识产权案例的评估和评级，以及客户对法律顾问的评分和评价，为企业决策者提供重要参考。LegalOne Merits 评级由 LegalOne 首创，对于特别优秀的交易/案例，LegalOne 会授予该交易及参与律师不同的评级。

大成律师助力广东爱得威建设（集团）股份有限公司

成功于香港联交所复牌

2023年11月27日，广东爱得威建设（集团）股份有限公司在停牌20个月后成功于港交所复牌。爱得威因延迟刊发2021年度业绩公告及延迟寄发年报，其股份自2022年4月1日起于联交所暂停买卖，随后联交所亦向爱得威发出多次复牌指引。根据香港《主板上市规则》第6.01A条，联交所可将任何已暂停买卖18个月的证券除牌。为避免被除牌，爱得威制定了债务重整方案及复牌建议，拟引进“白武士”、增发内资股和外资股，并向深圳市中级人民法院提交破产重整申请。

大成高级合伙人郭耀黎、合伙人何晶晶等组成律师团队为爱得威复牌提供专项法律服务和专业指导。大成律师团队凭借丰富的境外上市公司重组和复牌的项目经验，为本项目提供专业法律服务，包括，就增发内资股和外资股及投资者资格提供意见和建议，草拟、审阅、修订债务重整方案、复牌建议书及投资者认购协议、协助回复交易所的问询等。

大成荣获 2023 年交易所债券市场研究课题二等奖

为深入贯彻党的二十大精神，进一步健全资本市场功能，提高直接融资比重，推动债券市场高质量发展，更好服务现代化产业体系建设和新发展格局构建，前期，在中国证监会债券部的指导下，上海证券交易所、深圳证券交易所联合启动了 2023 年度债券市场研究课题征集工作。经过三轮评审，最终择优评选出一等奖课题 12 项、二等奖课题 24 项、优秀奖课题 32 项，大成上海办公室所做课题荣获 2023 年交易所债券市场研究课题二等奖。

获奖课题：《我国 REITs 市场高质量发展的立法促进与保障研究概要》

联合课题组成员：

北京大成（上海）律师事务所“**立法与公共政策咨询评估**”研究组**刘安**律师、**王伟**律师、**张尔嫻**律师助理；国泰君安证券股份有限公司吴迪珂、李宗霖。

“立法与公共政策咨询评估”研究组高海妹律师对本报告观点形成亦有贡献。

课题背景：

演化经济学理论指出：（金融）新产品、技术作为一种新的“技术—经济范式”（Techno-Economic Paradigm, TEP），其实际的效果并不取决于（金融产品）技术本身，而是需要“标准、法律、规则、监管机构和负责社会治理的整个结构所组成的网络（社会—制度体系）”（Social-Institution Framework, SIF）的“协同演化”来适应、形塑 TEP。TEP 的变革会最终施加足够的压力于 SIF 使其作出必要的改变，但制度变革较之技术或经济变革缓慢得多。

以此为鉴照纵观全球 REITs 市场，相当部分发达经济体大多是繁荣周期末端经济高速增长难以为继，不动产增量开发市场饱和，以及资本市场系统性发展提升的双重背景下推出 REITs 产品，以期实现“平滑稳定经济增长、资源‘再配置’推动经济转型”的双重目的。在当前我国经济面临发展新旧动能转换，增长预期放缓以及资本市场全面实施注册制成为支持创新驱动发展战略主战场的重大改革背景下，我国基础设施公募 REITs 市场（REITs 市场，下同）自 2020 年 4 月试点启动，已经历了三年的平稳发展。随着我国 REITs 市场建设的稳步推进，比较借鉴境外成熟市场经验，结合我国国情，加快推

动构建契合上述双重背景、助力达致上述双重目的的 REITs 专项立法等规则、制度体系（“社会—制度体系”），实现与 REITs 产品和试点实践（“技术—经济范式”）的正向“协同演化”，正当其势，恰逢其时。课题研究认为：对我国 REITs 市场试点经验的法制总结应当具有如此制度性、历史性研究视野，方能“见树又见林”。

课题摘要：

通过对我国 REITs 试点经验的法制总结，深入分析成功经验和有待完善之处，将成功经验概括为立法制度设计的基础；对关键制约问题有针对性地提出法制完善建议。

针对 REITs 试点中有待完善的相关环节（如信息披露、REITs 税收制度、各机构权利义务关系与责任体系等），以市场运行逻辑为主线，以明确 REITs 产品的法律定位和各方权责利关系为核心，进行前瞻思考评价和具体制度体系的概要设计，为相关立法工作提供参考借鉴。

从新时代国家金融发展的战略高度，围绕 REITs 产品构建经济新模式、金融新业态所需要的产业—经济—金融法律制度体系框架提出设想。

本课题研究成果预计将与其他获奖课题一同通过研讨会、报告发布、成果展示等多种形式与监管层、市场各方交流，共同营造“集思广益解难题、群策群力提建议、凝心聚力促发展”的市场氛围。

自 2021 年大成上海成立“立法与公共政策咨询评估”研究组两年以来，大成上海办公室的立法与公共政策特色业务在市、区各级立法机关和政府部门的关怀信任中，事务所党委和管理层的领导支持下不断发展：以研究组骨干律师为具体承办人已分别接受上海市某地方立法机关、某地方重要金融基础设施、市政某局下属事业单位、长三角地区某地方国有金融控股集团等单位委托，担任其专项立法顾问；今年已入选首届中国青年律师“创新法律服务产品典型案例”，事务所已建设成为浦东新区区政府立法联系点，事务所部分律师已受聘为浦东新区司法局立法工作专家。

为进一步推动立法与公共政策特色业务的正规化发展，事务所在现有组织基础上已着手筹备设立“大成立法与公共政策研究中心”，研究中心设立后，其主要业务范围将包括：立法前期调研、立法论证、立法与公共政策第三方事前事后评估、立法草案专家建议稿起草、专项立法修订建议、立法参考资料库编纂汇总等。

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。

研究中心后续将持续关注“新能源”“硬核科技”“双碳目标”等创新法制前沿及资本市场各领域，面向战略新兴领域龙头企业；平台经济企业；大型跨国企业、机构；行业协会、商会；各级行政、立法机关等输出大成上海“立法律师”的专业见解与特色服务，为社会法治进步贡献绵薄之力。

大成助力中机认检成功登陆深交所创业板

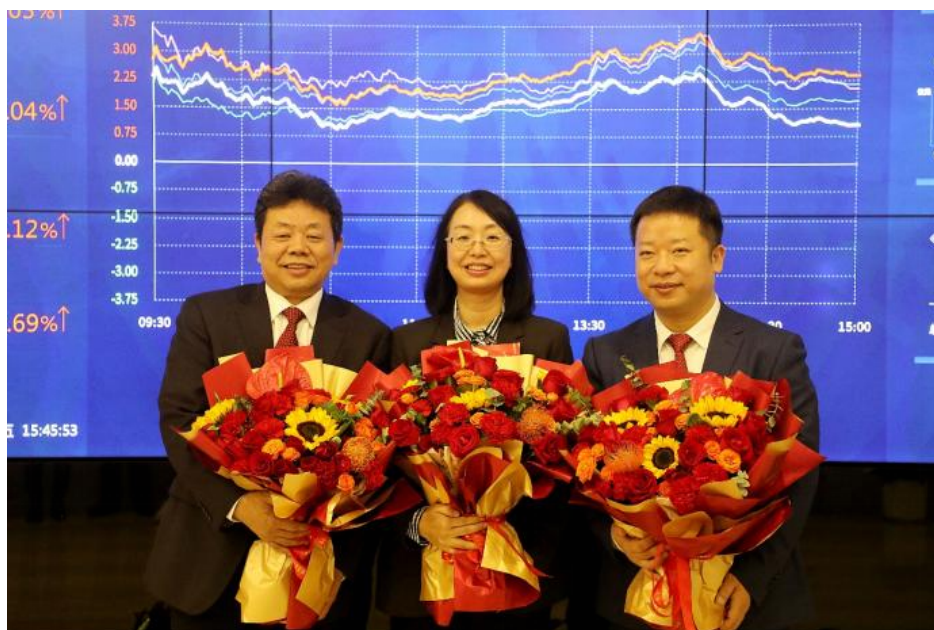
2023年12月1日，由大成律师事务所担任IPO专项法律顾问的中机寰宇认证检验股份有限公司正式登陆深圳证券交易所创业板，证券简称：**中机认检**，证券代码：**301508**。



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。

中机认检是国务院国资委直属的中国机械科学研究总院集团有限公司控股的二级中央企业，是一家全国性的车辆及机械设备第三方认证、检验检测综合性服务机构，主营业务为汽车整车、军用装备、工程机械、特种设备、民航地面设备、零部件等产品检验检测服务，以及产品认证、体系认证和服务认证等认证服务，是我国车辆检测领域少数具备检验检测、认证一体化能力的专业第三方检测认证机构。中机认检长期专注于车辆和机械设备检测领域、产品和管理体系认证的新技术、标准和方法的研发与应用，研发实力扎实，是检验检测和认证领域内技术标准的重要制定者。中机认检以“助力质量强国为己任”为使命，坚持“市场化，国际化，专业化，集约化，规范化”的发展理念，以汽车及高端装备制造业设计、认证、检测、后市场等技术服务为发展方向，构建全产业链业务，实现快速、持续、高质量发展。

大成律师团队作为中机认检的 IPO 专项法律顾问，自 IPO 项目启动伊始即深入参与项目全过程，为中机认检进行资产梳理及整合、全民所有制改制、国有产权无偿划转、混合所有制改制、员工持股直至首次公开发行股票并在创业板成功上市的全阶段法律事项提供了专业、高效、严谨的全程专业法律服务，获得了中机认检以及保荐机构中泰证券等各中介机构的一致好评和高度赞誉。大成律师团队的签字律师为高级合伙人**尉建锋**、**于绪刚**及合伙人**陈阳**、**修瑞**，上述合伙人与律师**钱俊婷**、**李彤**，律师助理**党星瑶**等多名成员组成了专项法律服务团队。



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。

大成助力太初元碁 Tecorigin 完成战略签约

近日，由太初元碁 Tecorigin 和无锡产业发展集团联合主办的“智算致远·自主向新”战略签约会在无锡顺利举行。在龙芯中科技术股份有限公司董事长胡伟武、鼎晖百孚管理合伙人应伟、无锡产业发展集团有限公司主席姚志勇和太初元碁董事长、国家超级计算无锡中心主任杨广文、无锡市滨湖区区委书记孙海东、无锡市科技局局长赵建平、无锡市滨湖区副区长蒋维维的见证下，太初元碁分别与龙芯产业基金及鼎晖百孚进行了战略合作签约。



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。

太初元碁致力于发展世界领先的自主可控高性能计算技术和生态。自 2019 年成立以来，始终坚持以“铸造中国算力基石，构建未来智能世界”为使命，立足于高性能计算产业核心基座，布局自主可控、通用开放、性能完善的先进智能计算生态。

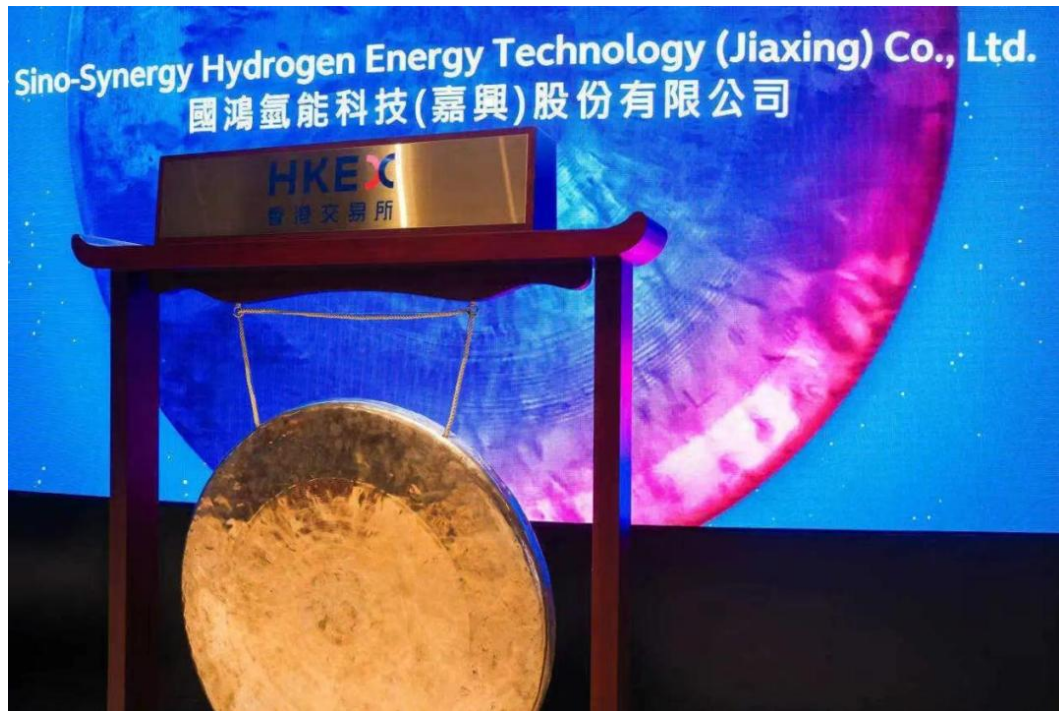
龙芯中科基于信息系统和工控系统两条主线开展产业生态建设，面向网络安全、办公与业务信息化、工控及物联网等领域与合作伙伴保持全面的市场合作，系列产品在电子政务、能源、交通、金融、电信、教育等行业领域已获得广泛应用。龙芯产业基金为龙芯中科主导的大型投资基金，专注于龙芯生态圈和产业链中有重要影响作用、高附加值、高成长性企业的投资。

鼎晖投资拥有股权投资、夹层投资、证券投资、不动产投资的综合性多资产管理平台，其穿越多轮经济周期，完成多项里程碑式并购，参与了超 350 家行业龙头企业的成长历程，并成功扶持其中 100 余家企业在国内外上市。鼎晖百孚是鼎晖投资旗下聚焦科技投资的专业精品基金投资平台，目前累计投资 100 多个项目，资产管理规模超过 700 亿元。

大成合伙人程飞律师、杨海涛律师、彭永华律师、刘海律师全程参与本次太初元碁与龙芯产业基金及鼎晖百孚的战略合作，项目组凭借丰富经验，全面、专业、严谨的法律服务理念，高效助力太初元碁完成了本次战略合作，后期项目组将继续为太初元碁提供配套服务工作。

大成助力国鸿氢能香港上市

2023年12月5日，国鸿氢能科技（嘉兴）股份有限公司（“国鸿氢能”）成功于香港联合交易所主板首次公开发行股票并挂牌上市（9663.HK）。大成深圳办公室律师团队作为数据合规顾问提供了专项法律服务。



国鸿氢能成立于2015年，主要从事研究、开发、生产及销售氢燃料电池电堆及氢燃料电池系统的领先技术型氢燃料电池公司，公司生产的氢燃料电池电堆和氢燃料电池系统已实现多元化场景的研发和应用。2022年全年，国鸿氢能氢燃料电池电堆出货量达175.2兆瓦，占中国市场份额24.4%，连续六年排名市场第一；氢燃料电池系统出货量排中国市场第二，占整体市场份额21.8%，已成为氢燃料电池龙头企业。

大成深圳办公室律师团队作为国鸿氢能的数据合规顾问，通过分析国鸿氢能的数据收集规模、数据使用场景，结合现行有效和即将生效的相关法律法规、主管机关的咨询回复，为发行人出具了法律意见书，协助回复香港证监会及/或香港联交所的反馈意见中所涉及的数据合规的问题等。大成深圳办公室律师团队凭借境外IPO领域丰富的经验和高效、优质的法律服务赢得了客户和其他中介机构的认可和信任。大成深圳办公室团队由合伙人**吴家雄**律师、**宋佳洁**等组成项目组，提供法律服务。

大成助力丰茂股份创业板成功上市

2023年12月13日，浙江丰茂科技股份有限公司（股票简称：丰茂股份，股票代码：301459）首次公开发行A股股票并在深圳证券交易所创业板上市。丰茂股份本次公开发行新股2,000.00万股，发行价格为每股人民币31.90元，募集资金总额为人民币63,800.00万元。



浙江丰茂科技股份有限公司成立于2002年，是一家专业从事精密橡胶零部件研发及产业化的国家级专精特新重点“小巨人”企业，主要产品包括传动系统部件、流体管路系统部件和密封系统部件等，产品广泛应用于汽车、工业机械、家电卫浴等领域。凭借持续的技术开发和工艺改进，公司核心产品传动系统部件实现了进口替代和出海竞争。乘用车多楔带荣获2022年国家制造业单项冠军产品称号。

北京大成律师事务所作为丰茂股份本次IPO项目的专项法律顾问，由大成上海合伙人刘云律师带领律师团队为该IPO项目提供了全程法律服务，团队成员包括陈玮婧律师、刘妍律师、康琼梅律师及杨雯律师助理。项目团队专业、勤勉、严谨的工作，获得了发行人的高度赞誉和信赖，亦获得了其他中介机构的充分尊重和认可。

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。



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。

首届私募投资基金法律前沿年终沙龙顺利举办

2023年12月22日,首届私募投资基金法律前沿年终沙龙在北京顺利举办。本次沙龙由大成私募股权行业组与私募小合规沙龙联合主办,围绕《私募基金监管管理办法》征求意见稿进行交流讨论,吸引了三十余家业内机构代表汇聚一堂,共同探讨私募新规。



沙龙由大成律师事务所高级合伙人**李寿双**律师主持并作开场致辞,对来访的来宾表示热烈欢迎,希望大家结合自身实践经验,就《私募办法》征求意见稿多多发表建议和意见,积极为行业规范发展建言献策。



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。

本次沙龙特邀紫荆资本法务总监汪澍先生围绕《私募基金监督管理办法》征求意见稿进行详细讲解，探讨了《私募办法》的起草背景及总体设计思路、《私募办法》征求意见稿的核心条款介绍以及《私募办法》征求意见稿的主要修订意见。



本次交流立足实务，聚焦时代热点，讨论环节，参会人员就《私募办法》相关问题进行了深入而热烈的讨论，会场气氛热烈，讨论氛围浓厚，沙龙也画上了圆满的句号。

大成助力集海资源在香港联交所主板成功上市

2023年12月22日，大成广州办公室合伙人杨金柱律师团队助力集海资源集团有限公司(PERSISTENCE RESOURCES GROUP LTD)(股票简称：**集海资源**；股票代码：**02489.HK**)于香港联合交易所主板成功上市。集海资源港股上市首日涨1.82%，募资净额2.17亿港元。杨金柱律师出席了本次上市仪式，见证了集海资源上市的高光时刻。



图/香港交易所活动现场

集海资源集团集海资源下属境内企业烟台中嘉矿业有限公司（“烟台中嘉”）成立于2005年，为一家黄金勘探、开采及加工公司。根据弗若斯特沙利文报告，按矿山产量计，烟台中嘉为2022年山东省第三大黄金开采公司。集海资源是境外上市备案制生效后，首家加拿大创业板上市企业成功分拆子公司到港股主板上市的金矿企业，也是备案制实施后山东省第一家成功赴港上市的民营黄金开采公司。

大成广州办公室合伙人**杨金柱**律师、**徐玲玲**律师、**任菡筠**律师、律师助理**左佳**等组成的项目团队作为独家保荐人的境内律师，为客户提供了专业高效的法律服务，包括境

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-notices 或者 dentons.com/legal-notices。

内法律尽职调查及法律意见书撰写、审阅招股书相应章节、协助答复监管问询、反馈意见等。大成项目团队凭借在境内外重组及上市、企业合规治理等方面的丰富经验，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及各中介机构的认可与肯定。



图/杨金柱律师（右）出席上市仪式

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第三章

新规速递

证监会、国家标准委联合发布《关于加强证券期货业标准化工作的指导意见》

近日，证监会和国家标准委联合发布《关于加强证券期货业标准化工作的指导意见》（以下简称《指导意见》）。《指导意见》包括指导思想、主要目标、主要任务、保障措施等方面内容，对证券期货业标准化发展作出全面部署，是资本市场标准化工作中长期规范化、科学化和可持续发展的重要指导性文件。

《指导意见》以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，遵循《国家标准化发展纲要》总体要求，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”总目标，聚焦中国特色现代资本市场建设需要，为推动资本市场高质量发展提供有力技术支撑。

《指导意见》提出了三方面工作目标，明确了行业标准化发展方向。一是在标准化支撑作用更加显著方面，以标准化支撑行业数字化转型和资本市场数据要素化，推动建成资本市场高质量发展标准体系。二是在标准化质量水平大幅提升方面，加强标准化工作统筹管理，发布市场急需标准，开展标准课题研究，实施标准检测认证、试点示范，有效缩短标准平均制定周期，充分显现标准化对行业的经济效益、社会效益、质量效益。三是在标准化发展基础更加牢固方面，建成一批综合性、专业性标准化服务与推广平台，建立一支高素质行业标准化人才队伍，培养一批具有先进标准化治理能力的行业机构。

《指导意见》明确了行业标准化工作的主要任务。一是推动业务与标准化深度融合。构建覆盖证券、基金、期货和债券等金融产品的标准支撑体系，加强标准应用试点建设，形成业务标准化示范推广体系。二是培养行业主体标准化工作意识。坚持系统观念，监管部门、核心机构、协会、经营服务机构等共同推动标准化工作，进一步强化各方标准化工作职责。证监会各业务监管部门要将标准工作与业务监管工作密切结合，促进监管规则与标准的有机衔接。三是加强重点领域标准供给。通过及时、科学、有效的标准供给，服务资本市场改革发展、服务资本市场风险防控、服务行业数字化转型、服务行业绿色发展、服务行业基础性工作。四是健全标准化工作体系。发挥全国金融标准化技术委员会证券分技术委员会（以下简称证券分委会）作用，加强行业跨领域标准统筹协调，完善标准化制度，健全多层次标准体系，加强标准课题研究，提升标准治理水平。五是加强标准贯彻实施力度。建立健全标准实施评价机制，推出一批标准实施评估典型范例，

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。

建立标准实施调查统计和信息反馈制度，培育壮大行业标准检测、认证市场主体，加强重点标准的试点应用，加强标准成果的共享与推广，强化行业核心机构对信息交换标准的实际应用，培育发展标准化文化。六是加强标准化人才培养。鼓励配备标准化总监、标准专员并明确岗位职责，鼓励运用标准化手段提升管理水平，健全标准化激励机制，构建阶梯式人才成长体系，加大标准化青年人才培养。

《指导意见》提出了具体保障措施。首先是加强组织领导，加强对证券期货业标准化工作的组织领导和统筹协调，加强证券分委会对行业标准化工作的指导。其次是加强督促落实，各单位各部门要确保《指导意见》任务落到实处，证券分委会要会同相关监管部门共同研究建立标准化工作考核评价机制。第三是加强资源保障，各单位各部门要加大标准化工作投入，提供经费保障，鼓励设置标准化工作组或专岗，为组织本单位标准化工作和参与行业标准化工作提供支持。

下一步，证监会和国家标准委将密切合作，会同有关部门，采取有效措施，切实推进《指导意见》落地见效。

证监会发布《上市公司向特定对象发行可转换公司债券 购买资产规则》

上市公司并购重组是资本市场发挥优化资源配置功能的重要渠道。作为重组支付工具，定向可转债由交易对方以资产认购，兼具“股性”和“债性”，能够为交易双方提供更为灵活的博弈机制，有利于提高重组市场活力与效率。为进一步支持上市公司以定向可转债为支付工具实施重组，置入优质资产、提高上市公司质量，证监会在总结前期试点经验的基础上，制定了《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》（以下简称《定向可转债重组规则》）。

《定向可转债重组规则》定位于《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）、《可转换公司债券管理办法》（以下简称《可转债办法》）等规则的“特别规定”，结合重组交易特点，就定向可转债重组相关事项作出专门性规定。全文共 17 条，主要内容包括：在适用原则方面，规定上市公司发行定向可转债购买资产除适用本规则外，还需参照适用《重组办法》等关于发行股份购买资产的有关规定，并适用《可转债办法》和中国证监会其他相关规定；在发行条件方面，以援引上位法的方式，明确发行定向可转债实施重组需同时符合重大资产重组、公开发行公司债券、向特定对象发行新股（转股股份来源于回购的除外）等多重条件；在定价和锁定方面，按照“同样情况同等处理”的原则，参照发行股份购买资产的相关规定和实践做法，就作为支付工具的定向可转债的定价机制、限售期限等作出规定；在权益计算方面，明确在认定是否构成重组上市等情形时投资者拥有上市公司权益数量及比例的计算方式。此外，根据《定向可转债重组规则》，上市公司可单独以定向可转债作为支付工具，自行决定重组交易对价全部由定向可转债支付或者搭配部分股份、现金支付。

《定向可转债重组规则》于 2023 年 9 月 15 日至 10 月 15 日向社会公开征求意见。市场各方对规则内容总体认可，并提出修改建议。证监会逐条研究，认真吸收采纳，并相应完善了有关分期解锁安排、持续信息披露要求等规定。

下一步，证监会将持续深化并购重组市场化改革，推动上市公司用好定向可转债等多元化支付工具，通过重组提质增效、做优做强。

附件：【第 58 号公告】《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7443967/content.shtml>

中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会

11月17日，中国人民银行、金融监管总局、中国证监会联合召开金融机构座谈会，贯彻落实习近平总书记在中央金融工作会议上的重要讲话精神和会议部署，研究近期房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作。中国人民银行党委书记、行长潘功胜，金融监管总局党委书记、局长李云泽，中国证监会党委委员、副主席王建军出席会议并讲话。中央金融委员会办公室副主任夏先德应邀出席会议并讲话。

会议指出，刚刚结束的中央金融工作会议是我国金融发展史上具有里程碑意义的一次重要会议。学习贯彻习近平总书记重要讲话和中央金融工作会议精神是当前金融系统最重要的政治任务。各金融部门、金融机构要进一步把思想和行动统一到习近平总书记重要讲话精神和党中央决策部署上来，深刻把握金融工作的政治性、人民性，坚持目标导向、问题导向，着力解决当前金融领域面临的主要矛盾和突出问题，加快建设中国特色现代金融体系，以金融高质量发展服务中国式现代化。

会议认为，今年以来，金融部门认真落实党中央、国务院决策部署，为经济恢复发展提供了有力有效的金融支持。主要金融机构主动担当作为，发挥了金融支持实体经济主力军的作用。下一步，要坚定信心、持续发力、久久为功，继续加大政策落实和工作推进力度，持之以恒营造良好的货币金融环境。要落实好跨周期和逆周期调节的要求，着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长。要优化资金供给结构，盘活存量金融资源，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的金融支持，增强金融支持实体经济的可持续性。

会议强调，过去一段时间，金融部门积极配合行业主管部门和地方政府，从房地产市场的供需两端综合施策，保持信贷、债券、股权等重点融资渠道稳定，支持改善行业经营，优化调整个人住房贷款政策，着力稳定房地产市场，取得了良好的效果。近日金融部门和行业主管部门联合召开代表性房地产企业座谈会，调研了解行业风险化解和高质量发展的主要金融需求。各金融机构要深入贯彻落实中央金融工作会议部署，坚持“两个毫不动摇”，一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷。继续用好“第二支箭”支持民营房地产企业发债融资。支持房地产企业通过资本市场合理股权融资。要继续配合地方政府和相关部门，坚持市场

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-notice 或者 dentons.com/legal-notice。

化、法治化原则，加大保交楼金融支持，推动行业并购重组。要积极服务保障性住房等“三大工程”建设，加快房地产金融供给侧改革，推动构建房地产发展新模式。

会议要求，金融部门要认真贯彻落实中央关于防范化解地方债务风险的精神，按照市场化、法治化原则，配合地方政府稳妥化解存量、严格控制新增。金融机构要完善工作机制，突出重点、分类施策，与融资平台开展平等协商，通过展期、借新还旧、置换等方式，合理降低债务成本、优化期限结构，确保金融支持地方债务风险化解工作落实落细。

中国人民银行、金融监管总局相关司局、银行间市场交易商协会、上海证券交易所、深圳证券交易所，政策性和开发性银行、18家全国性商业银行、5家全国性金融资产管理公司、4家大型证券公司的主要负责同志在主会场参会，部分中国人民银行、金融监管总局分支机构主要负责同志在各地分会场参会。

中国证监会 国务院国资委关于支持中央企业发行绿色 债券的通知

证监发〔2023〕80号

中国证监会各派出机构，上海证券交易所，深圳证券交易所，北京证券交易所，中国证券登记结算有限责任公司，中国证券业协会，中国证券投资基金业协会，各中央企业：

中央企业关系国家安全与国民经济命脉，是我国实现碳达峰碳中和目标的关键主体。为贯彻落实中央金融工作会议关于做好绿色金融等五篇大文章的战略部署，进一步提升资本市场服务绿色低碳发展能力，支持中央企业发行绿色债券(含绿色资产支持证券，下同)融资，协同推进降碳、减污、扩绿、增长，带动支持民营经济绿色低碳发展，促进经济社会全面绿色转型，现就有关事项通知如下：

一、完善绿色债券融资支持机制

(一)加强对绿色低碳领域的精准支持。支持中央企业发行绿色债券，发展节能降碳、环境保护、资源循环利用、清洁能源、生态保护修复和利用、基础设施绿色升级等产业。鼓励中央企业根据绿色项目预期投资回收周期，发行中长期债券。

(二)对中央企业发行绿色债券提供融资便利。优化债券融资服务机制，对优质中央企业发行绿色债券优化审核安排，参照知名成熟发行人标准简化文件签章和信息披露等方面要求，适当延长财务报告有效期，即报即审，提高融资效率。探索在管控中央企业债券占带息负债比重时将绿色债券按一定比例剔除。

(三)便利债券回购融资支持机制。在通用质押式回购业务中，对于优质中央企业及子公司发行绿色债券给予信用债最高档折扣系数；在三方回购业务中，研究为中央企业及子公司绿色债券单独设立质押券篮子，在发行人信用资质和折扣系数等方面实施差异化管理。

(四)优化中介机构监管评价考核。新增专项排名及评优奖项，鼓励证券公司积极主动提供绿色债券中介服务，与绿色产业中央企业建立长效合作机制。鼓励信用评级机构

在信用评级过程中将发行人的环境、社会和治理 (ESG) 因素纳入其信用风险考量，并在信用评级报告中专项披露。

(五) 推进绿色投资理念。鼓励中央企业参照成熟经验主动披露绿色环境信息，吸引商业银行、保险公司、社保基金、养老金、证券基金等加大绿色债券投资力度。推动优质中央企业及子公司绿色债券纳入基准做市品种，鼓励做市商积极开展绿色债券做市报价服务，提高绿色债券交易流动性。加强中央企业发行人、主管部门与投资机构的沟通交流，鼓励市场投资机构以绿色指数为基础开发公募基金等绿色金融产品，引导降低融资成本。

二、助力中央企业绿色低碳转型和高质量发展

(六) 推进中央企业绿色低碳转型。中央企业根据《中央企业债券发行管理办法》有关要求，结合绿色低碳发展实际需要，合理安排债券融资，推动产业结构和能源结构绿色转型升级，实施节能降碳改造、工艺革新和数字化转型，深入推进战略性重组和专业化整合，加快形成绿色低碳生产方式。

(七) 发挥中央企业绿色科技创新主体作用。鼓励中央企业发行投向绿色领域科技创新项目建设的债券，强化绿色科技创新，支持绿色低碳关键核心技术攻坚突破和推广应用，提升高质量绿色产品服务供给能力。

(八) 发挥中央企业绿色低碳发展示范作用。支持中央企业发行绿色债券筹集资金，通过项目合作、产业共建、搭建联盟等方式引领地方国有企业及各类市场主体绿色低碳发展，共同构建低碳供应链体系，推动节能低碳和环境服务等新业态发展和模式创新，全面提高能源资源利用效率。

三、发挥中央企业绿色投资引领作用

(九) 引导绿色发展重点领域资金供给。鼓励符合条件的中央企业设立绿色发展基金或低碳基金发行绿色债券，通过投资支持符合条件的绿色项目建设、运营，吸引、撬动、聚合社会资本投向绿色产业。支持中央企业子公司探索利用碳排放权、排污权等资源环境权益进行质押担保，或由中央企业集团提供外部增信等方式发行绿色债券，推动细分领域节能减污降碳。

(十)支持中央企业开展绿色领域基础设施 REITs 试点。支持新能源、清洁能源、生态环保等领域基础设施项目发行 REITs，拓宽增量资金来源，完善绿色融资支持。

四、加强组织实施保障

(十一)证监会及派出机构加强对中央企业发行绿色债券的服务支持，同时进一步推动国有企业、民营企业等绿色债券融资。会同国务院国资委建立信息共享机制，对中央企业绿色债券融资及资金使用情况加强监督管理，确保绿色债券募集资金按要求规范管理和使用。

(十二)国务院国资委不断优化中央企业绿色发展考核机制，将能源消耗强度、碳排放强度等指标纳入经营业绩考核体系，遴选绿色低碳示范项目，总结提炼成功经验、典型模式并加以推广。与证监会加强协调配合，加大对中央企业发行绿色债券融资的政策引导力度，支持利用资本市场形成绿色低碳核心竞争优势。

(十三)证券交易所着力提升绿色债券融资服务效能，积极发挥市场组织功能，激发市场经营主体活力，加强投融资对接，吸引更多资金投向绿色领域。证券业协会、基金业协会充分履行自律规范职责，营造良好的投融资环境，引导证券基金经营机构加大对绿色债券的业务投入。

证监会发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红（2023 年修订）》等规范性文件

为进一步健全上市公司常态化分红机制，提高投资者回报水平，证监会发布《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》（以下简称《现金分红指引》），以及《关于修改〈上市公司章程指引〉的决定》（以下简称《章程指引》），自公布之日起施行。沪深证券交易所同步修改完善规范运作指引，明确操作性要求。

《现金分红指引》修订内容主要有三个方面：一是进一步明确鼓励现金分红导向，推动提高分红水平。对不分红的公司加强披露要求等制度约束督促分红。对财务投资较多但分红水平偏低的公司进行重点监管关注，督促提高分红水平，专注主业。二是简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏。鼓励公司在条件允许的情况下增加分红频次，结合监管实践，允许上市公司在召开年度股东大会审议年度利润分配方案时，在一定额度内审议批准下一年中期现金分红条件和上限，便利公司进一步提升分红频次，让投资者更好规划资金安排，更早分享企业成长红利。三是加强对异常高比例分红企业的约束，引导合理分红。强调上市公司制定现金分红政策时，应综合考虑自身盈利水平、资金支出安排和债务偿还能力，兼顾投资者回报和公司发展。对资产负债率较高且经营活动现金流量不佳，存在大比例现金分红情形的公司保持重点关注，防止对企业生产经营、偿债能力产生不利影响。

《章程指引》相关条款修改主要有两个方面：一是鼓励上市公司增加现金分红频次，引导形成中期分红习惯，稳定投资者分红预期。同时，增加对中期分红的完成时限要求。二是督促公司在章程中细化分红政策，明确现金分红的目标，更好稳定投资者预期。同时，引导公司在章程中制定分红约束条款，防范企业在利润不真实等情形下实施分红。

《现金分红指引》和《章程指引》的实施，将有助于推动上市公司增强投资者回报，更好引导公司专注主业，促进市场平稳健康发展。下一步，证监会将在尊重公司自治的基础上，更好发挥监管的引导约束作用，推动上市公司不断增强分红意识，优化分红方式，培育分红习惯，提高分红水平，同时约束异常分红，促进上市公司整体分红水平稳中有升。

附件：【第 61 号公告】《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红（2023 年修订）》

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7449656/content.shtml>

附件：【第 62 号公告】《关于修改〈上市公司章程指引〉的决定》

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7449659/content.shtml>

证监会修订发布《上市公司股份回购规则》

为更好顺应市场实际和公司需求，增强回购制度包容度和便利性，推动上市公司重视回购、实施回购、规范回购，积极维护公司价值和股东权益，证监会修订发布《上市公司股份回购规则》，对部分条款予以优化完善。

本次修订的主要内容包括：一是着力提高股份回购便利度，放宽并增设一项为维护公司价值及股东权益所必需而回购股份的条件，取消禁止回购窗口期的规定，适度放宽上市公司回购基本条件，优化回购交易申报的禁止性规定。二是进一步健全回购约束机制，鼓励上市公司形成实施回购的机制性安排，明确触及为维护公司价值及股东权益所必需回购情形时的董事会义务。三是进行适应性文字性修改。前期，我会已就规则修订向社会公开征求意见，各方总体表示认可支持。

股份回购作为资本市场的一项基础性制度安排，具有优化资本结构、维护公司投资价值、健全投资者回报机制等方面的功能作用。证监会鼓励上市公司依法合规运用回购工具，积极回报投资者，促进市场稳定健康发展，同时也将加大回购的事中事后监管，对利用回购实施内幕交易、操纵市场等违法行为的，依法严厉查处。

附件：【第 63 号公告】《上市公司股份回购规则》

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7449683/content.shtml>

证监会修订发布两项财务信息披露规则

为完善资本市场财务信息披露规则，进一步规范公开发行证券的公司财务信息披露行为，保护投资者合法权益，证监会修订发布《公开发行证券的公司信息披露编报规则第15号——财务报告的一般规定》（以下简称《财务报告的一般规定》）、《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》（以下简称《1号解释性公告》），优化调整两项规则部分规定条款。

《财务报告的一般规定》主要修订内容包括：一是明确重要性判断原则，要求公司披露重要性标准确定方法和选择依据。二是减少冗余信息披露，避免重复披露，提升财务报告可读性。三是压缩模版化披露空间，要求公司结合自身情况充分披露重要会计政策及会计估计，不得照搬照抄《企业会计准则》。四是细化重要报表项目附注披露要求，便于投资者充分了解公司情况。五是增设专节明确研发支出附注信息披露要求，引导市场各方恰当评价公司科技创新能力。此外，本次修订结合近年《企业会计准则》和资本市场监管规则的调整，对收入、企业合并等披露要求予以完善，保持监管规则协调一致。

《1号解释性公告》主要修订内容包括：一是新增三项非经常性损益判断原则，为公司恰当披露非经常性损益信息提供指引。二是明确实际执行中存在分歧的问题，减少实务执行争议。三是完善政府补助、金融资产、股份支付等相关非经常性损益列举项目，提升规则与当前资本市场环境之间的契合性。四是结合近年《企业会计准则》和监管规则修订情况完善相关表述，在股份支付、显失公允的交易收益等列举项目上，与发行上市、退市环节有关要求保持一致。

《财务报告的一般规定》与《1号解释性公告》的修订，将有助于提升资本市场财务信息披露规则执行效果，进一步提高财务报告的可读性与决策有用性。前期，证监会已就规则修订向社会公开征求意见，各方总体表示认可支持。下一步，证监会将继续夯实制度基础，督促各类相关经营主体有效执行财务信息披露规则，不断提升会计信息披露质量，助力资本市场服务经济高质量发展。

附件：【第 64 号公告】《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定（2023 年修订）》

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7451379/content.shtml>

附件：【第 65 号公告】《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益（2023 年修订）》

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7451398/content.shtml>

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

第四章

明星律师



任菡筠 律师

学历：法学硕士

主要业务领域： 资本市场、跨境投资与贸易、知识产权与科技创新、合规与风险控制

任律师在加入大成前，曾就职于丹麦著名律师事务所 KROMANN REUMERT，专注于跨境投融资及并购、银行与金融、知识产权及国际贸易合规。2020年加入大成后，主要业务领域涉及资本市场、跨境并购、上市公司海外合规、公司及家族治理等方面，所涉行业包括能源与基础设施、生物医药、政府部门等。任律师在境内外投融资、公司并购、境内外上市、企业改制与重组等方面具有丰富的操作经验，成功参与众多大中型知名企业的兼并收购、投融资、境内外上市项目。

【主要项目经验】

境内外上市项目及上市公司收购项目：

1. 2023 年集海资源集团有限公司（PERSISTENCE RESOURCES GROUP LTD）（集海资源 HK 02489）香港联合交易所主板上市项目；
2. 广州工业投资控股集团有限公司收购江苏润邦重工股份有限公司（润邦股份 002483）（海外资产尽调及收购交易）项目；
3. 广东省广新控股集团有限公司收购境内某 A 股上市公司（计算机、通信制造业）控制权项目；
4. 广东省广新控股集团有限公司并表境内某 A 股上市公司（电子设备制造业）及相关经营者集中之反垄断申报项目；
5. 南方电网能源发展研究院有限责任公司就南方电网国际有限公司收购秘鲁某上市公司控制权项目之法律风险审核及评估项目。

上市公司增发、重组：

1. 广东新华发行集团股份有限公司增资、重组收购广东广弘控股股份有限公司（广弘控股 000529）所持广东教育书店有限公司 100% 股权项目；
2. 武汉东湖高新集团股份有限公司（东湖高新 600133）重大资产重组项目；
3. 无锡宝通科技股份有限公司（宝通科技 300031）定向增发募集资金不超过 6 亿元人

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。

民币之泰国年产 1,000 万平方数字化输送带项目（海外资产尽调部分）。

新三板业务：

1. 武汉恒立工程钻具股份有限公司（新三板 恒立钻具 836942）向不特定合格投资者公开发行股票并在北京证券交易所上市项目。

上市公司常年法律服务：

1. 广州农村商业银行股份有限公司（广州农商银行 HK 01551）常年法律顾问项目（2020 年度、2021 年度）；
2. 深圳市智微智能科技股份有限公司（智微智能 001339）常年法律顾问项目（2022 年度）；
3. 南方电网储能股份有限公司（南网储能 600995）常年法律顾问项目（2023 年度）。

其它证券类业务：

1. 湖北省联合发展投资集团有限公司 2022 年成功发行 3 年期 3 亿美元境外高级绿色债券项目；
2. 某香港联合交易所上市公司家族财富管理及信托架构搭建项目。



宋佳洁 律师

学历：硕士

主要业务领域：港股 IPO、境外发债、投资与并购

宋佳洁，毕业于英国布里斯托大学，获得国际商法硕士学位。业务领域涉及境外 IPO、红筹重组、境外发债、投资与并购等法律服务。港股项目经验涉及发行人律师及保荐人律师，参与多个项目的尽职调查工作，熟悉中国境内尽职调查的流程与细节。

【主要项目经验】

香港上市项目：经办 Guanze Medical (02427)、国鸿氢能 (09663) 港股主板上市。

上市公司常年法律服务：新兴印刷 (01975) 常年法律顾问服务。

其他资本市场类项目：经办深圳市卓越商业管理有限公司发行 2022 年第一笔及第二笔美元债项目。



党星瑶 律师助理

学历： 法学学士

主要业务领域： 境内 IPO、上市公司重大资产重组、非公开发行、上市公司常年法律顾问等。

党星瑶律师毕业于复旦大学法学院，在境内 IPO 业务领域有较为深厚的业务经验积累，善于处理证券法律业务领域的理论及实践问题，能够以扎实的法律知识功底、优秀的法律分析及法律文书撰写能力赢得团队伙伴与项目客户的赞誉。

【主要项目经验】

境内上市项目： 经办中机认检（301508）创业板 IPO 项目、爱科赛博（688719）科创板 IPO 项目、北方长龙（301357）创业板 IPO 项目等。

上市公司增发、重组： 经办华侨城 A（000069）向特定对象发行可转换公司债券项目等。

上市公司常年法律服务： 为中机认检（301508）、爱科赛博（688719）、北方长龙（301357）、鼎汉技术（300011）等上市公司提供常年法律顾问服务。

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