

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

# 大成资本市场法律通讯

2023年7月-8月 总第22期

# 目 录

## CONTENTS

<b>第一章 大成研究</b> .....	<b>4</b>
马宏伟、马乃东：涉证券类犯罪婚姻家庭案件的刑民交叉法律问题研究（刑事篇）.....	5
李丽：从香港法院判例看维好协议的可执行性及对内地企业的启示.....	25
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.....	30
李寿双：《私募投资基金监督管理条例》评析——私募投资基金法律体系的关键一环... ..	46
刘婧、肖瑶：境外上市实践（二）：中国企业境外上市路径解析（I）.....	56
杨春宝、孙瑱：结合私募条例聊聊创投基金那些事儿.....	70
马宏伟：证券合规实务——短线交易监管新规五大亮点解读.....	78
杨春宝、孙瑱：案析“最惠国待遇”在私募股权投资领域的适用.....	88
马宏伟：证券合规实务——行政监管办案要点与审查逻辑.....	94
马宏伟：上市公司信息披露法律风险六大误区.....	105
马宏伟：证券合规——结合“新法”看独董履职五大问题.....	113
于绪刚、王乐维：报告期内收购子公司约定业绩对赌案例研究.....	119
马宏伟：证券合规——浅析证券市场主体“受限交易”的合规风险.....	129
<b>第二章 大成新闻</b> .....	<b>135</b>
首届北京大学金融法全国博士生论坛暨“大成金融法优秀论文奖”颁奖仪式成功举办..	136
大成律师成功办理私募基金合同纠纷系列案件.....	151
大成助力浙江省自贸区首单知识产权证券化产品成功发行.....	154
大成助力呈和科技向特定对象发行股票.....	155
大成助力时代速信完成数亿元新一轮融资，助力国家射频微波行业高质量发展.....	157
大成律师助力巨星传奇在香港联交所成功上市.....	159
大成律师助力成都经开资产管理有限公司成功发行2亿元人民币自贸区离岸债券.....	160
大成律师助力马钢股份成功注册100亿元短期融资券（科创票据）并完成首期发行....	162
大成助力全国首单技术产权（技术交易）1期资产支持专项计划成功发行.....	164
大成助力杭州钱塘新区建投集团发行美元债券.....	165
大成助力北京生命园创投完成对鑫康合生物医药B+轮融资.....	166



“企业境内外上市与网络安全&数据合规”论坛成功举办 .....	167
大成助力德业股份完成向特定对象发行股票的注册 .....	176
大成助力珠海农商行发行全国首笔境内银行主体绿色莲花债 .....	178
大成助力喜相逢完成红筹境外上市证监会备案 .....	179
<b>第三章 新规速递 .....</b>	<b>180</b>
李强签署国务院令 公布《私募投资基金监督管理条例》 .....	181
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 .....	183
认真贯彻落实私募条例 推动行业高质量发展——方星海副主席在《私募投资基金监督管理条例》座谈会上的讲话 .....	187
证监会指导中国证券业协会发布《证券公司债券业务执业质量评价办法》 强化债券承销分类监管 .....	192
证监会发布《期货市场持仓管理暂行规定》 .....	193
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 .....	194
证监会发布《上市公司独立董事管理办法》 .....	195
证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问 .....	197
证监会集中修改、废止 42 部证券期货制度文件 .....	204
证监会进一步规范股份减持行为 .....	205
证监会统筹一二级市场平衡 优化 IPO、再融资监管安排 .....	206
证券交易所调降融资保证金比例，支持适度融资需求 .....	207
<b>第四章 明星律师 .....</b>	<b>208</b>
<b>第五章 关于大成资本市场 .....</b>	<b>215</b>

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

# 第一章 大成研究

# 马宏伟、马乃东：涉证券类犯罪婚姻家庭案件的刑民交叉法律问题研究（刑事篇）

## 马宏伟

大成上海 高级合伙人(备案中)

[ma.hongwei@dentons.cn](mailto:ma.hongwei@dentons.cn)

专业领域：资本市场、刑事、争议解决、公司与并购



## 马乃东

大成上海 合伙人

[naidong.ma@dentons.cn](mailto:naidong.ma@dentons.cn)

专业领域：财富管理、争议解决、公司与并购、税务



2023年4月，曾轰动一时的“私募一哥”徐某离婚纠纷一案在上海黄浦法院落下帷幕，法院以“难以认定双方感情破裂”为由，不予支持离婚。该起离婚诉讼前后历经4年有余，最终双方仍然未能解除婚姻关系、厘清财产问题，主要原因是该起离婚诉讼背后关联着徐某所涉的重大证券类犯罪。

2009年至2015年，徐某成立多家公司设立信托计划及合伙企业型私募基金进行证券投资。同时，徐某又控制了以亲友及公司员工名义开设的一百余个证券账户，注入自有资金进行证券交易或者要求他人按其指令进行证券交易。2010年至2015年间，徐某单独或伙同他人，先后与13家上市公司的董事长或者实际控制人合谋操纵上述公司的股票交易。2017年1月，青岛中院判定徐某犯操纵证券市场罪，判处徐某有期徒刑五年六个月，并处罚金110亿元，没收违法所得93亿元。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

由于涉案金额巨大，在法院追缴违法所得后，徐某本人尚有 110 亿罚金待缴纳，故法院先后冻结徐某家庭资产约 120 亿。2019 年 1 月，徐某的配偶向青岛中院等机关提出国家赔偿申请，要求返还约 60 亿合法财产；当年 3 月，又向山东省高院提出国家赔偿申请，并向黄浦法院提出离婚诉请。

前述离婚纠纷系一起典型的涉证券类犯罪婚姻家庭案件，不同于一般的家事纠纷，其在诉讼程序上涉及地域管辖，以及刑、民事案件审理顺序等方面的特殊性，在实体上涉及定罪量刑、刑事罚金与配偶财产的区分、证券账户代持的法律后果等问题。且由于证券类犯罪的嫌疑人、相关当事人往往是上市公司的实控人或董监高，而此类人群又是家事案件的高发人群，故在笔者的执业生涯中该类家事纠纷的案件数量亦不在少数。

基于该类刑民交叉案件的特殊性和复杂性，本所刑事和民事诉讼团队律师根据在各专业领域多年从事相关纠纷解决的经验，结合法院案例的大数据分析，将从不同角度对该类纠纷中可能存在的法律风险进行系统、详细地梳理和分析，并分刑事与民事两篇向读者分别进行阐述，以期帮助读者更为全面地了解涉证券类犯罪家事纠纷的特殊性。

本文上篇将侧重于揭示证券类犯罪的刑事法律风险及婚姻、恋爱等关系密切人在该等风险中的牵连关系，包括证券类犯罪的侦办体制及地域管辖问题介绍，以及从证券类犯罪实务角度入手，以案释法，解析证券高频犯罪构成要件和司法判决重点，如内幕交易、泄露内幕信息罪，操纵证券、期货市场罪，出借证券账户等行为的法律规制要点。

## 一、证券类犯罪实务概况

### （一）“自由市场”非法外之地

#### 1. 自由市场的背景优势

2023 年 2 月 17 日，证监会发布全面实行股票发行注册制相关制度规则，自此核准制退出历史舞台，证券发行注册制在我国全面启动。在注册制的背景下，资本市场形成全新格局，中介机构重要性不断强化，上市效率和上市规模进一步提升，优胜劣汰趋势显著。此外，投资人转而占据主导地位，发行人通过信息披露充分展现其可信度、创新力和竞争力，信息披露成为连接投资者和发行人的关键。可见，注册制下，证券市场获得了更大的张力和更宽阔的空间。

#### 2. 持续严厉的监管趋势

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



但自由的市场不代表为所欲为，注册制的宗旨仍是放管结合，在充分放手发挥市场作用的同时，加大“管”的力度。2021年7月6日，中共中央办公厅、国务院办公厅联合印发了《关于依法从严打击证券违法活动的意见》（下称“《意见》”），明确了打击证券违法活动的指导思想、四项基本原则，坚持贯彻落实国务院“建制度、不干预、零容忍”的方针。与之相对应的是，证券行政、刑事法律规定上的调整。2019年《证券法》《刑法修正案（十一）》均全面提升对资本市场违法违规行为的处罚力度，例如新证券法将对内幕交易自然人的罚款从原本的3万-60万调整为50万-500万元；《刑法修正案（十一）》则是将违规披露、不披露重要信息罪从原来的仅有3年以下量刑区间调整为5年以下和5年以上10年以下两档。

### 3. 紧密联动的监管体制

证券案件违法犯罪行为的执法司法体制主要包括行政、刑事两个部分，目前，行政违法违规行为的发现大多源于证监会，证监会主要由稽查局、稽查总队和上海、深圳两个专员办构成。其中，稽查局负责案件的指挥协调、监督指导和服务保障；稽查总队、两个专员办主要负责内幕交易、市场操纵、虚假陈述等案件调查职责以及负责与所在地证券期货交易所、证券犯罪侦查部门进行业务联系。司法维度上，自2016年起公安部、检察院、法院陆续建立办案基地，集中优势办案资源，提升专业化办案水平。

办案基地	
公	辽宁省公安厅经侦总队、上海市公安局经侦总队、重庆市公安局经侦总队以及山东省青岛市公安局经侦支队、广东省深圳市公安局经侦支队
检	北京（市检三分院）、上海（市检一分院）、天津、重庆、辽宁（省检）、深圳（大鹏办案基地）、青岛
法	北京三中院、天津一中院、重庆一中院、大连中院（东北）、深圳市中院、青岛中院、上海一中院、郑州中院

在专业执法司法体制架构完整搭建的基础上，证券执法司法联动逐步紧密。实务中大多数证券类案件以行政在先，刑事在后为主，行政立案后发现涉嫌犯罪立即移送公安或者在行政程序处理完毕后再启动刑事诉讼程序。就目前来看，行刑同步配合办案已成

为一大趋势，例如：2022 年证监会全年办理案件共 603 件，其中重大案件 136 件，向公安机关移送涉嫌犯罪案件和通报线索 123 件，案件查实率达到 90%。

## （二）“资本逐利”与合规意识

### 1. 高发证券刑事案件类型

监管的严厉打击同步提高了资本市场逐利主体的违法犯罪风险，原以为的没有影响不会查处或行政处罚后不会移送，都将成为侥幸心理。2018 年 1 月至 2022 年 8 月，全国公安机关侦办内幕交易、利用未公开信息交易、操纵市场、违规信息披露、欺诈发行等证券期货犯罪案件 700 余起，侦办非法经营证券、期货犯罪案件 1400 余起。据最高检发布的数据，2022 年检察院共起诉各类证券、期货类犯罪 300 余人，同比上升 38.4%。

2022 年 9 月 9 日，最高法、最高检、公安部、证监会联合发布依法从严打击证券犯罪典型案例，涉及违规披露、不披露重要信息罪、操纵证券市场罪、利用未公开信息交易罪、内幕交易罪等证券犯罪类型，其中，违规披露、不披露重要信息罪以及操纵证券市场罪占比较高。在人员方面，涉案人员多为上市公司实控人、董监高以及中介机构人员，如康某药业造假案中，被判决承担刑责的 12 人均均为康某药业原董监高及财务人员。

### 2. 董监高证券犯罪成因

如前所述，大部分证券犯罪均由证券行政违法行为演化而成，当事人普遍具有缺乏合规意识和风险判断能力的特征。以内幕交易行政处罚案件为例，大部分案件处罚对象均为上市公司董监高，董监高占有信息优势地位的同时，又过度自信，认为只要将信息传递给他人进行交易，就不会被发现。2022 年因内幕交易被行政处罚的 99 人中，有 60 人属于传递型内幕交易，占比高达 63.16%。在该比例中，不乏有上市公司董监高通过闲聊方式将信息传播后，导致自身面临行政、刑事风险。可见，部分作为高危人群的关键少数仍未意识到证券相关法律规定、监管体制机制的改革，代表着在资本市场上的任何行为都需三思而后行。

## 二、高频证券犯罪解析

### 1. 新《证券法》扩大了“内幕信息知情人”的范围



内幕交易、泄露内幕信息违法行为的主体为“内幕信息知情人和非法获取内幕信息的人”，新《证券法》结合证券市场发展及司法实践新情况，扩大并细化了知情人范围，配套司法解释也对非法获取内幕信息人员作较宽泛的类别解释。

新《证券法》对内幕信息知情人的扩充，很大程度上明确了内幕信息知情人的实质特征，即基于职责、工作环境和内容可以获取证券内幕信息的人员。新法将实务中能基于职务或者职责接触、管理内幕信息的人员准确纳入内幕交易犯罪主体的范围。以往被忽略的与上市公司形成持股关系、有业务往来的或者存在实际控制关系的主体也在本次修法中被全面规制。具体扩充变化有：

(1) 新增“发行人、发行人实际控制的公司及其董监高”为知情人，意在规制发行人本身或通过实际控制公司进行内幕交易。发行人的纳入，要求上市公司在进行回购或收购本公司股份时，应诚实审慎地按照《公司法》相关规定，避免在回购过程中被认定为内幕交易。

(2) 新增“与公司有业务往来可以获取公司内幕信息的人员”为知情人。

(3) 新增“上市公司收购、重大资产重组中涉及的相关主体”为知情人，该类主体涉及范围较广，包括交易各方及其控股股东、实际控制人、董监高等，是立法对实践中上市公司收购与重大资产交易过程复杂、人员众多、内幕交易频发的回应。

(4) 强调“因职务或者工作可以获悉内幕信息的交易所、证券公司、证券监管机构等有关人员”作为知情人。该点强调，有关人员即便未参与重大事项的实际执行，也会因履行工作职责时获悉内幕信息，例如牵线联系洽谈行为，而属于该信息的知情人员。

上述法定内幕信息知情人，因职务、职责或商业关系直接获悉内幕信息后，滥用信息优势在重大事项公告前突击买入，或在业绩预亏、商誉减值等利空信息发布前精准减持的情况并不鲜见，看似“正常”投资决定背后暗含违法内幕交易的隐患。

## 2. 内幕信息的认定

### (1) 重大性和秘密性

内幕信息是指与证券、期货交易活动有关的，涉及公司经营、财务或者对公司证券市场价格有重大影响的尚未公开的信息。除法条明确列举的“内幕信息”和“重大事件”外，在内幕信息的认定上，必须具有重大性和秘密性。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

1) 信息的重大性是认定内幕信息的核心标准之一，指的是该信息会对发行人证券的市场价格产生显著影响，通常证监会以股价波动程度、公司财务指标等因素综合考量。但不影响价格波动的信息一定非重大信息吗？并不然。对重大性的判断还包括是否影响“一般投资人”的决策，即使该信息不必然“实际”产生股价波动，但“可能”影响投资人买入或卖出该股票的决定，该信息就具有一定的重大性。例如，某内幕交易罪一案[1]中，法院对“某上市公司预收购某炼油厂获取原油配额”是否属于内幕信息进行了实质说明，认为即便最终收购结果无法确定但不能否认其对股价具有影响的可能性和现实性，且该信息属于重大投资行为，已具备内幕信息重大性的特征。这与《证券法》第八十一条采用“发生可能对上市公司股票交易价格产生较大影响的重大事件”的立法表述相印证。

2) 信息的秘密性指的是该信息仅由少部分内部人员掌握，尚未公开。内幕信息去秘，包括以法定形式在交易所网站、符合条件的媒体平台上发布，也包括在法定形式公布前，就被投资者广泛知悉和理解的信息，比如经由全国性报刊揭露的重大信息就不再具备秘密性。

## (2) 敏感期

内幕信息自形成至公开的期间具有敏感性，在此敏感期的内幕信息亦均具有秘密性特征。相对以内幕信息公开终结敏感期的确定性，立法以“重大事件”的发生时间、“计划、方案”的形成时间、影响内幕信息形成的动议、筹划、决策或者执行的初始时间作为敏感期的起始点，表意较模糊。而是否属于敏感期直接关系到证券交易行为是否异常以及违法所得的认定，因此，敏感期的判断也是司法实践重要争议焦点。

对内幕信息的敏感性判断要结合内幕信息的本质与立法原意予以考量，笔者认为内幕信息的形成时间点，应为该信息同时达到重大性与一定程度的确定性的节点。理由如下：

1) 内幕信息的本质是其对证券价格的产生重大影响的可能性，这种可能性会影响证券投资市场交易的公平公开性，以及造成证券价格的异常波动。判断内幕信息形成时间点时，必须寻找内幕信息演变过程中满足“重大性”特征的标志性事件或者节点，这个事件或节点的出现，足以使普通投资者做出不一样的投资决策。

2) 从立法规定的敏感期形成时间来看,立法者主要考虑到此时该信息实质上已具备一定程度的确定性,进而可能影响证券交易的价格。在(2020)京行终7895号一案中,某公司利润分配方案在2016年11月18日得到管理层签字确认,法院在认定内幕信息形成时间时表述为“不晚于2016年11月18日”,即在类似的签字、批准、决议等对该内幕信息作出形式上的确认前,该内幕信息的形成已在实质上达到一定程度的确定,进而推断敏感期的节点。需要格外注意的是,这种一定程度的确定性极易造成敏感期节点的提前,触发内幕交易违法风险。

### 3. 内幕交易行为的认定

#### (1) 知情人直接从事内幕交易行为

内幕信息知情人或非法获取内幕信息的人员直接参与内幕交易被认定为内幕交易罪无可厚非。实务中,内幕信息知情人大多为证券从业的专业人士,对自身交易受限的法律规范存在基本认知,较少采取直接交易的行为模式。相比而言,非法获取内幕信息者直接交易行为在类案中占据较大比例,其背后的原因在于非法获取内幕信息者既存在独立从事直接交易的情形,亦存在内幕信息知情人间接交易,其作为共犯参与犯罪的情形。如(2011)浦刑初字第2738号案件中,被告人谢某作为内幕信息知情人明示同案犯安某利用内幕信息进行相关交易,安某自谢某处非法获取内幕信息后从事内幕交易。此时,安某本人的行为模式为直接交易,其亦构成谢某间接交易行为的共犯。

#### (2) 知情人以非法获利目的间接从事交易

如前所述,区分“明示、暗示他人从事相关交易”行为模式的关键点在于行为人的主观心态。当行为人以“利用内幕信息交易违法获利”的主观故意,借他人之手实行内幕交易行为时,则构成“内幕交易罪”。(2017)沪01刑初121号案件中,被告人陈某明示同案犯利用内幕信息交易,并以此非法获利1,466万余元,法院认定其犯内幕交易罪。

间接交易行为模式常出现在证券相关从业人群中,涉案行为人在对相关行业规范存在一定了解的基础上,抱有“侥幸心理”,选择以间接交易的方式规避监管。事实上,监管及侦查机关在发现相关证券、期货交易存在异常时,会结合内幕信息交易人交往人员关系进行排查。以类案高发区“上市公司资产并购重组”举例而言,项目阶段聘请的独立财务顾问、律师事务所以及会计师事务所等证券服务机构相关人员,皆为重点排查



对象。如行为人对相关大额获利无法作出合理解释，司法实务中倾向于推定其存在“内幕交易”的主观故意。

### （3）知情人通过利益共同体间接参与交易

“利益共同体”，是指基于法定或约定关系而具有共同经济利益的各方人员。实务中集中体现为家庭关系成员，如配偶、父母、子女等，亦包含连襟、妯娌等姻亲关系。司法实务中对知情人“建议”“利益共同体”交易的行为多以内幕交易罪进行规制。原因有二：主观层面上，利益共同体中各方多有维护共同经济利益的动机，且相互之间具有较高的熟悉度和默契度；客观层面上，“利益共同体”所持有证券之利益或损失，基于共同利益关系全部或部分归属于知情人。类案中亦大多存在知情人直接或间接提供资金给“利益共同体”购买证券的情形。具体有关内幕交易共同违法人的认定，将在下面“内幕交易共犯”一节中详细论述。

## （二）操纵证券、期货市场

### 1. 操纵行为类型

《刑法》第一百八十二条以列举加兜底式约定，规范界定了操纵市场的典型行为类型：依据操纵手法核心要素差异，可整体划分为交易型操纵和信息型操纵。

• 交易型操纵，体现为直接通过违规证券买卖操作，影响标的证券成交量及市场价格。典型操作手法包括连续交易、约定交易、洗售交易及虚假申报交易，具体而言：

#### （1）连续交易

连续交易，指行为人单独或者合谋，集中资金优势、持股或者持仓优势或者利用信息优势联合或者连续买卖，通常表现为单独或合谋连续的拉高买入或连续的压低卖出行为，或在某一时间段内整体表现出拉高或压低的趋势。司法实务对是否具备资金优势、持股持仓优势、信息优势的认定，自 2019 年操作证券、期货市场司法解释[2]实施起逐步统一采用量化标准予以衡量。

#### （2）约定交易

约定交易，指行为人与他人恶意串通，以事先约定的时间、价格和方式相互进行交易，通常表现为不具有控制关系的双方当事人通谋互相买卖股票，制造交易假象，将交

易标的价格持续拉高或者降低。约定交易司法实务之认定关键在于相反申报的交易价格及数量、时间相近程度，对此，证监会《证券市场操纵行为认定指引》[3]第二十五条列明具体认定规则以供实务参考。

### （3）洗售交易

洗售交易，指在行为人实际控制的账户之间进行证券交易，或者以自己为交易对象，自买自卖期货合约。司法实务之认定关键在于交易标的的所有权未发生实质转移，通常发生在操纵行为人实际控制的不同账户之中，主要包括行为人实际承担损益的他人账户，行为人通过协议、特殊关系或其他手段实际控制的账户等。

### （4）虚假申报

虚假申报操纵，指不以成交为目的，频繁申报、撤单或者大额申报、撤单，误导投资者作出投资决策，并通过反向交易获得不法利益。其操纵本质是行为人通过频繁的报撤单推动证券价格朝着其设定的价格趋势运行，使得投资者基于市场表面的价格趋势作出买卖策略进而影响证券、期货交易价量。

区别于交易型操纵中直接通过买卖交易本身影响交易价量，信息型操纵主要通过信息的非法披露、散布，结合其他交易手段实现对股价的影响。从我国目前立法与司法现状，涉及利用信息的发布与传播实现操纵股价目的之信息型操纵的基本类型有：

#### （1）利用信息优势型

利用信息优势连续买卖操纵，即行为人利用自身信息优势，获取内部信息或控制信息发布时机，配合交易行为影响证券价格或交易量，并从中获利（或意图获利）的行为。此种操纵行为中的“信息”必须是“优势信息”，通常是上市公司内部人所占有或可控的信息。

此类操纵方式处于信息型操纵与交易型操纵的交叉区域，其完整的操纵行为中既有利用信息优势的行为，又有交易行为，二者互相配合，单一或共同影响证券成交价格或交易量。

#### （2）蛊惑交易型

蛊惑交易型操纵，即利用虚假或者不确定的重大信息，诱导投资者进行证券交易的行为。蛊惑交易的核心是利用信息诱导投资者买卖证券，要构成操纵证券市场，该信息必须是“虚假、不真实”且能引起证券价格非正常波动的重大信息。

蛊惑交易常见案发类型是“黑嘴团伙”，“黑嘴团伙”本身并没有独立的交易行为，而是通过各种网站、论坛发布虚假信息并赚取佣金，由操盘方（实际交易人）进行证券买卖。

### （3）抢帽子交易型

抢帽子交易操纵即对证券、发行人公开评测建议并进行反向交易的行为。此种操纵行为中的信息是“公开评价或投资建议”。与利用信息优势交易和蛊惑交易不同，抢帽子交易中利用的信息是行为人对证券、发行人公开做出的判断、评价、建议，是行为人真实的意见、主观态度的表达，其可责性主要在于配合评价发布的反向交易，即利用舆论引导投资者买卖方向，为己方提前布局借势获利。

## 2. 真伪市值管理

上市公司市值作为资本市场的指示标，同步反映着企业综合实力，高市值企业客观上更易获得市场认可，企业进行市值管理的经营需求也随之而生。近年来，在资本市场强监管背景之下，“市值管理”却日渐成为上市公司谈虎色变的灰色空间，归其根本在于监管实务中，存有诸多类案以“市值管理”之名，行“操作市场”之实。

### （1）为市值管理正名

合规范畴内的市值管理，是指上市公司综合运用多种科学、合规的价值经营方式和手段，达到公司价值创造最大化、价值实现最优化的一种战略管理行为。

2014 年国务院颁布《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，提出“鼓励上市公司建立市值管理制度”。实践中常见市值管理的应用途径包括大宗交易、并购重组、股份激励、股份回购与增发、投资者关系管理等，要求以严格履行信息披露为重要前提，最终落脚在企业长期价值向好发展。

### （2）伪市值管理



逐渐成为监管规制重点的“伪市值管理”，则是将公司价值经营异化为股票价格管理，通过非法操纵股价等违法违规行为实现非法牟利，损害中小投资者利益。

实务中，“伪市值管理”涉及主体众多、手法交织多变，已形成了上市公司控股股东、实控人与操纵团伙、配资中介、市场掮客、股市“黑嘴”等相互勾结的灰黑利益链条，常见的多方配合操纵逻辑包括：利用信息操纵、先拉升再交易、先交易再拉升等。

近年来，证监会多次点名“伪市值管理”，坚持全覆盖全方位追责，并针对市值管理问题明确划下了“三条红线”：一是严禁操控上市公司信息，不得控制信息披露节奏，不得选择性信息披露、虚假信息披露，欺骗投资者；二是严禁进行内幕交易或操纵股价，牟取非法利益，扰乱资本市场“三公”秩序；三是严禁损害上市公司利益及中小投资者合法权益。

### 3. 操纵违法所得与获利

操纵证券、期货市场“违法所得”，是指通过操纵证券、期货场所获利益或者避免的损失。但由于在操纵类案件中，交易手法并存、费用支出庞杂、涉案人员众多，类案违法所得的认定与计算，存在诸多疑难与差异。

#### (1) 操纵违法所得是账面获利，还是实际获利？

操纵类案件司法实务对于当事人违法所得的认定，通常存在两种表述方式：“账面获利”和“实际获利”，该两种表述所代表的金额不必然相同。鉴于法律对此未有明确规定，违法所得究竟是以账面获利为准，还是以实际获利为准，就成为了实践中的一大疑难问题。

就“违法所得”“账面获利”“实际获利”三者的定义出发进行判断：

1) 违法所得系指行为人实施操纵行为获取的不正当利益。其所得不正当利益的形式，既可以表现为持有的现金，也可以表现为持有的证券。

证监会于 2007 年 3 月 27 日印发的《操纵认定指引》（已废止）曾指明操纵犯罪违法所得的参考计算方式，违法所得=终点日持有证券的市值+累计卖出金额+累计派现金金额-累计买入金额-配股金额-交易费用[4]。司法实务中长期具有一定参考意义，但亦不排除其他公允的计算方式。

2) 账面获利系指涉案期间从账目上体现的利润金额，一般是指抛售价格减去成本，包括因操纵行为获得的利益和因其他因素的市场波动产生的利益。

3) 实际获利系指涉案期间实际发生的获利，除账面获利外，可能存在其他尚未入账或当事人隐瞒在账面之外的金额。

从这三者定义来看，违法所得显然系法律概念，其对收入支出的计算以正当、不正当为准，不正当的收入均应计入，不正当的支出不应当扣除。而后两者较倾向于会计、财务的概念，具有比较明确的定义，系基于特定财务类目计算所得。

基于三者定义可见，违法所得并不必然等同于账面获利或实际获利，而是以账面获利或实际获利是否能够准确代表不正当利益为准。因此，在评价计算操纵违法所得时，应当结合案件具体情况，以法定、公允方式计算违法所得，而不拘泥于以账面获利还是实际获利为准。

## (2) 多种操纵行为并存时如何认定违法所得？

伴随着操纵类案件手段逐步复杂化、新颖化，通常一个案件中包含多种操纵行为，但由于各个类型操纵行为追诉量刑标准不一，违法所得的认定即存在争议：是否以最终股票卖出的金额直接扣减最初的建仓金额，而不考虑交易过程中各个行为的利损？还是交易过程中的各个行为是否应当分割计算？

从相关司法、监管案例来看，判断以上问题的关键在于整个交易是否存在可分割性，即各个交易手段间是否存在明显的界限。如各个交易手段存在明显时间间隔、操纵标的的变化、操纵人员差异等而构成数个独立的操纵行为，应当分别审查确定每一个操纵行为的起止期限（操纵期间），分别计算每个操纵期间的交易盈亏，加总后确定操纵主体的违法所得的金额。但多种操纵手段如构成整体系统的操纵行为，司法实务中，往往自操纵行为发生日至终止日操作全程中的利损统一计算。

## (3) 非资金实际归属方，违法所得如何计算？

除上述两个问题外，实务中还有一个典型的违法所得争议问题：案件中资金不属于行为人，行为人最终也未获利的情况下，行为人的违法所得应当如何计算？此类情况通常发生在资产管理人、投资顾问身上，实际操纵行为由管理人操作，但资金来源系投资人。

例如徐某操纵行政诉讼案[5]，徐某系信托产品的投资顾问，控制 5 个账户，徐某利用这些账户，通过集中资金优势连续买卖、尾盘拉抬等方式影响股价，后反向卖出获利。该案中，代理人认为徐某仅收取管理费和投资顾问费，该案获利的金额不应当计入徐某的违法所得。

但法院认为违法所得系指违法行为产生的全部收益，与违法行为人实际得到的收益并非同一概念。因此，在计算违法所得时，并不需要考虑违法行为人的融资成本，收益分配等因素。

由此可见，资金的来源、行为人获利后的利益分配等均不影响违法所得的计算，这一点跟前述实际获利和账面获利的区分相一致，即违法所得的计算并不以会计概念为准，违法所得的资金归属不影响收益违法性的认定。

#### 4. 场外配资

操纵市场行为，为实现高额收益或累积资金优势，往往需要筹措高额交易本金，“配资”往往成为操纵方的必经之路。

##### (1) 场内配资与场外配资

根据融资渠道及方式差异，“借钱炒股”可分为场内配资与场外配资。场内配资，即证券公司融资融券业务，是指由证券公司向客户出借资金供其买入证券或者出借证券供其卖出，并收取担保物的经营活动。相对应，场外配资则指证券公司融资融券业务之外的借钱炒股现象，包括通过 P2P 平台、信托公司、基金子公司、配资中介等渠道来实现融资炒股目的的各种交易。

##### (2) 场外配资为何高发于操纵类案

###### 1) 配资杠杆比例高

证券公司融资融券业务中，基于严格的合规及风控要求，融资的杠杆一般控制在 1:1，易言之，投资者在先提供固定金额保证金，可以获得与保证金等额的融资交易金额。而场外配资由于渠道繁杂，杠杆可高达 1:5、1:7，恰恰满足操纵方的高额融资需求。

###### 2) 配资方可同步提供账户组



操纵类案中，为逃避监管、隐匿非法交易行为，操纵方往往需要多个证券账户系统交易，同步实现“自买自卖”“约定对倒”等操纵手法。场外配资，不仅可以提供高额交易本金，还可以同步提供多个证券账户。实务中，存有两类典型配资模式：

**出借账户模式：**由出资人作为账户和资金出借方，提供其证券账户及配资资金，配资主体作为中介方，赚取配资利息差额。融资方将保证金等本金转入出资人账户，配资主体则根据配资协议约定预警线和平仓线，并负责对账户交易进行风控盯盘，合同到期或达到平仓线，三方协议终止。

**系统分仓模式：**由配资主体开设账户后通过分仓软件进行分仓，根据融资方提供的保证金进行配资，将配好资金后的二级账户（子账户、虚拟账户）交付使用。配资公司不仅收取配资利息差额，同时收取交易佣金或手续费。

### （3）场外配资是灰是黑

融资融券业务属于证券公司专营业务，未经证监会核准，任何单位和个人不得经营。从行政监管角度而言，我国目前只有证券公司融资融券业务属于合法配资渠道。但由于“场外配资”形式上看似普通借贷，长期游走于监管灰色地带。2015年，证监会发布《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》，司法执法实务中日渐加大场外配资行业的监管与规范力度。近年来，除经营资质缺陷本身固有的非法经营风险外，以往在衍生案件中“独善其身”的配资方，在操纵证券市场、内幕交易等高频证券犯罪类案中，被作为共犯归责的频率亦在同步增高。

## 三、“关系人”在证券违法违规中的法律风险

由于我国适用夫妻财产共同制，在此类往往涉及高额获利的案件中，配偶多有维护共同经济利益的动机，其不当行为也会引发一定的刑事责任。如内幕交易案中，配偶在内幕信息的获取上具有高度便利性和隐蔽性，如其交易行为特征必须与内幕信息“基本吻合”，并且无法“自证清白”，就有承担刑事责任的风险。另外，与知情人具有“同居关系”的情人也有可能涉案。

### （一）内幕交易共犯

内幕信息知情人的“近亲属”“关系密切的人员”在内幕交易案件中被精准打击的现象屡见不鲜。在我国传统礼俗社会环境下，这类特殊身份人员在获取内幕信息时有着

高度便利性和隐蔽性，对于该类人员《内幕交易司法解释》[6]第二条作了较为宽泛的解释，司法实践对其中第二款规定的“关系密切的人员”认定较有争议。

## 1. “关系密切的人员”的范畴

“关系密切人员”的概念最早运用于《刑法修正案（七）》关于利用影响力受贿罪，其仅从关系紧密度的层面进行标准划分，但是并未严格要求该关系性质是身份关系（如通常观念上的姻亲关系），还是利益关系（如商业合作伙伴等）。实践中只要该种关系紧密到一定程度，就可归入“关系密切人”的范畴。在（2018）沪02刑初29号案件中，法院判定王某、张某系郭某“关系密切的人员”的理由之一，为郭某与王某、张某“相识多年，有业务合作与往来”，三人存在“共同利益”。在本罪其他常见的“关系密切”行为表现还有“通讯联系频繁”“同居关系”“连襟关系”等。例如山西证监局2020年对马某某、李某内幕交易作出的行政处罚，认为虽然二人在第一次听证期间申辩二人各自家庭独立，仅为同事关系，但二人证券账户均由李某管理、操作，在询问笔录中二人陈述的经常居住地一致，在同一公司任职，并且在询问笔录及提供的申辩材料中均互称配偶，且第二次听证期间承认为恋人关系，二人更是在内幕交易敏感期内通讯联络达101次，故两人应属于内幕交易的共同违法人。该认定也在后续得到行政复议机关中国证监会和行政诉讼审判法院的支持。

承接前案，内幕交易行为人在被行政机关或司法机关作出行政罚款决定或罚金刑判决后，如其中一方的配偶提出离婚诉讼，认为与其中一方共同实施内幕交易行为的“恋人”的证券账户资金或向执法或司法机关提交的罚款或罚金应属夫妻共同财产，存在其配偶是否能够以该“恋人”作为共同被告提起财产返还纠纷之诉的问题。如该财产涉及内幕交易行为人擅自将夫妻共同财产赠与“恋人”的情况，根据《民事诉讼法》第五十五条“当事人一方或者双方为二人以上，其诉讼标的是共同的，或者诉讼标的是同一种类、人民法院认为可以合并审理并经当事人同意的，为共同诉讼”，由于赠与合同涉及出轨方与“恋人”双方，配偶可以作为原告，以出轨方和“恋人”为被告。值得注意的是，《北京市高级人民法院民一庭关于审理婚姻纠纷案件若干疑难问题的参考意见》第四十八条对该情况作出具体规定，原配可作为原告直接提起诉讼，请求认定该赠与无效，第三者应返还财产。而如果内幕交易人一方配偶仅以行政处罚或刑事判决认定的内幕交易人与其“恋人”属于共同违法人或共犯为由，未提供双方之间财产转移的证据，请求以“恋人”作为其离婚诉讼案的共同被告，其主体适格性仍待考证。

## 2. 内幕交易“关系密切的人员”的构罪认定

内幕交易、泄露内幕信息罪中的“关系密切人员”获悉内幕信息通常经由内幕信息知情人的传递并进行交易，但并不能因此简单推定其构成内幕交易行为。具体说来：

首先，“关系密切人员”的交易行为应无“自证清白”的合理解释。违法内幕交易在实践查证难度较高，不仅因为消息传递的场所比较隐蔽，还包括利用各种通讯、信息交流渠道进行消息传递。因此，“关系密切的人员”如何解释自己的交易行为并非依赖于内幕信息，而是正当合理的投资决定是排除内幕交易罪的要素之一。在（2015）粤高法刑二终字第 215 号案件中，陈某与冯某存在姻亲关系（系冯某配偶的妹妹），陈某提出其进行交易的信息是基于其他渠道并提供相应证据，法院对此予以认可。

《内幕交易司法解释》采用“例举+兜底”方式规定了内幕交易、泄露内幕信息犯罪的阻却事由，在此不作赘述。实践中争议较大，也是行为人申辩时使用频率最高的，是“基于事先订立的合同、指令、计划而从事证券交易行为”的抗辩事由。但由于虚假合同、虚假指令和虚假计划，可通过简易的操作事后增补，证监部门对该类事由的合理性认可概率亦较低。

其次，其交易行为特征必须与内幕信息“基本吻合”。包括交易行为（如接触到内幕信息后立即着手进行证券交易）、交易规模（如接触到内幕信息后交易规模与平日相比发生重大变化）、交易方式（如买入与内幕信息内容匹配、且之前从未入手的证券）等。多数获悉到内幕消息的投资者对自己属于“关系密切的人员”的敏感身份，警觉度不高，且存在交易量不高不会被发现的侥幸心理，常常在获取到相关信息后立刻着手交易，行为特征与内幕信息匹配的可能性较高。在“关系密切人员”的特殊身份前提下，相较于其他通过非法手段联系、接触内幕消息的人员，实务认定其存在内幕交易行为的盖然性较大。

因此，只要“关系密切人员”从事了上述异常交易，且又不能有合理理由“自证清白”的，即存在被认定为构成内幕交易罪的风险。

### （二）证券账户代持的行政责任

证券账户代持是指实际出资人委托代持人代为持用公司证券，代持人拥有证券账户所有权的权利外观，即证券账户登记在代持人名下。我国法律虽然并没有明令禁止股票代持，但仍能从部分规定中看出资本市场并不欢迎股票代持的情形。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

《首次公开发行股票并上市管理办法》《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》《全国中小企业股份转让系统股票挂牌条件适用基本标准指引》均规定了“股权结构明确清晰”的要求，上市公司与拟挂牌公司的股权结构是公司的重要披露信息。实践中，根据《证券法》第 197 条规定，如发行人、上市公司或其他信息披露义务人如果没有对此作出如实披露，证券监管部门可能会对披露义务人处以警告、五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员给予警告，并处以二十万元以上二百万元以下的罚款；如发行人的控股股东、实际控制人指使代持人、上市公司或发行人，隐瞒该代持信息的，证券监管部门将处以五十万元以上五百万元以下的罚款；对直接负责的主管人员和其他直接责任人员，处以二十万元以上二百万元以下的罚款。

如，RZX 公司系 2012 年在深交所创业板上市的公司。2010 年至 2012 年实际控制人景某与含罗某在内的 7 人签订了股份转让协议，约定景某代为持有 7 人共 310 万股票，并代替前述 7 人行使表决权。在该股票发行期间至 2012 年到 2014 年期间，RZX 公司并没有对此做出披露。2017 年 12 月，证监会向 RZX 公司以及代持人景某分别处以警告以及 30 万元的罚款。罗某作为发行承揽人，违反 2014 年《证券法》第一百九十九条证券从业人员不得持有股票的禁止性规定仍通过景某持有 RZX 公司股票，被证监会处以一千万罚款、没收违法所得并终生禁入证券市场。

根据前述案例可看出，上市公司，代持人以及实际控制人如果隐瞒证券代持的相关事宜，可能会面临严重的行政处罚。根据法律规定以及以往处罚经验，证券从业人员通过代持持有公司证券可能会受到市场禁入、罚款、没收违法所得的行政处罚。而证券代持人、实际控制人如果组织、指使违规披露行为的，则会面临警告、处以罚款的法律风险。

### （三）出借账户的刑事风险

出借证券账户是指单位或个人将自己名下的证券账户出借给他人进行证券交易。根据 2019 年《证券法》第五十八条、第一百九十五条规定，违法出借证券账户将面临责令改正、警告、处以五十万元以下罚款的行政处罚。我国《刑法》中虽没有规定“出借证券账户罪”，但在实践中出借证券账户的行为在非法经营、操纵证券市场等犯罪中普遍存在，从某种程度上，出借证券账户的行为早已成为证券类刑事犯罪的“培养皿”。

#### 1. 出借证券账户可能涉嫌非法经营罪



在实践中，许多账户出借人并不仅是单纯出借证券账户，而是通过出借账户进行变相的场外配资。如上所述，场外配资是指通过提供高杠杆率的融资服务，实现投资者杠杆交易的行为。然而我国证券市场的融资业务对开户人进行了严格的限定，大部分股民并不符合进入融资市场的申请条件。场外配资的出现则使得本来不符合证券融资条件的股民获得融资，从而扰乱证券市场秩序。实践中，常见的通过出借账户进行场外配资的情形为没有取得证券融资资质的出借人向借用人收取保证金后将 1 至 10 倍保证金的自有资金与保证金共同存入出借人的账户，并将该账户出借给借用人操作，但出借人对账户拥有最终管理权，股票亏损时出借人可以强制平仓。在上述情形中，由于出借人出于谋取非法利益的目的，在未取得融资资质的情况下向账户借用人提供融资服务，构成非法经营罪。如果非法经营数额在 30 万以上，或违法所得超过 10 万，则应被追究非法经营罪的刑事责任。

2021 年 2 月，河南省某法院判决了一起场外配资的非法经营案。裁判文书中提到，2013 年 12 月至 2015 年 11 月期间，李某、施某等人通过三家不具有证券、期货经营资质的公司，向投资人提供证券账户。同时，李某、施某等人通过向投资人提供一至十倍保证金证券账户的方式，为客户高杠杆融资，并实时监控投资人的账户资金情况，负责提供账户强制平仓等风控业务。法院最终判决，被告人李某伙同施某通过没有证券、期货经营资质的公司出借证券账户的方式进行场外配资的行为构成非法经营证券罪，判处有期徒刑十二年，并处罚金人民币一百万元，违法所得上缴国库。[7]

## 2. 出借证券账户涉嫌操纵证券市场罪

如前所述，实践中不乏通过出借证券账户的方式来实现场外配资。出借人在对出借账户享有最终管理权的情况下，出借多个证券账户，或通过分仓模式出借多个虚拟证券账户，通过实际操控多个账户，对一只或多只股票进行信息炒作，从而生成控制信息，最后再利用信息优势抬升股票价格。这种方式能让借用人以出借人的名义进行交易，绕过某些法规限制或要求。在上述情形中，由于出借人以获取不正当利益为目的，实际掌控多个证券账户，其利用持股优势生成控制信息，进而操纵证券市场价格，构成了操纵证券市场罪。但由于操纵证券市场罪属于情节犯，因此只有达到“情节严重”在会被追究刑事责任。具体关于操纵证券市场罪情节严重的认定标准，可参考《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》。

由于操纵证券市场需要大量资金，在行政处罚调查或刑事案件侦查期间，执法或司法机关就会对操纵人的资金账户进行排查，确认资金来源，锁定配资人、出借人等其他参与人员。一般而言，根据操纵证券市场主要操作人员、涉嫌出借人的询问笔录或口供，以及 IP 和 MAC 地址，即能证明实际证券账户操作人以及是否存在证券账户出借行为。

2021 年浙江省高院判决了一起非法配资操纵证券市场案。被告人罗某、龚某等人从配资人处借得证券账户，利用实际控制的上百个账户，通过连续交易、对倒等方式，操纵 DS 股份、广州 FZ、DB 电气等七只股票，法院认定罗某、龚某构成操纵证券市场罪。其中，被告人金某为罗某操纵 DB 电气提供证券账户，并先后提供两次配资，法院最终判决认定被告人金某具有丰富的配资和操盘经验，在明知罗某违规使用证券账户的情况下继续为其提供配资并帮助其逃避监管，认定金某帮助罗某操纵证券市场，构成操纵证券市场罪，判处有期徒刑二年，并处罚金人民币二百四十万元。

从前述两个案例可以看出，出借证券账户是证券类刑事犯罪常见的上游行为，出借证券账户如果被认定为场外配资，且证券账户出借人在出借账户的同时具有非法经营的主观故意，则构成非法经营罪。如果证券账户出借人通过出借账户实施了市场操纵的有关行为，则构成操纵证券市场罪。因此，《刑法》虽没有直接规定“出借证券账户罪”，但如果出借证券账户这一行为具有非法经营的主观故意或其他证券类刑事犯罪行为有勾连，出借人则需承担相应刑事责任的风险。

## 注释

[1] (2017) 鲁 05 刑初 3 号。

[2] 《最高人民法院、最高人民检察院关于办理操纵证券、期货市场刑事案件适用法律若干问题的解释》

[3] 证监稽查字(2007)1 号《证券市场操纵行为认定指引(试行)》现已失效，实务中仍具有参考意义。

[4] 交易费用，是指已向国家缴纳的税费、向证券公司交付的交易佣金、登记过户费、交易中其他合理的手续费等，不包括向第三方支付居间费用、融资成本及其他名义的分成等。

[5] 徐志霖与中国证券监督管理委员会等行政案【行政处罚：沪(2018)52 号】。

[6] 《最高人民法院、最高人民检察院关于办理内幕交易、泄露内幕信息刑事案件具体应用法律若干问题的解释》法释〔2012〕6号。

[7] (2020)豫01刑终34号。

# 李丽：从香港法院判例看维好协议的可执行性及对内地企业的启示

## 李丽

大成北京 合伙人

[lili.beijing@dentons.cn](mailto:lili.beijing@dentons.cn)

专业领域：私募股权与投资基金、争议解决、医药卫生、竞争与反垄断



2023年6月15日，香港高等法院就某离岸债券信托人诉某内地公司（维好提供方）案（[2023] HKCFI 1572）作出判决，这是近期香港高等法院在两宗涉及维好协议强制执行性问题的案件中作出的第二份判决。与第一份判决相比，该份判决不仅认可了维好协议的可执行性，还进一步判令维好提供方离岸债券信托人赔偿包括债券本金、应付利息及部分费用，共计4.8亿多美元。由于该案作出金钱给付判决，离案债券信托人可以根据生效判决在相应司法管辖区申请强制执行。

近年来，维好结构广泛用作信贷保护的一种形式，常见于中国母公司的境外子公司（作为境外债务人）的融资结构中。维好协议通常由境内母公司签署，承诺在境外债务人中维持一定的股权、维持境外债务人正数的净资产额或维持境外债务人足够的流动资金等。虽然这些条款规定境内母公司有义务在境外债务人无力偿还债务时向其提供财务支持，但维好协议不是公司担保，没有规定债权人可就境外债务人到期未偿还债务向境内母公司提出直接索赔。因此，有人认为维好协议仅是装点门面并无实际意义。此次香港法院的判例为我们认识维好协议的风险提供了有益的参考。

## 一、案件基本情况

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



本案被告是一家注册在中国内地的大型集团公司。2015 年和 2016 年，由被告一家注册在 BVI 的离岸子公司作为担保人，由被告另一家注册在 BVI 的特殊目的公司作为发行人，发行 4.5 亿美元债券，利率为 6%，于 2020 年到期。

被告作为集团母公司，与债券信托人签署了《维好协议》。根据该协议，被告承诺促使发行人和担保人拥有充足的流动资金（充足流动资金义务），以确保及时支付债券项下的到期本金和利息，并促使担保人始终至少拥有 5,000 万美元的综合资产净值（资产净值义务）。发行人或担保人在任何时候确定其清偿到期债务的流动性不足时，应及时将不足部分通知被告，被告将在清偿到期债务之前向发行人或担保人提供足够的资金，使发行人或担保人（视具体情况）能够足额支付到期债务。发行人或担保人应将被告根据本协议向其提供的资金，专门用于支付债券、担保物或信托契约项下到期应支付的款项。

《维好协议》约定如果被告履行约定义务需要获得监管批准，被告承诺尽最大努力在相关审批机构规定的时间内获得此类监管批准。本次债券及维好安排均适用英国法并受香港法院的专属管辖。

2020 年 12 月 10 日，债券到期，发行人和担保人均不能履行本次债券项下的本金及利息偿付义务。2020 年 12 月 30 日，债券信托人宣布债券的本金金额连同应计利息立即到期应付。2021 年 7 月 16 日，北京一家法院根据我国《企业破产法》宣布被告进入破产重整程序，法院指定了破产管理人。

2021 年 8 月，债券信托人代表债券持有人利益（原告），签发令状要求被告支付违约款项，并于 2021 年 9 月向香港高等法院提交申索陈述书。随后债券信托人在被告的破产重整程序中提交债权证明，试图被认可为债权人，参与破产重整，但是被告的破产管理人对债权申报没有做出回应，债券信托人实际上被排除在参与破产重整的行列之外。2022 年 7 月 13 日，重整程序终结，被告作为持续经营主体继续运营。

## 二、案件争议焦点

本案主要有三个争议焦点：（1）被告能否以“无法获得监管批准”作为不履行维好义务的合理抗辩。（2）债券信托人向管理人提交债权证明是否导致香港法院对本案无管辖权。（3）被告违反维好协议是否给债券持有人造成了损失。

### 1. 被告能否以“无法获得监管批准”作为不履行维好义务的合理抗辩。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

被告提出履行《维好协议》从理论上说有几种方式，但现实中几乎都无法实现，尤其是几乎不可能获得监管部门批准。但香港法院并未支持此抗辩。主要原因包括：

首先，被告提交的专家证言认为要获得监管部门的批准非常困难或几乎不可能，但香港法院认为这不足以支持被告的抗辩。《维好协议》约定被告承诺“尽最大努力获得监管部门的批准”，为此，被告需要证明自己实际上做了哪些工作以及为何未能获得监管部门的批准，但是被告的证据却表明其根本没考虑过为履行维好义务需要获得哪些监管部门批准、怎样获得批准，更不用说为获得监管部门的批准付出过努力。概括而言，被告对尽最大努力获得监管部门批准的承诺采取消极不作为的方式，没有履行该承诺。

其次，被告提出无论积极作为还是消极不作为都不会改变无法获得监管批准的结果，这个抗辩也需要根据案件当时的情况来判断。法官认为如果需要获得监管部门批准的时间点在被告进入破产重整程序之后，被告无论积极作为还是消极作为都不会改变无法获得监管部门批准的结果，因此这个抗辩合理，但本案中被告需要获得监管部门批准的时间点发生在被告进入破产重整程序之前，因此被告不能以此作为消极不作为的理由。

最后，被告的专家证言认为根据内地的监管政策，被告不可能获得监管部门的批准，而法官注意到在被告的发债说明书中虽然提到维好义务需要获得监管部门批准且有难度，但其表述让人相信“获得必要的监管批准是可能的”，这与被告在本案中的说法不一致。

## 2. 债券信托人向管理人提交债权证明是否导致香港法院对本案无管辖权。

被告认为我国《企业破产法》第 21 条规定法院受理破产申请后，有关债务人的民事诉讼，只能向受理破产申请的法院提起。因此，虽然债券及维好安排均适用英国法并受香港法院专属管辖，但是债券信托人向北京法院指定的破产管理人提交债权证明已经导致香港法院对本案无管辖权。

香港法官认为，首先，仅在另一法域的破产重组程序中提交债权申请，并不意味着案涉争议即由该法域享有专属的管辖权。其次，债券信托人仅向破产管理人提交了债权证明，并没有在被告境内提出诉讼。再次，债券信托人向破产管理人提交了债权申请，但破产管理人没有就申请作出任何回应，也没有解释不回应的理由，这表示破产管理人有可能无法或不愿意决定这些争议。因此，香港法院作为双方约定的专属管辖法院对案件有管辖权。

### 3. 被告违反维好协议是否给债券持有人造成了损失。

被告认为即使违反了《维好协议》也没有给债券持有人造成损失，但香港法官认为担保人在相关期间获得了约 5.2 亿美元款项，担保人本应根据《维好协议》用该笔资金支付到期债券，但却将该笔资产借给被告用以偿还集团内部的债务，这导致担保人无力偿付债券，使得债券持有人本应获得偿付的款项落空，因此被告的违约行为给债券持有人造成了损失。

## 三、本案启示

从前述分析，我们可以看出以下启示。

### 1. 合同中的柔性义务条款也应积极履行。

案涉《维好协议》约定“公司（被告）承诺尽最大努力在相关监管机构规定的时间内获得此类监管批准。”从字面看，被告承诺尽最大努力获得监管批准，而非必须获得监管批准，条款虽然看似柔性，但争议发生后，该条款成为香港法院判断被告是否适当履行约定义务的重要条款。被告提出无法获得监管批准的抗辩也因被告没有实际履行“尽最大努力”的承诺而未被香港法院认可。

### 2. 不能轻易采取“无法获得监管机关批准”的抗辩路径依赖。

在许多涉及境外交易的纠纷中，我们内地企业经常提到的抗辩理由之一就是违反国内监管规定，诸如“交易违反外汇管制”“交易不能获得审批”等。实践中，无论是国内法院还是境外法院都有案例表明此类抗辩并不能必然被接受。本案中，香港法官认为无论是否能获得监管批准，义务方首先应该证明为获得批准做过什么以及未获批准的理由是什么，而不是消极不作为，仅以监管部门根本不会批准为抗辩。此外，这里也提到一个需要关注的风险点，即如果被告的抗辩是根本无法获得监管批准，那么被告此前的发债说明书的表述却让人误以为获得监管批准是可能的，这两者之间的差别可能会让人认为有误导，从而构成更严重的风险。

### 3. 维好协议不仅仅是门面装饰。

由于维好协议不是境内母公司为境外子公司提供的担保，债权人不可就境外债务人到期但未偿还的债务向债务人的境内母公司提出直接索赔，因此很多人认为维好协议仅是无价值的门面装饰，但是本案已经表明维好协议是向债权人提供的一种有价值的额外

保障手段，境内母公司需要为此承担相应的风险。因此如果境内企业希望在境外融资中采用维好结构，应做好相应的风险评估，并遵守维好协议的约定和承诺。



# 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](mailto: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](mailto: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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://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><b>解读：</b>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<sup>1</sup>、退出机制<sup>2</sup>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>

<sup>1</sup> 《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。”

<sup>2</sup> 《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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://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><b>解读：</b>《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><b>第九条</b> 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><b>解读：</b>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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://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><b>解读：</b>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><b>解读：</b>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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://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><b>解读：</b>《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>	

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><b>解读:</b> 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<b>基金备案、投资运作、上市公司股票减持</b>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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://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<b>违法所得1倍以上5倍以下的罚款</b>；<b>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。</b></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><b>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；</b></p> <p><b><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></b></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<b>处3万元以上30万元以下的罚款。</b></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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://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>	<p>➤ 责令改正；拒不改正的，给予警告或者通报批评。</p> <p>➤ 责令其停止私募基金业务活动并予以公告。</p>	<p>➤ 并处 <u>10 万元以上 100 万元以下</u>的罚款</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者通报批评，并处 <u>3 万元以上 30 万元以下</u>的罚款。</p>
<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>	<p>➤ 责令改正，给予警告或者通报批评，没收违法所得</p>	
<p>第五十二条 私募基金管理人未聘用具有相应从业经历的</p>	<p>➤ 责令改正，给予警告或者</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）	
<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><b>第三十二条</b> 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"> <li>➤ 给予警告或者通报批评</li> <li>➤ 情节严重的，责令其停止私募基金业务活动并予以公告。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 并处 10 万元以上 30 万元以下的罚款；</li> <li>➤ 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。</li> </ul>
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"> <li>➤ 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。</li> </ul>	
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"> <li>➤ 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。</li> </ul>	

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://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。



# 李寿双：《私募投资基金监督管理条例》评析——私募 投资基金法律体系的关键一环

## 李寿双

大成北京 高级合伙人

shoushuang.li@dentons.cn

专业领域：私募股权与投资基金、资本市场、公司与  
并购、争议解决



2023 年 7 月 3 日，《私募投资基金监督管理条例》（以下简称《条例》）正式公布。从 2017 年 8 月开始公开征求意见，到现在接近 6 年时间，但实际从 2012 年修改《证券投资基金法》后就开始启动了《条例》起草工作，迄今已经有十年，名副其实的十年磨一剑，今天终于成功落地。

遥记 2017 年 9 月，我还有幸参加了《条例》的立法专家咨询会，恰逢中国法学会的第 100 场立法专家咨询会，会议规格很高，仪式很隆重。

<sup>1</sup>但此后迟迟未见有效进展，后面 2018 年出台的《资管新规》彻底改变了资管市场生态，私募投资基金无论从市场到监管也都发生了翻天覆地变化，因此，外界普遍认为命运多舛的《条例》可能就此作罢了，特别是一度甚至移出了证监会的立法工作内容，没想到又能重回轨道并快速推出，总算是补上了我国私募投资基金法律体系的关键一环。

### 一、关键之一：立法补位并平息争议问题

官方数据披露，截至 2023 年 5 月，在中国证券投资基金业协会（以下简称“基金业协会”或“协会”）登记的私募基金管理人 2.2 万家，管理基金数量 15.3 万只，管理基金规模 21 万亿元左右。相比之下，公募基金资产净值合计 27.77 万亿，换句话说，私募投资基金规模已经与公募基金相当，规模已经相当庞大，但是这么大个行业，法律

<sup>1</sup> 《私募投资基金管理暂行条例（征求意见稿）》专家咨询会在京召开，<http://old.hafxw.cn/fxyjart.php?id=2205>

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

体系却一直并不完善，这其中最重要的就是缺少了《条例》这一环。《条例》的出台，使得我们私募投资基金有了从上位法律即《证券投资基金法》，到中间的《条例》，再到证监会的规章即《私募投资基金监督管理暂行办法》（“105 号令”），再到基金业协会的自律规则的完善法律体系。

很多人可能觉得无非多了一个法规，又有多大意义，其实这是没有深刻理解法律层级的意义。比方说《民法典》第一百五十三条第一款规定，违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效。换句话说，可以导致合同无效的最低层级是国务院行政法规的规定，其他更低层级的规则，如违反证监会的 105 号令或者基金业协会的自律规则，原则上不能导致合同无效，这就是质的区别。引申举个例子讲，《条例》第二十八条规定，不得以私募基金财产与关联方进行不正当交易或者利益输送，那么，如果发生了利益输送的关联交易，就可以直接据此主张合同无效，而此前如发生这种情况，在民事上，却不能说交易合同无效，可能只能成立了一个损害第三人利益的侵权之诉。再比如，《条例》第三十二条规定，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，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，这就有可能据此成立虚假陈述从而导致合同无效之诉，只要达到“重大性”门槛，而并非一定要证明达到“欺诈”或“合同诈骗”的效果。<sup>1</sup>此外，第七条第二款规定，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。这其实意味着，只要符合基金业务形态的，均应当“持牌”进行。这实际延续了《资管新规》第三十条将资产管理纳入“特许经营”的精神（资产管理业务作为金融业务，属于特许经营行业，必须纳入金融监管），但考虑到《行政许可法》规定，只有国务院行政法规才能设置行政许可，只有《条例》出台才能达到这一效果，《条例》出台之前，存在大量符合基金形态但不纳入监管的基金和基金管理行为，充其量是“不规范”，但《条例》出台之后，这么做不仅可能导致合同无效（逻辑前述），而且直接可构成非法金融活动。

此外，《条例》不仅是作为关键一环的立法层级存在，而且明确了关键问题，让私募投资基金的法律逻辑和体系更加明晰。这一关键问题就是《证券投资基金法》到底能不能适用于股权基金，特别是采取合伙制和公司制的股权基金问题。我国私募投资基金法律源头在《证券投资基金法》第十章即“非公开募集基金”这部分及相关条款，但是一方面该章第九十四条第二款规定的是非公开募集基金财产的证券投资，另一方面仅最

<sup>1</sup> 当然这一点在司法上能做到什么程度还有待探索。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

后一条第一百五十三条规定，公开或者非公开募集资金，以进行证券投资活动为目的设立的公司或者合伙企业，资产由基金管理人或者普通合伙人管理的，其证券投资活动适用本法。所以对投资于非上市企业股权的私募股权基金（含创投），特别是公司或合伙企业私募股权基金，到底是否能适用《证券基金法》一直存在争议。证监会《私募投资基金监督管理暂行办法》实际上后来扩展了“证券”范围，包括了股权，笔者也详细论证过《证券投资基金法》适用于股权基金从法律逻辑上可以成立，但这仍然是一个容易引起争议的问题。<sup>1</sup>《条例》第二条规定，在中华人民共和国境内，以非公开方式募集资金，设立投资基金或者以进行投资活动为目的依法设立公司、合伙企业，由私募基金管理人或者普通合伙人管理，为投资者的利益进行投资活动，适用本条例。第二十四条规定，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。可以说，在这个问题上给出了非常清晰明确的回应，应当可以给这个争议画上一个阶段性句号了。这也使得私募投资基金法律体系的大厦前所未有地明确和牢固了。

## 二、关键之二：升级法律责任体系

《条例》第二个关键一环的作用体现在对责任体系的升级和完善，这也是当时一定要制定《条例》的初心之一。证监会制定的《私募投资基金监督管理暂行办法》受限于《行政处罚法》规定，仅能设置责令改正，给予警告并处三万元以下罚款这种非常轻微力度的处罚。《行政处罚法》第十三条第二款规定，尚未制定法律、行政法规的，国务院部门规章对违反行政管理秩序的行为，可以设定警告、通报批评或者一定数额罚款的行政处罚。罚款的限额由国务院规定。国务院 1996 年《关于贯彻实施〈中华人民共和国行政处罚法〉的通知》最初规定的限额最高就是三万。<sup>2</sup>显然这是非常有局限性的，这就导致私募投资基金责任体系中的行政责任这一块一直是个短板。<sup>3</sup>这次《条例》出

<sup>1</sup> “中国创投委对决基金业协会，PE 监管权争议何在？”，  
<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-05-03/doc-ifxrtvtp1953397.shtml>

<sup>2</sup> 国务院 1996 年《关于贯彻实施〈中华人民共和国行政处罚法〉的通知》，就部门规章的罚款设定限额作出规定：“国务院各部门制定的规章对非经营活动中的违法行为设定罚款不得超过 1000 元；对经营活动中的违法行为，有违法所得的，设定罚款不得超过违法所得的 3 倍，但是最高不得超过 30000 元，没有违法所得的，设定罚款不得超过 10000 元；超过上述限额的，应当报国务院批准。地方政府规章设定罚款的限额，由省、自治区、直辖市人大常委会规定，可以不受上述规定的限制。”2021 年 11 月 15 日，国务院印发《关于进一步贯彻实施〈中华人民共和国行政处罚法〉的通知》（国发〔2021〕26 号），大幅提高了部门规章的罚款处罚设定限额，最高可至 10 万元甚至 20 万元。

<sup>3</sup> 比方经常被拿来举例的私募基金“老鼠仓”行为。尽管公私募基金“老鼠仓”在行为手段、行为后果、违法性方面并无二致，但《基金法》和《私募暂行办法》规定的罚款数额差异巨大。这就导致了对私募基金“老鼠仓”的行政处罚畸轻，私募投资者的合法权益难以得到保护。例如，2017 年证监会福建证监局依据《私募暂行办法》第 38 条，先后对北京喜马拉雅资产管理有限责任公司投资经理吴刚、深圳恒健远志投资合伙企业投资总监胡志平从事“老鼠仓”行为作出行政处罚，获利 948 万元和 538 万元的两人各自仅被罚款 3 万元。而在同一年的公募“老鼠仓”案例中，证监会依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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

台也补充了行政责任的关键一环，把处罚金额最高提高到了违法所得的 5 倍，对没有违法所得或违法所得不足 100 万的，提高到了 100 万。这不仅仅单单是金额上的提升，其背后是把处罚标准跟《证券投资基金法》的类似行为处罚标准统一，这样可以解决一些疑难关键问题。比如此次《条例》拉平了私募基金“老鼠仓”行为的处罚，与《证券投资基金法》第一百二十三条保持了一致，这样也就解决了上文注释中提到的证监会依照《证券投资基金法》第一百二十三条处罚私募基金“老鼠仓”问题的争议。<sup>1</sup>

《条例》出台完善了私募投资基金行政责任体系。实际除行政责任外，刑事责任体系最近也有亮点，2023 年 6 月 13 日，最高人民检察院发布第四十四批指导性案例，其中一个典型案例就是私募基金型非法集资。2021 年 8 月，南京市中级人民法院以犯集资诈骗罪判处被告人张业强无期徒刑，剥夺政治权利终身，并处没收个人全部财产；判处被告人白中杰有期徒刑 15 年，没收财产 1500 万元；判处被告人鹿梅有期徒刑 12 年，没收财产 1000 万元。三被告人提出上诉被驳回。<sup>2</sup>不过还应当看到，私募投资基金刑事责任体系还有非常大的完善空间，特别是背信运用受托资产罪、利用未公开信息交易罪等重要犯罪类型，仍然没有把主体扩展到私募基金管理人。

在民事责任方面，《条例》第十一条第二款，还特意提到了，以非公开方式募集资金设立投资基金的，私募基金管理人还应当以自己的名义，为私募基金财产利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为。其目的旨在解决契约式基金起诉主体的问题。《证券投资基金法》第十九条中，对于公募基金管理人，就规定了以基金管理人名义，代表基金份额持有人利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为的职责。第四十六条还特意赋予了基金份额持有人对基金管理人、基金托管人、基金服务机构损害其合法权益的行为依法提起诉讼的“诉权”。但因为《证券投资基金法》第十章内容非常简单，特别是又没有

---

照《基金法》第一百二十三条，对银华优质基金经理郭建兴等罚款逾 820 万元。后来证券执法实践中开始适用《证券投资基金法》第一百二十三条进行处罚，但也不无争议。参考巩海滨，赵涛：《私募基金“老鼠仓”行政处罚研究》，《证券法苑》（2018）第二十四卷，第 74-85 页。

<sup>1</sup> 但尽管如此，对于刑法上的“利用未公开信息交易罪”受限于主体限制，不能适用于私募基金这个问题，仍未解决。参考秦辉：我国首起涉私募基金“老鼠仓”刑事案件法律适用是否恰当的探讨，

[http://www.deheng.com/Archives/IndexArchives/index/a\\_id/9303.html](http://www.deheng.com/Archives/IndexArchives/index/a_id/9303.html)

<sup>2</sup> 社会公众如何区分合法私募和非法集资？最高检第四检察厅负责人介绍说，关键要点是，私募基金不得变相自融、不得向社会公开宣传、不得承诺资金不受损失或者最低收益、不得向合格投资人之外的单位和个人募集资金，单只私募基金投资者累计人数不得超过规定人数，如《私募投资基金监督管理暂行办法》明确规定基金份额持有人累计不得超过 200 人。募集资金过程中同时有上述禁止性行为的，既违反了私募基金管理有关法律规定，又违反了商业银行法、防范和处置非法集资条例等关于禁止非法集资的规定，已经不是“私募”行为，而是非法集资，应当依法予以打击。<https://www.guanganpeace.gov.cn/fxyj/20230615/2757413.html> 但是这里有一个值得关注的是，前面提到的是累计不超过“200 人”，实际上按照《最高人民法院关于修改〈最高人民法院关于审理非法集资刑事案件具体应用法律若干问题的解释〉的决定》第三条第三款，非法吸收或者变相吸收公众存款对象 150 人以上的，就可以构成犯罪。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



一个一般性的“准用条款”，所以对于没有实体的契约式基金，如何对外行使诉权等权利就存在争议。《条例》明晰了这一问题，解决了实践中的争议，这对当事人行使民事诉权是有帮助的。当然在民事责任体系的发展方面，还存在很多争议问题，也需要很多新的探索，比如是否可以借助《条例》第三十二条的规定，把私募投资基金的很多违规违约行为拉到“证券诉讼”的轨道上来，从而达到对投资者更有利的保护，就非常值得研究和探索。<sup>1</sup>

### 三、关键之三：监管权加强

除罚款金额外，在第五章监督管理部分，大大加强了证监会的执法权，尤为值得关注的是第四十二条的规定，即证监会如发现私募基金管理人违法违规，或者其内部治理结构和风险控制管理不符合规定的，应当责令限期改正；逾期未改正，或者行为严重危及该私募基金管理人的稳健运行、损害投资者合法权益的，证监会可以区别情形，对其采取下列措施：（一）责令暂停部分或者全部业务；（二）责令更换董事、监事、高级管理人员、执行事务合伙人或者委派代表，或者限制其权利；（三）责令负有责任的股东转让股权、负有责任的合伙人转让财产份额，限制负有责任的股东或者合伙人行使权利；（四）责令私募基金管理人聘请或者指定第三方机构对私募基金财产进行审计，相关费用由私募基金管理人承担。私募基金管理人违法经营或者出现重大风险，严重危害市场秩序、损害投资者利益的，国务院证券监督管理机构除采取前款规定的措施外，还可以对该私募基金管理人采取指定其他机构接管、通知登记备案机构注销登记等措施。相比 105 号令中证监会只能采取责令改正、监管谈话、出具警示函、公开谴责等行政监管措施而言，现在证监会处理问题机构的抓手更加直接和多样化。这些权力在诸如《保险公司股权管理办法》（第八十二条）中都有类似规定，也是过去几年金融监管机构整顿金融乱象和问题机构的重要抓手。

### 四、关键之四：统筹发展与监管

《条例》不仅着眼于加强监管，完善责任体系，而且统筹监管与发展，不少重要条款破解了行业痛点问题，而且对促进行业新发展特别是创投发展方面厘定了新的方向。

<sup>1</sup> 在美国投资公司发行股份是要适用 1933 年证券法和 1934 年证券交易法的，包括豁免注册的私募基金也是受到其中比如 10b-5 等反欺诈条款的约束，所以美国对私募基金监管、处罚乃至民事诉讼也是在证券轨道上的，而我们的法律体系下，按照《证券法》规定，只有证券投资基金份额的上市交易，适用证券法，其发行则适用《证券投资基金法》，私募基金的发行更适用不到《证券法》，也因此，基金发行的虚假陈述只能用普通的违约之诉或普通的侵权之诉来解决，连构成刑事的诈骗，也是用“合同诈骗”、“非法集资”等来处理，而不是欺诈发行来解决。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

比如,《条例》第二十一条还规定,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。这就为契约式基金解决其“身份存在”问题提供了制度供给。信托计划多少年来一直饱受无法登记公示之苦,如果契约式基金,能够在工商系统或其他资产持有系统等明示身份并公示其资产,对真正做到资产隔离是非常有意义的。不仅如此,结合最近出台的《监管规则适用指引——发行类第4号》有关“三类股东”的最新核查要求,也更有助于解决契约式基金股东在上市过程中面临的尴尬局面。

当然更值得浓墨重彩的是差异化监管,特别是对创投的重视。《条例》第六条规定的国务院证券监督管理机构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,对私募基金管理人实施差异化监督管理,其实在基金业协会的监管实践中早已落地,这一规定的好处是让现在的监管实践有了明确的法律依据。但《条例》第三十七条和三十八条对创投的规定,确实非常值得期待,鉴于业内解读文章对此论证已经非常充分,在此不再赘述。

## 五、关键之五：未成为关键的关键

《条例》无论从立法技术,还是重要规则厘定,无疑是非常重要也是非常成功的,但立法也总是妥协和遗憾的产物,就笔者“狭隘”视角看来,《条例》也存在一些值得进一步关注之处。

### (一) 协会自律监管定位模糊化

众所周知,基金业协会的自律规则及自律监管对私募投资基金行业发挥着重要的基石性作用。特别需要指出的是,基金业协会履行基金管理人登记及基金备案职责,是《证券投资基金法》第九十条、第一百一十二条第七款规定的法定职责,并非来自证监会或其他机关授权。但是《条例》第十条却规定,私募基金管理人应当依法向国务院证券监督管理机构委托的机构(以下称登记备案机构)报送材料。第二十二条基金备案也是类似规定。简而言之,在《条例》中把基金业协会错误地定位为证监会委托的机构,且把负责行业自律监管的综合性机构(见《证券投资基金法》第一百一十一条),简化为了一个所谓的“登记备案机构”。在2017年发布的《条例》征求意见稿中,是有比较丰富的基金业协会自律监管相关规定的,但在《条例》中却几乎只字未提。这降低或忽视了基金业协会自律监管的功能发挥,对基金业协会开展自律监管十分不利。此外,依法

授权履行职责,除非法律修改,不能发生变动,而以证监会授权,则容易因政策考虑而

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

发生变动, 坦言之, 也为不同机构争夺私募投资基金行业自律监管权埋下了危险的伏笔。

## (二) 托管职责模糊化

私募投资基金, 特别是股权基金的托管职责发挥一直是一个充满争议的问题。《条例》第十六条规定可谓简单至极, 仅规定私募基金财产进行托管的, 私募基金托管人应当依法履行职责。私募基金托管人应当依法建立托管业务和其他业务的隔离机制, 保证私募基金财产的独立和安全。

投资基金是通过一种特定法律载体(如公司、合伙或信托)吸收投资者资金, 委托管理人进行管理, 投资于特定标的, 意图获取增值, 为投资人创造利益。<sup>1</sup>耶鲁大学 John D. Morley 教授指出, 投资基金的核心特征就是“基金和管理人的分离”。<sup>2</sup>投资基金这种特定的组织形式, 决定了投资者天然处于一种脆弱地位, 对于管理人而言, 基金是所谓的“他人的钱”(other people's money, OPM), 但又处于自己的全权管理之下, 这种特定关系之下, 如何约束管理人, 使得其为投资人最佳利益服务就成了投资基金监管始终关注的中心问题。无论在普通法上还是成文法上, 管理人对投资人负有信义义务(fiduciary duty), 应当为投资人最佳利益服务, 这似乎是不证自明的。但是管理人常常会或非常有机会为了自己的利益而损害投资人利益, 或者说, 管理人利益和投资人利益并不总是甚至经常是不一致的。那从法律规则的设计上又是怎么解决这个问题的呢? 从比较法的角度, 我们可以看到解决这个中心问题的路径大概有两种模式, 一种是欧洲的“三角架构模式”, 一种是美国的“基金董事会模式”。欧洲的投资基金法是建立在所谓的“投资三角”(investment triangles)上, 早在1985年欧洲的UCITS就采取了这种架构, 具体而言是, 投资人、管理人和存托人(depositary/custodian)之间形成的三角架构, 其核心是管理人行使投资决策权, 而存托人负有资产保管和对管理人的决策监督职能。<sup>3</sup>质言之, 欧洲对投资基金监管的制度设计, 主要是依赖存托人监督管理人, 赋予存托人非常重要的职能, 不仅是包括资金和资产的存管(这可以委托

<sup>1</sup> 比如我国《证券投资基金法》第二条规定, 在中华人民共和国境内, 公开或者非公开募集资金设立证券投资基金(以下简称基金), 由基金管理人管理, 基金托管人托管, 为基金份额持有人的利益, 进行证券投资活动, 适用本法。

<sup>2</sup> Morley 教授指出, 《投资公司法》把“投资公司”定义为“主要资产为证券的公司”, 即以公司持有的资产来界定, 是不准确的。他举例指出, 比如初创期的生物医药企业, 融资之后为了理财需要买了很多债券或股票, 这时候公司也没其他资产, 在此情况下, 如果该公司主要资产是证券, 显然不应当算是“投资公司”的。他认为虽然《投资公司法》并没有明确指出, 但是投资公司更实质的特征是基金主体和管理主体的分立, 并由管理人公司来管理这一点。Morley, John D., *The Separation of Funds and Managers: A Theory of Investment Fund Structure and Regulation* (December 5, 2013). 123 *Yale Law Journal* 1228 (2014), *Virginia Law and Economics Research Paper No. 2013-04*, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2240468> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2240468>

<sup>3</sup> Zetzsche, Dirk Andreas, *The Anatomy of European Investment Fund Law* (April 12, 2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2951681> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2951681>

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

一个金融机构作为托管人即 custodian 来做),而且需要监督管理人投资决策的合规性,这里的合规既包括符合法律法规及监管要求(如 eligible assets 等),也包括符合基金的招股书和组织文件等的要求。存托人对于不合规的交易,有撤销权。比如 Commission Delegation Regulation (EU) 2016/438 中鉴于部分第(7)项的规定。<sup>1</sup>美国《投资公司法》则采取了另外一种模式,把对管理人的约束职责赋予了投资公司的董事会,依赖董事会,特别是独立董事,作为“看门人”。<sup>2</sup>美国《投资公司法》仅赋予托管人(custodian)持有和保管资产的职责,托管人是指根据《投资公司法》第17(f)款授权为基金持有资产的银行或其他人。<sup>3</sup>即便是美国证监会2009年最新更新的 Rule 206(4)-2 (“Custody Rule”) 也并没有改变这一基本原则。

中国从1997年11月颁布的《证券投资基金管理暂行办法》就大体是按照欧洲模式设计的(或者说是我们的独创但与欧洲模式类似),现行的《证券投资基金法》也沿袭了这一做法,第三十六条和第三十七条的规定非常清楚。

诚然我们应当面对托管人在托管私募股权基金方面的存在的实际困难,但努力的方向应当是如何更好地应对这一困难,找到更可行的方案,而不是从中脱离出来,从而打破这一作为制度基石的“基金三角架构”,至少在新的制度设计可以替代之前不宜这么做。

当然我们也要充分认识到,要求托管人在私募股权基金托管上充分发挥作用是有实际困难的。为此笔者过去还提出过一个建议,就是把私募股权基金的管理人分成比如至少两类,比如可以分为私募基金管理人和私募基金投资经理,前面一类是综合性管理人,后面一类则是只能做项目投资,通俗点讲就是“大管理人”和“小管理人”,前面的门

---

<sup>1</sup> By virtue of its obligation of oversight under Directive 2009/65/EC, the depositary should set up a procedure to verify on an ex post basis the UCITS' compliance with applicable law and regulations and its rules and instruments of incorporation. This should cover areas such as checking that the UCITS' investments are consistent with its investment strategies as described in the UCITS' rules and offering documents and ensuring that the UCITS does not breach its investment restrictions. The depositary should monitor the UCITS' transactions and investigate any unusual transaction. If the limits or restrictions set out in the applicable law or regulations or the UCITS rules and instruments of incorporation are breached, the depositary should act promptly to reverse the transaction that is in breach of those laws, regulations or rules.

<sup>2</sup> Alfred Jaretzki, Jr., *The Investment Company Act of 1940*, 26 WASH. U. L.Q. 303 (1941); Walter P. North, *A Brief History of Federal Investment Company Legislation*, 44 NOTRE DAME L. REV. 677 (1969); Comment, *Investment Company Act of 1940*, 50 YALE L.J. 440 (1941). Wang Wallace, Wen-Yeu, *Corporate Versus Contractual Mutual Funds: An Evaluation of Structure and Governance*. *Washington Law Review*, Vol. 69, No. 4, pp. 926-1048, October 1994, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=906301>

<sup>3</sup> 17 CFR § 270.17f-4

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



槛可以设置得高一些，反过来，后面的小管理人可以门槛低一些以满足更多的具备条件机构获得入场资格。从制度设计上，让大管理人来监督小管理人，小管理人可以依托大管理人的平台，募集设立基金，同时共享其后台资源。大管理人则对小管理人提出的投资决策建议进行监督，把托管人这部分的职责承担起来，托管人则重点承担财产保管的职责，变三角架构为四角架构，大管理人一方面为了自身长久发展，另一方面也有较为充足的激励机制，更重要的是可以有有效的专业资源去判断投资经理的决策，可能反而能解决目前在私募股权基金中遇到的难题。这其实非常类似于英国的授权基金管理人（authorized fund manager, AFM）的做法，通常其发起基金，委托基金经理（portfolio manager）去管理，后者也可以是自己的关联方，但更多可能是市场上独立的第三方机构，前者对后者进行监督。<sup>1</sup>个人认为，这也是一个可以探索的做法。

### （三）信义义务标准仍不够充分

如上所指出的投资基金“基金和管理人的分离”的本质特征，这其实就把管理人的信义义务放在了核心位置。过去无论从理论、监管和实践，都非常强调管理人的信义义务。《条例》不仅在第三条第三款规定私募基金管理人管理、运用私募基金财产，私募基金托管人托管私募基金财产，私募基金服务机构从事私募基金服务业务，应当遵守法律、行政法规规定，恪尽职守，履行诚实守信、谨慎勤勉的义务，而且更值得关注的是，在第二十六条第二款规定，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。这就确立了“投资者利益优先”（put its client's interests first）的基本原则，这也是符合国际实践的做法。但是我个人始终觉得，这一信义义务的标准还是不够充分的，相比之下，《信托法》第二十五条的规定更佳，该条规定受托人应当遵守信托文件的规定，为受益人的最大利益处理信托事务。受托人管理信托财产，必须恪尽职守，履行诚实、信用、谨慎、有效管理的义务。这里不同的关键词是“受益人最大利益”（或者说“最佳利益”，best interests）、“有效管理”。实践中存在大量的虽然也不违法不违约，但是可以说是“无效”或者“低效”的管理，更多时候这才是损害投资者利益的根本问题。当然，也应当看到，信义义务的“措辞之争”在我国特殊的社会环境和商业环境中能否有意义确实需要打个问号，特别是我们司法传统和实践还不太有利于处理信义义务这种类型化和行为特征并不十分明确的法律义务，但尽管如此，在立法上提供更好的制度供给仍然

<sup>1</sup> [https://www.theia.org/sites/default/files/2021-07/ACD%20Model%20Explainer\\_proof29%20Jun.pdf](https://www.theia.org/sites/default/files/2021-07/ACD%20Model%20Explainer_proof29%20Jun.pdf)

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



是有意义的。<sup>1</sup>

## 结语

当然必须要说,《条例》的出台无疑是我国私募投资基金法律生长史上的一个里程碑事件,它不仅让私募投资基金法律体系的大厦更加完整,而且厘清了争议已久的关键问题,并且对许多关键问题提供了良好的立法制度供给,也对行业差异化发展描绘了方向,可谓是私募投资基金法律制度发展乃至整个行业发展的“关键一环”。

---

<sup>1</sup> 如域外对信义义务制度供给就颇为重视。比如美国证监会 2019 年 5 月发布的“关于投资顾问行为标注的解释” (“Release 5248”),认为对此做出卓越努力,但美国哥伦比亚大学著名法学教授 John C. Coffee, Jr. 联合十余位教授发表公开声明,批评美国证监会规则对信义义务的标准过低。John C. Coffee, Jr., et., Statement of Concerned Securities Law Professors Regarding Investment Advisers and Fiduciary Obligations, available at <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2019/06/25/statement-of-concerned-securities-law-professors-regarding-investment-advisers-and-fiduciary-obligations/>

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

# 刘婧、肖瑶：境外上市实践（二）：中国企业境外上市 路径解析（I）

## 刘婧

大成北京 高级合伙人

[liu.jing@dentons.cn](mailto: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](mailto: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

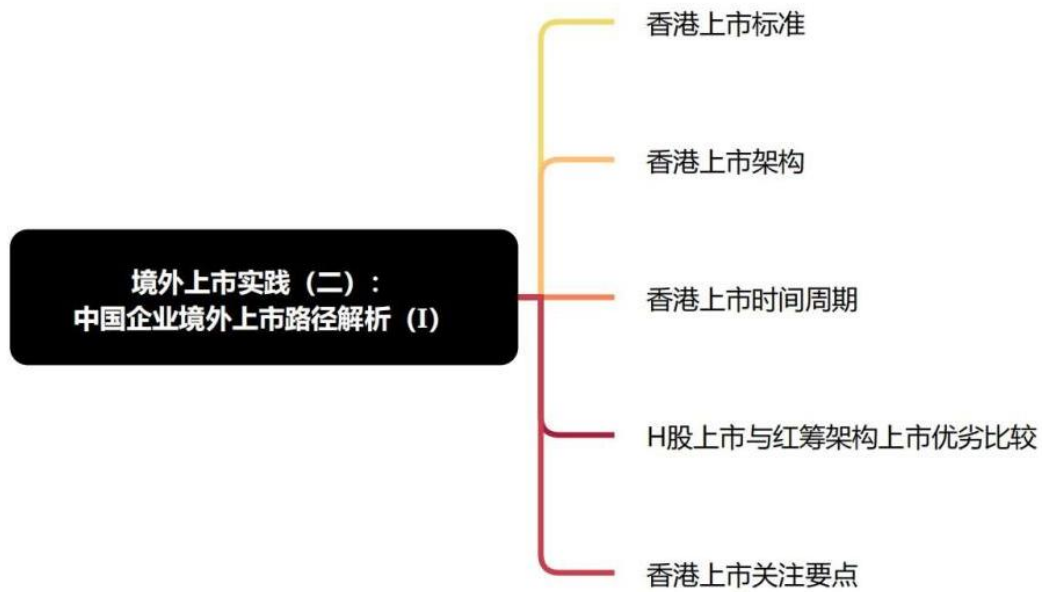


随着《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及相关配套指引（“境外上市新规”）于 2023 年 3 月 31 日正式施行，境内主体境外上市进入了全新的监管时代。截至本文发表之日，根据中国证券监督管理委员会（“中国证监会”或“证监会”）公布的信息，88 个境内企业境外上市项目已提交了备案的申请材料，其中，境内企业直接境外上市的项目已有 4 家通过备案，境内企业间接境外上市的项目有 1 家已通过备案。

尽管境外上市新规生效后需要一段的适应期，但在境内资本市场无法完全满足境内企业上市及融资需求的情况下，企业赴境外上市的需求仍持续存在。本境外上市路径解析系列文章将立足当下背景，对不同境外上市的路径进行解析。

本系列文章将香港上市作为开篇，从香港上市的标准、架构、时间周期、关注要点等角度介绍、分析。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



## 1. 香港上市标准

根据《香港联合交易所有限公司证券上市规则》《香港联合交易所有限公司 GEM 证券上市规则》，香港主板上市以及创业板上市的主要标准分别概述如下：

	香港主板上市基本条件	香港创业板上市基本条件
营业记录	<ul style="list-style-type: none"> <li>具备不少于三个会计年度的营业记录</li> <li>前三个会计年度的管理层维持不变</li> <li>至少经审计的最近一个会计年度的拥有权和控制权维持不变</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>具备不少于两个财政年度的营业记录</li> <li>在刊发上市文件前两个完整财政年度及至上市日期为止的整段期间，管理层大致维持不变</li> <li>在刊发上市文件前的完整财政年度及至上市日期为止的整段期间，拥有权及控制权维持不变</li> </ul>
财务要求	<p><b>盈利测试</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>在提供的 3 个会计年度的营业记录期间，最近一年的股东应占盈利不得低于 3,500 万港元，前两年累计的股东应占盈利不得低于 4,500 万港元。上述盈利应扣除日常业务以外的业务所产生的收入或亏损</li> </ul> <p>或</p> <p><b>市值/收益/现金流量测试</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>上市时市值至少为 20 亿港元；且</li> <li>经审计的最近一个会计年度的收益至少为 5 亿港元；且</li> <li>拟上市业务前 3 个会计年度的现金流入合计至少为 1 亿港元</li> </ul> <p>或</p> <p><b>市值/收益测试</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>除非联交所已作出豁免，否则新申请人上市时市值至少为 40 亿港元；且</li> <li>经审计的最近一个会计年度的收益至少为 5 亿港元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>日常经营业务有现金流入，且净现金流入总额于上市前两个财政年度合计至少达 3,000 万港元</li> </ul>
市值要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>新申请人预期在上市时的市值不得低于 5 亿港元</li> <li>公众人士持有的部分预期在上市时的市值不得低于 1.25 亿港元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>新申请人预期在上市时的市值不得低于 1.5 亿港元</li> </ul>
公众持股要求	<ul style="list-style-type: none"> <li>无论何时<sup>(1)</sup>已发行股份数目总额必须至少 25% 由公众人士持有</li> <li>如发行人预期在上市时的市值逾 100 亿港元，经联交所确认，可酌情接纳介乎 15% 至 25% 之间的一个较低的百分比，条件是发行人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>无论何时，发行人已发行股份数目总额必须至少有 25% 由公众人士持有</li> </ul>
	<p>须于其首次上市文件中适当披露其获准遵守的较低公众持股量百分比，并于上市后的每份年报中连续确认其公众持股量符合规定</p>	
锁定限制	<p>控股股东不得（并须促使有关登记持有人不得）进行下列事项：</p> <p>(a) 自上市文件中披露控股股东持有股权当日起至证券开始在联交所买卖日起计满 6 个月之日止的期间，出售上市文件所列示由其实益拥有的证券；就该等由其实际拥有的证券订立任何协议出售发行人证券，或设立任何选择权、权利、利益或产权负担；</p> <p>或</p> <p>(b) 在上条(a)条所述的期限届满当日起计的 6 个月内，出售或订立任何协议出售，或设立任何选择权、权利、利益或产权负担，以致其不再成为控股股东<sup>(2)</sup>。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>控股股东自上市首日至上市后 12 个月内（“首 12 月”）不得出售股份或设置任何权利负担</li> <li>控股股东在首 12 月后的 12 个月内不得将其股权减持致使其不再是控股股东</li> </ul>

## 2. 香港上市架构

香港上市的集团公司的常见架构可分为红筹架构和 H 股架构两种，其架构模式概述如下：

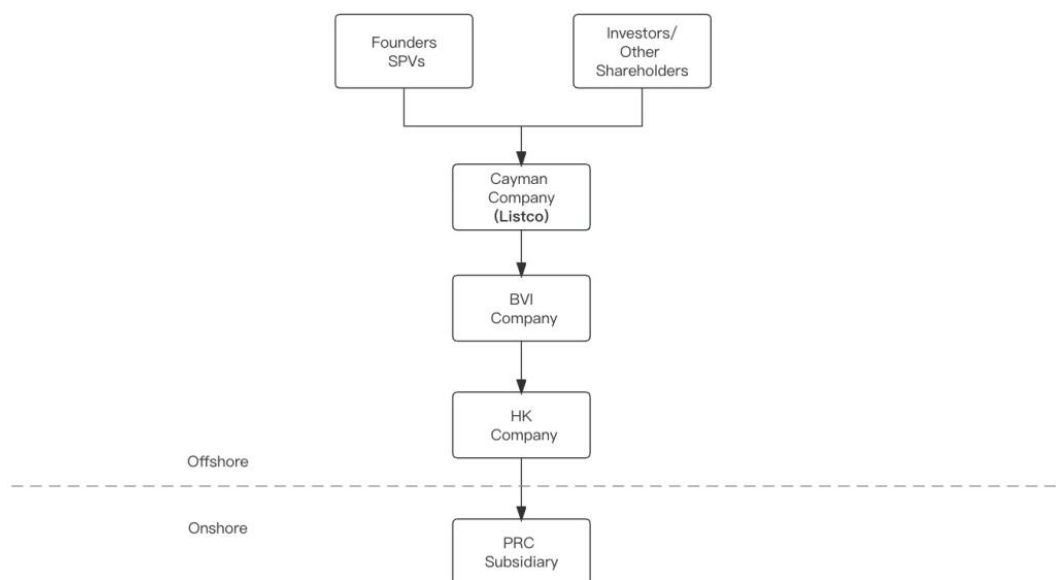
北京大成律师事务所（“大成”）是一家独立的律师事务所，不是 Dentons 的成员或者关联律所。大成是根据中华人民共和国法律成立的合伙制律师事务所，以及 Dentons 在中国的优先合作律所，在中国各地设有 40 多家办公室。Dentons Group（瑞士联盟）（“Dentons”）是一家单独的国际律师事务所，其成员律所和关联律所分布在全世界 160 多个地方，包括中国香港特别行政区。需要了解更多信息，请访问 [dacheng.com/legal-notice](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

## (1) 红筹架构

红筹架构的实质是通过搭建并重组境内外架构的方式将中国境内权益主体由红筹架构下拟境外上市主体实现并表，红筹架构可分为股权控制模式与协议控制模式（“VIE 架构”）。具体如下：

### 股权控制模式：

创始人和/或其他股东在海外离岸地（多在开曼群岛）设立特殊目的公司作为上市主体，上市主体直接或间接（多通过香港公司）在境内新设外商独资企业（“WFOE”）作为运营实体开展业务，或将境内运营实体的股权或资产“装入”上市主体的控制之下。股权控制模式常见架构图示意如下：

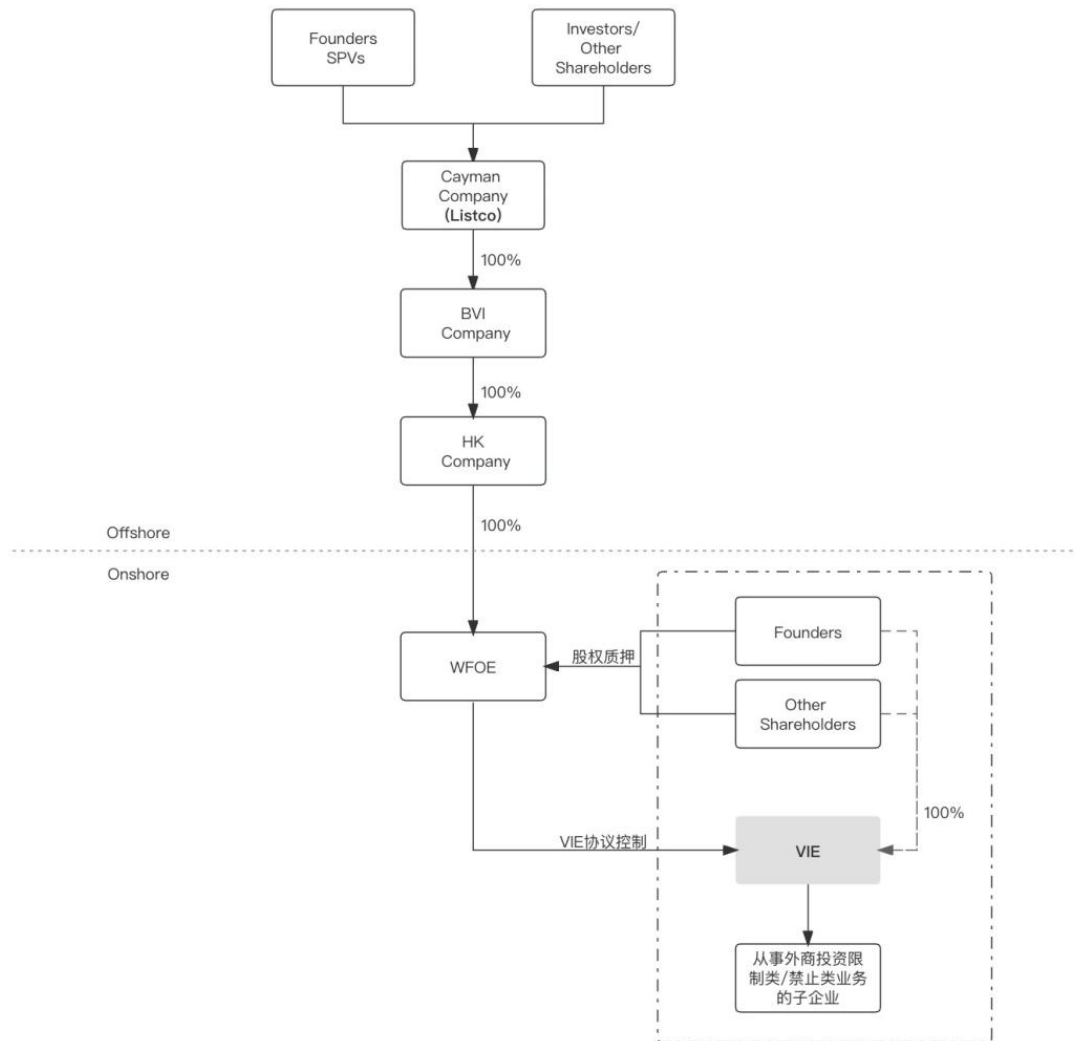


### 协议控制模式（VIE 架构）：

创始人和/或其他股东在海外离岸地（多在开曼群岛）设立特殊目的公司作为上市主体，上市主体直接或间接（多通过香港公司）在境内新设外商独资企业（“WFOE”），由 WFOE 与境内运营实体（即“VIE 公司”，通常为持有有关资质、牌照的运营主体，且其股东一般均为境内自然人或企业）签署一系列控制协议（通常包括独家购买权协议、独家服务协议、股权质押协议、表决权委托协议/授权委托书等），使上市主体得以间



接通过控制协议实际控制 VIE 公司，并由此实现对 VIE 公司财务数据的并表。协议控制模式常见架构图示意如下：

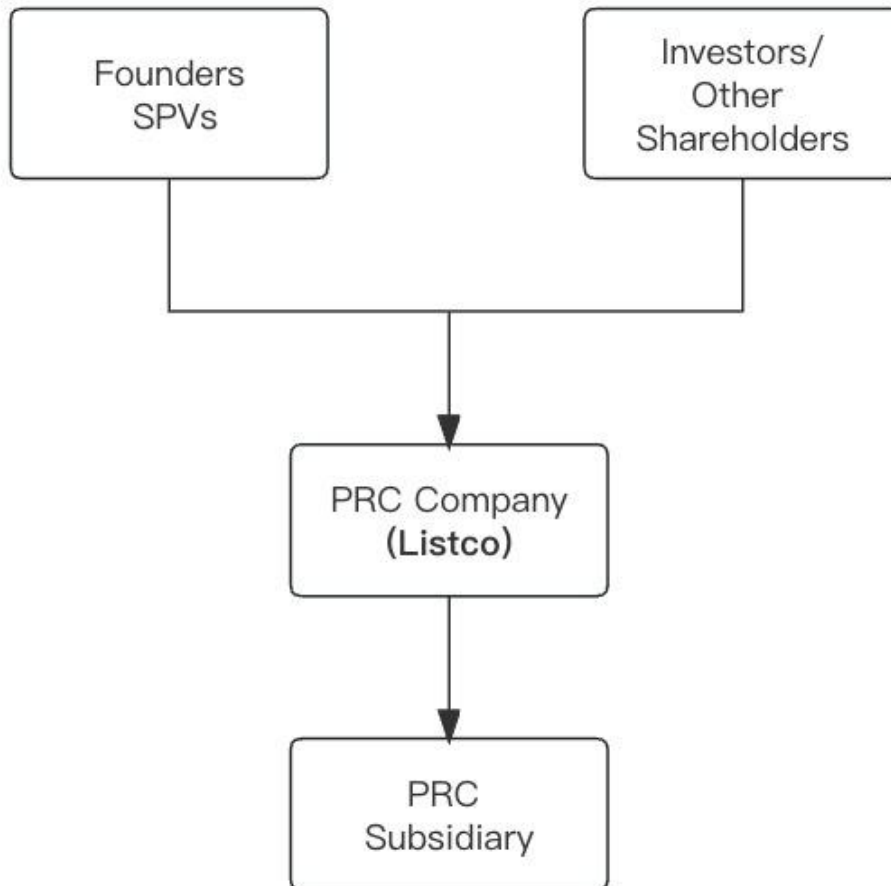


在境外上市新规出台前，境内企业以红筹架构境外上市无需证监会或者境内政府机关的审核或批准。随着境外上市新规的施行，境内企业以红筹架构境外上市亦需向证监会备案。

## (2) H 股架构

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](http://dacheng.com/legal-notices) 或者 [dentons.com/legal-notices](http://dentons.com/legal-notices)。

H 股指中国境内注册的股份公司作为上市主体，在境外发行股票并上市的架构，即境内企业直接境外上市。H 股常见架构图示意如下：



在境外上市新规生效前，H 股上市为证监会和香港联合交易所有限公司（“联交所”）（以及香港证监会）的双审核模式，证监会主要侧重于境内法规的合规审查，联交所侧重于上市规则审查，境内公司在同时取得证监会和联交所的批准之后方可上市；随着境外上市新规的施行，H 股上市变更为境内证监会备案和联交所（以及香港证监会）审核的模式。

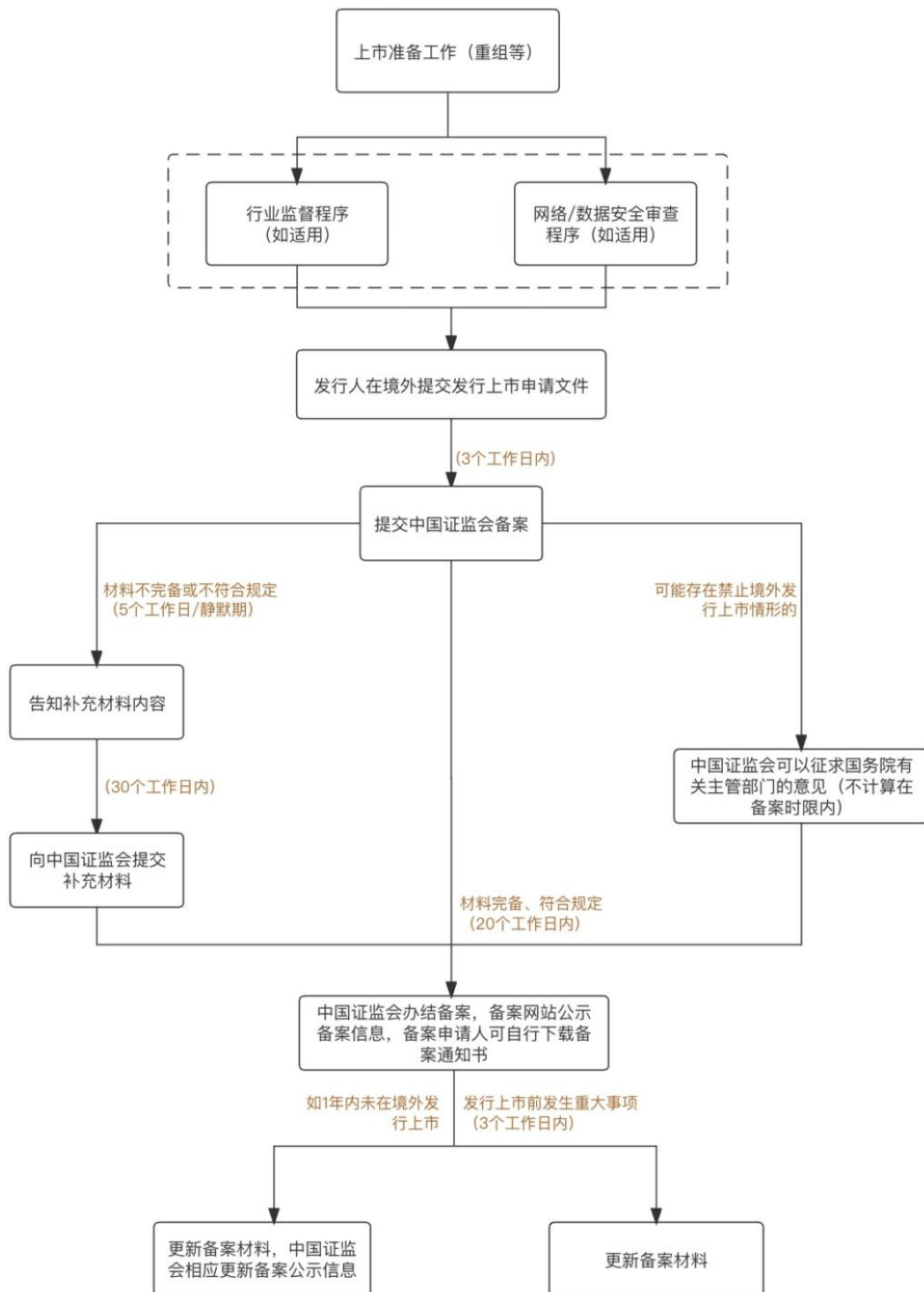
### 3. 香港上市时间周期

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

此前，H 股项目因涉及证监会核准，从上市项目启动直至成功上市的时间根据项目情况差异较大，短则约 9 个月，长则约 2 年时间；而红筹架构项目自上市项目启动至成功上市短则 7 个月，而近两三年香港市场申请项目较多，上市周期也相应延长，长则约 1-2 年时间的亦不在少数。

境外上市备案新规施行后，除项目启动后红筹架构项目涉及重组环节需要至少 2-3 个月外，因 H 股上市及红筹架构上市项目均需通过证监会备案及联交所聆讯，项目周期时间大致相同。从此前的实践经验看，香港上市项目一般在上市项目正式启动后的第 4-10 个月不等或更长的时间向联交所递交 A1 申请，递交 A1 申请后约 3-6 个月或更长的时间（各项目情况不同）通过聆讯。

根据境外上市新规的规定，境外上市备案的流程及时间大致如下：



尽管有上述备案时间节点的规定,但因证监会要求补充材料和征求意见的时间均不计算在备案时限内,另考虑到境外上市新规出台不久,且目前仅少数项目已通过证监会

备案（备案通过时长在 2-3 个月），境外上市备案所需时间，特别是间接境外上市项目的备案所需时间尚待进一步实践观察。

在选择采用 H 股架构或红筹架构申请香港上市时，公司可将以下几点纳入考量因素：

### （1）上市后股份锁定期

红筹架构下的上市主体为境外注册的公司，其在境外上市发行后并不受限于中国境内《中华人民共和国公司法（2018 修正）》（“《公司法》”）规定的股份转让的锁定期，而联交所对于锁定期的要求较为宽松。相较而言，H 股架构下的公司为境内设立的股份制公司，其在境外上市并申请全流通的，其公开发行股份前已发行的股份除受限于联交所对于锁定期的要求外，根据《公司法》的规定，公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让[3]。

### （2）重组成本

红筹架构一般涉及境内外重组，包括境外公司的设立、办理 37 号文登记、境外直接投资（ODI）等，时间、费用成本相对较高。由于 H 股架构一般不涉及境外重组，因此集团公司重组的成本相对较低。

### （3）回归 A 股

截至目前，已有多家 H 股架构公司于境外上市后回归 A 股上市，H 股架构回归 A 股相较于红筹架构回归 A 股更为常见。而采用红筹架构在境外上市后成功回归 A 股上市的公司目前较少，目前较为典型的包括：中芯国际[4]、诺诚健华[5]、中国移动[6]，且红筹架构境外上市公司回归 A 股上市的标准较高。

## 5. 香港上市关注要点

### （1）重组

上市前集团公司通常会对其架构进行重组，公司需根据实际情况考虑并决定集团公司最终的上市架构（H 股或红筹架构），并结合该等选择对于拟纳入集团内的公司进行相应股权及业务调整。



若采用红筹架构，由于其需一定的时间搭建架构进行重组，且需与股东沟通具体的境外持股方案（ODI 思路、37 号文思路或其他方案等）等，公司需充分考虑重组的时间、成本，根据重组方案预留重组所需的时间、紧密推进重组架构搭建工作。

## （2）证监会备案及核查角度

根据境外上市新规，境内企业境外上市（包括 H 股上市及红筹架构上市）需要向证监会备案。备案申请时，发行人需向证监会提交备案报告及境内法律意见书、承诺函等备案文件，说明发行人股东及股本情况、对外投资情况、业务情况、财务状况、公司治理情况等方面的详细情况。证监会将聚焦重大境内合规问题对发行人进行核查，根据截至目前查询到的证监会公司的境外上市备案的反馈意见，常见的核查角度有：

### （a）主体情况

围绕控股子公司、主要运营实体的认定依据等角度进行核查。

### （b）业务经营情况

围绕公司经营模式、销售模式、排名前列的经销商、供应商信息；收入大幅增长原因及合理性；业务经营合规性；关联交易具体情况以及占发行人财务报表相关数据的比例；关联交易的真实性、公允性和可替代性以及业务独立性的影响等角度进行核查。

### （c）股东情况及股东权利

围绕实际控制人认定及依据；控股股东、实际控制人、持股 5%以上的股东穿透至自然人的具体情况，是否存在法律法规规定禁止持股的主体等情形；股份代持安排及原因；是否存在特殊权利安排及该特殊权利对公司经营及控制权的影响及是否仍持续等角度进行核查。

### （d）历史沿革

围绕公司设立及历史沿革、业务开展情况；设立以来历次股份变动的金额，价款支付情况及税费缴纳情况，所履行的外汇管理、境外投资等境内监管程序情况，以及对价合理性；公司股东入股出资实缴情况，以及入股价格及定价依据等角度进行核查。

### （e）员工持股及期权激励

围绕员工股权激励计划的合规性；员工持股平台股权变动情况，原因及合规性，是否存在外部人员等角度进行核查。

#### (f) 协议控制

围绕协议控制架构设立的合规性；以及协议控制架构下的相关主体之间的具体交易安排等角度进行核查。

#### (g) 数据安全与信息保护

围绕产品收集和存储用户信息规模、数据收集使用情况；是否存在向第三方提供信息内容的情形；上市前后个人信息保护和数据安全的安排或措施等角度进行核查。

#### (h) 诉讼情况

围绕公司未决诉讼的具体情况，相关情形是否可能会对公司未来经营产生重大不利影响，是否可能会对发行构成实质障碍，相关未决诉讼是否充分披露等角度进行核查。

#### (i) 安全审查

境外上市新规多次提及关于安全审查的内容，体现了监管部门对境内企业境外上市过程中的安全审查的重视，根据《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》第九条的规定，境内企业境外发行上市活动，应当严格遵守外商投资、网络安全、数据安全等国家法律、行政法规和有关规定，切实履行维护国家安全的义务。涉及安全审查的，应当在向境外证券监督管理机构、交易场所等提交发行上市申请前依法履行相关安全审查程序。对此，《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》相应规定，首次公开发行或上市，应提交国务院有关主管部门出具的安全评估审查意见（如适用）。

### (3) 上市前融资

除非常特殊情况外，联交所一般会要求首次公开招股前的投资必须在下列时间内完成[7]：

(a) 首次呈交的上市申请表格日期前至少足 28 天；或

(b) 申请人证券交易首日前足 120 天。

上市前投资的有关的资金若已经交付而申请人（申请人发行证券）或现有股东（现有股东转让或发行证券）已经收到并不可撤回，首次公开招股前投资即被视为已完成。

#### （4）Narrowly-Tailored 原则

联交所于 2005 年针对境内企业香港上市采用合约安排的情形发布了 HKEX-LD43-3 号上市决策（“HKEX-LD43-3”），截至目前，HKEX-LD43-3 共历经多次修订，并于 2022 年 1 月发布了最新修订的版本。

根据 HKEX-LD43-3，联交所对 VIE 架构采取“Narrowly Tailored”原则，即除非在下列情形下，联交所要求发行人只能在必要的情况下采用 VIE 架构解决外商投资的限制，且必须持有境内运营公司的最大持股比例：

（i）境内运营公司需要取得相关批准并符合额外资格要求，但因（a）没有批准的审批程序或指引；或（b）政策原因，而无法取得相关批准；或

（ii）境内运营公司因负责审批的监管机关并未提供明确程序或指引，在已实施了可行的为满足审批要求的措施后，仍无法获得相关批准。

#### （5）其他境内法律合规事项

##### （i）历史沿革是否存在重大瑕疵

在公司为推进上市梳理其历史沿革时，需特别关注：历史上的股权转让是否妥当支付对价、股权转让相关的义务是否履行完毕；注册资本缴纳是否符合法律、公司章程的规定等问题，并就未履行完毕、不符合法律章程规定的事宜进行说明，并进行合法合规性调整。

##### （ii）业务资质是否齐备

在公司梳理其集团内各个公司的业务现状、预期及其持有的资质情况时，公司应留意集团公司开展业务所需的资质证照是否齐备，如公司在报告期内存在业务证照不全、无证经营，或存在被相关主管部门处罚等情形，需说明整改情况、法律后果、主管部门意见，并进一步分析该等情形对公司业务经营的实际影响，是否对公司本次发行上市造成重大法律障碍。

##### （iii）实际控制人的连续性

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

公司需留意，若集团公司存在代持情况应解除该等代持关系并还原实际股权结构，对历史上存在的代持情况，应进行合理解释。

#### (iv) 重大诉讼的风险

公司需梳理、核查集团公司已完结以及未完结的诉讼情况，进一步依据最大赔偿金额/结果倾向性判断是否会对业务持续性发展构成重大不利影响。

#### (v) 税务方面的合规性

由于招股书需披露公司需要遵守的适用税率以及税务优惠、税项利益或特别税务安排详情，公司是否已支付所有相关税项详情，以及与有关税务机关的任何纠纷/未议决税务事项详情，公司需考虑税务方面的合规性问题，并尽早与税务机关沟通出具所需的合规证明文件。

同时，公司还应考虑上市前重组带来的各种税务影响以及税务成本。

#### (vi) 劳动人事方面的合规性

招股书需披露公司是否在劳动人事重大方面存在不合规，公司需考虑劳动人事方面的合规性问题，同时，在惯常情况下，需审计师就历史上的不合规可能产生的补缴义务、罚金等进行计提。

## 6. 结语

本文结合境外上市新规出台的背景，从境内企业赴香港上市路径的标准、架构、时间周期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相关路径展开分析，敬请关注。

## 注释

[1]指申请上市时、公开发行后等时间点。

[2] 控股股东指任何有权在发行人的股东大会上行使或控制行使 30%（或《收购守则》不时规定会触发强制性公开要约所需的其他百分比）或 30%以上投票权的人士（包括预托证券持有人）或一组人士（包括任何预托证券持有人），或有能力控制组成发行人董事会的大部分成员的任何一名或一组人士；如属中国发行人，则具有《上市规则》第 19A.14 条给予该词的涵义，即：控股股东指在新申请人的股东大会上有权行使或控制行使 30%（或适用的中国法律不时规定的其他百分比，而该百分比是触发强制性公开要约，或确立对企业法律上或管理上的控制所需的）或 30%以上的投票权的股东或其他人士（一名或一组人士）；或有能力控制组成新申请人董事会的大部份成员的股东或其他人士（一名或一组人士）。

[3] 《中华人民共和国公司法（2018 修正）》第一百四十一条：发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起一年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。

[4] 于 2004 年 3 月 17 日在美国纽约证券交易所上市（后于 2019 年 6 月 14 日从美国纽约证券交易所退市），次日（2004 年 3 月 18 日）在香港联交所主板上市；境外上市 16 年之后，于 2020 年 7 月 6 日在上海证券交易所科创板上市。

[5] 于 2020 年 3 月 23 日于香港联交所发行股份并上市，后于 2022 年 9 月 21 日在上交所科创板上市。

[6] 于 1997 年 10 月 22 日在美国纽约证券交易所上市（后于 2021 年 5 月 18 日从美国纽约证券交易所退市），次日（1997 年 10 月 23 日）在香港联交所主板上市；境外上市将近 25 年之后，于 2022 年 1 月 5 日上海证券交易所主板上市。

[7] 参见香港交易所指引信 HKEX-GL43-12。



## 杨春宝、孙瑱：结合私募条例聊聊创投基金那些事儿

### 杨春宝

大成上海 高级合伙人

[chambers.yang@dentons.cn](mailto: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 合伙人

[sun.zhen@dentons.cn](mailto: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



7月9日傍晚，关于国务院正式公布《私募投资基金监督管理条例》（以下简称“私募基金监管条例”）的消息在各大财经媒体和财经圈疯狂传播，该条例将自2023年9月1日起施行。我们留意到，私募基金监管条例的大部分内容（包括对私募基金管理人及其高管和从业人员的要求、私募基金托管人的职责、私募基金的资金募集和备案要求，以及私募基金投资负面清单等）在中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）于今年2月初发布的《私募投资基金登记备案办法》（以下简称“登记备案办法”）中已有规定。我们在此前撰写的系列文章《附依据逐条解读私募基金登记备案新规》中已有详细解读，在此不再赘述。值得一提的是，私募基金监管条例在总则中明确对创业投资基金实施分类监管，并为创业投资基金设置专章，这与2014年出台的《私募投资基金监督管理暂行办法》（以下简称“暂行办法”）为创业投资基金设置专章之举如出一辙，足见监管层对创业投资基金的“偏爱”。本文拟基于该创业投资基金专章的内容，并结合监管层此前就创业投资基金出台的各项规定，对与创业投资基金相关的各项政策和法规进行解读，以期对有意设立或投资于创业投资基金的机构或人士提供有益参考。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

## 一、定义

依据暂行办法的规定，创业投资基金是指主要投资于未上市创业企业普通股或者依法可转换为普通股的优先股、可转换债券等权益的股权投资基金。从该定义可知，创业投资基金系私募股权投资基金的一种，但其投资范围具有严格限定，即，仅可对未上市的创业企业进行股权类投资。“未上市”较容易理解，是指其股票未在证券交易所上市交易[1]。那么何为“创业企业”？依据《中国保监会关于保险资金投资创业投资基金有关事项的通知》，创业企业是指处于初创期至成长初期，或者所处产业已进入成长初期但尚不具备成熟发展模式的未上市企业。

如果说暂行办法系从投资范围对创业投资基金进行定性的话，那么私募基金监管条例则从投资范围、基金名称、投资策略、融资方式、存续期限等方面全方位对创业投资基金进行了限定（该等规定基本与登记备案办法的内容相同），即：只有在该等方面同时满足条例规定的条件的私募投资基金才能被认定为创业投资基金。具体而言，创业投资基金的名称或经营范围中应包含“创业投资”，且原则上不使用杠杆融资，其投资范围应仅限于未上市的创业企业，最低存续期限符合相关规定。

## 二、运营

根据私募基金监管条例，国家发改委、中国证监会以及协会，在对创业投资基金的监管和自律方面，均各司其职：国家发改委负责组织拟定促进创业投资基金发展的政策措施；中国证监会和国家发改委建立健全信息和支持政策共享机制，加强创业投资基金监督管理政策和发展政策的协同配合；中国证监会对创业投资基金在营商环境、资金募集、投资运作、风险监测、现场检查实施、投资退出等方面区别于其他私募基金的差异化监督管理，并提供相关便利；协会应当及时向中国证监会和国家发改委报送与创业投资基金相关的信息，并在登记备案、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。因此，一方面，创业投资基金属于私募股权投资基金，其运营（即募集、投资、管理和退出）应符合私募基金监管规定的一般规则，另一方面，私募基金监管条例强调对创业投资基金实行区别于其他私募基金的差异化监督管理。而在此前，相关监管规定已经体现了这种差异化监管精神。下面我们拟从基金募集、投资、管理和退出四个环节就针对创业投资基金的主要政策和法规进行分别介绍：

### 01 募集

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

依据登记备案办法的相关规定，创业投资基金备案时首期实缴资金不低于 500 万元人民币，但应当在基金合同中约定备案后 6 个月内完成符合前述初始募集规模最低要求的实缴出资。

依据《私募投资基金募集行为管理办法》，创业投资基金的基金合同关于投资冷静期的约定可以参照对私募证券投资基金的相关要求，也可以自行约定。

## 02 投资

依据《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》，符合条件的公司制或有限合伙制创业投资企业[2]直接投资于初创期科技型企业[3]股权满两年的，可按其投资额的 70% 抵扣当年的应纳税所得额（公司制创投企业）或当年从合伙创投企业分得的经营所得（合伙制创投企业），并且，当年不足抵扣的部分可在以后纳税年度结转抵扣。

依据《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》，创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，不视为一层资产管理产品。私募基金监管条例则再次强调了这一差异化监管原则。

## 03 管理

### （1）管理人

根据登记备案办法，私募基金管理人的实缴货币资本应不低于 1000 万元人民币或者等值可自由兑换货币，不过，对专门管理创业投资基金的私募基金管理人另有规定的，则从其规定。而在司法部、证监会负责人于日前就私募基金监管条例答记者问中提及，下一步，相关部门将进一步研究出台支持创业投资基金发展的具体政策举措。我们有理由相信，未来对创业投资基金管理人的资本金要求有望下调。此外，根据协会的会员管理办法，创业投资基金管理人备案的创业投资基金投向中小微企业、高新技术企业基金规模不低于一亿元的，即可成为协会的普通会员，这也体现了协会对创业投资基金管理人的差异化自律管理。

### （2）信息披露

依据《私募投资基金信息披露内容与格式指引 2 号-适用于私募股权（含创业）投资基金》，协会鼓励私募创业投资基金管理人向投资者披露季度报告（含第一季度和第三季度），但不对季度报告做强制要求。

## 04 退出

### （1）证监会监管问答

2017 年 6 月，证监会在其官方网站上发布了针对创业投资基金所持股份锁定期安排的监管问答。其中明确，在首发企业发行审核过程中，对于创业投资基金股东的股份限售期安排，将区分情况进行处理：对于发行人有实际控制人的，非实际控制人的创业投资基金股东，按照《公司法》第 141 条[4]的有关规定锁定一年。发行人没有或难以认定实际控制人的，对于非发行人第一大股东，但位列合计持股 51%以上股东范围，且符合一定条件的创业投资基金股东，不再要求其承诺所持股份自上市之日起锁定 36 个月，而是按照《公司法》第 141 条的有关规定锁定一年。

### （2）《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》（以下简称“减持规定”）

依据减持规定，在协会备案的创业投资基金，其所投资符合条件的企业[5]上市后，通过证券交易所集中竞价交易减持其持有的发行人首次公开发行前发行的股份，适用下列比例限制：

	投资期限[6]	减持规则
第一档	不满36个月	在3个月内减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%
第二档	36个月以上但不满48个月	在2个月内减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%
第三档	48个月以上但不满60个月	在1个月内减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%
第四档	满60个月以上	减持股份总数不受比例限制

创业投资基金通过大宗交易方式减持其持有的公司首次公开发行前发行的股份，股份出让方、受让方应当遵守证券交易所关于减持数量、持有时间等规定。

### （3）《上海证券交易所上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则》[7]

依据该减持细则，在协会备案的创业投资基金，在其所投资符合条件的企业上市后，通过大宗交易方式减持其持有的首次公开发行前股份的，适用下列比例限制：

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



	投资期限	减持规则
第一档	不满36个月	在任意连续90日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的2%
第二档	36个月以上但不满48个月	在任意连续60日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的2%
第三档	48个月以上但不满60个月	在任意连续30日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的2%
第四档	满60个月以上	减持股份总数不受比例限制

大宗交易的出让方与受让方应当遵守《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》第五条第二款的相关规定[8]，受让方受让的股份不适用该实施细则第五条第三款的规定。

### 三、其他优惠政策

#### 01 财政支持[9]

依据《新兴产业创投计划参股创业投资基金管理暂行办法》，中央财政资金可与地方政府资金、社会资本共同发起设立创业投资基金，或过增资方式参与的现有创业投资基金。并规定，除需按创业投资基金章程向基金管理机构支付管理费（一般按照基金注册资本或承诺出资额的 1.5-2.5% 计算）外，中央财政、地方政府和其他出资人还应对基金管理机构实施业绩奖励，原则上应将创业投资基金增值收益（回收资金扣减基金出资）的 20% 奖励基金管理机构。此外，对投资于初创期创新型企业的资金比例超过创业投资基金注册资本或承诺出资额 70% 的基金，中央财政资金可给予更大的让利幅度。

#### 02 融资支持

《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》规定，创业投资公司[10]可依照《公司法》《证券法》《公司债券发行与交易管理办法》和其他法律法规及部门规章发行创新创业公司债进行资金募集，并专项投资于种子期、初创期、成长期的创新创业公司的股权。

### 结 语

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



如前所述，监管层将在后续陆续出台扶持创业投资基金发展的各项政策和措施，相信创业投资基金在未来将会在中国的私募股权投资领域扮演重要角色。我们团队将密切留意相关的新政，并提供及时解读，欢迎关注。与此同时，鉴于各地在创业投资基金的投资标准和配套优惠政策等方面的政策和法规存在较大差异，建议拟设立或投资于创业投资基金的机构或人士在进行基金设立或投资之前，咨询专业律师，明确基金设立地的相关政策和法规，以避免因不满足相关标准而无法享受优惠政策。

## 注释

[1] 《公司法》第一百二十条 本法所称上市公司，是指其股票在证券交易所上市交易的股份有限公司。

[2] 《关于创业投资企业和天使投资个人有关税收政策的通知》

## 二、相关政策条件

(二) 享受本通知规定税收试点政策的创业投资企业，应同时符合以下条件：

1. 在中国境内（不含港、澳、台地区）注册成立、实行查账征收的居民企业或合伙创投企业，且不属于被投资初创科技型企业的发起人；

2. 符合《创业投资企业管理暂行办法》（发展改革委等 10 部门令第 39 号）规定或者《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令第 105 号）关于创业投资基金的特别规定，按照上述规定完成备案且规范运作；

3. 投资后 2 年内，创业投资企业及其关联方持有被投资初创科技型企业的股权比例合计应低于 50%；

4. 创业投资企业注册地须位于本通知规定的试点地区。

[3] 《财政部、国家税务总局关于创业投资企业和天使投资个人有关税收试点政策的通知》

## 二、相关政策条件

(一) 本通知所称初创科技型企业，应同时符合以下条件：

1. 在中国境内（不包括港、澳、台地区）注册成立、实行查账征收的居民企业；

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

2. 接受投资时,从业人数不超过 200 人,其中具有大学本科以上学历的从业人数不低于 30%;资产总额和年销售收入均不超过 3000 万;

3. 接受投资时设立时间不超过 5 年(60 个月);

4. 接受投资时以及接受投资后 2 年内未在境内外证券交易所上市;

5. 接受投资当年及下一纳税年度,研发费用总额占成本费用支出的比例不低于 20%

[4]《公司法》第一百四十一条 发起人持有的本公司股份,自公司成立之日起一年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份,自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。

[5]《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》

第三条 创业投资基金所投资符合条件的企业是指满足下列情形之一的企业:

(一) 首次接受投资时,企业成立不满 60 个月;

(二) 首次接受投资时,企业职工人数不超过 500 人,

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;

(三) 截至发行申请材料受理日,企业依据《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。

[6]自创业投资基金投资该首次公开发行企业金额累计达到 300 万元之日或者投资金额累计达到投资该首次公开发行企业总投资额 50%之日开始计算。

[7]鉴于深交所和上交所的规则大体相同,在此不再赘述。

[8]《上海证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》

第五条大股东减持或者特定股东减持,采取大宗交易方式的,在任意连续 90 日内,减持股份的总数不得超过公司股份总数的 2%。

大宗交易的出让方与受让方,应当明确其所买卖股份的数量、性质、种类、价格,并遵守本细则的相关规定。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

受让方在受让后 6 个月内，不得转让所受让的股份。

[9]根据《关于创业投资企业个人合伙人所得税政策问题的通知》的规定，创投企业选择按单一投资基金核算的，其个人合伙人从该基金应分得的股权转让所得和股息红利所得，按照 20% 税率计算缴纳个人所得税。然而，在实践中，很多地方均直接按照“经营所得”项目、5%-35% 的超额累进税率计算缴纳个人所得税。因此，不说也罢！

[10]《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》：创业投资公司，是指符合《私募投资基金监督管理暂行办法》、《创业投资企业管理暂行办法》等有关规定，向创新创业企业进行股权投资的公司制创业投资基金和创业投资基金管理机构。

# 马宏伟：证券合规实务——短线交易监管新规五大亮点

## 解读

### 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21日，中国证监会发布了《关于完善特定短线交易监管的若干规定（征求意见稿）》（以下简称“《短线交易监管规定（征求意见稿）》”或“新规”），并向社会公开征求意见。

禁止特定短线交易，是法律为维护上市公司、中小投资者利益，对内幕交易合规风险所建立的事前防范机制。这种事先机制，一方面对公司内部人员定然利用内幕信息投机获利作出假定，并免除指控内幕交易的举证负担，上市公司可就交易行为直接要求收益返还，这弥补内幕交易追责缺失的同时，具有较高警示意义；另一方面，通过强制限制此类群体的买入和卖出证券的间隔时间，可以给予内幕信息公开披露必要的缓冲期，从源头减少内幕交易风险的发生，防范内幕交易给一般投资者造成损害。

随着资本市场的发展，证券种类和交易方式日趋丰富，原则性规定难以适用于各种复杂场景，出台一项专门性规则的必要性日益凸显。而此次新规正是证监会对新《证券法》授权的积极回应和第二种豁免情形的厘清界定。

### 一、特定短线交易制度背景沿革

特定短线交易，是指《证券法》第四十四条规定的“上市公司、股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的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。

短线交易实质上是一种伴随证券交易资金快进快出的交易模式，该种交易模式并非被全然禁止，而是只针对拥有特定身份的人群，即大股东、董监高。这类特殊群体拥有获得上市公司内幕信息的天然优势，极易通过短线交易获得证券买卖利益，同时伴生内幕交易风险。自 1993 年引入“特定短线交易制度”以来，该制度近 30 年不断完善迭代。

## （一）特定短线交易制度沿革

1993 年《股票发行与交易管理暂行条例》制度引入

1993 年证券行政法规《股票发行与交易管理暂行条例》第三十八条首次规定特定短线交易制度：股份有限公司的董监高和持有公司 5%以上有表决权股份的法人股东及其董监高，将其所持有的公司股票在买入后六个月内卖出或者在卖出后六个月内买入，由此获得的利润归公司所有。

1998 年《证券法》限缩主体，排除董监高

作为我国首部《证券法》，1998 年《证券法》延续了《股票发行与交易管理暂行条例》的对特定短线交易的禁止态度。第四十二条将适用范围明确至“持有有一个股份有限公司已发行的股份百分之五的股东”，排除了董监高的适用。

2005 年《证券法》主体扩大、新增救济手段

2005 年《证券法》的修订，明确了特定短线交易规制“上市公司董事、监事、高级管理人员、持有上市公司股份百分之五以上的股东”。并且伴随着 2005 年《公司法》引入股东派生诉讼制度，《证券法》也赋予股东因公司董事会不行使归入权而提起派生诉讼的权利。

## （二）新证券法对制度的修缮

自 2005 年《证券法》之后，特定短线交易的规则一直未有变化。直至 2020 年实施的新《证券法》改革，特定短线交易制度的适用范围和证券品类跟随着新法中维护良好市场秩序的主旨和“证券”定义的明晰，再次作出相应变动。

### 1. 进一步扩大规制主体范围

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



新《证券法》将大股东和董监高的配偶、父母、子女持有的及利用他人账户持有的股票或者其他具有股权性质的证券纳入规制范围，不再局限于大股东和董监高自己持有的部分。

近亲属作为有特殊身份的自然人的，与大股东、董监高之间往往具有经济利益的高度相关性或一体性，而大股东、董监高利用亲属或他人账户持有的情况也不在少数。例如 2021 年 12 月深交所作出的对 JL 公司持股 5% 以上的股东和董事李某通报批评案件中，董事李某之女李甲于 2020 年 5 月 26 日、5 月 27 日累计买入 20.56 万股 JL 公司股票，交易金额合计 535.90 万元；李某又于 2020 年 9 月 2 日至 10 月 13 日期间累计卖出 97.73 万股 JL 公司股票，交易金额合计 2953.69 万元，李某卖出行为发生在李甲买入后的六个月内，李某被深交所认定构成短线交易。[1]

本次《证券法》修法，意图从规则上确认“实际”持有的标准，防止特定投资者利用他人账户逃避监管，最大限度地遏制特定短线交易。

## 2. 延伸短线交易的证券种类范围

适用特定短线交易制度的公司，除了 2005 年《证券法》规定的上市公司，新《证券法》新增了“股票在国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司”。目前我国经“国务院批准的其他全国性证券交易场所交易的公司”主要为新三板挂牌公司，相应的，短线交易的特定身份投资者也增加了新三板挂牌公司的大股东和董监高。证券种类也从原来的上市公司的股票扩大到“其他具有股权性质的证券”，而本次新规也对此作出更正面的回应。

## 3. 增加豁免情形并授权细化规则

新《证券法》增加了例外情形，“证券公司因购入包销售后剩余股票而持有百分之五以上股份”的不属于特定短线交易范围，同时，授权国务院证券监督管理机构对豁免情形进行细化解释。本次新规的出台即是依据新《证券法》的授权，聚焦监管实践存在的标准不清晰、规则不明确、豁免情形缺失等重点难点问题，对特定短线交易制度短板的再次补齐。

## 二、《短线交易监管规定（征求意见稿）》五大亮点解析

本次新规依据依法规制、尊重实践、内外一致、稳定预期、便利交易的五项原则，在监管实践不断丰富的基础上，回应市场需要，明确上市公司或新三板挂牌公司的大股东、董监高等特定投资者短线交易的适用标准和豁免情形。新规全文共计 17 条，涉及五大亮点。

### （一）类“一端说”身份认定

对于短线交易的主体认定标准问题，一直有“两端说”和“一端说”的分歧，即“两端说”坚持买入和卖出时都需具有特殊身份，而“一端说”认为行为人只要在买入时或卖出时的一个时点具备特殊身份。本次新规第四条规定回应上述问题，对于买入卖出时均具备大股东、董监高身份和买入时不具备但卖出时具备的，明确需遵守特定短线交易制度（类“一端说”）。尽管新规并未规定买入时具备但卖出时不具备的情形，但相较于“两端说”的认定规则，新规已然向市场散发出更为严格的认定信号。

实践中，司法裁判的认定标准也逐渐从“两端说”转变为“一端说”。[2]最高人民法院在九某山案中就这一问题向全国人大法工委提出法律询问，后者作出《关于证券法第四十七条第一款理解问题的答复意见》（法工办复〔2016〕1号），明确采纳了“一端说”的标准，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，都应当适用特定短线交易的规则。

“一端说”的认定标准并非个案，本次新规未能把前述反向交易操作纳入短线交易规则，在后续实操中不免成为可乘之隙，基于证券交易利诱性以及司法实践的导向，笔者建议可在新规中予以明确。

### （二）贯彻自然人“实际持有”原则，明确机构投资者计算标准

根据新规第八条，具有特定身份的自然人涉及特定短线交易行为的，应当合并计算其名下账户，其配偶、父母、子女名下账户，以及利用他人账户持有的特定证券数量。这一点与新《证券法》意在“实际”持有的标准相呼应，利于实现立法目的。

从证监会发布的诸多类案来看，实务中仍多以实际持有为标准[3]。深圳 KDE 与林某短线交易收益返还案件中，林某作为上市公司的股东，利用其控制的 13 个账户进行股票交易操作，该案中则以其实际控制的账户股票总量确定其持股比例，来判断是否达到 5% 的持股比例。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

同时，新规第九条、第十条对境内、境外机构投资者适用短线交易制度的计算标准分类作出明确。

### （三）实施多品类监管、认定单一品种交易

新规第七条，明确短线交易证券种类的范围包括上市公司或新三板挂牌公司股票，也包括买卖存托凭证、可交债、可转债等。对于可能会出现跨品种交易行为的问题，如市场关注的股票及可转债是否需要交叉认定短线交易的问题。结合目前现有的监管实践，考虑到在具体操作上，对跨品种交易所得收益的认定较为困难，明确特定短线交易不同证券品种持有数量应分别予以认定，不跨品种计算。

### （四）按交易模式类化明确买卖时点

新规第五条明确只有支付对价，导致持有证券数量增减的行为，才被认定为特定短线交易买入、卖出行为。而买入、卖出时点将直接关系到六个月关键时长的认定。

实践中常有因当事人对买入日期理解错误导致收到监管处罚，例如 A 某可转债涉短线交易案，某公司于 2021 年发行可转债，A 为持股 5% 以上股东兼任董事长于该年 8 月 25 日买入，并于次年 2 月 17 日卖出可转债 580 万张，A 某申辩公司转债发行日、配售日、计息日等起始时间均为 2021 年 8 月 16 日，其交易时间超出 6 个月，但最终仍收到深交所监管函。新规按照交易具体模式，对不同方式下的买卖时间点作出明确，利于市场明细规则，新规确定的具体标准如下：

1. 在证券交易场所采用竞价交易方式和大宗交易方式交易的，以证券交易场所规定的成交时间作为买入卖出时点；
2. 除大宗交易外的协议转让，以交易场所股份转让确认意见书的日期作为买入卖出时点，协议双方对交易价格确定的基准日另有约定的，以最终交易价格定价基准日作为买入卖出时点。若买入特定证券后成为百分之五以上股份股东的，以买入证券的过户登记日作为买入时点；
3. 通过司法拍卖方式买入特定证券的，以人民法院拍卖结果裁定的日期作为买入时点；
4. 其他方式交易证券的买入、卖出时点，根据相关法律法规进行认定。

## （五）细化明确十一项豁免情形

新规第六条以“列举+兜底”的方式规定了 11+1 种豁免情形，这些不存在内幕交易风险，反而能利于降低市场成本的行为即使导致特定证券数量增减的，也不被视为特定短线交易行为。具体包括：

1	优先股转股；
2	可交换公司债券换股、赎回及回售；
3	可转换公司债券转股、赎回及回售；
4	认购、申购、赎回交易型开放式指数基金（ETF）；
5	按照《转融通业务监督管理试行办法》开展转融通业务，出借和归还股票或者其他具有股权性质的证券；
6	司法强制执行、继承、赠与等非交易行为；
7	根据国有股份管理部门决定，无偿划转国有股份的；
8	参与新三板挂牌公司定向发行股票的；
9	上市公司、新三板挂牌公司股权激励限制性股票授予、登记或者股票期权行权的；
10	证券公司购入包销售后剩余股票的；
11	证券公司按照法律法规等要求，依法合规开展 股票做市业务，履行做市报价义务的相关交易行为；
12	中国证监会认定的其他情形。

值得注意的是，新规明确股权期权的行权、激励限制性股票的授予，非特定短线交易行为。而此前的监管实务中，前述行为存在被认定为短线交易风险。例如，LH 国际贸易公司刘某短线交易案，刘某作为副总经理于 2017 年 6 月 21 日因股权激励行权增持华贸物流股票 264,000 股之后，于同年 11 月 1 日卖出 10,000 股，由于行权增持和卖出的时间间隔不足 6 个月，构成短线交易行为，被上海证监局处以出具警示函的行政监管措施。[4] 又例如 DR 激光公司职工代表监事王某，因其配偶将获授的 3,000 股股权激励限制性股票于 2021 年 11 月 19 日上市流通的当日卖出，构成短线交易，深交所后续发布了对监事王某的监管函。[5]

此次新规放宽了对股票期权行权和股权激励限制性股票授予、登记的认定，不将其视为证券买入行为，赋予大股东和董监高选择更为弹性的交易策略的权利。同时，对上市公司建设安全、稳定的薪酬证券化体系，调动人才积极性有重要意义。

另外，第 8 项豁免情形“参与新三板挂牌公司定向发行股票的”，可能会给予大股东和董监高参与定向发行后又卖出证券的套利机会。实践中通常出现 5% 以上股东存在 6

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



个月内减持股份的行为，而又计划参与公司定向增发的情形，新规虽然豁免参与定增的“买入”行为，但特殊人群买入之后卖出，仍旧面临短线交易风险。除上述五大亮点外，新规对短线交易监督管理等方面也做出细化安排，明确证监会、证券交易场所可采取的监管手段和自律管理措施，不再赘述。

## （六）笔者建议

违反特定短线交易制度的，交易收益应由董事会收回，若董事会未能执行归入权，则股东有权依据《公司法》第一百五十一条直接提起诉讼。另外，有义务执行归入权但未执行的，负有责任的董事需依法承担连带责任。而实施短线交易的主体除上述民事责任外，会面临被警告，并处以十万元以上一百万元以下的罚款的行政处罚。同时，该行为若符合内幕交易特征的，更会面临刑事风险。

然则，考虑到短线交易对当事人收益权收回、行政处罚风险、内幕交易刑事风险等特点，新规对于短线交易的收益计算方法并未给予释明。而证券监管实务中收益的计算方法也不尽相同。以股票为例，各国家地区存在先进先出、平均成本、股票编号、最高卖价减去最低买价等多种计算方式，我国目前实务中并未有统一的做法。笔者建议此次新规可将短线交易收益的计算方式予以解释参考。

## 三、监管新规下的证券合规路径

此次新规的颁布，与《证券法》《公司法》一道，为我国证券市场特定短线交易的认定、豁免和救济勾画出了自上而下的详实的可操作路径，实为适用多层次资本市场高速发展的必要支持。在此情形下，上市公司证券合规路径的建设和探讨尤为重要。

### （一）针对短线交易证券合规的常见申辩点

#### 1. 短线交易的主体问题

如前所述，主体界定一直是特定短线交易的疑难问题，也是关键问题。相较《证券法》较为笼统的规定，法工办复[2016]1号和《短线交易监管规定（征求意见稿）》虽都采取了“一端说”的态度，但都只明确了买入时不具有特定身份、卖出时具有特定身份的情形应属短线交易的主体，并未规定买入时具有特定身份、卖出时不具有的情况。对于后者，仍属于监管和司法未明状态，可以预见将成为短线交易的主要申辩点之一。

#### 2. 短线交易的主观意图

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



实践中，常有行为人以“误操作”“没有利用内幕消息获利的意图”为由进行抗辩。基于特定短线交易的事先防范机制的功能，主观获利目的和意图已被立法作为假定成立，交易时是否存在内幕消息或是否具有利用控制优势或身份优势获取利益的主观故意，均不是短线交易的构成要件，有效申辩空间甚少。但若涉及内幕交易行为认定，仍可针对内幕信息、敏感期等构成要件进行有效辨析。

### 3. 十一类豁免情形

可以预见新规规定的 11 种豁免情形，将成为后续行政处罚中特定身份投资者陈述申辩的理由和证券短线交易收益归入权等民事案件中行为人申辩的观点。但豁免情形的证明力度和严格标准，将会是有效申辩的重点。

#### （二）上市公司内部持股变动申报的完善

证监会 2022 年修订的《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》要求董监高在股份发生变动的二个交易日内，向上市公司报告并由上市公司在证券交易所网站进行公告。《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 10 号——股份变动管理》《深圳证券交易所上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》均要求上市公司大股东和董监高的股份发生变动的，需在变动发生后的两个交易日内进行公告。深交所内有“董监高人员股份变动”的专项栏目，用以公示。

上市公司应当制定专项制度，加强对大股东和董监高持有本公司股份及买卖本公司股票行为的申报、披露与监督。由上市公司董事会秘书负责管理公司大股东和董监高的身份及其所持有的本公司股份的数据和信息，统一为董事、监事和高级管理人员办理个人信息的网上申报，并定期检查董事、监事和高级管理人员买卖本公司股票的披露情况。

#### （三）提高关键少数及近亲属的红线意识

上市公司的董监高、大股东等“关键少数”在企业发展中具有举足轻重的作用，他们的决策、执行和监督将在很大程度上决定上市公司的治理水平。新《证券法》和《刑法修正案（十一）》强化了此类群体的法律义务，并对他们的违法行为施以更重的处罚和刑罚。同理，在短线交易这一特定行为中，“实际持有”“一端说”等监管趋势和司法实务方向充分体现了执法、司法机关对短线交易零容忍的态度。有鉴于此，关键少数及其近亲属应充分认识到目前执法从严的强监管态势，加强自我学习和自我约束，树立

起红线意识，摒弃侥幸心理，严格按照短线交易规则从事证券市场交易，进而提升企业高效发展的内生动力。

#### （四）公司内部人行为定期合规审查

在中国经济迈入高质量跃升发展的新阶段，上市公司应当建立一套健全可行的内部合规制度，并积极践行之，从而降低经营风险，增强公司整体竞争力。上市公司内部应当制定定期合规审查计划，核查大股东、董监高的持股情况。对于已经发生短线交易的，无论是行为人主动汇报还是上市公司内部核查发现的，都应当及时披露，在交易所发布《关于 XX 短线交易并致歉的公告》，谨防不利后果的扩大。公司董事会应积极响应，收回行为人所得收益。大股东和董监高违反特定短线交易制度的，也应主动报告，及时向上市公司、新三板挂牌公司缴纳全部所得收益的，争取从轻、减轻或不予行政处罚。<sup>[6]</sup>

#### 结语：

特定短线交易制度自 1993 年引入《股票发行与交易管理暂行条例》后，经历了 1998 年、2005 年、2019 年三次修法的变化，逐渐发展至今。本次证监会发布的《短线交易监管规定（征求意见稿）》是在认真梳理总结现有监管实践的基础上，将部分成熟有效的经验做法提炼成具体标准，细化特定短线交易的适用标准和豁免情形，并回应了境外投资者的诉求，坚持“内外一致”原则。新规不扩大规制对象，不影响普通投资者的正常交易，并且适应了多层次证券市场的发展需求，对于内幕交易风险较小、能够降低市场成本、促进股份流动的交易行为给予豁免，为这些特殊交易模式的合法性提供法律依据。

目前新规还处于征求意见的阶段，但是可以预见的是，在新规正式施行后，一方面特定身份投资者可以适用 11 种豁免情形，在更为宽松、灵活的时间间隔中实施短线交易；另一方面，上市公司、新三板挂牌公司和特定身份投资者也应该严格把握短线交易行为尺度，树立短线交易红线意识，以健全高效的内控制度防范短线交易风险。

#### 注释：

[1]深圳交易所，《关于对李某给予通报批评处分的决定》

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

[http://reportdocs.static.szse.cn/UpFiles/cfwj/2021-12-06\\_300651992.pdf](http://reportdocs.static.szse.cn/UpFiles/cfwj/2021-12-06_300651992.pdf)，最后访问时间 2023 年 7 月 22 日

[2]HXJT 科技开发股份有限公司诉严琳证券短线交易收益归入权案（(2009)卢民二(商)初字第 984 号），上海市卢湾区法院认为短线交易之构成是以行为人具有特殊投资者身份为前提的，行为人需要在持有上市公司 5%以上股份后，在 6 个月内另有一组以上买卖反向交易行为才能构成特定短线交易行为。行为人的单一行为不能既推断为被告构成短线交易主体资格的条件（持有），又视作被告反向交易行为的一端（买入）。这一裁判观点也成为九某山案中（最高人民法院(2015)行提字第 24 号）九某山国旅的抗辩理由，但最高院最终采用了“一端说”，即一个行为可以同时构成“持有”与“买入”，并未采纳该抗辩理由。

[3]邱永红：“证券短线交易规制的司法与监管案例实证”，载《金融服务法评论》（第 7 卷），法律出版社 2015 年版，第 326 页~ 第 327 页。

[4]沪证监决〔2018〕100 号

[5]创业板监管函〔2021〕第 187 号

[6]《短线交易监管规定（征求意见稿）》第十四条第二款 违反特定短线交易行为规定，主动向中国证监会报告尚未掌握的违法行为，或者及时向上市公司、新三板挂牌公司缴纳全部所得收益的，应当依据《行政处罚法》有关规定，从轻、减轻或者不予行政处罚。

# 杨春宝、孙瑱： 析“最惠国待遇”在私募股权投资领域的适用

## 杨春宝

大成上海 高级合伙人

[chambers.yang@dentons.cn](mailto: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 合伙人

[sun.zhen@dentons.cn](mailto: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



最惠国待遇（Most-Favored-Nation Treatment, MFN），又称“无歧视待遇”，原是国际经贸关系中常用的一项制度，通常指的是缔约国双方在通商、航海、关税、公民法律地位等方面相互给予的不低于现时或将来给予任何第三国的优惠、特权或豁免待遇。如今，最惠国待遇被广泛运用于私募股权投资领域，以保证本轮投资方能够享受不劣于其他轮（包括前轮和后轮）投资方的待遇。问题是，一旦出现投资纠纷，对“MFN”的适用司法机关又是如何认定的呢？本文拟从为数不多的相关司法判例中选择一则，在对裁判观点进行深度分析的基础上，提供一些建议，以期对私募股权投资机构和相关专业人士提供有益参考。

## 01 基本案情

D公司和J企业分别于2016年3月和12月向S公司增资，并分别与S公司的控股股东签订对赌协议，具体如下表所示：

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



	D 公司增资	J 企业增资
增资日期	2016 年 3 月 3 日	2016 年 12 月 5 日
签约主体	D 公司、S 公司	J 企业、S 公司、朱某某（控股股东）
协议类型	《D 公司增资协议》《D 公司股东协议》	《J 增资协议》、《J 补充协议》、确认函
增资方案	<p>(1) 按 S 公司投后 8 倍动态 PE 增资，投前估值 7000 万元，注册资本为 800 万元；</p> <p>(2) D 公司创新公司出资 500 万元，其中 57.14 万元计入注册资本，其余 442.86 万元计入资本公积；增资完成后，D 创新公司持有 S 公司 6.25% 的股权；</p> <p>(3) 本次增资完成后，S 公司给予任何后续其他投资方（不含股权激励）享有的股东权利优于本协议大成创新公司享有的权利的，D 创新公司将自动享有该权利。（《D 公司增资协议》4.10 条，即最惠国待遇）</p>	J 企业以 2000 万元认购 S 公司新增出资额 250 万元，占增资后公司注册资本的 20%；本次增资完成后，金投企业，持股比例为 20%。
业绩承诺	S 公司 2016 年度实际税后净利润不低于 1000 万元。	S 公司 2016 年度实现合并净利润不低于 500 万元；2017 年度实现合并净利润不低于 1500 万元；2016 年度-2017 年度合并净利润总和不低于 2000 万元。
估值调整	<p>(1) 如 S 公司 2016 年扣非净利润低于 800 万元（即低于当年承诺利润的 80%），则触发第一次估值调整；</p> <p>(2) 如 S 公司年度经营业绩触发估值调整，朱某某应以现金补偿的方式返还 D 公司超额投资款，以使 D 公司的投资价格达到本次增资后 S 公司的 P/E 倍数，并按年息 10% 支付资金占用费用。</p>	<p>(1) 如 S 公司 2016 年度-2017 年度合并业绩低于所承诺的业绩指标的 90%，J 企业有权要求朱明飞予以现金或股权补偿；</p> <p>(2) 如 S 公司 2016 年度-2017 年度合并业绩低于承诺业绩指标的 90%，J 企业有权要求朱某某对 J 企业予以现金补偿。 （《J 补充协议》1.3 条如此约定）</p>
估值调整有效期	<p>(a) S 公司 2016 年度实际税后净利润不低于承诺净利润的 80%；</p> <p>(b) S 公司于 2016 年年内挂牌新三板；</p> <p>(c) S 公司在下轮融资或挂牌做市交易价格不低于本轮投后估值 8,000 万元。</p> <p>只要满足上述 (a) (b) (c) 任一条款，则 D 公司的估值调整权限从 S 公司满足条件时起自动失效。</p>	<p>(1) 《J 增资协议》和《J 补充协议》未对估值调整设置有效期；</p> <p>(2) 2018 年 10 月 25 日 J 企业向索酷公司发出的确认函增加估值调整有效期：</p> <p>(a) S 公司 2017 年、2018 年两年合并净利润不低于 400 万元；</p> <p>(b) S 公司在 2019 年 12 月 30 日之前挂牌新三板；</p> <p>(c) S 公司在下轮融资或者挂牌交易价格不低于本轮投后估值 1 亿元。</p> <p>只要满足上述 (a) (b) (c) 任一条款，则 J 企业的估值调整权限从索酷公司满足条件时起自动失效。</p>



<p><b>回购权（含回购价格）</b></p>	<p>(1) 触发回购情形：            (a) S 公司 2016 年度的实际税后净利润低于承诺净利润的 80%，            (b) S 公司未能在 2016 年年内挂牌新三板；            (c) S 公司主营业务发生实质性调整导致对净利润产生重大不利变化，且未经大成创新公司书面同意。</p> <p>(2) 回购价格：            (a) 以 D 公司的投资金额加上每年 10% 的固定收益单利，计息期间为 D 公司资金汇入公司指定账户时至回购方付清回购款日止；            (b) D 公司在此前从公司获得的所有分红从应付的回购价款中扣除；            (c) 最终执行回购价格按照上述价格同 D 公司占有公司权益净资产孰高的原则确定，并且估值调整所获得的补偿部分收益（如有）应从执行回购价款中扣除。</p>	<p>(1) 触发回购情形：            S 公司实际的业绩低于承诺业绩指标的 70% 以下，或者任意一年度的利润指标同比增长低于 10%；</p> <p>(2) 回购价格：            回购价款=增资款×(1+10%)的 n 次方-J 企业自 S 公司已经获得的股息收入-J 企业因已转让部分 S 公司股权所取得的收入；            回购价款=J 企业要求 S 公司购买的股权数×受让时点之上月底 S 公司的每股净资产，在上述公式中，n 代表 J 企业持有股权的时间，精确到月，如两年三个月，n=2.25；上述两种回购价款的计算方法取较高者。（《J 补充协议》2.1 条）</p>
<p><b>回购权有效期</b></p>	<p>同估值调整有效期。</p>	<p>(1) 《J 增资协议》和《J 补充协议》未对回购权设置有效期；            (2) 2018 年 10 月 25 日 J 企业向 S 公司发出的确认函增加回购权有效期：            (a) S 公司 2017 年、2018 年两年合并净利润不低于 400 万元；            (b) S 公司在 2019 年 12 月 30 日之前挂牌新三板；            (c) S 公司在下轮融资或者挂牌交易价格不低于本轮投后估值 1 亿元。            S 公司只要满足上述 (a) (b) (c) 任一条款，则 J 企业的回购条款从目标公司满足条件时起自动失效。”</p>

2018 年 9 月 4 日，D 公司认为 J 企业享有的股东权利（回购）优于 D 公司，D 公司有权自动享有《J 补充协议》约定的股权回购权。并且，由于 S 公司 2016 年经审计的净利润低于承诺净利润 500 万元的 70%，已触发回购，故向 S 公司控股股东朱某某发函要求其履行回购义务。2018 年 9 月 27 日，D 公司认为在《J 补充协议》中，关于估值和业绩承诺条款没有“估值调整有效期”限制，D 公司也不应受“估值调整有效期”的限制；S 公司 2016 年经审计的净利润低于承诺净利润的 80%，已触发估值调整，故向朱某某发函要求其退还超额投资款和资金占用费用。朱某某未同意 D 公司的要求，D 公司遂起诉，要求朱某某履行股权回购义务，并退还超额投资款和资金占用费用等。最终，

一审和二审法院均驳回了原告的诉请。我们在仔细研究该案判决的基础上，将两级法院的裁判观点归纳如下：

1. 前后两轮投资所涉对赌协议之业绩承诺系根据标的公司在不同时期的经营情况做出，并非孰优孰劣。一审法院认为，《D 公司股东协议》签订于 2016 年 3 月，S 公司 2016 年的年度经营刚刚开始，而《J 补充协议》签订于 2016 年 12 月，S 公司 2016 年的年度经营已接近尾声，经营情况已逐渐明朗。S 公司在 2016 年根据不同的经营时段、市场行情，对 D 公司和 J 企业做出了不同的业绩承诺，符合市场经济规律，故上述两份协议的业绩承诺只是不同而已，并非孰优孰劣。二审法院亦认为，D 公司、J 企业作为投资人相隔 9 个月基于不同时期的市场环境对目标公司的业绩作出不同的预测而签订业绩承诺有别、估值调整机制以及回购价格确定方式不同的对赌协议。

**律师支招：**在投资协议的最惠国条款中可添加如下表述，如后轮投资协议项下标的公司的承诺业绩高于本轮投资协议的承诺业绩，且届时本轮投资协议的业绩承诺期尚未届满的，则后轮投资协议项下的标的公司承诺业绩将自动适用于本轮投资方。

2. 前后两轮投资所涉对赌协议之估值调整方式和回购权不同，亦非孰优孰劣。一审法院认为，《D 公司股东协议》估值调整的方式无现金补偿，《J 补充协议》估值调整的方式也无超额投资款和资金占用费。此外，《D 公司股东协议》与《J 补充协议》所约定的回购权的条件和情形均不同，虽然后者约定的条件、情形较之前者更为苛刻，且回购价格较之前者相对较高，但从权利义务相对称原则上看也符合常理。

**律师支招：**在投资协议的最惠国条款中可添加如下表述，如后轮投资协议所涉对赌条款（包括但不限于估值调整方式、触发回购的情形和回购价格等）与本轮投资协议存在差异，则本轮投资方有权选择继续适用本轮投资协议之对赌条款，或选择适用后轮投资协议之对赌条款，但应在后轮投资协议签署后的三十（30）日内书面通知各对赌义务人。

3. 如前轮投资协议对估值调整和回购权利进行了限制而后轮投资协议并未设置该等限制，则可认为在签订后轮投资协议时，后轮投资方在相关权利上确实优于前轮投资方，但该优先权利可因后轮投资协议各方通过补充约定归于消灭。一审法院认为，

《D 公司股东协议》约定了估值调整和回购权有效期，即在满足相关净利润指标、新三板挂牌或投后估值达到一定金额这三个条件中任何一个的情况下，D 公司的估值调整权限、回购权限从 S 公司满足条件时起自动失效。而《J 补充协议》未约定估值调整和回

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

购权有效期。但在 2018 年 10 月，J 企业向 S 公司发出确认函，在《J 补充协议》中增加了条件相同的估值调整和回购权有效期条款。而对比 D 公司和 J 企业的估值调整有效期及回购权有效期，两者并无优劣之分。二审法院认为，D 公司并未在《D 公司股东协议》中对于下轮融资在履行期限内可否变更作出限制性约定，亦未提供证据证实 J 企业与朱明飞恶意串通损害其利益，故在 J 企业的估值调整权和回购权受有效期约束的情况下，《D 公司股东协议》的估值调整和回购权有效期对 D 公司应当继续有效。

**律师支招：**在该案中，D 公司诉请 S 公司的创始人履行回购义务在先，而 J 企业向 S 公司发出增加估值调整和回购权有效期的确认函在后，D 公司认为该确认函存在恶意串通之嫌亦情有可原。但二审法院的观点亦无疑启发了我们，前轮投资方要规避此类风险，可以考虑在投资协议项下的最惠国待遇条款中增加一个限制，即：在本轮投资方担任目标公司股东期间，且在后轮投资协议履行期限内，不得对后轮投资方优于本轮投资方的各项权利进行不利调整（包括但不限于减少或删除任何或/全部后轮投资方优于本轮投资方权利的权利，或对任何或/全部后轮投资方优于本轮投资方权利的权利进行任何限制）。

**4. 目标公司控股股东与后轮投资方就目标公司签署的对赌协议，不及于目标公司的利益，其变更无需经目标公司层面的程序通过。**二审法院认为，虽然在《J 增资协议》明确约定“本协议的任何修改、修订或补充必须以各方签署书面文件的方式进行。”但在《J 补充协议》项下，享有现金补偿、股权补偿以及回购权等权利的主体是 J 企业，作出经营业绩承诺以及向 J 企业履行前述义务的主体是 S 公司的控股股东，确认函系对事关 J 企业与 S 公司控股股东之间前述权利义务内容的调整，且系对 J 企业权利的限缩，与 S 公司作为权利主体的利益并不直接相关，其效力无需经 S 公司股东大会特别决议通过，该对赌协议亦非关联交易。

**律师支招：**在对赌义务人并非目标公司的情况下，针对后轮对赌条款的调整确实与目标公司的利益没有直接关系，作为目标公司股东的前轮投资方试图通过目标公司层面的决策程序来限制或禁止该等调整，自然是说不过去的。如前所述，较为可行的方式是在前轮投资协议项下的最惠国待遇条款中添加对后轮对赌条款的限制性约定。

## 结 语

从该案的裁判观点可以看出，司法机关在私募股权投资最惠国待遇的适用问题上，不仅仅简单依赖于条款本身的内容，而且会结合不同轮次投资协议的签署时间、签署投

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

资协议时目标公司的实际经营状况和投资估值、相关义务主体（包括但不限于对赌义务人）等方面进行综合考量，并在此基础上得出是否能够适用以及如何适用的结论。因此，我们建议广大私募股权投资机构在拟定投资协议的“MFN”条款时，应将包括前述内容在内的，与投资方待遇相关的因素考虑在内，并尽可能体现在最终的投资协议之中，以避免“MFN”条款沦为一纸空文。



# 马宏伟：证券合规实务——行政监管办案要点与审查逻辑

## 马宏伟

大成上海 高级合伙人(备案中)

[ma.hongwei@dentons.cn](mailto:ma.hongwei@dentons.cn)

专业领域：资本市场、刑事、争议解决、公司与并购



根据中国证监会通报公开数据，2022 年证监会全面落实党中央、国务院关于依法从严打击证券违法活动的决策部署，严厉打击各类证券期货违法行为，全年办理案件 603 件，其中重大案件 136 件，向公安机关移送涉嫌犯罪案件和通报线索 123 件，案件查实率达到 90%。注册制背景下，证券违法行政监管执法力度加大，本文拟结合相关领域执法、司法实务规则及案例，针对证券行政监管相关执法办案要点予以集中解读、探讨。

## 一、证券监管执法概述

### （一）证券监管执法行为种类

证券监管，是指国家的证券主管机关或者社会的证券自律机构对证券的发行和交易等活动以及参与证券市场活动的主体所进行的经常性督促、检查、协调和控制等行为。

就我国证券监管组织而言，包括政府组织（证监会及其派出机构）集中统一监管及证券业协会、证券交易所等自律监管组织。其中，证监会监管执法行为种类主要包括：证券行政许可行为、证券行政强制行为、证券行政处罚行为，以及实务中性质存有争议的证券监管措施（如监管谈话、警示函）；而自律机构监管措施主要系通报批评等纪律处分，如经调查认定需要予以行政处罚的，可提出行政处罚建议书，移交证监会处理。





上述证券监管执法行为类型中，行政处罚因其以减损相对人权益或者增加相对人义务的惩戒性质，对打击证券违法违规行为的治理发挥着核心作用。笔者将以“证券行政处罚”为例，针对性地开展对证券监管执法办案的探讨。

## （二）特殊“行政处罚”行为性质认定

证监会对于证券违法行为的查处认定结果，主要集中于行政处罚决定、行政监管措施决定、证券市场禁入决定三类，其中后两者执法行为性质有待探讨。

### 1. “行政监管措施决定”是否属于行政处罚留有争议，但不影响相对人救济途径

2019年新《证券法》修订，首次从法律层面<sup>[1]</sup>确认行政监管措施执法行为类型，但并未对该类措施的性质进行定义。一方面，“出具警示函”等行政监管措施决定多适用于违法情形较轻、尚不构成行政处罚的案件中，具有“临时性”“警告性”特征；另一方面，行政监管措施种类无法统一纳入《行政处罚法》所规定的处罚类型之中，故当前多数观点认为“行政监管措施决定”不属于行政处罚。亦有观点认为，如果监管措施涉及相对人权益的减损和义务的增加，应通过实质分析的方式，认定该监管措施属于行政处罚。

笔者认为，行政监管措施是否属于行政处罚的性质尚待讨论，但从证券合规风险化解角度而言，该性质争议暂不会影响相对人权利救济：

一者，《行政监管措施决定书》项下通常会明确列明相关救济途径，即“向证监会提出行政复议，或自收到决定书之日起6个月内向有管辖权的人民法院提起行政诉讼”；

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

二者，后续救济程序中针对行政监管措施适用是否合法，其审查思路与行政处罚审查标准无实质差别，即执法程序是否存在瑕疵、事实认定是否清楚明确、法律适用是否正确、执法权限是否缺失等。

## 2. “证券市场禁入决定”实为行政处罚类型之一

根据《证券法》第二百二十一条及中国证监会《证券市场禁入规定》，证券市场禁入，是指在一定期限内直至终身不得从事证券业务、证券服务业务，不得担任证券发行人的董事、监事、高级管理人员，或者一定期限内不得在证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所交易证券。中国证监会及其派出机构有权对违反法律、行政法规或者证监会有关规定的有关责任人员采取证券市场禁入措施。

据检索，同案涉及行政罚款等常见行政处罚类型，亦涉及针对涉事责任人采取证券市场禁入措施的案件，证监会通常分别出具《行政处罚决定书》及《市场禁入决定书》，但文书的区分并不意味“证券市场禁入决定”性质有别于行政处罚，原因在于：

第一，《证券市场禁入规定》在 2021 年修订之际，将《行政处罚法》作为新增的立法依据写入新法第一条，明确了证券市场禁入行为的行政处罚性质；

第二，《证券市场禁入规定》修订说明（2021）对于分类出具处罚文书的执法实践作出明确回复释明：“市场各方已对单独列示证券市场禁入决定书的现状形成稳定预期，维持现有做法并不影响当事人依法享有的各种程序性和实体性权利，并且还有利于提高执法透明度。”这也充分解释“单列”的市场禁入措施，作为行政处罚已被公众知悉并有效实施。

### （三）证监会执法体制

2023 年 3 月，中国证监会调整为国务院直属机构，依照法律、法规和国务院授权，集中统一监督管理全国证券期货市场，会机关内设 20 个职能部门、1 个稽查总队、3 个中心，另设股票发行审核委员会。于省、自治区、直辖市和计划单列市共设立 36 个证券监管局，以及上海、深圳证券监管专员办事处[2]。2021 年《证券期货违法行为行政处罚办法》（下称“处罚办法”）正式施行，我国证券监管执法的法制体系得以进一步完善，集中体现于行刑衔接机制及“查审分离”体制的深化完善：

#### 1. 证券行政执法与刑事司法的双向衔接得以优化

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

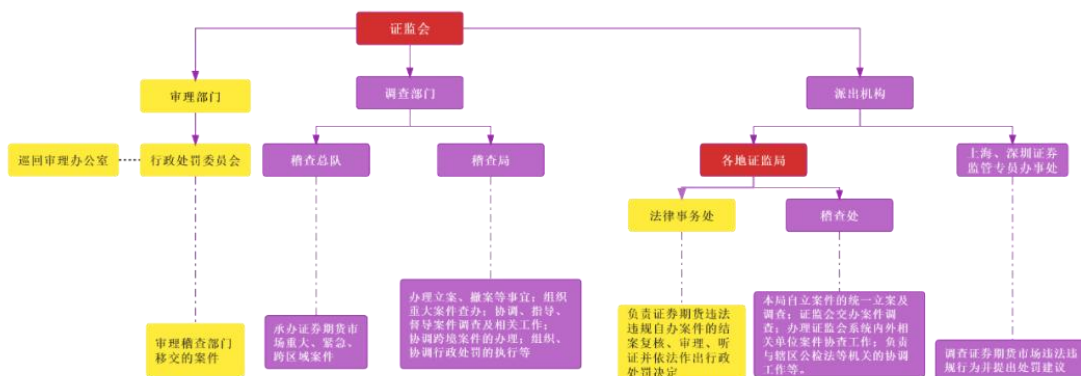
面对“以罚代刑”“有案不移”“有案难移”的治理顽疾，《处罚办法》第二十七条至第二十九条规定，以“直接移送刑事”“先行后刑”“行刑并行”三种模式，建立行政执法与刑事司法双向衔接机制，优化证券执法司法行刑的有机衔接。

另有监管层面，从最高检和驻会检察室做起，主动会同中国证监会、公安部等部门健全信息共享机制，督促各地检察机关跟进落实，深化执法司法协作，共同助力资本市场依法监管。

## 2. 以“查审分离”体制保障执法独立与专业

证券违法调查权的行使和实施，需遵照证监会稽查局协调指挥，稽查总队、派出机构、专员办各司其职、多位一体的工作机制；案件的审理与结果出具上，由证监会行政处罚委员会及其巡回审理办公室负责重大、疑难、复杂案件审理，其他案件主要由各派出机构在证监会统筹指导及授权范围内自行审理。

坚持落实优化“查审分离”体制，形成调查权与处罚权相互配合、相互制约机制，多角度保证执法决定独立化、专业化。



## 二、证券行政处罚救济途径

### (一) 行政复议与复议机关

根据《中国证券监督管理委员会行政复议办法》，相对人认为证监会或其派出机构（各地证监局）所作出行政处罚决定侵犯其合法权益的，有权申请行政复议，由证监会作为行政复议机关对被申请行政复议的具体行政行为进行审查并作出决定。其中，以证

监会派出机构为被申请人的，依据《行政处罚法》属上级复议，以证监会为被申请人的，属原级复议。

## （二）证券行政诉讼及管辖规则

相较于证监会系统内部的行政复议监督，司法监督作为独立于行政权之外的监督，更具有稳定性、公开性以及程序保障性。相对人若对行政处罚不服，在收到行政处罚通知书之日起 6 个月内，可直接向人民法院提起行政诉讼。如已在先申请复议，对复议结果不服的，可以在收到复议决定书之日起 15 日内，向人民法院提起行政诉讼。

就证券行政诉讼案件而言：

针对地方证监局所作出处罚决定直接提起诉讼的，由地方证监局所在地基层法院管辖。如经复议之后再行起诉，则既可以由地方证监局所在地基层法院管辖，也可以由证监会所在地基层法院管辖。

针对证监会作出的行政处罚行为，不论是否经由复议，此前皆由证监会所在地中级人民法院（即，北京市第一中级人民法院）管辖。但根据最高院 2021 年 3 月 16 日公布施行的《最高人民法院关于北京金融法院案件管辖的规定》第六条规定，此后针对证监会履行金融监管职责作出的行政行为提起诉讼的第一审涉金融行政案件，统一由北京金融法院管辖。

## 三、证券行政处罚实务办案要点

在证券监管运行中，司法机关通过行政诉讼程序审查证监会及其派出机构具体行为合法性正当性，形成司法权与行政权的互动，促进行政权的规范有效行使。笔者以典型公开行政诉讼案例为切入点，从执法程序、事实认定、法律适用、执法权限四方面对处罚实务审查要点予以探讨：

### （一）执法程序正当——如何理解案卷排他原则？

《证券期货违法行为行政处罚办法》第三十二条规定，中国证监会及其派出机构对已经送达的行政处罚事先告知书认定的主要事实、理由、依据或者拟处罚决定书作出调整的，应当重新向当事人送达行政处罚事先告知书，但作出对当事人有利变更的除外。

行政处罚程序分为五个阶段：案件调查、案件审理、告知及听证程序、处罚决定签发及送达、执行。其中，事先告知及听证程序作为相对人行使陈述申辩权利的关键环节，往往是实践中出现“程序违法”争议最为集中之处。《处罚办法》第三十二条，结合上位法《行政处罚法》第六十五条规定，对应在法理上被称为“案卷排他原则”，规定了证监会仅可基于现有案卷材料进行处罚的原则，给予当事人申请二次陈述申辩或听证的机会，充分保护相对人在行政处罚过程中的程序权利。该等原则不仅适用于增加当事人处罚结果的变化，亦适用于调减当事人处罚结果的情况。

## 典型案例（2019）京 01 行初 1120 号 周某诉证监会一审行政诉讼

### 案涉争议事实

案涉行政处罚事先告知书与被诉处罚决定书存在关键变更内容：（1）行政处罚决定书新增“周某（原告、行政处罚相对人）经常与内幕信息知情人钟某通话联络”相关事实；（2）行政处罚事先告知书中载明内幕信息于“2015 年 5 月 10 日”形成，而被诉处罚决定书载明内幕信息于“2015 年 4 月底”形成；（3）行政处罚事先告知书以 2015 年实控账户账面获利认定违法所得为“2844 万元”，相应处以“5689 万元罚款”，而被诉处罚决定认定原告控制账户持续至 2018 年 10 月 29 日，以此为计算终点认定账面亏损 10,836 万元，相应处以六十万元罚款。

证监会（被告）应诉答辩称：被诉处罚决定书对行政处罚事先告知书中事项的调整，均是听取了相对人听证陈述申辩意见后作出的调整，不必再次让原告陈述申辩。

### 法院裁判要旨

被告在听取了原告的陈述申辩意见后，增加了部分违法事实，并对内幕交易的形成时间进行了更正，对违法所得重新进行了核算。相关事项均属于《行政处罚法》第三十一条所规定的作出行政处罚决定的**事实、理由及依据**。对该部分内容，原告并未进行陈述和申辩。

被告听取原告陈述申辩后虽减少罚款数额，但根据《证券法》第二百零二条的规定，存在违法所得和没有违法所得或者违法所得不足三万元**属于不同的情形，对应的罚则亦不相同**。变更后原告仍然有权在被告认定没有违法所得或者违法所得不足三万元的前提下，**针对罚款数额的多少进行陈述申辩**，而被告剥夺了原告该项权利，构成程序违法，被诉处罚决定书依法应予撤销。



## 律师评析

证券行政处罚实务中，不论是监管机关亦或相对人及其代理人，应对于拟作出行政处罚决定事实、理由、依据的实质性争议、潜在变更事项予以重点关注，审慎评估二次告知、二次听证必要性，充分发挥行政听证程序实质把关作用。

### （二）事实认定清楚、证据充分——如何理解调查程序充分、必要原则？

#### 1. 证券行政处罚案件证明标准

一般而言，行政处罚的证明标准介于刑事追诉的“排除合理怀疑”和民商事诉讼的“高度盖然性”之间，采用“事实清楚、证据确凿”[3]的证明标准。然则，证券违法案件事实认定与传统行政违法行为相比，客观上存在违法手段隐匿性、交易复杂性、直接证据调查难度大等特殊性质，因此不论是行政处罚阶段认定证券违法行为之时，亦或行政诉讼阶段对于事实认定的审查，证券监管机构与行为人间举证责任视各案案由及实际情况不同存有适当转移。实务主流观点认为，证券行政处罚案件遵循“明显优势证据证明标准”，即证监会证明违法事实存在的证据“明显优于”行政相对人的反驳违法事实的证据。

以内幕交易的行政责任认定为例，证监会在确定内幕信息与内幕交易的主体之后，采取“敏感期内联络、接触+相关交易行为明显异常+没有正当理由或者正当信息来源”从而形成具有明显优势的证据链条，以“推定”方式认定存在内幕交易行政违法行为。这种以“推定”形成明显优势证据的设计初衷，是用以缓解内幕交易行政处罚案件举证困难所导致的事实认定难题。

#### 2. “推定”方式认定违法事实亦应遵循调查程序充分、必要原则

《中华人民共和国行政处罚法》第三十六条规定，在行政处罚一般程序中，行政机关发现公民、法人或者其他组织有依法应当给予行政处罚的行为的，必须全面、客观、公正地调查，收集有关证据。

### 典型案例（2018）京行终 445 号苏某诉证监会二审行政诉讼

#### 案涉争议事实

经证监会调查，苏某（原告、行政处罚相对人）在内幕信息公开前与内幕信息知情人员殷某联络、接触，相关交易行为明显异常，且苏某没有提供充分、有说服力的理由排除其涉案交易行为系利用内幕信息，故被诉行政处罚决定书推定认定其存在内幕交易违法行为。

苏某提起行政诉讼主张，认定其接触联络的相关人员殷某并非内幕信息知情人，调查人员未找到殷某本人，欠缺将殷某认定为内幕信息知情人的直接证据。

证监会答辩称，调查过程中，证监会经过电话联系、单位调查等方式，未能成功找到“内幕信息知情人”殷某本人询问，但其他涉案人员询问笔录及有关会议记录可证明，殷某实际参与了资产注入事项的形成过程，可认定为内幕信息知情人。

### 法院裁判要旨

虽然有关会议记录和其他涉案人员询问笔录均显示殷某为内幕信息知情人，证监会还应当向作为直接当事人的殷某进行调查了解，除非穷尽调查手段仍存在客观上无法调查的情况。而案件调查过程遗漏殷某重要联系方式（即，证监会认定苏某与其联系沟通所用手机号码），法院综合审判确认证监会在认定殷某为内幕信息知情人时未尽到全面、客观、公正的法定调查义务，认定殷某为内幕信息知情人事实不清、证据不足。因殷某身份认定属于“推定”证据链的基础事实，进而导致对苏某证券交易活动构成内幕交易的推定亦不成立。

二审法院认为，全面、客观、公正调查收集证据的执法职责履行，既是事实和证据问题，也是程序问题，故以事实不清、程序违法撤销被诉行政处罚决定。

### 律师评析

基于证券类案件特殊性，证券监管机关适用推定认定事实提供一定的空间和可能，但即便如此，在推定的适用标准上亦应秉持审慎原则，尤其是对据以推定的基础事实的证明标准要求应进一步提高。在证据调查收集过程中，遵循全面、客观、公正原则，穷尽调查措施收集有利及不利证据、避免主观随意性、保证调查手段及程序合法。

### （三）法律适用正确——如何理解解释法律错误？

实务中，对于法律适用主要争议可具体划分为：未引用依据、适用依据效力瑕疵、引用错误、引用不全、引用笼统及解释错误。笔者在此不作逐一展开，通过以下案例举例说明“解释法律”错误的实例情形。

## 典型案例 （2021）京 74 行初 6 号左某诉证监会一审行政诉讼

### 案涉争议事实

经立案调查左某（原告、行政处罚相对人）涉嫌内幕交易一案，证监会作出行政处罚决定：1. 责令左某依法处理非法持有的证券，如有违法所得予以没收；2. 对左某处以 30 万元的罚款。左某提起行政诉讼主要诉称事由集中在案涉关键事实不清、证据不足，未对被诉行政处罚决定法律适用问题提出异议。

### 法院裁判要旨

关于原告所提出案涉交易信息是否属于内幕信息、内幕信息的形成时间及知情人、相对人交易行为是否与内幕信息高度吻合三项事实认定相关争议焦点，经一审、二审法院审查，确认证监会对于前述事实认定无误。

但被诉处罚决定一方面根据处罚决定作出前的股票价格，认定左某非法持有的股票处于账面亏损状态，并根据没有违法所得的事实基础对左某处以 30 万元的定额罚款；同时，又决定“如有违法所得予以没收”。有无违法所得应当适用不同的处罚方式，不同处罚方式的法律依据不同，事实前提亦存在差异。被诉处罚决定的这种表述方式使得到底有无违法所得这一行政处罚的事实基础处于不确定的状态，而不同的事实状态直接影响到处罚方式的具体运用。被诉处罚决定两项内容之间存在逻辑上的矛盾，在实际操作过程中亦可能产生相应事实基础的冲突。故法院认定被诉处罚决定存在法律适用不当，应予撤销。

### 律师评析

一方面，行政诉讼遵循“全面审查原则”，不同于民事诉讼“不诉不理原则”，司法机关对被诉行政行为合法性进行全面、客观审查，不受原告诉讼请求和理由的限制；

另一方面，“法律适用错误”具有开放性，并不仅仅局限于法条援引不当。实务中，对于部分无法准确归结到“事实认定错误”“程序违法”“越权执法”等行政行为违法类型的情形，比如不确定的法律概念解释偏差，可能涉及“法律解释错误”规范类型。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

#### （四）执法权限合法——如何认定地方证监局执法权限？

《中国证监会派出机构监管职责规定》

第二十六条 派出机构负责对辖区内证券期货违法违规案件以及中国证监会相关职能部门交办的案件或者事项进行调查。

第三十条 派出机构负责本单位立案调查的证券期货违法违规案件的审理工作，依法对证券期货违法违规当事人实施行政处罚。但是，按照规定由其他派出机构或者中国证监会相关职能部门负责审理的除外。

派出机构可以按照规定审理中国证监会交办的其他派出机构立案调查的案件以及中国证监会相关职能部门负责调查的案件。

#### 典型案例 （2018）沪 74 行终 8 号 杨某诉上海证监局二审行政诉讼

##### 案涉争议事实

2015 年 7 月 20 日，证监会稽查局向上海证监局下发《关于请调查“DL 股份”异常交易案的函》，请上海证监局组成调查组，对“DL 股份”相关可疑账户涉嫌内幕交易的事项，开展调查工作；在附件 1 初步调查事项中载明，如发现相关违法违规事项，请一并调查。

2016 年 10 月 28 日，上海证监局对杨某（原告、行政处罚相对人）违法买卖股票案予以立案。2016 年 11 月 7 日，中国证监会对上海证监局就杨某违法买卖股票案的立案报备情况书面表示无异议。后，上海证监局对杨某违法买卖股票作出行政处罚。

原告提起行政诉讼主张，该案未发生在上海证监局辖区内，且系上海证监局在调查“DL 股份”异常交易案时发现的违法行为，相比原交办案件案由已经改变，上海证监局对杨某违法买卖股票案无管辖权。

##### 法院裁判要旨

上海证监局作为中国证监会派出机构，在中国证监会授权下，可以审理中国证监会交办的案件。

##### 律师评析

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

如前文所述，证监会中统一监督管理全国证券市场，统筹协调案件调查及审理。证监会派出机构一方面依法行使辖区内案件及证监会稽查局交办案件调查职权，另一方面按规定负责审理本单位自立案件及证监会交办案件。就（2018）沪 74 行终 8 号案件而言，杨某涉嫌违法买卖股票事宜，系上海证监局调查“DL 股份”内幕交易事项过程中所发现相关违规事项，属于证监会稽查局交办事项范围，后经证监会立案报备程序，故此享有案件管辖权。

各地证监局案件办理除遵循地域管辖基本原则外，同步遵循证监会统筹协调分配，基于此，在我国证券监管体制机制基本框架下，实务中因执法权限不足导致处罚决定违法的情形并不常见。

### 注释：

[1]《证券法》第一百七十条：“国务院证券监督管理机构依法履行职责，有权采取下列措施：（一）对证券发行人、证券公司、证券服务机构、证券交易场所、证券登记结算机构进行现场检查……为防范证券市场风险，维护市场秩序，国务院证券监督管理机构可以采取责令改正、监管谈话、出具警示函等措施。”

[2]<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100002/c5c05724baf164183a5c1c7ab0da7eb34/content.shtml>

[3]《行政诉讼法》第六十九条 行政行为证据确凿，适用法律、法规正确，符合法定程序的，或者原告申请被告履行法定职责或者给付义务理由不成立的，人民法院判决驳回原告的诉讼请求。



# 马宏伟：上市公司信息披露法律风险六大误区

## 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6月底，“一周内五家上市公司出事”的热点话题引发投资者关注，其中4家上市公司系因违规信息披露被证监会立案调查。据公开数据表明，今年年内已有48家上市公司或公司相关责任人被证监会立案调查，其中超60%涉嫌信息披露违规。据此，笔者拟于本文中分享上市公司信息披露过程中六大典型误区及该等误区引发的常见高发法律风险，并阐明实践中应对此类风险的措施和方案，以供参酌。

## 一、注册制背景下信息披露的重要地位

注册制相较于核准制的显著不同在于投资者决策的自由度和监管责任的后移，即监管机构将上市公司的“生死”放归市场投资者决策，同时通过加强投资者保护和事中事后的监管确保该种自由度不会反噬投资者。在这种背景下，投资者如何决策，依据什么决策，监管如何保护投资者，依据什么内容保护投资者，这些问题的落脚点将集中在信息披露。信息披露系注册制背景下上市公司、监管机构和投资者间达成平衡的连接点，也是评价上市公司经营状况、可持续发展能力的重要窗口。

## 二、信息披露的监管趋势与现状

从目前市场释放的信息来看，信息披露的强监管趋势极为明显，不仅仅基于注册制背景下信息披露的重要地位再次拔高，而且因为不管是之前的核准制还是现在的注册制，上市公司的违规行为中，信息披露均为当之无愧的“重灾区”。笔者整理后发现，强监管的打击力度趋势主要体现在三个方面：

一是从数据上，截止 2023 年 5 月，证监会和地方证监局披露 84 份行政处罚决定书，其中 41 份涉及财务造假等信披违法，且自今年以来已有 48 家上市公司被证监会立案调查，相较 2021 年、2022 年同期增长超 2 倍。2021 年至今已经公布的证券虚假陈述民事案件判决书共计 5000 余份，案件量非常巨大。由此可见，注册制背景下，证监会监管丝毫不心慈手软，投资者保护的力度持续加强，对上市公司信息披露的质量监督更加严格。

二是从责任主体上，承担信息披露违规责任的主体逐步增加。

民事上，2022 年最新施行的《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》第二十一条旨在从保护投资者的角度上，扩大虚假陈述的赔偿主体，将提供虚假信息交易相对方纳入赔偿主体范畴。

行政上，新《证券法》弹性扩充了信息披露义务人的概念，只要是法律、行政法规和证监会规定的负有信息披露义务的主体均属于信息披露义务人；同样的，新《证券市场禁入规定》扩充了市场禁入处罚主体，增加了三类：一是信披义务人百分之五以上的股东、实控人，二是前一类股东、实控人的董监高，三是执法单位认定的直接负责的主管人员和其他责任人员。

刑事上，《刑法修正案（十一）》将公司、公司的控股股东、实际控制人增加为刑事责任主体，并且，如控股股东、实际控制人为单位，则实行单位和直接责任人员双罚制，主体上出现贯穿式追责的刑事处罚效果。

三是从处罚结果上，新《证券法》大幅度提高了处罚的金额，从之前的封顶 60 万，直接提高到了 1000 万。《刑法修正案（十一）》增设了量刑幅度，之前违规信披刑罚最高为 3 年，《刑法修正案（十一）》之后，违规信披根据其情节是否特别严重，分为“处五年以下有期徒刑或者拘役”或“处五年以上十年以下有期徒刑”两档量刑幅度，取消了罚金金额的上限，刑罚幅度明显提高。

除了整体监管趋势外，监管机构的打击力度和打击目标亦非常明确，主要的目标领域为“打假”、“固本”和“强基”。一是，重点关注信息披露真实性；二是，严厉打击违规占用上市公司资金等影响上市公司根本的行为；三是，关注上市公司治理规范性，稳固上市公司基础。

### 三、上市公司信息披露的重大法律风险

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

为什么上市公司在面临不断加码的监管趋势下，仍出现了如此巨大的信息披露违法案件？笔者办案过程中发现，部分上市公司面临监管时常存在两个方面的误区：一方面是对信息披露过程中到底怎么样才算违规的产生误区，另一方面是对处罚结果的错误预判。具体如下：

## （一）上市公司对违规行为本身的认识误区

### 1. “未及时”披露不是证监会处罚重点

上市公司在运作过程中极易忽略“及时”问题。何为“及时”？对于定期报告，按照法定期限披露即为及时。对于临时报告，及时系指自起算日或者触及披露时点的 2 个交易日履行信息披露义务。未及时披露并非偶发性事件，甚至在信息披露违规中属于高发情况。证监会发布的 2021 年和 2022 年的 20 起典型违法案例中，2021 年 GZLQ 违规信披一案中的上市公司的违规事项即包含了未及时披露存货的情况，而 2022 年江苏 ZC 和 FS 集团也都存在未及时披露重大事件的情况。该等案例中“未及时”披露有两种典型情形：一种是应当在临时报告里披露而未披露，仅通过年报或半年报等定期报告披露；另一种系明知应当在 2 个交易日内披露但延期披露。

针对第二种情况，上市公司会有一些侥幸心理，认为延期几天不会造成严重后果，但从 GZLQ 违规信披案件来看，即便 GZLQ 9 月 16 日已发现存货存在风险，且 9 月 28 日即披露了该风险，证监会仍认定 GZLQ 违反信息披露相关规定，对该公司出具了警示函。

可见，“及时”披露系监管机构反复强调的概念，不仅因为信息披露依赖于及时性展开，及时方可直观展示公司最新情况，更因为，信息披露的时间差将滋生诸多衍生犯罪，例如操纵证券市场、内幕交易等等。

### 2. 公司“被骗”后的信披责任不应由公司承担

该误区高发于重大资产并购重组过程中，被并购方财务造假导致上市公司错误认识以高价并购，特别是这种财务造假持续至并购完成后，上市公司仍未发现。从一般的价值观来看，上市公司没有认识的可能性，不应承担责任。但事实上，该价值判断忽略了上市公司本身内部管理以及重大资产并购重组过程中的审慎审查义务。较为典型的案例为 AC 股份违规信披一案，该案件发生于 AC 股份与 JH 集团重大资产重组过程中，JH 集团通过各种手段虚增收入，连带导致 AC 股份的《重大资产重组报告书》财务数据虚假记载，尽管 AC 股份辩称自己无过错，但最终仍难逃证监会处罚。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

为什么会出现这种情况？根据《证券法》及《信息披露违法行为行政责任认定规则》第十四条，上市公司一般情况下对信息披露违规承担无过错责任，对于信息披露概因其他违法行为引起的，必须符合上市公司没有过错、没有获益或避损等证监会规定的条件，方才能达到排除行政责任的效果。

2021 年证监会发布的典型案例中，宁波 DL 违规信披一案就是通过确认信息披露系由其他违法行为引起，且该违法行为已经受到刑事处罚，从而排除上市公司的部分违规信披行政责任。同样的，从宁波 DL 违规信披案件中亦可以看出，虽然同样的违法行为一直持续至并购重组完成之后，但考虑到并购重组完成后上市公司的内部管理义务，上市公司如欲排除在此期间违规信披的过错，所需证据、理由要求更为严格，因此，宁波 DL 案件中上市公司需承担并购重组之后发生的信息披露违规责任。

### 3. 非经营性资金占用全额归还即可不被处罚

部分上市公司认为只要非经营性的资金占用及时归还，即无需承担责任。这其实是上市公司管理人员的典型误区。

首先，非经营性资金占用本身就是违规事项，资金占用涉嫌挪用或者背信损害上市公司利益的，相关责任人员将不仅涉及行政处罚责任，可能直接涉嫌刑事犯罪。

其次，非经营性资金占用在违规信披的处罚中不考虑是否已经归还，违规信披宗旨在规制信息披露行为，而非信息本身的内容、结果，上市公司应当披露而未披露即构成信息披露违规。参考以往证监会处罚案例，对于非经营性资金占用已经归还的情况，上市公司的支出资金流和收款资金流通常会被分别计算，两者总额为未披露资金数额，最为典型的是 HHH 控股违规信披一案，证监会的处罚决定中列明了 HHH 控股转出交易金额、转入交易金额，并以两者的总额计算违规占比。

由此可见，非经营性资金占用不论是否归还，对上市公司或上市公司相关负责人员产生的行政、刑事风险可见一斑，上市公司应当注意，即便出于公司运营目的，亦应当在合规运营的前提下开展。

### 4. 只有造成投资者严重损失方才构成犯罪

部分上市公司管理人员认为，只有信息披露的行为给市场、投资者造成了严重损失时，方才涉嫌刑事犯罪。特别是基于以往较少的移送案例，部分上市公司认为监管机构会基于不影响上市公司正常经营的目的，减少案件移送刑事的可能性。

首先，根据《最高人民法院、公安部关于公安机关管辖的刑事案件立案追诉标准的规定(二)》中关于违规披露、不披露重要信息罪的立案标准，除严重损害股东、债权人或其他人利益外，违规信披是否交由刑事追诉有诸多选择性标准，大多是以未披露、虚增或虚减的数据占相应公司报表数据额的比例作为判断标准，例如虚增或者虚减资产达到当期披露的资产总额百分之三十以上。

其次，违规披露、不披露重要信息罪采取单罚制，上市公司并不会成为最终定罪处罚的对象，而是以负直接责任的主管人员和其他直接责任人员或者控股股东、实际控制人作为处罚对象。监管机构可能将减少对上市公司影响纳入考虑范围，但不会仅因避免上市公司被刑事处罚不予移送。

## (二) 上市公司对监管程序的认识误区

### 1. 行政处罚完成即不会产生刑事责任

上市公司和相关管理人员在证监会实施处罚的过程中，常常会误把行政处罚作为刑事挡箭牌，以一事不再罚的原则推定无刑事风险。但一事不再罚是行政处罚上的原则，系指对违法行为人的同一个违法行为，不得以同一事实和同一依据，给予两次或者两次以上的处罚。但事实上，行为涉嫌违法的，行政机关应当移送刑事，不得以“罚”代“刑”，而“一事不再罚”仅体现在移送完成后，如行政处罚已缴纳罚金，可折抵刑事处罚中的罚金。例如，此前的 KM 药业违规信披一案，广东证监局在 2020 年 5 月对 KM 药业作出行政处罚后立即移送公安机关立案侦查，最终，佛山市中院在 2021 年 11 月即作出一审判决；以及 AC 股份违规信披一案，也是在证监会作出行政处罚后，移送公安机关，最终认定 JH 集团当时的董事长构成违规披露、不披露重要信息罪。

也就是说，行政处罚不会阻断刑事处理，甚至按照目前证券类违法行为的处理流程来看，如上市公司违规行为已经涉嫌刑事犯罪的，不论是否行政已经立案、调查或处罚，行政机关均可将犯罪线索移送至刑事，并且在目前从严打击证券违法犯罪活动背景下，各个机构会更加紧密联动，遵循应移尽移的原则处理。

### 2. 刑事处理中对相关人员责任的认定与行政处理一致

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



违规信披案件中，通常涉及多个主体，不同主体在案件中的地位认定主要根据两个方面：一是当事人在公司中的职务，二是当事人在该次信披违规事件中的行为。根据《信息披露违法行为行政责任认定规则》，在行政处罚案件中，董监高的责任地位采用过错推定原则，除能够证明自己没有过错的外，应当视情况认定为直接负责的主管人员或其他直接责任人员；董监高之外的其他人采用过错责任原则，确有证据证明他的行为跟违规信披有直接因果关系的，视情况认定为直接负责的主管人员或其他直接责任人员。

但行政责任认定有别于刑事责任认定，刑事要求对当事人的责任认定需达到排除合理怀疑的证明标准，两者对于证据的获取方式、证据要求不完全一致，在该种情况下，也可能发生公安机关在刑事侦查过程中发现对原主要负责人或其他直接责任人员的认定无法达到刑事证明标准或原主要负责人或其他直接责任人员责任加重。上市公司在这个问题上的误区在于，不了解行政和刑事程序上的关系，过度依赖行政认定结果，并以此为依据推定刑事处罚，从而忽略行政处罚后公司以及与案件相关的当事人积极采取补救措施的重要性。

#### 四、上市公司信息披露合规应对建议

##### （一）保持与监管趋势同步，建立合规内部信息披露制度

1. 上市公司应时刻把握及时、准确、完整、真实、公平五项信息披露原则。对信息披露的内容进行严格地审核和筛查，假如发现会计师事务所、律师事务所提供的明显不合理材料，要及时作出反馈和质疑，不允许发生公司内部擅自修改文件后，套用律所印章的行为。同时应当严格把控信息披露的“及时”、“完整”的标准范围，重点监测信息披露期间，关联公司、关联机构的公司证券交易行为，避免因未及时、不完整引发潜在内幕交易、操纵证券市场的刑事风险。

2. 上市公司应当建立外部信息反馈机制。及时跟进监管和行业动态，在保持与外部投资者的联动的同时，控制公司自身风险。不仅仅是行政相关的法律规定需要关注，刑事的罚则也需要注意，比如说此前立案追诉标准的修改。随着监管的趋势严化，信息披露相关的规定和细则都会发生变化，需保持与监管的同步。

##### （二）建立内部培训计划，增强管理人员信息披露合规意识

1. 加强对信息披露相关部门人员的培训。很多上市公司管理层因过度关注经营问题而忽略了信息披露本身的重要性及违规信披的高风险，只有通过培训和风险普及、披

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

露才能达到有效运转内部信息披露细则的目的。该等内部优化应当包含所有需并表信息披露的主体，例如子公司，这样才能避免出现子公司违法导致母公司牵连的情况。

2. 增强董监高勤勉尽责意识。董监高等管理人员应当对信披存在的问题，及时、明确地提出建议，只有明确提出反对意见的情况下，方可避免产生行政违法，甚至是刑事犯罪的风险，这一点也决定了董监高在责任认定中能不能提供有效排除过错的证据。例如 YHSH、KDRY 等实际控制人隐瞒或者虚增公司财务数据的案件，部分董事因配合财务造假亦受到行政处罚。

### （三）建立内部信息共享平台，以公司为单位完成信披

1. 建立信息披露合规部门或设立信息披露官。规范信息披露流程，调动各部门对信息披露的配合度。很多上市公司信披的重任主要压在董秘身上，但是信披的完成情况，以及信息的真实程度必然需要各部门甚至子公司部门的配合，上市公司整体要发挥内部联动的作用，避免出现仅仅因为公司内部信息传递不流畅，导致公司信息披露不及时的情况，也避免出现像宁波 DL 并购重组后因为子公司隐瞒信息导致上市公司受罚的情况。

2. 上市公司应当明确划分信披文件制作参与方、审核方的责任，分类别审核信披文件，对涉刑风险较高的重大信息文件进行多环节、多层级审核，避免全部刑事风险集中于控股股东、实际控制人及董监高身上。

### （四）完善风险监测机制，建立积极、有效危机应对措施

1. 上市公司应当加强内部信息核实机制，建立快速汇报反映流程，以保证在发现信息披露法律风险的第一时间向负责人员反馈并与监管人员沟通，迅速作出有效的应对措施。宁波 DL 一案中，虽然宁波 DL 最终亦遭到行政处罚，但宁波 DL 多次通过主动披露、刑事报案等方式积极反馈，以降低自己可能面临的刑事风险，属于相对有效的应对措施。

2. 上市公司应当加强并有效利用临时公告制度。信息披露存在的法律风险在于给市场带来的巨大波动，这种波动可以通过及时有效的公告行为加以抑制。GZLQ 就是通过提示性公告披露了存货的风险，虽然因为提示性公告发布的时间靠后，没有达到及时性的标准，但也避免了行政监管措施直接升级成为行政处罚。

3. 上市公司应当增强行政处罚后的刑事风险应对能力。在违规信披类案件中，行政处罚是否会被移送至刑事程序，升级为刑事案件，一定程度上取决于上市公司如何应对行政处罚。行政处罚程序初期，上市公司即应当及时寻求外部专业律师的帮助，并且合理地表达自身权利，为后续可能发生的刑事程序做准备。

# 马宏伟：证券合规—结合“新法”看独董履职五大问题

## 马宏伟

大成上海 高级合伙人(备案中)

[ma.hongwei@dentons.cn](mailto:ma.hongwei@dentons.cn)

专业领域：资本市场、刑事、争议解决、公司与并购



8月4日，证监会正式发布《上市公司独立董事管理办法》（以下简称“《独董办法》”），将于2023年9月4日起施行，《上市公司独立董事规则》（以下简称《独董规则》）同步废止。修订完善后的《独董办法》从明确任职程序、职责及履职方式、履职保障及法律责任多方面，针对性解决独立董事定位不清晰、权利义务不对等、监督手段不充分等根本性问题，全面、系统地落实并推进独立董事制度的改革。

独立董事制度最早可见于证监会1997年发布的《上市公司章程指引》，后于2005年修订的《公司法》中得到法律确认，自此，独立董事制度正式上升为法律制度。但与该制度配套的管理细则始终在摸索完善的过程中，一度导致独立董事演变为“花瓶董事”。直至2021年KM药业违规信披案爆发，“花瓶董事”相继被行政处罚，并被判连带承担高达上亿元投资者损失，独立董事的职能和责任如何定义再次成为资本市场争议的热点话题。

“新法”之下，面对不断增加的独立董事岗位、逐步规范的履职细则、越发严厉的处罚措施，独立董事的责任如何界定、风险如何避免、风险有多高等问题亟待解决。本文将结合《独董办法》内容，整理五大独立董事履职问题，以供参酌。

## 一、独立董事如何承担民事责任？

对于独立董事的民事责任问题，有两个衍生的小问题：一是需要承担什么样的民事责任；二是要承担多少民事责任？

### （一）独立董事的民事责任

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

独立董事与一般董事职责分类一致，有两种：一是忠实义务，二是勤勉义务。

忠实义务是指董事不得实施包括侵占公司财产、挪用公司资金、未经股东大会或董事会同意将公司资金借贷给他人或者以公司财产为他人提供担保等直接侵害公司利益的行为。

而独立董事作为非直接参与公司经营的主体，主要风险来源于其本身的履职行为，也就是勤勉义务。根据《公司法》第一百一十二条第三款规定，除在决议中明确表示异议的情况，独立董事需要对自身参与的违法决议承担民事赔偿责任。

实践中，该种民事赔偿责任的高发领域就是证券虚假陈述类案件。根据笔者检索，以“独立董事”“与公司、证券、保险、票据等有关的民事纠纷”为案由检索，“证券虚假陈述责任”纠纷数量高达 80%。

## （二）独立董事的责任大小

以 KM 药业案为例，KM 药业的独立董事最终因未勤勉尽责，承担 5%-10%不等的连带赔偿责任。具体计算一下：假设独立董事承担的是 10%的连带赔偿责任，那么在 KM 药业案中，他就要对其中近 2.4 亿元人民币的民事赔偿承担连带责任。

为什么会出现不同比例的赔偿责任？该案中，部分独立董事仅在 2018 年度报告的决议上签字，未参与其他决议内容，因此，判赔比例相对更低。

由此可见，司法实践中法院主要以赔偿比例而非赔偿金额为判决评估标准，且通常以独立董事对违法决议的参与程度，是否发表意见等方面综合评估赔偿比例。

## 二、虚假陈述案件中，独立董事过错如何认定？

虚假陈述案件中，对包括独立董事在内的关键少数来说，不论是民事赔偿责任还是行政责任均适用过错推定原则，也就是说，如独立董事参与签署相关材料，但对已经签署的违规材料无法自证清白的，均应当承担相应的民事或行政责任。

比较典型的是 KM 药业案中，5 名独立董事均辩称自己履职期间已经作为独立董事认真审阅公司报告，依据个人专业独立形成并明确表达意见。虽然客观上未能识别和发现 KM 药业案涉年度报告中存在虚假，但已尽到勤勉尽责义务和对上市公司投资者权利



合理关注的审慎注意义务。此外，各独立董事对于 KM 药业各类违法行为事前、事后均不知情，更未从中获益。

该理由实际未被采纳，法院和证监会均认为虽然本案独立董事未直接参与造假，但公司财务造假持续时间长，涉及面广，金额大，当事人“如尽勤勉义务，即使仅分管部分业务，也不可能完全不发现端倪”，但其签字确认财务报告真实性，显系“未勤勉尽责，存在较大过失”，应根据过失大小承担部分连带赔偿责任。

由此可见，对于独立董事已经签署违规材料的案件，独立董事的过错在司法实践中较难排除，需辅以有效、有力、可以证明自己已勤勉尽责的证据为基础。

### 三、独立董事如何在虚假陈述民事、行政风险中自证清白？

如前所述，民事、行政风险中，独立董事需要有效的“自证清白”方可排除或减轻责任。根据《信息披露违法行为行政责任认定规则》《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》以及《独董办法》的相关规定，独立董事自证清白的方式主要有两种：一是事前免责；二是事后补正。

#### （一）事前免责

1. 提出异议并主动投出反对票。该过程中需注意提出的异议必须被记录于相关会议记录中，且仅提出异议或投反对票均不能单独成立免责事由，需两者并存。

2. 积极求证非专业领域问题。独立董事需在审议或者签署信息披露文件前，对不属于自身专业领域的相关具体问题，借助会计、法律等专门职业的帮助，如仍然未能发现问题的，则即便后续该文件存在问题，亦免除独立董事责任。

3. 无法正常履职。此处分为三类情况，一是因为拒绝、阻碍导致的无法正常履职，该种情况要求独立董事及时向中国证监会和证券交易所书面报告方可免责；二是因不可抗力、失去人身自由等无法履职；三是上市公司有意隐瞒导致的无法履职，该种情况下需要没有迹象表明独立董事知悉或者能够发现违法违规线索。

4. 充分勤勉尽责。相关行政、民事免责规定中均含兜底条款“能够证明勤勉尽责的其他情形”，即如独立董事可充分证明自己已勤勉尽责的，亦符合免责条件。例如，2021 年浙江省证监局曾采纳一例独立董事已经勤勉尽责的申辩，三位独立董事虽已在年度报告上签字，但“三位独立董事在任职期间能较为积极地参加董事会、审阅议案材

料、发表独立意见，保持与公司及相关人员的沟通，并通过出差参与收购项目调研考察、对收购前后标的公司业绩进行分析比较、委派团队到现场了解及核查等方式履行职责”，证监局最后决定对其免于处罚。[1]

## （二）事后补正

1. 及时报告。独立董事在揭露日或更正日之前，发现虚假陈述后，及时向证券交易场所、监管部门书面报告的，可免除民事赔偿责任。

2. 有效改正。独立董事在揭露日或更正日之前，发现虚假陈述后，及时向发行人提出异议并监督整改的，可免除民事赔偿责任。对于在揭露日或更正日后方才发现，监督整改并获得有效进展的，法院可以结合案件事实，视情况减轻其民事责任。

根据最新《独董办法》，行政案件对事后补正免责规定略有不同的是，独立董事在揭露日或更正日之前，发现虚假陈述的，应同时符合及时报告及有效改正两项条件，方可免于行政处罚。

## 四、新规背景下，独立董事是否需要承担刑事责任？

独立董事是否涉及刑事责任还需回归至独立董事的两项义务：勤勉义务和忠实义务。

### （一）勤勉义务

对于违反勤勉尽责义务的独立董事，虽涉及民事或行政风险，但基本不涉及刑事责任。行政责任认定标准为“明显优势证明标准”，即证据已经基本可以证明事实情况的，即作出认定，且独立董事责任多为过错推定责任，相较其他行政处罚更易证明。而刑事中则对所有罪名均采用“排除合理怀疑”的证明原则，也就是刑事案件判决书通常所载的“案件事实清楚，证据确实充分”。

显然，刑事责任的证明标准更高，对证据的采用和把握也更为严格。因此，违反勤勉尽责义务的行政责任和刑事责任风险大小呈现出较大差异。本次《独董办法》中新增、修订和删减的条款对于该等刑事风险亦未有明显影响。

### （二）忠实义务

对于违反忠实义务的董事，如前所述，大多独立董事因职权较为边缘化不会涉及到挪用资金、背信损害上市公司利益等较为直接的利益损害型刑事风险。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

前述分析并不代表独立董事在履职过程中不会涉及刑事风险。实践中较为容易被忽视的典型风险就是信息型刑事风险，例如内幕交易、泄露内幕信息，如果独立董事在履职过程中获取了内幕信息，并泄露该内幕信息或进行了与内幕信息相关的证券交易，则涉及内幕交易、泄露内幕信息罪的刑事风险极高。

## 五、独立董事如何保证自己合规履职？

上市公司与独立董事间的高度捆绑在强监管的压力下，一度持续让独立董事惴惴不安，相继辞职。本次《独董办法》则是从细化规定的角度，力图平衡独立董事的职权和责任，发挥独立董事参与决策、监督制衡、专业咨询的公司治理作用，这也给了独立董事合规履职的指引，笔者将其主要提炼为三点：

### （一）被选任前应做好尽职调查

独立董事的提名与选任是一次双向选择。独立董事应在答应提名人参与选举前，对上市公司进行尽职调查，从源头上减轻自己的任职风险。独董需要了解的重要信息主要包括：公司背景信息和财务状况、公司治理和法律合规性、公司风险管理能力和实践、公司是否有为独立董事购买董责险等。

### （二）关注法规动态，追踪行业热点

《独董办法》新增章节“监督管理与法律责任”，规定证监会为上市公司独立董事的监督管理机构，证券交易所、上市公司协会对独立董事进行自律监管，即后续证券交易所、上市公司协会均可能会对独立董事履职作出更为细化的相关要求。且此次《独董办法》相较《独董规则》新增二十余条，修订幅度亦较大，如第二十三条新增独立董事前认可事项、第三十条新增要求独董每年在公司现场工作时间不少于十五日等。对于新出的规定，独立董事应积极关注，并尽快在规定实施后的一年过渡期内调整履职方式。

### （三）强化独董风险意识，确保工作记录留档

《独董办法》第四十五条规定，就独立董事在上市公司中的履职尽责情况及其行政责任，可以结合“独立董事履行职责与相关违法违规行为之间的关联程度，兼顾其董事地位和外部身份特点”，综合几个方面进行认定，其中就包括独立董事“对相关异常情况的注意程度，为核验信息采取的措施”。独立董事还应确保所有工作文件和工作记录

都得到妥善保管和备份，不仅有助于日常工作的追溯和监督，也是潜在法律风险的重要证据。

# 于绪刚、王乐维：报告期内收购子公司约定业绩对赌案例研究

## 于绪刚

大成北京 高级合伙人

[xugang.yu@dentons.cn](mailto:xugang.yu@dentons.cn)

专业领域：资本市场、银行与金融、私募股权与投资  
基金、争议解决



## 王乐维

大成北京 律师助理

[lewei.wang@dentons.cn](mailto:lewei.wang@dentons.cn)

专业领域：资本市场、银行与金融、私募股权与投资基金、争议解决



《监管规则适用指引—发行类第 4 号》规定了发行人作为对赌义务人时中介机构的核查标准，该规定未涵盖发行人收购子公司时约定业绩对赌这一情况。本文拟通过汇总相关案例，总结归纳监管机构对上述情况的容忍程度以及中介机构的核查要求。

### 一、问题的提出

2023 年 2 月 17 日中国证券监督管理委员会发布《监管规则适用指引—发行类第 4 号》规定：“4-3 对赌协议 投资机构在投资发行人时约定对赌协议等类似安排的，保荐机构及发行人律师、申报会计师应当重点就以下事项核查并发表明确核查意见：一是发行人是否为对赌协议当事人；二是对赌协议是否存在可能导致公司控制权变化的约定；三是对赌协议是否与市值挂钩；四是对赌协议是否存在严重影响发行人持续经营能力或

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



者其他严重影响投资者权益的情形。存在上述情形的，保荐机构、发行人律师、申报会计师应当审慎论证是否符合股权清晰稳定、会计处理规范等方面的要求，不符合相关要求的对赌协议原则上应在申报前清理。”同时，新规还规定了 IPO 对赌协议的会计处理：“解除对赌协议应关注以下方面：（1）约定‘自始无效’，对回售责任‘自始无效’相关协议签订日在财务报告出具日之前的，可视为发行人在报告期内对该笔对赌不存在股份回购义务，发行人收到的相关投资款在报告期内可确认为权益工具；对回售责任‘自始无效’相关协议签订日在财务报告出具日之后的，需补充提供协议签订后最新一期经审计的财务报告。（2）未约定‘自始无效’的，发行人收到的相关投资款在对赌安排终止前应作为金融工具核算。”可见，注册制下，监管机构并未放宽对赌协议的核查要求，且增加了对发行人的财务要求。上述规定适用于发行人与投资机构（股东）之间的对赌协议安排，并未涵盖发行人收购子公司并作出业绩对赌等安排的特殊情况。实践中，拟 IPO 企业亦存在于报告期内收购子公司并设置业绩对赌等安排的需求。在监管核查力度以及披露要求提高的注册制背景下，需要中介机构结合过往案例就上述特殊情况进行可行性论述并做好尽职调查。

## 二、 IPO 案例

### 1、被收购标的完成业绩承诺

公司名称	反馈意见
海南金盘智能科技股份有限公司（688676 金盘科技）2021 年 1 月 12 日注册批复生效	<p>（1）基本情况：</p> <p>2018 年 10 月发行人对上海鼎格增资并控股，《增资协议》及《增资协议之补充协议》中约定：“（1）发行人以人民币 2,000 万元作为对价，对上海鼎格进行增资并取得上海鼎格 51% 股权（其中 520.4082 万元计入注册资本，其余计入资本公积）。（2）增资款分两期缴纳：第一期，《增资协议》签署日后 5 个工作日内支付第一期投资款 1,000 万元；第二期，若上海鼎格 2019 年净利润（经审计）达到人民币 400 万元及以上，在 2019 年年度财务审计报告出具后 3 个工作日内支付第二期投资款 1,000 万元。”若上海鼎格未完成业绩承诺，则发行人可选择不再投入或与其他股东另行协商等。发行人已于 2018 年 10 月 8 日支付上述增资款 1,000 万元。2019 年上海鼎格实现净利润 465.12 万元，实现了收购时其作出的业绩预测。发行人在报告期内计算少数股东损益时，按照 2018 年度支付第一期投资款占到位注册资本比例 81.26% 来核算所持有的权益，报告期内少数股东权益比例为 18.74%。上海鼎格的工商登记信息显示，2018 年 12 月注册资本变更后，发行人持有上海鼎格 51%</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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

公司名称	反馈意见
	<p>的股权。本次收购经中水致远资产评估有限公司进行评估，出具了中水致远评报字[2019]第 050005 号资产评估报告，评估基准日为 2018 年 10 月 1 日。根据该评估报告，考虑递延所得税的影响及本次增资的影响，所收购上海鼎格股权份额的可辨认净资产的公允价值为人民币 11,354,404.42 元。</p> <p>(2) 反馈意见</p> <p>请发行人说明是否按照协议约定履行了对上海鼎格的增资，少数股东权益的确认是否符合会计准则的规定，少数股东损益的计算是否准确。请保荐机构和会计师进行核查并发表明确意见。</p> <p>(3) 反馈意见回复显示，根据本次增资的验资报告，发行人已经按约定履行增资义务。会计差错更正后，少数股东权益的确认符合会计准则的规定，少数股东损益的计算准确，补充披露会计差错更正的具体内容和形成原因，会计差错更正对发行人财务状况、经营成果的影响、是否符合上市审核规定要求。</p> <p>(4) 本次收购及对赌协议的会计处理：</p> <p>根据金盘科技《2018-2020 年度审计报告》，本次收购属于非同一控制下的企业合并，合并方约定的或有对价（业绩承诺）按照购买日的公允价值计入企业合并成本。</p> <p>“公司在购买日对合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，确认为商誉；对于合并成本小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额，首先对取得的被购买方各项可辨认资产、负债及或有负债的公允价值以及合并成本的计量进行复核，经复核后合并成本仍小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的，其差额计入当期损益。</p> <p>如果在购买日或合并当期期末，因各种因素影响无法合理确定作为合并对价付出的各项资产的公允价值，或合并中取得被购买方各项可辨认资产、负债的公允价值，合并当期期末，公司以暂时确定的价值为基础对企业合并进行核算。自购买日算起 12 个月内取得进一步的信息表明需对原暂时确定的价值进行调整的，则视同在购买日发生，进行追溯调整，同时对以暂时性价值为基础提供的比较报表信息进行相关的调整；自购买日算起 12 个月以后对企业合并成本或合并中取得的可辨认资产、负债价值的调整，按照《企业会计准则第 28 号——会计政策、会计估计变更和会计差错更正》的原则进行处理。”</p> <p>《2018-2020 年度审计报告》列示本次收购的合并成本为：</p>

公司名称	反馈意见										
	(2) 合并成本及商誉										
	<table border="1"> <tr> <td>合并成本</td> <td>上海鼎格公司</td> </tr> <tr> <td>— 现金</td> <td>10,000,000.00</td> </tr> <tr> <td>合并成本合计</td> <td>10,000,000.00</td> </tr> <tr> <td>减：取得的可辨认净资产公允价值份额</td> <td>7,770,727.84</td> </tr> <tr> <td>商誉</td> <td>2,229,272.16</td> </tr> </table>	合并成本	上海鼎格公司	— 现金	10,000,000.00	合并成本合计	10,000,000.00	减：取得的可辨认净资产公允价值份额	7,770,727.84	商誉	2,229,272.16
合并成本	上海鼎格公司										
— 现金	10,000,000.00										
合并成本合计	10,000,000.00										
减：取得的可辨认净资产公允价值份额	7,770,727.84										
商誉	2,229,272.16										

## 2、被收购标的单一年度未完成业绩承诺，累计超额完成业绩承诺

公司名称	反馈意见
江苏东星智慧医疗科技股份有限公司 (301290 东星医疗) 2022年8月23日注册批复生效	<p>(1) 基本情况</p> <p>2016年9月19日，经公司的控股子公司三丰东星第一届董事会第三次会议决议，三丰东星以165.00万元现金收购陶娟、钮文华、田志刚三人持有的三丰原创55.00%的股权；购买日股权收购价款与可辨认净资产的公允价值的差额110.41万元计入合并报表商誉列报，商誉未计提减值。</p> <p>2017年9月27日，发行人采取非公开发行股份和支付现金相结合的方式收购威克医疗100%股权，交易总对价共计39,500.00万元，其中以现金方式支付交易对价35,943.20万元，形成商誉30,735.87万元，2017年至2019年威克医疗完成业绩对赌，发行人对购买威克医疗形成的商誉未计提减值。</p> <p>2019年6月19日，东星医疗采取非公开发行股份和支付现金相结合的方式支付收购孜航精密100%股权，交易总对价共计39,800.00万元，2018年和2019年孜航精密为发行人前五大供应商之一，购买孜航精密形成的商誉22,365.84万元，2020年孜航精密未达业绩对赌目标，主要系新冠疫情导致医院部分外科手术推迟或取消，对孜航精密下游吻合器厂商客户的产品销售造成不利影响，导致孜航精密的业绩增长未达预期。报告期内未对购买孜航精密形成的商誉计提减值。经发行人第二届董事会第二十三次会议和2020年年度股东大会审议通过，发行人豁免孜航精密的交易对手方业绩补偿。孜航精密2020年孜航精密的业绩承诺完成率达到96.59%，超过95%，实际完成业绩与承诺值差额为149.88万元，且2019年超额完成业绩承诺，两年累计实现的扣除非经常性损益后净利润之和超过业绩承诺总额，累计业绩承诺完成率为105.17%。</p> <p>(2) 反馈意见</p> <p>请发行人说明：</p>

公司名称	反馈意见
	<p>“..... (2) 三次收购对应相关会计处理情况（含购买日的确定、购买日可辨认资产、负债公允价值的确定过程和核心商誉、非核心商誉的初始确认）以及申报期内各年末对商誉进行减值测试的详细过程（包括资产组的划分及认定情况及依据、资产组可收回金额的计算过程、涉及现金流量的说明预计过程及依据，说明估计的现金流量属于税前或税后的口径），结合业绩对赌（如有）及完成情况说明商誉减值的合理性；递延所得税负债的形成原因及后续结转对商誉入账及减值的影响；..... (4) 商誉减值测试如何考虑两票制和新冠疫情的影响，2020 年孜航精密未达成业绩对赌目标、2020 年威克医疗业绩下滑的情形下仍未对商誉计提减值的合理性；历次减值测试测算的各种假设前提及预测参数是否谨慎、合理.....”</p> <p>(3) 反馈意见回复披露了三次收购的会计处理、商誉减值测试：包括①购买日的确定；②购买日可辨认资产、负债公允价值的确定过程；③核心商誉、非核心商誉的初始确认；④资产组的划分及认定；⑤报告期内各年末对商誉减值测试的详细过程；⑥业绩对赌及完成情况，是否豁免业绩对赌承诺，豁免的原因，是否履行发行人内部程序。</p> <p>(4) 发行人豁免孜航精密的交易对手方补偿业绩的商业合理性：</p> <p>①孜航精密的经营业绩受新冠疫情的不利影响较大，新冠疫情属于不可抗力情形；②孜航精密的生产经营正常，主要客户和行业环境未发生重大不利变化；③孜航精密 2020 年孜航精密的业绩承诺完成率超过 95%，且累计超额完成业绩承诺，5%范围内的豁免具有商业合理性；④发行人已履行内部决策程序。</p> <p>(5) 收购孜航精密的会计处理</p> <p>根据发行人《审计报告及财务报表（2019 年 1 月 1 日至 2022 年 6 月 30 日止）》，本次收购孜航精密的合并成本列示如下：</p>

公司名称	反馈意见																								
	<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">江苏孜航精密五金有限公司</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td colspan="2" style="text-align: center;"><b>合并成本</b></td> </tr> <tr> <td>—现金</td> <td style="text-align: right;">245,000,000.00</td> </tr> <tr> <td>—非现金资产的公允价值</td> <td></td> </tr> <tr> <td>—发行或承担的债务的公允价值</td> <td></td> </tr> <tr> <td>—发行的权益性证券的公允价值</td> <td style="text-align: right;">153,000,000.00</td> </tr> <tr> <td>—或有对价的公允价值</td> <td></td> </tr> <tr> <td>—购买日之前持有的股权于购买日的公允价值</td> <td></td> </tr> <tr> <td>—其他</td> <td></td> </tr> <tr> <td><b>合并成本 合计</b></td> <td style="text-align: right;"><b>398,000,000.00</b></td> </tr> <tr> <td>减: 取得的可辨认净资产公允价值份额</td> <td style="text-align: right;">174,341,574.08</td> </tr> <tr> <td>商誉</td> <td style="text-align: right;">223,658,425.92</td> </tr> </tbody> </table>	江苏孜航精密五金有限公司		<b>合并成本</b>		—现金	245,000,000.00	—非现金资产的公允价值		—发行或承担的债务的公允价值		—发行的权益性证券的公允价值	153,000,000.00	—或有对价的公允价值		—购买日之前持有的股权于购买日的公允价值		—其他		<b>合并成本 合计</b>	<b>398,000,000.00</b>	减: 取得的可辨认净资产公允价值份额	174,341,574.08	商誉	223,658,425.92
江苏孜航精密五金有限公司																									
<b>合并成本</b>																									
—现金	245,000,000.00																								
—非现金资产的公允价值																									
—发行或承担的债务的公允价值																									
—发行的权益性证券的公允价值	153,000,000.00																								
—或有对价的公允价值																									
—购买日之前持有的股权于购买日的公允价值																									
—其他																									
<b>合并成本 合计</b>	<b>398,000,000.00</b>																								
减: 取得的可辨认净资产公允价值份额	174,341,574.08																								
商誉	223,658,425.92																								

### 3、被收购标的未达成绩绩承诺，发行人调低业绩承诺

公司名称	反馈意见
秦皇岛 天秦装备制造股份有限公司（300922 天秦装备） 2020年11月6日注册批复生效	<p>(1) 基本情况：</p> <p>2015年，潘建辉配偶和毕毅君配偶认购发行人35万股、15万股。潘建辉（发行人现董事）、毕毅君（曾任发行人董事、现任发行人监事）持股天津丽彩100%股权，天津丽彩主要产品为广告户内外喷绘写真机、数码印花打印机、喷绘写真机配件、打印耗材等。天津丽彩2016年的营业收入约1590万、净利润约为6.56万。2017年发行人收购天津丽彩后，业绩大幅增长：2017-2019年天津丽彩的营业收入约为3307万、3195万、3719万，净利润约为666万、731万、547万，但未达到收购时提出的业绩承诺。2019年2月，发行人将业绩承诺金额由600万、1100万、1600万降至482万、587.61万、784.81万，合计金额由3300万降至1854.42万。根据致同对天津丽彩2017年、2018年、2019财务报表审计后出具的审计报告以及《前期会计差错更正的专项说明》（致同专字[2020]第110ZA08524号），天津丽彩在业绩承诺期累积实现的扣除非经常损益后的净利润为1,917.97万元，未低于上述经过调整后潘建辉、毕毅君二人的承诺净利润总额1,854.42万元，完成了业绩承诺要求。因此，发行人已经分期将收购资金支付完毕（1225万元）。如不调整业绩承诺，按照协议约定，被收购方将承担约2400余万的业绩补偿。</p> <p>(2) 反馈意见</p> <p>请发行人说明：“……(3) 收益法评估下，天津丽彩2017年、2018年和2019年预测净利润</p>



公司名称	反馈意见
	<p>分别为 482.00 万元、587.61 万元和 784.81 万元，而原定业绩承诺为 600 万元、1,100 万元和 1,600 万元，高于收益法预测净利润 24.48%、87.20%、103.87%。基于军品定型量产周期较长的客观事实以及业绩补偿的协议约定，补充说明各方约定业绩承诺大幅高于收益法下预期收益的原因，后续又调整业绩预测的合理性，对潘建辉、毕毅君或其他第三方是否存在利益输送……”</p> <p>(3) 反馈意见回复：</p> <p>1) 各方约定业绩承诺大幅高于收益法下预期收益的原因：根据 2017 年 11 月发行人与潘建辉、毕毅君签署的《发行股份及支付现金购买资产协议》，约定业绩承诺大幅高于收益法下预期收益，主要原因系天津丽彩 2017 年推出新产品且盈利水平较好，基于当时市场环境及产品的竞争力对完成更高的业绩承诺较为乐观，导致协商确定的未来业绩承诺金额较高。2017 年天津丽彩推出新产品纺织打印机及热升华墨水，新产品问世初期，市场竞争不激烈，产品销售价格占据较大优势，因此毛利率较高。基于对未来完成更高的业绩承诺存在乐观估计，因此通过多次协商后同意在交易协议中将天津丽彩 2017 年、2018 年和 2019 年的业绩承诺制定得高于收益法评估下预期收益。</p> <p>2) 后续调整业绩承诺的合理性：①原约定的业绩承诺大幅高于收益法项下的预期收益，原定业绩承诺净利润高于收益法预测净利润。根据本次收购的评估报告，发行人收购天津丽彩的交易价格接近资产基础法评估值。②为更好发挥双方协同效应，业绩承诺金额调整至与收益法项下的预期收益一致。</p> <p>3) 发行人对潘建辉、毕毅君或其他第三方是否存在利益输送：本次调整业绩承诺议案已通过董事会、监事会审议，关联董事履行了回避义务，出席会议的董事、监事均对议案内容表示同意。该议案亦经发行人股东大会审议通过，其中中小股东全票同意。截至补充法律意见书出具日，未有股东以该次股东大会决议内容违反法律、行政法规为由提出股东大会无效的情形，也未有股东以该次股东大会召集程序、表决方式违反法律、行政法规或决议内容违反发行人公司章程为由提出股东大会撤销的情形，未发生与本次业绩调整相关的争议和纠纷。</p> <p>(4) 本次收购的合并成本会计处理</p> <p>发行人于收购日根据天津丽彩编制的 2017 年度、2018 年度、2019 年度盈利预测，对天津丽彩现金对价解锁的可实现业绩进行判断，认为天津丽彩未来确定能实现业绩承诺，其现金对价确定能支付，故在合并日作为确定支付的事项按合同约定需支付的金额全额计入合并成本（不作为或有对</p>

公司名称	反馈意见														
	<p>价)，并计入其他应付款。同时将天津丽彩原股东潘建辉、毕毅君未来随业绩是否完成而可能发生或不发生的补偿作为或有对价，按照《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》分类为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，该金融资产公允价值的初始评估值为 0。“被购买方于购买日后的实际盈利情况”并不属于“购买日已经存在的情况”，因此，该或有对价的变化即使发生在购买日后 12 个月内，也不属于计量期间调整事项，不应再对购买日合并对价及商誉的金额进行调整。</p> <p>根据《2017 年度、2018 年度、2019 年度及 2020 年 1-3 月审计报告》，发行人收购天津丽彩的合并成本列示如下：</p> <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <thead> <tr> <th style="text-align: left;">项 目</th> <th style="text-align: right;">单位：万元 天津丽彩</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>合并成本：</td> <td></td> </tr> <tr> <td>  现金</td> <td style="text-align: right;">1,225.00</td> </tr> <tr> <td>  发行的权益性证券的公允价值</td> <td style="text-align: right;">4,760.00</td> </tr> <tr> <td>合并成本合计</td> <td style="text-align: right;"><b>5,985.00</b></td> </tr> <tr> <td>减：取得的可辨认净资产公允价值份额</td> <td style="text-align: right;">5,552.59</td> </tr> <tr> <td>商誉</td> <td style="text-align: right;">432.41</td> </tr> </tbody> </table>	项 目	单位：万元 天津丽彩	合并成本：		现金	1,225.00	发行的权益性证券的公允价值	4,760.00	合并成本合计	<b>5,985.00</b>	减：取得的可辨认净资产公允价值份额	5,552.59	商誉	432.41
项 目	单位：万元 天津丽彩														
合并成本：															
现金	1,225.00														
发行的权益性证券的公允价值	4,760.00														
合并成本合计	<b>5,985.00</b>														
减：取得的可辨认净资产公允价值份额	5,552.59														
商誉	432.41														

### 三、结论

#### 1、报告期内收购子公司并约定业绩对赌的可行性

综合上述案例，发行人在报告期内收购子公司，监管机构会关注收购协议是否约定业绩对赌及其完成情况。如果约定了业绩对赌等类似安排，不会对 IPO 进程造成实质性的阻碍，中介机构应当按照实际情况披露并对具体情况进行核查。

#### 2、非同一控制下收购子公司的会计处理

##### (1) 合并成本及或有对价

对于发行人在报告期内收购子公司并约定业绩承诺的情况，中介机构应当审慎关注相关会计处理。根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》第十一条规定，非同一控制下的企业合并，“购买方应当区别下列情况确定合并成本：……（四）在合并合同或协议中对可能影响合并成本的未来事项作出约定的，购买日如果估计未来事项很可能发

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

生并且对合并成本的影响金额能够可靠计量的，购买方应当将其计入合并成本。”企业会计准则并未明确规定或有对价的定义，当企业合并合同或协议中规定视未来或有事项的发生，购买方通过发行额外证券、支付额外现金或其他资产等方式追加合并对价，或者要求返还之前已经支付的对价。购买方应当将合并协议约定的或有对价作为企业合并转移对价的一部分，按照其在购买日的公允价值计入企业合并成本。根据《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》以及其他相关准则的规定，或有对价符合金融负债或者权益工具定义的，购买方应当将拟支付的或有对价确认为一项负债或权益；符合资产定义并满足资产确认条件的，购买方应当将符合合并协议约定条件的、对已支付的合并对价中可回收部分的权利确认为一项资产。因此，当发行人收购子公司约定业绩承诺符合或有对价定义时，应按照购买日的公允价值计入合并成本。

## （2）企业合并成本与合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额的处理

根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》，购买方在购买日应当对合并成本进行分配，确认所取得的被购买方各项可辨认资产、负债及或有负债。对于企业合并成本与合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，应视情况分别处理：①合并成本大于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，应当确认为商誉。初始确认后的商誉，应当以其成本扣除累计减值准备后的金额计量。商誉在确认之后，应当按照《企业会计准则第 8 号——资产减值》的规定对其价值进行测试，按照账面价值与可回收金额孰低的原则计量，对于可回收金额低于账面价值的部分，计提减值准备，有关减值准备在提取以后，不能够转回。②对于企业合并成本小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的差额，应当先对取得的被购买方各项可辨认资产、负债及或有负债的公允价值以及合并成本的计量进行复核；如经复核后合并成本仍小于合并中取得的被购买方可辨认净资产公允价值份额的，其差额应当计入当期损益。

## （3）企业合并成本或有关可辨认资产、负债公允价值暂时确定的情况

根据《企业会计准则第 20 号——企业合并》，对于非同一控制下的企业合并，如果在购买日或合并当期期末，尚无法确定企业合并成本或合并中取得的各项可辨认资产、负债及或有负债的公允价值的，在合并当期期末，购买方应当以所确定的暂时价值为基础对企业合并进行确认和计量。因此，如在收购子公司时公允价值尚无法确认的，应按

照所确定的暂时价值对合并成本进行确认和计量。后续如果取得进一步信息表明公允价值与暂时价值不同的，应区分以下不同情况处理：①购买日后 12 个月内对确认的暂时价值进行调整的，视为在购买日确认和计量，即应进行追溯调整。②自购买日起 12 个月以后对企业合并成本或合并中取得的可辨认资产、负债的调整，应当按照《企业会计准则第 28 号——会计政策、会计估计变更和会计差错更正》的原则进行处理，即应视为会计差错更正。

### 3、对发行人调整或者豁免业绩承诺的核查内容

如果发行人调整或者豁免业绩承诺，中介机构应充分核查该行为的商业合理性，是否存在利益输送，具体包括以下方面。

(1) 导致业绩下滑的重大不利因素是否属于不可抗力情形。即该因素是否属于不可控的外部因素，是否为交易双方不能预见或控制，豁免补偿是否根据客观情况作出调整。

(2) 豁免业绩承诺的决策程序是否具备合规性，即是否按照法律法规、公司治理制度等履行内部审议程序。同时需要关注：决议中中小股东的表决情况；是否存在决议内容因违反法律法规、公司章程被股东请求确认无效、撤销的情形；是否发生与本次业绩调整相关的争议和纠纷。

(3) 被收购标的的生产经营是否正常，主要客户和行业环境是否发生重大不利变化。经具有证券业务资格的评估机构对被收购资产组进行商誉减值测试，是否发生商誉减值。

(4) 结合被收购标的单一年度未完成的业绩承诺额、累计完成的业绩承诺，判断豁免范围是否具备合理性。

## 总结

综上，从现有案例来看，监管机构并未禁止发行人在报告期内收购子公司约定业绩对赌，中介机构应根据项目进展情况开展核查，关注非同一控制下收购的合并成本，是否有或有对价及其他会计处理事项。如发行人后续调整业绩承诺，应充分核查该行为的商业合理性。

# 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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://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。



大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

## 第二章

## 大成新闻

## 首届北京大学金融法全国博士生论坛暨“大成金融法优秀论文奖”颁奖仪式成功举办

首届北京大学金融法全国博士生论坛暨“大成金融法优秀论文奖”颁奖仪式于 2023 年 7 月 2 日在北京顺利举行。本届论坛由北京大学金融法研究中心主办，大成律师事务所协办。50 余名来自全国各地的青年才俊、专家学者、实务精英齐聚一堂，围绕“公司法演进中的本土经验与未来展望”主题共同探讨。

论坛伊始，北京大学法学院甘培忠教授作为开幕式主持人介绍了论坛筹备情况，肯定了全国首个金融法博士生论坛的价值和意义，并向各位获奖作者和与会嘉宾表示了热烈欢迎。北京大学法学院院长郭雳教授代表北京大学法学院，首先感谢大成律师事务所对论坛筹备的大力支持，他表示学院将一如既往地支持高校间博士生互动交流，为博士生成长成才搭建重要学术平台。



图/甘培忠教授



图/郭雳教授

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](http://dacheng.com/legal-notices) 或者 [dentons.com/legal-notices](http://dentons.com/legal-notices)。

大成中国区管理委员会主任、高级合伙人**杜庆春**律师代表大成律师事务所，分享了举办博士生论坛的初心与愿景。他指出，此次论坛有力地促进了实务与理论的沟通，对论坛筹备工作进行了高度肯定。



图/杜庆春律师

开幕式结束后进行颁奖仪式，中国人民大学法学院的**徐孟洲**教授为一等奖作者颁奖，大成律师事务所**杜庆春**律师、武汉大学法学院**冯果**教授、《中国法学》杂志社副总编辑**王莉萍**为二等奖作者颁奖，中国政法大学法**王涌**教授、中国社会科学院法学研究所商法研究室主任**陈洁**、清华大学法学院**汤欣**教授、北京大学法学院院长**郭雳**教授、大成律师事务所高级合伙人**李寿双**律师为三等奖作者颁奖。





图/颁奖仪式

颁奖结束后，北京大学金融法研究中心主任**彭冰**教授发布了第二届金融法博士生论文征集公告。第二届博士生论坛将以“《金融稳定法》的逻辑与界限”为主题，拟于2023年12月举行，彭冰教授诚邀各方青年才俊惠赐佳作。



图/彭冰教授

随后是获奖论文的报告与评议环节。

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](http://dacheng.com/legal-notices) 或者 [dentons.com/legal-notices](http://dentons.com/legal-notices)。



第一位报告人是一等奖的获奖作者吉林大学法学院**陈洪磊**博士，他的论文题目是“公司董事勤勉义务的类型化研究”。他提出应当以行为标准与审查标准的错位程度将勤勉义务分为运营类义务和决策类义务，对运营类义务配置一般过失标准，对决策类义务配以重大过失标准。西南政法大学的**赵万一**教授评议认为，该文具有重要的现实和理论意义、逻辑结构清晰、创新性突出，有较强实践素材的支撑，并且提出可以进一步细化思考法院审查的问题。



图/左：陈洪磊博士，右：赵万一教授

第二位报告人是二等奖的获奖作者中国人民大学法学院**谢肇煌**博士（现为外交学院讲师）。他的论文题目是“公司担保中资本维持的逻辑展开”，他认为应当依据交易整体对公司持续盈利能力和偿债的影响，判断资本维持原则的处罚时点，以法定资本标准作为公司担保中资本维持原则的判断尺度。武汉大学法学院**冯果**教授对该文进行了高度肯定，认为老题做出新意十分可贵，但在整体交易对偿债能力的影响、担保制度与资本维持原则之间的过渡等方面的问题可以进一步推敲。



图/左：谢肇煌博士，右：冯果教授

第三位报告人是二等奖的获奖作者清华大学法学院的张兆函博士，他的报告题目是“潜在共有：夫妻持股名实不符公司法冲突的化解路径”，他认为对于夫妻婚后所得共同制导致的股东与股权所有者“名实不符”的问题，可以以夫妻是否分配共有权（份）为界，将夫妻持股的不同情形区分为“潜在”和“显在”两个阶段。“潜在”阶段，夫妻股东个人均为独立主体，“显在”阶段则是夫妻表征实质财产关系的过程。中国政法大学的陈景善教授认为该文素材丰富、研究深入，在公司的类型，以及股东行权之间的关系和制度设计方面的问题可以进一步完善。



图/左：张兆函博士，右：陈景善教授

第四位报告人是二等奖获奖作者中南财经政法大学的沈友平博士，他的报告题目是“有限公司股东资格继承规则之省思与完善”。他认为《公司法》七十五条的规定过于抽象，导致实践中同案不同判的现象频频发生，应当在逻辑基础上确立股东资格继承的正当性，在具体规则方面从模式转变、实质要件、形式要件、适用范围以及继承方式五个层面构建股东继承规则。华东政法大学的伍坚教授评议时高度肯定了该文的理论价值和实践意义，同时建议可以尝试对股权、股份、股东资格等概念内涵进行厘清。





图/左：沈友平博士，右：伍坚教授

第五位报告人是三等奖获奖作者澳门科技大学的吕晖博士，他的论文题目是“论上市公司重大资产重组业绩补偿制度的取消”。他认为强制的业绩承诺补偿制度打破了市场平衡、扭曲了市场的价格发现机制，反而助推了目标资产的高估值，导致业绩承诺的达标率不高，执行时难以落实，应当予以取消。武汉大学的李安安副教授对该文予以点评，认为该文立足于中国资本市场的本土问题，观点清晰、论据充实，建议尝试结合业绩承诺补偿制度的立法目的，考虑是否存在替代性方案。



图/左：吕晖博士，右：李安安副教授

第六位报告人是三等奖获奖作者中南财经政法大学的**杨琼**博士，她的论文题目是“公司股东清算义务人身份之质疑”。她认为《公司法司法解释二》将股东作为有限公司的清算义务人并不合理。股东缺乏启动清算程序的激励，且股东违反清算义务承担的是连带责任，降低了法人人格否认的标准，动摇了公司有限责任的根基，应当以负有信义义务的董事作为公司唯一的清算义务人。中国人民大学的**姚海放**教授评议认为，该文从立法、司法、制度三个角度对公司清算义务人的问题进行讨论，论证扎实、结构完整，建议可以更加清晰地呈现清算义务人相关规则的演变历程，同时更加注重聚焦于公司清算的问题。





图/左：杨琮博士，右：姚海放教授

第七位报告人是三等奖获奖作者清华大学的**李凌霜**博士，她报告的题目是“司法解散替代性救济的立法完善”。她认为现行法下司法解散替代性救济高度依赖调解，具有不确定性，应当立法授权其他救济方式，完善对公司僵局的退出救济和非退出救济，股权收买请求权与临时管理人分别是退出式救济和非退出式救济的理想选择。西南政法大学的**汪青松**教授评议认为，该文的出发点颇有新意，论据充实，注重中国本土问题，建议更加注意聚焦和突出司法解散的问题，对现实问题和制度问题进行区分。



图/左：李凌霜博士，右：汪青松教授

随后是获奖作者的导师发言环节，该环节由**彭冰**教授主持。吉林大学法学院**傅穹**教授建议研究生要认真打磨自己的论文，要对自己的作品有信心。中国人民大学法学院**徐孟洲**教授建议研究生论文的选题要关注实践中的真问题，在正式动笔之前要打磨好框架和提纲，善于用法律思维解析经济现象。中国人民大学法学院**刘俊海**教授指出金融法论文的创新不仅需要夯实部门法基础，还要学会将既有知识进行迁移整合，打破学科壁垒。中南财经政法大学法学院**雷兴虎**教授分享了博士生培养中因材施教的案例，认为导师的作用体现在引导学生发现自己的研究兴趣和优势。清华大学法学院**梁上上**教授指出培育良好学术氛围的重要性，研究生同辈之间要多交流切磋，实现共同进步。清华大学法学院**沈朝晖**副教授以在北大法学院读博期间的经历为例，建议研究生培养每日写作的习惯，在朋辈激励中共同进步。



图/导师发言

各校代表发言环节由北京大学法学院**洪艳蓉**副教授主持。中国政法大学法学院**王涌**教授对中国公司法未来的发展进行了畅想，对年轻学者在公司法研究方面的工匠精神进行了肯定。复旦大学法学院的**季立刚**教授强调应注重公司法的底色，研究本土化和国际化的问题。中国人民大学法学院**姚海放**副教授对青年学者进行了鼓励。





图/各校代表发言

武汉大学法学院**李安安**副教授感谢北京大学金融法研究中心的会议筹备工作，对第二届论坛进行了畅想。西南政法大学**汪青松**教授认为论坛提供了思想交流碰撞的平台，促进了学术后辈的培养和成长。华东政法大学**伍坚**教授肯定了本次论坛的高度和意义，全国性的平台推动了学术交流和进步。



图/各校代表发言

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

中南财经政法大学**旷涵潇**讲师对获奖作者进行了充分肯定，分享了自己在学生到教师身份转变过程中的感悟。重庆大学的**杨疏影**讲师分享了自己作为青年学者的研究心得和经验。



图/各校代表发言

在论坛的闭幕式上，大成律师事务所高级合伙人**李寿双**律师对获奖作者及其导师再次进行了祝贺，论坛拉近了理论与实践之间的距离，鼓励未来开展更多律师与学者之间的交流和互动。北京大学金融法研究中心**彭冰**教授对本次论坛进行了总结，感谢了各方对论坛的关注和支持，论坛将不忘初心，搭建青年才俊展现才华的平台，为青年学者的成长开创道路。





图/李寿双律师

## 首届北京大学金融法全国博士生论坛获奖名单

奖项	获奖作者	所在院校	导师	论文
一等奖	陈洪磊	吉林大学	傅穹	《公司董事勤勉义务的类型化研究》
二等奖	谢肇煌	中国人民大学（现为外交学院讲师）	刘俊海	《公司担保中资本维持的逻辑展开》
	张兆函	清华大学	梁上上	《夫妻持股“名实不符”公司法冲突的化解路径》
	沈友平	中南财经政法大学	雷兴虎	《有限公司股东资格继承规则之省思与完善》
三等奖	吴维皎	中国人民大学	刘俊海	《股东第三人撤销之诉原告资格研究》
	梁莹	武汉大学	罗昆	《公司瑕疵决议的外部效力判断》
	吕晖	澳门科技大学	徐孟洲	《论上市公司重大资产重组业绩补偿制度的取消》
	杨琼	中南财经政法大学	雷兴虎	《公司股东清算义务人身份之质疑》
	李凌霄	清华大学	沈朝晖	《公司法解散制度的功能主义比较与立法完善》

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

## 大成律师成功办理私募基金合同纠纷系列案件

大成杭州办公室**龚俊锋**律师受某控股有限公司委托，作为私募基金管理人的代理律师，代理私募基金管理人与投资者的私募基金合同纠纷系列案件共 5 起。近日，该系列案件经上海仲裁委员会（上海金融仲裁院）审结，对投资者要求私募基金管理人赔偿投资本金、利息损失及仲裁费、律师费的全部仲裁请求不予支持。该系列案件的裁决结果突破了目前司法实务中关于私募机构的适当性义务案例的普遍审判思路，摒弃了课以私募机构承担赔偿责任的多数做法，强调了私募基金投资者应当具备充分的投资风险意识，践行了穿透式审查金融案件的裁判理念。

### 案情简介

2015 年，案涉投资者与某控股有限公司（私募基金管理人）及基金托管人签署基金合同认购案涉基金产品，并在重要提示、风险揭示书、合格投资者承诺书中签字。后案涉基金财产投资标的长期停牌，股价亦剧烈下跌。案涉投资者认为，私募基金管理人未履行投资者适当性义务，未充分告知案涉基金存在的投资风险，以及在基金募集、管理、退出阶段存在其他违规行为导致投资者产生投资损失，要求私募基金管理人返还投资款、认购费、相应的利息损失以及本案仲裁费、律师费。

### 规范性文件发展趋势以及目前普遍司法裁判思路

根据 2019 年出台的《全国法院民商事审判工作会议纪要》，“适当性义务”是指：“卖方机构在向金融消费者推介、销售银行理财产品、保险投资产品、信托理财产品、券商集合理财计划、杠杆基金份额、期权及其他场外衍生品等高风险等级金融产品，以及为金融消费者参与融资融券、新三板、创业板、科创板、期货等高风险等级投资活动提供服务的过程中，必须履行的了解客户、了解产品、将适当的产品（或者服务）销售（或者提供）给适合的金融消费者等义务”，即适当性义务包含了：1. 合格投资者审查义务；2. 信息披露义务（包括基金产品的风险揭示）；3. 基金产品的适当性推介、销售的义务。

根据法律法规及相关政策文件的沿革，关于适当性义务的规定呈现如下发展趋势：2012年，《证券投资基金法》第八十八条规定非公开募集基金应当向合格投资者募集；2014年，《私募投资基金监督管理暂行办法》对投资者适当性管理作出进一步约定；2017年，《证券期货投资者适当性管理办法》施行，强化了金融机构的适当性义务；2018年，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》施行，明确了“卖者有责，买者自负”的原则；2019年，《全国法院民商事审判工作会议纪要》出台，再次明确必须坚持“卖者尽责，买者自负”原则，更在72条对适当性义务作出了明确规定。由此可以看出，国家及监管部门对私募基金领域的金融机构的义务不断提出更高的要求，趋向于严格化，保护投资者的利益，是近年来国家金融领域主要的政策追求之一。

从目前公布的司法裁判案例来看，实务裁判思路基本贯彻法律法规及相关政策文件的精神理念，即相对保护金融活动的合同双方中相对金融机构而言居于弱势地位的金融产品与金融服务的消费者群体一方。比如，2023年5月16日，北京金融法院发布了《北京金融法院投资者保护十大典型案例》，部分案例涉及私募机构的适当性义务，裁判结果均是私募机构承担赔偿责任。

## 本系列案件焦点及律师代理思路

### 一、私募基金管理人是否履行适当性义务

代理律师通过梳理私募基金管理人履行适当性义务的相关法律法规、协会管理办法等规范性文件，从投资者实际投资经历评价其具备合格投资者资历，从私募基金合同的文本内容、风险告知方式阐述私募基金管理人充分披露风险收益特征及投资风险，从投资者认购基金的途径证明投资者的认购意愿及风险承担预期。

### 二、案涉基金资产出现可能贬值与管理人的管理行为是否存在因果关系

代理律师通过梳理新三板监管政策变化、案涉基金投资标的的发展历程，剖析案涉基金资产出现大幅度可能贬损的真正原因是案涉基金财产投资标的长期停牌以及股价剧烈下跌，与管理人的管理行为不存在任何因果关系。

### 三、投资者是否存在实际亏损

代理律师以基金清算小组的成立现状、清算方案的落实进度、基金资产的变现情况等方面作为抓手，论证投资者已参与投资者会议，对清算方案等事宜进行表决并同意案

涉基金暂不进行股票变现，目前基金份额并未清算完毕，投资者仍系基金份额持有人，故投资者所谓的损失并未实际发生。

#### 四、管理人是否履行信息披露义务

代理律师通过提交相关证据证明管理人以网站发布公告、向投资者邮寄基金材料、微信交流等方式，及时向投资者披露月报、季报、年报、管理人报告以及与基金运作相关的各类公告，告知基金情况，充分履行了信息披露义务。

代理律师穿透式分析私募基金案件的事实层面、法律因素、金融逻辑，仲裁庭基本采纳代理人的代理观点，最终作出不予支持投资者全部仲裁请求的裁决结果。仲裁委员会作出的仲裁结果充分说明，除了私募基金管理人应当在私募基金募集、投资、管理、退出阶段做好尽职履责义务之外，投资者亦应当对投资的风险性有清醒认知，一味将投资风险转嫁给基金管理人不利于私募基金行业的良性发展。私募基金行业平稳、健康、有序、良性、持久发展离不开优质法治环境，私募基金行业的稳健运行能够为我国资本市场和金融市场发展作出更进一步的贡献，为经济活力注入持续血液。

## 大成助力浙江省自贸区首单知识产权证券化产品成功发行

2023 年 7 月 5 日，大成助力**杭州高新金投控股集团有限公司** 2023 年度第一期杭州高新区(滨江)数据知识产权定向资产支持票据在中国银行间市场交易商协会成功簿记，发行金额 1.02 亿元，票面利率 2.80%，发行期限 358 天。

知识产权证券化是以知识产权所产生的未来价值或现金流作为基础资产，在资本市场发行资产支持证券进行融资的一种金融创新模式，是构建知识产权金融运营体系的重要内容之一，本项目也是浙江省自贸区首单知识产权证券化产品。

### 杭州高新金投控股集团有限公司

杭州高新金投控股集团有限公司是经杭州高新区管委会批准成立的区属国有企业，也是高新区产业基金运营管理机构，公司定位于高科技产业投资、孵化和创新创业载体的建设运营，通过培育一批行业领军企业、瞪羚企业，孵化一批初创型科技企业，助推高新区打造具有国内影响力的区域创新中心、高端人才创业中心。

本项目由杭州高新区（滨江）市场监管管理局（知识产权局）等单位牵头，杭州高新金投控股集团有限公司作为发起机构，杭州高新国有控股集团有限公司作为差额补足义务人，杭州高新融资担保有限公司、杭州高科技融资担保有限公司、杭州银行等 9 家机构共同参与，以杭州高新区内四维生态、紫光通信等 12 家企业的 145 件知识产权作为质押物，帮助企业获得证券化融资 1.02 亿元。大成律师团队担任项目法律顾问。

大成律师团队由北京总部高级合伙人**王立宏**律师、合伙人**何玉华**律师带领资产证券化服务团队为本项目的成功发行提供全程优质法律服务，项目成员包括**张绍鑫**、**李盛誉**、**刘敏**等。



## 大成助力呈和科技向特定对象发行股票

2023年6月30日,大成律师事务所助力呈和科技股份有限公司(股票代码:688625,以下简称:**呈和科技**)以简易程序向特定对象发行A股股票的新增股份,成功在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成登记托管及限售手续。

呈和科技本次发行募集资金总额为人民币97,959,917.76元,本次发行募集资金旨在丰富公司高分子材料助剂产品种类,实现产品协同效应,把握高分子材料抗氧助剂国产替代发展机遇,符合公司整体发展战略。在当前高性能树脂与改性塑料产业规模增长迅速、市场前景广阔、我国对新材料领域出台一系列扶持政策的大背景下,呈和科技的本次发行将有利于整合其特种抗氧剂研发、生产和销售业务,实现公司产品线的纵向延伸和横向拓展,进一步完善业务和产品布局,整合、优化现有及潜在的销售渠道和客户资源。提高公司市场竞争力和抗风险能力,加速成长为新材料领域中的强者。

呈和科技股份有限公司成立于2002年,核心产品研发始于1995年,于2021年6月7日顺利在上海证券交易所科创板上市。经历了二十年的飞速发展,公司成为专业从事聚合物添加剂研发、生产和经营的企业,是经国家认定的高新技术企业。公司总部设于广州天河CBD,生产研发基地位于白云区国家级民营科技园,并在上海、北京及香港设有公司或办事处,拥有国内领先、国际先进的技术和产品,是成核剂领域国内规模最大的领先企业,是国际技术领先的合成水滑石和复合助剂生产厂商。公司目前是中国石化、中国石油等国内大型能源化工企业的供应商,并已进入包括北欧化工、韩华道达尔在内的多家国外大型能源化工供应商网络,业务范围遍布全球。



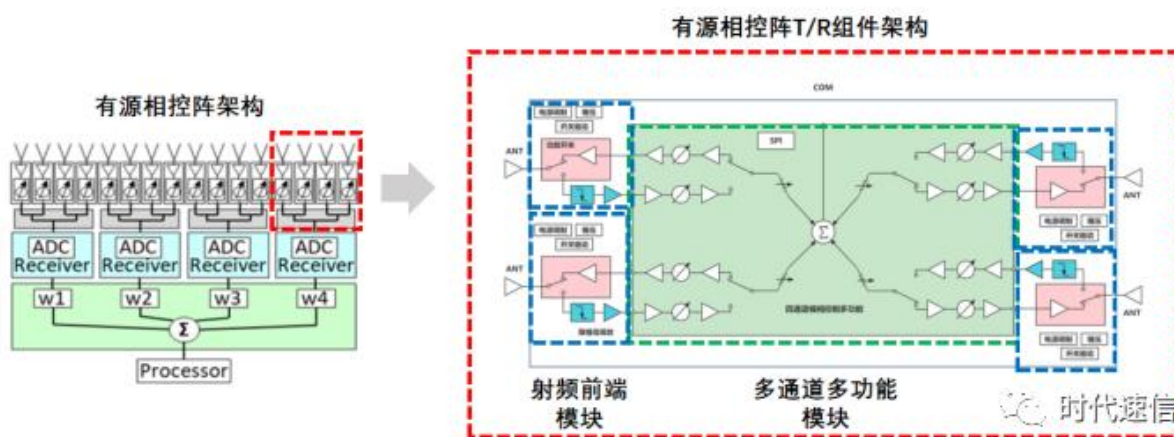
图片来源：呈和科技官网

大成律师团队作为呈和科技的专项法律顾问，为呈和科技本次以简易程序向特定对象发行 A 股股票提供了全程专业法律服务。项目团队以严谨、务实的工作态度和专业的服务水平获得了客户以及项目各中介机构的认可与肯定。大成律师团队由合伙人**郭伟康**律师、**肖敏洁**律师、**张琳敏**律师、**罗旭颖**律师助理组成。

## 大成助力时代速信完成数亿元新一轮融资，助力国家射频微波行业高质量发展

近日，大成助力深圳市时代速信科技有限公司（以下简称“时代速信”或“公司”）完成新一轮数亿元股权融资（以下简称“本项目”）。本轮融资由“金融街资本”领投，老股东“国投创业”和“善金资本”追投，“华西证券”和“深投控”等跟投。

本轮融资主要用于射频微波芯片及模组批量交付量产备货、SiP 先进微组装产线建设，以及下一代射频微波芯片新技术研发，将进一步巩固时代速信在射频微波芯片及模组领域的技术领先地位。公司以射频微波芯片研发为核心，是国内少数能够提供 Si RF、二代及三代化合物半导体射频微波芯片、模组的全国产化、自主可控的供货商。公司研发团队上百人，凭借多年技术积累及自身技术优势，自主研发了射频微波芯片、微波集成电路、低成本毫米波 SiP 模组等系列产品。公司产品覆盖 L 波段至 W 波段，主要应用于专网和卫星通信，亦可应用于 5G 通信、新能源汽车等领域，部分产品达到了国际先进水平。



深圳市时代速信科技有限公司始终坚持“专业化、精细化、特色化、创新化”的发展战略，已获授权专利百余项（其中发明专利 53 项），覆盖芯片设计、量产、测试等全流程。被评为“专精特新”企业，成为了国内首家取得射频芯片车规级 AEC-Q100 认证并列装到新能源汽车的射频芯片公司。

公司总部位于深圳，在成都、上海、北京和南京设有四家子公司。深圳总部和成都研发中心拥有 3,000 平方米国内顶尖芯片研发实验室、高规格实验认证环境，能够长期、稳定、快速地为客户提供高性能、高可靠性的产品。公司不断加强生产能力建设，成都

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



市天府新区 6,000 平方米 SiP 先进微组装生产线已建成通线，将为专网、卫星通信、5G 通信以及新能源汽车等领域的射频微波芯片及模组需求提供有力支持。时代速信秉承科技创新、科技强国的理念，助力国家射频微波行业高质量发展。



大成继担任时代速信常年法律顾问及前轮次融资专项法律顾问后，再次为时代速信本次融资提供全程法律服务，本项目负责人高级合伙人**陈沁**律师及其团队成员**贺小庭**律师在交易文件起草、审阅与谈判、项目交割等方面提供了全方位的法律支持和协助。

## 大成律师助力巨星传奇在香港联交所成功上市

大成助力巨星传奇集团有限公司（“**巨星传奇**”，股票代码：“06683.HK”）于 2023 年 7 月 13 日成功在香港联交所主板上市。

巨星传奇成立于 2017 年，巨星传奇集团致力于新零售产品研发与销售、IP 创造与营运，通过公司专有的明星 IP 作为导向的媒体内容及活动，在新零售运营中为公司的分销渠道、产品及消费者获取赋能。公司业务与周杰伦先生深度合作，亦与庾澄庆先生、刘畊宏先生及王珮云女士夫妇、方文山先生进行合作。

大成律师团队作为独家保荐人及主承销商民银资本的中国律师之一，在重要法律问题论证、核查等方面提供了意见。大成律师团由高级合伙人**李寿双**律师、**宋湘平**律师组成。



# 大成律师助力成都经开资产管理有限公司成功发行 2 亿元人民币自贸区离岸债券

2023 年 6 月，大成律师事务所助力成都经开资产管理有限公司（以下简称“**经开资管公司**”）在中华（澳门）金融资产交易股份有限公司成功发行 2 亿元人民币自贸区离岸债券（明珠债）。该笔债券发行期限 3 年，票面利率为 5.8%，是龙泉驿区首笔自贸区债券、成都首笔 AA 主体直发自贸区债券。



债券代码	发行规模	发行利率	债券期限	交易所	托管、登记及结算
G2380150	2亿元人民币	5.80%	3年	MOX	中央结算公司

联席全球协调人/联席簿记管理人/联席牵头经办人




联席簿记管理人/联席牵头经办人






登记托管清算机构



经开资管公司于 2020 年 8 月由成都市经开国投工程咨询有限公司更名成立，系成都经开国投集团有限公司全资控股子公司，注册资本 10 亿元人民币，总资产规模约 233 亿元人民币。自成立以来，经开资管公司认真贯彻中央、省市区决策部署，对标行业先进，创新思维，为龙泉驿区经济和社会发展提供高品质、高标准的社会公共服务，为加快推进两业融合产城融合城乡融合发展，奋力建设成渝制造业高地和现代化中心城区贡献力量。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

大成律师团队在本次境外发行债券项目中作为承销商境内律师，为本次债券发行提供了全程法律服务，包括但不限于对境内主体进行法律尽职调查、审阅境外募集说明书和境外发债交易文件，并出具境内法律意见书。大成律师团队由成都办公室高级合伙人张颖、合伙人宁雪伶以及律师罗超、黄露苇、杨娜、梁家齐组成。

截至目前，张颖律师团队、宁雪伶律师团队已成功完成境外发债服务的项目主要包括：成都兴城投资集团有限公司 2016 年境外美元债发行项目（四川首单美元债发行项目）、成都兴城投资集团有限公司 2018 年境外欧元债发行项目（中国西南地区首单欧元债发行项目）、成都高新投资集团有限公司 2018 年境外美元债发行项目、成都经济技术开发区国有资产投资有限公司 2019 年境外美元债发行项目、成都交子金融控股集团有限公司 2019 年境外美元债发行项目、成都交子金融控股集团有限公司 2021 年境外美元债发行项目、成都高新投资集团有限公司 2021 年境外美元债发行项目、成都经开国投集团有限公司 2021 年境外美元债发行项目、西安浐灞发展集团有限公司 2021 年境外发行美元债项目。大成律师将不断提升在境外债券发行项目中的法律服务水平，力争持续以优质高效的法律服务，助力企业成功完成境外融资。

## 大成律师助力马钢股份成功注册 100 亿元短期融资券（科创票据）并完成首期发行

7 月 3 日，大成助力马鞍山钢铁股份有限公司成功发行 2023 年第一期短期融资券（科创票据“23 马鞍钢铁 CP001”），发行额度为 5 亿元，期限 270 天，票据利率 2.60%。本次短期融资券（科创票据）的发行是马钢股份进入宝武大家庭后，首次在资本市场上直接融资，标志着宝武内首单利用高新技术企业的资质成功发行科创主体类票据。

为进一步拓宽融资渠道、优化公司债务结构、降低融资成本，马钢股份拟发行 100 亿元公司债券及 100 亿元短期融资券以归还银行贷款、补充现金流。2022 年 9 月，马钢股份正式启动 100 亿元公司债券及 100 亿元短期融资券的注册申报工作。今年 4 月 25 日，公司四期短融合计 100 亿元，已取得银行间交易商协会批文。



马鞍山钢铁股份有限公司（600808, HK. 00323）是中国宝武钢铁集团有限公司旗下的 A+H 股上市公司，具备 2000 万吨钢配套生产规模，在岗员工 2.4 万人。马钢作为多元协同发展的集团化企业，构建了钢铁及产业链延伸产业、战略性新兴产业协同发展的产业格局，被称为“中国钢铁第一股”。

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](http://dacheng.com/legal-notices) 或者 [dentons.com/legal-notices](http://dentons.com/legal-notices)。

当前，马钢正处于加快转型升级、迈向高质量发展的关键时期。面对钢铁行业发展大势，马钢将在中国宝武的坚强领导下，坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚决贯彻新发展理念，进一步强化“超越自我、跑赢大盘、追求卓越”绩效导向，以“三高两化”为实施路径，以改革为动力，以创新促发展，深化整合融合，全面对标找差，打造“大而强的新马钢”，为助推中国宝武成为全球钢铁业引领者、共建高质量钢铁生态圈，为全面建设现代化五大发展美好安徽、水清岸绿产业优美丽长江经济带作出积极贡献。

大成律师团队作为宝武马钢的法律顾问，为其提供了包括但不限于法律尽职调查、交易性文件审查及出具法律意见书等全过程法律服务，凭借高效、专业的服务质量以及严谨细致的工作态度，获得了发行人和其他中介机构的高度评价和认可。大成律师团队由南京办公室高级合伙人张承东、律师张一泊、律师助理韩泠组成。

# 大成助力全国首单技术产权（技术交易）1 期资产支持专项计划成功发行

2023 年 7 月 21 日，大成助力全国首单技术产权（技术交易）资产支持专项计划——“秦创原-华鑫-西安高新区技术产权（技术交易）1 期资产支持专项计划”（以下简称“本项目”）在深圳证券交易所成功发行。

本项目发行规模 1 亿元，期限 3 年，票面利率 3.85%，信用评级 AAA。本项目底层资产中含西安高新区 12 家科技型中小企业持有的核心技术专利和技术交易合同应收账款，覆盖新一代信息技术产业、新能源及智能制造等高新区重点支持的战略性新兴产业。

大成律师团队作为本项目的法律顾问，为本项目提供了全程法律服务，服务内容包括法律尽职调查、全套法律文件起草、审阅和修订以及出具法律意见书等相关工作。大成将继续以勤勉尽职的态度，为客户提供专业高效的法律服务，助力客户持续稳健发展。大成律师团队由西安办公室高级合伙人陈洁、律师沈卫玲、律师魏巍、律师助理栗雯雯等组成。



## 大成助力杭州钱塘新区建投集团发行美元债券

2023 年 7 月 26 日，大成助力杭州钱塘新区建设投资集团有限公司（以下简称“**钱塘建投**”）成功定价发行 3 亿美元高级无抵押固息美元债券（以下简称“**本次债券**”）。本次债券发行的票面利率为 6.28%，期限 3 年，并在香港联合交易所上市交易。

钱塘建投成立于 2014 年 8 月，注册资本为 65.78 亿元，是杭州市钱塘区下属国有控股企业，主要业务涉及钱塘区内基础设施、公建配套及保障性用房、公建厂房、产业项目等开发建设和管理运营。钱塘建投紧跟区域总体发展目标，以项目建设为主业，在城市建设等领域不断开拓新局面，提升城市品质，对区域转型升级发挥积极作用。

大成律师事务所在本次债券发行项目中担任承销商的中国法律顾问，由大成北京总所高级合伙人**徐文萍**、律师**袁旭升**、律师助理**范孟庭**组成项目团队，对钱塘建投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，为本项目提供了专业的法律服务。

本次债券由国信证券（香港）、财通国际（B&D）、上银国际担任独家全球协调人、联席账簿管理人和联席牵头经办人，由华夏银行香港分行、信银资本、海通国际、中国银河国际、中信建投国际、民银资本、安信国际、海通银行、兴证国际、东海国际、中信银行国际等担任联席账簿管理人和联席牵头经办人。

## 大成助力北京生命园创投完成对鑫康合生物医药 B+轮投资

2023 年 7 月，大成助力北京生命园创投完成对鑫康合生物医药 B+轮投资。

鑫康合生物医药成立于 2015 年，创始人为国际著名免疫学家董晨院士。公司基于国际前沿的科研成果，以精准创新为导向，专注于自身免疫性疾病和免疫肿瘤领域大分子药物的开发，致力于做源于中国、面向全球市场、具有自主知识产权的创新药物，为患者提供全球首创或者同类最佳的治疗方案。

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鑫康合生物医药 B+轮融资项目，提供了高效的全流程法律服务，包括但不限于法律尽职调查、交易交割等，成功助力北京生命园创投完成投资。大成律师团队由合伙人柴源、丁岩，律师孙观娜、王亚伟组成。

## “企业境内外上市与网络安全&数据合规”论坛成功举办

为助力企业实现网络安全与数据合规,更好地辅助拟上市企业及其他市场主体提高认知边界的广度和深度,2023年8月4日,由大成上海办公室(以下简称“大成上海”)牵头,联合大成合肥办公室(以下简称“大成合肥”)和大成资本市场专业委员会,在大成合肥多功能报告厅举办了“企业境内外上市与网络安全&数据合规”论坛,聚焦网络安全、数据合规与企业境内外上市的法律实践、综合网络安全审查与评估、数据合规服务、数据出境风险评估等主题。



本次论坛邀请了国家计算机网络与信息安全管理中心安徽分中心处长蒋慧丽,安徽省数据资源管理局大数据中心技术部部长、高级工程师朱典,天帷信息技术(安徽)股份有限公司董事长、安徽省科学家企业家协会副会长胡兴元,好人生管理咨询(上海)有限公司及好人生(上海)健康科技有限公司创始人、上海健交科技服务有限责任公司首席科学家汤子欧,德勤会计师事务所主管合伙人步君,大成上海高级合伙人范兴成、孙庆南,合伙人江苗、林晨、郭玉兰,大成合肥高级合伙人李民、程晋龙,合伙人夏冰。本次论坛由大成上海合伙人林晨主持。

国家计算机网络与信息安全管理中心安徽分中心处长蒋慧丽从网络安全的顶层设计,结合现阶段网络安全整体态势,为各位听众提出了如何做好网络安全防护的具体建

议。提高网络安全意识，共筑网络安全防线，不仅关联日常生活的方方面面，在统筹规划相关工作时更应作为重点关注的对象。



安徽省数据资源管理局大数据中心技术部部长、高级工程师朱典就数据安全体系建设与实践做出了详细的汇报，介绍了数字政府建设背景及数据安全相关要求，强调现实背景下存在的多种网络安全风险以及为规避此类风险而需遵循的网络安全数据安全合规要求，并从制度落实、技术管理和安全运营数据多角度分析了安全体系建设的具体实践。



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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



随后，天帷信息技术（安徽）股份有限公司董事长、安徽省科学家企业家协会副会长胡兴元，好人生管理咨询（上海）有限公司及好人生（上海）健康科技有限公司创始人、上海健交科技服务有限责任公司首席科学家汤子欧，大成上海高级合伙人范兴成、大成上海合伙人江苗展开圆桌讨论，胡董事长及汤博士作为网络安全与数据科技企业的代表，从各自商业实践中分析了网络安全与数据合规的核心关注点及其商业逻辑，范兴成着眼于拟上市企业网络安全与数据合规关注热点进行了分析并推出了中肯建议，江苗从网络安全与数据合规法律服务实践角度进行了分享。整个圆桌论坛进行了很好的互动，给观众及听众呈现出一堂精彩的网络安全与数据科技企业合规课堂。



大成上海高级合伙人孙庆南律师发表了企业境内外上市在不同社会环境下所面临的公司治理问题。企业上市置身于 ESG 评价体系下，既要充分考虑不同发展阶段、不同规模、不同行业的特殊性，也要进行全局性谋划和前瞻性思考。





大成上海高级合伙人范兴成概括性介绍了企业上市之网络安全与数据合规法律关注要点以及网络数据合规所涉及的现存主要问题，包括涉及责任归属与法律条文、从数据采集、使用、管理、共享等几个维度进行条分缕析，引出具体操作过程中的注意事项，并以众多拟上市企业的有关网络安全&数据合规方面证监会/交易所问询与发行人答复案例，进行了实操性质的讲解与培训。



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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

德勤会计师事务所主管合伙人步君讲述了数据类科技企业上市中的财务合规事项，详细阐述介绍了 IPO 审核的完整流程与关注要点，基于近期监管提示年报审阅科创板主要会计问题，强调争议性问题及监管重点，并结合多个 IPO 被否情况的实际案例等实现统筹分析。



大成上海合伙人林晨阐述了企业境外上市中的“网络安全及数据保护”实践。主要介绍了境外上市备案的新规概况对比与要点分析评价，明确境外上市备案情况、审核要点及相关监管措施，并从实操角度给予了具体的经验指导。



大成上海合伙人江苗具体分析了数据出境的合规路径和常见问题，展示了数据出境安全评估、标准合同备案通过状态，并介绍数据出境的三种合规路径。关于数据出境的常见问题，江苗律师还以具体图例描述了数据跨境传输安全评估申报流程、安全评估申报流程及标准合同备案流程。



大成上海合伙人郭玉兰以实际案例为切入点，具体完整地分析了企业并购过程中的数据安全规划流程。对于并购交易前的数据安全规划、数据合规尽职调查的关键问题、并购交易文件起草中的数据安全规划、并购交易中数据资产交割和交割后整合的合规要求等问题做出了详实具体的规范性解答。



大成合肥高级合伙人程晋龙独辟蹊径，从破产视角看企业合规管理的必要性。联系当代大环境下的经济背景，结合特定场景下的实际情况，以无序混乱的企业治理结构反衬出企业经营管理中的合规文化的存在必要。





大成合肥合伙人夏冰就小企业数据合规的实务操作所做的报告，为本次论坛的结束划上了圆满的句号。夏冰律师采用典例分析，强调人工智能时代数据价值与其流动实现的重要性，以大数据背景下多个具有划时代意义的数据安全相关“第一案”为引，明确了现阶段存在的风险及规避风险所需要注意的具体事宜。正如夏律师强调，“数据引领未来，合规创造价值”，网络安全与数据合规在当今多个领域都是极富魅力与挑战性的存在。



至此，“企业境内外上市与网络安全&数据合规”论坛圆满结束。本次论坛聚焦网络安全、数据合规与企业上市的法律实践、综合数据合规服务、数据出境风险评估等主

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



题展开深入探讨。与会嘉宾分享实战经验，干货满满、真知灼见、精彩纷呈，线上线下数千人进行观看。



“数据引领未来，合规创造价值”，网络安全与数据合规在当今多个领域都是极富挑战性的存在。作为专业性法律服务机构，大成律师事务所已在资本市场与数据合规法律服务上先行一步，在助力拟上市企业及其他市场主体更好实现网络安全、数据合规与数据出境各方面积累了相当的法律实践经验，通过“企业境内外上市与网络安全&数据合规”论坛深度推动专业化，践行专业引领、行业互通、共同促进、彼此成就的发展理念。

## 大成助力德业股份完成向特定对象发行股票的注册

2023 年 7 月 20 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）出具《关于同意宁波德业科技股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可〔2023〕1583 号），同意宁波德业科技股份有限公司（以下简称“德业股份”或“公司”）向特定对象发行股票的注册申请。

大成助力德业股份本次发行募集资金总额为不超过人民币 3,550,000,000.00 元，募集资金拟用于年产 25.5GW 组串式、储能式逆变器生产线建设项目，年产 3GW 微型逆变器生产线建设项目，逆变器研发中心建设项目等。

德业股份是一家集研发、设计、生产、销售、服务为一体的全球化新能源科技企业。公司于 2021 年 4 月在上海证券交易所主板成功挂牌上市（股票代码：605117），目前旗下拥有全系列光伏逆变器、储能电池包、以除湿机为代表的环境电器及热交换器四大核心产业链。公司秉承“德为首，业更兴，绿色产业，美好未来”的经营理念，完成了从一家小型企业到大型科技公司、从单一产业到多元化产业链、从传统产业到自主创新产业格局的历史转变。近年来，德业股份立足于现有基础，发挥既有的各项优势，加快转型升级，创新驱动，以全球化的视野和前瞻的思路，创新求变，顺应潮流，赋予德业产品“智能、健康、节能、环保”的全新定位，依托中国广阔的市场优势和强大的互联网科技资源，成为新能源逆变技术的创新者与引领者。



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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

大成律师团队作为德业股份本次发行的专项法律顾问，对德业股份本次向特定对象发行股票注册申请项目（以下简称“本项目”）提供了专业高效的法律支持。大成律师团队由北京总所合伙人章蕴芳律师、宁波办公室高级合伙人叶元华牵头，团队成员包括合伙人刘莉、律师助理李凯妍、律师俞芳鑫、蒋卓伶等。大成律师团队为本项目提供全程法律服务，包括但不限于协助审查本项目的增发方案、定向发行募集说明书、申请文件以及其他相关法律文件的合法合规性，开展尽职调查，出具法律意见书和律师工作报告，回复监管机构的反馈意见等。

## 大成助力珠海农商行发行全国首笔境内银行主体绿色莲花债

2023年8月15日，大成助力珠海农村商业银行股份有限公司（以下简称“**珠海农商行**”）在澳门成功定价发行5亿元离岸人民币绿色债券（下称“绿色莲花债”）。该笔债券发行期限为3年，票面利率为3.5%。

今年2月，《关于金融支持横琴粤澳深度合作区建设的意见》出台，围绕民生金融、跨境贸易投融资、金融基建联通等提出多项政策措施。本次债券成功发行是大成迎来的又一重要里程碑，标志着粤港澳大湾区正式进入深度合作阶段，推动境内金融机构赴澳发债进程，支持了澳门债券市场发展，也持续助力了人民币国际化进程。

该笔绿色莲花债历史性地创下了多个“全国首单”：

1. 全国首单境内银行主体莲花债；
2. 全国首单地方法人金融机构莲花债；
3. 澳门首单境内主体高级无抵押绿色债券。

这为拓展两地金融产业联动创新发展空间，特别是澳门发展人民币离岸金融市场注入强劲动力。

珠海农商行始创于1952年，70年来珠海农商行始终坚守定位、专注主业，坚定不移推进改革创新，打造“惠民、亲民、便民”品牌形象，积极推进粤港澳大湾区建设和乡村振兴战略，实现自身与地方经济协调可持续发展，经营业绩、管理效能、监管指标均处于同业优秀水平。

大成律师团队在本项目中担任承销商的中国法律顾问，为本项目提供了专业的法律支持。大成律师团队由大成南京办公室高级合伙人**蒋伟光**，律师**杨婧文**、**张璐**组成。

## 大成助力喜相逢完成红筹境外上市证监会备案

2023年8月18日，中国证监会国际合作部发布关于XXF Group Holdings Limited（喜相逢集团控股有限公司）境外发行上市备案通知书（国合函〔2023〕1142号）（以下简称“《备案通知书》”），标志着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》等一系列新规（以下简称“备案新规”）实施以来，大成律师协助完成的首家境外上市企业所需的中国证监会备案。大成上海受聘担任本次喜相逢港股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本次中国证监会备案。



此前，大成律师与其他中介机构已协助公司完成了向香港联交所递交首次公开发行股票并在香港联交所主板上市的申请。

根据《备案通知书》，喜相逢本次拟发行不超过137,500,000股境外上市普通股并在香港联合交易所上市，系以红筹架构申报境外间接发行上市，备案主体为喜相逢的境内运营主体“喜相逢融资租赁集团有限公司”，备案接收日期为2023年4月17日，历时123天完成备案。

大成律师团队作为本次喜相逢港股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。大成律师团队由上海办公室高级合伙人林兢、律师陈慧婷、赖永进共同为其提供法律服务和专业指导。

这是备案新规实施以来，大成律师协助客户完成的第一单境外发行上市备案项目，也是中国证监会备案通过的第十单境外间接上市项目。

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 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

## 第三章

## 新规速递

## 李强签署国务院令 公布《私募投资基金监督管理条例》

新华社北京7月9日电 国务院总理李强日前签署国务院令，公布《私募投资基金监督管理条例》（以下简称《条例》），自2023年9月1日起施行。

党中央、国务院高度重视私募投资基金行业发展和风险防控。近年来，我国私募投资基金行业稳步发展，在提高直接融资比重、促进经济发展方面发挥了积极作用。制定专门行政法规，将私募投资基金业务活动纳入法治化、规范化轨道进行监管，旨在鼓励私募投资基金行业规范健康发展，更好保护投资者合法权益，进一步发挥服务实体经济、促进科技创新等作用。《条例》共7章62条，重点规定以下内容。

一是明确适用范围。将契约型、公司型、合伙型等不同组织形式的私募投资基金均纳入适用范围，规定以非公开方式募集资金，设立投资基金或者以进行投资活动为目的依法设立公司、合伙企业，由私募基金管理人或者普通合伙人管理，为投资者的利益进行投资活动，适用本条例。

二是明确私募基金管理人和托管人的义务要求。明确不得成为私募基金管理人及其控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员等相关主体的情形，明确从业人员应当按照规定接受合规和专业能力培训。规定私募基金管理人应当依法向国务院证券监督管理机构委托的机构履行登记手续，明确注销登记的情形。列举私募基金管理人的股东、实际控制人、合伙人禁止实施的行为，明确私募基金管理人应当持续符合的要求。明确私募基金管理人、私募基金托管人的职责。

三是规范资金募集和投资运作。私募投资基金应当向合格投资者募集或者转让，单只私募投资基金的投资者累计不得超过法律规定的人数。私募基金管理人应当根据投资者风险识别能力和风险承担能力匹配不同风险等级的私募投资基金产品。加强私募投资基金募集完毕后的监管监测。明确私募投资基金财产投资的范围以及不得经营的业务，规定私募投资基金的投资层级。规范私募基金管理人及其从业人员的行为。

四是对创业投资基金作出特别规定。国家对创业投资基金给予政策支持，鼓励和引导其投资成长性、创新性创业企业。加强监督管理政策和发展政策的协同配合，明确创

业投资基金应当符合的条件，对创业投资基金实施区别于其他私募投资基金的差异化监督管理和自律管理。

五是强化监督管理和法律责任。规定私募投资基金业务活动的监督管理应当贯彻党和国家路线方针政策、决策部署。明确国务院证券监督管理机构的监管职责及监管措施等。规定国务院证券监督管理机构会同国务院有关部门和省级人民政府建立私募投资基金监督管理信息共享、统计数据报送、风险处置协作机制。此外，对违反本条例的法律责任作了明确规定。

**附件：《私募投资基金监督管理条例》全文**

[https://www.gov.cn/zhengce/content/202307/content\\_6890738.htm](https://www.gov.cn/zhengce/content/202307/content_6890738.htm)

# 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

2023年7月3日，国务院总理李强签署第762号国务院令，公布《私募投资基金监督管理条例》（以下简称《条例》），自2023年9月1日起施行。日前，司法部、证监会负责人就《条例》有关问题回答了记者提问。

问：请简要介绍一下制定《条例》的背景和总体思路。

答：党中央、国务院高度重视私募投资基金（以下简称私募基金）行业规范健康发展和风险防控，党的二十大报告提出，健全资本市场功能，提高直接融资比重。为贯彻落实党中央、国务院决策部署，司法部、证监会会同有关部门在深入调查研究，广泛听取部门、机构、专家等方面意见，并向社会公开征求意见的基础上，形成了《条例》草案。起草《条例》过程中，主要把握了以下总体思路：一是统筹发展和安全。坚决贯彻落实党中央、国务院关于防范化解重大风险、维护金融安全的决策部署，抓住行业关键主体和关键环节，强化风险源头管控，同时发挥私募基金行业服务实体经济、支持科技创新等方面的作用。二是规范监管和尊重市场规律相结合。尊重私募基金行业相关主体运行规律，重在划定监管底线、强化事中事后监管，对私募基金管理人及其重大事项变更实行登记管理，并对不同类型私募基金特别是创业投资基金实施差异化监管。

问：请问我国私募基金行业的发展对经济活动有哪些积极作用？

答：近年来，我国私募基金行业稳步发展。截至2023年5月，在中国证券投资基金业协会（以下简称基金业协会）登记的私募基金管理人2.2万家，管理基金数量15.3万只，管理基金规模21万亿元左右。私募基金在服务实体经济、支持创新创业、提高直接融资比重以及服务居民财富管理等方面发挥了重要积极作用。

一是促进股权资本形成，有效服务实体经济。截至2023年一季度，私募股权基金（含创业投资基金）累计投资于境内未上市未挂牌企业股权、新三板企业股权和再融资项目数量近20万个，为实体经济形成股权资本金超过11.6万亿元。注册制改革以来，近九成的科创板上市公司、六成的创业板上市公司和九成以上的北交所上市公司在上市前获得过私募股权基金支持。



二是服务重点领域和战略性新兴产业，有效支持国家战略。私募股权基金投资呈现典型的初创期、中小型、高科技特点，积极支持计算机、半导体、医药生物等重点科技创新领域和国家战略。截至 2023 年一季度，私募股权基金累计投资上述企业近 5 万亿元。

三是积极发挥投资功能作用，助推经济发展和创业就业。私募基金行业积极践行长期投资和价值投资理念，所投资企业广泛覆盖民营企业、中小企业，对于激发经济活力、促进创新创业具有重要意义，同时对稳增长、稳就业的支撑作用逐步发挥。

四是私募证券基金促进提升资本市场投资者群体的机构化程度。私募证券基金产品类型和投资策略多元，规模稳步增长，有利于壮大机构投资者队伍、优化市场投资者结构。不同策略基金多样化发展，也对促进市场价格发现、平抑市场波动、增强市场韧性发挥了积极作用。

问：出台《条例》对私募基金行业健康发展有哪些积极意义？

答：党中央、国务院高度重视私募基金行业发挥功能作用。《条例》的出台有利于进一步完善私募基金法规体系，促进私募基金行业健康发展。一是《条例》开宗明义，在总则中明确提出鼓励私募基金行业“发挥服务实体经济、促进科技创新等功能作用”，凝聚各方共识，共同优化私募基金行业发展环境。二是设立创业投资基金专章，明确创业投资基金的内涵，实施差异化监管和自律管理，鼓励“投早投小投科技”。三是明确政策支持，对母基金、创业投资基金、政府性基金等具有合理展业需求的私募基金，《条例》在已有规则基础上豁免一层嵌套限制，明确“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”，支持行业发挥积极作用，培育长期机构投资者。

问：为促进私募基金行业规范发展，《条例》作了哪些规定？

答：《条例》坚持强化风险源头管控，划定监管底线，全流程促进私募基金规范运作。一是突出对关键主体的监管要求。加强私募基金管理人监管，明确法定职责和禁止性行为，强化高管人员的专业性要求，按照规定接受合规和专业能力培训；明确私募基金管理人需向基金业协会申请登记，并确保其满足持续运营要求，具备从事私募基金管理的相应能力。私募基金托管人依法履行职责。二是全面规范资金募集和备案要求。坚守“非公开”“合格投资者”的募集业务活动底线，落实穿透监管，加强投资者适当性管理。明确私募基金募集完毕后向基金业协会备案。三是规范投资业务活动。明确私募



基金财产投资范围和负面清单，同时为私募基金产品有序创新预留了空间。对专业化管理、关联交易管理作了制度安排，维护投资者合法权益。建立健全私募基金监测机制，加强全流程监管。四是明确市场化退出机制。为构建“进出有序”的行业生态，对于私募基金管理人出现相关情形的，规定基金业协会应当及时注销登记并予以公示；私募基金无法正常运作、终止的，由专业机构行使更换私募基金管理人、修改或者提前终止基金合同、组织基金清算等职权。五是丰富事中事后监管手段，加大违法违规行为惩处力度。为保障监管机构能够有效履职，《条例》明确证监会可以采取现场检查、调查取证、账户查询、查阅复制封存涉案资料等措施；发现私募基金管理人违法违规的，可区分情况依法采取责令暂停业务、更换人员、强制审计以及接管等措施。同时，对标《证券投资基金法》，对规避登记备案义务、挪用侵占基金财产、内幕交易等严重违法违规行为，加大惩处打击力度。

问：为支持鼓励创业投资基金发展，《条例》作了哪些差异化安排？

答：近年来，以创业投资基金为代表的私募基金在“投早投小投科技”方面发挥了重要作用，是促进科技自立自强、产业创新升级的重要力量。《条例》在总则中明确对创业投资基金实施分类监管，并为创业投资基金设置专章。在投资范围、投资期限、合同策略等方面明确创业投资基金应当符合的条件，并加强创业投资基金监管政策和发展政策的协同配合。《条例》在登记备案、资金募集、投资运作、风险监测、现场检查等方面，对创业投资基金实施差异化监管和自律管理，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。下一步，相关部门将进一步研究出台支持创业投资基金发展的具体政策举措。

问：目前私募基金行业整体情况如何？为配合《条例》落地实施，证监会下一步将开展哪些工作？

答：近年来，证监会不断完善监管规则，强化日常监管，规范行业秩序，推进优化政策环境。目前，私募基金规模持续增长，私募基金管理人投资管理能力逐步增强，行业呈健康发展态势，功能作用持续发挥，存量风险显著压降。《条例》中主要监管原则和要求已在近年发布的监管规则中有所体现，行业已有认同度和预期，合规风控水平稳步提高，行业生态持续优化。

《条例》的发布既是健全私募基金监管基础性法规制度的标志，也是促进行业高质量发展进入新阶段的标志，对行业具有里程碑意义。为贯彻落实好《条例》，证监会将

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

重点开展以下工作：一是完善部门规章、规范性文件和自律规则。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。二是全面宣传解读贯彻《条例》，开展对私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金服务机构以及从业人员等各方的培训工作，引导各方准确充分学习理解《条例》内容，准确把握要点，提高规范运作水平。三是进一步推进优化私募基金行业发展环境，畅通“募”“投”“管”“退”各环节，推动私募基金行业高质量发展迈上新台阶。

# 认真贯彻落实私募条例 推动行业高质量发展——方星海副主席在《私募投资基金监督管理条例》座谈会上的讲话

各位嘉宾、各位同仁：

下午好！

6月16日，国务院常务会议审议通过《私募投资基金监督管理条例（草案）》，7月9日私募条例正式发布，并将自9月1日起实施。私募条例的出台，行业很期待、很振奋，刚才各位嘉宾发言也给予了高度肯定和积极认可。大家为下一阶段条例的贯彻落实、行业的健康发展提出了很多宝贵意见和建议，在此我代表证监会表示感谢，同时证监会系统各单位也要认真研究，做好吸收采纳。下面结合各位嘉宾的发言，我谈几点看法，跟大家作个交流。

## 一、充分认识私募条例出台的重要意义

从2013年启动，再到2023年审议通过并颁布实施，私募条例的制定工作历经十年，经过反复研究论证，数易其稿，终结硕果，十分不易。私募条例的出台，体现了党中央、国务院对私募行业的高度重视、关心和支持，是行业的一件大事和喜事，对行业具有里程碑意义。

私募条例的出台，是贯彻落实党中央决策部署的重要举措。党的二十大报告提出，要“依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线”，要“健全资本市场功能，提高直接融资比重”，“加快实施创新驱动发展战略”。私募条例将党中央的相关决策措施予以制度化、法律化，标志着我国私募基金行业进入了一个崭新的发展阶段。条例的实施，必将增强行业的公信力和吸引力，充分发挥私募基金在直接融资中的重要作用，对于助力资本市场改革发展、服务实体经济和支持科技创新具有重要而深远的意义。

私募条例的出台，是进一步夯实行业法治基础的迫切需要。长期以来，私募基金行业面临法律法规供给不足、制度建设相对薄弱的问题，行业准入门槛低，事中事后监管手段不足，行政处罚力度不够，导致部分机构合规风控意识不强，专业化运作水平有待提高，违法违规行为和风险时有发生，特别是一些影响较大的风险个案，严重损害了行

业形象声誉。私募条例将各类私募基金统一纳入法治化、规范化的轨道，为私募行业的规范发展和有效监管提供了强有力的法律保障。

私募条例的出台，是实现行业高质量转型发展的重要保障。目前，我国私募基金行业管理规模已突破 20 万亿大关，位居世界前列，部分头部机构脱颖而出，专业能力日益提升，各类“伪私募”“乱私募”得到有效清理，行业生态逐步净化并持续向好。当前行业正处于由“量的增长”向“质的提升”迈进的重要转折期。作为私募基金行业最高级别的专门立法，私募条例夯实了行业的制度基础，有利于更好地保护投资者合法权益，促进行业规范健康发展。在私募条例的保驾护航下，私募基金行业必将开启高质量发展的新篇章。

## 二、准确理解私募条例的制度内容

在全面总结行业监管的经验，系统研究实践中出现的新情况，不断深化对私募基金运行规律和特点的认识，及时将行之有效的行业规范上升为法规条文的基础上，条例按照激发行业活力、聚集市场动能、加强内在约束、促进健康发展的要求，在市场准入、展业要求、登记备案、资金募集、投资运作、监督管理、责任配置等方面作出了一系列的制度安排，主要呈现以下亮点：

一是通过行政法规确认私募基金的法律地位和功能作用。2013 年修订实施的基金法第一次将私募基金纳入法律和监管框架。十年来，我国私募基金行业发展迅速，从一个“小众行业”发展为金融体系的重要组成部分，在提高直接融资比重、支持产业转型升级、服务居民财富管理等方面发挥了不可替代的作用。在当前私募基金行业高质量发展的转型阶段，条例的出台正是对行业十年发展成绩的充分肯定，也是在行政法规层面对私募基金法律地位的进一步确认。条例在总则中开宗明义地提出，“国家鼓励私募基金行业规范健康发展，发挥服务实体经济、促进科技创新等功能作用”，对行业提出了更新更高的要求，更为行业发展增添了充足的底气。

二是明确登记备案制度是对私募基金管理模式的有益探索。条例在基金法的框架下，明确私募基金管理人需要登记，私募基金募集完毕应当备案，是规范监管和尊重市场规律相结合的具体体现，这也说明登记备案制度是符合我国国情和行业发展特点的。条例立足于私募基金有金融业务和金融产品属性、但管理人现阶段暂未明确为金融机构的实际情况，结合私募基金对管理人水平要求高的特点，制定了一系列的负面清单和正面的



持续运营要求，确保管理人具备相应的专业能力，既有利于夯实私募基金规范发展的制度依据和监管框架，又能保证其运作具备应有的动力和活力。

三是设定各类市场主体的行为规范。针对私募基金行业的突出问题，条例抓住管理人及其股东、实控人、合伙人等关键主体，聚焦资金募集、投资运作等关键环节，加强对相关主体的行为规范，强化风险源头管控，引导行业良性发展。明确了私募基金管理人的诚信勤勉义务，列明了应当履行的法定职责。坚守“非公开”“合格投资者”的募集行为底线，落实穿透监管，强化投资者适当性管理。对专业化管理、关联交易管理作出制度安排，防范利益冲突和利益输送行为，严禁保本保收益、利用未公开信息交易、挪用侵占基金财产等违法违规行为。

四是健全市场化约束机制。私募基金姓“私”，条例牢牢把握私募基金契约自由、市场自律、责任自负的特点，贯穿了以市场为导向的基本精神，为发挥市场机制的自我约束作用创造条件。针对行业面临的“退出难”问题，提供市场化退出安排，为私募基金良性退出和投资者权益保护提供制度保障。着力建立私募基金管理人与高级管理人员的利益绑定机制，将股东、从业人员、投资者利益“捆绑”，避免在出现风险后管理人“一走了之”。强化信息提供和信息报送要求，提升信息报送和披露的真实性、准确性和完整性，防范信息不对称导致的道德风险和逆向选择。

五是营造有利的发展经营环境。条例集中解决了一批阻碍行业发展的桎梏和顽疾，是优环境、促发展的“护身符”。为解决契约型基金对外投资的显名登记问题提供了法规依据，落实基金财产的独立性要求，形成对外公示效果，使契约型私募股权基金的对外投资有据可查，解决投资者的后顾之忧。条例规定要建立健全私募基金监测机制，搭建统一的信息平台，使集中汇集电子合同、产品过程信息、投资者份额持有情况等信息成为可能，有利于夯实行业运营基础设施，提升私募基金运作的安全性和透明度。

六是对创业投资基金实行差异化监管。条例设专章支持创业投资基金发展，制定了统一性与差异化相结合、监管规则与促进政策相协调的专项规范。考虑到创业投资基金作为一类特殊的私募基金，在投资范围、投资策略、杠杆适用、存续期限等方面有别于其他基金，条例规定对创业投资基金实施差异化监管和自律管理，在投资退出等方面提供更多便利，吸引更多资金“投小、投早、投科技”，畅通“科技-产业-金融”良性循环。

七是强化事中事后监管。条例丰富了监管措施和执法手段，系统设定法律责任，明确市场禁入制度，大幅提升对违法违规的处罚力度。明确了私募基金管理人注销机制，对不具备经营展业条件和涉嫌严重违法违规的管理人予以注销，为持续出清“伪劣乱”私募提供了法规依据，是构建“进出有序、优胜劣汰”行业生态的重要举措。这些规定对于威慑违法违规行为、惩治“害群之马”、维护行业秩序、净化市场环境，将产生非常积极的效果。

### 三、凝心聚力做好私募条例的贯彻落实

法律的生命和权威在于实施，充分发挥私募条例的规范、引领、保障作用，关键在贯彻落实，推动形成市场主体严格守法、监管机构规范执法的良好局面。

——做好法规的宣传、教育。要将条例的学习、宣传和贯彻作为全行业当前及今后一段时期的一项重点工作，全面开展形式多样、务实有效的普法宣传和培训学习活动，推动形成学法、懂法、守法、用法的良好氛围，使条例的精神和理念深入人心，确保条例的制度安排落地生根，将行业改革发展的各项工作引向深入。

——抓紧开展一次全方位的规章制度清理重构。要以条例出台实施为契机，对私募基金规章制度进行全面系统梳理，统筹运用“立改废释纂”等方式，进一步加强行业配套基础制度建设。要将今年作为行业法治建设的关键年，紧扣“建制度”主线，及时修改现行的规章制度，抓紧出台配套的实施细则，全面落实条例中的授权条款，力争在年内初步形成内容科学完备、体系清晰协调、运行高效透明的规则体系。

——拓展私募基金募资渠道，促进行业高质量发展。以贯彻落实私募条例为抓手，会同各方面优化行业发展环境，打通“募投管退”各环节的痛点堵点，进一步壮大私募基金的投资力量。丰富资金来源，逐步扩大引入保险资金、社保基金和养老金等长期资金；推动完善税收政策，形成符合行业特点的税收中性制度和激励机制；加强数据治理，推进信息披露、电子合同、份额登记等基础设施建设；强化投资者教育，培育理性投资、价值投资、长期投资的理念；拓宽退出渠道，促进“投资-退出-再投资”良性循环。

——强化行政监管和自律管理，切实保护投资者合法权益。投资者是行业的立身之本，要始终把保护投资者合法权益作为监管工作的出发点和落脚点。监管部门要用足用好相关规定，推动监管理念、方式和手段与时俱进，不断提高分类监管、持续监管的能力和水平，督促行业机构和从业人员及时对标整改，自觉守法经营，切实维护投资者的

合法权益和投资信心。基金业协会要充分发挥“自律、服务、桥梁、创新”的职能作用，持续深化登记备案改革，着力提高自律管理质效，不断优化行业服务水平。

今年是贯彻落实党的二十大精神的关键之年，也是“十四五”规划实施承前启后的关键一年。我们坚信，认真贯彻实施私募条例，一定会推动私募基金行业市场化、法治化迈上新台阶，必将为行业高质量发展注入新动能，为走好中国特色现代资本市场发展之路贡献力量，为实现高水平科技自立自强再立新功。

## 证监会指导中国证券业协会发布《证券公司债券业务执业质量评价办法》 强化债券承销分类监管

为深入贯彻党的二十大和中央经济工作会议精神，贯彻落实党和国家机构改革重大决策部署，按照《关于深化债券注册制改革的指导意见》《关于注册制下提高中介机构债券业务执业质量的指导意见》要求，进一步压实中介机构责任，引导中介机构高质量执业，证监会指导证券业协会修订发布《证券公司债券业务执业质量评价办法》（简称《评价办法》），进一步优化证券公司债券业务评价指标体系，加强债券承销分类监管。

2020年，证券业协会修订发布《证券公司公司债券业务执业能力评价办法(试行)》，从制度与人员保障、业务能力、合规展业、风控实效、服务国家战略等五方面对证券公司开展评价，在推动证券公司规范债券执业方面发挥了积极作用。此次修订，进一步聚焦注册制下提升债券业务执业质量内涵和要求，对评价指标体系进行了全面优化，实现了对证券公司债券执业行为的全方位、全链条的监管评价。《评价办法》坚持问题导向，突出监管与市场引导并重，旨在推动证券公司强化债券业务全流程规范管理，进一步夯实注册制下证券公司的“看门人”责任。

同时，按照统一公司债券和企业债券、促进协同发展的思路，此次《评价办法》修订，将企业债券中介机构分类评价一并纳入，实现统一规范。按照企业债券职责划转过渡期安排，2023年企业债券中介机构执业评价标准、工作流程和机制保持不变，相关工作正在推进中。明年企业债券相关中介机构将统一纳入评价范围。

下一步，证监会将指导证券业协会等相关单位按照《评价办法》相关要求，稳妥开展证券公司债券业务执业质量评价工作，同时，加强分类评价结果运用，引导证券公司不断提升债券执业质量，进一步增强债券市场服务实体经济高质量发展的能力。



## 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>

## 证监会发布《上市公司独立董事管理办法》

为贯彻落实《国务院办公厅关于上市公司独立董事制度改革的意见》（以下简称《意见》），优化上市公司独立董事制度，证监会近日发布《上市公司独立董事管理办法》（以下简称《独董办法》），自 2023 年 9 月 4 日起施行。

《独董办法》自 2023 年 4 月 14 日至 5 月 14 日向社会公开征求意见。社会各界对规则内容总体支持，提出的修改完善意见建议，证监会逐条研究，认真吸收采纳，并相应修改了规章内容。

修改完善后的《独董办法》共六章四十八条，主要包括以下内容：一是明确独立董事的任职资格与任免程序。细化独立性判断标准，并对担任独立董事所应具备的专业知识、工作经验和良好品德作出具体规定。改善选任制度，从提名、资格审查、选举、持续管理、解聘等方面全链条优化独立董事选任机制，建立提名回避机制、独立董事资格认定制度等。明确独立董事原则上最多在三家境内上市公司担任独立董事的兼职要求。二是明确独立董事的职责及履职方式。独立董事履行参与董事会决策、对潜在重大利益冲突事项进行监督、对公司经营发展提供专业建议等三项职责，并可以行使独立聘请中介机构等特别职权。聚焦决策职责，从董事会会议会前、会中、会后全环节，提出独立董事参与董事会会议的相关要求。明确独立董事通过独立董事专门会议及董事会专门委员会等平台对潜在重大利益冲突事项进行监督。要求独立董事每年在上市公司的现场工作时间不少于十五日，并应当制作工作记录等。三是明确履职保障。健全履职保障机制，上市公司应当为独立董事履行职责提供必要的工作条件和人员支持。健全独立董事履职受限救济机制，独立董事履职遭遇阻碍的，可以向董事会说明情况，要求董事、高级管理人员等予以配合，仍不能消除阻碍的，可以向中国证监会和证券交易所报告。四是明确法律责任。按照责权利匹配原则，针对性细化独立董事责任认定考虑因素及不予处罚情形，体现过罚相当、精准追责。五是明确过渡期安排。对上市公司董事会及专门委员会的设置、独立董事专门会议机制、独立董事的独立性、任职条件、任职期限及兼职家数等事项设置一年的过渡期。过渡期内，上述事项与《独董办法》不一致的，应当逐步调整至符合规定。

下一步，证监会将指导证券交易所、中国上市公司协会建立健全独立董事资格认定、信息库、履职评价等配套机制，加大培训力度，引导各类主体掌握改革新要求。同时，持续强化上市公司独立董事监管，督促和保障独立董事发挥应有作用。

**附件：【第 220 号令】《上市公司独立董事管理办法》**

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101953/c7424110/content.shtml>

# 证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问

7月24日中央政治局会议对资本市场工作作出重要部署，明确提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”。近日，证监会有关负责人就贯彻落实情况接受了媒体采访。

1. 请问证监会对贯彻落实这项决策部署有何考虑？下一步将采取哪些政策举措？

答：这次中央政治局会议强调“要活跃资本市场，提振投资者信心”，这是党中央对资本市场工作的新部署新要求，充分体现了党中央对资本市场的高度重视和殷切期望，充分体现了稳定资本市场预期对于维护经济社会大局稳定的重要意义。证监会深入学习贯彻中央政治局会议精神，认真落实国务院常务会议、国务院全体会议部署，成立了专项工作组，在集思广益的基础上，专门制定工作方案，确定了活跃资本市场、提振投资者信心的一揽子政策措施。

总体思路是，以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持稳中求进工作总基调，坚持系统观念，坚持问题导向，坚持市场化、法治化方向，围绕建设中国特色现代资本市场这一主线，综合施策，协同发力，更好发挥资源配置、价格发现、风险管理功能，持续优化市场生态，有效提升市场活力、效率和吸引力，保持资本市场稳中向好发展态势，实现资本市场与实体经济良性互动。

工作中把握好几个原则：一是标本兼治。既立足当下，加快推出一批可落地、有实效的政策举措，稳定预期、提振信心，又着眼长远，坚持改革开路，统筹发展股票、债券、期货市场，完善资本市场基础制度。二是突出重点。解放思想，找准发力点，力争在引入源头活水、降低交易成本、提高交易畅通性等问题上取得突破。三是稳字当头。把握好稳和活的关系，统筹活市场、稳预期、守底线各项工作，坚持在维护市场总体平稳的前提下提升市场活跃度。四是发挥合力。加强跨部委沟通和政策协同，同向发力，形成活跃市场、提振信心的强大合力。主要措施包括以下几个方面：

一、加快投资端改革，大力发展权益类基金。加快制定资本市场投资端改革行动方案，从推动公募基金行业高质量发展、持续优化市场投资生态、加大中长期资金引入力度等方面作出系统安排。大力发展权益类基金是投资端改革的重要内容，重点措施包括：一是放宽指数基金注册条件，提升指数基金开发效率，鼓励基金管理人加大产品创新力

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



度。二是推进公募基金费率改革全面落地，降低管理费率水平。三是引导头部公募基金公司增加权益类基金发行比例，促进公募基金总量提升和结构优化。四是引导公募基金管理人加大自购旗下权益类基金力度。五是建立公募基金管理人“逆周期布局”激励约束机制，减少顺周期共振。六是拓宽公募基金投资范围和策略，放宽公募基金投资股票股指期货、股指期货、国债期货等品种的投资限制。

二、提高上市公司投资吸引力，更好回报投资者。一是制定实施资本市场服务高水平科技自立自强行动方案。建立完善突破关键核心技术的科技型企业上市融资、债券发行、并购重组“绿色通道”。二是强化分红导向，推动提升上市公司特别是大市值公司分红的稳定性、持续增长性和可预期性。研究完善系统性长期性分红约束机制。通过引导经营性现金流稳定的上市公司中期分红、加强对低分红公司的信息披露约束等方式，让投资者更早、更多分享上市公司业绩红利。三是修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件，支持上市公司开展股份回购。四是深化上市公司并购重组市场化改革。优化完善“小额快速”审核机制，适当提高轻资产科技型企业重组的估值包容性，丰富重组支付和融资工具。五是进一步推动中国特色估值体系建设。突出扶优限劣，研究对于破发或破净的上市公司和行业，适当限制其融资活动，要求其提出改善市值的方案。六是统筹好一二级市场平衡。合理把握 IPO、再融资节奏，完善一二级市场逆周期调节。此外，在支持北交所高质量发展、推出企业境外上市“绿灯”案例、进一步推动 REITs 常态化发行方面也将推出务实举措。

三、优化完善交易机制，提升交易便利性。目前已宣布降低结算备付金缴纳比例，降低股票基金申报数量要求，研究将 ETF 引入盘后固定价格交易机制，推出创业板询价转让和配售减持制度。下一步将推出以下措施：一是降低证券交易经手费，同步降低证券公司佣金费率。二是进一步扩大融资融券标的范围，降低融资融券费率，将 ETF 纳入转融通标的。三是完善股份减持制度，加强对违规减持、“绕道式”减持的监管，同时严惩违规减持行为。四是优化交易监管，增强交易便利性和畅通性，提升交易监管透明度。适时推出程序化交易报告制度。五是研究适当延长 A 股市场、交易所债券市场交易时间，更好满足投资交易需求。

四、激发市场机构活力，促进行业高质量发展。一是坚持集约化、差异化、功能化、国际化发展方向，建设高质量投资银行。优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率。二是实施融资融券逆周期调节，在杠杆

风险总体可控的前提下，研究适度降低场内融资业务保证金比率。三是研究推出深证 100 股指期货期权、中证 1000ETF 期权等系列金融期货期权品种，更好满足投资者风险管理需要。允许更多境内外投资机构在审慎前提下使用衍生品管理风险。四是落实差异化监管政策，对优质私募股权创投基金简化登记备案，进一步推进私募股权创投基金实物分配股票试点。五是大力发展中国特色指数体系和指数化投资，鼓励各类资金通过指数化投资入市。

五、支持香港市场发展，统筹提升 A 股、港股活跃度。目前，已经宣布在沪深港通中引入大宗交易机制。下一步，将进一步推出务实举措，激发香港市场活力，促进内地和香港市场协同发展。一是持续优化互联互通机制，进一步拓展互联互通标的范围，在港股通中增设人民币股票交易柜台。二是在香港推出国债期货及相关 A 股指数期权。三是支持在美上市中概股在香港双重上市。

六、加强跨部委协同，形成活跃资本市场合力。活跃资本市场、提振投资者信心是一项系统工程，涉及方方面面工作，需要打出一套“组合拳”，形成政策合力。特别是在中长期资金入市、资本市场税收政策等方面，需要有关部委协同支持。近期，我们加大跨部委沟通协调，抓紧研究推动若干重要举措。比如，推动优化上市公司股权激励个人所得税纳税时点等资本市场相关税收安排；推动建立健全保险资金等权益投资长周期考核机制，促进其加大权益类投资力度；引导和支持银行理财资金积极入市；支持银行类机构等更多投资者全面参与交易所债券市场，等等。

需要强调的是，活跃资本市场、提振投资者信心与稳字当头、稳中求进是相辅相成、内在统一的。没有相对稳定的市场环境，活跃市场、提振信心也就无从谈起。我们将统筹做好活跃市场与防范风险、加强监管各项工作，会同有关方面稳妥防范处置城投债券、房地产等重点领域风险，坚决维护市场稳定运行，坚守监管主责主业，加大资本市场假打假力度，从严从快从重查处欺诈发行、财务造假、操纵市场、内幕交易等典型违法案件，为投资者提供真实透明的上市公司，巩固长期投资信心。

2. 增量资金流入是活跃市场的关键。请问在引入更多中长期资金方面，有什么考虑和具体举措？

答：近年来，社保基金、保险资金、年金基金等中长期资金坚持市场化、专业化运营，整体保持净流入，在保值增值的同时，实现了与资本市场的良性互动。但总体上看，中长期资金不足仍是制约资本市场健康发展的突出问题。目前，中长期资金持股占比不

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

足 6%，远低于境外成熟市场普遍超过 20% 的水平。在有关方面大力支持下，我们正在研究制定资本市场投资端改革方案。在引入更多中长期资金方面，重点是营造有利于中长期资金入市的政策环境。具体举措：一是支持全国社保基金、基本养老保险基金、年金基金扩大资本市场投资范围；二是研究完善战略投资者认定规则，支持全国社保基金等中长期资金参与上市公司非公开发行；三是制定机构投资者参与上市公司治理行为规则，发挥专业买方约束作用；四是优化投资交易监管，研究优化适用大额持股信息披露、短线交易、减持限制等法规要求，便利专业机构投资运作管理；五是丰富场内外金融衍生投资工具，优化各类机构投资者对衍生品使用限制，提升风险管理效率；六是丰富个人养老金产品体系，将指数基金等权益类产品纳入投资选择范围。

同时，我们将加强跨部委沟通协同，加大各类中长期资金引入力度，提高权益投资比例。包括：推动完善全国社保基金、基本养老保险基金的投资管理制度，进一步促进年金基金市场化投资运作水平；推动研究优化保险资金权益投资会计处理，推动保险资金长期股票投资试点落地，并逐步扩大试点范围与资金规模；推动加快将个人养老金制度扩展至全国，扩大制度覆盖面；支持银行理财资金提升权益投资能力；积极推动各类中长期资金树立长期投资业绩导向，全面建立三年以上的长周期考核机制，提升投资行为稳定性。

3. 易会满主席在第十四届陆家嘴论坛上表示，将适时出台资本市场进一步支持高水平科技自立自强的政策措施。请问这方面进展如何，有哪些具体举措？

答：今年以来，证监会在深入开展调研、广泛听取意见建议基础上，加快研究论证进一步支持科技创新的一揽子政策举措，相关文件将适时出台。总的思路是，健全资本市场服务科技创新的支持机制，引导资源向科技创新领域集聚，激发市场科技创新活力，助推科技企业做优做强，畅通“科技-产业-金融”良性循环。

主要政策举措：一是建立突破关键核心技术的科技型企业上市融资、债券发行、并购重组“绿色通道”，提高审核注册效率，增加优质上市公司供给。二是持续完善科技型企业股权激励制度机制，优化实施程序，豁免短线交易，助力科技型企业吸引稳定人才。三是优化科技型上市公司融资环境，积极研究更多满足科技型企业需求的融资品种和方式，研究建立科创板、创业板储架发行制度。四是适当提高轻资产科技型企业重组估值包容性，支持科技型企业综合运用各类支付工具实施重组。五是加强债券市场对科技创新的精准支持，重点支持高新技术和战略性新兴产业企业债券融资，将优质企业科

创债纳入基准做市品种，支持新型基础设施以及科技创新产业园区等发行科技创新领域 REITs。此外，积极支持私募股权创投基金发展，落实差异化监管政策，对优质私募股权创投基金简化登记备案，引导创投基金更多投向科技创新领域。

4. 近期，市场对 IPO 节奏关注较多，也传闻将暂停再融资。请问证监会如何看待？

答：实现资本市场可持续发展，需要充分考虑投融资两端的动态积极平衡。没有二级市场的稳健运行，一级市场融资功能就难以有效发挥。我们始终坚持科学合理保持 IPO、再融资常态化，同时充分考虑二级市场承受能力，加强一、二级市场的逆周期调节，更好地促进一二级市场协调平衡发展。市场会感受到这种变化。

5. 请问在深化并购重组市场化改革方面，有何具体考虑？

答：并购重组是优化资源配置、激发市场活力的重要途径。2019 年以来，每年全市场并购重组 3000 单左右，交易金额均超过 1.5 万亿元。下一步，我们将坚持问题导向，顺应市场需求，深化并购重组市场化改革。一是适当提高对轻资产科技型企业重组的估值包容性，支持优质科技创新企业通过并购重组做大做强。二是优化完善“小额快速”等审核机制，延长发股类重组财务资料有效期，进一步提高重组市场效率。三是出台上市公司定向发行可转债购买资产的相关规则，丰富并购重组支付方式。四是推动央企加大上市公司并购重组整合力度，将优质资产通过并购重组渠道注入上市公司，进一步提高上市公司质量。

6. 股份回购对于稳定股价、提振信心具有重要作用，请问证监会在支持股份回购方面有何考虑？

答：股份回购是国际通行的维护公司投资价值、完善公司治理结构、丰富投资者回报机制的重要手段，是资本市场的一项基础性制度安排。近年来，证监会多方面鼓励、支持上市公司开展股份回购，A 股市场回购规模整体稳步增长。下一步，我们将会同有关方面，进一步优化股份回购制度，支持更多上市公司通过回购股份来稳定、提振股价，维护股东权益，夯实市场平稳运行的基础。一方面，加快推进回购规则修订，放宽上市公司在股价大幅下跌时的回购条件，放宽新上市公司回购限制，放宽回购窗口期的限制条件，提升实施回购的便利性。另一方面，鼓励有条件的上市公司积极开展回购，督促已发布回购方案的上市公司加快实施回购计划、加大回购力度，及时传递积极信号。



7. 近期，市场对大股东减持较为关注，下一步在完善减持制度、加强减持行为监管方面有何考虑？

答：大股东、董监高是上市公司的“关键少数”，在公司经营发展、治理运行中负有专门义务和特殊责任，应当切实维护公司和中小股东利益。《证券法》《公司法》以及相关监管规则对大股东、董监高的持股期限、卖出数量等都有明确规定。大股东、董监高应当严格遵守，不得以任何方式规避减持限制。近期，我们对大股东、董监高离婚、解散、分立等减持明确了监管口径，消除了可能存在的制度漏洞。

下一步，证监会将持续做好减持监管工作。一方面，坚决打击违规减持行为，及时严肃处理超比例减持、未披露减持、规避限制减持等行为，综合运用行政监管措施、行政处罚、自律措施或者限制交易等多种手段严惩违规主体，形成震慑，维护资本市场秩序。另一方面，密切关注市场反映的股东减持问题，认真分析、深入评估，适时研究优化减持规则，进一步规范大股东、董监高等相关方的减持行为，增强制度约束力。

8. 近期市场对股票市场 T+0 交易制度讨论较多，请问证监会对此怎么看？是否会推出这项制度？

答：我国股票市场是否应当实行 T+0 交易，近年来有广泛讨论，总体上，各方面对此分歧较大。我们认为，T+0 交易客观上对于丰富交易方式、提高交易活跃度具有一定积极作用。但也要看到，上市公司股价走势取决于上市公司质量和经营效益，T+0 交易方式对市场估值的中长期影响有限。目前 A 股市场以中小投资者为主，持股市值在 50 万元以下的小散户占比 96%，现阶段实行 T+0 交易可能放大市场投机炒作和操纵风险，特别是机构投资者大量运用程序化交易，实行 T+0 交易将加剧中小投资者的劣势地位，不利于市场公平交易。我们认为，现阶段实行 T+0 交易的时机不成熟。

9. 近期投资者关于降低证券交易印花税税率的呼声较多，证监会对此如何看待？

答：我们已关注到市场对调降证券交易印花税税率的呼吁和关切。从历史情况看，调整证券交易印花税对于降低交易成本、活跃市场交易、体现普惠效应发挥过积极作用。有关具体情况建议向主管部门了解。

10. 今年 3 月境外上市新规正式实施，证监会表示将推出更多“绿灯”案例，请问这方面进展如何？下一步有何考虑？



答：境外上市备案新规实施以来，企业提交备案材料积极踊跃，申请企业数量明显增加。我们持续完善备案合规标准要求，加强境内外监管沟通协调，扎实推进备案工作，已有 19 家各类企业完成赴港、赴美境外上市备案。下一步，我们将持续畅通企业境外上市渠道，推出更多符合条件的“绿灯”案例，包括市场较为关注的协议控制（VIE）架构企业和平台企业。同时，推动形成更加透明、高效、顺畅的境外上市监管协调机制，尊重企业依法合规自主选择境外上市地，支持符合条件的企业用好两个市场、两种资源实现规范健康发展。

11. 债券市场是资本市场重要组成部分，请问在贯彻落实“活跃市场、提振信心”部署方面有什么考虑？

答：今年以来，我们坚持稳中求进，全力推动债券市场功能发挥取得积极成效。在服务稳增长方面，坚持公司债、企业债、ABS 和 REITs 协同发展，今年 1-7 月交易所债券市场发行各类债券合计融资 7.32 万亿元，超过去年全年水平。其中，科创债发行超 1670 亿元，绿色债发行超 900 亿元。截至 7 月底，共发行上市 32 个 REITs 项目，合计募集资金近 1000 亿元。在基础制度改革方面，落实党和国家机构改革部署，企业债券职责划转高效平稳落地。发布实施公司债券注册制改革、提高中介机构债券执业质量指导意见，推动深化债券注册制改革全面落地。在防控重点风险方面，强化城投、房地产等重点领域债券风险防控，违约风险总体保持收敛。

下一步，我们将进一步推出稳预期、稳信心的措施，激发债券市场活力。一是全面提升债券市场运行活力和质量。加强债市投资端改革，推动允许银行类机构全面参与交易所债券市场交易。壮大债券做市商队伍，稳步推进询价制度改革，深化债券市场对外开放。二是加快推动 REITs 常态化发行和高质量扩容。推出 REITs 相关指数及 REITs 指数基金，优化 REITs 估值体系、发行询价机制，培育专业 REITs 投资者群体，加快推动 REITs 市场与香港市场互联互通。三是坚持底线思维，全力做好房地产、城投等重点领域风险防控。适应房地产市场供求关系发生重大变化的新形势，继续抓好资本市场支持房地产市场平稳健康发展政策措施落地见效。保持房企股债融资渠道总体稳定，支持正常经营房企合理融资需求。坚持“一企一策”，稳妥化解大型房企债券违约风险。强化城投债券风险监测预警，把公开市场债券和非标债务“防爆雷”作为重中之重，全力维护债券市场平稳运行。

## 证监会集中修改、废止 42 部证券期货制度文件

为贯彻落实《规章制定程序条例》《证券期货规章制定程序规定》等相关要求，证监会近期组织对证券期货规章制度进行了清理，决定对 6 部规范性文件的部分条款予以修改，对 1 部规章、23 部规范性文件、12 件部函等文件予以废止。

近年来，证监会持续开展证券期货规章制度系统性清理，不断增强制度规则的体系性和透明度，资本市场法规体系更加科学完备。此次清理工作结合近期资本市场改革以及上位法制定情况，对不适应改革要求、不符合上位法规定或者已经失效的规则予以修改、废止，是对证券期货规章制度体系的又一次阶段性清理更新，主要包括：一是根据改革要求和上位法制定情况，对《关于首次公开发行股票并上市公司招股说明书财务报告审计截止日后主要财务信息及经营状况信息披露指引》等 6 部规范性文件的部分条款进行适应性调整，包括调整相关文件的制定依据等；二是鉴于所规范事项已由新的规则予以规范或者已不存在等情形，对《关于境外上市公司非境外上市股份集中登记存管有关事宜的通知》等 36 部制度文件予以废止。

下一步，证监会将继续推进资本市场制度规则“立改废释”和体系优化，不断提高证券监管透明度和法治化水平，为建设中国特色现代资本市场提供更加强有力的法治保障。

附件：【第 50 号公告】《关于修改、废止部分证券期货制度文件的决定》

<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c101954/c7425720/content.shtml>

## 证监会进一步规范股份减持行为

证监会充分考虑市场关切，认真研究评估股份减持制度，现就进一步规范相关方减持行为，作出以下要求：

上市公司存在破发、破净情形，或者最近三年未进行现金分红、累计现金分红金额低于最近三年年均净利润 30% 的，控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持本公司股份。控股股东、实际控制人的一致行动人比照上述要求执行；上市公司披露为无控股股东、实际控制人的，第一大股东及其实际控制人比照上述要求执行。

同时，从严控制其他上市公司股东减持总量，引导其根据市场形势合理安排减持节奏；鼓励控股股东、实际控制人及其他股东承诺不减持股份或者延长股份锁定期。

证监会正在抓紧修改《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》，提升规则效力层级，细化相关责任条款，加大对违规减持行为的打击力度。

## 证监会统筹一二级市场平衡 优化 IPO、再融资监管安排

证监会充分考虑当前市场形势，完善一二级市场逆周期调节机制，围绕合理把握 IPO、再融资节奏，作出以下安排：

一、根据近期市场情况，阶段性收紧 IPO 节奏，促进投融资两端的动态平衡。

二、对于金融行业上市公司或者其他行业大市值上市公司的大额再融资，实施预沟通机制，关注融资必要性和发行时机。

三、突出扶优限劣，对于存在破发、破净、经营业绩持续亏损、财务性投资比例偏高等情形的上市公司再融资，适当限制其融资间隔、融资规模。

四、引导上市公司合理确定再融资规模，严格执行融资间隔期要求。审核中将对前次募集资金是否基本使用完毕，前次募集资金项目是否达到预期效益等予以重点关注。

五、严格要求上市公司募集资金应当投向主营业务，严限多元化投资。

六、房地产上市公司再融资不受破发、破净和亏损限制。

## 证券交易所调降融资保证金比例，支持适度融资需求

为落实证监会近期发布的活跃资本市场、提振投资者信心的一揽子政策安排，促进融资融券业务功能发挥，更好满足投资者合理交易需求，经中国证监会批准，上交所、深交所、北交所发布通知，修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100%降低至 80%。此调整将自 2023 年 9 月 8 日收市后实施。

近年来，融资融券业务稳健运行，交易机制持续优化，证券公司合规风控水平持续提升，投资者理性交易和风险控制意识明显增强。截至 2023 年 8 月 24 日，场内融资融券余额 15678 亿元，保证金比例维持较高水平，业务整体风险可控。在杠杆风险总体可控的基础下，适度放宽融资保证金比例，有利于促进融资融券业务功能发挥，盘活存量资金。

本次调整同时适用于新开仓合约及存量合约，投资者不必了结存量合约即可适用新的保证金比例。证券公司可综合评估不同客户征信及履约情况等，合理确定客户的融资保证金比例。投资者应当继续秉持理性投资理念，根据自身风险承受能力，合理运用融资融券工具。证监会将督促证券公司切实加强风险管理，做好投资者服务，保护投资者合法权益。



大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

## 第四章

## 明星律师



## 刘莉 初级合伙人

学历：法学本科

**主要业务领域：**私募基金与资产管理、股权投资、资本市场等。

刘莉律师毕业于北京大学法学院，获法学学士学位、经济学（双学位）学士学位。现任北京大成律师事务所合伙人。

### 【主要项目经验】

**私募基金与资产管理业务领域：**中信证券 PB 业务专项法律服务项目；东方证券、千石资本等金融机构资产管理相关业务法律服务项目；观富资产、本见投资、柏泰华盈、擎天普瑞明、泓澄投资、诚盛投资、文投文科、誉辉资本等多家私募基金管理人的常年法律顾问或私募基金管理人登记专项法律服务项目等。

**股权投资业务领域：**海南赛伯乐集团旗下多个股权投资项目，合源资本设立基金并投资上陵牧业项目、华芯产业基金投资某芯片公司项目等。

**上市公司/挂牌公司业务领域：**上市公司德业股份向特定对象发行股票项目；上市公司长春一东、新三板挂牌公司科宇股份常年法律顾问项目；用友金融北交所上市项目；赛诺达、奥普节能新三板挂牌项目等。

**资产证券化业务领域：**某经营性物业租金资产证券化项目，某商业物业购房尾款债权资产证券化项目，某环保公司垃圾处理及发电收费收益权资产证券化项目，某环保公司污水处理收费收益权资产证券化项目等。





## 沈卫玲 初级合伙人

学历：法学学士

主要业务领域：资产证券化、投融资、发债、并购、企业常年法律顾问等

沈卫玲律师现为大成西安办公室初级合伙人，业务领域为资本市场，着力于做国内领先的资产证券化领域的律师，尤其在公募 REITs 领域进行了丰富的知识储备，通过参与政策研讨、业务交流、承办业务等方式在该业务方面积累了较丰富的实务经验。

### 【主要项目经验】

**著作论文：**作为编委会委员参与编写《西安市基础设施公募 REITs 操作手册》（国内首部由政府牵头编制的操作手册）；

**资产证券化项目：**秦创原-华鑫-西安高新区技术产权（技术交易）1 期资产支持专项计划全程法律服务、某大型数据中心公募 REITs 法律服务（在办）、中金西部-陕西信用增进-供应链金融 5 号资产支持专项计划全程法律服务、陕西信用增进供应链金融 1 期资产支持专项计划全程法律服务、迈科商业中心综合体资产支持专项计划全程法律服务、南方骐元-远东宏信（天津）1 号资产支持专项计划全程法律服务等；

**收购、投融资：**陕西鸿信工程造价咨询事务所有限责任公司、陕西鸿信会计师事务所有限责任公司等 5 家单位股权调整项目、陕西金融资产管理股份有限公司股权调整全程法律服务（旧投资人退出、三类股东置换、引进新股东）、方元资产收购良品观广告（三板挂牌公司）、陕西鼓风机（集团）有限公司投资安徽某金属材料有限公司等 4 个项目的尽调投资、西安高新区管委会纾困基金投资尽调某上市公司、延安能源化工（集团）有限责任公司投资英雄互娱、西安经发置业收购某 2 块土地、中粮地产收购某 3 家企业、中国信达资产管理股份有限公司陕西省分公司投资尽调某平台公司等；

**债券发行项目：**承办了公司债券、美元债券、超短融债券、中期票据、企业债券、政府

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。

专项债券等多类债券发行项目，如渭南市国有资本控股（集团）有限责任公司 2023 年面向专业投资者非公开发行公司债券项目、西安浐灞发展集团有限公司 2023 年第一期中期票据项目、2023 年渭南市城市投资集团有限公司绿色债券发行项目、西安浐灞发展集团有限公司发行境外美元债券项目、渭南市城市投资集团有限公司 2023 年第一期短期融资券项目、2021 年渭南市中心城区供水管网平差及扩建工程专项债券等项目；

尽职调查项目：陕西鼓风机（集团）有限公司投资安徽某金属材料有限公司等 4 个项目的尽调、西安高新区管委会纾困基金投资尽调某上市公司、中粮地产收购某 3 家企业尽职调查、中国信达资产管理股份有限公司陕西省分公司投资尽调某平台公司、陕西阳晨牧业股份有限公司股权重组的法律尽职调查等项目；

**常年法律顾问：**西安盯准教育科技有限公司常年法律顾问、陕西鼓风机（集团）有限公司常年法律顾问、西安陕鼓动力股份有限公司常年法律顾问（上市公司）等；

**股权激励：**西安新途数字科技有限公司股权激励全程法律服务、西安安森智能仪器股份有限公司股权激励全程法律服务、西安星通通信科技有限公司股权激励全程法律服务、维视科技（西安）有限公司股权激励全程法律服务等。



## 陈慧婷 律师

学历： 法学本科

主要业务领域： 资本市场

陈慧婷律师主要从事并擅长公司证券业务、破产重整、家族信托与财富管理等法律事务。在资本市场领域各类业务的并购重组、资产处置与合规审查方面具有丰富的经验，以其专业能力和严谨负责的工作态度，为客户提供全面、专业、高效、高质量的法律服务，收到客户、其他中介机构及律师同仁的认可。

### 【主要项目经验】

**香港上市项目：** 喜相逢集团控股有限公司境外发行上市

**上市公司增发、重组：** 为哈尔滨某上市公司重大资产重组提供法律服务

**其它证券类业务：** 为交运股份（600676）股权转让提供法律服务，为厦门某上市公司实控人股权纠纷提供法律服务，参与上海某公司上市前股权架构调整提供法律服务，处理上海某新三板公司破产项目。

**信托与财富管理：** 为境内自然人设立境外家族信托提供架构设计





## 韩泠 律师

**学历：**硕士研究生（国际经济法）

**主要业务领域：**资本市场、公司与并购、刑事、争议解决

韩泠律师硕士毕业于中国政法大学，擅长以本土实务为土壤，为客户提供专业、高效的法律服务，其在公司常年法律顾问、资本市场、并购重组、争议解决等非诉及诉讼法律项目方面具有较丰富的实务经验，交易主体涉及上市公司、国有企业、外资企业、民营企业等。

韩泠律师服务过的代表客户/委托人有：中信证券股份有限公司（600030，HK. 06030）、马鞍山钢铁股份有限公司（600808，HK. 00323），江苏金迪克生物技术股份有限公司（688670），马钢（集团）控股有限公司，淮安市交通控股集团有限公司，泰州华信药业投资有限公司，宝信软件（安徽）股份有限公司，盐城市国有资产投资集团有限公司，盐城市海兴集团有限公司，盐城市城镇化建设投资集团有限公司，江苏新海连发展集团有限公司，欧冶链金再生资源有限公司等多家上市及非上市企业和单位。

### 【主要项目经验】

**科创板业务：**江苏金迪克（688670）A股IPO项目（科创板）券商法律（中信证券）顾问项目。

**上市公司常年法律服务：**马钢股份（600808，HK. 00323）常年法律顾问项目。

**债券发行业务：**马钢股份100亿元短融及公司债项目，盐城城镇化超短融、短融、中票、PPN项目。

**并购重组业务：**马建集团（一特一甲资质）重组项目、华信药业股权收购某施工总承包特级资质企业项目、淮安交控股股权收购某交通集团公司（公路、市政、桥梁等一级资质）项目、欧冶链金全国范围内扩张性并购项目、新海连集团股权收购某供热发电企业项目、盐城国投及海兴集团收购某港口保税仓储资质企业项目。

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](http://dacheng.com/legal-notice) 或者 [dentons.com/legal-notice](http://dentons.com/legal-notice)。



## 肖敏洁 律师

学历：本科

主要业务领域：境内上市、并购重组、企业投融资等

肖敏洁律师毕业于中山大学。曾任职于广东丰乐集团有限公司，加入大成以来，主要执业领域为资本市场法律服务，包括企业首次公开发行股票并上市、上市公司再融资、投资并购、常年法律顾问等法律服务，擅长领域为资本市场/证券, 收购兼并等。

### 【主要项目经验】

**境内上市项目：**经办武汉恒立工程钻具股份有限公司（股票代码：836942）向不特定合格投资者公开发行股票并在北交所上市项目、广州拉拉米信息科技股份有限公司境内 IPO 申报项目。主办赣州鑫冠科技股份有限公司、广州塔旅游文化发展股份有限公司上市辅导业务。

**上市公司增发、重组：**主办呈和科技股份有限公司（688625）以简易程序向特定对象发行股票项目。

**新三板业务：**主办广州华浩能源环保集团股份有限公司（871298）在全国中小企业股份转让系统定向发行股票项目。

**上市公司常年法律服务：**担任广州普邦园林股份有限公司（002663）法律顾问。

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](http://www.dentons.com)

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

邮编: 100020

电话: +8610 58137799

传真: +8610 58137788

大成 Salans FMC SNR Denton McKenna Long

[www.dentons.cn](http://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