

# 大成资本市场法律通讯

2024年3月-4月 总第26期

# 目录

## CONTENTS

<b>第一章 大成研究</b> .....	<b>4</b>
刘婧等：VIE 架构拆除流程解析（上）.....	5
范兴成等：上市入口关再度收紧、现场检查制度进一步升级规范——新《首发检查规定》解读.....	14
杨春宝等：案析私募基金投资者适当性义务之要点.....	30
李寿双等：一文了解 QFLP 最新政策动态：从基金结构/外汇/税务视角.....	38
杨春宝等：案析私募基金管理人在基金迟延清算下的赔偿责任.....	54
杨春宝等：案析私募基金管理人义务之基金投资阶段的勤勉义务.....	60
马宏伟等：资本市场合规新态势：洞悉变局，把握机遇.....	68
<b>第二章 大成新闻</b> .....	<b>77</b>
大成助力国内 AI+PaaS 人力资源提供商 Lucas GC Limited 在美国纳斯达克成功上市.....	78
大成助力广西路桥集团成功注册 15 亿元中期票据并完成首期发行.....	79
第三届资本市场法律前沿问题闭门研讨会顺利举办.....	81
大成助力沈阳地铁集团成功注册 50 亿元永续中期票据并完成首期发行.....	82
大成助力江西金控集团成功发行 2024 年度开年两期中期票据.....	83
大成助力安吉租赁 2024 年第一期短期融资券成功发行.....	85
大成律师助力顺禧基金完成对本末科技 Pre-B 轮融资.....	86
大成助力国泰君安发行次级债券.....	87
大成受邀撰写《钱伯斯大中华区法律指南 2024》资本市场：债务与股权概览.....	88
护航企业出海创业，大成上海律师拜访东盟五国.....	89
大成助力大唐新能源成功发行 2024 年度第一期可续期公司债.....	93
大成资本论·资本市场违约高发背景下的证券虚假陈述责任讲座顺利举办.....	94
大成资本市场行业漫谈·第一期-近期监管新规对上市公司、资本市场行业发展的影响专题讲座顺利举办.....	96
大成助力广州市花都区国资完成对上市公司普路通的协议收购.....	97
大成助力城道通环保科技在纳斯达克成功上市.....	98

李寿双律师受聘担任中国保险资产管理业协会股权投资委员会委员 .....	99
新《公司法》修改考虑、证券法律业务内核及债券发行风险防控培训讲座顺利举办 ....	100
大成律师受邀参加国际主要交易所上市规则与流程专题研讨会并做专业分享 .....	105
<b>第三章 新规速递 .....</b>	<b>107</b>
新规   中国资本市场迎来第三个“国九条”：健全有利于创新资本形成和活跃市场的财税体系 .....	108
新规   最新版资本项目外汇业务指引发布 .....	109
新规   十部门印发 16 项措施支持境外机构投资境内科技型企业 .....	110
新规   中国证券投资基金业协会发布私募基金管理人登记业务流程图 .....	111
草案   北京拟修订《关于促进股权投资基金业发展的意见》 .....	112
草案   监管部门密集发文落实第三个“国九条” 资本市场制度规则将进一步健全 .....	113
新闻   IDC 与 CDN 等多项电信业务将在京沪琼深四地试点取消外资股比限制 .....	114
新闻   国家网信办发布生成式人工智能服务已备案信息 .....	115
新闻   中国证监会发布 5 项资本市场对港合作措施 .....	116
新闻   工信部开展第六批专精特新“小巨人”企业培育工作 .....	117
案例   游戏内测遭泄密 米哈游申请诉前行为禁令获保护 .....	118
案例   全国首例“AI 声音侵权案”一审宣判 .....	119
<b>第四章 明星律师 .....</b>	<b>120</b>
<b>第五章 关于大成资本市场 .....</b>	<b>124</b>



大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

# 第一章

## 大成研究

# 刘婧等：VIE 架构拆除流程解析（上）

## 刘婧

大成北京 高级合伙人

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

专业领域：资本市场、公司与并购重组、跨境投资与贸易、知识产权与科技创新



## 肖瑶

大成北京 律师

[xiao.yao@dentons.cn](mailto:xiao.yao@dentons.cn)

专业领域：资本市场、公司与并购重组、跨境投资与贸易、知识产权与科技创新



受疫情以及后疫情时代经济下行和国际环境因素的影响，私募股权投资融资市场整体呈下行态势，美元融资项目的下行态势更为明显。有鉴于此，一方面，在美元融资减少且 VIE 架构（定义见下文）的维护成本较高的情况下，对部分企业而言，保留 VIE 架构的必要性不大；另一方面，自中国证券监督管理委员会（“证监会”）颁布的《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及配套适用指引于 2023 年 3 月 31 日生效以来，相对于红筹架构（股权）、H 股架构等架构，采用 VIE 架构通过备案的项目数量较少，截至目前，仅有 7 个采用 VIE 架构赴境外上市项目（即：嘀嗒出行、迈富时、云学堂、一品威客、一修哥、极兔速递、车车科技）通过备案。

因此，对部分企业而言，现有环境下在境内进行人民币融资更具吸引力，部分已搭建 VIE 架构的企业考虑拆除该架构并回归境内开展未来的融资、上市活动，也有少量企业在境外上市过程中选择剥离 VIE 架构的相关业务（举例而言，申请美国上市的日日煮（DDC Enterprise Limited），在证监会备案过程中快速拆除了其涉及的 VIE 架构，但该等拆除仅为其架构中 VIE 相关业务的剥离，在形式上仅通过终止 VIE 协议完成，系涉及的一般 VIE 架构拆除流程中的部分环节）。

基于上述，笔者将通过系列文章聚焦于现有监管框架下 VIE 架构拆除的相关问题。本 VIE 架构拆除流程解析文章分为上下两篇，从 VIE 架构拆除的整体流程概览以及拆除过程中的合规要点进行解析，本文为上篇，主要分析 VIE 架构拆除的整体流程概览。

## 一、VIE 架构简介

VIE 架构即协议控制架构，其与股权红筹架构通过股权进行控制不同，是指境外母公司不通过股权控制而通过签订各种协议的方式实现对境内实际运营实体的控制及财务的合并的公司架构。

具体而言，VIE 架构搭建通常包括如下步骤：

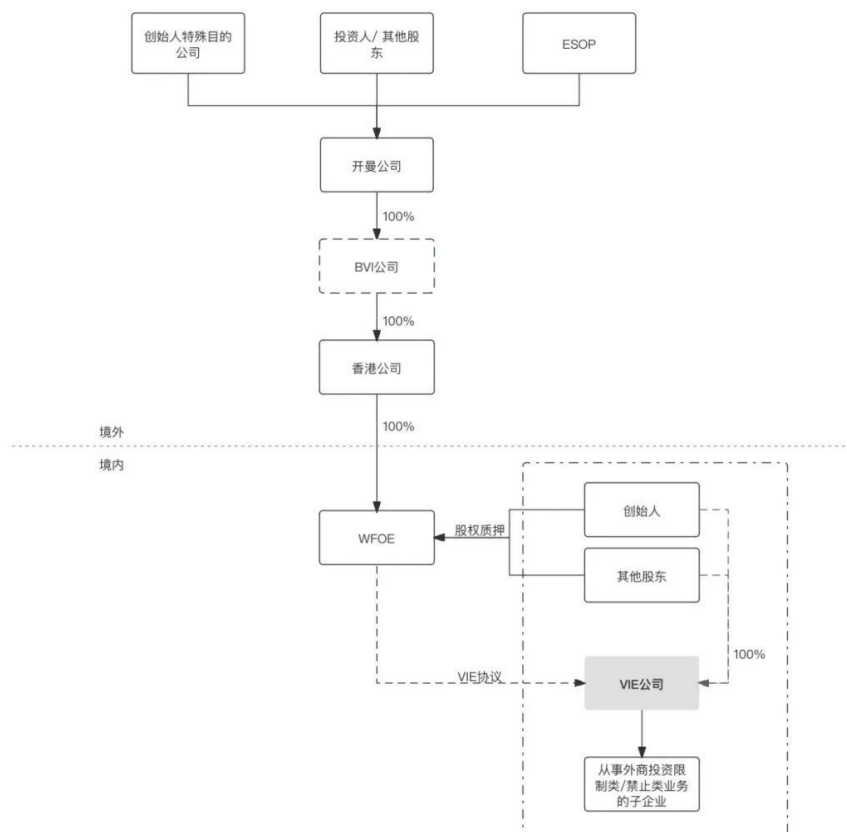
第一步：创始人以其持有的境内权益在境外离岸地（多在英属维尔京群岛）设立特殊目的公司作为持股主体（“创始人持股主体”）；

第二步：创始人持股主体在境外离岸地（多在开曼群岛）设立离岸公司作为融资/上市主体（“境外融资主体”），其他股东通过重组在境外融资主体镜像持股；

第三步：境外融资主体直接或间接（多通过香港公司）在境内新设外商独资企业（“WFOE”）；

第四步：由 WFOE 与境内运营实体（即“VIE 公司”，通常为持有有关业务资质、牌照的运营主体，且其股东一般均为境内自然人或企业）及其工商登记的股东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，“VIE 协议”），使境外融资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。

VIE 架构图示意如下：



## 二、VIE 架构拆除的一般流程

相较于搭建 VIE 架构而言，拆除 VIE 架构整体上采取逆向的操作顺序，其一般流程包括（注：为一般性顺序，实操中部分事项的顺序可能重叠进行）：批准拆除 VIE 架构——终止 VIE 协议——收购 WFOE——回购境外融资主体投资人股份——员工激励计划处置——处置境外主体——37 号文注销登记，具体如下：

#### 步骤一：批准拆除 VIE 架构

对于已搭建 VIE 架构的企业而言，通常拆除 VIE 架构属于重大的决策事项之一，特别是对于搭建 VIE 架构并进行了境外融资的情况下，该等事项通常为外部投资人享有一票否决权的事项。因此，为开展 VIE 架构的拆除，首先需要就 VIE 架构的拆除根据融资主体的章程性规定，取得境外融资主体层面的股东会决议批准（且通常应包括有一票否决权的股东的批准同意）；同时，为明确 VIE 架构拆除的流程以及 VIE 架构拆除过程中的权利分配和义务承担，确定 VIE 架构拆除后的融资/上市主体（“境内融资主体”）等事项，VIE 架构拆除的相关主体惯常会签署重组框架协议或类似重组文件（“《框架协议》”）来整体约定 VIE 架构拆除的主要环节以及有关方的权利义务，而该等《框架协议》通常也会作为融资主体决议批准的一部分。

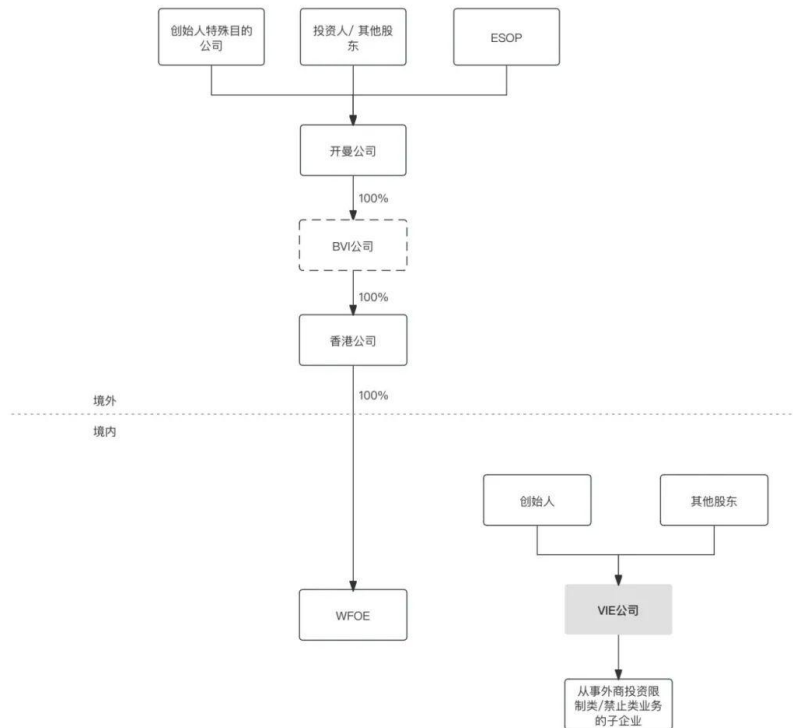
以慧智微（688512）为例，根据其首次公开发行股票招股说明书披露，慧智微于 2018 年拟放弃境外上市计划并转而筹划境内上市同时拆除 VIE 架构，终止协议控制。就拆除 VIE 架构、终止 VIE 协议等相关事项，原 VIE 架构下的 VIE 公司、创始人股东、境外融资主体及其股东、WFOE 等有关方经协商一致共同签署《框架协议》，就原 VIE 公司重组前，融资主体拆除协议控制架构、回购部分投资人股份以及具体重组步骤等事项达成一致意见。

进一步地，对于拆除 VIE 架构涉及各主体而言，各相关主体应相应通过其内部决议，批准其根据境外母公司的 VIE 架构拆除决议及《框架协议》参与、履行拆除 VIE 架构所涉及的具体环节和内容。

#### 步骤二：终止 VIE 协议

鉴于 VIE 架构下，WFOE 通过与 VIE 公司及其工商登记的股东签署 VIE 协议实现对 VIE 公司的控制，为推进并实现上述第一步经批准的 VIE 架构的拆除，首先需要通过终止 VIE 协议解除 WFOE 对 VIE 公司的控制。其中，因通常 VIE 公司的工商登记股东根据 VIE 协议中的股权质押协议已将其持有的 VIE 公司的股权质押给 WFOE，终止 VIE 协议的同时一般会同时办理解除股权质押的登记，以推进后续 VIE 架构拆除的流程。

本步骤完成后的公司架构图示意如下：



拆除 VIE 架构可能存在不同原因，例如：

部分公司拆除 VIE 架构的原因是项目“结束”而对架构内相关主体进行清算和注销；

部分公司拆除 VIE 架构的最终目的是转为境内继续融资/上市。

由于各公司拆除 VIE 架构的目的不同、架构内各境内主体的定位不同，进而在拆除 VIE 架构时境内融资主体会有不同的方案选择，本文以下述三种方案为例进行论述，但无论哪种方案的实现，都需要重点关注本环节下收购的资金流转问题及税务合规问题：

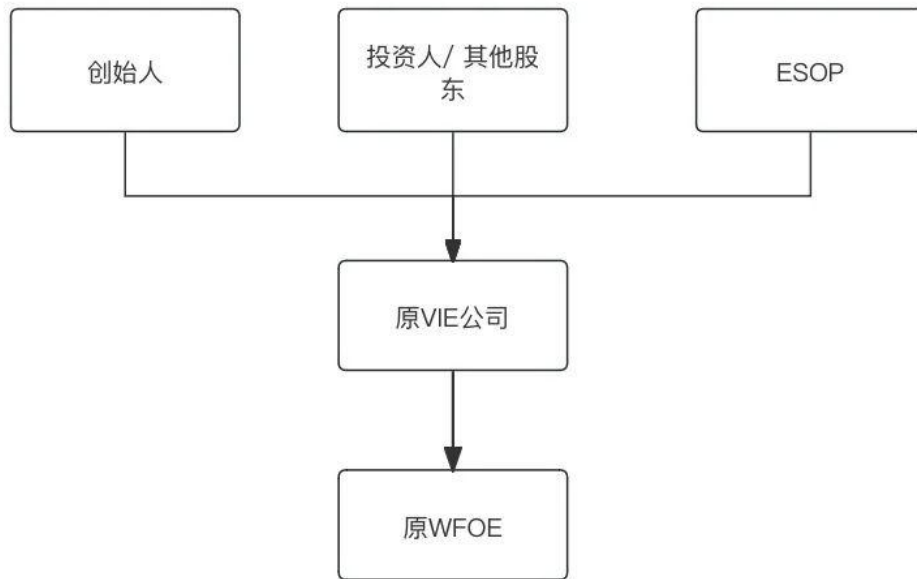
方案一：

以 VIE 公司作为境内融资主体，原 VIE 架构下 WFOE 的股东（一般为香港公司）将其持有的全部 WFOE 股权转让给 VIE 公司或其子公司，WFOE 由外商独资企业变更为内资企业，该方案也是较为常见的操作。

以优刻得（688158）为例，在其拆除 VIE 架构的过程中，原 VIE 架构下 WFOE 的唯一股东香港公司将持有的 100%WFOE 股权转让给 VIE 公司，经重组后 VIE 公司成为最终上市主体，而原 VIE 架构下的 WFOE 成为了该上市主体的子公司。另以博纳影业（001330）为例，在其拆除 VIE 架构的过程中，原 VIE 架构下 WFOE 的唯一股东与 VIE 公司的子公司签署股权转让协议，将其所持的 100%WFOE 股权转让给 VIE 公司的子公司。

本方案下收购 WFOE 后公司简要架构图示意如下：

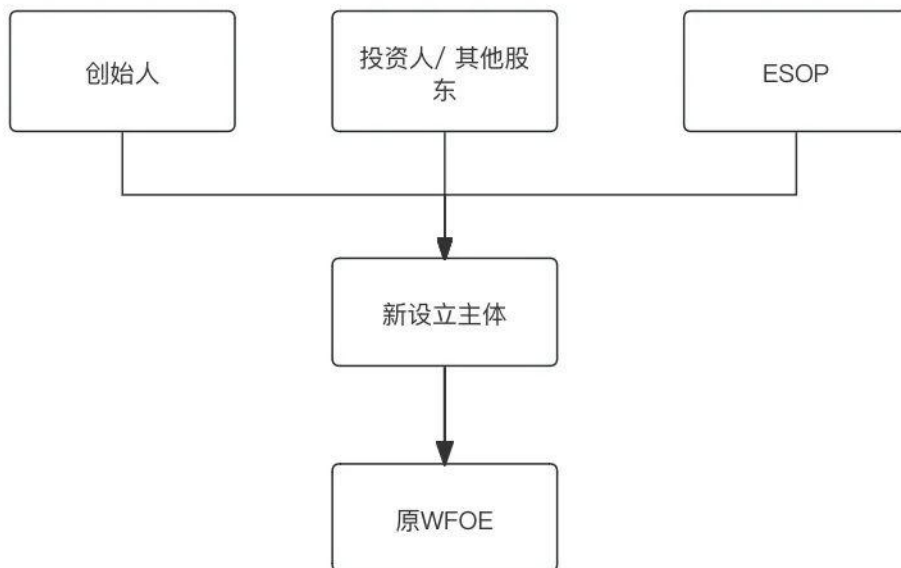




### 方案二：

出于合规或后续融资、上市等考虑，VIE公司不再作为境内融资主体，而是新设立一家内资公司作为境内融资主体，原VIE架构下WFOE的股东将其持有的全部WFOE股权转让给该新设立的主体，VIE公司根据批准的VIE架构拆除方案及《框架协议》的约定进行处置。

本方案下收购WFOE后公司简要架构图示意如下：



### 方案三：

考虑到原搭建 VIE 架构的部分主体并不涉及外商投资限制或禁止类业务，或拟剥离原 VIE 架构下的外商投资限制或禁止类业务，在该背景下，公司考虑以 WFOE 作为未来境内融资主体，由创始人、投资人或其相应的持股主体受让原 VIE 架构下 WFOE 的股东持有的 WFOE 股权。

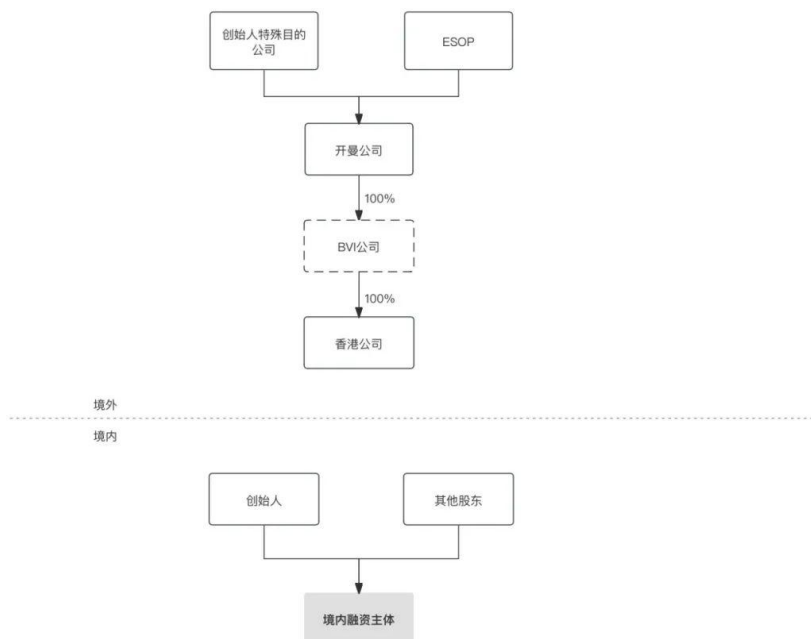
#### 步骤四：回购境外融资主体投资人股份

大部分公司搭建 VIE 架构后，已在作为融资主体的境外公司层面引入外部投资人并进行了融资，在拆除 VIE 架构时，结合投资人对后续公司回境内融资、上市前景的判断、投资人境内持股的难度以及继续持股或退出的成本等考虑，经与公司沟通谈判，外部投资人一般有如下两种方案安排，但无论哪种方案的实现，都需要重点关注本环节下的回购的资金流转问题及税务合规问题：

#### 方案一：

外部投资人在原 VIE 架构下的融资主体层面退出，且不再在拆除 VIE 架构后的公司境内架构持股，即：由公司直接回购外部投资人持有的股份，外部投资人直接退出公司；在该方案下，由于部分投资人退出，原 VIE 架构下的融资主体的股权结构非镜像落回境内，因此拆除 VIE 架构后的公司股权比例的确定为本方案下的重点关注问题。

本方案下完成开曼公司层面外部投资人回购后的公司架构图示意如下：

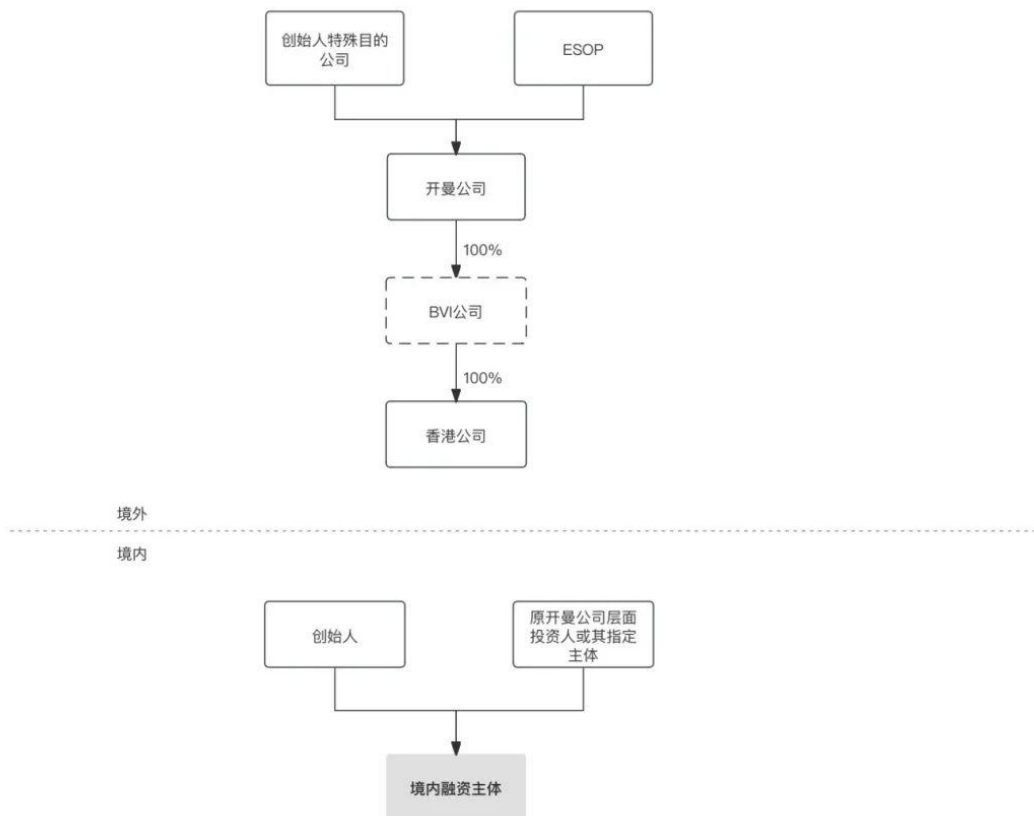


#### 方案二：

外部投资人在原 VIE 架构下的融资主体层面退出后，使用原主体或指定新的投资人主体，在公司境内融资主体继续持股。如选择该方案，则需要在回购的同时或回购后尽快落实投资人或投资人

指定主体在境内的持股，本方案下，投资人的资金流转、投资成本的体现以及持股主体的选择均影响本方案的实现。

以金山办公（688111）为例，在开曼层面，开曼公司回购、注销各投资人持有的开曼公司股份，在境内层面，境内融资主体增加注册资本，原开曼公司投资人或其指定主体通过认购境内融资主体新增的注册资本持股境内融资主体，以此实现境外股东权益镜像至境内。

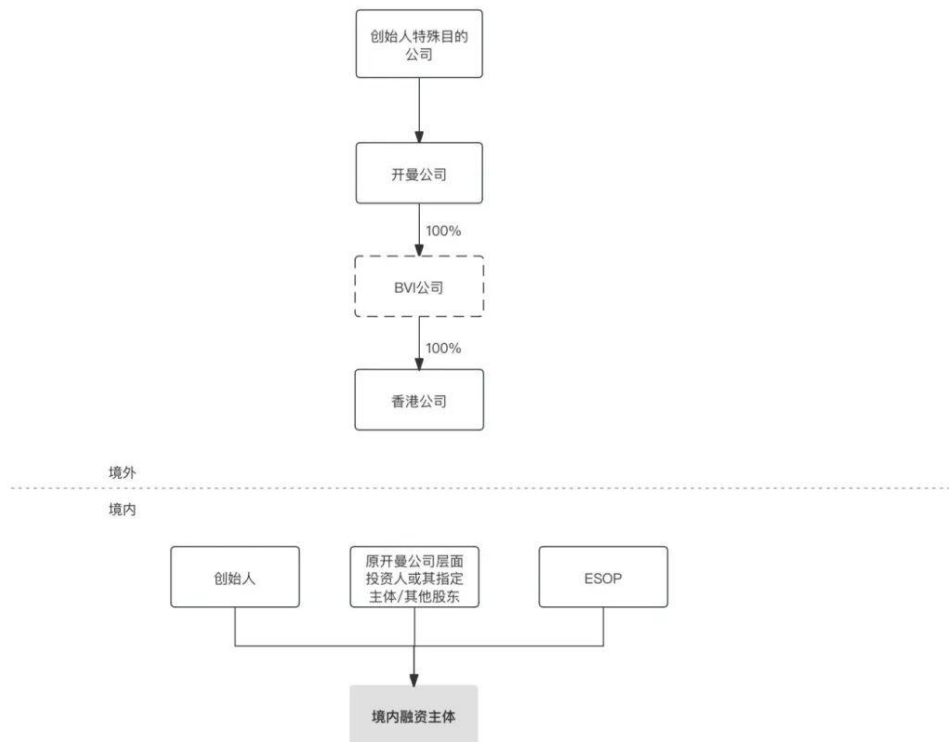


#### 步骤五：员工激励计划处置

已经搭建 VIE 架构的公司大多已经在开曼公司层面制定并实施了员工激励计划。在拆除 VIE 架构的安排下，一般与上述步骤四“回购境外融资主体投资人股份”同步开展，且于境外融资主体处置前，应进行员工激励计划的妥善安排，常见方式为境外融资主体与被授予股权激励的员工相应签署股权激励的变更/终止协议，并根据公司后续的发展需要和/或投资人的要求，在境内融资主体层面参考原员工激励计划重新制定适合境内融资主体的员工激励计划。

以优刻得（688158）为例，其在优刻得开曼公司注销前，经优刻得开曼公司决议，决定终止股权激励计划，同时同意在境内发行人层面设置员工持股平台。

完成开曼公司层面外部投资人回购及员工激励计划处置后的公司架构图示意如下：



#### 步骤六：处置境外主体

在上述步骤三“收购 WFOE”完成后，即可以启动境外主体的处置，即该步骤的启动可以与步骤四、步骤五同步。

因境内企业投资并持有境外企业需要履行境外投资批准、备案手续，且考虑到拆除 VIE 架构回归境内的公司实际较少在境外开展业务，因此，比较少的拆除 VIE 架构的公司会选择继续持有原 VIE 架构下的境外主体，对境外公司的处置一般为注销或转让两种方案：

#### 方案一：

注销境外主体。一般的注销顺序为自下而上注销香港公司、境外融资主体及创始人持股主体，不同地域的境外公司的注销方案，可根据公司的实际情况进行选择，以尽量节省成本；其中，境外融资主体的注销需在上述步骤四回购境外融资主体投资人股份及步骤五境外员工激励计划终止后启动。

#### 方案二：

转让境外主体。如公司可以找到适格的受让方，可以考虑将原境外主体进行转让，一方面可以节省注销的成本，甚至可以获得少量收益；另一方面，也需注意转让可能产生的税务成本。



### 步骤七：37 号文注销登记

在创始人及其他境内居民的个人股东的特殊目的公司注销完成后，作为境内居民个人，该等股东需要按照《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（“37 号文”）的规定，启动并完成创始人 37 号文的注销登记。

### 三、结语

本文主要从拟回境内融资/上市的公司拆除 VIE 架构的一般流程进行阐述，理解不同公司根据实际情况均会有所不同，还需要根据各公司的实际情况进行具体的安排。此外，每个流程环节均涉及不同的要点细节需要留意，特别是关系到资金流转、税务成本以及未来股权结构安排、业务开展合规的问题，我们将在下篇文章进行具体的解析，敬请关注。

# 范兴成等：上市入口关再度收紧、现场检查制度进一步升级规范——新《首发检查规定》解读

## 范兴成

大成上海 高级合伙人  
xingcheng.fan@dentons.cn

专业领域：资本市场、争议解决、公司与并购重组、破产重整与清算



## 林晨

大成上海 合伙人(备案中)  
cindy.lin@dentons.cn

专业领域：资本市场、跨境投资与贸易、合规与风险控制、金融



## 刘阳

大成上海 律师  
alfred.liu@dentons.cn

专业领域：资本市场、争议解决、公司与并购重组、破产重整与清算



2020年修订的《中华人民共和国证券法》进一步强化证券发行人信息披露要求、压实看门人法律责任。为了在IPO业务中落实这一法律规定，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”或“证监会”）在新法施行后的2021年1月29日，发布了《首发企业现场检查规定》（以下简称“原《首发检查规定》”），对现场检查适用范围、检查对象、检查程序、监督管理措施等方面做了规定，正式将IPO现场检查纳入监管程序。2024年3月15日，为适应首发制度及市场情况的变化，中国证监会经征求社会各界意见后，发布了修订后的新版《首发企业现场检查规定》（以下简称“新《首发检查规定》”）。本文将结合本次修订的背景情况及主要内容、对主要修订条款进行解读和评析，并简析本次修订对证券服务机构首发业务的影响。

## 一、修订背景

2023年11月10日，中国证监会发布了《关于就<首发企业现场检查规定（修订草案征求意见稿）>公开征求意见的通知》，向社会公开征求修订意见，为期一个月。根据征求意见稿说明，本次修订出发点有二：1、将实践经验归纳总结制度化，补牢监管新常态下的新问题的监管要求；2、将内部长期的工作指引公开化，并适应注册制体系调整审核流程及规则表述。最终公布的新《首发检查规定》符合上述出发点。

需要补充说明的是新《首发检查规定》发布前后，恰逢我国证券市场全面注册制落地后的新格局。一方面，沪深交易所受理及上会企业数量进入了短时间的低谷，另一方面，中国证监会对于证券欺诈发行、财务造假等信息披露违法的查处、惩戒力度进一步加强。总体而言，首发监管尺度趋严，强监管态势明显。2024年3月15日，中国证监会发布了系列规定及指导意见，如《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》（以下简称“《提高上市公司质量的意见》”）《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》、新《首发检查规定》等，此外，国务院新闻部召开了“解读强监管防风险推动资本市场高质量发展有关政策新闻发布会”，亦着重提出了以风险控制导向的监管政策方向。因此，我们理解，新《首发检查规定》为全面更新后的首发管理制度中重要组成部分。

## 二、修订概览

原《首发检查规定》合计二十三条，未区分章节。新《首发检查规定》合计三十九条，结构上分为五章，包括总则、确定检查对象、组织与实施、监督管理及附则。修订内容主要包括四个方面：

一是明确检查期间撤回申请不影响检查实施，检查对象确定后，检查对象撤回发行申请不影响检查工作实施，也不影响证监会及交易所依法依规对检查发现的问题进行处理。在中国证监会原来的现场检查工作中常常出现发行人及中介机构撤回申报材料的情形，“遇查即撤”反应了项目质量堪忧、发行人及中介机构缺乏信心、工作质量不合规的问题大量存在。新《首发检查规定》将“撤而不查”变成了“撤回也查”，再次强化“申报即担责”、“压实中介机构责任”的原则。

二是健全统筹协调制度机制，强化证监会注册部门负责现场检查的整体统筹协调及指导。

三是完善组织与实施流程，完善通知检查对象的程序，明确检查信息通报机制，对检查机构报送检查计划、开展进场工作、申请延期等设置了时限要求，完善现场检查报告格式。这一点体现了将现场检查由经验上升到制度的优化作用。

四是规范检查结果的运用，审核注册部门应结合发现问题、会商意见、整改完成情况推进审核注册工作。这一点进一步明确了审核注册部门与现场检查的联动机制，有助于推进项目审核注册工作。

此外，本次修订说明中明确了新规定将不适用于在检项目，新规生效前正在进行现场检查项目仍沿用原《首发检查规定》规定。

## 三、具体修订内容比较

本次修订涉及条款较多，为方便全面了解本次修订涉及的细节，本文制作附表就原《首发检查规定》与新《首发检查规定》的差异进行对比及简析（详情见附表：原《首发检查规定》

与新《首发检查规定》修订对照表)。

#### 四、对证券服务机构承办 IPO 项目的影 响

虽然修订内容较多，但修订后主要的现场检查机制仍建立在原《首发检查规定》的基本面上。本次修订后对保荐人及证券服务机构 IPO 项目工作将产生如下具体的影响：

1、遏制现场检查造成的“撤回潮”。在原《首发检查规定》下，部分发行人、保荐人、证券服务机构或存在带病申报、申报材料“边报边改”的情况，接到现场检查通知后，这样的项目往往会在现场检查启动前主动选择撤回申报材料，以避免承担责任及受到处分。根据相关数据统计，2021 年全年 IPO 现场检查共抽中 46 家，其中 30 家撤回了申请、2 家被否、1 家终止注册，撤回率高达 65.22%；2022 年全年 IPO 现场检查共抽中 34 家，其中 19 家撤回，撤回率为 55.88%；2023 年全年 IPO 现场检查共抽中 17 家，其中仅 3 家主动撤回，撤回率为 17.65%。随着近几年监管不断强调“申报即担责”的原则，从撤回率来看，“一查就撤”这种现象有所遏制，但冒险闯关的“撞大运”心态还是存在。新《首发检查规定》出台后，今后现场检查不论是否撤回都将正常开展，这是进一步落实“申报即担责”原则的重大措施，后续具体项目开展过程中，保荐人及证券服务机构将转变思维，即从留一条“撤回”的后路转变为在申报前进一步提高材料质量、企业规范性、内核质量控制以适应“上市入口关再度收紧”的证券发行监管政策。

(2) “飞行检查”机制将进一步改变保荐人、证券服务机构的执业习惯，但是否常态化则有待观察。飞行检查 (Unannounced Inspection) 广义上是指主管机关在不通知、宣告检查计划的前提下对于受监管对象进行突击检查，在国外不同证券市场监管中，飞行检查也是现场检查措施中的一种特殊形式。近期，某头部券商被抽项目，检查组到企业第一时间是将董监高及中介机构主要人员的手机、电脑、笔记本收走检查，这在以往的现场检查中没有使用的手段。此次境内 IPO 明确了飞行检查机制，将对于意图造假、蒙混过关的市场主体造成极大的震慑，反应了监管体系对于新股业绩变脸乃至欺诈发行现象整治的极大决心。而从实践角度处罚，一方面飞行检查是有“在出现重大紧急事项或有明确证据表明提前告知检查对象可能影响检查效果的情况下”这一特殊性前提条件要求的，另一方面，飞行检查相较一般检查，对于检查人员经验及水平要求更高、资源配给要求也更高。故对于后续飞行检查的使用比率及常态化程度仍有待进一步跟踪。但不可否认的是，飞行检查机制将是打击违法违规行为的底线机制，少数从业主体应对检查不能再寄希望于临阵磨枪，对于保荐人及证券服务机构后续项目开展中的执业习惯将带来实质改变。

(3) 从重处理机制下更应注重并确保“一事不二犯”。根据新《首发检查规定》第三十四条确立的规定，如在三年内被现场检查发现同类问题且性质严重，都可能会被证监会及交易所从重处理。未来针对首次检查发现的性质严重问题，发行人、保荐人及证券服务机构应进行重点整治并形成定期专项自查的机制，以防止“踏入同一条河流”、承受更重的处罚或处分。需要注意的是本次修订的征求意见稿中该条的期间原先拟设为“二十四个月”，但在正式



规定中则调整为了“三十六个月”，可以看出证监会不惜扩大复查覆盖的周期、投入更多的人力资源，也想提高首发项目的规范性标准，使各个项目长期保持在更高的规范性水平上。

(4) 明确 IPO 持续加强全链条把关，从入口关、辅导期开始，坚持“申报即担责”，对于涉嫌存在重大违法违规行为的，即使撤回发行上市申请，也要一查到底，并依法追究。2024年2月4日，证监会在其官网发布了《证监会依法从严打击欺诈发行、财务造假等信息披露违法行为》。文章称，贯彻“申报即担责”理念，“一查就撤”休想“一走了之”。2月9日，上述证监会通稿也表示，对财务造假、欺诈发行等违法违规行为，证监会将以“零容忍”的态度坚决予以严厉打击，切实维护市场秩序，保护投资者合法权益。2月9日，证监会专门发布《证监会对上海思尔芯技术欺诈发行违法行为作出行政处罚》的公告。该案件系发行人撤回发行文件仍被证监会认定首发上市过程中存在欺诈发行违法行为作出行政处罚。

## 五、结语

结合证监会同日发布《提高上市公司质量的意见》的内容，在该意见中提到的“压实拟上市企业及‘关键少数’对发行申请文件特别是经营财务等方面信息披露真实准确完整的第一责任”及“压实拟上市企业及‘关键少数’对发行申请文件特别是经营财务等方面信息披露真实准确完整的第一责任”等表述，反复强调了“关键少数”的概念。

从前述意见措辞上，系列新规对于禁止“盲目谋求上市、过度融资”等行为态度明确，从新《首发检查规定》部分极富有震慑力的规定上，可以预期审核所关注的诸如“伪科技”、“突击冲业绩”等实质问题在未来将得到有效遏制，而财务造假、虚假陈述、粉饰包装等行为将进一步依法严肃追责。企业上市未来将变为企业稳步发展、做优做强的新起点、投资者共享发展成果的稳定途径，而非成为“关键少数”无视市场秩序、非法牟取利益的捷径。

此外，未来拟上市企业的“上市观”及保荐人、证券服务机构的质控机制与执业习惯都需要作出适应性的改变。新《首发检查规定》则仅是过程控制的一部分，更需要保荐人及证券服务机构自身做好基本功的修炼，并以风险控制意识为导向，协助发行人树立正确上市观及呈现真实、完整的企业形象以登陆境内公开资本市场。

附表：原《首发检查规定》与新《首发检查规定》修订对照表<sup>1</sup>

原《首发检查规定》	新《首发检查规定》	主要修订简析
-	<b>第一章 总则</b>	在体例上进行章节划分
<p>第一条 为规范首发企业现场检查行为，强化首发企业信息披露监管，督促中介机构归位尽责，保护投资者合法权益，根据《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国公司法》《首次公开发行股票并上市管理办法》《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》等，制定本规定。</p>	<p>第一条 为规范首发企业现场检查行为，强化首发企业信息披露监管，督促<b>保荐人、证券服务机构</b>归位尽责，保护投资者合法权益，<b>维护证券市场秩序</b>，根据《中华人民共和国证券法》《中华人民共和国公司法》《首次公开发行股票注册管理办法》《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》等，制定本规定。</p>	<p>1、 更新了保荐人、证券服务机构等由其他规范性文件确定的概念，以取代较为宽泛的“中介机构”概念</p> <p>2、 立法目的的扩展，着重提到了市场秩序的维护；</p> <p>3、 此外，该条还删掉了因首发上市注册制生效后此前各上市板块已经废止办法的相关表述。</p>
<p>第二条 本规定所称现场检查，是指针对申请在境内证券交易所（以下简称交易所）首次公开发行股票或存托凭证并上市的企业（以下简称检查对象），由中国证券监督管理委员会（以下简称中国证监会）及其派出机构和交易所作为检查机构，在检查对象的生产、经营、管理场所以及其他相关场所，采取一定方式对其信息披露质量及中介机构执业质量进行监督检查的行为。</p>	<p>第二条 本规定所称现场检查，是指针对申请<b>首次公开发行股票或存托凭证并在境内证券交易所（以下简称交易所）上市的企业</b>（以下简称检查对象），由中国证券监督管理委员会（以下简称证监会）、证监会派出机构<b>或交易所</b>作为检查机构，在检查对象的生产、经营、管理场所以及其他相关场所，采取一定方式对其信息披露质量及<b>保荐人、证券服务机构</b>执业质量进行监督检查的行为。</p>	<p>1、 对于检查对象的定义进行表述上的调整，无实质影响；</p> <p>2、 中介机构的修订同第一条规定为同步性调整。</p>

<sup>1</sup> 表格中原《首发检查规定》一栏以删除线反映删除的具体表述内容，在新《首发检查规定》一栏以标红形式反映新加入的具体表述内容，对于内容未变化仅在语序上作出调整表格中不再额外标注。

	<p>第三条 现场检查是书面审核的重要补充，是判断发行人是否符合发行上市条件、信息披露要求及中介机构执业质量等的重要手段。检查对象及保荐人、证券服务机构应当切实承担相应责任，充分披露投资者自主进行投资价值判断所必需的信息，确保信息披露真实准确完整。</p>	<p>总则中新增的原则条款，明确了书面审核的补充手段、并明确保荐人及证券服务机构的披露要求及责任。</p>
<p>第三条 检查对象和中介机构应当配合现场检查工作，保证提供的有关文件资料和接受问询时陈述的内容真实、准确、完整，不得拒绝、阻碍和隐瞒。</p>	<p>第四条 检查对象和保荐人、证券服务机构应当配合现场检查工作，保证提供的有关文件资料和接受问询时陈述的内容真实、准确、完整，不得拒绝、阻碍。</p>	<p>1、 中介机构的修订同第一条规定为同步性调整。</p> <p>2、 删除了“隐瞒”的禁止规定，在第三条已经明确了证券服务机构披露真实准确完整的要求，隐瞒这一表述不再具有必要性。</p>
<p>第四条 现场检查工作人员必须忠于职守，廉洁公正，遵守保密规定，确保现场检查独立、客观、公正、高效，不得干预检查对象正常的生产经营活动，不得利用职务便利牟取不正当利益。</p>	<p>第五条 现场检查工作人员应当忠于职守，廉洁公正，确保现场检查独立、客观、高效，不得干预检查对象正常的生产经营活动，不得利用职务便利牟取不正当利益。</p> <p>检查人员的工作接受检查对象及保荐人、证券服务机构的监督。</p>	<p>新增了反向监督机制，但仅为原则性的规定并未明确具体的监督通道。</p>
	<p>第六条 检查结果公开前，参与现场检查及处理的人员对检查情况负有保密义务。</p>	<p>由原规定第四条“遵守保密规定”的要求分化出的单独条款。</p>
	<p>第七条 证监会注册部门负责现场检查的整体统筹协调及指导，包括确定检查机构、移送检查资料、组织检查沟通、协调监管合作、跟进检查进展、处理检查问题、强化结果运用、统一处理标准、共享检查信息以及组</p>	<p>新增条款，在全面注册制并轨后证监会注册部门所承担的“整体统筹协调及指导”的地位。</p>

	织检查培训等。	
-	第八条 证监会适时通报现场检查开展及处理情况。	明确了证监会开展现场检查的信息公开的要求,但具体通报的频率及覆盖度还需要持续跟踪。
-	<b>第二章 确定检查对象</b>	<b>在体例上进行章节划分</b>
第五条 检查对象确定包括问题导向和随机抽取两种方式。	第九条 检查对象的确定方式包括随机抽取与问题导向两种。  检查对象确定后,组织实地现场检查及发行人根据检查情况补充、修改申请材料的时间不计入审核或注册时限。	明确了现场检查带来的书面工作不计入时限的原则,避免为发行人带来现场检查及审核注册时限的双重压力。
第七条 中国证券业协会依据相关规定随机抽取检查对象,检查对象确定后应当及时向社会公布相关信息。随机抽取的企业名单范围由中国证监会汇总提供的所有未经上市委员会审议或未经发审会审核且未参与过随机抽取的首发企业构成。	第十条 参加随机抽取的企业由证监会注册部门汇总的所有未经上市委员会审议且未参与过随机抽取的首发企业构成。  原则上,证监会注册部门每三个月组织一次抽取工作,所有已受理企业都应纳入一次抽取范围,但抽取前已被列为问题导向检查对象的除外。  中国证券业协会依照有关规定通过抽签的方式确定随机抽取检查对象,抽签过程接受独立第三方现场监督。检查对象确定后,中国证券业协会通过其网站及时公布抽取结果。	重置了随机抽取企业的机制,除抽取范围与原规定近似外,新规定还明确了注册部门的抽取频率,抽取的检查对象将通过中国证券业协会官方网站及时公布。
第六条 问题导向的检查对象由中国证监会审核、注册部门或交易所审核部门(以下统称审核或注册部门)确定。在发行上市审核和注册阶段,首发企业存在与发行条	第十一条 问题导向检查对象由交易所审核部门或证监会注册部门(以下统称审核或注册部门)确定。  在发行上市审核或注册阶段,首	1、 适应注册制变化,进行表述上的调整。 2、 新增了交易所在审企业也可以被列为检查对象的规定,体现了证监会也可以主动将交易所审核



<p>件、上市条件和信息披露要求相关的重大疑问或异常，且未能提供合理解释、影响审核判断的，可以列为检查对象。</p>	<p>发企业存在与发行条件、上市条件或信息披露要求相关的重大疑问或异常，未能提供合理解释且影响审核或注册判断的，<b>审核或注册部门</b>可以将其列为问题导向检查对象。</p> <p><b>处于交易所审核阶段的首发企业存在上述情形的，证监会注册部门可以将其列为问题导向检查对象。</b></p>	<p>的企业列为对象，而非交易所和证监会在不同阶段各自确定。</p>
<p>第八条 检查对象确定后，审核或注册部门应当在三个工作日内书面通知检查对象和中介机构，检查对象自收到书面通知后十个工作日内撤回首发申请的，原则上不再对该企业实施现场检查。在撤回申请后十二个月内再次申请境内首发上市的，应当列为检查对象。</p>	<p>第十二条 检查对象确定后，<b>交易所审核部门</b>应当在三个工作日内书面通知检查对象和<b>保荐人、证券服务机构</b>。</p> <p><b>检查对象确定后，检查对象撤回发行申请不影响检查工作的实施，也不影响证监会和交易所依法依规对检查发现的问题进行处理。</b></p>	<p>1、 检查对象通知只有交易所审核部门进行通知；</p> <p>2、 中介机构的修订同第一条规定为同步性调整；</p> <p>3、 删除了撤回原则上不追究的规定，修订后现场检查将成为一条不受在审与否影响的独立条线工作，进一步落实了“申报即担责”的原则。</p>
-	<b>第三章 组织与实施</b>	<b>在体例上进行章节划分</b>
-	<p>第十三条 证监会注册部门确定承担检查任务的检查机构。原则上，检查机构由检查对象所在辖区外的派出机构或非申请上市的交易所担任。</p>	<p>新增条款，明确了检查机构的确定方式。</p>
-	<p>第十四条 检查机构确定后，证监会注册部门向检查机构发出检查任务分配通知，任务分配通知同时抄送检查对象所在辖区派出机构及申请上市的交易所。</p> <p><b>检查对象所在辖区派出机构、申请上市的交易所及其他相关派出机</b></p>	<p>新增条款，明确了检查任务分配机制及地区机构的配合义务。</p>

	构应当配合检查机构开展检查工作。	
-	第十五条 证监会注册部门向检查机构发出检查任务分配通知时，一并提供审核或注册部门汇总的关于检查对象的重点关注问题、重大存疑或异常事项等资料。	新增条款，明确了审核、注册部门与执行检查任务部门的信息共享机制，及需界定现场核查的重点事项。
第十条 中国证监会依法组织实施现场检查工作，现场检查时，检查组人员不得少于二人。必要时，可以聘请独立的外部专业人员从事辅助检查工作。检查组应加强对聘请的外部专业人员的管理，督促其履职尽责，遵守保密规定，并要求外部专业人员签订承诺书。	第十六条 检查机构接到任务分配通知后，应当选派具有相关经验且无利害关系的工作人员组成检查组。检查组人员不少于二人，设组长一名。  证监会注册部门可以根据检查难度、专业性要求等，对检查组人员数量及构成提出调整建议。证监会注册部门可以派员参与检查工作。	由原第十条分拆后修订。  1、 新增了检查人员选派条件及组长设置；  2、 注册部门现在可以对于检查人员情况提出建议并可以根据情况派员参与。
	第十七条 检查组成员以证监会系统内人员为主，必要时可以聘请独立外部专业人员予以协助。  检查组应当加强对外聘专业人员的管理，督促其履职尽责，遵守保密规定，严守工作纪律。	由原第十条分拆后修订。  书面形式明确了主要检查人员的构成应以证监系统为主，删除了外聘人员签署承诺书的要求，由检查组履行对其的监督职责。
第十一条 检查对象及相关中介机构认为检查人员与其存在利害关系的，有权申请检查人员回避。检查人员与检查对象有利害关系的，应当回避。  对检查对象提出的回避申请，检查机构应当在三个工作日内以口头或者书面形式作出决定	第十八条 检查人员与检查对象或保荐人、证券服务机构有利害关系的，应当回避。  检查对象或保荐人、证券服务机构认为检查人员与其存在利害关系的，有权申请检查人员回避。  对检查对象或保荐人、证券服务机构提出的回避申请，检查机构应当	完善了回避机制，新增检查人员如有利害关系则应当“回避”的表述，与申请回避机制共同构成完善的回避机制。

	在三个工作日内以口头或者书面形式作出决定。	
-	<p>第十九条 检查组应当在充分了解评估检查对象基本情况、主要风险事项和重点关注问题的基础上，制定切实可行的现场检查工作计划。</p> <p>现场检查工作计划内容包括：</p> <p>（一）检查范围；</p> <p>（二）主要风险事项和重点关注问题；</p> <p>（三）检查方式和程序；</p> <p>（四）时间安排和人员分工；</p> <p>（五）工作要求；</p> <p>（六）其他需要列明的事项。</p> <p>检查计划确定后，检查机构应当及时向证监会注册部门书面报备。</p>	新增条款，明确了检查组制定现场检查工作计划的机制。
-	<p>第二十条 检查机构应当自接到检查任务分配通知后，一个月内进场开展工作，两个月内完成检查并报送现场检查工作报告。</p> <p>因特殊情况需要延长检查时限的，检查机构应当提前向证监会注册部门报告，累计延长时限原则上不超过一个月。</p>	新增条款，明确了检查组检查工作的检查期限及特殊情况下延长机制。
第十二条 启动现场检查前，检查机构应当至少提前五个工作日以书面形式告知检查对象，要求检查对象准备有关文件和资料，要求相	第二十一条 现场检查进场前，检查机构应当书面通知检查对象。检查对象应当按要求准备有关文件和	<p>1、 在新的检查启动机制下，将书面通知时间改为了进场前，而不是启动前；</p> <p>2、 删除了提前书面通知的</p>

<p>关人员在场配合检查。</p>	<p>资料，并配合检查工作。</p> <p>在出现重大紧急事项或有明确证据表明提前告知检查对象可能影响检查效果的情况下，经检查机构负责人批准，检查机构可以不提前告知检查对象，直接开展检查。</p>	<p>最短期限，并调整检查对象的配合义务表述；</p> <p>3、 新增了“飞行检查”机制，今后重大紧急情况及检查效果受影响的情况出现时可能会出现突击检查的情形。</p>
<p>第十三条 检查人员进行现场检查时，应当出示合法证件和监督检查通知书。</p>	<p>第二十二条 检查人员开展现场检查时，应当出示合法证件和检查通知书。</p>	<p>表述修改，“监督检查通知书”更名为“检查通知书”。</p>
<p>第九条 针对问题导向的检查对象，检查机构应当结合重点存疑事项的性质和内容开展现场检查，可以围绕上述存疑事项对检查范围进行必要拓展；针对随机抽取的检查对象，检查机构应当重点围绕财务信息披露质量等事项开展现场检查。</p>	<p>第二十三条 针对随机抽取检查对象，检查组应当在审阅申请材料 and 保荐人、证券服务机构工作底稿的基础上，通过查阅原始记录、业务凭证或公开资料，走访客户、供应商或经销商，调取工商登记、银行流水等方式，对可能存在的风险、疑点及问题进行梳理排查，并按重要性原则予以查证。</p> <p>针对问题导向检查对象，检查组应当聚焦审核或注册部门提供的具体问题清单，在审阅申请材料和保荐人、证券服务机构工作底稿的基础上，通过查阅原始记录、业务凭证或公开资料，走访客户、供应商或经销商，调取工商登记、银行流水等方式，逐一进行查证。</p>	<p>重置了随机抽取检查对象及问题对象的检查方式相关规定，明确了需以底稿为检查基础并明确了其他多种查证措施，可以明显看出证监会将过往三年的现场检查经验总结加入了制度层面。</p>
<p>第十五条 检查组应当重点围绕检查对象存在的相关问题对中介机构执业质量进行延伸检查，就中介机构履职尽责情况发表意见。</p>	<p>第二十四条 检查组应当重点围绕检查对象存在的相关问题对保荐人、证券服务机构执业质量进行延伸检查。</p>	<p>1、 中介机构的修订同第一条规定为同步性调整；</p> <p>2、 删除了就中介机构履职尽责情况发表意见的要求。</p>

<p>第十四条 实施现场检查时，检查组可以根据需要采取以下检查方式：</p> <p>（一）查看检查对象的生产、经营、管理场所及其他相关场所，获取有关工商等资料；</p> <p>（二）获取有关资金流水，生产、销售、仓储记录，会计凭证，会计账簿，财务报表等文件资料；</p> <p>（三）就主要业务循环和会计信息系统进行穿行测试；</p> <p>（四）询问检查对象控股股东和实际控制人、董事、监事、高级管理人员以及销售、采购、生产、仓储、财务等相关人员；</p> <p>（五）走访检查对象重要客户及供应商等有关单位 and 人员，核实相关信息；</p> <p>（六）核查中介机构工作底稿，询问有关人员，进行现场取证等；</p> <p>（七）检查组认为必要的其他方式。</p>	<p>第二十五条 实施现场检查时，检查组可以根据需要采取以下检查方式：</p> <p>（一）查看检查对象生产、经营、管理场所及其他相关场所；</p> <p>（二）获取检查对象工商资料、会计凭证、会计账簿、财务报表及生产、销售、仓储记录等；</p> <p>（三）对检查对象主要业务循环和关键信息系统进行穿行测试；</p> <p>（四）询问检查对象控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员及相关采购、生产、仓储、销售、财务人员等；</p> <p>（五）走访检查对象重要客户及供应商；</p> <p>（六）获取相关方资金流水；</p> <p>（七）核查保荐人、证券服务机构工作底稿，询问相关人员；</p> <p>（八）检查组认为必要的其他方式。</p>	<p>1、 检查方式没有实质修改，修改仅是将各类方式按照更合理分类方法重新分类；</p> <p>2、 中介机构的修订同第一条规定为同步性调整；</p> <p>3、 取消了现场取证的具体要求。</p>
-	<p>第二十六条 检查过程中，检查组应当就检查进展、发现的主要问题及下一步工作安排等，与证监会注册部门定期沟通。必要时，证监会注册部门可以召开与检查机构、交易所审核部门的沟通会，明确检查方向与重点，提高检查效率。</p>	<p>新增条款，增加了过程控制机制，并将实践中多方沟通会的形式在制度层面予以明确。</p>



<p>第十六条 检查组形成检查报告前,应当就现场检查中发现的主要问题及情况听取检查对象及中介机构的解释说明,检查对象及中介机构可就相关问题提供书面说明材料及相关证据。</p>	<p>第二十七条 检查工作完成前,检查组应当就现场检查中发现的主要问题及情况,听取检查对象及保荐人、证券服务机构的解释说明,检查对象及保荐人、证券服务机构可就相关问题提供书面说明材料及相关证据。</p>	<p>删除了以检查报告出具期间作为问题初步沟通的具体时点。</p>
	<p>第二十八条 检查机构应当在核实重点事项、获取充分证据、明确检查结论的基础上形成现场检查工作报告,报送证监会注册部门。检查对象处于交易所审核阶段的,现场检查工作应当同时抄送交易所。</p> <p>现场检查工作包括以下内容:</p> <p>(一) 检查对象基本情况;</p> <p>(二) 检查组人员及分工;</p> <p>(三) 检查对象、保荐人及证券服务机构配合检查情况;</p> <p>(四) 检查计划及检查程序实施情况;</p> <p>(五) 检查对象存在的问题及其说明;</p> <p>(六) 保荐人、证券服务机构存在的问题及其说明;</p> <p>(七) 检查发现问题的性质、影响及结论;</p> <p>(八) 对检查发现问题的初步处理建议;</p>	<p>新增条款,在制度中明确了现场检查工作报告,并对报告的主要内容进行规定,是将实践经验予以制度化体现。</p>

	(九) 其他需要报告的事项。	
-	<b>第四章 监督管理</b>	在体例上进行章节划分
-	第二十九条 检查机构提交检查报告后, 证监会注册部门组织审核或注册部门、检查机构及其他相关派出机构进行会商, 根据检查工作开展情况、检查发现问题的性质和重要性水平, 提出对检查对象及保荐人、证券服务机构的处理建议。	新增条款, 明确了多机构的会商机制, 各方将可以针对保荐人及证券服务机构的处理提出建议。
第十七条 审核或注册部门收到现场检查工作报告后应当就检查对象存在的信息披露质量问题, 书面要求检查对象和中介机构进行补充说明、整改规范	第三十条 审核或注册部门应当结合检查发现的问题、现场检查会商意见、整改规范事项的完成情况, 推进审核或注册工作。  审核或注册部门可以要求检查对象及保荐人、证券服务机构就检查发现的问题进行补充说明、补充核查或整改规范。  检查对象处于交易所审核阶段的, 整改规范原则上在上市委员会召开前完成; 检查对象处于证监会注册阶段的, 整改规范原则上在注册审议会召开前完成。  交易所审核部门应当在向证监会报送的注册申请文件中, 就检查发现主要问题的处理情况和审核意见作出说明。	经过修订后, 在原有补充说明及整改规范上, 检查后的具体工作还包括整改规范措施的具体落实时间事项、并要求交易所审核部门针对现场检查相关问题处理、审核意见予以说明。相较于原来的规定, 现有检查后置的监督措施更加完善和健全, 并形成紧密关联的程序。
第十八条 根据检查对象存在信息披露问题的严重程度, 交易所可以依据有关规定对检查对象及其控股股东、实际控制人和相关责任	第三十一条 根据检查对象存在的信息披露问题的严重程度, 证监会可以依据法律、行政法规、证监会规章等对检查对象及其控股股东、实际	1、 本条调整了披露问题处理的表述顺序, 按照证监会、交易所两个层次拆分为两款;  2、 针对交易所的处理方式,

<p>人员采取自律管理措施，中国证监会可以依据法律、行政法规、证监会规章对上述单位和个人采取行政监管措施、给予行政处罚。</p>	<p>控制人和相关责任人员采取行政监管措施或给予行政处罚。</p> <p>交易所可以依据有关规定对上述单位和个人采取自律监管措施或给予纪律处分。</p>	<p>增加了“给予纪律处分”的规定。</p>
<p>第十九条 现场检查发现中介机构及相关执业人员未勤勉尽责，在执业质量等方面存在违法违规行为的，交易所可以依据有关规定对上述单位和个人采取自律管理措施，中国证监会可以依据法律、行政法规、证监会规章对上述单位和个人采取行政监管措施、给予行政处罚。</p>	<p>第三十二条 根据<b>保荐人、证券服务机构</b>及其相关执业人员执业质量问题的严重程度，证监会可以依据法律、行政法规、证监会规章等对上述单位和个人采取行政监管措施或给予行政处罚。</p> <p>交易所可以依据有关规定对上述单位和个人采取自律监管措施或给予纪律处分。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、 本条调整了披露问题处理的表述顺序，按照证监会、交易所两个层次拆分为两款；</li> <li>2、 中介机构的修订同第一条规定为同步性调整；</li> <li>3、 针对交易所的处理方式，增加了“给予纪律处分”的规定。</li> </ol>
<p>第二十条 检查对象、中介机构及其相关人员拒绝或阻碍现场检查的，由中国证监会依据有关规定处理。</p>	<p>第三十三条 检查对象、<b>保荐人、证券服务机构</b>及其相关<b>责任</b>人员拒绝、阻碍现场检查的，证监会可以依法进行处理。</p> <p>交易所可以依据有关规定对上述单位和个人给予纪律处分。</p>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1、 中介机构的修订同第一条规定为同步性调整，此外对于“相关人员”的表述更改为了“相关责任人员”；</li> <li>2、 交易所现在刻意就拒绝、阻碍现场检查工作的主体给予纪律处分。</li> </ol>
<p>-</p>	<p>第三十四条 最近三十六个月内，检查对象、<b>保荐人、证券服务机构</b>及其相关<b>责任</b>人员因现场检查发现的违法违规问题被采取行政监管措施或自律监管措施等，本次现场检查又发现同类问题且性质严重的，证监会及交易所可以从重进行处理。</p>	<p>新增条款，增加了从重情节条款，即同性质问题反复出现且性质严重，将存在从重处理的可能性，相应的也间接说明，前次现场检查的企业可能后续还会被再次现场检查；其次，三十六个月内的期间也能涵盖常规的申报审核期间，因此按照初次现场检查的要求整改、规范并达到要求，将成为贯穿企业 IPO 过程中的一以贯之的工作。</p>

-	第三十五条 检查发现检查对象或保荐人、证券服务机构存在重大违法违规问题线索的，证监会注册部门依照有关程序移送相关部门。	新增条款，明确了注册部门发行重大违法违规移送相关部门的程序，这一点是与证监会稽查部门、刑事案件侦查机关形成了接洽移送机制，即现场检查工作是有可能会发现严重的违法违规问题，并受到稽查部门调查或刑事侦查机关的立案侦查。
第二十一条 检查人员实施现场检查过程中存在违法违规行为的，由中国证监会责令改正，依法给予行政处分，或由交易所依规给予纪律处分；构成犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。	第三十六条 检查人员实施现场检查过程中存在违法违规行为的，由证监会责令改正，依法给予政务处分，或由交易所依规给予纪律处分；构成犯罪的，依法移送司法机关追究刑事责任。	调整了中国证监会对于检查人员的处分方式，由原来的行政处分变更为政务处分。政务处分适用《中华人民共和国公职人员政务处分法》的内容，具体处分方式包括警告、记过、记大过、降级、撤职及开除六种类别。
-	<b>第四章 监督管理</b>	<b>在体例上进行章节划分</b>
-	第三十七条 检查机构应当及时将与现场检查相关的资料归档保存，保存期限不低于 10 年。	新增条款，对检查机构增加了资料保管的要求，这一点与证券服务机构的底稿保存年限要求一致。
-	第三十八条 本规定由证监会解释。	新增条款，规定证监会具体规定的解释权。
第二十三条 本规定自公布之日起施行。《关于组织对首发企业信息披露质量进行抽查的通知》（发行监管函〔2014〕147 号）同时废止。	第三十九条 本规定自公布之日起施行。《关于组织对首发企业信息披露质量进行抽查的通知》（发行监管函〔2014〕147 号）及《首发企业现场检查规定》（证监会公告〔2021〕4 号）同时废止。	常规调整，新增法规沿革关系的表述。

## 杨春宝等： 案析私募基金投资者适当性义务之要点

### 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：私募基金、公司与并购重组、房建与能源、  
争议解决



### 孙瑛

大成上海 律师

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

专业领域：私募基金、公司与并购重组、房建与能源、  
争议解决



### 李嘉欣

大成上海 律师助理

[li.jiixin@dentons.cn](mailto:li.jiixin@dentons.cn)

专业领域：私募基金、公司与并购重组、房建与能源、  
争议解决



近期，上海仲裁委发布了一则案例[1]，在该案中，上海仲裁委认为，案涉私募基金管理人系在明知基金投资者并非合格投资者的情况下，依然“使其成为私募基金投资人，其后续的一系列访谈、评估、测试等风险防范行为，仅是徒具形式，属于违反《私募投资基金监督管理暂行办法》等规定的投资者适当性义务之行为”。这一案例，令私募基金管理人应履行的“投资者适当性义务”再次成为私募圈的关注焦点。

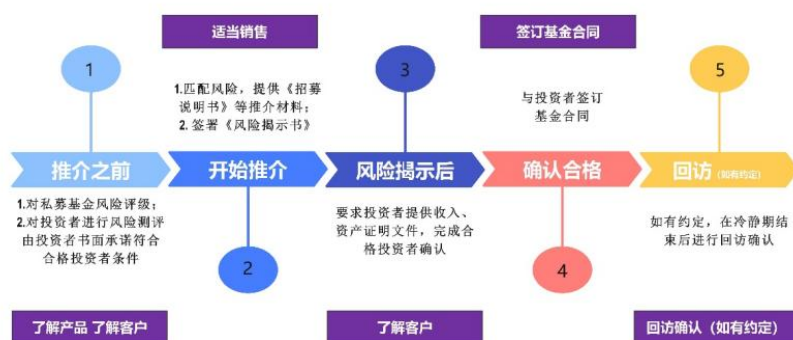
究竟何为“适当性义务”？私募基金领域涉及此问题的相关规范性文件较多，但均未正面给出全面、详细的定义。而《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民纪要》”）从审判角度进行了定义，根据《九民纪要》的相关规定[2]，卖方机构在向金融消费者推介、销售高风险等级金融产品时，必须履行了解客户、了解产品、将适当的产品销售给适合的金融消费者等适当性义务。适当性义务的履行是“卖者尽责、买者自负”的重要内容和前提基础。

虽然《九民纪要》并未明确将私募基金作为高风险等级金融产品予以列举，其他法律法规或规范性文件也未明确将“私募基金”纳入“金融产品”范畴，私募基金管理人亦未被任何法律法规或规范性文件正式纳入“金融机构”范畴。但2018年发布实施的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》明确规定，私募投资基金适用私募投资基金专门法律、行政法规，私募投资基金专门法律、行政法规中没有明确规定的适用该意见。在实践中，监管部门对私募基金管理人亦参照金融机构予以监管，很多地方对于设立私募基金管理人采取实质性前置许可，《证券投资基金法》规定



“担任非公开募集基金的基金管理人，应当按照规定向基金行业协会履行登记手续，报送基本情况。未经登记，任何单位或者个人不得使用‘基金’或者‘基金管理’字样或者近似名称进行证券投资活动”，虽然该法系“为了规范证券投资基金活动”，但中国证监会以及中基协早已将私募股权投资基金管理人也纳入必须登记的范围，公司登记机关也在颁发给私募基金管理企业的营业执照上明确载明“须在中国证券投资基金业协会完成登记备案后方可从事经营活动”。在司法实践中，审判机关更是普遍将私募基金管理人视为金融机构，并将其募集的私募基金产品视为金融产品[3]。因而，我们理解，《九民纪要》关于“适当性义务”的规定应可适用于私募基金管理人及其募集的私募基金产品。

那么，“了解客户、了解产品、适当销售”具体应当包含哪些操作和程序呢？根据《私募投资基金募集行为管理办法》的规定，私募基金管理人在基金募集过程中应履行的各项程序具体如下图所示：



在司法实践中，审判机关对管理人是否适当履行该义务，又是如何裁判的呢？本文拟通过案例分析，对此问题进行深入解答，以期给广大私募基金从业人员和私募基金投资者提供有益参考。

## 01 了解客户——对潜在基金投资者进行风险测评并确认其是否为合格投资者

是否对潜在投资者进行风险测评和合格投资者资格确认是判断私募基金管理人是否履行适当性义务的重要内容，也是管理人向潜在投资者推介“与其风险识别和承受能力相匹配的”私募基金的前提。因而，私募基金管理人应当通过科学有效的问卷调查[4]等方式，对潜在投资者的风险识别和承受能力进行评估，同时，还应严格审核潜在投资者提供的资产、收入证明文件，并要求其作出书面承诺。换言之，管理人应尽一切合理努力确认潜在投资者是否系合格投资者，并了解其风险识别和承受能力。

在【（2021）沪74民终375号】JZ资产管理（上海）有限公司、上海JP投资集团有限公司与周某某其他合同纠纷一案中，一审法院认为，如基金管理人未对投资者进行风险测评，则可以认定其在销售过程中未妥善履行适当性义务。具体而言，虽然周某某确已签署案涉基金的《风险揭示书》，

但基金管理人却无法提供已对周某某进行风险测评的相关证据。一审法院据此认定，基金管理人未能妥善履行适当性义务，并结合基金管理人在投资、管理阶段的其他严重过错，判令管理人赔偿投资者的全部投资损失。二审法院维持原判。

如基金管理人已完整履行了上文流程图中的所有程序，是否就能认定其已履行了投资者适当性义务呢？我们在本文前言部分介绍的上海仲裁委员会最近发布的案例已给出了答案：适当性义务的履行应“重实质”，而非流于形式。在该案中，基金管理人工作人员明知投资者的认购资金低于合格投资者规定的限额，却主动协助其汇集资金；明知用拼凑代持资金所作的投资在客观上会导致变相分拆基金产品，却仍为投资者办理了相关投资手续。因此，上海仲裁委最终认定基金管理人系向非合格投资者销售基金产品，即违反了投资者适当性义务。

## 02 了解产品——对所推介的基金产品充分了解并进行风险分级[5]

如果说全面了解潜在投资者系基金管理人推介私募基金的前提条件，那么，充分了解所推介的产品并对其进行风险分级则是向潜在投资者最终销售该产品的前提条件。试想：如管理人对所推介的产品没有清晰的认识，亦未对其进行风险分级（即不清楚产品的风险等级），该如何判断该产品是否适合潜在投资者（即是否与其风险识别和承受能力相匹配）呢？如无法作出正确判断，又如何做到“适当销售”呢？

在【（2022）沪 74 民终 1474 号】XC 投资管理（上海）有限公司与李某某等其他合同纠纷一案中，案涉基金管理人在管理涉案基金的过程中，未对基金产品进行风险评级，该管理人亦未能提供证据证明对投资者履行了风险测评等适当性义务。二审法院据此确认案涉基金管理人未尽到适当性义务，并结合其违反信息披露义务、未按照合同约定的投资范围进行投资等行为，维持了一审法院对管理人向投资者赔偿全部投资本金的判决。

而在【（2021）京 0105 民初 57598 号】董某某与 ZHT 建筑工程有限公司等合同纠纷案中，涉案基金管理人向法院提交的《基金投资者分类及产品评级》显示的涉案基金风险等级与案涉《基金合同》中载明的风险等级不一致。法院认为，针对同一只基金产品，管理人向不同的投资人作出不同的分类等级，管理人在涉案基金产品的风险评级方面显然存在记载不一致、告知不到位及宣传不恰当的情况，系未向投资者全面恰当履行适当性义务。

## 03 适当销售——将适当的产品销售给适合的基金投资者

在了解潜在投资者和所推介的基金产品的基础上，私募基金管理人为确保自身准确、全面履行投资者适当性义务，还应当将“适当的”基金产品销售给“适合的”基金投资者，即：向潜在投资者销售与其风险识别和承受能力相匹配的基金产品。我们理解，在这一阶段，基金管理人至少应履行告知说明、适当推荐和回访确认（如有约定）三方面的义务。

### （1）告知说明——风险揭示

在前述【（2021）京 0105 民初 57598 号】董某某与 ZHT 建筑工程有限公司等合同纠纷案中，案涉基金管理人向法院提供了案涉基金的风险提示书、投资者基本信息表、基金投资者风险测评问卷、投资者风险匹配告知书及投资者确认函、回访确认函以证明其对投资者进行了提示说明和风险告知。但法院认为，一方面，投资者的签字行为不免除基金管理人应当履行的风险提示、风险承受能力及风险等级调查、适当性产品匹配义务；另一方面，由于投资者否认管理人进行了风险提示，且主张部分材料并非其本人签署，在此情况下，管理人应进一步证明其在销售涉案基金产品时向投资者告知了各种相关信息以及风险，但由于管理人并未进一步提供证据进行证明，故而应承担举证不能的不利后果。最终，上述情形亦成为案涉基金管理人被法院认定未全面恰当履行适当性义务的情形之一。

此外，在【（2023）沪 74 民终 603 号】CJ 证券（上海）资产管理有限公司与黄某某委托合同纠纷一案中，涉案资管产品系定期开放的封闭式私募资管产品，这使得投资者不可能在发现风险后随时退出止损，且产品采用的估值方法无法及时反映风险波动情况。但涉案管理人却未在与投资者签订涉案资管合同前，将当时案涉资管产品持有的债券在短时间内信用评级及市值均跌幅较大且面临停牌或无买盘的情况向投资者进行告知说明和风险揭示。法院认为，管理人应当履行先合同义务，向投资者告知前述可能影响投资者利益的重要信息、充分揭示产品风险以保证投资者作出真实意思表示。由于基金管理人并未进行告知，法院最终支持了投资者主张基金管理人向其赔偿本息损失的诉讼请求。

由此可见，在形式上，仅提供由投资者签署的风险揭示书、确认函等相关材料在具体案件中可能并无法充分证明管理人已履行适当性义务。同时，根据《证券期货投资者适当性管理办法》《基金募集机构投资者适当性管理实施指引》的相关规定，私募基金管理人在募集过程中对普通投资者进行风险提示等环节应当录音或者录像（即“双录”），否则可能会面临中基协的自律管理措施和证监会及其派出机构的行政监管措施。因此，我们建议私募基金管理人在向潜在投资者销售基金产品时，应根据前述规定做好对投资者告知说明和风险揭示的“双录”。在相关纠纷产生时，管理人亦可将双录的材料作为证明自身已经适当履行告知说明义务的有力证据。在内容上，向投资者进行告知说明的范围应当全面且合规，除符合法律法规、部门规章和中基协自律规则的明确规定外，管理人还应注意结合基金产品本身的特征、信息的重要性程度、信息对投资者决策的影响度等因素综合考量。

## （2）适当推荐——风险匹配

《证券投资基金法》等法律法规和部门规章以及《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》等中基协自律规则均对私募基金管理人销售基金产品的风险匹配义务做出了规定。私募基金管理人应当遵守相关规定，在投资者的风险承受能力类型和基金产品的风险等级之间建立合理的对应关系和匹配原则，并在销售基金产品的过程中，根据投资者的风险承担能力销售不同风险等级的基金产品。

在【(2021)粤03民终16338号】叶某某、深圳CR公司管理有限公司金融委托理财合同纠纷一案中，法院查明，案涉风险调查问卷等反映投资者属于稳健性投资者，而案涉私募产品为较高风险产品，将其销售给该投资者并不匹配。<sup>[6]</sup>且涉案基金管理人虽然主张案涉《风险揭示书》中有“客户声明同意”且投资者签字同意，但未举证证明其依照《私募投资基金募集行为管理办法》等相关监管规定就产品风险及具体的风险防控措施作进一步的解释说明义务。法院综合全案情况认定涉案基金管理人履行适当性义务存在不当，并综合管理人未实际履行承诺的基金风险控制措施导致基金财产遭受损失，以及利用所管理的基金为自己牟取利益等情形，判令其赔偿投资者全部本息损失。

### (3) 回访确认——在明确约定的情形下应予履行

《私募投资基金募集行为管理办法》明确规定了“基金合同应当约定投资者在募集机构回访确认成功前有权解除基金合同”的冷静期回访制度。但中基协在发布该自律规则的通知中同时又明确系鼓励募集机构实施该等回访制度，在基金备案材料的审核过程中也并未将回访确认作为基金合同的必备条款。但值得注意的是，如果基金管理人与投资者在基金合同中明确约定了冷静期满后应回访确认等相关内容，则应当按照约定履行回访义务。在【(2019)沪74民终275号】上海SHJ股权投资基金管理有限公司与李某某委托理财合同纠纷与【(2020)粤0106民初1281号】唐某某与深圳JH创投资产管理有限公司委托理财合同纠纷中，由于案涉《基金合同》中均明确约定了投资者在募集机构回访确认成功前有权解除基金合同，而涉案基金管理人均未根据合同约定履行相应的回访义务，故而法院最终均认定投资者有权依据基金合同约定主张解约。

## 04 严格把握履行时点——避免倒签募集、推介材料

根据法律法规以及中基协自律规则的规定，管理人应当先履行适当性义务，完成全部法定或约定的程序后，再由投资者认购基金产品。但如果实际情况为投资者缴付投资款在先，基金管理人履行适当性义务在后，且投资者据此主张管理人未履行适当性义务，法院如何进行裁判呢？

在【(2021)京74民终482号】董某某与北京JZDX投资管理有限公司委托理财合同纠纷一案中，二审法院认为基金管理人至迟应当在基金产品正式成立之前向投资者充分告知投资风险并完成投资者风险承受能力评估，否则基金财产按照计划转入托管账户进行投资后，再发现投资者并非合格投资者，相应资金存在难以全部退出的风险。因此，涉案基金管理人在案涉基金产品成立后才对投资者进行风险承受能力评估，即使投资者后续评估符合要求，或者充分认识风险并同意继续申购，都无法抵消涉案管理人未及时履行自身义务的过错。最终，二审法院考虑该案中基金管理人补充进行风险评估的时间与案涉基金成立时间相距较短，投资者风险承受能力在短期内发生明显变化的可能性并不大，认定涉案管理人适当性义务的违反并未在实质上过度影响投资者在认购案涉基金方面的自主决定，故而酌情确定基金管理人按照投资者认购金额20%的标准对投资者予以适当赔偿。

而在【(2022)沪74民终1674号】韩某等与四川HK发展有限责任公司其他合同纠纷中，投资者亦存在先付款后签约的行为，但法院结合投资者以事后补签资料、倒签填单日期的行为对风险



测评及投资行为进行了确认，投资者风险测评结果显示其风险承受能力高于案涉基金产品的风险等级，以及投资者投资经验较为丰富等情形，认定 XC 公司并未实质违反适当性义务。

综上可知，基金管理人履行适当性义务的时点存在瑕疵，并不一定会被认定为违反适当性义务。不过，鉴于倒签、补签募集材料的行为本身就与投资者适当性义务的初衷相悖，且实践中存在不少法院据此支持投资者赔偿请求的案例，我们建议基金管理人严格按照适当性义务履行在前、投资者认购基金产品在后的顺序进行基金募集。

## 05 委托销售情形下私募基金管理人的适当性义务

根据《私募投资基金募集行为管理办法》的规定，基金销售机构[7]可以受托募集私募基金。但私募基金管理人委托基金销售机构募集私募基金的，不因委托募集免除其依法承担的责任。[8]也即，在委托销售情形下，私募基金管理人的适当性义务并未免除。投资者如因基金销售机构未履行投资者适当性义务遭受损失，仍可以向基金管理人索赔。

在【(2020)粤03民终19093、19097、19099号】QHXY资产管理有限公司、深圳市JA基金销售有限公司委托理财合同纠纷案中，涉案基金销售机构接受涉案基金管理人的委托代为销售涉案资管产品，但在销售过程中未进行风险匹配，导致投资者测评得出的风险承受等级与涉案资管产品的风险评级并不匹配。据此，二审法院认定涉案基金销售机构未能依法履行适当性义务，应对投资者投入的资金及利息承担赔偿责任。同时，根据《私募投资基金监督管理暂行办法》第十六条的规定[9]，适当性审查是私募基金产品发行人和销售者的共同义务。本案中，涉案基金销售机构接受涉案基金管理人的委托代为销售涉案资管产品，故涉案基金销售机构与涉案基金管理人之间形成委托代理关系。作为被代理人的涉案基金管理人，其负有监督、检查代理人涉案基金销售机构履行适当性义务的责任，其知道或者应当知道代理人涉案基金销售机构是否履行了适当性义务。在认定涉案基金销售机构未依法履行适当性义务的情况下，涉案基金管理人应当与涉案基金销售机构承担连带清偿责任。

## 结语

“卖者尽责”是“买者自负”的前提条件，私募基金管理人全面、恰当地履行投资者适当性义务，是投资者承受基金风险的大前提之一。我们建议，基金管理人在募集过程中，应严格遵循“了解客户、了解产品、适当销售”这三项原则和底线履行投资者适当性义务，避免因未履行投资者适当性义务陷入投资者索赔纠纷，或被监管部门或自律组织采取监管措施或自律管理措施。

## 注释：

[1]参见上海仲裁委员会官方公众号 2024 年 1 月 19 日推文《上仲案例分享|第二期：违反适当性义务并不必然导致基金合同无效》，原文链接 [https://mp.weixin.qq.com/s/QGXszI2Bkw61\\_IzAFIQ1tQ](https://mp.weixin.qq.com/s/QGXszI2Bkw61_IzAFIQ1tQ)。



[2]《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 72 条：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。卖方机构承担适当性义务的目的是为了确保金融消费者能够在充分了解相关金融产品、投资活动的性质及风险的基础上作出自主决定，并承受由此产生的收益和风险。在推介、销售高风险等级金融产品和提供高风险等级金融服务领域，适当性义务的履行是“卖者尽责”的主要内容，也是“买者自负”的前提和基础。

[3]例如：上海金融法院在 2023 年 12 月 4 日在微信公众号上发布的《12.4 国家宪法日 | 上海金融法院、上海证监局联合发布十件涉私募基金典型案例》中就将私募基金管理人表述为“金融机构”。

[4]根据《私募投资基金募集行为管理办法》的规定，问卷调查主要内容应包括但不限于投资者基本信息、财务状况、投资知识、投资经验和风险偏好等。

[5]根据《私募投资基金监督管理暂行办法》的规定，私募基金管理人自行销售或者委托销售机构销售私募基金，应当自行或者委托第三方机构对私募基金进行风险评级，向风险识别能力和风险承担能力相匹配的投资者推介私募基金。根据《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》的第三十八条规定，基金产品或者服务的风险等级要按照风险由低到高顺序，至少划分为：R1、R2、R3、R4、R5 五个等级。基金募集机构可以根据实际情况在前款所列等级的基础上进一步进行风险细分。

[6]根据《私募投资基金募集行为管理办法》第二十一条第二款的规定，募集机构应当根据私募基金的风险类型和评级结果，向投资者推介与其风险识别能力和风险承担能力相匹配的私募基金。

根据《基金募集机构投资者适当性管理实施指引（试行）》的相关规定，基金募集机构要根据普通投资者风险承受能力和基金产品或者服务的风险等级建立适当性匹配原则（第四十四条），最低风险承受能力类别的普通投资者不得购买高于其风险承受能力的基金产品或者服务（第四十六条），如普通投资者主动要求购买与之风险承受能力不匹配的基金产品或者服务，基金销售要遵循一定的程序，包括但不限于审核投资者资格、特别警示等（第四十八条）。

[7]《私募投资基金募集行为管理办法》第二条第一款第二款 私募基金管理人、在中国证监会注册取得基金销售业务资格并已成为中国证券投资基金业协会会员的机构（以下统称募集机构）及其从业人员以非公开方式向投资者募集资金的行为适用本办法。

在中国证券投资基金业协会（以下简称中国基金业协会）办理私募基金管理人登记的机构可以自行募集其设立的私募基金，在中国证监会注册取得基金销售业务资格并已成为中国基金业协会会员的机构（以下简称基金销售机构）可以受私募基金管理人的委托募集私募基金。其他任何机构和个人不得从事私募基金的募集活动。

[8] 《私募投资基金募集行为管理办法》第七条 私募基金管理人应当履行受托人义务，承担基金合同、公司章程或者合伙协议的受托责任。委托基金销售机构募集私募基金的，不得因委托募集免除私募基金管理人依法承担的责任。

[9] 《私募投资基金监督管理暂行办法》第十六条第一款第二款 私募基金管理人自行销售私募基金的，应当采取问卷调查等方式，对投资者的风险识别能力和风险承担能力进行评估，由投资者书面承诺符合合格投资者条件；应当制作风险揭示书，由投资者签字确认。

私募基金管理人委托销售机构销售私募基金的，私募基金销售机构应当采取前款规定的评估、确认等措施。

# 李寿双等：一文了解 QFLP 最新政策动态：从基金结构 /外汇/税务视角



## 李寿双

大成北京 高级合伙人

专业领域：资本市场、金融、争议解决、公司与  
并购重组

shoushuang.li@dentons.cn



## 王晓岑

大成北京 合伙人

专业领域：资本市场、合规与风险控制、争议解决、  
公司与并购重组

xiaocen.wang@dentons.cn



## 莫欣怡

大成北京 实习律师

专业领域：资本市场、金融、争议解决、公司与  
并购重组

xinyi.mo@dentons.cn

合格境外有限合伙人（Qualified Foreign Limited Partner，以下简称“QFLP”）是境外资本在我国境内进行股权投资的重要渠道。得益于国家层面的统筹和支持，目前 QFLP 试点地区已遍布大江南北，早年推出 QFLP 政策的地区例如北京、深圳等亦在不断根据市场需求推陈出新以完善其 QFLP 相关政策。各个 QFLP 试点地区的政策或实操对 QFLP 基金在基金结构、外汇及税务等方面存在各具特色的要求或处理方式，实际影响着 QFLP 基金注册地的选择以及后续运营，本文基于此对部分热门 QFLP 试点地区的公开政策进行了整理分析，以期对有相关需求的人士更好地理解和运用 QFLP 提供帮助。

\* 提示：鉴于部分地区 QFLP 政策包括非公开文件，且实操中各地 QFLP 负责部门可能会出于审慎管理的理念灵活对拟申请 QFLP 试点的企业提出进一步要求，本文系仅根据我们对公开政策、案例的理解以及对相关 QFLP 负责部门的咨询而撰写，QFLP 业务的实操口径仍应以与各地 QFLP 负责部门的沟通结果为准。

## QFLP 基金的基金结构

### （一）QFLP 基金的管理模式及对管理人的要求

基于对各地 QFLP 政策的分析，我们理解 QFLP 基金主要存在以下两种管理模式：

## 1. 模式一：分类管理

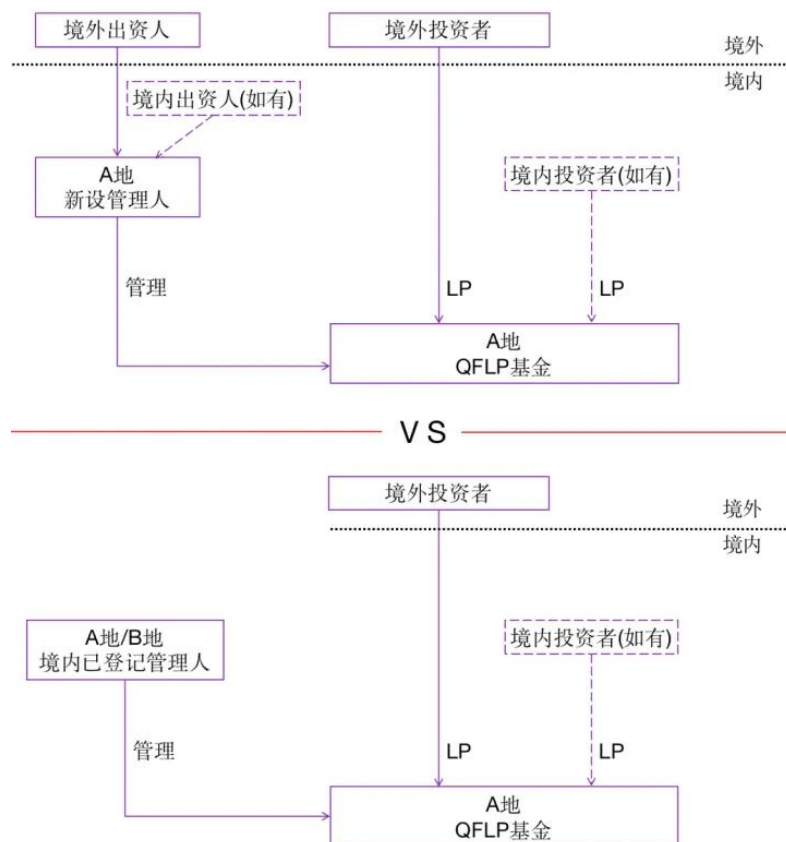
分类管理是指对不同的管理人适用不同门槛条件。采取这类管理模式的地区主要有海南、深圳、横琴、昆山、扬州等地。

\* 关于深圳 QFLP 政策的提示：根据我们对深圳市地方金融监督管理局 QFLP 负责人员的电话咨询，深圳已于近期出台《深圳市合格境外有限合伙人试点办法》（深金监规〔2024〕1号）并废止原《关于印发〈深圳市外商投资股权投资企业试点办法〉的通知》（深金监规〔2021〕1号），但截至目前，由于前述新办法的配套制度尚未出台，实操中办理 QFLP 业务建议可以参考旧办法及其操作指引。新办法未明确是否对不同的管理人分类管理；而根据旧办法，深圳采取分类管理模式。我们建议有相关需求的人士后续在深圳办理 QFLP 业务时遵循深圳当地监管部门的实时口径，并持续关注新办法配套制度出台情况。

根据分类标准不同，分类管理包括以下两种情形：

### A. 对新设管理人和存续的境内私募股权、创业投资基金管理人适用不同的门槛条件

适用地区：海南、深圳、横琴、扬州



这类管理模式对于设立 QFLP 基金的利好在于，如果某主体已在中基协登记为境内私募股权、

创业投资基金管理人，符合当地针对拟设立 QFLP 基金的存续管理人的相关要求的，即可以在上述地区直接申请发起设立、受托管理 QFLP 基金，不强制按照新设管理人的门槛条件予以审查。

根据我们对深圳及横琴的 QFLP 负责部门的咨询以及在网络公开检索的案例，海南、深圳、横琴、扬州均不要求境内私募股权、创业投资基金管理人与其设立的 QFLP 基金双落地。例如位于海南的 QFLP 基金海南富强致远私募股权投资基金合伙企业（有限合伙）是由富强资管（深圳）股权投资基金管理有限公司（100%港资）管理，扬州首支 QFLP 基金扬州华侨狮数二号股权投资合伙企业（有限合伙）由宇新狮城（厦门）私募基金管理有限公司管理。

我们总结了海南、深圳、横琴、扬州对新设管理人的要求和境内私募股权、创业投资基金管理人的要求对比如下，以供参考：

地区	对新设管理人要求	对境内私募股权、创业投资基金管理人要求
海南	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 不设最低注册资本或认缴出资金额限制，在首次出资比例、货币出资比例、出资期限等方面无限制</li> </ul> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. 注册在海南省</li> <li>2. 股权投资管理企业应当具有至少 2 名同时具备下列条件的高级管理人员：               <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 有 5 年以上从事股权投资或股权投资管理业务的经历</li> <li>(2) 有 2 年以上高级管理职务任职经历</li> <li>(3) 有在境内从事股权投资经历或在境内金融机构从业经验</li> <li>(4) 在最近 5 年内无违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好</li> </ol> </li> </ol>	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 不设最低注册资本或认缴出资金额限制，在首次出资比例、货币出资比例、出资期限等方面无限制</li> </ul>
深圳	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 注册在深圳</li> <li>2. 按照《中华人民共和国外商投资法》《私募投资基金监督管理暂行办法》等有关规定发起设立、注册登记，并应当符合中基协关于私募基金管理人登记和私募基金备案要求</li> <li>3. 外国投资者用于出资的货币应当为可自由兑换的货币、境外人民币或其在中国境内获得的人民币利润或因转股、清算等活动获得的人民币合法收益，中国投资者应当以人民币出资</li> </ol>	未公开相关要求



横琴	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 注册在横琴粤澳深度合作区</li> <li>2. 应具备至少 2 名同时满足下列条件的高级管理人员： <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 有 5 年以上从事股权投资或股权投资管理业务的经历</li> <li>(2) 有 2 年以上高级管理职务任职经历</li> <li>(3) 有在境内从事股权投资经历或在境内金融机构从业经验</li> <li>(4) 在最近 5 年内没有违法违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好</li> </ol> </li> <li>3. 按规定在中基协完成登记</li> <li>4. 运营规范，具有健全的治理结构和完善的内控制度，最近三年内未受到司法机关和相关监管机构的处罚，未被列入国家企业信用信息公示系统严重违法失信企业名单，未被中基协列入失联（异常）机构名单</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 按规定在中基协完成登记</li> <li>2. 运营规范，具有健全的治理结构和完善的内控制度，最近三年内未受到司法机关和相关监管机构的处罚，未被列入国家企业信用信息公示系统严重违法失信企业名单，未被中基协列入失联（异常）机构名单</li> </ol>
扬州	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 注册在扬州市</li> <li>2. 实缴注册资本或实缴出资额应不低于 100 万美元等值货币，出资方式限于货币资金</li> <li>3. 其股东或合伙人应当符合以下条件： <ol style="list-style-type: none"> <li>(1) 境外股东或合伙人应当满足以下条件之一：（a）在申请前的上一会计年度，具备自有资产（净资产）规模不低于 4000 万美元等值货币或管理资产规模不低于 8000 万美元等值货币；（b）持有境外金融监管部门颁发的资产管理牌照</li> <li>(2) 境内股东或合伙人应当满足以下条件之一：（a）商业银行、证券、保险、信托、金融租赁、公募基金管理等经国家金融监管部门批准的持牌金融机构或由其控股 50% 以上的一级子公司；（b）扬州市重点支持、引进的大型企业、股权投资机构等，且在申请前的上一会计年度，具备自有资产（净资产）规模不低于 1 亿元人民币或管理资产规模不低于 5 亿元人民币；近 3 年连续盈利</li> </ol> </li> <li>4. 在申请设立时，应当具有至少 2 名高级管理人员，且同时具</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 在中国境内依法注册成立并有效存续</li> <li>2. 在中国证券投资基金业协会登记的境内私募股权、创业投资基金管理企业</li> <li>3. 上一完整会计年度，具备自有资产（净资产）规模不低于 1 亿元人民币或者管理资产规模不低于 5 亿元人民币</li> <li>4. 具有健全的治理结构和完善的内控制度，近 3 年内未受到司法机关和相关监管机构的处罚</li> </ol>

	<p>备下列条件：</p> <p>(1) 有从事中国境内股权投资经历或在中国的金融类机构从业经验</p> <p>(2) 有 5 年以上（含 5 年）从事股权投资或股权投资管理业务的经历</p> <p>(3) 有 2 年以上（含 2 年）高级管理职务任职经历</p> <p>(4) 在最近 5 年内没有违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好</p>	
--	--	--

**B. 对具有外资成分的管理人和纯内资管理人适用不同的门槛条件**

适用地区：昆山

地区	对具有外资成分的管理人要求	对内资管理人要求
昆山	<p>1. 实缴注册资本或实缴出资额应不低于 100 万美元等值货币，出资方式限于货币资金</p> <p>2. 其股东或合伙人应当符合以下条件：</p> <p>(1) 境外股东或合伙人应当满足以下条件之一：（a）在申请前的上一会计年度，具备自有资产（净资产）规模不低于 5000 万美元等值货币或者管理资产规模不低于 1 亿美元等值货币；（b）持有境外金融监管部门颁发的资产管理牌照</p> <p>(2) 境内股东或合伙人应当满足以下条件之一：（a）商业银行、证券、保险、信托、金融租赁、公募基金管理等经国家金融监管部门批准的持牌金融机构或由其控股 50%以上的一级子公司；（b）昆山市重点支持、引进的大型企业、私募股权投资企业、私募股权投资管理企业等，且在申请前的上一会计年度，具备自有资产（净资产）规模不低于 1 亿元人民币或管理资产规模不低于 5 亿元人民币；或近三年连续盈利，净利润累计总额不低于 5000 万元人民币</p> <p>3. 外商投资股权投资管理企业在申请设立时，应当具有至少两名高级管理人员同时具备下列条件：</p>	<p>1. 在中国境内依法注册成立的内资企业</p> <p>2. 在中国证券投资基金业协会登记的内资私募股权、创业投资基金管理企业</p> <p>3. 上一完整会计年度，具备自有资产（净资产）规模不低于 1 亿元人民币或者管理资产规模不低于 5 亿元人民币</p> <p>4. 具有健全的治理结构和完善的内控制度，近三年内未受到司法机关和相关监管机构的处罚</p>

	<p>(1) 有从事中国境内股权投资经历或在中国的金融类机构从业经验</p> <p>(2) 有五年以上（含五年）从事股权投资或股权投资管理业务的经历</p> <p>(3) 有两年以上（含两年）高级管理职务任职经历</p> <p>(4) 在最近五年内没有违规记录或尚在处理的经济纠纷诉讼案件，且个人信用记录良好</p>
--	--

## 2. 模式二：混同管理

混同管理是指对所有拟申请设立 QFLP 基金的管理机构适用一致的门槛。采取这类管理模式的地区主要有北京、杭州、广州南沙等地。

根据上述地区的相关政策，北京未明文规定管理人必须同 QFLP 基金双落地，而杭州、广州南沙分别明确要求管理人的注册地原则上应位于杭州自贸区、广州市，其中广州南沙对符合相关要求的异地管理人可酌情支持。

我们总结了北京、杭州、广州南沙对管理人的要求如下，以供参考：

地区	对管理人要求
北京	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 控股股东、实际控制人或执行事务合伙人应为下列企业：金融企业（须经所在国家或地区监管机构批准从事相关金融业务，具备当地监管机构颁发的许可证明）或管理基金规模不低于 1 亿元人民币或等值外币的基金管理企业</li> <li>2. 管理人或其股东运作规范，具有健全的治理结构和完善的内控制度，近三年内未受到司法机关和相关监管机构的处罚</li> <li>3. 至少两名高级管理人员有三年以上从事股权投资或股权投资管理业务的经历，个人信用记录良好</li> <li>4. 存续经营的私募投资基金管理企业，按照现行规定应到中国证券投资基金业协会登记的，需在中国证券投资基金业协会登记</li> <li>5. 试点联审成员单位要求的其他条件</li> </ol>
杭州	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 原则上需在杭州自贸区范围内办理工商及税务登记等相关手续（既存私募基金管理人注册地在杭州市的，经杭州市试点联审工作办公室同意，原则上可不迁址，仍需接受 QFLP 基金所在地的监督管理要求）</li> <li>2. 注册资本（出资规模）不低于 1000 万元人民币、150 万美元或等值货币</li> <li>3. 控股股东、实际控制人或执行事务合伙人应为下列企业之一：金融企业（经所在国家或地区监管机构批准从事相关金融业务，具备当地监管机构颁发的许可证明）；在中国证券投资基金业协会登记、管理基金规模不低于 50</li> </ol>

	<p>亿元人民币的私募投资基金管理人，且近三年内无重大违法违规行；国际知名风险投资、私募股权投资机构；我市上市公司，主营业务符合国家产业政策、最近年度市值（可多家累计计算）超过 200 亿元人民币</p> <p>4. 控股股东、实际控制人及其主要股东运作规范，具有健全的治理结构和完善的内控制度，近三年内未受到司法机关和相关监管机构的处罚</p> <p>5. 至少有两名高级管理人员需符合以下条件：有五年以上从事股权投资或股权投资管理业务的经历，有两年以上高级管理职务任职经历，近五年没有违规记录或尚在处理的重大违法违规行为、个人信用记录良好</p> <p>6. 立足杭州战略产业发展，组建行业研究团队，聘请外部专业投资顾问</p> <p>7. 承诺按现行规定及时办理中国证券投资基金业协会登记备案手续，严格遵守行业监管规定。按现行规定应到中国证券投资基金业协会办理登记备案的，在工商注册后 6 个月内需完成在中国证券投资基金业协会的登记备案</p> <p>8. 市试点联审成员单位提出的其他条件</p>
广州南沙	<p>1. 原则上应注册在广州市。对符合其他要求且同时具备以下条件的其他城市基金管理企业，可酌情支持：</p> <p>(1) 支持粤港澳大湾区产业发展，发起试点基金中境外募集资金规模不少于 50%投向粤港澳大湾区实体产业的基金管理企业</p> <p>(2) 近 3 年曾入选晨星评级、标准普尔、汤森路透亚太区调查等全球知名资产管理榜单的投资机构；或近 3 年曾入选清科、投中、融中、风投等知名榜单前 50 名的投资机构；或由银行、证券、保险、信托、金融租赁、公募基金管理等经国家金融监管部门批准的持牌金融机构直接或穿透作为控股股东的子公司；或由中央企业、省级人民政府（或国资委）直接或间接作为控股股东的子公司</p> <p>2. 应符合中国证券投资基金业协会关于私募投资基金登记备案有关要求</p>

## （二）QFLP 基金的投资者门槛

各地政策要求 QFLP 基金投资者需要符合的不同条件是选定 QFLP 基金设立地需要考量的核心要素之一。部分 QFLP 基金试点地区对投资者门槛的规定如下表所示：

地区	投资者门槛
深圳	无明文要求
海南	
横琴	符合《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号）、《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令〔105〕号）等规定的合格投资者要求
广州南	

沙	
北京	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 具备相应的风险识别能力、风险承担能力的机构或个人，具有相关的投资经历</li> <li>2. 机构投资者需具有健全的治理结构和完善的内控制度，近三年内未受到所在国家、地区司法机关和相关监管机构的处罚</li> <li>3. <b>境外机构投资者</b>净资产不低于 500 万美元等值货币，单笔投资金额不低于 100 万美元等值货币；<b>境内机构投资者</b>净资产不低于 1000 万元人民币，单笔投资金额不低于 100 万元人民币</li> <li>4. 境内外个人投资者金融净资产不低于 300 万元人民币且金融资产不低于 500 万元人民币或近三年年均收入不低于 50 万元人民币，单笔投资金额不低于 100 万元人民币</li> <li>5. 试点联审成员单位要求的其他条件</li> </ol>
上海	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 除普通合伙人外，其他每个有限合伙人的出资应不低于 100 万美元</li> <li>2. 外国投资者用于出资的货币须为可自由兑换的货币或其在中国境内获得的人民币利润或因转股、清算等活动获得的人民币合法收益，中国投资者以人民币出资</li> <li>3. <b>境外投资者</b>应主要由境外主权基金、养老基金、捐赠基金、慈善基金、投资基金的基金（FOF）、保险公司、银行、证券公司以及联席会议认可的其他境外机构投资者组成</li> <li>4. <b>境外投资者</b>在其申请前的上一会计年度，具备自有资产规模不低于五亿美元或者管理资产规模不低于十亿美元</li> <li>5. <b>境外投资者</b>有健全的治理结构和完善的内控制度，近二年未受到司法机关和相关监管机构的处罚</li> <li>6. <b>境外投资者</b>或其关联实体应当具有五年以上相关投资经历</li> <li>7. <b>境外投资者</b>具备联席会议要求的其它条件</li> </ol>
杭州	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. 具备相应的风险识别能力、风险承担能力的机构或个人，具有相关的投资经历</li> <li>2. 机构投资者需具有健全的治理结构和完善的内控制度，近三年内未受到所在国家、地区司法机关和相关监管机构的处罚</li> <li>3. <b>境外机构投资者</b>净资产不低于 2000 万美元等值货币，单笔投资金额不低于 100 万美元等值货币；<b>境内机构投资者</b>净资产不低于 1000 万元人民币，单笔投资金额不低于 100 万元人民币</li> <li>4. 境内外个人投资者金融净资产不低于 300 万元人民币且金融资产不低于 500 万元人民币或近三年年均收入不低于 50 万元人民币，单笔投资金额不低于 100 万元人民币</li> </ol>



	<p>5. 符合《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（银发〔2018〕106号）、《私募投资基金监督管理暂行办法》（证监会令〔105〕号）等规定的合格投资者要求</p> <p>6. 市试点联审成员单位提出的其他条件</p>
扬州	<p>1. 境内外投资者应符合相关政策所规定的合格投资者要求，为具备相应的风险识别能力、风险承担能力的机构或个人</p> <p>2. 机构投资者需具有健全的治理结构和完善的内控制度，近3年内未受到所在国家、地区司法机关和相关监管机构的处罚</p> <p>3. <b>境外机构投资者</b>自有净资产不低于150万美元等值货币，单笔投资金额不低于100万美元等值货币；<b>境内机构投资者</b>净资产不低于1000万元人民币，单笔投资金额不低于100万元人民币</p> <p>4. 境内外个人投资者金融资产不低于300万元人民币或近3年年均收入不低于50万元人民币，单笔投资金额不低于100万元人民币</p> <p>5. 个人投资者需签署股权投资企业（基金）风险揭示书</p>

此外，部分地区例如海南、义乌、安徽省自贸试验区、东莞、湖南、河南等地的QFLP政策明确了：定居在国外的中国公民在当地参与投资设立基金的，参照当地QFLP政策执行。根据对该等政策的字面理解，定居在国外的中国公民可视为外国投资者处理，其参与投资的基金符合其他条件的可以申请认定为QFLP基金。

### （三）QFLP基金的投资范围

各地政策对QFLP基金投资范围的规定亦是选定QFLP基金设立地需要考量的，特别是对于存在一些特殊投资需求的企业而言。我们结合QFLP外汇试点的背景整理了部分QFLP基金试点地区对QFLP基金投资范围的规定如下表所示：

地区	QFLP基金投资范围的一般规定	外汇试点政策对QFLP基金投资范围的规定
深圳	<p>1. QFLP基金可依法依规投资以下范围：</p> <p>(1) 未上市公司股权</p> <p>(2) 上市公司非公开发行和交易的普通股，包括定向发行新股、大宗交易、协议转让以及可转换为普通股的优先股和可转债</p> <p>(3) 可作为上市公司原始股东参与配股，以上如构成对境内上市公司战略投资的，应符合《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》的</p>	/

	<p>有关规定</p> <p>(4) 不良资产投资</p> <p>(5) 为所投资企业提供管理咨询</p> <p>(6) 法律法规允许的其他业务</p> <p>2. QFLP 基金可采用基金中基金（FOF）形式运作，可以参与投资在中国证券投资基金业协会备案的不动产私募投资基金</p>	
<p>海南</p>	<p>QFLP 基金应当投资于境内非公开交易的企业股权，不得从事以下业务：</p> <p>(1) 在国家禁止外商投资的领域投资</p> <p>(2) 二级市场股票和企业债券交易，但经过海南省地方金融监督管理局、中国证券监督管理委员会海南监管局、中国人民银行海口中心支行、海南省市场监督管理局等管理部门认可的投资标的除外</p> <p>(3) 期货等金融衍生品交易</p> <p>(4) 投资于非自用不动产</p> <p>(5) 挪用非自有资金进行投资</p> <p>(6) 向非被投资企业提供贷款或担保</p> <p>(7) 国家法律法规禁止从事的其他事项</p>	<p>1. 由管理人在海南自由贸易港洋浦经济开发区内设立的 QFLP 基金募集的境内外资金可在境内用于以下支出：</p> <p>(1) 非上市公司股权</p> <p>(2) 上市公司非公开发行和交易的普通股（含大宗交易、协议转让等），可转换为普通股的优先股和可转债等，可作为上市公司原股东参与配股</p> <p>(3) 法律法规允许的其他业务</p> <p>2. 证监会、中基协等相关部门对投资范围另有限制性规定的，应从其规定</p>
<p>上海</p>	<p>1. QFLP 基金可从事如下业务：</p> <p>(1) 在国家允许的范围内，以全部自有资金进行股权投资，具体投资方式包括新设企业、向已设立企业投资、接受已设立企业投资者股权转让以及国家法律法规允许的其他方式</p> <p>(2) 为所投资企业提供管理咨询</p> <p>(3) 经登记机关许可的其他相关业务</p> <p>2. QFLP 基金不得从事下列业务</p> <p>(1) 在国家禁止外商投资的领域投资</p>	<p>QFLP 基金的投资范围应遵守证监会、中基协规定</p>

	<p>(2) 在二级市场进行股票和企业债券交易，但所投资企业上市后，QF LP 基金所持股份不在此列</p> <p>(3) 从事期货等金融衍生品交易</p> <p>(4) 直接或间接投资于非自用不动产</p> <p>(5) 挪用非自有资金进行投资</p> <p>(6) 向他人提供贷款或担保</p> <p>(7) 法律、法规以及 QFLP 基金设立文件禁止从事的其他事项</p> <p>3. 上海市人民政府办公厅于 2021 年 5 月 14 日印发《关于加快推进上海全球资产管理中心建设的若干意见》（沪府办规〔2021〕6 号）明确要求<b>推进 QFLP 试点机构开展境内非上市公司股权、上市公司定向增发和夹层基金、特殊资产、私募股权、创业投资基金等投资</b></p>	
<p>北京</p>	<p>1. QFLP 基金募集的<b>境外资金</b>可用于以下支出：</p> <p>(1) 非上市公司股权</p> <p>(2) 上市公司非公开发行和交易的普通股（含定向发行新股、大宗交易、协议转让等），可转换为普通股的优先股、债转股和可转债，可作为上市公司原股东参与配股</p> <p>(3) 夹层投资、私募债、不良资产</p> <p>(4) 参与投资境内私募投资基金</p> <p>(5) 法律法规允许的其他业务</p> <p>2. <b>未经批准，QFLP 基金不得使用募集的资金在中国境外进行投资</b></p>	<p>1. 由管理人设立的 QFLP 基金募集的<b>境外资金</b>可在境内用于以下支出：</p> <p>(1) 购买非上市公司的股权</p> <p>(2) 上市公司非公开发行和交易的普通股（含大宗交易、协议转让等），可转换为普通股的优先股和可转债等，可作为上市公司原股东参与配股。如构成对境内上市公司战略投资的，应符合《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》有关规定</p> <p>(3) 法律法规允许的其他业务</p> <p>2. 如证监会、中基协等相关部门对投资范围另有限制性规定的，应从其规定</p>
<p>横琴</p>	<p>QFLP 基金可依法在境内开展以下投资业务：</p> <p>(1) 未上市企业股权</p> <p>(2) 上市公司非公开发行或交易的股票</p>	<p>/</p>

	<p>(3) 可转债、市场化和法治化债转股、股权类基金份额</p> <p>(4) 作为上市公司原始股东参与配股</p> <p>(5) 经监管部门或登记备案部门许可的其他相关业务</p> <p>上述投资业务中，如相关部门对其有管理要求的，试点企业应依规遵守。</p>	
扬州	<p>QFLP 基金可依法在境内开展以下业务：</p> <p>(1) 投资非上市公司股权</p> <p>(2) 投资上市公司非公开发行和交易的普通股（含定向发行新股、大宗交易、协议转让等），可作为上市公司原股东参与配股</p> <p>(3) 为所投资企业提供管理咨询</p> <p>(4) 经审批或登记机关许可的其他相关业务</p>	/

#### （四）QFLP 基金的备案要求

QFLP 基金的实质是私募基金，因此早年 QFLP 政策通常要求 QFLP 基金必须在中基协完成私募基金备案。但在实操中与中基协的备案口径可能存在冲突，根据近期中基协咨询热线的答复以及中基协在基金备案过程中的反馈，存在中基协对于所有投资者均为境外投资者的企业因其不符合《私募投资基金监督管理暂行办法》对私募基金的定义（理解主要是指不符合私募基金定义中在中华人民共和国境内募集资金的表述）而不予办理私募基金备案的情形。

近年来，已有部分地区的 QFLP 政策结合上述基金备案口径进行了完善，对于仅存在境外募集的 QFLP 基金不强制要求国内备案，例如：

深圳市地方金融监督管理局曾于 2022 年 9 月发布《关于外商投资股权投资企业试点工作的补充通知》，明确不强制要求按照在境外募集资金的 QFLP 基金在中基协备案，后又于 2024 年 1 月 5 日发布《深圳市合格境外有限合伙人试点办法》（深金监规〔2024〕1 号），明确区分向境内募集资金和向境外募集资金的情形，要求前者应符合证监会、中基协关于私募投资基金有关规定，后者则遵守境外投资者所在地监管部门有关规定即可。

海南省地方金融监督管理局于 2022 年 10 月发布《关于外商投资股权投资企业有关事项的补充通知》，对《海南省关于开展合格境外有限合伙人（QFLP）境内股权投资暂行办法》（琼金监函〔2020〕186 号）的有关规定进行了补充，明确不强制要求仅涉及在境外募集资金的 QFLP 基金在中基协备案，银行可支持该类企业进行跨境资金结算等业务并做好后续资金监管。

湖南省地方金融监管局等部门于 2023 年 6 月发布《湖南省外商投资股权投资类企业试点实施方案》（湘金监发

（2023）35号），明确纯外资的 QFLP 基金无须到中基协备案。

就在上述地区设立的纯境外募集的 QFLP 基金而言，我们仍建议尝试提交中基协备案以降低违规风险。其他在政策上仍要求 QFLP 基金备案的 QFLP 试点地区如何处理纯境外募集与备案的冲突，有待在实操中进一步发现，未来这些地区是否调整相关政策亦有待展望。我们亦建议有相关需求的人士持续关注中基协基金备案动态以从案例中把握中基协对于纯境外募集基金备案的态度。

此外提示注意，无论相关 QFLP 政策是否明确规定 QFLP 基金的备案要求，只要 QFLP 基金构成我国私募监管体系下的私募投资基金就应当在中基协备案并符合相关法律法规规则的要求（包括但不限于投资范围、合格投资者等）。

### QFLP 基金的外汇政策

国家外汇管理局于 2022 年 1 月 4 日发布《国家外汇管理局开展跨境贸易投资高水平开放试点》明确在上海临港、广州南沙、海南洋浦、宁波北仑开展合格境外有限合伙人（QFLP）资本项目改革试点，开启了 QFLP 外汇试点工作。后续上海临港 QFLP 外汇试点扩围至上海市全辖，北京、陕西自贸试验区等地外管等部门亦发布相关政策加入 QFLP 外汇试点。QFLP 外汇试点政策主要在境外募资规模和资金汇兑方面对 QFLP 基金给予支持（但需注意相对应地在信息报告方面对 QFLP 基金的管理人和托管人也有特别要求）。

#### （一）境外募资规模

在 QFLP 基金的境外募资规模方面，根据 QFLP 外汇试点政策，可由管理人申请获取境外募集资金的额度（以下简称“QFLP 试点规模”）并办理外汇登记，而不再由单只 QFLP 基金进行上述操作。获取 QFLP 外汇试点资格/额度的管理人可自主在其设立的各基金之间灵活调剂单只基金的 QFLP 试点规模，各单只基金的 QFLP 试点规模和通常不得超过该管理人的 QFLP 试点规模。

从基金运营的动态视角来看，QFLP 试点规模实行余额管理，即管理人发起成立的所有 QFLP 基金募集境外资金的净流入（不含股息、红利、利润、税费等经常项目收支）之和不得超过该管理人的 QFLP 试点规模（因汇率变动等合理原因导致的差异除外）。

相较于非 QFLP 外汇试点的场景，上述制度使得 QFLP 试点规模在 QFLP 基金发生境外 LP 减资或基金清盘的情况下能够实现循环使用，给予了市场主体更多自主空间。

值得注意的是，除前述 QFLP 外汇试点地区之外，其他部分 QFLP 试点地区亦在境外募资规模外汇管理政策方面迈出了利好 QFLP 基金的一步，例如以下地区：

地区	政策
深圳	1. 《深圳市合格境外有限合伙人试点办法》（深金监规〔2024〕1号）：“符合条件的试点基金管理企业可在总量内发起设立一支或多支试点基金，灵活调剂单支试点基金规模”



	2. 《关于金融支持前海深港现代服务业合作区全面深化改革开放的意见》（银发〔2023〕42号）：“优先支持在香港有限合伙基金制度安排下注册的私募股权基金获得合格境外有限合伙人（QFLP）资质以及直接申请在前海合作区设立合格境外有限合伙人，参与内地私募股权投资，在总量管理的基础上，允许灵活自主配置和更换投资项目”
横琴	《关于金融支持横琴粤澳深度合作区建设的意见》（银发〔2023〕41号）：“优化合格境外有限合伙人（QFLP）外汇管理体系，简化外汇登记手续，拓宽资金境内使用范围，便利跨境资金汇兑。允许合作区内合格境外有限合伙人按照余额管理模式自由汇出、汇入资金”
杭州	《杭州市合格境外有限合伙人试点暂行办法》：“试点基金管理企业发起试点基金，各单只基金募集的境外汇入本金之和不得超过市试点联审成员单位建议的试点基金管理企业募集境外资金总规模。除另有规定外，试点基金管理企业可在其设立的各项基金之间灵活调剂单只基金募集境外资金规模”

## （二）资金汇兑

在 QFLP 外汇试点政策下，QFLP 基金的资金汇兑流程精简，体现了较高的便利程度。我们整理了 QFLP 外汇试点场景和一般情形的资金汇兑处理的对比具体如下：

事项	QFLP 外汇试点的场景	一般情形
账户管理	QFLP 基金无需开立结汇待支付账户，在管理人办理外汇登记后，QFLP 基金应在境内委托具有托管资质的金融机构担任托管人并在托管银行开立 QFLP 专用账户（性质为资本金账户，可一户两用作为基金托管账户），QFLP 基金的资金汇出、汇入均须通过 QFLP 专用账户完成	QFLP 基金需开立结汇待支付账户、资本金账户、托管账户
外汇资金结汇	QFLP 基金无需办理货币出资入账登记，只要如实申报资金用途并符合相关投资范围，可直接在银行办理外汇资金结汇	QFLP 基金在收款银行收到外国投资者外汇出资后应尽快办理货币出资入账登记，未办理货币出资入账登记的资金不得使用（包括但不限于结汇、付汇、境内划转）
基金清盘前的资金汇出	银行可凭管理人出具的有关资金来源和用途的说明及投资者出具的按照中国境内相关税务法律法规足额缴纳税费的承诺函等，在该基金 QFLP 试点规模内，为其直接办理跨境收支	1. 银行为 QFLP 基金办理等值 5 万美元以上（不含）利润汇出业务，应按真实交易原则审核与本次利润汇出相关的董事会利润分配决议（或合伙人利润分配决议）、税务备案表原件、经审计的财务报表，并在相关税务备案表原件上加章签注本次汇出金额和汇出日期。QFLP 基金利润汇出前应先依
基金清盘时的资金汇出	QFLP 基金因撤销、破产、吸收合并等清盘，可凭完税证明及有关清盘和清算资金汇出的交易真实性证明等材料，直接在银行办理相关购付汇手续	

		<p>法弥补以前年度亏损</p> <p>2. 银行在办理外国投资者清算、减资/境内出让股权所得资金汇出时应当审核以下资料：</p> <p>(1) 业务登记凭证</p> <p>(2) 资本项目信息系统银行端打印的股权出让流出控制信息表</p> <p>(3) 主管税务机关出具的税务凭证原件</p>
--	--	---

## QFLP 基金的税务处理

### （一）合伙制 QFLP 基金的税务处理原则

合伙制 QFLP 基金作为合伙企业属于透明纳税实体，适用于《财政部、国家税务总局关于合伙企业合伙人所得税问题的通知》（财税〔2008〕159 号）确立的合伙企业“先分后税”原则：

1. 合伙企业自身不是所得税纳税主体，而是以每一个合伙人为纳税义务人，各合伙人分别缴纳个人所得税或企业所得税；

2. 对合伙企业生产经营所得和其他所得先分后税。生产经营所得和其他所得包括合伙企业分配给所有合伙人的所得和企业当年留存的所得（利润）。因此，理论上来说，合伙企业的利润无论是否实际分配，均应当确认各合伙人的应纳税所得额，并由各合伙人按照《个人所得税法》《企业所得税法》等相关规定分别计算并缴纳所得税。不过在实践中，考虑到合伙企业基金特征，有的税务主管部门允许实际分配时缴税；此外，根据《企业所得税法》第三十七条及《关于非居民企业所得税源泉扣缴有关问题的公告》（国家税务总局公告 2017 年第 37 号），QFLP 基金的境外机构 LP 如被认定为在中国境内未设立机构、场所的非居民企业（详见下文），则其来源于中国境内的所得在纳税时实行源泉扣缴，由支付人在实际支付时扣缴。

### （二）境外机构 LP 的企业所得税税率

由于境内外投资者在个人所得税处理方面无显著差异，此处仅从境外机构 LP 的视角分析可能影响到 QFLP 基金注册地选择的争议问题——境外机构 LP 的企业所得税税率。

通常而言，境外机构 LP 属于我国税法意义上的非居民企业。根据我国税法相关规定：

1.非居民企业在中国境内设立机构、场所的，应当就其所设机构、场所取得的来源于中国境内的所得，以及发生在中国境外但与其所设机构、场所有实际联系的所得，按照 25%的税率缴纳企业所得税，但在中国境内设立机构、场所的非居民企业从居民企业取得与该机构、场所有实际联系的股息、红利等权益性投资收益为免税收入。

2.非居民企业在中国境内未设立机构、场所的，或者虽设立机构、场所但取得的所得与其所设机构、场所没有实际联系的，应当就其来源于中国境内的所得按照 10%的税率缴纳企业所得税。

A.实际联系，是指非居民企业在中国境内设立的机构、场所拥有据以取得所得的股权、债权，以及拥有、管理、控制据以取得所得的财产等。

B.机构、场所，是指在中国境内从事生产经营活动的机构、场所，包括管理机构、营业机构、办事机构，工厂、农场、开采自然资源的场所，提供劳务的场所，从事建筑、安装、装配、修理、勘探等工程作业的场所等；非居民企业委托营业代理人在中国境内从事生产经营活动的，包括委托单位或者个人经常代其签订合同，或者储存、交付货物等，该营业代理人视为非居民企业在中国境内设立的机构、场所。

根据上述规定，判断 QFLP 基金境外机构 LP 自 QFLP 基金取得的所得适用企业所得税率是 10%或 25%的核心在于确认 QFLP 基金是否属于该境外机构 LP 在中国境内设立的机构、场所。在实践中不同的税务主管部门对这个问题可能会存在不同的理解，考量的因素可能包括境外机构 LP 对 QFLP 基金投资决策等运营管理事项的参与度、税务主管部门对投资行为/投资收入性质的认定观点及当地政府部门招商引资力度等，建议企业结合实际情况咨询专业人士，并在确认 QFLP 基金注册地前事先与当地相关部门就境外机构 LP 企业所得税的适用口径进行沟通确认（如可能的话，建议将相关口径落实在纸面文件中）。

此外，需注意的是，在少数情况下，QFLP 基金的境外机构 LP 虽然依照外国（地区）法律成立，但其实际管理机构在中国境内，则境外机构 LP 构成我国税法意义上的居民企业，应按照居民企业的相关规定就其来源于中国境内、境外的所得缴纳企业所得税。就实际管理机构的认定，《国家税务总局关于境外注册中资控股企业依据实际管理机构标准认定为居民企业有关问题的通知》（国税发〔2009〕82 号）明确要求遵循实质重于形式的原则，若境外中资企业同时符合以下条件的，应判定其为实际管理机构在中国境内的居民企业，并实施相应的税收管理，就其来源于中国境内、境外的所得征收企业所得税：

- 1.企业负责实施日常生产经营管理运作的高层管理人员及其高层管理部门履行职责的场所主要位于中国境内；
- 2.企业的财务决策（如借款、放款、融资、财务风险管理等）和人事决策（如任命、解聘和薪酬等）由位于中国境内的机构或人员决定，或需要得到位于中国境内的机构或人员批准；
- 3.企业的主要财产、会计账簿、公司印章、董事会和股东会议纪要档案等位于或存放于中国境内；
- 4.企业 1/2（含 1/2）以上有投票权的董事或高层管理人员经常居住于中国境内。

# 杨春宝等： 案析私募基金管理人在基金延迟清算下的赔偿责任

## 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：私募基金、公司与并购重组、房建与能源、  
争议解决



## 孙 瑱

大成上海 律师

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

专业领域：私募基金、公司与并购重组、房建与能源、  
争议解决



## 李嘉欣

大成上海 律师助理

[li.jiixin@dentons.cn](mailto:li.jiixin@dentons.cn)

专业领域：私募基金、公司与并购重组、房建与能源、  
争议解决



近年来，国内的不少私募基金陆续进入“清算倒计时”。然而，由于大部分私募基金的存续期限仅为5至7年，并无法跨越一个完整的经济周期，这就导致很多基金无法在全球经济不景气的当下及时退出项目投资，并顺利完成清算注销。而该等私募基金的投资者自然无法接受这样的局面，于是便纷纷启动“自救”，试图以基金管理人未适当履职为由，要求其承担违约或赔偿责任。这样的诉求能否得到裁判机关的支持呢？2024年1月，上海仲裁委员会在其官方公众号公布了一则与私募基金延迟清算相关的案例，引起了广泛关注。在该案中，案涉基金管理人在基金存续期限届满后，既未通知延期，又未启动清算，并且在被投资企业出现问题后，也未积极主张回购等违约救济。仲裁庭认为，案涉基金管理人的“不作为”有违勤勉谨慎义务，并结合案涉管理人的其它违约情形，支持了基金投资者主张的由管理人赔偿本金损失及支付合理利息的仲裁请求。这一案例足以引发我们对于基金管理人在基金清算阶段的谨慎勤勉义务的思考。

《证券投资基金法》第九条[1]明确基金管理人管理、运用基金财产，应当履行谨慎勤勉义务。我们认为，基金管理人在基金清算阶段的勤勉义务就体现为其应按照基金合同的约定及时组织清算。中国证券投资基金业协会发布的《私募投资基金登记备案办法》等自律规则对私募基金管理人的清算义务亦有明确规定[2]。那么在基金延迟清算的情况下，私募基金管理人的何种作为或不作为会被

裁判机关认定为违反勤勉义务，而需对投资者承担损失赔偿责任呢？本文拟通过分析几则相关案例，对此问题进行深入解答，以期给广大私募基金管理人和基金投资者提供有益参考。

## 一、基金未能按时退出投资项目情形下的迟延清算

1. 基金管理人在基金投资项目未退出时，按照基金合同约定的条件和程序合法展期的，法院对投资者要求清算基金的请求不予支持

在【（2021）京74民终482号】董某某与北京ZRDX投资管理有限公司委托理财合同纠纷一案中，案涉基金投资标的公司因市场风险和政策因素的叠加影响而被强制摘牌，导致案涉基金到期但未退出。案涉基金合同中明确约定，关于基金展期，基金管理人应当取得基金托管人和代表基金份额2/3以上的基金份额持有人同意。在案涉基金到期前，案涉基金管理人在其网站发布征求意见公告，并获得了超过2/3的基金份额持有人的同意。一审法院认为，案涉基金管理人的前述展期行为符合约定的条件和程序，属于合法展期，并驳回了投资者要求清算案涉基金和赔偿损失的诉讼请求。二审法院亦驳回了投资者要求清算基金的主张，但结合案涉管理人适当性义务履行方面的瑕疵，判令其对投资者损失给予适当赔偿。

2. 基金合同约定基金管理人可以根据实际情况延长投资期限，且基金无法按期清算系因投资项目无法顺利清算所致，基金清算迟延并未对投资者收回投资款数额发生实质性影响，在管理人已尽职的情况下，法院对投资者诉请基金管理人返还本金和支付利息不予支持

在【（2019）沪0109民初22016号】王某某与上海AB资产管理有限公司证券投资基金交易纠纷一案中，案涉《基金合同》中存在基金管理人可以根据实际情况缩短或延长投资期限的约定。且在本案中，案涉基金投资的底层项目无法顺利清算连锁影响案涉基金在未收到清算款的情况下无法在预定期限完成清算和基金财产分配。法院据此认为，该案基金延期清算并未对投资者收回投资款数额发生实质性影响，在管理人已尽职情形下，迟延收回投资款造成的利息损失亦属于正常投资风险。最终法院判令管理人因信息披露瑕疵而需向投资者酌情退还一定管理费，但驳回了投资者退还本金和支付利息的诉请。

3. 案涉基金存在期限错配问题，直接导致基金不能清算的结果，且在其到期后亦未积极催收，法院判令基金管理人赔偿投资者本金及资金占用损失

在【（2022）京74民终809号】HYGX投资基金（北京）有限公司与吴某某合同纠纷一案中，案涉基金于2020年11月19日终止，但基金投资的信托计划向借款人发放的首笔贷款2020年12月方到期。一审法院认为，案涉基金管理人将基金财产投向终止时间晚于基金终止时间的信托产品，基金终止时信托计划尚未到期，直接导致不能清算的结果。且前述借款逾期未还后，借款人还提出履行期限长达四年的还款方案，对投资人利益有严重影响。案涉基金管理人未能举证证明召开了基金份额持有人大会同意该还款方案，亦未采取诉讼或增加增信措施等其他方式进行催收，违反了管理人谨慎



勤勉的管理义务。最终，法院结合案涉基金管理人在适当性义务履行方面亦存在过错，判令其向投资者赔偿其本金及资金占用损失。二审法院维持原判。

4. 基金管理人未如约退出投资标的和按期开展清算工作构成违约，但在案涉基金尚未清算的情况下，违约延期给投资者的损失无法确定，法院驳回投资者要求赔偿本息损失的诉讼请求

在【（2020）豫01民终15873号】潘某某、上海BR资产管理有限公司合同纠纷一案中，法院认为，案涉基金管理人在基金到期后未能如约退出投资标的，更未能按期开展清算工作，构成违约，应当向投资人赔偿损失。但在案涉基金管理人尚未对案涉基金进行清算的情况下，不能确定因其违约延期行为给投资者造成损失及损失的大小。法院据此认定投资者主张案涉管理人向其返还投资本金及利息的请求依法不能成立。

值得指出的是，虽然上海、北京等地的裁判机构早些年也按此思路裁判，但近年来已经改变裁判观点，如果投资者损失已经产生，该事实已经确认，且基金管理人存在过错，则会支持或部分支持投资者要求赔偿损失的主张[3]。

（1）管理人在基金投资过程中全面、适当履行勤勉尽责义务系降低或免除被追责风险的大前提

根据前述【（2019）沪0109民初22016号】案例的裁判观点，基金管理人单方延长存续期限并延期清算的违约情形，并非必然导致其对投资者承担赔偿责任。如果系由于基金投资项目出现正常商业风险而导致基金无法正常退出并清算，且基金管理人在项目投资管理和风险应对的过程中已适当尽职履责，则由此引发的基金延期和清算迟延即使构成对《基金合同》的违反，裁判机构亦不会据此苛责基金管理人对投资者的损失承担赔偿责任，因为管理人的违约行为并非基金清算不能和投资者遭受损失的原因。而如果基金管理人在基金投资项目的投资安排和催收追索均存在过错，且直接导致基金清算不能的，则其需要承担投资者的损失赔偿责任，如【（2022）京74民终809号】的裁判观点。根据北京仲裁委员会发布的《私募基金纠纷案件裁判指引（2021）》，对于出现风险的项目，管理人的追索方式包括催收、诉讼、保全、债务重组或者破产，甚至继续投资等多种方式，仲裁庭可以根据风险的性质、资产的形式、交易对手的偿付能力和流动性等具体情况综合判断管理人的应对措施是否及时有效和合理。因此，我们认为，为最大程度避免承担赔偿责任，基金管理人在基金到期前，尤其投资项目出现风险时，应综合考量风险情况并穷尽一切必要合理措施维护基金和投资者的最大利益。同时，基金管理人也应注意收集和留存基金投资项目风险认定和自身勤勉履职的相关证据（比如催收、起诉/申请仲裁和财产保全等沟通记录与文书），在投资者起诉索赔时进行有力举证，降低或者避免承担违约赔偿责任的风险。

（2）管理人应严格履行《基金合同》约定的基金延期决策方式，以避免违约

虽然，通过上述案例可知，裁判机构在判断管理人是否应就基金延期清算向投资者担责的问题上，主要基于管理人对勤勉尽责义务的履行情况，但我们建议管理人应严格基于《基金合同》约定

的方式和程序，对基金延期作出决策，以避免投资者因管理人在基金延期事项上的违约而向管理人“发难”。如前述【（2021）京74民终482号】案例中基金管理人严格按照基金合同进行的展期即得到了法院的认可，否则就会构成违反基金合同而导致潜在诉讼风险。

## 二、基金管理人怠于推进或恶意阻碍清算程序情形下的迟延清算

1. 基金管理人未依约取得投资者同意，多次单方以公告形式决定延期，且未采取积极有效措施追索变现基金财产，存在明显违约和过错，结合管理人的其它违约行为，其应赔偿投资者本金和资金占用损失

在【（2021）京0105民初57608号】富某与北京WFXR基金管理有限公司合同纠纷案中，根据案涉《基金合同》的约定，经基金管理人与基金托管人、基金份额持有人大会协商一致，基金可延期。同时，合同亦约定当基金出现对基金份额持有人权利义务产生重大影响的情形的，应当召开基金份额持有人大会。法院认为，不管是基金合同存续期限延期还是基金清算延期，均属于对基金份额持有人权利义务产生重大影响的情形，案涉基金到期后，案涉管理人未经投资人同意多次单方以公告形式决定延期、延长兑付期限，与《基金合同》的约定严重不符，案涉管理人存在明显违约。此外，虽然案涉管理人提交了催收通知书等，但案涉管理人代表案涉基金追索底层债务的义务并不仅限于此。案涉管理人在案涉基金到期后未采取积极有效措施追索变现基金财产，存在明显过错。最终，法院结合案涉管理人在投前适当性义务履行、投后管理、清算退出过程中均存在过错，构成重大违约，判令其对投资者的本金和资金占用损失承担赔偿责任。

2. 在基金管理人擅自挪用本应分配给投资者的投资资金、恶意阻碍清算程序的完成的情形下，案涉基金权益存在不能实现的可能，管理人应赔偿投资者的本金和资金占用损失

在【（2022）沪74民终936号】江某某等与姚某某等委托理财合同纠纷一案中，该案《基金合同》约定了基金清算期限，并明确私募基金管理人的义务包括组织并参加基金财产清算小组，参与基金财产的保管、清理、估价、变现和分配等。而案涉基金管理人在案基金合同到期后未及时依法成立清算组进行清算，后虽以自己名义以股权回购纠纷向相关人员提起诉讼，但取得的全部投资收益均未入托管帐户而是进入管理人账户，且在本案诉讼中仍未举证进入其账户的资金流向。一审法院认为，案涉管理人构成重大违约，应就其未履行法定及约定义务向投资者承担赔偿责任。此外，一审法院还认为，基金的清算结果是认定投资损失的重要依据而非唯一依据，基金产品虽未清算但还有其他证据证明管理人严重违约或不可避免的导致损失实际发生等事实的，根据诚实信用原则，人民法院应当予以认定。在该案中，由于基金管理人至今未能提供可供分配的资金流向，合同约定的案涉基金权益存在不能实现的可能。因此，若坚持等待清算完成再行确认投资收益或损失，有违诚信原则。最终，一审法院支持了投资者关于赔偿本金和资金占用损失的诉讼请求。二审法院维持原判。

## 3. 律师建议

通过上述两个案例，以及本文前言部分提及的上海仲裁委的仲裁案例可知，无论是仲裁机构还是法院，均倾向于认为，如基金管理人在基金退出投资项目方面存在明显过错导致基金无法及时退出，或挪用已退出的基金财产，因而造成基金“被迫”延期的局面，其就应当对投资者承担损失赔偿责任。因此，从基金投资者的角度而言，我们建议在提起相关诉讼或仲裁程序时，不仅要从基金管理人未按时履行清算义务的角度主张其违约责任，同时还应从基金管理人是否未对基金资产采取合理的保管、清理、估价、变现和分配等必要措施的角度出发，明确提出基金管理人在基金到期后的退出、变现、清算和分配等各个相互影响和作用的环节存在的“应作为而不作为”或者“恶意阻碍正常程序”等违反合同约定义务或者法定义务的行为（如有），以增加诉讼请求/仲裁申请得到支持的可能性。而从基金管理人的角度而言，我们建议：首先，在整个基金生命周期中，基金管理人应严格杜绝以任何方式挪用基金财产，这也是被相关法律法规和中基协的自律规则所严格禁止的行为；其次，应未雨绸缪，在投后管理阶段随时跟踪已投项目的经营状况，一旦发现项目存在无法实现预期收益的潜在风险，应立即启动相关投资协议约定的回购等投资保护机制，尽一切合理努力维护基金财产的安全以及处置、变现基金资产，从而降低因项目无法退出导致基金延期清算而被投资者追责的风险。

## 结语

通过上述各案可知，司法实践中，审判机关和仲裁机构在判断管理人是否应对基金延期而向投资者承担本金及/或利息的赔偿责任时，通常会考察管理人在已投项目管理和退出过程中是否勤勉尽责，并结合基金延期操作是否符合基金合同的相关约定等因素综合判断。因此，我们建议广大基金管理人应从上述两个方面着手，尽可能避免或降低因基金延期清算而导致的被诉风险。而从基金投资者的角度而言，即便能够证明管理人需对基金延期清算担责，但可能一时半会儿还是无法获得赔偿，因为不少法院认为基金在完成清算之前，投资者的损失尚无法确定，因此并不会支持投资者要求管理人返还本金及/或支付利息的诉讼请求（如【（2020）豫01民终15873号】【（2021）京0105民初33018号】等案）。对此，我们建议广大私募基金投资者应进一步收集证据证明“基金已实质上没有（亦不会再有）可供清算的财产”或者证明投资者损失确定性的证据（如【（2022）沪74民终936号】【（2021）京0105民初57608号】等案），以此来证明自身的损失已实际产生，并据此向管理人主张相应的赔偿责任。

## 注释：

[1] 《中华人民共和国证券投资基金法》第九条 基金管理人、基金托管人管理、运用基金财产，基金服务机构从事基金服务活动，应当恪尽职守，履行诚实信用、谨慎勤勉的义务。

[2] 《私募投资基金登记备案办法》第五十七条

私募基金合同终止的，私募基金管理人应当按照基金合同约定，及时对私募基金进行清算，自私募基金清算完成之日起10个工作日内向协会报送清算报告等信息。一定期限内无法完成清算的，还应当自清算开始之日起10个工作日内向协会报送清算承诺函、清算公告等信息。

私募基金在开始清算后不得再进行募集，不得再以基金的名义和方式进行投资。

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、限制相关业务活动等自律管理或者纪律处分措施；情节严重的，可以撤销私募基金管理人登记：……（四）未按规定及时履行私募基金清算义务……

《私募投资基金合同指引1号 契约型私募基金合同内容与格式指引》第二十一条 根据《私募办法》及其他有关规定订明私募基金管理人的义务，包括但不限于：……(十九) 组织并参加基金财产清算小组，参与基金财产的保管、清理、估价、变现和分配。

第五十七条 订明私募基金财产清算的有关事项：

（一）私募基金财产清算小组。

1. 私募基金财产清算小组组成，说明私募基金财产清算小组成员由私募基金管理人和私募基金托管人组成。清算小组可以聘用必要的工作人员；

2. 私募基金财产清算小组职责，说明私募基金财产清算小组负责私募基金财产的保管、清理、估价、变现和分配。私募基金财产清算小组可以依法进行必要的民事活动。……

公司型和合伙型私募基金的公司章程与合伙协议必备条款可以参考以上内容。

[3]可参考【(2022)沪74民终936号】江某某等与姚建娥等委托理财合同纠纷一案

# 杨春宝等： 案析私募基金管理人义务之基金投资阶段的勤勉义务

## 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： 私募基金、公司与并购重组、房建与能源、  
争议解决



## 孙 瑱

大成上海 律师

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

专业领域： 私募基金、公司与并购重组、房建与能源、  
争议解决



## 李嘉欣

大成上海 律师助理

[li.jiixin@dentons.cn](mailto:li.jiixin@dentons.cn)

专业领域： 私募基金、公司与并购重组、房建与能源、  
争议解决



在上两篇案例分析文章中，我们分别介绍了私募基金管理人的适当性管理义务和基金清算义务。而本篇将重点讨论私募基金管理人在基金投资阶段的勤勉义务。在法律法规和中国证券投资基金业协会（以下简称“中基协”）的自律规则层面，除《私募投资基金监督管理条例》要求管理人应根据基金合同约定进行投资[1]和对基金投资标的、层级等进行原则层面的规定外，甚少有涉及私募基金管理人如何运用私募基金进行具体的项目投资的规定，包括如何进行投资项目的尽职调查、如何对投资项目进行风险控制等等。但是，我们理解，无论是契约型私募基金，还是合伙型私募基金抑或公司型私募基金，私募基金管理人均是接受私募基金投资人的委托，为私募基金投资人的最大利益进行专业的财产管理，其实质一般认为是信托关系[2]。私募基金管理人作为受托财产管理人，其应当负有“善良管理人”的勤勉义务。那么私募基金管理人在运用基金财产进行投资时如何确保自身已尽到勤勉义务呢？为此，通过检索基金管理者与投资者之间关于基金投资方面的纠纷，我们发现基金管理人被司法机关认定为在私募基金投资阶段违反勤勉义务的情形主要集中在尽职调查、风险控制和基金投向三个方面。本文拟通过分析相关司法判例[3]，对私募基金管理人与基金投资相关的勤勉义务的“雷区”进行归纳，以为广大私募基金管理人和投资者规避或者处理相关纠纷提供有益参考。



## 一、基金管理人在投资尽调过程中的勤勉义务

### （一）相关案例

1. 基金管理人在投资前未进行尽职调查，在投资后未依约履行相关风控措施，且在投后管理及清算退出阶段均存在重大违约，法院判令管理人赔偿投资者全部本金和资金占用损失

在【（2021）京 0105 民初 33105 号】邵某与 WF 财富投资管理有限公司等合同纠纷一案中，案涉基金的债权投资项目的尽调报告并非基金管理人自行制作，而是依赖于被投资方提供的尽职调查报告和相关财务数据。故而，法院认定案涉管理人在投前未尽审慎调查和勤勉尽责义务。此外，案涉基金管理人亦无法证明其已适当执行尽调报告中提及的，管理人对标的公司偿还案涉基金债权应采取的风控措施（包括标的公司销售回款账户监管等）。结合案涉管理人在投后管理、清算退出过程中均存在过错，法院最终判令管理人赔偿投资者全部本金和资金占用损失。

2. 基金管理人未审查投资项目的基础合同，未调查发现基金投资项目的底层资产并不真实存在，法院判令管理人赔偿投资者全部本金和资金占用利息

在【（2022）津 02 民终 1733 号】HT（上海）资产管理有限公司、王某某等合同纠纷一案中，根据案涉基金合同的约定，案涉基金主要用于受让 A 公司对 B 公司合法拥有的因销售合同而产生的应收账款。但实际上前述应收账款所对应的销售合同并不真实存在。因此，法院认为，案涉基金管理人在案涉基金的设立之初即未尽到审慎注意义务，未对基础销售合同进行实质性审查，存在重大过错，有违勤勉尽责管理基金财产的义务，且因此造成了投资者遭受实际的本息损失。最终，法院判令该管理人对投资者的全部本金和资金占用利息承担赔偿责任。

无独有偶，在大成私募基金专业带头人杨春宝律师团队代理投资人提起的一起仲裁案件中，管理人同样因为基金受让的应收账款系虚构而被仲裁庭裁决赔偿投资人的全部本金和资金占用利息。

3. 基金管理人未对投资项目基础资产的交易合同履行情况、担保措施有效性、回购方履约能力等情况进行充分调查，但通过积极主张回购等方式收回部分款项，法院判令管理人赔偿投资者本金和利息损失的 40%

在【（2023）京 74 民终 393 号】周某某与某某银行股份有限公司北京分行等合同纠纷一案中，案涉基金投资方向为受让 C 公司根据基础合同而持有的标的 ATM 产生的技术管理费债权。二审法院认为，一方面，案涉基金管理人未对项目基础合同的履行情况及 ATM 机更新情况进行调查，部分基础合同可能已经终止，部分标的 ATM 机的技术管理费债权可能并不真实存在。另一方面，案涉质押财产存在在前的质押登记，导致基金管理人对投资项目的优先受偿权约定并不具备有效性。且基金管理人亦未考察约定的回购主体的回购能力。案涉基金管理人后通过起诉回购和申请执行，仅执行回部分款项。因此，法院认定管理人在尽职调查中未尽到谨慎勤勉义务，导致案涉基金最终既未能通过约定的担保措施获得优先足额受偿，也未能获得预期的回购款，故判令其赔偿投资者本



金和资金占用损失的 40%。我们理解，虽然该案二审法院未详细说明其认定案涉基金管理人赔偿比例的理由，但结合已查明的案涉管理人已通过起诉要求回购收回部分款项的事实，管理人在基金退出过程中采取了积极措施控制和降低基金财产和投资者的实际损失，可能是影响法院认定案涉管理人过错程度和赔偿范围的重要因素。

4. 管理人对资管计划底层信托贷款的担保情况认定错误，且存在信息披露迟延等违约行为，法院判令管理人赔偿投资者投资本金的 50%

在【（2023）沪 74 民终 1824 号】某某公司与孙某委托理财合同纠纷一案中，案涉资管计划的投资标的是用于向 D 公司发放信托贷款的信托计划。案涉管理人在发起设立案涉资管计划时，对前述投资项目进行了尽职调查，并在 2016 年 10 月出具的《尽职调查报告》（“尽调报告”）中载明项目的第一还款来源为 D 公司的营业收入，第二还款来源为 D 公司实际控制人开某对偿还贷款履行担保责任，该尽调报告还载明，在报告期（我们理解，此“报告期”应指截至尽调报告出具日）内，开某无未结清贷款、无对外担保情况、无对外诉讼。但 D 公司 2015 年和 2016 年的公开的财务报表均显示开某担保 D 公司多笔债务且未履行完毕。案涉管理人通过公开渠道很容易核查到担保人开某的担保情况，却未将其体现在尽调报告中，显示其尽职调查不够审慎。同时，案涉管理人亦存在重大风险信息延迟披露和在 D 公司和开某发生影响偿债能力、担保能力的事件时未及时采取包括要求提前解除合同收回贷款在内的各种积极有效的措施维护投资者利益等违约行为。一审法院认为，由于案涉管理人事先通过《资管合同》和《风险揭示书》向投资者揭示了投资风险，在 D 公司违约事件发生后通过起诉并申请强制执行等方式督促履行，法院认为投资者也应对自己的投资行为承担相应不利的法律后果，最终判令管理人赔偿投资者投资本金的 50%。二审法院维持原判。

## （二）律师分析与建议

由于目前并未有相关法律法规对私募基金管理人应当如何开展投资项目的尽职调查进行明确规定，故而在审理相关案件时，审判机关对于判断基金管理人是否勤勉谨慎地做好投资项目的尽职调查具有较大的自由裁量空间。综合上述案例，基金管理人应高度重视尽职调查工作，委托律师事务所、会计师事务所等专业机构进行专业尽职调查[4]，并应在开展项目尽职调查过程中注意穿透核查投资项目的底层资产（如有），包括其是否真实存在以及具体情况；准确把握投资项目的回款和收益来源及其潜在风险；此外，基金管理人还应当充分核查相关增信措施的有效性和优先级[5]。

而在私募基金管理人存在项目尽调瑕疵的赔偿责任认定方面，综合相关案例，法院会根据管理人过错的严重程度，该过错与投资者损失之间的因果关系以及投资者实际遭受的损失等因素来认定基金管理人应承担的赔偿责任范围。如在（2022）津 02 民终 1733 号一案中，因案涉管理人在尽调中未发现投资项目的底层资产完全不存在，该等过错行为与投资者的财产损失之间存在直接因果关系，且合同约定的案涉基金权益基本无实现可能，投资者的投资款、资金占用利息损失已经固定，因而法院判令管理人赔偿投资者的全部本金和利息损失。而在（2023）沪 74 民终 1824 号一案中，管理人虽在投资尽调过程中存在过错，但由于管理人能够证明其已履行了风险揭示义务、披露了相

关文件和风险且通过起诉等方式督促相关义务主体履约，故法院在综合认定其过错程度的基础上，判令管理人对投资者损失仅承担一半责任。因此，我们建议基金管理人首先应适当履行投资尽职调查义务[6]；如事后发现对投资项目的尽职调查确有疏漏，也应尽一切合理努力控制相关风险和减少基金损失，采取一切必要措施积极维护投资者的合法权益，并做好相关过程留痕和证据材料留存，以避免因尽调瑕疵而被投资者追责，或尽可能减少因尽调瑕疵而导致的对投资者的赔偿责任。

## 二、基金管理人在投资风险过程控制中的勤勉义务

### （一）相关案例

1. 基金管理人未完全充分落实尽调报告中载明的相应风控措施仍指示放款，法院认定管理人重大违约，判令其赔偿投资者全部本金及资金占用损失

在【（2022）京 74 民终 669 号】某某私募基金管理有限公司等与胡某某合同纠纷一案中，案涉基金系对标的公司进行债权投资。案涉基金管理人向投资者提供的《尽职调查报告》中载明基金投资的风控措施包括标的公司股权质押、应收账款质押和不动产抵押等。然而，案涉基金管理人在运作基金过程中未能充分落实前述风控措施，使得基金的资金损失风险增高，有悖于投资者合理预期，法院认定管理人构成重大违约。且由于未能落实风控措施，在标的公司未按期还款后，案涉管理人亦未能通过保证人、抵押人、质押人追回贷款，已给基金投资人造成实际损失。此外，因管理人亦未披露“未落实风控措施”这一可能影响基金份额持有人合法权益的重大信息，亦构成违约，法院最终判令管理人赔偿投资者全部本金及资金占用损失。

2. 基金管理人未实际履行承诺的基金风险控制措施且利用基金财产输送利益，法院判令其赔偿全部投资者的全部本金及利息损失

在【（2021）粤 03 民终 16338 号】叶某某、深圳 CR 管理有限公司金融委托理财合同纠纷一案中，管理人未履行承诺的风控措施，在项目合同中未约定具体的担保方式及担保责任，不能达到对基金财产的投资形成的债权给予担保的法律后果。后由于缺乏能够作为执行对象的责任财产，相关债权不能得到实现，致使基金财产遭受损害。且案涉管理人还利用基金财产牟取利益，进行利益输送[7]。法院认为案涉基金管理人未尽到恪尽职守、谨慎勤勉的管理义务，导致基金财产遭受损失，同时还利用所管理的基金为自己牟取利益，已构成违约，应当承担相应的违约责任，判令其赔偿投资者的全部本金及利息损失。

3. 基金管理人未审查基金资金流向，对基金财产被案外人侵占转移存在重大过错，法院判令案涉基金管理人赔偿投资者的全部本息

在【（2021）沪 74 民终 1113 号】上海 JP 投资集团有限公司等与杨某某其他合同纠纷一案中，二审法院认为，案涉基金的投资方向为先行注入合伙型基金，再由合伙型基金以股权代持的方式投向标的公司。然而，在该等结构复杂、风险较高的投资模式中，案涉基金管理人在投资、管理过程

中，未能施以必要的注意义务，密切关注并把控各个环节中的风险，未主动行使查阅权、监督权，就募集资金的流向只是核对了股权投资书面文本和资金转账截屏，在案外人伪造的转账截屏存在明显瑕疵的情况下，未及时向股权投资标的企业进行必要核实，使得投资款处于高度风险状态，对投资款脱离掌控存在重大过错。同时，案涉基金管理人还存在未尽投资者适当性管理义务等过错，法院最终判令案涉基金管理人赔偿投资者的全部本息。

4. 基金管理人将基金财产投向终止时间晚于基金终止时间的信托产品，且未积极催收，法院判令基金管理人向投资者赔偿其本金及资金占用损失

在【（2022）京 74 民终 809 号】HY 投资基金（北京）有限公司与吴某某合同纠纷一案中，一审法院认为，案涉基金管理人将基金财产投向终止时间晚于基金终止时间的信托产品，基金终止时信托计划尚未到期，直接导致不能及时完成基金清算的结果。且案涉基金管理人亦未采取积极措施进行催收，违反了管理人谨慎勤勉的管理义务。最终，法院结合案涉基金管理人在适当性义务履行方面亦存在过错，判令其向投资者赔偿其本金及资金占用损失。二审法院维持原判。

## （二）律师分析与建议

私募基金管理人建立全流程风险控制制度并有效执行，是有效控制风险的重要方式。很多私募基金管理人相对比较重视投前的尽职调查，但在投资阶段和投后管理中却不够重视风险控制，甚至完全缺失，以至酿成纠纷，甚至承担较重的赔偿责任。

综合前述案例，在投资风险控制方面，首先，如投资项目的《尽职调查报告》中载明了项目风险和风控措施，则基金管理人应当确保该等措施在运用基金财产进行投资前已经得到落实。尤其在投资者已产生风险可控的合理信赖并对案涉基金的收益持有较高预期的情形下，基金管理人未落实承诺的风控措施大概率会被法院认定违约程度较高，如（2022）京 74 民终 669 号一案的裁判观点。

其次，基金管理人应绝对禁止利用所管理的基金财产为自己或他人牟取利益<sup>[8]</sup>，此行为不仅明显违反了管理人的忠实义务，也侵害了投资者对管理人的信赖利益。在（2021）粤 03 民终 16338 号一案中，法院在说理部分即使用“最重要的”一词特别强调管理人利益输送行为在其多项违约行为中的严重程度之高。

此外，基金管理人对募集资金的流向应尽到必要合理的核实义务。尤其在基金投资模式较为复杂的情况下，如在（2021）沪 74 民终 1113 号一案中，基金管理人应确保资金的实际流向与每一项投资步骤相符合，并且最终达成投资目的。否则一旦资金被非法侵占转移，基金合同约定的基金权益便无实现可能，在此情形下，法院大概率会支持投资者要求管理人赔偿损失的诉请。

最后，如果基金管理人未审慎选择投资项目而直接导致基金投资出现期限错配的问题，且在后期退出阶段又未积极通过各种措施催收，从根本上造成基金到期后无财产可供清算的，参考（2022）

京 74 民终 809 号一案，法院最终判令该案基金管理人赔偿投资者的全部本金和利息损失。故而，基金管理人在运用基金财产进行投资时应当避免发生期限错配，否则，大概率会被认定为违反勤勉义务。

### 三、基金管理人对基金实际投资方向的勤勉义务

#### （一）相关案例

1. 基金管理人向关联企业转移、占用基金款，根本导致基金资产无法及时收回并实现盈利，法院判令基金管理人赔偿案涉投资者的全部本息

在【（2021）粤 03 民终 35437-35453 号】曹某某、黄某等金融委托理财合同纠纷一案中，案涉基金募集的资金并未实际投入到基金原定的投资项目中，而是被转入案涉基金管理人的关联企业。二审法院认为，案涉基金管理人挪用基金资产，未将基金款全部用于投资标的项目，通过其关联公司转移、占用基金款[9]，严重损害了投资人的利益，从根本上导致基金资产无法及时收回或实现盈利，应当向投资人承担赔偿责任。法院据此判令案涉基金管理人赔偿投资者的全部投资本金及合理预期范围内的投资收益。

2. 基金管理人擅自将基金投资于超出约定范围的项目，且同时违反适当性义务和信息披露义务等，法院判令管理人向投资者赔偿全部本金

在【（2022）沪 74 民终 1474 号】XC 投资管理（上海）有限公司与李某某等其他合同纠纷一案中，案涉基金合同约定基金投资范围系拥有核心技术或创新经营模式的高成长型未上市企业的股权。而案涉基金管理人将基金通过 D 公司认购 E 基金，而 E 基金的底层资产为上市公司的股权。法院认为，案涉管理人的投资行为明显违反基金应投资“未上市企业”的投资范围约定。此外，案涉基金管理人还存在违反适当性义务、违反信息披露义务等行为，法院判令管理人向投资者赔偿全部投资本金。

#### （二）律师分析与建议

如基金管理人未按基金合同的约定运用基金财产进行投资，由于该行为直接违反基金合同约定的基金的投资范围，审判机关大多倾向于认定构成管理人重大违约，并最终判令管理人向投资者承担赔偿责任。其中，值得注意的是，基金管理人向关联公司转移、占用基金款，则属于基金管理人严重违反忠实义务和勤勉义务的情形，并从根本上造成基金到期后无财产可供清算或者分配，参考（2021）粤 03 民终 35437-35453 号一案，法院最终判令案涉基金管理人赔偿投资者的全部本金和利息损失。

因此，我们建议基金管理人应当严格按照基金合同的约定落实基金的投资方向[10]：如系单一项目基金，或者基金合同约定了具体的投资项目，则应当将基金款项投向该等特定标的；如约定某一类型的投资项目（如有明确的行业、地域、投资阶段等限制），则基金管理人不应通过多层架构



的方式间接突破该等投资方向的规定，损害投资者的信赖利益。

此外，根据中基协发布的《私募投资基金管理人内部控制指引》的规定，私募基金管理人应当建立健全投资业务控制，保证投资决策严格按照法律法规规定，符合基金合同所规定的投资目标、投资范围、投资策略、投资组合和投资限制等要求。故而如私募基金管理人未按照基金合同要求做出投资决策和进行投资，还可能面临中基协采取的书面警示、行业内通报批评、公开谴责等措施[11]。

## 结语

综合上述案例可知，私募基金管理人应在运用私募基金进行投资之前对投资项目展开适当的尽职调查，核查投资项目或资产的真实性和潜在风险，并充分落实已向投资者承诺或披露的或从私募基金管理人善尽勤勉义务角度出发所应当采取的投资风险控制措施，同时注意合理确定私募基金所投产品的期限，避免出现期限错配的问题；在投资时应当注意按照基金合同约定的投资范围或者投资方向进行投资，不得擅自改变或者间接突破原定的基金投资标的或者范围；在发出划款指令后，尤其在基金投资存在多层复杂架构设计的情况下，应当审慎核实基金资金的流向是否与约定的投资模式保持一致，避免因未尽到基金投资阶段的勤勉谨慎义务而被审判机关认定应向投资者承担损失赔偿责任，或被相关监管机构和中基协处以行政处罚和自律管理措施。

## 注释：

[1]《私募投资基金监督管理条例》第十一条 私募基金管理人应当履行下列职责：……（三）按照基金合同约定管理私募基金并进行投资，建立有效的风险控制制度；……

[2]一般认为契约型私募基金系信托关系，但将合伙型私募基金和公司型私募基金也认定为信托关系，司法实践中对此有一定争议，此二者的基金管理人在《合伙企业法》或者《公司法》下本就负有忠实义务和勤勉义务，无需套用《信托法》的规定，也有人认为私募基金管理人与投资人之间实质上是委托合同关系。但《私募投资基金监督管理条例》的上位法《证券投资基金法》规范的主要对象是契约型公募证券投资基金，因此监管部门将基金管理人与投资人之间的关系界定为信托关系也就不难理解了。

[3]本文的案例分析主要讨论裁判机关在相关案例中认定的私募基金管理人在投资阶段未善尽勤勉尽责义务的情形，本文引用的类案中基金管理人可能存在较多违约违规行为和过错，考虑到文章篇幅和主题，我们所归纳的案件事实及裁判观点可能并未对案涉管理人存在的全部违约和过错情形进行完整、详细地阐述，而是聚焦投资阶段进行归纳并供参考，具体请以相关案件的终审判决书载明的事实与理由为准。

[4]在（2021）京 0105 民初 33105 号一案中，案涉基金管理人因依赖被投资方提供的尽职调查报告和相关财务数据而被判定投前未尽审慎调查和勤勉尽责义务。

[5]私募基金管理人未适当调查核实标的资产或者被投企业的相关重要信息，亦可能被监管机构采取行政监管措施。根据沪证监决〔2023〕301号决定，相关管理人因未充分履行谨慎勤勉义务，未及时发现标的资产已被质押的情况等违规事实，而被采取出具警示函的监督管理措施。根据沪证监决〔2022〕89号决定，相关管理人因未核实被投资企业注册资金实缴情况，未尽私募基金管理人的谨慎勤勉义务等违规事实而被采取出具警示函的行政监管措施。

[6]私募基金管理人如未适当开展投资项目的尽职调查，亦可能被监管机构采取行政监管措施。根据深圳证监局〔2023〕242号、〔2023〕111号、〔2023〕51号、〔2023〕53号、〔2023〕22号等多份行政监管措施决定书，相关基金管理人因未实际参与或独立开展基金投资项目的尽职调查、投资决策等违规事实，而被认定为存在未切实履行谨慎勤勉义务的情形，被采取出具警示函的监督管理措施。

[7]《私募投资基金监督管理条例》第三十条 私募基金管理人、私募基金托管人及其从业人员不得有下列行为：……（二）利用私募基金财产或者职务便利，为投资者以外的人牟取利益；……

《私募投资基金管理人内部控制指引》第九条 私募基金管理人应当健全治理结构，防范不正当关联交易、利益输送和内部人控制风险，保护投资者利益和自身合法权益。

[8]私募基金管理人利用基金财产为自己或者投资者以外的人牟取利益，亦会面临监管机构的行政监管措施，如上海证监局出具的沪证监决〔2023〕307号、沪证监决〔2023〕301号、沪证监决〔2023〕242号、沪证监决〔2023〕128号决定，均载明了被采取行政监管措施的基金管理人存在利用基金财产牟取利益的违规事实。

[9]《私募投资基金监督管理条例》第三十条 私募基金管理人、私募基金托管人及其从业人员不得有下列行为：……（三）侵占、挪用私募基金财产；……

《私募投资基金监督管理暂行办法》第二十三条 私募基金管理人、私募基金托管人、私募基金销售机构及其他私募服务机构及其从业人员从事私募基金业务，不得有以下行为：……（四）侵占、挪用基金财产；……

[10]《私募投资基金监督管理条例》第十一条 私募基金管理人应当履行下列职责：……（三）按照基金合同约定管理私募基金并进行投资，建立有效的风险控制制度；……

[11]《私募投资基金管理人内部控制指引》第三十一条 私募基金管理人未按本指引建立健全内部控制，或内部控制存在重大缺陷，导致违反相关法律法规及自律规则的，中国基金业协会可以视情节轻重对私募基金管理人及主要负责人采取书面警示、行业内通报批评、公开谴责等措施。



# 马宏伟等：资本市场合规新常态：洞悉变局，把握机遇



## 马宏伟

大成上海 高级合伙人

专业领域：资本市场、刑事、争议解决、公司与  
并购

ma.hongwei@dentons.cn



## 姚静君

大成上海 律师助理

专业领域：合规与风险控制、资本市场、争议解决、  
刑事

jingjun.yao@dentons.cn

新《证券法》的落地开启了证券监管的新局面。新法实施四周年之际，无论是证监会开展的一系列大刀阔斧的执法行动，还是《刑法修正案（十二）》、新《公司法》等法律的密集出台，都给资本市场带来了一场“疾风劲雨”。面对此种高质量发展要求和严格的顶层法律设计，以上市公司为典型的资本市场主体应当如何洞察其中的合规挑战，挖掘潜在的合规机遇？本文将结合最新的两会之声、近期密集发表系列政策和笔者的办案经验，深入探讨资本市场合规新常态与新机会。

## 一、高质发展加速度，资本市场合规新要求

两会热词“新质生产力”的核心特点落脚于创新。那么应当如何助力市场和企业家试错和创新？最关键的就是金融市场和法治信心。唯有配合健康、合规、发达的资本市场，才能更为有效地调动全社会资本进行创新。

### （一）漫谈资本市场合规概览

笔者将全面注册制背景下资本市场合规新要求概括为“合规主体广泛化、合规视野全面化、合规流程一体化”三个特征。

#### 1. 合规主体广泛化

这两年以康美案为索引的独立董事责任，频频暴雷的私募基金、财务管理机构，以及逐步加码的中介机构看门人责任，均指向一个问题：既往监管视角下貌似“边缘”的主体，都不再高枕无忧，合规主体范围逐渐广泛。

以中介机构主体合规重要性为例，2024年证监会第一张罚单就开给了KDX案涉案审计机构此后，多家证券公司和从业人员亦接连收到罚单。3月15日证监会最新发布的《关于加强上市公司监

管的意见（试行）》（下称“《意见》”），再次突出强调压实中介机构责任，对于重大违法违规的中介机构，要求坚决执行暂停或禁止证券服务业务、吊销执业许可、从业人员禁入等制度，市场“暴风雨”的降落范围进一步扩大。

## 2. 合规视野全面化

资本市场高质量发展背景下，行业合规需求呈现全面化、专业化、综合化特点，并非如早些年集中于单一领域，各领域合规风险往往相伴而生。因此需要更为全面的合规视野，统领全局。

以笔者承办的某上市公司子公司虚增利润系列案件为例，虚增利润的主体、手段、方式、结果等都会衍生出其他法律风险，例如挪用资金、违规信披、税务合规风险等，形成“牵一发而动全身”的局面，而非以初始的、单一的风险类型作结。

## 3. 合规流程一体化

合规流程一体化体现在两个方面。一方面，全面注册制强调“申报即担责”、“上市后监管”和“规范退市”全链条监管，着力发展“有进有出，优胜劣汰”的资本市场；另一方面，“行刑民”立体化追责不断落实。不管是笔者承办的涉私募机构案件还是涉上市公司案件，“刑民交叉”“行刑衔接”基本已经成为每个案件处理过程中的必经之路。资本市场主体的不当市场行为都有可能成为追责对象，面临多重法律责任。

### （二）聚焦上市公司证券合规

上市公司证券合规问题是资本市场合规框架下最突出、最关键的一环。实务对“证券合规”的概念还处于探索之中，但其所包含的合规事项大致围绕信息披露、股份增减持、内幕交易、操纵市场等证券违法违规行为展开。下文将针对证券合规的两大深水区、重灾区，厘正易混概念，剖析疑难问题。

#### 1. 不向市场“说真话”的超高额代价

全面注册制的整体框架，以真实、完整、准确的信息披露机制为核心。不向市场“说真话”将引发行政、刑事和巨额民事赔偿风险，但鲜少有文章关注到欺诈发行和违规信披的区别，也鲜少有文章对新旧《证券法》规定的具体行为进行解读。笔者以为，在打击财务造假的高压态势下，市场主体首先需要厘清两者的区别和处罚重点。

旧《证券法》对欺诈发行和违规信披的打击重点不同。具体而言，旧《证券法》重在打击“骗取发行核准”的行为，对于本身符合发行条件，只是在发行文件中对披露的各种数据进行“美化”的行为，并不将其认定为“欺诈发行”，而是以“违规披露”规制。而在新《证券法》中，欺诈发

行和违规信披本质上都是信息披露产生的问题，只是存在于发行上市的不同阶段。新《证券法》将“骗取发行核准”变更为“在证券发行文件中隐瞒重要事实或者编造重大虚假内容”，关注重点从“骗取”变为“隐瞒”或“编造”。因此，即便公司本身具备发行上市的条件，只是为了“美化”财务数据进行造假，同样属于欺诈发行。两者的区别在 YMKG 债券信息违规披露案中可见一斑，该案的信息披露不实问题虽然发生在募集阶段，但由于并不存在不符合发行条件的情形，所以该案最终按照旧法以违规信披论处，而非欺诈发行。

就处罚力度而言，旧《证券法》对欺诈发行和违规信披适用相同的罚款区间，但在新《证券法》中，欺诈发行的处罚明显相对违规信披更重，罚款金额最高可以达到非法所募资金金额的一倍。

因此，在新《证券法》框架下，对于已经合规发行的公司来说，欺诈发行风险相对较小；对于拟发行证券的公司，以及“带病闯关”“蒙混过关”的公司来说，就需格外注意欺诈发行的高额处罚风险。2024 年新增热议处罚案例，亦透露了证监会最新的执法态度：发行人在提交申报材料后、未获注册前信息披露不实的，同样适用欺诈发行的规定，担责链条再次延伸，起始阶段再度前移。

## 2. 真伪市值管理的红线警告

以“市值管理”为引，操纵证券市场和内幕交易也是近年来的重点查处对象。笔者团队对 2023 年全年证券合规行政执法数据做了专门研究，其中，2023 年内幕交易行政处罚决定总计 79 件，占年度处罚决定总数的 18.54%；操纵证券市场案件共计 21 件，“伪市值管理”案有 3 件，占全年操纵证券市场案的 14%。

### （1）真伪市值管理之辨

市值管理存在真伪之辨。在全流通市场环境中，市值是资本市场的标杆，反映着企业的综合实力。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”，“市值管理”得到官方正名。时隔数年，证监会 3.15 新政再次明文强调合规市值管理的正向作用。监管层面明确表态将制定上市公司市值管理指引，并研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核体系。

实践中，常见的市值管理方式包括大宗交易、并购重组、股份激励、股份回购与增发、股权质押、投资者关系管理等。真市值管理需要落脚在企业长期向好发展的目标上，同时严格履行信披义务，及时发布预案进度、风险提示等等。

相对地，“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。证监会日前强调，

要从严打击实施选择性或虚假信息披露、内幕交易和市场操纵等违法行为的“伪市值管理”，市场主体应当辨清三种典型模式。

## （2）伪市值管理三大典型模式

### 1）虚假陈述式市值管理

虚假陈述式市值管理与前文的违规信披相伴相生，最为典型的方式就是编造热点题材资产收购事件后随意终止，名为自愿披露，实为伪市值管理。

### 2）操纵市场式市值管理

上市公司大股东、实控人为了实现减持目的，往往存在控制股价的冲动。在实际操作时，虽然冠名为市值管理，但其实质不外乎通过连续交易、虚假申报、对倒和对敲等市场操纵手法实现对标的股票的价格操纵，为顺利减持搭便车。

前期热议的某私募人士爆料的“黑吃黑”事件，实为操纵市场式市值管理行为。某上市公司大股东欲高位减持套现，遂找到代持方、操盘方共同通过伪市值管理拉升股价。但代持方进场建仓后，盘方并未获得成功拉升，最终代持方成了接盘方，上演了“黑吃黑”的闹剧。

### 3）内幕交易式市值管理

相较于广大中小投资者，伪市值管理的参与主体通常具备天然的信息优势，易于滋生利用信息优势非法获利之动机。

以几年前热度居高不下的某概念股为例，上市公司实控人利用自己对上市公司的优势地位和接近决策的便利，在向外界发布某概念利好信息公告之前，动用股票质押及其他途径来源获得的巨额资金，暗中拉拢、暗示和指示下属买卖上市公司的股票，进行内幕交易，非法获利近 700 万元，后经证监会调查后移送追究刑事责任。

## 二、顶层设计渐完善，上市企业新挑战

单一的部门法无法全面规制上市公司合规的全部问题。下文将围绕《刑法修正案》和《公司法》，分析逐渐完善的顶层设计，以及对上市公司治理与关键少数群体带来的各类新挑战。

### （一）内部结构和公司治理

新《公司法》在上市公司内部结构和公司治理方面作了创新与突破。总体而言，新《公司法》为上市公司治理提供了更科学、灵活的制度设计。

首先，新《公司法》首度确立授权资本制，赋予董事会灵活发行股份的权力。其次，新《公司法》调整了股东会、董事会、经理和监事会职权，删去了过往措辞近似、难以区分的概念；再次，

新《公司法》在法律层面首次明确审计委员会制度，证监会在《意见》中也强调了要强化审计委员会的反舞弊职责；最后，引进单层制治理结构，新《公司法》赋予公司自行选择治理结构的权利，可以不设置监事会，由审计委员会替代履行监事会职责。

灵活的制度设计带来更大的选择空间，但同时上市公司应当思考如何根据法律规定和实际情况调整治理方针，将各方经营、管理、监督的优势最大化。

## （二）关键少数承担关键责任

### 1. 强化对控股股东和实际控制人的约束

#### （1）聚焦“影子董事”

过往实践中存在大量控股股东、实际控制人虽无董事之名但行董事之实的情况，对于此类股东行使董事之权违反信义义务的追责，缺乏直接的法律依据。新《公司法》创新引入“影子董事”的概念，扩大控股股东和实控人的责任类型。对股份集中的上市公司而言，大股东的合规风险与诉讼风险骤然增大。如果控股股东或实控人混用控制权和经营管理权，就有可能面临上市公司的起诉或其他股东的派生诉讼。

#### （2）刑民责任双重强化

大股东责任的另一个重要变化，是新《公司法》第 192 条强化了公司股东不当指示的责任。与上文直接执行公司经营事务的“影子董事”不同，上市公司中还有一部分居于幕后但实际指示董高经营决策的大股东，新《公司法》将指示人与被指示人视为一个共同侵权的整体，对外承担连带责任。

总体而言，近年来陆续修订出台的《刑法修正案（十一）》和《公司法》对控股股东、实控人有关“组织、指使”或“指示”的责任规定，可以说是越来越全面。以违规信披行为为典型，一旦实际控制人被认定为组织、指示实施该行为的，将面临巨额的投资者索赔、行政处罚罚款和最高十年有期徒刑的刑罚。

### 2. 完善董监高履职义务与担责机制

#### （1）董监高忠实义务突出

新《公司法》、证券执法和刑事追责对上市公司董监高的忠实义务，是一个联动强化的过程。一方面，新《公司法》完善了董监高滥用权力谋取私利的规定。另一方面，《意见》表示将推动出台背信损害上市公司利益罪司法解释。该罪名以往的适用率并不高，最为典型的 XY 案中，XY 采用多种手段侵占上市公司资产，最终以背信损害上市公司利益罪获刑一年零八个月。在强化董监高



责任的趋势下，该罪名今后可能会成为打击董监高违反忠实义务的利器。

与此同时，最新生效实施的《刑法修正案（十二）》调整了“非法经营同类营业罪”、“为亲友非法牟利罪”和“徇私舞弊低价折股、出售国有资产罪”的适用范围，民营上市公司的董监高同样可以构成该罪，该一规制实际上规划了忠实义务“轻则民，重则刑”的适用格局。

## （2）董高职务行为精准问责

按照旧法制度，董高职务行为导致侵权的，先由公司对外承担赔偿责任，公司再对内对相关人员进行追偿。而新《公司法》第 191 条将董事、高管的赔偿责任与公司并重，董高直接承担对外赔偿责任。在此背景下，董高的执业风险急剧提升，受害人的追索路径缩短，能够快速实现针对董高的索赔。

在《证券法》领域，已有董事、高管对外直接赔偿责任的典型代表，即证券虚假陈述民事责任。笔者对于承办的某董事虚假陈述民事责任纠纷案，有三点感悟：就被告范围而言，原告方为提高民事索赔可执行范围，在诉讼策略上，越来越多地考虑将立案告知书、行政处罚书所涉的责任主体一并列为被告；就举证难度而言，特别是前期已经有对应的行政处罚的，董事若要减轻民事赔偿责任，需要承担较重的举证责任；就赔偿金额而言，投资者维权意识逐渐提升，普通代表人和特殊代表人诉讼制度同时减轻了投资者诉累，因此原告方往往人数众多，最后认定下来的民事赔偿责任不在少数。

整体而言，修订后的《公司法》已经从组织法向责任法迈进。落到证券执法上，证监会在《意见》中多次强调关键少数责任，要求发挥独董监督作用、深挖关键少数造假及背信行为、防范违规减持，上市公司与关键少数群体将面临更广泛、更严格的合规新挑战。

## 三、“严管”“厚爱”双驱动，合规之路新变化

资本市场各类制度日新月异，市场主体需要密切关注监管政策与最新动态。本文最后，笔者将结合两会之声与证监会 315 新政解读市场信号，把握最新监管方向，挖掘证券合规新机遇。

### （一）资本市场监管新动向

两会期间，吴清主席指出资本市场内生稳定机制建设，包含“一个基石”和“五个支柱”。“五个支柱”要求更合理的资金结构、更完善的基础制度、更有效的市场调节机制、更优质的专业服务和更严格的监管执法，与笔者归纳的前述资本市场合规三大特征一致，仍然呈现从严、从强趋势。而上市公司作为“一个基石”，其面临的监管动向可概括为“严管、厚爱”。



## 1. 何为“严管”？

“严管”，旨在实现监管全覆盖，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管。对问题企业强化早期纠正、对各类风险及早处置，对各种违法违规行为露头就打，对重点领域的重大违法行为重点严打。

前文已经提到，《意见》进一步压实上市公司和中介机构责任、依法从严打击“伪市值管理”。同时明确，对财务造假、侵占上市公司利益等案件启动情报导侦和联合挂牌督办，强化全方位立体追责，这是办案方式的重点变革。不同于一般的行刑移送，“联合挂牌”相当成立联合工作组，而“情报导侦”是从线索收集当中反向指导侦查。对于上市公司侦查，以往的常规做法是证监会发现违法行为移送公安，较为被动。而“情报导侦”机制，从纵横两个角度同步提升侦办效果：横向角度，公安主动获取的线索也可移送证监会，证监会发现的、还未构成犯罪的线索也可指导侦查；纵向角度，公安部纵向交办线索，地方公安机关即可着手侦查，大大提高了查办效率。

## 2. 何为“厚爱”？

在提升自我治理能力、强化履职机制应对“严管”的同时，上市公司等资本市场主体也需看到以证券合规为代表的合规新机遇，下文将重点解读涉案企业合规制度的新动向。

涉案企业合规制度，包括“合规不起诉”和“合规从轻从缓”两种，是结合“严管”“厚爱”两大要素的犯罪治理模式。无论是两会期间，最高人民检察院第四检察厅厅长张晓津在接受新京报记者专访时表示的“最高检正联合最高法研究起草规范性文件，推进合规改革在刑事诉讼中的全流程适用”，还是全国首例被告人可能判处三年以上有期徒刑的证券犯罪企业刑事合规案件[1]，都表明司法机关对资本市场涉案企业合规制度的适用展现出更多样、更广泛的可能性。具体而言，涉案企业合规制度的最新动向可总结为两点：第一，内幕交易、违规信披等证券犯罪也有适用空间；第二，三年以上“重罪”，特别是上市公司等特殊主体，刑事合规整改同样具有适用空间。

笔者团队于 2022 年承办的某券商内部人员职务类犯罪，囿于涉案金额较大，量刑可能达三年以上未能适用涉案企业合规整改，尽管最终笔者团队通过其他辩护策略为当事人争取到了缓刑，但在最新涉案企业合规改革的背景下，此案可能有不一样的处理结果。因此，资本市场主体应积极尝试各种风险处置方式，获得更多样的适用可能，争取更轻缓的处理结果。

### （二）证券合规之路新航向

笔者在证券合规领域丰富的办案经验中，感知最深的证券合规核心要素，也是目前最为缺乏的合规理念，是“行、刑、民”一体化合规视角和办案机制，这需要各方共同探索、铺就。

## 1. 积年累月的三方困局

### (1) 监管机关有案不移、有案难移

早年证券行政处罚案件确实存在选择性移送、移送缓慢、以罚代刑的情况，但近年来此类情况已经大为改善，证券执法监管对象往往同时面临着更为严峻的刑事追责风险。

### (2) 涉事主体怠于申辩、心存侥幸

早年监管机关有案不移、有案难移的做法，使得不少当事人产生误区：行政处罚后，就没有刑事追责的风险；甚至也有人觉得“法不责众”，怀着侥幸心理觉得稽查之后就没有后续了。

### (3) 中介服务偏居一隅、执于一端

相对地，律师长久以来分专业精耕，导致各领域律师探索陌生业务领域时存在严重的专业壁垒和实务盲区，从而引发服务风险。

三方困局由来已久，积痼已深，割裂的、碎片化的风险处置模式已无法适应“严管”“厚爱”背景下的合规需求，“全方位、一体化、多视角”的证券合规路径将成为三方困境的破局关键，也将成为证券合规之路的新航向。

## 2. 三位一体，综合应对

基于前述，高质量发展背景下，资本市场主体需要践行“三位一体，综合应对”的理念，以此防控、化解证券合规风险。

(1) “三位一体”，是指从监管现况出发，“行民刑”一体追责体系正在齐头并进，互相衔接、互为补充。

一方面，由于涉刑案件移送的时间节点不定，可能发生于行政调查前、后或者行政处罚结束后的任一时间，当事人应当在早期对潜在刑事风险做好事前评估与管理。笔者团队承办的案件有未经行政处罚直接由公安立案侦查，也有行政处罚后四年方才移送公安的，更有行政阶段认定不构成内幕交易后续仍被刑事追诉的。另一方面，在法网密织的背景下，单一违法主体完全有可能承担多重责任。

(2) “综合应对”，是指从企业合规风控角度出发，应加强专业融合能力，搭建“全方位、一体化、多视角”合规方案。

风险的产生，往往是多因素共同致力的结果，如不深挖风险背后的原因，后续可能还会衍生出其他类型的风险。欠缺风险处置经验的市场主体容易忽视源头治理，怠于排查全盘。

“综合应对”的实现，需要有统摄全局的眼光和能力。笔者团队在代理的一起上市公司及其直接责任人员违规信披的行政处罚案件中，不仅针对显性的行政处罚风险制定了一套行之有效的风险应对措施，也为处于业务重整关键阶段的公司及早提供了刑事合规整改意见。

### 结语

“变”是资本市场唯一“不变”的主题。市场主体不仅需要“勇”立潮头，更要“永”立潮头。以证券合规为代表的资本市场合规，正经历法律规定、制度设计和监管政策的多重变化，笔者希冀此篇文章能为市场主体提供新态势、新动向的参考和启示。在此挑战与机遇并存的时代，笔者建议市场主体应当持续把握监管动态、及时排查经营风险，寻求专业人士的建议与帮助。

### 注释：

[1] 最高检发布第三批涉案企业合规典型案例“王某某泄露内幕信息、金某某内幕交易案”

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

## 第二章

## 大成新闻

# 大成助力国内 AI+PaaS 人力资源提供商 Lucas GC Limited 在美国纳斯达克成功上市

美国东部时间 2024 年 3 月 5 日，Lucas GC Limited（罗科仕）（股票代码：LGCL）正式登陆美国纳斯达克交易所，每股发售价格 4 美元，成为中国证监会境外上市备案新规于 2023 年 3 月 31 日生效以来，在美国纳斯达克上市的 AI 概念中概股之一。

UNITED STATES  
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION  
WASHINGTON, D.C. 20549

FORM F-1  
REGISTRATION STATEMENT  
UNDER  
THE SECURITIES ACT OF 1933

**Lucas GC Limited**  
(Exact name of Registrant as specified in its charter)

Not Applicable  
(Translation of Registrant's name into English)

Cayman Islands  
(State or other jurisdiction of  
incorporation or organization)

7370  
(Primary Standard Industrial  
Classification Code Number)

Not Applicable  
(I.R.S. Employer  
Identification Number)

Room 5A01, 4th Floor,  
Air China Building, Xiaoyun Road,  
Sanyuanqiao, Chaoyang District,  
Beijing 100027, China  
(86) 18500976532

(Address, including zip code, and telephone number, including area code, of Registrant's principal executive office)

罗科仕作为一家由人工智能、数据分析和区块链技术赋能，基于 PaaS 并针对专业人士的在线人力资本管理服务供应商，通过其自有平台提供招聘服务、外包服务以及信息技术服务和培训服务等。

大成律师事务所作为本项目发行人中国律师，由高级合伙人**吴家雄**律师、高级合伙人**郭耀黎**律师、**赵洪娟**律师、**叶志光**律师、律师助理**宋佳洁**、**冯蕊**组成项目团队，共同为发行人提供全程、专业的法律服务，包括但不限于红筹架构重组的搭建方案设计及执行，境内法律尽职调查及法律意见书撰写，F-1 招股书相应章节的起草及审阅，起草及协助公司准备中国证监会关于境内企业赴境外上市备案相关申请材料，回复中国证监会的备案反馈问题，回复美国证监会/纳斯达克反馈意见等。大成律师团队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，助力罗科仕成功在美国纳斯达克交易所上市。



# 大成助力广西路桥集团成功注册 15 亿元中期票据并完成 首期发行

广西路桥集团于近日成功发行广西路桥工程集团有限公司 2024 年度第一期中期票据（科创票据）（债券简称：24 广西路桥 MTN001（科创票据），债券代码：102480635）。

**热烈祝贺广西路桥工程集团有限公司  
2024年度第一期中期票据(科创票据)成功发行!  
集团首单公开发行债券, 票面利率创同评级、同期限历史新低!**



债券简称	发行规模	债券期限	主体评级	票面利率	全场倍数
24广西路桥MTN001	5亿元	3年	AA+	2.95%	2.6倍
 <b>广西路桥工程集团有限公司</b> GUANGXI ROAD AND BRIDGE ENGINEERING GROUP CO., LTD. 发行人	 <b>交通银行</b> BANK OF COMMUNICATIONS 主承销商及簿记管理人	 <b>兴业银行</b> INDUSTRIAL BANK CO., LTD. 联席主承销商	 <b>大成 DENTONS</b> 大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China. 律师事务所	 <b>中诚信国际</b> CCXI 评级机构	 <b>广西北部湾银行</b> GUANGXI BEIBU GULF BANK 特别鸣谢

此前，广西路桥集团已取得中国银行间市场交易商协会印发的《接受注册通知书》，注册金额 15 亿元。本期发行属于注册有效期内的首期发行，发行金额 5 亿元，期限 3 年，利率 2.95%，系由交通银行股份有限公司担任主承销商及簿记管理人，并由兴业银行股份有限公司担任联席主承销商。经中诚信国际信用评级有限责任公司综合评定，广西路桥集团的主体长期信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

广西路桥集团是一家以工程施工为核心，涵盖公路、市政、房建、环保水务等多个领域业务于一体的大型国有施工企业，持有公路工程施工总承包特级、市政公用工程施工总承包特级、公路行业设计甲级、市政行业设计甲级等资质。

广西路桥集团经过多年的发展，积累了丰富的施工经验，掌握大跨径拱桥、斜拉桥、长大隧道以及高等级路基、路面等领域核心技术，整体施工技术达到国内先进水平，其中，在钢管混凝土拱



桥建造技术方面处于国际领先水平，建设了目前世界各类拱桥跨径第一的广西平南三桥、天峨龙滩特大桥以及四川合江长江一桥、浙江杭州复兴大桥、安徽铜陵至黄山高速公路等一大批在国内外有较大影响力的工程。

大成南宁办公室**彭宋志、包世旭、邓红悦、陈昱霖、孙家玲**等组成的项目团队，为本期中期票据的注册及发行提供了专项法律服务。

## 第三届资本市场法律前沿问题闭门研讨会顺利举办

近日，第三届资本市场法律前沿问题闭门研讨会在北京顺利举办。本次会议围绕《公司法》修改及相关法律问题进行交流讨论，邀请了数十位专家学者汇聚一堂，为新的一年学术探索与实践方向指引方向。这是大成律师事务所连续三年邀请学术界和官方权威人士共同研讨专业问题而举行的小型会议。

研讨会由大成律师事务所高级合伙人李寿双律师召集和主持。大成律师事务所高级合伙人于绪刚律师和北京大学法学院院长郭雳教授致欢迎辞，希望大家就《公司法》修改进行复盘与展望，分享真知灼见。

有关部门领导同志到场给予指导。

会上，中国政法大学陈景善教授、新加坡管理大学法学院副院长张巍教授、中国政法大学张子学教授、中国政法大学法与经济学研究院副院长徐文鸣教授、北京大学法学院洪艳蓉副教授以及清华大学法学院教授、公司法修改专班成员沈朝晖教授先后围绕大股东的信义义务、董事第三人责任诉讼、董事责任保险应用评析、受控型公司的“菜单”治理模型、新公司法的公司债券规则评析以及法定资本制的重塑：以新公司法为视角等议题展开分享。

同时，北京大学法学院刘燕教授、北京大学法学院彭冰教授、清华大学法学院汤欣教授、吉林大学法学院于莹教授、华东政法大学肖宇教授、南京大学法学院缪因知教授、浙江大学法学院周淳副教授以及万达集团副总裁杜庆春先生也就相关议题进行了深入探讨。大成律师事务所高级合伙人、大成公司与并购重组专委会牵头人韩光律师以及有关专业领域的受邀律师列席会议。

本次交流立足实务，聚焦时代热点，参会人员就《公司法》修改的相关问题进行了深入而热烈的讨论，有关成果将呈交立法部门参考。

# 大成助力沈阳地铁集团成功注册 50 亿元永续中期票据并 完成首期发行

大成助力沈阳地铁集团有限公司（“沈阳地铁集团”）近日成功发行沈阳地铁集团有限公司 2024 年度第二期中期票据（永续），发行规模 15 亿元，期限 3+N 年，票面利率 3.10%，系东北地区地方国企同期限永续债最低利率，同时系银行间市场东北地区发行主体同期限永续债最低利率。

2023 年 12 月 20 日，大成助力沈阳地铁集团就永续中期票据取得《接受注册通知书》，本次永续中票的发行系在注册有效期内的首期发行，由中国银行股份有限公司担任主承销商，招商银行股份有限公司、中信银行股份有限公司、兴业证券股份有限公司担任联席主承销商，经联合资信评估股份有限公司作为评级机构综合评定，沈阳地铁集团主体评级为 AAA，本次债券债项评级为 AAA。



证券简称	发行规模	期限	票面利率	全场倍数	主体评级	债项评级
24沈阳地铁MTN002	15亿	3+N年	3.10%	2.92	AAA	AAA

主承销商/簿记管理人：中国银行 BANK OF CHINA

联席主承销商：招商银行 CHINA MERCHANTS BANK

中信银行 CHINA CITIC BANK

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

律师：大成 DENTONS

评级机构：联合资信评估股份有限公司 China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.

会计师事务所：中审会计师事务所（特殊普通合伙）Zhongshun Certified Public Accountants

沈阳地铁集团有限公司是从事沈阳市城市快速轨道交通建设和运营管理的大型国有全资公司，其前身为成立于 2004 年 4 月的沈阳地铁有限公司，2011 年更名为沈阳地铁集团有限公司。

为切实落实沈阳市政府整合国有资产，打造综合性大型国有资产运营公司的要求，沈阳地铁将努力从实现社会效益向兼顾实现经济效益转变，依靠战略管理和精细化管理相结合，通过强基础、抓创新，主动参与市场竞争，提高投资效率，增强生存能力和自我发展能力，实现地铁建设、运营、多种经营“三位一体”的全面可持续发展。

徐文萍律师团队在沈阳地铁集团中期票据发行过程中提供了专业、高效的法律服务，对公司展开尽职调查，为公司发行债券提供法律服务，出具法律意见书并助力公司向交易商协会申请注册取得《接收注册通知书》。法律服务团队由徐文萍律师、陈运娜律师、沈阳办公室张秋实律师、刘畅律师等组成。

# 大成助力江西金控集团成功发行 2024 年度开年两期中期 票据

大成助力江西省金融控股集团有限公司（“江西金控集团”）近日成功发行江西省金融控股集团有限公司 2024 年度第一期、第二期中期票据，发行规模分别为 5 亿元、4 亿元，发行期限均为 3 年，票面利率均为 2.60%，系江西金控集团发行中期票据历史上最低利率。

2023 年 9 月 15 日，大成助力江西金控集团就中期票据发行取得《接受注册通知书》（中市协注[2023]MTN1044 号、中市协注[2023]MTN1045 号），本次两期中期的发行均系在注册有效期内的发行。发行人 2024 年度第一期中期票据由中国农业银行股份有限公司担任牵头主承销商，由华夏银行股份有限公司担任联席主承销商；发行人 2024 年度第二期中期票据由中信银行股份有限公司担任牵头主承销商，由招商银行股份有限公司担任联席主承销商；经联合资信评估股份有限公司作为评级机构综合评定，江西金控集团主体评级为 AAA，评级展望为稳定，两期中期票据债项评级均为 AAA。

**热烈祝贺江西省金融控股集团有限公司  
2024年度第一期中期票据成功发行！**

创发行人史上利率**最低**  
债券市场同日表现**最优**

债券简称	发行规模	发行期限	主体/债项评级	票面利率	全场倍数
24赣金控MTN001	5亿元	3年	AAA	2.60%	3.82

  
**中国农业银行**  
AGRICULTURAL BANK OF CHINA  
 牵头主承销商/簿记管理人

  
**华夏银行**  
HUAXIA BANK  
 联席主承销商

  
**联合资信**  
LianheRatings  
 评级机构

  
**大成 DENTONS**  
大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.  
 律师事务所

**热烈祝贺江西省金融控股集团有限公司  
2024年度第二期中期票据成功发行！**

创发行人史上利率**最低**  
债券市场同日表现**最优**

债券简称	发行规模	发行期限	主体/债项评级	票面利率	全场倍数
24赣金控MTN002	4亿元	3年	AAA	2.60%	4

  
**中信银行**  
CHINA CITIC BANK  
 牵头主承销商/簿记管理人

  
**招商银行**  
CHINA MERCHANTS BANK  
 联席主承销商

  
**联合资信**  
LianheRatings  
 评级机构

  
**大成 DENTONS**  
大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.  
 律师事务所

江西省金融控股集团有限公司注册资本金 80 亿元，自组建以来，江西省金融控股集团有限公司秉持省委省政府

对其“江西省省属地方金融机构的投资主体和金融资产的管理平台，以做大做强江西地方金融板块的主力军和龙头企业”的定位和宗旨，围绕服务全省经济社会发展和自身加快发展两大目标，开展经营活动。江西省金融控股集团目前已控股或参股江西银行、赣州银行、恒邦保险、瑞奇期货、江西省信用融资担保集团、江西省金融资产管理公司、江西省金控融资租赁公司、江西省金控基金等 17 家金融机构，基本实现了金融牌照全覆盖，成为江西省地方金融业态最全、业务领域最广的综合性金融控股集团。

徐文萍律师团队在江西金控集团中期票据发行过程中提供了专业、高效的法律服务，对公司展开尽职调查，为公司发行债券提供法律服务，出具法律意见书。法律服务团队由徐文萍律师、陈运娜律师、南昌办公室程晓明律师等组成。



## 大成助力安吉租赁 2024 年第一期短期融资券成功发行

2024 年 3 月 5 日，大成助力安吉融资租赁股份有限公司成功发行 2024 年第一期超短期融资券（24 安吉租赁 SCP001），发行额度为 5 亿元，期限 250 天，面值申购区间为 2.05%-2.45%，信用等级 AA+。

安吉（ANJI）租赁有限公司成立于 1993 年，隶属于上汽集团，是由国家商务部和税务局批准设立的专业融资租赁公司。安吉依托于上汽集团强大的集团产业背景和行业发展优势，以先进的企业管理、专业的服务水平致力于各界的资产运作，为客户提供优质融资租赁产品和服务。

大成律师团队由上海办公室高级合伙人**石锦娟**律师和**史俊明**律师牵头，团队成员包括**刘思斯**律师、**郭晓婷**律师、**周幕天**律师助理等。大成作为本项目的发行人律师，为本次债券成功发行提供优质的法律服务，包括协助讨论、审阅募集说明书，开展法律尽职调查及出具法律意见书以及提供法律咨询意见等。凭借高效、专业的服务质量以及严谨细致的工作态度，大成项目组高效、优质的法律服务获得了客户及其他中介机构的高度认可。

## 大成律师助力顺禧基金完成对本末科技 Pre-B 轮融资

近日，东莞市本末科技有限公司（以下简称“本末科技”）完成亿元级 Pre-B 轮融资。本轮融资由北京国管旗下顺禧基金和亦庄创投联合领投，联想创投跟投，北拓资本担任财务顾问。融资资金将主要用于技术研发、产品创新、市场拓展及打造自动化生产设备提升交付能力。大成律师作为顺禧基金本次投资专项律师，为本项目提供了全程优质高效的法律服务。

顺禧基金完成本轮投资本末科技后，本末科技将更好地致力于提升终端的机器人的运动速度和效率、延长设备寿命、降低维护成本，并面向通用类机器人业务寻求更高发展空间，推动行业发展。

本末科技专注于机器人动力模组的研发及生产，致力于提供无减速器的直驱型精准动力方案。目前涉及核心部件与机器人两大业务场景，涵盖家用、工/商用机器人及健娱领域等，针对多个行业和场景需求，提供多款技术方案。本末科技于 2024 年初成立了机器人事业部，针对危险、紧急和重复性任务推出智能机器人检测解决方案，为系统建设、运维等工作提供高效保障。

北京顺禧私募基金管理有限公司是北京国有资本运营管理有限公司旗下创投基金投资平台。顺禧基金坚持“投早、投小、投科技”的定位，聚焦新一代信息技术、新能源及智能制造、生命科学等科技创新领域的早期投资。

本项目律师服务团队由大成北京办公室合伙人陈玲玲牵头，与大成深圳办公室高级合伙人余洁进行深入合作，团队成员包括施晓亚、许涤非、黄菊。团队成员经验丰富、专业扎实、勤恳负责，为本次投资提供包括进行法律尽职调查、起草和修改投资协议、出具法律意见书等全过程法律服务。

大成律师团队将继续以客户为中心，秉承专业和诚信的原则，不断提升自己的专业能力和业务水平，为客户提供更优质的法律服务。

## 大成助力国泰君安发行次级债券

2024年3月1日，大成助力国泰君安期货有限公司成功发行人民币10亿元次级债券，债券期限为3年期，本次发行为国泰君安期货有限公司2024年面向专业投资者非公开发行次级债券的第一期。

国泰君安期货有限公司是首批获得金融期货全面结算业务资格的期货公司，是中国金融期货交易所一号会员，上海期货交易所、郑州商品交易所、大连商品交易所、上海国际能源交易中心、广州期货交易所会员，中国期货业协会理事单位。公司及全资子公司能够为各类客户提供商品期货经纪、金融期货经纪、期货交易咨询、资产管理、场外衍生品、期现业务、跨境衍生品等综合金融服务。公司注册资本50亿元，营业收入、净利润、客户数量、客户权益总额、市场份额等经营指标连续多年位列期货行业第一梯队，各业务均保持行业领先的发展态势。多次荣获期货行业评选的优秀会员白金奖、中国最佳期货公司、最佳金融期货服务奖等荣誉称号和奖项。

大成律师团队由上海办公室高级合伙人石锦娟律师和史俊明律师牵头，团队成员包括刘思斯律师、郭晓婷律师和周幕天律师助理等。大成作为本项目的发行人律师，为本次债券成功发行提供优质、高效的法律服务，包括开展法律尽职调查、出具法律意见书、资质文件及承诺书，提供法律咨询意见等。凭借高效、专业的服务质量以及严谨细致的工作态度，大成项目组优质的法律服务获得了客户及其他中介机构的高度认可。

# 大成受邀撰写《钱伯斯大中华区法律指南 2024》资本市场：债务与股权概览

2024 年 1 月 18 日，国际权威法律评级机构钱伯斯（Chambers and Partners）发布了其《钱伯斯大中华区法律指南 2024》（Chambers Greater China Region Guide 2024）榜单。大成律师事务所荣幸受邀，负责撰写该指南中资本市场：债务与股权领域的概览文章。此次撰写由大成律师事务所高级合伙人李寿双律师牵头，陈沁律师、张祥发律师、卢旺盛律师、耿仁文律师共同参与完成。



大成律师结合多年深耕资本市场领域的经验，围绕近年国内的监管动态，在该章节内容中对 2023 年中国资本市场：债权和股权领域的市场概况、监管发展动态及未来发展方向进行了分析及阐述。

回顾 2023 年，中国资本市场迎来了众多新变化，全面注册制的落地实施，改变了股票市场的法律环境。境内上市方面，“北交所深改 19 条”的推出，激活了北交所市场；境外上市受国际形势影响，相关法律服务市场也受到了较大冲击。债券市场方面，监管部门进一步加强统一监管，但地方城投和房企债券兑付风险仍需关注。展望 2024 年，新《公司法》颁布及国际形势的缓和有望为资本市场带来新机遇，期待中国 A 股市场焕发新活力，推动中国资本市场法律服务市场高质量发展。

盘点 2023 年，大成律师耕耘资本市场，共完成境内境外 IPO 共计 17 家。多年来，大成始终关注境内外 IPO、重组改制、收购兼并、私募股权投资、上市公司再融资、资产证券化等法律服务业务领域的发展，并始终保持着与中国证监会、上海证券交易所、深圳证券交易所、中国证券投资基金业协会、香港证监会、香港联合交易所、美国证监会、纽约证券交易所、NASDAQ、英国伦敦证券交易所和新加坡交易所等机构密切且良好的联系。

## 护航企业出海创业，大成上海律师拜访东盟五国

3月7日至3月15日，大成律师事务所上海办公室资本市场专业组、行业组律师代表团访问了东盟成员国越南、泰国、新加坡、印尼和马来西亚（以下简称东盟五国）的十三家律师事务所和其他法律服务机构。期间，东盟五国律师事务所同仁热情接待了大成上海办公室的律师代表，先后有来自不同执业领域的百余名律师与大成上海律师进行交流，讨论了多个行业领域的热点话题。在交流中双方律师对中国与东盟五国在产业互补、法律政策文化差异充分沟通，对东盟五国关于外商投资、税务、人力资源、诉讼仲裁、金融服务方面最新政策交换意见，双方共同展望了未来跨境法律服务发展方向。

此次拜访加深了大成上海办公室律师对东盟五国法律同仁的了解，加强了大成律师对东盟五国法律制度、营商环境的认识，加强大成上海律师事务所与东盟五国法律服务机构的沟通联系。未来大成上海律师将携手东盟五国律师同仁共同为中国企业开拓海外市场提供了专业全面、周到细致的法律服务。



2013年习近平总书记提出愿同东盟国家共建21世纪海上丝绸之路，携手共建更为紧密的中国—东盟命运共同体。历经十余年发展，中国—东盟关系已成为亚太区域合作中最为成功和最具活力



的典范。

3月7日至3月15日，大成律师事务所上海办公室资本市场专业组、行业组律师代表专程拜访东盟成员国越南、泰国、新加坡、印尼和马来西亚五国的十三家律师事务所，在此期间与当地百余名律师进行交流。拜访过程中双方律师通过多领域、多维度的讨论，双方律师交流了本国在跨国投资、金融服务、诉讼仲裁等方面最新政策、动态和未来发展趋势。



借助泰国、新加坡等东盟国家对华免签政策便利，本次大成上海资本市场专业组积极响应“走出去”号召，组织了共46位律师代表出海东盟各国，致力于积极应对中国—东盟双向法律服务市场的机遇与挑战，拓宽法律服务的深度与广度，帮助更多的企业在当下快速增长变化的市场中应对挑战、把握机遇。

大成上海资本市场专业组、行业组律师代表先后拜访了Dentons在越南、新加坡、印尼和马来西亚办公室(Dentons LuatViet, Dentons Rodyk, Dentons HPRP和Dentons Zain & Co)以及越南DFDL律师事务所、泰国泰平律师事务所、鲲鹏律师事务所、新加坡Shooklin& Bok律师事务所、印尼GHP律师事务所等九家律师事务所及其他法律服务机构。大成上海律师受到当地律师们的热情欢迎，受访事务所负责东盟及对华事务的主要合伙人均亲自接待并致欢迎词，大成上海资本市场专业组、行业组律师代表积极参与了东盟法律主题分享、提问解答环节、茶话会交流等精彩活动。



在交流过程中，大成上海资本市场专业组、行业组律师代表就资本市场的有关法律服务，与东盟律师代表做了深入交流，其中，对中国企业感兴趣的东盟目前的资本市场及现状、吸引中外资本的活跃度、对中国资本的限制领域、资本市场的未来机遇等热点关注做了充分沟通。



与会律师们认为，中国企业在东盟经营及投融资过程中，不仅需要根据不同国家和地区的文化差异和市场环境制定合理的投资策略和风险管理方案，更要深入研究当地的市场准入机制、贸易政策、劳动用工、诉讼仲裁等相关法律法规，并关注反腐败反垄断、数据合规、知识产权等方面政策

的更新变化，制定具有针对性的法律风险规避及争议解决方案。

本次大成上海办公室组织近 70 名律师代表参与拜访，其中，大成上海资本市场专业组、行业组组织共 46 位律师代表们积极参与，与大成上海其他各专业组、行业组的律师代表一起参与、协同发展。大成上海资本市场专业组、行业组在拜访同时，一并组织了组内律师的团建、拓展活动，加强组内律师的沟通交流。

大成上海资本市场专业组、行业组一直秉持融合与破圈的理念，敢于“先行一步”，“走出去”开拓眼界、探寻更多合作机会。此次拜访架起与东盟各国法律服务机构合作桥梁，为客户其海外发展提供强有力的法律支持和保障，不仅加深了大成上海资本市场专业组、行业组律师与受访律所之间对于中国与东盟国家在法律领域的相互了解，也为双方深厚的友谊及未来的合作奠定了坚实的基础。

本次拜访已圆满完成，拜访律师们仍觉得意犹未尽，纷纷表示此行开拓眼界，期待未来通过彼此更多的合作与交流，为双方客户提供专业的、本土的优质法律服务，进一步提升双方品牌的知名度、影响力及市场地位，挖掘未来更多的合作机遇。

# 大成助力大唐新能源成功发行 2024 年度第一期可续期公 司债

近日，大成律师事务所成功助力中国大唐集团新能源股份有限公司（以下简称“大唐新能源”或“公司”）面向专业投资者公开发行 2024 年度第一期可续期公司债券（债券简称：24 唐新 Y1；债券代码：240699）。经上海证券交易所审核同意，并经中国证券监督管理委员会注册（证监许可〔2023〕1751 号），大唐新能源获准向专业机构投资者公开发行面值不超过人民币 120 亿元的可续期公司债券。本次债券分期发行，本期实际发行金额 10 亿元，最终票面利率为 2.63%。

大唐新能源（股份代号：1798）前身为 2004 年 9 月 23 日成立的大唐赤峰赛罕坝风力发电有限公司，是国内最早从事新能源开发的电力企业之一。公司于 2010 年 12 月 17 日在香港联交所主板成功上市，控股股东为中国大唐集团有限公司。公司主要从事风电等新能源的开发、投资、建设与管理；低碳技术的研发、应用与推广；新能源相关设备的研制、销售、检测与维修；电力生产；境内外电力工程设计、施工安装、检修与维护；新能源设备与技术的进出口服务等。

大成律师团队作为大唐新能源本次债券发行的专项法律顾问，在本次公司债券注册及发行阶段工作中，为本项目提供了法律尽调、出具法律意见书等优质、高效的法律服务。大成律师团队由合伙人章蕴芳、合伙人和永盛、合伙人万迎菊、律师黄聪聪及律师助理李凯妍组成。



# 大成资本论·资本市场违约高发背景下的证券虚假陈述责任讲座顺利举办

2024年4月9日，大成资本市场专委会、大成北京总所资本市场专业组与大成北京总所资本市场行业组成功举办“大成资本论·资本市场违约高发背景下的证券虚假陈述责任”专题讲座。



讲座由大成律师事务所高级合伙人、大成北京总所资本市场专业组负责人张润律师开场致辞，对与会人员表示欢迎并介绍了讲座背景和主讲嘉宾，希望大家今后围绕热点，积极参与大成资本论系列活动，分享真知灼见。



本次讲座由大成律师事务所顾问王天冕律师作为主讲人，以《资本市场违约高发背景下的证券虚假陈述责任》为题展开分享。王律师以某地产债券虚假陈述案为背景引入，结合《证券法》《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》《全国法院审理债券纠纷案



件座谈会纪要》等法律法规及“康美药业”、“五洋债”等典型证券虚假陈述案件，对虚假陈述行为重大性、投资损失、因果关系、责任主体、责任范围及代表人诉讼程序等内容进行了详细解读。最后，结合“超日债”、“大连机床”等案例，分析了债券虚假陈述责任的特殊性。

本次交流立足实务，聚焦市场热点。讨论环节，参会人员就证券虚假陈述、中介机构责任边界等相关问题进行了深入而热烈的讨论，会场气氛热烈，讨论氛围浓厚，讲座也画上了圆满的句号。

# 大成资本市场行业漫谈·第一期-近期监管新规对上市公司、 资本市场行业发展的影响专题讲座顺利举办

2024年4月11日，大成资本市场行委会举办大成资本市场行业漫谈·第一期-近期监管新规对上市公司、资本市场行业发展的影响专题讲座。

讲座首先由大成资本市场行业委员会联合牵头人**陈轶琛**律师主持，并对与会人员表示欢迎并介绍了讲座背景和主讲嘉宾。

北京大成律师事务所高级合伙人、大成资本市场专业委员会联合牵头人、大成北京总所资本市场专业组联合负责人**李寿双**律师作为致辞嘉宾介绍了大成资本市场业务的近年发展情况、业务结构特色和所取得的业绩，并对近期资本市场行业所涉及的私募基金行业、股权投融资市场、IPO法律服务市场、上市公司监管等领域的市场变化做了系统的分析，强调了市场强监管和资本市场诉讼业务与非诉业务一体化的必然趋势。

随后，信公股份执行董事、总经理**吴非**作为主讲人以《近期监管新规对上市公司、资本市场行业发展的影响》为题展开分享，吴总结合《关于加强上市公司监管的意见（试行）》的出台背景，系统、详细剖析了《意见》的总体要求，强调应深度理解“坚持将投资者利益放在更加突出位置、坚持全面从业监管、坚持立足国情市情、坚持系统观念”这四点要求，同时结合上市公司监管经验依次讲解了《意见》在信息披露、股份减持、现金分红、市值管理四方面的监管要求，并重点提示应理解穿透式监管的深度含义，整个讲座内容丰富、干货满满。

最后，大成上海分所高级合伙人、大成资本市场行委会牵头人、大成上海分所资本市场行业组负责人**马宏伟**律师对本次活动做出了总结，马律师结合吴总的讲授内容及与资本市场紧密相关的问题进行高度概括，强调多部门对资本市场违法违规案件联合执法的强监管态势。马律师同时希望大家今后围绕热点，积极参与大成资本市场行业漫谈系列活动，分享知识及实践经验。

本次线上活动立足实务，聚焦时代热点，嘉宾就监管新规等相关问题进行了深入讲解、探讨，讲座画上了圆满的句号。

# 大成助力广州市花都区国资完成对上市公司普路通的协议收购

近日，深圳市普路通供应链管理股份有限公司（深交所主板上市公司，股票代码 002769，以下简称“普路通”或“上市公司”）发布《关于公司控制权协议转让事项完成过户登记暨公司控制权变更的公告》，普路通协议转让股份已完成过户登记手续，本次交易完成后，普路通的控股股东变更为广东省绿色投资运营有限公司（以下简称“绿色投资”），实际控制人变更为广州市花都区国有资产监督管理局（以下简称“花都区国资局”）。大成广州办公室高级合伙人卢旺盛律师团队为本收购项目提供了全程法律服务。

本次交易中，普路通原控股股东、实际控制人陈书智先生通过协议转让方式将其持有的上市公司 5%股份转让给绿色投资，并放弃本次股份转让后所持上市公司剩余的 12.18%股份所对应的全部表决权、提案权等相应股东权利。同时，自然人股东张云女士、赵野先生（分别持有上市公司 6.93%、5.60%的股份）承诺两人之间或与第三方不形成一致行动关系，不谋求上市公司控制权。

绿色投资成立于 2015 年 12 月，目前由花都区国资局全资子公司广州智都投资控股集团有限公司（以下简称“智都投控”）全资持股。普路通于 2015 年 6 月 29 日成功登陆深交所，经过多年的发展，现已成为中国境内供应链管理服务行业的领先企业之一。

大成律师团队作为绿色投资的专项法律顾问，负责本次收购的交易架构设计、法律尽职调查、商业谈判、交易文件的起草与修改、经营者集中申报等相关事宜，并就项目中涉及的法律问题提供法律咨询，同时协助收购方履行信息披露义务及与各监管机构沟通的相关工作。本项目律师团队由大成广州办公室卢旺盛律师、欧铭希律师、李晶晶律师、董宇恒律师等组成。大成律师团队以严谨的工作态度和专业的精神，获得了客户的充分认可。

与本次交易相配套，绿色投资的母公司智都投控与普路通签署了《战略合作协议》，智都投控将协同普路通共同落实国家新型清洁能源开发政策，推动清洁能源事业前进，促进广州市花都区绿色经济可持续发展。国资股东的赋能将很好地推动普路通业务结构的优化升级和稳步健康发展。

## 大成助力城道通环保科技在纳斯达克成功上市

美国东部时间 2024 年 4 月 18 日, CDT Environmental Technology Investment Holdings Limited(“城道通环保科技”) (股票代码: CDTG) 正式登陆美国纳斯达克交易所, 每股发售价格 4 美元, 成为中国证监会境外上市备案新规生效以来在美国纳斯达克交易所上市的中概股之一。

城道通环保科技是一家废物处理公司, 通过设计、开发、制造、销售、安装、运营和维护污水处理系统 (含化粪池) 以及提供污水处理服务来创收, 主要从事两大业务领域: 城乡污水处理与化粪池处理, 专注于解决城市污水淤泥处理、管道疏通、化粪池无害化处理等城镇生活污染问题。

大成律师事务所作为本项目的发行人中国律师, 由高级合伙人侯立、合伙人李秋实、律师黄燕瑜、叶欢欢、庄淑敏共同为本项目提供了全程法律服务和专业指导。大成律师团队凭借丰富的境外发行上市、红筹架构搭建以及协助境内企业向中国证监会备案的项目经验, 为本项目提供了专业、高效、优质的法律服务。

# 李寿双律师受聘担任中国保险资产管理业协会股权投资委员会委员

2024年4月25日，中国保险资产管理业协会召开第三届股权投资专业委员会第一次会议，李寿双律师受聘担任委员，这是李律师连续三届担任该委员会委员。

中国保险资产管理业协会（以下称“协会”）成立于2014年9月，是经国务院同意，民政部批准，国家金融监督管理总局直接领导，专门履行保险资产管理自律职能的全国性金融自律组织。目前，协会会员涵盖中国金融市场所有细分领域。其中股权投资委员会涵盖了全国重要保险公司及保险资管公司的主要负责人，以及众多一线头部私募股权基金管理机构和业内专家。以该委员会为主每年发布的私募股权投资基金管理人评价，是国内重要的机构投资者评价体系，受到业内外高度认可和广泛重视。

李寿双律师还担任中国保险资产管理业协会法律合规专业委员会委员。

除在中国保险资产管理业协会任职外，李寿双律师还受聘担任中国证券投资基金业协会法制与自律委员会委员、调解委员会委员，北京金融法院特约监督员，澳门金融资产交易所上市委员会委员、中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁员、深圳国际仲裁院仲裁员等重要社会职务。



# 新《公司法》修改考虑、证券法律业务内核及债券发行风险防控培训讲座顺利举办

2024年4月28日，新《公司法》修改考虑、证券法律业务内核及债券发行风险防控培训讲座在北京顺利举办。本次会议由大成资本市场专委会、大成公司与并购重组专委会、大成资本市场行委会、北京总所资本市场专业组、北京总所公司与并购重组专业组、北京总所资本市场行业组和证券法律业务质量控制室联合举办，特邀全国人大常委会法工委公司法修改工作专班成员、清华大学法学院沈朝晖副教授围绕新《公司法》修改展开专题分享，同时针对监管新形态，对证券法律相关问题进行分享讨论，以期准确把握新《公司法》最新规定和核心内容，发挥大成在相关领域的积累优势。



上午的培训围绕证券法律业务内核系统及债券发行风险防控展开，由大成律师事务所高级合伙人、大成资本市场专委会联合牵头人李寿双律师主持。李寿双律师在致辞中结合当前资本市场业务的监管形势以及事务所证券法律业务开展的具体实践，对当前及今后一段时期事务所证券法律业务的开展政策进行了初步说明，并鼓励广大证券法律业务律师充分发挥业务素质过硬、学习能力较强的优势，对接市场需求，积极拓展执业领域。



证券业务专职内核委员**康志成**介绍了事务所证券法律业务内核系统的开发及上线情况。证券法律业务内核系统上线以后，将改变目前证券业务线下内核的模式，实现证券业务线上全流程管理一体化，线上提交、线上审核，助力事务所专业化和信息化提升。



大成律师事务所合伙人、大成资本市场专委会副秘书长**陈阳**律师以债券发行业务风险防控为题，按照债券品种、主要法规体系、债券业务监管态势以及债券发行上市风险防控要点等四个章节展开。陈阳律师重点以境内债券市场主体信用债视角为例，就各程序关注要点、主要核查事项以及部分债

券品种的特别关注重点进行了详细说明。



下午的培训围绕新《公司法》修改考虑展开。由大成律师事务所高级合伙人、大成资本市场专委会牵头人于绪刚律师致欢迎辞，对沈教授百忙之中抽出宝贵时间进行专题分享表示衷心感谢，同时希望广大同仁以此次培训为契机，持续深入学习新《公司法》，切实提高专业认识。培训会由大成律师事务所高级合伙人、大成资本市场行委会牵头人马宏伟律师主持。



全国人大常委会法工委公司法修改工作专班成员、清华大学法学院沈朝晖副教授以“新《公司法》修改考虑”为主题，介绍了本轮公司法修订草案的基本情况，修改的指导思想与实施细节。随后沈教授围绕股东权利保护、出资、股份、授权股份发行/授权资本、资本流出及财务会计、诉讼、董事高管等多个议题展开详细解读。



大成律师事务所高级合伙人、大成公司与并购重组专委会牵头人韩光律师对沈朝晖教授的授课表示衷心感谢，希望大家思辨求远、向新而行，充分认识到本次《公司法》修订的要点与重要意义，不断促进理论与实践的有机结合。

本次培训聚焦新《公司法》修改要点，结合时代大背景，从基本逻辑到关键问题，内容丰富，系统全面，针对性强；授课嘉宾理论造诣深厚，学术视野开阔，现场反响热烈，培训讲座也画上了圆满的句号。



# 大成律师受邀参加国际主要交易所上市规则与流程专题研讨会并做专业分享

2024年2月，中国证券监督管理委员会出具《关于同意洛阳北方玻璃技术股份有限公司向特定对象发行股票注册的批复》（证监许可(2024)270号），同意洛阳北方玻璃技术股份有限公司（以下简称“北玻股份”）向特定对象发行股票的注册申请。



4月27日，国际主要交易所上市规则与流程专题研讨会在杭州召开，300余名企业高级管理者、金融领域专家学者出席。研讨会由香江商学院、香港金融管理学院、浙江财经大学中国金融研究院、香港跨境投资联合会主办，浙商银行股份有限公司联合主办，杭州银行股份有限公司、比利时联合商学院、大成律师事务所等协办。大成律师事务所合伙人**董月英**律师受邀出席并做专业分享。

香港金融管理学院董事长王中英，浙商银行党委委员、副行长骆峰分别致辞。

香江商学院执行院长徐会军博士，香港金融管理学院董事长王中英，浙商银行党委委员、副行长骆峰分别致辞。



本次研讨会邀约大成中国区资本市场行委会理事、上海办公室合伙人董月英做《境外发行上市新规解读及实务操作》专业分享，对于微观层面的上市实操详细讲解，为企业发展提供技术性支持

圆桌论坛环节，六大交易所代表、金融投资领域专家学者、企业家代表同台，香港交易所、新加坡交易所、东京交易所、纽约交易所、纳斯达克交易所、伦敦交易所的代表就各自的上市规则和侧重要求进行详细讲解，并提出建设性的建议，获得现场参会者的高度认可。

董月英律师受邀出席研讨会，和与会人员深度交流，并就企业境外上市需要做哪些准备，需要注意哪些问题，自身有哪些顾虑和痛点，从律师从业角度提出技术性建议。大成律师将在全球经济发展领域的法律业务中不断深耕、开拓创新，助力企业出海“乘风破浪”。

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

## 第三章

## 新规速递



# 新规 | 中国资本市场迎来第三个“国九条”：健全有利于创新资本形成和活跃市场的财税体系

4月12日，中国政府网站发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，明确九方面内容，是继2004年、2014年两个“国九条”之后，国务院再次出台的资本市场指导性文件。

其中，《若干意见》要求严格上市公司持续监管。严肃整治财务造假、资金占用等重点领域违法违规行为；全面完善减持规则体系，严厉打击各类违规减持等。《若干意见》要求加大退市监管力度，收紧财务类退市指标。加强并购重组监管，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。严格退市执行，严厉打击财务造假、操纵市场等恶意规避退市的违法行为。《若干意见》强调，落实并完善上市公司股权激励、中长期资金、私募股权创投基金、不动产投资信托基金等税收政策，健全有利于创新资本形成和活跃市场的财税体系。

## 新规 | 最新版资本项目外汇业务指引发布

日前，国家外汇管理局修订发布《资本项目外汇业务指引（2024年版）》，该《指引》自2024年5月6日起实施。

《指引》一是进一步细化和明确部分业务办理原则，增强业务可操作性。如，明确境内机构境外放款债转股办理程序；新增境内企业在A股市场公开发行可转换公司债，外方股东参与认购业务办理情形等。二是更新相关内容。新增跨境融资便利化外债签约登记和资本项目数字化业务相关内容。三是进一步精简篇章，章节结构更加清晰。如，合并境外机构投资者投资中国债券市场入市等同一业务的登记和账户管理；合并中国存托凭证（CDR）和境外存托凭证（GDR）跨境转换、存托业务等同一类业务的相关章节。



# 新规 | 十部门印发 16 项措施支持境外机构投资境内科技型企业

4 月 19 日，商务部网站公布《关于进一步支持境外机构投资境内科技型企业的若干政策措施》。

《若干措施》聚焦境外机构业务特点和境内科技型企业发展需求，提出优化管理服务、加大融资支持、加强交流合作、完善退出机制 4 方面 16 条具体措施，支持境外机构通过 QFLP 方式投资境内科技型企业；支持符合条件的境外机构在华发行人民币债券并投入科技领域；将全国推广跨境融资便利化试点，将初创期科技型企业纳入试点主体范围；支持境内银行与境外机构加强合作，规范探索“贷款+外部直投”等业务模式；稳步推进私募股权创投基金份额转让试点；将优化上市公司派息扣缴税款和结算程序，确认符合享受有关税收协定规定优惠条件的境外机构名单，上市公司可直接按照优惠规定对相关境外机构进行扣缴申报和派息。

# 新规 | 中国证券投资基金业协会发布私募基金管理人登记 业务流程图

4月20日，中国证券投资基金业协会官微发布《关于发布私募基金管理人登记业务流程图的通知》。

私募基金管理人登记流程主要包括：第一步：工商设立。需要向拟注册地市场监督管理部门申请设立，机构名称、经营范围需符合《私募基金管理人登记指引第1号》要求，含“私募基金”“创业投资”等字样。第二步：准备材料。材料要求参考《私募基金管理人登记申请材料清单（2023年修订）》。第三步：注册账号。第四步：提交材料。需要填报的信息包括：机构基本信息、内部制度信息、关联方信息、诚信信息、财务信息、出资人信息、实际控制人信息、高管及投资人员信息、管理人登记法律意见书信息。第五步：协会办理。

# 草案 | 北京拟修订《关于促进股权投资基金业发展的意见》

3月31日，北京市政府网站公布《关于对〈中共北京市委金融委员会办公室 北京市财政局 国家税务总局北京市税务局 北京市市场监管局对〈关于促进股权投资基金业发展的意见〉有关条款进行修订的通知〉（征求意见稿）公开征集意见的通告》，意见反馈截止时间为4月8日。

《通知》拟将《关于促进股权投资基金业发展的意见》第四条“合伙制股权基金中个人合伙人取得的收益，按照‘利息股息红利所得’或者‘财产转让所得’项目征收个人所得税，税率为20%。”修改为：“合伙制股权投资基金对外投资分回的利息或者股息、红利，不并入企业的收入，单独作为投资者个人取得的利息、股息、红利所得，按‘利息、股息、红利所得’应税项目计算缴纳个人所得税，适用比例税率，税率为20%”。

# 草案 | 监管部门密集发文落实第三个“国九条” 资本市场制度规则将进一步健全

4月12日，证监会就《科创属性评价指引（试行）》等6项制度规则向社会公开征求意见，意见反馈截止日期为2024年4月27日。

发行监管方面，一是修订《科创属性评价指引（试行）》。二是修订《中国证监会随机抽查事项清单》，将首发企业随机抽取检查的比例由5%大幅提升至20%。上市公司监管方面，一是制定《上市公司股东减持股份管理办法》，完善大股东减持、有效防范绕道减持等方面内容。二是修订《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》。证券公司监管方面，修订《关于加强上市证券公司监管的规定》，交易监管方面，制定《证券市场程序化交易管理规定（试行）》，沪深北交易所表示，将尽快制定配套的自律监管规则，确保其中各项措施落地见效。

此外，上交所、深交所、北交所同步就《股票发行上市审核规则》《股票上市规则》等19项具体业务规则向社会公开征求意见，涉及提高上市条件、规范减持、严格退市标准等方面。

# 新闻 | IDC 与 CDN 等多项电信业务将在京沪琼深四地 试点取消外资股比限制

4月10日，工信部网站公布《关于开展增值电信业务扩大对外开放试点工作的通告》。

《通告》明确，将在北京市服务业扩大开放综合示范区、上海自由贸易试验区临港新片区及社会主义现代化建设引领区、海南自由贸易港、深圳中国特色社会主义先行示范区率先开展试点，取消互联网数据中心（IDC）、内容分发网络（CDN）、互联网接入服务（ISP）、在线数据处理与交易处理，以及信息服务中信息发布平台和递送服务（互联网新闻信息、网络出版、网络视听、互联网文化经营除外）、信息保护和处理服务业务的外资股比限制。



## 新闻 | 国家网信办发布生成式人工智能服务已备案信息

4月2日，中国网信网公布《关于发布生成式人工智能服务已备案信息的公告》。

本次公布的已备案生成式人工智能模型共117个。《公告》明确，提供具有舆论属性或者社会动员能力的生成式人工智能服务的，可通过属地网信部门履行备案程序，属地网信部门应及时将已备案信息对外公开发布；已上线的生成式人工智能应用或功能，应在显著位置或产品详情页面公示所使用已备案生成式人工智能服务情况，注明模型名称及备案号。备案信息将于网信办官网持续更新，未来将不再另行公告。

## 新闻 | 中国证监会发布 5 项资本市场对港合作措施

4月19日，证监会网站消息显示，证监会将采取5项措施来进一步拓展优化沪深港通机制、助力香港巩固提升国际金融中心地位，共同促进两地资本市场协同发展。

这五项措施包括：一是放宽沪深港通下股票ETF合格产品范围。二是将REITs纳入沪深港通。三是支持人民币股票交易柜台纳入港股通。四是优化基金互认安排。五是支持内地行业龙头企业赴香港上市。证监会明确，拟适度放宽合格股票ETF的平均资产管理规模要求，降低南向港股通ETF产品的港股权重和港股通股票权重要求，北向沪股通、深股通ETF产品做对等调整；拟将内地和香港合格的REITs纳入沪深港通标的；拟推动适度放宽互认基金客地销售比例限制，允许香港互认基金投资管理职能转授予与管理人同集团的海外资产管理机构，进一步优化基金互认安排，等等。

# 新闻 | 工信部开展第六批专精特新“小巨人”企业培育工作

4月17日，工信部网站公布《关于开展第六批专精特新“小巨人”企业培育和第三批专精特新“小巨人”企业复核工作的通知》。

《通知》明确，省级专精特新中小企业可提出第六批专精特新“小巨人”企业申请，第三批专精特新“小巨人”企业可提出复核申请，相关申请均不收取任何费用。企业需如实、自主填报，并提供有关佐证材料，不得借助第三方机构申请。为减轻企业申请负担，企业无需再提供第三方机构出具的“上年度国内细分市场占有率”证明、国内发明专利证书等佐证材料（涉及海外发明专利、集成电路设计布图等其他I类知识产权的，仍需提供）。企业仅需填写说明、如实填报数量，确保数据真实、规范即可。

# 案例 | 游戏内测遭泄密 米哈游申请诉前行为禁令获保护

近日，《崩坏：星穹铁道》的运营方米哈游公司以未公开的游戏角色设计可能遭到提前泄密为由提出诉前行为保全申请。浦东法院经过审查研判，责令被申请人陈某不得披露、使用、允许他人使用其在参与游戏内测过程中擅自摄录的游戏内容。本案系全国首例涉游戏未公开角色设计的侵害商业秘密诉前行为保全案，首次将游戏未公开角色设计纳入商业秘密的经营信息保护范围。

米哈游公司通过监控发现，陈某在参与《崩坏：星穹铁道》游戏内部测试时，擅自拍摄、录制了游戏画面并存储了还未公开的游戏设计，随时有向他人泄露的风险。浦东法院经审查认为，米哈游公司合法享有的《崩坏：星穹铁道》游戏及其角色设计属于反不正当竞争法规定的商业秘密；被申请人存在实施了擅自摄录行为的较大可能性，如不加以规制，将会破坏游戏的平衡性和公平性、降低游戏的热度和关注度、打乱游戏公司的商业和经营安排、贬损游戏公司的商业信誉和社会评价。在社会公共利益的考量上，浦东法院特别指出，如果不对此类游戏泄密行为加以制止，在给游戏公司带来难以弥补损害的同时，通过负效应传导，也会极大伤害上游设计者的创作热情，进而降低优质游戏产品的供给，甚至给游戏产业发展带来负面影响。浦东法院遂作出前述裁定。

## 案例 | 全国首例“AI 声音侵权案”一审宣判

4月23日，北京互联网法院一审开庭宣判全国首例 AI 生成声音人格权侵权案，明确认定在具备可识别性的前提下，自然人声音权益的保护范围可及于 AI 生成声音。

法院认定，因被告公司系仅使用原告个人声音开发涉案文本转语音产品，而且经当庭勘验，该 AI 声音与原告的音色、语调、发音风格等具有高度一致性，能够引起一般人产生与原告有关的思想或感情活动，能够将该声音联系到原告本人，进而识别出原告的主体身份。因此，原告声音权益及于涉案 AI 声音。被告公司对录音制品享有著作权等权利，但不包括授权他人对原告声音进行 AI 化使用的权利，获得原告合法授权的抗辩不能成立。被告未经原告许可 AI 化使用了原告声音，构成对原告声音权益的侵犯，其侵权行为造成了原告声音权益受损的后果，应承担相应的法律责任。最终判决被告一、被告三向原告赔礼道歉，被告二、被告三向原告赔偿损失共计 25 万元。



大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

## 第四章

## 明星律师



### 李晶晶 律师，初级合伙人

**学历：** 法律硕士

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

李晶晶律师，大成合伙人，大成广州青年委员、资本市场债券子专业负责人，并担任兼任仲裁员、广东财经大学校外学业导师、湘潭大学广州校友会常务副会长等社会职务。在加盟大成前曾在上市公司从事投资风控工作，在 IPO、并购重组、私募股权基金等资本市场领域具有丰富的实务经验，曾入选“大成三十周年 30 新星”，并多次荣获广东律协、广州律协颁发的理论成果奖、业务成果奖。

#### 【主要项目经验】

**境内上市项目：** 山水比德（SZ300844）IPO

**上市公司增发、重组：** 旗滨集团（SH601636）可转债，道氏技术（SZ300409）定增及重大资产重组，跨境通（SZ002640）定增，顺威股份（SZ002676）收购骏伟精密

**新三板业务：** 金大田（870004），伊创科技（871768），周福生（872030），凯旋真空（872916），沅雷交通（873031），海山游乐(873107)

**上市公司常年法律服务：** 旗滨集团（SH601636），南新制药（SH688189），凌霄泵业（SZ002884）

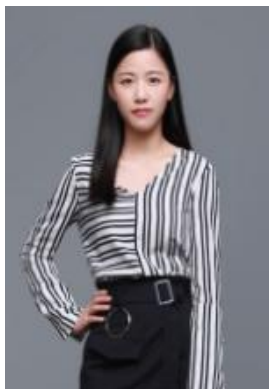
**收购上市公司业务：** 广东绿色金控收购普路通（SZ002769），广州开发区新兴基金收购跨境通（SZ002640），佛山顺控国资收购欧浦智网（SZ002711），佛山南海国资收购南风股份（SZ300004），佛山南海国资收购美芝股份（SZ002856）

**私募基金登记业务：** 广东高成长投资控股有限公司，广东航天基金管理有限公司，广州天盈资产管理有限公司，广东金海资产管理有限公司，珠海昀岫资本管理有限公司，深圳前海不繁资产管理有限公司，广州盈锭股权投资基金管理有限公司，广州盈力投资有限公司，深圳华健荣盛投资有限公司，北京市鲁越资本管理有限公司，广州水木资产管理有限公司，珠海千红资本投资有限公司，广州益谙投资管理有限公司，珠海横琴新区赛尔米克基金管理有限公司

**债券业务：** 广州市增城自来水有限公司发行万联证券-增城自来水绿色供水收费收益权资产支持专项计划（广东省首单绿色供水 ABS 项目），工银安盛资产管理有限公司在中保登注册发行资产支持计划，华泰资产管理有限公司在中保登注册发行资产支持计划，广州开发区控股集团有限公司发行公开/非公开公司债券，广东顺德控股集团有限公司发行超短融/中期票据/公司债券，广东恒兴集团有限公司发行债权融资计划

**证券类诉讼业务：**汕头某新三板“卖壳”股份纠纷案件、深圳某主板上市公司股权激励争议案件，前海某私募基金管理费追偿案件、广州某私募基金收益纠纷案件、广州某集团公司股权回购案件



**叶欢欢 律师****学历：** 理学硕士**主要业务领域：** 叶欢欢律师在投融资领域有较为扎实的经验，是跨专业复合型法律人才，致力于境内企业境外上市、投融资法律事务、公司跨境并购、境外投资以及资本市场法律服务。**【主要项目经验】****已完成的香港/美国上市案例：**

VS MEDIA HOLDINGS LIMUTED （股票代码：VSME.US）

深圳城道通环保科技有限公司（股票代码：CDTG.US）

**正在办理的香港/美国上市项目：**

环球商域科技有限公司 美国纳斯达克上市项目（证监会备案中）

浙江某智能产业集团有限公司 美国纳斯达克上市项目（证监会备案中）

上海某基础工程有限公司 香港港交所主板上市项目

福建某教育服务有限公司 香港港交所主板上市项目

福州某跨境电商有限公司 美国纳斯达克上市项目

海南某网络发展有限公司 美国纳斯达克上市项目

大成 DENTONS

大成 is Dentons' Preferred Law Firm in China.

## 第五章

### 关于大成资本市场

## 关于大成资本市场

### 简介

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

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

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

### 优势

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



内部刊物 仅供交流

顾问

于绪刚 王芳 卢旺盛 刘婧 李寿双 杨金柱

余洁 张祥发 张颖 陈沁 陈洁 林兢

耿仁文 苏绍魁 李秋实 陈阳 顾权 熊艳红

编辑

赵汗青

联系我们

大成律师事务所

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

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

邮编: 100020

电话: +8610 58137799

传真: +8610 58137788