



中伦研究院出品

中津伦语

年度精华法律文萃
2024-2025

Trends And Developments:
A Year In Review





中伦研究院出品

SPECIALLY PRESENTED BY
ZHONG LUN RESEARCH INSTITUTE

The background image is a high-angle aerial photograph of a mountain range. The mountains are rugged with patches of snow and ice. A dramatic, diagonal color gradient overlay transitions from a deep blue on the left side to a bright orange on the right side, suggesting a sunset or sunrise. The sky above the mountains is a pale, hazy blue.

TRENDS AND DEVELOPMENTS: A YEAR IN REVIEW

2024年 研究院出品 汇总



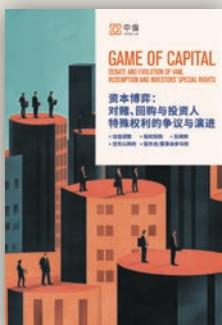
中国企业“出海”之路系列之一
投融资资金路径



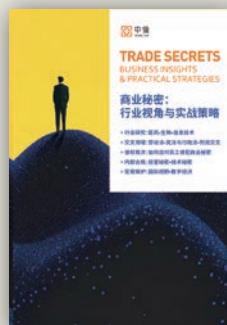
中国企业“出海”之路系列之二
境外工程建设



《公司法》修订下
的场景演绎



资本博弈：
对赌、回购与投资人
特殊权利的争议与演进



商业秘密：
行业视角与实战策略



庭外债务重组
法律实务报告

contents

**TRENDS AND DEVELOPMENTS:
A YEAR IN REVIEW**





资本市场、基金投资、并购
CAPITAL MARKET / FUND INVESTMENT/ M&A

010

-
- | | |
|-----|---|
| 012 | 2024年中国资本市场监管回顾与展望 |
| 024 | 新“国九条”背景下资本市场分红事项的监管要点及建议 |
| 033 | 浅析新形势下上市公司并购重组方向与路径
——以上市公司在子公司融资后实施并购重组之案例为视角 |
| 050 | 国有企业收购上市公司控制权
——协议转让核心条款及关注要点 |
| 062 | 谈谈拟上市科创企业股权架构的搭建 |
| 074 | 境外上市过程中VIE架构拆除的监管关注要点 |



合规和政府监管
COMPLIANCE & GOVERNMENT SUPERVISION

080

-
- | | |
|-----|---------------------------------------|
| 082 | 强监管背景下金融机构合规管理体系的构建与实施 |
| 091 | 信息披露2.0时代
——上市公司可持续发展报告新规要点及企业合规应对 |
| 106 | 2024年度的国际贸易管制与经济制裁形势观察 |
| 121 | 行路难，今安在——最新反垄断纠纷司法解释亮点解读 |
| 128 | 综合解读延迟退休政策对个人及企业的影响 |

contents

**TRENDS AND DEVELOPMENTS:
A YEAR IN REVIEW**





金融与税务

FINANCE & TAXATION

136

138 金融监管总局1号令、2号令对金融机构贷款业务的影响

150 落叶知秋：2024年度中国税务立法与监管重要事件年度观察



知识产权与数据保护

INTELLECTUAL PROPERTY & DATA PROTECTION

162

164 新质生产力的重大利好：
《促进和规范数据跨境流动规定》要点解析

175 数据合规与人工智能立法监管的回顾与展望（2024）

186 于细微处见知著：跨境技术交易中的知识产权尽职调查实务要点



争议解决

DISPUTE RESOLUTION

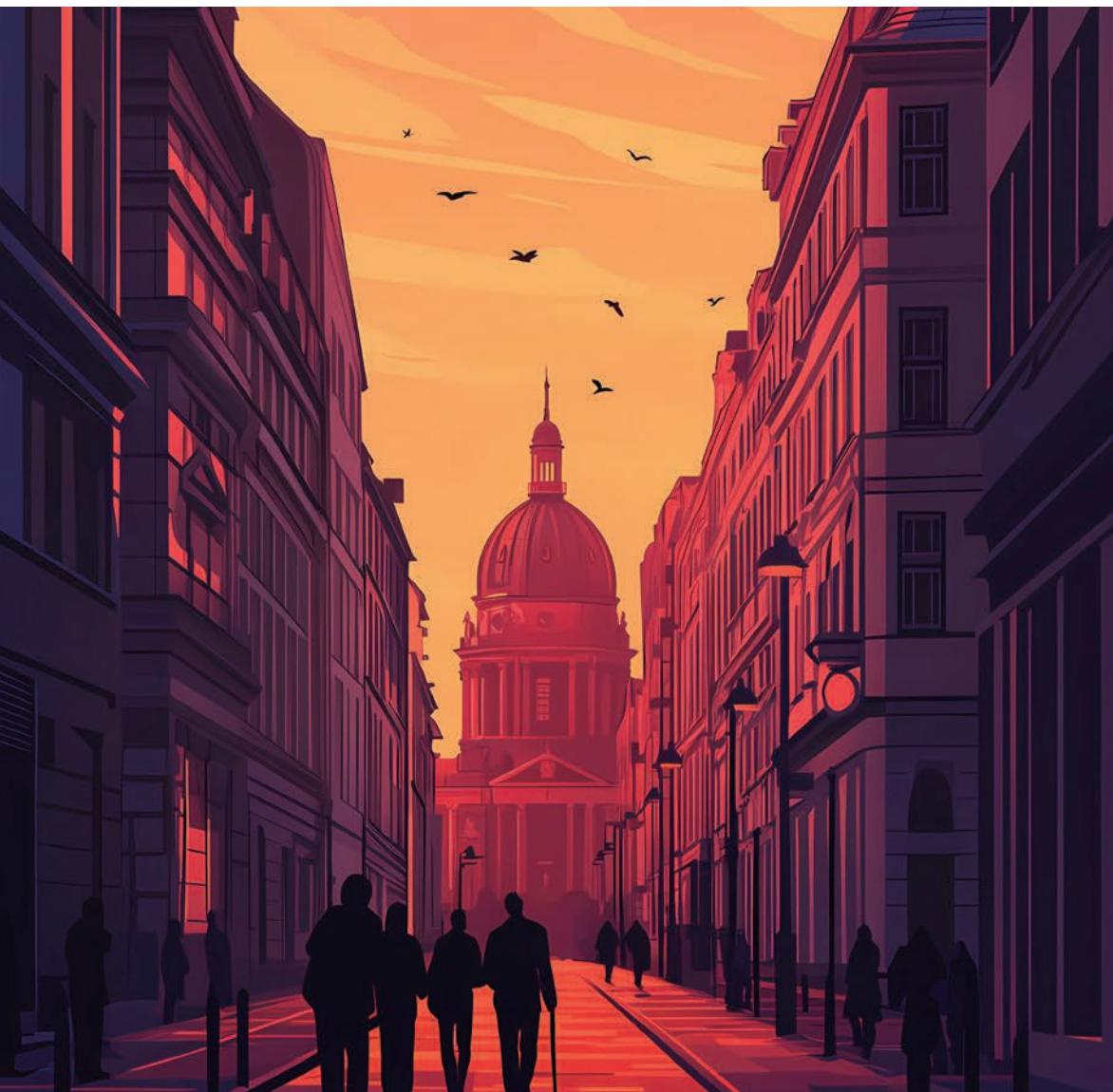
194

196 公司类纠纷 | 新《公司法》的司法实践观察

205 私募基金投资中不同轮次投资人的回购顺位问题研究

contents

**TRENDS AND DEVELOPMENTS:
A YEAR IN REVIEW**



212	从争议解决角度看对赌协议中的回购权性质及行权期限 ——写在“法答网精选答问（第九批）”答复意见之后
224	上市公司纠纷观察：带上“紧箍咒”的定增保底条款将去向何方



热点观察 | 232
HOTSPOT ANALYSIS

234	深海迷航 中国企业出海之七大法律战略问题
260	风起花落 合同编通则司法解释对建设工程合同及纠纷处理的影响 ——合同解释和交易习惯
268	美中数据跨境新政对医药行业的影响及应对



新《公司法》亮点解读 | 276
HIGHLIGHTS INTERPRETATION OF THE NEW COMPANY LAW

278	限期实缴制对股权投资的影响及应对
285	新《公司法》实施后公司生存指南系列之 ——董监高信义义务深度解析

更多新《公司法》解读，请点击[此处](#)阅读



中伦资本市场/证券业务

资本市场/证券领域是中伦的核心业务之一,中伦也是中国最早从事证券业务的律师事务所之一,三十多年来,累计为近千家公司提供了境内外股票发行上市和其他证券业务的法律服务,包括A股、B股、H股、D股、红筹股、境外债券、票据等项目,涉及的境外证券交易所包括香港、纽约、纳斯达克、多伦多、新加坡、东京、伦敦、台湾、澳大利亚、韩国和法兰克福等,服务产品种类及业务范围十分广泛。

中伦拥有庞大的专业律师团队、顶尖的专业实力以及丰富的实践经验,可以为客户提供全方位、全流程境内外资本市场/证券法律服务。**中伦连续多年被《钱伯斯》(Chambers)、《国际金融法律评论》(IFLR1000)、《商法》(China Business Law Journal)和《法律500强》(The Legal 500)等国际权威法律媒体及评级机构第一级别推荐或重点推荐。**

在多年的实务中,中伦与诸多国家和地区的证券监管部门、证券交易所、境内外著名投资银行、律师事务所、会计师事务所等机构以及众多境内外上市公司建立了密切而良好的合作关系,确保为客户提供优质法律服务。



中伦私募股权和投资基金业务

在私募股权和投资基金领域,中伦是国内最早提供专业法律服务、聚焦行业经验和发挥行业专家优势的领先律师事务所之一,业务贯穿私募基金管理人的设立和登记,私募基金的募集设立、运营管理、清算解散、私募股权投资融资和项目退出等多个环节。中伦结合其在IPO以及相关资本市场领域的领先优势、跨境和国际化法律服务的行业积淀、各个行业专家所带来的专业知识以及全产业链和多角色法律服务实力,始终以丰富的实践经验经验和全方位的法律服务处于私募股权和投资基金领域的领先位置。

凭借在私募股权和投资基金领域的优秀业绩,中伦获得国内外众多权威法律媒体及评级机构的极高评价。**《钱伯斯》(Chambers)、《法律500强》(The Legal 500)等知名评级机构均连续多年在“私募基金”和“投资基金”领域将中伦列为第一级别推荐律所。中伦多次被评选为私募股权和投资基金领域中国最佳律师事务所之一,在私募股权和投资基金领域蝉联多项荣誉,荣登多个榜单。**



中伦收购兼并业务

中伦投资并购业务是事务所的核心业务之一,多年来一直处于市场领先地位。**自《钱伯斯》(Chambers)2007年第一次对中国律所作出评选以来,中伦每年均有多位律师入围领先律师。**近年来,中伦代表众多国内外跨国公司和上市公司客户完成了包括重组、并购在内的一系列知名且复杂的交易,同时助力于高新科技企业的培育发展。在这些成功的交易中,中伦律师展现了将丰富的执业经验与跨专业精诚合作相结合为客户提供整体服务和意见的核心竞争力,对中国法律和监管环境深刻理解,对税务、财务和商业综合知识融会贯通,以及对客户需求精准把握和提供最佳解决方案的综合服务能力。

CHAPTER

01

CAPITAL MARKET/
FUND INVESTMENT/M&A

资本市场、基金投资、并购



2024年中国资本市场 监管回顾与展望

作者 / 郭克军 翁禾倩 丁蔚 王源

2024年，中国资本市场在“新国九条”的指引下继续发挥投资、融资功能。证券监管机构围绕“强监管、防风险、促高质量发展”的主线，严把发行上市准入关，从源头上提高上市公司质量，深入贯彻“申报及担责”监管要求，严厉打击财务造假，鼓励并购重组，探索私募基金退出新路径，以期为加快建设金融强国奋斗目标奠定基础。具体来看，境内上市全面收紧，证券监管机构严监严管，聚焦新质生产力，全面提升发行上市标准；并购重组呈现升温趋势，鼓励政策频出；私募基金行业迷雾中前行，孕育破局力量。

001>境内上市全面收紧，严监严管，聚焦新质生产力，全面提升发行上市标准

2023年8月27日，中国证监会网站发布《证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排》，阶段性收紧IPO、再融资节奏，吹响了阶段性收紧境内上市的号角。2024年3月15日，中国证监会发布《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“**证监会意见**”）及2024年4月12日国务院发布《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》（以下简称“**新‘国九条’**”），指明了境内发行上市从严监管的基本原则及发展方向。

为落实新“国九条”、中国证监会意见，科创板完善科创属性评价标准，创业板更新“三创”“四新”把握标准，证券交易所修订发行上市财务标准，逐步形成新“国九条”为中心的“1+N”政策体系，以“硬科技”为代表的新质生产力企业迎来发行上市机遇期。

（一）完善顶层设计，新股发行实施逆周期调节

新“国九条”奠定了境内上市从严监管的基调。新“国九条”明确提出进一步完善发行上市制度的纲领性要求，包括提高主板、创业板上市标准，完善科创板科创属性评价标准；提高发行上市辅导质效，扩

大对在审企业及相关中介机构现场检查覆盖面；明确上市时要披露分红政策；将上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单；从严监管分拆上市等指导性要求。

中国证监会发布《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）》，从严把拟申报企业申报质量、压实中介机构责任、突出证券交易所审核责任、强化中国证监会派出机构监管责任、坚决履行中国证监会机关全链条统筹职责、规范引导资本健康发展等方面细化发行上市准入相关要求。

严把拟上市企业申报质量方面。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。督促拟上市企业树立正确“上市观”，以现代企业制度为保障，促进企业做优做强，与投资者共享发展成果，严禁以“圈钱”为目的盲目谋求上市、过度融资。要求拟上市企业充分配合中介机构核查和发行监管工作，确保所提供材料真实准确完整。一是督促“关键少数”增强诚信自律法治意识，完善公司治理，健全内部控制制度并有效运行，按规定接受内部控制审计。二是要求拟上市企业的财务数据准确真实反映企业经营能力，严审“伪科技”、突击冲业绩等问题，对财务造假、虚假陈述、粉饰包装等行为须及时依法严肃追责。三是研究要求拟上市企业的有关股东在招股说明书中承诺，上市后三

年内业绩出现大幅下滑的，采取延长股份锁定期等措施。

压实中介机构“看门人”责任方面。一是建立对中介机构的常态化滚动式现场监管机制，督导检查保荐机构、律师和注册会计师履职尽责情况，三年一周期，原则上实现全覆盖，抓好责任追究和跟踪整改，涉嫌违法违规的坚决立案稽查。二是持续运用好以上市公司质量为导向的保荐机构执业质量评价机制，根据评价结果实施分类监管，促进提高执业质量。三是督促中介机构切实扛起防范财务造假的责任，充分运用资金流水核查、客户供应商穿透核查、现场核验等方式，确保财务数据符合真实的经营情况。

突出证券交易所审核责任方面。证券交易所应当坚守板块定位，严格执行审核标准，对申报项目依法作出明确判断。一是强化对拟上市企业的客户、供应商、资金流水等方面审核力度，把防范财务造假、欺诈发行摆在发行审核更加突出的位置，及时按要求报送重大违法违规线索。二是加强信息披露监管，提高审核问询针对性，对信息披露质量存在明显瑕疵、严重影响审核的，依规予以终止审核。三是严密关注拟上市企业是否存在上市前突击“清仓式”分红等情形，严防严查，并实行负面清单式管理。四是强化内部管理，加强对审核公权力运行的监督，有效发挥质控制衡作用。五是优化发行承销制度，强化新股发行询价定价配售各环节监管，从严

监管高定价超募，提升中小投资者获得感。

强化中国证监会派出机构监管责任方面。一是辅导监管坚持时间服从质量，重点关注板块定位、产业政策和“关键少数”口碑声誉，做好辅导环节与审核注册环节的衔接，发现疑点问题及时报告、及时处理。二是现场检查要切实发挥书面审核的补充验证延伸作用，充分核验财务真实性，有重大疑点的探索稽查提前介入、依法立案查处。对现场检查中的撤回企业“一查到底”，切实落实“申报即担责”。在制度建设方面，中国证监会先后出台《关于修改〈中国证监会随机抽查事项清单〉的决定》《首发企业现场检查规定》《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》《监管规则适用指引——北京证券交易所类第1号：全国股转系统挂牌公司申请在北京证券交易所发行上市辅导监管指引》，落实了首发企业现场检查、辅导监管的前述相关要求。

中国证监会机关全链条统筹职责方面。一是综合考虑二级市场承受能力，实施新股发行逆周期调节。二是同步加大对拟上市企业的随机抽取和问题导向现场检查力度，大幅提升现场检查比例，形成充分发现、有效查实、严肃处置的监管链条，有力震慑财务造假。三是加大审核项目同步监督力度，常态化开展对证券交易所审核工作的检查和考核评价，督促证券交易所严格把好审核准入关。四是继续深化与各行业主管部门的对接协作，增进协

同监管质效。推动地方政府把工作重心放在提高拟上市企业质量上，共同营造良好发行上市环境。

截至2024年11月底，上海证券交易所、深圳证券交易所、北京证券交易所合计新增89家企业完成首发上市，募集资金总额合计约580亿元，新增首发上市企业家数、募集资金总额分别仅为2023年同期的约30%、17%，境内首发上市新增企业家数及融资额均明显下降。新“国九条”等相关规则奠定了境内上市监管的政策基调，新股发行实施逆周期调节，境内上市实质上呈现全面收紧态势。

（二）严厉打击财务造假，发行上市严监严管

欺诈发行及财务造假一直以来是中国证监会等监管机构对发行上市相关主体打击、震慑的核心，中国证监会进一步强化对首发上市领域的严监严管，强调监管“长牙带刺”、有棱有角。

监管政策方面，各部委协同部署资本市场财务造假惩防工作。2024年6月29日，国务院办公厅发布中国证监会、公安部、财政部、中国人民银行、金融监管总局、国务院国资委《关于进一步做好资本市场财务造假综合惩防工作的意见》，中国证监会、公安部、财政部、中国人民银行、金融监管总局、国务院国资委齐抓共治，聚焦欺诈发行股票债券行为、系统性造假和配合造假、滥用会计政策实施造

假、特定领域财务造假等资本市场重点领域财务造假行为，坚持“追首恶”与“打帮凶”并举，强化行政追责威慑、推动加大刑事追责力度、推动完善民事追责支持机制。

监管案例方面，证券监管机构从严查处涉及发行上市欺诈发行、财务造假的证券发行人及中介机构，强调“申报即担责”严惩欺诈发行行为，阻断发行上市“带病闯关”情形，提高违法成本。从发行人案例看，泽达易盛、紫晶存储欺诈发行案中，公司及责任人分别被中国证监会处以14,250万元、9,071万元罚款，公安机关对十余名责任人员采取刑事强制措施，两家公司均因重大违法强制退市，投资者获得超过13亿元民事赔偿；思尔芯欺诈发行案件中公司及相关责任人被处以1,650万元罚款；华道生物未获注册但发行申报材料存在虚假记载，公司及相关责任人员被罚款1,150万元。从中介机构案例看，紫晶存储欺诈发行案中涉嫌未勤勉尽责的致同会所、容诚会所、恒益律师事务所等4家中介机构与中国证监会签署承诺认可协议后共计交纳约12.75亿元承诺金并完成自查整改，中国证监会现场核查验收后终止调查；泽达易盛财务造假案中，两家中介机构分别签署承诺认可协议分别缴纳1.05亿元、9,261.13万元承诺金后，中国证监会中止调查；思尔芯欺诈发行案件中保荐机构被中国证监会责令改正、给予警告及罚没800万元，签字保荐代表人分别被处以150万元罚款。

证券监管机构对发行上市领域的财务造假、欺诈发行行为从严监管，教育了市场参与主体，维护了中小投资者利益，极大提升了市场参与各方违法成本，并强化了企业首发上市各参与方的信息披露合规意识。

（三）聚焦新质生产力，全面提升发行上市标准

2024年1月31日习总书记在主持中央政治局第十一次集体学习时发表重要讲话，指出发展新质生产力是推动高质量发展的内在要求和重要着力点，2024年3月1日《人民日报》发布《新质生产力的内涵特征和发展重点（深入学习贯彻习近平新时代中国特色社会主义思想）》，阐释了新质生产力的内涵要义及发展要求。中国证监会、证券交易所围绕落实新质生产力发展要求，结合各个板块定位，从入口端修订完善相关规则，全面提升发行上市标准。

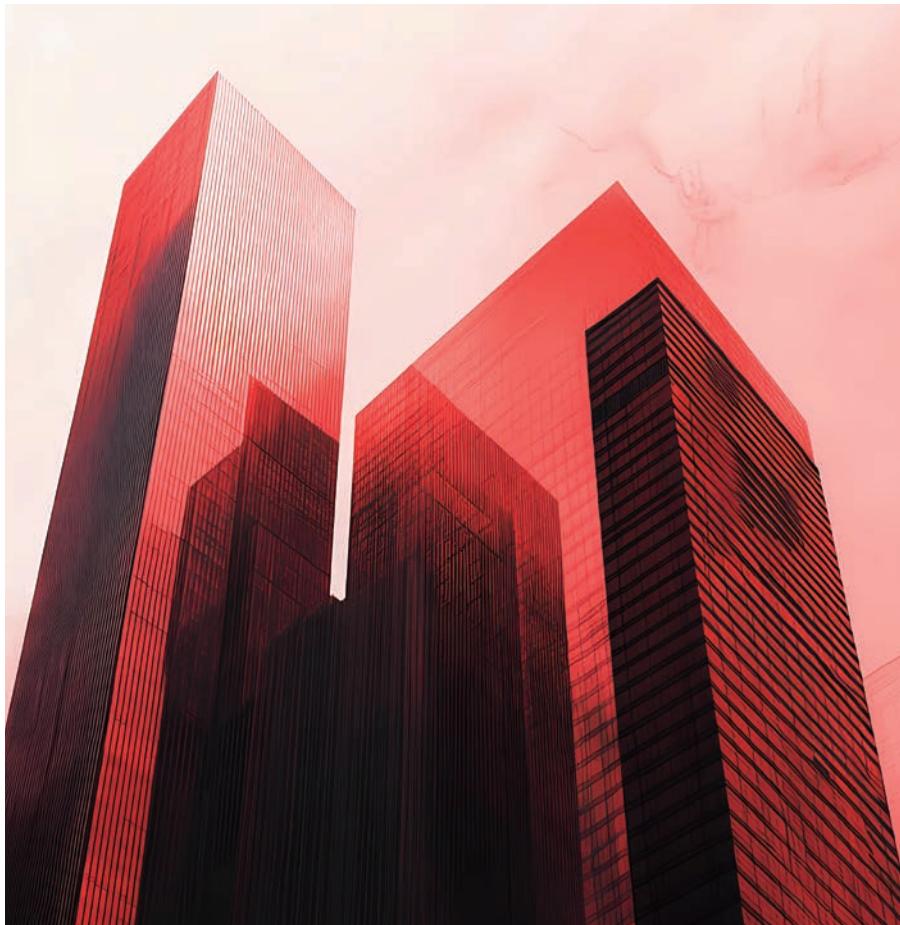
强化科创板“硬科技”定位，修订科创属性评价标准。2024年4月30日，中国证监会发布《关于修改〈科创属性评价指引（试行）〉的决定》，上海证券交易所发布《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定（2024年4月修订）》，一方面强化衡量科研投入、科研成果和成长性的关键指标，另一方面新增促进科技创新和新质生产力发展的保荐要求，以引导中介机构提高申报企业质量，推荐真正具有关键核心技术的优质科技企

业在科创板上市。2024年6月19日，中国证监会进一步发布《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》，围绕服务高水平科技自立自强和新质生产力发展，强化科创板“硬科技”定位；严把入口关，优先支持新产业新业态新技术领域突破关键核心技术的“硬科技”企业在科创板上市；进一步完善科技型企业精准识别机制；支持优质未盈利科技型企业在科创板上市。

明晰创业板“三创”“四新”把握标准，修订申报推荐规定。2024年4月30日深圳证券交易所发布《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定（2024年修订）》，本次修订进一步明确创新、创造、创意的具体表现形式，适度提高营业收入复合增长率指标，对应增加发行人说明、保荐人关于促进新质生产力发展的核查要求，以进一步发挥创业板服务国家创新驱动发展战略的功能作用，培育新质生产力，促进高质量发展。

提高发行上市财务标准，修订证券交易所上市规则。上海证券交易所、深圳证券交易所分别修订了《上海证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所股票上市规则》，上海证券交易所、深圳证券交易所提高了主板上市第一套上市标准中的净利润、经营活动现金流量净额及营业收入指标要求、第二套上市标准中现金流量净额指标要求及第三套上市标准中预计市值、营业收入指标要求，以进一步突出主

**并购重组整体趋势持续升温,是2024年
中国资本市场的显著特点。**



板大盘蓝筹定位要求；深圳证券交易所修订了《深圳证券交易所创业板股票上市规则》，提高了创业板上市第一套上市标准净利润指标要求以及第二套上市标准预计市值、营业收入指标要求，以在突出公司抗风险能力同时支持有潜力的“优创新、高成长”企业直接融资质效，从源头提高上市公司质量。

002>并购重组呈现升温趋势，鼓励政策频出

并购重组整体趋势持续升温，是2024年中国资本市场的显著特点。一方面，并购重组符合优化资源配置、改善上市公司质量、提高行业竞争力的监管目标；另一方面，在境内上市全面收紧的背景下，并购重组活动的增加，为私募投资基金在内的投资机构提供了有效的退出通道。

（一）并购重组鼓励政策频出

继2023年《上市公司重大资产重组管理办法》及配套规则修订、《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》等规定出台后，2024年并购重组的鼓励政策频出，主要讲话或政策、法规文件包括但不限于：

- 2024年2月，中国证监会召开了上市公司并购重组座谈会，提出要提高对重组估值的包容性、支持行业龙头企业高效并购优质资产、优化重组“小额快速”审核

机制、支持“两创”公司并购、支持上市公司间吸收合并等举措。

- 2024年3月，中国证监会发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产。

- 2024年4月，《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》指出要加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。进一步削减“壳”资源价值。加强并购重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，加大对“借壳上市”的监管力度，精准打击各类违规“保壳”行为。

- 2024年6月，中国证监会主席吴清在2024陆家嘴论坛开幕式上的主旨演讲中强调，要发挥好资本市场并购重组主渠道作用，助力上市公司加强产业横向、纵向整合协同。进一步加大对创新企业的支持力度，鼓励加强产业链上下游的并购重组，支持相关上市公司吸收合并。研究引入股份对价分期支付，为市场各方达成并购交易创造更好条件。当月，中国证监会制定《关于深化科创板改革服务科技创新和新质生产力发展的八条措施》提出要更大力度支持并购重组，支持科创板上市公司开展产业链上下游的并购整合、提升产业协同效应，适当提高科创板上市公司并购重组估值包容性，支持科创板上市公司着眼于增强持续经营能力、收购优质未盈

利“硬科技”企业，另外还提出了要开展股份对价分期支付研究。

- 2024年9月，中国证监会发布《关于深化上市公司并购重组市场改革的意见》（以下简称“**并购六条**”），提出助力新质生产力发展、加大产业整合支持力度、提升监管包容度、提高支付灵活性和审核效率、提升中介机构服务水平、依法加强监管等六条重要举措。同时，中国证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定（征求意见稿）》，上海证券交易所、深圳证券交易所同步发布相关配套规则《上海证券交易所上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》及《关于就修订〈深圳证券交易所上市公司重大资产重组审核规则〉公开征求意见的通知》，并公开征求意见。

多年以来，中国资本市场改革的重心主要在以注册制为核心的证券发行体制改革，并购重组市场的平淡，在某种程度上印证了IPO与并购重组在一定程度上的“跷跷板”效应：明确的IPO预期、有所调整的审核难度和效率，降低了优质标的注入上市公司的意愿，也加大了估值谈判的难度。上述鼓励政策的出台，有望持续激发市场活力、优化资源配置。

（二）并购重组市场趋势展望

Wind统计显示，自2024年9月24日“**并购六条**”公布至2024年12月7日，共48家上市公司披露重大资产重组（或发股收

购）公告，如果按月平均数量计算，“**并购六条**”公布后上市公司披露并购重组公告的数量高于今年的此前时段，并远超出2022年与2023年的月平均数量。从上市公司已披露的重组公告及预案、草案来看，2024年及后续的并购重组市场已经存在或预期出现如下特点：

- 央国企并购重组加速。2023年，新一轮国企改革提升行动启动，其中扎实推进中央企业战略性重组和专业化整合是国资委国企改革工作的重点。此外，《国有企业改革深化提升行动方案（2023-2025年）》也强调要提高国有企业核心竞争力和增强核心功能。在此背景下，类似于中航电测（300114.SZ）发行股份收购成飞集团、某大型国有企业换股吸收合并中国重工（601989.SH）、盐湖股份（000792.SZ）的控股股东与某矿业集团拟共同组建中国盐湖集团等大型央企并购重组不断加速。

- 金融行业并购重组增加。新“**国九条**”提出支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。此后，以证券行业为代表的金融行业并购重组步伐加快，诸多证券公司并购重组都陆续迎来新进展。

“**两创**”公司并购审核加速。科创板年内首单注册的并购重组项目某科技公司发行股份购买某电子企业67.74%股权，于2024年5月获得交易所受理、7月获得中国证监会注册，仅仅用时两个月。备受关

注的思瑞浦（688536.SH）发行定向可转债及支付现金收购创芯微100%股权项目也已实施完成，在该交易中，交易标的创芯微为未盈利拟IPO企业、方案设置差异化定价兼顾各方诉求、评估方法及估值充分尊重市场选择等，为许多拟上市企业（包括IPO撤否企业）合理选择证券化方式提供了有益的参考。

- 合理“跨界”并购受到支持。“并购六条”明确支持上市公司向新质生产力方向转型升级。实际上，从严监管一直针对的是盲目跨界的情况，合理的跨界并购一直都有政策空间。A股上市公司中，传统行业占比依然较高，这类公司也有合理的转型需求。从资本市场的监管角度看，给予这类企业发展空间、支持上市公司围绕战略新兴产业和未来产业，布局跨行业的并购重组，有利于支持资源向新质领域聚集。

003>私募基金行业迷雾中前行，孕育破局力量

2024年对于私募投资基金行业而言，是陷入迷雾、艰难的一年，“监管严格”“退出承压”持续且深化。

（一）私募基金行业监管趋严

从行业监管来说，首先《私募投资基金监督管理办法》的修订有待靴子落地。2023年底《私募投资基金监督管理办法》（以下简称“**私募办法**”）公开征求意见真

可谓“一石激起千层浪”，市场反响强烈，其在2023年全年国务院接续出台包括《私募投资基金登记备案办法》《私募投资基金监督管理条例》等系统性规则后，进一步收紧了对私募投资基金监管。作为中国证监会“力争年内出台的重点项目”之一，临近2024年末，私募办法何时出台及正式内容如何依然牵动整个私募基金行业。其次，行业监管向差异化、精细化发展，《私募证券投资基金运作指引》正式出台，《私募投资基金信息披露和信息报送管理规定》公开征求意见，均更适应不同类型私募投资基金运作特点，监管颗粒度更加细致。2024年管理人登记通过降低，行业持续出清，截至2024年11月底，2024年新登记通过的私募股权、创业投资基金管理人与私募证券投资基金管理人分别仅去年同期的约三分之一与四分之一。同时，2024年至本文成文之时，被注销登记的私募基金管理人已超1,400家，其中协会注销的近750家；处分处罚案例增加，持续强化“长牙带刺”、有棱有角；行业监管要求在司法上回应加大，上海金融法院作出的私募基金管理人违反公平义务判赔首案亦给原本紧绷的管理人在民事赔偿角度又加一道“紧箍咒”。

（二）私募投资基金行业探索退出新路径

“退出难”已然成为2024年私募投资基金行业主旋律之一。近十年的高速发展后，国内大量私募投资基金纷纷进入退出

期与清算期，私募投资基金市场面临退出高峰。而随着2023年底以来的市场环境变化，高度依赖首次公开发行并上市（IPO）的退出路径受阻，万亿级规模的私募投资基金退出成堰塞湖趋势。2024年，私募基金行使“回购权”也成为行业内关注重点：一方面，私募基金管理人夹于基金到期投资人退出需求与企业上市遇阻无法如期申报上市之间，从管理人勤勉尽责及司法对于回购行权期限限制观点流露¹，纷纷行权似乎已成为难以避免之手段；另一方面，创业者、企业（尤其是科技型企业）亦需要理解、支持与发展，私募投资基金作为投资者的中坚力量，行权使之承压巨大。

迷雾中依然有微光。为壮大“耐心资本”，缓解“退出难”，2024年中旬出台的《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》（以下简称“**创投十七条**”）为行业送“温情”，赋予创投行业较高的政治站位，认可其支持科技创新与自强的积极作用；其中，针对现有创投行业投资主力军，创投十七条强调政府出资的创业投资基金发挥作用，针对所提及的基金考核、容错免责机制、绩效评价制度等，各地亦在积极先后制定推出对应政策；创投十七条还关注国资创业投资与国有资产监管要求之间的差异与协调，尤其在管理体制、合规责任与考核机制等角度提出仍需持续探索，为能够持续助力创投的基础。从“开源募资”角度，在今年中共中央政治局会议首次提出“耐心资本”概念基础上，创投十七条

持续提及保险资金对创业投资基金的投资，突破性提出债券和债务性融资工具对创投的资金补充，还提出包括扩大金融资产投资公司（AIC）直接股权投资试点范围，后续政策已明确从单一上海扩大到18个城市试点，5大AIC纷纷响应，百亿基金正在接连落地。创投十七条还提及“系统研究解决政府出资的创业投资基金集中到期退出问题”，专章两条提出“健全创业投资退出机制”，目前《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见稿即对此有所回应，为鼓励私募基金参与上市公司并购重组、更好培育耐心资本，促进“募投管退”良性循环，对私募基金投资期限与重组取得股份的锁定期实施“反向挂钩”。其后作为中国经济发展纲领性文件的《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》亦有意重塑私募投资基金行业形象，其中明确提出“鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本”。

2024年可能是未来若干年中最好的一年，抑或是今年之后未来可期，市场和私募基金行业都需要信心去稳健地继续走下去。

1.2024年8月29日，《人民法院报》发布了《公司类精选答问专题——公司类精选答问专题》，其中问题涉及“对赌协议”中股权回购权的性质及其行权期限如何认定的问题。在该答疑意见中，最高人民法院民一庭法官作为答疑专家指出：（1）如果双方约定了投资方请求回购的期间，但投资人超出约定的行权期间行使回购权的，可视为放弃回购的权利或选择了继续持有股权，人民法院对其回购请求不予支持；（2）如果协议未对行权期间作出约定，则投资人应在合理期间内行使权利，为稳定公司经营的商业预期，合理期间的认定以不超过6个月为宜，诉讼时效从6个月之内、提出请求之次日起算。

004>回顾与展望

回顾2024年，为贯彻中央金融工作会议精神，以新“国九条”为中心的“1+N”政策体系建构起中国资本市场未来一定期间内的顶层设计及政策基调。境内上市全面收紧及监管“长牙带刺”，一方面给发行人、中介机构、Pre-IPO投资人等市场参与各方带来压力，另一方面为符合新质生产力特征、满足信息披露合规要求的优质企业寻求境内首发上市、并购重组打开了通道。市场参与各方需要深刻把握新监管态势下境内上市、并购重组、私募股权投资的优质标的企业选取标准，紧跟国家政策导向，以服务于资本市场强监管、防风险、促高质量发展的政策主线。

同时，在新“国九条”为中心的“1+N”政策体系颁布出台及资本市场基础制度建设日益完善的背景下，市场参与各方违法成本、信息披露合规意识已得到极大提升，市场环境得到有效净化，我们期待新股发行逆周期调节的结束及“IPO常态化”的实现，期待并购重组市场在新的政策背景下日益活跃，私募基金行业实现“募投管退”的良性循环。



郭克军
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2082
GUOKEJUN@ZHONGLUN.COM



翁禾倩
非权益合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2455
WENGHEQIAN@ZHONGLUN.COM



丁蔚
非权益合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5780 8427
DINGWEI@ZHONGLUN.COM



新“国九条”背景下资本市场分红 事项的监管要点及建议

作者 / 赵婷 陆贊 王佳玲

拟IPO企业报告期内“清仓式”分红的操作引发监管重点关注，企业分红问题成为资本市场监管的重要内容之一。2024年4月12日，国务院发布《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》（以下简称《意见》），也称新“国九条”，各交易所紧随其后发布一系列业务规则的修订征求意见稿，2024年3月15日，中国证监会发布《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）》《关于加强上市公司监管的意见（试行）》等四项政策文件，均对资本市场的企业分红问题释放出强监管信号。本文将对新“国九条”监管背景下近期拟上市公司和上市公司分红事项的监管要点进行分析，并提供合规建议。

001>拟上市公司：报告期内存在大额分红将成为审核红线

(一) 最新监管规范

➤ 《意见》（国发〔2024〕10号），2024年4月12日实施

二、严把发行上市准入关……明确上市时要披露分红政策。将上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单。从严监管分拆上市。严格再融资审核把关。

➤ 《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）》，2024年3月15日实施

三、突出交易所审核主体责任……三是严密关注拟上市企业是否存在上市前突击“清仓式”分红等情形，严防严查，并实行负面清单式管理……

(二) 近期审核案例

公司名称	报告期内分红情况及募集资金用途	主要反馈问询	审核进展
大牧人 (深交所主板披露)	<p>报告期内分红情况：报告期内各期扣非净利润合计约8.02亿元，报告期内累积分红额合计约9.26亿元，每期均进行分红。</p> <p>募集资金用途：拟募集资金14.9亿元，其中4亿元用于补充流动资金及偿还银行贷款。</p>	<p>要求中介机构结合报告期内分红等情况，核查发行人、控股股东、实际控制人、主要关联方、董监高等关键主体的资金流水，并提交专项说明。</p>	2024年4月3日，因公司、保荐机构撤回申请，审核终止。
道尔道 (深交所主板披露)	<p>报告期内分红情况：报告期内各期扣非净利润合计约4.75亿元，报告期内累积分红额合计约4.4亿元。</p> <p>募集资金用途：拟募集资金11.9亿元，其中3.5亿元用于补充流动资金。</p>	<p>(1) 报告期内现金分红的背景和原因； (2) 主要股东获得分红款后的实际用途及资金流向，是否存在资金体外循环等情形； (3) 部分募集资金用于补充流动资金是否具备合理性。</p>	2024年3月31日，因公司、保荐机构撤回申请，审核终止。
青牛技术 (创业板预披露)	<p>报告期内分红情况：报告期内各期扣非净利润合计约1.16亿元，报告期内累积分红额合计1亿元。</p> <p>募集资金用途：拟募集资金5亿元，1.4亿元用于补充流动资金。</p>	<p>(1) 2022年进行大额现金分红的必要性，相关股东获得分红款后的实际用途； (2) 在现金分红后且期末存在大额货币资金的情况下，“补充流动资金”为募集资金第二大用途的必要性与合理性。</p>	2024年3月21日，因公司、保荐机构撤回申请，审核终止。

公司名称	报告期内分红情况及募集资金用途	主要反馈问询	审核进展
海宏液压（创业板预披露）	<p>报告期内分红情况：报告期内各期扣非净利润合计约2.81亿元。报告期内累积分红额合计约2.14亿元。</p> <p>募集资金用途：拟募集资金6亿元，其中5,000万元用于补充流动资金及偿还银行贷款。</p>	海宏液压报告期内关于大额分红问题受到两轮问询，要求其说明报告期内进行现金分红的原因及合理性，股东获得分红资金去向用途是否异常，以及使用募集资金补充流动资金的必要性、合理性等。	2024年3月18日，因公司保荐机构撤回申请，审核终止。

（三）新“国九条”实施后大额分红的认定标准

根据沪深交易所就加强IPO企业分红监管有关考虑答记者问，在大额分红的认定指标方面，交易所初步考虑对于报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过80%，或者报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过50%且累计分红金额超过3亿元，同时募集资金中补充流动资金和偿还贷款合计比例高于20%的企业，将不允许其发行上市¹。

（四）报告期内大额分红的监管关注要点及合规建议

不难看出，监管层面对报告期内曾进行大额现金分红的审核口径趋向严格，具体而言，其关注要点主要包括：

- 1.报告期内大额现金分红的原因及必要性，是否符合公司章程及其他内控制度的相关规定，是否履行相应审议程序；
- 2.在报告期内曾进行大额现金分红的背景下，拟使用募集资金补充流动资金是否具备必要性及合理性；
- 3.主要股东获得分红款后的实际用途及

资金流向，是否存在直接或间接流向客户、终端客户、供应商及其关联方的情况，是否存在体外资金循环形成销售回款、承担成本费用等异常情况。

鉴于此，拟上市公司如无充分、合理、正当理由，应避免报告期内进行频繁、大额分红，更不宜出现大额分红后又重新募集资金用以补充流动资金、偿还银行贷款的矛盾情形。控股股东、实际控制人及其他主要股东获得分红款后，分红资金去向和用途不应存在异常。否则，将引发监管部门对募集资金合理性、必要性及公司业绩真实性的疑虑，并可能被纳入发行上市负面清单，对发行上市造成障碍。

002>上市公司：鼓励现金分红，引导合理、定期分红

（一）最新监管规范

1.参见中国证券报公众号文章：《严管IPO企业突击“清仓式”分红！沪深交易所发声》，访问地址：<https://mp.weixin.qq.com/s/AVVWJXpuAPVG0eO8-zwYWA>，最后访问日期：2024年4月14日。

主要法律法规名称	主要条文
《上海证券交易所股票上市规则》，2024年4月30日发布	9.8.1条：上市公司出现以下情形之一的，本所对其股票实施其他风险警示：……（八）最近一个会计年度净利润为正值且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红总额低于最近三个会计年度年均净利润的30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于5000万元……
《上海证券交易所科创板股票上市规则》，2024年4月30日发布	12.9.1条：上市公司出现以下情形之一的，本所对其股票实施其他风险警示：……（八）最近一个会计年度净利润为正值且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红总额低于最近三个会计年度年均净利润的30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于3000万元，但最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例在15%以上或最近三个会计年度累计研发投入金额在3亿元以上的除外……
《深圳证券交易所股票上市规则》，2024年4月30日发布	9.8.1条：上市公司出现下列情形之一的，本所对其股票交易实施其他风险警示：……（九）最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于5000万元……
《深圳证券交易所创业板股票上市规则》，2024年4月30日发布	9.4条：上市公司出现下列情形之一的，本所对其股票交易实施其他风险警示：……（八）最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于3000万元，但最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例超过15%或者最近三个会计年度累计研发投入金额超过3亿元的除外……
《北京证券交易所上市公司持续监管指引第10号——权益分派》，2024年4月30日发布	主要修订《权益分派指引》第八条，一是删除审议定期报告同时审议权益分派方案的要求，便利公司增加分红频次。二是明确中期分红基准，修订为“上市公司拟实施中期分红，且不送红股或者不以公积金转增股本的，半年度、季度财务报告可以不经审计，但应当以最近一次经审计的未分配利润为基准，合理考虑当期利润情况。”
《意见》（国发〔2024〕10号），2024年4月12日发布	三、严格上市公司持续监管……强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红……

主要法律法规名称	主要条文
《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，2024年3月15日实施	（七）严格规范大股东减持行为。严格执行破发、破净、分红不达标的上市公司控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持的规定…… （十）对分红采取强约束措施。要求上市公司制定积极、稳定的现金分红政策，明确投资者预期。对多年未分红或股利支付率偏低的上市公司，通过强制信息披露、限制控股股东减持、实施其他风险警示（ST）等方式加强监管约束……
《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，2023年12月15日实施	修订后的全文在公司自主决策的前提下，进一步明确现金分红导向，推动提高分红水平，简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏，加强对超出能力分红企业的约束，引导合理分红，以增强上市公司现金分红的均衡性、及时性、稳定性和投资者获得感。
《北京证券交易所上市公司持续监管指引第10号——权益分派》，2023年12月22日实施，2024年4月30日修订	北交所该规定在《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》修订的基础上，对如何认定不分红、少分红，如何认定不合理的过度分红，如何认定高送转，以及高送股需要符合的条件、不得进行高送转的情形等进行了进一步的细化规定。

（二）部分近期监管案例

1. 受到行政处罚及被采取自律监管措施的案例

➤ 梦网科技（股票代码：002123）

梦网科技于2023年10月13日召开股东大会审议通过《2023年半年度利润分配预案》，并于同年12月15日通过股东大会审议通过《关于调整2023年半年度利润分配预案的议案》。因未在首次股东大会审议通过利润分配方案后两个月内完成利润分配，2024年1月31日，深交所对前述违规行为下发《关于对梦网云科技集团股份有限公司的监管函》（公司部监管函〔2024〕第12号）。

➤ 辅仁药业（已退市，退市前的股

票代码：600781）

辅仁药业股东大会审议通过利润分配方案后，又因资金安排原因无法按照原定计划发放现金红利，随即引起监管部门关注并被立案调查。经调查，证监会下发《中国证监会行政处罚决定书（辅仁药业）》（〔2020〕79号），对其年度报告、重大资产重组文件中存在虚假记载、重大遗漏的违法事实，处以120万元罚款，辅仁药业其他责任人员亦受到罚款、市场禁入等行政处罚。

2. 收到关注函或问询函的案例

➤ 某企业

某企业在连续两年净利润可观、母公司期末未分配利润、货币资金余额充足的

情况下，决议拟不进行现金分红。随即引发交易所关注，要求公司说明连续两年未进行现金分红的原因及合理性，以及公司为提升投资者回报水平拟采取的措施等事项。随后，该企业决议拟向全体股东每股派发现金红利。

➤ 中科江南（股票代码：301153，

问询时间为2024年3月29日）

2024年3月28日，中科江南决议拟向全体股东每10股派发现金红利10元，每10股以资本公积金转增8股。随后，交易所要求公司详细说明制定利润分配及资本公积转增股本方案的主要考虑、确定依据及其合理性，与公司业绩增长幅度、发展规划是否匹配等事项。

（三）交易所征求意见稿中上市公司分红制度的新变化

新“国九条”发布后，交易所发布各板块股票上市规则等文件的征求意见稿，对现有分红制度做出优化安排，主要变化如下：

1. 分红未达标的上市公司将被实施“其他风险警示”（ST）

除北交所外，其他板块分红未达标的上市公司将被实施“其他风险警示”（ST）。北交所则是在2023年12月22日实施的《北京证券交易所上市公司持续监管指引第10号——权益分派》中就已对不分红、少分红、不合理的过度分红等情况提出了特别的披露要求。除北交所外，其他板块的具体分红要求如下：

板块名称	具体分红要求	豁免情形
上交所主板	最近一个会计年度净利润为正值，且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司，应当满足以下分红要求之一：（1）最近三个会计年度累计现金分红总额不低于最近三个会计年度年均净利润的30%；（2）最近三个会计年度累计分红金额不低于5,000万元。	无
科创板	最近一个会计年度净利润为正值，且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司，应当满足以下分红要求之一：（1）最近三个会计年度累计现金分红总额不低于最近三个会计年度年均净利润的30%；（2）最近三个会计年度累计分红金额不低于3,000万元。	最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例在15%以上或最近三个会计年度累计研发投入金额在3亿元以上的除外。
深交所主板	最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，应当满足以下分红要求之一：（1）最近三个会计年度累计现金分红金额不低于最近三个会计年度年均净利润的30%；（2）最近三个会计年度累计分红金额不低于5,000万元。	无

板块名称	具体分红要求	豁免情形
创业板	最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度未未分配利润均为正值的公司，应当满足以下分红要求之一：（1）最近三个会计年度累计现金分红金额不低于最近三个会计年度年均净利润的30%；（2）最近三个会计年度累计分红金额不低于3,000万元。	最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例超过15%或者最近三个会计年度累计研发投入金额超过3亿元的除外。

2. 明确分红基准，倡导多次分红

各板块均明确上市公司利润分配应当以最近一期经审计母公司报表中可供分配利润为依据，并综合考虑当期利润情况，避免出现超额利润分配。同时，新规倡导上市公司综合考虑未分配利润、当期业绩等因素确定分红频次，并在具备条件的情况下增加现金分红频次，稳定投资者分红预期。

（四）上市公司分红的监管关注要点及合规建议

1. 分红方案应当与盈利水平相匹配

在新“国九条”、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》等新规实施前，监管层面均认为分红与否系企业自主经营、意思自治范畴，除非明确违反法规及承诺等，通常不会对此情况给予过多关注。新规实施后，上交所对某企业发出首份监管问询函，着重要求其说明连续两年未进行现金分红的原因及合理性。可以预见，上市公司分红不达标情形将会成为未来一段时间内的监管重点。

相反地，上市公司亦存在超业绩水平分红的情况，监管部门对此事项的问询关注早已有之，通常要求上市公司结合各方面因素说明制定高额利润分配及转增方案的主要考虑、确定依据及其合理性，是否与公司业绩增长幅度、发展规划相匹配，是否将影响公司的持续经营能力等。可以预见，未来对于上市公司竭泽而渔、“破产式”超业绩水平分红的情况，监管部门亦将给予持续关注。

综上，在新“国九条”监管背景下，无论分红不达标或超业绩水平分红，均易引发监管关注。上市公司应当规划长期、稳定和延续性较高的分红政策，制定与上市公司业绩成长性、盈利水平相匹配的分红方案，科学、合理分红。

2. 分红及转增方案制订、实施过程应当合规

分红及转增方案制订、实施的各个环节均应符合法律法规、信息披露规则和上市公司内控管理制度，系上市公司合规监管的应有之义。上市公司须注意分红及转增方案制订、实施过程中的合规性，避免

因违规行为被下发监管文件或受到自律监管措施。

3. 内幕信息知情人管理应当合规

在防范内幕交易方面，监管部门关注内幕信息知情人及其近亲属在分红及转增方案披露前一段时间交易上市公司股票的情况，并关注方案披露前后公司控股股东、实际控制人、持股5%以上股东等人员的减持情形和未来减持计划等。

建议上市公司在分红方案研判、论证、咨询、制定、编制、传递等过程中保持高度警惕，对内幕信息知情人进行严格登记管理，采取措施确保信息保密、防范内幕交易，分红及转增方案实施完毕后，主动自查是否存在信息泄漏和内幕交易情形。

4. 不得利用分红信息炒作股价

分红与否将影响上市公司企业形象，甚至可能造成股价异常波动。监管部门关注上市公司在披露分红方案前一段时间内接受媒体采访、机构调研、自媒体宣传，以及投资者关系活动的相关情况。建议上市公司不可抱有侥幸心理，实施暗示、误导性宣传等违反公平信息披露原则的行为，误导投资者，炒作股价，而造成不利后果。

003>结论

新“国九条”监管背景下，监管部门将对资本市场企业分红事项予以重点关注：对于拟上市公司，监管层面对报告期内曾

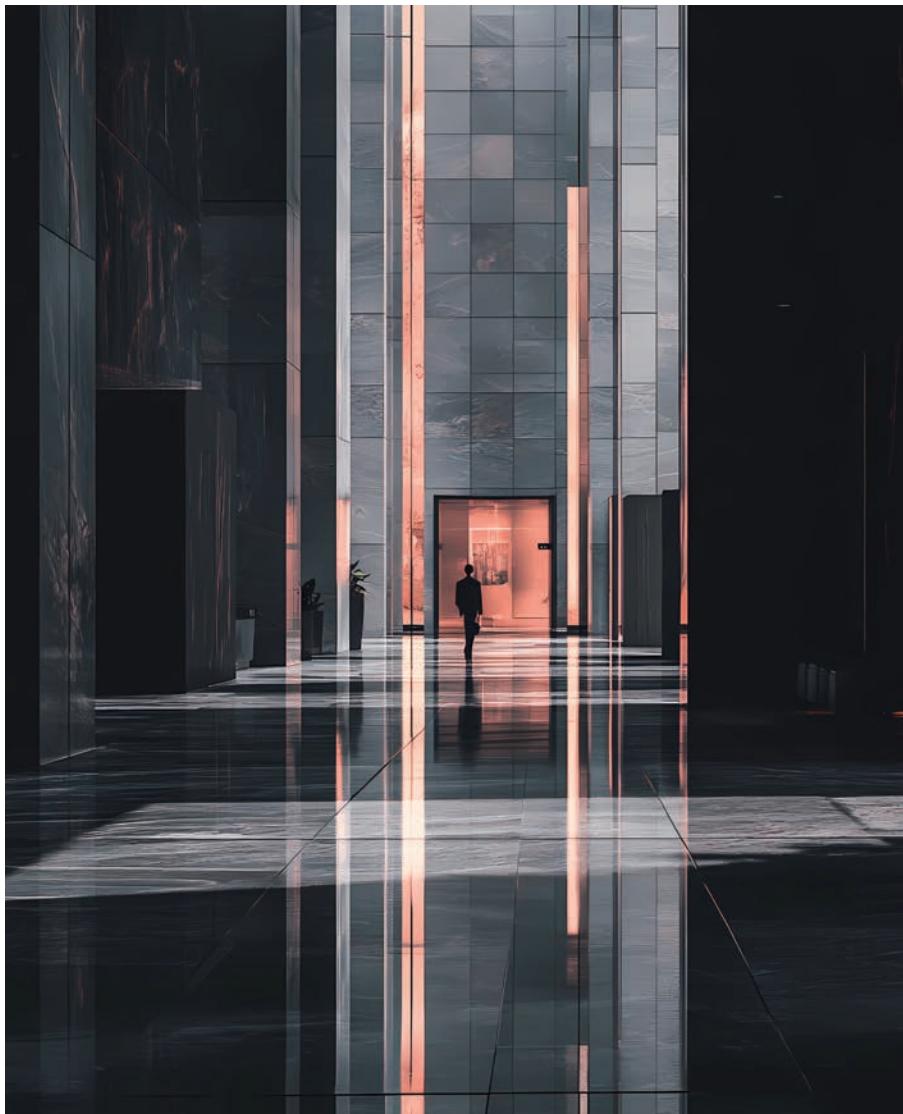
进行大额分红甚至“清仓式分红”的审核口径趋向严格；对于上市公司，则通过优化分红制度，鼓励现金分红，引导合理分红，推动定期分红。因此，建议资本市场企业应结合自身实际情况和不同发展阶段制订合理、科学、合规的分红方案。



赵婷
合伙人
资本市场部
杭州办公室
+86 571 5692 1278
ZHAOTING@ZHONGLUN.COM



陆贊
非权益合伙人
资本市场部
杭州办公室
+86 571 5692 3972
LYUN@ZHONGLUN.COM



浅析新形势下上市公司并购重组方向与路径 ——以上市公司在子公司融资后实施 并购重组之案例为视角

作者 / 孟文翔 李川

2024年3月15日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，明确“支持上市公司通过并购重组提升投资价值”，鼓励“上市公司综合运用各类工具提升对长期投资的吸引力，积极吸引长期机构投资者”，并提出“多措并举活跃并购重组市场，鼓励上市公司综合运用股份、现金、定向可转债等工具实施并购重组、注入优质资产”。

2024年4月12日，国务院发布《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》，原则性提出“严把发行上市准入关”“严格上市公司持续监管”“大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量”等指导意见，进一步提高IPO标准，严格再融资审核把关，鼓励上市公司聚焦主业，综合运用并购重组、股权激励等方式提高发展质量，倡导长期资金入市，鼓励长期资金投资。

2024年6月15日，国务院办公厅发布《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》，在其后国务院政策例行吹风会中，国家发展改革委、国务院国资委、国家金融监督管理总局、中国证监会表示将培育壮大“耐心资本”，利用创业投资基金加大对行业科技领军企业、科技成果转化和产业链上下游中小企业的投资力度，鼓励投早、投小、投长期、投硬科技，发挥长期耐心资本作用，支持战略性新兴产业和未来产业，助力培育发展新质生产力，进一步推动实体经济高质量发展。

综上，纵观2023年下半年至今A股资本市场相关政策及实务动态，IPO及上市公司再融资均呈现出阶段性收紧的态势，投资人退出受阻，上市公司融资渠道受限。但与此同时，上市公司并购重组领域优化政策频出，上市公司并购重组有望迎来新一轮高峰。为顺利实现投资人退出、上市公司的融资并实

现长期资金、耐心资本入市的目标，投资人借道上市公司子公司参与上市公司并购重组可成为市场重点考量的方向与路径。本文以案例为视角拟浅析新形势下上市公司在子公司融资后再对其实施并购重组的方式¹，以抛砖引玉供参考。

¹本文所指并购重组包括但不限于上市公司通过支付现金、发行股份、定向发行可转债或综合运用上述支付工具购买、出售资产或者通过其他方式进行资产交易。

001>模式解析

上市公司在子公司融资后再对其实施并购重组的模式主要由两阶段组成，具体如下：第一阶段，市场化投资人以适当估值投资上市公司业务相对独立、发展前景较好的子公司，取得上市公司子公司的部

分股权；第二阶段，获得融资的子公司平稳运行一段时间后，上市公司通过并购重组的方式购买投资人所持有的子公司部分股权，投资人取得上市公司股份、可转债或现金对价。以部分案例为视角²，本模式实操路径具体如下：

(1) CSJ

时间	事项	详细情况
2020.12	子公司增资	2020年12月22日，某基金与CSJ、CSJ某子公司及其他股东签署了《关于CSJ某子公司之投资协议》（以下简称“投资协议”），约定某基金投资5亿元认购CSJ某子公司新增注册资本3,314.8686万元，CSJ某子公司增资前估值为52.29亿元。
2021.10	重组第一次董事会	2021年10月8日，CSJ召开第五届董事会第二十次会议并作出决议，拟以发行股份方式购买某基金及其他股东持有的CSJ某子公司19.13%股权；同时拟向不超过35名特定投资者以向特定对象发行股票方式募集配套资金不超过130,000万元。CSJ某子公司交易估值为68.03亿元。
2021.10-2021.12	交易所问询及回复	二轮回复深圳证券交易所（以下简称“深交所”）重组问询函。
2022.02	重组第二次董事会	2022年2月18日，CSJ召开第五届董事会第二十六次会议，审议通过了本次重组相关议案。
2022.03	重组股东大会	2022年3月2日，CSJ召开2022年第二次临时股东大会，审议通过了本次重组相关议案。
2022.03	交易所受理（注册制）	2022年3月16日，CSJ收到深交所出具的《关于受理CSJ发行股份购买资产并募集配套资金申请文件的通知》。
2022.03-2022.08	交易所审核及回复	二轮回复深交所审核问询函。
2022.10	交易所审核	2022年10月14日，深交所并购重组委员会审核通过CSJ发行股份购买资产并募集配套资金。
2022.11	证监会注册	2022年11月10日，证监会批复同意本次重组。
2022.12	上市公司发行股份购买资产	2022年12月22日，CSJ向交易对方发行股份。

2.截至本文发出日，公开市场尚未有上市公司以定向发行可转债作为支付工具实施本模式的实务案例。2023年11月14日，证监会正式发布《上市公司向特定对象发行可转换公司债券购买资产规则》，规范并推动上市公司以可转债作为支付工具购买资产。笔者认为，随着定向发行可转债作为并购重组支付工具的相关规则日趋完善，本模式未来存在将可转债作为支付工具的可能。

(2) XQL

时间	事项	详细情况
2020.12	子公司增资	2020年12月7日，XQL与某基金等投资方签署了《关于XQL某子公司之增资协议》（以下简称“增资协议”），投资方拟以人民币70,000万元认购XQL某子公司新增注册资本3,442.6230万元，占XQL某子公司的股权比例为53.4351% ³ 。XQL某子公司本轮投后估值为13.1亿元。
2023.01	重组第一次董事会	2023年1月9日，XQL召开第三届董事会第二十三次会议并作出决议，拟以发行股份及支付现金的方式购买交易对方合计持有的XQL某子公司51.1450%股权，同时拟向不超过35名（含）符合条件的特定投资者发行股票募集配套资金。XQL某子公司交易估值为19亿元。
2023.01-2023.02	交易所问询	一轮回复深交所重组问询函。
2023.02	重组第二次董事会	2023年2月10日，XQL召开第三届董事会第二十四次会议，审议通过了本次重组相关议案。
2023.02	重组第三次董事会	2023年2月27日，XQL召开第三届董事会第二十五次会议，审议通过了本次重组相关议案。
2023.03	重组股东大会	2023年3月16日，XQL召开2023年第一次临时股东大会，审议通过了本次重组相关议案。
2023.03	交易所受理	2023年3月28日，XQL收到深交所出具的《关于受理XQL发行股份购买资产并募集配套资金申请文件的通知》。
2023.03-2023.06	交易所审核及回复	一轮回复深交所审核问询函。
2023.06	交易所审核	2023年6月28日，深交所并购重组委员会审核通过XQL发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金。
2023.08	证监会注册	2023年8月23日，证监会批复同意本次重组。
2023.09	上市公司发行股份购买资产	2023年9月7日，XQL向交易对方发行股份。

³XQL某子公司增资完成后，XQL仍是该子公司第一大股东，XQL在该子公司的董事会席位占比为三分之二，持有半数以上的表决权，对该子公司形成控制，未导致公司合并报表范围发生变化。

(3) SZGD

时间	事项	详细情况
2015.08	子公司增资	2015年8月31日，SZGD某子公司与某公司签署了《某公司对SZGD某子公司首轮增资协议》，某公司以货币出资448.4万元、以无形资产出资1,321.6万元认购SZGD某子公司新增885万股股份。SZGD某子公司本轮投后估值为1.18亿元。
2020.04	重组第一次董事会	2020年4月22日，SZGD召开第六届董事会第十三次会议并作出决议，拟通过发行股份及支付现金方式向交易对方购买其持有的SZGD某子公司45.20%股权，同时，拟向不超过35名特定投资者发行股份募集配套资金。SZGD某子公司交易估值为10.41亿元。
2020.05	重组第二次董事会	2020年5月29日，SZGD召开第六届董事会第十五次会议，审议通过了本次重组相关议案。
2020.06	交易所问询	一轮回复深交所重组问询函。
2020.06	重组股东大会	2020年6月19日，SZGD召开2020年第一次临时股东大会，审议通过了本次重组相关议案。
2020.07	证监会受理	2020年7月7日，SZGD收到证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》。
2020.07-2020.08	证监会审核及回复	一轮回复证监会审核问询函。
2020.08	证监会审核	2020年8月26日，证监会并购重组审核委员会有条件通过SZGD发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金。
2020.09	并购重组委员会会后反馈意见	二轮回复并购重组委员会会后反馈意见。
2020.09	证监会核准	2020年9月30日，中国证监会核准本次重组。
2020.12	上市公司发行股份购买资产	2020年12月2日，SZGD向交易对方发行股份。

002>路径优势

在当前A股资本市场环境中，上述模式主要有如下三点优势：

（一）实现上市公司融资需求，并通畅

长期资金、耐心资本的投资渠道

新形势下，上市公司面临着资本市场的多重挑战。从融资角度来看，传统的IPO和再融资渠道阶段性受限，使得上市公司不得不寻找新的融资途径。在此背景下，本文所述模式为上市公司提供了一种有效的融资手段，并且为长期资金、耐心资本入市提供了畅通的投资渠道。

对于上市公司而言，子公司融资主要有如下优势：其一，上市公司可以缩短直接融资的审核流程，子公司融资只需按照上市公司内部治理制度履行相应审批程序即可，通常不会为监管部门过多关注。其二，子公司通过股权融资取得的募集资金可以直接用于子公司的运营和发展，增强其市场竞争力和盈利能力，助力子公司业务的发展。其三，上市公司可以通过子公司的融资活动，分散融资风险。子公司的融资活动不会直接影响母公司上市公司的财务状况，可降低上市公司因融资活动可能带来的财务风险。其四，鉴于子公司融资后上市公司通常仍会保有子公司的控制权，故子公司的融资活动可以为上市公司

带来潜在的投资收益，进一步增强上市公司的盈利能力。但需要提示的是，上市公司应根据市场情况和公司发展战略合理安排并购重组的时机，选择合适的时机使投资人取得上市公司股份、可转债或现金退出，确保上市公司的稳定运营和市场表现。

于投资人而言，本文所述模式为投资人提供了清晰的投资路径，一定程度上避免了投资回报的不确定性。在第一阶段中，投资人通过投资上市公司的子公司成为子公司的股东；在子公司稳定运营并取得一定经营成果后，上市公司通过并购重组的方式购买投资人所持有的子公司部分股权，投资人可借此将手中的子公司股权转换为上市公司的股份、可转债或现金退出，最大程度地保障了投资人的利益，在当前鼓励“长期资金”“耐心资本”的政策环境下，投资人亦可放心响应政策号召，长期持有变现能力较强的上市公司股份。

（二）子公司估值及上市公司发行股份价格相对确定

再融资是上市公司筹集资金的重要方式之一，但对于大部分投资人而言，除了目前上市公司再融资渠道阶段性收紧难以参与操作外，其参与上市公司再融资的主要风险之一在于上市公司再融资的发行股份价格无法锁定。根据《上市公司证券发行注册管理办法》的相关规定，上市公司

向特定对象发行股票，发行价格应当不低于定价基准日前二十个交易日公司股票均价的百分之八十，定价基准日为发行期首日。只有当发行对象为上市公司的控股股东、实际控制人或者其控制的关联人、通过认购本次发行的股票取得上市公司实际控制权的投资者、董事会拟引入的境内外战略投资者时，定价基准日可以为关于本次发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日。而对于大部分投资人而言，其作为特定对象投资上市公司时并不以取得上市公司控制权或成为上市公司战略投资者为目的。因此，投资人通常在上市公司再融资中面临无法锁价的风险，往往在发行时才可以确定上市公司发行股份的价格，而市场价格的波动可能导致实际发行价格与投资人投资决策时锚定的投资价格出现较大偏差。从上市公司角度来说，一旦市场出现大幅波动，可能导致实际成交价格低于目标价格，进而产生价格倒挂现象。上述矛盾降低了投资人通过再融资渠道参与上市公司融资项目的投资欲望。

而本文所述模式，前后两次交易中子公司的估值均可以相对确定。**针对交易对价，在子公司融资阶段，由于不是直接以上市公司为主体进行融资，融资价格可以根据市场环境和子公司的实际情况由投资人和子公司进行协商确定，不存在因二级**



市场波动导致的定价困难。当子公司平稳运营一段时间后，再通过上市公司并购重组的方式购买投资人持有的子公司部分股权。**重组阶段标的股权的定价基于子公司融资后的实际运营成果和市场表现，并通常以评估值为基础协商确定，更加合理和稳定。**针对发行股份价格，根据《上市公司重大资产重组管理办法》的相关规定，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的百分之八十。市场参考价为本次发行股份购买资产的董事会决议公告日前二十个交易日、六十个交易日或者一百二十个交易日的公司股票交易均价之一。在上述三例案例中，上市公司发行股份的价格分别如下：

上市公司名称	本次发行股份购买资产的董事会决议公告日			发行股份价格
	前20个交易日股票交易均价（元/股）	前60个交易日股票交易均价（元/股）	前120个交易日股票交易均价（元/股）	
CSJ	14.713	13.442	13.056	10.45元/股（不低于定价基准日前120个交易日公司股票交易均价的80.00%）
XQL	58.33	71.60	79.00	46.66元/股（不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的80.00%）
SZGD	10.69	12.74	11.44	9.62元/股（不低于定价基准日前20个交易日公司股票交易均价的90.00%） ⁴

不难发现，在上述三案例中交易各方选择锁定的发行股份价格均按照价格区间的下沿实施。综合来看，在本文所述模式中，投资者在上市公司董事会审议该次重组相关议案时即可锁定发行股份价格，避免了后续发行股份时上市公司股价的不确定性，且通常有望以价格区间的下沿取得上市公司股份，一定程度上保护了投资人利益。而上市公司也可以根据市场环境的变化，灵活调整发行股份的策略和时机，有助于上市公司更好地应对市场变化，避免因市场波动带来的融资风险，同时也保护了上市公司及其股东的利益，为上市公司的长期发展提供稳定的资金支持。

（三）避免上市公司收购产生大额商誉

在上市公司并购重组中，商誉的产生是一个不可忽视的问题。商誉通常在收购价格高于被收购公司净资产公允价值时产生，它代表了收购方对被收购公司未来盈利能力的预期。然而，大额商誉可能会给上市公司带来财务风险，尤其是在被收购标的公司业绩不达预期时，可能需要进行商誉减值，进而会影响上市公司的财务状况和盈利表现。

本文所述模式中，只要公司在市场化融资阶段不丧失子公司控制权，即可以在一定程度上避免产生大额商誉。根据《企业会计准则第20号——企业合并》《企业会计准则第33号——合并财务报表》及《企业会计准则解释第6号》的规定，只有在非同一控制下企业合并才形成商誉。在

4. 根据当时有效的《上市公司重大资产重组管理办法（2020修正）》第四十五条规定，上市公司发行股份的价格不得低于市场参考价的90%。

上市公司收购控股子公司少数股东股权时，由于被合并企业在合并前后均受同一方或相同的多方最终控制，控制权未发生变更且该控制不是暂时性的，上市公司在进一步增加对控股子公司持有的股权比例时无需再确认新的商誉。在上述三案例中，由于上市公司发行股份收购子公司部分股权时，标的子公司仍是上市公司合并报表范围内控制的企业，上述收购均未产生商誉。因而，本文所述模式下，如上市公司并购重组时，标的子公司仍是上市公司控制的企业，则上市公司可以避免因收购产生大额商誉，也赋予了控股子公司更多估值可能。需要特别关注的是，此种模式下，如果控股子公司本身即存在合并商誉，则同样需关注商誉减值风险。

003>重点关注问题

经梳理资本市场公开案例，并结合我们的项目实操经验，在本文所述模式中主要有如下需要重点关注的问题：

（一）子公司融资时估值与上市公司并购重组时估值差异合理性问题

在第二阶段上市公司实施并购重组的过程中，子公司融资时估值与上市公司并购重组时估值是否存在差异以及该差异是否具有合理性，是审核部门重点关注的问题之一。在上述三案例的审核过程中，监管均就前后估值差异问题进行了问询，具体如下：

序号	公司名称	子公司融资时		上市公司并购重组时		问询问题
		时间	投后估值	时间	重组估值	
1	CSJ	2020.12	57.29亿元	2021.10	68.03亿元	请上市公司结合近三年增资及股权转让中评估结果与其账面值的增减情况，分析并补充披露近三年评估或估值与本次标的资产估值差异的合理性。
2	XQL	2020.12	13.1亿元	2023.01	19亿元	请上市公司结合前次增资后标的资产所处行业变化情况、XQL某子公司业务发展变化和经营业绩波动情况等，补充披露在XQL某子公司产量、净利润等指标均未达前次预计的情况下，本次评估值较前次估值增长45.04%的原因及合理性。
3	SZGD	2015.08	1.18亿元	2020.04	10.41亿元	请具体说明本次交易估值与前两次交易估值产生差异的原因及合理性。

我们梳理总结后认为：若前后两阶段估值存在差异，则该差异是否具有合理性主要可以从以下三个维度进行衡量：

第一，子公司所处市场环境的变化。

市场环境主要包括宏观经济趋势、行业发展趋势和竞争格局的变动。宏观经济的波动对公司估值有着直接影响，在经济增长期，市场整体对于未来收益的预期都会有所提高，公司的估值也会随之上升。行业发展趋势，即指子公司所处行业在过去一段时间内变动情况及未来行业发展预测，行业的景气程度、行业技术进步、行业政策变化等都会影响行业发展趋势。在景气度较高的行业中，公司有望获得更高的估值；行业技术的革新可能为公司带来新的增长点；而行业政策的变动可能改变公司的市场准入条件、成本结构、目标客户等。这些因素都可能改变公司的市场地位和盈利前景，进而影响公司的估值。公司在市场中的竞争地位也是影响估值的关键，新进入者的出现或现有竞争对手的策略变化都可能影响公司的市场份额和定价能力，而公司市场份额的占有率通常被视为公司竞争力的体现，较高的市场占有率可能会提高公司估值。

第二，子公司经营状况的变化。

从量化的角度来看公司经营状况的变化，直接体现在公司在手订单数量、产品毛利率、产能利用率等诸多数据上，深挖这些数据背后的深层原因，我们认为主要受三方面因素的影响。**其一，管理团队。**一个强大

的管理团队能够制定有效的战略，应对市场变化，这在投资者眼中是公司价值的重要体现。领导力和战略规划能力的提升可以增强投资者对公司未来发展的信心，从而提高公司估值。**其二，产品与服务。**公司的产品和服务是其核心竞争力的体现。公司现有核心产品的竞争力、未来研发方向及产品迭代方向的市场吸引力都是投资者衡量公司估值的关键之一。持续的创新和改进可以增强公司的市场吸引力，较高的客户满意度和客户粘性都是提升公司估值的加分项。**其三，客户与供应链。**稳定的客户基础和高效的供应链管理对公司的持续增长至关重要。深化客户关系和优化供应链可以降低成本，提高效率，这些因素都会对公司估值产生积极影响。

第三，子公司财务情况的变化。

公司的财务情况是估值的重要基础之一，从资产负债表的角度来看，资产的质量、负债的水平和资本结构都会影响公司的财务稳定性和风险。高质量的资产和适度的负债可以为公司提供更强的财务稳定性，而过度的负债则会增加公司的财务风险，影响其估值。从利润表的角度来看，收入的持续增长和利润率的提高是公司财务健康和增长潜力的直接体现。投资者通常会对那些能够实现稳定收入增长和高利润率的公司给予更高的估值。从现金流量表的角度来看，自由现金流量的稳定性是公司偿还债务、再投资和分红的基础，高投资回报率表明公司的资本使用效率较高，这些都

是提升公司估值的重要因素。

综合上述，子公司融资时估值与上市公司并购重组时估值存在差异可能源于多种因素，各方在确定前后两阶段估值，特别是第二阶段估值时，应充分考虑估值差异的合理性，通过专业的财务分析和市场研究，精准评估子公司的价值，确保融资价格的合理性，避免损害上市公司中小股东的利益。同时，上市公司和/或投资人也需密切关注资本市场的动态、行业动态，

及时调整子公司融资策略，把握最佳的上市公司并购重组时机，以降低估值对交易造成的风险。

（二）子公司的选择

在本文所述模式中，子公司的选择是一个关键的环节。选择合适的子公司进行融资和后续的上市公司并购重组，对整个交易的成功与否有着决定性的影响。在上述三例案例中，子公司背景情况分别如下：

序号	公司名称	子公司背景
1	CSJ某子公司	CSJ某子公司成立于2005年，多年来专注于中高端数控机床领域，是上市公司开展高端智能装备业务的核心经营主体。经多年发展，标的公司形成了完整的研、产、供、销、服的数控机床业务体系，主要产品面向高端数控机床领域、新能源领域、通用领域以及3C供应链的核心部件加工。CSJ某子公司产品门类齐全，涵盖金属切削机床和非金属切削机床领域，是国内同类型企业中技术宽度最广、产品宽度最全的企业之一，能够为客户提供整套机加工解决方案。
2	XQL某子公司	XQL某子公司成立于2011年8月，主要从事工业金属锻件研发、生产和销售，具有较强的自主研发和创新能力。根据下游应用，XQL某子公司的主要产品可分为风电装备锻件、海工装备锻件、盾构装备锻件等，是高端装备制造业的关键基础部件，广泛应用于风力发电、海工装备、盾构装备、工程机械等多个行业领域。XQL某子公司深耕锻造行业多年，在锻造、热处理、机加工和检测等主要生产加工环节，积累了丰富的经验和技术优势，并形成了36项专利技术，在工业金属环锻件制造技术、制造工艺以及制造能力等方面均已处于国内较为先进水平。XQL某子公司凭借自身积累的工艺技术以及产品质量，获得了挪威DNV、德国GL、中国CCS等国际主要船级社认证，并通过下游客户成功进入了金风科技、明阳智能、东方电气、三一重能等国内知名风电整机企业的供应链。
3	SZGD某子公司	SZGD某子公司的主营业务为电子浆料等电子材料的研发、生产和销售，产品主要应用于光伏太阳能工业等领域。最近两年，太阳能电池正面银浆收入占公司营业收入的99%以上。报告期内，标的公司的主营业务未发生变更。经过多年发展，以SZGD某子公司为代表的国内正银企业打破了国内正银市场主要依赖三星SDI等国际巨头的局面。标的公司的研发团队，能根据市场技术变化或客户需求开展同步、快速的研发，及时把握市场技术动态、满足客户需求，为客户提供太阳能电池金属化解决方案，具备前瞻性和快速反应能力。凭借良好的产品质量、先进的技术水平和突出的研发能力，公司已成长为国内正银领域的领先企业。

我们研究认为，子公司的选择可以下列三项指标作为主要判断标准：第一，业务潜力与市场前景。拟选择的子公司应具有较强的业务潜力和良好的市场前景。这意味着子公司的产品或服务应具有竞争优势，具备较为完善的研究、生产（如涉及）及销售能力，已拥有较为稳定的客户群体，且能够在其所在的行业或市场中持续增长和扩张，如果已初步取得一定的行业地位则更为优选。第二，盈利能力与财务状况。在新形势下，上市公司应尽可能选择具有良好盈利记录的子公司。同时，在独立核算的财务口径下，子公司的财务状况也应健康良好，现金流稳定，债务水平合理。第三，合规性与风险控制。子公司的合规性和风险控制能力也是重要的考量因素。拟选择的子公司应生产经营合法合规，具有良好的企业治理结构和有效风险管理机制。

在初步筛选出合适的候选子公司后，投资人应在上市公司协助下进行深度市场调研，进一步了解候选子公司所在行业的市场规模、增长趋势、竞争格局等，以评估其市场前景及融资前景。同时，上市公司及投资人对于选定的子公司，应实施详细的财务审计和法律尽职调查，确保其财务数据的准确性和透明度，识别可能存在财务及法律风险。在完成上述步骤后，上市公司应制定清晰的战略规划，明确子公司在集团整体战略中的位置和作用，以及如何通过上市公司并购重组实现战略目

标。通过综合考虑上述因素后，上市公司及投资人可更加科学、合理地选择子公司，为后续的融资和上市公司并购重组打下坚实的基础，从而实现上市公司及子公司的长期发展目标。

（三）上市公司在投资协议中承担股权回购义务对公司财务报表的影响

上市公司在投资协议中承担股权回购义务，即是指在符合特定回购条件的情况下，上市公司必须/有权按照约定的价格从投资者手中回购其所持有的上市公司子公司股权。如果上市公司承担了前述回购义务，将可能影响到上市公司自身的财务报表情况。

根据中国证监会发布的《2021年度上市公司年报会计监管报告》相关内容，在合并财务报表层面，因承担了一项不能无条件避免的支付现金以回购自身权益工具的合同义务，上市公司应将收购少数股东权益确认为一项金融负债，金额为回购义务所需支付金额的现值。同时，上市公司应根据股权转让协议相关条款约定，判断少数股东权益实质上是否仍存在并进行相应会计处理。若相关事实表明少数股东不拥有普通股相关权利和义务，如不享有表决权、分红权、股票增值收益权等，上市公司在合并报表层面不应再确认少数股东权益，而应将上述负债视为合并成本的一部分，以此为基础计算确认商誉金额。反之，若少数股东实质上仍拥有普通股相关

权利和义务，则上市公司应在合并报表层面确认相关金融负债，同时冲减资本公积。

在CSJ及XQL子公司融资后发行股份购买资产的案例中，由于CSJ及XQL均在

子公司融资时承担了回购义务，进而上市公司在合并报表层面将相关少数股东权益确认为金融负债，具体如下：

序号	公司名称	增资协议中回购安排	是否确认为金融负债
1	CSJ	<p>一、合格退出</p> <p>CSJ、CSJ某子公司分别及连带地承诺，在完成本次交易相关工商变更登记之日起 24 个月内将通过以下一种方式或多种结合方式使得某基金从CSJ某子公司层面完全退出，且该等退出的方式及方案应经某基金书面同意。</p> <p>在选择具体实施的合格退出方式时，各方应当遵循从下述第（1）种方式至第（3）种方式的顺序进行，即各方应首选通过第（1）种方式完成交易；若通过第（1）种方式不能实现某基金的合格退出，则选择通过第（2）种方式进行；若通过第（2）种方式也不能实现某基金的合格退出，才应选择通过第（3）种方式实现某基金的合格退出。</p> <p>（1）CSJ向某基金发行公司的股份以购买某基金持有的全部CSJ某子公司股权；</p> <p>（2）CSJ以向某基金发行公司股份及支付现金相结合的方式购买某基金持有的全部CSJ某子公司股权；</p> <p>（3）CSJ向某基金发行公司的可转换债券以购买某基金持有的全部CSJ某子公司股权……</p> <p>二、赎回权</p> <p>1、如果发生以下任一情形，（1）CSJ某子公司和/或其下属公司和/或公司严重违反交易文件；（2）本次交易相关工商变更登记后24个月内某基金未实现合格退出，但在此情况下，某基金同意给予CSJ某子公司额外24个月的宽限期，在宽限期期间，CSJ某子公司应尽最大努力继续推进合格退出或推进赎回某基金股权事宜；（3）CSJ某子公司丧失或无法续展主营业务不可或缺的批准，或者CSJ某子公司和/或下属公司的主营业务被法律法规禁止或受到重大限制；（4）CSJ某子公司在任何协议约定的业绩承诺年度中该年度的实际业绩表现未能达到协议约定的该年度业绩承诺的90%；（5）公司丧失对CSJ某子公司的控股股东地位或丧失控制权；</p> <p>（6）CSJ某子公司和/或其下属公司在深圳的租赁不动产以及生产设施因未取得相应建设、环保、消防相关批复、备案、验收等资质许可等原因而使得该等不动产被认定为违章建筑、CSJ某子公司和/或其下属公司被责令停产停业、导致对于CSJ某子公</p>	<p>鉴于某基金所取得的CSJ某子公司股权比例对CSJ某子公司不具有重大影响且附有回售条款，依据《企业会计准则第22号--金融工具确认和计量》的第四条规定，“金融负债是指企业符合下列条件之一的负债：（一）向其他方交付现金或其他金融资产的合同义务”。因此，公司在合并报表层面将该项投资作为金融负债进行会计处理，并按“赎回权”条款所要求的年利率相应计提财务费用，公司合并财务报表范围将包含CSJ某子公司的100%股权对应的权益。</p>

序号	公司名称	增资协议中回购安排	是否确认为金融负债
		<p>司的其他重大不利影响，或者对某基金合格退出产生任何实质性不利影响；或（7）CSJ某子公司和/或公司赎回或回购任何现有股东的股权，某基金均有权向CSJ某子公司和/或公司发出赎回通知，要求CSJ某子公司和/或公司连带按照赎回价格不晚于现有股东，通过减资、特别分红、股权转让和/或某基金要求的其他方式赎回某基金所持有的CSJ某子公司的全部或部分股权。</p> <p>2、某基金持有股权的赎回价格为被赎回股权对应的某基金实际支付的投资款，加上被赎回股权对应的某基金实际支付的投资款按照年利率 8%的单利计算的投资收益，再加上该等被赎回股权对应的全部所有已宣布但未分配利润。</p>	
2	XQL	<p>一、股权回购</p> <p>若发生：（1）XQL某子公司2021年、2022年、2023年中任意一年的净利润低于上述业绩承诺约定的经营目标的80%；或（2）XQL未在交割日后24个月内启动或未在交割日后36个月内完成《增资协议》约定的换股交易购买投资者持有的股权，则投资方有权要求XQL回购投资方持有的全部或部分XQL某子公司股权。</p> <p>回购价格为：投资方投资款×（1+9%N） - XQL某子公司已向投资方支付的累计现金分红。其中N为交割日至回购款支付日的年数，即N=交割日至回购款支付日/365天。</p> <p>股权回购应以现金形式支付回购价款。全部股权回购款应在投资方发出书面回购要求之日起的60个工作日内由XQL全额支付给投资方。XQL延迟支付回购价款的，应按照未付金额的每日万分之五向投资方缴纳违约金。</p> <p>二、退出机制</p> <p>在符合相关法律、法规、监管规则的前提下，自本次交易的交割日起12个月后至24个月届满前，XQL应择机以发行股份购买资产的方式购买投资方持有的XQL某子公司股权（以下简称“换股交易”），启动换股交易时XQL某子公司的整体估值原则上不得低于XQL某子公司换股交易当年的预计净利润的13倍，具体估值应当经有证券从业资格的评估机构评估后，由XQL和投资方协商确定。换股交易方案中，XQL发行股份的价格为XQL股票基准价格的80%，其中：基准价格为换股交易的定价基准日前20日、60日或120日均价之一，具体基准价格由各方届时协商确定，但不为最高价格，且该换股价格不得高于换股交易的董事会决议公告日前一个</p>	根据企业会计准则及其相关规定，并结合增资协议相关约定，本次增资是否能在交割日起36个月内完成约定的换股交易或完成利润承诺，是否触及股权回售等具有不确定性，本次增资款项在合并财务报表层面不符合权益工具条件，列报为金融负债。

序号	公司名称	增资协议中回购安排	是否确认为金融负债
		<p>交易日的收盘价；定价基准日为XQL审议换股交易的董事会决议公告日。</p> <p>若换股交易时，XQL的静态市盈率大于或等于35倍，则换股交易方式为XQL发行股份及支付现金购买投资方持有的XQL某子公司股权，其中支付给投资者的现金对价为换股交易确定的标的股权总对价按投资者所持XQL某子公司股权比例所得对价的25%。若换股交易时，XQL的静态市盈率低于35倍，则换股交易时，XQL可以选择以全部发行股份的方式购买投资方持有的XQL某子公司股权。</p> <p>……现有股东承诺，在交割日之后的36个月内完成XQL对XQL某子公司的换股交易，包括但不限于通过深圳交易所、证券监管机构的审核和注册并完成工商变更登记手续。公司共同实际控制人承诺，在XQL审议上述换股交易的董事会和股东大会的表决时，应当促使交易方案符合本条的规定并投赞成票。</p>	

根据《企业会计准则第37号——金融工具列报（2017年修订）》第八条第三款的规定：“金融负债，是指企业符合下列条件之一的负债：……（三）将来须用或可用企业自身权益工具进行结算的非衍生工具合同，且企业根据该合同将交付可变数量的自身权益工具。”第十条的规定：“企业不能无条件地避免以交付现金或其他金融资产来履行一项合同义务的，该合同义务符合金融负债的定义。”第十二条的规定：“对于附有或有结算条款的金融工具，发行方不能无条件地避免支付现金、其他金融资产或以其他导致该工具成为金融负债的方式进行结算的，应当分类为金融负债。但是，满足下列条件之一的，发行方应当将其分类为权益工具：（一）要求以

现金、其他金融资产或以其他导致该工具成为金融负债的方式进行结算的或有结算条款几乎不具有可能性，即相关情形极端罕见、显著异常且几乎不可能发生。

（二）只有在发行方清算时，才需以现金、其他金融资产或以其他导致该工具成为金融负债的方式进行结算。（三）按照本准则第三章分类为权益工具的可回售工具……”根据上述规定并结合实务案例，我们认为在上市公司控股子公司融资时，如上市公司承担了一项不能无条件避免的回购义务，且不能够证明或有事件是极端罕见、显著异常且几乎不可能发生的情况或者仅限于清算事件，应当在初始确认时以回购所需支付金额的现值将该回购义务确认为一项金融负债，并相应调整资本公积。

（四）其他问题

除上述提到的重点关注问题外，本文所述模式在实务个案中还存在一些差异性的、应予以关注的问题：如标的公司引入投资者并约定相应回购条款的具体原因及合理性，引入的前述投资者在标的公司发挥的具体作用；投资者向标的公司增资/债转股后，短期内上市公司购买部分股权的交易安排是否构成“一揽子交易”，是否存在规避再融资审核程序；业绩承诺安排及补偿措施是否存在可实现性；并购重组子公司与上市公司报告期内存在较多关联交易，关联交易是否真实、合理，关联交易价格是否公允性；子公司存在借用上市公司销售渠道或合格供应商名录，子公司是否存在独立销售的可行性，子公司依赖上市公司销售的利润留存情况；子公司融资是否为明股实债；对标的公司剩余部分股权的安排等等，需根据个案的情况进行进一步分析、研判。

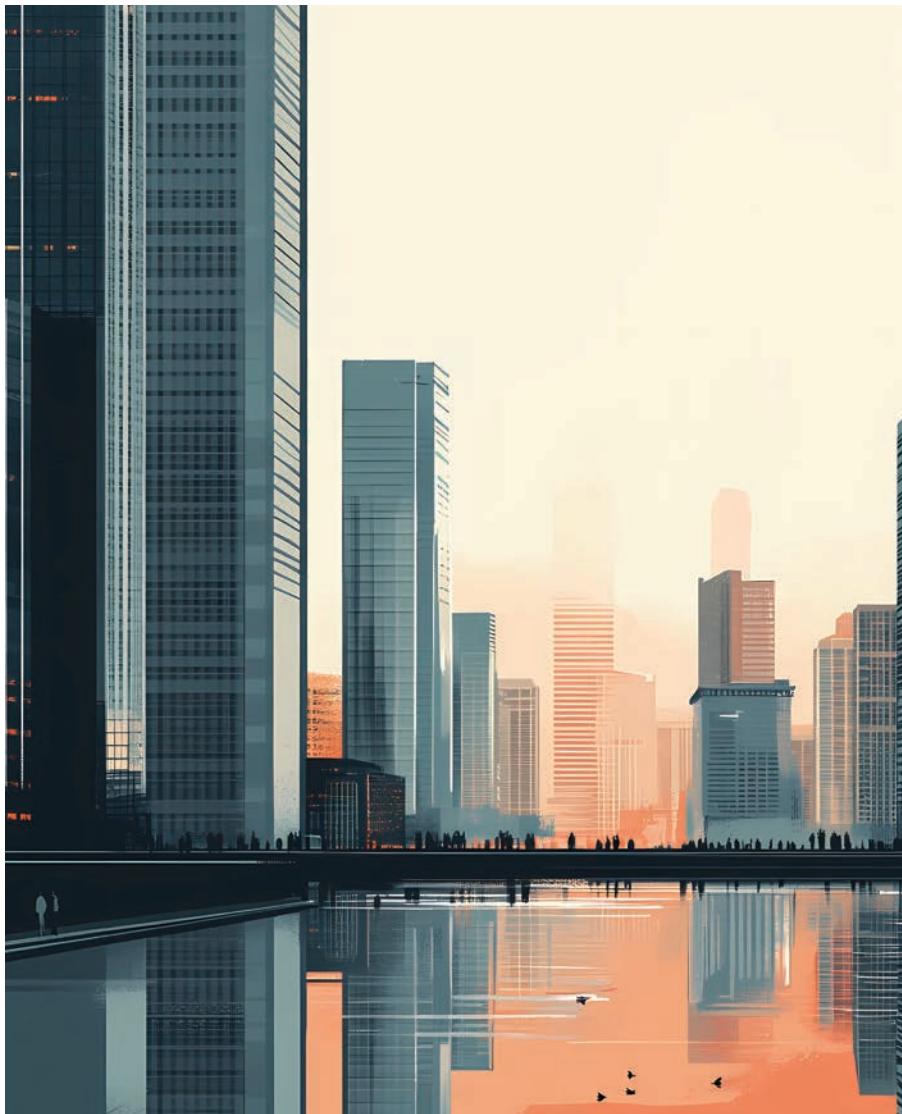
004>结语

以上，我们以案例为视角，浅析了新形势下上市公司在子公司融资后再对其实施并购重组模式的路径优势及在具体实操过程中需重点关注的问题。在当下资本市场IPO及再融资阶段性收紧、并购重组政策春风频吹的环境下，若在市场中适时运用该模式，应有望为上市公司的融资及投资者等带来新的机会，推动长期资金、耐心

资本适机入市，助力公司发展，活跃资本市场。



孟文翔
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3357
MENGWENXIANG@ZHONGLUN.COM



国有企业收购上市公司控制权 ——协议转让核心条款及关注要点

作者 / 王枫 石凯思 魏薇

近年来，受疫情以及国际经济形势的影响，中国宏观经济增长速度整体上有所放缓，一方面，不少上市公司及控股股东债务危机频发，亟待纾困，另一方面，部分地方政府正在积极探索土地财政向股权财政转型¹，同时，国有企业面临提高资产证券化率、产业升级、优化国资布局结构等需求，因此，收购上市公司已成为地方政府探索股权财政及国有企业提高资产证券化率、优化产业布局的重要途径。根据公开信息显示，以实际完成实际控制人变更程序为口径统计，2023年27家上市公司实际控制人变更为地方国资，排名前三的地方国资为山东、浙江、湖北等省份国资，其中18家均通过协议转让方式收购控制权。相比于定向增发、要约收购等其他方式，协议收购在收购价格、比例及交割、过渡期安排等方面具有较强灵活性，转让程序相较于要约收购也更加便捷，因此成为收购上市公司控制权的常见方式。

在笔者近几年承办的国有企业收购上市公司控制权项目中，有数宗交易因种种原因未顺利交割或终止履行，但因收购协议条款设计有利，成功避免了国有企业的法律风险，均未产生经济损失。本文将结合笔者实务经验及近期案例，探讨国有企业协议收购非国有上市公司控制权的协议核心条款及关注要点，供读者参考。

¹见中国社会科学院金融研究所《中国宏观金融分析2023年第二季度报告》。

001>协议收购概述

根据《证券法》第七十一条规定“采取协议收购方式的，收购人可以依照法律、行政法规的规定同被收购公司的股东以协议方式进行股份转让”，此外，《上市公司收购管理办法》及证券交易所的相关指引和办理指南中，对协议转让方式和流程进行了更为细化的规定。协议收购的转让方通常是上市公司现有控股股东，实践中，由于收购股份比例大于已发行股份的30%将触发全面要约收购义务，因此，为避免触及要约收购，协议收购比例往往低于30%，此时，为了加强收购方/受让方对上市公司的控制权，通常还会要求控股股东及其一致行动人配套地作出表决权委托、表决权放弃等安排，如三湘印象（000863）、准油股份（002207）等。

002>协议核心条款

（一）标的股份

1. 转让股份比例

上海证券交易所、深圳证券交易所及北京证券交易所均对协议转让的股份数量下限进行了约定，除转让双方存在实际控制关系、均受同一实际控制人控制等特殊情形外，转让股份数量不低于上市公司总股本的5%，也即，仅当收购股份比例达到上市公司总股本的5%以上时，方可采用协议转让形式。

此外，根据《上市公司收购管理办法》第二十四条“通过证券交易所的证券交易，收购人持有一个上市公司的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续增持股份的，应当采取要约方式进行，发出全面要约或者部分要约”。为避免触发要约收购，实践中收购方受让比例一般小于30%，并可能采取原控股股东表决权放弃或委托形式来进一步加强控制权。

2.交易对价

就转让对价方面，针对国有股东所持上市公司股份协议转让，《上市公司国有股权监督管理办法》（以下简称“36号令”）进行了明确规定，除特殊情形外，不得低于下列两者之中的较高者：1) 提示性公告日前30个交易日的每日加权平均价格的算术平均值；2) 最近一个会计年度上市公司经审计的每股净资产值。也即，如转让方也为国有股东，则定价除满足证券交易所规则外，还需满足前述国资监管要求。

然而，36号令并未明确规定国有股东受让非国有上市公司股份的交易价格限制，因此，如转让标的股份为非国有企业所持上市公司股份，则定价符合证券交易所规定的转让价格范围即可。上海证券交易所、深圳证券交易所及北京证券交易所均对上市公司股份协议转让价格的下限作

2.详见《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》第五条、《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指南（2021年修订）》第一条、北京证券交易所上市公司股份协议转让细则第三条。

出了明确规定，例如，《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指南（2023年修订）》规定，协议转让的定价以协议签署日的前一交易日转让股份二级市场收盘价为定价基准，转让价格范围下限比照大宗交易的规定执行。根据《深圳证券交易所交易规则（2023年修订）》规定，有价格涨跌幅限制证券的协议大宗交易的成交价格在该证券当日涨跌幅限制价格范围内确定。以深交所主板股票及创业板股票为例，主板股票价格涨跌幅限制比例为10%，创业板股票价格涨跌幅比例为20%，主板风险警示股票价格涨跌幅限制比例为5%，退市整理股票价格涨跌幅限制比例为10%，创业板风险警示股票、退市整理股票价格涨跌幅限制比例为20%。也即，除不实行价格涨跌幅限制的特殊情形外，深交所主板和创业板流通股协议转让价格下限分别为协议签署日前一交易日收盘价的90%（如为主板风险警示股票则为95%）、80%。在满足价格下限要求的前提下，双方可综合考虑评估结果、市场情况、双方的议价能力等因素协商确定交易价格。

条款示例：“遵照《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》的规定的前提下各方经协商后一致同意，标的股份的转让价格为9.11元/股，该价格不低于规定的交易对价下限，即本协议签署前一个交易日（2024年3月7日）博深股份有限公司二级市场收盘价的90%”（博深

股份002282，收购方为山东铁路综合开发有限公司，收购后实际控制人变更为山东省国资委，经查询，协议签署前一个交易日2024年3月7日，博深股份收盘价6.4元）

3. 价格调整机制

由于协议签署日至标的股份过户完成期间，上市公司的股价可能发生较大波动，或发生配股、转增股本、分红派息等除权除息事项，因此建议在股份转让协议中事先约定股份转让价格不随股票交易价格波动，并明确除权除息情形下的转让价款调整机制。

条款示例：“过渡期内，若上市公司发生除权事项的，则标的股份的数量及每股转让价格应同时根据深交所规则作相应调整以保持本协议约定的股份转让比例不变，但本协议约定的转让价款总价不发生变化。若上市公司在过渡期内发生除息事项的，则本协议约定的标的股份数量不作调整，标的股份的每股转让价格将扣除除息分红金额，标的股份转让价款总价亦相应调整”。（三湘印象000863，收购方为武汉联投置业有限公司，收购后实际控制人变更为湖北省国资委）

（二）生效条件

相较于一般股权转让协议通常约定双方签字盖章后生效，国有企业作为收购方时更为普遍的做法是将获得国资监管机构批准作为协议生效条件之一。国有企业协议受让上市公司股份，属于国有股份变动

情形，根据36号令第六条规定，“上市公司国有股权变动的监督管理由省级以上国有资产监督管理机构负责。省级国有资产监督管理机构报经省级人民政府同意，可以将地市级以下有关上市公司国有股权变动的监督管理交由地市级国有资产监督管理机构负责”。也即，国有企业收购方在实施收购前，除履行完毕内部决策程序外，还须取得国资监管机构批准。部分案例中也会将通过经营者集中审查、取得证券交易所的合规确认函作为协议生效条件。此外，还应关注标的公司控制权变更是否须取得行业主管部门批准，如证券公司控制权变更需取得中国证监会的核准批复等。

需说明的是，由于生效条件通常与付款节点挂钩，对收购交易的进程有重大影响，因此生效条件的设定往往还需结合项目实际情况、交易安排及谈判双方具体需求协商确定。

条款示例：“协议经甲乙丙三方法定代表人或授权代表签署并加盖公章之日起成立，达成全部如下条件后生效：1、甲乙丙三方均已按照各自公司章程规定履行完毕内部决策程序；2、本次交易取得有权国有资产监督管理部门及包括出资人在内的省级相关部门的相关规定应取得的授权、批准或备案文件……4、本协议项下此次公司股东变更事宜取得中国证监会核准批复”。（天风证券601162，收购方为湖北宏泰集团有限公司，收购后实际控制人变更为湖北省财政厅）

（三）对价支付

1. 付款节点安排

在转让方为国有企业的情况下，根据36号令第二十六条“国有股东应在股份转让协议签订后5个工作日内收取不低于转让价款30%的保证金，其余价款应在股份过户前全部结清。在全部转让价款支付完毕或交由转让双方共同认可的第三方妥善保管前，不得办理股份过户登记手续”，但并未对非国有企业所持股份转让款支付节点作出明确规定。因此，收购非国有企业所持上市公司股份的股份转让款的付款节点一般根据转让方及受让方谈判地位强弱、资金需求等综合确定。

实践中，转受让双方一般会根据交易的不同节点采取分期支付的方式支付股份转让款，常见的分期付款节点包括协议生效后、通过经营者集中审查后、取得交易所对协议转让出具的确认函、标的股份过户登记、董事会改组等等，也有当收购方较为强势的情况下，要求所有款项均于标的股份交割过户后支付的情形。建议收购方可根据项目具体情况综合考虑对己方最为有利的付款安排。例如，武汉开发投资有限公司（以下简称“**武汉开投**”，实际控制人为武汉市国资委）收购大连友谊（000679.SZ）项目，在大连友谊公告《关于控股股东签署<股份转让协议>暨控制权变更的提示性公告》后，标的股份因突发的第三方原因暂不能过户。由于武汉开投与大连友谊的控股股东武信投资控股（深

圳）股份有限公司（以下简称“武信控股”）签署的关于大连友谊的股份转让协议中约定“乙方（即武汉开投）应在股份过户全部完成之日起10日内，以对公转账的方式向甲方（即武信控股）银行账户支付以上全部股份转让价款”，收购方武汉开投据此未支付任何款项，避免了经济损失。

另需提醒注意的是，部分程序性事项如经营者集中审查，往往耗时较久且存在不确定性，根据案件具体情况适用简易程序或普通程序所需要的审查期限也有所差异，建议在考虑付款节点时综合考虑交易安排进展并预留相关事项办理时限，以免影响交易进程或产生违约风险。

条款示例：“第一期转让价款：自下列条件全部满足之日起5个工作日内支付至乙方银行账户：a.《股份转让协议》已生效；b.本次交易已通过上海证券交易所的合规性审查并取得上海证券交易所出具的合规性确认文件。第二期转让价款：由甲方自标的股份完成交割日起5个工作日内支付至乙方银行账户。第三期转让价款：甲方将在以下条件全部满足后5个工作日内将本次股份转让第三期转让价款支付至乙方银行账户：a.目标公司按照本协议第4.3条约定完成董事会、监事会及管理层的改组；b.乙方根据本协议第4.2.3条约定将其持有部分目标公司股票质押予甲方并完成相关登记”。（上海雅仕603329，收购方为湖北国际贸易集团有限公司，收购后实际控制人变更为湖北省国资委）

2. 共管账户

具体到付款的操作层面，由于股份转让标的金额较大，出于保障和平衡股份转让双方的利益，通常会设置共管账户作为股份转让款的接收账户。共管账户通常由国有收购方开立，由转让双方通过预留银行印章的方式实施共同监管，当已届付款节点时，受让方将款项支付至共管账户，待既定条件成就时，再由共管账户对外支付至转让方账户或解除共管。

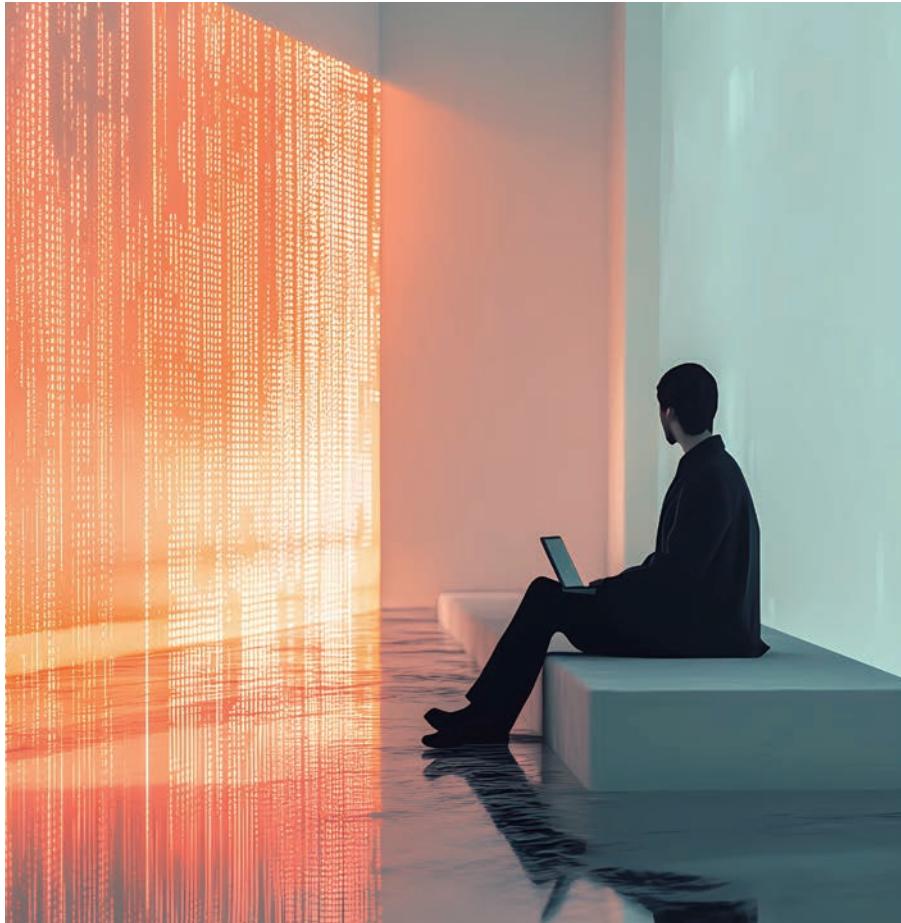
条款示例：“以浙能电力名义在银行设立共管账户。在本协议签署之日起10个工作日内，浙能电力将股份转让款的20%支付至共管账户；在本协议生效之日起10个工作日内，浙能电力将股份转让款的80%支付至共管账户。在标的股份过户登记至浙能电力名下后10个工作日内，将90%股份转让款解除监管并划转至出让方指定账户；在中来股份董事改选完毕后10个工作日内，将剩余10%股份转让款解除监管并划转到出让方指定账户”。（中来股份300393，收购方为浙江浙能电力股份有限公司，收购后实际控制人变更为浙江省国资委）

（四）交割日及过渡期安排

1. 交割日

协议转让的交割日一般为标的股份于中国证券登记结算有限责任公司办理过户登记之日，而取得证券交易所的合规确认函是前置条件。根据《上市公司流通股协

协议转让的交割日一般为标的股份于中
国证券登记结算有限责任公司办理过户
登记之日,而取得证券交易所的合规确
认函是前置条件。



议转让业务办理暂行规则》，股份转让协议达成后，股份转让双方应向证券交易所申请确认其股份转让合规性，取得证券交易所对股份转让的确认文件后，股份转让双方应向结算公司申请办理股份转让过户登记。

需要注意的是，实操中办理申请手续及过户登记手续须注意证券交易所规定的时间限制，例如，《上海证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引（2021年修订）》第七条规定，协议签署日与提交申请日间隔超过6个月且无正当理由的，交易所不予受理协议转让业务；第十三条规定，协议转让确认意见自出具之日起6个月内有效，转让双方逾期未到中国结算上海分公司申请办理股份过户登记的，应当向交易所重新提交申请。

2. 过渡期的限制约定

《上市公司收购管理办法（2020修正）》对协议转让的过渡期作了明确约定，“以协议方式进行上市公司收购的，自签订收购协议起至相关股份完成过户的期间为上市公司收购过渡期”；“在过渡期之内，收购人不得通过控股股东提议改选上市公司董事会，确有充分理由改选董事会的，来自收购人的董事不得超过董事会成员的1/3；被收购公司不得为收购人及其关联方提供担保；被收购公司不得公开发行股份募集资金，不得进行重大购买、出售资产及重大投资行为或者与收购人及其关联方进行其他关联交易，但收购人为挽救

陷入危机或者面临严重财务困难的上市公司的情形除外”。

由于过渡期内收购方通常无法改选董事会，无法实际控制上市公司，为防止上市公司及标的股份在过渡期发生重大不利情形，建议可在转让协议中对转让方行为作出限制性约定，包括但不限于转让方维持上市公司平稳经营、现有董事监事及高级管理人员勤勉履职、未经收购方同意，转让方不得促使上市公司及子公司变更主营业务、不得提议修改章程、不得新增上市公司重大债务或处置重大资产及不得利用控股股东地位损害上市公司利益及作出其他对上市公司具有重大不利影响的行为。除上市公司所涉限制性行为外，还建议约定转让方不得直接或间接处置（包括转让或质押）标的股份，以及不得与除收购方之外的第三方就类似合作交易进行磋商、谈判等。

条款示例：“**乙方、丙方应确保其自身、目标公司集团在过渡期之内不会发生下列情况……**9.3.1以任何方式处分标的股份的任何权益或在其上设置权利限制或权利负担……9.3.2改变和调整目标公司集团在本协议签署日前既有的经营方针和政策，对现有业务作出实质性变更，或者开展任何现有业务之外的业务，或者中止或终止现有主要业务；9.3.3增加或者减少目标公司集团注册资本……9.3.4 目标公司集团拟作出任何分配利润的提案/议案；9.3.5目标公司集团签署或达成向第三方借款、

向第三方提供担保或向任何第三方提供借款的协议或安排……”（上海雅仕603329，收购方为湖北国际贸易集团有限公司，收购后实际控制人变更为湖北省国资委）

3.过渡期损益

过渡期损益一般是指过渡期间标的公司产生的收益或亏损，然而具体到国有企业收购上市公司控制权交易，通常还涉及上市公司的滚存利润分配。如上市公司在过渡期内外分红，虽本质上不属于过渡期间新产生的收益而属于过往年度的利润分配，但往往也包含在过渡期损益条款中，同时还涉及除权除息情况下的价格调整机制。如协议签署之时确定的交易价格已包含上市公司未分配利润，则利润分配的部分原则上应由收购方/受让方享有，因此，如于协议签署后的过渡期内分配，可以通过前文所述的除权除息价格调整机制约定届时股份转让价格应扣除分红金额，或者待转让方收到分红金额后一并转让给受让方。就过渡期内上市公司新产生的收益或亏损，则主要基于双方协商确定，可约定由转让方或受让方承担，如无明确约定，则司法实践中一般倾向于由届时的新股东即受让方承担。

条款示例：“标的股份过渡期间内产生的损益均由受让方享有或承担，且不因上述过渡期损益对标的股份转让总价款作任何调整，过渡期间内，如标的公司实施派息、送股、发送现金股利、送红股、资本

公积金转增股本等除权、除息事项，转让方保证于交割日将前述过渡期间内因前述除权、除息事项获得的相应股份及/或现金随同标的股份一并转至受让方”。（辰安科技300523，收购方为中国电信集团投资有限公司，变更后实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会）

（五）陈述与保证

在上市公司控制权收购交易中，由于上市公司须履行信息披露义务，相比于非上市公司，信息更加透明规范，可减少转让双方的信息不对称，然而仍不排除上市公司披露信息不完整、不准确甚至虚假披露的可能，因此，仍有必要要求转让方作出陈述保证。陈述保证内容一般包括几个层面：1) 标的股份情况，标的股份权属无瑕疵、不存在质押、查封、冻结及任何权利负担；2) 上市公司现有情况，已合规履行披露义务、除已列明情形（往往是尽调中发现的问题和瑕疵）外无其他未披露问题、不存在重大诉讼仲裁、处罚调查等；3) 转让方承诺，如遵守过渡期义务、股份交割后及时改选董事、监事及高级管理人员等。

另外，提醒注意的是，目标公司的历史遗留问题造成的风险往往会在交割日后显现，如不明确约定责任承担机制，则往往会给目标公司及届时的控股股东（即收购方）造成损失。因此，建议在转让协议中明确约定，因目标公司交割日前经营不

合规或其他问题导致上市公司在交割日后被处罚或遭受任何损失的，该等责任和损失由转让方（即原控股股东）承担。

条款示例：“……尽管有前述约定，如果因本次交易交割之前的诉讼或行政处罚问题或者因本次交易交割之前的事项引起交割以后的诉讼或行政处罚问题导致上市公司或其子公司承担法律责任的，则甲方承担全部责任，其应当在上市公司或其子公司承担相应责任之日起5日内，对上市公司或其子公司已经支付的相关款项给予全额补偿和赔偿，并且乙方有权自转让款中扣除相应金额，不足扣除的，乙方有权向甲方追偿”。（风范股份601700，收购方为唐山金控产业发展集团有限公司，收购后实际控制人变更为唐山市国资委）

（六）违约责任

由于收购上市公司控制权交易存在结构复杂、流程节点多、周期较长等特点，往往比一般股权转让交易存在更多不确定性，相应的违约风险也较大，因此，从收购方角度，建议针对转让方可能出现的违约行为，如违反过渡期义务及限制性约定、陈述保证不实、未及时履行办理变更手续、违反交割后义务等，约定具体、可量化的、操作性强的违约责任条款。

如在上文提及的武汉开发投资有限公司拟通过协议转让方式收购大连友谊（000679.SZ）控制权交易中，协议签署后，标的股份因突发的第三方原因暂不能

过户。针对此种类似风险，建议约定因转让方原因导致交易无法完成时，收购方享有单方解除权，且转让方应向收购方承担一定数额违约金。另外，当收购方为国有企业，由于交易须报国有资产监督管理机构审批，同时，经营者集中审查、证券交易所等主管部门审核亦存在不确定性，建议明确非因双方原因审核无法通过导致交易无法完成时的免责约定。

条款示例：“12.2 如果国资监管部门、证监会或其派出机构或者交易所、中国证券登记结算有限公司及其他相关政府部门对本次股份转让提出异议或以其实际行为导致双方无法按照本协议的约定执行，任一方有权选择解除或终止本协议且不承担任何违约赔偿责任。”（浙江仙通603239，收购方为台州市金融投资集团有限公司，收购后实际控制人变更为台州市国资委）

003>其他关注要点

（一）表决权委托及表决权放弃

收购交易中，为加强收购方对上市公司的控制权，除受让标的股份外，往往还会要求转让方（或其关联方）将其剩余所持上市公司的全部或部分股份的表决权委托给收购方行使，然而，由于表决权需合并计算，当收购方通过表决权委托导致其受让股份比例加受托表决权比例合计大于30%时，可能会触发要约收购义务，因

此，也有部分采取转让方表决权放弃的方式以加强收购方的控制权。

然而，转让方仍作为上市公司股东依法享有表决权，其日后仍可能拒绝履行表决权委托或表决权放弃协议，重新行使表决权或出现影响收购方控制权稳定的其他行为，且该等违约行为给收购方带来的损失往往难以量化，因此，如收购方采用表决权委托或放弃的方式，建议在相关协议中约定较高的、可量化的违约金，增加转让方违约成本。

此外，根据《上市公司监管指引第4号——上市公司及其相关方承诺》相关规定，承诺人已明确不可变更或撤销的承诺不得擅自变更或豁免，变更、豁免承诺的方案应提交股东大会审议，承诺人及其关联方应回避表决。因此，除了签署表决权委托或放弃的协议外，建议收购方可要求转让方另行出具不可变更或撤销的委托/放弃表决权承诺及不谋求控制权的承诺。

（二）意向协议的签订

与直接签订正式股份转让协议相比，提前签署意向协议在签署时间和内容上更具灵活性，一方面上市公司及时公开披露可减小泄密风险，另一方面在转让方可能与多个受让方同时洽谈的情况下，收购方可通过意向协议中的排他性约定避免“竹篮打水一场空”的情况。然而，监管要求意向协议一般需明确标的股份转让数量、对价确定原则、上市公司治理、是否涉及表决

权委托或放弃等实质条款，且该等条款与后续签署的正式协议原则上应保持一致。作为国有企业，收购上市公司时，如签署具有实质性条款或产生法律效力的意向协议，注意关注当地国资监管机构是否有相关决策程序要求，是否需先取得国资监管机构批准。

另外，部分意向协议签署时，可能涉及收购方需支付定金的情形，把支付定金作为意向协议生效条件，有时可赋予收购方更多灵活性及主动权，例如，驻马店市产业投资集团有限公司（以下简称“产投集团”，实际控制人为驻马店市人民政府）收购天汽模（002510.SZ）项目，产投集团与转让方签订的《控制权及股权转让意向协议》约定“自本协议签署之日起7日内，乙方向甲方支付拟购买股份的定金1000万元”“本协议经甲乙双方签署后成立，乙方支付定金之日起生效”，此后，产投集团未支付定金，转让方在一年半后，以“尚未看到产投集团有效履行相关协议的重大进展且尚未收到产投集团支付的拟购买股份的定金”为由，终止该协议。

（三）国有企业责任追究

根据国务院办公厅2016年8月发布的《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》，对违规造成国有资产损失的国有企业经营管理有关人员，实行重大决策终身责任追究制度。其中，投资并购方面的违规情形包括未按

规定开展尽职调查，或尽职调查未进行风险分析等，存在重大疏漏；财务审计、资产评估或估值违反相关规定，或投资并购过程中授意、指使中介机构或有关单位出具虚假报告；未按规定履行决策和审批程序，决策未充分考虑重大风险因素，未制定风险防范预案；违规以各种形式为其他合资合作方提供垫资，或通过高溢价并购等手段向关联方输送利益；投资合同、协议及标的企业公司章程中有关权益保护条款缺失，对标的企业管理失控；投资参股后未行使股东权利，发生重大变化未及时采取止损措施；违反合同约定提前支付并购价款等。根据国有资产损失程度和问题性质，对相关责任人的处理方式包括组织处理、扣减薪酬、禁入限制、纪律处分、移送司法机关等。因此，我们提醒注意国有企业有关人员在收购上市公司控制权交易中注意合规履职，避免造成国有资产流失的严重后果。

004>结语

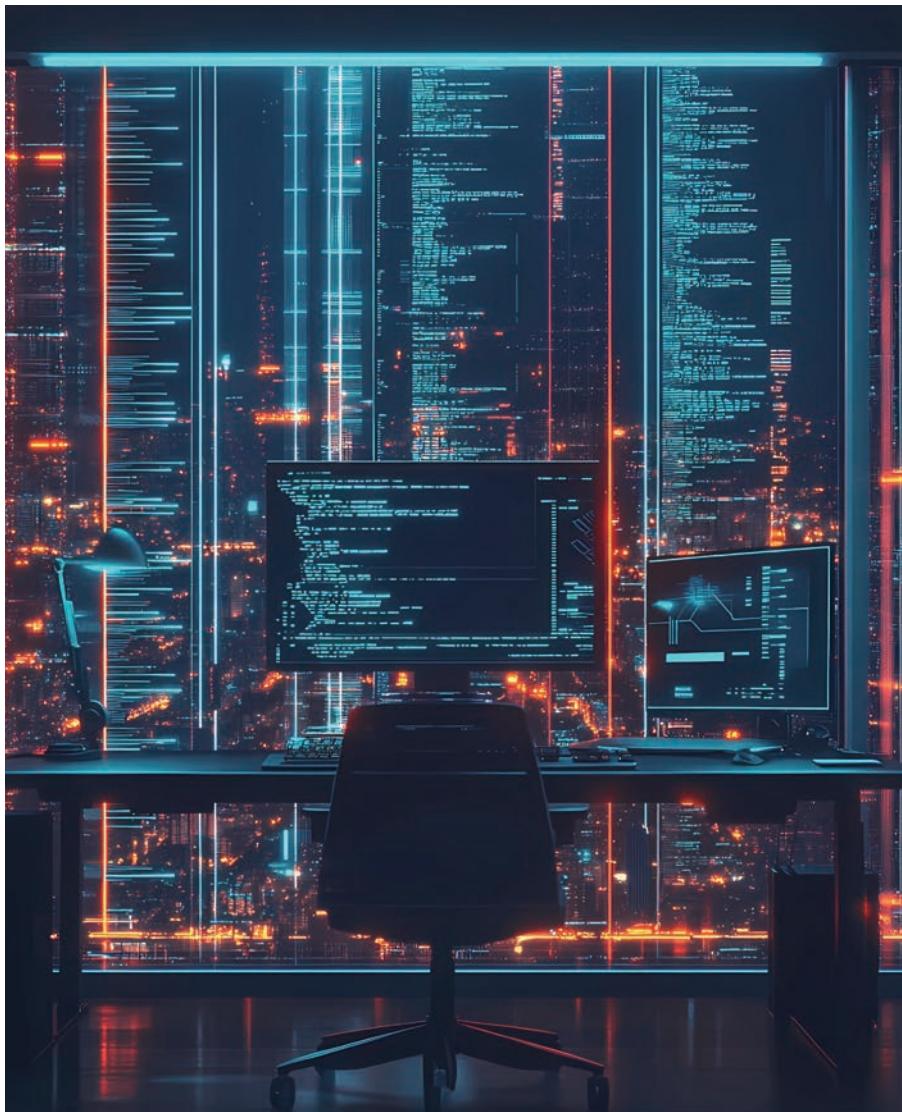
国有企业收购上市公司控制权，往往交易复杂、周期较长，且需同时满足国资监管要求及上市公司监管规定，所涉合规审批流程繁多，不确定性和法律风险也远高于一般股权转让。在谈判及交易文件起草阶段，通过合理的条款设计构建完善的交易全流程机制，可为收购方有效防范交易风险，保障国有资产安全。



王枫
合伙人
公司业务部
武汉办公室
+86 27 5942 5123
WANGFENG@ZHONGLUN.COM



石凯思
非权益合伙人
公司业务部
武汉办公室
+86 27 5942 5121
SHIKAISI@ZHONGLUN.COM



谈谈拟上市科创企业 股权架构的搭建

作 者 / 年夫兵 宋昆 李鑫

现代经济活动的特征之一是，绝大多数创业活动的开展，都需要通过设立创业企业来实施。企业的组织形式，则属法律的拟制范畴。于中国境内而言，创业者最广泛采用的组织形式为有限公司，其他如合伙企业、个人独资企业则属辅助和补充。

任何组织形式的企业，法律均赋予该企业的利益相关方最基本的权利义务关系，有限公司亦不例外。创业者选择设立有限公司作为创业企业的情况下，创业企业的股权架构对创业活动就属于最重要的“法律基础设施”，称之为平地起高楼的“地基”亦不为过。科技创新企业（下称“科创企业”或者“公司”）因其区别于传统企业的自身特点，股权架构尤其重要，影响贯穿其发展全过程。科创企业的股权架构即包括其上层股东持股架构，亦应包括其对下属企业的持股架构。相比较而言，上层股东的持股架构最为重要。因此，本文仅围绕科创企业的上层持股架构进行。

典型科创企业的股东利益相关方往往众多，各自利益诉求也不完全一致，有时甚至差异较大，对股权架构的诉求自然各不相同。考虑到创始人在公司中享有最大的权益，其和公司整体利益的一致性程度最高，本文也主要从创始人及公司整体利益的角度进行探讨。

此外，不同发展目标的公司，例如有无上市计划，其对股权架构搭建的诉求也往往迥异。相比较而言，有上市计划的公司，其对股权架构的需求会更加复杂，而无上市计划的企业，其需求则相对简单。因此本文亦主要从有上市计划的公司的角度进行探讨。

001>科创企业股权结构的特点

根据我们多年的实务经验和观察，传统企业往往依赖家族成员的才智和资金，其股东构成主要为创始人及其家庭成员，股权结构相对简单。相比较之下，科创企业的股权结构，则相对复杂，主要体现在如下四个方面：

（一）股东背景的多样性

科创企业的创立和发展，需要各方投入巨大资金、才智及其他方面的资源，且能否实现预期目标存在很大的不确定性。创始人为吸引其他方参与，以汇聚资源、共担风险，其最常见的手段就是以股权作为工具，将各方链接在一起，共同向科创企业注入其所需的资源。

因此，科创企业一般股东众多，且其背景和利益诉求有别，但通常而言，可分为四个类别，即**创始人暨大股东、联合创始人股东、外部投资人股东、持股员工股东**；如科创企业IPO成功后，则还会有公众股东。

（二）多数科创企业以上市作为发展目标

通过努力实现上市，既是多数科创企业发展目标之一，也是其进一步发展壮大的工具。通过上市，科创企业才能让相关方获得相应回报，进而能汇聚更多资源。因此，在科创企业的发展规划中，上市往往是其中的重要环节，其股权架构的搭建，自然需要充分考虑上市因素，包括其

对上市的影响、上市股票减持规则对股东利益的影响等，并需要兼顾公司上市后进行重大资本运作的需求。

（三）科创企业发展的阶段性特征明显

科创企业的上市目标不会一蹴而就，发展过程具有明显的阶段性，通常可分为初创、私募融资、筹划IPO和上市四个主要阶段。前述各类股东，也是在不同阶段加入公司，不会一步到位，且公司股权的价值，在不同阶段，往往会有显著差异。因此，科创企业股权架构的搭建，需要充分考虑其发展的阶段性特征，把握好股权调整的“窗口期”，避免在“窗口期”外进行调整对相关方带来不利影响。

（四）科创企业股权变动相对频繁

基于其股东多样性及发展的阶段性特征，科创企业的另外一个特点是，其直接或者间接的股东变动相对频繁。这些变动发生的原因各有不同，常见的原因包括部分创始人的中途退出、部分投资人提前变现、持股员工按持股计划安排的退出等。因此，科创企业股权架构的筹划，要尽可能主动为可能发生的股权变动，预留合理的机制、空间，避免被动。

002>股权架构搭建的基础认知

探讨科创企业的股权架构，我们认为需要以如下认知为基础：

(一) 所涉专业

股权架构的搭建，属多专业领域交叉的问题，涉及基本的企业组织法（如公司法、合伙企业法）、合同法（现民法典合同编）、证券法、税法、财务会计、企业管理等多学科知识，不同领域的专业人员对股权架构的搭建，都有不同侧重点的研究、总结，但从股权架构方案最终落地的角度，其对法律尤其是企业组织法相关法律依赖更多，因此在众多专业服务机构中，律师需要扮演更重要的角色。

(二) 股东分类

如前所述，对一家科创企业而言，一般截至IPO前，典型的股东构成包括创始人即大股东、联合创始人、外部投资人、持股员工这四个类别；IPO成功后，还会有公

众股东。

虽同为公司股东，但实务上，不同类别的股东，因其持股比例即利益大小的区别，对股东权利内容的关注重点及其各自对公司的影响存在显著差异。一般而言，股东对其权利的关注程度及对公司的影响，与其所持公司股权的比例，存在显著的正比关系。

实际控制人，相比其他股东，往往具有持股比例即经济利益最大、上市后减持受限最多、更为关注控制权、资本运作需求多样等特点。

此外，根据公司法及证券法规定，以上市公司为例，不同持股比例的股东还可分别享有如下在搭建股权架构时需要考虑的特别权利或者影响力：

持股比例	特别权利或者影响力
三分之二以上	决定公司董事会成员、修改公司章程及重大资产重组等事项
超过二分之一	决定公司董事会、监事会成员及重大经营事项
超过三分之一	否决公司重大资产重组事项
30%以上	触发要约收购义务
20%以上	披露详式权益变动报告书
10%以上	1. 提议及召集股东大会 2. 向法院请求解散公司
5%以上	举牌门槛、法定关联方、内幕信息知情人、短线交易限制人
3%以上	会计账簿及会计凭证查阅权
1%以上	1. 向股东大会提案，包括提名董事等 2. 连续持股180日以上，提起股东代表诉讼

（三）股权内容分类

股权是指股东对公司的所有权利的合称。和一般民事主体对物的所有权相比，股权的内容相对丰富及复杂，主要是因为股权的权利标的为公司，而公司属法律的拟制，而非物理实体。股权的内容可以分为三类，分别是决策权（如提案权、表决权等）、财产权（如分红权、处置权、剩余财产分配权）和监督权（如知情权、代位诉讼权等）。

原则上，每一股东所享有的股权是平等的，均包括如上全部三项权利内容，但是实务上，不同股东对不同类别的权利内容的重视程度存在显著差异，如所有股东都一样重视财产权，但对于决策权，一般大股东最为重视，小股东则不太重视，投资人股东的态度则介于二者之间，但小股东可能相对比较重视监督权。因此，在搭建股权架构过程中，需要充分考虑不同类别的股东对不同类别的权利内容关注程度的差异。

（四）各方利益的平衡

从创始人及科创企业的角度，在搭建股权架构的过程中，核心是确保各方利益的合理平衡，具体如下：

首先应考虑确保创始人对公司的控制权清晰、稳定，实现其对公司经营、战略的把控，便于高效决策。这是企业发展的基础。

其次，就联合创始人、持股员工及外

部投资人的持股，应充分考虑其各自的持股目的、主动或者被动的频繁变动诉求，及其可能给企业带来的风险，在保证其主要利益的同时，通过合理的持股安排，便于灵活调整及避免给企业造成不利影响。

最后，适当考虑相关安排对税务的影响，合理降低税负或者避免不必要的税务成本。

003>股权架构搭建的主要实务考量

除上述理论性的基础认知外，股权架构搭建，更需要与实务需求密切结合，因为我们探讨这个主题的主要目的是满足科创企业的实务需求，降低科创企业因股权问题引致的风险，如创始人控制地位的维护、联合创始人的地位界定、对骨干员工的激励、外部融资的推进等。以下，我们就相关实务问题，进行进一步的探讨。

（一）持股方式

1. 法律实体和持股工具

在筹划股权架构过程中，需要建立对两个概念的认识，一个是法律实体，一个是持股工具。**法律实体**，是指相关权利义务的最终归属人（如创始人个人、持股员工个人等）、主要经营主体（如主营业务资质持有主体、业务合同的签订主体及重要资产的持有主体等）及融资主体（如拟上市主体），而**持股工具**则是指由法律实体设立的专用于间接持有另一法律实体权



益、不用于开展其他经营活动的主体，可以为公司、合伙企业及金融产品（如信托、资管计划等）。

在以上对法律实体和持股工具界定的基础上，建议参考的基本原则是，一个法律实体应尽量避免直接持有另外一个法律实体的权益，而应通过设立持股工具，间接持有另一法律实体的权益，以满足商业活动中对法律实体权益的灵活变动需求，及避免因直接持股对法律实体造成不利影响。

当然，在实施这个原则时，需要同时考虑税负等方面的影响。

2. 不同持股工具的比较

在境内法律环境下，可选择的持股工

具，包括公司、合伙企业和金融产品。其中，公司指依据公司法设立的有限责任公司或者股份有限公司，具有独立法人地位；合伙企业指依据合伙企业法设立的合伙企业，不具有独立法人地位；金融产品是指依据信托、资管、基金等方面的规范设立的契约型金融产品，其依法可以自身或者管理人的名义作为企业的股东。

不同的持股工具，因其法律性质、税收地位、治理机制、监管登记等方面存在明显差异，法律实体需要结合其自身情况选择合适的持股工具。通常而言，创始人个人或者其家族会选择有限公司作为持股工具；持股员工会被安排采用合伙企业或者金融产品作为持股工具；联合创始人则需要结合其自身、创始人和科创企业的情况，决定其持股工具的选择；外部投资人一般会自主确定持股工具。

3. 个人直接持股与间接持股的比较

基于前述分析，创始人、联合传创始人和持股员工，显然属于上文定义的法律实体，科创企业亦属法律实体。因此，按照前文所述的原则，建议创始人、联合传创始人和持股员工均通过适当的持股工具，间接持有科创企业的股权，但常见的例外是创始人个人可直接持有公司少量股权。该等例外是从预留必要的变现额度、避免转让股权所得的双重税负、强化对科创企业的控制等角度进行的安排。

个人直接持股与间接持股相比较，其各自的优势和不足可概括如下表所示：

持股方式	优势	不足
直接持股	<ul style="list-style-type: none"> • 持股关系简单、清晰 • 名义税负低 • 上市信息披露简单 	<ul style="list-style-type: none"> • 税筹空间最小 • 股东融资手段受限 • 减持、卖壳不便 • 易受家庭关系直接冲击 • 无法适当放大表决权 • 不能对资产进行适当分割 • 直接股东多，管理不便，甚至引致重大风险
间接持股	<ul style="list-style-type: none"> • 税筹空间较大 • 融资手段多样 • 减持、卖壳更灵活 • 家庭关系危机时有缓冲 • 可适当放大表决权 • 通过持股主体进行资产分割 • 直接股东少，管理方便，甚至可适当规避公司控制权相关风险 	<ul style="list-style-type: none"> • 可能存在双重纳税 • 上市信息披露相对复杂 • 管理成本较高



(二) 发展阶段

不少科创企业在搭建其股权架构时，存在的常见误区是希望在公司设立时就一步到位，导致早期股权结构过于复杂，管理成本过高，或者从设立直到IPO期间，没有及时评估其股权架构的合理性，导致其错过股权架构调整的“窗口期”，难以再进行必要的调整，或者进行调整的税务成本过高。这主要是因该类科创企业未能将股权架构的搭建与其发展阶段密切结合所致。

如前所述，从资本运作的角度来看，一家科创企业的发展阶段可分为四个，分别是初创阶段、私募融资阶段、筹划IPO阶段和上市公司阶段。科创企业在这个四个阶段的特点及其需要考虑的股权事项如下表所示：

发展阶段	相关特点	主要需关注的股权事项
初创	亏损状态, 不确定性大	<ul style="list-style-type: none">• 股权变动不涉及税务负担, 或者负担较低;• 以方便管理为原则, 个人可直接持股, 甚至可安排代持;• 确定现有股东退出的相关原则
私募融资	快速发展, 股权增值	<p>应适当及时检验股权架构, 考虑如下事项:</p> <ul style="list-style-type: none">• 创始人控制架构核心内容的搭建• 共同创始人持股架构的安排• 股权激励的预留及逐步授予• 私募融资额度的安排及预留• 不胜任、不适当或者风险股东的退出
筹划IPO	成熟稳定, 进一步壮大	<p>确定成熟的持股架构, 最终完成:</p> <ul style="list-style-type: none">• 全部股东的持股架构的搭建及一致行动关系的梳理• 评估现有持股架构对上市后减持的影响• 斟酌Pre-IPO的融资需求• 完成主要激励股权的授予• 完全清除代持安排及其他不适当股东• 确定IPO的发行方案 (10%/25%; 新股/老股)
上市后	发展或者转型	基于已有架构, 利用作为上市公司优势, 开展再融资、并购重组、控制权交易等重大资本运作

(三) 股权激励

以笔者的观察, 绝大多数科创企业都会对员工实施股权激励, 使得持股员工成为科创企业的股东构成之一。因此, 科创企业股权架构的搭建, 如何与股权激励有效结合, 也是一个重要课题。

鉴于股权激励的复杂性, 需要以另外的专题进行介绍, 本文仅以IPO为分界线, 简要概括科创企业在上市前后实施股权激励需要关注的要点。总体而言, 上市前的股权激励适合对少量核心人员的激励实施, 上市后的股权激励则适合对更为广泛的激励对象实施, 具体比较如下表所示:



项目	IPO前员工持股	IPO时股票期权	上市后股权激励
持股方式	主要通过合伙企业等平台持股	直接持股	直接持股
激励人数	原则上不限，但安排不当可能触发200人问题	不限	不限
激励对象	不限	不能为独立董事和监事	不能为独立董事和监事
授予或行权价格	不限	不低于授予时最近一年审计净资产或评估值	原则上不低于基准日市价的50%（限制性股票）；或者不低于基准日市场交易均价（股票期权）
授予条件	自由、合理约定	需符合上市公司股权激励管理的规定	需符合上市公司股权激励管理的规定
上市锁定	一般12个月	行权后锁定三年，锁定期满后减持比照董监高相关减持规定执行	第一类限制性股票满足解锁条件后分批解锁，第二类限制性股票、股票期权行权后即可解锁
股票来源	增发新股或者受让老股	增发新股	增发新股或者回购老股
总量限制	不限，可设置预留权益，逐步授予	不超过总股本的15%，不得设置预留权益	不超过总股本的20%或者10%，可设置预留权益
单人限制	不限	不超过总股本的1%	不超过总股本的1%
名义税负	较大机会按投资所得纳税	按工资薪酬所得纳税	按工资薪酬所得纳税

（四）私募融资

对多数科创企业而言，在上市前，从专业的私募基金投资人处获取股权融资，是其发展过程中不可或缺的一步，因此科创企业在搭建股权架构过程中，通常需要为私募股权融资预留相应空间。

私募股权融资对科创企业股权架构的影响，主要体现在如下方面：

首先，私募股权融资会稀释创始人所持股权；如稀释到一定程度，可能会影响创始人对企业的控制地位。为此，科创企业需要根据公司的发展阶段，谨慎规划融

资进度及释放股权的比例。必要时，科创企业可能需要通过设置表决权差异安排，以保持创始人的控制地位。

其次，私募基金投资人均为高度专业化的机构，为保障其利益，其提供的投资协议文本对科创企业及创始人都有着系统、成熟的约束安排，而科创企业如果对此重视不够，未与投资人进行充分的协商与博弈，也可能对科创企业的发展造成不利影响。

再次，除上述考虑因素外，私募基金投资人在完成投资后将成为公司的股东，其自身如果存在合规或者信用瑕疵，也可能会对被投资的科创企业造成不利影响。因此，科创企业亦有必要对拟引进的投资人股东进行反向尽调，以尽可能降低相关风险。

（五）家庭关系

对科创企业股东，尤其是创始人而言，其所享有的公司股权可能价值巨大，且亦可能是其个人甚至家族的主要资产。而创始人的家人，如配偶、父母、子女等，基于婚姻及血缘关系，依法对该等资产，也享有直接或者潜在的利益。如果创始人就其家庭成员对科创企业股权资产的相关权利处理不当，亦可能对科创企业的发展造成严重负面影响。

因此，创始人在考虑创业股权架构时，通常需要在合适时间，从如下角度对其享有公司股权进行相应的安排：

首先，应避免因婚姻、继承等引致的股权分割对科创企业的控制权稳定产生负面影响。实务中，通常可通过设置合理的多层持股架构或者通过家庭成员的事先约定尽量降低该等风险，避免失控。

其次，可考虑通过合理的持股架构，将相应的股权资产，提前向家庭成员进行必要的分配，尽量降低家族成员为此发生纷争的风险。

（六）股东合规

对任何一家公司而言，股东是公司的所有者，且一经完成相关入股手续，即会在公司的相关存续记录中永远留存，或者会留下相关资金流转记录，无法消除。而股东自身如存在合规或信用瑕疵，则自然会对公司产生负面影响，无论其持股比例大小，或者其持股方式为直接或者间接。这些负面影响，轻者会导致企业不能及时完成必要的融资，或者需要应对相关调查；严重时，还可能导致企业上市计划失败。

因此，科创企业拟引进任何股东时，均需要对股东的相关情况进行必要的调查了解，不能仅确认股东能按时缴付出资或者提供其他约定资源即可。

常见的股东合规瑕疵及其不利影响如下表所示：

项目	典型问题	引致的风险
身份资格	股东属公职人员，或者存在其他不法利益输送	涉及贿赂等严重违法风险
信用风险	债务违约、刑事违法、其他违法等	股权被处置或者股东被限制人身自由，影响公司融资或者其他股权变动
资金来源	属非法所得（如属非法集资的资金）	公司被动卷入非法行为，可能导致相关股权或者出资资金被冻结
竞争风险	股东任职的其他公司或者自身经营竞争业务	利用股东身份行使知情权，获取公司商业秘密或滥用股东权利干扰公司经营
股权代持	代他人持股	引起纠纷，或者导致上市信息披露存在瑕疵

004>结论建议

通过上述分析，我们会发现，影响股权架构搭建的因素众多，我们难以通过一篇文章，给出非常具体的方案，但仍可提出如下原则建议，供科创企业参考。

（一）具体方案需要量身制定

科创企业要结合不同的股东情况、控制情况、发展阶段、发展目标等众多因素，明确主要问题和次要问题，区分轻重缓急，有所取舍，才能量身定制相对合理的架构目标及具体的调整方案，不存在一个可以适用于所有情形或者所有发展阶段的完美方案。

（二）要具备对“窗口期”的敏感度

如前所述，科创企业股权架构的调整

往往具有“窗口期”。所谓“窗口期”，就是进行股权调整的最佳时间窗口。因此，科创企业要具有识别“窗口期”敏感度，尽量在合适的时间点内，完成必要的股权架构调整。如果逾期，则可能导致必要的调整难以实施，或者导致调整的税务成本过高；反之，如果过早进行调整，则可能难以制定有针对性的方案，或者导致企业股权调整过于频繁，不当增加管理成本。

（三）要有严肃的合规意识

如前所述，股东作为科创企业最为密切的利益相关方，其自身的合规或者信用瑕疵，可能会对科创企业造成严重不利影响，因此需要高度关注。除一般的合规或者瑕疵外，我们还特别建议科创企业应避免通过股权进行不当利益输送或者规避相关信披义务，对于拟上市企业而言尤甚。

按我们服务众多上市项目的经验，不当利益输送或者对信披义务的规避，往往难以经得起在上市申报阶段由专业机构进行的调取资金流水、查询历史登记记录、分析商业合理性等手段的核查；即使侥幸通过相关核查，在上市后仍存在发生纠纷或者其他相关法律风险的可能。

以上全文为我们主要基于在境内上市及投融资业务领域的经验进行的初步总结、分析，仅供讨论，不构成任何形式的法律建议，欢迎有兴趣的朋友共同切磋、探讨。



年夫兵
合伙人
资本市场部
深圳办公室
+86 755 3325 6998
NIANFUBING@ZHONGLUN.COM



境外上市过程中VIE架构 拆除的监管关注要点

作者 / 陈原 丁红婷

笔者近期协助某企业完成了在境外上市备案期间的VIE架构拆除，并成功通过中国证监会备案，在香港联交所挂牌上市。本文将结合增值电信业务扩大对外开放的背景，以最新实践经验为基础，通过梳理和分析中国证监会、香港联交所的反馈问题，总结境外上市备案过程中VIE架构拆除的监管关注要点，尤其是为符合香港联交所关于VIE架构“Narrowly-Tailored”（严格限定）审核原则需要拆除VIE架构并在拟于香港联交所上市的企业提供借鉴和参考。

001>境外上市企业拆除VIE架构的背景及动因

2023年3月31日，《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及配套监管指引（合称为“《境外上市备案新规》”）正式实施，标志着境外上市步入“全面备案制”时代。根据《境外上市备案新规》，境外上市分为直接上市和间接上市。直接上市系指境内设立的股份有限公司在境外发行上市；间接上市是指主要经营活动在境内的企业，以在境外注册企业的名义，基于境内企业的股权、资产、收益或其他类似权益境外发行上市；其中间接上市又分为直接持股红筹架构和协议控制架构。尤其值得关注的是，《境外上市备案新规》首次将协议控制架构，即可变利益实体（Variable Interest Entity，简称“VIE”），纳入备案监管范畴。

从境内备案角度，根据中国证券监督管理委员会（“中国证监会”）披露的信息，截至2024年5月23日，已/拟境外上市企业中涉及VIE架构的企业分别为14家、32家¹。鉴于《境外上市备案新规》出台时的《证监会有关部门负责人答记者问》中已明确，就VIE架构企业境外发行上市，中国证监会将征求行业主管部门的意见，并以其意见作为完成备案的前提条件之一。因此相较于直接持股红筹架构或境内企业境外直接上市的架构，VIE架构企业境外上市备案需以行业主管部门意见为前提，在

备案时长和备案结果确定性层面亦面临更多挑战。

从境外审核角度，香港联交所对于VIE架构的使用采取“Narrowly-Tailored”审核原则，即上市申请人只能在必要的情况下以VIE架构控制外资受限业务经营实体。

2024年4月08日，工业和信息化部发布《关于开展增值电信业务扩大对外开放试点工作的通告》，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。在获批开展试点的地区取消互联网数据中心业务（IDC）、内容分发网络业务（CDN）、互联网接入服务业务（ISP）、在线数据处理与交易处理业务，以及信息服务业务中信息发布平台和递送服务业务（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。

根据涉及VIE架构企业的招股书等公开文件，约半数VIE架构企业不同程度涉及增值电信业务，主要涉及信息服务业务，同时也会涉及诸如在线数据处理与交易处理业务、内容分发网络业务、互联网接入服

¹截至2024年5月23日，中国证监会已经接收并仍在审理的首次境外发行证券企业共103家，其中根据有效披露涉及VIE架构企业共32家（拟赴香港上市的共23家，拟赴美国上市的共9家）；已获得中国证监会备案通知书、涉及VIE架构的企业共14家。

务业务等在内的其他业务类别。

基于上述，笔者理解，可能有越来越多的拟申请境外上市企业将考虑拆除VIE架构，以加快备案进程或符合香港联交所的“Narrowly Tailored”原则。

002>哪些拟境外上市企业VIE架构需/可拆

1.哪些拟境外上市企业VIE需拆

由于外资准入政策发生变化，境外上市企业所从事的业务从外资受限业务变为非外资受限业务的，或需拆除VIE架构。本次试点放开的五类增资电信业务中，不考虑港澳服务提供商、自由贸易区等特殊规定，互联网数据中心业务（IDC）、内容分发网络业务（CDN）、互联网接入服务业（ISP）原为禁止外资，在线数据处理与交易处理业务（电子商务外）、信息服务业务中信息发布平台和递送服务业务（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原为外资股比不超过50%，取消外资股比限制后，对于注册在试点地区且从事相关业务的企业而言，继续采用VIE架构失去了必要性，为符合“Narrowly-Tailored”原则，需拆除VIE架构。

需要特别注意的是，部分企业可能存在同时从事多项增值电信业务的情况，而本次试点放开仅涉及其中一项业务，因而需考虑该等业务是否可拆分、是否可以独

立作为一项服务，若可，则需将试点开放业务剥离至境外上市企业直接持股条线；若不可，则需向香港联交所论述该等业务的不可拆分性，继续采用VIE架构。

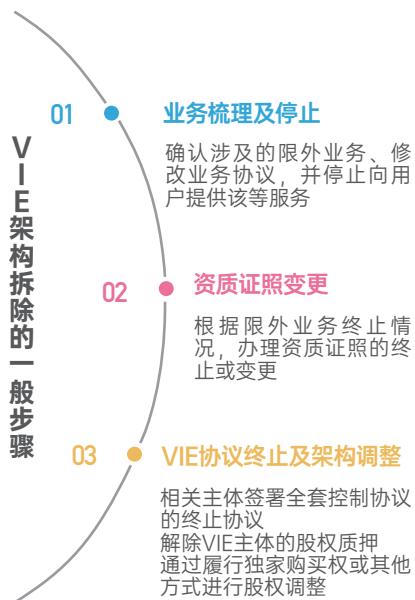
2.哪些拟境外上市企业VIE业务可拆

对于限外业务非主营业务的企业，可以通过终止非主营限外业务的方式拆除VIE架构。笔者近期协助某企业进行的VIE架构拆除即属于该等情况，其核心业务不属于外资受限业务，但围绕核心业务，该企业同时向用户提供附加服务，其中涉及经营性互联网信息服务，该等服务所产生的收入占比极小，企业最终在终止该等附加业务后进行了VIE架构的拆除。

003>如何拆除VIE架构

VIE架构拆除一般包括业务的梳理及停止、资质证照变更、VIE协议终止及架构调整。





注：仅因外资准入政策发生变化而进行的VIE架构拆除无需进行上述步骤01和02。

004>备案过程中VIE架构拆除的监管关注事项有哪些

笔者实践中处理拆除VIE架构项目在境外上市审核/备案期间，观察到中国证监会、香港联交所均对VIE架构拆除给予了高度关注，反馈问题包括但不限于：VIE架构拆除的原因、拆除VIE架构对发行人业务的影响（尤其是否影响发行人业务开展所需资质证照完备性、VIE架构拆除所涉及的股权变动对应的作价依据及公允性和税务处理合规性、相关股权变动是否符合《关于外国投资者并购境内企业的规

定》（“10号文”）的规定等。

基于上述关注要点，我们梳理了以下注意事项：

1.拆除VIE架构对公司业务资质证照完备性及合规性的影响

对于原受限业务不再受限而拆除VIE架构的企业，需关注企业拆除VIE后是否仍然具备开展业务所需的全部资质证照。企业在拆除VIE架构的同时，是否涉及向主管部门申请变更或重新申领相关资质证照。例如，企业可能需要将原VIE实体持有的资质证照变更至境外上市企业直接持股主体名下，或者因原VIE实体股权结构变更向主管部门履行相关变更手续。在此过程中，企业应当充分评估资质证照变更或重新申请的可行性，以及可能面临的审批风险和时间成本，提前制定应对方案，确保业务的连续性和合规性。

2.拆除VIE架构对公司业务的影响

对于终止非核心业务而拆除VIE架构的企业，除关注资质证照的完备性外，需重点评估停止外资受限业务对企业业务的影响。一方面，关注停止的外资受限业务与企业核心业务是否相对独立，开展核心业务是否依赖于外资受限业务的配套。如果两者之间存在紧密的业务关联，停止外资受限业务可能会对核心业务的开展造成实质性障碍。另一方面，关注外资受限业务的收入规模，评估停止该业务后是否会

对企业未来收入产生重大不利影响。如果外资受限业务占企业收入的比重较高，那么停止该业务可能会损害企业的持续经营能力和财务表现。因此，企业和中介机构需充分论证外资受限业务与核心业务的独立性，以及停止外资受限业务对企业经营的影响有限，以回应监管关切。

3. VIE架构拆除方案所涉及的股权变动安排

根据10号文，境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司（“**关联交易**”），应报商务部审批。根据《公司法》，关联关系，是指公司控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员与其直接或者间接控制的企业之间的关系，以及可能导致公司利益转移的其他关系。拟拆除VIE架构的企业需特别注意拆除方案项下的股权变动安排是否会触发10号文项下的关联交易审查机制，在拆除方案讨论阶段需做好充分论述及预案。

4. VIE架构拆除方案所涉及的控制权连贯性

VIE架构拆除的目的即为将协议控制调整为股权控制，调整过程应当注意确保拟上市公司对于VIE主体的始终控制。因此，需关注股权转让的生效时间、VIE协议的终止时间，避免中间存在控制力真空期间。

5. VIE架构拆除所涉及的税务问题

VIE主体通常由境内自然人作为名义股东持有股权，将VIE架构调整为直接持股红筹架构具体操作体现为WFOE行使协议控制协议项下的独家购买权，以名义对价取得股权。境内自然人股权转让时的溢价所得，应缴纳20%的个人所得税。如果股权转让收入低于净资产或初始投资成本的，视为股权转让收入明显偏低，可能面临被调整的风险。因此，需关注该等股权转让定价是否合理，是否已完成纳税申报及缴纳程序，是否取得了税务主管部门的合法合规确认。

005>结语

尽管本次试点具体落地实施还有待四个试点区域出台具体的实施方案，但从VIE拆除涉及的成本及税负等角度考虑，如涉及境外上市企业VIE架构需拆或可拆，建议企业立足实际情况尽早考虑，并针对监管机构关注要点提前准备应对方案，从而顺利推进项目。

（钮天豪对本文亦有贡献）



陈原
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3578
CHENYUAN@ZHONGLUN.COM



中伦合规与政府监管业务

中伦合规与政府监管部拥有200多名专业律师，他们具有丰富的本土经验、开阔的国际视野，以及多元的专业背景。他们有着出色的国际教育背景、丰富的海外工作经历和多个司法管辖区的法律执业资格，能够为全球客户提供境内外一体化的法律服务。

由于在相关领域的卓越表现，中伦常年得到《钱伯斯》(Chambers)、《法律500强》(The Legal 500)、《商法》(China Business Law Journal)等国际权威法律评级机构的重点推荐。

中伦合规与政府监管部专注于中高端合规与政府监管法律服务，业务全面覆盖合规和反腐败、反垄断和竞争法、贸易合规和救济、海关和进出口、劳动人事、环境保护和安全生产等各项领域。在合规与政府监管诸多细分领域，如：企业合规体系建设、反垄断调查、海关调查、贸易救济调查、反洗钱、出口管制、经济制裁、跨司法管辖区调查、重大合规危机管控、海外劳动用工、突发环境和安全事故应急处置等领域，中伦均能提供高效、高附加值的专业解决方案。

CHAPTER

02

COMPLIANCE
& GOVERNMENT
SUPERVISION

合规和政府监管



强监管背景下金融机构合规 管理体系的构建与实施

作者 / 刘相文 丁海东 国玺

2023年10月召开的中央金融工作会议指出，金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分，提出了加快建设金融强国的战略目标和全面加强金融监管的工作任务。

但从2023至今，中国金融行业却无疑正经历一个“不平凡”的时期。在市场层面，证券市场和房地产市场持续表现低迷，多家大型企业“暴雷”，村镇银行加速重组、地方债风险陆续出清，无不反映着市场环境的复杂。在此背景下，部分金融机构合规风险的暴露，造成了重大经济损失和广泛社会影响。

相应地，在政策与监管层面，国家金融监管总局组建、中央金融工作会议召开、反腐风暴席卷金融行业、程序化投资监管加强、转融通受限、《私募投资基金监督管理条例》《非银行支付机构监督管理条例》《商业银行资本管理办法》等一系列重要法律法规出台……种种信号无不昭示着一个强监管时代正以不容置疑的姿态快步走来。

001>金融机构构建合规管理体系的价值

时至今日，“合规创造价值”已成为业界的共识。在强监管背景下，合规已成为攸关金融机构和从业人员前途的重大问题。构建一套体系全面、运行有效的合规管理体系，对于金融机构而言无疑具有重大价值。

(一) 有利于金融机构实现风险管理目标

中央金融工作会议提出，防控风险是金融工作的永恒主题。合规管理作为“大风控体系”的重要组成部分，在金融机构中与风险管理工作的结合则更加紧密。

在审慎监管层面，监管机构将金融机构内部的风控指标固化为合规要求，对风险管理进行硬约束，2024年初施行的《商业银行资本管理办法》即为典型。在行为监管层面，监管机构在金融机构经营管理的各环节设置了高度具体的合规要求，例如禁止刚兑、禁止通道业务、限制多层嵌套等，既是对开展业务的约束，也是对防范风险的指引。遵从上述合规义务有助于增强机构整体的风险控制和承受能力，避免各类风险事件的发生。

(二) 为金融机构获取市场竞争优势

在市场环境整体低迷、竞争日趋激烈的背景下，构建完备有效的合规管理体系已成为金融机构的核心竞争力之一，是当

前政策与市场环境下，金融机构图存续求发展的必然选择。

一方面，强监管背景下，合规风险事件的后果难以承受。2023年12月，国家金融监管总局对某银行开出罚单，罚没金额高达2.24亿，¹充分展现了监管者的决心。除经济损失之外，某些违规行为还可能导致暂停业务乃至取消牌照的后果，严重影响经营乃至机构的存续。另一方面，在低迷市场环境下，金融市场中的客户和合作伙伴都更倾向与合规管理有效、合规表现良好的机构开展合作。

(三) 为从业人员职业发展提供保障

金融强监管的另一个特征就是对个人问责的不断强化。金融机构构建完备有效的合规管理体系是为从业人员职业发展提供保障的重要手段。

一方面，完备有效的合规管理体系有助于防范从业人员因机构违规被追责的风险。金融机构违规导致高管个人被追责的案例屡见不鲜。构建有效的合规管理体系有助于从源头上防范此类风险，是对全体从业人员职业发展负责的表现。

另一方面，完备有效的合规管理体系有助于遏制从业人员腐败行为。金融行业作为中纪委重点关注的“权力集中、资金密集、资源富集”领域，各类腐败风险不仅造

1.参见国家金融监督管理总局金罚决字〔2023〕15号行政处罚决定书。

成了重大经济损失和恶劣社会影响，也威胁着从业人员个人的职业、家庭乃至人身自由。通过构建合规管理体系，金融机构可以打造“制度的笼子”，压缩腐败行为的空间；也有助于在内部形成廉洁守法、诚信合规的文化氛围，从根本上消除腐败行为的土壤。

002>金融机构构建合规管理体系的实施路径

作为一直以来受到监管机构重点关注的主体，各类金融机构的合规管理工作往往并非完全空白。但过去一个时期，行业合规风险事件频发的现状，反映出其合规管理体系建设仍有进一步完善的空间。

金融机构合规管理体系的构建，应当基于企业合规管理的基本方法和经验，结合金融机构自身经营管理现状（包括但不限于机构类型、组织结构、业务类型、业务流程等方面）和面临的监管环境，以推进“实质合规”为最终目的，从合规管理体系的各组成部分入手，协同推进合规管理体系的建设。并针对金融机构业务领域的合规管理、相较一般企业更加突出的商业腐败风险等重点领域，开展合规管理专项工作。

²当前，金融机构合规管理负责人根据机构类型有不同的称谓：在券商称合规总监、在基金管理公司称督察长、在银行和保险公 司称合规负责人、在期货公司称首席风险官等。

(一) 构建全面合规管理体系

1. 完善合规管理组织架构

中国金融行业不受约束野蛮生长的阶段早已成为过去。在《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》《商业银行合规风险管理指引》《保险公司合规管理办法》等诸多法律法规的规范下，国内各类金融机构大致确立了基本的合规管理组织架构，也培养了一定的合规专业力量。但要实现合规管理工作的体系化，适应日益严峻的监管环境，使合规管理组织切实发挥作用，还需要重点关注以下方面：

首先，明确合规管理负责人（首席合规官）的定位与职责。当前，基于各自适用的法律法规，不同类型金融机构合规管理负责人²的职责与定位存在一定差异。随着我国金融监管机构改革的推进，金融机构效仿央企引入首席合规官制度是一种趋势。未来金融机构强化合规管理组织机构建设的首要任务，就是根据监管要求，明确首席合规官的定位与职责，具体到任职条件、委任程序、对谁负责、分管部门（条线）、职责内容、履职权限等，并在此基础上，延展出各分支机构和子公司合规管理负责人以及各级合规管理部门的职责与定位，以实现提纲挈领、上下贯通的功效。

其次，将合规管理组织架构与公司治理结构有效衔接。新《公司法》已于2024年7月1日正式实施，其中明确规定了董事会专门委员会的内容。这一规定为解决

《中央企业合规管理办法》未明确合规委员会与董事会关系的问题，提供了一种思路，³即可以将合规委员会作为董事会的专门委员会。金融机构可以通过公司章程修订、制定专门工作制度等方式，明确其人员组成、职责范围、议事规则等。此外，还需要明确合规委员会与首席合规官、各分支机构合规管理负责人、各级合规管理部门的关系，并为其设计沟通协调机制等，从而使合规委员会成为新《公司法》下的公司治理结构的有机组成部分，充分发挥其应有的作用。

再次，系统落实“三道防线”以形成合规管理合力。自从“三道防线”理论被引入我国以来，许多金融机构也尝试将其应用于合规管理，但由于各种客观原因，部分金融机构的“三道防线”建设仅停留在纸面上，只是合规管理制度中规定的几条职责。在经营管理实践中，业务部门片面追求绩效、合规管理部门话语权不足、审计和纪检监察追责缺位等现象时有发生，造成“三道防线”未能有效拦截合规风险，最终酿成风险事件。针对上述情形，金融机构需要在组织机构层面做实三道防线，将每道防线相应部门的合规管理职责具体细化、落实到人；同时要建立三道防线之间的组织协调机制，保障三道防线信息共享、立场统一、步调协同，切实起到防范合规风险的作用。

最后，探索构建合规、法务、内控、风险“四位一体”的企业管理体系。虽然是

国资委对国央企管理体系提出的要求。但这一命题对于金融机构，尤其是管理部门（条线）齐全的大中型金融机构，同样至关重要。要在本机构既有的组织机构框架下，在相关管理部门（条线）之间建立协调机制、妥善划分职责，有效消除机构内部管理重叠和空白，在确保实现风险防控总体目标的基础上，促进集约管理、高效决策、包容创新等一系列管理目标的实现。

2. 建立健全合规管理制度

当前阶段，不同金融机构的合规管理制度体系建设水平差异很大，虽然大部分金融机构已经基本建立了合规管理制度，但距离建成体系化、高质量、全覆盖的合规管理制度体系，仍有继续改进的空间。

首先，部分金融机构仍需尽快完善合规管理制度。随着合规管理工作本身已经成为监管机构重点关注的对象，即便未出现实质违规情形，仅制度缺失就可能导致不利的法律后果，例如，2023年12月，某期货公司就由于互联网营销活动相关制度不健全及其他违规行为被深圳市证监局采取责令改正的行政监管措施；后由于整改不力，于2024年1月被强制暂停期货经纪业务、新开户期货交易咨询业务六个月，⁴

3.《中央企业合规管理办法》第十一条规定：“中央企业设立合规委员会，可以与法治建设领导机构等合署办公，统筹协调合规管理工作，定期召开会议，研究解决重点难点问题。”该条文明确了央企合规委员会的职权，但并未就其在公司治理结构中的定位作出明确规定。

4.参见深圳证监局〔2023〕232号、深圳证监局〔2024〕13号行政监管措施决定。

对该机构的经营造成了一定影响。因此建议金融机构梳理适用的法律法规和规范性文件中关于合规管理制度的要求，形成制度建设任务清单，并参照清单健全制度建设、完成外规内化，消除内部管理制度在规范上的空白。

其次，部分金融机构需要加强合规管理制度建设的体系化。在实践中，部分金融机构由于业务条线多样、组织机构复杂、子公司和分支机构众多等各种原因，存在制度管理职权不清、分级分类标准混乱、制度内容彼此冲突等各种问题。建议金融机构首先明确各管理部门之间、总部和子公司（分支机构）之间在制度建设方面的职责划分和协作机制；其次要明确制度管理牵头部门及其协调职权，可采用制度建设计划等方式，自上而下规划和协调本机构的制度建设工作；再次要建立统一的制度分级分类体系，做好每项制度在本机构制度架构中的定位；最后要建立统一的制度审核机制，由制度管理牵头部门负责，避免出现制度规范内容的空白和冲突。

最后，部分涉及金融创新业务缺乏制度的约束。监管相较金融市场上时刻高度活跃的商业创新总是相对滞后的，创新业务往往缺少监管机构的外部合规要求。部分金融机构的合规制度建设停留在“外规内化”的阶段，在尚无外部监管规则时，不能及时跟进业务部门的金融创新，使业务处于无约束的情况。对此，建议金融机构视自身情况将制度建设延伸进入对新业务的

合规专业支持中。例如，在机构内部的新业务评审机制中，合规专业人员不但要参与并提出专业意见，还可与业务部门密切合作，视情况制定层级较低的合规指引、工作文件等制度用于指引和约束创新业务开展，而后随着相关业务的成熟和外部监管要求的明晰再将相关内容纳入更高层级的管理制度中。

3. 优化合规管理运行机制

合规管理运行机制是金融机构合规管理体系中最重要的一环。在监管机构日益强调“穿透监管”的当下，单纯完成合规管理动作已经不足以让金融机构免责，实现“实质合规”才是合规管理工作的最终目标。但在近年来金融行业出现的合规风险事件中，业务部门有规不依、合规管理体系形同虚设的情况反复发生，金融机构虽有合规组织架构和合规管理制度，但未能发挥作用，其核心就在于合规管理体系运行机制的不足。

首先，在合规风险管理方面，金融机构要建立周期性、制度化的合规风险识别、评估和预警机制。金融市场瞬息万变，监管政策和相关的法律法规也随之不断更新调整。金融机构有必要建立即时更新的合规风险清单乃至合规风险数据库，并结合市场和监管环境变化，对风险发生的可能性和相应的后果进行评估；对当前市场中常见或重大的风险要及时预警。与此同时，还建议金融机构针对发生可能性较高、造成后果严重合规风险提前准备应

急预案，一旦风险发生，相关业务部门和职能部门应迅速上报，并按照预案协调妥善应对。嗣后还应通过修订制度、优化流程等方式进行整改，将合规要求纳入重点岗位，嵌入重要业务流程，实现合规“入岗入流程”。

其次，在合规审核方面，有必要通过适当的方法确保在经营管理决策流程中植入实质性的合规审核节点。建议金融机构妥善设计合规审核的分工，厘清业务部门、合规管理部门、合规管理负责人在合规审核工作中的职责边界。此外，还要强化合规审核闭环管理，建立健全后评价机制，对合规审核意见的采纳情况和后续业务开展情况进行追踪，综合评判合规审核的质量与效果；另一方面还要强化责任追究，对因未遵守正确合规审核意见或在审核中出现故意或者重大过失，造成风险和损失的，要切实追究责任。

再次，金融机构要保障违规举报问责机制切实发挥作用。针对金融行业违法犯罪行为专业性、隐蔽性强的特点，“吹哨人”（Whistleblower）制度被世界各国监管机构广泛应用。考虑到当前国内市场和监管环境下，发生重大合规风险事件的严重后果，金融机构也有必要充分利用内部的违规举报问责机制，明确违规举报的主管部门，建立便捷高效的违规举报渠道。此外，也建议金融机构建立完善的内部调查和责任追究机制，一旦举报的违规问题查实，应当按照内部管理制度和相关法律

法规严肃追究违规行为人的责任。此外还要采取合理必要措施保护举报者，避免打击报复等。

最后，建议金融机构针对合规管理体系开展考核和评价。近年来，随着合规管理在金融机构内部治理中的地位提升，各大金融机构对从业人员合规表现的考核日益强化。建议金融机构在现有合规考核基础上，基于合规管理体系中各部门、各岗位具体的合规管理职责，设计更加合理的考核指标，并将合规考核结果赋予适当的权重，体现在最终考核结果中。此外还需定期不定期地开展合规管理有效性评价，包括对整个机构的全面合规管理评价和对于重点领域的专项评价，切实把握本机构的合规管理运行状况，可以在此基础上形成本机构全面或专项领域的合规管理报告等成果。

4. 强化合规管理保障措施

随着业界对合规方面重视程度不断提高，各家金融机构都开始向合规管理倾斜更多资源，以保障合规管理体系的有效运行。管理层的重视为加强合规管理体系奠定了坚实的基础，但为合规管理体系提供保障同样也是一项系统性的工作。

首先，要建设一支过硬的合规专业人才队伍。金融机构的业务高度专业化，其合规专业人员需要掌握金融与法律等多学科专业知识，兼具良好的沟通交流和学习能力。建议金融机构针对合规专业队伍构建分级分类任职要求，从专业背景、履历

经验等方面设置条件，为合规管理工作配备充足的专业力量。

其次，要保障合规管理部门和人员在机构内部的话语权。在当前低迷的市场环境下，营利性金融机构的业绩压力可能会使合规工作在机构内部面临“边缘化”的问题。要确保合规要求的落实，不能单纯依赖合规专业人员的沟通和说服，还要赋予合规管理部门和人员适当的权力和职级待遇，从制度上保障其工作得到其他部门（条线）的配合、专业意见和要求能够得到尊重与落实。此外还要保障合规专业人员履职的独立性，尤其要考虑如何制约上级领导和管理人员对合规工作的干涉，根据本机构的实际情况，从汇报条线、考核指标等多方面夯实合规管理部门和合规专业人员独立性的基础。

最后，积极营造诚信合规的文化氛围。在企业内部营造廉洁守法、诚信合规的文化氛围是提高金融机构合规管理水平的治本之策。但合规文化的培育是长期积累的结果，需要多方面工作协同发力，久久为功。合规培训应当聚焦本机构业务工作实际，结合市场热点和监管政策变动，突出重点领域，妥善安排培训内容。为确保培训工作成效，可以尝试举办培训考核、业务领导讲合规、合规知识竞赛等各种活动，综合利用新媒体等渠道、将合规学习转变为机构内部的日常文化生活的组成部分，潜移默化宣贯合规知识、培养合规意识。

(二) 加强重点领域专项合规

1. 严格规范业务，防范过度投机

在低迷的市场环境下，金融机构业务部门及其从业人员面对业绩压力，往往具有轻视乃至忽视合规风控等内部管理要求的倾向；但业务领域往往也是监管机构合规要求最严格、各类风险最集中的领域。业务领域的合规管理是金融机构合规管理体系建设的重中之重。

首先，要对业务行为进行高度细化的事前规范。通过业务合规指引或其他类似方式，对业务活动的每个环节进行详细规定，明确强制性和禁止性的合规要求，并通过培训和考核的方式确保业务人员掌握有关要求。

其次，在业务流程设计上，金融机构需根据业务实际情况，尽可能植入强制合规审核节点，并赋予合规审核人员否决权，未经合规审核通过不得继续推进业务。

再次，对于无法通过合规审核逐一把控的业务活动，例如，线下面向投资者的资管产品销售等，可以通过双录留痕等方式保留业务过程记录，并在金融机构内部定期不定期开展的合规检查和评价中进行抽查或普查。

最后，强化工规考核和事后追责，一方面要将合规表现纳入对个人的考核评价中，通过合规管理部门评分、合规审核意见统计等方式，量化业务人员的合规表现并在考核评价中赋予适当的权重；另一方面要对违规事件依法依规坚决追责，对于

明知违反合规要求仍继续实施有关行为的，要加重处罚。

2. 遏制商业腐败，强化廉洁从业

从近年来纪检监察机关和司法机关查处的金融领域腐败案件来看，金融机构的商业腐败常与复杂金融交易相交织，以各种表面合规的形式为掩护，具有较强专业性和隐蔽性；往往涉及金额较大，牵涉人员众多，形成非法利益共同体；且由于其利益输送本质，常与其他违规行为相伴生，容易衍生其他合规风险。因此金融机构需要着重加强反腐败领域的合规管理。

其一，建议金融机构结合自身业务及管理实际，通过制定专项合规指引或在相关内部制度中，明确廉洁从业的要求，结合本机构的经营管理场景，揭示违规行为，为全体从业人员划清合规红线。

其二，建立制度性的内部合规调查和检查机制，针对同类机构及自身商业腐败风险较集中的领域、近期市场和监管热点以及内部举报的违规行为线索，协同人事、合规、审计、纪检监察、巡视巡察等多部门力量，定期不定期地开展内部合规调查或检查，必要时可以委托外部中介机构或由不同分支机构及子企业的合规管理部门交叉进行。此外，考虑到商业腐败行为与其他违规行为的关联性，若发现特定领域其他违规行为集中出现的，也应当重点关注该领域的商业腐败风险。

其三，系统强化除反腐败之外其他领域，尤其是业务、采购等领域的合规管

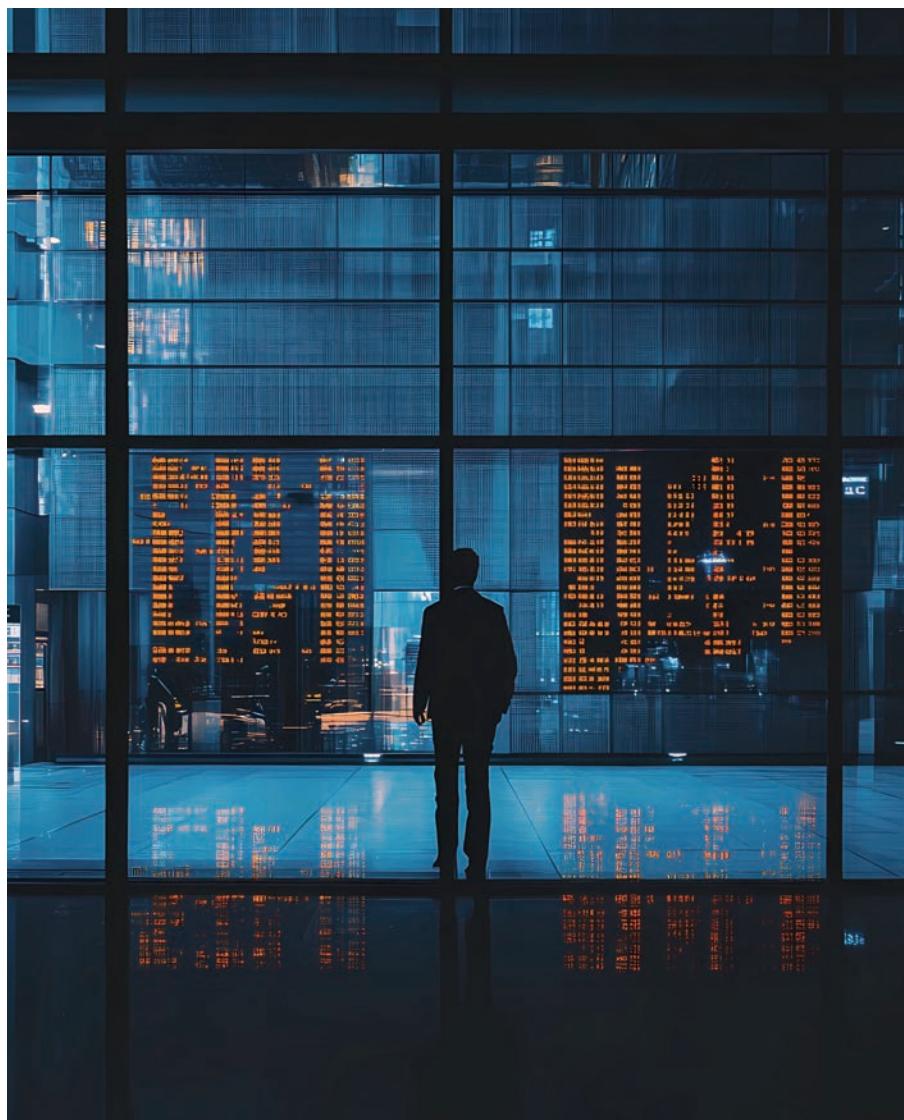
理。一方面避免商业腐败风险衍生其他合规风险，给金融机构带来更大损失；另一方面通过遏制利益交换链条，间接压缩商业腐败行为存在的空间。

其四，加大责任追究力度，提升对商业腐败行为的震慑力。建议金融机构制定对商业腐败行为进行责任追究的相关制度，确保违规行为的责任与其情节与损害后果相适应，避免责任畸轻的情况。针对经过内部检查调查或通过其他方式查实的各类商业腐败行为，应当依法依规从严处置。若出现违反党纪、行政法规乃至刑法的，应当移交相关主体依法追究法律责任。

其五，开展培训宣传，培育廉洁氛围。建议金融机构根据自身实际情况，在培训计划中增加反腐败专项内容；要确保廉洁教育覆盖全体从业人员，对于“关键少数”更应重点强化学习培训；并通过学后考核、业务领导讲合规等方式，保障培训学习的成效。与此同时，充分利用新媒体、宣传海报、组织集体学习及廉洁合规知识竞赛等方式，多样化廉洁合规宣传手段，在企业内部弘扬廉洁合规的价值理念，推动反腐败合规要求的全面落实。



刘相文
合伙人
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2050
LIUXIANGWEN@ZHONGLUN.COM



ESG信息披露2.0时代——上市公司可持续发展报告新规要点及企业合规应对

作者 / 高俊 周杨洁 张若妍

2024年4月12日，上交所、深交所、北交所（下称“**沪深北交易所**”）分别发布《上市公司自律监管指引——可持续发展报告（试行）》（下称“**《指引》**”），并于2024年5月1日正式实施。《指引》要求上市公司应当将可持续发展理念融入公司发展战略、经营管理活动，强制要求部分公司按照本《指引》及交易所相关规定披露可持续发展报告。《指引》是沪深北交易所首次提出的上市公司强制披露相关规范性指引，对中国上市公司信息披露具有重大影响。

001>国内外ESG信息披露的发展现状

ESG理念自2004年首次被联合国全球契约组织（UNGC）正式提出始，这一聚焦于环境、社会、治理表现的理念逐渐成为评估企业可持续发展的重要准则。各国、各国际组织与ESG相关的政策、信息披露要求、评估评级方法等不断涌现，当下ESG已成为评估企业可持续发展及投资者各类投融资决策的重要考量因素。然而，在一些国家和地区，尤其是新兴市场，部分市场主体的ESG相关信息未披露，或者披露不真实、不规范、信息价值低等问题确实存在，使得部分市场主体难以获得有效地ESG评级，从而较难获得关注ESG的投资者的青睐。现就国内外ESG信息披露相关规范做简要介绍。

1. 国际ESG披露监管现状

目前各国关于ESG披露的监管政策有所不同。

欧盟通过立法的形式将ESG理念转化为切实可行的法律法规，从2014年发布的《非财务信息报告指令》（NFRD）到2022年发布的《公司可持续报告指令》（CSRD）再到2023年被审批通过的作为CSRD配套标准的《欧洲可持续发展报告准则》（ESRS），欧盟正逐渐建立起以强制披露为主的ESG信息披露规范。

美国的ESG披露监管以其两大证交所引导上市公司自愿披露为主，其中纳斯达

克交易所在2017年、2019年分别发布了《ESG报告指南1.0》和《ESG报告指南2.0》，列举完整的ESG关键绩效指标体系，为ESG报告编制提供了详细指引；而纽约证券交易所则在2021年发布了《可持续发展报告的最佳实践》，介绍了ESG报告准备步骤、ESG评级方法等信息，助力公司进行ESG披露。

就ESG信息披露准则而言，目前全球报告倡议（GRI）、可持续会计准则理事会（SASB）、联合国可持续发展目标（SDGs）、气候披露准则理事会（CDSB）、国际整合报告委员会（IIRC）、气候相关财务信息披露工作组（TCFD）、国际可持续准则理事会（ISSB）等机构均提出了具体的报告框架，系当下国际主流的ESG披露标准。

2. 中国ESG披露现状

中国香港的资本市场在ESG信息披露方面相比于中国内地发展较早。香港的ESG信息披露制度围绕港交所发布的《环境、社会及管治（ESG）报告指引》和相应的咨询文件展开，目前采取的是强制和半强制并存的监管制度，其中G（公司治理）相关的管治架构、汇报原则、汇报范围等为强制披露信息，E（环境）和S（社会）相关议题暂以“不披露就解释”为原则，但随着咨询文件《优化环境、社会及管治（ESG）框架下的气候信息披露》的发布，气候变化披露部分将于2025年成为强制披露信息。

在《指引》发布之前，我国基于中国国情和战略布局形态，内地监管部门及各交易所陆续制定相关政策已逐步形成了ESG信息披露的基本规范。2018年证监会发布新版《上市公司治理准则》，确立ESG信息披露的基本框架。随后上交所、深交所陆续发布《上交所科创板股票上市规则》、《上海证券交易所上市公司自律监管指引第1号——规范运作》、《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第1号——主板上市公司规范运作》等政策文件，要求上市公司加强社会责任承担责任，对部分特定类型的上市公司作出强制披露的要求，并鼓励其他公司主动披露。2022年11月证监会制定并印发《推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）》，要求建立健全上市公司可持续发展信息披露制度。

2024年5月1日，沪深北交易所同时发布的《指引》正式实施。《指引》对可持续报告框架、披露内容提出了具体要求，标志着我国ESG披露将进入刚性规范的新纪元。

002>《上市公司自律监管指引——可持续发展报告（试行）》内容解读

（一）《指引》的特点

1. 立足中国国情，接轨国际标准

沪深北交易所在《指引》的框架和内容上高度一致，立足中国国情和中国资本

市场基本情况，在议题设置上体现中国可持续发展的价值观及国家战略，如设置乡村振兴、创新驱动、循环经济等议题，契合我国共同富裕追求、创新驱动战略及美丽中国的建设需求。

在立足我国国情的基础上，《指引》整体框架和议题与国际主流准则中的标准高度一致。就信息披露框架来看，气候相关财务信息披露工作组（TCFD）为企业披露环境、社会、治理提供了一个全球认可的框架，基于此，国际可持续准则理事会（ISSB）构建了相同的可持续披露框架并于2023年发布两份国际可持续披露准则（ISDS），即一般要求（IFRS S1）和气候相关披露（IFRS S2）。根据TCFD建议以及ISSB气候准则的要求，信息披露应当围绕治理、战略、风险管理、指标和目的这四个主题展开。而本次沪深北交易所在《指引》第二章可持续发展信息披露框架中均写明应当围绕“（一）治理；（二）战略；（三）影响、风险和机遇管理；（四）指标与目标”框架对拟披露议题进行分析和披露，与以上国际主流准则高度契合。

“（一）治理，即公司用于管理和监督可持续发展相关影响、风险和机遇的治理结构和内部制度；

（二）战略，即公司应对可持续发展相关影响、风险和机遇的规划、策略和方法；

（三）影响、风险和机遇管理，即公司用于识别、评估、监测与管理可持续发

展相关影响、风险和机遇的措施和流程；

（四）指标与目标，即公司用于计量、管理、监督、评价其应对可持续发展相关影响、风险和机遇的指标和目标。”

IFRS S1和IFRS S2中对于企业披露可持续相关财务信息进行规定，规定主体应提供有关可持续性风险和机遇，对其报告期以及短期、中期和长期财务状况、财务业绩和现金流量的（预期）影响的定量信息。类似规定同样也在《指引》中有所体现：

“第十四条 披露主体应当识别并充分评估可能在短期、中期或长期内对公司商业模式、业务运营、发展战略、财务状况、现金流、融资方式及成本、价值链等产生重大影响的可持续发展相关风险和机遇，并披露下列内容：

（一）公司识别出的与可持续发展有关的风险（如气候变化相关物理风险、转型风险）和机遇，以及相关风险和机遇对公司造成重大影响的时间范围；

（二）公司对短期、中期和长期的定义，以及相关定义与公司的发展战略规划和资源分配计划的匹配情况。”

此外，《指引》采用“双重重要性原则”，公司应当在《指引》设置的议题中识别每个议题是否预期在短期、中期和长期内对公司商业模式、业务运营、发展战略、财务状况、经营成果、现金流、融资方式及成本等产生重大影响（财务重要性），以及企业在相应议题方面的表现是

否会对经济、社会和环境产生重大影响（影响重要性），并说明对议题重要性进行分析的过程。双重重要性原则同样见于GRI发布的GRI Standards 2021（以下简称“GRI标准”），GRI标准是可持续发展报告的首个全球标准，目前已被广泛使用。《指引》中双重重要性原则亦是对GRI标准的借鉴。

2. 兼顾实际情况，设置差异化披露要求和披露标准

除对上市公司设置强制披露与自愿披露相结合外，《指引》结合上市公司的实际情况还在议题披露要求、披露方式、披露时间等方面进行差异化设置，立足实际，稳步推进信息披露体系的落地。具体而言，上交所和深交所分别将部分公司划入强制披露的范畴，鼓励其他上市公司自愿披露，北交所基于创新性中小企业的发展阶段及披露能力，暂未设置强制性披露规定。另外，《指引》对于上下游产业链碳排放、联营合营企业碳排放、情景分析等上市公司现有披露较为薄弱的方面不作强制披露要求，适当降低该部分议题的披露难度。而对于部分重要的议题则要求通过定性、定量方式披露，以供投资者和利益相关者进行横向、纵向对比。同时，公司在首个报告期对于定量披露难度较大的指标，可进行定性披露并解释原因，为定量披露设置缓释措施。

(二) 《指引》内容解读

1. 披露主体

各交易所根据本地区企业发展情况，在《指引》中分别明确了ESG信息披露的主体。其中，上交所和深交所采用强制披

露与自愿披露并行的政策，而北交所则以自愿披露为原则，体现出各交易所对不同交易所上市公司所处的不同发展阶段的充分考虑。

各证券交易所对披露主体的要求

上交所	<ul style="list-style-type: none"> 强制披露：上证180指数、科创50指数样本公司以及境内外同时上市的公司应当披露 自愿披露：鼓励其他上市公司披露
深交所	<ul style="list-style-type: none"> 强制披露：深证100指数、创业板指数样本公司以及境内外同时上市的公司应当披露 自愿披露：鼓励其他上市公司披露
北交所	<ul style="list-style-type: none"> 自愿披露：上市公司自愿披露

2. 披露要求

(1) 财务重要性和影响重要性的双重重要性评估要求

如上文介绍，双重重要性原则要求公司在识别可持续发展议题时，要兼顾内部的财务重要性，外部的经济、社会及环境影响重要性。双重重要性评估机制能帮助上市公司从内部和外部识别出对企业及利益相关方最为重要的可持续发展议题，以便进行有效的信息披露、政策制定、实践优化。

(2) 结果信息和过程信息的双重披露要求

结果信息披露要求上市公司披露相关议题对企业价值、经济、社会和环境产生重大影响的具体情况。如环境信息披露中

的水资源利用具体情况，社会信息披露中企业支持乡村振兴的具体情况等。

过程信息披露则聚焦于分析和评估的过程性信息，如在环境信息披露中，《指引》鼓励有条件的披露主体采用情景分析等方式进行气候适应性评估，并披露情景分析关键假设、分析过程等。

(3) 定性披露与定量披露的双重披露方式

《指引》明确披露主体对于不同议题可以采用定性或定量的不同方式进行披露。就定量披露而言，在环境信息披露部分，《指引》要求披露主体披露温室气体范围1排放量、范围2排放量和所使用的碳信用额度的来源与数量。同时，规则为定

量披露设置了缓释措施，允许上市公司在首个报告期对于定量披露难度较大的指标进行定性披露，并解释未披露定量信息的原因，并应当在合理范围内提供有助于投资者了解相关影响的信息和说明，以及相

关披露的工作计划、进度和时间表。

3. 披露议题

(1) E(Environmental)环境信息披露
《指引》为企业的环境信息披露提供了清晰的框架，具体如下：

《指引》环境信息披露有关内容

环境信息披露	应对气候变化	对气候变化的适应性
		应对气候的转型计划、措施
		温室气体排放情况
	污染防治	污染物排放情况
		废弃物排放情况
	生态系统保护	生态保护情况
		自然栖息地恢复措施与成果
		生物遗传资源保护措施与成果
	资源利用	能源使用情况
		水资源使用情况
	循环经济	循环经济的目标、措施、成效

上述框架为企业编制环境信息披露提供了明确的思路和参照系。事实上，已经有许多企业在环境信息披露中交出了让监管部门和市场比较满意的答卷，包括国内外公司。下文将分享两个实例：

i) 境内公司

自2013年上交所对沪市主板上市公司开展信息披露分级评价以来，中国石化一

直保持着A级评价的成绩。在其《2023中国石化可持续发展报告》中，环境信息披露分为应对气候变化和环境保护两个章节，涵盖温室气体排放、能源转型、土地资源管理、固液气废弃物治理及生物多样性等多个议题。同时附上环境绩效报告，量化中国石化在环境方面的突出成绩。

绩效报告

环境绩效

温室气体排放与管理

指标	单位	2021	2022	2023
温室气体排放总量 ^{注①}	百万吨二氧化碳当量	172.56	161.79	168.64
其中: 直接排放量	百万吨二氧化碳当量	148.38	137.72	142.28
间接排放量	百万吨二氧化碳当量	24.18	24.07	26.36
其中: 油气勘探开发板块	百万吨二氧化碳当量	22.47	20.36	20.33
炼油与化工板块	百万吨二氧化碳当量	148.34	139.82	146.70
销售板块	百万吨二氧化碳当量	1.75	1.61	1.61
温室气体排放强度 ^{注②}	吨二氧化碳当量/百万元	62.96	48.76	52.50
二氧化碳被捕集量	千吨	1,520	1,554	1,749
甲烷回收量	百万立方米	717	834	874
甲烷排放量总量	百万立方米	299.90	253.79	250.21
其中: 油气勘探开发板块	百万立方米	269.88	222.32	216.55
炼油与化工板块	百万立方米	10.01	11.06	14.78
销售板块	百万立方米	20.01	20.41	18.88

注①: 公司依据ISO14064-1: 2006标准盘查温室气体, 包括直接和间接温室气体排放, 涉及CO₂、CH₄、N₂O、HFCs、PFCs和SF₆六种气体。

注②: 温室气体排放强度 (吨二氧化碳当量/百万元) =温室气体排放量/营业收入 (以人民币百万元计算)。

能源与资源^{注③}

指标	单位	2021	2022	2023
原油消耗量	百万吨	1.07	1.06	1.07
天然气消耗量	十亿立方米	4.06	4.40	4.70
外购电力消耗量	十亿千瓦时	33.80	33.88	36.53
原煤消耗量	百万吨	35.00	38.19	37.84
工业取新水用量	百万立方米	636.16	629.10	622.28
工业取新水用量强度 ^{注④}	立方米/百万元	232.10	189.59	193.88
节水量	百万立方米	—	—	6.3

注③: 2023年由于生产经营规模增长和资产收购导致能源消耗量有所增加。

注④: 工业取新水用量强度 (立方米/百万元) =工业取新水用量/营业收入 (以人民币百万元计算)。

ii)境外公司

飞利浦公司在ESG排放方面表现良好。在2024年路孚特评分中, 飞利浦公司在排放方面获得评分99.8 (A+)。其《2023年度报告》中, 特别设立“飞利浦的ESG绩效回顾”章节, 详细披露了环境议题的多项指标绩效, 包括温室气体 (GHG)

废气、污水与废弃物^{注⑤}

指标	单位	2021	2022	2023
外排废水化学需氧量	吨	5,185	4,755	4,550
外排废水氮氮量	吨	107	75	71
外排废气中二氧化硫量	吨	5,117	4,910	4,661
外排废气中氮氧化物量	吨	20,774	19,247	19,984
VOCs	吨	—	51,119	49,714
固体废弃物量 ^{注⑥}	千吨	1931.6	2,036.9	1,796.4
固体废弃物排放强度 ^{注⑦}	吨/百万元	0.70	0.61	0.56
回收/再利用的废弃物总量	千吨	—	12,821.7	13,967.3
总废弃物处理量	千吨	—	2,158.8	1,912.2
由其他单位处理的废弃物, 如交由有资质的第三方处置	千吨	—	2,036.9	1,796.4
危险废弃物量 ^{注⑧}	千吨	461.0	515.0	464.8
危险废弃物排放强度 ^{注⑨}	吨/百万元	0.17	0.16	0.14
回收/再利用的危险废弃物	千吨	—	1,069	1,009
总量				
总危险废弃物处理量	千吨	—	1,253.1	675.0
由其他单位处理的危险废物, 如交由有资质的第三方处置	千吨	—	515.0	464.8

注①: 本报告披露的为本公司纳入排污许可重点管理的油田、炼化及专业公司等企业实际排放情况, 以自行监测数据进行核算, 最终以属地生态环境部门公布的数据为准。

注②: 为公司委托第三方有资质机构处置的一般工业固体废弃物总量。

注③: 固体废弃物排放强度 (吨/百万元) =固体废弃物量/营业收入 (以人民币百万元计算)。

注④: 为公司委托第三方有资质机构处置的危险废弃物总量。

注⑤: 危险废弃物排放强度 (吨/百万元) =危险废弃物量/营业收入 (以人民币百万元计算)。

排放、气候变化相关财务信息披露 (TCFD)、土地利用与生态敏感性、在水资源紧缺区域的耗水和取水情况、循环收入等指标绩效, 以明确的数据呈现出飞利浦公司在环境方面的突出成效, 为其年度报告中的环境披露提供有力的支持。

3.3 飞利浦的ESG绩效回顾

以下是2023年飞利浦在“世界经济论坛（WEF）”ESG报告框架下21个核心指标绩效。这些指标包含了飞利浦在ESG三大维度上承诺的目标，以及多个对公司业务和运营至关重要的飞利浦特定指标。

环境

温室气体（GHG）排放

- 100%来自可再生能源电力
- 0千吨二氧化碳当量（运营碳足迹净值）

气候变化相关财务信息披露（TCFD）

更新了全球升温1.5°C、2°C和4°C的不同情景，并评估了这些情景对供应链、飞利浦及客户的影响（在单独报告中予以披露）

土地利用与生态敏感性

- 2.7吨废物送往垃圾填埋场
- 23个工业场地均在年底实现废物零填埋

在水资源紧缺区域的耗水和取水情况

- 取水总量661,076立方米
- 在水资源紧缺区域的取水量为211,063立方米

循环收入^{*)}

20.0%

实现闭环式管理^{*)}

针对11,500多个回收系统实施闭环管理

社会

改善健康和福祉^{*)}

改善了18.8亿人的生活质量，包括2.21亿生活在医疗资源匮乏地区的人口

多元与包容

- 高级管理岗位性别多样性达到31.4%
- 所有员工岗位性别多样性达到39%
- 员工敬业度指数得分73%^{*)}

薪酬平等

2023年在美国完成了薪酬平等项目

薪酬水平

- 员工福利支出69.03亿欧元
- 飞利浦向所有员工支付至少足以支持必要生活的薪资

发生童工、强迫劳动或强制劳动事件的风险

已在飞利浦GBP、供应商可持续发展声明和供应商可持续发展计划中论述

健康和安全

- 每100个全职员中的可记录案例比例为0.24
- 可记录案例总数为172

提供培训

- 2,987,260培训学时
- 完成培训3,578,199次

绝对就业人数和就业率

69,656名员工，17.6%员工流动率

供应商发展计划^{*)}

392家公司，覆盖723,000名员工

志愿活动^{*)}

17个新项目惠及1,200万人

治理

设定目标

飞利浦的目标是通过有意义的创新改善人们的健康和福祉

管理机构组成

飞利浦设有管理委员会和独立监事会

影响利益相关方的重要问题

进行了详细的双重重要性分析

反腐败

60,000名员工完成了飞利浦总体经营原则（GBP）培训

受保护道德咨询和举报机制

具有举报机制

将风险和机遇整合在业务流程中

相关内容包含在“风险管理”一节中

经济贡献

- 181.69亿欧元收入
- 7.49亿欧元股利
- 向飞利浦基金会提供670万欧元的捐款
- 0.95亿欧元政府补助

金融投资贡献

- 24.83亿欧元有形资产
- 不动产、厂房和设备的资本支出3.45亿欧元

总研发支出

19亿欧元研发投资（占收入的10.4%）

总税收贡献

30.51亿欧元

(2) S (Social) 社会信息披露
《指引》为企业的社会信息披露提供

了清晰的框架，具体如下：

《指引》社会信息披露有关内容	
社会信息披露	乡村振兴
	公司乡村振兴战略
	支持产业发展、当地就业的措施
	投入金额、惠及群体范围和数量等成果
	社会贡献
	公益慈善、志愿活动的投入金额、惠及群体范围等信息
	创新驱动
	推动科技创新的情况
	遵守科技伦理的情况
	供应商
	供应链安全
	逾期账款及相关诉讼情况
	客户
	产品和服务安全与质量相关信息
	数据安全与客户隐私保护的情况
	员工
	员工性别、年龄等总体情况
	聘用与待遇等政策及执行情况
	职业健康与安全的情况
	职业发展与培训的情况

上述框架为企业编制环境信息披露提供了明确的思路和参照系。事实上，已经有许多企业在社会信息披露中投入了足够的重视并进行了有效地披露。下文将分享一个实例：

万科集团曾获深交所国证指数ESG评级AA级，成为唯一被纳入深证100ESG领

先指数的房企。其《可持续发展报告（2023）》社会数据披露从多方面多角度出发，包括雇佣、健康与安全、发展及培训、供应链管理等。在附录中，万科集团披露了员工性别构成情况、雇员受训比例等信息，展现出其在社会责任履行方面的细致关注和承诺。

● 社会数据

ESG指标	单位	2023年	2022年	2021年	ESG指标	单位	2023年	2022年	2021年	
B1 雇佣										
B1.1雇员人数：按性别、雇佣类型、年龄组别及地区划分										
员工总数	人	131,097	131,817	139,494	雇员类别	小时	40.35	31.30	27.26	
性别					管理层	小时	25.51	25.20	28.07	
男性	人	72,578	72,086	75,287	非管理层					
女性	人	58,519	59,731	64,207	接受的培训类型	新员工培训	小时	6	6	7
雇佣类型					其他专项培训	小时	37.87	39.43	67.95	
全日制雇佣	人	131,097	131,817	139,494	B5 供应链管理					
非全日制雇佣	人	0	0	0	B5.1按地区划分的供应商数目					
年龄					地区					
29岁及以下	人	50,088	55,252	61,738	北京区域	个	3,646	3,511	2,447	
30-49岁	人	75,196	70,756	67,964	南方区域	个	4,846	6,117	3,440	
50岁或以上	人	5,813	5,809	9,792	华中地区	个	2,381	2,139	1,750	
地区					西北区域	个	1,484	1,296	1,021	
中国大陆	人	130,852	131,573	139,263	上海区域	个	6,392	6,332	4,318	
港澳台地区	人	198	191	197	西南区域	个	2,455	2,226	1,399	
海外	人	47	53	34	东北区域	个	1,716	1,619	1,562	
B1.2雇员流失率：按性别、年龄组别及地区划分的雇员流失率比										
员工流失比率	%	29.8	30.1	26.07	B6 产品责任					
性别					B6.1已出售或已运送产品总数中因安全与或健康理由而须回收的百分比					
男性员工流失比率	%	29.7	29.9	27.2	已出售或已运送产品总数中	次	0	0	0	
女性员工流失比率	%	29.9	30.4	24.7	因安全与或健康理由而须回收的数					
年龄					B6.2接获关于产品及服务的投诉数目					
29岁及以下流失比率	%	34.3	36.2	32.3	客户(产品或服务)投诉数量	件	1,702	2,082	3,727	
30-49岁流失比率	%	25.8	24.3	20.9	产品及服务满意度					
50岁或以上流失比率	%	27	32.9	15.3	客户售后满意度	%	97	97	95	
地区					交付即时满意度	分	97	98	94	
中国大陆流失比率	%	29.8	30.2	26.1	密集综合客户满意度	分	92.81	91.24	86.76	
港澳台地区流失比率	%	14.1	21.4	1	B6.5描述与维护及保障知识产权有关的惯例					
海外流失比率	%	18.2	19.7	22.7	报告期内的新增获得专利数量	件	69	100	180	
B2 健康与安全										
B2.1过去三年（包括汇报年度）每年因工亡故的人数、因工伤损失工作日数及工时比率										
因工关系死亡员工人数 ³	人	2	2	0	报告期内累计获得专利数量	件	97	319	23	
因工伤损失工作日数 ⁴	日	536	234	760	累计持有的软著数量	件	261	172	119	
工伤引致损失工时比率	%	0.0099	0.0061	0.0129 (LTIR)	累计持有的商标数量	件	832	776	49	
B3 发展及培训										
B3.1按性别及雇员类别划分受训雇员百分比										
总受训人数	%	100	100	100	B6.6描述消费者信息保障相关执行及监察方法					
性别					信息安全培训开展平均小时数	小时	3	3	3	
男性员工	%	55.4	54.7	54.0	B7 反贪污					
女性员工	%	44.6	45.3	46.0	B7.1于汇报期内对发行人或其雇员提出并已审结的贪污诉讼案件的数目					
雇员类别					认定作为参与者的不正当竞争行为的案件数量	件	0	0	0	
管理层员工	%	0.8	0.9	0.9	违反反垄断法的行为的案件数量	件	0	0	0	
非管理层员工	%	99.2	99.1	99.1	涉贪污、贿赂、勒索、欺诈及洗黑钱的诉讼案件数	件	0	0	0	
培训类型					B7.3 反贪污培训					
新员工培训	%	38.8	42.9	65.8	参与反贪腐培训的董事会成员、高级管理职人数	人	22	17	12	
其他专项培训	%	61.2	57.1	34.2	B8 社区投资					
B3.2按性别及雇员类别划分雇员的平均受训时数										
全体员工	小时	25.63	25.26	27.87	B8.2 在专注范畴所动用资源					
性别					对外捐赠金额	万元	11,696	12,000	28,500	
男性	小时	24.11	24.05	31.65	其中:乡村振兴投入金额	万元	8,000	10,000	15,000	
女性	小时	27.52	26.72	23.44	公益基金会公益慈善投入金额	万元	12,499	7,283	11,992	

3.因工作关系死亡员工不包括非工作原因导致的伤亡，如上下班途中交通事故或突发疾病。

4.因工伤损失总日数统计范围为房地产开发、物流仓储、租赁住宅、商业开发与运营（含表范围）、酒店与度假、海外等业务。

(3) G (Governance) 公司治理
披露

《指引》为企业的公司治理信息披露
提供清晰的框架，具体如下：

《指引》公司信息披露有关内容	
公司治理信息披露	可持续发展相关治理机制
	识别和应对可持续发展相关负面影响或风险的尽职调查情况
	与利益相关方沟通的具体情况
	反商业贿赂及反贪污工作
	风险管理制度建立与运行情况
	商业贿赂及贪污风险评估情况
	反商业贿赂及反贪污培训情况
	商业贿赂及贪污事件的具体情况
	反不正当竞争工作
	管理制度建立与运作情况
	诉讼情况、涉案金额、受到的行政处罚相关情况以及整改措施

继续以上文提到的万科集团的披露
举例：

万科集团《可持续发展报告
(2023)》在附录通过表格归纳了贪污诉

讼案件数量以及参与反贪污培训人数等信息，清晰地展现出公司在反贪污措施方面的具体成效，为公司治理透明度和法律合规性提供了坚实的支撑。

B7 反贪污

B7.1于汇报期内对发行人或其雇员提出并已审结的贪污诉讼案件的数目

认定作为参与者的不正当竞争行为的案件数量	件	0	0	0
违反反垄断法的行为的案件数量	件	0	0	0
涉贪污、贿赂、勒索、欺诈及洗黑钱的诉讼案件	件	0	0	0

B7.3 反贪污培训

参与反贪腐培训的董事会成员、高级管理职人数	人	22	17	12
-----------------------	---	----	----	----

4. 披露频率和时间节点

三大交易所关于ESG信息披露的频率
和时间要求保持一致。具体而言，披露主
体应当每会计年度进行一次信息披露，具

体的披露时间为每个会计年度结束后4个
月内（也即每年4月30日前），经董事会
审议通过后披露，披露时间应当不早于年
度报告。此规定强调披露信息的连续性和

及时性，同时给予公司充足时间以准备披露报告，这一安排与国际上广泛采用的可持续发展相关信息披露的监管要求和实践相一致。

5. 披露不实的责任后果

尽管《指引》并未直接指出可持续发展信息披露不实信息的法律后果，但是，考虑到可持续发展信息披露同样是投资者判断企业投资价值的重要信息，企业仍需留意《证券法》《证券投资基金法》等法律法规中关于信息披露的普适性规定和相关的法律后果。

如根据《证券法》第八十五条，若信息披露义务人未按照规定披露信息，或者信息披露资料存在虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏，致使投资者在证券交易中遭受损失的，信息披露义务人应当承担赔偿责任。同时发行人的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员和其他直接责任人员以及保荐人、承销的证券公司及其直接责任人员，若不能证明自己没有过错，则应当与发行人承担连带赔偿责任。此外，根据《证券法》第一百九十七条，负有强制披露义务的主体、直接负责人员、发行人的控股股东、实际控制人等还可能会受到中国证监会的处罚。

（三）《指引》的影响

本次《指引》的发布预示着中国企业即将迈入强制信息披露的时代。从目前交易所公布的上市公司信息披露情况来看，

2023年，沪市共1023家上市公司披露社会责任报告、ESG报告或可持续发展报告，披露率达到52%¹；2023年以来，深交所共935家公司发布了年度社会责任报告或ESG报告，披露率约35%²。北交所自成立以来，北交所公司在年报和半年报中均披露了社会责任履行情况，部分公司已主动披露ESG报告。³在目前公司可持续发展披露的良好发展态势之下，《指引》的发布将明确上市公司信息披露的准则，进一步提高我国上市公司信息披露的质量。

《指引》的正式生效将督促企业达成高ESG表现，高ESG表现通常对应着良好的ESG评级。公司凭借良好的ESG表现不仅可以主动筹备争取ESG评级机构的评级，如CDP（碳信息披露项目）、S&P Global（标普全球）评级，还可能被动接受评级机构基于公司公开披露的信息和第三方公开信息所进行的评级，如MSCI（明晟）、Sustainalytics（晨星）、FTSE Russell（富时罗素）、Refinitiv（路孚特）评级。ESG评级将获得投资者、债权人认同，从而降低融资成本、形成市场溢价，提升公司形象及市场绩效，展现公司的持久生命力。

1.https://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotand-d/c/c_20241106_10763797.shtml

2.https://www.szse.cn/aboutus/trends/news/t20241014_60971.html

3.《北京证券交易所上市公司持续监管指引第11号——可持续发展报告（试行）（征求意见稿）》起草说明

此外，2023年7月欧盟委员会发布《企业可持续发展报告指令》（Corporate Sustainability Reporting Directive，CSRD），并于2024年1月正式实施。随后《欧洲可持续发展报告标准》（European Sustainability Reporting Standards，ESRS）发布，ESRS明确了CSRD应披露的可持续发展信息。CSRD与ESRS的正式实施使得在欧盟境内设有实体的中国企业在可能被纳入CSRD规制范围下有披露义务的主体。CSRD及ESRS要求披露主体遵循双重重要性原则对环境保护、碳排放、社会责任与员工待遇、反腐败和贿赂等涵盖环境、社会及治理主题的议题进行强制披露并编制相应报告。值得关注的是，2024年7月5日，欧盟《企业可持续发展尽职调查指令》（Corporate Sustainability Due Diligence Directive，CSDDD）在《欧盟官方公报》上正式发布，并于7月25日正式生效。CSDDD要求企业在供应链管理中强制开展劳工和环境尽职调查，并对尽职调查过程中的有效性进行持续跟踪和公开披露。在欧盟运营的企业将会同时面临欧盟CSRD和CSDDD等法案的信息披露合规要求，企业将负有更严格的信息披露义务。《指引》与欧盟在可持续发展信息披露合规方面的政策理念高度契合，其正式实施有助于中国出海企业更好应对可持续信息披露的监管要求。

003>企业应对的建议

沪深北交易所发布的《指引》，对于企业而言，既是机遇也是挑战。企业（尤其是部分负有强制披露义务的上市公司）应及时做好准备，应对高要求、新变化，同时也可借此机会展现良好的企业形象和可持续发展的广大前景，从而争取有效降低融资成本，并将其作为中国企业与全球开展沟通合作的一项重要媒介。为此，我们提供以下建议可供参考：

首先，在过渡期内有意识地规划为加强信披而采取的积极行动。上交所与深交所《指引》第六十三条为信息披露主体设置过渡期（“披露主体应在2026年4月30日前发布2025年度的《可持续发展报告》”）及相应的缓释措施，给予上市公司在适用强信息披露规范前一定的缓冲空间。强制披露范围内的公司可以在过渡期内对标《指引》的具体要求，如按照第五条所述双重重要性原则进行关键议题的识别和分析，通过第九条列示的方式进行利益相关方的收集和识别，在确定公司实质性议题后围绕第十一条的框架进行分析和披露。对于在对标《指引》的过程中发现的各种问题，公司应提前规划和筹备，制定信息披露工作方案，同时配备相应专业人员、制作工作方案预算等为应对严格的信息披露要求打下坚实基础。不在本次《指引》强制披露范围内的上市公司也可积极对标规范进行信息披露，良好的ESG

表现帮助公司获得资本市场的认可并构建长期的竞争优势。

第二，企业内部构建ESG合规管理体系。《指引》的正式实施已向企业释放中国ESG信息强制披露的监管信号。公司应构建ESG相关合规管理体系以提升内部ESG治理水平，从而提高信息披露质量。如在ESG评级方面表现良好的紫金矿业（601899）已在企业内部搭建ESG管理体系，在总部层面设立ESG办公室，与子公司ESG专员形成ESG统筹管理网络；在公司治理架构中建立由董事会领导的自上而下的ESG管理架构；在经营层设立ESG管理委员会，委员会成员包括分管安全、环保、商业道德、社区关系、供应链、产品质量、劳工关系等ESG议题的总裁、副总裁级别高管。有效的ESG组织管理体系是落实公司ESG治理的重要前提的有利保障，公司可以结合企业自身的经营管理模式、行业特点等情况，建立符合公司发展规律的治理架构。

第三，与专业机构和专业人员合作。根据《指引》的规定，可持续发展报告涉及披露议题确定，利益相关方识别，与可持续发展相关的影响、风险和机遇的分析等问题，公司可以考虑与专业咨询机构合作，定制相应可持续发展战略规划，定期评估公司与环境、社会、治理结构相关政策与实践，共同筹备ESG相关认证、评级及信息披露项目。此外，可持续发展报告真实性、准确性要求使得公司负有相应的

自律要求，专业的律师团队、咨询机构等可以协助公司把控信息披露的一致性、完整性、真实性，规避“漂绿”等合规风险。

第四，从日常经营和其他活动中发掘亮点素材。事实上，尽管部分上市公司此前尚未编制过可持续发展报告，但是在日常经营活动中已经将可持续发展的理念加以落实，包括加大研发投入和技术升级改造来提高能源利用效率，提供经费并组织员工从事公益活动，等等。例如安利（中国）公司进入中国20余年来始终关注公益事业，早在2016年就已致力于儿童慈善救助事业，开展“为5加油——学前儿童营养改善计划”；力拓集团自十年前就已在贵州等地开展儿童发展社会试验项目，助力乡村振兴项目。公司可以考虑配备专门人员或工作小组，关注、整理及记录公司发展进程中与ESG相关的各类事迹，丰富信息披露内容，提升可持续发展报告质量。



高俊
合伙人
合规与政府监管部
上海办公室
+86 21 6061 3575
GAOJUN@ZHONGLUN.COM



2024年度的国际贸易管制 与经济制裁形势观察

作者 / 张国勋

2024年，国际贸易管制与经济制裁形势呈现出复杂多变态势。在全球经济复苏的背景下，各国政策收紧，贸易摩擦不断升级。美国持续加大对华贸易限制，范围涉及高科技领域产品和技术。中国也积极应对，通过自主可控和产业链升级，降低制裁影响。

值得注意的是，经济制裁手段被频繁用于地缘政治博弈，不仅加剧了国际贸易的紧张局势，还影响了全球经济的稳定性。受此影响，跨国企业面临合规风险，部分行业出现供应链重组现象。但是，挑战同样孕育着机遇，我国企业可通过加强自主创新、拓展多元化市场的方式，提升自身的国际竞争力。

本文将对2024年的出口管制和经济制裁形势进行综合回顾，并展望2025年可能出现的发展趋势。我们将从中美博弈、高科技出口管制、UFLPA法案、中国出口管制等角度进行深度分析，以为广泛关注此议题的各方人士提供专业的见解。

001>2024年回顾：国际形势紧张与制裁加剧

(一) 针锋相对的制裁与反制裁

近年来，美国将中国视为唯一的全球战略竞争对手，在全球范围内鼓吹“中国威胁论”，胁迫他国选边站队、与中国脱钩断链，长期奉行“美国优先，小院高墙”战略，妄图迟滞我国经济社会发展。而中国

正面回击美国的制裁，积极采取反制措施，中美博弈进入深水区。

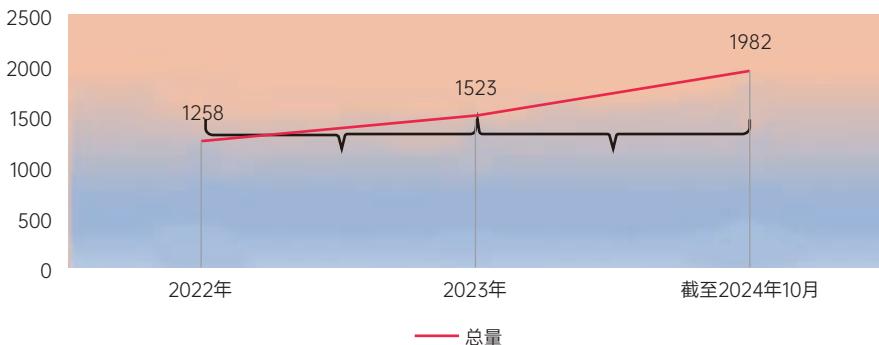
1.中美制裁与反制裁

2024年，中美之间的制裁与反制裁行动愈发剧烈，呈现出不断升级的趋势。

2024年，中国被列入美国政府出口管制和经济制裁黑名单的个人及实体数量再创新高。截至2024年10月14日，中国企业及个人被列入黑名单的总数量为1982家。¹

美国主管机构名称	黑名单名称	截至2024年度总量	2024年中国企业及个人新增数量	增长比例
商务部	实体清单	951	178	18.7%
	未经验证清单	99	8	8%
财政部	特别指定国民清单	857	217	25.3%
国土安全部	UFLPA实体清单	75	36	48%

近三年被列入美国“黑名单”的中国企业数量增长趋势



1.本文所有数据的统计均截至2024年10月14日。

面对美国制裁措施的滥用和升级，中国亦多次运用制裁和反制措施，对美国反华议员、军工企业等进行了有效的反击。

2024年4月11日，由于美国持续向中国台湾地区出售武器，中国外交部发布《关于对美国通用原子航空系统公司、通用动力陆地系统公司采取反制措施的决定》。依据《中华人民共和国反外国制裁法》，中方决定对参与向中国台湾地区出售武器的美国通用原子航空系统公司、通用动力陆地系统公司等《反制清单》列明的企业采取冻结其在我国境内的动产、不动产和其他各类财产，以及对其高级管理人员不予签发签证、不准入境的反制措施。

2024年5月20日，中国商务部安全与管制局发布公告，决定将参与对台湾地区军售的美国通用原子航空系统公司（General Atomics Aeronautical Systems），美国通用动力陆地系统公司（General Dynamics Land Systems），美国波音防务、空间与安全集团（Boeing Defense, Space & Security）列入不可靠实体清单，并采取禁止上述企业从事与中国有关的进出口活动、禁止上述企业在中国境内新增投资、禁止上述企业高级管理人员入境、不批准并取消上述企业高级管理人员在中国境内工作许可、停留或者居留资格的处理措施。不可靠实体清单工作机制还对美国波音防务、空间与安全集团处以金额为《不可靠实体清单规定》实施以来其对台军售合同金额的两倍的罚款。

2024年5月22日，由于美国以所谓涉俄罗斯因素为由对多家中国实体滥施非法单边制裁，且美国持续向中国台湾地区出售武器，中国外交部发布《关于对美国军工企业及高级管理人员采取反制措施的决定》，对12家美国军工企业及10名高级管理人员采取反制措施，冻结企业在我国境内的动产、不动产和其他各类财产，对企业高级管理人员不予签发签证、不准入境（包括香港、澳门）。

2024年6月21日，由于美国再次宣布向中国台湾地区出售武器，中国外交部发布《关于对洛克希德·马丁公司实体和高级管理人员采取反制措施的决定》。依据《中华人民共和国反外国制裁法》相关规定，中方决定对洛克希德·马丁公司相关实体和高级管理人员采取反制措施：冻结相关实体在我国境内的动产、不动产和其他各类财产；冻结高级管理人员在我国境内的动产、不动产和其他各类财产，禁止我国境内的组织、个人与其本人进行有关交易、合作等活动，不予签发签证、不准入境（包括中国香港、澳门地区）。

此外，中国外交部还于2024年5月21日、7月31日对干涉中国内政、损害中国主权和领土完整、侵犯中方利益的言行的美国国会议员、国会前议员采取反制措施，如冻结资产、禁止交易、限制入境等。

2.中国企业的“涉俄”制裁风险

2024年，美国对俄罗斯的制裁措施显著升级，不仅深化了原有的经济限制和资

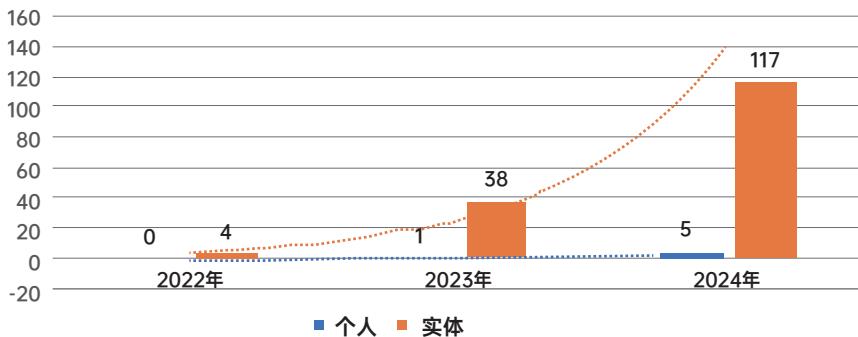
产冻结手段，还进一步扩大制裁范围。

(1) 因“涉俄”被列入SDN清单的中国主体数量统计

自2022年2月24日俄乌冲突以来，因“涉俄”被列入SDN清单的中国主体数量逐

年递增。截至2024年10月16日，共165个中国主体因“涉俄”被列入SDN清单。2022年2月24日至2024年10月16日，中国个人和中国实体因“涉俄”被列入SDN清单数量统计如下：

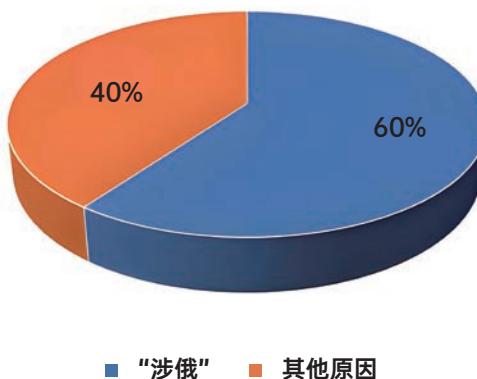
因“涉俄”被列入SDN清单的中国主体数量统计



截至2024年10月16日，共有202个中国主体被列入SDN清单。其中，因“涉俄”

被列入SDN清单的中国主体共有122个，占比接近60%，数据统计如下：

2024年被列入SDN名单的中国主体



(2) 中国因"涉俄"受制裁案例

2024年5月1日，美国国务院和财政部借口"涉嫌支持俄罗斯军工、能源发展"，制裁超280个主体。其中，中国22个主体被列入SDN清单，绝大多数被标记次级制裁，制裁原因主要是相关主体被认为实施规避制裁行为、向俄罗斯销售硝化纤维素、向俄罗斯主体供应高风险物项、涉及俄罗斯北极液化天然气2号项目等。²

2024年6月12日，美国财政部和美国国务院联合宣布扩大对俄制裁，增列了300多个个人和实体进入SDN清单，包含4名中国个人和41家中国实体。该措施旨在增加与俄罗斯进行交易的二级制裁风险，并限制俄罗斯军事工业基地获取美国软件和信息技术服务的能力。³

2024年8月23日，美国财政部海外资产控制办公室（OFAC）将多名个人和实体列入SDN清单，涉及1名中国个人和45家中国实体，该措施旨在打击俄罗斯国际供应链。⁴

2024年10月30日，美国财政部和国务院将多个主体列入SDN清单，涉及2名中国个人和52家中国实体，该措施旨在打击逃避第三国制裁者以及支持俄罗斯军事工业基地的俄罗斯生产商。值得注意的是，该次制裁中，两名瑞士律师安德烈斯·鲍姆加特纳（Andres Baumgartner）和法比奥·利贝罗·德尔科（Fabio Libero Delco）受到制裁，因为他们利用法律漏洞，帮助企业通过信托和公司结构来绕过美国制裁。

此外，在本次制裁所涉的中国实体中，包含4家上市企业，包括北京动力源科技股份有限公司、浙江海德曼智能装备股份有限公司、武汉华中数控股份有限公司等。⁵律师由于其职业的特殊性、上市公司由于其体量较大，都较为容易成为美国政府关注的对象。不论是个人还是实体，都应当严守合规底线，注意规避国际贸易中的"涉俄"制裁风险。

(3) 中国主体因"涉俄"被列入SDN清单的具体制裁原因分析

自2022年2月24日俄乌冲突以来，因"涉俄"被列入SDN清单的中国主体的被制裁原因主要有三大类，分别为：①受SDN清单主体拥有或控制或代表SDN清单主体行事；②为SDN清单主体提供支持；③在俄罗斯特定行业经营。2024年，中国主体主要因为"在俄罗斯科技'行业经营"而被制裁。

(4) 因"涉俄"被列入实体清单的中国实体数量统计

自2022年2月24日俄乌冲突以来，因"涉俄"被列入实体清单的中国实体数量有所波动。截至2024年10月16日，共有119个中国实体因"涉俄"被列入实体清单。

截至2024年10月16日，共有178个中国实体被列入实体清单。其中，因"涉俄"

2.<https://ofac.treasury.gov/recent-actions/20240501>

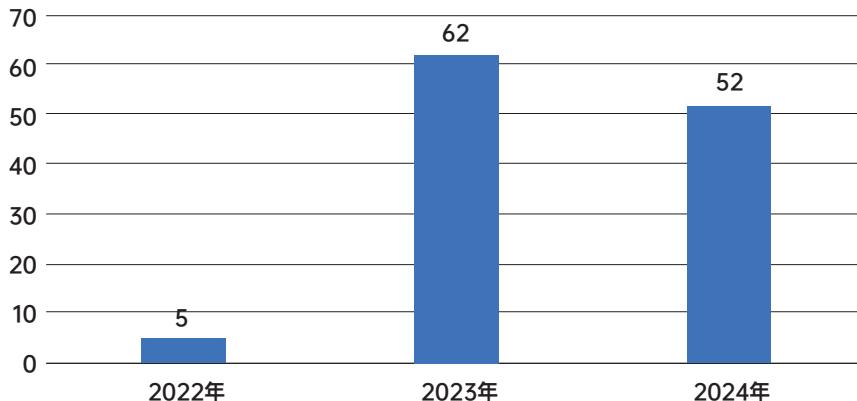
3.<https://ofac.treasury.gov/recent-actions/20240612>

4.<https://ofac.treasury.gov/recent-actions/20240823>

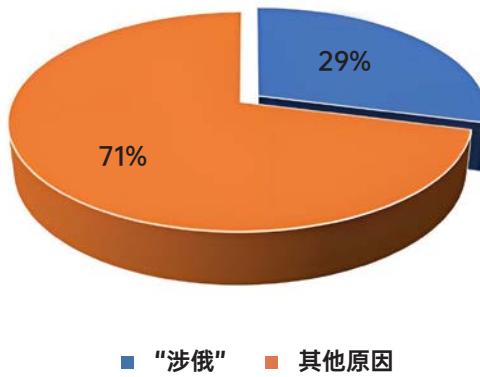
5.<https://ofac.treasury.gov/recent-actions/20241030>

被列入实体清单的中国实体共有52个，占比29%。数据统计如下：

中国实体因“涉俄”被列入实体清单数量统计



2024年被列入实体清单的中国实体



■ “涉俄” ■ 其他原因

从上述统计数据可以看出，自2022年2月24日俄乌冲突以来，因“涉俄”被列入SDN清单的中国主体数量逐年增加，且主要因“在俄罗斯特定行业经营”而被制裁。

每年因“涉俄”被列入实体清单的中国实体数量有所波动，且“涉俄”并非中国实体被列入实体清单的最主要因素。

3.UFLPA法案：涉疆制裁持续加码

2024年4月10日，美国海关边境保护局（CBP）以涉嫌强迫劳动为由对3家中国实体发出了暂扣令（WRO），其生产的工作手套在美国所有入境口岸被扣留。

2024年5月16日，美国国土安全部将26个实体列入UFLPA实体清单中，该清单包含从新疆维吾尔地区或从新疆政府或新疆生产建设兵团为“扶贫”项目或“结对帮扶”项目或任何其他使用强迫劳动的政府劳工计划工作的人员处采购材料的设施和实体。

2024年5月20日，美国参议院财政委员会主席Ron Wyden称，众多汽车企业的供应链上都有同一家公司生产的零部件，该公司的产品因涉嫌强迫劳动问题被美国明令禁止进口。

新版UFLPA Strategy总结了过去两年的UFLPA执法情况，同时还将聚氯乙烯（PVC）、铝和海鲜确定为新的UFLPA高优先级执法行业（High Priority Sectors for Enforcement of Uyghur Forced Labor Prevention Act），相关中国企业将面临FLETF的优先审查，可能面临UFLPA实体清单增列、出口限制、经济制裁和签证限制等风险，面临的特定地区供应链风险进一步提高。就此次新增执法行业而言，美方可能重点关注包括汽车零部件和其他铝制或含铝产品、PVC地板材料、海产品及相关加工品等。

4. 中国商务部发起第一例不可靠实体清单调查

在美国政府频频“以疆制华”的背景

下，拥有众多知名服饰品牌的某美国集团宣布停止使用来自中国新疆的棉花及相关产品。

2024年9月24日，中国商务部发布不可靠实体清单工作机制公告，启动关于对美国某集团启动不可靠实体清单调查。中国商务部决定对美国某集团针对涉疆产品涉嫌违反正常的市场交易原则，中断与中国企业、其他组织或者个人的正常交易、采取歧视性措施等问题进行调查。这体现出《不可靠实体清单》成为中国政府维护国家安全和利益的有力措施。

5. 中国金融机构制裁风险

近年来，美国等国家持续加强对俄罗斯的制裁，并不断对第三国释放执法信号。

2024年6月12日，OFAC修订了“俄罗斯军工基础”的定义，“俄罗斯军工基础”将涵盖所有根据经修订的第14024号行政令被制裁的主体。OFAC还更新了涉俄军事工业基础制裁措施相关的外国金融机构合规指引（“**合规指引**”），为中国金融机构开展涉俄业务带来了新的合规挑战和风险。

OFAC明确指出外国金融机构开展涉俄业务的主要风险来源有三类：（1）涉及所有根据第14024号行政令被制裁的主体；（2）涉及所有在俄罗斯科技、国防及相关物资、建筑、航空航天和制造行业从事经营活动的主体；（3）涉及从事关键项目清单中产品贸易的任何主体。此外，合规指引还提供了涉及制裁风险的4项具体行为示例。

为了减轻上述制裁风险，中国金融机构应采取措施识别并最小化其与俄罗斯军工基础及其支持者的接触活动。该等措施应是对基础客户尽职调查（CDD）程序和其他反洗钱（AML）控制程序的补充，对于检测、阻止和报告企图或涉嫌规避制裁的行为至关重要。中国金融机构应实施与其风险状况和当前与俄罗斯军工基础及其支持者的接触程度相称的控制措施。

（二）出口管制再升级

1. 美国高科技出口管制趋严

基于目前全球供应链的复杂法律和政策因素，高科技领域出口管制问题愈发凸显，美国对华已形成由限制半导体产业扩展至对人工智能、网联汽车与生物安全领域的设备、技术、软件的围剿之势。

半导体产业仍是国际竞争的焦点，在地缘政治和贸易关系中发挥着关键作用。美国多次修订、澄清美国《出口管理条例》以进一步打击半导体制造物项和上游半导体制造设备等我国着力发展的高科技行业，力图限制我国相关龙头企业获取美国管制产品、技术和软件，干扰国内外供应链的稳定性。同时，美国与其国际伙伴协同修订出口管制相关法律法规和物项管制清单，旨在加强在半导体领域的管制。

美国逐步将管制重点瞄准人工智能与网联汽车领域。美国并非直接禁止或限制中国企业通过美国云服务获得算力开展人工智能大模型的训练，而是美国政府将可

以通过该规则大范围收集使用云服务的中国企业信息，并且在认定该大模型可能用于黑客攻击等恶意网络行为的情形下，禁止或限制中国企业使用云服务获得算力，这一趋势值得人工智能行业相关企业提高警惕。

美国认为中国汽车制造业已经主导全球及美国市场网联汽车的技术市场，对美国供应链安全造成了巨大危险。现代化汽车配备了大量网络连接设备，如果这些在美国境内收集的信息被外国对手获取，将对美国国家安全和公民隐私构成严重威胁。因此，2024年9月23日，美国发布一项议规则通知，将禁止含有中俄（受关注国家）的某些硬件或软件的网联汽车进口至美国或在美国销售。该举措是为了加强美国网联汽车供应链的安全性而采取禁限制措施，禁止销售或进口与中俄等受关注国家有“充分关联”的特定硬件和软件，以及集成了这些组件的网联汽车，以应对和控制上述潜在风险。

2024年9月9日，美国国会众议院投票通过了《生物安全法案》。该法案主要内容包括禁止美国联邦机构与被视为具有“国家安全风险”的某些生物技术公司签订合同。中国多家生物医药公司被列入该法案。

2024年10月28日，美国财政部发布对华高科技领域投资限制最终规则（Provisions Pertaining to U.S. Investments in Certain National Security Technologies

and Products in Countries of Concern)

（“最终规则”），调整拟议规则的部分内容，要求美国人向美国财政部申报涉及受关注国家实体的相关受管辖交易；并禁止美国人从事涉及受关注国家实体的相关受管辖交易。该最终规则将于2025年1月2日生效。

美国对华重点打击领域已由半导体行业扩展至人工智能、网联汽车以及生物医药领域，未来可能会进一步收紧相关限制措施并逐步扩大到其余领域，例如量子计算等领域。

2.中国加强出口管制立法

2024年5月30日，商务部发布2024年第21号公告，对航空航天结构件及发动机制造相关装备及软件、技术等实施出口管制。⁶2024年7月31日，商务部发布2024年第31号公告，优化调整无人机出口管制措施，适度调整了管控范围，依法取消了对特定消费级无人机的临时管制，重申并加严了对民用无人机违规转用的规定。该公告有松有紧的动态调整，着眼于发展与安全。⁷2024年8月15日，商务部发布2024年第33号公告，对锑等物项实施出口管制。⁸宣布自2024年9月15日起，对锑相关物项实施出口管制，包括锑矿及原料、金属锑及制品、锑的氧化物、有机锑化合物、锑的氢化物、锑化锢以及金锑冶炼分离技术等。⁹这些条例和公告体现了中国在维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务的同时，也努力平衡产业发展和

国际贸易的需要。

2024年9月18日，国务院总理李强主持召开国务院常务会议，审议通过了《中华人民共和国两用物项出口管制条例（草案）》。¹⁰2024年10月19日，中国国务院公布《中华人民共和国两用物项出口管制条例》，自2024年12月1日起施行。自20世纪90年代以来，中国依据两用物项的不同分类，陆续颁布多项行政法规与规章制度，有效促进了国家安全与利益的维护，并切实履行了包括防扩散在内的国际责任。至2020年，随着《出口管制法》的正式发布与实施，中国确立了统一的出口管制体系。鉴于此，在当前法律框架下，整合并优化现有分散的管制条款，基于实践经验编纂一部综合性的两用物项出口管制条例显得尤为重要。¹¹《出口管制条例》的通过标志着中国在出口管制领域立法工作的重要进展，对于加强和规范两用物项的出口管制、维护国家安全和利益、履行防扩散等国际义务有着里程碑式的意义。

（三）大事记

-
- 6.https://www.mofcom.gov.cn/zcfb/zc/art/2024/art_13b0c05339d14fb5a3240ddba34006f9.html
- 7.<http://chinawto.mofcom.gov.cn/article/jsbl/zsdc/20240903535833.shtml>
- 8.https://www.mofcom.gov.cn/zwgk/zcfb/art/2024/art_g47110cb06364199a3c5a06d7f2be6d8.html
- 9.https://aqygyzj.mofcom.gov.cn/qdml/art/2024/art_b907a108e35945db9f8b04e1ed77b659.html
- 10.<http://exportcontrol.mofcom.gov.cn/article/gndt/202409/1038.html>
- 11.<https://mp.weixin.qq.com/s/lMHBFwKivZL97jasAuhn4g>

2024年1月12日	OFAC将1家中国香港公司（Cielo Maritime Ltd）及其所控制的船舶（MEHLE）列入SDN清单
2024年1月23日	BIS发布公告，将贝莱胜电子（厦门）有限公司（Plexus (Xiamen) Co., Ltd.）移除UVL清单
2024年1月31日	美国国防部根据《2021NDAA》（FY2021 National Defense Authorization Act）第1260H条发布中国军工企业清单，CMC清单共73家企业
2024年2月2日	OFAC制裁支持伊朗弹道导弹和无人机项目的跨国采购网络，包括4家中国香港实体
2024年2月23日	OFAC作为对反对派政治家和反腐败活动人士Aleksey Navalny之死的回应，美国财政部和国务院一起制裁了500多名个人和实体，其中，共9家中国实体被列入SDN清单
2024年2月23日	BIS修订了《出口管理条例》（EAR），在实体清单中增加了95个条目下的93个实体。美国政府认定这些实体的行为违反了美国的国家安全或外交政策利益。其中，包含8家中国实体
2024年2月26日	BIS将7家主体列入实体清单，其中包括1家中国企业
2024年2月27日	OFAC将3家中国实体列入SDN清单
2024年3月6日	美国参议院推进针对中国生物科技企业 的法案
2024年3月13日	BIS修订美国《出口管理条例》（EAR），明确对抗辐射加固集成电路及包含此类集成电路的计算机和电信设备的管制
2024年3月19日	一家中国公司所有者因窃取发送属于美国顶尖电动汽车公司的商业机密被捕
2024年4月10日	BIS将6家中国企业列入实体清单，因其与军事最终用户交易、支持中国军事活动、涉及俄罗斯无人机贸易及为伊朗飞机制造工业公司采购网络
2024年4月10日	美国海关边境保护局以涉嫌强迫劳动为由对3个中国实体发布暂扣令
2024年4月11日	中国外交部令第5号公布，宣布对美国通用原子航空系统公司、通用动力陆地系统公司采取反制措施
2024年4月16日	OFAC制裁与白俄罗斯和俄罗斯规避制裁网络有关的12个实体和10名个人，其中包含深圳五力高科创新科技有限公司
2024年4月19日	OFAC制裁四个实体，因认定其为大规模毁灭性武器及其运载工具的扩散者。其中包含3家中国实体
2024年4月23日	美国国会参议院通过了包含强制剥离某平台、加强对俄伊制裁和禁止数据经纪人向中国实体出售美国敏感个人数据等法案在内的捆绑法案
2024年4月25日	2名中国公民因涉嫌非法出口美国半导体制造设备而被美国司法部起诉

2024年5月2日	美国针对俄乌冲突而发布数百项新制裁，美国财政部对近200个实体和个人实施了制裁，美国国务院对80多个实体和个人进行了制裁，其中包含23个中国企业
2024年5月9日	据路透社报道，美国吊销了数个美国公司向中国企业出售用于笔记本电脑和手机的芯片的许可证
2024年5月9日	BIS将37个中国实体列入实体清单
2024年5月15日	美国众议院通过《生物安全法案》，将5家中资企业列入受关注企业清单
2024年5月16日	美国财政部发布“通信相关服务、软件和硬件清单”(List of Services, Software, and Hardware Incident to Communications)
2024年5月16日	美国国土安全部更新了UFLPA实体清单，新增26个中国实体
2024年5月20日	美国参议院财政委员会发布美国汽车制造商与中国“强迫劳动”之间的关联调查报告
2024年5月20日	中国商务部不可靠实体清单工作机制2024年第1号对通用原子航空系统公司等三家美国企业采取不可靠实体清单措施
2024年5月20日	中国商务部不可靠实体清单工作机制2024年第2号将美国波音防务、空间与安全集团(Boeing Defense, Space & Security)列入不可靠实体清单
2024年5月21日	中国外交部对美国国会前议员加拉格尔采取反制措施
2024年5月22日	外交部令第7号决定对美国军工企业及高级管理人员采取反制措施的决定
2024年5月28日	美国依据《伊朗、朝鲜及叙利亚防扩散法》对2个中国实体和1名中国个人实施制裁
2024年5月28日	OFAC制裁与911 S5僵尸网络有关的犯罪网络，其中包含3名中国个人
2024年6月10日	美国以涉伊朗为由制裁1家中国香港实体
2024年6月11日	美国国土安全部更新UFLPA，将3家中国实体列入该规定项下的第ii类清单中
2024年6月12日	OFAC扩大对俄制裁，增列了300多个个人和实体进入SDN清单，包含46个中国实体和个人
2024年6月21日	外交部令第8号对洛克希德·马丁公司实体和高级管理人员采取反制措施
2024年6月25日	OFAC因涉及伊朗，将近50个实体和个人列入SDN清单，包括24家中国实体
2024年6月25日	美国司法部宣布对某中国企业子公司罚款1450万美元
2024年7月1日	OFAC因涉及非法药物的国际扩散将3名个人列入SDN清单中，包括2名中国个人
2024年7月2日	BIS将6家实体列入实体清单(Entity List)，涉及2家中国实体

2024年7月2日	BIS将13个主体列入未经验证清单（UVL），涉及8家中国实体
2024年7月3日	OFAC更新SDN清单和行业制裁识别清单，为多名个人和实体添加“二级制裁标签”，涉及1名中国个人和46家中国实体
2024年7月3日	中国某科技公司向美国法院申请简易判决，要求移除CMC清单
2024年7月9日	DHS发布了《防止进口在中华人民共和国境内开采、生产或制造的强迫劳动产品的战略——2024年更新版》
2024年7月18日	OFAC以涉及胡塞武装非法航运和融资计划为由将1名中国个人列入SDN清单
2024年7月24日	美国财政部以支持朝鲜弹道导弹和太空计划为由制裁11个中国主体
2024年7月25日	BIS发布拟议规则修订美国《出口管理条例》，新增“外国安全最终用户”管控规则和“军事最终用途和最终用户”的管控规则
2024年7月30日	OFAC将5名个人和7家实体列入SDN清单，涉及1名中国个人和5家中国实体，该措施旨在打击伊朗导弹和无人机采购协助者
2024年7月31日	OFAC将2名个人和4家实体列入SDN清单，涉及2家中国实体，该措施旨在打击胡塞武装的武器采购网络
2024年7月31日	中国商务部、海关总署、中央军委装备发展部发布《关于优化调整无人机出口管制措施的公告》
2024年7月31日	外交部令第11号公布对美国国会议员麦戈文采取反制措施的决定
2024年8月2日	一美籍中国台湾裔因诈骗生化公司并使用伪造出口文件将产品转移至中国被判处三年零八个月监禁
2024年8月8日	美国国土安全部宣布将5家中国企业列入UFLPA实体清单
2024年8月15日	中国商务部、海关总署发布2024年第33号公告，关于对锑等物项实施出口管制
2024年8月23日	BIS将123个实体和地址列入实体清单，涉及39家中国实体和3个中国地址，宣称该措施旨在维护美国的国家安全或外交政策利益
2024年9月5日	BIS发布修订美国《出口管理条例》的拟议规则，拟新增量子计算、半导体制造设备、环绕栅场效应晶体管（GAAFET）技术及增材制造设备（3D打印）相关物项的管控要求
2024年9月23日	美国商务部发布一项拟议规则通知，将禁止含有中俄和其他受关注国家的某些硬件或软件的网联汽车进口至美国或在美国销售
2024年9月25日	OFAC将多个主体列入SDN清单，涉及1家中国实体，宣称该措施旨在打击为伊斯兰革命卫队 - 圣城军（IRGC-QF）和真主党提供非法贸易便利的网络

002>2025年展望与建议：做好应对潜在制裁风险的准备

（一）扩大对华涉俄涉疆次级制裁

美国可能会继续利用次级制裁作为外交政策工具，特别是针对中国在俄罗斯和新疆地区的活动。随着地缘政治局势的发展，以及美国对于中俄关系深化的担忧，可以预见的是，美国政府将可能更加频繁地使用次级制裁手段来影响中国的相关行为。

这种策略可能包括，对与被制裁实体有业务往来的第三方企业实施连带处罚，旨在切断或限制这些企业的国际金融渠道，并施加经济压力。美国可能会通过扩大制裁范围、加大执法力度等方式来提高次级制裁的有效性。同时，美国也有可能会与其他盟友协调立场，共同加强对华涉俄涉疆活动的制裁措施。

此种做法可能引发复杂的国际反应，包括来自中国和其他国家的反制措施、全球供应链的进一步分裂，跨国公司的合规成本增加，并可能加剧全球经济的不确定性。各国企业需持续关注相关法律法规的变化，确保自身的经营活动符合国际法及所在国法律的要求。

（二）美国加强反规避执法

近年来，美国不断加大反规避执法力度，通过严格审查和调查，防止外国企业通过各种手段规避贸易法规。

美国商务部和财政部等机构加强联

动，发布了关于主动披露潜在违规行为的执法说明，预示着后续相关部门在执法领域将进一步加强联动。这显示出美国在贸易合规方面的执法将越来越严格，对企业的风险管理提出了更高要求。各国企业面临更高的贸易成本和不确定性，甚至影响其全球业务布局。

（三）高科技脱钩断链

高科技的脱钩断链趋势日益明显。在网联汽车方面，一些国家出于自身利益考虑，对关键技术和数据的管控加强，限制与其他国家的合作，这可能导致技术发展的不平衡和市场的分割。云服务领域同样如此，数据安全和隐私保护成为借口，阻碍了国际云服务交流与合作。

令人担忧的是，一旦这种脱钩断链未来可能从高科技领域扩展到传统领域，全球产业链将遭受重创，传统产业的创新和升级也会受到阻碍。各国之间的经济联系将被削弱，贸易成本将大幅增加。

经济全球化是大势所趋，脱钩断链并非长久之计，短视行为将损害全球利益。只有通过开放合作，才能实现互利共赢，让科技更好地为人类服务。

（四）全球供应链重塑

2024年，受贸易摩擦、地缘政治等因素影响，全球供应链正经历深刻变革。一方面，各国和企业加速寻找替代供应商，缩短供应链，提高本土化生产比例，以降

低风险；另一方面，数字化、智能化技术的广泛应用，为供应链重塑提供了新动力。

在这一过程中，我国企业面临前所未有的挑战。一方面，要应对外部环境变化，及时调整供应链策略；另一方面，要抓住机遇，提升自身在全球供应链中的地位。我国政府已出台一系列政策措施，支持企业转型升级，推动产业链向高端延伸。

003>结语

纵观2024年，国际贸易管制与经济制裁形势复杂多变，美国对华贸易限制不断升级，中国积极应对。美国在高科技、涉俄涉疆等方面对中国制裁加码，中国也采取反制措施。

展望2025年，美国可能增加对华涉俄涉疆次级制裁手段使用频率，加强反规避执法，导致更多高科技脱钩断链，限制对华投资，全球供应链也将重塑，因此，中国可能面临更严苛的贸易环境。

中国需加强自主创新，拓展多元化市场，提升国际竞争力，更好地应对外部挑战。同时，国际社会应加强沟通与合作，推动科技进步和经济发展，避免脱钩断链损害全球利益。



张国勋
高级顾问
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5087 2905
ZHANGGUOXUN@ZHONGLUN.COM



行路难，今安在——最新反垄断 纠纷司法解释亮点解读

作 者 / 蒋蕙匡 贾申

2024年6月24日，新修正的《中华人民共和国反垄断法》（“新《反垄断法》”）对外公布两周年之际，最高人民法院（“最高法”）发布《关于审理垄断民事纠纷案件适用法律若干问题的解释》（“新《司法解释》”）。新《司法解释》自2024年7月1日起实施，取代最高法于2012年颁布、2020年修订的《关于审理因垄断行为引发的民事纠纷案件应用法律若干问题的规定》（“旧《司法解释》”）。

总体而言，新《司法解释》全文共51条，相较旧《司法解释》的16条，内容上更为丰富，涵盖了程序规定、相关市场界定、垄断协议、滥用市场支配地位、民事责任。除了与新《反垄断法》保持一致，新《司法解释》汇总和借鉴了法院过去十几年审理大量反垄断案件的经验，对反垄断民事诉讼提供了详细指导。本文拟从整体介绍新《司法解释》的重大修订亮点，包括：

序号	主要领域	具体亮点
1.	程序问题	(1)行政执法与司法案件互动更为紧密 (2)仲裁条款不能排除法院管辖 (3)法院不受理垄断行为确认之诉 (4)明确诉讼时效计算方法 (5)明确中国法院对境外垄断行为的管辖
2.	市场界定	(6)减轻原告市场界定举证责任 (7)明确平台市场界定的特殊考量
3.	垄断协议	(8)澄清反向支付行为的认定标准 (9)被告需就RPM不具有排限效果承担举证责任 (10)关注平台领域新型垄断行为
4.	滥用市场支配地位	(11)支配地位举证责任大幅减轻 (12)明确滥用知识产权的评估要点 (13)细化滥用行为的认定因素
5.	民事责任	(14)明确原告可主张损失范围 (15)多种垄断行为造成的损失可作整体考量 (16)法院可要求被告采取措施恢复竞争

001>程序问题

(1)行政执法与司法案件互动更为紧密。第一，后续诉讼中，在执法机关有关“认定构成垄断行为的处理决定在法定期限内未被提起行政诉讼或者已为人民法院生效裁判所确认”的情况下，在先处罚决定中的“基本事实”将推定成立，原告无需再行举证¹，有相反证据足以推翻的除外。相较此前的征求意见稿，新《司法解释》似乎采取了更为审慎中立的思路，没有明确司法机关会简单直接认可行政机关的在先处罚决定结论。【第10条】

第二，必要时，法院可要求执法机构对行政处理进行情况说明；也可要求当事人提供相关执法、仲裁或诉讼情况。本条规定或将增强在先执法对于后继诉讼的影响，后续企业在应对在先执法、仲裁或诉讼过程中，应更加谨慎考虑递交材料的未来影响。【第8、10条】

第三，对于执法机构正在调查的垄断案件，法院可视情况中止诉讼。企业应动态观察本条在实操中的落地情况，此规定或将对当前企业常采用的诉讼和举报“两条腿走路”的维权策略产生重大影响。【第13条】

(2)仲裁条款不能排除法院管辖。新《司法解释》规定，“一方当事人向人民法院提起垄断民事诉讼，另一方当事人以双方之间存在合同关系且有仲裁协议为由，主张人民法院不应受理的，人民法院不予支持”。

换言之，仲裁条款不能排除法院对于垄断案件的管辖。本条反映出法院对反垄断纠纷相比其他民事诉讼纠纷在仲裁排他管辖方面的区别态度——背后原因主要是垄断纠纷带有较强的公法性质和立法目的，不能仅以意思自治阻却人民法院的介入和管辖。

部分司法案例中²，法院相较新《司法解释》的立场似乎采取了更进一步的态度，认为垄断行为的认定与处理超出了可仲裁的范围，排除当事人提交仲裁解决垄断纠纷的可能性。当然，后续实践如何发展，尤其针对双方纠纷的其他方面（例如纯粹的损害赔偿）是否以及如何仲裁，以及国外仲裁是否以及如何在国内落地执行，仍有待观察。【第3条】

(3)法院不受理垄断行为确认之诉。新《司法解释》规定，“原告起诉仅请求人民法院确认被告的特定行为构成垄断，而不请求被告承担民事责任的，人民法院不予受理。”参考最高法在王某、梁某等垄断纠纷案³中的观点，如原告提起诉讼不直接针对权利义务关系，又不能期待通过确认判决直接、实质性解决当事人之间的权利义务纠纷，提起确认之诉缺乏诉的利益，应当裁定驳回起诉。【第2条】

1.目前已司法实践采用相同做法，参见（2020）最高法知民终1137号“S汽车公司案”。

2.如（2022）最高法知民终1276号“H公司垄断纠纷案”，（2019）最高法知民终46号“S公司垄断纠纷案”。

3.如（2021）最高法知民终2131号“王某、梁某等垄断纠纷案”。

(4)明确诉讼时效计算方法。针对垄断行为造成的损害，提出损害赔偿的诉讼时效为三年，从原告知道或应当知道其权益和义务人受到损害之日起计算。

如原告向反垄断执法机构提起举报，诉讼时效将视执法机关调查情况中断或重新计算：(a)如反垄断执法机构决定不立案、撤销案件或者决定终止调查的，诉讼时效期间从原告知道或者应当知道该事由之日起重新计算；(b)如反垄断执法机构调查后认定构成垄断行为的，诉讼时效期间从原告知道或者应当知道反垄断执法机构认定构成垄断行为的处理决定确定发生法律效力之日起重新计算。**[第49条]**

(5)明确中国法院对境外垄断行为的管辖。延续《反垄断法》第二条思路，新《司法解释》明确了“境外的垄断行为对境

内市场竞争产生排除、限制影响的”，中国法院享有管辖权。事实上，已有中国法院受理针对某些跨国企业的境外垄断行为提出的诉讼⁴。**[第6条]**

002>市场界定

(6)减轻原告市场界定举证责任。新《司法解释》明确区分了在不同被诉垄断行为中，原告就相关市场界定承担不同的举证责任。

原则上，原告应就被告所在相关市场进行界定，并充分举证或说明理由。但针对被告市场力量显著或被诉行为排除、限制竞争效果明显的情况，原告举证责任将有所减免：

原告直接举证市场地位或竞争损害，可不再承担举证责任的情况

- 被告具有显著市场力量
- 被告具有市场支配地位
- 被诉行为具有排除、限制竞争效果

原告可不提供市场界定证据的情况

- 被诉行为属于核心卡特尔
- 被诉行为属于转售价格维持（“RPM”）

上述新规似乎是对中国长期以来“以市场界定作为竞争分析起点”方法的重大突破。尤其针对起诉大型互联网平台企业等潜在滥用行为的情形，举证规则将向有利原告的方向有所倾斜。过去司法实践中，围绕平台进行市场界定具有极高的复杂性，而大量原告通常缺乏举证能力，较难

突破市场界定和市场力量认定的难题，这一新规出台后或可极大缓解原告的举证压力。除此之外，新《司法解释》的思路是否将影响反垄断执法实践的发展，导致反垄断机关在后续执法过程中也会相应更加

4. <https://mp.weixin.qq.com/s/Zd214KifNNs5oHeWCCvLNA>

注重“市场力量”和“竞争影响”的实质分析，而弱化对“市场界定”这一工具的关注，也值得观察和期待。**【第14条】**

(7)明确平台市场界定的特殊考量。新《司法解释》除了明确相关市场界定的基本方法，在《关于平台经济领域的反垄断指南》（“《平台反垄断指南》”）的基础之上，针对平台领域的相关市场界定规定了特殊考量因素，包括：(a)新《司法解释》特别规定了质量下降、成本上升等假定垄断者测试的分析方法，便于评估经营者之间主要表现为质量、多样性、创新等的非价格竞争。(b)界定平台相关市场时，当事人可结合具体情况界定与平台相关的一个或多个市场，或是围绕平台整体进行界定。**【第15、16、17条】**

003> 垄断协议

(8)澄清反向支付行为的认定标准。新《司法解释》特别关注医药行业“反向支付”行为，特别强调通过对原告初步证据的正确评价实现举证责任及时转移，降低原告的举证难度——例如，若原告举证证明(a)“被仿制药专利权利人给予或者承诺给予仿制药申请人明显不合理的金钱或者其他形式的利益补偿”；(b)“仿制药申请人承诺不质疑被仿制药专利权的有效性或者延迟进入被仿制药相关市场”，法院可认定横向垄断协议。同时，被告可通过证明利益补偿的正当性进行抗辩。**【第20条】**

(9)被告需就RPM不具有排限效果承担举证责任。为落实新《反垄断法》相关条款，新《司法解释》明确，原告完成对RPM行为本身的举证后，举证责任发生转移，被告应举证证明该等行为不具有排除、限制竞争效果。**【第21条】**

(10)关注平台领域新型垄断行为。承继新《反垄断法》和《平台反垄断指南》，新《司法解释》重点关注通过数据、算法、技术、平台规则等手段实现的横向垄断行为，如借助平台规则统一价格、借助技术手段自动化设定价格、数据合谋等。就纵向垄断协议，二选一、搜索奖券、流量限制等通过平台规则或算法实现的行为亦可能触及《反垄断法》的红线。**【第24条】**

此外，平台采用MFN（最惠国待遇）条款可能视情况不同面临横向垄断、纵向垄断或滥用市场支配地位等多重风险。**【第25条】**

004> 滥用市场支配地位

(11)支配地位举证责任大幅减轻。新《司法解释》规定了可以初步认定经营者具有市场支配地位的证据标准，包括(a)“经营者在较长时间内维持明显高于市场竞争水平的价格，或者在较长时间内商品质量明显下降却未见大量用户流失，且相关市场明显缺乏竞争、创新和新进入者”；或(b)“经营者在较长时间内维持明显超过

其他经营者的较高市场份额，且相关市场明显缺乏竞争、创新和新进入者”。结合前文所分析第14条市场界定的规定，原告在滥用案件中的举证责任将进一步降低。【**第29条**】

(12)明确滥用知识产权的评估要点。

新《司法解释》在《禁止滥用知识产权排除、限制竞争行为规定》的基础上，总结并细化了知识产权领域认定市场支配地位的考虑因素，包括（a）知识产权本身，以及使用该知识产权下游产品所面临的竞争关系；（b）交易相对方的制衡能力；

（c）市场创新情况等。

另外，新《司法解释》明确，拥有知识产权本身不能推定为拥有市场支配地位。【**第33条**】具体分析，请参考笔者此前文章《知识产权反垄断新规解读系列 | 总局出台新规指导知识产权反垄断执法工作（上）（下）》。

(13)细化滥用行为的认定因素。新《司法解释》在《禁止滥用市场支配地位行为规定》的基础上，细化了六种典型滥用市场支配地位行为的认定因素，包括：

- 在认定不公平价格时，新增对收益率、价格持续时间、定价行为是否足以消除、限制相关市场中效率相当的交易对手等因素的关注。【**第36条**】

- 在认定拒绝交易时，明确应考虑其是否明显消除或限制了上游市场或下游市场的有效竞争。同时新《司法解释》特别关注平台领域拒绝兼容特定商品、平台、

软件系统或拒绝开放技术、数据、平台接口等更为隐蔽的拒绝交易行为。【**第38条**】

- 在认定限定交易、搭售或差别待遇时，尤其围绕数字经济领域细化了具体行为形式和可能的正当理由，考量因素包括知识产权、安全、商业模式、消费者权益保护等，具体例如：（a）（限定交易）为防止对平台整体具有消极影响的不当行为所必需；（b）（搭售）为维护平台正常运行所必需；（c）（差别待遇）基于公平、合理、无歧视的平台规则实施的随机性交易。【**第39、40和41条**】

005>民事责任

(14)明确原告可主张损失范围。新《司法解释》明确了原告可主张的损失范围，包括直接损失和可得利益损失，并细化了赔偿计算方法，如前后比较方法、可比市场方法、可比经营者方法等。同时，新《司法解释》明确法院可以在特定情况下酌情确定合理的赔偿数额，降低原告在精确框定损害赔偿的障碍。【**第44条**】

此外，新《司法解释》明确了原告可主张的维权合理支出类型，将合理的市场调查费用、经济分析费用纳入损失赔偿计算范围，有助于支持原告开展相关市场界定等专业性分析活动，减轻原告诉讼成本。【**第45条**】

(15)多种垄断行为造成的损失可作整体考量。新《司法解释》规定，如果多个

被诉垄断行为相互关联，在同一或多个相关市场给原告造成难以分割的整体损失，法院在确定损失时应当整体考虑。

[第46条]

(16)法院可要求被告采取措施恢复竞争。新《司法解释》规定，一旦构成垄断行为，原告可以寻求禁令救济、损害赔偿，并可请求法院判令被告“作出必要行为以恢复竞争”。本条规定扩大了被告需要承担的民事责任和赔偿范围，而此前该权利仅保留给执法机关，但具体如何落地仍有待观察。**[第43条]**



蒋蕙匡
合伙人
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2131
JIANGHUIKUANG@ZHONGLUN.COM



贾申
高级顾问
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2263
JIA SHEN@ZHONGLUN.COM



综合解读延迟退休政策 对个人及企业的影响

作者 / 严静安 周易

2024年9月13日下午，全国人民代表大会常务委员会正式通过并发布《关于实施渐进式延迟法定退休年龄的决定》（“**《决定》**”），并将于2025年1月1日起开始实施。虽然有关“延迟退休”的风声从十数年前就开始了，但从今年7月第二十届三中全会更新确定了延迟退休的原则之后迅速落地，体现了政策层的决心和政策的迫切性。

国务院《关于渐进式延迟法定退休年龄的办法》（“**《办法》**”）随决定一同发布，办法虽然只有九条，但信息量很大。本文旨在通过分析决定与办法内容，结合补充必要背景知识，解读决定及办法出台后我国的退休制度。

001>简析我国原退休制度与延迟退休的背景

我们平常所说的退休一般指结束职业生涯不再工作（完全取决于个人决定），法律意义上退休的主要含义为“达成领取养老保险待遇的要求，开始逐月领取养老保险待遇”，具体来说包括两个核心要求：一是达到法定退休年龄（年龄要求，即延迟退休的具体对象），二是满足养老保险的最低缴费年限（原为15年）。

此前执行的法定退休年龄，早在上世纪五十年代就基本已经确立，分别为男性六十周岁，女性则据其工作性质区分为五十五周岁和五十周岁。至决定出台前，尽管退休本身的含义，包括如何界定女职工五十五周岁或五十周岁退休的标准发生了一定变化，但上述三类法定退休年龄的标准并无任何改变。

结合上述，便可以清晰理解延迟退休制度势在必行的背景，合理性方面，人均预期寿命增长，法定退休年龄随之适当延后，也有助于应对人口老龄化背后潜在的劳动力不足问题，从更直接的角度看，则可以缓解目前养老保险基金的潜在收支缺口。

002>《决定》实施后的退休年龄

首先，《办法》仍沿用我国原有法定退休年龄三分的框架，即全体男性适用于同一类法定退休年龄，女性根据其工作划

分两类退休年龄。

其次，调整采用“渐进式”原则，非“一步到位”而是逐步调整，即自2025年1月1日起，用十五年时间将退休年龄逐步延迟到目标退休年龄。从便于理解的角度，在渐进式调整过程中，法定退休年龄与出生日期挂钩，出生日期越晚，则法定退休年龄也越晚，直至达到计划的法定退休年龄。

至于如何界定区分女职工的两种法定退休年龄，《办法》中并未提及，这一定程度上也是因为各地针对该问题的理解存在差异。我们采用相对主流的界定方式（后同），将办法内容总结如下：

1.男性职工：1965年1月前出生的不受影响，仍适用六十周岁的法定退休年龄，此后出生越晚，法定退休年龄越高，在1976年9月及以后出生的职工，均适用六十三周岁的法定退休年龄；

2.从事管理技术岗位工作的女性职工（原适用五十五周岁的法定退休年龄）：1970年1月前出生的不受影响，仍适用五十五周岁的法定退休年龄，此后出生越晚，法定退休年龄越高，在1981年9月及以后出生的职工，均适用五十八周岁的法定退休年龄；

3.从事非管理技术岗位工作的女性职工（原适用五十周岁的法定退休年龄）：1975年1月前出生的不受影响，仍适用五十周岁的法定退休年龄，此后出生越晚，法定退休年龄越高，在1984年11月及以后出生的职工，均适用五十五周岁的法定退休

年龄。

除法定退休年龄的延后，办法的另一核心改动在于渐进式增加养老保险待遇领取的最低缴费年限限制，从15年逐步延长至20年（从2030年开始，到2039年完成，即职工的实际退休时间如不早于2039年1月1日，届时均须至少缴满20年养老保险方能申领养老保险待遇），其提升幅度不小。

结合上述两点，可以清晰地看到，国家对申领养老保险待遇的两个核心要求都做了更新：至2040年，申领养老保险待遇（办理法定意义上的退休）原则上需同时满足：1) 达到延迟后的法定退休年龄，且2) 满足至少20年的养老保险最低缴费年限。

003>《决定》实施后是否要选择提前退休？其影响如何？

今年7月的三中全会首次提出了延迟退休的“自愿弹性”原则，也体现在了正式公布实施的《办法》与《决定》之中，具体表现为职工本人对提前或延迟退休的选择。

在《决定》公布之前，我国的提前退休制度是相对严格的，一般均需以职工存在特定情形为前提，如工伤导致的退休退职、因病（或非因公负伤）丧失而导致的病退、从事特殊工种（如井下、高空、高温等）的法定退休年龄提前等。而在《决定》公布后，职工均有权选择在法定退休年龄前退休，但仍受限于以下三点：

1. 达到养老保险最低缴费年限要求；
2. 提前时间最长为3年；
3. 提前后，退休年龄不得低于《决定》实施前法定退休年龄。

显然，赋予提前退休的选择是目前《决定》与《办法》中“柔性”和“弹性”的最直观体现。对于全体男性职工，从事管理技术岗位的女性职工，即便其法定退休年龄均延长3年，通过自愿选择提前退休，最早仍可分别在六十周岁、五十五周岁退休，与原法定退休年龄无异；但对于从事非管理技术岗位的女性职工，如其法定退休年龄延迟至五十五周岁，则选择提前退休，最早可在五十二周岁退休。

但需要注意，“自愿弹性”选择仅适用于是否提前退休，而并不适用办法中的另一核心改动，即最低缴费年限的变化，即无论职工如何选择退休年龄，都必须满足当时适用的最低缴费年限（2039年及以后为20年）。而事实上满足这一要求的难度并不小，尤其是对于农村务工人员、灵活就业人群等群体。

另外，选择退休年龄势必也会影响最终能领取到的养老保险待遇，《办法》中除了重申常见的“长缴多得”“多缴多得”原则外，还额外强调了“晚退多得”的原则，提示职工在选择退休年龄时，需要考量这一选择对享受养老保险待遇的影响。从《办法》本身的规定来看，上述原则仍在现行的养老保险待遇计发规则框架之下。具体来说，**每月养老保险待遇一般由两部**

分构成：1) 基础养老金部分，由缴费年限和实际缴费挂钩；2) 个人账户养老金部分，由退休年龄和个人账户的缴纳总额决定。

就退休年龄将对养老保险待遇的具体影响，我们试举一例说明：退休年龄主要决定养老保险待遇中个人账户养老金部分每月发放的数额，这一数字的计算公式为个人账户累计储存额（含利息）÷计发月数。“个人账户累积储存额”实际上是职工参加养老保险期间每月缴纳的金额加总（附加利息），而“计发月数”则就完全取决于退休年龄，由国家规定，办理退休时的实际年龄对应一个特定的计发月数（不区分男女），越晚退休，计发月数就越小，则每月可领取的待遇就越高。需要注意的是，这里的计发月数仅是一个规定的计算标准，并不影响实际职工领取的月数（一般情况下养老保险待遇能一直领取，直至职工去世）。

按现行的计发规则，我们假设一名男性职工的个人账户金额为30万元，如其选择60岁提前退休，对应国家规定的计发月数为139，其每月可领取个人账户养老金部分（不含基础养老金部分）约为2158元，而如果其选择63岁退休，对应国家规定的计发月数为117，其每月可领取的个人账户养老金部分将提升至2564元，提升幅度是较为明显的。另外需注意，养老保险待遇中的另一主要部分基础养老金，按现行计算规则，只和历年缴费基数和缴费年限相关，与实际退休年龄并无直接关系。

当然，延迟退休决定实施后，也无法排除现有计算规则、标准改变的可能性，也有待进一步关注。

004>《决定》实施后提前退休、延迟退休对企业用工的影响

除了上文提到的提前退休，办法还允许在延迟后的退休年龄基础上再进一步延迟退休的选项，但要求同时满足：1) 所在单位与职工协商一致；2) 最长不得超过3年；3) 如国家另有规定的，从其规定（我们理解主要是针对一些特定情况的规定，比如就教授、研究员以及相当于这一级别的高级专家可延长至七十周岁退休的现有规定）。

由此可以总结办法实施后职工对退休选择的三种情况：

1.职工决定提前退休，最多提前3年且提前后的退休年龄不会低于原法定标准；

2.职工决定按《办法》实施后的法定退休年龄退休（“新法定退休年龄”）；

3.用人单位与职工协商一致，决定进一步延迟退休年龄，最长可在新法定退休年龄后再延长3年。

需要注意的是，对于上述情况1和2，最终的决定权完全掌握在员工手中，因而无法排除企业意愿与员工决定存在冲突的可能。

一种可能性是企业希望员工按新法定退休年龄退休，而员工希望提前退休。这

一情形其实和企业希望返聘退休人员类似，核心在于企业希望员工“继续提供服务”，其关键在于提供令员工满意的待遇，激励其接受留任安排。员工如能够接受的，即便其办理了提前退休，也可以通过退休返聘的方式继续为企业提供服务。

另一种可能性是员工希望按新法定退休年龄退休，而企业希望员工提前退休。这一情形约等同于企业拟提前解除员工劳动合同，在缺乏其他法律依据（如员工严重违纪等）的情况下，需要通过与员工沟通谈判达成协商一致。

不难看出，在《决定》实施后，用人单位已经丧失在原法定退休年龄自主决定终止员工劳动合同的权利。而除非员工同意提前退休，用人单位有义务承担因员工法定退休年龄延迟而带来的人工成本增长。可以预见的，对企业而言，聘用和解雇高龄劳动者的成本均会有增加。面对新实施的退休制度，用人单位需做更多准备，一方面是要重新梳理员工的新退休区间，尤其是对于距法定退休年龄不满五年的员工，需要特别考虑该群体选择退休年龄对现有组织架构的影响；另一方面，对于上述临近退休区间的员工，可考虑提前征询了解他们的意向，以便早做准备，确保妥善处置劳动关系、平稳安排工作衔接。

基于我们对于《办法》的理解，用人单位可选的一种安排是说服已经符合条件的员工提前办理退休，开始领取养老保险

待遇，作为对价，企业同意以返聘方式继续给员工提供工作机会。这种模式下，用人单位可以一定程度减少社会保险、住房公积金等支出，同时由于员工已经开始领取养老保险待遇，则原来的劳动关系转为民事法律关系，企业可获得更多灵活安排的空间。当然，上述安排均基于“说服员工”的前提之下，企业可以考虑提供适当激励。

005>《决定》与《办法》的影响和趋势

对比此前的“男女统一65周岁退休”的风声，目前《决定》与《办法》中延迟退休的框架和调整幅度都更显柔和，尤其是赋予职工自愿弹性提前退休的选择，充分体现了这一决定是在考虑社会接受度和潜在影响后的举措。

我们也清楚地意识到，延迟退休决定势必会对劳动力、就业形式乃至社会民生产生深远影响，包括延迟就业给就业市场带来的供给端变化、高龄劳动者增加可能形成的“挤出效应”，但这些讨论已超出本文所涉范畴，且国家政策也已有所考量，例如“健全终身职业技能培训制度”“强化大龄劳动者就业岗位开发，完善困难人员就业援助制度”等。我们回到《决定》与《办法》的条文中，摘要部分更为直接和具体的影响与趋势：

第一，《决定》与《办法》中的措施

将有助于缓解养老保险基金收支的缺口。

一方面，在自愿弹性的规则之下，可以预期的是仍会有相当一部分有稳定工作的职工有意愿接受延迟后的退休安排，也就意味着更长年限的养老保险缴纳及更晚的领取待遇时间。另一方面，最低缴费年限从15年提升至20年的变化将明显提高养老保险待遇的申领门槛，且这一要求并无弹性选择空间，预计可直接增加养老保险基金的收入，提高国家保障民生的财政能力。

第二，达到法定退休年龄的劳动者，也可能享有部分劳动法下的权益保障。办法明确要保护该群体“获得劳动报酬、休息休假、劳动安全卫生、工伤保障等基本权益”。这一背景来源于劳动法实务中的一个疑难问题，即劳动者达到法定退休年龄，但尚未领取养老保险待遇（未办理退休），其与用人单位之间的法律关系该界定为劳动关系还是民事法律关系？进一步的，其是否应该可获得劳动法下的权益保障？各地对此观点不一，其中一种观点认为构成一种“特殊劳动关系”，即有选择性地给予这一群体部分劳动法下的权益保障。可以看到《办法》中的规定实际上很接近“特殊劳动关系”观点的体现，也与最高院《关于审理劳动争议案件适用法律问题的解释（二）（征求意见稿）》第六条的精神类似。需要注意的是，办法中并未区分“是否领取养老保险待遇”，这是否意味着在后续退休返聘的实务中，即便企业聘用的是已经办理了退休、依法享有养老

保险待遇的劳动者，如其达到法定退休年龄，企业也要提供部分劳动法下的权益保障，比如认定工伤的可能及相关待遇？鉴于目前《办法》表述较为宽泛和原则，具体实操中如何理解和落实，也有待后续细则明确。

第三，灵活就业人员、新就业形态人员的劳动权益保障和社会保障被进一步提上日程。目前这部分群体的权益保障制度尚不完善，尤其是针对灵活就业人员、新就业形态人员的社会保险制度（包括养老保险制度）与该群体的匹配度较低，尽管对是否参保不做强制规定，但缴费模式上要求该群体承担较高的缴费比例，导致了实操中该群体的低参保意愿和低参保率。而延迟退休、增加最低缴费年限的背景，无疑会进一步降低该群体的参保意愿。随着灵活就业人员的群体的不断扩大，一方面相关群体的养老将缺乏保障，另一方面也不利于平衡养老保险基金的收支。我们预计，对于灵活就业人员如何参与养老保险及获得养老保障，后续政策也会作出必要调整。

第四，国家完善带薪年休假制度。这一点来源于《办法》中的明确表述，该表述看来与延迟退休主旨之间的关联性相对较小。除了潜在的提升社会接受度的考量，我们认为这也充分体现了后续趋势。近两年，完善并严格执行劳动者休息休假制度（尤其是年休假制度）的趋势也是有迹可循的，如新《公司法》在第十七条签

订集体合同事项中明确增加了“休息休假”；再如最高院《关于审理劳动争议案件适用法律问题的解释（二）（征求意见稿）》第五条中提出未休年假补偿适用劳动报酬特殊时效的观点（即劳动者可于在职期间及离职后一年内主张对其历年未休年假进行补偿），而这一观点在近两年也逐渐被上海地区的仲裁实践所认可。

第五，退休相关争议将增多。《办法》和《决定》出台前，退休相关争议主要集中在女职工退休年龄的界定上（五十周岁还是五十五周岁），且多数为女职工希望五十五岁退休，而用人单位认定其退休年龄为五十岁并据此终止劳动关系，由此引发的终止是否合法的争议。在延迟退休政策出台后，目前仍缺乏对女职工退休年龄的明确界定标准（五十五周岁还是五十八周岁）；同时，用人单位面临更高的用人成本，而员工可选择提前退休又在实操中创造了一定的灵活协商与操作空间，以及潜在的“模糊地带”。可以预见，未来将产生更多有关退休终止劳动合同的争议。

无论延迟退休决定将带来何种影响，都将直接改变原有的退休制度。作为普通劳动者，可能需要重新思考职业生涯与养老保障，而作为用人单位，也需要结合这一背景考虑规划用人成本与用工模式。同时如决定所述，后续就落实延迟退休制度，国务院可进一步对《办法》进行补充和细化，我们也将持续关注。



严静安
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3187
YANJINGAN@ZHONGLUN.COM



中伦银行业与金融服务

中伦银行业和金融服务行业已深耕近三十年，在中国人民银行、银保监会和证监会所监管的金融市场领域中积累了丰富的行业经验和市场资源。作为传统金融行业主体的中外银行一直是中伦重点服务的战略性客户，此外，中伦还为几乎所有类型的非银行金融机构及众多创新性金融服务机构提供法律服务；在保险业领域，中伦依托综合性律所的平台优势、专业化分工与合作以及对保险业商业运作和行业监管动态的精深理解，完成了保险行业内多例具有重大影响力项目；在金融科技创新和金融科技领域，中伦亦能够为各种复杂的、新兴的金融创新和金融科技业务提供专业法律服务，服务主体包括中国及国际上具有影响力的银行及金融机构、跨国公司和互联网巨头等企业。

中伦律师在研读金融市场规律、金融法规和监管思路的基础上，与客户共同设计金融产品结构、落实交易文件、疏导金融风险，以勤勉和专业赢得客户的尊重和市场的认可，**多年来持续在《钱伯斯》(Chambers)、《亚洲法律杂志》(ALB)、《国际金融法律评论》(IFLR1000)等国际权威法律媒体及评级机构中受到赞誉。**



中伦资产证券化、金融产品与信托服务

中伦在资产证券化服务领域长期、持续居于国内领军地位，形成了诸多合伙人参与、技术上相互支持、整体推进证券化各领域法律服务的战略布局。中伦在资产证券化市场具有强大的影响力，为促进中国国内资产证券化市场的健康发展，中伦合伙人于2006年牵头组建中国资产证券化论坛。

中伦的金融团队致力于引领金融业务的创新发展，为境内及跨境金融业务提供全面、严谨、切实可行的解决方案。中伦的金融业务以金融机构为主要服务对象，可以为银行、证券公司、信托公司、基金管理公司、保险公司以及由地方金融监管部门监管的地方金融组织等全部金融领域的机构提供广泛、优质、高效的服务，也为金融行业组织、跨国金融组织提供咨询服务。

中伦在信托服务领域也名声斐然，国内知名的信托公司均是中伦的长期客户。中伦信托服务类型涵盖资产服务信托、资产管理信托、公益慈善信托三大类。就资产服务信托而言，其业务涉及家族信托、保险金信托、企业破产服务信托等多个方向，涵盖了方案设计、尽职调查、交易文件起草、出具法律意见书、交易谈判以及投后管理与风险处置等全流程服务。



中伦税法和财富管理服务

中伦是中国所有律师事务所中提供税法及个人和家庭财富规划服务的领军事务所。中伦的税务律师在国际税法领域负有盛名，尤其擅长处理复杂的跨境事项，如与跨国投资和交易相关的税务咨询、策划和争议解决。中伦的税务律师均从中国和国际的知名法学院毕业，拥有全面的中国和国际税法专业知识，并具有多年国际律所和咨询事务所的工作经验。他们中的绝大部分同时拥有律师和税务师资格。

中伦的税法业务客户遍布众多领域，包括互联网、高科技、基金、金融、制造、地产、能源、物流、贸易、娱乐、传媒、体育和专业服务。他们中大多数是大型跨国企业、中国极有影响力的企业和著名投资基金。

作为大中华区内规模最大并最富有经验的私人客户法律顾问之一，中伦还擅长向超高净值个人和家庭提供全面的财富规划法律服务，是许多超高净值人士家族办公室的税务及法律顾问，为多个知名家族提供全方位的税务和财富规划服务。

CHAPTER

03

FINANCE & TAXATION

金融与税务



金融监管总局1号令、2号令对 金融机构贷款业务的影响

作者 / 武鑫 董雪莲

2009年至2010年期间，原中国银行业监督管理委员会（以下简称“**原银监会**”）先后颁布了《项目融资业务指引》（银监发〔2009〕71号，以下简称“**《项目融资业务指引》**”）、《固定资产贷款管理暂行办法》（中国银行业监督管理委员会令2009年第2号，以下简称“**《固贷暂行办法》**”）、《流动资金贷款管理暂行办法》（中国银行业监督管理委员会令2010年第1号，以下简称“**《流贷暂行办法》**”）及《个人贷款管理暂行办法》（中国银行业监督管理委员会令2010年第2号，其与《项目融资业务指引》、《固贷暂行办法》、《流贷暂行办法》统称“**三个办法一个指引**”），以及《中国银监会办公厅关于严格执行〈固定资产贷款管理暂行办法〉、〈流动资金贷款管理暂行办法〉和〈项目融资业务指引〉的通知》（银监办发〔2010〕53号，以下简称为“**53号文**”）和《中国银监会关于规范中长期贷款还款方式的通知》（银监发〔2010〕103号，以下简称为“**103号文**”，其与53号文统称“**配套规定**”）等配套规定。

三个办法一个指引实施十余年来，在提高商业银行信贷管理水平、防控信用风险和服务实体经济方面发挥了积极作用，但其部分规定在经济社会以及商业银行信贷业务发展的过程中表现出了一定的滞后性和局限性。为进一步促进银行业金融机构提升信贷管理能力和金融服务质效，国家金融监督管理总局对三个办法一个指引进行了修订并吸收整合了配套规定，于2024年2月2日发布《固定资产贷款管理办法》（国家金融监督管理总局2024年第1号，以下简称“**1号令**”）、《流动资金贷款管理办法》（国家金融监督管理总局2024年第2号，以下简称“**2号令**”）、《个人贷款管理办法》（国家金融监督管理总局2024年第3号），并自2024年7月1日起施行。这是三个办法一个指引适用了十余年后首次修订，并就其适用范围明确国家开发银行、政策性

银行以及经国家金融监督管理总局批准设立的非银行金融机构参照适用修订后的规定，对金融机构的贷款业务将产生重大影响。

根据我们以往项目经验，金融机构贷款业务的法律审核，通常分为下述不同阶段：尽职调查与风险评价阶段、合同签订阶段、放款阶段、贷款管理阶段。1号令和2号令的受理与调查、风险评价与审批、合同签订、发放与支付、贷后管理等章节更新了对银行在上述贷款各阶段的工作要求，且1号令和2号令具有一定的共通性。本文结合我们的项目经验，从贷款业务流程各阶段的角度，分别梳理、总结1号令与2号令的出台对金融机构固定资产贷款业务和流动资金贷款业务法律审核的主要影响。

001>尽职调查与风险评价阶段

1.进一步明确贷款用途

贷款用途为金融机构贷款业务尽职调查、风险评价及审批的重要因素，并且在贷款审核通过后合同签订阶段、放款后的贷后阶段，它也持续作为审核关注的重点之一。1号令和2号令均对贷款用途进行了进一步明确规定：

1号令针对贷款用途规定的变化主要体现在以下几方面：（1）在《固贷暂行办法》的基础上明确了固定资产贷款的定义和范围，将固定资产贷款定义中的“固定资产投资”的范围界定为“借款人在经营过程中对于固定资产的建设、购置、改造等行为”，由此将设备更新改造、城市更新改造业务相关的贷款明确划分为固定资产贷款；（2）通过将《项目融资业务指引》纳入作为专章，将项目融资统一纳入固定资产贷款范畴；（3）规定对专利权、著作权等知识产权以及采矿权等无形资产办理的贷款可根据贷款项目的业务特征、运行模式参照执行1号令，扩大了固定资产贷款用途的范围。

2号令同样规定了对知识产权和无形资产办理的贷款可根据贷款项目的业务特征、运行模式参照执行，从而扩大了流动资金贷款用途的范围。除此之外，2号令的另一重大变化在于拓宽了贷款用途负面清单的范围：在《流贷暂行办法》所规定的“不得用于固定资产、股权等投资，不得用

于国家禁止生产、经营的领域和用途”的基础上，2号令增加了“借款人股东分红”和“金融资产”投资两项明确被禁止用途。虽然借款人股东分红和金融资产投资先前并未被《流贷暂行办法》列入被禁止用途，但其本身并不符合流动资金贷款用于支持借款人的“日常经营周转”的监管政策取向。考虑到实践中部分借款人利用自有资金进行分红或投资后又利用流动资金贷款补充营运资金，或是直接将流动资金贷款用于购买理财产品，监管部门通过在2号令中明确禁止将流动资金贷款用于股东分红和金融资产投资，为后续进一步整治流动资金贷款不规范使用的金融乱象提供了明确的法律依据。

2.强调关联交易的监管

1号令和2号令均通过新增条款强调了对关联关系的监管：贷款人为股东等关联方办理固定资产贷款或流动资金贷款的，应严格执行关联交易管理的相关监管规定，发放贷款条件不得优于一般借款人，并在风险评价报告中进行说明。其中，“发放贷款条件不得优于一般借款人”的规定是对原中国银行保险监督管理委员会发布并于2022年3月1日实施的《银行保险机构关联交易管理办法》（中国银行保险监督管理委员会令2022年第1号）规定的关联交易“以不优于对非关联方同类交易的条件进行”的要求的落实，而“在风险评价报告中进行说明”是本次修订的新增要求。关联关

系是金融监管部门的长期监管与执法重点，专门新增相关规定体现了监管部门进一步强化对关联关系监管的态度。若银行在为关联方办理固定资产贷款或流动资金贷款时以优于非关联方的条件进行，或未在风险评价报告中就该关联交易进行充分说明，则银行可能会被监管部门采取监管措施或处罚。

3. 细化了固定资产贷款尽职调查报告内容

在《固贷暂行办法》的基础上，1号令细化了贷款人尽职调查内容，并增加了“借款人的还款来源情况、重大经营计划、投融资计划及未来预期现金流状况”等内容，具体条款对比请见下表：

《固贷暂行办法》	1号令
<p>第十二条 贷款人应落实具体的责任部门和岗位，履行尽职调查并形成书面报告。尽职调查的主要内容包括：</p> <p>（一）借款人及项目发起人等相关关系人的情况； （二）贷款项目的情况； （三）贷款担保情况； （四）需要调查的其他内容。</p> <p>尽职调查人员应当确保尽职调查报告内容的真实性、完整性和有效性。</p>	<p>第十四条 贷款人应落实具体的责任部门和岗位，履行尽职调查并形成书面报告。尽职调查的主要内容包括：</p> <p>（一）借款人及项目发起人等相关关系人的情况，包括但不限于：股权关系、组织架构、公司治理、内部控制、生产经营、核心主业、资产结构、财务资金状况、融资情况及资信水平等； （二）贷款项目的情况，包括但不限于：项目建设内容和可行性，按照有关规定需取得的审批、核准或备案等手续情况，项目资本金等建设资金的来源和可靠性，项目承建方资质水平，环境风险情况等； （三）借款人的还款来源情况、重大经营计划、投融资计划及未来预期现金流状况； （四）涉及担保的，包括但不限于担保人的担保能力、抵（质）押物（权）的价值等； （五）需要调查的其他内容。</p> <p>尽职调查人员应当确保尽职调查报告内容的真实性、完整性和有效性。</p>

实践中，银行在对借款人进行法律尽职调查时通常已涵盖以下内容：（1）借款人的股权结构、企业类型、资信水平等情况；（2）贷款项目按照有关规定需取得的审批、核准或备案等手续情况；（3）还款来源合法性、资金监管及还款路径；（4）担保人的基本信息、担保方式、担保物（如有）的权属情况等。1号令在法规层面

细化了上述尽职调查的内容，贷款人在进行固定资产贷款调查与风险评估时，应注意搜集借款人及项目发起人的核心主业等相关信息，核实项目承建方是否具备相应资质，评估项目环境风险情况（例如项目本身或项目所用地块可能涉及的环境问题）；要求借款人提供公司治理、内部控制、生产经营、资产结构、财务资金状

况、融资情况等相关信息并披露重大经营计划、投融资计划及未来预期现金流状况，并对抵质押物的价值进行合理评估，从而确保尽职调查报告的完整性和有效性。

2号令未对流动资金贷款尽职调查内容要求进行实质性修订。

4.放宽了流动资金贷款对小微企业的尽职调查方式

与《流贷暂行办法》不同，2号令放宽了对小微企业的尽职调查方式要求，不再要求必须采取“现场与非现场相结合”的方式进行尽职调查，而是允许贷款人在“通过非现场调查手段可有效核实相关信息真实性，并可据此对借款人作出风险评价”时简化或不再进行现场调查，但贷款人应当审慎确定借款人可简化或不再进行现场调查的贷款金额上限。本次修订使得贷款办理流程更符合小微企业的运营现状，也有利于降低金融机构向小微企业提供贷款的成本，提高金融机构向小微企业提供贷款的积极性，从而实现金融支持实业发展的目的。

1号令未对固定资产贷款尽职调查方式要求进行实质性修订。

002>合同签订阶段

1.贷款期限及还款安排

1号令和2号令均对贷款期限、还款安排以及贷款展期期限提出了明确要求。具体如下：

(1) 贷款期限

1号令和2号令均明确规定了贷款期限，填补了贷款期限的制度空缺，有利于引导金融机构防范贷款期限错配风险。具体而言，固定资产贷款期限一般不超过十年，确需超过十年的，应由贷款人相应层级负责审批；流动资金贷款期限原则上不超过三年，对于经营现金流回收周期较长的，最长不超过五年。国家有关部门对于房地产贷款、个人住房贷款、个人助学贷款、汽车贷款等特殊类型贷款的贷款期限另有规定的，应继续执行相关规定。

(2) 还款安排

虽然《固贷暂行办法》和《流贷暂行办法》并未明确规定固定资产贷款或流动资金贷款应分期偿还，但根据103号文，中长期贷款“不得集中在贷款到期时偿还……实行分期偿还，做到半年一次还本付息”。虽然103号文的标题和行文都提及中长期贷款，但其具体阐述说明文字却主要指向项目融资，这导致就流动资金贷款是否适用分期偿还以及一年两还仍存在一定的不确定性。1号令和2号令对103号文的要求进行了整合与调整，明确提出分期还款要求。

根据1号令第二十五条，贷款期限超过一年的，应实行本金分期偿还，还款频率原则上不低于每年两次，特殊情况下可以放宽到每年一次。还款资金来源主要依赖项目经营产生的收入还款的，首次还本日期应不晚于项目达到预定可使用状态满一年。该条是对103号文中对中长期贷款还款

方式的整合与调整，主要体现为表述上的变动，并未改变实质要求。

根据2号令第二十三条，期限超过一年的流动资金贷款，原则上实行本金分期偿还。与1号令不同的是，2号令并未明确“每年两次”的强制还款要求。因此，流动资金贷款的还款安排存在一定的灵活性，借贷双方可在协商基础上审慎约定还款频率以及每期还本金额。

(3) 贷款展期期限

1号令和2号令在《固贷暂行办法》和《流贷暂行办法》的基础上，纳入了《贷款通则》对贷款展期期限的要求，并进行了一定的调整。

虽然《固贷暂行办法》和《流贷暂行办法》均未对展期期限提出具体要求，但根据中国人民银行发布并于1996年8月1日实施的《贷款通则》第十一条规定，短期

贷款展期期限累计不得超过原贷款期限；中期贷款展期期限累计不得超过原贷款期限的一半；长期贷款展期期限累计不得超过3年；国家另有规定者除外。根据1号令与2号令的新增条款，期限一年以内的贷款展期期限累计不得超过原贷款期限；期限超过一年的贷款展期期限累计不得超过原贷款期限的一半。在1号令和2号令项下，贷款展期期限不再受累计期限不超过3年的限制，有利于当前经济下行形势下的风险缓释与化解。银行业金融机构可以根据业务实际需求，审慎评估展期原因和后续还款安排的可行性，进行合理的风险分类和合规的展期安排。

2. 借款人承诺条款

1号令和2号令均对借款人承诺的内容进行了补充，具体请见下表：

《固贷暂行办法》	1号令
<p>第十九条 贷款人应要求借款人在合同中对与贷款相关的重要内容作出承诺，承诺内容应包括：贷款项目及其借款事项符合法律法规的要求；及时向贷款人提供完整、真实、有效的材料；配合贷款人对贷款的相关检查；发生影响其偿债能力的重大不利事项及时通知贷款人；进行合并、分立、股权转让、对外投资、实质性增加债务融资等重大事项前征得贷款人同意等。</p>	<p>第二十三条 贷款人应要求借款人在合同中对与贷款相关的重要内容作出承诺，承诺内容包括但不限于：</p> <p>(一) 贷款项目及其借款事项符合法律法规的要求； (二) 及时向贷款人提供完整、真实、有效的材料； (三) 配合贷款人进行贷款支付管理、贷后管理及相关检查； (四) 进行合并、分立、股权转让，以及进行可能影响其偿债能力的对外投资、对外提供担保、实质性增加债务融资等重大事项前征得贷款人同意； (五) 发生其他影响其偿债能力的重大不利事项及时通知贷款人。</p>

《流贷暂行办法》	2号令
<p>第二十一条 贷款人应在借款合同中约定由借款人承诺以下事项：</p> <p>(一) 向贷款人提供真实、完整、有效的材料；</p> <p>(二) 配合贷款人进行贷款支付管理、贷后管理及相关检查；</p> <p>(三) 进行对外投资、实质性增加债务融资，以及进行合并、分立、股权转让等重大事项前征得贷款人同意；</p> <p>(四) 贷款人有权根据借款人资金回笼情况提前收回贷款；</p> <p>(五) 发生影响偿债能力的重大不利事项时及时通知贷款人。</p>	<p>第二十五条 贷款人应要求借款人在合同中对与贷款相关的重要内容作出承诺，承诺内容包括但不限于：</p> <p>(一) 及时向贷款人提供真实、完整、有效的材料；</p> <p>(二) 配合贷款人进行贷款支付管理、贷后管理及相关检查；</p> <p>(三) 进行合并、分立、股权转让，以及进行可能影响其偿债能力的对外投资、对外提供担保、实质性增加债务融资等重大事项前征得贷款人同意；</p> <p>(四) 贷款人有权根据借款人资金回笼情况提前收回贷款；</p> <p>(五) 发生影响偿债能力的重大不利事项时及时通知贷款人。</p>

从上表可见，在借款人应承诺需事先取得贷款人同意的事项中，对外投资、实质性增加债务融资等重大事项前增加了“可能影响其偿债能力”的限定条件，并新增了“对外提供担保”的情形。此外，固定资产贷款的借款人承诺内容新增了配合贷款人进行贷款支付管理和贷后管理的内容；流动资金贷款的借款人承诺内容新增了资料提供的及时性。根据我们的项目经验，银行目前的贷款合同中要求的借款人作出的陈述、保证及承诺条款一般已包含类似规定，该等修订对银行贷款业务影响较小。

3. 违约责任条款

1号令和2号令均明确了借款人违约事件发生时可采取的措施，包括提前收回贷款、调整贷款支付方式、调整贷款利率、收取罚息、压降授信额度、停止或中止贷款发放等，为贷款人在贷款合同中完善借款人违约责任相关规定提供了有用的参考。

和明确的依据。实践中，大部分银行的贷款合同中的借款人违约责任相关条款一般均已包含部分措施，银行业金融机构可以在现有的贷款合同标准文本的基础上，根据业务实际需求确定是否需要在相应条款中增补特定措施。

003>放款阶段

1. 受托支付

对受托支付相关要求的调整与优化是本次修订的主要内容之一，相关修订主要包括三方面：优化调整受托支付金额标准、适度延长固定资产贷款受托支付时限以及增加借款人紧急用款相关规定。

(1) 优化调整受托支付金额标准

1号令和2号令分别修改了固定资产贷款和流动资金贷款受托支付金额标准，具体修订请见下表：

《固贷暂行办法》	1号令
第二十五条 单笔金额超过项目总投资5%或超过500万元人民币的贷款资金支付，应采用贷款人受托支付方式。	第三十条 向借款人某一交易对象单笔支付金额超过一千万元人民币的，应采用贷款人受托支付方式。
53号文	2号令
二、对于固定资产贷款，在风险可控的前提下，单笔支付金额小于50万元人民币的，可采取借款人自主支付方式。	第四十六条 对于贷款金额五十万元人民币以下的固定资产相关融资需求，可参照本办法执行。
《流贷暂行办法》	2号令
第二十六条 具有以下情形之一的流动资金贷款，原则上应采用贷款人受托支付方式： (一)与借款人新建立信贷业务关系且借款人信用状况一般； (二)支付对象明确且单笔支付金额较大； (三)贷款人认定的其他情形。	第三十条 具有以下情形之一的流动资金贷款，应采用贷款人受托支付方式： (一)与借款人新建立信贷业务关系且借款人信用状况一般； (二)支付对象明确且向借款人某一交易对象单笔支付金额超过一千万元人民币； (三)贷款人认定的其他情形。

根据上表可见，1号令和2号令对受托支付金额标准的修订主要包括：(1)固定资产贷款和流动资金贷款的单笔支付金额标准确定为一千万元人民币；(2)就固定资产贷款而言，删除了“项目总投资额5%”的受托支付金额标准。银行现有的贷款合同文本的资金支付相关条款通常规定了应当采用贷款人受托支付的条件，该等条款应当根据1号令和2号令进行相应修改和调整。

(2) 适度延长固定资产贷款受托支付时限

根据原银监会于2010年3月11日发布的《关于〈固定资产贷款管理暂行办法〉的解释口径》（以下简称“《解释口

径》”）第四条第三款规定，贷款人原则上应在贷款发放当天，将贷款资金通过借款人账户支付给借款人交易对手。确因客观原因在贷款发放当天不能将贷款资金支付给借款人交易对手的，贷款人应在下一工作日完成受托支付。根据1号令第三十一条，除发生不可抗力情形外，贷款人应在贷款发放五个工作日内且最迟应于十个工作日内完成对外支付，在不可抗力情况下可由借贷双方协商确定合理的支付时限。由此可见，相对于《解释口径》，1号令适度延长了固定资产贷款的受托支付时限，有利于满足相关合理需求。

(3) 增加借款人紧急用款规定

1号令和2号令均增加了借款人紧急用

款相关规定，提高了受托支付灵活性。就固定资产贷款和流动资金贷款而言，贷款资金使用记录良好的借款人，在合同约定的贷款用途范围内，出现合理的紧急用款需求，贷款人经评估认为风险可控的，可适当简化受托支付事前证明材料和流程，并于放款后及时完成审核。银行现有的贷款合同文本的资金支付相关条款通常规定采用贷款人受托支付的，借款人应在提款前向贷款人提交商贸合同、对应增值税发票、资金支付依据等相关证明材料，部分金融机构还要求提供相关的物流凭证。在新规生效后，这一条款应增加例外情形，即在符合监管要求和特定条件的情况下简化事前证明材料或审批流程，例如将上述证明材料简化为提供商贸合同，允许其他证明材料后补并事后审核。但为了确保贷款业务的合法合规性，建议银行要求借款人承诺在放款后配合贷款人完成审核流程。

2. 借款人自主支付

1号令和2号令均提出采用借款人自主支付的，贷款人应审核是否存在以化整为零方式规避受托支付的情形。根据我们的经验，实践中银行业金融机构的贷款合同文本大多已将采取化整为零方式规避受托支付的情形列为违约事件，并要求借款人配合贷款人相应审查工作。与《固贷暂行办法》和《流贷暂行办法》不同，本次修订明确提出贷款人就贷款资金化整为零操作的审核要求，并将其从固定资产贷款扩

大适用于流动资金贷款，表明了监管部门对此问题的重视，可见化整为零规避受托支付的问题将被严格监管。银行业金融机构应当加强对借款人自主支付情形下规避受托支付行为的审核与监控，否则可能面临相关监管措施或处罚。

004> 贷后阶段

1. 防控贷款资金挪用行为

根据1号令和2号令的新增条款，贷款人应加强对借款人资金挪用行为的监控，发现借款人挪用贷款资金的，应按照合同约定采取要求借款人整改、提前归还贷款或下调贷款风险分类等相应措施进行管控。该等条款强调了贷款人加强对借款人资金挪用行为监控的义务，并进一步明确了借款人挪用贷款资金后贷款人可以采取的管控措施。根据我们的经验，银行业金融机构现有的贷款合同文本中通常包含禁止借款人挪用贷款资金以及挪用行为发生后计收罚息等规定，银行业金融机构可以参考上述新增条款，结合业务实际需求，将借款人资金挪用对应的适用管控措施落实到合同文本中。

此外，1号令与2号令均提出了强调实质监管的新增规定，要求贷款人健全贷款资金支付管控体系，加强金融科技应用，有效监督贷款资金按约定用途使用，即要求贷款人对贷款用途进行实质监管，而非仅在形式上进行监管。因此，银行业金融

机构应当对贷款资金的使用进行有效的实质管控，以避免潜在的监管风险。

2. 强化贷后管理责任

1号令和2号令均修订了贷款人的法律责任相关条款，具体请见下表：

《固贷暂行办法》	1号令
<p>第三十九条 贷款人有下列情形之一的，银行业监督管理机构除按本办法第三十八条采取监管措施外，还可根据《中华人民共和国银行业监督管理法》第四十六条、第四十八条规定对其进行处罚：</p> <p>(一) 受理不符合条件的固定资产贷款申请并发放贷款的；</p> <p>(二) 与借款人串通，违法违规发放固定资产贷款的；</p> <p>(三) 超越、变相超越权限或不按规定流程审批贷款的；</p> <p>(四) 未按本办法规定签订贷款协议的；</p> <p>(五) 与贷款同比例的项目资本金到位前发放贷款的；</p> <p>(六) 未按本办法规定进行贷款资金支付管理与控制的；</p> <p>(七) 有其他严重违反本办法规定的行为的。</p>	<p>第五十五条 贷款人有下列情形之一的，国家金融监督管理总局及其派出机构可根据《中华人民共和国银行业监督管理法》对其采取相关监管措施或进行处罚：</p> <p>(一) 受理不符合条件的固定资产贷款申请并发放贷款的；</p> <p>(二) 与借款人串通，违法违规发放固定资产贷款的；</p> <p>(三) 超越、变相超越权限或不按规定流程审批贷款的；</p> <p>(四) 未按本办法规定签订借款合同的；</p> <p>(五) 与贷款同比例的项目资本金到位前发放贷款的；</p> <p>(六) 未按本办法规定进行贷款资金支付管理与控制的；</p> <p>(七) 对借款人严重违约行为未采取有效措施的；</p> <p>(八) 有其他严重违反本办法规定行为的。</p>
<p>第三十九条 贷款人有下列情形之一的，中国银行业监督管理委员会除按本办法第三十八条采取监管措施外，还可根据《中华人民共和国银行业监督管理法》第四十六条、第四十八条规定对其进行处罚：</p> <p>(一) 以降低信贷条件或超过借款人实际资金需求发放贷款的；</p> <p>(二) 未按本办法规定签订借款合同的；</p> <p>(三) 与借款人串通违规发放贷款的；</p> <p>(四) 放任借款人将流动资金贷款用于固定资产投资、股权投资以及国家禁止生产、经营的领域和用途的；</p> <p>(五) 超越或变相超越权限审批贷款的；</p> <p>(六) 未按本办法规定进行贷款资金支付管理与控制的；</p> <p>(七) 严重违反本办法规定的审慎经营规则的其他情形的。</p>	<p>第四十三条 贷款人有下列情形之一的，国家金融监督管理总局及其派出机构可根据《中华人民共和国银行业监督管理法》对其采取相关监管措施或进行处罚：</p> <p>(一) 以降低信贷条件或超过借款人实际资金需求发放贷款的；</p> <p>(二) 未按本办法规定签订借款合同的；</p> <p>(三) 与借款人串通或参与虚构贸易背景违规发放贷款的；</p> <p>(四) 放任借款人将流动资金贷款用于借款人股东分红、金融资产投资、固定资产投资、股权投资以及国家禁止生产、经营的领域和用途的；</p> <p>(五) 超越或变相超越权限审批贷款的；</p> <p>(六) 未按本办法规定进行贷款资金支付管理与控制的；</p> <p>(七) 对借款人严重违约行为未采取有效措施的；</p> <p>(八) 严重违反本办法规定的审慎经营规则的其他情形的。</p>

由上表可见，1号令和2号令明确规定贷款人“对借款人严重违约行为未采取有效措施”时，监管部门有权采取相关监管措施或进行处罚，体现了监管部门强化贷款人的贷后管理责任的态度。因此，银行业金融机构应当完善内部工作流程，有效采取贷后管理措施，否则可能因对借款人严重违约行为未采取有效措施而承担相应法律责任。

005>总结

1号令和2号令不仅整合了其他法规和规范性文件中的现有规定，而且在多方面提出了新的监管要求，对金融机构固定资产贷款业务和流动资金贷款业务流程的各阶段均产生影响。我们建议银行业金融机构从业人员熟悉新规的各项要求，审阅业务文本，检视内部规程，并开展合规培训，确保贷款业务的合法合规性。



武鑫
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5780 8431
WUXIN@ZHONGLUN.COM



落叶知秋：2024年度中国税务立法 与监管重要事件年度观察

作者 / 季亨卡 邱程航

在中国经济迈向高质量发展的进程中，税收政策作为国家宏观调控的重要工具发挥着不可忽视的作用。2024年，中国在税务立法与监管领域的变化紧扣经济转型的需求，试图兼顾增长与可持续性之间的微妙平衡；随着中国经济转变模式调整进入深水区，税务立法与执法亦经历着重大的变化。

在长期观察中国税务立法与监管的动向过程中，税收政策的每一次变革都是国家发展的注释。在2024年浩如烟海的税务立法与监管事件中，笔者选取十个影响深远的年度事件，分析由此带来的新变化、实施效果以及对各类经济主体的影响，尝鼎一脔，以飨读者。

001>事件一：2024年1月15日，《中华人民共和国发票管理办法实施细则（2024修订）》发布，自3月1日起实施

关键词：法规更新 以数治税

【观察】为保障新《中华人民共和国发票管理办法》的顺利实施，2024年1月15日《中华人民共和国发票管理办法实施细则（2024修订）》发布，进一步明晰了征纳双方、用票人和第三方服务机构的权利义务，保障纳税人合法权益，规范税务机关执法行为。

我们将《中华人民共和国发票管理办法实施细则（2024修订）》的核心要点整理如下：

- 进一步明确电子发票的法律效力，推动企业交易和财务管理电子化进程；
- 明确“与实际经营业务情况不符”的具体情形，包括有货代开等违规情形，同时细化发票违法行为认定情形，增强执法的准确性和可操作性；
- 规范发票作废及冲红的处理，减少操作的随意性，确保发票信息的准确性和连贯性；
- 细化罚则条款中以其他凭证代替发票使用的情形，为执法提供更加明确的依据；
- 新增数据安全管理要求以及开发电子发票信息系统的规定，保障了电子发票数据的安全，促进电子发票系统的规范发展，推动税务管理的信息化建设。

【见解】《中华人民共和国发票管理办法实施细则（2024）修订》是“以数治税”向纵深发展的重要标志。数电票趋势下，企业应当更为防范由此产生的税务法律风险，要及时调整发票业务流程与操作规范，确保发票管理严谨，与实际业务相符，防止因数电票开票便利而导致内控失效。此外，新规将有货代开明确列为虚开行为，企业务必保证发票开具和收取与实际经营一致，溯源防范虚开发票风险。对此，企业应当严禁用其他凭证或自制凭证替代发票进行抵扣、退税、扣除和报销等，严格按规定使用合法发票，加强财务人员培训与管理。由于实务中税务机关会依据税收风险和信用级别调整发票领用额度，企业还应当及时识别处置潜在税务风险，保持较高纳税信用等级，保障发票顺利领用、经营正常开展。

002>事件二：2024年2月27日，八大部门联合治税，推进打击涉税违法犯罪

关键词：执法行动 涉税刑事法律风险

【观察】最高人民检察院在2月28日宣布，全国八部门联合打击涉税违法犯罪工作聚焦重点领域，开展“空壳公司”专项治理，结合涉税犯罪类案分析，围绕公司存续监管制度漏洞，推进源头治理，健全行政执法和刑事司法双向衔接机制。扎实开展“检察护企”专项行动，维护企业合法

权益，积极营造法治化营商环境，切实为经济社会高质量发展提供有力司法保障。¹

【见解】根据官方表态和近期执法实践，我们认为：一方面，“骗取出口退税行为”，“以虚开行为骗取留抵退税行为”，“对利用空壳公司暴力虚开、骗税行为”这三个传统涉税犯罪高发领域的执法行动正维持在高位；另一方面，以虚开手段骗取财政返还、政府补贴，异地虚开，变票虚开三个新增领域也被纳入了执法部门重点打击范围。

根据披露数据，多部门联合打击涉税违法持续高压监管，平均每户企业承担税款损失逐年上涨，已突破百万元，被查企业经济负担大幅增加，涉税金额巨大，刑事风险亦日趋严峻。税收监管环境对企业税务合规性要求越来越高，企业应更为审慎，在深入了解涉税监管趋势和动向的基础上，完善业务流程，谨慎选择交易对象和方式，强化交易真实性审核，保存好相关业务资料以应对可能的检查，同时避免依赖地方财政返还或奖补政策，确保业务模式的合法性和真实性，降低涉税违法风险。

003>事件三：2024年3月15日，最高人民法院、最高人民检察院发布《关于办理危害税收征管刑事案件适用法律若干问题的解释》

关键词：司法解释 涉税刑事法律风险

【观察】2024年3月15日，最高人民法院和最高人民检察院联合印发《最高人民法院、最高人民检察院关于办理危害税收征管刑事案件适用法律若干问题的解释》（法释〔2024〕4号，以下简称“《解释》”），并于2024年3月20日正式施行。该文件的出台旨在回应司法实践中的难题，统一裁判标准，增强执法的精确性和公正性。《解释》主要明确了危害税收征管犯罪的定罪量刑标准、对罪名的理解，以及相关罪名之间的区别，特别对“虚开增值税专用发票罪”作了限缩解释，避免将无主观恶性的行为一概纳入刑事处罚。同时，文件提出了对于新型犯罪手段的应对措施，并确立了符合现代税收征管的从宽处罚原则，比如在特定情形下允许通过补缴税款、有效合规整改来获得减轻或免除处罚。这一从宽原则强化了刑事打击与税收行政管理的联动性，在打击犯罪的同时鼓励合法整改，提升了执法的灵活性和治理效能。

【见解】《解释》顺应了近年来财税制度的现代化改革，尤其是在司法裁判上进一步贯彻“主观客观相统一”原则，通过区分不同的主观恶性和客观危害程度，对“虚

1. 《最高检：全面履行检察职能 依法严厉打击涉税犯罪》：
https://www.spp.gov.cn/zdgz/202402/t20240228_645222.shtml。最后访问时间2024年11月2日。

开”行为作出限缩解释，厘清“虚开增值税专用发票罪”与逃税、非法出售发票罪的界限，以保障罪责刑相适应的司法原则。此类规定解决了长期以来在虚开行为定罪标准上的争议，为刑事司法适用提供了更明确的准则，减少了税务和司法机关之间在具体案件定性上的分歧。例如，在一些引起公众关注的税务案件中，对于通过签订“阴阳合同”等方式逃税的行为，《解释》依据其主客观情况作出更合理的处罚建议。

此外，《解释》适当提高了部分罪名的定罪量刑标准，适应了经济发展对量刑尺度的更高要求。《解释》的出台为打击危害税收征管的犯罪提供了更为明晰的法律依据，强化了对高发税务犯罪的威慑力，尤其是在应对新型、专业化、信息化手段上的打击效果。同时，这一规定对于营造公平的营商环境具有深远意义，税务机关在执法过程中将更为注重与司法的衔接，不仅通过刑事手段震慑税收犯罪行为，还允许在可控范围内的补缴与整改，为企业提供了更灵活的税务管理预期，有助于推动税收征管工作向着市场化、法治化的方向优化发展。



004>事件四：2024年3月29日，上海市税务局官网发布两例税收事先裁定意见书，首度公开税收事先裁定案例；2024年5月7日，国家税务总局北京市税务局印发《国家税务总局北京市税务局税收事先裁定办法（试行）》（京税办发〔2024〕8号）

关键词：税收事先裁定 地方税务立法与实践

【观察】2024年3月29日，两例税收事先裁定意见书在上海市税务局官网发布，这是《关于印发<上海市税务局税收事先裁定工作管理办法(试行)>的通知》（沪税办发〔2024〕33号）施行后首次公开的税收事先裁定案例。

2024年5月7日，《国家税务总局北京市税务局税收事先裁定办法（试行）》对外发布，自2024年4月18日起试行。

【见解】就上海市现行税收裁定政策，申请人可就其即将开展的业务重组以及土地收储情况，分别向税务局提出税收事先裁定申请；税务局在审查后为案例中的两家企业出具了书面的《税收事先裁定意见书》，为申请人提供了明确的税务指导，帮助其规避潜在的税务风险。两起税收事先裁定案例为办法的施行提供了范例，有利于进一步提高税收法规的透明度和可预测性，同时助推激发市场活力、优

化营商环境。

北京税收事先裁定目前适用于北京市范围的所有单位纳税人，不适用于自然人及外省市纳税人；未明确限制适用税种，但我们认为海关征管的进出口税种应当推定不适用。企业预期未来24个月内有确定立项计划的特定复杂重大涉税事项可以适用，但是对于现行税收法律法规已有明确规定或需要立法的事项、与以前年度未完成税务处理结论且特性相同的交易事项、不具有合理商业目的或被禁止的事项不适用。

税收事先裁定为压缩税收征管中的不确定性，形成税收征管机关与纳税人之间的良性互动提供了思路。对于符合相关条件，意欲申请税收事先裁定申请人，我们有如下初步建议：

- 裁定前，要提供合法、真实、准确、完整的材料，包括对交易事项充分研判后撰写的说明材料，以及税务分析意见和倾向性意见；
- 裁定期间，需增强与税务部门的沟通，及时根据税务部门要求补充材料，了解监管关切和可能风险；
- 获得裁定后，要及时关注裁定依据的情形、条件及相关法律法规的实质性变化，在30日内函告主管税务机关，避免因原裁定变化产生纳税风险或争议纠纷；
- 考虑到税收事先裁定需要专业性较强的税务法律分析能力以及监管沟通能力，可由专业的律师团队和审计团队支持

税收事先裁定的全流程工作，保障税收事先裁定达到预期效果。

005>事件五：2024年4月，福建某地警方联合税务稽查部门破获一起跨省涉及医疗领域的虚开发票案，涉案资金达10多亿元；2024年，多个生物医药上市企业披露被当地税务征管机关要求补缴大额税款

关键词：执法行动 医疗领域税务风险

【观察】2024年4月，根据媒体报道，福建某公安机关联合税务稽查部门，成功破获一起跨省涉及医疗领域的虚开发票案，抓获犯罪嫌疑人15名，涉案资金达10多亿元。据了解，该犯罪团伙在江西等地以近亲属或他人名义注册成立120余家空壳公司，并在福州以医疗器械有限公司的名义，利用江西空壳公司对外虚开增值税普通发票及增值税专用发票，收取开票金额及增值税部分一定比例的税点。²

2024年，我们也留意到多家上市公司披露，其或其附属公司接受了当地税收征管部门的税务检查和辅导，或者根据通知进行了自查，分别补缴了大额税款和滞纳金，最高一例税款与滞纳金合计达3.1亿元，对企业财务表现造成了较为严重的不良影响。

2.海峡法治：<http://news.hxfzzx.com/fjxw/2024/0423/315155.html>

【见解】2024年，我们从各个行业领域收到税务征管收紧的反馈，但医疗制药可能是其中感受到最多“寒意”的领域。自2017年“两票制”出台之后，医疗领域一直是税务监管的传统热区，而今年在“医药行业反腐”的大背景下，税务合规更是成为许多医药企业最为关心的议题。在公开的处罚和补缴案例中，虚开发票、虚报研发费用、未按规定进行纳税申报、违规使用发票、违规操纵关联交易与转移定价出现的频率尤高。

我们理解医疗制药领域日益的市场竞争一定程度上影响了企业的盈利能力，但是企业不应逾越税务法律合规的红线寻求市场竞争中的优势。在企业日常经营过程中，应建立健全财税管理制度，规范合同、发票以及交易凭证的使用；对于规模较大的医药企业集团，尤其应当注意旗下业务公司是否存在虚构业务、虚开增值税专用发票等违规行为，这些行为中严重的可能触发刑事法律风险。

一旦进入税务稽查流程，医药企业应当在专业人士协助下积极主动与税务征管部门沟通，尽可能提供真实、完整的财税资料，在符合法律的前提下充分申辩，争取最优处理结果。在我们收集到的案例中，有部分涉案企业以税务辅导、补缴税款和滞纳金结案的先例，避免了包括罚款等在内的行政处罚与刑事责任，控制了税务风险的继续扩大和外溢。

006>事件六：2024年5月1日，《非银行支付机构监督管理条例》正式实施；2024年7月9日《非银行支付机构监督管理条例实施细则》发布

关键词：法规更新

【观察】《非银行支付机构监督管理条例》（以下简称“《条例》”）于2024年5月1日实施，是中央金融工作会议后金融领域首部出台的行政法规，对非银行支付行业具有重要意义。该条例明确了非银行支付机构的定义和设立许可，规定支付业务的分类及用户权益保护，强调中国人民银行的监管职责，旨在推动行业规范健康发展、保护用户合法权益。2024年7月9日《非银行支付机构监督管理条例实施细则》（以下简称“《实施细则》”）发布，进一步细化了行政许可要求、用户权益保障机制、收费标准及支付业务的对应关系，确保《条例》的可操作性。

【见解】《条例》及《实施细则》对税收征管与监管产生了显著影响。首先，交易信息的清晰化和资金流向的明确化，使得税务机关在进行税收征管时更加便利，能够快速获取支付交易信息，核查交易的真实性和合法性，从而提高税收征管效率，降低风险。税务机关不仅需关注传统金融机构和企业的税务情况，还需对非银行支付机构的税务行为进行监管，监管范围包括其自身的税收缴纳及为商户提供

企业在使用非银行支付方式时也需更加关注合规性,推动税务风险意识和筹划的规范化,促进整体税务合规环境的提升。



支付服务过程中的税务问题。在跨境支付方面，境外非银行支付机构在中国境内开展跨境支付业务的监管要求也显著提升。

《条例》设定了更高的市场准入门槛，境外机构须获得中国人民银行的支付业务许可并设立境内分支，注册资本最低要求为人民币1亿元。同时，加强了反洗钱和反恐怖融资的监管，要求支付机构具备独立的业务系统并妥善保存用户资料，确保资金流动的合规性。此外，用户数据的跨境传输受到严格限制。这些规定不仅提升了合规性要求，还对税务监管产生积极影响，税务机关能够更有效地获取支付交易信息，降低逃税风险。随着支付机构需要进行严格的尽职调查，税务监管范围扩大，促使境外机构提高税务合规意识，实现更健康的运营环境。企业在使用非银行支付方式时也需更加关注合规性，推动税务风险意识和筹划的规范化，促进整体税务合规环境的提升。

007>事件七：2024年5月21日，新疆某税务主管部门通过中美情报交换机制破获一起偷税案件

关键词：跨境税收征管 中美税收情报交换

【观察】2024年5月21日，新疆某税务主管部门发布《乌税稽罚告〔2024〕45号》³税务行政处罚事项告知书，披露其通过向税务总局提请美国税务部门情报交

换的方式，发现某公司进行虚假纳税申报，造成少缴企业所得税，对该行为责令补交税款并处少缴税款百分之五十的罚款共计1,500余万元。

【见解】2018年，中国大陆、中国香港、新加坡、瑞士、日本等主要经济体相继完成CRS(Common Reporting Standard)体系下的首次金融账户涉税信息交换，尚未加入CRS的美国似乎成为了全球税收情报协作多边体系外的一个法外灰度空间，部分高净值人士和企业因此错误地把美国视为中国税收监管无法触及的盲区。然而在多边体系之外，中美之间的双边协定依然发挥着作用，拥有照亮和检视盲区的能力：早在1984年签订的《中美避免双重征税和防止偷漏税的协定》中，第二十五条就双边的税收情报交换合作作出了明确的规定，中美执法部门在打击税收欺诈、偷漏税的情报交换方面有坚实的基础。

在中国国内法方面，《国际税收情报交换工作规程》（国税发〔2006〕70号）亦就情报交换的范围、种类、管理程序作出了详细规定，新疆某税务主管部门通过国家税务总局发起情报交换即遵守了此规程；尤其值得玩味的是，《国际税收情报交换工作规程》第三十一条规定，对

³国家税务总局乌鲁木齐市税务局：<https://view.officeapps.live.com/op/view.aspx?src=https%3A%2F%2Fxinjiang.chinatax.gov.cn%2Fwlmg%2Ftzgg%2F202406%2FP020240604404849560520.doc&wdOrigin=BROWSELINK>。

情报交换的一般性工作和利用税收情报查处的税收违法案件，一般不在广播、电视、网站和刊物等各种新闻媒体上宣传报道；如确有必要进行宣传报道的，必须逐级上报总局批准，且不得在宣传材料中披露税收情报的来源和内容——这也在客观上导致许多纳税主体对这一双边情报交换体系感知不强。此次新疆某税务主管部门较为罕见地展示了此能力，可以认为获得了更高级别主管部门的许可，而这是是否是监管的一种“告知”与“宣示”，值得拥有国际资产布局的纳税主体进一步思索。

008>事件八：2024年8月1日，国务院783号令《公平竞争审查条例》起实施，叫停违规税收优惠，限制给予特定经营者税收优惠

关键词：公平竞争 违法税收优惠整治

【观察】2024年6月6日，《公平竞争审查条例》（以下简称“《条例》”）颁布，并于2024年8月1日起施行，对不公平的市场竞争行为进行了更严格的规范，主要内容之一是加强了对政府部门在制定和执行政策过程中公平竞争审查的要求，尤其是对于税收优惠政策的实施。《条例》对税收优惠的核心限制主要体现在禁止不正当税收优惠，限制对特定经营者的税收优惠，同时，要求各级政府部门应当以市场中立为原则，在政策出台前，必须经过公平竞争审查程序，不应影响市场主体的

独立性和自主决策，避免出现因政策优惠而形成的“地方保护”或“行业垄断”等情况，并对已有的违规税收优惠政策则要求及时清理和整改，以保持政策的公平性和公开性。

【见解】尽管2014年11月27日国务院曾印发《关于清理规范税收等优惠政策的通知》（国发〔2014〕62号），要求“全面清理已有的各类税收等优惠政策”，但这一要求与复杂的地方实践之间存在着不小的鸿沟：地方征管部门发布的地方性政策、甚至地方招商引资部门与企业签订的合同、协议、备忘录、会议或会谈纪要以及“一事一议”形式的请示、报告和批复，都成为清理各类税收等优惠政策的阻碍。

自此之后各地税收优惠政策亦几经起落，在近年又经历一场退坡，甚至有部分企业收到了来自地方征管部门要求补缴或返还已减免税款的通知；而《条例》则为这场实践拉锯敲下了定音之锤：相比之前相关规定，《条例》法律层级更高，表述更加清晰直接，明确了给予税收优惠的严格限制条件，提高了规定的可操作性和执行力度，代表着国家对维护市场公平、维护竞争秩序的进一步重视。《条例》将改善特定企业因地方性税收优惠而获得不正当优势的现象，使得经营者能够获得更为平等和透明的竞争机会，营造出更加公开、可预期的营商环境，减轻税收负担不均衡。

与此同时，对曾依赖税收优惠的企业

而言，《条例》也可能带来成本上升的压力，促使其转向通过创新和市场表现来争取市场竞争中的有利地位。

009>事件九：2024年11月1日起， 中国人民银行、国家市场监督管理 总局《受益所有人信息管理办法》 施行

关键词：以数治税 信息披露

【观察】2024年4月29日，中国人民银行和国家市场监督管理总局联合发布了《受益所有人信息管理办法》（以下简称“《管理办法》”），并自2024年11月1日起实施。根据《管理办法》第9条规定，2024年11月1日后新设立的主体应在设立登记时通过相关登记注册系统备案受益所有人信息。

这一新规的出台建立完善了我国受益所有人信息备案制度，并与《中华人民共和国市场主体登记管理条例实施细则》《金融机构客户尽职调查和客户身份资料及交易记录保存管理办法》等法规共同构建我国金融市场反洗钱管理和监管的框架。

【见解】根据《管理办法》第15条，受益所有人是指最终拥有或实际控制备案主体，或者享有备案主体最终收益的自然人，这一定义与《中华人民共和国反洗钱法（2024修订）》（以下简称“《反洗钱法（2024修订）》”）的定义相吻合。对于公司与合伙企业，《管理办法》使用

如下标准判断其是否构成受益所有人：

- 标准1：通过直接方式或者间接方式最终拥有备案主体25%以上股权、股份或者合伙权益的自然人。
- 标准2：虽未满足标准1，但最终享有备案主体25%以上收益权、表决权的自然人。
- 标准3：虽未满足标准1，但单独或者联合对备案主体进行实际控制的自然人。
- 兜底情形：不满足以上三种标准，则将备案主体中负责日常经营管理的人员视为受益所有人。

需注意的是，公司与合伙企业的受益所有人可能不止一个自然人，任何满足上述三个标准之一的自然人都应作为受益所有人进行备案，均需要填报包括性别；国籍；出生日期；经常居住地或者工作单位地址；联系方式；身份证件或者身份证明文件种类、号码、有效期限；受益所有权关系类型以及形成日期、终止日期（如有）等信息。

《受益所有人信息管理办法》的出台是中国金融监管部门反洗钱工作迈出的重要一步，这一新规不仅为金融机构提供了更为明确的操作指引，也为监管部门提供了更为有力的执法依据，对相关行业的合规义务提出了更为严格的要求。此外，结合同样为最近发布的《反洗钱法（2024修订）》，二者在若干具体条款上仍显现出部分差异，因此后续仍需继续关注《《反洗钱法（2024修订）》的正式实施以更新

完善相应的合规体系。

010>事件十：2024年12月1日起，《中华人民共和国关税法》施行。《中华人民共和国进出口关税条例》同时废止

关键词：立法活动 关税

【观察】《中华人民共和国关税法》（以下简称“《关税法》”）的正式颁布与实施是税收法制建设的重要推进举措，应对国内国际形势、强化关税调节作用，将通关便利化改革经验和对接国际高标准经贸规则要求上升为法律制度，落实税收法定原则。《关税法》在内容上涵盖了体制管理、适用范围、税目税率、特殊情形、征收管理及应对措施等方面，新增纳税人合法权益保护的立法目的，规定了多项实践中长期存在争议的问题，如货物原产地不明时的税率执行、进出境不予征税的具体情形和退还关税加算银行同期存款利息等，并与税收征管制度规定协调一致。

【见解】值得注意的是，《关税法》首次在立法层面明确将反规避条款引入关税规制，即“不具有合理商业目的而减少应纳税额的行为，国家可以采取调整关税等反规避措施”。《关税法》的出台使关税征收管理更具权威性和稳定性，促进了对外贸易发展，为企业提供了更稳定的税收制度环境，利于企业规划经营。与此同时，企业也可能面临合规成本增加的问题，新

的征管模式对企业申报准确性要求更高，增加了企业的管理成本，规范申报三要素、重视关务合规制度以及内部风险管控是需要关注的重点。

011>结语

正如卢梭所言，“税收是社会契约的一部分”。2024年，随着经济转型和发展模式转变的浪潮，我们过去二十年熟悉的增长模式正在发生变化；与之相对地，税务征管亦在多维度上呈现调整态势。“税收法规体系趋向完整与严密，税收征管活动趋向精细和严格”是我们在梳理和总结“中国税务立法与监管十事件”后，从这种变势中提取到的主轴。无论是企业、高净值客户还是其他税收主体，都可以从趋势中提取经验，适时审阅和调整自身的税务策略，在合法合规的前提下保障财富的隐私与安全。

（邵雨佳对本文亦有贡献）



季亨卡
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5780 8410
HENRYJI@ZHONGLUN.COM



中伦知识产权与数据保护 业务

中伦知识产权部作为中国领先的知识产权服务团队,代理了一系列国内外具有重大影响和标志性的知识产权典型案件。在国内,帮助客户妥善解决知识产权纠纷、保障合法权益的同时,积极参与知识产权全链条保护的构建,服务国家创新发展战略;在国际上,深度参与“一带一路”战略实施,同时为跨国公司提供战略性的知识产权保护方案,努力推进全球知识产权领域的平等合作与公平竞争。**中伦始终为客户提供全面、完善的权利保护服务,代理的诸多案件亦多年多次入选“中国法院十大知识产权案件”和“五十件典型案例”。**中伦知识产权保护领域在《法律500强》(The Legal 500)公布的“2023年度律所排行榜”中,中伦在知识产权业务(诉讼和非诉讼)领域荣获第一级别推荐;在《亚洲法律杂志》ALB公布的“2022年中国知识产权排名”中,中伦已连续多年获评第一级别;在《钱伯斯》(Chambers)榜单中,中伦知识产权业务及多位合伙人连续多年获得重点推荐。

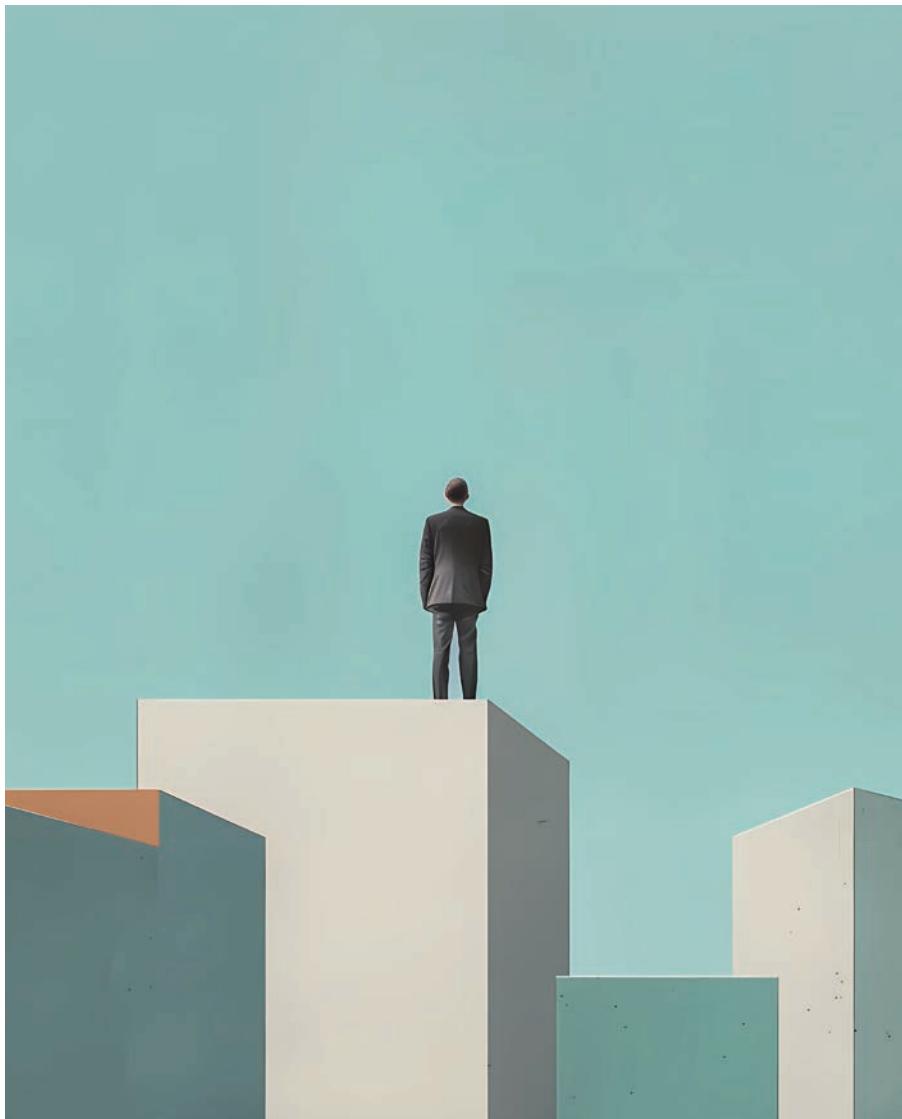
中伦网络安全和数据保护团队是国内此领域法律服务的开拓者和领先团队,在网络安全、数据安全、个人信息保护等多项业务上具有非常丰富的实务经验。团队合伙人长期参与本领域的立法和学术活动,参与了《网络安全法》《关键信息基础设施保护条例(征求意见稿)》《数据安全法(草案)》《个人信息保护法(草案)》等法律法规及网信办系列配套规章的研讨与制定工作。中伦与世界范围内的数据合规专家建立了深入合作关系,具有为客户提供全球数据合规一站式服务的能力。**中伦数据保护领域连续四年获得《亚太法律500强》第一级别推荐;获得《商法》(China Business Law Journal)“隐私及数据保护卓越律师事务所”称号;获得《亚洲法律杂志ALB中国法律大奖》“年度网络安全与数据保护律师事务所”称号。**

CHAPTER

04

INTELLECTUAL
PROPERTY
& DATA PROTECTION

知识产权与数据保护



新质生产力的重大利好：《促进和规范数据跨境流动规定》要点解析

作 者 / 陈际红 吴佳蔚 林婉琪

自2023年9月28日国家互联网信息办公室发布《规范和促进数据跨境流动规定（征求意见稿）》（以下简称“**928新规**”）以来，数据跨境监管动态一直悬而未决，企业对于后续的政策及监管趋势存在诸多疑虑。2024年3月22日，《促进和规范数据跨境流动规定》（以下简称“**《规定》**”）正式发布并自公布之日起施行，规定以促进为主，兼顾规范，对于企业来讲，减负信号更为明显，监管确定性增强，是一件幸事，我们特此在新规正式发布之际带来如下解读，为相关主体提供参考。

001>出台背景

我们理解，《规定》的正式发布主要有两个层次的原因：

首先，中央“稳经济、稳外资、稳外贸、保增长”的政策指向是新规出台最为核心的原因：2023年8月国务院发布《关于进一步优化外商投资环境加大吸引外商投资力度的意见》，其中第（十四）项提出，“探索便利化的数据跨境流动安全管理机制”。2024年3月，国务院进一步发布《扎实推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资行动方案》提及：“支持外商投资企业与总部数据流动。规范数据跨境安全管理，组织开展数据出境安全评估、规范个人信息出境标准合同备案等相关工作，促进外商投资企业研发、生产、销售

等数据跨境安全有序流动”。

其次，数据出境安全评估及标准合同备案工作已正式开展一年左右，实践过程中出现了以下问题：

- 申报周期长，准备材料多，审核结果悬而未决的等待时间给企业正常开展跨境业务活动带来不确定性；
- 安全评估触发门槛相对较低，带来安全评估普遍适用的情况，实践中各地区审核尺度存在区别；
- 审核标准和必要性判断标准口径较严，特别是针对于跨国集团内部人事管理等活动的审核较为严格，导致企业后续整改的成本较高；
- 缺乏豁免条件，企业对于少量、轻微、确有必要的数据流动场景仍然需要至少采取标准合同备案或认证的措施。



数据出境“三件套”的执行现状与问题

数据出境安全评估	个人信息出境标准合同	个人信息保护认证
相关规范 《数据出境安全评估办法》：2022年9月1日生效，2023年2月28日整改期限到期。	相关规范 · 《个人信息出境标准合同办法》：2023年6月1日生效，2023年11月30日整改期限到期。 · 《粤港澳大湾区（内地、香港）个人信息跨境流动标准合同实施指引》及其附件《粤港澳大湾区（内地、香港）个人信息跨境流动标准合同实施指引》：2023年12月10日发布并生效。	相关规范 · 《关于实施个人信息保护认证》及《个人信息保护认证实施规则》：2022年11月4日发布； · 《网络安全标准实践指南——个人信息跨境处理活动安全认证规范v2.0》：2022年12月16日发布； · 《信息安全技术 个人信息跨境传输认证要求（征求意见稿）》：2023年3月16日发布。
价值取向 ：国家安全、公共利益、个人信息权益	价值取向 ：个人信息权益	价值取向 ：个人信息权益
法定适用 ：CIO、重要数据处理者，100万、10万、1万	选择适用 ：少量、偶发，跨境商业交易或合作，出境场景直接、清晰	选择适用 ：频发、长期，跨国集团、关联实体，产业生态链
有效期 ：2年	有效期 ：依照合同约定	有效期 ：3年
执行现状 · 审查颗粒度细，周期长，审查结果颗粒度落实到各字段出境必要性。 · 截至2024年1月，仅北京已有117家企业提交申报，45家企业申请被国家网信办受理，39家单位获批通过安全评估，多数为外资企业，所涉行业以软件和信息技术服务业、汽车与工业制造业为主。大部分案例未公开。 · 多数案例于2023年5月后通过，仍有企业未获得结果。	执行现状 · 形式审查为主，部分地区审查较严。 · 截至2023年9月底，北京、浙江网信办公开通过案例12例，分别为北京德亿信数据有限公司、邦贝液压机械（杭州）有限公司。部分案例未公开。	执行现状 2023年12月，5家企业获颁首批个人信息保护认证证书，包括希音全球统一门户、集团人力资源管理、招聘涉及的个人信息处理活动等跨境场景。

审查标准、操作细则如何明确？

法定门槛是否合理？出境“三件套”如何合理配置？

多元机制如何协调运行？

如何促进国家间数据流通，便利企业出海？

在稳外资，促发展的前提下，《规定》可以有效降低企业的合规成本和对上述潜在问题的顾虑，在保证安全底线的同时稳固发展趋势。

002>变化、解读与分析

1. 数据出境“减负三件套”：新门槛、新豁免、新程序

- 新门槛

《规定》第五、七、八条对触发数据出境安全评估申报义务、订立个人信息出境标准合同及备案或通过个人信息保护认证的触发数量门槛进行了新的安排，具体如下表所示：

原生效规范下触发门槛* 928新规触发门槛*		《规定》门槛*
申报数据出境安全评估	<ul style="list-style-type: none"> • 100万个人信息处理者； • 或自上年1月1日起累计向境外提供数量： ≥ 10万个人信息，≥ 1万敏感个人信息 	预计一年内向境外提供个人信息数量 > 100万
订立个人信息出境标准合同及备案或通过个人信息保护认证	<ul style="list-style-type: none"> • < 100万个人信息处理者；且 • 自上年1月1日起累计向境外提供数量：< 10万个人信息，< 1万敏感个人信息 	预计一年内向境外提供个人信息数量：1万~100万
无需适用数据出境机制	无豁免数量规定	预计一年内向境外提供个人信息数量：< 1万

*仅为数量门槛比较，CIO、重要数据出境等仍需申报安全评估。

前述触发门槛信息数量的调整体现了放松数据安全监管、促进发展与流动的明确信号。新触发门槛规定还特别重申了完全无需适用任一数据出境机制的豁免场景“从其规定”的衔接条文，避免做出过于严格的解读，便于企业开展跨境经贸活动。

- 新豁免

关于“数据过境”

《规定》第四条规定，“数据处理者在境外收集和产生的个人信息传输至境内处理后向境外提供，处理过程中没有引入境内个人信息或者重要数据的，不需要申报数据出境安全评估、订立个人信息出境标

准合同、通过个人信息保护认证。”

与928新规相比，《规定》更加明确了“过境”的概念，并且强调了未引入境内个人信息或重要数据的前提下，无需承担相应义务的概念。对于在国内建设跨境数据中心、面向海外市场提供跨境云服务的企业而言，无疑是一大利好消息。

关于“个人发起”“员工管理”和“紧急情况”

除触发数量门槛更新外，《规定》第五条亦规定，以下情形不需要申报数据出境安全评估、订立个人信息出境标准合同、通过个人信息保护认证：

“（一）为订立、履行个人作为一方当

事人的合同所必需，如跨境购物、跨境寄递、跨境汇款、跨境支付、跨境开户、机票酒店预订、签证办理、考试服务等，确需向境外提供个人信息的；

（二）按照依法制定的劳动规章制度和依法签订的集体合同实施跨境人力资源管理，确需向境外提供员工个人信息的；

（三）紧急情况下为保护自然人的生命健康和财产安全，确需向境外提供个人信息的；”

与928新规相比，《规定》增加了对

个人发起场景的列举，为企业判断豁免情形提供了更多参考。

此外，虽然《规定》未沿袭928新规，明确“基于个人同意向境外提供个人信息的，应当取得个人信息主体同意”，但我们可以理解，《规定》与928新规导向一致。在《规定》项下，跨境场景下的“单独同意”这一要求，对于企业拥有豁免场景涉及的合法基础的前提下，具体实现形式会进一步松绑，将在形式上和实质内容上降低“同意”的合规负担¹。详见下图：



同意	»	单位同意
履行个人合同所必须	»	出境机制与单独同意的豁免
劳动人力资源管理	»	出境机制与单独同意的豁免
法定职责或法定义务	»	单位同意的豁免
应对突发公共卫生事件，或者紧急情况下为保护自然人的生命健康和财产安全	»	应对突发公共卫生事件：单独同意的豁免； 紧急情况下为保护自然人的生命健康和财产安全：出境机制与单独同意的豁免
为公共利益实施新闻报道、舆论监督	»	单独同意的豁免
合理范围内处理合法公开信息	»	单独同意的豁免
其他	»	单独同意的豁免

- 新程序

《规定》第九条规定，“通过数据出境安全评估的结果有效期为3年，自评估结果出具之日起算。有效期届满，需要继续开展数据出境活动并且未发生需要重新申报数据出境安全评估的情形的，数据处理者可以在届满前60个工作日内向国家网信部门提出延长评估结果有效期的申请。”该等

规定一方面延长了有效期时间，另一方面简化了数据处理活动以及安全因素未变化场景下数据处理者延长有效期的申报工作程序，对于依然需要开展安全评估的公司而言具有重大意义。

1.但是根据《数据出境安全评估申报指南（第二版）》的规定，申报安全评估如涉及单独同意的，仍需提供佐证材料，明确了如走同意路径的需要单独同意的要求。

此外，国家网信办同步发布了《数据出境安全评估申报指南（第二版）》和《个人信息出境标准合同备案指南（第二版）》，对数据处理者需要提交的相关材料进行了优化简化，同步开通了“数据出境申报系统”。数据处理者应通过系统提交申报，关键信息基础设施运营者或者其他不适合通过数据出境申报系统申报数据出境安全评估的，采用线下方式通过所在地省级网信办向国家网信办申报数据出境安全评估，申报方式为送达书面申报材料并附带材料电子版，书面申报材料需装订成册。

以上指南文件中，以《数据出境安全评估申报指南（第二版）》为例，主要变化如下：明确了《个人信息保护法》第三条第二款的情况下域外适用的个人信息处理者依然需要遵循相关规定提交申报；对于单位性质单位类型等具体填报项目进行勾选化设计；需要明确申报方是否为关键信息基础设施运营者；从场景化出发要求填报数据出境活动，并且给出了扩展、拆分等实操性指引；明确自然人数量需要着重；简化合并了报告中部分条目；按照出境数据类项逐条分析必要性；要求提交单独同意的佐证材料。我们理解，《个人信息出境标准合同备案指南（第二版）》修订趋势类似。

2. 自贸区或成为数据跨境流动进一步扩大的有效试验田

《规定》第六条，“自由贸易试验区在

国家数据分类分级保护制度框架下，可以自行制定区内需要纳入数据出境安全评估、个人信息出境标准合同、个人信息保护认证管理范围的数据清单（以下简称负面清单），经省级网络安全和信息化委员会批准后，报国家网信部门、国家数据管理部门备案。

自由贸易试验区内数据处理者向境外提供负面清单外的数据，可以免予申报数据出境安全评估、订立个人信息出境标准合同、通过个人信息保护认证。”

《规定》提出的负面清单要求，具备以下优势：

- **政策导向角度**，负面清单机制更能体现我国对于一般数据流动支持的态度，即禁止出境、受限出境是例外；
- **可操作性方面**，负面清单机制有助于企业及监管机关提升识别禁止或受限出境的数据的效率，亦有助于增强企业展业过程中判断自身数据是否可出境的可预期性。

各自贸区自去年以来纷纷采取动作响应相关要求，以上海、天津为例，特色如下：

上海

根据《全面对接国际高标准经贸规则推进中国（上海）自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案》《上海市落实〈全面对接国际高标准经贸规则推进中国（上海）自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案〉的实施方案》，上海拟出台如下措施便利数据跨境：

- 上海自贸试验区管委会、临港新片区管委会将根据区内实际需求制定重要数据目录；
- 探索开展数据出境标准合同与个人信息保护认证与国际互认试点；
- 将通过如在临港新片区建立数据跨境服务中心等措施，便利数据处理者开展数据出境自评等数据出境安全合规工作，其中，数据跨境服务中心主要提供材料受理、咨询、初审服务。

2024年2月8日，《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区数据跨境流动分类分级管理办法（试行）》（以下简称“《上海办法》”）印发。《上海办法》适用于：（1）在临港新片区范围内登记注册的，或（2）在临港新片区开展数据跨境流动相关活动的数据处理者。该办法有效期至2025年2月7日。

《上海办法》明确临港新片区管委会将区分领域，率先围绕汽车等重点领域制定数据流动正面、负面清单。具体而言，跨境数据分为**核心数据**、**重要数据**、**一般数据**3个级别：

- **核心数据禁止跨境**；
- **重要数据**目录由临港新片区管委会制定，重要数据跨境可在通过临港新片区数据跨境服务中心进行申报材料初验后，向市委网信办**申报数据出境安全评估**；
- **一般数据**清单由临港新片区管委会制定，一般数据可向临港新片区管委会申请登记备案，在满足相关管理要求后**自由**

流动。若相关领域出台场景化重要数据目录，则该领域的一般数据清单自动失效。同时，若数据处理者在数据跨境流动过程中未严格履行相关承诺，或出现其他违规行为的，临港新片区管委会可立即暂停或终止数据跨境流动。数据处理者需继续开展数据跨境流动的，应按照要求整改，整改完成后重新备案。

根据我们与当地相关负责部门的沟通，目前当地正在就此《上海办法》撰写具体指引。此外，首批一般数据清单已经发布，包含智能网联汽车、公募基金、生物医药等三个领域，涉及智能网联汽车跨国生产制造、医药临床试验和研发、基金市场研究信息共享等11个场景。²

天津

2024年2月5日，天津市商务局、自贸试验区管委会印发《中国（天津）自由贸易试验区企业数据分类分级标准规范》（以下简称“《规范》”）。《规范》适用于天津自贸试验区内企业在生产经营过程中产生、收集、存储、传输和处理的数据的分类分级：

- **数据分类**：《规范》将企业数据分为三个层级，第一层级为13大类，第二层级为40子类，第三层分类由数据处理者自行决定。例如，智能汽车运行过程中获取

2. 参见：https://www.gov.cn/lianbo/difang/202405/content_6951895.htm

的地理信息、人员流量、车辆流量等数据及智能汽车用户用车数据属于工业类中的“智能汽车”子类别；

● **数据分级：**《规范》将企业数据从高到低分为**核心、重要、一般3个级别**，并强调重要数据应对国家安全、经济运行、社会稳定、公共健康和安全产生影响，仅影响组织自身或公民个体的数据，一般不作为重要数据。就重要数据判定，《规范》提出应参照相关法律法规和规定，行业主管部门未明确判定标准时，可按照《规范》提出的标准识别，如“天津自贸试验区企业掌握的1000万人以上个人信息；100万人以上个人敏感信息；10万人以上且包含个人银行账户、个人保险账户、个人注册账户、个人诊疗数据等的个人敏感信息”，“在提供互联网服务过程中产生的可用来实施社会动员的数据，相关退伍人员等敏感人群数字画像数据，对军工、政府类客户记录和跟踪的数据”及“智能汽车领域汽车OTA参数”构成重要数据。

此外，《规范》要求企业向天津自贸试验区网络数据安全工作主管部门报送重要数据目录。

3. 其他需要注意的合规要求

《规定》第十条明确，“数据处理者向境外提供个人信息的，应当按照法律、行政法规的规定履行告知、取得个人单独同意、进行个人信息保护影响评估等义务。”

《规定》第十一条规定再次重申了依法合

规的要求，“数据处理者向境外提供数据的，应当遵守法律法规的规定，履行**数据安全保护义务**，采取技术措施和其他必要措施，保障数据出境安全。发生或者可能发生数据安全事件的，应当采取**补救措施**，及时向省级以上网信部门和其他有关主管部门报告。”

因而，尽管满足豁免场景的数据处理者无需进行程序性申报、备案或认证，但仍需满足法律规定履行数据保护义务。

- 重要数据的识别与保护

数据处理者向境外提供重要数据依然要承担申报出境安全评估的义务，重要数据的识别、安全管理一直是横贯在企业头部的达摩克利斯之剑，除了汽车行业有明确的规定之外，其他均在探索之中。网安标委发布的《数据安全技术 数据分类分级规则》整合了之前重要数据相关国标征求意见稿，给出了数据分类分级的通用规则以及重要数据识别指南（见《数据安全技术 数据分类分级规则》附录G），用于指导各行业领域、各地区、各部门的主管机构和数据处理者开展数据分类分级工作。

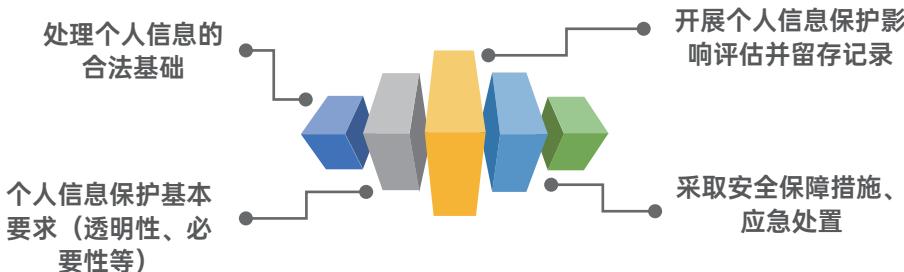
一旦落入重要数据范围，除了跨境义务之外，根据《数据安全法》以及相关行业法规的规定，涉及企业依然要履行设立责任人，开展风险评估，通过合同等方式管理对外提供等敏感场景，向监管机构申报备案等义务。

- 个人信息保护基本义务

《个人信息保护法》项下数据处理的

基本义务和框架如下，以供涉及企业参考，即使落入豁免门槛，建议依然要在以

下维度进行考量，在出境时保证同等保护要求。



003>启示与建议

我们理解，《规定》的要求只是监管程序的豁免，而非实质性合规义务的免除。比如，对于跨境传输个人信息，即使按照新规不需要申报评估、进行标准合同备案或开展个人信息保护认证，也应当主动采取合规措施，满足合法性、正当性和必要性的条件，采取措施实现传输信息的安全，总体上达到《个人信息保护法》所要求的同等保护水平要求。而在监管侧，会更加强调事中和事后监管，如发现数据出境活动存在较大风险或者发生安全事件的，可以要求数据处理者进行整改消除隐患；对拒不改正或者导致严重后果的，依法责令其停止数据出境活动，保障数据安全。

《规定》第十三条规定，《数据出境

安全评估办法》《个人信息出境标准合同办法》等相关规定与本规定不一致的，按照本规定执行。由此，我们建议不同类型的企业可采取以下策略来应对：

- 已按照旧规开展申报、备案的企业，可结合申报进程，获得申报结果与否，考量自身数据出境活动是否落入《规定》豁免场景，与监管部门进行密切沟通，做好后续应对和收尾工作；

- 对于之前一直观望中的企业而言，关于数据出境监管的不确定性暂时告一段落，可进行排查和梳理数据处理和数据出境场景，进行后续的合规动作，由于目前强调行业监管以及事中事后检查监管的政策，即使公司落入豁免场景，亦需要做好内部的合规论证并且适当开展其他基本数据合规义务的落地工作以行稳致远。

总体来讲，《规定》响应了目前经济

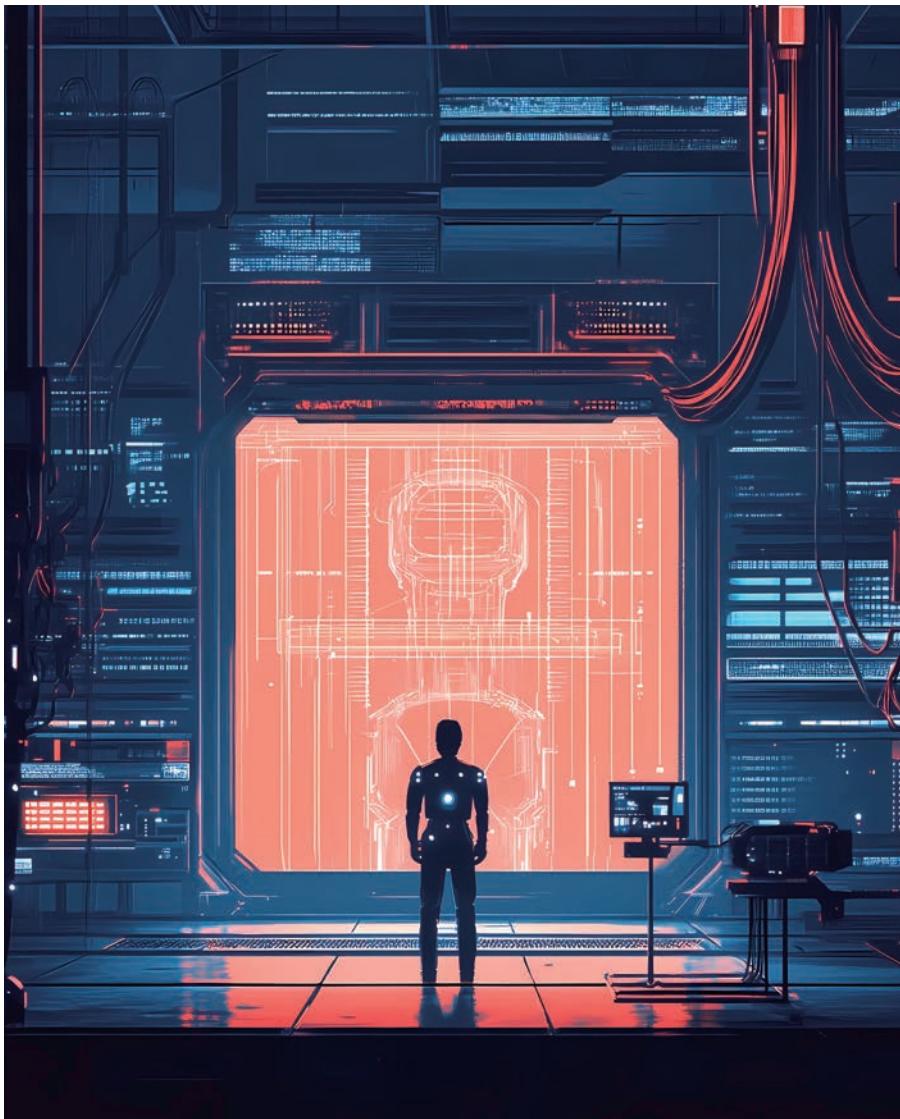
发展的最大诉求，为企业减负，回应市场期待，是应时而变、适时而动的举措，我们也期待更广泛和深入的跨境经贸合作，以及更为合理惠商的监管措施为中外企业带来数字经济的春天。



陈际红
合伙人
知识产权部
北京办公室
+86 10 5957 2003
CHENJIHONG@ZHONGLUN.COM



吴佳蔚
非权益合伙人
知识产权部
北京办公室
+86 10 5087 2942
WUJIawei@ZHONGLUN.COM



数据合规与人工智能立法监管 的回顾与展望 (2024)

作者 / 蔡鹏 肖甫羚令

2024年，随着数字经济的蓬勃发展和人工智能技术的广泛应用，数据安全、人工智能监管以及个人信息保护成为社会关注的重要议题。中国在这一年通过一系列立法和技术标准的制定，不仅加强了数据合规管理，还推动了人工智能领域的规范化发展。从数据跨境流动的精细化管理到《网络数据安全管理条例》的出台，从个人信息司法保护的加强，再到数据安全与国家安全的执法强度，均反映了数据合规的重点与难点趋势。同时，在人工智能领域，通过发布多项具体实施指南和管理规定，明确了人工智能技术应用的安全边界和服务规范，既为企业提供了清晰的操作指引，也确定了包容式监管的框架。本文将在简要回顾2024年数据合规与人工智能监管重要进展的基础上，为各类组织和企业展望未来的合规重点方向。

001>2024年数据合规领域立法——规范落地，合规新篇

2024年，中国在数字经济合规领域看到了积极的立法努力，在跨境数据流动以及数据要素的流通和利用方面均取得了显著进展。

焦点1：数据跨境合规蓝图初显

2022年和2023年，中国先后颁布了《数据出境安全评估办法》为代表的系列规则，构建起了数据跨境传输的“三条路径”体系：数据出境安全评估、标准合同备案以及个人信息保护认证。2024年3月，国家互联网信息办公室公布了《促进和规范数据跨境流动规定》，不仅适当放宽了数据跨境流动的条件，而且将企业数据跨境合规基本“方法论”进行了调整，为企业带来实质性利好。

在此背景下，地方立法积极跟进，呈现出快速发展的态势：

- **粤港澳大湾区：**2023年12月，国家网信办与香港特区政府创联合公布《粤港澳大湾区（内地、香港）个人信息跨境流动标准合同实施指引》；2024年9月，国家网信办与澳门特区政府联合公布了《粤港澳大湾区（内地、澳门）个人信息跨境流动标准合同实施指引》，旨在为内地与澳门之间的个人信息跨境流动提供便利。这份文件为两地之间的数据交换提供了明确的操作指南，促进了区域内的经济一体

化和技术协作。

- **北京：**北京在数据跨境流动方面走在全国前列。全国首个获批的数据跨境评估案例、全国首例签订个人出境标准合同备案的案例均落地在北京。2024年8月30日，北京正式发布了全国首个场景化、字段级的数据跨境负面清单，覆盖汽车、医疗、人工智能、民航和零售五个领域，为数字经济的高质量发展提供了坚实支撑。

- **上海：**2024年2月，上海印发了《上海市落实〈全面对接国际高标准经贸规则推进中国（上海）自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案〉的实施方案》，其中提出要率先制定重要数据目录、探索建立合法安全便利的数据跨境流动机制，同时在临港新片区建立数据跨境服务中心等措施。随后，上海临港新区陆续发布了生物医药、智能网联汽车、公募基金、再保险、航运、证券六个领域的正面清单，明确了可以自由流动的一般数据类型，以及需要特别注意的重要数据。

- **天津：**2024年5月，天津公布了《中国（天津）自由贸易试验区数据出境管理清单（负面清单）（2024版）》，这是全国第一个自贸区数据出境管理负面清单。

以《促进和规范数据跨境流动规定》为核心，各地积极开展的立法活动正在逐步充实跨境合规地图。与此同时，**中欧数据跨境流动交流机制的建立**、**《关于中德数据跨境流动合作的谅解备忘录》的签署**，以及中国为申请加入CPTPP所做的种

种努力，皆是国家为打造数据跨境无障碍传输所展现的决心。

焦点2：《网数条例》重磅出台

2024年8月30日，《网络数据安全管理条例》（简称“《网数条例》”）历经三年立法程序后正式通过，并将于2025年1月1日施行。从征求意见稿到最终版本，《网数条例》历经多次修改，在充分考虑新质生产力与数字经济趋势以及社会反馈后，与征求意见稿相比呈现出较多的修订内容。

《网数条例》在限缩概念、简化流程方面卓有成效，为企业减负并带来诸多创新。例如明确网络数据和重要数据定义，取消大型平台及重要数据处理者年度审计的规定，将网络安全审查修改为国家安全审查等。此外：

- **重要数据：**针对重要数据处理者适度设定额外的合规义务，涵盖网络数据合规岗位，特定情形（对外提供、委托处理和共同处理重要数据前）的风险评估以及（合并、分立、解散、破产时）的报告义务等。以及1000万人以上个人信息处理者的等同义务。

- **个人信息：**首先，将工信部关于APP的“双清单”要求正式入法并扩大适用对象为“网络数据处理者”；其次，明确个人信息可携带权的适用条件（转移个人信息具备技术可行性）和方式；第三，强调《个人信息保护法》中境外处理者在境内设置

机构或指定代表及报送要求。

- **人工智能：**规定当自动化采集不可避免收集到相关信息且难以处理时，网络数据处理者应停止特定处理行为，为人工智能预训练数据集提供一定程度的豁免设定。

- **大型网络平台：**大型网络平台不得无正当理由限制用户数据访问和使用权利，保障了平台内经营者作为企业用户对其在平台上产生的数据的访问和使用权。同时强调此类平台公共属性和透明度义务，要求履行发布年度社会责任报告等法定责任。

另外，《网数条例》亦细化了网络数据处理者的法律责任，引入“首违不罚”“轻微不罚”的行政处罚原则，体现了包容审慎的监管态度。

作为《网络安全法》《数据安全法》和《个人信息保护法》之后的重要行政法规，《网数条例》的出台标志着中国数据保护与平台治理方面法律体系日趋完善，为企业的合规工作提供了更为明确的操作指南。

焦点3：《个人信息保护法》逐步落地细化

自《个人信息保护法》颁布以来，其中的重大合规要点已逐步明确，为个人信息保护搭建起了坚实的法律框架。在2024年，配合数据出境等监管重点，立法则更多地集中在对有关重点合规义务的解释和

明确，进一步完善了个人信息保护的体系。

● **个人信息保护合规审计**：2024年7月，《数据安全技术个人信息保护合规审计要求（征求意见稿）》发布。该文件明确了审计的内容，包括个人信息的收集、存储、使用、共享等环节是否符合法律法规要求；规定了审计的方法，如文件审查、现场检查、技术检测等；细化了审计的流程，从审计计划的制定到审计报告的出具，确保企业在处理个人信息时符合规范。

● **敏感个人信息**：2024年9月，《网络安全标准实践指南——敏感个人信息识别指南》发布。该指南提供了识别敏感个人信息的具体方法，并对典型敏感个人信息作清单式列举，调整了《个人信息安全规范》中的识别范围，为企业和相关机构在处理敏感个人信息时提供了指导。

● **个人信息可携权**：2024年4月3日，《数据安全技术基于个人请求的个人信息转移要求（征求意见稿）》发布。该文件对个人信息转移权的适用条件、范围进行了明确界定，并详细规定了处理者应遵守的安全原则、流程和技术要求。例如，在适用条件方面，明确了个人提出信息转移请求的具体情形；在安全原则上，强调了数据的保密性、完整性和可用性。该文件与《网数条例》中数据可携权的原则性规定相互呼应，为企业搭建响应个人信息转移权的制度流程及设计相关界面功能提供了具体指导。

● **大型互联网平台**：2024年6月，《网络安全标准实践指南——大型互联网平台网络安全评估指南》发布。该指南明确了评估的各个环节和重点，如对平台的数据存储、传输、处理等环节进行全面评估，及时发现和解决潜在的安全风险。通过对平台的技术架构、安全管理措施等方面的评估，确保平台具备足够的安全防护能力，保障用户个人信息的安全。

● **电子身份认证**：2024年7月，《国家网络身份认证公共服务管理办法（征求意见稿）》发布。准确的身份认证是保护个人信息的重要环节，该办法明确了身份认证的流程和标准。例如，对认证机构的资质要求、认证技术的安全性等方面进行了规定，有助于防止身份冒用和信息泄露，为个人信息的安全提供有力保障。

总之，2024年的这些立法变化，从不同角度落地了《个人信息保护法》中的框架性要求，为个人信息保护提供了更加全面和具体的保障，切实吻合中国在个人信息保护领域的承诺。

焦点4：数据利用的持续探索

2024年，数据要素领域持续受到广泛关注并展开了政策层面的积极探索。

《关于构建数据基础制度更好发挥数据要素作用的意见》（简称“**数据二十条**”）为数据要素的发展明确了方向，提出建立数据产权、流通、收益、治理等基础制度，旨在破除数据要素供给、流通和使

用的障碍，充分释放数据价值。然而，我们也看到数据二十条向法律转化的进程较为缓慢，尤其是三权分置产权运行机制，亟待从法律层面进行进一步明确。当前，数据权益的法律保护主要局限于反不正当竞争法、知识产权法和合同法等领域，“数据法益”在法律层面的缺位，导致实际操作中对数据产权的理解存在较大不确定性。

2024年9月21日，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于加快公共数据资源开发利用的意见》（简称“公共数据意见”），进一步推动公共数据进入数据要素市场，赋能实体经济。但在该意见中，我们仍然对其中的关键概念存在疑惑：如“公共数据”如何界定，特别是“企事业单位依法履职或提供公共服务过程中产生的数据”是否均纳入公共数据管理？如否，哪些数据应当被作为公共数据对待？由于公共数据存在公益性特点，其定价机制和流转问题与普通企业数据会有较大区别。如核心概念不清晰，将会导致执行层面出现较大分歧，甚至引发诉讼争议。我们仍期待立法对此的进一步完善和规范。

财政部发布《企业数据资源相关会计处理暂行规定》后，极大推动了企业数据资源入表。从市场角度而言，数据要素变现呈现出两条途径。部分企业致力于将数据入表，却在估值方面陷入困境。企业可流通交易的数据范畴并不清晰，个人信息匿名化处理标准尚未明确，核心数据和重要数据目录也未出台，这些问题使得企业

难以实现彻底的数据资产认定。另一部分企业专注于数据交易，但场内外交易市场并不活跃。场内交易多为政府主导的数据增值服务模式，这在一定程度上导致企业自主性的缺失；而场外交易虽有更多企业参与，却对合规边界感到困惑。数据流通中，各方主体的法律地位与责任义务依旧不清晰，企业迫切期望更多明确的法律依据，以实现合法合规利用数据，进行商业模式的更新和赋能。

总体来看，2024年数据要素领域在立法和实践方面既取得了一定积极进展，但在法律转化和标准化建设方面仍需进一步努力。在数据二十条下，需要加快构建统一的数据要素制度体系，明确数据产权“三权分置”运行机制。同时，对公共数据利用需要进一步完善立法，对数据要素市场形成真正的推动力。

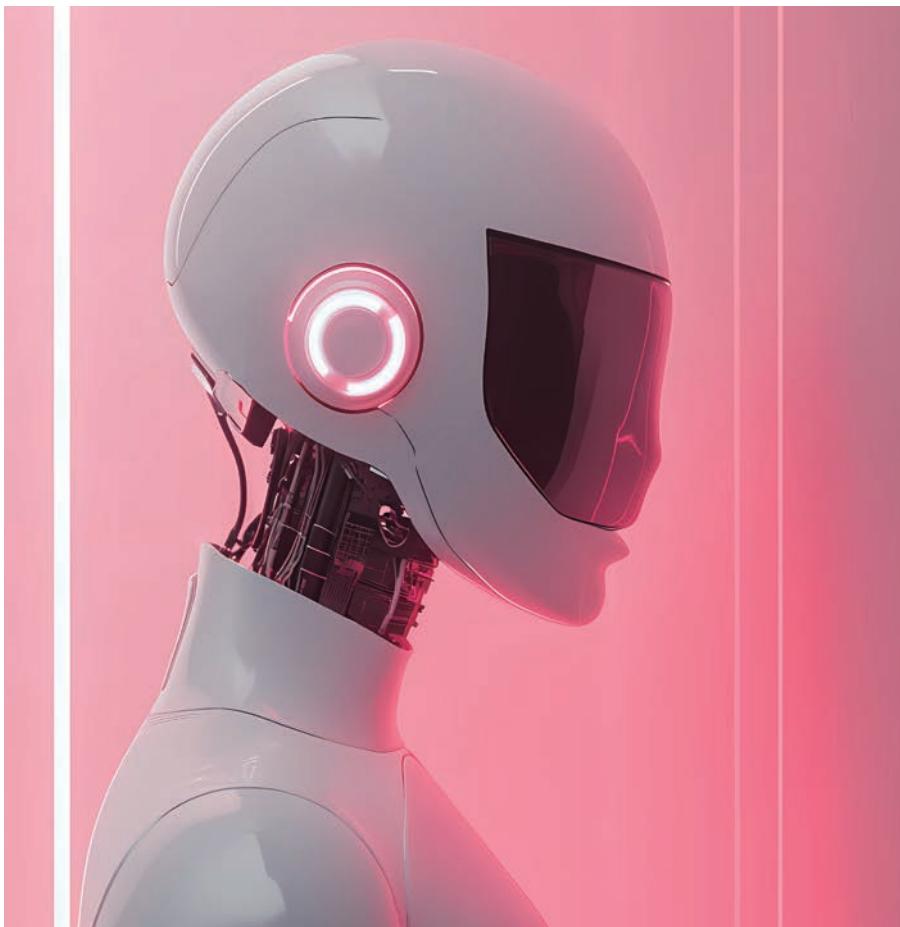
002>2024年人工智能立法——细节之处见真章

焦点1：细则规范企业实践

2024年中国人工智能领域监管的主要基调为“发展和保护”，回顾2024年度有关立法，主管部门以系列规范的形式，对《生成式人工智能服务管理暂行办法》中尚待明确的重要问题进行了厘清：

《生成式人工智能服务安全基本要求》的出台，为生成式人工智能服务划定了明确的安全边界。它详细规定了在数据

中国人工智能领域的执法形势由两种
关键监管机制引领：算法备案与大模型
备案。



处理、模型训练、服务提供等各个环节的安全标准，确保生成式人工智能在为用户带来便利的同时，不会引发安全风险。例如，它对数据的安全存储和传输提出了严格要求，以防止数据泄露；同时，要求对模型进行定期的安全评估，以便及时发现和修复潜在的安全漏洞。这些要求不仅保障了用户的隐私权益，也为企业提供了一个清晰的安全操作框架。该要求在实践中也成为大模型备案的标准门槛。

《人工智能生成合成内容标识办法（征求意见稿）》聚焦于人工智能生成合成内容的标识问题。区分真实内容与生成内容是人工智能监管合规的重要议题之一。2024年出现的一些与合成内容标识相关的案件与事件，凸显了完善标识义务的重要性。该办法要求企业对生成合成内容进行明确标识，并对标识方式、标识位置甚至成像效果等都作出规定，不仅能提高AI生成信息的透明度，也能减轻企业在合规落地过程的负担。

焦点2：监管效率显著提升

中国人工智能领域的执法由两种关键监管机制引领：算法备案与大模型备案。

算法备案来源于《互联网信息服务算法推荐管理规定》，适用于所有提供互联网服务并运用算法推荐技术的中国企业。其合规抓手主要依托于移动应用市场的预检查，未通过算法备案的APP无法在应用市场上架。

大模型备案是指《生成式人工智能服务管理暂行办法》第17条所规定的“安全评估”。大模型备案旨在确保大型模型的安全性、可靠性和合规性。对于生成式人工智能安全评估和备案问题，主管部门主要以窗口方式对企业进行指导。从现有实践角度，以提供TO C为主要服务形式的人工智能企业，均有较大可能落入备案监管范围。监管部门通过对模型的技术架构、数据来源、训练过程和应用场景等进行全面评估，为用户提供内容安全、功能可信的人工智能服务。备案过程需要企业提交详细的技术文档和安全报告，监管机构将组织专家进行审查和评估。只有通过备案的大模型才能在市场上合法运营。

与2023年算法备案和大模型备案初步试水，“犹抱琵琶半遮面”所不同，2024年随着监管机构在监管力度和职责分配方面调试完成，两项备案的“基操”属性愈发凸显，行政审批效率提高，通过备案的企业数量有了显著提升。可以看出，在明确的标准和规范下，通过提高审批效率，优化审批流程，更多适格企业能够快速通过备案，推动人工智能产业在合规的轨道上有有序发展。同时，监管机构也在不断加强对已备案企业的后续监管，确保其持续遵守相关规定，为人工智能领域营造一个稳定、持续的发展环境。

焦点3：AI诉讼案例涌现

纵观2024年的司法案例，可当之无愧

地被称为人工智能司法元年。众多“人工智能第一案”纷至沓来，比较典型的有：

● **“人工智能文生图案”：**原告借助人

工智能生成涉案图片，并将其发布于小红书平台。后被被告在其文章中使用该图片并截去署名水印，原告遂提起诉讼。法院经审理判定，对于人工智能生成的图片，原告从构思到选定图片的过程存在智力投入，且对画面元素等进行了设计安排，使得图片具备独创性，故人工智能生成的作品应被认定为美术作品，原告依法享有著作权。此案例的关键意义在于确立了人工智能生成的作品可受版权保护的规则。当然此案也引发了众多争议，现有法律并不保护机器所生成的“作品”，如何区分人类在其中的贡献，将会是未来一段时间所讨论的焦点。

● **“人工智能平台著作权侵权案”：**原

告拥有奥特曼IP的独占性授权，起诉网络平台利用人工智能技术公司生成的作品与奥特曼作品构成实质性相似。法院经审理认为，网络平台作为生成式人工智能服务提供者，未采取措施避免侵权行为，违反了《生成式人工智能服务管理暂行办法》《互联网信息服务深度合成管理规定》。该案例的重要性在于确立了网络平台作为人工智能服务提供者的责任边界，在司法上落地了《生成式人工智能服务管理暂行办法》《互联网信息服务深度合成管理规定》的合规要求。当然此案也凸显了此类AI平台的法律困惑：即能否适用民法典中

的“避风港”原则对平台进行有条件的豁免，网络平台在AI治理中应当承担多大的角色及其定位问题。

● **“人工智能声音侵权案”：**原告系

配音师，其声音被用于多个知名APP。经溯源发现，声音经层层交易后被被告之一用于其人工智能平台。法院经审理认定，自然人的声音具有独特性等特征，原告声音权益涵盖涉案人工智能生成的声音。法院最终判定中间商承担侵权责任，而人工智能平台因无主观过错最终不承担责任。

焦点4：积极参与国际规则制定

2024年，中国在人工智能治理发展方面积极进取，在国际规则制定的舞台上展现力量。

2024年6月，《人工智能全球治理上

海宣言》在2024世界人工智能大会暨人工智能全球治理高级别会议开幕式上发布。该宣言倡导共推发展、共护安全、共商治理、共汇民智、共享成果，提出了促进全球人工智能健康有序安全发展的系列主张。这一宣言的发布，彰显了中国积极参与人工智能全球治理的决心和努力，力图在人工智能全球治理话语体系中占据重要一席。

2024年9月，全国网络安全标准化技术委员会发布《人工智能安全治理框架》1.0版，明确了人工智能安全治理的包容审慎、风险导向、技管结合、开放合作原则，并详细列举了人工智能安全风险类

型，并针对各类人工智能安全风险提出了相应技术应对措施和综合治理措施，构建了覆盖从风险分类到风险治理的人工智能安全风险治理框架。它为人工智能的安全治理提供了全面的指导，对于全球人工智能的治理框架具有重要参考价值。

可以看出，中国通过积极参与人工智能国际规则制定，发布重要宣言与治理框架，以及开展广泛的国际合作交流，力图为全球人工智能的未来发展勾勒出清晰的路径，成为推动全球人工智能健康、有序发展的中流砥柱。

003>趋势展望

（一）重点行业的数据合规与监管趋严

与欧盟等有明显区别的是，中国的数据监管下，既会有重磅罚单，也有国家安全审查、网络安全审查等工具以限制“准入”的方式进行严厉执法。从国家安全部公布的涉非法获取测绘数据的处罚案例，以及今年监管主动提起的网络安全审查案件中，我们均可观察到国家对关键领域、关键系统的数据合规问题非常重视，尤其涉及到核心数据、重要数据、敏感数据在不同场景下的处理问题，并或进一步引发国家安全考量。在实践中，很多组织或企业并未完全对此风险进行法律识别，仅以表面合规替代实质性的数据合规，未来不免将会引发监管的强烈执法，进而实施更多的安全审查或行政处罚。

（二）个人信息保护规则持续完善

今年已经发布了诸多与《个人信息保护法》相关的征求意见稿，涉及个人信息转移要求、合规审计要求、电子身份认证以及敏感个人信息识别等多个方面。随着立法进程的推进，预计在2025年这些征求意见稿可能会陆续出台，进一步细化和完善个人信息保护的法律框架。这将为企业和相关机构在处理个人信息时提供更加明确和具体的操作指南，同时也将加大对个人信息的保护力度，提高违法成本，促进个人信息保护领域的规范化和制度化。

（三）人工智能法草案有望出台

随着人工智能技术的飞速发展及其在社会各个领域的广泛应用，对其进行全面、系统的法律规制已成为必然趋势。2024年虽未出现人工智能领域的重大基础性立法，但从一系列规范细则的出台以及国际规则制定中的积极参与可以看出，相关立法工作正在稳步推进。未来一段时间内，中国有可能出台人工智能法（基本法）——该法案早在2023年就被纳入立法计划。我们也期待其在推动产业发展的基础上，对人工智能的研发、应用、监管等各个环节进行全面规范。

（四）人工智能领域的关键争议或迎来“落槌”

如我们在去年的文章中所预见到的，2024年与AI有关的诉讼如雨后春笋般频

出，那么到明年，我们或许会看到在一些关键法律问题上，如作品作为训练语料是否构成“合理使用”、爬虫抓取作为语料的合法边界、不同的人工智能平台如何适用“避风港”等争议的“落槌”。当然，我们也希望看到立法机构对此有进一步的回应，比如是否能够通过设定“行权-退出”机制来实现各方利益的平衡，达到平息讼争，促进产业的目标。

（五）数据要素市场将迎来显著变化

在新质生产力的语境下，数据作为关键生产要素将成为经济发展的“变量”。公共数据的利用已经提上议事日程，象征着在日益成熟的数据法律框架下，要以数据赋能为目标，明确各方主体的法律地位，最大限度的调动数据要素的经济价值，服务于市场经济的参与者。未来一段时间内，立法者和监管者将会围绕这一主题进行法律体系的建设与重塑，打破现存的“数据壁垒”问题，实现数据要素市场的规范化。

004>小结

2024年标志着中国在数据合规与人工智能监管领域迈向了新阶段。通过一系列法案和技术标准的制定，不仅提升了国家层面的数据治理能力，也为各类组织以及他们的数据处理行为提供了清晰的行为准则。尽管仍有如匿名化、数据确权等很多

未决的难题横亘在前，但更多的创新性解决方案已经浮出水面。我们也期待立法机关和监管能敞开大门，让社会各界共同参与讨论，推动形成更为开放包容的数据生态和更加健全的人工智能治理体系。这将有助于维护数字空间的安全稳定，促进数字经济健康可持续发展，最终造福于全社会。



蔡鹏
合伙人
知识产权部
北京办公室
+86 10 5087 2786
CAIPENG@ZHONGLUN.COM



于细微处见知著：跨境技术交易中的知识产权尽职调查实务要点

作者 / 张鹏 于丽君

跨境技术交易的准确决策和顺利开展，以通过尽职调查的方式充分了解情况为前提。本文结合多个跨境技术交易项目经验，分析跨境技术交易中的知识产权尽职调查“为什么”“做什么”和“怎么做”的问题。首先，从知己知彼的角度，分析跨境技术交易知识产权尽职调查的必要性；接着，从不遗毫发的要求出发，分析跨境技术交易知识产权尽职调查3个方面（目标知识产权的范围确定、权利归属、自由使用）的9大要点；最后，从具体怎么做的维度，分析跨境技术交易知识产权尽职调查启动前如何制定策略、进行过程中如何执行策略以及完成后如何形成报告，以期对跨境技术交易的知识产权尽职调查法律实务工作有所帮助。

001>引言

目前，境外投资活动通常伴随着先进技术及知识产权的获取与交流。在跨境技术交易的实务操作中，一般在双方签订LOI（意向书）或MOU（备忘录）至签订SPA（股权买卖合同）期间，开展全面的知识产权尽职调查（Intellectual Property Due Diligence，以下简称“IPDD”），以确定我方和交易对方的知识产权实力状况，结合各自知识产权实力状况明确交易框架，从而确定跨境技术交易的基本策略。可以说，IPDD已经成为确定跨境技术交易框架与策略的前提。

002>知己知彼：技术交易知识产权尽职调查的必要性

IPDD是跨境技术交易的逻辑起点，完整、准确的IPDD是并购交易成功的关键。IPDD的主要目的是通过了解知识产权的法律属性、技术属性与经济属性，达成对知识产权价值属性的认知，并为进一步进行知识产权价值评估提供依据。从买方角度而言，尽职调查是为了尽可能地发现与交易目标有关的股份或资产的全部情况，进而决定是否继续开展交易的重要事实。买方需要知晓，所得到的重要信息能否准确

地反映目标公司的资产和债务情况。因此，IPDD是买方降低跨境交易风险的重要“安全阀”。¹

知识产权的非物质性决定了跨境技术交易具有的特殊风险，即便是著名的跨国企业，在涉及知识产权的交易中亦曾出现重大失误。典型地，在某集团并购某公司某产品的业务研发部门时，未能调查发现该公司与其他公司之间有双方承诺不会随着该公司研发部门的转让而改变的交叉许可协议。这意味着该集团期望通过并购获取关键技术的目标难以完全实现。可以说，跨境技术交易中IPDD的全面度与准确度，直接影响着交易价格，甚至决定交易成败。

003>不遗毫发：跨境技术交易知识产权尽职调查要点

高质量的尽职调查是进行交易决策的重要基础之一，而尽调的质量建立在科学的方法、完整的资料以及合适的人员基础之上。为避免IPDD流于形式，难以发现实质性问题和风险，以下针对实务中需重点关注的IPDD要点进行探析。

1、目标知识产权的范围确定

最大范围圈定知识产权初始调查边界，防止因遗漏造成起点性错误。确定所需交付知识产权的边界，作为尽调的起点，一旦存在遗漏或偏差，后续期望回溯

1.刘丽：“中国企业海外并购中的知识产权审慎性调查问题研究”，载于《科技与法律》2011年第1期，第41~42页。

发现问题将变得极为困难，因此应给予足够重视。从知识产权内容范围而言，买方不仅需核实卖方自行出具的目标公司相关知识产权清单，还需在公共数据库（如美国和欧洲的专利局网站）等途径进行全面检索，以确认与目标公司技术拥有利害关系的相关知识产权。补充检索的操作相对简单，实践中往往被忽视。从知识产权地域范围而言，交易市场的划分影响知识产权安排。例如，哪些知识产权需要转让，哪些只需许可，在什么程度上授权许可等。因此，需要围绕交易各方的市场划分计划，界定目标知识产权的地域范围。

对于研发中的技术或申请中的知识产权，需尽可能对目标知识产权进行固化。对于尚未形成具体专利权、著作权的技术，需要对技术涉及的全部知识产权进行准确界定和归纳。例如：可以从知识产权的背景情况、名称、性质、具体载体、概括性描述的知识产权内容、组成部分、保存方式、应用效果等多方面进行分类界定。

以技术落地实施为导向，注意核查专利的实施是否需要与相关技术秘密、第三方知识产权等结合。有些技术的完整实施，需要多方面技术的集合，而相应知识产权的保护形式不限于专利，此时需要向目标公司了解是否还有技术秘密和其他配套的外围技术，以防遗漏技术秘密等，使得获取的技术并非最优方案，收购不够完整、留有缺憾。

难以准确界定目标知识产权范围时，

适时安排不诉条款作为补充，协同进行交易谈判。以某项业务或产品作为交易目标时，此时界定目标知识产权需要准确分析知识产权与主要产品/服务的对应情况，而实践中往往难以非常清晰地界定出目标知识产权的全部内容，因此一般会在交易协议中布置相关兜底条款，如不诉条款。

2、目标知识产权的权利归属

严格追溯技术来源，分类核查目标知识产权独立性。企业主要通过自主研发、合作或委托开发、第三方技术转让的方式取得知识产权。根据取得知识产权的方式不同，存在的权属风险往往也大不相同。

自主研发取得的知识产权，需重点核查是否存在职务发明纠纷风险。自主研发取得的知识产权常因发明人或设计人包含竞争对手前员工，引发竞争对手以知识产权属于前员工的职务发明为由提起权属诉讼的情况。因此，除了核查目标公司关于知识产权背景调查、竞业禁止、保密、所携带技术成果的权利归属情况等的制度规定情况，对于核心知识产权，买方仍需重点核查目标公司是否保留有能够反映相关技术产生过程及研发团队智力投入情况的较为完整的研发记录；对于主要发明人或设计人需核查其在原单位的入职及离职文件及从事的主要工作情况，确认是否主要从事类似技术开发职位等。

委托或合作开发取得的知识产权，需注意核查相关协议中权属约定及权能分配

是否清楚，并重点关注共有知识产权及后续改进的权利安排。委托或合作开发取得的知识产权的权能分配可能是独有的，也可能是与合作方共有的。当然，基于商业安排等的考虑，自主研发知识产权也可能是与第三方共有的知识产权，在此一并讨论。对于共有知识产权，需要特别注意收益权、处分权的约定。为避免日后可能出现纠纷和麻烦，买方应该与共有知识产权的每一权利人都要进行谈判，尽调时应该明示这种要求，并评估对交易可能造成的影响。

从第三方受让取得的知识产权，需注意区分知识产权性质为所有权还是使用权，重点审核相关转让、许可协议是否存在对受让人使用技术的权利限制或隐藏权利负担。目标知识产权若存在适用技术领域、地域、主体、时间等限制，或权利质押、已许可他人实施等负担，均可能影响交易架构设计，以及二次开发后技术或产品的自由实施。因此，确保目标公司拥有相关知识产权的全部权能，并能够向买方明确转让，对于买方而言至关重要。对于所有权知识产权或独占许可权知识产权，需重点核查所受让/授权的知识产权是否具有其他使用许可情形。

3、目标知识产权的自由使用

关注技术出口管制合规要求，审查知识产权相关诉讼。有些国家或地区会限制敏感技术对域外的出口（包括知识产权的

对外转让、实施许可、技术服务和其他方式的技术转移）。但不同国家具有各自的技术进出口管制政策，所限制的技术领域及范围有所不同。买方需要核查目标公司在近期至少三年内作为原告或被告参与的、已结案及尚在审理的诉讼案件情况，包括调查案件性质、诉讼法律关系。若第三方对目标公司知识产权所有权或有效性提出诉讼，则买方就要分析权衡如果结局不利可能要承担的责任损失大小，以及这种诉讼纠纷是否有可能在并购之前解决。同时，根据尽调深度需要，有时还需对交易相对方地域内的自由实施分析（Freedom to Operate，简称为FTO）、专利稳定性分析等，具体分析办法，在此不再赘述。

004>剥丝抽茧：知识产权尽职调查的内容与关键步骤

跨境技术交易项目推进通常会发生交易过程中没有预料到的情况，需注重与交易的结合，以目标知识产权的落地实施为目标，反哺知识产权尽职调查全过程。

1、尽调启动前：知识产权尽职调查的策略制定

明确交易方式：股权交易、资产交易、股权资产混合交易。股权交易方与资产交易方对IPDD往往有不同要求。在股权交易中，对于每一特定资产的调查并不如在资产交易中那么重要，目标公司的知识

产权资产一般将随着股权的转移而发生权利转移。对于资产交易方式下的IPDD而言，则必须确保识别到目标公司所有的实质性知识产权，以及确保目标公司对所有这些实质性知识产权所有权的确认，这直接决定了股权交易的价格与成败。

明确交易各方的诉求：技术交易、人员交易、品牌交易。成功的交易需要根据交易各方的利益诉求，形成共同认可的交易文本。交易目的决定着调查的目标及重点。例如，以获得关键技术为交易首要目标，需将调查重点集中在与技术相关的方面，比如关键技术保护措施，关键技术的实施情况，相关产品是否侵犯第三方知识产权等；以获得骨干员工和技术秘密为交易首要目标，需要对被收购方的员工情况进行重点调查，比如员工是否均签署保密协议，是否约定了发明创造成果所有权的归属，骨干员工人员清单、激励方法及长期留用意愿，保密协议及竞业限制签署情况等。

明确交易各方的技术定位：未来技术改进者、当下技术先进者。通常来说，两者在跨境知识产权交易总体框架方面存在不同的需求，需要首先通过尽职调查的方式，明确我方属于哪种类型以及与交易对方处于何种对比态势。针对未来技术改进者和赶超者而言，更多关注的是“前景知识产权”的归属与“背景知识产权”的使用空间；针对当下技术先进者与优势者，更多关注的是“当前知识产权”带来的收益与“未

来知识产权”的共同享有。

明确交易各方的市场划分计划：有重叠的竞争市场、无重叠市场。知识产权交易活动一般是买方（又称并购方、产业方、受让方或投资人等）通过中介机构从卖方（又称被并购方、出让方、出售方等）获得交易对象的过程。交易对象通常是卖方的一个或多个关联公司（即上述目标公司）的全部或特定业务、知识产权。在仅出让部分业务或知识产权的交易架构中，由于卖方或其关联公司仍需继续经营所出让的相关业务，由此买卖双方在一定时间内属于该业务领域的竞争对手。因此，交易可能涉及市场划分，进而影响知识产权的尽职调查范围及后续权属权能安排。

综合考虑上述交易因素以及多法域问题等实际情况确定IPDD的范围及框架。在以技术为核心的交易中，最大范围的IPDD至少包括：界定用于实现交易目的的目标知识产权；调查目标知识产权的技术来源及独立性、技术独特性及先进性，技术应用情况、技术保护情况，相关纠纷及应对情况，以及目标公司核心技术人员认定及稳定性。此外，在尽职调查前，需关注交易目标国家的法律制度，明确目标国家在知识产权方面的法律规定及获得权利的程序。²

²高国雅：“跨国公司知识产权交易中的尽职调查”，载于《经济研究导刊》2014年第5期，第245页。

2、尽调进行时：知识产权尽职调查的策略执行

跨境知识产权交易的实务操作中，需要知识产权律师和交易律师、交易主体商务团队相互配合。在尽调实务操作中，知识产权律师可以通过查阅文献、访谈、现场调研等方式开展核查。例如，通过列明材料清单，分析卖方配合提供的相关技术图纸、授权邮件等资料；走访卖方产品生产线；访谈卖方核心运营人员、核心技术人员和知识产权法律负责人员等；通过登录国家知识产权局网站等官方平台，查阅卖方及其关联公司的专利、专利申请等知识产权的法律状态、权利负担、转让许可、剩余保护期限、缴费、全球范围同族专利的布局等情况。

就调查内容而言，一项具体的IPDD可能涉及以下调查项目的部分或全部。

1)核查目标公司架构及管理情况。了解目标公司管理架构、知识产权管理制度、保密制度，以及对外合作协议中涉及知识产权的条款，以及与关联公司之间的技术合作机制等；

2)核查目标公司产品情况。了解目标公司核心产品和主要的非核心产品涉及的相关技术、该等技术的知识产权保护情况、知识产权的取得方式、权利证书登记情况、权属关系实际情况、研发进度、截至尽职调查报告出具之日的生产销售情况（包括境内销售和境外销售）、使用第三方技术的情况、相关第三方技术的原始技

术来源情况、第三方技术对应有形载体的交付情况、第三方技术对应知识产权的权利转移情况、文献发表公开情况、权利负担以及对外转让/许可情况。

3)核查目标公司技术情况。

➤ **调查目标技术来源及独立性。**例如：研发项目的投入情况及行业发展趋势。

➤ **调查技术独特性及先进性。**例如：技术先进性及行业竞争力；技术升级迭代、技术替代淘汰风险；具有自主知识产权的目标技术及权属是否清晰完整；技术成果转化能力，行业地位突出或者市场认可度；技术成果与产业融合度是否符合行业未来发展趋势。

➤ **调查目标技术人员认定及稳定性。**

例如：保持目标技术人员团队稳定性的措施；最近几年目标技术人员是否发生重大不利变化；对目标技术人员实施的约束激励措施；是否具有持续研发的能力。

4)核查目标公司知识产权情况。

➤ **调查目标知识产权应用情况。**例如：技术形成产品或实现产业化，知识产权与主要产品/服务的对应情况。

➤ **调查目标技术的知识产权保护情况。**

例如：知识产权管理体系和制度（如研发项目的管理制度、研发创新制度和持续创新的机制）；知识产权的来源、权属、取得方式、有效期限；技术专利许可或授权情况以及是否具有非排他性等；知识产权储备对目标技术实施和运营的支撑（如知识产权具有所有权或使用权、目标专利具

有法律稳定性、知识产权对目标技术和产品的覆盖性）。

➤ **调查目标知识产权纠纷及应对情况。**

例如：目标产品、技术、知识产权等是否存在重大权属纠纷、诉讼或有关事项，职务发明、竞业禁止等；无形资产等资源要素是否存在瑕疵、纠纷和潜在纠纷；共享资源要素是否存在权属纠纷、诉讼和失效风险；合作研发项目的权利义务约定及保密措施；关联方的知识产权授权使用、共享和失效风险等。

3、尽调报告后：知识产权尽职调查的报告更新

在完成上述阶段性核查后，需根据核查结果并结合交易各地域法律规定，评估知识产权法律风险，出具IPDD报告，辅助买方制定最终交易策略，确定交易价格。但尽职调查并非随着调查报告的交付万事大吉，需要随着交易策略安排的调整持续跟进更新。如前所述，知识产权具有客体非物质性，由此使得在技术的交付过程中常面临着单纯变更软件著作权、专利权等的权利人不足以达到交易目的的情况，这就需要在尽调全过程同步考虑知识产权的实施方案，移交与过渡期安排，交易后知识产权的整合与管理等。



张鹏
高级顾问
知识产权部
北京办公室
+86 10 5957 2068
ZHANGPENG@ZHONGLUN.COM



中伦诉讼仲裁业务

中伦的诉讼仲裁业务团队在代理诉讼、仲裁案件以及处理其他争议事项方面具有丰富的实务经验,在中国处于领先地位,是国内外客户首选的争议解决法律服务团队。

团队合伙人毕业于境内外著名法学院,均为兼具深厚理论基础和丰富实战经验的行业翘楚,有多位合伙人荣膺知名法律媒体《亚洲法律杂志》(ALB)“年度中国十五佳诉讼律师”称号,多位合伙人连续多年获得Benchmark Litigation“年度争议解决”榜单推荐。

中伦诉讼仲裁业务团队致力于协助客户预防和化解各类法律纠纷,实现客户合法利益最大化。团队律师以丰富的实务经验和娴熟的法律技巧,协助客户厘清事实,严谨而准确地进行法律分析和论证,并在此基础上提出建设性的争议解决方案。

在高级别的法院及主要仲裁机构,中伦诉讼仲裁业务团队擅长代理有重大社会影响力且富有挑战性的复杂民商事争议案件,在业内享誉盛名。此外,中伦是唯一在新加坡国际仲裁中心、香港国际仲裁中心、国际商会仲裁院全球三大国际仲裁机构中均有律师出任委员或理事的中国律师事务所,有近百名律师出任50多个仲裁机构的仲裁员。

CHAPTER

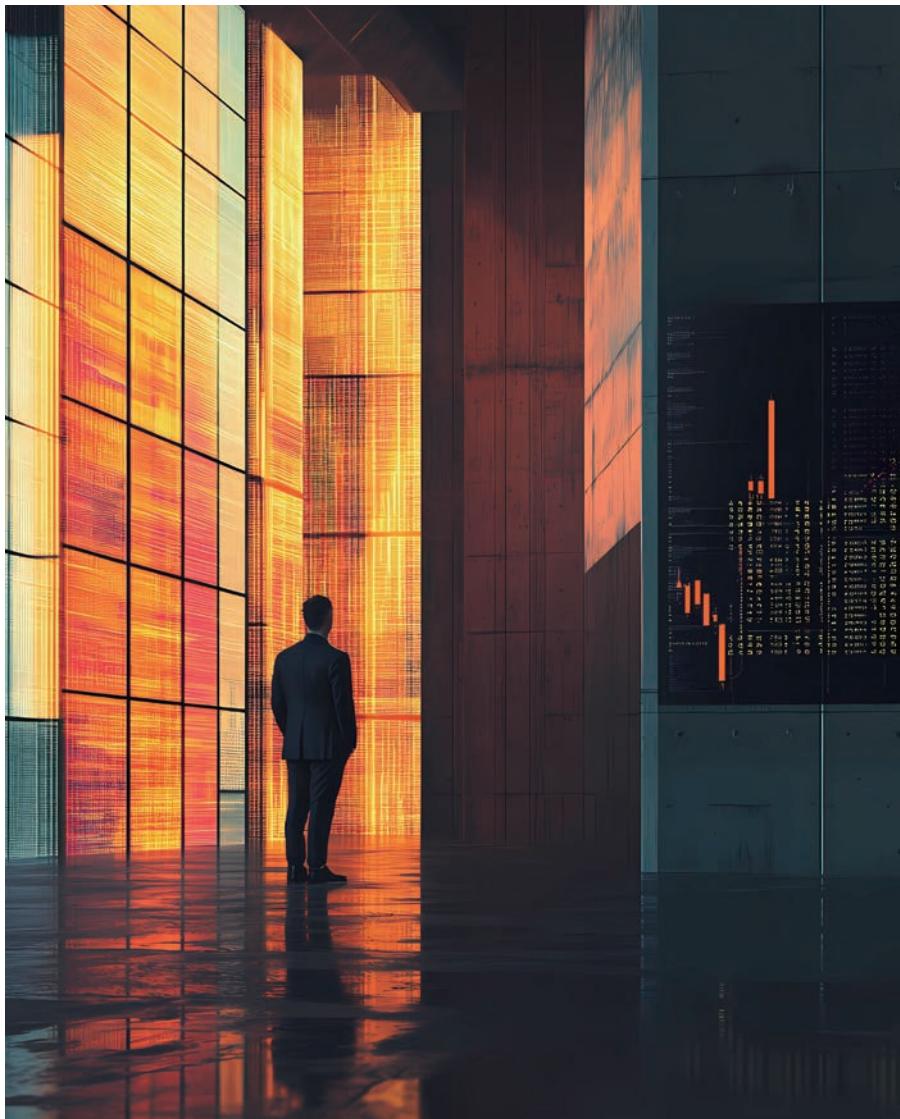
05

DISPUTE
RESOLUTION

争议解决

196

TRENDS AND DEVELOPMENTS:
A YEAR IN REVIEW



公司类纠纷 | 新《公司法》 的司法实践观察

作者 / 傅长煜 伊向明 左玉茹 蒋宣 成豪 王中煜

新《公司法》施行近半年来，以北京市西城区人民法院发布的首例股东出资加速到期纠纷为引，各地就转让未届期股权责任、横向法人人格否认、股东知情权、董事及法定代表人涤除登记等多类纠纷，陆续作出了一系列彰显新《公司法》规则的裁判，颇为值得关注。

截至2024年10月31日，我们检索到适用新《公司法》的公司类纠纷案件79件，出现频次最高的前五位案由为"股东损害公司债权人利益责任纠纷""请求变更公司登记纠纷""股权转让纠纷""股东出资纠纷"和"清算责任纠纷"。在地域方面，北京、上海、江苏等经济活跃地区适用新《公司法》作出的裁判文书明显居多。

多年来，我们协助各类主体处理了大量公司控制权争夺、上市公司治理、股东争议、合资合作、涉外公司类纠纷等复杂争议案件，一直保持对最新司法实践的观察，通过对典型案例的收集整理，我们对新《公司法》施行至今的公司类纠纷的司法实践分析如下，以资参考。

001>股东出资加速到期纠纷实践观察

新《公司法》第54条规定：“公司不能清偿到期债务的，公司或者已到期债权的债权人有权要求已认缴出资但未届出资期限的股东提前缴纳出资。”在《最高人民法院关于印发<全国法院民商事审判工作会议纪要>的通知》（“《九民纪要》”）第6条的基础上，配合我国注册资本制度转向期限认缴制，本条的修订进一步限制了股东的出资期限利益，即，只要公司存在不能清偿到期债务的情形，公司和债权人均可要求未届出资期限股东出资加速到期。

就此，北京市西城区人民法院¹作出首例判决，明确了股东出资加速到期规则的溯及力、直接追加出资期限未届股东为被执行人的路径。若执行公司财产不足以清偿债权，债权人有权申请追加出资期限未届股东为被执行人，该等股东的出资义务加速到期，且在未出资范围内对公司未能清偿的债务承担补充责任。

特别是，西城法院首案通过与《民法典》债权人代位权规则的体系解释，要求出资期限未届股东直接对债权人承担责任，实质上突破了“入库规则”，这种审判思路也为（2024）苏0481民初1800号、（2024）豫10民终1811号、（2024）新0105民初1296号等后续案件所支持。

对于放弃“入库规则”所带来的可能造成不公平清偿及与可能的后续破产程序衍

接的问题，最高人民法院发布的法答网精选答问（第九批）²中明确指出：“在公司未进入破产程序的情况下，向个别债权人清偿，并不妨碍其他债权人申请公司破产，也不妨碍公司自身申请破产。一旦申请破产，未届出资缴纳期限的股东即应将其出资归入债务人财产，实现所有债权人公平清偿。……如果按归入公司思路，债权人在请求股东向公司履行出资义务的同时，请求对该公司债权诉讼保全，在执行中同样可以达到直接清偿之效果，无非是让债权人更费周折而已。”尽管如此，最高人民法院也指出鉴于是否采“入库规则”确实尚未形成统一认识，还需要与立法机关进一步沟通，通过司法解释的形式统一适用。

就新《公司法》第54条中“不能清偿到期债务”的理解，西城法院首案延续了《九民纪要》第6条“公司作为被执行人的案件，人民法院穷尽执行措施无财产可供执行，已具备破产原因，但不申请破产”的标准。（2024）苏06民终4110号、（2024）云3103民初1376号、（2024）桂14民终956号等案件中，法院也认为，经执行终本确认公司资产不足以清偿债务的，方能追加出资期限未届股东为被执行人。³亦有个别执行案件中，法院认定只要

1. 北京市西城区人民法院公众号：https://mp.weixin.qq.com/s/21_oRaYH_Gd0lZ5KI9e_w

2. 最高人民法院公众号：https://mp.weixin.qq.com/s/fwfd_EtGCoV-JnEf1WkkIBw

3. (2024) 云3103民初1376号

公司未清偿债权，未经执行终本的，亦可判令出资期限未届股东承担清偿责任⁴。值得注意的是，如果公司尚存在大于案涉债务的应收债权的，法院倾向于审查该等债权实现的确定性，若实际难以受偿的，并不影响判令追加出资期限未届股东为被执行人。⁵

002>对外转让未届期股权股东的补充责任实践观察

新《公司法》第88条第1款规定：“股东转让已认缴出资但未届出资期限的股权的，由受让人承担缴纳该出资的义务；受让人未按期足额缴纳出资的，转让人对受让人未按期缴纳的出资承担补充责任。”

就此，重庆市渝中区人民法院⁶作出首例判决，明确在未届出资期限的股权被多手转让的情况下，应由现股东承担缴纳出资义务，同时由其前手股东对现股东承担补充责任，由前手股东的前手股东对前手股东承担补充责任，依此类推。

刘贵祥大法官在《关于新公司法适用中的若干问题》中亦指出：“**转让人补充责任是责任追索链条上对受让人责任的递补，即以向前手转让人逐级回溯为现受让人的前一手转让人承担补充责任，依次类推。**递补的依据采取客观的财产执行不能标准，这样既避免将补充责任连带化，也减少诉讼中对受让人是否具有清偿能力举证带来的困扰。**实务操作中为避免一个纠**

纷引起多个诉讼案件，可向权利人释明一次性追加，一次性将递补式责任关系确定，执行中参照一般保证责任执行方法执行即可”⁷此种观点已经在司法实践中有所体现。2024年8月，北京市海淀区人民法院就某变更、追加被执行人异议之诉案作出一审判决，认定在公司财产不足以清偿生效法律文书确定的债务时，根据新《公司法》第88条第1款的规定，即使数次转让股权的原股东转让股权时均未届出资期限，但在受让人未按时足额缴纳出资的情况下，诸原股东应依次就受让人未能足额缴纳的出资部分向债权人承担补充责任。⁸

值得注意的是，在新《公司法》施行之前，上海市嘉定区人民法院在（2021）沪0114民初24658号民事判决中阐明：“为平衡股东出资期限利益与债权人利益保护，未届期股权转让后的出资责任原则上由受让人承担，**只有在转让人与受让人存在主观恶意的特殊情形下由转让人承担连带责任。**”但在新《公司法》施行后，江苏省无锡市中级人民法院在（2024）苏02民终2961号案中阐明：“某丙公司的初始股东耿某于2021年3月8日将其450万元出

4. 黑龙江省绥芬河市人民法院公众号：https://mp.weixin.qq.com/s/T3Vv2wBGDjk_Li2K29t4eg

5. (2024)苏06民终4110号、(2024)沪03民终360号

6. 重庆市渝中区人民法院公众号：<https://mp.weixin.qq.com/s/4JX-8C4CMeadQZxMkNB0gww>

7. 刘贵祥：《关于新公司法适用中的若干问题》，载《法律适用》2024年第6期

8. 北京市海淀区人民法院公众号：<https://mp.weixin.qq.com/s/dky9B44ShN7kG05QsmBFmg>

资额转让给徐某，以及徐某于2021年4月19日又将其499.5万元出资额转让给某甲公司的行为，均是在出资期限届至前将股权转让，且均发生于某乙公司与某丙公司发生业务往来产生债务之后，**其转让股权不能排除存在逃避债务的可能**。因此，在本案符合股东出资加速到期条件的情况下，耿某、徐某虽然已经将股份转让，但**仍需对转让之前的公司债务承担相应的股东出资责任，其应分别在未出资范围内对受让股东的相关责任承担补充赔偿责任。**“若转让方与受让方之间存在恶意逃避债务，则应当适用共同侵权的相关规则，判令转让方与受让方之间承担连带责任，而非适用新《公司法》第88条第1款的规定仅令受让方承担补充责任。就此，尚待进一步观察后续司法解释和实践情况。

2024年12月，全国人大法工委就新《公司法》第88条的适用争议作出备案审查意见。意见指出，新《公司法》第88条不具有溯及力，将督促有关司法解释制定机关采取适当措施予以妥善处理。

003>股东知情权案件实践观察

新《公司法》第57条规定：“……股东要求查阅公司会计账簿、会计凭证的，应当向公司提出书面请求，说明目的。……股东查阅前款规定的材料，可以委托会计师事务所、律师事务所等中介机构进行。……股东要求查阅、复制公司全资子公司

相关材料的，适用前四款的规定。”第110条规定：“……连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东要求查阅公司的会计账簿、会计凭证的，适用本法第五十七条第二款、第三款、第四款的规定。公司章程对持股比例有较低规定的，从其规定。股东要求查阅、复制公司全资子公司相关材料的，适用前两款的规定。”

就此，武汉市东西湖区人民法院⁹、东莞市第一人民法院¹⁰等法院先后作出判决支持股东及其委托的中介机构查阅会计凭证。

值得注意的是，在新《公司法》施行之后，即使适用旧《公司法》的案件，法院也倾向于认为股东有权查阅会计凭证。例如，武汉市东西湖区人民法院认为，基于空白溯及的原理与《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉时间效力的若干规定》（“《公司法时间效力规定》”）第四条，查阅会计凭证的规则应当追溯适用。重庆市第一中级人民法院在（2024）渝01民终7270号案中指出：“如只允许股东查阅会计账簿而不允许查阅登记会议账簿的会计凭证，则很可能导致股东无法掌握、了解公司的真实经营情况，使得股东知情权流于形式，亦使保护股东合法权益的立法目的落空。因此，查阅会

9. 武汉市东西湖区人民法院公众号：<https://mp.weixin.qq.com/s/d9z07M4a6LnU-tJB5u3HA>

10. 东莞市第一人民法院公众号：<https://mp.weixin.qq.com/s/w-K0xZ7R7USwYSqNUZj7Tw>

计凭证是查阅会计账簿的应有之义。”

值得注意的是，关于股东知情权的时间范围，在适用旧《公司法》的案例中，重庆市荣昌区人民法院在其发布的2023年典型案例中认为受让公司股权的股东，其知情权仅限于取得股东身份之后的相关资料。¹¹但在适用新《公司法》的（2024）云0622民初1326号判决则认为：“股东知情权是公司股东所固有的法定权利，一旦成为公司股东，即享有与其他股东完全相同的权利，不应以成为公司股东的时间先后而予以区别对待或限制，**股东加入公司成为股东之后，对其成为股东之前的公司运营状况和财务信息予以了解和掌握，应当属于其正当行使股东知情权的范围**”。另一方面，对于已退股股东的知情权问题，江苏省常熟市人民法院¹²则认为，根据《公司法解释（四）》第7条第2款，已退股股东在特定情况下享有股东知情权，但须提供初步证据证明其持股期间的合法权益受到侵害。

此外，尽管新《公司法》规定了股东知情权的双重穿透规则，但目前主张股东知情权双重穿透规则的案例仍然较少。在（2024）浙0502民初1212号案中，浙江省湖州市吴兴区人民法院拒绝了母公司股东查阅持股30%子公司资料的请求。在（2024）云0124民初260号案中，云南省富民县人民法院认为对于民办非营利性法人，不能参照适用公司法规定的股东知情权。这也引出了双重穿透规则的两方面争

议，一是“全资子公司”的判断标准，二是对于民办非营利性法人等其他法人，是否亦能参照适用《公司法》的规定，令母公司股东享有知情权。对于这些问题，尚待后续司法实践进一步明确。

004>横向法人人格否认案件实践观察

新《公司法》第23条规定：“公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任，逃避债务，严重损害公司债权人利益的，应当对公司债务承担连带责任。股东利用其控制的两个以上公司实施前款规定行为的，各公司应当对任一公司的债务承担连带责任。……”

就此，山东省高唐县人民法院¹³作出首例判决，认定四家公司为关联公司，并判令其对拖欠的工程款承担连带责任。在（2024）豫0103民初10924号、（2024）闽04民终760号案中，法院从案涉横向公司之间的人员、财产是否存在混同，横向公司之间是否丧失人格独立性来判断是否存在“滥用法人独立地位”的行为。在横向公司之间财务独立、资金往来

11. 重庆市荣昌区人民法院公众号：https://mp.weixin.qq.com/s/0NcHLEKYQ3GuGZjdI-Vghg?scene=25#wechat_redirect

12. 江苏省常熟市人民法院公众号：<https://mp.weixin.qq.com/s/kZaLgDY5FmFMOPuHajB8Ng>

13. 山东省高唐县人民法院公众号：<https://mp.weixin.qq.com/s/fH9kfTgouDUjy-FjliUIPg>

入账的情况下，仅凭横向公司之间由同一人实际控制或经营、有部分人员任职交叉和资金往来的事实不能支持横向公司之间存在人格混同、应承担连带责任。该等裁判思路与《九民纪要》第10、11条的逻辑相对一致。

而对于滥用法人独立地位的主体，新《公司法》第23条未涵盖实际控制人。就此，刘贵祥大法官指出：“新公司法第21条对滥用权利的主体表述与第23条是一致的，即都表述为‘股东’。由此，可以认为，此处未规定实控人滥用控制权不一定是故意而为，可考虑作扩张性解释”¹⁴。新《公司法》司法解释和司法实践对于此问题的处理，有待进一步观察。

005>清算责任纠纷案件实践观察

新《公司法》第232条规定：“公司因本法第二百二十九条第一款第一项、第二项、第四项、第五项规定而解散的，应当清算。董事为公司清算义务人，应当在解散事由出现之日起十五日内组成清算组进行清算。清算组由董事组成，但是公司章程另有规定或者股东会决议另选他人的除外。清算义务人未及时履行清算义务，给公司或者债权人造成损失的，应当承担赔偿责任。”

新《公司法》第238条规定：“清算组成员履行清算职责，负有忠实义务和勤勉义务。清算组成员怠于履行清算职责，给

公司造成损失的，应当承担赔偿责任；因故意或者重大过失给债权人造成损失的，应当承担赔偿责任。”

就此，江苏省常熟市人民法院¹⁵作出首例判决，明确在公司未按规定成立清算组开始清算，导致公司无法进行清算，债权人的债权无法实现的，执行董事作为清算义务人应对该等债务承担连带责任。而监事并非法定清算义务人，若并无证据证明监事行为导致公司无法进行清算，则不应判令监事承担连带责任。同样的，在新《公司法》下，股东亦不再有组织和启动清算程序的义务，若股东不是公司董事会成员，作为清算组成员不存在“怠于履行义务”情形，则亦不应当判令股东承担连带责任。在（2024）新0104民初6692号、（2024）鄂96民终351号案中，法院亦持类似观点。

刘贵祥大法官认为，清算义务人违反清算义务应当分为两种情况，对于未及时履行清算义务，导致财产贬值、流失、毁损或者灭失的，需承担赔偿责任，而对于怠于履行清算职责而导致无法清算的，则应与公司承担连带责任。¹⁶

就“怠于履行清算职责”的认定，《九民纪要》第14条阐明应是在法定清算事由

14.刘贵祥：《关于新公司法适用中的若干问题》，载《法律适用》2024年第6期

15.江苏省常熟市人民法院公众号：<https://mp.weixin.qq.com/s/kZaLgDY5fMOPUhjB8Ng>

16.刘贵祥：《关于新公司法适用中的若干问题》，载《法律适用》2024年第6期

出现后，清算义务人故意拖延、拒绝履行清算义务，或因过失导致无法进行清算，包括不成立清算组开始清算及因故意或过失导致公司主要财产、账册、重要文件等灭失而无法进行清算的情况。

就未全面履行清算义务的情形，北京市第三中级人民法院¹⁷2024年公布的“公司治理十大典型案例”中阐明：“清算组成员在未全面履行通知义务情况下，径行解散乙公司并完成注销登记，应对甲公司未获清偿的债权承担赔偿责任。……在履方式上，除应当自清算组成立之日起十日内通知债权人、六十日内在报纸上公告外，**新公司法也允许通过国家企业信用信息公示系统进行公告。**”而就此，在同院（2022）京03民终2181号案中，尽管清算组成员履行了法定清算义务，亦提交了清算报告，但由于遗漏一笔债权，仍然被认为属未履行法定清算义务，需承担连带责任。可见，就未全面履行清算义务的责任样态和边界，尚有待进一步的司法实践探明。

006>新公司法时间效力的实践观察

为保证新《公司法》在全国法院的统一、正确适用，2024年6月30日，最高人民法院发布了《公司法时间效力规定》。在坚持法不溯及既往原则的基础上，对于在新《公司法》施行前的法律事实引起的民事纠纷，遵循有利溯及原则，将溯及适

用是否背离相关当事人的合理预期作为底线加以把握。

除了《公司法时间效力规定》明确规定的对于部分新增规定、有实质性修改的规定以及细化规定的有利溯及规则外，对于新增规定，《公司法时间效力规定》第四条第（六）款明确规定，在不明显背离当事人合理预期的情形下，也可以溯及适用新《公司法》的相关规定。

如前所述，对于新《公司法》第54条的加速到期规则、新《公司法》第57条第2款中股东查阅会计凭证的知情权，目前的司法实践中倾向认为应当溯及既往适用。此外，对于董事、法定代表人涤除登记案件，福州市鼓楼区人民法院¹⁸在首个董事涤除登记案件中支持新《公司法》第70条第3款的董事辞任规则具有溯及力，江苏省南京市中级人民法院在（2024）苏01民终11547号案、上海市静安区人民法院在（2024）沪0106民初16477号案中亦支持新《公司法》第10条关于法定代表人辞任规则具有溯及力。

由此可见，对于“不明显背离当事人合理预期”的判断，还需要进一步的司法实践予以释明。就此，最高人民法院专门要求审慎适用溯及适用的例外情形，对是否溯

17.北京市第三中级人民法院官网：<https://bj3zy.bjcourt.gov.cn/article/detail/2024/04/id/7906632.shtml>

18.福州市鼓楼区人民法院公众号：<https://mp.weixin.qq.com/s/lh20h6sA5npY9yZl9eWFxA>

19.中国法院网：<https://www.chinacourt.org/article/detail/2024/07/id/8032972.shtml>

及适用存在争议的，应当及时通过法答网、报送上级法院管辖等方式统一尺度。¹⁹在未来，可以期待通过最高人民法院发布的“法答网精选答问”和人民法院案例库典型案例等方式，进一步明确该兜底条款的具体适用。

007>结语

新《公司法》的全面实施，有助于发挥法治固根本、稳预期、利长远的市场保障作用，为新质生产力发展营造良好的法治化营商环境，进一步推动经济高质量发展。我们相信，新《公司法》的全面实施将打开公司纠纷争议解决的新局面，对公司纠纷争议解决产生深远的影响。

“知者非真知也，力行而后知之真”，通过对各地法院适用新《公司法》实践案例的观察，我们希望本文能够帮助各类市场主体进一步了解新《公司法》下的公司纠纷争议解决司法实践的最新趋势，更加高效精准地梳理自身风险，妥善应对相关民商事纠纷。

(吴奕琳对本文亦有贡献)



傅长煜
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2085
FUCHANGYU@ZHONGLUN.COM



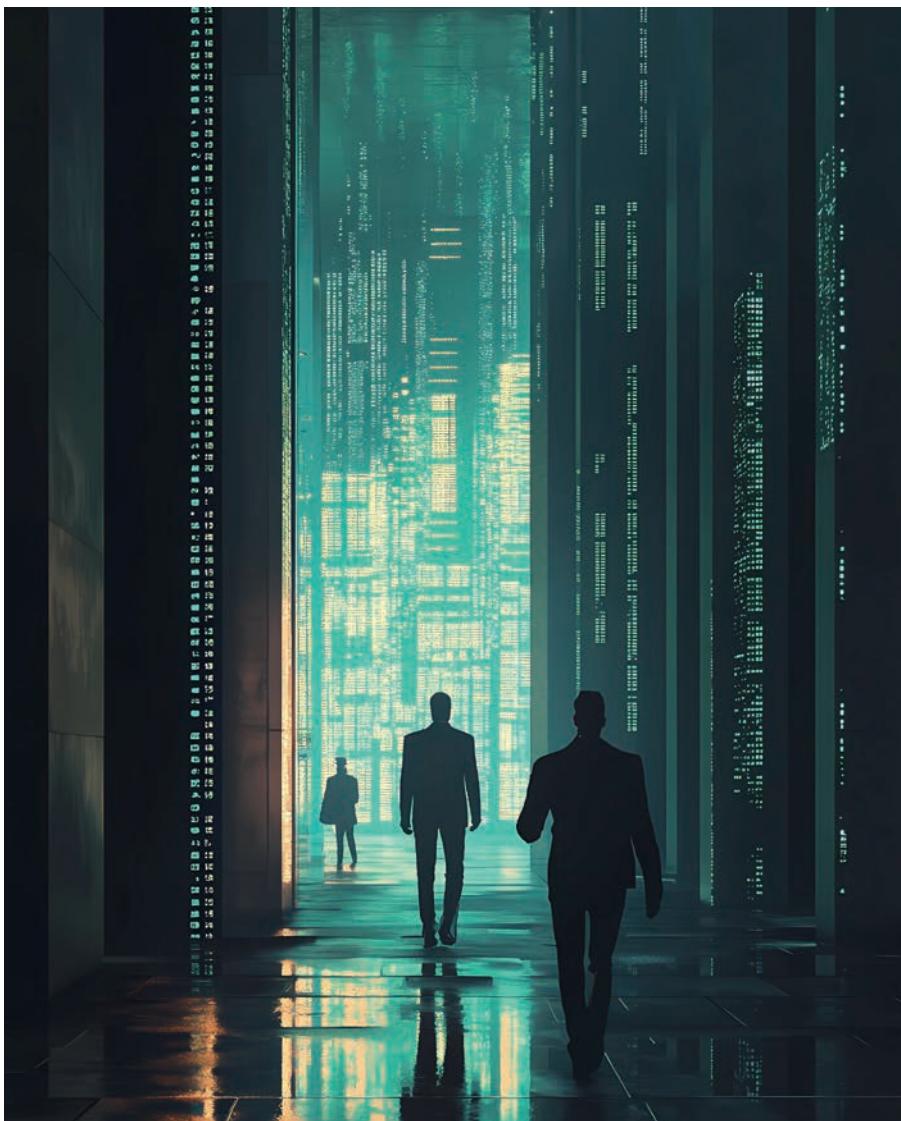
伊向明
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2087
YIXIANGMING@ZHONGLUN.COM



左玉茹
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2996
ZUOYURU@ZHONGLUN.COM



蒋宣
非权益合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2889
JIANGXUAN@ZHONGLUN.COM



私募基金投资中不同轮次投资人 的回购顺位问题研究

作者 / 康铧 时光远

私募基金投资实务中，多轮次投资属于惯常操作，在多轮次投资协议中安排不同轮次投资机构在行使回购权的顺序上作相应区别（本文简称为“回购顺位条款”），也属于十分常见的情形。目前实践中高发的一类问题是，如何使用此类条款主张权利，以及劣后顺位的投资人违反约定率先行权提起诉讼或仲裁时，在先顺位的投资机构应当如何应对。本文主要阐述我们的分析，以期对实务工作提供借鉴。

001>条款设计的表述不同，解释的角度有所不同

一般而言，不同轮次投资人的回购顺位条款设计为“如果存在多个投资人要求行使回购权，但回购义务人不足以支付多个投资人的全部回购款项的，则回购义务人应当按照下列顺序回购：首先回购B轮投资人的股权，按照本协议约定计算并支付回购款项，如无法回购全部B轮投资人的股权，则按照B轮投资人股权比例分配可回购款项；满足B轮投资人的股权回购后，应当依次回购A轮投资人的股权，依次类推，直至B轮、A轮、天使轮行使的股权回购权利完全实现。”按照此类条款的表述较为容易识别其意思，如任何轮次中的任何两个投资人行使回购权，在初步举证回购义务人无法足额支付的情况下，对不同轮次投资人的回购款支付就应当按照约定顺序履行。

实践中还常见另一类条款，即“在全体投资人均向创始股东行使回购权的情形，若创始股东届时无法一并收购该等投资人拟出售的全部股权，则就创始股东能够收购的股权，B轮投资人有权优先按其届时的持股比值相应分配拟向创始股东转让股权。在B轮投资人的回购权得以实现后，A轮投资人有权以第二顺位按其届时的持股比值相应分配拟向创始股东转让的股权并相应行使回购权。依此类推。”这类条款产生的问题是，通常都是某个投资人突然发

起回购诉讼或仲裁，引发一连串投资人连锁反应，但前提条件“全体投资人均行使回购权”很难实现，一些投资人会依此抗辩回购顺位条款的履行条件未成就。

我们认为，从条款的目的解释和扩张解释出发，回购顺位条款的本质是约定不同轮次投资人对回购价款的回收顺序，本意是安排不同轮次投资人之间的利益关系，是否全体投资人均行权并不重要，只要投资人能够基本举证回购义务人无法一并收购全部股权，即可以满足该条款的适用条件。

002>回购顺位劣后的投资人率先提起诉讼或仲裁，回购顺位优先的投资人可以采取的措施

由于要求目标公司在现行法律、司法解释框架下履行回购义务已经十分困难，能够实现回购义务的主体被聚焦在创始股东或签署了对赌回购条款的相关股东身上，一旦对赌目标未能达到或目标公司陷入经营衰退，在偿债资源有限的情况下，各轮次投资人之间形成了零和博弈。目前实践中频发的问题是，约定回购顺位劣后的投资人违反条款，率先发起诉讼或仲裁并采取了财产保全措施，尤其是仲裁程序保密情况下，回购顺位优先的投资人往往经过一段时间才了解情况，陷入被动局面。对此时可以采取的措施，分情况讨论。

1. 回购顺位劣后的投资人发起诉讼程序

如投资协议中约定了诉讼管辖，回购顺位劣后的投资人有可能优先发起诉讼。对于回购顺位条款的约定，在立案时几乎不可能受到法院立案庭的关注，如果回购顺位优先的投资人未加入程序中，在审理程序中法官也几乎不可能主动关注并据此驳回原告的诉讼请求。

据此，在诉讼程序中，回购顺位优先的投资人应当尽快推动以有独立请求权第三人的身份加入到既有诉讼程序中。之所以应当尝试以有独立请求权第三人身份加入，在于“无独三”的加入更容易被法院驳回，且回购顺位优先的投资人所主张的是对回购义务人独立的请求权，以此实现优先于劣后顺位投资人（原告）的诉讼请求，或直接阻却（驳回）劣后顺位投资人（原告）的诉讼请求。但必须注意的是，第三人申请加入诉讼程序，法院有裁量权，可以不予同意，该措施有失败的风险。

公开的案例中，在浙江省绍兴市中级人民法院作出的金科文化案¹中，法院支持了B+轮投资人以有独立请求权第三人身份加入诉讼，并认为根据协议约定，B轮投资人的回购权应在B+轮投资人及本轮投资人股权全部被回购后方可行使，在前一顺位股权仅被部分回购的情况下，后一顺位股权持有者无权行使其回购权。因此，B+轮投资人及本轮投资人股权均未被回购，金科公司作为B轮投资人，行使回购权的条件显然还未成就，B轮投资人金科公司的全部

诉讼请求被驳回。

2. 回购顺位劣后的投资人发起仲裁程序

投资协议中约定仲裁机构管辖更为常见。但是，在我国多数仲裁机构的现行规则下，未经案件当事人各方同意，第三人很难作为当事人追加进既有程序中，目前《仲裁法》下也没有第三人制度。相比诉讼程序，回购顺位优先的投资人将在仲裁程序面临更大的困难。

一个可供探讨的思路是，回购顺位优先的投资人可以向回购义务人了解具体案号，因仲裁条款、仲裁机构通常是相同的，回购顺位优先的投资人可以直接提起仲裁程序，并向仲裁机构说明案件背景情况，要求与前案分配相同的首席仲裁员，并按照仲裁规则将案件合并审理。例如，北京国际仲裁中心《仲裁规则》第三十条规定，“经各方当事人同意，或者一方当事人申请且本会认为必要，本会可以决定将根据本规则进行的两个或两个以上的仲裁案件合并为一个仲裁案件进行审理。除非当事人另有约定，合并的仲裁案件应合并于最先开始仲裁程序的仲裁案件中。在决定是否进行上述合并时，本会将考虑相关仲裁案件所依据的仲裁协议的具体情况、案件之间的关联性、案件程序进行的阶段以及已经组成仲裁庭的案件仲裁员的指定

1. 参见《浙江金科文化产业股份有限公司、深圳市星河互动科技有限公司、卫东冬等合同纠纷一审民事判决书》，案号(2018)浙06民初79号，2019年1月11日

或者选定等情况。”如能够顺利合并审理，回购顺位优先的投资人相当于变相加入了前案程序，可以最大程度在案件中主张权利。

3.提起财产保全异议之诉将较难被支持

回购顺位劣后的投资人发起诉讼仲裁程序常伴随着财产保全。对于已经查封了回购义务人的财产的保全行为，一方面保全财产可能遍布全国各地，回购顺位优先的投资人很难确定具体的可以提起异议的法院及相应财产，另一方面，虽然《最高人民法院关于人民法院办理财产保全案件若干问题的规定》第二十七条规定了案外人对保全标的的执行异议及执行异议之诉，但其行使权利的前提是案外人需基于实体权利（如所有权）才可以排除对财产的查封和执行。然而，回购顺位条款仅是各方之间约定（意定）的顺序权利，并非法定优先权，实践中法院很难认定产生实体法上排除财产保全的效果。因此，考虑通过提起财产保全异议之诉主张顺位权利将较难被支持。

003>回购顺位劣后的投资人率先进入执行阶段，回购顺位优先的投资人可以采取的措施

不同于金科文化案中将回购顺位条款作为行权条件的理解，实务中另有观点认为，回购顺位条款约定的实质并非剥夺投资人提起法律程序、主张回购的权利，而

是当出现不同轮次投资人的回购权利均成立的情况下，回购利益实现的顺序问题。回购利益实现的顺序不一定要在审判阶段解决，可以留待执行阶段处理。

基于以上观点，实践中可能出现的情况是，回购顺位优先的投资人未能加入到前案诉讼仲裁程序中，回购顺位劣后的投资人提起的在前案件作出裁判并优先进入了执行程序，开始启动处置回购义务人财产，尤其是保全法院为财产的首封法院时，问题会更加复杂。从回购顺位优先的投资人立场出发，可供考虑的思路有：可否请求首封法院移送案件？可否通过执行异议、执行异议之诉的方式阻却执行？可否通过“执转破”或参与分配程序保障优先分配的权利？需要注意的是，无论何种思路，在知悉回购顺位劣后的投资人提起诉讼仲裁后，回购顺位优先的投资人都应当尽量快速启动主张回购的程序，并尽快取得有利生效判决，否则在执行异议、参与分配等程序可能面临更多障碍。²

1.要求首封法院移送案件很难实现

根据《最高人民法院关于首先查封法院与优先债权执行法院处分查封财产有关问题的批复》（法释〔2016〕6号）第一

2.在我国执行中参与分配制度下，享有优先权（如船舶优先权、民用航空器优先权、因追索教育者学杂费用优先权等）或优先受偿权（如抵押权、质押权、留置权等担保物权、建筑工程价款优先受偿权等）可以直接持权利证明文件申请参与分配，无需取得执行依据，但普通债权人需要取得执行依据（可以申请强制执行的生效法律文书，如生效判决、调解书）才是适格主体。

条的规定，执行过程中首封法院对财产有处分权，但有优先债权的已经进入执行程序的其他法院可以在特定情况下要求首封法院将查封财产移送执行。但是，该条所规定的“优先债权”，主要指对查封财产有顺位在先的担保物权、优先权（如建设工程价款优先受偿权）等法定优先权。回购顺位条款仅为约定的、产生于特定当事人之间的受偿顺序，该等条款的效力、法律后果并未经任何判决³予以确认，首封法院几乎不可能依次移送财产的执行。

2.提出执行异议、执行异议之诉的可能性

有一类思路为考虑在前案执行程序中，回购顺位优先的投资人可以提起执行异议，该执行异议大概率被驳回，驳回后根据《民事诉讼法》第二百三十八条规定提起案外人执行异议。但是，如同前文述及在财产保全阶段提出异议一样，案外人执行异议的前提是对执行标的享有足以排除强制执行的民事权益，此类民事权益主要是所有权、担保物权如抵押权、房屋买受人物权期待权等法定物权或债权请求权利，回购顺位条款很难被法院支持属于上述应当停止和排除现有执行程序的原因。

3.通过“执转破”或参与分配程序是可以尝试的路径

如果回购义务人为企业法人的，其财产不足以清偿全部债务，回购顺位优先的投资人可以向法院申请执行转破产，执行

法院应当将案件材料移送破产管辖法院（即被执行人住所地法院）启动破产程序，同时执行法院应裁定中止执行。在破产程序中，回购顺位优先的投资人通过债权人申报债权的方式主张回购款支付的优先顺序，如要求破产管理人按照回购顺位条款确定支付顺序的，可以通过普通破产债权确认之诉的方式主张权利。

如果回购义务人为自然人或其他组织，需要适用执行中参与分配制度。对于普通债权，原则上按照其占全部申请参与分配债权数额的比例受偿。但回购顺位优先的投资人可以向首封法院提出参与分配方案，执行法院应当制作财产分配方案，并送达各债权人和被执行人。如有异议的，回购顺位优先的投资人应当自收到分配方案之日起十五日内向执行法院提出书面异议。如仍有异议的，可以提起分配方案异议之诉，在诉讼期间，执行法院应当提存或预留与争议债权数额相应的款项。⁴

另需特别注意的是，在“执转破”或参与分配程序中，如投资协议中载有优先清算权条款，回购顺位优先的投资人可以考虑绕开本案争议问题，援引优先清算条款解决顺位问题。

3.如回购顺位优先的投资人无法加入到前案中，其只能另行单独起诉或申请仲裁，故将形成两个有关回购请求权的独立的判决，其中无法对回购顺位条款的效力、彼此之间的顺序等问题作出裁决。

4.关于强制执行程序中参与分配、参与分配异议、参与分配方案异议之诉等问题更为详尽的分析，可参见笔者于2021年5月20日发表于《中伦视界》的拙文：《强制执行参与分配制度若干实务问题探析（上+下篇）》

004>最后的解决途径，提起违约损害赔偿之诉

若以上所有述及的程序都难以奏效，回购顺位优先的投资人已经没有更多可以选择，最后的可供考量的解决途径是，按照回购顺位条款的约定，向回购顺位劣后的投资人发起违约损害赔偿之诉。原因在于，若无回购顺位劣后的投资人违反投资合同约定，通过率先提起各项程序提前执行了回购义务人的财产，导致回购顺位优先的投资人无法取得其原本按照优先顺位可以获得的利益，其应当为其违约行为承担损害赔偿的法律后果。就这种方式，回购顺位优先的投资人需要周密组织证据，承担较重的举证义务。

从本文分析可以看出，私募基金投资协议中通常拟定的回购顺位条款，司法实践中容易被“架空”，一旦回购顺位劣后的投资人先发制人，回购顺位优先的投资人可能需要漫长的司法程序进行维权，最终效果仍可能不尽人意。另外，本文仅探讨了两个投资人之间的顺位问题，现实情况下数轮次多投资人之间的法律关系和司法程序将更为疑难复杂。因此在偿债资源有限的情况下，享有回购顺位优先的投资人应尽可能积极行权，保障基金及投资者的合法权益。

(崔博雄对本文亦有贡献)



康铧
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2017
KANGHUA@ZHONGLUN.COM



从争议解决角度看对赌协议中的回购权性质及行权期限——写在“法答网精选答问(第九批)”答复意见之后

作者 / 李崇文 吴坤 刘梦馨 陆迪

近年来，国内私募股权投资市场的退出纠纷凸显。特别是随着资本市场监管趋严，投资人事实上难以通过目标公司成功上市实现退出，且在新公司法项下通过定向减资退出将面临更严苛的决议条件的情况下，越来越多的投资人主动或被动地陷入对赌纠纷之中。而在被投企业效益不及预期几乎已成常态的现状下，存量项目不可避免地将会需要通过诉讼/仲裁的方式得到清理和解决。在这一背景下，2024年8月29日登载在《人民法院报》上的“法答网精选答问（第九批）”专题中对于投资方请求对方回购的合理期限认定以不超过6个月为宜这一观点（以下简称“**法答网（第九批）答复意见**”），可谓在股权投资圈激起了巨大的反响。在本文中，笔者将基于对法律法规及司法案例的理解与归纳，结合我们在大量回购纠纷案件处理过程中积累的办案心得，对于股权回购权的性质及行使期限进行分析和建议，以期有益于客户，并求教于业界。

001>股权回购条款中对股权回购权如何行权的常见约定

股权回购条款作为股权投资协议中的核心条款，其主要要素包括三个方面：其一为回购义务人，现行实践中以目标公司及/或实际控制人/创始股东为主，偶尔存在义务人指定之第三方的情形；其二为回购条件，最常见的触发情形系未能在指定期限内实现合格上市，严重违约导致严重后果、违反重要的经营或业绩承诺亦时被列为回购触发条件；其三为回购价款，以投资本金加上固定的年化收益，或是按照市场公允价格（如按净资产/评估价值对应股权比例计算）为基本形态。

而在这三个基础因素的组合上，特别是回购条件触发后，投资人何时行使回购权、如何行使回购权，行权后回购义务人的回购义务应何时行使、如何行使的具体约定（以下简称“**行权条款**”），基于我们的办案经验以及对裁判文书的检索，行权条款在具体的描述上，基本包括如下几种形式（**按表述简繁顺序排列，为便于理解，暂不列示对于期限和价格的约定**）：

- 1.如回购条件触发，回购义务人应回购标的股份；
- 2.如回购条件触发，投资人应将标的股份转让给回购义务人¹；
- 3.如回购条件触发，投资人有权要求回购义务人回购标的股权；
- 4.如回购条件触发，投资人有权要求

回购义务人回购标的股权，回购义务人有义务依通知支付股权回购款；

5.如回购条件触发，投资人有权要求回购义务人支付股权回购款，投资人收到股权回购款后配合签订股权转让协议并办理工商登记；

6.如回购条件触发，投资人有权选择将标的股份转让给回购义务人，如投资人选择发出回购通知的，回购义务人应依通知回购标的股份并支付股权回购款。

在不考虑“明股实债”的特殊投资形态情况下，上述行权条款整体上可以分为三类：第一类是“明知退出模式”，即投资人与回购义务人均明知，在回购条件触发后，即基本会产生投资人退出这一确定结果，故此时的表述中并不提供一个二次决策机会，如第1、2种表述。第二类是“二次决策模式”，即在合同签订之初，投资人与回购义务人在回购条件触发后赋予投资人的是一个选择权，投资人可以选择退出、亦保有继续持有股权的可能性，如第6种表述。第三类则是“格式赋权模式”，即仅依据行权条款本身无法确定导向前述第一种或第二种解释模式，仅是明确投资人在回购条件触发后有权要求回购义务人回购股权。依据笔者的观察和理解，第一类行权条款被认定为债权请求权几无争议，基本

1.从通常的投资实践而言，该条款实质上构成了目标公司对投资人的一种反向权利，故事实上较为少见，但考虑到该情形与第1种情形直接对应，故考虑到分析的完整性，亦在此列明。

确定地适用于诉讼时效的规定；第三类行权条款中的回购选择权，因选择行使回购权将会依据投资人单方意思表示形成股权转让关系，故权利性质属形成权，应适用关于除斥期间的规定进行调整。而对于第二类、也是最为普遍的行权条款，对其性质应作何理解、以及相应地应当如何界定合理的行权期限，实践中争议很大，具体将在第二部分进行说明。

002>司法实践中对于股权回购行权条款的主要争议

（一）股权回购行权条款性质及期限争议的常见场景

基于对公开的近五年涉及股权对赌纠纷案件裁判文书的检索可知，在大多数此类案件中，法院在审理时并不会将股权回购权的性质列为案件的争议焦点。究其原因，系因投资人极少会将提起诉讼/仲裁作为首次向回购义务人主张权利的时点，多数投资人均会在约定的回购条件触发之后的约定期限或合理期限（此前司法实践中通常按照一年来认定）内向回购义务人提出回购主张。鉴于该等回购主张送达或视为送达回购义务人之后，相应权利即被明确为要求对方在限定期限内支付股权回购款、受让标的股权这一具体请求，当然即时确定地受到诉讼时效制度的调整。在诉讼时效的单次保护时间长达三年、可以中止、中断和延长的规则下，通常不会出

现因时效经过带来的失权争议。

仅在特定的情形下，如投资人未能在约定的行权期限或一年乃至更久时间内向回购义务人提出过回购主张，或是各方对于一个或多个回购条件是否确定触发、是否先后触发、是否被豁免产生争议的情况下，回购义务人才会以“投资人未在合理期限内提出回购主张，其无权履行回购义务”为由进行抗辩。在裁判机构对“回购权人是否在合理期限内行权”这一争议焦点进行论述时，其往往会对特定行权条款项下回购权的性质进行认定，且该性质认定将对“合理期限”的时长及“合理期限内不行权”的法律后果产生一定影响。依据笔者的办案经验，目前司法实践中对于同样的行权条款，特别是对于表述为“投资人有权要求回购义务人回购股权”的行权条款如何认定存在很大争议。

（二）司法实践对回购权性质的不同认定及裁判结果差异

目前的司法实践中，裁判机构对于行权条款的性质及认定，基本分为如下两种截然相反的立场：

1.回购权为请求权，合理期限内未行权并不当然导致回购权消灭

相对更多的法院认为²，股权回购权在

²如（2023）最高法民申2573号、（2022）京04民初928号、（2022）京03民终14424号、（2022）湘01民终1112号、（2021）京01民初799号、（2021）川01民终6814号、（2020）浙01民终353号、（2020）粤民申2197号、（2019）粤03民终30526号、（2019）粤03民终30528号、（2019）闽05民终5058号等。

性质上属于请求权，故对于股权回购权的行使应当适用诉讼时效制度的约束。多数法院对于选择适用诉讼时效制度规定的原因并不展开说理，仅北京市第四中级人民法院在（2022）京04民初928号案件、北京市第三中级人民法院在（2022）京03民终14424号案件等少数案件中，法院会就此原因进行详细描述，且其核心主张基本一致，故在此引用（2022）京03民终14424号判决中的说理部分进行介绍：“请求权，是指法律关系的一方主体请求另一方主体为或者不为一定法律行为的权利。权利人不能对权利标的进行直接支配，而只能请求义务人配合。债权是典型的请求权，债权人自己无法实现债权，只能请求债务人履行一定的给付义务才能实现债权，请求权受诉讼时效的约束，不适用除斥期间的规定。……【投资人】行权的目的在于通过主张股权回购权，请求【回购义务人】履行回购义务支付回购款，因此，【投资人】能否实现本案诉讼目的，有赖于【回购义务人】是否同意履行股权回购款的给付义务，故【投资人】与【回购义务人】之间的金钱给付权利义务属于债的法律关系，【投资人】的请求在权利性质上属于债权请求权，在规范性法律文件并无例外规定的情况下，其诉请应适用诉讼时效制度的规定。”

在将回购权认定为请求权的前提下，法院对“合理期限内未行权”的法律后果认定整体灵活，且对回购权人较为宽容：

一方面，如果行权条款明确规定了回购权的行使期限，则虽有少数法院认为超出该期限后投资人即无权再要求回购³，但仍大部分法院认为，该期间经过并不当然产生权利消灭的后果⁴，而仅将其作为诉讼时效的起算时点。

另一方面，如果行权条款未约定回购权的行使期限，则部分法院会直接按照判定诉讼时效是否经过这一标准判定行权是否超过合理期限，且诉讼时效的起算时点应依据《最高人民法院关于审理民事案件适用诉讼时效制度若干问题的规定》第四条确定。此外，若裁判机构在诉讼时效之外、另行就“合理期限”问题进行分析，则其对于合理期限的认定将整体较为灵活，通常会结合回购条件触发后的具体事实，综合认定回购权人行权是否超过了“合理期限”⁵；而若回购权人未在合理期限内行权的，则法院会结合公平及诚信原则以及其他在案事实，认定回购权人是否仍享有回购权⁶。

2. 回购权为形成权，合理期限内未行权直接导致回购权消灭

亦有相当数量的法院认为回购权属于形成权，或具有与解除权、撤销权等法定形成权相似的性质，进而应当参照除斥期间的规定，对于行权期间加以合理期间的

3.如（2020）京民申1318号等。

4.如（2015）苏中商终字第00200号等。

5.如（2021）沪0104民初12393号、（2022）粤01民终12658号。

6.如（2022）沪0115民初40878号。

限制⁷。同样地，大多案件在进行性质界定时并不做详细说理，简单地明确回购义务人的形成权抗辩具有合理性，或直接定性“回购权与撤销权、解除权同属形成权”，进而认定回购权不适用诉讼时效的规定。

笔者在此引用上海市第一中级人民法院在（2023）沪01民终5708号案件中的说理：“此类协议中的回购权本质上是赋予了投资方在特定条件下以单方意思表示形成股权转让关系的权利，当基础条件成就且权利存续时，一旦权利人及时、合法发出回购通知，则双方之间即按照事先约定的对价产生股权转让合同关系，回购义务人并无缔约选择权。因此，此种回购权系由当事人约定产生的形成权，能够单方变更法律关系，与合同解除权类似，需促使法律关系早日确定，保护相对人信赖利益，应适用除斥期间的规则。《中华人民共和国民法典》第一百九十九条规定，法律规定或者当事人约定的撤销权、解除权等权利的存续期间，除法律另有规定外，自权利人知道或应当知道权利产生之日起计算，不适用有关诉讼时效中止、中断和延长的规定。存续期间届满，撤销权、解除权等权利消灭。……《中华人民共和国民法典》第五百六十四条第二款规定，法律没有规定或者当事人没有约定解除权行使期限，自解除权人知道或者应当知道解除事由之日起一年内不行使，或者经对方催告后在合理期限内不行使的，该权利消灭。‘对赌’回购权行使的法律效果实际上是

相当于解除了《投资认购协议》，使投资者收回了投资本金及利息，放弃了股东资格，其除斥期间的认定可类推适用上述法律规定的一年期间。”

在将回购权认定为形成权的前提下，法院通常将“合理期限”等同于除斥期间，除斥期间经过即发生回购权消灭的法律后果。另，由于法律对于此类形成权除斥期间的时长没有规定，故此，法院曾在裁判案例中表示，应依据诚实信用、公平原则，综合考量目标公司经营管理的特性、股权价值变动，合同目的等因素综合确定除斥期间（也即“合理期限”）的时长。实践中，该合理期限被认定为一年的案例相对较多⁸，也有法院认定此类除斥期间应更短⁹。

003>笔者对股权回购权性质之争的理解

（一）司法实践中对于股权回购权性质认定存在争议的原因初探

概言之，回购条件触发、投资人发出回购通知后，回购义务人依约需要按照事先约定的对价履行回购股权的合同义务，但投资人最终能否实现权利，仍取决于回

7.如（2023）沪01民终5708号、（2021）沪0112民初29807号、（2020）沪民申1297号、（2020）赣01民初727号、（2018）粤民终1788号等。

8.如（2023）沪01民终5708号。

9.如（2020）沪民申1297号。

购义务人事实上是否适当履行。

在此基础上，基于笔者的理解，持不同观点的裁判机构对于投资人与回购义务人之间权利义务关系的认定秉持着不同的侧重点：第一种观点强调实然层面，即投资人最终实现回购权利需要回购义务人的配合，其事实上无法仅凭借发出回购通知即实现双方法律关系的最终变化，据此倾向于给予投资人更长的保护期限，此时适用诉讼时效制度是更优的选择；第二种观点则强调应然层面，即不看合同的履行状况如何，仅关注在投资人行权的同时回购义务人即已确定地新增了回购义务，双方之间的法律关系即已发生改变，故出于避免法律关系处于长期不确定性的考虑，更倾向于缩短相应的行权期间，并进而将除斥期间作为可资参考的制度依据。在某种程度上，笔者窃以为相关论述更可能是遵循着“先果后因”的顺序，最终如何平衡行权期间才是裁判机构在面临争议时更加关注的问题，请求权还是形成权更多只是作为说理的一环来存在，这也是近年司法实践中的观点乃至最高人民法院法官在法答网（第九批）答复意见中并未过多地涉及性质之争，而是直接指向具体情境下投资人权利行使时间是否合理的裁量结果的原因之一。

10.本段以下关于请求权的内涵及特点介绍参考于朱庆育教授《民法总论》（第2版），第515页至第516页，以及相关论述中原作者所列的参考文献。

（二）行权条款表述与回购权性质认定之间的强关联性

基于前述分歧，笔者试图依据学界主流观点¹⁰，再次回到请求权和形成权的基本内涵来对不同的行权条款表述及性质认定结论进行验证。具体到合同约定之回购权的行使而言，投资人行权都需要投资人向回购义务人发出通知，行权结果均是回购义务人需要按照约定价格支付股权回购款、接受标的股权，如通知之后回购义务人未主动履行的，投资人均有权自回购义务人应履行未履行之日起，要求其履行义务并承担违约责任，并进入诉讼时效的起算。这些基本特点在请求权和形成权上并无明显差异。

笔者认为，前述两种权利性质的实质区别之处在于，如合同未约定明确的行权期限，回购条件触发后，在投资人尚未要求回购义务人履行回购义务的期间内，回购义务人的回购义务是已经存在但尚未届履行期限，还是尚未产生该等回购义务。如是前者，则事实上不存在投资人单方意思表示变更法律关系的事实，投资人的通知仅是普通主张债权的行为，和采购合同付款条件成就后即要求对方付款的性质相同；如是后者，则回购义务人的回购义务系因投资人的回购通知方才产生，投资人此时事实上享有的是选择之债中的选择权，其作为形成权当然应受到合理期限的限制，以避免相对人长期处于权利义务不稳定的状态。具体展开说明如下：

1. 具备请求权认定基础的行权条款及解释路径

请求权指的是“要求他人作为或不作为之权利”，其与支配权作为一组对应的概念，并以债权请求权作为最典型的形态和核心，且关于债权的规定可以准用于其他请求权（如物权请求权、人格权请求权等）。该权利的基本特点为：1. 请求性，即权利的作用表现为对特定人行为的请求，而非对特定标的物的直接支配；2. 合作性，仅凭权利人意志不足以实现权利，作出请求后，尚需义务人的相应行为与之配合；3. 非排他性，权利针对的客体是义务履行行为，同一标的物上可以成立数项内容相同的请求权（如一物二卖）；4. 平等性，同一标的物之上的任一项请求权皆不享有对其他请求权的优先效力。

鉴于此，在认定回购权系债权请求权的情形下，除了回购条件触发时确定将产生股权回购之交易结果这一前提之外，需要正确认识的是第二个特点，即投资人收回投资款、向回购义务人交付标的股权这一权利无法仅凭投资人意志实现，而是需要回购义务人的配合。依据现行法律法规，则从债权请求权的逻辑上存在两种解释路径：

其一，在当事人约定的回购条件触发时，投资人即确定享有一个要求投资义务人支付股权回购款并受让标的股权的权利，这一权利与其他合同权利一样，可能会因权利人怠于行使而逾期灭失，但此时

其是否选择行权，更多应视为事实层面的问题，而非合同特殊约定的权利。换言之，回购义务人在回购条件成就时即已负有一个确定的回购义务，只是该义务的行使时间有赖于投资人的通知，或可迟延至合同中约定的履行期届满后方需实际履行。

其二，可视为投资人约定在回购条件触发时，当事人之间应当按照事先确定的交易条件订立回购股权合同这一本约，即回购条款本身构成一个预约合同。如条件成就时，回购义务人未依约订立本约并履行的，依据《最高人民法院关于适用<中华人民共和国民法典>合同编通则若干问题的解释》关于预约合同的相关规定，依据回购条款约定的完备程度，亦存在直接依据预约合同中已经确定的回购价格、回购时间来履行本约的可能性，或至少要求回购义务人赔偿因此造成实际损失。

随着现行法律法规对于预约合同的性质及违约后果规定的细化，这两种解释路径在实质上的区别越来越小，至多在后一解释路径中，客观上仍存在投资人无法强制要求缔结合同的风险，且在对方违约时，投资人能获得的赔偿金额是否完全能够按照回购价款主张，在合同本身未对该等情形做其他约定的情况下，事实上存在不确定性（如损失金额是否需要扣除标的股权现值）。

基于前述分析，笔者倾向于认为，对于前述第1、2、5种行权条款，因其强调的

是回购条件触发时即已经确定发生的由回购义务人支付股权回购款的情形（如1、2），或是强调此时投资人有权要求回购义务人支付股权回购款，进而直接实现其股权退出的需求（如5），此时其权利的实现强烈地依赖于投资义务人的合作，几无争议地应被认定为债权请求权，并受到诉讼时效的保护。

2.具备形成权认定基础的行权条款及解释路径

形成权¹¹为“依照权利人单方意思表示即可生效从而改变相应法律关系的权利”，其地位相当于私法中的“权力”，核心要义在于仅需单方意思表示即可使得既存法律关系生效、变更或消灭，但权利的行使属于需要受领的意思表示，只能针对相对人作出，不得附条件或期限，亦不得撤回，以免导致形成相对人对所处法律状态的不确定。形成权的正当性存在于当事人的约定（如约定解除权），以及立法者的价值判断（如追认权、撤销权、法定解除权、抵销权等）。

如回购条件触发时，合同赋予投资人的是一个选择权，即投资人可以选择继续持有标的股权、维持既有的股权投资权利义务关系，亦可选择要求回购义务人回购标的股权，实现其投资款及约定收益的回收，则该约定属于典型的选择之债中的选择权，该权利在类型上属于使法律关系发生变更的、原权性质的、单纯形成权。此时，回购义务人无权拒绝缔结回购股权的

合同，并将随着投资人单方要求回购股权的意思表示，直接负有给付股权回购款、受让标的股权的义务。同样地，回购义务人在合同项下亦存在这样的预期，即基于投资人届时的商业判断，该等回购权并非确定地会行使，回购义务人存在在回购条件触发时亦无须现实回购标的股权的可能性（该等可能性系约定本身带来的行权上的可能性，并不等同于实际履行层面的可能性）。也因此，在这一认定下，因投资人在合同项下持有标的股权这一权利义务关系是否将变更为由回购义务人持有标的股权，将完全赖于投资人是否提出回购主张，基于对法律关系稳定性的考虑，当然需要对行权期间进行合理的限制，避免法律关系和股权状态长期处于不确定的情况。

鉴于此，对于前述行权条款中的第6种表述，因其明示了是否回购取决于投资人的选择，故其性质宜被理解为形成权。而对于第3、4种表述，即实践中争议最大的、单纯约定回购条件触发后，投资人有权要求回购义务人回购标的股权并支付回购价款的，其真实含义需要结合合同的磋商和履行来综合判断，确定在合同成立时，当事人之间是否已经达成回购条件成就将必然产生回购义务这一共识。如这一

11.本段及以下关于形成权的内涵、分类及特点介绍，均参考于朱庆育教授《民法总论》（第2版），第517页至第519页，以及相关论述中原作者所列的参考文献。

事实情况无法判断的，因事实上投资人发出回购通知的行为相较于回购义务人回购股权的行为更加容易，故从公平、合理的角度，此时将该等表述认定为形成权可能是一个更加经济的做法。而如前所述，在投资人发出通知之后，新的法律关系形成，回购义务人支付股权回购款、受让标的股权的义务将在通知所载或合同约定的履行期满后具备被请求履行的前提，投资人要求回购义务人履行义务的主张自此进入诉讼时效的保护范畴，与请求权的行使效果再无差异。

需要进一步说明的是，在此种情况下，形成权的行使期限可以由当事人约定。故合同中对于行权期限的明确约定应受到裁判机构的尊重，但基于形成权的本质，该期间不应超过除斥期间的一般性要求。笔者认为，参照法定解除权之除斥期间的规定，对于回购权这一选择权，以一年为限是较为合适的做法，如合同约定的明确期限长于一年的，依法应予调整到一年的范围内。同时，因除斥期间本身不可中止、中断和延长，故如合同在行权条款的约定中赋予了投资人可以延长行权期限、或可以在首次主张后进入第二个决策期的，该类约定也将因违反了除斥期间的基本制度要求，而面临被司法机构调整的客观风险。

004>对法答网（第九批）答复意见的理解及实操建议

基于前述分析，回到法答网（第九批）中法官对于“‘对赌协议’中股权回购权性质及其行权期限如何认定”这一问题的答复本身，笔者首先非常赞同答者对于这一问题判断的出发点，即需要“结合相关条款、行为的性质和目的、习惯以及诚信原则来理解”股权回购约定的实质。但就笔者的有限经验而言，事实上近年来因投资环境变化，相当数量的投资人想要获取的是在回购条件触发时确定要求回购义务人回购的权利，而非一个该种情形下的选择权；对于厌恶风险及/或存在投资期限限制的财务投资人而言，该等选择权本身很可能自始是一个伪命题——在出现风险事件时尽早退出，才是该类投资人与回购义务人之间心照不宣的真实意思表示。在此种情况下，如合同对于行权期限未作具体约定，法院即一致以稳定公司经营商业预期为由，要求对行权期间一概加以限定，并要求合理期间的认定不超过六个月，未免稍欠谨慎。与此同时，该答复所针对的行权条款本身系以前述第3种表述为例，而如前所述，并非所有种类的行权条款均可以适用投资人“有自主选择的空间”这一分析模式，故至少对于第1、2、5类行权条款而言，答者的这一回复可能会误导裁判机构对其性质和行权期限作出不正确的认定。

虽前述回复意见对于裁判机构并无法

定的约束力，但其对于司法实践会产生多大的影响尚未可知。故鉴此，为了更好地保护投资人的回购权利、稳定各方对于回购权行权的预期，在本文最后一部分，笔者有如下初步建议，谨供读者参考：

1.法律不保护在权利上睡觉之人，如回购条件触发，建议投资人尽快进行商业决策。如暂无回购意愿的，需尽快与相关方沟通修改协议，通过对回购触发条件及/或行权期限的调整，实现保留可一定时间之后再决定是否选择回购的选择权。如确定拟提起回购的，建议及时发出回购通知，此时将确定地进入诉讼时效的起算。对于前述决策及行权的建议时限，如合同约定了行权期限，则建议在约定期限内完成；如合同未约定行权期限，建议在六个月内完成。

2.如合同约定了多个回购条件的，每个回购条件的合理期限通常会被认定为单独计算且彼此独立，故对于每个回购权需要单独主张。

3.发出回购通知不意味着必须发生确实的回购情形，如客观上投资项目存在协商解决的可能性，对于是否回购，可由投资人与回购义务人基于新发生的事，另行达成新的约定。但因要求回购的意思表示一经到达回购义务人即已生效，如此后投资人基于客观情况的变化，拟继续持有标的股权的，在回购义务人实际支付股权回购款的情况下，其可转而要求投资人强制交付标的股份。故如投资人在发出回购

通知之后，仍想要继续保留决定是否回购的选择权，此时需要得到回购义务人的明确同意、并就回购触发条件进行调整之后方能实现。

4.对于已经错过合理行权期间的存量项目，如投资人发出回购通知且回购义务人未明确拒绝，或表示因偿债等原因希望给予宽限期的，此时可解释为达成了新的确定回购的合意，不必然会出现失权的结果。

5.对于新的投资项目，如要约定回购权，建议结合具体项目投资的目的（即是否需要保有回购选择权）设计更为完善的回购条款，特别是回购条款中的行权条款。具体的条款拟定可参照前述对于不同性质认定时关注的要点，也建议积极关注新的裁判动向以即时调整优化。

6.尽可能冷静对待存量和新设的投资项目，清晰认识司法裁判的处理思路与项目投资退出的商业决策之间的联系与区别，在积极防范失权风险的基础上，更友善、灵活地与回购义务人商谈投资退出事宜。

005>总 结

自法答网（第九批）答复意见公开以来，多个客户及从事股权投资业务的同事对于答复意见的理解及对投资人行权所产生的影响提出了诸多疑问、甚至表达了担忧。但因这一问题的确并非三言两语即可道明，仍需结合实践中当事人的约定、不

同法律性质认定的侧重点及法律效果等进行探讨，故出于这一初衷，笔者尽可能在较短的时间内撰写了这篇小文，试图通过对回购权的常见行权条款进行归纳，并基于对现行司法实践中裁判观点的梳理，就如何理解对赌协议中回购权的性质和行使期限提出笔者自己的看法和观点。囿于行文时间所限，对于疏漏和不足之处，还请读者见谅，也欢迎广大读者进行探讨，共同寻求更优的实践指导和裁判思路。



李崇文
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2888
LICHONGWEN@ZHONGLUN.COM



上市公司纠纷观察：带上“紧箍咒”的定增保底条款将去向何方

作者 / 王沥平 李伟

与对赌纠纷的司法实践不同，上市公司定增保底纠纷的裁判理念正坚定地走向“对赌的反面”。最高法院内部意见、新近裁判都体现出司法进一步与金融监管趋同，新修订的《公司法》（“新《公司法》”）中的禁止财务资助规则也对该问题进行了回应。在金融商事审判工作纵深发展的背景下，本文拟从中找到审判理念变化的线索和原因，并尝试探讨这种变化所产生的困境和应对的出路。

001>上市公司定增保底条款属于广义的公司财务资助，可能产生误导其他投资者、扭曲股票真实定价机制的后果

禁止财务资助规则旨在防止公司资产不当向股东单方流出，避免大股东（董事）滥用。最为典型的财务资助是目标公司为他人取得本公司股份而直接或间接提供资金支持或担保。

上市公司非公开发行股票时，以差额补足、担保等方式对认购人（投资人）进行财务资助的约定通常称为定增保底条款。上市公司为顺利融资，在非公开发行股票时可能会由上市公司、控股股东、实际控制人等主体向认购人承诺，约定认购人认购的股票价格在未来不低于X元/股，公司市值不低于X亿元，或作出确保认购人本金及固定利息的承诺。

上市公司对赌安排的商业实质是上市公司及管理层将公司的经营管理、实际价值等信息与投资人的投资款交换，以通过对赌安排来消除新旧股东之间的信息不对称。而定增保底条款则是相关方为了使上市公司获得更快速、更便宜的融资而作出的更直截了当的增信安排：**不同于一般的对赌安排，定增保底中的投资人更加关注上市公司未来的“纸面市值”与股票价格，而非净利润、公司经营管理等情况。**投资人取得的股票锁定期满后，一旦届时股价低于定增保底价，投资人可要求承诺人履

行保底承诺。

已废止的《上市公司非公开发行股票实施细则》（2020）、《上市公司证券发行注册管理办法》等规定，上市公司向特定对象发行股票需要经过严格的决议、定价、信息披露等程序。同时，参与非公开发行的投资人多是机构投资者或成熟的个人投资者，其谈判能力、信息获取能力、风险预测能力普遍强于二级市场上的一般投资者。因此，经由上市公司披露的非公开发行信息可能会给一般投资者形成了信赖外观和“未来股票合理的心理价位”——一般投资者信赖参与非公开发行认购的价格是“合理股价”，未来即便股价低于该价位，机构们也不会大规模抛售，据此锚定了自身在锁定期满后的“心理价位”，并作出投资决策安排。**但是，定增保底条款的存在影响了真实的定价机制，误导了二级市场的其他投资者。**因此，就需要监管和司法的双重介入。

002>司法实践中曾区分对待上市公司和控股股东的定增保底承诺，但近期对定增保底已形成系列新的审判理念，司法与监管要求趋同

（一）二十五年来形成的金融秩序及新《公司法》的禁止财务资助制度表明，上市公司直接或间接对投资人定增保底的约定无效

一般定增保底条款承诺方可分为目

公司（发行人）和控股股东（或实控人）两类。就目标公司定增保底而言，证监会早在上世纪末就已开始对上市公司财务资助问题进行关注并予以禁止，已废止的《中国证券监督管理委员会关于进一步完善股票发行方式的通知》（1999）第15条规定：“配售前，发行公司须向证监会出具承诺函，保证在整个配售过程中，发行公司不向参加配售的法人提供任何财务资助和补偿。”

已废止的《上市公司证券发行管理办法》（2006）第73条规定“上市公司……向参与认购的投资者提供财务资助或补偿的，中国证监会可以责令改正；情节严重的，处以警告、罚款。”此后不断修订的《上市公司证券发行管理办法》及再融资业务问答等均延续了1999年以来的监管思路。¹换而言之，二十余年来，连续一贯的监管政策已就禁止上市公司向投资人定增保底承诺形成了稳定、可预见的金融秩序，司法认定该约定无效的论证成本较低。

直至新近大修的《公司法》将零散的规章制度、交易所规则提炼为一项重要的公司法制度，新《公司法》第163条第1款规定：“公司不得为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助，公司实施员工持股计划的除外。”

从新《公司法》第163条第2款“为公司利益”可解读出，禁止公司财务资助的原因在于该行为将损害公司利益。即《公司

法》禁止财务资助的首要规范目的在于维持公司资产，预防公司控制权人滥用权利，维护公司、中小股东及债权人利益。²我们理解，禁止公司以该种方式隐藏、扭曲公司及股份真实价值并非该条的首要目的。

上市公司非公开发行股票时为认购人提供差额补足、流动性支持、远期回购等情形的，也可能属于新《公司法》第163条的“其他财务资助”类型，而被立法所禁。我们理解，本条虽未规定公司违反本条后所作财务资助承诺的效力，但根据规范目的解释，应参照旧《公司法》第16条公司越权担保的解释规则，认定财务资助条款无效或不发生效力。进一步讲，无论是参照公司违规担保的“越权说”，还是借道系列金融监管文件而适用“违反强制性规定、违反公序良俗”的裁判技术，上市公司非公开发行股票时向投资人作出的定增保底承诺，无效。³

（二）近3年来司法对控股股东定增保底态度发生重大转变，已承认监管自2020年以来形成的金融秩序，认定约定无效

2018年以来，金融从业者和法律从业

1.参见《再融资业务若干问题解答（2020修订）》（已废止）第10条。

2.参见沈朝晖：《财务资助行为的体系化规制—兼评释2021<公司法>（修订草案）第174条》，载《中国政法大学学报》2022年第5期。

3.此外，此类承诺被认定为担保或债务加入时，上市公司也不会公告披露。从上市公司违规担保的角度来说，相关承诺也是不发生合同效力的。

者都能明显感觉到，金融商事审判理念体现出两个明显特点：第一，对于一些典型、高发却违反金融规章的商事行为、商业安排、商事惯例，法院则往往采取“说理部分否定”但“判项回避”，或“新老划断、下不为例”的态度，向市场释放信号，尽可能给予市场稳定的预期和足够的调整空间（特点一）；第二，在某些金融交易类型中，出现明显的司法趋同监管倾向，法院通过“违反金融领域的规章等同于违反金融秩序”（公序良俗说）和“下位规章”（上位法授权说）两种裁判技术手段，对违反金融领域部门规章的合同效力作否定性评价（特点二）。前述司法理念也渗入控股股东定增保底承诺效力纠纷中。

1. 调整市场预期阶段：控股股东定增保底承诺有效，或虽应当无效但适用“新老划断”原则“在个案中仍有效”

此前，法院秉持“发行人的定增保底无效，控股股东的定增保底有效”的裁判理念。较为典型的是最高法院的两个裁判：(2017)最高法民终4xx号案和(2021)最高法民申2xxx号案。彼时最高法院认定控股股东定增保底约定有效的主要理由可概括为：第一，该约定是股东与投资人之间的约定，不涉及目标公司，不损害目标公司及其债权人利益；第二，投资人不是从二级市场直接取得股票，且有锁定期，后续处置也需遵守监管规定，处置一般不会造成股价异常波动并损害金融秩序。前述裁判理由体现了法院将“控股股东定增保底”

与“投资人和股东对赌”划等号的处理思路，只要不涉及到目标公司财产无理由单边向股东流出，司法会尊重当事人意思自治。

同样也是先由证监会明确新的监管思路，司法对控股股东定增保底条款开始出现微妙转变。2020年以来，控股股东定增保底承诺被证监会所明确禁止。已废止的《上市公司非公开发行股票实施细则》(2020)第29条规定：“上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象作出保底保收益或变相保底保收益承诺，且不得直接或通过利益相关方向发行对象提供财务资助或者补偿。”《上市公司证券发行注册管理办法》(2023)第66条延续了前述规定。

2020年以来，即便证监会对该问题的强监管信号十分明显，法院的处理方式仍是“新老划断、既往不咎”。在无锡中院的某增资纠纷二审判决中，法院认为《上市公司非公开发行股票实施细则》关于禁止财务资助条款修订于2020年，但案涉协议签订于2019年，当事人无法预见新的监管规定，进而认定定增保底约定有效。在(2020)最高法民终1161号案中，最高法院也以“法不溯及既往”为由，绕开了前述监管规定是否影响合同效力的难题。

2. 新金融秩序快速形成阶段：最高法院意见及新近裁判认定控股股东定增保底承诺无效

2022年以来，司法开始特别关注控股

股东定增保底承诺的问题。2022年6月，最高法院发布《关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》（“《新三板司法保障意见》”），第9条规定：“在上市公司定向增发等再融资过程中，对于投资方利用优势地位与上市公司及其控股股东、实际控制人或者主要股东订立的‘定增保底’性质条款……无效。”认定无效的理由为该约定变相推高了中小企业融资成本，违反了证券法公平原则和相关监管规定。

2023年网传的“十民纪要征求意见稿”即《全国法院金融审判工作会议纪要（征求意见稿）》（“金融审判纪要内部稿”），更是在第1条就直接点名此类约定无效。而且，金融审判纪要内部稿仅以“控股股东、实际控制人、主要股东作出的定增保底约定无效”作为唯一例子，用以说明抽象的强制规定和公序良俗如何影响金融领域的合同效力，从中也可见最高法院对此类约定已采取严格的无效态度。不同于《新三板司法保障意见》第9条的司法考量，金融审判纪要内部稿认为该约定“扭曲了证券市场的定价机制”，“释放的错误价格信息干扰其他投资者的判断”，“扰乱证券市场秩序”。综上可看出，最高法院认为此类约定属于违反公共秩序（金融秩序）的无效行为。

在新近司法实践中，部分法院也已在贯彻金融审判纪要内部稿的审判理念。2023年北京高院某再审审查裁定认为，股

东定增保底约定违反《证券法》公平、公开规定，破坏资本市场定价机制，扰乱市场秩序及损害广大投资者权益，因此无效。最高法院在2023年10月作出的一则二审判决中，认定该约定违反了证券市场上“买者自负”的风险基本分配规则，扭曲了股票发行市场的定价机制，以及“同股同权”的规定，无效。对比此前各地法院的裁判思路可发现，法院已开始将金融秩序作为此类纠纷的重要考量因素，关注到资本市场上的定增保底约定具有强外部性，意思自治应让位于金融秩序。控股股东定增保底的金融商事审判思路已完成前文所述的“特点一”到“特点二”的转变。

可见，新《公司法》、《新三板司法保障意见》和金融审判纪要内部稿对定增保底“可能无效”的规制理由存在较大差异。不过这也意味着，将来某一项规制理由的正当性减弱或消失后，定增保底条款仍可能“重新有效”。

003>无效后应考虑过错等因素分配损失，而非不发生任何法律后果，损失是否产生及损失大小应个案个议，不宜以“投资人仍持有股票即无损失”一刀切处理

目前仍鲜少有案例涉及到股东间定增保底条款无效后的处理问题，裁判规则尚在摸索期。不同于一般的合同无效，定增保底无效的后果不仅涉及到《民法典》合

同编，还涉及到《公司法》、《证券法》的规则或理念，甚至在法技术的处理上也可能适用或参照适用到担保、资管刚兑等规则或经验，因而具有相当的复杂性。

总体而言，大方向上有三种处理思路：一是，将定增保底条款视为非公开发行认购交易文件的核心条款，如没有保底条款，投资人就不会参与认购。如保底条款无效，则认购条款也一并无效⁴，并交由《公司法》上的减资、回购等规则处理此类纠纷。但是，考虑到非公开发行的程序性要求、信息披露、广大投资者信赖、合同涉及的组织法特征等因素，只能一案一议，不具有普遍的可操作性。二是，仅认定保底条款无效，并以《民法典》第157条为核心，同时吸收上市公司担保类纠纷、资管刚兑纠纷的有益经验，结合证券市场的特殊性，考虑损失分配。例如，在处理时应考虑非公开发行的交易特征、参与方对风险的预见和承受能力、参与方的过错、投资人可从其他交易主体处获得的补偿或实现的担保、市场风险等，并可参照保底条款对处置日期、处置价格的规定，合理分配损失。例如，北京某法院认定承诺人作为上市公司的实控人，投资人是专业投资机构，以抽屉协议方式签订定增保底协议系明知规避监管规定，各方均存在明显过错，承诺人应就差额部分承担50%的赔偿责任。三是，认定定增保底承诺不发生任何效力，驳回投资人主张保本保息的诉讼请求，以此震慑此类行为。我们倾

向于应以第二种处理方式为主，在个案中可适用第一或第三种方式。

值得注意的是，部分法院在认定此类约定无效后，会重点考虑“损失”因素，即认定承诺方虽存在过错，但投资人在诉讼时仍持有股票，股票价值仍处于变化之中，目前低于承诺价格并不等同于“已实际产生损失”，进而驳回投资人要求差补或赔偿的主张。

如前所述，司法之所以对定增保底作出否定性评价，出发点是该约定可能放大资本市场风险，扰乱资本市场秩序。但是，“持有股票”即无损失的机械推论，可能会变相鼓励投资人在起诉时先将股票“能抛尽抛”，再就损失（差价）主张赔偿，反而会放大证券市场风险，与最高法院“坚守不发生重大金融风险底线，服务大局”的总体金融审判理念相悖。对此，我们建议，法院在个案中可参照资管类纠纷中逐渐形成的“底层资产推定全损”等规则，认定损失是否发生以及损失大小。

004>司法与监管“并轨”后定增保底条款的替代性方案

当下，司法对上市公司大股东定增保

4.实践中甚至也可能导致投资方的资金来源所涉的相关合同、文件也无效，如投资方为资管计划，所募集资金专用于参与非公开发行认购，并得到定增保底承诺。定增保底承诺无效，不导致非公开发行认购的行为无效，但可能导致资管计划相关合同无效。

底的规制确有其正当性，司法和监管给定增保底条款带上了“紧箍咒”。对于定增保底条款的可能出路，我们尝试性提出以下方案，供业界同行讨论：

方案一：更换承诺主体。无论是监管规则，还是《新三板司法保障意见》或金融审判纪要内部稿，都对承诺人类型做了穷尽式列举。因此可考虑将控股股东的上层股东（非实控人）、发行人董事、关联方等主体作为承诺主体，也再可由大股东等对前述主体的承诺进行担保。

方案二：延后签署时间。最高法院否定此类约定的重要原因是该类约定扭曲了信披时的股票定价机制，影响了其他投资者的判断。但投资人认购时并无保底承诺，则一般不会存在前述情况，此后再签订股东保底承诺，与一般的对赌无二，似应理解为不涉及资本市场稳定等金融秩序因素。

方案三：拉长交易链条、构建承诺人多重身份。根据我们的观察和实践，在信托资管类的资金端纠纷中，一些金融机构受托人虽对投资人作出了形式上的刚兑承诺，但受托人同时也具有底层资产的股东、合伙人等身份，部分法院认为此时的承诺并非“金融机构刚兑承诺”，而应考虑整体交易背景，综合认定兑付承诺的效力。前述探索性经验也可尝试运用在本文

所述的保底承诺中，即通过拉长交易链条（如由相关方对投资人的上层股东、合伙人、资管计划份额持有人作出承诺）⁵、构建承诺股东新的交易身份等方式，对投资人作出保底承诺。

005>结语

对比对赌纠纷和定增保底纠纷、上市公司定增保底纠纷和控股股东定增保底纠纷，可发现司法是如何利用《公司法》《证券法》和民法理论与监管保持距离，又如何与监管“并轨”。当下定增保底的“红利”已基本消尽，但在诉讼中仍存在足够的争议和对抗空间。同时可以预见，条款无效后的损失分配问题可能将成为此类纠纷的主战场。而新型的定增保底承诺也势必会不断出现，诠释“金融创新的历史不过是商人智慧不断绕过金融监管的历史”，而司法正是调和创新与监管的“节拍器”。

5.在最高法院于2023年10月作出的某定增保底纠纷案中即涉及到这种交易架构，但最高法院仍以“穿透式认定”的思路认定相关约定无效，本文认为该认定存在可商榷的余地。



王沥平
合伙人
争议解决部
杭州办公室
+86 571 5692 1380
WANGLIPINGHZ@ZHONGLUN.COM



中伦房地产、工程和项目 开发业务

中伦是房地产行业内公认的领先律师事务所,自1993年中伦创立,房地产业务即为中伦的基石业务。中伦在房地产领域拥有卓越的专业实力和团队储备,多位行业领先律师也始终活跃在业务前沿,深得客户信赖。中伦能够为各种类型的客户,包括政府部门、投资人、开发商、建筑企业、金融机构、业主、使用人及房地产基金等,提供房地产行业全流程、全方位、全产业链的法律服务。中伦的房地产行业法律服务范围涵盖传统房地产业务、城市基础设施业务、交通物流业务以及文旅酒店业务四大板块,同时覆盖商业地产、住宅地产、工业地产、康养地产、基础设施、物流地产、文旅地产及酒店地产等十二个细分业务领域。

中伦的工程和项目开发业务涵盖了房地产、基础设施及PPP、能源、公共事业及工业厂房等领域。凭借庞大的团队、专业的分工、丰富的经验和坚持不懈的研究,中伦一直作为领军者走在行业前沿,在各个领域均有广受赞誉的合伙人,为诸多有着全国乃至国际影响力的项目如奥运场馆、“中国尊”、上海迪士尼、北京环球度假区、央视大楼、国家博物馆等提供法律服务。

在房地产、建设工程以及能源和基础设施等领域,中伦持续多年被包括《钱伯斯》(Chambers)、《亚洲法律杂志》(ALB)、《法律500强》(The Legal 500)及《国际金融法律评论》(IFLR1000)等在内的权威法律媒体及评级机构列为第一级别推荐,并膺“最佳房地产律师事务所”、“年度最佳房地产与建设工程交易”等多项大奖。



中伦跨境投资并购业务

中伦跨境投资并购团队覆盖多个司法管辖区、多语种和多种文化,代表各洲客户处理体量从上千万美元到超过十亿美元的境内投资并购项目,也协助中国客户处理遍及美洲、欧洲、南美洲、东亚、东南亚、南亚、中亚、西亚以及非洲等全球大多数国家的投资和并购项目。

中伦的服务涵盖在各种跨境投资并购类型中,从交易开端的产业准入法律和政策,交易结构设计,项目和合作伙伴尽职调查,项目融资,交易文件的起草、谈判和签署,监管机构审批,到项目的交割和最后的协同整合的所有阶段。团队在每个行业领域都有市场一流的律师处理复杂并购投资交易中所涉及的各个方面,包括税务、外汇、环境、不动产、知识产权、劳动、反商业贿赂、数据安全、国家安全审查、反垄断等,且具有英语、法语、德语、俄语、西班牙语、日语和韩语的语言能力。

多年来,中伦在该业务领域一直处于市场领先地位并得到广泛认可。自《钱伯斯》(Chambers) 2007年第一次对中国律所作出评选以来,中伦每年均有多位律师入围领先律师,并购业务连续多年被列为第一级别。



中伦医药、医疗健康与生命 科学业务

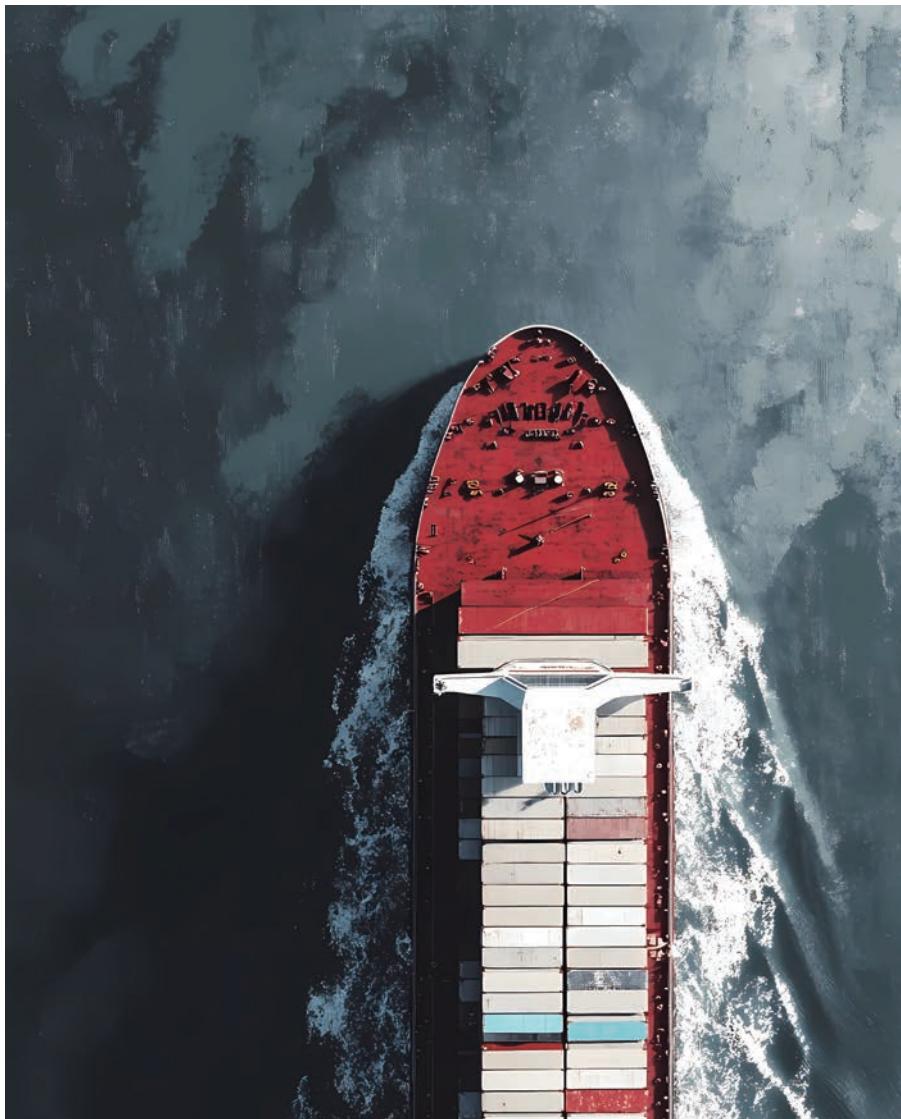
中伦在医药、医疗健康及生命科学法律服务领域处于领先地位,并不断致力于拓宽与加深医药和生命科学行业的法律服务和模式创新。中伦在医药和生命科学行业的法律服务涵盖新药、生物制品、试剂、制药、研发和生产外包、医疗器械、基因编辑、测序和诊断、人体数据采集和监测、一致性评价、药品流通、保健食品、化妆品、生物医药基金和孵化平台、医药电商、医疗美容、动物保健、健康医疗数据处理、药物警戒等细分领域,并已在医药和生命科学行业形成了公司设立、融资、股权激励、知识产权许可、转让和保护、并购、境内外资本市场上市、合规运营、反腐败、反垄断和争议解决等的全产业链法律服务布局。中伦始终紧跟产业政策与最新发展模式,形成了务实、前瞻的服务风格,确立了显著的竞争优势。

CHAPTER

06

HOTSPOT ANALYSIS

热点观察



深海迷航：中国企业出海之 七大法律战略问题

作者 / 龚乐凡

当中国企业出海热度不减之时，笔者看到了一篇报道¹，讲述某知名国内手机品牌的印度公司正与印度塔塔集团洽谈，由塔塔集团收购其多数股份、成立合资公司等事宜，以符合印度“政府要求”——高管由印度籍人士出任、营销网络在地化，以达到所谓“本土化”的目的。而就在2023年，印度执法局以反洗钱调查为由拘捕多名该中国手机企业的印度公司高管，被扣员工包括印度公司临时CEO和CFO……。

恰如宋代辛弃疾的《鹧鸪天·送人》所言，“江头未是风波恶，别有人间行路难！”这些问题，还要伴随着全球政治经济震荡波动的大背景下，中美战略博弈、俄乌冲突、某些国家堪忧的法治和政策环境等因素都令全球化市场环境变得纷繁复杂。

中国企业在出海，要想避免自己成为“唐僧肉”，就必须要有“照妖镜”和“孙悟空”。

“怒海求生”，在过去的2022到2023年，不少人用这四个字来形容中国企业的出海市场，我们看到为了生存与发展，中国企业以前所未有的速度和规模走向国际市场，但当航行进入“深水区”，中国企业却发现，他们面对的是一套全新的游戏规则：包括来自不同法域的法律、政策、经济和文化上的挑战和问题。

“不谋万世者，不足谋一时；不谋全局者，不足谋一域。”在这场全球化的棋局中，如果中国企业不提前筹备谋划，可能在前方等待的，是层出不穷的种种风险。

在唐僧西天取经的路上，遭遇各路妖魔鬼怪，但不少妖魔鬼怪会化身为面善的僧人、老妇、美女，让人真假难辨，而当妖人显出原型，则为时已晚。

中国企业出海，见到的机遇、友善的当地合作伙伴，是否也是一种虚幻的

1.<https://mp.weixin.qq.com/s/pd-O1R2aPObxOb6Nz4E-QQ>

“相”，需要孙悟空的“照妖镜”一眼识破迷局？

中国企业的出海，好似唐僧西天取经，善良地相信当地的制度、法律、文化，并不能带给你四季平安，相反，中国企业更需要“照妖镜”早早看透取经路上的妖魔鬼怪，和“孙悟空”的“法力”消灾解厄。

本文旨在从法律和“游戏规则”的角度，总结梳理七大方面的法律和策略相关问题，探讨中国企业在出海过程中如何预见“风浪”和风险，在复杂多变的环境中有效管理和应对风险，在全球化道路上稳健前行，最终“长风破浪会有时、直挂云帆济沧海”。

要点摘要：中企出海——拥有孙悟空的照妖镜，洞察万物真相

- **知风险谋全局：**“不谋万世者，不足谋一时；不谋全局者，不足谋一域。”如果只是想妥了赚钱的模式，但却没想过法律和营商环境的风险，那么你赚再多的钱，也只是暂时帮别人“保管”而已。没有“孙悟空”，就会成为“唐僧肉”。
 - **法律前置：**针对出海目的地国家的法律及政策风险的尽职调查，极为关键，而且必须前置。企业出海面临的是场域和规则的改变，那么就必须将“法律前置”，将法律和合规以及风险管理与企业的商业战略和商业模式以及研发结合起来。
 - **当地的“常识”，你的“盲区”：**有些重要的风险认知，对于当地律师来说是“常识”，但是对于中国企业来说则恰恰是“盲区”，这时候就需要有国际化程度较强的中国律师给与中国客户关键性的提示和指导。而中国的律师也必须有“火眼金睛”——善于调查研究，善于向海外当地的律师提出尖锐而富有洞察力的问题，对于关键问题不能躲躲闪闪，马马虎虎，糊里糊涂。
 - **谁来统筹架构、建立防火墙：**在结合“游戏规则”进行统筹布局，在战略高度帮助中国企业设计架构、建立风控与合规体系，以及在信息保密和隔离上，起到防火墙的作用，应当由企业信任的独立外部法律顾问担当重任。
 - **危机应对和预案：**针对可能遇到的各种风险，与外部顾问一起，制定详细的应急预案和危机响应机制。在遇到危机时，采取有效的沟通策略，及时、准确地向公众、客户和合作伙伴传达信息。
 - **观念升级：**中国企业也需要转变观念，从“具有海外业务的中国企业”升级为“成为真正意义上的跨国公司”，这需要企业转变思维、技能和治理方式，并健全法律和风控架构，加强本地足迹，扩大当地影响力，并获得当地利益相关者的充分认可。
-

001>问题一：中国企业如何选择出海模式？

随着全球经济及电商市场的进一步发展，加之《区域全面经济伙伴关系协定》的实现，与亚太合作伙伴90%以上税务减免或零关税、出口成本大大降低。随着时间进入2024年，企业出海市场也诞生了新趋势，单纯意义上的“出海”概念不断被弱化，中国品牌真正步入“全球化”阶段，企业出海向两个方向分化：一方面，部分出海企业攻入欧美成熟市场；另一方面，随着我国“一带一路”倡议的推进以及发达国家“逆全球化”不确定因素的加剧，东南亚、中东、拉美等新兴蓝海市场也成为一个拓展方向。

对于有出海意向的中国企业而言，出

海战略的第一步就是明确“出海去哪里”这个大前提。这需要企业在筹备阶段就对一个或者数个潜在目标市场进行全面调研，研究当地供应链基础、政治稳定性、合作伙伴背景等影响业务运营的关键要素，从而准确判断市场成熟度、目标市场与企业自身的匹配度等情形。在筹备完善后，企业可以进一步依据企业自身业务特点、发展目标、能力现状等，判断各目标市场的优先级，设计全球化战略路径，优先布局深耕核心市场，再逐步、有选择性地向其他市场扩展。

在明确出海目的地后，选择合适的出海路径是企业成功进入海外市场的关键。针对不同海外市场及各行业特点，中国企业的出海模式主要包括出口及供应商合作、海外并购、投资自建三种路径²。

中国企业出海模式选择：3个基本路径



出口及供应商合作

Export & Supply Chains

法律方面的风险既有国际贸易中的合同纠纷风险，也有供应链管理以及海关进出口方面的合规风险。



投资自建

Greenfield Investment

有的遭遇地缘政治影响，市场准入发生困难；有的在海外拓展业务，不懂当地游戏规则，还有的海外子公司则发生职务侵占，甚至完全失控。



海外并购

Outbound M&A

由于地缘政治和不少国家的FDI审查制度，律师的工作需要“前置”——优先解决法律和合规问题，发现决策盲区问题，建立信息的隔离墙。

2. 《36氪研究院 | 2023-2024年中国企业出海发展研究报告》，<https://mp.weixin.qq.com/s/cT0P6ZhsFWynLFSTP0qXg>

1.出口及供应商合作

通过跨境电商、商品出口的方式进行出海贸易，包括与海外渠道和供应商合作的模式，由当地供应商帮助企业拓展海外市场。该做法的优势在于进入市场快、资金要求低；劣势在于可能无法掌握核心资源、依赖性较强。在这个领域，法律方面的风险既有国际贸易中的合同纠纷风险（包括在交易中遭遇欺诈，需要在海外追讨应付款），也有供应链管理以及海关进出口方面的合规风险，例如美国关税及原产地相关的法律问题，欧洲、北美、拉美等地的反倾销相关的法律问题，美国的贸易管制和制裁（包括长臂管辖）相关的法律风险。

2.投资自建

出海过程中，部分企业简单粗暴的“打一枪换个地方”的做法并不能真正规避美国等国家制定的游戏规则，反而可能造成了海外产线投资、产能布局投入的巨大损失，以及被认定构成规避所导致的更严厉的处罚。

投资自建需要特别关注什么风险？第一大风险，由于法律风险的前期评估工作没做好，在东道国遭遇“杀猪盘”，自己好不容易自建的公司在业务壮大之后，却在当地被“关门打狗”进行“收割”。第二大风险，遭遇“双反”影响，进行战略调整，却因法律分析不足，被认定为“规避”，前功

尽弃，大量投入变成了浪费，甚至可能由于被认定构成“规避”而遭遇更重的处罚。

投资自建指直接在海外新设公司，从0开始拓展市场，优势在于可自主选择投资和经营策略，自主可控；劣势在于进入市场速度较慢，对于当地的市场和游戏规则不熟悉，带来决策和管控风险。

就像文首的那家中国知名手机企业，早在2015年，为了避免被印度“关门打狗”，该企业很早便喊出了拥抱本土市场的口号。2020年，印度总理莫迪提出“自给印度”倡议，推出生产关联激励计划（PIL），扶持印度本土企业，随后，针对外资企业轮番的政策围剿大举压上。2023年年底，印度执法局以反洗钱调查为由拘捕多名该中国手机企业的印度公司高管，被扣员工包括临时CEO和CFO。有消息称，印度的要求是厂商要建立起以印度为中心的智能手机生态系统，包括本地渠道。如属实，可以说印度方可能是想要把外资已有的成果据为己有，用强制手段将外资变为“印度制造”。³

据报道，2022年，印度执法局指控另一家知名中国手机厂商及其旗下印度子公司从2015年开始就以“特许权使用费”的名义向国外实体“非法”汇款，该行为违反了印度1999年《外汇管理法》的相关规定。

3. 同上脚注2。

因此，印度当局扣押了其印度子公司银行账户数百亿卢比（近人民币50亿元）的资金。2023年6月，印度负责打击金融犯罪的机构中央执法局（ED）向该中国手机厂商在印度的分公司、公司负责人及三家银行发出正式通知，指其非法向国外转移资金、涉嫌违反“外汇管理法”，意味着此前被扣押的数百亿卢比的资金将被正式没收。⁴

中国企业在有些国家是否被当做了“唐僧肉”？如文首所言，中国企业在出海之前，也需要有“孙悟空的照妖镜”——在投资之前，应该聘请外部法律和风控顾问，深入对投资国进行法律和法治环境、营商环境、重大风险的尽职调查，充分评估，定制风控的战略以及危机预案。

从法律与战略的角度，不少中国企业由于美国关税提高以及反倾销反补贴的“双反”影响，不得不转战到东南亚设厂，继而从东南亚出口美国。然而近日，关于部分光伏企业关闭东南亚产线的消息甚嚣尘上，曾被视为我国光伏产品出口欧美的东南亚窗口，正徘徊于进退两难的边缘。

在“产能过剩”的表象背后，其实是出海过程中，部分企业简单粗暴的“打一枪换个地方”的做法并不能真正规避美国等国家制定的游戏规则，反而可能造成了海外产线投资、产能布局投入的巨大损失，以及被认定构成规避所导致的更严厉的处罚。例如在光伏领域，早在2023年8月，美国商务部已公布了对东南亚的四国（柬埔

寨、马来西亚、泰国和越南）的进口的光伏电池反规避调查结果，终裁结果显示，这些国家出口的光伏产品在全国范围内存在“规避行为”，八家相关企业被调查，其中有五家企业被暂时认定为存在规避行为。但这没有阻挡中国企业的前赴后继的步伐。时至2024年4月24日，包括多家美国太阳能制造商在内的美国太阳能制造业联盟贸易委员会向美国商务部提交请愿书，申请重启东南亚四国的光伏电池“双反”调查；5月15日，美国商务部正式宣布对从东南亚四国柬埔寨、马来西亚、泰国和越南进口的光伏电池启动反倾销和反补贴税调查。

所以，在残酷的市场中，除了技术风险，需要高度关注法律和政策风险，懂得游戏规则之后再去投入产能。缴纳了大笔学费之后，中国企业应当学会在海外投资决策的过程中——“法律前置”，即在法律方面投入足够的预算，在懂得游戏规则的前提下“出海”，做到“谋定而后动”。

此外，从我们调研到的出海失败案例显示，有的企业遭遇地缘政治影响，市场准入层面遇到困难；有的在海外拓展业务，不懂当地游戏规则，投标胡乱报价，造成重大工程损失，最后被当地政府市场“禁入”；还有的海外子公司则发生职务侵

4.<https://new.qq.com/rain/a/20230615A07SCZ00>

占，甚至完全失控。这些问题，都和法律有着密切的关系。

因此，针对出海目的地国家的法律及政策风险的尽职调查，极为关键，而且必须前置。否则，不懂游戏规则，就可能遭遇“关门打狗”式的“巧取豪夺”、“杀猪盘”，陷入难以自拔的困局。

3.海外并购

中国律师的角色至关重要，有三大原因。

海外并购指收购海外已有的公司或团队，优势在于借助现有技术、业务、品牌等资源可快速进入海外市场；劣势在于对标的公司的业务整合和有效控制存在挑战，需要与专业人士紧密合作。

从法律的角度看，进行海外收购的过程中，由于地缘政治和不少国家的FDI（外国投资）审查制度，与多年前的海外收购“投行先行”的模式不同，现在律师的工作常常需要“前置”——因为如果法律和合规问题得不到解决，那么所有的努力可能因为法律或者审批的障碍都将付诸东流。

而我们发现，中国律师的角色至关重要，这里有三大原因：

（一）直接聘请海外当地律师可能存在信息不对称以及文化和交流障碍，沟通和费用成本因此陡增；有些重要的风险认知，对于当地律师来说是“常识”，但是对

于中国企业来说则恰恰是“盲区”，这时候就需要有国际化程度较强的中国律师给与中国客户关键性的提示和指导。而中国的律师，就像保护唐僧的孙悟空，应当拥有火眼金睛，能向海外当地的律师提出尖锐而富有洞察力的问题，对于关键问题不能躲躲闪闪，马马虎虎，糊里糊涂。例如，印度究竟是否存在对外国投资者“关门打狗”的情况？对于侵害外国投资者利益的外汇管制限制措施，有什么解决方案？之前处理过什么失败的案例、成功的案例？——这些问题，必须一针见血。这个工作，具有国际化业务经验的中国律师最为胜任。请问，唐僧要想保护自己，要找的是孙悟空，还是“当地保镖”？

（二）在整体海外架构设计上，海外的当地律师可能只能“各司其职”，无法站在统筹布局的战略高度，帮助中国企业设计架构；当地律师对于中国企业的有限认知更加无法帮助中国客户设计架构性的风控与合规体系（例如防止海外子公司失控、防范职务侵占、营私舞弊等行为）；

（三）因为中国企业的一些战略性安排以及一些与地缘政治相关的考量，并不便于直接和当地律师充分透明地沟通，中国律师则能够成为一道有效的防火墙，在信息保密和隔离上，起到关键性的作用，这对于国有企业来说，重要性更加明显。

002>问题二：面对地缘政治下的法律规则如何博弈？⁵

即使前述商业层面的风险管控科学到位，企业出海过程中还存在种种政治风险。随着企业全球化步伐的加快，地缘政治等因素对企业海外业务的影响也日益凸显。

中国企业也需要升级观念，从“具有海外业务的中国企业”转变为“成为真正意义上的跨国公司”。

1. 地缘政治制约对中国企业全球化之路带来的掣肘

第一，贸易管制和经济制裁。迄今为止，制裁性立法主要由西方国家推动（如制裁清单、“实体清单”等）。受到当前国际政治经济环境影响，中国企业出海贸易和投资受他国基于安全利益实施的管制、制裁的风险日益增加。例如针对俄罗斯、伊朗的经济制裁，以及对中国企业的贸易管制措施。以美国法为例⁶，违反出口管制相关法律的处罚包括行政上的处罚（包括民事罚金、进出口禁令、禁止从事BIS相关业务等）和刑事上的处罚。如触发刑事处罚程序，根据美国《美国出口管制条例》的规定，任何故意实施、试图实施或密谋违反相关规定的主体，可能会被处以100万美元的罚款，涉案高管个人则有可能

面临最高20年的监禁，二者可并处。

第二，供应链风险。在过去几年各国进出口政策趋严、地缘政治风险提升的期间，全球供应链风险暴露无遗。企业需要快速采取行动，通过去供应链瓶颈、供应来源多元化、供应链区域化布局等方式来降低风险。

第三，经济主权。“经济主权”“经济自主”对于中国来说并不是新鲜话题（如“实现自给自足”“双循环”发展模式），但近年来，西方国家也意识到了供应链瓶颈和高度依赖性进口所带来的问题，越来越多的西方国家开始着重强调“经济主权”“经济自主”。这往往通过贸易壁垒的方式出现，例如针对中国产品的反倾销和反补贴调查，针对中国产品的关税提升，等等。

第四，国家安全审查。如果企业所处领域、行业较为敏感（如涉及国家安全、国家利益的领域或业务），或企业与本土市场的特殊企业具有高度竞争关系（如与本土国有控股公司构成直接竞争关系），那么企业必须提升自身应对国家安全审查的能力、准备高水平的应对预案。总而言之，中国企业在“走出去”投资之前，首先必须了解目标公司所在国家的国家安全审查制度，并予以谨慎评估。

5. 《罗兰贝格预见的2024年中国行业发展趋势》，<https://mp.weixin.qq.com/s/PueCu99tL9UExFrF4QIUoQ>

6. BIS, Export Administration Regulations, § 764.3, <https://www.ecfr.gov/current/title-15 subtitle-B/chapter-VII/subchapter-C/part-764>

地缘政治下的游戏规则如何博弈？



①风险认知

了解全球商业环境的深刻变化，提升认知，预测并降低潜在风险



②法律前置

将法律和合规以及风险管理与企业的商业战略和商业模式以及研发结合起来



③积极应对

避免被表面问题吓到，要在外部专家的帮助下，在充分认知风险前提下，设计应对方案



④升维转变

从“具有海外业务的中国企业”转变为“真正意义上的跨国公司”，需要企业升级思维、技能和治理方式

2. 中国企业如何应对地缘政治的制约影响

首先是风险认知。应对全球商业环境的深刻变化，中国企业必须仔细甄别其所处的价值链，以预测并降低潜在风险。对于涉及关键技术（如半导体、人工智能、量子计算、大数据等）或国家利益、关键基础设施与资源（如军事、航空航天与国防、能源等）的战略性行业，企业需要格外谨慎地考虑价值链定位以及如何与国外市场互动的问题。

其次是积极应对。例如，企业可以考虑向供应链上游转移（如由一级供应商转为二级供应商），尽量减少或避免直接暴露在风险中（如最终用户风险）；或通过与当地合作伙伴建立合资企业、形成保护屏障；或将较为敏感的业务从组织架构或所有权中剥离出来，以管控风险。

在这方面，中国企业也需要避免被表面问题吓到，放弃部分海外市场的消极观念。所谓积极应对，就是要在外部专家的帮助下，在充分认知风险、设计应对机制的前提下，决定是否推进还是暂时搁置，而不是“听风就是雨”，用道听途说的信息影响自己的重大决策。

第三则是转变观念。上面的这些应对方法，只是局部的、短期的技术性安排，然而在战略上，中国企业的决策者，必须有重大的观念转变。

一方面，企业出海面临的是场域和规则的改变，那么就必须将“法律前置”，将法律和合规以及风险管理与企业的商业战略和商业模式以及研发结合起来。如果企业的商业模式或者研发的技术，在海外市场会因为法律、政策、文化或者其他的原因遭遇抵制，请问你是否还会花巨资进行

研发和部署？所以在企业出海过程中，外部的法律顾问和内部的法律和合规负责人，需要扮演非常关键的角色。

另一方面，中国企业也需要升级观念，从“具有海外业务的中国企业”转变为“成为真正意义上的跨国公司”。几十年来，许多中国企业通过拓展海外市场开始了全球化发展之路。然而，与欧美等全球跨国巨头相比，中国企业的全球化发展水平还处于初级阶段。在新的阶段里，中国企业必须成为“真正的跨国公司”，这需要企业转变思维、技能和治理方式，并健全法律和风控架构，加强本地足迹，扩大当地影响力，并获得当地利益相关者的充分认可。

003>问题三：集团管理架构风险——如何防范海外子公司的失控？

如果当地子公司的董事、合伙人或者高管趁虚而入，导致中国企业丧失境外公司控制权，投资款项和收益也无法追回，损失惨重。

中国企业在海外的投资案例多种多样，其中也不乏失败的案例，如一些大型企业在境外投资时盲目错信某位高管或当地办公室，缺乏内控制度，产生“道德风险”。

在境外市场上设立海外子公司，对于拓宽市场范围、获取资源和提升品牌影响

力具有重要意义。然而许多企业在管理海外子公司的过程中遭遇了各种风险和挑战，如资金流失、管理丧失、文化冲突、法律合规问题等。如果当地子公司的董事、合伙人或者高管趁虚而入，导致中国企业丧失境外公司控制权，投资款项和收益也无法追回，损失惨重。例如，华尔街日报曾报道某中国民企金融集团的高达数十亿人民币的海外投资，被其信任的海外投资部负责人通过层层架构脱离集团控制，试图占为己有，最后引发多国诉讼，耗费大量时间精力以及天价费用。



集团架构风险： 该如何防范子公司失控



①前期市场和人事调研和风险评估：包括经济环境、法律法规、文化差异等方面，对当地合作伙伴、拟聘的董事、高管的背调



②跨境合规风控体系如何建立和完善：对海外“合规”有着充分的警觉和风险意识，避免触发中大型风险，因“违规”而面临巨额罚单



③内部控制和企业治理结构如何优化：建立健全内部控制系统，并在遭遇管控漏洞和法律危机时，能快速找到合适的法律顾问



④提升跨文化沟通和管理能力：提供跨文化交流和管理培训，吸纳当地背景人才参与公司管理，让海外高管和员工融入并拥有归属感



⑤构建有效的危机应对机制：建立包括法律顾问、公关顾问的专家团队，平时做好内部的培训，以及危机应对预案

公司治理以及股权控制往往是中国企业在设计海外架构时未予足够重视的领域。企业需要花费足够的成本对于收购过程中以及收购完成之后的法律风险进行充分的评估，并随时采取措施对可能的风险进行排查。在面临海外子公司管理和风险控制的挑战时，企业可以采取以下五个方面的策略来优化管理并降低风险：

1. 加强前期法律、市场和人事调研和风险评估

在投资和人事决策之前，进行全面的法律、市场和人事背调，包括但不限于经济环境、法律法规、文化差异等方面，以便综合评估目标市场；对当地合作伙伴或

拟聘请的董事或者高管进行必要的背调，并且在招人的时候，确保“人品第一”的原则，否则就是在给未来的自己挖坑和埋雷。“以利相交者，利尽则散；以势相交者，势去则倾”。

2. 跨境合规风控体系如何建立和完善？

欧美严厉的反洗钱制度以及反腐败制度，可能对于不少中国企业都颇为陌生。但是，一旦“中招”，不仅企业可能面临千万、亿万美元的罚款，负责人可能面临牢狱之灾。

中国企业在出海过程中，必须对海外“合规”有着充分的警觉和风险意识。无论是美国的贸易管制和贸易制裁方面的长臂管辖，还是欧美的严厉的反洗钱制度以及反腐败制度，可能对于不少中国企业都颇为陌生。但是这些境外的法律制度带有锋利的牙齿，一旦“中招”，不仅企业可能面临千万、亿万美元的罚款，负责人可能面临牢狱之灾，而美国与世界上一百多个国家存在引渡协定，中国企业的老板和高管可能在东南亚某国出差，落地即面临被限制自由、被引渡美国的风险……

据报道，华为在国际化过程中，拥有很强的风险防范意识，搭建了完整的合规风控体系，其防控的重点，就是避免触发中大型风险，宁可前期投入法律合规预算，也要尽量避免因为“违规”而被调查，甚至面临亿万美元的巨额罚单。这一点是值得所有中国企业学习的。

3. 内部控制和企业治理结构如何优化？

中国企业在出海的时候，也应该逐步建立一套完整的集团内控、反腐和风险管理及合规体系，拨出足够预算，建立风险识别、评估、监控和应对的有效措施。

如何预防海外子公司的失控？笔者了解到不少中国企业因为盲目信任海外的合作伙伴、董事、核心高管，无法有效控制境外运营的风险，最后遭遇巨大的损失。

而在海外寻求司法救济，可能又是部分中国企业的弱项。

该怎么办？在这个方面，熟悉国际业务的中国法律顾问，可以发挥关键性的作用。一方面，他们可以帮助企业建立健全的内部控制系统，提高企业运营的透明度和效率以及规范运营，在国际化经营的风控中扮演关键的军师和设计师的角色。笔者在为跨国公司提供法律服务尤其是建立合规制度的时候，就发现不少知名的跨国公司，有一套成熟的管理全球业务的架构和机制。中国企业在出海的时候，也应该逐步建立一套完整的集团内控、反腐和风险管理及合规体系，拨出足够预算，建立风险识别、评估、监控和应对的有效措施。定期对海外子公司的运营情况进行风险审计，确保风险管理措施的有效实施。

另一方面，一旦境外公司发现内部管控漏洞，遭遇法律危机，需要救济，那么中国企业一样可以首先找到具有国际化背景的中国法律顾问，通过其国际律师以及司法合作的网络资源，找到最合适、值得信赖的当地法律顾问，高效和保密地进行调查和法律行动。

4. 提升跨文化沟通和管理能力

确保海外子公司的治理结构科学有效，加强总部与子公司之间的沟通和协调也很重要。为海外子公司的管理团队和员工提供跨文化沟通、交流和管理培训，并吸纳具有当地背景的人才参与公司管理，

提升对当地文化的理解和尊重，通过定期和不定期的内部会议、交流、培训和活动，让海外高管和员工更能够融入并且拥有归属感，这些工作需要作为企业海外扩张的战略重点之一，积极稳健地加以推进。否则，海外公司最终就会出现“离心离德离职”的状况。

5. 构建有效的危机应对机制

针对可能遇到的各种风险，制定详细的应急预案和危机响应机制。在遇到危机时，采取有效的沟通策略，及时、准确地向公众、客户和合作伙伴传达信息。中国企业可以想象一下，如果遇到突发状况，如何在24小时之内就能组建有效的专家团队，在最关键的时段，将危机进行控制？如果没有任何平时的工作积累，这很难做到。

这个专家团队，笔者建议应该包括法律顾问、公关顾问，对于危机在平时做好内部的培训，以及危机应对预案，建立危机应对小组，由CEO挂帅，法务合规总监担任重要角色，确保紧急状况发生之时的关键资源配置。

就像唐僧西行取经，路上艰难坎坷，要有“照妖镜”看见“幻相”后面的真正风险，要有“孙悟空”保驾护航。中国企业出海，若不想成为当地的“唐僧肉”，就必须“前置”法律和营商环境风险的尽职调查，关注出海企业集团管理架构设计，以及地缘政治的制约影响问题。

这些背后，关键词就是“游戏规则”；在各类风险情境和合规管控场景中，能够护驾的“孙悟空”就是专业的法律顾问——有效管理境外律师、协同解决法律问题，还能够帮助企业隔绝风险、妥善完成关键资源配置，最终助力出海中企成为真正意义上的跨国公司，修得真经，方能功德圆满。

近期有关中国企业在海外被“收割”的报道层出不穷。除了本文之前提及的印度针对中国手机企业采取的“司法行动”，最近又有报道称，因墨西哥政府对一家中国矿企采取了“国有化”的手段，该企业愤而对墨西哥政府提起诉讼和仲裁。在2021年，该中国矿业公司以约十多亿元人民币收购了某墨西哥公司，获得了墨西哥某矿业资源项目的全部股权。然而，2022年墨西哥政府即宣布将该矿业资源国有化，禁止外国人开采，随后该中国矿业公司在墨西哥的多个矿产特许权被取消。此等形势下，该中国公司也决定坚决捍卫自身合法利益：2024年，该中国矿业公司向墨西哥行政司法联邦法院提交行政诉讼，要求撤销取消特许权的决议；并同时向国际投资争端解决中心（ICSID）提请仲裁，目前尚在等待进一步审理。

对出海的中国企业而言，当被收割、被打劫、被围猎甚至开始逐步成为常态，如何善用法律的武器，建立一套安全风控的体系，变得格外重要。中国企业需要应对的法律风险，还包括严苛的国家审查、“税收恐怖主义”、出尔反尔的谈判立场、

更迭频繁的政治格局、巨额罚单说罚就罚……这些出海中层出不穷、纷繁复杂的问题，使得中国企业时刻可能成为被“狮子大开口”的“冤大头”，这些问题——关于企业的生死存亡。

因此，对于想要出海的中国企业，我们需要将法律问题上升到企业的整体战略高度。

对出海的中国企业而言，被劫、被围猎的局面可能已经成为常态。法律与风控问题关乎企业生死存亡，需要上升到企业的整体战略高度。

004>问题四：跨境架构设计及税务考量？

中国企业出海，投资目的国的税务环境、税制要求、税种税率都可能带来新的税务合规要求。

中国企业出海，投资目的国的税务环境、税制要求、税种税率都可能带来新的税务合规要求，而海外并购项目中，目标公司的历史税务风险承继、交易文件的涉税条款漏洞、交易环节的税负成本负担等方面都可能存在潜在问题，这些一旦被忽视，也可能被目的国“抓住小辫子”，带来不菲的税务成本。例如，多家中国企业就曾遭遇过印度相关部门的税务审查，被开

出大额罚单。合理的海外架构可以帮助企业利用各国差异化的税收政策，有效降低总体税负、保护企业资产免受不必要的损失。

1.搭建离岸中间层架构需要考虑什么因素？

首先，利用离岸融资平台，合理设计内部融资架构，同时降低未来海外公司的运营税负成本。在海外并购交易中，一方面可以吸纳股权投资基金的参与，另一方面还可以获得并购贷款进行杠杆收购（leverage buyout）。这些安排，都需要税务的筹划。

第二，建立知识产权的持有平台。如果海外的实体会进行研发，那么知识产权的持有主体究竟为哪一家公司，就很有讲究。这里面既有资产隔离的考量（将知识产权这样的优质资产与高风险高负债的资产主体进行区隔），也有集团内使用知识产权、对外许可知识产权的许可费收取的问题，这些也都存在着税务上的考量（例如税务律师对于转移定价上的合规设计）。

第三，利用国与国之间双边税收协定，进行税务评估和筹划，降低股息红利/贷款利息汇回的预提所得税成本。例如不少美国公司在爱尔兰搭建控股公司再投资到欧洲的其他国家开展业务，其中的一个重要原因就是爱尔兰和美国之间的双边税收协定非常优惠，这就吸引了一大批包括苹果、亚马逊、谷歌等大型跨国互联网企业到爱尔兰建立欧洲总部。

第四，部分国家/地区外汇管理环境宽

松，平台可作为有效的财务管理平台，成为海外资金“蓄水池”，为集团投融资及贸

易活动提供短期资金支持，实现资金链的有效循环。

搭建离岸中间层架构需考虑什么因素？



①合理设计内部融资架构

搭建平台，获得股权融资、并购贷款，同时降低未来海外公司的运营税负成本



②建立知识产权持有平台

既有资产隔离的考量，也有集团内使用IP、对外许可IP的许可费的税务筹划的考量



③利用双边税收协定

进行税务评估和筹划，降低红利/贷款利息汇回的预提所得税股息成本



④搭建有效财务管理平台

海外资金“蓄水池”，为集团投融资及贸易活动提供短期资金支持



2.离岸架构控股公司设立地的选择

就选择离岸架构控股公司设立而言，出海企业应从商业和经济环境、税务因素、政治与法律、贸易及物流条件等角度，结合公司业务实质，在适合的国家设立离岸架构的控股层：

香港的税收制度为地源税，即原则上仅源于香港之收入才需缴纳税款。此外，香港拥有广泛的避免双重征税协定网络，以减少协定国对股息、利息及专利方面征收税项。

新加坡的优势是对于符合条件的资本性收入不征收企业所得税，同时协定网络比较发达，符合条件可以有效降低未来分

红层面的预提所得税。在商业实质充实的情况下，企业还有机会申请享受新加坡对于区域总部的税收优惠。不但如此，新加坡在2025年将实施经合组织“支柱二”方案，届时新加坡的实际税率将被统一调至15%。

卢森堡是欧盟内税率最低的国家之一，企业可享受欧盟和卢森堡政府双重鼓励政策、补贴等。该国还有着较为宽松的外管政策、完善的金融体系和可靠灵活的监管环境，大幅提升了境外投资者资金流转的便利程度。

此外，**英属维尔京群岛（BVI）和开曼群岛**因其成熟的法律系统和税收优惠政

策，长期以来一直是中国企业海外架构设计的热门选择，但是随着全球反避税浪潮的兴起和经济实质法的实施，企业需要针对每个个案因地制宜、因时制宜，认真严谨地评估这些传统离岸中心的适用性，而不是想当然、贪图方便，拍脑袋做决定。

例如，笔者在帮助一家高科技企业选择海外的知识产权的持有实体的时候，就遇到了这个问题，因为要通过BVI和开曼持有知识产权并收取许可费，就必须在BVI或者开曼拥有“经济实质”。这些问题就需要熟悉跨境业务、懂税法的中国法律顾问，协同离岸地法律顾问，共同为客户设计方案，达到客户的商业目标。

005>问题五：知识产权的国际战略和保护该如何设计？

我们在帮助中大型规模的企业出海的时候，知识产权如何在全球进行布局，往往是出海“大棋”中的重要一步。知识产权是企业核心竞争力的重要组成部分，如何进行知识产权布局也是中资企业（尤其是知识产权密集型企业）在走出去的过程中必须重视的问题。

1. IP境外侵权及被侵权风险

由于知识产权具有地域性的特点，国内合法取得的专利权、商标权，不见得在海外自动获得保护。出海的中国企业不能想当然地认为，自己的产品在海外不存在



侵犯他人知识产权的可能性。如果企业在海外被指构成侵犯知识产权，那么很可能会收到对方当事人及律师发送的“警告信”，海外的销售渠道就可能对问题产品立刻下架。对方当事人也可能会向法院申请获得对该产品的“临时禁令”，禁止该产品在当地的销售、转运、进出口等。而在海外的知识产权侵权损害赔偿以及律师费，可能都会非常高昂，甚至于远远超出货物本身的价值。除此之外，IP侵权能够导致的其他风险，还包括行政处罚风险，召回和销毁产品的风险，海关长期扣押和没收的风险等等。

从法律的角度，公司就有必要进行FTO (free to operate) 的分析论证，评估产品是否在海外的目的地国家和地区能够合法销售而不存在IP侵权风险，如果相关IP尚未注册保护，则要立即采取行动进行登记保护，避免遭遇“抢注”。而如果可能构成对第三方的专利或者商标存在侵权的情况，则马上需要采取行动，提前有所准备。

出海之前,前瞻性地进行境外知识产权的注册布局,对于企业出海之后的权益保护是非常关键的。



未知的水域：跨境出海IP风险概览

你的产品到哪里，你的风险责任就跟到了哪里——也许是你的成本的百倍、千倍



警告信风险

可能发给产品的销售者，你的“侵权”产品可能会被立刻下架！



临时禁令风险

在正式判决生效前，导致你的产品无法销售、进出口



永久禁令风险

该产品由于其侵权属性永久性被禁止销售、禁止进口



损害赔偿风险

海外的IP法律更为严苛，可能面临高昂的损害赔偿以及律师费



召回和销毁风险

这个成本也将可能是不菲的金额，可能远超过产品本身的价值



海关扣押风险

除产品无法销售，还会存在被处罚、禁入以及持续的仓储成本

2.技术专利及技术秘密的布局

如前所述，企业出海面临知识产权风险可分为两大类：一是侵犯他人知识产权的风险，特别是专利侵权和商标侵权；二是自身知识产权流失的风险，特别是应对专利狙击或者商标被他人抢注。所以，出海之前，前瞻性地进行境外知识产权的注册布局，对于企业出海之后的权益保护是非常关键的。

在产品研发、专利布局和产品上市前，企业可通过专利检索、商标检索、版权分析以及其它风险分析，掌握行业现有技术的水平，识别和规避潜在风险。而对知识产权的海外布局，有几个方面需要关注：

第一，针对已有技术的进一步挖掘。随着项目的推进，对于已有技术的运用可

能会超出最初的理解范围，此时可以考虑从实际获得保护的原则出发，对于已有技术进行进一步补充挖掘，提炼出可以进行专利布局的具体方案，尽快开展补充布局。

第二，基于项目成果的知识产权布局。项目在海外落地过程中常常产生新的技术方案，主要包括三种情境：合作方在项目中的进一步研发，产生新方案；中外双方合作完成新方案；己方基于对项目的理解形成了新的、并非应用于出海项目的技术方案。对于这些方案，企业可以基于双方在相关协议中的权属约定开展相关的布局工作。

第三，基于专利分析的知识产权布局。为尽量避免知识产权侵权风险，企业应当在项目实际开始前，对于特定区域的

竞争对手和项目合作伙伴的专利布局和产品、技术方案进行针对性的分析。海外的知识产权，境内的知识产权，放在同一家国内的主体之下，是否妥当？如果将两者进行拆分，那么包括海外注册的专利在内的海外IP，应该置入哪一家实体更合适？

从知识产权的出海“交易”角度，也有不少需要注意的地方。项目筹备阶段，要针对技术出海项目筛选合理的知识产权范围，从商业、技术、法律等多个维度，合理评估知识产权价值，结合技术相关性和应用场景合理划分不同知识产权的使用方式和保密程度。项目开始后，要结合项目的实施情况，合理规划已有知识产权的补充布局、以及前景知识产权的及时布局，并对新生知识产权的权属和权益进行清晰约定。项目实施阶段，企业要建立完善的信息管理系统和商业秘密保护措施，准确梳理项目相关的技术秘密，并根据技术秘密的重要性以及保密的难易程度针对性地对自身的商业秘密进行分级管理，同时着重加强参与海外项目的员工的管理和培训，防止自身商业秘密的泄露，也避免因侵犯合作方的商业秘密而被卷入海外的商业秘密侵权诉讼。项目终止后，企业需注意要求合作方执行技术资料和相关设备、半成品、产线等的销毁、返还等义务，还应当严格限制对方在项目终止后继续使用己方知识产权。

除此之外，还有不少与IP布局相关的重要问题，例如，为了避免因技术出海或

海外知识产权布局带来的技术管制风险，在什么地方设立海外主体作为知识产权中心或海外研发中心比较合适？从税务上该如何考量？是否可以将知识产权置入境外BVI或者开曼群岛的公司？还是基于新近的《经济实质法案》可能不再适合以离岸公司持有知识产权？境内和境外研发的团队如何分布和分工？境内外研发形成的技术秘密应该如何保护安全？考虑到地缘政治的影响，境外公司的股权架构是否需要进行定制化设计？……

3.知识产权合规管理

合规管理则是与知识产权和企业出海相关的另一个重要角度。一方面是技术进出口管制（export control），无论是中国，还是美国、欧洲等技术出海的主要目的地，一般都有自己的技术出口管制相关规定。对于涉及外国主体共同研发、外国发明人参与研发的技术方案，以及在外国产生的技术方案的专利申请等都需要注意避免引起技术管制问题。同时，在跨境技术交易项目中，要严格遵循技术进出口管理的法律法规，技术进出口许可证申报和自由进出口技术合同登记备案。

企业在技术出海时，对于涉及数据出境、国家秘密、个人信息等方面的事宜需要关注，要注意加强合规意识，积极采取相关合规措施，确保履行相关法律法规项下的合规义务。

006>问题六：海外用工该如何防范风险？

劳动用工风险也时常可能被部分中资雇主忽略，不少中企的决策者往往想当然地把中国的劳动法概念套用到境外的劳动用工之上，形成视觉盲区，最终纷纷踩坑。

海外投资往往是长期投资，必须深入了解当地的政策和立场，也需要在科技、环保、劳工等相关领域保持敏感的嗅觉，避免增添额外的风险。在诸多出海的风险之中，劳动用工风险也时常被中资雇主忽略，不少中企的决策者往往想当然地把中国的劳动法概念套用到境外的劳动用工之上，形成视觉盲区，最终纷纷踩坑。

1.对于当地劳动法规需要关注什么？

出海企业应当充分关注投资国当地对于工时薪酬、休息休假方面的规定。很多国家、地区对工时及加班时长有严格的规定，甚至有一些发达国家要求雇主不得在下班时间联系雇员。与此同时，外国工会组织的力量也会在企业实施不当加班制度时强势体现出来。外国的工会可能通过协商或组织员工罢工、示威来迫使企业遵守法定工时制度，设立合理的加班政策。

企业必须严格遵守东道国法律中关于

特定员工的解雇保护规定，这些员工通常包括：三期女职工，特殊员工如残疾、疾病员工，在家庭中负有抚养、扶养义务的员工，加入工会或参加工会活动的员工等。各国禁止解雇的情形有极大的相似性，一般会在法律中进行明文规定。

2.签证问题需要关注什么？

签证问题通常是外派员工赴境外工作需解决的首要问题。实践中，由于工作签证申请条件严格、办理手续复杂、过程耗时较长，部分企业选择为外派员工办理其他类型签证（如旅游签），此等行为一经当地机关查处，外派员工可能被遣返，企业也可能面临罚金甚至刑事责任。

3.企业会因为员工违规而遭遇重罚？

近年来，国内还是国外都高度重视企业商业贿赂与反腐败的合规问题，所以如何确保海外的员工在这方面的合规，对于保护中国企业自身以及企业的负责人，避免被重罚的风险，至关重要。中国企业及其核心管理层的所谓的“不知情”和“不懂法”，实际中往往不构成公司可以免责的抗辩理由。

同理，反歧视和反性骚扰的合规也是外国劳动法十分关注的重点，涉及的雇主可能会面临高额罚金和民事赔偿。歧视涉及范围广、种类多，包括种族歧视、年龄

歧视、性别歧视、身高歧视、国别歧视、语言歧视等。雇主需要谨慎对待，预防歧视行为并防范相关违法和赔偿风险。

就上述反腐败和反歧视等方面合规，中国企业必须在当地建立符合当地法律要求的合规体系，否则一旦发生违规事件，公司如果连合规制度都没有，那么公司就有很大的概率被认定为存在连带责任或者直接责任。

4. 竞业限制的约定可能违反当地法律？

竞业限制方面，中国企业也不能想当然把中国的竞业协议照搬照抄到海外。有的

国家对于竞业限制存在禁止性规定，有的则存在严格的要求。在实施之前，务必征求律师的意见，确保合规以及未来的有效执行。

劳动法律规范植根于各国独特的政治经济文化传统及社会背景，存在较强的本土化特色。中国企业及个人海外投资过程中需要充分考虑外派员工签证、工时薪酬、歧视与骚扰认定、反贿赂反腐败等问题。企业如未充分了解投资国当地劳动法律规范，按照本国定式处理海外用工关系，可能会引发劳动争议甚至海外群体性事件。

海外用工该如何防范风险？



当地劳动法规

投资国当地对于工时薪酬、休息休假方面的规定，外国工会对于企业运营的影响，关于特定员工的解雇保护规定等



签证问题

由于工作签证申请条件严格、办理手续复杂、过程耗时较长，打擦边球的做法可能让企业面临罚金甚至刑事责任



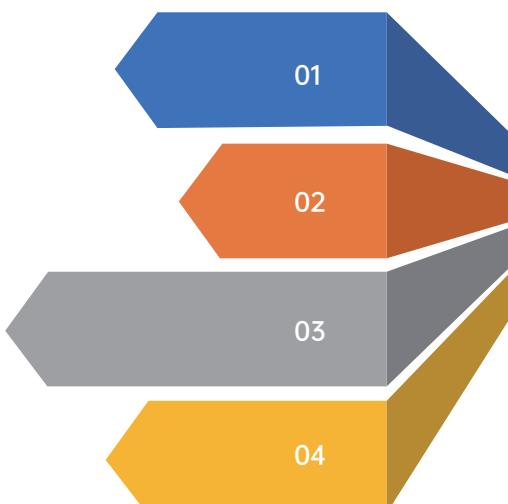
企业连带责任

员工违反商业贿赂与反腐败的法律法规，员工的歧视和性骚扰，都会导致企业的责任



竞业限制问题

有的国家对于竞业限制存在禁止性规定，有的则存在严格的要求



007>问题七：境外的反腐败和反洗钱合规风险

如果在这个领域欠缺合规意识，不仅财富会遭遇“血洗”，还可能面临牢狱之灾。

自数字货币兴起以来，世界主要经济体都出现了加大反洗钱力度的监管倾向，加之近两年世界银行也加强了反腐败/反商业贿赂政策的实施，有必要对反腐败和反洗钱合规做专门提示。更为重要的是，反腐败和反洗钱也往往是欧美在其游戏规则之下，对于“竞争对手”国家的企业或者威胁其国家利益的企业进行收割的“大棒”。毫不夸张地说，如果在这个领域欠缺合规意识，不仅可能会成为“散财童子”，财富遭遇“血洗”，还可能会面临身陷囹圄的牢狱之灾。

1. 反腐败合规

美国的《反海外腐败法》（下称FCPA）可以对非美国企业存在的美国以外的行贿行为实施长臂管辖，而违反该海外反腐败法，除了面临巨额罚款，还会有刑事责任。2020年7月，美国司法部（DOJ）和美国证券交易委员会（SEC）发布的第二版《美国反海外腐败法资源指南》更是将多个美国国家机关纳入执法主体，也强调了美国将与德国、英国、巴西、法国、瑞士和荷兰

等政府展开紧密合作。这就意味着，中国企业必须将在海外营商的反腐工作提升至全球合规的高度，否则很有可能遭至多国联合执法，付出较大的代价。⁷

中国企业在海外，即便理论上可能不应受美国法律的管辖，但是一旦被美国盯上，则最容易被攻击的“软肋”之一，就是行贿当地的官员，哪怕该等官员身处非洲，而不在美国。而美国行使管辖权的理由可以牵强到，该当事人是否用美元交易、是否在联系接洽被行贿方时是通过电子邮件的——而电子邮件的服务器在美国。

几年前曾发生一起较为知名的针对中国企业在非洲的FCPA长臂管辖案件。在该案中，香港人士何志平（Patrick Ho）被指控为了促成一项在乌干达的收购计划和谋取未来商业合作的机会，利用华信能源下属的中国能源基金委员会（NGO）作为掩饰，向乌干达某高官汇款50万美元的“捐款”，这本与美国没有任何联系——但是不巧，通过香港的某银行向欧洲的银行汇款时，通过“中转行”——美国纽约的该银行分行转账，导致本案落入美国法院的管辖区。该“捐款”被美国认定为大型跨国腐败案而发起检控，何志平于2019年3月被纽约南部地区法院判处3年有期徒刑，罚款40万美金。

7.DOJ Official Website, FOREIGN CORRUPT PRACTICES ACT
<https://www.justice.gov/criminal-fraud/foreign-corrupt-practices-act>

2. 反洗钱合规

全球反洗钱监管不断加码，企业不仅仅会因涉嫌洗钱活动收到“巨额罚单”，还可能直接被监管机关吊销营业执照；涉案高管也很可能面临起诉、调查；情节严重的，甚至触发刑事程序。譬如，美国商品期货交易委员会（CFTC）在2023年对币安及其创始人、实控人赵长鹏实施数十亿美元处罚；2024年，美国司法部又对币安处以数十亿美元罚款，而赵长鹏认罪之后，被判监禁，个人还缴纳了数千万美元的罚款和上亿美元的保释金。据报道，美国基于反洗钱的理由在此案上合计“收割”的总金额高达73亿美元。

如果币安能够在早期高度重视反洗钱合规，按照欧美的游戏规则，充分做好法律与合规工作、在北美的公关及游说工作，而不是固守着自己低调躲在加拿大就很安全的天真想法，可能就不会面临如此的严厉后果。

而针对这样的国际复杂环境中的游戏规则，恰恰是外部法律顾问擅长的领域。

然而，聘请法律顾问这件事——中国企业在出海，固然需要当地法律顾问，但更重要的则是熟悉海外法律规则、深谙当地文化、国际化的中国法律顾问。为什么这么说呢？境外的当地律师，受限于种种因素，可能对于中国企业的理解有限，和中国企业的决策人接触有限、沟通有限，往往难以把一些重要的风险点，及时传达给中企客户的决策者；

也会把一些当地法律习以为常、司空见惯的要求，想当然认为中国企业在自己知道（例如反洗钱问题）。举例来说，在美国、欧洲等地，对于反洗钱的规定非常严厉。如果你聘请的当地法律顾问发现你存在反洗钱行为的嫌疑，该法律顾问就有义务和责任举报，否则该法律顾问就有可能被认定为“共犯”，面临执照吊销和刑事责任的风险。英国今年的一起知名反洗钱案件，据传就是英国律师不得不向当局举报其客户（中国籍人士）存在反洗钱行为，最终导致该中国籍人士遭罚没6.1万枚比特币，涉及金额高达20亿英镑。

中国企业无法看到海外当地律师的盲区，就有必要聘请有丰富涉外业务经验、有跨境项目管理能力的中国法律顾问，来对项目的法律问题进行全局化的统筹应对，而不是完全仰赖境外的律师，加上文化差异和沟通不畅的情况，可能会无法及时发现风险，等到问题发酵、引发危机时方仓促应对，最终支付高昂的成本，承担巨大的海外法律与合规的代价。

008>结语一：中企出海如何破局突围

本文总结了中企出海七个方面的法律挑战，关乎企业的出海战略。

中企出海七大法律战略问题

- ▷ ① **出海模式的选择**
出口及供应商合作、投资自建以及海外收购等三大模式的考量，既需要清晰战略，也需要法律及其他相关风险的评估。
- ▷ ② **地缘政治及法律规则博弈**
从贸易管制到经济制裁，从关税到反倾销和反补贴调查，到全球供应链风险管理，以及海外投资的国家安全审查。
- ▷ ③ **海外子公司管理控制博弈**
人事和组织架构的疏忽，再加上对于当地法律和环境的不熟悉，非常容易导致集团对海外子公司的失控。
- ▷ ④ **跨境架构设计与税务**
无论是通过建立一个海外的平台进行融资，还是基于双边税收协定的税务筹划，抑或是建立一个持有IP的主体，架构设计非常关键。



- ▷ ⑤ **知识产权出海风险**
知识产权在企业出海过程中可能产生境外侵权或者IP流失及被侵权的风险，同时也面临出口管制、数据出境等合规风险。
- ▷ ⑥ **海外用工风险**
国外的工会、工时薪酬、休息休假以及签证等方面都有严格规定，而企业也可能因为管理层和员工的违规遭遇重罚。
- ▷ ⑦ **反腐败及反洗钱合规**
欧美的反腐败和反洗钱要求极为严格，违反往往会导致严厉处罚包括天价罚单和刑事责任。

中国企业出海，与20年前、30年前不同，中国的供应链优势、技术优势、商业模式优势（例如电商）等已成为中国企业的关键优势之一，然而中国企业在法律和“游戏规则”上面，除了部分成功企业之外，很多还处于“小学生”水平。这样的水平，如果没有熟悉欧美游戏规则、对于出海法律问题有经验的专家团队帮助的情况下，就很容易遭遇“风暴”，或者被“大棒”轻松收割。

冯唐在其《胜者心法》一书中提及，自己当年在加入麦肯锡之前，不是特别明

白，“全球五百强企业那么多聪明人，管理层更是聪明人中的聪明人，为什么他们还花那么多钱请麦肯锡这样的咨询公司？”后来他搞明白了，一个原因就是“想听到不同的声音……管理层的决策万一错了呢？请咨询公司帮助……哪怕降低百分之一的出错率，给大企业减少的损失也可能是以亿计的……”

中国企业出海，何尝不是如此？从本文描述的七大方面的法律与合规的风险，何止是“万一出错”的概率？

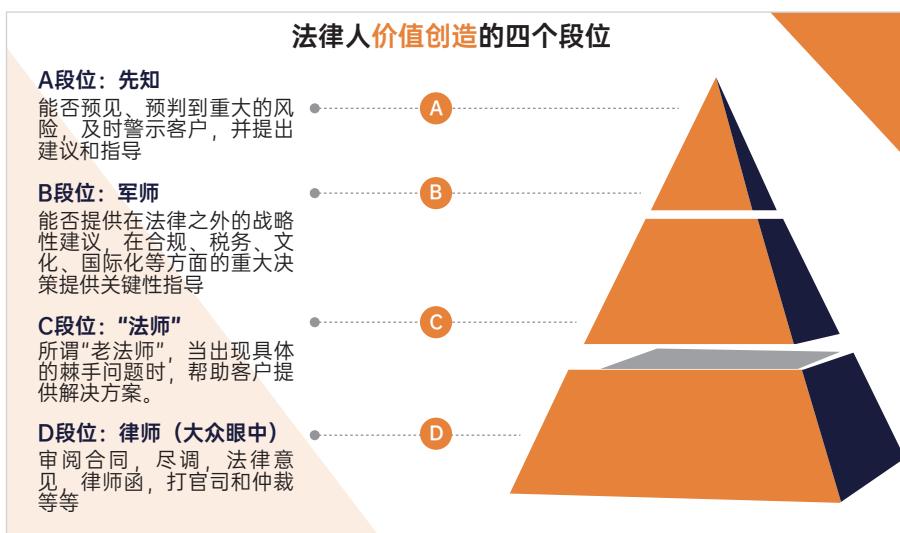
009>结语二：企业出海如何让律师担当好“军师”的角色？

冯仑在描述公司在美国的投资时说，“我们在美国的公司没什么招待费，全是律师费，律师费在费用里所占的比例跟国内公司招待费在费用中占的比例，也就是吃饭在费用里占的比例居然差不多。在美国是从坏事开始谈起，从僵局开始谈起，最后达到一个和局。我们是从吃饭开始，从和局开始最后弄不好、掰了以后，还得互相埋怨走入僵局。”⁸

冯仑仅仅从交易和谈判的角度分享了他对于美国在文化上与中国的区别，同时

也强调了在国外投资和经商，律师的重要性。当然，出海在法律上的复杂性要远远超过“文化差异”，并非只要做好聘请当地律师这件事那么简单。

中国企业所需要的外部法律顾问，与其说是“律师”的工作，不如说是“先知”和“军师”角色。所谓“先知”，就是能够帮助中国企业预见到深海出航的风险，而不是毫无准备地鲁莽上阵。在国内可以“摸着石子过河”，因为当年的国家政策对于很多经商的手段可能采取了包容的做法。但是涉及到出海，目前海上的“大风大浪”不可同日而语，因为当能摸到“石头”的时候，恐已经“沉入海底”。



8.冯仑,《僵局规则》, <https://finance.sina.com.cn/manage/crz/2019-06-27/doc-ihytcerk9581244.shtml>

要想了解和熟悉游戏规则，打破认知局限，中国企业应该视律师为出海的“向导”和战略顾问，积极发挥他们作为“军师”的能力、潜力，而不是让其“头痛医头脚痛医脚”，尚未感觉到“痛”，就觉得法律和游戏规则“无足轻重”。在海外的不同的环境和不同的游戏规则之下，企业更不能等到癌症晚期才想要找健康专家，因为海外的法律风险和法律赔偿——“交学费”的代价可能超出你的想象。

随着全球一体化的深入发展，未来的道路依然充满挑战。虽然出海是一项挑战，也是一个又一个可以“打怪升级”“逆风翻盘”“创造奇迹”的重要机遇。

是否中国企业能够跃升为21世纪的跨国公司，取决于能否交好这份答卷。而这又取决于中国企业出海是否能选对“人”，用对“人”，从而让企业家插上高维认知的翅膀、加速深海出航的成功。



龚乐凡
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3608
LEFANGONG@ZHONGLUN.COM



风起花落|合同编通则司法解释对建设工程合同及纠纷处理的影响 ——合同解释和交易习惯

作者 / 张炯 张莉

《最高人民法院关于适用<中华人民共和国民法典>合同编通则若干问题的解释》（简称“《合同编通则司法解释》”）全篇共69条，对建设工程领域的合同编制及纠纷处理影响深远。建设工程不仅限于传统地产行业，在工业、制造业、医疗、养老、能源、化工、新基建等行业，都会涉及不同形态的工程，笔者将就《合同编通则司法解释》对该领域的影响进行剖析，为各行业建设单位的工程管理提供风险防范建议。本篇集中于建设工程合同解释和交易习惯适用两方面的问题。

001>合同解释：纷繁合同文件的解释风险

1.《合同编通则司法解释》对合同解释规则的最新修订

《合同编通则司法解释》在重申和细化《民法典》确立的合同解释基本规则基础上，将结合民法理论及司法实践，补充规定了三项解释规则。据此，合同条款的解释应秉持以下原则：

(1) 客观主义原则为主：以词句的通常含义为基础，结合相关条款、合同的性质和目的、习惯以及诚信原则，参考缔约背景、磋商过程、履行行为等因素确定争议条款的含义。

(2) 主观主义为辅原则：有证据证明当事人之间对合同条款有不同于词句的通常含义的其他共同理解，按照当事人之间的其他共同理解进行解释。

(3) 有效解释原则：对合同条款有两种以上解释，可能影响该条款效力的，应选择有利于该条款有效的解释。

(4) 无偿合同有利于债务人解释原则：对合同条款有两种以上解释，属于无偿合同的，应选择对债务人负担较轻的解释。

2《合同编通则司法解释》对工程合同解释的主要影响

《合同编通则司法解释》确立的合同解释原则及相关配套规定，对建设工程合同解释的核心影响有三：

(1) 工程合同的庞杂体系，催生合同解释的复杂局面

建设工程合同组成文件众多，通常不仅限于主合同条款，还会包括雇主要求、技术规格书、工程量清单等重要商务、技术文件，且各文件常从不同角度对同一主题进行扩展和重述，稍有不慎便易产生矛盾。客观主义为主的解释原则进一步提醒建设单位，应特别注意合同文件各组成部分之间的协调和衔接，避免因表述不清或互相矛盾使得合同条款产生不利于己方的理解，而不是单纯依赖合同优先解释顺序一个条款来解决所有问题。

实践中，因合同文件之间约定不统一发生争议的例子比比皆是。在笔者处理的一起建设工程合同纠纷中，构成合同组成部分的招标文件、技术规范中对所涉工程货物的技术标准描述不一致：招标文件中规定承包商应供应“载冷剂”并应在其总报价中考虑有关费用，而技术规范要求承包商供应的是“乙二醇试剂”。履约过程中，承包商提出“乙二醇试剂”未包含在清单内，需要追加费用；业主则认为“乙二醇试剂”是“载冷剂”的子概念，不应追加费用，双方僵持不下，导致项目进度受到影响。由此可见，合同文件之间保持高度严谨的重要性，一个术语的纰漏，也可能造成难以预料的不利后果。

(2) 主观主义的新增规定，挑战文义解释的多重语境

在客观主义解释原则的基础上，《合

同编通则司法解释》规定了特殊情况下，合同解释可以突破客观主义，不以条款词句所表达的通常含义，而是按照当事人双方的其他共同理解进行解释，即“误载无害真意”规则。

所谓“误载无害真意”，是指如果有证据证明在订立合同时，当事人双方为有关用语赋予了特别的含义，即便该含义偏离该用语的通常理解，也应按当事人订立合同时的共同意思表示确定合同用语的含义。¹其适用的关键有二：①双方在订立合同时已达成共同的意思表示；②当事人有充分证据证明。司法实践中，在认定是否构成“真意”的“误载”时，法院可能考虑的证据包括：合同缔约期间当事人的有关会议纪要、沟通记录、有关证人证言、合同后续实际履行情况、当事人之间的交易习惯等。

就立法原意而言，该条款的本意系为解决特殊情况下客观主义原则与当事人缔约时的真意存在过度背离的问题，是民法私法自治的体现。但在工程实践中，“误载无害真意”规则却有可能为承包商索赔创造空间和机会。主要原因是，工程发包过程中，通常伴随着大量的谈判、沟通和澄清，其内容可能与最终签订的合同存在不一致的理解，在此情况下，“误载无害真意”规则可能会成为承包商主张有利于自身解释的新砝码，特别是在业主直接将招采阶段澄清文件作为合同组成部分且解释顺序靠前的情况下。

例如，在笔者经办的某电梯工程施工纠纷案中，业主在采购环节进行了多轮澄清，其中，关于电梯某关键部件的技术指标，时间在先的澄清描述为A，时间在后的澄清描述为B（B的标准低于A）。签约组卷时，业主未再梳理各版澄清的关系，全部纳入合同附件；而技术规格书、清单等文件中，该关键部件的技术指标描述均为A。业主认为，澄清文件有疏漏，且合同条款已明确技术标准不一致时以较高者为准，故应以技术规格书和清单的描述（A）为准；但承包商提出，澄清文件的解释顺序高于技术规格书和清单，且时间在后的澄清更能体现双方真意，故应以时间在后的澄清（B）为准。双方就此陷入争议。该争议的本质在于，如何探求双方的真意，且能够被证明的真意可能会突破合同条款的字面约定。

因此，工程实践中，建设单位应重视缔约过程中的表意及表意所产生的有关资料，以免为“误载无害真意”规则的不利适用提供机会。

（3）示范文本的简单套用，引发格式条款的解释困境

根据《合同编通则司法解释》第九条，当建设工程合同条款符合“为了重复使用而预先拟定”、“在订立合同时未与对方

¹参见最高人民法院民事审判第二庭、研究室编著：《民法典合同编通则司法解释理解与适用》，人民法院出版社2023年12月第1版，第47页。

协商”的情形时，当事人仅以合同系依据合同示范文本制作作为由主张该条款不是格式条款的，人民法院不予支持。

建设工程领域，主管部门大多要求建设单位采用示范文本，并纳入行政监管环节，《合同编通则司法解释》出台后，上述规定的明示效应，可能导致大量的工程合同条款被认定为格式条款。而根据《民法典》相关规定，格式条款的解释遵循“逆编写者原则”，即当建设单位使用示范文本，而条款有两种以上解释时，相关条款可能被作出不利于建设单位的解释，使其面临“主管部门要求使用范本+承包商利用范本做文章”的双重打击。关于格式条款，其认定和法律效果非常复杂，笔者将在后续文章中专章详述，本文不再展开。

综上可见，本就复杂的建设工程合同，不仅面临着其组成部分之间矛盾或不一致的解释难题，还将叠加格式条款的解释问题，即便约定层面做了解释顺序的优化安排，也可能因管理疏漏而引发“误载无害真意”、格式条款解释的风险，这将使建设单位陷入“前怕狼、后怕虎”的尴尬境地，对建设工程合同的精细化管理及整体架构层面的风险防范提出了新的挑战。

002>交易习惯：习惯的力量或将产生反噬

在《民法典》的体例中，交易习惯的适用非常广泛，涵盖了合同生命周期的多

个方面，但《民法典》未对“交易习惯”进行界定。《合同编通则司法解释》第二条在承袭原《最高人民法院关于适用<中华人民共和国合同法>若干问题的解释（二）》关于“交易习惯”界定的基础上，将当事人间交易习惯的顺序调换至区域/行业交易习惯之前，进一步突出当事人间交易习惯的重要性。

1.交易习惯的认定规则

所谓交易习惯，是指特定当事人之间既往交易中的惯常做法，或者在某时某地某一行业或者某一类交易关系中，被人们普遍采纳的惯常做法。

对于当事人间交易习惯，《合同编通则司法解释》的定义为：“当事人之间在交易活动中的惯常做法”，这一般是指在一个固定的交易关系或特定的交易圈子中通行的做法。其认定的关键要素在于：①惯常性：必须在当事人之间反复发生，偶发的一次交易活动不足以构成“交易习惯”；②特定性：必须发生在特定的当事人之间，而非泛泛的民商事主体之间；③商事性：必须生发自既往的交易活动，具有商事属性。

对于特定地区或行业的区域/行业交易习惯，《合同编通则司法解释》确定了主客观两方面要件：①客观要件：须为“在交易行为当地或者某一领域、某一行业通常采用”的做法；②主观要件：该做法应“为交易对方订立合同时所知道或者应当知

道”。其中，关于“知道或应当知道”的标准，应注意：其一，“知道或应当知道”采严格判定标准，交易对方不负有掌握特殊交易习惯的注意义务；其二，“知道或应当知道”不能进一步理解为要求交易对方“同意”或“认可”；其三，“知道或应当知道”可明示表达，也可通过不反对、行为等其他方式表达。

2.交易习惯的举证责任及证明标准

原则上，交易习惯的举证遵循“谁主张谁举证”的一般规则，由主张存在交易习惯的一方承担举证责任。特殊情况下，如果当事人无法或不便于取得交易习惯存在的证明，法院也可依职权取证或查明。

对于当事人间交易习惯的举证，主张一方应证明争议前双方曾经常性采用有关做法。司法实践中，司法机关通常会考察案涉交易是否为双方间的首次交易、有关做法在既往交易中采用的频次、当事人既往交易中对有关做法的接受和履行程度等交易细节，来判定该种做法是否构成当事人间交易习惯。

对于区域/行业交易习惯的举证，根据最高人民法院民事审判第二庭、研究室编著的《民法典合同编通则司法解释理解与适用》，主要证据类型包括：①法律法规之外的规范性文件，例如行政主管机关所颁布的在辖区内施行的规范性文件；②行业内部自治规范、行业标准等；③生效判决或裁决认可的涉及本地区、本行业的交

易习惯；④两个以上的同业或同区域从事相同交易的当事人认可该交易习惯的证据；⑤交易当事人一方或双方曾以该交易习惯与他人进行同种交易的证据；⑥当地行业协会、工商联合会或地方商会及市场管理等相关部门证明该交易习惯存在的证据。

当事人提出某交易习惯存在的证据应达到高度盖然性的证明标准。司法实践中，是否满足该标准通常由法官根据具体案件和举证情况判定。

3.交易习惯适用的法律后果和实务风险

如前所述，交易习惯在合同法律关系领域有着广泛应用，如不加重视，会引发不必要的法律风险。对建设单位而言，应特别关注缔约及工程管理过程的意思表达，以免因疏忽使得特定行为被认定为交易习惯，进而丧失主张或抗辩优势。工程实践中，涉及交易习惯的常见风险如下：

（1）行为构成交易习惯，继而引发表见代理的风险

工程实践中，对于洽商变更、签证等文件，普遍存在签字人并非合同约定的授权代表，或授权代表超越权限签署意见的情况。考虑到司法实践中，交易习惯是判断行为人是否具有表见代理有权外观的重要考量因素之一²，如此类无权限或超越权

2. 参见最高人民法院民法典贯彻实施工作领导小组主编：《民法典总则编理解与适用[下]》，第863页。

限的行为被认定为交易习惯，则相关行为可能构成表见代理而对被代理人产生约束力。

例如，在笔者经办的某商业综合体结算纠纷中，项目管理单位多次向承包商发出设计变更。同时，案涉合同中未明确项目管理单位的授权范围，业主在承包商执行变更的过程中亦未发文禁止。后承包商和业主就项目管理单位发出的设计变更是否对业主有效发生争议。承包商提出，虽然项目管理单位没有业主的明确授权，但其多次指令变更后业主并未反对，该行为已在案涉工程中构成交易习惯，且符合表见代理构成要件，故其下发的设计变更有效，业主应承担变更涉及的费用。业主因没有反驳证据而陷入被动，在结算谈判时给予大幅让步。

因此，在工程实践中，建设单位应特别注意在合同和往来文件中明确业主代表、第三方顾问等的权限，并落实到工程管理环节中，避免相关主体通过工程管理行为突破合同约定，构成交易习惯并引发表见代理，对造价、工期等产生不利影响。

（2）沉默符合交易习惯，继而构成意思表示的风险

《民法典》第一百四十条规定：“行为人可以明示或者默示作出意思表示。沉默只有在有法律规定、当事人约定或者符合当事人之间的交易习惯时，才可以视为意思表示。”可见，如当事人在交易过程中习惯以沉默表意，沉默也可被认定为构成意

思表示。由此，当前工程实践中普遍存在的不回复即实施、先执行后定责等情况，满足一定条件则可能会让业主遭致风险。

例如，在笔者经办的某写字楼工程结算纠纷中，业主的项目负责人多次超越权限在过程性结算文件上使用资料专用章，后业主与承包商就结算金额发生争议，业主主张资料专用章仅用于“非经济性文件”且项目负责人无权签认结算文件，故有关结算文件不对其有约束力。但法院认为，业主此前一直默许该项目负责人在经济性文件上加盖资料专用章，符合双方交易习惯，业主既往活动中的默许已构成同意的意思表示，故而认定结算文件有效。

因此，实践中，建设单位应注意，沉默不是免责的砝码，相反，应积极审批签证变更等文件，并注意做好权利保留，对项目管理人员不符合单位决策的行为应及时、明示地提出，以免沉默被认定为同意的意思表示，进而承担不利后果。

（3）合同约定不明，行业交易习惯补充合同条款的风险

《民法典》第五百一十条规定：“合同生效后，当事人就质量、价款或者报酬、履行地点等内容没有约定或者约定不明确的，可以协议补充；不能达成补充协议的，按照合同相关条款或者交易习惯确定。”工程作为政府强监管的领域，存在大量的政府指导文件。实践中，当合同无约定或约定不明而双方又无法达成一致的，司法机关有可能直接适用或参照适用政府

指导文件填补合同漏洞。

例如，在（2022）鲁03民终745号、（2022）浙04民终826号等案件中，对于新冠疫情期间的疫情防控措施费、人工材料等价格上涨、停工等损失的分担，由于施工合同未进行约定或约定不明，且当事人协商未达成一致，法院最终均参照地方政府规范性文件并结合当事人举证情况、鉴定结论等进行认定。

可见，在建设工程合同无约定或约定不明且无法达成补充协议的情形下，建设主管部门发布的规范性文件可能被认定为行业交易习惯，进而作为质量、价款等合同条款补充的参考依据，其中最典型的就是市场价格波动调价的规定，如合同没有约定或约定不明，不排除法院适用工程所在地有关调价指导文件的可能性，而相关指导文件可能并不符合当事人的真实意图。因此，建设单位应充分关注工程合同条款的颗粒度和可操作性，并加强合同履行的管理，如涉及客观情况变化、计价方式调整等情形，应及时签署补充协议，在补充协议中落实相关情况并与原合同做好衔接。

003>结语

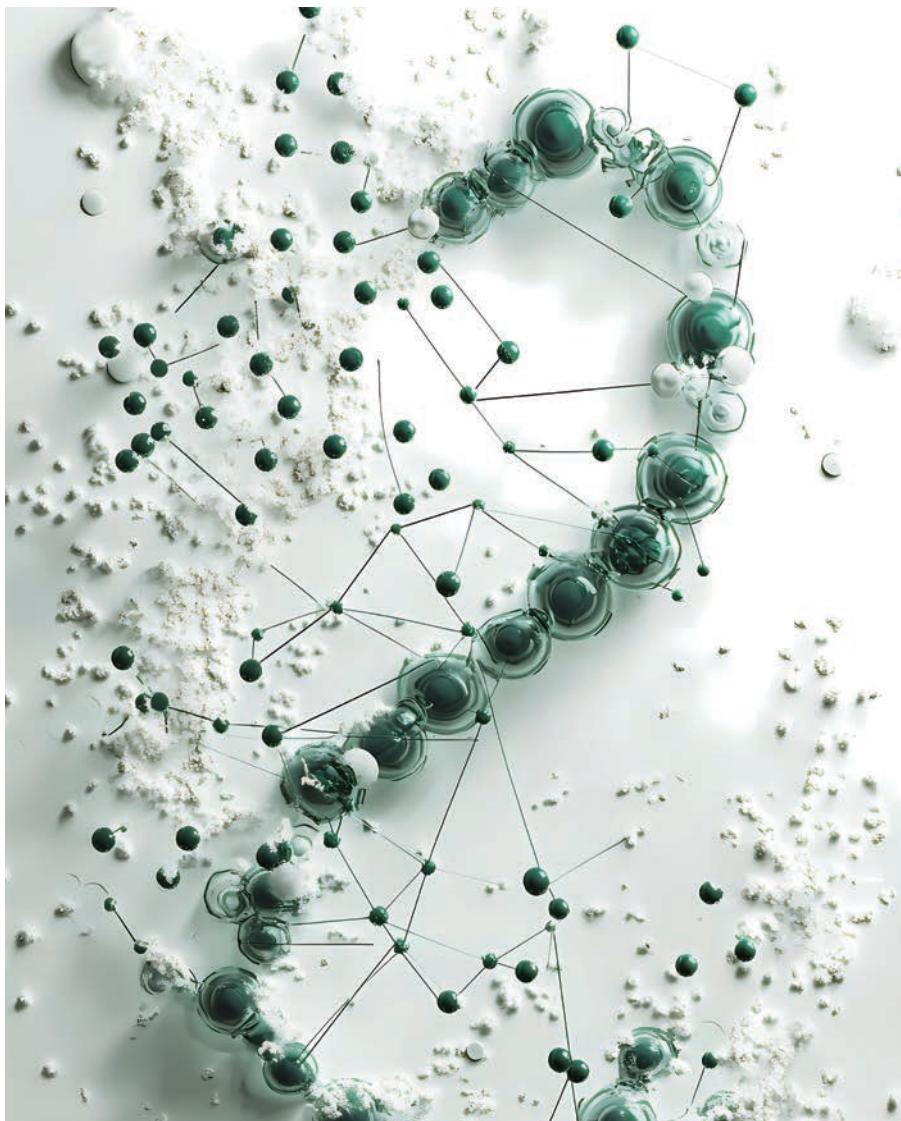
综上，《合同编通则司法解释》对建设工程合同解释原则的确定及交易习惯在建设工程领域的适用具有重要影响，一方面，建设单位应重视合同组成部分的衔接

和统一，注意缔约过程资料可能体现的“真意”、示范文本的使用等对合同解释的影响；另一方面，考虑到交易习惯在工程合同漏洞补充及履约照管中的影响，建设单位应注意合同条款的明确及细化，加强授权管理，避免管理行为构成不利于己方的交易习惯，进而在工程造价、工期、质量的管控上滋生风险。

（张丽娜对本文亦有贡献）



张炯
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2223
ZHANGJIONG@ZHONGLUN.COM



美中数据跨境新政对医药行业 的影响及应对

作 者 / 葛永彬 董剑平 邵亚光

近期，中美两国数据跨境传输监管政策呈现不同的变化趋势。中国政府采取严中趋宽的政策导向，积极回应外资企业诉求，探索构建“审批后流动+自由流动”双模式。而美国方面，总统拜登于2024年2月28日签署并发布了《防止受关注国家获取美国人士大量敏感个人数据和美国政府相关数据的行政命令》（“**《行政命令》**”）；美国司法部于同日配套发布了关于该《行政命令》拟议规则制定的预先通知（ANPRM）的事实说明（“**《事实说明》**”）。未来，达到一定数量级别的人类基因组数据、个人健康数据等美国人士敏感个人数据将被禁止或限制在美国和中国等受关注国家之间交易。对于中国药械出海企业、跨国生物医药公司、从事投资或BD交易的创新药企而言，如何把握中美两国数据监管政策、提前规划数据出境业务、部署合规风险应对措施至关重要。

001>《行政命令》内容概述

《行政命令》《事实说明》以及后续发布的实施细则¹旨在对特定国家与美国之间进行的涉及大量敏感个人数据和政府数据（“受规制数据”）相关交易进行审查和限制。

（一）受到规制的数据类型

《行政命令》和《事实说明》规定了六类敏感个人数据，即（1）限定类型的人标识符；（2）精确地理位置数据；（3）生物识别标识符（例如，指纹、面部识别、虹膜扫描等）；（4）人类生物学组学数据（human 'omic data，例如，人类基因组数据、表观基因组数据、蛋白质组数据等）²；（5）个人健康数据；和（6）个人财务数据，以及前述不同数据的任何组合，并且这些数据需要与任何可识别的美国个人或群体相关联。此外，《行政命令》规制的数据范围还包括与美国政府相关的数据。但跨国公司内部人力资源管理产生的数据、公共卫生监测数据、已合法公开的法院记录或其他政府记录等不在其列。具体的敏感个人数据类型还将在后续的规定中进一步细化。

需要特别说明的是，只有当关于敏感个人数据的交易超过规定的阈值（即一定数量的美国人人数或美国设备数量）时，数据交易才会落入规制范畴。但目前尚未出台具体阈值规则。而与美国政府相关的

数据不受阈值规则的影响。

（二）受到规制的数据交易类别

根据《行政命令》和《事实说明》的现有内容，对于禁止或限制的交易类别，可能既包括通过购买数据集实现对受规制数据的直接访问，也包括获取受规制数据的访问权限，以便可以对其进行阅读、复制、解密或以任何形式查看或接收。《事实说明》对此做了进一步细化：

1. 可能被禁止的数据交易类别

（1）数据经纪交易，例如，通过数据经纪商直接购买包含美国人士个人健康数据的真实世界数据集。（2）涉及批量人类基因组数据或可从中提取此类数据的生物样本的基因组数据交易。

2. 可能被限制的数据交易类别

受关注国家管辖、指导、拥有所有权或控制的实体或人员基于（1）涉及商品和服务提供的供应商协议（包括云服务协议）；或（2）雇佣协议；或（3）投资协议直接或间接获取受规制数据。例如，一家注册于受关注国家的A公司为美国药械

1.注：根据现有的《行政命令》内容，预计接下来可能会出台多项实施细则。例如，《行政命令》要求国防部长、卫生与公共服务部长、退伍军人事务部长和国家科学基金会主任考虑采取措施，包括适时发布规章、指导或命令，禁止提供的援助能够使受关注国家及其实体或个人访问美国人士的大量敏感个人数据，或对接受联邦援助的受助者施加缓解措施。此外，相关部门须制定并发布指导，以协助美国研究实体确保其大量敏感个人数据得以被有效保护。

2.注：根据现有的《行政命令》内容，在提交《行政命令》第6节所述与人类生物学组学数据相关的风险评估报告之前，人类生物学组学数据类型（除人类基因组数据外）的交易不受限制。

公司提供云服务，A公司存在利用其供应商的身份通过直接接收或在线访问等方式获取美国药械公司敏感个人数据的可能性。根据《行政命令》和《事实说明》的有关规定，被限制的数据交易类别可以正常开展，但其前提是满足一定的安全要求，例如，基本的网络安全要求、物理和逻辑访问控制、数据掩码和最小化以及隐私保护技术等。

002>《行政命令》对生物医药公司主要业务场景的影响分析

随着《行政命令》及其配套法规的实施，生物医药企业从美国子公司或分公司、跨国公司在美总部或在美实体、美国药械公司、美国医疗机构或研究机构、数据经纪商等主体取得、共享或跨境接收美国人士大量敏感个人数据的难度增加，可能影响药械研发、临床试验、药物警戒、产品经营等主营业务。

（一）注册临床试验（IST）/临床研究（IIT）场景

1.场景描述

为了在中国申报临床试验审批（IND）或药械注册申请（NDA），可能涉及美国药企向中国药品监管机构提交已有人体临床经验、临床数据、病例报告表等。在覆盖中美两地的国际多中心临床试验中，也可能涉及美国药企向位于中国的

中心实验室传输受试者临床试验数据。新药研发公司产品License in项目中，可能涉及美国许可方将包含大量去标识化的受试者个人信息和HCP个人信息跨境传输给境内被许可方和一系列供应商的情形。此外，研究者发起的临床研究也涉及收集和跨境传输与疾病的诊断、治疗、康复、预后、病因、预防及健康维护等活动有关的健康医疗数据。

2.数据类型

临床试验通常会收集受试者的个人健康数据（例如，手术信息、病理信息、诊断信息、病历数据、处方信息、患者报告结局等）；可能包含人类生物学组学数据的人类遗传资源材料（例如，全血、血清、血浆等）；涉及医疗服务支付记录的个人财务数据（例如，保险索赔数据、账单信息等）；个人生物特征数据（例如，指纹、DNA信息等）。上述数据均可能落入《行政命令》规制的敏感个人数据范畴。

3.影响评估

《行政命令》旨在禁止或限制美国人士大量的敏感个人数据在中美两国之间收集和传输。当临床研究或临床试验所收集的数据量小于法定的阈值要求时，则可能不会落入《行政命令》规制范畴。此外，待《行政命令》具体实施细则出台后，生物医药企业可以在专业人士的协助下积极论证临床研究或临床试验数据收集和传输的必要性，探索将前述场景中的数据跨境传输行为纳入数据交易豁免清单或是取得

药物警戒是生物医药公司履行《药品管理法》以及ICH相关国际指南的法定义务。



有权部门颁发的交易许可证的可能性。

（二）药物警戒场景

1.场景描述

药物警戒是生物医药公司履行《药品管理法》以及ICH相关国际指南的法定义务。根据《药物警戒质量管理规范》第38条和第51条的有关规定³，对于境内外均上市的药品，药品上市许可持有人应当收集在境外发生的疑似药品不良反应信息。因此，对于在全球多个国家和地区上市的药品而言，跨国药企通常会利用所建立的全球药物警戒体系，将来自境外（例如，美国）的安全性信息分享给中国。

2.数据类型

使用药品并发生不良反应患者的个人生理状况信息（例如，身高、体重、既往药品不良反应、过敏史、病史）；用药记录（例如，用法用量、用药时间、治疗适应症等）；不良反应信息（例如，不良反应事件、相关实验室检查信息等）。上述数据可能属于《行政命令》规制的敏感个人数据范畴。

3.影响评估

与《行政命令》对临床试验场景的影响相同，当药物警戒所收集的数据量大于法定的阈值要求时，才有可能落入《行政命令》规制范畴。当然，药物警戒场景的特殊性在于跨国药企所建立的全球药物警戒体系会通过信息系统对药品不良反应展开持续性收集。未来如何认定数据收集数

量，尚需根据后续出台的实施细则进一步判定。

（三）药械上市后销售场景

跨国药企在美国运营期间可能产生和收集的数据包括：录入在CRM系统中的HCP个人信息；药械销售的经营数据；电子病历、电子处方、购药记录等信息；适应症地域分布信息、专病数据库；罕见病（慢性病）患者数据、人类遗传资源信息；医保信息、医保或商保中的患者个人信息等。上述数据可能包含《行政命令》规制的敏感个人数据类别。

一方面，需要根据美国司法部等部门后续出台的敏感个人数据判定规则进一步厘清药械经营环节是否涉及获取受规制数据；另一方面，仅当所收集的数据量大于法定的阈值要求时，才有可能落入《行政命令》规制范畴。

（四）真实世界研究中的数据交易场景

RWS场景中为了收集海量的相关健康数据集，可能涉及从CRO公司或数据经纪商那里购买美国患者的电子健康记录（EHR）数据并跨境传输至境内的RWD平

3.《药物警戒质量管理规范》第三十八条规定，对于境内外均上市的药品，持有人应当收集在境外发生的疑似药品不良反应信息。第五十一条规定，境外发生的严重不良反应，持有人应当按照个例药品不良反应报告的要求提交。因药品不良反应原因被境外药品监督管理部门要求暂停销售、使用或撤市的，持有人应当在获知相关信息后24小时内报告国家药品监督管理部门和药品不良反应监测机构。

台，其中包括病人的医疗记录、治疗历史、检验结果等。上述数据可能包含《行政命令》规制的敏感个人数据类别。RWD场景中的敏感个人数据集的交易行为落入《行政命令》规制范畴的可能性较大，因为其交易的数据数量可能会超过阈值规则规定的量级。

（五）其他场景

在美国使用具有联网或存储功能的医疗器械场景，例如，使用可穿戴式设备等健康传感器收集美国被采集者的监测诊疗数据（血氧饱和度、血压、血糖心率、睡眠）或是行为情绪数据（跑步距离、行走轨迹、步数、消耗能量、锻炼时长）；影像系统可能收集美国患者的影像和影像诊断报告；检验系统可能收集美国患者的检验检查报告和检验结果。**人工智能医疗器械软件研发场景**，例如，人工智能医疗器械软件持续学习真实世界中海量的美国患者个人健康数据来完善功能、改进性能并增强适应性。上述场景中，一旦收集的数据数量超过阈值规则规定的量级，则交易

行为落入《行政命令》规制范畴的可能性较大。

003>中国数据跨境传输监管政策新发展

中央财办有关负责同志详解2023年中央经济工作会议精神时明确提出，要积极回应外资企业诉求，认真解决数据跨境流动问题。2023年9月28日国家互联网信息办公室发布了《规范和促进数据跨境流动规定（征求意见稿）》，其中第7条规定，“自由贸易试验区可自行制定本自贸区需要纳入数据出境安全评估、个人信息出境标准合同、个人信息保护认证管理范围的数据清单（“负面清单”），报经省级网络安全和信息化委员会批准后，报国家网信部门备案。负面清单外数据出境，可以不申报数据出境安全评估、订立个人信息出境标准合同、通过个人信息保护认证。”

随后，上海自贸区⁴以及临港新片区⁵均陆续释放对不同类型数据跨境传输实施灵活监管的信号。据了解，对于隶属于临港新片区的生物医药企业而言，如果涉及临床试验或药物警戒数据出境，可以一事一议具体与网信部门沟通，如果经主管部门判断属于一般数据的，备案后就可以自由流动。

4.2023年12月7日，国务院印发了《全面对接国际高标准经贸规则推进中国（上海）自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案》的通知（国发〔2023〕23号），提出要在上海自贸区“率先实施高标准数字贸易规则”，进一步明确“企业和个人因业务需要确需向境外提供数据，且符合国家数据跨境传输安全管理要求的，可以向境外提供。”

5.2024年2月8日起试行的《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区数据跨境流动分类分级管理办法（试行）》规定，在确保国家安全、公共利益和个人隐私的前提下，临港新片区管委会负责制定一般数据清单。数据处理者对在一般数据清单内的数据，可向临港新片区管委会申请登记备案，并在满足相关管理要求下自由流动。

004>生物医药行业数据跨境传输合规应对

我们在与跨国生物医药公司合作时总能感受到MNC对于限制数据跨境自由流动规则的普遍担忧，因为数据和信息的跨境交换是医药行业生存发展的基石。限制数据流动将给跨国医药公司的统一管理、全球运营带来障碍，也威胁到药物创新领域正常的国际合作。当前，中美两国纷纷瞄准数据安全和隐私保护，监管法律日趋复杂多变，对跨国业务的正常开展造成冲击。

我们建议跨国生物医药公司、中国药械出海企业及早部署合规应对措施，在风险预防上打好“提前量”，实现“拥抱监管”的积极效果。例如，尽快判断跨境往来是否涉及访问美国个人敏感数据或美国政府相关数据，是否可以归入中国法规下拟豁免前置审批、备案或认证程序的数据清单。在合规律师的协助下持续与网信部门沟通数据出境程序。与此同时，提早开展个人信息保护影响评估，其目的在于论证数据出境必要性，为适用不同法域下数据出境监管的豁免规则提供支撑，并证明已依法采取充分的数据安全保障措施，从而应对政府部门的事前事中事后监管。

(李菡对本文亦有贡献)



葛永彬
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3698
GEYONGBIN@ZHONGLUN.COM



董剑平
合伙人
资本市场部
上海办公室
+86 21 6061 3621
DONGJIANPING@ZHONGLUN.COM



中伦公司治理业务

在市场经济的浪潮中,法律是引导企业航行的灯塔,是维护市场秩序的基石。2023年12月29日,十四届全国人大常委会第七次会议通过修订后的《中华人民共和国公司法》(以下简称新《公司法》),自2024年7月1日起施行。此次《公司法》修改贯彻落实党中央在深化国有企业改革、优化营商环境、加强产权保护、促进资本市场健康发展等方面作出的重大决策部署,适应经济社会发展变化的新形势新要求,为完善中国特色现代企业制度提供了坚实法治保障。这一重大法律事件,不仅标志着我国公司法律制度迈入了一个崭新的阶段,也预示着企业治理结构和市场运作模式将迎来深刻变革。

中伦为众多客户提供公司治理的法律服务,服务客户包括财富五百强公司、知名跨国公司、细分行业龙头企业以及行业投资基金,在健康与生命科学、能源与自然资源、金融、通讯与技术、文化娱乐、酒店业、汽车制造、电子商务、快速消费品等诸多行业拥有丰富的公司治理法律服务经验。

CHAPTER

07

**HIGHLIGHTS
INTERPRETATION OF
THE NEW COMPANY LAW**

新《公司法》亮点解读



限期实缴制对股权投资 的影响及应对

作者 / 邱建 王丹

新《公司法》所作的众多修订中，限期实缴制及相关配套措施尤为引人关注。结合过往实践，笔者拟籍本文就该等规定对股权投资的影响予以剖析，并对股权投资者可考虑的应对措施进行探讨¹。

1. 考虑到限期实缴制主要适用于有限责任公司，股份公司系采取实缴资本制，下文如无特别说明，均系针对有限责任公司的情形展开讨论。

001>限期实缴制概要

在2018年《公司法》、司法解释和实践的基础上，新《公司法》引入了限期实缴、催缴失权、加速到期等系列规定，明确和加重相关方责任及违法后果，力图强化资本充实原则及资本维持原则，以遏制近年来认缴注册资本虚高、实缴期限过长等现象。

根据新《公司法》，有限责任公司全体股东均应自公司成立之日起5年内完成其全部认缴出资的缴纳，公司设立后的增资股东亦应自其成为公司股东之日起5年内完成其全部认缴出资的缴纳²；对新《公司法》生效前已设立的公司，如出资期限超过上述期限的，应逐步调整至新《公司法》规定的期限以内³。

为配合上述限期实缴规定的实施，新《公司法》明确和强化了相关违法后果、救济程序和股东责任等，包括：① 股东未按期足额缴纳出资的，除仍应足额缴纳外，还应当对给公司造成的损失承担赔偿责任⁴；② 公司设立时的发起股东对其他发起股东的出资义务承担连带责任⁵；③ 增加股东失权制度，即公司依法催缴后股东仍未实缴的，该股东将面临丧失相关股权的风险⁶；④ 明确转让双方对于标的股权出资的补充、连带责任⁷；⑤ 明确出资加速到期制度，即只要“公司不能清偿到期债务”的，公司和到期债务的债权人均有权要求有关股东加速出资⁸。除明确和强化上述股

东责任外，新《公司法》也加重、细化了董事的相关义务与责任，包括董事对董事会催缴不力的个人赔偿责任、对抽逃出资的防范义务及赔偿责任、违法减资的赔偿责任、清算义务及相关赔偿责任等。

002>投资人的应对措施

1. 尽职调查

在股权投资的尽职调查中，对被投公司注册资本的出资方式、出资期限、实缴情况、其他股东的出资能力等应重点核查，并特别关注以知识产权、其他无形资产等非货币形式出资的情况。相应地，投资人需评估是否要求被投公司在其投资交割前通过减资、股权调整等方式消除后续风险（尤其是原有股东未实缴部分出资明显超出其实缴能力的情形），以及采取何种具体的交易机制（详见下文第2点之讨论）。

2. 交易架构设计

（1）是否作为发起人参与创业公司的设立？

创业者创立公司时，一般资金都不充裕，且往往以实物、无形资产等非货币形

2. 参见新《公司法》第四十七条、第二百二十八条。

3. 参见新《公司法》第二百六十六条。

4. 参见新《公司法》第四十九条。

5. 参见新《公司法》第五十条。

6. 参见新《公司法》第五十二条。

7. 参见新《公司法》第八十八条。

8. 参见新《公司法》第五十四条。

式出资。若投资人与创业者共同设立公司，将不得不直面新《公司法》下发起股东的连带出资责任问题。另一方面，新《公司法》未直接要求增资股东对公司原有股东的出资不足承担连带责任（不考虑新《公司法》第五十二条的失权后连带责任的情形）。因此，如非商业必要或风险确实可控，投资人可优先选择在公司设立后以增资的方式投资。

（2）股权转让、受让的风险

根据新《公司法》第八十八条，我们理解：未届出资期限的非瑕疵出资股权转让时，受让方是出资义务的首要承担者，而转让方则对受让方未按期出资承担补充责任；已届出资期限、但未出资或出资不实的瑕疵出资股权转让时，转让方和受让方在出资不足范围内承担连带责任，但受让方对上述瑕疵情况不知情且不应知情的除外。

因此，受制于交易地位和商业安排等因素，如投资人拟受让未实缴的股权，可要求转让方在交割前实缴出资、或在转让对价中扣除未实缴出资金额并由投资人在交割后实缴；若拟受让的股权出资不实，投资人可要求转让方在交割前采用现金置换或其他补救措施，或在转让对价中扣除相关金额并由投资人在交割后以现金置换。

3.交易条款设计

（1）分期付款机制的优化

考虑到新《公司法》强化了投资人的

出资义务加速到期制度，投资人应优化分期付款机制，以免“被迫”出资。例如，因为投资人一般系溢价投资，可否争取将首期投资款定性为优先对认缴注册资本的实缴、在注册资本完全缴纳后再用于增加被投公司的资本公积？又或者，将分期付款机制调整为分期交割机制，即后续付款系认购公司新增注册资本，将其性质明确为纯粹的认股权（当然此时还应考虑股比、公司治理等影响）？

（2）交割机制与实缴出资的拟合

实践中，为对抗善意第三人的目的，投资人往往在实践中要求将工商变更作为其支付投资款的先决条件。但是，考虑到新《公司法》的出资义务加速到期以及股东失权制度，一旦增资或股权转让完成工商登记，则投资人可能面临依投资协议无需付款、但依法需“被迫”出资的风险。对此，笔者注意到：2018年《公司法》规定，“记载于股东名册的股东，可以依股东名册主张行使股东权利”；新《公司法》在此基础上又进一步明确“股权转让的，受让人自记载于股东名册时起可以向公司主张行使股东权利”。因此，不论是投资人通过增资获得的新增注册资本，还是通过股权转让获得的既有注册资本，股东名册均可被视为设权性登记，进而对于确定股东资格、主张股东权利等具有关键作用。综合评估和平衡上述风险，投资人不妨在新《公司法》下考虑以下优化措施：①结合现有股东的实缴情况，将该等股东完成实

缴出资义务或者调整认缴出资额度作为交割先决条件之一；② 交割当天要求被投公司同步出具符合新《公司法》要求的股东名册；③ 要求被投公司在本轮投资款全部到位后再启动工商变更流程。

（3）员工持股平台

被投公司通常以有限合伙等持股平台为其员工提供股权激励，且在其上市计划明确前不让员工行权，因此该等持股平台往往也迟迟未完成对被投公司的注册资本实缴。考虑到新《公司法》的限期实缴制及可能的连带出资责任，投资人应检视持股平台对被投公司的出资情况及未实缴的实际风险，并相应地要求被投公司提前安排持股平台实缴、或调整持股平台对公司的出资机制等。

（4）股东失权机制

根据新《公司法》，若某股东失权后，公司未在六个月内转让或者注销丧失的股权（考虑到注销丧失的股权可能被定性为“非同比例减资”，进而需要失权股东的同意，注销存在一定的风险），其他股东将按出资比例缴纳“相应出资”⁹。因此，投资人应考虑该情形下“被迫”出资的防范措施，比如：① 要求参与被投公司融资的投资人全部缴纳出资后，被投公司方能进行工商变更；② 约定经投资人和全体股东事先认可的催缴制度，为后续可能发生失权、协商解决方案时预留一定的灵活性；③ 针对失权的董事会决议，提前约定董事会召开程序、法定出席人数、表决比例等

事项，并视情况增加投资人董事（如有）对此的一票否决权；④ 在股东协议中明确失权股东有义务配合相应的转让或减资流程，并在股东协议及公司章程中明确约定届时的定向减资安排，全体股东提前同意失权股权到期未转让自动同意注销；⑤ 若六个月内仍未转让或者注销失权股权的，投资人有权要求创始人受让该等失权股权并履行相应的实缴出资义务，并确保投资人不因此蒙受损失。

（5）违约赔偿责任

新《公司法》删除了未按期出资股东向已按期足额缴纳出资的股东承担责任的规定。因此，投资人有必要在投资协议（尤其是股东协议）中增加相关的违约赔偿条款，例如：① 结合陈述保证条款和披露情况，考虑将创始人、员工持股平台未按时足额实缴作为特殊赔偿事项，设置违约金或迟延履行金等具体的违约责任，并要求被投公司、创始人及/或员工持股平台对投资人及其董事因此遭受的损失承担连带赔偿责任；② 若投资人因公司其他股东出资瑕疵而承担任何赔偿责任的，出资瑕疵的股东、被投公司及/或创始团队应对投资人及其董事承担连带赔偿责任。

（6）回购权

为降低因其他股东未实缴而使投资人

⁹需要指出的是，“相应出资”是仅针对失权股东未实缴的“注册资本”，还是也包括相应的溢价部分，这一点尚不明确。

遭受损失的风险，投资人可考虑在交易文件中约定，若被投公司其他股东因未完成实缴义务导致投资人损失或需承接失权股权的，投资人有权启动回购或采取其他救济程序。

另一方面，新《公司法》明确规定“定向减资”仅得在法律另有规定或有限公司全体股东另有约定时可行，而“回购权”针对被投公司而言实质上是一种定向减资。因此，投资人有必要要求在全体股东签署的股东协议中约定其回购安排，并尽可能在章程中也做类似规定（特别包括对应的减资安排和程序等），并慎重评估仅与公司和/或创始人签署有关回购安排的风险。

（7）投资人董事

新《公司法》实质性扩张了公司董事的义务和责任，特别是针对公司资本充实和资本维持的有关义务。因此，投资人需要审慎考虑是否继续向被投公司委派董事的策略：

① 若投资人不委派董事，其可考虑委派不承担董事义务/责任的董事会观察员（并以协议/章程方式保障观察员的知情权、参会权、建议权等）、将保护性机制（一票否决权机制）从董事会提升至股东会等组合替代方案，从而一方面可以避免承担董事义务/责任的风险、另一方面又至少可以部分实现投资人董事的目的。

② 若投资人决定继续委派董事，则应制定和实施相应的风控措施，例如：在交易文件中尽可能地限缩投资人董事的责任/

义务范围（比如投资人董事不参与日常经营管理、投资人董事不作为清算组成员、投资人董事不对特定事项负有责任等），并约定免责条款、赔偿条款等（可考虑参照境外融资惯例，由被投公司与董事签订董事补偿协议）；要求被投公司为投资人董事购买董事责任保险；提醒投资人董事勤勉尽责，并妥为留存有关证据、记录。

4.投后管理

新《公司法》的上述制度不仅适用于投资过程，还贯穿投后管理的全流程。从风控出发，投资人需持续关注被投公司的注册资本增加和实缴情况，并在商业可行的情况下建议被投公司设置合理较低的注册资本¹⁰。如被投公司确有必要增加注册资本，尤其是以资本公积转增注册资本的形式进行增资时，投资人应特别关注资本公积转增注册资本的程序完整性（包括完备的内部决策程序、验资程序、以及必要的公示程序），以免承担额外的出资义务。

此外，考虑到新《公司法》溯及既往的可能性，投资人亦有必要检视既往项目，以确保上述问题均得到足够关注，并在必要可行时予以解决（比如利用被投公司后续融资时修改协议的机会）。

¹⁰当然，我们注意到，实践中，不少公司被迫设置较高的注册资本额。例如，因为某些大型公司对其合作伙伴的注册资本有最低要求，在投标条件上设置注册资本金的门槛，一些公司不得不设置对应的注册资本金额。

5.投资主体的选择

在上述所有风控措施之外，有鉴于新《公司法》限期实缴制带来整体责任的加重以及实操中的不确定性，投资人还应慎重选择其投资主体，例如：对于自然人投资者，是否以个人身份进行股权投资；还是应选择有限责任公司、有限合伙等作为投资主体，以根本性地隔离风险？对于私募基金等机构，在进行风险较高的投资时，是否应在合规可行的情况下设立一层特殊目的实体来隔离风险，避免因某一个高风险项目影响到基金的其他投资项目？当然，在具体项目中，是否采用前述架构设计亦需综合考虑运营成本、税务负担、商务安排等诸多因素。

003>结语

综上，新《公司法》下的限期实缴制对股权投资带来了不少实质性的变化和挑战。投资人有必要根据新《公司法》确立的新制度，探索和建立一套实践可行、风险可控的风控体系和应对措施，以切实防范有关风险。



邱建
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2092
QIUJIAN@ZHONGLUN.COM



新《公司法》实施后公司生存指南系列之 ——董监高信义义务深度解析

作 者 / 孙彬彬 邢昊然 谭书卿

2023年是我国《公司法》颁布的第30个年头，进入“而立之年”的公司法也迎来了第一次全面的修订。本次修订中的一大重点即在于对公司“董监高”制度的完善，涉及条款达数十条，其中既包括“形”的层面，诸如董监高任职资格、董事会人数、审计委员会、基本表决规则、监事会设置、辞任规则等；也包括“实”的层面，即董监高承担的信义义务和责任方面的修订。本文中笔者将对于本次《公司法》修改关于董监高身份的认定、董监高的信义义务以及违反信义义务所承担的法律责任三个方面进行具体解析。

001>董监高身份的认定

从任职资格的角度而言，新《公司法》第178条对董监高的任职资格做了进一步细化，将“被宣告缓刑的，自缓刑考验期满之日起未逾二年”、“对公司企业责令关闭负有个人责任，自该公司、企业被责令关闭之日起未逾三年”、“个人因所负数额较大债务到期未清偿被人民法院列为失信被执行人”作为不得担任公司董监高的情形。

但我们认为，本次《公司法》在董监高身份方面的核心变化，在于从“泛登记中心主义”的“形式化”认定规则，转为采取“兼顾实质”的认定精神，其中尤为值得重点讨论的问题在于：1.在董监高责任全面强化的大背景下，董事、监事、高级管理人员是否存在进一步类型化、进而区分设置权利义务的空间？2.新《公司法》引入的“事实董事”和“影子董事、影子高管”制度具体如何适用？

（一）董监高的类型化

新《公司法》取消了“执行董事”的概念，而其第10条规定公司法定代表人可由“代表公司执行公司事务的董事或者经理担任”；同时值得注意的是第51（出资核查）、53（抽逃出资责任）、211（违法利润分配）、226（违法减资）等条款中均提到“负有责任的董事、监事、高级管理人员，另外《公司法》还存在“职工董事”

“内部董事/外部董事”“独立董事”等类型化的规定。由此将引发一系列疑问：**在本次《公司法》大幅强化董监高信义义务的情况下，“执行公司事务”与“非执行公司事务”的董监高，区别在哪？对于法律规定的“资本维持”、“清算”等信义义务，是否将普遍适用于全体董监高？公司是否可以在董事、监事、高管内部再进行具体职责的划分？**

可以预见该问题后续将在司法实务中引发较大争议，如职工董事，通常认为其核心定位在于代表和反映职工利益；再如外部董事，往往基于个别投资人的委派和自身特定专业能力而担任董事，更多的起到监督作用。若认为此类主体承担与其他董监高相同的信义义务，将产生广泛性的影响。

以私募资产管理计划投资为例，目前较为普遍的资管计划股权投资交易结构中往往包括向目标公司委派董事、监事和财务负责人等高级管理人员，进行公司公章、证照、账户等的共管，并嵌入在目标公司的重大决策、重要资金划付等表决和审批流程上，在目标公司、原控股股东、管理层违反相关投资协议约定的情况下，可采取追究相关责任方违约责任、启动投资退出程序等方式进行救济。该等委派人员的作用在于监督目标公司管理层的工作，维护其所代表的投资人的利益，具有显著的“外部董监高”特征，且基于此类资管机构的性质，其委派至目标公司的人员往往

同时兼任多家被投企业的“董监高”身份，对单一被投企业实际经营的参与和了解情况较为有限。本次《公司法》修订后，若此类董监高被认为在出资缴纳、抽逃出资、分红、减资等方面承担与其他董监高相同的信义义务，则将显然扩大此类人员的执业风险，并可能影响资管计划未来的整体投资架构安排。

上述问题有待通过司法解释和相关案例加以明确，我们倾向于认为，新《公司法》既规定了“执行事务的董事”“内部/外部董事”“负有责任的董监高”“董事会下设审计委员会”等概念，则理论上应允许公司基于意思自治，通过公司章程等形式，对于董监高的职责进行一定程度的区分和细化。《公司法》修订对于董事、监事、高级管理人员信义义务的强化，核心更多的在于“责任明确”，而非责任的“固化”“泛化”，否则容易出现矫枉过正的情况。

当然，董监高的分类和分工问题关系到公司、股东、债权人的利益平衡问题，一方面，原则上此类分工应通过公司章程、全体股东签署相关协议等方式加以明确，若相关安排没有公示，则不能对抗善意第三人。另一方面，分工分类的前提应是《公司法》规定的属于董事、监事、高级管理人员法定职责，均有明确的责任主体，而不能出现“分而不明”，甚至完全排除法定职责的情况。

从投资人角度，在未有进一步明确司法解释之前，对于上述董监高委派风险要

予以重点关注，采取相关降低委派人员履职风险的措施，例如：

1.明确约定委派人员职责、强化相关免责条款，并争取能够直接在公司章程中予以体现。

2.根据被投标的实际情况，更灵活地设置交易结构和管理层级，例如在被投企业上增设spv公司，将交易结构中的部分企业形式调整为合伙企业（合伙企业法暂未修改）等。

3.要求公司根据《公司法》新增的董事责任保险制度（后续可能会进一步发展出监事、高管责任保险），为董事投保，以降低后续责任风险。

4.谨慎委派经理、财务负责人等核心高管人员，委派人员更为审慎地对待履职工作，如发现股东、其他董监高存在违法情况的，应及时要求其纠正违法行为承担相应责任。

（二）“事实董事”“影子董事”“影子高管”的具体认定和适用

针对目前诸多公司存在的“一股独大”“只手遮天”情况，为了制约大股东、实控人利用自身股权和控制权，侵犯公司和其他主体合法权益，本次《公司法》引入“事实董事”“影子董事”“影子高管”制度。其中第180条规定若公司控股股东、实际控制人虽不担任公司董事但实际执行公司事务的，应视为公司董事并承担相应忠实勤勉义务，即所谓“事实董事”。《公司法》第

192条规定若公司的控股股东、实际控制人指示董事、高级管理人员从事损害公司或者股东利益的行为的，与该董事、高级管理人员承担连带责任，即所谓“影子董事”“影子高管”。

比较上述两条规定，“事实董事”与“影子董事”“影子高管”具有一定关联性，并可能发生竞合。但比较而言，“事实董事”的认定更侧重于“身份”，即若认定控股股东、实际控制人为“事实董事”，则其应承担《公司法》关于董事的全部忠实勤勉责任；“影子董事”“影子高管”则更侧重于“行为”，更强调在某一具体的侵权行为中，该控股股东、实际控制人是否采取了指令董事、高管损害公司或股东利益的行为。

由此，需要深度讨论的问题是：1.如何认定事实董事所谓“实际执行公司事务”？2.控制行为或指令行为是否要与争议事项有关？3.对于“事实董事”“影子董事”“影子高管”的认定是持续性的还是个案性的？

关于事实董事的认定问题，我们倾向于认为控股股东、实控人基于其自身持有的股权情况，拥有对公司决策的更大话语权，这本身无可厚非。事实董事制度更多的关注该控股股东、实际控制人是否“越俎代庖”，对公司管理决策进行了“不当干预”。因此，若控股股东仅依照公司章程职权通过股东会层面基于大股东身份进行“控制行为”，即使该控制存在侵犯公司利益、侵犯其他股东利益的情况，原则上也应该通过《公司法》第21条、22条、23条等滥

用股东权利的相关规定加以制约，而不宜直接认定其属于“事实董事”。而在控股股东、实控人的控制行为已经完全打破董事会和股东会的职责边界、直接行使董事或董事会职权的情况下，方可考虑对于事实董事问题的适用。

关于控制行为或指令行为是否要与争议事项有关的问题，我们倾向于认为此时“事实董事”与“影子董事”“影子高管”有所不同。如前所述，“事实董事”侧重于身份认定，因此若基于案件中控股股东对于公司事务的实际执行和控制的情况，最终认定该控股股东、实际控制人为“事实董事”，则其法律后果在于该“事实董事”应承担《公司法》关于董事的全部责任。而对于“影子董事”“影子高管”，其侧重于具体的指令行为，本质上应适用侵权法层面关于共同侵权的相关构成要件规定，因此若控股股东、实际控制人对董事、高管所做的操纵行为与系争侵权事实无关，则当然不能认定该控股股东、实际控制人属于“影子董事”“影子高管”。

关于“事实董事”“影子董事”“影子高管”的认定是持续性还是个案性的问题。我们倾向于认为，控股股东、实际控制人对于公司的管理、控制状态是动态的、流变的，且新《公司法》既然强调了股东会、董事会职权的区分，明确了股东责任和董监高对公司信义义务的区分，则应该以维护该等关系的稳定性为原则，参照对“法人格否认”的司法态度，对于“事实董事”

"影子董事""影子高管"的认定原则上均仅有个案性，即在某个案件中被认定为"事实董事""影子董事""影子高管"并不必然在其他案件中也做此定性。

002>新《公司法》对于董监高信义义务的主要修订

(一) 忠实勤勉义务内涵的完善

忠实勤勉是董事、监事、高级管理人员信义义务的基本原则，相较于2018年版本，本次《公司法》修订的一大突破是明确了忠实勤勉义务的具体内涵，并在类型化层面做出了进一步补充完善。

忠实义务是指董监高应当采取措施避免自身利益与公司利益冲突，不得利用职权牟取不正当利益。忠实义务更多的体现为"消极义务"，即限制董监高"不能做什么"，而关于忠实义务的具体类型，新《公司法》在第181条的列举之外，于第182至184条进一步单列了"关联交易报告""商业机会利用"和"同业竞争"三项忠实义务，并将监事增加为前述义务的责任主体。

本次《公司法》对于勤勉义务的完善具有更为重大的意义。勤勉义务是指执行职务应当为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意，更多的体现为"积极义务"，即董监高"应该为了公司利益做什么"。相较于2018年《公司法》中对于勤勉义务规定的"空泛"，本次《公司法》中诸多董监高信义义务的修订补充均是以勤

勉义务为底层法理基础，且不同于忠实义务在《公司法》第八章的集中规定，勤勉义务则散见于公司法的各个部分，我们认为，本次《公司法》与勤勉义务相关的信义义务类型主要包括：1.董事的催缴出资的义务（第51条）；2.董监高的关于股东抽逃出资的责任义务（第53条）；3.董监高的依法分配利润的义务（第211条）；4.董监高关于违法减资的责任义务（第226条）；5.董事的清算义务（第232条）；6.董监高关于违法提供财务资助的责任义务（第163条）。

值得探讨的是勤勉义务与董监高决策错误的关系问题。

概括而言，董监高的勤勉义务既包括"监督层面的勤勉"，也包括"决策层面的勤勉"。而在发生决策错误、造成公司损失的情况下，对于董监高是否尽到了尽职勤勉义务的判断，我们认为应审慎考量，避免出现将"经营亏损、决策错误"等同于"未尽勤勉义务"的情况。董监高并非全知全能，且风险与收益本就相伴相生，故对于勤勉义务的把握也绝不意味着"不能犯错"，适用过高的标准很可能导致决策的低效和保守，不应通过司法手段过多干预商业层面的决策。

因此，在经营决策层面，我们倾向于对"为公司的最大利益"的认定应保有一定"宽容度"，只要行为人在主观上是善意的，并诚实地认为其决策在行为作出之时是有益于公司的，则一般不宜再对该等决

策是否确实使公司利益实现“最大化”而做过多苛责。例如，公司的董事会会形成决议对外进行融资用于新项目开发，但最终可能因市场变化、融资杠杆拉高等原因导致公司现金流断裂，一般不能仅仅因此后果就倒推认定董事会同意公司融资的决策行为是违反勤勉义务的。而在“尽到管理者通常应有的合理注意义务方面”，我们认为应综合考虑董监高在公司的职权、职责、决策事项的关联度等因素，采取通常理性人的审慎标准，判断行为主体在决策时是否尽到了与之匹配的注意义务。

（二）董事核查出资实缴情况的信义义务

本次《公司法》修改最引发关注和争议的当属“注册资本五年实缴”的规定，而公司法第51条将董事明确作为核查出资情况的义务人，则让各公司董事“如临大敌”。

但事实上，公司董事对于出资实缴情况的核查义务本身并非本次《公司法》首创，早在《公司法司法解释三》中，其第十三条第四款规定：“股东在公司增资时未履行或者未全面履行出资义务，依照本条第一款或者第二款提起诉讼的原告，请求未尽公司法第一百四十七条第一款规定的义务而使出资未缴足的董事、高级管理人员承担相应责任的，人民法院应予支持；董事、高级管理人员承担责任后，可以向被告股东追偿。”而最高院在(2018)最高法民再366号“斯曼特案”中，进一步认为《公司法司法解释三》“上述规定的目的是

赋予董事、高级管理人员对股东增资的监管、督促义务，从而保证股东全面履行出资义务、保障公司资本充实。在公司注册资本认缴制下，公司设立时认缴出资的股东负有的出资义务与公司增资时是相同的，董事、高级管理人员负有的督促股东出资的义务也不应有所差别。”

因此，本次《公司法》修订实际上是《公司法司法解释三》规定的补充，并贯彻了最高院的上述意见，确定无论公司设立还是后续增资，董事均负有督促股东全面及时履行出资义务的职责。

值得深入讨论的是：1.在出资核查的执行上，“董事”“董事会”“公司”之间的关系？部分董事的督促是否可使全体董事免责？2.出资督促具体应在何时做出？3.新任董事是否要对到任之前的股东出资情况进行出资督促？

1.关于“董事”“董事会”“公司”在出资核查问题之间的关系

《公司法》规定，“董事会”应当对股东的情况进行核查，若发现未按期缴纳的情况，应由“公司”向该股东发出书面催缴，未履行该催缴义务的，负有责任的“董事”应当承担赔偿责任。由此，似乎出现了核查主体（董事会）、通知主体（公司）、责任主体（董事）不一致的情况。

另外，如前所述，我们认为《公司法》相关规定目的在于让董事担负起核查出资情况的勤勉义务，似不排斥部分公司基于公司性质、规模、董事构成等具体情况

况，通过公司章程等形式明确在董事会下专设对出资义务承担核查职责的具体机构（例如章程约定审计委员会负责出资核查）或具体董事，不必然要求在此问题上全体董事尽到绝对同等的注意义务。

但在有进一步规定明确前，从董事风险控制的角度，进行出资核查的最标准、稳妥的方案应为董事会全体董事都负有出资核查义务，若发现股东未实缴情况，应上报董事会，由董事会确定宽限期等催缴方案，以董事会名义提请公司向股东发出书面催缴通知。且我们建议董事会应将股东出资的核查情况作为固定议题，定期进行核查、汇报，并反馈和通知各股东。

但实际上，各公司具体情况不同，往往可能出现未出资股东本就是公司董事甚至董事长，董事会无法召开无法形成决议，公司因各种原因不配合签发出资催缴通知的情况。在此情况下，则应允许董事以个人名义向未实缴股东发出催缴函作为履职证明，但此时个别董事的催缴行为仅代表个人的勤勉尽职，并不代表其他董事的催缴义务豁免，故其他董事仍有义务另行单独或联合发出相应催缴通知。

2.关于出资催缴通知的时间

根据《公司法》第51条的规定，董事会“应当”对股东出资情况进行核查，并在发现未足额实缴时，“应当”向股东发出催缴通知。由此两个“应当”可推知，严格来说公司法对于董事的出资核查义务实际包括出资到期前的核查、提示义务和出资到

期后的催缴义务两部分。

值得注意的是出资到期后书面催缴书应何时发出的问题，因理论上股东在出资期届满日未缴足出资的，已经形成了对公司和债权人利益的影响，为尽可能避免董事责任的争议，原则上建议相应催缴动作可在出资届满日的次日完成。

与之形成对比的是，《公司法》第52条关于董事会对股东的失权通知仅规定“可以发出”，并未作为董事的义务，更未限制失权通知的时间。做此规定的原因在于《公司法》已经对于瑕疵出资的后果做出了一系列安排，股东失权仅是其中一种选择，且一旦启动股东失权程序，将会对于其他股东利益甚至公司的继续存续运营都造成较大影响，故是否采取失权动作，应属公司意思自治的范畴。

3.关于董事出资核实义务的责任范围问题

因董事会涉及换届、董事辞职等情况，去职董事应对其在任期间股东出资情况承担核实义务，自不必多言。但新任董事，是否有义务对任职前的股东出资情况进行核查、对于已经发生的出资逾期是否应该再次通知催缴？对此尚有待进一步明确，我们倾向于认为，勤勉义务的内涵决定了某人既选择同意成为公司董事，就应充分勤勉履职维护公司利益，应按照存续股东状态充分核查相应出资情况，对于业已发生的出资逾期情况，即使公司曾发出催缴通知，但鉴于出资逾期情况仍然延

但值得讨论的是，“清算义务人”与“清算组”成员的关系问题。



续，且未通过股东失权等方式加以制约，说明其对公司利益的侵害状态也仍然持续。出于对公司利益的维护、避免“放任损害延续”的角度而言，新任董事应有义务要求公司或自行向逾期出资股东进行再次催缴。当然，若新任董事并未再次催缴，关于其承担的责任与其他董事是否应有所区别等问题，有待后续在司法实践中进一步明确。

（三）关于董事、监事、高级管理人员对于抽逃出资的责任义务

《公司法》第53条规定了在股东抽逃出资情况下，董监高的责任义务。该条虽与第51条出资核查义务同属在公司资本维持方面的勤勉义务，但实际又有较大区别。

股东出资问题本质上属于“显性”问题，是否出资一般情况下较容易判断，因此对于此类业务的履行，公司法对董事提出“两个应该”的积极核查要求。但出资之后的“抽逃”则显然具有高度隐蔽性，并非全部董监高都有能力发现出资抽逃问题，因此有部分观点将本条理解为董监高负有“防范出资抽逃的义务”，有失妥当。法律不应“强人所难”，我们倾向于认为董监高对于抽逃出资的责任义务并非“积极义务”，可作为参照的是《公司法司法解释三》第14条“股东抽逃出资，公司或者其他股东请求其向公司返还出资本息、协助抽逃出资的其他股东、董事、高级管理人员或者实际控制人对此承担连带责任的，人

民法院应予支持”。

但值得注意的是，《公司法》第53条将《公司法司法解释三》“协助抽逃出资”的表述改为“负有责任”，从尽职勤勉的内涵而言，后续可能意味着除主动协助抽逃出资的“故意”行为外，董监高若对抽逃出资明知或应知，但未采取任何措施，该等“放任”行为亦可能导致信义义务责任的承担。

（四）董事的清算义务（第232-241条）

2018《公司法》对于清算义务人按照公司性质的不同做出了相应区分，有限责任公司的清算组由股东组成，股份有限公司的清算组由董事或者股东大会确定的人员组成。而《民法典》第70条则规定法人的董事、理事等执行机构或者决策机构的成员为清算义务人。本次新《公司法》延续了《民法典》的立法精神，统一将公司清算义务人规定为董事。

但值得讨论的是，“清算义务人”与“清算组”成员的关系问题。根据新《公司法》第232条的规定，董事为公司清算义务人，清算组由董事组成，但是公司章程另有规定或者股东会决议另选他人的除外。由此可知，董事虽为清算义务人，但可能并非清算组的成员，进而可能出现董事基于实际是否成为清算组成员而承担不同义务的情况。

董事在仅作为清算义务人而非清算组成员的情况下，其承担清算义务包括“推动

清算组的成立"和"配合清算工作"两方面。对于前者，新《公司法》第232条明确清算义务人应当在解散事由出现之日起十五日内组成清算组进行清算……清算义务人未及时履行清算义务，给公司或者债权人造成损失的，应当承担赔偿责任。另外结合《公司法司法解释二》第20条，若公司未依法成立清算组清算而直接注销，我们理解债权人此时亦有权向清算义务人主张赔偿责任。而对于"配合清算工作"，则主要指部分公司董事往往掌握公司经营数据、财务数据，应配合向清算组进行汇报和移交。

而在董事同时作为清算组成员的情况下，《公司法》再次强调清算组成员的忠实勤勉义务。其中需特别注意的是，在怠于清算的情况下，原《公司法司法解释二》第7条、第18条第2款仅规定债权人或股东可以请求人民法院启动司法清算，在因相关主体怠于履行义务，导致公司主要财产、账册、重要文件等灭失，无法进行清算的情况下，债权人可以要求其对公司债务承担连带责任。而新《公司法》第238条规定，清算组成员怠于履行清算职责，给公司造成损失的，应当承担赔偿责任；因故意或者重大过失给债权人造成损失的，应当承担赔偿责任。据此，"怠于清算"本身即可构成承担赔偿责任的理由，而不需叠加"主要财产、账册、重要文件等灭失"，且除债权人外，公司亦可要求相关清算组成员承担赔偿责任。

（五）董监高关联交易信义义务

现行公司法对有限责任公司的董监高关联交易问题的限制较少，仅概括性规定"公司的控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员不得利用其关联关系损害公司利益"，更多的限制性规定仅针对上市公司董监高。本次《公司法》对有限责任公司、股份有限公司的董监高关联交易制度上均作出修改，主要涉及三大方面的内容：

第一，关联方的认定范围调整。董事、监事、高级管理人员的近亲属，董事、监事、高级管理人员或者其近亲属直接或者间接控制的企业，以及与董事、监事、高级管理人员有其他关联关系的关联人，都视为关联方。特别是"有其他关联关系"的兜底条款，大幅扩大了关联方的可能范围。

第二，增加关联交易报告义务。根据2018年《公司法》，有限责任公司的董监高在"不利用关联关系损害公司利益"原则下，并无关联交易报告或回避的当然义务。但根据新《公司法》第182条，董监高直接或者间接与本公司订立合同或者进行交易，都应该向董事会或股东会进行报告，并按照公司章程的约定进行表决。另外第183、184条还专门规定了涉及商业机会、同业竞争情况的规则。再结合上文"关联方范围"扩展到"有其他关联关系"的兜底条款，我们认为新《公司法》在关联交易问题上，一定程度可理解要求董监高承担"君子责任"，即只要与公司发生的交易可能涉及与董监高个人相关的利益转移行

为，无论金额大小，相关董事、监事、高级管理人员均应向公司如实披露。否则，其获得的相关收入应归公司所有，即所谓“归入权”。

第三，完善回避表决规则。新《公司法》明确，涉及关联交易、谋取商业机会、同业竞争事项的董事会表决，关联董

事不得参与；出席董事会会议的无关联关系董事人数不足三人的，应当将该事项提交股东会审议。

003>董监高违反信义义务的赔偿责任

新《公司法》董监高赔偿责任的类型化体系

责任类型	条款	责任主体	责任形式
对公司责任	第二十二条 不当关联关系	董、监、高	赔偿责任
	第五十一条 出资核查	董事	赔偿责任
	第五十三条 抽逃出资	董、监、高	连带赔偿责任
	第一百二十四条 股份公司董事会的决议违反法律、行政法规或者公司章程、股东会决议	董事	赔偿责任
	第一百六十三条 不当财务资助	董、监、高	赔偿责任
	第一百八十八条 执行职务违反法律、行政法规或者公司章程	董、监、高	赔偿责任
	第一百九十二条 从事损害公司或者股东利益的行为	(影子)董、高	连带责任
	第二百一十一条 违法分配	董、监、高	赔偿责任
	第二百二十六条 违法减资	董、监、高	赔偿责任
	第二百三十二条 未履行清算义务	董事	赔偿责任
对股东责任	第一百九十条 损害股东利益	董、高	可提起诉讼
	第一百九十二条 从事损害公司或者股东利益的行为	(影子)董、高	连带责任
第三方责任	第一百九十九条 执行职务给他人造成损害	董、高	赔偿责任
	第二百三十二条 未履行清算义务	董事	赔偿责任

支董监高信义义务加重的直接表现在于违反信义义务的赔偿责任扩张。按照责任对象进行类型化区分，董监高的赔偿责任包括对公司责任、对股东责任、对第三方责任三大类。本次《公司法》修订中，除上文已提及的“出资核查”责任等新设责任场景之外，值得深入讨论的赔偿责任问题主要包括：第三人侵权责任中，如何证明董监高存在“故意或重大过失”？对第三人承担的责任的范围是否包括“间接损失”？最后，董监高的赔偿责任形式和范围是什么？

（一）第三人侵权责任中董监高的“故意或重大过失”

有部分观点认为新《公司法》首次确立了董事、高级管理人员的第三人责任制度，笔者认为此观点似乎并不妥当，实际上董监高对第三人承担赔偿责任的规定早已有之。例如《公司法司法解释三》第13、14条分别规定了董事、高管因未尽出资核查义务以及董监高协助抽逃出资对债权人承担的赔偿责任，再如《证券法》第84、85条规定了董监高不履行对投资人的公开承诺以及进行虚假陈述而应承担的赔偿责任等。

新《公司法》第191条的核心突破在于将董事、高级管理人员的第三人赔偿责任“标准化”，即只要董事、高级管理人员因存在主观故意、重大过失而造成他人损害，均应承担赔偿责任。由此也引发了第

三人如何证明该“故意、重大过失”的举证责任问题。

外部第三人往往无从得知董事、高级管理人员在公司的履职情况，由第三人举证董事、高管存在故意或重大过失缺乏可操作性，但若一味“取证责任倒置”，又可能出现第三人滥用诉求，公司董监高不堪其扰的情况。笔者倾向于认为在对“故意、重大过失”的认定上，仍需原告尽到基本的举证义务，即侵权行为的发生与相关董事、高管有关，原告有合理的怀疑认为相关董事、高管存在故意、重大过失，例如原告已举证证明某公司涉嫌侵权的决策行为属于董事会决策范围，或某行为属于财务负责人职责范围，在此基础上再由相关董事、高管“自证清白”。

（二）对第三人赔偿的范围仅包括直接损失，还是亦包括间接损失？

此处所称“直接损失”是指董事、高管的侵权行为直接指向的对象即为第三人，例如虚假陈述案件中董事、高管进行虚假陈述误导投资人，公司董事会决策生产侵犯其他公司知识产权的产品，公司高管决策制作虚假的财务文件骗取金融机构贷款等等。“间接损失”则是指董事、高管的侵权行为直接指向的对象是公司或股东，但侵权后果间接导致第三人的权益受到影响。典型的间接损失情况包括董事、高管严重违反勤勉义务，在未做尽调的情况下进行草率投资并出现巨额亏损；董事通过

关联公司抢走本公司的商业机会；公司经营违规遭受高额罚款等行政处罚等，这些都在一定程度上会影响公司债权人的利益。

那么第三人是否可对于这些“间接损失”向董事、高管主张责任？从第191条的规定本身来看，似乎并未排除此类侵权情况。但笔者倾向于认为，董事、高管对第三人的赔偿责任，应以赔偿直接损失为原则，法律法规明确规定了间接损失为例外。原因在于：

第一，第三人遭受间接损失的原因往往在于其本身对公司享有债权，而在《民法典》已经赋予第三人撤销权、代位权等权利以维护自身权益的情况下，似无必要再创设一个新的侵权责任，否则反而可能使撤销权、代位权规则被架空。第二，若认可遭受间接损失的第三人可向董事、高管主张侵权责任，因间接损失本身的模糊性，可能产生多重间接损失，导致因果关系链条被无限拉长。第三，从权责相匹配的角度而言，巨大的潜在“间接损失”承担可能远超董事、高管的“期待可能性”，且在有多个间接损失第三人的情况下更将产生责任承担的操作障碍，例如某开发商的董事通过定价不公允的关联交易使公司向其关联方支付大笔费用，该公司因现金流不足而项目烂尾，除直接侵权对象即开发商自身外，若认可间接侵权，则意味着开发商的贷款行、施工方以及各个购房人都可以直接向该董事主张侵权赔偿责任，该结果似并非立法初衷，相较而言，笔者认

为更妥善的处理是债权人行使撤销权，撤销该不当关联交易，并将相关资金返还公司本身。

（三）董监高的赔偿责任形式和范围

新《公司法》作出了诸多重要的变革和修正，但若论本次修订的“遗憾”，可能当属对于董监高信义义务赔偿责任缺乏体系化安排，对责任主体细化分类、责任形式、范围等的规定缺位，直接导致董事、监事、高级管理人员的头上仿佛悬了一把“达摩克利斯之剑”。

对于该问题，亟需进一步通过司法解释等方式加以明确。从原则上讲，在本次新《公司法》已经大幅强化董监高信义义务的情况下，若再不对责任的形式和范围加以限制，一概将赔偿等同于“无限连带责任”，很容易导致权责失衡，甚至出现“一失足成千古恨”的情况。相较而言，笔者认为近年来证券虚假陈述案件中对于中介机构责任从“严打”到采取“过责相当”原则，实乃立法和司法技术的进步，并可作为董监高违反信义义务的赔偿责任认定问题的有益借鉴。例如在抽逃出资责任上，既可能存在主导、教唆抽逃行为的董事长，也可能存在怠于监管的监事、发现问题但听之任之的财务负责人，也可能有仅一时疏忽而在审批流程上签字同意的其他董事，对于这些主体，如果完全不考虑其岗位职责、专业知识、主观恶意程度等要素，一律定性为“负有责任的董监高”，并要求各

个主体承担相同的连带责任，实难言“过责相当”。

004>小结

综上，新《公司法》充分体现了立法者要求董事、监事、高级管理人员承担信义义务，在其位谋其政的决心，但也留下了部分规定缺失可能导致的“制度硬着陆”、挫伤经济活跃度的隐忧。当然，现在对新《公司法》做任何定性评价都为时尚早，让我们共同期待本次《公司法》修订开启的“公司法2.0”时代后续如何与我国正面临的经济转型发展新时代进行融合接轨，以最终构建符合中国特色的董监高信义义务制度体系。

(陆薪宇、倪炜辰对本文亦有贡献)



孙彬彬
合伙人
争议解决部
上海办公室
+86 21 6061 3021
SUNBINBIN@ZHONGLUN.COM

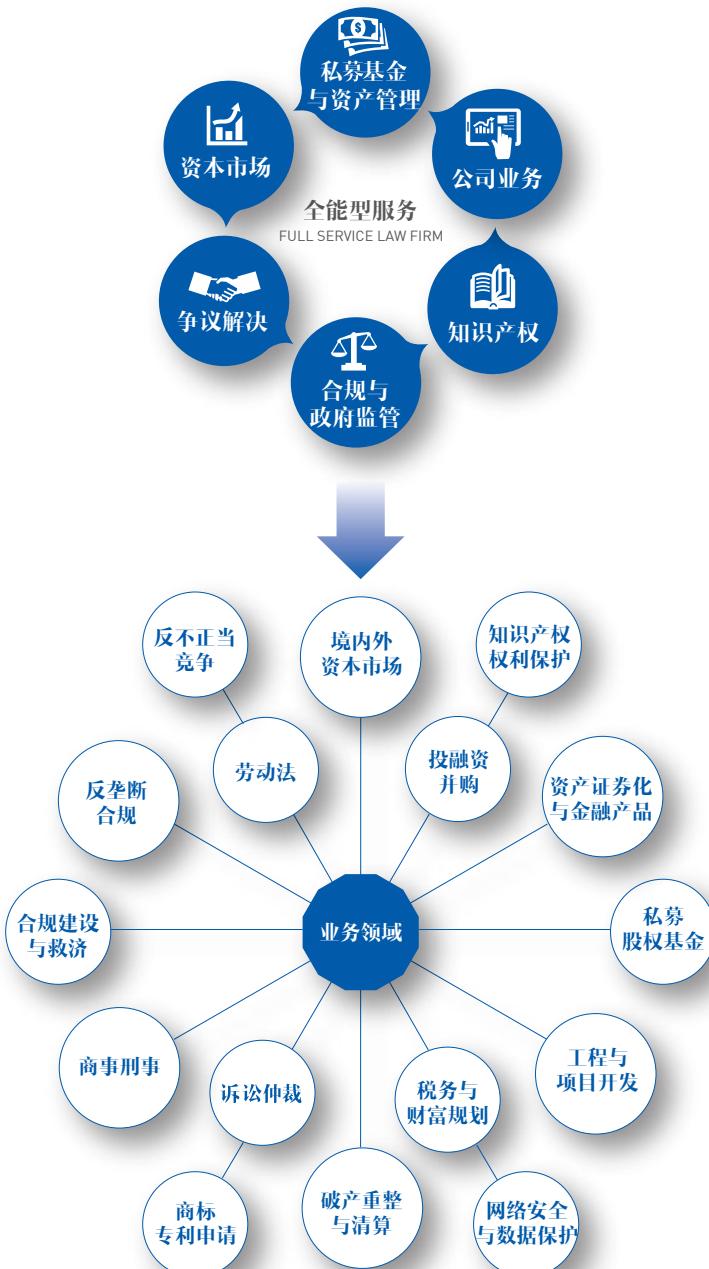


中伦简介

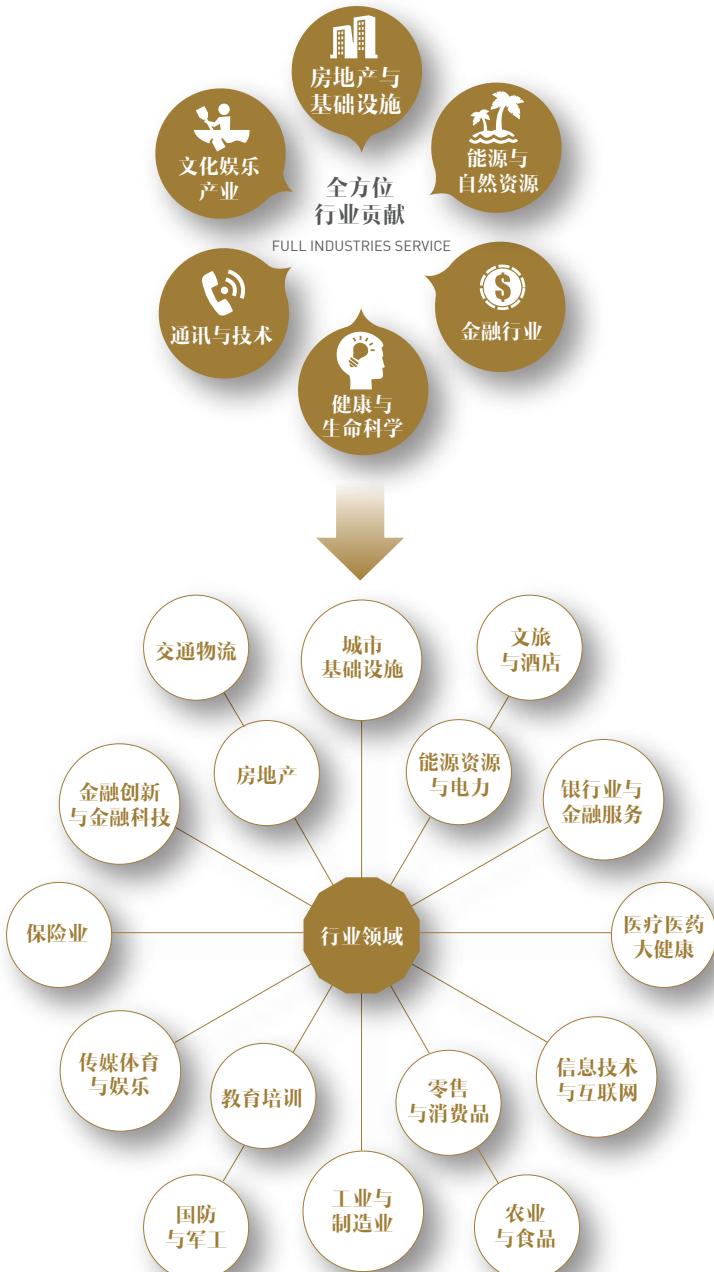
中伦律师事务所创立于1993年，是中国领先的综合性律师事务所。经过数年快速、稳健的发展壮大，中伦已成为中国规模最大的综合性律师事务所之一。如今，中伦拥有包括400余名权益合伙人在内的近2400名专业人士，办公室分布在北京、上海、深圳、广州、武汉、成都、重庆、青岛、杭州、南京、海口、东京、香港、伦敦、纽约、洛杉矶、旧金山及阿拉木图18个城市。中伦律师分别专精于特定的专业领域，通过合理的专业分工和紧密的团队合作，中伦有能力在各个领域为客户提供高质量的中国法律服务。



我们的业务部门



我们的行业布局





2024年度事务所荣誉奖项

钱伯斯 Chambers & Partners



在钱伯斯大中华区指南2024 (Chambers Greater China Region 2024) 中，中伦39个业务领域获得推荐，其中27个业务领域荣列第一级别。

在钱伯斯全球指南2024 (Chambers Global 2024) 中，中伦14个业务领域获得推荐，其中12个业务领域荣列第一级别。

在钱伯斯2024年度大中华区法律大奖 (Chambers Greater China Region Awards 2024)，中伦律师事务所荣获“年度合规中国律师事务所/ China (PRC Firms) Compliance Law Firm of the Year” 奖项。



亚太法律500强 The Legal 500 Asia Pacific

在The Legal 500 2025亚太-大中华区榜单 (The Legal 500 Asia Pacific – Greater China – 2025) 中，中伦33个业务领域/区域荣耀上榜。

在2024 The Legal 500中国法律大奖 (China Awards) 中，中伦荣获“年度房地产与建设工程律师事务所大奖” 和“年度公司并购律师事务所大奖” 大奖。



亚太法律大奖 Asialaw Awards

在2024 asialaw亚太法律大奖 (Asialaw Awards 2024) 中，中伦荣膺“年度中国律师事务所” 以及“年度建设工程律师事务所” 大奖。



2024年度事务所荣誉奖项

Benchmark Litigation

在Benchmark Litigation 2024年度亚太法律大奖 (Benchmark Litigation Asia-Pacific Awards 2024) 中，中伦荣膺“年度中国律师事务所”大奖和“年度建设工程律师事务所”。

商法 China Business Law Journal

在《商法》2024年度卓越律所大奖中，中伦五度荣膺“黄金联盟”大奖，并揽获14个业务/行业领域卓越律所奖项。

亚洲法律杂志 Asian Legal Business

在《亚洲法律杂志》(ALB) 2024中国法律大奖中，中伦律师事务所获得“年度中国律师事务所大奖”“年度资本市场律师事务所大奖 - 本土”“年度诉讼律师事务所大奖”“年度房地产律师事务所大奖”“年度财富管理律师事务所大奖”。

在《亚洲法律杂志》(ALB) 发布的2024 ALB China中国年度雇主榜单中，中伦律师事务所第九度入选。

庭外债务重组
法律实务报告《公司法》修订下
的场景演绎中国企业“出海”之路系列之一
投融资全路径中国企业“出海”之路系列之二
境外工程建设商业秘密：
行业视角与实战策略资本博弈：
对赌、回购与投资人
特殊权利的争议与演进

2023

人工智能2.0：
全景透视AIGC的
法律挑战与合规路径中伦公司控制权争夺研究报告：
法律大模型分析与数据挖掘中伦中国企业跨境贸易
·投资合规文集2.0版中伦网络安全与
数据保护报告2.0版

中伦海外贸易合规指南

2022

中伦见证与展望：
中国证券诉讼二十年文集中伦公募REITs法律文集：
行业研究洞察中伦数字经济下的
平台反垄断合规报告中伦赴港上市：
视野与洞察文集

2021

中伦公司股权激励研究：
NLP数据解析中伦新能源法律文集：
变量中的法则与创新中伦文化娱乐法律文集：
多维合规与趋势发展中伦生态环境文集：
“双碳”目标背景下的
生态环境法律实务中伦人工智能知识产权保护
和数据合规中伦电商法律文集：
新业态下的聚焦与展望中伦中国企业海外投资
·贸易合规报告



中伦网络安全与
数据保护年度报告



中伦新基建法律文集
之互联网数据中心全解读



中伦新基建与数字化转型:
机遇与挑战



中伦“战”疫法律文集

2019

2018



中伦国企央企混改特别报告



大湾区城市发展特别
刊现已发布



中伦区块链法律实务报告2.0



IPO研究：同业竞争观察



九民会议纪要特别报告



中伦区块链法律实务报告

出版物



[中伦三十周年系列文集]
房地产与基础设施：
规则、变革与进阶



[中伦三十周年系列文集]
能源与自然资源：
法律赋能可持续发展



[中伦三十周年系列文集]
金融行业：
合规体系与数字化



[中伦三十周年系列文集]
通讯与技术：
法律驱动产业重构



[中伦三十周年系列文集]
健康与生命科学：
透视多元格局下的法律逻辑



[中伦三十周年系列文集]
文化娱乐教育：
法律思维重塑数字化市场规则



成长突围：
大律师进阶指南



大健康产业2.0：
投融资、IP保护、上市与合规



资本、金融、地产
精选案例集



[中伦二十五周年系列文集]
大健康产业：政策、趋势与法律创新



[中伦二十五周年系列文集]
资本运作：规则、风险与创新



[中伦二十五周年系列文集]
知识产权：技术颠覆背后的法律智慧



[中伦二十五周年系列文集]
城市与发展：政策、法律模式与趋势观察



[中伦二十五周年系列文集]
金融创新：模式与疑难法律问题解析

主 编： 龚乐凡 张炯

编委成员： 刘 森 陈肖瑾
高倾城 王宣言
施振宁
(实习生)

版式设计： 杨哲瀚

本刊为内部交流刊，所刊载的各类形式（包括但不限于文字、图片、图表）作品仅供内部传阅和学术交流之用，不代表中伦律师事务所的观点。文字内容及版式的版权归中伦所有，个人、单位或媒体未经本刊编辑部书面授权，不得使用本刊作品。



中伦研究院出品

WWW.ZHONGLUN.COM