

# NEWSLETTER

中 伦 律 师 事 务 所  
深度观察

 中倫律師事務所  
ZHONG LUN LAW FIRM

简议美股中概股私有化 001 /

期权手册：  
红筹架构下期权相关法律问题 016 /

香港资本市场中的牌照 032 /

危中藏机——  
疫情之下医疗行业海外并购新机遇 056 /

“影游联动”需合法——  
从《拳皇》案看经典游戏“真人改编”如何维权 064 /



# 简议美股中概股私有化

作者：邱建、陶媛园、王丹





近期,随着新冠疫情在全球范围内的大爆发,美国资本市场出现巨幅调整,并曾在一周内数次触发熔断。在这一动荡的大背景下,多家在美上市的中国概念公司(“中概股”)又爆出造假新闻并遭遇做空。4月21日,美国证监会(“SEC”)发布题为“Emerging Market Investments Entail Significant Disclosure, Financial Reporting and Other Risks; Remedies are Limited”的公开声明<sup>1</sup>,直指包括中国在内的新兴市场投资面临严重的信息披露风险、财报风险等,且投资人的救济手段极为有限。这一声明的出台,也一定程度折射出美国近年来政经局势的变化及对华态度的巨大转变——近年来国家安全、出口管制等法规频繁和重度使用,以及在贸易、金融等领域新构建的“铁幕”。另一方面,中国国内资本市场正处在新一轮的制度改革、优化创新的浪潮中——科创板的重磅推出、创业板注册制的酝酿以及新三板精选层等在内的多层次资本市场的迅速发展完善,使新经济公司在国内上市融资的路径更加清晰确定。以上国内外局势的变迁及两相对比,相信会令不少在美国证券交易所上市的中概股公司审视、评估自己未来的资本道路。值此特殊时期,我们拟结合过往经验,对美股中概股私有化的路径选择、行政程序、考量因素等若干重大法律问题进行梳理、总结,以供参考。

## 第一部分\ 私有化路径选择

### (一) 美股上市公司私有化路径分析

美国上市公司私有化,一般系指根据美国 Securities Exchange Act of 1934(“**美国证券法**”)规则13e-3进行的私有化交易,具体形式包括收购方(多为控股股东和/或其关联方)以股份收购、吸收合并、股份重组、出售实质性全部资产等方式收购上市公司并使其退市。惯常的私有化路径包括一步式合并(One-step Merger)、两步式合并(Two-steps Merger)和反向股票分割(Reverse Stock Split)。笔者将在下文中结合

有关案例,对该等私有化路径逐一作简要介绍和分析。

#### 1.私有化路径之一:一步式合并(One-step Merger)

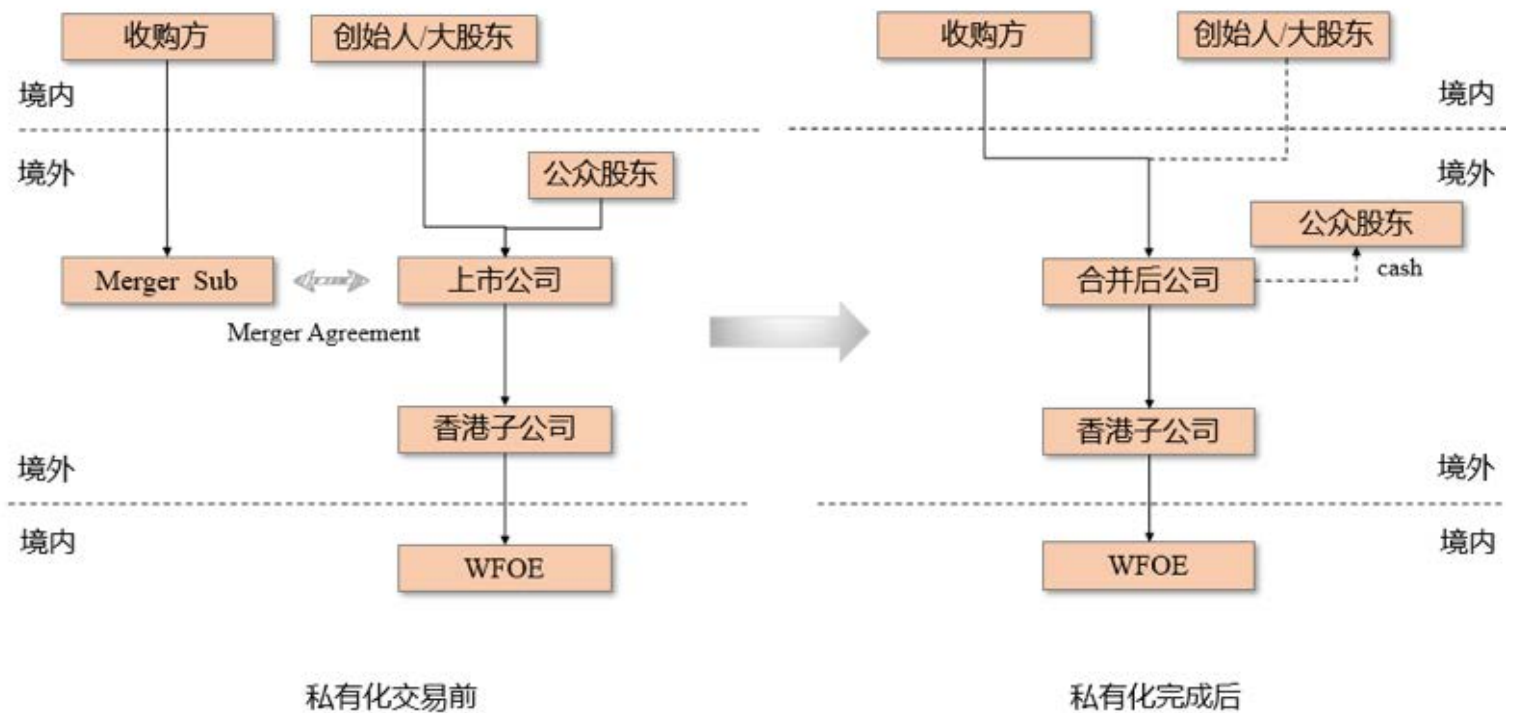
在一步式合并(亦称“长式合并”, Long-form Merger)中,收购方新设子公司(Merger Sub,“合并子公司”),通过与上市公司签署合并协议,并在履行若干程序后将二者合并,使上市公司退市。作为合并的结果,上市公司不再存续,其现有股份将被全部注销,其股东相应地将面临以下几种主动或被动的“选择”:

1. <https://www.sec.gov/news/public-statement/emerging-market-investments-disclosure-reporting>

(1) 从合并子公司收取合并协议约定的现金, 作为注销股份的对价 (这一过程也被形象地称为“挤出” (squeeze out)); (2) 将其所持上市公司股份上翻 (roll over) 到合并子公司层面, 转而成为合并子公司的股东 (能够实施这一选择的上市公司股东多为收购方自己和/或其关联方); 或 (3) 在上市公司召开的股东大会投票反对合并 (且后续亦不撤销), 后续作为异议股东 (dissenting shareholders), 其股份将被注销, 并根据上市公司注册地法律 (如开曼公司法) 要求依照评估的公允价值 (或与公司另行谈判的价格) 获得股份注销对价。具体交易方案如下图所示:

一步式合并在美国证券法体系下的大致程序如下:

- ① 收购方向上市公司发出合并提议;
- ② 上市公司董事会审议合并提议并发布相应公告;
- ③ 董事会在认为合并提议具有足够诚意的情况下, 将成立由非关联董事组成的特别委员会 (该特别委员会亦将聘请财务顾问及律师等专业人士, 以对合并条款及条件进行公平性评估 (fairness analysis));
- ④ 在特别委员会判定该等合并条款系属公平 (包括程序公平及实质公平, 尤其是合并价



格、交割条件、分手费安排等)且符合上市公司股东利益的情况下,将推动上市公司与收购方签订合并协议,并公告披露合并方案、财务顾问评估及股东投票说明(Proxy Statement)等内容;

⑤上市公司将投票说明等公告文件报送SEC审核;

⑥SEC审核通过后,上市公司召开股东大会,按照上市公司注册地法律的规定对于合并方案进行审议和表决;以及

⑦如股东大会批准这一交易,则上市公司将与收购方的合并子公司合并,并完成股份的注销和上翻、支付注销对价等事宜。

我们试以近年的一宗中概股私有化交易(去哪儿)为例,依照其公开信息将其交易步骤



值得特别注意的是,虽然实践中各国公司法对合并事项的表决比例要求一般较高(例如,依据开曼公司法第60条和第233条,如公司章程无其他规定,公司合并需要经出席会议的股东

所持表决权的三分之二以上通过),但在由控股股东组成的收购团发起的一步式合并交易中,由于控股股东并不需要在合并方案的表决中回避,因此合并方案较容易得到股东大会的批准——这与香港市场的私有化交易有较大差别(有关港股私有化的讨论,可参考拙作《简议港股上市公司私有化(上)》)。

此外,在一步式合并中,上市公司在向股东发出召开股东大会的投票说明之前应获得SEC的审核通过。但是,相比于下文讨论的两步式合并和反向股票分割而言,一步式合并的SEC审核流程相对标准清晰、具有相当的确定性。

或许,基于上述原因,一步式合并是实践中运用最为广泛的私有化路径。

## 2. 私有化路径之二: 两步式合并 (Two-step Merger)

两步式合并,为收购方通过“要约收购+合并”两步走的方式完成私有化的方式,具体而

言：

①**要约收购**：收购方向上市公司发出全面收购要约，旨在收购上市公司90%以上的流通股份（或投票权）。当收购方获得90%以上的流通股份（或投票权）后，即可触发下文第二步的简易合并程序；否则，将不得不转而选择上文所述“一步式合并”路径。

②**简易合并**：简易合并系指根据公司注册地法律，若收购方通过要约收购已获得上市公司90%以上的流通股份（或投票权），则无需经过SEC审核（SEC仅在交易的最后阶段审查公司提交的附表13E-3）、亦无需经过股东大会表决，

存在异议，也难以行使一步式合并下的评估议价权。

实践中，刚刚完成私有化退市的某化妆品电商公司即是选择了两步式合并的路径。以公司CEO为首的收购方以20美元/American Depository Share（“**ADS**”，美国存托股票）及2美元/A类普通股的价格向全体股东发出收购要约。该上市公司收购方在要约结束后获得了96.0%的投票权，并相应地进入简易合并程序。截至目前，该公司的私有化步骤及具体时间如下：



收购方即可与上市公司完成合并。届时，上市公司将成为收购方的全资子公司而退市，其原有股份将被注销，小股东将被“挤出”并获得相应的合并对价。同时，因为此种方案下上市公司不需要召开股东大会即可完成合并，小股东即便

### 3. 私有化路径之三：反向股票分割 (Reverse Stock Split)

反向股票分割 (Reverse Stock Split)，也被称为“缩股”模式，即上市公司按一定比例（例如以100:1、1000:1的比例）对已发行股份进行缩



股。缩股后的零股 (Fractional Shares) 将被上市公司回购, 部分股东由此被挤出。作为缩股及挤出的结果, 上市公司登记在册的股东数量将因此降低; 若股东数量降至SEC要求的标准 (300名) 以下, 上市公司即可从交易所摘牌。通过反向股票分割的方式, 可以实现上市公司退市的目的, 但是可能会因部分股东未被挤出而无法使上市公司彻底私有化。

原于纳斯达克上市的某数据开发公司即采用了反向股票分割的方式, 以20,000:1的比例对公司的股份进行缩股。持股不足20,000股的小股东将收到现金对价后不再作为上市公司股东。在缩股之后, 该公司从纳斯达克摘牌且股东数量少于300人, 从而实现退市目的。其具体流程和时间如下:

实践中, 由于反向股票分割因不能彻底“挤出”小股东而难以实现全面收购, 中概股更多地是选取一步式合并或两步式合并作为私有化方案。如上文所述, 一步式合并程序相对确定、直接, 为多数中概股私有化交易所采用; 而两步式合并因在第一步要约收购阶段无需SEC审核, 实践中也有若干公司采用。因此, 若收购方相信其能够获得90%以上的股份 (或投票权), 则可考虑两步式合并完成私有化。但是, 若收购方对能否获得90%以上股份 (或投票权) 并无把握, 则两步式合并的私有化方案所花费的时间相较于一步式合并反而更长。当然, 在选择具体的私有化方式时, 有关交易方还需同时考虑上市公司的股权结构、注册地法律、相关方商业需求等多项因素, 在财务顾问、多管辖地律师、税务师等专业机构的协助下综合考虑、评估选择适合的私有化方案。





## (二) 美国上市公司自愿退市

若一家公司同时在美国和其他国家/地区多地上市,如采用上文所述的私有化方式在美国退市,则因为上述私有化方式的挤出效应,其大概率将无法同时满足上市公司股份分布要求,进而丧失在其他资本市场的上市地位。因此,实践中也有若干在美国和其他国家/地区多地上市的中概股公司不经过私有化交易,选择以直接退市并取消股票登记(“**自愿退市**”)的方式实现其退市目的。

### 1. 自愿退市之概念

按照美国证券法的规定,美国上市公司的董事会可决议批准自愿退市,随后书面通知交

易所并在10日内向SEC提交表格25,从而完成退市。按照上述程序自愿退市的公司的股份可继续以场外方式交易。例如,此前在美国纽约交易所(“**纽交所**”)和香港联合交易所(“**港交所**”)两地上市的某IC芯片制造企业及某能源企业,均采用此种方式从纽交所退市,并继续保持在港交所的上市地位。该等公司在美国退市之后,其在美国发行的存托凭证仍通过场外方式继续交易。

在上述IC芯片制造企业的退市案例中,根据该公司在港交所及纽交所公开披露的信息,其于2019年5月24日通知纽交所其自愿退市的申请,并于2019年6月3日提交了表格25。根据美国证券法,自愿退市并不受制于严苛的股东审



批要求(除非注册地公司法有特殊要求);且通常情况下,除非SEC另行决定,基于表格25的退市在向SEC提交10天后即行生效,股票注册在90天后取消。虽然通过这一方式退市的公司不再在纽交所等交易所上市交易,但其存托凭证转为一级凭证、可继续在美国进行场外交易,且其不再受SEC监管、所需遵守的披露义务亦相应大幅限缩。

## 2. 自愿退市之要点

如上所述,在美国上市的公司可通过较为简便的自愿退市方式实现在交易所退市的目的,并且由于自愿退市本身并不构成收购交易,因此该退市方式的经济成本较为可控,无需支付高额收购对价。但是,作为与私有化交易实质不同的退市方式,自愿退市至少有以下不确定性及风险:

①虽然自愿退市无需受制于SEC或交易所的批准,但SEC有权为衡量退市是否符合美国证券法规定之目的而推迟退市生效时间、亦有权为保护投资者之目的而决定对退市施加额外条件;

②自愿退市完成后,因不涉及收购方对非公众股东所持股份的收购,上市公司将保留众多利益不统一的小股东(包括存托股票或存托凭证持有人)。虽然非关联小股东无权直接要求上市公司或控股股东回购/收购其持有的股份,但其将继续就相应股份享有投票权和分红权

(若有);

③若小股东认为批准自愿退市的决定的董事违反了其信义义务(Fiduciary Duties),则有可能就该董事提起诉讼——特别是若上市公司经董事会决定自愿退市后,短时间内上市公司的控股股东或其他关联方提议以较低价格收购小股东所持股份;以及

④自愿退市后,上市公司股东所持股份虽然可以继续在场外交易,但此时流动性及股价将显著低于在纽交所等交易所交易时的情形。

与上文讨论的私有化交易退市一样,自愿退市也应符合上市公司注册地适用法律之规定及美国证券法。但是,在自愿退市的情形下,上市公司无需像私有化交易一样受规则13e-3的诸多限制,一般亦无需股东大会审议通过(除非公司章程另有规定),且小股东通常并无异议权。相比私有化退市,自愿退市在流程上简单很多、所需时间亦相应较短。对于仅希望实现退市、并不强调清理非关联小股东的上市公司而言,自愿退市无疑具有不小的吸引力。

## (三) 小结

在美国上市的中概股公司面临着美国证券法、注册地公司法等多管辖地法律的监管,在目前的国内外政治经济局势下或可考虑不同的资本道路。从美股私有化并在中国大陆或香港等

资本市场再上市已有较为通畅成熟的模式，也有若干成功案例。中国资本市场的不断改革和完善，也将为私有化的退出路径提供更加清晰确定的保障。当然，私有化及重组再上市的过程中需要解决跨境融资、多管辖地法律监管、国际财税等诸多问题，我们也将后续文章中对有关事宜进行进一步介绍和讨论。

## 第二部分\ 私有化的行政程序及其他考量

2020年5月20日(当地时间)，美国参议院通过了《外国公司担责法案》(Holding Foreign Companies Accountable Act)<sup>2</sup>，其中从审计方面对外国公司身份的发行人提出了严格要求，例如，若外国公司连续三年未能遵守美国上市会计监督委员会的审计要求，将禁止该公司在美国证券交易所上市。此法案表面上看似针对所有非美国企业，实际剑指中国公司，中概股将因此普遍面临不利风险。我们从私有化发起方(以下称为“收购方”)的视角，对中概股私有化所涉及的多法域下需关注的重大法律事项、考量因素以及法律风险等梳理论述，以供读者参考。

### (一) 美国法下的行政程序

#### 1. SEC相关程序

在美国，上市公司私有化或者自愿退市过程受到SEC的监管，主要法律依据包括美国证券法、美国证券交易法以及SEC制定的一系列交易规则。其中，美国证券交易法规则13e-3即为针对上市公司私有化的主要规则——该规则要求上市公司在私有化过程中必须向SEC提交附表13E-3，并向股东披露有关信息。若构成规则13e-3项下的重大错误和遗漏披露，不仅仅是上市公司和收购方，包括其关联方以及间接或直接的实际控制人都可能承担一系列的民事、行政乃至刑事责任。

需要注意的是，虽然私有化交易通常都需要按照规则13e-3的要求进行披露，但是，并非全部私有化交易均须经过SEC审核。在一步式合并中，交易方根据规则向SEC提交附表13E-3(包括作为其附件之一的股东投票说明)后，SEC会对其进行审核，上市公司仅得在通过SEC审核后才能向全体股东寄发收购文件。而在适用简易合并程序的两步式合并中，交易方无需经过SEC的特别审核即可发出全面要约的文件，SEC仅在交易的最后阶段审查公司提交的附表13E-3。

SEC通常会针对上市公司提交的附表13E-3

2. [https://www.kennedy.senate.gov/public/\\_cache/files/0/4/04065c9e-9ae9-482c-952b-3380781545c5/B51AE5FF25469574442B23D689389132.05-20-20-holding-foriegn-companies-accountable-act.pdf](https://www.kennedy.senate.gov/public/_cache/files/0/4/04065c9e-9ae9-482c-952b-3380781545c5/B51AE5FF25469574442B23D689389132.05-20-20-holding-foriegn-companies-accountable-act.pdf)

及其附件等申报文件提出询问。结合过往的概股私有化案例,我们理解SEC通常关注的重点包括:

①**私有化过程中的信息披露:**披露范围一般包括交易的参与各方主体、收购协议、收购股份范围、收购的目的和影响、收购完成后上市公司的业务和运营计划、关于股东大会和私有化的相关问题及解答、特别委员会和董事会的建议、收购条件及程序的公平性、收购对价及资金来源、特别委员会聘请的财务顾问的意见、公司高级管理人员和董事在收购中的利益、收购完成的前提条件、收购协议的终止及费用、税费事项、异议股东的权利等内容。

②**私有化协议条款的公允性:**在私有化条款中,私有化对价的公允性尤为引人关注。特别委员会聘请的财务顾问通常需要就上市公司股东及ADS持有人等收到的对价提议是否“公允”发表相应的意见。例如,以某经济型酒店公司和某光伏能源公司私有化为例,其特别委员会聘请的财务顾问即从财务角度上就私有化对价的公允性向特别委员会发表口头意见,并在附件股东投票说明中披露对私有化对价公允性的书面意见。

③**小股东利益保护:**采用一步式合并进行私有化时,上市公司应在股东投票说明中披露关于股东大会和私有化的相关问题及解答,比

如股东大会内容、如何参与投票等相关事项。此外,上市公司应在股东投票说明中披露异议股东的权利,若上市公司注册地法律允许异议股东享有相应异议权(例如,注册在开曼的上市公司,异议股东有权根据开曼公司法第238条,在对私有化安排提出异议时要求获得其所持股份的公允价格),上市公司应在股东投票说明中披露异议股东行使权利的条件和程序。

④**私有化对价的资金来源:**上市公司应当在附表13E-3附件中披露收购方预估的完成私有化所需的资金金额、及其支付私有化对价的资金来源。如在某经济型酒店公司的私有化案例中,上市公司在公告中披露,上市公司和收购方预估完成收购及相关交易(包括向有关股东、ADS持有人和股权激励对象支付的对价、基于本次收购的费用和支出等)所需的资金总额约为12亿美元,收购方的资金来源为中国工商银行有限公司纽约分行(“工商银行纽约分行”)提供的优先担保定期贷款;且根据债务承诺书,工商银行纽约分行已承诺提供最高12亿美元的优先担保定期贷款以支持收购方完成私有化。

## 2.CFIUS相关程序

2018年8月13日,美国《2018年外国投资风险审查现代化法案》(Foreign Investment Risk Review Modernization Act of 2018) (“**FIRRM法案**”)正式签署通过(并已于2020年2月13



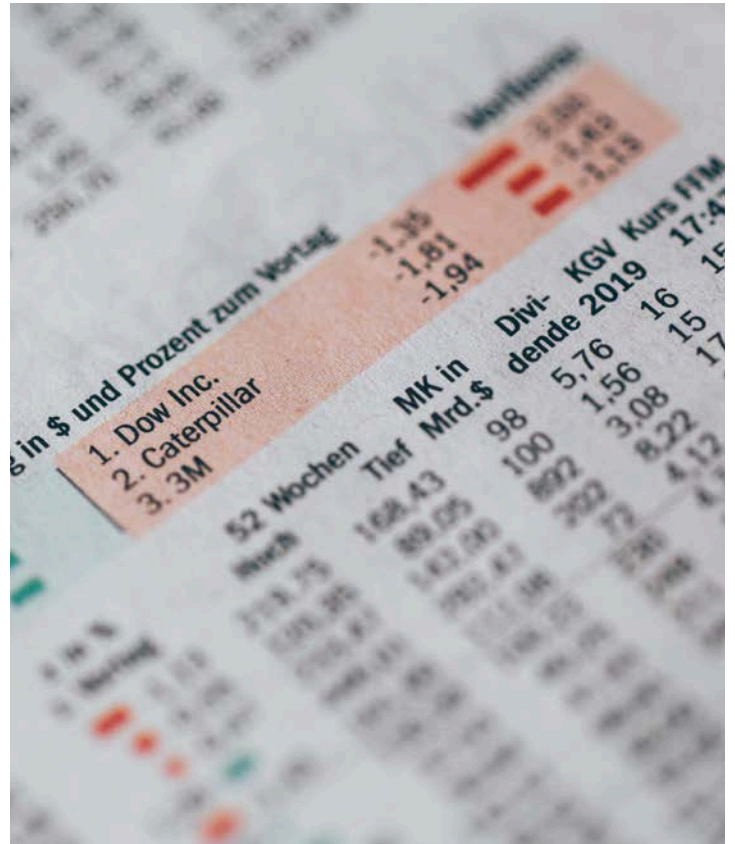
日正式生效)。FIRRMA法案扩大了美国外国投资委员会(“CFIUS”)的管辖范围,使得CFIUS对外商投资享有更为广泛的审查权力。根据FIRRMA法案及其他相关配套规则,如果一项交易导致外资控制美国企业,或者外国人在涉及关键技术、关键基础设施及敏感个人数据领域(即TID领域)的投资(即便是非控股投资)可能会威胁到美国国家安全时,均有可能受到CFIUS的审查。

原则上,交易方可采取自愿申报的方式向CFIUS提交书面文件启动审查程序,CFIUS也可以视情况主动提起审查。不过,2018年FIRRMA法案出台之后,对于涉及TID领域的交易,可能需要遵循CFIUS的强制申报要求,交易方必须至少在交割前45天向CFIUS提交简短的声明或完整的申报书,以启动审查程序。因此,如果一项私有化交易可能构成导致外资控制美国企业,或者流向涉及国家安全的关键领域的,则该私有化交易很大可能需要接受CFIUS的审查。

需要特别指出的是,在中概股私有化实践中,虽然大部分上市公司的设立地并不在美国境内,但由于该等上市公司可能在美国境内设立子公司、或存在其他投资、经营活动等原因,私有化交易同样可能要受制于CFIUS的审查。

### 3. 反垄断相关程序

根据美国《克莱顿反托拉斯法》(the Clay-



ton Antitrust Act) 中第7A条(又称“哈特-斯科特-罗迪诺反垄断改进法”, Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act, “HSR法案”)的规定,当一项交易项下的交易规模和当事人规模满足法定标准时,交易方必须根据美国相关法律向美国司法部反垄断局和联邦贸易委员会(“FTC”)递交申报信息。对于私有化交易,若其交易规模、当事人规模等情况达到法定标准,则有可能需要向美国反垄断执法机构申报该项交易(有关反垄断审查标准以及程序的要点,可参考拙作《团队实务 | 跨境交易中的反垄断申报简析》)。

## (二) 上市公司注册地的法律程序

大部分中概股上市公司的注册地都在开曼群岛等离岸地。以下试以注册在开曼群岛的中概股私有化为例介绍注册地法律问题。总体而言，一步式合并、两步式合并、反向股票分割均为开曼公司法所允许，但在法律程序上又有一定区别：

**(1)一步式合并：**依据开曼公司法，除非公司章程另有规定，公司合并需经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上批准方可通过；并且，合并一旦为股东大会批准，异议股东仅可依据开曼公司法第238条行使评估权，即与公司协商合理价格收购其股份，或协商不成时要求法院评估价格的权利。

**(2)两步式合并：**无需召开股东大会即可完成合并，而异议股东也不再拥有一步式合并项下的评估权。

**(3)反向股票分割：**根据开曼公司法，除非公司章程另有规定，反向股票分割仅需要经出席会议的股东所持表决权的二分之一以上批准即可通过；并且，分割完成后，公司即可依据章程以现金回购零头股。

此外，虽然开曼公司法规定有类似美国部分州法（如特拉华州法律）的法定董事信义义务（Fiduciary Duties），但该信义义务的整体标准低于美国部分州法项下的信义义务标准，实践

中举证责任也可能存在问题。

## (三) 中国法下的行政程序

### 1. 境外投资相关程序

在中概股私有化交易中，若收购方系中国境内实体或其收购资金来源于中国境内，则有关中国主体需要按照中国境外投资法律法规办理相应的境外投资（“ODI”）手续——主要包括发改委部门核准/备案、商务部门核准/备案及外汇管理部门/授权银行的外汇登记。此外，如中国境内实体需要通过在境外举债筹集资金的，还需根据国内相关法律法规及时办理境外举债所需的备案手续（有关ODI等境内行政手续的具体介绍，可参考拙作《简议港股上市公司私有化（下）》）。

### 2. 反垄断相关程序

与前述美国的反垄断审查机制类似，私有化交易亦有可能触发我国境内的反垄断审查机制（即经营者集中申报审查）。在触发经营者集中申报标准的前提下，无论该交易是否涉及中国境内的实体，或者是否发生在中国境内，交易方均需在签署私有化协议后、交易交割前，向国家市场监督管理总局提交相应的经营者集中申报并获得通过。有关境内反垄断审查的手续及要点，我们同样已在《团队实务 | 跨境交易中的反垄断申报简析》进行了相应的梳理与总结，读

者可查阅参考。

值得注意的是,2020年1月2日,国家市场监督管理总局发布了《<反垄断法>修订草案(公开征求意见稿)》(“《**修订草案**》”)。与原有《反垄断法》相比,《修订草案》对未依法进行经营者集中申报的行为拟定了更为严厉的处罚;如若该等草案最终通过并生效,则中国反垄断法的执法威慑力将大为增强。具体而言,根据《修订草案》,对于应依法申报经营者集中而未申报、申报后未经批准即实施集中的,罚款额度拟从原来的最高50万元人民币提高至涉案相关方最高上一年度销售额的百分之十。同时,对于达到申报标准却未申报的经营者集中案件,《修订草案》授权反垄断执法机构可以进行主动调查,对于未经批准却已经实施集中的,反垄断执法机构还可以责令停止实施集中、限期处分股份或者资产、限期转让营业以及采取其他必要救济措施恢复到集中前的状态。

### 3. 中国的其他行政程序

除以上中国行政程序之外,如果收购方具有国资背景,那么其从事境外并购有可能还需履行国有资产相关的评估核准/备案手续以及经济行为批准程序;如果收购方属于A股上市公司,而境外私有化交易构成重大资产重组,收购方还需按照有关证券法规和交易所规则履行重大资产重组的相关程序。

## (四) 若干其他考量因素及风险

### 1. 私有化资金来源及确定性

“兵马未动,粮草先行”。与通常的收购一样,发起针对中概股公司(特别是体量较大的上市公司)私有化的收购方需要事先考虑私有化的资金来源及其确定性。对于私有化标的方的中概股公司而言,其独立委员会在考虑是否接受一份私有化要约时,会将把收购方财团私有化资金的充足性、确定性等(包括其资金来源及构成、支付收购对价是否存在法律和其他障碍等)作为与收购价格同等重要的考量因素。此外,即便中概股公司独立委员会对此不存疑义,SEC也会对之高度关注。

与之相关的,对于私有化交易失败时所需支付的“分手费”,其金额及支付方式等亦是双方谈判的关键事项。如果收购方来自中国境内,标的公司方面还会特别考虑跨境担保和跨境支付等问题。

### 2. 私有化交易条件的设定

私有化交易的条件(特别是私有化对价、交割安排和分手费金额等事项)的设定是能否完成私有化中概股的重要因素。在一步式合并以及两步式合并私有化方案项下,上市公司须组成由非关联董事构成的独立委员会,由该委员会(及财务顾问)从保护非关联股东的角度评估交易条件的公允性。若私有化条件被认定为缺





乏公允性的，则私有化将难以顺利完成。例如，于纽交所上市的某化妆品电商公司在其首次私有化尝试时就曾因私有化交易价格过低引致中小股东抵制而遭遇失败。

### 3. 股东集体诉讼风险

私有化及自愿退市均可能会面临股东集体诉讼的风险，诉讼理由包括但不限于上市公司、董事和高管在私有化过程中违反了对股东的信义义务、私有化估值及对价存在不公平或不适当问题等。股东集体诉讼不仅会拖延交易时间、影响上市公司声誉，也可能会增加交易总体成本，甚至可能导致私有化交易出现重大不确定性。

例如，在某包铜双金属线制造公司的私有化过程中，部分股东对上市公司及其部分董事、高管提起诉讼，认为上市公司及有关董事和高管在私有化交易中违反了对股东的信义义务、私有化对价和估值不公平且不适当，而起因在

于该公司私有化时下调要约价格17%，引发股东不满。最终，该上市公司用了近800天来解决股东集体诉讼问题，导致其私有化进程严重滞后。

### 4. 竞争方阻挠

在私有化过程中，还可能出现竞争方采用恶性竞争方式“狙击”上市公司私有化的情况。例如，在收购方向上市公司提出合并方案后，第三方竞争方有可能通过提高出价的方式，向上市公司提出更有吸引力的合并方案，以狙击收购方意图实现的私有化安排。如果收购方欲继续推进私有化交易或维持自身持股比例（若收购方已为上市公司股东），则不得不提高要约价格实现私有化目的，或者被迫放弃私有化（而有可能会在后续的第三方竞争方主导的私有化过程中被强制挤出）。该等竞争行为除了会对在先收购方的收购进程造成实质不利影响，也会延缓上市公司的私有化进程，甚至会对上市公司外部声誉、正常经营带来负面影响。例如，在部分私有化案例中，上市公司的私有化进程拖延过长，其内部治理、员工聘任、与客户及供应商的关系等方面均遭受不利影响。2019年实现私有化的某私人预防保健服务公司曾经就遭到来自竞争对手某健康体检和医疗服务公司（“竞争方”）的私有化“狙击”，竞争方提出的收购要约价较之于创始人买方团的报价高出23.6%，并先后两次提价，导致私有化过程历经4年，可谓

一波三折，最终在第三方介入后这场“狙击战”才落下帷幕。

## 5. 税务因素

在设计私有化方案时，提前从中国和其他法域的税收角度进行考量尤为必要，特别是在大体量的交易中。在设计交易架构时，建议收购方提前让各中介机构介入，并充分考虑如何在私有化收购、后续重组（尤其是涉及VIE结构拆除、红筹架构回归时）、再上市及出售有关股份等各个环节合理、合法地优化税务成本。需要特别注意的是，对于中概股公司而言，其主要资产和业务位于中国境内，因此非居民所得税等是私有化方案设计以及定价需要考虑的重要问题。

## 6. 退出路径及可能性

私有化往往仅是针对中概股资本运作的一环。收购方多希望在私有化之后能助其登陆A股、港股或以并购等方式退出。因此，在筹划私有化时（包括收购财团的融资方案）应对后续的退出路径和可行性予以高度关注。例如，收购方在私有化中概股之前应充分了解标的公司的资产和业务是否适合在A股上市、是否存在不能上市的硬伤，并对此提前预判和预案。

## 第三部分 结语

资本市场暗潮汹涌，审时度势方为上策。美股市场历经震荡、中概股公司信誉受疑，离开美股回归A股、港股可能成为不少中概股公司需要思考的问题。就完成私有化退市程序而言，虽三条大路殊途同归，但考虑中美行政程序、交易不确定性和风险因素，有关交易各方之决策层还需审慎选择私有化之方式。对于中概股公司而言，完成私有化本身并不意味着结束，A股市场的制度优化和创新也展现着强大的吸引力。从业者在筹划私有化交易之初，如能结合上述各方面因素对公司如愿退市后的发展路径从长计议，相信定能使交易各方得偿所愿，互利共赢。

注：笔者为提供中国法律服务的律师团队。文中涉及的美证券法、开曼公司法等域外法律讨论，仅系笔者根据过往实务经验和对相关域外法律的理解所作，并非针对该等域外法律提供的专业法律建议/意见。



邱建  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2092  
qiujian@zhonglun.com



陶媛园  
非权益合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2165  
taoyuanyuan@zhonglun.com

# 期权手册： 红筹架构下期权相关法律问题

作者：尚浩东、高如枫、胡颖绮、徐宓





采用红筹架构赴海外上市的中国公司,总市值已近万亿美元。与此同时,股权激励计划也作为这些公司合理激励公司员工的创新举措,日渐成为市场主流。诸多拟海外上市企业可以根据自身实际情况选择合适的股权激励方式,包括股份期权、限制性股份、限制性股份单位等,其中,股份期权因为管理方便、灵活度高,已经成为较为普遍适用的主要激励工具。鉴于此,笔者将主要围绕股份期权的机制设计及具体操作,对红筹架构下非上市公司员工期权设计相关的法律问题进行介绍。

## 第一部分\ 境外激励股权的常见种类

### 1. 股份期权 (SHARE OPTION)

公司授予激励对象在未来一定期限内,按照期权计划与股份期权协议约定的行权条件购买公司股份的权利,股票期权是一种选择权,激励对象可以行使该权利,也可以放弃该权利。

### 2. 限制性股份 (RESTRICTED SHARE)

公司直接授予激励对象一定数量的公司股份,激励对象如果未能达到限制性股份协议中约定的工作年限或业绩目标,则相应的限制性股份可被公司回购。

### 3. 限制性股份单位 (RESTRICTED SHARE UNIT, “RSU”)

公司承诺激励对象在满足一定条件(如工

作年限或业绩目标)后,公司有权在将来某个时期向激励对象授予一定数量的股份/股票或者将等额的收益发放给激励对象。

实践中,不同的公司可以根据实际情况选择适用不同(可以选择其中一种,亦可以选择同时适用多种)的激励股权种类:

(1) 股份期权因为管理方便、灵活度高,是较为普遍适用的主要激励工具,适用于各类公司;

(2) 限制性股份同样适用于各类公司,但因为企业需要实际发放并通常将该等股份登记至员工名下,一般适用于向核心高管、创始人的情况;

(3) 限制性股份单位通常适用于即将上市或已上市公司。

我们将上述三种常见的激励股权种类的主要区别总结如下:

	股份期权	限制性股份	限制性股份单位
激励标的	未来可按照既定价格直接购买公司股份的一种期待选择权	权利受到限制的公司股份	满足特定条件后获得一定数量限制性股份单位的权利
取得公司股份的时间	行权日 在授予日时,激励对象并未实际取得公司股份;而仅在被激励对象行权后,被激励对象才成为公司的股东	授予日 在授予日就将公司股份过户给激励对象,但是该等股份受限于公司的回购	公司选择 在授予日激励对象并未实质获得股份,公司一般将股份交由托管人管理(如信托管理人);被激励对象满足特定条件后,员工有权选择是否直接行权持股或选择收益
锁定期权利	因激励对象未实质获得股份,不享有投票表决权、分红等	可以行使除转让、出售外的其他全部股东权利,包括投票表决权 <sup>1</sup> 、分红等	因激励对象未实质获得股份,不享有投票表决权、分红等
行权方式	通常在可行权条件满足且相关被激励对象选择行权后直接将股份发行该等被激励对象	/	通常通过信托方式落实:创始团队转让或公司增发一定的股份作为激励标的,由受托人(Trustee)设立的名义持有人(Nominee)持有该等股份;在满足一定条件后,受托人可指示名义持有人向被激励对象转让公司股份或支付相应的等值现金

## 第二部分\ 境外期权的持股方式

### 1.在开曼层面预留

**具体操作:**在开曼公司层面授权(Authorize)并预留(Reserve)一定数量的普通股作为期权池而非发股(Issue),由公司自行制备管理名册予以记录;

**优势:**对公司而言操作简单、便捷,当股权

激励池变化时直接通过决议变更预留的股份数量即可;无需额外支付费用,较为经济;

**劣势:**对员工而言,行权后无法体现股份,归属感较弱,但鉴于一般在公司上市前绝大多数员工都不会行权(原因是公司还没有上市,基本无套现可能,同时员工也没有足够的境外资金认购),因此该劣势影响不大。

**特别提示:**在此种方案下,由于该部分股份

1.实践中,也可以要求员工签署投票权委托的书面文件,将投票权委托给创始团队行使,以防止股权分散带来的风险。

仅为预留,无法体现在开曼公司的股票证书(Share Certificate,“SC”)和股东名册(Register of Members,“ROM”)上,因此该部分股份无表决权。此时与境内非上市公司的股权激励存在区别,境内非上市公司的股权激励采取设立有限合伙作为持股平台的方式较多,持股平台会在工商层面予以体现,同时一般由创始人担任普通合伙人(“GP”),因而创始人可以通过控制该持股平台的方式进而取得该持股平台在公司层面的表决权,因此在境内非上市公司中,计算创始团队的持股比例时,一般会将员工持股平台的股权比例计入其中。而在境外方案下,期权池无法实际持股,自然也无法一并计算表决权的持股比例。因此,此时需特别提醒公司注意,在计算创始团队的持股比例时需将期权池预留的部分予以剔除,进而得出创造团队实际持有的股份,提前做好股权规划,以免丧失对公司的控制权。

## 2. 设立SPV

**具体操作:**通常在英属维尔京群岛(The British Virgin Islands,“BVI”)设立特殊目的公司(“SPV”)作为员工持股平台,员工行权后在SPV层面持股;

**优势:**员工可以实际拿到股份(虽然是间接的),激励性较强;员工可以通过在境内SPV层面

持股的方式,穿透后办理37号文登记(详见下文第六部分),从而实现外汇自由进出;

**劣势:**对员工而言,设立BVI公司及后续维护需要支付费用,员工办理37号文也需要相应成本;对公司而言,需要帮助员工在境内SPV显名、在境内持股,耗费较多精力,此外,由于员工数量较多、各自的期权成熟期不同,员工实际办理37号文的程序也比较繁杂。

## 3. 创始人代持

**具体操作:**将期权池的股份发行(Issue)给创始人,由创始人与员工签署代持协议;

**优势:**操作简单较为便捷;无需额外支付费用,较为经济;在ROM层面上,创始人可以体现较多的股份;

**劣势:**每当员工行权,均需签署代持协议(或批量签署),后续如员工离职还需签署解除协议等,较为繁琐;后续期权池变化时,均需更新ROM和SC,代理会收取一定费用;同时因为是直接发股给创始人,投资人可能会提出异议。

## 第三部分\ 实施境外期权计划的核心步骤

### 1. 授予

公司根据股权激励计划以及具体的授予名



单与员工签署期权授予协议,约定员工取得期权的价格和条件,包括授予日期、授予数量、行权安排、禁售安排、在激励对象异动情况下的处理等。

## 2.成熟

指员工满足期权授予协议中约定的条件(如服务期限或业绩考核指标等)后,可以按照期权授予协议中确定的价格购买相应数量的激励股权。成熟条件中的服务期限通常的约定为分四年(也有三年或五年的)成熟,第一年成熟20-25%,之后按月或按季度在剩余期限中匀速或加快成熟。

## 3.行权

员工向企业支付行权价款、购买相应数量的公司股份。受限于当前国内外汇管制的原因,员工向境外支付行权价款需要办理37号文登记(详见下文第六部分)。

### 关键时间点的区分:

**(1) Date of Grant:**期权授予日,即签署期权协议的时间;

**(2) Vesting Commencement Date:**成熟起算日,即期权授予的起算时间,一般为入职时间或者公司实际授予员工期权的时间;

Vesting Commencement Date和Date of

Grant的对比:

i. Vesting Commencement Date与Date of Grant并不一定相同,Date of Grant只是一个形式要件,而Vesting Commencement Date才是员工最应关注的,因为这个涉及期权成熟的时间;

ii. 一些情况下,期权授予日和成熟期起算日可能不同,例如:公司与期权授予对象约定了试用期。为了平衡新招聘员工留用的不确定性,尽管期权的授予日为期权授予对象的入职日期,但成熟期起算日可以约定为该期权授予对象试用期满后的转正之日。再如,在公司为了寻求海外上市等目的由境内架构重组外翻为红筹架构时,一般会将境内架构时通过的股权激励计划和与激励对象签署的期权或限制性股份授予协议终止,并在境外重新通过新的股权激励计划并与激励对象签署新的授予协议,此时员工的成熟期起算日可能会在授予日之前,甚至直接一次性授予员工期权或限制性股份。

**(3) Vesting Schedule:**行权时间表,约定了期权授予的时间表,包括一共分几年行使,是按月度、季度还是按年授予。例如,分4年行权,第一年成熟25%,剩下的75%每月成熟相同比例。

**(4) Exercise Date:**对于期权而言,是行权日,即员工按照既定的价格,购买相应数量公司股份的日期(限制性股份不涉及行权安排,限制



性股份单位亦不涉及行权安排,但会有类似的 settlement 的机制);

(5) **Sale Date**: 出售/变现日, 员工将归属的激励股权进行出售、转让的日期。

## 第四部分 境外期权计划的设立与管理

### 1. 股东会/董事会

股东会/董事会负责批准期权池的预留及期

权计划的设立。

#### 关注要点:

(1) 期权池的预留, 包括授予员工的期权数量是多少、是创始团队让与还是增资等方式, 会影响到每个股东的持股比例, 是投资人会重点关注的事项之一, 因此一般是股东会决议事项;

(2) 期权计划的制定和修改, 则可灵活安排: 对于早期企业或股东主体数量较少的公司, 根据公司融资时投资人的要求, 可以考虑将股权激励计划的审批作为 **股东会** 批准的事项; 对

于拟上市企业或股东主体数量较多的企业,考虑到各股东的内部审批/签字流程和往复沟通的时间成本,建议将期权计划的制定和修改调整为**董事会**层面批准的事项。

(3) 无论是放在股东会层面,还是董事会层面,一般而言均受制于优先股股东的一票否决权,即体现在股东协议(Shareholders Agreement)、公司章程(Memorandum and Articles)等文件的保护性条款(Protective Provisions)中。

## 2. 管理人

根据股东会/董事会批准的计划方案和授权,全权办理期权计划的相关执行事宜,如管理激励名册、决定激励对象名单、权益类型、权益数量、行权价格/授予价格等。

## 3. 管理人授权的人士

通常为创始人或创始人指定的其他核心高管,根据管理人的授权负责计划的具体实施。

# 第五部分\ 行权价格的设置

## 1. 企业早期

往往行权价格较低,可能是股票面值或其

他象征性价格。原因在于,企业发展的早期现金压力大、而股本相对充裕,企业可以将激励工具作为现金等价物用于充抵员工报酬/薪资;另一方面,早期公司距离正式的上市准备仍有一段时间,可以忽略因行权价格低而引发的股份支付。

## 2. 中后期

参考前轮估值打折,例如6-8折(公司可以根据实际情况选择适用不同的折扣)。公司越接近上市的时候,行权价格会慢慢越接近优先股价格。如果公司已经在完成B轮或者C轮融资的情况下,将行权价格定的很低且无正当理由的,投资人可能提出异议。

对于具体应当如何参考前轮估值的问题,实践中可能会根据前轮融资完成时间的远近而有不同的参考标准。举例而言,就B轮以后授予期权的情况,可以分两类:第一类,公司刚做完B轮融资,可参照B轮融资的单位价格乘以一个折扣;第二类,公司距离上一次融资已经有一段时间(超过半年),并拟进行新一轮融资,行权价格可以上一轮融资为准(而不打折),如公司并未拟进行新一轮融资,行权价格可以参考净资产。



## 第六部分 员工行权的外汇登记手续

当股权激励的条件得以满足，一旦境内员工着手行权，将会向境外支付上述行权价格，获得境外非上市特殊目的公司的股权，此时构成境内居民个人的境外投资，员工需在行权之前申请办理相关的外汇登记手续。

其中，在上市前和上市后，受限于不同的外汇管制政策：

### 1.上市前:37号文登记

2014年7月4日，国家外汇管理局颁布了《关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（汇发[2014]37号）及相关配套文件（“**37号文**”）规定：境内居民以其合法持有的境内企业资产或权益，或者以其合法持有的境外资产或权益，在境外直接设立或间接控制境外企业（“**特殊目的公司**”）前，应向外汇局申请办理境外投资外汇登记手续。

实操中，仅在SPV方案下存在可以成功办理37号文的可能。此时需要员工在境内境外镜像持股，即：

--员工在境内直接通过员工持股平台即通过持有有限合伙企业财产份额的方式间接持股

内资公司，此时可以穿透当做创始人来处理；

--员工在境外BVI层面设立SPV，通过SPV间接持股开曼公司。

### 2.上市后:7号文登记

对于境内居民参与境外已经上市公司的股权激励计划，国家外汇管理局于2012年2月15日颁布了《关于境内个人参与境外上市公司股权激励计划外汇管理有关问题的通知》（汇发[2012]7号）（“**7号文**”）。

**(1) 代理机构:**7号文规定，参与同一项境外上市公司股权激励计划的个人，应通过所属境内公司集中委托一家境内代理机构（“**境内代理机构**”）统一办理外汇登记有关事项，并应由一家境外受托机构统一负责办理个人行权、购买与出售对应股票或权益以及相应资金划转等事项。境内代理机构应是参与该股权激励计划的一家境内公司或由境内公司依法选定的可办理资产托管业务的其他境内机构，实操中一般会选红筹架构中的外商独资企业作为境内代理机构，即WFOE。

**(2) 资金来源:**个人可以其个人外汇储蓄账户中自有外汇或自有人民币等境内合法资金参与股权激励计划，不得以境外资金参与。此外，  
(i) 以自有外汇资金参与的，银行应凭加盖了境内代理机构公章的股权激励计划外汇登记证明

复印件、个人与境内公司雇佣及劳务关系说明等材料办理相应的资金划转手续；(ii) 以人民币资金参与的，个人应将人民币资金划转至境内代理机构的账户，由境内代理机构按照规定统一办理有关购付汇手续。

外汇调回：个人参与股权激励计划所得外汇收入调回后，境内代理机构应凭相关书面申请、股权激励计划外汇登记证明、境外交易凭证等材料，由银行将资金从境内代理机构境内专用外汇账户分别划入对应的个人外汇储蓄账户，或者由WFOE统一办理结汇。

## 第七部分\ 行权后股份的托管与转让

### 1. 托管

行权前的期权一般交由公司托管，行权后的股份也一般由公司托管，在员工期权授予协议中可以进行相关约定，例如“The Option, and any shares or cash acquired pursuant hereto, shall be held by the Company under the Escrow Provisions (attached hereto as Exhibit B)”。

### 2. 转让

在期权计划中，一般会约定上市之前不得

转让（除继承外）。由于公司尚未能实现上市，无法直接通过公开市场交易的方式实现股权的出售，因此很多公司在上市前为保证股权的稳定性和可控性，会在激励计划中安排上市前限售的条款（即约定出售/变现日应在公司在证券交易所上市之日之后），因此上市前员工主要是通过分配公司红利或参与分配公司被并购的价款的方式，分享公司的成长收益。

在上市后，鉴于公司的股份已经在证券交易所上市或交易，员工可在符合上市所在地上市规则的前提下进行转让、出售。

## 第八部分\ 员工离职时，员工期权如何处理

### 1. 成熟/不成熟期权的处理方式

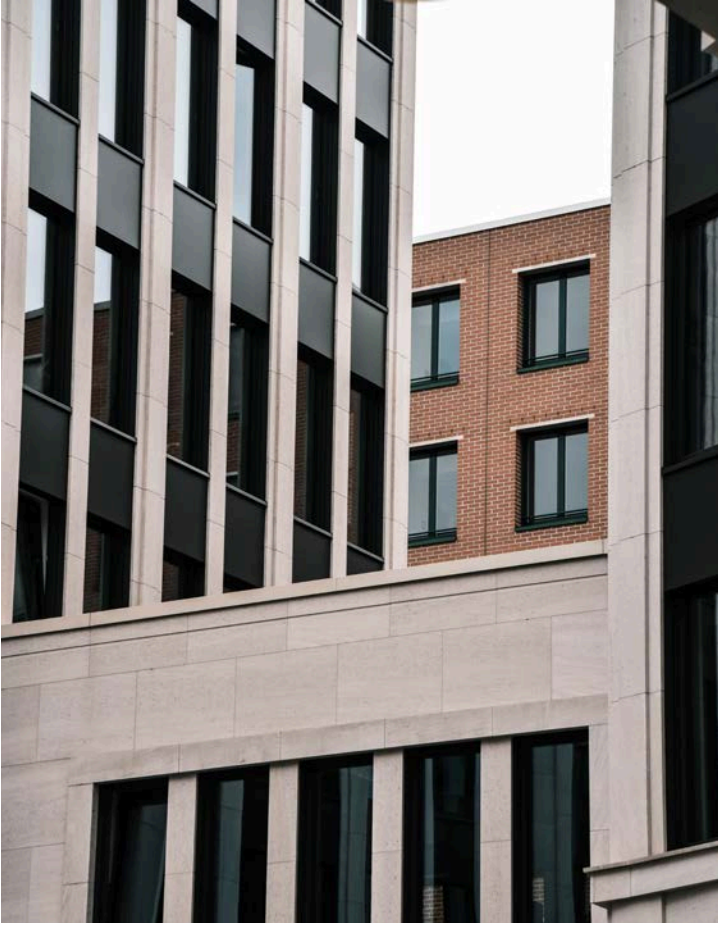
(1) 已经成熟的期权：公司回购或由员工保留；

(2) 尚未成熟的期权：一般失效作废。

### 2. 回购价格的确定方式

回购价格：根据离职的不同原因（如触犯国家法律、主动离职、协商一致离职/死亡等），制定不同的回购价格。

举例而言，对于尚未成熟的期权，一般全部失效作废，不可行权；对于已成熟的期权，区分



不同的情况,对已成熟且已行权的期权、已成熟但未行权的期权制定不同的回购价格:

\* Notwithstanding anything provided for in this Agreement or the Plan, for Optionee terminated being a Service Provider due to violation of relevant laws or infringement of Company's Interests, all the vested but not exercised Share Option shall be void and all the Optioned Shares shall be redeemed by the Company at the Nominal Price.

(违反法律、损害公司利益的:已成熟但未

行权部分无效,已行权部分由公司按照象征性价格回购)

\* Notwithstanding anything provided for in this Agreement or the Plan, in case of such Optionee unilaterally terminating being a Service Provider before a Qualified Public Offering without fault, all the vested but not exercised Share Option shall be void and all the Optioned Shares shall be redeemed by the Company at the Exercised Price.

(员工单方面离职的:已成熟但未行权部分无效,已行权部分由公司按照行权价格回购)

\* Notwithstanding anything provided for in this Agreement or the Plan, in case of such Optionee terminating being a Service Provider under the mutual agreement with the Company or due to death or disability before a Qualified Public Offering, then: (1) for all the Share Options held by the Optionee having been vested and exercised, unless otherwise agreed by the Optionee and the Company, the Optioned Shares shall be kept by the Optionee or be redeemed by the Company at the fair market price; or (2) for part of the Share Options held by the Optionee having been vested and exercised, the vested



but not exercised Share Options shall be void and the ownership of the vested and exercised Optioned Shares shall be subject to mutual consent of the Optionee and the Company.

(员工与公司协商一致离职/死亡/丧失行动能力的:如已全部行权,可由员工保留或由公司按照市场公允价格回购;如部分行权,已成熟但未行权部分无效,已行权部分另行商定)

\* Notwithstanding anything provided for in this Agreement or the Plan, the Board reserves the right to make the final decision of the applicable redemption price.

(即使有上述规定,董事会拥有最终解释权,可以自行决定回购价格)

## 第九部分 公司跨越IPO时,员工期权应如何处理

跨越IPO是指企业在IPO前已经制定或执行股权激励计划,在公司申报IPO时该等股权激励计划仍未完成,并计划在IPO后继续执行的。

### 1.A股

以往A股不允许企业“带期权上市”,要求拟上市公司应当在上市前实施的股权激励计划执行完毕/终止实施后方可上市。但随着科创板落地,在满足一定的限制条件下,在科创板上具有实施跨越IPO的股权激励的可行性<sup>2</sup>:

2. 参见《关于试点创新企业实施员工持股计划和期权激励的指引》、《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》。

3. 这些限制性情形包括:(一)最近12个月内被证券交易所认定为不适当人选;(二)最近12个月内被中国证监会及其派出机构认定为不适当人选;(三)最近12个月内因重大违法违规行为被中国证监会及其派出机构行政处罚或者采取市场禁入措施;(四)具有《公司法》规定的不得担任公司董事、高级管理人员情形的;(五)法律法规规定不得参与上市公司股权激励的;(六)中国证监会认定的其他情形。

限定条件	具体内容
激励对象	应当符合《上海证券交易所科创板股票上市规则》的规定: 可以包括上市公司的董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员,以及公司认为应当激励的对公司经营业绩和未来发展有直接影响的其他员工,独立董事和监事除外 单独或合计持有上市公司5%以上股份的股东、上市公司实际控制人及其配偶、父母、子女以及上市公司外籍员工,在上市公司担任董事、高级管理人员、核心技术人员或者核心业务人员的,可以成为激励对象,科创公司应当充分说明前述人员成为激励对象的必要性、合理性 激励对象不得具有《上市公司股权激励管理办法》规定的限制性情形 <sup>3</sup>
激励计划的内容	激励计划的必备内容与基本要求,激励工具的定义与权利限制,行权安排,回购或终止行权,实施程序等内容,应参考《上市公司股权激励管理办法》的相关规定予以执行

限定条件	具体内容
行权价格	期权的行权价格由股东自行商定确定,但原则上不应低于最近一年经审计的净资产或评估值
发行数量	发行人全部在有效期内的期权激励计划所对应股票数量占上市前总股本的比例原则上不得超过15%,且不得设置预留权益
冻结期	在审期间,发行人不应新增期权激励计划,相关激励对象不得行权
实控人稳定	试点企业在制定期权激励计划时应充分考虑实际控制人稳定,避免上市后期权行权导致实际控制人发生变化
减持限制	被激励对象在发行人上市后行权认购的股票,应承诺自行权日起三年内不减持,同时承诺上述期限届满后比照董事、监事及高级管理人员的相关减持规定执行

## 2. 美股

美国市场以披露为主,企业采取的期权、限制性股份、限制性股份权益等激励形式均可以被接受,同时上市前已经通过或实施的期权计划,无论在上市时间点是否已经授予给员工,依然继续有效。

## 3. 港股

香港地区的要求相较于美国更为严格,具体而言,在上市之前已经授予员工的激励股权,上市之后仍然继续有效;但对于未授予的激励股权,上市之后需要符合香港关于上市公司股权激励的规则。

## 第十部分\ 境外期权涉及的法律文件

协助境外非上市公司搭建境外股权激励时,涉及到的股权激励(以种类是股份期权为例)法律文件包括:

### 1. 股权激励计划

#### (SHARE INCENTIVE PLAN/ESOP PLAN)

期权授予的纲领性文件,原则上规定的期权授予的规则,行权事项及公司董事会在具体执行期权授予时的相关职责等事项;

### 2. 期权协议

#### (SHARE OPTION AGREEMENT)

是公司与被授予员工分别签订的具体期权

授予文件,约定了员工比较关心的行权价格、回购事件、回购价格等,还包括托管规定(Escrow Provisions)、行权通知(Exercise Notice)、投资陈述说明(Investment Representation Statement)等必备附件;

### 3. 股东会决议 (SHAREHOLDER RESOLUTION)

股东会决议主要是批准期权授予计划,授予总股数并且授权公司董事会执行期权计划等内容;

### 4. 董事会决议 (BOARD RESOLUTION)

董事会决议主要是批准期权授予计划,确定期权发放的对象,数量,行权价格的细节。

## 第十一部分\ 相关拓展——员工股权激励信托 (EMPLOYEE BENEFIT TRUST)

员工股权激励信托(Employee Benefit Trust)是拟上市公司或已经上市的公司为了对公司核心员工和高管团队进行股权激励而设立的一种信托,一般不适用于距离上市较远的早中期企业。

## 1. 信托的基本特点

从本质上说,信托是一种契约关系。在经典信托结构下,信托设立人(Settlor)设立信托需与受托人(Trustee)签订信托契约(Trust Deed),将财产所有权合法转移给受托人,由受托人以自己的名义持有,同时由受托人根据信托契约对信托资产进行管理。有别于一般的家族信托,员工股权激励信托也可以没有设立人,而是受托人通过信托声明(Declaration of Trust)来成立信托。

信托法律关系体现了财产所有权与受益权相分离。换句话说,受托人对信托资产享有法定权利,是信托资产的法定所有人。受托人可以像真正的财产所有权人一样管理和处分信托资产,但是受托人又不能为了自己的利益而使用信托资产,其处分权受到了限制,更不可能享有受益权。信托资产的受益权属于受益人(Beneficiary),受托人需要根据委托人的要求,遵守信托文件的规定,为受益人的利益而持有财产、处理信托事务。

## 2. 员工股权激励信托的架构设计

在红筹架构下的员工股权激励信托,主体通常包括设立人、受托人、受益人和顾问委员会。

--**信托的设立人**:拟上市公司或上市公司;

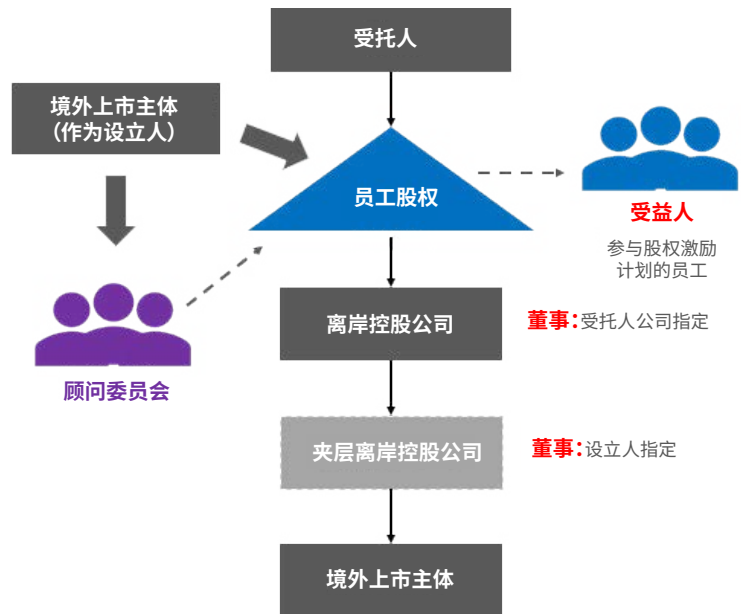
--**受托人**:海外信托公司;

--**受益人**:参与股权激励计划的员工,受益人人数上并无限制。

--**顾问委员会**:类似于家族信托中保护人和投资管理人的角色。在员工股权激励信托中,设立人通常会成立一个顾问委员会对信托资产进行管理,并下发指令给受托人。顾问委员会由信托设立人委任,顾问委员会的权力通常包括确定受益人的范围、确定激励员工的方案、指令受托人进行信托管理、处分信托资产等。受托人根据顾问委员会发送的书面指令,执行信托管理事项,包括执行行权、出售股份、分配股份或现金给受益人、增加或移除受益人等。

另外,信托下设一层或两层离岸控股公司,由最下层离岸控股公司持有装入信托的资产。装入信托的资产通常是设立人根据股权激励计划发放给员工的股票期权、限制性股票、限制性股权单位等。由于在员工股权激励信托设立当时,设立人已临近上市,因此在设计信托架构和信托安排时需要协调各方,包括拟上市公司的税务顾问和上市律师,结合公司的实际情况,确保信托的搭建不会影响公司的上市计划。

以下为一般员工股权激励信托下的架构示意,供参考:



### 3. 税务筹划

除了对已发行的激励股权进行管理外,设立员工股权激励信托的另一个目的是进行税务筹划。

我国现行税法针对股权激励计划下员工个人所得税税务处理的立法规则主要有财税[2005]35号、国税函[2006]902号、财税[2009]5号、国税函[2009]461号、财税[2015]116号、国家税务总局公告2015年第80号、财税[2016]101号以及国家税务总局公告2016年第62号等文件。

根据这些规则,中国税收居民个人因任职、受雇而从雇主处取得的现金形式与非现金形式的所得(如股权、股票),均应被认为是员工取得的“工资、薪金所得”,且在个人实际取得该所得时,产生个人所得税的纳税义务。也就是说,当



员工在股权激励计划下实际取得股票时，其应按照“工资、薪金所得”适用 3% - 45%的超额累进税率计算个人所得税，同时由该员工在境内的任职单位履行个人所得税的代扣代缴义务。值得注意的是，对因特殊情况下员工在行权日之前将股票期权转让的，税法规定员工应以股票期权的转让净收入，同样按照“工资薪金所得”适用3%-45%的超额累进税率计算个人所得税。

除此之外，参加股权激励计划的员工通过股权激励机制取得公司股权后，未来再转让该股权时，应就其股权转让所得，按照“财产转让所得”计算个人所得税，适用20%的税率。便于理解相关税务处理，我们整理了下表供参考为：

纳税义务会发生在股票期权行权或限制性股票解禁时，此时员工应以行权或解禁股票的每股市场价为基础计算应纳税所得额。考虑到公司上市后的股价普遍较高，实务中可通过以下两种方案进行筹划，锁定较低的计税价格。我们建议在实施方案前公司应与主管税务机关提前沟通并确认相关税务处理，以免影响最终的筹划效果。

### 方案一：员工将期权装入信托

在这一方案下，员工的第一次纳税义务可能被提前到股票期权转让时。由于此时公司净资产价值通常会远低于公司的估值或者上市后的股价，员工的个人所得税税负将得到有效缓解。

	股票期权于行权前转让	股票期权行权或股权激励	限制性股票解禁(上市公司)	分配股息红利	行权/解禁后转让股票
纳税时点	股票期权转让时	股票期权行权或取得股权激励时	限制性股票解禁时	分配股息红利时	股票转让时
所得性质	工资薪金所得	工资薪金所得	工资薪金所得	股息红利所得	财产转让所得
适用税率	3%-45%	3%-45%	3%-45%	20%	20%

原则上，即使股权激励计划通过海外信托的方式实施，上述规则仍将适用于通过红筹公司开展的员工股权激励计划。

根据上述规则，一般情况下员工的第一次

### 方案二：提前确权

在本方案下，员工将提前行权或加速解禁股份，这使得员工更早取得公司股份的所有权，随后将股份装入信托，由公司成立的顾问委员

会统一管理。员工则成为信托的受益人，将来从信托中获得收益。但需要特别注意的是，此方案下可能产生外汇合规问题。

#### 4.关注要点

普通家族信托的存续期限较长，通常在设立普通家族信托时设立人会选择离岸岛国等地作为信托设立地。与普通家族信托不同，员工股权激励信托的存续时间一般不超过10年，同时结合香港上市等情况，此类信托较多选择香港作为信托设立地。

实践中，目前为海外信托办理37号文登记难度极大（虽有成功案例，但是个案经验难以复制），因此原则上海外信托暂时无法办理37号文登记。对此，常见的解决办法是在信托层面利用境外融资来支付行权价款，在企业上市后则可以考虑适用7号文的规定办理有关购汇、付汇和收入调回的手续。<sup>82</sup>



尚浩东  
合伙人  
资本市场部  
上海办公室  
+86 21 6061 3030  
billshang@zhonglun.com



高如枫  
非权益合伙人  
公司一部  
上海办公室  
+86 21 6061 3747  
markgao@zhonglun.com

# 香港资本市场中的牌照

作者：徐建辉、蓝柳艳、朱嘉恩、吴悠然





作为重要的国际金融中心,香港在金融市场、资本市场的运作中,一直奉行国际标准和惯例,机构投资者和散户参与活跃,业界人才云集。凭借着其成熟的市场体系和规则,及独特的地缘优势和相似的文化背景,香港对诸多有意进军境外市场的内地中资企业而言独具魅力,是优选的试水之处和练兵场。

在过去近十年中,内地企业通过申领牌照或收购香港持牌公司以进军香港金融市场的尝试从未停止,使得1号(证券交易)、4号(就证券提供意见)、6号(就机构融资提供意见)、9号(提供资产管理)等相关牌照公司的价格不断攀升。

在本文中,我们将对香港资本市场中牌照的类别、申领规定和要求、豁免申请、取得牌照后的持续合规义务等进行简要介绍,以期对包括有意在香港开展相关业务的内地企业、有意在香港融资而需聘请香港中介机构的发行人、以及有意在香港进行投资而需聘请第三方专业机构的投资人在内的读者均有所裨益。

## 第一部分\ 香港证监会的权利和牌照类型

### 一、证监会的发牌权力及相关机构设置

《证券及期货条例》赋予了证监会监管香港证券及期货市场的职能及权利,其中一项重要职能是“向进行受证监会规管的活动的中介人发牌及予以监管”。《证券及期货条例》(香港法例第571章)第V部分(发牌及注册)规定了持牌业务的准入和持续监管的要求。

根据《证券及期货条例》,除非有特定的豁免,否则任何人士在香港证券及期货市场和银行零售杠杆式外汇市场进行受规管活动必须向证监会领取牌照,或在证监会注册。未领有所

需牌照或注册而在香港进行受规管活动,或向香港的投资大众积极推广构成受规管活动的服务,即属触犯严重罪行。

证监会据此设立中介机构部,以落实其准入和持续监管职能。中介机构部由发牌科及中介机构监察科组成。其中,发牌科的工作主要侧重于:(1)向具备适当资格、能证明自己是《证券及期货条例》所指的适当人选的个人及公司发牌;(2)备存持牌人及注册机构的公众纪录册;(3)监察持牌人、持牌法团的大股东、持牌法团及大股东的董事是否持续遵守发牌规定;(4)制订与发牌有关的政策。

中介机构监察科的工作主要侧重于:(1)进行现场审查及非现场监察,以监察中介人的业



务操守,确定其遵守相关的规管规定,并评估及监察中介人的财政稳健程度;(2)处理中介人就各项相关规定核准、宽免或修改所提出的申请;(3)就相关政策及监管事宜与中介人及业界保持沟通。

## 二、受规管活动的范围

### (一)受规管活动类别简介

《证券及期货条例》附表5订明了十二种类别的受规管活动,并就各类受规管活动加以定义:

第1类: 证券交易

第2类: 期货合约交易

第3类: 杠杆式外汇交易

第4类: 就证券提供意见

第5类: 就期货合约提供意见

第6类: 就机构融资提供意见

第7类: 提供自动化交易服务

第8类: 提供证券保证金融资

第9类: 提供资产管理

第10类: 提供信贷评级服务

第11类: 场外衍生工具产品交易或就场外衍生工具产品提供意见

第12类: 为场外衍生工具交易提供客户结算服务

其中,第11类——“场外衍生工具产品交易

或就场外衍生工具产品提供意见”尚未实施。

### (二)各类受规管活动的具体内容

#### 1、证券交易

“证券交易”指与另一人订立或要约与另一人订立协议,或诱使或企图诱使另一人订立或要约订立协议,以(1)取得、处置、认购或包销证券;或(2)使任何一方从证券的收益或参照证券价值的波动获得利润。

#### 2、期货合约交易

“期货合约交易”指:(1)为订立、取得或处置期货合约而与另一人订立或要约与另一人订立协议;(2)诱使或企图诱使另一人订立或要约订立期货合约;或(3)诱使或企图诱使另一人取得或处置期货合约。

#### 3、杠杆式外汇交易

“杠杆式外汇交易”指:(1)订立或要约订立杠杆式外汇交易合约,或诱使或企图诱使他人订立或要约订立杠杆式外汇交易合约;(2)提供任何财务通融,以进行外汇交易或(1)段中提及的作为;或(3)与另一人订立或要约与另一人订立一项为订立合约而作出的安排,或诱使或企图诱使某人与另一人订立一项为订立合约而作出的安排(不论该项安排是否在酌情决定的基础上订立),以进行(1)或(2)段提及的作为。

其中,“杠杆式外汇交易合约”指任何合约

或安排,其效果是该合约或安排的一方同意或承诺:(1)在其本人与协议的另一方之间,按照某货币相对于另一货币的增值(或减值)作出调整;(2)向协议的另一方支付某数额的款项或交付某数量的商品,而该数额或该数量是按照某货币相对于另一货币在币值上的变动而确定的;或(3)在议定的将来某个时间,将一笔按议定代价计算的议定数额的货币,交付协议的另一方。

#### 4、就证券提供意见

“就证券提供意见”包含以下两类:

第一类是就如下事项提供意见:(1) 应否取得或处置证券;(2) 应取得或处置哪些证券;(3) 应于何时取得或处置证券;或(4) 应按哪些条款或条件取得或处置证券。

第二类是发出分析或报告,其目的是为便利该等分析或报告的受众就以下各项作出决定:(1) 是否取得或处置证券;(2) 须取得或处置哪些证券;(3) 于何时取得或处置证券;或(4) 按哪些条款或条件取得或处置证券。

#### 5、就期货合约提供意见

“就期货合约提供意见”包含以下两类:

第一类是就如下事项提供意见:(1) 应否订立期货合约;(2) 应订立哪些期货合约;(3) 应于何时订立期货合约;或(4) 应按哪些条款或条件订立期货合约。

第二类是发出分析或报告,其目的是为便利该等分析或报告的受众就以下各项作出决定:(1) 是否订立期货合约;(2) 须订立哪些期货合约;(3) 于何时订立期货合约;或(4) 按哪些条款或条件订立期货合约。

#### 6、就机构融资提供意见

“就机构融资提供意见”是指:(1) 对根据证监会颁布的关于证券上市、收购及合并的规章、规则或守则提供意见;(2) 提供关于处置证券而将其转予公众的要约、从公众取得证券的要约、接受前述要约(此情形以意见系普遍地提供予证券或某类别证券的持有人为限)的意见;或(3) 向上市法团或公众公司(含前述公司的附属公司)或其高级人员或股东提供关于重组而涉及的证券方面(包括发行、撤销或更改附于证券的权利)的意见。

#### 7、提供自动化交易服务

“自动化交易服务”是指通过并非由认可交易所或认可结算所提供的电子设施而提供的服务,而基于该项服务:(1) 买卖任何证券或期货合约的要约经常以某种方式被提出或接受,而按照已确立的方法(包括证券市场或期货市场一般采用的方法),以该种方式提出或接受该等要约构成具约束力的交易或导致具约束力的交易产生;(2) 订立场外衍生工具交易的要约,经常地以某种方式被提出或接受,而按照已确立

的方法,以该种方式提出或接受该等要约,构成具约束力的交易,或导致具约束力的交易产生;(3)人与人之间经常互相介绍或认识,从而洽商或完成任何证券或期货合约的买卖,或在有他们将会以某种方式洽商或完成任何证券或期货合约的买卖的合理期望的情况下经常互相介绍或认识,而按照已确立的方法(包括证券市场或期货市场一般采用的方法),以该种方式洽商或完成该等买卖构成具约束力的交易或导致具约束力的交易产生;(4)不同的人经常地被介绍建立关系,或向其他人点明身份:(i) 从而以某种方式洽商或完成场外衍生工具交易;或(ii) 该等介绍或点明身份系在这些人士将会以某种方式洽商或完成该等交易的合理期望下进行,而按照已确立的方法,以该种方式洽商或完成该等交易,构成具约束力的交易,或导致具约束力的交易产生;或(5)前述各项交易或因前述各项活动而产生的交易得以更替、结算、交收或获得担保。

#### 8、提供证券保证金融资

“证券保证金融资”指提供财务通融,以便利取得在任何证券市场(不论是认可证券市场或香港以外地方的任何其他证券市场)上市的证券,及继续持有该等证券,而无论该等证券或其他证券是否被质押作为该项通融的抵押。

#### 9、资产管理

“资产管理”指为另一人提供管理证券或期

货合约投资组合或房地产投资计划的服务。

#### 10、提供信贷评级服务

“提供信贷评级服务”是指:(1)以向公众(不论在香港或其他地方)散发信贷评级为目的之情况下,拟备该等信贷评级,或在信贷评级会如此散发的合理期望下,拟备该等信贷评级;或(2)在以订阅方式(不论在香港或其他地方)分发信贷评级为目的之情况下,拟备该等信贷评级,或在信贷评级会如此分发的合理期望下,拟备该等信贷评级。

“提供信贷评级服务”不包括依据某人作出的要求而专为该人拟备并只提供予该人的信贷评级,而该项评级并非拟向公众散发或以订阅方式分发,亦无合理期望该项评级会如此散发或分发;亦不包括收集、整理、散发或分发关乎任何人的负债或信贷历史的资料。

#### 11、场外衍生工具产品交易或就场外衍生工具产品提供意见

“场外衍生工具产品”是指属于《证券及期货条例》规定范围的“结构性产品”;而“结构性产品”则是指:(a)一种其部分或全部回报或到期金额(或回报及到期金额)或其结算是参照以下一项或多于一项因素而确定的票据:(i)任何类型的证券、商品、指数、财产、利率、货币兑换率或期货合约或任何类型的该等项目的组合的价格、价值或水平(或在该价格、价值或水平的





某一幅度内)的变动;(ii) 任何一篮子多于一种类型的证券、商品、指数、财产、利率、货币兑换率或期货合约或多于一种类型的该等项目的组合的价格、价值或水平(或在该价格、价值或水平的某一幅度内)的变动;或(iii) 任何指明事件(不包括任何只关于票据的发行人或担保人,或它们两者的事件)的发生或不发生;(b) 具有与前述票据相似性质的受规管投资协议;或(c) 财政司司长订明视为结构性产品的某一种或某一类权益、权利或财产。

《证券及期货条例》附表5未正向列明“场外

衍生工具产品交易”或“就场外衍生工具产品提供意见”的具体内容;相反地,其详细地列明了“场外衍生工具产品交易”及“就场外衍生工具产品提供意见”各自的除外情形。

如上文提及,第11类受规管活动尚未开始实施。

## 12、为场外衍生工具交易提供客户结算服务

“为场外衍生工具交易提供客户结算服务”是指:不论是否作为中央对手方成员,而向另一人就通过中央对手方(不论是位于香港或在其他地方)结算及交收场外衍生工具交易而提供



服务。

### 三、中介人及牌照类型

根据《证券及期货条例》第V部,从事一类或多类受规管活动的人士需要向证监会申请牌照。以申请主体而言,申请者可分为法团和个人两大类。

#### (一) 法团

证监会把法团进一步分为:

**1、持牌法团:**“持牌法团”指根据《证券及期货条例》第116条获发牌以进行一类或多于一类的受规管活动但并非认可财务机构的法团。

**2、短期持牌法团:**“短期持牌法团”指根据《证券及期货条例》第117条获发短期牌照,可在不多于三个月的期间内进行一类或多于一类的受规管活动(第3类、第7类、第8类及第9类受规管活动除外)但并非认可财务机构的法团。

**3、注册机构:**“注册机构”指根据《证券及期货条例》第119条注册以进行一类或多于一类的受规管活动(第3类及第8类受规管活动除外)的认可财务机构。

#### (二) 个人

证监会把个人进一步分为:

**1、负责人员:**“负责人员”指本身是持牌代表并同时根据《证券及期货条例》第126条获核准成为负责人员,以监督其所隶属的持牌法团

的受规管活动的人士。

**2、持牌代表:**“持牌代表”指根据《证券及期货条例》第120(1)条获发牌为其所隶属的持牌法团进行一类或多于一类的受规管活动的个人。

**3、临时持牌代表:**“临时持牌代表”指在根据《证券及期货条例》第120(1)条获发牌之前,根据《证券及期货条例》第120(2)条获发临时牌照为其所隶属的持牌法团进行一类或多于一类的受规管活动的个人。

**4、短期持牌代表:**“短期持牌代表”指根据《证券及期货条例》第121条获发短期牌照,可在不多于三个月的期间内为其所隶属的、根据《证券及期货条例》第116或117条获发牌的持牌法团进行一类或多于一类的受规管活动的个人。

## 第二部分\ 牌照的豁免

### 一、一般豁免情形

《证券及期货条例》(香港法例第571章)下规定了如下可能获豁免发牌规定的情况:

#### (一) 附带豁免

假如一法团进行的某类受规管活动完全附带于其已获发牌的另一类受规管活动,则该法团便可能无须就前者领牌。在判断附带豁免是否适用于某项活动时应考虑涉及的各项相关因

素，例如有关活动是否附属于持牌法团已获发牌或将获发牌进行的其他受规管活动，是否就有关活动收取独立的费用，以及有关活动是否构成持牌法团业务的主要部分。

附带豁免可能适用于以下情况：

### 1、就第1类受规管活动获发牌而进行若干其他受规管活动

如一法团已就第1类受规管活动（证券交易）获发牌，并拟进行第4类受规管活动（就证券提供意见）、第6类受规管活动（就机构融资提供意见）及/或第9类受规管活动（提供资产管理）时，假如该法团拟进行的第4类、第6类及第9类受规管活动完全附带于该法团的证券交易业务，则其将无须就后三类受规管活动领牌。这项豁免通常适用于股票经纪为其本身的证券客户提供投资意见或管理委托账户。

### 2、就第2类受规管活动获发牌而进行若干其他受规管活动

如一法团已就第2类受规管活动（期货合约交易）获发牌，并拟进行第5类受规管活动（就期货合约提供意见）及/或第9类受规管活动（提供资产管理）时，假如该法团拟进行的第5类及第9类受规管活动完全附带于其期货合约交易业务，该法团便无须就这两类受规管活动领牌。这项豁免通常适用于期货经纪为其本身的期货客户提供投资意见或管理委托账户。

### 3、就第9类受规管活动获发牌而进行若干其他受规管活动

如一法团已就第9类受规管活动（提供资产管理）获发牌，并拟进行第1类受规管活动（证券交易）、第2类受规管活动（期货合约交易）、第4类受规管活动（就证券提供意见）及/或第5类受规管活动（就期货合约提供意见）时，假如该法团拟进行的受规管活动纯粹是由于提供资产管理业务而产生，则其将无须就该等受规管活动领牌（就第4类及第5类受规管活动而言，该资产管理业务必须涉及集体投资计划下的投资组合管理）。这项豁免通常适用于基金经理为其本身的客户管理证券及/或期货合约投资组合时，向交易商发出交易指示或提供投资建议/研究报告。

### （二）证券交易商的保证金融资人身份豁免

假如一法团已就第1类受规管活动（证券交易）获发牌，便无须另行就第8类受规管活动（提供证券保证金融资）领牌，以进行向其客户提供证券保证金融资的活动。然而，该法团需要就缴足股本方面遵守更严格的财政资源规定，才可进行有关活动。这项豁免通常适用于同时为本身的证券客户提供保证金融资的股票经纪。

在所有情况下，认可财务机构（指经香港金管局认可的银行、有限牌照银行和接受存款

公司)一律无须就第8类受规管活动注册,以进行提供证券保证金融资的活动。

### (三) 信贷评级服务

假如一法团有意拟备信贷评级,以供在香港或其他地方向公众散发或以订阅方式分发,其便须就第10类受规管活动领牌。

如企业所拟备的信贷评级只供其内部使用,例如银行评估对手的内部系统风险,由于该等信贷评级不拟在香港或其他地方向公众散发或以订阅方式分发,亦不会在合理期望下如此散发或分发,该企业就《证券及期货条例》的目的而言,很有可能不会被视作“提供信贷评级服务”。

同样地,如企业(例如商业信贷资料服务机构)只收集、整理、散发或分发有关除个人以外的任何实体的负债或信贷历史的数据,亦相当可能无须就第10类受规管活动获发牌。个人信贷资料服务机构亦不包括在该规管制度之内,因为《证券及期货条例》下“信贷评级”的定义并不涵盖有关个人信用可靠性的意见。

### (四) 与专业投资者进行交易的豁免

假如一法团以主事人身份行事并只与专业投资者进行交易,其便无须就期货或证券交易的活动领牌。这项豁免适用于下列情况:

### 1、涉及期货合约的交易

作为主事人,该法团就并非于认可期货市场(目前香港唯一的认可期货市场是由香港期货交易所有限公司营办的期货市场)交易的期货合约与属专业投资者的人士(无论该专业投资者是以主事人还是代理人身分行事)交易,以进行涉及期货合约的相关交易活动;或

### 2、涉及证券的交易

该法团作为主事人与属专业投资者的人士交易(无论其以主事人还是代理人身分行事),以进行相关的交易活动。

“专业投资者”的定义和范围明定于《证券及期货条例》附表1第1部(释义)中,主要包括认可交易所(目前有2家,分别是香港联合交易所有限公司和香港期货交易有限公司)和认可结算所(目前有4家,分别是香港中央结算有限公司、香港期货结算有限公司、香港联合交易所期权结算有限公司和香港场外结算有限公司)、中介人(包括持牌法团和注册机构)、认可财务机构、保险人(指经香港保监局授权的持牌保险公司)、获香港证监会认可的集体投资计划等。

### (五) 涉及集团成员公司的豁免

假如一法团仅向其全资附属公司、持有该法团全部已发行股份的控股公司或该控股公司的其他全资附属公司提供与受规管活动有关的



意见或服务,该法团便无须就第4类受规管活动(就证券提供意见)、第5类受规管活动(就期货合约提供意见)、第6类受规管活动(就机构融资提供意见)或第9类受规管活动(提供资产管理)领牌。

### 1、涉及提供意见的活动

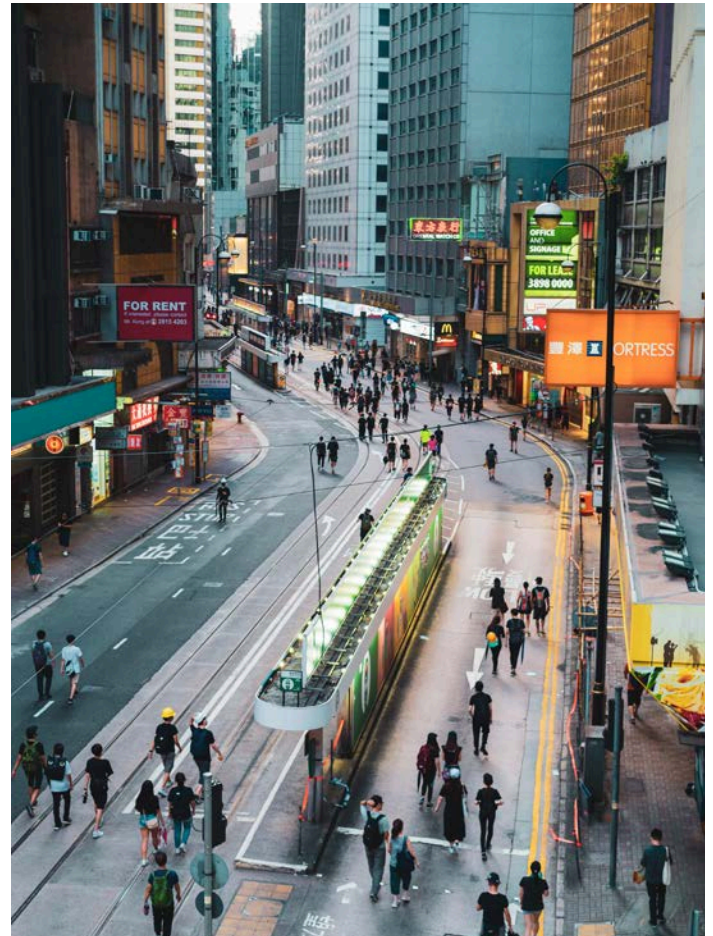
这项豁免不应适用于某法团向其集团成员公司就该集团成员公司的客户资产提供意见的情况。然而,假如向集团成员公司提供投资意见及/或相关研究报告以供其自行使用,尽管该集团成员公司在为其客户服务时可能全部或部分依赖该等意见/研究报告,但若该集团成员公司是以本身的名义向客户提供意见/研究报告,并且在提供有关意见/研究报告之前已评估法团的意见,则上述豁免仍然适用。

### 2、涉及资产管理活动

这项豁免仅适用于某法团向其所属集团的(全资)成员公司就该集团成员公司的资产提供资产管理服务的情况,而不应将其理解为适用于对集团成员公司客户的资产的管理。管理属于第三方的资产将构成“资产管理”并导致有关人士须申领牌照。

## (六) 专业人士的豁免

假如服务提供者是律师、大律师或专业会计师,而其提供的意见或服务完全附带于其作



为律师、大律师或专业会计师的专业执业,则该等人士便无须就第4类受规管活动(就证券提供意见)、第5类受规管活动(就期货合约提供意见)、第6类受规管活动(就机构融资提供意见)或第9类受规管活动(提供资产管理)领牌。

## (七) 广播业者/新闻工作者的豁免

假如一人士透过下列途径就证券、期货合约或机构融资提供意见或发出相关的分析或报导,其便无须就第4类、第5类或第6类受规管活动(视属何情况而定)领牌:(1) 普遍地提供予公



众阅览的报章、杂志、书籍或其他刊物；或(2)供公众接收(不论是否需付收看费)的电视广播或无线电广播。

## (八) 信托公司的豁免

### 1、涉及证券的交易

假如一法团是根据《受托人条例》第VIII部注册的信托公司,并以某集体投资计划的代理人身分代表其主事人执行派发申请表格、赎回通知、转换通知及成交单据,及/或收受金钱及发出收据等职能,则该法团便无须就第1类受规管活动(证券交易)领牌。

### 2、涉及提供投资意见的活动

假如一信托公司提供的投资意见或服务完全附带于其所履行作为注册信托公司的职责,该信托公司便无须就第4类受规管活动(就证券提供意见)、第5类受规管活动(就期货合约提供意见)、第6类受规管活动(就机构融资提供意见)或第9类受规管活动(提供资产管理)领牌。

### 3、涉及资产管理活动

若出任酌情信托的信托人的信托人公司委任适当人士管理有关的投资组合,或实际上在履行其信托人职务时依据专业意见行事,则无须获发牌照。然而,若提供投资组合管理服务成为信托人公司独立或独特的业务,则有关信托人公司多数不可援引完全附带的豁免,而需要

就第9类受规管活动申请牌照。

## (九) 杠杆式外汇交易的豁免

《证券及期货条例》附表5内就“杠杆式外汇交易”规定了多种豁免情况。例如,假如一法团是认可财务机构,其便无须就第3类受规管活动(杠杆式外汇交易)注册,亦可进行有关的活动。

## 二、特定类型牌照的相关豁免

### (一) 证券交易

除本文第一部分(一般豁免情形)中列明的一般性豁免外,《证券及期货条例》附表5对“证券交易”的定义中还列明了如下受豁免的证券交易情形:(1)由营办证券市场的认可交易所(即香港联合交易所有限公司)、认可结算所或获香港证监会认可的自动化交易服务提供商进行的证券交易;(2)通过第1类持牌法团或获第1类注册的认可机构进行的证券交易(但如该等交易实际上是中介人为赚取报酬而为投资者或证券交易商提供的服务除外);或(3)某法团以主事人身份,取得、处置、认购或包销证券的交易等。

### (二) 期货合约交易

除本文第一部分(一般豁免情形)中列明的一般性豁免外,《证券及期货条例》附表5对“期

货合约交易”的定义中列明了如下受豁免的期货合约交易情形：(1) 认可交易所在执行其职能时进行的期货合约交易；或(2) 通过第2类持牌法团或获第2类注册的认可机构进行的期货合约交易（但如该等交易实际上是中介人为赚取报酬而为投资者或证券交易商提供的服务除外）等。

### (三) 杠杆式外汇交易

除本文第一部分（一般豁免情形）中列明的一般性豁免外，《证券及期货条例》附表5对“杠杆式外汇交易”的定义中列明了如下受豁免的杠杆式外汇交易情形：(1) 完全是关于以公允价值或市场价值提供财产（货币除外）、服务或职位的合约或安排；(2) 由认可结算所在执行其职能时作出的合约或安排；(3) 该等合约或安排是由一个法团订立的，而该法团的主要业务并不包括任何形式的货币交易，该法团订立该等合约或安排的目的是对冲它就其业务所承受的货币兑换风险，且该等合约或安排是与另一个法团订立的；(4) 属《货币兑换商条例》所指的兑换交易；(5) 由核准货币经纪为交易各方均是法团或根据《有限责任合伙条例》注册的有限责任合伙安排的交易；(6) 保险人纯粹为了其保险业务而进行的交易；或(7) 就香港证监会认可的集体投资计划的权益而作出的交易等。

### (四) 证券保证金融资

除本文第一部分（一般豁免情形）中列明的一般性豁免外，《证券及期货条例》附表5对“证券保证金融资”的定义中列明了如下受豁免的财务融通情形：(1) 作为某项证券包销或分包销安排的一部分的财务融通；(2) 集体投资计划的发行人通过集体投资计划向投资于该计划的人提供的财务融通，而发行该计划的法团主要是或显示其主要是从事投资、再投资或买卖任何财产（包括证券及期货合约）的业务，且其股份均是或主要是可赎回股份；(3) 第1类持牌法团在为其客户取得或持有证券时向该客户提供的财务融通；(4) 由持有某公司不少于10%已发行股份的个人向该公司提供的用于取得或持有证券的财务融通；或(5) 某中介人通过将某人介绍给与其有连系的法团，以使该法团可向该人提供财务融通，则该中介人自身可受豁免等。

## 第三部分\ 牌照申请的资格和条件

### 一、持牌法团

#### (一) 一般的适当人选规定

假如申请人不能使证监会相信其具备适当人选的资格，证监会必须拒绝向其批出牌照或注册。根据《证券及期货条例》第129条的规定，



证监会在考虑申请人是否具备适当人选的资格以获发牌或获准注册时,除了可以考虑证监会认为相关的其他事宜之外,亦须考虑有关该申请人及(在适当情况下)该申请人的其他有关人士的下列事项:(1) 财政状况或偿付能力;(2) 学历或其他资历或经验,而在这方面的考虑必须顾及申请人拟执行的职能的性质;(3) 是否有能力称职地、诚实地而公正地进行有关的受规管活动;及(4) 信誉、品格、可靠程度及财政方面的稳健性。

上述因素是证监会在处理每宗牌照或注册

申请时的主要考虑准则。就如何理解和执行上述考虑准则,证监会已发布了《适当人选的指引》及《胜任能力的指引》,供公众和申请人参考。

## (二) 特定核准准则

### 1、注册成立

申请人必须是在香港注册成立的公司或在香港公司注册处注册的海外公司。

### 2、胜任能力

申请人必须使证监会相信申请人拥有合适的业务架构、良好的内部监控系统及合格的人员,足以确保当申请人在进行详述于业务计划书中的拟进行业务时,能够适当地管理可能面对的风险。针对此方面,证监会已发出《胜任能力的指引》、《证监会持牌人或注册人操守准则》及《适用于证监会持牌人或注册人的管理、监督及内部监控指引》。

### 3、负责人员

就每类申请人所申请的受规管活动而言,申请人必须委任最少两名负责人员直接监督申请人拟进行的有关活动。就每类申请人所申请的受规管活动而言,申请人必须有最少一名负责人员可以时刻监督有关业务。只要被委任者是适当的人选及有关安排不会造成角色冲突,同一个人可以获委任成为多于一类的受规管活动的负责人员。申请人拟委任的负责人员当中,最少要有一

名是《证券及期货条例》所定义的执行董事。根据《证券及期货条例》中第113(1)条的定义，“执行董事”就持牌法团而言，是指积极参与或负责直接监督该法团获发牌经营的受规管活动的业务的董事。只要执行董事能够以使人满意的方式履行其责任，监督申请人获发牌照进行的受规管活动的业务，便可居于香港以外地方。就此而言，证监会将会考虑的因素包括该董事前来香港处理有关的受规管活动的频密程度，以及法团的内部监控系统。此外，申请人应最少有一名负责人员可以时刻监督其获发牌照进行的受规管活动的业务。

一般来说，证监会期望申请人内部负责整体管理监督职能及主要业务职能的核心职能主管，应申请证监会核准他们成为其所监督的受规管活动的负责人员。申请人所有的执行董事必须向证监会申请核准，以成为隶属于申请人（身为法团）的负责人员。若申请人的董事居于香港境外及没有参与其日常管理工作，则该董事应无须申请核准成为负责人员。

申请人须在递交申请人的牌照申请时，向证监会一并递交所有拟成为申请人的负责人员的核准申请，以供证监会考虑。

#### 4、高级管理层

申请人的高级管理层应承担的首要责任，是确保申请人能够维持适当的操守标准及遵守恰当的程序。

证监会认为，持牌法团的高级管理层（除其他成员外）包括该法团的董事、负责人员及其他称为核心职能主管的人士。该三类别的职位不一定要分别由不同人士担任。例如，某人可同时担任持牌法团的董事、负责人员及核心职能主管。

在根据《证券及期货条例》第116(1)条申请牌照时，申请人须提供有关申请人的核心职能主管的数据及组织架构图。持牌法团的管理架构（包括核心职能主管的委任）应获得法团的董事会批准。此外，董事会应确保持牌法团的每名核心职能主管已同意接受其获委任为核心职能主管，及其需主要负责的特定核心职能。

申请人获发牌后，若申请人对其核心职能主管的委任有任何更改，或申请人的核心职能主管的某些详情有任何更改，申请人应在该等更改发生后七个营业日内将更改的详情通知证监会。在某些情况下，申请人亦须在有关更改的通知书内一并提交更新的组织架构图。

#### 5、大股东、高级人员及其他有关人士须具备适当人选的资格

申请人的大股东、高级人员、就申请人所申请的受规管活动而拟雇用的其他人等，均须具备适当人选的资格。其中，“高级人员”是指申请人高级管理层成员（包括董事、负责人员及核心职能主管）、经理或秘书，或其他参与其管理的人。

证监会会在考虑上述人士是否具备适当人选



的资格时,考量的因素与上文“一般的适当人选规定”部分所载的因素基本相同,即:(1)该等人士的财政状况及偿付能力;(2)该等人士的学历或其他资历或经验,而在这方面的考虑必须顾及如申请一旦获准则该人将会执行的职能的性质;(3)该等人士是否有能力称职地、诚实地而公正地进行有关的受规管活动;及(4)该等人士的信誉、品格、可靠程度及在财政方面的稳健性。

## 6、财政资源

申请人在任何时候都必须就申请人所申请获发牌照的受规管活动类别,将申请人的缴足股本及速动资金维持在不少于《证券及期货(财政资源)规则》所指明的有关金额。假如申请人就多于一类的受规管活动提出申请,申请人应该维持的最低缴足股本及速动资金,将以申请人所申请的有关受规管活动的规定金额中的最高者为准。

下表是持牌法团就每类受规管活动所需维持的缴足股本及速动资金的最低数额的摘要<sup>1</sup>。

受规管活动	缴足股本的最低数额	速动资金的最低数额
<b>第1类 -</b> (a) 如该法团属核准介绍代理人 <sup>2</sup> 或买卖商 <sup>3</sup> (b) 如该法团提供证券保证金融资 (c) 如属其他情况	不适用 \$10,000,000 \$5,000,000	\$500,000 \$3,000,000 \$3,000,000
<b>第2类 -</b> (a) 如该法团属核准介绍代理人、买卖商或期货非结算交易商 <sup>4</sup> (b) 如属其他情况	不适用 \$5,000,000	\$500,000 \$3,000,000
<b>第3类 -</b> (a) 如该法团属核准介绍代理人 (b) 如属其他情况	\$5,000,000 \$30,000,000	\$3,000,000 \$15,000,000
<b>第4类 -</b> (a) 如该法团就第4类受规管活动受到不得持有客户资产的发牌条件所规限 (b) 如属其他情况	不适用 \$5,000,000	\$100,000 \$3,000,000
<b>第5类 -</b> (a) 如该法团就第5类受规管活动受到不得持有客户资产的发牌条件所规限 (b) 如属其他情况	不适用 \$5,000,000	\$100,000 \$3,000,000

1.有关第11类(场外衍生工具产品交易或场外衍生工具产品提供意见)及第12类(为场外衍生工具交易提供客户结算服务)受规管活动所需维持的缴足股本及速动资金的最低数额,尚未有相关规则或要求被颁布或实施。

2.“核准介绍代理人”指根据《证券及期货(财政资源)规则》第58(4)条获核准为核准介绍代理人的持牌法团。

3.“买卖商”指就第1类或第2类受规管活动获发牌但并无持有客户资产亦无处理客户指示的持牌法团,而该法团在进行其发牌进行的受规管活动时,除为它本身达成证券交易、期货合约交易或期权合约交易,或为它本身达成上述交易而提出要约外,并无经营任何业务。

4.“期货非结算交易商”指就第2类受规管活动获牌,是某认可期货市场的交易所参与者但并非某认可结算所的结算所参与者的持牌法团。

受规管活动	缴足股本的最低数额	速动资金的最低数额
第6类 - (a) 如该法团担任保荐人: - 持有客户资产 - 不得持有客户资产 (b) 如该法团并非担任保荐人: - 持有客户资产 - 不得持有客户资产	\$10,000,000 \$10,000,000 \$5,000,000 不适用	\$3,000,000 \$100,000 \$3,000,000 \$100,000
第7类	\$5,000,000	\$3,000,000
第8类	\$10,000,000	\$3,000,000
第9类 - (a) 如该法团就第9类受规管活动受到不得持有客户资产的发牌条件所规限 (b) 如属其他情况	不适用 \$5,000,000	\$100,000 \$3,000,000
第10类 - (a) 如该法团就第10类受规管活动受到不得持有客户资产的发牌条件所规限 (b) 如属其他情况	不适用 \$5,000,000	\$100,000 \$3,000,000

## 7、保险

《证券及期货(保险)规则》列出适用于持牌法团的保险规定。假如申请人有意就第1类受规管活动(证券交易)或第2类受规管活动(期货合约交易)提出申请并拟成为交易所参与者,申请人应作好准备将会需要根据已核准的总保险单投保。

## 二、负责人员

### (一) 一般的适当人选规定

申请人必须使证监会经考虑以下事项后,相

信申请人符合作为适当人选的规定:(1) 财政状况或偿付能力;(2) 学历或其他资历或经验,而在这方面的考虑会顾及拟执行的职能的性质;(3) 是否有能力称职、诚实而公正地进行有关的受规管活动;及(4) 信誉、品格、可靠程度及财政方面的稳健性。

### (二) 特定核准准则

作为适当人选的规定的一部分,申请人应符合与以下各项有关的能力准则:(1) 学历及行业资格;(2) 相关行业经验;(3) 管理经验;及(4) 本地监

管架构考试。证监会对申请人之上述要求的细节列明于《胜任能力的指引》附录B (负责人员的胜任能力测试)、附录C表1 (负责人员所需的认可行业资格及有关本地监管架构的考试)、附录D (豁免遵守认可行业资格规定) 及附录E (豁免遵守有关本地监管架构的认可考试规定)。

申请人可同时申请成为多于一类受规管活动的负责人员,前提是申请人符合相关受规管活动的适当人选(包括胜任能力)规定,并且证明申请人在同时进行有关受规管活动时没有利益冲突。申请人亦可同时申请成为多于一家持牌法团的负责人员,前提是申请人证明当中没有利益冲突。一般来说,在有关持牌法团属同一公司集团的情况下,申请人才可同时申请成为多于一家持牌法团的负责人员

### (三) 充分授权

申请人必须在申请人将会隶属的持牌法团内具有充分的权限,以监督有关的受规管活动的业务。申请人不一定要是该持牌法团的董事局成员。然而,如申请人是该法团的董事,并积极参与或直接监督该法团的受规管活动的业务,则申请人便成为《证券及期货条例》第113条所定义的“执行董事”,并必须就有关受规管活动申请成为该持牌法团的负责人员。

申请人与公司的雇员与雇主关系,并不是获

核准成为负责人员的先决条件。例如,负责监督受规管活动的公司顾问(并非该公司的雇员)仍符合资格获核准成为负责人员。然而,该人必须就进行受规管活动,代该持牌法团行事或已与该持牌法团订立安排。

### (四) 特别规定

总体而言,证监会期望在其2016年12月16日发出的《致持牌法团有关加强高级管理层问责性的措施的通函》所列明负责某两项核心职能(即整体管理监督职能及主要业务职能)的核心职能主管,应向证监会申请核准他们成为其所监督的受规管活动的负责人员。

此外,在证监会考虑负责人员申请时,其会对范围广泛的行业经验予以承认为属相关经验。例如,从基金的销售及市场推广所得的经验虽然并非与投资管理直接相关,但可能会在有关第9类受规管活动(提供资产管理)的申请中获得承认。在某些情况下,证监会可能会就有关牌照施加一项非唯一的条件(根据该项条件,该人在积极参与或直接监督有关商号获发牌经营的业务时,必须遵照不受该项非唯一条件规限的另一名负责人员的建议行事)。证监会会在考虑申请人能否通过行业经验测试时,亦会顾及该人在业界的整体工作资历。

## (五) 海外居民

对海外居民,只有在其将会来港代其所隶属的持牌法团进行受规管活动的情况下,证监会才会向他批发牌照。若负责人员将被派驻海外及会不时来港进行受规管活动,该人应预期其牌照会被施加一项非唯一的条件(即根据该项条件,该人在积极参与或直接监督有关商号获发牌经营的业务时,必须遵照不受该项非唯一条件规限的另一名负责人员的建议行事)。该人的主事人应确保有足够数目的负责人员以监督在香港进行的受规管活动的业务,而这些负责人员可无须受任何与受规管活动有关的发牌条件所规限。在证监会于2010年4月1日发布的《澄清法团及个人(特别是在香港以外地方进行业务者)的申领牌照责任的通函》中,证监会对于海外居民申请牌照的要求进行了详细的解释和说明。

此外,流动专业人员不应担任负责人员,因为负责人员须负责监察其主事人获发牌进行的受规管活动。流动专业人员只会为了特定目的偶然在香港作短暂逗留。一般来说,这与施加于负责人员身上并要求其履行的职责不同。

## (六) 保荐人

《保荐人指引》(见《适当人选的指引》附录I)所载的资格规定,适用于从事保荐人工作的第6类受规管活动的持牌法团的保荐人主要人员。“保荐

人主要人员”是指,符合《保荐人指引》所订明的条件并获保荐人委任充当主要人员的个人;就上市任务而言,主要人员指由保荐人委任负责监督交易小组的个人。

《保荐人指引》将保荐人主要人员资格方面应符合的条件区分为方案1、方案2及方案3<sup>5</sup>。每名保荐人都应时刻拥有至少两名合资格主要人员,而其中至少有一名主要人员符合资格准则方案1。

原则上,保荐人主要人员应为保荐人的负责人员。他们应负责时刻监督受规管活动,而他们就保荐工作提供意见或从事保荐工作的胜任能力,不应成为他们获发牌照或注册的任何条件。然而,保荐人可委任受非唯一条件所限的负责人员担任保荐人主要人员,前提是该人能完全胜任担当保荐人主要人员,以及该项条件只是由于该人驻于香港以外地区而施加在其牌照上。有关委任取决于保荐人是否另有至少一名保荐人主要人员(i)符合方案1下担任保荐人主要人员的资格;(ii)驻于香港;及(iii)其牌照没有受非唯一条件或任何其他条件所约束,以限制该人就保荐工作提供意见或从事保荐人工作。流动专业人员不符合资格担任

5. 方案1: (1) 在获委任为主要人员前已拥有最少五年就联交所主板及/或创业板上市的公司的机构融资的经验;及(2) 在紧接其获委任前五年内,曾于至少两宗已完成的联交所主板及/或创业板首次公开招股交易中,在以保荐人的身分向上市申请人提供意见方面扮演重要的角色。

方案2: (1) 在领导澳洲、英国或美国的首次公开招股交易中的尽职审查事宜具备丰富经验;(2) 对于在澳洲、英国或美国上市公司的机构融资事宜具备丰富经验;(3) 在获保荐人委任为主要人员前六个月内,已完成有关道德操守、保荐人工作及规管在香港进行首次公开招股交易的法律及监管规定的复修课程或特设考试;及(4) 隶属一个拥有至少一名已依据上述方案1获核准为主要人员的保荐人。

方案3: (1) 在获委任为主要人员前五年内,曾于至少四宗已在香港完成的首次公开招股交易中积极及重要地参与尽职审查工作;(2) 在获委任为主要人员前,已拥有至少五年就联交所主板及/或创业板上市的公司机构融资的经验;(3) 在获保荐人委任为主要人员前六个月内,已通过有关道德操守、保荐人工作及规管在香港进行首次公开招股交易的法律及监管规定的特设考试;及(4) 隶属一个拥有至少一名已依据上述方案1获核准为主要人员的保荐人。





保荐人主要人员。

### **(七) 就《收购守则》提供意见**

香港《公司收购、合并及股份回购守则》(以下简称“《收购守则》”)第1.7项规定,财务顾问及其他专业顾问均必须具备所需才能、专业知识和足够的资源,借以发挥其功能和履行其在两份守则下的责任。如执行人员(定义见《收购守则》)认为某财务顾问无法符合这些规定,执行人员可能不会允许该人以财务顾问身分行事,即使其牌照并无注明特定限制。若申请人打算就属于《收购守则》的范畴的事宜提供意见,便须填妥补充文件(与《香港公司收购、合并及股份购回守则》监

管的事项有关的活动)及提供若干证明文件,以证明申请人在涉及守则事宜上的胜任能力。一般来说,申请人必须使证监会相信,申请人具备曾根据《收购守则》或《伦敦收购守则》监督至少一宗完整交易的经验。

### **(八) 房地产投资信托基金经理**

如基金经理就第9类受规管活动申请为隶属房地产投资信托基金管理公司的负责人员,除了需符合《胜任能力的指引》内订明负责人员的一般胜任能力规定外,亦须具备最少五年投资管理或物业投资组合管理的可追溯的纪录。

### 三、持牌代表

#### 1、一般的适当人选规定

申请人必须使证监会经考虑以下事项后,相信申请人符合适当人选的规定:(1) 财务状况或偿付能力;(2) 学历或其他资历或经验,而在这方面的考虑会顾及拟执行的职能的性质;(3) 是否有能力称职、诚实而公正地进行有关的受规管活动;及(4) 信誉、品格、可靠程度及财政方面的稳健性。

#### 2、特定核准准则

作为适当人选的规定的一部分,申请人应符合与以下各项有关的能力准则:(1) 学历及行业资格;(2) 相关行业经验、认可行业资格;及(3) 通过本地监管架构考试。证监会对申请人之上述要求的细节列明于《胜任能力指引》附录B(代表胜任能力测试)、附录C表2(代表所需的认可行业资格及本地监管架构考试)、附录D(豁免遵守认可行业资格规定)及附录E(豁免遵守有关本地监管架构的认可考试规定)。假如申请人拟成为一家从事保荐人工作的第6类受规管活动持牌法团的代表,申请人还需要符合额外的胜任能力规定,例如申请人可能须通过香港证券及投资学会相关的证券及期货从业员资格考试等。

#### 3、临时代表牌照

临时牌照是证监会在决定是否向个人发出《证券及期货条例》第120(1)条所指的牌照之前,

根据《证券及期货条例》第120(2)条发出予该人以进行某项受规管活动的牌照。假如申请人能够令证监会相信申请人具备适当人选的资格,以及向申请人发出临时牌照不会损害投资大众的利益,证监会可以向申请人批给临时牌照,允许申请人以代表的身分从事受规管活动。

#### 4、流动专业人员

如申请人将会多次来港公干,而每次只会作短暂停留,申请人可以申请代表牌照,以作为流动专业人员。

## 第四部分 取得牌照后的持续责任和义务

### 一、一般事项

持牌法团、持牌代表(包括负责人员)及注册机构都必须时刻具备相应的资质(请参见本系列文章之《香港资本市场中的牌照(三)——牌照申请的资格和条件》)。上述人士必须遵守香港法例第571章《证券及期货条例》(“《证券及期货条例》”)及其附属法例的所有适用条文,以及证监会发出的守则及指引。证监会对持牌法团、持牌个人、注册机构及中介人的有联系实体<sup>6</sup>施加了持续法定责任。

6. 某中介人的“有联系实体(associated entity)”是指,就该中介人而言,符合以下条件的公司或注册非香港公司——  
(a) 和该中介人有控权实体关系(controlling entity relationship);且  
(b) 在香港收取或持有该中介人的客户资产。

### (一) 展示牌照或注册证明书

就持牌法团及注册机构而言,须在其主要营业地点的显眼处(例如客户接待处)展示其牌照或注册证明书。假如持牌法团或注册机构有多于一个营业地点,则必须在其他每个营业地点的显眼处展示其牌照或注册证明书的核证副本。假如持牌法团或注册机构的营业地点包括在同一幢建筑物内的多个楼层,而所有楼层共享同一个客户接待处且已在该客户接待处展示其牌照或注册证明书,该持牌法团或注册机构便无须在每个楼层展示其牌照或注册证明书。

### (二) 负责人员的值勤安排

《证券及期货条例》规定,持牌法团必须有至少一名负责人员可时刻监督其所进行的某类受规管活动的业务。假如所有负责人员均因公务离港或休假,只要在有需要时可及时联络(建议通过电话联络)负责人员且该持牌法团设有适当的内部监控措施,该持牌法团便仍然符合有关规定。然而,这项安排仅应被视为临时措施,且为妥善履行其职责,负责人员应仅被允许离港一段合理期间。

就香港联合交易所或香港期货交易所的交易所的参与者,鉴于其客户群覆盖范围较为广泛、业务活动具复杂性,而且每日均需与交易所进行交往及沟通,因此证监会一般期望它们有至

少两名负责人员可以时刻在本地直接监督其经纪业务。

### (三) 呈交经审核账目等文件

持牌法团及中介人的有联系实体(属于认可财务机构<sup>7</sup>者除外)应在每个财政年度终结后四个月内,向证监会呈交其经审核账目及其他规定的文件。假如持牌法团于某日停止进行它所获发牌进行的所有受规管活动,其应在该日后四个月内,向证监会呈交其以该日状况为准的经审核账目及其他规定的文件。当中介人的有联系实体(属于认可财务机构者除外)停止作为该中介人的有联系实体时,相同的呈交规定亦适用于该实体。

### (四) 呈交财政资源申报表

持牌法团须每月向证监会呈交财政资源申报表。但只就第4类(就证券提供意见)、第5类(就期货合约提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)、第9类(提供资产管理)或第10类(提供信贷评级服务)受规管活动获发牌照及其牌照受到不得持有客户资产的条件所规限的法团,只须每半年呈交财政资源申报表。

7. “认可财务机构”是指根据香港《银行业条例》第2(1)条定义的认可机构(即银行、有限牌照银行或接受存款公司)。



## (五) 缴付年费

所有持牌人及注册机构应在获得牌照或注册当日之后每年的同月同日后一个月内缴付年费(年费金额视牌照类型不同而不同)。未能在到期日前足额缴付年费者,须就余额缴付附加费(逾期不足一月征收10%附加费、超过一月不足两月征收30%附加费、超过两个月不足三个月征收50%附加费),且其牌照或注册证明书可能会被暂时吊销(如逾期超过三个月但不足四个月)或撤销(如逾期超过四个月)。

## (六) 呈交周年申报表

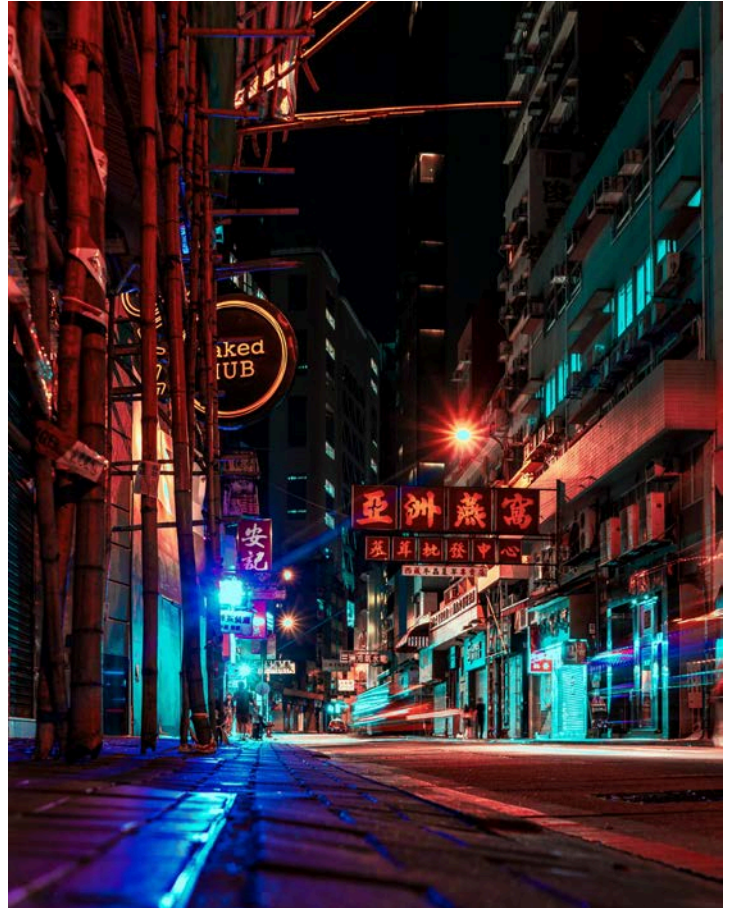
持牌法团及持牌个人须在发牌当日之后每年的同月同日后一个月内,通过证监会电子服务网站向证监会呈交周年申报表。未能在到期日前呈交周年申报表的人士,其牌照可能会被暂时吊销(如逾期超过三个月但不足四个月)或撤销(如逾期超过四个月)。

## 二、业务的终止

### (一) 持牌法团终止受规管活动

根据《证券及期货条例》第195(1)(c)条,假如持牌法团不从事其获发牌进行的所有或部分受规管活动,证监会有权撤销或暂时吊销该持牌法团的相关牌照。

无论基于何种原因,假如持牌法团拟终止从



事任何受规管活动,持牌法团应通知证监会,并应同时根据《证券及期货条例》第195(1)(d)条要求撤销(i)其所获发的牌照(假如该牌照内的所有受规管活动将予以终止),或(ii)拟予以终止的受规管活动。

有关持牌法团拟终止进行有关活动的意向(以及持牌法团的持牌个人的相关终止意向)的通知书,应在合理地切实可行的范围内尽快通过证监会电子服务网站提交给证监会,而在任何情况下,该通知书须在该拟终止日前七个营业日之前发出。



假如持牌法团已终止进行所有或任何受规管活动超过一个月,该持牌法团应在终止的日期后37日内将牌照交回证监会,以供注销或修订(视情况而定),除非证监会已批准该持牌法团延长前述期限。如前文所述,假如持牌法团终止进行所有受规管活动,亦须在发生该项终止当日四个月内,向证监会呈交经审核账目及其他规定的文件。

## **(二) 注册机构终止受规管活动**

假如注册机构拟终止进行任何受规管活动,该注册机构应合理地在切实可行的范围内,尽快通过证监会电子服务网站通知证监会其拟终止进行有关活动的意向,且在任何情况下,该通知须在该拟终止日之前七个营业日或之前发出。注册机构亦应在上述时限内,以书面方式将有关事宜通知香港金融管理局(“金管局”)。

当注册机构已终止进行所有或任何获注册进行的受规管活动超过一个月时,该注册机构应在终止的日期后37日内将其注册证明书交回证监会,以供注销或修订(视情况而定),除非证监会已批准该注册机构延长前述期限。

## **三、须通知证监会的其他情形**

### **(一) 由持牌法团、持牌个人及注册机构发出的通知**

除须就拟终止业务通知证监会外,持牌人及注册机构亦须在其在首次申请中向证监会提供的资料有所更改时,向证监会发出通知。如属注册机构,便应同时向证监会及金管局发出通知。

就属同一公司集团的实体而言,持牌法团或注册机构可就同一项更改代表其本身及代表其他集团实体发出通知。持牌法团或注册机构应在通知内清楚列明代表哪一方发出该项通知,而其所代表的实体应知悉该项通知。

### **(二) 由持牌法团的董事及大股东发出的通知**

凡持牌法团的董事成为或终止担任该法团的董事时,有关人士须在此事发生后的七个营业日内,将上述事情通知证监会。持牌法团的大股东须在《证券及期货(发牌及注册)(资料)规则》附表3第4部所列的详情(包括持牌法团的股东名称/姓名、股本或股权结构、联络方式等)有所更改时,向证监会发出通知。

### **(三) 由中介人的有联系实体发出的通知**

当中介人的有联系实体成为及不再是该中介人的有联系实体时,须在发生有关情形后七个营业日内,将该情形通知证监会。如有关详情于通知后发生更改,有关的有联系实体须在更改发生日后七个营业日内通过证监会电子服务网站,将该更改通知证监会。此外,有关实体亦须在其

成为中介人的有联系实体后的一个月內，将其财政年度终结的日期通知证监会（但属认可财务机构的除外）。

#### （四）其他应向证监会发出通知的情形

假如中介人从事涉及虚拟资产的买卖和资产管理服务及智能理财（robo-advisors）金融服务，便须知会证监会。此外，中介人或其集团实体在于香港进行该等业务前，应先咨询证监会意见。

就申请获注册或增加受规管活动的注册机构，如发生主要负责相关业务或职能的人士的新委任或终止委任、有关人士个人资料的变动、有关人士主要负责的受规管活动、业务或职能的变动，或相关汇报安排的变动，应于有关变动生效当日起14日內，向金管局及证监会提交更新数据，同时一并提交更新的组织架构图（但仅有关人士个人资料发生变动的情形除外）。

## 四、持续培训

持牌法团及注册机构应主要负责设计及推行最能切合其聘用的持牌代表或有关个人的培训需要的持续教育课程。有关课程应提高该等个人的行业知识、技能及专业操守。商号须进行尽职审查，以确保有关个人符合持续培训规定。

持牌个人及注册机构的有关个人每个日历

年就其进行的每类受规管活动（但第7类（提供自动化交易服务）受规管活动除外），一般须完成五个小时的持续培训。负责人员须符合的持续培训规定在持续培训的时数方面与持牌代表无异，但持续培训的内容和课题必须与该人拟履行的职能有关。就持续培训内容等方面的具体要求可参见证监会发布的《持续培训指引》。

持牌法团及注册机构应保存有关课程及该等个人曾参与的持续培训活动的纪录最少三年，以及须应证监会或金管局的要求供其查阅。该等个人亦应保留本身的持续培训纪录最少三年。此外，持牌法团及个人（在通过证监会电子服务网站呈交周年申报表时）须确认他们在上一个历年是否已遵守有关持续培训规定。 33



徐建辉  
合伙人  
公司二部  
香港办公室  
+852 2298 7689  
alanxu@zhonglun.com

# 危中藏机—— 疫情之下医疗行业海外并购新机遇

作者：刘海燕、黄明星



自今年伊始,新冠肺炎疫情(“新冠疫情”)在世界各地爆发后,全球经济和各行业的发展、布局均受到了不同程度的冲击,而跨境并购因其自身的特性更是受到了直接的波及,不少企业主动或被动地暂停或终止了跨境并购。根据清科旗下私募通数据显示,2020年第一季度中国并购市场共完成322笔并购交易,案例数量同比下降30.9%,环比下降31.6%。

然而,在跨境并购整体受到新冠深远影响的背景下,我们却发现最近几个月有多家国企下属基金或知名投资公司向我们咨询或委托我们处理其并购境外医疗领域企业项目,其中包括某国企下属基金拟收购总部位于美国的一家行业领先的提供从临床前研究、临床试验至商业化生产阶段一站式外包生产服务的CDMO企业,以及某知名境外投资公司拟收购位于瑞士的医疗设备企业等,且我们亦发现行业投资者及财务投资者对于医疗行业的关注及医疗行业的热点趋势在近期愈发突出。因此,在跨境并购整体因新冠疫情影响下滑严重情况下,医疗行业或在此次危机中异军突起,迎来跨境并购新机遇。但是,医疗行业跨境并购法律风险重峦叠嶂,投资者需早做准备,方能抓住机遇。有鉴于此,我们梳理了医疗行业海外并购的九大风险,供相关投资者参考。

## 第一部分\ 危中藏机——医疗行业或迎海外并购新机遇

### 1.新冠凸显高端医疗技术背后的巨大商机

今年3月,有新闻称,德国与美国曾就开发新冠病毒疫苗的德国企业CureVac所有的专利出现争执。该报道披露美国总统特朗普曾报价10亿欧元欲购买CureVac未来的新冠疫苗专利。欧盟随即介入,宣布将为CureVac提供8000万欧元担保贷款,扩大疫苗研发和生产来应对欧洲的疫情。<sup>1</sup>尽管德国与美国皆否认了关于“买断”疫苗的传闻,但是这一风波无疑向投资者展现

出了高端医疗技术背后的巨大商机。

### 2.以史为鉴,新冠将推动医疗行业快速发展

2003年非典疫情结束后,我国在公卫疾控上持续深入改革。借着改革的机遇,医药电商、医疗信息化、医疗废弃物处置等细分行业皆得到了快速发展。有鉴于此,在市场的重视、国家配套政策支持下,我们理解新冠肺炎在未来数年内亦可能成为推动医疗行业发展的前所未有的动力和机遇,主要体现在以下三个方面:

第一,新冠疫情暴露我国医疗技术的短板,尤其是高端医疗设备和高值耗材的“国产化”情

1.详见:<https://world.huanqiu.com/article/3xSXiWPQnDs>。



况不理想；

第二，新冠疫情凸显我国市场对医疗与生物技术的需求缺口很大。国内医疗行业的原研药、互联网智慧医疗、高端生命科学技术创新能力显著不足；

第三，新冠疫情提升了医疗行业对一些新兴细分行业的需求，比如为疫情防控立下汗马功劳的体外诊断技术等，这些行业的未来发展空间较大。

### 3.危中藏机，低点并购布局未来

新冠疫情虽然导致医疗行业成为聚焦，其发展亦将在未来几年得到重视，然而疫情的隔离措施等也导致各国线下实体医疗机构门诊、住院患者量剧减，导致医药需求端萎靡。停工停产同时导致医疗服务产业链上下游供应不足，不少医疗机构遇到了难以招架的现金流压力。然而一些企业的危机，正是另一些企业的机遇。低谷时期的并购成本将降低，且由于企业的出售意愿增强，因此并购过程往往更为顺利。因此当下正是寻找质地优良、价格合理的境外标的公司进行并购的良机。

通过并购优质海外医疗企业能够获得的利益是多维的。一方面，我国企业可以补足技术短板，通过整合境外——尤其是欧美地区标的公司的资源，实现技术上的更新或突破。另一方面，

我国企业也可以乘此机会开疆拓土，在疫情结束后及时占据被淘汰企业释放出来的市场。我国企业通过全球化布局，不仅能加强自身供应链的韧性，也增加其抵御单一市场风险的能力。

### 4.审查未严，医疗行业跨境并购机不可失的窗口期

虽然当下，欧美各国尚未就医疗行业的并购投资进行特殊限制或控制，但疫情结束后，各国政府恐逐步收紧对外商投资医疗行业的审查。欧盟委员会在今年3月底已经发布指南，鼓励各成员国确保欧盟医疗卫生企业免遭外资收购。虽然截至目前仍然没有任何成员国明确宣布收紧医疗行业外资并购的通道，但是该指南释放的信号是在未来数年间，医疗行业可能会被各国政府视作重要的战略性资产。医疗行业的跨境并购将受到政府更严密的关注，交易审批将更加困难。因此，可以说当下正是医疗行业跨境并购机不可失的窗口期，建议有海外并购意向的企业应在外商投资审批的口子收紧之前尽早布局并开展交易。

## 第二部分\ 医疗行业海外并购的九只“金苹果”

尽管新冠疫情之下，医疗行业海外并购具

有极大的商业前景,亦为不可错失的机遇,但医疗行业的跨境并购面临的法律风险重峦叠嶂。中国投资者需严密关注把握相关风险点,方能顺利完成海外并购。根据以往的项目经验,我们梳理了医疗行业海外并购的九大风险,供相关投资者参考。

## 1. 东道国监管环境

有效掌握东道国监管环境的时间点对交易至关重要。在交易开始之前,就应该对东道国的监管前景作出精密的法律分析。若审批环境对拟议交易不利,应仔细安排交易结构或条件、甚至慎重考虑是否进行交易。

以美国的外国投资审查委员会(“CFIUS”)的审查为例。今年1月,美国财政部通过发布《关于外国人在美国进行特定投资的规定》(“外商特定投资新规”),拓展了CFIUS的审查权限。

在国内某基金计划以协议方式收购美国一家生物化学公司30%以上表决权的案例中,我们发现该拟议交易已经构成外国投资者取得控制权的交易,将触发CFIUS审查。而且该基金由我国某国有资产管理机构控制,因此属于不受豁免的中央或地方政府机构持有重大利益的外国投资人。投资者负有强制声明义务。按照CFIUS监管的尺度,投资者必须披露的内容很可能包括涉及政府部门与政府官员的保密信息。

这一风险提示引起了投资者的重视,并将重新评估交易进行的必要性。

## 2. 行业资质及许可

以医药行业为例,并购美国药企或投资美国医药研究机构必须关注标的是否拥有药品生产许可和上市许可等重要行业资质。其中,美国的药品上市许可持有人(Marketing Authorization Holder, “MAH”)制度对我国药品行业的监管也产生了深远影响。该制度的本质即药品上市许可与生产许可分离。在美国MAH管理框架下,除自己生产药品的企业外,一些研发机构和研发人员也可以申请成为药品的MAH。研发机构和研发人员取得药品上市许可批准后,即可以委托生产企业生产药品。

因此,如企业自身持有医药技术,并希望与美国标的进行技术资源整合后在美国实现药品上市,应该严密关注并购标的是否已经取得上市许可。

## 3. 产品资质及许可

在医药行业领域进行跨境并购的过程中,如果标的是药品生产企业,应当密切关注其是否持有必需的药品资质与许可。对于生产与研发能力都很强的药企而言,应当尤其着重审查其新药证书。为获得新药证书,药企需要在新药



的研制临床试验和报批过程中投入大量的成本,并承担新药申报不通过审批的风险,该证书的重要性不言而喻。

如果投资者对标的公司的一项新药技术特别感兴趣,则应该掌握标的公司是否已经取得相应的新药证书。若标的公司已取得新药证书,我们建议在正式交割之前应要求标的公司将新药证书连同新药专利一起转让,且还应要求标的公司协助投资者向药品主管部门申报转让新药证书。

#### 4.项目建设及许可

东道国对药品所拥有的药厂、生产车间一般都有特殊规定,投资者在尽调期间应该关注标的是否符合此类规定,以免日后遭受处罚,包括但不限于:

1) 厂房等建筑项目需要验收合格,通过消防、环境、安全、职业卫生等一系列验收测试和评价。如果在生产药品的过程中有辐射,必须取得与辐射相关的资质和批文。我们应仔细审核上述证明是否完备,并确认证明文书仍在有效

期限内。

2) 用于建设高新技术设备与厂房的土地可能获得东道国政府的政策优惠。因此,我们还要仔细核查项目的土地出让协议以及相关的其他协议,关注标的是否按照协议约定进行生产。

## 5. 主要资产

知识产权是医药企业的重要无形资产。医药企业的核心知识产权一般包括新药、仿制药的发明专利、产品外观设计专利、专有技术、商标、域名、商业秘密等。

在对境外医药行业进行并购的过程中,我们建议密切关注标的知识产权是否存在权属纠纷、知识产权是否已经过期失效或即将过期失效,以及知识产权是否可能受到行权限制。很多场合下,我国企业取得境外药企控制权的目的就是为了最终获得他们的知识产权。

2018年,我们在一起海外医疗企业拟议交易的尽职调查过程中,发现目标公司的部分核心专利权属有问题。标的公司仅为被许可有条件地使用专利、而目标公司股东为实际权利人。这种情况会对交易以及后续的业务安排产生很大负面影响。一方面,知识产权许可费很少采取一揽子付清的方式,权利人往往与被许可人约定参照使用该知识产权生产的产品销售利润按比例支付年度或季度许可费。这将使得我们的

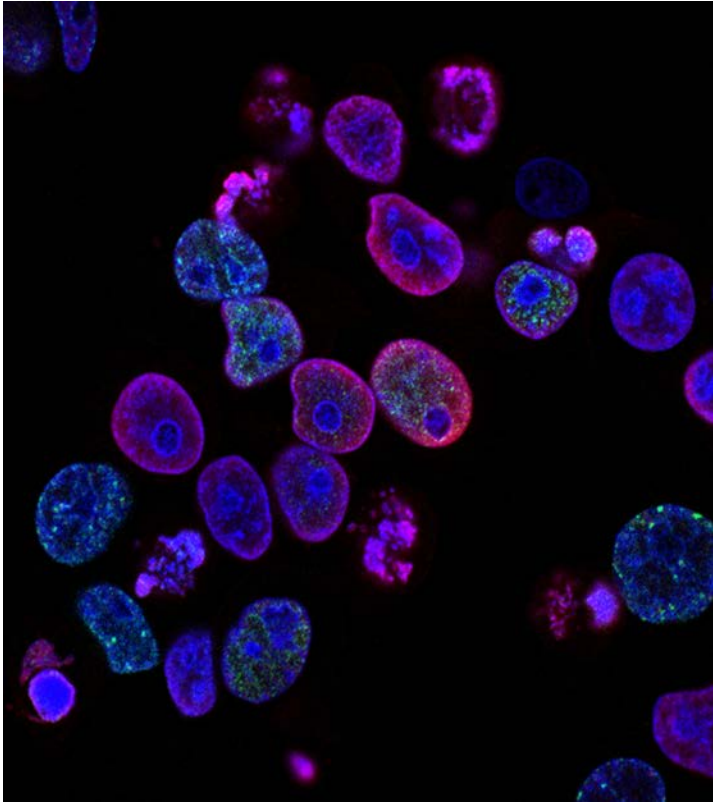
收购成本大大增加。另一方面,高新技术的专利许可协议中很可能约定了禁止分许可的条款。标的公司在后续的经营中将颇受限制,比如不能与其他制药公司签订医药领域常见的专利交叉许可,不利于标的公司的创新、效率、交易成本、市场竞争力。对这种情况,我们建议通过交易协议约定标的公司股东在交割之前将核心专利转让给标的公司。

## 6. 重大合同

医疗行业跨境并购中需要审阅的合同繁多,包括知识产权许可合同、材料采购合同、产品购销合同、仓储合同、设备采购合同,以及贷款合同、担保合同,和其他对股东行使权力的完整性及股东控制权造成影响的合同。

跨境并购中一类常见的合同条款是控制权变更(change of control)条款。即当标的公司的控制权发生变动时,对方有合同解除权或有权作出其他对标的公司不利的合同安排。在医药行业跨境并购中,这类条款常见于关键技术许可合同、交叉许可合同、不具有替代性的原料供应合同、与重要客户的买卖合同、融资合同,以及原控股公司或者原控股公司的关联方为标的公司提供担保的合同等。我们建议在尽调过程中详细审阅包含上述风险点的重大合同,争取在并购协议中约定标的公司有义务在交割前就





与控制权变更相关的合同事项与相对方进行协商,并达成补充协议。

## 7. 税务及补贴

通常,在股权并购交易中,投资人可能会继承被收购公司的所有历史税务风险。因此,我们将针对目标公司展开详尽的税务尽职调查,全面检视税务合规性。除此之外,并购协议中的陈述、保证与补偿条款 (representations, warranties and compensation clause) 是保护投资人、防控税务风险的重要手段。在交易协议中,我们可通过陈述、保证与补偿条款,列示所有已

发现的税务风险点,并在收购协议中约定采取托管账户的形式、暂时不向卖方支付部分对价的安排。直到能够证明税务风险消除后,再向卖方支付剩余对价。

另外,有些具备医疗前沿技术研发能力的标的公司可能受到过东道国政府的科研补贴。如果标的公司有这方面的收入,则在进行并购尽调时,我们需要标的公司提供财务账册,证明标的公司定期就该笔补贴的使用情况进行审计,且审计结果是所有来自政府的科研资金都专款专用。另外,科研补贴通常都伴随向政府实施专利许可的义务。已经得到专利许可的政府部门很有可能排斥外国投资者通过控制标的公司使用核心技术。我们建议投资者格外关注此类风险。

## 8. 商业贿赂

由于医生在药品与医疗器械的选购方面有相当自主权,使得医疗行业成为商业贿赂的高风险行业。在对标的公司进行尽职调查时,我们建议投资者尤其关注是否存在商业贿赂的风险。

“促销费”、“学术推广费”或者“授课费”等名目可能是商业贿赂的风险信号,我们建议核查这些费用的支付对象和支付原由,调查标的公司是否在促销和学术推广活动中向医生、医护人员、医保人员、医药代表及客户提供现金、

回扣或礼品。此外，一些非现金给付的行为也可能构成商业贿赂，比如邀请客户或其家人旅游、购物或者奢侈宴请等。此外，我们还要审查标的公司是否有防止腐败的内控措施，比如完善的合规计划。在美国，公司建立并实施有效合规计划是减轻量刑的事由。因此，具备良好经营活动流程规范、强力内部监督管理机制的公司无疑是理想标的。

## 9.境内机构境外直接投资审批和境内资金出境审批

大部分中国企业的境外投资都涉及境内机构境外直接投资申报 (Overseas Direct Investment Filing, “ODI申报”)和相应的境内资金出境审批。ODI审批在交割之后才能完成，但是我们建议在交易启动之前就应该对获得审批的可能性进行充分地评估，扫清障碍。

鉴于掌握尖端医疗技术的标的公司一般都位于欧美国家，因此不属于商务部、发改委划定的敏感国家或地区；而医疗行业的各细分行业通常也不在敏感行业名单中。同时考虑到，我国医疗行业技术能力不足，市场对尖端技术需求量大，且此类技术多在境外。因此大方向上判断，可以估计ODI审批对医疗行业应当比较好，受到限制的可能性较小。

**结论：**尽管新冠疫情之下，医疗行业海外并购具有极大的商业前景，亦可谓不可错失的机遇，但是该领域的交易面临很多法律风险，主要包括东道国监管环境、行业资质及许可、产品资质及许可、项目建设及许可、重大合同、税务及补贴、商业贿赂，以及我国境内机构境外直接投资审批和境内资金出境等九大风险。若不谨慎对待上述风险点，不仅交易无法完成，投资者还可能面临受到外国执法机关调查、处罚的被动局面，因此我们建议中国投资者严密关注把握上述风险点，以摘得这九只“金苹果”并顺利完成海外并购。 ☒



刘海燕  
合伙人  
公司二部  
上海办公室  
+86 21 6061 3160  
claireliu@zhonglun.com

# “影游联动”需合法—— 从《拳皇》案看经典游戏 “真人改编”如何维权

作者：赵刚、戴越



## 第一部分 权属篇

近年来,影视行业发展迅速,影视与游戏彼此跨界合作实现共赢的“影游联动”运营模式不在少数。影游联动既包括影视剧改编为游戏,也包括游戏改编为影视剧。

除了合法的“影游联动”或者“影游互动”外,实践中也大量存在另一种“影游联动”——擅自改编使用知名的游戏或者电影。在这其中,尤以擅自将影视剧改编为游戏居多,逆向将游戏改编为电影则少很多。无论何种改编,如果未经权利人的许可,可能会存在侵权风险,也会对权利人的合法权益带来损害。

近期我们代理的经典游戏《拳皇97》和《拳皇98》权利人在中国大陆境内的维权获得一审胜诉判决。本次诉讼是权利人关于知名游戏IP《拳皇》在国内首次针对“非法影视改编”侵权行为的成功维权。由于司法实践中游戏改编为影视的在先可供参考借鉴的案例较少,尤其是在真人改编领域,因此本案件对于权利人同类案件的维权将具有一定借鉴意义,笔者将结合案件作进一步梳理,以飨读者。

### (一) 案件背景介绍

株式会社SNK作为老牌游戏厂商,发行的

众多游戏风靡全世界,在中国大陆地区,经典对战游戏《拳皇97》和《拳皇98》更是享有极高的知名度。三被告未经许可将《拳皇97》和《拳皇98》游戏人物不知火舞、二阶堂红丸、蔡宝奇、陈国汉用于网络大电影中,并以游戏角色的谐音或者体型特征对电影角色进行命名,如将蔡宝奇命名为“蔡主任”,将陈国汉命名为“陈胖子”,将二阶堂红丸命名为“堂堂”。权利人主张三被告侵害复制权、摄制权、信息网络传播权以及不正当竞争,将被告起诉至法院。

### (二) “具有一定历史”的经典游戏IP维权难点

热门且近期的网络游戏维权,因为现代网络游戏本身就会有开发日志,游戏公司也会有意识地保存相关原始创作证据,在权属证据搜集方面会相对较为容易。但是一些经典游戏尤其是发行时间很早“具有一定历史”的红白机、街机游戏,在权属证据的证明和获取中,一般会面临以下诸多难点:

#### 1. 权利主体几经更迭,身份证明难度较大。

很多经典游戏发行数十年(但仍在著作权保护期内),但期间企业难免出现一些主体变更情况,甚至出现破产、资产转让等情况。尽管原始权利主体在主体发生变更如破产、注销等情况下,会对企业的债权债务进行处分,由新的主体予以承继。在这种情况下,考虑早期历史因素及



对相关文件的保留程度等因素,对权利主体举证以满足在民事诉讼中主体资格的要求是权利人维权面临的首要问题。

**2.原始载体与创作证据难以举证。**游戏发行时间较早也直接导致该部分内容的举证困难。传统经典游戏的发行载体与当今情况相比,已经发生巨大变化。很多80后、90后关于20年前游戏的回忆仍是红白机、街机等,比如正版发行的《拳皇》最早就是在街机平台发行的。随着街机游戏模式的衰落,最早期的游戏载体难以获得。另外,在主张权属时,通常需要对创作过程进行举证,而几十年前创作的游戏,创作过程证据通常亦较难获得。

**3.确定恰当的主张内容。**一些经典游戏往往是系列作品,选取哪个版本作为主张权利的基础,关系到侵权定性。比如《拳皇》从上世纪90年开始发行,早期几乎每年发行一个新的游戏版本,不同版本游戏角色虽然大体相同,但是不同版本的游戏会产生延续性的故事背景或者世界观,也会不断增加新的游戏人物或者对热度较高的游戏人物进行适当“美化”调整。因此,如何根据被告具体使用情形以及不同版本的知名度确定诉讼维权的主张版本是诉讼策略非常重要的一个内容,亦会直接关系到诉讼中的举证难易程度。

**4.域外主体加剧了举证困难程度。**如前所

述,权利主体的身份确定、游戏载体与原始创作证据的确定都是经典游戏维权时面对的难题,如果游戏公司是域外主体,则面临的挑战会更加艰巨。在涉及域外权利人的举证中,除了域外文件获取困难、域外形成文件需要公证认证等客观增加举证难度与时间成本的难题之外,律师更需要关注域外形成文件的细节。比如在本案中,在日本当地形成的文件上加盖的公司印章存在差异。了解日本印章的律师都知道,日本公司的印章包括一般印章与实印。实印一般用于官方资料等重要文件的盖章,但是二者都是公司的有效印章。法院对此并不一定熟悉了解,因此诸如此类问题律师需要关注并进行合理解释。

### (三)“具有一定历史”的经典游戏IP如何举证完善权属链条

一般而言,权利人提交的作品底稿等原始创作证据、原件、著作权登记证书、取得权利的合同等可以作为证明权利归属的初步证据,也是权利人举证的重要内容。不过如上所述,由于时间久远,原始创作证据往往已无法举证,权属链条的完整往往需要诸多证据相互结合印证,以尽到举证责任。比如在我们代理的《拳皇》游戏案件中,为了满足诉讼的要求,在权属证据链条层面我们进行了全面举证:

**首先, 主体变更的官方文件必不可少。**《拳皇》游戏案件中, 早期的原始权利人主体已经破产清算, 其公司权利义务已经全部由新的公司承继。一般而言, 某一商事主体资格消灭前, 会通过相关的法律程序(如破产程序、注销程序、解散程序)对相关问题进行确认, 并会有相应的生效法律文书。在本案中, 当地地方法院曾对原始权利人的破产申请以及权利义务移转的申请进行许可并作出裁定。因此, 当地法院文书是权属最为基础的证据。值得注意的是, 在知识产权民事诉讼中, 对主体资格尤其是对原告主体资格的审查较为严格。官方文件记载的主体名称、变更记录必须要与案件中举证的其他证据相符合。涉及域外主体资格的法律文件, 在确保英文或者其它外文表述一致的情况下, 也必须确保中文翻译名称的一致性。

**其次, 需要寻找恰当的替代游戏载体。**如前所述, 当游戏原始载体是早期发行、体积较大的街机时, 如果将其作为证据提交, 无论是举证还是之后的质证均极为不便。而最为关键的是, 由于早期《拳皇》系列游戏并未在中国大陆境内进行过正版发行, 互联网上的版本以及街边游戏厅中的游戏机均为盗版, 盗版游戏不是权属主张与举证的基础。因此, 寻找恰当的替代游戏载体势在必行。比如, 手机应用商店中的《拳皇》游戏由权利人正版发行, 是对原始游戏版本百分

之百的还原与移植, 相关游戏画面、游戏人物形象与原始版本完全相同。最终, 作为替代方案, 律师在公证程序中对该手机游戏中的游戏形象进行全部展示并作为主张权利的基础。

**第三, 系统安排域外证据取证方案。**对于域外官方机构盖章的文件, 一般需要经过公证认证程序, 才能在我国诉讼程序中作为证据使用。知识产权领域有着非常密切的全球合作, 各国对于商标、专利基本采取注册制, 不少政府机构、国际组织的网站能够查询到商标专利的状态。而对于版权, 由于普遍采取创作即产生著作权、自愿登记原则, 能否查询到作品登记情况需要根据一国主管机关政策而定。当前在我国较难查询到版权登记状况。在本案中, 由于需要举证的作品是美版已经发行的游戏, 美国版权局官网开放有公众查询路径, 因此只要输入相关作品名称, 就可以查询到作品的登记主体、转让记录等信息。由于《拳皇》游戏曾经历过数次转让及版权变更, 为了稳妥起见, 律师进一步从美国版权局调取了原始登记文件及登记变更文件, 该文件记载内容与其他证据内容显示细节与信息亦相符。经公证认证及国内有资质机构的翻译, 该证据起到了巨大作用, 最终形成了权属证据的完整链条。

**最后, 早期未在中国大陆发行的游戏知名度的举证至关重要。**版权领域中作品知名度的



举证十分重要,不仅有助于争取较高的损害赔偿额,同时,如果法院对某一权利作品不熟悉甚至不了解时,作品知名度的举证也有助于法院对权利作品产生整体的认知。

在《拳皇》案件中,尽管该系列游戏在全球范围内有着极高的知名度,但是早期街机年代时并未在中国大陆进行正版发行,互联网上一些软件下载网站可供下载的《拳皇》游戏均为电脑游戏时代通过模拟器发行的盗版游戏。在此类盗版游戏的下载量以及评论量已然非常可观的情况下,一定程度上亦能够间接说明《拳皇》

游戏的知名度。另外,即便是盗版游戏网站,在游戏的权利人或者开发者信息部分仍然注明“SNK”字样,反过来也是权属证据的强力辅助证明。当然,官方网站介绍、网友点评贴、评论量、游戏综合平台下载界面、国图检索报告更是此类举证中的基础内容。

综上,“具有一定历史”的经典游戏IP权属证据的组织、准备以及梳理是此类游戏维权诉讼中的重中之重,维权行动能否顺利获得胜诉,其基础也在于权属证据的真实性以及证据链条的完整性,以及相应权属证据能否满足司法的

要求。通过上述准备，同类案件基本可以在权属层面形成完整的链条，为后续进一步的主张奠定良好的基础。

## 第二部分\ 主张篇

经典游戏“真人改编”侵权维权中，除了最需要关注的权属固定问题外，如何合理地组织、提出“诉讼主张”也是非常重要的内容，将直接关系到权利人维权诉求是否能获得司法机关的最大化支持以及实现打击侵权的维权效果和力度。

### (一) 经典游戏可被保护的要素

根据《北京市高级人民法院侵害著作权案件审理指南》2.14、2.15条的规定，运行网络游戏产生的静态游戏画面符合美术作品要件的，受著作权法保护。运行网络游戏产生的连续动态游戏画面，符合以类似摄制电影的方法创作的作品构成要件的，受著作权法保护。网络游戏的组成要素可以单独构成作品，包括但不限于如下情形：(1) 人物形象、服装、道具、地图、场景等可以构成美术作品；(2) 片头、片尾及过场音乐，主题歌、插曲等可以构成音乐作品；(3) 台词、旁白、故事叙述、游戏介绍等可以构成文字作品；(4) 片头、片尾及

过场动画、视频等可以构成以类似摄制电影的方法创作的作品。

一款游戏，既可以将其全部代码按照计算机软件进行保护，其游戏画面、游戏的组成要素也可以根据实际情况主张著作权法的保护。一般而言，对于《拳皇》等上世纪90年代发行的经典街机游戏，设计之初肯定会有故事设定与游戏背景介绍，甚至游戏中的人物之间也有人物关系设定，比如宿敌、父子、恋人等。不过此类经典对战街机游戏最令玩家印象深刻的仍在于游戏人物形象以及游戏人物的技能和战力。对玩家来说，游戏本身的平衡性也是极为重要的考量因素。对于此类非剧情化经典游戏的其他要素，比如游戏人物的技能、较为简单的游戏设定背景、游戏人物的名称、游戏人物的关系，由于单独每一个元素表达空间的有限，较难作为作品得到《著作权法》的保护。但是如果影视剧“搭便车”、体系化地移植与盗用使用相关要素，权利人可以一并根据《反不正当竞争法》的规定主张被告构成不正当竞争。

### (二) 主张权利内容——著作权

#### 1. 经典游戏形象属于何种作品

根据《著作权法实施条例》的规定，美术作品是指绘画、书法、雕塑等以线条、色彩或者其他方式构成的有审美意义的平面或者立体的造型



艺术作品。该定义体现出美术作品的实质是造型艺术,只要某个客体在由线条、色彩等要素构成的造型上具有独创性并具有一定的审美意义,一般可以作为美术作品受到著作权法的保护。

关于经典游戏人物形象构成何种作品,除了上文《北京市高级人民法院侵害著作权案件审理指南》规定人物形象、服装、道具、地图、场景等可以构成美术作品之外,广东省高级人民法院在《关于网络游戏知识产权民事纠纷案件若干问题的审判指引(试行)》中亦做了类似的规定<sup>1</sup>。司法实务中亦有大量案例认定游戏形象构成美术作品。

在《拳皇》案件中,权利人主张游戏人物形象构成美术作品,并对每一具体形象的特征进行了论述,法院在判决中亦认为“涉案游戏中的不知火舞、蔡宝奇、陈国汉、二阶堂红丸四个角色形象,均以线条勾勒、色彩搭配等方式构成,各自具有特点鲜明的五官、身材等外貌形态,以及风格迥异的服饰、发型等细节特征,是以平面造型艺术形式体现出的个性化的表达,具有一定的审美意义和独创性,属于著作权法规定的美术作品”。

## 2. 真人是否可以是使用作品的载体

当游戏被改编为影视剧,除非是动漫电影,其余的情形一般是由真人以化妆、服装、道具等辅助手段再现游戏人物形象。实践中存在较大争议的是:真人是否可以是使用作品的载体?

根据《著作权法实施条例》的规定,作品是指文学、艺术和科学领域内具有独创性并能以某种有形形式复制的智力成果。“作品的价值在于其表达形式,与载体无关”<sup>2</sup>。根据《著作权法》的规定,著作权人对其作品享有的复制权或者改编权,在于对“作品”表达形式的复制,与侵权人以何种载体上呈现作品无关。换言之,只要作品被“复制”或者“改编”的载体可以为人所感知,就属于复制或者改编行为,这些载体既包括传统的纸张、现代计算机,当然也包括真人。在本案中,如前文论述,权利人所主张的是美术作品。被告以真人作为载体对美术作品进行再现,属于未经许可使用作品的行为。

此外,判断游戏形象与被控侵权使用形象是否近似时,除了判断不同形象的整体造型、主要特征是否构成《著作权法》中的“实质性近似”之外,权利人亦可以**关注视频平台弹幕或者评论中网友的认知与看法**。比如在《拳皇》案件中,当影视人物出现时,会有网友在弹幕中将其与游戏的具体人物相对应。普通公众对被控侵权形象的整体认知虽然不是《著作权法》中判断近似的法定判断标准,但对判断相关形象是否近似亦有着相当的参考价值。

1. 第十六条【游戏元素构成作品的审查】审理涉及网络游戏的著作权纠纷案件,原告对其游戏组成元素分别主张权利的,应分别审查相关元素是否符合相应作品的构成要件。原告主张游戏标识、界面、地图、场景、角色形象等游戏元素构成美术作品的,应重点审查其是否具有审美意义。  
2. 李琛:《知识产权法关键词》第124页,法律出版社。

### 3. 复制行为还是改编行为

复制是最基本的利用作品的方式，也是著作权法最为核心与最为基础的权利。根据《著作权法》第十条的规定，复制权即以印刷、复印、拓印、录音、录像、翻录、翻拍等方式将作品制作一份或者多份的权利。根据我国《著作权法》的立法历史沿革，复制既包括从平面到平面的复制，也包括从立体到平面或者平面到立体的复制。对于在影视剧中以真人重现游戏人物形象的行为，虽然可能是从平面形象变成立体形象，但其本质是利用服装、饰品、道具以及化妆来扮演达到“惟妙惟肖”真人cosplay的效果。在哔哩哔哩网站上用户对于模仿经典形象视频最常见的评价在于“突破次元”，这种评价本身体现了cosplay的本意就是为了完全达到与原动漫或者游戏形象一模一样原样“复制”的效果。

根据我国《著作权法》以及《著作权法实施条例》的规定，改编是指改变作品，创作出具有独创性的新作品。《北京市高级人民法院侵害著作权案件审理指南》亦明确规定：“作者未经许可在被诉侵权作品中使用了原作品的表达，并创作出具有独创性的新作品，属于改编行为。作者未经许可在被诉侵权作品中使用了原作品的表达，但并未形成新的作品，属于复制行为。”

在《拳皇》案件中，权利人所主张的作品是美术作品，独创性特征在于人物服装、发型、配



件、各种颜色的搭配。被告即便改变了美术作品的载体，以一种真人形式展现了游戏形象。但是如上所述，被告所追求的目的在于“以假乱真”，真人以服装、道具、化妆等方式展现了游戏形象的基本特征，使用了美术作品的表达。即便相关的模仿并不十分精确，在形象细节上存在部分差别，但相关差别仅仅是在个别细节上少量非实质性的差异，影视形象并未能在游戏形象的基础上增添新的独创性表达，亦并未能形成新作品。抛开后续为了拍摄电影的摄制、固定考虑因素，单纯的以真人cosplay方式再现《拳皇》游戏人物形象的行为一般属于复制，而非改编。

在北京互联网法院最近审理的著作权权属侵权纠纷一案<sup>3</sup>中,法院亦认为“复制行为并不要求精确再现作品的全貌,只要在物质载体中保留作品的基本表达,即使对作品进行了一些改动或者未利用作品的全部内容,亦属于复制行为。该案中,涉案节目以字幕的形式固定并再现了涉案书信的部分内容,虽然对书信内容进行了部分改动,但并未形成新的表达,因而仍构成对涉案书信的复制。”<sup>4</sup>

#### 4.复制权与摄制权、侵害信息网络传播权

在《著作权法》的作品权利体系中,复制权是对作品的最初始、最基本,也是最重要和最普遍的传播利用方式,复制权是著作权财产权的一项最基本的权利。<sup>5</sup>但是著作权其他权项如发行权、表演权等的行使一般会伴随着对作品的“复制”。《著作权法》基本权项“复制权”控制的“复制”行为范围与其他对作品的使用时伴随的“复制”的范围如何区分?一种有代表性的观点认为“从立法条文本看,其(即复制权)强调了作品复制件的数量,而印刷、复印、拓印等方式仅是实施复制行为的方式。可见,不论使用何种方式复制作品,复制权的重点在于实现作者对作品复制件数量的控制。要控制作品复制件的数量,复制权应具备的要件就不应仅为“复制”作品这一行为。复制权规定的复制行为需要满足两项要件:一是作品

被固定在有形载体上;二是作品在有形物质载体上的固定具有稳定性、持久性。<sup>6</sup>

不过具体“复制”权项范围的确定,在实践中存在争议。在前述(2020)京0491民初2880号案中,原告主张被告在涉案节目中对原告享有著作权的书信进行朗读、配有中文字幕并通过信息网络传播的行为侵害原告的修改权、复制权、表演权、信息网络传播权。法院在判决中对原告的主张予以全部支持。而在另外一起纠纷中,原告主张被告向用户提供儿童歌曲Flash动画的在线试听和下载服务虽然获得原告“信息网络传播权”的授权,但仍然侵害原告的“复制权”。法院认为“信息网络传播权是指以有线或者无线方式向公众提供作品、表演或者录音录像制品,使公众可以在其个人选定的时间和地点获得作品、表演或者录音录像制品的权利。信息网络传播权赋予著作权人通过对交互式网络传播方式的控制达到对作品传播的控制的权利。著作权法之所以在规定复制权后,又规定信息网络传播权,是为了顺应数字化技术和互联网发展带来的传播方式革新对著作权人权利保护的需要。虽然作品要通过信息网络传播,会涉及作品以数字化等形式在信息网络中进行“复制”的行为,但该行为不满足复制权所规范的复

3. (2020)京0491民初2880号

4. (2020)京0491民初2880号

5. 刘春田主编:《知识产权法》第75页,中国人民大学出版社2014年第5版,2017年第9次印刷

6. 曹丽萍:《当复制权与信息网络传播权相遇在互联网》载于《中国知识产权》杂志总第108期



制行为的上述要件，所涉权利并不属于复制权范畴。”

在《拳皇》案件中，法院将不同权项下的“复制”行为进行区分，**如果对作品的其他使用行为（如摄制权、信息网络传播权）已经包括“复制”，则不再适用一般的复制权进行规制。**法院在判决中认定“对游戏角色形象进行的复制，其具体方式是以摄制电影的方法将相关美术作品固定在相应载体上，属于摄制权控制范围内的复制行为，在摄制权已经涵盖拍摄电影这一特殊情况下所发生的复制行为并足以进行规制的情况下，无需再使用复制权这一规制一般复制行为

的权项对此进行评判；同理，尽管涉案电影在被用于信息网络传播之前，必然存在将相关文件上传至服务器的复制行为，但此类特殊条件下的复制行为，亦应由信息网络传播权而非复制权予以规制”。

### **(三) 具体主张——不正当竞争**

如前所述，对于非剧情化经典游戏的其他要素，如游戏人物的技能、游戏设定背景、游戏人物的名称、游戏人物的关系等，虽然单独每一个元素表达空间的有限，一般难以作为作品得到《著作权法》的保护。但是如果影视剧“搭便车”、体系化地移植与盗用相关要素，权利人可以一并根据《反不正当竞争法》的规定主张被告构成**不正当竞争**。在涉及经典游戏的不正当竞争案件主张中，《反不正当竞争法》第六条所规定的仿冒混淆适用情形较为广泛，《反不正当竞争法》第二条原则条款以及第八条所规定的虚假宣传也是有益补充与兜底。当然，具体适用仍需视被告的具体行为而定。

综上，对于“具有一定历史”的经典游戏IP维权，如何提出主张尤其是著作权法层面的主张是十分重要的内容。究竟主张著作权法规定的何种权项，需要视被告的具体侵权行为表现而定。尽管在个案行为表现中，复制权与改编权界限可能



比较模糊,复制权与摄制权、信息网络传播权在权项控制范围上也可能因为个案因素产生一定的交叉与重合,进而导致不同法院对有关行为的认定也可能会存在差异。但是从权利人的角度来看,将所有可能涉及的权项全部予以主张并按照认定可能性大小予以明确和举证不失为一种稳妥的做法。退一步讲,即便受案法院基于自身的理解未支持部分权项,一般情况下也并不影响对侵权的整体定性,进而达到权利人制止侵权行为的目的。当然,无论是对权属的梳理,还是对具体主张的明确,都关系到权利人诉求能否被充分实现,均需要在维权前期进行慎重的考量和评估。☞



赵刚  
非权益合伙人  
知识产权部  
北京办公室  
+86 10 5087 2893  
zhaogang@zhonglun.com



中伦研究院出品



特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等试听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。