

债券虚假陈述诉讼纠纷解决的“求同存异”之道 001 /  
——兼评《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》

外资参与中国境内私募基金法律问题探析 013 /

基金类投资项目常见的反垄断申报合规问题解答 021 /

商业银行互联网贷款新规解读与行业实践考察 031 /

网络游戏出版运营的监管要求和变化 044 /



# 债券虚假陈述诉讼纠纷解决的“求同存异”之道

## ——兼评《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》

作者：张保生、周伟、朱媛媛



随着债券市场的蓬勃发展,债券违约事件频发的同时,因发行人欺诈发行、信息披露违规导致的各类债券虚假陈述纠纷也层出不穷。在我国最早的“超日债”虚假陈述民事赔偿案中,审理法院适用《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》(下称“《虚假陈述司法解释》”)对案件核心争议焦点进行了认定。但是,上述出台逾十七年的司法解释本身已难以适应日趋复杂的司法实践,并且该司法解释是以股票交易为基本模型,未能考虑债券与股票的差异,更重要的是,目前我国存在三种并行的债券监管体系,债券虚假陈述诉讼的纠纷解决需兼顾不同的上位法和交易规则,简单适用股票模型下的司法解释,只是治标不治本的一时之策。

2020年7月15日,《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》(下称“《座谈会纪要》”)正式发布。《座谈会纪要》针对债券纠纷相关案件审理中的关键问题,由最高人民法院牵头,经全国人大常委会法工委、司法部、国家发改委、中国人民银行、中国证监会等单位有关专家参与并充分讨论后形成一致意见,具体包括七个方面:1.案件审理的基本原则;2.诉讼主体资格的认定;3.案件受理、管辖与诉讼方式;4.债券持有人权利保护的特别规定;5.发行人的民事责任;6.其他责任主体的责任;7.发行人破产管理人的责任。

本文将结合笔者代理案件的实务经验和《座谈会纪要》新规,基于债券纠纷的典型特征,深度剖析债券虚假陈述纠纷的热点问题,以期作为债券虚假陈述的纠纷化解之道提供有益的启发和思考。

## 第一部分 《座谈会纪要》要求统一法律适用标准,同时体现出兼顾各类债券不同上位法的全局性视角

关于债券虚假陈述纠纷法律适用问题的争议由来已久。早在“超日债”虚假陈述责任纠纷案中,被告就曾主张债券持有人不能适用《虚假陈述司法解释》,对此法院以“超日债”系在证券交易所上市竞价交易、属于《证券法》规制范围为由未予支持。<sup>1</sup>2020年3月13日,杭州市中级人民法院依据新《证券法》第95条发布公告,宣布将采取人数不确定的代表人诉讼方式审理“五洋债”虚假陈述纠纷案,再次对公司债券类案件的法律适用问题进行了明确。

“公司债券”与“股票”同属于《证券法》规制

1. 参见江苏省高级人民法院(2018)苏民终789号《民事判决书》。

范围,因此公司债券类虚假陈述纠纷案件适用《证券法》和《虚假陈述司法解释》不存障碍,加之多年来我国司法实践已经对股票类虚假陈述纠纷案件的审理积累了丰富的经验,可以为公司债券类案件的审理提供诸多有益的借鉴,因此目前司法实践对债券虚假陈述纠纷案件的前沿探索也主要集中在《证券法》语境下的“公司债券”。

《座谈会纪要》开宗明义,“要根据法律和行政法规规定的基本原理,对具有还本付息这一共同属性的公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具适用相同的法律标准”。显然,建立统一的债券市场虚假陈述纠纷法律适用标准势在必行。

但是,目前我国信用债市场的格局是“三分天下”,公司债券和企业债券适用《证券法》,公司债券遵守《公司债券发行与交易管理办法》等规定,由证监会监管;企业债券依据国务院《企业债券管理条例》发行交易,由发改委管理;银行间市场债券的上位法是《中国人民银行法》,适用中国人民银行《全国银行间债券市场债券交易管理办法》等规定,由中国人民银行管理,其中非金融企业债务融资工具受《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》约束,由中国银行间市场交易商协会自律监管。

可见,《座谈会纪要》指出应统一法律适用



标准的“公司债券、企业债券、非金融企业债务融资工具”,拥有不同的上位法、分属不同的监管领域、适用不同的交易规则。因此,相较于《座谈会纪要》征求意见稿中要求“立足《证券法》和相关监管规则”,正式稿调整为“立足法律和相关监管规则”,也体现出《座谈会纪要》对兼顾各类债券不同上位法的全局性、前瞻性视角。

我们理解,关于债券类虚假陈述案件纠纷解决整体框架的搭建,《座谈会纪要》绝非终点,我们期待将来出台专门的司法解释“统一法律适用标准”,不仅能够符合各类债券上位法的规定,并且能充分考虑各类债券的信息披露规则和交易规则,综合衡量各类增信机构、债券承销机构、债券服务机构、受托管理人等专业机构的权利义务和责任边界,注意结合各类债券市场投资者的准入门槛和特点,避免“一刀切”地将不同类型债券纳入完全一致的归责体系。只有

在统一的法律适用标准下兼顾各类债券特点，针对不同债券的特殊问题进行细化规定，才能使司法解释更具适用性，从而真正实现对不同类型债券投资者的平等保护。

## 第二部分\ 《座谈会纪要》强调维护公平资本市场秩序，归责体系更加契合债券属性

### （一）虚假陈述行为——《座谈会纪要》明确取消前置程序，与“偿付能力相关的虚假陈述”有待司法实践进一步细化

2019年11月8日，最高人民法院民二庭颁布《全国法院民商事审判工作会议纪要》，其中第85条关于“虚假陈述已经被监管部门行政处罚的，应当认定是具有重大性的违法行为”的规定，体现出人民法院倾向于将行政违法行为直接认定为证券侵权行为的更加严格、审慎的裁判思路。

但是，《座谈会纪要》却在第9条明确取消了前置程序，规定“欺诈发行、虚假陈述行为人以债券持有人、债券投资者主张的欺诈发行、虚假陈述行为未经有关机关行政处罚或者生效刑事裁判文书认定为由请求不予受理或者驳回起诉的，人民法院不予支持”；同时第22条将可以

诉请索赔的债券虚假陈述界定为“偿付能力相关的重要内容”，体现出人民法院将对“债券虚假陈述行为”进行实质审查而非简单依赖行政认定的审判倾向。

对于更加成熟的股市虚假陈述纠纷和刚刚启动的债市虚假陈述纠纷，上述两则会议纪要恰恰体现出对前者更慎重而对后者更开放的态度，使我们对司法审判独立认定的“债券虚假陈述”更加期待。不过，《座谈会纪要》仅仅规定了“偿付能力”的基本原则，具体如何理解与适用，还有待于司法实践的进一步细化。

需要注意的是，本质类似的公司债券、企业债券和非金融企业债务融资工具适用的信息披露规则各有差异，公司债适用证监会《公司债券发行与交易管理办法》，企业债适用发改委《关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》，非金融企业债务融资工具则适用银行间交易商协会的《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》，各类债券对于与“偿付能力”有关的重大事件的信息披露标准也有所不同。<sup>2</sup>因此，司法实践在对“偿付能力”作出具体判断时，需注意尊重各监管体系下的现有规则。

2. 参见《公司债券发行与交易管理办法》第45条、《关于进一步加强企业债券存续期监管工作有关问题的通知》第3条和《银行间债券市场非金融企业债务融资工具信息披露规则》第9条。

## （二）过错——《座谈会纪要》回归侵权责任法本质属性，责任承担应与过错程度相匹配

### 1.《座谈会纪要》对于发行人之外其他责任主体明确指出“责任与过错相结合”，贯彻平等保护市场各方主体的公平原则

虚假陈述责任纠纷的本质是侵权责任纠纷，《座谈会纪要》指出，应依法确定“相关各方的权利、义务和责任，将责任承担与行为人的注意义务、注意能力和过错程度相结合”，不仅体现出对侵权责任基本归责原则的回归，也体现出平等保护市场各方合法权益的审判精神。

对于发行人董监高而言，《座谈会纪要》第28条规定，“应当根据前述人员在公司中所处的实际地位、在信息披露文件的制作中所起的作用、取得和了解相关信息的渠道及其为核验相关信息所做的努力等实际情况，审查、认定其是否存在过错”，体现出对于发行人责任人员应根据职权范围、作用大小、履职情况等综合认定“过错”的审判思路，这也与近年证券虚假陈述司法实践在考察上市公司董事是否负有虚假陈述民事赔偿责任时的裁判观点相一致。在我们代理的两起涉及上市公司董事的虚假陈述民事赔偿案件中，审理法院充分考察了案涉信息来源和信息性质，根据董事的职责分工、专业技能、客观行为及主观心理状况等因素进行了充分的审查和分析，最终判决被处罚董事不承担

民事赔偿责任。<sup>3</sup>

对于证券承销机构而言，相较于新《证券法》第85条不区分过错大小及程度直接规定证券承销商对发行人的虚假陈述承担连带赔偿责任，《座谈会纪要》第29条从正反两方面规定了债券承销商的过错认定标准和免责抗辩事由，将“过错”主要指向承销商的“故意”以及在尽职调查、核查、调查、复核工作中较为严重的过失，极具指导意义。不过由此带来的困惑是，第29条首先规定了“债券承销机构存在下列情形之一的，人民法院应当认定其存在过错”，又规定了“债券承销机构能够提交证据证明符合下列情形之一的，人民法院应当认定其没有过错”，似乎体现债券持有人、债券投资者应当“先举证证明”债券承销商存在能够认定其具有过错的行为，这与《证券法》第85条规定的证券承销商“过错推定原则”似有出入，需要司法实践的进一步明确。

对于债券服务机构而言，《座谈会纪要》第31条明确规定，“债券服务机构的注意义务和应负责任范围，限于各自的工作范围和专业领域”、应当“考量其是否尽到勤勉尽责义务，区分故意、过失等不同情况，分别确定其应当承担的法律责任”。可见，在债券虚假陈述责任纠纷案件的审理过程中，应根据相关债券服务机构专

3. 参见深圳市中级人民法院(2018)粤03民初2493号《民事判决书》、沈阳市中级人民法院(2017)辽01民初418号《民事判决书》。



业分工和勤勉尽责义务的合理边界，确定其是否具有“影响投资者投资判断”、“损害投资者合法权益”层面上的“过错”，从而认定其是否应当承担民事赔偿责任以及责任承担范围，而非仅仅因为债券服务机构被行政处罚，就认定其具有民事上的“过错”，从而要求其承担赔偿责任。

## 2. 一点遗憾：“无过错责任原则”需由法律明确规定，在没有法律明确规定的情况下，不对非金融企业债务融资工具债券发行人适用严格责任

《座谈会纪要》在确定债券发行人民事责任

时，没有涉及对发行人“过错”的认定。《虚假陈述司法解释》第21条第1款明确上市公司证券虚假陈述适用无过错归责原则，这是因为《证券法》明确规定了发行人虚假陈述责任为无过错责任，故同属《证券法》规制范围内的公司债券和企业债券发行人的虚假陈述责任也应属于无过错责任。

但是，根据《侵权责任法》第7条的规定，适用无过错责任必须以法律明确规定为前提，这主要是考虑到无过错责任是一种极为严格的责任，人民法院不能在法律没有明确规定的情况

下自行适用该原则。就非金融企业债务融资工具而言,无论是其上位法还是相关监管规定,均未对发行人虚假陈述民事赔偿责任的归责原则作出规定,在此情况下,不应简单套用《证券法》或《虚假陈述司法解释》,对非金融企业债务融资工具债券发行人适用严格责任,而应根据《侵权责任法》的一般规定,适用过错原则。

### (三) 因果关系——认定交易因果关系和损失因果关系应充分考虑债券特性

#### 1. 交易因果关系: 债券市场的有效性和投资者均与股票市场存在差异, 基于“欺诈市场理论”的“推定信赖原则”能否适用存在一定争议

《虚假陈述司法解释》基于“欺诈市场理论”确定了交易因果关系的“推定信赖原则”,即“推定”在虚假陈述行为实施后买入股票的投资者的交易决策是受到了虚假陈述的诱导。“推定信赖原则”的成立有两个前提,一是交易市场是一个“有效市场”,证券价格能够及时地反映发行人披露的所有信息;二是投资者的信赖是“合理的”,即此类投资者确实有被虚假陈述误导的可能性。《座谈会纪要》第22条体现出参照“推定信赖原则”确定交易因果关系的审判思路,但是,“推定信赖原则”的上述前提在债券市场中并非当然成立。

就市场有效性而言,即使认定交易所市场

具有一定效率性,但我国债券交易体量绝大部分集中在银行间市场,银行间市场的债券交易采用询价方式进行,<sup>4</sup>往往需要债券交易员的撮合,其流动性和价格反映速度均远不及交易所市场,难以达到“有效市场”的标准。

就信赖合理性而言,银行间市场的投资者均为机构,<sup>5</sup>由于机构投资者相较于普通投资者具备特别技能、知识、经验及专业分析研究能力,因此司法实践中,人民法院在考察上市公司是否应当向机构投资者承担虚假陈述民事赔偿责任时,通常不会简单适用“推定信赖原则”,而是对机构投资者的审慎注意义务提出了更高的要求,并会结合机构投资者具体的投资过程对其投资决策的合理性作出判断。<sup>6</sup>

交易所市场则确定了严格的投资者适当性标准,将债券投资者分为合格投资者和公众投资者,且体现出逐步提高债券市场准入门槛的趋势,<sup>7</sup>即公众投资者能够投资的债券标准越来越高。可以预见,未来交易所市场的投资者将以合格投资者为主。合格投资者相较于公众投资者,具有更高的资金实力、更强的产品风险识别能力和风险承受能力,对其信赖“合理性”的判

4. 参见《全国银行间债券市场债券交易管理办法》第15条。

5. 参见《全国银行间债券市场债券交易管理办法》第8条。

6. 参见浙江省高级人民法院(2019)浙民终1414号《民事判决书》、宁夏回族自治区高级人民法院(2007)宁民商终字第74号《民事判决书》、青岛市中级人民法院(2004)青民三初字第227号《民事判决书》。

7. 以信用评级同样为AA级的“超日债”和“五洋债”为例,2012年发行的“超日债”根据当时的规则可以面向公众投资者发行,2015年发行的“五洋债”根据当时的规则只能面向合格投资者发行,而根据现行规则,AA级的公司债券只能面向合格投资者中的机构投资者发行。参见《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理暂行办法》(上证债字[2011]244号)第6条、《上海证券交易所公司债券上市规则》(上证债字[2009]186号)第2.2条;《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法》(上证发[2015]51号)第9条、《上海证券交易所公司债券上市规则》第2.1.2、2.1.3条;《上海证券交易所债券市场投资者适当性管理办法》(上证发[2017]36号)第8条。

断,显然难以与公众投资者适用同等标准,对于被告关于“不存在交易因果关系”的抗辩,也应适用低于公众投资者作为原告的标准。

综上所述,相较于股票市场,债券市场特别是银行间市场欠缺有效性,合格投资者相较于股票二级市场的散户也具有更高的风险识别能力,因此,在确定交易因果关系时,不宜简单照搬基于“欺诈市场理论”的“推定信赖原则”,至少应当给予被告关于“不存在交易因果关系”更大的抗辩空间。

## 2. 损失因果关系:应充分考虑债市的“系统风险”和债券的“非系统风险”,适当吸取证券虚假陈述案件积累的审判经验

对于系统风险的抗辩,《座谈会纪要》第24条将《虚假陈述司法解释》中“系统风险”调整为与债市更为密切的“市场无风险利率水平变化(以同期限国债利率为参考)、政策风险等”,具有一定指导意义。目前在证券虚假陈述纠纷司法审判实践中,很多法院一改此前在系列案件中适用统一的系统风险剔除比例的做法,转而根据个案交易情况适用更加科学化、精细化、个性化的扣除证券市场系统风险的计算方法,<sup>8</sup>对于此后债券虚假陈述纠纷案件中如何量化系统风险,亦具有一定借鉴意义。

对于非系统风险的抗辩,《座谈会纪要》第24条只是笼统提出了“与欺诈发行、虚假陈述内

容无关的其他因素”的概念,未来建议对“非系统风险”的概念进行明确并结合债券特点作出“列举+兜底”式规定,例如,考虑到评级机构关于债券评级的结果对债券投资决策至关重要的影响,应当将与虚假陈述无关的债券评级结果下调纳入非系统风险。在证券虚假陈述纠纷领域,非系统风险因素的致损比例已经得到量化并且在有的案件中还被明确认定为造成股价下跌的主要原因,亦将对未来债券虚假陈述纠纷案件的审理带来有益的参考。<sup>9</sup>

## (四) 损失计算规则——《座谈会纪要》对《虚假陈述司法解释》的损失计算规则作出颠覆性调整,更加契合债券还本付息的基本属性

### 1. 《座谈会纪要》确定了全新的损失计算规则,取消“基准日”概念,债券持有人可以在虚假陈述案件中取得违约案件的胜诉效果,获得本息偿付

《座谈会纪要》在征求意见稿中基本借鉴了《虚假陈述司法解释》的规定,确定了“基准日”的概念并以“基准日之前卖出”或“基准日之后卖出或持有”计算损失。正式稿则彻底修改了上述计算规则,第22条以“一审判决作出时”为分界,卖出则赔偿“买卖差额”(如果发生本金偿付

8. 参见上海市高级人民法院(2019)沪民终263号《民事判决书》、上海金融法院(2018)沪74民初330号《民事判决书》。

9. 参见湖南省高级人民法院(2019)湘民终519-522号《民事判决书》、广东省高级人民法院(2019)粤民终1786号《民事判决书》。

则扣除);未卖出则赔偿“未能如约支付的当期利息或者到期本息、其他合理费用及虚假陈述导致的利息损失”。

当然,根据《座谈会纪要》第24条的规定,如果发行人及其他责任主体能够证明投资者通过内幕交易、操纵市场等方式卖出债券,导致交易价格明显低于卖出时的债券市场公允价值的,法院可以参考“揭露日之后的十个交易日的加权平均交易价格或前三十个交易日的市场估值确定该债券的市场公允价格”,并以此计算债券投资者的交易损失。也就是说,只有在卖出价明显不合理的情况下,才会以揭露日前后一段时间内的价格作为“基准价”,来确定投资者的交易损失。

可见,债券持有人可以通过虚假陈述案件的审理行使要求发行人还本付息的权利,从而达到违约案件胜诉的效果。《座谈会纪要》以此灵活转化债券侵权责任与债券违约责任,减轻了债券持有人讼累,具有积极意义。不过,由此可能带来的问题是,如果发生虚假陈述的债券并未到期,债券持有人能否要求发行人偿付本息。对此我们理解,由于债券虚假陈述是指与“偿付能力”有关的重要事项,因此如果参考《合同法》关于加速到期的相关理论和精神,判令发行人承担偿付本息的责任,则并无明显障碍。



## 2. 违约责任与虚假陈述侵权责任并非竞合关系,《座谈会纪要》调整征求意见稿中的“抵扣规则”,更具合理性

与股票不同的是,债券投资者在债券到期时享有向发行人请求支付本息的权利,甚至在投资者提起虚假陈述诉讼时,发行人可能已偿付了部分本息。因此,《虚假陈述司法解释》确定的损失计算规则能否直接适用债券虚假陈述纠纷,债券持有人“偿付请求权”和“侵权损害赔偿请求权”的“双保险”是否有违填平原则,实践中一直存在较大争议。

在“超日债”虚假陈述纠纷案中,审理法院采取与《虚假陈述司法解释》完全一致的计算逻辑

辑确定损失计算方法,并认为,发行人的虚假陈述行为致使基准日时债券价格已经严重下跌,由此导致投资者在基准日时继续持有的债券投资已经发生实际损失,而在基准日之后、兑付日之前能否如期依约兑付尚不确定,故债券的兑付并不应成为免除发行人债券虚假陈述赔偿责任的法定事由。

《座谈会纪要》在征求意见稿第22条中曾明确,同一债券持有人在债券虚假陈述纠纷案件胜诉后继续诉请发行人偿付债券本金和利息的,应当相应调减偿付金额,体现出“本息金额”与“虚假陈述损失”不可并存的裁判逻辑;正式稿最终未采用该条,而是调整为虚假陈述案件按照“还本付息”方式赔偿的,法院应当在判项中明确债券持有人交回债券的义务,以避免出现双重受偿的问题。

我们认为,债券持有人行使“偿付请求权”,是作为债权人要求债务人返还本金和利息;债券持有人行使“侵权损害赔偿请求权”,则是作为购买“债券”的投资者,就其相较于债券真实市场价值“多支付”的投资差额,要求虚假陈述行为人赔偿的损失。两种损失的“致损原因”并不一致,因此请求权也不存在冲突或竞合的情形,所获赔偿似不应相互“抵扣”。相较于征求意见稿,《座谈会纪要》的正式稿显然更为合理。

### 第三部分\

## 大胆探索诉讼机制同时亦需小心求证,程序设计应符合实体法原理

### (一)前置程序的取消——债券投资者负有证明被告存在虚假陈述行为的举证责任

虽然自2015年推行立案登记制后,人民法院受理证券虚假陈述案件不再以前置程序为必要,但由于《虚假陈述司法解释》并未被修改,因此在实践中,多数人民法院虽然不以行政处罚或刑事裁判作为立案受理的条件,但在受理案件之后,仍会以《虚假陈述司法解释》关于前置程序的规定仍然有效为由,裁定驳回起诉。<sup>10</sup>

随着人民法院证券诉讼审判经验的积累,前置程序应当被取消的呼声越来越高。《座谈会纪要》第9条明确取消了前置程序的规定,在债券虚假陈述诉讼审理的初期阶段,具有一定的积极意义。

但是前置程序取消后,作为债券虚假陈述民事赔偿责任的构成要件之一,债券投资者在没有证监会行政处罚决定<sup>11</sup>或刑事裁判文书的情况下,需举证证明被告存在债券虚假陈述且具备重大性,实际提高了债券投资者的举证责

10. 参见最高人民法院(2018)最高法民申337号《民事裁定书》、上海市高级人民法院(2017)沪民终390号《民事裁定书》、江苏省高级人民法院(2017)苏民终817号《民事裁定书》、浙江省高级人民法院(2016)浙民终366号《民事裁定书》。

11. 根据中国人民银行、证监会、发改委《关于进一步加强债券市场执法工作的意见》(银发〔2018〕296号)规定,证监会依法对银行间债券市场、交易所债券市场违法行为开展统一的执法工作,人民银行、发改委发现涉及债券违法活动的线索,应及时移送证监会。

任,且上述问题将成为此类案件最核心的争议焦点,产生更大诉争空间。

我们理解,债券投资者在起诉时,需要举出初步证据证明被告可能存在债券信息披露违法行为,下列证据一般可以作为被告构成债券违法的初步证据:证券监管机构已对被告进行立案调查;证券监管机构已对被告采取监管措施;公安机关已对被告涉嫌证券犯罪进行立案调查;证券交易所已对被告采取监管措施或纪律处分,中国银行间市场交易商协会已对被告采取自律处分措施;发行人已披露更正公告或被告的其他自认违法行为;媒体揭露被告存在债券违法行为等。

## **(二) 代表人诉讼和集团诉讼模式的落地——“推定信赖”有限成立的背景下应慎重适用**

近年来证券虚假陈述民事诉讼案件进入“井喷期”,导致人民法院的审判压力大大增加,以往“一案一立”、“一案一审”、“一案一结”的立案、审理和结案方式已然落后于此类案件的司法实践需求,绝大多数法院在分别立案的基础上采用集中排期开庭、统一批量裁判的审理模式,为证券虚假陈述民事诉讼系列案件的集约化审理积累了宝贵的经验。

《座谈会纪要》第14条指出,人民法院可以采用普通共同诉讼(合并审理)、人数确定的代

表人诉讼、人数不确定的代表人诉讼、新《证券法》第95条“默示加入、明示退出”的“中国式证券集团诉讼”,实现债券虚假陈述案件的集中审理。“五洋债”虚假陈述案件,法院即确定采用人数不确定的代表人诉讼方式进行审理。

但是,代表人诉讼以及集团诉讼不仅需要符合“诉讼标的是同一种类”这一条件,在此类案件中,还隐含着“普适性”的特征——除了投资损失需要根据具体交易情况个案计算,对于侵权行为、过错、因果关系,可以作出统一的判断。然而,如前所述,债券市场的有效性和投资者均与股票市场存在差异,不能简单适用基于“欺诈市场理论”的“推定信赖原则”确定交易因果关系,机构投资者应证明其尽到了审慎注意义务,涉及合格投资者的案件至少应给予被告更大的抗辩空间,允许发行人结合投资者具体交易情况提出有针对性的反驳。

可见,证券虚假陈述纠纷“普适性”的特征在债券虚假陈述纠纷中并不当然具备,代表人诉讼和集团诉讼制度在债券市场、尤其是银行间市场可能会出现“水土不服”的现象,在真正适用时应当充分考虑到公平合理原则及个案具体情况。

## 第四部分\ 总结与展望

在当前我国债券市场迅速发展的同时,也应当注意债券市场风险的有序释放,《座谈会纪要》对我国债券虚假陈述纠纷案件的审理提出了诸多颇具亮点安排,新《证券法》更是重建证券虚假陈述民事责任体系,开创了全新的证券民事诉讼机制,对我国债券领域虚假陈述纠纷的平稳化解起到了积极的作用。

但同样需要注意的是,债券虚假陈述纠纷有其特殊性,难以全盘继受股票交易模型下证券虚假陈述责任的归责逻辑。我们期待未来司法实践能够展开更多有启发性的探索,也期待未来能够出台专门的、统一的债券虚假陈述司法解释对此类案件的审理作出更深入、更全面的规定。☞



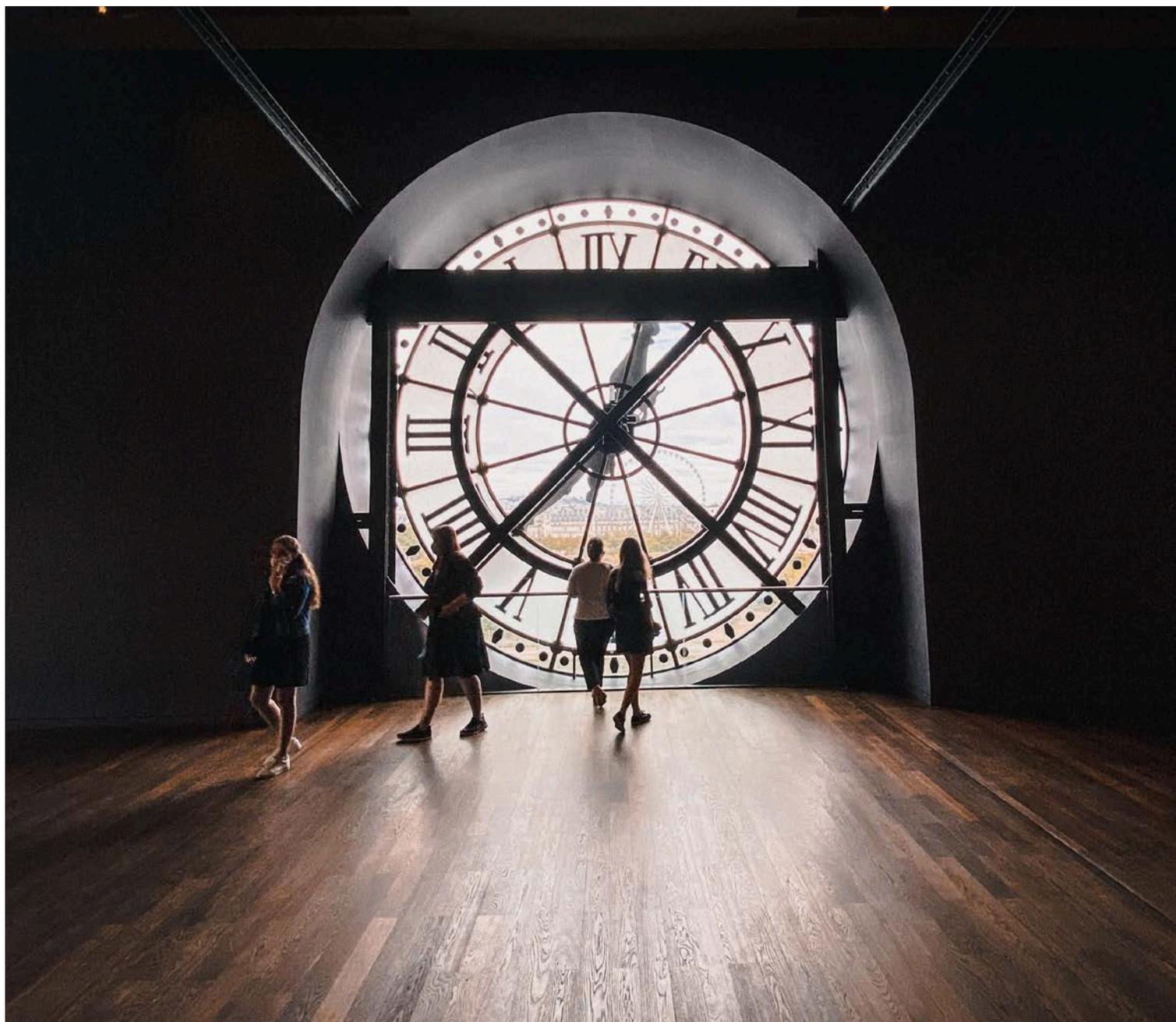
张保生  
合伙人  
争议解决部  
北京办公室  
+86 10 5780 8368  
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟  
合伙人  
争议解决部  
北京办公室  
+86 10 5957 2287  
zhouwei@zhonglun.com

# 外资参与中国境内私募基金 法律问题探析

作者：许世夺、陶丽雅、葛冠群



伴随着《外商投资法》及其相关规定的出台与实施,以及进一步的外汇管制放松,我国对外商投资的监管体系发生了较大变化;自2017年9月深圳市地方出台《深圳市外商投资股权投资企业试点办法》之后,各地方也陆续出台了关于QFLP设立监管的地方性规范与政策文件。本文结合近期法律法规的发展,对外资在中国境内参与私募基金业务(限于私募股权投资基金的探讨)进行进一步的分析。

## 第一部分\ 《外商投资法》及其配套规定对投资性外资企业法律地位的影响

在《外商投资法》及其配套法规中,我国监管部门确立了对外商投资管理的内外资一致原则。其中,在外资准入方面实行“国民待遇加负面清单”的外资准入原则,即除《负面清单》中的领域外,在投资准入阶段给予外国投资者及其投资不低于本国投资者及其投资的待遇;而对于其他诸如企业登记、行业许可、投资项目核准备案等管理措施方面也体现“内外资一致”的管理原则;例如,《外商投资法实施条例》第35条规定:对于需要取得许可的行业,除法律法规另有规定外,负责实施许可的有关主管部门应当按照内外资一致的原则进行审核,不得对外国投资者设置歧视性要求。

但我们同时也注意到《外商投资法》及其相关法规对于“内外资一致”的管理原则也进行了一定保留。例如,《外商投资法》第41条对外国投

资者在中国境内投资银行业、证券业、保险业等金融行业,或者在证券市场、外汇市场等金融市场进行投资的管理,国家另有规定的,依照其规定。此外,在配套的《外商投资准入特别管理措施(负面清单)》(下称“《负面清单》”)的“说明”部分中也提及《负面清单》中“未列出的文化、金融等领域与行政审批、资质条件、国家安全等相关措施,按照现行规定执行”。

相较于内资私募基金,我国此前的法规中对投资性外资企业在股权结构、股东资质上都设定了有别于内资机构的相应准入要求,这无疑与《外商投资法》中“内外资一致”管理的原则存在出入。根据我们的观察:虽然自《外商投资法》颁布并生效后监管机关已陆续废止了大量与之冲突的规范性文件,但诸如《关于外商投资举办投资性公司的规定》、《外商投资创业投资企业管理规定》等投资性外资企业相关的规范性文件目前仍然有效;且部分地方政府(如海南)仍计划出台与QFLP相关的管理规定<sup>1</sup>;另

1. <http://www.safe.gov.cn/hainan/2020/0214/1107.html>

外值得注意的是:《关于贯彻落实<外商投资法>做好外商投资企业登记注册工作的通知》(国市监注〔2019〕247号)中明确规定,对于“外商投资的投资性公司、外商投资的创业投资公司、以投资为主要业务的外商投资合伙企业境内投资设立的企业,其登记注册参照适用本通知”。

综上所述,我们理解至少在目前阶段,投资性外资企业作为一类特定的外商投资主体仍然为我国法律法规所承认,投资性外资企业中关于外国投资者的准入限制以及行业许可要求也并未随着《外商投资法》的出台而消失。那么,是否“股权投资”已被我国监管机构认定属于《外商投资法》第41条以及《负面清单》中的“除外”行业(金融业)?未来是否会进一步简化或放松投资性外资企业的准入措施,以契合《外商投资法》中对外资的管理原则,上述问题都值得我们进一步观察相关法规的后续发展。

## 第二部分\ 资本金结汇用途的放开对投资性 外资企业地位的影响

如我们此前的文章所述,制约一般性外商投资企业在中国境内从事私募基金业务的另一个重要原因是国家对资本金结汇用途的管制。从《国家外汇管理局综合司关于完善外商投资

企业外汇资本金支付结汇管理有关业务操作问题的通知》(汇综发〔2008〕142号,以下简称“**142号文**”)到《国家外汇管理局关于改革外商投资企业外汇资本金结汇管理方式的通知》(汇发〔2015〕19号,以下简称“**19号文**”),虽然我国对利用外币资本金在境内从事股权投资的态度处在一个逐渐放松的趋势之中,但实践中,仅有部分地区的商业银行允许经营范围中包含“投资”字样的外商投资企业将其外币资本金结汇用于股权投资业务。

而根据《国家外汇管理局关于进一步促进跨境贸易投资便利化的通知》(汇发〔2019〕28号,下称“**28号文**”)以及《国家外汇管理局关于精简外汇账户的通知》(汇发〔2019〕29号,下称“**29号文**”)等相关规定,允许非投资性外商投资企业在不违反现行外商投资准入特别管理措施(负面清单)且境内所投项目真实、合规的前提下,依法以资本金进行境内股权投资。其中,在29号文所附《银行办理相关资本项目外汇业务操作指引》(下称“《**操作指引**》”)中,更是明确非投资性外商投资企业其经营范围中可不含“投资”字样。

上述措施的出台无疑是对上述外汇管制措施的一个重要突破;事实上,在我国部分自贸区之中(如上海自贸区、海南自贸港)早已开始允许区内非投资性外商投资企业在真实、合规的前提下,可按实际投资规模将资本项目外汇收

入或结汇所得人民币资金依法用于境内股权投资。此次28号文、29号文的出台则是将这一重要的管制放松政策拓展适用于全国范围。

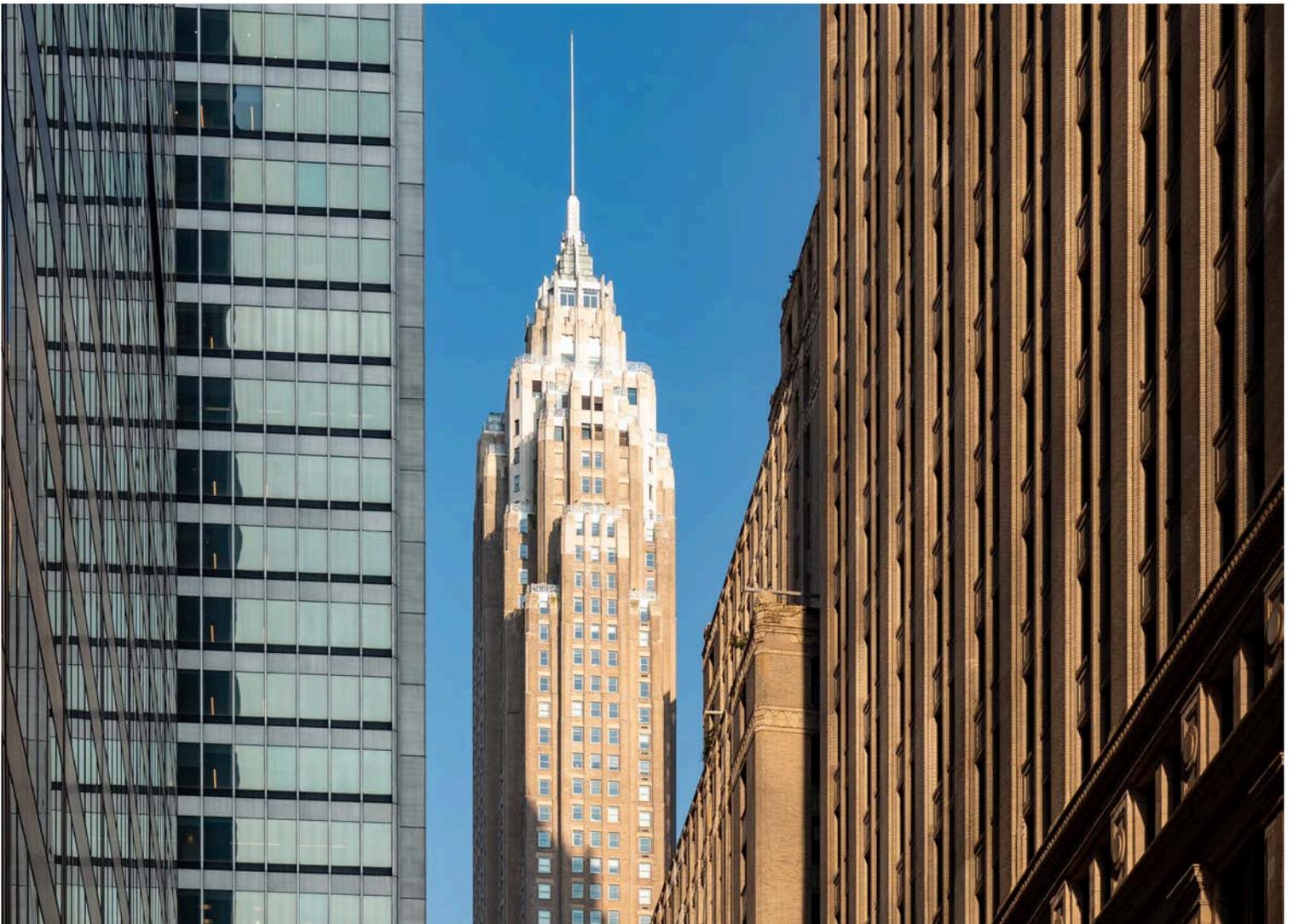
那么, 28号文、29号文以及各地自贸区/港外汇放松政策的出台能否意味着投资性外资企业存在价值被完全否定, 外国投资人通过设立一般性外商投资企业即可满足在中国境内开展股权投资业务的全部要求呢? 我们理解现阶段并不尽然, 原因如下:

## 1. 被投资企业对于投资款使用的外汇管制

根据《操作指引》的相关规定, 相较于投资性外资企业, 非投资性外商投资企业以外币资本金结汇用于在中国境内股权投资, 被投资企业在实际使用投资资金的过程中面临以下管制措施:

--被投资企业应按照相关规定办理接手境内再投资相关的外汇登记;

--被投资企业应开立“资本项目-结汇待支付



账户”接收相应资金。而结汇待支付账户中的资金不仅存在用途上的限制(如不得用于证券投资、向非关联企业发放贷款以及建设、购买非自用房产等),更重要的是被投资企业在使用账户中的资金时要面临着银行对于资金使用的真实性审核,即办理每一笔资金支付时,均应审核前一笔支付证明材料的真实性与合规性;且被投资企业继续开展境内股权投资的,按上述原则办理。

而如果被投资企业接受的是投资性外资企业的投资,则被投资企业无需面临上述外汇管制措施,相关投资款项可直接划入被投资企业的人民币账户。对于被投资企业而言,其对于投资款在使用便利性上要大大增强。

## 2.对于28号文落地执行程度有待进一步观察

28号文颁行后,各地政府实际操作中有一定的空间特批非投资性外商投资企业以结汇资本金进行股权投资业务。但由于28号文、29号文颁布与施行的时间尚短,各地外管部门以及银行对28、29号文的理解与实际执行程度可能存在一定差异。根据我们此前的项目经验,部分地区的外管部门就不允许非投资类外商投资企业的外币结汇资金投向私募基金等非实业类的企业。

## 3.非投资性外资企业的企业名称、经营范围中难以添加“股权投资”相关字样

我们理解在实践中非投资类外资企业一般很难在企业名称、经营范围中添加“股权投资管理”、“股权投资”等相关字样。如果以非投资类企业作为载体在中国境内从事基金业务,则上述主体也会面临着超经营范围运营的合规风险;且企业名称、经营范围中不含“投资”字样也会对未来在基金业协会管理人登记或基金备案造成不利影响。

## 第三部分\ QFLP相关法律与实操方面的近期发展

如我们此前的文章所述,相较于投资公司、外商投资创业投资企业(FIVCE),在实践中外国投资者更倾向使用QFLP作为从事私募基金业务的法律载体。自2017年9月22日,深圳市相关部门发布《深圳市外商投资股权投资企业试点办法》(深金规〔2017〕1号,以下简称“《深圳试点办法》”)以来,我国各地方政府又陆续颁布了一系列关于QFLP的地方性法规或政策性文件,包括:

适用地区	发文时间	文件名称
贵州	2017年10月25日	《贵州省关于开展外商投资股权投资企业试点工作的暂行办法》、 《贵州省外商投资股权投资企业试点工作操作规程》
平潭	2018年03月27日	《开展外商投资股权投资企业试点工作的实施办法(试行)》
珠海	2018年12月21日	《珠海市外商投资股权投资企业试点管理暂行办法》
深圳	2018年12月24日	《深圳市促进创业投资行业发展的若干措施》
广州	2019年04月17日	《广州市促进外商投资股权投资类企业集聚发展工作指引》

我们理解自2017年以来,各地方对QFLP的监管措施已有了以下的放松迹象:

### 1. 逐步降低对境外投资者的资质及条件要求

如前文中分析,《深圳试点办法》对于外商投资股权投资管理企业投资人以及QFLP有限合伙人的要求进行了区分处理,大幅降低了境外投资者作为有限合伙人参与QFLP的准入门槛。但即使针对仅作为有限合伙人的境外投资者,《深圳试点办法》也要求机构投资者自有资产不低于500万美元等值货币,单笔投资金额不低于100万美元等值货币。然而在后续出台的珠海政策中,对作为QFLP的有限合伙人的境外投资者没有设定额外条件,仅要求应当符合中国相关法规中的合格投资者要求。贵州的政策则未对参与QFLP的境外投资者设定任何有关自有资产和投资金额的门槛要求。

不难看出珠海和贵州等地区的新政策进一

步降低了境外投资者参与QFLP的准入门槛,可能进一步激发境外投资者通过参与QFLP的方式开展境内股权投资的积极性。

### 2. 逐步放开QFLP企业的注册资本要求

在《深圳试点办法》以及后续出台的珠海、平潭的政策中,都对“外商投资股权投资管理企业”与“外商投资股权投资企业”两类试点企业的注册资本、出资形式以及缴付期限设定了一定限制。

值得我们注意的是,在广州地区于2019年4月17日出台的《广州市促进外商投资股权投资类企业集聚发展工作指引》(下称“《广州工作指引》”)中明确对试点企业“不设最低注册资本或认缴出资额限制,在首次出资比例、货币出资比例、出资期限等方面无限制。”我们理解广州地区这一举措进一步放开了申请QFLP的限制,也与《外商投资法》中内外资一致的原则与精神相

契合。

### 3.逐步放松对QFLP业务范围的管控

《深圳试点办法》将QFLP试点企业的业务范围限定在股权投资、股权投资管理及相关咨询服务,包括新设企业、向已设立企业投资、接受已设立企业投资者股权转让等;且QFLP试点企业应投资于实业,禁止以基金中的基金(FOF)模式进行投资。在珠海地区的QFLP试点政策中也采取了类似的表述。

而在中国人民银行等多部门联合发布的《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》中规定“允许港澳机构投资者通过合格境外有限合伙人(QFLP)参与投资粤港澳大湾区内地私募股权投资基金和创业投资企业(基金)”；我们理解上述措施无疑是对QFLP试点企业不得投资于FOF基金限制的放开。此外,在《深圳市促进创业投资行业发展的若干措施》中同时提及要“完善和落实我市外商投资股权投资企业试点(QFLP),扩大管理人的对象和管理范围。”据此,未来QFLP试点企业放开投资FOF基金、管理人管理对象和范围等措施在深圳乃至粤港澳大湾区中如何落地、执行也值得我们进一步关注。

针对QFLP试点企业是否只能从事股权投资问题上在上海地区也逐渐呈现了放开趋势。上海市金融局副局长李军在2020年4月27日通



过公开媒体表示:上海地区支持试点企业由原来单一的股权投资,扩展到可投资优先股、定增、可转债、夹层、不良债务等领域。<sup>2</sup>我们理解上述开放措施丰富了QFLP的投资手段与灵活性,也符合私募股权投资基金在实践中的现实需求。

## 第四部分\ 结语

综上所述,我们理解投资性外资企业的存在与《外商投资法》中“内外资一致管理”的原则

<sup>2</sup>.[http://www.sh.xinhuanet.com/2020-04/27/c\\_139010492.htm](http://www.sh.xinhuanet.com/2020-04/27/c_139010492.htm)

存在一定出入。但截至目前，投资性外资企业存在的法律依据依然有效，且在国家及地方层面陆续颁布的规范性文件中也继续肯定了投资性外资企业的存在。

尽管外汇管制这一制约非投资性外商投资企业从事股权投资业务的关键在近年来有放开的趋势，但我们理解上述开放的实际落地情况还有待于在实践中进一步观察；且目前来看，资本金结汇用途的放松并不意味着投资性外资企业、尤其是QFLP将被一般性外商投资企业完全取代，在未来的一段期间内投资性外资企业仍将作为外资参与境内私募基金的重要形式。但外汇管制以及QFLP相关制度的进一步放松无疑是外资参与境内基金投资的重大利好，实践中可能会进一步丰富外资参与境内股权投资的形式。



许世夺  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5087 2988  
xushiduo@zhonglun.com

# 基金类投资项目常见的 反垄断申报合规问题解答

作者：余昕刚、蒋蕙匡、徐洁、袁思雨

\*特别感谢于宏威律师、黄碧君律师对本文提出的宝贵建议



私募基金、公募基金、政府基金等各类基金投资人在并购活动中扮演着重要角色。但是关于基金类投资人的投资项目是否需要, 以及如何进行反垄断申报的问题, 在实践中存在不少认识误区。尤其是因为基金类投资项目经常具有财务性投资、非控股持股、仅取得少数股权、投资人不参与经营管理、以及交易周期短等特点, 实践中经常出现误以为各类基金投资项目无需进行反垄断申报, 从而造成漏报甚或被处罚的情形<sup>1</sup>。

事实上, 在中国的反垄断申报和审查实践中, 对基金类投资项目并没有特殊规定。基金类投资人参与的经营者集中行为与其他类型的经营者集中行为受到同样规则的监管。近几年来, 随着投资人对法律规则的了解不断深入, 各类基金投资项目进行反垄断申报的数量一直在上升。据保守统计, 《反垄断法》实施后涉及基金投资的经营者集中申报案件已有超过250起, 其中2017年以来已超过180起, 主要覆盖房地产、消费品、能源等各类行业, 申报的基金类投资人主要包括传统的私募、政府基金管理公司。但是, 由于基金类投资人和基金类投资项目的一些特点, 该等项目的反垄断申报中也出现了一些具有特殊性的问题, 例如设立基金本身是否需要申报、如何计算基金投资企业的营业额, 同一平台管理的不同基金之间的关系如何判定等。另一方面, 越来越多的大型互联网、房地产乃至制造企业也开始自建投资平台, 投资形式多样(包括基金、专项SPV等), 投资活动频繁, 但对于如何处理反垄断合规等问题仍处在探索阶段。

在这一背景下, 本文尝试总结了与基金类投资项目反垄断申报相关的常见问题, 并根据我们的经验进行解答, 并就此提出一些合规建议。讨论的问题主要包括, 基于经营者集中申报标准, 探讨基金类投资项目在不同情形下的申报义务, 以及在评估反垄断申报时可能遇到的申报时间表、某些交易架构对申报的影响、实质竞争分析、未依法申报的法律后果等问题。

根据《反垄断法》第20条的规定, “经营者集中”是指两个或者两个以上的经营者的合并, 或是经营者通过获取股权、资产、合同等方式取得对其他经营者的控制权或能够对其他经营者施加决定性影响的情形。通过股权收购、资产收购、设立合资企业等形式获得目标业务控制权

的交易均属于比较典型的经营者集中情形, 通过合同等方式取得控制亦可能构成经营者集中。

根据国务院《经营者集中申报标准的规定》, 如果交易达到以下标准之一, 则应当进行

1. 参见《市场监管总局发布对安博凯收购思妍丽股权未依法申报案的行政处罚决定书》: [http://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202001/t20200106\\_310261.html](http://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202001/t20200106_310261.html)。

经营者集中申报：

**-标准一：**参与集中的所有经营者上一会计年度在全球范围内的营业额合计超过100亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过4亿元人民币；

**-标准二：**参与集中的所有经营者上一会计年度在中国境内的营业额合计超过20亿元人民币，并且其中至少两个经营者上一会计年度在中国境内的营业额均超过4亿元人民币。

值得注意的是，根据国家市场监管总局2020年1月2日公布《〈反垄断法〉修订草稿（公开征求意见稿）》（“《反垄断法》修订稿”），未来中国执法机构可能根据经济发展水平、行业规模等对经营者集中申报标准进行调整，并且也可针对营业额未达标准但可能存在竞争问题的交易制定更为灵活的补充性申报标准（如参考交易金额、市场份额等）。

在评估基金类投资项目的反垄断申报义务时通常可能会遇到以下问题：

## 1. 投资人以财务投资目的未获得控股股权是否需要申报？

如上文所述，是否需要申报涉及到交易方是否取得“控制权”的判断。投资人并不会因为其是财务投资、收购少数股权、不并表目标公司等原因而当然免除申报义务。反垄断法下判断

“取得控制权”的标准与会计准则、公司法或证券法下的控制权有所区别。即使仅投资少数股权，也可能取得反垄断法项下的“控制权”。按照国内经营者集中申报规则和实践，是否获得“控制权”需要根据具体交易安排结合多项因素进行综合判断，包括具有表决权的股权比例、董事会席位及决策机制（含否决权）、任命高管的资格、投资人与目标公司的附加业务合作协议（如订单保障、优先采购、限制与投资人的竞争对手合作）等。单就持股比例而言，中国反垄断法并未规定某一持股比例之下即可豁免经营者集中申报。

因此，即使投资人的目的是进行财务投资而不谋求并表，持股比例不高而目标公司股权结构较为分散，但如果通过交易使得投资人在目标公司的股东会、董事会和/或管理层取得对公司的经营决策方面的积极或消极的控制，则仍有可能构成经营者集中。在构成经营者集中的情况下，如果达到相关营业额标准，则需要进行经营者集中申报。例如，前文所述因未依法申报受到处罚的某知名基金收购思妍丽股权案中，该知名基金仅获得思妍丽23.53%股权，但其收购行为仍被认定为“取得控制权，属于《反垄断法》第20条规定的经营者集中”。

## 2. 基金或其他投资平台的营业额如何计算？

为经营者集中申报之目的计算的营业额应包含同一最终控制人集团层面的所有营业额。对于基金投资人而言，参与投资的某一基金（或基金项下特殊目的公司或投资平台）的营业额应包含同一集团内所有基金所“控制”（反垄断法意义上的控制）的所有投资组合的营业额，即便该等投资对象所处的行业/市场与本次交易所涉的行业/市场并不相关（当然，投资组合与目标公司的业务关系可能会影响申报过程中的实质竞争分析和审查）。此外，基金公司本身的营业额通常还要参考《金融业经营者集中申报营业额计算办法》中关于“基金管理公司”营业额的专门计算，包含管理费收入和手续费收入。

类似地，互联网、房地产、制造型企业自建的投资平台的营业额在存在同一最终控制人的情形下亦需以集团层面判断，尽管投资活动本身以及投资的目标公司可能并非其主营业务，但其主营业务的营业额在判断是否需要进行反垄断申报时通常亦需考虑，其通过投资控制的所有投资组合公司的营业额也需合并计算。

## 3. 自然人的营业额如何计算？

在基金类投资项目中，经常会出现创始人团队保留控制权的情况。如上文所述，这种情况下，在判断是否申报时，创始人的营业额亦需要

计算在内。而创始人作为自然人，其所在集团则应当包括其具有控制权的所有企业，其营业额为该等所有控制企业的营业额之和。

## 4. 投资人所在集团如何判断？仅担任有限合伙人是否必然不属于同一集团？

在判断不同基金是否属于同一集团时，如果该等不同基金的普通合伙人为同一个，则通常需要作为同一集团计算营业额。即便某一基金公司担任基金的有限合伙人，仍应基于上文所述的控制权进行判断，并不必然意味着有限合伙人无需算作同一集团。例如，加拿大养老金计划投资委员会和坤锐房地产集团收购欧洲大陆发展特殊有限合伙股权案<sup>2</sup>中，交易方披露，“本交易中，CPPIB和坤锐将分别认购合伙企业的一部分有限合伙权益，成为合伙企业的有限合伙人。本交易完成后，CPPIB、坤锐和普洛斯将享有对合伙企业的共同控制权。”

此外，实践中存在某些情形基金公司仅作为投资咨询服务提供方的情形，这种情况下其是否有控制权、是否应算作同一集团则有一定空间。

2. 参见[http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/201910/t20191024\\_307855.html](http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/201910/t20191024_307855.html)。

## 5. 设立基金本身是否需要申报？

实践中，一个或多个普通合伙人与一个或多个有限合伙人共同新设基金的情形，需考虑普通合伙人和有限合伙人对基金的控制情况。如上文所述，有限合伙人亦可能对基金形成控制，如果存在多个合伙人（无论是普通合伙人或有限合伙人）共同控制的情形，则会构成经营者集中，需进一步基于营业额判断是否触发申报义务。例如，“瑞科悦购私人有限公司和恒信基金有限合伙新设合营企业案”<sup>3</sup>中，新设的基金将由普通合伙人和有限合伙人共同控制，交易方基于此进行了反垄断申报。

## 6. 参与创业公司的早期投资，公司本身业务规模很小，是否需要考虑申报？

实践中，对于天使轮或其他中前期轮次的风投项目，目标公司常常设立时间较短，营业额不高，可能未达到申报标准中的4亿元人民币。然而，值得注意的是，反垄断申报中“参与集中的经营者”不仅限于投资人自身与目标公司，同一轮次中取得控制权的多家投资人，或者前一轮次已取得控制权并在本轮次结束后将保留控制权的投资人亦属于参与集中的经营者。也就是说，在判断交易是否达到申报标准时，需要整体判断目标公司在交易前后的控制结构，综合判断所有对目标公司拥有控制权的投资人的营



业额是否达标。

## 7. 投资人在前一轮融资中未取得控制权，在后续融资中取得控制权，是否需要考虑申报？

如上文所述，如果营业额标准和控制权标准均满足则需要进行反垄断申报。实践中基金类投资项目经常涉及在一段时间内参与对同一目标公司的多轮投资的情形。对于这种投资活动，需要注意存在关联的多轮投资有可能被视为同一次集中，从而需要自前一轮/前一步投资实施之前进行经营者集中申报。作为参考，2016

3. 参见<http://fldj.mofcom.gov.cn/article/jyzjzyajgs/201709/20170902653289.shtml>。

年某株式会社分两步收购东芝医疗系统株式会社全部股权,在第一步(购买股份权证)已实施第二步(转化为普通股)尚未实施时,受到执法机关调查并认定该等交易已部分实施,构成未依法申报而受到处罚<sup>4</sup>。

## 8.通过境内或境外新设的平台公司进行投资,是否需要考虑申报?

实践中,出于税务或者其他业务管理方面的考虑,很多投资人会考虑在境内或者境外设立“壳公司”或特殊目的公司进行投资,该公司本身在交易之时并未产生任何营业额。而在经营者集中申报评估过程中,如上文所述,营业额计算的范围应为集团层面的营业额。因此,通过新设平台公司进行投资,不影响申报义务的判断。例如,“安宏国际资本公司与盛峰资本管理第七普通合伙有限公司收购蒂森克虏伯电梯股份公司股权案”<sup>5</sup>中,申报人披露,该交易通过特殊目的实体进行。

## 9.投资境外目标公司,是否需要考虑申报?

如果交易发生在境外,而项目公司在中国境内并没有设立任何实体或者不在中国境内从事经济活动(营业额为0),企业可能会忽略该等交易可能引发的经营者集中申报义务。如上所述,在构成经营者集中的情况下,只要参与集中

的两家经营者达到了营业额标准,境外项目投资也会触发中国反垄断申报。不过,如境外项目确实不会在中国境内从事经济活动的情形,则大概率可以适用简易案件标准进行申报。例如,加拿大公共部门养老金投资委员会(“PSPIB”)和麦格理亚洲基础设施基金第二投资有限公司(“MAIF2”)收购AirTrunk开曼控股信托(开曼群岛)股权案<sup>6</sup>即以目标公司不在中国境内从事经济活动为理由申请简易程序。

## 10.交易方或目标公司经营亏损,是否需要考虑申报?

如上文所述,对于构成经营者集中的交易,是否需要申报仅需要判断是否符合营业额标准,交易方或目标公司的盈亏情况并不在考虑范围内。例如,“中国通用技术(集团)控股有限责任公司收购沈阳机床(集团)有限责任公司等2家公司股权案”<sup>7</sup>是对目标公司的破产重整投资。即,尽管目标公司经营亏损,如果构成集中且达到营业额标准,则仍不能免除申报义务。

4. 参见某企业收购东芝医疗构成未依法申报案《商务部行政处罚决定书》(商法函[2016]965号), <http://fldj.mofcom.gov.cn/article/ztxx/201701/20170102495433.shtml>。  
5. 参见[http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/202004/t20200403\\_313844.html](http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/202004/t20200403_313844.html)。  
6. 参见[http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/202003/t20200303\\_312457.html](http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/202003/t20200303_312457.html)。  
7. 参见[http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/201911/t20191114\\_308515.html](http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/201911/t20191114_308515.html)。

## 11. 通过管理的基金或新设的平台公司进行投资时如何确定申报主体？

在基金或其他投资平台投资人参与的交易进行申报时，申报中原则要求财务数据和市场数据的披露均以集团为口径，但如何选择申报主体也很有讲究。投资人参与交易通常通过某一基金下新设的特殊目的实体进行，但使用特殊目的实体进行申报并非执法机关推荐的方式（尽管也有案例以特殊目的实体作为申报主体进行申报）。实践中，经常参与投资并需要进行反垄断申报的投资人可以考虑选择以集团公司层面作为申报主体<sup>8</sup>，从而其提交的相关信息（包括公证认证文件）可在多次交易中反复使用，更为便捷；此外，投资人亦可以考虑选择以基金层面实体作为申报主体<sup>9</sup>，在这种情况下可适当减少对基金公司集团层面信息披露的范围。

## 12. 申报对交易时间表的影响如何？

如交易达到中国反垄断申报标准，则反垄断申报是交易交割的前置程序，申报人应当在签署集中协议后、实施集中前向市场监管总局申报，在获得批准前不应交割。总体而言，审查时限与适用的程序（普通或简易）、交易所涉相关市场数量、交易双方的市场力量、申报材料的完整程度、与反垄断局的沟通情况、第三方对交易的反馈意见等多种因素相关。

一般从提交申报到正式立案之前，反垄断局可能会提出一轮或多轮补充问题。目前适用简易程序的案件平均可以在立案后20日内审结，而普通程序的案件则需要立案后2-3个月甚至更久。事实上，反垄断审查对于交易进度的影响已经逐渐减少：自国家市场监督管理总局成立以来，经营者集中审查的效率显著提高，周期大为缩短。据统计，自简易程序实施以来已申报的涉基金投资项目的案件中，90%以上均适用了简易程序（当然，是否适用简易程序仍取决于具体案情）。2019年至今，适用简易程序的案件平均审理时长不到16天。因此，如果准备得当、沟通顺利，反垄断审查对交易时间和进程的掣肘影响已不明显。

## 13. 涉及VIE结构的交易是否不需要申报？

涉及VIE结构的交易（无论是交易本身涉及还是某一交易方涉及）只要满足上述控制权标准和相关营业额标准，仍然构成需要申报的经营者集中，并未受到豁免。实践中，由于涉及VIE的交易往往处于监管的灰色地带，国内反垄断执法机关对此的态度较为暧昧保守，相关交易

8. 参见，例如，某集团有限合伙收购爱索尔包装集团有限公司股权案（[http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/201910/t20191024\\_307795.html](http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/201910/t20191024_307795.html)），某集团有限合伙收购塔博曼西安控股有限公司等三家企业股权案（[http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/201910/t20191024\\_307746.html](http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/201910/t20191024_307746.html)），某集团有限合伙与基汇房地产基金第六有限合伙收购领展房地产信托基金部分资产案（<http://fldj.mofcom.gov.cn/article/jyzjzyajgs/201901/20190102829508.shtml>）  
9. 参见，例如，APG战略不动产投资共同基金收购EHS DII B LP股权案（[http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/201912/t20191220\\_309368.html](http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzyajgs/201912/t20191220_309368.html)），GL巴西私人有限公司与APG战略不动产投资共同基金等经营者新设合营企业案（<http://fldj.mofcom.gov.cn/article/jyzjzyajgs/201803/20180302719094.shtml>）



能否获得批准甚至能否立案具有较大的不确定性。然而，随着国内市场经济的发展和监管环境的变化，我们也注意执法机关对于这一问题的处理方式开始变得灵活积极。例如，近期获批的上海明察哲刚管理咨询有限公司与环胜信息技术(上海)有限公司新设合营企业案<sup>10</sup>中，参与集中方披露其受到最终控制人“通过关联实体基于一系列协议安排”的控制。又例如，此前广受关注的网约车合并案中，收购方即搭建了VIE架构，虽然商务部(前反垄断执法机关之一)曾表示其已经启动对该案的调查<sup>11</sup>，但此后并未公布

任何调查结果。上述情况反映了反垄断执法机关近年来对于VIE结构态度的变化，尤其是明察哲刚/环胜信息一案系中国反垄断执法机构首起无条件批准的涉及VIE结构的经营者集中，对于后续同类或类似交易的反垄断申报具有重大里程碑意义。鉴于今年年初发布的《反垄断法(修订草案)》中已提议大幅提高未依法申报的违法成本(罚款上限调整为经营者集团层面上一年度销售额的10%)，对于符合申报标准的涉及VIE结构的新交易和既往交易，我们建议交易各方尽早开展反垄断合规评估，并制定恰当的应对或申报策略，而不能当然认为涉及这一架构的交易无需申报。

#### 14. 涉及私募股权投资人的经营者集中申报是否会有反垄断问题？

经营者集中申报中需基于参与集中各方的业务关系(横向、纵向或相邻)界定相关市场，并分析交易对相关市场竞争可能产生的影响。如上文所述，大部分涉基金投资项目的案件均适用简易程序并快速获批，但基金或其他投资平台的参与交易并不意味着不会出实现质性的反垄断问题。例如，投资人具有控制的投资组合公

10. 参见[http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzjyajgs/202004/t20200420\\_314431.html](http://www.samr.gov.cn/fldj/ajgs/jzjyajgs/202004/t20200420_314431.html)。关于本案的更多启示，请参见《首起涉VIE无条件批准案例的启示：VIE结构是否为中国经营者集中申报的障碍？》(<http://www.zhonglun.com/Content/2020/07-22/1153186584.html>)。  
11. 参见[https://www.guancha.cn/economy/2017\\_07\\_27\\_420218.shtml](https://www.guancha.cn/economy/2017_07_27_420218.shtml)。

司均应视作同一集团内的关联公司，因此该投资人(集团层面)此前投资并具有控制权的同一行业内存在竞争关系的公司在反垄断申报的竞争评估环节均需予以考虑。这一点对于专注于某一行业或者在相关行业开展战略布局投资的投资人来讲尤其值得关注。

在2011年商务部附条件批准的佩内洛普有限责任公司收购萨维奥纺织机械股份有限公司交易中，私募股权基金Alpha Private Equity Fund V(“Alpha V”)通过特殊目的公司佩内洛普收购一家纺织机械生产商萨维奥。执法机关分析发现，Alpha V此前投资并控制(未控股)的另一家纺织机械生产商乌斯特(“Alpha V持有乌斯特27.9%的股份，是乌斯特的第一大股东”)与本次交易目标公司萨维奥(的全资子公司络菲)在自动络筒机电子清纱器市场存在横向重叠，并由于二者是该市场仅有的竞争者(二者在“全球市场的份额分别为52.3%和47.7%”)，认为“乌斯特和络菲有可能通过Alpha V协调其经营活动，排除、限制自动络筒机电子清纱器市场的竞争。同时，Alpha V也有可能通过对乌斯特和络菲的控制和影响从事上述排除、限制竞争行为”。最终决定附加限制性条件后批准交易。<sup>12</sup>

此外投资人在投资同行业多家公司时，也可能为该等公司在同一相关市场上交换敏感信息、彼此协同提供便捷，从而导致潜在的垄断协

议问题。投资人亦需要注意该等合规风险。

## 15. 没有进行申报或者先交割后补申报的后果如何？

如上文所述，反垄断申报是交易交割的前置程序，如果交易达到申报标准，企业先交割后补申报或者不进行申报都属于未进行依法申报的情形。反垄断执法机关获知企业存在未依法申报交易的途径包括：审查经营者当前交易进而引发反垄断局对其过往交易的关注、第三方举报或公开报道、企业主动报告、其他政府机关移送线索等。

对于未依法申报的交易，反垄断执法部门目前可以对经营者处50万元以下的罚款，并可责令经营者采取以下措施恢复到集中前的状态：(一)停止实施集中；(二)限期处分股份或者资产；(三)限期转让营业；(四)其他必要措施。如前文所述，某投资基金投资思妍丽一案因未进行依法申报受到国家市场监督管理总局的行政处罚<sup>13</sup>。实践中，截至目前被处罚的逾50起未依法申报案件均仅被处以15万至40万的罚款(新设合营的情形将对合营各方各自罚款50万元以下)，反垄断执法机关尚未施加过其他处罚措施，但不能排除未来施加这类处罚措施的可

12. 参见《关于附条件批准佩内洛普有限责任公司收购萨维奥纺织机械股份有限公司反垄断审查决定的公告》，<http://fldj.mofcom.gov.cn/article/ztxx/201111/20111107855585.shtml>。

13. 参见《市场监管总局发布对安博凯收购思妍丽股权未依法申报案的行政处罚决定书》，[http://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202001/t20200106\\_310261.html](http://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202001/t20200106_310261.html)。

能性。更加值得关注的是，根据《反垄断法》修订稿，未依法申报行为最高可施以上一年度销售额10%的罚款，如果按此修法，未依法实施集中的罚款上限和违法成本将大幅提高。此外，相关违法行为还会带来声誉损害和合规风险，并可能影响后续交易的反垄断审查进展。

由于执法力度日趋加强，未依法申报的调查可能对后续的经营者集中申报产生影响，且耗费经营者大量财力物力，影响经营者正常经营。因此，建议广大经常参与基金或类似投资项目的投资人加强在交易方面的反垄断合规培训，提高交易团队的反垄断申报意识，在项目协商交易架构、交易条款和时间表等环节及时咨询反垄断律师意见，尽早确定交易是否需要申报，或合理设计交易框架，充分考虑反垄断审查对交易进度及条件的影响，避免违反申报义务而受到处罚或致使交易受阻。



余昕刚  
合伙人  
公司二部  
北京办公室  
+86 10 5957 2078  
scottyu@zhonglun.com



蒋蕙匡  
合伙人  
公司二部  
北京办公室  
+86 10 5957 2131  
jianghuikuang@zhonglun.com

# 商业银行互联网贷款新规解读 与行业实践考察

作者：刘新宇、陈嘉伟



2020年7月17日,《商业银行互联网贷款管理暂行办法》正式稿(以下称“《暂行办法》”或“正式稿”)终于发布。内容上,正式稿与今年5月份发布的征求意见稿相比,实质性的变动不多。对业内人士而言,正式稿的相关内容应该也大抵心中有数,谈不上重磅冲击。需要进一步思考的是,《暂行办法》终于落地后,对行业实践又可能造成哪些影响?笔者仅以此文对正式稿中部分调整之处以及重点内容加以分析解读,权作学习笔记之用,与诸位分享。

## 第一部分\ 互联网贷款的范围

第三条:本办法所称互联网贷款,是指商业银行运用互联网和移动通信等信息通信技术,基于风险数据和风险模型进行交叉验证和风险管理,线上自动受理贷款申请及开展风险评估,并完成授信审批、合同签订、贷款支付、贷后管理等核心业务环节操作,为符合条件的借款人提供的用于消费、日常生产经营周转等的个人贷款和流动资金贷款。

### 解析:

关于互联网贷款的概念界定,正式稿与征求意见稿对比,仅将“放款支付”的表述修改为“贷款支付”,其余未发生变化。

从业务角度,《暂行办法》项下规制的互联网贷款采用正面概念界定与负面清单列举的方式加以明确。强调互联网贷款系通过线上自动受理贷款申请及开展风险评估,完成授信审批、

合同签订、贷款支付、贷款管理等核心业务环节操作。在用途及类型上,强调互联网贷款系为借款人提供的用于消费、日常生产经营周转的个人贷款和流动资金贷款。

同时,第五条也明确列举了不适用《暂行办法》规定的贷款业务类型,包括1.借款人虽在线上进行贷款申请等操作,商业银行线下或主要通过线下进行贷前调查、风险评估和授信审批,贷款授信核心判断来源于线下的贷款。典型如不少大额企业贷产品,借款企业线上提交贷款申请并初步提供信息资料后,由贷款人或合作机构相关人员联系贷款企业线下进行尽调风控、授信审批等操作,应当认为该等贷款业务不属于《暂行办法》规制的互联网贷款。2.商业银行发放的抵质押贷款,且押品需进行线下或主要经过线下评估登记和交付保管;3.银保监会规定的其他贷款。

从主体角度,除商业银行经营的互联网贷款业务应适用《暂行办法》的规定外,外国银行分行应当参照《暂行办法》的规定执行。对于消

费金融公司、汽车金融公司，相比较征求意见稿，正式稿仅规定第六条关于个人贷款期限的要求可以豁免参照执行，其他包括贷款支付管理等要求均参照《暂行办法》的规定执行。

## 第二部分\ 贷款额度

第六条：互联网贷款应当遵循小额、短期、高效和风险可控的原则。

单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币20万元，到期一次性还本的，授信期限不超过一年。中国银行保险监督管理委员会可以根据商业银行的经营管理情况、风险水平和互联网贷款业务开展情况等对上述额度进行调整。商业银行应在上述规定额度内，根据本行客群特征、客群消费场景等，制定差异化授信额度。

商业银行应根据自身风险管理能力，按照互联网贷款的区域、行业、品种等，确定单户用于生产经营的个人贷款和流动资金贷款授信额度上限。对期限超过一年的上述贷款，至少每年对该笔贷款对应的授信进行重新评估和审批。

### 解析：

对于互联网贷款的额度管理，正式稿与征

求意见稿比较，原则上未发生变化，均强调单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币20万元。但正式稿在具体规定上开了一个口子，即银保监会可以根据商业银行的经营管理情况、风险水平和互联网贷款业务开展情况等对上述额度进行调整。按此条款表述理解，可能意味着特定商业银行在经营互联网贷款业务时可经银保监会许可在最高20万元的单户授信额度上有所突破。同时，正式稿也强调商业银行应当在20万元的额度范围内，针对互联网贷款业务的不同客群、场景等，制定差异化的授信额度。

对于单户用于生产经营的个人贷款和流动资金贷款授信额度上限仍规定可由商业银行根据自身风险管理能力，按照互联网贷款的区域、行业、品种等自主确定。

## 第三部分\ 地方性商业银行跨区展业

第九条：地方法人银行开展互联网贷款业务，应主要服务于当地客户，审慎开展跨注册地辖区业务，有效识别和监测跨注册地辖区业务开展情况。无实体经营网点，业务主要在线上开展，且符合中国银行保险监督管理委员会其他规定条件的除外。

## 解析：

对于地方商业银行能否跨区域开展互联网贷款业务的问题，正式稿与征求意见稿的规定相比无实质变化。《暂行办法》暂未对地方商业银行跨区展业进行明确限制，也未提出跨区展业的具体指标要求，仅原则性规定地方商业银行应当“审慎”开展跨区业务。但从监管角度，也不排除后续监管部门根据地方商业银行跨区展业的风险状况等进一步提出审慎性监管要求的可能。

## 第四部分\ 贷款营销

第十七条：商业银行应当通过合法渠道和方式获取目标客户数据，开展贷款营销，并充分评估目标客户的资金需求、还款意愿和还款能力。商业银行应当在贷款申请流程中，加入强制阅读贷款合同环节，并设置合理的阅读时间限制。

商业银行自身或通过合作机构向目标客户推介互联网贷款产品时，应当在醒目位置充分披露贷款主体、贷款条件、实际年利率、年化综合资金成本、还本付息安排、逾期清收、咨询投诉渠道和违约责任等基本信息，保障客户的知情权和自主选择权，不得采取默认勾选、强制捆绑销售等方式剥夺消费者意愿表达的权利。



## 解析：

对于贷款营销的管理，正式稿与征求意见稿相比无实质性变化，但仍有几点需要注意：

1. 按照《关于进一步规范金融营销宣传行为的通知》的规定，商业银行开展金融贷款类业务的营销宣传活动，如涉及向借款人发送营销宣传信息的，宜通过协议约定等方式，取得借款人的授权同意，并应当明确发送者的真实身份和联系方式，向借款人提供拒绝继续接收的方

式(比如回“T”退订等)。对于不具备金融业务资质的助贷公司等机构,与商业银行合作开展金融贷款业务的营销宣传,宜通过与商业银行的合作协议约定等方式取得商业银行的授权委托,以免被认定为非法开展金融营销宣传行为。

2.《暂行办法》要求在贷款申请流程中,加入强制阅读贷款合同环节。实践操作中的困难点在于,不少商业银行与助贷公司、互联网平台等机构开展互联网贷款业务合作,由合作机构向商业银行推介借款人。通常业务操作流程是,借款人通过合作机构的平台申请贷款、勾选贷款合同的模板等文件。但由于平台可能与诸多资金方(包括商业银行等)合作,不少平台的业务模式下借款人申请借款时,资金方尚未确定,而不同的资金方又可能都有自己的贷款合同模板。这就导致借款人在通过合作机构平台申请贷款时,勾选确认的贷款合同可能与最终资金方的贷款合同存在不一致之处。建议的做法最好是确定最终资金方后,再让借款人确认贷款主体、贷款合同以及相关贷款核心要素。

3.《暂行办法》要求在推介互联网贷款产品时,应充分披露年化综合资金成本等基本信息。有一点值得注意的是,虽然按照《暂行办法》规定的精神,保险公司和融资担保公司原则上可以向借款人收费。但严格意义上理解,保险公司和融资担保公司收取的费用也应当纳入借款人

的年化综合资金成本。<sup>1</sup>实践中,不少机构出于借款人的“感受”或是折算方式的困难等因素考虑,可能会将保险公司和融资担保公司收取的费用单独列举,不纳入年化综合资金成本折算后统一披露,这就可能违反本条规定项下关于年化综合资金成本披露的要求。

## 第五部分\ 贷前调查

**第二十条:商业银行应当在获得授权后查询借款人的征信信息,通过合法渠道和手段线上收集、查询和验证借款人相关定性和定量信息,可以包括但不限于税务、社会保险基金、住房公积金等信息,全面了解借款人信用状况。**

### 解析:

在贷前调查方面,正式稿与征求意见稿相比,表述上增加了“可以”二字,影响在于商业银行在进行贷前调查环节时,可以根据客群、场景等要素综合确定拟审查的借款人信用相关信息,而非强制要求核查税务、社会保险基金、住房公积金信息。

1.《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》规定:(二)各类机构以利率和各种费用形式对借款人收取的综合资金成本应符合最高人民法院关于民间借贷利率的规定,禁止发放或撮合违反法律有关利率规定的贷款。各类机构向借款人收取的综合资金成本应统一折算为年化形式,各项贷款条件以及逾期处理等信息应在事前全面、公开披露,向借款人提示相关风险。

## 第六部分\ 放款控制

第二十六条：授信与首笔贷款发放时间间隔超过1个月的，商业银行应当在贷款发放前对借款人信用状况进行再评估，根据借款人特征、贷款金额，确定跟踪其信贷记录的频率，以保证及时获取其全面信用状况。

### 解析：

在放款控制方面，正式稿与征求意见稿相比有部分变化。操作上的影响在于，对于授信与首笔贷款发放时间间隔超过1个月的，正式稿未强制要求商业银行必须在贷款发放前查询借款人信贷记录，仅原则性要求商业银行应对借款人信用状况进行再评估。

## 第七部分\ 贷款支付

第二十七条：商业银行应当按照借款合同约定，对贷款资金的支付进行管理与控制，贷款支付应由具有合法支付业务资质的机构执行。商业银行应加强对支付账户的监测和对账管理，发现风险隐患的，应立即预警并采取相关措施。采用自主支付方式的，应当根据借款人过往

行为数据、交易数据和信用数据等，确定单日贷款支付限额。

第二十八条：商业银行应遵守《个人贷款管理暂行办法》和《流动资金贷款管理暂行办法》的受托支付管理规定，同时根据自身风险管理水平、互联网贷款的规模和结构、应用场景、增信手段等确定差异化的受托支付限额。

### 解析：

在贷款支付方面，正式稿相较于征求意见稿增加了“贷款支付应由具有合法支付业务资质的机构执行”的表述。同时，《暂行办法》要求商业银行遵守《个人贷款管理暂行办法》和《流动资金贷款管理暂行办法》关于受托支付的管理规定。值得注意的是，《个人贷款管理暂行办法》和《流动资金贷款管理暂行办法》在受托支付的条款表述上存在些许不一致之处。《个人贷款管理暂行办法》第二十九条第二款规定：“借款人受托支付是指贷款人根据借款人的提款申请和支付委托，将贷款资金支付给符合合同约定用途的借款人交易对象。”《流动资金贷款管理暂行办法》第二十四条第二款规定：“贷款人受托支付是指贷款人根据借款人的提款申请和支付委托，将贷款通过借款人账户支付给符合合同约定用途的借款人交易对象。”单从二者条款表述上的差异来看，可能造成的困惑在于个

人贷款的受托支付是否须先过一道借款人账户,再支付给借款人的交易对象还是可以由借款人指定后,直接支付给借款人的交易对象?不过实践当中,大多银行从风险管控角度考虑,还是会要求受托支付时必须先过一道借款人账户再支付至交易对手账户。

## 第八部分\ 风险数据来源

第三十三条:商业银行进行借款人身份验证、贷前调查、风险评估和授信审查、贷后管理时,应当至少包含借款人姓名、身份证号、联系电话、银行账户以及其他开展风险评估所必需的基本信息。如果需要从合作机构获取借款人风险数据,应通过适当方式确认合作机构的数据来源合法合规、真实有效,对外提供数据不违反法律法规要求,并已获得信息主体本人的明确授权。商业银行不得与违规收集和使用个人信息的第三方开展数据合作。

### 解析:

在风险数据来源管理方面,正式稿中增加了“对外提供数据不违反法律法规要求”的表述。《暂行办法》要求商业银行从合作机构处获取借款人数据的,应当核查合作机构的数据来

源是否合法合规、真实有效;对外提供数据是否违反法律法规要求;是否经信息主体本人的明确授权。从授权链条的完整性考虑,一是要信息主体授权合作机构收集其本人信息,二是要信息主体授权合作机构向商业银行提供其本人信息。

对于商业银行通过合作机构获取借款人信息,此前发布的《个人信息保护技术规范》规定“不应委托或授权无金融业相关资质的机构收集C3、C2类别信息。”<sup>2</sup>虽该规范仅为推荐性行业标准,但也不排除后续监管部门参考该规范内容对商业银行提出个人信息收集的相关要求。届时如果合作机构不具备金融业相关资质,商业银行从合作机构处获取特定借款人信息,可能违反该规范关于不应委托或授权无金融业相关资质的机构收集C3、C2类别信息的要求。

## 第九部分\ 贷款合作管理

### 1. 合作机构的名单制管理

《暂行办法》要求商业银行应当建立全行统一的合作机构准入机制,实行合作机构的名单

2. C3类别信息主要为用于用户鉴别信息,包括银行卡磁道数据、账户登录密码、用于用户鉴别的个人生物识别信息等;C2类别信息主要为可识别特定个人金融信息主体身份与金融状况的个人金融信息,以及用于金融产品与服务的关键信息,包括支付账号及其等效信息、账户登录的用户名、用户鉴别辅助信息,如动态口令、直接反映个人金融信息主体金融状况的信息等。



制管理,并对合作机构进行准入前评估。同时,在合作期间对合作机构应当至少每年全面评估一次,发现合作机构无法继续满足准入条件的,应当及时终止合作关系。

按照正式稿的定义,合作机构包括了“与商业银行在营销获客、共同出资发放贷款、支付结算、风险分担、信息科技、逾期清收等方面开展合作的各类机构,包括但不限于银行业金融机构、保险公司等金融机构和小额贷款公司、融资担保公司、电子商务公司、非银行支付机构、信息科技公司等非金融机构。”以助贷行业为例,对助贷合作机构实行名单制管理的影响在于可能导致助贷行业的集中化、头部化趋势进一步

增强,挤压中小助贷平台的生存空间。对商业银行等资金方而言,对合作机构进行准入前评估及名单制管理,很多时候就意味着和大平台、资本实力雄厚的平台合作。但商业银行在选择合作机构时也应适度分散,避免对单一合作机构过于依赖。

## 2. 核心业务外包

对于商业银行和合作机构的权责划分,《暂行办法》未直接使用核心业务不得外包的表述,而是针对不同事项提出了“独立有效开展”、“不得全权委托”、“不得外包”等要求,我们将具体相关条款总结如下:

条款	具体表述
第三条	本办法所称互联网贷款,是指商业银行运用互联网和移动通信等信息通信技术,基于风险数据和风险模型进行交叉验证和风险管理,线上自动受理贷款申请及开展风险评估,并完成授信审批、合同签订、贷款支付、贷后管理等核心业务环节操作,为符合条件的借款人提供的用于消费、日常生产经营周转等的个人贷款和流动资金贷款。
第八条	互联网贷款业务涉及合作机构的,授信审批、合同签订等核心风控环节应当由商业银行独立有效开展。
第十五条	商业银行应当确保具有足够的资源,独立、有效开展互联网贷款风险管理……
第十八条	商业银行对借款人的身份核验不得全权委托合作机构办理。
第三十七条	商业银行不得将上述风险模型的管理职责外包,并应当加强风险模型的保密管理。
第五十一条	除共同出资发放贷款的合作机构以外,商业银行不得将贷款发放、本息回收、止付等关键环节操作全权委托合作机构执行。
第五十九条	银行业监督管理机构应当结合日常监管情况和商业银行风险状况等,对商业银行提交的报告和相关材料进行评估,重点评估: (二)是否独立掌握授信审批、合同签订等核心风控环节;

正式稿对第五十九条表述的修改使得其与第八条在“核心风控环节”的表述上保持一致。

《暂行办法》第五十一条规定了商业银行不得将贷款发放、本息回收、止付等关键环节操作全权委托合作机构执行,容易忽略的一个要点是“本息回收”环节。对于本息回收不得全权委托合作机构执行如何理解,我们认为严格意义上对这一点把握的标准应落在哪一主体在实质主导本息回收工作上。首先要明确的是本息回收不得全权委托和合作机构不得向借款人收取息费是并列的两个要求,而不是说合作机构虽然不以自身名义收费,但可以代商业银行收取

息费后再行分配。

实践中,不少中小商业银行在与助贷机构合作时,是由合作机构通过支付机构来主导本息回收工作。典型的模式包括合作机构向支付机构发送指令,扣划借款人账户资金至商业银行账户;或者先扣划至合作机构账户,合作机构再清分给商业银行。在这一模式中,商业银行只是被动地接收还款资金,实质上是助贷机构在主导本息回收工作。因此,我们认为该等模式可能存在违反本息回收不得全权委托合作机构执行的规定的风险。

### 3. 息费收取

**第五十一条:商业银行应当在书面合作协议中明确要求合作机构不得以任何形式向借款人收取息费,保险公司和有担保资质的机构除外。**

#### 解析:

与征求意见稿相比,在息费收取的要求上,正式稿保留了保险公司和有担保资质的机构可以向借款人收费的除外规定。但正式稿中删除了“按照有关规定向借款人收取合理费用”的表述,多少耐人寻味。以融资担保公司为例,通过融资担保公司向借款人收费是当前行业的通行做法,但何等情况下融资担保公司可能构成不合理的收费?我们认为,典型如:(1)融资担保公司既收取担保费又收取担保咨询/服务费是否合理?特别是仅融资担保公司自身为借款人提供担保时,既收担保费,又收咨询费、服务费,如何来判断融资担保公司是否实质提供了咨询服务的相关内容,如果不具备实质咨询服务内容,收取担保的咨询费、服务费是否合理?(2)融资担保公司收费的费率是否合理?虽按照《融资担保公司监督管理条例》第十九条规定,融资担保费率系由融资担保公司与被担保人协商确定。但实践中,特别是合作机构借融资担保公司收担保费的名义,实质收取助贷服务费时,难免造成

融资担保费率过高的情况出现,此时如何来把握融资担保公司收取的是否为合理费用确实较为困难。这也可能是此次正式稿中删除“合理费用”相关表述的一个考量点。

### 4. 共同出资发放贷款

在共同出资发放贷款的规定上,正式稿与征求意见稿相比未发生变化。《暂行办法》暂未对共同出资发放贷款设置具体的指标及比例限制,仅原则性要求商业银行将与合作机构共同出资发放贷款总额按照零售贷款总额或者贷款总额相应比例纳入限额管理,并加强共同出资发放贷款合作机构的集中度风险管理,对单笔贷款出资比例实行区间管理,与合作方合理分担风险。但按照《暂行办法》规定的精神,也不排除后续监管部门根据商业银行风险情况等对共同出资发放贷款的出资比例及集中度风险等提出相关审慎性监管要求。

### 5. 担保增信

**第五十五条:商业银行不得接受无担保资质和不符合信用保险和保证保险经营资质监管要求的合作机构提供的直接或变相增信服务。商业银行与有担保资质和符合信用保险和保证保险经营资质监管要求的合作机构合作时应当充分考虑上述机构的增信能力和集中度风险。**

## 商业银行不得因引入担保增信放松对贷款质量管控。

### 解析：

在担保增信方面，正式稿相较于征求意见稿，增加了“商业银行不得因引入担保增信放松对贷款质量管控”的表述，其实质是强调商业银行应当具备对互联网贷款的自主风控能力。行业实践中，在监管提出“不得接受无担保资质的第三方机构提供增信服务以及兜底承诺等变相增信服务”的要求后，合作机构多倾向于通过收购/新设持牌的融资担保公司的方式，以融资担保公司向商业银行提供担保，具体模式上可能还会辅之以“保证金”、“反担保”等安排。但实践中不少融资担保公司实际上仅仅是“空壳公司”，只是具备提供融资担保服务的资质，而不具备实质承担担保责任的能力。对于这类型的融资担保公司，就需要商业银行在合作时加强对其增信能力的审查。

## 第十部分\ 风险管理体系的建立与完善

与征求意见稿对比，正式稿对商业银行互联网贷款风险管理体系的规定未发生实质变化。对于互联网贷款业务风险管理的要求贯穿



了办法全文，包括要求建立互联网贷款的风险治理架构、风险管理政策和程序、内部控制和审计体系，明确内部的风险管理职责，建立反欺诈机制、人工复核验证机制、风险评估、授信审批和风险定价模型等。同时，《暂行办法》对风险数据、风险模型管理和信息科技风险管理提出了全流程、全方位的要求。在具体实施过程中，合作机构的风险管控等要求也应当纳入商业银行的风险管理体系中。对于商业银行，特别是一些规模较小、内控管理措施不够健全的商业银行而言，按照《暂行办法》的规定建立、完善互联网

贷款业务的风险管理体系是工作的重点、难点之一。

## 第十一部分\ 消费者权益保护要求

《暂行办法》多个章节中都体现了对于消费者权益保护的要求。参考银保监会有关部门负责人就《商业银行互联网贷款管理暂行办法》答记者问,《暂行办法》对消费者权益保护的要求包括了商业银行应当建立互联网借款人权益保护机制,将消费者保护嵌入互联网贷款业务全流程管理,做到卖者尽责;围绕借款人数据来源、使用、保管等问题,对商业银行提出明确要求,特别是对取得借款人风险数据授权时进行了具体规定;要求商业银行落实向借款人的信息披露义务,应充分披露贷款主体、实际年利率、年化综合资金成本、还本付息安排、逾期清收、咨询投诉等信息,切实保障客户的知情权和自主选择权;严格禁止商业银行与有违规收集和使用个人信息、暴力催收等违法违规记录的第三方机构合作。

## 第十二部分\ 监督管理

针对商业银行开展互联网贷款业务的监督管理,《暂行办法》规定商业银行首次开展互联网贷款业务的,应当于产品上线后10个工作日内,向其监管机构提交书面报告。监管部门对商业银行提交的报告和相关材料进行评估,如发现不符合《暂行办法》要求的,应当要求商业银行限期整改、暂停业务等。此外,商业银行应当按照《暂行办法》规定,对互联网贷款业务开展情况进行年度评估,并于每年4月30日前向银行业监督管理机构报送上一年年度评估报告。

## 第十三部分\ 过渡期

《暂行办法》正式稿中保留了2年的过渡期安排,自《暂行办法》实施之日起算。按照《暂行办法》规定,《暂行办法》实施之日起,新增互联网贷款业务应当符合《暂行办法》规定。同时,要求商业银行应当制定过渡期内的互联网贷款整改计划,明确时间进度安排,并于《暂行办法》实施之日起1个月内向监管机构报送书面报告和整改计划。

## 第十四部分 结语

---

《商业银行互联网贷款管理暂行办法》的正式发布总体利于行业的规范发展,但对不少机构而言,合规整改的压力仍然较大,目前来看,要完全满足《暂行办法》的要求,可能还有很长一段路要走。对于《暂行办法》的贯彻落实情况,还有待后续分晓。☒



刘新宇  
合伙人  
金融部  
上海办公室  
+86 21 6061 3700  
jeffreylu@zhonglun.com

# 网络游戏出版运营的 监管要求和变化

赵昱东、王婷、杨忆菁

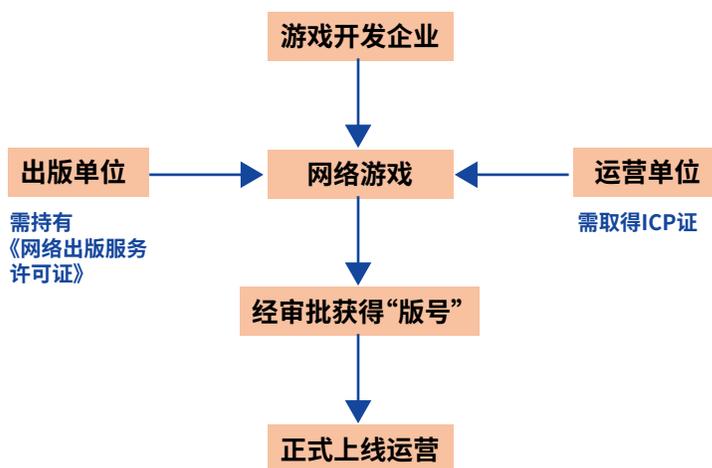


2020年,在全球疫情冲击下,不少行业哀鸿遍野,也有行业如履薄冰,但与在线生活方式相关的行业却得到了助推,其中尤为红火的当属网络游戏行业。根据新浪游戏所发布的《2020年第一季度中国游戏产业报告》,2020年第一季度中国游戏市场实际销售收入达732.03亿元,较2019年第四季度环比增长25.22%。不久前的腾讯游戏年度发布会上,副总裁马晓轶表示,从短期来看,今年全球游戏行业的收入增长可能达到10%左右。面对如此广阔的市场前景和反周期特性,相信将有投资者有意进入此行业或在此行业内取得更大发展,本文将对国内网络游戏出版运营的监管要求进行梳理,希望为更多公司提供参考。

## 第一部分\ 现行资质及监管要求

在了解现行法律法规对网络游戏的监管要求之前,首先有必要明确,一款网络游戏从开发到上线运营,至少涉及以下三个主体:(1)游戏开发企业;(2)出版单位;(3)运营单位。在实践中,以上三个主体可能由同一家公司承担,也可能由多家公司对一款网络游戏进行合作,分别担任开发、出版、运营的不同角色。

在网络游戏的出版运营过程中,出版单位需持有《网络出版服务许可证》,运营单位需取得ICP证,网络游戏本身亦需经过国家新闻出版署的审批并获得出版物号(俗称“版号”),具体可参照右图:



### 1. 出版单位需持有《网络出版服务许可证》

根据《网络出版服务管理规定》第七条,从事网络出版服务,必须依法经过出版行政主管部门批准,取得《网络出版服务许可证》。有别于实践中将网络游戏出版行为归类于网络游戏的发行或运营,此处的“出版”专指通过信息网络向公众提供包含网络游戏在内的网络出版物。

如需取得《网络出版服务许可证》,原线下图书、音像、电子、报纸、期刊出版单位获得该许可需要具有确定的出版平台、确定的网络出版

服务范围、必要的技术设备,并需将相关服务器和存储设备存放在中华人民共和国境内。而其他单位若欲取得该许可,除上述条件外,另需有专业的人员、固定的工作场所、相应的章程及内容审校制度。

此外,根据《网络出版服务管理规定》第十条,中外合资经营、中外合作经营和外资经营的单位被排除在外,不得从事网络出版服务。

## 2.运营单位需取得ICP许可证

根据《互联网信息服务管理办法》的规定,国家对经营性互联网信息服务实行许可制度。而经营性互联网信息服务,指的是通过互联网向上网用户有偿提供信息或者网页制作等服务活动。

网络游戏运营企业一般通过向公众提供网络游戏产品或服务,向网络游戏用户收费或者以电子商务、广告、赞助等方式获取利益,因此属于向公众提供经营性的互联网信息服务,需要取得ICP许可证。该证亦是国家新闻出版署进行“版号”审批时要求提供的材料之一。

## 3.网络游戏本身需经国家新闻出版署审批并取得“版号”

根据原新闻出版总署<sup>1</sup>所发布的《关于贯彻落实国务院<“三定”规定>和中央编办有关解

释,进一步加强网络游戏前置审批和进口网络游戏审批管理的通知》(下称“13号文”),网络游戏内容通过互联网向公众提供在线交互使用或下载等运营服务是网络游戏出版行为,必须严格按照国家法规履行前置审批。原新闻出版总署是中央和国务院授权的唯一负责网络游戏前置审批的政府部门。未经前置审批的网络游戏,一律不得上网,电信运营企业也不得为其提供互联网接入服务。

国家新闻出版署官网提供了《出版国产网络游戏作品审批事项服务指南》,审批许可的条件除要求出版单位及运营单位具备上述资质外,另需网络游戏作品已办理著作权登记手续或者相关公证,并符合《出版管理条例》、《互联网信息服务管理办法》、《网络出版服务管理规定》等相关法律法规规章规定。此外,该审批曾要求提供《完备网络游戏防沉迷系统实名认证手续证明》,但该证明已于2019年取消并停止办理,转而要求游戏运营单位在运营中必须符合国家有关保护未成年人的相关规定,即要求游戏设置防沉迷系统、实名认证等其他措施。

实践中,该审批由出版单位向省级出版行政主管部门进行申报,经审核同意后,报国家新

1.2013年《国务院机构改革和职能转变方案》组建国家新闻出版广电总局,不再保留新闻出版总署;后根据2018年《深化党和国家机构改革方案》,国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责已划入中央宣传部,中央宣传部对外加挂国家新闻出版署(国家版权局)牌子,同时不再保留国家新闻出版广电总局。

闻出版署审批。在通过审批后，该网络游戏会取得相应的“版号”。

需要注意的是，上述所提及的出版单位及运营单位有可能系同一家公司，也有可能系两家公司以合作的模式共同进行出版运营。合作主要是因为一般的网络游戏运营公司本身并未持有网络游戏出版的资质，与持有《网络出版服务许可证》的出版机构合作是相对简便高效的选择。

## 第二部分 外资游戏公司在中国开展业务活动的模式

根据《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2020年版)》，网络出版服务及互联网文化经营均属于禁止外商投资的项目，增值电信业务中ICP涉及的领域亦对外资比例做出不超过50%的限制。有鉴于此，外资游戏公司如何在中国境内开展业务活动成为了值得关注与讨论的问题。

### 1. 网络游戏出版：面临较大不确定性

由于外商直接投资模式已于负面清单中被禁止，实践中较多讨论的是外资企业能否以VIE协议控制模式参与中国网络游戏出版，但根据

《网络出版服务管理规定》中的相应条款，此模式的前景并不乐观。

在VIE模式下，外资游戏公司通过设立境内全资子公司，由子公司与具备相应资质的境内实际经营实体签订系列协议，取得实际经营实体的控制权与绝大部分经济利益。具体对网络游戏出版行业而言，外资企业或者需要新设内资VIE实体以申请《网络出版服务许可证》，或者需要控制一个已持有该证的内资实体。

在新设的情形下，该VIE实体须按前文所述申请条件取得《网络出版服务许可证》，其中要求申请人必须拥有出版平台及技术设备等条件，但考虑到知识产权、技术需求等因素，实践中作为实际控制人的外资企业才是真正的所有者，外资企业通常不愿或不能将此类出版平台或技术设备真正转让于该VIE实体。由此造成该VIE实体难以满足申请条件并获得该许可证。

而在控制内资实体的情形下，根据《网络出版服务管理规定》第十条，网络出版服务的项目合作需在事前经原国家新闻出版广电总局<sup>2</sup>审批，即意味着外资企业与内资实体间的协议关系很可能面临审批。由于协议安排的目的有违外资准入规定，是否能够通过该审批具有较大不确定性。另经我们与上海新闻出版局电话确认，实践中亦尚未对此类审批做出具体规定或指引。

<sup>2</sup> 参见脚注1，国家新闻出版广电总局的新闻出版管理职责现属于国家新闻出版署。



因此,实践中外资企业直接或间接参与网络游戏出版活动可操作性不强,外资游戏运营企业或开发企业主要选择与境内具备相应资质的网络出版单位进行合作。

## 2. 网络游戏运营:VIE协议控制

面临外资准入限制的还有网络游戏运营业务。事实上,13号文也明确禁止外商通过设立其他合资公司、签订相关协议或提供技术支持等间接方式实际控制和参与境内企业的网络游戏运营业务。

但仍有不少在境外上市的网络游戏运营公

司通过VIE协议安排维持及行使对于境内运营实体的控制权以开展游戏运营活动。<sup>3</sup>其主要原因是该13号文的效力仅为部门规章,实践中各地方新闻出版局仍旧默认VIE协议的效力<sup>4</sup>。

需要注意的是,在2015年的《外国投资法(草案征求意见稿)》中,曾将VIE认定为控制权的一种,同时对控制权实行穿透认定,从而可能导致外国投资者无法再通过VIE控制的方式规避中国外商投资法律。但在2019年最终通过的

3. 参见指尖悦动(HK.06860)《首次公开发售股份招股章程》,第122-124页;新娱科控股(HK.06933)《首次公开发售股份招股章程》,第137页。

4. 参见指尖悦动(HK.06860),经与上海市文化广播影视管理局、上海市通信局、上海市新闻出版局及广东省文化厅确认,VIE合同安排不必得到该等机关批准,且不会面临任何处罚;新娱科控股(HK.06933),经与广西壮族自治区新闻出版局确认,VIE合同安排无须得到该局批准,且不会受到任何处罚。

《外商投资法》及其实施条例中,没有针对VIE进行任何规定,对VIE模式之后的监管走向仍需持续关注。

### 3. 网络游戏开发:许可或委托开发

若外资游戏公司欲在中国境内从事网络游戏开发业务,其有两种选择,其一为从事上述网络游戏运营的同时自行从事开发活动,其二为与境内游戏发行公司达成合作。而就合作而言,主要有(1)许可及(2)委托开发两种模式<sup>5</sup>,具体情况安排可参见下表:

	业务模式	合作模式说明	知识产权分配
许可	开发商授予发行商独家许可,以许可其在指定市场运营游戏。	开发商向发行商收取授权费,并与发行商分享总流水账额。	开发商拥有相关知识产权,发行商获许可发行游戏。
委托开发	开发商基于发行商的委托,根据其要求及构思开发游戏。	开发商按项目或要求收取费用。	发行商拥有相关游戏知识产权。

\*此处游戏开发商指的是主要负责游戏制作中的研究、设计及编码程序,以及根据用户及市场反馈,提供更新版本及技术支援的相应公司。而此处游戏发行商指的是主要负责游戏优化、营销、推广、分销、变现及其他用户相关服务,并非实质上运营游戏的相应公司。

在上述“许可”的模式下,因游戏作品的相应知识产权归于外资开发公司,该游戏作品将作为进口网络游戏被引进中国。

根据13号文的相关规定,所有在中国境内运营的进口网络游戏必须事先依法取得著作权人的授权,并办理著作权认证手续,在取得著作权行政管理部门出具的《著作权合同登记批复》

后,由运营单位向所在地省级新闻出版局申报,经省级新闻出版局审核同意后报新闻出版总署(现为国家新闻出版署)审批。

实践中,该项审批的条件及程序与国产网络游戏作品审批类似,国家新闻出版署官网亦有相应指南可供参考。

## 第三部分 网络游戏出版运营近期的主要监管变化

尽管网络游戏行业一直不乏监管关注,但整体的监管态势正在逐步放宽,从2019年的监管新变化中可窥见一斑。2019年5月14日,文化和旅游部发布《关于调整<网络文化经营许可证>审批范围进一步规范审批工作的通知》(下称

5. 参见指尖悦动(HK.06860)《首次公开发售股份招股章程》,第84页。

“《调整通知》”),不再承担网络游戏行业的监管职责。随之同年7月,原《网络游戏管理暂行办法》(下称“《暂行办法》”)亦经废止。

文化和旅游部的退出一定程度上减轻了网络游戏出版企业及运营企业的负担,具体表现如下:

### 1.运营单位无需申请《网络文化经营许可证》

在原《暂行办法》的要求下,从事网络游戏经营活动,需要向省级文化行政部门申请《网络文化经营许可证》。但根据2019年的《调整通知》,各省文化和旅游行政部门不再审批核发涉及网络游戏经营范围的《网络文化经营许可证》。原获批许可证仅在有效期内继续有效,有效期届满后也不再换发新证。

另经与部分省级文化和旅游行政部门的确认,在现行法律框架下,网络游戏运营者无需再申请《网络文化经营许可证》。

### 2.国产网络游戏在运营后不再需要备案

根据原《暂行办法》,国产网络游戏需在运营之日起30日内按规定向国务院文化行政部门履行备案手续。已备案的国产网络游戏应当在其运营网站指定位置及游戏内显著位置标明备案编号电子标签。国产网络游戏内容发生实质

性变动的,网络游戏运营企业应当自变更之日起30日内向文化部进行备案。

随着《暂行办法》的废止,并经我们与部分省级文化主管部门的确认,国产网络游戏在运营后不再需要备案,为网络游戏运营单位提供了便利。

### 3.进口网络游戏无需接受文化和旅游部的事先内容审查

根据原《暂行办法》,进口网络游戏需在国务院文化行政部门接受内容审查,获得批准后方可运营。

而伴随着《暂行办法》的废止,其不再需要接受文化和旅游部的事先内容审查,但仍需在申请出版审批时接受出版主管部门的内容审查。☒



赵昱东  
合伙人  
公司二部  
上海办公室  
+86 21 6061 3006  
stevezhao@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。