NEWSLETTER 中伦e简报 深度观察

中倫律師事務所
ZHONG LUN LAW FIRM

证券虚假陈述诉讼2020年度观察与前瞻 001 /

网络安全与数据保护2020年度观察 012 /

正法直度
——可转换公司债券监管步入新阶段 025 /

从新《担保解释》看
明股实债案件裁判规则新变化 034 /

应运而生的保护伞？ 042 /
——从跨境争议解决角度解读商务部
《阻断外国法律与措施不当域外适用办法》

证券虚假陈述诉讼 2020年度观察与前瞻

作者：张保生、周伟、朱媛媛、牛馨雨

近年来，证券监管趋势持续从严，信息披露违法成本不断提升。2020年我国立法、执法、司法领域多措并举，全面重构信息披露制度，有效维护资本市场秩序，开启投资者保护新时代。

2020年3月，新《证券法》出台，正式确立“中国式证券集团诉讼”；2020年7月，最高人民法院发布《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》和《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》；2020年11月，中央深改委通过《关于依法从严打击证券违法活动的若干意见》；2020年12月26日，《刑法修正案（十一）》审议通过，显著提升欺诈发行股票债券罪和违规披露不披露重要信息罪的刑事责任。从年初至岁末，我国证券市场正向一个崭新的历史阶段稳步前进。

笔者作为证券诉讼与证券合规领域的从业律师，自2018年起，每年推出证券虚假陈述诉讼的年度回顾文章。[1]基于我们代理几十家上市公司和证券公司应对证券虚假陈述诉讼的经验和体会，本文总结回顾2020年证券虚假陈述诉讼的整体情况和最新裁判观点，并对今后的发展趋势进行展望，以期帮助相关主体快速、准确、全面地了解虚假陈述诉讼的司法现状与最新动向。

第一部分\

2020年度证券虚假陈述诉讼的整体盘点

（一）证券虚假陈述诉讼案件数量和索赔金额居高不下

2020年，证券虚假陈述诉讼案件数量、索赔金额依然居高不下，公开渠道可检索到的新增虚假陈述民事裁判文书已近7000件，[2]由于部分裁判文书尚未公开，人民法院实际审理的证券虚假陈述诉讼案件应远超上述规模。在案件数量保持高位的同时，索赔金额更是不断刷新纪录，成都中院审理的某案中仅涉及券商的索赔规模已经高达10.15亿元。

（二）证券纠纷代表人诉讼制度闸门开启，杭州中院、南京中院、上海金融法院、深圳中院等多地法院推出第一批证券纠纷代表人诉讼，但特别代表人诉讼的实例在2020年千呼万唤未出来

自新《证券法》专门规定证券纠纷代表人诉讼机制，上海金融法院、深圳中院和南京中院相

1.参见《中伦视界》于2019年1月17日发布的微信文章“证券虚假陈述民事诉讼案件2018年度观察与前瞻”；于2020年3月7日发布的微信文章“证券虚假陈述民事诉讼案件2019年度观察与前瞻”。
2.截至2020年12月30日，在威科先行法律信息库“证券虚假陈述责任纠纷”案由项下，裁判日期在2020年之后的新增案件数量为6836件。

继发布证券纠纷代表人诉讼规定。2020年7月31日，最高人民法院正式发布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》（下称《代表人诉讼司法解释》）。杭州中院在五洋债债券虚假陈述诉讼中，率先适用代表人诉讼机制。随后，南京中院在怡球资源等四案中，上海金融法院在飞乐音响案中陆续发出适用代表人诉讼制度的权利登记公告。但是，“明示加入、默示退出”的特别代表人诉讼，在2020年未能出来实例。不过，根据证监会最新消息，特别代表人诉讼的首例案件可能在2021年初较快进入司法流程。[3]

（三）最高人民法院发布《债券纠纷座谈会纪要》，杭州中院在2020年年末一审判决五洋债纠纷各中介机构承担民事责任，引发市场巨大反响

随着债券违约事件频发，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。2020年7月15日，最高人民法院正式出台《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（下称《债券纠纷座谈会纪要》），对债券特性，对债券纠纷案件审理的基本原则、诉讼主体资格、诉讼方式、发行人和其他主体的责任认定、损失计算方法等争议问题予以明确。2020年12月31日，备受市场关注的五洋债债券欺诈发行民事索赔案作出一审判决，判令各中介机构承担民事责任，引发资本市场巨大反响。

（四）证券市场系统风险因素致损比例的扣除由“一刀切”逐步转向更为精准的个案审查，彰显了人民法院审理此类案件向精细化不断迈进

近年来，在被告充分举证的情况下，认可并合理剔除系统风险因素对投资者损失的影响已经成为各地法院的共识。并且，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，转而根据不同投资者的买入卖出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，人民法院审理此类案件不断向精细化迈进。

（五）非系统风险因素作为致损原因逐渐被人民法院认可，多地法院委托专业机构对非系统风险的影响比例进行量化核定，判决结果更加公平合理

在既往司法实践中，由于缺乏有效的量化方法，很多法院对上市公司经营不良等非系统风险因素给投资者造成的损失不予考虑或浅谈辄止。近年来，随着非系统风险因素对个股股价的影响日益突出和上市公司的举证抗辩更加充分，非系统风险因素作为致损原因逐渐得到人

3.参见“证监会首席律师详谈资本市场法治建设30年，全面回应法治化改革八大热点问题”，载上海证券报，http://news.cnstock.com/news,bwkx-202012-4637844.htm。

民法院认可，上海金融法院等多地法院更是委托上海交通大学中国金融研究院、上海高金金融研究院对非系统风险影响比例进行量化核定并予以剔除，使得判决结果更加公平合理。

（六）上市公司董监高被列为共同被告的案件数量增多，但在执行中上市公司董监高实际承担赔付责任的尚不常见，这与通过证券虚假陈述诉讼实现“惩首恶”的目标仍有很大距离

在越来越多的案件中，投资者选择将被行政处罚的董监高一并列为被告，进一步提高了责任人员的违法成本，也与证监会提出的“抓关键少数”“惩首恶”的指导思想相契合。[4]不过，只要上市公司被行政处罚，投资者通常都不会放弃这一“首要选择”。基于对董监高个人赔付能力和执行能力的顾虑，即使上市公司退市或丧失赔付能力，投资者也更倾向于向有责任的券商、会计师事务所等中介机构索赔。而从实际情况看，上市公司董监高最终承担实际赔付责任的案例也并不多见。从当前情况判断，试图通过证券虚假陈述诉讼实现“惩首恶”的目标，还有很长的路要走。

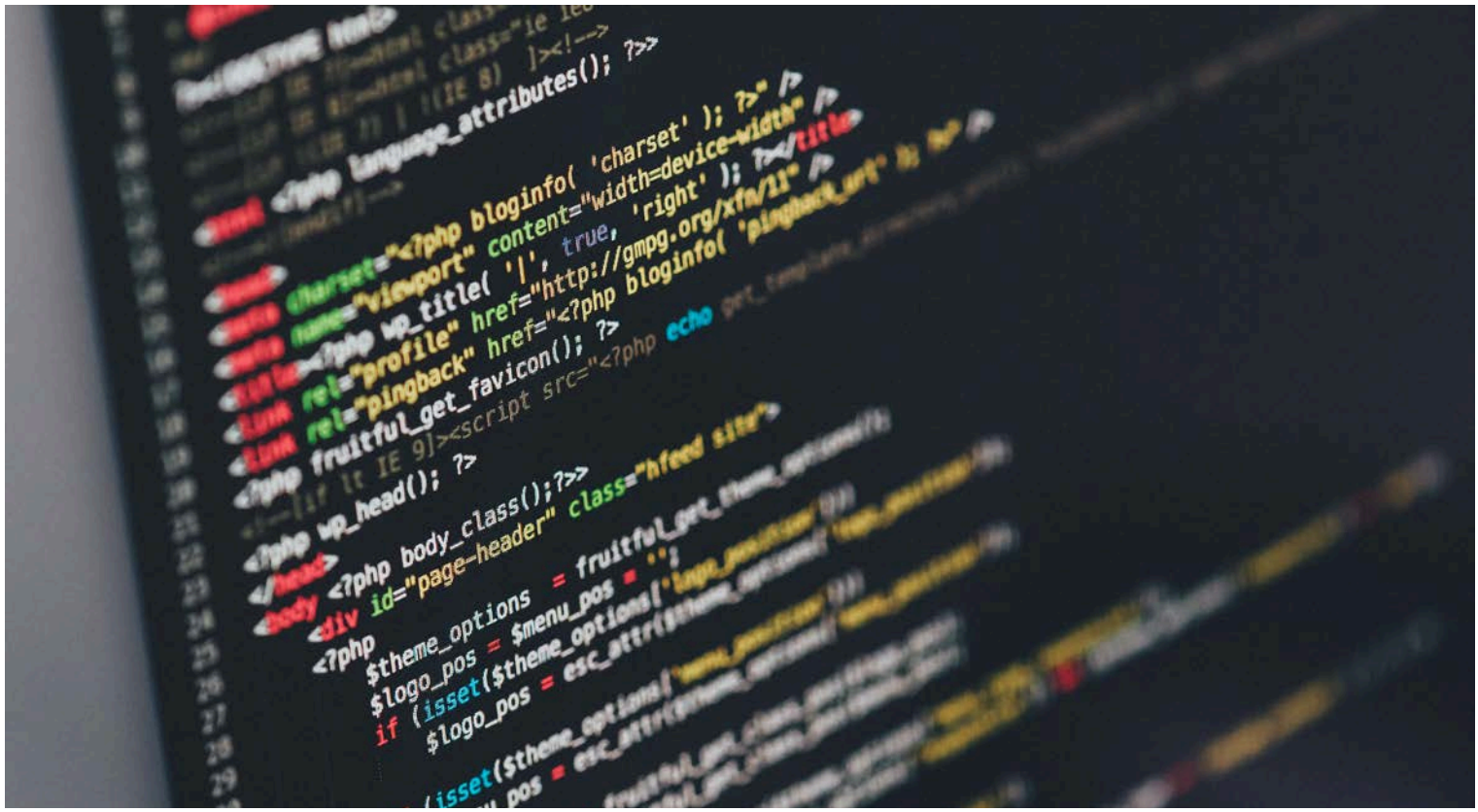
4.参见“易会满主席在2020年‘5.15全国投资者保护宣传日’活动上的讲话”，载证监会官网，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202005/t20200515_376453.html；“阎庆民副主席在中国上市公司协会2020年年会上的讲话”，载证监会官网，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202006/t20200611_378045.html；“证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则”，载证监会官网，http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202006/t20200612_378199.html。

（七）分别立案、集中审理仍是主流审理模式，多地法院尝试以示范判决机制缩短诉讼周期、降低维权成本

由于代表人诉讼制度推出时间不长，目前尚处于探索阶段，大多数法院仍采取分别立案、集中开庭的传统审理模式。不过，自2019年上海金融法院率先作出全国首例证券群体性纠纷的示范判决后，越来越多的法院均选择尝试通过示范判决或类示范判决的方式审理案件，以此集中司法力量、明确争议焦点、提高裁判质效、加快审理节奏。

（八）证券维权律师队伍快速扩张，大量新面孔涌入证券维权大军，这也导致证券虚假陈述诉讼的案件数量出现激增

由于证券虚假陈述诉讼案件专业性强、索赔周期长、前期成本高等原因，此前仅有少数十几位知名证券维权律师专门代理投资者提起证券虚假陈述诉讼。近年来，随着被行政处罚的上市公司数量激增，大量提起诉讼的投资者获得赔偿，同时，征集方式的“自媒体化”进一步提高了征集效率，证券维权律师队伍快速扩张，大量新面孔加入到证券维权律师的大军中，且数量仍在不断增长，这也导致证券虚假陈述诉讼的案件数量出现激增。



（九）投资者保护机构等组织积极参与诉前或诉中调解，但从实际效果看，调解工作的有效推动仍有赖于示范判决确立的赔付原则

目前，中证资本市场法律服务中心、中国证券投资者保护基金有限责任公司、各地证券业协会等机构在很多案件的立案前后都在积极参与案件调解。虽然有部分调解成功的案例，但从实际效果看，通常只有在示范案件或首批案件作出生效判决、明确赔付原则后，调解工作才能够得到实质、有效的推动。

第二部分\

2020年度证券虚假陈述诉讼的裁判观点聚焦

（一）随着《九民会议纪要》的出台，在多数案件中“重大性”问题不再是争议焦点问题。但由于前置程序的取消，在有些案件中“重大性”问题仍属于争议问题

《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称《九民会议纪要》）第85条指出，“对于一方提出的监管部门作出处罚决定的行为不具有重大性的抗辩，人民法院不予支持”。在《九民会议纪

要》出台后，在个案中就信息披露违法行为是否具有“重大性”的争论大幅减少。不过，该意见适用的前提是证券虚假陈述诉讼仍以前置程序为起诉条件，即投资者提交行政处罚决定或刑事裁判文书。但是，今年出台的《债券纠纷座谈会纪要》和《代表人诉讼司法解释》均不同程度地放宽了对证券虚假陈述诉讼前置程序的要求。从实践看，对未被行政处罚或刑事处罚的上市公司或中介机构，在多家法院的证券虚假陈述诉讼中已经被列为共同被告，因此，在这些案件中“重大性”问题仍然属于案件的核心争议焦点。

（二）证券虚假陈述“交易因果关系”是否成立，成为很多案件的争议焦点，被裁判者着力更多笔墨

尽管《九民会议纪要》出台后司法实践减少了对“重大性”问题的关注，但被诉信息披露违法行为是否影响投资者的投资判断，在很多案件中，依然是案件的争议焦点。

例如，在我们代理的游久游戏案中，上海金融法院一审和上海高院二审均认为，公司未披露第二、第三大股东因登记结婚构成一致行动关系的信息不会对投资者的投资决策产生实质影响，二者之间不存在交易因果关系。[5]又如，在尔康制药再审案中，最高人民法院裁定认为，尔康制药2015年年报虚增的收入和利润占比极小，在信息发布后股价未出现大幅上涨，且卖出金额大于买入金额，进而认定2015年年报中的虚假记载与投资者的投资决策不存在因果关系。[6]

（三）《九民会议纪要》确立的“非镜像原则”使得立案调查公告日更易被认定为揭露日，但揭露日之争并非就此盖棺定论

既往司法实践中，揭露日的争议主要集中于立案调查公告日和事先告知书公告日之间。《九民会议纪要》第84条指出，只要交易市场对监管部门立案调查、权威媒体刊载的揭露文章等信息存在着明显的反应，对一方主张市场已经知悉虚假陈述的抗辩，人民法院依法予以支持。由于立案调查公告后往往会出现股价大跌，故该纪要出台后，虚假陈述揭露日的认定似乎得到了极大简化，立案调查公告日被认定为揭露日的情况越来越常见。

不过，该规定是否符合《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》）对揭露日规定的原意以及是否公平合理，仍值得商榷和深思，揭露日的认定也远未到就此盖棺定论的程度。例如，在我们代理的新力金融案中，

5.参见上海市高级人民法院（2020）沪民终479号《民事判决书》。
6. 参见最高人民法院（2020）最高法民申5877号《民事裁定书》。

最高人民法院再审裁定认为，案涉立案调查公告内容笼统，且因其本身属于重大利空信息，不能以发布后股价下跌为由认定其为揭露日，进而维持原审以行政处罚事先告知书公告日为揭露日的判决。[7]成都中院在审理的某案中同样是将行政处罚事先告知书公告日认定为揭露日。[8]

（四）关于基准日的认定，总体争议不大，但在个案中也出现对现有司法解释的突破

根据《虚假陈述司法解释》第33条规定，揭露日或更正日起至被虚假陈述影响的证券累计成交量达到可流通部分100%日为基准日（剔除大宗交易成交量），按前述方法在开庭前尚不能确定的，以揭露日或更正日后第30个交易日为基准日。由于基准日的认定有前述明确规定，故以往此问题通常不存争议。

但是，当系列案件开庭时间不一，首次开庭时证券累计成交量尚未达到100%、但后续开庭案件已符合该条件时，应当以何种标准认定基准日，存在一定争议。在新力金融案中，我们作为被告代理律师从基准日设立的本质和意义入手对这一问题进行了阐释，最终审理法院认为，因同一虚假陈述所引发的多件纠纷案件中，基准日的认定应当一致并且唯一，即应当统一以首批开庭案件日为标准确认基准日。[9]

此外，我们也注意到，在三圣股份案中，可流通股票换手率在开庭前已达到100%，但是重庆一中院认为，三圣股份成交量有大额浮动，“无法排除”大宗交易协议转让的可能，据此直接认定揭露日后第30个交易日为基准日，似乎对《虚假陈述司法解释》的现有规定有所突破。[10]

（五）人民法院在专业机构协助下量化系统风险和非系统风险的致损比例，精细化审理迈入新阶段

在既往司法实践中，由于缺乏科学量化的计算方法，法院往往只能通过“相对比例法”或者“酌定比例法”统一确定系统风险因素和非系统风险因素给投资者造成的损失，不免受到“简单粗暴”的指责。

2019年，上海金融法院在方正科技案中委托中证中小投资者服务中心采用“同步对比法”个案核定系统风险因素的致损比例，极大推动了精细化审理进程。近期，上海金融法院在上海普天、中安科等案件中相继委托上海交通大学中国金融研究院采用“收益率曲线同步对比法”对投资者损失进行核定，通过将每位投资者的具体买卖行为同步投射到收益率曲线中，对比得出具体投资损失中应当扣除其他影响因素的比例，有效解决多个影响因素并存时的损失计

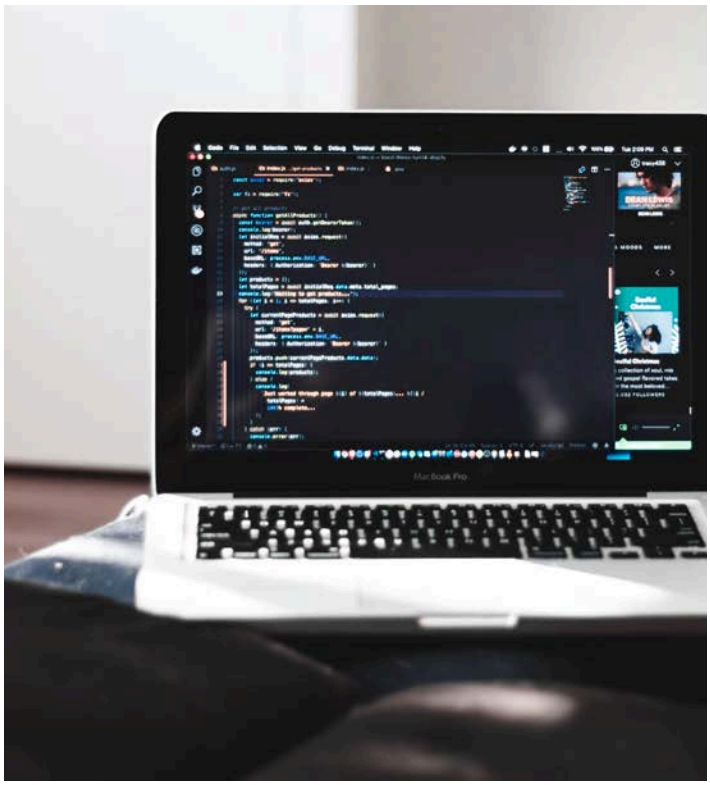
7.参见最高人民法院（2019）最高法民申6424号《民事裁定书》。
8.参见成都市中级人民法院（2019）川01民初156号《民事判决书》。
9. 参见安徽省高级人民法院（2020）皖民终79号《民事判决书》。
10.参见重庆市第一中级人民法院（2020）渝01民初167号《民事判决书》。

算难题，是目前更为科学和精细的计算方法，正在被越来越多的法院所吸收和采纳。[11]

（六）在保千里案件中，人民法院判决非公开发行的股票认购者不应适用《虚假陈述司法解释》规定的“推定信赖原则”

对于通过非公开发行方式购买股票的投资者，能否依据《虚假陈述司法解释》提起证券虚假陈述诉讼，是一个颇为复杂和极具争议的问题。有观点认为，由于公开市场的不特定投资者难以证明其投资决策受到虚假陈述的诱导，故《虚假陈述司法解释》根据欺诈市场理论确定了推定信赖原则，以减轻投资者举证责任，但是非公开发行具有发行对象特定、投资依据明确、股权长期锁定的特征，这决定了认购人不可能仅受到某一时点的单一信息的刺激而被诱导买入股票，不应同样适用《虚假陈述司法解释》。在某非公开发行股票认购者诉保千里案中，近期广东高院作出二审判决，认定非公开发行市场特定投资者不能直接适用《虚假陈述司法解释》的规定。[12]

11.参见上海金融法院（2018）沪74民初330号《民事判决书》、（2018）沪74民初1399号《民事判决书》、（2019）沪74民初1049号《民事判决书》。
12.参见广东省高级人民法院（2019）粤民终2080号《民事判决书》。



第三部分\

证券虚假陈述诉讼的发展趋势前瞻

（一）前置程序正式取消，重大性问题和交易因果关系将成为最重要的焦点问题

如前所述，《九民会议纪要》的出台导致“重大性”问题被暂时搁置，但是前置程序作为应对不成熟证券市场及司法审判经验不足的“权宜之计”终将成为历史。在前置程序实质性取消后，投资者起诉的“信息披露违法行为”是否构成影响投资者投资决策的“重大虚假陈述行为”，将成为最为重要的争议焦点，也必将成为人民法院的审查重心。

（二）人民法院委托专业机构辅助核定系统风险和非系统风险等其他因素致损比例，可能成为审判主流，但并不因此免除被告的举证责任

根据《虚假陈述司法解释》第19条规定，被告应当就“系统风险等其他因素”导致的损失承担举证责任。在人民法院对委托专业机构核定损失持开放态度的背景下，第三方对系统风险和非系统风险导致的损失出具专业意见并不意味着免除被告的举证责任，被告仍需要就系统风险的诱因、非系统风险的事件承担举证责任。事实上，引入第三方机构是将涉及金融模型、计算机编程等专业的计算问题交给专业机构，反而有助于将案件争议焦点集中于法律问题和事实问题。

（三）代表人诉讼制度如何真正落地尚需探索，短期内难以大范围推进，而示范判决机制可能成为主流

虽然《代表人诉讼司法解释》构建了代表人诉讼制度的初步框架，部分法院也开始尝试采用代表人诉讼方式进行审理，但是此种诉讼机制能否成为真正的主流审理方式仍有待观望。特别是，“权利登记制度”和“默示加入制度”将极大削弱大量维权律师在此类案件中作用，导致证券维权律师的诉讼发起动力不足。在代表人诉讼制度真正落地前，“示范判决+多元调解”模式在一段时间内可能会成为主流审理模式。

（四）“特别代表人诉讼”将会出现几个实例，但中国特色的“证券集团诉讼制度”仍将任重道远

“明示加入、默示退出”的特别代表人诉讼，在2021年将会出现几个实例。证券集体诉讼将使得上市公司可能面临巨额赔付责任，可能给相关市场主体带来致命打击。在选择适用案件时，应充分考虑违法行为人的主观恶意、客观后果等因素，以社会影响恶劣、严重损害中小投资者权益的典型案件为适用对象；在案件审理过程中，应更加注重精细化审理，审慎、依法认定实施日、揭露日、基准日等关键时点，充分考察交易因果关系，剔除系统风险和非系统风险因素对投资者损失的影响，注意平衡投资者与上市公司之间的利益，真正实现个案正义，以避免矫枉过正，有违真正的公平合理原则。

（五）债券违约事件频发，未来可能出现更多债券虚假陈述责任纠纷

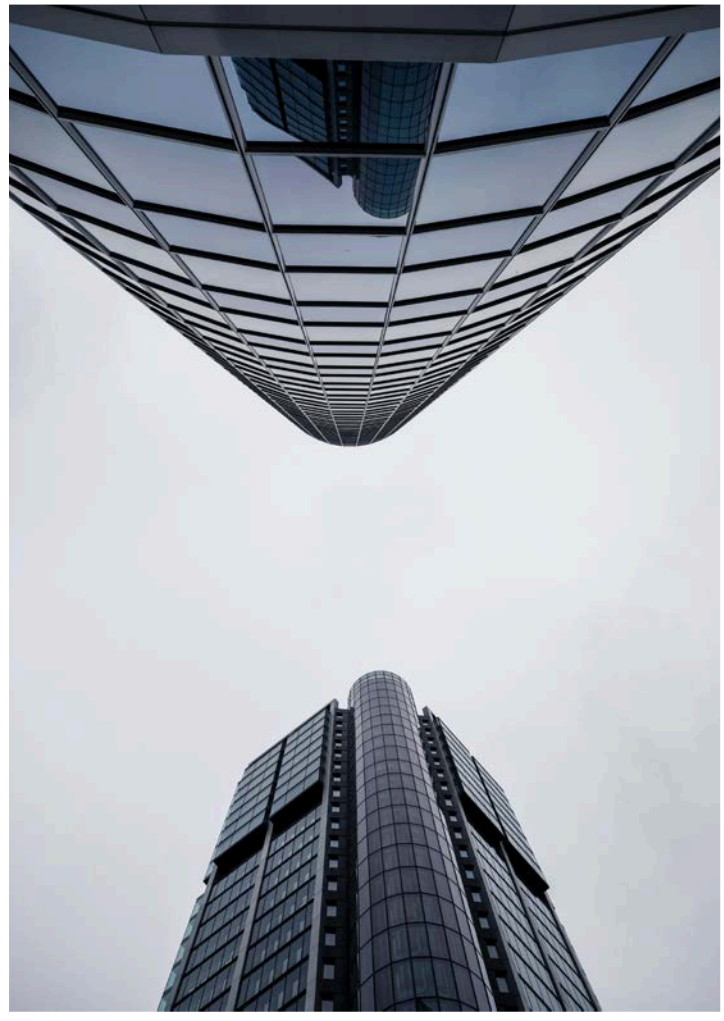
在当前我国债券市场迅速发展的同时，也应当注意债券市场风险的有序释放，《债券纠纷座谈会纪要》明确了我国三大债券的法律适用

标准，在归责体系和损失计算规则的安排上更加契合债券属性，提出了诸多颇具亮点的安排，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。在债券违约事件频发、债券市场信息披露违法行为增多的背景下，在专门、统一的债券虚假陈述司法解释出台前，更多债券虚假陈述责任纠纷将依赖《债券纠纷座谈会纪要》的指导思想得到有效解决。

（六）证券服务中介机构将更多地被列为共同被告，在上市公司构成证券虚假陈述的情况下，各中介机构未被行政处罚也可能面临巨额的民事索赔

在既往司法实践中，对于未被行政处罚的包括中介机构在内的被告，由于前置程序的存在，各地法院通常裁定不予受理或者驳回起诉，例如，在雅百特案中，在中介机构尚未被作出行政处罚决定前投资者起诉中介机构的，南京中院即裁定驳回了原告对中介机构的起诉。[13]但是，近期司法实践出现了根据在案证据直接认定未被行政处罚的中介机构承担连带赔偿责任的案例。例如，在中安科案中，在会计师事务所和证券公司均未被立案调查、采取监管措施或行政处罚的情况下，上海金融法院判决前述主体对投资者的损失承担连带赔偿责任；[14]又如，在五洋债案中，在资信评级机构和律师事务所均未被行政处罚的情况下，杭州中院判决资信评级机构和律师事务所分别在10%和5%范围内承担连带责任。[15]

因此，可以预见，在2021年，证券服务中介机构将更多地被列为共同被告，在上市公司构成证券虚假陈述的情况下，各中介机构未被行政处罚也可能面临巨额的民事索赔。



13.参见南京市中级人民法院（2018）苏01民初1713号《民事判决书》。
14.参见上海金融法院（2019）沪74民初1049号《民事判决书》。
15.参见杭州市中级人民法院（2020）浙01民初1691号《民事判决书》。

第四部分\

后记

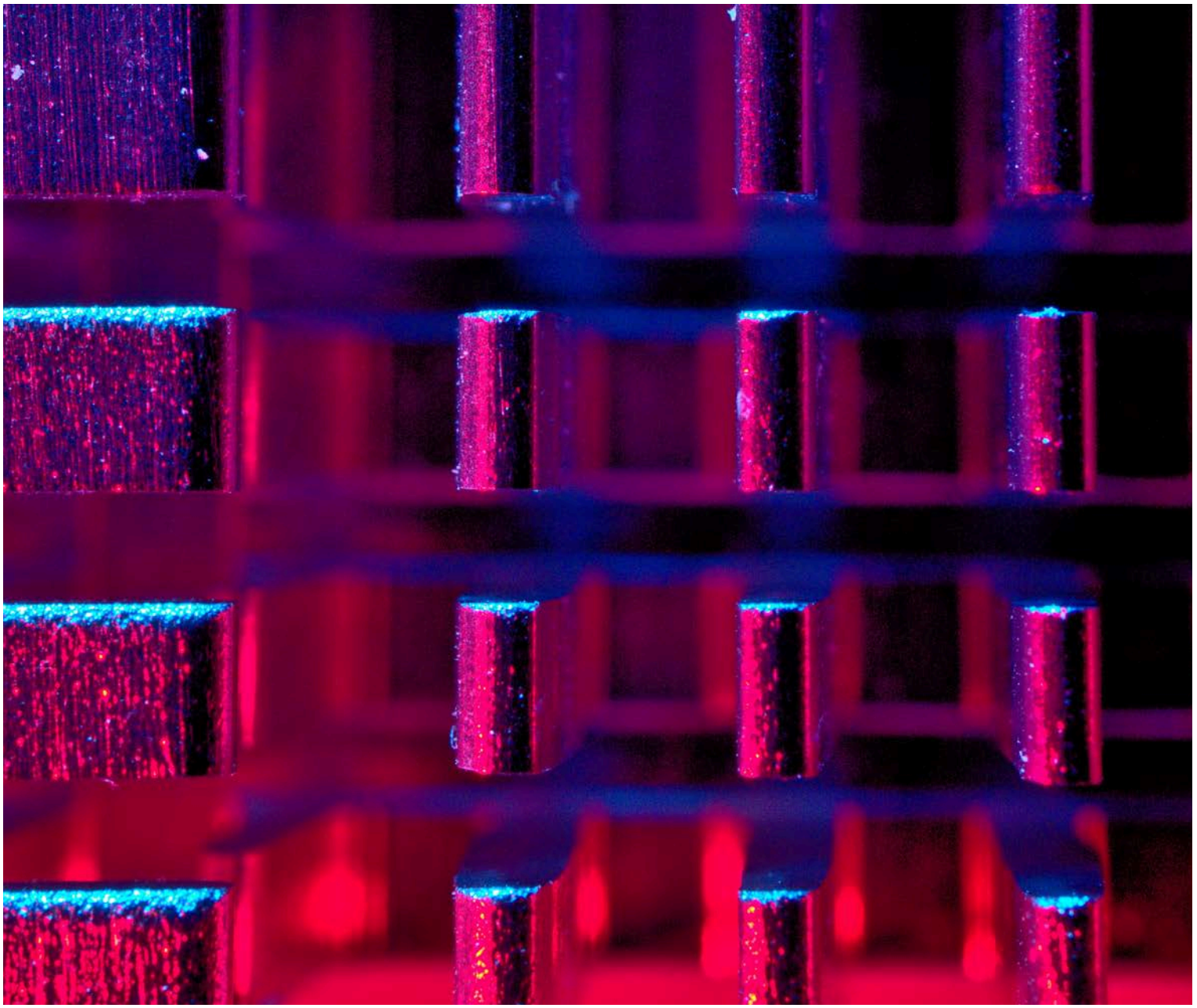
针对证券合规、证券犯罪和证券诉讼案件多发的现状和当事人对该类纠纷专业化法律服务的需求，中伦律师事务所组织了由多位合伙人和律师组成的证券合规和证券诉讼服务项目组，专门为上市公司、证券公司、资产管理公司、基金公司及其董监高等各类资本市场主体提供专业的证券合规和证券诉讼法律服务。近年来，中伦律师事务所的证券合规和证券诉讼服务项目组先后协助数十家上市公司、证券公司、资产管理公司、基金公司、中介机构等处理了大量的证券合规和证券诉讼业务，积累了丰富的经验，取得了非常好的效果，也得到了客户的信任和高度认可。

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

网络安全与数据保护 2020年度观察

作者：陈际红、蔡鹏



2020年是阴霾笼罩的一年，也是孕育希望的一年。抗击疫情中，社会数字化转型步伐加快，我们更加关注数字化发展、保护个人隐私和维护公共利益的平衡。这一年，重磅的数据立法频出，网络安全和数据保护执法活动也在进阶和深入，数据合规治理的理念逐渐深入到各个行业。在告别2020年之际，我们对本领域的重要立法做出盘点，对年度热点事件进行扫描，多维度分析执法活动，并对2021年作出展望。管中窥豹，以期为业内同仁和企业数据合规工作提供一些参考。

第一部分\

立法观察

2020年的疫情并未阻碍网络安全和数据保护的立法进程，基于国家安全、数字化转型的现实需要，2020年进入了立法快车道。

（一）基础性法律框架雏形初现

2020年，《中华人民共和国民法典》正式颁布，《中华人民共和国数据安全法（草案）》和《中华人民共和国个人信息保护法（草案）》发布并征求意见，结合2017年生效的《中华人民共和国网络安全法》，中国网络安全与数据保护的基础性法律架构逐渐成型。

《民法典》构建数字时代隐私和个人信息保护的民法基础。2020年5月28日，《民法典》经全国人大表决通过，并于2021年1月1日正式实施。《民法典》人格权独立成编，以“隐私权和个人信息保护”专章方式，对隐私权和个人信息定义、保护原则、法律责任、主体权利、信息处理等问题作出规定，开启了隐私权及个人信息法律保护的新时代。

《个人信息保护法（草案）》亮点多。2020年10月21日，全国人民代表大会常委会审议后的《个人信息保护法（草案）》对外发布并征求意见。该草案采用了“目标指向标准”设定域外适用效力，使得该法具有了“长臂管辖”的效果。草案确立了个人信息处理的七大基本原则，赋予了个人在个人信息处理活动中的九大法定权利。值得关注的是，草案借鉴欧盟《通用数据保护条例》（**“GDPR”**）的经验，拓宽了处理个人信息的合法基础，除《网络安全法》确定的知情同意之外，将合同所必需、履行法定职责或法定义务、保护自然人的重大利益、公共利益等纳入个人信息处理的合法基础，结合疫情防控的需要，突出了突发公共卫生事件的规定。对于数据处理的敏感场景，草案专门规定了此前未曾明确规定过的单独同意的要求。回应AI技术的发展，设定专门条款规制公开数据利用和自动化决策行为。响应限制公权力机构对于个人信息处理

的呼声，特设专节对于国家机关处理个人信息行为进行规制，此乃立法中的一大进步。关于个人信息跨境传输的监管，草案也揭开了面纱，包括：国家网信部门组织的安全评估、经专业机构进行个人信息保护认证、与境外接收方订立合同等。为了增强对个人信息违法行为处罚的威慑力，草案规定了情节严重时可高达五千万元以下或者上一年度营业额百分之五以下罚款的严厉惩罚措施，体现了监管机构整肃个人信息滥用风气，打造良好的个人信息保护生态的决心。

《数据安全法（草案）》确立数据安全监管的基础。《数据安全法（草案）》（“草案”）于2020年7月3日对外公布并征求公众意见。草案明确我国数据安全工作由中央国家安全领导机构决策和统筹协调，坚持“维护数据安全”与“促进数据开发利用”并重的立法与监管理念。草案重点关注数据安全保障制度方面的建设，包括数据分类分级保护、重要数据保护目录、数据安全风险预警机制、数据安全应急处置机制、数据活动的国家安全审查机制等。需要关注的是，草案规定了针对数据活动的国家安全审查要求，并将数据纳入到特定场景下实施出口管制的物项。草案对重要数据的界定仍不够清晰，无法弥补现有体系下对重要数据范围认定的不足。同时，草案将重要数据保护目录的制定权限下放至地方与部门，权力配置缺乏科学性，容易导致重要数据认定范围过于宽泛。针对频频发生的境外执法机构要求调取境内数据的案件，草案规定了中国版的“阻断条款”，有关主体应向主管机关报告并获其批准后方可进行。

三驾马车分工协作。按照中国的立法程序，一部法律草案一般要经过三审才得以颁布实施，我们预计在2021年的年中，《数据安全法（草案）》及《个人信息保护法（草案）》两部重要的草案能够得以通过，且在2021年生效实施。之后，《网络安全法》《数据安全法》和《个人信息保护法》将构成我国网络空间管理和数据保护的三驾马车。在三部法律的分工上，《网络安全法》将主要负责网络安全等级保护制度、网络关键设备和网络安全专用产品检测与认证、关键信息基础设施安全保护、网络安全审查及网络安全监测预警和信息通报制度等；《个人信息保护法》将负责个人信息的保护，包括个人信息范围的界定、个人信息处理基本原则、个人信息跨境流动规则、个人信息主体权利及保护、处理者的安全义务等；《数据安全法》监管的主要对象为数据活动，包括数据安全标准体系建设、数据安全检测评估和认证服务、数据分类分级保护、重要数据目录清单和管理、数据安全风险预警机制及应急处置机制、数据国家安全审查、数据交易与在线数据处理监管和数据跨境流动监管等。

（二）配套法规逐步落地

《网络安全审查办法》颁布，网络安全审查升级。《网络安全审查办法》颁布并于2020年6月1日正式实施，取代试行了近三年的《网络产品和服务安全审查办法（试行）》。《网络安全审查办法》更为聚焦国家安全的立法目的，关注关键信息基础设施（Critical Information Infrastructure，**"CII"**）供应链安全，以关键信息基础设施运营者（Critical Information Infrastructure Operator，**"CIIO"**）为网络安全审查重要抓手，将网络安全审查改"被动确定"为"主动申报"。重点评估网络产品和服务使用可能给CII带来的供应链风险等，审查程序更为透明。

《密码法》配套法规修订制定工作全面启动。根据2020年1月1日起生效的《中华人民共和国密码法》（"《密码法》"）及其确定的"放管服"思路，《密码法》配套法规修订制定工作在2020年全面启动。2020年8月，国家密码管理局发布《商用密码管理条例（修订草案征求意见稿）》，对1999年的《商用密码管理条例》进行全面修订。新《条例》（征求意见稿）对商用密码产品检测与认证机构的资质要求、申请流程、主管机构、监督管理进行具体规定。新《条例》（征求意见稿）规定了商用密码进口许可和出口管制的内容；体现等保2.0的要求，对于网络安全等级保护第三级以上网络，要求运营者应当使用商用密码进行保护；规定了关键信息基础设施运营者采购涉及商用密码的网络产品和服务，可能影响国家安全的，应当依法通过国家安全审查。

市场监管总局、国家密码管理局于2020年3月31日发布《关于开展商用密码检测认证工作的实施意见》，于2020年5月11日发布《商用密码产品认证目录（第一批）》。商务部、国家密码管理局、海关总署于11月26日发布2020年第63号公告，公布《商用密码进口许可清单》和《商用密码出口管制清单》，对清单内商用密码产品实施进口许可和出口管制。至此，《密码法》的配套法规基本成型。

以生态治理高度来整治网络内容。国家网信办为了深入推进网络信息内容乱象专项整治，在2016年颁布的《移动互联网应用程序信息服务管理规定》基础上，制定颁布的《网络信息内容生态治理规定》于2020年3月1日实施。该规定将网络内容治理上升到生态高度，分别规定了网络信息内容生产者、网络信息内容服务平台和网络信息内容服务使用者在网络信息服务中应当承担的法律责任，以营造网络信息内容良好生态。10月15日，网信办公布《互联网用户公众账号信息服务管理规定》修订征求意见稿，增强对虚假流量和虚假信息的监管，并对从事经济、教育、卫生、司法等专业领域的公众账号生产运营者提出了资质要求。

等保2.0与关基保护。在7月份国务院印发的2020年立法工作计划中，《关键信息基础设施安全保护条例》被纳入2020立法规划，而《网络安全等级保护条例》却未列入。两个条例虽经过多年的讨论，显然立法的急迫性并不强，立法者或许会等到《数据安全法》和《个人信息保护法》尘埃落定之后，再回过头进行两个条例的制定，如此，条例的制定依据更为充分，也会避免与法律的冲突。公安部在9月份发布《贯彻落实网络安全等级保护制度和关键信息基础设施安全保护制度的指导意见》，进一步明确贯彻落实网络安全等级保护制度和关键信息基础设施安全保护制度的指导思想、基本原则、工作目标及工作重点。可见，即使两个条例尚未落地，监管机构对关基的保护及等保2.0落实工作从未松懈。

金融领域加强金融信息保护。2020年9月18日，央行颁布《中国人民银行金融消费者权益保护实施办法》，取代2016年发布的同名规定，新办法于11月1日起实施。新办法界定了消费者金融信息的范围，规定银行、支付机构应当建立以分级授权为核心的消费者金融信息使用管理制度，并建立信息安全事件的应对制度。

（三）标准和规范目不暇接

《个人信息安全规范》完成修订。在信安标委制定的诸多信息安全技术国家标准中，《个人信息安全规范》无疑是最重要的一个。在个人信息保护兴起，而《个人信息保护法》缺位的情况下，就执法和企业合规工作而言，它起到了一个准法源的作用。历经多次征求意见，2020版《个人信息安全规范》于2020年3月6日正式发布，并于2020年10月1日正式实施。2020版规范修订内容结合了APP治理工作组的动向，对于个人信息保护的热点问题，例如人脸识别信息的收集处理等，进行了回应；在业务功能的自主选择、授权同意的例外、用户画像使用和定向推送等方面力图实现保护个人信息主体权益与数据合理商业利用的平衡；同时，就信息委托处理、转

让、共享与平台接入第三方等方面提出了更高的合规要求，新增了个人信息安全工程以及处理活动记录等良好实践要求。

《个人信息安全影响评估指南》正式发布。2020年11月19日《个人信息安全影响评估指南》国家标准发布，并将于2021年6月1日正式实施。该指南给出了评估的原理、评估的实施流程，并以附录的方式给出了评估示例和评估要点、参考方法等。在《个人信息保护法（草案）》发布的背景下，该指南具有很强的现实意义。在《个人信息保护法（草案）》之前，个人信息安全影响评估（“PISIA”）并非一项法定义务，而是作为推荐性的企业良好实践或合规工具。《个人信息保护法（草案）》规定了若干场景下（处理敏感个人信息、数据跨境、自动化决策、委托处理、向第三方提供、公开数据等）个人信息处理者应当事先进行风险评估，一旦草案通过，将成为一项确定的法定义务。此外，该指南与GDPR项下的DPIA具有一致的目标和逻辑，也可以用于GDPR项下的DPIA的参照。

金融领域信息保护标准先行先试。中国人民银行发布的金融行业推荐性标准《个人金融信息保护技术规范》于2020年2月13日施行。该《技术规范》将个人金融信息按照敏感程度从高到低分为C3、C2、C1三个类别，并对C2和C3类别的个人金融信息提出了特定保护要求。9月23日，中国人民银行正式印发《数据安全分级指南》金融行业标准，适用于金融业机构开展电子数据安全分级工作。本标准明确了金融数据安全定级的要素、规则和定级过程，将数据安全级别从高到低划分为五级。

围绕App专项治理工作制定的一系列标准、指南和规范。自2019年开始，有关部门连续两年开展了App违法违规收集使用个人信息专项治理工作，围绕专项治理工作发现的突出问题和难点问题，信安标委也不间断地开展了标准和规范的制定工作，成果颇丰，堪称劳模。在2020年12月，网信办发布《常见类型移动互联网应用程序必要个人信息范围（征求见稿）》，规定了常见的38类APP的“基本功能服务”和“必要个人信息”；围绕SDK收集使用个人信息的监管难点，信安标委11月份发布《网络安全标准实践指南–移动互联网应用程序（App）使用软件开发工具包（SDK）安全指引》；9月份，信安标委发布《APP个人信息保护常见问题及处理指南》，给出了APP个人信息保护十大常见问题和处置指南；同月发布《APP系统权限申请使用指南》，针对App申请使用系统权限存在的强制、频繁、过度索权，及捆绑授权、私自调用权限上传个人信息、敏感权限滥用等典型问题，给出了App申请使用系统权限的基本原则和安全要求；8月份，针对CII保护的现实需求和保护中的难点，信安

标委发布《信息安全技术　关键信息基础设施边界确定方法（征求意见稿）》，给出了一种基于信息流的关键信息基础设施边界确定方法，为关键信息基础设施运营者开展关键信息基础设施边界识别工作提供参考；同月，信安标委发布《信息安全技术　关键信息基础设施安全防护能力评价方法（征求意见稿）》（"《评价方法》"）；7月份，在启动2020年App违法违规收集使用个人信息治理工作同时，信安标委发布《APP收集使用个人信息自评估指南》，归纳总结了APP收集使用个人信息的六个评估点，对之前的指南进行了充分调整。

第二部分\
执法分析

（一）App个人信息保护专项治理数据全景分析

专项行动效果及2020年重点工作。2019年1月，中央网信办、工业和信息化部、公安部、市场监管总局四部门联合发布《关于开展App违法违规收集使用个人信息专项治理的公告》，在全国范围组织开展App违法违规收集使用个人信息专项治理。为开展治理工作，成立专项治理工作组，到2020年6月份，共受理网民有效举报信息12000余条，针对2300余款App开展深度评估、问题核查，对用户规模大、问题突出的260款App，有关部门采取了公开曝光、约谈、下架等处罚措施。 2020年7月，四部门启动2020年App违法违规收集使用个人信息治理工作，重点开展以下几方面工作：一是制定发布SDK、手机操作系统个人信息安全评估要点；　二是针对面部特征等生物特征信息收集使用不规范等重点问题，开展专题研究和深度检测；三是对违法违规收集使用个人信息行为加大发现力度、曝光力度、处罚力度；四是制定出台App收集使用个人信息行为应用商店审核管理指南；五是发布免费技术工具；六是推进App个人信息安全认证工作；七是加强个人信息安全评估培训。

案例分析。在我们收集的自2018年12月至2020年9月的案例中，被查处的App共31个类别，音视娱乐、金融借贷、网上购物是治理活动中问题最多的三个领域。在治理重点上，单纯因隐私政策问题而被查处的App数量相对较少，体现出从早期形式合规监管向实质合规监管的逐步转变。问题出现最多的环节是个人信息收集，其次是权限获取，再次是数据共享以及用户注销账号相关问题。

在执法/行动机构上，目前工信部、App专项治理工作组、网信办、公安部、国家计算机病毒应急处理中心等机构的执法活动均十分活跃，其中工信部与App专项治理工作组为主要力量。

此外，针对金融、教育等特定领域，相应的监管机构如中国人民银行、教育部等近年来也纷纷开展治理活动；地方网信办等也在逐步加强个人信息保护执法工作。

治理行动趋势分析。经过近两年的专项治理行动，公众常用App存在的无隐私政策、捆绑授权和强制索权、超范围收集使用个人信息等典型问题得到明显改善。在未来的治理行动中，执法机构的关注重点将更加深入，比如SDK信息收集使用管理、生物特征信息收集使用、平台收集个人信息的规范等。在执法机构上，随着《个人信息保护法》的制定，国家网信部门、国务院有关部门（工信部、公安部及各个行业主管部门）会各司其职，多个部门的监管竞合问题将会逐渐得到解决。

（二）刑事案件

2016年以来，全国公安机关在打击整治网络侵犯公民个人信息犯罪专项行动、打击整治黑客攻击破坏犯罪和网络侵犯公民个人信息犯罪专项行动、“净网2018”“净网2019”和“净网2020”专项行动中，侦破侵犯公民个人信息案件1.7万余起。2019年，公安部门以严打网贷、非法放贷、暴力催收为入手，加强对涉足互联网金融行业的大数据服务公司在网络安全及数据合规领域的执法力度，涉个人信息犯罪的案件激增，多家知名的风控数据公司卷入侵犯公民个人信息罪的漩涡。2020年展开的公安部“净网2020”专项行动，严打涉疫情“网络水军”及侵害公民个人信息违法犯罪。虽然在2020年的公安机关行动中，大数据风控公司不再是重点，公安机关对大数据行业有了更大的容忍程度，但整个行业的重生仍需要一个长期的过程。

（三）个人信息保护纳入民事公益诉讼范围

个人信息通过民事诉讼途径保护，遇到了诸多的困难，包括个人取证举证难、判赔数额低等，使得个人信息的民事维权举步维艰。目前，检察机关履行公益诉讼职责的法定范围是“4+1”，即生态环境和资源保护、食品药品安全、国有财产保护、国有土地使用权出让和英烈权益保护。在2020年，各地检察机关尝试突破“4+1”框架，将个人信息保护纳入到检察机关公益民事诉讼的范畴。比如，惠山区检察院以侵犯公民个人信息罪对一高中生提起公诉，鉴于其行为侵犯了众多公民的信息隐私权，严重损害社会公共利益，惠山区检察院向法院提起刑事附带民事公益诉讼。

在10月份公布的《个人信息保护法（草案）》中，试图破解个人信息民事诉讼路径的困境。草案一是明确规定了侵害个人信息权益的民事赔偿责任，二是设立了公益诉讼的条款，个人信息

处理者违反本法规定处理个人信息，侵害众多个人的权益的，人民检察院、履行个人信息保护职责的部门和国家网信部门确定的组织可以依法向人民法院提起诉讼。

第三部分\

热点扫描

（一）疫情加快企业数字化转型的步伐

在全球疫情的笼罩下，企业数字化转型已经不是一个可选项，而是一个“to be or not to be”的问题。把握好疫情为数字化转型带来的契机，搭上数字化转型的时代列车，就是抓住了企业生存与发展的关键。2020年3月，中央政治局常务委员会召开会议提出加快“新基建”。新基建是以新发展理念为引领，以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需要，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系。9月份，国资委下发《关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知》，促进国有企业数字化、网络化、智能化发展。《通知》提出要加快集团数据治理体系建设，明确数据治理归口管理部门，加强数据标准化、元数据和主数据管理工作，定期评估数据治理能力成熟度。加强生产

现场、服务过程等数据动态采集，建立覆盖全业务链条的数据采集、传输和汇聚体系。加快大数据平台建设，创新数据融合分析与共享交换机制。强化业务场景数据建模，深入挖掘数据价值，提升数据洞察能力。

（二）数据要素化与数据确权的尝试

2019年10月，党的十九届四中全会提出数据要素参与市场分配，数据将作为生产要素之一，参与市场交易，在市场上流动，并由市场决定数据的价值。但是，数据要素参与市场分配尚存障碍，规则不清晰，无法解决数据的确权、可流动性、价值衡量问题。中共中央国务院于2020年3月下发《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，重点要解决目前数据流动中的具体问题，如打通政府数据和民间数据之间的互通渠道，形成数据交易市场，保护数据安全等。

在数据确权的试点中，深圳发挥了特区的优势。10月份，中办和国办印发了《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020－2025年）》，提出深圳要完善要素市场化配置体制机制，加快培育数据要素市场，率先完善数据产权制度，探索数据产权保护和利用新机制，建立数据隐私保护制度；试点推进政府数据开放共享；支持建设粤港澳大湾区数据平台；研究论证设立数据交易市场或依托现有交易场所开展数据交易；开展数据生产要素统计核算试点。而在7月份深圳市公布《深圳经济特区数据条例（征求意见稿）》中，就提出了数据权的概念，即：自然人、法人和非法人组织依据法律、法规和本条例的规定享有数据权，任何组织或者个人不得侵犯。数据权是权利人依法对特定数据的自主决定、控制、处理、收益、利益损害受偿的权利。虽有争议，但仍不失为有益的尝试。

（三）各地试水数据跨境传输

自从《网络安全法》第37条确立了CIIO境内存储数据和跨境传输安全评估的法律义务后，中国关于数据跨境传输的一般性规则就一直处于关注的焦点。网信办也先后推出了若干版本的个人信息及重要数据出境的安全评估办法，但是围绕安全评估展开的跨境数据规则仍然存在很大的争议。随着《个人信息保护法（草案）》的发布，中国版本的个人信息跨境传输监管方案逐渐浮出水面，该《草案》规定有以下的合法场景：国家网信部门组织的安全评估、经专业机构进行个人信息保护认证、与境外接收方订立合同及法律，以及行政法规或者国家网信部门规定的其他条件。

6月1日，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》，在制度设计上，该《方

案》要求海南开展国际互联网数据交互试点，建设国际海底光缆及登陆点，设立国际通信出入口局。《方案》将实现数据安全有序流动作为2035年前的一项重点任务，要求创新数据出境安全的制度设计，探索更加便利的个人信息安全出境评估办法。开展个人信息入境制度性对接，探索加入区域性国际数据跨境流动制度安排，提升数据传输便利性。积极参与跨境数据流动国际规则制定，建立数据确权、数据交易、数据安全和区块链金融的标准和规则。

8月12日，商务部发布《关于印发全面深化服务贸易创新发展试点总体方案的通知》，提出在条件相对较好的试点地区开展数据跨境传输安全管理试点，包括北京、天津、上海、广州、深圳、河北雄安新区、贵州贵安新区、陕西西咸新区等28个省市（区域），试点期限为3年。支持试点开展数据跨境流动安全评估，建立数据保护能力认证、数据流通备份审查、跨境数据流动和交易风险评估等数据安全管理机制。

11月13日，上海市发布《上海市全面深化服务贸易创新发展试点实施方案》，上海提出探索跨境数据流动分类监管模式，开展数据跨境传输安全管理试点，并明确了一系列举措，争取开放措施第一时间落地。方案提出，在临港新片区开展汽车产业、工业互联网、医疗研究（涉及人类遗传资源的除外）等领域数据跨境流动安全评估试点，推动建立数据保护能力认证、数据流通备份审查、跨境数据流动和交易风险评估等数据安全管理机制。

12月18日，北京市委网信办组织了北京市数据跨境流动安全管理试点首场对接会[1]，开始了北京市的数据跨境试点工作。根据报道，北京的试点工作主要聚焦于人工智能、生物医药、工业互联网、跨境电商等关键领域，从企业数据跨境流动实际需求出发，在确保安全的基础上，开展政策创新、管理升级、服务优化等试点试行。在国家有关部门指导下，从个人信息出境安全评估、企业数据保护能力认证等工作入手，逐步推进。

总体来讲，跨境数据传输涉及国家安全、公共利益和数据主体权益的保护，非常复杂，在顶层法律设计不清晰的状况下，地方虽有积极性，但还是显得无章可循。

（四）平台反垄断执法，数据风险不容忽视

2020年11月，市场监管总局起草《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》并公开征求意见。在该指南中，对平台经营者滥用数据优势的行为给与了充分的重视。比如,《指南》将利用数据和算法实现协调一致行为列为平台领域经营者达成横向垄断协议的一种,防止经营者

1.参见新京报12月19日新闻《北京推进数据跨境流动安全管理试点》

利用算法共谋实现横向价格垄断。关于纵向垄断协议，除了利用数据和算法对价格进行直接或间接限定外，还包括利用技术手段、平台规则、数据和算法等方式限定其他交易条件，排除、限制市场竞争。基于大数据和算法，根据精准画像实行差异性交易价格或者其他交易条件，构成差别待遇，这一规定是对“大数据杀熟”行为的直接回应。

12月份，中国银保监会主席郭树清在2020年新加坡金融科技节发表主题演讲称，大型科技公司实际上拥有数据的控制权，为此，需要尽快明确各方数据权益，推动完善数据流转和价格形成机制，充分并公平合理地利用数据价值，依法保护各交易主体利益。此讲话可以看成政府部门对大型平台对数据利用公平合理性进行监管的风向标。

第四部分\
展望2021年

在2021年，我们预计：

重要立法逐次落地：2020年发布的《个人信息保护法（草案）》和《数据保护法（草案）》经过了一审，考虑到立法的迫切性，我们预计两部草案在2021年有较大的可能会经过二审和三审并得以颁布，在2021年的早期正式实施。藉此，网络空间监管和数据保护的三驾马车成型。《个人信息保护法（草案）》和《数据保护法（草案）》构建了许多新的监管制度，设定了数据处理者系统的法律责任，未雨绸缪，为两部基本法律的实施做好准备，是企业2021年的当务之急。

数据跨境传输制度逐步完善：《个人信息保护法（草案）》中设定了个人信息跨境传输的三种合法路径，在2021年随着《个人信息保护法（草案）》的落地，与个人信息跨境传输有关的安全评估办法/指南及数据跨境传输合同规范会同步制定。考虑到重要数据识别标准、识别程序和清单制定的复杂性，重要数据跨境的监管可能还会经历一个更为漫长的过程。海南和上海等地的跨境数据传输监管试点可能会有实质性的落地，在某些特定行业领域（比如车联网数据）先行先试。

等保和关基加强保护：考虑到两部大法是2021年立法的焦点，《关键信息基础设施安全保护条例》和《网络安全等级保护条例》可能在2021年仍会处于等待状态。需要关注的是，包括公安部在内的监管部门对等保2.0的实施和关基的监管是一个逐渐深入和趋严的趋势。企业的等保责任落实和关基的安全保护，不能等具体条例完全落地，而应当作为一个当前的法律责任。

平台数据的监管：在2020年，主管部门祭起

对平台经济的反垄断大旗。可以预见，平台对数据收集、使用的合法、正当和必要性在2021年将成为平台的大考。根据中央经济工作会议的决定[2]，2021年不仅要健全数字规则，而且要完善平台企业垄断的认定，数据收集使用管理，以及消费者权利保护的法律规范。因此，除了平台对数据的公平使用之外，我们认为某些具有公共属性的数据可能要服务于公共利益。

执法继续深化：考虑到既往执法行动所取得的良好社会效果，2021年，公安部门的“净网行动”、网信办的互联网内容综合治理、工信部App侵权专项整治行动、App违法违规收集使用个人信息专项治理等将会继续推进和深化。

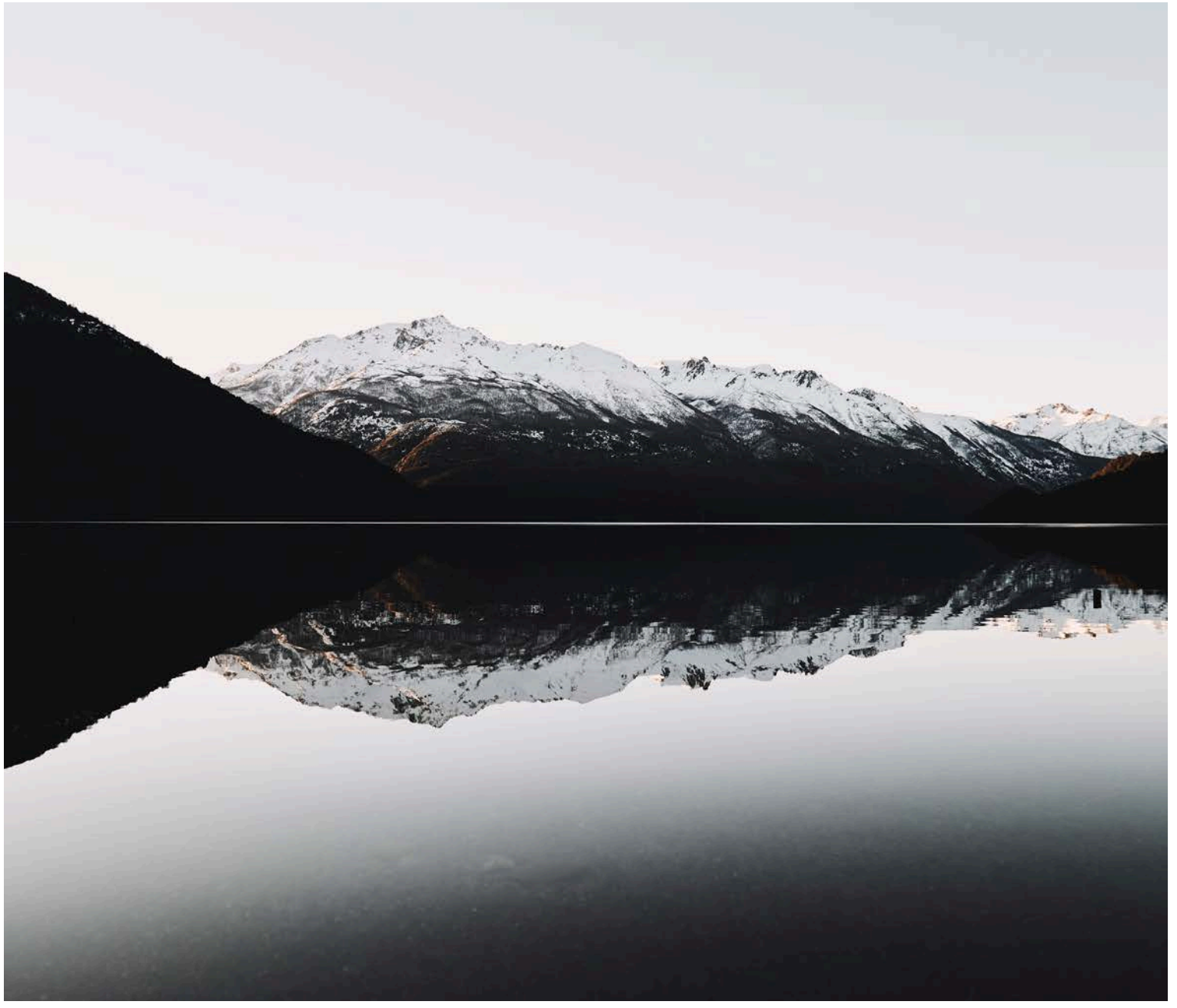
2. 瞭望：《中央经济工作会议在北京举行，习近平李克强作重要讲话》

陈际红
合伙人
知识产权部
北京办公室
+86 10 5957 2003
chenjihong@zhonglun.com

蔡鹏
合伙人
知识产权部
北京办公室
+86 10 5087 2786
caipeng@zhonglun.com

正法直度
——可转换公司债券监管步入新阶段

作者：郭克军、魏海涛、王源、杨轩



可转换公司债券（以下简称“可转债”），是指公司依法发行、在一定期间内依据约定的条件可以转换成公司股票的公司债券，属于《中华人民共和国证券法（2019年修订）》（以下简称“《证券法》”）规定的具有股权性质的证券。可转债为股债结合型证券，自1992年“宝安转债”上市以来已有29年历史；在证券发行注册制稳步推进及证监会再融资监管政策放开的背景下，可转债的发行量、交易量逐渐攀升，同时也出现炒作、投机情形；2020年10月23日，证监会发布《可转换公司债券管理办法（征求意见稿）》（以下简称“《征求意见稿》”）；2020年12月31日，证监会正式出台《可转换公司债券管理办法》（以下简称“《管理办法》”），对可转债原有分散的监管规则进行归纳更新，以满足可转债市场健康发展的规则需求。

第一部分 \

《管理办法》出台前可转换公司债券规则体系

《管理办法》出台前，可转债形成以《中华人民共和国公司法（2018年修正）》（以下简称“《公司法》”）、《证券法》《公司债券发行与交易管理办法》为基础，证监会规章及规范性文件、证券交易所自律规则为主体的分散规则体系，可转债现行有效的主要规则参见下表：

法规名称	类别	主要内容
《中华人民共和国公司法（2018年修正）》	一般规定	可转债发行决策程序、审核程序等原则规定
《中华人民共和国证券法（2019年修订）》	一般规定	可转债的发行条件、审核程序、信息披露要求
《公司债券发行与交易管理办法》	一般规定	可转债的发行条件、受托管理人、持有人会议等规定
《证券发行与承销管理办法（2018修订）》	一般规定	可转债申购及配售的相关规定

法规名称	类别	主要内容
《上市公司证券发行管理办法(2020修正)》	公开发行可转债	主板、中小板上市公司公开发行可转债发行条件、债券条款、信息披露、持有人会议、权利义务安排
《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》	向不特定对象及特定对象发行可转债	创业板上市公司向不特定对象及特定对象发行可转债发行条件、债券条款、信息披露、持有人会议、权利义务安排
《科创板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》	向不特定对象及特定对象发行可转债	科创板上市公司向不特定对象及特定对象发行可转债发行条件、债券条款、信息披露、持有人会议、权利义务安排
《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》(国发[2014]14号)	定向发行可转债	允许符合条件的企业发行优先股、定向发行可转换债券作为兼并重组支付方式
《上市公司重大资产重组管理办法》/《科创板上市公司重大资产重组特别规定》	向特定对象发行可转债	上市公司可以向特定对象发行可转换为股票的公司债券等用于购买资产或者与其他公司合并
《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》	向特定对象发行可转债	证监会推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点
《上海证券交易所股票上市规则(2020年12月修订)》	可转债发行上市	上海证券交易所主板上市公司可转债发行上市规则、交易规则、信息披露规则
《上海证券交易所科创板股票上市规则(2020年12月修订)》	可转债发行上市	上海证券交易所科创板上市公司可转债的上市和持续监管等事宜参照适用该规则关于股票的有关规定
《深圳证券交易所股票上市规则(2020年12月修订)》	可转债发行上市	深圳证券交易所主板、中小板上市公司可转债发行上市规则、交易规则、信息披露规则
《深圳证券交易所创业板股票上市规则(2020年12月修订)》	可转债发行上市	深圳证券交易所创业板上市公司可转债发行上市规则、交易规则、信息披露规则
《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》	非公开发行创新创业公司债	创新创业资源集聚区域内的公司、新三板创新层挂牌公司非公开发行附转股条款公司债券的一般规则
《非上市公司非公开发行可转换公司债券业务实施办法》	非上市公司非公开发行可转债	非上市公司非公开发行可转债在上海证券交易所、深圳证券交易所挂牌转让规则

法规名称	类别	主要内容
《上海证券交易所上市公司自律监管规则适用指引第4号——向特定对象发行可转换公司债券》	向特定对象发行可转债	上海证券交易所上市公司向特定对象发行可转债发行、挂牌转让、转股、信息披露规则
《深圳证券交易所上市公司业务办理指南第5号——向不特定对象发行可转换公司债券》	向不特定对象发行可转债业务办理指南	深圳证券交易所主板上市公司向不特定对象发行可转债信息披露、发行、登记、上市等事项业务办理指南
《创业板上市公司业务办理指南第12号——向特定对象发行可转换公司债券》	创业板向特定对象发行可转债业务办理指南	深圳证券交易所创业板上市公司向特定对象发行可转债信息披露、发行及挂牌转让等事项业务办理指南
《关于科创板上市公司向不特定对象发行的可转换公司债券转股环节投资者适当性管理相关事项的通知》	科创板非定向发行可转债投资者适当性管理	科创板非定向发行可转债转股环节的投资者适当性管理要求，按照科创板股票的投资者适当性管理要求执行

上述规则不属于专门规范可转债的部门规章层级的规则，除《公司法》《证券法》外，可转债各项规定散见于证监会、交易所的相关规定、规则中，缺乏基于可转债股债特征的系统性安排；基于可转债的债性特征，此前在交易环节主要适用公司债券的相关规则，无法应对可转债交易市场上发生的过度投机和炒作行为；定向可转债作为支付手段原仅有原则性规定，随着注册制推行，主板、创业板、科创板上市公司向特定对象发行可转债的规则方才明确；债券违约频发背景下，可转债持有人权益保护机制有必要进一步强化。为完善可转债规则体系及回应市场需求，证监会筹划制定《管理办法》。

第二部分 \ 《可转换公司债券管理办法》要点简析

2020年12月31日，证监会正式出台《管理办法》，由《征求意见稿》的37条精简为23条，对可转债规则体系进行归纳总结，同时创设部分新规则以填补监管空白。

(一)适用范围

《管理办法》第二条第一款规定,“可转债在证券交易所或者国务院批准的其他全国性证券交易场所的交易、转让、信息披露、转股、赎回与回售等相关活动,适用本办法”。

《管理办法》出台前,上市公司发行可转债已在《公司债券发行与交易管理办法》《上市公司证券发行管理办法(2020修正)》《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》《科创板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》等有相应规定;新三板挂牌公司中仅创新层挂牌公司可依据《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》非公开发行设置转股条件的创业创新公司债。《管理办法》中可转债发行主体除上市公司外纳入了所有的新三板挂牌公司,扩充了可转债发行主体,有利于建立健全多层次资本市场体系。

(二)交易制度

《管理办法》第三条规定了向不特定对象发行的可转债应当在证券交易所或者国务院批准的其他全国性证券交易场所交易,要求证券交易所根据可转债的风险和特点完善交易机制,对于可转债程序化交易还应当符合证监会规定并向证券交易所报告。

当前可转债的交易适用普通公司债券的交易规则,存在一定的市场投机和炒作现象,可转债持有人进行可转债交易没有像股票交易那样有严格的增减持限制及权益披露等要求。《管理办法》明确可转债属于《证券法》规定的具有股权性质的证券,交易所未来制定可转债交易规则时存在基于可转债股性特征参考股票交易制度的可能性。

(三)投资者适当性管理

《管理办法》第五条明确了证券交易场所应当根据可转债的特点及正股所属板块的投资者适当性要求,制定相应的投资者适当性管理规则;证券公司应当对客户是否符合可转债投资者适当性要求进行核查和评估。

当前《深圳证券交易所创业板投资者适当性管理实施办法(2020年修订)》《关于科创板上市公司向不特定对象发行的可转换公司债券转股环节投资者适当性管理相关事项的通知》已规定创业板、科创板可转债的转股投资者适当性管理应参照适用或按照创业板、科创板股票的投资者适当性管理要求执行。基于《管理办法》第五条要求,可转债投资者适当性规则根据正股所属板块来确定,即发行人所处板块(主板、创业板、科创板)决定了可转债投资人的准入门槛,可转债投资人需要具备对应板块的证券账户资产、证券交易时间等合格投资者要求。

(四)信息披露

《管理办法》第七条规定了影响可转债价格需进行披露的重大事件,除《证券法》第八十条规定的影响股票交易价格的重大事件和第八十一条规定的影响公司债券交易价格的重大事件外,还包含调整或向下修正可转债转股价格、触发赎回条件、可转债累计转股数额达到开始转股前公司已发行股票总额的10%、未转股的可转债总额少于3,000万元、可转债担保人发生重大资产变动等可转债特有的重大事件。

《证券法》2019年修订以来以信息披露为核心特征的证券发行注册制逐步推开,全面提升了信息披露义务人信息披露违规的行政处罚罚金额度;2020年12月31日沪深交易所正式发布新修订的《上海证券交易所股票上市规则》《深圳证券交易所股票上市规则》以及《上海证券交易所科创板股票上市规则》《深圳证券交易所创业板股票上市规则》,上市公司信息披露违规根据其违规情节差异可能构成"规范类强制退市""重大违法强制退市"情形之一。根据《管理办法》,可转债信息披露要求融合了股票、公司债券及可转债自身特殊的信息披露要求,可转债发行人及可转债持有人等信息披露义务人相较于股票或普通公司债券发行人需要履行更加严格的信息披露义务。发行人及可转债持有人等信息披露义务人需留意防范《证券法》《管理办法》等相关规定项下的可转债相关信息披露违规风险。

(五)转股价格及修正

《管理办法》第九条规定了上市公司发行可转债的转股价格定价原则,即上市公司向不特定对象发行可转债的转股价格应当不低于募集说明书公告日前二十个交易日发行人股票交易均价和前一个交易日均价,且不得向上修正;上市公司向特定对象发行可转债的转股价格应当不低于认购邀请书发出前二十个交易日发行人股票交易均价和前一个交易日均价,且不得向下修正。

第十条规定了上市公司转股价格向下修正应当经除持有发行人可转债股东以外的出席股东大会股东所持表决权的三分之二以上同意,修正后的转股价格不低于前项通过修正方案的股东大会召开日前二十个交易日该发行人股票交易均价和前一个交易日均价。

可转债是否转股直接影响到发行人融资安排、可转债持有人预期收益及原股东所持发行人权益摊薄的可能性,可转债的转股价格是可转债持有人进入转股期后决定是否进行转股的核心考量因素之一。当前市场上,主要存在正股价低于转股价一定幅度时,发行人通过一次或多次转股价格不同幅度向下修正以促成可转债

持有人转股，如维格转债、济川转债等。《管理办法》对上市公司可转债转股价格定价原则及修正程序进行了规定，以特定日期前二十个交易日发行人股票交易均价和前一个交易日均价为转股价格定价基准，关联股东对于转股价格向下修正议案回避表决，其中向不特定对象发行可转债的转股价格新增“不得向上修正”的限制以防范发行人及原股东因正股价上涨通过转股价格向上修正方式阻碍可转债持有人转股损害可转债持有人利益，向特定对象发行可转债的转股价格“不得向下修正”以防范发行人与特定对象之间通过转股价格向下修正方式实施利益输送损害发行人原股东的利益。《管理办法》通过前述安排，使得可转债转股价格定价具备灵活性的同时具备一定可预期性，维护公众投资者利益的同时兼顾向不特定对象发行及向特定对象发行不同情形下发行人、原股东、可转债持有人等各方诉求的平衡。

（六）赎回与回售

可转债具有双重选择权，具体表现为发行人和可转债持有人分别享有赎回权与回售权，

《管理办法》第十一条至第十五条规定了可转债的赎回及回售规则，以更好地维护发行人和可转债持有人合法权益。

关于赎回及回售的触发条件，除发行人改变募集资金用途应当赋予可转债持有人一次回售权利外，《管理办法》第十一条对其他赎回及回售的条件未做干预。结合当前可转债市场案例，通常在《募集说明书》中约定正股价高于转股价一定幅度时发行人有权提前赎回未转股的可转债，正股价低于转股价一定幅度时可转债持有人有权提前将未转股可转债回售给发行人，但发行人赎回条件与可转债持有人回售条件的设置在有些案例中并非对等。《管理办法》将赎回、回售条件交由发行人、投资者结合自身商业需求通过《募集说明书》自由约定，在向特定对象发行可转债情形下有利于促成并购交易并发挥其支付工具功能；在向不特定对象发行可转债情形下，考虑到当前证券市场投资者结构，发行人存在基于其信息优势地位可能通过设置不对等的赎回与回售条款损害公众投资者利益的风险。

《管理办法》第十三条要求发行人在预计赎回条件满足前的五个交易日及时披露；第十四条要求发行人在满足赎回条件时明确披露是否行使赎回权；不论行使或不行使赎回权，还应充分披露其实际控制人、控股股东、持股百分之五以上的股东、董事、监事、高级管理人员在赎回条件满足前的六个月内交易该可转债的情况。《证券法》实施后，可转债相关短线交易、内幕交易等违法违规行为监管得到强化，《管理办法》中前述可转债赎回时新增信息披露要求有利于防范发行人实际控制人、控股股东、持股百分之五以上的股东、董事、监事、高级管理人员等相关人员可转债短线交易、内幕交易等违规情形出现，并向投资者充分提示发行人赎回权行使相关的风险。

（七）投资者保护

《管理办法》第十六条至第十九条规定发行人向不特定对象发行可转债需要为可转债持有人聘请受托管理人，募集说明书应当约定《债券持有人会议规则》，募集说明书中应约定可转债违约相关的争议解决机制。

上述投资者保护措施在《公司债券发行与交易管理办法》中也有相关规定，《管理办法》再次进行了原则性要求，体现出近年来信用债违约频发情形下加强投资者利益保护的立法意图，在投资者保护具体规则层面，可转债适用普通公司债券相关规则。

（八）规则适用

《管理办法》第二十一条明确，当前证监会

已制定的可转债发行规则如与《管理办法》不存在冲突，相关发行规则仍可适用。

并购重组中定向可转债主要作为并购交易支付手段而存在，应当适用《管理办法》的规定，其重组报告书、财务顾问适用《管理办法》关于募集说明书、保荐人的要求，其他适用《上市公司重大资产重组管理办法》《科创板上市公司重大资产重组特别规定》等相关规定。

对于在《管理办法》施行日前已经核准注册或尚未核准注册但发行申请已被受理可转债的募集说明书、重组报告书的内容，应按照《管理办法》施行日以前的规则执行。

第三部分\
结语

《管理办法》虽未对此前可转债规则进行重大调整，但可转债作为股债结合型证券自此由证监会单独以现行有效部门规章形式予以规范[1]，强化了可转债这一证券品种的特殊性；推动证券交易所完善可转债交易机制，一定程度上有利于遏制可转债市场的投机和炒作行为，促进可转债市场良性健康发展，为充分发挥可转债融资工具及支付工具功能奠定基础。

1.国务院证券委员会曾于1997年3月8日发布《可转换公司债券管理暂行办法》（证委发[1997]16号），该项规定根据《中国证券监督管理委员会关于废止<可转换公司债券管理暂行办法>的通知》（证监发[2006]42号）已于2006年5月6日废止。

郭克军
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2082
guokejun@zhonglun.com

魏海涛
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2429
weihaitao@zhonglun.com

从新《担保解释》看明股实债案件裁判规则新变化

作者：李馨、田园

我们曾于2018年年末曾写过一篇名为《抽丝剥茧|探寻“明股实债”问题背后的法律逻辑》的文章，彼时对于明股实债这一问题，实务界和理论界存有很多争议。两年后的今天，随着《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民会议纪要》”）、《民法典》以及《最高人民法院关于适用<中华人民共和国民法典>有关担保制度的解释》（以下简称“《担保解释》”）的陆续出台，法院对于明股实债问题的态度逐渐明朗，特别是《担保解释》对让与担保和明股实债的相关规则直接进行了规定，《担保解释》的相关规定与之前的司法实践情况相比，发生了很大的变化，这种变化不仅仅会影响争议解决端，也会影响交易端。本文中，我们将从《担保解释》的规定出发，对变化之处进行解析，希望抛砖引玉，与大家共同讨论。

第一部分\

明股实债的概念

明股实债严格意义上来说不是一个法律概念，其**泛指投资人以股权投资的名义，受让目标公司股权，通过设定回购条款或其他刚性兑付条款，实现保本保收益退出的一种交易安排。**为方便阅读，下文中我们将投资人称为“受让人”，将回购义务方称为“转让人”。

中基协在《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第4号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》中规定了明股实债的四种形式，包括回购、第三方收购、对赌和定期分红。我们认为对赌不应属于明股实债，具体理由可以参见我们之前的文章。

第二部分\

《担保解释》出台后，裁判规则的新变化

（一）股与债认定倾向上的变化

明股实债类案件中，将交易认定为股权投资还是债权投资是最核心的问题，两种认定方法会直接影响案件所适用的法律，在《担保解释》出台之前，司法实践中法院大多数将明股实债类案件认定为股权投资，少数案件认定为债权投资，但随着《担保解释》的出台，这样的裁判倾向有可能发生变化。

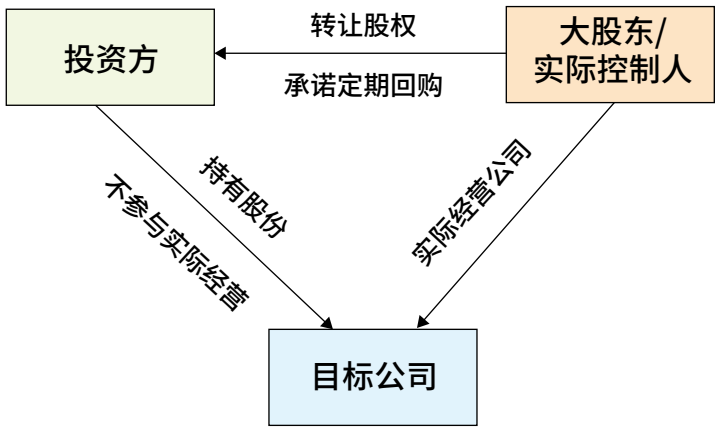
1、《担保解释》出台前的司法实践情况

在《担保解释》出台之前，法院对于明股实债类案件，通常有下述几种裁判思路：

（1）法院认定构成明股实债，股权转让构成

让与担保，双方之间的法律关系按照借贷来进行处理

在此思路下，明股实债交易实际上被划分成了三重法律关系，我们以最简单的明股实债交易模式来解析：



第一重法律关系为投资人与股东之间的股权转让法律关系，因双方的真实意思表示是借贷，股权转让关系系虚伪通谋，根据《民法典》第一百四十六条第一款“行为人与相对人以虚假的意思表示实施的民事法律行为无效”之规定，股权转让法律关系应属无效。

第二重法律关系是投资人与股东之间隐藏的真实法律关系，即借贷法律关系，根据民法典第一百四十六条第二款“以虚假的意思表示隐藏的民事法律行为的效力，依照有关法律规定处理”之规定，双方之间如产生纠纷，应当按照借贷的相关规则来处理。

第三重法律关系是投资人与股东之间股权转让所构成的让与担保法律关系，即以转移股权的方式为双方之间的借贷行为做担保，此担保系有效的担保，投资人有权就股权拍卖变卖的价款优先受偿。

无锡市中级人民法院在（2018）苏02民终954号判决书中就承袭了前述思路，认为：“债务人与债权人以股权转让方式为债权实现担保的，属于市场经济发展中的特殊担保类型，其能够弥补典型担保和其他非典型担保方式之缺陷，为股权质押方式之有益补充。债权人与债务人签订的明为股权转让实为股权让与担保的合同，系双方当事人真实意思表示，未违反法律及行政法规的强制性规定。故华汇公司与信托公司签订股权转让协议关于华汇公司将持有的汇鑫公司12.5%的股权以0元的价格转让给信托公司，作为汇鑫公司的债务履行的担保之约定，合法有效。”

（2）法院认定构成明股实债，但不构成借贷法律关系

此裁判思路系将交易划分成不同的阶段，投资阶段系受让人受让股权构成股权转让法律关系。回购条件触发之时，则转让人对受让人负有给付回购款的债务，此时双方之间的债务不是借贷之债，而是基于回购合同产生的付款义务。北京高院在（2019）京民终254号判决书中持此观点。

赵廉慧教授在《明股实债不能直接等同于金融借款》[1]一文中亦持类似观点，认为“当事人如果首先严格按照法律规则构造出名义上的股权，法院就应当尊重这种创造。在股权还没有出现转换为债之前，信托公司和融资方之间还是股权投资关系，特别是在信托公司‘以募集的信托资金受让股权、股票’的情形更是如此……在明股实债的安排中，受托人手中的股权性财产转变为债权，依靠的是回购条款的执行，而回购条款的设置很多时候需要遵守公司法、证券法及相关监管规范中关于股份回购的规定。法院不能轻易否定当事人依法精心构造的权益型法律关系。”

(3) 法院按照合同约定进行裁判，不对是股还是债做出评价

在某信托公司与某房地产公司合同纠纷案件[2]中，法院没有纠结于是股权投资还是债权投资，直接按照合同条款进行了裁判。

(4) 法院认定为股权投资，不构成明股实债

在既往的司法判例中，此类观点占据主流，即依据合同约定认定双方之间构成股权投资法律关系，其作出认定的具体思路有以下几种：

第一，合同约定双方系股权转让法律关系，无证据或一方提供的证据不足以证明双方系借贷关系，进而认定双方系股权投资，而非债权投资，如安徽省高级人民法院在宁国金辉创业园有限公司与淮南市龙之杰商贸有限公司股权转让纠纷案件[3]中持此观点。

第二，受让人实际履行了付款义务，变更了工商登记，且实际行使了股东权利，进而认定系股权投资。云南省高级人民法院在云南大成房地产开发有限公司、马某股权转让纠纷案件[4]中持此观点。

第三，在涉及外部债权人的时候，法院会适用商事外观主义，认定其具有股东资格。比如在某信托公司与某置业破产清算一案[5]中，法院认为：“在名实股东的问题上要区分内部关系和外部关系，对内部关系产生的股权权益争议纠纷，可以当事人之间的约定为依据，或是隐名股东，或是名股实债；而对外部关系上不适用内部约定……本案不是一般的借款合同纠纷或股权转让纠纷，而是某置业破产清算案中衍生的诉讼，本案的处理结果涉及某置业破产清算案的所有债权人的利益，应适用公司的外观主义原则。”

(5) 小结

由上述案例可见，不同案件中法院对于明股实债问题的认识存在很大的分歧，一方面是因为在交易端，现如今的融资模式中，股与债的界限没有那么明确，很多时候呈现出股债交杂

1. 赵廉慧：《明股实债不能直接等同于金融借款》, InlawweTrust, 2019年8月4日
2. 参见（2014）民二终字第261号判决书
3. 参见（2016）皖民终262号判决书
4. 参见（2017）云民终237号判决书
5. 参见（2016）浙0502民初1671号民事判决书

的模式；另一方面是因为在争议解决端，股与债实质是对当事人在交易中真实意思的探寻，而探寻当事人真实意思表示很大程度上又取决于个案承办法官的主观判断，不同的法官容易做出不同的判断。

虽然不同法院之间对于此问题的认识存在差异，但从总体裁判倾向上来看，对于此类案件，法院大多数认定为股权投资，少数认定为债权投资。

2、《担保解释》的新变化

《担保解释》第六十八条第三款规定："债务人与债权人约定将财产转移至债权人名下，在一定期间后再由债务人或者其指定的第三人以交易本金加上溢价款回购，债务人到期不履行回购义务，财产归债权人所有的，人民法院应当参照第二款（笔者注：让与担保）规定处理。"

将这条规定放到我们今天讨论的明股实债案件中，可以看出《担保解释》认为从交易端开始明股实债类的交易安排就构成让与担保，双方之间股权转让并非真实意思，那么此类案件中法院认定明股实债构成股权投资的基础即不存在，如此规则后续在司法实践中得到应用，法院对于此类案件的总体的裁判倾向有可能发生转变，从之前以认定股权投资为主，转化成以认定债权投资为主。

（二）明股实债案件具体裁判规则的变化

除了对于股、债认定倾向产生影响之外，《担保解释》也会对明股实债类案件的具体裁判规则产生影响，详述如下：

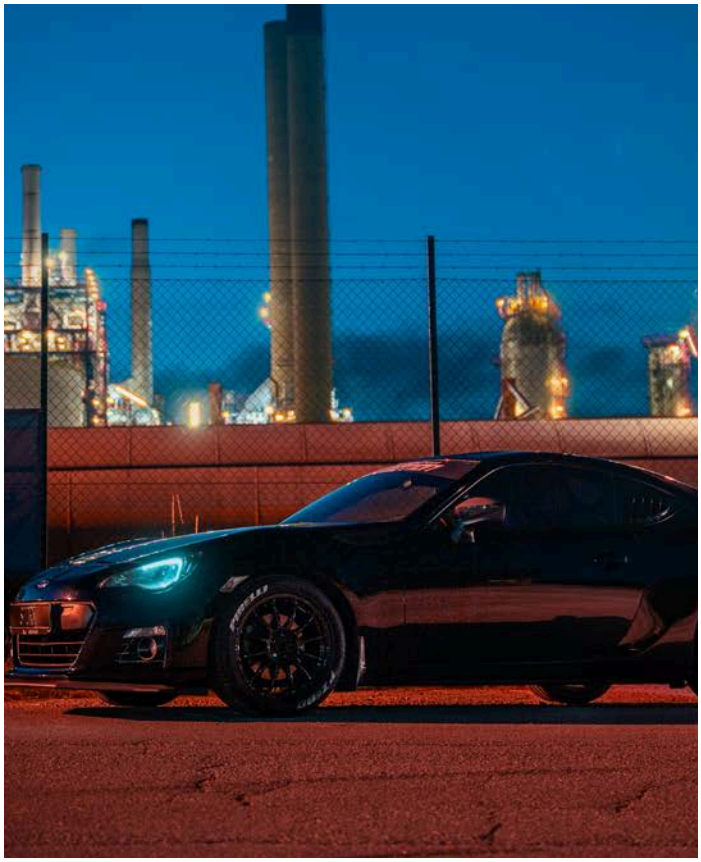
1、《担保解释》明确认可了让与担保的合同效力，同时明确了让与担保产生物权效力的条件，明股实债类案件裁判有了法律依据

如前文所述，《担保解释》从一定程度上将明股实债与股权让与担保画上了等号，虽然近些年让与担保有效在实践中已经不存在太大争议，但是此次《担保解释》第六十八条第一款从司法解释的层面明确认可了让与担保的合同效力，同时也规定了让与担保产生物权效力的条件，即当事人已经完成财产权利变动的公示，后续明股实债案件的处理具有了明确的法律依据。

2、《担保解释》明确将明股实债中的受让人界定为名义股东

《担保解释》第六十九条规定："股东以将其股权转移至债权人名下的方式为债务履行提供担保，公司或者公司的债权人以股东未履行或者未全面履行出资义务、抽逃出资等为由，请求作为名义股东的债权人与股东承担连带责任的，人民法院不予支持。"

对于受让人是否取得目标公司股权，是实际股东还是名义股东，近几年法院的观点存在



一定的波动，在《九民会议纪要》出台之前的司法实践中，法院大多认为此种情况下受让人仅为公司的名义股东，并未实际取得公司股权。如某信托公司与乔某某执行异议之诉纠纷案[6]、王某某、赵某某与郑某某等股东资格确认纠纷案[7]等案件中，法院均认为受让人取得是担保权利，而不是股权。

但是最高院在其出版的《全国法院民商事审判工作会议纪要理解与适用》一书中又提出了不同的观点，该书中最高院认为“如果转让人将让与担保的真实意思告诉了公司及其他股东，则即便受让人在公司的股东名册上进行了记载，也仅是名义股东，不得对抗公司及其他股东。此时，作为名义股东，其并不享有股东的权利，即既不享有股权中的财产权，也不享有股权中的成员权。反之，**如果转让人并未告知公司及其他股东实情，而是告知他们是股权转让，则法律也要保护此种信赖。在此情况下，一旦受让人在公司的股东名册上进行了记载，即便真实的意思是股权让与担保，受让人仍然可以行使股东权利，包括财产权和成员权。**”也就是说受让人是否取得股东资格需要根据受让人、目标公司和其他股东之间的真实意思来进行判断，而不能依据客观条件直接作出判断。

而此次《担保解释》中，直接将受让人界定为名义股东，并未区分公司与其他股东是否知情，那么今后法院是按照之前的实践思路直接将受让人认定成名义股东，还是按照《全国法院民商事审判工作会议纪要理解与适用》一书中的观点，对《担保解释》的相关规定做二次解读，尚待司法实践给出答案。

3、明股实债情况下，债权人或公司无权要求受让人在未出资的范围内与实际股东承担连带责任

《担保解释》第六十九条规定：“股东以将其

6.参见（2017）吉07民终1219号民事判决书
7.参见（2015）民申字第3620号民事判决书

股权转移至债权人名下的方式为债务履行提供担保，公司或者公司的债权人以股东未履行或者未全面履行出资义务、抽逃出资等为由，请求作为名义股东的债权人与股东承担连带责任的，人民法院不予支持。”这一条规定内容虽然比较短，但信息量非常大，为了便于理解，我们将这条规定分为三个层面来解读。

第一个层面：此类交易中，公司不能以股东未出资或未全面履行出资义务、抽逃出资为由，请求名义股东的债权人与股东承担连带责任。

也就是说《担保解释》认为此类交易中无需再探究公司对于让与担保是否知情，推定公司明知交易的本质，公司当然的无权以股东未出资或未全面履行出资义务、抽逃出资为由，请求名义股东的债权人与股东承担连带责任。

第二个层面：此类交易中，外部债权人不能以抽逃出资为由，要求名义股东的债权人与股东承担连带责任。

最高院在《九民会议纪要理解与使用》一书中也持此观点，认为“鉴于登记为名义股东的受让人本质上是有担保的债权人，而不是股东，且其实现债权行为是合法行为，加之其取得债权往往是支付对价的，一般不存在抽逃出资的行为”。

第三个层面：此类交易中，外部债权人不能以受让人未出资或未全面履行出资义务为由，要求名义股东的债权人与股东承担连带责任。

需要我们注意的是，此条规定并不考察外部债权人是否为善意第三人，与之前法院关于明股实债模式下“内外有别”的裁判思路相比，具有很大的突破。[8]

同时此规定亦与《公司法解释三》第二十六条的规定存在一定程度的冲突，《公司法解释三》第二十六条规定：“公司债权人以登记于公司登记机关的股东未履行出资义务为由，请求其对公司债务不能清偿的部分在未出资本息范围内承担补充赔偿责任，股东以其仅为名义股东而非实际出资人为由进行抗辩的，人民法院不予支持。名义股东根据前款规定承担赔偿责任后，向实际出资人追偿的，人民法院应予支持。”后续《担保解释》和《公司法解释三》二者如何协调适用，仍需最高院做进一步解读。

第三部分\
结语

随着社会经济的不断发展，目前企业融资手段越来越多样化、创新化，很多时候传统的股债二分的理论，已经不能适用于所有的情形，即便是限缩在本文所讨论的纯粹意义的明股实债

8.李馨、田园，《抽丝剥茧|探寻“明股实债”背后的法律逻辑》，中伦视界，2018年12月3日

案件中，仍然会出现很多争议。《担保解释》出台后，让与担保得以正名，明股实债类案件裁判开始有法可依。但《担保解释》相关规则的落地仍然面临着很多实践问题，比如明股实债之债是不是借贷之债，适不适用有关借贷的法律规定？受让人股东资格是否“内外有别”？诉中或诉前受让人能不能向法院申请保全其名下的让与担保财产？对于这些问题，我们也期待着司法实践给出答案。

李馨
合伙人
房地产和基础设施部
北京办公室
+86 10 5957 2155
lixinlaw@zhonglun.com

应运而生的保护伞?

从跨境争议解决角度解读商务部《阻断外国法律与措施不当域外适用办法》

作者：刘相文、王晶涛、祝梓瑜

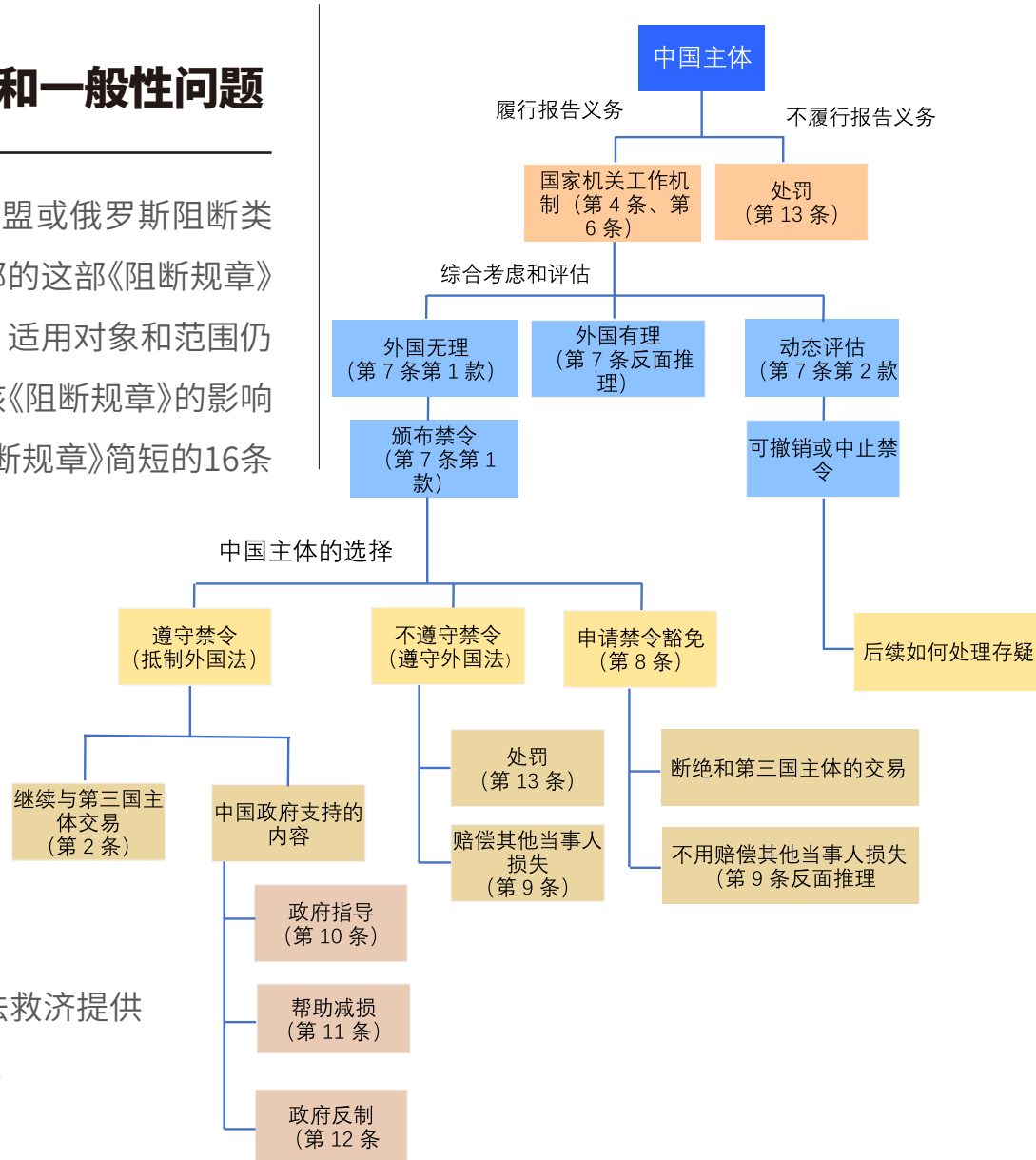
2021年1月9日，中国商务部颁布了2021年第1号令，即《阻断外国法律与措施不当域外适用办法》（下称“《阻断规章》”），这也标志着我国开始尝试从部门规章层面为中国公民、法人或其他组织（下称“中国主体”）提供应对外国域外管辖更为确切的依据。《阻断规章》条文简约，尚有许多需要说明和解读的空间，在后续的司法实践中也有诸多问题有待澄清。本文拟从涉外争议解决的角度出发，结合《阻断规章》的条文逻辑，分析《阻断规章》实施的后续影响，供中国主体的经营与决策参考。

第一部分\

《阻断规章》运行机制和一般性问题

作为我国第一部类似欧盟或俄罗斯阻断类法律法规的部门规章，商务部的这部《阻断规章》并未上升到法律法规的层面，适用对象和范围仍有很大的澄清空间。在分析该《阻断规章》的影响前，我们首先需要了解在《阻断规章》简短的16条内容中传递了怎样的施行逻辑，该规章又是如何运行的。

简而言之，《阻断规章》旨在为中国个人、企业和其他组织在遭遇美国等国家制裁类法律法规的域外执法后，如何向商务部进行报告、寻求支持以及司法救济提供部门规章层面的制度性支持。



《阻断规章》是我国在面对域外管辖不当干涉我国主体与第三国正常经贸往来时的一次积极尝试，笔者认为，上述流程中仍有一些问题尚不明确，可能会影响《阻断规章》的最终落实，有待主管机关的进一步说明和解释：

首先，根据《阻断规章》第五条，当外国法禁止或限制中国主体和第三国（地区）的主体开展正常经贸活动时，中国主体有义务在30天内向主管部门报告。而第十三条则规定，违反此义务的，或虽然报告但系不实报告的，会产生处罚后果。但《阻断规章》对于触发报告的时间点是什么并无明确解释。当美国发布一项普遍性禁令会影响中国某一行业数千家企业时，这些企业是否就同时触发了报告义务？还是只有当美方具体将某一家企业列入制裁清单，或明确禁止该企业与第三国开展符合我国法律和国际法的双边经贸合作时才触发报告义务？在缺乏明确解释的情况下，有可能在美方颁布一项普遍性禁令后，商务部会立刻接到数千家企业的同时报告；也有可能会导致企业不知道自己已触发报告义务，在事实上配合美方域外执法很久之后仍然没有向主管机关报告的情形。最后，如果美方颁布了一项禁令，禁止中国与A国开展经贸往来，而长期与A国开展经贸往来的某中国企业因考虑到在与A国的长期贸易中长期亏损，拟在30天内自发停止与A国的贸易，在这种情况下该企业是否还有报告义务？是否属于配合美方域外执法？是否还要根据《阻断规章》受到主管部门的相应处罚？这都是需要后续在司法实践中说明的问题。

其次，《阻断规章》中规定的工作机制可根据具体情况对报告进行评估，虽然《阻断规章》规定了中止或撤销禁令的内容，但并没有规定一旦中止或撤销，已经或将要根据相关法律法规和《阻断规章》第九条所启动的诉讼索赔程序该如何处理。换言之，这是否意味着已经提起的索赔随着禁令的撤销失去法律依据应当被法院裁定驳回？结合目前的条文和背景信息，尚无法得出明确结论。笔者倾向于认为，《阻断规章》第九条项下的索赔基础虽然可能因为禁令撤销或中止而不存在，但并不妨碍原告，即受到损失的主体依据《民法典》或其他法律依据提出的赔偿请求。另一方面，在这种情况下，被告是否可以根据禁令已被中止或撤销而提出抗辩？法院在这种情况下是否应当支持被告的主张？这也是需要在未来司法实践中澄清的问题。

第三，《阻断规章》第九条规定："当事人遵守禁令范围内的外国法律与措施，侵害中国公民、法人或者其他组织合法权益的，中国公民、法人或者其他组织可以依法向人民法院提起诉讼，要求该当事人赔偿损失；但是，当事人依照本办法第八条规定获得豁免的除外。根据禁令

范围内的外国法律作出的判决、裁定致使中国公民、法人或者其他组织遭受损失的，中国公民、法人或者其他组织可以依法向人民法院提起诉讼，要求在该判决、裁定中获益的当事人赔偿损失。”

笔者认为，第九条中的当事人包括中国公民、法人或其他组织（即中国主体），包括外商在华投资企业应当是没有争议，但其是否包括在华分支机构、办事处等则有待明确。笔者倾向于认为，在华分支机构应当包括在内，理由为：第一，《阻断规章》做此规定（尤其是第九条），主要是为了解决民事索赔问题，依据《民法典》第二条[1]和第一百零二条[2]的规定，“其他”组织的概念应当比“非法人组织”更广，因此分支机构应当被包括在内；第二，我国《民事诉讼法》第四十八条[3]、《民事诉讼法解释》第五十二条[4]，办事处或分支机构可以作为诉讼当事人（即原告、被告或第三人）；第三，将分支机构或办事处包含在内无疑更有利于保护中国主体的索赔权利，更加符合《阻断规章》的规范目的。

但是这里还有一个问题需要解释清楚，即如何定义“遵守禁令范围内的外国法律与措施”，如果我国一家与委内瑞拉开展贸易的B企业的上游供货企业为C企业，恰好在美国宣布新一轮针对委内瑞拉的制裁且禁止中国企业B与委内瑞拉的企业开展贸易后，B企业因继续与委内瑞拉开展贸易而遭遇美方制裁，美方进而禁止C企业与B企业再开展贸易。而C企业因长期在与B的贸易中亏损或因C企业自身需要进行产业转型，而决定不再与B企业开展贸易，则B企业是否可以据此起诉C企业？这些问题也有待于进一步澄清。

除此之外，“遵守禁令范围内的外国法律与措施”的范围是仅仅包括经贸关系还是包括配合外国的司法调查及诉讼程序？如果配合外国的司法调查程序或诉讼程序而对B企业进行公司内部调查的D律师事务所和E会计师事务所在调查过程中给B企业造成了一定的成本损失，B企业是否可以根据第九条起诉D律师事务所和E会计师事务所？这也是《阻断规章》第九条所需要说明的问题。

1. 第二条 民法调整平等主体的自然人、法人和非法人组织之间的人身关系和财产关系。
2. 第一百零二条 非法人组织是不具有法人资格，但是能够依法以自己的名义从事民事活动的组织。非法人组织包括个人独资企业、合伙企业、不具有法人资格的专业服务机构等。
3. 第四十八条 公民、法人和其他组织可以作为民事诉讼的当事人。
4. 第五十二条 民事诉讼法第四十八条规定的其他组织是指合法成立、有一定的组织机构和财产，但又不具备法人资格的组织，包括：

……

（三）依法登记领取我国营业执照的中外合作经营企业、外资企业；
（四）依法成立的社会团体的分支机构、代表机构；
（五）依法设立并领取营业执照的法人的分支机构；
（六）依法设立并领取营业执照的商业银行、政策性银行和非银行金融机构的分支机构；

……

第二部分\

《阻断规章》对正在遭受监管调查及在境外因违反所在国制裁类法律法规而遭遇起诉的中国主体所起到的支持作用是有限的。

目前，相当数量的中国企业在中美贸易战中遭遇美国联邦或各州执法或监管机关的执法行动，执法的依据主要是“三反两制”，即反商业贿赂、反垄断、反洗钱、出口管制和贸易制裁。其中不乏知名中国公司，因涉嫌与朝鲜或伊朗等国开展贸易而受到美国的制裁，被列入实体清单或被提起刑事诉讼。这些企业目前处于不同的司法程序阶段：1.接到执法部门（例如美国司法部或财政部OFAC）调查的通知；2.被要求以证人身份在法院的民事或刑事诉讼程序中提交相关资料或出庭作证；3.接到美国法院的大陪审团传票，要求在刑事司法程序中提交证据或出庭作证；4.已深陷民事或刑事诉讼程序中，需通过审判或和解才能结束该程序；5.在民事或刑事诉讼中败诉。对于这些企业而言，最希望的就是通过《阻断规章》中的第十一条“公民、法人或者其他组织根据禁令，未遵守有关外国法律与措施并因此受到重大损失的，政府有关部门可以根据具体情况给予必要的支持”，斩断境外检查机关和法院的域外管辖权，在跨境争议解

决案件中得到积极的效果。但是《阻断规章》可能并不会影响到这些企业在美国等其他国家的民事或刑事诉讼程序。

首先，《阻断规章》第七条中规定：“工作机制经评估，确认有关外国法律与措施存在不当域外适用情形的，可以决定由国务院商务主管部门发布不得承认、不得执行、不得遵守有关外国法律与措施的禁令（以下简称禁令）。”但这里的禁令是仅仅包括外国法律与措施中限制中国企业与第三国开展合法经贸往来的部分，还是包括外国法律与措施中对中国企业进

行监管调查或起诉的部分，《阻断规章》并没有明确说明。笔者认为，《阻断规章》中规定的“外国法律与措施”指的是前者，因为该工作机制的牵头部门是商务部门，而商务部门所主要考虑的因素是外国法律法规对于中国企业开展经贸的限制是否合理，而非外国执法机关、检察机关和法院对于中国企业的监管调查和起诉是否合法合理的问题。因此，这里的外国法律与措施的实施不应当包括针对中国企业进行监管调查或起诉的部分。

其次，在外国执法机关和检察机关对中国企业进行监管调查和起诉的过程中，中国主体常常遇到重大问题之一是，是否可以将境内的证据转递到国外从而配合外国执法机关和检查机关的监管和调查。一方面，在外国法院向中国个人、企业或其他组织发出传票后，上述主体有义务配合法院的传票收集整理相关证据。虽然在一些国家，个人有权保持沉默避免自证其罪，例如在美国，个人可以援引联邦宪法第五修正案而保持沉默，但是企业和其他组织作为法人则没有援引类似法案的权利，因此有义务配合调查和诉讼。但是，将中国境内的证据收集整理并提交给外国检察机关或法院，还必须遵守中国的法律法规，严格保守国家秘密，在遵守《中华人民共和国国际刑事司法协助法》等国内法和我国与其他国家所签订的双边刑事司法互助条约的前提下完成配合。在这一点上，该《阻断规章》无法支持当事人拒绝提交相关证据，因为审核是否可以提交证据的主管机关并不是商务部。而《中华人民共和国国际刑事司法协助法》规定的进行刑事司法互助的官方对接机关为司法部，商务部无权通过《阻断规章》为已经深陷诉讼中的中国企业提供援助。

此外，在境外受到起诉的企业也很难通过援引《阻断规章》从而避免向外国检察机关或法院提交相关证据。在2019年三家中资银行在美援引国内法律拒绝提交相关证据一案败诉后，中国企业在美遭遇监管调查时，很难再成功地援引国内法律从而配合提交证据的工作。因此，援引国内的部门规章配合美国或其他国家的刑事或民事司法程序就变得更加困难。

再次，《阻断规章》第九条无法帮助受到处罚的中国企业直接挽回因外国政府机关的执法或法院判决而遭受的处罚或损失。《阻断规章》所定义的当事人不包括美国等国家的政府机构，外国政府及其机构享有主权豁免权，人民法院对这些机构在类似案件中也无管辖权。因此，即便是中国公民、法人和其他组织在美国开展的监管调查和域外管辖过程中遭遇损失，甚至遭遇美国相关执法机构的巨额罚款之后，《阻断规章》无法帮助受损主体挽回因政府

罚款所遭受的损失。《阻断规章》第九条仅可以帮助受到外国制裁的中国企业在人民法院通过起诉配合外国禁令的私人主体，从而挽回一定的损失。即便是中国主体欲根据《阻断规章》第九条起诉符合规定的“当事人”，人民法院仍需根据《中华人民共和国民事诉讼法》等相关法律法规确定人民法院对被告具有管辖权，才可以审理根据《阻断规章》第九条所提出的赔偿要求。

因此，在外国政府违反国际法和国际关系基本准则的情况下对中国个人、企业和其他组织实行域外法律适用，阻止前述主体与第三国开展合法贸易时，《阻断规章》并不能为已被外国检查机关和法院监管调查或起诉的中国个人、企业或其他主体提供良好的阻断效果。

第三部分\
结论

不可否认的是，《阻断规章》是我国在面对以美国为首的国家采取单边制裁、滥用域外管辖，对我国公民、法人以及其他组织在遵守国内法、国际法和国际基本准则的前提下开展对外经贸关系进行保护的一次重要且积极的尝试，一定程度上保障了我国公民、法人和其他组织不受外国法律法规违反国际法和国际关系基本准则的域外适用。

但是，该《阻断规章》可以在多大程度上斩断美国等国家域外管辖和单边制裁的这只“长臂”，目前依然未可知。在具体情况和具体案件中，该《阻断规章》还有大量的空间亟待解决、解释和完善。笔者认为，该《阻断规章》出台后，在面对美国执法机构和司法部的调查和起诉时会形成以若干个局面。

1.《阻断规章》无法阻止美国联邦政府执法调查机构在美国继续推进相关案件的调查和取证并且未来继续在美以及其他地区针对中国个人、企业和其他组织进行执法行动，更无法影响到美国各级法院已经在审理的涉及中国个人、法人和主体的相关案件。

2.《阻断规章》可以帮助在中国境内遭遇监管调查的个人、企业和相关主体，通过在境内起诉违反《阻断规章》禁令要求执行美国法律法规要求、配合美国域外管辖程序和/或执行美国行政处罚或法院判决的“当事人”，获得一定的补偿。

3.对于中国企业或其他主体而言，未来可能会面临这样的情况：在国内的母公司必须遵守《阻断规章》，根据《阻断规章》向相关主管机关报告遭遇美国域外执法的情况并严格遵守《阻断规章》禁令中的要求。而在美国的子公司则必须履行美国法项下的所有制裁类法律法

规的要求，做到全面合法合规。这种情况下，相当数量的中国母公司在发现子公司因禁令无法获得境内母公司提供的支持后会面临严重处罚时，可能会依据《阻断规章》第八条申请豁免，从而协助子公司完成相关合规要求。

为了应对上述相关问题，笔者建议，在应对以美国为首的国家所开展的违背国际法和国际基本准则的域外管辖及单边制裁时，国家应当充分考虑通过人大立法或国务院制定行政法规，围绕外国域外管辖可能对我国个人、企业和其他主体产生影响进行全流程通盘统筹规划，以法律或行政法规的形式为中国主体提供覆盖面更广，影响力更深，内容更详实且目的更明确的保护，从而更有效地阻断其他国家不合理的域外管辖。

刘相文
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2050
liuxiangwen@zhonglun.com

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。