



**合伙型私募股权投资基金收益分配模式  
在《合伙企业法》下的相关法律分析** 001/

**二十年铸一剑：  
新证券虚假陈述司法解释要点解读** 016/

**以案释法 | 与国有企业对赌时，  
股权回购条款须经审批才生效吗？** 029/

**沉舟侧畔千帆过：金融行业  
反垄断合规要点及趋势概览** 036/

**创新药企BD交易模式及常见误区** 046/

# 合伙型私募股权投资基金收益分配模式在《合伙企业法》下的相关法律分析

作者：郭克军、翁禾倩、潘丽英



因具有穿透纳税和治理结构灵活等优势,合伙企业成为近年来私募股权基金(以下简称“**合伙型私募基金**”或“**私募基金**”)最为常见的组织形式,并随着我国经济高速增长得以蓬勃发展并逐渐本土化。鉴于我国对私募基金尚未进行专门立法,合伙型私募基金与其他合伙企业统一适用《中华人民共和国合伙企业法》(以下简称“《**合伙企业法**》”)。

然而,私募基金作为商事合伙的典型表现形式,在运行方式和逻辑上与一般的民事合伙存在较大的差异。《合伙企业法》在制定之初未考虑到上述差异性,且自2006年之后未再进行修订,导致私募基金在适用《合伙企业法》的实践中存在着诸多不适。

收益分配是私募基金核心要素之一,但与《合伙企业法》关于财产分配的规定无法紧密衔接,导致其法理基础长期存在争议。本文旨在基于财产分配制度对私募基金实践做法和《合伙企业法》规定进行对比分析,厘清二者关系,从而对收益分配实践提供有益借鉴。

## 第一部分\ 概念辨析

实践中,私募基金常以“收益分配”指代“财产分配”或“利润分配”、“收入分配”,以上概念相互关联、容易混淆但实则内涵各不相同。其中,收入和利润是会计专用术语,我国《企业会计准则——基本准则》对其做出了准确的定义,而财产和收益则是日常用语,具体涵义视语境而定。具体如下:

**利润:**利润是指企业在一定会计期间的经营成果,包括收入减去费用后的净额、直接计入当期利润的利得和损失等。

**收入:**收入是指企业在日常活动中形成的、会导致所有者权益增加的、与所有者投入资本无关的经济利益的总流入。

**财产:**财产并非会计术语,但《合伙企业法》对合伙企业财产界定了明确范围,包括合伙人的出资、以合伙企业名义取得的收益和依法取得的其他财产,具体详见下文分析。

**收益:**收益并非会计术语,不同语境下有不同涵义,既可指代利润,亦可指代收入。例如,在财务处理上,股票买卖价差所得收益实为利润,而政府补助所得收益实则为收入。私募基金“收益分配”的范围未和相关规范性文件中予以明确界定,通行做法主要指“可分配收入”,具体详见下文分析。

## 第二部分\

# 私募基金常见的收益分配模式

私募基金的收益分配属于商业谈判内容，理论上可自由约定，但实践中通常采用瀑布型收益分配(Waterfall)模式。在该模式下，私募基金实行“即退即分”模式，即一旦取得可分配收入则立即进行分配。

目前经典的瀑布型收益分配(Waterfall)模式有两种：一种为按基金模式的**欧洲模式**(European Model, 又称All Capital First), 该模式在取得可分配收入时优先返还投资人的累计实缴出资；另一种为按项目模式的**美国模式**(US Model, 又称Deal-by-deal), 该模式在基金就每个投资项目退出的投资收益在合伙人之间进行分配, 如符合约定条件, 普通合伙人可在该项目退出收益中取超额收益(Carry)分配, 因此有限合伙人收回累计实缴出资的速度要慢于欧洲模式, 且当后续投资项目出现亏损时存在执行“回拨机制”的可能。

可见, 欧洲模式对有限合伙人的利益保障更为有力, 因而成为人民币私募基金主流做法, 本文主要以该模式为基础进行分析。

## (一) 收益分配的范围

通行模式下私募基金收益分配的范围可为可

分配收入, 一般指在扣除就支付相关税费、债务、合伙费用和其他义务(包括已经发生的和为将来可能发生的该等税费、债务、合伙费用和其他义务进行合理的预留)而言适当的金额后可供分配的部分, 主要包括:

1、项目处置收入, 指合伙企业从其处置投资项目(包括但不限于处置其在被投资企业中的股权或其他权益)获得的收入, 该收入既包括合伙人对该项目的出资, 也包括由此产生的利润/亏损。通过项目部分或全部退出等项目处置方式获取资本收益, 是私募基金投资活动的主要目标之一;

2、投资运营收入, 指合伙企业从其投资运营活动获得的分红、股息、利息和其他类似的收入;

3、其他收入, 主要包括临时投资收入(如现金管理取得的收益)及其他收入;

4、未使用出资额, 指合伙企业不再进行投资或用于其他目的并可返还给各合伙人的实缴出资额。

## (二) 收益分配的方式

通行模式优先保证投资人实缴出资额, 因此采用以下方式分配收益<sup>1</sup>: 优先分配收入直至全体合伙人获得分配额等于累计实缴出资额>门槛收益>追赶收益(如有)>超额收益。

1. 为本文之目的及避免歧义, 对合伙企业其他收入和未使用出资额的分配本文暂不做探讨, 故文中可分配收入主要指项目处置收入和投资运营收入。

步骤	具体方式
优先分配收入直至全体合伙人获得分配额等于累计实缴出资额	项目处置收入和投资运营收入100%向参与相应项目的全体合伙人按照相应项目投资成本分摊比例进行分配,直至全体合伙人累计获得的分配额等于其各自于合伙企业的实缴出资额。
门槛收益	如有余额,100%向参与相应项目的全体合伙人进行分配,直至其累计获得的收益达到其实缴出资额所对应的合理比例回报(“门槛收益”),该合理比例通常设置在6%-12%之间。实践中,不同合伙企业就该门槛收益在普通合伙人和有限合伙人之间的分配顺序有所不同。有的先行保证有限合伙人的门槛收益,再向普通合伙人分配;有的则同步在有限合伙人和普通合伙人之间进行分配。
追赶收益(如有)	如有余额,100%向普通合伙人分配,直至普通合伙人累计获得的分配额等于截至该等分配时点全体有限合伙人或全体合伙人累计获得的门槛回报的一定比例,该比例通常设置为10%-20%。
超额收益	如有余额,在全体合伙人/有限合伙人和普通合伙人之间进行分配,常见的模式为80%分配给全体合伙人/有限合伙人,20%分配给普通合伙人。

## 第三部分\ 《合伙企业法》关于财产分配的规定

### (一) 合伙企业财产的范围

《合伙企业法》采用的是“财产分配”的表述。根据其规定,我国合伙企业的财产分为以下三部分:

**一是原始财产**,即合伙人的出资,包括货币、实物、知识产权、土地使用权或者其他财产

权利。尽管《合伙企业法》规定合伙人可以劳务出资,但劳务因其具有人身属性通常不被认定为合伙企业财产;

**二是积累财产**,即以合伙企业名义取得的收益。积累财产是原始财产的衍生,主要包括合伙企业的公共积累资金、未分配的利润、合伙企业债权、合伙企业取得的工业产权和非专利技术以及合伙企业的名称(商号)、商誉等财产权利;

**三是依法取得的其他财产**,包括捐赠财产等。

法条索引	具体规定
《合伙企业法》 第十六条	合伙人可以用货币、实物、知识产权、土地使用权或者其他财产权利出资，也可以用劳务出资。合伙人以实物、知识产权、土地使用权或者其他财产权利出资，需要评估作价的，可以由全体合伙人协商确定，也可以由全体合伙人委托法定评估机构评估。合伙人以劳务出资的，其评估办法由全体合伙人协商确定，并在合伙协议中载明。
《合伙企业法》 第二十条	合伙人的出资、以合伙企业名义取得的收益和依法取得的其他财产，均为合伙企业的财产。

## (二) 合伙企业财产分配方式

根据《合伙企业法》规定，合伙企业的财产在合伙企业清算前不得分割，但合伙企业的利润可按协议约定分配。<sup>2</sup>该规定包含了两层含义：1、合伙企业清算指解散时清算，因此合伙企业的财产在解散前不得分配；2、鉴于利润可以在清算前进行分配，因此从文义上来看清算前不得分割的财产主要是指利润以外的财产。《中华人民共和国民法典》（以下简称“《民法典》”）延续

了《合伙企业法》的规定。

我们认为，《合伙企业法》规定合伙企业财产在清算前不得分割，主要是基于保护合伙企业财产独立性和完整性，保证其正常经营。任何形式的企业均以盈利为目的，合伙企业也不例外。合伙企业的财产是合伙企业最重要的生产要素，是其盈利的基础，如不经过法定程序分配将对财产的独立性和完整性造成破坏从而影响其正常经营。

法条索引	具体规定
《合伙企业法》 第二十一条	合伙人在合伙企业清算前，不得请求分割合伙企业的财产；但是，本法另有规定的除外。合伙人在合伙企业清算前私自转移或者处分合伙企业财产的，合伙企业不得以此对抗善意第三人。
《合伙企业法》 第三十三条	合伙企业的利润分配、亏损分担，按照合伙协议的约定办理；合伙协议未约定或者约定不明确的，由合伙人协商决定；协商不成的，由合伙人按照实缴出资比例分配、分担；无法确定出资比例的，由合伙人平均分配、分担。
《民法典》第九百六十九条	合伙人的出资、因合伙事务依法取得的收益和其他财产，属于合伙财产。合伙合同终止前，合伙人不得请求分割合伙财产。

2. 广义的财产分配方式包括通过退伙、合伙人死亡或届满清算进行财产分割或利益分配等多种分配方式。为避免歧义，本文探讨的财产分配方式不包括退伙和合伙人死亡等情形。

## 第四部分\

# 私募基金收益分配与《合伙企业法》财产分配的比较分析

### (一) 与《合伙企业法》的相关规定无法紧密衔接

如前所述，私募基金的收益分配条款约定的实际上是合伙人将合伙企业获得的可分配收入进行分配，可分配收入包含的不仅仅是合伙企业的利润，也包括合伙企业的其他财产。而《合伙企业法》规定合伙企业财产不得分割，仅对利润分配进行例外规定，其他财产在合伙企业存续期间能否分配给合伙人未进行明确规定。由此可见，私募基金收益分配的方式并未在《合伙企业法》获得明确许可，实践与法律在该问题上存在一定程度上的衔接空白，从而导致实践中对私募基金分配方式法律效力认定不一。

### (二) 司法实践中已逐渐承认私募基金的分配方式

尽管《合伙企业法》规定财产不可分割，但司法实践中已逐渐突破该规定。

首先，有案例支持合伙企业财产分割不以清算完毕为前提。在刘某一、刘某二合伙协议纠纷再审[(2020)最高法民申2314号]一案中，最高法院认为清算完毕并非合伙财产分割的必要前提，在部分债务尚未完全明确的情况下亦可在现有能够确定的资产和债务基础上进行财产分割。

其次，有案例支持合伙企业财产分配以合伙人的合意为基础，如合伙人一致同意分割则应当支持。在赵某某、沈某某、李某某等合伙企业纠纷二审[(2020)冀09民终3856号]一案中，合伙人形成不经清算分割合伙财产的合意，应当尊重合伙人的合意进行财产分割。

再次，有案例支持私募基金“先本后利”的分配方式”。在重庆万彩广告文化传播有限公司与重庆渝庆光恒商务咨询中心、卢某、重庆德瀚新材料创业投资基金合伙企业等合同纠纷二审[(2019)渝05民终7631号]一案中，法院承认了“先本后利”的分配方式”，并认可合伙企业分配后将导致合伙人出资额减少。

我们认为，司法实践取得突破的主要原因有以下几点：

一是《合伙企业法》关于财产分配的规定在逻辑上并非严密。其虽然规定了财产在清算前不得分割，但又规定利润可以分配。至于利润之外的其他财产是否可以分配没有明文规定，仅可依据文义推导。

二是合伙企业的根本运行逻辑在于普通合伙人承担无限连带责任，合伙企业许多安排的原因都与此相关。根据《合伙企业法》的规定，不论合伙企业是否存续、清算或注销，普通合伙人对合伙企业的债务均承担无限连带责任。若合伙企业债权人认为合伙企业财产分配损害了其



利益,其可向普通合伙人追偿。此外,《合伙企业法》规定有限合伙人以其认缴额或退出时取回财产为限对退伙前的债务承担责任。有鉴于此,债权人的利益能够得到相应保障,故而个别法院判例支持了相关的财产分配安排。

三是合伙企业的“人合性”特点相较于公司等组织形式更加突出。如前所述,《合伙企业法》关于财产不得分割的规定主要是基于维护合伙企业财产的独立性和稳定性的考虑,但如果全体合伙人一致认同无需维系该独立性和稳定性,或该独立性和稳定性对合伙企业而言并非关键问题,则应当尊重合伙人的该种意思自治。

四是《合伙企业法》修订至今已逾15年时间,其立法之初并未考虑到私募基金等商事合伙企业的特殊情形,许多规定如直接套用将无法适应社会经济的现实情况,因此司法实践亦需与现实情况相结合进行综合判断。

### (三) 私募基金收益分配模式具有现实性和合理性

我们认为,私募基金通行的收益分配模式存在现实性和合理性。

主要原因在于,私募基金的经营与其他类型的合伙企业存在显著的差异,私募基金的经营为股权投资,其主要经营活动在投资期结束即已完成。在无特殊约定的情况下,私募基金不像其他合伙企业存在滚存收入并持续发展的需求,其通常不会利用已取得收入进行再投资<sup>3</sup>,因此将已实现(部分)退出的投资项目收入分配给合伙人,不会影响私募基金对其他投资项目的投资,不会影响合伙企业经营的稳定性,反而有助于保证合伙人及时回收出资、防止未获利先征税<sup>4</sup>、提高基金整体收益率。

尽管如此,我国并非判例法国家,在私募基金收益分配问题上规则与实践的差异不容忽视,“法”行合一尚有待相关法律法规的修订或司法解释的出台。

3.部分私募基金存在“循环投资”的安排,但该循环投资与一般合伙企业扩大经营生产有着明显的区别,不会对私募基金的收益分配产生影响。

4.根据我国现行会计准则,合伙型私募股权基金留存所得也需征收所得税。



案例	审判法院	案件事实	法院观点	笔者观点
刘某一、刘某某二合伙协议纠纷再 审 [(2020)最高法民申2314号]	最高人民法院	原被告双方签订共同开发协议约定共同开发臻金铭郡小区项目,但由于被告在合伙期间的相关作为,原告要求解除合伙协议并分割共同财产。该案经吉林省高级人民法院作出二审民事判决[(2019)吉民终417号]。吉林省高级人民法院认为“双方出资情况不清。刘某一主张其出资682万元,但此部分很多都是对外借款,不能确定债务人即是刘某一。虽然其中一部分已经过诉讼或正在诉讼中,但即使已经被人民法院判决,也应当结合判决的执行情况才能确定刘某一的出资数额。况且刘某某对刘某一出资情况亦并不认可。”	最高院认为:合伙解散后分割合伙财产并不以合伙资产和债务全部清算完毕为条件,即使合伙已经解散,合伙财产分割完毕,合伙人仍应对合伙债务承担连带责任。虽有部分关于合伙债务的诉讼未审理终结或执行终结,也可以在现有能够确定的资产和债务基础上进行审理和判决,并非必须等待所有合伙债务均明确之后,才能分割合伙财产。	虽然该案主要针对个人合伙,但合伙人在个人合伙和合伙企业中对债务的连带责任并没有明显的区别,因此该审判精神对合伙企业仍有借鉴意义。但不论是否清算完毕,最高院并未否认合伙财产需得合伙解散后方可分割的观点。
赵某某、沈某某、李某某等合伙企业纠纷二 审 [(2020)冀09民终3856号]	河北省沧州市中级人民法院	2013年9月17日原、被告及第三人签订了《合伙经营协议》,协议约定:四人以泊头市瑞德车业配件厂的名义合伙经营电动车身模具及焊接加工,合伙项目出资总额为500万元。合伙至2016年9月16日止。后因合伙无法经营下去,合伙人于2015年12月20日召开合伙会议并制作了会议纪要,三人同意将合伙项目整体出售。约定四个合伙人都可以联系出售本项目。同日,被告将合伙财产予以出售获得225万元,被告转给原告32万元,原告要求按合伙比例分配取得66.9万元,被告主张合伙企业未清算前不得财产分割,因而未予同意。	二审法院认为,上诉人赵某某虽主张先清算后分割合伙财产,但其……的行为均以表明四合伙人形成不经清算分割合伙财产的合意,故上诉人赵某某提出的未经清算便分割财产的理由不合同约定的主张不能成立,本院不予支持。	本案中法院尊重合伙人对合伙企业的意思自治,允许不经清算即分割财产的主张。

案例	审判法院	案件事实	法院观点	笔者观点
重庆德瀚新材料创业投资基金合伙企业合同纠纷二审 [(2019)渝05民终7631号]	重庆市第五中级人民法院	<p>上诉人万彩公司与德瀚基金合伙企业有限合伙人渝庆咨询于2017年底签订《财产份额转让协议》及其补充协议。渝庆咨询将其对德渝基金已实际出资1200万元及后期800万元份额承诺缴付款项整体转让给万彩公司,协议签订后万彩公司支付转让对价1800万元。</p> <p>之后,万彩公司在参加2018年度股东会时,发现渝庆咨询已在德渝基金中提走了部分资金。万彩公司认为渝庆咨询在德渝基金中的资本金本数为900余万元,而非1200万元。故此以重大误解为由要求撤销《财产份额转让协议》及其补充协议。</p>	<p>一审法院认为:确定万彩公司能否行使撤销权的关键在于万彩公司是否知晓德瀚基金合伙企业的分配方式为先本后利.....关于万彩公司是否知晓德瀚基金合伙企业的分配方式为先本后利。万彩公司于2018年4月签订了《合伙协议》,协议中明确约定,基金可分配资金的分配原则为“先回本后分利”,基金经营期间获得的每一笔可分配资金应首先让所有合伙人(包括基金管理人)按实缴出资比例回收其实缴出资额。因此万彩公司至少在2018年4月期间就应当知道德瀚基金合伙企业“先本后利”的分配方式。</p> <p>二审法院认为:万彩公司向本院举示以下证据:.....现经专业机构回复,渝庆咨询中心出资不足1200万元,仅900余万元。.....本院对万彩公司举示的证据的真实性、合法性予以确认.....其应当知道德瀚基金合伙企业根据合伙协议进行分配、各合伙人出资金额减少的情况。</p>	在该审判中,法院承认《合伙协议》关于基金可分配资金的分配原则为“先回本后分利”的效力,并且认定有限合伙人基于合伙企业的收益分配将导致其出资金额减少,实际上支持了合伙企业基于各合伙人出资形成的财产可在合伙企业存续期间进行分配。

## 第五部分\

# 私募基金收益分配导致合伙企业 出资减少的处理方式

### (一) 财务处理

如上文所述,私募基金分配的第一步为优先分配收入直至全体合伙人获得分配额等于累计实缴出资额,分配后将导致合伙人出资额减少以及合伙企业财产减少。对此,实践中常存在不同的财务处理方式,其中包括但不限于:(1)按合伙人借款/往来处理,性质为合伙企业向合伙人借款,清算时与可分配财产相抵扣;(2)冲减实收资本,存续期结束后直接注销合伙企业;(3)减计归

属于合伙人权益,之后进行企业减资变更登记。前两种方式均为私募基金内部财务处理,外部第三人无从得知,第三种方式下尽管有企业减资变更登记流程,但合伙企业的减资流程与公司减资流程截然不同,下文将重点阐述。

### (二) 减资处理

#### 1、私募基金可以进行减资

根据《私募投资基金备案须知》(2019年12月23日)的规定,虽然私募基金应当封闭运作,但在投资项目退出后可进行减资操作。因此,如对项目处置收益进行分配从而导致合伙人出资减少,进行减资操作是可行的。

法条索引	具体规定
《私募投资基金备案须知》(2019年12月23日)一(十一)	【封闭运作】私募股权投资基金(含创业投资基金,下同)和私募资产配置基金应当封闭运作,备案完成后不得开放认/申购(认缴)和赎回(退出),基金封闭运作期间的分红、退出投资项目减资、对违约投资者除名或替换以及基金份额转让不在此列。
《创业投资企业管理暂行办法》第二十六条	管理部门已予备案的创业投资企业及其管理顾问机构,应当在每个会计年度结束后的4个月内向管理部门提交经注册会计师审计的年度财务报告与业务报告,并及时报告投资运作过程中的重大事件。 前款所称重大事件,系指: (一)修改公司章程等重要法律文件。 (二)增减资本。 (三)分立与合并。 (四)高级管理人员或管理顾问机构变更。 (五)清算与结业。

## 2、合伙企业减资无需公告

公司减资以公告为前提。《中华人民共和国公司法》(以下简称“《公司法》”或“《公司法》(现行)”)明确规定股东不得抽逃出资,减资需履行编制资产负债表及财产清单、做出减资决议、发布公告、通知债权人等一系列程序,债权人自接到通知之日起或公告之日起一段时间内可要求公司清偿债务。值得注意的是,《公司法》所规定的减资程序也存在简化的演变趋势,2021年12月24日最新公布的《中华人民共和国公司法(修订草案)》(以下简称“《公司法(修订草案)》(2021年)”)新增了“简易减资程序”的相关规定,主要适用于公司公积金弥补公司亏损后仍有亏损的情形。但目前该规定不甚明确,从文义

来看似乎无须践行普通减资的决议程序与债权人通知程序。笔者理解,这是为适应现代商业节奏和商业模式而做出的简化调整,减少了通知债权人这一关键环节,债权人注意义务需以相应必要提高。不论何种程序,公司减资以公告为必要环节,是对债权人的重要保护措施。

合伙企业减资以合意为前提。《合伙企业法》对减资仅做概括性规定,即合伙企业减资按照合伙协议的约定或者经全体合伙人决定,减资后应进行企业变更登记,但无需履行公告程序。债权人如其无法事先获知合伙企业内部减资约定,则仅可依靠事后救济获得补偿。由此可见,合伙企业的债权人相较于公司债权人而言,承受更大的风险。

《合伙企业法》	《公司法》(现行)	《公司法(修订草案)》(2021年)
第三十四条 合伙人按照合伙协议的约定或者经全体合伙人决定,可以增加或者减少对合伙企业的出资。	第三十五条 公司成立后,股东不得抽逃出资。	第二百一十条 公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。公积金弥补公司亏损,应当先使用任意公积金和法定公积金;仍不能弥补的,可以按照规定使用资本公积金。法定公积金转为资本时,所留存的该项公积金不得少于转增前公司注册资本的百分之二十五。
第十三条 合伙企业登记事项发生变更的,执行合伙事务的合伙人应当自作出变更决定或者发生变更事由之日起十五日内,向企业登记机关申请办理变更登记。	第四十三条 股东会的议事方式和表决程序,除本法有规定的外,由公司章程规定。股东会会议作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议,以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议,必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。	第二百二十条 公司减少注册资本,必须编制资产负债表及财产清单。公司应当自股东会作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人,并于三十日内在报纸上或者统一的企业信息公示系统公告。债权人自接到通知之日起三十日内,未接到通知的自公告之日起四十五日内,有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。

《合伙企业法》	《公司法》(现行)	《公司法(修订草案)》(2021年)
	<p>第一百七十七条 公司需要减少注册资本时,必须编制资产负债表及财产清单。 公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人,并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内,未接到通知书的自公告之日起四十五日内,有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。</p>	<p>第二百二十一条 公司依照本法第二百一十条第二款的规定弥补亏损后,仍有亏损的,可以进行简易减资,但不得向股东进行分配,也不得免除股东缴纳股款的义务。简易减资不适用前条第二款的规定,但应当在报纸上或者统一的企业信息公示系统公告。 公司简易减资后,在法定公积金累计额超过公司注册资本前,不得分配利润。</p>

我们认为,公司与合伙企业作为两种主要的经济组织形式,在减资程序上差异的根源在于二者债务承担方式不同。公司债务由公司股东以其认缴出资为限承担有限责任。合伙企业债务由普通合伙人承担无限连带责任,债权人利益一旦受侵便可向普通合伙人追偿。为此,《合伙企业法》未就减资设置通知债权人或公告环节,并结合合伙企业“人合性”的特性,充分尊重合伙人的意思自治,根据协议约定即可减资。

## 第六部分\

# 私募基金收益分配对债权人的影响及其救济

## (一) 私募基金的分配方式将会损害债权人的利益

《合伙企业法》规定合伙企业对其债务应先以其全部财产进行清偿。私募基金收益分配后将导致合伙企业财产减少,从而使得债权人可获偿

的财产减少,债权人利益由此受到影响。

一般而言,私募基金除了基金费用外较少存在其他债务。但在现代复杂的商业环境中,不能排除因违约责任(如拖欠投资款<sup>5</sup>)、侵权责任、合伙人恶意分配财产或其他原因(如部分基金存在举债、担保等行为或存在涉税情形)导致大额负债发生。此外,实践中私募基金在分配收入的同时并未完全清偿债务。这是因为,实践中为保证合伙人及时回收出资额,通常会在收入和债务届满之间进行合理筹划,不会完成全部债务清偿再行收入分配。为此,也有可能发生收入分配了但债务无法偿还的情形。

## (二) 债权人的救济途径

### 1、合伙企业以其全部财产进行清偿

根据《合伙企业法》,合伙企业对其债务,应先以其全部财产进行清偿。

5. 现实中部分投资项目以企业登记为先决条件进行付款

法条索引	具体规定
《合伙企业法》 第三十八条	合伙企业对其债务, 应先以其全部财产进行清偿。

## 2、普通合伙人承担无限连带责任

普通合伙人承担无限连带责任, 是合伙企业的根本运行逻辑, 是其与公司的本质区别。《合伙企业法》多处强调普通合伙人承担无限连带责任, 无论是企业存续、注销、破产, 普通合伙人均无法逃脱责任。

值得注意的是, 鉴于普通合伙人承担无限连带责任, 普通合伙人自身的偿债能力是债权人获得保障的关键。实践中许多私募基金的普通合伙人通常由公司担任。公司作为法人以其独立财产承担债务, 实际上使得普通合伙人在有限合伙企业中承担的无限责任向有限责任转化, 导致其

法条索引	具体规定
《合伙企业法》 第二条	普通合伙企业由普通合伙人组成, 合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任。本法对普通合伙人承担责任的形式有特别规定的, 从其规定。 有限合伙企业由普通合伙人和有限合伙人组成, 普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任, 有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。
《合伙企业法》 第三十八条	合伙企业对其债务, 应先以其全部财产进行清偿。
《合伙企业法》 第三十九条	合伙企业不能清偿到期债务的, 合伙人承担无限连带责任。
《合伙企业法》 第九十一条	合伙企业注销后, 原普通合伙人对合伙企业存续期间的债务仍应承担无限连带责任。
《合伙企业法》 第九十二条	合伙企业不能清偿到期债务的, 债权人可以依法向人民法院提出破产清算申请, 也可以要求普通合伙人清偿。 合伙企业依法被宣告破产的, 普通合伙人对合伙企业债务仍应承担无限连带责任。

对合伙企业债务承担无限责任仅具有形式意义。在《公司法》并无强制要求最低注册资本金的背景下，如担任普通合伙人的公司认缴注册资本较少，则意味着其承担责任的能力较少，将对私募基金债权人来说无疑存在着巨大的风险，值得债权人关注。

### 3、有限合伙人以认缴为限承担责任

#### (1) 有限合伙人的有限责任

《合伙企业法》规定，有限合伙人对合伙企业的债务承担有限责任。

值得注意的是，《合伙企业法》对有限合伙人的责任额度存在不同的界定，其中第二条第二款规定有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任，第八十一条规定有限合伙人以其退伙时从有限合伙企业中取回的财产承担责任。在司法实践中，法院通常要求未退伙的有限合伙人以认缴出资额为限承担责任，已退伙的有限合伙人以取回财产为限承担责任，如广东理想家房地产有限公司与广州艾森投资合伙企业、广州安森企业管理有限公司承揽合同纠纷一审[(2020)粤0113民初2661号]即按照上述观点进行判决。

我们认为，对《合伙企业法》第八十一条关于有限合伙人退伙后承担的责任的规定应当从两个维度进行理解。其一，因为有限合伙人在合伙企业中可以未经减资公告即可退伙，债权人无法

在其退伙时就其取回财产主张权利，故而应当在退伙后的取回财产上为债权人设定相应的救济；其二，第八十一条规定有限合伙人以“退伙时从有限合伙企业中取回的财产承担责任”，从文义上理解是指以退伙时点的取回财产承担责任。

我们对此有以下三点理解：

1、该条的规定需结合《合伙企业法》关于财产分配逻辑理解，即合伙企业财产不可分割，但利润可以分配。在此基础上，在有限合伙人已完成实缴的情况下，因其退伙时点取回的财产基本等于除利润外的剩余财产（扣除相关税费、亏损等相关费用），以退伙时点的取回财产承担责任是合理的。

2、实践中私募基金等合伙企业的财产分配不仅分配利润，也提前分配出资额。因此，在已完成实缴的情况下，有限合伙人在退伙前已取回部分出资额，如仅要求其以退伙时点的取回财产为限承担责任，似有不合理之处，应当将其在退伙前累计取得财产中除利润之外的已取回累计出资额承担责任。

3、在有限合伙人未实缴的情况下，先得补足剩余未缴出资，再根据上述原则承担责任。

#### (2) 有限合伙人的退回机制

法条索引	具体规定
《合伙企业法》 第二条第二款	有限合伙企业由普通合伙人和有限合伙人组成,普通合伙人对合伙企业债务承担无限连带责任,有限合伙人以其认缴的出资额为限对合伙企业债务承担责任。
《合伙企业法》 第八十一条	有限合伙人退伙后,对基于其退伙前的原因发生的有限合伙企业债务,以其退伙时从有限合伙企业中取回的财产承担责任。

由上可知,尽管合伙型私募基金无需履行减资公告即可收益分配,但有限合伙人以其认缴额或退回财产承担的有限责任不以收益分配而消失。为保护债权人利益,我们认为有必要在合伙协议中约定退回条款。

实践中已有许多合伙协议设置了退回条款,但不同合伙企业约定不尽相同。以下为笔者截取的某个普通合伙人主导的较为典型的约定:“各该合伙人在本条下的分配返还义务应以截至普通合伙人提出该要求之时点的各自累计分配金额扣除其应缴纳税费后的净收益额为限。”根据该条款,有限合伙人需退还所有累计分配金额,即包括利润和出资额,这比《合伙企业法》规定的更为严格。我们认为,如果合伙协议中已有明确约定,从其约定,如未明确约定则适用《合伙企业法》。

## 第七部分\ 总结

在我国目前民商合一的立法模式下,商事法律规范特殊安排存在一定的缺失,私募基金收益分配为其中较为典型的一个问题。为保护债权人利益,避免潜在的纠纷,我们建议在私募基金的合伙协议中充分约定:在基金无法清偿对外债务时,有限合伙人应当以其认缴额为限承担责任,如其已退伙,应当以其累计取回的出资额(或合伙人约定的其他取回财产)为限,退回其在私募基金中取得的分配。



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



翁禾倩  
非权益合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2455  
wengheqian@zhonglun.com



# 二十年铸一剑：新证券虚假陈述 司法解释要点解读

作者：张保生、周伟、肖强、尹航



2022年1月21日, 最高人民法院重磅发布《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》(下称“《规定》”), 正式宣告实施近二十年的《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“2003年《若干规定》”)退出历史舞台, 标志着中国证券虚假陈述诉讼进入全新时代!

《规定》正式废除前置程序, 将诱空型虚假陈述纳入调整范围, 全面重构虚假陈述行为的司法认定规范, 切实保障投资者权益; 明确交易因果关系、损失因果关系的认定规则, 完善损失认定和处理规则, 科学合理认定责任范围; 明确董监高、独立董事、保荐承销机构、证券服务机构的过错认定标准及免责抗辩事由, 明晰各方责任边界; 强化控股股东、实际控制人“首恶”责任, 明确重大资产重组的交易对方以及帮助造假的供应商、客户、金融机构等相关主体的赔偿责任, 全面压实各方责任。

二十年铸一剑, 《规定》弥补和完善了2003年《若干规定》随着证券市场变化所呈现的诸多缺失与不足, 切实回应了证券虚假陈述司法实践的需求与市场关切, 对我国证券虚假陈述诉讼制度的发展无疑具有里程碑的意义! 本文将对《规定》主要修改亮点进行深度解读, 以飨读者。

第一部分\

## 彻底废除前置程序, 全面重构虚假陈述诉讼的司法裁判逻辑, 切实保护投资者利益

### 1. 彻底废除前置程序, 原告提交“信息披露义务人实施虚假陈述的相关证据”即可提起诉讼

在我国证券市场初期, 因投资者取证困难, 法院审判经验不足, 根据当时的立法和司法实践情况, 2003年《若干规定》确定以行政处

罚决定或刑事裁判文书为前置程序, 具有现实必要性, 其在多年的司法实践中对减轻原告举证责任、防范滥诉也发挥了重要作用。但是, 前置程序的设置实际上是对当事人诉讼权利的一种限制, 随着证券诉讼审判经验的不断积累和民事诉讼制度的不断完善, 废除前置程序势在必行。

《规定》彻底废除前置程序, 全面放宽对原告起诉提交的初步证据要求, 甚至彻底取消了《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》等规定中对于原告应至少提交行政处罚决定、刑事

裁判文书、被告自认材料、交易所纪律处分或自律监管措施等作为初步证据的起诉限制。《规定》仅原则性规定原告提交“信息披露义务人实施虚假陈述的相关证据”即符合起诉条件，在实质取消前置程序的问题上迈出了一大步，可能引发我国证券虚假陈述诉讼的一波新浪潮。

## 2.全面重构虚假陈述责任的司法裁判逻辑体系

在全面取消前置程序的背景下，证券虚假陈述诉讼正式进入司法独立审查认定虚假陈述责任的新时代。为此，《规定》在废除前置程序的基础上，全面修改和完善了虚假陈述行为的认定规则、重大性的认定标准、交易因果和损失因果关系认定与抗辩标准、诉讼时效起算时点等一系列配套规范，全面重构了虚假陈述责任认定的司法裁判逻辑体系。

## 3.法院与证券监管部门协同配合，切实解决投资者举证难题

为解决投资者举证困难以及人民法院与证券监管部门统一裁量标准等问题，最高人民法院和中国证监会同步发布配套规定《关于适用〈最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定〉有关问题的通知》（下称“《通知》”），明确规定人民法院与证券监管部门的协同处理机制。《通知》对民事诉讼和证券监管

调查程序的衔接明确规定，法院应当在受理案件后向证监会通报，但行政调查程序并不必然影响民事案件的审理。《通知》也明确规定法院可以依法向证监会调查收集有关证据，可以就诉争虚假陈述行为的违规情况、对证券交易价格的影响以及损失计算等专业问题征求证监会、证券交易场所、投资者保护机构等单位的意见，以解决投资者举证难题，切实保障投资者利益。

## 第二部分\

## 重新界定虚假陈述行为的类型和认定标准

《规定》明确规定了“虚假记载”“误导性陈述”和“重大遗漏”三种典型的虚假陈述行为，并对误导性陈述、重大遗漏的概念进行重新界定。同时，将未按规定披露信息进一步区分为虚假陈述、内幕交易和损害股东利益三种情形。

**1.关于“虚假记载”：**《规定》将其定义修改为“对相关财务数据进行重大不实记载，或者对其他重要信息作出与真实情况不符的描述”，新的定义不仅更加契合虚假记载的“虚假”这一特征，而且着重强调了实践中最为常见的财务数据虚假记载行为。

**2.关于“误导性陈述”：**2003年《若干规定》规定的误导性陈述，是指“作出使投资者对其投

资行为发生错误判断并产生重大影响的陈述”的“作为”型虚假陈述行为。《规定》将其定义修改为“隐瞒了部分重要事实,或者未及时披露相关更正、确认信息,致使已经披露的信息因不完整、不准确而具有误导性”,更偏重于“不作为”型的虚假陈述行为。

**3.关于“重大遗漏”:**《规定》将其界定为对重大事件或者重要事项等应当披露的信息未予披露,这区别于2003年《若干规定》规定的未将应当记载的事项完全或者部分予以记载的界定。

**4.关于“未按照规定披露信息”:**《规定》明确“未按照规定披露信息”构成虚假陈述的,根据《规定》承担民事责任,构成内幕交易或者损害股东利益行为的,分别依照《证券法》和《公司法》的相关规定承担民事责任。

### 第三部分\

## 新增“预测性信息安全港”规则,预测性信息与实际情况存在重大差异不当然承担虚假陈述赔偿责任

关于预测性信息的虚假陈述民事责任问题,因预测性信息与事实性信息的披露标准明显不同,美国等多国通常制定“安全港规则”对预测性信息的虚假陈述民事责任予以限缩,以鼓励发行人、上市公司主动披露预测性信息。2003年《若干

规定》并未对预测性信息作出特别规定,我国就此类案件的司法实践探索也长期处于空白,直到2021年,深圳中院在“中航三鑫”案、成都中院在“某科技公司案”、南京中院在“某光伏公司案”裁判中对预测性信息虚假陈述责任做出认定。

《规定》新增“预测性信息安全港”规则,明确规定预测性信息与实际经营情况存在重大差异的,原则上不构成虚假陈述,对鼓励信息披露义务人自愿、主动披露预测性信息具有积极意义,也避免信息披露义务人单纯因预测不准确而不当承担责任。同时,《规定》也规定了预测性信息构成虚假陈述行为应当承担虚假陈述民事责任的几种情形:相关信息披露文件未对影响该预测实现的重要因素进行充分风险提示;预测性信息的编制基础明显不合理;预测性信息所依据的前提发生重大变化时未及时履行更正义务。

### 第四部分\

## 诱空型虚假陈述被正式纳入调整范围,投资者受诱空型虚假陈述影响卖出相关证券所受损失可以获赔

2003年《若干规定》仅将诱多型虚假陈述作为规制对象,未将诱空型虚假陈述纳入调整范围。随着近年来诱空型虚假陈述频发以及立法

技术的逐步成熟和司法审判经验的不断积累,《规定》正式将诱空型虚假陈述纳入调整范围,并制定了具体赔偿认定规则。

### 1. 诱空型虚假陈述的交易因果关系的认定:

投资者在实施日至揭露日期间卖出股票的,推定其投资决策与诱空型虚假陈述行为具备交易因果关系。

### 2. 诱空型虚假陈述的损失计算方法:

诱空型虚假陈述的损失计算以投资者在基准日前是否买回股票为区分标准:对于揭露日至基准日期间买回的证券,其投资损失=(买回平均价格-卖出平均价格)\*买回股数;对于揭露日至基准日期间未买回的证券,其投资损失=(基准价格-卖出平均价格)\*未买回股数。

## 第五部分\

# 明确规定“重大事件”+“价格敏感性”的重大性认定标准,并将“价格敏感性”作为重大性的核心衡量因素

在前置程序被正式取消后,虚假陈述行为的重大性及其与投资者投资决策的交易因果关系问题,应成为法院审理的重点。此前《全国法院民商事审判工作会议纪要》(下称“《九民会议纪要》”)第八十五条规定的“被行政处罚的虚假陈述具有重大性”的单一标准已与资本市场的实际

发展情况不符且无法满足审判实践的需要。

《规定》对“重大性”问题作出明确规定,并重新提出“重大事件”+“价格敏感性”的重大性判定标准。虚假陈述的内容属于证券法、监管部门制定的规章和规范性文件要求披露的“重大事件”,或者虚假陈述的实施、揭露或者更正对于证券交易价格或交易量有明显影响的,都可认定其具有重大性。但是,《规定》也进一步强调,“价格敏感性”是“重大性”更为实质的判断因素,即使虚假陈述内容属于“重大事件”,但如果有证据证明该信息不具备价格敏感性的,也应当认定其不具有重大性。可以预见,重大性认定问题将成为虚假陈述诉讼核心争议焦点问题。

## 第六部分\

# 明确规定交易因果关系的独立地位,进一步完善推翻交易因果关系的具具体情形

2003年《若干规定》并未明确区分交易因果关系和损失因果关系,而是概括地规定虚假陈述与投资损失之间的因果关系要件,使得司法实践中对于法院是否应当审查虚假陈述行为与投资者投资决策的交易因果关系产生争议。

《规定》不仅认可了交易因果关系的独立法律地位,还就交易因果关系的否定情形作出了明

确规定：

(1) 增加原告投资行为是受到实施日后上市公司收购、重大资产重组等其他重大事件影响的抗辩情形；

(2) 在原告“明知”虚假陈述存在的抗辩情形基础上，增加了“应当知道”或者虚假陈述已被证券市场广泛知悉的情形；

(3) 将2003年《若干规定》中的“恶意投资、操纵证券价格”行为进一步拓宽为“证券违法行为”。

## 第七部分\

# 细化实施日和揭露日的认定情形，重构基准日的认定规则

## 1.《规定》采用列举方式明确了实施日认定标准，厘清实践中的争议问题

根据《规定》第七条之规定，虚假陈述实施日的认定标准如下：

(1) 在指定媒体上公告发布具有虚假陈述内容的信息披露文件，以披露日为实施日；

(2) 通过召开业绩说明会、接受新闻媒体采访等方式实施虚假陈述的，以该虚假陈述的内容在具有全国性影响的媒体上首次公布之日为实施日；

(3) 信息披露文件或者相关报导内容在交易日收市后发布的，以其后的第一个交易日为实施日；

(4) 因未及时披露相关更正、确认信息构成误导性陈述，或者未及时披露重大事件或者重要事项等构成重大遗漏的，以应当披露相关信息期限届满后的第一个交易日为实施日。

## 2.《规定》扩充虚假陈述的揭露途径，完善了揭露日的认定标准

(1) 《规定》对于揭露日的界定，除了“在权威媒体被首次公开”的要求之外，还新增了“为市场知悉”的要求，并将公开交易市场对相关信息的反应作为认定投资者是否知悉虚假陈述的标准。

(2) 扩充虚假陈述的揭露途径。除全国影响性的报刊、电台、电视台外，揭露途径增加监管部门网站、交易场所网站、主要门户网站和行业知名的自媒体，丰富了“媒体”的外延。

(3) 除非当事人有相反证据足以反驳，否则应当将监管机构对信息披露违法的立案调查和交易所采取自律监管措施的信息公开之日推定为揭露日。

(4) 明确了持续虚假陈述与多项虚假陈述的揭露日认定标准。虚假陈述呈连续状态的，以首次被公开揭露并为市场知悉之日为揭露日，实施多个相互独立的虚假陈述的，应当分别认定其揭露日。

### 3. 重构基准日的认定规则, 将基准日限定在揭露日后10个交易日至30个交易日之间, 大大缩短揭露日至基准日的期间

与2003年《若干规定》分别列举四种情况下的基准日认定标准不同,《规定》统一将采用集中竞价的交易市场中“揭露日后换手率达到100%之日”认定为基准日,并将10个交易日内换手率达到100%情形下的基准日确定为揭露日后第10

个交易日,将30个交易日内换手率未达到100%情形下的基准日确定为第30个交易日,以确保基准日处于揭露日后10个交易日至30个交易日期间,避免因揭露日至基准日的期间过短或过长而造成基准价的“失真”。对于无法通过上述方法确定基准价格的,法院可以根据有专门知识的人的专业意见,参考对相关行业进行投资时的通常估值方法,确定基准价格。



## 第八部分\

### **明确以投资者实际损失为限的损失认定规则,对债券市场欺诈发行和虚假陈述未吸纳“债券本息损失计算投资者损失的计算规则”,似应统一适用《规定》确定的投资差额损失计算规则**

《规定》的征求意见稿曾对“损失认定”一节进行了大幅修改,不仅增加诱空型虚假陈述的股票损失计算方法、重构了基准日和基准价认定规则,还细化了股票欺诈发行的损失计算方法、新增了债券欺诈发行和虚假陈述的损失计算方法以及诱空型虚假陈述中可转债的损失计算方法。然而,《规定》最终未对股票欺诈发行、债券欺诈发行和虚假陈述等情形下的损失计算方法作出特别规定。特别是针对债券欺诈发行和虚假陈述的损失认定问题,《规定》也没有吸纳《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**》”)第二十二条规定的按照债券本息损失计算投资者损失的计算规则。我们理解,在司法解释未对债券欺诈发行和虚假陈述的损失计算方法作出特别规定的情况下,对于债券市场的损失认定似应统一适用《规定》中的损失差额计算方法计算。

## 第九部分\

### **明确规定系统风险和非系统风险等因素导致的损失不应赔偿,进一步扩大和细化虚假陈述之外的其他影响因素,对虚假陈述责任范围认定更加符合侵权责任基本法理,更加公平合理**

2003年《若干规定》虽然规定因证券市场系统风险等其他因素给投资者造成的损失与虚假陈述行为没有因果关系,但因其没有明确非系统风险影响因素,更未细化认定标准,司法实践中,不同法院对于被告提出的非系统风险因素抗辩主张的处理态度差异极大。

《规定》此次修改回应了实践需求。根据《规定》第三十一条规定,如果原告的损失部分或者全部是由他人操纵市场、证券市场的风险、证券市场特定事件的过度反应以及上市公司内外部经营环境等其他因素所导致的,则该等损失应予扣除。

需要关注的是,《规定》采用“证券市场的风险”而非2003年《若干规定》中“证券市场系统风险”的表述似乎表明《规定》认为对于宏观层面应予考虑并剔除的市场风险因素无需达到系统性风险的程度,即使是一般性的市场风险,如果确实造成投资者损失,相应损失也应剔除。



## 第十部分\

# 细化发行人董监高的过错认定规则，特别规定独立董事的免责抗辩事由，对责任人员的过错认定更加科学、合理和精细

## 1.根据发行人董监高的具体任职及履职情况审查认定其是否具有过错，摒弃“一刀切”的责任认定倾向

针对司法实践中出现的董监高“签字即担责”“处罚即担责”而不区分董监高实际履职情况的“一刀切”的责任认定倾向，《规定》明确规定，法院应当根据董监高的工作岗位和职责、在信息披露资料的形成和发布等活动中所起的作用、取得和了解相关信息的渠道、为核验相关信息所采取的措施等实际情况审查认定发行人董监高等人员是否具有过错，体现了在董监高过错认定上更加科学化、合理化、精细化的裁判理念。

同时，《规定》强调董监高仅提出不从事日常经营管理、无相关职业背景和专业背景、相信发行人或者管理层提供的资料、相信证券服务机构出具的专业意见等理由，不能证明其没有过错，强化发行人董监高的勤勉尽职要求。

## 2.明确规定董监高依法行使异议权可作为免责事由

如果发行人董监高根据《证券法》第八十二条第四款的规定，在审核证券发行文件和定期报告过程中，以书面方式发表附具体理由的意见并依法披露，且没有在审议、审核信息披露文件时投赞成票的，人民法院可以认定其主观上没有过错。

## 3.专门规定独立董事的特殊免责抗辩事由，并规定外部监事和职工监事可参照适用

有别于发行人的内部董事，《规定》对独立董事的特殊免责抗辩事由作出专门规定，回应了“康美药业”案引发的各界关切，让独立董事回归“独立性”和“外部性”，鼓励独立董事发挥其应有的监督作用。

独立董事的特殊免责抗辩事由主要包括：

(1) 在签署相关信息披露文件之前，对不属于自身专业领域的相关具体问题，借助会计、法律等专门职业的帮助仍然未能发现问题；

(2) 在揭露日或更正日之前，发现虚假陈述后及时向发行人提出异议并监督整改或者向证券交易场所、监管部门书面报告；

(3) 在独立意见中对虚假陈述事项发表保留意见、反对意见或者无法表示意见并说明具体理由，且没有在审议、审核相关文件时投赞成票；

(4) 因发行人拒绝、阻碍其履行职责，导致无法

对相关信息披露文件是否存在虚假陈述作出判断，并及时向证券交易场所、监管部门书面报告等。

## 第十一部分\

### **明确规定保荐机构、承销机构的过错认定标准，一定程度上肯定保荐机构、承销机构对证券服务机构专业意见的合理信赖**

针对保荐、承销机构的过错认定标准，2003年《若干规定》没有明确规定。《规定》吸收了《债券纠纷座谈会纪要》第三十条关于债券承销机构免责抗辩的相关规定，对保荐机构、承销机构的过错认定标准作出明确规定，并针对信息披露文件是否有证券服务机构专业意见支持的不同情形，对保荐机构的过错认定标准加以区分，一定程度上肯定保荐机构、承销机构对于其他证券服务机构专业意见的合理信赖，切实回应市场呼声和司法实践需求。

根据《规定》第十七条，保荐、承销机构能够举证证明下列情形的，人民法院应当认定其没有过错：

(1) 已经按照法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件、相关行业执业规范的要求，对信息披露文件中的相关内容进行了审慎尽职调查；

(2) 对信息披露文件中没有证券服务机构专业意见支持的重要内容，经过审慎尽职调查和独立判断，有合理理由相信该部分内容与真实情况相符；

(3) 对信息披露文件中证券服务机构出具专业意见的重要内容，经过审慎核查和必要的调查、复核，有合理理由排除了职业怀疑并形成合理信赖。

需要注意的是，《规定》并未保留《债券纠纷座谈会纪要》第三十条第(四)项关于“尽职调查工作虽然存在瑕疵，但即使完整履行了相关程序也难以发现信息披露文件存在虚假陈述”这一免责抗辩事由。

## 第十二部分\

### **明确证券服务机构的过错认定标准，承继和完善了《审计侵权司法解释》规定的会计师事务所免责抗辩事由，明确规定《审计侵权司法解释》仍可适用**

#### **1.明确证券服务机构的勤勉尽责标准，将证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域**

证券服务机构勤勉尽责的“责”之依据，是判定证券服务机构是否勤勉尽责的前提，在以往的司法实践中产生诸多争议。《规定》正式明确规定

证券服务机构的勤勉尽责的判定标准是“根据法律、行政法规、监管部门制定的规章和规范性文件”并“参考行业执业规范”，摒弃了《债券纠纷座谈会纪要》将“职业道德”也作为判定标准的要求。

《规定》也明确指出证券服务机构的责任限于其工作范围和专业领域，证券服务机构依赖保荐机构或者其他证券服务机构的基础工作或者专业意见致使其出具的专业意见存在虚假陈述，能够证明其对所依赖的基础工作或者专业意见经过审慎核查和必要的调查、复核，排除了职业怀疑并形成合理信赖的，人民法院应当认定其没有过错。这意味着对于证券服务机构的过错认定应区分特别注意义务和一般注意义务，区分“专家责任”和“非专家责任”，为一般注意义务情况下，证券服务机构的归责原则等问题留下诸多探讨空间。

## 2. 承继和完善了《审计侵权司法解释》规定的会计师事务所的免责抗辩事由，明确规定《审计侵权司法解释》仍可适用

关于会计师事务所的免责抗辩事由，《规定》基本沿用了最高人民法院于2007年发布的《关于审理涉及会计师事务所审计业务活动中民事侵权赔偿案件的若干规定》（下称“《**审计侵权司法解释**》”）第七条的规定。值得注意的是，《规定》并未废止《审计侵权司法解释》，而是规定《审计侵权司法解释》与《规定》规定不一致的，以《规

定》为准。这意味着，《审计侵权司法解释》关于故意和过失的认定标准以及会计师事务所过失侵权时“以不实审计金额为限”“承担补充赔偿责任”的相关规定仍然可以适用。

### 第十三部分\

## 强调控股股东和实际控制人的终局责任，并明确规定了重组交易对方和帮助造假者的民事赔偿责任

### 1. 原告可以起诉请求直接判令发行人控股股东、实际控制人就其组织指使的虚假陈述行为承担责任

根据《规定》第二十条的规定，发行人的控股股东、实际控制人组织、指使发行人实施虚假陈述，致使原告在证券交易中遭受损失的，原告起诉请求直接判令该控股股东、实际控制人依照本规定赔偿损失的，人民法院应当予以支持；同时，发行人在承担赔偿责任后，可诉请组织、指示其实施虚假陈述行为的控股股东、实际控制人赔偿实际支付的赔偿款、合理的律师费、诉讼费用等损失。

### 2. 原告可以起诉请求判令重组交易对方承担虚假陈述民事赔偿责任

根据《规定》第二十一条的规定，公司重大资

产重组的交易对方所提供的信息不符合真实、准确、完整的要求,导致公司披露的相关信息存在虚假陈述,原告起诉请求判令该交易对方与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失的,人民法院应当予以支持。

### 3.配合造假的客户、供应商、金融机构等主体,与发行人承担连带责任

根据《规定》第二十二條的规定,有证据证明发行人的供应商、客户,以及为发行人提供服务的金融机构等明知发行人实施财务造假活动,仍然为其提供相关交易合同、发票、存款证明等予以配合,或者故意隐瞒重要事实致使发行人的信息披露文件存在虚假陈述,原告起诉请求判令其与发行人等责任主体赔偿由此导致的损失的,人民法院应当予以支持。

#### 第十四部分\

## 诉讼时效的起算时点提前至揭露日或更正日,近期可能引发投资者为避免超过诉讼时效而掀起一轮诉讼高潮,对该规定的溯及力问题,也有可能在实践中产生争议

根据2003年《若干规定》,证券虚假陈述诉讼案件的诉讼时效起算时点为行政处罚作出之

日或刑事判决生效之日。在前置程序被正式取消后,2003年《若干规定》关于诉讼时效起算时点的规定显然已无法适应此类案件审理的需要。为此,《规定》将诉讼时效的起算时点提前至揭露日或更正日。然而,这一诉讼时效起算规则将使大量虚假陈述案件在《规定》施行后面临诉讼时效已经届满或即将届满的局面。

当然,在2015年立案登记制后,人民法院不再以行政处罚决定或刑事裁判文书作为虚假陈述诉讼案件的立案条件,投资者提起诉讼的权利可以得到保障。但毫无疑问,《规定》在明确取消前置程序的同时又修改了诉讼时效规则,可能刺激投资者为避免超过诉讼时效而掀起一轮诉讼高潮。

我们理解,对于这一诉讼时效新规的溯及力问题,在司法实践中也可能产生一定争议。

#### 第十五部分\

## 结语

2003年《若干规定》颁布至今近二十年,中国证券市场法治建设所取得的长足发展和显著成就有目共睹。《规定》在全面推行注册制的背景下推出,是完善资本市场基础制度建设的重要成果,充分彰显了全面保障投资者权利与科学、合理、精细认定投资者损失相协调,“追首恶”、打击

资本市场“痼疾”与厘清各类主体责任边界相统一，司法裁判与证券监管执法相配合等司法理念，极具立法智慧，对中国证券虚假陈述诉讼制度的发展具有重大意义。☞



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

# 以案释法 | 与国有企业对赌时， 股权回购条款须经审批才生效吗？

作者：李崇文、丑斌、吴坤、陆迪



对赌协议作为投融资领域中常见的交易安排,自“海富案”<sup>1</sup>起,到《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》”)出台,一直是学界和实务界讨论的热点话题。对于投资方与目标公司的股东或者实际控制人订立的对赌协议之效力,无论是理论上还是实践中,目前均已无争议。但在参与对赌的目标公司股东或者实际控制人系国有企业尤其是国有独资公司的情况下,基于国有资产监管的特殊要求,相关股权回购条款的生效是否须以国资监管机构审批为前提,司法实践中却未能形成统一观点。少数法院认为此种情形下股权回购条款无须审批即可生效<sup>2</sup>,而多数且层级较高的法院则认为必须经审批后才能生效<sup>3</sup>。

笔者认为,国有企业股权回购条款的生效条件与普通的对赌条款并无差别,经当事人协商一致即可,无须以国资监管机构审批作为法定生效要件。目前司法实践中的主流裁判观点在法律适用层面存在误区,应当予以纠正,否则无疑将对国资对赌交易的安全性和稳定性造成影响和冲击,进而使投资方的合法权益受到损害。

现笔者以国有企业中最为特殊的国有独资公司为例,结合近期在南京市中级人民法院(以下简称“南京中院”)、江苏省高级人民法院(以下简称“江苏高院”)办理的案件<sup>4</sup>,就前述问题具体分析如下,以期为此类争议的处理提供些许有益的借鉴。

## 第一部分\ 案情简介

2010年4月30日,目标公司与投资人A以及目标公司股东B公司(国有独资公司)、C公司(B公司全资子公司)同时签署了《增资协议》和《备忘录》。其中,《增资协议》约定,投资人A出资6800万元认购目标公司增发的1000万股股权,协议经各方签署且相关部门审批后生效;《备忘

录》<sup>5</sup>约定,如目标公司在三年内未能上市,B公司和C公司承诺按照“本金+同期银行贷款利息”的价格回购投资人A所持全部股权,协议于各方签署且《增资协议》经相关部门审批后生效。

1. “甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司与苏州工业园区海富投资有限公司、陆某增资纠纷案”,最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决。  
2. 参见安徽省高级人民法院(2017)皖民终477号民事判决、北京市第二中级人民法院(2021)京02民终13186号民事判决。  
3. 参见最高人民法院(2016)最高法民申410号民事裁定、最高人民法院(2016)最高法民申474号民事裁定、(2013)苏商外终字第0034号民事判决、河南省安阳市中级人民法院(2020)豫05民终1277号民事判决等。  
4. 参见南京市中级人民法院(2019)苏01民初1874号民事判决、江苏省高级人民法院(2020)苏民终153号民事判决。  
5. 本案中《备忘录》的主要内容为B公司、C公司回购股权事项,因此两审法院均是在判断约定的股权回购事项是否需要审批的基础上,认定《备忘录》是否满足生效条件。该裁判思路与认定股权回购条款是否须经审批才生效的思路一致。

2010年7月,《增资协议》获批,投资人A依约履行了出资义务,并持有目标公司8.33%的股权。

因目标公司未能在三年内上市,投资人A遂依据《备忘录》的约定要求B公司和C公司履行股权回购义务,经协商无果,投资人A遂起诉至南京中院,要求B公司和C公司支付股权回购款9000余万元。

## 第二部分\

### 争议焦点:《备忘录》是否须经审批才生效

本案审理过程中,B公司和C公司提出的最主要的抗辩为:B公司与C公司均系国有公司,尤其B公司系国有独资公司,《备忘录》所涉股权回购价格近1亿元,属于重大对外投资事项,须按照《公司法》《企业国有资产法》等相关规定履行审批手续。《备忘录》在未经审批的情况下,应属未

生效合同。南京中院在(2019)苏01民初1874号一审判决中支持了前述抗辩观点,其在列举《公司法》第六十六条、《企业国有资产法》第三十条、《企业国有资产监督管理暂行条例》第二十一条第一款、第二十四条之规定后,直接得出了“涉国有资产的相关重大交易,应经国有资产管理部门批准,合同才生效”的结论,进而认定《备忘录》因未经审批而未生效,并以此驳回了投资人A的诉讼请求。

对于B公司和C公司提出的抗辩及一审判决的前述观点,笔者认为,无论依据《合同法》第四十四条还是《民法典》第五百零二条的规定<sup>6</sup>,仅在法律、行政法规明确规定合同须经批准才生效的情况下,未经批准才影响合同效力。虽然B公司系国有独资公司,C公司系国有资本控股公司,但依据一审判决引用的四个条文,均无法得出案涉股权回购事项须经审批的结论,具体评述如下:

#### 一审判决引用法条

《公司法》第六十六条 国有独资公司不设股东会,由国有资产监督管理机构行使股东会职权。国有资产监督管理机构可以授权公司董事会行使股东会的部分职权,决定公司的重大事项,但公司的合并、分立、解散、增加或者减少注册资本和发行公司债券,必须由国有资产监督管理机构决定;其中,重要的国有独资公司合并、分立、解散、申请破产的,应当由国有资产监督管理机构审核后,报本级人民政府批准。

#### 评析意见及依据

- 1.国有资产监督管理机构行使股东会职权仅为概括性规定;
- 2.该条已经穷尽列举需要国有资产监督管理机构决定、批准的事项,《备忘录》所涉股权回购事项不在列举范围内,无需审批。

6.《合同法》第四十四条:“依法成立的合同,自成立时生效。法律、行政法规规定应当办理批准、登记等手续生效的,依照其规定。”《合同法》已于2021年1月1日被《民法典》废止,但《民法典》第五百零二条亦承袭《合同法》的立法意旨规定:“依法成立的合同,自成立时生效,但是法律另有规定或者当事人另有约定的除外。依照法律、行政法规的规定,合同应当办理批准等手续的,依照其规定……”



一审判决引用法条	评析意见及依据
<p>《企业国有资产法》第三十条 国家出资企业合并、分立、改制、上市，增加或者减少注册资本，发行债券，进行重大投资，为他人提供大额担保，转让重大财产，进行大额捐赠，分配利润，以及解散、申请破产等重大事项，应当遵守法律、行政法规以及企业章程的规定，不得损害出资人和债权人的权益。</p>	<p>该条属于概括性规定，仅要求重大投资等事项符合法律及章程规定，并未明确规定需要审批。</p>
<p>《企业国有资产监督管理暂行条例》第二十一条第一款 国有资产监督管理机构依照法定程序决定其所出资企业中的国有独资企业、国有独资公司的分立、合并、破产、解散、增减资本、发行公司债券等重大事项。其中，重要的国有独资企业、国有独资公司分立、合并、破产、解散的，应当由国有资产监督管理机构审核后，报本级人民政府批准。</p>	<p>该条是对《公司法》第六十六条的复述，其中并未明确规定股权回购事项需要审批。该条规定对于国有资产监督管理机构决定的事项虽非穷尽式列举，用了“等重大事项”的表述，但具体范围不应与其上位法《企业国有资产法》相矛盾（下文详述）。</p>
<p>《企业国有资产监督管理暂行条例》第二十四条 所出资企业投资设立的重要子企业的重大事项，需由所出资企业报国有资产监督管理机构批准的，管理办法由国务院国有资产监督管理机构另行制定，报国务院批准。</p>	<p>该条明确重要子企业的重大事项需要批准的情形应另行制定管理办法，在没有相关管理办法明确规定批准情形的情况下，该条不能作为《备忘录》需审批的依据。</p>

笔者认为，依据现行法律、行政法规的规定，《备忘录》所约定的股权回购事项明确属于无须审批的事项。本案一审判决和现行司法实践中的诸多判例，在引用《企业国有资产法》第三十条的同时，均忽略了该法第三十一条、第三十二条及第三十三条的规定，将股权回购事项不当归入“等重大事项”的范畴，并径直得出“须经国有资产监督管理机构审批才生效”的错误结论。具体而言：

《企业国有资产法》第三十一条：“国有独资企业、国有独资公司合并、分立，增加或者减少注

册资本，发行债券，分配利润，以及解散、申请破产，由履行出资人职责的机构决定。”

《企业国有资产法》第三十二条：“国有独资企业、国有独资公司有本法第三十条所列事项的，除依照本法第三十一条和有关法律、行政法规以及企业章程的规定，由履行出资人职责的机构决定的以外，国有独资企业由企业负责人集体讨论决定，国有独资公司由董事会决定。”

《企业国有资产法》第三十三条：“国有资本控股公司、国有资本参股公司有本法第三十条所列事项的，依照法律、行政法规以及公司章程的



规定,由公司股东会、股东大会或者董事会决定。由股东会、股东大会决定的,履行出资人职责的机构委派的股东代表应当依照本法第十三条的规定行使权利。”

由前述三条规定可知,对于国有独资公司/企业而言,股权回购事项并不属于《企业国有资产法》第三十一条所穷尽列举的需由履行出资人职责的机构决定的事项,而是属于第三十二条规定的“由董事会决定”或“由企业负责人集体讨论决定”之事项;而对于国有资本控股/参股公司而言,股权回购事项更是仅需依照法律、行政法规及其公司章程的规定,由“股东会、股东大会或者

董事会决定”。因此,本案中无论是B公司还是C公司,针对《备忘录》所约定的股权回购事项均无须国有资产监督管理机构审批。

此外,本案中通过对相关规范的详细检索、梳理和研究,笔者发现江苏省及南京市的地方性规定也可以印证前述观点。例如,《南京市企业国有资产监督管理暂行办法》第三十三条第(二)款明确规定,国有独资公司的重大投资项目应报南京市国资委备案;再如,B公司、C公司均属文化企业,但《江苏省文化企业国有资产监督管理办法》第十二条第(三)款则明确规定,文化企业对外投资5000万元及以上的境内股权,

仅需报同级财政部门备案。而“批准”与“备案”显然属于不同的规范程序,《企业国有资产法》第三十五条亦在规时两者进行了区分。也就是说,对于《备忘录》所涉的股权回购事项,在江苏当地的国资监管实践中亦仅属于需要备案而非须经审批的事项,故未经审批当然不影响相应合同效力。

江苏高院在二审过程中,就前述争议焦点和法律适用问题详细询问和审查了双方的意见,并最终采纳了笔者的观点。其在(2020)苏民终153号二审判决中指出:一方面,《公司法》第六十六条、《企业国有资产法》第三十条和《企业国有资产监督管理暂行条例》第二十一条第一款、第二十四条均不能得出案涉股权回购事项应当经过审批的结论;另一方面,《企业国有资产法》第三十条至第三十二条规定对国有独资企业、国有独资公司的哪些事项由国有资产监督管理机构决定,哪些事项由企业负责人集体讨论决定或董事会决定作了明确规定,依据上述法律规定,亦不能得出案涉股权回购事项应当经过审批的结论。因此,案涉《备忘录》不属于法律、行政法规规定应当办理批准、登记等手续才能生效的合同,其在《备忘录》约定的生效条件成就时即已生效,B公司、C公司应当依约履行支付股权回购款的义务。在此基础上,二审判决撤销了一审判决,改判支持了投资人A的全部诉讼请求。

### 第三部分\

## 启示与建议

本案二审判决结果有效纠正了长期以来司法实践中的错误观点,对类案审理起到了良好的示范作用,同时也维护和保障了社会资本与国有企业对赌交易的安全性和稳定性,有着重要的借鉴意义。同时,考虑到司法实践中的裁判分歧仍然大量存在,笔者也从本案代理的经验出发,就国资对赌交易安排提出如下几点建议,以尽可能减少因国资审批问题给对赌协议履行造成的障碍:

第一,在交易条件允许的情况下,尽量将投资条款与回购条款约定在同一份交易文件中,避免因单独约定回购条款引发该项是否须经审批的争议。

第二,如需单独约定回购条款,不要将审批约定为合同生效条件,同时也尽可能避免在合同中作“完成相关手续后生效”等可能会被解读为需要审批的约定。

第三,在交易时,关注作为回购主体之国有企业的公司章程,如章程对相关事项有特殊规定的,应按照章程规定履行,避免因此影响合同效力。

第四,在交易时,关注地方性及行业性有关国有资产监管的具体规范性文件或操作指引,

提前了解类似交易的一般国有资产监管要求及流程,并在合同签署时及时跟进相关程序性事项的处理进展。

#### 第四部分\

## 结语

对于与国有企业对赌所涉争议,除了前文提到的股权回购条款是否须经审批才生效这一问题之外,还涉及回购价格是否须经评估确定、股权回购是否需要进场交易等衍生问题,且该等问题在司法裁判中亦存在分歧。因篇幅所限,本文未就这些问题展开进行分析,但笔者将会持续关注司法实践的最新动向,以期对相关问题的解决寻得更为明确的指引。 ☞



李崇文  
合伙人  
争议解决部  
北京办公室  
+86 10 5087 2888  
lichongwen@zhonglun.com

# 沉舟侧畔千帆过：金融行业反垄断合规要点及趋势概览

作者：余昕刚、蒋蕙匡、贾申、徐浩哲



金融行业具有高风险性,关系国计民生和社会稳定,历来属于全球各地的强监管领域。反垄断作为政府开展市场监管的手段之一,在金融行业逐步落地和持续加强。

2020年12月,中央政治局会议提出强化反垄断和防止资本无序扩张<sup>1</sup>,反垄断立法与执法日益活跃,金融行业也不例外。2021年10月23日,《反垄断法》修正草案(征求意见稿)新增第三十七条,提到“国务院反垄断执法机构应当依法加强民生、金融、科技、媒体等领域经营者集中的审查。”2021年11月18日,国家反垄断局正式挂牌,加强包括金融领域在内的经营者集中审查工作将成为下一阶段强化反垄断和反不正当竞争监管的重点。<sup>2</sup>2022年1月,银保监会工作会议指出,做好全年监管工作,确保经济金融大局稳定,强化金融反垄断和反不正当竞争。<sup>3</sup>

金融行业一直是反垄断执法的重点领域。据不完全统计,截至2021年底,中国境内反垄断执法机关共对金融行业超过100起垄断协议案件作出处罚,对1起金融行业滥用市场支配地位案件进行调查,对5起金融行业未依法申报案件作出处罚,共无条件批准超过350起涉金融领域(含投资基金类)的经营者集中申报。随着对金融监管的逐步加强,金融行业经营者预计将迎来更多的反垄断合规风险和案例。

本文回顾总结中国境内外金融行业的反垄断案例,并结合《反垄断法》修法趋势,梳理金融行业反垄断合规热点难点,探讨金融企业反垄断合规管理思路。

## 第一部分\

# 金融行业经营者集中:逐步加大反垄断审查力度和违法成本

金融行业投资并购项目活跃,尤以投资基金为代表。无论涉及哪些细分业态和哪种交易形式,只要相关交易项目达到国内经营者集中

申报标准,就需要进行反垄断申报。据不完全统计,截至2021年底,中国反垄断执法机构共批准超过350起涉金融领域(含投资基金类)的经营者集中交易,并对5起金融行业的未依法申报案

1.见新华社对中共中央政治局会议的相关报道:[http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2020-12/11/c\\_1126850644.htm](http://www.xinhuanet.com/politics/leaders/2020-12/11/c_1126850644.htm)。

2.见中国经营报对国家反垄断局正式挂牌的相关报道:<http://www.cb.com.cn/index/show/zj/cv/cv135144031263>。

3.见银保监会召开2022年工作会议的相关报道:[http://www.gov.cn/xinwen/2022-01/26/content\\_5670511.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2022-01/26/content_5670511.htm)。

件作出处罚(包括B公司与某银行新设合营企业案<sup>4</sup>,某保险集团股份有限公司和某创业投资有限公司设立合营企业案<sup>5</sup>,T公司收购某小额贷款业务金服有限公司股权案<sup>6</sup>,S公司和某银行设立合营企业案<sup>7</sup>,Y投资有限公司收购某消费金融股份有限公司股权案<sup>8</sup>)。以下是金融领域经营者集中的若干典型问题:

## (1) 投资人以财务投资目的仅收购非控股股权是否需要申报?

**不一定。**是否需要申报涉及交易方是否取得“控制权”和营业额是否达标。投资人并不会因为其是财务投资、收购少数股权、不并表等原因而当然免除申报义务。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,我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/或管理层取得对目标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。

据不完全统计,截至2021年底,至少有10起持股比例不超过10%的案件受到未依法申报的行政处罚。例如,在某网约车平台与某电动车设立合营企业违法实施经营者集中案<sup>9</sup>中,网约车平台通过其子公司仅持股3.23%,但仍受到了未依法申报的行政处罚。近期的执法案例更加警示基金等金融领域投资人重视小股权投资项目的反垄断合规工作。

## (2) 基金或其他投资平台的营业额如何计算?

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;

4. 见市场监管总局处罚决定书: [https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202111/t20211119\\_337068.html](https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202111/t20211119_337068.html)。

5. 见市场监管总局处罚决定书: [https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202111/t20211119\\_337062.html](https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202111/t20211119_337062.html)。

6. 见市场监管总局处罚决定书: [https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202111/t20211119\\_337075.html](https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202111/t20211119_337075.html)。

7. 见市场监管总局处罚决定书: [https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202107/t20210707\\_332366.html](https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202107/t20210707_332366.html)。

8. 见市场监管总局处罚决定书: [https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202106/t20210610\\_330567.html](https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202106/t20210610_330567.html)。

9. 见市场监管总局处罚决定书: [https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202107/t20210706\\_332344.html](https://www.samr.gov.cn/fldj/tzgg/xzcf/202107/t20210706_332344.html)。

• 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。

与其他行业相比,金融行业的经营者集中申报营业额计算具有特殊性。具体而言,银行业金融机构、证券公司、期货公司、基金管理公司和保险公司等金融业经营者营业额需依据《金融业经营者集中申报营业额计算办法》进行计算,即除保险公司外的金融行业经营者营业额=(营业额要素累加-营业税金及附加)×10%,保险公司经营者营业额=(保费收入-营业税金及附加)×10%。

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)。

### (3) 设立基金本身是否需要申报?

**不一定。**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是否构成经营者集中,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>10</sup>中,新设的基金由普通合伙人和有限合伙人共同控制,且营业额已达标,交易方基于此进行了反垄断申报。

### (4) 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,则反垄断申报获批是交易交割的前置程序,申报人应当在签署集中协议后、实施集中前向反垄断执法机关申报,在获得批准前不得交割。

近年来,金融领域(尤其是投资基金类)项目经常可以符合简易案件标准,如果准备得当、沟通顺利,反垄断申报对于交易时间表的影响已越来越不明显。据统计,自简易案件标准实施以来,已申报的涉基金投资项目案件中,90%以上均以简易案件标准审结。近三年以来,简易案件平均可在立案后15日左右审结(相比而言,普通程序的案件需要立案后2-4个月甚至更久才能审结)。需要注意的是,《反垄断法(修正草案)》拟新增经营者集中审查停钟制度,可能会导致实际审查时限延长,也需交易各方提前做好时间准备。

10. 见反垄断局的案件公示: <http://fldj.mofcom.gov.cn/article/jyzjzjy-jgs/201709/20170902653289.shtml>。



## (5) 没有进行申报或者先交割后补申报的后果如何?

根据现行《反垄断法》规定,对于未依法申报的交易,反垄断执法机关可以对经营者处50万元以下的罚款,并可视案情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。

在上述金融领域未依法申报案件中,涉案企业均被处以《反垄断法》下的违法实施集中的顶格罚款(50万元)。需要特别提示的是,《反垄断法(修正草案)》拟将未依法申报的罚款最高限额提升至上一年度销售额百分之十以下的罚款(如交易存在竞争问题)或五百万元以下金额的罚款(如交易不存在竞争问题)。随着企业违法成本的大幅提升,金融领域企业应持续加强反垄断合规管理,包括进一步强化经营者集中申报意识。

在境外,越来越多的金融行业并购案件正受到反垄断审查。2020年11月,美国司法部就Visa收购Plaid事宜发起反垄断调查,理由是Visa作为在线借记服务的“垄断者”,每年向消费者和商家收取数十亿美元的在线支付费用,Plaid则正在开发一种低成本的在线借记支付方式,若这项收购最终成功,将进一步强化Visa在互联网借记服务领

域的垄断地位,增加其他支付领域创新者的进入壁垒,也令广大消费者无法获取在线借记服务的更低价格与更好服务。面对美国司法部的反垄断调查,Visa在2021年初决定取消对Plaid的收购。<sup>11</sup>可见,反垄断审查可能对交易进程和结果产生重大影响,需要交易各方提前与外部律师沟通,就反垄断申报相关风险进行评估。

关于投资基金相关的经营者集中申报的更多问题解答,可阅读相关文章《基金类投资项目常见的反垄断申报合规问题解答(上)》与《基金类投资项目常见的反垄断申报合规问题解答(下)》。

## 第二部分\

## 金融行业垄断协议执法:保险业为代表、横向协议为主、多见行业协会

据不完全统计,截至2021年底,我国反垄断执法机关共对金融领域11起系列案超过100个当事人作出处罚(详见下表总结),其中呈现出以保险领域为代表、横向垄断协议为主、多见行业协会组织的特点。随着社会经济生活的不断发展和反垄断执法的日益强化,预计未来会有更多不同业态的金融行业经营者会因达成/实施垄断协议而受到查处。

11. 见Visa和Plaid放弃收购计划的相关报道:<https://cointelegraph.com/news/visa-abandons-5-3b-plaid-acquisition-in-the-face-of-doj-antitrust-suit>。

案件名称	违法行为	当事人数量	调查部门	调查期间/月	合计罚款数额(万)
湖南省永州市保险行业协会组织本行业经营者从事垄断协议案	固定或者变更商品价格	1	湖南省物价局	6	40
湖南省常德市保险行业协会组织本行业经营者从事垄断协议案	分割市场	3	湖南省工商行政管理局	6	130
湖南娄底保险行业价格垄断案	固定或者变更商品价格	13	湖南省物价局	7	219
新疆保险协会和部分保险公司价格垄断案	固定或者变更商品价格	7	新疆发改委	未知	651.14
浙江省保险协会价格垄断协议案	固定或者变更商品价格	23	国家发改委	未知	≈11020
江苏扬州保险行业协会及二十三家财产保险公司价格垄断案	固定或者变更商品价格	24	江苏省物价局	未知	900
中国太平洋人寿保险股份有限公司湖北分公司分割市场案	分割市场	5	湖北省工商行政管理局	未知	7.25
中国人寿江西省分公司等十七家保险公司建筑工程险垄断案	分割市场	17	江西省工商管理局	30	≈522
湖北省保险行业协会组织本行业经营者从事垄断协议案	分割市场	1	湖北省工商行政管理局	38	20
河池市保险行业涉嫌垄断案	分割市场	10	广西壮族自治区工商行政管理局	39	≈56.5
山东日照自律委员会会员单位垄断协议案	分割销售市场	14	山东省工商行政管理局	25	≈41

目前公开的金融行业垄断协议案件呈现持续时间长、地域范围广、涉案企业多、社会影响大等特点。有的违法行为持续几年甚至十多年。例如，湖北省保险行业协会组织本行业经营者从事垄断协议案中分割市场法的违法行为自2003年

5月持续至2016年。有的涉案企业多达十几家甚至二十多家。例如，浙江省保险协会价格垄断协议案涉及行业协会和32家保险企业，执法机构最终对行业协会和22家保险企业进行处罚；在执法调查过程中，由于部分公司主动承认并提交

相关证据而被全部免除处罚或按照一定幅度(90%)被减轻处罚,也有部分保险公司由于并未参与达成、实施垄断协议,执法机关依法对其停止调查。

保险行业内垄断协议案绝大多数都是由保险行业协会组织的。由于保险行业的特性,行业协会具有组织当地保险行业达成并实施垄断协议的资源和能力。因此,保险业经营者更应在参与行业协会的沟通交流等活动中注意反垄断合规,尤其不要与竞争对手交流保费、费率等竞争敏感信息。需提示的是,即便是因为行业协会或行业主管部门指导达成的垄断协议,企业作为参与者并不能免除处罚,垄断协议导致的反垄断合规风险依然存在。根据《禁止垄断协议暂行规定》第37条,如果经营者能够证明其达成垄断协议是被动遵守行政命令(即行业主管部门要求)所导致的,可以依法从轻或者减轻处罚(而非免除处罚)。

国外也不乏金融领域的反垄断执法案例。具有代表性的是银行合谋操纵欧元利率衍生品定价案。2011年,欧盟委员会对涉嫌操纵欧元银行同业拆借利率(EURIBOR)衍生品价格的行为启动调查。结果发现,2005年9月至2008年5月期间,共有7家银行的交易员在不同时段,通过企业聊天室或即时消息进行定期联系,相互交流与交易头寸、定价策略有关的敏感信息,合谋扭曲欧元利率的正常定价机制,影响欧元利率衍生品市

场的公平竞争。在确定存在限制竞争的卡特尔后,欧盟委员会于2013年12月与多家银行达成和解,罚款总额高达15亿欧元。由于另有三家银行拒绝和解,调查仍按照欧盟标准的卡特尔调查程序持续进行。2016年12月,欧盟委员会以涉嫌合谋操纵欧元利率衍生品定价的名义,对法国农业信贷银行等三家金融机构处以共计4.85亿欧元罚款。<sup>12</sup>

### 第三部分\

## 金融行业滥用市场支配地位执法:相关市场细分、合规风险提高

目前国内公开的金融行业滥用市场支配地位案件数量较少。2016年,内蒙古自治区工商行政管理局对某银行内蒙古自治区分行涉嫌“没有正当理由搭售商品,或者在交易时附加其他不合理的交易条件”的滥用市场支配地位行为进行立案调查。该分行被控具有内蒙古自治区“金融扶贫富民工程”贷款业务市场支配地位,在开展“金融扶贫富民工程”贷款业务时,要求贷款农牧户必须购买人身意外伤害保险,否则不予发放贷款。该分行在接受调查过程中要求下属支行停止办理农牧户贷款代理保险业务,采取退还保费、建立农

12. 见欧盟委员会相关处罚信息:[https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP\\_16\\_4304](https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/it/IP_16_4304)。



牧户阳光办贷卡制度等措施积极整改,内蒙古自治区工商行政管理局于2018年决定对其中止调查。

本案的相关商品市场界定为较为细分的具体项目贷款业务市场,相关地域市场界定为省份市场,体现了监管机关对金融行业相关市场界定的可能思路,具有一定参考意义。企业应当注意,如果细分相关市场,企业被认定具有市场支配地位的可能性和日常经营管理的合规风险将大大提升。

虽然目前金融行业的滥用市场支配地位案件数量较少,但随着互联网平台企业的崛起和互联网金融业务的发展,并考虑国内针对平台领域反垄断执法力度逐步加大,未来对金融行业滥用

市场支配地位的监管可能将进一步加强。与前文所述类似,根据《禁止滥用市场支配地位行为暂行规定》第37条的规定,经营者并不能因为被动遵守行政命令的原因而免除处罚,但如果其能够证明其从事的滥用市场支配地位行为是被动遵守行政命令所导致的,可以依法从轻或者减轻处罚。

境外针对金融领域滥用支配地位的反垄断执法案例也在不断涌现。2021年10月28日,华尔街日报报道,美国司法部正在对国际卡组织Visa与大型金融科技公司的关系展开调查,包括Visa向Square、Stripe等金融科技提供的合作激励情况。资料表明,Visa有时会提出降低费用或

者提供其他奖励措施,以换取金融科技通过 Visa 而非其他卡组织网络进行交易。该行为类似于近期中国境内对平台企业重点执法的“二选一”滥用市场支配地位行为。目前该 Visa 案件仍在调查中。<sup>13</sup>

#### 第四部分\

### 互联网金融的监管新动向:平台经济反垄断与金融监管的交叉互动

近几年互联网金融如雨后春笋般发展。目前各大知名平台企业均在其平台生态系统下设立金融平台,以“科技创新”进军金融市场。平台企业作为链接生产、流通、消费过程中各方的中心主体,实质上发挥了调节资金余缺的作用,即平台实质上已成为互联网金融领域的核心。金融行业已经形成“互联网平台+金融服务”与“传统金融服务+互联网”的新型竞争格局。考虑到金融业本身属于强监管领域,预计互联网金融服务将成为平台经济反垄断和金融行业监管的交叉地带。(关于《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》的解读,详见《平台经济领域反垄断监管升级:<指南>正式版亮点探析》)

2021年1月,中国人民银行于发布《非银行支付机构条例(征求意见稿)》(《条例》),明确关于支付领域相关的审查及反垄断监管,明确界定相关

市场范围以及市场支配地位认定标准,维护公平竞争市场秩序。《条例》第54条明确“非银行支付机构不得开展不正当竞争,妨害市场公平竞争秩序”的原则。《条例》第55条规定市场支配地位的预警措施。《条例》第56条规定市场支配地位情形的认定,对于非银行支付机构具有市场支配地位的认定提供了指引。《条例》第57条规定市场支配地位监管措施,包括中国人民银行可以向国务院反垄断执法机构建议采取停止滥用市场支配地位行为、停止实施集中、按照支付业务类型拆分非银行支付机构等措施。《条例》对非银行支付机构的反垄断工作提出了具体指引,其将如何与平台反垄断监管等进行协调互动,仍有待观察。

#### 第五部分\

### 金融行业经营者反垄断合规管理

在此背景下,金融行业各经营者,包括平台金融服务经营者,更需要高度重视反垄断合规,至少考虑从以下几个方面做好企业内部风险评估和整改工作,必要时聘请外部顾问对企业的反垄断风险进行评估诊断,协助整改措施有效落地,确保企业合规运营。

13. 见相关媒体报道:<https://www.wsj.com/articles/justice-department-probes-vi-sas-relationships-with-fintech-firms-11635358833>.

## (1) 基于自身业务特点梳理反垄断合规风险场景

**景:**建议企业根据《反垄断法》及相关法律法规,必要时聘请外部律师就自身业务流程各个环节可能涉及的反垄断合规风险场景进行梳理,并制作合规风险自查清单和行之有效的合规指引,以指导业务部门的日常工作,确保业务运营的反垄断合规。

## (2) 重点管控反垄断执法频率较高领域的合规风险:

- **加强投资并购项目的反垄断申报合规:**鉴于投资股权比例并不存在无需申报的“安全港”,建议企业就投资并购项目尽早聘请外部律师进行反垄断评估,并就存量交易进行自查,管控交易项目应报未报的合规风险。

- **注意避免达成垄断协议:**就目前中国境内执法案例集中的横向垄断协议相关合规,建议金融行业经营者与同业竞争者谨慎交流价格、成本等竞争敏感信息,并在参与行业协会相关活动中主动寻求合规部门的把关与指导,有效管控可能的垄断协议风险。

## (3) 把控“互联网+金融”模式的反垄断合规风险

**景:**无论是互联网平台企业发展金融业务,还是传统金融企业借助互联网平台,建议在新业务模式的探索设计过程中,引入反垄断合规审查和标

准流程(Standard Operating Procedure,即SOP)合规控制嵌入,并在业务模式的落地经营过程中与合规部门同步最新情况。 ☒



余昕刚  
合伙人  
合规与政府监管部  
北京办公室  
+86 10 5957 2078  
scottyu@zhonglun.com



蒋蕙匡  
合伙人  
合规与政府监管部  
北京办公室  
+86 10 5957 2131  
jianghuikuang@zhonglun.com



贾申  
非权益合伙人  
合规与政府监管部  
北京办公室  
+86 10 5957 2263  
jiashen@zhonglun.com

# 创新药企BD交易模式 及常见误区

作者：葛永彬、董剑平



创新药企BD交易(Business Development商务拓展)日益活跃,交易类型丰富多彩。材料转移(Material Transfer)、许可选择权(Option to License)、技术许可(License)、合作开发(Collaboration)、许可结合股权投资(License+Equity)、许可回转(Reversion)、设立合资企业(JV)、结构化交易(Structured Deal)等模式,可谓花样繁多。

笔者依据自身参与的几十单境内外BD交易经历,熟知各种交易模式和常见误区,以期助力国创新药企有效规避各种险坑,尽享BD交易之“花样年华”。

第一部分\

## BD交易模式

### 1.材料转移(Material Transfer)

在研发早期,潜在合作方通常需要评估有潜力的分子、抗体或其他合作标的,以预估合作前景并判断未来价值。因此,合作方通常会签署一份材料转移协议(“MTA”),约定有关转移材料(如细胞系、抗体、基因组序列、新型载体、效应分子等)、转移期限、转移材料用途的正面和负面清单、转移材料背景知识产权归属、研究成果知识产权归属、费用承担、保密义务、协议终止情形和后果等。MTA项下的材料转移通常是免费的,转出方一般保留转移材料的所有权,而材料接收方仅享有材料的占有及有限使用的权利。

当潜在合作方发来一份MTA要求药企签署

时,我们经常会收到客户的种种疑问。例如,如何定义“转移材料”?是否涉及费用支付及影响后续收益?新产生的知识产权归哪一方?是否涉及赔偿责任?MTA如何与后续交易安排衔接等。这些问题都是MTA谈判过程中应关注的重点。

### 2.许可选择权(Option to License)

材料接收方基于MTA取得重大发现或成果后,相关材料的商业价值将大幅提升,材料接收方可能面临材料所有权人“坐地起价”或将材料以更高价格许可给第三方的风险。许可选择权可以较好保护材料接收方的利益,享有许可选择权的材料接收方能在一段时间内(Option Period)有权决定是否与材料所有权人签订许可协议或合作协议等正式合同。当然,材料所有权人也可以要求材料接收方支付一笔权利金作为其授予



材料接收方许可选择权的对价。许可选择权是材料转移和正式许可协议之间的“桥梁”。许可选择权可以作为MTA的组成部分,也可以单独作为一份协议。

在许可选择权协议中,合作双方可以约定许可费金额、支付方式、许可地域、许可范围等许可协议的核心条款。当然,如果合作方之间认为材料的商业价值存在不确定性,无法一开始便确定许可费、许可范围等核心商业条件,则材料接收方可以考虑争取ROFO (Right of First Offer) 和ROFR (Right of First Refusal) 两项更为灵活的权利。

ROFO是磋商优先权,或者优先要约权。简而言之,享有ROFO的材料接收方有权就转移材料的许可享有优先与材料所有权人谈判的权利<sup>1</sup>。需要注意的是,ROFO权利人仅享有提前磋商的权利,ROFO义务人并无义务必须接受ROFO权利人的报价和条款。

ROFR是交易优先权,或者同等条件下优先获授许可的权利。简而言之,享有ROFR的材料接收方有权在同等条件下优先与材料所有权人达成许可交易<sup>2</sup>。

实践中,ROFO和ROFR可以组合使用,达到更好的效果。许可交易的双方可以在协议文本中设置相应条款,以期达成不同的定制化交易诉求。

### 3.许可协议/合作协议 (License & Collaboration Agreement)

许可/合作协议是BD交易的主力。笔者曾对许可协议关键条款,如授权条款(包括许可内容、实施方式、许可区域、许可领域、排他性条款等)、许可费、技术协助、技术改进权属、第三方侵权、不挑战、质量控制等条款内容的起草及谈判考量进行分析,具体可见《生物医药企业跨境IP License风险排查》<sup>3</sup>一文。

另外,合作开发背景下知识产权权属约定、向监管机构提交权利申请的申请方、专利维护费用的承担、监管机构检查时的配合义务、跨境数据合规、终止条款及不同终止情形下的终止后果等内容,亦值得合作双方付出更多精力谈判。

### 4.合资企业 (Joint Venture)

若合作双方希望就项目进行深度利益绑定并看好项目前景,可以考虑共同新设一家合资企业,通过该新设企业经营一个或多个合作项目。该类形式的合作相较于本文前几项中所述方式更为紧密,将形成长期、独家的合作关系。同时双

1.若材料所有权人希望保留向第三方授予许可的权利,则材料所有权人在向第三方发出许可要约前,或者在收到第三方发出的要约后,应当优先询问材料接收方的洽谈意向;若材料接收方有意洽谈,则材料所有权人需要先给予材料接收方一定期限的洽谈时间,只有在材料接收方拒绝洽谈或在洽谈期限内双方未达成合意,届时材料所有权人才可以和第三方进行商谈并缔约。

2.若材料所有权人希望将相关权利许可给第三方,可直接与市场上的潜在第三方合作伙伴进行商谈。但在材料所有权人与第三方就基本条款达成一致后,材料所有权人有义务将该等条款通知ROFR权利人,ROFR权利人有权以同等条件优先与材料所有权人进行交易。

3.葛永彬、董剑平、余凯迪:《生物医药企业跨境IP License“雷区”盘点》, <http://www.zhonglun.com/Content/2019/03-27/1338103930.html>。

方可在知识产权、管理经验、科研团队、销售渠道等方面共享资源,减少相应成本。但从另一角度来看,更紧密的结合必然意味着更艰难的分離。若在合作过程中发生难以预料的风险,导致双方丧失合作意愿,届时企业业务、资产、股份的剥离与转让等也会带来大量的工作量。因此,在合作初期对该类合作的协议文本进行细致约定就显得尤为重要。

## 5. 结构化交易 (Structured Deal)

BD交易也可根据合作方的实际需求进行结构化安排。某些跨境BD交易在交叉许可(Cross-license)的基础上结合金融互换衍生品(Swap)的交易机制,使得合作双方优势互补。例如,合作方A擅长推动美国的临床试验和FDA Regulatory Filing,合作方B在中国有丰富的临床经验和资源,合作方B将产品的美国临床研究和商业化权益许可给A,合作方A将产品的中国临床研究和商业化权利许可给合作方B,双方合作过程中数据共享,通过互换机制分享对方商业化的利益,在首付款和里程碑付款方面,也可采用“轧差”机制实现结算的便利。

结构化交易相较于传统BD交易具有“非标”属性,合作双方和专业机构需要更加深入交流需求,做好交易条款定制化设计和实施。

## 第二部分\

# BD交易常见误区

## 1. 欲速不达: 条款清单 (TS) 谈判易被忽视

Term Sheet披露的是BD交易的核心商业条款和法律条款。在多数情况中,除了保密责任、排他期、适用法律和司法管辖等少数特定条款,TS并没有法律强制约束力。生物医药企业的BD专家们都有体会,物色一家合适的许可方或是愿意接受公司技术的被许可方是一件复杂而又耗时的事情。公司一旦认为找到策略和价值观相契合的合作方,面对管线引入或产品输出的诱惑,很容易因一心希望尽早成交而潦草磋商。但是,如果在Term Sheet阶段没有对交易关键商业条款与对方认真协商,很可能对后续正式交易文件谈判造成严重的后果。

笔者在代表客户参与BD交易中多次发现,企业往往认为TS的商业条款不具有法律约束力,未经与交易对手深入谈判便草草签署,认为这样可以快速锁定交易并进入下一阶段谈判。从把握交易节奏和进度的角度而言,这样操作有一定合理性,尤其是存在竞争对手的情况下。但是,一旦签署了Term Sheet,意味着公司和交易对手之间进入了谈判过程,虽然TS的主要条款并不具有法律约束力,但是在与交易对手洽谈正式交易文件时往往具有商业上的“约束力”,多数情况下较难



改变此前TS上已经同意的商业条款。所以，身为久经沙场BD的你必须了解TS商业条款的重要性，并根据公司自身需求制定相应的谈判策略。

## 2.水土不服：未能“本土化”交易架构导致交易延误

笔者注意到，某些境外BD交易常用的法律架构在中国落地时存在障碍，必须结合中国法律实践进行“本土化”。然而，公司BD人员甚至公司委托的律师有时也未能关注到这些问题，导致交易交割延期甚至交易失败。

举例说明，笔者曾接受某境内创新药企业委托“抢救”其交割受阻的License-in交易，相关许可

合同是公司委托的某知名美国律所起草。该License-in交易为被许可方引进产品并反向股权投资许可方。中国境内的被许可方已就产品引进向境外许可方支付了首付款，根据许可合同约定，被许可方应当在约定时间内完成对许可方的股权投资并支付投资款，否则，许可方有权终止许可交易，并有权没收被许可方已支付的首付款(Upfront Fee)作为违约赔偿。此类交易常见于境外市场BD交易，是典型的“许可并股权投资”结构，相关交易安排在一份许可协议中约定。但是，该交易结构在中国落地时则需要考虑到发改委和商委等政府部门关于境内企业对外投资(ODI)的要求。被许可方通过提交一份包含投资条款的

许可合同往往无法取得对外投资主管政府部门的认可和备案。本案中,客户作为被许可方在申请对外投资备案时遭遇困难,导致许可交易交割受阻,笔者协助客户修订了相关交易文件,完善对外投资交易文件并准备对外投资报备相关文件,协助客户进行交割。

### 3. 骑虎难下: License-out 交易中未约束明确具体的研发进度和违约责任

BD交易的价款包括首付款、里程碑付款及销售分成等。除首付款外,许可方收取里程碑付款将取决于被许可方完成相应里程碑,如取得临床批件、关键临床受试者给药、取得上市批件等等。因此,被许可方有能力且有意愿投入足够的精力和资源实现相应里程碑对于许可方获取经济利益至关重要,否则许可方会因为被许可方的研发进度迟缓或停滞而无法收到里程碑付款,更别提销售分成了。如果缺乏有效约束机制促使被许可方推进研发,许可方真有骑虎难下之感。

举例说明,国内某知名研发团队将产品全球权益许可给某国际药企,被许可方获取产品权利后由于当地市场原因临床试验迟迟未能推进。许可方在寻求法律途径解决时,赫然发现当时负责起草许可合同的某美国律所并未在许可合同中加入应对此种情况的Reversion条款,导致局面非常被动。本案中,笔者协助客户与被许可方开展谈

判,最终被许可方同意将产品权利及相关研发数据等全部回转(Reverse)给许可方,许可方将回转后的产品再次许可给了其他合作方。

### 4. 科创属性: License-in 模式企业科创板 IPO 破局之道

科创板IPO过程中,交易所经常问询有关核心技术的取得方式、技术来源和形成过程、是否对研发外包机构存在依赖性问题。例如某生物医药企业在IPO问询过程中,被交易所要求披露:“说明为何报告期内,在通过化合物专利权受让方式与药物所合作的核心产品在后续研发过程中,均委托药物所进行外包研发服务,而在与某境外药企合作产品的后续研发中,并未委托药物所进行外包研发服务,该等情形是否表明,发行人在与药物所合作产品的后续研发中,对药物所持续构成技术依赖”;“结合发行人已开展二期以上临床试验的核心产品均源自授权引进或合作研发的情况,说明发行人是否独立自主对引进或合作开发的核心产品进行过实质性改进且未对合作方构成持续技术依赖,说明发行人关于科创板定位的自我评价是否真实、准确、完整。”除该企业外,也有其他以“License-in模式”为主的企业折戟科创板IPO。

“License-in模式”企业并非完全无法在科创板上市,而是此类模式容易引起交易所关注和问

询。“License-in模式”企业往往热衷于引进临床阶段成熟产品,期待快速抬升估值,以符合上市标准,但这样做恰恰容易落入IPO困境,因为临床阶段产品很难形成新的IP,且一旦临床失败,企业价值可能严重下降,届时如何保障投资人利益?

“License-in模式”的创新药企需要证明自身研发实力,通常在临床前引进较早期产品,依靠自主研发能力推进药物的研发,相较于直接引进临床后期产品更容易获得监管部门对企业自主研发能力的认可,同时,企业也可以考虑整体“收购”一些有潜力的早期产品,包括相关IP权利和申请权、技术团队等,并融合企业自主研发后形成自研产品和自有新IP。笔者理解,通过“License-in模式”与“自研”合理融合,充分展现企业对产品、IP和团队的投入及控制力,“License-in模式”创新药企业不难在科创板IPO有所突破。

### 第三部分\

## 结语

许多医药企业在BD交易专业机构选聘方面存在很大误区,跨境交易往往倾向于“高大上”的国际律所,律师费动辄几十万美元;国内交易则一切从简,甚至不用外部律师。不可否认,国际律所代表跨国药企(MNC)确实经验丰富,但是海外法律环境和企业文化与中国有很大区别,其通常按

照既定思维处理案件。在这些BD交易中,中国药企只能适应海外交易惯例,常常处于被动模式。

随着中国经济崛起,境外投行业务,尤其香港资本市场,已形成实力强劲的中资阵营。中国头部律所许多律师具备国际教育背景和海外执业经验,在大多数跨境交易中也顺势成为主导。中国创新药企和专业机构在跨境BD交易中自然也逐步占据引领地位。☞



葛永彬  
合伙人  
资本市场部  
上海办公室  
+86 21 6061 3698  
geyongbin@zhonglun.com



董剑平  
合伙人  
资本市场部  
上海办公室  
+86 21 6061 3621  
dongjianping@zhonglun.com



中伦研究院出品



pexels-eumice-lui-928211

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、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨,欢迎与本所联系。