

NEWSLETTER

中 伦 e 简 报
深度观察



中倫律師事務所
ZHONG LUN LAW FIRM

**从私募基金视角聚焦证监会
2023年1月《资管细则》修订要点** 001/

**ESG合规管理体系建设：
如何优化ESG合规管理, 提升ESG评级?** 011/

聚焦海外家族信托 021/

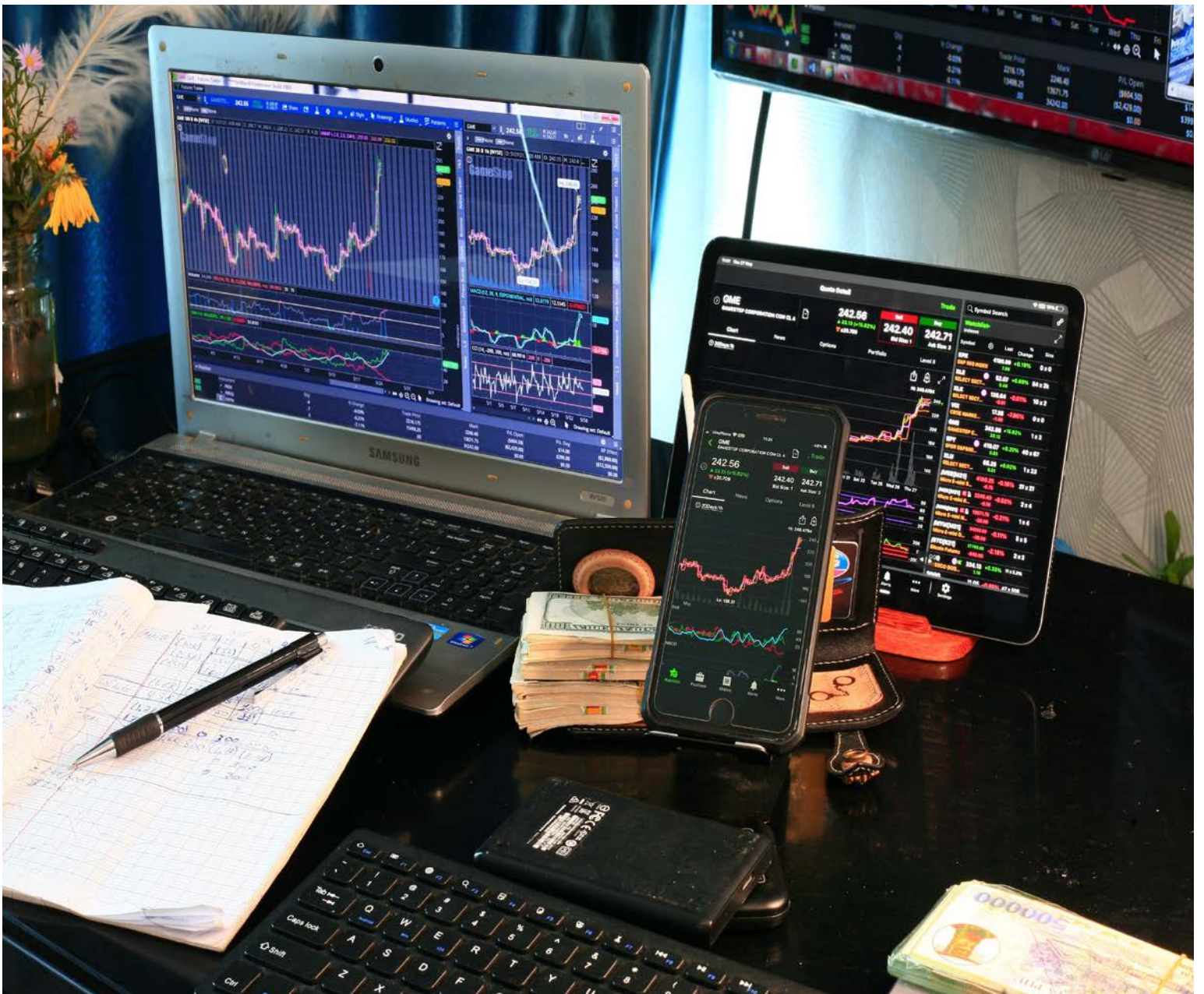
**产业投资并购实务：
投资基金退出路径实务详解** 030/

**新《妇女权益保障法》1月1日生效后，
我国现行女职工保护制度探究** 047/



从私募基金视角聚焦证监会 2023年1月《资管细则》修订要点

作者：张平 李嘉栋 杨淑婷



第一部分\ 修订背景

2018年4月27日,中国人民银行等四部委联合印发《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称《**资管新规**》)。为配合《资管新规》的落实,中国证券监督管理委员会(简称“**证监会**”)于2018年10月22日,就规范证券公司、公募基金公司及其子公司等证券经营期货机构(统称“**经营机构**”)的私募资管业务发布了《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》(简称《**管理办法**》)、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》(简称《**运作规定**》,与《管理办法》统称《**资管细则**》)。2019年,证监会机构监管部陆续以内部监管动态的形式发布《<资管细则>适用相关问题解答》(一)至(三)(统称“**适用问答**”),对

《资管细则》执行中的细节问题提供指导意见。

《资管细则》实施以来,随着存量资管产品逐步规范整改,经营机构私募资管业务也进入有序发展的新阶段,结合政策及市场环境的变化情况,证监会继2020年10月发布《资管细则》征求意见稿¹后,于2023年1月12日正式颁布修订后的《资管细则》。

本文将主要从私募股权、创业投资基金设立及运营视角,协助经营机构分类梳理及聚焦《资管细则》的有关修订要点,并基于本团队的一手实务经验提供相关要点解读。

第二部分\ 修订要点

➤ 监管原则

修订要点	2018版《资管细则》及其适用问答	2023版《资管细则》修订	要点解读
明确差异化监管	旧《管理办法》第七条 中国证监会及其派出机构依据法律、行政法规和本办法的规定,对证券期货经营机构私募资产管理业务实施监督管理。	新《管理办法》第七条 中国证监会及其派出机构依据法律、行政法规和本办法的规定,对证券期货经营机构私募资产管理业务实施监督管理。 中国证监会基于审慎监管原则,可以根据证券期货经营机构公司治理、内控合规及风险状况,对其私募资产管理业务规模、结构、子公司设立等实施差异化监管。	本条修订将有利于在公司治理、内控合规及风险状况方面表现良好的经营机构拓展私募资管业务,例如对经营机构新设私募子公司等审查事项予以差异化处理,反之经营机构则可能受到更为严格的监管或审批。

1.证监会于2020年10月23日发布的《关于修改<证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法>的决定》(征求意见稿)、《关于修改<证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定>的决定》(征求意见稿)。

基金募集

修订要点	2018版《资管细则》及其适用问答	2023版《资管细则》修订	要点解读
放宽扩募条件	<p>《<资管细则>适用相关问题解答》(三) 封闭式私募集合资产管理计划的扩募条件:运作已满一年、业绩良好、未出现违约风险、全体投资者一致同意,但每次开放扩募的时间间隔不少于一年。有限合伙企业形式设立的私募股权投资基金参照前述要求执行。</p>	<p>新《运作规定》第六条 专门投资于未上市企业股权的封闭式资产管理计划,符合以下条件的,可以扩大募集规模: (一) 资产管理计划已成立且运作规范,证券期货经营机构、托管人未违反法律、行政法规、中国证监会规定和资产管理合同的约定; (二) 扩大募集时处于合同约定的投资期内; (三) 扩大募集的资金规模、频率符合证券投资基金业协会相关要求; (四) 按照资产管理合同约定的方式事先取得全体投资者和托管人的同意; (五) 不存在未按规定进行合理估值、通过扩大募集规模向新参与投资者转移风险、亏损或者输送利益的情形; (六) 中国证监会规定的其他条件。 封闭式资产管理计划扩大募集规模的,证券期货经营机构应当依法履行信息披露义务,向投资者披露扩募资金的来源、规模、用途等信息。</p>	<p>对于实施扩募的产品,新规明确限于“专门投资于未上市企业股权的封闭式资产管理计划”。相较于《<资管细则>适用相关问题解答》(三),新规删除了运作满一年的扩募条件,相关条件增加了扩募需经托管人同意,且要求扩募时产品处于投资期的要求,经营机构及托管机构可能需相应更新基金合同及托管协议中有关后续募集的审议机制。此外,新规规定产品需符合中国证券投资基金业协会(简称“中基协”)对扩募资金规模、频率的要求。我们理解目前中基协仅发布了对非经营机构管理基金有关的扩募要求,包括增加募集规模不超过基金备案时认缴规模的3倍等规定,我们预计中基协将就包括私募资管计划扩募等若干事项出台更新的监管指引。</p>
员工持股计划穿透计算人数的豁免	<p>旧《管理办法》第十八条 集合资产管理计划的投资者人数不少于二人,不得超过二百人。</p> <p>《<资管细则>适用相关问题解答》(一) 综合考虑风险识别能力和风险承受能力,证券期货经营机构专职从业人员,投资于本机构管理的资管计划不低于《资管细则》规定的最低认购金额的,视为合格投资者。但是以合伙企业形式设立的员工跟投平台,除备案为资管产品或登记为私募基金管理人外,应当穿透核查最终投资者是否为合格投资者,并合并计算投资者人数。</p>	<p>新《管理办法》第十九条 集合资产管理计划的投资者人数不少于二人,不得超过二百人。符合条件的员工持股计划不穿透计算员工人数。</p>	<p>本条修订系来源于《证券法》第九条²有关员工持股计划不计算投资者人数的例外规定,对经营机构向所管理基金实施员工跟投提供了灵活空间。但对于如何界定“符合条件”的员工持股计划,除《<资管细则>适用相关问题解答》(一)所述将员工跟投平台备案为资管产品或登记为私募基金管理人之外,有待监管机构出台更为细化的指导意见。</p>

2.有下列情形之一的,为公开发行:(一)向不特定对象发行证券;(二)向特定对象发行证券累计超过二百人,但依法实施员工持股计划的员工人数不计算在内;(三)法律、行政法规规定的其他发行行为。

基金出资缴付及备案

修订要点	2018版《资管细则》及其适用问答	2023版《资管细则》修订	要点解读
<p>放宽分期缴付安排、明确投资者首期实缴金额</p>	<p>旧《运作规定》第五条 封闭式单一资产管理计划的投资者可以分期缴付委托资金,但应当在资产管理合同中事先明确约定分期缴付资金的数额、期限,且首期缴付资金不得少于1,000万元,全部资金缴付期限自资产管理计划成立之日起不得超过3年。</p> <p>《<资管细则>适用相关问题解答》(二) 以有限合伙企业形式设立的私募股权投资基金,合格投资者参与私募股权投资基金,其首轮实缴金额不低于100万元。豁免组合投资要求的私募股权投资基金,其投资者应全部为专业投资者,且原则上单个投资者首轮实缴金额不低于1,000万元。</p>	<p>新《运作规定》第五条 封闭式资产管理计划的投资者可以分期缴付参与资金,但应当在资产管理合同中事先约定分期缴付资金的有关安排,并明确相应的违约责任。单个投资者首期缴付金额不得低于合格投资者参与单个资产管理计划的最低投资金额,所有投资者首期缴付金额合计不得少于1,000万元。</p>	<p>封闭式单一及集合资产管理计划均可适用分期缴付机制,且不再要求于基金合同中约定分期缴付出资的数额和期限,以及投资者完成全部实缴出资的期限(3年)。 但受限于《证券期货经营机构私募股权产品备案关注要点》(《备案关注要点》)³的规定,投资者对基金的实缴出资仍应不晚于基金的投资期(无论投资者是否完成全部实缴),该等限制将导致退出期内的资金使用需求(例如参与跟投项目或支付退出期合伙费用等)被提前缴付至基金账户,并构成一定程度上的资金闲置。该问题有待观察中基协后续对《备案关注要点》的进一步更新。 此外,新《运作规定》补充了《<资管细则>适用相关问题解答》(二)中关于单个投资者对基金首轮缴付金额的最低要求(即不低于人民币100万元)。</p>
<p>放宽经营机构自有资金参与投资比例</p>	<p>旧《运作规定》第九条 证券期货经营机构自有资金参与集合资产管理计划的持有期限不得少于6个月。参与、退出时,应当提前5个工作日告知投资者和托管人。 证券期货经营机构以自有资金参与单个集合资产管理计划的份额不得超过该计划总份额的20%。证券期货经营机构及其附属机构以自有资金参与单个集合资产管理计划的份额合计不得超过该计划总份额的50%。</p>	<p>新《运作规定》第十条 证券期货经营机构自有资金参与、退出集合资产管理计划的,应当提前5个工作日告知全体投资者和托管人,并取得其同意;证券期货经营机构自有资金参与集合资产管理计划的,持有期限不得少于6个月。 证券期货经营机构及其子公司以自有资金参与其自身或其子公司管理的单个集合资产管理计划的份额合计不得超过该资产管理计划总份额的50%。中国证监会对证券期货经营机构自有资金投资比例另有规定的,从其规定。</p>	<p>新《运作规定》明确经营机构以自有资金参与、退出集合资产管理计划的投资需提前取得全体投资者和托管人的同意,而非仅履行告知义务;同时,新《运作规定》删除了经营机构以自有资金参与投资不超过20%的比例限制。 我们理解从投资者角度,该等调整有利于保持经营机构对产品出资的稳定性,从经营机构角度,则为自有资金跟投规模的设置提供了更为灵活的空间,特别是应对实务中部分投资者对管理人跟投比例的要求等。 此外,经营机构及托管机构可能需相应更新基金合同及托管协议中有关管理人新增出资及退出的审议机制。</p>

3.中基协针对经营机构下发,作为规范经营机构办理私募产品备案的主要规则指引。

修订要点	2018版《资管细则》及其适用问答	2023版《资管细则》修订	要点解读
<p>明确“专门投资于未上市企业股权的资产管理计划”的定义</p>	<p>旧《运作规定》第五条 资产管理计划的初始募集规模不得低于1,000万元。 集合资产管理计划的初始募集期自资产管理计划份额发售之日起不得超过60天, 专门投资于未上市企业股权的集合资产管理计划的初始募集期自资产管理计划份额发售之日起不得超过12个月。</p>	<p>新《运作规定》第四十七条 本规定下列用语的含义:(一)专门投资于未上市企业股权的资产管理计划, 是指投资于未上市企业股权的比例不低于其总资产80%的资产管理计划。</p>	<p>旧《运作规定》仅使用“专门投资于未上市企业股权”之表述,但未做出明确定义,而新《运作规定》中将“专门投资于未上市企业股权的资产管理计划”限定为投资未上市企业股权的比例不低于其总资产的80%。鉴于新《运作规定》为“专门投资于未上市企业股权的资产管理计划”提供了诸多优待政策(包括可通过SPV投资、豁免单项目投资比例限制等),相应的,监管机关将可能在基金备案及后续监管阶段从严把握“专门投资于未上市企业股权的资产管理计划”的认定标准,例如以特定条件、证明材料或协议条款等要求将此类基金与一般私募股权、创业直投资基金及母基金做出区分。</p>
<p>取消备案前验资要求</p>	<p>旧《管理办法》第三十一条 集合资产管理计划的募集金额缴足之日起十个工作日内,证券期货经营机构应当委托具有证券相关业务资格的会计师事务所进行验资并出具验资报告。集合资产管理计划在取得验资报告后,由证券期货经营机构公告资产管理计划成立。</p> <p>《<资管细则>适用相关问题解答》(三) 证券期货经营机构以有限合伙企业形式设立的私募股权投资基金, 自首轮实缴出资缴足并按照规定取得验资报告后,由管理人公告成立。</p>	<p>新《管理办法》第三十二条 集合资产管理计划在募集金额缴足之日起十个工作日内, 由证券期货经营机构公告资产管理计划成立。</p>	<p>新《资管细则》实施后,基金完成初始募集金额的缴付即可由管理人公告成立,不再需要履行验资程序。</p>

基金对外投资

修订要点	2018版《资管细则》及其适用问答	2023版《资管细则》修订	要点解读
解除备案前投资限制	<p>旧《管理办法》第三十二条 资产管理计划完成备案前不得开展投资活动,以现金管理为目的,投资于银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券、货币市场基金等中国证监会认可的投资品种的除外。</p>	<p>新《管理办法》第三十三条 删除左述内容。</p>	<p>对经营机构而言,本条修订解除了私募资管计划在备案完成前不得实施投资的限制,避免因备案申请及审核流程影响投资项目的推进,为私募资管计划尽早开展实质性投资业务提供了灵活性。</p>
投资集中度限制的豁免	<p>旧《运作规定》第十五条 一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金,不得超过该计划资产净值的25%;同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金,不得超过该资产的25%。银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券等中国证监会认可的投资品种除外。单一融资主体及其关联方的非标准化资产,视为同一资产合并计算。 全部投资者均为符合中国证监会规定的专业投资者且单个投资者投资金额不低于1,000万元的封闭式集合资产管理计划,以及完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的资产管理计划等中国证监会认可的其他集合资产管理计划,不受前款规定限制。</p> <p>旧《运作规定》第四十三条 本规定下列用语的含义:(五)专业投资者不包括募集两个以上投资者资金设立的私募资产管理产品。</p>	<p>新《运作规定》第十五条 一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金,不得超过该计划资产净值的25%。除以收购公司为目的设立的资产管理计划、专门投资于未上市企业股权的资产管理计划外,同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金,不得超过该资产的25%。银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券等中国证监会认可的投资品种除外。 全部投资者均为符合中国证监会规定的专业投资者且单个投资者投资金额不低于1,000 万元的封闭式集合资产管理计划,以及完全按照有关指数的构成比例进行证券投资的资产管理计划等中国证监会认可的其他集合资产管理计划,不受前款规定的投资比例限制。</p> <p>新《运作规定》第四十七条 本规定下列用语的含义:(五)专业投资者为私募资产管理产品的,穿透认定该私募资产管理产品的投资者是否符合本规定第十五条第二款、第三十条第二款规定的条件。</p>	<p>为拓展经营机构参与“投早”“投小”项目的空间,本条修订豁免“以收购公司为目的资产管理计划”及“专门投资于未上市企业股权的资产管理计划”这两类资管计划对单一资产出资不超过该资产净值25%的限制。除该等产品外,私募股权、创投基金还可通过仅引入投资额不低于1,000万元的专业投资者的方式豁免双25%的投资集中度限制。 需要注意的是,新《运作规定》第四十七条首次明确,私募资产管理产品作为专业投资者在适用双25%投资集中度限制的豁免时,还需穿透核查该私募资产管理产品每个投资者的投资金额是否均不低于1,000万元。</p>

修订要点	2018版《资管细则》及其适用问答	2023版《资管细则》修订	要点解读
通过特殊目的载体 (SPV) 投资	/	新《运作规定》第二十二條 专门投资于未上市企业股权的资产管理计划可以通过特殊目的载体间接投资于未上市企业股权。特殊目的载体应当为直接投资于作为底层资产的未上市企业股权的公司或者合伙企业, 不得承担资金募集功能, 不得收取管理费及业绩报酬。 特殊目的载体发生设立、变更及注销等事项的, 证券期货经营机构应当在15 个工作日内报告中国证监会相关派出机构。	新《运作规定》发布前, 私募资管计划设立特殊目的载体 (SPV) 参与投资并无明确的规则依据, 经营机构通常基于其内部风控要求审慎把握设立SPV的必要性, 未能匹配不同基金灵活搭建投资架构的实务需求。我们理解基于SPV风险控制、限制多层嵌套等监管考量, 新规仅有限的放宽了通过SPV开展投资活动的空间, 其适用对象、投资路径、用途及后续变更均受到较为严格的限定。
禁止明股实债投资	旧《运作规定》第十八條 资产管理计划投资于《管理办法》第三十七条第(五)项规定的非标准化资产的, 所投资的资产应当合法、真实、有效、可特定化, 原则上应当由有权机关进行确权登记。	新《运作规定》第二十條 资产管理计划投资于《管理办法》第三十八条第(五)项规定的非标准化资产的, 所投资的资产应当合法、真实、有效、可特定化, 原则上应当由有权机关进行确权登记。 资产管理计划不得开展明股实债投资。	本条修订目的是严防机构假借股权投资名义规避监管、滋生风险, 而对于“明股实债”的界定, 在证监会或中基协未发布进一步指引前, 我们理解经营机构可考虑参照《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》此前关于“名股实债”的相关定义 ⁴ 。

➤ 基金运作

修订要点	2018版《资管细则》及其适用问答	2023版《资管细则》修订	要点解读
关联交易	旧《管理办法》第六十六條 证券期货经营机构以资产管理计划资产从事 重大关联交易 的, 应当遵守法律、行政法规、中国证监会的规定和合同约定, 事先取得投资者的同意, 事后及时告知投资者和托管人, 并向中国证监会相关派出机构和证券投资基金业协会报告, 投资于证券期货的关联交易还应当向证券期货交易所报告。	新《管理办法》第六十六條 证券期货经营机构以资产管理计划资产从事 关联交易 的, 应当遵守法律、行政法规、中国证监会的规定和合同约定, 事先取得投资者的同意, 事后及时告知投资者和托管人, 并向中国证监会相关派出机构报告。	新《管理办法》删除了“重大”关联交易的表述限定, 即私募资管计划的关联交易均应事先取得投资者同意并履行对投资者及托管人的事后披露义务。尽管有上述限定, 我们倾向于认为, 对于经营机构管理的私募股权、创业投资基金而言, 实务中其关联交易的认定范围、审批程序 (例如咨询顾问委员会审议等) 等事项仍将由基金合同做出具体约定。

4. 指“投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩, 不是根据企业的投资收益或亏损进行分配, 而是向投资者提供保本保收益承诺, 根据约定定期向投资者支付固定收益, 并在满足特定条件后被投资企业赎回股权或者偿还本息的投资方式, 常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等”。

基金相关费用及分配

修订要点	2018版《资管细则》及其适用问答	2023版《资管细则》修订	要点解读
募集费用承担	<p>旧《运作规定》第三十六条 资产管理计划成立前发生的费用,以及存续期间发生的与募集有关费用,不得在计划资产中列支。</p> <p>《〈资管细则〉适用相关问题解答》(二) 参照《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》第三十六条关于“资产管理计划成立前发生的费用,以及存续期间发生的与募集有关费用,不得在计划资产中列支”的规定,以有限合伙形式设立的私募股权投资基金,管理人设立有限合伙企业的费用,包括工商费用、律师费用等,不得在基金资产中列支。</p>	<p>新《运作规定》第四十条 资产管理计划成立前发生的费用,不得在计划资产中列支, 专门投资于未上市企业股权的资产管理计划聘请专业服务机构等事项所支出的合理费用除外。存续期间发生的与募集有关费用,不得在计划资产中列支。</p>	<p>本条修订响应了长期以来由经营机构承担资管计划设立前募资成本的问题,特别是对于募集工作复杂、募资规模较大的私募股权、创投基金,将可能产生较高金额的中介费用。</p> <p>本条修订允许“专门投资于未上市企业股权的资产管理计划”将成立前的募资费用列为计划资产承担,但需要注意的是,资管计划成立后的募资(例如后续募集)费用仍无法由计划资产承担,因此相关基金合同应结合本条修订对基金费用承担安排做出明确划分。</p>
业绩报酬提取	<p>旧《运作规定》第三十七条 证券期货经营机构可以与投资者在资产管理合同中约定提取业绩报酬。</p> <p>业绩报酬提取应当与资产管理计划的存续期限、收益分配和投资运作特征相匹配,提取频率不得超过每6个月一次,提取比例不得超过业绩报酬计提基准以上投资收益的60%。因投资者退出资产管理计划,证券期货经营机构按照资产管理合同的约定提取业绩报酬的,不受前述提取频率的限制。</p>	<p>新《运作规定》第四十一条 证券期货经营机构可以与投资者在资产管理合同中约定提取业绩报酬, 业绩报酬应当计入管理费。</p> <p>证券期货经营机构应当坚持公平对待投资者、长期业绩导向和适当激励原则,合理设定业绩报酬的提取频率、比例,以及包括业绩报酬在内的管理费的收取比例上限,确保业绩报酬提取与资产管理计划的存续期限、收益分配和投资运作特征相匹配。</p> <p>业绩报酬应当从分红资金、退出资金或清算资金中提取,从分红资金中提取业绩报酬的频率不得超过每6个月一次。业绩报酬的提取比例不得超过计提基准以上投资收益的60%。</p>	<p>新《运作规定》首次要求经营机构将业绩报酬计入管理费,并要求经营机构合理设置管理费的收取比例上限。我们理解该项修订将可能影响经营机构业绩报酬的税费缴纳安排(例如参照管理费收入缴纳增值税等),且管理费金额的增加将相应提高经营机构对资管计划风险准备金的提取额度。</p>
非现金分配	<p>旧《管理办法》第五十六条 清算后的剩余财产,集合资产管理计划应当按照投资者持有份额占总份额的比例或者资产管理合同的约定, 以货币资金形式分配给投资者,中国证监会另有规定的除外。</p>	<p>新《管理办法》第五十七条 清算后的剩余财产,集合资产管理计划应当按照投资者持有份额占总份额的比例, 原则上以货币资金形式分配给投资者;资产管理合同另有约定的,从其约定;但不得违反中国证监会规定。</p>	<p>本条修订呼应了证监会对私募股权、创投基金向投资者进行股票实物分配的试点新政。</p>

➤ 其他

修订要点	2018版《资管细则》及其适用问答	2023版《资管细则》修订	要点解读
新老划断安排	/	<p>新《管理办法》第八十二条 本办法施行之日前存续的不符合本办法规定的资产管理计划,合同到期前不得新增净参与规模,合同到期后不得续期。证券期货经营机构应当按照中国证监会的要求制定整改计划,明确时间进度安排,有序压缩不符合本办法规定的资产管理计划规模,确保按期全面规范其管理的全部资产管理计划。</p> <p>新《管理办法》第八十四条 本办法自2023年3月1日起施行。《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》(证监会令第151号)同时废止。</p> <p>新《运作规定》第四十九条 本规定自2023年3月1日起施行。《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》(证监会公告[2018]31号)同时废止。</p>	<p>新《管理办法》及新《运作规定》均自2023年3月1日起施行。对于新规实施前不符合新规要求的产品,将限制其新增规模和续期,经营机构应自主制定并落实对该等产品的整改计划。</p>
信息报送对象调整	/	<p>部分事项的报送对象有所调整或简化,例如新《管理办法》第七十三条要求经营机构报送的编制私募资产管理业务管理季度报告、年度报告,以及托管人的托管年度报告。报送主体删除了中基协、调整为报送证监会相关派出机构。</p>	<p>提示经营机构关注《资管细则》中相关事项之报送对象的调整安排。</p>



第三部分\

结语

总体而言,2023版《资管细则》做出了适应行业发展的整体优化,在进一步规范私募资管业务的同时,也对市场参与主体的合理需求给予了积极响应,特别是在监管原则、产品募集、投资运作等方面做出了实质性修订,充分体现了放管结合的监管理念。但如要点解读中所述,新规中的

部分原则性规定仍有待进一步明确,涉及差异化监管的具体措施、产品扩募规模及频率的要求、投资者出资缴付期的限制等问题,可以预见证监会及中基协也将结合新规的颁布,进一步完善与之配套的实务指导规范,对此我们也将持续关注。 ☒



张平
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2007
pingzhang@zhonglun.com

ESG合规管理体系建设： 如何优化ESG合规管理， 提升ESG评级？

作者：刘相文 郭诗雅 张亦文 唐露小荷 董艺 黄雨薇



在全球性危机频发的严峻挑战下,代表可持续发展的ESG理念逐渐成为国际共识。ESG理念源于责任投资理论,其核心在于提倡将企业在环境保护、社会责任履行和公司治理等非财务领域的表现作为评价企业的重要标准。党的二十大报告指出,要在2035年“广泛形成绿色生产生活方式,碳排放达峰后稳中有降,生态环境根本好转,美丽中国目标基本实现”。可见,践行ESG理念,提升企业在投资和经营中的社会责任履行水平,持续改善环境质量,建立健全环境治理体系,与我国发展的总体目标一脉相承。

第一部分\

ESG理念成为全球经济发展新趋势

自2004年由联合国环境规划署首次明确提出ESG理念以来,各国对于ESG理念与ESG投资的重视程度不断加深,全球ESG体系的发展也呈现出政策法规数量持续增长、监管要求日趋严格、信息披露日趋强制性的态势。

(一) ESG政策法规全球动向

在美国,ESG的发展与政策法规的出台呈现出市场驱动特征,随着投资者日益重视公司是否将ESG理念与实践融入长期战略和日常经营,美国证券交易委员会(SEC)以及各证券交易平台逐步推出了ESG信息披露要求与指南,对特定市场主体(如交易所上市公司、ESG基金)做出ESG信息披露方面的规范:纳斯达克证券交易所在2019

年发布了《ESG报告指南2.0》;纽约证券交易所在2021年5月发布了《环境、社会和治理指南:可持续发展最佳实践》;2022年5月,SEC拟议修改ESG基金新规,旨在为ESG披露提供更为一致的标准,便于投资者比较不同的ESG投资项目。

无独有偶,英国近年来也愈发注重资本市场参与方的ESG信息披露。自2016年起,伦敦证券交易所通过数度更新《ESG报告指南》,提高了ESG披露信息的标准化程度。2022年10月,英国金融监管局发布了《可持续披露要求(征求意见稿)》(Sustainability Disclosure Requirements),旨在将原本仅以气候变迁领域为重点的ESG信息披露范围进一步扩大。

与美英相比,欧洲市场的ESG发展路径更偏向为法律法规引领。2021年3月起,《可持续金融披露条例》(SFDR)在欧盟全境生效,在提高金融市场产品的可持续发展披露透明度的同时,打击

“洗绿”行为。2022年11月15日，欧洲财务报告咨询小组 (EFRAG) 批准了《欧洲可持续发展报告标准》(ESRS) 的最终版本；同月28日，欧盟理事会通过并签署了《公司可持续发展报告指令》(CSRD)，共同就ESG信息披露的适用主体、信披标准、实践评价等相关事项制定了详细的规则。

(二) ESG领域国内监管动态

在“双碳”目标的战略引领之下，中国ESG监管体系也进入了快速发展阶段，多方监管机构通过修订ESG信息披露规则，逐步建立了上市公司ESG信息披露监督体系。2016年，中国人民银行等七部委发布了《关于构建绿色金融体系的指导意见》，要求建立上市公司环境信息强制披露制度，对市场有着重要的引导作用。2017年起，中国证监会数度修订信息披露规则，逐步提高了对于ESG相关内容的披露要求；深圳证券交易所和上海证券交易所也陆续出台ESG相关规则和指引，要求上市企业加强环境和社会责任工作并加大信息披露力度。2018年，证监会发布修订后的《上市公司治理准则》，确立了ESG信息披露的基本框架。2021年12月，生态环境部发布《企业环境信息依法披露管理办法》，明确了企业环境信息依法披露的主体、内容、形式、时限、监督管理等基本内容，引导和督促企业真实、准确、及时披露。2022年，国务院国资委制定并印发了《提高央企控股上

市公司质量工作方案》，要求持续提高信息披露质量，提升上市公司透明度，以“推动更多央企控股上市公司披露ESG专项报告，力争到2023年实现相关专项报告披露‘全覆盖’”。2022年11月26日，《企业ESG报告编制指南》正式发布，该标准与《企业ESG披露指南》《企业ESG评价体系》一起，构成支撑中国企业ESG发展的系列团体标准。

(三) ESG理念带来的机遇与挑战

对于企业而言，ESG理念的主流化意味着社会已经对企业运作的外部影响有了全新认识，对企业的价值评估有了新的标准。随着“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念在资产管理行业落地，以及“十四五”期间将持续改善环境质量并建立健全环境治理体系，ESG管理理念逐渐成为企业绿色可持续发展的理想载体。ESG既是企业发展的新契机，也是企业转型阶段的重大挑战。率先实现ESG理念与自身价值观、合规管理体系有机融合的企业，才能在新的发展浪潮中掌握先机。

然而，企业践行ESG的过程中仍然存在诸多困难，包括：第一，国内层面尚待建立统一的ESG指标体系。当前ESG信息披露的标准不一、质量参差不齐，例如，已发布的社会责任报告对于负面指标的披露信息较少，侧重披露ESG相关的管理政策，较少披露执行方法、具体举措或执行效果；第二，ESG评级机构的评估标准缺乏统一性。由于不

同评级机构对环境保护、社会责任、公司治理的定义与加权方式不同,使得同一企业在不同标准下的评级可能差异较大;第三,由于尚未全面强制ESG信息披露而导致ESG相关数据披露范围有限。ESG理念的发展与实践仍需要宏观政策与行业规范的共同助力。

第二部分\

建立ESG合规管理体系以提升企业ESG评级

随着ESG理念逐渐主流化,ESG评级可能将直接影响企业获取的潜在发展机会。高ESG评级的企业被认为在财务绩效、风险防范、可持续发展等方面具有更优的表现,更容易获得投资者青睐。有鉴于此,如何提升ESG评级,成为企业当下面临的现实需求。

(一) ESG评级的影响因素

ESG评级覆盖环境、社会、治理三大维度,每一维度细分多个议题,每个议题下又细分多项具体指标。例如,环境维度包括气候变化、能源与资源消耗、污染物排放、生物多样性等;社会维度包括员工权益、供应链管理、人权保障、安全健康、产品责任等;治理维度包括公司治理、企业行为、管理层多样性、风险管理等。

针对不同行业的企业,评级机构会对各维度、议题和指标设置不同的权重,并结合企业的实际情况对其在各指标下所得分数进行赋分。然后,评级机构通过加权计算得出企业在该议题、该维度的得分,最后再加权计算出企业的ESG整体得分并以此为基础给出评级。从企业的角度出发,若仅仅停留在关注ESG评级的层面,难以真正实现企业ESG表现的切实提升。只有从优化企业在各议题、各维度的全面合规管理着手,逐步提升企业的ESG整体得分,才符合ESG评级的底层逻辑。

(二) 国内主流ESG评级体系介绍

目前,ESG评级体系仍处于多元化发展阶段,缺乏统一标准,如何选取既接轨国际、又适应本土的评价指标体系,是现阶段面临的主要难题。国内主流ESG评级体系包括中证指数(中证)、华证指数(华证)、中债指数(中债)、社会价值投资联盟(社投盟)、商道融绿、中诚信绿金、中央财经大学绿色金融国际研究院(中财大绿金院)等。本文选取中证、华证和商道融绿,以列表形式介绍其ESG评级体系。

1. 中证ESG评价体系

评级	3个维度	13个主题	22个单元
ESG评级 (AAA~D)	环境E	环境管理	环境管理制度
		气候变化	碳排放
		自然资源	水资源
			土地使用与生物多样性
		污染与废物	污染与废物排放
		环境机遇	环境机遇
	绿色金融		
	社会S	责任管理	责任管理
		利益相关方	员工
			供应链
			客户与消费者
		社会机遇	慈善活动
			企业贡献
	公司治理G	治理结构与运作	机构设置
			机构运作
			激励与约束机制
		信息披露	信息披露质量
		股东权益	中小股东保护
			控股股东与大股东行为
		管理运营	财务风险
			财务质量
	公司治理风险	公司治理风险	

资料来源:中证指数官网

2. 华证ESG评价体系

评级	3大支柱	16个主题	44个关键指标
ESG评级 (AAA~C)	环境E	气候变化	温室气体排放, 碳减排路线, 应对气候变化, 海绵城市, 绿色金融
		资源利用	土地利用及生物多样性, 水资源消耗, 材料消耗
		环境污染	工业排放, 有害垃圾, 电子垃圾
		环境友好	可再生能源, 绿色建筑, 绿色工厂
		环境管理	可持续认证, 供应链管-E, 环保处罚
	社会S	人力资本	员工健康与安全, 员工激励和发展, 员工关系
		产品责任	品质认证, 召回, 投诉
		供应链	供应商风险和管理, 供应链关系
		社会贡献	普惠, 社会投资, 就业, 科技创新
		数据安全与隐私	数据安全与隐私
	公司治理G	股东权益	股东权益保护
		治理结构	ESG治理, 风险控制, 董事会结构, 管理层稳定性
		信披质量	ESG外部鉴证, 信息披露可信度
		治理风险	大股东行为, 偿债能力, 法律诉讼, 税收透明度
		外部处分	外部处分
		商业道德	商业道德, 反贪污和贿赂

资料来源: 华政指数官网

3.商道融绿ESG评价体系

评级	得分	3个维度	14个核心议题	200+个指标
ESG评级 (A+~D)	ESG得分 (0~100)	环境E	环境政策	51个行业模型 200+个ESG指标
			能源与资源消耗	
			污染物排放	
			应对气候变化	
			生物多样性	
		社会S	员工发展	
			供应链管理	
			客户权益	
			产品管理	
			数据安全	
		治理G	社区	
			治理结构	
			商业道德	
			合规管理	

资料来源:商道融绿官网

(三) ESG合规体系与ESG评级的关系

建立ESG合规体系是提升企业ESG评级的基础,两者具有逻辑上的关联性:科学合理的ESG合规体系,能够有效识别和防范企业在环

境、社会与治理层面的风险,全方位提升企业在ESG各维度的业绩表现,进而提升企业ESG评级;相应地,ESG评级能够动态反映企业ESG合规管理水平,通过对企业在ESG各维度、甚至各

指标的管理表现的动态反馈,企业能够进一步完善ESG合规体系。两者相辅相成,相互提升。

2022年11月,国际权威指数机构MSCI公布最新年度ESG评级结果,中国农业银行ESG评级从BBB上调升至A,为目前国内上市银行最高级别。而其ESG评级指数的提升,离不开ESG合规体系建设。据公开消息,中国农业银行在公司战略层面提出落实ESG治理责任,并建立了一整套ESG合规组织体系。在董事会成立“战略规划与可持续发展委员会”,将ESG工作纳入董事会工作报告和工作要点;高管层下设绿色金融委员会、消费者权益保护工作委员会以及三农及普惠金融事业部管理委员会等,负责相关ESG议题的具体管理;成立ESG工作推进小组,围绕公司治理、绿色金融、普惠金融、人力资本发展、隐私与数据安全等核心议题推进工作,保障ESG工作落实。有赖于其ESG合规实践,中国农业银行多领域ESG评分持续提升。

ESG相关监管规则仍处于变动之中,国际标准、国内规则纷繁复杂。企业对ESG监管规则理解不足,是企业短期内难以满足ESG监管要求、无法有效提升ESG评级的重要原因。如此,需要引入第三方机构,通过制定专项指引的方式协助企业深刻理解规则,结合法律法规政策及企业实际建立ESG合规体系,帮助企业真正落实ESG领域的监管要求,进一步提升ESG评级。

第三部分\

企业如何完善ESG合规管理

未来ESG监管要求将朝着越来越规范化、具体化、强制化的方向发展。企业应当重视构建ESG合规理念、加强ESG合规治理、规范ESG信息披露,从ESG合规管理的全方位多角度切入,持续加强战略研究和政策趋势研判,自觉将ESG理念融入企业发展当中,全面构建ESG合规管理体系,提升企业风险防控能力,实现企业高质量发展。

(一) 将ESG合规理念根植于企业价值观

从宏观角度,ESG理念和ESG合规要求与中国新发展理念在底层逻辑上具有高度一致性,ESG适应可持续发展、“共同富裕”、“双碳”政策等的要求,是历史发展的宏观趋势。企业将相关理念融入企业价值观,才能帮助企业实现ESG合规到ESG引领企业发展的转变,从而顺应历史发展的趋势,使得企业得以健康持续发展。企业需思考自身的发展如何与环境、社会、公司治理等各方面的发展进行平衡,以ESG发展理念为导向,塑造符合ESG发展观念的企业发展观,并以此为导向,将环保、社会责任和公司治理等ESG相关的具体要求融入到企业发展的方方面面。企业需开始有意识地使企业符合ESG的“利他性”,

转变利益至上的理念,不仅要为其股东负责,还要为所有利益相关者负责,包括顾及到员工、供应商、客户甚至更广泛的群体的相关利益。

(二)从ESG评价标准体系出发,定向强化ESG合规管理体系

资本市场对ESG的关注度在不断提高,许多国内外的研究表明,重视ESG绩效的企业通常更受市场青睐、有更低的融资成本,企业经营也更稳健。由此,ESG投资目前也受到了广泛的关注,对应的ESG评级市场也开始逐步发展。目前国内外出现了较多的评级机构,且每一机构均有其独特的ESG评价方式。虽然相关机构的具体的评价标准并不对外公布,但是企业仍可参考一些上文提及的权威机构公布的核心议题等,完善企业的



关键议题选择与自评,按照相应标准,定向强化企业的ESG合规管理体系。在完善相应合规管理体系的基础上,企业还需重视积极与投资者、评级机构、国内外专业机构、监管方等利益相关方开展沟通,回应利益相关方的期望和诉求,邀请利益相关者从不同角度对企业的ESG合规管理体系进行评估,从而帮助企业发现ESG治理中的缺漏,进而“查缺补漏”。

(三)筛选符合行业标准及企业实际的关键议题,定制ESG披露报告

关键议题是ESG报告中最重要的一部分,关键议题的选择目的在于厘清对企业可持续发展具有重要性的相关因素,而议题选择又会进一步影响后续整个ESG报告的顺序和逻辑,是保证信息披露报告质量的基础。关键议题的选择没有强制统一的标准,企业应当坚持高标准,并结合经营实际、企业价值、运营管理方式等,参考法律法规及国际标准。

从实践案例来看,中国农业银行之所以能够实现ESG评级大幅度提升,得益于两方面经验:

第一,持续开展ESG信息披露。中国农业银行连续十五年每年发布社会责任报告,配合年报等报告持续强化ESG信息披露。自2019年开始,中国农业银行尝试在定期报告中有针对性地加大ESG信息供给,包括《年度报告》中单设“环境、

社会和公司治理信息”专章,发布《绿色金融发展报告》,升级《社会责任报告(环境、社会和治理报告)》,设置专篇披露ESG信息等,回应市场关切。

第二,积极引入ESG国际标准。中国农业银行积极引入ESG相关标准,不仅成为首批签署《“一带一路”绿色投资原则》的机构,还签署《负责任银行原则》(PRB)成为了气候相关财务信息披露工作组(TCFD)支持机构,积极参与联合国《生物多样性公约》第十五次缔约方大会,坚定做可持续发展的支持者和参与者。

(四) 重塑企业价值观、合规管理体系,进而真正实现企业ESG转型

ESG合规不仅能够帮助企业符合监管要求,更能帮助企业形成符合新发展阶段公司治理特征的方法论。ESG合规管理要求企业重塑企业价值观,完善企业ESG合规管理体系,企业应当在环境保护、社会责任和公司治理三个方面综合发力,实现三个方面的有机统一。环境保护方面,企业应当注重环境资源的可持续发展,重视企业发展的环境效益,将环保摆在发展的首位;社会责任方面,企业应当聚焦以人为本,重视员工发展及福利,尽量降低或消除企业生产经营环节对当地社会产生的负面效应,积极履行社会责任;公司治理方面,企业应当关注长远利益,不断完善公司各项治理制度,构建科学、合理、多元的管理

层组织架构,细化管理相应的战略领域,以此来建构企业ESG合规发展的基础。 ☒



刘相文
合伙人
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2050
liuxiangwen@zhonglun.com

聚焦海外家族信托

作者：倪勇军 高如枫 胡颖绮 季康华



海外家族信托被很多家族广泛应用于海外资产的财富规划中,逐渐成为境内外人士家族财富传承的标配架构之一。根据我们的观察,在最近十年里,越来越多的华人选择以海外家族信托的形式持有拟上市公司股权、上市公司股权、海外金融资产或者海外不动产。工具虽好,但你真的会用吗?

笔者在财富规划领域及海外家族信托法律服务方面有着丰富的理论基础和实务经验。借撰写本文之际,我们与大家探讨有相关需求的个人应如何全面、恰当地利用海外家族信托架构,借助海外家族信托的作用帮助完成个人实现财产规划、财富传承、境内外税务筹划等一系列重要目标。

什么是海外家族信托?

从本质上说,信托是一种双方的契约关系,是设立人基于对受托人的信任,将信托财产交给受托人,由受托人以自己的名义、为受益人的利益或特定目的而进行管理和处分财产的行为。信托法律关系体现了财产所有权与受益权相分离。具体而言,在一个信托结构,最基本的要素包括以下几个方面:

-设立人:设立人提供信托财产,指定受托人、并有权监督受托人;

-受托人:承担着管理、处分信托财产的责任,必须为受益人的最大利益出发,依照信托契约以及相关法律规定等管理信托财产,并接受监督;

-信托财产:是受托人取得的财产(譬如拟上市公司的股权或海外上市公司股票、海外金融资产、海外不动产等)。信托财产具有独立性,其独立于设立人未建立信托的财产,也独立于受托人的财产;

-受益人:是在信托中享有信托受益权的人,对信托财产享有受益权,但不直接对信托财产享有所有权。

简而言之,当设立人搭建了信托架构并将信托财产装入信托后,这些财产将不再保留在设立人名下,从法律上来说,这些信托财产已经不再是设立人的个人财产了,但设立人可以通过与受托人之间的协议约定而部分参与到信托财产的管理和运作中,比如决定信托应当如何进行投资等。此外,受托人会结合设立人拟定的想法,分批有序地把信托财产传承给受益人(比如设立人的子孙后代)。

设立海外家族信托, 设立人最 需要关注的六大核心问题

第一部分\

问题一:为什么选择海外家族信托来 持有家族资产?

随着我国高净值人群的逐步增加, 财富传承的需求愈发迫切。高净值个人一方面希望能够给后代一个可靠的生活保障, 摆脱财富传承环节的传统困境; 另一方面也希望避免因后代挥霍或者姻亲问题导致家族财富分散进而引发不必要的纷争。与此同时, 许多高净值个人在进行财富规划传承安排时也有着债务隔离、税务筹划等方面的考虑。

在私人财富规划领域, 为了实现财富传承和保护的目的, 高净值人群常见的财富规划工具包括家族信托、私人基金会、财产协议、保险以及遗嘱等, 综合灵活运用多种工具可以更好的满足家族的多重需求。作为财富规划工具中最为复杂的家族信托, 则可以同时满足多重需求, 尤其在财富传承、税务筹划、重视隐私以及保护资产安全等方面备受关注。

● 保证财富传承, 个性定制

在许多客户的设想中, 财富传承的目的不仅是要对财富进行有效分配, 保障子孙后代生活无

忧, 避免家庭矛盾的产生, 他们更希望能够对后辈做出更长期的安排, 激励后代品行正直、有所成就。

海外家族信托可以根据设立人的要求灵活设置各种条款, 有序地进行资产传承分配。设立人还可以通过在信托文件中附加对后代的期望条件, 实现对后代的教育和约束, 完成物质财富和精神财富的双重传承。

● 筹划税务安排

随着新《个人所得税法》的实施, 以及金融账户涉税信息自动交换工作的开展, 客户们希望寻求更合理、有效的税务筹划。

若没有搭建海外家族信托, 中国税务居民个人需要就其名下持有的境外资产(无论是离岸公司股权还是金融资产等)所产生的收益在中国境内缴纳20%的个人所得税。而海外家族信托有机会帮助境内个人实现收入递延纳税、降低财产传承中的潜在税负等作用, 具体内容可以参考问题六。

● 重视隐私保护

对于一些家业关系复杂的个人来说, 隐私保护本身也是财富传承筹划的一项挑战。

海外家族信托架构非常重视信托相关内容的隐私保护, 包括信托下的资产分配方案都受到严格保密, 这为使用者们带来心理安全感上的保障, 也更容易促进后代的和谐共生。

● 保护资产安全, 隔离风险

资产保护、风险隔离是客户在进行财富传承安排时普遍提出的要求。大家都希望确保企业运营和风险投资所带来的负债和风险不会影响家庭财富安全,同时也不愿意看到未来子女婚姻破裂而导致家族财富分流。

由于信托财产在法律上具有独立性,采用海外家族信托作为财富规划工具将有效保护信托资产不受债务危机困扰,在最大程度上确保财富的传承不受婚姻关系以及家庭关系变化的影响。

第二部分\

问题二:设立海外家族信托有哪些门槛?

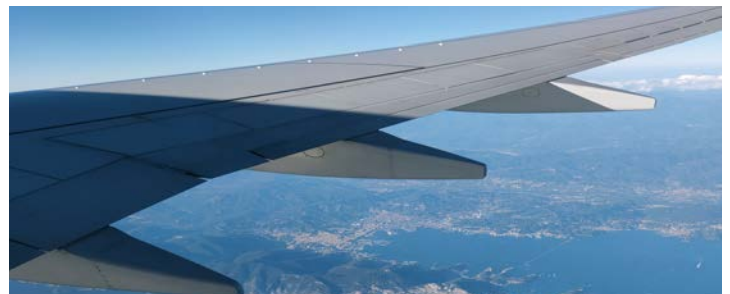
海外家族信托,顾名思义,是针对海外财产的一种财富传承工具,鉴于目前我国外汇管制、外资准入限制、外资并购等一系列法规政策,境内财产原则上是无法装入到海外家族信托内的。此处所指的境内财产是指境内的金融资产、个人直接持有的境内公司股权及境内不动产等。有以下两种情形需要特别注意区分:

(1) 个人通过海外离岸公司间接持有境内运营主体。除非境内运营主体有明确的境内上市计划,否则该海外架构是典型的可以置入信托的股权架构。对于有境内上市计划的公司而言,由于目前我国监管部门尚未有认可实控人带海外信托架

构上市的案例,即便已经搭建了海外家族信托架构的企业及企业家也可能面临在国内上市前拆除海外信托的问题。因此,此类企业家需要格外注意是否选择搭建海外家族信托以及搭建的时间点,比如,上市后在不实质影响股权架构和实控人稳定性的前提下再考虑嵌入海外家族信托。

(2) 个人通过境内公司在境外投资并持有境外标的企业。虽然该持股架构下的最终标的是境外企业,但由于我国企业境外投资相关后续跟踪监管要求,企业家并不能直接把境外标的企业装入海外家族信托中,只能通过合理合法的商业安排,将海外收益以其他方式与海外家族信托相结合。

我们遇到许多客户会问,那我已经是通过个人直接持有境内股权的结构了,我还有机会做海外家族信托吗?境内股权结构确实有机会通过变动重组的方式变成境外股权架构以嵌入海外家族信托,但通常税负成本会比较高,一方面需要结合个案实际情况进行规划,另一方面笔者建议,若未来个人拟新增境内投资时,可以考虑做好事前规划,比如直接搭建境外持股架构,以灵活满足未来的海外信托需求。



第三部分\

问题三：设立海外家族信托有哪些环节和参与方？

海外家族信托并非结构单一的金融理财产品，更不是一个标准化的模板，而是一个复杂的架构体系。

对于计划设立海外家族信托的个人来说，设立海外家族信托通常需要经历如下阶段：(1) 选聘受托人(即信托公司) - (2) 拟定信托架构 - (3)

完成尽调审查 - (4) 准备信托文件(包括信托契约、意愿书、转股文件等) - (5) 签署上述信托文件 - (6) 转让海外资产以完成信托资产注入。

同时，在整个海外家族信托设立过程中，除了设立人和信托公司外，另一个重要的参与方即为信托法律顾问。信托法律顾问会全程参与上述提到的信托设立的6个阶段，从设立人及家庭的角度为客户设计和把关所有信托设立细节，最终与信托公司和其他参与方(比如境外银行)一起协作完成信托资产注入以落地信托架构。



在海外家族信托设立的全部过程中，设立人需要结合本人和家族成员的身份情况、财产情况、婚姻状况、个人意愿和税务安排等因素，选择并设计合适的信托方案，搭建完整的信托架构，制定传承分配方案，并最终完成海外家族信托的

落地。在这个复杂架构的搭建过程中，设立人需要在多个环节依靠法律专业机构和专业人士的建议，尤其是在法律和税务领域，以避免未来产生不必要的争议。

第四部分\

问题四：如何设计有价值的海外家族信托架构？

如何设计有价值的海外家族信托架构，以确保境外资产装入信托后，海外家族信托可以发挥其应有的作用，是每一位设立人都必须关注的课题。需要注意的是，海外家族信托并不是一个标准化的架构或产品，不能简单、标准化的处理，而是需要根据每一个不同的家庭情况来定制化处理。如果只是拿一个标准化的契约模板简单做一下信息填写（比如设立人、受益人身份等），基本上无法实现我们在问题一中提到的几大目标。得以实现前述比如传承安排、税务筹划等目标的核心在于信托架构的设计。专业的法律顾问懂得如何利用家族信托的自身属性，结合客户的实际情况做出合理的规划并落地该规划。

结合我们的经验，在设计整体海外家族信托架构过程中，我们建议设立人需要关注以下几个方面：

(1) 确定信托类型：典型的海外家族信托分为可撤销信托或不可撤销信托，保留投资权力信托或全权委托信托等。这些不同类型的信托虽然看起来差异不大，但是实际能起到的保护效果却千差万别，比如可撤销信托通常在各个方面的效果都较差，但现实中出于种种原因仍有部分客户

会选择设立可撤销信托。每一位设立人都需要从财富传承、风险规避、税收优化等多角度综合考量，在达成信托效果的同时结合自身需求作出选择。

(2) 设定关键角色：在海外家族信托中，除企业创始人、高管担任设立人以外（少数情况下设立人的身份也需要考量），受益人、保护人、投资管理人的角色设定同样重要。在确定受益人范围时，设立人需要结合受益人的税收居民身份分析税收规划并设计信托条款和分配方案；对于保护人和投资人来说，保护人承担了监督受托人的职能，并且还可以对于信托分配等重要事项享有核心权力，而投资人有权就信托财产投资事项提出建议或作出决定。设立人在信托设立过程中需要选定保护人与投资管理人的人选，并审慎设计这两个角色相应的传承机制，以确保设立人的意愿和想法在未来仍可以最有效的被执行。

(3) 谁来负责制定法律文件：信托契约和信托意愿书是海外家族信托设立中最重要的两份法律文件，其中载明了对于信托结构的核心安排和设立人的传承意愿（包括资产分配方案）。由于这些是专业的法律文件，并且是全英文书写，因此设立人应当聘请有经验的律师为其审阅、修改信托法律文件，只有完善的法律文件才是家族信托可以良好运行的重要保障，才能实

现上述提到的各种目标。

(4) 如何选择信托公司:主流的信托公司分成银行系信托公司和独立信托公司两类,这两类中又各自分成不同的梯队。设立人应当慎重选择信托公司,综合考虑信托公司的服务水平、专业能力、从业经验、语言能力、效率、灵活度、稳定性、收费情况等,尤其要特别注意避免被误导而选择了口碑和水准都较差的信托公司。

第五部分\

问题五:为具有境外身份的企业家或家庭成员设计信托架构时有什么特殊考量?

在问题四中,我们提到信托条款的设计依赖于设立人和受益人的税收居民身份。由于中国是目前世界第四大移民输出国,有调查显示近1/3的中国高净值个人有海外移民或进行海外身份规划的打算,因此高净值人士的家族中有海外身份的成员并不在少数。那么对于具备海外身份的家族成员而言,他们在设立海外家族信托时,和传统的仅具有中国身份的家族有什么不同呢?

首先我们需要先区分设立人本人或其家族成员拥有的海外身份属于低税负国家还是重税负国家。如果是低税负国家/地区,比如新加坡、香港,那么由于这些国家/地区的税制通常较简

单且不征收遗产税、赠与税等,属于这类情况的家族通常在设立海外家族信托时可能并不需要做额外的境外税务规划。而对于重税负国家,典型的比如美国、加拿大,则需要充分引起重视。

对于本人或家族成员中具有此类重税负国家身份的,我们需要设立符合美国或加拿大税法规定下的信托类型:比如设立人本人是中国身份,而家族成员具有美国身份的,通常需要设立外国人委托信托(Foreign Grantor Trust)以实现(1)在设立人生前该信托向受益人分配不产生美国所得税以及(2)设立人过世后信托资产不触发美国遗产税。又比如,设立人本人是中国身份,而家族成员具有加拿大身份的,通常需要设立祖母信托(Granny Trust),并结合分配规划,以确保加拿大受益人取得信托分配时不产生加拿大所得税负担。需要特别注意的是,有时境外税务规划和境内税务规划在信托层面会产生冲突,此时应当特别注意需要两者兼顾,避免顾此失彼。

而对于客户本人就具有重税国家身份的,则对于该海外家族信托架构的规划会更加复杂,且境外税务筹划的重点和效果也会有所不同,具体需要取决于实际情况并结合境外税务顾问的意见做好规划。

简而言之,对于家族中具有境外身份的企业家而言,建议在考虑设立海外家族信托前聘请适合的法律及税务顾问做好通盘的规划,避免因

前期规划不足导致信托在运营过程中产生不必要的税务负担,或者因需要重组信托而产生额外的成本。

第六部分\

问题六:设立海外家族信托有什么中国内地税务影响?

对于计划设立海外家族信托的客户来说,如何利用海外家族信托进行有效的境内税务规划也是他们关心的问题之一。以下我们将介绍海外家族信托会为中国个人带来怎样的中国内地税务影响。



在海外家族信托设立时,通常设立人会以赠与的方式将资产置入到家族信托内,由于设立人不会就该资产转让行为取得任何所得,在这个环节通常不产生中国个人所得税纳税义务。在海外家族信托存续期间,信托资产在法律上归属于受托人所有,理论上只要没有对受益人进行分配,信托资产的增值(比如客户出售股权或取得投资收益等)与设立人或受益人无关,设立人和受益人原则上都不会产生个人所得税纳税义务,可以起到递延纳税的效果。

但由于目前《个人所得税法》中引入了“受控外国企业”的概念,如果设立人对信托有着非常全面的控制,在设立信托时保留了相当多的权力,不排除内地税务机关可能从税法角度认为设立人所保留的权力使得其对信托结构中的离岸公司构成实质控制,导致该离岸公司存在被认定为“受控外国企业”的风险,进而穿透信托并要求设立人就信托资产的增值缴纳20%个人所得税。鉴于此,我们建议设立人在设计海外家族信托架构时,应当咨询专业意见,采用合适的海外家族信托架构以避免产生额外的税务规划问题。

在信托分配环节,通常来说,信托分配收益给设立人本人时会被认为是设立人取得的投资所得,从而需要缴纳20%的个人所得税。如果信托分配收益给其他受益人,比如设立人的家族成员,现行《个人所得税法》下并未对于信托分配所

得有明确的征税依据。不过由于分配收益存在一定的税收风险,我们建议设立人或受益人可以考虑通过仔细充分的筹划,采用其他方式(比如借款)从海外家族信托中获取资金,以避免可能直接产生的税务问题。

海外家族信托作为时下热门的话题,涉及众多复杂的法律问题。我们摘取了一些客户普遍关心与设立海外家族信托有关的话题,借此与读者分享交流,希望可以帮助大家对海外家族信托有一个更为全面、直观的认识,以便在海外财富传承规划中可以正确、有效地使用海外家族信托这一工具。 ☒



倪勇军
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3568
peterni@zhonglun.com



高如枫
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3747
markgao@zhonglun.com



胡颖琦
非权益合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3106
ashleyhu@zhonglun.com

产业投资并购实务： 投资基金退出路径实务详解

作者：刘新辉 卞嘉虹 杨霞 汤泽佳 刘婷燕



在投资基金退出领域,根据近期的市场统计数据,2022年上半年,中国股权投资市场共发生1,295笔退出案例,同比下降50.0%。退出数量与投资数量之比31.07%,同比下降5.6%。在退出路径上,上半年除并购外的各类退出交易总量均有下降,被投资企业IPO数量共计1,028笔,同比下降38.8%、股转和回购同比分别下降78.8%,81.5%。

随着投资基金陆续进入退出期,基金出资方对于投资退出的通畅性、可预期性等高度关注、对投资机构退出能力的要求也越来越高。

本文基于作者实务经验,对目前投资基金(本文主要基于合伙制基金分析)及其有限合伙人(Limited Partner,“LP”)的主要退出路径及关注要点,进行了实务分析及梳理。

● 主要内容 ●

一、投资基金退出项目投资

(一) 投资基金从项目中退出的主要实现路径及关注要点

1. 投资基金减持股份退出(被投资企业IPO)
2. 投资基金通过所投项目的并购退出

(二) 投资基金退出后向LP现金分配操作要点

1. 部分项目退出
2. 全部项目退出

二、LP转让投资基金份额退出

(一) 主要路径

1. 执行远期回购协议
2. 市场化协议转让份额
3. 通过向S基金转让基金份额退出

(二) 关注要点

三、投资基金向LP分配实物资产

1. 上市公司股票的实物分配
2. 非上市公司股权的实物分配
3. 实物资产分配的涉税要点

第一部分\

投资基金退出项目投资

投资基金从所投项目中顺利退出、基金投资人最终获得现金分配,并实现从基金层面的退出,是对各方最为理想的退出方式。

本节包括两部分内容:(一)投资基金退出项目投资的路径及关注点;(二)投资基金向LP现金分配操作要点。

(一) 投资基金从项目中退出的主要实现路径及关注要点

1. 投资基金减持股份退出(被投资企业IPO)

根据基金业协会发布的《2021年私募基金统计分析简报》,截至2021年末,存续私募基金项目以境内外上市方式实际退出金额1.64万亿元,整体回报倍数达2.94倍,远高于其他退出方式回报倍数。

被投资企业实现IPO、基金后续减持上市公司股份变现退出,是投资人较为期待的退出方式,一般可以给投资基金带来较为理想的收益。

但被投资企业IPO后,投资基金所持股票的最终变现退出还在锁定期、减持等方面受到限制,期间股票价格波动风险等也可能影响最终退出收益,因此,投资基金及其投资人通常需预先关注以下方面:

➤ 在基金LPA中预先作出相关安排,降低对底层标的IPO潜在影响风险

目前IPO审核中对于股东穿透核查、间接股东数量及合法性等仍然有较为严格的要求。实务中,为避免因部分LP原因对底层标的IPO产生不利影响从而构成基金退出的障碍,从基金管理人或长线投资人的角度,通常需考虑在基金合同(LPA)中提前作出相应的安排,例如约定以下相关条款:



相关安排	条款内容
配合义务	如因LP投资人原因影响底层标的上市,相应投资人需要配合进行整改甚至进行清退
陈述与保证	由LP确认不存在股权代持或不属于法律法规规定禁止持股的主体,且LP确认未来将配合因底层标的IPO而需履行的穿透核查程序
期限匹配	由于基金存续期限无法覆盖底层标的IPO所需锁定期安排的,设置相应决定延长基金存续期限的机制,如设置明确具体的前提条件(如客观因素导致实现底层标的退出需要延期的),并且经合伙人会议等内部决策机构表决通过

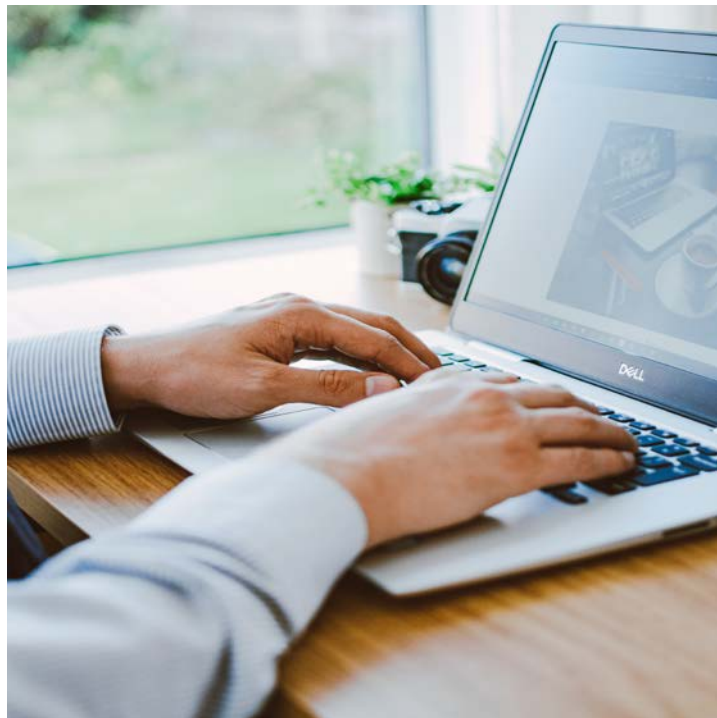
➤ 审核周期及锁定期、减持限制等对退出期限的影响

被投资企业从申报IPO到实现上市需要经历一定的审核周期,且在实现IPO后,投资基金所持股票的最终变现还需受到锁定期和减持规则限制,这些将构成对基金变现退出整体时间周期的影响。投资机构和投资者应充分了解和考虑被投资企业上市审核周期、股份锁定和减持周期的总体情况,在基金存续期间设置和调整、多层结构基金期限匹配等过程中,做好整体统筹以及与基金投资人的沟通。

作者团队在基金、投资及IPO领域均具有实务经验,可以协助投资基金及时跟进了解最新市场及审核动态。以下简要梳理最新实务情况供参考:

审核周期:2022年度注册制板块IPO审核周期中位数统计情况¹:创业板472天,科创板281天,北交所159天。

锁定期:根据各板块上市规则等相关规定,若基金不属于控股股东或董监高及其一致行动人等特殊情况的,所持IPO前股份的锁定期主要规定如下表所示:



1. 参见《2022年度A股IPO数据和动态分析》,微信公众号“弟兄们上”,<https://mp.weixin.qq.com/s/C-cQbXANGHh6mj8AOUe7l9g>

适用情形	适用板块	锁定期
非控股股东	主板、创业板、科创板	上市之日起12个月
上市前直接持有10%以上股份的股东或虽未直接持有但可实际支配10%以上股份表决权的相关主体	北交所	
申报前6个月内向发行人增资扩股取得新增股份的股东	主板、创业板、科创板	新增股份自工商变更完成之日起锁定三年
申报前6个月内自控股股东/实际控制人处受让的股份		上市之日起锁定36个月
申报前12个月内新增股东		新增股东所持新增股份自取得之日(一般以工商变更之日)锁定36个月
发行人无控股股东、实际控制人时,按持股比例从高到低排列,位列前发行人股份总数51%的股东(持股5%以下的股东、以及符合一定条件的创业投资基金股东除外)		自上市之日起锁定36个月
发行人无控股股东、实际控制人时,第一大股东及其最终控制人应当参照适用关于控股股东、实际控制人的规定	北交所	直接及间接所持股份上市之日起锁定12个月

减持限制:若投资基金为持股5%以上的股东,减持需遵守《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》(中国证券监督管理委员会公告〔2017〕9号)、沪深交易所《上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》及相关监管问答的规定,在减持比例、减持预披露等方面遵守相应的要求;符合沪深交易所《上市公司创业投资基金股东减持股份实施细则(2020年修订)》条件的创投基金股东,存在一定的豁免情形。锁定期与减持的相关规则较为复杂,作者团队后续会进一步发布详细梳理,并定期予以更新,可关注或具体垂询。

2.投资基金通过所投项目并购退出

根据投中信息数据统计,截至2022年第三季度,共计50支私募基金以并购的方式成功退出,行业主要集中在IT及信息化、医疗健康、制造业,2022年Q3私募基金退出数量环比上涨22.00%。

此种模式下的主要退出方式包括:

(1) 被非上市公司并购

对于投资基金而言,被投资企业被非上市公司现金并购,相对IPO而言,具有周期短、程序简单等优势,且不受上市锁定期及减持等限制,可在预期时间内实现一次性退出及变现,通常也是较

为理想的退出方式之一，交易方式和关注要点参照常规的公司并购交易即可，本文不作赘述。

(2) 被已上市公司并购

根据投中信息数据统计，上市公司已逐渐成为并购私募基金底层资产的主力军之一。由于上市公司在决策流程、信息披露、关联交易和同业竞争等方面受到一系列规范监管，基金所投资企业被上市公司并购，通常采取以下两种方式：

➤ 上市公司以现金支付对价：

被投资企业被上市公司以现金作为对价并购的，主要需关注上市公司相关监管和决策要求对交易进度的影响。主各板块的具体规则有少量差异，主要规定于各板块《股票上市规则》、《上市公司重大资产重组管理办法》中，视交易规模情况

可能需要上市公司披露临时公告、召开股东大会审议、构成重大资产重组的还需要证券监管机构核准等，本文暂不赘述。投资人需要提前了解上市公司实施交易所需的内外部审批流程及所需时间，从而对退出整体的时间表进行预估做好筹划。

➤ 上市公司以发行股份形式支付对价：

如上市公司通过发行股份支付对价，则不论交易规模大小，均需适用《上市公司重大资产重组管理办法》，以证券监管机构核准为前提，另投资人还需要将交易完成后的持股锁定期等也纳入整体退出时间表的考量。

作为标的资产出售方的投资基金，需符合《上市公司重大资产重组管理办法》等规则中关于交易对方的各项条件要求，主要关注点例如：

关注点	说明
投资基金自身条件要求	投资基金作为标的公司的原股东，需符合取得标的公司股权时的资金来源清晰以及不存在违规出资等条件，且需要按照监管要求配合履行穿透核查、信息披露等义务
是否可能导致上市公司交叉持股问题	若交易完成可能会导致上市公司产生交叉持股问题，通常需要在交易前进行清理。 尤其如果投资基金本身系由该上市公司参与投资设立、后续将优质资产注入该上市公司时，则通常会资产注入阶段面临该等问题，需在设计交易结构时予以妥善处理
投资基金存在优先劣后分级等“结构化安排”时的特殊关注点	(1) 结构化安排本身应符合私募基金监管要求 ：例如在杠杆比例方面，针对主要投资于非上市公司股权的私募股权投资基金，规则层面目前暂无明确的优先劣后杠杆比例规定，我们了解实务中的把握主要为相关安排应避免“刚兑”嫌疑、杠杆比例的要求已基本与资管新规权益类产品杠杆率要求对齐。 (2) 结构化安排可能会受到证监会/交易所重点关注 ：一般认为，结构化投资基金参与上市公司发行股份购买资产并无明确规则限制，但需要按照证券监管机构的要求履行信息披露义务，并尤其注意是否存在担保、补偿、承诺收益等增信措施安排 ² 。而实务中，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”）施行后，结合现有已过会的结构化并购基金参与上市公司发行股份购买资产的案例来看，如通化金马(000766.SZ)、中国天楹(000035.SZ)、恒逸石化(000703.SZ)、中源协和(600645.SH)等，相关案例中的投资基金在向审核部门申报前即基本已经拆除了结构化安排。

2.例如，根据《再融资业务若干问题解答》(2020)问题10，其中要求“关于非公开发行股票中董事会决议确定认购对象的，发行人应当披露各认购对象的认购资金来源，是否为自有资金，是否存在对外募集、代持、结构化安排或者直接间接使用发行人及其关联方资金用于本次认购的情形，是否存在发行人及其控股股东或实际控制人直接或通过其利益相关方向认购对象提供财务资助、补偿、承诺收益或其他协议安排的情形”。

(二) 投资基金退出后向LP现金分配操作要点

1. 部分项目退出：

若投资基金存在多个投资项目，仅有部分项目实现退出取得现金收入，则通常以收益分配的形式，向各投资人支付现金分配款项。基金收益分配模式的各种常见条款类型、设计要点等，可参见本文作者此前发布的文章《私募投资基金—

收益分配模式最新研究》³。

实务中，在底层项目部分退出且投资人收回部分或全部投资本金的情形下，合伙制或公司制投资基金并不必然需在市场监管部门办理减资手续，是否缩减基金出资总额可由基金各合伙人共同协商处理。

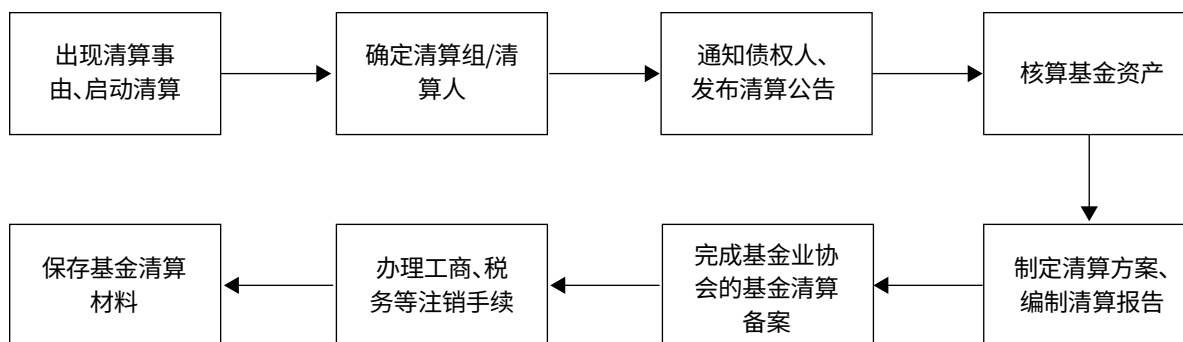
基金形式	减资程序	所需时间
公司制	需要符合《公司法》的规定及公司资本维持原则，并需履行编制资产负债表及财产清单、债权人通知、报纸公告等减资流程	一般所需时间约2-3个月（根据各地主管工商部门的审核流程时间而有所不同）
合伙制	无需履行《公司法》规定的减资程序，其减少出资的流程则相对简单，由合伙人出具减少出资的会议决议后，即可办理减资工商变更	所需时间一般约为1-2个星期

2. 全部项目退出：

若投资基金的所有项目均完成了退出，则投资基金即可以进入清算流程，实现全部投资人的

最终退出。

基金清算的主要流程列示如下：



3. 参见文章链接：<https://mp.weixin.qq.com/s?src=11×tamp=1671624993&ver=4240&signature=Wbh7DRVN9-wflyHkZKZ0j5H8S4Y6ciidBPD9r164s1mwwTfRQxWlxaVme0Cgfw7HzekxBQbQauFsmWVvhnprqIPARmolvuoYCFYP4zh8zGwzrCRCCbES6hgif9875un&new=1>

第二部分\

LP转让投资基金份额退出

如本文第一部分所述,投资基金从所投项目中获得退出的,后续可以通过收益分配、基金清算等方式实现LP对应资金的最终退出。但在很多情况下,在投资基金尚未退出所投项目时,LP因急需阶段套现、自身存续期限届满、监管要求等现实原因,需尽快从投资基金中退出。而通过向第三方转让基金份额通常是较快从基金退出的方式之一,常见路径和关注要点如下:

(一) 主要路径

1. 执行远期回购协议

基金份额远期回购安排,通常指基金投资人与相关方事先约定,在满足一定条件下,由其他投资人或第三方按照事先约定的价格及方式回购基金份额,以实现相关投资人出资金额的回收及退出;除份额回购外,上述安排往往还同时包含义务方对该等投资人本金及预期收益的差额补足承诺。

作出上述安排主要需关注以下方面:

➤ 回购或补足义务不得由基金管理人或其关联方承担:

随着近年来私募监管法规的趋严,特别是“资管新规”对资管行业禁止刚兑的要求,如由基

金管理人或其关联第三方向投资人提供保底承诺,无论是在基金合同中承诺份额回购、差额补足或其他保本保收益的方式,目前均已被禁止,且司法审判实务中基本也会对该等条款认定无效⁴。

➤ 回购或补足义务由其他第三方承担的:

对于份额回购或差额补足义务并非由管理人或其关联方承担的情形,在基金监管规则中虽未明确禁止,但实际上,由于该等安排的存在导致相关份额投资具有偏债的属性,实质上仍与私募股权基金的监管逻辑不符。而与前一种情形不同的,在司法审判实务中,目前较多裁判观点为认为该等份额转让或回购协议未违反相关法律、行政法规的强制性规定,应认定为合法有效⁵;虽也有少数案例人民法院认定该等份额转让协议或回购协议无效,例如(2020)最高法民终682号确认合同无效纠纷,但该等案例情况本身具有一定的特殊性⁶。

➤ 权利人或义务人涉及国资主体时,均应提前考虑国资监管要求:

目前投资基金中越来越多地存在国资主体的身影,若拟作出相关安排,各方应提前考虑国

4. 从司法实践角度,2019年11月出台的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(《九民纪要》)亦明确了“信托合同、商业银行等金融机构作为资产管理产品的受托人与受益人订立的含有保证本息固定回报、保证本金不受损失等保底或者刚兑条款的合同,人民法院应当认定该条款无效。实践中,保底或者刚兑条款通常不在资产管理产品合同中明确约定,而是以“抽屉协议”或者其他方式约定,均应认定无效。”虽然投资基金不属于严格意义上的资产管理产品,但实务中司法裁判机构一般会参照适用上述裁判规定。

5. 例如,(2020)京民终623号、(2020)沪74民终289号等

6. 该案例中人民法院认定案涉《合伙协议》及《补充协议》(约定劣后级LP对优先级LP的份额保底承诺)无效的理由并非因为各方存在回购安排,而是因为当事人签署前述协议属于虚假的意思表示,即“优先级合伙人签订《合伙协议》及《补充协议》时的真实意思表示并非成为合伙人,分享合伙企业投资收益,承担合伙企业风险,而是以设立合伙企业的同时转让合伙企业财产份额并收取固定溢价款形式变相实现还本付息的借贷目的”。此外,本案还涉及公职人员的受贿案件,存在一定的特殊性。

资监管要求：

适用情形	监管要求及建议
<p>回购权利人为国资主体</p>	<p>如国有投资人要求回购义务人受让其持有的基金份额，一般认为该等回购交易原则上仍构成一项转让交易，需履行相应的国资交易流程。但是实践中，由于触发回购语境下，进场交易、评估定价等往往存在现实的困难，实务中做法不一。</p> <p>从我们的实务经验出发，基于审慎合规考虑，国资主体在实务中可参考如下建议：(1) 签署相关远期回购协议前，尽量提前就所需履行的程序要求与国资监管机构沟通确认，取得其对投资和回购退出的一揽子批复；(2) 在基金合同中同时预留相应的空间，例如：在回购价格条款中，除按常规做法约定回购价格为“投资本金+预期收益”等之外，还可增加该价格“与经投资基金的国有LP认可的评估值孰高(若届时其国资主管部门要求评估)”作为回购定价方式。</p>
<p>回购义务人为国资主体</p>	<p>对于国有企业作为回购股权义务人的情形，回购协议是否需取得主管国资部门审批后方可生效，实务中也多有争议。若投资人为权利人，而义务人为国资主体的，建议在接收回购安排时督促义务方严格按照要求履行内外部审批。</p> <p>近期案例层面，2022年4月，最高人民法院在(2022)最高法民申232号案中认为“国有企业签订的对赌协议中的股权回购条款不属于法律规定的应当由国资管理部门审批生效的条款，不因未经审批而未生效”⁷，对于该等情形下投资人权利的保障有积极意义。</p>

2. 市场化协议转让份额

LP也可以自行、或通过管理人、投资基金所投资企业等相关渠道寻找意向受让方，共同协商达成份额转让交易。

在该类方式中，LP将所持基金份额转让给已上市公司、并取得已上市公司发行自身股份作为支付的对价，是一项值得关注的路径。当然该等交易通常具有相应的商业背景和契机，上市公司采取发股方式购买基金份额，需履行相关信息披露义务及取得证券监管机构的审批，流程相对

较长、结果亦可能存在不确定性，实务中案例并不多见。近期案例如：

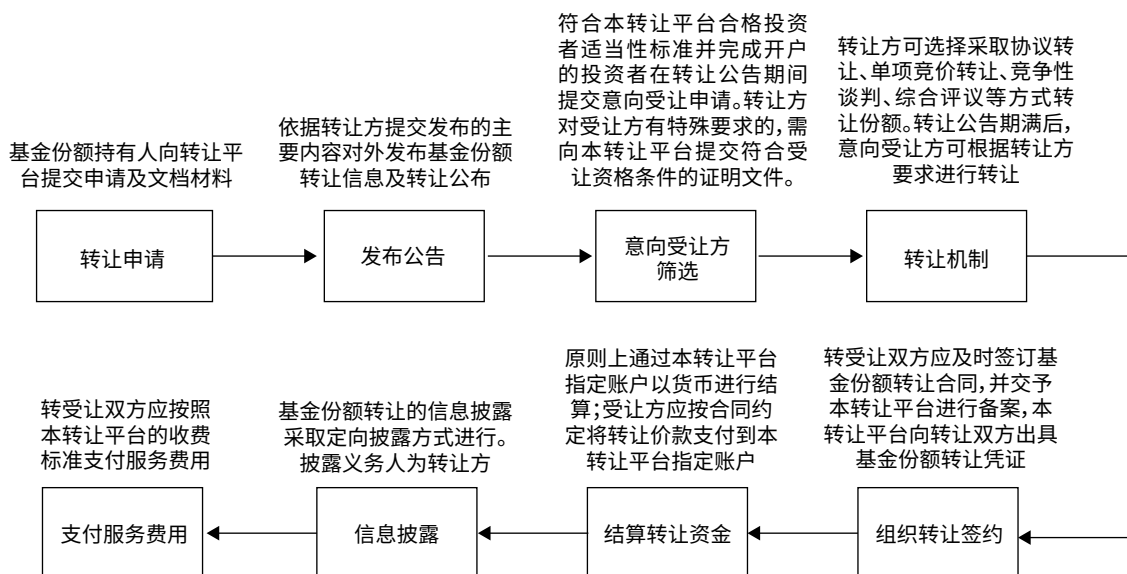
7. (2022)最高法民申232号合同纠纷案中，最高人民法院认为，《中华人民共和国公司法》第六十六条仅规定国有独资公司的合并、分立、解散等情形，必须由国有资产监督管理机构决定及报批，并不涉及股权回购事宜；《中华人民共和国企业国有资产法》第三十条规定国家出资企业的合并、分立、增减注册资本、进行重大投资等重大事项，应遵守相关规定，不得损害出资人和债权人的权益，并无关于股权回购需经审批的规定；《企业国有资产监督管理暂行条例》第二十三条系关于国有股权转让的规定，若致使国家不再拥有控股地位的，须经政府批准；第二十一条、第二十四条等规定情形，均无股权回购须经批准的规定。亦即：国有企业签订的对赌协议中的股权回购条款不属于法律规定的应当由国资管理部门审批生效的条款，不因未经审批而未生效。

公司名称	交易概况
闻泰科技 (600745)	2020年4月, 闻泰科技 (600745) 发布公告, 其拟通过发行股份及支付现金的方式收购合肥裕芯的4名股东 (即4支境内基金) 之上层出资人的有关权益份额。根据闻泰科技披露的上海证券交易所《关于对公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金预案信息披露的问询函》, 上交所在审核过程中, 重点关注了对本次交易作价的合理性、GP转让方的退出安排及LP份额收购安排、交易对方的出资人及出资结构情况 (在该案例中均穿透核查至自然人、国资管理部门或上市公司) 等。
晨鸣纸业 (000488)	2022年11月, 晨鸣纸业 (000488) 发布公告, 其拟发行股份收购晨融基金44.44%LP份额, 晨鸣纸业子公司晨鸣投资现金收购晨融基金0.22%GP份额。本文完稿时晨鸣纸业尚未收到证监会的反馈意见。

3. 通过向S基金转让基金份额退出

S基金 (Secondary Fund) 即私募股权二级市场基金, 主要从事私募股权二级市场投资交易, 通常通过收购基金份额来投资。目前S基金在中国私募股权二级市场, 为投资人退出基金提供了多元化的退出通道, 满足了投资人短期变现及退出的需求。

目前, 我国尚未建立全国性的二级私募股权基金份额交易平台, 但出现了北京、上海等地区的区域性试点平台。正式提供基金份额转让业务的交易所中, 仅北京股权交易中心出台了专门的配套规则⁸, 上海区域性股权市场尚未出台配套实施细则。以北京股权交易中心的配套规则为例, 基金份额转让的主要流程如下:



8. 包括《北京股权交易中心股权投资和创业投资份额转让平台业务规则 (试行)》、《北京股权交易中心股权投资和创业投资份额转让平台投资者适当性管理规则 (试行)》、《北京股权交易中心股权投资和创业投资份额转让平台登记业务规则 (试行)》等

(二) 关注要点

LP通过转让基金份额实现退出的，投资人需主要关注如下事项：

➤ 国有基金份额进场交易及评估要求

目前国有企业所持基金份额是否需通过产权交易机构公开进行交易，尚未在私募基金领域形成统一规定，实务中目前各地国资监管部门也多无强制性要求。在S基金领域，北京市国资委等部门于2021年6月联合发布的《关于印发〈关于推进股权投资和创业投资份额转让试点工作的指导意见〉的通知》（“**北京指导意见**”）规定了支持各类国资相关基金份额通过北京股权交易中心份额转让试点转让交易，但从语义上看并非强制要求北京市国资相关基金份额必须进场交易。而上海市国资委于2021年3月出台的《上海市国有私募股权和创业投资基金份额转让监督管理办法（试行）》（“**上海试行办法**”）⁹明确规定了上海市范围内的国有份额转让入场交易的要求，即上海市国有企业所持份额的转让均需要入场交易，且应当定向通过上海股权托管交易中心进行。

就国有基金份额转让是否需进行评估，北京指导意见明确规定了可采取市场化方式确定最终转让价格，首次转让报价应以评估或估值结果为基准；上海试行办法则明确规定了以评估为原则，若因客观条件限制，无法获取评估必需工作

资料、无法有效履行必要评估程序的，可以采用估值报告，并按照相关要求备案。

➤ 拟转让基金份额的定价

在市场下行且投资基金普遍面临退出难题的情形下，在份额转让交易中，买卖双方很可能会在基金份额的折价和定价上存在分歧。目前市场上采用的估值方式包括NVA估值法、参照最近一次并购交易估值等，更为普遍采用的方式为选择第三方估值机构对投资基金的底层标的进行估值，以达到价格公平目的。但由于投资基金份额在市场上基本无流动性，也没有可比的市场价格，如何合理确定基金份额公允价值也需要各方充分协商沟通。

➤ 转让涉及的其他合伙人同意

实务中，投资人转让投资基金份额，一般需要取得普通合伙人（General Partner，“GP”）或其他投资人的同意，在办理工商变更时亦需要其他投资人配合签署决议文件及其他工商文件。因此，S基金份额转让未依照有限合伙协议约定得到GP或者相关合伙人同意、受让方不符合有限合伙协议约定的投资者要求等都可能导致交易的失败。投资人可结合具体商业谈判情况在签署的基金合同中明确约定LP转让基金份额无需其他合伙人同意，且其他投资人应给与必要的配合

9.但值得注意的是，上海试行办法目前为依申请公开的文件，并未主动对外公示，且处于试行阶段，或将根据试行情况做进一步调整。

(一般GP亦会要求受让方需满足特定条件,如合格投资者标准、不影响底层标的上市等)。

第三部分\

投资基金向LP分配实物资产

在投资基金尚未完成从项目中变现退出、而LP希望退出投资基金但无法实现份额转让等情形下,各方可能会考虑投资基金直接将实物资产分配给LP的方案。投资基金所持资产通常为未上市企业的股权或者已上市公司的股票,本节分别针对两类资产的实物分配的操作要点予以介绍:

1.上市公司股票的实物分配

目前市场上部分投资基金的存续期限已届

满,但在现阶段出售上市股票并向LP进行收益分配,也许并非合适时点;此外,不同LP对于股票抛售策略也可能存在不同意见。为了满足不同投资人的需求,实现多元化退出通道,证监会于2022年7月8日宣布启动私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点;基金业协会于2022年11月15日在资产管理业务综合报送平台发布了《关于接受私募股权创投基金向投资者实物分配股票试点申请材料的通知》。

2022年10月14日,证监会在其官方网站公布已原则同意上海临理投资合伙企业(有限合伙)的实物分配股票试点申请。截至本文完稿时,证监会或其他相关方均未公布具体分配方案等信息,后续我们也会持续关注。

上市公司股票实物分配试点规则的具体要点如下:



序号	事项	内容
(一) 试点基金要求		
1.	试点基金类型	私募股权基金、创业投资基金
2.	试点基金组织形式	未限制基金的法律形式, 契约型、合伙型和公司型均可
3.	试点基金阶段	未限制基金股票实物分配的基金阶段, 重点面向基金运营过程中(尚未进入清算及注销阶段)的股票分配
(二) 股票实务分配的限制情形		
4.	投资者要求	参与实物分配股票的投资者, 不得存在以下情形: ● 为该上市公司的实际控制人、控股股东、第一大股东(含一致行动人); ● 为该上市公司董事、监事、高级管理人员; ● 投资者不具备证券市场投资资格。
5.	股票要求	实物分配的股票需为私募基金持有的上市公司首次公开发行前的股份, 且存在以下情形时不得参与试点: ● 作为上市公司控股股东、实际控制人、第一大股东(含一致行动人)持有的上市公司股份; ● 持有的上市公司股份尚未解除限售; ● 持有的上市公司股份依照有关规则或者承诺不得减持; ● 持有的上市公司股份涉及质押、冻结、司法拍卖; ● 持有的上市公司股份存在违法违规等情形。
(三) 减持要求		
6.	减持规定	实物分配股票应适用有关减持规定, 包括但不限于: (1)《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》; (2)《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定(2020年修订)》。
7.	减持额度要求	私募股权创投基金可以占用集中竞价交易减持额度进行股票分配, 也可以占用大宗交易减持额度进行股票分配, 占用减持额度后, 相应扣减该基金的总减持额度。
(四) 交易方式要求		
8.	实物分配股票的方式	非交易过户
(五) 信息披露要求		
9.	信息披露要求	私募基金应按照《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》以及信息披露有关规定, 履行相应的信息披露义务。

序号	事项	内容
(六) 申请流程		
10.	申请流程	向基金业协会提出试点申请及具体操作方案。操作方案应包括但不限于：(1) 适用主体情况；(2) 减持规则适用情况；(3) 信息披露情况；(4) 非交易过户情况；(5) 防范内部交易和利益冲突方案；(6) 按照基金合同约定，就实物分配事项履行决策流程情况。(7) 与私募基金托管人相关的安排等。

2. 非上市公司股权的实物分配

如LP分配的实物资产为非上市公司股权，由于股权变现渠道有限、操作较为复杂等原因，除专项基金外，实务中往往较少采用，但也不时有基金管理人及投资者出于各种需求就相关操作向我们进行咨询。根据我们的经验，若基金拟对所持非上市股权进行实务分配的情形，在实际操

作过程中主要关注点如下：

➤ 定价机制

由于非上市公司股权不具备流通性，通常较难参照市场公允价值来定价。目前市场上比较常见的方式包括基金管理人自主定价、协商定价和独立评估机构估值定价等：

定价方式	关注点
基金管理人自主定价	赋予基金管理人权限较大，实践中较容易受到LP的质疑；如后续发生争议，基金管理人也较难证明定价的合理性。因此，无论对于LP或管理人，在基金文件或实操中均慎重采取该等定价方式。
协商定价	由基金管理人及投资人通过协商的方式，共同确定非上市公司股权的价格。该等方式合规风险较小，且后续发生争议的可能性也较低。为避免潜在争议，建议在基金管理人及投资人同意的分配方案中明确说明协商确定的价格以及该价格的确定方式。
独立评估机构估值定价	相对公允，是目前市场上常见的定价方式。但由于目前市场上选择不同的评估机构可能导致评估价值差异较大，投资人需关注评估机构的确定机制。基金合同一般会约定由基金管理人聘请评估机构进行评估，有利于分配提高效率；但部分基金也会采取由基金管理人和投资人分别聘请独立评估机构的方式，以两家评估机构确定的评估价值的算术平均值作为定价依据；或者采取由基金管理人和投资人共同选定一家评估机构进行估值的方式。

➤ 分配比例如何确定

在确定实物资产的价值后，基金管理人(或执行事务合伙人)将根据基金合同的约定或各方协商一致的分配方案对实物资产进行分配。

基金合同通常可约定基金管理人(或执行事务合伙人)向合伙人进行非现金分配时，视同对该等实物资产已经进行处置，根据确定的价值按照现金收入分配规定的原则和顺序进行分配。

对于不接受非现金分配的投资人，可预先在基金合同中约定、或者在分配时另行协商约定由基金管理人(或执行事务合伙人)代表该投资人在取得该等分配后变现相关资产，并根据基金管理人(或执行事务合伙人)与该投资人之间的约定将变现的收益支付给该投资人。

➤ 部分现金、部分实物分配的可行性

在实务中，在进行实物资产分配时，亦可能存在部分投资人接受非现金分配，部分投资人接受现金分配的特殊情况。在该等情况下，建议由基金管理人和相关投资人共同协商一致确认具体分配方案，对实物分配及现金分配的比例、获得实物分配投资人向获得现金分配投资人的现金补足(如接受现金分配投资人未足额取得基金合同项下应取得的收益)等做好安排，避免后续发生争议或存在不公平对待投资者的问题。该方式也有公开案例¹⁰可参考：

根据盛科通信(预披露)于2022年7月公布的《发行人及保荐机构关于上市委会议意见落实函的回复》，2021年5月，盛科通信一有限合伙基金股东进入合伙协议约定的退出期，经合伙人大会决议，对一合伙人59.90%份额进行对应的项目股权分配，对其他合伙人合计40.10%份额对应的项目股权通过在北京产权交易所公开挂牌的方式进行转让出售变现并进行现金分配。

➤ 基金决策流程

投资基金向投资人分配非上市企业股权，通常需要根据基金合同的约定取得合伙人大会或顾问委员会(一般由LP委派)的决议通过。实务中，部分LP因内部审计及审批流程(如保险公司)等原因并不愿意获得实物资产分配，通常会在投资时要求与基金管理人签署补充协议，要求基金管理人协助处置非上市企业股权后再向该等投资人进行分配。

由于非上市企业股权流动性较差，基金管理人是否能够成功处置股权存在不确定性，一般不建议在协议中将协助LP处置非上市企业股权作

10.来自盛科通信(预披露)于2022年7月公布的《发行人及保荐机构关于上市委会议意见落实函的回复》

为管理人的强制性义务。如届时发生分配非上市企业股权的情形,建议管理人与LP提前协商具体处理方式,避免后续发生争议。

➤ 与被投资企业相关的外部程序

除投资基金层面的决策流程外,分配非上市企业股权,对于被投资企业而言系一项股权转让,还应根据公司法以及被投企业的章程等组织性文件,取得持有被投资企业过半数或其他比例表决权的股东同意、其他股东放弃优先购买权等;若

涉及国资监管等特殊情况,还需考虑与相关规则要求的衔接。

3.实物资产分配的涉税要点

在实物资产分配的模式下,不同形式的投资人(企业投资人和个人投资人)在取得实物资产时点以及未来处置实物资产时点的税务影响有所不同。

(1) 所得税

投资人类型	要求
企业投资人	根据《企业所得税法》等相关规定,企业的收入包括以货币形式和非货币形式的收入。因此,对于企业投资人来说,取得实物分配也会被认为取得非货币形式的收入,应:(1)按照 分配时点 的实物资产公允价值计算投资收益缴纳企业所得税;(2)未来企业投资人 处置实物资产时 ,资产出售所得与实物资产分配时点的股票公允价值之间的差额作为投资人的投资收益所得,计算缴纳所得税。
个人投资人	根据《个人所得税法》等相关规定,个人所得的形式,包括现金、实物、有价证券和其他形式的经济利益。所得为有价证券的,根据票面价格和市场价格核定应纳税所得额。因此,个人投资人无论是获得基金现金分配,还是实物资产分配,个人投资人均应当确认所得并缴纳个人所得税。

虽然从税法规定上看,个人所得税缴纳有比较明确的约定,但在实践中,个人在未获得现金的情形下需先缴纳个人所得税,很可能导致个人投资人对于实物分配方案的排斥。此外,个人投资人未来处置该等实物资产时如果出现市场价格下跌情况,在后续缺少退税机制的情况下,将导致个人额外承担税负成本。因此,针对个人投资人的实物分配个人所得税处理,建议届时与

税务机关具体沟通纳税义务发生时点、递延纳税可行性等事宜。

(2) 增值税

增值税缴纳应仅适用于企业投资人。由于企业投资人对投资基金的投资原则上是非保本保收益的投资行为,因此我们理解企业投资人获得该实物资产分配应不涉及增值税。但是,对于股票而言,企业投资人未来减持股票时需要

按照“金融商品转让”计算缴纳增值税。

第四部分\

结语

实务中, 投资基金存在退出项目投资、转让基金份额、分配资产退出等等多种退出方式, 无论采取何种退出方式, 投资基金、基金管理人及投资人均需关注其中可能涉及的监管合规要求; 如操作不当, 后续可能会产生各种类型的司法争议及纠纷; 同时, 基金管理人及投资人可在基金募集时, 有针对性地通盘考虑标的基金未来各种退出路径的可实现性, 并在架构设计、协议条款中提前作出设计安排, 为投资人的退出“保驾护航”, 也使管理人自身投后管理和退出运作更加得心应手。 ☞

张姝琪和马尧力对本文亦有贡献



刘新辉
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2074
liujason@zhonglun.com



卞嘉虹
非权益合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5780 8462
bianjiahong@zhonglun.com

新《妇女权益保障法》1月1日生效后， 我国现行女职工保护制度探究

作者：严静安 周易



2022年10月30日,新修版本《妇女权益保障法》出台,并已于2023年1月1日正式生效。该法一经出台,就引发了多方热议,被认为是引入了妇女权益保障的“新理念”和“新机制”¹。在新法中,女性权益被分为六类、六个章节。其中第五章是有关劳动和社会保障有关的权利。

鉴于我国目前法律框架下,女职工的特别保护在多部法律法规中都有规定,趁此新法生效之际,笔者希望借此文全面梳理我国女职工特有的保护制度。

在逐条梳理前,不妨先从整体角度看看针对女职工的保护有哪些类型:如果从提供保障的主体来分类,部分保障直接来源于政府,另一部分保障来源于雇主;从被保护的主体来看,女职工权益的保障则首先可以分为“平权”的保护和“特权”的保护,这也是本文拟采取的分类维度。所谓“平权”,自然是基于男女平等,女职工不因性别而受歧视或其他不公平对待。而所谓“特权”,则是基于女性生理特点,不能完全套用和男职工一致的劳动保护,尤其是在一些特殊时期,如生育前后、哺乳期间等等需要额外的照顾和保护。

显然,这两种权益的保障都是不可或缺的,而两种保障又互相关联,基于女性的生理特点,不给予一定的特殊保护无法达成真正意义上的男女平权;而另一方面,两种权益的本质是截然相反甚至有一定矛盾和冲突的,给予越多的所谓“特权”,可能会造成“平权”的实现难度被进一步增大,现实中每当增加女性生育相关的待遇,总有部分声音会说“这样就更没有企业愿意招录女性了”。这样的正反两面也正是为何女职工权益保护、甚至女性权益的保护是一个颇为复杂甚至有些微妙的话题。

当然,本文的重点不在于讨论这种微妙联系,而在于从这样的一个分类角度来梳理女职工的劳动保护制度:

1.《中国妇女人权保障的新理念和新机制》,刊载于《中国妇女报》2022年11月23日A5版。

第一部分\ 平等就业权

平等就业权是女职工就业劳动权益保障的核心,无法保障女性的平等就业权,其他所有的女职工特别保障都会变成空谈。极端情况下,企业不予录用女性,其他劳动权益保护得再好,也都落不到实处。从立法角度而言,对于平等就业权的保护并不局限于性别,而是每个公民都享有的权利,无论是宪法中对于劳动权的保护,《劳动法》中对于“同工同酬”的明确要求等等,都强调“每个公民都具有平等的劳动权”。不过现实中,基于性别而产生的就业不平等现象是最为广泛而又最根深蒂固的,这也是为什么新修版《妇女权益保障法》在本次修订中花了许多篇幅强化原有的平等就业条款。

平等就业权具体指什么,不妨从整个雇佣周期来简单分析下,即劳动合同建立(入职)、劳动合同履行与变更(在职)、劳动合同解除(离职)三个阶段。

1. 入职阶段:

入职阶段的平等就业保障是平等就业权保障的核心。旧版《妇女权益保障法》就已明确禁止性别歧视,新修版在此基础上,又明确禁止了以下具体行为,包括在招聘录用中:1) 限定招聘男性或规定男性优先;2) 除个人基本信息外,进一

步询问或者调查女性求职者的婚育情况;3) 将妊娠测试作为入职体检项目;4) 将限制结婚、生育或者婚姻、生育状况作为录(聘)用条件;5) 其他以性别为由拒绝录(聘)用妇女或者差别化地提高对妇女录(聘)用标准的行为。

这里要提示的是,现实中存在只有男性可以从事的岗位和工作,但这个具体范围是根据国家《女职工劳动保护特别规定》的附录《女职工禁忌从事的劳动范围》来执行的,包括一些矿上井下作业、重体力劳动等。换言之,在这个范围之外的岗位,女性就享有和男性一致的平等就业权,不受就业歧视。

2. 在职阶段:

简单区分的话,主要可以分为经济类和非经济类两类平等保护。经济类待遇方面,基本可以概括为男女同工同酬,包括福利待遇的享受,女性也应当与男性员工一致。非经济类待遇方面,则是在晋职、晋级、评聘专业技术职称和职务、培训等方面,女性职工应全面享有和男性员工一致的待遇。除此之外,新修版《妇女权益保障法》还特别强调,用人单位不得因为女员工婚育等情形,限制女员工的上述经济类和非经济类待遇。

3. 离职阶段:

首先,新旧版本《妇女权益保障法》均明确,

用人单位不能因女员工婚育等情形辞退女员工，退休时也不能因性别原因给予女职工歧视。其次，是关于处在特别时期的女职工的解雇保护，这在劳动法领域历来是难点和热点问题。当然，这种解雇保护本质上是孕期、产期、哺乳期“三期”女职工的特别权益，并不属于平等就业权保护领域，因而留到下文做讨论。

除了来自用人单位的保障，新修《妇女权益保障法》还进一步强调了政府的保障责任，具体可以分为两点：第一点是关于就业困难妇女的特别帮扶，除了就业创业支持外，也包括生活方面的帮扶；第二点则是人力资源和社会保障部门将整个雇佣周期中的性别歧视行为都纳入劳动保障监察范围。

笔者认为，第二点新增尤其值得关注：对于女职工来说，这是一条全新维权路径的开辟，而对用人单位来说，则是多了一层监管压力。在该渠道被新修法开辟之前，有关就业歧视的专项救济多依赖于女职工以平等就业权为案由向人民法院提起的诉讼，但打官司本身的时间、费用和心力成本，和向劳动监察进行投诉、举报的成本不可同日而语。进一步，新修《妇女权益保障法》还明确对于用人单位在全雇佣周期中的性别歧视行为的处罚，如用人单位拒不改正或情节严重的，可能会承担一万元到五万元的罚款。

第二部分\ 特殊保护

相比于平权保护，所谓“特权”的保护更具体也更细节，本文将尽可能将其中的主要内容都梳理到位：

1.职业禁忌：

如上文中提及的，我国《女职工劳动保护特别规定》项下专门设立了附录《女职工禁忌从事的劳动范围》的规定，明确禁止用人单位安排女职工从事部分工种、劳动。此外还进一步明确了女职工在经期、孕期、哺乳期不得从事的工种和劳动。

2.“三期”特别保护：

“三期”指的是女性孕期、产期、哺乳期三个阶段。严格来说，“三期”其实是一个混合概念，其中孕期、哺乳期是生理上的概念，分别对应“十月怀胎”及“生育后婴儿未满一周岁需要母乳喂养的时间”，而产期则可看作是一个政策上的概念，对应产假。但归根结底，所谓“三期”就是从女职工怀孕开始一直到婴儿年满一周岁，大约22个月左右的周期。

这22个月，毫无疑问是女性最需要保护的期限，也是女职工特别保护中最重要的一节，其中

的主要保障和待遇如下：

1) 假期保障：

女职工“三期”期间的假期种类繁多，产假、产检假、产前假、哺乳假等等，这一方面是目前立法层面的考虑周详、完备，覆盖“三期”各种情形；另一方面则是各地的立法有一定的差异，导致同一名称，对应的假期却可能不是一种情形。

如果只是从国家层面的规定角度，“三期”期间休假的主线和框架是十分清晰的，核心假期是**产假**：一共98天，产前可休15天，难产、多胞胎等情形可以另增。而各地为贯彻国家计划生育政策、包括后续二胎、三胎放开的政策，又有生育假一说，即在产假的标准上再增加一定天数的假期，合并在一起便是女职工就生育分娩可享有的总休假天数，目前增加的生育假以60天为多，部分地区可以达到92天。

产假和生育假一般对应的如期生育，而对于流产，其实也有**流产假**，同样是全薪假期，但天数较产假较少，也没有另外增加的生育假。

就国家层面的规定而言，“三期”类假期中只有“产假”是核心的“假期”，其他所谓的产检假、哺乳假等其实都不是脱产放假。把握住产假的时间节点前推或后退，其他类型的“假期”也并不复杂。

产检假/产检时间：女职工怀孕后需要产检，所谓产检假并不是每月给予员工固定天数的产检时间，而是直接明确“产前检查，计入劳动时

间”，换言之就是只要女职工证明自己是去产检，产检的时间就视作正常出勤。

产前假/工间休：怀孕后期需要格外注意身体和休息，国家层面的产检假指对于怀孕7个月以上的女职工，每天的工作时间中要额外给予一定的休息时间，具体时间国家层面未规定，需要参见地方规定（一般以1小时为多）。

哺乳假/授乳时间：哺乳期间女职工需要每日进行母乳喂养，因而哺乳期间的工作时间中要划分出1小时供女职工进行哺乳，同样视作出勤。

不难看出，尽管名目不同，但这三类假期的核心就是女职工在“三期”内，根据所处阶段不同，享有一定视作正常出勤工作的“特别时间”，包括产前检查、怀孕后期的每日休息和哺乳期的每日授乳。

以上就是国家层面有关女职工“三期”的主要假期，但部分地区的规定中有一些特别种类的假期，如上海地区，生育前，有专门针对女员工“生育困难”的最长两个半月的产检假，生育后，亦有针对女员工“授乳困难”的最长六个半月的哺乳假，但都是基于生理上的困难，而并非普遍适用的假期。这里不多赘述。

2) 待遇保障：

待遇保障的原则十分明确，不得因为女职工结婚或处于“三期”而降低待遇。同时，社会保险



“五险”中专门有生育保险来覆盖产假期间的待遇。

3) 工作保障:

除了上文提到的孕期、哺乳期不得从事的劳动之外,女职工怀孕7个月以上或处在哺乳期内,用人单位不得安排加班或者夜班劳动。

4) 解除/终止劳动合同的保障

一般人普遍有一种朴素的认知,即“辞退怀孕女员工就是违法”,但实际上这个说法不够准确。

准确的说,其实存在两类解雇保护:一类是针对用人单位单方解除劳动合同的情形,另一类是针对劳动合同到期终止的情形。就单方解除而言,所有涉及《劳动合同法》第四十条、四十一条

的解除理由对于处在“三期”的女职工均不能适用,必须等到“三期”情形结束后才可以解除。换言之,这种保护是针对部分单方解除理由,而并非包含全部单方解除情形。这两条一共包括四种情形,篇幅有限,我们简单概括如下:

(1) 医疗期满员工不能从事原工作,也不能从事另行安排的工作;

(2) 员工不能胜任工作,经培训或调岗后仍不能胜任工作;

(3) 客观情况重大变化致使劳动合同不能履行,双方不能就变更劳动合同达成一致;

(4) 经济性裁员。

那相应的,其他劳动合同解除情形其实不

受“三期”影响:首先双方如果能达成协商解除协议,自然于法无悖;其次“三期”员工依法单方解除劳动合同(即辞职),虽然现实中罕见但理论上确实可行;最后,如用人单位基于《劳动合同法》第三十九条(基于女职工过错)单方解除劳动合同,常见情形包括:试用期不符合录用条件、严重违纪、严重失职等,同样也可以不受“三期”限制。

而第二类保护则是针对劳动合同到期终止的情形。一般情况下(不考虑法律要求应当订立无固定期限劳动合同的情形),劳动合同到期后,用人单位有不续签,终止劳动合同的权利。但如果到期时恰逢女职工处于“三期”,则劳动合同需要顺延至“三期”结束。换言之,在一个正常生育的案例中,需要至少顺延到婴儿年满一周岁哺乳期结束。举个较极端的例子,假设一个女职工原来的劳动合同2022年12月31日到期,而这时恰好发现怀孕满3个月,预产期为2023年8月1日。那么如果用人单位不想与她续签,想终止劳动关系,那理论上要依法等到2024年的8月1日。

有关这点,在新修版《妇女权益保障法》发布后产生了一定争议,原因在于新修版中的第四十八条条款仅明确了女职工在怀孕以及依法享受产假期间,劳动(聘用)合同或者服务协议期限自动延续至产假结束。有一种观点认为,那其后的哺乳期,劳动合同就不用再继续顺延了,产假结束劳动合同就可以到期终止。

笔者倾向于认为,这种观点不能成立:严格从该条文解读,明确的是女职工怀孕和依法享受产假期间的劳动合同顺延问题,并未规定哺乳期期间劳动合同到期如何处理。而根据《劳动合同法》,劳动合同到期顺延的规定是明确包括哺乳期的,两者并不存在冲突,因此有关哺乳期劳动合同期限顺延的规则应以现行《劳动合同法》为准。

以上讨论的主要是立法层面的保护。司法层面,对于“三期”女职工的特别保护主要在于“违法解除、终止劳动合同”的救济途径。以上海为例,对于认定违法解除后,裁判“恢复劳动关系”是比较审慎的,但如涉及“三期”女职工的违法解除或终止,如女职工要求,裁审机构裁决、判决恢复劳动关系的可能性就较大²。这其实也很好地澄清了另一个误区,即“双倍赔偿(2N赔偿金)就可以辞退‘三期’女职工”。

因而我国针对“三期”女职工的保障制度是非常全面的,也有其内在的逻辑和合理性,并不是简单规定“三期”女职工就一定拿着“铁饭碗”。概括地讲,在“三期”女职工自身无过错的情况下,用人单位单方解除劳动合同的可行性很低,劳动合同即便到期也会自动顺延而不能终止。

2.可参考(2017)沪01民终13384号、(2018)沪01民终12584号等案件,所引案件中均为上海一中院的案例,均支持三期女职工在其劳动合同被违法解除后恢复劳动关系的请求。尤其在2017年的判决中,上海一中院特别指出是否能恢复劳动关系涉及到三期女职工的福利待遇,特别是生育保险待遇的享受,因而即使用人单位主张原岗位已另有员工替代,仍判决恢复劳动关系。

第三部分\

用人单位女职工保护制度：

上述两个分类中讨论的保障措施主要是从女职工视角出发的。对于用人单位而言，除响应国家政策给予具体女职工相应的保障之外，新修《妇女权益保障法》还提出，用人单位需要建立专门的女职工保护制度，主要集中在以下三方面：

1.性骚扰防范、制止制度：

值得一提的是，有关用人单位所负“性骚扰”的防范义务并非是一个新话题，此前，《民法典》与《女职工劳动保护特别规定》中就有原则性规定。而此次新修《妇女权益保障法》从法律层面，不仅给出了“性骚扰”的形式定义，还专门设立了一个条款，来明确用人单位所负的性骚扰预防、制止义务，具体包括七项具体举措和兜底条款。我们简单进行了归类，具体如下：

- 1) 制度要求：制定专门规章制度，明确对口的机构或者人员；
- 2) 受理渠道：设置内部投诉、举报渠道；
- 3) 调查处理：建立和完善调查处置程序，及时处置纠纷，同时要保护个人隐私和个人信息；
- 4) 其他：采取安全保卫措施，进行教育培训，协助女职工维权，必要时提供心理辅导等。

目前该条文的表述是“应当”，即用人单位负有强制性义务，但目前的罚则第八十条中仅就

“用人单位未采取必要措施预防和制止性骚扰，造成妇女权益受到侵害或者社会影响恶劣的”这个情形制定了一个“责令改正”的处罚，拒不改正或情节严重，也只是原则性规定“给予处分”。后续针对这一“不作为”的违法后果，用人单位可以关注各地是否还有细化规定。

但从内部制度的设计上，针对上述总结的1)、2)、3)点，建议用人单位能够有所考虑和设置，整体内容不一定需要特别细化，但应当提供切实可行的内部处理流程，避免因不作为被认定“包庇”。此外，反歧视、反骚扰，在很多大型企业中都是行为准则中的必备条款，本身也有利于良好企业文化、氛围的建设，就反性骚扰制度有一定专门的考虑也可以进一步提升员工关怀。

2.女职工特别健康体检：

新修《妇女权益保障法》第三十一条明确规定“用人单位应当定期为女职工安排妇科疾病、乳腺疾病检查以及妇女特殊需要的其他健康检查。”目前来看是一个新方向，如用人单位本身有全员年度体检福利的，建议用人单位梳理和体检机构确定的体检套餐里是否包括新修条款中确定的“妇科疾病、乳腺疾病”，如果没有，可予以增加。

3.女职工劳动合同特别条款：

这也是本次新修《妇女权益保障法》中提出的新要求，一是要求正常的劳动、聘用合同或服务协议中要加入“女职工特殊保护条款”，二是如

果订立集体合同的,集体合同中要纳入包含男女平等和女职工权益保护相关内容,或者就这些内容制定专章、附件、专项集体合同等。

基于法律的溯及力问题,2023年1月1日前订立的劳动合同,原则上无需增补。但如果是新法实施后签订的劳动合同,那用人单位有义务加入“女职工特殊保护”的专门内容。在目前人社部暂无详细指导的情况下,笔者认为完全照搬《女职工劳动保护特别规定》、《妇女权益保障法》、《劳动合同法》的相关内容可能并不现实,可做一定的原则性表述和引述,并结合用人单位自身的行业和特点,重点增补一些有针对性的特别保护条款。

梳理至此,我们已经基本概括了目前国家层面的女职工权益保障的主要内容。限于篇幅,各地方层面,也包括妇女联合会、工会等组织对于女职工给予的各类权益保障措施(如更年期劳动保护,经期劳动保护等),本文不再一一梳理。感谢读者的耐心,上述梳理的对象不仅面对相关领域从业者,也是希望面向普通读者整理目前我国女职工的权益保障框架。相比于某一时期的产假天数、某一地方提供的经期特别待遇,笔者认为更重要的是理解我国女职工保护制度的整体框架,是怎样通过一般权利的平等保障,和特别权利的特殊保障来确保女性公民获得应有的劳动权利。值此新修《妇女劳动权益保护法》实施之

际,谨以此文祝愿这种平等能够进一步实现。 ☞



严静安
合伙人
公司业务部
上海办公室
+86 21 6061 3187
yanjingan@zhonglun.com



中伦研究院出品

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。