

NEWSLETTER

中 伦 e 简 报
深度观察



ZHONG LUN
中倫律師事務所

产业投资实务——
如何投资/收购一家A股上市公司 001/

风正一帆悬——新能源（锂）
电池材料企业融资上市法律指南 026/

私募股权基金投资
“名股实债”的司法认定探析 047/

企业ESG“漂绿”：合规领域的罪与罚 057/

从磋商到缔约——司法实践视角下的
预约合同性质、效力及违约责任解析 071/

产业投资实务——如何投资/ 收购一家A股上市公司

作者：刘新辉 卞嘉虹 汤泽佳



近年来，随着A股注册制改革进入“深水期”，资本市场“二八效应”愈发明显，资源向头部公司集中，不少中小上市公司估值趋于合理，以产业资本、国资主体等为主发起的举牌、收购上市公司等资本运作频现。¹

对投资人来说，敏锐发现潜在的上市公司投资收购机会，有助于借助资本市场的资源配置功能，实现自身的产业、战略布局并获取财务收益。对上市公司而言，引入新投资方甚至控制权易主，在很多情况下也不失为盘活上市公司资产、提升发展质效的良好契机。

相比于非上市公司，上市公司的情况往往更为成熟和复杂，且囿于监管规则的复杂性，对上市公司的投资或收购需要综合考虑多方面问题。结合作者实务经验，本文主要对投资收购A股上市公司的各种交易方式及规则要点进行概述；同时结合典型案例，分析取得上市公司控制权的常见交易架构和适用场景；最后，对投资人对A股上市公司开展投资收购的常见关注问题进行了整理与总结，以供投资人参考。

第一部分\

主要交易方式及交易规则

实务中，投资或收购A股上市公司可采取多种不同的方式，包括二级市场交易、协议受让、间接投资/收购、要约收购、认购公开发行的股票等，亦可选择前述方式的组合搭配“套餐”。对于科创板上市公司，还有向特定投资者询价转让、配售方式。对于国有上市公司，因其主体性质之特殊性，还可通过无偿划转或公

开征集的方式转让控制权。

以下我们选取较为常见的几种交易方式类型，总结了交易规则要点，以供参考：

1、通过二级市场交易进行投资/收购

(1) 集中竞价

通过二级市场投资上市公司5%以上股份的

1. 新浪财经：《再见，野蛮人生意！刚刚，一份关于A股的重磅研究报告出炉！》：<https://baijiaohao.baidu.com/s?id=1701013571846902043&wfr=spider&for=pc>

交易即通常所称的“举牌”，集中竞价是二级市场交易的主要形式。集中竞价无法实现特定交易双方之间的交易，且交易方式受“爬行增持”等要求限制，通常适用于投资人对上市公司股

份进行少数股权投资情形，实务中也存在“门口的野蛮人”通过集中竞价增持等多种方式取得上市公司大比例股份甚至控制权的案例。集中竞价交易规则要点如下：

交易程序	通过证券交易系统在规定时间内进行买卖申报
购买数量/比例限制	需遵守权益变动程序和披露规则，例如持股达到5%需要履行报告、公告等义务，并遵守“爬行增持”要求；购买比例超过30%可能触发要约收购义务等
交易价格	按照证券交易系统的公示价格购买
所买入股票的锁定期	违反权益变动相关信息披露要求买入在上市公司中拥有权益的股份的，在买入后的36个月内，对该超过规定比例部分的股份不得先行使表决权；构成“上市公司收购”的，收购人所持股票在收购完成后18个月内不得转让，其中，“上市公司收购”仅指“为了获得或巩固上市公司控制权的”交易，同时，根据证监会监管问答，投资者收购上市公司股份成为第一大股东但持股比例低于30%的，也适用该等锁定期限制



(2) 大宗交易

大宗交易可以实现特定交易双方之间的交易，相较于集中竞价交易而言，价格可以在规定幅度内协商确定，但交易规模需要达到最低交易数量或金额门槛，在“爬行增持”和信息披露等规则方面与集中竞价基本一致：

交易程序	在特定交易时间内通过证券交易所大宗交易系统申报； 上交所/深交所具体有意向申报、成交申报、固定价格/盘后定价申报方式，北交所目前仅有成交确认委托方式
交易数量限制	上交所/深交所 ：单笔买卖申报数量不低于30万股，或者交易金额不低于200万人民币； 北交所 ：单笔申报数量不低10万股，或者交易金额不低于100万元人民币
购买比例限制	亦需遵守权益变动程序和披露规则，例如持股达到5%需要履行报告、公告等义务，并遵守“爬行增持”要求；购买比例超过30%可能触发要约收购义务等
交易价格	对于有涨跌幅价格限制的股票（见注2） ² ： 上交所/深交所 ：成交申报：价格应在当日价格涨跌幅限制范围内确定；固定价格/盘后定价申报：可按当日竞价交易市场收盘价格或者当日全天成交量加权平均价格； 北交所 ：成交价格在当日价格涨跌幅限制范围内确定 其中主板价格涨跌幅比例为10%，创业板、科创板涨跌幅比例为20%，北交所涨跌幅比例为30%
所买入股票的锁定期	若以大宗交易方式受让大股东或特定股东减持的受控股份（见注3） ³ ，在受让完成后6个月内，投资人不得转让其受让的股份； 构成“上市公司收购”的，还需适用18个月锁定期限制

2、协议受让

协议受让因单次可以实现交易的股份比例较高、可以对交易条款条件等作出灵活约定等，在上市公司控制权收购等交易中较为常用，主要交易规则⁴如下：



2.对于无涨跌幅价格限制的股票，大宗交易价格申报幅度范围另有具体规定，此处暂不赘述。
 3.根据《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（“《减持新规》”）的相关规定，本文所称“大股东”指上市公司控股股东、持股5%以上股东（但大股东通过集中竞价交易取得的股份不受上述限制）；“特定股东”指持有IPO前的发行股份、非公开发行股份的股东（2020年再融资新规后，非公开发行股份减持不再适用减持规则的相关规定），下同。
 4.股票质押回购违约处置协议转让、行政划转或业绩承诺补偿导致的协议转让等情形另有特殊规定，暂不赘述。

交易程序	交易双方签订转让协议→办理有关本次转让的其他前置审批（如反垄断申报、国家安全审查、国资审批或备案、特殊行业主管部门的核准）→向证券交易所办理协议转让确认并取得合规确认意见→中证登过户登记
交易价格限制	上交所/北交所： 转让价格不低于 转让协议签署日 （当日为非交易日的顺延至次一交易日）公司股份大宗交易价格范围的下限； 深交所： 转让价格的下限应以协议签署日的 前一交易日 转让股份二级市场收盘价为基准，并比照大宗交易的规定执行
购买比例限制	<ul style="list-style-type: none"> ➢ 单个受让方的受让比例不得低于公司股份总数的5%（持股超过50%以后的协议转让（见注5）⁵、或者同一控制下主体之间的协议转让，不受该等比例的限制）； ➢ 不受“爬行增持”要求限制，但需遵守权益变动披露规定； ➢ 持股达到30%的亦可能触发要约收购
投资人锁定期及其他限制	1、 再次协议转让限制： 过户完成后3个月内，同一受让方不得就其所受让的股份再次向证券交易所提出协议转让的申请； 2、 特定股份的后续减持限制： 若协议转让方为大股东、且转让后不再具有大股东身份的，投资人作为受让方应在交易完成后6个月内与转让方共同遵守《减持新规》中的减持比例限制；若协议转让所涉的股份为IPO前股份或非公开发行的股份，投资人作为受让方应在交易完成后6个月内与转让方共同遵守对于该等特定股份减持比例的限制；构成“上市公司收购”的，还需适用18个月锁定期限制。

3、间接投资/收购

间接投资/收购上市公司，即未以直接形式持有上市公司股份，但通过投资关系、协议或其他安排间接取得上市公司股份对应权益。

间接投资或收购上市公司无明确的价格限制，无需经证券交易所出具书面确认，交易程序相对简单，但间接持股在行使股东权益的便利性、税负成本等方面存在一定局限，通常在投资标的即上市公司股东为SPV的情形下采用该等方式；间接形式投资或收购相关的信息披露义务、触发要约收购的情形等与直接形式投

资或收购的要求基本一致。

实务中经常引起困惑的是如何计算间接投资所获上市公司权益比例。通常认为：如交易取得上市公司股东之控制权的，通常以该股东所持上市公司全部股份数作为投资人间接投资所获得的权益；若交易仅取得上市公司股东少数股权的，可按照各级股东间的持股比例乘积来计算其间接持有的权益。

5.2021年8月，沪深交易所修订了《上市公司股份协议转让业务办理指引》，删除了此前规则中“与上市公司收购相关的协议转让”可以申请办理协议转让的规定，此前该等情形构成5%比例的除外。新规后，荣联科技（见后文）等上市公司收购案例中相应调整了收购方案。

4、要约收购

无论采用何种收购方式，投资人直接或间接方式持有上市公司股份比例达到或超过

30%，都有可能触发强制要约收购义务，要约收购的规则内容和操作方式均较为复杂，以下仅列示主要内容：

触发要约收购的情形	<p>强制触发：</p> <p>①拥有上市公司权益的股份达到该公司已发行股份的30%时，继续进行收购的，将触发要约收购，应向全体股东发出全面要约或部分要约；</p> <p>②拥有上市公司权益的股份超过该公司已发行股份的30%，应向全体股东发出全面要约。</p> <p>自愿触发：投资人自愿选择以要约方式收购上市公司股份的，可以向全体股东发出全面要约或进行部分要约。</p>
要约类型	<p>部分要约：向上市公司全部股东发出收购其所持有的部分股份的要约，但预定收购比例不得低于5%；</p> <p>全面要约：向被收购公司所有股东发出收购其所持有的全部股份的要约</p>
要约收购豁免情形	<p>(1) 同一控制下的转让：未导致实际控制人发生变更；</p> <p>(2) 上市公司出现严重财务困难，挽救公司重组方案，且三年内不转让的；</p> <p>(3) 国资无偿划转、变更、合并；</p> <p>(4) 上市公司向特定股东回购股份而减资，被动超过30%；</p> <p>(5) 认购定增股份，且承诺三年内不转让定增新股；</p> <p>(6) 达到或超过30%，一年后每12个月增持不超过2%；</p> <p>(7) 50%以上控股股东增持；</p> <p>(8) 金融机构从事承销或贷款业务而超过30%，提出合理期限内向非关联方转让的；</p> <p>(9) 继承导致超过30%；</p> <p>(10) 约定购回式证券交易导致超过30%，且表决权未转移；</p> <p>(11) 优先股表决权恢复；</p> <p>(12) 为适应证券市场变化和保护投资者合法权益的需要而认定的其他情形</p>
要约价格	<p>不得低于要约收购提示性公告日前6个月内投资人取得该种股票所支付的最高价格，如要约价格低于提示性公告日前30个交易日该种股票的每日加权平均价格的算术平均值的，需由财务顾问说明合理性</p>
对投资人的相关限制	<p>①要约提示性公告日至要约收购报告书公告日之间，自行取消收购计划的，应当公告原因，且投资人不得再行对同一上市公司进行收购；</p> <p>②收购要约约定的承诺期内，收购人不得撤销其收购要约；要约期限届满前15日内，收购人不得变更收购要约（但出现竞争要约的除外）；</p> <p>③要约提示性公告日至要约期限届满的，不得卖出被收购公司的股票，也不得采取要约规定以外的形式和超出要约的条件买入被收购公司的股票</p>

5、认购非公开发行股票（定增）

由于可“锁价”等优势，且上市公司可通过

非公开发行股票募集资金，认购非公开发行股票也是投资人投资上市公司的重要方式之一。

发行价格	<p>询价发行：不低于非公开发行股票的发行期首日（定价基准日）前20个交易日公司股票均价的80%；</p> <p>锁价发行：上市公司董事会决议提前确定全部发行对象，且认购对象属于下列情形之一的，定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日：①上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人；②通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者；③董事会拟引入的境内外战略投资者</p>
发行对象及数量	<p>发行对象不超过35名；</p> <p>上市公司拟发行的股份数量原则上不得超过本次发行前总股本的30%</p>
投资人锁定期及其他限制	<p>本次发行的股份自发行结束之日起，6个月内不得转让；其中控股股东、实际控制人及其关联人认购的股份，18个月内不得转让；</p> <p>就锁价发行的股份，自发行结束之日起18个月内不得转让；</p> <p>2020年再融资新规后，投资人认购非公开发行的股份，后续减持不再适用减持新规的相关规定</p>
禁止保底安排	<p>上市公司及其控股股东、实际控制人、主要股东不得向发行对象作出保底保收益或者变相保底保收益的承诺，且不得直接或通过利益相关方向发行对象提供财务资助或补偿</p>

以非公开方式取得上市公司股份，除认购非公开发行股票，还可通过认购定向可转换公司债券（CB）或购买上市公司股东非公开发行的可交换公司债券（EB）来实现，本文暂不展开赘述。

第二部分\

收购上市公司控制权的常见交易结构和典型案例

根据相关数据统计⁶，2022年上半年共有

61家A股上市公司发生交易性控制权变动，产业是控制权变动交易中最重要动机，61家上市公司中有37家属于带产业的上市公司，主要集中在建筑装饰、计算机、医药生物、商贸零售、通信、机械设备等行业。从交易方案的构成来看，购买存量股占总交易金额的65.90%，定增占总交易金额的34.10%。

如何认定收购人获得了A股上市公司的控制

6. 参见文艺馨欣：《2022年上半年A股上市公司控制权变动市场回顾》：<https://weibo.com/ttarticle/p/show?id=2309634794545916477866>

权，主要依据的规则为《收购办法》。⁷根据《收购办法》的规定，除了获得股份的所有权外，取得一定比例的表决权、取得对董事会的支配权等，也可以实现取得上市公司控制权的效果。而如上文所述的，不论是集中竞价、大宗交易、协议受让还是参与非公开发行，这些直接获得股份所有权的方式都有一定的局限性，因此，出于提高交易效率、控制交易成本、在合规前提下避免触发强制要约收购、增强交易确定性等各方面的综合目的考虑，投资人往往会结合项目自身特点设计出混合多种交易方式的方案，如“协议受让+表决权委托/放弃”“协议受让+非公开发行股票”等，而各种交易方式的具体选择、乃至实施的先后顺序，都可能影响交易目的的实现，做好交易方案设计与论证至关重要。

以下我们选取了一些近期典型案例，梳理了目前市场中收购上市公司控制权的常见交易安排，以供参考：

1、表决权委托/放弃 + 协议受让/大宗交易等其他方式

表决权委托或放弃，通常在投资方持有股

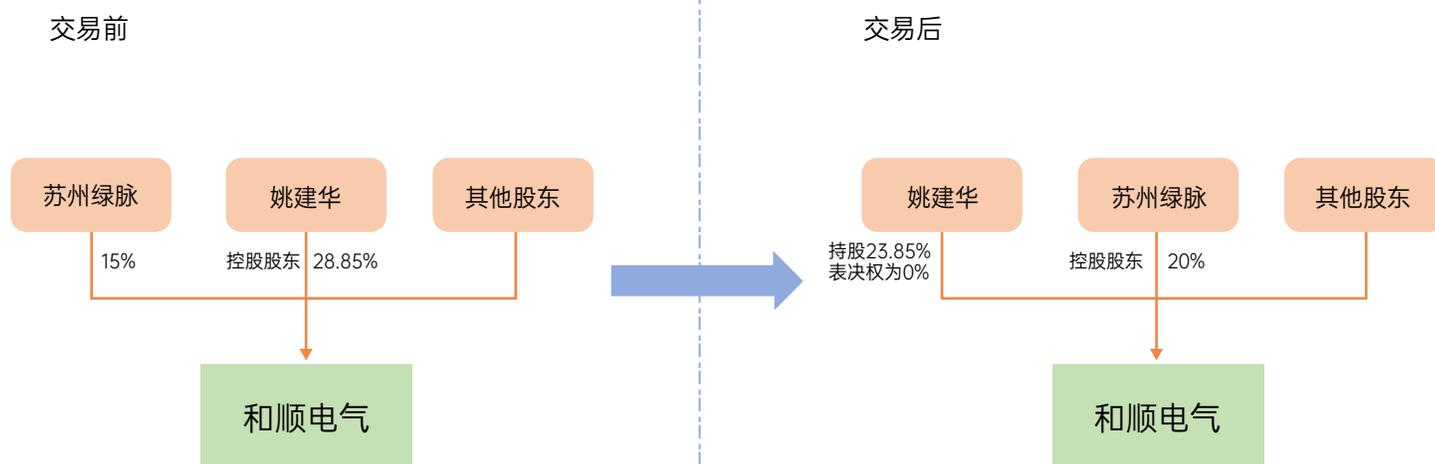
份所有权的比例与其他股东相比不具有显著优势、转让方股份存在限售或质押安排等情形下被选用，且多配合其他交易方式同时采用。表决权的委托通常是无对价的，因此对于投资方而言一般也可实现以较低成本取得控制权目标。

(1) 苏州绿脉收购和顺电气/300141（表决权放弃+协议受让+董事会控制）

在该案例中，原控股股东放弃了所持股份的表决权，同时将所持5%股份转让给新控股股东苏州绿脉，新控股股东苏州绿脉所持权益股份增加至20%，未触发要约收购。同时，该公司股权较为分散，交易完成后苏州绿脉持股比例较低，苏州绿脉还通过改组董事会使其提名或推荐的董事占到6/7，从而实现了对和顺电气的控制。



7.根据《收购办法》的规定，有下列情形之一的，为拥有上市公司控制权：（一）投资者为上市公司持股50%以上的控股股东；（二）投资者可以实际支配上市公司股份表决权超过30%；（三）投资者通过实际支配上市公司股份表决权能够决定公司董事会半数以上成员选任；（四）投资者依其可实际支配的上市公司股份表决权足以对公司股东大会的决议产生重大影响；（五）中国证监会认定的其他情形。



注1: 交易方式: 姚建华将其所持有的公司总股本5%以股份协议方式转让给苏州绿脉; 同时, 姚建华 (不包括其一致行动人) 不可撤销地承诺放弃其于本次股份转让完成后仍持有公司的全部股份的部分股东权利, 占公司总股本的23.85%。

注1: 交易完成后, 公司控股股东将由姚建华变更为苏州绿脉, 苏州绿脉无实际控制人, 因此公司将无实际控制人。
注2: 本次交易最终完成后, 苏州绿脉将对公司董事会进行改组, 由苏州绿脉提名或推荐并经公司股东大会选举产生的董事占6/7, 从而实现对该上市公司的控制。

具体交易要素如下:

交易双方	转让方: 姚建华 受让方: 苏州绿脉
交易方式	协议转让5%+转让方表决权放弃23.85%
表决权放弃内容	转让方不可撤销地承诺放弃转让完成后仍持有标的公司的全部股份的部分股东权利 (主要为出席、召集、提名、提案、表决等财产性权利外的股东权利), 亦不得委托第三方行使弃权权利
弃权期限	自《股份转让协议》之标的股份过户登记日 (含当日) 起生效且期限为永久
弃权股份的部分限制	受让方或其指定第三方在同等条件下对转让方通过协议转让、大宗交易的方式减持弃权股份享有优先购买权; 标的股份过户登记日 (含当日) 起的36个月内, 转让方向任何第三方转让的弃权股份必须经受让方事先同意且受让方有权要求取得弃权股份的第三方接受相同的表决权放弃安排; 标的股份过户登记日 (含当日) 起的36个月内, 转让方减持将影响公司控制权稳定性的, 则受让方有权要求转让方确保取得弃权股份的第三方接受同样的表决权放弃安排; 因继承、遗赠事项等发生继受, 则继受方亦受该等表决权放弃安排约束

增持限制	转让方及其一致行动人经受让方事先书面同意后可增持标的公司股份，但转让方及其一致行动人增持标的公司股份的，该等增持股份的表决权将自动地、不可撤销地被放弃，且该等增持股份自动纳入本协议项下弃权股份范围并遵守本协议的约定。
公司治理	转让方应配合受让方对上市公司董事会进行改组，由受让方提名或推荐并经上市公司股东大会选举产生的董事应至少为六名
其他稳定公司控制权的方式	持有上市公司5%以上股份的股东沈欣出具《关于不谋求上市公司控制权的承诺函》、姚建华出具《关于不谋求上市公司控制权的说明》。
转让方未转让股份未来处置方式	除拟向苏州绿脉转让不低于上市公司5%股份外，姚建华不存在继续减持和顺电气股份的计划。且基于大股东减持所必须履行的信息披露义务，苏州绿脉有足够的时间对公司股份变动做出应对，不会因此影响其对公司的控制地位。 苏州绿脉不存在进一步增持和顺电气股份的计划，亦未做相应的资金安排。从巩固控制权、增强上市公司股权稳定性等角度出发，苏州绿脉未来将适时通过包括但不限于二级市场增持、认购公司定向增发的股份等方式增加其持股比例，以进一步巩固控制权。

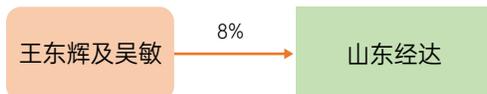


(2) 荣联科技/002642 (表决权委托+协议转让+大宗交易)

山东经达收购荣联科技的初始交易方案为表决权委托+协议转让+非公开发行，2021年交易所修订了协议转让业务办理规则，“与上市公司收购相关的协议转让”不再构成协议转让股份比例需达到5%以上的例外情况。因此，荣联科技对原定第二笔4.02%的协议转让安排进行了调整，同时由于转让方系大股东，通过大宗交易减持需要遵守连续90个自然日不超过2%的规定，遂最终通过多次大宗交易完成了对应股份的转让：

初步收购方案

1、协议转让



2、表决权委托



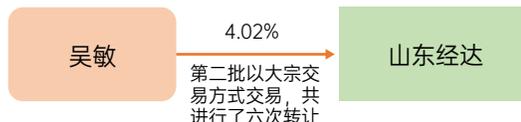
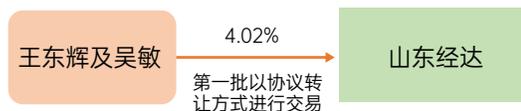
3、非公开发行



注：根据上述并购方案，完成定增后，山东经达将持有上市公司超过30%的股份，但属于《收购办法》中免于发出要约的定增情形，因此申请豁免于发出要约。

修改后收购方案

第一步中协议转让方式转为“协议转让+大宗交易”



“表决权委托+非公开发行”方式仍与初步收购方案保持一致

注：本次修改因上市公司股份协议转让业务办理规则要求，原协议约定的吴敏通过协议转让方式将其持有的上市公司4.02%股份转让给山东经达已经无法实现，第二批股份转让方式由协议转让变更为大宗交易分批转让

修改后方案的具体交易要素如下：

交易双方	转让方：王东辉、吴敏 受让方：山东经达科技产业发展有限公司（以下简称“山东经达”）
交易方式	协议转让4.02%+表决权委托17.72%+大宗交易4.02%+非公开发行（截止成稿日，非公开发行暂未获得通过）
表决权委托	转让方独家、无偿且不可撤销地将所持上市公司17.72%的股份委托给山东经达行使，表决权的委托内容主要包括出席、召集、提名、提案、表决等财产性权利外的股东权利。
表决权委托期限	委托期限自《股份转让协议》项下第一批股份（即协议转让的4.02%）全部过户登记至山东经达名下之日开始，至山东经达实际持有的上市公司股权比例高于王东辉和吴敏实际持有的上市公司股权比例5%之日终止，但山东经达不积极谋求增持股份或双方另行协商的除外。
公司治理	协议转让对应的股份4.02%交割后45天内，王东辉和吴敏应确保上市公司更换董事和高级管理人员：董事会成员共9名（6名非独立董事及3名独立董事），山东经达有权向上市公司提名4名非独立董事候选人和2名独立董事候选人，王东辉和吴敏有权向上市公司提名2名非独立董事候选人和1名独立董事候选人；由山东经达选派董事长、董事会秘书和分管公司财务的副总经理。上市公司原财务总监继续保留；山东经达向上市公司推荐合格的会计和出纳等人员。
其他稳定公司控制权的方式	表决权委托终止后，如王东辉和吴敏及其一致行动人仍为上市公司5%以上的第二大股东，王东辉和吴敏须向山东经达出具不谋求上市公司控制权的承诺函

Q：表决权委托常见问题：收购方与转让方是否构成一致行动关系？

根据《收购办法》第八十三条的规定，投资者如能通过协议等安排与其他投资者共同扩大其所能够支配的一个上市公司股份表决权数量的行为或者事实，可能会被认定为一致行动人。而论证不构成一致行动人的依据通常包括：①双方通过确认函等书面文件说明不存在一致行动的意愿，也未签订任何一致行动协议；②双方不存在共同扩大所能够支配的表决权数量，也不存在互相影响各自所能支配的上市公司表决权数量的安排；③根据《收购办法》第八十三条的规定逐条列举不存在构成一致行动人的情形。而认定交易双方构成一致行动关系的情形也有较多案例，如梦洁股份(002397.SZ)、恒玄科技(688608.SH)等。

根据目前尚未正式生效的《上市公司收购及股份权益变动信息披露业务指引(征求意见稿)》，存在表决权委托安排的，受托人和委托

人将构成一致行动人关系。为降低产生风险，实务中交易方也可考虑采用表决权放弃的方式，以使得投资人所持表决权的比例相对提高，进而达到投资人控制上市公司的结果。

2、协议受让 + 控制董事会

如上文所述，协议受让股份比例若达到30%将触发要约收购义务，因此通常投资人会将协议受让的股份比例控制在30%以下。在股权较为分散、且交易后与第二大股东相比股份有显著优势的上市公司中，仅通过协议受让获取该等比例的股权可能可以取得上市公司控制权，但很多情况下，仅通过协议转让难以实现取得控制权的效果，往往还需要与其他安排相结合，控制多数董事会席位在此情形下也更有其必要性。

参考案例如下：

(1) 丰启智远收购和科达

交易双方	转让方：瑞和成控股 受让方：深圳市丰启智远科技有限公司（以下简称“丰启智远”）
交易内容	转让方以25元/股的价格向受让方转让其持有上市公司16%的股份；股份转让完成后，丰启智远持有上市公司16%的股份，瑞和成控股持有13.99%的股份
公司治理	股份过户之日启动上市公司董事会改组工作，董事会成员人数设置为7名（包括4名非独立董事、3名独立董事），其中受让方有权向上市公司推荐或提名不少于3名非独立董事候选人和2名独立董事候选人，转让方应支持并配合各方所推荐或提名的董事候选人全部当选并在相关选举会议上投同意票

(2) 泉州水务鼎晟收购蠡湖股份

交易双方	转让方：泉州市蠡湖至真投资有限公司 受让方：泉州水务鼎晟股权投资合伙企业（有限合伙）
交易内容	2022年4月25日，转让方将其持有的上市公司29%的股份以协议转让的方式转让至受让方； 2022年5月12日，转让方将其持有的公司61,714,280股股份（占公司总股本的28.66%）经中证登公司登记质押给受让方（质押完成前，第一批30%的股份转让价款已支付至转让方）。
公司治理	在协议签署并生效且标的股份过户之日后30个工作日内，上市公司应完成董事会改选，其中上市公司董事会由7名董事组成，受让方有权推荐5名董事候选人（含2名独立董事候选人），转让方有权推荐2名董事候选人（含1名独立董事候选人）。 另外上市公司的财务总监将由受让方推荐，对上市公司的日常经营形成有效管控。
其他稳定公司控制权的方式	受让方之三名合伙人均出具了《关于维护上市公司控制权稳定的承诺函》；受让方承诺在本次股份转让完成之日起18个月内，不直接或间接转让本次受让的上市公司股份

3、协议受让 + 非公开发行

根据《收购办法》的规定，投资人通过认购非公开发行股份使其取得的股份比例达到30%以上，若承诺3年内不转让新股，存在申请豁免要约收购的可能，且非公开发行具有价格优势、又能使上市公司募集资金。但规则要求，非公开发行的股份数量原则上不得超过发行前上市公司总股本的30%，相应地，投资人通过参与非公开发行取得的部分原则上不超过发行完成后总股本的23.08%，因此，将协议受让等其他方式与非公开发行相结合，是实务中常见的获取上市公司控制权安排。

其中，协议受让与非公开发行相结合，在先后顺序的设计上也有“讲究”：

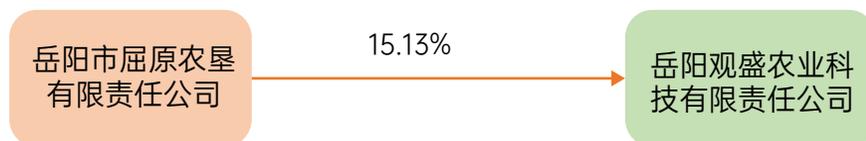
(1) 先协议受让、再非公开发行

案例：岳阳观盛收购正虹科技/000702
 （协议受让+表决权委托+非公开发行）



收购方案

1、协议受让

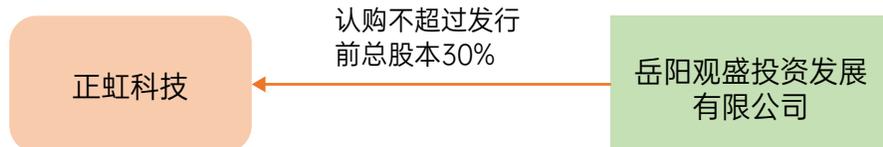


2、表决权委托



注：岳阳观盛投资发展有限公司为岳阳观盛农业科技有限责任公司的控股股东

3、非公开发行



先通过协议受让方式受让上市公司股份、再参与上市公司非公开发行的（或两者同时启动的），主要需考虑非公开发行流程与协议转让流程的衔接问题。根据现有规则，协议转让一般仅需获得证券交易所确认即可完成交易，时间较快；非公开发行需要经中国证监会及证券交易所审核，流程较缓，且是否能够获得核准存在不确定性。

因此，投资人通过两步走取得控制权，需要慎重判断非公开发行的不可控风险，并需要在股份转让协议中提前安排后续取得控制权的要求，如审核部门未许可上市公司进行非公开发行时，则需考虑如何保证取得控制权等。

(2) 先非公开发行、再协议受让

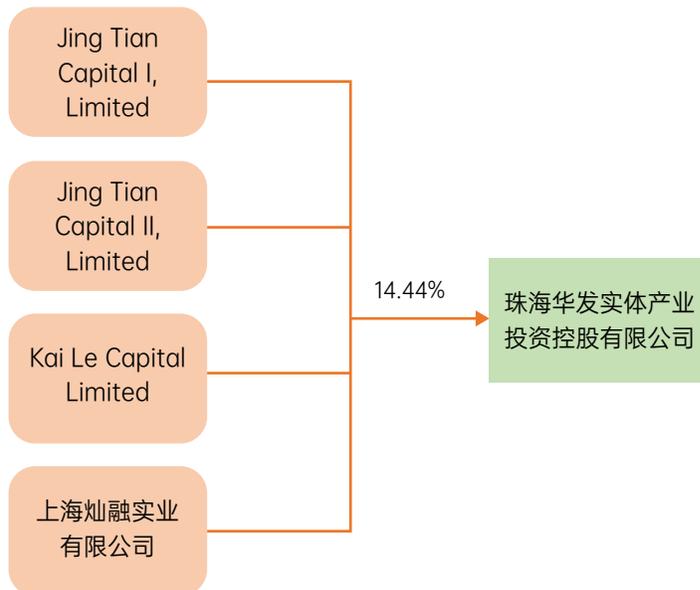
案例：珠海华发收购华灿光电/300323
(非公开发行+协议受让)

收购方案

1、非公开发行 (2020.12.18)



2、协议受让 (2021.01.22)



先非公开发行再协议受让，可以避免在相反顺序下，协议交易完成后、非公开发行被否的风险。但此时的另一个问题是需要考虑是否能够实现“锁价”目标。

如前所述，非公开“锁价”发行的对象仅限于以下三类：（1）上市公司的控股股东、实际控制人或其控制的关联人；（2）通过认购本次发行的股份取得上市公司实际控制权的投资者；（3）董事会拟引入的境内外战略投资者。

在“先协议受让、再非公开发行”的交易中，由于非公开发行通常是最后一步，因此投资人可以符合第（2）类投资者要求。而在“先非公开发行、再协议受让”的交易中，由于非公

开发行可以取得的股份比例仅为约23%，因此很可能投资者在非公开发行阶段不能符合第（2）类投资者要求，仅可适用第（3）类战略投资者情形，而实务中监管部门对该等“战略投资者”的认定标准也比较严格，私募基金等类型的财务投资者较难符合要求，产业投资人具有相对优势。上述华灿光电的案例中即未适用锁价发行，投资人需要结合自身情况予以考虑。

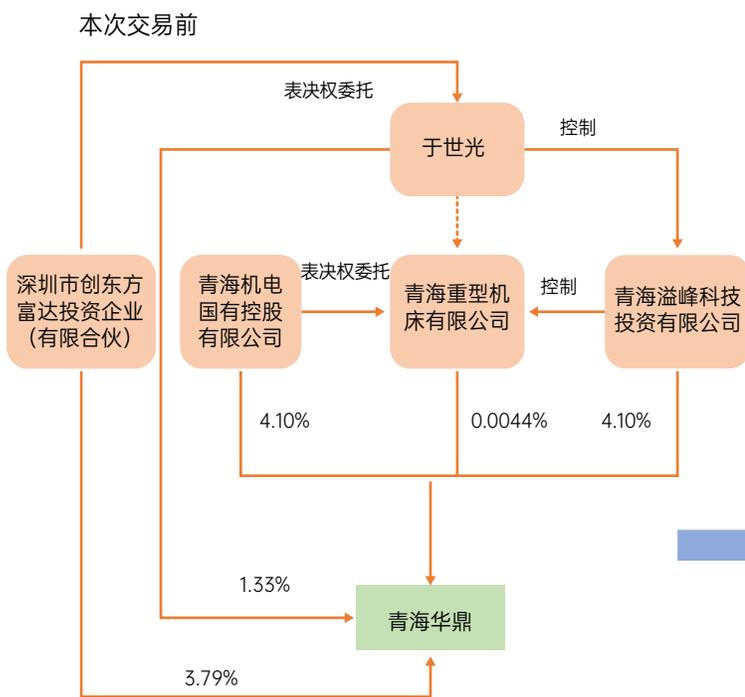
4、间接方式取得控制权

间接取得上市公司控制权的方式通常包括：①受让上市公司法人股东的股东或合伙人所持上市公司股份的间接权益；②向上市公司

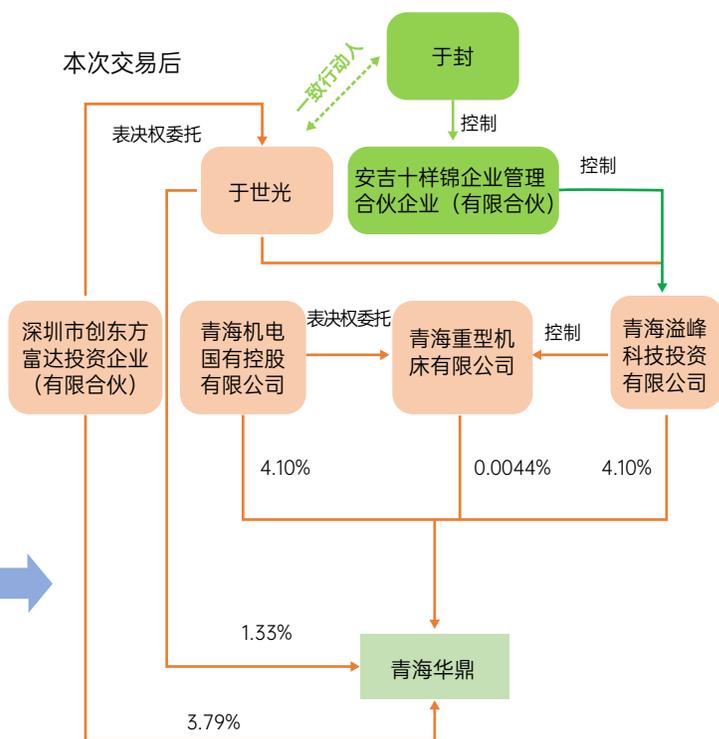
法人股东进行增资以取得上市公司股份权益等。相较于直接收购，间接方式取得控制权无需提前解除控股股东或上市公司股东所持上市公司股票上的质押或担保情形，流程上也无需经证券交易所进行合规确认，可以减少交易方案的不确定性。但因间接取得控制权的直接投

资标的为上市公司的股东，投资方及其中介机构需要重点关注该股东的资信情况、公开承诺情况、或有负债风险等问题，做好充分尽调。近期间接取得上市公司控制权的案例如：

(1) 青海华鼎（增资取得上市公司股东的控制权+一致行动协议）



注：交易前，于世光直接或间接通过溢峰科技及青海重型持有上市公司5.44%的股权，并受创东方富达表决权委托比例为3.79%，受机电国有表决权委托比例为4.10%，于世光实际支配青海华鼎股份表决权的比例合计为13.33%，为上市公司实际控制人。

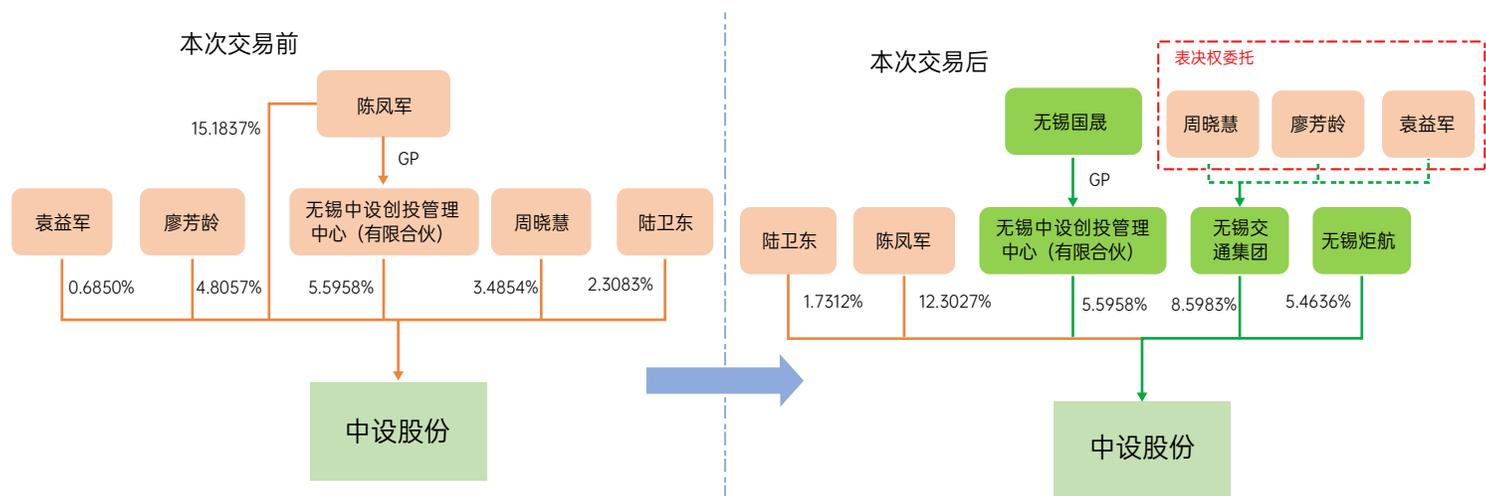


注1：本次交易中，十样锦以20,000万元现金对溢峰科技进行增资并取得溢峰科技70%股权。十样锦通过增资控股溢峰科技取得其控股子公司青海重型持有的上市公司19,200股（占上市公司总股本0.0044%）以及溢峰科技、机电国有委托给青海重型的上市公司8.20%的表决权。

注2：同时，于世光与王封签署《一致行动协议》，于世光同意与王封在处理有关公司经营发展且根据公司法等有关法律法规和公司章程需要由公司股东大会、董事会作出决议的事项时均采取一致行动，特别是行使召集权、提案权、表决权时采取一致行动。本次权益变动完成后，王封作为十样锦实际控制人，通过控制溢峰科技以及于世光形成一致行动关系拥有上市公司13.33%表决权，上市公司实际控制人变更为王封。

本次交易文件中的特别约定事项	1、《一致行动协议》 如王封直接间接控制上市公司股份比例达到25%或以上，则一致行动协议自动终止 2、《附条件生效的股东授权委托协议》（签署方为创东方富达与于世光） 在《委托协议》到期后，双方愿意按照原有条款续签委托协议且新签署委托协议，有效期保持与于世光、王封签署的《一致行动协议》有效期一致或本公司不再持有青海华鼎股份之日止。双方对于表决权的上述安排不会导致公司控制权变动或处于不稳定状态。
收购人未来稳定控制权的措施	王封及其一致行动人拟在未来12个月内择机增持公司股份，继续通过公开市场增持或其他符合法律法规要求的方式增持上市公司不低于3%的股份，具体实施计划将由信息披露义务人根据后续实际情况另行制定。

(2) 中设股份（协议受让+间接收购+表决权委托）



注：交易前实际控制人为陈凤军、廖芳龄、周晓慧、袁益军，该四名自然人签署了《一致行动协议》。

注1：廖芳龄、周晓慧、袁益军与无锡交通集团签署《表决权委托协议》，三名自然人将所持公司6.9707%的表决权委托给无锡交通集团。同时，原实际控制人陈凤军、廖芳龄、周晓慧、袁益军解除《一致行动协议》。
 注2：交易完成后，无锡交通集团及其一致行动人将控制公司41,622,692股股份的表决权，占公司股份总数的26.6284%，无锡交通集团将成为控股股东及实际控制人。

5、取得控制权同时置入资产

很多投资方取得上市公司控制权时已有置

入经营性资产规划，尤其对产业投资人而言。

取得控制权同时置入资产的常见方式主要包括

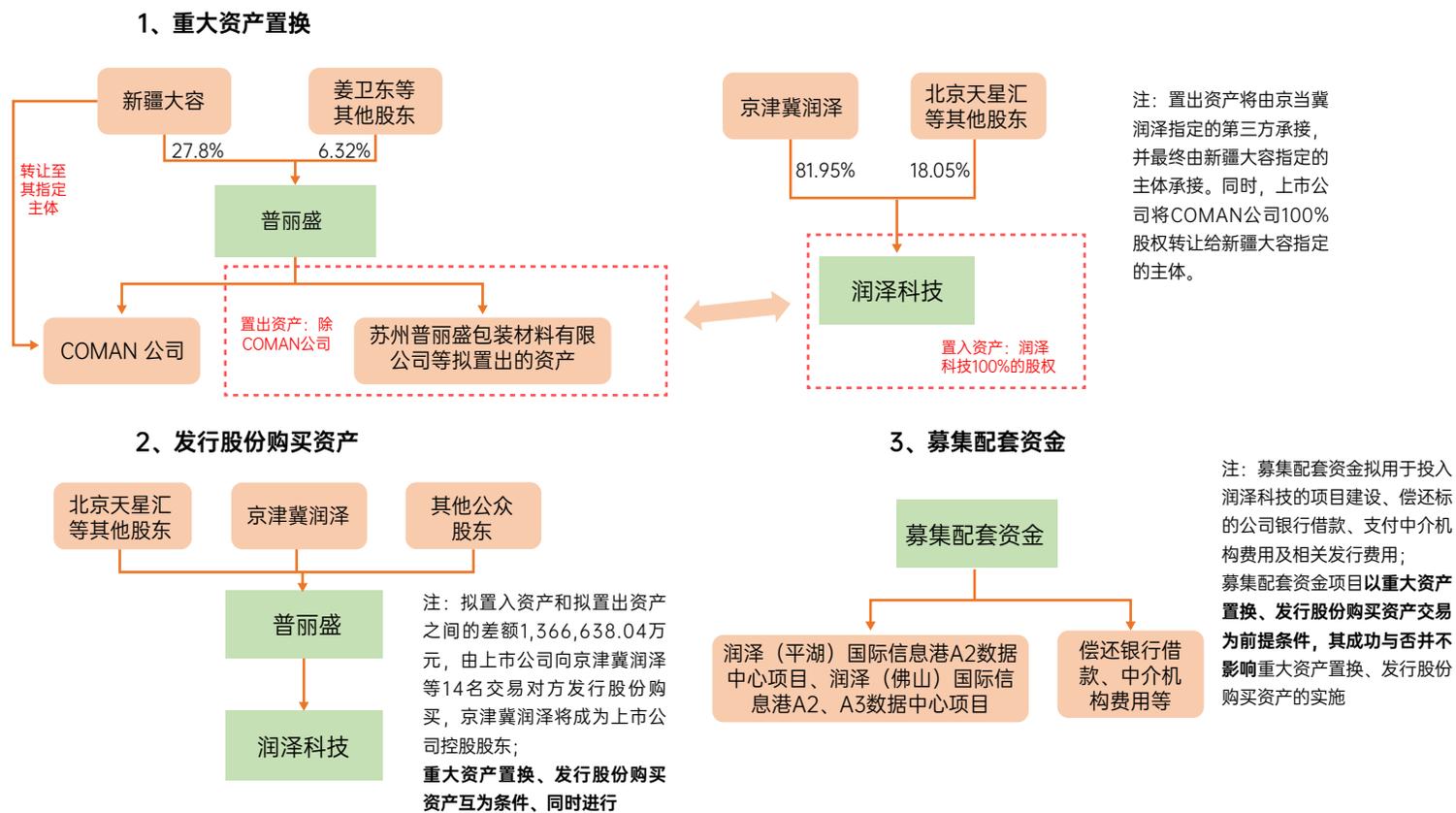
“重组上市”及“控制权变更+资产置入”。具体如下：

(1) 重组上市 (“借壳”)

重组上市常见交易结构为上市公司发行股份向投资人购买资产，资产规模达到规定比例则构成“重组上市”，视具体交易情况，还可能涉及部分现金对价、上市公司原资产置出、募

集配套资金等安排。因注册制推行、壳资源贬值等多方面因素，重组上市交易在前几年活跃度较低，随着并购重组市场回温，与产业投资结合的重组上市仍然是值得选择的路径。

案例：润泽科技借壳普丽盛（注册制板块第一例借壳上市）

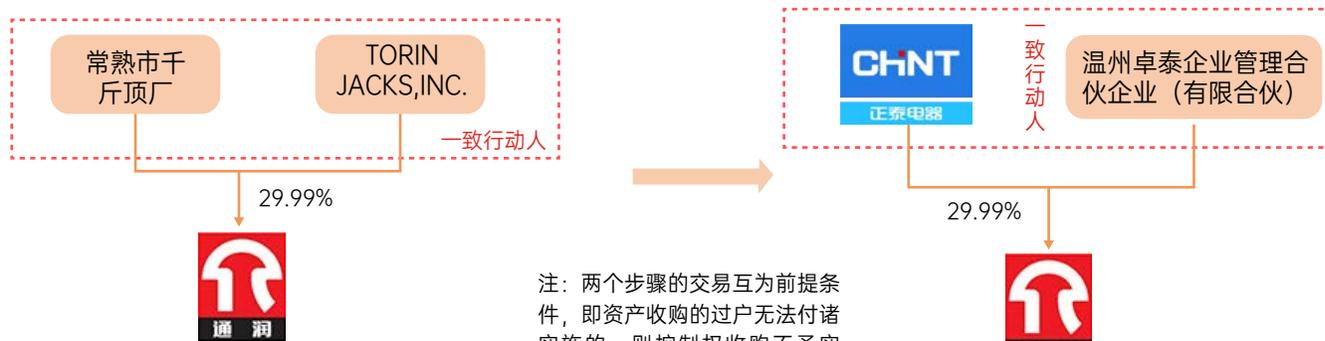


(2) 控制权变更+资产置入

除重组上市外，通过协议受让等交易方式取得上市控制权的投资人，也可以筹划同步置入资产的安排，近期案例呈现增多趋势，如：

案例：正泰电器收购通润装备（协议受让29.99%+上市公司现金收购正泰电器持有的正泰电源）：

1、控制权转让



注：两个步骤的交易互为前提条件，即资产收购的过户无法付诸实施的，则控制权收购不予实施，如控制权收购最终无法付诸实施的，则资产收购交易恢复至其实施前状态。

2、上市公司现金收购资产



对投资人而言，在取得控制权同时筹划置入资产的，需要关注控制权交易与置入资产交易之间的衔接关系，例如在交易文件中约定两项交易互为前提或条件等问题。

第三部分\

投资人关注的常见问题

1、限售股是否可以进行远期转让

限售股系指因规则限制无法流通或出售的股份，通常见于两种情形，一为因具体法律规

定要求而无法流通，如股份来源于首次公开发行前、非公开发行的，或大股东、特定股东、董监高或核心技术人员等主体所持有的上市公司股份，二为持股主体自愿作出的书面承诺在一定期限内限制转让。

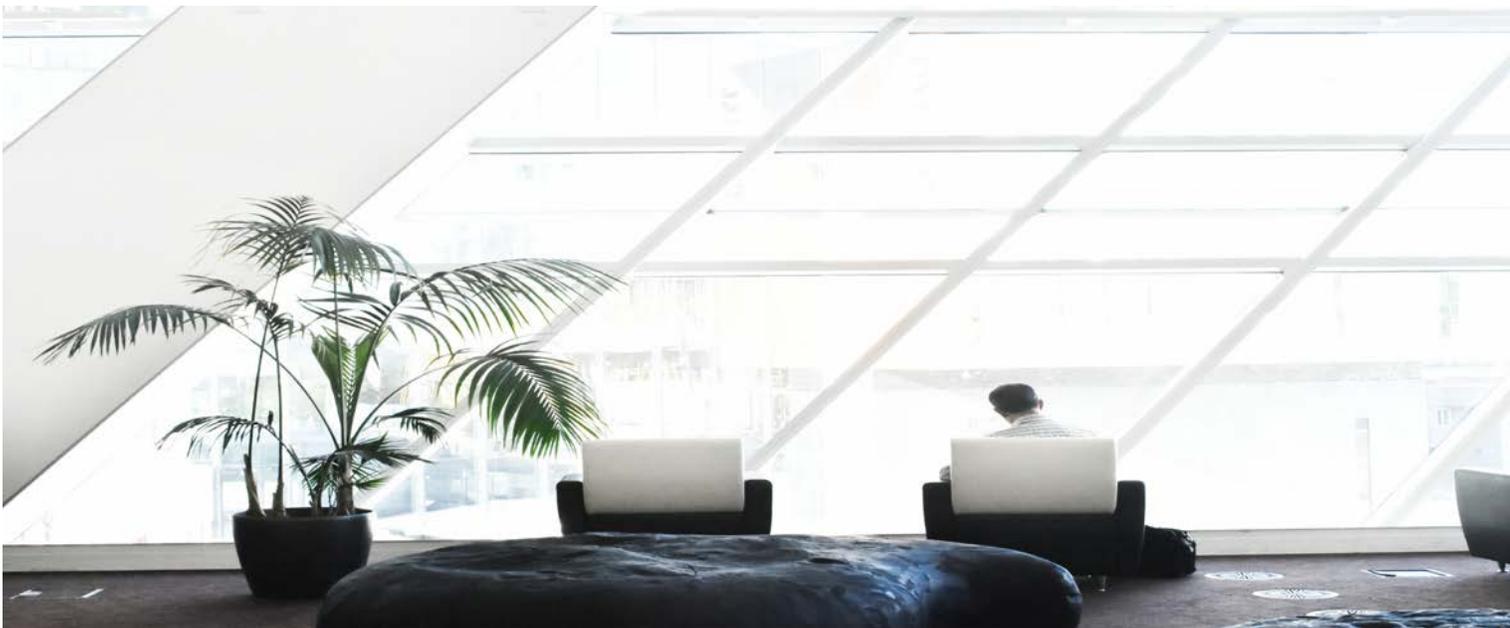
投资人收购上市公司控制权时，交易对手方多为大股东、实际控制人或公司董事、高级管理人员等，如前所述，交易过程中需要重点关注转让方是否存在转让股份的限制。根据证券交易所《上市公司股份协议转让业务办理指引》的规定，对协议转让股份可能导致规避股

份限售的，证券交易所将不予受理。但提前签署限售股份的股权转让协议、至限售期情形解除后再向证券交易所提交合规确认申请的，需

要结合具体情况来判断。

近期市场上有关限售股远期转让的相关案例如下：

上市公司	转让情形	交易所关注问题	问询回复	交易方式
ST 易尚 /002751	<p>2021年12月4日，刘梦龙与林庆得签订《股权转让协议》：刘梦龙向林庆得转让持有公司股份10.87%，将在2022年开始实施，其中标的股份之一占总股本7.52%为有限售条件流通股。限售股的股份转让事项将在其董事任期届满之日起半年后即2022年9月22日后方可实施股权转让。</p> <p>刘梦龙一并将其所持限售股权质押予林庆得，并将其所持上述公司标的股份（占公司总股本的7.5184%）股权对应的表决权在委托期限内委托予林庆得行使。</p>	<p>本次股权转让是否存在《深圳证券交易所上市公司股份协议转让业务办理指引》第七条规定不予受理的情形，本次双方约定的转让价格是否符合《协议转让指引》第八条的规定。</p>	<p>根据刘梦龙与林庆得签署的《股权转让协议书》的约定，在2022年后，刘梦龙将在该部分股份减持不受限制后一次或多次转让给林庆得。交易双方同意自有限售条件流通股变更为无限售条件流通股后再办理股份转让业务。由于实际实施转让的周期相对较长，限售股的转让价格和方式将遵守监管部门相关管理规定，若协议约定转让价款与相关法律规定和监管要求不一致的，将根据相关监管机构的监管规范对相关约定进行合规调整，以确保本次股权转让符合《协议转让指引》对转让价格的要求。</p>	<p>协议转让的股份为“部分无限售+部分有限售”。其中无限售的部分股份直接转让至受让方，有限售的部分股份签订了股权远期转让协议，且增加了“表决权委托+质押”安排。</p>
同大股份 /300321	<p>2021年8月，同大集团与潍坊金控签订《股份转让协议》，约定同大集团将持有的上市公司29.99%股份分步以协议转让方式转让给潍坊金控。其中，非限售股份（占总股本8.215%）在签订协议后即完成转让；剩余股份（占总股本21.775%）将在限售解除后通过协议转让方式转让。</p> <p>同时，同大集团与潍坊金控签订《表决权委托协议》，约定将其持有的上市公司限售股股份（占总股本21.775%）对应的股东表决权、提名权、提案权等非财产性权利无条件、独家且不可撤销地全权委托给潍坊金控行使。</p>	<p>请你公司补充说明本次表决权委托事项是否存在明确期限，是否为过渡期安排。如是，说明表决权委托到期后，委托方和受托方是否存在后续股权转让或其他安排；如否，请说明上市公司是否存在控制权不稳定的风险，及交易双方为稳定上市公司控制权拟采取的措施及相关安排。</p>	<p>本次表决权委托事项系同大集团将该等表决权对应股份转让给潍坊金控前的过渡安排，不存在明确期限；在该等股份部分或全部解除限售条件后，同大集团将一次性或分次将解除限售条件的相应股份转让予潍坊金控，转让价格及转让方式在符合监管机构相关法律法规规定的前提下由双方另行约定。</p>	<p>非限售股份直接转让；限售股份约定未来转让，且以“表决权委托”方式委托给受让方</p>



上述案例中，交易双方均签署了有关限售股的远期股权转让协议，交易所未对远期股权转让协议的效力额外关注。现有法律及行政法规中不存在禁止签署限售股远期股权转让的明确规定。根据《民法典》对民事法律行为效力的规定，在交易双方均存在真实的意思表示、不违反法律及行政法规的强制性规定，且具有相应民事行为能力的前提下，远期股权转让协议应具有法律效力，实践中也存在司法判例进一步支持了该等观点（如（2020）沪74民初825号）。

但远期股权转让协议中如何约定限售股解禁时的价格属于实务中的焦点问题。前述案例中，交易双方均在远期股权转让协议中披露将在符合监管机构相关法律法规规定的前提下另

行约定转让价格及转让方式。另外，根据上交所及北交所《上市公司股份协议转让业务办理指引》的相关规定，协议签署日与提交申请日间隔超过6个月的，证券交易所将不予受理协议转让的申请。因此，谨慎起见，如限售股的解禁期限距离远期股权转让的签署时点相距较远的，应按照证券交易所的具体要求，以补充协议或重新拟定交易文件的方式约定限售股解禁后的转让对价。

2、合伙制基金作为上市公司收购人的关注要点

根据我们不完全统计，2022年以合伙企业形式作为收购方进行上市公司控制权收购的案例并不鲜见，具体包括：

上市公司	最新披露日期	收购人	交易方式	交易比例	最新进展
青海华鼎 /600243	2022/12/25	安吉十样锦企业管理合伙企业 (有限合伙)	受让上市公司原实控人持股公司控制权	8.21%	签署正式协议
			一致行动协议	5.12%	签署正式协议
吉艾科技 /300309	2022/12/13	山高速香榆企业管理(上海)合伙企业	表决权委托	15.00%	签署正式协议
中润资源 /000506	2022/11/29	苏州联创鼎瑞投资合伙企业 (有限合伙)	非公开发行	30.00%	已公布预案
			放弃表决权	25.08%	签署正式协议
新亚制程 /002388	2022/11/17	衢州保信央地企业管理合伙企业 (有限合伙)	协议转让	9.00%	签署正式协议
			放弃表决权	16.36%	签署正式协议
			非公开发行	29.99%	已公布预案
岭南股份 /002717	2022/9/21	中山华盈产业投资合伙企业 (有限合伙)	协议转让	5.00%	已完成
			表决权委托	17.32%	已完成
金徽酒 /603919	2022/9/3	陇南科立特投资管理中心(有限合伙)	协议转让	13.00%	已完成
中威电子 /300270	2022/5/24	新乡市新投产业并购投资基金壹号合伙企业(有限合伙)	表决权委托	7.90%	已完成
博深股份 /002282	2022/5/13	铁投(济南)股权投资基金合伙企业(有限合伙)	协议转让	20.56%	已完成
蠡湖股份 /300694	2022/1/27	泉州水务鼎晟股权投资合伙企业(有限合伙)	协议转让	29.00%	已完成

合伙制基金作为上市公司收购人的主要关注要点如下：

(1) 合伙企业成为控股股东的合规性及合理性。 相比于公司制形式，合伙企业的内部组

织结构灵活性更高，内部的决策机制及表决权机制也更具有差异性，其实际控制人的认定一般需个案确定，因此不同合伙企业的控制权可能在有限合伙人处，也有可能普通合伙人

处。当前监管机构对合伙企业成为上市公司控股股东持审慎态度，虽然目前A股存在合伙制基金取得上市公司控制权的案例，但监管机构仍主要从实际控制人稳定性、具备承担控股股东责任的能力等角度对该等案例予以关注，如监管机构在中威电子（300270.SZ）案例中对新乡市新投产业并购投资基金壹号合伙企业（有限合伙）取得控制权时问询：“通过产业基金合伙企业的形式控股上市公司的原因，……说明合伙企业成为控股股东是否符合相关规定。”

（2）合伙企业存续期问题及控制权稳定性。实践中，合伙制基金一般存续期较短，且往往上市公司收购权变更而应办理的流程较长，合伙制基金采取某些交易方式（如认购非公开发行股票的形式）成为上市公司大股东的，往往还需承诺长达18个月甚至36个月的锁定期。因此，监管机构较为关注合伙制基金是否存在因存续期过短而导致上市公司控制权不稳定的风险。

在中威电子（300270.SZ）案例中，新乡市新投产业并购投资基金壹号合伙企业（有限合伙）及其间接控制主体新乡投资集团在反馈回复中说明并承诺：①收购方作为合伙企业的存续期为20年、作为私募基金的存续期为10年且不存在需要解散的情形；②间接控制主体为有限合伙人新乡投资集团，新乡投资集团通过

控制投资决策委员会实现对新乡产业基金壹号重要决策的控制，并在合伙人会议层面对于决议延长或缩短合伙企业存续期限、收益分配方式等实质性内容起决定性作用；③本次向新乡产业基金壹号发行的股票自发行结束之日起36个月内不得转让，新乡产业基金壹号将持续保持发行人控股股东地位，维护发行人控制权稳定。

我们建议，合伙制基金可采取如下方式减少后续被监管部门质疑存续期过短的问题：①合伙企业设立时确定存续期时尽可能设置较长的期限；②增加存续期可予以延长的灵活性条款；③明确约定退伙的情形，且各合伙人无主动采取行动解散或终止合伙企业的机制；④根据实际情况由合伙制基金及其实际控制人承诺未来一段时间内不对外转让股份，以保证实际控制权的稳定。

3、投资/收购后存在同业竞争问题

上市公司的实际控制人和控股股东负有避免与上市公司发生同业竞争的义务。产业投资中，投资方与上市公司可能出于同一行业或者上下游，投资/收购可能构成同业竞争风险的，投资人需要提前考虑采取稳妥措施以解决同业竞争问题。

参考实务案例，收购方一般可考虑采用如下途径解决同业竞争问题：

上市公司

解决路径

一、一定期限内注入上市公司或转让给非关联第三方

<p>蓝焰控股 /000968</p>	<p>在作为上市公司的控股股东期间，对于本单位下属企业山西煤层气与上市公司可能存在同业竞争的业务，将在法律法规允许的范围内，自本次蓝焰控股股权增资至山西燃气集团有限公司工商变更登记之日起3年内，适时在以下方案中选择具有实际可操作性的方案解决同业竞争问题：</p> <p>1、将山西煤层气注入上市公司；</p> <p>2、将山西煤层气出让给非关联第三方；……</p>
<p>海航控股 /600221</p>	<p>控股股东方大航空已作出承诺，将积极督促上述航空资产完成法律主体、业务和资产的整合工作，积极督促相关航空资产努力提高经营业绩，尽快使相关航空资产具备注入上市公司条件。上市公司已通过购买大新华航空运营航线的未来全部收入所形成的信托受益权的方式解决了相应同业竞争问题，后续方大航空将继续维持该等安排，避免同业竞争事项。</p>

二、论证无重大实质性影响无需处理或上市公司剥离业务

<p>威尔药业 /603351</p>	<p>威尔药业与南京试剂的主要业务在产品、客户、供应商方面存在明显差异，不构成同业竞争；南京试剂仅有少量药用辅料业务，药用辅料业务收入占比较低。威尔药业与南京试剂在药用辅料业务的产品品种、主要生产流程等存在明显差异，通过关联审评且实际生产销售的药用辅料仅丙二醇存在重合，但丙二醇收入在南京试剂、威尔药业营业收入的占比都很小，且南京试剂与威尔药业该品种所面向的客户不存在重合，威尔药业与南京试剂在药用辅料业务不存在具有重大不利影响的同业竞争。综上，威尔药业与南京试剂不存在具有重大不利影响的同业竞争。</p>
<p>浙农股份 /002758</p>	<p>经比较，明日控股下属子公司浙江金隆贸易发展有限公司主要从事乙二醇、甲醇、三甘醇、二甘醇、二甲苯等化工原料及化工产品的销售，上述产品中的二甲苯与浙农股份在化工品经营品种上存在重叠。除上述非主营的化工品二甲苯存在重叠外，浙农股份与明日控股在主要经营品种上存在较大差异，明日控股主要经营的产品品种为塑化原料，包括PP业务（聚丙烯）、PE业务（聚乙烯）、PVC业务（聚氯乙烯），而浙农股份主要经营的化工原料品种为纯苯、苯乙烯、液氨、硫磺等。两者在主要经营品种上存在较大差异，不同化工原料及产品在采购渠道、客户类型上均存在较大差别。综上，浙农控股及其控制的其他公司与上市公司、浙农股份之间不存在实质性同业竞争。</p> <p>为避免潜在同业竞争，浙农股份已出具承诺：“截至本承诺出具之日，除正在履行的二甲苯、苯乙烯贸易合同外，公司不再新增相关业务；自2020年起，公司不再从事二甲苯、苯乙烯贸易业务”。</p>

上市公司

解决路径

三、业务托管

中钢洛耐
/688119

中国宝武已出具《关于避免与中钢洛耐科技股份有限公司同业竞争的承诺》：本公司将自取得中钢洛耐控制权之日起五年内，并力争用更短的时间，按照相关证券监管部门的要求，综合运用资产重组、业务调整、委托管理等多种方式：

.....委托管理：对于业务存在重合的部分，由涉及方通过签署委托协议的方式，将业务存在重合的部分相关资产经营涉及的决策权和管理权全权委托其中一方进行统一管理

江西长运
/600561

南昌市政公用出具《关于避免同业竞争的承诺》：

江西南昌公共交通运输集团有限责任公司于2020年12月30日与江西长运签署《关于南昌公交出租汽车有限责任公司等股权之托管协议》，江西南昌公共交通运输集团有限责任公司及其下属企业同意委托上市公司管理南昌公交出租汽车有限责任公司等公司的股权，并每年按照托管公司当年营业收入的0.005%向托管方收取托管费，股权托管协议一年一签，直至被托管公司不存在与上市公司发生同业竞争情形之日为止

☒



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

风正一帆悬——新能源（锂） 电池材料企业融资上市法律指南

作者：张诗伟 李硕 严培晏



当前，全球新一轮能源革命和科技革命深度演变、方兴未艾，大力发展可再生能源已成为全球能源转型和应对气候变化的重大战略方向和一致宏大行动。顺应该历史性变迁，中国于2020年正式提出“30/60”双碳目标，全面推动能源革命和经济社会发展全面绿色低碳转型。以电化学能源动力系统组成的新能源汽车替代传统化石能源汽车已成为中国实现能源革命和经济社会发展全面绿色低碳转型的重要组成部分而被纳入国家战略发展规划。“风正一帆悬”，新能源汽车行业由此迎来了高速增长。而2022年爆发的俄乌冲突进一步冲击了全球化石能源格局，加剧了各国能源安全和能源自主化的迫切需求。在此背景下，中国新能源汽车产业更是迎来前所未有的爆发式增长，根据中国汽车工业协会数据显示，2022年新能源汽车产销分别完成705.8万辆、688.7万辆，同比分别增长96.9%和93.4%，市场占有率达到25.6%，高于上年12.1个百分点。¹与此同时，受下游新能源汽车产业拉动，由此传导到核心部件的上游电池以及其原材料乃至最上游矿产尤其锂矿资源行业，也都一片热火朝天的景象。²

目前，新能源（锂）电池的主流技术路线为锂离子电池。此外，钠离子电池、氢燃料电池也受到一定关注。³受限于篇幅，本报告聚焦于目前居于主流技术路线的锂离子电池。⁴我们以多年服务于众多新能源（锂）电池材料行业私募投融资及上市资本运作项目的法律服务经验为基础，结合多年的行业观察和市场研究分析，形成本新能源（锂）电池材料行业企业融资上市法律报告，以飨业界并求教于方家。

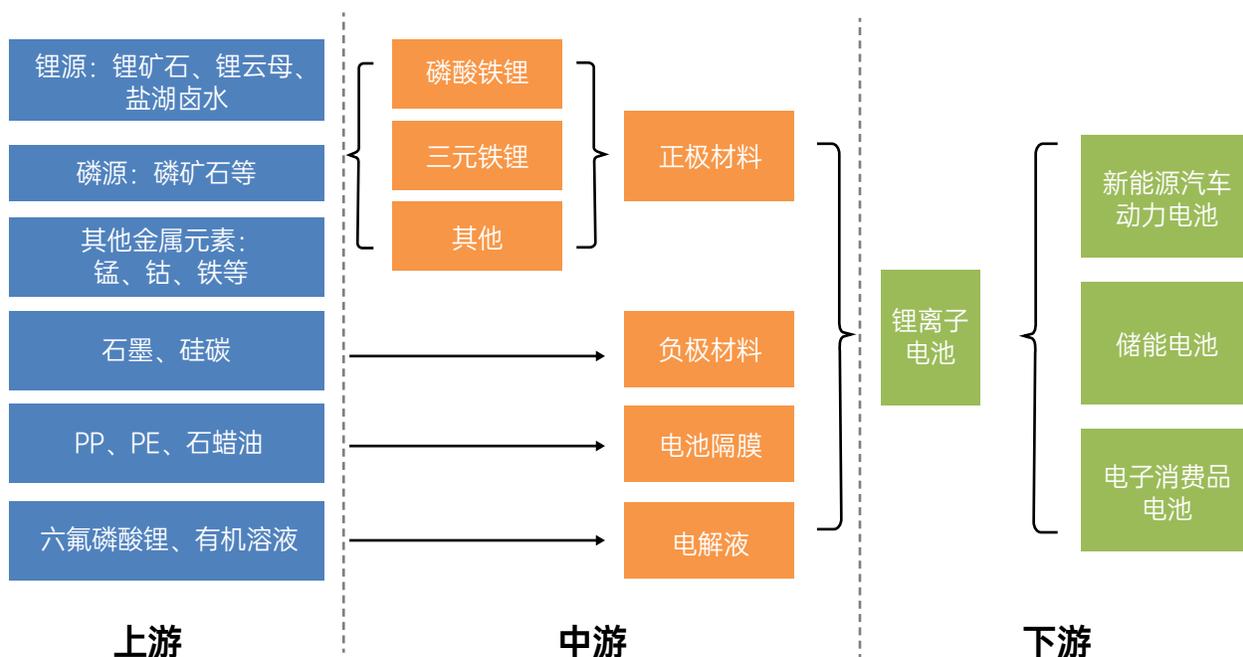
第一部分 新能源（锂）电池行业产业链构成 及主要企业上市情况

新能源（锂）电池产业链较为复杂，包括上游锂、钴、镍、石墨等矿产资源行业，中游4大关键材料（正极材料、负极材料、隔膜、电

解液）产业和下游锂离子电池行业，其产业链构成可如下所示：

1. 根据 GGII 依据交强险口径数据统计显示，2022年11月动力电池装机量约27.87GWh，同比增长54%；1-11月份合计装机220.77GWh，同比增长94%，数据来源：《2022年汽车工业产销情况》（中国汽车工业协会2023年1月13日发布），http://www.caam.org.cn/chn/11-cate_3/con_5236639.html；《科创板日报》2022年12月30日讯，<https://www.chinastar-market.cn/detail/1226536>。
2. 作为新能源（锂）电池关键原材料的锂矿以及锂矿公司更是由此价格暴涨，最近的例子是2023年1月国内动力电池龙头以64亿元天价拿下斯诺威矿业股权争夺战。
3. 如宁德时代、传艺科技等多家企业均对钠离子电池进行产业化布局，钠离子、氢燃料电池相关初创企业也颇受资本青睐。
4. 如无特别说明，本文“新能源电池”均限定为锂离子电池。

新能源电池领域企业产业链情况



(一) 产业上游：矿产资源企业上市情况

新能源（锂）电池材料行业上游主要系锂、钴、镍等矿产资源，受自然资源型行业的天然局限，地理分布不均，储量分布和供应高度日益向行业巨头集中。比如锂电池产业链中最为重要的矿产资源为锂资源，虽然全球锂资源储量丰富，但主要集中在“锂三角地区”（南美玻利维亚、阿根廷、智利边境交界处），其次是美国、澳大利亚、中国等国家。据美国地质调查局2019年数据显示，澳大利亚、智利和阿根廷的锂矿产能约占全球产能的86.12%。国内锂资源进口依赖程度较强，截至2021年底，全球77%的锂业市场份额由五大公司掌控，分

别是美国雅宝ALB（占比25%）、智利矿业化工SQM（占比15%）、美国Livent（占比7%）以及中国的赣锋锂业（占比16%）和天齐锂业（占比14%）。⁵国内掌握锂矿资源的头部企业如赣锋锂业、天齐锂业等均已在沪深两市主板或港交所上市，市值规模多在千亿级别，并开展跨境并购，向全球布局。但尽管如此，由于自然资源行业的特点，中小锂矿企业仍然不少而成为下游锂电池材料企业的并购目标。相关上游上市企业的基本情况如下⁶：

5.来自新华网2021年12月27日发布的《锂电量价齐升供需失衡 上市公司争夺产业链话语权纷纷“抢矿”》，<https://baijiahao.baidu.com/s?id=1720266064691528628&wfr=spider&for=pc>

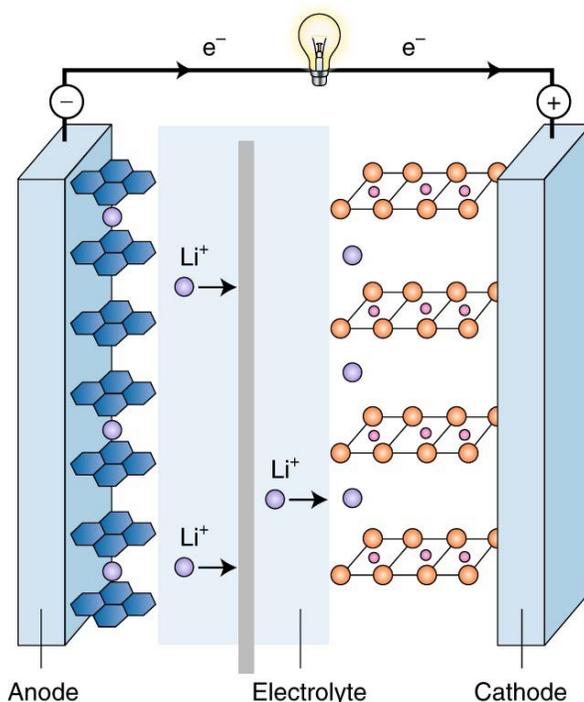
6.注：最新市值为截至2023年1月18日收盘市值，下同。

产业板块	公司名称	上市时间	上市板块	最新市值
锂矿资源	赣锋锂业	2010年（A股）、2018年（港股）	深交所主板、港交所	1531亿元
	天齐锂业	2010年（A股）、2022年（港股）	深交所主板、港交所	1444亿元
	盐湖股份	1997年	深交所主板	1338亿元
	科达制造	2002年	上交所主板	298亿元
	藏格矿业	1996年	深交所主板	429亿元
	西藏城投	1996年	上交所主板	155亿元
钴资源	华友钴业	2015年	上交所主板	1028亿元
	洛阳钼业	2007年（港股）、2012年（A股）	深交所主板、港交所	1078亿元
镍矿资源	山子股份	2011年	深交所主板	183亿元
	兴业矿业	1996年	深交所主板	116亿元

镍矿产能主要被俄罗斯诺里尔斯克、巴西淡水河谷、瑞士嘉能可、澳大利亚必和必拓控制。

（二）产业中游：4大关键材料制造企业上市情况

新能源（锂）电池主要由正极材料、负极材料、锂电池隔膜、电解液四大关键材料制成，其基本原理如下⁷：



7.图片来源: <https://www.nature.com/articles/s41928-018-0048-6/figures/1>

其中，锂电池正极材料是锂电池化学性能的决定性要素，对电池的能量密度以及安全性会起到主导作用，且正极材料的成本占锂电池成本比例最高，约为30%-40%，目前国内正极材料的主要技术路线为三元材料和磷酸铁锂材料，2022年国内产量占比分别为38.9%和

60.9%，⁸正极材料产业近几年发展较快，头部企业大多已经上市或申报上市，上市布局集中在科创板、创业板，但市值基本为百亿级别，竞争较为激烈，市场仍较为分散，后来者仍有不少机会。相关企业基本情况如下：

产业板块	公司名称	上市时间	上市板块	最新市值
正极材料	德方纳米	2019年	深交所创业板	433亿元
磷酸铁锂	湖南裕能	已注册生效，尚未发行	深交所创业板	-
	万润新能	2022年	上交所科创板	162亿元
	富临精工	2015年	深交所创业板	182亿元
	安达科技	2014年	新三板、已申报北交所	116亿元
正极材料	容百科技	2019年	上交所科创板	346亿元
三元	当升科技	2010年	深交所创业板	321亿元
	长远锂科	2021年	上交所科创板	311亿元
	振华新材	2021年	上交所科创板	207亿元
	天力锂能	2022年	深交所创业板	62亿元
正极材料	厦钨新能	2021年	上交所科创板	258亿元
钴酸锂	杉杉股份	1996年	上交所主板	432亿元
	格林美	2010年	深交所主板	394亿元

8.来自中商情报网2023年1月14日发布的《2022年度中国动力电池市场现状及竞争格局分析》，<https://www.askci.com/news/chanye/20230114/1703362102825.shtml>

负极材料主要影响锂电池的容量、首次效率、循环性能等，在动力电池成本的占比约为5%~15%。锂电池隔膜位于电池内部正负极之间，保证锂离子通过的同时阻碍电子传输，是

锂离子电池产业链中最具技术壁垒的关键内层组件。电解液是锂离子电池获得高电压、高比能等优点的保证。负极材料、锂电池隔膜和电解液相关企业上市情况如下：

产业板块	公司名称	上市时间	上市板块	最新市值
负极材料	贝特瑞	2020年	北交所	345亿元
	璞泰来	2017年	上交所主板	745亿元
	杉杉股份	1996年	上交所主板	432亿元
电解液	天赐材料	2014年	深交所主板	906亿元
	新宙邦	2010年	深交所创业板	377亿元
隔膜	恩捷股份	2016年	深交所主板	1374亿元
	星源材质	2016年	深交所创业板	296亿元

（三）产业下游：新能源（锂）电池企业上市情况

新能源（锂）电池企业处于新能源（锂）电池产业的下游，是该产业中游的客户，其直接面向其下游产业新能源汽车厂商。我国新能源汽车市场已进入规模化发展阶段，随着新能源汽车市场渗透率不断提升，新能源（锂）电池的产能及市场需求也迅猛增长，从全球市场份额来看，目前我国主导了全球锂离子电池的制造，根据SNE research最新数据显示，2022

年1-11月，全球动力电池装车量前十的企业中，中国企业独占6席，宁德时代和比亚迪高居第一、第二，合计市场占比高达50.7%，与中创新航、国轩高科、欣旺达和亿纬锂能等中国企业合计占比为60.5%。⁹目前国内新能源（锂）电池行业是超重资本和重产业的行业，竞争格局已基本固定并呈现日益集中的态势，

9.来自微信公众号中国国际电池展2023年1月6日发布的《2022全球动力电池装车量TOP10出炉！（1-11月）》，https://mp.weixin.qq.com/s?src=11×tamp=1673781224&ver=4290&signature=6Mqj-H0nCtVh5W0tWvKTKNbmVgP5Ma-ORU*34KnqB-pKsMAwx2*t7*2Jl2Qxnnwlagtg313oEleNZV-wD4GifM9lNXAXvFYGbaSv5RB6SouhtYgmlllHLeCDj8hX-SWm&new=1

后来者要脱颖而出挑战不小。第一梯队的头部企业宁德时代、比亚迪市值已达或接近万亿级别，第二梯队企业也已经上市或已递交上市申

请，主要布局创业板、科创板或港交所，2022年1-12月国内市场装车量排名前十的中国企业占比及上市情况如下：¹⁰

产业板块	公司名称	装车量占比	上市时间	上市板块	最新市值
动力电池	宁德时代	48.2%	2018年	深交所科创板	1.0955万亿元
	比亚迪	23.45%	2007年（港股）、2011年（A股）	深交所主板、港交所	7831亿元
	中创新航	6.53%	2022年	港交所	355亿港元
	国轩高科	4.52%	2006年	深交所主板	554亿元
	欣旺达	2.62%	2011年	深交所创业板	420亿元
	亿纬锂能	2.44%	2009年	深交所创业板	1721亿元
	蜂巢能源	2.07%	科创板已问询	上交所科创板	-
	孚能科技	1.82%	2020年	上交所科创板	308亿元
	瑞浦兰钧	1.53%	港交所已申报	港交所	-

第二部分\

新能源（锂）电池行业企业上市主要法律问题

根据我们的经验以及相关申请上市的披露，新能源（锂）电池行业企业上市主要关注的法律问题有行业定位、上市标准、外协加工、保供协议/产能合作协议、高排放高耗能核查、核心技术来源以及票据使用合规等七大方面：

（一）行业定位问题

原则而言，新能源（锂）电池材料行业对标的上市板块当属上交所科创板与深交所创业板。布局科创板的新能源（锂）电池行业需满足《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》（2022年修订）中关于科创

10.市场占比数据来自中商情报网2023年1月14日发布的《2022年度中国动力电池市场现状及竞争格局分析》，<https://www.askci.com/news/chanye/20230114/1703362102825.shtml>，排名第九的企业为韩国LG新能源，故未列入。

板行业定位的要求，其中新能源（锂）电池属于节能环保领域即包括新能源汽车整车、新能源汽车关键零部件、动力电池及相关服务等行业，其关键原材料行业也多属于新材料领域的先进石化化工新材料行业。而最新修订的《深

圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定（2022年修订）》亦同意与新能源结合的传统行业申报创业板上市，近年来上市的新能源（锂）电池企业行业定位如下：

产业板块	公司名称	上市时间	上市板块	行业分类
正极材料 - 磷酸铁锂	德方纳米	2019年	深交所创业板	C38 电气机械和器材制造业
	湖南裕能	已注册生效, 尚未发行	深交所创业板	C39 计算机、通信和其他电子设备制造业
	万润新能	2022年	上交所科创板	C26化学原料和化学制品制造业
	富临精工	2015年	深交所创业板	C36 汽车制造业
	安达科技	2014年	新三板、已申报北交所	C38 电气机械和器材制造业
正极材料 - 三元	容百科技	2019年	上交所科创板	C38电气机械和器材制造业
	当升科技	2010年	深交所创业板	C38 电气机械和器材制造业
	长远锂科	2021年	上交所科创板	C38 电气机械和器材制造业
	振华新材	2021年	上交所科创板	C26 化学原料和化学制品制造业
	天力锂能	2022年	深交所创业板	C39 计算机、通信和其他电子设备制造业
正极材料 - 钴酸锂	厦钨新能	2021年	上交所科创板	C38 电气机械和器材制造业
	杉杉股份	1996年	上交所主板	C38 电气机械和器材制造业
	格林美	2010年	深交所主板	C42 废弃资源综合利用业
负极材料	贝特瑞	2020年	北交所	C30 非金属矿物制品业
	璞泰来	2017年	上交所主板	C38 电气机械及器材制造业
电解液	天赐材料	2014年	深交所主板	C26 化学原料和化学制品制造业
	新宙邦	2010年	深交所创业板	C26 化学原料及化学制品制造业
隔膜	恩捷股份	2016年	深交所主板	C29 橡胶和塑料制品业
	星源材质	2016年	深交所创业板	C26 化学原料和化学制品制造业

但近期申报的案例中，亦有企业就行业定位不准确引发监管问询：

发行人	问询轮次	问询要点	回复思路
YN	二轮问询	1、说明发行人与可比公司行业划分存在差异的原因。 2、说明“C3985 电子专用材料制造”中的其他上市公司中是否有与发行人生产同类产品的公司，结合 C3985 电子专用材料制造的释义进一步说明公司行业划分合理性。	1、按照《国民经济行业分类（GB/T 4754-2017）》《上市公司行业分类指引（2012年修订）》，公司所属行业为“C3985 电子专用材料制造业”； 2、锂电池材料属于“C3985 电子专用材料制造业”小类中； 3、申报上市时同行业上市公司行业分类存在一定差异，差异原因主要是中国证监会于2021年11月10日发布的《2021年3季度上市公司行业分类结果》对部分上市公司行业分类进行了调整。
ZH	二轮问询	结合所属《战略性新兴产业分类（2018）》的目录，准确披露所属行业情况	第一轮问询认定公司所处行业属于“3 新材料产业”中的“3.3先进石化化工新材料”中的“3.3.10 其他化工新材料制造”中的“3.3.10.1 二次电池材料制造”，对应重点产品和服务中的“镍钴锰酸锂/镍钴铝酸锂三元材料、钴酸锂”。 第二轮补充披露，按照《国民经济行业分类》，公司所属行业为“C26 化学原料和化学制品制造业”。

根据2022年最新修订的《上海证券交易所科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》企业选择申报科创板上市时，中介机构需对公司符合科技创新行业领域要求发表明确核查意见，根据高新技术产业和战略性新兴产业规划、政策文件，国家统计局《战略性新兴产业分类》和《暂行规定》确定的科技创新行业领域，结合公司核心产品及其应用情况等，说明公司属于该行业领域依据和理由。《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定（2022年修订）》亦明确要求中介机构核查

发行人所属行业是否属于第五条规定的原则上不支持其申报在创业板发行上市的行业或禁止类行业，说明理由和依据，并就发行人主营业务与所属行业归类是否匹配，与可比公司行业领域归类是否存在显著差异，发行人是否主要依赖国家限制产业开展业务等发表明确意见。

由于新能源（锂）电池企业可能符合《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2011）、《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）、《2017国民经济行业分类注释》《战略性新兴产业分类（2018）》等相关规定中的不同行业分类，



对于由传统制造业行业转型新能源（锂）电池行业的企业，布局申报科创板或者创业板时，应仔细分析所申报板块同行业上市公司关于行业分类的情况以及中国证监会按季度公布的行业分类结果，结合自身主营业务及产品对行业分类进行准确定位，如正极材料生产企业在申报科创板和创业板时可能多被定位为“C38 电气机械和器材制造业”或“C26 化学原料和化学制品制造业”。

（二）上市标准选择问题

科创板首开A股注册制先河之时，2019年版《上海证券交易所科创板股票上市规则》第

2.1.2条即对申请科创板企业提出了五套市值及财务指标要求，紧随其后，2020年6月修订《深圳证券交易所创业板股票上市规则》时也对上市条件进行了细化，其2.1.2条、2.1.3条、2.1.4条亦分别对不存在表决权差异安排的境内企业、红筹企业、存在表决权差异安排的企业分别提出了上市标准。2021年颁布的《北京证券交易所股票上市规则》第2.1.3条亦提出了四套上市标准。因此如何结合营业收入情况、市值及其他要求确定拟申报板块及上市标准即成为摆在发行人准备上市前的一个重要问题。近年来申报科创板、创业板上市的新能源（锂）电池材料企业选择的上市标准分别如下：

产业板块	公司名称	上市时间	上市板块	上市标准
正极材料 - 磷酸铁锂	湖南裕能	已注册生效，尚未发行	深交所创业板	《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第2.1.2条第（一）项标准
	万润新能	2022年	上交所科创板	《上海证券交易所科创板股票上市规则》第2.1.2条第四项上市标准
正极材料 - 三元	容百科技	2019年	上交所科创板	《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 2.1.2 条款的第四项上市标准
	长远锂科	2021年	上交所科创板	《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 2.1.2 条款的第四项上市标准
	振华新材	2021年	上交所科创板	《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 2.1.2 条款的第四项上市标准
	天力锂能	2022年	深交所创业板	《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第2.1.2条第（一）项标准
正极材料 - 钴酸锂	厦钨新能	2021年	上交所科创板	《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 2.1.2 条款的第四项上市标准
负极材料	贝特瑞	2020年	北交所	-
	翔丰华	2020年	深交所创业板	《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第2.1.2条第（一）项标准
动力电池	蜂巢能源	科创板已问询	上交所科创板	《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》第二十四条第二款上市标准
	孚能科技	2020年	上交所科创板	《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 2.1.2 条款的第四项上市标准

从上述案例看，近年来申报科创板上市的企业多采用《上海证券交易所科创板股票上市规则》第 2.1.2 条款的第四项上市标准，即“预计市值不低于人民币30亿元，且最近一年营业收入不低于人民币3亿元”，受行业在近年来实

现爆发式增长，原材料价格高企导致产品单价上升等因素影响，不少企业上市前营业收入都实现了快速增长，拟IPO企业较容易达到市值和营业收入指标要求，因此第四套标准相对较容易实现。

科创板上市标准中综合考虑市值、净利润、营业收入、累计研发投入、最近三年经营活动产生的现金流量净额等核心指标，拟IPO企业应综合考虑自身情况，合理选择上市标准。以振华新材为例，其申报前最近一期净利润为负，即不能选择第一套标准；报告期内研发投入占比不足15%，即不能选择第二套标准；近三年产生的现金流量净额均为负，即无法选择第三条标准。此外，如果拟IPO企业存在表决权差异安排，如其申报科创板，则只能根据《上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则》第二十四条规定选择较高的上市标准，该标准相较于《深圳证券交易所创业板股票上市规则》第2.1.4条的规定较为宽松，不要求最近一年净利润为正。

（三）保供协议/产能合作协议问题

2020年下半年起，受下游新能源汽车市场景气影响，产能需求自下游向上游传导，新能源（锂）电池、正极材料及其主要原材料碳酸锂均供不应求。为应对产能问题，下游电池厂商通常与中游正极材料厂商签署“保供协议”或“产能合作协议”，向正极材料厂商支付大额预付款，在支持正极材料厂商产能建设及优化的同时锁定上游供应。该等协议往往占正极材料厂商销售合同比重较高，一方面，在原材料大幅涨价的行业背景下履行相关协议可能会侵蚀企业利润，而企业产能扩张速度不足又可能会影响企业履约能力，进而导致违约风险；另一方面，产能问题又可能牵涉到募投项目的合理性和必要性，故近期申报上市企业多被关注该问题：



发行人 问询轮次		问询要点	核查方法	回复思路
XN	首轮 问询	1、相关协议中拟定的供货时间、供货量等各类要素是否具有约束力； 2、结合公司目前的产能及扩产计划，公司是否具备相应履约能力，是否存在违约风险。	1、逐条梳理发行人与主要客户签署的保供协议/产能合作协议； 2、梳理及计算发行人目前的产能及扩产计划； 3、梳理报告期内发行人与主要客户的协议及订单实际履行情况； 4、访谈主要客户或取得主要客户出具的书面说明。	1、说明产能紧张的客观行业背景； 2、区分不同情形，部分客户的保供协议中约定的供货要素具有约束力，部分客户的无约束力，以具体订单约定为准； 3、发行人目前及计划产能大致可满足协议约定的供货量； 4、对于确实无法满足的供货量，与客户达成新的协议，测算违约可能产生的损失，在财务上进行计提，并进行风险提示。
YN	审核 中心 落实 函	1、协议对于双方权利义务要求及未达供货/采购数量的违约责任，如何保障发行人相关权利； 2、如发行人未达最低供货数量或客户未达最低采购数量对发行人持续经营能力是否构成重大不利影响。	1、查阅发行人与主要客户签订的产能合作协议及其补充协议； 2、取得发行人出具的说明； 3、检索和查阅上市公司公告、行业发展相关信息及行业数据。	1、说明《产能锁定协议》签署的市场背景，强调是双方自愿达成的商业合作； 2、逐项披露《产能锁定协议》的主要条款，特别是规约责任条款，同时强调该等协议约定了客户向发行人采购的保底数量，有利于维护发行人的利益； 3、结合公司现有及规划产能计算论证发行人可以保证供应，未达到最低保供量的可能性较低。
AD	首轮 问询	1、是否与同行业可比公司与客户之间的合作模式存在差异； 2、说明公司与主要客户合作的主要权利义务的内容、期限，是否具有排他性或优先权。	(1) 获取发行人与主要客户签署的框架协议和合作协议等协议； (2) 获取发行人报告期内的销售明细表，对发行人对于各个客户销售情况履行分析性程序； (3) 查阅行业公开资料、行业研究报告、同行业可比公司公开披露资料，了解行业发展态势及竞争对手销售情况。	1、披露了发行人与主要客户签署了保供协议/产能合作协议； 2、通过公开信息检索，同行业湖南裕能、万润新能均与主要客户签署了类似协议，符合行业惯例； 3、逐项披露了发行人与主要客户是否存在排他性约定：除与比亚迪存在排他性约定外，与其他客户无排他性约定。

从上述上市问询情况来看，监管部门对新能源（锂）电池行业需求旺盛、产能不足的市场情况有着较为清晰的认识，主要关注拟上市公司新增产能消化的具体安排、是否具备相应履约能力及违约责任风险、是否具有排他性约

定、产能项目投产对市场格局影响等问题。因此，在上市核查过程中，一方面应结合订单执行情况分析发行人是否已经存在违约行为，结合合同具体权利义务条款，分析发行人与主要客户间的协议签署情况、是否已经存在违约情

形并进行财务计提等；另一方面还应关注发行人未来的履行能力，结合发行人未来产能建设、扩张及优化情况，分析发行人预期产能是否足以满足协议约定需求，是否可能对发行人持续经营能力造成重大不利影响。

(四) 高排放高耗能核查问题¹¹

由于新能源（锂）电池产业链自上游至中

游、下游均为重资产的制造性行业，一般而言均会涉及能源消耗及污染物排放，可能会引起监管对高排放、高耗能“两高”问题的关注。从近期申报新能源（锂）电池领域企业的“两高”核查情况来看，近年来多家企业均在问询过程中收到了交易所提出的“组合拳”问题，要求对高排放、高耗能问题进行核查，一般而言相关问询问题包括：

关注重点	主要问题
产业政策	是否符合国家产业政策，是否纳入相应产业规划布局；是否属于限制类、淘汰类产业，是否属于落后产能。
	募投项目是否涉及新建自备燃煤电厂，是否满足《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》原则上不再新（扩）建自备电厂项目的要求。
节能审查	是否满足项目所在地能源消费双控要求；是否按规定取得固定资产投资项目节能审查意见。主要能源资源消耗情况以及是否符合当地节能主管部门的监管要求。
地方排放要求	是否存在大气污染防治重点区域内的耗煤项目；是否履行应履行的煤炭等量或减量替代要求。
	已建、在建项目或者募投项目是否位于各地城市人民政府根据《高污染燃料目录》划定的高污染燃料禁燃区内；是否在禁燃区内燃用相应类别的高污染燃料。
环境影响评价	是否符合环境影响评价文件要求，是否落实污染物总量削减替代要求；是否取得获得相应级别生态环境主管部门环境影响评价批复。
污染物处理、排放情况	是否按规定取得排污许可证，是否存在未取得排污许可证或者超越排污许可证范围排放污染物等情况，是否违反《排污许可管理条例》第三十三条的规定，是否已完成整改，是否构成重大违法行为。
	生产经营中涉及环境污染的具体环节、主要污染物名称及排放量、主要处理设施及处理能力，治理设施的技术或工艺先进性、是否正常运行、达到的节能减排处理效果以及是否符合要求、处理效果监测记录是否妥善保存；报告期内环保投资和费用成本支出情况，环保投入、环保相关成本费用是否与处理公司生产经营所产生的污染相匹配；募投项目所采取的环保措施及相应的资金来源和金额；公司的日常排污监测是否达标和环保部门现场检查情况。

¹¹需要说明的是，上市申报相关核查中，“两高”之外，还有所谓“高污染、高环境风险”的“双高”。就该“双高”问题而言，《“高污染、高环境风险”产品目录》对发行人产品是否属于高污染产品有着较为明确的规定，新能源（锂）电池及其正极材料、负极材料、隔膜、电解液并不在其中。

关注重点

主要问题

环保行政处罚

最近36个月是否存在受到环保领域行政处罚的情况，是否构成重大违法行为，整改措施及整改后是否符合环保法律法规的规定。

针对高耗能问题，首先涉及到比对发行人所在行业及拟建项目是否符合产业规划布局、产业政策及地方能耗要求。应对此类问题的一般论证思路为结合《产业结构调整指导目录（2019年本）》及产业政策，说明新能源（锂）电池企业不属于“两高”行业，拟建项目不属于“两高”项目。对于能源消费双控问题，虽然能耗超过5000吨标煤/年的企业为重点用能单位，需满足各级能源主管部门对于能源消耗的“双控”指标并接受节能主管部门的重点核查，但重点用能单位并不等于高耗能企业，可以取得企业能耗情况及折算标准煤情况，结合与我国单位GDP能耗的比较、政府主管部门合规证明、发行人采取的相应节能降耗措施等进行综合论证。在进行高耗能相关问题核查时，律师需核查发行人报告期内全部已建项目、在建项目及募投项目的节能审查意见、并核实生产项目所在地节能主管部门的监管要求与发行人实际能耗情况是否匹配。同时建议由节能主管部门出具合规证明，或对其进行访谈，确定发行人是否符合当地节能主管部门的监管要求。

针对高排放问题，需注意《排污许可证》与环评报告、环评批复中载明的主要污染物排放量事实上可能存在差异，需同时进行核查发行人的实际排污情况是否同时满足以上几个文件中载明的指标；发行人报告期内各项目污染物的实际排放量，需要有报告期内进行的日常排污监测报告作为数据来源。但鉴于该等监测数据为时点数据，存在一定偶然性，并不能全面反应报告期内的排污情况，需结合对监测机构、环保主管部门的访谈进行综合论证。

（五）核心技术来源问题

近年来申报境内上市的新能源（锂）电池领域企业大多布局科创板或创业板，该等板块对于发行人专利技术的核查相比原核准制阶段更加深入。除了传统的专利技术权属清晰、无争议纠纷的要求外，一般还会穿透到专利背后的技术问题，要求发行人律师对公司的技术来源、是否具有独立、持续的研发能力发表意见，近期上市监管提出的问题如下：

发行人 问询轮次		问询要点	核查方法	回复思路
XN	首轮 问询	1.列表梳理在涉及公司核心技术的合作研发中，发行人及其相关人员与合作方各自承担的具体工作内容、发挥的具体作用，合作研发项目的主要技术负责人及其任职情况； 2.按时间线描述公司核心技术研发的具体过程，重要技术研发节点及其对应的主要技术人员、相关人员目前的任职情况，并说明公司是否具备自主持续研发能力。	1、梳理发行人签署的合作研发协议及其履行情况； 2、对发行人以及其研发合作方进行访谈，确认双方在合作研发中的具体作用； 3、核查公司自设立以来的研发项目文件，包括但不限于立项、小试、中试、验证通过、投产等关键节点的报告，对研发项目主要技术人员进行访谈。	1、通过访谈、书面说明等方式，证明发行人在合作研发过程中起到了更为主导的作用； 2、结合招股说明书中披露的核心技术、形成主要业务收入的发明专利的情况及其对应关系，梳理公司核心技术的研发历程，其中需要注意技术、专利、研发项目、研发人员的对应关系； 3、结合专利数量、研发项目数量、研发费用、研发人员人数、学历、取得荣誉等多角度，论证公司具备独立自主持续研发能力。
XW	首轮 问询	1、说明22项受让专利的技术来源； 2、与清华大学共有专利权的形成背景、双方的参与人员及贡献情况，双方就知识产权成果使用权的约定，清华大学是否可授权其他方使用前述专利，共有专利权在发行人生产经营中所起作用及收入贡献，是否涉及核心产品； 3、发行人是否具备持续、独立的研发能力。	1、查阅相关专利转让文件及合作研发协议； 2、与发行人研发负责人进行访谈。	1、受让取得专利的转让方为发行人控股股东，该等专利的技术来源是现在发行人任职、发行人设立前在控股股东任职的相关研发人员自主研发所得； 2、与清华大学共有专利，双方的贡献情况比较对等，但该等专利不涉及发行人的核心产品； 3、结合专利数量、研发项目数量、研发费用、研发人员人数、学历、取得荣誉等多角度，论证公司具备独立自主持续研发能力。
ZH	首轮 问询	发行人核心技术对合作研发是否存在依赖，发行人持续经营能力是否依赖于合作研发或相关单位。	1、查验了有关项目合作研发协议等资料； 2、查验了发行人出具的有关合作研发事项的书面说明； 3、访谈发行人研发负责人，了解合作项目的具体进展及相关权利义务约定、与发行人各项核心技术之间的关系。	1、逐项说明了合作研发过程中各方承担的角色和负责的研发内容； 2、发行人的核心技术均来源于自主研发，不来源于合作研发，发行人对合作研发不存在依赖； 3、论证发行人的持续经营能力不存在依赖于合作研发或相关单位的情形。

发行人 问询轮次		问询要点	核查方法	回复思路
YN	首轮 问询	1、说明专利的取得来源，原权利人的具体情况，发行人通过受让取得该专利的原因及合理性，权属是否清晰、定价依据及公允性。 2、说明核心技术的具体来源及形成过程、主要贡献人情况，核心技术是否为相关人员在其他公司的职务发明，研发人员是否在关联方兼职；发行人是否具有独立研发能力，相关核心技术的研发过程是否均在公司内部完成。	1、调查发行人继受取得发明专利的取得过程，取得了相关的专利转让合同及转让价款支付凭证、专利代理机构出具的说明； 2、访谈了发行人负责专利转让事宜的负责人并取得发行人及其技术研发人员关于受让专利的价格公允性、转让背景、合理性的说明；	1、发行人通过受让取得发明专利主要是为满足业务发展需要，具有合理性，相关专利权属清晰，定价公允，原权利人与发行人及其董监高、股东不存在关联关系； 2、说明公司研发流程、研发阶段及流程，公司核心技术及主要贡献人情况，说明不属于在其他公司的职务发明； 3、说明与股东的合作研发情况，结合研发制度、体系等发行人研发工艺流程与机器设备均属自身所有，相关核心技术的研发过程均在公司内部完成。
LK	首轮 问询	1、受让取得专利的具体来源，与发行人所提供产品的内在联系，收入、利润贡献情况；	1、访谈公司人员，了解专利与产品的对应关系； 2、查阅了金驰材料与金天能源签署《专利转让协议》及相应的价款支付凭证、增值税发票； 3、查阅了金天能源的注销通知书。	1、说明转让方的基本情况，受让专利的过程，定价依据，价款支付情况； 2、逐项说明受让专利的应用场景，结合生产环节说明无法量化各项专利的利润及收入贡献占比。

针对受让专利的问题，监管部门通常要求穿透核查转让方的技术来源，如转让方并非发行人关联方，则涉及需要该转让方提供资料、出具说明或接受访谈，实践中可能存在一定的障碍，在核查过程中至少应访谈发行人负责专利转让事宜的负责人，了解继受取得专利的过程及原权利人是否与发行人存在关联关系，并取得发行人及其技术研发人员关于受让专利的价格公允性、转让背景、合理性的说明。

针对共有专利，监管部门通常关注合作双

方在研发项目中的角色和分工，除访谈发行人外，还需对合作方的主要负责人员进行访谈或取得其出具的书面说明；此外，如共有专利涉及业务收入，则需核查双方对于专利使用收益分配的约定是否清晰合理。如果存在与股东之间的合作研发情况，还可能被质疑资产和研发能力独立性问题，此时需要结合合作研发的具体进程、成果及对发行人业务的影响等，综合论证发行人具备独立持续研发能力。

(六) 外协加工问题

鉴于产业链最近两年产能紧张的行业背景，电池生产企业及其中上游厂商除抓紧自建产能外，往往还通过委托加工的方式提升产能、抢占市场份额。外协加工核查重点是成

本、费用等财务核查事项，但是也涉及法律核查，需要在IPO核查期间进行提前关注。结合新能源（锂）电池领域企业近期IPO问询问题，监管机构就外协加工事项关注的法律问题主要如下：

发行人 问询轮次		问询要点	核查方法	回复思路
XW	首轮 问询	<p>(1) 外协厂商的基本情况、合作历史以及是否存在关联关系，是否存在单一产品向单一外协厂商采购的情况，是否存在对单一外协厂商的依赖；(2) 与外协厂商签订的合同属性类别，结合主要合同条款说明与外协厂商的权利义务划分、定价机制及付款政策、交易价格的公允性；(3) 产品质量的责任划分与承担机制，不良品的具体处置方式以及报告期内的具体处置情况；(4) 是否有存放在外协厂商处的存货及相关保管、毁损、灭失等风险承担机制；(5) 与外协加工相关的内部控制制度的建立与运行情况；(6) 报告期内外协厂商的主要经营数据、发行人委托加工采购占其收入的比例，是否主要为发行人服务，是否存在为发行人代垫成本费用情况。</p>	<p>1、对主要外协厂商进行访谈，对外协厂商进行网络核查； 2、查阅发行人与外协加工相关的内部控制制度； 3、取得发行人与主要外协厂商的委托加工协议。</p>	<p>1、关于发行人与外协厂商的权利义务划分，主要披露了交货、验收、换、补、退货政策、安全生产要求，违约责任等条款； 2、关于产品质量的责任划分及承担机制，披露了产品质量的认定主体为发行人自身设置的检测中心，如检测中心认定产品不合格，则需要技术品管部出具《不合格品处理通知单》，相关部门通知外协厂商进行退货或者换货； 3、发行人制定了《采购委外加工管理规定》以及《生产委外加工管理规定》。</p>
TL	首轮 问询	<p>请发行人披露：主要外协加工商的名称、设立时间、注册资本、主营业务、生产地域、股权结构、实际控制人、经营规模、交易金额占外协加工商收入的比例，与发行人及其关联方之间是否存在关联关系，发行人员工或前员工是否持有外协厂商权益。</p>	<p>1、取得外协加工合同； 2、对外协厂商进行访谈、取得了主要外协加工厂商出具的不存在关联关系的声明； 3、访谈发行人部门负责人等其他核查方法。</p>	<p>1、披露了主要外协厂商的股权结构、实际控制人； 2、根据访谈、外协厂商出具的书面说明等文件，主要外协加工商不存在关联关系，发行人员工及前员工在其中不持有权益。</p>
RB	首轮 问询	<p>1、发行人控制外协加工质量的主要措施，发行人与外协厂商关于产品质量责任分摊的具体安排； 2、报告期内外协厂商是否稳定，与发行人是否存在关联关系，与发行人实际控制人、股东、董监高、核心技术人员是否存在关联关系。</p>	<p>1、查阅发行人外协加工相关制度，对部门主管进行访谈； 2、对外协厂商进行访谈、取得了主要外协加工厂商出具的不存在关联关系的声明等。</p>	<p>1、控制外协加工质量的主要措施包括外协厂商的选定、质量技术指导、产品质量与检测、不定期质量监督检查等； 2、不存在关联关系。</p>

从案例看，监管机构对于外协加工关注要点主要有以下三点：一是关联关系，需注意在外协厂商访谈过程中进行确认，并取得访谈笔录、外协厂商关于不存在关联关系承诺等相关底稿文件，关联关系的核查范围除常规的董监高核心技术人员、主要股东外，还应包括发行人的员工或前员工。面对监管问询时，应结合外协厂商实控人及股权结构情况，人员任职等情况说明拟发行人与外协厂商之间不存在关联关系；二是外协质量控制制度，中介机构需在上市辅导期内对发行人的外协质量控制制度进行提前审阅及完善，并取得发行人履行质量控制制度的相关文件作为底稿；三是与外协厂商的责任划分，中介机构需对发行人与主要外协厂商的合同进行审阅，一般而言，在委托加工合同中明确约定因外协厂商原因所产生的损失

由外协厂商承担相应赔偿责任可满足监管要求。

（七）票据合规问题

票据合规问题不仅是法律合规问题，也是财务合规问题。《票据法》第十条规定，“票据的签发、取得和转让，应当遵循诚实信用原则，具有真实的交易关系和债权债务关系。”而新能源（锂）电池行业是重资本行业，资金需求较大，因此业内普遍使用票据作为支付工具。而受近年来原材料成本上升趋势影响，行业关键原材料制造企业资金链较为紧张，较易出现票据找零、票据拆入等与《票据法》的规定相冲突的无真实交易背景票据问题，从近年来上市申报案例来看，交易所多对此展开问询：

发行人 问询轮次		问询要点	核查方法	回复思路
XN	三轮 问询	依据《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》之 14对资金拆借等财务内控不规范情形及其规范情况进行核查并发表明确意见	1、核查会计师出具的内部控制鉴证报告； 2、获取报告期各期末已背书或贴现但尚未到期的应收票据清单，复核应收票据终止确认的会计处理是否符合企业会计准则的相关规定； 3、查阅公司及公司实际控制人出具的《关于公司合规使用票据等相关事项的承诺函》； 4、查阅应收应付票据备查簿，了解公司票据流转情况，核查是否存在真实的交易背景，是否存在开具无真实贸易背景票据的情形，是否存在开具票据金额远大于实际交易额的情况； 5、访谈当地人民银行支行。	1、公司进一步建立健全了《票据管理制度》《财务管理制度》等内控制度； 2、相关情形未构成对内控制度有效性的重大不利影响，不属于主观故意或恶意行为，未受到行政处罚； 3、报告期末整改完毕，公司未再发生向供应商找零票据的情形。

发行人 问询轮次		问询要点	核查方法	回复思路
YN	首轮 问询	<p>发行人存在通过非金融机构进行票据大票换小票情况……说明上述事项是否完成整改，是否存在被处罚的风险</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1、向公司财务总监了解公司的转贷、代关联方票据贴现、大票换小票、资金拆借等财务内控不规范的具体情况，了解上述资金产生的原因、资金流向和用途； 2、同保荐人、申报会计师，获取公司针对上述事项整改措施，并测试其相关内部控制的运行有效性； 3、获取并查阅了中国人民银行湘潭市中心支行、国家外汇管理局湘潭中心支局出具的《证明》； 	<ol style="list-style-type: none"> 1、上述事项均已完成整改，2021年以来公司未再发生转贷、代贴现、与非金融机构进行票据大票换小票等财务内控不规范情形； 2、发行人协助关联方进行票据贴现的相关票据均已到期兑付，发行人未使用相应资金； 3、中国人民银行湘潭市中心支行、国家外汇管理局湘潭中心支局出具《证明》，确认不存在受到行政处罚的情形。
LK	二轮 问询	<ol style="list-style-type: none"> 1、票据拆入、票据互换、票据兑付等票据交易是否属于无真实交易背景的票据业务，是否符合《票据法》等相关规定，是否存在被处罚的风险； 2、开展票据拆入业务的具体原因。 3、拆入票据和票据互换业务是否均用于供应商的支付，是否仍有融资性质活动； 4、相关交易的整改情况，以及相应的内控措施及执行情况，如何确保不再发生类似情形。 	<ol style="list-style-type: none"> 1、获取发行人《关联交易管理办法》《资金管理办法》《票据管理办法》、《关于防范控股股东及其他关联方占用公司资金的制度》等相关内控制度； 2、获取报告期内关联方票据拆借往来明细，了解交易背景及合理性； 3、获取中国人民银行长沙中心支行出具的关于发行人是否因票据拆借行为存在被处罚情形的复函证明；获取发行人营业外支出明细账，查看发行人是否存在因票据违规而产生的罚款支出。 	<ol style="list-style-type: none"> 1、票据交易属于无真实交易背景的票据业务，但不存在利用该等票据进行贴现获得银行资金的情形； 2、无真实交易背景的票据均用于购买原材料等正常生产经营活动，且均已经到期承兑，不存在票据逾期及欠息情况，不存在虚假记载、恶意骗取财物、资金等行为； 3、已经取得合规证明； 4、逐项说明票据交易的原因、交易方式、永不等，说明用于正常经营活动不具有融资性质； 5、相关票据报告期内已经全部结清，完善财务内控制度，强化财务人员法律意识。相关方出具承诺，报告期末以来未发生上述情形。

具体而言，根据《全国法院民商事审判工作会议纪要》第101条规定“合法持票人向不具有法定贴现资质的当事人进行贴现的，该行为应当认定无效，贴现款和票据应当相互返还。”票据贴现等行为无效的后果系贴现款和票据相

互返还，就公司经营而言风险较为可控，但《首发业务若干问题解答》第41条明确将“向关联方或供应商开具无真实交易背景的商业票据，通过票据贴现后获取银行融资”列为财务不规范情形，并提出了整改要求及中介机构的核

查要点。

从审核实践看，律师应注重从以下角度核查并展开论述：出具无真实交易背景的票据行为是否属于《票据法》第一百零二条、第一百零三条规定的票据欺诈或诈骗行为；发行人对前述行为财务核算是否真实、准确，与相关方资金往来的实际流向和使用情况是否真实；相关行为是否已经整改完毕，是否存在后续影响，是否存在重大风险隐患；是否已经建立相关的票据使用制度，确保公司合法合规运行；是否存在行政处罚等。

第三部分\

结语

2020年10月20日，国务院印发《新能源汽车产业发展规划（2021—2035年）》，指出到2025年，我国新能源汽车市场竞争力明显增强，动力电池、驱动电机、车用操作系统等关键技术取得重大突破，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右，同时力争经过15年的持续努力，纯电动汽车成为新销售车辆的主流，公共领域用车全面电动化，有效促进节能减排水平和社会运行效率的提升。为实现这一战略目标，《规划》强调要充分发挥市场机制作用，促进优胜劣汰，支持优势企业兼并重组、做大做

强，进一步提高产业集中度。虎豹之驹虽未成文，而有食牛之气；鸿鹄之鷖羽翼未全，而有四海之心。可以想见，未来十年新能源汽车上下游产业将迎来进一步的技术变革、融合发展、产业升级，新能源电池行业企业融资上市以及投资并购的资本运作需求也将进一步释放，好风凭借力，正是扬帆时。如果我们把企业比喻成一艘航船，在满布“暗礁”“旋涡”的资本的“大海”上，其何以行稳致远，一路顺利到达彼岸，更又驶向更宽广的“海洋”？靠的不仅是能源，还有法律。 ☞



张诗伟
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2022
zhangshiwei@zhonglun.com

私募股权基金投资 “名股实债”的司法认定探析

作者：曹承磊 周文星 沈晨叶 杨雨馨

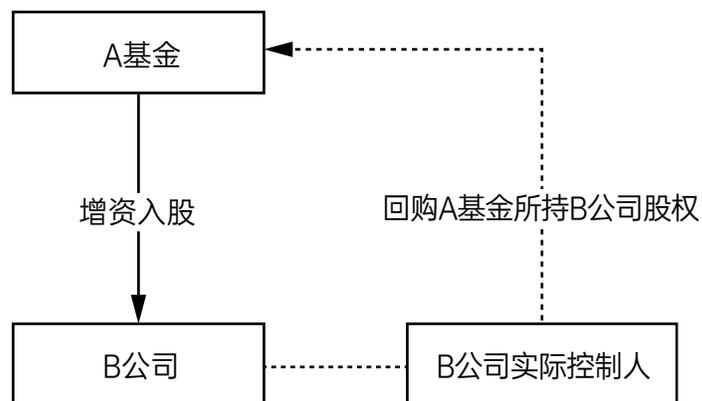


第一部分\ 引言

中国证券投资基金业协会（以下简称“**基金业协会**”）于2017年发布的《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》（以下简称《**管理规范第4号**》）中将“名股实债”界定为“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由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”。除此之外，基金业协会发布的《关于加强私募投资基金监管的若干规定》《私募投资基金备案须知》等监管规则中，亦就名股实债在行业监管层面进行了体现。¹

而名股实债的司法认定又是如何标准，用一个简单的案例进行说明：A基金为私募股权投资基金，通过增资方式投资B公司，并在投资协议中约定：（1）在满足特定条件下（相关条件客观上难以达成，本质系期待固定期限的退出），B公司的实际控制人作为回购义务主体应按照特定价格（投资本金加未支付的年化收益）回购A基金所持有的B公司股权（即满足A

基金固定期限退出并收回全部本息的诉求）；
（2）B公司实际控制人承诺若A基金定期（如按年/季度）取得的收益（如目标公司分红）不足预期收益时承担差额补足义务（即满足A基金固定收息诉求）。



上述交易结构中，A基金投资安排（即差额补足及回购安排）实现的目的与借款关系中“还本付息”具有高度相似性，由此引发以下思考：**法院是否必然认定A基金与B公司和（或）B公司实际控制人之间为借款债权债务关系（即本文所指司法认定中的“名股实债”），并从民间借贷的角度审查合同效力？**

1.《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第八条规定：“私募基金管理人不得直接或者间接将私募基金财产用于下列投资活动：（一）借（存）贷、担保、明股实债等非私募基金投资活动……”
《私募投资基金备案须知》规定：“一、私募基金备案总体要求（二）【不属于私募投资基金备案范围】私募基金不应是借（存）贷活动。下列不符合“基金”本质的募集、投资活动不属于私募投资基金备案范围：... 3. 私募投资基金通过设置无条件刚性回购安排变相从事借（存）贷活动，基金收益不与投资标的的经营业绩或收益挂钩...”

为探析上述疑问，本文就司法实践中对私募股权基金投资“名股实债”的法律关系认定进行探讨，以探析不同交易安排项下法院如何进行认定“名股实债”的法律性质。

第二部分\

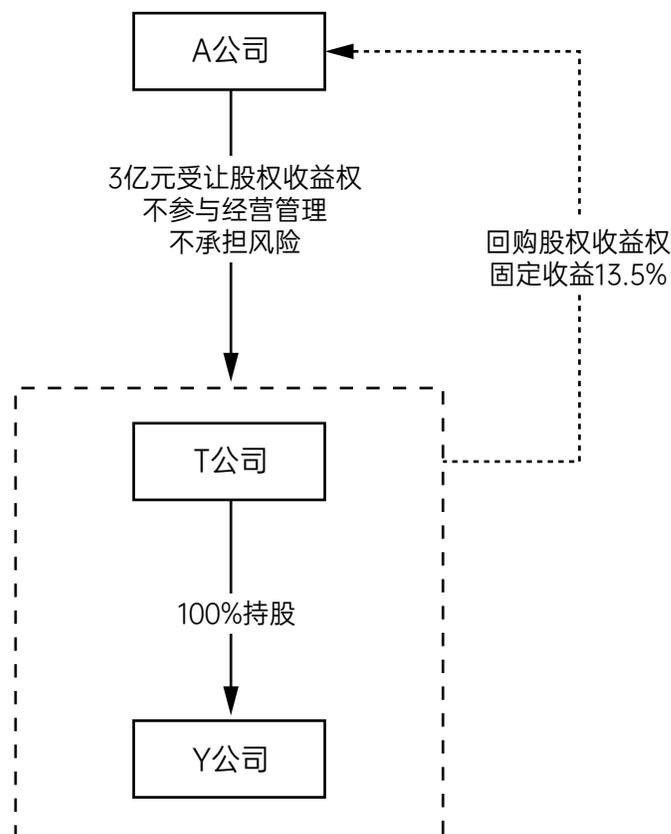
“名股实债”在司法中的认定

《民法典》第146条规定：“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。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。”

法律法规层面对“名股实债”无明确界定标准，司法实践中往往结合《民法典》第146条规定的“虚假意思表示导致民事法律行为无效”的规定，否定股权关系的效力并认定隐藏的意思表示的效力。经检索，司法裁判中以下几种情形往往涉及名股实债的认定争议：

（一）收益权转让及回购

在最高人民法院作出的（2017）最高法民终907号判决中，将收益权转让及回购的交易关系直接参照借款关系处理，具体案情如下图所示：



法院认为，案涉《股权收益权转让及回购协议》项下的交易属于真实的买卖，还是以买卖方式移转标的物的所有权，还是以价金名义通融金钱，需综合考量如下因素：一是标的物可否在法律上、事实上进行转让；二是标的物事实上是否已经转让；三是买受人是否实际承担取得标的物后的风险；四是买受人对出卖人有无追索权；五是出卖人、买受人有无赎回标的物的权利或义务；六是出卖人对标的物有无剩余价值追索权；七是买卖标的物的实际交易价格和市场公允价格比较；八是当标的物为未

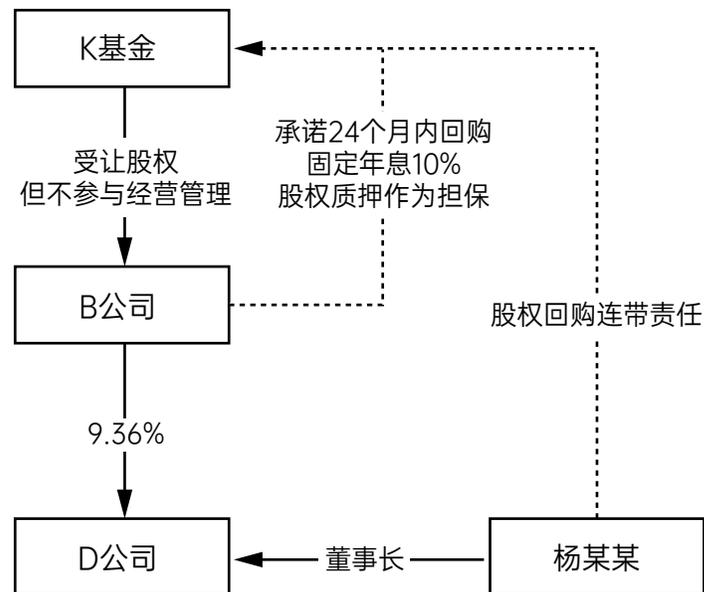
来应收账款时，买受人是否实际取得应收账款的管理和控制权。法院认为，根据《股权收益权转让及回购协议》约定的具体条款以及协议实际履行情况判断，A公司并无买入案涉标的的股权收益权并承担相应风险的真实意思，主要合同目的在于向T公司收取相对固定的资金收益。但因案涉《股权收益权转让及回购协议》不属于合同法规定的有名合同，法院按照协议性质参照最相类似的借款合同的相关规定处理，最终认定双方当事人的真实交易目的在于通过出卖而后回购的方式以价金名义融通金钱。

笔者认为，从现有案例看，**创设股权收益权之类的非法定物权为交易标的，其本质通常是为了获取固定本息。因此，此类以股权收益权为标的设计的转让及回购，人民法院往往认定投资方与股权收益权转让方之间为借款关系，或参照借款关系予以处理。**

（二）股权转让及回购

1. 认定为借款关系

在辽宁省高级人民法院作出的（2021）辽民终1648号判决中，对股权转让及回购的交易关系直接认定为借款关系，具体案情如下图所示：

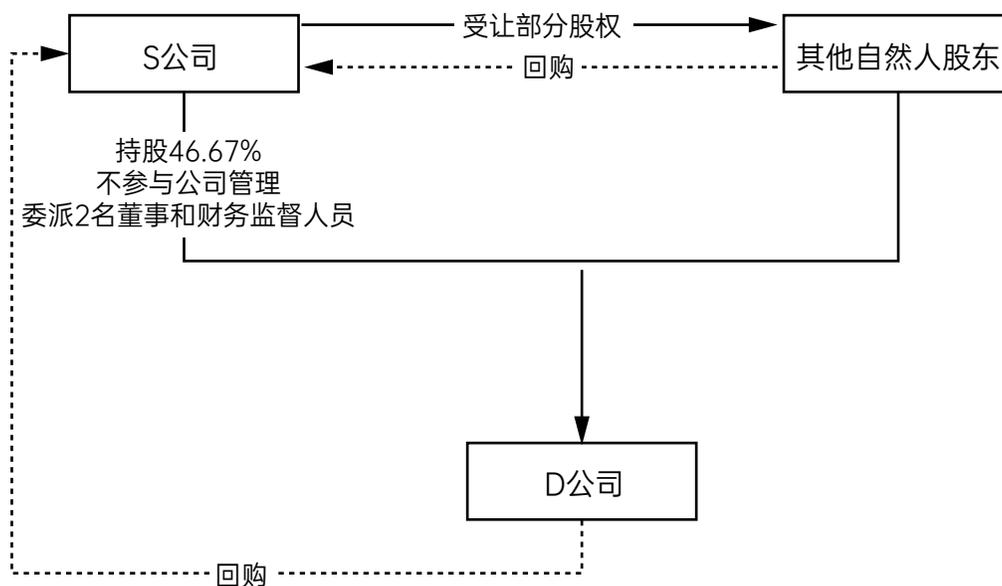


法院认为，案涉双方签订合同目的，不是通过支付股权转让款取得案涉股权，而是在支付了借款本金后，在合同约定的两年履行期限届满后，收回借款本金及相应利息，故本案双方名为股权转让合同关系，实为借贷合同关系。关于案涉《股权转让协议书》《补充协议》《股权质押协议》的效力，法院认为一旦确定投资方的真实意思是取得固定收益而非成为真正股东，则往往存在名为股权转让（或增资扩股）实为借贷的问题，构成虚伪意思表示中的隐藏行为。即此时存在两个行为，名义上的股权转让（或增资扩股）属于虚伪意思表示，最终判定各方当事人签订的股权转让协议因属虚伪意思表示均应认定无效。而关于“实债”部分，法院则认为《政府出资产业投资基金

管理暂行办法》《私募投资基金备案须知》及《关于加强私募投资基金监管的若干规定（征求意见稿）》等均不属于效力性强制性规定，因此也不属于“违反法律、行政法规的强制性规定”使合同无效的情形，认可了“实债”部分的效力。

2. 认定为股权关系

在浙江省嘉兴市中级人民法院作出的（2019）浙04民终2520号判决中，虽设置股权回购安排，但认可了投资方与目标公司之间的股权投资关系，具体案情如下图所示：



法院在认定投资方与目标公司之间的关系是否属于名股实债时提到，“名股实债”在我国法律、法规、部门规章中无明确规定，其定义散见于银监会、财政部的相关文件中，是指以股权名义进行投资，通过约定刚性兑付条款，最终实现保本保收益退出的一种融资模式。在实践中，“名股实债”核心的交易形式为投资方通过增资或股权转让获得目标公司股权，约定目标公司或第三方固定收益回购实现退出。判断双方之间是“股”还是“债”，最主要是看当

人真实的交易目的，比如投资方是否承担公司经营风险、是否约定投资到期退出、股权转让价格是否合理、是否办理股权变更登记、是否存在其他担保等，而其中投资方是否承担公司经营风险是判断“股”还是“债”的最核心因素。法院在论证投资方是否参与公司经营管理时提到，虽然《股权投资协议》约定了S公司不参与D公司的日常经营管理，但同时也约定增加S公司推荐的二名代表担任董事，增加S公司推荐财务监察人员和财会人员。该财务监察人员主

要职责就是监督公司财务的审核执行，而财会人员掌握公司验资账户和基本账户的印鉴一枚，还掌握了公司网上银行的密钥。S公司通过增派董事和财务人员实质上掌握了公司的财务管理权和资金使用权，足以表明S公司深度参与了D公司的经营，实质上行使了股东权利。最终认定投资方与目标公司之间的关系为股权投资。

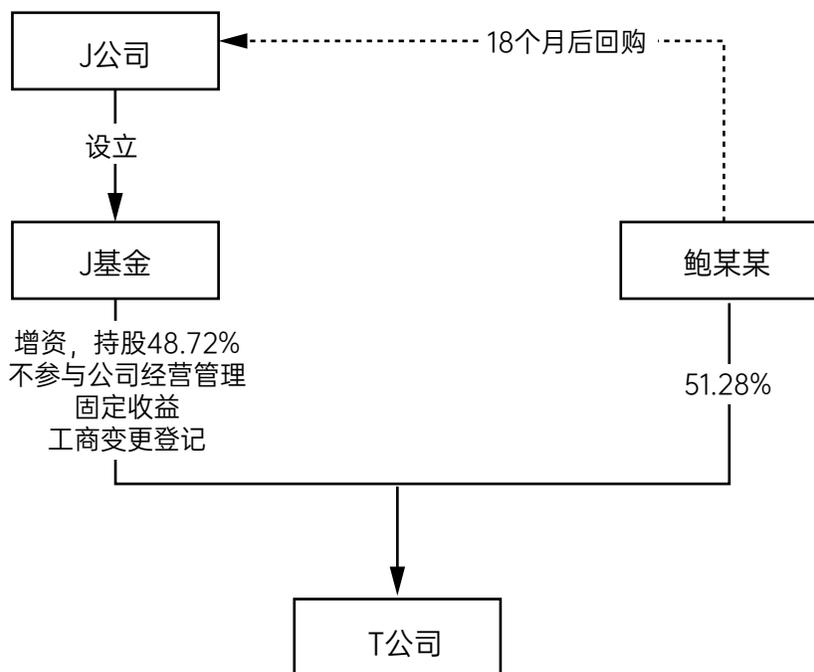
综合以上两个案例，笔者认为：从现有案例看，在股权转让及回购的交易结构下，基于股权法定且有工商登记这一公示渠道，法院认定法律关系时，往往需要结合较多因素综合认定，如是否进行股权权属转移（如变更股东名称、工商登记）、投资方是否参与目标公司管理、投资方是否承担公司经营风险等。而在此类交易结构中，即使投资方投资目的系为获取固定本息收

益，但一般会进行股权的工商过户登记，同时为控制投资风险，投资方一般也会设置对目标公司的监督安排（如委派董事并对目标公司重大事项具有一票否决权，委派财务人员对目标公司财务进行监督等）。因此在这种交易结构下，法院否定投资方与目标公司之间的股权关系及相关交易文件的效力的门槛更高；若进一步否定股权关系，往往也会同步认定交易各方构成借款关系。

（三）增资及回购

1. 直接认可相关投资协议的效力

案例一：在北京市高级人民法院作出的（2021）京民终724号判决中，认可了增资及回购等安排的交易文件效力，具体案情如下图所示：





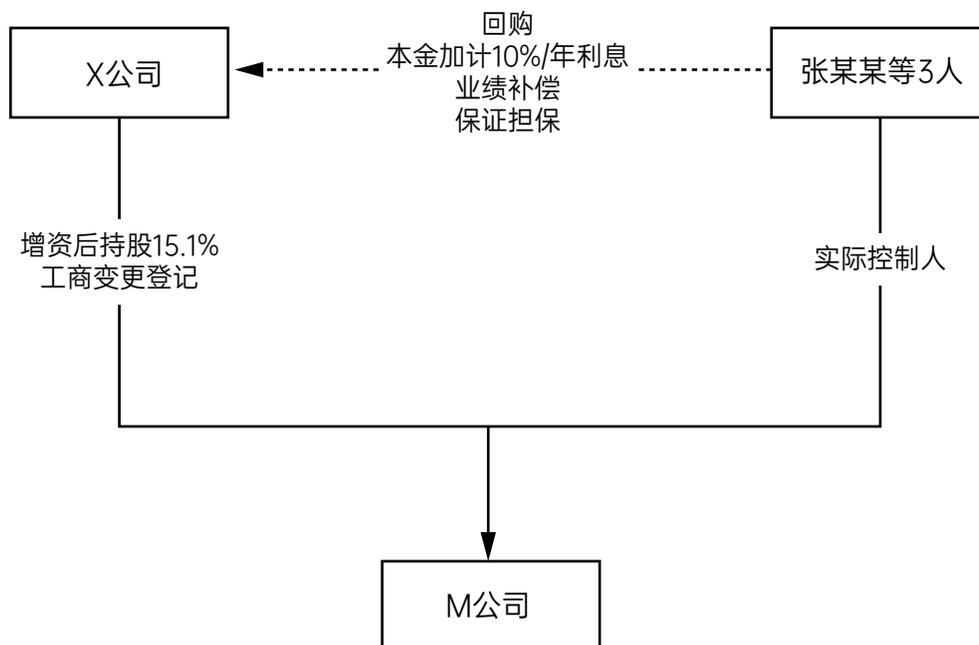
涉案合同和约定虽然名为股权投资，且J公司通过增资扩股已成为T公司的股东，但J公司并未行使股东权利，亦未实际参与T公司的经营管理，但同时享有在约定期限收回投资本金并获取相应收益的权利；由此可见，J公司并非以投资T公司股权获取长期股权收益为目的，而是在固定期限获取固定收益。法院认为，“名股实债”中的“债”并非特指借贷合同关系，而是指因合同中允诺产生的付款义务，故本案所涉应为债权投资关系，因涉案合同并非法律规定的有名合同，故双方之间为合同关系。本案中，J公司进行债权投资，及与各方签订的《合作协议》《股权投资协议》及其《补充协议》《股权转让协议》等并不违反法律、行政法规的强

制性规定，且系各方当事人真实意思表示，故上述协议合法有效，各方当事人应依约履行各自的合同义务。

上述判例中，法院认可各方签署的协议效力，没有否定各方在交易文件中意思表示，肯定相关方基于合同中允诺产生付款义务之债（即回购义务等之债权），即投资方系回购等义务的债权人，且进一步说明该债权投资并非特指借款关系。上述判决符合如下会议纪要的精神，《最高人民法院民事审判第二庭第5次法官会议纪要》²规定：“名股实债并无统一的交易模式，实践中，应根据当事人的投资目的、实际权利义务等因素综合认定其性质。投资人目的在于取得目标公司股权，且享有参与公司的经营管理权利的，应认定为股权投资，投资人是目标公司的股东。反之，投资人目的并非取得目标公司股权，而仅是为了获取固定收益，且不享有参与公司经营管理权利的，应认定为债权投资，投资人是目标公司或有回购义务的股权的债权人。”

案例二：在广东省高级人民法院作出的（2017）粤民终859号判决中，对增资并设置回购等安排项下的股权关系进行了认可，具体案情如下图所示：

2.《最高人民法院民事审判第二庭法官会议纪要》是2018年12月1日人民法院出版社出版的图书，作者是贺小荣。



法院认为，《增资扩股协议》签订后，X公司已依据该协议的约定向M公司注资，增资扩股以及股权变动的情况已向工商部门办理了变更登记，X公司成为M公司的股东，持有M公司的股份，已构成了股权投资法律关系。X公司的主张所依据的回购条款是附条件的约定，M公司的实际控制人只有在约定的条件成就的情况下才有义务回购案涉股权。而在借贷法律关系中，只要借款到期，借款人则必须还款，与投资法律关系的法律后果完全不同。最终法院判定要求M公司的实际控制人按照协议约定履行回购价款的支付义务。

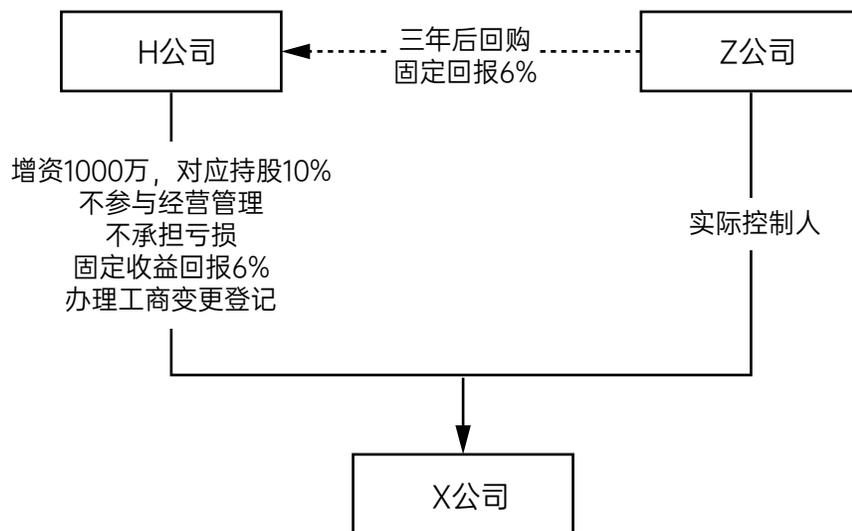
从上述判决不难发现法院并未否定当事人之间关于股权投资的合意，也认可了股权回

购、业绩补偿等相关条款的效力。

综合以上两个案例，基于投资方增资通常办理了工商登记，且一定程度地行使目标公司的股东权利，因此无论投资方角度被认定为何种性质的投资，法院并不一定否定各方当事人之间协议安排效力，而是有可能直接认可股权回购、业绩补偿等相关条款的效力。

2. 明确认定投资方与回购方之间构成借款关系

在浙江省湖州市吴兴区人民法院作出的（2020）浙0502民初5498号判决中，对增资并设置回购等安排的交易关系直接认定为借款关系，具体案情如下图所示：



法院认为，股权投资和债权投资的主要区别在于：（1）股权投资的投资人投资目的是为了获得目标公司股权，而债权投资的投资人主要目的是为了获得固定收益；（2）股权投资的投资人承担经营风险，而债权投资的投资人不承担经营风险；（3）股权投资的投资人往往会实际参与经营管理，而债权投资的投资人不参与经营管理。本案中，原、被告及案外人签订的《项目合作协议》约定被告H公司以所持第三人X公司股权比例享有固定回报，且不参与第三人X公司实际的经营管理，也不承担第三人X公司的经营亏损，而第三人X公司亦按约将每年的固定收益支付给被告H公司。《项目合作协议》还约定在第三人X公司三年建设经营期满后，被告H公司可申请原告Z公司回购其所持的第三人X公司的股权。故被告H公司对第三人X公司的投资目的是获得固定投资回

报，而非取得目标公司股权。上述约定为典型的债权投资，故双方之间签订的《项目合作协议》虽名为股权投资实质系双方间形成的债权。同时，由于被告H公司根据《项目合作协议》已向原告Z公司提出回购股份的请求，原告Z公司已按约向被告H公司支付了股权回购款本金1000万元及相应的投资回报180万元，法院支持了原告Z公司提出的要求被告H公司协助第三人X公司将股权变更登记至原告名下的请求。关于股权变更的情况，法院则认为，原被告间形成的系借款合同关系，股权的变更，其本质为让与担保，故虽形式上被告为第三人登记股东，但被告享有的仍为债权，并非股权。

本案例中法院将投资方与回购方认定为借款关系，也即目标公司增资款系回购方从投资方处借款进行的出资，而股权登记在投资方名下，

实质为一种让与担保。需要指出的是，此种判例对法律关系的认定较为复杂，经查询应属于特例。

第三部分\ 结论意见

根据对司法裁判案例的梳理，笔者认为司法裁判中认定投资方与目标公司之间是股权投资关系还是借款债权关系，其典型要素包括是否设置固定收益、回购义务是否确定、投资方是否参与目标公司经营管理及是否承担目标公司经营风险、投资价格是否公允、是否办理工商登记等，法院会在此基础上进行综合判定。任何单项因素尚不足以单独认定“名股实债”是股权还是债权性质。

在不违背法律、行政法规效力性强制性规定或社会公共利益，且案件本身仅涉及当事人双方之间的内部利益时，法院不一定否定当事人外观协议（如股权转让协议、增资协议）的效力，而是有可能直接认可按照差额补足及回购安排的约定履行，进而认可投资方与目标公司或其他回购主体之间构成债权关系（即有权要求回购方、差额补足方履行回购义务、差额补足义务之债），并不一定将其打穿定性为“借款”。

因此，在“名股实债”的司法认定上，“债”的含义较为宽泛，既包括借款之债，也包括因其他合同关系形成的请求权，而在法律关系（如借款关系、买卖关系等）的认定上，则主要是通过研判交易各方的真实意思表示、构成的具体权利义务关系及交易背景等综合认定。☞



曹承磊
合伙人
公司业务部
成都办公室
+86 28 6208 8011
caochenglei@zhonglun.com



周文星
非权益合伙人
公司业务部
成都办公室
+86 28 6208 8073
zhouwenxing@zhonglun.com

企业ESG“漂绿”： 合规领域的罪与罚

作者：龚乐凡



什么样的ESG“行为”会给企业带来严重的风险？当ESG开始被炒作，各种行为泥沙俱下的时候，企业的法律和合规部门必须高度警惕，否则ESG不仅将不会给企业带来预期的品牌美誉度的提升，相反将会是下一个合规的暴雷区。而所谓ESG的“漂绿”，就是指实际并不具备ESG的合规行为特征，而通过夸大或误导宣传及营销的方式，制造ESG的正面形象，误导社会、误导消费者、误导投资人的宣传，营销或者包装的行为。虽然ESG本身很大程度上尚未成为强制性的法律规范，但是“漂绿”的“山寨”行为则可能给相关企业带来严重的法律后果。

一旦企业卷入“漂绿”的漩涡，需要付出的代价往往不仅一纸罚单，更包括违反信息披露义务，有损品牌和机构商誉，引发舆论危机，甚至是股价下挫的损失。

风波过后，企业为挽回失信将付出更高昂的代价。这也给企业的合规问题带来了一项崭新的挑战。本文将从“漂绿”行为将给企业带来的负面影响出发，结合现有境内外的典型案例，探讨企业在践行ESG要求的过程中，如何从法律、合规与治理的角度采取必要的应对措施，进行风险防范。

第一部分\

“漂绿”行为：企业面临一项新的合规风险

根据《南方周末年度漂绿榜：将监督进行到底》，“漂绿”的表现主要包括：公然欺骗、故意隐瞒、国内国外双重标准（在本地或者本国宣称本企业是环境友好的，却在其他地区或者国家做出不符合该宣称的行径）、空头支票

（仅用口头宣传、而非采取实际行动来为企业树立“环境友好”的形象）、前紧后松（企业做出环境友好或可持续发展的宣称，但对其供应链缺乏有效管理，不能贯彻如一，造成违反这一声称的行径）等。

结束不久的2022年联合国气候变化大会上，联合国秘书长安东尼奥·古特雷斯明确表示：“对有关净零排放中的‘漂绿’行为，我们必须采取零容忍态度。（We must have zero



tolerance for net-zero greenwashing.)”¹ 2020年，欧盟委员会和国家消费者主管部门检查针对在线网站的“漂绿”行为进行了筛查，检查了344项有关在线销售产品或服务的网站发布的环境保护相关声明。调查结果显示，其中约42%的网站“环保”声明存在夸大、虚假或具有欺骗性描述，并且可能构成欧盟规则下的不公平商业行为。

“漂绿”行为体现在环保领域，就包括了为迎合ESG及可持续发展指标的要求，为企业自身利益，以“环境友好”、“ESG”的名义进行的虚假环保行为²。这些存在“漂绿”行为的企业往往

借助投资市场、消费者对ESG的认可与偏爱，对外鼓吹自身管理与业务上所不具备的可持续优势。

由于ESG在很大程度上属于商业道德与伦理的范畴，除了上市公司对ESG存在一些强制披露要求之外，ESG要达到什么标准和程度本身并没有被法律所强制，但是一旦在ESG实践中出现“漂绿”行为，就不再仅仅是一个可以不受法律制裁的“道德”问题，或者商业上的“评级”问题，而是进入了法律的强制范畴以及合规的“罪与罚”的领域。

那么，“漂绿”行为将面临什么样的法律风险以及不利后果？企业将面临怎样的风险点？

我们将在下文通过境内外案例对企业风险点加以深度剖析，帮助企业了解ESG“漂绿”行为可能会对产生怎样的“暴雷危机”。

1. Secretary-General's remarks at launch of report of High-Level Expert Group on Net-Zero Commitments, https://www.un.org/sg/en/content/sg/statement/2022-11-08/secretary-generals-remarks-launch-of-report-of-high-level-expert-group-net-zero-commitments-delivered?gl=1*17k5ltj*ga*MjEzNzg5NzE2LjE2NzAzMDc1OTc.*ga_TK9BQL5X7Z*MTY3MDUzODU5NS4zLjEuMTY3MDUzODYyNy4wLjAuMA..
2. 央财绿金院院长王遥：“漂绿”频发，ESG阴霾密布，上市公司如何做好披露？ | 王遥_新浪财经_新浪网, <https://finance.sina.com.cn/roll/2022-07-21/doc-imizmscv2846523.shtml>

企业ESG“漂绿”风险

行政监管与处罚

企业企图通过“漂绿”行为虚假营销、树立虚假形象、赚取公关噱头，被境外监管部门惩处，要求进行整改的案例不断涌现。同时境外ESG监管与立法的动向也预示了“漂绿”方面的法律与惩戒趋势，指向更完善的信息披露，降低企业企图通过“漂绿”的方式规避责任，或获得不正当竞争优势的可能性，全球监管趋势趋于严格。

上市公司披露不实风险

中国证监会要求上市公司强制披露“环境问题受到行政处罚的情况”，主动披露“为减少其碳排放所采取的措施及效果”；美国SEC也已将环境风险管理纳入上市公司应披露的信息之中。境内外上市公司任何错误陈述和遗漏都可能被监管机构认定为披露不实行为，可能面临信披违规的处罚。

舆情危机以及遭遇诉讼

一旦“漂绿”行为被曝光，会引发投资者、消费者对企业诚实信用和行为真实性的怀疑和批评，导致股价下挫，消费者抵制、拒绝购买该企业的产品，甚至提起个人诉讼或者公益诉讼，从而引发企业的公众舆论危机、财务绩效危机等一系列多米诺骨牌式的连锁反应。

第二部分\

“漂绿”处罚及诉讼案例

ESG较有代表性的“漂绿”案例包括监管部门课以的处罚，也包括对实施“漂绿”行为的主体提起的民事诉讼。

1.“漂绿”引发的监管处罚

■ 案件1——未获认证标注绿色环保标志，货值虽仅千元，却被罚20万元

祥宏印务有限公司在其印刷的多本书籍封底上均印制有“中国环境标志”图案和“绿色印刷产品”文字表述。而经中环联合（北京）认证中

心有限公司出具的《关于对协查“中国环境标志产品认证证书”真实性的复函》证明，当事人并未获得中国环境标志认证。当事人在未获得认证证书的情况下使用“中国环境标志”图案和“绿色印刷产品”字样。

据该案行政裁定书³，上述行为违反了《中华人民共和国反不正当竞争法》第八条第一款“经营者不得对其商品的性能、功能、质量、销售状况、用户评价、曾获荣誉等作虚假或者引人误解的商业宣传，欺骗、误导消费者。”之规定，构成了虚假宣传。尽管货值仅1365元，但

3. (2021)豫0411行审87号

由于《反不正当竞争法》对于虚假宣传的最低处罚为20万，市监局对印刷公司处以20万元罚款。

■ 案例2——金融机构ESG投资信息误陈，遭美国证监会处罚⁴

美国证券交易委员会（SEC）指控纽约梅隆银行旗下资管顾问公司（BNY Mellon Investment Adviser, “BNYMIA”）在为其管理的某些共同基金做出投资决策时，对 ESG因素部分存在错误陈述和遗漏。BNYMIA为了结这些指控，同意向SEC支付150万美元的罚款。

根据SEC的公告，2018年7月至2021年9月期间，BNYMIA多次在各类报告或声明中表示（或暗示），其所有的投资项目都通过了ESG质量审查，但实际上，一部分BNYMIA管理的基金在进行投资决策时并没有提供ESG质量审查分数。虽然BNYMIA十分配合SEC委员会工作人员的调查，并迅速采取了补救措施，最终SEC仍认定其违反了1940年的《投资顾问法》（*Investment Advisers Act of 1940*）第206(2)和206(4)条以及《投资公司法》（*Investment Company Act*）第34(b)节。

■ 案例3——误导消费者：某知名国际时装H品牌和体育用品连锁D品牌因涉嫌“环保误导性宣传”，被荷兰消费者与市场管理局（ACM）调查。⁵

根据ACM通报指出，H品牌和D品牌均为

自家产品打上了“生态设计”（“Eco-design”）和“环保意识”（“Conscious”）等标签，但无法为其提供足够清晰的证明（without immediately specifying clearly the sustainability benefits with the claim），该行为属于误导消费者（potentially misleading sustainability claims）。ACM表示将继续密切关注服装行业，不能排除将来采用罚款措施。在此次调查后，H品牌和D品牌公开回应其将采取三种措施：

1) 会在产品和网站上**移除**与“可持续发展”相关的标签；

2) **改进可持续发展声明**，更清楚地告知消费者，以避免在可持续性方面误导消费者的风险；以及

3) 分别向可持续时尚事业提供40万欧元和50万欧元的**捐款**，以弥补此前的不当做法（to compensate for its unclear and insufficiently substantiated sustainability claims）。

2.“漂绿”引发的诉讼危机

■ 案例1——诉讼危机：因为装环保，美国最著名可持续鞋履品牌被告上法庭⁶

原告消费者于2021年在纽约联邦法庭对

4. 美国SEC Press Release: SEC Charges BNY Mellon Investment Adviser for Misstatements and Omissions Concerning ESG Considerations, <https://www.sec.gov/news/press-release/2022-86>

5. 荷兰ACM通报: <https://www.acm.nl/en/publications/going-forward-decathlon-and-handm-will-provide-better-information-about-sustainability-consumers>

6. 可持续鞋履Allbirds因虚假广告被告上法庭|环保|Allbirds|可持续时尚_新浪时尚_新浪网 (sina.com.cn)

Allbirds提起诉讼，对Allbirds公司衡量碳足迹的方法提出质疑，并指控虽然Allbirds的广告“被环保词汇充满”，但该品牌真实的运营情况与“环保”重点的营销策略并不匹配，在“动物福利声明”方面也存在误导性，认为其兜售的环保信息实际上存在“虚假、欺骗性和误导性”，违反了the New York General Business Law (“GBL”)项下“禁止欺骗性商业行为和虚假广告”的规定，并构成“违反明示保证”、“欺诈”、“不当得利”等违法行为。原告还声称，如果她知道Allbirds鞋子的“环保”真相，她就不会购买或少花钱购买该品牌产品。尽管Allbirds最终胜诉，但仍然对品牌形象造成了重大影响，在时尚博客上被列为时尚界最糟糕的“漂绿”之一。⁷

■ 案例2——瓶装水巨头 BLUETRITON 被起诉“漂绿”

在Earth Island Institute 诉 BlueTriton Brands案中，原告环保公益组织Earth Island Institute指控瓶装水巨头企业BlueTriton Brands违反了the District of Columbia Consumer Protection Procedures Act (“CPPA”)项下“禁止歪曲产品特性及优势、虚假陈述产品质量等级、虚假宣传产品及服务”等规定，指出BlueTriton Brands宣称的“已将包装瓶塑料量减少40%以上，且所有的瓶子都是100%可回收的”、“长期致力于环境领导”、“站在可持续水

管理的前沿”均为不实“漂绿”陈述。2022年7月，D.C.Superior Court已经否决了BlueTriton方驳回原告起诉的动议。⁸

■ 中国的公益诉讼——能否应对“漂绿”行为？

根据《民事诉讼法》第58条，对污染环境、侵害众多消费者合法权益等损害社会公共利益的行为，法律规定的机关、有关组织以及检察院可以提起诉讼，亦即公益诉讼。而根据《最高人民法院关于审理环境民事公益诉讼案件适用法律若干问题的解释》，有关组织包括依法设立、登记的社会团体、基金会以及社会服务机构，机关则是设区的市级以上人民政府民政部门。

笔者以“公益诉讼”为关键词在威科先行法律数据库中进行检索，就结果来看，各级法院做出裁判所依据的实体法多与环境保护、食品安全相关，例如《最高人民法院关于环境民事公益诉讼案件适用法律若干问题的解释》引用388次，《环境保护法》引用300次，《食品安全法》引用147次，因此可得出目前境内针对环境污染、食品药品安全问题提起公益诉讼的居多。

⁷3 of the Fashion Industry's Worst Greenwasher, <https://remake.world/stories/-style/3-of-the-fashion-industrys-worst-greenwashers/>
⁸Bottled Water Giant Bluetriton Admits Claims Of Recycling And Sustainability Are "puffery", <https://theintercept.com/2022/04/26/plastic-recycling-bottled-water-poland-spring/>

随着全社会对“打造绿色企业”的期待越来越强，社会对企业在ESG领域提出越来越高的要求，如若企业不重视对“漂绿”行为的监控防范，不积极构建ESG合规体系，未来很有可能会遭遇相应诉讼危机。

第三部分\

鉴往知来：预见“漂绿”的危机

从上面的案例中可见，“漂绿”行为将令企业遭遇尴尬的法律和舆情后果，需要付出的代价往往不仅是一纸行政处罚罚单，更包括违反信息披露义务，有损品牌和机构商誉，引发舆论危机，甚至是股价下挫的损失。企业为挽回失信将付出更高昂的代价。而且，我们也可以预见，在这个领域将会有更多立法制裁“漂绿”行为。

1. 预见趋势：行政监管与处罚以及立法演变

企业企图通过“漂绿”行为虚假营销、树立虚假形象、赚取公关噱头的，境内监管部门可以从投资者权利保护、广告宣传、消费者权益、产品质量、不正当竞争相关法律法规的角度出发，根据《证券投资基金法》、《私募投资基金管理人内部控制指引》、《广告法》、《反不正当竞争法》等法律规范进行规制。

同时，境外ESG监管与立法的动向也预示了“漂绿”方面的法律与惩戒趋势，指向更完善的信息披露，增加ESG产品透明度，降低企业企图通过“漂绿”的方式规避责任，或获得不正当竞争优势的可能性。例如：

■ 欧盟于2019年出台《可持续金融披露条例》（“SFDR”）⁹，于2021年3月生效。该条例旨在为金融市场参与者、金融顾问等市场参与主体从事金融活动制定统一的，披露金融产品可持续性信息的规则。通过这一标准化要求，打击金融市场的“漂绿”行为。另外，2022年11月10日，欧洲议会投票通过《企业可持续发展报告指令》（“CSRD”）¹⁰，将于2024年-2028年生效，该指令将要求相关公司主体定期披露有关其社会和环境影响的信息，承担相应的社会责任。

■ 美国于2016年和2018年分别出台了《解释公告IB2016-01》和《实操辅助公告No.2018-01》，针对投资领域受托者和资产管理人，鼓励投资决策中就ESG因素的考虑整合，并要求其在投资政策声明中披露ESG信息。¹¹

■ 英国的ESG监管体系加入了董事的责任，英国《公司法》¹²（the “Companies Act”）

9.SFDR – EUROSIF, <https://www.eurosif.org/policies/sfdr/>

10.欧洲议会通过企业可持续发展报告指令 (mofcom.gov.cn)

11.研究 | 全球ESG政策法规研究-美国篇 - 社会价值投资联盟 (深圳) (casvi.org)

12.What are the ESG Regulations in the UK? (esgpro.co.uk)

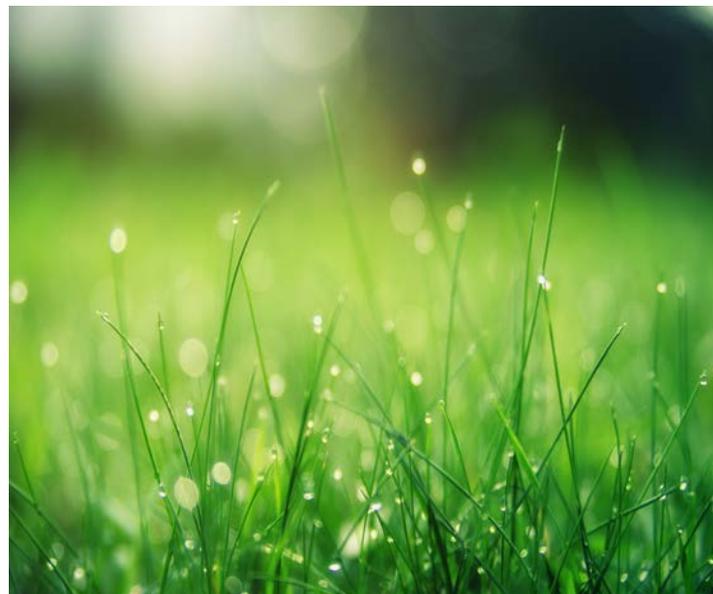
中，明确董事在环境与社会影响方面的公司治理职责，并要求中大型公司需发布包括ESG信息在内的年度战略报告。

随着境内外监管趋严以及规则体系的完善，近年来，存在知名机构和国际品牌，因涉嫌“漂绿”被相关监管部门调查，要求品牌就其主打的“生态”标签进行阐释，并就不合规的内容进行整改的案例，详见我们在第二部分的分析。

2.上市公司信息披露要求与披露不实风险

境内就上市公司可持续发展信息的披露，鼓励上市公司自愿披露社会责任和环境责任信息。同时，2021年6月，中国证监会修订发布上市公司定期报告格式与准则，将定期报告原有与环境保护、社会责任有关的条文，统一整合到“环境和社会责任”章节，并要求强制披露“报告期内因环境问题受到行政处罚的情况”，主动披露“为减少其碳排放所采取的措施及效果。”

针对上市公司ESG信息披露，境外证券交易所规则有逐步成熟的趋势。例如，香港联交所的要求趋严。2021年，联交所发布《气候信息披露指引》，旨在为相关披露提供实用指导；美国纳斯达克和纽交所并未强制性要求，但鼓励拟上市公司就可持续发展信息进行披露。与此同时，美国上市公司还需要满足美国证券交易委员会（“SEC”）的监管，披露年



报。根据2020年11月SEC对10-K表格的修订，环境风险管理已纳入上市公司应披露的信息之中。

因此，针对上市公司，“漂绿”行为可能会触发上市公司披露不实的风险，导致相应的处罚。

3.企业声誉受损、舆情发酵以及遭遇诉讼

除了从监管及行政处罚的角度分析外，企业违反ESG披露要求，提供虚假或误导性信息的，同时面临较大的声誉受损风险。一旦“漂绿”行为被曝光，会引发投资者、消费者对企业诚实信用和行为真实性的怀疑和批评，导致股价下挫，消费者抵制、拒绝购买该企业的产品，甚至提起个人诉讼或者公益诉讼，从而引发企业的公众舆论危机、财务绩效危机等一系列多米诺骨牌式的连锁反应。

随着中国经济的发展，消费者、投资者对

企业可持续发展也提出了更高的要求，对企业ESG合规建设的关注日益提高。但企业ESG的“漂绿”合规风险也随之水涨船高，ESG信息披露、合规实践论为企业“漂绿”工具的言论甚嚣尘上。根据Google的一项针对企业CEO的匿名调查显示，约68%的美国企业CEO知道自己的企业曾有过“漂绿”行为。而相应的，根据Sensu insight的报告，全球公众普遍对企业的ESG声明心存疑虑，只有不到四分之一（23%）的公众相信企业ESG声明的表面价值。

在了解企业ESG漂绿的“罪与罚”后，我们将结合上文案例及企业ESG“漂绿”的风险点，探讨企业如何从法律、合规与治理的角度采取必要的谋略，策无遗算地防范“漂绿”风险，帮助企业通过合适的“谋”与“略”有效避免ESG合规的“罪”与“罚”。

第四部分\

ESG“漂绿”行为：案例与合规问题回顾

由于ESG在很大程度上属于企业自愿的行为、并不为法律所强制，因此不少企业并没有把ESG和法律事务或者“合规”挂起钩来，反而更多地将ESG归属在市场部门、业务部门、融资部门，导致将ESG与企业“利益”绑定，并没

有真正“循规蹈矩”，最终引发“漂绿”行为。

然而，ESG的行为，一旦踩出红线，就变成了合规问题、潜在的诉讼问题，以及公司的信息披露不实的问题——这些都属于企业法务/合规部负责的领域。

这些踩出红线的“漂绿”行为，有的是企业明示或暗示自己拥有实际上并未取得的绿色环保认证或ESG质量审查证明，招致监管机构的调查与处罚；有的是上市企业对自己遭受的相关处罚隐匿不报，刻意隐瞒环保处罚信息，导致信息披露不实的风险，在引起监管机构注意的同时，也可能造成投资者的不信任，甚至引发诉讼；有的则是直接对产品本身的绿色环保概念进行了虚假宣传，无法提供相应的“碳足迹”证明而被消费者或环保组织告上法庭，企业声誉受损严重。

不同国家对此也开始采取立法应对，例如：英国《公司法》（the Companies Act）中，明确要求中大型公司发布包括ESG信息在内的年度战略报告，并明确了企业高管在环境与社会方面的责任；英国金融行为监管局（Financial Conduct Authority，“FCA”）也警告金融机构，必须对不合格的ESG基金产品申请进行改造。欧盟也相继出台了《可持续金融披露条例》（“SFDR”）《企业可持续发展报告指令》（“CSRD”）等，要求相关公司主体、金

融机构定期披露有关其公司或金融产品的可持续性信息，承担相应的社会责任。我国证监会也已要求上市公司强制披露“报告期内因环境问题受到行政处罚的情况”，主动披露“为减少其碳排放所采取的措施及效果”；人民银行也在金融改革试验区出台了《金融机构碳核算技术指南（试行）》，对金融机构的ESG实践提出了更高的要求。由此可见，境内外监管机构均指向更强力的ESG合规监管趋势，意图降低企业通过“漂绿”行为规避社会责任的可能性。

需要特别关注的是，“漂绿”行为不以主观故意为前提。错误使用环保标识、不当信息披露等行为的违法与否往往并不以企业主观是否具有恶意为违法的构成要件。例如某些品牌会为自家产品打上“生态设计/友好”（“E-co-design/friendly”）等标签，但在受到监管机构调查时，企业却很难为此类无明确标准的“环保标签”提供清晰的证明，极易被监管机构认定存在“漂绿”宣传的嫌疑。在实践中，某知名品牌就曾因此招致荷兰监管机构调查。监管机构并未关注企业的主观故意与否，而是直接通报要求企业整改，甚至明确警告说未来可能会对企业处以高额罚款。最终企业不得不移除所有此类宣传标签，进行全面企业整改，并向相关环保机构捐款来重塑企业形象。所以，如果企业对于自己的ESG行为疏于管理，那么“漂

绿”的行为——不管是主观恶意，还是疏忽大意，都将面临合规风险乃至法律的制裁。

针对“漂绿”行为愈演愈烈之势，我们也预判，除了现有的法律法规之外，未来中国的立法与政策也可能对ESG“漂绿”加大管制和处罚力度。因此，企业不能再想当然地认为，ESG信息的发布、标识的采用，这些和法务、合规无关，而是需要果断行动，当机立断，及时采取行动应对企业自身可能的“漂绿”行为。

第五部分\

当机立断：企业的“漂绿”应对策略

有专家指出，“从实际来看，很多企业的实际运营和ESG愿景还是两张皮”。“这两年到外面去参会、做分享，听到好的案例不少，但听到企业高层这样的说法也很多：‘既然……提了要求，那就做一下吧’。‘做一下吧’、‘交作业’，这种态度是很普遍的。大家都知道ESG重要，但它是‘重要但不紧急’的事情。领导要考虑的事情太多了，各项业绩指标的压力也很大，能够有10%留给ESG已经不错了。ESG对很多企业高层来说，是个压力，是个成本，是个负担。”¹³

13. 孙行之，《上市公司ESG工作如何做：来自一位中集老总的肺腑之言》，《中欧商业评论》2023年2月。

在这样的“交作业”的心态下，部分企业内部没有担当，没有问责，没有合规流程。在缺乏严谨治理和严格执行的公司治理环境下，企业的某个部门一意孤行采取的所谓“ESG行为”可能最终引发“漂绿”的合规危机。

当行政处罚、民事诉讼、公益诉讼、披露失实、股价大跌、舆情危机发生的时候，管理层往往会大吃一惊，莫名惊诧之余，首先被指派去进行“灭火”的——往往是公司的法律合规部门，而法律与合规团队又可能对“漂绿”的情况及其始作俑者——企业的其他部门（例如品牌和营销部门）的行为“不明就里”。

那么究竟该如何防范“漂绿”行为，避免其带来的法律与合规风险？这不是“交作业”或者建立一些流于形式的ESG制度那么简单——

关键是需要建立一整套ESG合规系列制度，做到“上下同心，流程可鉴，执行有力，问责清晰”。

那么企业又该如何落实能够防范“漂绿”行为的ESG合规体系？

ESG合规体系的建设本就是企业全流程合规建设的正确方向与必经之路，但如何将正确的事情做对，却也需要企业不懈地加以努力。我们认为，把正确的事情做对，需要企业四个方面的努力：第一，谁来牵头？第二，在治理架构上，如何调整组织架构？第三，在方法上，企业该如何建立健全ESG信息披露的标准和口径？第四，如何建立企业合规流程并实现合规的信息化和数智化？

企业ESG合规体系建设

牵头负责人

ESG相关的治理架构，应当被视为企业合规工作的一部分。而合规工作则应当由企业的法务、合规部门负责牵头，并建立相关的合规体系和制度，防范企业因披露不实或披露不当引发合规危机。

组织架构

可通过设立专门的ESG委员会的方式，订立公司的ESG方针、原则和目标，同时赋予委员会监督职能，保证ESG与公司治理和业务实践相结合。另外，也需要通过公司的升级改造，加强内部审计与有关监管部门的沟通。

企业对外信息披露

上市公司应将ESG信息披露融入企业日常化流程，也需要法务/合规部，与外部专业律师一同参与、评估和设计。我们也建议企业扩大ESG信息披露报告的审验范围，便于第三方审验以客观中立的视角，就企业目前信息披露给予结论和改进建议。

企业合规数智化

通过信息化和数智化的方法，将ESG合规的流程，包括认证、审核、审批、评级、外宣、披露等方面通过IT系统的设计，进行有机的整合，实现合规数智化，大幅提升效率，降低出错率。

■ 第一：谁来牵头进行企业ESG合规构建？

第一个问题，是企业中谁来牵头的问题。如前文所言，不少企业并没有把ESG和法律事务或者“合规”挂起钩来，反而更多地将ESG归属在市场部门、业务部门、融资部门，导致将ESG与企业“利益”绑定，并没有和“合规”强连接。一方面，我们认为，严肃对待ESG，而ESG的G就是治理（governance），这本质上是法律的工作，所以企业建立ESG委员会是一个迟早的问题，这个工作与法务密不可分。另一方面，我们认为，虽然ESG在表面上看，涉及关键绩效数据的计算方法、评级和认证体系，似乎并不直接和具有强制力的法律法规有所关联，但是，企业如果不在ESG相关举措和行为上把控合规风险，很容易陷入“漂绿”风波乃至危机，带来严重的法律后果。因此，法务合规部门有必要牵头“保驾护航”，从一开始就“把事情做对”。

ESG应当被视为企业合规工作的一部分。而合规工作则应当有企业的法务、合规部门负责。例如，司法部就曾发布《司法部办公厅关于加强公司律师参与企业合规管理工作的通知》，强调公司律师参与企业合规管理工作的重要意义。

所以，ESG相关的治理架构，应当由法务部门、合规管理部门负责牵头，并建立相关的合规体系和制度，防范企业因披露不实或披露不当引发合规危机。

■ 第二：在治理架构上，如何调整企业的组织架构来确保ESG合规建设融入公司流程？

在企业运行过程中，如缺乏完善可行的内控和治理机制，即使企业及高管没有虚报ESG数据之意，因缺乏和业务部门的沟通和完善的审批程序，而导致对于ESG的宣传和披露没有“品控”和审核流程，即便没有主观的故意或者恶意，亦会被监管部门认定为“漂绿”行为。此时，企业高管作为主要责任人，将承担主要责任，而这些责任，本可以通过完善的合规体系而避免。因此，企业应结合自身业务范围和应用场景，建立ESG合规的内控制度。

这也意味着企业应当落实公司董事及高管层就ESG合规事宜的监督和审批机制，在企业法务与合规部门的牵头下，建立企业整体ESG策略与治理架构。

在董事会层面，企业可通过设立专门的

ESG委员会的方式，将ESG理念融入公司决策体系，订立公司的ESG方针、原则和目标，以自上而下地传达公司ESG价值观，同时赋予委员会一定监督职能，以保证ESG与公司治理和业务实践的结合。通过公司治理结构、战略规划、企业文化和规章制度的升级改造，加强内部审计与有关监管部门（例如环保部门）的沟通，利用标识机制形成ESG承诺与表现“言行一致”的行为规则。

■ 第三：企业该如何建立健全ESG信息披露的标准和口径？

企业披露ESG相关信息是企业，特别是上市企业ESG合规工作中重要且必须的环节。近年来，随着监管政策的发展，境内外公司都越发重视对ESG信息的披露问题。据统计，截至2022年11月5日，已有1,460家A股上市公司披露了2021年社会责任报告，占全部A股公司31.03%。¹⁴但实践中，可以看到部分公司的ESG披露报告仍在实质内容上有所欠缺，环保意识与相关合规知识匮乏，局限于广告宣传等不纯的“漂绿”目的，不完善、夸大甚至虚假的ESG信息披露屡见不鲜。此种披露非但不会帮助企业营造环保美誉，反而可能产生损害企业声誉、影响企业市值、恶化投资者关系等负面作用。

如我们在此前文章中所述，境外已有企业

因ESG信息披露不实而招致证券监管机构处罚的案例。随着各国家、地区证券交易机构对ESG信息披露义务的强化，企业应对ESG信息披露问题予以充分重视，将ESG信息披露融入企业日常化流程，成为合规建设的重中之重。

而标准化ESG信息披露体系该如何落地实施？如何确保企业能够客观地、精确地披露数据（但不见得是全面地披露数据）？怎样披露才会避免披露不当、披露不实或者披露不足？这些问题，都需要企业的法务/合规部，与外部专业律师一同参与、评估和设计。

而针对企业信息披露中的第三方审验，也存在着该如何采用第三方鉴证、认证以及评级的方法，提供具有公信力的结论及建议的共性问题。第三方审验将明确ESG信息披露报告的审验范围，参考权威第三方发布的标准，以及其他审验方法，对提供的信息、数据展开调查、评估、验证。同时，我们也建议企业在ESG信息披露上覆盖更多的关键绩效，扩大ESG信息披露报告的审验范围。第三方审验能够以客观中立的视角，就企业目前信息披露给予结论和改进建议，以供有关部门审查，以及企业自身进一步完善自身ESG披露体系。

14. 万全智策，《2022年终盘点之社会责任——ESG报告发布量持续增加 ESG投资回报未来可期。》，<https://mp.weixin.qq.com/s/VBE10SgjJ3QCT3-yldkibA>

■ 第四：如何建立企业合规流程的信息化和数智化？

第四个问题，就是如何建立信息化、数智化的企业合规管理流程。《中央企业合规管理办法》中就已经明确强调了合规管理信息化建设的重要性：“中央企业应当加强合规管理信息化建设，结合实际将合规制度、典型案例、合规培训、违规行为记录等纳入信息系统。……应当定期梳理业务流程，查找合规风险点，运用信息化手段将合规要求和防控措施嵌入流程，针对关键节点加强合规审查，强化过程管控。”同时，部分地方政府也对相关企业的合规的信息化提出了细化要求，如上海市国资委就已发布了《上海市国资委监管企业合规管理办法》，要求企业加强合规管理信息化建设，嵌入企业合规管理流程。

观察相关政策趋势及企业实践现状，我们必须认识到，企业合规流程信息化的洪流已经来临。企业在建立合规框架和制度的同时，需要重点关注如何通过信息化和数智化的方法，将ESG合规的流程，包括认证、审核、审批、评级、外宣、披露等方面，通过IT系统的设计进行有机的整合，实现合规数智化，从而大幅提升企业效率，降低出错率。

我们将在未来的文章中，分享相关成功案例，探讨企业ESG合规体系的关键步骤，以及

这些严谨与科学的架构和方法给企业在ESG领域所带来的助益。

第六部分\

结语

睹始知终，海外的ESG热潮之下所带来的各种“漂绿”行为，正在引发新的诉讼热点，并推动着立法领域新举措的出台。而在中国，针对“漂绿”行为虽然国家尚未建章立制，但相关领域已有法律法规加以规制，“漂绿”行为实际存在很大的法律和合规风险，不再局限于“自愿”或者“商业道德”的范畴，可以由企业随便应付。企业的法务与合规负责人应当当仁不让，果断行动，积极担负起ESG合规与治理建设的关键性角色。 ☒



龚乐凡
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6061 3608
lefangong@zhonglun.com

从磋商到缔约——司法实践视角下的 预约合同性质、效力及违约责任解析

作者：孙彬彬 侯小茗



随着社会经济的发展和商业模式的日益繁杂，契约的订立模式逐渐呈现出复杂化的趋势。在当事人之间初步达成缔约意向，但直接订立本约的条件仍未成熟时，当事人会选择签订预约合同使相对人受其约束，用以保护嗣后订立本约的权利，避免缔约条件具备时丧失交易的机会。

预约合同在2012年《最高人民法院关于审理买卖合同纠纷案件适用法律问题的解释》（以下简称《买卖合同司法解释》）中首次被最高人民法院承认。但在司法实践中，除买卖合同外，房屋租赁、商品房买卖、民间借贷、大型采购、股权转让等领域都广泛出现预约合同的运用。2020年通过的《民法典》第四百九十五条在吸收《买卖合同司法解释》第二条的基础上，扩大了预约合同条款的适用范围，将本约为“买卖合同”的限定范围删去：“当事人约定在将来一定期限内订立合同的认购书、订购书、预订书等，构成预约合同。当事人一方不履行预约合同约定的订立合同义务的，对方可以请求其承担预约合同的违约责任。”

然，预约合同正式出现在我国立法中为时尚短，相关法律规定也较为简单模糊，导致司法实践中对于预约合同的性质识别、效力认定以及违约责任的承担等问题仍存争议。有鉴于此，本文将对预约合同的构成要件及法律效果进行分析，供读者参考。

第一部分\

预约合同的性质识别

（一）预约合同之基本特性

预约合同作为独立的合同类型，唯有对其进行准确识别，方能正确适用相关制度规则。参法律规定和学理观点，预约合同之定义为**当事人约定在将来订立一定契约的合同¹**，其具备合

意性、约束性、确定性和期限性四个基本特性。

合意性是指预约合同应有双方当事人合致之意思表示，即预约合同应当具有合同的基本要素——要约及承诺。判断一份文件是否构成预约，首先需要考察其是双方意思表示还是单方意思表示。预约需要双方达成合意，如仅有

1.王泽鉴：《债法原理》第2版，北京大学出版社，2013，P169-170

一方作出意思表示，且符合要约的构成要件，则其不能构成预约，仅为要约。

约束性是指，预约合同应当具有双方当事人受其约束的意思表示。实践中存在双方当事人签订备忘录，约定由一方当事人在某种条件下当履行义务，如双方约定：“如货物市场价值变动至10万元，甲方应当优先出售给乙方。”该等意思表示仅对甲方进行约束，对乙方不具有约束性，故不应被认定为预约合同。

确定性则要求预约的内容应具有一定的确定性，以免合同当事人陷入本约谈判的僵局。参《民法典》第四百七十二條对要约的规定，要约需要内容具体确定，也即构成了合同成立所应具备的基本条件。

期限性指预约合同应当是在一定期限内签订本约。预约合同存在之意义在于保护各方当事人在交易条件具备时丧失缔约机会，因此，预约合同应当对本约签订的期限进行明确约定，以避免当事人长时间无意义磋商导致预约合同丧失必要性。

（二）预约合同与本约之分野

如前所述，预约本身需要具备合同的确定性，但现行法律中并未对确定性的尺度进行明确规定，导致实践中对于如何厘清预约和本约的分野仍存争议：预约合同的内容应具体到何

种程度，才能既不被认定为本约，又不导致预约合同不成立？

实际上，仅根据当事人合意内容上是否全面，并不足以界分预约和本约。区分预约及本约的关键标准并不完全在于合同内容，而在于合同标的：**预约合同的标的指向是将来签订本约，而本约的标的则是具体权利义务的履行。**判断当事人之间订立的合同系本约还是预约的根本标准应当是当事人的意思表示，也就是说，当事人是否有意在将来订立一个新的合同，以最终明确在双方之间形成某种法律关系的具体内容。如果当事人存在明确的将来订立本约的意思，那么，即使预约的内容与本约已经十分接近，即便通过合同解释，从预约中可以推导出本约的全部内容，也应当尊重当事人的意思表示，排除这种客观解释的可能性²。在预约合同中对本约内容进行部分约定，仅意味着双方同意以约定的内容签订本约合同。如一方当事人未能履行约定内容，其后果在于使得双方以预约约定的条件订立本约的目的落空，并不产生对本约的违约责任。

如合同中当事人并未作出后续签订本约的明确意思表示，则应通观合同全部内容进行判断。若双方在名为“预约合同”的文件中就全部

2. 成都讯捷通讯连锁有限公司与四川蜀都实业有限责任公司、四川友利投资控股股份有限公司房屋买卖合同纠纷案，《最高人民法院公报》2015年第1期

要素均已达成合意，据此无需签订本约双方即可履行各自义务，实现缔约目的，即使其名为预约合同，也应当认定为构成本约。

最高人民法院在陈欢、浙江佐力药业股份有限公司合同纠纷一案【(2021)最高法民申5329号】中对预约与本约的区分标准进行明确：“判断双方当事人订立的合同系本约还是预约的根本标准为双方是否有意在将来订立一个新的合同，如果当事人存在明确的将来订立本约的意思表示，即使预约的内容与本约接近，通过合同解释从预约中可推导出本约的全部内容，也应当将合同认定为预约合同。”

另外需注意的是，预约合同与本合同的界定，不能仅依所使用的文字或合同名称来论断，而应当综合审查当事人约定的实质内容和当事人为达成交易进行的磋商和有关的履行行为来判断。即使合同名为预约合同，亦约定了后续应签订本约，但当事人依据该“预约合同”内容直接进行履行，则该预约合同因符合《民法典》第四百九十条第二款的情形转化为本约。

最高人民法院在商丘宏地置业有限公司、季裕忠等建设工程施工合同纠纷一案【(2021)最高法民申7057号】中指出：“文件中虽有‘本次会议内容以甲方审批后最终退场协议为准’‘4月20日签订退场协议’的记载，但各方当事人在《备忘录》及《会议纪要》签订后，在未签订

退场协议的情况下，履行了备忘录和纪要中约定的部分义务，故案涉《备忘录》及《会议纪要》已产生本约的效力。”在本案中，本约合同虽未签订，但一方履行了合同主要义务，对方接受的，则视为本约合同已成立，预约合同的义务已经履行完毕，双方之间的预约合同关系已经转化为本约合同关系。

（三）预约合同与意向书之分野

意向书在我国现行法律中并未被纳入规则体系。所谓意向书，是指当事人之间用以表达合作交易意愿的文件³，多形成于当事人达成正式协议之前，仅用于表达初步设想。意向书并非严格的法律文件，其法律性质一般被认为是要约邀请，是交易前的磋商性文件，此种内容的意向性文件因缺乏约束性一般不构成合同。而预约合同是合同，具备合同的标准形式要件。相较于意向性文件，预约合同对于订立本约的意思表示更为明确，交易双方均有受预约合同约束的意愿。

最高人民法院在洋浦经济开发区管理委员会与澳华资产管理有限公司其他房地产开发经营合同纠纷一案【(2014)民申字第263号】中认为：“涉案《投资意向书》的当事人虽然是

3.王利明：《预约合同若干问题研究——我国司法解释相关规定述评》，载《法商研究》2014年第1期，P55-56



确定和明确的，但其只是在描述了各方当事人具备置换土地的意向，而对于是否必须置换成功以及置换土地的具体位置和面积均未作出明确约定。因此，该意向书缺乏合同成立的必备要素，因而不构成正式的合同；另外，意向书中并未明确约定当事人的权利和义务，当事人未表明受其约束的意思，故该意向书并非当事人之间达成的合意。因此，案涉《投资意向书》的性质为磋商性、谈判性文件，不具备合同的基本要素，没有为双方设定民事权利义务，双方当事人之间并未形成民事法律关系。”

杭州市中级人民法院在杭州蔚城置业有限公司与杭州钱塘智慧城市管理委员会合同纠纷

案【（2015）浙杭商初字第163号】中认为：“对于案涉《备忘录》是否能构成合同应根据其内容来认定；从内容来看，双方未有明确的订立合同并受此约束的意思表示，对于双方具体权利义务内容以及违约责任亦未涉及；而备忘录中“同意”“力争”“确保”等用语也非明确的承担法律责任或义务的意思表示。”

结合上述司法实践的判断标准，预约合同和意向书的区分关键在于：1. 文件是否具备合同的构成要件；2. 文件中是否具有当事人受约束的意思及用语；3. 文件内容是否具有基本的确定性。如均具有，则文件构成预约合同，如缺乏上述要件，则仅为磋商性、谈判性文件。

第二部分\

预约合同的效力认定

关于预约合同所产生的法律效力，学界存在较大争议。主要观点有三：一为“必须磋商说”：认为预约合同订立后双方必须进行善意磋商，对于磋商的结果是否实现在所不问。⁴二为“必须缔约说”：认为当事人既有为达成本约而磋商的义务，又有必须达成本约的义务。⁵三为“区分认定说”：认为应当按照预约中涉及本约必要条款完备程度划分预约的效力。如果必要条款不完备，应适用必须磋商说；如果必要条款已完备，应适用应当缔约说。

在《买卖合同司法解释》出台以前，司法实践中也大量存在预约合同效力之争，如《最高人民法院公报》2008年第4期“仲崇清诉上海市金轩大邸房地产开发有限公司合同纠纷案”中，法院就采用“必须磋商说”，认定“当事人未尽义务导致本合同的谈判、磋商不能进行，构成违约的，应当承担相应的违约责任。”但在《买卖合同司法解释》对预约合同作出制度性规定后，司法实践基本大量采纳的是“必须缔约说”。其制度性的考量或在于当前诚信环境有待提升，必须磋商说在现实中对于恶意缔约人而言缺乏约束力。但应当注意到，实践中存在大量影响本约缔结完成的客观影响因素，如仅刻

板适用“必须缔约说”，可能会违背预约合同当事人的实际意愿，难以涵盖现实中复杂多变的情形，难以满足现实需要，甚至会造成对预约合同当事人民事权利的侵害，因此应当对预约合同的效力进行区分，避免一概而论。

第三部分\

预约合同的违约责任

关于预约合同的损失赔偿范围，有观点认为应赔偿履行利益，即预约合同正常履行后守约方可以获得的利润；也有观点认为只应赔偿信赖利益，即守约方的所受损失和所失利益。

关于赔偿履行利益的观点，根据《民法典》第584条的规定，违约责任的赔偿范围既包括实际损失，也包括可得利益损失。然而，可得利益是将来必然增加的利益，而预约合同的履行并不产生任何经济利益，其履行行为指向本约的订立，故其履行结果体现为对交易机会的把握，并不直接体现为当事人可以获得的利益，故不存在可得利益损失的问题。如将本约的履行利益认定为预约合同的赔偿范围，属于对预约合同的标的认识错误。

4.韩强：《论预约的效力与形态》，华东政法学院学报，2003年第一期，P46-51
5.王泽鉴：《债法原理》第2版，北京大学出版社，2013，P150

关于赔偿信赖利益的观点，如前所述，由于现行法律采“必须缔约说”，预约合同的违约即为本约订立的失败，因此，预约合同违约行为也可视作本约之缔约过失行为。虽两者会分别产生两个独立的请求权，但总体上预约违约的赔偿损失范围总体上应相当于本约的缔约过失责任范围，即为利益主体的信赖利益损失。⁶

关于信赖利益的具体范围，其通常包括所受损失和所失利益。所受损失包括以下几个部分：第一，缔结预约的费用，包括交通费、通讯费等；第二，准备缔约本约的费用，诸如考察费、差旅费、住宿费、餐饮费等；第三，已付款项的法定利息。所失利益是指当事人因丧失与第三人订立合同的机会而产生的损失，通常需要根据实际情况具体判断并由法院进行酌定。

最高人民法院在黄文贵、北京宁科置业有限责任公司房屋买卖合同纠纷【(2019)最高法民申2826号】中指出：关于丧失缔约机会的对于因不能实现签订本约合同的机会损失如何赔偿的问题，主要应当衡量预约合同内容及履行状态、签订本约意愿、客观障碍、市场风险、政策因素等未签订本约合同的原因要件。

关于信赖利益的上限，一般认为，信赖利

益的赔偿原则上既不超过当事人在订立合同时预见的可能造成的损失，也不得超过合同得以履行时当事人可能得到的利益，因此，预约合同违约责任的赔偿范围亦应以此为限。

在瞬息万变的市场蓝海中，交易机会已成为市场主体最为重要的资源之一。预约合同作为促成缔约、固定磋商成果的重要工具，在实践中的地位和作用也日趋重要。唯有对预约合同的性质、效力以及违约责任具备足够的了解，才能准确把握预约合同纠纷的相关处理思路和司法倾向，真正有效维护当事人的合法权益。



孙彬彬
合伙人
争议解决部
上海办公室
+86 21 6061 3021
sunbinbin@zhonglun.com

6. 《最高人民法院关于买卖合同司法解释理解与适用》，人民法院出版社，2012, P62



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。