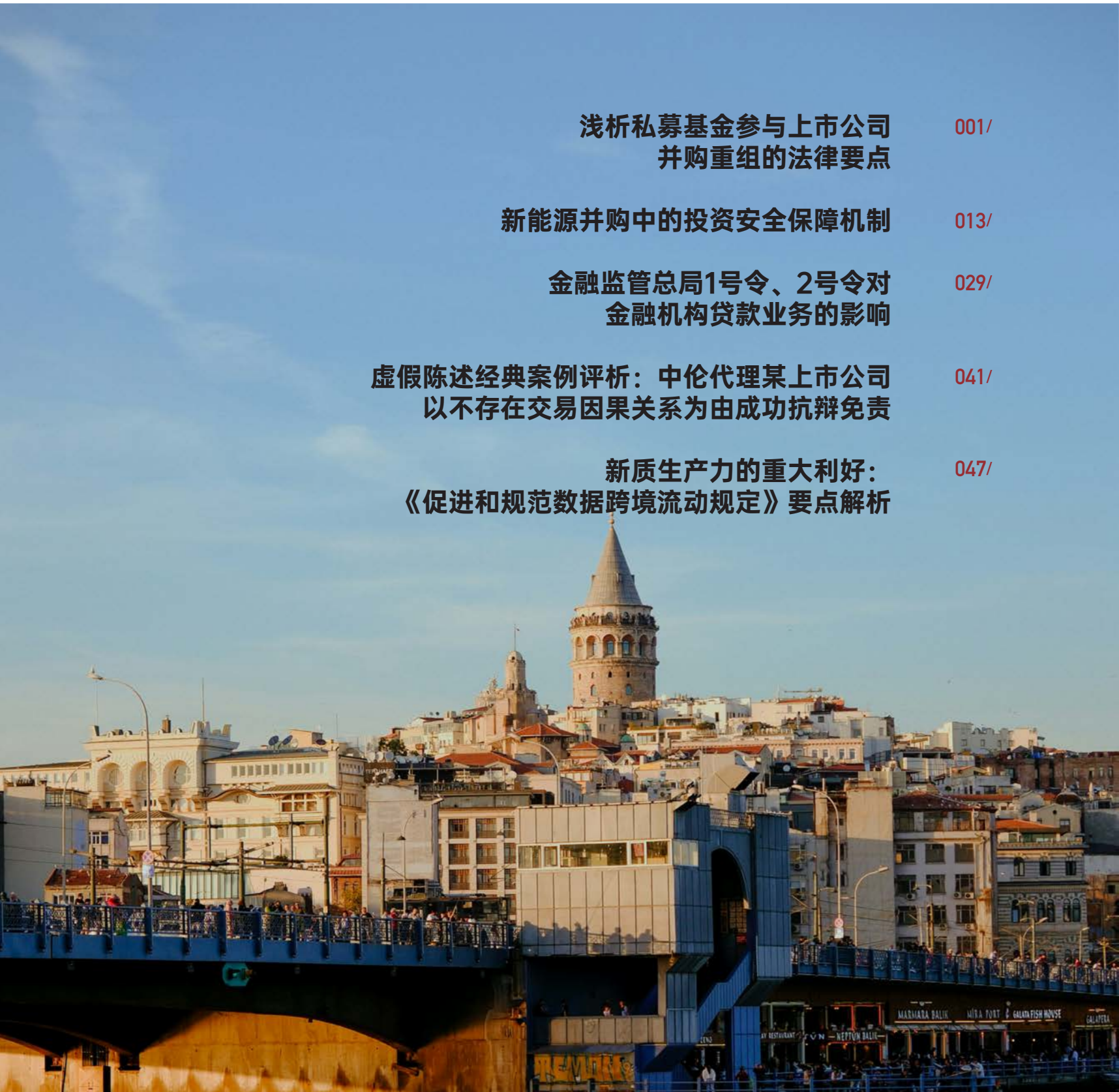
NEWSLETTER

中 伦 e 简 报

深度观察

ZHONG LUN
中倫律師事務所



浅析私募基金参与上市公司并购重组的法律要点 001/

新能源并购中的投资安全保障机制 013/

金融监管总局1号令、2号令对金融机构贷款业务的影响 029/

虚假陈述经典案例评析：中伦代理某上市公司以不存在交易因果关系为由成功抗辩免责 041/

新质生产力的重大利好：《促进和规范数据跨境流动规定》要点解析 047/

浅析私募基金参与上市公司并购重组的法律要点

作者：郭克军 魏海涛 丁蔚 苗郁芊 焦松

对于多数私募基金来说，在所投资标的公司完成上市并于锁定期届满后减持股份获得收益，是其实现投资退出的主要方式。在中国证券监督管理委员会（以下简称"中国证监会"）于2023年8月27日发布《证监会统筹一二级市场平衡 优化IPO、再融资监管安排》后，A股IPO呈现阶段性收紧的形势。为顺利实现投资退出，私募基金等机构投资者已开始通过或考虑通过其他方式实现投资退出，例如通过参与上市公司并购重组交易（以下简称"重组交易"）。

2024年2月5日，中国证监会召开座谈会，提出"上市公司要切实用好并购重组工具，抓住机遇注入优质资产、出清低效产能，实施兼并整合，通过自身的高质量发展提升投资价值，增强投资者获得感"，并提出提高对重组估值的包容性、坚持分类监管、优化重组"小额快速"审核机制等政策主张。在前述政策支持下，重组交易的政策环境、市场环境有望得到进一步优化，对于私募基金通过重组交易实现退出也会有所助益。

为便于叙述，本文所称"重组交易"专指上市公司重大资产重组(包括不构成重大资产重组的发行股份及/或可转换公司债券购买资产等行为)。[1]根据我们以往项目经验，同时结合目前重组交易审核动态及相关市场案例，对私募基金参与重组交易主要关注要点(如锁定期、存续期、股份减持、业绩承诺及补偿、定价差异化、穿透核查与股东超200人等)归纳、总结如下：

第一部分\

锁定期

如上市公司在重组交易中发行股份作为对价支付方式，私募基金何时能够减持该等股份对于实现投资退出至关重要。

1.基本要求

私募基金在多数情况下仅作为重组交易中标的公司的财务投资人，较少涉及《上市公司重大资产重组管理办法（2023修订）》（以下简称"**《重组管理办法》**"）第46条所述的特定对象为上市公司控股股东、实际控制人或者其

1.私募基金收购上市公司的控制权不存在禁止性规定，证券交易所通常会关注私募基金的产权控制结构、收购资金来源、实际控制人认定、存续期与控制权稳定等问题。经检索，华工科技（000988.SZ）、威帝股份（603023.SH）、安德利（603031.SH）、跨境通（002640.SZ）、天喻信息（300205.SZ）等上市公司当前或历史上均存在私募基金取得/拥有控制权的情形。

控制的关联人及特定对象通过认购发行的股份取得上市公司的实际控制权的情形，因此其作为标的公司股东所适用的锁定期主要取决于其取得标的公司股权的时间。

如特定对象取得本次发行的股份时，对其用于认购股份的资产持续拥有权益的时间不足12个月的，股份锁定期为36个月；如持续拥有权益的时间达到12个月的，股份锁定期为12个月。而根据《监管规则适用指引——上市类第1号》（以下简称"**《1号适用指引》**"）规定，上市公司发行股份购买的标的资产为公司股权时，"持续拥有权益的时间"自公司登记机关就特定对象持股办理完毕相关登记手续之日起算；特定对象足额缴纳出资晚于相关登记手续办理完毕之日的，自其足额缴纳出资之日起算。

我们理解，不同于专门为重组交易设立的主体，私募基金自对标的公司投资至实现退出通常要经历一定的周期，在取得标的公司股权未满12个月时即寻求退出的情况相对较少。如有这类"快进快出"的退出诉求，长达36个月的锁定期也将是影响其退出决策的重要因素。

2.分批次锁定

在部分案例中，标的公司的股东存在于不同时间、分批次取得标的公司股权的情形，从而导致其对部分股权的持有时间已满12个月，而对其他股权的持有时间则未满12个月，此时需要考虑如何确定其通过重组交易所取得上市公司股份的锁定期。

在实践中主要存在两种操作方式：（1）该标的公司股东对其所认购的全部上市公司股份锁定12个月（如HWKJ发行股份收购嘉园环保）；或（2）该标的公司股东以持股时间不满12个月的标的公司股权所认购的上市公司股份锁定36个月，以持股时间已满12个月的标的公司股权所认购的上市公司股份锁定12个月（如ZQKJ发行股份收购玩蟹科技）。如果私募基金对于所认购的部分上市公司股份可能会适用36个月的锁定期存在顾虑，可考虑与上市公司协商，由上市公司以现金方式收购其持股时间不满12个月的标的公司股权（但我们建议采取该等方案时与证券交易所提前沟通）。

3.穿透锁定

如前文所述，《重组管理办法》仅对标的公司股东转让其通过重组交易所认购的上市公司股份进行了限制，而未对标的公司股东的出资方转让所持标的公司股东的权益进行明确限制。从监管角度出发，如不对这类转让加以规制，则该等投资人将能够间接转让上市公司股份，从而变相规避该标的公司股东所适用的锁

定期。

对于上述问题，《上海证券交易所发行上市审核业务指南第4号——常见问题的信息披露和核查要求自查表第五号 上市公司重大资产重组》（以下简称"**《上交所重组自查表》**"）、《深圳证券交易所股票发行上市审核业务指南 第7号——上市公司重大资产重组审核关注要点》（以下简称"**《深交所重组审核要点》**"）对穿透锁定要求作出了相关规定，即如果交易对方（如为合伙企业）系为本次交易专门设立，上市公司聘请的独立财务顾问、律师应当核查穿透到非为本次交易设立的主体持有交易对方的份额锁定期安排是否合规。

基于上述规定及审核实践，当参与重组交易的标的公司股东为一家专门为本次交易而设立的有限合伙企业，除了该有限合伙企业自身需适用《重组管理办法》规定的锁定期外，其穿透后非为本次交易而设立的出资方，可能会被要求承诺在有限合伙企业所适用的锁定期内不转让其持有的合伙企业财产。例如在RBGF发行股份收购中油优艺的交易中，最初仅在交易对方层面进行了锁定而未披露相关穿透锁定安排；后经证券交易所问询，专为本次交易设立的数名交易对方的合伙人均作出了与该等合伙企业锁定期一致的承诺（即间接层面一并锁定）。在部分交易中（如DKSZ发行股份收购柏飞电子），即使标的公司股东虽非为本次交易设立，但如果不存在其他对外投资，基于谨慎性原则，仍参照专为本次交易而设立的主体，由穿透后的出资方出具锁定承诺。

第二部分\

存续期

为确保锁定期安排得到落实，《上交所重组自查表》与《深交所重组审核要点》均要求核查私募基金的存续期安排与其在重组交易中的锁定期安排的匹配性及合理性，证券交易所也会在反馈中提出"是否存在存续期到期前合伙企业无法续期的可能，保障上述交易对方存续期与锁定期匹配性的措施及其充分性、有效性，存续期安排是否合理"等问询。

根据LBTK于2023年12月披露的重组问询回复，在重组交易中取得股份对价、续期预计无法覆盖锁定期的交易对方分别采取不同的承诺方式：

1."私募基金+执行事务合伙人"：私募基金承诺将及时续期至锁定期届满，以保证锁定期能够有效履行，其执行事务合伙人承诺将在合伙企业存续期到期之前召集合伙人会议，促使全体合伙人同意延长合伙企业存续期限。

2."私募基金+全体合伙人"：私募基金承诺

将及时续期至锁定期届满，以保证锁定期能够有效履行，其全体合伙人均承诺如由于任何原因导致合伙企业存续期不足以覆盖股份锁定期的，本人/本企业同意合伙企业将自动续期至锁定期届满。

在做出承诺后，证券交易所未进一步问询。我们理解对于监管机构而言，相较之下，后者更能消除存续期与锁定期无法匹配的风险。

此外，在LCKJ于2023年11月披露的重组问询回复中，面对证券交易所关于"是否存在存续期到期前合伙企业的全体合伙人无法达成一致同意的可能，保障上述交易对方存续期与锁定期匹配性的措施是否充分、有效，存续期安排是否合理"的问询，作为交易对方的部分私募基金的合伙人会议直接作出决议、延长其存续期，部分私募基金的全体合伙人出具承诺，在私募基金的存续期无法覆盖锁定期的前提下，同意在存续期满前延长私募基金的存续期、确保锁定承诺得以有效履行。

第三部分\

后续股份减持

2017年5月实施的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》及交易所相关实施细则（以下统称"**《减持规则》**"），对上市公司大股东（包括控股股东、持股比例5%以上的其他股东）减持，以及大股东以外的股东（即特定股东）减持所持有的IPO前股份、上市公司非公开发行股份（即特定股份）作出了相关限制。

对上市公司在重组交易中发行的股份是否适用上述《减持规则》，根据上海证券交易所于2018年1月12日发布的《<上海证券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>问题解答（一）》，上市公司按照《重组管理办法》的规定，发行股份购买资产及配套融资中非公开发行的股份，属于《上海证券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》规定的"上市公司非公开发行股份"，投资者减持这类股份应适用前述细则有关非公开发行股份的减持规定。因此，上市公司根据《重组管理办法》（而非当时有效的《上市公司非公开发行股票实施细则》等其他非公开发行股份相关规则）在重组交易中为了购买资产或配套融资而非公开发行的股份，在后续减持时需要适用《减持规则》。

2020年2月再融资新规颁布，当时修订的《上市公司证券发行管理办法》第75条规定，"依据本办法通过非公开发行股票取得的上市公

司股份，其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定”。现行有效的《上市公司证券发行注册管理办法》延续了类似的规定，即通过参与上市公司“定增”取得的股份不适用《减持规则》。

对于通过参与上市公司发行股份购买资产所取得的股份应如何适用上述规定，后续减持该等股份时是否应遵守《减持规则》的相关规定，目前尚未有明确结论（实践中存在不同做法），有待监管机构进一步明确。

第四部分\

业绩承诺及补偿

1.适用情形

根据《重组管理办法》第35条规定，重组交易中，标的公司股东必须进行业绩承诺的前提为同时满足以下两个条件：

(1)交易定价参考了基于未来收益预期的评估方法（如收益现值法、假设开发法等）。需要注意的是，根据《1号适用指引》，在交易定价采用资产基础法估值结果的情况下，如果资产基础法中对一项或几项资产采用了基于未来收益预期的方法，上市公司控股股东、实际控制人或者其控制的关联人也应就此部分进行业绩补偿；

(2)上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人购买资产，或者交易导致上市公司控制权发生变更。

对于不属于满足上述情形的重组交易，现行法律法规对于标的公司股东是否需要进行业绩承诺没有强制性要求，上市公司与标的公司股东可以根据市场化原则，自主协商是否采取业绩补偿安排。中国证监会于2024年2月5日召开的座谈会也提出“坚持分类监管，对采用基于未来收益预期等评估方法的大股东注资型重组要求设置业绩承诺，其他类型重组的交易双方可自主协商是否约定业绩承诺”。

除影响标的资产作价（进而影响私募基金的投资回报）、业绩承诺义务外，不同评估方法对于重组交易的主要影响还体现在过渡期损益归属上。根据《1号适用指引》，在上市公司重大资产重组中，对以收益现值法、假设开发法等基于未来收益预期的估值方法作为主要评估方法的，拟购买资产在过渡期间（自评估基准日至资产交割日）等相关期间的收益应当归上市公司所有，亏损应当由交易对方（包括作为上市公司交易对方的私募基金）补足。具体收益及亏损金额应按收购资产比例计算。

2.适用主体

无论是基于《重组管理办法》第35条的法

定要求，还是基于双方商业谈判的结果，由于标的公司控股股东可通过其上市公司控股股东的身份，在上市公司将标的公司并表后对其后续运营施加影响（在上市公司向控股股东、实际控制人或者其控制的关联人购买资产的交易中），还可能在交易完成后仍继续留在管理层具体负责标的公司的生产经营，实践中由标的公司的控股股东对上市公司进行业绩承诺属于较为常规且合理的操作。

不同于控股股东，私募基金则多为标的公司的财务投资人，仅持有标的公司少数股权且不实际参与标的公司的经营管理，再加上可能面临基金存续期到期等实际问题，通常来说要求私募基金与控股股东一同对上市公司进行业绩承诺缺乏合理的商业逻辑，并且多数基金对此较为抗拒。需要提示的是，从监管及交易审核角度来看，虽然监管机构对于有多少交易对方参与业绩承诺没有制定严格的标准，但整体上呈现出的趋势是参与业绩承诺的交易对方越多、覆盖标的公司估值的比例越高，则越容易取得监管机构对交易的认可。在一些案例中，为促成重组交易，标的公司的控股股东及/或其一致行动人会承担超出其转让股权比例的业绩补偿义务（作为财务投资人的私募基金则不承担），以确保满足业绩承诺的覆盖要求，该等做法也获得了监管机构的认可。

第五部分\

定价差异化

在重组交易中，通常标的公司各股东所持股权所适用的估值是相同的，但基于机构投资者的特殊退出诉求等因素，市场上也存在定价差异化安排的案例。现行有效的法律法规并未对重组交易中是否可以对同一标的资产采取不同估值或定价进行明确禁止，但一般在定价时应当遵循《重组管理办法》第11条项下关于"重大资产重组所涉及的资产定价公允，不存在损害上市公司和股东合法权益的情形"的原则性要求。

经我们检索，重组交易中存在定价差异化安排主要是基于交易对方所选择支付方式的差异、是否承担业绩补充义务等因素，部分案例情况如下：

首次公告时间	上市公司	标的资产	定价差异化安排	考量因素
2015年	DFWL	A公司100%股权	未进行业绩承诺的交易对方合计持有A公司12.5%股权，交易对价为0.8251亿元，即每持有A公司1%的股权，可换得660万元。进行业绩承诺的交易对方合计持有A公司87.50%股权，交易对价为6.3049亿元，即每持有A公司1%的股权，可获得720万元	是否承担业绩补偿责任
2015年	ZNWH	值尚互动100%股权	现金支付与股份支付对应的估值差距约30%，即同样出让值尚互动1%股权，如选择股份对价，则交易对方可以获得ZNWH价值910万元的股票；如选择现金对价，则交易对方只能得到696万元的现金	交易对方对支付方式的选择
2018年	QSGF	诺斯贝尔90%股权	对公司实控人及关联主体所持股份给予较高的估值，PE倍数为18.4倍；对不参与业绩对赌、无服务期限和无特殊股份锁定期安排的财务投资人所持股份给予较低的估值，PE倍数为10.4倍；因高管持股平台参与业绩对赌和竞业禁止的约定，给予其所持股份12倍的PE	是否承担业绩补偿责任、服务期限和竞业禁止、股份锁定安排等
2020年	YFW	H公司51.00%股权	C公司及J公司履行业绩补偿金额的总额不超过29,920.00万元，设置补偿金额上限，所持股权估值为11.50亿元；R公司为标的公司创始人徐某持股平台，R公司和徐某承担业绩补偿金额的剩余补偿责任，此外还承担减值补偿义务，所持股权估值为13.99亿元	承担业绩补偿责任是否设有上限、是否承担减值补偿责任
2023年（尚未完成）	SRP	创芯微85.26%股权	创芯微65.60%股权从杨某等公司创始团队取得，总对价是5.7亿元，对应估值为8.72亿元；其余19.65%从投资机构股东取得，总对价是3.2亿元，对应估值为16.2亿元	综合考虑不同交易对方初始投资成本等因素，由交易各方自主协商确定

从上述案例可以看出，定价差异化安排较为常见的情形是：（1）对于标的资产的实际控制人/控股股东、参与业绩承诺的交易对方或者通过重组交易获得上市公司股份的交易对方，给予相对较高估值；（2）对于标的资产的财务投资人/小股东、不承担业绩承诺的交易对方或通过重组交易套现的交易对方，则给予相对较低的估值。

另一方面，我们理解，上述案例也能够从侧面说明，在重组交易中定价差异化安排、对于同一标的资产采用不同估值或定价是可行的。至于具体到各交易对方所适用的估值水平，我们理解，这更多属于交易双方之间的商业安排，即使某股东本次不承担业绩补偿责任、拟寻求获得现金对价，其所持有标的公司股权争取到获得较高估值也存在获得监管机构认可的可能性，只要相关安排具备一定的合理性（例如私募基金作为财务投资人所持股权附有一票否决权等特殊权利、历史上获得标的公司股权的估值相对其他股东较高等），并且不存在损害上市公司及其股东合法权益的情形。

第六部分\

穿透核查与股东超200人

1.穿透核查

《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组（2023第二次修正）》（以下简称"**《26号准则》**"）《上交所重组自查表》及《深交所重组审核要点》均要求在重组交易中对私募基金（作为交易对方）应穿透核查至"最终出资人"，并且依据重组交易完成后、私募基金是否为上市公司第一大股东或持股百分之五以上股东提出不同的核查要求。关于"最终出资人"应穿透核查至何种程度并无明确规定。对比IPO项目，其股东穿透核查要求披露至"最终持有人"，该概念包括自然人、上市公司（含境外上市公司）、新三板挂牌公司等公众公司，或穿透核查至国有控股或管理主体（含事业单位、国有主体控制的产业基金等）、集体所有制企业、境外政府投资基金、大学捐赠基金、养老基金、公益基金以及公募资产管理产品等。

参考LBTK、SRP等近期重组项目，在应证券交易所披露交易对方（含私募基金）的最终出资人时，其披露口径即穿透至最终出资人。在该等重组交易中，上市公司直接参考了IPO的股东核查要求、对"最终出资人"进行了核查

与披露。结合证券交易所的反馈、上市公司补充的其他信息，证券交易所在上市公司穿透核查的基础上，会更进一步关注交易对方是否专门为重组交易而设立（及前文提及的穿透锁定安排）、交易对方穿透后总人数会否超过200人、交易对方及穿透后的主体与上市公司及其控股股东、实际控制人之间是否存在关联关系和利益输送等情形。

2.200人问题

（1）基本核查要求

发行对象是否超过200人，是我国《中华人民共和国证券法》（以下简称"**《证券法》**"）及相关规定长久以来区分该笔发行是否构成公开发行的"红线"。证券交易所在审核重组交易（主要针对发行股份的重组交易）时，也会重点关注交易对方穿透后总人数是否超过200人、导致重组交易中的发行股份行为，构成变相的公开发行。

《1号适用指引》《上交所重组自查表》《深交所重组审核要点》均要求，上市公司发行股份购买资产的发行对象数量超过200人的，标的资产应符合《非上市公众公司监督管理办法》及《非上市公众公司监管指引第4号——股东人数超过二百人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》中关于公司依法设立、合法存续、股权清晰、经营规范、持股处理等的相关要求。

而《深交所重组审核要点》则更进一步明确，要求独立财务顾问、律师核查穿透计算的股东人数是否超过200人，如超过200人，应当按照《非上市公众公司监管指引第4号——股东人数超过二百人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》的规定，核查标的资产是否存在未经批准擅自公开发行或变相公开发行股票的情况。

（2）实践案例

根据前文提及的LBTK、SRP于近期披露的重组交易相关文件，上市公司均将已备案的某只私募基金作为1名股东披露、不再继续穿透，这也是上市公司重组交易中的惯常做法，并且符合《非上市公众公司监管指引第4号——股东人数超过二百人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》在"三、关于股份代持及间接持股的处理"中特别规定。

此外，证券交易所关于LBTK重组交易的问询包括"交易对方最终出资的法人或自然人取得标的资产权益的时点是否在本次交易停牌前或发布本次重组提示性公告孰早前6个月内，如是且通过现金增资取得，穿透计算后总人数是否符合《证券法》发行对象不超过 200 名的相关规定，标的资产是否符合《非上市公众公司

监管指引第 4 号—股东人数超过 二百人的未上市股份有限公司申请行政许可有关问题的审核指引》等相关规定"。该等问询内容由来已久，证券交易所特别关注敏感期内在标的资产及交易对方层面"突击入股"的情形，以确认是否存在疑似内幕交易或利益输送。LBTK在计算交易对方穿透后总人数时，将已备案基金的上层权益持有人（于敏感期内投资该已备案基金、间接取得标的资产的权益）单独计算，确认穿透后总人数未超过200人。

与LBTK重组交易涉及的标的公司间接股东变动不同，如某个交易对方为已备案基金，但其在重组交易停牌前或发布重组交易提示性公告孰早前6个月内、通过现金增资取得标的资产（即标的公司直接股东变动），该交易对方是否不得被认定为1名股东、其所有"最终出资人"是否均需单独计算？根据现有案例，证券交易所可能要求对已备案基金穿透核查股东人数（穿透计算至非专为本次交易或非专为持有标的公司股权而设立的法人或自然人），但不会要求完全穿透至真正的"最终出资人"。

根据LCKJ于近期披露的重组交易相关文件，对于证券交易所"披露交易对方最终出资的法人或自然人取得标的资产权益的时点是否在本次交易停牌前或发布本次重组提示性公告孰早前6个月内，如是且通过现金增资取得，穿透计算后总人数是否符合《证券法》发行对象不超过 200 名的相关规定"的要求，LCKJ将穿透计算原则设定为：（1）重组交易的交易对方穿透至自然人、非专为重组交易设立的法人、非专为重组交易设立且经备案的私募基金，并且不予穿透计算员工持股平台的员工人数；（2）在敏感期内取得标的公司权益的不属于非专设法人或自然人的主体按照继续穿透核查的原则，穿透至非专为重组交易设立的法人或自然人。

参考上述认定原则，LCKJ披露的穿透后总人数为191人，远远超过其此前披露的81人。

3.结构化问题

《上交所重组自查表》明确要求独立财务顾问、律师核查重组交易的交易对方（如为合伙企业）的"委托人或合伙人之间是否存在分级收益等结构化安排"，《深交所重组审核要点》对该问题的核查要求与之类似。

经核查最近两年的重组交易披露文件，其均披露交易对方不存在分级收益等结构化安排，与近年来的审核政策（禁止采取结构化安排）相一致。

除上述问题外，关于私募基金如何选择合适的上市公司作为交易对方、重组交易的对价支付方式（现金/股票/可转换公司债券及/或其

组合）、私募基金投资上市公司子公司并约定未来由上市公司承担回购的可行性（交易对价包括现金/股票/可转换公司债券及/或其组合）等问题也值得进一步关注。

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

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

丁蔚
非权益合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5780 8427
dingwei@zhonglun.com

新能源并购中的投资安全保障机制

作者：梁清华 蔡慧怡 陈旭健

随着近年来光伏、风电等新能源发电项目政策不断完善，以及收购方内部及外部的项目审核力度不断加大，早期"跑马圈地"粗放型的收购行为已逐渐被收购方摒弃。在新一轮的新能源项目投资与并购的角逐中，如何保障投资安全、平稳度过项目投资周期并实现投资收益，是收购方更为关注的问题。

笔者结合近年来主办的上百个新能源并购项目实务经验，简要梳理了目前新能源并购中主流的交易模式以及实践中收购方偏好的投资安全保障机制，供读者参考。

第一部分\

风光新能源并购概述

（一）常见收购模式简介

风电、光伏等新能源项目投资阶段主要分为**开发前期、建设期、运营期**三大阶段。根据各阶段中交易参与方的权利义务与责任以及收购交割安排的不同，新能源项目收购模式大致可分为以下三种：

1. 预收购模式

预收购模式，一般是指在项目前期开发阶段，通过与交易相关方（通常为项目公司的股东/实际控制人、EPC方）签订预收购协议等文件，收购方在正式股权交易前锁定项目，以提前介入项目的开发和建设。预收购阶段往往发生在风电、光伏项目核准/备案后至并网前。

在此模式下，出售方负责项目开发建设，收购方有权进行监督和管理。同时，收购方通过设置定金支付条件、收购先决条件等系列机制，参与到EPC方的选择及EPC合同条件的谈判、项目建设合规手续的办理、项目融资及负债安排、项目技术标准及工艺的选用等，以保障项目建设合法合规、项目技术标准及设备选型符合收购方要求，且项目投产交割后可达到收购方预期收益。

预收购模式较受收购方青睐。对于收购方而言，新能源优质项目紧俏，提前锁定优质项目，以便监督项目在合规手续、技术、成本控制方面符合其投资预期，同时可依赖出售方在当地的政府资源，顺利完成取得项目指标、用地、电网接入等系列合规手续，保障项目顺利投产，尽快实现投资收益。此外，在预收购模

式下，收购方通过设置一定交易交割先决条件而获得明确的退出通道：在项目不符合预期时，可及时无责任地退出，从而可以有效控制交易风险。

2. 直接收购模式

直接收购模式，一般是指针对存量项目或者尚在建设期的项目，待其达到首次或全容量并网条件后，收购方通过收购项目公司股权的方式，直接收购该项目。由于我国目前法规政策仍明令禁止风电、光伏项目在核准/备案后至并网前擅自变更投资主体，因此直接收购模式常见于项目并网投产后、已进入运营期的阶段。

在此模式下，对于尚在建设期的项目，收购方与出售方之间通常不会签署有约束力的法律文件（可能签署战略合作协议或备忘录）。项目由出售方全权负责开发建设。收购方一般是在项目首次或全面并网后开展财务、法律、技术等方面的尽职调查，以评估项目是否符合其收购条件，如符合，则直接进行收购。

对收购方而言，在这一模式下无需对项目投入前期成本（如定金、技术支持、融资支持等），仅是在项目顺利投产后方进场考察评估，节省了收购方大量的成本。但同时，其在收购前也不享有任何实质权利，对项目没有控制权，无法对优质项目进行具有法律约束力的锁定。由于新能源项目收购行业长期处于卖方市场，优质项目供不应求，收购方面临激烈的市场竞争。即便提前看好项目，也随时可能失去收购机会，导致部分收购方对直接收购模式的偏好程度逐渐降低。

3. 合作共建+收购模式

合作共建+收购模式，一般是指收购方与出售方为项目顺利投产并交割而合资设立项目公司，并以该合资项目公司作为持有及运营项目的主体的模式。收购方一般持有少量股权，并实缴出资，以支持项目建设；出售方一般作为大股东主导项目建设和开发，不实缴出资。当项目达到双方预设的收购条件时，收购方收购出售方所持项目公司股权，以收购整个项目；反之，若未达到预设条件，收购方则通过向出售方出让所持项目公司股权，以实现退出项目投资。

在此模式下，收购方对项目的参与程度更高，且通过在项目建成并网之前就已经取得项目公司部分股权这一方式，更大程度地降低了出售方在项目建设后恶意毁约、将项目以更高价向其他收购方出售的风险。但这一模式下，由于收购方作为项目公司股东，其退出投资有赖于出售方受让其所持项目公司股权（若项目未能投产，收购方亦较难以合适价格向第三方转让其所持项目公司股权），退出方式不如预

收购模式下的干净利落，有可能陷在项目中无法脱身。

（二）收购方主要关注的投资安全问题

结合笔者所经办的大量新能源并购项目的经验，梳理总结了目前新能源并购中收购方所关注的主要投资安全问题，概述如下：

1. 已付资金的安全保障

预收购模式下，为提前锁定优质项目，收购方通常需在预收购协议签署后向出售方支付一定的资金作为定金/预付款（通常为投资总额的20%），以支持项目建设。从收购方角度来看，如何保障定金/预付款的资金安全，需考虑以下几大问题：定金支付先决条件如何设置？定金支付的节点设定在何时？采用何种定金支付的方式？触发定金返还的条件如何设置？出售方未依约退还定金时收购方可采取的救济措施有哪些？该等救济措施的可行性及保障效果如何？

2. 实现预期投资收益的保障

实现项目投资收益，是收购方进行新能源项目收购的根本目的。而考虑到新能源项目运营周期长（一般为20-25年），且受到新能源政策变化、电价波动、并网容量受限等因素影响，如何保障收购方在收购项目后可达其预期的内部收益率并实现平稳退出项目，是收购方需要考虑的核心问题。

3. 放弃交易时可顺利退出的保障

在项目未达预期目标时，如何全身而退，是收购方在作出收购决定时需提前考虑的问题。在不同的收购模式及不同的项目开发阶段中，投资退出机制的设置亦有不同。除了需考虑退出机制在相关交易文件中的设置，亦要考虑实操层面的可行性。此外，由于新能源项目的收购方多为央企及地方国企，项目退出还需遵循国资监管规定。

第二部分\

已付资金的安全保障

目前实践中常见的收购方已付资金（定金/预付款）安全保障措施主要有：

（一）设置支付定金/预付款的先决条件

在预收购模式下，对收购方支付定金/预付款通常会设置如下先决条件：

1.EPC方的选择及EPC合同经得收购方认可

EPC方是决定项目建设进度和质量的关键，且往往是项目合规手续、用地手续的实际办理者，同时还是项目建设资金的主要筹集者。因此，项目EPC方的选择非常重要，收购方通常要求对此有决策权或者至少参与决策。

此外，EPC合同需报经收购方审查确认。此为收购方支付收购项目第一笔资金（定金/预付款）的重要先决条件之一。

2.已通过收购方相关尽职调查及相应的内部决策程序

在决定预收购前，收购方一般会委托法律、财务、技术、运营、评估等专业中介机构对目标项目进行尽职调查，出售方应予以全面配合。尽职调查完成后，收购方会启动内部投资决策程序，根据各中介机构出具的尽职调查报告，对项目实际状况及技术可行性、合法合规性、持续经营能力、市场竞争能力、预期投资收益、风险评估等事项进行全面评估。只有通过同意进行预收购的投资决策，收购方才有可能对外支付定金/预付款。

3. 已取得基础性合规性手续

新能源项目的选址和用地是项目建设的基础，对项目的建设、运营具有决定性影响。因此，考察项目拟选址地是否可能因土地性质（如涉基本草原、林地、生态保护区、农用地）、用地成本（包括当地土地税费、青苗补偿费、土地租金）等原因导致项目无法开展，是收购方决定是否进行预收购以及支付定金/预付款的重要条件。

另一方面，取得项目指标、获得项目核准/备案、获得电网企业出具的同意接入意见/审核意见，也是收购方支付定金/预付款的重要条件。

4.已签订土地租赁协议且内容获得收购方认可

与传统能源项目相比，风电、光伏项目普遍用地范围较大，且涉及用地类型复杂，各地规定亦未统一，故防范项目用地风险一直是新能源项目开发建设过程中合规管理的重中之重。若发生违法用地的情形，不仅可能会受到主管部门的行政处罚，更严重的还可能会构成犯罪并被依法追究刑事责任。换言之，项目的土地问题是导致项目无法获得核准/备案或制约项目顺利建成投产的最主要障碍之一。项目用地状况一直是项目的尽职调查以及投资决策评估最主要的考察内容（亦是最常见的颠覆性风险来源）。土地租赁协议的签订与否、签订的程序合法与否、土地租赁协议的内容（租赁面积、租赁期限、租金标准等）是否满足收购方要求，都是收购方关注的重点。

5. 开具定金/预付款退款保函

为控制交易风险，保障定金/预付款安全，收购方一般要求具有资金实力的EPC方向收购方开具退款保函（不可撤销见索即付保函较为常见）。在预收购协议中约定的正式收购先决条件未得以满足且收购方不同意予以豁免，或出售方存在重大违约行为、收购方有权终止收购时，收购方有权向保函开具行进行索付，以

保障其定金/预付款的安全。

（二）未能完成项目交易的资金安全保障措施

1. 退回定金/预付款

预收购协议中，为保障收购方的定金/预付款安全，收购方一般会设置退回定金/预付款的具体约定，如以列举的方式述明需退回定金/预付款的具体情形、具体操作方式(如退回时间限制、所对应退款保函的处置等)，以及相关方未依约退回定金时收购方可采取的救济措施。

2. 支付违约金

预收购协议中，收购方一般会设置相关违约责任条款，作为交易对方违约时其主张权利的合同依据。违约责任条款内容包括具体违约情形、违约责任的赔付金额以及支付方式。

一般而言，收购方通常会约定发生以下情况时，出售方和EPC方应向收购方支付违约金：

(1)出售方和EPC方任一方主观恶意阻碍目标交易先决条件的实现；

(2)出售方和EPC方任一方单方宣布或以行动表明其终止或拟终止本协议；

(3)出售方和EPC方任一方陷入破产、清算、解散、被依法撤销等原因丧失履约能力或被列入失信被执行人名单致使预收购协议目的无法实现；

(4)兜底条款：出售方和EPC方任一方违反预收购协议约定而导致收购方无法完成目标公司股权收购的。

3. 支付资金占用费

在因不可抗力、政策变化、政府行为或其他非协议方过错导致收购行动失败时，收购方支付的定金/预付款一般是全额退回，协议各方无需承担违约责任。但由于收购方所支付的定金/预付款一般占项目总投资额10%-30%，金额较大，如果出售方（包括EPC方）占用该笔资金较长时间且不支付任何对价，作为收购方的国企通常无法通过内部和外部审计。因此，即使出售方对收购失败无过错，为保障收购方权益，预收购协议亦会设置资金占用费条款，明确出售方应向收购方支付资金占用费。该等资金占用费的利率通常参考同期五年期贷款基准利率而确定。

第三部分\

实现预期投资收益的保障

实践中，收购方在作出投资决策时，投资内部收益率（Internal Rate of Return，简称**IRR**）是最核心的评价指标之一。影响其内部收益率的因素主要包括以下几个方面：

(1)项目建设成本；

(2)项目建设周期；

(3)项目收益的边界条件；

(4)政策支持和补贴；

(5)市场风险和不确定性。

为确保新能源投资并购完成后的内部收益率达到预期水平，收购方往往需要针对上述影响因素设置一系列的保障措施。

（一）项目建设成本承担机制

1. 概述

项目建设成本作为项目总投资的重要组成部分，其高低将直接影响到项目的总投资规模及内部收益率。实践中，一些初涉新能源并购领域的收购方过份地注重项目装机容量规模、发电量及电价等明面上直接构成收益边界条件的事项，而忽略了项目建设成本构成的复杂性和不确定性，以致项目投资风险增加。因此，在新能源项目的收购过程中，无论是预收购模式还是直接收购模式，收购方均需要注重预测和控制项目建设成本构成的复杂性和不确定性，并制定相应的风险控制和成本承担方案。

一般而言，我们建议收购方侧重考虑以下几个方面的成本构成要素：

（1）项目的EPC工程款、监理及监造费用；

（2）项目融资成本，主要体现为项目建设期贷款利息；

（3）项目用地成本，主要包括项目用地的土地租赁费用、房屋建筑租赁费用、土地出让金、设施恢复费、耕地复垦费、青苗补偿费、森林植被恢复费、水土保持补偿费等费用；

（4）项目潜在税务成本，主要包括征税所属期至新能源项目全容量并网之日止的城镇土地使用税、耕地占用税及相应滞纳金。

2. 保障机制

风电、光伏项目具有项目工期紧张、项目用地问题复杂、项目前期及建设期合规性手续繁琐、政策不确定性大等特点，项目业主为规避风险，往往选择将项目以EPC总承包的方式发包给有实力、有经验的承包商。而风电、光伏等新能源项目作为资金密集型项目，项目业主又往往缺乏充分的资金实力及融资能力，以致于常常需要EPC方进行垫资及协助推进项目进展，包括但不限于由EPC方以项目公司的名

义去办理项目核准/备案及后续一系列合规性手续、负责项目用地的租赁及相应补偿事宜、负责办理融资租赁事宜等等。

基于EPC方在风电、光伏项目中的特殊作用和地位，且EPC方在后续项目转让出售过程中往往具有比项目业主更强的议价能力，通常情况下，EPC方一般会对目标公司及目标项目形成实际管理和控制。实践中，EPC方经常会作为交易文件中出售方的重要一员，与收购方、项目业主、项目公司等各方共同签署相应的股权交易文件。

在EPC方既是项目公司最大债权人，又是交易相对方之一的情况下，如何设置合理的项目建设成本控制及承担机制就成为了核心问题。根据笔者过往的项目经验，我们建议收购方从以下几个方面对项目建设成本进行风险控制及费用分担：

(1)针对项目融资成本方面，建议收购方通过交易协议约定最高年化利率，收购方仅承担不高于该等年化利率的含税融资利息或财务成本，超过部分的融资成本由交易相对方承担。

(2)针对项目用地成本方面，以集中式光伏电站项目为例，除需向政府有关部门据实缴纳的相关费用之外，收购方需重点关注租赁土地租金标准，建议收购方通过交易协议约定项目土地租金总上限或土地租赁单价上限标准，超出部分由交易相对方承担。

(3)针对项目潜在税务成本及其他潜在支出方面，建议收购方与交易相对方约定债务承担原则和范围，并对上述项目建设成本的评估基准日、债务承担主体等进行明确。

（二）项目边界条件保障机制

1. 概述

对收购方而言，收购方在评估投资收购单价时，拟收购的目标公司或目标项目的质量和未来发展潜力是其重要的评价指标。就风电、光伏等新能源项目而言，衡量其项目质量及未来发展潜力的重要因素主要包括：（1）项目装机容量规模；（2）项目发电年利用小时数；（3）项目所在地的上网电价；（4）可再生能源项目补贴；（5）项目所享受的税收政策优惠；（6）当地能源需求和电力消纳能力；（7）项目电站设备质量。上述因素相互关联、相互影响，共同组成了新能源项目的收益边界条件，并共同影响着投资收购单价的形成和变化。

实践中，收购方常常依赖于既往数据和资料，通过一定的财务模式对项目边界条件进行未来测算。该等测算结果容易受现实因素影响，包括但不限于因地方限发电政策、发电设备故障、极端天气情况等各种原因导致的项目

发电量波动，实际发电能效或使用寿命下降，因当地能源需要饱和及电力消纳能力不足导致的上网电价下降，以及无法实际享有国家可再生能源补贴等等。

为确保收购方在收购项目后的整体效益并成功实现盈利目标，收购方需通过有效的策略和措施，对项目收益边界条件进行控制和保障。

2. 保障机制

（1）股权收购交易协议中的承诺和保障

在交易文件中往往采用要求交易相对方对收购方投资收益作出直接保证的方式实现项目边界条件保障。交易相对方对投资收益作出保证和承诺，意味着他们愿意承担相应的责任和风险，体现了他们对项目本身以及自身履约能力的信心。由于上文提及的各种不确定因素，项目可能会出现收益不足甚至亏损的情况。如果交易相对方能够对投资收益作出保证和承诺，那么收购方就可以在很大程度上避免这些风险。同时，在交易过程中，可能会出现各种纠纷和争议，如果交易相对方能够对投资收益作出保证和承诺，那么在出现问题时，就可以根据这些承诺和保证来解决纠纷，避免出现无法解决的僵局。

具体而言，我们建议收购方要求交易相对方对如下事项作出承诺：

①约定项目全容量并网日期，交易相对方需承诺项目最终装机并网容量达到双方约定的容量。如未能达到的，收购方有权调减投资收购单价。

②约定自项目全容量并网之日起的三年内的各年度项目发电年利用小时数及年度发电量，交易相对方需就此作出电量保证承诺。同时，需明确由交易相对方承担该等电费收入损失。电费收入损失=（按照项目发电年利用小时数对应理论年度发电量—项目实际年度上网电量）×上网电价。

③为确保交易相对方履行电量保证承诺，可进一步要求EPC方作为交易相对方的代表，向收购方提交相应的见索即付、作为电量保证的履约保函。如未能履行电量保证承诺，收购方可根据相应约定触发履约保函，向履约保函开立行主张要求履行赔付责任。

这些措施作为收购方的风险控制手段，既能够确保交易相对方的履行能力和诚意，亦可以在不确定因素导致项目收入亏损的时候，及时采取措施保护收购方自身权益。

（2）运维协议中的承诺和保障

除在股权收购交易协议中提出承诺和设置保障机制之外，在过往实践案例中，不少项目中的运维方与出售方往往属于关联公司，双方存在紧密联系。因此，关于项目收益边界条件的承诺和保障的要求，收购方亦可以通过与运

维方签署项目运维协议，由运维方承担电量保证承诺责任。

实务中，我们建议收购方要求运维方作出如下承诺：

①若项目发电小时数、发电量、发电收益不能满足协议约定时，运维方承担差额补足、收购不达标的电站等损失赔偿责任。

②如因电站故障或损坏、房产权属纠纷、自然灾害等问题，导致协议约定的总装机容量有所减少时，运维方应及时采取措施维持协议约定的装机容量，否则运维方需承担电站置换、装机容量补足、按协议约定价收购相应电站、承担更换电站期间收购方电费收入损失等责任。

通过对上述项目收益边界条件保障机制的分析，可以看出，项目收益边界条件保障机制能明确项目的收益目标期望值，收购方可以根据这些条件来调整投资策略和确保预期回报，可以更好地评估项目的风险和潜在回报，减少因不确定性或误解而导致的投资损失，有助于保障收购方的权益，从而实现更高的投资回报。

（三）项目收购总价和EPC工程款的联动调整机制

1. 联动调整机制的设置

收购方的项目总投资上限，即项目收购总价。一般而言，收购方对项目收购总价的要求为不得超过投资收购单价×项目装机容量的计算所得。如上文所述，EPC方在风电、光伏项目中具有特殊作用和地位，前述项目预付款/定金的支付对象为EPC方，项目建设成本承担机制和项目边界条件保障机制也和EPC方所应承担的责任紧密相关。在项目业主缺乏充分的资金实力及保障能力的前提下，实务中我们往往通过设置EPC工程款调整机制，让其与项目收购总价挂钩，以满足收购方在交易协议中关于收购项目对价原则的相应要求。

2. 联动机制实现收益保障的方式

（1）调减机制

调减机制主要针对项目装机容量未达标、项目发电年利用小时数未达标等影响项目收益边界条件的情形。虽然有电量保证履约保函作为保障手段，但不排除预期收益损失超出履约保函所能覆盖的赔偿金额范围，故调减机制可作为备用手段予以适用。

具体而言，我们建议收购方在交易协议中进行如下的调减机制约束：

①若项目装机容量未按约定工期达到，或无法达到协议约定的装机容量的，各方应按照收购方的投资内部收益率不下降的原则，对EPC合同结算价款进行调减。

②若项目未被纳入可再生能源补贴清单，

或因交易相对方原因无法实际享受相应电价补贴的，各方应按照收购方的投资内部收益率不下降的原则，对EPC合同结算价款进行调减。

③对于项目建设过程中，超出协议约定的项目融资成本、超出租金上限标准的项目用地成本，以及不应由收购方及收购后的项目公司承担的税费及其他费用，如收购方或项目公司已实际承担了该等费用的，该等费用将直接在EPC合同结算价款中核算扣减。

（2）暂扣机制

在股权收购交易协议中，收购方往往会设置一系列的交易先决条件，但部分先决条件可能在收购方预期的交易节点截止前仍未能满足，包括但不限于项目合规性手续未全部取得、项目工程质量未满足收购方验收标准等等。收购方虽然有权在全部先决条件未得到满足的前提下启动交易，但这并不意味着收购方对该等先决条件的豁免，交易相对方仍有义务继续履行。为确保交易相对方在股权交割或项目交易后仍继续履行义务，我们建议收购方设置相应的EPC合同结算价款暂扣机制，具体方式如下：

①暂扣EPC结算价3-5%作为质保金(现金)，或要求EPC方额外开具相应的质保保函。

②开具相当于EPC结算价10%款项的履约保函。

③明确约定待整改消缺事项及对应暂扣的价款。

综上，收购方采用项目收购总价和EPC工程款的联动调整机制的好处是多方面的，包括确保项目总投资上限不超预期、降低项目交割后面临的工程质量瑕疵和合规性手续缺失等问题带来的风险和不确定性，以及一定程度上减缓收购方的资金支付压力。但需要注意的是，调减或暂扣EPC工程款也存在一些潜在的风险和问题。如果处理不当，可能会引发EPC方及其他交易相对方的不满和抵触情绪，影响项目交易的顺利进行。因此，收购方在使用EPC工程款调减及暂扣机制时应慎重考虑，并与EPC方及其他交易相对方进行充分的沟通和协商，确保项目交易的顺利推进和各方的利益得到公平的保障。

（四）收益优先分配机制

对部分收购方而言，独资收购或自建新能源项目的前期投资风险可能超出其可承受范围。基于这种考虑，实务中产生了股权合作模式下的项目共建形式。企业与企业之间通过股权合作的方式，先共同设立一家投资公司，再通过投资公司设立不同的项目公司，进而投资、建设、运营新能源项目。这种模式下，合作各方按照股权比例共同出资、共同经营、共

担风险。股权合作模式可以集中各方的资源和技术优势，提高项目的建设和运营效率。

在股权合作模式的前提下，设置收益优先分配机制具有一定的必要性：

(1)保障收购方利益：优先分配机制可以保障收购方的利益，确保其获得预期的回报。在新能源项目投资中，收购方的资金投入通常较高，因此需要一种优先保障其回报的机制来降低风险。

(2)激励与约束机制：优先分配机制可以作为一种激励与约束机制，鼓励收购方积极参与公司的经营和发展，同时也可以尽量避免其他股东承担过度的风险。优先分配机制的设置，会使收购方有更大的动力去推动投资公司及项目取得更好的收益。

(3)维护投资公司稳定：优先分配机制有助于维护公司的稳定发展。如果公司的经营状况不佳，可能会导致收购方无法获得足够的回报，甚至面临投资损失的风险。通过优先分配机制，公司可以更好地平衡各方的利益，减少利益冲突和矛盾，从而有助于公司的稳定发展。

据此，在实际操作中，往往需要根据具体情况制定合理的收益分配条款，以平衡各方的利益和需求。笔者根据过往项目经验，随附某股权合作共建项目的收益分配条款供参考：

(1)具体模式：通过股东协议约定，投资公司应在任一会计年度结束后向各方分配预期收益，金额相当于当年度按各方实缴出资乘以预期收益率计算所得回报。

(2)分配顺序：每次分红时，按照各方议定的顺序依次分配，直至各方获得预期收益；各方按上述顺序获得相应分红后，当年度剩余可分配利润留存至项目投资公司。

（五）新能源保险产品的保障

除上述保障机制以外，收购方还可以通过投保相应的新能源保险产品，来保障项目的运营。目前，国内新能源保险常见于以光伏项目建设、运营过程中的风险为标的的保险，由保险公司承担相应的人身和财产损失。我国现有的光伏新能源保险主要包括光伏财产损失保险、产品责任保险、质量保证保险以及光伏发电指数保险等四类保险。

投保光伏新能源保险产品的必要性主要体现在以下几个方面：

①保障财产安全：光伏电站的组件设备在长时间的运营过程中可能会受到暴风、冰雹、洪水等自然灾害的影响，从而导致财产损失。投保光伏新能源保险产品可以为电站提供全面的财产保险保障，确保在意外事件发生时能够得到相应的经济赔偿，降低资产毁损风险。

②降低风险损失：光伏电站的运营过程中可能会面临各种风险，如技术缺陷、产品质量问题、运输和安装过程中的损失等。投保光伏新能源保险产品可以为电站提供风险保障，降低因风险导致的损失。

③保障运营稳定：光伏电站的稳定运营对于能源供应和收益具有重要意义。投保光伏新能源保险产品可以为电站提供运营期间的保障，确保在意外事件发生时电站能够快速恢复运营，保证能源供应的稳定性。

④满足法律法规要求：在某些省份地区，政府对于光伏电站的运营有相关法律法规要求，其中可能包括对投保保险产品的规定。投保光伏新能源保险产品可以满足相关法律法规要求，为电站的合法运营提供保障。

第四部分\

放弃交易时可顺利退出的保障

（一）预收购模式下的退出机制

新能源预收购模式下的退出机制，是保障收购方投资安全的重要环节。常见的触发退出机制的情形主要包括项目合规性存在重大风险、项目边界条件存在颠覆性变化、交易相对方存在重大违约、实际投资收益率远低于预期收益率或连续多个周期低于预期收益率等。在发生以上情形时，收购方可采取以下退出方式：

1.调整收购范围

此种退出方式多适用于同一个项目公司项下存在多个项目的情形。对于可能存在重大合规性风险、项目边界条件可能存在颠覆性变化的项目，可以通过终止开发或在正式收购时将不符合要求的项目剥离出项目公司的方式，实现对该等项目的退出。

2.直接终止收购

此种退出方式可适用于各种情形。各方可以在交易协议中约定，在非因收购方过错的前提下，如果项目合规性存在重大风险、项目边界条件存在颠覆性变化、交易相对方存在重大违约等情形的，收购方有权单方面宣布终止收购，并有权要求交易相对方退回此前已支付的

定金/预付款，且可根据实际情况要求违约方支付违约金或要求收取项目定金/预付款的一方支付相应的资金占用费。

新能源预收购模式下的退出机制，需要根据具体情况选择合适的退出方式。在选择退出方式时，需要综合考虑收购方的投资目标、风险承受能力、项目公司状况和市场环境等因素。同时，需要在交易协议中明确退出条件和程序，以确保退出过程的顺利进行。

（二）直接收购及合作共建下的退出机制

直接收购及合作共建下触发退出机制的情形，常见于约定期限内项目公司/收购方未能实现预期收益、项目存在颠覆性风险导致项目无法继续运营等。在发生以上情形时，较为常见的退出机制设置主要有以下几种：

1.回购机制

(1)回购条款的设置目的

当未能实现投资目的时，设置一定的退出条件和相应的退出机制，有利于收购方及时止损。

(2)触发回购条款的情形

收购方通常要求在项目公司的股东协议或合作协议内约定，以下任一情形的发生将触发回购条款，交易相对方有义务按约定价格在约定时间内收购收购方所持项目公司股权：

①项目公司连续X年未实现各方所约定的预期收益；

②项目公司、项目资源方、EPC方未履行在收购方收购项目公司股权时各方达成的各项交易文件、股东协议及其各补充协议约定的部分或全部义务，或其作出的陈述与保证和承诺在重大方面不真实、不完整、不准确或未实现的，包括但不限于：（i）项目资源方或其关联方通过关联交易、虚构债务或其他任何形式故意侵害项目公司利益的；（ii）项目公司未按照相关协议或者公司章程约定的分红安排实施分红的，或者在协议项下出现违约、违反承诺与保证的；（iii）项目公司未按交易文件的约定完成有关项目合规手续的办理或整改；

③项目公司名下的新能源项目用地被认定为存在占用基本农田、自然保护区、风景名胜区等可能导致项目被拆除、停止运营等颠覆性情形。

(3)面临的相关问题

①回购条款的效力

由于回购条款被触发时，收购方已成为项目公司股东，此时收购方若以"项目公司未能达到预期收益"为由要求项目公司其他股东收购其所持股权，项目公司其他股东可能会以相关合同中股权回购的条款违背了"共负盈亏、共担风险"的原则而主张回购条款无效。

②国有企业出售股权涉及进场交易的问题

若收购方是国有企业，其以协议转让方式要求其他股东方回购股权需得到国资委关于豁免进场交易的批准；若国资委不豁免，则收购方不能直接向其他股东方通过协议转让方式出售其所持项目公司股权。

此时，为保障收购方权益，常见的做法是在交易文件中明确约定交易相对方必须按照不低于约定的价格进场摘牌、竞价或投标，否则交易相对方要承担差价补足责任。

2.对外出售

(1)对外出售的相关机制

①跟售机制

由于此时项目已陷入停滞或未能达到预期收益，出售方、EPC方等交易相对方也可能自行接洽潜在受让方并协商受让条件。收购方可通过设置跟售机制，即 约定若出售方、EPC方等交易相对方向第三方转让其所持项目公司股权的，收购方有权按照同等条件、同等股权比例向第三方出售所持项目公司股权。

②拖售机制

当收购方持有较小比例的项目公司股权时，一般会在交易文件中设置拖售条款，即约定若收购方向第三方转让其所持项目公司股权的，收购方有权要求交易对方按收购方与第三方确定的同等条件出售出其持有的全部项目公司股权，但第三方明确拒绝受让的除外。

(2)出售时的定价机制

为避免出售时股权估值过低，收购方一般倾向于在收购交易文件中中约定出售时的定价机制，包括落实相关定价计算公式和定价构成。例如，在定价机制中明确出售时股权估值应不低于投资方实际出资金额+该等金额在投资期间所产生的最低利息+收购方在投资过程中所产生的实际成本（如尽调费用、审计费用、运营团队费用、管理团队费用等）。

(3)面临的相关问题

①股权估值偏低

在此种情况下，项目往往已陷入困境中，项目公司股权估值很可能偏低，收购方通过出售股权的方式来实现投资收益或止损的目的不一定可以实现。

②难以寻找潜在受让方

同样，由于项目处于困境中，即使按照相关交易协议确定股权出售价格，或按照出售时股权实际价值确定出售价格，收购方仍面临难以找到潜在受让方的窘境，从而在实际上无法退出项目。

3.项目公司清算

当项目陷入停滞，项目公司其他股东怠于履行相关交易文件所约定的回购义务、违约赔偿义务时，笔者建议，在股东协议、投资协议

中明确约定项目公司清算机制，包括收购方所享有的优先清算权，将可有效降低投资资金回收风险。

第五部分\

结语

新能源项目投资规模大、运营时间长、所涉及合规手续复杂繁多，加之新能源相关政策变化快等原因，投资安全已成为收购方决策时首要考虑的要素。为此，收购方除在法律、财务、技术等方面做好尽职调查之外，还需在与相关方的谈判及交易文件中，研究并设置贯穿整个投资周期（包括项目锁定、预收购、正式收购、运营期直至退出等各个环节）的行之有效的投资安全保障机制，方可应对未来项目中可能出现的各类风险，从而保障投资安全、实现投资目的。

梁清华
合伙人
合规与政府监管部
广州办公室
+86 20 2826 1689
liangqinghua@zhonglun.com

金融监管总局1号令、2号令对金融机构贷款业务的影响

作者：武鑫 董雪莲 刘力瑜

2009年至2010年期间，原中国银行业监督管理委员会（以下简称"原银监会"）先后颁布了《项目融资业务指引》（银监发〔2009〕71号，以下简称"《项目融资业务指引》"）、《固定资产贷款管理暂行办法》（中国银行业监督管理委员会令2009年第2号，以下简称"《固贷暂行办法》"）、《流动资金贷款管理暂行办法》（中国银行业监督管理委员会令2010年第1号，以下简称"《流贷暂行办法》"）及《个人贷款管理暂行办法》（中国银行业监督管理委员会令2010年第2号，其与《项目融资业务指引》、《固贷暂行办法》、《流贷暂行办法》统称"三个办法一个指引"），以及《中国银监会办公厅关于严格执行〈固定资产贷款管理暂行办法〉、〈流动资金贷款管理暂行办法〉和〈项目融资业务指引〉的通知》（银监办发〔2010〕53号，以下简称为"53号文"）和《中国银监会关于规范中长期贷款还款方式的通知》（银监发〔2010〕103号，以下简称为"103号文"，其与53号文统称"配套规定"）等配套规定。

三个办法一个指引实施十余年来，在提高商业银行信贷管理水平、防控信用风险和服务实体经济方面发挥了积极作用，但其部分规定在经济社会以及商业银行信贷业务发展的过程中表现出了一定的滞后性和局限性。为进一步促进银行业金融机构提升信贷管理能力和金融服务质效，国家金融监督管理总局对三个办法一个指引进行了修订并吸收整合了配套规定，于2024年2月2日发布《固定资产贷款管理办法》（国家金融监督管理总局2024年第1号，以下简称"1号令"）、《流动资金贷款管理办法》（国家金融监督管理总局2024年第2号，以下简称"2号令"）、《个人贷款管理办法》（国家金融监督管理总局2024年第3号），并将自2024年7月1日起施行。这是三个办法一个指引适用了十余年后的首次修订，并就其适用范围明确国家开发银行、政策性银行以及经国家金融监督管理总局批准设立的非银行金融机构参照适用修订后的规定，对金融机构的贷款业务将产生重大影响。

根据我们以往项目经验，金融机构贷款业务的法律审核，通常分为下述不同阶段：尽职调查与风险评价阶段、合同签订阶段、放款阶段、贷款管理阶段。1号令和2号令的受理与调查、风险评价与审批、合同签订、发放与支付、贷后管理等章节更新了对银行在上述贷款各阶段

的工作要求，且1号令和2号令具有一定的共通性。本文结合我们的项目经验，从贷款业务流程各阶段的角度，分别梳理、总结1号令与2号令的出台对金融机构固定资产贷款业务和流动资金贷款业务法律审核的主要影响。

第一部分\

尽职调查与风险评价阶段

1.进一步明确贷款用途

贷款用途为金融机构贷款业务尽职调查、风险评价及审批的重要因素，并且在贷款审核通过后合同签订阶段、放款后的贷后阶段，它也持续作为审核关注的重点之一。1号令和2号令均对贷款用途进行了进一步明确规定：

1号令针对贷款用途规定的变化主要体现在以下几方面：（1）在《固贷暂行办法》的基础上明确了固定资产贷款的定义和范围，将固定资产贷款定义中的"固定资产投资"的范围界定为"借款人在经营过程中对于固定资产的建设、购置、改造等行为"，由此将设备更新改造、城市更新改造业务相关的贷款明确划分为固定资产贷款；（2）通过将《项目融资业务指引》纳入作为专章，将项目融资统一纳入固定资产贷款范畴；（3）规定对专利权、著作权等知识产权以及采矿权等无形资产办理的贷款可根据贷款项目的业务特征、运行模式参照执行1号令，扩大了固定资产贷款用途的范围。

2号令同样规定了对知识产权和无形资产办理的贷款可根据贷款项目的业务特征、运行模式参照执行，从而扩大了流动资金贷款用途的范围。除此之外，2号令的另一重大变化在于拓宽了贷款用途负面清单的范围：在《流贷暂行办法》所规定的"不得用于固定资产、股权等投资，不得用于国家禁止生产、经营的领域和用途"的基础上，2号令增加了"借款人股东分红"和"金融资产"投资两项明确被禁止用途。虽然借款人股东分红和金融资产投资先前并未被《流贷暂行办法》列入被禁止用途，但其本身并不符合流动资金贷款用于支持借款人的"日常经营周转"的监管政策取向。考虑到实践中部分借款人利用自有资金进行分红或投资后又利用流动资金贷款补充营运资金，或是直接将流动资金贷款用于购买理财产品，监管部门通过在2号令中明确禁止将流动资金贷款用于股东分红和金融资产投资，为后续进一步整治流动资金贷款不规范使用的金融乱象提供了明确的法律依据。

2.强调关联交易的监管

1号令和2号令均通过新增条款强调了对关联关系的监管：贷款人为股东等关联方办理固定资产贷款或流动资金贷款的，应严格执行关联交易管理的相关监管规定，发放贷款条件不得优于一般借款人，并在风险评价报告中进行说明。其中，“发放贷款条件不得优于一般借款人”的规定是对原中国银行保险监督管理委员会发布并于2022年3月1日实施的《银行保险机构关联交易管理办法》（中国银行保险监督管理委员会令2022年第1号）规定的关联交易“以不优于对非关联方同类交易的条件进行”的要求的落实，而“在风险评价报告中进行说明”是本次修订的新增要求。关联关系是金融监管部门的长期监管与执法重点，专门新增相关规定体现了监管部门进一步强化对关联关系监管的态度。若银行在为关联方办理固定资产贷款或流动资金贷款时以优于非关联方的条件进行，或未在风险评价报告中就该关联交易进行充分说明，则银行可能会被监管部门采取监管措施或处罚。

3.细化了固定资产贷款尽职调查报告内容

在《固贷暂行办法》的基础上，1号令细化了贷款人尽职调查内容，并增加了“借款人的还款来源情况、重大经营计划、投融资计划及未来预期现金流状况”等内容，具体条款对比请见下表：

《固贷暂行办法》	1号令
第十一条 贷款人应落实具体的责任部门和岗位，履行尽职调查并形成书面报告。尽职调查的主要内容包括： （一）借款人及项目发起人等相关关系人的情况； （二）贷款项目的情况； （三）**贷款担保情况**； （四）需要调查的其他内容。 尽职调查人员应当确保尽职调查报告内容的真实性、完整性和有效性。	**第十四条** 贷款人应落实具体的责任部门和岗位，履行尽职调查并形成书面报告。尽职调查的主要内容包括： （一）借款人及项目发起人等相关关系人的情况，**包括但不限于：股权关系、组织架构、公司治理、内部控制、生产经营、核心主业、资产结构、财务资金状况、融资情况及资信水平等；** （二）贷款项目的情况，**包括但不限于：项目建设内容和可行性，按照有关规定需取得的审批、核准或备案等手续情况，项目资本金等建设资金的来源和可靠性，项目承建方资质水平，环境风险情况等；** **（三）借款人的还款来源情况、重大经营计划、投融资计划及未来预期现金流状况；** **（四）涉及担保的，包括但不限于担保人的担保能力、抵（质）押物（权）的价值等；** （五）需要调查的其他内容。 尽职调查人员应当确保尽职调查报告内容的真实性、完整性和有效性。

实践中，银行在对借款人进行法律尽职调查时通常已涵盖以下内容：（1）借款人的股权结构、企业类型、资信水平等情况；（2）贷款项目按照有关规定需取得的审批、核准或备案等手续情况；（3）还款来源合法性、资金监管及还款路径；（4）担保人的基本信息、担保方式、担保物（如有）的权属情况等。1号令在法规层面细化了上述尽职调查的内容，贷款人在进行固定资产贷款调查与风险评估时，应注意搜集借款人及项目发起人的核心主业等相关信息，核实项目承建方是否具备相应资质，评估项目环境风险情况（例如项目本身或项目所用地块可能涉及的环境问题）；要求借款人提供公司治理、内部控制、生产经营、资产结构、财务资金状况、融资情况等相关信息并披露重大经营计划、投融资计划及未来预期现金流状况，并对抵质押物的价值进行合理评估，从而确保尽职调查报告的完整性和有效性。

2号令未对流动资金贷款尽职调查内容要求进行实质性修订。

4.放宽了流动资金贷款对小微企业的尽职调查方式

与《流贷暂行办法》不同，2号令放宽了对小微企业的尽职调查方式要求，不再要求必须采取"现场与非现场相结合"的方式进行尽职调查，而是允许贷款人在"通过非现场调查手段可有效核实相关信息真实性，并可据此对借款人作出风险评价"时简化或不再进行现场调查，但贷款人应当审慎确定借款人可简化或不再进行现场调查的贷款金额上限。本次修订使得贷款办理流程更符合小微企业的运营现状，也有利于降低金融机构向小微企业提供贷款的成本，提高金融机构向小微企业提供贷款的积极性，从而实现金融支持实业发展的目的。

1号令未对固定资产贷款尽职调查方式要求进行实质性修订。

第二部分\

合同签订阶段

1.贷款期限及还款安排

1号令和2号令均对贷款期限、还款安排以及贷款展期期限提出了明确要求。具体如下：

（1）贷款期限

1号令和2号令均明确规定了贷款期限，填补了贷款期限的制度空缺，有利于引导金融机构防范贷款期限错配风险。具体而言，固定资产贷款期限一般不超过十年，确需超过十年的，应由贷款人相应层级负责审批；流动资金贷款期限原则上不超过三年，对于经营现金流回收周期较长的，最长不超过五年。国家有关

部门对于房地产贷款、个人住房贷款、个人助学贷款、汽车贷款等特殊类型贷款的贷款期限另有规定的，应继续执行相关规定。

（2）还款安排

虽然《固贷暂行办法》和《流贷暂行办法》并未明确规定固定资产贷款或流动资金贷款应分期偿还，但根据103号文，中长期贷款"不得集中在贷款到期时偿还……实行分期偿还，做到半年一次还本付息"。虽然103号文的标题和行文都提及中长期贷款，但其具体阐述说明文字却主要指向项目融资，这导致就流动资金贷款是否适用分期偿还以及一年两还仍存在一定的不确定性。1号令和2号令对103号文的要求进行了整合与调整，明确提出分期还款要求。

根据1号令第二十五条，贷款期限超过一年的，应实行本金分期偿还，还款频率原则上不低于每年两次，特殊情况下可以放宽到每年一次。还款资金来源主要依赖项目经营产生的收入还款的，首次还本日期应不晚于项目达到预定可使用状态满一年。该条是对103号文中对中长期贷款还款方式的整合与调整，主要体现为表述上的变动，并未改变实质要求。

根据2号令第二十三条，期限超过一年的流动资金贷款，原则上实行本金分期偿还。与1号令不同的是，2号令并未明确"每年两次"的强制还款要求。因此，流动资金贷款的还款安排存在一定的灵活性，借贷双方可在协商基础上审慎约定还款频率以及每期还本金额。

（3）贷款展期期限

1号令和2号令在《固贷暂行办法》和《流贷暂行办法》的基础上，纳入了《贷款通则》对贷款展期期限的要求，并进行了一定的调整。

虽然《固贷暂行办法》和《流贷暂行办法》均未对展期期限提出具体要求，但根据中国人民银行发布并于1996年8月1日实施的《贷款通则》第十一条规定，短期贷款展期期限累计不得超过原贷款期限；中期贷款展期期限累计不得超过原贷款期限的一半；长期贷款展期期限累计不得超过3年。国家另有规定者除外。根据1号令与2号令的新增条款，期限一年以内的贷款展期期限累计不得超过原贷款期限；期限超过一年的贷款展期期限累计不得超过原贷款期限的一半。在1号令和2号令项下，贷款展期期限不再受累计期限不超过3年的限制，有利于当前经济下行形势下的风险缓释与化解。银行业金融机构可以根据业务实际需求，审慎评估展期原因和后续还款安排的可行性，进行合理的风险分类和合规的展期安排。

2.借款人承诺条款

1号令和2号令均对借款人承诺的内容进行了补充，具体请见下表：

《固贷暂行办法》	1号令
第十九条 贷款人应要求借款人在合同中对与贷款相关的重要内容作出承诺，承诺内容应包括：贷款项目及其借款事项符合法律法规的要求；及时向贷款人提供完整、真实、有效的材料；配合贷款人对贷款的相关检查；发生影响其偿债能力的重大不利事项及时通知贷款人；进行合并、分立、股权转让、对外投资、实质性增加债务融资等重大事项前征得贷款人同意等。	**第二十三条** 贷款人应要求借款人在合同中对与贷款相关的重要内容作出承诺，承诺内容包括**但不限于**： （一）贷款项目及其借款事项符合法律法规的要求； （二）及时向贷款人提供完整、真实、有效的材料； （三）配合贷款人进行贷款**支付管理、贷后管理及**相关检查； （四）进行合并、分立、股权转让，**以及进行可能影响其偿债能力的**对外投资、**对外提供担保**、实质性增加债务融资等重大事项前征得贷款人同意； （五）发生其他影响其偿债能力的重大不利事项及时通知贷款人。
《流贷暂行办法》	**2号令**
第二十一条 贷款人应在借款合同中约定由借款人承诺以下事项： （一）向贷款人提供真实、完整、有效的材料； （二）配合贷款人进行贷款支付管理、贷后管理及相关检查； （三）进行对外投资、实质性增加债务融资，以及进行合并、分立、股权转让等重大事项前征得贷款人同意； （四）贷款人有权根据借款人资金回笼情况提前收回贷款； （五）发生影响偿债能力的重大不利事项时及时通知贷款人。	**第二十五条** 贷款人**应要求借款人在合同中对与贷款相关的重要内容作出承诺，承诺内容包括但不限于**： （一）**及时**向贷款人提供真实、完整、有效的材料； （二）配合贷款人进行贷款支付管理、贷后管理及相关检查； （三）进行合并、分立、股权转让，**以及进行可能影响其偿债能力的**对外投资、**对外提供担保**、实质性增加债务融资等重大事项前征得贷款人同意； （四）贷款人有权根据借款人资金回笼情况提前收回贷款； （五）发生影响偿债能力的重大不利事项时及时通知贷款人。

从上表可见，在借款人应承诺需事先取得贷款人同意的事项中，对外投资、实质性增加债务融资等重大事项前增加了“可能影响其偿债能力”的限定条件，并新增了“对外提供担保”的情形。此外，固定资产贷款的借款人承诺内容新增了配合贷款人进行贷款支付管理和贷后管理的内容；流动资金贷款的借款人承诺内容新增了资料提供的及时性。根据我们的项目经验，银行目前的贷款合同中要求的借款人作出的陈述、保证及承诺条款一般已包含类似规定，该等修订对银行贷款业务影响较小。

3.违约责任条款

1号令和2号令均明确了借款人违约事件发生时可采取的措施，包括提前收回贷款、调整贷款支付方式、调整贷款利率、收取罚息、压降授信额度、停止或中止贷款发放等，为贷款人在贷款合同中完善借款人违约责任相关规定提供了有用的参考和明确的依据。实践中，大部分银行的贷款合同中的借款人违约责任相关条款一般均已包含部分措施，银行业金融机构可以在现有的贷款合同标准文本的基础上，根据业务实际需求确定是否需要在相应条款中增补特定措施。

第三部分\

放款阶段

1.受托支付

对受托支付相关要求的调整与优化是本次修订的主要内容之一，相关修订主要包括三方面：优化调整受托支付金额标准、适度延长固定资产贷款受托支付时限以及增加借款人紧急用款相关规定。

(1)优化调整受托支付金额标准

1号令和2号令分别修改了固定资产贷款和流动资金贷款受托支付金额标准，具体修订请见下表：

《固贷暂行办法》	1号令
第二十五条 单笔金额**超过项目总投资5%或超过500万元人民币的贷款资金支付**，应采用贷款人受托支付方式。	**第三十条** 向借款人某一交易对象**单笔支付金额超过一千万元人民币的**，应采用贷款人受托支付方式。
53号文	**2号令**
二、对于固定资产贷款，在风险可控的前提下，单笔支付金额小于50万元人民币的，可采取借款人自主支付方式。	**第四十六条 对于贷款金额五十万元人民币以下的固定资产相关融资需求，可参照本办法执行。**
《流贷暂行办法》	**2号令**
第二十六条 具有以下情形之一的流动资金贷款，**原则上**应采用贷款人受托支付方式： （一）与借款人新建立信贷业务关系且借款人信用状况一般； （二）支付对象明确且**单笔支付金额较大**； （三）贷款人认定的其他情形。	**第三十条** 具有以下情形之一的流动资金贷款，应采用贷款人受托支付方式： （一）与借款人新建立信贷业务关系且借款人信用状况一般； （二）支付对象明确且**向借款人某一交易对象单笔支付金额超过一千万元人民币**； （三）贷款人认定的其他情形。

根据上表可见，1号令和2号令对受托支付金额标准的修订主要包括：（1）固定资产贷款和流动资金贷款的单笔支付金额标准确定为一千万元人民币；（2）就固定资产贷款而言，删除了"项目总投资额5%"的受托支付金额标准。银行现有的贷款合同文本的资金支付相关条款通常规定了应当采用贷款人受托支付的条件，该等条款应当根据1号令和2号令进行相应修改和调整。

（2）适度延长固定资产贷款受托支付时限

根据原银监会于2010年3月11日发布的《关于〈固定资产贷款管理暂行办法〉的解释口径》（以下简称"**《解释口径》**"）第四条第三款规定，贷款人原则上应在贷款发放当天，将贷款资金通过借款人账户支付给借款人交易对手。确因客观原因在贷款发放当天不能将贷款资金支付给借款人交易对手的，贷款人应在下一工作日完成受托支付。根据1号令第三十一条，除发生不可抗力情形外，贷款人应在贷款发放五个工作日内且最迟应于十个工作日内完成对外支付，在不可抗力情况下可由借贷双方协商确定合理的支付时限。由此可见，相对于《解释口径》，1号令适度延长了固定资产贷款的受托支付时限，有利于满足相关合理需求。

（3）增加借款人紧急用款规定

1号令和2号令均增加了借款人紧急用款相关规定，提高了受托支付灵活性。就固定资产贷款和流动资金贷款而言，贷款资金使用记录良好的借款人，在合同约定的贷款用途范围内，出现合理的紧急用款需求，贷款人经评估认为风险可控的，可适当简化受托支付事前证明材料和流程，并于放款后及时完成审核。银行现有的贷款合同文本的资金支付相关条款通常规定采用贷款人受托支付的，借款人应在提款前向贷款人提交商贸合同、对应增值税发票、资金支付依据等相关证明材料，部分金融机构还要求提供相关的物流凭证。在新规生效后，这一条款应增加例外情形，即在符合监管要求和特定条件的情况下简化事前证明材料或审批流程，例如将上述证明材料简化为提供商贸合同，允许其他证明材料后补并事后审核。但为了确保贷款业务的合法合规性，建议银行要求借款人承诺在放款后配合贷款人完成审核流程。

2.借款人自主支付

1号令和2号令均提出采用借款人自主支付的，贷款人应审核是否存在以化整为零方式规避受托支付的情形。根据我们的经验，实践中银行业金融机构的贷款合同文本大多已将采取化整为零方式规避受托支付的情形列为违约事件，并要求借款人配合贷款人相应审查工作。

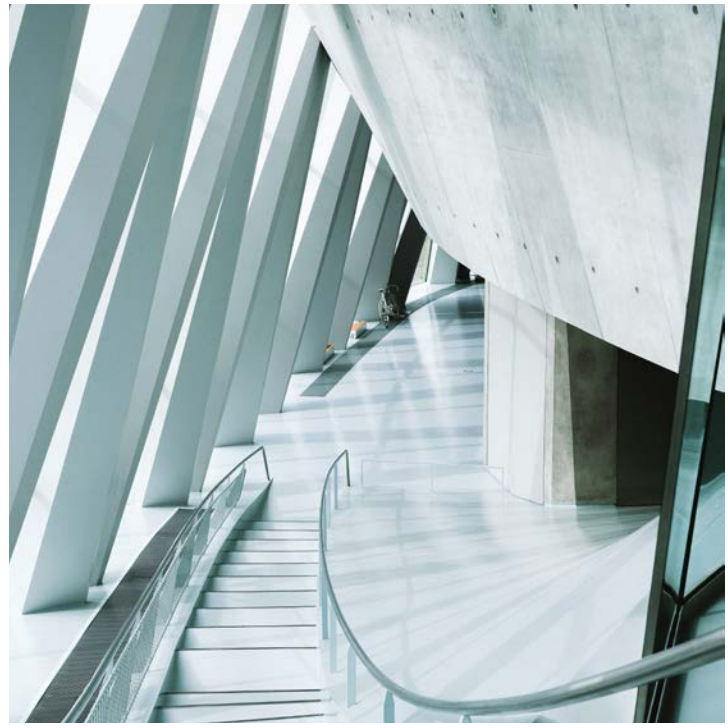
与《固贷暂行办法》和《流贷暂行办法》不同，本次修订明确提出贷款人就贷款资金化整为零操作的审核要求，并将其从固定资产贷款扩大适用于流动资金贷款，表明了监管部门对此问题的重视，可见化整为零规避受托支付的问题将被严格监管。银行业金融机构应当加强对借款人自主支付情形下规避受托支付行为的审核与监控，否则可能面临相关监管措施或处罚。

第四部分\

贷后阶段

1.防控贷款资金挪用行为

根据1号令和2号令的新增条款，贷款人应加强对借款人资金挪用行为的监控，发现借款人挪用贷款资金的，应按照合同约定采取要求借款人整改、提前归还贷款或下调贷款风险分类等相应措施进行管控。该等条款强调了贷款人加强对借款人资金挪用行为监控的义务，并进一步明确了借款人挪用贷款资金后贷款人可以采取的管控措施。根据我们的经验，银行业金融机构现有的贷款合同文本中通常包含禁止借款人挪用贷款资金以及挪用行为发生后计收罚息等规定，银行业金融机构可以参考上述新增条款，结合业务实际需求，将借款人资金挪用对应的适用管控措施落实到合同文本中。



此外，1号令与2号令均提出了强调实质监管的新增规定，要求贷款人健全贷款资金支付管控体系，加强金融科技应用，有效监督贷款资金按约定用途使用，即要求贷款人对贷款用途进行实质监管，而非仅在形式上进行监管。因此，银行业金融机构应当对贷款资金的使用进行有效的实质管控，以避免潜在的监管风险。

2.强化贷后管理责任

1号令和2号令均修订了贷款人的法律责任相关条款，具体请见下表：

《固贷暂行办法》	1号令
第三十九条 贷款人有下列情形之一的，**银行业监督管理机构除按本办法第三十八条规定采取监管措施外，还**可根据《中华人民共和国银行业监督管理法》**第四十六条、第四十八条规定**对其进行处罚： （一）受理不符合条件的固定资产贷款申请并发放贷款的； （二）与借款人串通，违法违规发放固定资产贷款的； （三）超越、变相超越权限或不按规定流程审批贷款的； （四）未按本办法规定签订**贷款协议**的； （五）与贷款同比例的项目资本金到位前发放贷款的； （六）未按本办法规定进行贷款资金支付管理与控制的； （七）有其他严重违反本办法规定的行为的。	**第五十五条** 贷款人有下列情形之一的，**国家金融监督管理总局及其派出机构**可根据《中华人民共和国银行业监督管理法》对其**采取相关监管措施或**进行处罚： （一）受理不符合条件的固定资产贷款申请并发放贷款的； （二）与借款人串通，违法违规发放固定资产贷款的； （三）超越、变相超越权限或不按规定流程审批贷款的； （四）未按本办法规定签订**借款合同**的； （五）与贷款同比例的项目资本金到位前发放贷款的； （六）未按本办法规定进行贷款资金支付管理与控制的； **（七）对借款人严重违约行为未采取有效措施的；** （八）有其他严重违反本办法规定行为的。
《流贷暂行办法》	**2号令**
第三十九条 贷款人有下列情形之一的，**中国银行业监督管理委员会除按本办法第三十八条采取监管措施外，还**可根据《中华人民共和国银行业监督管理法》**第四十六条、第四十八条**对其进行处罚： （一）以降低信贷条件或超过借款人实际资金需求发放贷款的； （二）未按本办法规定签订借款合同的； （三）与借款人串通违规发放贷款的； （四）放任借款人将流动资金贷款用于固定资产投资、股权投资以及国家禁止生产、经营的领域和用途的； （五）超越或变相超越权限审批贷款的； （六）未按本办法规定进行贷款资金支付管理与控制的； （七）严重违反本办法规定的审慎经营规则的其他情形的。	**第四十三条** 贷款人有下列情形之一的，**国家金融监督管理总局及其派出机构**可根据《中华人民共和国银行业监督管理法》对其**采取相关监管措施或**进行处罚： （一）以降低信贷条件或超过借款人实际资金需求发放贷款的； （二）未按本办法规定签订借款合同的； （三）与借款人串通**或参与虚构贸易背景**违规发放贷款的； （四）放任借款人将流动资金贷款用于**借款人股东分红、金融资产投资、**固定资产投资、股权投资以及国家禁止生产、经营的领域和用途的； （五）超越或变相超越权限审批贷款的； （六）未按本办法规定进行贷款资金支付管理与控制的； **（七）对借款人严重违约行为未采取有效措施的；** （八）严重违反本办法规定的审慎经营规则的其他情形的。

由上表可见，1号令和2号令明确规定贷款人“对借款人严重违约行为未采取有效措施”时，监管部门有权采取相关监管措施或进行处罚，体现了监管部门强化贷款人的贷后管理责任的态度。因此，银行业金融机构应当完善内部工作流程，有效采取贷后管理措施，否则可能因对借款人严重违约行为未采取有效措施而承担相应法律责任。

第五部分\

结语

1号令和2号令不仅整合了其他法规和规范性文件中的现有规定，而且在多方面提出了新的监管要求，对金融机构固定资产贷款业务和流动资金贷款业务流程的各阶段均产生影响。我们建议银行业金融机构从业人员熟悉新规的各项要求，审阅业务文本，检视内部规程，并开展合规培训，确保贷款业务的合法合规性。

武鑫
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5780 8431
wuxin@zhonglun.com

虚假陈述经典案例评析：中伦代理某上市公司以不存在交易因果关系为由成功抗辩免责

作者：张保生 李瑞轩 吴璨

近期，中伦代理某上市公司应对证券虚假陈述诉讼案二审宣判。二审判决认定，原告买入该上市公司股票的投资决定与被诉虚假陈述缺乏交易因果关系，而与上市公司其他重大利好信息有关，据此驳回原告的全部诉讼请求。

本案是适用2022年《最高人民法院关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（下称"《虚假陈述若干规定》"）第十二条阻断交易因果关系的规定，判决上市公司免责的典型案例。特别是，在一审法院未采纳我们关于交易因果关系抗辩、认定上市公司应对原告承担虚假陈述赔偿责任的情况下，二审法院认真审查我们的上诉意见，精细化地审理，查明案件相关事实，最终认定原告的投资决策与上市公司的虚假陈述无关，体现出裁判者对交易因果关系有关规定的专业理解，彰显了司法审判的专业化水准与公平法治的基本理念。

第一部分\

二审判决明确《虚假陈述若干规定》规定的交易因果关系要件是可抗辩、可推翻的推定，如被告有证据证明虚假陈述不足以对投资者产生影响，该推定的信赖可以被推翻

司法实践中，交易因果关系要件是证券虚假陈述案件各方当事人争议的主要问题之一。2003年《最高人民法院关于审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的若干规定》未将交易因果关系作为独立要件规定，在司法实践中，在上市公司被行政处罚的情况下，大部分审理法院也不会将交易因果关系作为审查裁判的重点。经过多年的审判经验积累，《虚假陈述若干规定》第12条规定了否定交易因果关系的认定规则。最高人民法院在《<关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定>的理解与适用》中也强调，重大性、交易因果关系是虚假陈述案件特殊的责任构成要件之一。[1]

1.最高人民法院林文学、付金联、周伦军：《<关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定>的理解与适用》，载《人民司法》2022年第7期。

但在《虚假陈述若干规定》颁行之后，各地法院在个案审理中对于重大性、交易因果关系要件的审查、认定思路仍存在较大差异。有的法院能够基于被告的合理抗辩和举证，通过精细化地审查，准确把握案涉虚假陈述的特征、查明涉案期间其他重大信息对股价及交易量的影响，进而结合投资者的具体买入情况审慎认定交易因果关系是否成立；但有的法院则倾向于给被告反驳交易因果关系的抗辩设置很高的举证责任标准。不同法院在面对基本相同的交易因果关系抗辩与证据时，认定结论很可能出现不同。

本案中，二审法院在论述交易因果关系问题时，旗帜鲜明地指出，《虚假陈述若干规定》虽然规定了"推定信赖"原则，但这种推定并没有将"合理信赖"要件完全取消，而是将合理信赖的举证责任由投资者转移至信息披露义务人。即这种推定是可抗辩的，如有证据显示被诉虚假陈述不足以对投资者投资决定产生影响，这种推定的信赖亦可能被推翻。二审判决清晰、合理地认定了推定信赖、合理信赖要件成立与举证责任分配等问题之间的关系，与理论界、实务界的普遍观点相协调。

第二部分\

二审判决丰富了否定交易因果的具体情形，确立了"公司公告信息＋股价变化"的综合判断标准，具有相当的专业性、典型性、启示性

《虚假陈述若干规定》第12条第一款第一项至第四项列举了可以否定交易因果关系的四种具体情形，分别为原告交易行为的时间与虚假陈述的实施日/揭露日不匹配、原告交易时知悉/应当知悉存在虚假陈述、上市公司收购或重大资产重组、原告交易行为构成内幕交易/操纵市场等违法行为。该条第五项规定了兜底情形——原告的交易行为与虚假陈述不具有交易因果关系的其他情形。

但在实践中，到底如何理解上述"不具有交易因果关系的其他情形"存在较大争议。在相当数量的案件中，每当被告提出交易因果关系抗辩，但具体抗辩事由不属于前四项列举的具体情形，而可能落入第五项兜底情形时，往往面临原告的强烈质疑，获得法院支持的难度较大。

本案中，我们代表上市公司结合公司公告、公开新闻、公司股价走势等证据提出抗辩——原告买入案涉股票时，适逢上市公司

有关重大利好信息的形成、发酵过程，且在此期间上市公司股价连续拉涨，走势明显区别于大盘与行业指数，原告明显系受到该等重大利好信息影响作出投资决策。

就此，二审法院全面查明，上市公司相关重大利好信息于2021年2月下旬形成，导致公司股价开始上涨、几乎翻倍，且在相关期间内上涨走势强劲、涨幅远高于大盘及行业指数。同期上市公司并无其他重大利好信息，故认定该等股价上涨系受相关重大利好信息的影响。进而，二审法院认定原告买入案涉股票的时间恰处于该等重大利好信息导致股价连续上涨的区间。我们理解，该等重大利好信息尽管不属于《虚假陈述若干规定》第12条列明的四种具体情形，但构成足以否定交易因果关系的"其他情形"。二审法院该等认定丰富了司法实践认定"否定交易因果关系的其他情形"范围，体现出较强的专业审判能力和丰富的审判经验。特别是该"公司公告信息 + 股价变化"的综合判断标准，颇具专业性、典型性、启示性。

第三部分\

二审判决采信了我们提出的"远因"与"近因"相区别的因果关系判断原则，明确指出原告买入时间距离其诉称的虚假陈述时间间隔长达近两年，否定了"推定"的信赖与交易因果关系

司法实践中，面对被告的交易因果关系抗辩，原告往往还会强调，即便存在被告所说的其他重大事项可能影响投资者交易决策，也不能完全否认有关虚假陈述对原告交易决策的影响，进而主张交易因果关系成立。在部分案件中，原告的这种主张亦得到了审理法院的支持。但是，该主张其实是要求被告的交易因果关系抗辩举证达到"100%确定性"的绝对化证明标准，背离了民事诉讼中"优势证明标准"，也背离了判断因果关系时应适用的"相当因果关系"理论。

近期，北京金融法院在审理的"乐视网"案中认可了我们在代理该案时提出的上市公司信息披露的重大性衰减效应，即"远因近因"理论。北京金融法院指出："信息披露的影响会随着时间的推移而衰减……现实中，投资者仅仅具有有限的理性和信息获取、处理能力。相对而言，投资者更重视较近出现的、

容易获取的、容易理解的信息，而非较早出现的、难以获取的、晦涩难懂的同类信息……随着时间的推移，信息的重要性随着期限的拉长而呈现逐渐衰减的趋势。"[2]

本案中，尽管原告强调其交易决策受到了诉称虚假陈述的影响，但其首次买入股票的时间距离诉称虚假陈述的实施间隔了近两年的时间。而且，案涉虚假陈述属于隐瞒未披露的消极虚假陈述，理论上并不会直接影响投资者的交易决策。就此，本案二审法院亦查明，根据原告提交的交易明细，原告首次买入的时间恰逢前述重大利好信息作用的区间，而距离诉称的虚假陈述实施日时间间隔长达近两年，原告的投资决策与其诉称虚假陈述之间不存在交易因果关系。

第四部分\

二审判决进一步分析了原告买入股票期间上市公司披露的财务、经营数据显属重大利空消息，但仍未阻却原告的买入，最终二审判决认定交易因果关系不成立。二审判决辩证地从正、反两方面审查原告的信赖要件，逻辑十分周延

本案中，为了进一步证明原告的交易决策系受到有关重大利好事项影响，而与其他因素无关，通过细致梳理相关公告，我们代表上市公司进一步抗辩指出，在原告买入区间内，上市公司相关定期报告披露的财务、经营数据均较同期出现大幅下跌，且净利润为负，显属重大利空，不会诱导投资者买入。但投资者在此期间建仓并持续买入案涉股票，显然是受到了同期唯一的重大利好因素，以及受此利好影响呈现出股价连续上涨的技术面影响。

二审法院在查明、认可前述事实的基础上，进一步结合上市公司股价走势认定，一方面，相关重大利空的定期报告披露后，上市公司股价仍持续上涨，表明同期重大利好事项的影响得到了资本市场的一致认可；另一方面，该等与上市公司财务、经营相关的利空定期报告披露后，也没有阻却投资者的买入行为，表明真正影响投资者作出买入决策的信息并非上市公司的基本面，而是技术面上股价的连续上涨，及其背后的重大利好事项。二审法院辩证地从正、反两方面审查了原告的信赖要件，逻辑十分周延。

2.北京金融法院（2021）京74民初111号民事判决书。

第五部分\

结语

在证券虚假陈述诉讼中，交易因果关系问题是各方当事人争议最多的焦点之一。但投资者到底基于什么原因而买入涉案股票，这本质上是投资者的内心主观活动，在事后的司法审判活动中，一般难以复原。这给了原告较大的主张空间，增加了被告的抗辩难度，使得法院的自由裁量空间较大，造成了不同法院对基本相同的案情的法律认定存在较大差异。本案中，二审法院基于一般投资理性、结合投资者的买入时间、交易行为特征，以及上市公司公告、股票交易量与价格走势等客观事实，认定投资者的投资决策与诉称虚假陈述无关，而与同期重大利好因素及其引发的股票技术面相关，实事求是、精准定责，充分体现出近年来证券诉讼司法裁判者的专业化与精细化，值得称道。

就律师工作而言，我们始终将证券诉讼案件中代理律师的工作定位于——协助裁判者全面查明案件事实、甄别案件核心事实与法律问题的细微差异、准确适用法律并精准定责。而证券诉讼律师工作的"专业化"，其前提是律师工作的"精细化"，这具体表现为对有关虚假陈述事项、证券交易量与价格走势变化、其他各类公告/信息的全面研究、有机结合与通盘考量。我们已经代表数十家上市公司、证券中介机构应对各类证券虚假陈述纠纷超过百起，很多案件取得了完全免责、绝大多数案件取得了大幅减责的良好代理效果，见证并参与着我国证券诉讼业务的发展。随着各地法院审理证券虚假陈述案件经验的进一步积累，时值人民法院案例库正式上线并向社会开放的契机，我们期待并相信我国证券诉讼实践将进入更为专业、理性、法治的新时代。

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

李瑞轩
非权益合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5087 2773
liruixuan@zhonglun.com

新质生产力的重大利好：《促进和规范数据跨境流动规定》要点解析

作者：陈际红 吴佳蔚 林婉琪

自2023年9月28日国家互联网信息办公室发布《规范和促进数据跨境流动规定（征求意见稿）》（以下简称"928新规"）以来，数据跨境监管动态一直悬而未决，企业对于后续的政策及监管趋势存在诸多疑虑。2024年3月22日，《促进和规范数据跨境流动规定》（以下简称"《规定》"）正式发布并自公布之日起施行，规定以促进为主，兼顾规范，对于企业来讲，减负信号更为明显，监管确定性增强，是一件幸事，我们特此在新规正式发布之际带来如下解读，为相关主体提供参考。

第一部分\

出台背景

我们理解，《规定》的正式发布主要有两个层次的原因：

首先，中央"稳经济、稳外资、稳外贸、保增长"的政策指向是新规出台最为核心的原因：2023年8月国务院发布《关于进一步优化外商投资环境加大吸引外商投资力度的意见》，其中第（十四）项提出，"探索便利化的数据跨境流动安全管理机制"。2024年3月，国务院进一步发布《扎实推进高水平对外开放更大力度吸引和利用外资行动方案》提及："支持外商投资企业与总部数据流动。规范数据跨境安全管理，组织开展数据出境安全评估、规范个人信息出境标准合同备案等相关工作，促进外商投资企业研发、生产、销售等数据跨境安全有序流动"。

其次，数据出境安全评估及标准合同备案工作已正式开展一年左右，实践过程中出现了以下问题：

- 申报周期长，准备材料多，审核结果悬而未决的等待时间给企业正常开展跨境业务活动带来不确定性；
- 安全评估触发门槛相对较低，带来安全评估普遍适用的情况，实践中各地区审核尺度存在区别；
- 审核标准和必要性判断标准口径较严，特别是针对于跨国集团内部人事管理等活动的审核较为严格，导致企业后续整改的成本较高；
- 缺乏豁免条件，企业对于少量、轻微、确有必要的数据流动场景仍然需要至少采取标准合同备案或认证的措施。

数据出境"三件套"的执行现状与问题

数据出境安全评估	个人信息出境标准合同	个人信息保护认证
相关规范 **《数据出境安全评估办法》**：2022年9月1日生效，2023年2月28日整改期限到期。 **价值取向**：国家安全、公共利益、个人信息权益 **法定适用**：CIIO、重要数据处理者，100万、10万、1万 **有效期**：2年 **执行现状** · 审查颗粒度细，周期长，审查结果颗粒度落实到各字段出境必要性。 · 截至2024年1月，仅北京已有117家企业提交申报，45家申请被国家网信办受理，39家单位获批通过安全评估，多数为外资企业，所涉行业以软件和信息技术服务业、汽车与工业制造业为主。大部分案例未公开。 · 多数案例于2023年5月后通过，仍有企业未获得结果。	**相关规范** ·**《个人信息出境标准合同办法》**：2023年6月1日生效，2023年11月30日整改期限到期。 ·**《粤港澳大湾区（内地、香港）个人信息跨境流动标准合同实施指引》及其附件《粤洪澳大湾区（内地、香港）个人信息跨境流动标准合同》**：2023年12月10日发布并生效。 **价值取向**：个人信息权益 **选择适用**：少量、偶发，跨境商业交易或合作，出境场景直接、清晰 **有效期**：依照合同约定 **执行现状** · 形式审查为主，部分地区审查较严。 · 截至2023年9月底，北京、浙江网信办公开通过案例2例，分别为北京德亿信数据有限公司、邦贝液压机械(杭州)有限公司。部分安全未公开。	**相关规范** ·**《关于实施个人信息保护认证》**及**《个人信息保护认证实施规则》**：2022年11月4日发布； ·**《网络安全标准实践指南—个人信息跨境处理活动安全认证规范v2.0》**：2022年12月16日发布 ·**《信息安全技术 个人信息跨境传输认证要求（征求意见稿）》**：2023年3月16日发布 **价值取向**：个人信息权益 **选择适用**：频发、长期，跨国集团、关联实体，产业生态链 **有效期**：3年 **执行现状** 2023年12月，5家企业获颁首批个人信息保护认证证书，包括希音全球统一门户、集团人力资源管理、招聘涉及的个人信息处理活动等跨境场景。

审查标准、操作细则如何明确？

法定门槛是否合理？出境"三件套"如何合理配置？

多元机制如何协调运行？

如何促进国家间数据流通，便利企业出海？

在稳外资，促发展的前提下，《规定》可以有效降低企业的合规成本和对上述潜在问题的顾虑，在保证安全底线的同时稳固发展趋势。

第二部分\

变化、解读与分析

1. 数据出境"减负三件套"：新门槛、新豁免、新程序

- 新门槛

《规定》第五、七、八条对触发数据出境安全评估申报义务、订立个人信息出境标准合同及备案或通过个人信息保护认证的触发数量门槛进行了新的安排，具体如下表所示：

	原生效规范下触发门槛*	928新规触发门槛*	《规定》门槛*
申报数据出境安全评估	• 100万个人信息处理者； • 或自上年1月1日起累计向境外提供数量：≥ 10万个人信息，≥ 1万敏感个人信息	预计一年内向境外提供个人信息数量＞100万	自当年1月1日起累计向境外提供个人信息数量≥100万个人信息（不含敏感个人信息）；≥ 1万敏感个人信息
订立个人信息出境标准合同及备案或通过个人信息保护认证	• ＜100万个人信息处理者；且 • 自上年1月1日起累计向境外提供数量：＜10万个人信息，＜1万敏感个人信息	预计一年内向境外提供个人信息数量：1万~100万	自当年1月1日起累计向境外提供个人信息数量：10万~100万人个人信息（不含敏感个人信息）；＜1万敏感个人信息
无需适用数据出境机制	无豁免数量规定	预计一年内向境外提供个人信息数量：＜1万	自当年1月1日起累计向境外提供个人信息数量：＜10万个人信息（不含敏感个人信息）

***仅为触发数量门槛比较，CIIO、重要数据出境等仍需申报安全评估。**

前述触发门槛信息数量的调整体现了放松数据安全监管、促进发展与流动的明确信号。新触发门槛规定还特别重申了完全无需适用任一数据出境机制的豁免场景"从其规定"的衔接条文，避免做出过于严格的解读，便于企业开展跨境经贸活动。

- 新豁免

关于"数据过境"

《规定》第四条规定，"数据处理者在境外收集和产生的个人信息传输至境内处理后向境外提供，处理过程中没有引入境内个人信息或者重要数据的，不需要申报数据出境安全评估、订立个人信息出境标准合同、通过个人信息保护认证。"

与928新规相比，《规定》更加明确了"过境"的概念，并且强调了未引入境内个人信息或重要数据的前提下，无需承担相应义务的概念。对于在国内建设跨境数据中心、面向海外市场提供跨境云服务的企业而言，无疑是一大利好消息。

关于"个人发起"、"员工管理"和"紧急情况"

除触发数量门槛更新外，**《规定》第五条**亦规定，以下情形不需要申报数据出境安全评估、订立个人信息出境标准合同、通过个人信息保护认证：

"（一）为订立、履行个人作为一方当事人的合同所必需，如跨境购物、跨境寄递、跨境汇款、跨境支付、跨境开户、机票酒店预订、签证办理、

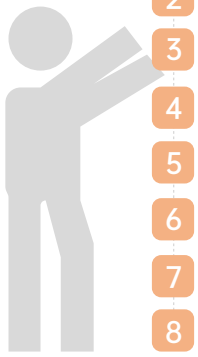
考试服务等，确需向境外提供个人信息的；

（二）按照依法制定的劳动规章制度和依法签订的集体合同实施跨境人力资源管理，确需向境外提供员工个人信息的；

（三）紧急情况下为保护自然人的生命健康和财产安全，确需向境外提供个人信息的；"

与928新规相比，《规定》增加了对个人发起场景的列举，为企业判断豁免情形提供了更多参考。

此外，虽然《规定》未沿袭928新规，明确"基于个人同意向境外提供个人信息的，应当取得个人信息主体同意"，但我们理解，《规定》与928新规导向一致。在《规定》项下，跨境场景下的"单独同意"这一要求，对于企业拥有豁免场景涉及的合法基础的前提下，具体实现形式会进一步松绑，将在形式上和实质内容上降低"同意"的合规负担[1]。详见下图：



1 同意	»	单位同意
2 履行个人合同所必须	»	出境机制与单独同意的豁免
3 劳动人力资源管理	»	出境机制与单独同意的豁免
4 法定职责或法定义务	»	单位同意的豁免
5 应对突发公共卫生事件，或者紧急情况下为保护自然人的生命健康和财产安全	»	应对突发公共卫生事件：单独同意的豁免； 紧急情况下为保护自然人的生命健康和财产安全： 出境机制与单独同意的豁免
6 为公共利益实施新闻报道、舆论监督	»	单独同意的豁免
7 合理范围内处理合法公开信息	»	单独同意的豁免
8 其他	»	单独同意的豁免

- 新程序

《规定》第九条规定，"通过数据出境安全评估的结果有效期为3年，自评估结果出具之日起算。有效期届满，需要继续开展数据出境活动并且未发生需要重新申报数据出境安全评估的情形的，数据处理者可以在届满前60个工作日内向国家网信部门提出延长评估结果有效期的申请。"该等规定一方面延长了有效期时间，另一方面简化了数据处理活动以及安全因素未变化场景下数据处理者延长有效期的申报工作程序，对于依然需要开展安全评估的公司而言具有重大意义。

1.但是根据《数据出境安全评估申报指南（第二版）》的规定，申报安全评估如涉及单独同意的，仍需提供佐证材料，明确了如走同意路径的需要单独同意的要求。

此外，国家网信办同步发布了**《数据出境安全评估申报指南（第二版）》和《个人信息出境标准合同备案指南（第二版）》**，对数据处理者需要提交的相关材料进行了优化简化，同步开通了"数据出境申报系统"。数据处理者应通过系统提交申报，关键信息基础设施运营者或者其他不适合通过数据出境申报系统申报数据出境安全评估的，采用线下方式通过所在地省级网信办向国家网信办申报数据出境安全评估，申报方式为送达书面申报材料并附带材料电子版，书面申报材料需装订成册。

以上指南文件中，以《数据出境安全评估申报指南（第二版）》为例，主要变化如下：明确了《个人信息保护法》第三条第二款的情况下域外适用的个人信息处理者依然需要遵循相关规定提交申报；对于单位性质单位类型等具体填报项目进行勾选化设计；需要明确申报方是否为关键信息基础设施运营者；从场景化出发要求填报数据出境活动，并且给出了扩展、拆分等实操性指引；明确自然人数量需要去重；简化合并了报告中部分条目；按照出境数据类项逐条分析必要性；要求提交单独同意的佐证材料。我们理解，《个人信息出境标准合同备案指南（第二版）》修订趋势类似。

2.自贸区或成为数据跨境流动进一步扩大的有效试验田

《规定》第六条，"自由贸易试验区在国家数据分类分级保护制度框架下，可以自行制定区内需要纳入数据出境安全评估、个人信息出境标准合同、个人信息保护认证管理范围的数据清单（以下简称负面清单），经省级网络安全和信息化委员会批准后，报国家网信部门、国家数据管理部门备案。

自由贸易试验区内数据处理者向境外提供负面清单外的数据，可以免予申报数据出境安全评估、订立个人信息出境标准合同、通过个人信息保护认证。"

《规定》提出的负面清单要求，具备以下优势：

- **政策导向角度**，负面清单机制更能体现我国对于一般数据流动支持的态度，即禁止出境、受限出境是例外；
- **可操作性方面**，负面清单机制有助于企业及监管机关提升识别禁止或受限出境的数据的效率，亦有助于增强企业展业过程中判断自身数据是否可出境的可预期性。

各自贸区自去年以来纷纷采取动作响应相关要求，以上海、天津为例，特色如下：

上海

根据《全面对接国际高标准经贸规则推进中国（上海）自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案》《上海市落实〈全面对接国际高标准经贸规则推进中国（上海）自由贸易试验区高水平制度型开放总体方案〉的实施方案》，上海拟出台如下措施

便利数据跨境：

- 上海自贸试验区管委会、临港新片区管委会将根据区内实际需求制定重要数据目录；
- 探索开展数据出境标准合同与个人信息保护认证与国际互认试点；
- 将通过如在临港新片区建立数据跨境服务中心等措施，便利数据处理者开展数据出境自评等数据出境安全合规工作，其中，数据跨境服务中心主要提供材料受理、咨询、初审服务。

2024年2月8日，《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区数据跨境流动分类分级管理办法（试行）》（以下简称"**《上海办法》**"）印发。《上海办法》适用于：（1）在临港新片区范围内登记注册的，或（2）在临港新片区开展数据跨境流动相关活动的数据处理者。该办法有效期至2025年2月7日。

《上海办法》明确临港新片区管委会将区分领域，率先围绕汽车等重点领域制定数据流动正面、负面清单。具体而言，跨境数据分为**核心数据、重要数据、一般数据**3个级别：

- **核心数据禁止跨境**；
- **重要数据**目录由临港新片区管委会制定，重要数据跨境可在通过临港新片区数据跨境服务中心进行申报材料初验后，向市委网信办**申报数据出境安全评估**；
- **一般数据**清单由临港新片区管委会制定，一般数据可向临港新片区管委会申请登记备案，在满足相关管理要求后**自由流动**。若相关领域出台场景化重要数据目录，则该领域的一般数据清单自动失效。同时，若数据处理者在数据跨境流动过程中未严格履行相关承诺，或出现其他违规行为的，临港新片区管委会可立即暂停或终止数据跨境流动。数据处理者需继续开展数据跨境流动的，应按照要求整改，整改完成后重新备案。

根据我们与当地相关负责部门的沟通，目前当地正在就此《上海办法》撰写具体指引。此外据报道，智能网联汽车车辆远程诊断、公募基金市场投研信息、跨国公司集团管理、生物医药临床试验和研发等20个场景的跨境流动分级分类的首批清单目录已基本编制完成，在完成论证后将于近期对外发布[2]。

天津

2024年2月5日，天津市商务局、自贸试验区管委会印发《中国（天津）自由贸易试验区企业数据分类分级标准规范》（以下简称"**《规范》**"）。《规范》适用于天津自贸试验区内企业在生产经营过程中**产生、收集、存储、传输和处理的数据的分类分级**：

- **数据分类**：《规范》将企业数据分为三个

2.参见：https://mp.weixin.qq.com/s/E8aIKLrOh9q69tCdpQ5rDQ?scene=25#wechat_redirect，最后访问时间：2024年3月22日。

层级，第一层级为13大类，第二层级为40子类，第三层分类由数据处理者自行决定。例如，智能汽车运行过程中获取的地理信息、人员流量、车辆流量等数据及智能汽车用户用车数据属于工业类中的"智能汽车"子类别；

- **数据分级**：《规范》将企业数据从高到低分为**核心、重要、一般3个级别**，并强调重要数据应对国家安全、经济运行、社会稳定、公共健康和安全产生影响，仅影响组织自身或公民个体的数据，一般不作为重要数据。就重要数据判定，《规范》提出应参照相关法律、法规和规定，行业主管部门未明确判定标准时，可按照《规范》提出的标准识别，如"天津自贸试验区企业掌握的1000万人以上个人信息；100万人以上个人敏感信息；10万人以上且包含个人银行账户、个人保险账户、个人注册账户、个人诊疗数据等的个人敏感信息"，"在提供互联网服务过程中产生的可用来实施社会动员的数据，相关退伍人员等敏感人群数字画像数据，对军工、政府类客户记录和跟踪的数据"及"智能汽车领域汽车OTA参数"构成重要数据。

此外，《规范》要求企业向天津自贸试验区网络数据安全工作主管部门报送重要数据目录。

3. 其他需要注意的合规要求

《规定》第十条明确，"数据处理者向境外提供个人信息的，应当按照法律、行政法规的规定履行告知、取得个人单独同意、进行个人信息保护影响评估等义务。"**《规定》第十一条**规定再次重申了依法合规的要求，"数据处理者向境外提供数据的，应当遵守法律、法规的规定，履行**数据安全保护义务**，采取技术措施和其他必要措施，保障数据出境安全。发生或者可能发生数据安全事件的，应当采取**补救措施**，及时向省级以上网信部门和其他有关主管部门**报告**。"

因而，尽管满足豁免场景的数据处理者无需进行程序性申报、备案或认证，但仍需满足法律规定履行数据保护义务。

- 重要数据的识别与保护

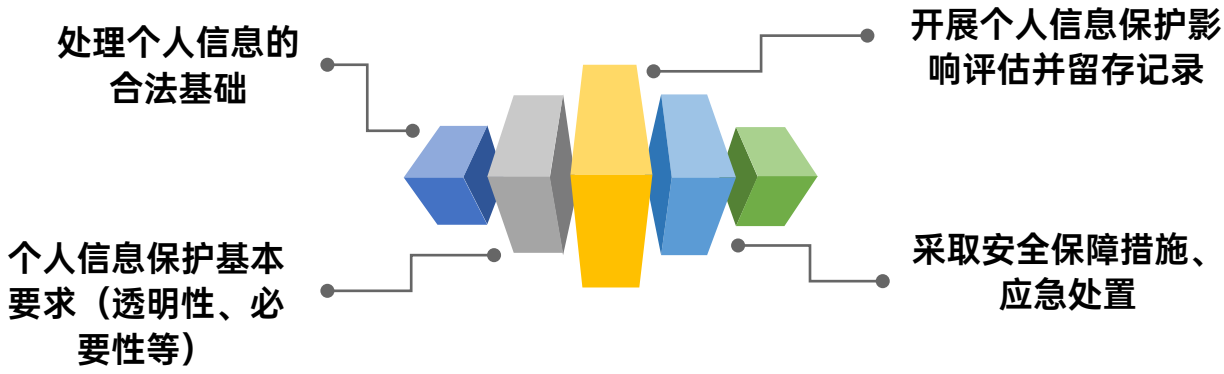
数据处理者向境外提供重要数据依然要承担申报出境安全评估的义务，重要数据的识别、安全管理一直是横贯在企业头部的达摩克利斯之剑，除了汽车行业有明确的规定之外，其他均在探索之中。近期网安标委发布的《数据安全技术 数据分类分级规则》整合了之前重要数据相关国标征求意见稿，给出了数据分类分级的通用规则以及重要数据识别指南（见《数据安全技术 数据分类分级规则》附录G），用于指导各行业领域、各地区、各部门的主管机构和数据处理者开展数据分类分级工作。

一旦落入重要数据范围，除了跨境义务之外，根据《数据安全法》以及相关行业法规的规定，涉及企业依然要履行设立责任人，开展风险评估，通过合同等方式管理对外提供等敏感场景，向监管机

构申报备案等义务。

- 个人信息保护基本义务

《个人信息保护法》项下数据处理的基本义务和框架如下，以供涉及企业参考，即使落入豁免门槛，建议依然要在以下维度进行考量，在出境时保证同等保护要求。



第三部分\

启示与建议

我们理解，《规定》的要求只是监管程序的豁免，而非实质性合规义务的免除。比如，对于跨境传输个人信息，即使按照新规不需要申报评估、进行标准合同备案或开展个人信息保护认证，也应当主动采取合规措施，满足合法性、正当性和必要性的条件，采取措施实现传输信息的安全，总体上达到《个人信息保护法》所要求的同等保护水平要求。而在监管侧，会更加强调事中和事后监管，如发现数据出境活动存在较大风险或者发生安全事件的，可以要求数据处理者进行整改消除隐患；对拒不改正或者导致严重后果的，依法责令其停止数据出境活动，保障数据安全。

《规定》第十三条规定，《数据出境安全评估办法》、《个人信息出境标准合同办法》等相关规定与本规定不一致的，按照本规定执行。由此，我们建议不同类型的企业可采取以下策略来应对：

- 已按照旧规开展申报、备案的企业，可结合申报进程，获得申报结果与否，考量自身数据出境活动是否落入《规定》豁免场景，与监管部门进行密切沟通，做好后续应对和收尾工作；

- 对于之前一直观望中的企业而言，关于数据出境监管的不确定性暂时告一段落，可进行排查和梳理数据处理和数据出境场景，进行后续的合规动作，由于目前强调行业监管以及事中事后检查监管的政策，即使公司落入豁免场景，亦需要做好内部的合规论证并且适当开展其他基本数据合规义务的落地工作以行稳致远。

总体来讲，《规定》响应了目前经济发展的最大诉求，为企业减负，回应市场期待，是应时而变、适时而动的举措，我们也期待更广泛和深入的跨境经贸合作，以及更为合理惠商的监管措施为中外企业带来数字经济的春天。

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

吴佳蔚
非权益合伙人
知识产权部
北京办公室
+86 10 5087 2942
wujiawei@zhonglun.com

特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。