

# NEWSLETTER

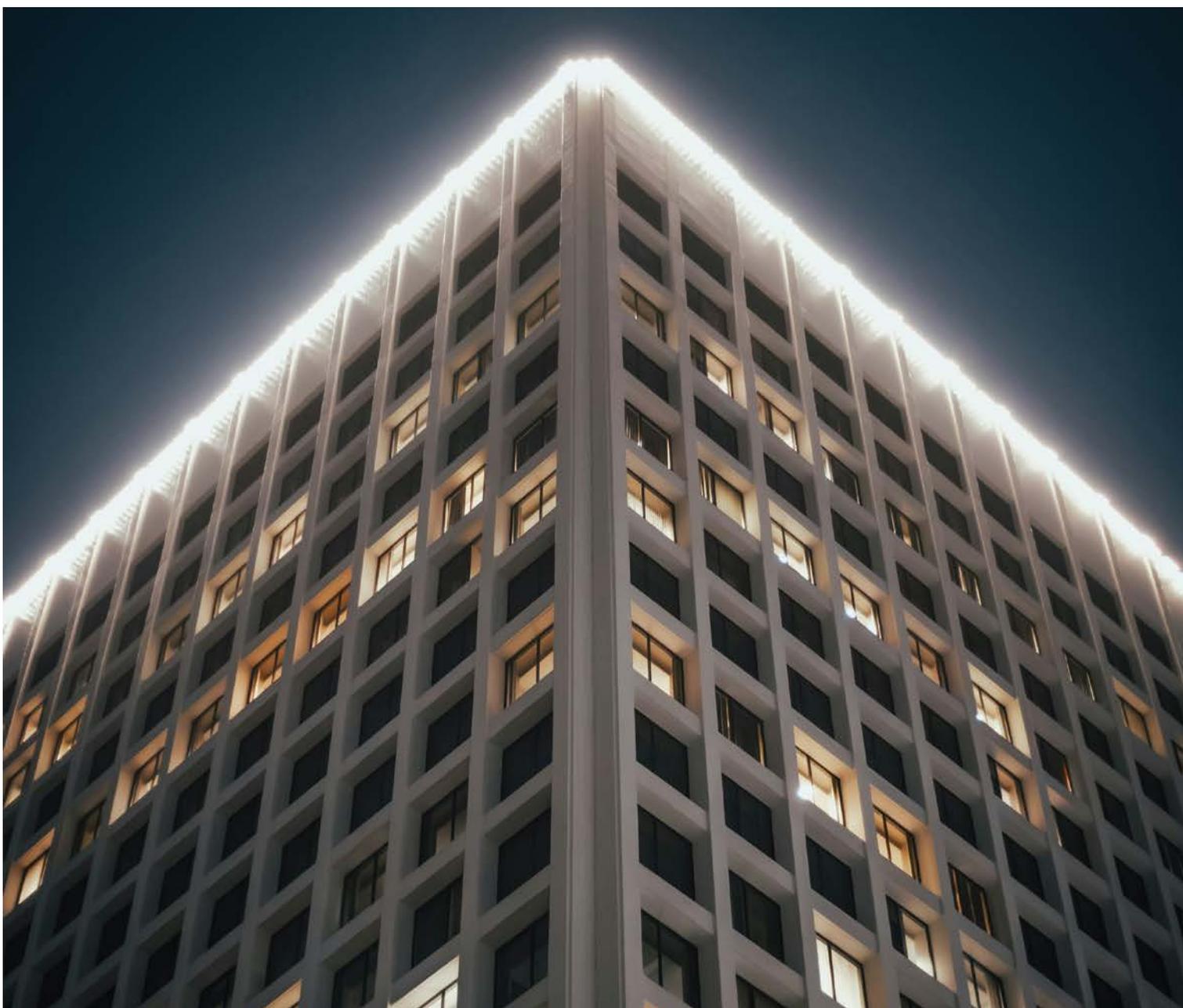
中 伦 e 简 报  
深度观察

 ZHONG LUN  
中倫律師事務所

- 
- 回首境外上市备案时代元年：  
新规落地实施情况及VIE架构备案关注要点 001/
  - 2023年度私募基金监管回顾与展望 010/
  - 半导体行业投融资常见法律问题探析  
——不同经营模式下法律尽职调查要点异同 025/
  - 《公司法》修订要点梳理 035/
  - 创始人必读：反稀释条款简析 060/

# 回首境外上市备案时代元年： 新规落地实施情况及VIE架构 备案关注要点

作者：丁文昊 庞颖 朱艺琳 金津



自2023年3月31日《境内企业境外发行证券和上市管理试行办法》及配套监管规则适用指引（以下统称“境外上市备案新规”）正式实施近一年来，境外发行上市备案工作稳步推进，硕果累累。截至目前，已有近两百家企业申报境外发行上市备案，近百家企业完成备案，这充分体现了中国证监会及其他监管部门对境内企业“走出去”“利用好两个市场、两种资源”的支持态度和开放态度。

境外上市备案新规刚颁布之时，我们曾撰写文章对相关政策予以解读（相关文章：《境外上市新规落地，VIE架构何去何从》），此后我们一直持续关注新规实施情况及最新动态，以希望在新规实施元年末对其落地情况予以回顾总结。

本文将通过数据统计的方式呈现境外上市备案新规落地实施情况，特别是 VIE架构企业的备案情况及审核关注要点，以期与读者共享经验，共同探讨。为统计意义，除特别说明，我们剔除了仅为申请“全流通”而进行备案的项目。

## 第一部分\ 境内企业境外发行上市备案情况 总览

根据中国证监会官网披露显示，截至2024年1月18日，共有**179家**境内企业提交了境外发行上市备案申请，其中**91家企业已取得备案通知书**，84家企业处于补充材料阶段，4家企业已终止备案。针对前述境外上市备案申请企业，我们从**备案申报数量**、**申报类型**、**备案时**

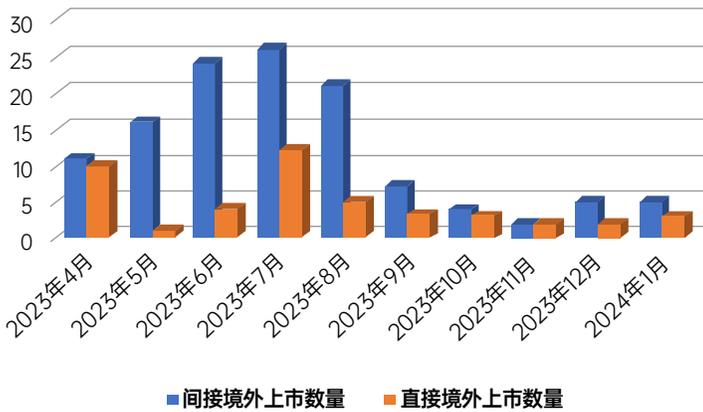
**长及上市地情况**四个角度进行了数据分析，总结如下：

### 1.申报情况：2023年上半年下半年增减趋势各异，间接境外发行上市申报数量相对较多

提交境外上市备案申请的企业（不含终止备案）按照时间及申报类型统计如下：

1.本文相关数据统计以中国证监会官网截至2024年1月18日公示的备案情况表及其他公示信息，不包含秘交未公示的企业。

各月申报情况



数据来源：中国证券监督管理委员会

**就申请备案企业数量而言**，从上图不难发现，其呈现先增后降的趋势，即自2023年4月至2023年7月，申请备案企业数量逐月递增；自2023年8月后申请备案企业数量则显著减少。我们理解，**境外上市备案新规实施后的前半年申报备案企业数量较多且逐月递增的原因在于有大量已进入境外IPO申报阶段的存量企业需要完成备案程序以顺利推进IPO进程**，2023年下半年申报备案企业数量减少，我们理解是因为存量企业数量的减少，加上市场对审核态度的观望情绪造成的。但我们认为，随着备案工作“常态化”“稳定化”“透明化”地推进，市场的观望情绪将得到很大缓解，新增赴境外上市企业备案数量也将重新呈现上升的趋势。

**就申请备案的项目类型而言**，间接境外发

行上市项目数量普遍高于直接境外发行上市项目数量，这种情况尤其集中在2023年上半年，间接境外发行上市项目数量可以达到直接境外发行上市项目数量的5倍以上。

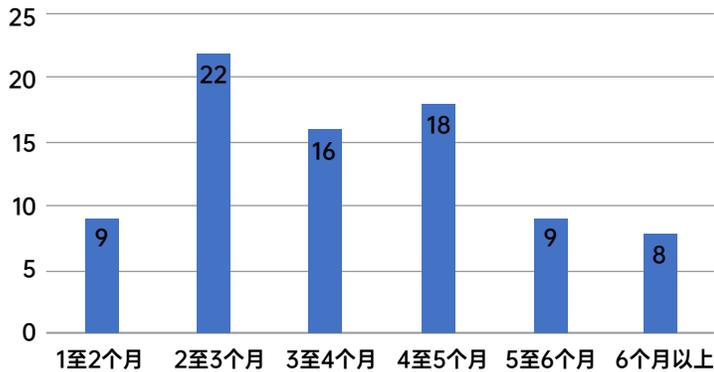
我们理解，其原因在于境外上市备案新规出台前，**直接境外发行上市需要经过中国证监会国际部和境外证券审核监管机构的双重审核**，而间接境外发行上市则无需经过中国证监会国际部审核，因此为了节省审核时间和成本，**大多数新规实施前的存量企业均倾向于选择间接境外发行上市的模式**，这就导致了境外上市备案新规实施后，大量间接境外发行上市项目需要履行备案流程，数量明显高于直接境外发行上市项目数量的情况。可以预见，随着境外上市备案新规落地后直接与间接境外发行上市的境内监管流程趋同，未来选择直接境外发行上市的企业数量将增多。

## 2. 备案时长：平均耗时4月左右，耗时上间接境外发行上市 > 直接境外发行上市

根据我们的统计，82家<sup>2</sup>已完成境外上市备案企业（不含仅申报“全流通”的企业）的整体备案时长如下表所列：

2. 不包含9家秘交企业。该等秘交企业无法计算准确备案时长，包含龙泉豪马、雷神能源、嘉德有限公司、智能充电、雷子克热管理、图达通等。

备案时长分布

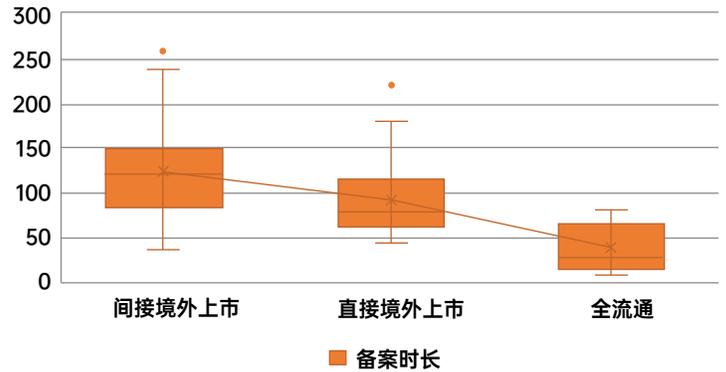


数据来源：中国证券监督管理委员会

总体来看，剔除仅单独申报“全流通”备案的企业，**申报境外上市备案企业的备案周期**（自中国证监会接收其备案材料起至其通过备案止）**平均在4个月左右**。最快的企业耗时39天，最慢的企业耗时260天，平均数为114天。特别说明，共9家已在港上市企业单独申请“全流通”备案，备案周期不超过3个月，最快仅耗时12天。

此外，从已通过备案企业的申报类型来看（见下图），**直接境外发行上市备案周期较短**，最短耗时为45天，最长耗时为222天，平均**耗时93天**；**间接境外发行上市备案周期较长**，最短耗时为39天，最长耗时为260天，**平均耗时为124天**。我们理解，这是由于间接境外发行上市涉及境外架构搭建合规性问题，可能导致主管部门审核时间拉长而最终导致备案周期的拉长。

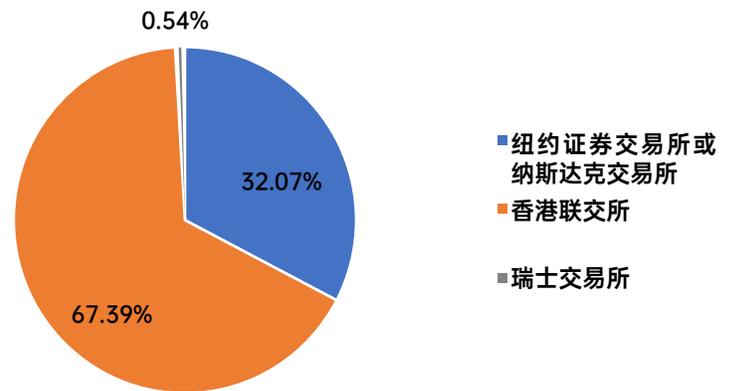
不同申报类型备案时长



数据来源：中国证券监督管理委员会

### 3.上市地情况:赴港和赴美上市仍是主流选择

上市地



数据来源：中国证券监督管理委员会

从上市地来看，67.39%的境内企业选择在香港联交所上市，32.07%的境内企业选择赴美上市，**赴港和赴美上市仍为境内企业的主流选择**。

我们理解，企业上市地的选择一方面受到国际政治格局、地理位置和文化差异的影响，

另一方面也需结合自身所处行业领域、上市架构、网络数据安全、信息披露义务等方面的不同监管要求综合考虑。**我们注意到备案企业中也出现了选择在瑞士交易所发行全球存托凭证(GDR)企业的身影**，同时，近些年也不乏中国企业选择赴新加坡交易所上市，我们相信未来备案企业境外上市地的选择将越来越多元化。

此外，需要说明的是，除了前述境外发行上市备案之外，根据中国证监会于2023年10月及12月份公布的数据，截至2023年12月28日，共有两批合计47家已境外上市企业完成再融资备案。

## 第二部分\

### VIE架构企业备案情况

境外上市备案新规首次对VIE架构企业境外上市的申报要求进行了规定。正如我们在《境外上市新规落地，VIE架构何去何从》一文所述，境外上市备案新规实施后，**境内企业的间接境外发行上市从此前的未纳入监管，正式进入备案制时代**。那么在备案制时代的元年，VIE架构企业的备案情况如何呢？

我们通过对公开披露的相关案例进行数据化分析，尝试回答以上问题。

#### 1.目前通过备案的VIE架构企业数量不多

根据我们对中国证监会官网公开披露信息的统计，截至2024年1月18日，已提交境外首发上市备案申请的VIE架构企业共34家（其中拟赴香港上市的共23家，拟赴美国上市的共11家），获得证监会备案通知书的仅有车车科技、极兔速递2家，除去已经终止备案的2家企业以及尚未披露问询问题的1家企业，其余企业均在补充材料中。

#### 2.VIE架构企业相较直接持股的红筹架构企业备案周期较长

根据我们的统计，已通过备案的车车科技及极兔速递，其备案周期（自中国证监会接收其备案材料至其获得备案通知书）分别为79天和80天。其余备案中的VIE架构企业截至目前的最长备案审核时间长达300天，平均备案审核时间长达202.5天，超过了直接持股的红筹架构企业的平均备案审核时长146天。

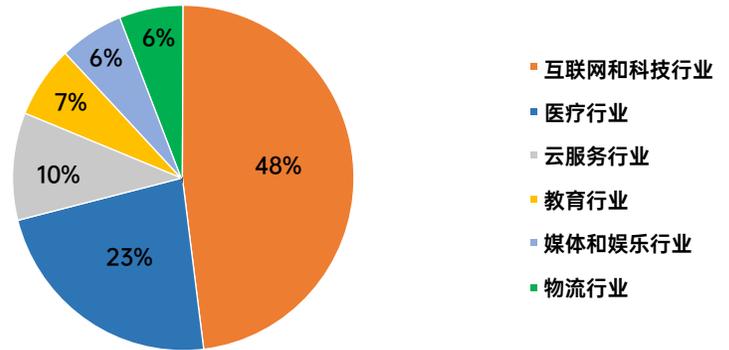
	直接持股的红筹架构企业	VIE架构企业
备案时长（平均数）	146	202.5
备案时长（中位数）	162	210

我们理解，目前通过备案的VIE架构企业数量不多、VIE架构企业备案周期长的原因在于**VIE架构的合规性问题**，该问题在我国一直属于“灰色地带”。此次境外上市备案新规将其正式纳入监管，也不可避免地要面对**如何判断VIE架构合规性的问题**，而该问题较为复杂且涉及外资准入、行业主管部门等多个监管维度，因此中国证监会在《证监会有关部门负责人答记者问》（以下简称《答记者问》）中表示“对于VIE架构企业境外上市，证监会将征求有关主管部门意见，对满足合规要求的VIE架构企业境外上市予以备案”，由于需要沟通多个主管部门并获得其出具的意见，因此VIE架构企业备案周期长也就不难理解了。

### 3.VIE架构企业行业分布较广，外资准入禁止领域企业也非绝对禁止

经查阅各企业公开披露文件，我们发现申请备案的VIE架构企业行业分布广泛，主要涉及**互联网和科技行业**(15家)、**医疗行业**(7家)、**云服务行业**(3家)、**教育行业**(2家)、**媒体和娱乐行业**(2家)、**物流业**(2家)，其他涉及的行业还包括工业品采购、食品油生产等。

VIE架构企业的行业分布情况



数据来源：中国证券监督管理委员会

从《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2021年版）》（以下简称“**外资准入负面清单**”）所列限制和禁止外商投资领域业务类型看，VIE架构企业涉及限制领域主要为第二类增值电信业务（22家）、医疗机构经营（3家）；涉及的禁止领域主要为互联网文化经营（4家）、第一类增值电信业务（4家）、广播电视节目制作经营（3家）及国内信件快递业务（2家）。需要说明的是，已经通过备案的一家企业不能排除其实际从事外资准入负面清单所列外资禁止类业务的可能性，由此可见，即便是涉及外资禁止类领域企业也不是必然无法通过备案，具体情况仍需个案判断。

但需要提示的是，虽然外资限制及禁止行业不构成备案的必然阻碍，但《境内企业境外

发行证券和上市管理试行办法》第八条第（一）款规定的“法律、行政法规或者国家有关规定明确禁止上市融资的”行业则毫无疑问是绝对障碍，其中**核心需要注意的是（1）“国家发展改革委、商务部印发的《市场准入负面清单》禁止上市融资的”及（2）“在产业政策、安全生产、行业监管等领域存在法律、行政法规和国家有关规定限制或禁止上市融资的”**，如“义务教育阶段学科类培训机构、民办园、营利性幼儿园”等，可能难以通过备案。

#### 4. 申请备案VIE架构企业均不涉及外商投资安全审查，其中赴港VIE架构企业均未涉及网络安全审查

根据中国证监会负责人在《答记者问》中的表示，企业在现有制度规则明确涉及安全审查、行业监管前置程序的情况下，即需要在申请备案时提交相应的监管文件。

根据相关企业公开披露文件，**就外商投资安全审查而言**，已向中国证监会提交备案的VIE架构企业目前均未涉及外商投资安全审查或其在公开披露文件中提及外商投资安全审查。**就网络安全审查而言**，在34家申请备案的VIE架构企业中，有31家企业表明其不适用/不涉及网络安全审查，其余3家企业涉及网络安全审查，主要是因为其掌握超过100万用户个人信

息，前述3家涉及企业已全部通过网络安全审查。

需要说明的是，赴港上市的VIE架构企业均不涉及网络安全审查，其中诸多案例表示其不适用《网络安全审查办法》第七条“掌握超过100万用户个人信息的网络平台运营者赴国外上市，必须向网络安全审查办公室申报网络安全审查”，因此无需按照此要求实施安全审查。

综上，整体而言，VIE架构企业境外首发上市备案呈现“**零突破，仍不易**”的特点，其备案周期较长，需要企业结合自身实际合理安排境外申报规划。**针对自身VIE业务比重不大或者非核心业务情况下，可以适当考虑剥离VIE业务；如果VIE业务属于限制类而非禁止类，在符合外资准入监管要求的前提下，可以考虑采用直接境外上市架构。**

此外，值得一提的是，47家完成再融资备案的境外上市企业中有17家为VIE架构企业，包括TH International Limited (THCH.O)、NIO Inc. (NIO.N/09866.HK/NIO.SG)、弘和仁愛醫療集團有限公司 (03869.HK) 等。我们理解，VIE架构企业通过境外上市再融资备案数量较多的原因是由于IPO备案和再融资备案要求**差异化设置造成的，境外上市公司再融资实施事后备案管理，不设置前置监管程序，其提交材料和备案流程相对于IPO备案较容易。**

### 第三部分\

## VIE架构企业备案审核关注要点

经我们查阅中国证监会官网截至2024年1月18日全部的境外发行上市备案补充材料要求公示文件，针对搭建VIE架构的绝大多数企业，监管都待之以一套标准化问题，该套模板问题主要涉及三个方面：(1)**协议控制架构设立的合规性**，包括但不限于搭建及返程并购（境外搭建离岸架构和返程投资）涉及的外汇管理、境外投资、外商投资等监管程序情况、税费依法缴纳情况等；(2)**协议架构下相关主体之间的具体交易安排**；(3)**资金往来流动事项**，包括但不限于对境内主体资金支持的时间、金额、途径和方式，有关资金往来、利润转移安排等情况。

除了前述标准化提问以外，中国证监会的反馈意见还就各企业的具体情况进行了针对性问询，**其中高频出现的TOP5问题包括：**

(1)**发行人股东与主要境内运营实体股东的对应关系**，具体包括股东是否一致、股东的持股比例是否一致、某股东未在发行人层面持股的原因；我们理解，该问题实际关注的是控制权是否稳定，是否存在代持，以及境内股东上翻到境外持股的合理性及关联关系。

(2)**搭建境外架构的过程中相关主体的股**

**权变动**，具体包括境内运营实体或者WFOE股权变动的对价及其定价依据、资金来源及纳税情况。我们理解，前述问题主要来源于红筹架构搭建过程中涉及的外国投资者并购境内企业、转让股权的定价合理性、外汇登记以及纳税的合规性、跨境资金流动等情况，监管虽然是关注个案中某次股权变动的异常情况，但其核心仍是架构搭建的合规性，其关注角度也未超过前述共性问题。

(3)**调整/重新签署协议控制架构合同的原因**。我们理解，监管关注该问题的实质在于**关注控制权的稳定和架构搭建的合规性**。就控制权稳定而言，当境内运营实体股东发生变动时，协议控制架构合同签署主体将随之发生变



动，进而可能影响境外发行上市主体对境内运营主体的控制权；**就架构合规性而言**，调整/重新签署协议控制架构合同可能意味着公司之前架构的搭建中存在外汇管理、境外投资、外商投资等方面的合规瑕疵，因此需要重新搭建架构继而重新签署相关协议。

#### (4) 主要境内运营实体的确定及其依据。

我们理解，该问题主要跟**信息披露的完整性和准确性**相关。境外发行上市备案报告及其相关文件的披露要求中有多处涉及“主要境内运营实体”，除了其认定及依据以外，还包括业务牌照资质、是否涉及外商投资安全审查、是否涉及外资限制或禁止领域等。因此，“主要境内运营实体”的确定至关重要，如果对于“主要境内运营实体”的认定及披露不够准确充分，自然会引起监管的关注。

(5) **主要境内运营实体注册资本未实缴的原因及合理性**。我们理解，注册资本实缴情况体现着企业资金情况及偿债能力，因此，无论是直接或间接境外发行上市，无论是采取直接持股架构还是VIE架构，相关主体注册资本实缴问题一直是监管关注的重点，在VIE架构企业案例中则具体体现为对“主要境内运营实体”注册资本实缴情况的关注。

由于申报备案企业对于监管反馈意见的回复并未被公示，我们无法得知每个具体项目针

对前述问题具体的回复以及监管对于该等问题的审核尺度。但前述审核关注要点的总结仍有重要意义，其向VIE架构企业提供了自我判断和评估的标准，也从一定程度上提高了VIE架构企业将在“**满足合规要求的情况下进行境外上市**”的清晰度。

综上，境外上市备案新规正式实施近一年来，境外上市项目备案取得了丰硕成果，对于提高境内企业境外上市的信息披露质量及合规性产生积极影响。VIE架构企业的备案前景仍在探索中，我们会继续与行业同仁保持关注。 ☒



丁文昊  
合伙人  
资本市场部  
上海办公室  
+86 21 6061 3610  
dingwenhao@zhonglun.com

# 2023年度私募基金监管 回顾与展望

作者：陈芳 孟言伦



2023年资本市场尽管面临严峻的挑战，但是私募基金作为支持科技创新最活跃最基础的力量，在当前国民经济中却扮演着愈加重要的角色。根据公开数据显示，目前九成的科创板上市公司，六成的创业板上市公司，99%以上的北交所上市公司，在上市前都接受过私募股权创投基金的资金支持。截至2023年11月末，在基金业协会登记的存续私募基金管理人21699家，管理基金数量153698只，管理基金规模20.61万亿元。其中，私募股权、创投基金管理人达12952家，存续规模14.32万亿元，基金数量和规模均跃居世界前列。

2023年，可谓是私募基金监管大年，《私募投资基金监督管理条例》（“《私募条例》”）从2013年启动起草工作开始“十年磨一剑”，《私募条例》的正式颁布标志着私募基金监管正式进入了“2.0时代”。这一年，除国务院颁布的《私募条例》之外，中基协、证监会等相关部门相继出台了对私募行业有着深远影响的近10部新规或征求意见稿，从顶层设计和市场实践相结合的角度为私募基金行业在新时期的发展提供了透明规范、可持续的政策环境和制度基础。尤其是《私募条例》的出台，已然成为了私募基金领域的一个重要里程碑，意味着中国私募市场向专业化、透明化、规范化的方向又前进了一大步，标志着私募行业从“量的增长”迈进“高质量发展”的新阶段。

## 第一部分\

### 2023私募监管重要事件时间线盘点

- 2023年1月12日，券商系私募基金适用的修订后的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》和《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》发布
- 2023年2月20日，《不动产私募投资基

#### 金试点备案指引（试行）》发布

- 2023年2月24日，《私募投资基金登记备案办法》及配套《私募基金管理人登记指引第1-3号》发布
  - 《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》《私募基金管理人登记须知》《私募基金登记备案相关问题解答》（四）、（十三）、（十四）同时废止

- 2023年4月28日,《私募证券投资基金运作指引(征求意见稿)》公开征求意见
- 2023年7月9日,《私募投资基金监督管理条例》发布出台
- 2023年7月14日,《私募基金管理人失联处理指引》及《中国证券投资基金业协会自律检查规则》发布
- 2023年7月14日,券商系私募基金适用的《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》发布
- 2023年8月11日,中基协发布《私募基金登记备案动态(第1期)》
- 2023年8月21日,财政部、税务总局、发改委、证监会联合发布《关于延续实施创业投资企业个人合伙人所得税政策的公告》
- 2023年9月28日,《私募投资基金备案指引第1号——私募证券投资基金》《私募投资基金备案指引第2号——私募股权、创业投资基金》《私募投资基金备案指引第3号——私募投资基金变更管理人》及其材料清单发布
  - 《私募投资基金备案须知》《私募投资基金备案关注要点》及相关材料清单废止
- 2023年11月24日,修订后的《基金从业人员管理规则》及配套规则发布
- 2023年12月8日,《私募投资基金监督管理办法(征求意见稿)》公开征求意见

➤ 待后续正式颁布实施后,《私募投资基金监督管理暂行办法》《关于加强私募投资基金监管的若干规定》同时废止

第二部分\

## 2023年焦点观察

### No.1《私募投资基金监督管理条例》

2023年7月9日,《私募投资基金监督管理条例》正式发布,于2023年9月1日起施行。

《私募条例》是私募基金领域的首部行政法规,自2013年开始启动起草工作,2017年发布征求意见稿,到2023年正式发布前后历经十年时间,私募基金行业在这十年间也经历了高速跨越式发展。但是在高速发展的同时,也逐渐暴露出一些风险和问题,行业乱象不仅损害了投资者的利益,也积聚了较大的市场风险。其中一些影响较大的风险个案,严重损害了行业形象和声誉,更是对国家金融安全和社会稳定造成了相当的隐患。尽管证监会作为行政监管部门、中基协作为行业自律组织在近十年时间内对于行业规范进行了有益持续的探索,并陆续制定、修订完善私募基金登记备案、资金募集、投资运作、信息披露等相关制度,但是私募基金行业始终面临上位法规供给不足,行业准入门槛低,事中事后监管手段不足,行政处

罚震慑力低的现实难点。

### **亮点一：弥补长期以来私募股权基金监管的上位法依据不足**

《私募条例》的出台，终于结束了私募基金在行政法规这一立法层面的空白状态，不仅将契约型、公司型、合伙型等不同组织形式的私募投资基金均纳入适用范围，尤其是明确将私募股权基金统一纳入了规范范围，弥补了《证券投资基金法》（“《基金法》”）仅在第十章以很小篇幅对私募证券基金做了原则性规定的上位法空缺，有利于进一步完善健全私募基金的法律体系，维护金融生态稳定，促进私募基金行业规范创新发展。

### **亮点二：重点强化事中事后监管，目标实现行业机构“进出有序”**

一方面，着力强化源头管控，加大对管理人违法违规行为的处罚力度，提升行政执法威慑力的决心。《私募条例》强化了派出机构的监管职责，丰富了事中事后监管手段，对违法违规的管理人，可以区分情况依法采取暂停业务、更换人员等监管措施，加大对管理人违法违规行为的处罚力度，提升行政执法的威慑力，大大地提升了监管效能，表明了监管机构对局部出现的乱象持“零容忍”的治理态度。另一方面，明确市场化退出机制，构建起私募基金管理人“进出有序”的登记备案机制，对私募

基金管理人出现相关风险情形的，由中基协予以注销登记并公示；基金产品层面，对于陷入僵局无法正常运作或出现重大风险的基金产品，明确给予投资者退出救济的法律渠道，首次引入了可以由专业机构行使更换私募基金管理人、组织基金清算等职权的机制。

### **亮点三：贯彻实施差异化监管思路**

强化监管手段不是目的，如何在规范有序的前提下更好地激发市场活力才是监管部门出台一系列新规过程中极为重要的命题。《私募条例》根据业务类型、资产管理规模、持续合规情况等方面对私募基金实施差异化监管，尤其是对创业投资基金按照分类监管的原则，设立创业投资基金的专章，明确创投基金定义，在登记备案、资金募集、投资运作、风险监测、现场检查等方面，对创业投资基金实施差异化监管和自律管理。

总体而言，《私募条例》及配套规则体现了监管部门全面总结行业发展监管经验，深入研究实践中出现的新情况、新问题，不断深化对私募基金运行规律和特点认识的基础进行的系统性完善。

## **No.2 《私募投资基金监督管理办法》（征求意见稿）**

2023年年末的最后一个月私募基金监管领

域又迎来另一重磅新规，证监会就《私募投资基金监督管理办法（征求意见稿）》（“《征求意见稿》”）公开征求意见。自2014年8月证监会发布《私募投资基金监督管理暂行办法》（“《暂行办法》”）以来，在《私募条例》颁布之前，《暂行办法》在私募基金领域监管一直都扮演着最重要的法规依据的角色。《暂行办法》中确立的“管理人登记+基金备案”二元化监管体系、“合格投资者”标准、“非公开募集流程”、投资运作基本要求是近十年私募基金监管合规的基础性纲领。《暂行办法》作为部门规章，证监会将其基于《基金法》获得的私募证券基金的监管权及基于中央编办通知获得的对私募股权基金的监管权首次进行了统一和确立。

但随着近十年来私募行业跨越式发展以及《资管新规》、《私募条例》等顶层设计法规陆续出台，现行《暂行办法》中逐渐暴露出规定较“原则性”，部分内容已无法匹配当今行业面临的新情况、新挑战的问题。虽然目前证监会仅发布了《征求意见稿》，正式稿尚未正式出台，但《征求意见稿》仍在业内引起了极大关注，目前业界比较集中讨论的对私募基金设立方面影响较大的主要在以下几点变化：

### **(1)合格投资者标准调整**

➤ 《征求意见稿》中将自然人合格投资者

的标准调整为：具有两年以上投资经历，且满足下列条件之一的自然人：家庭金融资产不低于500万元，家庭金融净资产不低于300万元，或者近三年本人年均收入不低于40万元。私募基金作为高风险投资品种，对于个人投资者的风险承受能力与判断力有着更高的要求。《征求意见稿》中不仅增加了对投资经历的要求，而且从只关注本人金融资产水平情况，扩大到了对家庭金融资产的关注，但对于近三年本人年均收入的要求由50万元下降到了40万元。

➤ 对“当然合格投资者”的范围进行了扩充和表述调整：

a) 受金融监管机构监管持牌机构；

#### **(新增)**

b) 前述机构发行的资管产品；

c) 在中基协登记备案的基金管理人、私募基金；

d) 社保基金、养老保险基金、年金基金等养老基金，慈善基金等社会公益基金；

e) 合格境外投资者； **(新增)**

f) 政府资金或符合条件的政府资金参与设立的基金； **(新增)**

g) 证监会规定的其他投资者。

**(2)单个投资者的单基金投资最低金额差异化提升**

原《暂行办法》下合格投资者投资最低100万元的要求在过去近十年已经深入人心，但此次《征求意见稿》对这一标准进行了重大调整，也是贯彻差异化监管思路的体现：

➤ **私募证券投资基金和母基金**：仍保留单个投资者至少投资100万元门槛；

➤ **私募股权基金（含创投基金）**：至少投资300万元；

➤ **特殊情形基金**：至少投资500万元

a) 不动产私募基金；

b) 主要投资单一标的、境外资产、场外衍生品等情形的私募基金；

c) 未托管的私募基金；

d) 由私募基金销售机构销售的私募股权投资基金；

➤ **专项基金的自然人投资者**：至少投资1000万元

### **(3) 提高母基金初始实缴规模**

除延续中基协《私募投资基金登记备案办法》以及《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》中关于私募股权基金实缴规模不低于1000万（其中创投基金不低于500万、在备案后6个月内达到1000万规模），私募证券投资基金不低于1000万，不动产私募基金实缴不低于3000万元的要求，进一步增加了对母基金实缴规模不低于5000万的要求。

### **(4) 对私募股权基金扩募条件进行进一步提升**

除延续中基协《私募投资基金备案指引》中关于“处于投资期、已托管、事先取得全体投资者认可或认可的决策机制同意”的条件外，进一步要求“扩募对象仅限于当然合格投资者或者单笔投资金额1000万以上的合格投资者”，且“私募基金管理人未违反法律、行政法规、中国证监会规定和基金合同约定”两项条件。但同时，就此前限制的专项基金扩募限制增加了“可向原投资者扩募”的口子，但我们理解，依然要符合前述扩募一般条件。

### **(5) 对设立专项基金的条件进行进一步明确**

《征求意见稿》明确专项基金的定义为“将单只私募基金80%以上基金财产投向单一标的的基金”。笔者结合过往中基协AMBERS系统中注释及实务中审核口径，我们理解本条规定的单一标的应指向底层标的项目，市场中常见的投向单一主基金的feeder fund不宜理解为本条规定所述的专项基金。除延续中基协《私募投资基金登记备案办法》中对专项基金的实缴规模不低于2000万元的规定之外，还增加了以下条件：

➤ 投资单一标的应在基金合同中明确约定；

➤ 单一标的投资不得属于关联交易，否则应经全体投资者一致同意；

- 单一标的的投资需对全体投资者进行特别风险提示并由投资者确认；
- 有自然人投资者的，单个自然人投资者实缴规模不得低于1000万元；
- 单一标的及其关联方的非标准化资产，视为同一资产合并计算，且不得通过将同一资产进行拆分，以规避单一标的的认定。

### **(6)过渡期及是否追溯整改问题**

《征求意见稿》中的过渡期及整改安排也引起了业界的广泛关注，目前《征求意见稿》中明确新申请登记备案的私募基金管理人和私募基金按照其规定执行，但对于存量管理人和基金产品设置了过渡期，其中私募基金管理人除名称、经营范围、实缴资本和高管持股比例外，应当在一年内完成整改；私募基金嵌套层级应当在两年内完成整改，对存量私募基金不符合其他规定的，完成整改前不允许新增募集规模或新增投资者、不得展期，到期予以清算。但是，对于《征求意见稿》中相较于现行《暂行办法》有较大调整的“合格投资者认定”、“单个投资者起投门槛金额”的要求，如要求既存产品进行追溯整改，可能会导致此前合规运作的私募产品面临不符合新合格投资者条件的投资者清退、投资金额调整，存在一定的合理性问题，目前业界普遍期待证监会能够在正式生效版本中对市场关切的该问题予以正面

回应。

### **No.3《私募投资基金登记备案办法》**

在证监会的《私募投资基金监督管理暂行办法》出台之前7个月，中基协于2014年1月发布了《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》（“《**试行登备办法**》”），首次在中基协的自律规则层面明确了“基金管理人登记+基金备案”双线自律管理的原则，初步构建起了私募基金管理人与私募基金产品管理的框架。2023年2月，中基协重磅发布了《私募投资基金登记备案办法》（“《**登备办法**》”）及配套《私募基金管理人登记指引第1-3号》，于2023年5月1日正式施行。从《登备办法》的条款数量来看，由《试行登备办法》的共32条规定增至82条规定（加上三部同时发布的《私募基金管理人登记指引第1-3号》条款合计达到了132条），新规定融汇了中基协对近十年对登记备案管理工作中的绝大部分现行自律规则内容及经验总结，体现了目标打造更加体系化、透明化、精细化的登记备案工作思路，并在此基础上结合最新的行业情况及市场需要进行了适当调整，强调扶优限劣及分类管理的原则。

《私募基金管理人登记指引第1-3号》进一步明确了基金管理人的基本运营要求，也明确了股东、合伙人、实控人以及法代（或执行事务合

伙人委派代表)、高级管理人员的各项细节要求和资质条件,一方面有利于申请登记机构在申请管理人登记过程中进行更好地把握,另一方面也有助于管理人登记审核工作效率、规范和透明度的提升。在《登备办法》施行的同时,此前中基协于2018年发布的基金管理人登记领域的核心自律规则《私募基金管理人登记须知》及《私募基金登记备案相关问题解答》(四)、(十三)、(十四)失效。

在管理人登记方面,《登备办法》中部分引起市场重点讨论的核心事项包括:

➤ 私募管理人要求实缴货币资本不低于1000万元人民币或者等值可自由兑换货币,并且公司应当在工商注册之后12个月内办理私募管理人登记。

➤ 除特定情形外,法定代表人、执行事务合伙人或其委派代表、负责投资管理的高管人员应当直接或者间接持有私募管理人一定比例的股权,且合计实缴出资不低于私募管理人实缴资本的20%,或者不低于200万元。

➤ 除此前基于2022年更新版《管理人登记材料清单》中对实际控制人3年以上相关经验调整为5年以上外,还提出了对控股股东的同样5年以上相关经验要求。通过《私募基金管理人登记指引》对实际控制人、控股股东、高级管理人员、投资负责人等核心人员的经验要求、

投资业绩要求区分股权/证券管理人进行了分别明确。

➤ 新老划断原则:已登记的私募基金管理人在《登备办法》施行后提交办理除实际控制权外的登记备案信息变更的,相关变更事项应当符合《登备办法》的规定。提交办理实际控制权变更的,变更后的私募基金管理人应当全面符合《登备办法》的登记要求。

在基金产品备案方面,《登备办法》以下几项核心变化也对私募基金的基金结构设计、设立及备案产生了一定影响:

➤ 首次明确提出了不同类型的基金备案规模要求;

➤ 基金风险揭示书中新增部分必须进行特别提示的风险情形,包括基金财产在境外进行投资,私募基金存在分级安排或者其他复杂结构,或者涉及重大无先例事项,私募基金管理人的控股股东、实际控制人、普通合伙人发生变更、尚未在协会完成变更手续、投向单一标的等;

➤ GP需与管理人具备强关联关系:私募基金管理人设立合伙型基金,应当担任执行事务合伙人,或者与执行事务合伙人存在控制关系或者受同一控股股东、实际控制人控制;

➤ 完善封闭式运作要求,对封闭运作进行了进一步细化规定,这一规定的细化对于基金

管理人在实操中的灵活度大大增加，尤其是：

a)明确允许投资者减少尚未实缴的认缴出资；

b)对于投资者的除名、替换、退出在《基金备案须知》（“《基金备案须知》”）中“违约”情形的基础上补充了“法定情形”；

c)增加了“中国证监会、协会规定的其他情形”的兜底条款，为后续出台细则以及在其他实操指引性自律文件中进行调整保留了空间。

➢ 强化了关联交易要求，要求在基金合同中明确约定关联交易的识别认定、交易决策、对价确定、信息披露和回避等机制。私募股权基金管理人应当在经审计的私募股权基金年度财务报告中对关联交易进行披露。

➢ 对创投基金进行特殊规定，首次对于在中基协备案为“创投基金”的产品提出了具体化的明确要求：

a)投资范围限于未上市企业，但所投资企业上市后基金所持股份的未转让部分及其配售部分除外；

b)基金合同体现创业投资策略；

c)不使用杠杆融资，但国家另有规定的除外；

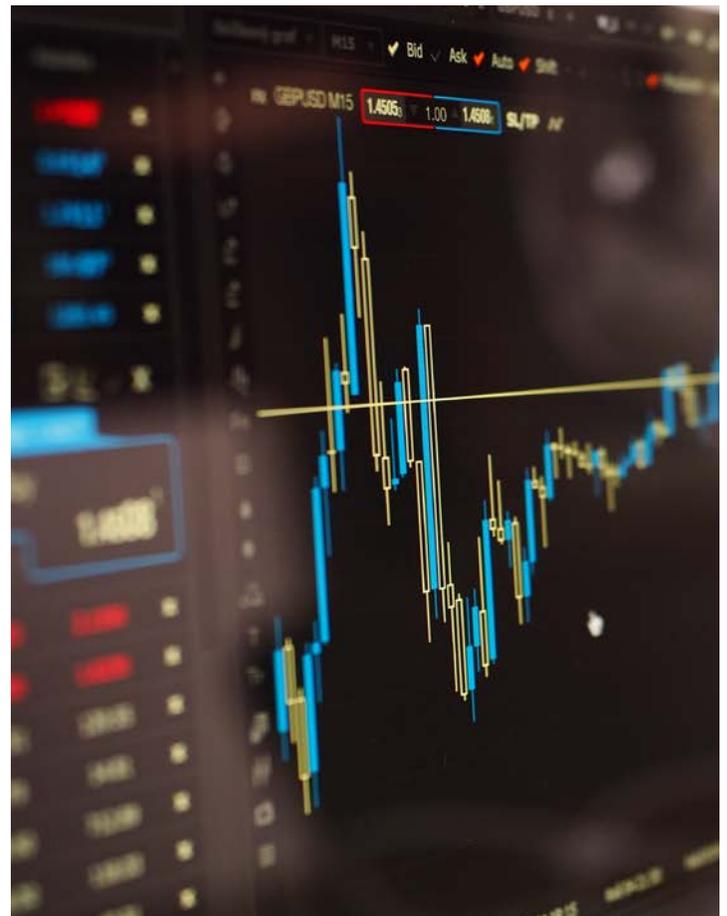
d)基金最低存续期限符合国家有关规定；

e)法律、行政法规、中国证监会和协会规定的其他条件。

f)创业投资基金名称应当包含“创业投资基金”，或者在公司、合伙企业经营范围中包含“从事创业投资活动”字样。

## No.4 《私募投资基金备案指引》及配套材料清单

在《登备办法》及《管理人登记指引第1-3号》率先于2023年2月发布后，经历了其中《私募条例》的发布，2023年9月中基协发布了《私募投资基金备案指引》及配套材料清单



(合称“**《备案指引》**”)，包含3个指引：《私募投资基金备案指引第1号——私募证券投资基金》《私募投资基金备案指引第2号——私募股权、创业投资基金》《私募投资基金备案指引第3号——私募投资基金变更管理人》及其对应的材料清单。在《备案指引》发布前，中基协陆续发布了《登备办法》《私募基金管理人登记指引》《私募基金登记备案动态》等自律规则文件，为市场机构在实务中提供了更明确、透明、高效的业务指南，及时地回应了市场关切、传递了监管及自律要求。但在基金备案方面，笔者客观而言，此前基金备案相关的自律规则基于过去几年私募自律工作在实践中地不断探索呈现出略为零散的客观状态，体现在《私募投资基金备案须知》《私募投资基金备案关注要点》(“**《备案关注要点》**”)等多项自律文件中，市场亟需一部能够全面体现对基金备案环节各项要求的“综合性指引”。在这样的背景下，《备案指引》千呼万唤始出来，立足总结过往经验，以“整合细化现行规则”为原则，体现了自律工作的延续性，对《基金备案须知》《备案关注要点》中的基础性、原则性基本要求进行了整合重申。同时，为应对宏观经济和市场环境变化，及时回应市场机构在募资、备案、投资等环节中的实际需要：一方面对现有规则中的不足部分进行了补充、细化

或适当修订、放宽；另一方面对一些过往规则中不甚明确的问题也给予了进一步明晰。

关于《私募股权基金备案指引》的详细分析可参见我们此前撰写的分析文章：《整合细化+优化完善，构建“私募条例后时代”自律规则新体系——<私募股权基金备案指引>逐条要点解析》。

## **No.5 券商系私募基金适用的资管细则新规： 修订后的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》**

自2016年12月30日中国证券业协会发布《证券公司私募投资基金子公司管理规范》以来，要求清晰划分证券公司以及其他子公司与私募子公司的业务范围，券商私募子公司成为证券公司体系内通过对外募集资金、设立投资载体进行股权投资的唯一管理机构。在私募基金产品中，证券公司私募基金子公司所设立管理的券商系私募基金作为较为特殊的类别，除同时受到证监会的监督管理外，券商系私募基金需接受中基协、中证协的双重自律管理，券商系私募基金相较于一般社会系私募基金面临的监管规则更为复杂和严格。

2023年1月12日，证监会发布修订后的

《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》（以下简称“《**管理办法**》”）及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（以下简称“《**运作管理规定**》”，与上述管理办法合称“《**资管规定**》”），《资管规定》于2023年3月1日起施行，标志着私募资管业务进入规范有序发展的新阶段。2023年7月14日，中基协发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》（以下简称“《**新备案办法**》”），新备案办法作为资管规定的配套自律规则，对指导私募资产管理计划产品（包括券商系私募基金）的结构及条款设计，细化落实并配套衔接资管规定要求，回应行业实践需求有积极意义。

关于《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》的详细分析可参见我们此前撰写的分析文章：《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》核心关注要点。

## No.6 《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》

为促进资本市场支持房地产市场平稳健康发展，落实中国证监会开展不动产私募投资基金试点要求，规范私募投资基金从事不动产投资业务，中基协于2023年2月制定并发布了《不动产私募投资基金试点备案指引（试行）》（以下简称“《**不动产试点指引**》”）。

《不动产试点指引》共二十一条，遵循试点先行、稳妥推进原则，明确不动产投资范围及试点管理人要求，从基金募集、投资、运作、信息披露等方面进行规范，引起了房地产基金市场的广泛关注，《不动产试点指引》中的主要亮点内容如下：

### ➤ **明确试点原则、不动产投资范围、管理人要求，新增产品类型**

a) 试点先行。参与试点管理人可按指引要求开展不动产投资业务，不参与试点的管理人原有业务模式及登记备案不受影响，可按照协会现行自律规则，开展保障性住房、商业地产、基础设施等股权投资业务。

b) 明确不动产投资范围。包含投向特定居住用房、商业经营用房和基础设施项目等。

c) 明确管理人试点要求。为发挥试点作用，体现头部管理人示范效应，从管理人实缴资本、不动产投资管理规模及经验、专业人员、主要出资人及实际控制人背景等方面提出要求。符合要求的管理人可在开展基金募集管理活动前向协会报送相关材料，依照规定进行产品备案。新设“不动产私募投资基金”产品类型。为区别试点不动产基金和原基础设施及房地产基金类型，遵照试点指引设立的基金产品类型选择为“不动产私募投资基金”。

### ➤ **明确适格投资者及基金运作要求**

a)提出适格投资者要求。为引入长期资金，促进不动产市场盘活存量，不动产私募投资基金投资者应当以机构投资者为主。对于不动产私募投资基金持有被投资企业75%以上股权的，可限比例引入少部分超高净值自然人投资者，防范涉众风险。

b)从基金募集、投资、运作、信息披露等方面规范投资运作。为规范不动产私募投资基金运作，指引从基金首轮实缴规模、基金合同约定必备条款、信息披露、定期报告等方面，明确不动产私募投资基金运作要求。

### ➤ 适度放宽股债比及扩募限制，提升不动产基金运作灵活度

为提升试点产品投资灵活度，符合试点要求的不动产私募投资基金可适度放宽股债比限制，并可以通过申请经营性物业贷款、并购贷款等方式扩充投资资金来源。此外，在投资期内履行相应程序的不动产私募投资基金，可在备案完成后开放认、申购（认缴）。

### ➤ 防范风险，加强事中事后监测

a)为加强不动产投资领域的风险防控，明确不动产私募投资基金应强制托管；要求管理人勤勉尽责，有效控制不动产私募投资基金风险；

b)严禁管理人使用基金财产投向其实际控制人控制的企业或项目；

c)对于存在单一投资标的、分级安排、抵质押、股东借款等特殊风险的，应进行特殊风险揭示；要求按季度向投资者进行信息披露以及向协会报送运作情况。

## No.7 《中国证券投资基金业协会自律检查规则》及《私募基金管理人失联处理指引》

2023年7月14日，中基协发布《私募基金管理人失联处理指引》（以下简称“《失联处理指引》”）及《中国证券投资基金业协会自律检查规则》（以下简称“《自律检查规则》”）。

自律检查一直是中基协对私募基金管理人开展事中监管、查处违规行为、压实管理人信义义务、预防合规风险的重要手段。中基协此前于2023年2月8日发布的《2022年度基金业协会自律案件办理情况综述》显示：2022年，协会对803家机构启动自律检查，通过异常经营程序对251家私募基金管理人实行注销登记，对71家私募基金管理人采取自律管理措施，对48家私募基金管理人及78名责任人员采取纪律处分措施。笔者经公开信息检索不完全统计，2023年，中基协共发布了99份关于私募基金管理人的机构纪律处分（为免疑义，就同一私募基金管理人，如收到多份记录处分决定书的按照1次处分进行统计），9家管理人因失联被注销，169家管理人因经营异常被

注销。

《自律检查规则》系协会在2014年的《中国证券投资基金业协会自律检查规则（试行）》的基础上，基于自律检查工作中的实操经验及行业发展情况，对提高自律水平整体性、优化事中监管机制、规范检查程序及透明度等方面进行的修订，中基协吸收过往自律管理经验，基于上位法授权，对自律检查的检查手段、现场及非现场检查的具体方式及程序、检查处理等做了细化规定。

《失联处理指引》首先明确了“失联”的认定标准：通过电话、电子邮件、短信等形式均无法与私募基金管理人取得有效联系的，协会以公告形式通知私募基金管理人后的五个工作日内，私募基金管理人未通过公告指定方式向协会报送情况的，即认定该私募基金管理人失联。其次，进一步明确了失联后的解决方式：在协会发布公告后的五个工作日内，管理人应当通过协会公告指定的方式报送情况报告。如失联管理人自公示之日起1个月内报送符合协会要求的情况报告，则协会取消其失联公示信息并终止失联程序。如出现失联情况的，管理人需在5个工作日做出反应并提交详细的、体现管理人运营情况及所管理基金情况的情况报告，并需在1个月内获得协会的认可方能终止失联程序。该等时间较协会之前要求的期限更

短，整体上缩短了处置周期。基于失联可能造成的严重后果，笔者建议管理人在日常运营中关注：（1）系统填报联系信息的准确性、完整性，确保联络方式有效畅通；（2）信息发生变更的及时更新；（3）报送联系方式的人员定期查看、关注联络方式项下的各类消息，避免遗漏。

## No.8 《基金从业人员管理规则》及配套规则

2023年11月24日，修订后的《基金从业人员管理规则》（“《新从业管理规则》”）及配套规则发布，对中基协于2022年发布的《基金从业人员管理规则》及《关于实施〈基金从业人员管理规则〉有关事项的规定》的修订。本次《新从业管理规则》对原有《实施规定》中所列举的基金从业资格注册方式进行了进一步调整，在此前可以通过基金从业资格考试、从业资格认定等方式申请外，新增了学历认定及从业经历认定两类从业资格认定情形：

➤ 学历认定是指获得国家教育部门认可的全日制本科及以上学历的境内人员，通过所聘用机构或者符合条件的地方基金行业协会等协会认可的其他机构组织的应知应会知识专项考核的，可以由所聘用机构向协会申请注册基金从业资格。

➤ 从业经历认定是指私募股权投资基金管

理人（含创业投资基金管理人）的拟任高级管理人员，具备10年以上证券、基金、金融、法律、会计等工作经历的，可以由所聘用机构向协会申请注册基金从业资格。

此外，扩大境外基金专业人才资格认定的适用范围由北京、上海、海南、重庆、杭州、广州、深圳拓展至中国境内：在境内从事基金业务的境外专业人才，通过科目一+具备境外基金相关从业资质，可以申请注册基金从业资格。

在《新从业管理规则》中，还首次明确了从业人员不得从事的六项禁止性行为要求，包括：不得（1）滥用职权，玩忽职守，不按照规定履行职责，欺骗、误导、不公平对待投资者的行为；（2）任何形式的商业贿赂，输送不正当利益，利用职务便利为本人或者利益相关人谋取不正当利益的行为；（3）编造虚假、不良信息或者发布、传播不当言论等损害职业声誉、行业声誉的行为；（4）干扰或者唆使、协助他人干扰监督管理或者自律管理工作的行为；（5）背离社会主义核心价值观，败坏社会风气、违背公序良俗，奢靡炫富、拜金主义、享乐主义和极端个人主义的行为；（6）违背职业道德和社会公德，或者法律、行政法规、中国证监会和基金业协会规定禁止的其他行为。

### 第三部分\

## 展望

2023年以来，我国经济运行整体回升向好，随着党中央、国务院前期各项政策措施的出台实施，市场需求逐步恢复，经济高质量发展稳步推进。但同时，受外部环境更趋复杂严峻、全球贸易投资放缓等外部因素，以及下半年阶段性收紧IPO等逆周期调节措施影响，私募基金行业在去年也经历了巨大挑战。2023年国务院、证监会、中基协发布的私募基金领域的诸多重磅新规，分别从行政法规、部门规章、自律规则层面全方位构建起了新时代下私募基金行业监管体系，将私募基金业务活动纳入法治化、规范化轨道进行监管，为私募基金行业发展提供了透明规范、可持续的政策环境和制度基础。

进入2024年，我们也期待监管部门能够本着统筹发展和安全、规范监管与尊重市场规律相结合的思路，加快推进更多扶优限劣的差异化监管政策的落地与细化，最大限度发挥政策综合效应，比如私募基金分道制改革进一步深化，在管理人登记准入层面是否适度降低创投类管理人门槛，或在基金备案、扩募、信披等环节进一步出台更多对创投基金适度灵活监管的措施，母基金多层嵌套豁免认定细则等等。

相信在整个行业的努力下能够使得监管与行业互相拥抱，更好保护基金投资者合法权益，促进私募基金在服务实体经济、支持创业创新，增强发展动能、优化经济结构、推动我国经济持续回升向好方面发挥更重要的作用。 ☞



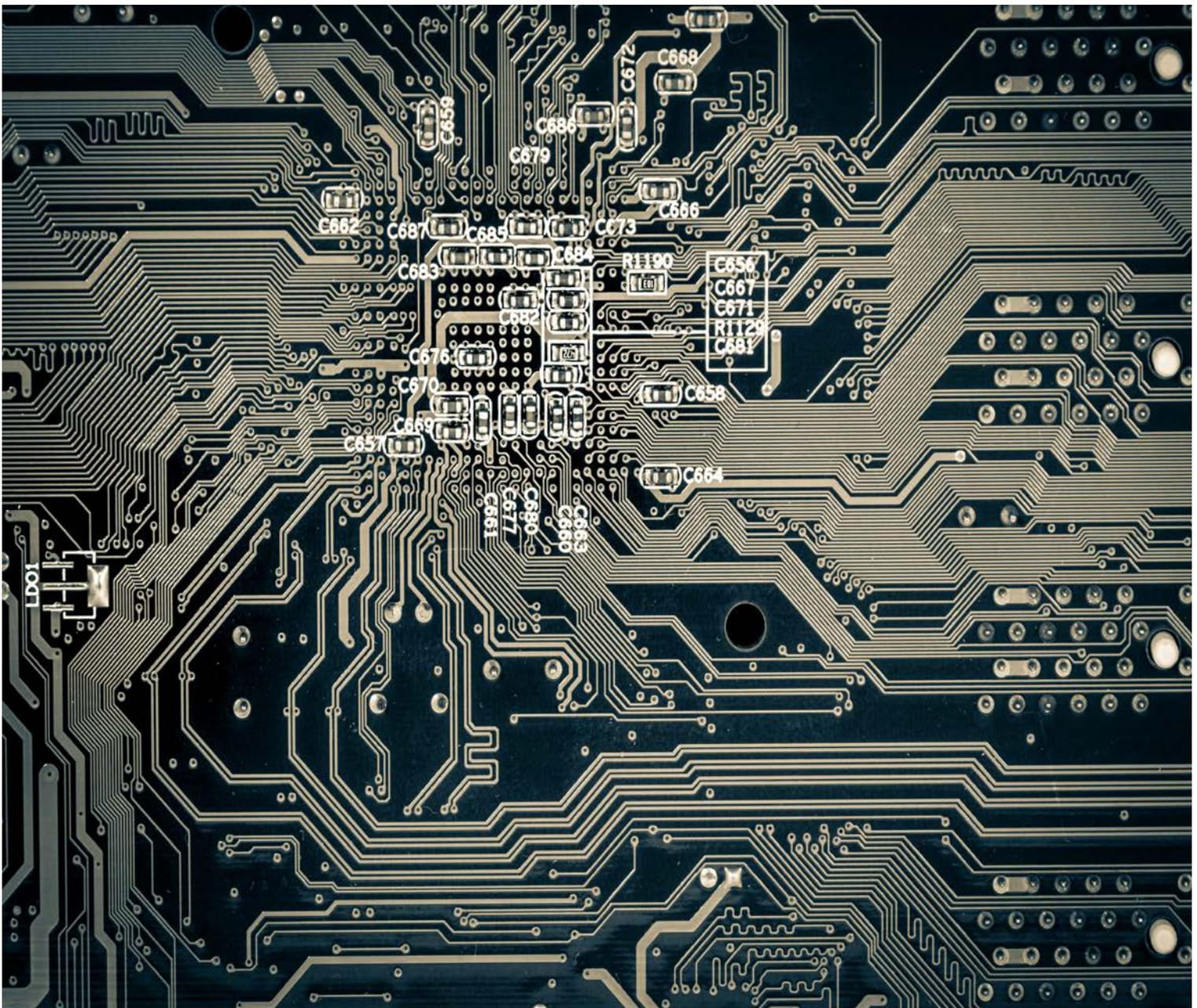
陈芳  
合伙人  
私募基金与资管部  
上海办公室  
+86 21 6061 3599  
catherinechen@zhonglun.com



孟言伦  
非权益合伙人  
私募基金与资管部  
上海办公室  
+86 21 6061 3411  
mengyanlun@zhonglun.com

# 半导体行业投融资常见法律问题探析 ——不同经营模式下法律尽职调查要点异同

作者：张方伟 张国勋 吕威 姚瑶 代思浓



第一部分\

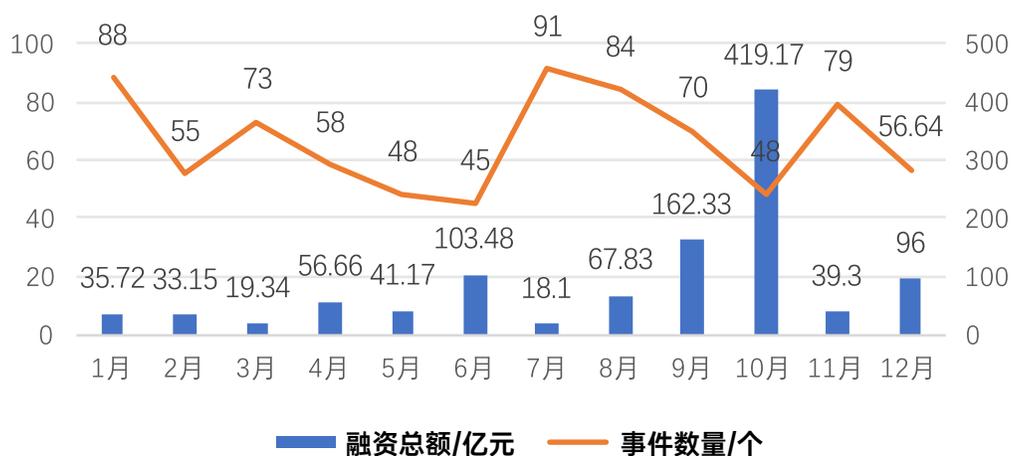
## 前言：2023年度半导体行业投融资事件回顾

因全球芯片产业发展竞赛浪潮、国产替代的政策、下游需求的带动及半导体研发企业的资金需求等综合因素，近年来，半导体产业始

终是国内投融资的热点领域。

根据相关创投媒体统计的数据，<sup>1</sup>2023年度，国内半导体领域共发生约逾八百件私募股权投资投融资事件，已披露融资事件的融资总额合计逾千亿元人民币。2023年度半导体领域的私募股权投资投融资数据具体如下：

半导体领域私募股权投资投融资情况



其中，国内半导体赛道不乏规模较大的投融资事件。例如，2023年6月，安徽长飞先进半导体有限公司正式宣布完成超38亿元A轮融资，截至该时点，融资规模创国内第三代半导体私募股权融资规模历史之最<sup>2</sup>；公开信息显示，2023年9月，特色工艺集成电路芯片制造企业上海积塔半导体有限公司完成135亿元人民币融资，刷新2023年度一级市场单笔融资金额的记录<sup>3</sup>；国产存储芯片制造商长鑫科技集团

股份有限公司参与设立的长鑫新桥存储技术有限公司于2023年10月完成近390亿元的新一轮大额融资，国家芯片大基金二期本轮以新增注册资本145.6亿元入场，并持股逾30%，位列第三大股东<sup>4</sup>。

1.数据来源：科创板日报APP，每月公布的半导体行业的数据。  
2.引自安徽长飞先进半导体有限公司官网：<https://www.yascsemi.com/display.php?id=297>。  
3.引自铭盛资本公众号：[https://mp.weixin.qq.com/s/E\\_w\\_6zRhQPbTcUH91lONKQ](https://mp.weixin.qq.com/s/E_w_6zRhQPbTcUH91lONKQ)。  
4.引自每日经济新闻：<https://www.nbd.com.cn/articles/2023-10-31/3090483.html>。

第二部分\

## 半导体公司常见的经营模式：Fabless、IDM和Foundry

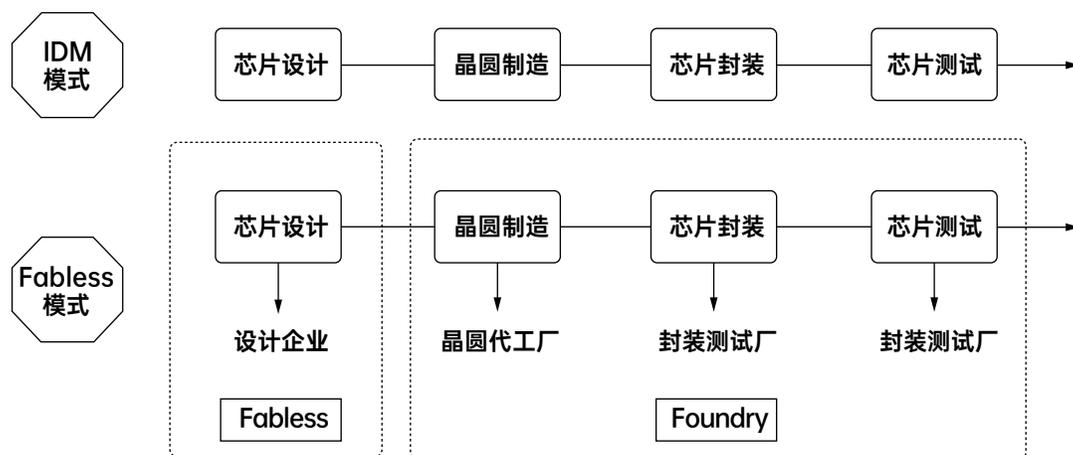
作为“现代工业皇冠上的明珠”，半导体产业有着极高难度的工艺和工序，同时也仰仗于多种材料和设备的配合及协助。随着时代和科技的进步，半导体公司主要形成了Fabless、IDM和Foundry三种经营模式。

Fabless模式，即无晶圆厂模式，采用Fabless模式的半导体公司仅负责半导体产品的设计和营销，而将晶圆制造、封装和测试环节委托给专业厂商完成。国际知名半导体公司英伟达、高通、博通等为Fabless模式的典型代表。Fabless模式下，公司的资产较轻，前期资本投入较少，使得公司能够专注于设计和研发环节。但由于芯片产品的具体生产、制造需委外完成，外部厂商与工艺协同优化至关重要。

IDM即“Integrated Device Manufacturer”的简称，以英特尔、英飞凌、三星、意法半导体等为典型代表。与采用Fabless模式的半导体公司不同，采用IDM模式的半导体公司集芯片设计、晶圆制造、芯片封装和测试多个产业链环节为一体。因而，IDM模式下，公司在设计、制造等环节协同优化具有优势，有利于提升产品的良率，但也因此对公司规模、管理能力、资金和研发水平提出了更高的要求。

Foundry模式，中文为晶圆代工模式。Foundry模式下，公司接受Fabless或IDM公司的委托，专门负责半导体晶圆制造。Foundry公司不承担由于市场调研不准、产品设计缺陷等原因带来的决策风险。Foundry公司的投资规模相对较大，维持产线运作费用较高，中芯国际、华天科技、长电科技等A股上市公司均为Foundry公司。

上述三种经营模式的主要区分如下图所示：



### 第三部分\

## 半导体行业投融资法律尽职调查常见法律问题

实务中，半导体行业投融资法律尽职调查会有两种模式，一种是传统的投资人尽调（以下简称“**投资尽调**”），即由投资人各自选聘的法律尽调机构开展，公司分别向投资人选聘的律所提供原始尽调资料；由于半导体行业的较高保密性要求，实践中逐步衍生出另由公司主导的法律尽调模式（以下简称“**融资尽调**”），即由公司指定的法律尽调机构开展，公司的原始尽调资料仅向公司指定的律所提供，而不向投资人提供，公司向各投资人提供统一版本的法律尽调报告。

结合我们近期在半导体行业投融资法律尽调的实务经验，半导体行业的公司存在一些共性的法律问题。同时，在不同经营模式下，半导体公司参与设计、晶圆制造、封装和测试等不同环节，进而在业务、资产等方面表现出不同特点，这意味着，在投资尽调中，针对不同经营模式的半导体公司，投资人需关注的重点问题亦各有侧重。从融资尽调角度，在摸清投资人的关注点后，被投公司才能更有针对性地完善自身合规性，并向投资人展示本公司的优势，有助于融资交易的顺利推进。

因此，下文将从共性及个性两个方面，对半导体行业投融资法律尽职调查中常见的法律问题进行简要分析。

### （一）法律尽职调查关注的常见共性问题

#### 1.核心技术及关键人员

半导体行业属于技术密集型产业，核心技术和关键人员系研发的基石，也是公司业务茁壮成长和持续发展的源泉。一流且稳定的研发团队、突破关键技术关卡的研发能力，往往都是公司的核心竞争力。

技术来源及其归属是半导体行业投资尽调关注点的重中之重。从法律尽职调查角度，需重点关注核心技术的来源及其归属问题。技术来源包括自主研发、委托/合作研发、第三方转让/授权，技术及其相关知识产权归属往往与来源密切相关。针对公司自主研发的核心技术，需关注发明人和公司之间，以及和原单位关于职务发明、竞业和保密的约定，发明人在公司取得的职务发明是否存在潜在纠纷。如核心技术来源涉及委托/合作研发，需关注公司对合作研发是否具有依赖性，公司是否具有独立的研发能力，以及公司是否享有合作研发过程中产生的知识产权。如涉及使用第三方授权使用的技术，需全面核查授权方式、期限和范围，到期后的续约安排，能否保证长期且稳定的使

用，公司生产经营对授权使用技术的依赖性，是否具有可替代性等。

针对关键人员，法律尽调中需核查该等人员与公司、原单位签署的劳动合同、竞业限制及保密协议，以确认该等人员是否已依法承担全职、稳定地为公司服务的相关义务，是否存在违反原单位竞业限制义务的情形。出于防止核心人员名单泄露导致相关人员被招揽的考虑，公司在配合投资尽调或开展融资尽调过程中，建议对相关人员进行去标识化处理。

## 2. 政府补贴与税收优惠

在“国产替代”的时代背景下，国家和各地方政府相继为半导体公司出台各种政策支持。因此，半导体公司通常会获得国家及所在地政府各种形式的补贴、奖励等资金扶持，例如国务院发布的《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》，财政部、税务总局、发展改革委、工业和信息化部联合出台的《关于促进集成电路产业和软件产业高质量发展企业所得税政策的公告》等；以及当地政府的专项财政补贴，但需注意该等补贴可能伴随着新增投资的承诺。

从法律尽职调查角度，则需关注被投公司在尽调报告期内享有的大额财政补贴及税收优惠，并核查公司取得该等财政补贴是否具有明确的法律法规或政策依据，是否合法有效以及

被收回的风险和可能性；享受的税收优惠的可持续性，如未来无法享受该等税收优惠政策，将对公司持续经营能力及财务状况造成的潜在影响。此外，从被投公司适用的财政补贴及税收优惠政策中，也可以部分体现出国家和地方政府对该公司技术先进性的认可和支持力度。

## 3. 制裁和出口管制

长期以来，西方发达国家处于半导体产业链中的龙头地位，而随着我国半导体行业的迅速发展，美国对中国半导体行业的出口管制和经济制裁逐步加码。2023年10月17日，美国商务部产业安全局将中国多家新兴半导体公司纳入实体清单。同日，美国商务部产业与安全局就先进计算芯片、超级计算机和半导体制造设备的相关出口管制发布了两个新的临时最终规则（Interim Final Rule, “IFR”），即：先进计算物项和超级计算机临时最终规则（“AC/S IFR”）和半导体制造物项临时最终规则（“SME IFR”），进一步扩大相关物项的管控范围及管控地域，新增管控了一系列可用于先进节点集成电路制造的设备（包括外延生长、刻蚀、沉积、光刻设备等）、调整了对“美国人”行为的限制。受制于国际局势，以及我国半导体公司对国外先进技术和高端设备依赖的现状，美国的出口管制和经济制裁措施可能会对国内半导体公司及具有美国人身份的公司员工造成不可



忽视的影响。

从法律尽职调查角度，也需要根据公司业务模式和实际情况，评估涉及制裁和受管控物项的风险程度，主要包括被投公司自身、被投公司股东、关联方、产业链重要供应商或客户是否被列入相关经济制裁或进出口管制清单，创始团队及核心技术人员是否属于“美国人”，是否适用相关行为限制；如存在前述情形，则需重点分析对公司经营、公司价值和投资人退出方式的实质性影响；对于尚未受到限制的公司，也需关注其产业链的安全，例如其产品是否属于新规限制的高算力芯片，流片是否会受到限制、成品未来销售是否会受到限制等。

#### 4. 股东特殊权利条款

初创期、成长期的半导体公司面临着巨大的资金需求。随着官方和民间资本源源不断地

流入，除自身财力雄厚的国资背景半导体公司外，市场上逐步形成了创始股东和核心团队负责研发、生产及经营，投资机构提供资金支持的组合模式。因而，半导体公司常常经历多轮次且大规模的融资。投资人出于看好公司未来发展、看中公司价值参投公司，在对外维护公司利益方面，某种程度上，投资人与创始股东属于利益共同体。但在不同主体间的利益分配上，每轮次的融资都充满着投资人与创始股东、投资人与投资人之间的“刀光剑影”。

因此，在法律尽职调查过程中，需要系统梳理被投公司历次融资时的交易文件，识别不同轮次投资人享有的特殊股东权利条款及其内容；公司及创始股东历史上是否存在对赌未达成或其他违约情况，以及其解决、落实情况等。从投资尽调的角度，一方面是为了消除历

史上因对赌未达成或其他违约情况影响公司经营能力、创始股东股权的稳定性或新投资人的投资额度的风险，另一方面也可以为新投资人投资时争取更有利的条款做准备。而对融资尽调而言，公司也可以合理利用新投资人投资的“契机”，解决和老投资人之间的历史遗留问题。

## （二）不同经营模式下法律尽职调查关注点的差异

如前文所述，因不同经营模式下的半导体公司参与设计、晶圆制造、封装和测试等不同环节，其在资产、业务、客户供应商选择等方面表现出不同特点，因而在识别出该等差异后，才能针对不同类型的半导体公司，高效地开展具有针对性的尽调工作。

### 1. 资产

就资产类型而言，Fabless模式下的芯片设计企业主要为轻资产型企业，而IDM及Foundry模式企业往往都属于重资产型企业，涉及产线、设备、厂房等多种生产要素。因此，对于IDM及Foundry模式企业需重点核查其生产经营所使用的厂房、设备的权属和权利受限情况，如来源于租赁第三方或存在他项权利的情形，需核查是否会对被投公司持续使用造成不利影响。

对于IDM及Foundry模式企业的项目用地是法律尽职调查的重点关注事项，除通常核查项目相关建设用地规划许可证、建设工程规划许可证、施工许可证等开工建设文件外，还需核查：土地出让和项目立项是否设有硬性指标条件，如：投资额度要求、投资进度要求、完工周期要求等，若未达到相应指标，则可能被追究违约责任甚至面临被收回土地的风险。

### 2. 固定资产投资项目手续

Fabless模式下的芯片设计企业主要为轻资产型企业，通常不涉及大型的固定资产投资项目。而对于IDM及Foundry模式企业，特别是在早期建设或者扩产阶段，往往在建多个固定资产投资项目，因而在此类企业的法律尽职调查过程中，需要重点关注其固定资产投资项目的建设进展及相关手续，重点核查该等项目在发展和改革委员会的立项备案情况、环境影响评价、验收情况等，是否存在未经环评即开工建设、未经验收即投入使用等违规情形。

此外，根据我们的相关项目经验，对于常规固定资产投资项目，一般备案到辖区发改部门即可，但部分半导体行业固定资产投资项目备案采用了窗口指导的模式，对于涉及窗口指导的半导体产业项目，需要到国家发改委备案，备案时间较长，并且对项目的自有资金投资比例有一定要求。

### 3. 客户/供应商集中度及依赖度

Fabless模式下的芯片设计企业需要采购芯片设计所需的EDA工具或软件，以及芯片制造所需的原材料，在芯片设计完成后需要委托晶圆制造、封装测试企业形成自主品牌产品，从而将产品应用于具体的行业，通过向代理商/渠道商或终端用户销售产生销售收入和利润。就委托晶圆制造而言，在全球晶圆代工厂处于高度集中化状态的现状下，可以选择的代工厂数量有限；基于特定的技术要求，芯片设计企业与晶圆代工厂在工艺流程、产品研发等方面需要有较为深度的合作关系，出于产品稳定性等因素考虑，设计企业通常不会轻易更换晶圆厂。就采购封装服务而言，能够满足芯片设计企业产品封装形式的封装代工企业也相当集中或有限。

因此，Fabless的芯片设计企业对Foundry代工厂的依赖度极高，在对工艺先进性、全面性及供应链安全等要求较高的情形下，能够满足设计企业业务需求的供应商数量更少，因而，Fabless企业普遍存在主要供应商较为集中的情形。相应地，Foundry企业作为Fabless企业的供应商，也会因上述原因存在客户集中度较高的问题。

视不同IDM企业覆盖衬底、外延、器件等不同产业链，其生产所需采购的原材料种类存

在差异。如果某些重要基础原材料，如大尺寸衬底、光刻胶等上游行业呈现集中度较高的市场格局，则导致采购特定原材料时，供应商集中度也相对较高。<sup>5</sup>但较之Fabless及Foundry模式，IDM的客户/供应商集中度相对处于合理的水平。

因此，虽然客户/供应商集中度较高是半导体公司的特点，但在投融资法律尽职调查过程中，仍需要重点关注被投资公司客户/供应商集中度及变化趋势，是否符合行业惯例；重大客户/供应商无法持续供应或采购对被投资公司生产经营的风险，以及被投资公司的应对措施；与重大客户/供应商交易的定价是否公允，是否符合市场标准；与重大客户/供应商签署的合同是否存在对被投资公司显著不利的条款（例如排他条款）等。

### 4. 业务合同

在半导体产业链的不同环节，扮演不同角色的半导体公司往往基于其各自特定的业务模式需要与合作方订立不同类型的业务合同。因此，在投融资法律尽职调查过程中，需要重点关注不同业务场景下合同条款的内涵与外延，梳理主要合同条款的业务逻辑并识别潜在法律风险。

5. 参见《华润微电子有限公司科创板首次公开发行股票招股说明书》。

## 采购

	主要合同类型	核心审阅要点
Fabless	生产性采购（承揽）： 晶圆代工协议、封装测试协议等 <sup>6</sup>	产能预测/保障条款（如晶圆代工厂/封测厂就其向芯片设计企业提供的产能做出承诺）；流片条款；生产周期与暂停生产条款；产品的详细信息及规格；客户下单周期及数量；良品率条款；知识产权条款等
	IP核及EDA工具类采购： IP核许可协议（IP Core License Agreement）、EDA工具采购订单等	授权方式和范围；授权使用费；授权周期；后续维护条款等
IDM和 Foundry	生产设备采购： 设备采购协议，包括采购光刻机、刻蚀机等晶圆制造，贴片机、焊接机等封装测试设备及测试和验证设备等生产设备	设备厂商、型号（是否属于受控物项）；采购和调试周期；运输；所有权转移时点；质量保证；培训、技术服务和售后条款等
	原材料采购： 采购协议，包括采购衬底、芯片、光刻胶等生产所需的必要原材料	采购合同签署形式及频率；付款节奏及账期；交货周期；质保金条款等

## 销售

	主要合同类型	核心审阅要点
Fabless 和IDM	向ODM、OEM厂商或终端客户等销售产品或提供服务。 公司就产品需求、价格、品种以及支付方式等关键要素与客户达成初步合意，签署框架合作协议；产品适配测试完成后，客户再根据具体需求，向公司发出具体采购订单	产品订购和合作模式；产品定价方式；交付验收；支付结算；知识产权归属条款；产品质量标准；售后及技术支持服务等
Foundry	晶圆代工协议、封装测试协议等 <sup>7</sup>	产能预测/保障条款（如要求芯片设计企业列明其短中期产品需求，以便于安排产能）；流片条款；生产周期与暂停生产条款；产品的详细信息及规格；客户下单周期及数量；良品率条款；知识产权条款等

6. 实践中Fabless公司可能也会向晶圆代工厂/封测厂提供生产加工用的原材料，因此也可能涉及原材料采购协议。

7. 因为全球晶圆厂高度集中，其产能持续紧张，晶圆厂对于客户的采购资质审核较为严格。因此实践中，晶圆厂可能直接与芯片设计企业进行合作，也可能通过第三方代理而不直接与芯片设计企业建立委托关系。

除上表所示不同模式下业务合同的不同审阅要点外，在审查具体的半导体行业相关业务合同时，需重点关注：合同中是否存在对被投资公司显著不利或限制未来业务发展的条款，例如交易对方的单方解约权，被投资公司可能面临的重大赔偿，限制被投资公司市场或业务开拓条款等；被投资公司在手订单的履行中是否存在违约或潜在违约情形；合同中的知识产权条款，特别是合作过程中新IP或改进IP的归属等。由于业务合同中可能会包含产品、服务的重要技术指标以及采购设备的厂商、型号等保密信息，公司在配合投资尽调或开展融资尽调过程中，建议谨慎地对相关信息进行打码或者隐藏处理。

#### 第四部分\ 结语

半导体产业是国家信息产业的基石，加快半导体产业的国产化，是我国应对国际挑战的一项重要策略。可喜的是，近年来，国内出现了一批拥有自主知识产权及核心竞争力且具备可观市场地位的半导体企业，国内企业在半导体行业的自主研发能力取得显著进步，这离不开公司创始人和投资机构共同的支持和努力。虽然在技术层面，国内半导体公司与全球半导

体产业链龙头相比，目前仍存在一定的差距，但我们相信，国内半导体产业未来可期。作为专业的法律服务团队，我们期待助力国内半导体公司突破国际压力，跑出全球领先水平。 ☞



张方伟  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2259  
zhangfangwei@zhonglun.com



张国勋  
高级顾问  
合规与政府监管部  
北京办公室  
+86 10 5087 2905  
zhangguoxun@zhonglun.com

# 《公司法》 修订要点梳理

作者：丁恒 咸海兰 陈沈阳



2023年12月29日,《中华人民共和国公司法》(以下简称“新《公司法》”)经第十四届全国人民代表大会常务委员会第七次会议审议并通过,将于2024年7月1日起正式实施。新《公司法》删除了现行《公司法》(2006年修订、2013年、2018年修正的《中华人民共和国公司法》,以下简称“现行《公司法》”)中的16个条文,新增和修改了228个条文,其中实质性修改112个条文。笔者从公司资本制度改革、公司组织机构改革、控股股东、实际控制人及董监高忠实、勤勉义务的强化三个方面对主要修订内容进行了梳理并总结如下。

## 第一部分\

# 公司资本制度改革

## 1、有限责任公司股东的认缴出资期限、出资方式扩展、股东失权制度及股东认缴义务加速到期的情形

(1)新《公司法》新增有限责任公司股东的认缴出资期限为5年。该项修订在坚持并继续完善认缴资本制度的基础上,强化了股东的出资责任。自2013年实行认缴登记制改革以来,实践中

存在股东承诺的认缴资本数额巨大、缴付期限畸长、且股东可在认缴期限届至之前转让股权的情形,降低了债权人对公司注册资本的信赖。设置五年最长认缴期限规则,可激励股东在确定出资义务时更理性地评估未来经营需求、投资风险,并照顾债权人获得偿付的合理预期。但是,对于新《公司法》实施前的存量公司的缴付期限如何调整,根据新《公司法》第266条的规定,具体办法由国务院另行规定,因此,目前尚不明确,需要进一步注意立法动向。

### 现行《公司法》

#### 第二十六条

有限责任公司的注册资本为在公司登记机关登记的全体股东认缴的出资额。

法律、行政法规以及国务院决定对有限责任公司注册资本实缴、注册资本最低限额另有规定的,从其规定。

### 新《公司法》

#### 第四十七条

有限责任公司的注册资本为在公司登记机关登记的全体股东认缴的出资额。**全体股东认缴的出资额由股东按照公司章程的规定自公司成立之日起五年内缴足。**

法律、行政法规以及国务院决定对有限责任公司注册资本实缴、注册资本最低限额、股东出资期限另有规定的,从其规定。

(2) 新《公司法》在吸收《最高人民法院  
关于适用<中华人民共和国公司法>若干问题的规  
定(三)》(以下简称“《**公司法解释(三)**》”)第  
十一条关于股权出资的规定及《市场主体登记

管理条例实施细则》第十三条第三款关于债权出  
资的规定的规定的基礎上,在法律层面明确了股权和债  
权可以用于出资,扩展了股东的出资方式。

### 现行《公司法》

#### 第二十七条

股东可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、  
土地使用权等可以用货币估价并可以依法转让的非  
货币财产作价出资;但是,法律、行政法规规定不  
得作为出资的财产除外。

对作为出资的非货币财产应当评估作价,核实财  
产,不得高估或者低估作价。法律、行政法规对评  
估作价有规定的,从其规定。

### 新《公司法》

#### 第四十八条

股东可以用货币出资,也可以用实物、知识产权、  
土地使用权、**股权、债权**等可以用货币估价并可以依法转让的非货币财产作价  
出资;但是,法律、行政法规规定不得作为出资的财产除外。

对作为出资的非货币财产应当评估作价,核实财产,不得高估或  
者低估作价。法律、行政法规对评估作价有规定的,从其规定。

### (3) 股东的实缴出资义务及失权制度

根据新《公司法》规定,股东未按期足额缴  
纳出资的后果,由应向已履行实缴义务的股东承  
担违约责任,变更为给公司造成损失的需承担赔  
偿责任。

新《公司法》正式确立了有限责任公司股东  
的失权制度,即在股东未按期缴纳部分出资的情  
况下,自公司发出失权通知之日起,该股东即丧  
失其未缴纳出资的股权。



现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第二十八条</b>            股东应当按期足额缴纳公司章程中规定的各自所认缴的出资额。股东以货币出资的，应当将货币出资足额存入有限责任公司在银行开设的账户；以非货币财产出资的，应当依法办理其财产权的转移手续。            股东<b>不按照前款规定</b>缴纳出资的，除应当向公司足额缴纳外，还应当向<b>已按期足额缴纳出资的股东承担违约责任</b>。</p>	<p><b>第四十九条</b>            股东应当按期足额缴纳公司章程规定的各自所认缴的出资额。            股东以货币出资的，应当将货币出资足额存入有限责任公司在银行开设的账户；以非货币财产出资的，应当依法办理其财产权的转移手续。            股东<b>未按期足额</b>缴纳出资的，除应当向公司足额缴纳外，还应当<b>对给公司造成的损失承担赔偿责任</b>。</p>
<p><b>第三十条</b>            有限责任公司<b>成立后</b>，<b>发现作为设立公司</b>出资的非货币财产的实际价额显著低于<b>公司章程所定价额</b>的，<b>应当由交付该出资的股东补足其差额</b>；<b>公司</b>设立时的其他股东承担连带责任。</p>	<p><b>第五十条</b>            有限责任公司<b>设立时</b>，<b>股东未按照公司章程规定实际缴纳出资，或者实际</b>出资的非货币财产的实际价额显著低于<b>所认缴的出资额</b>的，设立时的其他股东<b>与该股东在出资不足的范围</b>内承担连带责任。</p> <p><b>第五十一条</b>            有限责任公司成立后，<b>董事会应当对股东的出资情况进行核查，发现股东未按期足额缴纳公司章程规定的出资的，应当由公司</b>向该股东发出书面催缴书，催缴出资。  <b>未及时履行前款规定的义务，给公司造成损失的，负有责任的董事应当承担赔偿责任。</b></p> <p><b>第五十二条</b>  <b>股东未按照公司章程规定的出资日期缴纳出资，公司依照前款第一款规定发出书面催缴书催缴出资的，可以载明缴纳出资的宽限期；宽限期自公司发出催缴书之日起，不得少于六十日。宽限期届满，股东仍未履行出资义务的，公司经董事会决议可以向该股东发出失权通知，通知应当以书面形式发出，自通知发出之日起，该股东丧失其未缴纳出资的股权。依照前款规定丧失的股权应当依法转让，或者相应减少注册资本并注销该股权；六个月内未转让或者注销的，由公司其他股东按照其出资比例足额缴纳相应出资。</b>  <b>股东对失权有异议的，应当自接到失权通知之日起三十日内，向人民法院提起诉讼。</b></p>

(4)结合九民纪要和相关司法解释的规定，新《公司法》进一步明确规定在公司不能清偿到

期债务的情况下，经公司或债权人要求，有限责任公司股东的出资义务加速到期。

现行《公司法》	新《公司法》
/	第五十四条 公司不能清偿到期债务的，公司或者已到期债权的债权人有权要求已认缴出资但未届出资期限的股东提前缴纳出资。

## 2、股份有限公司的面额股、无面额股、类别股发行规则以及授权资本制的引入

### (1)股份有限公司的面额股、无面额股发行规则

新《公司法》系统地规定了股份有限公司发

行无面额股的内容，公司可以通过章程规定，自行决定发行面额股还是无面额股以及面额股与无面额股的自由转换，公司发行无面额股时应将所得的一半以上股款计入注册资本。

现行《公司法》	新《公司法》
第一百二十五条第一款 股份有限公司的资本划分为股份，每一股的金额相等。	第一百四十二条 公司的资本划分为股份。公司的全部股份，根据公司章程的规定择一采用面额股或者无面额股。采用面额股的，每一股的金额相等。公司可以根据公司章程的规定将已发行的面额股全部转换为无面额股或者将无面额股全部转换为面额股。采用无面额股的，应当将发行股份所得股款的二分之一以上计入注册资本。

### (2)股份有限公司的类别股发行规则

现行《公司法》并未明确股份有限公司优先股等类别股，而新《公司法》在股份有限公司中引入了类别股概念。根据该规定，类别股可以是有优先权利的股份，也可以是劣后权利的股份；可以是表决权数多于普通股的股份，也可以是表决权少于普

通股的股份；也可以是转让等权利受到限制的股份。新《公司法》确立的股份有限公司类别股制度回应了公司经营实践中多样化的需求。

需要注意的是：公开发行股份的股份有限公司不得发行表决权差异和转让受限的类别股，但公开发行前已发行的除外。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第一百三十一条</b> 国务院可以对公司发行本法规定以外的其他种类的股份，另行作出规定。</p>	<p><b>第一百四十四条</b> 公司可以按照公司章程的规定发行下列与普通股权利不同的类别股： <u>(一) 优先或者劣后分配利润或者剩余财产的股份；</u> <u>(二) 每一股的表决权数多于或者少于普通股的股份；</u> <u>(三) 转让须经公司同意等转让受限的股份；</u> <u>(四) 国务院规定的其他类别股。</u> 公开发行股份的公司不得发行前款第二项、第三项规定的类别股；公开发行前已发行的除外。 公司发行本条第一款第二项规定的类别股的，对于监事或者审计委员会成员的选举和更换，类别股与普通股每一股的表决权数相同。</p>

### (3) 股份有限公司引入授权资本制

新《公司法》引入了授权资本制，允许股份有限公司的章程或者股东会将股份发行的权限授予董事会，并细化规定了授权期限、授权比例，同时明

确由股东会审查非货币财产作价出资方式。

此外，董事会发行股份后修改关于公司章程中的注册资本和已发行股份数的事项不需要股东会表决。

现行《公司法》	新《公司法》
/	<p><b>第一百五十二条</b> 公司章程或者股东会可以授权董事会在三年内决定发行不超过已发行股份百分之五十的股份。但以非货币财产作价出资的应当经股东会决议。 董事会依照前款规定决定发行股份导致公司注册资本、已发行股份数发生变化的，对公司章程该项记载事项的修改不需再由股东会表决。</p>
/	<p><b>第一百五十三条</b> 公司章程或者股东会授权董事会决定发行新股的，董事会决议应当经全体董事三分之二以上通过。</p>

### 3、有限责任公司的股权转让

(1)新《公司法》取消了有限责任公司股东向股东以外的人转让股权需经其他股东过半数同意的规定，仅需通知其他股东即可，并以列举方式明确

了通知的具体事项。该修订简化了股东对外转让股权的程序，并为股东履行通知义务提供了指引，有利于保障股东的转股自由以及其他股东的优先购买权。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第七十一条</b> 有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。股东向股东以外的人转让股权，<b>应当经其他股东过半数同意</b>。股东应就其股权转让事项书面通知其他股东<b>征求意见</b>，其他股东自接到书面通知之日起满三十日未答复的，<b>视为同意转让。其他股东半数以上不同意转让的，不同意的股东应当购买该转让的股权；不购买的，视为同意转让。</b> <b>经股东同意转让的股权</b>，在同等条件下，其他股东有优先购买权。两个以上股东主张行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。</p>	<p><b>第八十四条</b> 有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。 股东向股东以外的人转让股权的，<b>应当将股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项书面通知其他股东</b>，其他股东在同等条件下有优先购买权。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的，<b>视为放弃优先购买权</b>。两个以上股东行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。</p>

(2)对于司法实践中常作为争议焦点的有限责任公司股东资格认定问题，新《公司法》进一步完善，规定在股权转让的情形下，有限责任公司确认股东资格的形式要件为将股东记载于股东名册。据

我们掌握的信息，实务中，大量公司没有设置股东名册，今后，无论是新设公司或收购其他公司，设置股东名册或确认审核目标公司股东名册变得非常重要。

现行《公司法》	新《公司法》
/	<p><b>第八十六条</b> 股东转让股权的，应当书面通知公司，请求变更股东名册；需要办理变更登记的，<b>并请求公司向公司登记机关办理变更登记。公司拒绝或者在合理期限内不予答复的，转让人、受让人可以依法向人民法院提起诉讼。</b> <b>股权转让的，受让人自记载于股东名册时起可以向公司主张行使股东权利。</b></p>

## 4、异议股东的股权回购请求权

(1)完善对于有限责任公司中小股东的保护

为进一步保障有限责任公司中小股东的合法权益，在吸收近年以来司法实践观点的基础上，新

《公司法》明确规定了异议股东请求公司回购其股权的情形，即控股股东滥用股东权利，严重损害公司或者其他股东利益时，其他股东有权请求公司按照合理的价格收购其股权。

### 现行《公司法》

#### 第七十四条

有下列情形之一的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权：

(一) 公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件的；

(二) 公司合并、分立、转让主要财产的；

(三) 公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现，股东会会议通过决议修改章程使公司存续的。

自股东会会议决议通过之日起六十日内，股东与公司不能达成股权收购协议的，股东可以自股东会会议决议通过之日起九十日内向人民法院提起诉讼。

### 新《公司法》

#### 第八十九条

有下列情形之一的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权：

(一) 公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件；

(二) 公司合并、分立、转让主要财产；

(三) 公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现，股东会通过决议修改章程使公司存续。

自股东会决议作出之日起六十日内，股东与公司不能达成股权收购协议的，股东可以自股东会决议作出之日起九十日内向人民法院提起诉讼。

**公司的控股股东滥用股东权利，严重损害公司或者其他股东利益的，其他股东有权请求公司按照合理的价格收购其股权。**

**公司因本条第一款、第三款规定的情形收购的本公司股权，应当在六个月内依法转让或者注销。**

(2)非公开发行股份有限公司的股东异议回购权

现行《公司法》仅规定了有限责任公司的异议股东的股份回购请求权，考虑到中国的股份有限公司中有相当一部分属于封闭性股份有限公司，该类公司的投资人数较少，且其股份转让不如上市公司自由，亦存在股东压迫等情形，新《公司法》新增了适用于股份有限公司的异议股东的股份回购请求权。



现行《公司法》	新《公司法》
/	<p><b>第一百六十一条</b> 有下列情形之一的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股份，公开发行的股份公司除外： （一）公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件； （二）公司转让主要财产； （三）公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现，股东会通过决议修改章程使公司存续。 自股东会决议作出之日起六十日内，股东与公司不能达成股份收购协议的，股东可以自股东会决议作出之日起九十日内向人民法院提起诉讼。 公司因本条第一款规定的情形收购的本公司股份，应当在六个月内依法转让或者注销。</p>

## 5、公司弥补亏损的方式

(1)新《公司法》允许公司按照规定使用资本公积金弥补亏损，打破了现行《公司法》不允许使用资本公积金弥补公司亏损的限制。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第一百六十八条</b> 公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。但是，资本公积金不得用于弥补公司的亏损。 法定公积金转为资本时，所留存的该项公积金不得少于转增前公司注册资本的百分之二十五。</p>	<p><b>第二百一十四条</b> 公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司注册资本。 公积金弥补公司亏损，应当先使用任意公积金和法定公积金；仍不能弥补的，可以按照规定使用资本公积金。 法定公积金转为增加注册资本时，所留存的该项公积金不得少于转增前公司注册资本的百分之二十五。</p>

## (2) 简易减资制度

现行《公司法》仅规定了普通减资的要求, 该种减资需要公告并为债权人进行债务清偿或担保。新《公司法》明确规定公司通过减少注册资本弥补亏

损的简易减资制度。其限制条件为: 一方面, 减资中不得向股东分配, 也不得免除股东缴纳出资或者股款的义务。另一方面, 在法定公积金和任意公积金累计额达到公司注册资本百分之五十前, 不得分配利润。

现行《公司法》	新《公司法》
/	<p><b>第二百二十五条</b>            公司依照本法第二百一十四条第二款的规定弥补亏损后, 仍有亏损的, 可以减少注册资本弥补亏损。减少注册资本弥补亏损的, 公司不得向股东分配, 也不得免除股东缴纳出资或者股款的义务。依照前款规定减少注册资本的, 不适用前条第二款的规定, 但应当自股东会作出减少注册资本决议之日起三十日内在报纸上或者国家企业信用信息公示系统公告。            公司依照前两款的规定减少注册资本后, 在法定公积金和任意公积金累计额达到公司注册资本百分之五十前, 不得分配利润。</p>

## 6、有限责任公司的同比例减资及其例外

新《公司法》新增了有限责任公司减少注册资本, 原则上要求按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份的规定。但是, 法律另有

规定、有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定的, 可以不按照同比例进行减资, 这样单方减资也是可行的。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第一百七十七条</b>            公司需要减少注册资本时, 必须编制资产负债表及财产清单。            公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人, 并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内, 未接到通知书的自公告之日起四十五日内, 有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。</p>	<p><b>第二百二十四条</b>            公司减少注册资本, 应当编制资产负债表及财产清单。            公司应当自股东会作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人, 并于三十日内在报纸上或者国家企业信用信息公示系统公告。债权人自接到通知之日起三十日内, 未接到通知的自公告之日起四十五日内, 有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。  <b>公司减少注册资本, 应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份, 法律另有规定、有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定的除外。</b></p>

## 7、增加公司债券相关规定

近年来，公司债券违约与债券虚假陈述案件频发，新《公司法》在吸收证券相关法律法规的基础

上，增加条文专款规定公司债券相关问题，包括要求为同期债券持有人设立债券持有人会议、发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人等。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第一百六十二条</b> 发行可转换为股票的公司债券的，公司应当按照其转换办法向债券持有人换发股票，但债券持有人对转换股票或者不转换股票有选择权。</p>	<p><b>第二百零三条</b> 发行可转换为股票的公司债券的，公司应当按照其转换办法向债券持有人换发股票，但债券持有人对转换股票或者不转换股票有选择权。 <b>法律、行政法规另有规定的除外。</b></p> <p><b>第二百零四条</b> <b>公开发行公司债券的，应当为同期债券持有人设立债券持有人会议，并在债券募集办法中对债券持有人会议的召集程序、会议规则和其他重要事项作出规定。债券持有人会议可以对与债券持有人有利害关系的事项作出决议。</b> <b>除公司债券募集办法另有约定外，债券持有人会议决议对同期全体债券持有人发生效力。</b></p> <p><b>第二百零五条</b> <b>公开发行公司债券的，发行人应当为债券持有人聘请债券受托管理人，由其为债券持有人办理受领清偿、债权保全、与债券相关的诉讼以及参与债务人破产程序等事项。</b></p> <p><b>第二百零六条</b> <b>债券受托管理人应当勤勉尽责，公正履行受托管理职责，不得损害债券持有人利益。</b> <b>受托管理人与债券持有人存在利益冲突可能损害债券持有人利益的，债券持有人会议可以决议变更债券受托管理人。</b> <b>债券受托管理人违反法律、行政法规或者债券持有人会议决议，损害债券持有人利益的，应当承担赔偿责任。</b></p>

第二部分\

## 公司组织机构改革

### 1、公司股东会职权及决议程序

(1)新《公司法》中未保留现行《公司法》中有关股东会行使“决定公司的经营方针和投资计划”和“审议批准公司的年度财务预算方案、决算

方案”职权的规定，本次修订后，前述两项事宜不再属于必须由股东会决议的事项，因此，实务中，我们理解前者可以被董事会的“决定公司的经营计划和投资方案”所吸收。另外，新增了股东会可以授权董事会对发行公司债券作出决议的规定。前述规定适用于有限责任公司和股份有限公司。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第三十七条</b> 股东会行使下列职权： <u>(一) 决定公司的经营方针和投资计划；</u> (二) 选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项； (三) 审议批准董事会的报告； (四) 审议批准监事会或者监事的报告； <u>(五) 审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；</u> (六) 审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案； (七) 对公司增加或者减少注册资本作出决议； (八) 对发行公司债券作出决议； (九) 对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议； (十) 修改公司章程； (十一) 公司章程规定的其他职权。 对前款所列事项股东以书面形式一致表示同意的，可以不召开股东会会议，直接作出决定，并由全体股东在决定文件上签名、盖章。</p> <p><b>第九十九条</b> 本法第三十七条第一款关于有限责任公司股东会职权的规定，适用于股份有限公司股东大会。</p>	<p><b>第五十九条</b> 股东会行使下列职权： (一) 选举和更换董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项； (二) 审议批准董事会的报告； (三) 审议批准监事会的报告； (四) 审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案； (五) 对公司增加或者减少注册资本作出决议； (六) 对发行公司债券作出决议； (七) 对公司合并、分立、解散、清算或者变更公司形式作出决议； (八) 修改公司章程； (九) 公司章程规定的其他职权。 <b>股东会可以授权董事会对发行公司债券作出决议。</b> 对本条第一款所列事项股东以书面形式一致表示同意的，可以不召开股东会会议，直接作出决定，并由全体股东在决定文件上签名或者盖章。</p> <p><b>第一百一十二条第一款</b> 本法第五十九条第一款、第二款关于有限责任公司股东会职权的规定，适用于股份有限公司股东会。</p>

(2)新《公司法》新增了有限责任公司股东会会议作出决议应当经代表过半数表决权的股东通过的比例门槛，明确了股东会决议生效的表决数量条件。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第四十三条</b>                      股东会的议事方式和表决程序，除本法有规定的外，由公司章程规定。                      股东会会议作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，<b>必须</b>经代表三分之二以上表决权的股东通过。</p>	<p><b>第六十六条</b>                      股东会的议事方式和表决程序，除本法有规定的外，由公司章程规定。  <b>股东会作出决议，应当经代表过半数表决权的股东通过。</b>                      股东会作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，<b>应当</b>经代表三分之二以上表决权的股东通过。</p>

(3)关于股东临时提案的权利，新《公司法》明确规定股份有限公司不得提高提出临时提案股东的持股比例，并且删除了无记名股票的相关规定。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第一百零二条</b>                      召开股东大会会议，应当将会议召开的时间、地点和审议的事项于会议召开二十日前通知各股东；临时股东大会应当于会议召开十五日前通知各股东；<b>发行无记名股票的，应当于会议召开三十日前公告会议召开的时间、地点和审议事项。</b>                      单独或者合计持有公司<b>百分之三</b>以上股份的股东，可以在<b>股东大会</b>召开十日前提出临时提案并书面提交董事会；董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东，并将该临时提案提交股东大会审议。<b>临时提案的内容应当属于股东大会职权范围，并有明确议题和具体决议事项。</b>                      股东大会不得对<b>前两款</b>通知中未列明的事项作出决议。  <b>无记名股票持有人出席股东大会会议的，应当于会议召开五日前至股东大会闭会时将股票交存于公司。</b></p>	<p><b>第一百一十五条</b>                      召开股东会会议，应当将会议召开的时间、地点和审议的事项于会议召开二十日前通知各股东；临时股东大会会议应当于会议召开十五日前通知各股东。                      单独或者合计持有公司<b>百分之</b>一以上股份的股东，可以在<b>股东会会议</b>召开十日前提出临时提案并书面提交董事会。临时提案应当有明确议题和具体决议事项。董事会应当在收到提案后二日内通知其他股东，并将该临时提案提交股东会审议；<b>但临时提案违反法律、行政法规或者公司章程的规定，或者不属于股东会职权范围的除外。公司不得提高提出临时提案股东的持股比例。</b>                      公开发行股份的公司，应当以公告方式作出前两款规定的通知。  <b>股东会</b>不得对通知中未列明的事项作出决议。</p>

## 2、完善股东知情权制度

(1)现行《公司法》规定股东有权查阅、复制公司章程、股东会会议记录、会计账簿等资料。新《公司法》在此基础上，有限责任公司股东还可以自行或者委托会计师事务所、律师事务所等中介机

构查阅公司的会计凭证，查阅与复制股东名册，以及可以查阅公司全资子公司的上述材料。查阅权的补充、完善，有利于保障公司股东特别是中小股东的投资权益。

### 现行《公司法》

#### 第三十三条

股东有权查阅、复制公司章程、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议和财务会计报告。

股东可以要求查阅公司会计账簿。股东要求查阅公司会计账簿的，应当向公司提出书面请求，说明目的。公司有合理根据认为股东查阅会计账簿有不正当目的，可能损害公司合法权益的，可以拒绝提供查阅，并应当自股东提出书面请求之日起十五日内书面答复股东并说明理由。公司拒绝提供查阅的，股东可以请求人民法院要求公司提供查阅。

### 新《公司法》

#### 第五十七条

股东有权查阅、复制公司章程、**股东名册**、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议和财务会计报告。

股东可以要求查阅公司会计账簿、**会计凭证**。股东要求查阅公司会计账簿、**会计凭证**的，应当向公司提出书面请求，说明目的。公司有合理根据认为股东查阅会计账簿、**会计凭证**有不正当目的，可能损害公司合法权益的，可以拒绝提供查阅，并应当自股东提出书面请求之日起十五日内书面答复股东并说明理由。**公司拒绝提供查阅的，股东可以向人民法院提起诉讼。**

**股东查阅前款规定的材料，可以委托会计师事务所、律师事务所等中介机构进行。**

**股东及其委托的会计师事务所、律师事务所等中介机构查阅、复制有关材料，应当遵守有关保护国家秘密、商业秘密、个人隐私、个人信息等法律、行政法规的规定。**

**股东要求查阅、复制公司全资子公司相关材料的，适用前四款的规定。**

(2)除查阅权外，新增股份有限公司股东**复制**公司章程、股东名册、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告等材料的

权利，以及关于股份有限公司股东查阅权的行使，适用有限责任公司相关规定。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第九十七条</b> 股东有权查阅公司章程、股东名册、<b>公司债券存根</b>、股东大会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告，对公司的经营提出建议或者质询。</p>	<p><b>第一百一十条</b> 股东有权查阅、<b>复制</b>公司章程、股东名册、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告，对公司的经营提出建议或者质询。 <b>连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东要求查阅公司的会计账簿、会计凭证的，适用本法第五十七条第二款、第三款、第四款的规定。公司章程对持股比例有较低规定的，从其规定。股东要求查阅、复制公司全资子公司相关材料的，适用前两款的规定。上市公司股东查阅、复制相关材料的，应当遵守《中华人民共和国证券法》等法律、行政法规的规定。</b></p>

### 3、公司法定代表人的选任和辞任

新《公司法》中不再保留有关“执行董事”的称谓，而是规定公司的法定代表人依据公司章程，由

代表公司执行公司事务的董事或者经理担任，并规定了担任法定代表人的董事或经理辞任后公司确定新法定代表人的期限。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第十三条</b> 公司法定代表人依照公司章程的规定，由<b>董事长、执行董事</b>或者经理担任，并依法登记。公司法定代表人变更，应当办理变更登记。</p>	<p><b>第十条</b> 公司的法定代表人按照公司章程的规定，<b>由代表公司执行公司事务的董事或者经理担任。</b> <b>担任法定代表人的董事或者经理辞任的，视为同时辞去法定代表人。法定代表人辞任的，公司应当在法定代表人辞任之日起三十日内确定新的法定代表人。</b></p>

### 4、公司董事会职权、组成、决议程序及董事解任

(1)新《公司法》中未保留有限责任公司和股份有限公司董事会职权中“制订公司的年度财务预算

方案、决算方案”的内容，增加了“或者股东会授予的其他职权”的兜底表述，并明确规定公司章程对董事会权力的限制不得对抗善意相对人。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第四十六条</b> 董事会对股东会负责，行使下列职权： (一) 召集股东会会议，并向股东会报告工作； (二) 执行股东会的决议； (三) 决定公司的经营计划和投资方案； <b>(四) 制订公司的年度财务预算方案、决算方案；</b> (五) 制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案； (六) 制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案； (七) 制订公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案； (八) 决定公司内部管理机构的设置； (九) 决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人及其报酬事项； (十) 制定公司的基本管理制度； (十一) 公司章程规定的其他职权。</p> <p><b>第一百零八条第三款、第四款</b> 本法第四十五条关于有限责任公司董事任期的规定，适用于股份有限公司董事。 本法第四十六条关于有限责任公司董事会职权的规定，适用于股份有限公司董事会。</p>	<p><b>第六十七条</b> 有限责任公司设董事会，本法第七十五条另有规定的除外。 董事会行使下列职权： (一) 召集股东会会议，并向股东会报告工作； (二) 执行股东会的决议； (三) 决定公司的经营计划和投资方案； (四) 制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案； (五) 制订公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案； (六) 制订公司合并、分立、解散或者变更公司形式的方案； (七) 决定公司内部管理机构的设置； (八) 决定聘任或者解聘公司经理及其报酬事项，并根据经理的提名决定聘任或者解聘公司副经理、财务负责人及其报酬事项； (九) 制定公司的基本管理制度； (十) 公司章程规定或者股东会授予的其他职权。 <b>公司章程对董事会职权的限制不得对抗善意相对人。</b></p> <p><b>第一百二十条第二款</b> 本法第六十七条、第六十八条第一款、第七十条、第七十一条的规定，适用于股份有限公司。</p>

(2) 新《公司法》不再对于有限责任公司和股份有限公司的董事会人员上限进行限制、仅保留了3人的最低人数门槛（规模较小或者股东人数较少的有限责任或股份有限公司除外），并且明确规定了董事会中**应当**有职工代表的情形。新《公司法》强调了职工代表地位，允许成员为三人以上的董事会可以有公司职工代表。此外，新《公司法》扩大了强制要求有限责任公司设置职工代表董事的

适用范围，将现行《公司法》中仅限于国有独资公司和“两个以上的国有企业或者两个以上的其他国有投资主体投资设立的有限责任公司”的范围，扩大到了**职工人数三百人以上的有限责任公司（依法设监事会并有职工代表监事的除外）**。该规定强化了职工等利益相关者的权益。同时，新《公司法》对大中型外商投资企业及内资民营企业的董事人选增设了要求。

## 现行《公司法》

## 新《公司法》

### 第四十四条

有限责任公司设董事会，其成员为**三人至十三人**；但是，本法第五十条另有规定的除外。

**两个以上的国有企业或者两个以上的其他国有投资主体投资设立的有限责任公司**，其董事会成员中应当有公司职工代表；**其他有限责任公司**董事会成员中可以有公司职工代表。董事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

董事会设董事长一人，**可以**设副董事长。董事长、副董事长的产生办法由公司章程规定。

### 第一百零八条

股份有限公司设董事会，其成员为**五人至十九人**。

董事会成员中可以有公司职工代表。董事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。本法第四十五条关于有限责任公司董事任期的规定，适用于股份有限公司董事。

本法第四十六条关于有限责任公司董事会职权的规定，适用于股份有限公司董事会。

### 第六十八条

有限责任公司董事会成员为**三人以上**，**其成员中可以有公司职工代表**。**职工人数三百人以上的有限责任公司**，除依法设监事会并有公司职工代表的外，其董事会成员中**应当**有公司职工代表。董事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。

董事会设董事长一人，可以设副董事长。董事长、副董事长的产生办法由公司章程规定。

### 第一百二十条

股份有限公司设董事会，本法第一百二十八条另有规定的除外。

本法第六十七条、第六十八条第一款、第七十条、第七十一条的规定，适用于股份有限公司。



(3)新《公司法》进一步完善了公司可以不设立董事会的例外情形。

在取消“执行董事”相关规定的修订思路下，新《公司法》中进一步规定“规模较小或者股东人数较少的”有限责任公司或股份有限公司可以不设立董事会、仅需设立一名董事，其中，对于有限责任公司而言，可以由该董事兼任经理。但是，对于何为“规模较小或者股东人数较少”，新《公司法》没有进一步明确，实务中，需要遵循公司设立地的市监局的指导意见。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第五十条</b>            股东人数较少或者规模较小的有限责任公司，可以设一名执行董事，不设董事会。执行董事可以兼任公司经理。            执行董事的职权由公司章程规定。</p>	<p><b>第七十五条</b>  <u>规模较小或者股东人数较少的有限责任公司，可以不设董事会，设一名董事，行使本法规定的董事会的职权。该董事可以兼任公司经理。</u></p> <p><b>第一百二十八条</b>  <u>规模较小或者股东人数较少的股份有限公司，可以不设董事会，设一名董事，行使本法规定的董事会的职权。该董事可以兼任公司经理。</u></p>

(4)新《公司法》完善规定了有限责任公司和股份有限公司董事辞任的书面通知义务。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第四十五条</b>            董事任期由公司章程规定，但每届任期不得超过三年。董事任期届满，连选可以连任。            董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞职导致董事会成员低于法定人数的，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行董事职务。</p>	<p><b>第七十条</b>            董事任期由公司章程规定，但每届任期不得超过三年。董事任期届满，连选可以连任。            董事任期届满未及时改选，或者董事在任期内辞任导致董事会成员低于法定人数的，在改选出的董事就任前，原董事仍应当依照法律、行政法规和公司章程的规定，履行董事职务。  <u>董事辞任的，应当以书面形式通知公司，公司收到通知之日辞任生效，但存在前款规定情形的，董事应当继续履行职务。</u></p>

(5)新《公司法》新增了有限责任公司的董事会会议的最低出席人数要求，以及董事会决议应当经全体董事的过半数通过的比例限制。当然，公司章程另行可以规定更高的要求。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第四十八条</b>            董事会的议事方式和表决程序，除本法有规定的外，由公司章程规定。            董事会应当对所议事项的决定作成会议记录，出席会议的董事应当在会议记录上签名。            董事会决议的表决，实行一人一票。</p>	<p><b>第七十三条</b>            董事会的议事方式和表决程序，除本法有规定的外，由公司章程规定。  <u>董事会会议应当有过半数的董事出席方可举行。董事会作出决议，应当经全体董事的过半数通过。</u>            董事会决议的表决，<u>应当一人一票。</u>            董事会应当对所议事项的决定作成会议记录，出席会议的董事应当在会议记录上签名。</p>

(6)关于董事的解任

新《公司法》新增了有限责任公司和股份有限公司的股东会可以决议解任董事，在任期届满以前

无正当理由解任董事的，该董事有权要求赔偿的规定。

现行《公司法》	新《公司法》
/	<p><b>第七十一条</b>  <del>股东会可以决议解任董事，决议作出之日解任生效。</del>                      无正当理由，在任期届满前解任董事的，该董事可以要求公司予以赔偿。</p>

5、以董事组成的审计委员会代替监事会或监事

新《公司法》新增规定，无论有限责任公司还是股份有限公司，公司都可以在董事会中设置由董事（可包括职工代表董事）组成的审计委员会，以审计委员会代替监事会或监事。这一规定加强了公司的财务监督机制。我国近年来发生的公司财务纠

纷中，不乏因财务监管不力，导致公司财产损失无法及时发现与追回的情形。在董事会中设置由董事组成的审计委员会，旨在促进董事对公司财务的实际监督，以避免部分大股东利用控制地位转移公司财产，对公司与小股东造成损失。

现行《公司法》	新《公司法》
/	<p><b>第六十九条</b>  <del>有限责任公司可以按照公司章程的规定在董事会中设置由董事组成的审计委员会，行使本法规定的监事会的职权，不设监事会或者监事。公司董事会成员中的职工代表可以成为审计委员会成员。</del></p>
/	<p><b>第一百二十一条</b>  <del>股份有限公司可以按照公司章程的规定在董事会中设置由董事组成的审计委员会，行使本法规定的监事会的职权，不设监事会或者监事。</del>  <del>审计委员会成员为三名以上，过半数成员不得在公司担任除董事以外的其他职务，且不得与公司存在任何可能影响其独立客观判断的关系。公司董事会成员中的职工代表可以成为审计委员会成员。</del>  <del>审计委员会作出决议，应当经审计委员会成员的过半数通过。</del>  <del>审计委员会决议的表决，应当一人一票。</del>  <del>审计委员会的议事方式和表决程序，除本法有规定的外，由公司章程规定。</del>  <del>公司可以按照公司章程的规定在董事会中设置其他委员会。</del></p>

## 6、公司可以不设立监事会的例外情形

相比于现行《公司法》，新《公司法》将“规模较小或股东人数较少”的股份有限公司也一并纳入可以不设立监事会的主体范围内，并明确规定对于

有限责任公司而言，如经全体股东一致同意，可以不设监事。但是，对于何为“规模较小或者股东人数较少”，新《公司法》没有进一步明确，实务中，需要遵循公司设立地的市监局的指导意见。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第五十一条</b>                      有限责任公司设监事会，其成员不得少于三人。股东人数较少或者规模较小的有限责任公司，可以设一至二名监事，不设监事会。</p>	<p><b>第八十三条</b>                      规模较小或者股东人数较少的有限责任公司，可以不设监事会，设一名监事，行使本法规定的监事会的职权；<u>经全体股东一致同意，也可以不设监事。</u></p>
/	<p><b>第一百三十三条</b>                      规模较小或者股东人数较少的股份有限公司，可以不设监事会，设一名监事，行使本法规定的监事会的职权。</p>

## 7、公司内部会议形式可以通过电子方式召开

在移动办公和科技发展的背景下，本次公司法修订中相应新增了允许通过线上方式进行股东会、

董事会及监事会的开会和表决的规定，并以公司章程另有规定的为例外。

现行《公司法》	新《公司法》
/	<p><b>第二十四条</b>                      公司股东会、董事会、监事会召开会议和表决可以采用电子通信方式，<u>公司章程另有规定的除外。</u></p>

第三部分\

## 控股股东、实际控制人及董监高的忠实、勤勉义务的强化

### 1、明确规定控股股东、实际控制人及董监高的忠实、勤勉义务

新《公司法》明文规定了控股股东、实际控制人及董监高的忠实、勤勉义务，对实践中可能存在的控股股东、实际控制人虽不在公司任职但实际控制公司事务，以及控股股东、实际控制人指示董事、高级管理人员从事损害公司或者股东利益的的行为的责任进行了规范。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第一百四十七条第一款</b> 董事、监事、高级管理人员应当遵守法律、行政法规和公司章程，对公司负有忠实义务和勤勉义务。</p>	<p><b>第一百八十条</b> <u>董事、监事、高级管理人员对公司负有忠实义务，应当采取措施避免自身利益与公司利益冲突，不得利用职权谋取不正当利益。</u> <u>董事、监事、高级管理人员对公司负有勤勉义务，执行职务应当为公司的最大利益尽到管理者通常应有的合理注意。</u> <u>公司的控股股东、实际控制人不担任公司董事但实际执行公司事务的，适用前两款规定。</u></p>
/	<p><b>第一百九十二条</b> <u>公司的控股股东、实际控制人指示董事、高级管理人员从事损害公司或者股东利益的的行为的，与该董事、高级管理人员承担连带责任。</u></p>

### 2、董监高的关联交易限制

新《公司法》细化了对董监高关联交易的限制，与2018年《公司法》相比，增加了“监事”作为关联交易程序的适用主体，规定了董监高对关联交易的信息披露义务，允许公司章程规定董事会或者股东会作为批准机关，并且以示例化列举的方式对关联方进行了说明。



现行《公司法》	新《公司法》
<p>第一百四十八条第一款第四项 董事、高级管理人员不得有下列行为： (四)违反公司章程的规定或者未经股东会、股东大会同意，与本公司订立合同或者进行交易；</p>	<p>第一百八十二条 董事、监事、高级管理人员，<b>直接或者间接</b>与本公司订立合同或者进行交易，<b>应当就与订立合同或者进行交易有关的事项向董事会或者股东会报告，并按照公司章程的规定经董事会或者股东会决议通过。</b> <b>董事、监事、高级管理人员的近亲属，董事、监事、高级管理人员或者其近亲属直接或者间接控制的企业，以及与董事、监事、高级管理人员有其他关联关系的关联人，与公司订立合同或者进行交易，适用前款规定。</b></p>

### 3、董监高的资本充实义务以及各项赔偿责任

(1)新《公司法》新增了董事会对股东出资的核查、催缴义务，以及违反前述义务时负责的董事应承担的赔偿责任。

现行《公司法》	新《公司法》
/	<p>第五十一条 有限责任公司成立后，<b>董事会应当对股东的出资情况进行核查，发现股东未按期足额缴纳公司章程规定的出资的，应当向该股东发出书面催缴书，催缴出资。</b> <b>未及时履行前款规定的义务，给公司造成损失的，负有责任的董事应当承担赔偿责任。</b></p>

(2)新《公司法》进一步完善了公司违法分配利润的情况下，股东与董监高应当承担赔偿责任的规定。

现行《公司法》	新《公司法》
<p>第一百六十六条第五款 股东会、股东大会或者董事会违反前款规定，<b>在公司弥补亏损和提取法定公积金之前向股东分配利润的，股东必须将违反规定分配的利润退还公司。</b></p>	<p>第二百一十一条 公司违反本法规定向股东分配利润的，<b>股东应当将违反规定分配的利润退还公司；给公司造成损失的，股东及负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任。</b></p>

(3)新《公司法》新增了违法减资的情形下，股东与董监高对公司的损害赔偿责任的规定。

现行《公司法》	新《公司法》
/	<p><b>第二百二十六条</b> 违反本法规定减少注册资本的，股东应当退还其收到的资金，减免股东出资的应当恢复原状；给公司造成损失的，股东及负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任。</p>

(4)新《公司法》在吸收《公司法解释（三）》关于抽逃出资责任规定的基础上，将抽逃出资的责任主体从单一股东扩大到包括董事、监事、高级管理人员，同时增设了赔偿责任与赔偿范围的规定。

现行《公司法》	新《公司法》
<p><b>第三十五条</b> 公司成立后，股东不得抽逃出资。</p>	<p><b>第五十三条</b> 公司成立后，股东不得抽逃出资。 违反前款规定的，股东应当返还抽逃的出资；给公司造成损失的，负有责任的董事、监事、高级管理人员应当与该股东承担连带赔偿责任。</p>

(5)现行《公司法》未明确规定公司能否实行财务资助，新《公司法》新增了公司原则上不得实行财务资助以及特定情形下允许实行财务资助的规定，并将董监高纳入责任主体的范围。

现行《公司法》	新《公司法》
/	<p><b>第一百六十三条</b> 公司不得为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助，公司实施员工持股计划的除外。 为公司利益，经股东会决议，或者董事会按照公司章程或者股东会的授权作出决议，公司可以为他人取得本公司或者其母公司的股份提供财务资助，但财务资助的累计总额不得超过已发行股本总额的百分之十。董事会作出决议应当经全体董事的三分之二以上通过。 违反前两款规定，给公司造成损失的，负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任。</p>

(6)新《公司法》新增了董事和高级管理人员因执行职务对第三人造成损害的赔偿责任条款，以强化公司董事和高级管理人员的责任、提升公司治理水平。

现行《公司法》	新《公司法》
/	<p><b>第一百九十一条</b>  <b>董事、高级管理人员执行职务，给他人造成损害的，公司应当承担赔偿责任；董事、高级管理人员存在故意或者重大过失的，也应当承担赔偿责任。</b></p>

(7)新《公司法》借鉴、吸收了《民法典》第六十一条<sup>1</sup>、第六十二条<sup>2</sup>规定的法定代表人责任，新增了关于法定代表人行为后果归属、超越权限的法律后果和内部追责方式的规定。

现行《公司法》	新《公司法》
/	<p><b>第十一条</b>  <b>法定代表人以公司名义从事的民事活动，其法律后果由公司承受。公司章程或者股东会对法定代表人职权的限制，不得对抗善意相对人。</b>  <b>法定代表人因执行职务造成他人损害的，由公司承担民事责任。公司承担民事责任后，依照法律或者公司章程的规定，可以向有过错的法定代表人追偿。</b></p>

(8)现行《公司法》规定有限责任公司的清算组由股东组成，股份有限公司的清算组由董事或者股东大会确定的人员组成。新《公司法》在吸收《民法典》第七十条规定<sup>3</sup>的基础上，统一规定公司的清算组“由董事组成”为原则，以“公司章程另有规定或者股东会决议另选他人”为例外，并明确规定了清算义务人未及时履行清算义务的赔偿责任。该修订强化了董事的清算义务与责任，与其享有的经营

管理权相匹配，符合董事会中心主义的治理结构；同时，允许公司章程和股东会决议另选他人作为清算义务人，保障公司自治。

1.《民法典》第六十一条，依照法律或者法人章程的规定，代表法人从事民事活动的负责人，为法人的法定代表人。法定代表人以法人名义从事的民事活动，其法律后果由法人承受。法人章程或者法人权力机构对法定代表人代表权的限制，不得对抗善意相对人。  
 2.《民法典》第六十二条，法定代表人因执行职务造成他人损害的，由法人承担民事责任。法人承担民事责任后，依照法律或者法人章程的规定，可以向有过错的法定代表人追偿。  
 3.《民法典》第七十条，法人解散的，除合并或者分立的情形外，清算义务人应当及时组成清算组进行清算。法人的董事、理事等执行机构或者决策机构的成员为清算义务人。法律、行政法规另有规定的，依照其规定。清算义务人未及时履行清算义务，造成损害的，应当承担民事责任；主管机关或者利害关系人可以申请人民法院指定有关人员组成清算组进行清算。

## 现行《公司法》

### 第一百八十三条

公司因本法第一百八十条第（一）项、第（二）项、第（四）项、第（五）项规定而解散的，应当在解散事由出现之日起十五日内成立清算组，开始清算。有限责任公司的清算组由股东组成，股份有限公司的清算组由董事或者股东大会确定的人员组成。逾期不成立清算组进行清算的，债权人可以申请人民法院指定有关人员组成清算组进行清算。人民法院应当受理该申请，并及时组织清算组进行清算。

## 新《公司法》

### 第二百三十二条

公司因本法第二百二十九条第一款第一项、第二项、第四项、第五项规定而解散的，应当清算。董事为公司清算义务人，应当在解散事由出现之日起十五日内组成清算组进行清算。清算组由董事组成，但是公司章程另有规定或者股东会决议另选他人的除外。清算义务人未及时履行清算义务，给公司或者债权人造成损失的，应当承担赔偿责任。

## 第四部分 结语

新《公司法》从改革公司资本制度、强化股东出资责任、优化公司治理结构、强化董监高的忠实、勤勉义务等方面对现行《公司法》做出了诸多实质性修订，不仅关系到包括外商投资企业在内的各类公司主体的合法运营，还会对公司治理、股东之间的关系等方面产生较大影响。

对于基于旧“三资”法<sup>4</sup>设立且尚未根据现行《公司法》要求调整公司治理结构的外商投资企业，建议结合新《公司法》的相关要求，对合资合同和章程作出相应修改，并于2024年7月1日后、2024年12月31日前完成在市场监督管理部门相关登记备案手续。已根据现行《公

司法》完成组织架构调整的外商投资企业，也需关注新《公司法》可能产生的新影响，了解新法与现行公司法之间如何过渡衔接等问题。

我们建议公司密切关注和充分考虑新版《公司法》可能产生的新影响，及时跟踪最新的法律要求以及后续监管部门出台的细则规定或说明，把握新《公司法》的过渡期，梳理自身的实际情况，因势利导调整策略，必要时可借助外部专业法律服务团队的协助，积极应对各项合规要求。



丁恒  
合伙人  
公司业务部  
上海办公室  
+86 21 6061 3736  
dingheng@zhonglun.com

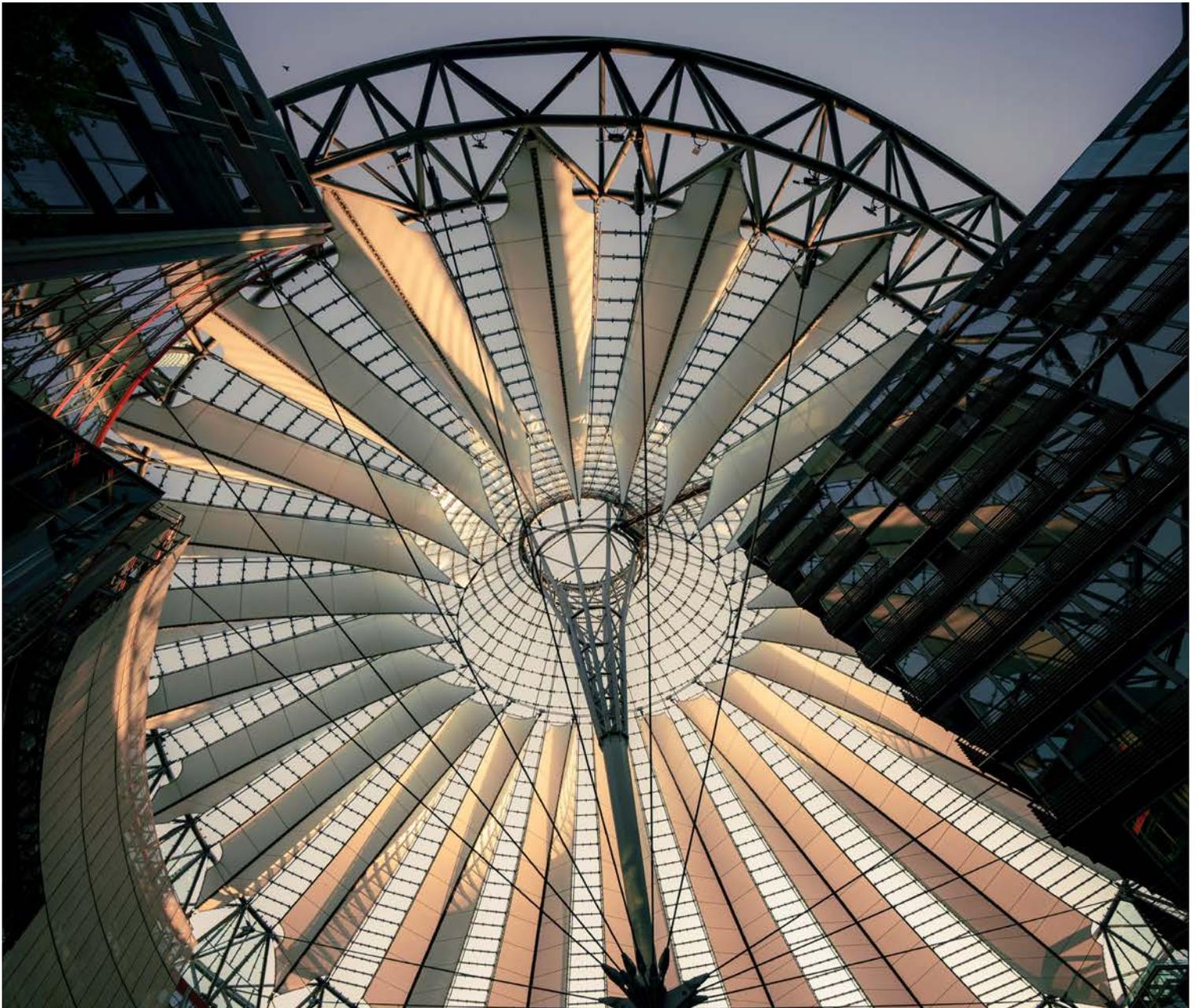


威海兰  
非权益合伙人  
公司业务部  
上海办公室  
+86 21 6061 3551  
xianhailan@zhonglun.com

4. 《中华人民共和国中外合资经营企业法》、《中华人民共和国外资企业法》、《中华人民共和国中外合作经营企业法》

# 创始人必读： 反稀释条款简析

作者：乔资营 于三雅 宫远馨



创业公司在成长过程中会经历多轮融资，理想情况下，公司的估值逐轮攀升，公司的股价亦随之提升。但在某些特定的情况下，公司的股价亦有可能较前一轮有所下降，构成“折价融资”(Down Round)。为应对可能的折价融资情形，投资人往往会要求在融资的交易文件中加入反稀释条款(Anti-dilution Clause)，尽量减少其所持股权的价值因折价融资而产生的减损。本文将通过对反稀释条款的解析使得创始人对其有更全面的了解，帮助创始人在谈判和执行的过程中能够结合自身的商业诉求从容应对和取舍。

## 第一部分\

### 何谓“折价融资”(Down Round)?

实践中，我们最常听到的投资融资双方关于折价融资的表述是“估值下降”。对于“知其所以然”的相对方来说，这是一种简洁的表达方式；但对于“不知其所以然”的受众来说则很容易引起误解，进而影响对反稀释条款的理解。

“折价融资”这一概念中“折”的客体是“股价”，核心是股价的下降。在股数保持不变的情况下，估值下降时，股价必然下降，但需要特别注意是，**估值“上升”时，股价也有可能是下降的。**其一，投前估值与投后估值是不同的概念，二者之间的差额是该轮次的投资总额，如果两个相邻轮次的投前估值一致，那意味着后轮的股价是低于前轮的，而只有当后轮的投前估值不

低于前轮的投后估值时，股价才是没有下降的；其二，即便在后轮投前估值高于前轮投后估值的情况下，如两轮之间公司非以融资为目的而批准增发新股（如，为员工股权激励之目的，向员工持股平台增发5%的股权），股价亦可能会因为总股数的增多<sup>2</sup>而下降。

由此可见，以估值来判断是否发生折价融资是可行的，但需注意表述的严谨性。如果不区分“投前”估值还是“投后”估值，也不考虑是否有发生增发新股的情况，则可能会产生歧义。但如果能对估值进行准确的表述并对具体场景加以明确，估值与股价的波动一般是同频的。

1.“股价”对于境外主体及境内股份有限公司来说即每股单价，对于境内私募领域常见的有限责任公司而言，在文件中常常被描述为“每一元注册资本的价格”。

2.“股价” = “投前估值”/“总股数”(有限责任公司则为“投前注册资本总额”)，在两轮之间增发新股的情况下，“总股数”将增加，如果后轮的“投前估值”(分子)的增幅小于“总股数”(分母)的增幅，则股价下降。

## 第二部分\

# 反稀释条款的调价公式

厘清“折价融资”的实质含义即是股价下降后，我们就不难理解折价融资对投资人而言意味着什么。如果将投资人视为买家，那简单来说，这意味着投资人买到手的东西“跌”了，即意味着投资人曾经买“贵”了。反稀释条款的目

的是帮助投资人在已买入股权因折价融资发生价值减损<sup>3</sup>时，尽量减少价值减损，其本质是在该等情况发生时对投资人已买入股权的股价进行再次调整的调价机制。

反稀释调整通常分为两种模式：“加权平均(weighted average)”及“完全棘轮(full ratchet)”，本文通过列表的方式，对以上两种模式进行了对比和分析：

条款要点	加权平均	完全棘轮	评价
实践	相对普遍	相对少见	/
简述	公司向新投资人发行新股的股价（“新股股价”）低于现有投资人投资于公司时的股价（“原股价”）的，则应对原股价进行调整，取原股价与新股股价的加权平均值	新股股价低于原股价的，则应将原股价直接调整为新股股价	棘轮，原义为一种只能向一个方向旋转而不能倒转的齿轮，“完全棘轮”意味着不接受股价倒退，折价融资发生时，原股价即调整为新股股价；“加权平均”，则会考虑按新股股价发行的股数的多寡，取加权平均值进行调整。
权益倾向	对公司更为有利	对投资人更为有利	反稀释调整的补偿幅度取决于调整后的股价。相较于加权平均，完全棘轮的股价回调幅度较大，补偿力度更大，更有利于有权投资人。
反稀释计算原则	结合按新股股价发行的股数及公司总股数综合计算，取原股价及新股股价的加权平均值	不考虑按新股股价发行的股数，直接调整为新股股价	完全棘轮调整后的股价即等于新股股价；而加权平均调整后的股价是介于新股股价与原股价之间的一个数值，按新股股价发行的股数越少，则调整幅度越小。

3.注意：反稀释条款，保护的是投资人的“股权价值”不被稀释，不是保护投资人的“股权比例”不被稀释。投资人股权比例的维持，系通过投资人的优先认购权予以保障，投资人有权但无义务行使其享有的优先认购权。

条款要点	加权平均	完全棘轮	评价
反稀释调整股价计算公式	$CP2=CP1 \times (A+B)/(A+C)$ CP2=调整后股价 CP1=原股价 A=投前总股数 B=新投资人按原股价可认购的股数=新投资人投资款/CP1 C=新投资人按新股股价认购的股数	CP2=新股股价	按加权平均公式中的定义列示完全棘轮的股价调整： $CP2=新股股价=新投资人投资款/按新股股价认购的股数$ ，即 $CP2=(CP1 \times B)/C=CP1 \times (B/C)$ 。  通过公式对比可以更直观地看到，完全棘轮公式法计算与投前总股数A无关；而加权平均则是在完全棘轮公式的基础上，在CP2和CP1的系数(B/C)的分子及分母中均加入了投前总股数A，即补充了投前总股数的权重，A越大，调整幅度越小。由此进一步可得，广义加权平均 <sup>4</sup> 相较于狭义加权平均对公司更为友好。

### 第三部分\

## 反稀释调整的补偿方式

如前所述，反稀释调整的目的是对投资人的股权价值减损进行补偿，具体补偿形式主要分为股权补偿和现金补偿两类，可以择一或以组合的方式落实补偿，承担补偿责任的义务主体往往是公司、创始人或员工持股平台。

### 1. 股权补偿

触发反稀释条款时，通过反稀释调整公式计算出的调整后股价将替代原股价成为投资人应取得的股权数量的依据，即应按调整后股价重新计算投资人已支付的投资款应取得的股数，就其与投资人已支付的投资款按原股价已取得的股数之间的多出的股数(“应补偿股权”)，

由公司和/或创始人进行补偿。股权补偿的最终效果是在投资人的投资款不变的情况下取得了更多的股权，尽管股价下跌，其所持股权的整体权益得到一定程度的补偿。

补偿股数计算公式为 $K=(CP1-CP2) \times C/CP2$ ，其中，

K=补偿股数

C=投资人以CP1为股价认购的股数

当公司承担补偿义务时，补偿的方式是以零对价或者以法律允许的最低价格向投资人增发新股；当创始人或员工持股平台承担补偿义务时，补偿的方式是将其持有的股权以零对价

4. 加权平均又分为“广义加权平均”和“狭义加权平均”，其主要的区别是在计算投前总股数的时候，广义加权平均方式会包含行使期权或认股权证及可转换证券（如可转债）转换后取得的股权（融资过程中计算投前估值时，该等股权也往往被计算在内）；而狭义加权平均仅考虑新一轮融资时已经发行的股权，而不考虑期权、认股权证或其他可转换证券。

或者以法律允许的最低价格转让给投资人。此外，对于常见的以开曼公司为境外融资主体的项目而言，还有另外一种股权补偿的方式——调整转换股价（Conversion Price）。享有反稀释条款保护的投资人持有的优先股可以转换为普通股，转换股价（Conversion Price）即指优先股转换为普通股的时候普通股的价格。初始的转换股价（Conversion Price）等于优先股的原股价，优先股与普通股的转换比例是1: 1。在进行反稀释调整时，这类境外项目往往通过以具体的反稀释调整公式调低转换股价（Conversion Price）的方式，使得优先股可以转换为更多的普通股实现股权补偿。

## 2. 现金补偿

现金补偿有两种理解方式对应不同的计算方式，且两种计算方式的结果是一致的。其一，将现金补偿理解为将股权补偿中的应补偿股权折现后支付给投资人的补偿方式。计算时，通过将“应补偿股权的数量”与“调整后股价”相乘的方式得出应补偿的现金金额。其二，将现金补偿理解为投资人主张退还“多”支付的投资款的一种补偿方式，投资人要求获得现金补偿的时候，意味着投资人不希望增持，而是更希望公司退还“按原股价认购股权”相较于“按调整后股价认购该等股权”而“多”支付的投资款。计算时，通过将“调整后股价”与投资人已取得

的股权总数相乘得出调整后应付的投资款，其少于投资人初始支付的投资款的部分即为“多”支付的、应退还给投资人的投资款。

由于公司进行现金补偿一定程度上存在被认定为股东抽逃注册资本出资的风险，因此实践中，如果投资人希望进行现金补偿，则承担补偿义务的主体可能是创始人，或者经公司有权决策机构同意，也可能由员工持股平台来承担。

## 第四部分\

# 给公司方的谈判建议

反稀释条款是保护投资人权利的条款，在融资文件中相对常见，在进行反稀释条款的谈判时，公司方可以通过以下几种常见角度入手平衡公司方与投资人的利益，创始人也可以在这个过程中尽可能地防范潜在风险。

## 1. 反稀释调整公式：争取广义加权平均的调整方式

广义加权平均更有利于公司方，同时也在实践中更为普遍。初始创设时建议争取广义加权平均的反稀释调整公式，如果以往谈判中因各方面原因已谈成了完全棘轮，那仍可以把握后续融资的每次契机，借助不同轮次投资人之



间的博弈，对反稀释调整公式再次进行调整。由于正常情况下新投资人的原股价更高，纵向比较反稀释条款对各投资人的调整力度会发现对新投资人的补偿力度更大，这会侧面减损早期投资人的利益，因此早期投资人往往亦会倾向于将公式调整为广义加权平均。

## 2.反稀释触发条件：设置触发前提和/或例外情形

公司方可以基于商业合理性、市场惯例及谈判的情况，适当设置反稀释触发的前提和/或例外情形，举例来说包括：（1）协商设置触发股价门槛，如仅在股价低于触发股价时方可适用反稀释条款；（2）设置期限，如约定投资人

投后超过一定期限不再适用、或公司的业绩达到一定里程碑后不再适用；（3）经公司有权决策机构确认的低价发行（如，为员工股权激励、拆股、分红、重组、收购等）不受反稀释条款限制等。

## 3.反稀释补偿方式：创始人责任

反稀释补偿义务的承担主体可以是公司和/或创始人，视谈判情况也存在加入员工持股平台一并承担义务的情形。在创始人被要求与公司一起承担反稀释补偿义务的情形下，建议创始人注意以下三个方面的谈判：**（1）补偿顺位：**建议公司为第一顺位的补偿义务人，创始人在公司无法补偿的部分的范围内承担第二顺位的补偿义务；**（2）税费承担：**因创始人承担反稀释补偿义务时往往涉及股权转让，尽管创始人系以零对价或者以法律允许的最低价格进行的转让并无所得，但仍存在被税务部门核定征税的风险，且反稀释补偿的过程中难免产生交易费用，建议在协议中明确创始人承担反稀释补偿义务所产生的相关税款和交易费用均应最终由公司承担；**（3）责任上限：**根据不同的反稀释调整公式及融资参数可以测算出创始人承担赔偿责任的上限，如果比例或金额较高且创始人本身持股已不具备绝对优势，建议创始人可以考虑明确其承担反稀释补偿义务的上限。

## 第五部分\ 结语

反稀释条款在投融资交易文件中较为常见，通过本文的介绍，我们相信创始人也对反稀释调整有了更具体的理解和把握，面对投资人提出的反稀释条款要求，一方面可以从基本原则出发，结合届时的情況对条款提出修订意见，另一方面亦可以通过数据测算判断其影响，有的放矢地进行谈判和协商。 ☞



乔资营  
合伙人  
私募基金与资管部  
北京办公室  
+86 10 5957 2040  
jackqiao@zhonglun.com



中伦研究院出品



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