

粤港澳大湾区的 法律与实践 III

金杜律师事务所 金杜法律研究院 联合出版

金杜国际中心

作为响应国家大湾区发展战略，更好地服务客户和继续推动国际化发展战略的重要举措，金杜于2018年4月28日，在大湾区成立“国际中心”。金杜国际中心将以金杜深圳、广州、香港、三亚办公室为依托，关注粤港澳大湾区的市场需要，衔接和释放金杜全球网络资源，重点发展“一带一路”/“走出去”、高端金融服务、私募/风险投资、资本市场、独角兽、知识产权保护、跨境争议解决等市场需求旺盛的业务领域。

金杜律师事务所香港办公室，现有近240名律师及法律人员，其中众多合伙人和律师拥有两个以上司法管辖区的法律执业资格，精熟跨境交易。金杜香港的律师团队不但能够提供香港法、澳大利亚法、英国法、美国法等法律服务，更能深刻理解中国企业在文化和运营管理方面的需求，运用自身丰富的国际经验，能够在银行与融资、公司、私募股权、并购与商业事务、竞争、贸易与监管、国际基金、证券与资本市场、争议解决与诉讼仲裁、建筑争议、工程、能源与资源、房地产等领域为客户提供全方位的法律服务。

金杜在华南设有深圳及广州两个办公室，金杜深圳办公室成立于1998年，现有200多名律师及法律人员；金杜广州办公室于2002年成立，现有160余名律师及专业人员。广深两地办公室的业务领域包括外商投资、境外投资、公司并购重组、银行业务及项目融资、公司上市、财富管理及信托业务、国际和国内争议解决、破产清算、知识产权及企业合规等，并以高质量、高度专业化的法律服务赢得了市场和业界的认可。广深办公室承办了大量在粤港澳大湾区乃至全国具有代表性及重大影响的项目和案件，在粤港澳大湾区纲要推进的过程中为客户提供一站式、全方位的法律服务。

金杜全球拥有29个办公室和2700多名律师，是一家能同时提供中国法、英国法、美国法、香港法、澳大利亚法、德国法、意大利法服务的全球性律师事务所，在最具活力的经济区域都拥有相当的规模和法律资源优势。金杜全球将凭借卓越的法律执业能力，助力客户在亚洲和世界其他区域释放全部发展潜能，为中外客户就各类境内及跨境交易提供全方位的法律服务。

目录

金融市场

- 02 香港金融管理局发布绿色和可持续金融资助计划
- 06 香港证监会关于股权资本市场及债务资本市场交易的簿记建档及配售活动的咨询文件
- 08 大湾区新政之跨境按揭业务
- 15 大湾区新政之跨境资产转让
- 18 大湾区新政之跨境理财通（南向篇）
- 20 跨境理财通框架解读
- 25 大湾区新政之中国香港保险相连证券的发展
- 28 两大债券市场的互联互通——从境外参与者角度
- 34 从中国澳门新特首的首份施政报告看澳门特区金融发展的新动向
- 36 澳门——内地租赁公司境外布局的新选项

基金

- 42 香港基金行业最新政策：附带权益税务宽减制度以及开放式基金型公司和房地产信托基金资助计划
- 45 香港有限合伙基金制度简介
- 51 香港豁免基金利得税的最新指引
- 54 香港证监会引入优化措施进一步推进开放式基金型公司制度
- 58 香港证监会：就私募基金管理人和家族办公室在香港开展业务所需申领牌照的指引
- 60 香港能否取代开曼成为亚洲国际私募基金中心？——评香港《有限合伙基金条例草案》
- 66 孤儿 SPV 打包重组交易：一份面向香港特别行政区和中国内地客户的实用指引

争议解决

- 72 两地破产协助机制新篇章——《关于开展认可和协助香港特别行政区破产程序试点工作的意见》解读

- 76 2021 年新修订《香港仲裁条例》背景下在港申请执行内地裁决，您准备好了吗？
- 80 中国内地与香港跨境公司清盘互助的又一突破

企业上市

- 82 境内企业于香港发行 REITs 及上市之路
- 94 香港联交所发布债券上市规则修订指引
- 96 香港二次上市的吸引力之一——豁免遵守《香港上市规则》
- 100 生物医药公司赴香港上市的解析（保荐人篇）
- 104 生物医药公司赴香港上市解析（发行人篇）

企业合规

- 110 联交所 ESG 报告新规进行时：“强制披露”之要点与重点
- 113 联交所 ESG 报告新规下，企业应如何对环境范畴事项进行报告
- 118 亚太地区反垄断合规怎么做？香港特别行政区竞争法与中国内地反垄断法面面观
- 124 广州知识产权法院首例涉平行进口商标侵权及不正当竞争纠纷尘埃落定
- 126 香港劳工法视角下用人单位的责任与关注重点
- 128 拒绝性骚扰，深圳先行——解读《深圳防治性骚扰行为指南》

投资前沿

- 132 投资新观察：如何在澳门特别行政区设立公司
- 134 大湾区航空业的最新动态



前言

2019年2月18日，中共中央、国务院印发了《粤港澳大湾区发展规划纲要》（下称《纲要》），《纲要》指出，粤港澳大湾区“是我国开放程度最高、经济活力最强的区域之一，在国家发展大局中具有重要战略地位。建设粤港澳大湾区，既是新时代推动形成全面开放新格局的新尝试，也是推动‘一国两制’事业发展的新实践”。

作为一家总部位于亚洲的国际领先律师事务所，我们始终致力于为客户发掘和开启机遇，协助客户在亚洲市场释放全部潜能。早在2017年7月，金杜即成立了粤港澳大湾区推动工作小组。2018年4月，我们决定在粤港澳大湾区设立金杜国际中心。金杜国际中心的设立是一项战略性部署，旨在以金杜深圳、广州、香港、海南办公室为依托，衔接和释放金杜全球网络资源，继续积极参与国家“一带一路”项目建设，把握粤港澳大湾区和海南自贸港建设和发展机遇，着力打造金杜未来发展的重要增长极。

2018年11月以来，金杜先后出版了两期《粤港澳大湾区的法律与实践》，围绕湾区介绍、《纲要》评析、基础设施、金融、资本市场、企业合规、知识产权、争议解决、企业兼并与收购等主题刊登了三十余篇文章，我们希望《粤港澳大湾区的法律与实践》能够帮助我们的客户、合作伙伴更好地理解 and 把握大湾区的相关法规、政策和市场机遇。

《纲要》确定的粤港澳大湾区的战略定位是：充满活力的世界级城市群、具有全球影响力的国际科技创新中心、“一带一路”建设的重要支撑、内地与港澳深度合作示范区、宜居宜业宜游的优质生活圈。

我们注意到，围绕《纲要》确定的战略定位，大湾区主要城市间1小时通达、主要城市至广东省内地城市2小时通达、主要城市至相邻省会城市3小时通达的交通圈正在构建形成。

根据相关部门公布的信息，目前粤港澳大湾区铁路通车总里程超过2200公里，高铁里程超过1200公里，城市轨道交通运营里程超过1000公里，到2025年，湾区铁路网络运营及在建里程将达到4700公里，全面覆盖湾区中心城市、节点城市和广州、深圳等重点都市圈。此外，湾区内新口岸不断建

设并开通，“一地两检”“合作查验、一次放行”等创新通关模式也先后实施。随着湾区各城市交通基础设施建设全面提速、通关效率不断提升，地区间内部往来愈加频繁，空间联系强度不断提升。

科技创新方面，今年出台的《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》指出：支持粤港澳大湾区形成国际科技创新中心；加强粤港澳产学研协同发展，完善广深港、广珠澳科技创新走廊和深港河套、粤澳横琴科技创新极点“两廊两点”架构体系，推进综合性国家科学中心建设，便利创新要素跨境流动。

金融方面，2020年5月，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇局发布了《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》（下称《意见》），《意见》提出服务实体经济、合作互利共赢、市场化导向、防范系统性金融风险四项总体原则，并在提升粤港澳大湾区资金融通便利度、扩大金融业对外开放及深化内地与港澳金融合作、促进金融市场和金融基础设施互联互通、提升粤港澳大湾区金融服务创新水平、防范跨境金融风险等方面提出相关意见和具体举措。2020年6月，中国人民银行、香港金融管理局、澳门金融管理局发布《关于在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点的联合公告》。通过“跨境理财通”，粤港澳大湾区内地居民可以在港澳银行开立投资专户，购买港澳地区银行销售的合资格投资产品；港澳地区居民可以在粤港澳大湾区内地银行开立投资专户，购买内地银行销售的合资格理财产品。“跨境理财通”是推进内地与香港澳门金融合作的重要举措，有利于打造粤港澳优质生活圈，促进粤港澳大湾区居民个人跨境投资便利化，也有利于促进中国金融市场对外开放，促进内地与港澳社会经济共同发展。

此外，内地相关部门在文化旅游、交通运输、邮政、税务、医药、专业人员执业资格认定等领域也相继出台了很落实《纲要》规划的具体举措。相信这些举措会对大湾区城市间互联互通、深度融合提供有力支持。

我们将持续关注大湾区动态，并助力客户及合作伙伴把握其在大湾区乃至亚洲的商业机会。



王立新

粤港澳大湾区暨金杜国际中心管理合伙人

香港金融管理局发布绿色和可持续金融资助计划

香港DCM团队

2021年5月4日，香港金融管理局（HKMA）公布了为期3年的绿色和可持续金融资助计划（Green and Sustainable Finance Grant Scheme，以下称“香港新计划”）的详情及合格条件。本文旨在对中国香港特别行政区新计划进行描述，并和新加坡此前实施的全球—亚洲债券资助计划（Global-Asia Bond Grant Scheme，以下称“新加坡债券资助计划”）和可持续债券资助计划（Sustainable Bonds Grant Scheme，以下称“新加坡可持续资助计划”）进行比较。由于两个计划均涉及债券在本地的交易所上市，我们也就两地面向专业投资者发行的债券的上市条件进行说明，供读者参考。

一、中国香港新计划、新加坡债券资助计划和新加坡可持续资助计划

香港新计划旨在促进绿色和可持续债券发行和贷款活动，进一步丰富香港绿色和可持续金融的生态。该计划填补了因债券资助先导计划（Pilot Bond Grant Scheme）和绿色债券资助计划（Green Bond Grant Scheme）到期的空白，将二者整合为一个计划。香港新计划为期3年，分为两个部分：一为对于债券发行费用（债券安排、法律顾问、审计、信贷评级、上市费用等）的资助，资助上限为250万或125万港币(且不超过合格花费的一半)，取决于债券、发行人或担保人是否信贷评级；二为对于外部评审费用的资助，资助上限为80万港币。

新加坡金融管理局（MAS）也于2020年开始实施新加坡债券资助计划。该计划为新加坡之前实施的亚洲债券资助计划（Asian Bond Grant Scheme）到期后的延续和扩展。相比香港新计划的第一部分，新加坡债券资助计划的资助对象不限于绿色和可持续债券。另外，新加坡可持续资助计划于2019年2月发布，后经过2020年11月的扩展和更新。合格发行人可以同时获得新加坡债券资助计划和新加坡绿色资助计划的资助，也可以择一申请。

相比而言，香港新计划的第一部分和新加坡债券资助计划资助费用的种类较为类似，而香港新计划的第二部分和新加坡可持续资助计划资助的费用相似。我们据此准备了两组概要对比，方便读者考虑和比较。



	绿色和可持续金融资助计划债券发行 费用资助 (香港新计划第一部分)	全球 - 亚洲债券资助计划 (新加坡债券资助计划)
合格发行人	首次绿色和可持续债券发行人 ¹ ，即于该债券定价日前的五年内，未曾在香港发行绿色和可持续债券的发行人 ²	首次发行 ³ 的公司或者非银行金融机构，且具有亚洲关系 (Asian Nexus) ⁴
认证要求	已由金管局认可外部评审机构就该债券发行提供发行前外部评审服务	无 (不需为绿色或可持续债券)
资助次数	每个发行人可获得 2 次资助	每个发行人可对 10 亿美元以下和以上 (或等值其他货币) 的发行各获得 1 次资助
资助金额	合格花费 (支付给香港安排行的费用、香港律师费用、香港核数师和会计师费用、香港信贷评级机构的费用、香港联合交易所 (以下称“联交所”) 上市费用及债务工具中央结算系统 (CMU) 托管及结算费用) 的 50%，且资助上限如下： • 250 万港元 (如该笔债券、其发行人或其担保人有金管局承认的信贷评级机构评级)；或 • 125 万港元 (如该笔债券、其发行人或其担保人均无金管局承认的信贷评级机构评级)	合格花费 (指支付给新加坡服务商的花费，如承销费用、审计费用、信贷评级费用、律师费用、上市代理费用和上市费用) 的 50% ⁵ ，且资助上限如下： • 发行本金为 10 亿美元或等值外币以上：若债券有受 MAS 监管的信贷评级机构评级，则资助上限为 80 万新币；若无该等信贷评级，则资助上限为 40 万新币； • 其他发行：若债券有受 MAS 监管的信贷评级，则资助上限为 40 万新币；若无该等信贷评级，则资助上限为 20 万新币
债券期限要求	无	至少 1 年
发行规模要求	发行金额最少达到 15 亿港元 (或等值外币)	至少 2 亿新币 (或等值外币) ⁶
债券币种要求	无	必须是亚洲货币 ⁷ 或者 G3 货币 (美元 / 欧元 / 日元)
对安排行及相关费用分配的要求	于香港发行：如一笔债券有一半或以上的牵头安排行为金管局认可，该债券会被视作于香港发行	至少一半的安排费支付给符合新加坡“鼓励性金融机构” (Financial Sector Incentive) 要求的安排行
上市和清算要求	联交所上市或全数由 CMU 管及结算	需在新加坡交易所 (以下称“新交所”) 挂牌上市
其他主要要求	在发行时，在香港 (i) 向不少于 10 人发行；或 (ii) 向少于 10 人发行，而其中并没有发行人的相联者	发行债券需为合格债务证券 (Qualifying Debt Security)，要求该债券“很大程度地在新加坡安排发行” (substantially arranged in Singapore) 如果以新币发行，债券需要由受 MAS 监管的信贷评级机构评级
计划有效期限	3 年 (从 2021 年 5 月 10 日开始的三年)	5 年 (2020 年 1 月 1 日到 2024 年 12 月 31 日)

¹ 指发行债券的实体及其相联者。相联者是指发行人子公司，母公司和受同一实体控制的公司。

² 在该五年内只曾发行非绿色和可持续债券的发行人亦符合申请资格。

³ 首次发行包括在 2012 到 2016 年间没有提交过债券备案 (Return on Debt Securities) 的发行人。

⁴ 亚洲关系指发行人的全球总部在亚洲、在亚洲有业务或项目或发行债券为亚洲货币。

⁵ 新币发行的信贷评级费用的资助比例为 100%。

⁶ 或若为符合新加坡可持续资助计划的票据计划，票据计划额度至少 2 亿新币且首次提取不少于 2 千万新币 (或等值外币)。

⁷ 亚洲货币指东盟成员国货币、人民币、印度卢比、韩元、日元、澳元和新西兰元。

金融市场

	绿色和可持续金融资助计划外部 评审费用资助 (香港新计划第二部分)	可持续债券资助计划 (新加坡可持续资助计划)
合格发行人	绿色和可持续债券发行人，包括首次和非首次发行人	新加坡注册或外国注册的公司或金融机构，不包括主权发行人
认证要求	已由金管局认可外部评审机构就该债券发行提供发行前外部评审服务	发行前外部评审或评级证明债券符合国际认可的绿色、社会、可持续和可持续挂钩的债券原则和标准 ⁸ 若发行债券为可持续挂钩债券，发行人需要在发行后三年，或债券存续期（如少于三年）进行年度外部审阅或报告
资助次数	不限次数	不限次数
资助金额	资助合格费用（包括发行前外部评审（例如认证、第三方意见、验证、ESG 评分评级、保证、就设立绿色和可持续债券框架提供的咨询服务及发行后外部评审或报告）的 100%，且上限为 80 万港元	资助合格费用（包括发行前的外部审阅和评级，用以证明发行符合国际认可的绿色、社会、可持续和可持续挂钩债券原则和标准或债券存续期（如少于三年）进行年度外部审阅或报告费用）的 100%，且上限为 10 万新币
债券期限要求	无	至少一年
发行规模要求	发行金额最少达到 2 亿港元（或等值外币）	发行金额达到 2 亿新币，或票据计划额度至少 2 亿新币且首次提取不少于 2 千万新币（或等值外币）
债券币种要求	无	无
对安排行及相关费用分配的要求	于香港发行：如一笔债券有一半或以上的牵头安排行为金管局认可，该债券会被视作于香港发行	至少一半的安排费支付给符合新加坡“鼓励性金融机构”（Financial Sector Incentive）要求的安排行
上市和清算要求	联交所上市或全数由 CMU 管及结算	需要在新交所挂牌上市
其他主要要求	在发行时，在香港向不少于 10 人发行；或向少于 10 人发行，而其中并没有发行人的相联者	发行债券需为合格债务证券（Qualifying Debt Security），要求该债券“很大程度地在新加坡安排发行”（substantially arranged in Singapore） 至少一半的发行前认证和评级费用、发行后外部审阅和评级费用支付给新加坡服务提供商 如适用，有部分金融机构的可持续咨询和评估工作在新加坡完成
计划有效期限	3 年（从 2021 年 5 月 10 日开始的三年）	从 2020 年 11 月 24 日到 2023 年 5 月 31 日

二、债券上市地点比较

新加坡的两个计划和香港新计划均涉及对于上市地点的要求。为方便读者综合考虑，我们将联交所和新交所的上市要求简介如下。

联交所于2020年修订了债券上市的规则，并已于2020年11月1日生效，其中主要包括以下变化；

- 修改“专业投资者”的定义以包括高净值投资者及其他专业投资者，无需申请专业投资者豁免；
- 将发行人（国营机构和担保结构的发行除外）的资产净值要求从1亿港元提高到10亿港元；
- 缩小“国营机构”的定义，以排除地区或地方国有企业；

⁸ 此处的国际认可标准包括国际资本市场协会的绿色、社会、可持续挂钩债券原则及其可持续债券指引（International Capital Market Association's Green/Social/Sustainability-Linked Bond Principles and Sustainability Bond Guidelines），东盟绿色、社会、可持续债券标准（ASEAN Green/Social/Sustainability Bond Standards）和气候债券标准（Climate Bonds Standard），但不包括国家设置的标准和指引。

- 设立最低发行规模为1亿港元（增发除外）；
- 要求发行人须于上市当日在联交所网站上刊发上市文件（例如发行通函及定价补充等）；
- 要求发行人须在上市文件的封面上披露其债券在香港的目标投资者市场（即仅是专业投资者）；
- 建立新的持续发表信息的责任规则，要求发行人和担保人披露违约事件、破产程序和清盘申请，并就停牌中的上市债务证券刊发季度公告。

修改后的联交所上市要求和新交所上市的主要要求对比如下：

	香港联交所	新交所
一般上市要求	发行人须拥有至少 10 亿港元的净资产，且向联交所提供至少最近两年的不超过上市文件拟刊发日期前 15 个月的经审核账目，除非发行人是国营机构（包括国家机构或部门（但不包括任何地区或地方当局）直接或间接控制超过 50% 发行股本的公司）或其股票在联交所或其他交易所上市或符合一些其他特定情况 如果发行人无法满足该条件，则担保人应符合上述要求，而且发行人需为担保人直接或间接持有的全资子公司 上市债券必须仅售予专业投资者	对于面向机构和合格投资者发售的债券，审核范围较小
发行文件披露标准	发行通函应披露债券目标投资者惯例上期待的信息，对于有特别产品特性的债券，也应描述该等特性相比一般债券的区别，和其他条款对投资者权利的影响 披露应包含联交所要求的免责声明等内容	公司应披露所有机构投资者一般预期获得的信息 发行通函应载明免责声明和若干其他声明
主要持续性披露义务	发行人需要披露依照联交所规则需披露的内幕信息、债券重大信息、更换信托人、修订信托契据、以及债券的赎回及注销信息；发行人需要披露违约事件、破产程序和清盘申请，并就停牌中的上市债务证券刊发季度公告；发行人面对联交所对于不寻常价格和交易量波动或可能的有关虚假市场的质询时，需要回应质询或发公告澄清 发行人应向联交所提供发行人或（如有担保）担保人每财年的财务报告和每上半年的半年财务报告	发行人应披露任何可能对债券价格或价值或投资者投资交易决定产生重大影响的信息，并及时就债券赎回或取消、付息、更换受托人等事宜做出公告
上市费用 ⁹	上市费：10,000 港元至 90,000 港元，视发行规模和年期而定，在递交申请时缴纳 香港证监会豁免申请费：24,000 港币 上市后发行人无需缴纳年费 上市代理费：10,000 美元左右	上市费：25,000 新元（含 10,000 新元处理费以及 15,000 新元上市费），在递交申请时缴纳 上市后发行人无需缴纳年费 上市代理费：10,000 新元左右
是否需要刊发上市文件	是	是

感谢周嘉阳律师对本文所作的贡献

⁹ 假设一档 (tranche) 单笔发行。

香港证监会关于股权资本市场及债务资本市场交易的簿记建档及配售活动的咨询文件

香港资本市场团队

2021年2月8日，香港证券及期货事务监察委员会（“香港证监会”）刊发了一份咨询文件¹（“该咨询文件”）。该咨询文件中的建议如最终被采纳，势必对于中国香港公开发售股权和债务证券的公开发售方式产生深远的影响。目前证监会正就该咨询文件征集意见，截止日期为2021年5月7日。在该咨询文件刊发的一周前（即2021年2月1日），香港联合交易所有限公司（“香港联交所”）就联交所涉及调高主板上市的盈利要求的咨询文件，征询期限刚好结束²。这份较早刊发的联交所咨询文件引发了若干市场参与方的热烈讨论。我们预计，该咨询文件也将同样引发业内的广泛讨论。

除非在本文中另有说明，否则，该咨询文件中的建议同时适用于股权资本市场（“股权资本市场”）交易和债务资本市场（“债务资本市场”）交易。

一、背景

该咨询文件旨在解决证监会在簿记建档及配售活动中发现的具体问题，当中包括，但不限于：

- 中介人以簿记建档方式进行的探索过程不够透明和健全。例如，部分基于中介人的行为而导致了认购需求的夸大或不透明；
- 保荐人的激励措施和责任并不相称。尤其是在大型的首次公开招股的项目中，此等不相称现象在某些情况下导致保荐人对尽职审查查询方面作出妥协；
- 缺乏规范股权资本市场和债务资本市场中簿记建档或配售活动行为的具体规定。证监会表示，作为全球最大的融资中心之一，中国香港有必要保持与其身份相对应的国际标准。为此，证监会在编制该咨询文件时考虑了国际证监会组织（“国际证监会

组织”）近期刊发的报告³，并采纳了若干国际证监会组织的原则。

二、建议的准则

在该咨询文件中，证监会新增制订了《证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》（“《操守准则》”）中第21段（“建议的准则”），当中的规定适用于在中国香港开展簿记建档及配售活动的中介人。在股权资本市场方面，证监会也建议规定承销团主事人须同时兼任发售保荐人（“兼任保荐人”）。

建议的准则主要⁴包括以下几项：

- 将中介人界定为资本市场中介人（“资本市场中介人”），并进一步将承销团主事人界定为整体协调人（“整体协调人”）。某一实体是否为整体协调人，取决于该实体所进行的活动，而非其具体头衔。例如，在债券发行中，整体协调人必然是承销团内进行下列活动的一家资本市场中介人：独自或连同其他券商负责开展债券发售的整体管理、协调其他资本市场中介人开展的簿记建档或配售活动、对簿记建档活动实施控制及就定价或分配向发行人提供建议；
- 列明资本市场中介人应达到的操守标准。此标准涵盖资本市场中介人的各类行为，其中包括簿记建档、分配及配售活动、以解决包括认购需求被夸大或欠透明度、优惠待遇及回佣、“簿册讯息”具误导性、可能对价格探索过程产生负面影响的自营认购指示、以及隐藏投资者身份的认购指示等问题；
- 建议的准则下，簿记建档过程的覆盖面极广。对于股权资本市场活动而言，簿记建档过程涵盖（i）《房

¹<https://sc.sfc.hk/TuniS/apps.sfc.hk/edistributionWeb/api/consultation/openFile?lang=TC&refNo=21CP1>

²https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Market-Consultations/2016-Present/November-2020-MB-Profit-Requirement/Consultation-Paper/cp202011_c.pdf

³ 国际证监会组织在 2018 年 9 月刊发了关于股权资本募集过程中利益冲突及相关行为风险的报告，并在 2020 年 9 月刊发了另一份关于债务资本市场的报告。

⁴ 请注意，本文中概述的建议并非穷尽式列举。如需全面了解建议准则内容，请参考咨询文件全文。

地产投资信托基金守则》下的上市或待上市单位或权益及 (ii) 上市发行人的现有股东进行的股份配售和先旧后新配售 (因为发行人及该名股东共同负责委任资本市场中介人, 协助进行配售)。对于债务资本市场活动而言, 建议的准则涵盖所有类型的债券发售, 但前提是发售涉及中国香港中介人开展的簿记建档或配售活动;

- 明文禁止“X-认购指示”(即隐藏投资者身份)的债务资本市场行为。在建议的准则下, 挂盘册内必须披露所有投资者的身份 (以综合方式输入的认购指示除外);
- 为了加强各承销团资本市场中介人之间的问责性和遏制不当行为, 必须通过正式书面协议, 在发行初步阶段便确定承销团成员名单及费用安排 (包括定额费用、酌情费用和费用支付时间表)。及早确定角色也将降低未获任命的经纪在最后一刻将大量对价格不敏感的认购指示“漫灌”挂盘册内的可能性;
- 具体来说, 就首次公开招股而言, 承销团成员 (资本市场中介人) 的组合、公开发售及国际配售部分的总费用安排、定额与酌情费用部分之间的比例、上市申请人向资本市场中介人分配的任何定额费用须在上市委员会聆讯前四个完整营业日提交, 并在约定任何重大变更后尽快告知证监会;
- 在债务资本市场交易中, 部分发行人以回佣的形式激励私人银行向客户出售债务证券, 而在某些情况下, 这些私人银行会向客户转赠这些回佣。根据建议的准则, 资本市场中介人不得向其投资者客户提供任何回佣, 或转赠发行人给予的任何回佣。此外, 资本市场中介人不得订立任何可能导致投资者客户为所分配的债务证券支付不同价格的安排;
- 自营认购指示可能会为资本市场中介人带来利益冲突。根据建议的准则, 资本市场中介人应: (i) 制订和实施政策及程序, 以识别、管理及披露潜在利益冲突; (ii) 制订和实施政策, 以管治产生自营认购指示及向该等认购指示进行分配的过程; (iii)

优先处理投资者客户的认购指示, 而资本市场中介人的自营认购指示则次之; 及 (iv) 就其自营认购指示而言, 仅作为“承价人”;

- 应就以下方面, 备存记录簿记建档程序的妥善的纪录保存系统以及新政策和程序 (包括分配政策): (i) 对发行人客户、股份或债券发售及投资者客户的评估; (ii) 保存由接获认购指示, 直至最终分配认购指示为止的审计线索; (iii) 与整体协调人、其他资本市场中介人或投资者客户之间的所有重要通讯, 包括有关挂盘册状况的资料; (iv) 有关所有认购指示的拟定分配基准及相关理据, 以及重大偏离分配政策的任何情况; (v) 与发行人客户之间的所有重要通讯; (vi) 所提供的回佣; (vii) 所提供的任何其他优惠待遇; 和 (viii) 向联交所及证监会提交的全部陈述所根据的资料。上述记录保存不得少于七年。

有关兼任保荐人的建议旨在确保保荐人不会为取得整体协调人职位, 而在尽职调查查询方面中妥协, 尤其是当保荐人面对来自同时觊觎整体协调人角色的非保荐人的激烈竞争之时。兼任保荐人规则的其中一项重要元素, 是首次公开招股中必须有至少一名整体协调人同时担任保荐人。此保荐人必须独立于发行人。此外, 其他整体协调人不得迟于提交上市申请后两周内委任。

有鉴于引入建议的准则并为了避免重复的规定, 证监会建议对《GEM配售指引》进行相应的改动⁵。此外, 为方便建议的准则的实施, 在考虑本次咨询接获的回应后, 证监会和联交所将共同对《主板上市规则》⁶和《GEM上市规则》⁷作出修订。

三、征询意见

证监会正就该咨询文件进行征询 (包括建议的措施是否能够适当和妥善地应对证监会关注的事宜)。金杜律师事务所拟向证监会呈交正式书面回复。据我们了解, 建议的准则下的多项建议与现有市场惯例差异显著。

感谢郭子澄律师和叶伟诚律师参与本文的编撰。

⁵<https://www.sfc.hk/-/media/TC/assets/components/codes/files-current/zh-hant/guidelines/guideline-to-sponsors/guideline-to-sponsors-underwriters-and-placing-agents-involved-in-the-listing-and-placing-of-gem-c.pdf>

⁶https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/listing/rules-and-guidance/listing-rules-contingency/main-board-listing-rules/main-board-listing-rules?sc_lang=zh-cn

⁷https://sc.hkex.com.hk/TuniS/www.hkex.com.hk/listing/rules-and-guidance/listing-rules-contingency/gem-listing-rules/gem-listing-rules?sc_lang=zh-cn

大湾区新政之跨境按揭业务

赵显龙 彭馥 牟牧 熊美



赵显龙
合伙人 | 争议解决部



彭馥
合伙人 | 公司业务部



牟牧
合伙人 | 金融证券部

2019年2月18日发布的《粤港澳大湾区发展规划纲要》从整体上界定了大湾区发展的战略和范畴，其中第六节要求“探索推进在广东工作和生活的港澳居民在教育、医疗、养老、住房、交通等民生方面享有与内地居民同等的待遇。”为落实上述内容，2019年11月，在粤港澳大湾区建设领导小组会议上所讨论的16项措施之一即是“便利香港居民在大湾区内地城市购买房屋。”根据该措施，香港居民在粤港澳大湾区内地城市购房，获豁免所需的在本地居住、学习或工作年限证明，以及缴纳个人所得税及社保条件，使香港居民享有与当地居民同等的待遇。这项措施可便利香港居民在内地学习、就业，以及退休后在内地生活。

2020年7月28日，广东省地方金融监管局、人民银行广州分行、广东银保监局等部门联合印发了《关于贯彻落实金融支持粤港澳大湾区建设意见的实施方案》的通知（“《广东省实施方案80条》”），要求珠三角内地九市政府“支持粤港澳大湾区内地城市开展不动产跨境抵押登记，允许港澳居民将其在粤港澳大湾区内地购买的自住住宅抵押给境外银行，便利港澳居民在粤港澳大湾区内地购房。”《广东省实施方案80条》印发之后，港澳居民在大湾区内地城市购置房产旋即成为炙手可热的话题，不但被提上港澳居民的计划和日程，也成为港澳银行大湾区跨境业务拓展的新方向。本文将从港澳银行的角度研判大湾区新政中已经带来的突破和尚待澄清的问题，以期为将来的大湾区金融业务一体化进程提供有益的思路。

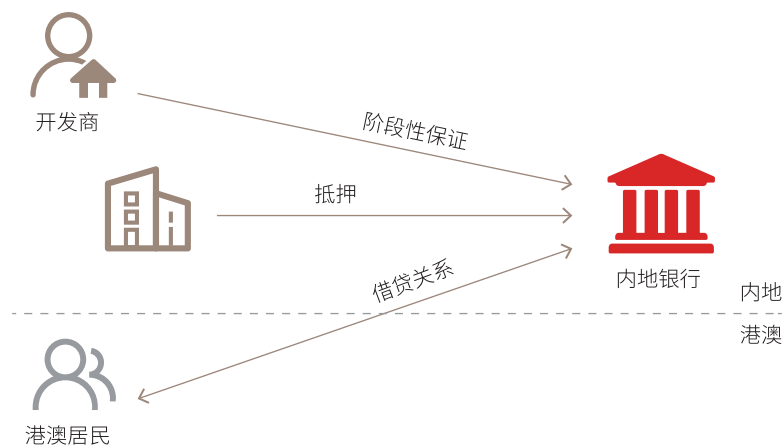
一、跨境按揭业务的昨天

在《广东省实施方案80条》出台前，港澳居民在粤港澳大湾区通过按揭贷款方式置业¹的一般选择是通过中国内地²银行（包括港澳银行在中国内地的分

1、为表述之便，除另有特别说明外，本文所称“物业”、“住宅”、“商品房”等均指普通的住宅物业，不含商服类物业（例如，公寓）以及其他任何特殊类型的物业（例如，小产权房、法拍房等）。另外，本文不涉及粤港澳大湾区珠三角九市任何区域的房地产限购政策，如相关论述可能涉及当地的房地产限购政策的，则均以符合当地的房地产限购政策为前提。

2、考虑到法域的差异且为表述之便，除另有特别说明外，本文所称“中国内地”、“中国”等均指中国内地，不含中国香港特别行政区、中国澳门特别行政区和中国台湾地区。

支机构或母（总）行）申请按揭贷款，按揭贷款的资金发放路径和与此相关的担保措施（通常涉及中国内地开发商的阶段性保证担保和港澳购房人的不动产抵押担保）均发生在中国内地。



根据图示模式，我们不难理解，内地银行向港澳居民的贷款行为通常以内地开发商提供的阶段性保证担保及/或内地房产的抵押担保为授信基础，且内地房屋按揭贷款模式经过数年的发展，内地银行已普遍非常熟悉该等增信手段及其法律机制，尤其是抵押的登记手续及违约处置机制，可谓“近水楼台”。

相反，港澳银行传统上并非跨境按揭的活跃参与者，一方面，港澳银行对于内地增信措施（尤其是内地不动产抵押）的熟悉度和控制力有所欠缺；另一方面，在内地设立不动产抵押的法律要件和实务操作对于港澳银行而言，也缺乏便利性。例如，在抵押权人为港澳银行的情形下，除提交办理一般不动产抵押权所需的材料（例如，不动产登记申请表、贷款合同、抵押合同等）外，还需提交经公证转递的银行主体资格证明文件，且还要求必须提交的一项主体资格文件为该银行在中国内地设立的分支或代表机构的批准文件和证明、或者《金融许可证》或有房贷资质的证明文件。前述文件要求实质上为港澳银行取得中国内地一般不动产的抵押权增设了难度。

二、跨境按揭业务的今天

（一）新政优化了什么？

《广东省实施方案80条》的出台，首次在政策层面明确提出支持港澳居民将其在大湾区购买的物业跨境抵押给境外银行（含港澳银行），为港澳银行跨境按揭业务的开展提供了新的契机。

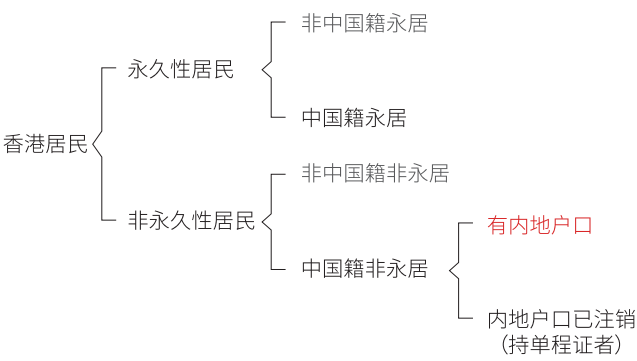
粤港澳大湾区珠三角部分城市（例如，广州市、东莞市、肇庆市等）紧随其后，于2020年下半年相继陆续发文支持港澳居民以按揭付款方式将其在辖内购买的商品房抵押给港澳银行。广东省自然资源厅还于2020年8月4日印发《关于明确港澳银行在大湾区内地九市办理不动产抵押登记有关事项的通知》（《“湾区九市抵押登记通知”》），进一步明确、简化了港澳银行在申办不动产抵押登记时的材料要求：“简化港澳银行办理抵押登记所需的身份证明材料：自2020年9月1日起，港澳银行在粤港澳大湾区内地九市所辖各级不动产登记机构申请办理不动产抵押登记时，港澳银行凭经公证、转递的设立文件或注册证明作为身份证明材料在粤港澳大湾区内地九市办理不动产抵押登记，无需提交境内设立分支机构或代表机构的批准文件和注册证明以及《金融许可证》。再次办理不动产抵押登记时，同一港澳银行不再重复提交上述材料。”

《湾区九市抵押登记通知》的发布，从政策上明确了港澳银行在中国内地申办不动产抵押登记的材料要求，进而解决了部分港澳银行在取得中国内地一般不动产抵押权的过程中因缺乏所要求的主体资格证明文件而无法办理抵押登记的难题。但考虑到《湾区九市抵押登记通知》的实施时间较短，且粤港澳大湾区珠三角九市各不动产登记中心尚未出台跨境抵押登记的具体办事指南和材料清单，如需用粤港澳大湾区珠三角九市的物业为抵押物办理跨境抵押登记情形的，建议提前与当地不动产登记中心沟通，以尽可能减少因主体资格证明文件缺失而无法办理抵押登记的情形发生。

（二）哪些港澳居民是合格客户？

新政所称之“港澳居民”看似措辞简单，实则不然，值得我们从法律和政策的角度深入分析。

以“香港居民”为例，一般认为持有香港居民身份证者为香港居民，大致又可以分为以下各类：



非中国籍的香港居民（上图中的灰色部分，包括非中国籍永久性居民和非中国籍非永久性居民）是否可以参与大湾区新政中的跨境按揭业务尚有待内地监管澄清；而中国籍非永久性居民中未注销内地户口者（上图中的红色部分）是否能参与本项目，也存在进一步讨论之处：在存在购房限制的湾区内地城市，如果该居民已经使用了其内地户口持有房产，那么从政策角度他/她不当利用“香港居民”身份获利而能够超过其限额地购置当地房产；如果该居民未使用其内地户口购买房产，那么他/她理应可以以“香港居民”身份购买当地房产。

根据我们咨询大湾区内地九市各不动产登记中心及/或住建局、房管局的情况，该等机构基本上均表示“香港居民”指“香港永久性居民”或持“港澳居民往来内地通行证”（回乡证）的香港居民。持回乡证的香港居民包括上图中的中国籍永居和中国籍非永居中内地户口已注销者（即持单程证者）。

除此之外，谁能成为适格的港澳购房者还受限于湾区内地九市所实施的不同购房限制政策。囿于篇幅所限且本文的关注重点在于银行按揭业务的可行性，我们对此不再展开。

（三）贷款资金如何跨境流动？

由于中国内地实行外汇管制，港澳居民在粤港澳大湾区置业属于个人外汇资本项目项下的业务，购房资金入境则须符合中国有关外汇管理方面的规定。

1、以谁名义汇入境内？

根据中国内地法律，在跨境按揭的基础法律关系中，港澳银行与港澳居民（“借款人”或“购房人”）之间为借贷法律关系，港澳居民与中国内地开发商/二手房业主之间为商品房买卖关系。从前述法律

关系来看，购房资金的支付义务人为港澳居民。落实到购房资金入境上，即购房资金应由港澳银行以港澳居民的名义汇入中国内地，港澳银行所承担的角色为受托支付、而非购房资金支付义务人。因此，港澳居民在中国内地购买商品属于《资本项目外汇业务指引》项下的非居民个人购房业务，购房资金根据现有规定应以港澳居民个人名义汇入中国内地，而非以港澳银行的名义汇入。

2、由谁接收？

根据《国家外汇管理局、建设部关于规范房地产市场外汇管理有关问题的通知》第三条和《资本项目外汇业务指引》第6.10项之规定：(i) 房地产开发企业的经常项目外汇账户的不得保留境外汇入的购房资金；(ii) 银行应将外汇资金结汇后直接划入房地产开发企业/二手房业主的人民币账户，银行不得在中国内地为港澳居民购买中国内地商品房办理原币划转。从上述规定来看，港澳居民从境外汇入购房资金遵循先结汇后入账的原则、而不能直接跨境汇入中国内地开发商/二手房业主的账户。对此，根据我们近期与粤港澳大湾区珠三角九市各外管局和深圳市数家商业银行的咨询，即使在《广东省实施方案80条》出台后，港澳居民购房资金的汇入依然遵循先结汇后入账的原则，即以外汇形式汇入的购房资金不能直接汇入中国内地开发商/二手房业主的账户，而只能在结汇后由银行将购房资金结汇所得人民币划转至中国内地开发商/二手房业主的人民币账户。在购房资金不能直接汇入中国内地开发商/二手房业主的账户的情形下，应以何者之银行账户接收购房外汇呢？根据目前初步调研的情况，粤港澳大湾区珠三角九市各外管局和深圳市数家商业银行提出，可考虑使用港澳居民在中国境内开立的（个人或共管）银行账户（须可以接受外币）收汇或通过银行中间账户收汇，具体建议与届时的操作银行沟通确定。

举例而言，借款人在内地收款行开立同名非居民账户（NRA）后，外汇资金先汇入其内地同名NRA账户中，待依法结汇完成后，再将人民币款项汇至开发商或二手房卖方的境内人民币账户。外汇购房资金难以直接汇入境内开发商/二手房卖方的境内银行账户。

3、跨境人民币还是外汇？

对于是否能将按揭贷款以跨境人民币形式汇入中国内地的问题，主要受到《中国人民银行关于内地银行与香港和澳门银行办理个人人民币业务有关问题的通知》《中国人民银行关于内地银行与香港和澳门银行办理人民币业务有关问题的补充通知》以及《中国人民银行、国家发展和改革委员会、商务部等关于进一步优化跨境人民币政策 支持稳外贸稳外资的通知》的规范，其规范限制主要体现在：(i) 港澳居民可通过清算行汇入不超过每人每日8万元上限的人民币；(ii) 前述汇款仅限于向中国境内同名账户汇入资金的情形；(iii) 汇入资金仅可用于中国境内消费性支出，不得购买有价证券、金融衍生品、资产管理产品等金融产品。从前述规定来看，以跨境人民币形式将购房资金汇入中国内地受到资金用途、单日汇款上限等限制，难以满足一次性汇入大笔购房资金用于在中国内地购置物业的需求。

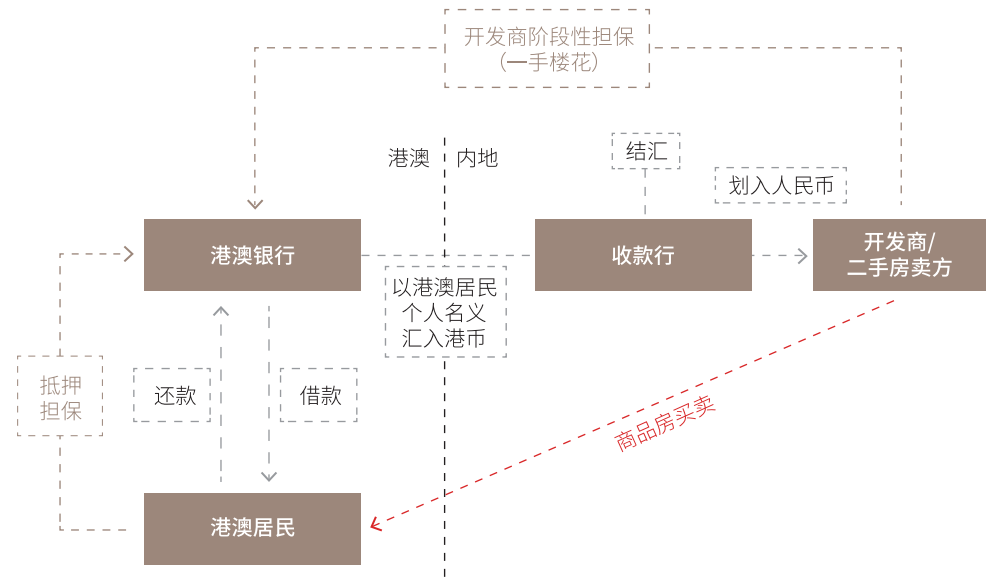
因此，根据现有的外汇和跨境人民币政策，目前港澳人士在内地购房仍应以外汇汇入为可行途径。但需留意的是，购房人可能面临境内结汇环节中的汇率风险，建议港澳银行可以考虑在贷款业务过程中也为港澳居民提供必要的套期保值锁汇业务，以避免外币贷款在境内结汇所得人民币款项与购买价格的短损风险。

4、汇入汇出额度？

基于中国外汇管理的基本原则，合法购房关系项下的购房资金汇入，以真实的购房合同为基础，应可申请以购房合同的购房资金数额为限汇入购房资金，并定向用于该份购房合同项下的购房资金支付。对此，经我们初步咨询粤港澳大湾区珠三角九市各外管局，其答复基本一致，即港澳居民因购房需汇入资金的额度，以购房资金结汇所得人民币的金额不超过购房合同所显示金额为限；若超过的，

超过部分将由办理结汇的银行按照原路径退回。

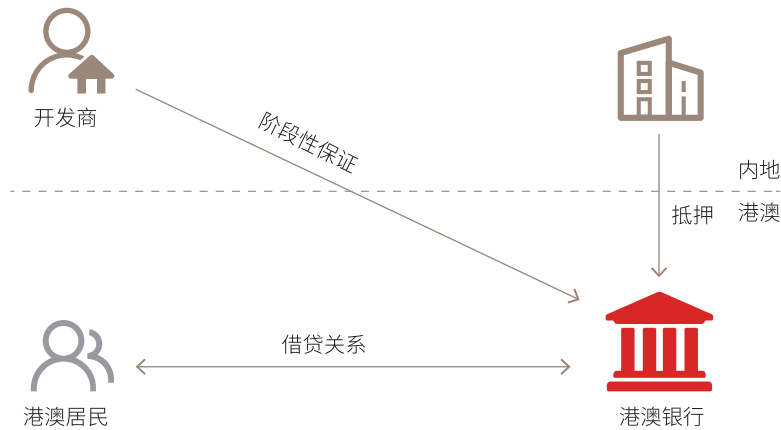
此外，港澳居民未来欲将其所购境内商品房转让时，根据现行《资本项目外汇业务指引》第6.10项的规定，转让所得可以一次性汇出，汇出金额上限为商品房转让金额扣减本次转让所包括的税费后的余额，该拟汇出的人民币金额可购汇汇出。



(四) 设立抵押权还需要考虑哪些因素？

取决于境内所购房产的性质不同，对其设立抵押权的实务操作也有所区别，其独特性和复杂性尤其体现在二手房买卖（且前手房东还需要赎楼）以及预售商品房（或称楼花、期房）的买卖场景中。以后者预售商品房（或称楼花、期房）为例：

抵押预告登记 vs. 正式抵押登记：当境内房产为预售商品房时，根据《中华人民共和国民法典》第二百二十一条，预售商品房可以办理抵押预告登记。一般而言，预售商品房自抵押预告登记之日起至房屋不动产权完成初始登记且抵押权登记办理完成前的期间，贷款行无法行使正式的抵押权，且基于房产可能还面临其他查封/预查封等风险，在实务中境内贷款行通常会要求开发商提供阶段性保证作为担保措施，直至抵押权正式登记时，阶段性保证方得以解除。



内保外贷登记：对于跨境融资的法律从业人员而言，上图结构展示了一个老生常谈的话题，即因债权人、债务人在境外，担保方在境内，境内开发商作为担保方提供的阶段性保证构成了“内保外贷”，在此情况下，应当在签约后向外汇管理部门办理跨境担保登记。未经登记的，其后果是担保人的履约资金可能无法出境偿还港澳银行的债权。

对于大湾区跨境按揭架构中“阶段性担保”带来的内保外贷登记手续而言，债务人为港澳居民个人的内保外贷可登记性问题也亟待明确和澄清，方可支持这一业务模式的可行性。

准据法及争议解决机制的选择：贷款和不动产抵押的法律文件属于具有涉外因素的合同，原则上可由双方自行选择合同适用的法律。但，根据《涉外民事关系法律适用法》第三十六条³之规定，基于不动产物权的属地原则及不动产抵押担保的法律关系具有担保物权属性，建议不动产抵押关系选择适用中国内地法律为宜。如果从合同（抵押合同）以中国内地法为准据法，并选择内地的争议解决机制（如内地法院），那么主合同（贷款合同）虽仅涉及港澳银行和港澳居民双方，可能也需要进一步考虑是继续保持适用境外法律与境外争议解决机制，还是需要调整为内地法律与内地争议解决机制。

（五）违约事件发生后，如何处置境内抵押房产？

由于抵押房产位于内地，当贷款项下发生违约时，港澳银行作为债权人将如何执行抵押物并获得处置回款，也是港澳银行需要提前熟悉和落实的问题。根据物之所在地法（中国内地法），总体而言，抵押物的处置可分为当事人协商一致协议处置（自力救济）和司法处置两类。

就前者（自力救济）而言，如当事人就抵押物协商一致进行拍卖、变卖⁴的，抵押物处置所得款项可考虑在完成税务申报和不动产转移登记后通过《资本项目外汇业务指引》第6.10条项下“转让境内商品房所得资金购汇汇出”的路径购汇汇出。

就后者（司法处置）而言，则需要结合相关跨境按揭法律文件中所选择的争议解决机制来讨论。如取得内地生效诉讼判决或仲裁裁决的，则情形相对简单，债权人可向不动产所在地法院申请执行；如取得港澳生效判决或仲裁裁决，还需考虑该法律文书在内地的承认与执行问题。**就香港而言：**

在取得香港仲裁裁决的情况下，根据《最高人民法院关于内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的安排》、《最高人民法院关于内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的补充安排》和《民事诉讼法》，依香港《仲裁条例》作出的仲裁裁决，一方当事人不履行仲裁裁决的，另一方当事人可以向被申请人住所地或者财产所在地的中国内地中级人民法院申请执行。此外，根据《最高人民法院关于内地与香港特别行政区法院就仲裁程序相互协助保全的安排》，香港与中国内地之间具有仲裁程序相互协助保全的双边安排，如贷款关系选择的争议解决方式为香港仲裁的，则债权人还可在香港仲裁裁决作出前向中国内地法院申请保全（即司法查封/冻结/扣押）购房人在中国内地所购的商品房及其他财产（如有）。

但是，对于在香港法院获得生效判决的情况则有所不同，根据《最高人民法院关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行当事人协议管辖的民商事案件判决的安排》和《民事诉讼法》第二百八十一条之规定，香港法院作出的终审判决在满足以下条件的情形下，可以向中国内地有管辖权的中级法院申请认可和执行：(i) 当事人协议选择香港法院的专属管辖权；(ii) 香港判决的内容是金钱给付（支付款项）。

³ 《涉外民事关系法律适用法》第三十六条：不动产物权，适用不动产所在地法律。

⁴ 根据《建设部、商务部、国家发展和改革委员会等关于规范房地产市场外资准入和管理的意见》（建住房[2006]171号，2006.07.11）和《住房城乡建设部、商务部、国家发展改革委、人民银行、工商总局、外汇局关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》（建房[2015]122号，2015.08.19）的规定：仅境外机构在境内设立的分支、代表机构（经批准从事经营房地产的企业除外）和在境内工作、学习的境外个人可以购买符合实际需要的自用、自住商品房。受限于前述规定，在发生抵押物需要处置的情形下，港澳银行可能无法通过与购房人协议以抵押物折价并将抵押物过户至港澳银行名下的方式处置抵押物。囿于篇幅所限，本文暂不讨论协议折价处置抵押物的情形。

虽然《最高人民法院、香港特别行政区政府关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行民商事案件判决的安排》（2019.01.18发布，尚未生效）取消了前述安排中对于申请中国内地法院认可和执行的条件限制，但该等安排尚未生效。该等安排届时在本地化立法转换生效后，能否更好地支持本跨境按揭业务，还有待观察。

且需要特别留意的是，香港与中国内地之间尚无诉讼程序相互协助保全的双边安排，如贷款关系选择的争议解决方式为香港法院诉讼，则债权人届时无法在香港法院诉讼开始前或进行诉讼的同时向中国内地法院申请保全（即司法查封/冻结/扣押）购房人在中国内地所购的商品房及其他财产（如有）。

另外，根据《跨境担保外汇管理规定》及《跨境担保外汇管理操作指引》的规定，该抵押房产安排属于其他形式跨境担保，因此，在司法处置完成后，对于司法执行所得的处置款项，担保人或债权人申请汇出或收取担保财产处置收益时，可直接向中国境内银行提出申请，银行在审核担保履约真实性、合规性并留存必要材料后，担保人或债权人可以办理相关购汇、结汇和跨境收支。

三、跨境按揭业务的明天

港澳银行跨境按揭属于中国国家支持粤港澳大湾区建设的一项重要举措，其优点是显而易见的：

1. 从港澳购房人角度，他们将可享受更优惠的融资成本。自内地贷款市场报价利率（LPR）出台以来，大部分内地银行的商业性个人住房贷款定价基准已完成了向LPR的转换。根据中国人民银行近日公布的数据，1年期LPR为3.85%，相比而言，境外港币按揭利率普遍小于3%，具有一定的竞争优势，且港澳居民对港澳本地银行的粘性更佳；
2. 从港澳银行角度，跨境按揭属于一项新业务，港澳银行可借此拓宽业务领域，获取更多的贷款利息收入及其他跨境增值业务机会；
3. 从中国内地的开发商角度，跨境按揭可令其拓展客户范围、借此吸引港澳居民来粤港澳大湾区珠三角九市购房。

据我们初步了解，截至2021年1月，有少量香港银行针对港澳居民在大湾区置业开通了跨境按揭业务，而大部分港澳银行跨境按揭的业务开展尚未普遍化，其业务模式仍在法律研判推演阶段。

尽管还有诸多尚待澄清的问题，我们仍然相信大湾区跨境按揭业务仍然具有非常光明的前景。金杜律师事务所已经协助多家港澳银行就跨境按揭业务提供法律咨询和调研服务，也为港澳银行更新其贷款文件、不动产抵押文件的格式文本，为大湾区跨境按揭业务的明日发展做好充分的前期准备。我们期待与您携手共同推进这项惠民政策的最终落地。

大湾区新政之跨境资产转让

杨晓荃 钟鑫 周杰 牟牧 杜睿



杨晓荃
合伙人 | 金融证券部



钟鑫
合伙人 | 金融证券部



周杰
合伙人 | 金融证券部



牟牧
合伙人 | 金融证券部

境内债权资产的对外转让是指境内债权人将其持有的债权资产(从债权性质角度,可以分为银行债权资产、非银行金融机构的债权资产和企业或个人之间的债权资产;并可进一步区分为不良类债权和正常类债权)转让给境外的投资人,由于资产的跨境转让涉及到外汇管理下的外债管理制度,一直以来受到严格的控制。就大湾区而言,国家外汇管理局广东省分局、国家外汇管理局深圳市分局于2020年3月30日颁布了《关于外汇管理支持粤港澳大湾区和深圳先行示范区发展的通知》(“15号文”),明确指出,按照风险可控、审慎管理的原则,允许粤港澳大湾区内试点机构对外转让银行不良贷款和银行贸易融资,并配套了相应的操作指引。

15号文可以看作是对2017年《关于深圳市分局开展辖区内银行不良资产跨境转让试点业务有关事项的通知》(及其2018年试点续期的批复)、2018年《深圳地区开展银行不良资产跨境转让试点业务操作指引》(“34号文”)和2018年批准广东金融资产交易中心开展不良资产跨境业务试点的进一步延伸。而2020年4月24日发布的《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》(“大湾区新政”)进一步提出稳步扩大跨境资产转让业务试点,探索扩大跨境转让的资产品种,市场对此充满期待。相较于15号文,大湾区新政的发文部门已经上升到人民银行、银保监会、证监会和国家外管局总部层面。新的跨境资产转让业务试点,究竟是否可以解决目前的债权资产跨境转让下的困境并带来新的突破,我们不妨对此进行一些展望。

一、不良资产——扩大银行特定类别不良资产的一级交易市场参与主体

如果大湾区新政允许中资银行直接对外转让不良资产,需要从制度上突破银行不良资产处置中存在的两级交易市场问题。

中资银行的不良资产转让一直以来被分为一级和二级交易市场。所谓一级交易市场,是根据《金融企业不良资产批量转让管理办法》(“《批转管理办法》”)

中的要求，中资金融机构（尤其是国有银行）必须将不良资产批量转让给金融资产管理公司（包括全国性和地方的金融资产管理公司，“AMC”），形成一级交易市场；再由AMC向境内外投资人进行处置，形成银行不良资产的二级市场。两级交易市场形成的制度原因之一，是收购中资金融机构的不良资产从监管层面属于持牌金融业务；除AMC外，其他机构不具备从中资金融机构处直接参与批量不良资产收购的资格。

随着中国金融市场的进一步放开，境外的资产管理机构或者投资者（“境外投资者”）在政策层面已经可以通过在国内设立外资资产管理公司的方式投资于一级市场，但无法直接参与中资银行不良资产一级市场竞买交易。

但是，对于某些类别的境内不良资产，由于其特殊性的原因，期待大湾区新政能够带来制度上的突破。比如：

(1) 中资银行按照商业贷款原则对外发放并形成的境外不良贷款（包括债务主体和担保资产均在境外，或者借款人和核心担保资产在境外，但同时存在境内的担保主体，“涉外不良资产”）：由于涉外不良资产所涉的主体与资产均位于境外，境外投资者相较于AMC将更有兴趣与能力收购和管理涉外不良资产。如果大湾区新政能够明确将涉外不良资产的一级交易市场参与主体直接扩大到境外投资者，通过15号文下区内银行或者交易所的代理制度安排，推动区内外中资银行的涉外不良资产对外处置，不但可以有效加速目前涉外不良资产的剥离处置效率，而且长远来看，对于中资银行和AMC扩大国际性业务，形成跨境融资业务闭环，也具有良性推动作用。

(2) 中资银行在境内发放的自营外汇贷款下形成的不良贷款（“境内外币不良资产”）：在此类资产项下，贷款银行最终很难从债务人处收到外汇资金，更大的可能是从债务人处回收人民币资金后向外管局申请错币平账。即便AMC有意收购银行的境内外币不良资产，在操作层面上，其直接支付外币购买价款目前尚未明确纳入境内外币划转的允许类别内；如果采用人民币支付，转出银行还面临转让对价错币平账的制度突破。我们注意到，目前政策已经允许银行将特定种类的贸易类正常贷款对外跨境转让，考虑到绝大部分境内外币不良资产是从贸易类正常贷款演变而来，同一类别贷款仅仅因为贷款风险分类不同，而对受让主体做出区别对待，实无必要。

另外，我们也关注到监管部门目前正在向相关机构下发《关于不良贷款转让试点工作的意见》以及《银行不良贷款转让试点实施方案》（“不良资产新政”），允许银行单户转让对公不良贷款和批量个人不良贷款。但政策趋势上，

单户对公转让的收购方依然被限定在AMC。如果大湾区新政不仅能够扩大上述两类不良资产直接向境外投资者转让的限制，而且不限制其户数，将更加有利于上述两类不良资产市场化处置，尤其符合涉外不良资产结构复杂、涉及法域众多的项目特点以及境外投资者普遍需要单户购买的商业需求。

二、不良资产——扩大可对外转让不良资产的类别和机构

除了中资银行和AMC外，若更多的境内金融机构能够作为不良资产对外转让的参与方，大湾区新政将对市场起到更强的推动作用，比如信托公司以及实际隶属于地方金融监管体系下的保理公司、融资租赁公司、担保公司、小贷公司等。

《批转管理办法》将信托公司也纳入规范的主体范围内。与中资银行的信贷资产属于国有金融资产不同，信托公司在集合（单一）资金信托计划下所形成的不良信托贷款，属于信托财产，只要信托合同下的委托人或者受益人同意信托公司对外转让，就不宜对此予以限制。当然，将信托公司纳入对外转让的参与主体，监管机关的态度至关重要。

相较于明确受限《批转管理办法》规限的银行和信托公司，实质监管权力在地方金融部门的保理公司、融资租赁公司、担保公司和小贷公司等，政策突破难度理论上应当小于前述两个主体。大湾区新政下能否放开、以及放开何等类别和地区的地方金融企业，相当程度上取决于大湾区内地方金融监管部门的态度。目前深圳市场上已经涌现出保理公司和融租公司将其正常类的保理资产和融资租赁资产转让给境外投资者的操作，据此，我们判断，前述两类主体形成的不良资产对外转让，有较大可能予以放开。对于小贷公司形成的不良资产以及担保公司在担保业务过程中形成的债权资产能否通过大湾区新政转让出境，令人期待。

除了突破现有政策以外，需要监管层进一步考虑的实际问题是后续的外债规模。根据《关于外汇管理支持粤港澳大湾区和深圳先行示范区发展的通知》等文件，这一问题将通过宏观审慎管理的方式解决。基于现有的类似制度，我们猜测监管将按照被允许对外转让不良资产的金融机构的业务数据和一定的宏观审慎系数授予该等主体（或者整个地区）一定额度（非外债额度），并允许其在额度范围内跨境转让不良资产。

三、不良资产——发改委外债额度备案

从不良资产的对外转让角度，除了外管局的外债管理

外，还存在《国家发展改革委关于推进企业发行外债备案登记制管理改革的通知》（“2044号文”）的适用问题。

针对AMC的不良资产对外转让，外汇管理角度层面的问题已经很大程度上得到了改善。从《外债登记管理办法》到《关于金融资产管理公司对外处置不良资产外汇管理有关问题的通知》，AMC在不良资产对外转让场景下的外汇收入以及后期清收汇出，都已经相当便利，而15号文通过设定代理机构的安排，进一步简化了外汇手续。

然而，发改委有关外债额度的2044号文备案问题还未有突破。发改委颁布的《关于做好对外转让债权外债管理改革有关工作的通知》中明确规定，境内金融机构向境外投资者转让不良债权，形成境内企业对外负债的，应适用2044号文有关规定，并且要求境内金融机构在收到国家发展改革委出具的登记证明后，方可向外汇主管部门申请办理外债登记及资金汇兑。

如果在大湾区新政下，需要将不良资产的对外转让主体扩大到AMC之外的其他金融机构，则须考虑如何与发改委2044号文所规定的备案要求进行适配。比如，是否可能采用国家发改委给深圳发改委单独核批大湾区年度不良资产外债额度的方式予以解决，以方便大湾区新政下参与不良资产对外转让的境内主体办理相应的备案手续。

四、正常资产——境内正常类债权资产的对外转让

如果境内正常类债权资产能够成为大湾区新政下对外转让的资产类别，则从资本项目管理角度，将构成重大突破。

目前政策层面明确允许对外转让的境内正常类债权资产限定在贸易融资类银行债权，深圳市场上也存在保理公司和融资租赁公司正常类资产的对外转让操作。

就贸易融资类银行债权，深圳市外汇和跨境人民币业务展业自律机制曾发布《跨境人民币资产转让业务暂行管理要求》，允许境内银行将其已承兑票据资产和人民币福费廷资产在切实履行展业三原则的前提下向境外银行转让。该自律机制作为中国人民银行深圳市中心支行指导下的机制，一定程度上体现了人民银行的态度。类似的，人民银行上海总部指导上海市金融学会跨境金融服务专业委员会于今年3月制定了《临港新片区境内贸易融资资产跨境转让业务操作指引（试行）》，初期允许转让国内信用证贸易结算基础上的福费廷和风险参与，未来也将逐渐放开其他贸易融资资产类型。而对比这两个文件，15号文仅规定了允许粤港澳大湾区内试点机构对外转让银行贸易融

资，未提及具体业务种类，是否可以理解为大湾区将一次性或在短期内放开所有种类的银行贸易融资资产跨境转让？虽然我们并未在15号文的附件之一《境内信贷资产对外转让试点业务操作指引》中看到对于贸易融资类资产跨境转让的备案程序，和宏观审慎管理标准的规定，具体规则的落地也尚需时日，但从15号文此等表述中，至少应该可以认为大湾区已将全面放开银行贸易融资资产跨境转让提上日程。

对于其他正常类债权资产，我们理解，外债管理方式的变化给境内正常类债权资产的对外转让提供了想象空间。现行外债管理规定下境内机构外债额度已经统一管理，为经审计的净资产的2.5倍，而且深圳地区的外债登记也已从逐笔登记变更为一次性额度登记。理论上说，只要对外转让的债权金额没有超过境内借款人的可用外债额度，可以尝试适度放开。

如果大湾区新政适度开放正常类债权资产对外转让，可能会从以下几个方面进行控制：

首先，为减少2044号文下的行政备案压力，债权期限可能不超过1年。

其次，转让主体可能限定在地方金融企业层面，而且有可能按照外债管理制度下“提款币种和还款币种保持一致”的原则，仅允许境内借款人以原有债务币种向境外投资者进行还款。

第三，境内借款人应该是采用一次性外债额度登记的机构，方便外管操作。

结语

无论大湾区新政对于跨境资产转让如何创新和突破，对于现行外债管理中不得举借外债的主体，以及《金融企业不良资产批量转让管理办法》中不允许中资金融机构进行对外处置的不良资产类别，能够由大湾区新政放开的可能性不大。至于企业间形成的民间不良债权，则可能不会放开，依然将通过AMC收购的方式由AMC对外转让。而在机制设置方面，可能会将真实性审查和“三反”义务安置在AMC层面承担。

银行对公不良贷款单户转让和个人不良贷款批量转让的限制在不良资产新政下已经开始破冰，大湾区新政下对于跨境资产对外转让的制度安排恰逢其时。也许在大湾区新政下，跨境资产对外转让的制度突破和创新会远远超过我们在本文的理解和猜想，这也是市场所期待的。

大湾区新政之跨境理财通（南向篇）

杨晓莹 钟鑫 杜睿



杨晓莹
合伙人 | 金融证券部



钟鑫
合伙人 | 金融证券部

2019年2月18日，粤港澳大湾区发展基础性文件——《粤港澳大湾区发展规划纲要》（以下简称“《纲要》”）正式发布。《纲要》从整体上界定了粤港澳大湾区的范围，指明了三地互通制度以及各地重点发展领域和方向。2020年5月14日，人民银行、银保监会、证监会、外汇局四部委联合发布了《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》银发〔2020〕95号（以下简称“《意见》”），就5个方面提出26条具体措施，推动《纲要》在金融方面的政策落地。

跨境理财通机制并非《意见》中新提出的措施，早在2019年的《纲要》中就提到“理财产品交叉代理销售业务”。根据早期报道，“相关人士透露，根据理财通的安排，内地居民通过内地银行在香港开户，账户拥有人以人民币直接或换成外币进行投资海外金融产品，包括股票、债券、纸黄金等，完成投资后只能换回人民币现金，境内资金只在境内提取。跨境资金流动管理将参考股票通的做法，资金封闭式循环管理。而《意见》进一步明确，支持粤港澳大湾区内地居民通过港澳银行购买港澳银行销售的理财产品，以及港澳居民通过粤港澳大湾区内地银行购买内地银行销售的理财产品，为这一机制的落地指明了初期方向。

受制于个人外汇管理的限制，内地居民的个人年度收结汇便利化额度为5万美元。目前能够对该额度有所突破的政策包括（经常项目项下）新业态中个人从事的跨境电商、跨境采购等业务，以及（资本项目项下）个人主要通过合格境内机构投资者（QDII）机制投资海外二级市场股票、基金、债券等金融产品。在2015年左右，内地政府曾一度尝试推出QDII2计划，允许六个试点城市的居民在每年人民币100万元的额度内对境外资产直接投资，但该计划因各种原因未能成型。

尽管《意见》提出的跨境理财通并不意味着全面放开大湾区内地居民直接进行境外二级市场的产品投资，但仍然是对内地居民依托QDII机制投资境外二级市场的重要补充：与QDII不同，“理财通”的客户接受的是港澳银行的直接理财服务，而非通

过内地QDII机构开发的资管产品/理财产品间接出海，这无疑会对大湾区内地居民的投资理财以及本外币资产配置带来更多的选择。政策虽然利好，但其落地实施尚需时日。本篇先仅从南向端（大湾区内地居民购买港澳银行理财产品）角度对机制进行探索，讨论、梳理其中的创新点及潜在障碍。

一、南向“理财通”的投资主体资格

作为区域性金融发展措施，“理财通”应当以惠及大湾区内地居民为主。

而何为大湾区内地居民，我们预计监管部门应当会设置相关的标准，这些标准可能参考户籍、社保缴纳、大湾区内生活居住记录等多种因素。

除了居民身份的认定，如何界定合格投资者将是下一个问题。鉴于这一问题与理财产品种类挂钩，我们将在下一部分进行讨论。

此外，由于区内外居民的政策待遇有异，且理财通产品的销售对象是内地九市的个人居民，避免九市以外居民借用九市居民的额度、通道、账户购买理财通产品将非常困难，因九市以外居民“借道”购买理财通产品所引起的民事法律纠纷也需有关部门尽早关注。

二、是否会设定产品标准

《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（“资管新规”）、《商业银行理财业务监督管理办法》（“理财新规”）以及《商业银行理财子公司管理办法》等规定，对国内银行发行的理财产品从募集方式、产品分类与投向、产品的杠杆率、合格投资者标准、销售方式等等进行了全面的规范。

从港澳银行的理财产品角度，其相关规定和标准与内地应该有所不同。是否需要对接大湾区内地居民进行认购港澳银行发行的理财产品设定标准，还是完全依赖港澳金融监管部门对港澳银行理财产品的监管和产品规则（例如，香港证监会是香港市场上投资类产品的主要监管机关，而香港金管局是存款业务的主要监管机关，它们都对不同产品施加了

非常具体的授权或登记要求、产品分级、适当性评估、信息披露等监管要求)。如果参照“深通/沪港通”、“债券通”等金融互联互通机制的基本原则,大湾区内地居民在南向“理财通”中认购、投资港澳理财产品,并管理其投资头寸也应当遵循港澳金融监管部门的“主场原则”。当然,我们预计中国监管机构从外汇管理规模、消费者保护和稳定性等角度考虑,也会对南向“理财通”的产品范围和标准提出相关意见。

有鉴于此,我们理解,为使南向“理财通”制度能尽快落地,政策初期可能会以港澳银行发行的公募理财产品为主,这些产品可能无投资门槛、没有复杂产品嵌套、基础资产投向或挂钩资产为标准化产品,包括风险评级较低的基金、债券、投资产品等金融工具以及人民币和外币存款。原因是:

其一,公募产品投向为标准化资产,符合绝大部分个人投资者的投资偏好;

其二,公募产品没有过高的购买门槛,个人用汇资金额度可控。

至于私募理财产品,我们认为短期内放开的可能性不大,除了消费者保护等考量因素外,毕竟在大湾区新政中还在大力推进QDLP和QDIE的制度,偏向于解决境外私募基金、非上市股权投资等非标资产的对外投资路径。当然,如果南向“理财通”产品可以被适当扩充,我们也非常乐见其成。

三、港澳银行理财产品的销售和资金路径

南向“理财通”产品的认购、投资、转让、出售、变现、资金汇回以及其他产品头寸管理都离不开银行账户和银行服务的支持。《纲要》在2019年2月提出“理财通”概念时就确定了“资金封闭式循环管理”的设想,而如何落实,可能有两种思路:

(一)是如《纲要》提及的“理财产品交叉代理销售业”,也就是主要依赖大湾区九市银行的账户管理体系进行产品推介、销售和资金清算产品等服务,由九市

银行作为港澳银行(产品发行人)的代理人主导业务操作。这一思路中,内地监管对于资金出入境管理以及内地投资者的属地保护也会更加有效,承载现金流的账户也以内地账户为主,无论从开户和账户管理角度都更具便利性。但是九市银行在代销港澳理财产品时,对于是否应当同时遵守内地和港澳的销售要求,以及对于责任如何划分都提出了更高的要求。

(二)是倚重境外银行自身的操作实务提供南向“理财通”的全套服务。这一思路的好处在于港澳银行能够在本地监管框架下完成相关的推介、销售、披露、管理等环节,但是需要大湾区内地居民在港澳银行事先开立银行账户。在目前的监管框架和实务操作中,这一远程开户环节存在一定的难度。

一方面,港澳银行借助内地分支机构或关联机构(“开户见证行”)提供的见证服务完成远程开户,存在一定的跨境开展非法金融业务的理论风险,当然“理财通”如果按这一思路落地,可视为对港澳银行面向内地居民提供跨境金融服务的正式许可;另一方面,内地开户见证行现在只能为内地持有长期签证的居民见证开立港澳账户,这一监管要求的处境存在一定的尴尬性,尤其是在大湾区内地一小时生活圈已成型的背景下,内地居民如果已持有长期签证,完全可以直接出境开户,不需要引入内地开户见证行的见证环节,而这并不符合《意见》和《纲要》中“便利、惠民”的初心。

因此,我们预计南向“理财通”从产品销售、资金流动、账户管理等角度,应当综合考虑上述两个思路的利弊,将三地监管和银行合作提升至新的高度。

从销售角度,监管机构需要对相对方金融机构的跨境业务给予更高的容忍度(内地监管不应轻易将港澳银行面向内地客户的活动视为非法金融业务,港澳监管也应应以包容的态度审视内地代销银行的推介销售活动,争取在监管中实现“交集/最大公约数”,以求同的方式促进业务的发展),银行之间也必须强调高度的业务

合作和信息共享(尤其是港澳银行应向内地代销行加强业务培训,亦争取在业务中寻求“并集/最小公倍数”,以存异的方式保障合规风控的最大化效益)。

从账户开立的角度,监管机构应重新评估跨境业务中的各风险因素(包括资产安全性、外汇监管等),放宽大湾区内地居民通过内地见证行开立港澳账户的条件,充分利用虚拟银行、电子银行等新技术新形式处理和防范传统风险。在此基础上,从认购资金和收益汇付角度,需要强调境内外银行的业务合作,确保同名境内账户和境外账户的关联性和封闭性,以实现“封闭式运作”的要求。

四、大湾区内地居民的跨境理财产品购汇额度

至于说在跨境理财下是否会继续沿用个人年度收结汇便利化额度(5万美元每年度),我们认为这同样与初步开放的理财产品种类有关。如果按照我们猜测的初步允许购买港澳银行公募理财产品,则无论是直接使用上述收结汇便利化额度,抑或单独提供5万美元额度均有可能,且这一额度也比较符合大部分大湾区内地居民的实际收入情况;另一种可能是参考此前沪深港通或是基金互认业务的管理模式,给出双向净流入/净流出额度,并匹配资金封闭式运作和宏观调控。

结语

尽管我们认为南向“理财通”机制在实施初期可能会有种种限制,但这一机制无疑扩大了大陆居民直接接受港澳金融机构服务的渠道,而非同QDII一样通过境内合格投资者间接投资香港金融产品。同样基于这一原因,允许大湾区居民广泛参与不同地区的金融市场,对于如何完善金融风险管理体系、加强三地金融监管合作和消费者保护提出了更高要求。

在风险可控的前提下,我们相信大湾区金融市场将会逐步打通,大湾区内地居民可以投资的南向“理财通”产品种类将得到进一步扩充。

跨境理财通框架解读

萧乃莹 马绍基 石璧宁 虞磊珉 陈静雯



萧乃莹 Minny Siu
合伙人 (香港) | 银行与融资部



马绍基 Richard Mazzochi
合伙人 (香港) | 银行与融资部



石璧宁 Cindy Shek
合伙人 (香港) | 公司与证券部



虞磊珉
合伙人 | 金融证券部



陈静雯 Agnes Chan
顾问 (香港) | 银行与融资部

一、背景

横跨粤港澳大湾区 (“大湾区”) 的跨境理财通 (“跨境理财通”) 即将营运。

香港金融管理局 (“金管局”) 、中国人民银行 (“央行”) 及澳门金融管理局于2020年6月公布了推行跨境理财通试点计划的框架 (“联合框架”)¹。其后, 央行和金管局等机构于2021年2月签署了谅解备忘录, 明确相关机构对大湾区跨境理财通进行监管及相互配合的职责范围。最近于2021年5月, 央行广州分行、深圳市中心支行、中国银行保险监督管理委员会等不同中国监管机构亦发布了共同起草的《粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则(征求意见稿)》(“实施细则”)²。

自2015年起, 财富管理市场一直在期待合格外国机构投资者及合格国内机构投资者计划的个人投资者版本³。正如我们在2020年6月发布的大湾区出版物中提到⁴, 大湾区的跨境理财通最初是由中华人民共和国中央政府于2019年11月提出的⁵, 并得到了央行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会及国家外汇管理局于2020年5月发布的联合意见的支持⁶。继于2014年成功推出沪港通和深港通, 并于2017年成功推出债券通之后, 跨境理财通成为连接内地及香港特别行政区资本市场的连通计划的最新接入渠道。

本文综合了联合框架和实施细则有关跨境理财通的重要资料供读者参考。

二、跨境理财通 – 南向通及北向通

根据实施细则, 跨境理财通的定义如下:

¹ 香港金管局《中国人民银行 香港金融管理局 澳门金融管理局 关于在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点的联合公告》(日期为 2020 年 6 月 29 日), 网址为: https://www.hkma.gov.hk/gb_chi/news-and-media/press-releases/2020/06/20200629-4/。

² 《关于 < 粤港澳大湾区“跨境理财通”业务试点实施细则(征求意见稿) > 公开征求意见的通知》(日期为 2021 年 5 月 6 日), 网址为: <http://guangzhou.pbc.gov.cn/guangzhou/129142/129156/3833128/4243943/index.html>。

³ 有关进一步详情, 请参阅我们的出版物 KWM Connect - China Stock Connect and Mutual Recognition of Funds (2015 年 6 月), 网 址 为: <https://www.kwm.com/zh/hk/knowledge/downloads/kwm-connect-crossborder-investment-hk-china-20150630>。

⁴ 金杜律师事务所, Something for everyone: New plans to support the development of the Greater Bay Area unveiled (日期为 2020 年 6 月 8 日), 网 址 为: <https://www.kwm.com/en/hk/knowledge/downloads/new-plans-to-support-gba-unveiled-20200608>。

⁵ 香港特别行政区政府新闻稿《行政长官在北京出席粤港澳大湾区建设领导小组会议(附图/短片)》(日期为 2019 年 11 月 6 日), 网 址 为: <https://sc.isd.gov.hk/TuniS/www.info.gov.hk/gia/general/201911/06/P2019110600725.htm?fontSize=1>。

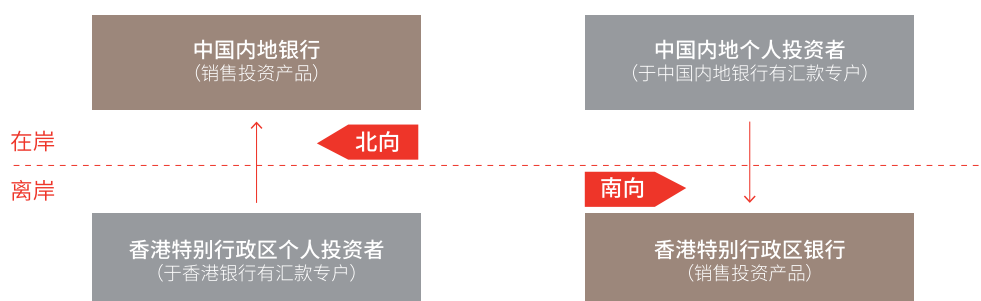
⁶ 《中国人民银行 中国银行保险监督管理委员会 中国证券监督管理委员会 国家外汇管理局关于金融支援粤港澳大湾区建设的意见》(日期为 2020 年 5 月 14 日), 网 址 为: <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4023428/index.html>。

「跨境理财通」是什么？

跨境理财通是大湾区的合资格居民通过区内银行体系建立的闭环式资金管道，跨境投资大湾区银行销售的理财产品的安排，包括：

- (a) 南向通 – 供大湾区的内地居民通过在香港（及澳门）的银行金融机构购买离岸理财投资产品（即内地投资者于香港／澳门进行投资）；及
- (b) 北向通 – 供香港及澳门居民通过于大湾区的内地银行金融机构购买在岸中国理财投资产品（即离岸投资者于中国内地进行投资）。

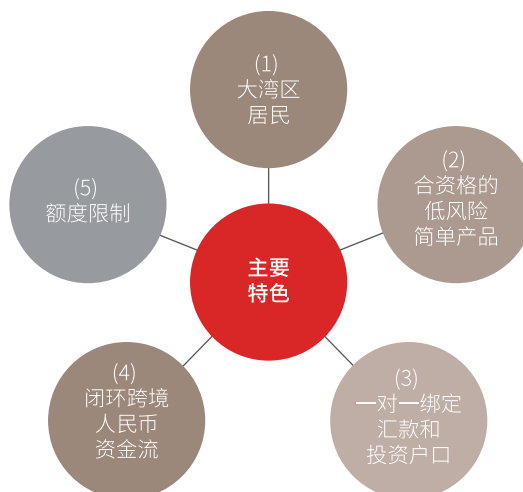
下图说明跨境理财通项下的南向通及北向通投资流程。



三、主要特点

下图指出跨境理财通的主要特点：

跨境理财通主要特色

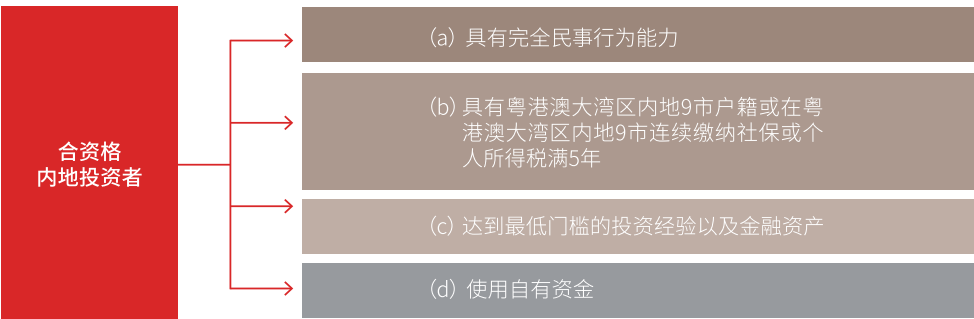


(一) 合格投资者范围——大湾区居民

合格的内地与香港居民个人，可以其个人身份(非联名形式)，通过跨境理财通进行跨境投资。

南向通

合格内地投资者须至少符合四个条件 (详见下图)。



根据实施细则，合格内地投资者须符合下列各项：

1. 具有完全民事行为能力；
2. 具有粤港澳大湾区内地9市户籍或在粤港澳大湾区内地9市连续缴纳社保或个人所得税满5年；
3. 具有2年以上投资经历，且满足最近3个月家庭金融资产月末余额不低于100万元人民币，或者最近3个月家庭金融资产月末余额不低于200万元人民币；和
4. 使用自有资金购买投资产品。

北向通

合格香港投资者则须符合香港金融管理部门规定的相关要求。目前相关香港金融管理部门尚未公布有关细则。我们预期，所有香港居民身份证持有人都将为合格香港投资者。

(二) 合格的投资者产品——简单的低风险产品

南向通

南向通投资产品的范围由香港管理部门规定。目前相关香港金融管理部门尚未公布有关细则。我们预期，在跨境理财通初期，结构较简单的低风险理财产品 (如互惠基金) 比较可能被列入合格的南向通投资产品，而风险较高或结构较复杂的产品可能会在较后阶段获准交易。

北向通

根据实施细则，北向通投资产品（即供香港居民投资的在岸中国理财投资产品）范围包括：

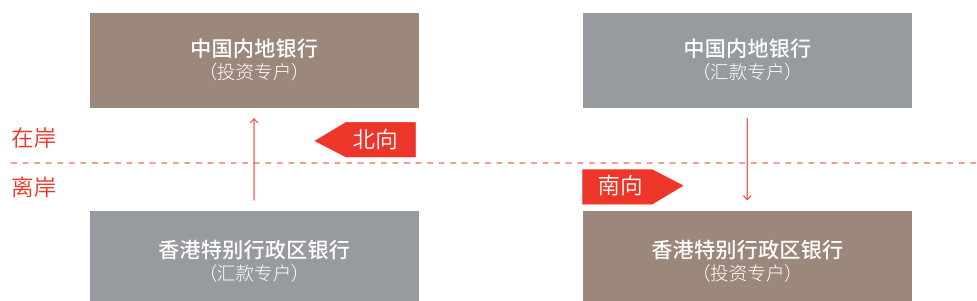
1. 由内地理财公司（包括银行理财子公司和外方控股的合资理财公司）发行，并经发行人和内地代销银行⁷评定为“一级”至“三级”风险的非保本净值化理财产品（现金管理类理财产品除外）；
2. 经内地公募基金管理人和内地代销银行评定为“R1”至“R3”风险的公开募集证券投资基金。

⁷ “内地代销银行”指代理销售“北向通”投资产品的粤港澳大湾区内地银行业金融机构。

（三）开户及绑定——汇款与投资户口一对一绑定

投资者须在其本地银行新开立或使用已有的本地账户作为汇款专户。本地银行审核所需的申请文件后，投资者可选择一家在香港特别行政区或内地(视情况而定)的指定银行开立投资专户。该投资专户须与香港特别行政区或内地(视情况而定)银行的汇款专户绑定（如下图所示）。

一对一绑定汇款专户和投资专户

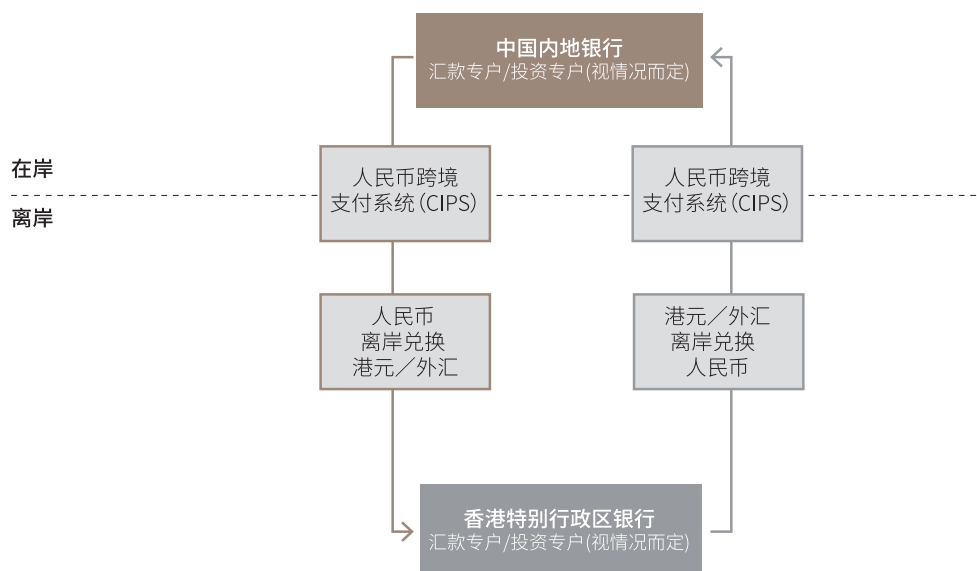


（四）跨境资金流的闭环机制

根据联合框架及实施细则的规定，内地与香港之间的跨境资金转移将透过一对一绑定投资专户和汇款专户，进行闭环汇划和实行额度管理。

根据实施细则，跨境理财通须使用人民币进行跨境结算，任何外币与人民币之间的兑换资金须在离岸市场进行。下图列示跨境资金流经过人民币跨境支付系统（CIPS）的闭环机制。

跨境资金流的闭环机制



金融市场

根据实施细则，我们归纳以下几个要点：

- (1) 在监管机构不时设定的总额度和单个投资者额度内，投资者可使用人民币进行跨境汇款；
- (2) 存入投资专户的资金只能用作购买合格的投资产品。若理财产品以港元或其他外币计值，则会在离岸市场将人民币兑换成适当货币；
- (3) 不允许从投资专户支取款项；及
- (4) 已变现的投资所得款项将兑换成人民币并通过人民币跨境支付系统 (CIPS) 进行跨境汇款。

目前相关香港金融管理部门尚未公布有关跨境汇款细则。我们预期，香港金融管理部门的细则将与实施细则保持一致。

(五) 额度限制

北向通及南向通的跨境资金流，须遵守监管机构不时设定的总额度和单个投资者额度。根据实施细则第四十一和四十六条，目前总额度暂定为1500亿元人民币⁸和单个投资者额度暂定为100万元人民币⁹。

总结

基金行业预期，跨境理财通有望推动香港特别行政区基金客户数目增长十倍¹⁰。跨境理财通将促进香港特别行政区与内地的金融一体化，实现更紧密的互联互通，“进一步巩固香港国际金融中心 and 全球离岸人民币业务枢纽的地位”。香港金融管理局总裁余伟文指出¹¹：

“理财通将为香港特别行政区金融业界开拓巨大的客源和业务发展空间，……带动产品销售、资产管理、产品开发等整条金融产业链的发展，……扩大了香港特别行政区财富管理业的腹地，为国际金融机构提供更多诱因在香港特别行政区设点和投放更多资源，服务内地投资者。”

⁸ “北向通”资金净流入额 = “北向通”资金累计流入额 - “北向通”资金累计流出额；“南向通”资金净流出额 = “南向通”资金累计流出额 - “南向通”资金累计流入额。

⁹ 北向通个人资金净流入额 = 北向通资金累计汇入额 - 北向通资金累计汇出额；南向通个人资金净流出额 = 南向通资金累计汇出额 - 南向通资金累计汇入额。

¹⁰ 《南华早报》文章“Hong Kong wealth managers can't wait for new Connect programme, with Singapore ready to pounce on city's troubles” (日期为 2020 年 6 月 22 日)，网址为：<https://www.scmp.com/business/banking-finance/article/3089974/hong-kong-wealth-managers-cant-wait-new-connect-programme>。

¹¹ 香港金管局的汇思版块文章《大湾区跨境理财通》(日期为 2020 年 6 月 29 日)，网址为：<https://www.hkma.gov.hk/chi/news-and-media/insight/2020/06/20200629/>。

大湾区新政之中国香港保险相连证券的发展

萧乃莹 薛嘉聪 石璧宁



萧乃莹 Minny Siu
合伙人（香港）| 银行与融资部



薛嘉聪 Angus Sip
合伙人（香港）| 银行与融资部



石璧宁 Cindy Shek
合伙人（香港）| 公司与证券部

中国香港政府在过去两年积极筹备法例修订工作，以促进保险相连证券 (ILS) 在香港的发行。专为在香港发行ILS而制定的《2020年保险业（修订）条例》¹（修订）和《保险业（特殊目的业务）规则》已于 2021年3月29日生效。此外，为吸引在岸与离岸机构发行人或保荐人在香港发行ILS，香港政府于《2021-22年度财政预算案》公布了为期2年的“保险相连证券资助先导计划”，而香港保监局也在2021年5月3日就该先导计划定出细节。

中国内地再保险市场的内地保险机构很有可能利用新提出的制度在香港发行ILS，而香港具有进入中国内地市场的特殊优势，加上“一带一路”²、“大湾区”和“理财通”更广泛的政策推动，香港有利的位置可使其把握中国内地再保险市场带来的增长机会。在港发行ILS也得到了内地政府在大湾区建设领导小组第三次会议³后推出的16项政策措施的支持，其中一项政策措施明确支持内地保险机构在香港特别行政区和澳门特别行政区发行巨灾债券。

本文将探讨修订引入的新监管制度如何适用于ILS。

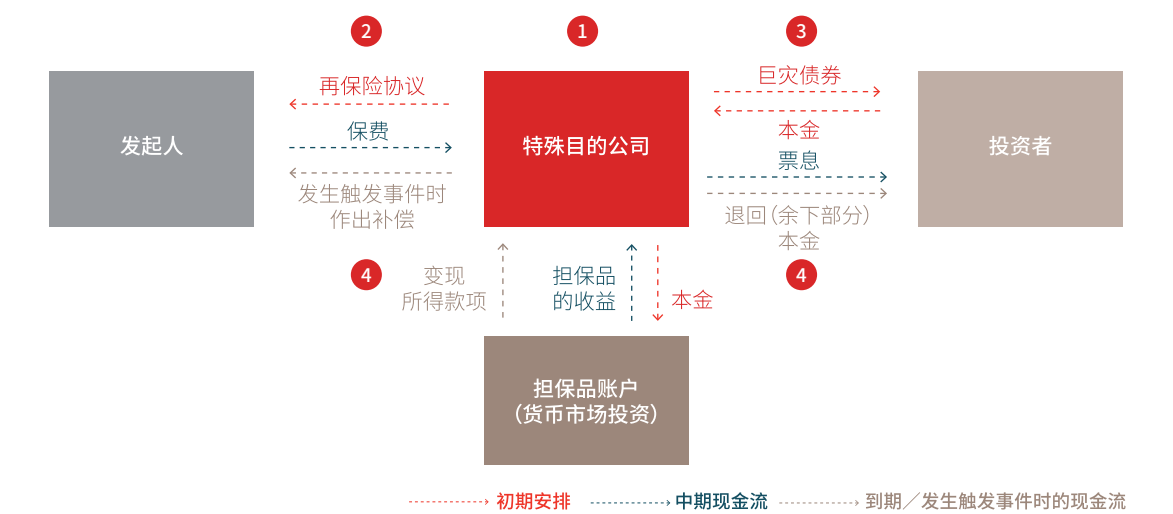
一、什么是ILS？

ILS是一种金融工具，让购买保障的一方（一般为保险机构或再保险机构，通常称为发起人）能够透过证券化的方式将其提供保险的风险转移予资本市场的投资者。

¹<https://www.elegislation.gov.hk/hk/2020/171zh-Hant-HK>。

²<https://www.kwm.com/zh/hk/knowledge/insights/chinas-belt-and-road-overview-20170522>。

³<https://sc.isd.gov.hk/TuniS/www.info.gov.hk/gia/general/201911/06/P2019110600725.htm?fontSize=1>。



- ILS如何运作?**
1. 在典型的ILS交易中，发起人（一般为保险机构）将安排成立发行ILS的特殊目的公司(SPV)；
 2. 其后，发起人通过与SPV订立再保险协议，将其保险风险转移至SPV；
 3. 再由SPV在资本市场向投资者发行ILS（如通过巨灾债券的形式），为SPV在再保险协议下承担的风险总额提供资金；
 4. 给予投资者的偿付款或回报与相关保险风险挂钩 – SPV根据再保险协议向发起人提供的任何赔偿将被计入给予投资者的偿付款中。

二、ILS为何具吸引力?

鉴于与气候变化相关的巨灾事件增多，市场对巨灾债券的需求不断增加，而巨灾债券是最普遍的一种ILS。近年来，ILS的全球发行量大幅增加，于2019年达到将近110亿美元⁴。

ILS对保险机构和机构投资者具有吸引力的原因如下：

保险机构	
☒ ILS容许保险机构分散及减轻风险	☒ ILS是另一种集资方式
机构投资者	
☒ ILS的回报率具有吸引力	☒ ILS是传统资产以外的另一解决方案
☒ ILS 的性质与其他金融资产类别不相关, 因此可作为减低投资组合风险的重要工具	

三、修订的内容包括哪些?

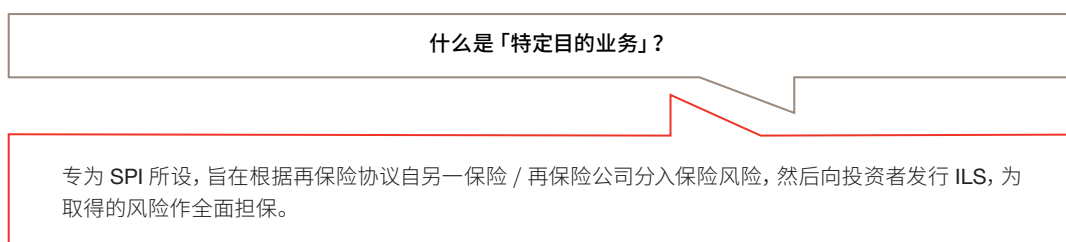
在立法会有关推动香港保险业发展建议的讨论文件⁵中，香港政府提到，修订生效之前，ILS业务与《保险业条例》（香港法例第41章）（保险业条例）所规管的传统保险及再保险业务大为不同，其目的和性质主要是将保险风险转移予资本市场。

⁴ 《Artemis 巨灾债券及保险相连证券交易索引》。
⁵ 于 2019 年 11 月发出的标题为“政府推动香港保险业发展的措施”的立法会 CB(1)175/19-20(07) 号文件。

尤其是，将修订生效前的保险业条例下的严苛监管要求（如资本及偿付能力要求、申报要求、企业管治要求等）适用于ILS业务会导致发行人在香港发行ILS须承担昂贵费用且手续繁复（但并非不可行）。因此，香港政府承认需要在保险业条例下为ILS另设专门的监管制度。

四、“特定目的保险人”

在此背景下，修订寻求提供有关“特定目的保险人”（SPI）的监管。SPI是获授权保险人的一个新类别，纯粹为开展新类型的保险业务（即“特定目的业务”）而成立。



如欲获得授权成为SPI，须符合下列要求：



根据修订，保险业监管局有权指定SPI向其递交资料的格式，并有权修改或更改保险业条例下有关SPI的申报或企业管治要求。我们预计，与保险业条例下的现有监管要求相比，SPI的监管要求会相对宽松，以便通过制订轻度监管制度促进香港成为发行ILS的理想基地。

五、ILS的销售限制

根据修订，保险业监管局亦有权制订限制ILS销售的规则，如制订有关财务状况、偿付能力及ILS投资者专业能力的要求。鉴于投资ILS的相关风险的性质以及发生指定触发事件时可能产生的潜在损失，修订建议ILS只可销售给若干合格机构投资者（如强制性公积金计划、职业退休计划及获认可零售基金），不可销售给一般零售投资者。

六、下一步计划是什么？

新的ILS制度已于2021年3月29日生效，而且将会为亚洲保险市场带来巨大商机。我们预计，保险业监管局将在适当时候就授权SPI从事“特定目的业务”一事制订详细规则及程序要求。结合大湾区近期有关促进跨境保险投资的倡议，新的ILS倡议将促进中国内地与香港的市场参与者运用各自的专业技能及知识，进一步实现相互联系及融合。

两大债券市场的互联互通——从境外参与者角度

周昕 萧乃莹 王晓雪 牟牧



周昕
合伙人 | 金融证券部



萧乃莹 Minny Siu
合伙人 (香港) | 银行与融资部



王晓雪
合伙人 | 金融证券部



牟牧
合伙人 | 金融证券部

中国人民银行（“**人民银行**”）和中国证券监督管理委员会（“**证监会**”）于2020年7月19日联合发布《中国人民银行 中国证券监督管理委员会公告（〔2020〕第7号）》¹（“**《联合公告》**”）和新闻稿²，同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作，在市场上被视为是境内两大市场渐行统一的趋势所在。

当海外投资者还在研究探索《联合公告》所带来的潜在商机，并静候《联合公告》的实施细则时，人民银行、证监会及国家外汇管理局（“**外汇局**”）于2020年9月2日发布《中国人民银行 中国证监会 国家外汇管理局关于境外机构投资者投资中国债券市场有关事宜的公告（征求意见稿）》（“**《征求意见稿》**”）³，即将为境外投资者全面投资中国债券市场开启更为广阔的道路。人民银行和外汇局还于2020年9月21日发布了《境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定（征求意见稿）》⁴，从跨境资金管理的角度为上述《征求意见稿》给出了配套性规定。

本文旨在对《联合公告》及《征求意见稿》进行概略性的介绍，我们也期望能够借此机会与您携手见证和参与到这一变革中来。

一、两大债券市场的现状

银行间债券市场和交易所债券市场的历史沿革可能说来话长，但下表希望能让您大致了解两个市场的现状和差异。

¹<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4058970/index.html>

²<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4058966/index.html>

³<http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4080874/index.html>

⁴<http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144979/3941920/4100044/index.html>

	银行间债券市场 CIBM	交易所债券市场 ETBM
主要监管机构 Key regulators	人民银行 / 银行间交易商协会 PBOC/NAFMII	证监会 CSRC
市场份额 Market share	超过 90% Above 90%	不足 10% Less than 10%
主要交易平台 Trading platform	外汇交易中心暨同业拆借中心 CFETS	上交所 Shanghai Stock Exchange 深交所 Shenzhen Stock Exchange
交易模式 Trading model	• 询价 bilateral negotiation: akin to block trading; • 请求报价 RfQ: investor to ask market maker; • 点击成交 Click: investor to click on existing quotes of market maker; • 匿名点击 * X-bonds: akin to matching system	• 竞价交易 order matching system; • 大宗交易 block trading; • 询价交易 RfQ
登记托管机构 Depository / clearing house	中央结算 CCDC 上清所 SHCH	中登公司 ChinaClear (aka CSDCC)
投资者类型 Investors	批发市场：机构投资者 Wholesale: institutional investors	零售市场：机构投资者及个人投资者 Retail: institutional + individual investors
外至内投资途径 Foreign access channels	• (人民币) 境外合格机构投资者 QFII/RQFII; • 债券通 Bond Connect; • 银行间直投模式 CIBM Direct	• (人民币) 境外合格机构投资者 QFII/RQFII
基本法律依据 Key PRC law	中华人民共和国中国人民银行法 PRC PBOC Law	中华人民共和国证券法 PRC Securities Law

* 并非适用于所有类型的外至内投资途径。
Not available for all foreign access channels below.

二、整合的潜在原因

为何要整合两大债券市场，其原因可能众说纷纭。我们试列出如下主要背景因素，以供讨论。

(一) 增强金融服务实体经济的能力

近年来,中国强调金融市场需要增强其服务实体经济的能力。而交易所债券市场因其庞大的非金融企业发行人基础,被认为更有助于服务实体经济。

传统上,境内银行(无论是运用自有资金还是运用代客理财资金)都只能投资于银行间债券市场。

直到2019年8月,能够在交易所债券市场参与现券交易的银行范围终于得以扩大,交易所债券市场也必将随之发展壮大。

(二) 创造更公平的竞争环境

过去,两大债券市场在债券发行、登记存托、结算等方面受制于两套不同的法律体系和规则,导致在争端解决过程中适用不同的标准和裁量尺度,也导致了诸多有争议的话题,譬如,银行间市场的债券是否属于中国证券法意义上的证券?

2018年,人民银行、证监会及国家发展改革委员会(“**发改委**”)曾发布联合意见,希冀将银行间债券市场、交易所债券市场违法行为统一交由证监会依法开展执法工作。

2020年7月15日，最高人民法院印发《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》（“《债券纪要》”），对债券纠纷的相关事宜给予了明确，给出一套统一适用于银行间债券市场和交易所债券市场的原则、标准和指引。

《联合公告》试图为两大债券市场创造更为公平的竞争环境，以便它们可以更容易更自然地适用具有互通性的原则、标准和指引。

（三）形成统一市场和统一价格

《联合公告》的新闻通稿还表示，资金等要素的自由流动有助于促进统一市场的形成，整合利用好各种定价和交易模式也有利于建立更好的“价格发现”机制促进统一价格的形成，为货币政策顺畅传导和宏观调控有效实施奠定坚实基础。

三、债市整合的主要内容

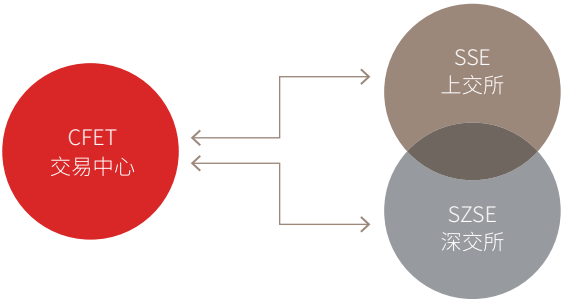
我们在本节中列出《联合公告》的关键要点，希望能从中发现其对于境外参与者的潜在影响。

（一）交易平台和登记结算机构的“互联互通”

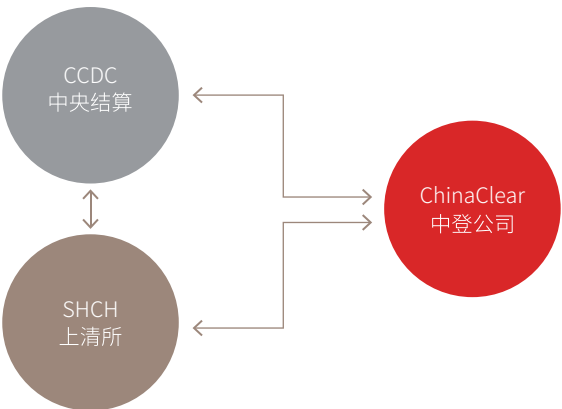
如同前文第1段的表格所示，银行间债券市场和交易所债券市场的交易系统和结算系统大相径庭，提供相关服务的金融基础设施也呈现“多龙治水”的格局。

《联合公告》为债市整合提出的锦囊妙计是两个市场相关基础设施机构连接，即“互联互通”机制，我们估计这将包括以下几个维度：

- 交易平台的“互联互通”：银行间债券市场和交易所债券市场电子交易平台可联合为投资者提供债券交易等服务。



- 登记结算机构的“互联互通”：银行间债券市场和交易所债券市场债券登记托管结算机构等基础设施可联合为发行人、投资者提供债券发行、登记托管、清算结算、付息兑付等服务。



（二）名义持有人账户结构

登记结算机构“互联互通”中所提到的清算结算联合服务，将通过名义持有人账户结构来实现，名义持有人账户将用于记载全部名义持有债券的余额。

这在境内市场上极富创新精神，但如果您熟悉现有的内地—香港“债券通”和“沪/深港通”模式，那一定不会对这种名义持有人账户结构感到陌生。

我们预计中央结算、上清所以及中登公司三个登记结算机构中的任何一个均将在其他登记结算机构开立名义持有人账户，具体而言：

- 中央结算将在上清所和中登公司分别开立名义持有人账户；
- 上清所将在中央结算和中登公司分别开立名义持有人账户；
- 中登公司将在中央结算和上清所分别开立名义持有人账户。

债券名义持有人出具的债券持有记录，是投资者享有该债券权益的合法证明。我们将在后文中进一步讨论这一变革趋势。

（三）商业银行参与交易所债市的两大途径

在“互联互通”实现后，大部分境内银行（农商行等除外）可以通过以下方式投资交易所债券市场：

- **现有途径**：以直接开户的方式参与交易所债券市场现券协议交易；
- **新途径**：通过互联互通机制中的名义持有人账户参与交易所债券市场现券协议交易。

四、对境外参与者的影响：发散性思考

《联合公告》和《征求意见稿》必将对境内两大债券市场及其参与者产生深远的影响。考虑到我们境外客户的类型，我们试从以下三个角度进行剖析。

（一）从境外发行人（熊猫债/木兰债）的角度

境外机构在境内债券市场所发的人民币债券被称为熊猫债，下表列出主要的熊猫债/木兰债⁵发行主体：

	银行间债券市场 CIBM	交易所债券市场 ETBM
主要的熊猫债 / 木兰债 发行人：	国际金融公司、亚开行、中银香港、汇丰、渣打、 韩国、加拿大卑诗省等	越秀交通基建、招商局、普洛斯洛华、中燃 控股、北控水务、俄铝公司等

银行间市场交易商协会于2019年2月特别为银行间熊猫债发布了《境外非金融企业债务融资工具业务指引（试行）》，而交易所市场的熊猫债发行并没有特别的规定，仍参照适用境内公司债的相关办法。我们预计今后两大债券市场的熊猫债发行规则将会逐渐趋于统一。

（二）从外资债券受托管理人的角度

与国际债券市场不同，境内市场并未建立起完备的受托人制度。

⁵ 世界银行在中国发行的以特别提款权计价的债券被称为“木兰债”。

最高人民法院的《债券纪要》所给出的鼓舞人心的关键信号之一，即是承认并保障受托管理人的诉讼主体资格。最高人民法院认为将以债券受托管理人或者债券持有人会议推选的代表人集中起诉为主流原则，以债券持有人个别起诉为补充。

这一变革可能会对境内的债券受托管理业务产生重大改变，由受托人主导或参与的集体诉讼（如北大方正违约案）明显优于个别投资人的单打独斗，银行间市场交易商协会发布了一系列的受托管理人业务指引，并分批公布认可的受托管理人名单。两大市场对于债券处置的实务差异将在受托人制度逐步成熟的过程中得到消弭。

富有专业经验的国际受托人机构应当关注并发掘这一业务机会。

(三) 从境外投资者的角度

1、更多的境外机构投资者类型

与2016年人民银行推出银行间直投模式的通知相比，《征求意见稿》将境外机构投资者的范围明确扩大至境外期货公司和信托公司。

这对于境外票据发行人而言可能是非常振奋的消息，因为很多票据发行人（包括专门处理资产出表票据的孤儿型SPV发行人）都在关注并准备发行以境内资产（包括银行间债券和交易所债券）为基础资产的打包重组票据。这种打包重组工具在国内市场的语境中主要是由信托公司通过设立专项计划的形式主导的，但在境外市场中结构化票据的发行主体往往是具有独立的法律人格。能否将本次《征求意见稿》所扩大的主体范围延展至这种打包重组票据的发行主体或安排行，还待进一步探索。

值得一提的是，境外机构不再以产品名义向人民银行提交备案申请，无需逐只产品进行入市备案。

2、以现有的银行间债券市场入境途径投资交易所市场

在《征求意见稿》发布之前，境外投资者投资交易所债券市场的途径少于其投资银行间债券市场的途径。

《征求意见稿》创造性地提出了一种“组合拳”结构，可以在不另行增加跨境投资途径的情况下，利用现有的债券通 / 银行间直投模式结合《联合公告》中所构想的“基础设施互联互通”来使境外投资者实现对交易所债券市场的投资。

(现有途径) (Current programmes)	银行间债券市场 CIBM	交易所债券市场 ETBM
外至内投资途径 Foreign access channels	• (人民币) 境外合格机构投资者 QFII/RQFII; • 债券通 Bond Connect; • 银行间直投模式 CIBM Direct;	• (人民币) 境外合格机构投资者 QFII/RQFII
		
(未来途径) (After)	银行间债券市场 CIBM	交易所债券市场 ETBM
外至内投资途径 Foreign access channels	• (人民币) 境外合格机构投资者 QFII/RQFII; • 债券通 Bond Connect; • 银行间直投模式 CIBM Direct;	• (人民币) 境外合格机构投资者 QFII/RQFII; • 债券通 + “互联互通” Bond Connect + Onshore Infrastructure Connect; • 银行间直投模式 + “互联互通” CIBM Direct + Onshore Infrastructure Connect



我们相信，经人民银行备案并可投资银行间债券市场的境外投资者可以利用中央结算/上清所在中登公司开立的名义持有人账户，以完成交易所市场上投资的交易结算。

3、更为国际接纳的托管行模式

《征求意见稿》还有一个亮点即是将境内银行现有的结算代理人角色改为更为国际市场所授受的托管银行角色。

不止如此，《征求意见稿》还提出“投资银行间债券市场的境外机构投资者通过境内托管银行买入的债券应当登记在境内托管银行名下”，境外机构投资者通过托管行的簿记处理来记载（需以资产隔离为前提）并享有证券权益。

这一措施可能具有颠覆性的意义——银行间债券市场原本都由投资人通过直接向中央结算及/或上清所开立的证券账户（由其结算代理人协助开立）持有⁶。这一新规可能成为将来推行并与国际接轨的多级托管登记结算模式的先行者。当然，多级托管登记结算模式也可能对现有的结算制度和登记操作（包括过户登记和担保登记等）带来一定的挑战，仍待进一步探索。

五、下一步计划

根据2020年9月25日的报道，富时罗素如期宣布将中国国债纳入其旗舰产品“富时世界国债指数”（WGBI），自2021年10月1日起生效。至此，全球三大债券指数中国债券已全部进入，这表现了世界指数编制商及海外投资者对于中国开放境内债券市场所做努力的肯定与认可。

⁶ 债券通除外，因其已采用了名义持有人模式。

从中国澳门新特首的首份施政报告看 澳门特区金融发展的新动向

曾坚 张竹君



曾坚
国际合伙人 | 公司业务部

2020年4月20日，中国澳门特别行政区（以下简称“澳门”）行政长官贺一诚在立法会发表题为“砥砺前行、共创新猷”的《2020年财政年度施政报告》（以下简称“施政报告”），这是他就任澳门特首以来发表的首份施政报告。

贺一诚提出“抗疫情、保就业、稳经济、顾民生、推改革、促发展”的2020年施政总体方向。尤其提到，澳门要加快金融软硬基础设施建设，发展现代金融服务业，打造中国—葡语国家金融服务平台。

一、完善金融业发展配套制度

发展金融业首先要确保配套制度的完善。贺特首在其施政报告中明确提到，要对金融体系现有的法律法规进行检视、审议或修订工作，推进《信托法》等领域的立法工作；跟进在澳门建立以人民币计价结算的证券市场的可行性研究；建立“粤澳跨境电子直接缴费系统”并投入运营；开展包括金融基建数据中心、连接国际市场的“中央证券托管系统”（CSD）的技术性研究及基础设施的筹建工作。

虽然澳门金融业在其GDP中占比不算高，但一直以来也被视为是澳门的支柱产业之一。然而，由于市场规模小，澳门金融市场的活跃程度与其他成熟经济体有一定差距，很难满足市场参与者更高层次的需求。随着制度的优化、软硬基础设施的完善，我们相信，澳门金融产业能够得到整体的提升，市场主体参与的积极性也会随之有所提高。

二、促进金融产业多元化发展

近年来，澳门金融产业发展步伐加快，首先受到关注的是债券市场。2018年，南光集团在澳门发起设立了首家金融资产交易平台“中华（澳门）金融资产交易股份有限公司（MOX）”，已经为国内多家机构成功发行海外债。

在施政报告中，贺一诚对推动金融业务多元化提出了新的要求，将融资租赁、财富管理、债券市场确定为主要发展方向。施政报告中明确提到，澳门将争取更多具资质的融资租赁公司落户澳门；争取跨境“理财通”政策落地，以落实理财、金融产品的跨境代理销售及交易；规划债券市场金融基础设施，并加强与中国证监会在监管制度、人员培训交流等方面的合作。

债券市场的活跃将会吸引更多内地尤其是粤港澳大湾区企业来澳门发行债券，同时也为国内从事债券业务的金融机构提供了一个新的融资渠道和业务平台。

三、将澳门建设为人民币离岸金融中心

贺特首在其施政报告中强调，澳门将设立跨境人民币结算中心；推动金融机构拓展

人民币金融产品；推动人民币在葡语国家的使用，继续争取更多政策措施支持澳门建设葡语国家人民币清算中心。

尽管设立跨境人民币结算中心的具体政策尚未出台，但它的设立，无疑将成为一个推动人民币国际化以及深化粤澳区域合作的重要举措。跨国企业可以利用跨境人民币结算中心，开展人民币、外币资金的集中运营管理，规避汇率风险，节省开支。粤澳两地金融机构和企业可以依托境内外金融市场，高效调配和运用金融资源，进一步促进澳门金融产业的发展。

越来越多的涉及葡语国家的贷款项目选择在澳门进行。在澳门建设中国与葡语国家人民币清算中心，不仅能够使中国企业经澳门与葡语国家资金往来更加便利，更能为澳门金融业的市场主体在覆盖了欧洲、非洲、拉丁美洲地区的葡语系国家拓展业务带来更多机会。在国家大力推动人民币国际化和澳门作为“中葡金融服务平台”的背景下，加快葡语国家人民币清算中心的建设，将使澳门进一步发展成为人民币离岸金融中心。

为支持澳门发展特色金融，中央政府也出台了一系列的重要政策，这些政策无疑将大大助力澳门金融业的发展与进步。随着粤港澳大湾区金融建设及合作的加深，澳门推动自身金融产业发展意愿的加强，配套制度的不断优化与完善，我们有理由相信，澳门金融产业的发展必将迈入一个崭新的阶段。



澳门——内地租赁公司境外布局的新选项

王宁 José Lupi 陈洁 李越洋



王宁
合伙人 | 金融证券部



José Lupi
国际合伙人 | 公司业务部

引言

中国澳门特别行政区（以下简称“澳门”）作为大湾区发展建设的四个中心城市之一，具有独特的优势地位和辐射作用。在“一带一路”建设中，澳门同样扮演着独特的“桥梁”作用。

早在2018年末，国家发展和改革委员会（以下简称“发改委”）经国务院审批同意就已与澳门签署了《国家发展和改革委员会与澳门特别行政区政府关于支持澳门全面参与和助力“一带一路”建设的安排》（以下简称“《安排》”），其中在金融领域的一项重要合作内容就是支持澳门发展融资租赁等特色金融业务。2019年4月8日，澳门公布了《融资租赁公司法律制度》及《融资租赁税务优惠制度》这两项法律，以推动融资租赁业务在澳门的发展，吸引融资租赁公司落户澳门并开展融资租赁业务。2019年12月20日，中国银行保险监督管理委员会（以下简称“银保监会”）也发布了《银保监会实施支持澳门经济发展政策措施》，其中包括支持“内地融资租赁企业落户澳门，助力澳门特色金融发展”。

基于前述《安排》、相关法律、政策等的颁布和实施，伴随着国际融资租赁业务的发展，中国澳门将继爱尔兰、中国香港等地后成为内地租赁公司境外投资设立境外租赁平台公司的一个新选项。

金杜早在2017年就已成功协助客户设立了首家内地金融租赁公司在澳门的融资租赁子公司。在该项目中，金杜作为牵头法律顾问，全程深度参与，对客户澳门子公司的成功设立发挥了重要作用，积累了大量的实际操作经验。

鉴于近期不少内地租赁公司对设立澳门租赁平台萌生兴趣，我们将借本文就内地租赁公司在澳门设立融资租赁公司的相关法律问题做出初步介绍。

一、澳门当地有关融资租赁公司的法律制度简介

（一）适用的核心法律规范

- 2019年4月8日，澳门出台了第6/2019号法律（即《融资租赁公司法律制度》），该法律建立了新的澳门融资租赁公司法律制度，也是在澳门设立融资租赁公司所适用的核心法律规范。另外，澳门还出台了第7/2019号法律（即《融资租赁税务优惠制度》），其中规定了关于融资租赁的相关税务优惠制度（包括印花税和所得补充税两方面的税务优惠）。

- 该法律的适用主体：在澳门设立的融资租赁公司以及融资租赁项目子公司。该两类主体的性质为“金融机构”，其法律概念如下：

融资租赁公司	指以专门从事融资租赁业务为公司所营事业的金融机构
融资租赁项目子公司	指获许可于澳门特别行政区从事业务的 银行或融资租赁公司 全资拥有且目的为持有和管理单项融资租赁项目的金融机构

在融资租赁公司的牌照方面，融资租赁公司被重新定义为非信用机构的金融机构，因此，不适用于澳门第32/93/M号法令《金融体系法律制度》对信用机构的规定，例如不再适用对信用机构的资本充足率及对单一客户风险敞口等的限制。

该法律规范的两大亮点：

- (1) 降低了在澳门设立融资租赁的门槛；
- (2) 放宽了澳门特区政府对融资租赁公司的监管要求。

我们将在下文进一步介绍在澳门设立融资租赁公司的门槛和相关监管要求。

(二) 设立融资租赁公司的门槛要求

融资租赁公司须以有限公司或股份有限公司的形式设立，具体公司形式、资本和股东要求如下：

拟设公司组织形式	股份有限公司	有限公司
公司资本	最低资本澳门币 1000 万元	
公司资本缴纳 / 维系要求	应于设立时以现金全额出资缴付，且在设立和存续期间，公司资本不得低于澳门币 1000 万元	
股东数量	三人或以上	最少为一人 ¹ ，最多三十人
董事会	公司董事会至少三人	有限公司可以不设董事会
公司管理人员	公司管理人员至少一名成员常居于澳门，并具有实际管理公司业务的权力	

新的澳门《融资租赁公司法律制度》的出台，降低了在澳门设立融资租赁公司的门槛，主要体现在两个方面：

- (1) 公司组织形式由原来的股份有限公司拓宽为**股份有限公司或有限公司**。澳门当地法中股份有限公司的股东最少为三人，而有限公司的股东则最少为一人。该等调整为内地租赁公司后续在澳门投资设立融资租赁公司时的股权关系和公司组织结构架设留有更大的灵活性；
- (2) 融资租赁公司的资本要求也进一步降低，由原来的**3000万**澳门元降低至**1000万**澳门元。

¹ 可以设立一人公司，但公司名称中须体现“一人公司”的字眼。

（三）审批许可机制

融资租赁公司以及融资租赁项目子公司适用不同的许可机制，具体可参见下表：

公司	许可机制
融资租赁公司	1. 向澳门金融管理局提出申请； 2. 由行政长官经听取澳门金融管理局的意见后，以行政命令预先许可（且行政长官可在行政命令内订定融资租赁公司须遵守的特定条件）。
融资租赁项目子公司	1. 由在澳门设立的银行或融资租赁公司向澳门金融管理局做书面预先通知，附随公司行政管理机关的决议和关于拟设立的融资租赁项目子公司将依法开展业务的承诺书； 2. 融资租赁项目子公司设立后一个月内，由在澳门设立的银行或融资租赁公司向澳门金融管理局报送关于融资租赁项目子公司的相关信息。

需要提示注意的是，如果相关主体获得上述关于融资租赁公司的许可后18个月内未设立融资租赁公司或未开业，除非有合理事由且提前向澳门金融管理局申请延长期限，否则该许可将会被废止。

（四）融资租赁公司及融资租赁项目子公司的业务范围

澳门当地法律对融资租赁公司以及融资租赁项目子公司可进行的业务范围做出了列举，且进一步规定，除非经澳门金融管理局批准，不得进行《融资租赁公司法律制度》列明的可进行的业务以外的任何其他业务。具体业务范围可参见下表：

可进行的业务	禁止进行的业务
1. 融资租赁业务	除左侧所列的可进行的业务外，不得进行其他业务，尤其不得接受公众的存款或其他应偿还款项
2. 转让和取得租赁财产	
3. 管理租赁财产	
4. 经营业务所需的外汇交易、利率互换及货币互换交易	
5. 澳门金融管理局批准的其他业务	

且，澳门当地法律进一步限定，任何人或实体未经澳门金融管理局许可，不得从事融资租赁业务，不得在公司名称中使用融资租赁字眼，也不得在从事业务时明示或暗示公司所经营的业务包括融资租赁业务。

（五）融资租赁公司登记要求

融资租赁公司必须遵守下述特别登记的要求，未完成特别登记，不得开展业务。

特别登记	变更登记
融资租赁公司设立后，三个月之内向澳门金融管理局作出特别登记	特别登记所载资料有变更的，需在变更后一个月之内通知澳门金融管理局

为避免疑义，上述登记是澳门金融管理局对融资租赁公司的特别登记要求，该等登记不影响融资租赁公司依据澳门当地法律需办理的其他登记（例如，在澳门商业及动产登记处的公司登记）。

二、内地租赁公司在澳门设立融资租赁公司的审批和要求

上面我们针对澳门当地法律关于在澳门设立融资租赁公司的法律制度做了初步介绍，以下我们将从内地租赁公司“境外投资”设立融资租赁公司的视角，就内地租赁公司（主要包括金融租赁公司和融资租赁公司）在澳门设立融资租赁公司所涉及的主要审批或备案要求做进一步分析和介绍。

（一）发改委备案要求

根据《企业境外投资管理办法》，境内企业通过其控制的香港、澳门、台湾地区企业对境外开展投资或通过其控制的香港、澳门、台湾地区企业对境外开展投资的，均适用该办法。根据该办法的规定，发改委对境内企业境外投资目前采用敏感类项目核准制和非敏感类项目备案制两种机制。同时，根据该办法以及《境外投资敏感行业目录》，融资租赁不在境外投资敏感行业目录之列。

基于上述，内地租赁公司在澳门投资设立融资租赁公司，仅需在项目实施前通过发改委网络系统履行境外投资备案的手续。关于备案主体和审核机关的具体要求如下：

投资主体和金额	备案机构
投资主体是中央管理企业（含中央管理金融企业、国务院或国务院所属机构直接管理的企业，下同）的	向国家发展改革委备案
投资主体是地方企业，且中方投资额 3 亿美元及以上的	向国家发展改革委备案
投资主体是地方企业，且中方投资额 3 亿美元以下的	向投资主体注册地的省级政府发展改革部门备案

且，内地租赁公司应在项目完成之后20个工作日内，通过发改委网络系统提交项目完成情况报告。

（二）银保监会审批要求

根据《商务部办公厅关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》（商办流通〔2018〕165号），制定融资租赁企业经营和监管规则的职责已由商务部划给银保监会，自2018年4月20日起，有关职责由银保监会履行。然而，该等行政机构职责划分调整后，银保监会目前尚未发布新的《融资租赁公司监督管理暂行办法》。如内地融资租赁公司拟在澳门设立融资租赁公司，建议一方面提前与内地监管机构进行沟通，确认是否需要取得银保监会或其分支机构的审批，另一方面提前与澳门金融管理局进行沟通，以明确在澳门申请设立融资租赁公司所需的材料和具体要求。

以下关于银保监会的审批要求，将仅针对金融租赁公司在澳门设立融资租赁公司的情形进行简要分析和介绍。

内地金融租赁公司可以采取直接投资和间接投资两种方式在澳门设立融资租赁公司，即通过其在境外设立的金租公司专业子公司在澳门间接设立融资租赁公司（性质为金融租赁公司境外专业子公司的项目公司），或直接在澳门设立金融租赁公司专业子公司。

- 1、内地金融租赁公司在澳门设立融资租赁专业子公司（即属于金融租赁公司的境外专业子公司）

• 事前审批

根据《金融租赁公司管理办法》、《中国银保监会非银行金融机构行政许可事项实施办法》以及《金融租赁公司专业子公司管理暂行规定》的规定，金融租赁公司获银保监会审批后，再按照拟注册地国家或地区的法律法规提出申请设立专业子公司²。

关于银保监会对金融租赁公司在境外设立专业子公司的审查，金融租赁公司应向其所在地省级银保监会派出机构提出申请，由省级银保监会派出机构受理并完成初步审查，并由银保监会审查和最终决定。

金融租赁公司在境外设立的专业子公司应当具备一定的条件，具体可参见下表：

金融租赁公司在境外设立专业子公司的主要条件要求
确有业务发展需要，具备清晰的海外发展战略
具有良好的经营状况，健全的公司治理结构，风险管理和内部控制，满足各项监管指标
具有与境外经营环境相适应的专业人才队伍
入股资金为自有资金，不得以委托资金、债务资金等非自有资金入股，权益性投资余额原则上不超过净资产的 50%（含本次投资金额）
遵守国家法律法规，最近 2 年内未发生重大案件或重大违法违规行为
具有专业的人才储备，专业化管理和业务开展等方面具有成熟的经验
内部管理水平和风险管控能力与境外业务发展相适应
具有与境外经营环境相适应的专业人才队伍
经营状况良好，最近 2 个会计年度连续盈利
遵守法律法规，监管评级良好，并符合设立地的法律法规
银保监会规定的其他审慎性条件

• 事后报告

金融租赁公司获得银保监会批准后，应按照拟设子公司注册地的法律法规办理境外子公司的设立手续，并在境外子公司成立后15个工作日内向银保监会及金融租赁公司所在地省级派出机构报告境外子公司的名称、成立时间、注册地点、注册资本、注资币种、母公司授权的业务范围等。
- 2、内地金融租赁公司通过其在境外的专业子公司在澳门设立融资租赁公司（即属于金融租赁公司境外专业子公司的项目公司）

² 金融租赁公司专业子公司，是指金融租赁公司依照相关法律法规在中国境内自由贸易区、保税地区及境外，为从事特定领域融资租赁业务而设立的专业化租赁子公司。前述特定领域，是指金融租赁公司已开展、且运营相对成熟的融资租赁业务领域，包括飞机、船舶以及经银保监会认可的其他租赁业务领域。

• 无需事前审批

根据《金融租赁公司管理办法》《中国银保监会非银行金融机构行政许可事项实施办法》以及《金融租赁公司专业子公司管理暂行规定》的规定，金融租赁公司的专业子公司可以在境外设立项目公司开展融资租赁业务，但应遵循项目公司所在地法律法规，并参照执行金融租赁公司在境内保税地区设立项目公司开展融资租赁业务的相关报告规定，包括但不限于遵守下述报告规定：

报告事项	报告内容 / 时间要求
签约报告	1. 金融租赁公司应在项目公司签订租赁合同后 15 个工作日内向中国银保监会或其派出机构报告； 2. 报告内容包括项目可行性分析报告、项目公司章程、负责该项目的人员情况、律师事务所对项目公司项下融资租赁项目或相关合同文本出具的法律意见书以及中国银保监会或其派出机构要求提交的其他文件和材料。
融资租赁业务情况报告	1. 金融租赁公司应按季度以专项报告形式向中国银保监会及其派出机构报送设立项目公司开展融资租赁业务的相关情况； 2. 报告内容包括报告期内新设、存续和关闭项目公司情况；租赁资产类型和规模；财务状况和经营成果；经营环境和风险分析；运行管理和风险控制措施。
项目公司履行租赁合同完毕或发生重大事项报告	1. 金融租赁公司应在项目公司履行租赁合同完毕后或发生重大事项发生后 10 个工作日内向中国银保监会或其派出机构报告； 2. 报告内容包括股权转让、资产出售、标的物损毁、灭失等重大损失及发生诉讼情况。
项目公司租赁合同履行完毕并完成清算后报告	1. 金融租赁公司应于项目公司清算工作结束后 15 个工作日内向中国银保监会报告； 2. 报告内容包括清算工作完成情况。

虽然该等方式无需取得银保监会的事先审批，但由于项目公司的性质系为就某特定租赁合同项下融资租赁业务的开展而专门设立的项目子公司，通常而言，其可开展的业务范围仅限于某一特定融资租赁业务。但是，无论内地金融租赁公司在澳门设立的是融资租赁专业子公司还是融资租赁项目子公司，其需要在澳门获得的许可和办理的登记手续是一样的。因此，金融租赁公司在澳门设立融资租赁公司时，应根据金融租赁公司自身的发展需要和目的，考虑设立融资租赁专业子公司（可开展某特殊领域融资租赁业务的平台型公司）或融资租赁项目子公司（某特定融资租赁业务的项目公司）。

• 事后报告

根据《金融租赁公司管理办法》，专业子公司设立的境外项目公司开展融资租赁业务后，应按季向所在地银监局及金融租赁公司所在地银监局报告。

（三）财政部登记要求（涉及国有金融资本的）

根据《国有金融资本产权登记管理办法（试行）》的规定，对于涉及占有国有金融资本的金融租赁公司在境外设立的子公司，应由金融租赁公司所属的金融机构总部向相关财政部门主管部门进行登记。

结语

以上，仅为我们对内地租赁公司在澳门设立融资租赁公司的初步介绍。由于内地租赁公司的股东情况、公司性质、境外投资的目的和发展规划等存在不同，不同的内地租赁公司在澳门设立融资租赁公司时，无论是从澳门金融监管局对申请资料的审查要求方面，还是内地相关政府部门的审批/备案要求方面，都将存在相应差异。内地租赁公司在澳门设立融资租赁公司时，需结合自身的情况和需求，进行具体的考量和分析。

香港基金行业最新政策： 附带权益税务宽减制度以及开放式基金型公司和 房地产信托基金资助计划

江竞竞 石璧宁



江竞竞
合伙人（香港）| 公司与证券部



石璧宁 Cindy Shek
合伙人（香港）| 公司与证券部

近期，香港基金业有多项令人鼓舞的政策相继落地。本文总结关于为私募股权基金订立的附带权益税务宽减制度，以及将授予合资格开放式基金型公司和房地产投资信托基金（**房地产信托基金**）的资助最新资讯。

一、附带权益税务宽减制度

2021年5月7日，《税务（修订）（附带权益的税务宽减）条例》（条例）正式实施，为基金发起人推出期待已久的针对在香港运营的合资格私募股权基金分配的附带权益的税务宽减制度（附带权益税务宽减制度）。

根据附带权益税务宽减制度，具资格附带权益将享受0%的利得税率，在计算投资专业人员的薪俸税时，全部具资格附带权益不会算在劳务收入内。

附带权益税务宽减制度（连同2020年8月31日实施的香港有限合伙基金制度），旨在吸引更多私募股权基金在香港运营及管理，并同时享受香港提供的独特优势。

下表列出了就零税收附带权益税务宽减方案的要点总结：

要件	主要条件
具资格附带权益	- 是指相关人士在基金投资回报达到门槛收益率的前提下基于基金投资产生的利润所收取的报酬； - 条例未明确规定门槛收益率的具体比例，因此门槛收益率可以约定为零。
具资格附带权益的税率	- 具资格附带权益的利得税税率为 0%； - 在计算投资专业人员的薪俸税时，全部具资格附带权益不会算在劳务收入内。
合资格基金 / 合资格支付人	- 基金满足《税务条例》第 20AM 项下对“基金”的定义（对境内外基金都适用），并取得香港金融管理局（“香港金管局”）的认证，香港金管局正在准备认证程序及规则； - 经核证投资基金的关联公司或有限合伙企业；及 - 创科创投基金公司。
合资格交易	零税收附带权益必须产生于私募股权交易，具体而言为由私人公司发行的股票、债权证、贷款债券、基金、债券或票据。

要件	主要条件
具资格附带权益收取者	- 只有在香港向经香港金管局核证的投资基金提供投资管理服务或安排在香港进行该等服务的人士才会被视为具资格的附带权益收取者； - 该等人士包括证监会持牌法团、向统一基金税务豁免制度下定义的“合资格投资基金”或创科创投基金公司提供投资管理服务而非持牌实体； - 由前述实体或其关联方聘用并在香港代表上述实体向经核证投资基金提供投资管理服务的雇员。
在香港从事实质活动	- 收取者必须证明产生收入的核心活动是在香港进行的； - 在香港有两名或以上进行投资管理服务的全职雇员；和 - 每一课税年度就提供投资管理服务而在香港产生的运营开支为 200 万港元或以上。

二、向合资格开放式基金型公司和房地产信托基金提供资助

（一）背景

证券及期货事务监察委员会（**证监会**）于2021年5月10日公布落实香港政府的资助计划，以资助在香港设立的开放式基金型公司和房地产信托基金（**资助计划**）。资助计划的目的是通过鼓励扩阔投资工具的种类，巩固香港作为领先的基金募集地及国际资产和财富管理中心的地位。

（二）资助计划详情

1. 适用于开放式基金型公司和房地产信托基金申请人的申请期

资助计划的申请期为2021年5月10日至2024年5月9日，为期三年。由于政府已划拨2.7亿港元给资助计划（根据财政司司长在2021-22年预算案演辞所公布），资助计划将以先到先得方式运作，意味着初始资金一旦已获悉数投放，则申请期可能会被缩短。

虽然资助计划将根据提交资助申请的时间以先到先得方式运作，但证监会只会在申请人已提交所有符合适用规定的相关文件，并已在相关申请期限内提交的情况下接受申请。如申请文件并不齐备，可能被证监会退还。

2. 合资格申请人

- 开放式基金型公司的基金经理：成功在2021年5月10日或之后在香港注册成立开放式基金型公司，或将非香港基金型公司迁册来香港成为开放式基金型公司的基金经理，可代表开放式基金型公司根据资助计划申请资助。
- 房地产信托基金经理：房地产信托基金可根据资助计划代表一支在2021年5月10日或之后获证监会认可并在香港联合交易所有限公司（联交所）上市，而在上市时市值至少有15亿港元（或等值的其它货币）的房地产信托基金申请资助。就一支同时在香港境外上市的房地产信托基金而言，其在联交所上市的单位在上市时的市值最少应为15亿港元（或等值的其它货币）。

3. 资助金额

每宗申请的资助金额将等于合资格费用的70%（有关于合资格费用的说明，请见下文），并须符合以下条件：

- 开放式基金型公司：上限为每间开放式基金型公司100万港元，以及每名基金经理最多三间开放式基金型公司。
- 房地产信托基金：上限为每支房地产信托基金800万港元。

4. 合资格费用

合资格费用必须是与开放式基金型公司的注册成立、非香港基金型公司迁册来港成为开放式基金型公司，或房地产信托基金在联交所的上市有关，并向香港服务提供商支付的费用。合资格费用的例子包括：

基金

开放式基金型公司	房地产信托基金
- 就开放式基金型公司的注册成立或迁册而言，律所或法律顾问就法律服务（包括 (i) 草拟开放式基金型公司的法律文件和发售文件；和 (ii) 就证监会认可开放式基金型公司进行的工作）收取的费用。 - 就开放式基金型公司的注册成立或迁册而言，审计师、会计师或税务顾问就会计和／或税务服务收取的费用。 - 就开放式基金型公司的设立而言，基金管理人、公司服务提供者或公司秘书就注册成立或迁册服务（包括就开放式基金型公司的注册成立或迁册或注册必须的所有备案进行的工作）收取的费用。 - 就开放式基金型公司的注册成立或迁册，以及证监会认可开放式基金型公司而言，合规顾问就所进行的工作收取的费用。 - 如属上市的开放式基金型公司，上市代理费用。	- 就房地产信托基金的上市而言，承销商收取的承销佣金。 - 就房地产信托基金的上市而言，律所或法律顾问就法律服务（包括：(i) 草拟房地产信托基金的法律文件和发售文件；和 (ii) 就证监会认可房地产信托基金进行的工作）收取的费用。 - 就房地产信托基金的上市而言，审计师、会计师或税务顾问就会计和／或税务服务收取的费用。 - 就房地产信托基金的上市而言，房地产信托基金的估价师就出具关于物业的估价报告而收取的费用。 - 就房地产信托基金的上市而言，就广告和市场推广相关服务支付予市场推广机构或顾问的费用（包括路演开支）。 - 上市代理费用。

以下费用不得被视作合格费用：

- 法定费用（如支付予证监会的注册或申请费用）以及向证监会申请基金经理牌照或注册产生的费用；
- 现有的伞型开放式基金型公司下设立子基金产生的费用，以及支付予联交所的上市费用；
- 就年度审计支付予会计师事务所的审计费用。

5. 最低运营条件

如出现以下情况，政府保留收回有关资助的权利：

- 开放式基金型公司自其注册成立或迁册日期起两年内展开清盘，或申请终止注册；或
- 房地产信托基金自其上市日期起两年内在联交所除牌或暂停交易。

暂停交易会否导致资助被收回将按个别情况而定。根据证监会的《常见问题》¹中的解读，若房地产信托基金因等待刊发公告而暂时暂停交易一般不会导致资助被收回。另一方面，如房地产信托基金自其上市日期起2年内已持续在联交所暂停交易18个月，则已授予的资助可能会被收回。

6. 申请流程和截止时间

申请人必须在以下（如适用）日期起计**三个月**内，将资助计划申请表格（连同所需证明文件）交给证监会：

- 就私人开放式基金型公司而言，公司注册处就私人开放式基金型公司出具注册证明书或迁册证明书的日期；
- 就公众开放式基金型公司而言，公众开放式基金型公司的认可日期（公众开放式基金型公司可向证监会提交签妥和填妥的“申请资助的意向确认书”，作为其提交初始产品申请的一部分）；或
- 就房地产信托基金而言，房地产信托基金的上市日期。

总结

我们相信资助计划的激励措施将深受香港资产和财富管理业界欢迎。配合附带权益税务宽减制度创造的有利税务环境，我们预期有意迁册到在岸的市场参与者将视香港为更吸引力的基金注册地。

¹ https://www.sfc.hk/-/media/files/PCIP/FAQ-PDFS/FAQ-on-OFC-and-REIT-Grant-Scheme__20210510.pdf

香港有限合伙基金制度简介

范凯敦 江竞竞 李帼孙 萧乃莹 石璧宁 Justin Cherrington



范凯敦 Hayden Flinn
合伙人（香港）| 公司与证券部



江竞竞
合伙人（香港）| 公司与证券部



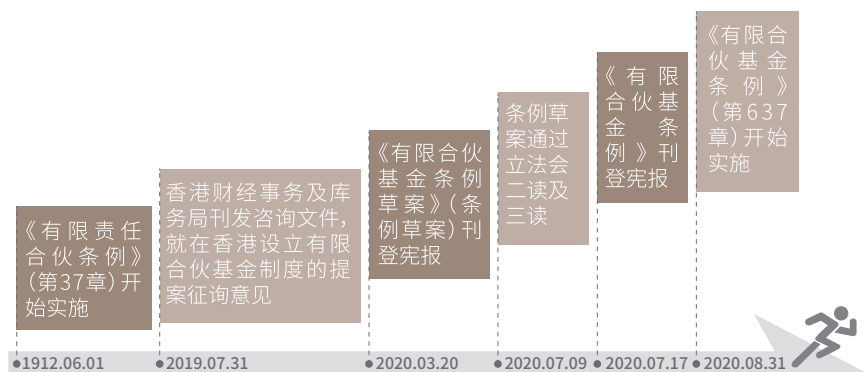
李帼孙
合伙人（香港）| 公司与证券部

继《有限合伙基金条例草案》（“**条例草案**”）于2020年7月9日通过立法会二读与三读程序、于2020年7月17日在宪报刊发《有限合伙基金条例》（第637章）（“**有限合伙基金条例**”）后，翘首以盼的香港有限合伙基金（“**有限合伙基金**”）制度终于自2020年8月31日起正式扬帆起航。

这意味着除了组建开放式基金型公司（“**开放式基金型公司**”）或单位信托之外，基金管理人现已可以选择在香港设立有限合伙形式的基金。

本文将重点讨论基金管理人与基金发起人在香港有限合伙基金制度下应考虑的主要事项。

一、自2020年3月以来有哪些主要变化？



有限合伙基金制度立法进程



萧乃莹 Minny Siu
合伙人（香港）| 银行与融资部

立法会于2020年3月首次考虑《条例草案》后，法律事务部已对《条例草案》完成了详细的审查，主体内容与之之前保持不变，但对《条例草案》进行了少数的修订与完善。其中，《条例草案》第24（2）（c）条现作出修订，规定有限合伙基金在其周年申报表中需包含普通合伙人（“普通合伙人”）作出的，有关有限合伙基金是否会在其向公司注册处处长（“公司注册处处长”）提交最新周年申报表后的12个月内继续营运或开展业务的声明。另外，《条例草案》第89条也相应作出修订，规定了在触及违反《有限合伙基金条例》时的举证责任与标准。



石璧宁 Cindy Shek
合伙人（香港）| 公司与证券部

二、普通合伙人与投资管理人

普通合伙人需委任一名投资管理人履行有限合伙基金的日常投资管理职能。

谁可成为有限合伙基金的投资管理人？

- 在香港注册成立的公司
- 已注册的非香港公司
- 至少已满18岁的香港居民
- 有限合伙基金的普通合伙人



Justin Cherrington
外地注册律师（香港）| 公司与证券部

（一）普通合伙人和/或投资管理人是否必须持有牌照？

如普通合伙人已将投资管理职能全权委托至投资管理人，则普通合伙人自身并不需要持牌。同时，与香港开放式基金型公司不同，除非有限合伙基金会在香港开展受规管活动，否则普通合伙人并不需要委任持有证券及期货事务监察委员会（“证监会”）牌照的投资管理人。

早在2020年初，证监会就已进一步澄清了针对私募股权基金的持牌要求¹。简言之，任何在香港开展受规管活动的人士，不论其在有限合伙基金中扮演何种角色（可能涉及持牌要求的职能包括普通合伙人、投资管理人、投资委员会、分销商和募资中介），都必须持有相关牌照。除非被豁免，任何针对符合《证券及期货条例》下“证券”含义的投资组合或资产进行交易、实施管理或提供意见的人士（包括私募股权及风投），都将受限于持牌要求。

如有限合伙基金的普通合伙人或投资管理人不参与任何与上述“证券”有关的活动（例如，有限合伙基金投资于香港私人公司的股份或包括房地产或其他大宗商品的非证券类资产），将可能无需受牌照限制。但需特别提示的是，虽然香港私人公司的股份及债券未包含在上述“证券”的范围内，非香港私人公司的股份及债券是明确包含在“证券”定义内的。

¹ 证监会日期为2020年1月7日的通函 - 《致寻求获发牌的私募股本公司的通函》，详情请查看：<https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=20EC2>。

虽然非持牌的普通合伙人和/或投资管理人不需要受证监会的直接监管，因此可减少相应的监管合规成本，但投资人和有限合伙基金的其他服务供应商可能会出于对内部审批流程或合规要求的考虑，而更倾向于与证监会持牌的基金发起人开展合作。基金发起人及管理人应就是否在香港开展设立基金管理业务或与持牌公司搭档合作而提前规划部署。

（二）是否必须聘请托管人？

《有限合伙基金条例》要求有限合伙基金对资产进行妥善保管，但并不强制要求普通合伙人聘请第三方托管人。如果普通合伙人或投资管理人为9号牌持牌公司，则在开展投资管理活动时，持牌普通合伙人或投资管理人需满足《基金经理操守准则》项下的要求，包括以适当的技能、小心审慎及勤勉尽责的态度安排委任及持续监督托管人，如果选择自我保管财产，普通合伙人和投资管理人需采取相关政策及程序以妥善分隔其资产保管与投资管理的职能。

三、有限合伙基金负责人员及其义务

《有限合伙基金条例》要求普通合伙人委任一名负责人员（“负责人员”）针对每一位投资人（包括有限合伙基金的有限合伙人）根据《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》（第615章）（“《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》”）附表2中的规定履行反洗钱及打击恐怖分子资金筹集的义务。

负责人员可以是：		受以下监管机构规管：
	认可机构（即银行）	香港金融管理局
	持牌法团	香港证监会
	法律专业人士	香港律师会
	会计专业人士	香港会计师公会

负责人员将对《有限合伙基金条例》项下有限合伙基金的反洗钱/打击恐怖分子资金筹集义务承担最终责任，这与包括新加坡和开曼在内的其他管辖区截然不同，在后者的规定下基金的普通合伙人（即使外包给第三方服务商）始终对反洗钱/打击恐怖分子资金筹集义务承担最终责任。

基金

《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》附表2项下的要求总结如下：



《有限合伙基金条例》要求该等负责人员必须为一家认可机构、持牌法团、会计专业人士或法律专业人士，而鉴于该等人士自身已受制于《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》的约束，因此对于反洗钱/打击恐怖分子资金筹集措施的执行应相对简便，例如，持9号牌的有限合伙基金投资管理人可在管理境外有限合伙基金时直接参照并结合其现有的反洗钱/打击恐怖分子资金筹集措施的政策和程序。

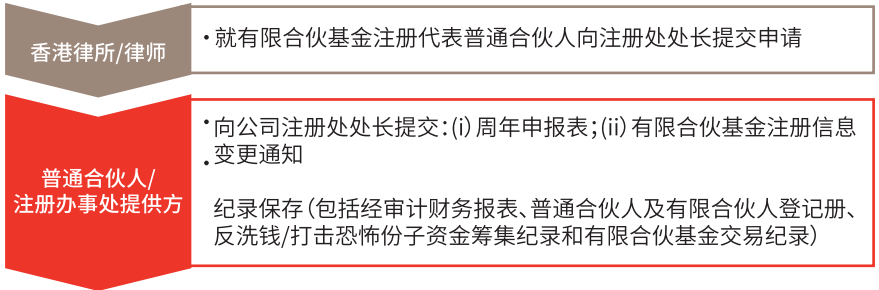
随着全球金融服务行业逐步走向服务及程序的数字化，相关监管机构也在2018年底同步更新了香港金融管理局反洗钱指引和证监会反洗钱及打击恐怖分子资金筹集指引，从反洗钱和持续合规角度为认可机构和持牌实体提供远程客户开户指导。因此，有限合伙基金也可利用该等远程程序为投资者开户。

四、注册及合规

有限合伙基金在不向公众公开发售的前提下无需取得证监会的认可或批准，并可直接于公司注册处进行注册。

有限合伙基金的申请材料需由一家香港律所或一位香港律师提交。与香港的私人公司类似，有限合伙基金须向公司注册处处长提交周年申报表，并向公司注册处提交有关注册信息变更的通知。《有限合伙基金条例》附表3已列明关于递交注册申请、周年申报表及注册信息变更的相关费用，与开曼公司注册处目前收取的费用相比有显著优势。

基金发起人应考虑接洽各类顾问及服务提供商，包括行政管理人或公司秘书等协助基金满足持续合规义务的专业人士。



五、税务影响

无论基金设立于哪一个司法管辖区，税务在基金结构的搭建中都是至关重要的一部分。随着税务局近期出版的针对基金的利得税豁免的诠释和执行指引（称为DIPN61），关于各类基金实体（包括有限合伙基金和特殊目的实体）、投资人及投资管理人是否有资格享受统一基金税务豁免（“统一基金税务豁免”）的答案也逐渐明朗。

（一）有限合伙基金和特殊目的实体税务影响

统一基金税务豁免涵盖于2019年《税务（豁免基金缴付利得税）（修订）条例》并于2019年4月1日生效。统一基金税务豁免为香港的私募基金提供了不区分司法管辖区的税务处理方法。总而言之，私募基金（包括有限合伙基金）在符合“基金”的定义并满足特定其他条件的情况下，即可享受香港利得税豁免。为符合统一基金税务豁免资格，有限合伙基金的收益需从由“认可机构”或“持牌机构”或“合资格的有限合伙基金”在香港进行或安排的“合资格交易”（包括涉及债券、期货、私人公司股权及外汇的交易等）中产生。该等利得税的豁免（受限于特定条件），同样适用于有限合伙基金下设的特殊目的实体。

同时，有别于新加坡要求普通合伙人向当地金融管理局申请税务豁免的规定，统一基金税务豁免不会施加有关取得预先审批的要求，统一基金税务豁免允许相关实体通过自我评估的方式以判断其是否满足利得税豁免的条件。

有限合伙人无需就有限合伙基金份额的认购、转让及赎回缴付印花税，因为有限合伙基金的权益并不符合“股票”的定义，但是，如有限合伙基金针对任何应缴税资产（如香港股票或不动产）而接受实物出资或安排实物分配，则该等出资或分配安排将会带来印花税。

（二）投资管理人／投资顾问税务影响

香港投资管理人一般仍将需针对其收取的管理费缴纳16.5%的利得税。但鉴于香港采取地域税务概念，因此该等利得税仅需针对源自香港的利润缴付。换言之，投资管理人可针对其在中国境外进行的核心投资管理活动申请降低利得税税率，因此对于涉足跨境业务的投资管理人尤其有利。

（三）附带权益税务处理尚待解决

财政司司长今年年初在预算案中宣布，香港政府希望能明确有关有限合伙基金附带权益的税务处理，但目前具体处理方式仍未明朗。业界预期香港政府会就附带权益出台税务优惠政策，以配套香港有限合伙基金制度的实施并完善香港投资管理的整体运作机制。

六、基金文件

《有限合伙基金条例》充分认可基金合伙人之间的合约自由²，这也与其他常见的境外基金司法管辖区的操作一致，因此，基金发起人和投资人无需对其已相对熟悉的现有基金文件进行大幅修改。

² 《有限合伙基金条例》第16(1)条。

基金

《有限合伙基金条例》不强制要求有限合伙基金准备私募备忘录或其他发售文件，且普通合伙人无需向公司注册处长或证监会就该等文件安排备案。相较于开曼，根据最新修订的开曼《2020年私募基金法》，基金需对其私募备忘录、主要条款总结或涵盖特定信息的宣传材料需向开曼金管局进行备案。

有意设立香港有限合伙基金的基金发起人可考虑安排就现有基金文件咨询法律顾问，以制订并完善可适用于香港有限合伙基金的基金文件。

七、放眼未来

《有限合伙基金条例》目前不支持境外基金向香港有限合伙基金的直接迁移，我们期待未来能有直接迁移的可能性。

有限合伙基金制度的推出恰逢其时。开曼近年来对私募基金法律法规的不断改革，包括更严苛的申报及备案义务、经济实质的要求等所带来的高昂合规费用已很大程度影响了开曼监管相对宽松及开曼税务优惠方面原有的吸引力。

在基金发起人就资产管理活动和基金实体所在地逐渐统一化的全球趋势下，香港与内地及大湾区的紧密联系孕育着诸多科技、媒体和电讯、医疗健康、生物医药，以至金融科技等快速增长行业的投资机遇。

本文作者感谢刘殷玮及马博儿对本文的贡献。



香港豁免基金利得税的最新指引

Justin Cherrington 江竞竞 Sam Duncan



Justin Cherrington
外地注册律师（香港）| 公司与证券部



江竞竞
合伙人（香港）| 公司与证券部

一、简介

香港税务局（税务局）于2020年6月30日发出了《税务条例释义及执行指引》第61号（“61号税务指引”），以阐明香港自2019年4月1日起适用于投资基金的新统一税收待遇的范围和执行。

新的统一税收制度取代了此前分别适用于离岸基金、离岸私募股权基金和开放式基金公司的利得税豁免。此项变化由2019年《税务（豁免基金缴付利得税）（修订）条例》（2019年税务条例）所引入。

税务局的这份最新指引涉及所有在香港运作的基金，特别是那些受惠于香港有限合伙基金制度下的基金。这份指引的出台很及时，而且与2020年初财政司司长在预算案中提出政府会明确有关有限合伙基金附带权益税务处理遥相呼应。

二、61号税务指引和统一基金制度的概要

总体而言，在2019年4月1日前，利得税豁免仅适用于离岸基金，根据2019年税务条例，从2019年4月1日起，所有基金（不论其结构、规模、目的及运营管理地点）均在满足某些条件的前提下，享受利得税豁免。

61号税务指引列出了享受新的统一基金豁免的条件。大体而言：（1）“合格基金”将就（2）某些指明资产类别的“合格交易”、附带交易和（如果基金是开放式基金公司）非指明类别的资产交易带来的应税利润免于缴付利得税，但前提是（3）交易是由“指明人士”在香港开展或安排的，或基金另属“合格投资基金”。我们将在下文中讨论上述条件。

另外，如果任何基金享受豁免，该基金持有的“特殊目的实体”可能同样享受豁免（限于该所有权权益范围内）。61号税务指引的解释是，这一规定意在为那些以一层或多层特殊目的实体持有对私人公司投资的基金提供便利，方便他们随后通过转让特殊目的实体中所有权权益的方式处置上述被投公司。

（一）合格基金

在适用每一项标准时，税务局都采用了整体评估的方法来判断基金是否满足利得税豁免的要求。

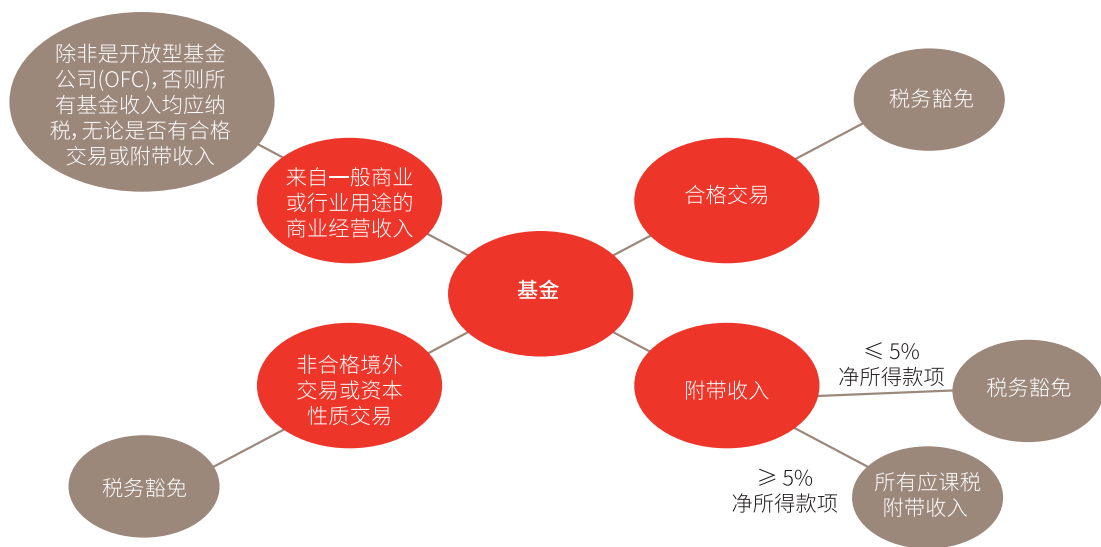
- 利得税豁免适用于在整个税评年度内有资格成为“基金”的实体。基金可采用多种不同的形式，包括共同基金、开放式基金公司、有限合伙企业或其他类似信托的安排。这些安排的共同之处在于他们都具有集合投资属性，而这与《证券及期货条例》（第571章《证券及期货条例》）项下“集体投资计划”的定义类似。
- 61号税务指引阐述了税务局就以下术语涵义的观点：“财产安排”和“统一管理”，以及与判断任何实体是否构成合格基金有关的“集合”、“控制”和“目的测试标准”。
- 跟我们的众多客户都相关的是，就该项豁免之目的，复杂和多个实体组成的基金结构（包括母子型结构（master-feeder）和平行基金）将在何时被视为一个或多个“基金”。61号税务指引就此提供了指引和实例。

基金

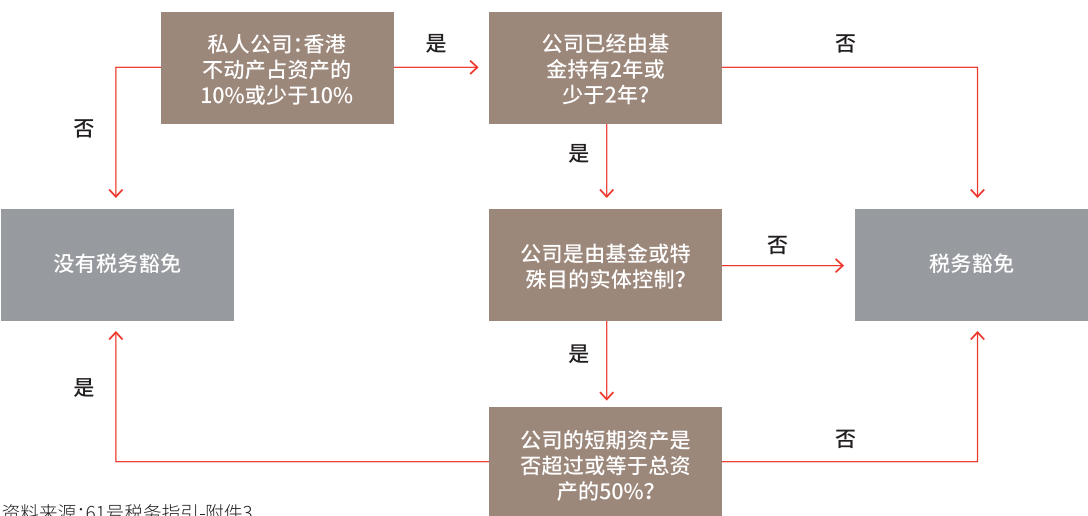
- 单一投资者基金有可能满足豁免的要求。如果投资者与其他基金组团/共同投资，使得基金被视为拥有统一管理
的结构及满足集合要求，则单一投资者基金可满足豁免的要求。除了这一有可能存在的例外情况之外，根据指
引的规定，只有在“极为特殊的情况下”，税务局才会接受在收入年度中的某个特定时间点仅有一个投资者的
基金属合格基金（如在设立期或解散清算期时）。

(二) 来自合格投资的利润

- 就合格基金而言，毋须就来自“合格交易”¹和附带交易的利润（上限为总净收益的5%）缴付利得税。61号税
务指引就关于某项交易在什么时候可能属于附带交易进行了评述，例如：税务局认为，持有债权以产生利息收
入并非证券相关的一项“合格交易”（因为当中不涉及两方），但持有证券收取利息是一项附带交易，并须受5%
的门槛所限。



- 如合格交易涉及私人公司发行的权益，则基金需符合若干额外条件，利润豁免方可适用。这些额外条件很可能
与私募股权基金相关。

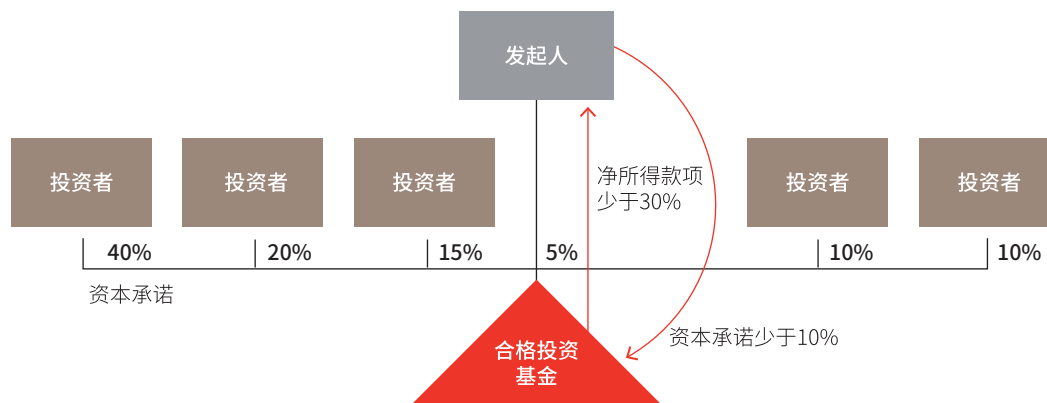


资料来源:61号税务指引-附件3

¹《税务条例》（第 112 章）附表 16 列出了 11 类指明作为合格交易的资产。

（三）由指明人士或“合格投资基金”进行或安排

- 该合格交易必须是由“指明人士”在香港进行或安排。指明人士包括《证券及期货条例》下的持牌法团。61号税务指引解释，合格交易包括基金的投资管理人（即一名指明人士）在香港通过一家在东京的中介机构安排买卖在东京证券交易所交易的股票的情况。
- 如未能符合此条件，但如果基金是一只“合格投资基金”，此豁免仍可适用。大体而言，基金应有超过4名外部投资者，且外部投资者对基金的资本承诺总额超过基金总规模的90%，但基金不可把多于30%的基金净收益分配予发起人（即投资管理人）或其关联方。



- 这些规定旨在排除一些单一投资者的投资工具的基金，或利润被转移至一名单一投资者（可能是基金管理人）的税务豁免。
- 此外，该30%分配限额关乎表现费或超额收益分成（不论何种形式）的支付。换言之，在不影响基金豁免地位的情况下，基金可最多支付占净收益30%的超额收益分成。税务局认为，此30%的限额高于一般支付予投资管理人的表现费或超额收益分成的行业基准（即高于门槛收益率的利润的20%）。随着政府制订有关超额收益分成的利得税豁免制度，这项规定可能对于今后税务上如何处理香港基金真正的超额收益分成尤为重要。
- 较实用的是，61号税务指引还提供了在计算投资者数目时，何时适合看穿基金结构中的一系列中间实体（如：联接基金或平行基金）的指引。

三、原有基金税务制度

虽然2019年税务条例为投资基金引入统一税务豁免，但之前针对境外基金、境外私募股权基金和开放式基金公司的制度仍适用于截至2019年3月31日前的税评年度。

在原有制度仍适用之处（即2019年4月1日前），《税务条例释义及执行指引》第43号和第51号中公布的税务局指引将继续适用。

四、其他规定

61号税务指引亦就以下事项提供了指引：

- 防止迂回避税条款，为避免居民人士滥用利得税豁免，或借迂回避税而从利得税豁免中受惠；
- 基金和特殊目的实体的税务居民地位；
- 共同申报准则（CRS）下私募形式募集的基金的申报、合规和尽职调查规定；
- 适用于若干私募形式募集的基金和被动式非金融外国实体（大致来说，指一家并非金融机构的非美国实体）的《外国账户税务合规法案》（FATCA）及就此香港与美国签订的《跨政府协议》（IGA）；和
- 香港的转移定价制度——特别是与基金投资管理人相关的领域，如确保收取的管理费是根据公平交易原则磋商确定的，并且基金根据需要留存适当的转移定价文件。

香港证监会引入优化措施进一步推进开放式基金型公司制度

范凯敦 石璧宁 刘殷玮



范凯敦 Hayden Flinn
合伙人（香港）| 公司与证券部



石璧宁 Cindy Shek
合伙人（香港）| 公司与证券部

2020年9月2日，香港证券及期货事务监察委员会（证监会）发表了《有关建议优化开放式基金型公司（OFC）制度的咨询总结及有关客户尽职审查规定的进一步咨询》¹（咨询总结）。咨询总结归纳了业界的反馈以及证监会对于其于2019年末发表的咨询文件²（咨询文件）的回应。

一、概述

- OFC制度于2018年7月引入，为香港注册的基金提供了以公司形式构建的选项³。
- 2019年12月20日，证监会发表了咨询文件，建议在以下领域放松及优化OFC制度：
 - 私人OFC的保管人资格规定；
 - 私人OFC的投资范围；
 - 海外公司型基金转移注册地；
 - 适用于所有OFC的重要控制人登记册规定。
- 经过数月的审议，咨询总结确认了对私人OFC的以下优化措施：
 - 保管人资格规定将扩大至包括第1类持牌实体。将引入新的《开放式基金型公司守则》⁴附录A，且该附录A将适用于私人OFC的保管人；
 - 私人OFC的投资范围将扩大至容许所有资产类别；
 - 撤销对私人OFC的所有投资限制。然而，《开放式基金型公司守则》将增订新条文，要求投资经理及保管人须在管理及保管OFC所投资的资产类别方面具备足够的专门知识和经验，并在要约文件内相应地加强风险披露；
 - 如果海外公司型基金符合OFC注册的主要规定，包括委任符合相关资格规定的投资经理、保管人和董事，则该等海外公司型基金将可以转移注册地。

¹<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/openFile?refNo=20CP3>。

² 证监会的《有关建议优化开放式基金型公司制度的咨询文件》，可点击以下链接查阅：<https://www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/consultation/openFile?refNo=19CP4>。

³ 有关 OFC 制度的概述，请参见金杜官网 <https://www.kwm.com/zh/hk/knowledge/insights/open-ended-fund-companies-are-here-20180731>。

⁴ 根据《开放式基金型公司守则》第 7.3(g) 条妥善保管私人开放式基金型公司计划财产的规定。

- 证监会同时就OFC的客户尽职审查规定（**客户尽职审查**）展开进一步咨询。证监会建议OFC须委任负责人执行类似于有限合伙基金在《有限合伙基金条例》规定的打击洗钱及恐怖分子资金筹集（AML/CTF）职能⁵。

二、OFC制度的详细优化措施

（一）私人OFC的保管人资格规定

在现行制度下，公众及私人OFC的保管人均必须满足与证监会认可基金的保管人相同的资格要求。换言之，OFC的保管人目前必须是（i）香港或海外银行（或其附属的信托公司）；或（ii）《强制性公积金计划条例》项下的注册计划的受托人。

许多业界人士呼吁在保管人资格规定方面要有更大的灵活性，并指出，容许包括主要经纪商在内的其他本地或海外服务提供商为私人基金持有资产是很常见的。此外，在新加坡等类似司法管辖区，如果经纪自营商持有相关牌照，则可担任私人可变资本公司的保管人。

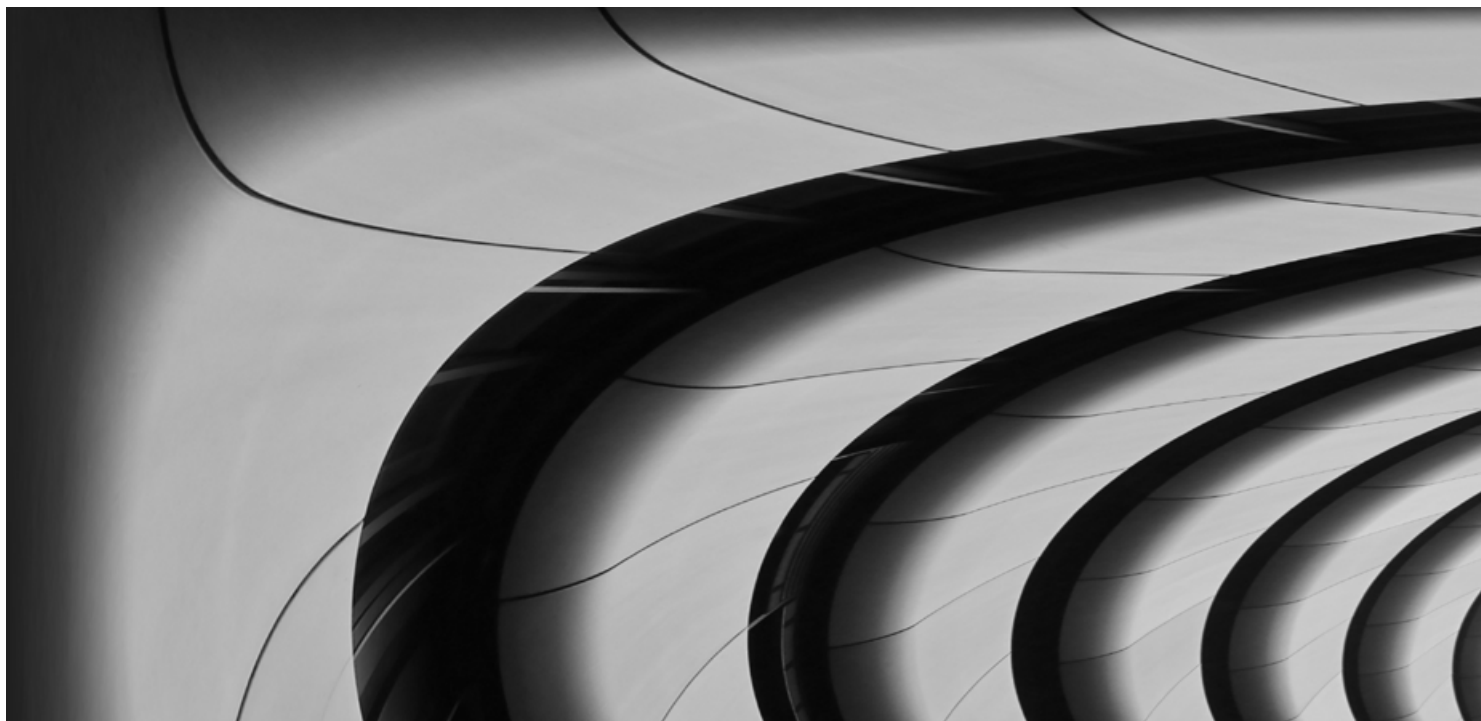
考虑到业界的反馈，证监会确认，获发牌或注册进行第1类(证券交易)受规管活动的中介人可以担任私人OFC的保管人，但必须符合以下的要求：

没有牌照条件	获发牌或注册的中介人的牌照或注册不受制于其不得持有客户资产的条件。
最低资本要求	中介人必须符合最低实缴资本 1,000 万港元及最低流动资金不少于 300 万港元的资本要求。
私人 OFC 应是客户	私人 OFC 应是中介人与其第 1 类受规管活动业务相关的客户。
负责人员 / 主管人员	保管人应拥有至少一名负责人员 / 主管人员负责私人 OFC 的保管职能的整体管理及监督工作。
独立于投资经理	中介人必须独立于投资经理。

虽然私人OFC托管人的资格门槛已大幅降低，但拟托管人应注意，证监会要求托管人必须遵守适用于OFC托管人的所有法律、证监会守则及相关指引，包括新增的《开放式基金型公司守则》⁶附录A，后者进一步阐述了OFC托管人的义务，当中包括了与处置客户资金和客户证券及保存记录有关的要求。

⁵ 有关香港有限合伙基金制度的详细信息，请参阅我们之前的出版物，该出版物可点击以下链接查阅：<https://www.kwm.com/en/hk/knowledge/insights/hk-limited-partnership-regime-rolling-out-20200729>。

⁶ 证监会的《开放式基金型公司守则》参见：<https://www.sfc.hk/web/TC/assets/components/codes/files-current/zh-hant/codes/code-on-open-ended-fund-companies/code-on-open-ended-fund-companies.pdf>。



（二）投资范围

目前，私人OFC必须把其至少90%的资产总值投资于证券和期货合约及/或现金、银行存款、存款证明、外币和外汇合约（SFO资产）。私人OFC对非SFO资产类别的投资须受限于10%的“最低额”豁免规定。这些适用于私人OFC的投资规定将会全部取消，以便让私人OFC与其他海外的公司型基金结构（包括爱尔兰的爱尔兰集体资产管理载体、英国的开放式投资公司和新加坡的可变资本公司）、以及香港的有限合伙基金享有平等地位。

证监会也在《开放式基金型公司守则》中引入一些新条款，要求投资管理人和托管人具备管理和保管OFC投资所属的投资类别的专门知识和经验，当中包括加强在基金发行文件中对不同资产类别和性质须作出的风险披露的要求。

（三）海外公司型基金转移注册地

现有的OFC制度没有开放式基金型公司转移注册地的机制。因此，在海外注册成立的公司型基金只能通过其他途径（包括资产转让或股份互换）进行“注册地转移”，但这会触发相关的纳税义务。相反，其他管辖区已为常规公司和公司型基金设立法定的“转移注册地”机制，以及配套的税务立法。

咨询总结引入了一项法定的转移注册地机制，允许将海外公司型基金的注册地迁移至香港，在维持了他们的公司身份、可持续性和往绩的同时，不需要设立任何全新的法律实体。咨询总结还确认，由于公司型基金的法律身份没有变化，因此，在使用OFC结构把注册地迁移至香港时，不会发生任何法人向另一法人“转让”资产的情况，也不会因此产生任何印花税。

因各种因素，包括投资者偏好、对使用传统境外基金注册地的感官、海外监管机构日益增加对境外基金透明度的要求、以及传统境外基金管辖区最新引进的经济实质要求，基金“境内化”已逐渐变成当下流行的趋势。如果能让公司型基金转移注册地，OFC制度便能与其他管辖区看齐，并提高香港作为基金注册管辖区的竞争力和吸引力。



(四) OFC的AML/CTF义务

目前并无规定对OFC施加的AML/CTF义务，而每家OFC的投资经理应履行相关的AML/CTF措施。

该咨询文件建议订立类似于《公司条例》(第622章)对所有其他一般公司施加的规定，要求所有零售和私人OFC备存重要控制人登记册，以提升OFC的实益拥有权的透明度。

但是，证监会承认，基于OFC的开放性性质，要求OFC备存重要控制人登记册将会造成困难。尤其是，零售基金频密的股份认购及赎回，使公众OFC的投资者不断地改变。因此，证监会建议要求OFC委任负责人（即一家认可机构、持牌法团、会计专业人士或法律专业人士）执行《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》(香港法律第615章)附表2所订明的AML/CTF职能，以便与有限合伙基金制度进一步看齐。证监会正就此进行进一步咨询。

三、实施时间表

证监会就拟议优化建议以下时间表：

拟议优化	下一步需采取的行动	生效日期
保管人资格规定	—	现已生效。就新的附录A而言，设有6个月的过渡期（由2020年9月11日起开始计算）。
扩大投资范围和撤销投资限制	—	现已生效
海外公司型基金转移注册地	待证监会推出针对《开放式基金型公司规则》 ⁷ 的修订草案	通过修订草案后即时生效
AML/CTF 规定	有关将对 OFC 施加的客户尽职审查规定的进一步咨询	通过修订草案后有6个月的过渡期，以给予 OFC 时间准备其实施。

总结

我们欢迎证监会对于OFC制度的优化。我们视此为证监会改善OFC制度，以进一步把香港发展为全方位的资产管理中心的重要一步。

⁷《证券及期货（开放式基金型公司）规则》(香港法律第571AQ章)，可在以下网址查阅：<https://www.elegislation.gov.hk/hk/cap571AQ>。

香港证监会：就私募基金管理人和家族办公室在香港开展业务所需申领牌照的指引

江竞竞 谢天颖



江竞竞
合伙人（香港）| 公司与证券部

香港证券及期货事务监察委员会（“香港证监会”）于2020年1月7日发布了《致寻求获发牌的私募股本公司的通函》¹（“《私募通函》”）和《有关家族办公室的申领牌照责任的通函》²（“《家族办公室通函》”），就在香港进行业务的私募股本公司（Private Equity Firms）³及家族办公室（Family Offices）是否需要申领受规管活动牌照发出指引通函。该两份指引通函主要（1）就适用于私募股本公司普通合伙人、投资委员会成员以及基金推广类活动的发牌规定进行澄清，并就评估私募股本公司的投资酌情权和负责人员的行业经验评估做出进一步解释；并（2）探讨牌照制度如何适用于在香港进行资产管理或其他服务的家族办公室。

香港证监会在2019年2月更新后的《发牌手册》（Licensing Handbook）中特别明确，纯粹就不涉及证券的“私募股本”（Private Equity）或“创业资金”（Venture Capital）投资组合进行买卖、提供意见或管理，无须符合有关发牌规定。但是，若某法团就不属于《公司条例》（第622章）（“《公司条例》”）所指的“私人公司”（Private Company）的私人离岸公司的股份或债权证进行买卖、提供意见或管理，则有关法团很大可能须取得牌照。针对《发牌手册》中的规定，市场上有一些咨询，香港证监会因此发布了这两份指引通函，就相关申领牌照事宜进行进一步澄清。

一、私募股本基金之普通合伙人是否需要申领受规管活动牌照

《发牌手册》中列明，视私募股本公司在香港经营的业务类别而定，可能须就一类或多类受规管活动申领牌照。一般来说，私募股本基金普遍以有限合伙的形式存在，私募股本公司如发起私募股本基金，一般会担任基金的普通合伙人，而基金的普通合伙人对基金的管理和运营负有最终责任并据此收取回报（例如管理费和附带权益等）。鉴于普通合伙人在基金运营中如此关键性的作用，其只要在香港进行基金管理业务且有关的基金管理活动构成《证券及期货条例》（第571章）（“《证券及期货条例》”）内所定义的“资产管理”，该普通合伙人一般须就第9类受规管活动申领牌照（除非普通合伙人已将所有资产管理职能全面转授予另一已获发牌或注册进行第9类受规管活动的机构）。

根据《证券及期货条例》附表5第2部，“资产管理”指“房地产投资计划管理”或“证券或期货合约管理”。《证券及期货条例》附表1对“证券”一词给予广泛的定义，但明确“证券”是不包括《公司条例》第11条所指的私人公司发行的股份或债权证。这里有一个经常被误解的概念，市场上很多基金管理人据此认为如果基金仅投资非上市公司股权，那么就不在上文所称的“证券”的范围内，因此管理这类资产也不应属于第9类受规管活动，其实这种理解是片面的。《公司条例》第11条所指的“私人公

¹<https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=20EC2>

²<https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/edistributionWeb/gateway/TC/circular/doc?refNo=20EC1>

³ 香港证监会在中文版的《私募通函》中将“Private Equity Firms”和“Private Equity Funds”翻译为“私募股本公司”和“私募股本基金”，和中国境内我们通常所称的“私募基金管理人”和“私募股权基金”是同一个概念。为保持与《私募通函》中的用词一致，本文将通篇采用《私募通函》中的用词。

司”仅指根据《公司条例》在香港设立的，其章程细则有明确限制股东转让股份的权利，禁止邀请公众人士认购该公司的任何股份或债权证，且股东人数不超过50人的非担保有限公司（Company Limited by Guarantee）的公司。此次香港证监会在《私募通函》中进一步明确，在判断私募股本基金的投资组合是否包含属于第9类受规管活动范围的证券或期货合约时，香港证监会将考虑整个投资组合的成分。若透过特殊目的公司持有的相关投资属于“证券”的定义（即使特殊目的公司是被排除在定义之外）或特殊目的公司本身属于“证券”的定义，香港证监会将视管理有关投资组合为“资产管理”，而管理有关投资组合的私募股本公司便须就第9类受规管活动申领牌照。

二、投资委员会成员是否需要申领受规管活动牌照

有些就第9类受规管活动获发牌的私募股本公司在香港为其所管理的基金设有投资委员会。根据《私募通函》，若投资委员会的成员担当着主导角色为基金作出投资决定（不论是个别或共同地），他们便须领有牌照成为持牌代表（Licensed Representatives）及（在适当情况下）获核准成为负责人员（Responsible Officers）。如果某些投资委员会成员对于投资决定并无任何投票权或否决权，而主要从法律、合规或内部监控角度提供意见，则该等投资委员会成员一般无需领取牌照。

三、私募股本基金之普通合伙人对基金进行推广活动是否需要申领受规管活动牌照

如私募股本公司在香港或对香港公众人士进行基金推广，其构成《证券及期货条例》所定义的“证券交易”，通常须就第1类受规管活动申领牌照。然而，若私募股本公司纯粹为进行第9类受规管活动而作出相关基金推广活动，并且已就第9类受规管活动获发牌照，则该公司可推广其管理的基金，而无需就第1类受规管活动另行申领牌照。

四、私募股本公司向他人提供共同投资机会是否需要申领受规管活动牌照

若私募股本公司向其他人士提供投资机会，让该等人士可与该公司管理的基金共同作出投资并订立相关证券交易，则该公司一般须就第1类受规管活动申领牌照。原因是提供共同投资机会的行为，可能会被视为诱使其他人士订立证券交易。然而，若私募股本公司纯粹为进行第9类受规管活动而向他人提供投资机会（比如若提供共同投资机会是私募股本基金为筹集资金以投资于其相关项目而进行的集资活动的必要组成部分），并且已就第9类受规管活动获发牌照，则该公司无需就第1类受规管活动另行申领牌照。

五、家族办公室是否需要申领受规管活动牌照

家族办公室通常是为了管理高资产净值家族的财务事宜而设立并提供服务的，活动一般包括资产管理及遗产规划，可以作为一个或多个家族提供服务。《家族办公室通函》对家族办公室是否需要申领相关受规管活动牌照也进行了进一步澄清。

香港并没有专为家族办公室而设的发牌制度，《证券及期货条例》下的发牌制度是以活动为基础的，因此如果家族办公室所提供的服务并不构成任何受规管活动或构成相关受规管活动但属于适用的豁免情况，则该家族办公室便无需申领牌照。因此，总的来说，家族办公室是否需要申领牌照与客户是否为家族成员或家族信托的受益人和家族成员之间的关系无关，而应取决于家族办公室进行的活动是否属于受规管活动（例如是否管理了第三人资产或是否从事了其他证券交易行为（比如受指示去购买金融资产））。

若某家族委任受托人来持有其家族信托的资产，而该受托人将家族办公室作为一个内部单位去管理运营，则该家族办公室无需单独申领牌照，因为它并非为第三方提供资产管理服务；或者如家族办公室并非以内部单位形式被运营，而是以独立的法律实体形式存在，但由受托人（或持有家族资产的公司）全资拥有，则该家族

办公室亦无需申领牌照，因为它一般来说符合集团内部豁免情况的资格（即家族办公室如纯粹向集团成员公司（定义为其全资附属公司、持有其所有已发行股份的控股公司，或该控股公司的其他全资附属公司）提供资产管理服务，便无需就第9类受规管活动申领牌照）。

但如果有多家族办公室的情况（即为多于一个高资产净值家族提供服务的家族办公室），需考虑其在香港所提供的服务，以判断是否申领相关牌照。若多家族办公室向并不属于集团成员公司的客户提供服务，将不可依赖集团内部豁免情况。比如，当某多家族办公室获授予全面的投资酌情权（Full Discretionary Investment Authority）时，其资产管理活动与持牌资产管理公司的活动大致相同，故可能需要就第9类受规管活动领取牌照。家族办公室如未获授予全面的投资酌情权，并只会提供证券投资意见和执行证券交易，便可能需就其他类别的受规管活动（即第1类受规管活动及第4类受规管活动（就证券提供意见））申领牌照。若资产包括期货合约，家族办公室可能同时需就第2类受规管活动（期货合约交易）及第5类受规管活动（就期货合约提供意见）申领牌照。

总体而言，香港证监会通过发布本次两份指引通函，对《证券及期货条例》及《发牌手册》中对于私募股本公司及家族办公室在香港从事相关募资、资产管理以及投资交易等活动时是否需要申领牌照作出了进一步澄清，从香港证监会的指引通函我们可以看到，香港证监会更侧重于基于事实做出综合考虑，即有关实体从事的活动本质上来讲是否属于受规管活动以及是否有相应的豁免情形可以适用。因此，如果私募股本基金的管理公司或管理团队在香港运作，则该管理公司和管理团队需根据其实际提供的服务和进行的活动判断是否需要申领相关受规管活动牌照，如对是否申请牌照存在疑惑或不确定性，我们建议应寻求香港专业律师的意见。

香港能否取代开曼成为亚洲国际私募基金中心？ ——评香港《有限合伙基金条例草案》

范凯敦 李帽孙 江竞竞 石璧宁 Justin Cherrington



范凯敦 Hayden Flinn
合伙人（香港）| 公司与证券部



李帽孙
合伙人（香港）| 公司与证券部



江竞竞
合伙人（香港）| 公司与证券部

香港财经事务及库务局于2019年7月31日刊发了一份咨询文件，就在中国香港特别行政区（香港）设立有限合伙基金（有限合伙基金）制度的提案（提案）征询意见。金杜律师事务所所在为期四周的业界咨询期内，向财经事务及库务局提交了有关该提案的详细意见书，并受邀与财经事务及库务局举行了面对面的会议，讨论我们提交的意见书。最终，《有限合伙基金条例草案》（条例草案）于2020年3月20日刊登宪报，并提交立法会进行了首读及二读。条例草案自2020年8月31日起实施。

有限合伙基金制度加上2018年7月引入的开放式基金型公司（开放式基金型公司）制度，以及近年扩大的基金互认安排，均显示香港政府致力于巩固香港作为基金管理业务和投资基金注册地的国际枢纽的地位。

本文概述了条例草案下的有限合伙基金制度的主要特点和要求，及其与提案的主要分别，以及我们对有限合伙基金制度的看法。

一、推动引进有限合伙基金制度的动力

据统计，香港有560家私募股权和风险资本管理公司，管理约1,600亿美元的管理资产规模¹，现时是亚洲第二大私募股权（私募股权）中心。中国内地的私募股权投资者数目不断上升（包括国有企业、养老金和保险基金以及国内私募股权基金），而这些投资者不断扩大他们的境内外投资业务，为香港发展其自身的私募股权市场带来巨大潜力。

可惜的是，香港原有的基金制度并未具备足够的条件进行这样的发展。在香港原有制度下存在的两种基金形式——单位信托结构及开放式基金型公司结构——在公共基金及对冲基金中更受欢迎，因为私募股权基金通常采用有限合伙企业的形式。虽然香港现行的《有限合伙企业条例》（香港法例第37章）（《有限合伙企业条例》）允许设立合伙企业，但该条例有一些不适合私募股权基金使用的特点，例如有关出资及利润分配的限制性规定、合伙协议缺乏弹性以及没有直接的解散机制。

基于这些原因，私募股权行业长期以来一直呼吁引入一种新的有限合伙制度，以满足私募股权基金的使用。

二、香港具备哪些条件令它成为理想的注册地？

近期，我们见到通常受欢迎的私募股权基金注册地管辖区（例如开曼群岛）因打击

¹ 根据《亚洲创业投资期刊》(AVCJ)的数据，并由立法会在2020年3月18日的条例草案参考资料摘要中引用，其可在以下网址查阅：https://www.legco.gov.hk/yr19-20/english/bills/brief/b202003201_brf.pdf。



石璧宁 Cindy Shek
合伙人（香港）| 公司与证券部



Justin Cherrington
外地注册律师（香港）| 公司与证券部

跨境避税、洗钱和恐怖分子资金筹集的全球举措，引入针对其法律和法规的改革。2018年12月及2019年6月，开曼群岛制定了《开曼群岛国际税务合作（经济实质）法》（Cayman Islands International Tax Co-operation (Economic Substance) Law）（《经济实质法》），以回应针对地域流动性高的业务的全球经济合作与发展组织税基侵蚀与利润移转标准。《经济实质法》为进行“相关业务”的“相关”实体引入若干汇报和经济实质法要求，而这些实体将需要每年就他们的部分业务向开曼税务信息局（Cayman Tax Information Authority）进行申报。该等要求影响到大多数在开曼群岛成立的基金管理人，导致基金管理人现时须遵守经济实质要求及受制于更严格的监管。此外，2020年2月7日，《2020年私募基金法》在开曼群岛生效，该法要求封闭式基金必须在开曼群岛金融管理局登记并受其监管，并规定了一系列其他监管及合规要求。

这些改革都为基金的设立环境带来不确定性。由于这些变革缺乏确定性，且市场难以对它们带来的经济和实务影响达成一致，从而使香港迎来全新机遇，有可能凭借有限合伙基金制度跃升为投资基金的下一个首选管辖区。

香港不仅毗邻中国内地，也占据着粤港澳大湾区（大湾区）的金融中心位置。凭借这些优势，香港自然而然地在国际市场中保持着强大的竞争实力。

此外，香港是人民币国际化进程的有机组成部分，能够利用它的金融环境提供人民币流通渠道。迄今为止，香港提供了范围最广的境外人民币产品，并一直拥有中国内地以外最大的人民币资金池。随着香港继续配合离岸人民币活动的扩展，以及支持对人民币储备资产不断增加的需求，我们认为在有限合伙基金制度下将会涌现出在香港设立投资基金的大量机遇，而这将有助于保荐人通过香港管理人民币资产投资组合。

上市已成为备受私募股权基金欢迎的退出途径，与此同时，香港也继续在上市领域领跑全球，这也为有限合伙基金制度带来另一独特优势。

以香港作为单一管辖区，投资基金将有可能对其住所地、运营、管理团队及退出渠道作出统一操作，从而避免由于过多的中间环节服务供应商以及需与不同管辖区监管机构沟通而带来的复杂问题和高额成本。

三、有限合伙基金制度概况

总括而言，有限合伙基金制度项下的有限合伙基金是一支在香港公司注册处（注册处）注册为有限合伙基金的“基金”。它由一名普通合伙人（普通合伙人）和至少一名有限合伙人（有限合伙人）组成，并受其有限合伙协议（有限合伙协议）约束。有限合伙基金的主要实体包括管理人（管理人）、审计师、负责人（负责人），以及（如适用）授权代表（授权代表）。在资产被妥善保管的前提下，条例草案并不强制要求聘请托管人²。

下表显示了有限合伙基金、普通合伙人、有限合伙人以及有限合伙基金的关键实体的主要特点：

² 与单位信托制度及开放式基金型公司制度不同，并无明确规定必须有托管人，因为私募股权基金可能投资的一些资产（例如房地产和不动产）不一定需要托管人。

基金

主要特点

有限合伙基金

要求	特点
• 必须符合条例草案中所载“基金”的定义³； • 必须有一名普通合伙人及至少一名有限合伙人，并根据有限合伙协议组建； • 必须在香港设有注册办事处，并持有商业登记证。	• 没有独立法人资格； • 有订立合约的自由； • 没有最低资本要求或法定投资限制。

普通合伙人

要求	特点
• 必须是以下任何之一： - 在香港注册成立的私人股份有限公司 - 注册非香港公司 - 有限合伙企业（不论是根据《有限合伙条例》注册，还是在外国司法管辖区注册，无论是否拥有独立法人资格） - 有限合伙基金 - 年满 18 岁的个人	• 对有限合伙基金的所有债务和义务承担无限责任； • 对有限合伙基金的管理和控制负有最终责任； • 如果普通合伙人是有有限合伙基金或没有法人资格的非香港有限合伙企业，则有责任委任管理人、审计师及授权代表； • 有责任确保妥善保管资产。

有限合伙人

要求	特点
• 可以是以下任何之一： - 个人 - 法团 - 合伙企业 - 不属法团的团体 - 任何其他实体	• 有权参与有限合伙基金的经济回报，但对资产没有日常管理权或控制权； • 其责任仅限于其协定注资的款额，除非有限合伙人参与了有限合伙基金的日常管理，但须受“安全港”条文项下授予的非详列豁免的约束⁴。

管理人

• 必须由普通合伙人委任，以履行有限合伙基金的日常投资管理职能⁵； • 必须是以下任何之一： - 香港注册成立的公司 - 注册非香港公司 - 年满 18 岁的香港居民 • 可以是普通合伙人本身。

审计师

• 必须由普通合伙人委任，以对有限合伙基金的财务报表进行年度审计； • 必须独立于有限合伙基金的普通合伙人、管理人及授权代表（如适用）。

负责人

• 必须由普通合伙人委任，以执行《打击洗钱及恐怖分子资金筹集条例》（《打击洗钱条例》）附表 2 所列的反洗钱和反恐融资（反洗钱）措施⁶； • 必须是以下任何之一： - 认可机构 - 证券及期货事务监察委员会（证监会）的持牌法团 - 会计专业人士 - 法律专业人士

³ 根据条例草案第 3 条，简而言之，“基金”被定义为下列情况下的安排：(i) 财产是由各参与者出资汇集，并因此向各参与者分配由汇集财产而产生的利润或收益，且 / 或汇集的财产由相关人士管理运营；(ii) 参与者对该财产的管理并无日常控制；及 (iii) 该安排的目的或效果，是使得管理运营的人士以及参与者能够取得因收购、持有、管理或处置该财产而产生的利润、收益、增益或其他回报。“基金”的完整定义及例外情形请参阅条例草案第 3 条，其可于以下网址查阅：<https://www.legco.gov.hk/yr19-20/english/bills/b202003201.pdf>。

⁴ 请参阅条例草案第 27 条及附表 2。

⁵ 最初的拟任管理人被视为在有限合伙基金注册起获委任为有限合伙基金的管理人，直至被另行取代为止（条例草案第 20(3) 条）。

⁶ 最初的拟任负责人被视为在有限合伙基金注册起获委任为有限合伙基金的负责人，直至被另行取代为止（条例草案第 33(3) 条）。

授权代表	
要求	特点
- 如果普通合伙人是有有限合伙基金或没有法人资格的非香港有限合伙企业，则必须由普通合伙人委任并负责有限合伙基金的管理和控制⁷； - 必须是以下任何之一： - 香港注册成立的公司 - 注册非香港公司 - 年满 18 岁的香港居民	- 与普通合伙人一起对有限合伙基金的所有债务和义务承担连带责任； - 与普通合伙人共同承担管理和控制有限合伙基金的最终责任。

四、注册

如要将一支基金注册为有限合伙基金，有限合伙基金的拟任普通合伙人必须向注册处提出申请，而该申请须由**一家香港律师事务所或一名律师**代表该普通合伙人提交。有限合伙基金的申请及注册须向注册处缴付**3,034**港元的定额费用，该费用相较于开曼群岛的规定费用更低。

此外，已根据《有限责任合伙条例》注册的合资格结构也可通过条例草案项下针对该等合资格结构所设置的简洁流程在提交所需申请后，移至有限合伙基金制度管制⁸。该等转移不会造成任何身份或连续性的中断，也不会引发任何利得税及印花税的影响。

与需经证监会注册及授权的开放式基金型公司结构（如属公众开放式基金型公司）不同，有限合伙基金只须向注册处注册，除非向散户投资者公开发售（受适用豁免限制），否则不需要证监会的授权，且不受证监会施加的任何投资限制、披露及运作规定所限制。然而，如果有限合伙基金的普通合伙人或管理人在香港从事《证券及期货条例》（《证券及期货条例》）下所界定的受规管活动，则必须向证监会申领相关牌照。

注册完成后，注册处将会出具有限合伙基金的注册证明书，作为基金注册为有限合伙基金的最终证明。

五、提案与条例草案的主要分别

我们认为，提案与条例草案有以下几个主要不同之处。

（一）明确的“基金”定义

有限合伙基金必须符合“基金”的定义。与提案中参考《税务条例》（《税务条例》）第20AM条项下的“基金”定义及《证券及期货条例》下的“集体投资计划”定义不同，条例草案详细列明了“基金”的定义，也正如我们在

提交给财经事务及库务局的意见书中指出，明确的定义可以避免任何不必要的混淆。

值得注意的是，虽然条例草案下的“基金”定义⁹与《税务条例》中“基金”的定义及《证券及期货条例》中“集体投资计划”的定义极为相似，但条例草案的定义中却排除了适用于该等定义的其中一项除外条款。《税务条例》中的定义及《证券及期货条例》中的定义均不包括“该安排下，每名参与该安排的人（即投资者）均属法团，并均与营办该安排的人属同一公司集团”。

由于私募股权基金最初往往是由与普通合伙人有关的有限合伙人（关联有限合伙人）出于行政和商业原因而设立，因此不宜将该等除外条款纳入有限合伙基金范围内。在条例草案中，该等除外条款已被替换为——有限合伙基金将有24个月的窗口期，以满足该有限合伙基金并非所有合伙人均属同一公司集团的规定¹⁰。窗口期的设置可确保有限合伙基金有足够的时间调整并加入非关联有限合伙人。

（二）放宽对普通合伙人的资格要求

根据提案，普通合伙人必须是一家在香港注册成立的私人股份有限公司。我们在向财经事务及库务局提交的意见书中解释，其他司法管辖区并无类似的规定，且该限制过于严苛，阻碍了允许普通合伙人以其他常用法律形式（例如外国法团或有限合伙）设立的灵活性。财经事务及库务局决定从条例草案中删除此项限制。

（三）关于授权代表的新要求

我们理解，要求普通合伙人必须为一家香港私人有限公司的初衷是为避免无法将法律责任归咎于没有法人资格的普通合伙人。如上文所述，条例草案已放宽此项限制，

⁷ 最初的拟任授权代表被视作在有限合伙基金注册起获委任为有限合伙基金的授权代表，直至被另行取代为止（条例草案第 23(4) 及 (5) 条）。

⁸ 条例草案第 7 部分。

⁹ 见脚注 3。

¹⁰ 条例草案第 7(1)(i) 及 7(2) 条。未能满足该等要求可能令注册处有权将有限合伙基金名称从有限合伙基金登记册中除名。可能令注册处有同样权利的其他情况包括有限合伙基金注册 24 个月后将不再以基金形式运作或经营业务，或有限合伙基金没有管理人或负责人（条例草案第 65(2) 条）。

并允许普通合伙人以无法人资格的有限合伙基金或非香港有限合伙企业形式设立。而为解决上述初衷问题，现该等普通合伙人必须委任一名授权代表，其与普通合伙人分担管理有限合伙基金的最终责任，并对有限合伙基金的任何法律责任承担连带法律责任。

（四）放宽对管理人的资格要求

与提案一致，条例草案要求普通合伙人需将所有日常投资管理职能转授予管理人。我们认为普通合伙人足以具备该等职能，因此此项要求并非必要且会对设立有限合伙基金增加额外的限制，但值得注意的是，条例草案项下也已大幅放宽了此项要求。

根据条例草案，管理人不再必须为认可机构、证监会持牌实体、会计专业人士或法律专业人士。另外，条例草案明确规定有限合伙基金的普通合伙人可以担任管理人。实际上，从法律角度来看，这一做法可能是非正统的，因为普通合伙人需就该等委任与自己签约。然而，普通合伙人在某些私募股权基金中承担投资管理职能并不少见，因此，这一点会如何在实际中应用，令人拭目以待。

（五）关于负责人的新要求

如提案所示，对管理人原有的资格要求旨在确保委任合适的人士采取所需的反洗钱措施。鉴于条例草案现已放宽对管理人的资格要求，为确保符合有关的反洗钱标准，有限合伙基金的普通合伙人现需委任一名负责人，以担任执行反洗钱措施的角色。

六、安全港条文

如上表所示，如果有限合伙人参与有限合伙基金的管理，则可能会有丧失其有限责任的风险。考虑到市场惯例下，有限合伙人在有限合伙基金中有一定程度的管理参与或决策权，条例草案引入了一份并非详列的“安全港”活动清单，就何种活动不会被视为管理有限合伙基金提供了明确的指引¹¹。其范围的广泛程度应足以涵盖有限合伙人在私募股权基金中的标准管理范围。

该等活动包括，例如：

- 担任或委任某人担任有限合伙基金的代理人、高级人员或雇员；
- 担任或委任某人担任普通合伙人的董事、股东或高级人员；
- 出任或委任某人出任有限合伙基金或普通合伙人的董事会或委员会的成员；
- 出任或委任某人出任投资组合公司董事会或委员会的成员；
- 批准普通合伙人或管理人做出有关有限合伙基金的业务、前景或交易的若干行动；及
- 参与有限合伙基金的若干决定，包括基金期限延期及更改投资范围。

七、关于反洗钱，以及投资者的保密性

与国际和本地反洗钱措施一致，条例草案要求负责人采取必要的反洗钱措施，并向有限合伙基金的普通合伙人或管理人施加若干纪录保存义务¹²。简而言之，条例草案要求应将载有关于合伙人、客户、交易及有限合伙基金的每名合伙人的控制人的资料的纪录¹³（反洗钱纪录）存放于有限合伙基金的注册办事处（或已告知注册处的其他地点）。

虽然需向有限合伙基金的普通合伙人和有限合伙人、监管机构和执法机构提供反洗钱纪录，但条例草案下清楚表明不得向公众提供该等资料进行查阅。但是，公众将能够查阅注册处保存的有限合伙基金登记册（当中将载有所有向注册处登记的文件以及注册处出具的证明书）。该等文件可能包括须由普通合伙人以指明格式向注册处提交的周年申报表，以及其他关于有限合伙基金若干变动的通知¹⁴。周年申报表中要求提供的信息现阶段并不明确，但值得注意的是，如有任何条例草案中指明公众无法查阅的信息（如反洗钱纪录），则其将不会作为注册处保存的有限合伙基金登记册的一部分提供给公众。这显示了政府致力于确保给予有限合伙人合理的高度保密性，以确保有限合伙基金制度的吸引力。

¹¹ 条例草案附表 2。

¹² 条例草案第 33 和 29 条。

¹³ 有关“控制人”的定义，请参阅条例草案第 29(6) 和 (7) 条。该定义大致上与《打击洗钱条例》下“实益拥有人”的定义类似。

¹⁴ 例如，授权代表的资料变更（条例草案第 23(6) 条）、普通合伙人变更或普通合伙人的资料变更（条例草案第 25(1)(a) 和 (b) 条）、有限合伙基金的注册办事处地址变更（条例草案第 25(1)(c) 条）、有限合伙基金的投资范围或主要营业地点变更（条例草案第 25(1)(d) 条）、管理人变更或管理人的资料变更（条例草案第 25(1)(e) 条），以及负责人变更或负责人的资料变更（条例草案第 25(1)(f) 条）。

八、税务处理方法

只要有限合伙基金符合《税务条例》第20AM项下对“基金”的定义，并受限于若干豁免条件，将会享有利得税豁免。合资格基金将可在任何评税年度就《税务条例》附表16C下的合资格资产交易（和附带交易）享有利得税豁免。

就税务而言，有限合伙基金将被视作独立于合伙人的实体。有限合伙基金的普通合伙人（或授权代表）负责代表有限合伙基金提交利得税报税表。普通合伙人（或授权代表）和管理人将负责确保有限合伙基金遵守《税务条例》的规定。

就有限合伙基金向有限合伙人分配利润和资产而言，有建议该等收益（以及赎回和转让有限合伙权益）将无须缴付印花税，因为有限合伙基金的权益并非“股票”。

虽然合资格的有限合伙基金可享利得税豁免，但安排或进行指明交易的总部设在香港的管理人或顾问须继续课税。税务局已在他们的《执行指引》中强调，这些本地服务供应商应就他们的服务获得充分补偿（或获发以公平方式计算的薪酬）¹⁵。

但是，香港政府似乎将通过立法处理税务局关于附带权益一般是服务费用或一种变相管理费的想法。财政司司长陈茂波在2020年2月的一份预算案演辞中说：

“

我们计划为在本港营运的私募基金所分发的附带权益，在符合若干条件的前提下，提供税务宽免，以吸引更多私募基金在香港注册和营运。我们会就该方案征询业界意见，待立法工作完成后，有关安排将由2020-21年度起适用。

”

九、解散和清盘机制

有别于《有限责任公司条例》下的有限合伙制度，有限合伙基金制度提供直接的解散机制。其中一个重要的特点是有限合伙基金可根据有限合伙协议解散。这提供了私

募股权基金十分需要的灵活性，因为有别于公共基金或对冲基金，私募股权基金通常有具体的投资目标和周期，且因此通常会有有限的期限。

除根据有限合伙协议解散外，有限合伙基金亦可在若干违约情况下（有或没有法院命令）解散¹⁶。针对不根据法院命令解散的情况而言，若发生与有限合伙基金的普通合伙人或授权代表（如适用）相关的若干违约事件，且普通合伙人或授权代表并未在发生该等违约事件后30天内被更换，有限合伙基金可以解散。这些事件包括普通合伙人或授权代表破产、解散、身故、清盘，或不再担任有限合伙基金的普通合伙人或授权代表（视乎情况而定）。

针对根据法院命令解散的情况而言，有限合伙基金的合伙人或债权人可在以下情况向法院申请解散该有限合伙基金，例如：合伙人故意或持续违反有限合伙协议，基金的业务只能在亏损的情况下进行，或有限合伙基金解散属公正公平。此外，有限合伙基金可由法院根据《公司（清盘及杂项条文）条例》（第32章）将其（作为一家非注册公司）清盘¹⁷。

十、有限合伙基金是否会成为亚洲国际私募基金的新宠？

有限合伙基金制度为私募股权基金决定其设立地提供了一个实用的替代方案，并有可能令基金管理人更灵活地满足市场需求。有限合伙企业是不同管辖区的基金管理人所非常熟悉的形式。随着中国政府提出开发大湾区的规划¹⁸，有限合伙基金制度未来将有可能受到区域内寻求向中国内地投资者募集资金或募集资金投资于中国的基金管理人的青睐。

鉴于开曼群岛等传统离岸司法管辖区的监管环境一直在改变，有限合伙基金制度亦可让香港把握基金结构和活动由离岸转移至在岸的机会。

此外，相对于其他私募股权基金的注册地管辖区（如开曼群岛），香港相对庞大的避免双重征税条约的网络可能对有限合伙基金和投资者（以及他们相关的基础性海外投资）有利。

有限合伙基金的推出，是否有可能在未来成为亚洲地区国际私募基金的首选架构，我们拭目以待¹⁹。

特别感谢刘殷玮、马博儿、何芍羚和何宗航对本文的贡献。

¹⁵ 《执行指引 51》第 72 段订明，基于成本加成公式计算的管理费和表现费已按公平方式厘定的机会不大，尤其是当管理人或顾问履行了大量职能及在香港承担了大量风险以产生境外基金的利润时。

¹⁶ 条例草案第 70(2) 和 71 条。

¹⁷ 条例草案第 2 分部第 6 部分。

¹⁸ 《粤港澳大湾区发展规划纲要》于 2019 年 2 月公布，其中的一个主要关注点是将大湾区发展成为国际金融中心，包括将广州建设成为私募股权“交易市场”。

¹⁹ 本文撰写于 2020 年 3 月 26 日。

孤儿 SPV 打包重组交易： 一份面向香港特别行政区和中国内地客户的实用指引

萧乃莹 马绍基 薛嘉聪 牟牧 廖万泉



萧乃莹 Minny Siu
合伙人（香港）| 银行与融资部



马绍基 Richard Mazzochi
合伙人（香港）| 银行与融资部



薛嘉聪 Angus Sip
合伙人（香港）| 银行与融资部



牟牧
合伙人 | 金融证券部

引言

根据我们的观察，中资金融机构对在融资交易中使用孤儿型特殊目的实体（SPV）发行打包重组票据的结构表现出日渐浓厚的兴趣。这类中资客户不仅包括投行及认可机构（authorised institutions）等传统卖方市场参与者，还日益涌现出证券公司及基金经理和资产管理人等买方市场客户。

使用打包重组结构的最主要优势在于能够实现资产出表，并可降低投资者承担安排人所在集团的信用风险。

本文旨在介绍打包重组交易的背景、基本特点和商业运用场景，并回答我们客户经常提出的若干问题。

一、打包重组结构的发展历史

打包重组结构并非新生事物。早在20世纪80年代，英国就已孕育出早期形态的打包重组交易。自此以后，打包重组交易在规模和类型上经历了爆发式的增长，涵盖众多资产类别，包括与债券、股票、信用、商品挂钩的产品和与其它结构挂钩的定制化产品。

打包重组交易的主要特点已在全球市场发展成熟，并得到长久的认可：

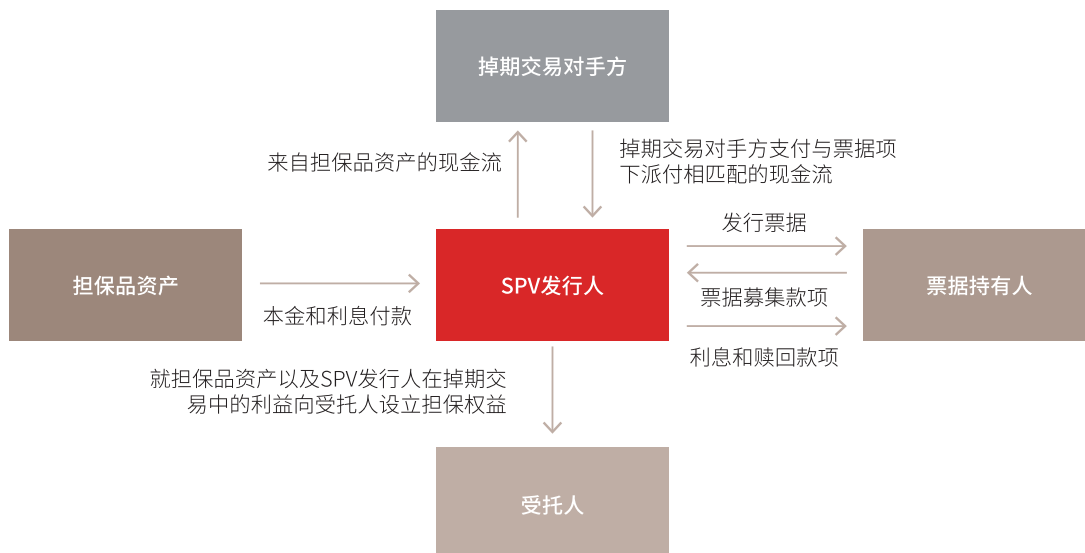
- SPV的孤儿性质；
- 通过“有限追索权”和“不提起清盘申请”等安排远离破产风险并实现资产隔离效果；
- 以相关基础资产作为担保品；
- 灵活使用衍生工具来处理票据层面与担保品资产池层面的现金流差异；
- 使用资产处置代理在未违约执行场景下处置，以及由受托人在违约场景下进行执行。

自2008年全球金融危机后，打包重组交易的交易量和复杂度有所下跌，但近几年在全球市场中呈现回升态势。近年来，欧美还提出多项变革措施以推动多元交易商打包重组项目的发展，在这种架构中，多家金融机构共同参与某一计划的发行，并以更标准化的条款来向市场进行产品销售。

香港特别行政区和中国内地市场的中资金融机构接触或使用打包重组交易的时点相对较晚。不同于传统的打包重组结构（如与安全且具流动性的资产挂钩的大规模“流量”交易），中资金融机构已成功并创造性地利用打包重组结构来实现其独特的商业及资本要求。

二、打包重组交易的基本结构

从传统上来说，许多较为简单的打包重组交易的结构具有下列特点：



- 孤儿SPV发行人发行票据（“票据”），并使用发行所得款项购买担保品资产（如债券投资组合）；
- 对于中资金融机构安排的打包重组交易而言，这种结构通常具有“转手”或传递性质。在此结构下，票据的现金流准确对应担保品资产所产生的现金流，而不需要使用掉期交易来管理现金流差异；
- 如因任何原因（如利率或币种变更）有必要调整担保品资产的现金流，那么SPV发行人会与掉期交易对手方（通常为安排人或其关联方）订立掉期交易。根据该掉期交易的条款设置，SPV发行人向掉期交易对手方支付从担保品资产处收取的现金流，而掉期交易对手方则向SPV发行人支付与票据派付相匹配的现金流；
- SPV发行人就其持有的担保品资产以及其在掉期交易（如有）和其他有关交易文件下的一切权利、权属和权益向受托人设立担保；
- 受托人以信托形式代有担保的债权人（包括票据持有人和掉期交易对手方）持有上述担保利益。

为降低成本提高效益，安排人一般会为SPV发行人安排票据项目（计划）的设立。项目文件会列明上述基本结构的框架，而SPV仅需使用较为简明的发行文件即可达成具体的打包重组交易。市场上一般称这种项目为“打包重组项目”。

三、什么是孤儿SPV？

打包重组结构的基础性特点是使用具有破产隔离效果的“孤儿型特殊目的实体”（SPV）作为发行人。这种SPV一般是设立在税务中立或税务优惠的司法管辖区（如开曼群岛或爱尔兰）的公司，由独立董事独立拥有和控制。

在成立打包重组项目时，金融机构（作为安排人）一般会委任一家公司服务专业提供商协助设立SPV。这种公司服务专业提供商的核心业务活动包括以信托形式为慈善目的而持有SPV的股份，并为SPV安排独立董事。公司服务专业提供商与SPV会签署一份管理协议，明确独立董事的职责。安排人一般会承担公司服务专业提供商在向SPV提供行政管理服务时产生的任何费用和开支。

金杜与最具声誉的公司服务专业提供商葆有长期合作关系，这些公司服务专业提供商一直以来致力于设立与管理

孤儿SPV，积累了丰富的经验和认可度。有的客户可能会问，如何确保孤儿SPV那些独立董事规范行事，而不会发生挪用款项或不当处置资产等欺诈行为？诚然，这是一类从理论上无法完全排除的固有风险，但依托这些享有声誉的公司服务专业提供商能够在最大范围内化解这一风险。此外，还请您注意：除SPV发行人自身的资信状况外，打包重组项目也在担保品资产上向受托人（为并代表有担保的债权人行事）设立了担保权益，这一安排足以令安排人与投资人放心。孤儿SPV及其董事通常还须要遵守严格禁止买卖担保品资产的相关限制。

这种安排确保SPV不会被视作安排人或发起人的下属公司，也不属于任何企业集团。就一切意图和目的而言，SPV都是不存在任何关联关系的“孤儿”公司。

四、打包重组交易的利与弊

应当设立以“孤儿SPV”为发行人的打包重组项目还是设立以企业集团实体为发行人的传统型结构化票据项目，是我们的中资客户在立项期初常问的问题之一。我们在下文列出设立打包重组项目的利弊分析，供您参考。

（一）优点

- **对担保品资产的出表处理**——打包重组结构最重要的优势就是对担保品资产进行出表处理。SPV是一家“孤儿”公司，并非隶属于安排人集团的关联机构或分支机构。这意味着SPV所购买的担保品资产（包括SPV从安排人集团处购买的资产）不会进入安排人集团的资产负债表。当安排人集团向孤儿SPV出售资产时，既可以加速安排人集团对该资产的资金回笼，又实现了该资产从安排人集团财务报表的出表，使安排人集团的债务股权比得以降低，其他财务比率数据得以改善，增加表内可借资金的空间。
- **对票据的出表处理**——基于类似的原因，孤儿SPV发行的票据也不计入安排人集团的资产负债表。这一优势好处甚多：例如，安排人集团无须根据香港证监会《财政资源规则》（FRR）持有孤儿SPV发行人发行票据所募集的资金。同时，对于作为安排人的中资金融机构而言，孤儿SPV发行的票据也不会构成该中资安排人的外债，不会触发国家发改委的外债备案要求。
诚然，个别由企业集团发行人（而非孤儿SPV发行人）发行的结构化票据项目也可能实现出表的效果，但这类情形往往需要与会计师深入讨论并需要设计特别的结构（如持有参考资产的同时也在其上设立担保权益）。打包重组票据项目显然在出表效果上更为成熟可靠。
- **降低投资者承担安排人集团的信用风险**——打包重组交易的另一个重要优势在于其可降低安排人集团的信用风险。持有由企业集团发行的结构化票据的投资者须同时承担安排人集团（通过其集团内的发行人）的信用风险和结构化票据相关参考资产的信用风险。然而，在打包重组交易中，投资者仅需承担担保品资产的信用风险。孤儿SPV发行人不属于安排人集团的成员，且其在结构上具有“破产隔离”特点。
- **突破投资限制**——打包重组结构还可帮助突破特定投资者所面临的投资限制。金融机构或基金可能会受到若干投资限制，如不得发放贷款或不得投资于股权或基金产品等限制，但在固定收益产品投资方面往往不会受到限制。由孤儿SPV发行的打包重组票据通常被视作固定收益产品，因此属于金融机构和基金的可投资范围。
- **其他好处**——使用打包重组交易的其他主要优点包括可享受优惠税务待遇，以及避免与SPV层面的独立董事会产生利益冲突。

（二）缺点

- **成本**——设立打包重组项目的主要缺点是成本较高。由于其结构与传统的结构化票据项目相比更为复杂，涉及的参与方和文件更多，因此其设立和持续维持成本高昂。我们将在后文中介绍打包重组项目涉及的主要参与方和主要文件清单。
- **时间**——相较于传统的结构化票据项目，打包重组项目的设立一般更为耗时。我们将在后文中介绍设立打包重组项目一般所需的时间。

根据我们的观察，越来越多的在港中资金融机构，既设立了打包重组项目，又保留了传统的结构化票据项目，并形成了一种趋势。这种组合方式具有最大程度的灵活性，能够满足客户和业务不同需求。

五、如何在打包重组交易实现“破产隔离”？

孤儿SPV在结构上独立于安排人集团，因此不会受安排人集团的破产风险所影响。

除SPV公司所有权独立外，项目文件在合约层面也会采用“破产隔离”机制。常见的合同条文包括：

- 除根据打包重组项目发行票据外，限制SPV从事任何其他业务、处置资产、宣派股息、开设任何子公司或产生任何负债（但打包重组交易下的负债除外）。
- “有限追索权”条款——即打包重组交易的票据持有人和其他有担保的债权人仅对该票据交易对应的担保品资产享有追索权。
- “不提起清盘申请”条款——即票据持有人和其他有担保的债权人同意不会对SPV提起任何法律诉讼程序或清盘申请。

六、如何在打包重组交易实现“资产隔离”？

安排人一般都会先设立打包重组项目计划，使单一的SPV发行人可以发行不同系列的打包重组票据交易。重要的是，各个系列的打包重组票据交易均与所有其他系列交易“隔离”，这样一来，SPV为某一特定系列持有的担保品资产仅提供于该系列的票据持有人和其他有担保的债权人，而SPV的其他债权人则对该特定系列票据对应的担保品资产不享有权益。

上述目的一般通过下列机制来实现：

- “有限追索权”条款——即特定打包重组系列的票据持有人和其他有担保债权人仅对该系列票据对应的担保品资产享有追索权，对其他系列交易的担保品资产无追索权。
- 担保权益——即就特定系列交易的担保品资产向受托人设立担保权益，而受托人则以信托方式仅代表该系列的票据持有人和其他有担保的债权人持有该等担保权益。

同样重要的是，“资产隔离”机制本身在破产场景中不一定继续起作用，但正是由于SPV具有“破产隔离”功能（如上文第5节所述），使得“资产隔离”的效果得到实质增强。

七、打包重组交易的实际操作

如上文第3节所述，安排人在设立打包重组项目时一般会委任公司服务专业提供商，该提供商会为SPV委任独立董事。该等董事将参与交易文件的签署并召开董事会会议，但一般不会参与具体交易的运作。这意味着其他各方需要负责打包重组交易在结构和运作层面上的一切事务，包括做出一切决定和采取一切行动。

下表列出典型打包重组交易中的常见角色：

安排人	• 管理和监督项目的设立及负责搭建每只票据发行的结构
交易商	• 票据的初始买方（转售予投资者） • 一般为第1类受规管活动的持牌实体
计算代理	• 进行与票据有关的若干计算和厘定
发起人	• 一般即为安排人（或其关联机构），他们原先就持有担保品资产（或作为该等资产的交易商行事），并将担保品资产出售给SPV • 另一方面，发起人也可能是安排人的买方客户，他们原先持有相关资产，并希望加速该资产的资金回笼与出表
资产处置代理人	• 在赎回前清算担保品资产并变现
掉期交易对手方	• 承担打包重组的若干风险，如应收款项与票据之间的利率和货币不完全匹配时提供掉期交易，或为票据回报提供杠杆

基金

安排人一般亦会委任专业受托人和代理服务供应商担任下列角色：

开户行	维持账户用于存放相关资产的所得款项
托管人	妥善托管相关资产（一般为通过外部清算系统结算的证券）
付款代理人	在票据到期时向票据持有人付款
票据受托人 / 担保代理人	- 作为票据持有人与发行人的中间人代票据持有人行事，在票据期限内代表票据持有人的利益 - 同时亦代表投资者及其他有担保的债权人持有担保权益
结算代理人	- 协助进行票据的初始结算 - 一般会在安排人没有清算系统账户的情况下接受委任

安排人须考虑的其中一个主要问题为，他们一方面要不可避免地在打包重组交易中参与大量的构建和运营工作，另一方面也要小心设置若干限制以维持出表效果。例如，安排人不得对孤儿SPV的董事会有任何控制权。有关董事须完全独立，并仅以孤儿SPV的最佳利益行事。

有关担保品资产的投票权需由孤儿SPV全权持有，而非由安排人持有。由于一般都对担保品资产向受托人设立了担保权益，SPV一般会承诺不会主动行使投票权，但其收到票据持有人以特别决议案方式发出指示的除外。

八、设立打包重组项目需要哪些文件？

安排人需要委任一名当地法律顾问，以在其选择的司法管辖区注册成立该孤儿SPV（例如，委任开曼法律顾问以成立开曼SPV）。许多此类当地法律顾问均设有公司服务专业提供商这一部门或关联机构，因此安排人一般会同时委任该当地法律顾问及其公司服务专业提供商。

当地法律顾问通常会制备下列文件：

SPV 注册成立文件	以注册成立 SPV
信托声明	股份受托人借此声明其就 SPV 的股份设立慈善信托
管理协议	- 委任公司服务专业提供商作为 SPV 的行政管理人 - 安排人通常亦会签署该协议，以代表 SPV 承担费用、成本和开支

作为您的安排人法律顾问和受托人法律顾问，我们将制备下列项目文件：

发售通函	- 打包重组项目的披露文件 - 将载有风险因素、条款及细则、销售限制和任何其他可能需要披露的内容
主信托契约	委任受托人及设立创建任何系列票据和担保的框架
代理协议	委任上文所载列的 SPV 的代理人
交易商协议	向交易商出售票据以分销予投资者的协议
掉期补充协议	- 掉期交易对手方与 SPV 之间的 ISDA 主协议的补充协议 - 就任何发行建立交易确认书的框架 - 在项目设立时未必需要制备此补充协议

九、打包重组交易需要取得的牌照

根据《证券及期货条例》（香港法例第571章），打包重组交易可能涉及下列牌照：

第 1 类 (证券买卖)	- 打包重组票据一般向专业投资者出售 - 向公司或个人专业投资者出售票据的，必须取得从事第 1 类受规管业务的牌照 - 交易商须为获发第 1 类牌照的实体，使 SPV 能够依赖《证券及期货条例》下的豁免，而不需要另行获得牌照
第 3 类 (杠杆式外汇交易)	若需进行外汇掉期，则可能会涉及此类牌照
第 8 类 (提供证券保证金融资)	杠杆交易需要考虑此类牌照
第 9 类 (提供资产管理)	- 若票据发行募集款项存放在投资管理人或资产管理人处，则“管理”打包重组交易可能涉及此类牌照 - 大多数打包重组交易无需取得此类牌照
第 11 类 (场外衍生工具产品交易或就场外衍生工具产品提供意见)	尚未生效。生效后，作为掉期交易对手方的安排人集团实体将需取得第 11 类牌照。

请注意，打包重组交易可能还会涉及许多其他监管考虑因素，包括但不限于下列各项：

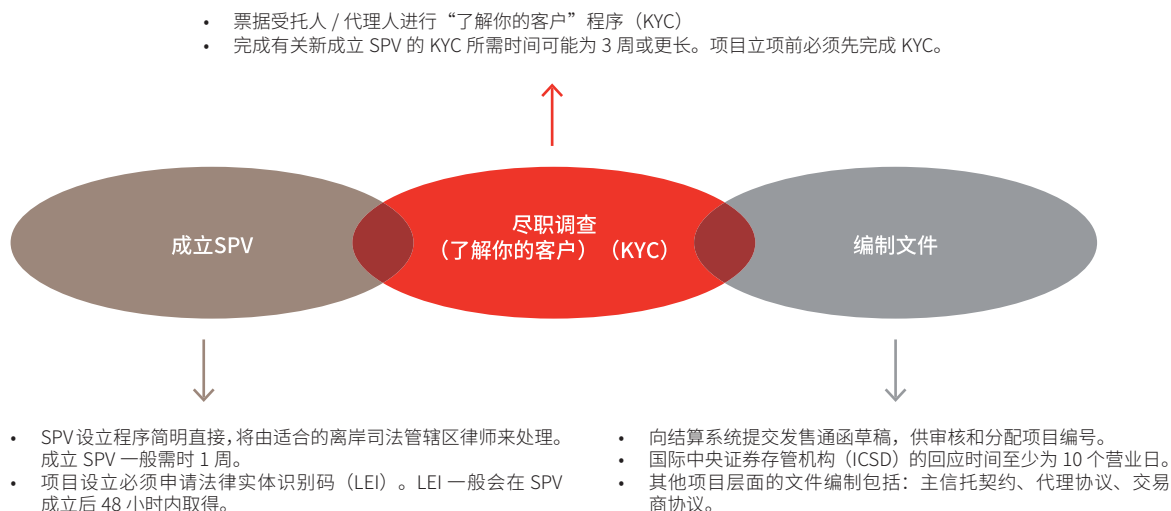
- 在向投资者推广营销时，须考虑适当性要求；
- 安排人需对市场失当行为和错误陈述承担责任；
- 香港证监会操守准则中对于复杂产品和衍生工具产品的规定；及
- 有关场外衍生工具的法规，包括申报要求、保证金要求、清算要求和潜在的牌照要求。

此话题所涉甚广，需要根据具体交易具体分析，因此未能于本文逐一展开论述。然而，我们十分乐意与您就任何打包重组交易的监管考虑展开进一步讨论。

十、设立打包重组项目一般需时多久？

安排人机构的内部审批程序可能需时1至6个月或更长，设立打包重组项目本身一般可于6至10周内完成。项目下的具体票据发行所需时间视乎有关结构的复杂程度和创新程度而有所不同。

项目设立过程大致如下图所示：



两地破产协助机制新篇章 ——《关于开展认可和协助香港特别行政区 破产程序试点工作的意见》解读

郝朝晖 沈雨晗



郝朝晖
合伙人 | 争议解决部

2021年5月14日，最高人民法院与香港特区政府签署了《最高人民法院和香港特别行政区政府关于内地与香港特别行政区法院相互认可和协助破产程序的会谈纪要》（以下简称“《会谈纪要》”），为进一步细化两地破产案件协助机制，最高人民法院发布了《关于开展认可和协助香港特别行政区破产程序试点工作的意见》（以下简称“《试点意见》”），在破产程序的互相认可、互认的案件范围、互认的法律效力、两地司法机构的协助方式等方面为涉及两地的破产工作提供了创新性指引。我们从《试点意见》的诞生背景入手，分析此次《试点意见》的创新亮点，作为在内地和香港特别行政区均专业从事债务重组业务的律师事务所，展望两地破产协助的前景。

一、《试点意见》的诞生背景

在《中华人民共和国香港特别行政区基本法》的效力前提下，香港特区可以与全国其他地区的司法机关以协商方式进行司法协助。在法院判决及仲裁裁决的互认与执行等方面，内地与香港地区已签署八项民商事司法协助安排，但此前两地的司法协助将破产领域除外。《中华人民共和国企业破产法》第五条对跨境破产作出原则性规定，尚无制度性的司法文件。此番《试点意见》的出台，是对两地司法协助在破产领域的拓展性探索，对于破产从业人员参与跨境程序、保全企业资产、参与衍生诉讼与仲裁、境外债权人参与破产程序而言，《试点意见》无疑具有开创性意义。

同时，跨境贸易与投资对跨境破产协作提出了实际需求。数据显示，2018年，香港在内地新设企业约4万家，内地对香港非金融类直接投资超过700亿美元。高频的投资活动必然伴随着部分企业的市场退出，因此对于债务重组司法程序互助的需求不再停留在法理层面。在《会谈纪要》签署前，两地破产从业者在个案中“摸爬滚打”而无法按图索骥。随着《会谈纪要》的签署，对于提振跨境投资者信心、为参与跨境交易的各方提供稳定预期、为跨境破产案件提供公平的处理模式，《试点意见》的出台可谓适逢其时。

二、《试点意见》之创新点解读

《试点意见》对于司法协助的试点模式、适用案件范围、产生的法律效果、香港管理人需提交的申请材料以及终止协助的情况作出了创新性规定，本文结合《试点意见》的具体条文予以分析如下：

（一）试点范围

《试点意见》的第一条及第五条为关于适用地域范围及管辖法院的规定，该条明确了内地采用试点方式，将内地试点地区划分为上海市、福建省厦门市、广东省深圳市，试点地区中级人民法院可以依据《试点意见》认可和协助香港破产程序。该地区的选择原因在于，上海、深圳与厦门为香港破产程序中债务人在内地存在营业地、设立代表机构或存在财产排名前三的城市，三地区的港资企业为数众多。而上海市第三中级人民法院、深圳市中级人民法院于2019年、2020年先后获得了香港特区高等法院破产协助，具备个案经验。

而对于香港特别行政区而言，香港法院依据普通法原则认可和协助内地破产程序，香港地区法院认可和协助的范围不限于上述试点地区人民法院进行的破产程序。事实上，在此前的上海华信集团破产清算案与深圳市年富供应链有限公司破产清算案中，香港法院已经以内地法院破产程序与香港破产程序具有较高契合度、不损害债权人利益为由，认可了内地管理人在香港地区的地位与职权。因此，在前有判例、后有规定的情况下，此后内地管理人在申请香港法院进行破产司法认可和协助上更加便利。

（二）适用案件类型

《试点意见》的第二至四条为适用案件类型的规定。其一，《试点意见》适用于两地之间具有相似性的集体性债务清理程序，包括内地的破产程序，包括破产清算、重整以及和解程序，债务人需满足《企业破产法》第二条规定的破产要件；香港地区的强制清盘、公司债权人自动清盘，以及经香港法院依据香港特区《公司条例》第673条





批准的公司债务重组程序。其二,所谓的“主要利益中心”原则,即《试点意见》适用于香港特别行政区为债务人持续6个月以上主要利益中心所在地的香港破产程序,而“主要利益中心”通常指债务人的注册地,与此同时,人民法院需综合考虑债务人主要办事机构所在地、主要营业地、主要财产所在地等因素判定。

（三）申请材料

《试点意见》的第五至第八条为香港管理人向内地法院申请认可和协助相关破产程序所需要的材料及需载明的内容。第八条规定了人民法院应当在收到认可和协助申请之日起五日内进行通知与公告的程序性要求,并赋予了利害关系人提出书面异议的权利。

（四）法律效力

《试点意见》的第九至第十五条为内地认可和协助香港破产程序产生的法律效果。总体而言,香港管理人向内地人民法院寄送认可和协助执行申请后,产生的效果与《企业破产法》关于内地破产程序的效力基本相同,一方面,人民法院认可香港破产程序的,发生债务人个别清偿无效

的法律效果;另一方面,已经开始而尚未终结的有关债务人的民事诉讼或仲裁应当中止,待香港管理人接管债务人财产后,诉讼或仲裁继续进行;再一方面,内地法院有关债务人财产的保全措施应当解除、执行程序则应当中止。香港管理人的职权范围受到《企业破产法》与香港特别行政区法律规定的双重规制,即香港管理人不能因其基于香港法律的规定而在内地破产程序中得到超出法律规定的优待,尤其是当涉及放弃财产权益、设定财产担保、借款、将财产转移出内地以及实施其他对债权人利益有重大影响的财产处分行为,需要内地人民法院另行批准。《试点意见》中也富有创新性的提出“双管理人”模式,即对于人民法院认可香港破产程序的案件,可依照香港管理人申请或债权人申请指定内地管理人,内地管理人的职权与事务须依照《企业破产法》的规定进行,而无需受到香港特别行政区法律法规的规制。

（五）程序的终止

《试点意见》的第十七至十八条为关于人民法院关于变更、终止认可和协助的规定,包括债务人主要利益中心不在香港特别行政区或者在香港特别行政区连续存在未满足

6个月的、不符合《中华人民共和国企业破产法》第二条规定的、对内地债权人不公平对待的、存在欺诈的、有违内地法律基本原则或公序良俗的以及人民法院认为应当不予认可或者协助的其他情形。

（六）债权清偿方式

《试点意见》第二十条规定，人民法院认可和协助香港破产程序的，债务人在内地的破产财产清偿其在内地依据内地法律规定应当优先清偿的债务后，剩余财产在相同类别债权人受到平等对待的前提下，按照香港破产程序分配和清偿。此条规定的含义在于维持了遵守实体法律规定的原则，对于债权人依据内地法律法规而在实体上基于担保物权、工程款优先权等规定具备优先清偿地位的债权，继续基于担保物权或工程款的性质享有其权利，此种权利来源于境内法律关于实体权利的规定，故不受境外破产程序的影响；而对于债务人的剩余财产，则需遵从破产程序的平等清偿原则，依照香港破产程序进行分配和清偿。

三、《试点意见》对两地破产从业人员的意义

（一）对司法实践探索的回应

在《试点意见》出台之前，在司法实践中已有关于内地与香港特区就破产程序进行相互承认的实践探索，标志性案例为华信集团破产清算案与深圳市年富供应链有限公司破产清算案。

在华信集团破产清算案件中，华信集团管理人向香港高等法院提出了认可境内的破产程序的申请。经审查相关证据后，香港高等法院夏利士法官认为，由于境内破产程序是一项涉及全部债权人的集体性清算（或重整）程序，且破产程序由该公司所在地（中国内地）启动，考虑到《企业破产法》与香港破产法具备很高的契合度，因此在中国内地进行的破产程序得以辐射债务人在香港地区的资产、负债及各项事务。同时，夏利士法官在令状中特别指出，非经由香港高等法院特别许可，凡华信集团尚处于中国内地的破产清算程序中，那么在香港高等法院管辖范围内，除管理人之外的任

何他人不得提起与华信集团相关的诉讼¹。

而在深圳市年富供应链有限公司破产清算案中，香港法院同样认为因内地启动之破产程序为对债务人进行处置与接管的整体破产程序（即Collective Insolvency Proceedings，认定标准为破产程序是否以全体债权人利益为出发点判断），且破产程序在债务人注册地启动，故香港法院授予了管理人在香港特别行政区的管理职权，包括但不限于接受公司信息、调查公司财产、阻止债务人的财产处分行为、接管债务人的财产与账户、以债务人名义提起诉讼等各项权益，认可了内地管理人在香港地区的效力²。

（二）对今后跨境破产合作的机遇与挑战

应当注意的是，《试点意见》第十四条对于香港管理人在内地涉及放弃财产权益、设定财产担保、借款、将财产转移出内地以及实施其他对债权人利益有重大影响的财产处分行为进行了限制性规定。本条规定与前述香港法院承认境内破产程序的判例规定保持了一定的对等性。而《试点意见》第十五条则对境内管理人与香港管理人进行协助提供了创新模式，即人民法院可应香港管理人或债权人申请，制定内地管理人负责债务人在内地的破产事务，由此对于破产从业者对两地法律的熟稔、对于跨境资产的处置及诉讼的参与等方面都提出了更高的要求。

四、对两地破产协助前景的展望

综上所述，《试点意见》为内地及香港地区破产程序相互承认与协助的工作衔接、管理人工作的互助都提供了明确的指引，无疑是内地与香港特区司法协助在破产领域的重大创举。对于两地破产从业者而言，而随着两地经济交流的愈发频繁，我们相信随着《试点意见》项下案例的产生，适用范围必将进一步扩大，为今后的跨境破产协助提供更为广泛明确的指引，跨境破产也必将助力于营商环境的进一步提升。

感谢实习生张畅对本文的贡献。

¹HCMP 2295/2019, by High Court of the Hong Kong Special Administration Region Court of First Instance.

²HCMP 708/2020, IN THE HIGH COURT OF THE HONG KONG SPECIAL ADMINISTRATIVE REGION COURT OF FIRST INSTANCE.

2021年新修订《香港仲裁条例》背景下在港申请执行内地裁决，您准备好了吗？

齐元 韩伟哲 汪帅



齐元
合伙人 | 争议解决部

引言

修订后的中国香港特别行政区（下称“香港”）《仲裁条例》（下称“《香港仲裁条例》”）于2021年5月19日正式施行，故而《关于内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的补充安排》（法释〔2020〕13号）在港得以进一步落实。本文旨在介绍新条例的变化，并简要回顾依据《香港仲裁条例》在香港申请执行内地裁决¹的基本程序，以及可能需要关注的若干实务问题。

一、新条例的主要变化

2021年2月17日，香港律政司发布公告，建议根据《关于内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的补充安排》修订《香港仲裁条例》²。次月，香港特别行政区立法会审议并通过该修订³。就执行内地裁决而言，最主要的修订有二：一是删除原《香港仲裁条例》第93条对执行内地仲裁裁决的限制，允许当事人同时向内地、香港高等法院（下称“香港法院”）申请执行仲裁裁决；二是取消原《香港仲裁条例》第97条经“认可”的内地仲裁机构名单⁴。

我们理解，这一制度的变化对在香港地区执行内地裁决将会带来重要的积极影响，我们也期待看到更多的当事人能够充分利用这一制度红利，在内地执行不畅时，也同步考虑在香港地区执行内地胜诉裁决，为解决执行难问题提供新的思路。

二、历史上内地裁决在港获得执行的情况

在2000年至2009年期间，香港法院处理了84宗有关在香港强制执行内地裁决的申请，所有申请均获得批准。香港法院又处理了18宗撤销强制执行裁决的命令的申请，并批准了其中的5宗⁵。这一期间内的裁决获得执行的比例达到了94.22%。

2009年至2017年，在香港申请执行仲裁裁决的案件数量249例，其中来自内地地区的裁决数量达到85宗，位居第一，占比34.13%。平均每年有约9宗内地裁决在香港申请执行。最多的2017年，共有17宗内地裁决在香港申请执行⁶。这一期间内对裁决申请撤销强制执行裁决的命令的案件为11宗，其中被撤销执行命令的仅有3宗，裁决获得执行的比例高达96.58%。

¹ 根据《香港仲裁条例（2021年修订）》，按照《中华人民共和国仲裁法》作出的仲裁裁决。

² https://www.doj.gov.hk/sc/community_engagement/press/20210217_pr1.html，最后访问日期 2021 年 5 月 1 日。

³ <https://www.legco.gov.hk/yr20-21/chinese/ord/2021ord001-c.pdf>，最后访问日期 2021 年 5 月 1 日。

⁴ <https://www.gld.gov.hk/egazette/pdf/20162051/cgn201620517226.pdf>，最后访问日期 2021 年 5 月 2 日。

⁵ 香港立法局《仲裁条例草案》委员会就 2010 年 10 月 22 日内务委员会会议发出报告第 100 段，转引自周立新、萧震然、李世烈：《中国内地的仲裁裁决在香港的执行（一）》脚注 17。 <https://www.hkba.org/node/13884>，最后访问日期 2021 年 5 月 2 日。

⁶ <https://www.hkiac.org/about-us/statistics/enforcement-awards>，最后访问日期 2021 年 5 月 1 日。

根据这些公开数据，内地裁决在香港地区获得执行的成功率较高，能够形成比较稳定的预期。该等数据也从侧面说明，内地和香港的贸易、资本、合作密切，也相应地产生了一系列的民商事纠纷，且不少内地裁决中被判令赔付的一方在香港这一重要的国际金融、贸易中心或存有可供执行的财产，对于跨境争议解决的中外仲裁当事人而言为不可忽视的“执行地”选项。

三、申请执行内地裁决的基本程序

作为申请裁决执行的一方，首先需要按照《香港仲裁条例》第84条⁷的规定向香港法院原讼法庭提交申请，由原讼法庭就申请作出“法庭许可”（leave of the court），实现“判决登陆”。法院做出许可决定后，裁决就获得了相当于香港法院判决的强制执行效力。如果法院驳回该等申请，就法院驳回的决定，申请人还可以经许可后向香港高等法院提出上诉。

根据《高等法院规则》的规定⁸，“许可”作出后，法院将向被执行人送达“给予许可的命令”，并要求被执行人履行相关裁决。被执行人收到该命令后，可以在14天内或者是法庭指定的期限内提出异议。在这一“异议期”内，有关裁决不能实际进入执行程序。

四、申请执行内地裁决需关注的法律问题

（一）启动执行程序前可以采取的财产调查方式

首先，与内地执行规定存在较大不同的是，在香港执行时，申请执行人应提供财产线索，香港法院没有义务、也不会主动为申请执行人查询被执行人的待执行财产。有鉴于此，在正式提出申请前，就被执行人可供执行财产进行一定的调查是申请执行的当事人应关注的现实问题。对此，两地由于法律制度环境的差异，执行程序前的财产调查方式有些许不同。香港地区主要的财产调查方式包括：

- 基本信息调查，这主要是通过登记部门取得被执行人公司的登记材料，其中能够掌握的基本信息包括公司名称、地址、公司秘书信息、公司股东等；
- 物业查册，通过第三方机构，查询被执行人在香

港是否曾经持有物业，或者曾经进行过交易，借此取得与被执行人有关的执行财产线索；

- 诉讼案件查询，通过第三方机构，查询被执行人在各类法院⁹是否涉及诉讼案件，并通过诉讼案件中的信息，判断被执行人是否存在财产线索；
- 公司清盘查册，清盘查册的主要目的是确认被执行人是否曾经或正在涉及清盘程序，或者已经被宣告清盘。如果被执行人已经进入清盘程序，则作为申请执行人，可以向清盘人主张权利，要求偿还相关债务；
- 股权持股关系的调查，根据我们的了解，除上市公司持股5%以上股份的股东需要对外主动披露其持股情况外，香港目前并没有可以直接穷尽查询被执行人对外投资的信息。因此，需要借助于被执行人董事等相关信息，挖掘可能的可执行的股权财产线索。

除此之外，由于香港有合法的私人调查公司，也可以对被执行人财产情况进行更深入的调查。

（二）在香港申请执行内地裁决的时效限制

本次《香港仲裁条例》修订前，受到原《关于内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的安排》（法释〔2000〕3号）中“只有一地法院执行不足以偿还其债务时，才可就不足部分向另一地法院申请执行”的限制，许多当事人考虑到执行成本等因素，会优先选择内地执行仲裁裁决。但是，内地地区的执行程序如果效果不佳又未结案的，可能会导致香港地区的执行程序无法及时启动，这给当事人的程序利益带来不小的影响。

根据最高人民法院与香港律政司共同发布的典型案例 *CL v. SCG* [2019] HKCFI 398¹⁰，该案明确了关于内地裁决在香港申请执行期限的一般性规定：申请执行裁决的期限应当自裁决确定的履行期限届满之日起开始计算。另根据《香港时效条例》第4.1.c条该等申请期限为六年，且没有类似内地地区的时效中止、中断规定。因此，在内地申请执行仲裁裁决，并不能中止该六年的时效，申请执行人务必要注意该等与内地不尽相同的规定，注意内地执行

⁷(1) 在第 26(2) 条的规限下，仲裁庭在仲裁程序中作出的裁决，不论是在香港或香港以外地方作出的，均可犹如具有同等效力的原讼法庭判决般，以同样方式强制执行，但只有在原讼法庭许可下，方可如此强制执行。(2) 原讼法庭如根据第 (1) 款批予许可，可按有关裁决的条款，登录判决。(3) 凡原讼法庭决定根据第 (1) 款批予强制执行裁决的许可，或决定拒绝根据第 (1) 款批予该许可，则须获原讼法庭许可，方可针对该决定提出上诉。

⁸《高等法院规则》第 73 号命令第 10 条第 (6) 款：在根据第 (4) 款作出的命令送达后 14 天内或（如根据第 (4) 款作出的命令会在本司法管辖区范围外送达）法庭所定的另一期限内，债务人可申请将该命令作废，而在该期限届满之前或（如债务人在该期限内申请将根据第 (4) 款作出的命令作废）在该申请获最终处置之前，和解协议、裁决、命令、指示或紧急救助不得予以强制执行。

⁹包括：香港终审法院、高等法院、区域法院、小额钱债审裁处、劳资审裁处、土地审裁处。

¹⁰<https://www.chinacourt.org/article/detail/2020/11/id/5627700.shtml>，最后登陆日期 2021 年 5 月 2 日。



和香港执行程序的协调。《香港仲裁条例》修订后，为了能够尽快对被执行人采取全面的强制执行措施，申请执行人可以考虑在两地同时申请执行。

（三）申请执行内地裁决需要提交的资料

根据《香港仲裁条例》第95条¹¹、《高等法院规则》第73号命令第10条规则的规定，申请执行时需要提交的材料主要包括：(1) 誓章；(2) 该裁决的经妥为认证的正本，或该裁决的经妥为核证的副本；(3) 有关仲裁协议的正本，或经核验后的副本；(4) 经认证的翻译件（如裁决并非由中文或英文书就）。

值得注意的是，由于裁决申请执行一般由一方当事人申请而单方面提出，因此在审查时，作为申请一方负有较高的披露义务。根据 *Grant Thornton International Ltd v JBPB & Co* [2013] HKEC 477 中确立的相关规则，作为申请执行人应当披露与申请成败有关的事实与证据材料，这其中就包括是否存在撤销仲裁裁决程序等。如果出现披露

不实或是有重大遗漏的，将可能导致申请无法获得许可。

同时，考虑到现有《香港仲裁条例》允许两地同时申请执行裁决，两地双重执行（double enforcement）的问题仍然客观存在。虽然修订后的两地安排规定了两地法院的信息共享制度，即“应对方法院要求，两地法院应当相互提供本方执行仲裁裁决的情况。两地法院执行财产的总额，不得超过裁决确定的数额。”但我们理解，在未来申请执行裁决时，为了提高申请审查效率和成功率，申请执行人也应主动、客观披露裁决在内地的执行情况特别是已回收金额，仅就尚未收回的款项在香港申请执行。

（四）内地的撤裁程序与香港执行程序的关系辨析

联合国国际贸易法委员会秘书处《关于〈承认及执行外国仲裁裁决公约〉（1958年，纽约）的指南》指出，《承认及执行外国仲裁裁决公约》“不适用于撤销程序”，“被申请人撤销仲裁裁决的交互动议则受到国内法管辖”。与之类似，处理中国区际司法事项的《关于内地与香港特别

¹¹ (a) 该裁决的经妥为认证的正本，或该裁决的经妥为核证的副本；(b) 有关仲裁协议的正本，或有关仲裁协议的经妥为核证的副本；及 (c)（如该裁决或协议并非采用一种或两种法定语文）由官方翻译人员、经宣誓的翻译人员、外交代表或领事代理人核证的一种法定语文的译本。

行政区相互执行仲裁裁决的安排》以及《关于内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的补充安排》(以下合称“《两地安排》”)均不涉及仲裁裁决的撤销问题。

内地裁决系依据《中华人民共和国仲裁法》作出的,依据其第五十八条的规定,申请撤销内地裁决的管辖法院为仲裁机构所在地的中级人民法院。根据上述《香港仲裁条例》第95条第(2)款第(f)项,假使内地裁决已被内地有管辖权的法院裁定撤销,则香港法院可拒绝执行该内地裁决。

但假使申请执行人在香港申请执行内地裁决的同时,被执行人在内地申请撤销该内地裁决,在内地法院就该撤裁案件作出裁定前,香港执行程序如何推进?是否必须中止?现行《香港仲裁条例》以及《两地安排》对此并未作出明确的规定。值得考究的是,根据《香港仲裁条例》第89条以及第98D条,若相关当事人申请将“公约裁决”¹²、“澳门裁决”¹³撤销或暂时中止,香港法院“如认为合适,可将强制执行该裁决的法律程序押后”以及“可应寻求强制执行该裁决的该方的申请,命令属强制执行的对象的人,提供保证”,但针对内地裁决却并无类似的成文法规定。

不过,在*La Dolce Vita Fine Dining Co Ltd v. Zhang Lan and Others* [2020] HKCFI 622等司法判例中,香港法院针对被执行人就执行某内地裁决(仲裁地为北京)提出的中止程序申请作出“将传票延期至自本案裁定作出之日起三个月后审理,条件是三名被申请人向法院支付裁决总额的40%作为担保(或提供申请人可接受的其他担保),以及在赔偿基础上支付传票费用”的命令。由此,笔者理解,在内地法院就撤裁案件作出裁定前,若被执行人以此为由申请中止强制执行程序,香港法院亦将根据案件的实际情况酌定是否中止以及是否要求该被执行人提供担保。该等实践做法,与在内地申请强制执行内地裁决时,若被执行人申请撤销裁决并被法院受理,执行法院应当裁定中止执行的情况具有明显区别,值得关注。

(五) 在港申请执行内地裁决是否可以申请财产保全或者类似措施?

根据《关于内地与香港特别行政区法院就仲裁程序相互协助保全的安排》第六条,内地仲裁案件的当事人,在

仲裁裁决作出前,可以依据《香港仲裁条例》《高等法院条例》的规定,向香港法院申请“保全”。在香港,“保全”包括强制令(injunction)以及其他临时措施(interim measure),以在争议得以裁决之前维持现状或者恢复原状、采取行动防止目前或者即将对仲裁程序发生的危害或者损害,或者不采取可能造成这种危害或者损害的行动、保全资产或者保全对解决争议可能具有相关性和重要性的证据。

因此,在存在香港执行可能性的案件中,为防止后续的相对方以转移、隐匿或变卖其财产等方式逃避债务,向香港法院申请“保全”已经成为启动仲裁时即需考虑的重要事项。

但假使裁决作出前,申请执行人未申请对被执行人采取“保全”措施,根据《关于内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的补充安排》第四条的规定,申请执行人仍可在“受理执行仲裁裁决申请之前或者之后”,向香港法院针对被执行人申请“保全”,因此申请执行人可以在申请执行内地裁决的同时,考虑同步针对被执行人申请采取“保全”措施。

(六) 在港申请执行内地裁决通常可采取哪些执行措施?

除上述强制令(injunction)、临时措施(interim measure)等措施外,根据被执行人资产类型的不同,申请执行人可考虑采取押记令(charging order)及资产出售命令、第三被执行人命令、根据《香港高等法院规则》第48号命令对判定被执行人进行讯问方式,要求相关责任人接受盘问、披露被执行人财产信息,执行被执行人财产。申请执行人甚至有权提出清盘呈请,强令被执行人破产,随后作为债权人请求分割被执行人破产后的剩余财产受偿债权。

仲裁胜诉,是获得法律救济的重要一步,但并非终点。在债务人拒不履行生效裁决的现实情况下,债权能否最终受偿仍有赖法院的强制执行程序推进情况。对于取得胜诉内地裁决、需申请香港跨境执行的当事人而言,应充分考虑具体的案件情况、被执行人的资产状况,综合各执行措施的操作流程、时间和经济成本,在综合评估可行性、必要性后,决定最适合的执行路径。

¹² 根据《香港仲裁条例》,指在某一国家或在某一国家的领土(中国或其任何部分除外)作出的仲裁裁决,而该国家或该领土是《纽约公约》的缔约方。

¹³ 根据《香港仲裁条例》,指按照澳门的仲裁法律在澳门作出的仲裁裁决。

中国内地与香港跨境公司清盘互助的又一突破

焦黄诗允 侯雍华 顾子豪



焦黄诗允 Barbara Chiu
合伙人（香港）| 争议解决和基建部



侯雍华 Nichole Hou
顾问（香港）| 争议解决和基建部

引言

香港法院最近在 *Re Ando Credit Ltd* [2020] HKCFI 2775 一案中，首次批准一家香港公司任命临时清盘人¹，并明确旨在允许该临时清盘人向中国内地法院寻求内地法律的承认和执行。

此案代表着跨境公司清盘²司法合作的一项重大突破，并反映中国内地和香港特别行政区在清盘案件互助的良好意愿。我们理解内地与香港已经开展研究讨论承认及协助公司清盘事宜的双边机制，并期待尽快取得共识并推出相关安排。

一、背景

香港的公司清盘制度受香港法例第32章《公司（清盘及杂项条文）条例》规管，一般分为自动清盘及强制清盘两种模式。本文主要集中讨论强制清盘的情况，即当公司无法偿还其债务，由债权人向法院提出呈请，并由法院命令强制清盘及任命清盘人。清盘人的其中一个主要职责为调查被清盘公司的资产状况，回收及变卖有关资产并以同等比例原则（*pari passu principle*）向债权人偿付债务。

香港法院根据香港法律颁布的清盘令，适用范围原则上覆盖全球。换句话说，被清盘公司的所有资产，不论位于何处，均受香港清盘法律的规管。然而实际操作上，香港的清盘令在其他司法管辖区也需要申请司法互认。

虽然中国内地《企业破产法》第5条³允许内地法院在不违反内地法律的基本原则及相关前提下，承认和执行外国法院裁决，但我们理解该条文不适用于香港法院颁布的清盘令。中国最高人民法院于2011年的复函⁴中明确指出，内地法院没有法律依据认可香港法院的清盘令，而且内地与香港签署的《相互认可民商事案件判决的安排》⁵亦不适用于香港法院的清盘令。

¹ 在内地被称为“破产管理人”或“破产清算组”

² 在内地被称为“企业破产”

³ 《企业破产法》第5条：“对外国法院作出的发生法律效力破产案件的判决、裁定，涉及债务人在中华人民共和国领域内的财产，申请或者请求人民法院承认和执行的，人民法院依照中华人民共和国缔结或者参加的国际条约，或者按照互惠原则进行审查，认为不违反中华人民共和国法律的基本原则，不损害国家主权、安全和社会公共利益，不损害中华人民共和国领域内债权人的合法权益的，裁定承认和执行。”

⁴ 《最高人民法院关于北泰汽车工业控股有限公司申请认可香港特别行政区法院命令案的请示的复函》[2011]民四他字第19号。

⁵ 全称为《内地与香港特别行政区法院相互认可和执行当事人协议管辖的民商事案件判决的安排》。



由于目前内地法律缺乏承认香港清盘程序的正式机制，导致香港法院任命的清盘人在调查及收回内地资产时往往陷入困境。为了解决因缺乏互认机制而引发的实际问题，香港法院在不同的判例中也曾经表示有迫切需要制定法定的跨境清盘机制⁶。近期的判例⁷也正反映了香港法院积极推进跨境清盘合作的态度，以便有秩序及有效率地进行跨境清盘。

二、*Re Ando*的判决

在*Re Ando Credit Ltd*一案中，申请人向法院提出就香港公司Ando Credit Limited（安道信贷有限公司）（“安道公司”）委任临时清盘人的单方面申请。申请人向法院明确临时清盘人的委任旨在寻求中国内地的司法承认，以便香港清盘人能够收回内地债务人拖欠安道公司的巨额应收账款。

在考虑该申请时，法官认为根据中国内地的《企业破产法》，内地法院有权承认香港法院委任的清盘人，并引述《内地与香港跨境破产的实践探索》的文章作为支持理据。该文章指出香港法院认可及协助内地清盘程序的态度日趋开放，而内地法院以后可能根据互惠原则为香港法院

提供协助。香港法院亦指出，香港特别行政区政府与中国内地最高人民法院可能会达成协议，为在不久将来相互承认清盘人提供明确法定基础。

法官最终批准了申请人的申请，并特意明确允许临时清盘人向深圳破产法庭申请承认，但临时清盘人在各个阶段提出的申请需经香港法院批准。

三、*Re Ando* 的启示

*Re Ando*一案的裁决代表了香港法院在促进跨境清盘司法合作方面又迈出了重要的一步。鉴于该案的性质史无前例，深圳破产法庭是否及如何在内地承认香港临时清盘人，以及香港法院在不同阶段的审查程度，仍有待观察。无论如何，在目前香港公司与内地债务人的跨境金融安排日益增多的情况之下，该案的判决将受到债权人及清盘人的欢迎。

顺应此趋势，香港立法会司法及法律事务委员会于2020年6月发表政策文件，提出了香港与内地就承认及协助公司清盘事宜的可行框架。我们期待框架的正式推出，有助简化香港与内地就清盘令及清盘人的司法互认程序，并从而能更有效地保障债务人公司的资产及债权人的利益。

⁶ *Re Cw Advanced Technologies Ltd* [2018] 3 HKLRD 552 第 35 段，“从香港政策制定者的角度来看，此案再次强调有迫切需要制定一个跨境清盘的法定制度”（中译）及 *Re Da Yu Financial Holdings Limited (in liquidation)* [2019] HKCFI 2531 第 46 至 53 段。

⁷ 从 2020 年初开始，香港高等法院已经陆续承认内地的清盘人，有关案例包括华信案 (*Re CEFC Shanghai International Group Ltd* [2020] 1 HKLRD 67) 及年富案 (*Re The Liquidator of Shenzhen Everich Supply Chain Co, Ltd* [2020] HKCFI 965)。

境内企业于香港发行REITs及上市之路

孙昊天 陈桦 王乐陶 周历宇 杨晓莹 丘亮 李楠 温骄琳 江楚填



孙昊天
合伙人 | 金融证券部



陈桦
合伙人 | 公司业务部



王乐陶
合伙人 | 金融证券部

2021年5月17日，顺丰房地产投资信托基金（以下简称“顺丰REIT”或“顺丰房托”）于香港联合交易所有限公司（以下简称“香港联交所”）成功上市，成为中国香港首支物流地产上市房地产投资信托基金（以下简称“REITs”或“房托”），为中国境内企业境外融资打开了新思路。自2005年越秀房托成为第一支于中国香港上市的中国境内物业REITs，到近年来招商房托与顺丰房托相继登录中国香港，中国香港成为除新加坡之外又一个中国境内企业REITs公开发行的主要市场¹。本文将从中国境内企业境外发行REITs背景、香港REITs交易结构及上市流程、REITs上市红筹重组及合规要点等方面，对中国境内企业香港发行REITs进行全方位的介绍。

一、中国企业境外发行REITs的基本情况

中国房地产市场在经历爆发式增长后，逐步进入存量时代，有效盘活存量资产、实现重资产退出尤为迫切。REITs于1960年起源于美国，随后在澳大利亚、中国香港、新加坡等发达地区及新兴市场得到迅速发展。REITs通过公募方式公开发行，具有流动性强、投资者认可度高、可实现会计出表等特点。为盘活存量资产、解决资金压力，越来越多的中国境内企业选择赴规则成熟且熟悉中国境内资产的中国香港或新加坡发行REITs。

（一）香港联交所REITs上市案例情况²

截至目前，以中国物业资产在中国香港联交所发行REITs并上市的案例情况如下：

基金名称	上市时间	物业类型	物业组合
越秀房地产投资信托基金 (00405.HK)	2005年12月21日	综合体 写字楼 购物中心	城建大厦、财富广场、维多利亚广场、白马大厦
汇贤产业信托 (087001.HK)	2011年4月29日	综合体 酒店	东方广场
春泉产业信托 (01426.HK)	2013年12月5日	写字楼	华贸中心写字楼1座及2座
招商局商业房地产投资信托基金 (1503.HK)	2019年12月10日	综合体 写字楼	新时代广场、数码大厦、科技大厦、科技大厦二期、花园城
顺丰房地产投资信托基金 (2191.HK)	2021年5月17日	工业物流	亚洲物流中心顺丰大厦、佛山桂城丰泰产业园、芜湖丰泰产业园

¹ 关于新加坡 REITs 市场的相关分析详见金杜另一篇文章《中国企业于新加坡发行 REITs 及上市之路径》，<https://www.kwm.com/zh/cn/knowledge/insights/reits-singapore-20180912>。

² 根据 CNABS 网站披露的数据，截至 2021 年 5 月 17 日，已有 15 支 REITs 在香港上市。由于睿富中国商业房地产投资信托基金、开元产业投资信托基金已退市，目前尚有 13 支 REITs 可供交易。



周历宇 Jessica Zhou
合伙人（香港）| 银行和融资部



杨晓荃
合伙人 | 金融证券部



丘亮
合伙人 | 金融证券部

（二）新加坡交易所REITs上市案例情况³

截至目前，以中国物业资产在新加坡交易所发行REITs并上市的案例情况如下：

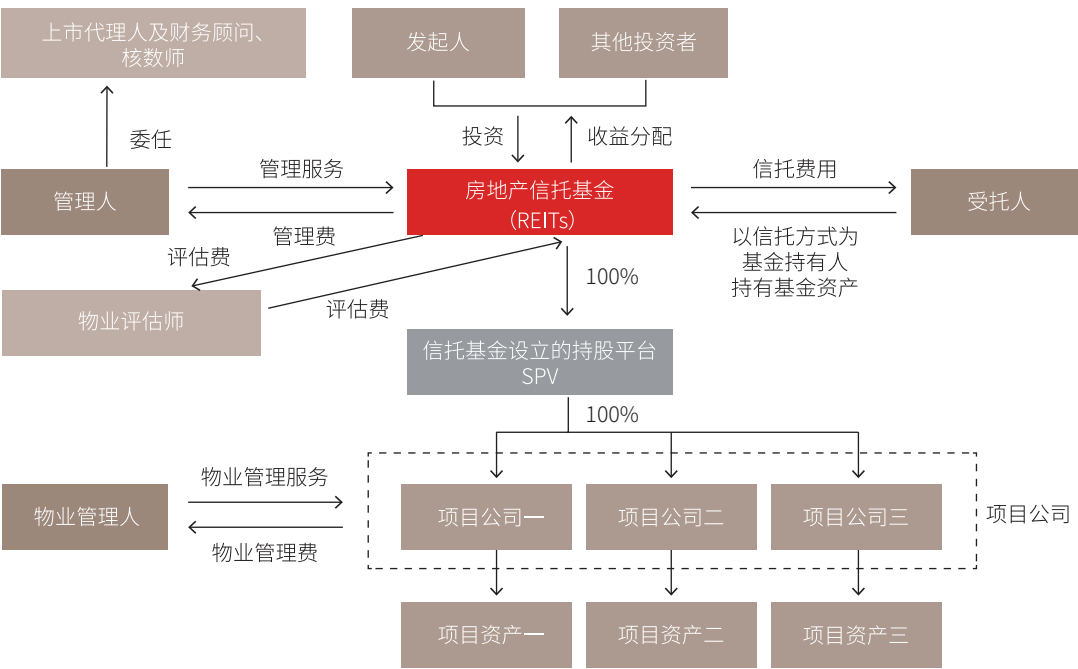
基金名称	上市时间	物业类型	物业组合
丰树物流信托 (M44U.SG)	2005 年 7 月 28 日	工业物流	丰树上海西北物流园（一期）、丰树上海西北物流园（二期）、丰树外高桥保税物流园、丰树洋山保税物流园、丰树欧罗物流园、丰树美国工业村、丰树杭州物流园、丰树嘉兴物流园、丰树镇江物流园、丰树无锡物流园、丰树无锡新区物流园、丰树常熟物流园、丰树南昌物流园、丰树天津物流园、丰树武汉物流园、丰树西安沣东物流园、丰树西安配送中心、丰树长沙物流园（一期）、丰树郑州国际物流园
升禧环球房地产投资信托 (P40U.SG)	2005 年 9 月 20 日	购物中心	仁和春天棕北店
雅诗阁信托 (HMN.SG)	2006 年 3 月 31 日	服务公寓	上海徐汇盛捷服务公寓、广州雅诗阁服务公寓、苏州馨乐庭星海服务公寓、武汉馨乐庭沌口服务公寓、大连盛捷天城服务公寓、沈阳盛捷和平服务公寓、天津盛捷奥林匹克大厦服务公寓
凯德中国信托 (AU8U.SG)	2006 年 12 月 8 日	购物中心	凯德 Mall 西直门、凯德 Mall 望京、凯德 Mall 大峡谷、凯德 Mall 双井、凯德七宝购物广场、凯德乐峰广场、凯德广场新南、凯德 Mall 赛罕、凯德广场二七、凯德新民众乐园、凯德广场芜湖上海徐汇盛捷服务公寓、广州雅诗阁服务公寓、苏州馨乐庭星海服务公寓、武汉馨乐庭沌口服务公寓、大连盛捷天城服务公寓、沈阳盛捷和平服务公寓、天津盛捷奥林匹克大厦服务公寓
丰树大中华商业信托 (RW0U.SG)	2013 年 3 月 7 日	写字楼	佳程广场、展想广场
华联商业信托 (TS0U.SG)	2014 年 1 月 27 日	综合体	上海力宝广场
北京华联商业信托 (BMGU.SG)	2015 年 12 月 11 日	购物中心	北京华联万柳购物中心、华联成都空港购物中心、华联大连金三角店、华联合肥蒙城路购物中心、华联西宁花园店
运通网城 (BWCU.SG)	2016 年 7 月 28 日	工业物流	崇贤港投资、崇贤港物流、富恒仓储、富卓实业、恒德物流、北港物流一期、武汉美洛特
大信商用信托 (CEDU.SG)	2017 年 1 月 20 日	购物中心	大信新都汇石岐店、大信新都汇小榄店、大信新都汇远洋店、大信溢彩荟、大信新都汇斗门店、大信新都汇顺德店、大信新都汇坦背店
砂之船房地产投资信托 (CRPU.SG)	2018 年 3 月 28 日	购物中心	砂之船奥特莱斯（重庆）、砂之船奥特莱斯（壁山）、砂之船奥特莱斯（合肥）、砂之船奥特莱斯（昆明）

³ 根据新加坡证券交易所的数据，截至 2021 年 5 月 14 日，共有 47 支 REITs 在新加坡证券交易所可供交易。

二、中国香港REITs的交易结构及主要流程

(一) 交易结构

中国香港REITs的主要交易结构如下：



(二) 主要流程

1、发行规则要点

2020年12月4日，香港证券及期货事务监察委员会（以下简称“香港证监会”）公告修订后的《房地产投资信托基金守则》，相较于2014年版《房地产投资信托基金守则》，本次修订的主要亮点在于允许房地产投资信托基金在符合相关条件下投资少数权益物业、投资物业发展项目可超过资产总值10%上限、房地产投资信托基金的借款限额由资产总值的45%提高至50%。最新《房地产投资信托基金守则》的主要规定如下：

主要规则	主要内容
特点	1. 专注投资于可产生定期租金收入的房地产项目 2. 积极地买卖房地产项目是受到限制的 3. 收入的较大部分必须源自房地产项目的租金收入 4. 收入的绝大部分必须会定期以股息方式分派给持有人 5. 订明其最高借款额 6. 关联人士交易必须获得持有人的批准
公开市场要求	已发行单位数目总额至少 25% 必须由公众人士持有
机构要求	1. 必须是信托形式 2. 必须具有香港证监会接受的受托人，受托人与管理人必须相互独立 3. 必须具有香港证监会接受的管理人，管理人必须委托上市代理人及财务顾问、核数师 4. 必须委托一个独立的物业评估师，由其每年对 REITs 进行评估

主要规则	主要内容
投资限制	该计划主要投资于房地产项目 1. 有关的房地产项目一般必须可产生收入（资产总值至少 75% 均必须被投资于产生定期租金收入的房地产项目） 2. 该计划可以购入空置及没有收入或正在进行大规模发展、重建或修缮的建筑物的未完成单位（该等房地产项目的累计合约价值与其物业发展费用，无论在任何时候均不得超过该计划的资产总值的 25%） 3. 销售文件须清楚披露该计划是否有意在上市后的首 12 个月内购入其他物业 可投资以下金融工具： 1. 在香港联交所或其他国际认可证券交易所上市的证券 2. 非上市债务证券 3. 政府证券及其他公共证券 4. 本地或海外地产基金 投资于上述金融工具不能超过该计划资产总值 10%
	对该等少数权益物业的投资总额不得超过房地产投资信托基金总资产价值的 10%(10% 上限)
	房地产投资信托基金对于非资格少数权益物业、物业发展、相关投资及其他附属投资的总额在不得超过房地产投资信托基金资产总值的 25% 对合格少数权益物业的投资不计入以上 25% 的上限
	持有期限限制 该计划必须持有该计划之内的每项房地产项目（非资格少数权益物业除外）最少 2 年
	借入款项的限制 1. 借款总额都不得超过该计划的资产总值的 50% 2. 计划可以将资产抵押作为借入款项的抵押品
关注要点	如 REITs 以某种地产命名，该 REITs 对所持有地产的投资必须占非现金资产的 70% 以上
	管理公司有责任就任何物业投资的所有相关规范进行适当和透彻的尽职调查。该等相关范畴包括如下事宜： 1. 物业的拥有权和业权 2. 必需的政府批准及城市规划要求 3. 对物业用途及外资拥有权的限制 4. 安全规定 5. 土地补价规定 6. 物业是否具有产权负担 7. 是否符合分区规划及建筑物规定 8. 现有及预期出现的租约及重大协议 9. 维修及营运物业所需的开支 10. 已投保的保险的承保范围及金额
持有期	除非该计划已将最低限度的持有期终止之前出售有关房地产项目的理据，清楚地传达给持有人，同时其持有人亦已通过或在持有人全体大会上通过特别决议，同意有关出售
股息政策	每年须将不少于其经审计年度除税后净收入 90% 的金额分派予单位持有人作为股息

2、上市申请流程

香港证监会是香港REITs的主要监管机构，所有拟于香港证券市场上市的REITs必须先得到香港证监会认可，再按照香港联交所要求申请上市。此外，于香港申请上市的REITs需要遵守香港证监会《房地产投资信托基金守则》及香港联交所《上市规则》的相关规定。

香港REITs上市申请分为两个阶段，第一阶段为向香港证监会递交上市申请（A1），递交申请后香港证监会将下发数轮问询，并由发行人进行回复。无进一步问询后，香港证监会将向发行人下发原则性批准函（Approval in principle,"AIP"）。第二阶段为在发行人取得香港证监会AIP后，向香港联交所递交上市申请（A2），并在香港联交所网站上传聆讯后资料集。香港联交所向发行人确认无其他意见后，将下发AIP。在完成公开发售及定价后，REITs获得香港证监会及香港联交所的正式上市批准，并最终于香港联交所挂牌上市。

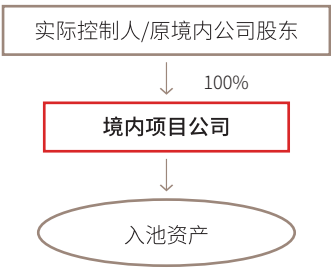
与IPO上市申请不同，REITs上市申请中还需完成房托管理人及负责人牌照的申请。在设立房托管理人公司后，在至少一名房托管理人的负责人需通过牌照考试的情况下，可向香港证监会递交房托管理人第9类牌照及负责人牌照的申请。在REITs上市获得香港证监会AIP时可获得香港证监会对房托管理人及负责人牌照的有条件批准，在REITs上市获得香港联交所AIP后，香港证监会将发出正式许可及房托管理人、负责人牌照。

三、REITs境外上市重组

REITs境外上市重组与中国企业通过红筹结构于境外证券交易所发行股票并挂牌上市所需的重组（以下简称“境外IPO重组”）本质相同，需要于境外新设发行主体并搭建持股结构，最终将境内资产注入境外架构，实现境外发行人层面的财务合并报表，因此，REITs境外上市重组亦属于红筹重组。

（一）REITs红筹重组的总体架构

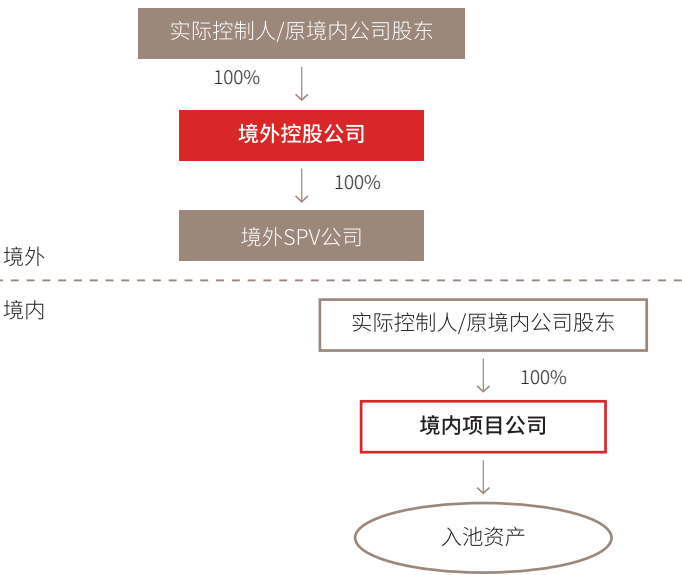
红筹重组前，项目公司的股权结构大致如下：



根据红筹重组惯例，红筹重组完成后，总体将形成“实际控制人/原境内公司股东-境外控股公司-境外SPV公司-境内公司”的持股结构，主要步骤如下：

1、搭建境外红筹持股架构

在重组启动后，先由实际控制人/原境内公司股东于境外设立红筹持股架构。作为境外持股平台的空壳公司，设立地和层次的设置主要从避税、保密性以及未来境外股权操作便利性的角度考量，一般可根据需求选择在开曼群岛（Cayman）、英属维尔京群岛（BVI）或中国香港设立。境外红筹架构搭建完成后大致架构如下：



37号文or ODI手续?

中国籍实际控制人/原境内公司股东搭建境外架构并最终在境外控股公司持股的过程中，将涉及相关境外投资手续办理事宜。

目前境内自然人仅可通过境外SPV公司返程投资其原持有股权的境内公司的方式进行境外投资，并需根据《国家外汇管理局关于境内居民通过特殊目的公司境外投融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》（以下简称“37号文”）的规定办理境外投资外汇登记手续。而对于境内企业或机构，其进行境外投资需办理ODI手续，一般包括商务部门、发改部门、外汇部门的审批或备案手续。因此，如实际控制人或原境内公司股东以境内自然人名义持有境外第一层公司股权，则需办理37号文登记；如以境内企业或机构的名义持有境外第一层公司的股权，则需办理ODI手续。由于红筹重组中境外架构一般存在不止一层的境外公司，对于境内企业或机构间接投资的境外第二层或更多层级公司，需根据相关法规或资金出入境需求办理ODI境外再投资手续。

由于ODI手续较为复杂、耗时较久且需遵循真实性审查原则，对于非专业财务投资机构且股权穿透后可以追溯到自然人控制股东的情况，建议通过办理37号文外汇登记的方式完成REITs重组下的境外投资，而如以A股上市公司、国资委控股公司等主体进行境外投资，由于其难以穿透到自然人，则一般通过办理ODI手续的方式完成REITs重组下的境外投资。需要注意的是，37号文下境内自然人股东不能实际对境外公司现金出资。因此在不采取借款融资的情况下，37号文通道下股东在境外控股公司层面持股的现金对价均较低，对于以估值或其他较高对价入股境内公司的股东（如财务投资者等）可能存在丧失税基的风险，需要综合考虑。

2、境内资产出境

搭建境外红筹持股架构的同时，境内一般还会进行非上市资产的剥离、上市资产的纳入等境内重组动作。完成后，通过由境外架构中最下层公司收购境内项目公司股权的方式⁴，实现境内外权益的连接（以下简称“境内资产出境”）。境内资产出境为红筹重组中一个关键节点，应尽量避免境内资产出境后境外持股公司的股权变动，以免因间接转让境内资产适用《关于非居民企业间接转让财产企业所得税若干问题的公告》（以下简称“7号文”）而产生额外税负。

两步走 or 先卖出再买入?

境内资产出境步骤中将涉及红筹重组过程中的另一部重头戏法规——《关于外国投资者并购境内企业的规定》（以下简称“10号文”）。

为避免10号文下关联并购审批⁵的适用，红筹重组中常以“在境内公司层面引入无关联境外投资者，将境内公司变更为外商投资企业，不再满足10号文下被并购标的应为内资企业”作为主要解决10号文关联并购规定适用的重组方法⁶。由于中国香港及新加坡REITs上市不要求实际控制人在一定期限内保持不变，REITs的红筹重组相对于境外IPO重组存在多个选择。REITs重组中引入无关联境外投资者，存在两种方式：（1）于境内公司层面引入小比例无关联投资者（如5%），将境内公司变更为中外合资企业（“JV”），后再由实际控制人下属公司收购该JV，简称“两步走”；（2）由无关联境外投资者收购境内公司100%股权，将境内公司变更为外商独资企业（“WFOE”），后再由实际控制人下属公司收购该WFOE，简称“先卖出再买入”⁷。

根据10号文，境外投资者并购内资公司股权应按评估价值。两步走方案中，由于无关联境外投资者仅收购境内公司很小比例的股权，无需占用过多的资金，且境内公司仍受到实际控制人控制，未来实际控制人下属公司收购时属于同一控制下收购，可能存在更大的税务筹划空间。而先卖出再买入方案中，无关联境外投资者需一次性收购境内公司

⁴ 受限于适合发行REITs的行业特性，一般不涉及外资限制类行业，亦不适用通过VIE协议来实现境内资产出境的情况。

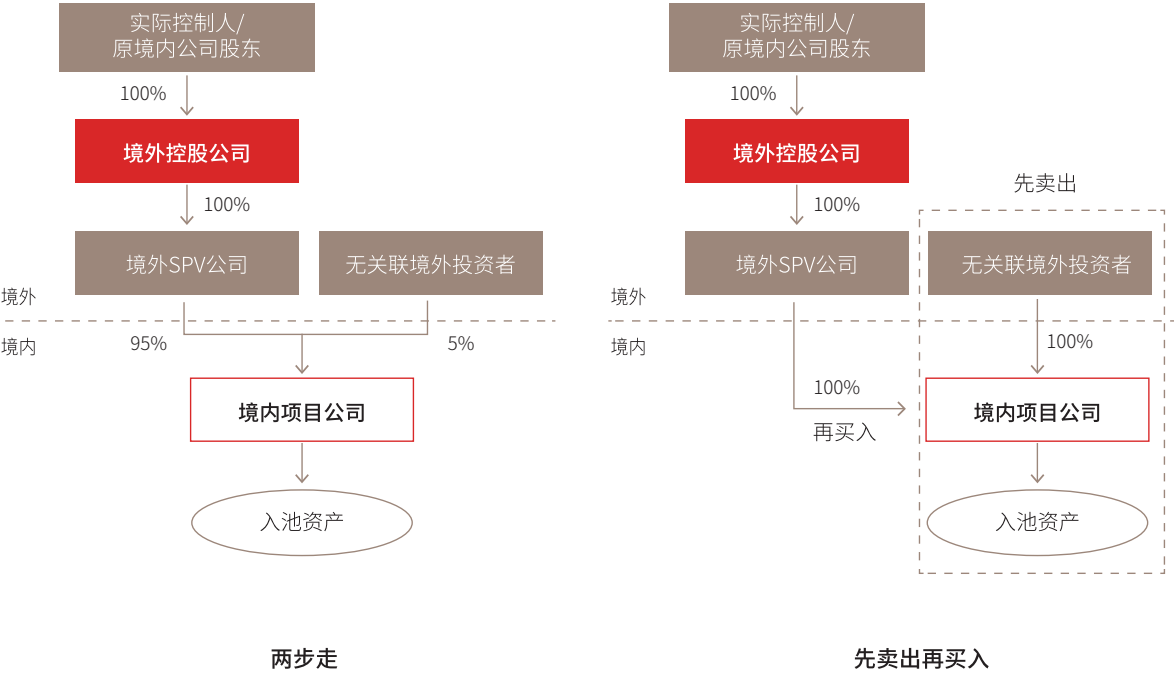
⁵ 根据《关于外国投资者并购境内企业的规定》（下称“10号文”）第11条，境内公司、企业或自然人以其在境外合法设立或控制的公司名义并购与其有关联关系的境内的公司（下称“关联并购”），应报商务部审批。关联并购商务部的审批在实践中基本无法取得。

⁶ 仅针对实际控制人为中国籍人士的情形，对于实际控制人为外籍且不在中国习惯性居住，通常无须采取两步走或先卖出再买入的方式，无须办理37号文外汇登记。

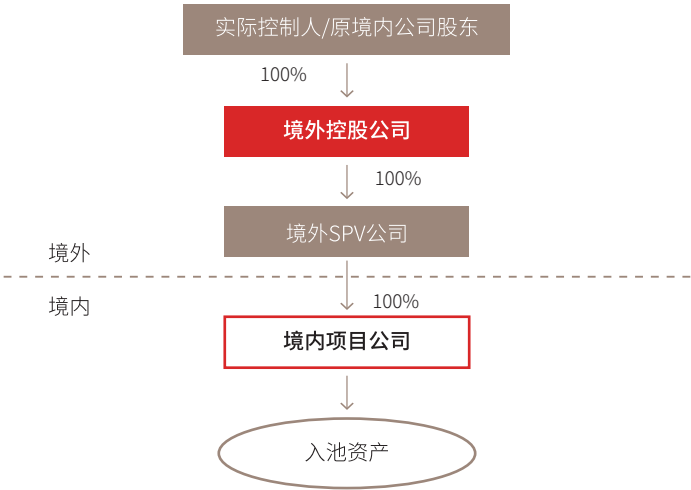
⁷ 由于红筹上市一般要求拟上市公司实际控制人一年不变，而先卖出再买入的方案将导致拟上市公司实际控制人变更，因此，红筹上市一般不会采取此重组方案。

企业上市

100%的股权，需要更多的流动资金来完成收购，且由于按估值作价，收购对价较高，原股权溢价增高，亦可能带来更大的税负成本。同时，由于本次外资并购属于转移控制权的第三方转出，税务筹划空间相对于同一控制下转让较小。但是，从REITs上市重组案例来看，先卖出再买入是境外发行REITs，特别是新加坡发行REITs的主流选择。因此，如选择新加坡发行REITs，从符合监管机构惯性把握的角度，选择先卖出再买入方案更为稳妥；而从经济效率方面考量，选择两步走方案更为合适。

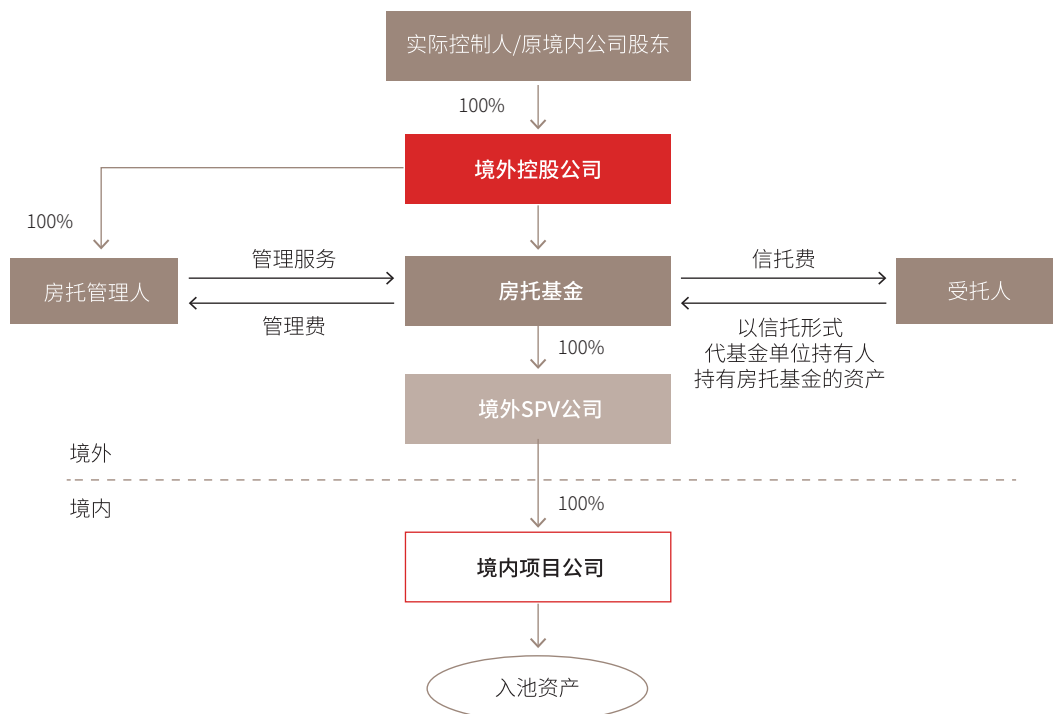


采取两步走方式，在无关联境外投资者入股境内项目公司后，可通过境外SPV公司直接收购其持有的境内项目公司股权、无关联境外投资者退出上市架构；或者境外换股、无关联境外投资者上翻境外控股公司两种方式实现境外控股公司对境内项目公司100%的控股。最终，两步走或先卖出再买入重组后将形成以下架构：



3、搭建信托结构

REITs境外上市重组区别于境外IPO重组的重要因素为基于REITs这一金融产品特性，需要在境外控股公司与持有物业的项目公司之间搭建信托结构，设置房托管理人，并将项目公司注入REITs。搭建信托架构后，境外控股公司成为REITs的基金单位持有人。常见的搭建信托结构的主要方式有在境内资产出境前、通过新设方式设立信托以及在境内资产出境后、通过转让方式夹设信托两种。其中，前一种方式可避免7号文的适用而进行间接转让境内资产的企业所得税申报；后一种方式可以实现在上市及定价确定性较大的情况下再将资产注入REITs，有利于保证入池资产的安全性。信托架构搭建后，将形成以下架构：



（二）其他中国法律重点问题

1、大红筹审批？

结合《国务院关于加强在境外发行股票和上市管理的通知（国发[1997]21号）》（以下简称“97红筹指引”），实操中普遍认为，大红筹结构一般是指拟境外上市主体实际控制人或控股股东为中国境内机构的情况。但如果该等中国企业股权穿透后可以穿透到自然人，则重组惯例中都会由该等自然人在境外搭建架构，以避免大红筹审批。因此，通常不得不适用大红筹架构的，主要是实际控制人或控股股东无法穿透到自然人的中国企业，一般是国资、上市公司等中国企业。

根据97红筹指引及上市惯例，大红筹结构下境外上市需要经过中国证监会审批及/或省级人民政府或者国务院有关主管部门同意（以下简称为“大红筹审批”），实践中，除大型国企外，前述大红筹审批难以取得。

但是，97红筹指引为存在大红筹结构的REITs发行留下一线空间：根据97红筹指引字义，其仅适用于“股票”发行而不适用于“信托基金单位”发行。目前存在大红筹结构的新加坡及中国香港上市REITs的发行文件中均未披露大红筹审批的问题。因此，在境外律师根据当地上市规则确认REITs发行的信托基金单位不属于“股票”的情况下，存在大红筹架构的REITs发行一般认为不需要经过大红筹审批。

2、境内资产出境股权转让对价如何支付？

REITs上市中的境内项目公司都是持有物业的重资产企业，净资产价值高，在境内资产出境与资产注入REITs时均需要高额的股权转让对价。在不具备通过换股方式支付对价的情况下，以现金方式支付收购境内项目公司的股权转让对价将对公司的现金流带来巨大挑战。而不同于一般境外IPO重组中要求重组相关股权转让对价在递交上市申请前或上市前支付完毕的惯例，REITs可以以上市募集资金用于支付境内资产出境的股权转让对价，这为缓解公司重组现金流压力提供便利。发行人需在递交REITs上市申请前，完成境外控股公司下设公司与境内项目公司股东股权转让协议的签订，并完成工商变更，实现股权及股东权利转移至境外控股公司下设公司，但可不实际支付股权转让对价。在REITs完成后，可以部分募集资金用于境内项目公司股权收购对价，有关资金用途亦将于申请文件及发售通函中披露。

本次顺丰REIT上市前需要分拆顺丰控股的资产和子公司（“分拆资产”）并将分拆资产注入顺丰REIT。分拆资产的买卖协议（SPA）中约定，买方先以提供期票（Promissory Note）予卖方的方式完成交割，并约定在上市后的五天内买方必须兑现该期票。本次顺丰REIT上市前也邀请了银行组成银团向顺丰REIT的子公司提供贷款，用以收购分拆资产。顺丰REIT在上市后，利用上市募集的资金加上银团提供的贷款兑现期票。

但需要注意的是，如果境内资产出境中涉及外资并购的情况，则需要符合10号文第16条对于股权转让对价支付时间的限制，即一般于自外商投资企业营业执照颁发之日起3个月内支付股权转让对价。

（三）税务筹划

由于REITs上市中的项目公司均持有物业，属于重资产企业，重组中纳入上市资产、剥离非上市资产以及境内资产出境所涉及的股权转让及资产转让均可能产生较重的税负成本，因此，相对于一般的境外IPO重组，税务筹划在REITs红筹重组中显得更为重要。

REITs红筹重组中常见的税务筹划方式简介如下：

处理方式		主要内容	筹划目的
预提分红		提高公司可分配利润并预提对股东的分红。	降低境内公司净资产，进而降低境内资产出境时股权转让的对价以及股权转让溢价，降低所得税成本。
减资		对境内项目公司进行减资，但需经过 45 天的公示期，耗时长。	
正向剥离 （即将入池资产转至新主体）	分立：由分立后的新设主体持有入池资产	在境内项目公司既持有经营性物业（入池资产），又持有非经营性物业（非入池资产）的情况下，则需要与 REITs 入池资产不相关的资产、业务、债务、人员等进行剥离。 在剥离非入池资产时，存在正向剥离、反向剥离两种方式，除一般的资产转让外，分立与资产出资存在一定的税务筹划空间，且能减少对 公司现金流的占用。	存在使用特殊税务重组的空间，但需满足持有入池资产的新设分公司 / 新设项目公司 12 个月股东不变更。 如为了满足特殊税务重组的股东不变的要求，可能无法在 REITs 上市前注入资产，则需要发起人承诺于锁定期满 12 个月后立即装入资产，并承诺对 物业未装入期间的现金流进行补足。
	资产出资：以持有的入池资产出资设立一新项目公司		
反向剥离 （即将入池资产保留在原主体）	分立：由分立后的新设主体持有非入池资产	在境外控股公司下设 SPV 公司收购境内项目公司时，除现金收购外，可考虑换股方式。 由境外控股公司下设 SPV 公司进一步设立下一层境内 SPV 公司（以下简称“现金公司”），并由该等现金公司持有与境内项目公司估值相当的现金资产。之后，由境外控股公司下设 SPV 公司收购境内项目公司，其收购对价为境外控股公司下设 SPV 公司持有现金公司 100% 股权，即将境外控股公司下设 SPV 公司持有的现金公司股权与原股东持有的境内项目公司股权互换。	降低境内资产出境中股权转让的企业所得税成本。
	资产出资：以持有的非入池资产出资设立一新公司		
换股			

处理方式	主要内容	筹划目的
夹设合伙企业	由境外控股公司间接在境内设立一合伙企业，由该等合伙企业作为收购境内项目公司的主体。	合伙企业层面可免征企业所得税，可以选择设立在税务环境友好的城市，如海南、广州南沙等地。
构建外债	在境内项目公司层面构建外债，可由其境外股东向其提供借款。 一方面企业从其关联方接受的债权性投资与权益性投资的比例在不超过标准情况下而发生的利息支出可在税前扣除；另一方面，境内项目公司除分红可向境外实现资金流动外，增加通过偿还债务和支付利息的方式实现资金流动，并减少因分红带来的税负。	在境内项目公司层面形成一定的股债比例，加大债务资本（债权性筹资）而减少股份资本（权益性筹资）比例的方式增加税前扣除，并可扩大除分红外向境外分配资金的方式，以降低企业税负。

以上主要为税务筹划相关考虑，相关分析与结论请以REITs上市项目中会计师或专业税务师意见为准。

四、REITs境外上市合规要点

如IPO一样，中国香港REITs上市同样需要接受证券监管部门对合规性的考验。合规性问题的尽职调查及解决情况，将决定相关资产是否可以挂牌上市并对估值产生影响。

（一）REITs资产法律尽调的一般关注要点

物流地产与商业地产（包括购物中心、写字楼与酒店等）为目前境外上市REITs中的主要地产业态，对于该等底层资产及其项目公司的法律尽调相应的特殊关注要点如下：

序号	核查项目	特殊要点	法律尽职调查方法	解决措施
1	项目规划用途与实际用途	- 可能存在土地规划用途与实际用途不符的情况 - 根据《中华人民共和国土地管理法》第八十一条，不按照批准的用途使用国有土地的，由县级以上人民政府自然资源主管部门责令交还土地，处以罚款	审核国有土地使用证、国有建设用地使用权出让合同、建设用地许可证与建设工程规划许可证等文件上载明的土地或建筑物用途	- 由公司提供承诺，如因项目规划用途与实际用途不符问题导致REITs遭受任何损失，公司应对REITs/项目公司进行全额补偿 - 对于未按项目规划用途使用土地的合规性确认，应取得主管部门的合规证明或与主管部门进行访谈
2	投资强度、用地和规划指标情况	公司与当地政府签署的项目投资合同等协议通常会约定投资强度、税收贡献等内容，需要审查项目投资额、税收情况是否符合投资合同的约定，否则存在违约的风险	审查项目公司与当地政府签署的项目投资合同等协议并参考项目报建文件	若公司出现未符合项目投资合同的约定而面临承担违约责任的情形时，可以与政府签订补充豁免协议，更改原协议的内容或由政府豁免公司应承担的违约责任
3	项目运营模式的合规性	- 商业地产项目的运营模式主要有开发商完全自持、开发商部分自持、租售并举及开发商售后回租三种运营模式 - 区分不同运营模式，对合规性进行调查	- 针对产权自持模式：审查开发商与租户签订的租赁合同等协议的合规性 - 针对租售并举与售后回租模式：审查项目建设的情况、审查租赁期限届满后续约的问题等	- 对于产权自持模式下，租赁合同不合规或影响未来REITs利益安排的情形，应当通过重新签订补充协议或者变更合同消除该不利影响 - 对于租售并举与售后回租模式下可能存在的项目建设中的不合规情形，应当根据相关法律进行整改，并取得主管部门的合规证明或与主管部门进行合规性访谈

企业上市

序号	核查项目	特殊要点	法律尽职调查方法	解决措施
4	在建工程或者已建成房产的合规性	- 存在在建工程或者已建成房产的，应关注该等建筑是否取得了环评审批、规划审批、竣工验收审批，已建成房产是否取得房产证 - 存在未经审批建设的建筑物，项目公司可能面临拆除违章建筑、罚款等行政处罚措施	通过实地考察，比对建筑物与环评备案或登记表、建设规划许可证、竣工验收文件与不动产权证书等载明面积等是否一致	- 保留该等违建部分，不进行拆除，但需要关闭该等违建面积运营并终止相关租约；由工程顾问评估并确认，保留该等违建部分不会对建筑物整体的安全性构成负面影响； - 与当地主管政府部门访谈确认，保留该等违建部分不会对未来办理项目的房产证及未来运营构成负面影响，不会对其进行处罚 - 与香港证监会进行预沟通，确认保留该等违建部分不会对 REITs 上市产生实质性影响
5	物业抵押及其他限制性协议安排对物业的限制性	根据香港证监会《房地产投资信托基金守则》，REITs 需要对入池资产享有“good marketable legal and beneficial title”，需考虑物业上是否存在影响前述意见发表的限制	- 通过不动产登记信息查询调档或者不动产权证他项权进行核查；核查项目公司履行的担保合同等 - 审查铺位租赁、广告位租赁合同，关注是否存在约定优先购买权与提前解约等权利安排条款与未来的交易安排冲突	《民法典》生效后于物业上设立的抵押，除抵押合同约定不得转让或相关物业的不动产登记簿登记禁限抵押物转让外，抵押物业原则上可以转让。《民法典》生效前已经办理抵押登记的不动产，未经抵押权人同意，仍然不得转让。因此，多数《民法典》生效前已抵押的资产在上市前会解除或替换入池物业上的抵押或其他担保 - 针对现有底层资产存在与未来交易安排存在冲突的条款，应当通过补充协议等方式在未来资产交易前进行变更或解除
6	转让限制	项目的投资协议、土地出让合同等文件或者地方法规可能存在针对项目土地使用权（特别是工业类土地）的转让限制（包括资产转让、项目公司股权变更、项目公司控制人变更）	检索地方法规、询问项目公司、查验与政府部门之间的投资协议及土地出让合同等文件	若投资协议、土地出让文件或地方法规存在限制转让的情形，需取得限制方同意转让事宜的书面文件
7	房屋租赁登记备案	根据法律规定，房屋租赁合同订立后，房屋租赁当事人应当到租赁房屋所在地房地产主管部门办理房屋租赁登记备案	查验项目的租赁合同登记备案证明文件；进一步向当地房屋管理部门进行咨询，以确认项目所属的物业类型是否需要强制办理租赁登记备案	- 建议由项目公司尽快补充办理该等租赁登记备案手续； - 由公司提供承诺，如因历史上存在的该等租赁登记备案问题导致 REITs 遭受任何损失，公司应对 REITs/ 项目公司进行全额补偿
8	剥离项目公司人员	REITs 上市中项目公司主要作为持有入池物业的权属人，应尽量保持其干净、法律关系简单，对物业资产的管理可通过房托管理人进行	梳理项目公司已有的劳动合同和在职人员，区分需继续在项目公司任职的关键人员与其他辅助人员	尽量解除除关键人员外的其他项目公司已签署的劳动合同，将该等劳动合同转移至集团体系内其他轻资产公司
9	特殊行业资质审查	根据《国务院对确需保留的行政审批项目设定行政许可的决定》（2016 年）第 36 项规定，旅馆业需要县级以上地方人民政府公安机关核发旅馆业特种行业许可证。因此，酒店等商业地产还需取得特种行业许可证	审查公司提供的资质证书	- 针对未取得相应资质证书即开展业务的，应当补办相应资质证书 - 就未取得资质证书期间从事业务的情形，应当取得主管部门的合规性访谈与合规证明

上述主要是基于REITs发行特性的重点法律尽调内容，从上述尽调要点中可以看出，REITs上市项目中对于物业资产及项目公司的尽调相对于一般的地产企业境外IPO尽调更加注重物业权属干净、建筑物用途合规及租赁关系稳定，更加细致严格。同时，除上述尽调内容外，对物业资产及项目公司的尽调还需关注一般房地产开发企业的常见法律问题，包括闲置土地、逾期开竣工、未批先建、人防消防验收、社保公积金未足额缴纳等⁸。

（二）A股上市公司的特殊关注要点

若A股上市公司拟在境外发行REITs，基于REITs产品特性，当资产从A股公司下属公司注入REITs后，将构成该等资产从A股公司合并财务报表中出表，因此，此类交易涉及A股上市公司资产出售事项相关的内部审批及信息披露。

根据证监会《上市公司信息披露管理办法》（2021年修订）及相关交易所股票上市规则的规定，当资产出售涉及的金额达到需要经董事会或股东大会审议的标准时，A股上市公司应当及时履行审批手续并进行相应的信息披露。若资产出售事项构成重大资产重组的，还应当按照《上市公司重大资产重组管理办法》等法规履行相应的审批与披露手续。

感谢实习生肖斌对本文的贡献。

**仅为本文章便于表述之目的，文中“中国”或“境内”仅指中国内地，不包括中国香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区。*

⁸ 具体可参考金杜文章《金杜地产法律主题月 | 一篇就够：房地产企业红筹上市全解》，https://mp.weixin.qq.com/s/2Klrw0R_TCi0-W6jU6aSZg。

香港联交所发布债券上市规则修订指引

周浩 马绍基 萧乃莹 鲁鸣 郭子澄



周浩
合伙人（香港）
公司与证券部



马绍基 Richard Mazzochi
合伙人（香港）
银行与融资部



萧乃莹 Minny Siu
合伙人（香港）
银行与融资部



鲁鸣 Michael Lu
注册外地律师（香港）
公司与证券部



郭子澄 Jason Kuo
注册外地律师（香港）
公司与证券部

2020年8月21日，香港联合交易所有限公司（“联交所”）刊发针对“仅售予专业投资者的债务证券”上市规则的修订，以使该规则更紧密地结合当前的市场惯例、债券上市制度更臻完善。这些修订针对《主板上市规则》（“上市规则”）第37章（于2011年进行了上一次修订），2020年8月21日“咨询意见总结”文件¹是此次公众咨询过程的咨询总结。该文件总结了规则修订，同时刊发了有关上市文件披露的指引²（“指引”），就具有某些特点的债券的上市文件披露提供指引³。包括金杜律师事务所内的诸多市场参与者及法律从业者者在咨询过程中提供了意见。⁴

我们认为此次修订最重大的变化包括：（1）收紧适用于地区或地方国有企业上市资格的规定；（2）修订了“专业投资者”的定义，无需申请专业投资者豁免；（3）必须在联交所网站上刊发上市文件；及（4）增加了有关违约和破产的新的持续发表信息的要求。

此次修订于2020年11月1日生效，其中主要包括以下变化：

- 修改“专业投资者”的定义以包括高净值投资者及其他专业投资者，无需申请专业投资者豁免。
- 将发行人（国营机构除外）的资产净值要求从1亿港元提高到10亿港元。
- 缩小“国营机构”的定义，以排除地区或地方国有企业。
- 设立最低发行规模为1亿港元（增发除外）。
- 要求发行人须于上市当日在联交所网站上刊发上市文件（例如发行通函及定价补充等）。
- 要求发行人须在上市文件的封面上披露其债券在香港的目标投资者市场（即仅是专业投资者）。

- 建立新的持续发表信息的要求规则，要求发行人和担保人披露违约事件、破产程序和清盘申请，并就停牌中的上市债务证券刊发季度公告。

现就相关细节在下文中进一步阐述。

一、申请人和证券的上市资格

修订后的新规则包含了更高的上市标准。这些更高的标准旨在确保只有具有财务能力及支持大量债务发行可靠记录的发行人，才有上市资格，以使上市质量与其他受欢迎的债券上市地点（包括新加坡、卢森堡和爱尔兰交易所）保持一致。

- 根据修订后的第37.04条，申请人不再需要提供证明公司有效注册或成立的文件。相反，申请人可以就自身的有效注册或成立，出具书面确认，从而简化了申请流程。
- 根据修订后的第37.05条，发行人现在必须拥有至少10亿港元的资产净值，较之前的1亿港元有所增加。
- 根据修订后的第37.09A条，最低发行规模为1亿港元（增发除外）。
- 或许最值得注意的，对“国营机构”的定义进行了修订，不包括任何地区或地方当局。这一变化的结果将促使地区或地方当局控制的非上市公司不再能获得国营机构豁免，而须满足至少10亿港元资产净值和发行规模至少1亿港元等条件，方能上市。不符合这些标准的发行人将需要依托符合这些标准的担保人，从而使得许多本来可能使用维好结构的地方国有企业，改变为担保结构发行，或者在不符合条件时寻求在其他证券交易所上市。

¹ 见 https://en-rules.hkex.com.hk/sites/default/files/net_file_store/new_rulebooks/u/p/Update_129_Attachment.pdf。

² 《上市规则》第三十七章——仅售予专业投资者的债务证券下有关上市文件披露及持续责任指引，请参见 https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/Listing/Rules-and-Guidance/Other-Resources/Debt-Securities/20200821_c.pdf?la=zh-CN。

³ “特点”的定义是指令若干债务证券变得复杂的特点（不涵盖所有特点），这些特点包括属永续性质或后偿性质，或那些具有浮息或延迟派付利息条款、可延迟到期日，或那些属可换股或可交换性质或具有或然撇减或弥补亏损特点，又或具备非单一信贷支持提供者及结构。请参见 <https://sc.sfc.hk/gb/www.sfc.hk/web/TC/rules-and-standards/suitability-requirement/non-complex-and-complex-products/>。

⁴ 本文部分专业中文词汇的翻译和使用遵循上市规则原文内容。

二、申请程序

修订后的申请程序得以简化，并在某些情况下与其他证券交易所的做法更加一致。

- 删除第37.35(e) – (i)条并增加第37.35(k) – (m)条，申请程序从提供证据文件简化为修订后的第37.04条中所述的书面确认。
- 新规则37.39A要求发行人须于上市当日在联交所网站上刊发上市文件，这与其他证券交易所（例如新加坡证券交易所）的要求类似。
- 修改了“专业投资者”的定义，以包括根据《证券及期货条例》（第571章）第397条所订立的规则订明的高净值投资者和其他专业投资者，无需申请专业投资者豁免。

三、上市文件

尽管根据修订后的新规则，发行人现在必须刊发上市文件，但第37章中披露标准的整体“宽松手法”并未改变。与其他主要的债务证券上市交易所类似，联交所仅要求上市文件中包含某些免责声明和载有“发行人向其提呈发售证券的投资者一般预期上市文件内提供的资料”。其内容则毋须符合附录一C部⁵（适用于零售证券）中的详细要求。

但是，对于那些属于联交所定义的具有某些特点的产品（遵循证监会对复杂产品的定义），指引提供了针对某些产品的详细考虑因素，其中包括：

- 永续债务证券或后偿债务证券；
- 具有浮息或延迟派付利息条款、可延迟到期日的债务证券；
- 属可换股或可交换性质的债务证券；
- 具有或然撇减或弥补亏损特点的债务证券；或
- 具备多重信用支持及结构的债务证券。

该指引可能会导致在上市文件中添加额外的内容，可能会在“投资者注意事项”部分的一个新段落中或某一风险因素之中。

对规范上市文件规则的具体修订包括以下内容：

- 根据修订后的第37.39A条，发行人须于上市当日以英文或中文在联交所网站上刊发上市文件（例如发行通函、发行备忘录及定价补充）。这一变化使联交所与其作为主要竞争对手的新加坡、卢森堡和爱尔兰交易所保持一致。这些交易所历来都要求披露上市文件。不过，联交所允许发行人仅以中文刊发文件与其竞争对手亦有所不同。
- 根据修订后的第37.31A条，发行人须在上市文件的封面上明确披露，其债券在香港的目标投资者市场仅是专业投资者。本披露提醒香港的散户投资者，他们不是目标投资者类别。联交所在审核披露文件时实际上一直要求

这样的声明，但如今在规则中明确规范。

四、持续责任

对上市规则的另一个主要变化是增加了新要求以加强对发行人和担保人的监督，并扩大发行人和担保人的持续披露义务。

- 新规则第37.46A条在现有规则第37.47(b)条的基础上进行了扩展，该规则要求发行人在联交所查询后，公布为避免其上市债务证券出现虚假市场所必需的信息。新规则建立了查询制度，发行人必须根据联交所的要求发表公告。只有在以下情况下，发行人才能发表“不认为存在虚假市场”的公告：(i) 董事已完成查询；(ii) 所有内幕消息均已披露；(iii) 联交所要求发表该等公告。
- 新规则第37.47D条规定，发行人有义务就停牌中的上市债务证券刊发季度公告。
- 规则第37.47E条要求发行人在发生下列事宜时必须在合理可行的范围内尽快公布相关资料：(i) 其上市债务证券违约；(ii) 就发行人的全部或部分业务、或就发行人的财产，委任一名接管人或管理人；(iii) 向发行人提出的任何清盘呈请、命令或同等行动；(iv) 发行人通过决议，决定以股东或债权人自动清盘的方式或同等行动结束业务。尽管在新规则出台前，发行人根据第37.47A条，就可能对其履行上市证券义务的能力产生重大影响的“任何信息”必须予以披露，但新规则更明确地要求披露这些违约、破产和清盘事件。值得注意的是，由于联交所将“上市债务证券”定义为在联交所上市的证券，因此要求发行人公布“其上市债务证券”存在任何违约的规定可以解释为：如果发行人拥有多笔在联交所上市的债务证券，则必须在多个股票代码中公布该等违约。但其不会自动要求发行人公布在其他证券交易所上市的证券的违约（尽管该等违约可能仍然是根据第37.47A条应予以公布的重大事件）。

结论

对“仅售予专业投资者的债务证券”上市规则的修订将实现四个互相叠加的目标：

- (i) 使规则与当前的市场惯例更加接近；
- (ii) 简化上市申请程序；
- (iii) 加强上市资格要求；
- (iv) 增加发行人和担保人的报告义务。

本文作者感谢马伯乐、左安磊以及古兆弘对本文所做的贡献。

⁵ 附录一：上市文件的内容，C 部：债务证券。请参见 https://hkexcn-att.thomsonreuters.com/tr_9869_9029.pdf。

香港二次上市的吸引力之一 ——豁免遵守《香港上市规则》

黄逸宇



黄逸宇
国际合伙人 | 金融证券部

引言

对于远赴美国上市的中概股公司而言，2020年美股市场的政策不稳定性进一步加剧。2020年4月21日，美国证交会与美国上市公司会计监督委员会（PCAOB）发布联合声明，警告投资人应提防中国企业的财务状况风险。2020年5月20日，参议院通过《外国公司担责法案》规定，若中国公司不允许PCAOB审查公司的审计底稿，则该公司将被禁止在美国证券交易所上市或继续进行证券交易。

由于中概股私有化退市成本较高，时间有不确定性，到中国香港特别行政区做二次上市显然是更为方便的路径。2019年阿里巴巴和2020年京东与网易回归港股，为中概股上市公司提供了宝贵的、可借鉴的经验。中概股逐步回归港股有助于活跃港股交易量，巩固香港在全球股权融资市场中的领先地位。同时，随着沪深港通机制未来升级，以及恒生系列指数被纳入新经济公司，会进一步吸引内地资金南下，逐步改善港股对于中概股的估值。

2017年12月15日之前，在美国上市的中概股公司申请香港第二次上市时，属于获豁免的大中华发行人(Grandfathered Greater China Issuer)。这类中概股公司可以自动享受豁免部分《香港上市规则》的规定，例如公司可以向香港联合交易所（简称“香港联交所”）秘密递交招股书，而一般上市申请人需要将A1（上市申请表格）早早地披露在香港联交所的网站上。

中概股发行人还可申请《香港上市规则》规定的额外豁免。例如，申请人可以保留在美国上市时既有的VIE架构和同股不同权的架构，还可豁免遵守《香港上市规则》有关内部组织机构、公司治理、上市方式、股份买卖及限制转让、关连交易、年报披露、审计师及合规顾问聘任、股份期权计划等多个方面的规定。

如果中概股公司能成功申请到上述列举的豁免事项，将有利于二次上市的顺利执行，缩

短上市的时间表。目前，回香港二次上市的三家中概股公司大约在三至五个月内完成项目启动到上市挂牌。其次，如果能豁免遵守《香港上市规则》或《收购守则》，会简化中概股回归港股之后的再融资及并购的流程与审批时间。

本文将梳理香港联交所与香港证监会批准豁免的种类，并就中概股申请豁免资格的理由给出具体的建议。

一、不视为香港公众公司(Public Company)

《收购守则》由香港证监会企业融资部负责执行，任何违反《收购守则》者，可能会受到香港证监会私下谴责、公开谴责、纪律行动或暂时吊销牌照或撤销注册的处罚。《收购守则》第4.1项规定，《收购守则》适用于香港公众公司及在香港做主要上市的公司的收购、合并和股份回购。符合《香港上市规则》第19C.01条规定的中概股公司若在香港联交所做二次上市，则不会被视为《收购守则》第4.2项下的香港公众公司。

如果中概股公司获得香港证券及期货事务检查委员会（简称“香港证监会”）的裁定豁免，那么二次来港上市后的兼并或收购都无需遵守《收购守则》，这将大大减少交易所所需的审批时间和成本，降低交易的不确定性。

二、股权披露的简化义务

《证券及期货条例》第XV部、香港联交所《第5项应用指引》和《香港上市规则》附录一A部第41(4)段和第45段要求，上市发行人在招股书中披露股东和董事权益的信息。

我们建议中概股发行人申请豁免以上的披露义务。由于中概股在美国受到《美国证券交易法》的监管，任何人士（包括董事和高管），只要取得超出5%的股权或表决权，即需要向美国证交会申报(beneficial owner reports)。同时，如果先前申报的数据发生重大变动（包括取得

或处置1%以上的股权或表决权)，这些人士也应当及时通报美国证交会。因此，中概股可以向香港证监会说明，在美国证券法的申报制度之上，再按照香港《证券及期货条例》进行披露会使得大量的内幕人士进行双重报告，不仅造成过重的负担和额外费用，对于香港投资者的保护意义也不大。

三、股东权益的保护

《香港上市规则》第19.30(1)(b)条要求，寻求二次上市的中概股为股东权益提供的保障机制至少应相当于香港市场提供的保障水平。《香港上市规则》19C.06条规定，如中概股发行人是获豁免的大中华发行人，且能证明其对股东的保护机制符合《香港上市规则》第19C.07条所列的8项要求，则《香港上市规则》附录三及附录十三将不适用于中概股发行人，也就意味着香港联交所可以豁免《香港上市规则》第19.30(1)(b)条的规定。

四、保护少数权益的股东大会发起权及提案权

《香港上市规则》第19C.07(7)条要求，上市公司的少数权益股东有权发起特别股东大会并提出议案（“会议召开请求权”）。在一股一票的基础上，对于召开会议所要求的最低股东比例不得高于发行人股本的投票权的10%。

许多香港上市公司存在控股股东，加上一致行动人的存在，其有权在股东大会上行使超过30%的表决权。这使控股股东能支配并实际控制所有公司决策，从而致使会议召开请求权丧失意义。如果中概股发行人并没有控股股东，股东结构较为分散，那么这实际上对中小股东提供了较高的保护水平。另外，中概股公司大多是在开曼群岛注册的实体，是外国私人发行人资格(Foreign Private Issuer)，少数股东有权对中概股公司

直接提起个人诉讼或股东代位诉讼。因此，鉴于少数股东在美国联邦证券法律内能享受较为充分的间接保护，建议中概股发行人向香港联交所申请豁免严格遵守《香港上市规则》第19C.07(7)条的规定。

五、披露往绩记录后的投资和收购所涉及对象的财务资料

《香港上市规则》第4.04(2)条和第4.04(4)(a)条规定，对最新一期的审计财务报表后所进行收购、或拟收购的子公司，发行人还应提供这些子公司在招股书刊发前三年每年的业绩和资产负债表。

如果进行股权投资是中概股公司日常经营过程的一部分，并且在上市前已开展了大量投资，那么可能涉及的被投公司数量较多。如果被投公司本身没有根据按国际财务报告准则要求编写的历史财务数据，那么为充分熟悉目标公司的管理会计政策并编制财务资料，将会花费大量时间及资源，对中概股公司以及被投公司构成沉重的负担。

如果中概股发行人打算申请豁免，建议从以下几个角度阐述理由：

- A. 中概股公司对被投公司不行使控制权，没有董事会席位，也不干涉这些投资公司的日常经营。而且，仅享有战略性的少数股东权利并不能强制要求被投公司编写、并在招股书披露经审计的财务报表。
- B. 披露所有股权投资不是美国证券法所要求。
- C. 披露可能不利于中概股发行人与被投公司的关系及商业利益，被投公司为非上市公司，披露此信息可能损害商业敏感性，使其处于不利的竞争位置。
- D. 股权投资的百分比率占上市发行人的资产、盈利、收益、

对价和股本（《香港上市规则》14.07条）是否低于5%，以确定这些投资以及披露是否对投资者有重大意义。

- E. 能否按照《香港上市规则》第14章提供关于对外投资的替代资料，例如主要业务活动的描述、投资金额，以及关于本公司层面的任何核心关连人士均非任何投资的控股股东的声明。（为确保保密性，具体被投公司名可以用字母或数字代替。）

六、不披露董事的住址

《香港上市规则》附录一A部第33(3)段要求招股书列明该年度获最高薪酬的五名自然人的信息。《公司（清盘及杂项条文）条例》附表3第6段要求招股书列明董事住址，且《公司（清盘及杂项条文）条例》附表3第45段规定该住址指董事的通常居住地址。

很多中概股公司的董事不仅在中国是明星企业家，公司的独立董事往往是国际知名人士。披露这类董事的住址可能使董事及其家属遭受不必要的干扰，并使其私人生活面临过分的公众关注。鉴于美国对中概股的监管日趋严格，公司的董事会时而成为恶意指控或滥诉的对象。因此，如果中概股上市人可以申请不在招股书中披露董事居住地址，会有效地减少针对董事的骚扰。

七、无需披露并表子公司或关联并表实体的期权

《香港上市规则》附录一A部第27段要求上市发行人在招股书中披露并表的子公司或关联并表实体的期权详情，包括已经或将会授予期权所换取的对价、期权的行使价及行使期、获授人的姓名及地址。《公司（清盘及杂项条文）条例》附表3第1部第10段要求上市发行人披露期权的数目、种类、

可行使期权的期间、根据期权认购股份或债权时须支付的价格、和已付出或将付出的对价等信息。

多数中概股公司会设立股权激励计划，并在向美国证监会提交的20-F（非美国公司年报）中披露。20-F中的披露也会与中概股公司来港二次上市的招股书中“董事、高级管理人员及员工一薪酬—股权激励计划”这一章节的披露内容保持一致。《香港上市规则》第19C.11条规定《香港上市规则》第17章不适用于受到豁免的中概股发行人，因此其股权激励计划不需披露。同时，向美国证监会提交的20-F中不需要披露期权的细节，因此，中概股发行人需要严格遵守香港对期权的披露要求会对公司造成相当大的负担。如以上第二点所述，中概股发行人可以向香港证监会申请，在股东权益披露方面豁免遵守《证券及期货条例》第XV部。我们建议中概股发行人同时申请豁免严格遵守关于期权的披露规定。

八、无需提供印刷版本招股书

中概股发行人可以申请并获豁免其严格遵守《香港上市规则》第12.04(3)条、第12.07条和第12.11条关于提供招股章程印刷本的规定。针对香港公开发售的部分，采取全电子化申请程序，不会对香港公众提供其招股书的印刷本。

九、豁免向股东提供公司资料

《香港上市规则》第2.07A条规定，上市公司原则上应当通过印刷本的方式向证券持有人发送公司资料。如果上市公司以电子邮件的方式提供，前提是上市公司已事先收到其证券的每一位持有人明确的书面确认，或已在股东大会上决议通过。

对于中概股公司，这项要求经常造成较大的行政负担和成本。虽然在香港二次上市过程中，供在香港认购的发售股份占比较小，但中概股公司向世界各地方的专业投资人、机构及其他投资

人发售股份占比超过90%。中概股公司的美国存托股很可能在全球有超过几万持有人，因此向全体证券持有人发送所有公司资料的印刷版是不可行的。

同时，由于中概股公司本身需要向美国证监会提交多种公司资料，这些均发布于美国证交会的Edgar网站。20-F表格及6-K表格定期报告一般也可以在�中概股公司的投资者关系网页中取得。

十、无需刊发月报表

根据《香港上市规则》第13.25B条，上市公司需要发布月报表，披露公司的股本证券、债务证券及其他证券化工具于月报期间内的变动。

如果中概股在港二次上市时，香港证监会已核准在股东权益披露方面豁免遵守《证券及期货条例》第XV部（见上第二点“股权披露义务”），那么中概股发行人可以同时申请豁免遵守第13.25B条，而只需向美国证监会提交季度盈利情况，和在20-F表格年度报告中披露股份回购的信息。

十一、不在招股书中披露发售价

《香港上市规则》附录一A部第15(2)(c)段说明，证券的发价价必须于招股章程中披露。建议中概股发行人向香港联交所申请豁免这一规定。作为发价价的代替，招股书将仅披露最高公开发售价。

香港二次上市发行的证券与美国的存托股是完全融合的(Fungible)，因此公开发售价可以参照美国存托股于定价日，或之前的最后交易日的收市价等来决定。中概股发行人显然不能控制美国存托股的市价，设定固定价格或最低国际发售价的范围可能对美国存托股及香港上市的股价有不利影响。

十二、允许核心关连人士于上市前交易证券

《香港上市规则》第9.09(b)条规定，发行人的任何核心关连人士自在聆讯日

期前的4个营业日直至批准上市前不得交易拟上市公司的证券。

在美国上市后，许多中概股公司的主要股东、董事和高管（“内幕人士”）会建立符合《美国证券交易法》10b5-1规则的交易计划（“10b5-1规则计划”），从而合法地买卖公司证券。10b5-1规则是一项与经纪人制定的证券交易的书面计划。该计划：

- (a) 在内幕人士并不掌握非公开重要信息时订立；
- (b) 事先列明计划购买和出售的证券数量、出售的价格和日期；
- (c) 不允许内幕人士干预交易方法和时间。根据10b5-1规则进行证券交易的人士通常不会被美国证券法认定为参与内幕交易。

由于大多中概股公司都拥有众多子公司和关联并表实体，并通常会订立10b5-1规则计划。众多的内幕人士对于中概股在美国的存托证的买卖并无酌情权，对香港二次上市的全球发售也不会造成重大影响，因此建议中概股发行人向香港联交所申请豁免第9.09(b)。

十三、允许现有股东有条件认购股份

《香港上市规则》第10.04条规定，发行人现有的股东、董事及关联人仅可在满足第10.03条的前提下，才能认购上市新股申请人或其代表销售的证券。根据《香港上市规则》附录六第5(2)段，上市发行人如果希望其子公司的董事、现有股东、紧密联系人申购或分配证券，则事先必须取得香港联交所的书面同意。

如果中概股公司拥有众多子公司和关联并表实体，那么一些非重要子公司的董事、高管及主要股东很可能不掌握任何非公开内幕消息，对上市发行人没有实际影响力（例如不能委任董事席位等）。因此这些人士实际上与香港公众投资者的地位相同。如果中概股发行人能向香港联交所作出承诺，这些人士对

上市发行人的持股比例或投票权不超过5%，在国际配售中将正常地参与簿记建档程序，且不会有任何特殊待遇，那么香港联交所可能允许这类人士有条件地认购股份。

十四、US GAAP与IFRS对审计报表异同

《香港上市规则》以及《公司(清盘及杂项条文)条例》对会计师报告中历史财务资料的披露，与美国公认会计准则(US GAAP)的披露要求不同。《香港上市规则》第4.05和4.13条要求披露特定细节，包括公司层面的资产负债表；应收账款账龄分析；应付账款账龄分析；以及因最近财年采用新会计准则而就往绩记录期间的利润而作出的调整。

中概股公司需要按US GAAP于过往业绩期间采用修订追溯调整法(modified retrospective method)或未来适用法(prospective method)以确认新会计准则的影响。相关的会计准则分别是ASU 2016-01, ASC 606, ASC 842等。

采用ASU 2016-01后，可供出售的股权证券的公允价值变化录入合并利润表，证券公允价值变化于采用前的财政年度则录入其他综合收益内。此外，按ASU 2016-01，先前按成本法核算的股权证券重新分类为证券投资。由于这些股权证券不易厘定的公允价值，中概股公司会选择采用简易计量法核算未来期间此类股权证券，并将公允价值调整(包括减值)记在合并利润表。US GAAP不允许于采用ASU 2016-01时作全面追溯调整，因此对于可比期间的合并财务报表不能追溯调整。

鉴于采用ASU 2016-01作全面追溯，对可比期间历史财务信息作出调整将对美国市场的投资者造成混淆，且可能导致中概股二次上市的招股书

附带的会计师报告有误导性，中概股发行人可以申请对于最近的财政年度生效的新会计准则(例如未分配利润的影响)仅依照US GAAP的要求来披露，同时会计师报告中不会包含《香港上市规则》第4.04(3)条、4.05(2)条及4.13条以及《公司(清盘及杂项条文)条例》附表3第31(3)(b)段所要求的资料。

十五、上市后三年内允许分拆并上市

《香港上市规则》的《第15项应用指引》第1至3(b)段及第3(d)至5段(即不允许上市公司上市3年内分拆子公司的限制)不适用于二次上市的发行人，这是由于母公司最初上市的审批是基于市场和投资者期待母公司未来将继续发展在上市时已经存在的业务组合，因此假如母公司上市未滿三年，香港联交所上市委员会不会考虑其分拆上市的申请。

中概股公司需要考虑潜在的商机，板块子公司有可能在三年内就发展迅速，业务成熟。加上市场状况瞬息万变，中概股回归港股后，进行分拆并在香港联交所上市的合适时机稍纵即逝。

因此，我们建议中概股公司可以基于如下理由，向香港联交所申请豁免严格遵守《第15项应用指引》第3(b)段的三年冷却期：

- A. 中概股公司的《公司章程》，美国法规和纳斯达克香港上市规则，对何时能够做分拆并上市没有特别要求或限制；
- B. 《香港上市规则》第19C.11条已经豁免并允许中概股发行人在香港上市后的三年内进行分拆。倘若允许分拆，却限制分拆后的业务继续在香港联交所上市的意义不大(分拆对股东的影响不取决与在何地上市，关于母公司股东

的优先认购股份的权利除外)；

- C. 分拆后上市仍需满足《香港上市规则》第19C.05条的财务要求和《第15项应用指引》的规定。

结语

若中概股回归，或能抬升港股可选消费和信息技术行业的估值。可能回归港股的美股中概股主要集中于新经济行业，23家市值大于30亿美元的公司中，信息技术和可选消费企业市值合计占比超90%。当前港股可选消费和信息技术类股票估值分别为22.4和15.7倍，而有望回归港股的美国中概股龙头估值分别达到37.4倍和19.8倍。因此，若美股中概股龙头回归，有望提振港股可选消费和信息技术板块估值，并带动整体交易量更为活跃。

香港联交所对于内地以及海外回归的发行人是否能获得《上市条例》的豁免有较灵活的自由裁量权。在一家上市公司的豁免申请被批准后，后续的上市发行人可以遵循先例。例如，香港上市公司必须聘任具特许秘书公会会员、律师或大律师，或者专业会计师担任公司秘书。2016年，香港联交所豁免中银香港无需委任以上专业资格人士担任公司秘书，豁免期三年。再如，香港的同股不同权制度原本设计有超级投票权的股份应由新经济公司的创办人或董事等自然人持有。2018年12月美团上市之后，获得香港联交所对香港上市规则第8A.18条的豁免，准许以家族信托形式持有。

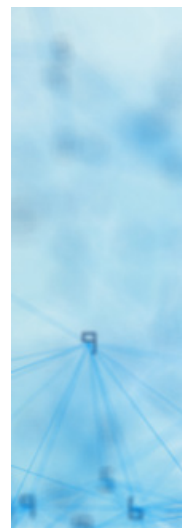
中概股回归香港二次上市，不同的公司在信息披露、业务属性、实际需求方面也有所不同。我们建议应当合理筹划，尽早与香港证监会及香港联交所预沟通，申请豁免《香港上市规则》的适用条款，从而减少上市中的不确定性以及上市后的维护成本。

生物医药公司赴香港上市的解析（保荐人篇）

黄逸宇



黄逸宇
国际合伙人 | 金融证券部



从2018年香港联合交易所（简称“联交所”）上市18A新规发布以来，香港已成为全球第二大生物科技融资中心。生物技术的研究属于高科技领域，具有研发周期长、投资周期长的行业特点，其风险相较于传统医药行业甚至其他行业都要更高。也正因为如此，联交所专门成立了一个生物科技咨询小组，由生物科技行业的国际资深专家组成，上市部门可向生物科技咨询小组咨询有关生物科技领域的专业意见。

近年来，香港的证券及期货事务监察委员会（“证监会”）针对上市申请中保荐人的失职行为频频出手，对多家券商因上市过程中尽职调查不足而失职做出处罚。鉴于证监会越来越严厉的态度，以敷衍了事的态度对待尽职调查相当危险。保荐人的主要负责人应参与并决定尽职调查审核的广度和深度以及资源的分配，并对尽职调查审核的结果和充分程度做出评估，以确保尽职调查中发现的问题都得到妥善解决。在生物医药公司上市的过程中，主要负责人员不能下放其职责，因为他们最终须对整个尽职调查过程负责。保荐人应当掌控尽职调查的过程，对于试图忽略负面的尽调结果或抵制进一步询问的行为给予重视和警惕。保荐人应留意其在以下规则中应承担的责任：《证监会持牌人或注册人操守准则》《企业融资顾问操守准则》《适用于证监会持牌人或注册人的管理、监督及内部监控指引》以及《适用于申请或继续以保荐人和合规顾问身份行事的法团及认可财务机构的额外适当人选指引》。

兵马未动，粮草先行。保荐人在上市工作启动时就需要和律师团队一起制定全面的尽职调查的计划，计划应当包括以下几个环节：

1. 考察基本药物原理
2. 了解目标市场
3. 询问核心问题
 - a. 评估临床发展计划
 - b. 评估监管前景
 - c. 确保数据的真实性和可靠性
 - d. 调查公司的生产能力
4. 联交所审查反馈意见的经验教训

考虑到生物科技、医疗器械等领域具有很强的专业性，入门门槛较高，保荐人在进行尽职调查过程中应当时刻征求独立、客观以及可验证的意见，例如关键意见领袖（KOL）、首席研究员、合同研发机构、制造商、合作伙伴等。保荐人需要与法律团队及公司管理层合作，选定合适的参与者，然后在公司管理层回避的情况下进行尽职调查。

一、考察基本药物原理

根据联交所对尽职调查的要求，保荐人应当批判性地评估基本的科学解释和基本原理，不能仅依赖公司管理层的介绍，还应当从保荐人交易团队/医药研究分析师的评估、



关键意见领袖和首席调查员的访谈和第三方的科学出版物等寻找佐证。其次，保荐人需要批判性地评估临床发展计划和监管前景，对临床试验开展尽职调查，确保临床试验方案数据的真实性和可靠性。通过研读临床研究报告、科学论文、政府和非营利研究出版物品、专利研究与第三方数据来源来评判试验的真实性。

二、了解目标市场

保荐人需要熟悉药品或生物制剂的目标市场，例如药品面向何种患者人群。保荐人可以通过患者权益团体和行业顾问，甚至委托独立咨询公司做市场研究。保荐人可以评估药品定价和渗透率估算值，但是不披露在招股书里。对于竞争环境，保荐人应当有充分的认识，例如其他已经批准的药物和开发中的药品，医生对当前市场领导者和护理标准的适应度和满意程度，同类药品的功效，公司的给药方式是不是易于操作，定价与补贴。在披露商业化的阻力时，保荐人应当从如何打入市场、公司的营销策略、目标医师的人数、所需的销售人员规模以及药物经济学等几个方面来介绍。

三、询问核心问题

保荐人需要批判性地评估公司的目标和策略，需要哪些专业技术知识。保荐人应当确保团队中配备知晓专业知识的人士，例如微生物学、遗传学、药代动力学、毒理学、对比剂的选择等。对于以下核心问题，保荐人应当具有独立、客观的评价。

- 应评估哪些分析结果？
- 可能的给药途径（例如口服与静脉注射）

- 病人间（横向与纵向）的差异
- 半衰期、血浆/尿液浓度、组织分布
- 生物利用度和食物相互作用
- 毒性、安全性和功效概况
- 所有不良和严重不良事件
- 测试方法和研究设计是否适合预期的适应症？
- 研究设计-开放标签与盲测/安慰剂对照？随机吗？经过验证（例如，经过伦理审查委员会IRB批准吗）？
- 研究是否符合适用的指南（例如药品非临床研究质量管理规范 GLP，药品临床试验管理规范 GCP）？
- 给药途径、临床剂量和治疗持续时间是否不断在得到改良？

（一）评估临床发展计划

保荐人需要了解公司提议的试验重点是否被监管机构所接受？此终点上是否已批准其他药物？如果是一个新的终点，药品监督管理局（NMPA）是否提供了正面的反馈意见，甚至同意进行优先审评或快速通道？公司拟议的开发时间表是什么？时间轴是否涵盖关键的拐点？时间表是现实可行的、还是过于乐观？公司的临床试验注册流程是什么？是否需要招聘中心？目标的地区在哪里？

（二）评估监管前景

保荐人需要全面深入地了解公司与监管机构的沟通往来传递出什么信息？下一步的沟通计划是什么？包括会议记录、非正式沟通、书面信件和回复。在开发中的类似药

品是否存在任何法规问题？是否有任何“临床搁置”或其他警告信号？监管部门是否检查过生产设施以确保符合动态药品生产管理规范？

（三）确保数据的真实性和可靠性

保荐人需要从多方验证公司提供或引用的数据，例如科学论文、政府和非营利性研究出版物、知识产权局的检索报告、独立第三方资料、临床研究报告（CSR，是已发布还是未发布？初稿还是最终版本）。由于联交所的要求，保荐人需要确保招股书披露准确、详细地说明了所有不良反应和严重不良反应，发生了哪些不良事件，这些不良事件是否可归因于实验设计问题？在可比的研究设计中不良事件发生率是多少？

（四）调查公司的生产能力

保荐人需要调查公司未来是独立制造产品还是使用第三方合同制造组织（CMO）？生产制造中，尤其是大分子制药，有哪些技术上的挑战？公司是否依赖单一来源的供应商，或者有后备供应商可以替代？在药品上市后，如何实现商业化规模的扩大（厂房、土地、人员和当地政府财政支持）？药品监督管理局是否检查或认可过生产设施？公司内部的工艺开发，化学生产和控制（CMC）人员配备是否足够？

知识产权的尽职调查对生物医药公司来说至关重要，因此保荐人在尽调中需要保存多种证据，包括文字记录（例如专利及相关的所有权链、知识产权协议、员工发明转让协议、与知识产权相关的决策）、尽职调查访谈、专利保护情况、专有所有权的期限和地域范围、排他性、或可执行性方面的空白问题；如果有知识产权纠纷，需要了解目前状态、关键的裁决时间和解决方案等；有没有第三方侵犯公司知识产权的行为以及采取的措施？公司是否使用了政府或大学拥有的权利？商业秘密的保护是否存在问题？

四、联交所审查反馈意见的经验教训

过去两年，联交所在审核生物医药公司的上市招股书时，反馈意见主要集中在以下几方面：

（一）生物技术方面

- 对于定义的术语：首次使用时公司应当澄清科学和技术术语的含义。
- 如实披露不良反应：确保公司披露了所有临床试验的不良和严重不良反应，没有遗漏。同时应当说明已知和潜在的未知副作用。

- 临床试验的终点是什么：公司如何衡量疗效（例如依据某些生物学活性的存在？消除疾病？症状减轻？无症状？寿命延长？）

（二）会计方面的问题

- 如何根据许可和协作协议核算前期、年度、里程碑和特许权使用费。
- 研发费用的细分，具体到每项核心产品和管线产品，每一期试验所需费用。
- 股票激励机制的问题：公司如何确定向员工发行股票的公允价值？公司需要解释近期普通股估值与估计发行价之间的差异。
- 所得款项用途：估计的募集资金是否满足发展计划？联交所要求公司应确保有充足的营运资金，以满足上市之日起至少12个月开支的125%。

（三）知识产权法律意见

公司在联交所18A上市过程中，保荐人除了从公司的国际律师那里获取法律意见书外，还需要从公司的专利法律律师获得知识产权法律意见。知识产权法律意见的目的是辅助保荐人对公司知识产权的尽职调查流程，巩固公司的知识产权。除招股说明书中所披露的内容外，专利法律意见通常会就以下事项发表意见：

- 公司是其专利的注册和专有所有者。
- 公司的主要候选产品至少受到一项由公司已发布的专利保护。
- 没有发现任何事实说明该公司的专利是不可专利的（unpatentable），无效或不可执行的。
- 没有与知识产权相关的诉讼、争议或威胁。
- 招股说明书中与知识产权相关的声明不包含任何重大遗漏或错误陈述。

1、知识产权的尽职调查 由于药品研发周期长、资金投入高，因而对知识产权的依赖性很强，往往需要形成强有力的知识产权“护城河”，才能获得尽可能大的经济效益。既然知识产权是医药企业的核心资产之一，那么在IPO过程中开展生物医药企业尽职调查，评估专利的价值和存在的风险对保荐人至关重要。由于药品专利的技术含量高且法律规定繁杂，尽职调查需要考虑的维度也较多，稍有不慎有所遗漏，就可能在上市后的纠纷中或者香港证监会的调查埋雷。深度的尽职调查耗时很长，成本也高，在几个月的IPO项目期内得出全面的尽调结论，只能要求保荐人可以采用逐层递进的方式进行尽职调查，以兼顾有效性、效率和成本控制。

2、专利技术背景调查 保荐人可以聘请第三方调查公司查明行业的成熟度、行业主要竞争对手的技术发展路径、行业技术发展的热点和空白点等情况，并分析专利总申请趋势，专利分布情况和重点专利技术。

3、调查潜在的专利权属争议 保荐人应当调查发明人与公司间劳动合同中关于发明创造权属的约定以及发明人专利申请权的转让证明；应当重点调查公司与第三方合作开发的书面合同以及合同中是否包含明确的知识产权归属约定，从而确定权利链条的完整性。

4、调查专利权稳定性 在医药领域，即使是已授权专利也可能存在被无效的风险。针对医药专利的审查尺度也处于动态变化中，某些剂型和治疗方法专利易被宣告无效。近年来中国专利复审委员会受理的医药专利无效宣告请求案件有逐年上涨的趋势。对于生物医药企业而言，专利的稳定性事关重大，保荐人应当仔细调查，并结合实时的监管审查尺度，才能得出可靠的结论。

5、临床数据的可靠性 临床数据不真实或临床实验数据丢失不仅会显著增加数据恢复和重获的成本，严重时会导致监管部门审批进程的延误或失败。保荐人应当确保公司对数据的录入、更改有记录可寻，检测、审查和授权程序是妥当的，以防止数据被篡改。由于任何机密或专利信息的不当的披露都要承担法律责任，产品开发和商业化也可能被推迟，因此保荐人应当对公司试验数据的安全性给予足够的重视。

6、对第三方合作伙伴的调查 研发、临床试验到商业化的全过程非常复杂，涉及精密的科研和技术能力。因此，公司如何有序地管理临床活动是至关重要。如果合作伙伴或第三方，如CRO、CMO、销售和营销代理或经销商未能履行义务或无故终止合作协议，将会影响生物科技公司的业务增长能力，也会影响产品的监管批准和商业化。保荐人需要评估生物科技公司对第三方的选择机制和流程，包括资格预审评估的协同外包和外包政策，以及第三方的专业性和能力。保荐人应当进行充分的可行性调查研究，包括临床前研究、临床试验、掌握生产直至药物或医疗器械的供应或分销全流程。此外，生物医药公司、CRO、CMO和指定的经销商必须建立内控系统，并遵守临床试验规范（GCP）¹、药品生产质量管理规范（GMP）和药品经营质量管理规范（GSP）²。保荐人应该督促生物科

技公司建立持续的绩效监控机制，采用关键绩效指标来衡量绩效（例如用产品开发、临床试验期的时间表、里程碑和成本作为关键绩效指标）。

7、政府监管与合规 生物医药公司获得国家药品监督管理局和国外监管机构批准所需的时间是难以预测的，通常在临床试验开始后需要较长时间，并且取决于众多因素。此外，审批政策、法规或审批所需的临床数据的类型和数量可能会在产品的临床开发过程中发生变化，也会因司法辖区的不同而发生变化。保荐人需要确保生物公司建立并维护完整且更新的法律法规库，积极地核查这些资料，确保法律法规的任何变更都被及时更新、及时评估和处理因法律法规变更而产生的影响。另外，保荐人应当确保公司针对违规、舞弊或非法活动制定预防性的合规计划、行为标准、合规政策、并委派合规计划的负责人；为员工开展定期合规培训；设计检举机制，整理意见和投诉，并保护举报人免受报复；制定调查违规或不当行为的政策和程序。

结语

在联交所的一系列改革举措中，允许未盈利的生物科技公司上市是最大的亮点之一。然而，为生物医药公司开辟绿色通道并不意味着上市的门槛降低。由于保荐人对生物医药公司的业务、产品和专业技术相对陌生，目前按照上市规则18A上市的公司数量不多，可借鉴、可对比的经验较少。因此，如果不能开展有针对性的尽职调查，进而对公司业务不熟悉而对风险评估不充分，保荐人有可能会遭到联交所“退表”，甚至证监会上市之后的调查等处罚。

2018年之前，生物医药公司考虑上市，美国是唯一选择，但香港特别行政区自从启动了18A的改革后，优势变得明显。背靠祖国且吸引了欧美和内地有经验的私募基金，未来香港生物科技板块的前景良好。由于投资生物科技公司的风险较高，投资者难以判断公司的价值，联交所计划当这类上市公司的数量达到30家后，将根据相关的代表性指数拓展产品范围，包括ETF、结构性产品，以帮助零售投资者分散风险。保荐人在生物医药上市的过程中扮演了重要的角色，如果能做好尽职调查，完善知识产权的法律意见书，不仅能帮助保荐人深入了解公司的技术专长和细分行业的生态圈，也满足了联交所上市规则和证券法规的要求。

¹GCP 包括国家药品监督管理局和国外监管机构在临床开发中实施的法规和指导方针。

²GMP 和 GSP 是依据《中华人民共和国药品管理法》颁发并时常地更新。GMP 和 GSP 的目的是减少生产过程中的污染、交叉污染和误差风险，并确保分销企业在药品流通中遵守规定，从而保障药品质量。

生物医药公司赴香港上市解析（发行人篇）

黄逸宇



黄逸宇
国际合伙人 | 金融证券部

自2018年4月30日香港联合交易所（简称“联交所”）引入《主板上市规则》第18A章的上市制度以来，没有收入的生物科技公司可以在联交所主板上市。截至2020年6月，已有18家公司登陆联交所。

两年前上市制度改革初期，首批上市股份的表现并不理想，也未如投行预期出现溢价。目前香港上市生物科技公司估值极不对称，生物医药公司都面临研发周期长、资金投入高、产品上市成功率低的问题，这也成为投资者担忧的重点。由于投资者难以评估公司的市盈率及估值，导致成交量总体偏低。为能准确客观地评估估值，投资者需要了解公司成功研发产品的机会以及产品未来可为公司带来的价值增长潜力，因此生物医药公司招股书的作用相较于其他行业更为重要。



本文将介绍保荐人在香港上市过程中应当针对生物医药公司的尽职调查的关键要素。

股票名称	代码	发行价	2021 年 5 月 17 日 收市价
基石药业 -B	02616.HK	12.00	10.30
康希诺生物 -B	06185.HK	22.00	330.40
维亚生物	01873.HK	4.41	6.50
方达控股	01521.HK	3.20	4.82
迈博药业 - B	02181.HK	1.50	1.14
翰森制药	03692.HK	14.26	30.05
锦欣生殖	01951.HK	8.54	20.55
华检医疗	01931.HK	3.07	3.08
复宏汉霖	02696.HK	49.60	39.95
亚盛医药 - B	06855.HK	34.20	45.00
东曜药业 - B	01875.HK	6.55	4.52
康德莱医械	01501.HK	20.80	29.30
中国抗体 - B	03681.HK	7.60	3.13
康龙化成	03759.HK	39.50	168.90
启明医疗 - B	02500.HK	33.00	66.85
康宁杰瑞制药 - B	09966.HK	10.20	18.30
康方生物 - B	09926.HK	16.18	51.00
诺诚健华 - B	09969.HK	8.95	21.45
药明巨诺 - B	02126.HK	23.8	27.40
荣昌生物 - B	09995.HK	52.1	92.85
康基医疗	09997.HK	13.88	12.50
泰格医药	03347.HK	100.00	148.10
医渡科技	02158.HK	26.30	35.75
瑞丽医美	02135.HK	0.4	0.91
诺辉健康 - B	06606.HK	26.66	62.40
兆科眼科 - B	06622.HK	16.8	11.42
贝康医疗 - B	02170.HK	27.36	27.10
永泰生物 - B	06978.HK	11.00	17.40
加科思 - B	01167.HK	14.00	18.70
欧康维视生物 - B	01477.HK	14.66	20.00
再鼎医药 - S B	09688.HK	562	1,172.00
沛嘉医疗 - B	09996.HK	15.36	27.70
心通医疗 - B	02160.HK	12.20	15.30
云顶新耀 - B	01952.HK	55.00	69.20
嘉和生物 - B	06998.HK	24.00	14.86
昭衍新药	06127.HK	151.00	138.80
海普瑞	09989.HK	18.40	10.38
赛生药业	06600.HK	18.80	15.00
德琪医药 - B	06996.HK	18.08	15.66
先声药业	02096.HK	13.70	7.79
和铂医药 - B	02142.HK	12.38	9.50
麦迪卫康	02159.HK	3.00	2.53
现代中药集团	01643.HK	1.18	1.16
宏力医疗管理	09906.HK	2.10	1.820

2020年4月，联交所更新了两份指引信（HKEX-GL92-18和HKEX-GL85-16），并发布了新的指引信（HKEX-GL107-20），阐明联交所对生物医药公司上市合适性和现有股东在IPO中能否认购股份的立场，细化了生物医药公司在招股书的披露事宜。联交所上市科的IPO审核组有两个专门的小组来审阅生物科技公司，这两个小组的工作人员都具有生物、医学、化学等专业背景。总体来说，联交所的指引信要求公司应当在保证科学准确度的前提下，在招股书的概要章节使用浅显的语言对科学数据予以披露，使其更具可读性并易于理解。同时，公司需要以客观的方式披露其核心产品的研发时间表，并警示投资者可能因研发失败而损失其所有投资这一风险因素。

一本清晰易读的招股书需要将公司的业务与前景描述清楚，尤其是要对以下几个要素进行充分阐述：

1. 公司的核心产品与管线
2. 临床发展
3. 描述竞争格局
4. 对产品获批后的商业化计划
5. 知识产权
6. 评估监管途径
7. 合作开发协议
8. 风险因素
9. 财务状况的披露

一、公司的核心产品与管线

生物医药公司的本质在于创新，无论是化学实体、生物制剂、基因治疗、细胞治疗，还是医疗器械，招股书的目标都应当展现出公司的产品与以往、或者同类产品的不同之处。在阐述创新之处时，投资者关注的方向包括：新的作用机理（缓解率（ORR）和完全缓解率（CR））、新颖的机制、新颖的靶点、新的临床适应症、新的治疗原理（目前治疗方法的局限性）、尚未被发现的医疗需求、新的物质组成、或者新的给药方案。

如果公司的核心产品是药品或生物制剂，应当介绍产品是否探索更多适应症（如肝细胞癌、结直肠癌、肾细胞癌和妇科癌症等）来实现其核心产品商业潜力最大化。投资者希望了解公司用来推进临床后期的候选药物尽快进入上市审批的措施。对于公司研发的临床前管线中的产品，投资者希望知道公司每年能推动几种新产品进入临床试验，在设计临床研究方面是否有足够的本土化知识，是否有与研究机构合作开发新候选药物。

二、临床发展

大多数招股书会将产品管线按照临床前、中、后期的进度先后通过列表的方式展示，一目了然。表格应当列举出产品的不同阶段（IND，NDA阶段），治疗领域（细分到不同的适应症）和产品商业化权利的范围（中国或全球）。很显然，正在进行或已完成3期临床试验的药物自然对于投资者来说有着更大的商业化潜力。

对于临床试验，联交所要求公司详述产品针对何种病症、试验地点、试验地点数量、当前患者的数量、未来计划招募的患者数量以及给药量等。每次试验的主要终点是什么（总生存期或无进展生存期、剂量限制性毒性、肿瘤反应以及临床和实验室不良事件等）。公司需要披露临床研究的结果对于评估药品的安全性和疗效等产生何种帮助。

同时，投资者关注公司如何加速开发创新药物。由于临床开发一直是中国开发创新药物的瓶颈，多数生物医药公司会选择与全球著名的第三方CRO（Contract Research Organization）结成合作伙伴进行试验。生物医药公司是否对CRO定期进行评估以确保试验对象的安全、试验数据完整以及是否符合监管规定，重要里程碑的达成情况（患者资格审查、医疗数据审查及严重不良事件审查），这些细节都是需要在招股书里披露的信息。

同时，投资者会评估公司的临床开发计划，包括科学原理（如作用机制、临床前数据、现有临床数据及研究会评估）和市场价值评估（可医治的患者人数评估、市场评估分析及竞争概况）。公司应披露试验方案的细节，例如方案设计，研究目标及终点、研究人数（样本规模及纳入/排除标准）、研究持续时间、随机方法、不良事件及严重不良事件、质量控制及质量保证和数据管理；试验准备（选址及造访实验室）；患者招募（根据研究设计进行患者评估以及取得其知情同意）；患者给药（日常测量及不良事件监测）以及结果测量（疗效及安全终点数据评估）。

三、描述竞争格局

帮助投资者了解并评价公司所处的竞争环境至关重要。公司可以认可产品的相关适应症，开发中的新产品，开发阶段和公司赞助开发，以及生物仿制药的种类与进展。

市场调查是评价竞争环境的基础。生物医药公司的市场调查分为以下几类：学术的、政府机构的（例如来自FDA，CDC，WHO等机构）、专有数据的（例如，来自独立研究和数据分析提供商，例如AMR）、由公司委托的（例如，第三方顾问的公司赞助报告），或者由公司自己开展

的调研。联交所要求发行人应在招股书中比较其产品与直接竞争产品在技术、适应症、目标市场的差异；其核心产品及其他主要管线产品在拟推出目标市场的竞争形势（包括针对相同适应症的竞争对手管线产品的名称、价格、专利届满日期、和补贴与赠药安排）。

在描述产品所处行业时，公司应当援引行业报告，描述产品所针对适应症的总发病率、治愈率等，同时可以预计产品所在细分领域在未来5年的市场规模，以及中国以及全球市场的销售额和复合年增长率。联交所指引信GL107-20要求公司介绍公司的竞争对手产品名称、适应症、临床试验阶段等。如果有已上市药物，公司应当披露该药物在全球或者在中国目前的销售额、补贴、赠药安排以及专利到期情况等。

四、对产品获批后的商业化计划

商业化和潜在市场前景是投资者评判公司价值的重要指标。生物药物研发公司能否抢占赛道和时间是最为关键的竞争力，谁能率先研发成功并且获批上市，谁就能在这一赛道胜出并且获得丰厚的利润。无论是药品、生物制剂还是医疗器械，要想领先他人并不容易。以肿瘤免疫治疗（免疫检查点）来说，虽然不同生物医药公司的产品所宣传的适应症不同，但实际上PD-1药物作为生物大分子药物，即便是针对不同适应症的PD-1，其作用机理和基本结构在原则上都是一样的，只是在生物制备和结构细节上的差异导致了相对的差异化，而这些差异并不会让PD-1药物在治疗方面发生本质上的改变。目前国内共有7种PD-1药物获批上市，88种药物正在研制，预计该类药物在2020年的市场规模合计仅约20亿美元，进一步分配每种药品的份额会更小。市场规模有限，市场竞争便会变得异常激烈。因此，在这种情形下，如果公司现有竞争药物和候选药物的数量众多，便需要用大篇幅来说明为何自身产品有超过竞争对手的优势。不过，针对适应症的患者人群渗透率以及价格估算的研究，或基于这些研究的做出的公司产品模型，出于风险与法律责任的原因，多数保荐人不会将其纳入招股书。

对于未盈利的生物医药公司来说，有关生产制造方面的描述可以相对简单。公司应确保关键供应链要素的来源和可用性，描述基础设施和未来扩建计划的设计符合中国及国际制药标准，和国际药品生产质量管理规范（GMP）的生产设施。

出于成本与风险管控因素，初期的生物公司一般不会有配备规模庞大的销售团队。如果商业化就在12个月内，

或推出首款产品之前，公司应当有长远的计划来扩大商业化团队的规模，聘请拥有销售、营销和市场准入的商务团队。投资者普遍认为经验丰富的商业化团队会增强公司的竞争力。同时，如果公司与国际药企有合作销售安排，那么公司可以借助这些企业对中国市场的深入了解及在中国市场建立的长期销售网络制度关系巩固其市场竞争地位。

生物医药公司的商业化功能一般涵盖市场推广、销售、医疗事务及市场准入。如果公司计划在12个月内开始商业化，不妨提供具体步骤，例如公司打算建设自己的销售团队，还是通过结为合作伙伴来实现。如果自建团队，应介绍销售队伍的规模和目标机构（例如专科诊所、移植中心、三甲医院等）。商业化计划应围绕市场策略展开。

大多生物医药公司自成立之初就对标世界一流的医药巨头，着手创建一个集候选药物的发现、开发、CMC及生产及商业化为一体的全面集成平台，使其产品适用多种类的疾病领域。全面集成的平台能使不同职能团队在候选药物生命周期中的各关键环节之间无缝合作，从而提高开发速度和成功率，降低开发成本。如果与研究机构或药企有合作，公司需要披露合作背景、重大条款细则，以及知识产权的权利分配、产品所覆盖的市场、公司是否优先考虑开发任何具有战略或商业重要性的产品等。对于已经商业化的公司来说，需要详细地讨论价格、保险范围和包销动态。

五、知识产权

生物医药公司的知识产权至关重要。根据《上市规则》第18A章，申请人必须具备针对其核心产品的注册专利、专利申请／或知识产权。从目前上市的生物科技公司招股书中发现，除自有注册专利或专利申请外，公司也常与其他生物科技公司订立涉及核心产品的引进授权安排。这类生物科技发行人或是取得了开发、生产和商业化其核心产品的独家许可，或是取得了营销某些商业化产品的独家许可。

公司在介绍专利时，应当说明专利类型和保护范围，是已颁发的专利还是正在申请的专利，公司是否拥有与第三方授权的专利，是否属于FDA“橙皮书”中列出的专利，提交和发布专利的地区（公司产品的主要市场中是否有专利保护），专利保护期限。

除了知识产权以外，商业机密也能构成生物医药公司的护城河。商业机密的涵盖范围很广，包括机密和未申请专利的专有技术（例如，制造专有技术），保密协议，限制披露的机密性协议，物理上的操作限制（例如，限制访

问,防火墙,访问权限等),排他性、非竞争性和其他限制性契约等等。

六、评估监管途径

公司应在招股书中披露就核心产品和管线产品的所处阶段,包括是临床前研发,研究性新药(IND)的申请和审查,I、II和III、IV期(上市后)试验,新药申请(NDA);或是生物制剂许可证申请(BLA)和批准,加快开发和审查程序;亦或是新产品申请(ANDA)。联交所要求公司披露就临床试验与主管当局(如中国国家药品监督管理局,下称NMPA)进行口头或书面沟通的概要,包括NDA前会议的沟通,不反对进行下一期临床试验的态度,产品是否被列入优先审评程序。假如主管当局对临床试验提出重大疑虑,公司亦需要如实说明。如果公司的产品被归类为罕见病药物或创新疗法,公司需要披露该药物符合监管途径的基准、该监管分类下所获得的豁免,以及按此途径取得批准的好处。

七、合作开发协议

无论达到商业化阶段与否,生物医药公司与国际大型药企共同开发候选药物不仅能降低研发成本与风险,更能快速地获得市场优势。投资者非常关心与这些药企的合作协议的条款。除了合作协议中的保密条款限制公司对外披露候选药物的细节以外,公司应当介绍合作的范围与内容,是独家授权(有没有地域范围限制)、共同研发亦或是联名销售安排等。投资者普遍认为与国际一线药企如礼来、安进等的合作协议体现了生物医药公司较高的研发水平,同时国际战略合作伙伴能为公司扩张提供强大的助力,包括专业知识与技术、速度、灵活性及较低的成本结构。

多数的合作协议会规定合作双方是否共同负担在中国开发药品的成本,并平分净销售额与开支之间的差额。国际药企以对公司有前期付款作为药品开发以及其享协议下权利和义务的对价。倘若药品达到净销售目标,生物医药公司将有权获得阶段付款。投资者会关心双方如何对中国产品的开发及商业化活动做出决策,即哪一方对中国产品的开发拥有最终决策权。或者说在监管机构批准该产品后,哪一方拥有商业化开发的最终决策权?是否双方维持对各自开发知识产权的拥有权?有没有单向或双向授出若干专利、专有技术及授权(非独家或独家)?以及协议的年期(首次商业销售后第X年,或按照专利期,或分区域逐年续期等)为多久?

八、风险因素

《上市规则》第18A.05条要求生物科技公司必须在显

眼位置作出警示,告诫投资者有关核心产品最终不一定能成功开发及营销。公司应当阐述风险生物医药公司所普遍存在的风险和不确定性,即在可预见的未来,尤其是在临床或技术开发的早期阶段的公司,预计会出现持续的净损失。其次,公司的运营与前景严重地依赖对尚未投放市场的候选药品或生物制剂(以及候选产品可能永远无法进入市场的可能性)。最后,公司应当提醒投资者产品发展以及商业化都依赖持续的融资,这种融资的无法保证,并且会导致大量的股份稀释。

(一) 开发和商业化有关的风险

公司应当从以下几方面来阐述:首先,公司的运营历史、临床开发、监管批核、制造工艺和商业化都尚在初期,尚未成熟。公司的运营与前景严重依赖于其药物研发能力,以及将目前尚未获批或上市的候选产品商业化并获得普遍认可的能力。公司应当说明市场对一种药品的接受度是反复无常的,对药品的定价往往难以预测,对于市场的波动,公司没有能力左右。因此,即使在研药物获得监管批准,其可能无法获得商业成功所需的医学界医生、患者、第三方付款人及其他参与者的市场认可度。

(二) 监管批准和合规相关的风险

公司需要阐明产品的适销性和商业成功几乎完全取决于监管审查,而监管审查是难以预测的,其中监管搁置的风险就足以导致药品开发前功尽弃。公司需要明确指出在获得监管批准这一方面存在重大不确定性,这有多重原因导致,也许是因为公司无法证明药物或生物制剂的安全性或有效性,也许是因为在临床试验中招募患者时出现延误或困难,也许是无法顺利开设临床试验站点,也许是药品有潜在的不良副作用或意外特性等。获得美国食品药品监督管理局(FDA)、国家食品药品监督管理局(NMPA)、欧洲药品管理局(EMA)或其他同等药品管理局的药物候选监管批准可能会耗费大量时间,为遵守日益增多的新法规和政策,公司需要花费大量时间成本。对于这种持续的合规义务和监管审查,公司会付出大量的费用。即使付出了费用后,如果不符合医疗保健、欺诈和其他法律的,公司将承担重大处罚责任。

(三) 生产制造和与第三方研发有关的风险

由于大多数生物医药公司或多或少依赖合作协议,无论是与第三方进行的临床前研究和试验,或是与CMO进行的生产制造在研药物。如果这些第三方未成功履行合同约定或达成预期指标,那么公司可能无法为其药物取得监管批准或进行商业化,而在研制药物和业务可能会受到重大损害。

（四）与知识产权有关的风险

公司需要正视在知识产权保护或独占性的缺失，例如专利保护期限不足。如果公司对外许可了第三方知识产权，那么应当充分考虑到不遵守许可协议下的义务的风险。各个国家或地区在知识产权保护方面有差异，公司需要向投资者指出这些差异所带来的风险。对知识产权保护的不足就会导致竞争对手企业开发，甚至提前商业化与本公司相似或相同的产品与技术，并直接与公司竞争，从而打击公司的生产前景。

九、财务状况的披露

针对投资者普遍关心的，IPO募集的资金足以达到下一个拐点吗？联交所要求上市募集资金需要满足公司上市后至少12个月内的至少125%的成本（包括一般行政成本、经营成本以及研发成本）。除此以外，公司还需要在招股书中披露以下信息：（1）IPO前每轮融资的估值，并参照产品发展和竞争优势对之前一轮估值出现的重大波动作出说明；（2）关于资深投资者的背景及其在生物科技领域投资业绩记录的重要信息；（3）业绩记录期内因可转债将在上市时转换为净资产导致公允价值出现重大变化而产生的任何净负债；（4）资本消耗率，即在合理期限内，在有或没有上市所得款项的情况下，维持生存能力；（5）根据资本消耗率拟定的下一轮融资时间表。

生物医药公司依赖持续的股权融资，按照国际会计准则，可转换可赎回优先股和普通股发行认沽期权是金融工具，按公允价值计算，并且这些变动会计入损益表的其他金融负债。对于金融工具的公允价值变动，除了公司应当根据

每轮私募投资者的估值结果进行披露，有时还需要参考国际商业估值师的估值报告。优先股将于IPO时自动转换为股份，公司可能需要在定价前重估优先股，这种优先股的公允价值变动（亏损）可能会对公司的财务状况及表现产生重大影响，因此需要在招股书中披露。

大多数生物医药公司的产品尚未获准进行商业销售，因此不会产生销售收入。公司的绝大部分经营亏损是由于研发开支、行政开支、业务发展开支及融资成本所致。投资者非常关了解公司在未来几年重大开支及经营亏损的构成，通常这些开支和亏损是由以下几个部分组成：对候选药物进一步进行临床前研究及开发活动，继续进行临床开发并寻求监管机构批准，推出管线产品而开展的商业化活动，以及增聘人员以经营具有先进的临床候选药物管线产品的全面集成平台。

结语

高壁垒，高投入，长周期，是大多数生物医药公司面对的机遇与挑战。中国的生物科技公司潜力巨大，虽然我国创新药研发水平距发达国家有不小的差距，但国内的研发环境在逐渐改善，国家也陆续发布了药物研发的支持政策，如鼓励创新、为创新药审批开辟绿色通道等。创新药的研发和审评周期进一步缩短，延长了产品的有效生命周期。众多优质的生物医药公司连续赴港上市，从2018年联交所18A上市新规发布以来，香港已成为全球第二大生物科技融资中心。如何写好一本可读性强的招股书不仅是满足香港上市规则和美国证券法的要求，更能充分展现公司的核心竞争力和商业化前景。

联交所ESG报告新规进行时： “强制披露”之要点与重点

王建学 尹智伟 罗艾 汤晓静



王建学
合伙人 | 金融证券部



尹智伟 Anthony Wan
合伙人 (香港) | 公司与证券部



罗艾
合伙人 | 合规业务部

一、引言

近年来，企业如何管理其经营活动对环境和社会的长远影响（亦即“Environmental, Social and Governance”问题，简称“ESG”），日益受到监管机构和社会各界的关注和重视。今年以来，国际形势紧张，气候变化等全球性环境问题、社区发展等区域性社会问题，反显现出其政治敏感性和经济发展战略性。

相应地，对于企业披露ESG情况的需求和要求愈发切实。在中国内地，一方面，在现行ESG披露框架和“绿色金融”政策导向下，上海证券交易所和深圳证券交易所已要求部分上市公司进行ESG披露，特定行业或性质的企业也负有ESG披露义务；另一方面，企业的ESG表现日渐成为资本市场投资决策的考量因素之一，明晟（MSCI）、道琼斯（Dow Jones）、富时罗素（FTSE Russell）等国际指数选纳境内上市的A股时均结合企业的ESG披露进行ESG评级。

同期，香港联合交易所有限公司（简称“联交所”）2019年12月修订的上市规则附录《环境、社会与管治报告指引》（以下简称“ESG指引”）已于2020年7月1日生效。在香港上市或拟在香港上市的企业（以下简称“发行人”）就2020年7月1日以后的财政年度进行ESG报告，需遵守新的ESG指引。联交所的ESG报告新规，简而言之，增加了“强制披露”的内容；在环境范畴项下，新增“重大气候变化”层面的披露内容，并修改部分环境相关的关键绩效指标（简称“KPI”），例如排放量、能源住用、用水效益、减废方面；而在社会范畴项下，将全部KPI提升为“不遵守就解释”，亦即可不披露但需解释原因，并增加“供应链管理”和“反贪污”层面的KPI。

对此，我们推出本系列文章评介联交所的新ESG指引。其中新增的强制披露事项，包括管治和汇报原则，统领着环境范畴和社会范畴的报告，本文将先就ESG强制披露部分提供简明介绍和提示。

二、引入强制披露，着眼过程和方法

如前文介绍，联交所的ESG指引现属初次引入强制披露要求。简单回顾ESG指引的修订历程：2012年发布时，ESG事宜均属“建议披露”；2015年首次修订时，ESG部分事项提升为“不遵守就解释”；本轮二次修订中，除将ESG全部事项提升为“不遵守就解释”外，新增强制披露事项。现强制披露的事项是ESG相关的管治架构、汇报原则和汇报范围，有关内容主要反映发行人对环境和社会事宜的管治过程和汇报方法。



ESG强制披露事项中，“汇报范围”指报告的内容所涉及的企业实体或业务，具体可就各范畴或层面分别选定和说明，限于篇幅，此处不作展开，下面将就“管治架构”和“汇报原则”两项的披露要求作进一步解释。

（一）管治架构需显现“董事会参与”

强制披露ESG相关的管治架构，是对上市规则附录《企业管治报告》项下已有强制披露要求的补充。ESG指引中，管治架构特指董事会针对ESG事宜的治理机制，需以董事会的名义作出声明，强调董事会在ESG方面的领导和“负全责”的角色。与新的披露要求相配套，联交所除更新环境、社会及管治汇报指南《如何编备环境、社会及管治报告》（简称“ESG汇报指南”）外，于2019年3月专门发布全新的董事会及董事指南《在ESG方面的领导角色和问责性》（简称“ESG董事指南”），可见其对董事会层面管治的重视。

1、董事会声明的要素

具体而言，在ESG报告中，需由董事会就ESG管治的三项要素作出声明：

- （1）董事会对ESG事宜的监管，主要指发行人的相关宏观战略和组织架构。

- （2）董事会的ESG管理方针及策略，包括当期就ESG的重要事宜（包括对发行人业务的风险）进行评估、排序和管理的过程，以及相应的短中期策略重点。

- （3）董事会就ESG相关目标检讨实现进度。

2、董事会声明的形式

根据《有关环境、社会及管治（ESG）报告的常问问题》第7问项下的官方回应，董事会的ESG声明可以采取独立声明的呈现方式，也可以在ESG报告的不同部分披露，亦即只要足够清晰明显，让读者能了解董事会的ESG管治情况即可。换言之，上述ESG管治架构内容，可单列一部分集中陈述，也可穿插在其他部分中适时披露，例如：在解释如何应用重要性原则时披露董事会的ESG重要性评估；在披露环境范畴或社会范畴事宜的过程中体现董事会管治要素；在企业管治报告部分，在“董事会辖下委员会”项下披露ESG委员会的具体情况，在“风险管理及内部监控”项下披露董事会对ESG风险的管理。

3、对上市申请人的要求

除了已在香港上市的发行人以外，拟在香港上市的企业亦须留意联交所于2020年7月更新的首次公开招股指引

信HKEX-GL86-16（简称“指引信”），其中特别强调首次公开招股申请人的董事会须在上市过程中确保建立所需的企业管治以及环境、社会及管治机制，并在招股章程中额外披露，以促进可持续发展、良好企业管治及多元化。指引信章节E“业务”3.2和3.7(a)及(b)更特别指出上市申请人：1) 应在招股章程中陈述其合规文化；及2) 建立机制，使其可预早符合联交所的企业管治以及环境、社会及管治要求。另外，联交所亦预期上市申请人的董事参与制定有关机制及相关政策。因此，联交所建议上市申请人尽快委任董事（包括独立非执行董事），让他们可参与制定必要的企业管治及环境、社会及管治机制及政策。

（二）汇报原则需着意应用

ESG指引规定了重要性、量化、平衡和一致性四项汇报原则，现强制披露重要性、量化和一致性三项原则在汇报中的应用。其中，强制披露“重要性”原则的应用，对ESG管治过程提出实质性要求，下面作进一步解释。

重要性原则指对投资者及其他利益相关方产生重要影响的ESG事宜均应作出汇报。现发行人还需说明其如何遵循重要性原则进行汇报，相关内容包括：1) ESG重要事宜的识别过程及选择准则；2) 如已进行“持份者参与”活动，披露重要持份者的描述以及持份者参与的过程及结果。所谓持份者参与，亦即征求利益相关方的意见；3) 针对新ESG指引中环境范畴和社会范畴“不遵守就解释”事宜，若某一层面或KPI对发行人的业务及经营不重要，发行人可以“不重要”为理由不披露并加以解释，指出基于自身业务及经营性质判断有关数据并不重要，而非故意不披露相关信息，此举也体现了对重要性原则的应用。

1、“重要性评估”必行

强制披露的核心内容，是发行人如何厘定ESG重要事宜，亦即“重要性评估”的程序。系统性的重要性评估，原为业界优良实践，现已视为必经环节。发行人已进行重要性评估的，需完善步骤，例如从识别相关议题、优先排列到厘定重要议题，并披露执行细节；未进行正式的重要性评估的，重要性评估需提上日程。

关于待评估的议题，发行人可对照所有“不遵守就解释”事宜——当然也可以参考其他更严格的报告标准并采纳同业常规议题，筛去不相关事宜，逐一进行内部和外部重要性评估。内部重要性，指对业务的影响；外部重要性，则指对投资者以外利益相关方的重要性。对于内部重要性，

一般由企业交其高级管理人员及相关要员自行作出评估。对于外部重要性，ESG汇报指南推荐通过持份者参与活动进行评估。

2、推荐“持份者参与”

重要性评估的“持份者参与”，不同于“董事会参与”，并非强制，属识别重要事宜的推荐性工具。同时，持份者参与可能已是公司日常运营的一部分，不少香港企业往年在其ESG报告中也主动披露了含ESG议题的持份者参与活动。新ESG指引明确，如采用持份者参与，应披露重要持份者、持份者参与的过程及结果。

持份者或利益相关方，是对企业有所影响或依赖的群体或个体，例如股东、投资者、客户（包括潜在客户）、供应商、业务伙伴、雇员、政府及监管机构、非政府组织及游说团体、地方社区、竞争对手、同业、专家等。其中对企业有高度影响和依赖的为重要持份者，企业可只针对重要持份者进行持份者参与。

持份者参与，或说向利益相关方征求意见，有效可行的形式灵活多样，不一定要举办大型的现场活动，既可以召开全员大会、代表大会或个别面谈，组织工作坊、圆桌会议或专题小组讨论，也可以进行电话访问、书面咨询、网上问卷调查等，企业甚至可在日常与客户（包括潜在客户）、供应商、员工等的接触中收集到利益相关方意见。

结语

不难看出，联交所为建设企业良治和市场信心，通过新ESG指引的强制披露要求，力推“董事会参与”和“持份者参与”。2019年底，联交所发布的《有关2018年发行人披露环境、社会及管治常规情况的报告》已表明此番动因和动向，该次抽查除审阅ESG报告必备内容外，特别关注重要性评估披露和汇报的整体方法，所形成的意见和建议也着重于董事会参与和重要性评估方面。

对内地企业而言，ESG管理和汇报整体上未达到联交所向国际最佳实践看齐的标准。内地企业的ESG报告更多是公关宣传，采编标准和形式较为随意，未满足重要性、量化、平衡和一致性的汇报原则。现就强制披露的事项，在香港上市的内地企业，为免届时难为无米之炊，自2020年7月1日以后起算的财年之初，需及早着手收集报告素材，或搭建缺失的基建、采取必要的行动，继而形成内容与形式兼备的ESG报告。

联交所ESG报告新规下， 企业应如何对环境范畴事项进行报告

王建学 罗艾 潘发奎 黄月圆



王建学
合伙人 | 金融证券部



罗艾
合伙人 | 合规业务部

近年来，随着环境相关的政策及监管要求日益严格，环境风险给企业带来的不仅是企业社会责任层面或声誉影响，更有可能直接对公司的财务状况带来不利影响。同时，随着环保意识的兴起以及监管力度的加大，企业对环境议题的态度越来越影响到投资者对其发展潜能的评价，环境议题也与企业的发展越来越息息相关。

在此趋势下，投资人对企业在环境范畴的风险识别及管理情况日益关注。明晟ESG指数评级、道琼斯可持续发展指数及富时罗素（FTSE Russell）可持续发展评级指数等对企业ESG情况进行评级的指数也影响着越来越多投资者的投资决策。ESG即环境（Environment）、社会（Social）及管治（Governance），它是与企业可持续发展相关的三个主要方面，是投资者在进行投资分析和决策时主要考虑的非财务因素。ESG推动企业从单一追求自身利益最大化到追求社会价值最大化。数据证明，ESG表现良好的公司，运营和财务表现同样出色，这样的企业能够预测和管理目前以及未来的经济、环境、社会机会和风险，关注质量创新、生产力创新，重视环境保护、节能减排，降低运营成本，创造竞争优势以及长期价值。

为了指引在港上市或拟上市公司（以下简称“报告人”或“发行人”）对ESG风险作更规范、恰当的披露，2019年12月18日，香港联合交易所有限公司（以下简称“联交所”）在《有关检讨〈环境、社会及管治报告指引〉及相关〈上市规则〉条文的咨询总结》（以下简称“《咨询总结》”）中刊发了新的ESG报告要求。新要求将适用于自2020年7月1日或之后开始的财政年度。

我们对2019版《环境、社会及管治报告指引》（以下简称“《ESG报告指引》”）、《咨询总结》、2020年3月刊的《如何编备环境、社会及管治报告》（以下简称“《指南》”）及其附件等文件进行了整理，就报告人在环境范畴应披露事项、报告编备应注意的事项建议如下：

一、了解新规对环境范畴报告事项的调整

有关环境范畴的各项披露事项，早在2015年12月联交所对《ESG报告指引》的修订中，就已被提升至“不遵守就解释”层面。在2015版《ESG报告指引》基础上，2019版《ESG报告指引》在环境范畴报告事项主要进行了如下调整：

- 新增报告人分别披露直接（范围1）及间接（范围2）温室气体排放量要求¹；
- 新增报告人描述在减少排放量、减少废弃物产生、提升能源使用效益、提升用水效益方面设定的目标的要求；
- 新增报告人描述在减少排放量、减少废弃物产生、提升能源使用效益、提升用水效益方面为达到预设目标而采取的步骤的要求；
- 新增对气候变化层面的披露要求，包括如何识别、应对重大气候议题对报告人产生的影响等。

2019版《ESG报告指引》的调整，将会使在港上市或拟上市公司承担更高的披露责任。例如，关于对新增的气候变化层面的报告，报告人可能是首次收集相关数据，因此建立相关系统需要花费更多的时间，所需做的准备工作也相应增多。

二、结合报告人自身情况、所在地理位置编制ESG报告

（一）编制ESG报告应“因人而异”

虽然《ESG报告指引》对如何阐述报告进行了基础的指引，但联交所也在其发布的各项文件中进一步地鼓励报告人依据自身情况编制ESG报告：

1、报告可参考企业所在行业或业界有关的准则

由于各行业或业界有关的报告准则系针对该行业作出，对披露该行业特定ESG相关风险的指引更符合企业实际情况，联交所在《ESG报告指引》第8条鼓励企业在满足该指引要求的基础上参考与自身情况更贴合的行业报告准则。

例子：

- 某牧业公司2019企业年度ESG报告在依据联交所《ESG报告指引》编备的同时，参考了《可持续发展报告标准》（GRI）及其与该公司相关的行业补充指引：
“编写依据——报告编制根据香港联合交易所《环境、社会及管治报告指引》，同时参考全球报告倡议组织GRI《可持续发展报告标准》及其食品加工行业补充指引要求的披露指标”。

2、报告的范围应根据企业的业务及情况自行厘定

在确认报告的范围，即界定纳入汇报范围的附属公司或业务方面，《ESG报告指引》并没有对报告人如何界定“应当纳入ESG报告范围”的附属公司或业务设定标准，企业应按其本身的业务情况，自行厘定适合用于界定其汇报范围的准则，包括但不限于：

- 与年报范围一致；
- 财务门槛，如占报告人集团总收入某个百分比或以上的附属公司或业务；
- 风险水平，如加入一些非报告人集团主要业务但超出某个风险水平的业务。

《指南》亦进一步明确，报告人在一定情况下可就不同层面或条文规定而采纳不同范围，并对有关资料进行披露。

¹ 依据《环境关键绩效指标汇报指引》，范围1为直接产生的温室气体，主要包括报告人燃烧燃料以及冰箱与空调设备可能释放的温室气体；范围2为能源类间接温室气体，主要包括电力或煤气的生产过程产生的温室气体。

例子：

- 某大型矿业企业的2019年ESG报告在厘定其报告范围时，明确其“报告披露内容即数据范围与公司年度报告一致，部分数据有特别说明”，结合该企业2019年年报，该企业报表的合并范围以控制权为基础确定。与此同时，在确定温室气体排放数据披露范围上，报告人以主要业务为准则，明确其只包含旗下控股或全资的矿山及冶炼类企业，未包括酒店、物业公司、建设公司以及总部等单位的办公楼。

3、环境关键绩效指标是否披露、披露深度应视企业自身情况而定

在确认环境范畴报告范围方面，《ESG报告指引》指出，除其所载的“不遵守就解释”事宜外，联交所鼓励报告人对其认为对环境有重大影响，或对利益相关人员有重大影响的环境相关事宜进行披露，并在《有关2018年发行人披露环境、社会及管治常规情况的报告》明确鼓励企业善用“不遵守就解释”原则对不重要的条文不进行披露。

进一步地，《指南》针对不同行业在各层面的重要性列出表格以供报告人参考，并指出报告人应当结合自身情况决定披露的深度和范围。

例子：

- 某装潢公司2020年ESG报告在报告制成品所用包装材料的总量这一关键绩效指标上，该公司结合该公司主要业务为“提供多种室内装潢解决方案”，做出了“包装材料对本集团的营运而言并不重要，因为本集团并不生产任何包装材料。因此，未有披露相关数据”的解释。

4、报告方式尽量与企业所在的行业相关或与其业务相关

在报告的方式上，联交所鼓励报告人采取与行业相关或与其业务相关的报告方式。如在汇报有害、无害废弃物方面，《环境关键绩效指标汇报指引》提出，报告人在可行的情况下，应按“其行业相关的废弃物分类方式汇报有害、无害废弃物，例如建筑废料、厨余、电子废物、一般办公室废物等”。

例子：

- 某大型矿业公司2019年度ESG报告依据其行业相关的方式将一般固体废弃物（无害废物）区分为尾矿、废石及生活垃圾分类汇报。

（二）编制ESG报告应“因地制宜”

联交所在《指南》中亦明确指出，报告人应视乎其业务地理位置而参考其他资料对环境范畴关键绩效指标进行收集、计算及汇报，具体如下：

1、有关废气、危险废物等定义应结合业务所在国的规定进行调整

《ESG报告指引》明确废气包括“氮氧化物、硫氧化物及其他受国家法律及规例规管的污染物”，将业务所在国家的规管的污染物纳入汇报范围。

例子：

- 某投资公司2019年ESG报告在对其排放废气排放物方面，在《ESG报告指引》明确要求披露的氮氧化物及硫氧化物外，结合其旗下火电业务所在的中华人民共和国的《火电厂大气污染物排放标准》(GB13223-2011)，对受管制的烟尘进行了汇报。

同时，《环境关键绩效指标汇报指引》指出其关注的有害废弃物包括“被当地法例视为有害”的废弃物，明确有害废弃物应参考报告人营运所在地区的相关国家法规中订明有关“有害废弃物”的定义。

2、间接温室气体系数应参考所在国家/地区的参数

《环境关键绩效指标汇报指引》明确指出在香港以外地区营运的报告人应适用所在国家/地区的相关排放系数。《有关环境社会及管治（ESG）报告的常见问题》提供了部分其他国家业务排放的计算方法。

例子：

- 某大型房地产企业2019年ESG报告在计算其间接排放（范围2）的温室气体总量时，依据排放地的不同采用了不同的排放因数：
“中国内地电网的温室气体排放因素及中国香港特别行政区电网排放因素参考香港联交所《环境绩效指标汇报指引》，澳大利亚电网排放因数参考澳大利亚国家环境与能源局《Australia Government National Greenhouse Accounts Factors Australian National Greenhouse Accounts 2019》，美国电网排放因素参考（其）国家环境保护署《EGRID Summary Table 2018》，其余海外国家电网排放因素参考国际能源署于2019年发布的《CO Emissions from Fuel Combustion》”。

3、有关耗水量的报告应结合其所在地区水资源匮乏程度作出

《环境关键绩效指标汇报指引》指出，由于在水资源匮乏的地地区的附属公司或业务对耗水量的变动可能更敏感，因而在可行的前提下，报告人应该特别地提供处于水资源匮乏地区的附属公司或业务的耗水量的数据。

二、善用“不遵守就解释”披露原则

由于《ESG报告指引》涉及到广泛的环境、社会及管治事项，且报告人的业务、所处地理位置各有不同，《ESG报告指引》并未设立“适合所有公司的划一方法”，“不遵守就解释”并非强制披露规则。在审慎地考虑自身经营规模和复杂性，以及所面对风险和挑战的性质后，报告人可以偏离《ESG报告指引》，并在ESG报告中解释为何未就有关条文要求的事项进行汇报。

联交所在《有关2018年发行人披露环境、社会及管治常规情况的报告》明确表态，如“不遵守就解释”的部分条文对报告而言欠缺重要性，则报告人可如实说明，“解释”并非退而求其次的选择。”相反地，如报告人对“不遵守就解释”的所有条文均采“遵守”的方式进行收集、披露，则有可能被认为“逐项对照了事”，可能意味着报告人未就自身的情况进行妥善考虑，在ESG风险的识别、管理上存在一定的缺失。

在解释为何未就有关条文进行汇报时，报告人可采“不重要”、“保密限制”、“法律禁止披露”、“没有相关资料”等作为理由不进行汇报。进一步地，《指南》要求报告人应对该理由进行释明：

- 不重要——解释为何认为相关资料不重要;
- 保密限制——具体描述该保密限制;
- 法律禁止披露——具体描述相关的法律;
- 没有相关资料——就为何没有相关资料以及后续为取得相关资料将采取的具体行动及时间表进行说明。

例子：

- 某装潢行业公司的2020年ESG报告，在其未披露其总耗水量这一关键绩效指标上，做出“由于主要业务活动的用水量由客户/物业提供而没有提供予本集团，故未有披露用水量”解释。

结合报告人主要业务为“提供多种室内装潢解决方案”，项目可大致分为毛坯房装潢、重装、还原、设计等，其业务开展的地点主要为在客户控制下的房屋、物业，客观上无法掌握用水量数据，从而对未持有该资料的原因进行了有效地解释。

结语

在港上市或拟上市公司应依照2019版《ESG报告指引》来编写报告，以满足联交所的信息披露要求。在编写报告的过程中，适当借助专业机构的意见来对ESG报告的内容进行筹划，将会起到事半功倍的效果，也更能让投资者了解企业在ESG等方面的着力。

我们理解，企业遵守上市规则要求编制ESG报告披露企业在环境议题相关事宜固然重要，与此同时也不应该轻视在环境议题事项上的管治及思考。因此，只有对自身环境范畴风险或机遇的识别、管理情况进行充分审视，企业才能真正地避免环境相关风险对自身的负面影响，抓住发展机会，进而实现公司发展与环境保护的共赢的局面。

亚太地区反垄断合规怎么做？香港特别行政区竞争法与中国内地反垄断法面面观

宁宣凤 柴志峰 宋雪影



宁宣凤
合伙人 | 合规业务部



柴志峰
合伙人 | 合规业务部

合规是企业行稳致远的前提，亦是企业提高国际竞争力的坚实保障。随着合规意识的不断提升，越来越多的企业在推进自身国际化发展的同时，也逐步着手推行全球一体化或亚太一体化合规体系。香港特别行政区和中国内地无疑是两个重要的司法辖区。

本文将简要介绍以下几个问题：香港特别行政区竞争法与中国内地反垄断法之异同；两个司法辖区的竞争法/反垄断法具体规制哪些损害竞争的行为；两个司法辖区的竞争法/反垄断法执法机构如何开展调查与执法、违反竞争法/反垄断法的后果以及相应的合规提示。希望本文能为企业在亚太地区的反垄断合规体系建设提供有益参考。

一、香港特别行政区竞争法体系概览

香港特别行政区的首个跨行业实体竞争法《竞争条例》（“《条例》”）于**2012年6月**颁布，并于**2015年12月14日**开始全面实施。《条例》主要包括三项“竞争守则”，旨在禁止损害在香港特别行政区的竞争的行為：

竞争守则	内容	适用范围
第一行为守则	禁止反竞争的协议	第一行为守则与第二行为守则适用于香港特别行政区的所有行业。
第二行为守则	禁止业务实体滥用市场权势	
合并守则	禁止反竞争的合并与收购安排	目前，合并守则仅适用于涉及香港特别行政区《电讯条例》（第106章）下传送者牌照持有人的合并。

竞争事务委员会（“**竞委会**”）是香港特别行政区主要的竞争事务当局，负责执行《条例》，并通过向竞争事务审裁处（“**审裁处**”）提起法律程序展开执法工作。因此，审裁处及其他法庭的判决亦是香港特别行政区竞争法的一个重要来源。

竞委会就其如何诠释及执行《条例》的各项条文提供了一系列详细指引¹和政策文件²等，为企业合规提供了实操建议和进一步指导。

二、第一行为守则：禁止反竞争的协议

内容上，第一行为守则禁止市场参与者（无论是否为竞争对手）订立妨碍、限制或扭曲在香港特别行政区的竞争的安排（包括协议、决定、经协调做法，下文统称为“协议”）。这与《中华人民共和国反垄断法》（“《**反垄断法**》”）所规制的垄断协议大体相同。

¹ 包括《第一行为守则指引》、《第二行为守则指引》、《合并守则指引》、《投诉指引》、《调查指引》、《申请指引》、《其他指引》等。

² 包括《执法政策》、《宽待政策》、《合作政策》、《建议罚款的政策》等。

形式上,第一行为守则与《反垄断法》对反竞争协议的分类角度有所不同。第一行为守则根据竞争损害的严重程度,将具体行为分为固定价格、瓜分市场、限制产量、串通招投标等“严重反竞争行为”³和其他反竞争行为。严重反竞争行为和其他行为均可能包含横向和纵向垄断协议。而《反垄断法》则从参与者之间是否存在竞争关系的角度出发,将具体行为分为横向垄断协议和纵向垄断协议。

《条例》	《反垄断法》
严重反竞争行为 • 订定价格 “订定、维持、调高或控制货品或服务的供应价格”； • 瓜分市场 “为生产或供应货品或服务而编配销售、地域、顾客或市场”； • 限制产量 “订定、维持、控制、防止、限制或消除货品或服务的生产或供应”； • 围标。即，串通招投标。 其他反竞争行为	横向垄断协议 • 固定或者变更商品价格 • 限制商品的生产数量或者销售数量 • 分割销售市场或者原材料采购市场 • 限制购买新技术、新设备或者限制开发新技术、新产品 • 联合抵制交易 • 国务院反垄断执法机构认定的其他垄断协议 纵向垄断协议 • 固定向第三人转售商品的价格 • 限定向第三人转售商品的最低价格 • 国务院反垄断执法机构认定的其他垄断协议
评析	

- **固定价格、瓜分市场、限制产量**

在《条例》与《反垄断法》下,固定价格、瓜分市场、限制产量均是严重损害竞争的行为。同时,竞委会在其发布的《第一行为守则指引》中明确,可推定严重反竞争行为违法,且该类行为实际上不大可能适用提升经济效率等一般豁免。这也与中国内地反垄断法实践中对该类行为的执法态度一致。
- **串通招投标**

《条例》明确将串通招投标认定为严重反竞争行为。

《反垄断法》并未明确将串通招投标列举在横向垄断协议中。值得关注的是,上海市市场监督管理局(“上海市场监管局”)于2019年12月26日发布的《上海市经营者反垄断合规指引》(《合规指引》)首次明确将“串通招投标”单独列举,并行于“固定商品价格”等其他典型的横向垄断协议行为,为上海经营者反垄断合规提供了一定的指引。
- **联合抵制交易**

《条例》没有将“联合抵制交易”明确列举在“严重反竞争行为”中。然而竞委会在《第一行为守则指引》中明确,当一组有竞争关系的业务实体通过集体杯葛(即,联合抵制交易)来排挤现有或潜在的竞争对手时,将会被竞委会视为《条例》中“订定、维持、控制、防止、限制或消除货品或服务的生产或供应”的严重反竞争行为⁴。《反垄断法》则明确将“联合抵制交易”和“限制商品的生产数量或者销售数量”分别列举在横向垄断协议中。
- **固定转售价格、限制最低转售价格**

《条例》在定义“严重反竞争行为”时没有明确列出固定向第三人转售的价格或限制最低价格这类行为。然而竞委会在《第一行为守则指引》中明确提到,纵向价格限制,例如“操控转售价格”(resale price maintenance,简称“RPM”,指供应商订定分销商转售有关产品时需要遵守的固定或最低转售价格)⁵可在某些情况下被视为严重反竞争行为。《反垄断法》则明确禁止固定转售价格或限制最低转售价格的纵向价格垄断行为。由此可见,香港特别行政区与中国内地的执法机构对纵向价格垄断均持严厉执法态度。
- **豁免**

年营业额少于2亿港元的中小企业豁免于第一行为守则中的非严重反竞争行为。

《反垄断法》下亦有对中小企业的豁免。与《条例》不同的是,《反垄断法》对中小企业豁免没有设置明确的营业额标准,亦没有适用范围的限制,即适用于所有横向垄断协议和纵向垄断协议。但是,《反垄断法》下中小企业豁免的适用标准相对严格:首先,该等协议的目的应为提高中小企业经营效率,增强中小企业竞争力;其次,中小企业还应证明所达成的协议不会严重限制相关市场的竞争,并且能够使消费者分享由此产生的利益等。

³ 详见《条例》第2条释义部分对“严重反竞争行为”的定义。

⁴ 详见《第一行为守则指引》第6.5段及脚注33。

⁵ 详见《第一行为守则指引》第6.71段。

三、第二行为守则：禁止业务实体滥用市场权势

《条例》	《反垄断法》
具有相当程度的市场权势的业务实体，不得滥用该权势从事目的或效果是妨碍、限制或扭曲在香港特别行政区的竞争的行为： • 该行为包含对竞争对手的攻击性表现；或 • 该行为包含以损害消费者的方式，限制生产、市场或技术发展。	禁止具有市场支配地位的经营者从事下列滥用市场支配地位的行为： • 不公平价格销售或购买商品 • 低于成本价格销售商品 • 拒绝交易 • 限定 / 指定交易 • 搭售商品或者附加其他不合理条件 • 差别对待 • 国务院反垄断执法机构认定的其他滥用市场支配地位的行为
评析	
《条例》没有使用《反垄断法》下“市场支配地位”（dominance）的概念，而是采用了“相当程度的市场权势”（a substantial degree of market power）这一概念。对于如何评估某业务实体是否具有相当程度的市场权势的问题，《条例》并未给出明确的答案，而是列出了一系列考量因素，包括：“业务实体的市场占有率”“业务实体作出定价及其他决定的能力”“竞争者进入有关市场的任何障碍”等因素。《条例》和《第二行为守则指引》中也没有与《反垄断法》下经营者达到一定市场份额（例如 50%）即可推定经营者具有市场支配地位相类似的规定。 尽管《条例》本身没有具体列举滥用市场权势的行为，竞委会在《第二行为守则指引》中对可能构成滥用市场权势的具体行为举例如下：掠夺性定价、搭售及捆绑销售、利润挤压行为、拒绝交易、独家交易。这些行为在《反垄断法》下同样可能构成滥用市场支配地位的行为。 • 豁免 年营业额少于 4 千万港元中小企业豁免第二行为守则。《反垄断法》则无该类针对滥用行为的豁免。	

四、合并守则：禁止反竞争的合并与收购安排

《条例》禁止具有或相当可能具有大幅减弱在香港特别行政区的竞争的效果之合并。目前，合并守则仅适用于直接或间接持有《电讯条例》（第106章）下的传送者牌照的业务实体之间进行的合并，且该等业务实体无强制申报义务。除此之外，其他行业的业务实体无义务向竞委会申请合并审批。

而《反垄断法》规定，经营者集中达到国务院规定的申报标准的，应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未申报的不得实施集中。

合并守则仅适用于电讯行业的自愿申报制度与《反垄断法》适用于全行业的强制性申报制度有所不同。

五、小结

如前文所述，《条例》与《反垄断法》实质上均规制垄断协议（包括横向和纵向垄断协议）和滥用市场支配地位或滥用相当程度的市场权势的行为。但两者在体例编排、豁免适用、以及具体行为认定标准等方面存在区别。而合并守则和《反垄断法》下的经营者集中申报制度也存在较大差异。了解这些异同将进一步加深我们对两个司法辖区所规制的损害竞争行为的认识与理解。

六、调查与执法

（一）“黎明突袭”

香港特别行政区与中国内地的竞争/反垄断执法机构均可能在未事先告知经营者的情况下，对经营者进行现场突击检查（即“黎明突袭”）。

遇到竞争/反垄断执法机构发起的“黎明突袭”时，有部分经营者可能心存侥幸，拒不配合执法机构、阻扰调查行动。然而这种拒不配合或暴力抗法行为并不会带来其所期望的结果，反而可能导致处罚加重，甚至构成刑事责任。

《条例》	《中华人民共和国反垄断法》（“《反垄断法》”）
不遵从竞争事务委员会（“竞委会”）调查权力的罚则： - 在没有合理辩解下不遵守竞委会以其调查权力所施加的规定（或禁止），即属刑事罪行，违者可被罚款最高 20 万港币及监禁 1 年； - 提供虚假或具误导性的文件或资料⁶、销毁、捏改或隐藏文件⁷、妨碍搜查⁸、披露自竞委会接获的机密资料⁹，订定为刑事罪行，违者可被罚款最高 100 万港币及监禁 2 年。	对反垄断执法机构依法实施的审查和调查，拒绝提供有关材料、信息，或者提供虚假材料、信息，或者隐匿、销毁、转移证据，或者有其他拒绝、阻碍调查行为的： - 由反垄断执法机构责令改正，对个人可以处二万元以下的罚款，对单位可以处二十万元以下的罚款； - 情节严重的，对个人处二万元以上十万元以下的罚款，对单位处二十万元以上一百万元以下的罚款； - 构成犯罪的，依法追究刑事责任。

《条例》与《反垄断法》对拒不配合执法机构的行为均设定了罚款。《条例》更是明确将“没有合理辩解下不遵守竞委会以其调查权力所施加的规定（或禁止）”、“提供虚假或具误导性的文件或资料”、“销毁、捏改或隐藏文件”等行为直接认定为犯罪行为。可见《条例》对该等行为持较为严厉的执法态度。

值得关注的是，2020年1月2日国家市场监督管理总局发布的《〈反垄断法〉修订草案（公开征求意见稿）》（“**《反垄断法征求意见稿》**”）大幅提升了对拒不配合执法行为的罚款，将单位罚款幅度提升至最高可达上一年度销售额的1%（如上一年度无销售额或销售额难以计算，反垄断执法机构也可对单位处五百万元以下罚款）；个人罚款提升至最高100万元。此外，《反垄断法征求意见稿》还特别指出，单位和个人在调查过程中不得威胁执法人员人身安全，并明确必要时公安机关应当依法协助调查。虽然《反垄断法》尚在修订阶段，但我们理解，前述规定反映了中国内地反垄断执法机构对拒不配合执法行为趋严处罚的态度，对未来的实践具有指导意义。

（二）接受承诺

《条例》与《反垄断法》均赋予了香港特别行政区与中国内地的竞争/反垄断执法机构接受承诺以终止调查的权力。

《条例》	《反垄断法》
接受承诺 提业务实体可以向竞委会作出承诺以纠正其违法行为。如果竞委会接受该承诺，则同意不展开或继续任何调查或在裁审处提起的法律程序。	- 中止调查 对反垄断执法机构调查的涉嫌垄断行为，被调查的经营者承诺在反垄断执法机构认可的期限内采取具体措施消除该行为后果的，反垄断执法机构可以决定中止调查。 - 终止调查 反垄断执法机构决定中止调查的，应当对经营者履行承诺的情况进行监督。经营者履行承诺的，反垄断执法机构可以决定终止调查。

⁶《条例》第 55 条。

⁷《条例》第 53 条。

⁸《条例》第 54 条。

⁹《条例》第 128 (3) 条。

关于可适用接受承诺制度的反竞争行为之范围,《条例》与《反垄断法》并无明确界定。值得注意的是,依据中国内地《禁止垄断协议暂行规定》第二十二规定,在固定价格、限制产量、分割市场的情况下,反垄断机构不得接受中止调查申请。由于竞委会执法案例有限,目前仅有一例根据《条例》第60条接受承诺的执法案例¹⁰,故而竞委会对前述三种严重反竞争行为是否可以适用承诺制度的执法态度尚不明朗。

七、违反《条例》的后果

(一) 罚款

《条例》	《反垄断法》
竞委会可申请罚款¹¹ 竞委会如有合理理由相信某人¹²已“违反竞争守则”或“牵涉入违反竞争守则”,可向竞争事务审裁处(“审裁处”)提出申请向该人施加罚款。	垄断协议 - 反垄断执法机构可处上一年度销售额 1% 以上 10% 以下的罚款。 - 尚未实施所达成的垄断协议的,可以处 50 万元以下的罚款。
审裁处可施加罚款¹³ 就构成单一项违反的行为而言,罚款总额不得超过有关的业务实体在该项违反发生的每一个年度于香港特别行政区所得营业额的 10%,为期最多 3 年。若违反行为持续时间超过 3 年,罚款总额不超过该业务实体在该等年度内取得最高、次高及第三高营业额的 3 个年度的营业额的 10%。	滥用市场支配地位 - 反垄断执法机构可处上一年度销售额 1% 以上 10% 以下的罚款。 违法实施集中 - 国务院反垄断执法机构可以处 50 万元以下的罚款。

评析

- 确定罚款金额及作出罚款决定的机构**

与《反垄断法》下反垄断执法机构可直接确定罚款金额并作出罚款决定不同的是,《条例》没有赋予竞委会直接作出罚款决定的权力。竞委会须向审裁处提出施加罚款的申请,并在适当阶段向审裁处建议其认为适当的款额(“**建议罚款**”),审裁处享有决定适当罚款金额的最终权力。

2020 年 4 月 29 日,审裁处针对涉及十间装修及工程承办商瓜分市场及合谋定价的案件(“**装修业案**”)作出首宗罚款裁决¹⁴。涉案的 10 家建筑工程公司均受到罚款处罚,其中的 7 家更是被顶格处罚。审裁处在最终厘定罚款数额时,基本采纳了竞委会的计算方法,并明确了所遵循的四个步骤:(1) 确定罚款基本金额;(2) 依据加重、减轻等因素作出调整;(3) 适用法定罚款上限;(4) 因合作而宽减。

2020 年 6 月 22 日,竞委会公布了《建议罚款的政策》,概述了竞委会在向审裁处建议罚款水平时,所采用的一般原则及计算方法¹⁵。这些原则和方法与审裁处在装修业案中的四步骤法基本一致。
- 罚款金额**

《条例》根据违法行为持续的时间规定了不同的罚款上限,明确最多可以处 3 个年度的营业额总和的 10%,但没有规定最低下限;而《反垄断法》下对于垄断协议和滥用市场支配地位行为的罚款则以上一年度的营业额作为计算罚款的基数,并且以 1% 作为最低比率。

¹⁰ 详见竞委会官网新闻稿:竞争事务委员会接纳网上旅行社的承诺(2020 年 5 月 13 日)。

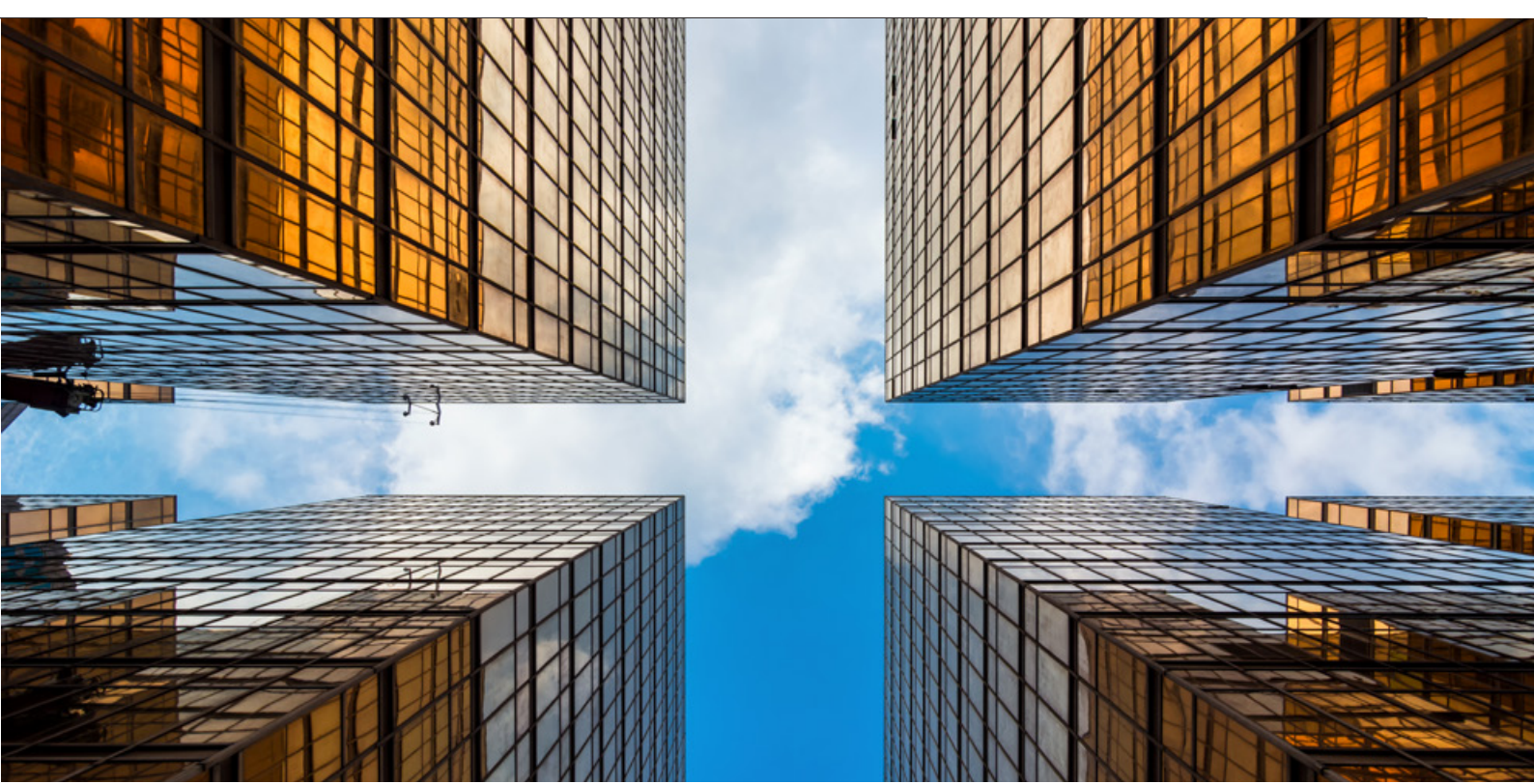
¹¹ 详见《条例》第 92 条。

¹² 根据《条例》第 2 条的释义,“人”(Person)包括业务实体及并非业务实体的个人。

¹³ 详见《条例》第 93 条。

¹⁴ 详见 CTEA2D/2017 COMPETITION COMMISSION V. W. HING CONSTRUCTION CO LTD AND OTHERS (Date of judgement: 29 April 2020)。审裁处于 2019 年 5 月就装修业案作出判决,裁定全部十家涉案公司在位于九龙观塘的公共屋村安达村第一期提供装修服务时,从事瓜分市场及合谋定价行为,违反了《条例》的第一行为守则。

¹⁵ 详见《建议罚款的政策》, https://www.compcomm.hk/sc/legislation_guidance/policy_doc/files/Policy_on_Recommended_Pecuniary_Penalties_Chi.pdf。



（二）取消资格令¹⁶：

根据《条例》第101条规定，若某人任职董事的公司已经违反竞争守则，且审裁处认为该个人作为董事的行为使其不适合关涉公司的管理，则审裁处可以取消该个人担任或继续担任公司董事、公司的清盘人或临时清盘人、公司财产的接管人或管理人等职位的资格。该取消资格令可长达5年。

值得注意的是，虽然审裁处已经公布的首两宗判决中尚未提到取消资格令，但是在竞委会近期向审裁处提起法律程序的案件中，竞委会多次对牵涉进合谋行为的公司董事申请了取消董事资格令，例如正在审理过程中的资讯科技合谋案件¹⁷、教科书销售合谋案件¹⁸等。我们将持续关注这些案件的后续进展。

我们理解，取消资格令是《条例》特有的强制执行措施，《反垄断法》下没有类似的取消资格令安排。取消资格令的适用意味着参与违反竞争守则行为的个人同样会面临法律的制裁。这在一定程度上加大了《条例》对违法行为的威慑力。

八、合规提示

《条例》自颁布至今，执法活动日益活跃。2020年4月，审裁处开出首单罚款；6月，竞委会发布《建议罚款的政策》。同时，竞委会也在一系列提请审裁处审理的案件中申请了董事资格取消令。我们理解，随着《条例》各项规定的全面适用，加之一些里程碑式的裁决和政策指引的颁布，竞委会与审裁处的竞争执法力度将会日益加强。

如前文所述，香港特别行政区竞争法与中国内地反垄断法存在着诸多差异。企业在亚太地区的反垄断合规体系建设过程中，应当密切关注香港特别行政区和中国内地竞争法/反垄断法的解释和执法进程，及时审核更新企业内部的合规手册，并定期组织竞争法/反垄断法培训，以增强员工的竞争/反垄断合规意识。需要注意的是，本系列文章仅就《条例》与《反垄断法》的异同作出了概要介绍，我们建议企业定期寻求相关竞争法/反垄断法专家的意见，以结合企业自身情况量体裁衣。

感谢实习生张贤对本文的贡献。

¹⁶ 详见《条例》第101条。

¹⁷ 详见竞委会官网新闻稿：竞争事务委员会就信息科技合谋案件入禀竞争事务审裁处并首次发出违章通知书，2020年1月22日。

¹⁸ 详见竞委会官网新闻稿：竞争事务委员会就教科书销售合谋案件入禀竞争事务审裁处，2020年3月20日。

广州知识产权法院首例涉平行进口商标侵权及不正当竞争纠纷尘埃落定

矫鸿彬 刘宇欣



矫鸿彬
合伙人 | 知识产权部

前言

2020年5月12日，广州知识产权法院在其审理的首例涉平行进口商标侵权及不正当竞争纠纷案件中认定平行进口的行为不构成商标侵权及不正当竞争。

平行进口通常指“未经知识产权权利人的同意，将国外合法生产的产品进口到国内”的行为。中国司法实践中对该行为的合法性尚无相关明确规定。在该案中，广州市南沙区人民法院及广州知识产权法院均认为，在平行进口的产品系在国外合法生产的正品的情况下，平行进口行为并不构成商标侵权及不正当竞争。两审法院的观点概述如下：



Trademark

一、一审判决

（一）商标侵权

商标的功能在于其识别功能，即区分商品或服务来源，以及质量保障功能，即商标向消费者传递的信息为使用相同商标的商品或服务具有同样质量。在平行进口的产品和国内经销的产品在标识附着情况、产品性状等方面均不存在差异，平行进口商没有改变产品的性状和与之附着的商标标识，亦没有对产品进行分拆、变造、破坏的情况下，平行进口行为未切断商品和商标权人之间的联系，商标的识别功能未被破坏。就商标的质量保障功能而言，需判断平行进口的产品与国内经销的产品是否具有同样的质量。该“具有同样质量”之检验法应为平行进口产品和国内销售产品之间的质量是否存在实质性差异，二者是否能完全相互替代。具体而言，可从二者的标识附着情况、产品性状、质量等级等要素考虑。最后，从商标权利用尽原则的适用角度看，若商品来源于商标权人，商标权人已经从“第一次”销售中实现了商标的商业价值，则不应再赋予其阻止他人进行“二次”销售的权利。

（二）不正当竞争

本案中原告主张构成不正当竞争行为的事实依据与商标侵权所依据的事实基础一致。反不正当竞争法是对其他法律规范的兜底和补充，在知识产权专门法可以适用解决纠纷时，应以其他法律为先。我国反不正当竞争法追求的目标是公共利益、经营者利益、消费者利益三者利益之间的协调和均衡，而并非某一利益的最大化。在适用上述法律时，应遵循宽容谦抑、审慎介入的理念，鼓励公平竞争，促进市场良性发展。

二、二审判决

（一）商标侵权

从保护商标权的角度来看，商标作为一种区分商业主体的标识，其为法律所认可和保护的并非标识本身，而是标识与商业主体之间唯一的、确定的指向关系。平行进口行为既未损害涉案商标的识别功能，也未损害涉案商标的质量保证功能，更未损害涉案商标的承载商誉功能。

从保障消费者利益的角度来看。商标权根本目的是建立和巩固商品与消费者的特定联系。在平行进口产品标识真实、明确、产品合法来源于商标权人，产品质量有保障的情况下，一般不会损害消费者权益，反而会因产品类型增多而丰富消费者选择，激发市场竞争活力，长远来看会使消费者获益。

从促进市场经济发展的角度来看，商标法所能给予商标权的保护，是通过打击侵权行为营造公平竞争的市场经济秩序，而不是通过赋予商标权人垄断性权利而限制自由竞争。在商标权人已经通过销售实现经济利益的前提下，平行进口对商标权人造成的损害有限，不宜在产品后续流通过程中赋予商标权人更多的垄断利益。

然而，针对一审法院关于“权利利用尽”原则的适用，广州知识产权法院特别指出，“权利利用尽”原则并未成为商标法领域的通行学术观点，尚未获得一致认可。在我国商标法及司法解释并未明确采纳“权利利用尽”原则，该原则亦未成为该领域通行学术观点的情况下，不宜直接引用该原则作为论据，论证裁判理由。

（二）不正当竞争

广州知识产权法院亦认为平行进口行为并未违反诚实信用原则及公认的商业道德。其从平行进口形成的根源、平行进口商的合理注意义务、平行进口商行为的正当性、消费者权益保护以及国内权利人利益受损情况等方面对平行进口行为进行了分析，最终认为平行进口行为不构成不正当竞争。

最后，广州知识产权法院特别强调，本案被诉侵权产品属于典型的平行进口产品，品质相同、来源正当。同时，平行进口商在本案中具备较高的注意程度，交易行为相对规范，交易过程明晰而有据，通过合同约定等方式积极避免法律风险。但是，平行进口侵权定性问题不能以个案情况一概而论。应当结合案件事实，审慎考察产品品质和来源的同一性以及行为的正当性，若存在更换、遮盖商标标识、改变产品质量或以不正当手段抢夺他人商业机会、搭便车等行为，则应严格依照商标法和反不正当竞争法的相关规定予以规制。

香港劳工法视角下用人单位的责任与关注重点

刘正富 陆如茵



刘正富 Ricky Lioe
合伙人（香港）
公司与证券部



陆如茵 Crystal Luk
合伙人（香港）
争议解决与基建部

2020年1月30日，世界卫生组织宣布新型冠状病毒疫情（COVID-19）构成国际关注的突发公共卫生事件，疫情对香港各行各业的雇主和雇员构成重大挑战。本文将从香港劳工法的视角，分析疫情之下雇主和雇员的法律上的权利、义务以及疫情造成的影响。

一、《雇员补偿条例》对雇员的保护

《雇员补偿条例》适用于所有根据雇用合约或学徒训练合约受雇的全职或兼职雇员，以及由本地雇主在香港雇用、但在香港以外地区工作时受伤的雇员。

根据《雇员补偿条例》第40条，不论雇佣合约或工作时间长短、全职或兼职工作，雇主必须为所有雇员购买有效的工伤保险单，以确保保险覆盖雇主的法律责任，否则雇主不得雇用雇员从事任何工作。如不遵从《雇员补偿条例》的规定投保，雇主可被检控，一经定罪，最高可被判罚款港币十万元及监禁两年。

但是，除个别险种另有规定外，即使雇主已为雇员购买保险，雇主也不会因此自动免除所有责任或对雇员可能提出的所有索偿免责。根据《雇员补偿条例》第32条，如果雇员因职业病导致丧失工作能力，而(i)该职业病的起因是由于雇员受雇从事的工作的性质所致¹且(ii)雇员是在紧接于其丧失工作能力之前的订明期间内的任何时间患病，雇员便有权从雇主处获得补偿。《雇员补偿条例》所涵盖的职业病及订明期间载于《雇员补偿条例》的附表二。

虽然有关人士呼吁香港特别行政区政府将新冠

肺炎纳入《雇员补偿条例》规定的职业病范畴，但劳工处已在2020年2月10日的新闻稿²中表态，由于新型冠状病毒的疫情仍在发展，有待其医学和流行病学有明确定论后才可以进行法律的修订，因此劳工处还需要更多时间来修订法律。

不过，只要该疾病被证明是“雇员在受雇工作期间因工遭遇的意外人身伤害”，雇员仍可根据《雇员补偿条例》第5条就附表2以外的疾病主张赔偿。

新冠肺炎的感染在符合以下条件的情况下构成“意外”人身伤害：

- (1) 意外与伤害(或疾病)之间必须有因果关系；
- (2) “意外”应有别于受伤(或疾病)；
- (3) 事故至少是造成伤害的原因之一。

“在受雇工作期间因工作所引致”则意味着意外由雇员受雇所做的工作及附带的事项（即其提供的服务）所导致。该条件并不要求证明意外是直接由雇佣导致的，只需要说明意外系由雇员在从事其工作或附带的事项（即便该事项不是该雇员的工作职责）导致³。这是一个关乎事实与程度的问题。根据该法律原则，只有雇员于关键时间为雇主处理业务或履行受雇于雇主的职责时的通勤才被视为受雇工作期间的通勤⁴。

需要注意的是，《雇员补偿条例》中规定的最低保险额并不是法律规定相关责任人需承担的最大责任。因此，相关责任人应审慎评估可能出现的风险，并向保险公司咨询专业意见，以决定投保金额是否应该超过《雇员补偿条例》规定的最低限额。为了尽量降低潜在损失，雇主应留意他们各自的义

¹ 值得注意的是，严重急性呼吸系统综合症（SARS）虽然被归入了“职业病”的种类，该归类仅适用于因受雇从事某些极为特定的工作以致密切并经常接触一处或多处病源的职员（见《雇员补偿条例》附表2第B11项）

² <https://sc.isd.gov.hk/TuniS/www.info.gov.hk/gia/general/202002/10/P2020021000732.htm?fontSize=1>

³ 见 *Charles R Davidson & Co v M' Robb* [1918] AC 304 at 314; 及 *R v National Insurance Commissioner, ex p Michael* [1977] 2 All ER 420, [1977] 1 WLR 109 (CA), 前述两个判例皆在 *Lau Kam Nui v Sau Kee Co Ltd* [1998] 4 HKC 612, [1999] 1 HKLRD 163 (CA) 被沿用。

⁴ 在 *Check Chor Ching v Wui Far East Ltd* [1991] HKDCLR 71 (DC); [1991] 1 HKC 296, [1991] 2 HKLR 224 (CA) 案中，雇员在完成工作后离开工作场所的通勤并未被视为受雇工作期间的通勤。相反，在 *Chow Shu Ki v Osram Prosperity Co Ltd (unreported, DCEC 1059/2000, 21 November 2001)* (DC) 案中，一位雇员在夜晚乘坐大巴离开办公室的途中遭遇致命伤害并死亡。由于法院认为有证据显示事故发生时该雇员正在前往顾客处的路上，因此法院认定，在这一关键时间，死者应属在受雇工作期间的通勤，并作出了支持其获得赔偿的判决。 还请注意，《雇员补偿条例》第5条第4款亦详细说明了在哪些情况下造成雇员伤亡的意外会被认定为雇员在受雇工作期间因工遭遇的意外。

务，并采取以下章节中论述的预防措施。

二、关于雇主义务、注意事项及可能出现问题的提示

• 采取合理措施保护雇员健康及安全的义务

根据一般的普通法规定，雇主承担采取合理措施保护员工健康及安全的义务，包括有责任提供和维持一个合理安全的工作场所。未能履行该义务的雇主可能面临潜在的侵权或违约索偿。

除普通法规定的义务外，《职业安全及健康条例》要求雇主采取尽可能合理的措施保证所有雇员工作时的安全与健康。

鉴于以上普通法和成文法规定的义务，雇主须注意，若不能提供安全的工作环境，雇主不应强迫雇员到工作地点上班。若收到投诉或请求，雇主应对工作环境的安全进行检查/评估。但是，雇员如果在无正当理由的情况下坚持拒绝重返工作岗位，则可能构成违反劳动合同。

• 支付劳动报酬的义务

我们从媒体报道中了解到，部分企业采取了无薪休假及减薪的措施。然而，即使在疫情期间，企业仍有义务根据雇佣合同和/或《雇佣条例》支付劳动报酬。一般而言，雇主还有提供工作的默示义务，而雇员也有工作的默示权利。因此，在未获得员工同意的情况下要求员工无薪休假可能构成违约。同理，除非可以证明有正当的商业运营原因，否则，未取得员工同意的单方面减薪也可能构成对雇佣合同条款的不合理变更。总而言之，在身处疫情造成的困难环境时，雇主既应平衡各种商业考量，也应注意在未经雇员同意的情况下单方面实施这些措施可能引致的索偿及法律风险。

• 要求雇员问诊

如果雇主合理地怀疑某位雇员可能感染了新冠肺炎（例如，该雇员出现了发烧和咳嗽等症状），鉴于雇主负有确保雇员健康和安全的责任，雇主可以合理地要求雇员向医生问诊。此外，如果雇佣合同允许雇主提出该要求，雇主也会获得相应的合同依据。

• 资料隐私

由于雇主有可能希望采取包括测量体温和医疗检查在内的预防措施，资料隐私亦是需要关注的问题。考虑到相关健康资料的敏感性和隐私性，雇主应向员工解

释其目的、资料接收者以及保留数据的时间。收集的资料应仅限于了解员工是否有新冠肺炎症状的信息。

雇主应遵守《个人资料（私隐）条例》规定的资料保护义务，对所有资料妥善保存，并仅在必要时使用。

三、灵活工作安排

雇主和雇员还应留意居家工作安排的相关义务。尽管属于特殊安排，居家工作仍与在办公室工作类似。雇主仍需支付工作报酬，雇员亦仍应尽可能地履行工作职责。若发现居家工作的员工在正常工作时间内不处于“工作”状态，雇主可以对玩忽职守的员工采取某种形式的纪律措施或发出警告信。但是，雇主应注意不得随意解雇雇员，因为只有特殊情况下（例如非常严重的不当行为），才可考虑立即解雇这一严重的纪律处分。

雇主应清楚地传达居家办公政策，并提供包括技术支持在内的协助，从而使居家工作更为方便高效。

四、雇员感染新冠肺炎时的注意事项

如果雇员感染(或疑似感染)新冠肺炎，雇主应采取审慎的态度，要求雇员留在家中，避免前往工作地点，以尽量减低其他雇员受感染的风险，从而履行前述提供安全工作环境的一般义务。

在雇员带薪病假期间，雇主不得解雇该雇员。否则雇主将面临根据《雇佣条例》提出的索偿、及可能根据《残疾歧视条例》提出的索偿或投诉。

五、其他注意事项

雇主应注意香港特别行政区政府实行或建议的任何隔离要求。卫生署于2020年1月30日发布通知⁵，建议从湖北省到达香港的人士自我隔离14天。自2020年2月8日起，香港特别行政区政府对所有从中国内地进入香港的入境人士实施隔离令⁶，要求其在家中为期14天的强制性隔离。

自2020年2月25日起，来自韩国的非香港居民将被禁止进入香港，同时，卫生署向在过去14天中从韩国大邱和庆尚北道返回香港的香港居民发出了隔离令⁷。从韩国其他地方返回的香港居民亦必须接受14天的医疗监察。

对于雇主与雇员而言，疫情都给他们的业务和个人健康带来许多困难。若能更全面地考虑雇主声誉及企业形象等问题，我们相信雇主与雇员定能同舟共济，共克时艰。

⁵<https://sc.isd.gov.hk/TuniS/www.info.gov.hk/gia/general/202001/30/P2020013000286.htm?fontSize=1>

⁶<https://sc.isd.gov.hk/TuniS/www.info.gov.hk/gia/general/202002/08/P2020020800671.htm?fontSize=1>

⁷<https://sc.isd.gov.hk/TuniS/www.info.gov.hk/gia/general/202002/24/P2020022400769.htm?fontSize=1>

拒绝性骚扰，深圳先行 ——解读《深圳防治性骚扰行为指南》

刘婷 潘芳



刘婷
合伙人 | 合规业务部

近期，一则名为《恪守异性相处尺度 拒绝职场“零”距离》倡议书、女乘客投诉某互联网货运平台男性司机对其骚扰等事件成为网络热门话题，大众对性骚扰相关话题持续热议。事实上，反性骚扰一直是近年来社会高度关注的话题，尤其是职场、学校和公共交通等场所的性骚扰事件频频曝光，引发广泛关注。尽管社会高度关注并对性骚扰普遍持有反对意见，但鉴于其取证难、隐蔽性高，性骚扰现象仍时有发生，且受害方担心个人隐私泄露或声誉受损、遭受打击报复等影响，往往选择沉默，这进一步增加了此类案件取证立案的难度，同时也在一定程度上默许和纵容了性骚扰者的行为。

但上述困境正在迎来改变和进步。2021年1月1日，《中华人民共和国民法典》（“《民法典》”）生效，“人格权”章节的一大亮点就是对性骚扰的特征、形式、预防、处置等做出详细的规定，并明确用人单位采取多种措施防止和制止职场性骚扰的义务。2021年1月15日，深圳市妇女联合会、教育局、公安局、人力资源和社会保障局等九部门，联合印发了《深圳市防治性骚扰行为指南》（“《行为指南》”）。该《行为指南》是我国首个指导机关、企业、学校等单位建立防治性骚扰工作机制的指导文件，在《民法典》基础上对性骚扰的界定、预防以及救济方式等提出了更细化和可操作性的指导意见，获得社会大众的广泛好评，填补了国内此前性骚扰防治方面指导政策的空白，是国内防治性骚扰领域的一大进步，体现了深圳作为社会主义先行示范区的标杆作用。

为此，我们将在下文解读《行为指南》的亮点，结合近年来性骚扰裁判案例，尝试从立法动态及裁判案例两方面总结归纳用人单位在防治和应对性骚扰的机遇和启示。

一、《行为指南》亮点解读

《行为指南》总共分成七章，分别涵盖了适用范围、性骚扰概念及定义、预防及教育机制、咨询和投诉处理、有关职能部门的职责、保密规定及免责情形，并附有《防治性骚扰制度（样本）》，内容较为详实、具体、可操作性强，具有创新性、人文性，既有“力度”又有“温度”。具体而言，《行为指南》的亮点和干货如下：

（一）明确“性骚扰”的概念、定义及范围，明晰边界和构成要件

《民法典》生效之前，我国法律法规对禁止“性骚扰”的规定主要见于《妇女权益保障法》及《女职工劳动保护特别规定》，对“性骚扰”的规定较为笼统宽泛，未提供具体明确的定义和范围。由于性骚扰的定义缺乏权威的依据，实操中常常出现案件中各方对“性骚扰”认定不一，而公众对何种行为构成性骚扰范畴也存在不同认识，性骚扰案件项下骚扰行为认定困难。

深圳此次出台的《行为指南》的一大亮点，是首次明确了“性骚扰”的定义、构成要件、具体表现形式、主要类型和不构成性骚扰的情形，正反面维度详细地列出性骚扰行为的范围和情形，包括言语、文字、图像、肢体等形式，构成要件包括“行为具有性本质的内容”“违背受害人主观意愿、不受欢迎的”及“对他人人格权的侵犯，给受害人造成了不良的心理感受或敌意、不友好的工作（学习）环境。”为今后的性骚扰行为认定提供了明确的指引。同时，《行为指南》还特别指出“条件交换型性骚扰”，即“在机关、企业、学校等单位，实施者利用权力、地位和优势实施与性有关的行为”，具有很强的现实意义，因利用职权及权力优势对下属实施性骚扰的情况属于性骚扰高发情形；而以往案例中由于受害方不敢举报或由于对此类行为是否属于性骚扰存疑，从而使此类行为难以认定为性骚扰。而这一指引内容也与《深圳经济特区性别平等促进条例》通过特区立法确定的“违背他人意愿，利用职务、雇佣或者其他便利条件，明示或者暗示使用具有性内容或者与性有关的行为、语言、文字、图像，电子信息等形式，作为录用、晋升、报酬、奖励等利益交换条件实施性骚扰”的条款一脉相承。

《行为指南》此次对性骚扰的定义和构成要件的明确，回应了现实中性骚扰案件的难点、痛点，将有效帮助社会大众识别和确认性骚扰行为，统一认识，对性骚扰者形成震慑教育作用，为用人单位在内部管理和关性骚扰防治处理的规章制度提供了重要参考，避免对某些行为是否属于性骚扰认知差异，更好落实《民法典》中防治性骚扰的雇主责任。

（二）从“事后救济”到“事前预防”：明确用人单位的预防性骚扰义务

根据我们对性骚扰受害职工主张用人单位未提供劳动保护或劳动条件而向单位提出解除劳动合同的劳动争议案件的梳理，以往司法实践中裁判机关对用人单位反性骚扰的雇主责任的审查要素仍关注在事后救济措施，较少有对用人单位已有的防止性骚扰相关的规章制度、员工培训、预防机制和公开透明度等方面进行审查。

但纵观国际立法及其他国家的实践经验，针对性骚扰行

为，不仅需要事后的司法惩治，更应注重事前防治。而本次《行为指南》开创性地提出“事前防治”的概念，专门设置预防和教育机制的章节，在用人单位落实其预防性骚扰的义务上提供了具体、可落地的指引性意见。具体而言，《行为指南》明确了机关、企业、学校等公共机构是防治性骚扰的责任主体，把防治性骚扰上升为个人、用人单位及公共机构的共同责任。在防治理念上，要求机关、企业、学校等采用多渠道的宣传教育手段，包括与时俱进地提出互联网电子化的科技手段。在防治措施的具体建议方面，《行为指南》提出企业作为用人单位要建立预防性骚扰机制，包括表明防治性骚扰的明确态度、明确性骚扰定义、设置清晰的内部投诉程序、配套相应的惩戒措施和反打击报复政策，在工作和学习场所布置上应尽量公开透明，定期开展培训、反性骚扰的专业知识，同时，注意收集证据，采取录音、录像、截屏等方式保留相关资料，必要时向有关单位或部门投诉、举报或向人民法院提起诉讼，旨在培育用人单位的防治性骚扰合规文化，增强员工自我保护的意识和专业性，使性骚扰行为在萌芽初始阶段得到制止，也对性骚扰行为司法取证难的问题提供有针对性的建议。

（三）明确性骚扰咨询、投诉等救济途径，要求保护隐私和保密

《行为指南》的另一亮点是提到相关单位要设置防治性骚扰责任部门，对性骚扰行为的咨询与投诉处理程序、注意要点、如何受理性骚扰申诉、举报等提供了明确指引和具体操作建议，包括约见、回应、调查、反馈、调解、处置、告知等具体流程规范和实践建议，并明确要求保密和保护个人隐私，避免二次伤害。

（四）明确相关职能部门的职责，有据可依，避免“投诉无门”

《行为指南》由九部门联合印发，并进一步明确了公安部门、人民法院、人力资源和社会保障局、国资委、市场监督管理局、教育部门、工会、共青团、妇联等关于防治性骚扰方面的职责，各司其职，为有效开展防治性骚扰的工作和维权救济提供了保障机制，有利于各部门联合工作、信息共享、分工合作，并引入师德“负面清单”、“性骚扰黑名单”制度等有效举措，避免出现权责不清或投诉无门的情况，让性骚扰得到最大程度和最有效率的遏制。

（五）延续《民法典》的立法精神，提倡性别平等，不区分骚扰对象性别

相对于女性受害者，现实中男性在职场中面临的骚扰也并不少见，且往往容易被忽视。在《民法典》生效前，囿于

大众的刻板印象，立法主要从保护女职工的角度出发，有关性骚扰的规定也主要见于《妇女权益保障法》及《女职工劳动保护特别规定》等规定，《民法典》突破了性骚扰的性别限制，无论男性还是女性受到性骚扰时，均可平等适用条款，“反性骚扰权”已不再被视为女性的专属权利，而《行为指南》延续《民法典》立法精神，提倡促进性别平等。

（六）建立激励机制，企业“有效采取防治性骚扰措施”可主张适当免责

《行为指南》还建立了激励机制，即机关、企业、学校等单位有责任采取必要的预防和处置措施，避免性骚扰的发生。如果有效采取以下措施防治性骚扰，视情况可以适当免责：（1）已经采取了合理的预防措施，如制定了防治性骚扰制度、作出了反性骚扰提示等，预防性骚扰的发生；（2）已经采取了合理处置措施，如迅速对任何性骚扰指控作出回应，采取适当的补救措施及时制止事件的恶化。

二、近期典型性骚扰胜诉案例：新案说法

（一）四川：首例以“性骚扰损害赔偿”案由的胜诉案例

2018年12月12日，最高人民法院发布了《关于增加民事案件案由的通知》，在第九部分“侵权责任纠纷”项下增加了“性骚扰损害赔偿纠纷”的案由，解决了以前性骚扰受害者立案难、法律适用模糊的难题。

2018年9月，一名在四川某知名社会服务中心服务的女生起诉另一名男性同事刘某，并主张刘某对其实施了性骚扰行为，反映给该中心秘书长后，并无获得任何处理结果，请求认定刘某对其实施性骚扰，并要求精神损害赔偿金及二被告对其赔礼道歉。2018年12月，原告将案由从“一般人格权纠纷”变更为“性骚扰损害责任纠纷”。2019年6月，四川省成都市武侯区人民法院做出判决，认为性骚扰是指违背对方意志，实施带有性暗示的言语动作，给对方带来身体和精神上的伤害，认定性骚扰事实成立，判令刘某向原告当面赔礼道歉，但并未支持5万元精神损害赔偿金的诉求。双方均上诉，2020年7月初，二审判决维持原判。2020年9月，四川高院驳回刘某的再审申请。

上述案件是最高人民法院将性骚扰的损害赔偿作为独立案由后首例公开报道且胜诉的案件，具有重要的里程碑和司法指导意义。

（二）东莞：根据民事证据高度盖然性原则和常理，认定存在性骚扰

2019年，东莞市第三人民法院作出（2018）粤1973民初12055号民事判决，认可了被告对原告存在性骚扰行为。

法院认为，基于对证明待证事实的证据的审查判断之结果，

并结合其他相关事实，认为待证事实的存在具有高度可能性，即存在的可能性大于不存在的可能性，即便证据无法达到确实充分的情况也应当依法对该事实予以认定。首先，法院认为根据该案中原告受害方主动报案的行为，认为如非存在猥亵事实，则原告“置自身名誉、情侣关系和社会评价不顾，且甘冒报案被追责风险，而告知家人、男朋友及报警的行为明显有违正常人的行为习惯和社会一般常理”，且被告主张原告污蔑，但没有证据证明，对此亦不能做出合理解释或者举证双方存在其他矛盾的证据。最后，作为用人单位的公司提出进行测谎鉴定，被告本可以进行测谎鉴定以证自身清白，且测谎鉴定结果如果有利于被告将可能导致公司支付经济赔偿金的后果，但被告一再拒绝进行测谎鉴定，明显有违常理。因此，结合上述常理、正常的行为逻辑及民事证据的高度盖然性原则，法院认可了本案原告有关被告对其实施性骚扰、猥亵的诉请。

该案具有一定的创新和借鉴意义，在于法院使用了民事案件证据的“高度盖然性原则”，并体现了对劳动者在性骚扰方面主张的倾斜保护和重视。

（三）广州：保护女职工权益典型案例明确雇主采取合理措施的免责情形

2019年6月18日，广州中院公布保护女职工典型案例，一则案例为兰某与某外资公司、宏某人格权纠纷案。兰某、宏某均系某外资公司的员工。2008年12月26日，某外资公司在黄埔区丰乐路的酒店举行晚会，现场照片显示，宏某有从背后勒住兰某脖颈使其贴近身体、从背后抓住兰某手臂揽住兰某的行为。兰某认为受到了屈辱，自晚会结束后未返回某外资公司上班，并于2009年1月4日向某外资公司总经理反映此事，要求宏某给予书面赔礼道歉。2009年1月7日，某外资公司在公司会议室召开了情况反映和协调会，宏某在会上道歉。兰某在诉讼中还主张，宏某在办公场所多次对其实施性骚扰行为。另，某外资公司依法成立了工会委员会，制定了《工会章程》明确规定工会委员会的基本任务包括维护女职工的特殊利益，同歧视、虐待、摧残、迫害女职工的现象作斗争，同时规定女职工委员会负责接受女职工的投诉和法律咨询。兰某入职时，已接受《工会章程》培训并加入工会。该工会委员会未曾收到兰某对宏某的投诉。

兰某认为宏某的性骚扰行为已经违反了法律并对其造成严重伤害，而某外资公司在接到投诉后扬言要将其开除亦存在严重过错，故请求某外资公司、宏某向其连带赔偿精神损害抚慰金40万元，且宏某就其性骚扰行为向兰某书面赔礼道歉。一审判决认定了宏某的行为构成性骚扰，并判决宏某向兰某书面赔礼道歉；及向兰某支付精神损害抚慰金3000元。

该案的启示意义在于，法院认为涉案的用人单位已建立适当的工作环境、制定必要的调查投诉制度预防和制止对女性员

工的性骚扰行为，且该公司在收到投诉后，也快速采取措施予以处理，故不需要对其员工实施的性骚扰侵权行为承担连带责任。

三、《行为指南》：对用人单位的启发

综合深圳首发的《行为指南》和上述胜诉案例，我们认为对今后用人单位在防治、预防和处理职场性骚扰方面有诸多启发和机遇之处。

结合《行为指南》的启示，以及我们过往处理类似案件的经验，我们对用人单位提出如下建议：

（一）按照《行为指南》的指导意见和要求，积极建立和完善防治性骚扰机制

用人单位应积极按照《行为指南》的要求和指引，尽快建立、完善内部管理和防治性骚扰的机制，具体包括：

- **完善防治性骚扰的组织架构体系，设立防治性骚扰的专门责任部门**（如人力资源、法务合规部门、纪检、工会等），组成人员性别比例可依据单位实际男女比例设置，避免投诉或举报人对异性难以启齿的情形，将责任落实到人，避免投诉无门。
- **制定防治性骚扰制度**（如专项制度、政策、指引等），明确用人单位作为企业防治性骚扰的决心、零容忍态度及承诺；明确性骚扰定义，包括界定性骚扰的范围、构成、主要情形；将职场性骚扰的定义尽可能明确、详尽地列举和规定在内部规章制度中，以确保所有员工了解和预防性骚扰；如涉及不同地区经营业务的，还需要考虑制定多语言版本的政策，便于本地及外籍员工都能充分知悉、了解相关制度的规定，并确保公司规章制度能够作为劳动仲裁委或者人民法院裁判的依据，还请注意该内部规章制度需要严格根据我国《劳动合同法》第四条履行民主和公示程序，并适时安排员工进行相关培训学习，或在入职时提供给新员工签收确认。
- **按照《行动指南》的流程要求建立内部投诉和调查程序**；所有员工明确知悉向谁投诉、如何投诉；对员工的投诉进行调查，要遵循迅速、客观、全面的原则开展调查，在程序上做到公平、公正。保护当事人的隐私，防止受害人受到再次伤害；受理性骚扰申诉、举报和处置，通过设置热线电话、专用信箱，电子邮箱等，并告知所有相关人员；按照“约见-回应-调查-反馈-调解-作出处理”的流程规范，开展有关内部的处理工作，及时

约见投诉人，了解事情经过为被投诉人提供回应机会，解释和回应其行为。对于初步判定涉嫌性骚扰的投诉，应当成立调查组，开展调查工作。调查组完成调查后，应向单位提出处理建议，并提交调查报告。应向当事人反馈调查情况，最终根据情节轻重进行处理，对确认的性骚扰事件采取及时、有效的行动：可以对受害者给予补偿，并防止此事件的再度发生；对加害人依情节轻重给予不同程度的惩戒处分，包括：赔礼道歉、调职、降职、警告、开除、上报列入黑名单等。

- **配套相应的惩戒措施**，包括赔礼道歉、调职、降职、警告、开除、列入性骚扰黑名单等，同时明确规定实施职场性骚扰者属于严重违反用人单位规章制度，可导致单方解除。
- **明确保密原则、保护个人隐私及禁止报复措施**。不因善意投诉、提供证据、举报性骚扰事件而受制裁和报复等。

（二）营造公开、透明的防范性骚扰工作环境

用人单位应当注重营造良好的工作环境，保障员工的工作正常进行。包括工作场所布置上的尽量公开透明，除非必要的部门，应当减少封闭隐私性办公和学习环境的设计与装修，以确保员工在工作场所不受性骚扰的困扰。

（三）保留相关书面文件，作为“免责情形”的适当援引和抗辩

用人单位在建立、完善防范性骚扰机制的过程中，应做好妥善的书面文件保管、书面留痕和档案留存工作，一旦员工因涉嫌性骚扰遭遇投诉或法律诉讼等，用人单位能够提出充分、真实和完整的证据，主张其已采取合理预防措施，争取适当免责和抗辩，以保护用人单位合法权益最大化。

用人单位是防止性骚扰的第一道防线，但长期以来许多用人单位在防止职场性骚扰、就业歧视等问题都缺乏明确的制度安排，甚至长期默许、纵容，在工作交往中形成一些性骚扰的“潜规则”。而深圳《行为指南》的出台，解决了长期国内防范和防治性骚扰行为在政策方面的空白，从顶层设计出发，为企业提供了具备操作性的意见，并从意识和文化上呼唤用人单位承担自己的社会责任，通过健全相关制度保护员工，杜绝利用职务便利和优势地位实施性骚扰，建立风清气正的职场环境。

我们期待在未来会有更多企业在《行为指南》的指导下，有效杜绝和防范性骚扰，也期待更多地方性甚至全国性类似政策和指引出台，为国内的反性骚扰提供更多明确指引和方向。

投资新观察：如何在澳门特别行政区设立公司

曾坚 张程程



曾坚
国际合伙人 | 公司业务部

引言：澳门特别行政区营商环境

澳门特别行政区自回归以来，经济稳步发展，社会政治环境始终比较稳定。澳门特别行政区享有自由港、单独关税区地位，且一直实行简单和低税制度政策。澳门特别行政区拥有优越的地理位置，完善的基础设施。港珠澳大桥于2018年正式通车，成为连接香港特别行政区、澳门特别行政区和珠海的大型跨海通道。轻轨系统的建设工作也已经全面展开。2019年12月，氹仔线已经正式开通运行。凭借一国两制、国际贸易自由港以及与葡语国家的天然联系，澳门特别行政区能够通过参与一带一路建设，进一步拓展自身的发展空间。同时，粤港澳大湾区合作的进一步深化，也为澳门特别行政区的发展带来了新的机遇。我们正在见证着澳门特别行政区与中国内地、香港特别行政区，以及整个泛珠三角区域的经济合作步入快速发展的新阶段。

一、澳门特别行政区主要公司类型

随着两地经济合作的不断深化，越来越多的内地企业和投资者选择在澳门特别行政区发起设立公司、合资公司、子公司、常设代表处等，在完善企业自身战略布局的同时，还能够享受到一系列的优惠政策与产业扶持政策。

在澳门特别行政区发起设立公司，最经常采用的两种公司类型分别是**有限责任公司**（LLC或“Sociedade por Quotas”）以及**股份有限公司**（JSC或“Sociedade Anónima”）。设立有限责任公司成本较低，设立程序简单，但股份转让需要登记。股份有限公司的股份转让无须登记，股东信息的保密性能够得到保证。

在注册资本以及股东人数等方面，法律对有限责任公司与股份有限公司做出了不同的要求：

	注册资本	股东人数
有限责任公司	不得少于贰万伍仟元澳门币 (MOP25,000)	有限责任公司股东人数至少为 1 人（如果股东人数仅为 1 人，公司商业名称须带有“一人有限公司”字样）
股份有限公司	不得少于壹佰万澳门币 (MOP1,000,000)	至少为 3 人

设立股份有限公司通常是用来进行某些特定的商业活动，例如房地产开发、能源（电力、水、煤气等）或受监管的活动（银行及金融、保险、电信等）。例如设立金融公司（信用机构）、投资基金管理公司、财产管理公司、风险资本公司、住所设于澳门特别行政区的保险公司等，法律均要求采用股份有限公司的公司形式。

二、在澳门特别行政区设立公司的主要步骤

在澳门特别行政区设立公司的各项手续包括：

- (1) 申请商业名称可予登记证明书；
- (2) 签订公司设立公证书/契约；
- (3) 在商业及动产登记局进行法人商业企业主的登记；
- (4) 在财政局提交M1格式税表申报开业。

本地及外国的个人或机构拟在澳门特别行政区设立公司，所遵循的法律或行政程序是相同的。

对于开展受监管业务的某些类别的公司，例如金融公司（信用机构）、投资基金管理公司、财产管理公司、风险资本公司、住所设于澳门特别行政区的保险公司等，还须在澳门特别行政区金融管理局进行特别登记之后方可开业。

澳门特别行政区公司也有设立公司秘书的传统。公司秘书服务通常包括以下内容：组织股东及董事会议并处理会议记录及其相关文件；提供注册地址；办理公司撤销注册；办理招牌本地及海外员工；员工入职或离职申报；职业税申报；社会保障基金缴纳等人事服务。

三、在澳门特别行政区设立公司的意义

澳门特别行政区营商环境优势：澳门特别行政区政治稳定、社会和谐，具备税种简单、税率低平、资金进出自由等优越营商环境。在澳门特别行政区投资营商手续简便。

企业可考虑在澳门特别行政区设立后勤服务基地和地域办事处，以取得税务豁免优惠。

通过澳门特别行政区进入国际市场：澳门特别行政区与葡语国家联系紧密，中葡商贸合作服务平台的作用日益得到多方认同和肯定。同时，澳门特别行政区作为全球最开放的贸易和投资经济体之一，与120多个国家和地区建立了稳定的经贸关系，是30个国际经济组织的成员，国际市场网络广泛。越来越多的内地企业将澳门特别行政区视为进入国际市场的理想切入点和融资平台。

澳门特别行政区金融产业发展前景：为了支持澳门特别行政区进一步发展，中央出台了一系列对澳门特别行政区金融产业的扶持政策。广东省也将按照中央的规划部署，与澳门特别行政区一起深化粤港澳大湾区金融建设及合作，尤其是配合澳门特别行政区建立以人民币计价结算的证券市场。澳门特别行政区金融产业的发展不断提速，未来将成为澳门特别行政区新的经济增长点。

珠海横琴政策：2020年澳门特别行政区新特首的首份施政报告中提到，要将澳门特别行政区“一国两制”和国际贸易自由港等优势与珠海横琴的资源 and 空间等优势结合起来，全力推进横琴设立粤澳深度合作区，并将澳门特别行政区自由港的部分政策措施延伸至横琴。我们有理由相信，未来的横琴将会不断扩大开放，形成与国际接轨的营商环境，为企业通过澳门特别行政区、横琴“走出去”开辟更为广阔的空间。

同时，澳门企业也能够通过横琴进入内地开展经营活动。2020年4月，横琴发放了首张港澳建筑企业进入内地经营许可证，中国建筑工程（澳门）有限公司正式获得珠海市横琴新区工商行政管理局核发的营业执照。该公司计划以澳门市场为主体业务，向外拓展粤港澳大湾区市场。越来越多的港澳企业将目光投向粤港澳大湾区的市场，澳门的优势地位也将进一步凸显。

大湾区航空业的最新动态

黄海思 Adam Smart



黄海思 Ashley Wong
合伙人（香港）| 银行与融资部

2019新型冠状病毒肺炎（以下简称“**新冠病毒**”）的爆发对全球航空业产生了重大的影响。全球各大航空公司都被迫缩减了他们的航班服务。据国际航空运输协会（“**国际航空运输协会**”）预测，2020年度的全球航班运量将会按年大跌48%¹。在世界各国取消他们现时的隔离和旅行限制之前，我们仍难以预计新冠病毒对航空业造成的整体影响。不过，航空业是一个有韧性的行业，过往也曾在成功克服9/11恐怖袭击、非典和2008/09金融危机带来的挑战后迎来蓬勃的发展。

虽然我们很难预测整个航空业需要多久才能从这次的危机中恢复过来，但粤港澳大湾区（“**大湾区**”）的航空业很可能会在内地逐步恢复国内市场的带动下，抢先走出这次危机。另外，中国人民银行会同内地的银行、证券和外汇监管机构在2020年4月公布了多项新措施（“**2020年意见**”），为航空业适应新的经济/全球环境和开拓大湾区新机遇提供了巨大的潜力。本文将围绕航空业这一焦点，简要概括2019年2月18日发布的《粤港澳大湾区发展规划纲要》（“**规划纲要**”），重点介绍大湾区自《规划纲要》发布以来取得的一些发展，并找出2020年意见带来的全新机遇。

一、以航空为背景简要概括大湾区和《规划纲要》²

大湾区包括香港特别行政区、澳门特别行政区和广东省的广州市、深圳市、珠海市、佛山市、惠州市、东莞市、中山市、江门市和肇庆市。截至2018年底，大湾区的总人口大约为7116万³。作为中国开放程度最高、经济活力最强的区域之一⁴，大湾区在2018年的国内生产总值和人均国内生产总值分别达到16,419.7亿美元和23,075美元，在国家发展大局中具有重要战略地位。

《规划纲要》由中国相关中央政府部门会同广东省、香港特别行政区和澳门特别行政区政府共同编制。《规划纲要》绘制了大湾区的经济发展计划，包括建造国际创新科技中心、加快基础设施建设互联互通、推进生态保育和共建粤港澳合作发展平台的愿景。作为这些发展目标的一部分，《规划纲要》绘制了在大湾区建设国际航空枢纽的愿景。

《规划纲要》也绘制了大湾区各大主要城市的发展目标，其中一些就聚焦于大湾区的航空业发展：香港特别行政区应将自身定位为国际金融中心、国际航空枢纽和亚太区国

¹ 参考文献: <https://www.iata.org/en/pressroom/pr/2020-04-14-01/>。

² 参考文献: <https://www.kwm.com/en/hk/knowledge/downloads/law-and-practice-in-the-greater-bay-area-ii-20190920>。

³ 参考文献: <https://research.hktdc.com/en/article/MzYzMDE5NzQ5>。

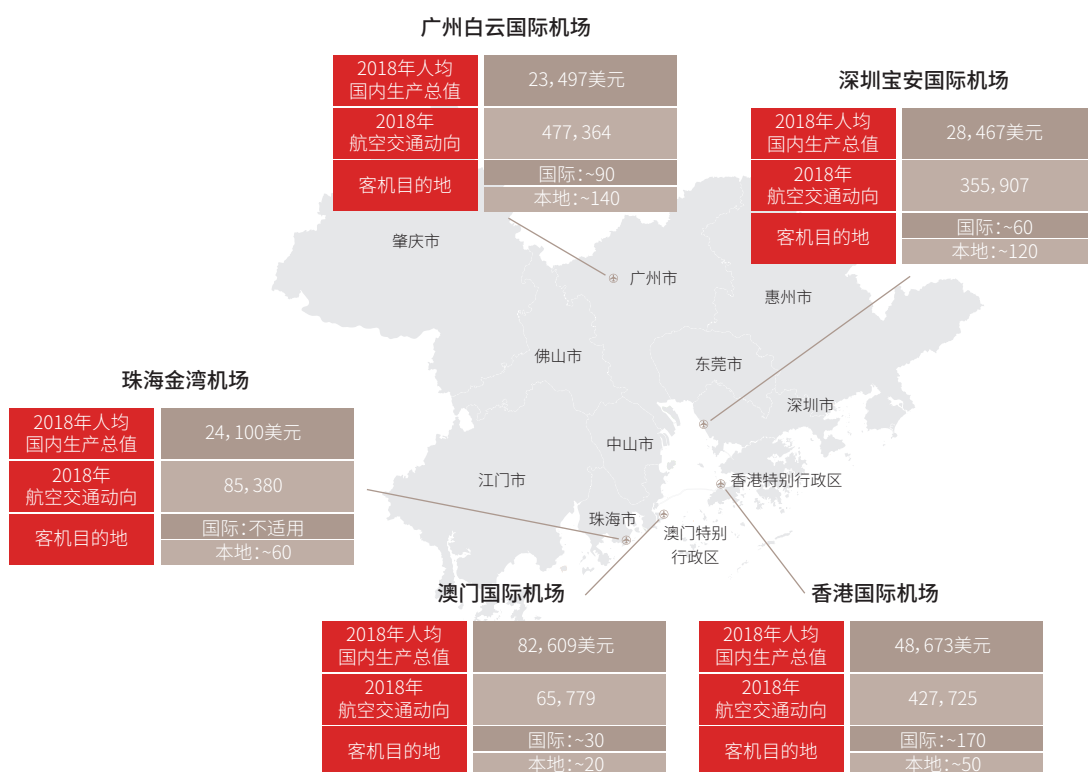
⁴ 参考文献: <https://research.hktdc.com/en/article/MzYzMDE5NzQ5>。



际法律及争议解决服务中心；深圳应将自身定位为全国性经济中心城市和创新创意之都；而广州应将自身定位为综合交通枢纽。

二、大湾区的航空业

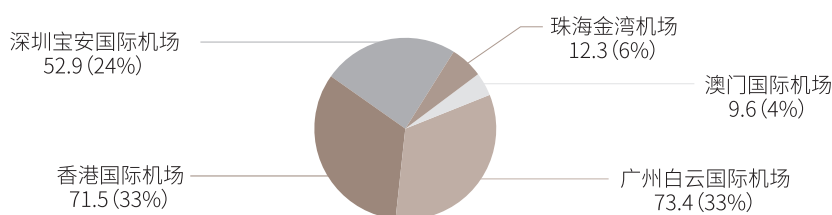
早在按照《规划纲要》谋划发展之前，大湾区已经是中国乃至整个亚太区的重要航空枢纽。大湾区共有10个民用机场，其中的香港国际机场、澳门国际机场、深圳宝安国际机场、广州白云国际机场和珠海金湾机场是区内最重要的机场（“大湾区五大机场”）。



(一) 大湾区五大机场的对比⁵

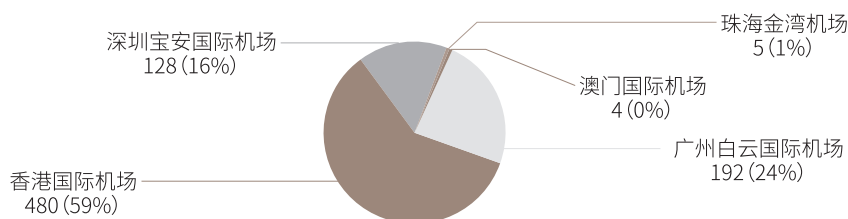
香港国际机场、广州白云国际机场和深圳宝安国际机场是大湾区五大机场中最为重要的机场，拥有显著较高的年运输量（按客运量和货物吞吐量计）。因此，香港国际机场、广州白云国际机场和深圳宝安国际机场是大湾区重点发展的机场。我们从以下数据（和上文注明的航线数量）可以看出，深圳宝安国际机场的发展相对落后于同区的另两大机场。鉴于《规划纲要》特别提出了发展深圳宝安国际机场的要求（例如，提升深圳机场国际枢纽竞争力和建设深圳通用航空产业综合示范区），深圳宝安国际机场在不久的将来拥有巨大的发展潜力。

2019年载客数量(以百万计)



资料来源:中国民用航空局2019年度数据

货物及空邮吞吐量(以一万公吨计)



资料来源:中国民用航空局2019年度数据

(二) 大湾区五大机场在全国的重要性⁶

香港国际机场、广州白云国际机场和深圳宝安国际机场在整个中国航空业（包括客运和货运领域）具有举足轻重的地位。香港国际机场、广州白云国际机场和深圳宝安国际机场接待乘客人数大约占全国前十大机场接待乘客人数的33%，处理货物总量大约占全国前十大机场处理货运总量的51%。随着新冠病毒危机结束后国内市场的逐步复苏，我们可以预见大湾区机场（尤其是广州白云国际机场和深圳宝安国际机场）的恢复速度将会快于亚太区内与之相竞争的其他机场。

(三) 大湾区五大机场规划中的建设⁷

除了深圳宝安国际机场和广州白云国际机场都在近期完成了客运大楼的扩建之外，大湾区五大机场中的每个机场都采取了各种重大措施，计划未来几年在《规划纲要》的鼓励下扩建他们的基础设施。

⁵ 参考文献: http://www.caac.gov.cn/XXGK/XXGK/TJSJ/202003/t20200309_201358.html; https://www.aacm.gov.mo/news_traffic.php?pageid=86&lg=eng; <https://www.hongkongairport.com/en/the-airport/hkia-at-a-glance/fact-figures.page>。

⁶ 参考文献: http://www.caac.gov.cn/XXGK/XXGK/TJSJ/202003/t20200309_201358.html。

⁷ 参考文献: 香港国际机场 - <https://www.threerunwaysystem.com/en/overview/project-overview/>; 澳门国际机场 - <https://www.macao-airport.com/en/media-centre/news/news/23932>; 深圳宝安国际机场 - <http://www.szairport.com/szairport/gsxw/202003/2478408b80c94af0bd51b88f43fd63ef.shtml>; 广州白云国际机场 - https://www.gbiac.net/byairport-web/menu/index?urlKey=airport-basic-facts_en; 珠海金湾机场 - http://www.caacnews.com.cn/1/5/201911/t20191129_1286621.html。

机场	计划
香港国际机场	增加跑道数量，由现时的两条增至三条
澳门国际机场	建造客运大楼南翼延伸
深圳宝安国际机场	增加跑道数量，由现时的两条增至三条
广州白云国际机场	增加跑道数量，由现时的三条增至五条；以及建造第三座客运大楼
珠海金湾机场	建造第二座客运大楼

这些基础设施的建设将会推动大湾区相关行业（包括地勤服务、物流、空中管制、飞机保养和机组人员培训设施）的发展⁸。另外，由于大湾区机场（尤其是香港国际机场）旨在建成为智能机场，科技公司也可能会扮演重要角色⁹。考虑到需要在最大程度上减少乘客和乘客之间、及乘客和乘务人员之间的接触，新冠病毒危机很可能推动机场技术取得超常规的飞速进步。

三、自《规划纲要》公布以来取得的发展

（一）拓展内地和香港特别行政区之间的多式联运代号共享服务¹⁰

正如上文重点介绍的，《规划纲要》聚焦的其中一项重点就是构建大湾区现代化综合交通运输体系，包括建设世界一流的机场群。《规划纲要》第五章也提出确保大湾区内部不同运输模式的顺畅衔接和提升客运和货运服务的标准，力争将大湾区任何两大主要城市间的出行时间缩减至1小时或1小时以内。大湾区的各大城市已经致力于落实《规划纲要》在这方面的规划。其中一个例子就是拓展了运输公司在内地、澳门特别行政区和香港特别行政区的“多式联运代号共享”。

多式联运代号共享计划允许搭乘飞机的乘客使用同一张飞机票搭乘其他模式的交通运输工具（如，跨境巴士或高速轮渡），帮助旅客更方便快捷地作出出行安排，鼓励乘客在大湾区使用多种形式的公共交通工具。

在《规划纲要》出台之前，指定航空公司只获准运营空运-陆路的多式联运服务，同时跨境巴士只能在香港特别行政区和深圳两地运营。但是，在《规划纲要》发布后，指定航空公司现已获准与通往内地所有城市的各类陆路运输工具（包括铁路服务、客运车辆和长途汽车）的承运商订立代号共享安排。另外，航空公司获准订立空运-海运多式联运代号共享安排。内地和香港特别行政区之间现已增设香港国际机场通往大湾区城市（包括澳门特别行政区、福永、虎门、九洲、莲花山、南沙、蛇口和中山）的海上交通选项。这一安排包括在深圳蛇口邮轮码头、珠海九洲港和广州莲花山港设置机场登记设施，允许机场乘客在抵达香港国际机场后直接前往中转离境大厅。

此外，大湾区出台了多项简化跨境规则的措施，同时也在港珠澳大桥香港口岸和西九龙高铁站设置了香港国际机场登记设施。现在香港特别行政区和大湾区其他地区之间也允许提供跨境直升机服务。

多式联运代号共享服务的拓展让那些在香港国际机场运营的航空公司能够提供衔接大湾区其他目的地的无缝对接式空运-陆路和空运-海运交通运输服务，进一步巩固了香港特别行政区在大湾区内的国际航空枢纽地位。考虑到2019年度大湾区乘客（除香港特别行政区乘客以外）的人数还不足一家以香港特别行政区为基地的大型航空公司乘客人数的10%，香港特别行政区的航空公司还有着巨大的发展潜力。大湾区内更为完善的交通运输体系也将自然而然地为香港国际机场和其他大湾区机场（尤其是广州白云国际机场和深圳宝安国际机场）带来发展其他与航空/交通运输相关业务的契机。若空客公司的计划取得成果，大湾区甚至可以提供直升机呼叫和电动无人驾驶飞机服务¹¹。

⁸ 参考文献: <https://www.info.gov.hk/gia/general/201907/30/P2019073000632.htm>。

⁹ 参考文献: https://www.thb.gov.hk/eng/blog/index_id_10.htm。

¹⁰ 参考文献: <https://www.info.gov.hk/gia/general/201802/01/P2018020100693.htm?fontSize=1> <https://www.info.gov.hk/gia/general/201902/19/P2019021900578.htm?fontSize=1>。

¹¹ 参考文献: <https://asiatimes.com/2019/09/airbus-eyes-hail-a-copter-service-for-greater-bay/>。

（二）出台144小时过境免签政策¹²

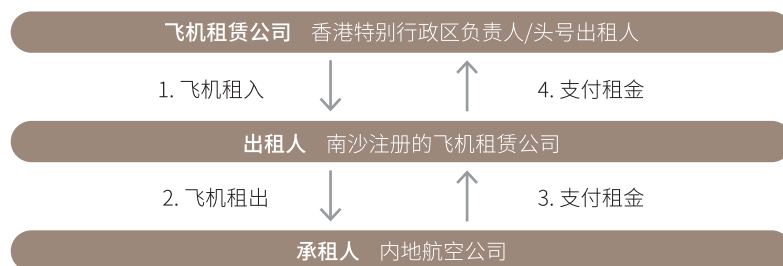
为了鼓励大湾区旅游业发展，推动广州白云国际机场和深圳宝安国际机场建设成为国际航空枢纽，自2019年5月起，来自53个国家的外国旅客（包括欧盟各国、英国、澳大利亚和美国旅客）不需要签证就可以在深圳、广州或广东其他城市中转停留144个小时。

为此，旅客需持有效的国际旅行证件和前往第三国家或地区的联程机票。根据这一政策，香港特别行政区和澳门特别行政区被视为相对内地而言的第三地区。旅客需要经由广州白云国际机场、揭阳潮汕国际机场或深圳宝安国际机场进入大湾区。这一政策更方便旅客在大湾区机场转机，旅客无需签证即可在大湾区观光。

从基地位于广州白云国际机场和深圳宝安国际机场的航空公司（包括中国南方航空公司和深圳航空公司）角度，这一政策有机会提升他们的市场份额，让他们接待更多在广州白云国际机场和深圳宝安国际机场转机的宝贵的国际过境乘客。考虑到大多数的国际航班目前都属点到点性质或限于内地境内的国际-国内转机，除香港国际机场的国泰航空公司以外，大湾区的航空公司和机场目前对这一市场的开发力度尚显不足。广州白云国际机场和深圳宝安国际机场基础设施的扩建增加了航空接待运能，能够满足过境乘客人数增长的需求。

（三）南沙自贸区和香港特别行政区飞机租赁¹³

《规划纲要》的另一项重点是开发中国广东自由贸易试验区（“广东自贸区”）。广州南沙自由贸易试验区（“南沙自贸区”）是广东自贸区的三大新区之一。《规划纲要》旨在南沙自贸区发展金融服务，包括金融科技、航空融资和航空租赁。《规划纲要》还支持香港特别行政区和南沙自贸区紧密合作，希望把南沙自贸区建成为内地的门户。



市场参与方已经开始通过香港特别行政区（所有人层面）和南沙自贸区（出租人层面）设计他们与内地航空公司（作为承租人）的交易架构，而这一架构与内地其他自贸区的转租赁架构类似。通过使用香港特别行政区+南沙自贸区的跨境租赁架构开展交易，航空租赁公司既能够受益于进入香港特别行政区国际金融市场的便利，也能享受专门适用于合格飞机出租人的优惠税务制度。香港特别行政区的专门税务制度针对合格飞机出租商和合格飞机租赁管理商规定了8.25%的优惠税率（即，现时利得税税率16.5%的一半）。合格飞机出租商将要按其税基（总租金减去可抵扣费用（但不含折旧））的20%缴纳利得税，因此净税率仅为1.65%（即，20% x 8.25%）。另外，内地和香港特别行政区之间的双重课税协定规定了较低的预提税税率（5%），使得香港特别行政区成为对内地承租人适用最低预提税税率的管辖区，紧随其后的是新加坡和爱尔兰（两者都适用6%的预提税）¹⁴。

¹² 参考文献: http://gdga.gd.gov.cn/xxgk/zcjd/wjjd/content/post_2286867.html ; <https://www.chinadiscovery.com/shenzhen-tours/shenzhen-144-hour-twoov.html>.

¹³ 参考文献: http://nansha.guangdong.chinadaily.com.cn/2019-07/05/c_386186.htm; <http://www.chinadaily.com.cn/a/201904/01/WS5ca1d166a3104842260b3bd6.html>.

¹⁴ 参考文献: https://www.ird.gov.hk/eng/tax/bus_ala.htm; <http://www.hkala.com.hk/docs/Event%20Presentations%20-%20Taxation%20workshop.pdf> (see slide 7); <https://www.kwm.com/en/cn/knowledge/insights/hk-s-proposed-dedicated-tax-regime-for-offshore-aircraft-leasing-20170306>.

南沙自贸区公司还可以享受南沙自贸区的优惠进口关税和报关政策。迄今为止，过去五年内已有超过120架商用飞机在南沙自贸区落地，当中包括中国南方航空公司运营的飞机¹⁵。若按南沙自贸区内成立的租赁公司计，南沙自贸区融资租赁公司的数目已由2015年初的30家左右一跃攀升至2019年的2,100多家，当中包括天合国际融资租赁有限公司和南方国际租赁有限公司。许多国有企业也都在南沙自贸区设立了融资租赁业务经营机构¹⁶。

作为将大湾区建设成为航空枢纽计划的一部分，预计南沙自贸区/香港特别行政区将会进一步成为进入内地进行航空交易的主要租赁架构之一（尤其是对基地位于大湾区的航空公司而言）。

（四）关于金融支持大湾区的2020年意见¹⁷

2020年4月，中国人民银行会同内地银行、证券和外汇监管机构在2020年意见中宣布了多项鼓励大湾区发展的新措施。2020年意见的其中一项主要原则，是鼓励内地、香港特别行政区和澳门特别行政区之间的金融合作，以及提升香港特别行政区作为国际金融中心的地位¹⁸。

此外，2020年意见鼓励大湾区跨境贷款的开展，包括从内地银行向香港特别行政区和澳门特别行政区的实体提供的跨境贷款，以及从香港特别行政区和澳门特别行政区银行在内地的分行向大湾区的实体提供的跨境贷款。2020年意见还建议增加对其他非银行跨境业务的支持，包括金融租赁公司。

2020年意见一旦实施，将进一步加强大湾区内的金融合作。从航空租赁的角度看，如果贷款成本降低，或者大湾区管理当局提供进一步的金融或税收优惠，南沙自贸区/香港特别行政区租赁结构的优势可能会更大。

（五）相关产业在大湾区的发展

据报道，2018年中国的维护、修理和大修（“维护、修理和大修”）市场为1,286.8亿元人民币，2010年至2018年间的复合年增长率为9.32%¹⁹。随着大湾区航空业的发展，尤其是大湾区对飞机的需求不断增加，以支持日益增长的空中交通，飞机维护、修理和大修业务有着巨大的市场。

这方面的一个例子是由中国南方航空、香港和记黄埔(中国)有限公司和华南国际飞机工程(香港)有限公司共同拥有的广州飞机维修工程有限公司(“广州飞机维修工程”)正在大湾区投资和建造由一个部件维修中心和一个复合材料中心组成的第三个机库。该第三个机库的建造预计将于2021年完工，位于广州白云国际机场附近，可同时容纳六架宽体飞机和五架窄体飞机进行大修。广州飞机维修工程位于广州的新部件维修中心和复合材料中心预计将于2022年投入使用。

预计在可预见的将来，更多的维护、修理和大修运营商将在大湾区内开业，或者现有的维护、修理和大修运营商将在大湾区内扩张。鉴于《规划纲要》的目标之一是将大湾区发展成为一个技术和创新中心，这一扩展可能还涉及到扩增实景及虚拟现实技术的更多使用，包括飞机的培训和可能的远程维护和检查²⁰。因此，飞机维护、修理和大修和技术公司都可以在这一领域的扩展中发挥作用。

除了飞机维护、修理和大修服务，大湾区还可以发展其他航空业相关服务，包括地勤服务、机场基础设施、飞行员培训、机场管理培训和航空业务管理培训等，以创建航空业供应链的一体化发展。

感谢马峰、颜琼、陈嘉慧和黄天亮对本文所做的贡献。

¹⁵ 参考文献: http://subsites.chinadaily.com.cn/guangzhou/nansha/2019-08/23/c_398934.htm。

¹⁶ 参考文献: http://nansha.guangdong.chinadaily.com.cn/2019-01/02/c_312574.htm。

¹⁷ 参考文献: http://www.cnbayarea.org.cn/policy/policy%20release/policies/content/post_258474.html。

¹⁸ 参考文献: <https://kwm.com/en/hk/knowledge/downloads/new-plans-to-support-gba-unveiled-20200608>。

¹⁹ 参考文献: <http://global.chinadaily.com.cn/a/201906/17/WS5d06f2eba3103dbf143288e6.html>。

²⁰ 参考文献: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2351978918300222>。

© 2021 金杜律师事务所
金杜律师事务所指金杜律师事务所联盟的各成员所。
各成员所独立提供法律服务。如需了解更多信息，请访问 kwm.com。

金杜律师事务所被广泛认为是全球最具创新力的律所之一，能够提供与众不同的商业化思维和客户体验。金杜拥有2700多名律师，分布于全球 29个城市，借助统一的全球平台，协助客户了解当地的挑战，应对地域性复杂形势，提供具有竞争优势的商业解决方案。

作为总部位于亚洲的国际领先律师事务所，我们为客户发掘和开启机遇，协助客户在亚洲市场释放全部潜能。凭借卓越的专业知识和在核心市场的广泛网络，我们致力于让亚洲走向世界，让世界联通亚洲。

我们始终以伙伴的合作模式为客户提供服务，不止步于满足客户所需，更关注实现客户目标的方式。我们不断突破已取得的成就，在重塑法律市场的同时，打造超越客户预期的律师事务所。

金杜法律研究院是由金杜律师事务所和金杜公益基金会联合发起成立的非营利性研究机构。自设立以来，一直致力于打造具有国际影响力的中国特色新型智库，依托于金杜律师事务所过往二十多年来服务国家经济建设 and 法治建设过程中所积累的丰富执业经验和专业洞见，对企业“走出去”战略中面临的重要问题进行分析研究，以提供具有建设性和实操性的政策建议和咨询意见。



金杜研究院
KWM_China