

NEWSLETTER 中伦e简报 深度观察



中倫律師事務所
ZHONG LUN LAW FIRM

中国外商投资法规政策的变化趋势及落地情况 001 /

钱和股权可以得兼 012 /
——科创板特别表决权(AB股)制度探析

从并购后争议解决案例 018 /
看并购赔偿条款设计要点

互联网贷款导流： 026 /
业务模式与监管合规

未来已来？ 033 /
——价格算法合谋或成为反垄断执法焦点

中国外商投资法规政策的变化趋势及落地情况 ——对《外商投资法》的解读

作者：乔资营、王冉、于三雅



image by andrew-gook-unsplash

《中华人民共和国外商投资法》（“《外商投资法》”）作为我国外商投资领域的基础性法律，从草案出台到正式通过历时不足3个月，如此之短，这在我国以往的立法中实属罕见。立足于中国对外商投资法规的内部变革需求以及中美经贸磋商的外部环境的大背景下，可以看到本次出台的《外商投资法》相较于此前的外商投资领域的三部主要法律（即《中华人民共和国中外合资经营企业法》、《中华人民共和国中外合作经营企业法》和《中华人民共和国外资企业法》，以下合称“三资企业法”）有很多根本性的变化。此外，《外商投资法》与2015年出台但最终未获通过的《中华人民共和国外国投资法（草案征求意见稿）》（“《外国投资法（草案）》”）相比，从定位、方向到具体内容也有诸多不同。

本文旨在结合中美经贸磋商中美方关注的要点，分析《外商投资法》较之前三资企业法在这些方面的主要调整，同时，也对《外国投资法（草案）》在相应方面的规定进行简要概括，以期更完整和全面地展现我国外商投资领域法律法规在这些方面的变化。在此基础上，通过与《外国投资法（草案）》的简要对比分析《外商投资法》实施细则的监管趋势，并对外商投资领域的配套法规和政策进一步梳理呈现外商投资领域法规和政策的变化趋势，通过对试点政策的初步调研展望《外商投资法》未来的具体实施和落地情况。

第一部分\ 出台背景

北京时间2018年3月23日，美国总统特朗普正式签署备忘录，根据美国301条款，指令对从中国进口的约600亿美元商品大规模加征关税，并限制中国企业对美投资并购。随后，中国商务部发布反制措施，自此，拉开了中美贸易战的序幕。几经反复，直至2018年12月初，两国最高领导人在阿根廷成功会晤，双方同意共同推进以

协调、合作、稳定为基调的中美关系，并停止加征新的关税。随即在12月底，《中华人民共和国外商投资法（草案）》（“《外商投资法（草案）》”）提请十三届全国人大常委会第七次会议审议。这是自《外国投资法（草案）》搁置三年后，首次将“三法合一”重新提上立法日程。紧跟中美90天经贸磋商的快速步伐，《外商投资法（草案）》在短短3个月内3次审议，于2019年3月15日在第十三届全国人民代表大会第二次会议上正式表决通过，将于2020年1月1日正式施行。内容上，

《外商投资法》对于中美经贸磋商中美方关注的要点都有所回应和体现。

第二部分\ 《外商投资法》的重大变化

本次中美经贸磋商中美方关注的要点主要集中在技术转让、知识产权、平等待遇、监管透明度以及中央和地方政策的一致性等方面。在这些重要方面,《外商投资法》相较于三资企业法做出了重大改变,与此前公布的《外国投资法(草案)》相比也有诸多不同,具体对比如下:

序号	重要方面	磋商背景	三资企业法相关规定	《外国投资法(草案)》	《外商投资法》
1	技术转让	美方认为中方存在强迫技术转让问题。	无强迫外国企业把他们的技术转让给中国企业的相关规定。	未明确提出不得利用行政手段强制转让技术。	明确说明行政机关及其工作人员不得利用行政手段强制转让技术。
2	市场准入门槛	美方认为中方在市场准入层面,在较多行业中,都有股权比例限制,在某些情况下,更要求中方控股。	规定负面清单之外领域,原则上不得实行对外资准入的限制性措施,外商投资项目和企业设立实行备案管理。 未规定对VIE架构的监管态度。	就负面清单制度有详细规定,包括具体内容、条件、申请要求、审查要素、程序和时限及处罚。 明确将VIE架构规定为外国投资的一种形式。	规定国家对外商投资实行准入前国民待遇加负面清单管理制度,明确国家对负面清单之外的外商投资,给予国民待遇。同时如果中国缔结或参加的国际条约、协定有更优惠规定的,可以按照相关规定执行。 未明确对VIE架构的监管态度。
3	服务便利、高效、监管的透明度和可预测性	美方认为中方存在酌情、不透明的行政审批程序,存在筛选和事先批准,对外国投资者	对于负面清单中的领域,三资企业法要求外国投资者按照经中国政府批准的协议/合同/章程进行	明确要为外国投资者来华投资创造稳定、透明和可预期的法律环境。	明确规定国家实行高水平投资自由化便利化政策,各级人民政府及其有关部门应当按照便利、高效、透明的原则,营造稳定、透明、可预期的投资环境。

序号	重要方面	磋商背景	三资企业法 相关规定	《外国投资法 (草案)》	《外商投资法》
		来说,其申请结果存在不可预测性。	经营管理活动/分配利益。	未强调政府应当严格履行依法作出的政策承诺和依法订立的合同等。	要求地方政府严格履行依法作出的政策承诺及订立的各类合同。因国家利益、社会公共利益需要改变的,应当严格依照法定权限和程序进行,并就损失予以补偿。
4	地方规则与国家规则协调性	美方认为实践中存在地方规则不一致,甚至有与国家规则相冲突的情况。	国务院主管部门统筹和指导外商投资企业设立的工作,各地方相关机构具体开展工作,负责本区域内外商投资企业设立及变更的备案管理工作。	国务院外国投资主管部门主管全国外国投资管理和促进工作,县级以上地方各级人民政府外国投资主管部门依法定权限负责本辖区的外国投资管理和促进工作。	明确县级以上地方人民政府可以根据法律、行政法规、地方性法规的规定,在法定权限内制定外商投资促进和便利化政策措施。 地方政府及其有关部门制定涉及外商投资的规范性文件,应当符合法律法规的规定,不得违法减损外商投资企业的合法权益或者增加其义务,不得违法设置市场准入和退出条件、违法干预或者影响外商投资企业的正常生产经营活动。
5	知识产权	美方在知识产权领域的关注点主要包括知识产权的所有权保护、赔偿条款、对技术改进权利的非市场性保护等。	三资企业法中没有明确地保护外国投资者知识产权的表述。	仅一句话表述国家依法保护外国投资者的知识产权。	明确规定国家依法保护外国投资者和外商投资企业的知识产权,保护知识产权权利人和相关权利人的合法权益。 国家鼓励基于自愿原则和商业规则开展技术合作,合作条件由投资各方遵循公平原则平等协商确定。

序号	重要方面	磋商背景	三资企业法 相关规定	《外国投资法 (草案)》	《外商投资法》
6	平等对待一视同仁	美方认为中方对待外国投资者存在差别待遇,三资企业法的规定在某些方面的要求要比《中华人民共和国公司法》的规定更为严格。	三资企业法中规定设立企业遵循“平等互利”的原则。	规定设立企业遵循“平等互利”的原则,但未明确国家支持企业发展政策对外商投资企业平等适用。 明确建立健全统一开放、竞争有序的市场体系。	强调“公平竞争的市场环境”、“遵循公平原则平等协商”外商投资企业原则上一律平等适用国家支持企业发展的各项政策。 明确在许可申请程序上、原则上有关主管部门应当按照与内资一致的条件和程序处理。 明确对负面清单以外的领域,按照内外资一致的原则实施管理。 明确国家保障外商投资企业依法平等参与标准制定工作,强化标准制定的信息公开和社会监督,国家制定的强制性标准平等适用于外商投资企业。 明确政府采购方面,对外商投资企业在我国境内生产的产品平等对待。 明确外商投资企业可以依法通过公开发行股票、公司债券等方式进行融资。 明确外国投资者在中国境内的出资、利润、资本收益、清算所得等可以以人民币或者外汇自由转出。

第三部分\ 《外商投资法》未来落地情况展望

1、相关配套法规和政策已相继出台或在制定中，相应试点工作仍处于起步阶段

在立法和政策制定层面，自2018年3月中美贸易战拉开序幕以来，就美方关注的重点领域，

我国既已在有关领域陆续出台了一系列的法规和政策加以调整(具体如下)。这些法规和政策都是外商投资领域法律体系的重要组成部分，为《外商投资法》在具体领域的落地提供支持，并与之形成有机互动，促进《外商投资法》相关规定的具体落实。

序号	重要方面	其他相关配套规定
1	市场准入门槛	2019年2月1日,《鼓励外商投资产业目录(征求意见稿)》发布,本次目录较前版扩大了鼓励范围且更多投向现代农业、先进制造、高新技术、现代服务业等领域。 2019年1月31日,国务院印发了《全面推进北京市服务业扩大开放综合试点工作方案》,对标国际先进规则,推动在服务领域实行高水平的贸易投资自由化、便利化政策,提出针对商务服务、电信、文化等6个行业的14项具体开放举措。方案制定了约180项试点任务,对产业开放、新业态发展、区域协作、体制机制改革等均作出了相关安排。 2018年7月28日,《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018年版)》开始施行,与上一版负面清单相比清单长度由63条减至48条,共在22个领域推出开放措施。
2	服务便利高效、监管的透明度和可预测性	2019年3月1日,国家市场监督管理总局修订发布的《企业登记申请文书规范》和《企业登记提交材料规范》正式实施,要求整合、优化申请材料,推进登记注册便利化,清理删减申请材料,取消无法律法规依据的证明文件等;进一步精简文书表格,减少填报事项,增强了便利性和提高了效率。 2019年1月14日,国家市场监督管理总局制发《关于制止滥用行政权力排除、限制竞争行为的规定(征求意见稿)》,共6章、31条,对管辖、滥用行政权力排除、限制竞争行为的类型、核查与调查、处理等进行了详细规定。

序号	重要方面	其他相关配套规定
3	地方规则与国家规则的协调	2019年2月12日, 国家发展和改革委员会等十五部门印发《全国投资项目在线审批监管平台投资审批管理事项统一名称清单(2018年版)》和《全国投资项目在线审批监管平台投资审批管理事项申请材料清单(2018年版)》, 明确了各项审批及其申报材料针对的项目类别及适用情形, 确定清单之外无审批申报材料规范化的原则。 2019年1月18日, 国家市场监督管理总局制发《规章制定程序规定(征求意见稿)》, 共8章、57条, 要求严格落实上位法要求, 准确反映新情况新变化; 提高制度层级, 将市场监管总局管理国家局的立法程序上升至立法层面。其中, 关于规章制定的权限, 规定没有法律或国务院的行政法规、决定、命令的依据, 规章不得设定减损公民、法人和其他组织权利或增加其义务的规范, 不得增加市场监管部门的权力或减少市场监管部门的法定职责。 2018年12月4日, 国务院办公厅下发《关于全面推行行政规范性文件合法性审核机制的指导意见》, 进一步明确规范性文件合法性审核的范围、主体、程序等, 确保所有规范性文件均经过合法性审核, 保证规范性文件合法有效, 以避免下级规范性文件违反上级规章、法规或法律的现象。
4	知识产权保护	2019年1月1日, 最高人民法院知识产权法庭开始履行法定职责。 2019年1月1日, 《关于专利等知识产权案件诉讼程序若干问题的决定》正式施行, 明确当事人对发明专利、技术秘密、计算机软件、垄断等专业技术性较强的知识产权民事案件第一审判决、裁定不服, 提起上诉的, 由最高人民法院审理。此类知识产权行政案件第一审判决、裁定不服, 提起上诉的, 由最高人民法院审理。 2018年12月5日, 国务院常务会议通过了《专利法》第四次修正案的草案, 有望2019年年内出台。 2018年11月21日, 国家发展和改革委员会等多部门联合发布《关于对知识产权(专利)领域严重失信主体开展联合惩戒的合作备忘录》, 提出联合惩戒对象为知识产权(专利)领域严重失信行为的主体实施者, 相关失信行为包括“重复专利侵权行为”、“不依法执行行为”等6种。

序号	重要方面	其他相关配套规定
5	平等对待一视同仁	2019年2月,国家市场监督管理总局发出《公平竞争审查第三方评估实施指南》,自发布之日起生效,有效期三年,(1)明确政策制定机关在开展公平竞争审查工作的“对拟出台的政策措施进行公平竞争审查”等六个阶段和环节,均可以引入第三方评估,对“存在较大争议、部门意见难以协调一致”等情形之一的,鼓励引入第三方评估;(2)强调评估成果作为政策制定机关开展公平竞争审查、评价制度实施成效、制定工作推进方案的重要参考依据。 2018年8月,配套标准化全国行政审批标准化工作组秘书处组织完成《行政许可申请与受理规范》、《行政许可审查与决定规范》、《行政许可规范化测评指南》、《行政许可满意度测评指南》和《行政许可事项分类与编码规则》国家标准征求意见稿。

实践层面,本文谨以2019年1月31日国务院印发的《全面推进北京市服务业扩大开放综合试点工作方案》(“北京试点方案”)的落地情况为例,对于外商投资性公司设立以及信息传输、

软件和信息技术服务业行业领域相关政策的落地情况进行了初步调研,以初步探析《外商投资法》在实践中的落地情况以及可能遇到的问题。总结如下:

序号	行业领域	原法规规定	北京试点方案规定	落地情况
1	外商投资性公司	申请设立投资性公司应符合下列条件:1. 外国投资者资信良好,拥有举办投资性公司所必需的经济实力,申请前一年该投资者的资产总额不低于四亿美元,且该投资者在中国境内已设立了外商投资企业,其实际缴付的注册资本的出资额超过一千万美元,或者;2. 外国投资者资	放宽外商设立投资性公司申请条件,申请前一年外国投资者资产总额降为不低于两亿美元,取消对外国投资者在中国境内已设立外商投资企业的数量要求。	根据截止本文发稿日我们电话咨询有关部门,当前实操中会实际审查的外国投资者条件(仅审查这一项条件)如下:外国投资者应当符合(1)申请前一年外国投资者资产总额为不低于两亿美元,或者(2)在中国境内已设立五个以上外商投资企业。 可以看到,实操中对于外国投资者在中国境内已设立外商投资企业的数量要求并未完全取消,而是暂时减半。

序号	行业领域	原法规规定	北京试点 方案规定	落地情况
		信良好, 拥有举办投资性公司所必需的经济实力, 该投资者在中国境内已设立了十个以上外商投资企业, 其实际缴付的注册资本的出资额超过三千万美元。 ¹		
2	信息传输、软件和信息技术服务业	外商投资电信企业, 是指外国投资者同中国投资者在中华人民共和国境内依法以中外合资经营形式, 共同投资设立的经营电信业务的企业。 经营增值电信业务(包括基础电信业务中的无线寻呼业务)的外商投资电信企业的外方投资者在企业中的出资比例, 最终不得超过50%。 电信公司: 限于中国入世承诺开放的电信业务, 增值电信业务的外资股比不超过50%(电子商务除外), 基础电信业务须由中方控股。²	在北京市服务业扩大开放综合试点示范区和示范园区, 取消存储转发类业务、国内多方通信服务业务、互联网接入服务业务(仅限为用户提供互联网接入服务)等增值电信业务外资股比限制。	根据电话咨询有关部门, 目前审批要求尚未调整, 以存储转发类业务、国内多方通信服务业务、互联网接入服务业务(仅限为用户提供互联网接入服务)为例, 上述领域目前只允许港澳入资, 其中, 国内多方通信服务业务的外方比例上限可为100%。 可以看到, 方案所要求的试点政策, 尚未实际落地。

1. 参见《商务部关于外商投资举办投资性公司的规定》(商务部令2004年第22号)。

2. 参见《外商投资电信企业管理规定》和《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018年版)》(国家发展改革委、商务部令18号)。

通过北京试点方案的落实情况可以看出,试点方案的具体要求在实操中完全有效地获得执行也许还需要一段时间。《外商投资法》作为从概括性的外商投资基础性法律,其在实践中的落地执行还需要具体的实施细则和配套规定,并需要集中清理目前与《外商投资法》不一致的法律、法规和政策,并且有关地方政府部门对于法规的理解和执行也需要一定的时间消化。尽管如此,从《外商投资法》的出台背景和立法过程来看,我们对于《外商投资法》的具体落地和执行的时间预期和有关政府部门的工作效率持乐观态度。

2、推测未来《外商投资法》实施细则的制定将会回应《外国投资法(草案)》中有所规定而未在《外商投资法》中进行规定的事项

在本次《外商投资法》的立法过程中,可以看到为了能够尽快通过,从首次公布的草案开始,《外商投资法》对《外国投资法(草案)》进行了方向性调整,即定位为外商投资领域基础性法律,不再对细节进行规定,同时暂时搁置了可能引发争议的内容。与《外国投资法(草案)》相比,(1)从条文体例上,《外国投资法(草案)》共11章、170条法规;而《外商投资法》全文仅41条,篇幅不到《外国投资法(草案)》的五分之一。(2)从具体内容上,《外国投资法(草案)》对外国投资者

和外国投资、准入管理、国家安全审查、信息报告、投资促进、投资保护、投诉协调处理、监督检查和法律责任都有专门的章节进行详细阐述,明确将VIE架构纳入监管范围;而《外商投资法》则侧重于纲领性规范,对于细节和存在争议的VIE架构等内容未加以规定。

尽管由于规定过于详细,同时加之VIE结构等相关规定对于实践影响较大引发诸多争议导致《外国投资法(草案)》搁置三年未能通过,但《外国投资法(草案)》对外商投资领域意义重大,对于《外商投资法》未能细化的具体规范和暂时留白的领域,《外国投资法(草案)》中的相关规定有重要的参考价值。以VIE架构为例,《外国投资法(草案)》在“外国投资”的定义中将VIE架构明确为外国投资的一种形式,并在《关于〈中华人民共和国外国投资法(草案征求意见稿)〉的说明》提出了三种监管方案,即申报制、申报及认定制和许可制。《外商投资法》在“外国投资”的定义中对VIE架构进行了模糊处理,但增加了“外国投资者通过法律、行政法规或者国务院规定的其他方式在中国境内投资”这一兜底情形,根据这一兜底性条款的规定,结合《外国投资法(草案)》透露出的监管意图,VIE架构未来仍有可能通过其他单行法律、国务院制定的行政法规乃至规范性文件的方式纳入“外商投资”的监管范畴。

第四部分\

结语

中美经贸关系的变化,对中国来说是一次巨大的挑战,但同样也是难得的机遇。现阶段,这一外部的变化推动了国内外商投资领域制度的深化改革。这些改革举措(更低的市场准入门槛、对知识产权的更多保护以及更平等开放的市场化模式)为中国更好的融入世界奠定了基

础。同时,我们也需要清醒的认识到,从立法的公布到切实完善和推行《外商投资法》还将面临诸多问题,如何协调现有法律体系下可能存在的一般法和特别法、全国和地方、新法和旧法的冲突,如何在持扶本土企业与兑现开放的外商投资制度中找到一个平衡点以及如何在促进国内经济发展和推动国际经济合作中谋取共赢的局面,都将是非常具有挑战性的问题,《外商投资法》的落地任重而道远。☒



乔资营
合伙人
资本市场部
北京办公室
+86 10 5957 2040
jackqiao@zhonglun.com

钱和股权可以得兼 ——科创板特别表决权 (AB股) 制度探析

作者：陈利民、许志刚、张扬、郑可欣



image by luke-stackpoole-unsplash

A股来了新物种——特别表决权。作者在查阅当前已出台的科创板配套规则文件之后，就特别表决权制度的法理基础、适用要求等内容进行研究，并且对比分析香港联交所上市规则关于不同投票权（AB股）制度相关内容及案例，总结出一些心得体会，供读者参考。

对于科创企业而言，为引入投资者、补充流动资金、推高市值等需求，难免在融资的过程中导致创始人、老股东所持股权比例被稀释，甚至导致实际控制权的旁落，引发融资担忧、发展担忧，还可能导致触犯实际控制人发生变更的上市条件。因此，如何从容地“以股权换金钱”或“钱和股权得兼”，以较低的股份数实现较高的表决权、控制权，系众多创业公司、科创企业及其创始人、老股东高度关注且急需解决的事项。

已有的主板、中小板、创业板并未明文允许（拟）上市公司设置特别表决权安排，甚至对于未上市的普通股份公司而言，是否允许设置特别表决权安排，也处于争议当中。为增强科创板的包容性，科创板规则以市值为中心，设置了多套上市标准，其中，除通用的科创板上市标准之外，还规定了具有特别表决权安排（表决权差异安排）的公司适用的科创板上市标准。

鉴于此，在查阅当前已出台的科创板配套规则文件之后，作者研究了科创板特别表决权安排的相关规定，并分析如下：

第一部分\ 特别表决权安排的法理基础

根据科创板配套规则文件，特别表决权安排，指公司在一般规定的普通股份之外，发行拥有特别表决权的股份，每一特别表决权股份拥有的表决权数量大于每一普通股份拥有的表决权数量，其他股东权利与普通股份相同的一种表决权差异安排。境外资本市场也有称为多重股权架构、不同投票权架构、AB股安排等说法，美国上市的阿里巴巴、京东等，以及香港上市的小米、美团的股权架构中均有该制度安排。

众所周知，在我国法律语境下，“同股同权”系股份公司应当遵守的定律，来源于《公司法》第一百二十六条规定：“股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有同等权利。”不少人认为，特别表决权安排的出现，似乎体现的是“同股不同权”，是对“同股同权”定律的挑战。

其实不然。仔细观察科创板规则后我们可以发现，特别表决权安排项下公司发行的是一

种在“普通股”之外的“拥有特别表决权的股份”，是一种其他种类的股份，因此属于“不同股、不同权”，非业界盛传的“同股不同权”之说法。

第二部分\ 特别表决权安排的适用要求

(一) 市值要求

设置特别表决权安排的公司申请在科创板上市的，预计市值应当不低于100亿元；或者预计市值不低于50亿元且最近一年营业收入不低于5亿元。

(二) 身份要求

持有特别表决权股份的股东应当为对公司发展或业务增长等作出重大贡献并且在公司上市前及上市后持续担任公司董事的人员，或者该等人员实际控制的持股主体。

(三) 比例要求

持有特别表决权股份的股东在公司拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份10%以上。并且，公司应当保证普通表决权比例不低于10%。

公司上市后，除同比例配股、转增股本情形

外，不得发行特别表决权股份，不得提高特别表决权比例。公司由于股份回购等原因，可能导致特别表决权比例提高的，应当同时采取将相应数量特别表决权股份转换为普通股份等措施，保证特别表决权比例不高于原有水平。

(四) 权限要求

每份特别表决权股份的表决权数量应当相同，并且不得超过每份普通股份的表决权数量的10倍。

公司股东对下列事项行使表决权时，每一特别表决权股份享有的表决权数量应当与每一普通股份的表决权数量相同：1. 对公司章程作出修改；2. 改变特别表决权股份享有的表决权数量；3. 聘请或解聘独立董事；4. 聘请或解聘为公司定期报告出具审计意见的会计师事务所；5. 合并、分立、解散或变更公司形式。

持有特别表决权的股东应按照所适用的法律及公司章程行使权利，不得滥用特别表决权，不得损害投资者的合法权益。损害投资者合法权益的，公司及持有特别表决权的股东应当改正，并依法承担对投资者的损害赔偿责任。并且，公司应当保证单独或合计持有公司10%以上已发行有表决权股份的股东有权提议召开临时股东大会、单独或合计持有公司3%以上已发行有表决权股份的股东有权提出股东大会会议



案。

(五) 程序要求

公司上市前设置特别表决权安排的,应当经出席股东大会的股东所持2/3以上的表决权通过。如上市前不设置的,上市后不得设置。

(六) 锁定要求

控股股东、实际控制人自公司股票上市之日起36个月内,不得转让或委托他人管理其直接和间接持有的上市前股份,也不得提议由公

司回购该部分股份。而且,特别表决权股份原则上不得在二级市场流通,如果持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份,或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使的,特别表决权股份立即转换为普通股份。

第三部分\ 特别表决权安排的失效转换

特别表决权股份在规定情况下会强制转换为普通股份,从而失去特别表决权的特别效力,

该等规定俗称为“日落条款”。出现下列情形之一的，特别表决权股份应当按1:1的比例转换为普通股份，且自相关情形发生时立即转换：

1. 持有特别表决权股份的股东不再符合规定的资格和最低持股要求，或者丧失相应履职能力、离任、死亡；

2. 实际持有特别表决权股份的股东失去对相关持股主体的实际控制；

3. 持有特别表决权股份的股东向他人转让所持有的特别表决权股份，或者将特别表决权股份的表决权委托他人行使；

4. 公司的控制权发生变更（发生此项情形的，公司已发行的全部特别表决权股份均应当转换为普通股份）。

值得注意的是，上述情形均以特定事件的发生作为触发机制，虽然科创板规则要求对特别表决权安排的运行期限进行披露，却未强制要求对其效力设置期限，这也意味着科创企业有可能被持有特别表决权股份的股东长期控制。

第四部分\特别表决权安排的案例简读

他山之石，可以攻玉。

香港联交所于2018年4月修订生效的《主板

上市规则》加入“容许拥有不同投票权架构的公司上市”相关内容，允许符合资格的（拟）上市公司设置不同投票权架构（AB股）安排，其中规定的“上市发行人的不同投票权股份类别赋予受益人的投票权，不得超过发行人股东大会上普通股可就任何议案表决的投票权力的10倍”“受益人所持的不同投票权股份，在股份的实益拥有权或经济利益转让予另一人，或股份所附投票权的管控（透过代表或其他方法）转让予另一人后，该等股份所附带的不同投票权即必须终止”等内容，与科创板规则关于特别表决权安排的相关内容异曲同工之处，限于篇幅，作者此处不作一一对比。

2018年度，香港联交所已经接受两家设置不同投票权架构（AB股）安排的公司上市，分别为小米集团（HK.01810）及美团点评（HK.03690），我们特此对该等案例进行简要解读，供后续科创企业申请在科创板上市设置特别表决权安排予以参考：

（一）小米集团不同投票权架构（AB股）安排

小米集团设置不同投票权架构（AB股）安排，即每股A类股份享有10票投票权，每股B类股份享有1票投票权，雷军先生及林斌先生为不同投票权受益人，共同实际拥有公司全部已发行

的A类股份,相当于公司已发行股本投票权约为81.02%。

根据香港联交所于2018年6月公告的小米集团上市文件,小米集团向雷军先生及林斌先生发行A类股份(特别表决权股份),公司A类股份为66.95亿股(表决权为66.95亿票 $\times$ 10倍=669.50亿票),B类股份为156.81亿股(表决权为156.81亿票),股份总数为223.76亿股(表决权总数为826.31亿票),因此,基于小米集团的A类股份(特别表决权股份)安排,雷军先生及林斌先生获得的表决权比例约为81.02%(如未设置特别表决权安排,则约为29.92%)。

(二) 美团点评不同投票权架构(AB股)安排

美团点评设置不同投票权架构(AB股)安排,即每股A类股份享有10票投票权,每股B类股份享有1票投票权,王兴先生、穆荣均先生及王慧文先生为不同投票权受益人,共同实际拥有公司全部已发行的A类股份,约相当于公司已发行股本投票权的60.75%。

根据香港联交所于2018年7月公告的美团点评上市文件,美团点评向王兴先生、穆荣均先生及王慧文先生发行A类股份(特别表决权股份),公司A类股份为7.36亿股(表决权为7.36亿票 $\times$ 10倍=73.60亿票),B类股份为47.56亿股

(表决权为47.56亿票),股份总数为54.92亿股(表决权总数为121.16亿票),因此,基于美团点评的A类股份(特别表决权股份)安排,王兴先生、穆荣均先生及王慧文先生获得的表决权比例约为60.75%(如未设置特别表决权安排,则约为13.40%)。

总的来说,特别表决权安排也好、不同投票权架构(AB股)安排也罢,对企业的创始人、老股东而言,是能够实现融资与控制权两不落空、“钱和股权可以得兼”的优良手段;但从另外一个角度而言,特别表决权机制运行项下,外部投资者在企业的话语权被一定程度削弱,企业实际控制人的个人意志、个人因素与企业的发展深度绑定,长期绝对控制伴随着风险的增加。因此,从企业的长远健康发展来看,对特别表决权的监督、制衡、防止权利滥用机制就显得尤为重要,投资者与企业实际控制人也将在这个问题上展开博弈。



陈利民
合伙人
资本市场部
深圳办公室
+86 755 3325 6900
chenlimin@zhonglun.com



许志刚
合伙人
资本市场部
深圳办公室
+86 755 3325 6902
xuzhigang@zhonglun.com

从并购后争议解决案例 看并购赔偿条款设计要点

作者：王维众、严静安

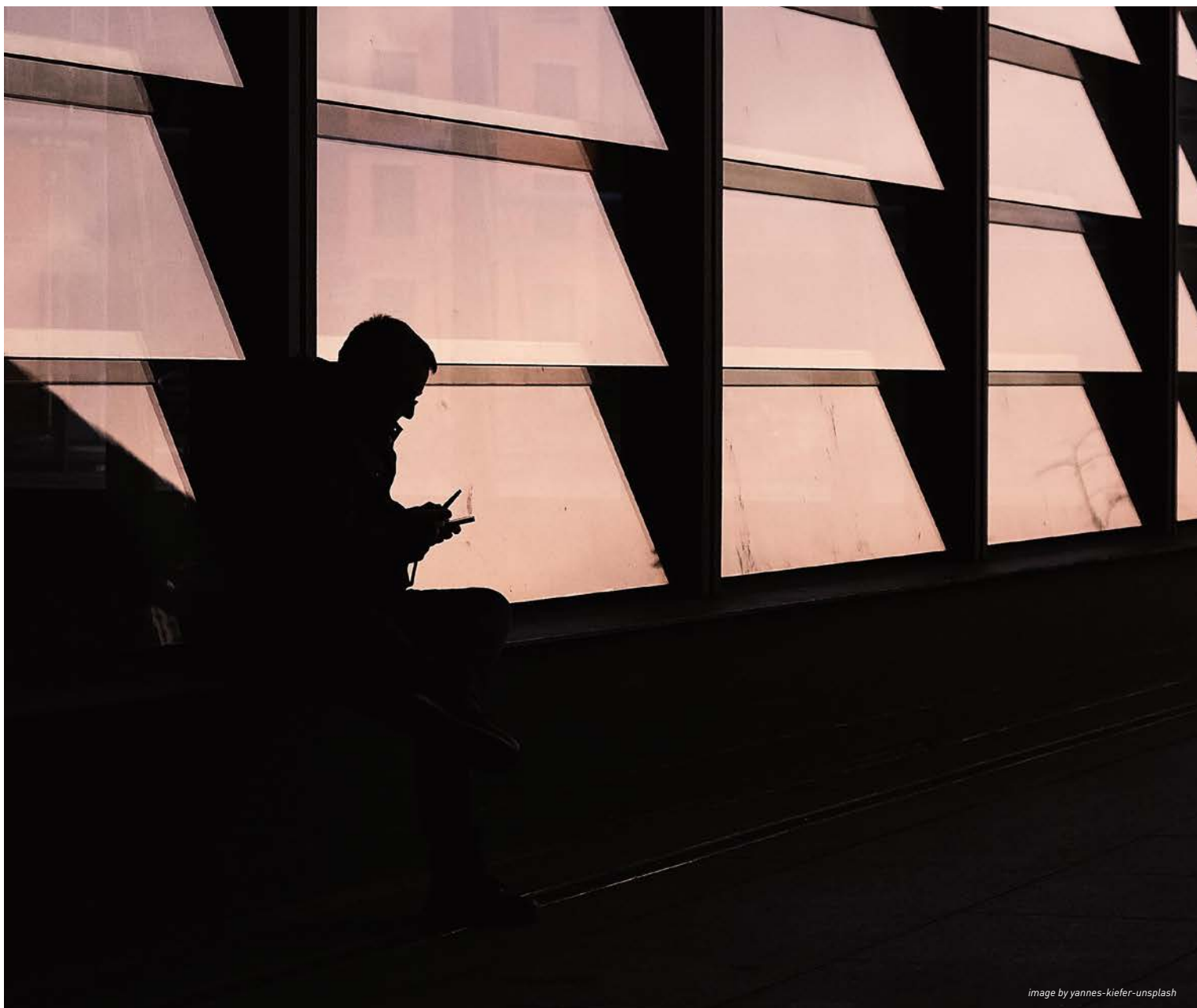


image by yannes-kiefer-unsplash

在进行股权收购交易尽职调查时，发现目标公司历史上按照低于全国标准缴纳社保、公积金的行为是最为常见的问题之一。尤其是对于设立时间较长，员工人数众多的生产型企业来讲，此类风险涉及的潜在赔偿金额较大，在交割前直接予以补缴的可行性较低，因此一般双方在尽职调查完成后，会签署赔偿条款将问题的解决后置。

但随着近几年员工维权意识的普遍增强，在交易完成后员工主张补缴社保、公积金的概率也逐渐提高，在并购交易合同中就赔偿问题进行更为仔细的约定成为迫切的课题。

笔者曾在处理完毕一起并购一年后，遇到目标公司员工要求补缴公积金，并在买卖双方之间触发赔偿义务的案例。本文将通过此案例，来分析买卖双方在起草交易合同时，就交割后赔偿条款应注意哪些事项。事实上，这些原则不仅适用于社保、公积金补缴，也适用于其他大部分的赔偿事项，例如环保、税务问题等，值得引起大家的重视。

第一部分\ 案例背景

境外A公司（“卖方”）于20XX年将其持有的西北某公司（目标公司）100%的股权转让给了境外B公司（“买方”）。在转让前的尽职调查过程中，买方已知悉目标公司从设立之日起就未曾给员工缴纳过任何住房公积金，社保则按照当地允许的最低基数缴纳。买卖双方经协商确认，股权转让价款应按照经评估的EBITDA（Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, 税息折旧及摊销前利润）的10倍计算。由于目标公司未缴纳公积金且

低于法定标准缴纳社保，参与交易的会计师对EBITDA进行了调整，并相应调低了股权转让价款。同时，买卖双方对公积金、社保在交割后可能引起的赔偿责任在股权转让协议中进行了约定。

在股权转让交割前后，员工未对历史欠缴或少缴的公积金、社保提出任何主张。但在交割后一年左右，由于经济下行，目标公司新的管理层试图降低经营成本，从而调低了员工的工资待遇，涉及奖金和加班工资的调整，导致目标公司的员工极度不满，在沟通失败后爆发员工罢工。作为罢工的诸多请求之一，几百名员工至当地公积金中心投诉，要求目标公司替其补缴从

公司成立以来未缴纳的所有公积金。目标公司有好几百名员工,从公司成立之日起算,就全体在职员工潜在的赔偿金额合计将高达上千万人民币。在得到公积金管理中心的通知后,买方依照合同约定通知卖方,已发生潜在赔偿事件,并邀请卖方参与其与政府和员工的协商沟通。在买卖双方的谈判过程中,股权转让合同的约定起到了至关重要的作用。下面我们就根据这一案例解析一下合同赔偿条款的注意要素。

第二部分\ 赔偿责任的豁免

有关补缴公积金的争议发生后,卖方第一时间就其是否可以豁免赔偿责任产生了三个疑问:

Q1:卖方在尽职调查过程中对于欠缴历史公积金的行为已经进行了充分的披露,买方在明确知晓的前提下仍决定购买公司,是否可以视为买方已同意自行承担相关风险,从而可以在已披露的范围内豁免赔偿责任?

答:根据合同自治原则,我们认为,即使买方知悉这一风险,并且仍支付了股权转让款,也不能视为其已经豁免了卖方的赔偿义务。当事方之所以产生类似的困惑,可能与侵权法下的

自负风险(Assumed Risk)原则产生了混淆。因此,卖方如果希望在披露的范围内豁免,必须与买方协商一致,并在合同内加以明确约定。另外值得一提的是,根据中国的司法实践,如果在尽职调查阶段卖方的披露存在瑕疵,或者买方未能履行审慎审查义务时,法院也可能会根据双方的过错予以分配违约责任。

Q2:在交易时,因为目标公司未缴纳住房公积金,已经对EBITDA进行了下调,并调低了股权转让价格,是否可以主张在EBITDA的调整范围内予以豁免?

答:首先需要解释一下EBITDA调整的原理。简单而言,如果目标公司常年少缴社保和公积金,会影响目标公司估值(因为目标公司过去几年产生的盈利数额是建立在少承担法定成本的基础上的)。如果收购后目标公司开始依法缴纳社保和公积金,则公司盈利数额会相应降低,因此会计师会对目标公司的现有帐目数字进行调整。因为本案中并购价款的确定是基于EBITDA的10倍,因少缴社保和公积金导致对EBITDA的下调,在放大10倍后,最终导致并购价款降低的金额超过索赔的上千万元。对于卖方而言,似乎是在交易时就已经为未缴纳社保和公积金付出了“代价”。但是,从中立的第三方角度而言,这是一个公平的处理,因为调整后的EBITDA才真

实的反映了目标公司的盈利能力和面向未来的价值,与过去事项的赔偿无关。所以,除非合同有明确约定在EBITDA调整范围内可以豁免卖方的赔偿责任,否则这类豁免请求在诉讼时也很难得到认可。

Q3: 如果因为买方原因导致了并购后赔偿请求的发生,或者导致了赔偿请求的扩大,卖方是否可以主张豁免其赔偿义务?

答:一般赔偿条款会笼统地约定,向卖方提出赔偿请求的前提是卖方在交割前的作为或者不作为导致了赔偿请求事件的发生。在本案中,就这一点双方是存在争议的。买方认为,因为卖方在交割前没有为员工缴纳公积金,才导致了员工要求补缴,卖方自然承担100%的赔偿责任。而卖方则认为,员工历史上从未主张补缴,股权转让交割时也没有提出,是因为收购完成后买方管理不善,提出了违法的用工要求,激怒了员工,导致员工罢工,员工才会提出诸多要求,牵连到了补缴历史公积金,因此买方需要承担至少部分的责任。我们认为,虽然卖方未缴纳公积金肯定是主要原因,但卖方的主张也并非完全没有道理,如果进入诉讼阶段,买方是否需要为其管理不善承担小部分责任具有不确定性,尤其是在买方经营过程中确实存在克扣员工法定工资待遇或具有其它不合法行为的情况

下。

另外,合同赔偿条款还明确约定了在赔偿请求事件发生后,买方有义务尽其最大努力协调沟通,以降低卖方需要支付的赔偿金额。回到本案中,双方也产生了巨大的理解分歧。买方认为,补缴历史欠缴的公积金属于法定义务,不存在减损的空间,因此只要其没有采取行动导致卖方需要承担高于法定标准的费用,则已履行其合同义务,而不需要积极协商。但卖方主张,补缴公积金的金额多少也存在协商空间,从当地实践来看,其他企业补缴的年限和标准都存在低于法定标准的先例,因此买方有义务积极与政府、员工协商,将补缴的金额降到最低。我们认为,合同条款的解读在遇到具体情形时可能具有一定灵活解释的空间,但卖方的主张想要得到法院的支持,需要承担很高的举证责任,例如如何证明当地政府在内部政策上允许按照低于法定标准补缴,如何证明当地其他企业的补缴标准,以及如何证明买方消极应对,未履行减损义务等,这些证据的取得难度较高,而且最终是否能够得到支持还取决于法院的自由裁量。再加上本案约定的境外争议解决方式的时间和金钱成本非常可观,如果能协商解决处理,对卖方而言更为有利。

第三部分\ 赔偿责任的时限

本案同样涉及了公积金的补缴时效问题。与社保不同,截止目前,尚没有任何法律法规明确员工向住房公积金管理中心要求企业补缴公积金存在时效问题,即原则上员工可以在任何时候提起该主张,且一旦提起,住房公积金管理中心均有权责令企业补缴。这在赔偿事项中也属于比较特殊的。一般而言,卖方对于交割前潜在风险事项的赔偿义务,不宜是无限期的,而需要设定一个赔偿时限。一般事项的赔偿时限可以是笼统的交割后1-3年,特殊的赔偿对象可以

根据法定的追诉时效来确认。例如:

1.对于未缴/少缴的税款的赔偿责任,根据《中华人民共和国税收征收管理法》第五十二条¹的规定,一般可以约定卖方的赔偿期为3年或5年,但是如果存在偷税、抗税、骗税行为的,因为税务机关可以无限期追征,买方也可要求无限期赔偿。

1.《中华人民共和国税收征收管理法》第五十二条:因税务机关的责任,致使纳税人、扣缴义务人未缴或者少缴税款的,税务机关在三年内可以要求纳税人、扣缴义务人补缴税款,但是不得加收滞纳金。因纳税人、扣缴义务人计算错误等失误,未缴或者少缴税款的,税务机关在三年内可以追征税款、滞纳金;有特殊情况的,追征期可以延长到五年。对偷税、抗税、骗税的,税务机关追征其未缴或者少缴的税款、滞纳金或者所骗取的税款,不受前款规定期限的限制。

2.对于未缴或少缴的社保,《劳动保障监察条例》第二十条²规定了2年的追溯期,如果公司在交割前已经或者在交割后将完全按照国家法定要求缴纳社保,则可以约定交割后2年的赔偿时限。但是,如果违法行为一直持续,即交割后目标公司仍然按照低于全国法定的标准来缴纳,则原则上主管部门可以责令公司补缴所有的历史欠款。当然,前述是全国性的规定,地方操作层面可能有所不同,建议提前予以确认。值得注意的是,2018年9月21日,人力资源社会保障部办公厅出台了《关于贯彻落实国务院常务会议精神切实做好稳定社保费征收工作的紧急通知》,该《通知》严禁各级人力资源社会保障部门自行组织对企业历史欠费进行集中清缴。

第四部分\ 赔偿责任的限制

关于赔偿的范围,作为并购交易的买方,可以简单地要求卖方对所有或部分债务承担赔偿责任,尤其是缴纳社保、公积金或者税款本来就是企业的法定责任。并且,为了确保赔偿责任能够切实得到履行,还可以要求卖方将或有的赔付金额在约定的期限内存放在监管帐户中,以

便在需要赔付时从监管帐户中予以扣除。

如果是并购交易的卖方,且具有一定的谈判地位,则要考虑得复杂一点。常见的,可以从以下几个方面减轻自己的赔偿责任和范围:

1.Liability Cap(赔偿额封顶):在股权转让协议中,卖方可以要求对自己在合同项下承担的全部赔偿责任设定一个上限,超过该上限一律不予赔偿。这一上限通常可以是股权转让交易价格的一定比例(如20%-100%不等)。需要注意的是,对于部分潜在赔偿责任的数额确实难以估计的(例如环境污染导致的损害赔偿),买方可以要求排除在Liability Cap的适用范围之外。

2.Seller Deductible(卖方免赔额):除了上限封顶,卖方还可以要求对一些小额的索赔不予赔偿,例如少于50万的损失不予赔偿,这样可以避免因过小的索赔金额触发双方谈判,导致不必要的交易成本。

3.关于赔偿金额的具体确定方法和范围,是双方最容易扯皮的部分,需要尽可能明确定义。例如,本案中公积金补缴的赔偿金额约定以政府部门出具的书面缴纳通知书为准,这一标准较为客观,避免了员工主张过高的问题,对买

2.《劳动保障监察条例》第二十条:违反劳动保障法律、法规或者规章的行为在2年内未被劳动保障行政部门发现,也未被举报、投诉的,劳动保障行政部门不再查处。前款规定的期限,自违反劳动保障法律、法规或者规章的行为发生之日起计算;违反劳动保障法律、法规或者规章的行为有连续或者继续状态的,自行为终了之日起计算。



方而言也非常容易举证。同时,还明确约定了买卖双方均有权聘请律师,律师费由其中一方承担。但是未约定清楚律师费是否应当具有合理性,以及合理性如何判断,是否封顶等,在实践中也产生了争议,最后只能协商解决。

4. 卖方赔偿的范围应仅限于合法有效且可执行的主张。仍然以未缴纳的社保为例,原则上离职2年以上的员工,即使去政府部门主张补缴

往年社保,政府部门也不再予以救济。因此,对于员工超过2年时效的主张,卖方可以主张不承担,如果买方和目标公司出于任何原因自愿予以补缴的,与卖方无涉。

第五部分\ 谈判控制权的程序性博弈

最后值得一提的是,除了上述实体性的约定,程序性的约定也非常重要。在本案中,股权转让合同明确约定,如果是涉及社保和公积金的赔偿主张,整个协商程序应由买方主导,卖方有权参与且有义务配合。

这样约定的优势在于,买方作为交割后目标公司经营的实际控制人,对外直接面对政府,在日常与政府保持沟通的基础上应对危机更为顺畅高效;对内直接面对员工,对员工的情况更为了解(例如员工目前的工资、工作年限、诉求产生的原因和主要目的等),而且对员工有管理权限,谈判筹码更多。

但是这一规定对于卖方而言有重大的不足,即协商谈判的控制权在买方手中,但协商谈判的结果却由卖方买单。因为买方不需要承担后果,其势必没有减损的动力,很可能会消极怠工。同时,已经丧失公司经营控制权的卖方也没有渠道直接和政府、员工进行沟通,全部要有赖

于买方的安排,尤其在本案中,卖方原先委派的中高级管理层均已经被买方解除劳动关系,因此也无法自行减损。

有鉴于该经验教训,在买方主导谈判程序的前提下,建议卖方在程序上做出如下要求予以制衡:(1) 卖方有权全程参与沟通流程,包括但不限于取得与赔偿请求相关的书面资料,参与与政府部门和员工的每一次会议等;(2) 卖方有权单独聘请律师;(3) 对于任何向员工做出的协商方案,必须事先征得卖方同意(当然卖方不能不合理地拖延做出该等同意);以及(4) 如果买方未积极和及时地与政府、员工协商沟通,对于扩大的损失或者未合理减少的损失,卖方不承担赔偿责任。

综上,就并购后的赔偿条款,买卖双方的博弈无论在实体上还是在程序上均有很大的谈判空间,根据每一案件的具体情况,借助有经验的律师的力量,双方可以合理评估并分配风险。☐



王维众
合伙人
公司一部
上海办公室
+86 21 6061 3186
davidwang@zhonglun.com



严静安
非权益合伙人
公司一部
上海办公室
+86 21 6061 3187
yanjingan@zhonglun.com

互联网贷款导流： 业务模式与监管合规

作者：刘新宇、陈嘉伟

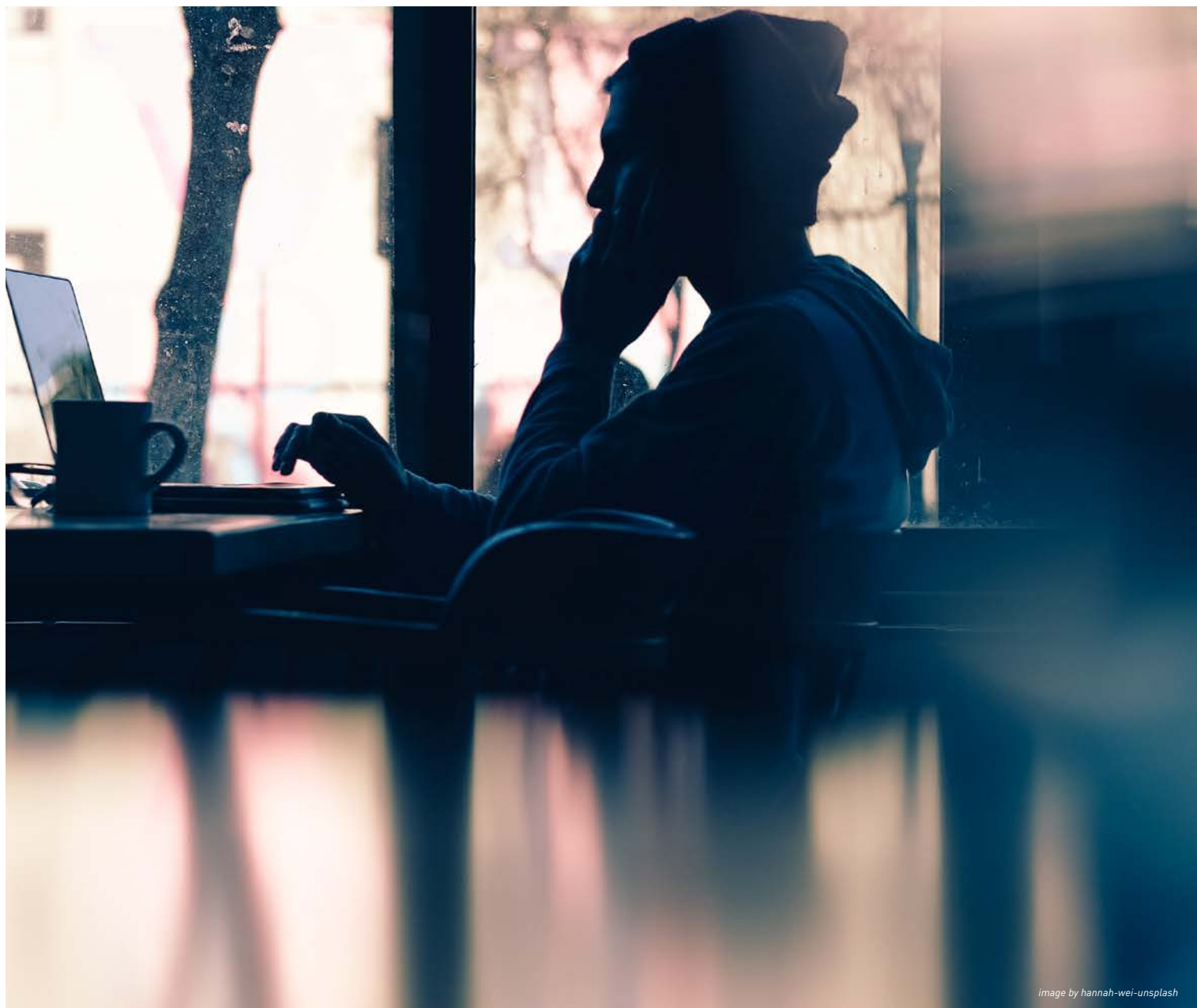


image by hannah-wei-unsplash

第一部分\ 概述

互联网贷款导流业务正越来越受到互联网流量巨头们的青睐,包括BATJ以及新浪、饿了么、滴滴、蘑菇街、抖音等互联网平台纷纷布局贷款导流业务以实现自身流量变现。贷款导流业务是指互联网平台为包括持牌金融机构等在内的资金方提供的借款用户导流服务。导流业务的资金方通常包括了银行、消费金融公司、小额贷款公司等,有的导流方也会同P2P平台合作向P2P平台导流借款用户。资金方和导流方本身的角色不是固定的,有的资金方也会充当导流方的角色,将多余的流量推荐给其他资金方以实现对于流量的高效利用。

第二部分\ 贷款导流业务的兴起原因

贷款导流业务的兴起是传统金融机构与互联网平台的双向需求。对于网络贷款业务而言,资金、流量、风控三者缺一不可。部分传统金融机构本身空有资金和放贷业务资质,但缺乏线上获客的渠道、能力,资金利用效率不高,以往传统的线下推广获客方式对于其业务规模增长的助力有限。而对于互联网平台而言,为资金方

发放贷款进行导流是其实现自身流量变现的一条有效渠道。一方面,部分导流方本身并不具备放贷业务资质,只能选择向具备放贷资质的机构输出流量。另一方面,部分互联网巨头虽然通过早期积累获得了相应的放贷业务牌照,但仍然可能受到业务规模限制的影响无法完全消化其积累的用户流量,例如各地监管对于小额贷款公司通常会有一定的资金杠杆限制,因此选择对外输出多余的流量。贷款导流业务正是基于这一背景产生,通过导流业务合作,实现行业内部资金与流量的有效结合。此外,近年来,受现金贷等相关监管政策的影响,对于场景的需求也成为金融机构等资金方同互联网平台合作的重要考量点。

第三部分\ 贷款导流业务与传统助贷业务的区别

助贷业务是指助贷机构向金融机构等资金方推荐借款用户的行为,广义上来说,导流业务也属于助贷业务的类型之一,但其与传统助贷业务的区别主要在于各自角色分工以及是否承担兜底责任的不同。

1. 不同的角色分工:导流方通常仅负责营销获客,而助贷机构还需承担风控责任。

导流业务模式下导流方通常仅负责营销获客,类似于向资金方提供的广告投放服务,由资金方自行负责借款用户的筛选、风控等。而对于传统助贷业务而言,助贷机构不仅需进行获客,也会根据资金方的进件要求对用户进行初期的筛选、风控,再推送给资金方,资金方负责发放贷款。近年来,随着监管对于金融机构风控能力要求的加强,部分金融机构也会对助贷机构推荐的借款用户再进行一轮复核、筛选。

由于传统助贷业务下,助贷机构已经对借款用户进行了一轮筛选,所以其推荐给资金方的更多是标准化的资产,对于资金方而言,很多情况下仅是进行形式上的风控,其放款的审批通过率也通常较高。而导流业务下,资金方获得的仅是流量,其还面临着流量向用户转化的问题,因此选择高转化率的流量合作方对于主要依靠导流方进行互联网获客的金融机构而言显得至关重要。

2. 是否承担兜底责任:导流方通常无须兜底,助贷机构则相反。

导流业务模式下由于导流方并不负责风控环节,因此导流业务与传统助贷业务在风险承担上的责任分配也不一致。导流业务下,导流方通常并不需要向金融机构等资金方承担兜底责任。而对于传统助贷业务而言,助贷机构通常需

要向资金方兜底,常见的兜底方式包括了保证金、无限连带责任担保等。在《关于规范整顿“现金贷”业务的通知》(即“141号文”)下发后,监管要求“银行业金融机构不得接受无担保资质的第三方机构提供增信服务以及兜底承诺等变相增信服务”。因此,当前助贷业务合作中,助贷机构借助保险公司或者担保公司向金融机构提供担保的模式也受到越来越多的关注。

第四部分\ 贷款导流业务的三种主要模式

互联网平台在布局贷款导流业务时,根据合作的资金方的不同,主要可以分为以下三种模式:

第一, 自营+外部合作模式。该种模式下,互联网平台同时向集团内部金融机构以及外部合作机构导流借款用户。互联网平台自身通过投资、新设等方式取得相应的金融牌照后,依托集团内部其他业务板块积累下来的流量开展贷款业务,本质上是集团内部不同业务板块之间的合作。除向集团内部机构导流外,通常情况下该类互联网平台也会同时向外部机构导流,一则是因为各个机构本身可能存在一定的业务规模限制,如前文提到的对于小贷公司的资金杠杆限制,导致无法完全消化积累的流量。二则该类

平台可能会对用户的优劣程度进行划分,将较为优质的用户优先向集团内部金融机构导流,而将不符合自身要求的用户向外部合作机构导流。

第二,纯外部合作/贷款超市模式。该种模式下,互联网平台仅向外部合作机构导流。该类型互联网平台可能由于切入金融业务较晚,不具备相应的金融牌照而无法直接发放贷款。或者由于自身战略定位原因,并不充当资金方的角色,仅向外部合作机构进行导流。部分互联网平台的导流业务更类似于“贷款超市”模式,用户可以通过其提供的入口选择不同的资金方进行贷款。

第三,联合贷款模式。该种模式下,导流的借款用户由互联网平台集团内部机构和其他外部合作机构共同出资向其发放贷款。联合贷款业务要求联合贷款的各资金方都应当具备相应的放贷业务资质。此前网传的《关于就联合贷款模式征求意见的通知》就将联合贷款业务的合作机构限定为“经中国银监会批准设立,持有金融牌照并获准经营贷款业务的银行业金融机构”。

第五部分\ 收费方式:CPA or CPS

CPA是按照每个导流用户的有效行为计费



的方式,而CPS是按照贷款额来计算导流费用。

对于传统助贷业务而言,由于助贷机构实质上承担了风控角色,因此资金方与助贷机构之间的费用结算,一般由资金方直接向助贷机构提出固定的资金成本。如果资金方需要向助贷机构支付相应的服务费,往往也会根据助贷机构推荐的资产表现情况设置浮动费率。

对于导流业务而言,CPA和CPS其中较为常见的两种收费方式。CPA收费方式下,用户每次完成有效注册、绑卡或者交易等行为,资金方将按照固定的有效CPA单价向导流方支付导流费用。CPS收费方式下,资金方按照用户获取的贷

款金额的一定比例来支付导流费用。

市场上除了CPA以及CPS的收费方式外,导流业务常见的收费方式还包括CPC(按照每个有效点击计费)、CPD(按照每个有效下载计费)、CPM(千人展示成本)等。

第六部分\ 数据之争:API or H5

导流方在与资金方合作的过程中,关于用户数据对接一般采用API或者H5的方式。二者的主要区别在于收集、获取用户数据方式的不同。

API模式下双方通过系统进行对接,导流方通过系统接口向资金方传输用户数据。而H5模式下,导流的属性更为纯粹,导流方并不接触核心的用户数据,用户仅仅是通过导流方提供的入口跳转至资金方处申请借款。

H5模式相对容易操作,采用H5的对接方式有助于双方业务合作快速上线。但对于导流方而言其无法通过沉淀用户数据获得更多的价值。而在API模式下,导流方通过系统接口向资金方传输用户数据。一方面资金方对于获取的数据是否经过导流方加工篡改可能存在一定的担忧。另一方面,API合作模式下,资金方也会更加关注导流方在收集、共享用户数据时的合法合规性问题。

第七部分\ 贷款导流业务的监管合规要求

1. 导流业务资质

当前监管对于从事贷款导流业务机构的资质、业务规范并没有明确的要求。此前流传的《关于做好网贷机构分类处置和风险防范工作的意见》(即“175号文”)要求“积极引导部分机构转型为网络小贷公司、助贷机构或为持牌资产管理机构导流等”。对于该条规定,不少人也抱着是否是监管为“助贷机构”、“导流机构”正名的想法。而近期据媒体报道,银保监会收到互联网金融风险专项整治工作领导小组办公室来函,提请银保监会在日常监管中关注互联网机构为银行、信托、保险等持牌机构提供引流、营销宣传等服务的合法合规性。监管信号已经发出,不排除下一步互联网导流业务将迎来更为明确具体的规制。

监管的暂时缺位是否意味着互联网平台在经营导流业务时可以不承担任何责任呢?导流业务类似于互联网广告行为,导流方作为“广告”的发布者,应当尽到一定的审查义务,比如对于金融机构资质的真实性、“广告”内容的合法性进行一定的审查,对于未尽到必要审查义务的导流机构应当要求其承担相应的责任。但

实践中,这种审查义务的边界确实难以把握,导流方也很难做到对所有相关内容的真实性、准确性进行完全审查。

如果导流方涉及由自身发放贷款,则需要取得相应的放贷业务资质。在当前我国法律体系下,具备放贷业务资质的机构通常包括了银行、消费金融公司、小额贷款公司、信托及汽车金融公司。P2P平台定位于信息中介,其本身不具备放贷业务资质,部分导流方向P2P平台导流时,资金方通常是P2P平台的投资人。

2. 个人信息安全保护问题

在导流业务中如何通过协议签署、授权同意环节设计等操作合法合规地收集、共享用户个人信息对于导流方及资金方而言显得至关重要。

近年来,个人信息安全问题越来越受到重视,导流业务中,涉及到导流方、资金方向用户收集信息的行为,也涉及到导流方和资金方之间关于用户信息的传输、共享行为。按照《网络安全法》的规定,网络运营者应当遵循合法、正当、必要的原则收集、使用个人信息,并且应当公开收集、使用个人信息的规则、目的、方式和范围,取得被收集者的同意。同时,在向他人提供个人信息时也应取得被收集者同意。参考《信息安全技术 个人信息安全规范》(GB/T

35273-2017)的标准,导流方及资金方还应当按照是否涉及收集用户个人敏感信息、是否涉及核心功能与附加功能的区分来设计用户授权同意收集、共享其个人信息的操作。同时,违反个人信息保护的相关规定可能还会涉及刑事责任承担的问题。我国《刑法》规定“违反国家有关规定,向他人出售或者提供公民个人信息,情节严重的,处三年以下有期徒刑或者拘役,并处或者单处罚金;情节特别严重的,处三年以上七年以下有期徒刑,并处罚金”、“窃取或者以其他方法非法获取公民个人信息的,依照第一款的规定处罚”。

3. 跨区域展业限制

通过互联网平台提供的导流服务拓展业务开展区域对于诸多城商行、农商行而言是与互联网平台进行导流合作的重要原因之一,但与此同时,城商行、农商行也面临着跨区域展业的问题。

此前浙江银保监局下发《关于加强互联网助贷和联合贷款风险防控监管提示的函》要求“城商行、民营银行开展互联网联合贷款业务,应坚守‘立足当地、服务当地、不跨区域’的定位”、“开展互联网联合贷款业务,辖内城商行、民营银行法人原则上只能经营本行有分支机构的地域的客户,辖内城商行分行原则上只能经

营省内的客户”。其后银保监会发布了《关于推进农村商业银行坚守定位 强化治理 提升金融服务能力的意见》要求“严格审慎开展综合化和跨区域经营,原则上机构不出县(区)、业务不跨县(区)。应专注服务本地,下沉服务重心,当年新增可贷资金应主要用于当地”。监管的一系列动作似乎意味着对于城商行、农商行通过互联网平台的导流服务跨区域展业的负面态度。而如果部分城商行、农商行受限于跨区域展业的要求退出导流市场,对于导流方而言,可选择的外部资金合作机构范围也将进一步缩减。

第八部分\

后记

广义上的“助贷”市场当前主要包括三种业务模式:一是以“获客+风控”为核心特征进行标准化资产输出的传统助贷业务;二是仅提供“营销获客”服务的纯导流业务;三是依靠技术输出帮助传统金融机构提高信贷服务能力的业务模式。互联网贷款导流业务一方面有助于实现行业内部资金和流量的结合,但另一方面也面临着用户转化率的限制以及容易造成“多头借贷”等问题。在笔者看来,三种业务模式并无本质上的优劣之分,对于从业机构而言,自身技术实力、用户积累以及角色定位等实际情况才是选

择何种业务模式的首要因素。与此同时,在整个互联网金融领域,监管政策的影响力早已不言而喻,诸多从业机构还应当适时根据监管政策导向及时调整相关业务,确保合法合规经营。☞



刘新宇
合伙人
金融部
上海办公室
+86 21 6061 3700
jeffreylu@zhonglun.com

未来已来？ ——价格算法合谋或成为反垄断执法焦点

作者：薛熠、俞炜



横向价格垄断协议或称“价格合谋”，向来被视为危害甚大的限制竞争行为，早已成为各国反垄断执法机构/竞争执法机构（以下统称“反垄断执法机构”）严密关注并重点打击的对象；而随着数字经济和人工智能的发展，算法在商业中的应用变得普遍而不可或缺，其在帮助经营者预测市场发展、改善商业模式、完善客户服务的同时，也更切实地影响了经营者，特别是平台经营者之间的竞争。就此，算法为价格合谋的认定与监管带来了新的挑战。

第一部分\ 价格算法的概念及其对价格合谋的影响

目前，算法尚无统一的定义，一般是指一系列解决问题的清晰指令，能够对一定规范的输入，在有限时间内转化获得所要求的输出。相应地，若经营者将相关市场要素输入其特定系统，并借助特定算法，将其转化并输出为相应价格策略的，所涉及的算法即为价格算法。

在世界范围内，价格算法所引起的反垄断法/竞争法（以下统称“反垄断法”）问题在当前仍具有较大的争议。价格算法对于部分影响市场竞争的因素如市场进入、市场竞争者数量等的影响尚不足够明确。此外，不可否认的是，价格算法亦可能带来正面效益，例如，可能带来数字经济整体效率的提升。

但不可否认的是，价格算法至少可能从两个方面促进价格合谋的产生¹：一方面，算法的普遍商业应用将改变市场结构性特征，例如，价格

算法及价格算法背后所基于的市场数据库的存在将会增加市场透明度，增加经营者之间的交互频率等，从而使得价格合谋更容易发生；另一方面，利用价格算法作为工具，经营者可以更隐秘地实现默示合谋。

作为算法所引发的重要反垄断法问题之一，价格算法合谋目前已经引起了全球各主要反垄断司法辖区的重点关注。

第二部分\ 价格算法合谋的分类

价格算法合谋可以大致分为以下三类：

(1) 明示价格算法合谋

在一项明示价格算法合谋中，经营者通过明示的协商沟通，就价格算法达成合谋以期实现价格垄断，价格算法是实现与维持合谋之工

1. 参见Executive Summary of the Roundtable on Algorithms and Collusion, [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M\(2017\)1/ANN3/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M(2017)1/ANN3/FINAL/en/pdf).

具。例如，特定经营者之间订立协议，约定共同采用某一价格算法实现对各自竞争性产品价格的统一限定，并利用价格算法对协议各方的背离行为进行监测。明示价格算法合谋的特点在于：

(a) 可能存在协议。明示价格算法合谋可能通过书面或口头协议的方式开展，也可能通过协同行为的方式实现；

(b) 存在合谋的明示意思联络。经营者之间为就采用价格算法行为达成合谋曾进行过明示协商沟通。最终，此种合谋意图可能反映在经营者之间就旨在限定价格行为的算法所达成的书面或口头协议中，或者，当不存在此等协议时，反映在经营者之间的协同行为中。

实践中已存在一些对明示价格算法合谋进行执法的案例。Topkins案²、Eturas案³等是借由价格算法辅助实现明示价格合谋的典型。

(2) 默示价格算法合谋

不同于明示价格算法合谋，一项默示价格算法合谋不存在协议或合谋的明示意思联络，经营者通过认可相互之间的依赖性以实现和维持合谋，而算法则是经营者认可相互依赖性的关键工具。举例而言，OECD在其于2017年发布的报告《算法与合谋》⁴中，探讨了4种有利于合谋实现的算法类型，并指出其中的平行算法（通过

该等算法可使价格自动反馈市场条件的任何变化，达成与其它经营者价格的有意识的动态平行行为）和信号算法（通过该等算法可使经营者设置消费者无法发觉但竞争对手的算法可以察觉的快速迭代行为，实现价格合谋信号的隐秘传递）可以使竞争者无需通过明示的协商沟通即可隐秘地达成对相互依赖性的认可，从而实现默示价格算法合谋。默示价格算法合谋的特点在于：

(a) 不存在协议；

(b) 存在合谋的默示意思联络。经营者之间为达成价格合谋未曾进行过明示协商沟通，但通过算法隐秘地实现经营者之间默示的协商沟通，达成对相互依赖性的认可。最终，合谋意图并非存在于任何协议中，而是由价格算法本身所体现。

目前，实践中还没有对默示价格算法合谋进行执法的案例，但默示价格算法合谋已然成为各国反垄断执法机构重点关注的问题。

(3) 虚拟合谋

2. 参见美国司法部网站，<https://www.justice.gov/sites/default/files/atr/legacy/2015/04/06/313011.pdf>。该案中，Topkins为一家在线上销售海报等产品的公司的经理，其与其他亚马逊网站卖家协商一致，同意使用特定定价软件为特定的同类海报产品进行定价，此种定价软件通过收集亚马逊网站上各商家关于特定商品的价格信息，为商家提供定价规则从而维持、稳定商品价格，因而违反了反垄断法。

3. 参见欧盟网站，<http://curia.europa.eu/juris/liste.jsf?num=C-74/14>。该案中，Eturas公司为与其合作的旅行社提供行程售卖服务，通过整合各旅行社分散的预定渠道，向消费者提供旅游行程预订服务并推荐预订折扣。Eturas公司及其合作旅行社通过基于E-TURAS软件的协同行为，将所有旅行社提供的预订折扣均限制在3%以内，因而违反了反垄断法。

4. 参见Algorithms and Collusion，<http://www.oecd.org/daf/competition/Algorithms-and-collusion-competition-policy-in-the-digital-age.pdf>。

在明示价格算法合谋和默示价格算法合谋之外,还存在第三种类型的价格算法合谋——虚拟合谋。前述OECD报告《算法与合谋》中还讨论了复杂的自我学习算法,并指出基于自我学习的技术,经营者之间即便不设定达成合谋的具体算法,也可能最终导致合谋的后果,即存在自我学习算法在无需人为干预的状态下进行高效的反复试验,最终达成经营者之间的合作性均衡,实现合谋的效果而损害消费者利益的风险。同时,报告承认,自我学习算法如何具体实现合谋效果,以及当前实践中是否已经发生了此类合谋并不明确。实际上,虚拟合谋只能通过效果进行观察,而无法通过形式进行判断,其特点在于:

(a) 不存在协议;

(b) 不存在合谋意图,而即使实际存在合谋意图,也难以从形式上判断,进而也不存在合谋的明示或默示意思联络。

第三部分\

我国对价格算法合谋的反垄断法评价与规制

(1) 对明示价格算法合谋的评价与规制

依据国家发展与改革委员会于2010年制定并发布的《反价格垄断规定》,禁止经营者达成

在价格方面排除、限制竞争的协议、决定或者其他协同行为,即价格垄断协议。在认定其他协同行为时,则应当依据下列因素:(1)经营者的价格行为具有一致性;(2)经营者进行过意思联络;(3)还应考虑市场结构和市场变化等情况。虽然《反价格垄断规定》并未明确提及价格算法协议,但也并未明确将价格算法协议排除在外,并可能依据实际情形构成:

-“约定采用据以计算价格的标准公式”;

-“通过其他方式变相固定或者变更价格”;

-“其他价格垄断协议”。

当然,价格算法对市场竞争影响的不确定性则会给反垄断执法机构提出一个值得探讨的问题——尽管导致了价格合谋,经营者是否可以价格算法的其他正面效益作为抗辩?也即是,在价格合谋大多适用本身违法原则的情况下,明示价格算法合谋是否也仍适用本身违法原则?

(2) 对默示价格算法合谋的评价与规制

就默示价格算法合谋而言,由于没有协议的存在,《反价格垄断规定》能否适用的关键在于默示价格算法合谋能否被认定为排除、限制竞争的价格协同行为。更具体地说,一项默示价格算法合谋同样具有明示价格算法合谋排除、

限制竞争的效果,但是否能够被认定为价格协同行为?

从法律规定看,默示价格合谋并未被排除在反垄断法管辖范围之外,《反价格垄断规定》第6条中“经营者进行过意思联络”的规定可能涵盖了明示及默示的意思联络,因而默示价格合谋也可能被认定为价格协同行为而受到规制。但是,默示的意思联络意味着不存明示的易于被发现和理解的意思联络,也即是,经营者之间的“心照不宣”痕迹难寻;此外,基于默示意思联络的价格合谋不仅由于缺乏明示的协商沟通而难以达成,且由于缺乏相应约束机制而容易瓦解,因而传统实践中并无对默示价格合谋进行执法的实例可供借鉴。

现在,价格算法为默示价格合谋提供了有异于一般沟通方式的新型默示意思联络方式,使得经营者能够更迅速地实现并维持价格合谋。本文认为,默示价格算法合谋对《反价格垄断规定》第6条认定其他协同行为的规定造成的挑战在于——尽管第6条中“经营者进行过意思联络”的规定可能涵盖了明示及默示的意思联络,但实际上发现、证明并认定默示的意思联络极为困难:

-反垄断执法机构如何实现对经营者可能借以完成默示意思联络的工具,即算法的监督、调

查存在困难;

-在监督、调查的基础上,反垄断执法机构如何发现、判断经营者实际上通过特定算法实现了价格合谋的默示意思联络存在困难;

面对前述困难,反垄断执法机构往往缺乏相应的制度工具与技术工具,难以实现对默示价格算法合谋的评价与规制。事实上,他国反垄断执法机构也面临着相同的挑战。此外,就默示价格算法合谋而言,同样存在着是否应当适用本身违法原则的问题。

(3) 对虚拟合谋的评价与规制

就虚拟合谋而言,反垄断法及相关规章中并无可供直接适用的规定。对虚拟合谋的规制至少面临如下困难:

-首先,虚拟合谋本身作为一项涉嫌违法行为即难以认定。如前所述,自我学习算法如何具体实现合谋效果,以及当前实践中是否已经发生了此类合谋并不明确。虚拟合谋只能通过效果进行观察,而无法通过形式进行判断。虚拟合谋目前是否需要由反垄断法进行评价与规制本身存疑;

-其次,虚拟合谋的归责原则并不明确。不同于明示价格算法合谋及默示价格算法合谋,经

营者可能在其本身无合谋意图、无意思联络的状态下达成虚拟合谋，虚拟合谋是不是真正意义上的价格合谋（自我学习算法的“合谋意图”能否等同于采用该等算法的经营者的合谋意图？），以及虚拟合谋所涉经营者在无主观过错的情况下是否需要承担责任存疑。

但虚拟合谋所带来的新视角值得关注——即使经营者无价格合谋之意图，价格算法本身也可能导致与价格合谋等同的效果，因而可能给市场竞争带来难以应对的真正威胁。就此，学者正在进行深入的研究。例如，在2018年浙大的一份论文⁵中，作者设计了一种可以导致合谋的算法，并在理论说明之外采用了实验经济学方法，进行该算法与真人博弈的实验，最终得出结论——该等算法确实可以迫使真人与其进行合谋，实现超竞争水平的价格行为。

综上所述，相较于一般的价格合谋，价格算法合谋既有旧酒新瓶的部分，也有新酒新瓶的部分。就明示价格算法合谋和默示价格算法合谋而言，两者本质上并没有超出价格合谋的旧有范畴，但其中新增的算法因素则对现有的反垄断法规则提出了或大或小的挑战。就虚拟合谋而言，其实际上已经超出了价格合谋的旧有范畴，成为了全新的独立内容，现有的反垄断法规则已无法对其作出评价和规制。国家市场监

督管理总局于2019年1月3日最新公开发布的《禁止垄断协议行为的规定（征求意见稿）》也暂未专门就价格算法合谋作出规定。目前，算法对价格合谋的影响，同算法带来的其他反垄断法影响一样仍有待实践效果的观察，对价格算法合谋的反垄断法评价和规制也有待深思熟虑的制度设计与小心翼翼的执法实践。

当今时代，随着数字经济与人工智能的发展，价格算法合谋正是山雨欲来，但正如美国司法部反托拉斯局助理检察长Bill Baer在查处Topkins一案时表示：“我们将不会容忍反竞争行为，无论它发生在烟雾笼罩的房间里还是利用复杂的算法发生在互联网中”。⁵

5. 参见Algorithmic Collusion in Cournot Duopoly Market: Evidence from Experimental Economics, <http://export.arxiv.org/pdf/1802.08061>。



薛熠
合伙人
公司二部
北京办公室
+86 10 5957 2057
xueyi@zhonglun.com



image by hunters-race-unsplash

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