



漢坤律師事務所
HAN KUN LAW OFFICES

汉坤专递

融贯中西
务实创新



2018 年第 7 期 (总第 135 期)

■ ■ 新法评述

- 1、金融市场的进一步开放或将引发更多的经营者集中申报
- 2、证监会允许香港机构向内地机构提供证券投资咨询服务



1、金融市场的进一步开放或将引发更多的经营者集中申报(作者:马辰、杨铁成、葛音、郑婷、仕达)

2018年6月28日,国家发展和改革委员会(“**国家发改委**”)会同商务部联合发布了《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018年版)》(“**2018年版负面清单**”)¹。2018年版负面清单正式允许外资控股中国的证券公司、基金管理公司、期货公司和人寿保险公司,业内普遍认为这是中国金融领域扩大开放的重大举措。

中国近来对金融服务领域外商投资限制的放宽无疑将导致外国金融机构收购中国同行交易的数量和规模的增加。但截至目前,外资收购中国金融机构的经营者集中申报数量极少。这一现状是否会因2018年版负面清单的发布而有所改变?基于外资对中国金融服务领域投资增长的预期,本文特此对该领域经营者集中申报相关法律问题进行分析。

一、经营者集中申报的一般要求

根据《中华人民共和国反垄断法》(“**《反垄断法》**”),判断交易是否需要经营者集中申报主要分析如下两点:首先,交易是否构成《反垄断法》意义上的“集中”;其次,交易相关方是否达到相应的营业额申报标准。根据《反垄断法》规定,“集中”指企业合并、取得对其他经营者的控制权或施加决定性影响的能力。核算经营者集中申报的营业额时,既要看参与集中的所有经营者上一财务年度的营业总额(全球营业额达到100亿元人民币或中国营业额达到20亿元人民币),也要看单个经营者上一财务年度的营业额(至少两个参与集中的经营者的中国营业额均达到4亿元人民币)。金融机构的营业额计算还应遵从特殊规则(为一般企业营业额申报标准的10倍)。因不同交易的具体情况不同,完成经营者集中申报所需的时间存在很大差异。简易程序申报一般在两个月内就能获得无条件批准。普通程序申报通常需要四至六个月,如果存在严重的竞争关注,取得相关批准的时间可能长达一到两年。总体而言,国家市场监督管理总局(“**市监总局**”)对大多数经营者集中申报作出了无条件批准决定。在《反垄断法》施行的10年中,市监总局仅公布了38例经营者集中附加限制性条件批准的案例,2例禁止交易的案例(其中之一是可口可乐收购汇源果汁案),以及22例未依法申报经营者集中处罚的案例。对于未依法申报经营者集中的行为,理论上,市监总局有权责令被调查的经营者将已经交割的交易恢复到集中前的状态,但这种严厉的惩罚措施尚未有实施先例。

二、反垄断执法机构与行业监管机构之间的权限划分

市监总局是《反垄断法》授权的经营者集中申报审查机构。在近期的国务院机构改革后,市监总局成为中国统一的反垄断执法机构。中国金融服务领域一直受到相关行业监管机构的

¹ 《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2018年版)》, 访问地址:
<http://www.mofcom.gov.cn/article/b/f/201806/20180602760432.shtml>

严格监管。在审查和批准外国金融机构收购中国金融机构问题上，这些行业监管机构一般作风强硬。而商务部（其为市监总局设立之前的经营者集中申报审查机关）在审查经营者集中申报时又向来极其尊重相关行业监管机构的意见，尤其是在交易涉及受监管行业之时。加之国家此前禁止外国金融服务机构通过收购取得对中国金融机构的控制权，因此，目前金融服务领域几乎没有先例可以就市监总局与行业监管机构之间监管权限的划分提供借鉴。

三、 监管环境或将发生变化

2018年已是《反垄断法》生效以来的第十个年头，但一直很少有涉及金融服务领域的外商投资经营者集中申报。在过去十年中，只有几起外国金融机构收购中国金融机构的股份或与中国金融机构建立合资企业的经营者集中申报，如美国华平投资有限公司收购华宝兴业基金管理有限公司股权案，WL 罗斯有限责任公司与华宝投资有限公司等经营者新设合营企业案等。

造成这一现象的一部分原因是国家限制金融机构中外资的持股比例。然而，目前这种对金融服务领域外商投资比例的限制正在显著放宽，并且随着国家监管政策的放宽，预计将会有越来越多的外国收购方就其取得对中国金融机构控股权的交易提交经营者集中申报。

在 2018 年 4 月 11 日的博鳌亚洲论坛（“2018 年博鳌论坛”）上，中国宣布了一系列扩大开放的重大举措，为外国市场参与者进入中国金融服务领域提供了更为广阔的发展机会，具体包括：

- 在银行业，中国承诺（1）取消外资对商业银行持股比例的限制，对内外资一视同仁；（2）允许外资银行在中国境内同时设立分行和子行；（3）大幅扩大外资银行的业务范围。
- 在证券行业，中国承诺将证券公司的外资持股比例上限放宽至 51%，并在三年以后取消对外资持股比例的限制。外资控股的证券公司的业务范围也将逐步扩大。
- 在基金行业，中国承诺将基金管理公司的外资持股比例上限放宽至 51%，并在三年以后取消对外资持股比例的限制。
- 在期货行业，中国承诺将期货公司的外资持股比例上限放宽至 51%，并在三年以后取消对外资持股比例的限制。
- 在保险业，中国承诺将人寿保险公司的外资持股比例上限放宽至 51%，并在三年以后取消对外资持股比例的限制。

上述承诺在 2018 年博鳌论坛上正式宣布之后，我们发现其中部分承诺已经通过监管政策的变更得以落实。例如，我们在汉坤之前发布的文章《中国将允许外资控股证券公司：证监会正式颁布〈外商投资证券公司管理办法〉》中提到证券公司的外资持股比例上限放宽至 51%。此外，2018 年 4 月 28 日，中国证监会还确认，现已允许外国投资者持有基金管理公

司 51% 的股份，并且将在 2021 年取消 51% 的持股比例限制²。金融领域的其他深化开放政策也已进入计划或讨论阶段，例如期货业和保险业。

此外，根据我们在前文提到的国家发改委与商务部联合发布的 2018 年版负面清单，中资必须在证券公司、基金管理公司、期货公司和人寿保险公司中控股的要求已经被取消。这意味着，自 2018 年 7 月 28 日起，外国投资者将被正式获准在这四类金融机构中持有不超过 51% 的控股权，并且到 2021 年该 51% 的限制将进一步取消。

根据近期媒体报道，一些国际金融机构已经开始同相关监管机构进行了初步沟通，部分机构甚至已提交了通过收购或增资方式取得国内金融机构控股权的申请。

四、 外国收购方进行中国经营者集中申报的策略

出于商业考虑，某些收购方倾向于不对其从事的交易进行经营者集中申报。为此，收购方必须设计特定的交易结构，以合法避开经营者集中申报义务。在收购少数股权的交易中，这通常意味着要严格限制否决权的范围，这样，收购方取得的否决权只与保护其少数股东权益相关。因此，收购方就不会通过交易获得控制权，收购交易进而也不会构成“集中”，也就不需要进行申报了。若外国投资者想要通过直接股权收购的方式取得一家国内金融机构的控制权，则上述“在否决权上做文章”的安排将不再适用，因为收购方明显将凭借其在目标金融机构中 51% 的持股取得对目标公司的控制权。然而，对于既存的由外资小股东持有重大否决权的合资金融机构，或许外资股东增持后其能够主张外国投资者的控制权在交易前后并未发生实质变化，因为持股比例从少数上升到 51% 并不必然在事实上导致外国投资者对目标公司控制权的增加。如果您在是否需要申报这一问题上需要法律服务，请联系汉坤的相关律师提供具体法律咨询意见。

五、 未依法申报经营者集中的后果

未依法申报经营者集中，是指经营者集中达到《国务院关于经营者集中申报标准的规定》设定的申报标准，但经营者未依照《反垄断法》的规定事先申报和未经批准即实施集中的行为。市监总局可就未依法申报经营者集中处以行政处罚。最常见的处罚是处以人民币 50 万元以下的罚款；在确定具体罚款数额时，执法机构会考虑未依法申报行为的性质、程度和持续时间。针对更为严重的未依法申报行为，市监总局有权责令经营者采取限期处分股份或者资产、限期转让营业等必要措施使竞争格局恢复到集中前的状态。据我们所知，市监总局迄今为止尚未责令过任何未依法申报的经营者采取该等措施。在市监总局就未依法申报经营者集中展开调查时，拒绝、阻碍调查可能会导致相关经营者承担罚款甚或刑事责任等不利后果。拒绝、阻碍调查通常表现为拒绝提供有关材料、信息，提供虚假材料、信息，或者隐匿、销毁、转移证据。

结束语

中国的金融服务业一直由中资金融机构主导，外商投资企业在该领域内的经营活动有限，

² 《证监会新闻发言人就〈外商投资证券公司管理办法〉答记者问》，访问地址：http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201804/t20180428_337508.html

所占据的市场份额也相对较小，即使在特定行业细分市场中也如此。随着接下来国家对外商投资限制的松绑，在本领域中的外资收购可能会因外资取得显著市场份额而引发高度的竞争关注。除此以外，反垄断监管机构可能也会考虑影响竞争的其他因素，例如基于技术和专有知识的市场进入障碍、混合效应（资本数额和客户群规模）等。截至目前，商务部/市监总局尚未就其如何审查外国金融机构收购交易的经营者集中申报作出任何专项规定，市监总局将如何与相关金融业监管机构进行协调也不明晰。不过，作为金融服务领域进一步扩大开放的结果，市场毫无疑问将会见证越来越多的经营者集中申报，且其中的大部分申报会适用简易案件申报程序并获得无条件批准。但当前，金融服务领域的外国投资者在进行相关交易时一般没有考虑是否应就其投资提交经营者集中申报。因此，外国投资者应当充分意识到随着对外资限制的逐渐放松，竞争法和相关经营者集中申报的法定要求势必将在未来的收购交易中发挥独特作用。

2、 证监会允许香港机构向内地机构提供证券投资咨询服务(作者：杨铁成、葛音、郑婷、阚佳)

继 2018 年 4 月 20 日发布《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定(征求意见稿)》(“《征求意见稿》”)³后，中国证券监督管理委员会(“中国证监会”)于 2018 年 6 月 29 日正式颁布《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定》(“《暂行规定》”)⁴，《暂行规定》自 2018 年 7 月 1 日起施行。中国证监会此次颁布《暂行规定》，被广泛视作促进内地与香港资本市场进一步互利合作与共同发展的利好举措。

《暂行规定》将如何深化内地与香港资本市场的双向开放？本文将从《暂行规定》的出台背景入手，解读《暂行规定》的核心内容与变化，并分析其对内地证券投资基金经营机构与香港机构的影响。

一、 背景介绍

自沪港通股票交易于 2014 年 11 月 17 日起正式开通、深港通股票交易于 2016 年 12 月 5 日起正式开通以来，内地与香港股票市场交易互联互通机制保持平稳运行，不断实现发展与突破。以沪港通为例，截至 2018 年 3 月 30 日，沪港通交易总金额达 7.8 万亿元人民币。其中北向沪股通累计有交易的股票 795 只，交易金额 4.3 万亿元人民币；南向港股通累计有交易的股票 385 只，交易金额 3.5 万亿元人民币⁵。

³《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定(征求意见稿)》(中国证监会 2018 年 4 月 20 日发布，公开征求意见至 2018 年 5 月 21 日)；

http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201804/t20180420_337079.htm

⁴《证券投资基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务暂行规定(正式稿)》(中国证监会公告[2018]23 号，2018 年 7 月 1 日起生效)；

http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/201806/t20180629_340512.htm

⁵《深化互联互通机制 沪港通每日额度扩大四倍》(上海证券交易所 2018 年 4 月 11 日发布)；

2018年4月11日，为进一步完善内地与香港股票市场互联互通机制，中国证监会与香港证券及期货事务监察委员会发表联合公告⁶，同意将互联互通每日额度扩大四倍，沪港通下的港股通及深港通下的港股通每日额度分别调整为420亿元人民币，调整后的每日额度已于2018年5月1日起正式生效。

随着内地投资者对于港股通股票的投资意愿不断增加，港股通交易规模不断实现突破，内地投资者对港股通股票相关的证券研究报告与证券投资咨询服务的需求也在日益增长。然而，目前内地机构对港股市场的研究尚处于起步阶段。与内地机构现有研究水平相比，香港机构在港股市场的证券分析研究领域具备本地先发优势，同时在港股通股票标的的分析师数量、研究能力、研究便利性等方面也具有一定优势，可以与内地机构在这一领域互利合作、相互支持。

正是在上述内地与香港股票市场互联互通机制不断深化的基础上，中国证监会于近日颁布了《暂行规定》，旨在规范港股通下内地证券基金经营机构使用香港机构证券投资咨询服务行为，从而进一步深化两地证券基金行业互利合作，更好满足投资者跨境投资需求。

二、《暂行规定》适用的两类业务模式

《暂行规定》适用于港股通下内地证券公司、公开募集证券投资基金的基金管理人使用香港机构证券投资咨询服务有关行为，具体包括以下两类业务模式：

一是港股研究报告业务模式。根据中国证监会2016年10月11日发布的《证券基金经营机构参与内地与香港股票市场交易互联互通指引》⁷，香港持牌机构可以内地关联机构的名义发布港股通相关证券研究报告。在此基础上，《暂行规定》允许其从事发布证券研究报告业务的内地证券公司或其子公司经香港机构授权，将香港机构发布的就港股通股票提供投资分析意见的证券研究报告转发给客户。

二是港股投资顾问业务模式。允许内地证券基金经营机构委托香港机构，为证券基金经营机构管理的参与港股通的证券投资基金，提供关于港股通股票的投资建议服务。

《暂行规定》中所称的港股通股票，是指《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》⁸规定的港股通范围内的香港联合交易所上市的股票。

我们将用以下表格对《暂行规定》适用的两类业务模式进行详细解读。

www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20180412_4499566.shtml

⁶ 《中国证券监督管理委员会 香港证券及期货事务监察委员会联合公告》(中国证监会2018年4月11日发布，2018年5月1日起生效)：

http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201804/t20180411_336497.html

⁷ 《证券基金经营机构参与内地与香港股票市场交易互联互通指引》(中国证监会公告2016[24]号，2016年1月11日起生效)：

http://www.csrc.gov.cn/pub/xiamen/xxfw/gfxwj/201611/t20161102_305349.htm

⁸ 《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》(中国证监会令第128号，2016年9月30日起生效)：

www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublish/G00306201/201609/t20160930_304241.htm

《暂行规定》业务模式	模式一：港股研究报告模式	模式二：港股投资顾问业务模式
适用的服务范围	<ul style="list-style-type: none"> 针对港股通股票提供投资分析意见的证券研究报告 	<ul style="list-style-type: none"> 针对证券投资基金所投资的港股通股票的投资建议服务
适用的内地机构	<ul style="list-style-type: none"> 从事发布证券研究报告业务的内地证券公司或者其子公司 最近 3 年因发布证券研究报告业务违法违规受到行政处罚或者被采取重大行政监管措施的除外 	<ul style="list-style-type: none"> 管理参与港股通的证券投资基金的内地证券基金经营机构
适用的香港机构	<ul style="list-style-type: none"> 经香港证券及期货事务检查委员会批准取得就证券提供意见牌照 具有发布证券与研究报告业务经验 	<ul style="list-style-type: none"> 经香港证券及期货事务检查委员会批准取得就证券提供意见牌照和资产管理牌照 具有资产管理业务经验
对内地机构的核心要求	<ol style="list-style-type: none"> 应与香港机构签订协议，获得香港机构授权 应对香港机构进行资质审查 应按要求将协议及其他相关材料报中国证监会派出机构备案 应建立港股研究报告转发审查机制 应告知香港机构内地发布证券研究报告有关法律法规的规定 应根据《暂行规定》要求在港股研究报告中载明相关事项 	<ol style="list-style-type: none"> 应与香港机构签订协议，委托香港机构提供港股投资顾问服务 应对香港机构进行尽职调查 应按要求将协议及其他相关材料报中国证监会派出机构备案 应在注册或者备案使用港股投资顾问服务的证券投资基金时，按照规定报送相关材料 应在基金合同、招募说明书等文件中如实披露相关信息与风险 应对使用港股通投资顾问服务的情况实行留痕管理
对香港机构的核心要求	<ol style="list-style-type: none"> 应确保其发布和授权证券公司转发港股研究报告的行为，符合香港证券及期货事务检查委员会的规定 应确保港股研究报告符合内地发布证券研究报告有关法律法规的规定 原则上不得就港股研究报告的内容与证券公司的客户进行交流(少数情况例外) 应承诺配合中国证监会及其派出机构的监管工作，按照要求提供有关业务资料和信息 	<ol style="list-style-type: none"> 应符合内地和香港有关证券投资顾问业务行为的规定，按照中国证券投资基金业协会的规定备案基本信息 应承诺配合中国证监会及其派出机构的监管工作，按照要求提供有关业务资料和信息

三、 展望

《暂行规定》的正式颁布与实施，将对内地与香港之间的资本市场的互利合作产生积极深远的影响。内地证券基金经营机构可以充分利用熟悉香港股票市场的投资顾问团队，为其提供专业投资意见，以助于其针对港股通股票开展专业投资，提升基金产品业绩表现；与此同时，香港机构也可以通过与内地机构的合作扩展内地客户资源，积极参与内地与香港资本市场的互利协作与双向开放。

此外，我们也注意到，《暂行规定》中无论是港股研究报告业务模式还是港股投资顾问业务模式，其适用范围目前均仅限于《内地与香港股票市场交易互联互通机制若干规定》所规定的港股通范围内的香港联合交易所上市的股票。而港股通范围之外的港股股票及其他境外证券交易所上市的股票暂时未被包含在《暂行规定》适用范围之内。我们也期待后续港股研究报告业务模式以及港股投资顾问业务模式的适用范围能得到进一步扩展，以促进香港机构与内地证券基金经营机构之间更为广泛的互利合作，从而更好地满足投资者跨境投资的需要。

=====

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤专递》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

如您对上述内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所的下列人员联系：

联络我们

北京总部

电话：+86-10-8525 5500

地址：中国北京市东长安街 1 号东方广场办
公楼 C1 座 9 层

邮编：100738

金文玉 律师：

电话：+86-10-8525 5557

Email: wenyu.jin@hankunlaw.com

上海分所

电话：+86-21-6080 0909

地址：中国上海市静安区石门一路 288 号兴
业太古汇香港兴业中心二座 33 层

邮编：200040

曹银石 律师：

电话：+86-21-6080 0980

Email: yinshi.cao@hankunlaw.com

深圳分所

电话：+86-755-3680 6500

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1
号嘉里建设广场第三座 21 层 03 室

邮编：518048

王哲 律师：

电话：+86-755-3680 6518

Email: jason.wang@hankunlaw.com

香港分所

电话：+0852 2820 5600

地址：中国香港中环夏悃道 10 号和记大厦
20 楼 2001-02 室

陈达飞 律师：

电话：+0852-2820 5616

Email: dafei.chen@hankunlaw.com