

国枫周刊

GRANDWAY WEEKLY



GRANDWAY

2023年第25期 总第735期

2023/07/21



北京国枫律师事务所（北京-上海-深圳-成都-西安-杭州-香港）

Grandway Law Offices (Beijing-Shanghai-Shenzhen-Chengdu-Xi'an-HangZhou -Hong Kong)

地址:北京市东城区建国门内大街26号新闻大厦7层

Address: 7/F, Beijing News Plaza, NO.26 Jianguomenneidajie,

邮编:100005

Dongcheng District, Beijing, China, 100005

电话:010-66090088/88004488

Tel:86-10-6609-0088/8800-4488

传真:010-66090016

Fax:86-10-6609-0016

网址:www.grandwaylaw.com

Website:www.grandwaylaw.com

(本周刊仅供本所内部交流及本所客户参阅之用)

国枫动态 GRANDWAY NEWS 2

◇ 国枫助力广电运通旗下运通智能成功完成 2.2 亿元人民币融资.....2
Grandway Helps Guangzhou Grg Intelligent Technology Solution Co., Ltd., a Subsidiary of Canton Express, Successfully Complete RMB 220 Million Financing.....2

◇ 国枫提供法律服务的丽岛新材向不特定对象发行可转换公司债券通过上海证券交易所审核 5
The issuance of convertible corporate bonds to unspecified parties by Jiangsu Lidao New Material Co., Ltd., for which Grandway provided legal services, passed the examination of Shanghai Stock Exchange5

◇ 国枫两位合伙人荣列“2023 年度 LEGALBAND 中国律师特别推荐榜 15 强：高科技与人工智能”榜单.....8
Two partners of Grandway were listed in the "2023 LEGALBAND China Lawyers' Special Recommendation Top 15: High Technology and Artificial Intelligence"8

◇ 国枫合伙人黄晓静律师荣膺“2023 ALB China 十五佳律师新星”称号.....12
Ms. Huang Xiaojing, Partner of Grandway, was honored as one of the "2023 ALB China Top 15 Rising Stars".12

◇ 国枫合伙人受邀出席 2023 硅基光电子国际论坛并作分享交流.....15
Partner of Grandway Invited to Attend the 2023 International Forum on Silicon Based Optoelectronics and Make a Sharing Communication.....15

法制动态 SECURITIES INDUSTRY NEWS 18

◇ 金融监管总局 1 号令《汽车金融公司管理办法》公布.....18
The National Financial Regulatory Administration Issues Revised Measures for the Administration of Auto Finance Companies18

◇ 中基协修订《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》19
Asset Management Association of China Revises Measures for the Filing of Private Placement Asset Management Plans of Securities and Futures Institutions.....19

◇ 中基协发布《中国证券投资基金业协会自律检查规则》20
Asset Management Association of China Issues Self-Discipline Inspection Rules of China Securities Investment Funds Association.....20

◇ 中基协发布《私募基金管理人失联处理指引》21
Asset Management Association of China Issues Guidelines for Handling Lost Connections of Private Equity Fund Managers21

◇ 沪深两市修订 GDR 上市交易暂行办法.....22
Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange Revise the Interim Rules for the Listing and Trading of GDR under the Stock Connect Scheme.....22

专题研究 RESEARCH ON CURRENT ISSUES 23

◇ 当估值坐上过山车——降价融资的冲突与困境（上）23
When Valuations Ride the Roller Coaster - Conflicts and Dilemmas of Downward Financing (above).....23

律所人文 GRANDWAY COMMUNITY 35

◇ 做好三件事，活出更丰盈的人生.....35
Do three things well to live a fuller life.....35

◇ 国枫助力广电运通旗下运通智能成功完成 2.2 亿元人民币融资

Grandway Helps Guangzhou Grg Intelligent Technology Solution Co., Ltd., a Subsidiary of Canton Express, Successfully Complete RMB 220 Million Financing



北京国枫律师事务所接受广州广电运通智能科技有限公司（以下简称“运通智能”）委托，就其引入第二轮融资项目提供专项法律服务。

运通智能第二轮融资签约仪式于近日在广州科学城产业园举行，广州产投集团、农银国际、城发基金、广州金控、广州番禺产投、岭南商旅集团、科金控股、银泰基金、弘图广电、中宏公用、云天控股、广州保承等 12 位投资方均派代表出席。



运通智能成立于 2016 年，是以市场为导向、以科技人员为主体、以核心自主知识产权为基础开展经营活动的国有科技型高新技术企业，也是国家专精特新小巨人企业和广州市第一批人工智能入库企业。

目前，运通智能的产品已覆盖 10 多个国家，国内 40 多个城市，100 多条线路，并参与了全国首个智慧地铁车站、首个城市轨道交通全票种开具电子发票项目、首个互联网云票务平台、首个刷掌支付过闸项目等重大工程项目。

在智慧交通领域，运通智能涉及的行业范围不断拓宽，提供了机场乘客智能服务、高速公路数字化收费广场和城市道路全国产化信控解决方案。凭借着先进的产品和优质的服务，运通智能逐步成长为轨道交通领域的领军企业，获得业内一致好评。

2022 年，运通智能以公开挂牌的方式引入战略投资者和实施员工持股，完成 9418 万元人民币的首轮融资，亦由本所律师提供全程法律服务。运通智能的混合所有制改革，为企业人工智能战略高质量发展提供强大的内生动力、创新实力、开放活力，实现产业与资本协同发展。

本次融资将用于实施“智慧大交通”战略，重点推进交通领域新产品研发及前瞻技术的研究、项目运营、高端人才引进等工作，助力运通智能成为全球最具实力的人工智能出行系统解决方案提供商。

新一轮的资金注入，将进一步深化运通智能的混合所有制改革，激发企业创新活力与发展动能，为运通智能不断巩固和提高在智慧票务、智慧客服、智慧检票、智慧航显、智慧安检、智慧高速、数字路口等交通场景的市场地位，拓展交通出行新领域新技术新应用，强化“AI+交通”、推动服务生态融合提供强有力的资本支撑。

本项目由国枫合伙人陈军律师领衔，项目组成员包括李丹律师、罗颖诗律师。同时，感谢广电运通、运通智能的支持与信任，祝贺本项目的顺利实施。



陈军 北京国枫（深圳）律师事务所 合伙人
业务专长
公司证券业务、公司并购与重组、
常年法律顾问、诉讼



李丹 北京国枫（深圳）律师事务所 律师
业务专长
公司证券业务、公司并购与重组、
常年法律顾问、诉讼



罗颖诗 北京国枫（深圳）律师事务所 律师
业务专长
公司证券业务、公司并购与重组、
常年法律顾问、诉讼

（来源：国枫律师事务所公众号）

◇ 国枫提供法律服务的丽岛新材向不特定对象发行可转换公司债券通过上海证券交易所审核

The issuance of convertible corporate bonds to unspecified parties by Jiangsu Lido New Material Co., Ltd., for which Grandway provided legal services, passed the examination of Shanghai Stock Exchange



2023年7月19日，江苏丽岛新材料股份有限公司（股票简称：**丽岛新材**，股票代码：603937）申请向不特定对象发行可转换公司债券项目获得上海证券交易所上市审核委员会2023年第65次会议审核通过。



丽岛新材专注于涂层铝卷的制造，为新型建筑彩涂铝材、食品包装以及材料轻量化提供高水平、全方位的整体解决方案。丽岛新材视技术为生存和发展的基石，致力于功能型彩色涂层铝材、电池涂碳铝箔行业领域的技术研发和创新。

丽岛新材本次向不特定对象发行可转换公司债券募集资金总额不超过 30,000.00 万元，将用于“年产 8.6 万吨新能源电池集流体材料等新型铝材项目（二期）”，所生产的电池箔（光箔）产品将应用于动力、储能等电池的正负极集流体材料。本次可转债项目的顺利过会，有利于公司拓宽和延伸产业链，优化产业布局，增强公司综合竞争力及盈利能力，同时优化资本结构、降低财务风险，也进一步巩固公司在行业内的地位，为公司的可持续发展提供可靠保证。本项目涉及的电池箔（光箔）产品预计应用于新能源汽车和储能领域，将助力我国能源消费结构优化，发展绿色经济和循环经济，对“坚持绿色低碳发展、共建清洁美丽世界”具有积极意义。

继成功襄助丽岛新材在上海证券交易所主板发行上市后，北京国枫律师事务所继续担任丽岛新材本次可转债项目的法律顾问，为其全程提供了专业优质的法律服务。本项目由合伙人胡琪律师领衔，项目签字律师为胡琪律师、董一平律师，项目组成员还包括郝旭明。

感谢发行人丽岛新材对国枫的信任与支持，感谢保荐机构国泰君安证券股份有限公司、审计机构天健会计师事务所（特殊普通合伙）的支持与协作，祝贺丽岛新材本次发行项目顺利通过上海证券交易所上市审核委员会审核。



胡琪 北京国枫律师事务所 合伙人
业务专长
公司收购与兼并业务、公司证券业务、金融业务



董一平 北京国枫(上海)律师事务所 合伙人
业务专长
公司证券业务

(来源：国枫律师事务所公众号)

◇ 国枫两位合伙人荣列“2023 年度 LEGALBAND 中国律师特别推荐榜 15 强：高科技与人工智能”榜单

Two partners of Grandway were listed in the "2023 LEGALBAND China Lawyers' Special Recommendation Top 15: High Technology and Artificial Intelligence".



2023 年 7 月 14 日，知名法律评级机构 LEGALBAND 公布了“2023 年度中国律师特别推荐榜 15 强：高科技与人工智能”榜单，国枫合伙人胡琪律师、合伙人朱锐律师凭借在高科技与人工智能领域卓越的市场表现和优秀的行业口碑荣登该榜单。



个人简介

胡琪律师毕业于浙江大学和北京大学，现为国枫律师事务所合伙人，从事所内证券法律业务内核工作多年。主要业务领域为境内外首次公开发行股票、上市公司再融资、并购重组、债券、股权激励、投融资及常年法律服务等。

胡琪律师拥有十余年的执业经验和深厚的理论功底，为多家上市公司、拟上市公司、大型企业集团、早期科技型项目提供法律服务，先后助力多个IPO项目、并购重组项目、再融资项目、投融资项目顺利完成并获得客户的一致好评。

上榜理由

胡琪律师主要从事境内外首次公开发行股票、并购重组、上市公司再融资、投融资等领域的法律事务，其已助力格灵深瞳、莱斯信息、恒烁股份、联特科技等多家科技、人工智能企业成功登陆资本市场，拥有丰富的法律实务经验与过硬的专业素养。胡律师擅长多线程工作，同时具备良好的统筹协调能力与沟通的能力，可以在项目的不同阶段根据企业实际情况把控项目进度与相关重点问题，为客户提供全面、可落地的法律解决方案。“胡琪律师在资本市场领域的法律知识和经验储备，以及对高科技和AI领域的认知和资源都非常突出，对于疑难问题有很强的独立判断能力并能提供符合实际情况和商业逻辑的解决方案，同时，在沟通水平和反馈速度等软性因素方面也很优秀。”



个人简介

朱锐律师，法学博士研究生，拥有17年证券律师执业经验，现任北京国枫（上海）律师事务所管理合伙人，兼任上海市国有资产监督管理委员会重大项目评审专家；深圳市法律文化研究会副会长；上海财经大学法学院、上海对外经贸大学法学院硕士生导师；上海市律师协会首届科创板专委会委员；沪深多家上市公司独立董事。曾为数百家企业提供改制重组、境内外证券发行、兼并收购、投资融资等全方位资本市场法律业务。

上榜理由

朱锐律师谙熟高科技、人工智能、生物医药、高端制造等领域企业的商业发展逻辑与资本运作模式，曾主办诸多颇具关注度的融资、并购和境内外上市交易，在境内外资本市场领域具有很高的专业水准。项目中，朱律师依靠其丰富的法律知识储备、对审核底层逻辑的精准把控以及对上市财务知识的熟练运用，为企业出具了超出预期的法律服务方案，赢得了客户及其他中介机构的一致认可。“朱锐律师工作中勤勉尽责，出具的法律分析意见专业、透彻、全面，给本公司及其股东留下了深刻的印象。朱律师领导的律师团队是本公司的战略合作伙伴，他们所展现出的专业水平与敬业精神得到了我司的高度评价。”“除法律外，朱律师也从财务、行业、战略等各个维度为公司提供了很多宝贵建议，其多维度的知识面让人印象深刻。”



LEGALBAND是国际媒体公司AccuraMedia旗下的专业法律评级机构，总部位于香港，其每年会发布多类法律评级报告，旨在为企业客户选聘律所及律师提供权威指南。“2023年度LEGALBAND中国律师特别推荐榜15强：高科技与人工智能”榜单历经一月有余的调研，调研团队细致参考了各大律所的推荐材料、律师自荐材料以及客户反馈信息等内容，同时结合LEGALBAND中国区驻地调研团队对该领域律师群体的长期关注与洞察，最终选拔出了十五位中国大陆地区实力超群且备受推崇的“高科技与人工智能律师”。

此次二位律师载誉榜单，展示了国枫律师风采，也体现了行业及客户对国枫律师的高度认可。感谢所有法律同仁对国枫的支持与认可，国枫律师将一如既往为客户提供高效、优质的法律服务。

（来源：国枫律师事务所公众号）

◇ 国枫合伙人黄晓静律师荣膺“2023 ALB China 十五佳律师新星”称号
Ms. Huang Xiaojing, Partner of Grandway, was honored as one of the
"2023 ALB China Top 15 Rising Stars".



2023年7月20日，知名法律媒体《亚洲法律杂志》(Asian Legal Business, 以下简称“ALB”)公布了“2023 ALB China 十五佳律师新星”榜单。国枫律师事务所合伙人黄晓静律师凭借其卓越的专业能力和优秀的客户口碑荣列其中。



个人简介

黄晓静律师毕业于中国政法大学，现为北京国枫律师事务所合伙人，致力于公司证券法律业务，在企业首发上市、再融资、并购重组等资本市场相关领域有着深厚的专业积淀，并担任多家上市公司常年法律顾问。黄晓静律师从业十余年来始终立足于合规，以企业的日常及资本运作法律风险防范为己任，既擅长经验运用，凭借涉猎广泛的项目历练融会贯通，更注重应变之道，以前瞻视角解决个案特性问题，重视客户利益、陪伴客户成长、助力客户成功，使命必达，不负所托。

客户评价

黄晓静律师过去十年主办了我公司再融资、重大资产重组及破产重整等重大项目，不仅陪伴和效力于公司转型升级的数个关键里程，专注守护合规，而且在公司陷入债务困局和退市风险时伸出援手，助力转危为安。黄律师对问题的发现和解决同等重视，用专业、勤勉、务实诠释了法律服务的应有之义，是值得信赖的长期伙伴。

——深交所主板上市公司董事会秘书



ASIAN LEGAL BUSINESS

ALB是汤森路透旗下的尖端法律杂志，作为全球最具影响力的法律媒体之一，ALB旨在为客户和读者提供前沿的法律商业资讯和律所专业评级。本次榜单主要关注中国大陆范围内有卓越表现和良好口碑的上升期律师，评选标准包括候选人过去一年主要成就、主要客户、代理过的重大交易或案件，及候选人所获得的相关奖项及客户和同事评价等。

此次黄晓静律师载誉“2023 ALB China 十五佳律师新星”榜单，彰显了国枫律师一贯出色的专业水准，也体现了行业及客户对国枫服务的肯定与褒奖。感谢所有法律同仁对国枫的支持与认可，国枫律师将一如既往，为客户提供卓越高效的法律服务。

（来源：国枫律师事务所公众号）

◇ 国枫合伙人受邀出席 2023 硅基光电子国际论坛并作分享交流

Partner of Grandway Invited to Attend the 2023 International Forum on Silicon Based Optoelectronics and Make a Sharing Communication



2023年7月14至15日，由中国科学院上海光学精密机械研究所、之江实验室、杭州市富阳区人民政府共同主办，杭州光学精密机械研究所和爱杰光电科技有限公司承办的“2023 硅基光电子国际论坛”在杭州富阳圆满举行。国枫律师事务所合伙人郭昕律师受邀出席本次论坛，与硅基光电子行业的全球知名专家学者、光芯片行业创业公司企业家、创投机构等，就光芯片企业的上市选择以及在上市审核中的重点法律关注问题进行了交流与分享。



光电产业是应用广泛的高新技术产业，硅基光电子作为重要的前沿技术，国产替代空间巨大，受到学术界、产业界和资本市场的重点关注。本次论坛聚集了来自香港科技大学、英特尔研究院、北京大学、中国科学院上海光机所、中国科学院上海微系统所等多所知名高校、科研院所的科研团队，探讨了当前硅基光电子的技术难点和最新研究成果，亦汇聚了光电领域诸多技术专家和企业家，就硅基光电子芯片的产业和生态发展展开了深度探讨。



郭昕律师首先介绍了国内光通信的行业发展现状并指出，光芯片领域公司和产品有广阔的市场拓展空间，受到了资本市场的追捧和青睐。同时，他结合光芯片企业的行业特点及各板块上市规则，对比分析了主板、科创板、创业板、北交所的板块定位，并重点介绍了光芯片企业在科创板上市的条件以及科创属性的具体要求。光芯片行业属于政策支持和鼓励在科创板申请上市的“六大领域”产业之一，企业应当结合自身特点及科创板的板块定位、行业导向和基本认定标准，作出合适的上市选择。

随后，郭昕律师结合光芯片企业上市案例，从人员兼职、外籍股东、员工持股、核心技术来源、业务独立性等角度，详细分析了审核重点关注法律问题以及相应的解决方案。他表示，光电行业是典型的技术密集型和知识密集型行业，高投入、高技术壁垒、研发周期长，对高素质技术人员需求大。有上市意愿的企业在发展过程中，需持续加强独立自主的经营能力，提高企业核心竞争力，同时亦需合理把握和妥善处理企业经营与合规风险问题。



感谢主办和承办单位给予国枫律师本次与来自学界、产业界的重量级专家、企业家探讨分享光芯片行业的发展以及与资本市场有效对接的良机。日后，本所将继续秉承勤勉尽责、客户需求第一的执业理念和职业操守，为广大客户提供高品质、高水准的法律服务。

（来源：国枫律师事务所公众号）

◇ 金融监管总局 1 号令《汽车金融公司管理办法》公布

The National Financial Regulatory Administration Issues Revised Measures for the Administration of Auto Finance Companies

7 月 17 日，国家金融监管总局网站公布修订的《汽车金融公司管理办法》。

《办法》共七章六十八条，主要修订内容如下：一是以风险为本加强监管，取消股权投资业务，强化股东对汽车金融公司的支持力度，适当扩大股东存款范围，同时取消定期存款期限的规定，增设流动性风险监管指标，完善重大突发事件报告、现场检查、延伸调查和三方会谈等规定。二是适应汽车行业高质量发展的市场需求，将汽车附加品融资列入业务范围，允许客户在办理汽车贷款后单独申请附加品融资，允许售后回租模式的融资租赁业务。三是加强公司治理和内部控制，重点规定了股权管理、“三会一层”、关联交易、信息披露、消费者权益保护、内外部审计和信息系统等方面的监管要求。四是贯彻落实对外开放政策，允许设立境外子公司，取消非金融机构出资人关于资产规模的限制条件。

（来源：国家金融监管总局）

◇ 中基协修订《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》

Asset Management Association of China Revises Measures for the Filing of Private Placement Asset Management Plans of Securities and Futures Institutions

7月14日，中基协印发《关于发布〈证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法〉的公告》。

《办法》共8章66条，重点增补非公开募集、投资管理、产品运作核查3个章节；非公开募集章节共15条，主要规范初始募集、开放申赎等募集相关行为，优化明确相关备案标准；投资管理核查章节共13条，主要重申强调主动管理、聘请投资顾问、组合投资等相关要求，明确监管自律导向，规范行业健康有序发展；产品运作核查章节共8条，主要立足产品日常运作，从关联交易、费用列支、流动性风险等方面提出要求。

（来源：中基协）

◇ 中基协发布《中国证券投资基金业协会自律检查规则》

Asset Management Association of China Issues Self-Discipline Inspection Rules of China Securities Investment Funds Association

7月14日，中基协印发《关于发布〈中国证券投资基金业协会自律检查规则〉的公告》。

《规则》共四章二十七条，适用于协会对协会会员、经协会登记机构、产品备案机构、基金从业人员及其他自律管理对象开展自律检查，明确实施自律检查，可以采取下列检查手段：（一）进入检查对象的办公场所或者营业场所进行检查；（二）询问或者约谈检查对象及其董事、监事、法定代表人、执行事务合伙人或者其委派代表、高级管理人员以及其他工作人员，要求对检查事项作出解释说明等；（三）要求检查对象在限定的期限内提供与其经营管理和财务状况有关的资料、信息；（四）查阅、复制与检查事项有关的文件、资料，对于可能被转移、隐匿或者毁损的文件、资料、电子数据等进行固定；（五）要求检查对象提供为其服务的基金销售机构、估值核算机构、份额登记机构、会计师事务所、律师事务所等基金服务机构以及托管机构等出具的相关资料，并要求检查对象就有关事项作出说明；（六）要求检查对象按照相关规定提供由经中国证监会备案的律师事务所出具的专项法律意见书；等等。

（来源：中基协）

◇ 中基协发布《私募基金管理人失联处理指引》

Asset Management Association of China Issues Guidelines for Handling Lost Connections of Private Equity Fund Managers

7月14日,中基协网站公布《关于发布<私募基金管理人失联处理指引>的公告》。

《指引》共十二条,并发布《失联私募基金管理人基本情况报告信息清单》。《指引》明确,通过电话、电子邮件、短信等形式均无法与私募基金管理人取得有效联系的,协会以公告形式通知私募基金管理人;私募基金管理人应当在公告发布后的五个工作日内向协会报送情况报告;逾期未报告的,协会即认定该私募基金管理人为失联私募基金管理人。协会通过官方网站对失联私募基金管理人进行公示,公示期限为一个月。失联私募基金管理人公示期间,协会暂停办理其各项业务;失联私募基金管理人公示期满,未按规定报送情况报告的,协会注销其私募基金管理人登记。

(来源:中基协)

◇ 沪深两市修订 GDR 上市交易暂行办法

Shanghai Stock Exchange and Shenzhen Stock Exchange Revise the Interim Rules for the Listing and Trading of GDR under the Stock Connect Scheme

7月18日，沪深交易所分别对外发布《上海证券交易所与境外证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法（2023年修订）》和《深圳证券交易所与境外证券交易所互联互通存托凭证上市交易暂行办法（2023年修订）》。

其中，上交所《暂行办法》修订主要包括3个方面：一是明确境外发行上市全球存托凭证（GDR）应当符合的条件。二是明确GDR对应新增基础股票发行上市申请的审核安排。三是加强全过程信息披露监管。深交所《暂行办法》新增3条，修订9条。新增的3条一是明确GDR境内新增基础股票上市条件，二是明确审核主体及程序，三是明确深交所上市公司申请GDR境外发行上市重要时点的临时信息披露要求。

（来源：上交所 深交所）

◇ 当估值坐上过山车——降价融资的冲突与困境（上）

When Valuations Ride the Roller Coaster - Conflicts and Dilemmas of Down Round (above)



近段时间，降价融资的数量增多。降价融资是一项投后管理中的“大事”，有太多棘手的问题需要解决。在本文中，笔者将初步探讨降价融资的现象、成因、影响以及有关利益冲突，并向投资人和公司提供一些思路和建议，以期能为应对降价融资带来一些启发和思考。

作者：王小雅

一、降价融资风潮又至

最近一段时间，我们已经看到或者听说不少 VC-backed 项目发生降价融资，其中不乏明星项目。比如电商 Shein，根据《华尔街日报》的消息，在美国市场上风生水起的它在新一轮融资中筹到了 20 亿美元，估值仅为 660 亿美元，相比一年前的 1000 亿美元跌去了近三分之一。伦敦风投机构 Atomico 与 Orrick、Lazard、SVB UK 和 Sluch 等联合发布的报告显示，2023 年第一季度，全球风投活动中有 20% 是降价融资，这一数字是去年同期的 3.6 倍。[1]说实话，我们自己从去年开始也更频繁地接触到了这类项目。

所谓降价融资（down round），是指投资人在该轮融资中购买公司单位股权的价格，低于投资人在上一轮融资中单位股权购买价格的情况。也可以简单理解为新一轮融资对公司的（投前）估值低于公司之前的（投后）估值。在中文里，人们形象地称降价融资为“流血融资”，意味着对于公司和投资人来说，这是件伤筋动骨的大事。

内涵虽然简单，外延却有点模糊。提到降价融资，许多人想当然地认为它是一个仅出现在涉及新股发售交易中的现象。其实广义的降价融资不仅发生在涉及**新股发售**的交易中，也会出现在**降价退出（Down Exit）场景，包括并购、兼并、资产出售、IPO、少数股东出售股权等形式，以及资本重组（Recap）等场景，比如对赌导致的估值调整**。在 2018 年 12 月 12 日前，CB Insights 一直按照广义理解追踪全球知名创业项目发生的降价融资，尽管目前已停止更新。受篇幅限制，我们主要讨论新股发售的场景。其他场景下降价融资的触发及影响，与新股发售场景既有共性又有区别，投资人和公司或许能从本篇的讨论中获得一些启发。

二、 降价融资是何人之过？

降价融资可能是由公司内部问题引发的，例如诉讼、收入不达预期或竞争压力。在这种情况下，对公司未来仍有信心的投资者会以更现实的估值进行投资以帮助公司重回正轨。

降价融资也可能是公司有意为之的战略举措，例如以较低价格引入重要的渠道商或其他关键商业伙伴，深层绑定。

还有另一种可能性——公司发展状况与前轮相比持平或者更好，比如产品上线、收入/利润数字上升、市场占有率提升等等，然而新一轮融资的估值却不升反降。这种情况很可能是外部环境恶化所导致。事实上，这是最近很多降价融资发生的最大原因。

现阶段，融资大环境即估值调减。由于经济下行、政局不稳、利率上调、硅谷银行等风投友好型银行的破产等多种不利因素持续，全球的风险投资市场散发着焦虑的气息。初创企业和投资机构均面临许多困难。

从投资机构角度，许多基金面临融资困难、投资节奏放缓、退出周期延长的难题。国内方面，根据清科研究中心的数据，自 2021Q3 达到历史峰值后，VC/PE 100 投资分指数连续一年半下行。2023 年第一季度，VC/PE 100 投资分指数仅为 40，同/环比分别下降 69.3%、31.5%。[2]同时，IPO 退出持续低迷。据投中研究院数据，2022 年，中国企业在 A 股、港股以及美股成功 IPO 的数量同比降低 16.64%，IPO 募资规模同比下降 22.97%。[3]并购退出的情况波动较大，还需持续观察。根据投中研究院数据，2022 年，并购市场受疫情反复影响，整体较为低迷，共计 315 支私募基金以并购方式退出，退出数量同比下降 64.65%，回笼金额同比下降 14.50%；2023 年 Q1，共计 70 支私募基金以并购方式退出，回笼金额环比上升 49.22%。[4]国际方面以美国基金为例，根据 PitchBook 的数据，2023 年第一季度，所有阶段和部门的风险投资

活动都有所下降。[5]同时，与国内情况类似，国际私募市场上的项目退出也降温明显。根据 PitchBook 的数据，在 2023 年第一季度，项目退出价值（58 亿美元）降至 2013 年以来的最低水平，与两年前私募市场的狂热相比，第一季度产生的退出价值仅是 2021 年第二季度数字的 2.2%；另一方面，退出数量（227 个）也有所下降，与过去几个季度的趋势基本一致。在这之中，IPO 明显疲软，2022 年是自 2016 年以来 IPO 活动最少的一年，2023 年以来，受 VC 支持的 IPO 项目中，大部分市值来自为数不多的 mega deal；并购退出相对活跃，公开披露的并购交易金额为十年来最高值。IPO 的疲软和并购的兴起也导致许多基金投资者退出周期延长，项目管理中的各种风险随之增加。

同样受经济环境所累，并且受前述风投机构投资放缓、IPO 数量下滑的影响，初创企业的融资难度（包括债权融资和股权融资）极大提升。2023 年上半年，初创企业的资本状况没有明显改善，资金缺口严重，融资后期（C 轮之后）的公司更甚。根据 PitchBook 的数据，融资早期（又被称为风险增长阶段）的资本需求约为现有资本供应的 1.29 倍，这一数字在融资后期增长为 2.84 倍[6]。

以上因素共同作用下，市场和初创企业自身对估值的判断更加保守和现实，项目投后（特别是到融资后期）发生降价融资的风险也因此有所增加。PitchBook 在今年 6 月底预测 C 轮和 D 轮会出现最多的降价融资现象。J.P.Morgan 商业银行研究主管 Ginger Chambless 的预测也同样悲观，她认为“考虑到公开市场的修正，科技股在 2022 年平均下跌 65%，风险投资估值的重置还有很长的路要走。即使交易量下降了 40% 至 50%，退出市场也在放缓，但降价融资占风险投资活动整体的比例仍然低于历史平均水平。在我们看来，这是不可持续的，我们预计在未来几个季度，随着 2021 年最后一次融资的初创企业进入市场，风险投资的估值将重新降低。”

因此，我们这里想说明的一点是，**降价融资不一定意味着公司或者创始人存在严重问题，已经入股的投资机构未必应当将降价融资归结于管理层的失职，基金的 LP 也未必应当将踩着高点进入公司视作投资团队的判断失误。**各方仍然应当具体判断降价融资的成因、公司的前景和责任分配，并考虑下一步的动作。

三、 降价融资

对哪些利益相关方产生影响？

（一）对创始团队和员工来说

创始团队和重要员工通常作为普通股或相关股权凭证的持有者。除新融资本身带来的稀释外，降价融资可能触发反稀释条款，使得创始团队和员工在完全摊薄基础上的普通股比例进一步大幅稀释。简而言之，降价融资产生的稀释效果很多时候都是由普通股股东全部承受。

如果股权激励文件规定员工的行权价格较高（例如按照前轮融资的投资人入股价格乘以一定折扣），则在降价融资时，尚未行权的员工可能会发现其行权价格高于最新一轮融资价格（此时的股权期权被称为价外期权或者水下期权），这种状态的期权对于员工来说不具备行权可行性，其激励效果可想而知。

（二）对前轮投资人来说

如果不考虑反稀释等保护性条款的保护，前轮投资人的利益也会受到降价融资的损害，最直接的影响是股权比例被大幅稀释，股权价值（账面回报）也会大幅下降。如果作为前轮投资人的基金恰好在估值高点进入公司，则可能还要因为降价融资确认投资损失（haircut），被 LP 质疑其投资决策或专业能力。这些因素又可进一步影响 GP 的分配以及基金的后续筹资。

（三）对各方委派的董事来说

在多数接受过风险投资的初创企业中，董事会都会由管理层的委派代表和主要投资人的委派代表组成，这些董事均对公司全体股东有信义义务（具体规则和实践上，中外有别）。在降价融资交易发生时，这些董事违反信义义务的风险有所上升。

以设立在英美法系（比如美国、开曼、BVI、香港、新加坡等地区）的项目公司

为例，董事会做出的决策通常受商业判断规则（business judgment rule）推定的保护，也即通常情况下董事会会在知情的基础上出于善意做出的决定不会受到法院的二次评判。但在降价融资交易发生时，各方的利益冲突明显加剧，既有主要投资人委派董事、管理层委派董事分别所代表的“阵营”之间的利益冲突，也有这些“阵营”与其他小股东的利益冲突。如果董事会批准降价融资或相关交易的决策严重损害其他股东的利益，则该等决策可能不会受到商业判断规则推定的保护，相反，董事可能有责任证明交易过程和实质内容的整体公平性（也即符合公司整体的最佳利益，而非个人利益）。[7]因此，各董事和委派方需要更加审慎，并考虑事前做一些责任限制。

（四）对公司来说

降价融资对公司来说，是不得已而为之的无奈之举。我们得知的很多降价融资发生在公司现金流维持困难、很难找到新一轮融资投资人，或者是公司现有资金无法满足业务扩展、产品开发或市场推广等重要需求的情况下。降价融资可能会被外界解读为公司增长放缓的信号，使得未来融资及估值提升更加困难，并且可能严重打击员工士气，加剧人才流失。

降价融资本身也很难推进。如前文所述，降价融资对前轮投资人的影响很大，前轮投资人缺乏动力推进新一轮融资交易，除非这些不利后果转移至普通股股东身上。反过来，对投资人实施反稀释保护将使得普通股股东被迫割肉；在有些极端情况下，还会导致创始团队丧失对公司的控制权。这对于各方来说都是个很难的抉择。

虽然降价融资可以被视为一个挫折，但也有一些公司已经挺过了过去，并取得显著增长和成功。Uber 就是一个例子。在 2016-17 年度，Uber 在业务的各个方面都面临挑战。该公司不得不降低估值，以低于前几轮的价格出售股票。尽管遭遇了这一挫折，Uber 还是利用创新平台，在不断改进服务的同时走向新市场。所以降价融资不一定意味着最后的失败。

（五）对降价融资轮次投资人来说

在降价融资场景下，融资交易明显变为买方市场，新投资人（也可能是老股东继

续投资)对投资者权利的偏好会更加激进,其在谈判过程中的话语权(相较于公司而言)也更强。

反过来,蹚降价融资的浑水对于降价融资轮次投资人来说也会是个挑战,因为新老投资人的利益冲突十分突出,谈判过程会非常艰难。

四、降价融资攻防, 各方的利益冲突在哪里?

进入降价融资阶段,矛盾和风险显现,火药味往往比较足。根据我们的经验,在该阶段,至少有以下这些事项需要考虑,我们尽量不偏向任何一方,站在中立的立场将一些要点抛到台面上:

(一) 降价融资交易是否值得做

收到一份降价融资的要约后,了解降价融资交易的目的是评估风险、确定自身立场的第一步。有的时候,降价融资交易是解救公司燃眉之急,双方的目的都是为了公司可以继续“存活”下去;有的时候,降价融资投资人并不是白衣骑士,而是出于低价收购优质资产的目的入局,他们不一定是看好这家公司,而是垂涎公司的重要资源(比如渠道、技术、流量等),收购并掏空资源后,公司本身就可以被“放弃”。

除交易目的外,降价融资的估值和投资金额也是商业上需要小心掂量的点,对于公司而言,估值应当合理且符合市场实际,投资金额符合公司未来发展的需求。正如 Open AI 现任 CEO Sam Altman 在担任 Y Combinator 总裁时所指出的那样,“当早期融资市场更加艰难时,YC 对公司的标准建议是尽可能多地筹集资金……但这只有在你把钱用得特别好的时候才是真的。”[8]对于初创公司来说,尽可能多地筹集资金(以寻求认可)的诱惑非常强烈,但筹集巨额资金本身不是成功,筹集实现现实增长目标所需的现金才是正经。

所以,我们建议现有股东(无论是创始团队还是既有投资人)洞察降价融资投资人的利益和诉求,判断降价融资估值和投资金额的适当性,并以此确定自己的立场

是支持还是反对这项交易。如果现有股东不满意新投资人提出的要约，可以寻求其他融资机会，以减少对降价融资的依赖，这可能包括寻找其他投资者或寻求其他融资方式（比如过桥贷、短期银行贷款）。

（二）现有投资人的利益和诉求

正如新加坡主权基金淡马锡控股(Temasek)首席投资官 Rohit Sipahimalani 在遭遇蚂蚁集团估值下跌时指出“**投资者必须自行判断，他们需要的是流动性，还是他们看到了企业的前景**”。新投资人和公司在考虑整个降价融资方案时，也需要顾虑现有投资人的利益和诉求，否则很难顺利推进交易。这个过程中，公司和现有投资人的情况需要全面评估，多种因素需要考虑，比如：

公司的财务状况：包括公司的财务状况，包括收入、支出、利润等方面的情况。如果公司的财务状况不好，影响到未来上市和发展，那么现有投资人选择退出的可能性较大。

公司的业务前景：需重新评估公司的业务前景，包括市场规模、竞争状况、产品竞争力等方面的情况。如果公司的现有主营业务前景堪忧，且缺乏新的增长曲线和新的故事，那么现有投资人选择退出的可能性较大。

投资人的投资周期：包括其投资目标、投资期限、基金分配等方面的情况。如果现有投资人已经进入退出期、清算期，且没有其他退出渠道，那么他们很可能会选择退出。在有其他机构（比如 C 基金、S 基金）承接标的股权，或者基金层面可以完成实物分配的情况下，公司的压力可能会相对小一些。

投资人对标的股权的处理：即使公司没有破产，现有投资人也可能将对公司的投资从报表中完全删除（write off），如果他们事先已经这么做了，那公司是否降价融资，对这些投资人来说大概率就无所谓了。

投资人的风险偏好：包括他们对于投资风险的容忍度、对于降价融资的态度等方面的情况。如果现有投资人的风险偏好与公司的现状不相符，那么他们可能会选择退出。除与现有投资人直接沟通外，公司也可以通过背调投资人的声誉和历史投资/退出记录来预判。

抱团现象：在存在一个或多个投资人决定退出的情况下，其他投资人（特别是小

投资人)退出的倾向会升高。利益类似的投资人可能会统一战线,联合起来向公司施压。

(三) 现有投资人的退出或补偿方案

在明确立场后,现有投资人如何实现诉求成了下一个需要解决的难题。

1.如果现有投资人的诉求是退出,则需要回答几个问题:

(1) 退出的权利基础是什么?

回购权和清算优先权是最常见的权利基础。在具体适用时,需要考虑相关权利是否已实际触发、行权的期限和其他程序要求、退出价格的计算方式等方面。如果在合同层面和法律层面都没有直接的权利基础,在这种情况下,投资人可能得退而求其次,考虑还有哪些抓手可以向交易、公司和降价融资投资人施加压力。

(2) 给付方和担保方的清偿能力如何?

一般情况下,公司和/或实际控制人将承担给付或者担保义务,这些主体是否“有钱”,是否“可以用钱”会成为退出的关键。我们需要提醒的是,即使公司和/或实际控制人的账上资产“充沛”也不意味着可以完成清偿,一方面如果责任资产的类型主要为非速动资产,这些资产未必能顺利变现;另一方面,法律上可能存在诸多限制。举例来说,如果公司位于国内,且存在资不抵债或实际无法对第三方债权人清偿债务的情况,则现有投资人退出并要求实际支付对价就可能构成抽逃出资。

(3) 其他利害关系方的立场和动向是什么?

很多项目中,投资人的退出不仅是他和公司两方的博弈,其他人的选择也至关重要。比如,在 Standard Seniority 的模式下,回购款(回购权下)、股权转让款(共售权或其他形式的售股权下)、优先清算金额(清算优先权下)等退出对价的支付是按照从最近一轮到最早一轮的顺序进行的。这意味着,在给付方和担保方清偿能力不足的情况下,对于一个 A 轮投资人来说,如果 A 轮其他、B 轮(以及更后轮次)投资人同样选择行权,则该 A 轮投资人实际分得的款项将不可避免地下降(甚至完全拿不到)。因此,投资人需要通盘考虑其他利害相关方的立场和选择,再决定合纵连横的策略。

2.如果现有投资人的诉求是留下，问题就变成了如何向自身 LP 交代。除了解释降价融资背景和不退出的原因外，现有投资人还可能需要回答以下这些问题：

(1) 如何弥补或减少降价融资的损失？

现有投资人通常需要援引反稀释权（我们将在下篇具体分析），要求公司或管理层给予股权/现金补偿。现实中，尽管在风险投资中规定反稀释权十分普遍，实际行权仍有很多需要仔细斟酌的情形。比如说，如果降价融资轮次投资人的诉求是收购公司，且收购比例不是非常高（比如收购后持股 51%），则投资人行使反稀释权很可能导致降价融资轮次投资人的持股比例下降至非控股地位，进而导致其不能实现收购目的。又比如说，未触发反稀释权的早期投资人将被行使反稀释权的中后期投资人进一步稀释其股权比例，而这些早期投资人可能具备直接或间接阻碍中后期投资人行权乃至整个交易的能力。在各种疑难场景下，各方博弈的难度直线上升，充满了不确定性。

(2) 如何确保未来的退出？

回答这个问题，投资人需要先想好未来的抓手——也即可以依赖“谁”实现未来退出。降价融资之后，公司的管理层以及整体的权力布局很可能发生变化，创始人是否仍然适合作为抓手需要重新掂量。在想好抓手后，投资人的法务团队和外部律师可针对性地设计退出保障条款。这里将会遇到的其中一个问题是，未来退出的价格如何敲定。站在投资人的角度，至少收回本金（+资金占用成本）是天经地义，但作为抓手的对象并不会轻易认可，一方面降价融资已经降低了公司股权估值，另一方面未来公司股权价值也具有不确定性。

(3) 是否可以提早获得现金回报？

伴随着经济下行和各种资本市场泡沫的破裂，我们发现，以 IRR 衡量和宣传基金业绩的方式正逐渐被边缘化，LP 们对于基金的 DPI 指标越发看重。这就意味着，LP 普遍希望基金能尽快从项目中取得现金回报。因此，在发生降价融资时，有些 LP 的诉求可能是项目全部或部分退出，或者即使不退出也要有现金回报。这些压力会迫使投资人在考虑补偿方案时更侧重“即时”的现金回流，因此“部分退出”“现金补偿”及/或“短期内退出”可能是投资人的选项。

3.在继续看好公司前景的情况下，现有投资人也可能选择参与降价融资，以保持他们的持股比例和/或优先股地位不变，这样可以减少股份被稀释或权利被弱化的影响。

（四）新老投资人的权利调整

新老投资人在特殊权利的保留和具体内容上经常发生分歧。很多既往的条款内容需要推翻重来。

新投资人有时是作为新的大股东和实控人进入公司的，在这种情况下，新投资人的诉求有可能是取消所有或大部分投资人特殊权利，特别是和资金分配相关的权利（优先分红权、回购权、清算优先权、对赌等）。对于选择留在公司的老投资人来说，这种处理会潜藏失控风险，通常难以直接接受。为达成折中或者替代方案，各方可能多次角力。

即使新老投资人都希望保持投资人特殊权利，权利的具体内容仍有谈判空间。比如回购权和清算优先权等权利的顺位上，传统观点认为该等权利的顺位应当按照估值高低排序，所以估值更高的老投资人的顺位应当在估值更低的新投资人之前，并且按照这个观点，老投资人之间的权利顺位也应当根据反稀释行使后每股单价的变化重新确定；新投资人的视角下，自己是公司的救星，老投资人和其他现有股东的股权都靠自己提供的资金支撑，因此特殊权利的顺位理应是自己排在最前面。

而且，在降价融资中，新投资人占据主导地位的情况居多，新投资人可能提出或者强化一些条款，其效果会“惩罚”未参与降价融资的老投资人，包括但不限于强制转换(forced conversion)、投资参与（pay to play）、超级清算优先权（super-priority liquidation preference）、拖售权（drag-along right）、特殊表决权（special voting right）等等。

未完待续。

参考资料

[1] Atomico, Orrick, Lazard, SVB UK, Slush, State of European Tech, First Look 2023, June 2023.

[2] 清科研究中心，清科发布一季度股权市场指数 PEII，同比下降 28.1%，2023 年 5 月 18 日。

[3] 投中研究院，投中统计：A 股领跑全球市场 机构战绩中金夺冠，2023 年 1 月。

[4] 投中研究院，投中统计：2023 年 Q1 并购市场回落，跨境交易规模降幅超八成，2023 年 4 月。

[5] Pitchbook-NVCA, Venture Monitor Q1 2023, April 12, 2023.

[6] Pitchbook, 2023 US Venture Capital Outlook: H1 Follow-Up, June 26, 2023.

[7] Bradford Weirick, Mark Goldman, Down round and cramdown financings: a guide, International Financial Law Review, June 25, 2020.

[8] Sam Altman, Dilution, March 1, 2017.



王小雅 北京国枫(上海)律师事务所 律师

业务专长

私募股权投资、跨境投融资及数据合规

（来源：国枫律师事务所公众号）

◇ 做好三件事，活出更丰盈的人生

Do three things well to live a fuller life

01 多读好书，沉淀思维

多读好书可以帮助一个人保持清醒的自知力，更清楚地认识自己。

在我们的生活中，浮光掠影的东西很多，容易让人迷失方向。但读书却能让我们保持心灵宁静，葆有清醒认知；让我们永远怀有敬意与谦和之心，不至于失去真正的自己。

读书不仅能让人在高处时保持清醒，也能让人在低处时走出迷茫。书中有千种人生、世间百态，我们会被别人的故事打动、为别人的命运思索。如此，我们便对世界愈发理解，对周遭愈加宽容，自己的心境也会变得更加辽阔。

02 出去走走，拓宽眼界

一个人的经历、阅历和见过的世面，会影响一个人看世界的眼界。

有人说，如果不出去走走，就会以为眼前就是全世界。一个人见得越多，他眼前的世界就越开阔。旅行让我们变得更加豁达，能放下过往的不如意，不再自我纠结。

有时间的话，去看一次海，去看一次日出日落，去看一朵花的绽放，去听听溪流的声音、鸟儿的啼叫……我们只有阅过山河、见过湖海，经历过生命的繁复，才会拓宽视野、增长智慧，看到人生更多的可能性。

结交一个正能量的朋友，往往会让我们变得更加乐观、坚强、勇敢。

人与人之间会相互影响。遇到挫折时，消极的人会放任我们发泄负面情绪，积极的人会鼓励我们振作起来。要跟那些可以从他们身上获得温暖和教益的人相处，与他们在一起，我们常会不自觉地对自己提出更高的要求，从而让自己得到提升。

有人说，人这一生就是见自己、见天地、见众生。读好书，沉淀我们思维的深度；去旅行，拓展我们眼界的广度；交益友，提升我们生活的丰度。愿我们都能活出更丰盈的人生。共勉。

（来源：人民日报公众号）