

**TAHOTA**

# [ 金融行业 ] 法律信息简报

**第 069 期**

2019 年 7 月 10 日



主办：泰和泰私募基金法律中心

主编：向飞

编辑：朱晓莉、杨苏芮、邓练、倪娜娜

## ➤ 行业法规（摘选）

发文单位	文号	名称	要点
最高人民法院	法发 (2019) 17号	《关于为设立 科创板并试点 注册制改革提 供司法保障的 若干意见》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年06月20日</li> <li>✓ 实施： 2019年06月20日</li> <li>✓ 要点：《意见》从依法提高资本市场违法违规成本、建立健全与注册制改革相适应的证券民事诉讼制度等方面提出了17条举措。其中，《意见》对完善与注册制改革相适应的证券民事诉讼制度提出了司法改革举措，在完善现有证券代表人诉讼制度、加强证券民事诉讼配套程序、依托信息化手段提高司法能力、推广证券示范判决机制等方面提出了具体举措，以降低投资者诉讼成本，有效保护投资者合法权益。</li> </ul>
国家财政部、 国家税务总局	财政部、 税务总 局公告 2019年 第74号	《关于个人取 得有关收入适 用个人所得税 应税所得项目 的公告》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年06月13日</li> <li>✓ 实施： 2019年01月01日</li> <li>✓ 要点：《公告》将部分原按“其他所得”征税的项目调整为按照“偶然所得”项目征税，偶然所得适用税率为20%，与原“其他所得”税率相同，纳税人的税负保持不变。调整为按照“偶然所得”项目征税的具体收入包括：个人为单位或他人提供担保获得报酬；受赠人因无偿受赠房屋取得的受赠收入；企业在业务宣传、广告等活动中，随机向本单位以外的个人赠送礼品（包括网络红包），以及企业在年会、座谈会、庆典以及其他活动中向本单位以外的个人赠送礼品，但企业赠送的具有价格折扣或折让性质的消费券、代金券、抵用券、优惠券等礼品除外。</li> </ul>

国家税务总局	-	《“大众创业万众创新”税收优惠政策指引（2019）》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019 年 06 月 18 日</li> <li>✓ 实施： 2019 年 06 月 18 日</li> <li>✓ 要点：《指引》归集了截至 2019 年 6 月我国针对创新创业主要环节和关键领域陆续推出的 89 项税收优惠政策措施，覆盖企业从初创到发展的整个生命周期。《指引》延续了 2017 年的体例，结构上分为引言、优惠事项汇编和政策文件汇编目录。每个优惠事项分为享受主体、优惠内容、享受条件和政策依据。优惠事项汇编继续按照三个阶段对企业初创期、成长期和成熟期适用的税收优惠政策进行分类整理，在内容上展示了支持创业创新的税收优惠政策最新成果。</li> </ul>
中国银行保险监督管理委员会	银保监办发（2019）143 号	《资产支持计划注册有关事项的通知》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019 年 06 月 17 日</li> <li>✓ 实施： 2019 年 06 月 17 日</li> <li>✓ 要点：《通知》明确了对保险资产管理机构首单资产支持计划之后发行的支持计划实行注册制管理。 《通知》要求，银保监会对初次申报支持计划的保险资产管理机构进行受托人资格审核，对申报的支持计划实施合规性、程序性审核；对于交易结构复杂的支持计划，银保监会将建立外部专家评估机制，并采取适当方式向投资者提示投资风险。保险资产管理机构后续发行支持计划，应当向中保登提交注册材料，由中保登办理注册工作。</li> </ul>

<p>中国证券监督管理委员会</p>	<p>中国证券监督管理委员会公告 (2019) 15号</p>	<p>《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引(试行)》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年06月14日</li> <li>✓ 实施： 2019年06月14日</li> <li>✓ 要点：《指引》主要包括以下内容：一是明确公募基金参与出借业务的基本原则以及业务参与各方的主体责任；二是明确公募基金参与出借业务的定义和性质；三是规定具体的产品类型及投资比例，强化流动性风险管控，并要求基金管理人加强信用风险以及关联交易管理；四是明确相关估值核算、信息披露、法律文件等方面的要求。</li> </ul>
<p>中国证券监督管理委员会</p>	<p>中国证券监督管理委员会令 第155号</p>	<p>《期货公司监督管理办法(2019)》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年06月04日</li> <li>✓ 实施： 2019年06月04日</li> <li>✓ 要点：《办法》修订内容主要涉及五个方面：一是提高期货公司主要股东，尤其是控股股东、第一大股东资格条件；二是加强期货公司股东管理，强化股东义务；三是完善期货公司境内分支机构、子公司及境外经营机构的管理；四是完善期货公司对客户开户及其交易行为管理要求；五是完善期货公司信息系统管理规定，明确信息系统合规运行的制度要求。</li> </ul>
<p>上海证券交易所</p>	<p>上证发(2019) 68号</p>	<p>《上海证券交易所科创板股票异常交易实时监控细则(试行)》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年06月14日</li> <li>✓ 实施： 2019年06月14日</li> <li>✓ 要点：第一，科创板股票不适用《关于新股上市初期交易监管有关事项的通知》(上证发(2018)63号)的规定；第二，科创板指数发布前，以全部已上市科创板股票(剔除无价格涨跌幅股票及全天停牌股票)当日收盘价涨跌幅的算术平均值作为基准指数涨跌幅，计算收盘价格涨跌幅偏离值，并据此认定异常波动和严重异常波动情形；该期间内不使</li> </ul>

			<p>用上证综指作为对应基准指数。自科创板指数发布之日起，以科创板指数作为基准指数，计算收盘价格涨跌幅偏离值，并据此认定异常波动和严重异常波动情形。</p>
<p>中国证券投资基金业协会</p>	<p>中基协发(2019)4号</p>	<p>《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法(试行)》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年06月03日</li> <li>✓ 实施： 2019年06月03日</li> <li>✓ 要点：《办法》指出，证券期货经营机构开展私募资产管理业务，应当加入中国证券投资基金业协会成为会员，及时进行私募资产管理计划备案。并强调，接受备案不代表证券投资基金业协会对产品的合规性、投资价值及投资风险做出保证和判断。投资者应当自行识别产品投资风险并承担投资行为可能出现的损失。</li> </ul>
<p>全国中小企业股份转让系统有限责任公司</p>	<p>股转系统公告(2019)931号</p>	<p>《全国中小企业股份转让系统挂牌公司要约收购业务指引》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年06月14日</li> <li>✓ 实施： 2019年06月14日</li> <li>✓ 要点：《业务指引》明确，收购人应当在要约收购报告书中，结合过去六个月取得被收购公司股票所支付的价格，被收购公司股票交易价格、股票发行价格、最近一期经审计的每股净资产等因素，说明要约收购价格的合理性。收购人应当在要约收购报告书中就本次要约收购是否以终止被收购公司股票挂牌为目的、是否尚需取得国家相关部门批准等情况作出特别说明。收购人应当在报送要约收购报告书等文件的同时，按照中国证券登记结算有限责任公司（以下简称“中国结算”）相关规定及时办理履约保证手续，取得履约保证证明文件。</li> </ul>

### 其他

- 2019年5月24日，网信办公布《网络安全审查办法（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见至2019年6月24日。
- 2019年5月30日，市场监管总局公布《明码标价和禁止价格欺诈规定（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见至2019年6月30日。

## ➤ 行业新闻（摘要）

### 科创板开板！中国资本市场迎来历史性时刻

2019年6月13日，在第十一届陆家嘴论坛开幕式上，中国证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式。科创板正式开板，标志着党中央国务院关于设立科创板并试点注册制这一重大改革任务的落地实施。下一步，证监会将会同市场有关各方，扎实细致深入地做好上市前的各项准备工作，推动科创板平稳开市、稳健运行。刘鹤表示，落实好以信息披露为核心的注册制改革，注册制的实质含义是，把选择权交给市场。

### 证监会明确创投基金享受税收政策标准

2019年6月19日，证监会发布《私募基金监管问答——关于享受税收政策的创业投资基金标准及申请流程》，对享受相关税收政策的创业投资基金标准及申请流程予以明确。证监会强调，享受该税收政策的创业投资基金还应当符合下列条件：一是创业投资基金实缴资本不低于3000万元，或者首期实缴资本不低于1000万元且全体投资者承诺在工商注册后5年内实缴资本不低于3000万元；二是创业投资基金存续期限不短于7年；三是创业投资基金管理团队有至少3名具备两年以上创业投资或者相关业务经验的人员负责投资管理运作；四是创业投资基金对单个企业的投资金额不超过该创业投资基金总资产的20%；五是创业投资基金未投资已上市企业，所投资未上市企业上市（包括被上市公司收购）后，创业投资基金所持股份的未转让部分及其配售部分不在此限；六是创业投资基金未从事担保业务和房地产业务。

## 中金所进一步完善风控及异常交易管理

2019年5月31日，中金所发布通知，公布了《异常交易管理办法》、《风险控制管理办法》及相关规定，均自6月3日起实施。此次修订的内容包括：一是在《风险控制管理办法》中增加交易限额制度，丰富和完善风控措施，防范市场风险；二是提升异常交易管理的制度层级，将监控指引升级为《异常交易管理办法》，优化异常交易类型，明确实控关系账户组异常交易合并规则，加强会员管理责任。

## 上海高院发布若干意见服务保障科创板

6月17日，上海高院召开新闻发布会，通报了《上海市高级人民法院关于服务保障设立科创板并试点注册制的若干意见》（以下简称“《若干意见》”）的相关情况。

《若干意见》围绕“为设立科创板并试点注册制营造良好法治环境，为上海国际金融中心和科创中心建设提供优质的司法服务和保障”的总体目标，提出了21条具体措施。在依法履行审判职责，妥善处理涉科创板纠纷案件方面，《若干意见》针对涉科创板刑事、商事、金融、知产、行政、执行等各类纠纷，提前研判注册制下的信息披露义务、公司差异表决权安排等改革创新带来的一系列重大、疑难、复杂法律问题，作出相应司法安排。

## 国务院：加快落实研发费用75%税前扣除政策

2019年6月5日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定按照创新驱动发展战略要求把大众创业万众创新引向深入的措施；加快落实研发费用按75%比例税前加计扣除的政策，并研究加大政策力度。会议确定了把“双创”引向深入的措施。一是发挥“双创”支撑就业的重要作用；二是发挥“双创”促进科技创新的独特作用；三是支持打造“双创”平台，推动大中小企业融通发展；四是推动“互联网+”升级；五是引导金融机构降低小微企业融资实际利率和综合成本，将小微企业不良贷款容忍度从不低于各项贷款不良率2个百分点放宽到3个百分点。



## 保险公司外汇资本金结汇审批取消

国家外汇管理局日前发布了《关于进一步促进保险公司资本金结汇便利化的通知》（以下简称“《通知》”），取消了保险公司外汇资本金结汇审批。

在取消保险公司资本金结汇审批后，外汇局将对其实行意愿结汇制。外汇局有关负责人表示，保险公司依据实际经营需要，可直接在金融机构办理外汇资本金和境外上市募集外汇资金结汇，提升保险公司资金使用效率。值得注意的是，《通知》打破了对赔款资金的限制，允许保险中介机构代收代付保险项下赔款资金办理结汇或购汇。

## 税务总局：对六税一费优惠资料实行留存备查方式

国家税务总局日前发布《关于城镇土地使用税等“六税一费”优惠事项资料留存备查的公告》（国家税务总局公告2019年第21号）（以下简称“《公告》”）及相关解读文件。

《公告》明确纳入此次优惠资料留存备查范围的是城镇土地使用税、房产税、耕地占用税、车船税、印花税、城市维护建设税、教育费附加等“六税一费”优惠事项；纳税人享受城镇土地使用税、房产税、耕地占用税、车船税、印花税、城市维护建设税、教育费附加优惠事项实行“自行判别、申报享受、有关资料留存备查”的办理方式。

## 长安福特因实施纵向垄断协议遭罚 1.6 亿！

2019年6月5日，国家市场监督管理总局发布公告称，对长安福特公司实施纵向垄断协议的行为依法处罚1.628亿元。据悉，2013年以来，长安福特在重庆区域内通过制定《价格表》、签订《价格自律协议》以及限定下游经销商在车展期间最低价格和网络最低报价等方式，限定下游经销商整车最低转售价格。

## 《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法(试行)》解读

作者 邓练

自2018年4月27日《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(以下简称“《资管新规》”)出台以来,中国证券监督管理委员会陆续发布了《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》(以下简称“《管理办法》”)及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》(以下简称“《运作规定》”)。2019年6月3日,证券投资基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法(试行)》(以下简称“《备案办法》”)。《备案办法》自2019年7月1日起实施,将证券公司、基金管理公司、期货公司及前述机构依法设立的从事私募资产管理业务的子公司统一纳入监管,整体上延续了现行备案规范,同时提出了新的备案规则。本文简要分析《备案办法》的几项主要要求、操作要点。

### 一、备案核查要求

**备案核查原则:**证券投资基金业协会将按照“实质重于形式”原则,通过书面审阅、问询、约谈等方式对备案材料进行核查,并将重点核查资产管理计划备案的非公开募集、产品结构、投资运作、开放申赎、资产托管、信息披露等事项是否符合要求。投资者需注意,接受备案不代表证券投资基金业协会对产品的合规性、投资价值及投资风险做出保证和判断,投资者应当自行识别产品投资风险并承担投资行为可能出现的损失。

**简易备案核查:**证券投资基金业协会对单一资产管理计划、符合条件的集合资产管理计划设立备案材料进行简易备案核查,符合备案系统自动化核查条件的,及时出具备案证明。但是,通过简易备案程序不代表基金业协会不做任何检查,证券投资基金业协会对按简易备案核查程序通过的资产管理计划进行事后抽查,发现存在违反规定情形的,相关资产管理人新设立的资产管理计划在6个月内不适用简易备案核查程序,并视情节轻重采取相应自律管理措施。

**绿色通道:**证券投资基金业协会对符合国家战略要求和监管政策导向的资产管理计划设立备案开放绿色通道,适用专人对接、即报即审、专项核查的方式,在备案材料齐备后两个工作日内完成备案。

### 二、嵌套核查要求

#### (一) 嵌套核查内容

嵌套特指资管产品之间的投资关系。《资管新规》第二十二條规定,受托机构不得再投资公募证券投资基金以外的资产管理产品。即资产管理产品至多可以嵌套一层,形成两层嵌套结构,两个嵌套的资管产品在底层资管产品层面应体现为委托或信托法律关系。金融机构

借助通道业务进行多层嵌套，拉长资金链条，增加产品的复杂程度，隐蔽资金来源，提高了实体的融资成本，使得监管部门无法穿透最终的投资者，交易风险难以核查，对金融市场秩序造成不利影响。

因此，《备案办法》第二十五条要求针对嵌套层数重点核查投资者信息和资产管理合同投资范围是否同时存在除公开募集证券投资基金以外的其他资产管理产品，合规负责人审查意见书是否对产品嵌套符合规定作出说明。

## （二）明确“一层嵌套”

《备案办法》第二十五条明确，对于无正当事由将资管产品或其收受益权作为底层资产的资产支持证券，或者以资产支持证券形式规避监管要求的情形，应当视为一层嵌套；对于政府出资产业投资基金，存在向社会募集资金的，应当视为一层嵌套。

根据《资管新规》第三条，对资金信托，证券公司、基金管理公司、期货公司、保险资产管理机构、金融资产投资公司发行的资产管理产品等应当纳入监管，但对于资产证券化（Asset-backed Securitization, ABS），则被排除适用而豁免于监管——“依据金融管理部门颁布规则开展的资产证券化业务，不适用本意见”。

资产证券化（ABS）是指以基础资产产生的未来现金流为偿付支持，通过结构化等方式进行信用增级，在此基础上发行资产支持证券的业务活动。具体而言，融资企业（发起人）将缺乏流动性但能产生稳定可持续现金流的资产或资产组合作为基础资产，出售给特定目的载体（SPV），采用结构化的方式对相关资产的风险和收益进行分离和重组，并以该基础资产产生的现金流为支持，向投资者发行资产支持证券。由于ABS具有融资成本低、效率高等优势，弥补了中小企业信用不足、融资贵、融资难的弱点，导致实践中产生大量为规避监管要求而投资ABS的私募资管计划。但《资管新规》第六条、第十五条要求，金融机构不得开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务，并应当加强投资者教育，向投资者传递“卖者尽责、买者自负”的理念，打破刚性兑付。

因此，《备案办法》在一定程度上遏制住了在ABS层面设计多层嵌套以规避资管细则嵌套规则的操作，抑制了资金池及相关业务，避免产生向客户提供刚兑产品的基础。对于资产管理行业打破刚兑、实现净值型产品的目的实现了推进和支持。由于此条对金融机构私募产品嵌套次数进行明确界定，因此投资于此标的的私募资管计划上层委托人不能包含私募资管计划。另外，《备案办法》第二十九条明确，针对集合资产管理计划组合投资，重点穿透核查组合投资的具体方式和比例是否符合相关要求。集合资产管理计划存在嵌套投资的，投资单只产品的比例应符合组合投资相关要求。

### 三、穿透核查要求

对私募资产管理计划进行穿透式监管是监管的主要原则之一。《管理办法》明确提出要求实行穿透式监管，对于多层嵌套资产管理产品，向上识别产品的最终投资者，向下识别产品的底层资产。为此，《备案办法》第十条规定，资产管理计划接受其他私募资产管理计划参与的，管理人应提供向上穿透后的最终投资者信息资料表。

首先，“向上穿透”仅限于私募资产管理计划，公募资管产品是豁免的，与《管理办法》第四十四条：“资产管理计划接受其他资产管理产品参与，证券期货经营机构不得再投资除公募基金以外的其他资产管理产品”规定一致。其次，《运作规定》第三条规定，资产管理计划接受其他资产管理产品参与的，不合并计算其他资产管理产品的投资者人数，但应当有效识别资产管理计划的实际投资者与最终资金来源。

因此，如果资产管理计划接受的“其他资管产品”系私募资管产品，应当穿透核查，推动管理人取得上层产品委托人的信息，无需合并计算投资者人数，但须能够有效识别资产管理计划的实际投资者与最终资金来源，并提供最终投资者信息资料表。通过明确向上穿透投资者的要求，使资管产品更加规范、透明，实现不得变相规避合格投资者的要求，避免不符合要求的投资者购买资产管理计划；如果资产管理计划接受的“其他资管产品”系公募资管产品，则不需要再穿透核查最终投资者及资金来源。

### 四、其他重点核查要求

#### （一）禁止以费用列支方式强化刚兑预期

《资管新规》第二条规定，金融机构开展资产管理业务时不得承诺保本保收益，出现兑付困难时，金融机构不得以任何形式垫资兑付；第十九条第二款规定，非存款类持牌金融机构发生刚性兑付的，认定为违规经营，由金融监督管理部门和中国人民银行依法纠正并处罚。

在《资管新规》的“禁止刚性兑付”要求的基础上，《备案办法》第二十六条进一步强调禁止通过费用列支变相对投资者进行“刚兑预期”。证券投资基金业协会重点审查费用列支是否合理，是否与产品运作有关，对于产品列支管理费、托管费等运作需要以外的费用应当说明合理性；是否存在通过管理费返还等约定补偿投资者亏损，强化投资者刚性兑付预期的违规情形。

#### （二）业绩比较基准、业绩报酬计提基准禁止挂钩预期收益

业绩比较基准是净值型理财产品未来收益目标，是衡量产品业绩相对回报的一个重要指标，根据该产品过往的业绩或者本类别的所有产品的历史业绩，预估产品收益率，同时达到打破理财产品刚性兑付的固有印象。因此银行理财净值化转型背景下，根据《备案办法》第

二十七条，证券投资基金业协会将重点审查业绩比较基准、业绩报酬计提基准条款是否与其合理内涵相一致，是否混同使用；设置业绩比较基准的，是否说明业绩比较基准的确定依据；业绩比较基准是否为固定数值，是否存在利用业绩比较基准、业绩报酬计提基准变相挂钩宣传预期收益率，明示或暗示产品预期收益的违规情形。

### （三）退出安排、临时开放期

根据《备案办法》第二十八条要求，针对资产管理计划参与退出安排、临时开放期，证券投资基金业协会将重点核查合同是否明确约定投资者参与、退出资产管理计划的时间、次数、程序及其限制等事项，每季度多次开放的是否符合全部资产投资于标准化资产等要求，临时开放期触发条件是否限于合同变更、监管规则修订等。每个交易日开放的，备案重点核查投资范围、投资比例、投资限制、参与和退出管理是否符合公开募集证券投资基金运作有关规则。

## 五、备案要求

《备案办法》第九条至第十三条明确了各阶段报证券投资基金业协会备案要求。

阶段	报送内容（五个工作日内报送）	注意事项
成立	（1）备案报告；（2）验资报告或资产缴付证明等；（3）产品成立公告或产品成立通知书；（4）资产管理合同；（5）计划说明书；（6）与产品相关的重要合同文本，包括但不限于托管协议、销售协议、投资顾问协议等；（7）投资者信息资料表，包括名称、证件类型、证件号码、认购份额类型、认购金额等信息；（8）风险揭示书；（9）合规负责人审查意见；（10）协会要求的其他材料。	资产管理计划完成备案前，不得开展投资活动。以现金管理为目的，投资于银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券、货币市场基金等中国证监会认可的投资品种除外。
变更	（1）备案报告：变更内容、变更是否涉及改变投向和比例、托管人对本次变更的意见、合同变更告知方式、合同变更是否设置开放期、退出情况及是否有巨额退出情况等。 （2）附相关材料。	按照资产管理合同约定的方式取得投资者和资产托管人同意；依法保障投资者选择退出资产管理计划的权利；对相关后续事项作出合理安排。
展期	展期备案报告等材料；展期是否符合相关法律法规、合同约定；展期是否存在损害投资者利	

	益情况；集合资产管理计划展期是否符合集合资产管理计划的成立条件。	
<b>终止</b>	说明产品终止原因，以及是否符合法律法规要求和合同约定。	该期限内同时开始组织清算资产管理计划资产。
<b>清算</b>	清算备案报告；附清算结果、清算后的财产分配情况等相关材料。	
<b>重大影响事件</b>	（1）以资产管理计划资产从事重大关联交易的；（2）涉及产品重大诉讼、仲裁、财产纠纷的，以及出现延期兑付、负面舆论、群体性事件等重大风险事件的；（3）资产管理计划因委托财产流动性受限等原因延长清算时间的；（4）发生其他对持续运行、投资者利益、资产净值产生重大影响事件的。	

《备案办法》是为落实《资管新规》要求而制定，与《资管新规》以及资管细则形成严密体系，贯彻《资管新规》确定的“穿透式监管”和“防止多层嵌套”的原则是《备案办法》的亮点。除此之外，《备案办法》还要求除了以现金管理为目的，投资于银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券、货币市场基金等中国证监会认可的投资品种外，证券期货经营机构开展私募资产管理业务必须加入中国证券投资基金业协会成为会员并及时进行私募资产管理计划备案，在此之前不得开展投资活动，资产管理人应当为每只资产管理计划配备一名或多名投资经理并应取得基金从业资格等。这些规定细化了私募产品备案、信息披露、自律检查等具体操作细节，对备案实际业务有指导性和实践性，避免造成备案过程中的“灰色”区域，有利于引导资管计划专业化管理。解决了随着市场快速发展和内外部环境变化而随之出现的个别机构偏离资管业务本源、主动管理不足、风险控制薄弱等问题。有利于进一步提升证券期货经营机构私募资管业务的合规管理和风险控制水平，切实保护投资者合法权益，防范系统性风险。

## 公司对赌条款的法律效力分析

——（2019）苏民再 62 号案

作者 倪娜娜

**【裁判要点】**

要点一：虽然对赌协议约定的回购方式实际上使投资人获得了脱离公司业绩的固定收益，但只要这种相对固定收益相比于正常的融资成本没有明显过高、没有脱离目标公司正常经营下所应承担的经营成本及所能获得的经营业绩的企业正常经营规律，仍应是有效的。

要点二：不能因投资方成为目标公司的股东而否认其公司债权人的地位。投资方基于公司股东身份，应遵守公司法的强制性规定，依法定程序履行减资手续后方可退出，不能违法抽逃出资；而基于公司债权人身份，投资方有权依据对赌协议的约定向公司主张股份回购。

要点三：我国《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司股份，有限责任公司回购本公司股份不当然违反我国《公司法》的强制性规定；股份公司也可通过减少注册资本的途径合法回购本公司股份。公司履行法定程序进行股份回购，并不违反公司法的强制性规定，亦不会损害公司股东及债权人的利益。

**【案例回顾】**

2011年7月6日，华工公司与扬锻集团公司及其全体股东共同签订《增资扩股协议》一份，约定华工公司以现金2200万元人民币对公司增资。同日，扬锻集团公司全体股东作为甲方，扬锻集团公司作为乙方，华工公司作为丙方，三方就增资的有关事宜达成《补充协议》一份。《补充协议》第一条股权回购第1款约定：若乙方在2014年12月31日前未能在境内资本市场上市或乙方主营业务、实际控制人、董事会成员发生重大变化，丙方有权要求乙方回购丙方所持有的全部乙方的股份，乙方应以现金形式收购；第2款约定：乙方回购丙方所持乙方股权的价款按以下公式计算：回购股权价款=丙方投资额+（丙方投资额×8%×投资到公司实际月份数/12）-乙方累计对丙方进行的分红；第3款约定：甲方、乙方应在丙方书面提出回购要求之日起30日内完成回购股权等有关事项，包括完成股东大会决议，签署股权转让合同以及其他相关法律文件，支付有关股权收购的全部款项，完成工商变更登记；第4款约定：若甲方、乙方在约定的期间内未予配合收购丙方所持有公司股份，则乙方应按丙方应得回购股权价款每日的0.5%比率支付罚息，支付给丙方。其后华工公司如约向扬锻集团公司实际缴纳新增出资2200万元。2011年11月20日，扬锻集团全体股东一致表决同意通过新的公司章程，章程第一条规定：扬锻公司为股份有限公司；第十六条记载华

工公司为公司股东；第二十一条规定：公司在下列情况下可以依照法律、行政法规、部门规章和本章程的规定回购本公司的股份：（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份奖励给本公司职工；（四）股东因对股东会作出的公司分立、合并决议持异议，要求公司回购其股份。除上述情形外，公司不进行买卖本公司股份的活动。

其后，扬锻集团未按时上市，触发了《补充协议》的回购条款。华工公司将扬锻集团及其老股东诉至法院，要求所有被告共同回购华工公司持有的扬锻公司股份，并共同支付股权回购款本金 2200 万元及利息、罚息。

### 【法院判决】

扬州市邗江区人民法院（2016）苏 1003 民初 9455 号一审民事判决：驳回华工公司全部诉讼请求。

江苏省扬州市中级人民法院（2017）苏 10 民终 2380 号二审民事判决：驳回上诉，维持原判。

江苏省高级人民法院（2019）苏民再 62 号再审民事判决：扬锻集团支付江苏华工创业投资有限公司股份回购款 25199135.81 元及以 2200 万元为本金按每日 0.5‰计算的逾期付款利息。扬锻集团的老股东对前述还款付息义务承担连带清偿责任。

### 相关法律：

《中华人民共和国公司法》第一百四十二条：公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份奖励给本公司职工；（四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。公司因前款第（一）项至第（三）项的原因收购本公司股份的，应当经股东大会决议。公司依照前款规定收购本公司股份后，属于第（一）项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第（二）项、第（四）项情形的，应当在六个月内转让或者注销。公司依照第一款第（三）项规定收购的本公司股份，不得超过本公司已发行股份总额的百分之五；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股份应当在一年内转让给职工。公司不得接受本公司的股票作为质押权的标的。

《中华人民共和国公司法》第一百七十七条：公司需要减少注册资本时，必须编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四



十五日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。

《中华人民共和国公司法》第一百七十九条：公司合并或者分立，登记事项发生变更的，应当依法向公司登记机关办理变更登记；公司解散的，应当依法办理公司注销登记；设立新公司的，应当依法办理公司设立登记。公司增加或者减少注册资本，应当依法向公司登记机关办理变更登记。

➤ 案例索引：

江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司及公司其他全部股东请求公司收购股份纠纷一案一审判决[（2016）苏 1003 民初 9455 号]

江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司及公司其他全部股东请求公司收购股份纠纷一案二审民事判决[（2017）苏 10 民终 2380 号]

江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司及公司其他全部股东请求公司收购股份纠纷一案再审民事判决[（2019）苏民再 62 号]

**【法律分析】**

从法院的审判过程来说，本案的焦点问题有二：一是《补充协议》约定的股权回购的主体如何认定，是否包括 11 位扬锻公司原股东；二是公司对赌协议的效力如何认定。

关于《补充协议》约定的股权回购的主体如何认定的问题。一、二审及再审法院的结论和论述可谓一脉相承，均是通过对合同进行体系解释，参照交易习惯探求当事人真意，最后得出《补充协议》约定的股权回购的主体不包括 11 位扬锻公司原股东的结论。鉴于此焦点问题系基于本案合同的具体条文表述展开，不具有普遍性，本文在此不予赘述。

关于公司对赌协议的效力如何认定的问题，本文认为主要涉及到两个方面，一是公司对赌协议是否会损害公司股东及债权人利益；二是公司对赌协议是否会违反法律、法规的强制性规定。

**第一，关于公司对赌协议是否会损害公司股东及债权人利益的问题。**

作为我国“对赌第一案”的苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波增资纠纷案（以下简称“世恒案”），确立了“公司回购的对赌条款无效”的裁判规则，认为“海富公司的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了世恒公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益”。而本案再审法院认为，“当事人虽约定了相对固定收益，但约定的年回报率为 8%，与同期企业融资成本相比并不

明显过高,不存在脱离目标公司正常经营下所应负担的经营成本及所能获得的经营业绩的企业正常经营规律”;且从履行效果上看,“扬锻集团有限公司在投资方注资后,其资产得以增长,而且在事实上持续对股东分红,其债务承担能力相较于投资方注资之前得到明显提高,案涉对赌协议约定的股份回购款项的支付不会导致扬锻公司资产的减损,亦不会损害扬锻公司对其他债务人的清偿能力,不会因该义务的履行构成对其他债权人债权实现的障碍”

基于形式决定于功能的视角,在判断“世恒案”和本案的观点孰优孰劣之前,本文认为首先应当对对赌机制本身的制度功能进行分析。对赌,又称估值调整机制,是投融资双方基于未来的不确定性和商业决定的谨慎性,而对标的企业在不同条件下的估值进行调整的机制。对赌协议出现的合理性在于,投资方与融资方在磋商股权价格时对于公司未来的发展状况难以确定,再精细的尽职调查也难以准确对公司进行估值,基于此投融资双方可在缔约时针对交易标的价值的基本共识约定一定的目标,根据约定目标出现或者不出现的结果,行使调整权利,以弥补高估值给投资方造成的损失和低估值给融资方造成的损失。因此对赌条款实际是双方对缔约时误判交易标的价值的一种修正手段,可以成为投融资双方估值误判的救济渠道,是双方对自身利益和风险的一种安排,只要这种安排符合公平原则,未让融资方承担不合理的经营成本或经营风险,并不必然损害债权人和公司利益。相反,完全可能会如本案一般产生“债务承担能力相较于投资方注资之前得到明显提高”的情形。因此,本文认为相比起“世恒案”脱离经营业绩即损害公司利益和公司债权人利益的简单演绎推论,本案结合个案中对赌协议约定的收益率以及可能产生的履行效果来分析对赌协议效力的思维更为开阔,也更能发挥对赌制度的正向功能,是更有益的探索。

## 第二,关于公司对赌协议是否会违反法律、法规的强制性规定。

从司法实践来看,公司对赌协议主要可能违反的法律为《公司法》第二十条关于股东滥用权利的规定以及《公司法》第七十四条、第一百二十二条关于股份回购的规定。

关于公司对赌协议对《公司法》第二十条关于股东滥用权利的规定违反。“世恒案”认为公司对赌协议违反《公司法》第二十条的核心仍旧在于股东“不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益”,这种观点实际是对对赌协议损害股东及债权人利益观点的延续,本文已在上文中对此予以阐述。

关于公司对赌协议对《公司法》第七十四条、第一百二十二条关于股份回购规定的违反。本案再审法院延续了我国公司法并不禁止有限责任公司回购本公司股份的一贯论述,认为有限责任公司在履行法定程序后回购本公司股份,不会损害公司股东及债权人利益,亦不会构成对公司资本维持原则的违反;而股份有限公司也存在以减少注册资本回购本公司股份的合

法途径。但仅以“法无禁止即可为”的观点来论述对赌协议关于股份回购的合理性是缺乏说服力的,关于对赌协议股份回购条款的争议实际上更多的集中于股份回购条款背后的资本维持原则和以及资本维持原则对债权人的保护。单就本案而言,法院认为扬锻公司应通过减资程序实现股份回购,而根据《公司法》第一百七十七条,股份公司的减资需要通知债权人,并且债权人有权要求公司清偿债务或提供担保,因此本案中公司通过减资实现的股权回购对于债权人而言并无明显影响。但脱离本案,从更普遍的角度分析股权回购是否会影响债权人利益,就需要从资本维持原则的制度设计入手。

资本维持的相关制度,旨在维持公司实有资产与注册资本的基本平衡,非因合法的商业目的不得减少,禁止公司将资本非法返还给股东,限制公司持有自己股份等,其目的在于使债权人不会因理性判断之外的公司内部因素而失去最低限度的信用担保。<sup>1</sup>在我国公司法理论中,长期认为资本维持原则应指是公司应当经常维持与资本总额相应的财产,即在资本形成后,禁止抽回出资,限制股份回购和分配利润,至于公司因经营不善造成的资产低于注册资本的情况在所不问。本文认为这种观点也是从前诸多学者和司法工作者认为对赌协议中公司回购股权必然违反资本维持原则,损害债权人利益的理论基点。但随着我国资本信用向资产信用的观念转变,尤其是在2013年《公司法》取消了最低注册资本的规定后,名义资本对于保障债权人利益而言已无太大意义。因此,资本维持原则对公司董事会或管理层提出了促进公司良性经营、维持或改善公司资产状况的更高要求,期望其在新股发行、债券发行、股权回购等程序中尽责地决策,实现资本维持。本文认为公司信用基础变迁下的资本维持制度的内涵转变是公司回购股权不必然违反资本维持原则的逻辑起点。<sup>2</sup>在资产信用的观点下,脱离公司资产的实际变化的动态趋势,而仅以对赌公司是否进行股份回购、是否按照法定标尺分配利润的静态标准作为其是否违反资本维持的唯一的准则,对于债权人的保护而言显然过于狭隘。公司签署对赌协议带来的资金和管理技术可以为公司经营能力的提升注入新的血液从而带来公司资产的增长,以实现资本维持,从而保障和提升公司自身的偿债能力,对于债权人的保护不无裨益。虽然对赌协议伴随着回购的风险,但只要这种风险不超过公司的正常经营成本,对于债权人而言实际也同公司的普通交易无异,是其在向公司设立债权时应当预知的合理风险,并不构成对债权人的侵害。

综上,对赌协议中的股份回购条款既不违反《公司法》第七十四条、第一百二十二条关于

1 参见张保华:《资本维持原则解析——以“维持”的误读与解析为视角》,载《法治研究》2012年第4期。

2 参见赵万一:《资本三原则的功能更新与价值定位》,载《法学评论(双月刊)》2017年第1期。

股份回购的强制性规定，也不有悖于该规定背后的资本维持原则以及保护债权人的宗旨。

### 【风险提示】

目前司法界对与公司对赌条款的效力始终持谨慎态度，虽然本文认为公司对赌存在法律上的合理性，但制度设计的合理性并不代表具体对赌协议条款的合法性，本案中再审法院对公司对赌的有效认定其实也是附加了诸多的限制条件，结合本案以及“世恒案”、“瀚霖案”等案件，本文总结出的关于公司对赌协议效力的风险提示如下：

1. 从公司对赌协议的内容来说，应合理约定对赌目标以及对赌收益。对赌协议在我国之所以广受诟病，很大程度的原因也在于诸多对赌协议将对赌标准设定得过高，利益明显偏向机构投资者一方。如果约定的收益过高或对赌目标从公司以往业绩来看是不切实际的，缺乏公平性，则难免存在明股实债或股东滥用权利损害公司股东、债权人利益之嫌。因此在约定对赌目标时投资者应充分参考公司的以往业绩以及同行业、同规模公司的发展状况，在约定对赌收益时应注重与同期企业融资成本进行比较。

2. 从公司对赌协议的签订程序来说，必须经过法定程序，最好可以得到对赌公司所有股东的同意。本案中，对赌协议得到了对赌公司全体股东同意，有鉴于此法院基本可以打消对赌协议损害公司股东利益的疑虑，也为本案中对赌公司履行减资程序排除了障碍。在实践中，如果对赌公司无法取得全部股东的同意，至少应当满足下列基本条件：如对赌公司是有限责任公司，则可以直接履行回购义务，不存在其他的法定程序；如对赌公司是股份有限公司则需通过法定的减资程序实现股权回购，而减资必须经公司必须经股东大会出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过，本文认为在签订对赌协议之时投资方即应要求公司出示股东同意届时减资的股东大会决议，在其后股权回购条款被触发之时，投资方还需督促对赌的股份公司及时制定减资方案、作出减资决议、编制资产负债表及财产清单、通知债权人并公告。

3. 以股东对赌作为公司对赌的缓冲地带。基于“瀚霖案”所确立的公司为股东回购义务承担连带保证责任有效的裁判规则，如投资方对于公司对赌仍心存疑虑，不妨以股东对赌作为公司对赌的缓冲地带。但即使采用这种交易结构，投资方仍需注意对赌条款约定的对赌目标以及对赌收益的合理性，毕竟对赌协议的约定是否会损害股东和债权人利益才是法院裁判的对赌协议效力的核心标准。

## 私募证券类投资基金与私募股权类投资基金

作者 邓练

私募基金指以非公开方式向特定投资者、机构或个人募集资金进行管理并投资理财的基金产品。私募基金投资对象非常广泛，从证券产品到金融衍生品再到企业股权等，投资范围从货币市场到资本市场再到实业市场、从现货市场到期货市场、从国内市场到国际市场的一切有投资机会的领域。按照中国证券投资基金业协会的分类标准，私募基金主要分为私募证券投资基金、私募股权投资基金、其他私募投资基金，本文主要就前两类基金类型进行分析。

### 一、基本概念

私募证券投资基金的概念是相对于我国政府主管部门监管的向不特定投资人公开发行的受益凭证的证券投资基金而言的，其是指通过非公开方式向少数机构投资者和富有的个人投资者募集资金，进行管理并投资于证券市场（多为二级市场）的基金。最终通过二级市场退出，收益来源基本可分为资本利得、分红等。

私募股权投资基金（Private Equity），是指通过非公开方式，面向少数投资者募集资金而设立的，用于对非上市企业股权进行权益性投资的基金。最终需要通过 IPO、出售（TRADE SALE）、兼并收购（M&A）、回购等方式退出实现资本增值。

### 二、基金分类

根据投资领域的不同，私募证券投资基金与私募股权投资基金有诸多分类。

#### （一）私募证券投资基金

私募证券投资基金主要投资于二级市场，即公开交易的股份有限公司股票、债券、期货、期权、基金份额以及中国证监会规定的其他证券及其衍生品种。根据其投资品种分类，可分为权益类基金、固收类基金、混合类基金和期货类及其他衍生品类基金。

权益类基金，是指投资于股票或股票型基金的资产比例高于 80%（含）的私募证券基金；固收类基金，是指投资于银行存款、标准化债券、债券型基金、股票质押式回购以及有预期收益率的银行理财产品、信托计划等金融产品的资产比例高于 80%（含）的私募证券基金；混合类基金，是指包括股票、债券、货币市场工具但无明确的主要投资方向的私募证券投资基金；期货类及其他衍生品类基金是指投资于期货、期权及其他金融衍生品、现金的私募证券投资基金。

#### （二）私募股权投资基金

私募股权投资基金投资于非上市公司股权，通常为具有较高成长性的中小型公司，以新

三板居多。主要分为创业投资基金、并购基金、不动产基金、基础设施基金、定增基金。

### 1. 创业投资基金

创业投资基金又叫风险基金，主要投向于未上市创业企业普通股或者依法可转换为普通股的优先股、可转换债券等权益的股权投资基金。其主要资助对象为高科技、产品新、成长快的风险投资企业。风险基金多以私人股权的形式参与投资，不以经营产品为目的，而是为被投企业提供长期股权投资和增值服务，扶持其快速成长，最终通过上市、兼并或其它股权转让方式撤出投资，取得高额投资回报使资本增值。

### 2. 并购基金

狭义的股权投资基金即指并购基金，指专注于对目标企业进行并购，投资于扩展期的企业，对企业进行财务性并购投资并参与管理层收购的基金。在投资对象的选择上，比较偏向于产业稳定、已形成一定规模和能产生稳定现金流的被低估的企业。并购基金多采取权益型投资方式，很少涉及债券投资，并且在对被投资企业的决策管理享有一定的表决权。

### 3. 不动产基金

不动产基金指主要投资于土地以及建筑物等土地定着物的股权投资基金，也称为房地产投资基金。不动产基金以发行收益凭证的方式，由专门投资机构进行房地产投资经营管理，通过收购、开发、管理、经营和营销获取收入，基金投资者收益主要是房地产基金拥有的投资权益的收益和服务费用。

### 4. 基础设施基金

基础设施基金是专注投资于城市基础设施领域的股权投资基金。基础设施基金作为产业投资基金的一种，主要针对交通、城市基础设施等资金需求大、投资回收期长的基础设施产业，旨在通过基金平台合理引导民间资本进入能源和基础设施领域，探索国有资本和民营资本在基础设施领域的协同联合。特别的是，基础设施基金以基金上市而不是项目上市作为退出安排。

### 5. 定增基金

定增基金是指参与上市公司定向增发为主的基金，即主要投资于上市公司非公开发行的股票的股权投资基金。定向增发实质上是公司向符合条件的少数特定投资者非公开发行股份的行为，规定要求发行对象不得超过 10 人，发行价不得低于公告前 20 个交易日市价均价的 90%，发行股份 12 个月内不得转让。