



**TAHOTA LAW FIRM**

**金融行业  
法律信息简报**

2019年 第074期

主办：泰和泰律师事务所

编辑：向飞 朱晓莉 杨苏芮 邓练 杨夏琴

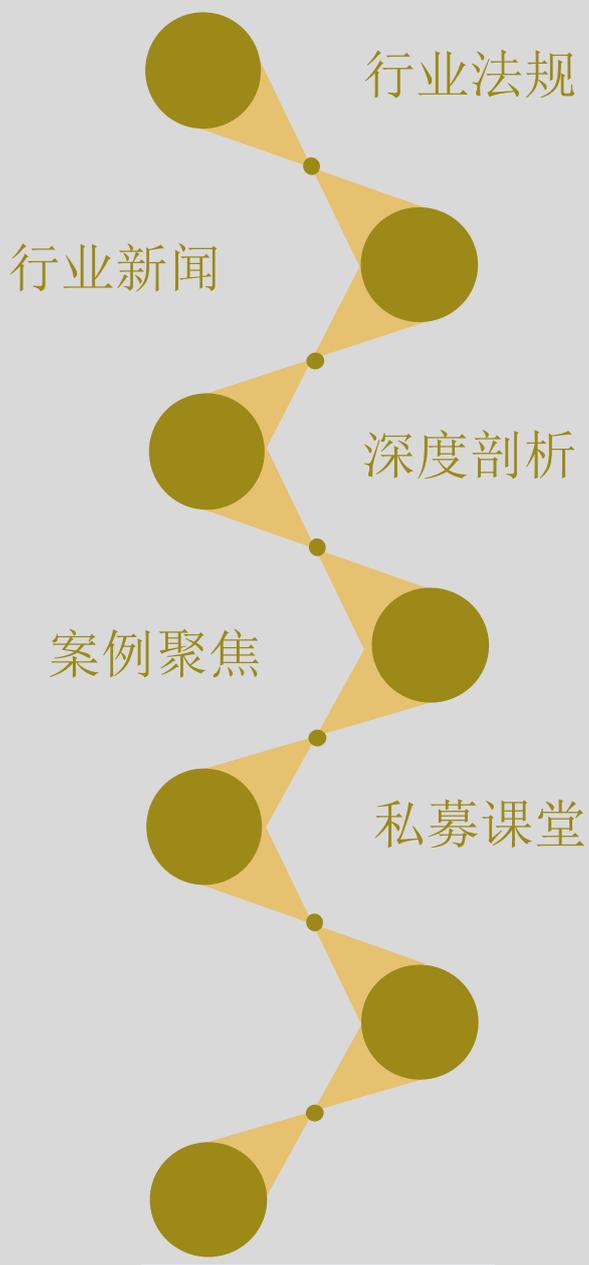
## 免责声明

泰和泰金融行业法律简讯仅作为参考资讯，泰和泰并不为信息来源的准确性作出任何保证或担保。不应视为简报阅读者与泰和泰构成律师客户关系或泰和泰就特定事项提供了法律意见，简报阅读者不应以简报的任何信息作为采取行动或不行动的依据。简报阅读者如需具有法律效力的意见，应向专业律师咨询。

This Briefing and related materials were collected and collated by Tahota Law Firm for reference only. Tahota Law Firm makes no guarantees or warranties of any kind, expressed or implied, regarding the accuracy and reliability of information sources. The fact of reading this Briefing only shall not be construed that the readers and Tahota Law Firm have established customer relationship, nor shall be deemed that Tahota Law Firm has provided legal advice on specific issue to the readers. Readers of this Briefing shall not take any content herein as the basis of their own action or inaction. If legal advice is required, the readers shall resort to professional lawyers for consultancy service.



## 目录 CONTENTS



➤ 行业法规（摘选）

发文单位	文号	名称	要点
最高人民法院	法 (2019) 254号	《全国法院民 商事审判工作 会议纪要》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布：2019年11月08日</li> <li>✓ 生效：2019年11月08日</li> <li>✓ 要点：《纪要》共计12部分130个问题，内容涉及公司、合同等民商事审判的绝大部分领域，直面民商事审判中的前沿疑难争议问题，密切关注正在制定修改过程中的民法典、公司法、证券法、破产法等法律的最新动态，密切跟踪金融领域最新监管政策、民商法学最前沿理论研究成果。其中，《纪要》回应了公司纠纷案件中“对赌协议”、股东出资加速到期、表决权限制等争议问题，明确了合同纠纷案件中合同效力、合同履行与救济以及借款合同中的部分争议问题。对于担保的一般规则、不动产担保物权等问题，《纪要》也分别给予回应。</li> </ul>
国家知识产权局	国知办发 办字 (2019) 43号	关于印发《国 家知识产权局 政府信息公开 实施办法（修 订）》等文件的 通知	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布：2019年11月18日</li> <li>✓ 生效：2019年11月18日</li> <li>✓ 要点：《通知》对修订后的《国家知识产权局政府信息公开实施办法》（下称《实施办法》）、《国家知识产权局政府信息公开目录》和《国家知识产权局政府信息公开指南》进行了公布。其中，《实施办法》规定，部门单位违反《中华人民共和国政府信息公开条例》和本办法的规定，有下列情形之一的，由信息公开办责令改正；情节严重的，对负有责任的领导人员和直接责任人员依法给予处分；构成犯罪的，依法追究刑事责任：（一）不依法履行政府信息公开职能；（二）不及时更新公开的政府信息内容、政府信息公开指南和政府信息公开目录；（三）违反《中华人民共和国政府信息公开条例》规定的其他情形。</li> </ul>

<p>国务院</p>	<p>国发 (2019) 26号</p>	<p>《国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布：2019年11月20日</li> <li>✓ 生效：2019年11月20日</li> <li>✓ 要点：《通知》就加强投资项目资本金管理工作提出4方面政策措施：一是进一步完善投资项目资本金制度；二是适当调整基础设施项目最低资本金比例；三是鼓励依法依规筹措重大投资项目资本金；四是严格规范管理，加强风险防范。《通知》明确，港口、沿海及内河航运项目，项目最低资本金比例由25%调整为20%。机场项目最低资本金比例维持25%不变，其他基础设施项目维持20%不变。其中，公路、铁路等领域的补短板基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，可以适当降低项目最低资本金比例，但下调不得超过5个百分点。</li> </ul>
<p>国务院</p>	<p>国发 (2019) 25号</p>	<p>《国务院关于在自由贸易试验区开展“证照分离”改革全覆盖试点的通知》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布：2019年11月06日</li> <li>✓ 生效：2019年11月06日</li> <li>✓ 要点：《通知》提出，要实现涉企经营许可事项全覆盖。建立清单管理制度，分级实施清单管理，将法律、行政法规、国务院决定和地方性法规、地方政府规章设定的涉企经营许可事项全部纳入清单，清单要定期调整更新并向社会公布，清单之外不得违规限制企业进入相关行业或领域，企业取得营业执照即可自主开展经营。</li> </ul>
<p>国家市场监督管理总局</p>	<p>国家市场监督管理总局令 第17号</p>	<p>《规范商标申请注册行为若干规定》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布：2019年10月11日</li> <li>✓ 实施：2019年12月01日</li> <li>✓ 要点：《规定》明确，商标代理机构知道或者应当知道委托人申请商标注册属于下列情形之一的，不得接受其委托：（一）属于商标法第四条规定的不以使用为目的的恶意申请商标注册的；（二）属于商标法第十五条规定的；（三）属于商标法第三十二条规定的。《规定》明确，商标代理机构除对其代理服务申请商标注册外，不</li> </ul>

			得申请注册其他商标，不得以不正当手段扰乱商标代理市场秩序。
国家知识产权局	国知办发 办字 (2019) 43号	关于印发《国家知识产权局政府信息公开实施办法（修订）》等文件的通知	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布：2019年11月18日</li> <li>✓ 生效：2019年11月18日</li> <li>✓ 要点：《通知》对修订后的《国家知识产权局政府信息公开实施办法》（下称《实施办法》）、《国家知识产权局政府信息公开目录》和《国家知识产权局政府信息公开指南》进行了公布。其中，《实施办法》规定，部门单位违反《中华人民共和国政府信息公开条例》和本办法的规定，有下列情形之一的，由信息公开办责令改正；情节严重的，对负有责任的领导人员和直接责任人员依法给予处分；构成犯罪的，依法追究刑事责任：（一）不依法履行政府信息公开职能；（二）不及时更新公开的政府信息内容、政府信息公开指南和政府信息公开目录；（三）违反《中华人民共和国政府信息公开条例》规定的其他情形。</li> </ul>
国家市场监督管理总局	国家市场 监督管理 总局令第 17号	《规范商标申请注册行为若干规定》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布：2019年10月11日</li> <li>✓ 生效：2019年12月01日</li> <li>✓ 要点：《规定》明确，商标代理机构应当遵循诚实信用原则。知道或者应当知道委托人申请商标注册属于下列情形之一的，不得接受其委托：（一）属于商标法第四条规定的不以使用为目的的恶意申请商标注册的；（二）属于商标法第十五条规定的；（三）属于商标法第三十二条规定的。《规定》明确，商标代理机构除对其代理服务申请商标注册外，不得申请注册其他商标，不得以不正当手段扰乱商标代理市场秩序。</li> </ul>

<p>国家知识产权局</p>	<p>国知发保 字 (2019) 52号</p>	<p>《专利领域严重失信联合惩戒对象名单管理办法（试行）》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年10月16日</li> <li>✓ 实施： 2019年12月01日</li> <li>✓ 要点：《办法》提出，除法律法规另有规定外，有下列情形之一的，不予修复信用：（一）失信主体在申请修复之日前1年内因严重失信行为再次被列入联合惩戒对象名单的；（二）失信主体自上次被准予信用修复之日起1年内再次被列入联合惩戒对象名单的；（三）对国家安全、公共安全、市场秩序、他人合法权益造成严重危害后果的。</li> </ul>
<p>中国人民银行</p>	<p>中国人民 银行令 (2019) 第4号</p>	<p>《应收账款质押登记办法》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年11月22日</li> <li>✓ 实施： 2020年01月01日</li> <li>✓ 要点：《办法》主要修订内容包括：在附则中增加其他动产和权利担保交易登记的参照条款，满足市场主体自发开展动产担保交易登记的需求，加强对各类登记行为的正面引导；取消登记协议上传要求，提高登记效率；将初始登记期限、展期期限下调为最短1个月；增加融资各方法律纠纷责任义务条款，明确由登记方承担保证信息真实性的责任；修订或新增债权人与质权人名称、注销登记时限、撤销登记、解释权限等其他条款，使表述更加规范、明确。</li> </ul>
<p>国务院国有资产监督管理委员会</p>	<p>国资发法规 (2019) 117号</p>	<p>《关于进一步推动构建国资监管大格局有关工作的通知》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年11月08日</li> <li>✓ 实施： 2019年11月08日</li> <li>✓ 要点：《通知》明确了构建国资监管大格局的10项重点任务，包括：转变监管思路，统筹推动形成以管资本为主的国有资产监管体制；坚持政企分开、政资分开原则，统筹深化经营性国有资产集中统一监管；围绕培育具有全球竞争力的世界一流企业，统筹推进国有企业改革；聚焦防止国有资产流失，统筹加强国有资产监督等。</li> </ul>

<p>国务院国有资产监督管理委员会</p>	<p>国资发法规(2019)114号</p>	<p>关于印发《国务院国资委关于以管资本为主加快国有资产监管职能转变的实施意见》的通知</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年11月07日</li> <li>✓ 实施： 2019年11月07日</li> <li>✓ 要点：按照管资本的内涵要求，《实施意见》明确了加强资本布局整体调控，进一步发挥国有资本功能作用；强化资本运作，进一步提高国有资本运营效率等5项履职重点。同时，《实施意见》强调坚持授权与监管相结合、放活与管好相统一，在明确管资本重点内容的基础上，同步调整优化监管方式，实现监管职能与方式相互融合、相互促进，增强向管资本转变的系统性和有效性。</li> </ul>
<p>中国银行保险监督管理委员会</p>	<p>银保监发(2019)42号</p>	<p>中国银保监会关于印发《关于商业银行资本工具创新的指导意见（修订）》的通知</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年11月22日</li> <li>✓ 实施： 2019年11月22日</li> <li>✓ 要点：《指导意见》的修订内容主要体现在：一是借鉴《第三版巴塞尔协议》和国际通行做法，调整了资本工具触发事件名称及其他一级资本工具触发条件相关要求，有利于我国银行与国际同业公平竞争；二是进一步明确了各类资本工具的损失吸收顺序，维护了不同层级资本工具损失吸收能力的差异性；三是完善了商业银行资本工具发行的基本原则和工作机制，针对当前实际情况提出相关要求。</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160号</p>	<p>关于《期货交易管理条例》第七十条第五项“其他操纵期货交易价格行为”的规定</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年11月18日</li> <li>✓ 实施： 2019年11月18日</li> <li>✓ 要点：根据《规定》，“其他操纵期货交易价格行为”包含：一、不以成交为目的，频繁申报、撤单或者大额申报、撤单，影响期货交易价格或者期货交易量，并进行与申报方向相反的交易或者谋取相关利益的；二、编造、传播虚假信息或者误导性信息，影响期货交易价格或者期货交易量，并进行相关交易或者谋取相关利益的；三、对合约或合约标的物作出公开评价、预测或者</li> </ul>

			投资建议,影响期货交易价格或者期货交易量,并与其评价、预测或者投资建议方向相反的期货交易的; 四、在临近交割月或者交割月,利用不正当手段规避持仓限制,形成持仓优势,影响期货交易价格的。
中国银行 保险监督 管理委员会	银保监办 发 (2019) 214号	《中国银保监会办公厅关于部分银行小微企业金融支持政策不落实典型案例的通报》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布: 2019年11月15日</li> <li>✓ 实施: 2019年11月15日</li> <li>✓ 要点: 党中央、国务院高度重视缓解小微企业融资难融资贵工作。银保监会出台了一系列措施并多次开展专项检查和整治,要求银行机构规范经营行为,不得变相提升小微企业融资成本。有的银行分支机构对党中央、国务院关于深化小微企业金融服务、降低小微企业综合融资成本的决策部署认识不到位、落实不彻底,未及时发现并有效遏制小微企业贷款业务中借贷搭售、转嫁成本等违规行为,影响了国家有关利民政策措施的落实效果,削弱了小微企业的获得感。银保监会对典型案例进行了梳理,并作出有关监管要求。</li> </ul>
中国证券 监督管理 委员会	证监会公 告 (2019) 22号	《H股公司境内未上市股份申请“全流通”业务指引》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布: 2019年11月18日</li> <li>✓ 实施: 2019年11月18日</li> <li>✓ 要点: 证监会发布了《指引》、H股“全流通”申请材料目录及审核关注要点。符合条件的H股公司和拟申请H股首发上市的公司,可依法依规申请“全流通”。H股“全流通”涉及的单H股公司境内未上市股份存量不大,相当于香港联交所上市股份总市值的不足7%。“全流通”申请经核准后,相关公司境内未上市股份可转为H股在香港联交所上市流通。</li> </ul>

<p>中国银行 保险监督 管理委员 会</p>	<p>银保监发 (2019) 38号</p>	<p>《中国银保监 会关于银行保 险机构加强消 费者权益保护 工作体制机制 建设的指导意 见》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年11月04日</li> <li>✓ 实施： 2019年11月04日</li> <li>✓ 要点：机制方面，《指导意见》要求，建立消费者权益保护审查机制，对面向消费者提供的产品和服务，在设计开发、等环节开展消保审查，将消保审查纳入银行保险机构风险管理和内部控制体系，线上线下并重，风控关口前移。加强和完善消费者权益保护信息披露机制，包括消保工作重大信息、产品和服务、投诉管理等相关信息，披露需充分考虑消费者需求，有利于消费者在接受产品和服务前充分了解其特点和风险，更加理智地决策。</li> </ul>
<p>上海金融 法院</p>	<p>-</p>	<p>《上海金融法 院关于执行程 序中处置上市 公司股票的规定 (试行)》</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年11月21日</li> <li>✓ 实施： 2019年11月21日</li> <li>✓ 要点：《规定》明确，大宗股票司法协助执行机制创新性地提出五大机制和四项规则。其中，“五大机制”包含：设计证券交易所参与协助的处置机制，为证券监管部门实施监管提供及时有效全面的信息渠道等。“四项规则”包含：分拆式处置规则，以处置股票的数量、性质、市场价格、持股比例等相关因素确定是否分拆处置及分拆后的最小竞买申报数量等。</li> </ul>
<p>深圳证券 交易所</p>	<p>深证上 (2019) 699号</p>	<p>关于发布《深 圳证券交易所 上市公司信息 披露指引第4 号——员工持 股计划》的通 知</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年11月03日</li> <li>✓ 实施： 2019年11月03日</li> <li>✓ 要点：本次《指引》紧紧围绕信息披露规范，一方面吸收原有员工持股计划信息披露业务备忘录中行之有效的条款，另一方面结合实践发展情况做好加减法，优化规则体系，提升效力层级。据此对《指引》修改完善，主要包括明确信息敏感期的界定、提示性公告后披露草案的期限、年度报告中强化持续信息披露等。</li> </ul>

上海证券 交易所	上证发 (2019) 114号	《上海证券交 易所科创板上 市公司重大资 产重组审核规 则》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年11月29日</li> <li>✓ 实施： 2019年11月29日</li> <li>✓ 要点：为了规范上海证券交易所科创板上市公司重大资产重组的审核工作，保护投资者合法权益，根据《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》《科创板上市公司持续监管办法（试行）》《科创板上市公司重大资产重组特别规定》等有关规定制定了《规则》。其规定了重组的标准与条件、信息披露要求、审核内容、审核程序、持续督导、自律监管等内容。</li> </ul>
上海证券 交易所、 中国证券 登记结算 有限责任 公司	上证发 (2019) 110号	《上海证券交 易所、中国证 券登记结算有 限责任公司股 票期权组合策 略业务指引》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年11月15日</li> <li>✓ 实施： 2019年11月15日</li> <li>✓ 要点：为规范股票期权组合策略交易业务，提高资金使用效率，降低期权交易成本，维护期权交易秩序，上海证券交易所和中国证券登记结算有限责任公司共同制定了《指引》。其中，关于单边平仓的规定（第十七条至第十九条）和备兑开仓转为保证金卖出开仓的规定（第二十四条）暂不实施，具体实施时间另行通知。</li> </ul>
上海证券 交易所	上证发 (2019) 105号	《上海证券交 易所资产支持 证券临时报告 信息披露指 引》	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 颁布： 2019年11月03日</li> <li>✓ 实施： 2019年11月03日</li> <li>✓ 要点：为了规范资产支持证券临时报告的编制及披露，保护投资者合法权益，根据中国证监会《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》等相关规定制定了《指引》。其中规定了重大事件、循环购买、持有人会议等事项的信息披露及自律监管规则。</li> </ul>

## 其他

- 2019年12月03日，国家发展和改革委员会公布《中华人民共和国招标投标法（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见至2020年01月01日。

## ➤ 行业新闻（摘要）

### 金融委：当前要重点支持中小银行多渠道补充资本，优化资本结构

11月6日，国务院金融稳定发展委员会（以下简称金融委）召开第九次会议，会议指出，要深化中小银行改革，健全适应中小银行特点的公司治理结构和风险内控体系，从根源上解决中小银行发展的体制机制问题。会议强调，要完善金融支持科技创新的政策措施，优化科技创新融资方式，改善配套政策环境。要坚持市场化、法治化原则，发挥好各类产业投资基金、创业投资基金的带动作用，更好满足科创企业的融资需求。

### 重磅！证监会就修改证券发行管理办法等征求意见

证监会日前拟对《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则进行修订，现向社会公开征求意见。此次拟修订内容主要包括：一是精简发行条件，拓宽创业板再融资服务覆盖面。取消创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于45%的条件；取消创业板非公开发行股票连续2年盈利的条件；二是优化非公开制度安排，支持上市公司引入战略投资者。三是适当延长批文有效期，方便上市公司选择发行窗口。将再融资批文有效期从6个月延长至12个月。

### 证监会就科创板再融资办法征求意见

证监会日前起草了《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》（征求意见稿）（下称《科创板再融资办法》），现向社会公开征求意见。《科创板再融资办法》主要内容包括：设定基本发行条件，规范上市公司再融资行为。优化调整非公开发行股票制度安排，支持上市公司引入战略投资者。鉴于非公开发行对象主要针对具有较高风险识别和承受能力的合格投资者，非公开发行股票从保护上市公司利益、投资者合法权益和社会公共利益角度，设置相对公开发行较低的负面清单形式的基本发行条件。

## 证监会对公众公司管理办法及信披规定进行修订

近日，证监会拟对《非上市公众公司监督管理办法》（下称《公众公司办法》）进行修订，同时起草了《非上市公众公司信息披露管理办法（征求意见稿）》（下称《信息披露办法》）。《公众公司办法》和《信息披露办法》是本次新三板改革的基础文件。此次《公众公司办法》修订内容主要包括：引入向不特定合格投资者公开发行制度，允许挂牌公司向新三板不特定合格投资者公开发行，实行保荐、承销制度。优化定向发行制度，放开挂牌公司定向发行 35 人限制，推出自办发行方式等。《信息披露办法》主要内容包括：明确挂牌公司信息披露基本要求，保障挂牌公司信息披露质量。结合分层建立差异化信息披露体系，在披露形式、披露内容和信息披露事务管理方面进行差异化安排，与各发展阶段中小企业实际情况和投资者信息需求相匹配等。

## 资沪深交易所同时发声！换购 ETF 并不是变相减持！

11 月 13 日，沪深交易所就严格规范 ETF 股票认购业务回应市场关切。沪深交易所表示，上市公司相关股东使用股票认购 ETF 的行为，不存在变相减持、违规减持的情形。相比于投资者将所持有的股票直接在二级市场竞价卖出或大宗转让，ETF 股票认购平滑了对股票价格的冲击，更有利于二级市场稳定。

## 国常会：资本金比例下调、可发权益型金融工具筹集资本金

11 月 13 日，国务院总理李克强主持召开的国务院常务会议决定，完善固定资产投资项目资本金制度，做到有保有控、区别对待，促进有效投资和加强风险防范有机结合。会议提出两项举措，一是降低部分基础设施项目最低资本金比例；二是基础设施领域和其他国家鼓励发展的行业项目，可通过发行权益型、股权类金融工具筹措资本金，但不得超过项目资本金总额的 50%。

## 证监会拟修订《期货交易所管理办法》

为适应期货市场发展和监管实践新情况，加强期货交易所一线监管，完善期货交易所监管规则，证监会对《期货交易所管理办法》（下称《办法》）进行了修订。日前，证监会就《办

法》向社会公开征求意见。《办法》修订内容有：一是完善期货交易所内部治理结构；二是完善期货交易所一线监管规则，防范市场风险；三是增加对外开放相关规则；四是进一步完善业务规则。其中，落实《金融市场基础设施原则》要求，《办法》增加期货交易所合格中央对手方地位、理事会应设立风险管理委员会、净额结算以及结算最终性等相关规定；同时，原则规定境外期货交易场所、境外结算机构在境内开展业务，应当遵守国家相关规定。

### 银保监会拟规范信托公司股权管理

11月22日，银保监会公布《信托公司股权管理暂行办法（征求意见稿）》（下称《征求意见稿》），并向社会公开征求意见至2019年12月22日。《征求意见稿》拟规定，信托公司股东或其控股股东、实际控制人、关联方、一致行动人、最终受益人等以隐瞒、欺骗等不正当手段获得信托公司股权的，由国务院银行业监督管理机构或其派出机构按照《中华人民共和国行政许可法》的规定，对相关行政许可予以撤销。依照本条前款撤销行政许可的，被许可人基于行政许可取得的利益不受保护。

### 保险资管产品管理办法征求意见

11月22日，银保监会公布《保险资产管理产品管理暂行办法（征求意见稿）》（下称《办法》），并向社会公开征求意见至2019年12月27日。《办法》共八章六十七条，包括产品当事人、产品发行设立、产品投资与管理等，主要内容包括明确产品定位和形式、明确产品发行机制、严格规范产品运作等。《办法》首次在合格投资者资质中提及了自然人，相关条款规定，具有两年以上投资经历，且满足家庭金融资产不低于300万元、家庭金融资产不低于500万元，或者近三年本人年均收入不低于40万元三个条件之一的自然人也属于合格投资者范畴。

## 从《九民纪要》看“对赌协议”

作者：邓练

“对赌协议”，又称估值调整协议，是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议。从订立“对赌协议”的主体来看，有投资方与目标公司的股东或者实际控制人“对赌”、投资方与目标公司“对赌”、投资方与目标公司的股东、目标公司“对赌”等形式。

实务中，对与目标公司的股东或者实际控制人对赌，对赌协议如无其他无效事由，应当认定有效并支持实际履行，实践中并无争议。但是，当对赌对象包括目标公司时，自最高法院公报案例“海富案”（案号：〔2012〕民提字第11号）就对赌协议回购条款效力问题确立“和股东对赌有效，和公司对赌无效”的裁判原则，到“华工案”（案号：〔2019〕苏民再62号）突破上述裁判原则，认定“和公司对赌有效”以来，“对赌协议”是否有效、实际履行的要素以及其他相关法律问题的审判实践经历了重大变化。

直至2019年11月8日，最高人民法院正式发布了《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”），确立了“与目标公司对赌，对赌协议在不存在法定无效事由的情况下，应认定有效”的规则，但能否判决强制履行则受限于股东不得抽逃出资、股份回购或者盈利分配的强制性规定的原则。本文对《九民纪要》中对赌的相关规定展开以下分析。

### 一、正确认识“对赌协议”效力认定规则

《九民纪要》规定，投资方与目标公司订立的“对赌协议”在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张“对赌协议”无效的，人民法院不予支持。

在对赌协议效力问题下，援引最多的法定无效事由为《合同法》第52条第（五）项“违反法律行政法规的强制性规定”，具体通常为《公司法》第20条“公司股东应当遵守法律、行政法规和公司章程，依法行使股东权利，不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益；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”。

在司法实践中，由于“海富案”将“股权回购或者金钱补偿约定”视为目标公司向股东支付固定的收益，且该收益脱离了目标公司的经营业绩，进而认定对赌协议损害了公司利益和公司债权人利益，导致“海富案”问世后，审判实务中的大量适用上述规则。但进一步，《公司法》上“滥用股东权利”有多种形式，相关强制性规定有《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”的规定，第142条关于“股份回购”的强制性规定，第166条关于“利润

分配”的强制性规定。“海富案”中债权人从目标公司取得固定收益的行为，属于“滥用股东权利”的哪种形式，如何损害公司利益和公司债权人利益，最高院并未明确具体阐述。

而“华工案”突破“海富案”，认定对赌协议有效，认为“对赌协议中关于股份回购的条款是当事人特别设立的保护投资人利益的条款，属于缔约过程中当事人对投资合作商业风险的安排，系各方当事人的真实意思表示…虽为相对固定收益，但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”，改变了对赌协议效力认定风向。

《九民纪要》将“对赌协议”效力的判断规则确定下来，即“股权回购或者金钱补偿约定”并非“法定无效事由”，不能仅以存在“股权回购或者金钱补偿约定”而认定“对赌协议”无效。

## 二、投资方请求目标公司回购股权

《九民纪要》规定，投资方主张实际履行的，人民法院应当审查是否符合公司法关于“股东不得抽逃出资”及股份回购的强制性规定，判决是否支持其诉讼请求。投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”或者第142条关于“股份回购”的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。

### （一）理解“强制性规定”

《九民纪要》的表述为“主张实际履行的”、“驳回其诉讼请求”，并未出现“协议无效”的明确表述。因此，《公司法》上关于“股东不得抽逃出资”及“股份回购”的强制性规定，在对赌协议中并非影响合同效力的强制性规定，而仅为合同能否实际履行的判断要素。

### （二）对股东“抽逃出资”的审查及其与“减资程序”的关系

《公司法》第35条规定，公司成立后，股东不得抽逃出资。《公司法司法解释三》第18条规定，有限责任公司的股东未履行出资义务或者抽逃全部出资，经公司催告缴纳或者返还，其在合理期间内仍未缴纳或者返还出资，公司以股东会决议解除该股东的股东资格，该股东请求确认该解除行为无效的，人民法院不予支持。在前款规定的情形下，人民法院在判决时应当释明，公司应当及时办理法定减资程序或者由其他股东或者第三人缴纳相应的出资。

因此，若股东存在抽逃出资情形，则应当及时缴纳或者返还出资，若股东未充实出资，则公司有权解除股东资格并且应当及时履行减资程序。《九民纪要》将其一以贯之，在“对赌协议”下，若股东回购未履行减资程序，即为违反“抽逃出资”强制性规定，因此债权人强制履行“对赌协议”的请求将被法院驳回。

### （三）对“回购股权”的审查及与“减资程序”的关系

#### 1、“回购股权”义务

由于未有特别说明，《九民纪要》的该上述规则应当视为同时适用于有限责任公司以及股份有限公司，但《公司法》由于两类公司的“回购股权”规定不同，在此区别论述。

针对有限责任公司。法律并不禁止有限公司进行“股权回购”。虽然《公司法》第74条规定了一定情形下股东的回购请求权，但该规定主要为异议股东请求而使公司被动回购股权。其立法目的在于，从使中小股东免受不公平对待，维护其合法权益的角度出发，在资本多数决之下构建股东退出权机制，但相关法律或司法解释并未进一步对回购的条件、程序以及股权的处置等问题进行规定。“华工案”亦有相关阐释：“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”。因此，法律并无禁止有限责任公司收购股权的规定，“对赌协议”中有限责任公司的“回购义务”不存在法律上履行不能的情形。

针对股份有限公司。《公司法》第142条规定：“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。公司因前款第（一）项…规定的情形收购本公司股份的，应当经股东大会决议”。即《公司法》已明确，若目标公司不具备法定情形，则存在股份回购障碍，“减资程序”为目标公司履行“回购股权”义务的必要前提。

2、“回购股权”必须以目标公司履行“减资程序”为前提，若目标公司未依法履行“减资”程序，法院不能判决强制回购。

关于公司减资与回购股权的相关规定，《公司注册资本登记管理规定》第十二条规定，有限责任公司依据《公司法》第七十四条的规定收购其股东的股权的，应当依法申请减少注册资本的变更登记。《公司法解释（二）》第5条规定，人民法院审理解散公司诉讼案件，当事人可以协商同意由公司或者股东收购股份，或者以减资等方式使公司存续，公司应当自调解书生效之日起六个月内将股份转让或者注销。股份转让或者注销之前，原告不得以公司收购其股份为由对抗公司债权人。“华工案”亦有相关阐释：“有限责任公司在履行法定程序后回购本公司股份，亦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”。因此《九民纪要》将“减资程序”作为目标公司履行“回购股权”义务的必要前提亦为应有之意，也是资本维持原则的必然要求。

#### （四）减资程序的要求

根据《公司法》第43条、第103条规定，公司减少注册资本的必须经股东（大）会会议决议，有限责任公司必须经代表三分之二以上表决权的股东通过，股份有限公司必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。《公司法》第77条规定，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。

然而落实到对赌中，债权人若要求目标公司履行“对赌协议”，则应当在目标公司股东（大）会作出减资决议以及回购相关等决议后方具备履行条件。但实际上，投资方可能仅持有目标公司少量股权，对赌条件成就时，部分股东可能并不配合，无法达到“三分之二以上”以形成减资决议，最终达到目标公司无法完成减资程序进而无需履行回购义务的目的。因此，

将“减资程序”其作为前置条件可能会因目标公司根本无法完成减资程序导致投资方诉请被驳回，陷入维权僵局。

### 三、投资方请求目标公司承担金钱补偿义务

《九民纪要》规定，资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第 35 条关于“股东不得抽逃出资”和第 166 条关于“利润分配”的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼。

#### （一）“利润分配”的强制性规定

《公司法》第 166 条规定，公司分配当年税后利润时，应当先弥补亏损，再提取利润的百分之十列入公司法定公积金（累计额为公司注册资本的百分之五十以上的可不再提取），剩余的利润，各股东方可分配。由于目标公司在违反“利润分配”的强制性规定的情形下完成对投资方的现金支付，可能将“金钱补偿义务”以利润分配的“通道”完成，触及公司资本制度，因此《九民纪要》对于目标公司的金钱补偿来源进行了规定。但是，“对赌协议”中金钱补偿与利润分配性质是否相同，二者是何关系，下文进一步探讨。

#### （二）金钱补偿与利润分配性质区别

《九民纪要》在不违反公司资本维持制度的前提下，保护投资方的债权人利益，将金钱补偿的来源限定在公司的可分配利润中。但是，二者并非同一概念，利润分配是公司执行股东会决议的结果，受《公司法》的规制，而金钱补偿约定系民商事合同，系合同各方作出的意思表示和允诺，具有法律约束力，受《合同法》的调整。按照《九民纪要》要求，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方时，只能迟延履行金钱补偿义务，因此可能发生公司在“对赌协议”中承诺了利润补偿后，以经营状况下降利润不足以补偿投资方为由迟延履行其承诺，而债权人仅能够主张违约责任，并仅可今后发现目标公司有利润后通过另行提起诉讼的方式进行救济。

### 四、与目标公司对赌时，目标公司股东提供担保

《合同法》第 50 条规定法定代表人越权代表，若债权人为善意则合同有效，反之合同无效。具体到对赌中，在此讨论出资方与目标公司股东对赌，目标公司为其股东担保，出资方的审查义务对担保合同效力影响的问题。

《九民纪要》区分关联与非关联担保，对债权人的“善意”作出了具体规定，此处重点讨论其中关联担保。在此可反观“瀚霖案”[(2016)最高法民再 128 号]，其对债权人的审查义务要求较之《九民纪要》较低。该案相关协议载明，目标公司已通过股东会决议，原股东同意增资；各方已履行内部程序确保其具有签订本协议的全部权利；各方授权代表已获得本方正式授权。最高院认为，因相关协议书约定内容包括增资数额、增资用途、回购条件、回购价格以及目标公司提供担保等一揽子事项，且均由目标公司盖章及其法定代表人签名。对于债权人而言，增资扩股、股权回购、公司担保本身属于链条型的整体投资模式，其有理

由相信目标公司已对包括提供担保在内的增资扩股一揽子事项通过股东会决议，公司法定代表人已取得目标公司授权代表公司对外签订担保条款，债权人对担保事项经过股东会决议已尽到审慎注意和形式审查义务，约定担保条款对目标公司已发生法律效力。

对比《九民纪要》对债权人的审查义务的规定，该案认为，即使债权人未实际审查上述内容，但基于协议约定以及相关行为，足以使得债权人“有理由相信目标公司已通过股东会决议，法定代表人已取得目标公司授权代表公司对外签订担保条款”，即可认定债权人已尽到审慎注意和形式审查义务。而《九民纪要》则树立标准，规定债权人主张担保合同有效，应当提供证据证明其在订立合同时对股东（大）会决议进行了审查，决议的表决程序符合《公司法》第16条的规定（《公司法》第16条明确规定，公司为公司股东或者实际控制人提供担保的，必须经股东会或者股东大会决议，未经股东（大）会决议，构成越权代表），即在排除被担保股东表决权的情况下，该项表决由出席会议的其他股东所持表决权的过半数通过，签字人员也符合公司章程的规定。

## 违反规章的合同效力问题

——（2017）最高法民终 529 号案

作者 杨夏琴

### 【裁判要点】

1. 保险公司股权代持协议虽然没有违反法律、行政法规的强制性规定，但是中国银行保险监督管理委员会（以下简称中国保监会，现整合成中国银行保险监督管理委员会）制定的《保险公司股权管理办法（2014 年修订）》第八条规定“任何单位或者个人不得委托他人或者接受他人委托持有保险公司的股权”。股权代持协议明显违反了当下监管规定，违反了部门规章。

2. 合同法只规定了违反法律、行政法规的强制性规定的合同无效，实践中违反规章的合同一般认为有效。但具体判断违反规章的合同效力应当根据合同法第五十二条<sup>1</sup>并结合具体问题进行分析。

3. 对违反监管规定的股权代持协议的效力审查，应从其违反的规定禁止代持保险公司股权规定的规范目的、内容实质，以及实践中允许代持保险公司股权可能出现的危害后果进行综合分析认定。保险公司股权代持行为妨碍监督管理，于保险行业健康发展不利，甚至可能危及金融秩序和社会稳定，进而损害社会公共利益，应认定为无效。

### 【案例回顾】

福州天策实业有限公司（以下简称天策公司）持有正德人寿保险股份有限公司（以下简称正德人寿公司）2 亿股股份（占股 20%）。2011 年 11 月 3 日，天策公司与福建伟杰投资有限公司（以下简称伟杰公司）签订《信托持股协议》，协议约定：鉴于委托人天策公司拥有正德人寿公司 2 亿股的股份（占 20%）的实益权利，现通过信托的方式委托受托人伟杰公司持股。伟杰公司同意接受委托。公司增资扩股时，决定优先认购股权的权利由天策公司享有。天策公司行使优先认股权，应当将认购股权的款项划入受托人伟杰公司指定的账户。伟杰公司从福州开发区泰孚实业有限公司（以下简称泰孚公司）处受让取得 2 亿股股份，明确承认其未支付相应对价，转让后泰孚公司不再持股。天策公司委托伟杰公司代持该 2 亿股股份（占股 20%）后，天策公司持有的正德人寿公司 2 亿股股份（占股 20%）依旧保留。

2012 年 12 月 27 日，杭州展顺贸易有限公司、芜湖徽恩投资管理有限公司各汇款 1 亿元给伟杰公司。汇兑凭证注明往来款。当日，伟杰公司将 2 亿元汇给正德人寿保险股份有限

<sup>1</sup> 《中华人民共和国合同法》第五十二条 有下列情形之一的，合同无效：（一）一方以欺诈、胁迫的手段订立合同，损害国家利益；（二）恶意串通，损害国家、集体或者第三人利益；（三）以合法形式掩盖非法目的；（四）损害社会公共利益；（五）违反法律、行政法规的强制性规定。

公司，汇款用途为“投资款”。12月31日，中国保监会作出《关于正德人寿保险股份有限公司变更注册资本的批复》，同意正德人寿公司的股东同比例增资，注册资本变更为20亿元。天策公司股份4亿股、股份比例20%，伟杰公司股份4亿股、股份比例20%。

2014年10月30日，天策公司向伟杰公司发出《关于终止信托的通知》，要求终止信托代持，将信托股份过户到天策公司名下，并结清信托报酬。11月24日，伟杰公司向天策公司发出《催告函》，伟杰公司由于增资尚欠杭州展顺贸易有限公司、芜湖瑞宇工贸有限公司各1亿元，天策公司未提出清理债权债务的可行方案，且伟杰公司对天策公司及正德人寿公司的基本信息、经营情况享有知情权，要求天策公司限期提供历次股东会、董事会会议纪要、年度审计报告等相关资料。否则伟杰公司将直接发函给正德人寿公司，要求提供相关资料，并退还2亿元增资款项以冲抵账上债务。

2015年8月3日，经工商部门核准，正德人寿名称变更为君康人寿保险股份有限公司（以下简称君康人寿公司）。12月28日，伟杰公司分别通过银行汇票向杭州展顺贸易有限公司、芜湖瑞宇工贸有限公司背书转款1亿元。汇票备注：股权转让款。

天策公司向福建省高级人民法院提起诉讼，要求确认《信托持股协议》终止，判令伟杰公司将其受托持有的4亿股君康人寿公司股份立即过户给天策公司，并办理相关的股份过户手续。

福建省高院一审认为，天策公司与伟杰公司的《信托持股协议》系双方真实意思表示，且未违反法律法规禁止性规定，应为合法有效。同时结合本案文件资料，天策公司系伟杰公司名下讼争全部4亿股股份的实际持股人，判决天策公司和伟杰公司签订的《信托持股协议》于2014年10月30日解除；伟杰公司将其受托持有的4亿股君康人寿公司股份于判决生效之日起十日内过户给天策公司，并配合办理相关的股份过户手续。伟杰公司不服提起上诉，最高院认为《信托持股协议》无效，且天策公司是否是伟杰公司名下4亿股股份的实际持有人尚不能确定，裁定撤销原判，发回重审。

### 【法院判决】

福建省高级人民法院（2015）闽民初字第129号民事判决：一、天策公司和伟杰公司签订的《信托持股协议》于2014年10月30日解除；二、伟杰公司将其受托持有的4亿股君康人寿公司股份于判决生效之日起十日内过户给天策公司，并配合办理相关的股份过户手续；三、君康人寿公司将天策公司显名持有上述4亿股君康人寿公司股份的事项记载于股东名册、公司章程，并配合办理股份变更工商登记。案件受理费2041800元、财产保全费5000元，由伟杰公司负担。

最高人民法院（2017）最高法民终529号二审民事判决：撤销原判，发回重审。

➤ 相关法律：

《中华人民共和国合同法》第五十二条 有下列情形之一的，合同无效：(四)损害社会公共利益。

《中华人民共和国保险法》第一百三十四条关于 国务院保险监督管理机构依照法律、行政法规制定并发布有关保险业监督管理的规章。

➤ 案例索引：

福建伟杰投资有限公司、福州天策实业有限公司营业信托纠纷一审民事判决[（2015）闽民初字第 129 号]

福建伟杰投资有限公司、福州天策实业有限公司营业信托纠纷一审民事判决[（2017）最高法民终 529 号]

**【法律分析】**

本案的争议焦点：1. 伟杰公司名下的 4 亿股君康人寿公司股份是否受天策公司委托持有；2. 天策公司、伟杰公司之间的《信托持股协议》效力应如何认定。

一、伟杰公司名下的 4 亿股君康人寿公司股份是否受天策公司委托持有

最高院认为，伟杰公司名下的 4 亿股君康人寿公司股份分两次取得，第一次是从泰孚公司处受让取得 2 亿股，第二次是 2012 年赠资取得 2 亿股。关于第一次受让取得，天策公司与伟杰公司虽然签了《信托持股协议》，伟杰公司也取得了 2 亿股且未支付对价，但系泰孚公司转让，而《信托持股协议》中未明确该 2 亿股股份由泰孚公司转让，泰孚公司亦未在该《信托持股协议》上签字盖章。天策公司未举证证明泰孚公司是接受其安排才向伟杰公司转让股份，或者已经向泰孚公司支付了对价。关于第二次取得也是同样的问题，杭州展顺贸易有限公司、芜湖瑞宇工贸有限公司各向伟杰公司汇款 1 亿元，2015 年伟杰公司又分别转回 1 亿，注明“股权转让款”，天策公司未举证证明杭州展顺贸易有限公司、芜湖瑞宇工贸有限公司是受其安排向伟杰公司付款，或者天策公司向其支付了对价。委托持有关系的确认关系到泰孚公司等第三人的利益，缺乏证据支持，尚不能认定天策公司是伟杰公司名下 4 亿股股份的实际控制人。

二、天策公司、伟杰公司之间的《信托持股协议》效力认定

最高院认为，天策公司、伟杰公司签订的《信托持股协议》内容，明显违反中国保监会《保险公司股权管理办法（2014 年修改）》第八条关于“任何单位或者个人不得委托他人或者接受他人委托持有保险公司的股权”的规定。不能因为天策公司和伟杰公司分别在委托人和受托人处签字盖章，是当事人双方真实意思表示，且未违反法律法规禁止性规定就简单认为其有效。对该《信托持股协议》效力的认定，应当结合监管规定的规范目的、内容实质，可能出现的危害后果综合考量。

首先，虽然《保险公司股权管理办法（2014 年修改）》在效力级别上属于部门规章，但

是《中华人民共和国保险法》第一百三十四条规定“国务院保险监督管理机构依照法律、行政法规制定并发布有关保险业监督管理的规章”，中国保险监督管理委员会为维护保险参与方的利益、加强监督管理、稳定金融秩序，有权制定部门规章。从规定内容与规范目的来看，为了避免出现因代持股导致实际股东脱离监管的情况，保险公司股权架构明晰，有利于保险行业健康发展，维护保险公司和保险人、被保险人、受益人的利益，中国保监会制定《保险公司股权管理办法》与《中华人民共和国保险法》的立法目的保持一致。

其次，《中华人民共和国保险法》第一百三十三条规定“保险监督管理机构依照本法和国务院规定的职责，遵循依法、公开、公正的原则，对保险业实施监督管理，维护保险市场秩序，保护投保人、被保险人和受益人的合法权益”，从《保险公司股权管理办法》规定的内容看，禁止代持股的规定是中国保监会根据实际情况在自身职权范围内颁布的制度，未与法律、行政法规相抵触，也未与具有同层级效力的其他规范相冲突，同时其制定和发布也符合法定程序，因此《保险公司股权管理办法（2014 修订）》关于禁止代持保险公司股权的规定具有实质上的正当性与合法性。

最后，从代持保险公司股份的危害后果上看，允许隐名持有保险公司股份容易导致监管漏洞，使得保险公司的实际投资人无效得到有效的监督管理。加大了经营风险，不利于行业的整体健康有序发展。而且，保险行业涉及到人的诸多人身财产权益，与人们的生活息息相关，关系到人们的切身利益，一旦出现问题，将危及金融秩序和社会稳定。因此要防微杜渐，禁止代持股是从源头上解决问题。

综上所述，最高院认定，违反中国保监会《保险公司股权管理办法》有关禁止代持保险公司股权规定的行为，在一定程度上具有与直接违反《中华人民共和国保险法》等法律、行政法规一样的法律后果，同时还将出现破坏国家金融管理秩序、损害包括众多保险法律关系主体在内的社会公共利益的危害后果。故依照《中华人民共和国合同法》第五十二条第四项等规定，本案天策公司、伟杰公司之间签订的《信托持股协议》应认定为无效。天策公司依据该《信托持股协议》要求将讼争 4 亿股股份过户至其名下的诉讼请求依法不能得到支持。

我们在第 70 期的简报中，分析过同一时期的另一案——(2017)最高法民申 2454 号案，案件争议焦点是上市公司股份代持协议的效力。《中华人民共和国证券法》第六十三条规定：“发行人、上市公司依法披露的信息，必须真实、准确、完整，不得有虚假记载、误导性陈述或者重大遗漏。”中国证券监督管理委员会于 2006 年 5 月 17 日颁布的《首次公开发行股票并上市管理办法》第十三条规定：“发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷。”中国证券监督管理委员会于 2007 年 1 月 30 日颁布的《上市公司信息披露管理办法》第三条规定：“发行人、上市公司的董事、监事、高级管理人员应当忠实、勤勉地履行职责，保证披露信息的真实、准确、完整、及时、公平。”上市公司股份代持协议因违反系列监管规定，损害社会公共利益，被认定为无效。这两个案例都表明了最高人民法院的裁判思路：充分肯定规章在合同效力认定问

题上的法律适用，尊重行业监管规定。

### 【风险提示】

针对民商事审判中的前沿疑难争议问题，最高人民法院于2019年11月8日发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民会议纪要》），对统一裁判思路，规范法官的自由裁量权，提高司法公信力有重要影响。《九民会议纪要》中第31条“【违反规章的合同效力】违反规章一般情况下不影响合同效力，但该规章的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，应当认定合同无效。人民法院在认定规章是否涉及公序良俗时，要在考察规范对象基础上，兼顾监管强度、交易安全保护以及社会影响等方面进行慎重考量”特意将违反规章的合同效力问题提出来予以明确。

在发布正式文件之前，最高人民法院于2019年8月6日发布了《九民会议纪要》征求意见稿。征求意见稿中对违反规章的合同效力是如此表述的：“违反规章、监管政策等规范性文件合同，不应认定无效。违反规章、监管政策同时导致违反公共秩序的，人民法院应当认定合同无效。人民法院在认定是否违反公共秩序时，可以从规范内容、监管强度以及法律后果等方面进行考量。”从中可以看出征求意见稿与正式文件差别较大。

征求意见稿认为合同违反规章的同时违反公共秩序的，应当认定为合同无效，而正式文件中将违反规章的合同效力落脚到了公序良俗。公序良俗原则是我国法律中的一条重要原则，《中华人民共和国民法总则》第八条“民事主体从事民事活动，不得违反法律，不得违背公序良俗”；第十条“处理民事纠纷，应当依照法律；法律没有规定的，可以适用习惯，但是不得违背公序良俗”；第一百五十三条“违背公序良俗的民事法律行为无效”。公序良俗指公共秩序和善良风俗，是国家和社会的存在及发展所必需的一般秩序和一般道德，包含国家利益、社会利益、人民利益等内容。法律在设立之初不可能预见到所有危害行为，公序良俗原则是一个口袋条款，起到解释法律、弥补法律漏洞的作用，在没有具体法律时，可直接作为审判依据。既然是口袋条款，更要谨慎使用，否则缺乏司法的可预期性。如何判断是否违反公序良俗，《九民会议纪要》举了例子，规章内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等，法官裁判时可参照。在具体认定时，要在考察规章的规范对象基础上，综合考虑监管规定、市场稳定、可能导致的后果等。《九民会议纪要》正式文件在征求意见稿的“公共秩序”的基础上将“良俗”纳入进来，为审判实践中道德的作用再添依据，也与民法总则关于公序良俗的规定相互印证。违反规章的合同虽然没有违反法律、行政法规的强制性规定，但在违反规章可能引发对交易安全、市场稳定，行业健康有序发展等的不利影响，最终必然对国家利益、社会利益、人民利益有损，这又联系到合同法第五十二条规定的合同无效情形

第四项：损害社会公共利益的合同无效。法律中虽然没有对违反规章的合同效力作出明确规定，但要考虑立法目的、结合相关法律，在具体认定时其实也是可以认定的，《九民会议纪要》将其提出，是为了规范审判，本身不是司法解释。法律具有其系统性，有严谨的结构层次，不同法律部门、不同法律规范之间紧密联系，分别发挥各自的作用又相互印证、相互补充，逻辑自洽，构成完整的法律体系。

《九民会议纪要》对司法案例体现的裁判思路作出总结，内涵对法律价值的追求，在以后的实践中，要注意不能仅因为合同没有违反法律、行政法规的强制性追求，就忽略了仍然可能因为违反规章而无效，更不能刻意钻法律的漏洞，自以为可以完美避过法律的规范。

## FOF 与 MOM

作者：杨夏琴

### 一、什么是 FOF?

#### (一) 概念

FOF, Fund of Funds 的简称, 是“基金中的基金”, 与其他传统基金投资不同的是, FOF 不直接投资股票、债券, 而是通过投资基金间接持有股票、债券等证券资产, 其投资标的是基金, 而且是不同基金产品的组合。投资人投资 FOF 等于一次性投资了不同基金, 投资的基金产品组合称为母基金, 组合里的单只基金称为子基金, FOF 的管理人也称为母基金管理人。

#### (二) 分类

FOF 按不同标准可分为不同类型, 以下介绍几种常见分类:

1. 按募集方式不同, FOF 可以分为公募 FOF 和私募 FOF, 私募 FOF 又可以细分为基金(子基金) FOF、券商集合 FOF、私募基金 FOF。

2. 按投资标的不同, FOF 可以分为纯 FOF 和非纯 FOF。纯 FOF 只投资基金, 或者将 80% 以上的基金资产投资于基金, 剩余资产投资其他证券; 非纯 FOF 不局限于投资基金, 也可以投资股票、债券等, 资产配置的比例由基金契约约定。

3. 按所投资基金的归属不同, FOF 可以分为内部 FOF、外部 FOF 和混合 FOF。内部 FOF 仅投资推出 FOF 产品的公司自身的基金; 外部 FOF 只投资其他公司的基金; 混合 FOF 则不分内外, 在整个市场寻求合适的基金投资。

4. 按投资策略不同, FOF 可以分为主动 FOF、被动 FOF 和混合 FOF。主动 FOF 由管理人根据自身判断, 主动选择基金产品, 作投资安排; 被动 FOF 是管理人采取被动策略投资的基金, 一般是跟踪某个基金指数, 持有指数相关的基金, 不主动做交易安排; 混合 FOF 是前述两种都有的基金产品。

5. 根据交易场所不同, FOF 可以分为场内 FOF、场外 FOF 和混合 FOF。场内 FOF 是在场内进行基金申购、回赎、买卖; 场外 FOF 与之相反, 申购、回赎、买卖都在场外进行; 混合 FOF 则是通过场内场外都可以交易。

#### (三) 发展背景

FOF 最早出现在美国。上世纪 70 年代, 美国最先出现了投资于私募股权基金的组合基金。80 年代, 第一只公募 FOF 发行, 主要投资于发行机构旗下的股票和债券基金。80 年代末, 美国股市发生系统性风险, 越来越多投资人开始意识到投资单一基金产品的风险, 随着

市场需求变化及养老金制度改革，更多样化的 FOF 产品如雨后春笋般冒头并逐渐广泛发展。

我国的 FOF 起步较晚，2005 年，招商证券发行了中国第一只私募性质的 FOF 产品—招商基金宝，募资规模达 13.58 亿元。此后缓慢增加。2014 年 7 月，中国证券监督管理委员会发布《公开募集证券投资基金运作管理办法》，该办法首次明确提出“百分之八十以上的基金资产投资于其他基金份额的，为基金中基金”，确定了公募 FOF 的法律地位。2016 年 9 月，中国证券监督管理委员会发布《公开募集证券投资基金运作指引第 2 号——基金中基金指引》，引起了 FOF 热潮，目前我国已发行的养老目标基金均采用的公募 FOF 形式。但是从绝对规模、市场占比、发展成熟度上看，我国 FOF 仍有较大发展空间。

#### （四）优势与劣势

投资人都讲究鸡蛋不能放在同一个篮子里，常有人说投资 FOF 就是一次性买了一篮子基金。FOF 的突出特点就在于投资人一次性可购买不同基金，同时投资不同股票、债券、期货等等，实现大类资产配置。相比投资单一基金产品，FOF 投资不同产品更有利于分散风险。尤其是对于投资经验不多、风险承受能力不高的投资新手来说，不用在市场中费劲心思挑选对比，发行机构来进行基金资产配置、建立基金组合，用较低的成本进行多样化投资，降低了投资门槛。

FOF 在建立时即注重通过组合投资降低投资风险，主要针对风险偏好较低的投资者，其投资收益往往也相对较低，对于有投资经验、风险承受能力强、追逐高收益的投资者来说，FOF 可能不是最佳选择。而且因为是基金的基金，投资 FOF 时需要收取手续费和管理费，在投资子基金时也有手续费和管理费，容易出现双重收费的问题。

## 二、什么是 MOM?

### （一）概念介绍

MOM, Manager of Managers 的简称，是“管理人的管理人基金”。《证券投资基金经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(征求意见稿)》中对 MOM 的定义是“管理人中管理人产品，是指证券投资基金经营机构将所管理资产管理产品部分或者全部资产委托给多个符合条件的第三方资产管理机构进行管理的资产管理产品”。MOM 的管理人是母管理人，受母管理人委托管理部分资产的是子管理人，母管理人依法应承担的责任不因委托而免除。

从名称即可以看出 MOM 更看重“人”。MOM 的管理人不直接管理基金资产，而是将基金资产分设不同子基金账户，为每一只子基金在市场中寻觅优秀的基金管理人，并将子基金资产决策权授权给其精心挑选的基金管理人。相比其他投资证券的投资基金，MOM 更像是对优秀的基金管理人的投资，在选任时要考虑基金管理人的以往业绩、投资风格、投资策略，注

意基金管理人之间的互补。同时 MOM 管理人要对基金管理人进行动态跟踪、监督，以便调整投资组合、更换基金管理人。

## （二）发展背景

1980 年，美国罗素集团首创了多元投资组合的“管理人之管理人”模式，简称 MOM 模式。此后，这种多样化资产配置与精选管理人的模式在国外发展迅速。2012 年，罗素投资将 MOM 概念引入中国，给国内市场带来了新的投资灵感。2019 年 2 月 22 日，中国证券监督管理委员会发布《证券投资基金经营机构管理人中管理人（MOM）产品指引（征求意见稿）》，对 MOM 的定义、母管理人与子管理人的主体资格、职责划分、投资运作、风险管理等进行了规范。相比 FOF, MOM 起步晚、普及程度不高、产品发行少。对比国际市场，我国的 MOM 模式仍然发展较慢，有很大的发展空间。

## （三）优势与劣势

虽然 MOM 是在市场上挑选优秀的基金管理人，但并不是优秀基金管理人的简单叠加，而是要发挥出组合效应，要看子管理人的投资理念是不是与母管理人一致，各子管理人是不是互补。也因为 MOM 看重“人”，在去嵌套的背景下，FOF 已经包括两层产品，而 MOM 因其独特的运作方式，只有一个层级。基金管理人有更多发挥空间，可以根据市场变化灵活调整投资策略，投资领域更宽，可以更好实现多资产、多策略、多管理人的结合，发挥各管理人的优势为投资者降低风险、提供收益。

MOM 对母管理人的要求较高，要对市场有深入了解和具备很好的管理能力。MOM 中为子基金选择管理人是很重要的一环，要母管理人对市场上的基金管理人进行评估考量，才能选择优秀合适的管理人，意味着对基金管理人的了解越充分越好。但是基金管理人的过往业绩、风险控制、投资偏好不是那么容易获得。另外，MOM 产品的起始投资金额高，就已经将相当部分投资者拒之门外。

## 三、FOF 与 MOM 的区别与联系

FOF 与 MOM 各有各的特点与优势，FOF 优化资产配置、降低投资门槛、分散投资风险，但收益相对较低，且存在双重收费的问题；MOM 投资范围更广，投资策略灵活，相对 FOF，费率更合理，但起投金额高，收益稳健导致缺乏爆发式的吸引力。

FOF 与 MOM 投资标的不同、投资策略不同、管理费不同，但 FOF 与 MOM 都是组合基金，有单一基金无法比拟的优势，客观上形成了不同基金管理人为同一组合基金服务的局面。在投资者难以选择单一基金的情况下，FOF 与 MOM 提供一种新的投资方式，满足投资者大类资产配置的需求，实现多样化投资，并且有双重风控，母基金与子基金都有风控要求和风控措

施。横向对比国际市场，目前国内 FOF 与 MOM 还处于发展初期，规模较小，制度和市场还未完善，有广阔发展空间，期待未来这种多元组合投资方式发挥更大魅力。