



TAHOTA LAW FIRM

金融行业
法律信息简报

2020 年 第 082 期

主办：泰和泰律师事务所

编辑：向飞 朱晓莉 李敏 邓练 倪娜娜 张婧 张亚奇

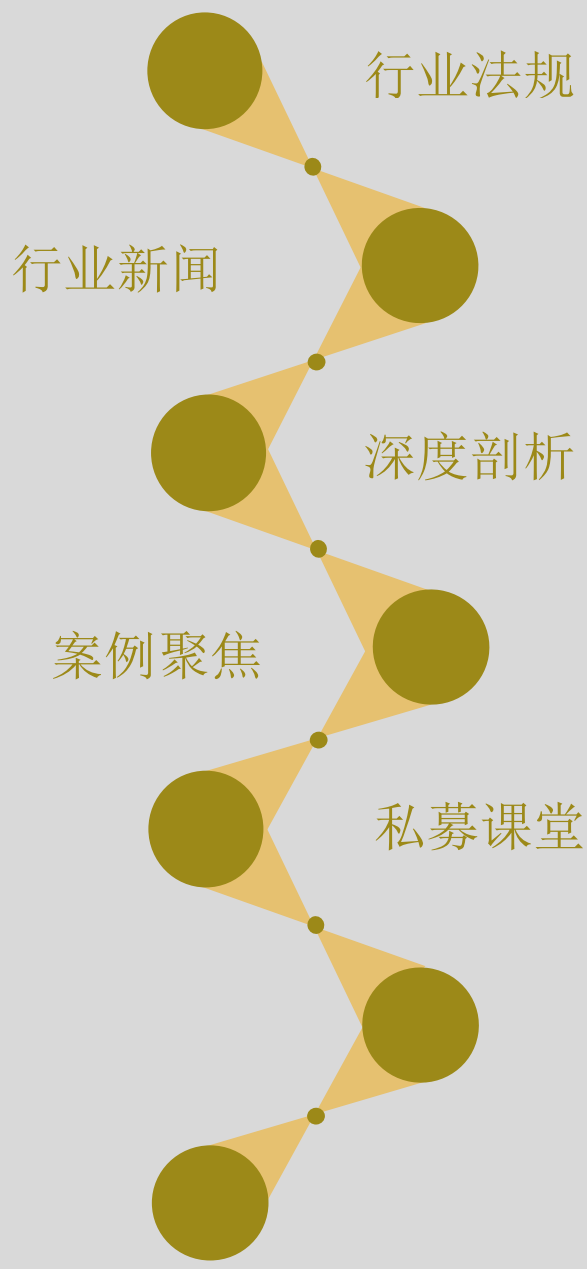
免责声明

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
国务院	国务院令第七百二十八号	《保障中小企业款项支付条例》	✓ 颁布：2020 年 07 月 05 日 ✓ 生效：2020 年 09 月 01 日 ✓ 要点：7 月 14 日，李克强签署国务院令，公布了《保障中小企业款项支付条例》（下称《条例》）。《条例》自 2020 年 9 月 1 日起施行。《条例》共 29 条，包括三方面内容：一是规范合同订立及资金保障，加强账款支付源头治理；二是规范支付行为，防范账款拖欠；三是加强信用监督和服务保障。明确建立支付信息披露制度、投诉处理和失信惩戒制度以及监督评价机制，以维护中小企业合法权益，营造良好营商环境。
最高人民法院	法〔2020〕185 号	《全国法院审理债券纠纷案件座谈会纪要》	✓ 颁布：2020 年 07 月 15 日 ✓ 生效：2020 年 07 月 15 日 ✓ 要点：《会议纪要》共 34 条，对诉讼主体资格的认定、债券持有人权利保护的特别规定等 7 方面的法律适用问题进行了规定。其中，就债券持有人的权利保护，《会议纪要》强调，对可能减损、让渡债券持有人利益的相关协议内容的表决，受托管理人和诉讼代表人必须忠实表达债券持有人的意愿。支持受托管理人开展代债券持有人行使担保物权、统一受领案件执行款等工作，切实保护债券持有人的合法权益。
国家税务总局	国家税务总局公告 2020 年第 13 号	《国家税务总局关于完善调整部分纳税人个人所得税预扣预缴方法的公告》	✓ 颁布：2020 年 07 月 28 日 ✓ 实施：2020 年 07 月 01 日 ✓ 要点：《公告》明确，对一个纳税年度内首次取得工资、薪金所得的居民个人，扣缴义务人在预扣预缴个人所得税时，可按照 5000 元/月乘以纳税人当年截至本月月份数计算累计减除费用；正在接受全日制学历教育

			的学生因实习取得劳务报酬所得的，扣缴义务人预扣预缴个人所得税时，可按照国家税务总局公告 2018 年第 61 号规定的累计预扣法计算并预扣预缴税款。
国家医疗保障局	国家医疗保障局令第 1 号	《基本医疗保险用药管理暂行办法》	✓ 颁布：2020 年 07 月 30 日 ✓ 实施：2020 年 09 月 01 日 ✓ 要点：《暂行办法》明确，医保药品目录建立完善动态调整机制，原则上每年调整一次。滋补品、保健品、疫苗等不纳入目录，被有关部门列入负面清单的药品将被调出目录，价格或费用明显偏高且没有合理理由的药品、临床价值不确切可以被更好替代的药品也可以被调出目录。
最高人民法院	法释（2020）5 号	《最高人民法院关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》	✓ 颁布：2020 年 07 月 30 日 ✓ 生效：2020 年 07 月 31 日 ✓ 要点：《规定》注重妥善保护投资者的诉讼权利和程序利益，包括表决权、知情权等。代表人的推选实行一人一票，充分保护弱势群体的利益。代表人对于决定撤诉、达成调解协议等重要诉讼事项，应当及时通知全体原告。投资者认为代表人不适格的，可以向人民法院申请撤销代表人资格。
中国证券监督管理委员会	证监发（2020）67 号	《关于做好投资者保护机构参加证券纠纷特别代表人诉讼相关工作的通知》	✓ 颁布：2020 年 07 月 31 日 ✓ 生效：2020 年 07 月 31 日 ✓ 要点：一、特别代表人诉讼是指按照《证券法》第九十五条第三款规定，投资者保护机构受五十名以上投资者委托，作为代表人参加的证券民事诉讼；二、本通知所称投资者保护机构是指中证中小投资者服务中心有限责任公司、中国证券投资者保护基金有限责任公司；三、投资者保护机构参加特别代表人诉讼，应当坚持必要、透明、公正的原则，切实保护投资者合法权益；四、对

			于典型重大、社会影响恶劣的证券民事案件，投资者保护机构依法及时启动特别代表人诉讼。
中国人民 银行，中 国银行保 险监督管 理委员 会，中国 证券监督 管理委员 会，国家 外汇管理 局	中国人民银 行、中国银 行保险监督 管理委员 会、中国证 券监督管理 委员会、国 家外汇管理 局公告 (2020)第 5号	《标准化债权 类资产认定规 则》	✓ 颁布：2020年07月03日 ✓ 生效：2020年08月03日 ✓ 要点：《规则》明确标债资产和非标准化债权类资产的界限、认定标准及监管安排。《规则》明确其他债权类资产被认定为标准化债权类资产的，应当同时符合五项条件：等分化，可交易；信息披露充分、集中登记；独立托管、公允定价；流动性机制完善和在银行间市场、证券交易所市场等国务院同意设立的交易市场交易。《规则》自2020年8月3日起施行。
中国证券 监督管理 委员会	中国证券监 督管理委员 会公告 (2020)41 号	《公开募集证 券投资基金侧 袋机制指引 (试行)》	✓ 颁布：2020年07月10日 ✓ 生效：2020年08月01日 ➤ 要点：《指引》明确，侧袋机制是在符合法定条件下将难以合理估值的风险资产从基金组合资产中分离出来进行处置清算，确保剩余基金资产正常运作的机制；同时规定了侧袋机制的启用条件、实施程序和主要实施环节的操作要求；压实基金管理人的风险管控主体责任，着力规范费用收取、信息披露等投资运作环节及相关内部控制，并明确托管人和会计师事务所职责等。
中国证券 监督管理 委员会	-	《监管规则适 用指引——上 市类第1 号》、《监管 规则适用指引 ——机构类第1	✓ 颁布：2020年07月31日 ✓ 实施：2020年07月31日 ✓ 要点：其中，上市类监管规则适用指引共16项，内容包括募集配套资金、业绩补偿及奖励、并购重组内幕交易核查要求等问题。相较于原监管问答无新增内容，仅涉及存量问答的修改完善，包括拓宽并购重组“小额快

		号》	速”审核通道、是统一募集配套资金用于补流的比例等。 机构类监管规则指引适当放宽保荐机构对发行人投资的相关要求，明确《保荐办法》第 42 条“通过披露仍不能消除影响”的执行标准等。
中国银行 保险监督 管理委员会	中国银行保 险监督管理 委员会令 2020 年第 9 号	《商业银行互 联网贷款管理 暂行办法》	✓ 颁布： 2020 年 07 月 12 日 ✓ 实施： 2020 年 07 月 12 日 ➤ 要点：《办法》适用于境内依法设立的商业银行经营互联网贷款业务。互联网贷款应当遵循小额、短期、高效和风险可控的原则。单户用于消费的个人信用贷款授信额度应当不超过人民币 20 万元，到期一次性还本的，授信期限不超过一年。商业银行应当对互联网贷款业务实行统一管理，互联网贷款业务涉及合作机构的，授信审批、合同签订等核心风控环节应当由商业银行独立有效开展。
中国证券 监督管理 委员会	中国证券监 督管理委员 会令第 172 号	《证券投资基 金托管业务管 理办法 (2020)》	✓ 颁布： 2020 年 07 月 10 日 ✓ 实施： 2020 年 07 月 10 日 ➤ 要点：《托管办法》允许外国银行在华分行申请证券投资基金托管业务资格，净资产等财务指标可按境外总行计算，并明确境外总行应承担的责任，强化配套风险管控安排；结合监管实践完善监管要求，适当调整基金托管人净资产准入标准；持续推进简政放权，简化申请材料；统一商业银行及其他金融机构的准入标准与监管要求等。
中国证券 监督管理 委员会	中国证券监 督管理委员 会公告 (2020) 42 号	中国证券监督 管理委员会关 于修改《证券 公司分类监管 规定》的决定	✓ 颁布： 2020 年 07 月 10 日 ✓ 实施： 2020 年 07 月 10 日 ➤ 要点：维持分类监管制度总体框架不变，适应证券行业发展状况和审慎监管需要，重点优化分类评价指标体系，集中解决实践中遇到的突出问题。修改后的《规定》

		(2020)	明确对公司治理与内部控制严重失效等情形予以调降分类级别的依据,完善证券公司风险管理能力评价指标和标准,优化风险管理能力加分指标;从投资银行、资产管理等方面,优化调整业务发展状况评价指标。并强调,分类评价结果主要供证监会及其派出机构使用,证券公司不得将分类结果用于广告、宣传、营销等商业目的。
中国证券监督管理委员会	中国证券监督管理委员会公告 (2020) 46号	《非上市公司监管指引第5号——精选层挂牌公司持续监管指引(试行)》	✓ 颁布: 2020年07月22日 ✓ 实施: 2020年07月22日 ➤ 要点:《监管指引》建立了适合精选层公司特点的持续监管制度,对精选层公司的监管要求进行强化,提高监管效能。五项挂牌公司定期报告格式准则,包括精选层年报、中报及季报格式准则,创新层、基础层中报格式准则。精选层、创新层、基础层三个层次之间的披露要求呈梯度化,依次降低。

其他

- 第十三届全国人大常委会第二十次会议对《中华人民共和国刑法修正案(十一)(草案)》、《中华人民共和国行政处罚法(修订草案)》进行了审议,7月3日公布并征求意见,意见反馈截止至2020年8月16日。

➤ 行业新闻（摘要）

国办发文 支持多渠道灵活就业

7月31日，国办公布《关于支持多渠道灵活就业的意见》（下称《意见》），从拓宽灵活就业发展渠道、优化自主创业环境、加大对灵活就业保障支持 3 方面提出政策措施。其中，《意见》提出，推动新职业发布和应用，更新职业分类，及时制定新职业标准；将灵活就业人员纳入创业培训范围，按规定落实职业培训补贴和培训期间生活费补贴；研究制定平台就业劳动保障政策，依法纠正拖欠劳动报酬等违法违规行为等。

国办发文 推进医保基金监管制度体系改革

国办日前印发《关于推进医疗保障基金监管制度体系改革的指导意见》（下称《意见》），提出推进监管制度体系改革。建立健全监督检查制度，全面建立智能监控制度，建立和完善举报奖励制度，建立信用管理制度，建立综合监管制度，完善社会监督制度。同时，《意见》强调，完善保障措施。强化医保基金监管法治及规范保障，加强医保基金监督检查能力保障，加大对欺诈骗保行为惩处力度，统筹推进相关医疗保障制度改革，协同推进医药服务体系改革。

8月24日起 证券机构从事证券服务业务实行备案管理

证监会、工信部、司法部、财政部联合发布《证券服务机构从事证券服务业务备案管理规定》（下称《规定》），自2020年8月24日起施行。《规定》要求会计师事务所、律师事务所以及从事资产评估等证券服务机构从事证券服务业务需按照要求备案，并对备案范围、备案程序、备案时点等内容进行规范，并另附证券服务机构备案表格。财政部、证监会同时印发《会计师事务所从事证券服务业务备案管理办法》，对会计师事务所备案管理进行详细规范。

证监会决定延长财务报表有效期等规定

近日，证监会集中修改了《首次公开发行股票并上市管理办法》、《科创板首次公开发行股票注册管理办法》（下称两《办法》），均自 2020 年 7 月 10 日起施行。两《办法》主要是对招股说明书引用的财务报表有效期条款进行修改，将特殊情况下发行人可申请适当延长财务报表有效期但至多不超过 1 个月，修改为至多不超过 3 个月。同时，证监会同步修订《关于首次公开发行股票并上市公司招股说明书财务报告审计截止日后主要财务信息及经营状况信息披露指引》明确了上述要求。

商务部：加大金融支持稳外贸稳外资促消费力度

商务部印发《关于加强协作联动推动加大金融支持稳外贸稳外资促消费力度的工作通知》（下称《通知》），提出要深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，充分发挥金融对稳外贸稳外资促消费的积极作用。《通知》要求加强与金融机构信息共享，在符合相关规定的前提下，积极向人民银行分支机构、当地金融机构提供有金融服务需求的行业企业信息，推动供需两端精准对接。要努力创造良好政策环境，结合实际研究出台专项举措，缓解企业融资难、融资贵、融资慢等问题。

证监会正式发布科创板上市公司信披内容格式准则

近日，证监会发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则》第 43 号、第 44 号、第 45 号——《科创板上市公司向不特定对象发行证券募集说明书》、《科创板上市公司向特定对象发行证券募集说明书和发行情况报告书》、《科创板上市公司发行证券申请文件》。其中 43 号准则明确，申请向不特定对象发行证券并在科创板上市的公司，应编制募集说明书并予以披露，募集说明书包括配股说明书、增发招股意向书、增发招股说明书、可转债募集说明书等募集文件。准则对募集说明书的编制要求，具体编辑内容都做了详细的规定。

财政部要求应退的非税收入退到位、及时退

7月28日，财政部发布《关于加强非税收入退付管理的通知》，要求把已取消、停征、免征及降低征收标准的收费基金优惠政策不折不扣地落实到相关企业和个人。通知要求确保应退的非税收入退到位、及时退。进一步优化非税收入退付业务流程，提高减税降费涉及非税收入退付工作效率；积极推进电子退付。各地财政部门要积极推动非税收入电子退付、电子对账等方面的创新。有条件的地方可探索实现非税收入退付申报、业务审核、缴款审核、资金退付等业务网上办理。。

十七部门：多举措健全支持中小企业发展制度

7月24日，工信部、发改委等17部门公布《关于健全支持中小企业发展制度的若干意见》，要求全面实施市场准入负面清单制度，全面落实公平竞争审查制度，加强和改进反垄断和反不正当竞争执法。同时，意见要求，完善知识产权保护法律法规和政策，建立健全惩罚性赔偿制度，提高法定赔偿额；依法对符合条件的小微企业按照规定实行缓征、减征、免征企业所得税、增值税等措施，简化税收征管程序；鼓励中小企业通过并购重组对接资本市场；稳步推进新三板改革，健全挂牌公司转板上市机制。

深交所修订协议转让办理指引 配套制定业务办理指南

7月24日，深交所修订发布《上市公司股份协议转让业务办理指引》（下称《指引》），配套制定《上市公司股份协议转让业务办理指南》（下称《指南》），自发布之日起施行。修订后的《指引》取消要约收购豁免行政许可文件、涉及自然人或境外法人的协议公证等6项材料要求，进一步简化办理材料；增加业务相关当事人承诺与保证内容，压实主体责任，明确交易所可对违规行为采取自律监管措施或纪律处分。配套制定的《指南》详细说明了业务办理情形、办理条件、办理流程、联系方式等内容，区分不同情形列示材料清单，并新增8个常用文件参考格式模板。

从对赌机制及程序规则看对赌之履行

作者：赖瑞琪

从 2012 年“对赌第一案”海富案“与目标公司对赌无效，与目标公司股东或者实际控制人对赌有效”、2018 年四川瀚霖案“担保条款合法有效，应当依法承担担保责任”，到 2019 年华工案“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”确定的对赌协议有效，再到《九民纪要》“对赌协议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为由，主张对赌协议无效的，人民法院不予支持”，我国基于鼓励投资、缓解企业融资困难的现实倾向，对目标公司与投资者之间对赌的裁判思路正不断发生着新变革。

《九民纪要》不再抽象地判断对赌协议之效力，将重点置于对赌协议的履行问题上，万千公司悲喜俱齐，欲对赌，却不知对赌履行奈若何。而司法实践中如何平衡投资方、融资方与公司债权人之间的利益，从而使对赌协议得以履行，则需要我们从对赌机制设置及程序规则遵守两方面对对赌游戏进行重新审视。

一、合理设置对赌机制

风险投资者与目标公司设置对赌机制时，实践困境往往聚焦于因对赌失败后，风险公司需从目标公司取回资产，实现退出的问题上，但在投融资实践活动中，对赌游戏远不止股权回购、现金补偿两种机制，设定不触发公司法强制规定的对赌机制，则可使对赌机制巧妙跳脱可能侵害债权人利益的法律困境。

（一）不涉及从目标公司取走资产的对赌机制

即使涉及调整投资金额及股权补偿，设置对赌机制时也可以设置不涉及由风险投资者从目标公司取走资产的对赌。在对赌协议约定事项失败时，风险投资者可通过资本公积金转增注册资本的方式有效实现对赌。这是因为风险投资者向目标公司投入资金时，往往对目标公司估值较高，其投入的资金一部分进入注册资本，大部分则可能进入资本公积金。当约定期限届满，而约定事项难以达成时，投资者可通过资本公积金转增为注册资本以获得更多的股权。在此情形下，目标公司已有资产的稳定得以维持，投资者的期待利益在股权中获得补偿，且该类对赌机制也并不与现行法律价值体系发生背离。

目前，该类对赌机制在司法实践中已初见成效。例如，在中嘉立达投资中心、万域立达投资中心与讯鸟公司等合同纠纷一案中，投资方万域投资中心、中嘉投资中心与融资方讯鸟公司及其原股东达成对赌协议，约定：投资方以增资方式向讯鸟公司投资，其中大部分计入

资本公积金。融资方讯鸟公司及公司原股东在协议中保证，当公司注册资本达到 37,531,091 元时，投资方持有的公司注册资本不低于 3,753,110 元，否则公司通过资本公积金转增注册资本的方式无偿为投资方补足上述差额。而到期后，约定条件实质上并未达成，双方就合同履行各执其词故成诉。

北京市海淀区人民法院在该案中表明，股权估值调整机制、投资方的退出机制是当事人之间协商一致的结果，是各方基于投、融资方对目标公司经营状况、盈利能力的信息不对称、各方对企业发展的预期等因素综合权衡的结果。投资方与目标公司原股东之间的对赌属当事人之间的意思自治范畴，且不违反国家法律法规的效力性强制性规定，合法有效，不宜从协议违反风险共担角度一概否认股权投资方与目标公司之间对赌的法律效力，这也日益成为我国对对赌机制的主流裁判倾向。

实质上，首先在公司法框架下，公司法不禁止股东与公司之间进行交易。其次，就合同的履行来看，可以由公司以公积金转增注册资本的方式为投资方调增股权，这也不违反公司法强制性规定。万域投资中心、中嘉投资中心与讯鸟公司设置的股权补偿机制在维护公司发展的同时，并未涉及相关利益者权益侵害的问题。而从长远及整体来看，对赌协议也有利于鼓励投资，有利于解决企业融资难，降低融资成本。在大众创业、万众创新的背景下，该类对赌机制在资本博弈中则或可成就共赢。

（二）非财产性对赌工具

在风险投资者为减低投资风险的各种对赌工具中，可能并不涉及具体财产支付，这样的非财产性对赌工具也同样可使目标公司避免面临法律意义上探讨的债权人利益保护的问题，从而去除法律履行之困难。

例如，伊戈尔电业制造有限公司就在其对赌协议与投资方约定了特殊决策权。涉及特殊决定权的内容包括：董事会会议应当由三分之二以上的董事出席方为有效、董事会决议须经全体董事过半数以上通过、聘任或更换公司审计的会计师事务所还必须同时经出席会议的中比基金委派的董事同意等，在对赌中约定了特殊决定权。

再如，目标公司已在两三个不同领域进行探索，而投资者难以判别其优劣，为处理双方分歧，风险投资者与创始团队可就特定业务的发展状况作为对赌标的。在经过对赌验证后，方才对融资方的具体业务进行调整，对相应业务板块决定剥离或停掉。上述事项并不直接涉及财产变动，也不违反公司法强制性规定，就自然难以坠入法律困境中。

合理运用非财产性对赌工具，当目标公司未能实现约定的里程碑事件时，将投资者的股权转变为特殊股权，如优先股、董事会一票否决权、超比例表决权等，不局限在赌业绩、赌

上市等流行概念中，通过对对赌机制的准确选择，往往能更好地发挥对赌游戏的正向激励作用。

二、遵循对赌游戏程序规则

除了设置合理的对赌机制外，在实施对赌条款时，也需通过必要的程序安排，避免对赌机制损害风险投资者、目标公司及公司债权人的利益而陷入履行不能。因此，风险投资者与目标公司对赌游戏的程序规则，笔者可归纳如下：

（一）公司股东会决议通过

目标公司在进入对赌时，对带有对赌条款的投资协议需经过公司股东会一致决议通过，涉及其他股东利益时需经该股东认可，否则对赌协议可能因程序违法而归于无效。

（二）履行相应的股东会程序及减资程序

若风险投资者并不退出目标公司，而是相应的降低新一轮出资或公积金转增股权，则均应当履行相应的股东会程序；若风险投资者退出目标公司所需款项可以从公司未分配利润中支付的，原则上不涉及债权人利益，则无须通过减资程序实施，而只需要考虑目标公司、退出股东及其他股东的利益平衡；若公司未分配利润无法满足投资人退出公司所需款项的，则需要严格按照公司减资程序对公司进行“瘦身”。

（三）避免名股实债

若公司因为实施对赌条款直接导致公司资不抵债或导致公司明显缺乏清偿能力而危及债权人利益时，风险投资者也必须承认自己的投资损失，避免因对赌陷入名股实债从而导致债权人利益受损。

对赌机制之奥妙难以于寥寥数千字中言尽，而对赌协议对创业者而言是蜜糖抑或砒霜往往只在一纸约定之间。笔者所在团队曾见证因对赌大获全胜成功上市的企业，也遇见良多因对赌机制设置不当而拖垮公司求救无门的情形。对创业者而言，笔者建议企业一定聘请专业的律师团队担当融资顾问，合理设置对赌协议，化解估值分歧，进行双向激励，在资本博弈中实现双赢。

债权人保护优先原则下的对赌协议股权回购条款分析

——（2020）最高法民申 2957 号

作者：张亚奇

【裁判要点】

在处理“对赌协议”纠纷案件时，不仅应适用《中华人民共和国合同法》的相关规定，还应适用《中华人民共和国公司法》的相关规定，依法平衡投资方、公司股东、公司债权人、公司之间的利益。与“目标公司”签订“对赌协议”，当“目标公司”对赌失败时请求目标公司回购股份，不得违反《公司法》强制性规定。请求公司回购股份以公司完成减资程序为前提。

【案例回顾】

2011 年 8 月 11 日，北京银海通投资中心（有限合伙）（下简称：银海通投资中心）与新疆西龙土工新材料股份有限公司（下简称：新疆西龙公司）签订《增资扩股协议》，新疆西龙公司在原股东基础上增加银海通投资中心为公司新股东，银海通投资中心认购 300 万股，投资款总额为 900 万元，占增资后总股本的 3.05%。

同日，银海通投资中心与新疆西龙公司及奎屯西龙无纺土工制品有限公司（下简称：奎屯西龙公司）签订《补充协议》，该协议第一条约定：“1. 各方同意，如果截止 2012 年 9 月 30 日新疆西龙公司仍未实现在国内证券交易所公开发行股股票并上市，则银海通投资中心有权要求新疆西龙公司回购其持有的股份（亦有权不要求回购而继续持有股份），回购价格为银海通投资中心为取得该股份而向新疆西龙公司增资的投资款总额 900 万元加上 15% 的年息（单利），计息期间为银海通投资中心支付投资款之日起至新疆西龙公司支付回购价款之日止。新疆西龙公司应在银海通投资中心提出回购要求后 3 个月内完成回购。2. 奎屯西龙公司同意，如新疆西龙公司不能履行上述回购义务，则奎屯西龙公司同意按照上述条款的约定收购银海通投资中心持有的股份，以保障银海通投资中心的投资退出。……”。2011 年 8 月 16 日，银海通投资中心将投资款 900 万元支付给新疆西龙公司，但新疆西龙公司至今未公开发行股票并上市。

银海通投资中心将新疆西龙公司与奎屯西龙公司诉至法院，要求新疆西龙公司支付回购价款，奎屯西龙公司承担支付股权回购价款连带责任。一审法院判决以《补充协议》合法有效支持了银海通投资中心的诉求。新疆西龙不服提起上诉，请求撤销一审判决，二审法院认为：为保护公司债权人利益，如履行股权回购约定，需履行法定减资程序。因新疆西龙公司

尚未启动减资程序，驳回了银海通投资中心回购股权请求，撤销了一审判决。银海通投资中心不服向最高院提起再审，请求撤销二审判决，维持一审判决。

【法院判决】

再审判决：驳回北京银海通投资中心（有限合伙）的再审申请。

➤ 相关法律：

《中华人民共和国合同法》第 52 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。

《中华人民共和国公司法》第 35 条 公司成立后，股东不得抽逃出资。

《中华人民共和国公司法》第 142 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；

公司因前款第（一）项、第（二）项规定的情形收购本公司股份的，应当经股东大会决议；公司因前款第（三）项、第（五）项、第（六）项规定的情形收购本公司股份的，可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权，经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。

公司依照本条第一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；

《中华人民共和国公司法》第 177 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。

➤ 案例索引：

北京银海通投资中心与新疆西龙土工新材料股份有限公司、奎屯西龙无纺土工制品有限公司股权转让纠纷一案一审民事判决书 [（2014）伊州民二初字第 53 号]

新疆西龙土工新材料股份有限公司与北京银海通投资中心、奎屯西龙无纺土工制品有限公司股权转让纠纷二审民事判决书〔（2015）新民二终字第 280 号〕

北京银海通投资中心、新疆西龙土工新材料股份有限公司股权转让纠纷再审审查与审判监督民事裁定书〔（2020）最高法民申 2957 号〕

【法律分析】

最高法在再审中再次认可了与“目标公司”对赌的协议效力，同时表达了对赌协议纠纷处理中的“债权人保护优先原则”，以及在此原则下请求目标公司回购股权时以减资程序为前提的必要性。

1. 与“目标公司”对赌协议效力的转变

本案一审二审中均明确与“目标公司”对赌有效，再审中最高院认可了该效力认定。这改变了初期我国处理对赌纠纷的态度。对赌纠纷第一案“海富案”明确：投资方与目标公司股东对赌有效，与目标公司对赌无效的实践原则。如今随着对赌案件的增加，最高院逐步修正了该观点，《九民纪要》明确规定：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“对赌协议”无效的，人民法院不予支持。本案二审过程中，以不存在《合同法》第五十二条的无效情形认可了《补充协议》的效力。

2. 债权人保护优先原则下股份回购条款的履行性分析

在最高院审理过程中，认可了减资程序作为先决条件的合理性。之所以要求目标公司必须履行先减资的程序，实质是正确处理公司股东与公司债权人之间的关系。投资方同时作为目标公司的股东，其要求目标公司回购其股权，如果回购成功，其利益将得到全部满足，全身而退，那此时债权人的利益如何得到保护呢？在二者存在冲突的情况下，通说认为首先应当保护公司债权人的利益而不是股东利益，其手段就是履行减资程序。¹经分析最高院再审过程，可以看出，鉴于对赌纠纷的复合型，对该类案件的审理要同时遵守《合同法》与《公司法》的相关规定。在对赌协议效力方面，遵循尊重意思自治原则，在不存在无效事由时，应认定有效，这也符合在《九民纪要》提到的“对合同的效力，我们的总体态度是，尽量使合同有效。”在对赌协议履行方面，不得违反《公司法》规定，依法平衡投资方、公司股东、公司债权人、公司之间的利益。遵循债权人保护优先原则。故最高院认为：请求新疆西龙公

¹ 《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用，第 117 页。

司回购股份，不得违反“股东抽逃出资”的强制性规定。新疆西龙公司为股份有限公司，回购股份属于减少公司注册资本的情形，应按规定完成减资程序，故原判决并无不当。

【实践分析】

观国内对赌纠纷处理实践和现阶段投融资概况，可以看出，投融资必对赌，对赌纠纷也在逐年上涨，对于与股东、实际控制人或者股东、实际控制人、公司对赌形式并无太大争议，但仍需注意仅与目标公司对赌问题，在对赌协议有效的情形下如何增强协议的可履行性，以免陷入银海通投资中心的协议有效却无法履行的尴尬局面。

1. 增加对赌条款激活及时完成减资程序的约定及相应违约责任条款

《九民纪要》规定，投资方请求目标公司回购其股份的，必须是在目标公司已经履行减少公司注册资本程序以保护债权人利益的情况下，其请求才能全部或者部分得到实现。同时在目标公司履行减资程序的可诉性问题上，最高院认为：公司减资属于自治事项，司法不介入为宜。²故在司法不能给予支持的情况下，为降低投资方损失风险，或可约定对赌条款激活后及时完成减资程序，并要求目标公司与全体股东承担违约责任。

2. 合理确定股权回购价格或金钱补偿金额

面对与目标公司签订对赌，约定股权回购或者金钱赔偿条款约定价格应相对公平。根据最高院起草《九民纪要》相关条文的原则：金融经济服务实体经济原则、投资方应当承担一定风险原则、利益总体平衡原则。对赌协议效力认定与履行都暗含着平衡、风险共担之意。例如在“华工案”中江苏省高院认定投资收益有效的理由就体现了公平重要性。“回购价款的年回报率与同期企业融资成本相比并不想太高，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经营业绩的企业正常经营规律。各方关于投资方投资收益的约定有效。”³故在实务中或可参考同期市场可接受的收益率作为定价标准。

3. 金钱赔偿时的多次起诉设计

对赌方式多集中为上市时间加股权回购条款或经营业绩加金钱补偿条款。本文案例为第一种情形，面对第二种情形，为了平衡投资方与目标公司利益，最高院认为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。但同时公司拥有可分配利润的举证责任应由投资方承担。

² 《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用，第 120 页。

³ 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、潘云虎等请求公司收购股份纠纷再审案 [(2019)苏民再 62 号]

私募基金托管 VS 外包（一）

作者：邓练

一、托管人 VS 外包——资格

针对私募基金托管人（以下简称“托管人”），依据《中华人民共和国证券投资基金法》（以下简称“《基金法》”），托管人由依法设立的商业银行或者其他金融机构担任。商业银行担任托管人的，由国务院证券监督管理机构会同国务院银行业监督管理机构核准；其他金融机构担任托管人的，由国务院证券监督管理机构核准。因此，《基金法》并未区分公募、私募基金托管人，而是对托管人采取行政许可核准制度。

针对私募基金外包服务，《基金法》规定，私募基金管理人应当委托在中国证券投资基金业协会完成登记并已成为协会会员的服务机构提供私募基金服务业务。

二、托管人 VS 外包——选择的限制

针对私募基金托管人，《私募投资基金监督管理暂行办法》（以下简称“《暂行办法》”）第 21 条明确，除基金合同另有约定外，私募基金应当由私募基金托管人托管。基金合同约定私募基金不进行托管的，应当在基金合同中明确保障私募基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制。

因此，私募基金管理人可以自由选择是否需要托管，但如不进行托管，则需要在基金合同中明确保障私募基金财产安全的制度措施和纠纷解决机制。但是，对于不同类型的私募基金托管的要求尺度不同，其中，针对契约型基金以及私募资产配置基金有特殊要求。《私募基金备案须知》规定，契约型私募投资基金应当由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管，基金合同约定设置能够切实履行安全保管基金财产职责的基金份额持有人大会日常机构或基金受托人委员会等制度安排的除外。私募资产配置基金应当由依法设立并取得基金托管资格的托管人托管。

针对私募基金外包服务，《私募投资基金服务业务管理办法（试行）》（以下简称“《服务办法》”）规定，私募基金托管人不得被委托担任同一私募基金的服务机构，除该托管人能够将其托管职能和基金服务职能进行分离，恰当的识别、管理、监控潜在的利益冲突，并披露给投资者。

三、托管人 VS 外包——职责

针对私募基金托管人，《基金法》规定应当履行下列职责：（一）安全保管基金财产；（二）按照规定开设基金财产的资金账户和证券账户；（三）对所托管的不同基金财产分别设置账户，确保基金财产的完整与独立；（四）保存基金托管业务活动的记录、账册、报表和其他相关资料；（五）按照基金合同的约定，根据基金管理人的投资指令，及时办理清算、交割事宜；（六）办理与基金托管业务活动有关的信息披露事项；（七）对基金财务会计报告、中期和年度基金报告出具意见；（八）复核、审查基金管理人计算的基金资产净值和基金份额申购、赎回价格；（九）按照规定召集基金份额持有人大会；（十）按照规定监督基金管理人的投资运作；（十一）国务院证券监督管理机构规定的其他职责。

针对私募基金外包服务，《服务办法》规定，私募基金管理人可以委托私募基金服务机构为私募基金提供基金募集、投资顾问、份额登记、估值核算、信息技术系统等服务业务；私募基金份额登记基本职责包括，建立并管理投资者的基金账户、负责基金份额的登记及资金结算、基金交易确认、代理发放红利、保管投资者名册、法律法规或服务协议规定的其他职责；私募基金估值核算基本职责包括，基金会计核算、估值、报表编制，相关业务资料的保存管理，配合私募基金管理人聘请的会计师事务所进行审计以及法律法规及服务协议规定的其他职责；信息技术系统服务，是指为私募基金管理人、私募基金托管人和其他服务机构提供私募基金业务核心应用系统、信息系统运营维护及安全保障等服务。其中，私募基金业务核心应用系统包括销售系统、投资交易管理系统、份额登记系统、资金清算系统、估值核算系统等。