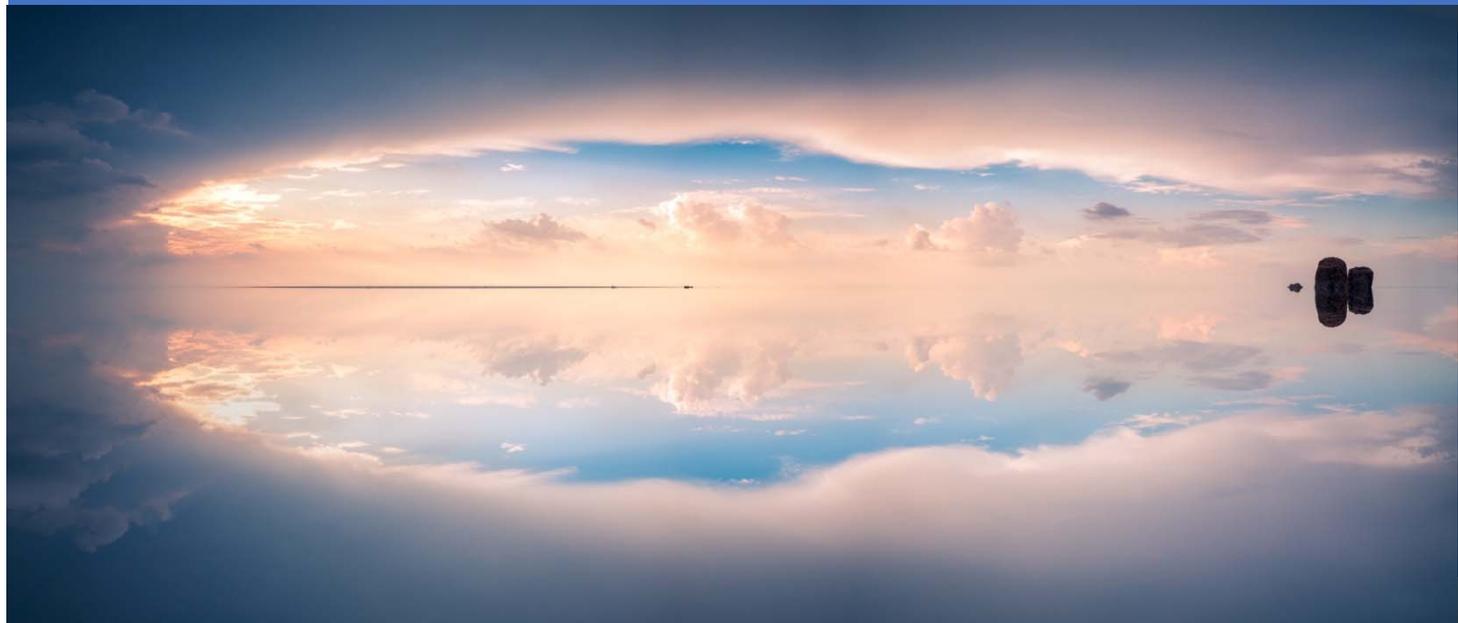


# 志霖法律

## 金融与房地产法律评论



### Part1 实务研究

《九民纪要》后，股东认缴出资期限未届至，公司债权人如何主张权益？

### Part2 案例评析

《九民纪要》后，签完对赌就安全了吗？

### Part 3 新法速递

银保监会：关于印发融资租赁公司监督管理暂行办法的通知

中基协：对《私募证券投资基金业绩报酬指引》征询意见

上交所：明确红筹企业申报科创板发行上市有关事项

证监会：发布新三板挂牌公司转板上市指导意见

最高法：发布审理涉疫情民事案件若干问题指导意见（二）

上交所、深交所：启动公开发行短期公司债券试点

国资委：印发《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》

## 目录

### Part1 实务研究

[《九民纪要》后，股东认缴出资期限未届至，公司债权人如何主张权益？](#)

### Part2 案例评析

[《九民纪要》后，签完对赌就安全了吗？](#)

### Part3 新法速递

- 1、[银保监会：关于印发融资租赁公司监督管理暂行办法的通知](#)
- 2、[中基协：对《私募证券投资基金业绩报酬指引》征询意见](#)
- 3、[上交所：明确红筹企业申报科创板发行上市有关事项](#)
- 4、[证监会：发布新三板挂牌公司转板上市指导意见](#)
- 5、[最高法：发布审理涉疫情民事案件若干问题指导意见（二）](#)
- 6、[上交所、深交所：启动公开发行短期公司债券试点](#)
- 7、[国资委：印发《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》](#)

## Part1: 实务研究

**《九民纪要》后，股东认缴出资期限未届至，公司债权人如何主张权益？**

作者：倪 慧 合伙人  
黄琰然 实习律师

笔者处理的一起买卖合同纠纷案件中，我方当事人作为债权人，面临对方公司无力偿付债务的问题。我方当事人在与对方交易过程中了解到，对方公司的股东存在认缴出资但未实缴的问题，故向笔者咨询能否要求股东为公司债务承担责任的问题。在笔者代理的另一起服务合同纠纷中，也碰到过类似的问题：公司

无力承担债务，股东认缴出资尚未支付，但其认缴出资期限并未届至，能否要求股东承担责任？

注册资本认缴制下，许多公司注册资本未到位即开始运营，公司无力偿付债务进而导致债权人的债权无法得到保障的情况非常普遍。在此情形下，债权人试图通过诉请债务人股东出资加速到期的方式实现债权。由于司法实践对于股东出资加速到期的问题一直存在争议，最高人民法院 2019 年出台的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”）重申了股东出资加速到期问题的处理原则，和股东出资加速到期的两种新规则。以下笔者将结合具体案例及《九民纪要》的相关规定对股东出资加速到期的相关问题进行分析。

### 1. 股东出资加速到期问题产生的背景

公司债权人与公司发生争议后，当公司现有财产不足以清偿债权人债务时，债权人为了实现债权，可根据《公司法司法解释二》第二十二条之规定，要求股东在未实缴出资的范围内，对公司债务承担责任。

2014 年《公司法》修订后，将公司注册资本由实缴制改为认缴制，即股东认购的股份数/认缴的出资额、出资方式、出资时间由公司章程规定。在此背景下，大量股东出于各种目的，设置了二十年、三十年等超长认缴出资期限。由此而导致的公司注册资本认缴期限还未届至但债务履行期限已经届至，公司作为债务人却毫无偿债能力，进而产生了大量的公司债权人要求认缴期限未届至的股东对公司债务承担责任的案件，即所谓的股东出资加速到期纠纷。

### 2. 股东出资是否应当加速到期？

如前所述，公司债权人要求股东出资加速到期的案件非常普遍，但司法实践对此类案件的裁判标准不一，学界和实务界对此问题的观点亦不一致。注册资本认缴制下，股东依法享有期限利益，若公司章程规定股东的认缴出资期限为二十

年后或者更长的期限，则股东在此期限届至之前完成出资即可，即使股东在最后一天才完成认缴出资，其行为依然是合法有效的。笔者认为厘清股东出资加速到期问题的关键在于，在股东依法享有期限利益的前提下，主张股东加速到期的法律依据是什么？换言之，即剥夺或者限制股东所享有的合法期限利益的法律依据是什么？

## 2.1 股东出资加速到期的法律依据

经笔者检索，《九民纪要》颁布前，关于注册资本认缴制下，股东出资加速到期的法律规定主要有以下两处：

一是根据《企业破产法》第三十五条之规定，“人民法院受理破产申请后，债务人的出资人尚未完全履行出资义务的，管理人应当要求该出资人缴纳所认缴的出资，而不受出资期限的限制”，即破产程序中，管理人有权请求出资人提前缴纳出资；

**【参见案例：（2018）苏民终 502 号-陈宗建与波特城（江苏）智慧园区有限公司破产管理人合同、无因管理、不当得利纠纷案】**

### 案情简介：

2015 年 7 月 3 日，深圳市波特港资产管理有限公司与陈宗建、汪光钧作为投资人共同设立波特城（江苏）智慧园区有限公司（“波特城”），波特城公司章程规定，波特城注册资本 10000 万元人民币，陈宗建作为股东于 2018 年 6 月 30 日前以货币出资方式认缴出资 900 万元，认缴比例 9%。2016 年 8 月 5 日，波特城公司召开股东会同意陈宗建将其持有的波特城公司 9% 的股权转让给王学山 7%、孙运河 2%；同月 6 日，陈宗建、王学山、孙运河签订了《股权转让协议书》。该股权转让至今未办理企业变更登记。

2017 年 4 月 21 日，高邮市广缘工程建设有限公司以波特城公司不能清偿到期债务且明显缺乏清偿能力为由提出破产申请，一审法院于 2017 年 7 月 10 日作出（2017）苏 10 破申

12号民事裁定书，裁定受理高邮市广缘工程建设有限公司对波特城公司的破产清算申请，并于2017年8月8日指定江苏琼宇律师事务所担任波特城公司的破产管理人。波特城公司进入破产程序后，波特城管理人依据《中华人民共和国企业破产法》第三十五条向一审法院起诉陈宗建、熊小梅连带支付出资款900万元，向股东追收未缴出资纠纷。

法院判决：

一审法院认为，波特城管理人系依据《企业破产法》第三十五条之规定提起诉讼，股东未尽出资义务即转让股权，转让股东的出资义务不因股权转让而解除，公司仍有权请求转让股东履行出资义务。虽然根据波特城公司章程的规定，陈宗建认缴的900万元出资的缴纳期限尚未届满，但鉴于波特城公司已经被裁定受理破产申请，其出资义务已加速到期，故该公司管理人有权根据《企业破产法》第三十五条的规定，要求陈宗建立即缴纳所认缴的900万元出资。二审法院对一审判决予以维持。

二是根据《公司法司法解释二》第二十二条之规定，“公司解散时，股东尚未缴纳的出资均应作为清算财产。股东尚未缴纳的出资，包括到期应缴未缴的出资，以及依照公司法第二十六条和第八十条的规定分期缴纳尚未届满缴纳期限的出资。公司财产不足以清偿债务时，债权人主张未缴出资股东，以及公司设立时的其他股东或者发起人在未缴出资范围内对公司债务承担连带清偿责任的，人民法院应依法予以支持”，即公司解散时，若公司财产不足以清偿债务，债权人可主张未缴出资股东，以及公司设立时的其他股东或者发起人在未缴出资范围内对公司债务承担连带清偿责任。

**【参见案例：（2017）粤03民终22571号-廖广红、深圳深时代科技有限公司股东出资纠纷案】**

案情简介：

2015年6月23日，深圳深时代科技有限公司（“深时代公司”）制定章程规定：第十条、股东应依法履行下列义务，（一）按章程规定缴纳所认缴的出资……第十二条、公司股东认缴的

注册资本总额为1000万元，股东认缴出资情况为，廖广红认缴出资额290万元、出资比例29%、出资方式为货币……2015年6月29日，深时代公司成立，认缴注册资本总额为1000万元，其中廖广红出资290万元、出资比例29%。2017年2月22日，深圳市市场监督管理局作出《变更（备案）通知书》，对深时代公司的清算组成员予以备案，2017年3月31日，深时代公司召开股东会形成了关于成立清算组的股东会决议，开展清算工作。随后，深时代公司向一审法院起诉请求判令廖广红支付深时代公司出资款290万元。

#### 法院判决：

一审法院认为，本案系股东出资纠纷，争议焦点在于廖广红应以何种形式在何时向深时代公司履行出资义务。廖广红履行出资义务的时间，根据《公司法司法解释二》第二十二第一款之规定，公司解散时，股东尚未缴纳的出资均应作为清算财产；股东尚未缴纳的出资，包括到期应缴未缴的出资，以及依照《公司法》第二十六条和第八十条的规定分期缴纳尚未届满缴纳期限的出资，虽然该款未明确规定在未约定出资期限的情况下的股东出资时间，且深时代公司的公司章程未规定履行出资义务的期限，但是深时代公司已进入清算阶段，待清算程序完成后即将注销公司，若廖广红在清算阶段再不向深时代公司履行出资义务，将严重影响公司资产的清理及债权人利益的保障。故法院判决：廖广红应于判决生效之日起十日内向深时代公司支付出资款290万元。二审法院对一审判决予以维持。

但经检索案例，笔者也注意到，《九民纪要》颁布前，债权人经常援引《最高人民法院关于民事执行中变更、追加当事人若干问题的规定》第十七条之规定“作为被执行人的企业法人，财产不足以清偿生效法律文书确定的债务，申请执行人申请变更、追加未缴纳或未足额缴纳出资的股东、出资人或依公司法规定对该出资承担连带责任的发起人为被执行人，在尚未缴纳出资的范围内依法承担责任的，人民法院应予支持”，诉请股东出资加速到期以偿还债务。

由此条规定可以明确看出，债权人主张的核心在于股东“未缴纳或未足额缴纳

出资”，但如何理解注册资本认缴制下股东未缴纳认缴出资的性质，即是否可以适用第十七条之规定，不同法院对此有不同的看法。

主流观点认为注册资本认缴制下，股东未缴纳出资且认缴期限未届至，不属于第十七条规定的“未缴纳或未足额缴纳出资”，如(2020)最高法民申 129 号案例认为该条是“该条是关于变更、追加瑕疵出资股东、出资人、发起人为被执行人的规定。根据该规定，可以追加为被执行人的主体应是瑕疵出资的股东、出资人、发起人”；(2019)沪民终 112 号案例则进一步明确，适用第十七条“法院‘追加未缴纳或未足额缴纳出资的股东为被执行人’的规定，是指向‘未按章程规定的期限足额缴纳出资的股东’，对于认缴出资期限未届至而未出资的，不存在没有按章程履行出资义务的情况，没有适用该条款的余地”。

另一种观点则认为应当适用第十七条之规定，如(2018)湘执复 94 号案例、(2019)粤 01 执异 681 号案例则认为在公司资产不足以清偿债务的情况下，股东作为认缴注册资本的股东，应加速认缴期限到期。

## 2.2 债权人是否有权直接请求股东出资加速到期以实现债权？

如前所述，公司破产时、公司解散且财产不足以清偿债务时，管理人或者债权人可请求股东出资加速到期。但司法实践中，债权人与债务人公司发生争议时，公司往往不处于破产程序或者解散程序中。当公司不处于以上两种阶段时，债权人是否有权主张股东出资加速到期以实现债权呢？

司法实践中对此问题一直有两种不同的观点。2015 年 12 月 24 日，最高人民法院民事审判第二庭庭长杨临萍在《最高人民法院关于当前商事审判工作中的若干具体问题》会议议程中的发言对“债权人请求股东提前履行出资义务以偿债的问题”的两种不同意见进行了精炼的总结，同时也清晰的表明了法院处理此案件的态度，原文引用如下：

“一种意见认为，债务人公司无法清偿到期债务，而股东又有出资款未到期，此时通过出资义务加速到期的方式即可以解决债务清偿问题，所以应当许可此时出资义务加速到期，债权人可以直接向股东主张清偿债务。”

另一种意见认为，如果公司不能清偿单个债权人到期债权，那么其往往也资不抵债，或者明显缺乏清偿能力，或者有丧失清偿能力可能。此时按照《企业破产法》第二条，公司已经符合破产条件，所以更应当保障全体债权人的利益。单个的债权追及诉讼不尽符合《企业破产法》第三十一、三十二条的精神。债权人应当申请债务人破产，进入破产程序后再按照《企业破产法》第三十五条使股东出资义务加速到期，最终在真正意义上保护全体债权人利益。以上两种意见中，我们倾向于按照后一种意见处理。”

由前述杨临萍庭长的发言可以看出，最高院不支持债权人直接通过主张股东出资加速到期的方式实现债权，债权人应当通过申请债务人破产的方式实现债权，否则会损害其他债权人的利益。

尽管杨临萍庭长明确指出法院更倾向于第二种观点，但是仍然有案例认为股东出资应当加速到期，如（2017）鄂民申 2997 号、（2017）豫 01 民终 8100 号、（2018）鲁 06 民终 2136 号等案例，其中（2018）鲁 06 民终 2136 号案例认为，“股东缴纳出资是《公司法》规定的股东的法定义务。公司作为独立法人以其全部财产对外承担责任，股东以其认缴额对公司承担责任。公司的注册资本属于公司全部财产的范畴。当公司不能清偿债务时，股东应当履行出资义务，以其认缴额为限承担责任。公司章程关于出资期限的约定属于内部约定不具有对抗法定义务的效力。在公司不能清偿债务情况下，其约定的出资期限必须加速到期，依法履行出资义务，这样才符合《公司法》及相关司法解释关于注册资本的立法本意”。

经笔者检索案例发现，尽管实践中债权人常诉请债务人的股东出资加速到期，但支持此观点的判例非常少，主流观点仍然不支持股东出资加速到期，主要理由

包括三点：

一是注册资本认缴制下，股东的认缴出资期限属于债权人交易时明知或者应知的信息，股东在出资期限尚未届满时，依法享有期限利益；如(2018)粤 01 民终 7234 号案例认为：“股东出资期限属于公司公示信息之一，债权人交易时应当知晓认缴制下股东出资期限尚未届至，股东是否实际进行部分出资，不影响股东对公示认缴期限所享有的期限利益”。

二是在债权人未举证证明存在股东出资加速到期的情形时，债权人要求股东出资加速到期以偿债没有明确的法律依据，突破了法律规则；如(2018)川民申 3304 号认为“如股东认缴的出资额未到期要对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任，加速了股东认缴出资到期，则突破了法律认缴制度”；(2019)沪 02 执异 93 号案例认为“在公司破产或解散清算时，管理人或债权人有权主张股东出资加速到期。但在上述程序之外的民商事审判和执行程序中，债权人主张股东出资义务加速到期尚无法律依据”。

三是单个公司债权人直接要求股东出资加速到期，损害公司其他债权人的利益；如(2019)京 0102 执异 282 号案例认为“现有规范性法律文件未对执行程序中现有股东出资加速到期有明确规定。执行程序属于债权的个别实现形式。如若在执行程序中，对个别债权的实现实行股东出资加速到期，将冲击概括债权的实现，无法平等保护全体债权人利益，对其他债权人不公平”。

### 3. 《九民纪要》后，股东出资应否加速到期？

最高人民法院 2019 年出台的《全国法院民商事审判工作会议纪要》对此问题予以明确，即在注册资本认缴制下，股东依法享有期限利益，非特殊情形，不得诉请股东出资加速到期。换言之，特殊情形下，债权人直接诉请未届出资期限的股东在未出资范围内对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任的，人民法院可以

支持。

其次，《九民纪要》明确了债权人在《企业破产法》第三十五条、《公司法司法解释二》第二十二条之外还可主张股东出资加速到期的两种情形：

6.【股东出资应否加速到期】在注册资本认缴制下，股东依法享有期限利益。债权人以公司不能清偿到期债务为由，请求未届出资期限的股东在未出资范围内对公司不能清偿的债务承担补充赔偿责任的，人民法院不予支持。但是，下列情形除外：

(1) 公司作为被执行人的案件，人民法院穷尽执行措施无财产可供执行，已具备破产原因，但不申请破产的；

(2) 在公司债务产生后，公司股东（大）会决议或以其他方式延长股东出资期限的。

(2019)京03民终9641号-杨春波与高明等执行异议案中，债务人公司作为被执行人，案件已无可供执行的财产，已具备破产原因但未申请破产，在此情况下可直接对股东出资加速到期，以衡平债权人利益。本案一审判决未支持股东出资加速到期，二审改判支持，一、二审法院依据不同的规定作出了不同的判决，同时也显示法院对此问题态度的转变。

### **【参见案例：(2019)京03民终9641号-杨春波与高明等执行异议案】**

#### 案情简介：

北京奇观联盟科技有限公司（“奇观公司”）系成立于2015年9月21日的有限责任公司，注册资本100万元，成立时的股东为高明和倪玲，其中高明认缴出资99万元，倪玲认缴出资1万元，认缴出资时间均为2025年8月6日。2018年1月12日，高明将其持有的奇观公司的出资全部转让给邱坤范，奇观公司的股东变更为邱坤范和倪玲。杨春波与奇观公司民间借贷纠纷一案，经两审判决，奇观公司应向杨春波返还借款2072000元并支付相应利息，杨春波

申请强制执行，法院于2018年4月2日立案受理。杨春波向一审法院起诉请求追加高更为（2018）京0105执6529号执行案件的被执行人，被驳回后杨春波提起上诉。二审法院改判追加高明被执行人，在其未认缴出资的范围内，与北京奇观联盟科技有限公司向杨春波承担连带责任。

#### 一审法院观点：

《最高人民法院关于民事执行中变更、追加当事人若干问题的规定》第十九条规定，作为被执行人的公司，财产不足以清偿生效法律文书确定的债务，其股东未依法履行出资义务即转让股权，申请执行人申请变更、追加该原股东或依公司法规定对该出资承担连带责任的发起人为被执行人，在未依法出资的范围内承担责任的，人民法院应予支持。依据该规定，变更、追加原股东或应承担连带责任的发起人为被执行人的前提是原股东在出让其持有的股权时，应当履行出资义务但实际并未履行出资义务，而考察该股东是否履行出资义务的关键在于该股东是否按期足额缴纳公司章程中规定的其所认缴的出资额。本案中，高明的出资期限为2025年8月6日，至今尚未届满，故不存在高明未按期足额缴纳出资额的情形。另外，奇观公司亦未进入清算或破产程序，不存在法律规定的股东应当提前缴纳出资的情形。因此，杨春波以高明没有依法履行出资义务为由要求追加其为被执行人，缺乏法律依据，法院不予支持。

#### 二审法院观点：

本院认为，本案争议焦点在于杨春波是否有权以奇观公司不能清偿到期债务为由，要求高明就奇观公司的债务承担责任，向法院申请追加高明作为被执行人？

从股东出资加速到期的角度，当公司存在不清偿到期债务的情形，公司已具备破产原因，但不申请破产的，未届出资期限的股东应当在未出资范围内对公司未清偿债务承担责任。

虽然我国现行公司法规定的股东出资方式为认缴制，但根据权利义务对等性的内在要求，股东在享受出资期限利益的同时，显然也要承担相应的义务，即股东至少要保证公司不沦为其转嫁经营风险的工具，不能危及与公司从事正常交易的债权人的合法权益。任何合同自由

都有其边界，股东出资义务的履行期限并非完全自治的事项。公司的正常经营直接依赖于股东的出资，公司股东应正当行使变更出资金额、期限以及转让股权的权利，股东不履行义务或不恰当出资而导致的瑕疵出资，直接影响或损害公司经营和债权人的利益。因此，在法律制度框架内存在股东出资加速到期的制度，其目的就是公平处理公司对外债务，避免债权人的利益遭受损害。在公司作为被执行人的案件，人民法院穷尽执行措施无财产可供执行，已具备破产原因，但不申请破产的，未届出资期限的股东在未出资范围内应当对公司不能清偿的债务承担责任。本案中，虽高明认缴出资期限尚未届满，但奇观公司作为被执行人，案件已无可供执行的财产，奇观公司已具备破产原因，但未申请破产，在此情况下，对股东出资不加速到期将导致债权人利益失衡。高明恶意转让股权、滥用股东期限利益的行为，应当予以否定。

#### 4. 《九民纪要》后，公司债权人如何主张权益？

如前所述，注册资本认缴制下，此类案例非常普遍，《九民纪要》虽然明确非特殊情形，股东出资不得加速到期，故而公司债权人通过主张股东出资加速到期以实现债权必然更加困难。那么实践中，公司债权人如何主张自身权益呢？

我们认为，首先，公司债权人应当密切关注债务人公司的经营状况，发现债务人运营困难、资不抵债等情况时，及时主张权利。其次，对债务人股东的出资情况及股权转让动态保持关注。如前述 (2019)京03民终9641号案例，公司债务产生后，股东在认缴出资期限届满前，不合理的转让股权损害债权人利益的，法院有较大可能支持债权人主张股东出资加速到期的请求。当然，如果股东存在出资不实、抽逃出资、人格混同情况时，债权人可直接依照相关法律规定要求股东承担责任。

最后，公司从事商事活动前，应审慎审核交易对方公司的注册资本情况，对于注册资本认缴期限长达几十年的公司，应保持适当的警惕性。一般情况下，与此类公司进行大额交易时，建议要求交易公司的股东、实控人或者第三方机构提

供担保，以最大限度的保障公司权益。

#### 作者简介：

**倪慧律师**，北京志霖律师事务所合伙人，现任北京多元调解发展促进会调解员、中房协调解中心调解员及北海国际仲裁院仲裁员。曾先后就职于北京市海淀区人民法院、北京市金杜律师事务所、北京市中伦文德律师事务所等。主要执业领域：金融纠纷、贸易纠纷、公司纠纷及房地产纠纷诉讼仲裁、强制执行等。

## Part2: 案例评析

### 《九民纪要》后，签完对赌就安全了吗？

作者：倪 慧 合伙人  
钟万梅 律师

对赌作为投资人进行投资估值调整及风险控制工具，其效力一直受到投资界的广泛关注，今天笔者就来跟大家分享一下有关对赌的最新司法裁判观点及典型案例：

《全国法院民商事审判工作会议纪要》（“《九民纪要》”）第 5 条规定：

“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，但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。

投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。”

### 1. 法条解读

根据上述规定并结合最高院民事审判第二庭编著的《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》（“《理解与适用》”），关于该条的最新核心要点有：

第一，与目标公司股东方对赌，对赌有效；

第二，与目标公司对赌，不存在法定无效事由，对赌有效；

第三，在有效前提下，投资方如果请求履行回购股权的，法院会进行可行性审查：有限公司结合《公司法》第 35 条关于“股东不得抽逃出资”的规定、股份公司结合《公司法》第 142 条关于股份回购的规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，驳回诉讼请求；

第四，在有效的前提下，投资方如果请求现金回购的，仍需结合《公司法》第 35 条关于“股东不得抽逃出资”或第 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，判决驳回或部分支持；如日后目标公司有利润时，投资方可另行起诉。

需要指出的是，此前被奉为对赌“金科玉律”的海富案[(2012)民提字第 11 号]的裁判观点最高院对此出现反转，《理解与适用》中指出：“我们认为在投资方与目标公司‘对赌’协议的效力问题上，现在应该改变‘海富公司案’的观点了，应认定为有效。”笔者经检索发现，江苏高院一年前作出的华工案[(2019)苏民再 62 号]

的裁判要旨与《九民纪要》第5条的裁判观点高度契合，该案中，华工公司在投资协议中的相关操作亦值得投资机构借鉴。

## 2. 典型案例：（2019）苏民再62号

### 基本案情：

2011年7月，华工公司向扬锻公司增资入股2200万元，签订《增资扩股协议》及其补充协议，约定扬锻公司在2014年12月31日前未能在境内资本市场上市，华工公司有权要求以现金形式回购其所持有的全部扬锻公司股份。后扬锻公司未能成功上市，华工公司随即起诉请求：扬锻公司及其股东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2200万元及利息和罚息。

### 一审法院观点：

案件争议焦点为：（1）《补充协议》约定的股权回购主体除扬锻公司外是否还包括原扬锻公司股东；（2）案涉股权回购约定的效力应如何认定。

一审法院认为：（1）根据协议条款的明确约定及化工公司在对赌触发后实际仅要求扬锻公司履行回购义务，因此认定关于股权回购的主体仅限于扬锻公司；（2）案涉股权回购约定因违反《公司法》禁止性规定且违背公司资本维持和法人独立财产原则而无效。在公司有效存续期间，股东基于其投资可以从公司获得财产的途径只能是依法从公司分配利润或者通过减资程序退出公司，而公司回购股东股权必须基于法定情形并经法定程序。一审判决驳回华工公司的诉讼请求。

### 二审法院观点：

（1）关于《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，该院维持了一审法院的观点；

（2）相关法律和扬锻公司章程均明确公司不能从事该回购事宜，否则明显有

悖公司资本维持这一基本原则和法律有关规定，故一审认定回购约定无效依据充分。一审判决驳回华工公司诉讼请求，未涉及华工公司所称赔偿和返还投资款的问题。鉴于华工公司在一审诉请中未提及该问题，且一审法院的处理也未实质影响华工公司可能的权益，华工公司如认为有关条款或合同存在效力问题致影响其相关权益，可另行主张。二审判决：驳回上诉，维持原判决。

再审法院观点：

(1)案涉协议约定的股权回购主体应认定为扬锻集团公司(笔者注:与一审、二审法院观点一致);

(2)扬锻公司新章程未对对赌协议作出变更。章程规定与《补充协议》约定的股份回购并不存在冲突，即扬锻公司可在不违反《公司法》及公司章程关于股份回购强制性规定的情形下，通过履行法定程序和法定程序的方式合法回购华工公司持有的股份。故扬锻公司等关于公司章程对原对赌协议作出变更的辩解理由，不能成立。

(3)案涉对赌协议效力应认定有效。案涉对赌协议签订时扬锻集团公司系有限责任公司，且该公司全体股东均在对赌协议中签字并承诺确保对赌协议内容的履行。该协议约定扬锻集团公司及其原全体股东应在华工公司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；扬锻集团公司的违约行为导致华工公司发生任何损失，扬锻集团公司及其全体股东承担连带责任。上述约定表明，扬锻集团公司及全部股东对股权回购应当履行的法律程序及法律后果是清楚的，即扬锻集团公司及全部股东在约定的股权回购条款激活后，该公司应当履行法定程序办理工商变更登记，该公司全体股东负有履行过程中的协助义务及履行结果上的保证责任。在有限责任公司作为对赌协议约定的股份回购主体的情形下，投资者作为对赌协议相对方所负担的义务不仅限

于投入资金成本，还包括激励完善公司治理结构以及以公司上市为目标的资本运作等。投资人在进入目标公司后，亦应依《公司法》的规定，对目标公司经营亏损等问题按照合同约定或者持股比例承担相应责任。案涉对赌协议中关于股份回购的条款内容，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。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。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。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。

(4)案涉对赌协议具备履行可能性。扬锻集团(注:扬锻公司股改之前名称)已经变更为股份公司,不同于原扬锻集团,故华工公司诉请扬锻公司履行股份回购义务,尚需具备法律上及事实上的履行可能。关于股份有限公司股份回购,《公司法》第 142 条第一款规定,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;(二)与持有本公司股份的其他公司合并;……。第二款规定,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;……。第三款规定,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;……。根据上述规定可知,《公司法》原则上禁止股份有限公司回购本公司股份,但同时亦规定了例外情形,即符合上述例外情形的,《公司法》允许股份有限公司回购本公司股份。本案中,扬锻公司章程亦对回购本公司股份的例外情形作出了类似的规定,并经股东一致表决同意,该规定对扬锻公司及全体股东均有法律上的约束力。《公司法》第 37 条、第 46 条、第 177 条、第 179 条,已明确规定了股份有限公司可减少注册资本回购本公司股份的合法途径。如股份有限公司应由公司董事会制定减资方案;

股东会作出减资决议；公司编制资产负债表及财产清单；通知债权人并公告，债权人有权要求公司清偿债务或提供担保；办理工商变更登记。扬锻公司履行法定程序，支付股份回购款项，并不违反公司法的强制性规定，亦不会损害公司及债权人的利益。对赌协议投资方在对赌协议中是目标公司的债权人，在对赌协议约定的股权回购情形出现时，当然有权要求公司及原股东承担相应的合同责任。在投资方投入资金后，成为目标公司的股东，但并不能因此否认其仍是公司债权人的地位。投资方基于公司股东的身份，应当遵守公司法的强制性规定，非依法定程序履行减资手续后退出，不能违法抽逃出资。而其基于公司债权人的身份，当然有权依据对赌协议的约定主张权利。《公司法》亦未禁止公司回购股东对资本公积享有的份额。案涉对赌协议无论是针对列入注册资本的注资部分还是列入资本公积金的注资部分的回购约定，均具备法律上的履行可能。扬锻集团在投资方注资后，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。扬锻公司在持续正常经营，参考华工公司在扬锻公司所占股权比例及扬锻公司历年分红情况，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。

(5) 扬锻公司应承担责任的范围。基于扬锻公司的违约情形，本院确定上述款项支付时间为判决生效后十日内。扬锻公司还应依《公司法》的规定履行完成工商登记变更等相应法定程序。《补充协议》第3条约定：扬锻集团的违约行为导致华工公司发生任何损失，扬锻集团公司及其股东承担连带责任。该协议经扬锻集团公司原全体股东签字。故扬锻集团公司原全体股东，即潘云虎、董宏斌、耿长明、赵宏卫、张惠生、何灿焜、钟掬、淮左投资中心、亚东投资中心、吉安投资中心、金锻投资中心应对上述扬锻公司应承担的义务承担连带清偿责任。

### 3. 案例启示：

《九民纪要》第5条的核心要点是把对赌协议的效力认定和可履行性进行了区分。就目前而言，效力认定不再是难题，而履行是否具有可行性未来将成为关注重点，即便对赌协议被认定有效，但若存在诸如“目标公司未依法完成减资程序”“股东涉嫌抽逃出资”或者“目标公司不符合利润分配的强制性规定”等履行不能的情况，法院仍会驳回诉讼请求。

对此，《理解与适用》指出：“我们认为，投资方对目标公司投资签协议时，就应该在协议中把有关问题约定好，我们这个纪要就是给当事人提供规则、提供预期”。如何实现投资收益取决于投资者自身的商业智慧。因此，《九民纪要》后如何规避商业风险，实现投资收益，就需要相关方进行全盘考量。

**倪慧律师**，北京志霖律师事务所合伙人，现任北京多元调解发展促进会调解员、中房协调解中心调解员及北海国际仲裁院仲裁员。曾先后就职于北京市海淀区人民法院、北京市金杜律师事务所、北京市中伦文德律师事务所等。主要执业领域：金融纠纷、贸易纠纷、公司纠纷及房地产纠纷诉讼仲裁、强制执行等。

**钟万梅律师**，曾就职于红塔证券、浩天信和律师事务所及中伦文德律师事务所，执业领域包括资本市场、公司并购、诉讼仲裁、合规。

### Part3: 新法速递

#### 1. 银保监会：关于印发融资租赁公司监督管理暂行办法的通知

6月9日，中国银行保险监督管理委员会发布了《融资租赁公司监督管理暂行办法》（下称《办法》），自印发之日起施行。

《办法》共六章五十五条，分别为总则、经营规则、监管指标、监督管理、法律责任及附则。主要内容为：一是完善业务经营规则。明确融资租赁公司的业务范围、租赁物范围以及禁止从事的业务或活动。完善融资租赁公司的公司治理、

内部控制、风险管理、关联交易等制度，同时明确融资租赁物购置、登记、取回、价值管理等其他业务规则。二是加强监管指标约束。新设了部分审慎监管指标内容。包括融资租赁资产比重、固定收益类证券投资业务比例、业务集中度和关联度等，推动融资租赁公司专注主业，提升风险防控能力。三是厘清监管职责分工。按照 2017 年全国金融工作会议精神，明确银保监会和地方政府的职责分工，并对地方金融监管部门的日常监管提出具体要求，建立分级监管和专职监管员制度，完善监管协作机制、非现场监管、现场检查、监管谈话等内容。此外，针对行业“空壳”“失联”企业较多等问题，《办法》提出了清理规范要求，指导地方稳妥实施分类处置。

（来源：银保监会

<http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=909032&itemId=928>）

**点评：**针对融资租赁行业中大量公司处于空壳、停业状态，给行业带来不良影响，银保监会出台《办法》的目的是适应新的监管体制为目的，进一步建立健全审慎、统一的融资租赁监管规则，夯实强化监管、合规发展和规范管理的制度基础，促进融资租赁公司依法合规经营。《办法》明确了融资租赁公司的业务范围和负面活动清单，加强和完善事中和事后监管，强化融资租赁公司的风险意识，规范和引导行业的有序发展。

## 2. 中基协：对《私募证券投资基金业绩报酬指引》征询意见

6月5日，中国证券投资基金业协会发出《私募证券投资基金业绩报酬指引（征求意见稿）》（下称《征求意见稿》），面向社会征求意见，意见反馈截至6月26日。

《征求意见稿》分正文和附件两部分：正文共计二十条，明确了私募基金管理人在业绩报酬机制的制定和执行中应遵循的四项基本原则，包括利益一致原则、收益实现原则、公平对待原则和信息透明原则，并围绕上述原则制定了相关条款；

附件整合了国内现行和国际主流的业绩报酬计提方法，并重点介绍了高水位法下六种主要细分计提方法的特点、适用场景和运营难度。其中，关于信息透明原则，《征求意见稿》规定私募基金管理人应在基金招募说明书、基金合同以及持续信息披露中，及时、充分披露业绩报酬相关信息，并保证所披露信息的真实性、准确性和完整性。（来源：中基协

[http://www.amac.org.cn/aboutassociation/gyxh\\_xhdt/xhdt\\_xhtz/202006/t20200605\\_9526.html](http://www.amac.org.cn/aboutassociation/gyxh_xhdt/xhdt_xhtz/202006/t20200605_9526.html) )

点评：《征求意见稿》围绕利益一致原则、收益实现原则、公平对待原则和信息透明原则对业绩报酬的相关业务逐条做出规范，明确了私募基金管理人应该与投资者利益保持一致，不得采用明显对自身有利、明显不公平或是不恰当的业绩报酬机制。

### 3. 上交所：明确红筹企业申报科创板发行上市有关事项

6月5日，上海证券交易所发布《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》（下称《通知》）。

《通知》作出四项针对性安排：一是明确如承诺申报和发行过程中不行使相关权利，可以将优先股保留至上市前转换为普通股，且对转换后的股份不按突击入股对待，为对赌协议的处理提供了更为包容的空间。二是明确在适用科创板上市条件中“股本总额”规定时，按照发行后的股份总数或者存托凭证总数计算。三是对红筹企业境内发行上市相关条件中的“营业收入快速增长”要求，从营业收入、复合增长率、同行业比较等维度，明确三项具体判断标准，三项具备一项即可。四是针对红筹企业以美元、港币等外币标明面值等情况，明确在适用“面值退市”指标时，按照“连续20个交易日股票收盘价均低于1元人民币”的标准执行等。（来源：上交所

<http://www.sse.com.cn/lawandrules/sserules/tib/review/c/5119169.shtml> )

点评：《通知》的发布，旨在持续增强科创板相关制度安排的包容性和适应性，进而吸引优质科创类红筹企业登录科创板，促进科创板市场做优做大。《通知》与此前证监会降低已上市红筹企业境内发行上市条件、明确存在协议控制架构红筹企业发行股票和尚未境外上市红筹企业境内减持存量股份用汇事宜处理等规定一起，进一步完善和细化了与红筹企业回归境内发行上市直接相关的配套制度，将有助于红筹企业利用好包括科创板在内的境内资本市场。

#### 4. 证监会：发布新三板挂牌公司转板上市指导意见

6月3日，中国证券监督管理委员会公布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》（下称《意见》），自公布之日起施行。

《意见》旨在建立转板上市机制，规范转板上市行为，统筹协调不同上市路径的制度规则，做好监管衔接。其主要内容包括三个方面：一是基本原则。建立转板上市机制将坚持市场导向、统筹兼顾、试点先行、防控风险的原则。二是主要制度安排。对转入板块的范围、转板上市条件、程序、保荐要求、股份限售等事项作出原则性规定。三是监管安排。明确证券交易所、全国股转公司、中介机构等有关各方的责任。对转板上市中的违法违规行为，依法依规严肃查处。上交所、深交所、全国股转公司、中国结算等将依据《意见》制定或修订业务规则，进一步明确细化各项具体制度安排。

（来源：证监会

[http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/202006/t20200603\\_377572.htm](http://www.csrc.gov.cn/pub/zjhpublic/zjh/202006/t20200603_377572.htm)）

点评：《意见》旨在打通新三板挂牌公司转板上市发展通道，加强多层次资本市场建设。对于备受关注的转板上市条件，《意见》明确指出，挂牌公司转板上市的，应当符合转入板块的上市条件。转板上市条件应当与首次公开发行并上市的条件保持基本一致，交易所可以根据监管需要提出差异化要求。在《意见》

发布后，未来有关机关将对转版上市继续出台具体的细则，完善各项具体制度安排。

## 5. 最高法：发布审理涉疫情民事案件若干问题指导意见（二）

5月15日，最高人民法院发出《关于依法妥善审理涉新冠肺炎疫情民事案件若干问题的指导意见（二）》（下称《意见》）。

《意见》聚焦受疫情影响较大的买卖合同、房屋租赁合同、金融合同、医疗保险和企业破产等案件类型，其内容主要包括：一是把服务保障“六保”作为“六稳”工作着力点，通过破产重整、破产和解和强化善意文明执行的理念，化解企业债务危机，保市场主体。二是依法审理买卖合同纠纷案件，保产业链供应链。三是依法审理教育培训、医疗保险合同纠纷，回应民生需要。四是有效贯彻落实国家在疫情期期间出台的一系列惠企、惠民政策，服务保障经济社会发展。其中，对于社会广泛关注的问题，如线下培训合同受疫情影响无法正常履行、未成年人参与网络付费游戏和网络打赏纠纷、受疫情影响可能引发的商业医疗保险纠纷等，《意见》均进行了详细规定。（来源：最高法

<http://www.court.gov.cn/fabu-xiangqing-230181.html>）

点评：《意见》是最高院针对疫情发布的又一裁判新规则，相比以往规则，《意见》对买卖合同、租赁合同、线下培训合同是否继续履行与解除的处理规则给予了明确的指导意见；针对金融类案件，如金融借款纠纷、股票质押和融资融券纠纷、证券虚假诉讼纠纷、对赌协议等问题的处理规则也加以明确，有利于维护交易秩序，减少相关方因疫情影响产生的违约风险及相关合同损失。

## 6. 上交所、深交所：启动公开发行短期公司债券试点

5月21日，上海证券交易所发布《关于开展公开发行短期公司债券试点有关事项的通知》（下称《通知》），深圳证券交易所也发出类似文件，均自发布之日起施行。

《通知》规定，发行人申请公开发行短期公司债券并在上交所上市的，应具备良好的短期偿债能力。试点期间短期公司债券仅面向专业投资者公开发行，且试点范围应当符合“适用本所公司债券优化融资监管安排，且发行人最近三年平均经营活动现金流量净额为正或最近一年末的速动比率大于1”等情形之一。公开发行短期公司债券的期限为1年及以下，具体期限由发行人根据生产经营资金需求和市场情况确定。《通知》进一步明确，公开发行短期公司债券的申请文件按照公开发行公司债券现行规定执行，发行人应当进行主体信用评级，同时可自主选择是否进行债券信用评级。（来源：上交所

[http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c\\_20200521\\_5107716.shtml](http://www.sse.com.cn/aboutus/mediacenter/hotandd/c/c_20200521_5107716.shtml)

深交所 [http://www.szse.cn/lawrules/rule/allrules/bussiness/t20200521\\_577468.html](http://www.szse.cn/lawrules/rule/allrules/bussiness/t20200521_577468.html) )

点评：《通知》明确发行短期公司债券对企业的短期偿债能力降低，有利于进一步拓宽企业融资渠道，降低融资成本，满足企业流动资金管理需求。同时，在文件申请准备方面，公开发行短期公司债券的申请文件将按照公开发行公司债券现行规定执行，发行人应当进行主体信用评级，同时可自主选择是否进行债券信用评级，此项规定会激发证券公司、评估机构等中介方的业务机会。

## 7. 国资委：印发《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》

5月30日，国务院国有资产监督管理委员会发布《中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引》（下称《指引》）。

《指引》重点聚焦以下四个方面：一是系统梳理股权激励计划制定的政策要点。从激励方式、激励收益等股权激励计划的六方面内容依次进行内涵要义、政

策规定、操作规范等详细阐释。二是明确提出股权激励业绩考核的导向要求。从强化公司业绩考核、健全激励对象绩效考核评价等方面明确出资人的导向和要求，引导企业高质量发展。三是重点阐明股权激励计划的管理规范。从规范股权激励管理办法等三个方面明确股权激励计划管理有关要求和规定。四是详细介绍股权激励计划的实施程序。对各级国有股东的职责进行归纳，对股权激励计划的决策、申报、实施、终止等程序事项予以梳理，并重申监督管理、信息披露等要求。

（来源：国资委 <http://www.sasac.gov.cn/n2588030/n2588954/c14735048/content.html>）

**点评：**《指引》明确将适用国资委履行出资人职责的中央企业及其各级出资企业控股或实际控制的上市公司，因此，对于国资委间接控股的上市公司，《指引》也将适用。本次《指引》对指导上市公司科学制定股权激励计划、规范履行决策程序，做好股权激励计划的实施管理工作等加以了明确，有利于从市场化角度对上市公司管理层实施长效激励，从制度设计上实现国有资产的保值增值。

如需要进一步的信息或咨询，请联系：

倪慧 律师

邮箱：hui.ni@zhilinlaw.com

电话：86-010-64097197

地址：北京市东城区北三环东路 36 号环球贸易中心 C 座 2005-2007

关于志霖法律：志霖法律创立于 2011 年，目前下设北京志霖律师事务所、北京志霖汇成知识产权代理有限公司、北京志霖恒远知识产权代理事务所（普通合伙）。经过多年的快速发展，志霖法律已经成为一家能够为客户提供多领域、多层次法律服务的综合性法律服务机构。

志霖法律由富有经验的各领域资深律师、专利代理人、商标代理人、前法官、前检察官、投行高管、银行风控、企业法务等组成，北京总部人员八十余人，全国共三百余人。

志霖法律业务范围涵盖知识产权、投融资与证券、公司法、医疗法务、房地产与建筑工程、劳动法、争议解决、家族财富管理等。

版权：北京志霖律师事务所享有本文的所有权利，如需转载，需保持文章完整性，并注明出处和作者姓名及单位。

免责声明：本文不是法律意见或建议。我们向您发送此文不被视为您与北京志霖律师事务所或与其律师之间形成法律服务或委托关系。在您实施具体决策前，我们强烈建议您直接咨询专业律师的意见。