

国枫周刊

GRANDWAY WEEKLY



GRANDWAY

2024年第13期

总第770期

2024/4/19



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)

目录 CONTENTS

国枫动态 GRANDWAY NEWS.....	- 1 -
“浩渺行无极·扬帆但信风”——国枫成功举办企业出海实务论坛	1
"Sail with Wind to Brighter Future"——The Practical Forum on Enterprises Going Global was Successfully Held by Grandway	1
国枫荣誉 国枫诸多业务领域及多位律师载誉 2024 年度 LEGALBAND 中国顶级律所及律师排行榜	3
Multiple Grandway Practice Areas and Grandway Lawyers Were Nominated in LEGALBAND 2024: Top Ranked Law Firms and Top Ranked Lawyers	3
法制动态 SECURITIES INDUSTRY NEWS.....	- 7 -
《关于严格执行退市制度的意见》	7
Opinions on Strictly Implementing the Delisting System.....	7
《关于进一步加强绿色矿山建设的通知》	10
Notice on Further Development of the Green Mine Construction	10
专题研究 RESEARCH ON CURRENT ISSUES.....	- 16 -
国枫观察 《医药健康视点周刊 (20240408-0414) 》	16
Weekly News Digest of Healthcare Industries (20240408-0414)	16
国枫观察 私募基金参与对赌的主要法律问题分析.....	17
Analysis on the Main Legal Issues of Private Equity Participating in Valuation Adjustment Mechanism.....	17
国枫观察 信托纠纷的新趋势.....	30
New Trends of Trust Disputes	30
律所人文 GRANDWAY COMMUNITY.....	- 33 -
《摄影集锦》	33

“浩渺行无极·扬帆但信风”——国枫成功举办企业出海实务论坛

"Sail with Wind to Brighter Future"——The Practical Forum on Enterprises

Going Global was Successfully Held by Grandway

企业如何把握机遇，成功扬帆出海，成为近期业界关注的热点。2024年4月11日，一场以“浩渺行无极·扬帆但信风”为主题的企业出海实务论坛在国枫律师事务所上海办公室成功举办。此次论坛由国枫上海办公室与外企德科上海联合主办，旨在汇聚业界精英，共同探讨企业出海的实务挑战与应对策略，为企业提供出海过程中的法律、市场及实操方面的深度解析与指导，近百名各界企业嘉宾报名参会。



论坛于下午 13:30 准时拉开帷幕，嘉宾们陆续签到入场。

论坛伊始，国枫律师事务所合伙人周晶敏律师担任主持人，为大家介绍了论坛的背景与目的，并邀请张沈彬主任发表致辞。

黄浦区小东门街道党工委副书记、办事处主任张沈彬先生对论坛的举办表示热烈祝贺，强调了企业出海对于推动地区经济发展的重要意义，并鼓励与会者深入交流，共同为企业出海贡献力量。

在主题分享环节，国枫律师事务所合伙人施恣旻律师首先登台，以“浅析企业出海情理之中意料之外的法律问题”为题，深入剖析了企业在国际化进程中可能遭遇的法律风险，并提供了相应的应对策略，最后提出作为出海企业要合规致胜，

才能行稳致远。施律师结合丰富的案例，为参会者呈现了一幅生动的法律风险图谱。

紧接着，外企德科国际人力外包事业部总经理罗超英女士带来了“深海逐浪之旭日篇：出海企业的市场洞察与实操解码”的主题分享。罗女士从全球趋势、出海需求及海外用工合规关注点等多个维度，为参会者揭示了出海企业的市场机遇与挑战。她指出，企业需紧密关注全球市场的动态变化，结合自身优势，制定切实可行的出海策略。同时，企业还需注重海外用工的合规性，遵守当地法律法规，确保员工的权益得到保障。

随后，论坛进入了圆桌论坛环节。国枫律师事务所合伙人王天律师担任主持人，与蔚来汽车国际业务法务负责人王琦女士、NOD 创始人 Chris Tay 先生、上海建工集团股份有限公司商务经理陈莹婷女士、国枫律师事务所合伙人龚琳律师以及外企德科国际人力外包事业部总经理罗超英女士共同围绕“企业出海过程中的‘危’与‘机’”展开热烈讨论。各位嘉宾结合自身的实践经验，分享了企业在出海过程中如何识别风险、抓住机遇的心得体会。他们一致认为，企业在出海过程中需保持敏锐的洞察力和应变能力，不断调整和优化出海策略，以应对复杂多变的市场环境。

茶歇过后，上海市国际贸易促进委员会的魏慧女士发表了以“广架经贸桥梁，服务企业发展”为主题作为分享，她详细介绍了上海市在促进国际经贸合作方面的举措和成果，为企业提供了更多的合作机会和发展空间。她表示，上海市将继续加大力度推动国际经贸合作，为企业出海提供更加优质的服务和支撑。

最后，外企德科涉外人才发展中心总监丁雯璵女士主持了“出海企业如何更好地适应投资目的地”的圆桌论坛。OPPO 上海人力资源总监邓海利女士、中石化海洋石油工程有限公司法律事务主管杨磊先生、HR flag 总经理董炯炯先生以及国枫律师事务所合伙人陆易律师参与了讨论。嘉宾们结合自身实践，围绕如何适应不同投资目的地的文化、法律和市场环境所带来的挑战等议题进行了深入的交流和探讨，为企业在全球化布局中提供了有益的参考。

此次论坛为企业提供了宝贵的出海实务指导，帮助企业更好地应对海外市场的挑战和机遇。与会者纷纷表示，通过此次论坛，他们不仅收获了丰富的知识和经验，还结识了众多行业内的专家和同行，为今后的企业发展奠定了坚实的基础。

随着全球化进程的加速推进，企业出海已成为越来越多企业的必然选择。国枫律师事务所与外企德科将继续发挥专业优势，为企业出海提供全方位的法律和人才支持，助力企业在国际舞台上取得更加辉煌的成就。

(来源：国枫公众号)

国枫荣誉 | 国枫诸多业务领域及多位律师载誉 2024 年度 LEGALBAND 中国顶级律所及律师排行榜

Multiple Grandway Practice Areas and Grandway Lawyers Were Nominated in
LEGALBAND 2024: Top Ranked Law Firms and Top Ranked Lawyers

2024 年 4 月 16 日，知名法律评级机构 LEGALBAND 发布了 2024 年度“中国顶级律所排行榜”及“中国顶级律师排行榜”。国枫律师事务所凭借卓越的市场表现及出色的行业口碑，在八个业务领域获中国顶级律所排行榜的重点推荐；国枫首席合伙人张利国，执行合伙人谢刚、朱黎庭、孙林，合伙人周涛、熊洁、殷长龙，顾问谢鸿铭凭借精湛的业务能力和备受认可的客户、同行评价，荣登中国顶级律师排行榜。

国枫上榜业务领域

证券与资本市场：境内发行

证券与资本市场：并购重组

公司并购

房地产与建设工程

争议解决：仲裁

争议解决：诉讼

投资基金

商业犯罪与刑事合规

国枫上榜律师

证券与资本市场：境内发行



张利国
首席合伙人



孙林
执行合伙人



周涛
合伙人



熊洁
合伙人



殷长龙
合伙人

证券与资本市场：并购重组



张利国
首席合伙人



孙林
执行合伙人

争议解决：诉讼



谢刚
执行合伙人

争议解决：仲裁



谢刚
执行合伙人

房地产与建设工程



朱黎庭
执行合伙人

投资基金



谢鸿铭
顾问

(来源：国枫公众号)

《关于严格执行退市制度的意见》

Opinions on Strictly Implementing the Delisting System

中国证券监督管理委员会发布《关于严格执行退市制度的意见》

中国证监会各派出机构，各交易所，各下属单位，各协会，会内各司局：

退市制度是资本市场关键的基础性制度。2020 年中央深改委审议通过《健全上市公司退市机制实施方案》以来，常态化退市平稳开局。为进一步深化改革，实现进退有序、及时出清的格局，更大力度保护中小投资者合法权益，中国证监会在认真总结改革经验和充分考虑国情市情基础上，制定本意见。

一、总体要求

坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，坚持市场化、法治化原则：

——突出上市公司投资价值。结合企业上市条件，科学设置严格的退市标准，更加精准实现“应退尽退”。建立健全不同板块上市公司差异化的退市标准体系。以更严的证券监管执法打击各种违法“保壳”“炒壳”行为，着力削减“壳”资源价值。

——畅通多元化退市渠道。严格财务指标类、交易指标类、规范运作类、重大违法类强制退市标准。完善上市公司吸收合并等并购重组政策，支持市场化方式的主动退市。

——大力加强投资者保护。坚持“退得下、退得稳”。严惩退市公司及其控股股东、实际控制人和董事、高管的违法行为，健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，切实保护投资者的合法权益；凝聚各方共识，创造平稳的退市环境。

二、主要措施

（一）进一步严格强制退市标准。一是科学设置重大违法强制退市适用范围。增加一年严重造假、多年连续造假退市情形，坚决打击恶性和长期系统性财务造假。二是严格规范类退市情形。增加连续多年内控非标意见退市情形，督促上市公司切实强化内部管理和公司治理；增加控制权长期无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息的退市情形，保障中小投资者知情权；上市公司内控失效，出现大股东大额资金占用且不整改的，在强制退市中予以考虑。三是加大绩差公司退市力度。提高亏损公

公司的营业收入退市指标，淘汰缺乏持续经营能力的公司；完善市值标准等交易类退市指标。

（二）逐步拓宽多元化退出渠道。一是以优质头部公司为“主力军”，推动上市公司之间吸收合并。二是以产业并购为主线，支持非同一控制下上市公司之间实施同行业、上下游市场化吸收合并。三是完善吸收合并相关政策，打通投资者适当性要求等跨板块吸收合并的“堵点”。四是上市公司通过要约收购、股东大会决议等方式主动退市的，应当提供异议股东现金选择权等专项保护。

（三）大力削减“壳”资源价值。一是加强重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，防止低效资产注入上市公司；从严监管重组上市，严格落实“借壳等同IPO”要求；严格监管风险警示板（ST股、*ST股）上市公司并购重组。二是加强收购监管，压实中介机构责任，严把收购人资格、收购资金来源，规范控制权交易。三是从严打击“炒壳”背后的市场操纵、内幕交易行为，维护交易秩序。四是对于不具有重整价值的公司，坚决出清。

（四）切实加强监管执法工作。一是强化信息披露监管和交易监测，督促公司及早揭示退市风险；加大对违规规避退市行为的监管力度，触及退市标准的坚决退市；优化上市公司财务造假发现查处机制。二是压实会计师事务所责任，将反映上市公司财务失真、内控失效的审计意见作为退市决策的重要依据；强化监管，督促注册会计师勤勉尽责，规范执业，恰当发表审计意见。三是坚持对退市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高管违法违规行为“一追到底”，严惩导致上市公司重大违法强制退市的责任人员，依法实施证券市场禁入措施。推动健全行政、刑事和民事赔偿立体化追责体系。

（五）更大力度落实投资者赔偿救济。一是退市公司及其控股股东、实际控制人、董事、高管违法违规行为对投资者造成损害的，证券投资者保护机构要引导投资者积极行权。二是对于上市公司重大违法退市，应当推动综合运用支持诉讼、示范判决、专业调解、代表人诉讼、先行赔付等方式，维护投资者合法权益。三是对重大违法退市负有责任的控股股东、实际控制人、董事、高管等，要依法赔偿投资者损失。

三、组织实施

加强对证券交易所和证监局履职情况的监督管理。证券交易所要切实担负起退市实施主体责任，认真履行好退市决策、信息披露监督、交易监控等重要职责；加快修订股票上市规则及相关业务规则，尽快发布实施。证监局依法开展对上市公司信息披

露行为及公司治理活动的监督管理，依法查处退市过程中的违法违规行爲，配合地方政府做好属地维稳工作。

中国证监会

2024年4月12日

《关于进一步加强绿色矿山建设的通知》

Notice on Further Development of the Green Mine Construction

自然资源部 生态环境部 财政部 国家市场监督管理总局 国家金融监督管理总局
中国证券监督管理委员会 国家林业和草原局 《关于进一步加强绿色矿山建设》的
通知

自然资规〔2024〕1号

各省、自治区、直辖市自然资源主管部门、生态环境厅（局）、财政厅（局），
市场监管局（厅、委），金融监管局、证监局，林业和草原主管部门：

绿色矿山建设是推动矿业高质量发展的重要举措，是矿业领域生态文明建设的有力抓手，是实现人与自然和谐共生的必然要求，为加快矿业绿色低碳转型发展，全面推进绿色矿山建设，现就有关事项通知如下。

一、总体要求

（一）指导思想。

以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入贯彻党的二十大精神，全面贯彻习近平生态文明思想，完整、准确、全面贯彻新发展理念，构建新发展格局，推动高质量发展，牢固树立和践行绿水青山就是金山银山的理念，正确处理高质量发展与高水平保护的关系，站在人与自然和谐共生的高度谋划矿业绿色低碳发展，通过政府引导、部门协作、企业主建、社会监督，将绿色发展理念贯穿于矿产资源勘查开发全过程，切实提升矿产资源开发利用保护水平，助力美丽中国建设。

（二）基本原则。

坚持分类施策，全面推进。各地要立足矿业发展实际，科学合理设定绿色矿山建设的路线图和时间表，加强规划管控，促进源头治理、系统治理，推动新建、改扩建、生产矿山（证照合法有效、近3年内正常生产、剩余储量可采年限不低于3年）全部开展绿色矿山建设。

坚持创新驱动，转型升级。发挥创新引领作用，加快矿业领域技术创新和装备升级改造，着力推动关键技术突破，促进绿色低碳新技术、新工艺、新装备加快发展和广泛应用。

坚持协同监督，动态管理。加强相关部门间的协调联动，齐抓共管做好绿色矿山的日常监督，加强国家级和省级绿色矿山名录的动态管理，不设市级、县级绿色矿山

名录。已设的市、县级绿色矿山经评估后择优纳入省级绿色矿山名录，督促绿色矿山持续提升建设水平。

（三）主要目标。

到 2028 年底，绿色矿山建设工作机制更加完善，持证在产的 90%大型矿山、80%中型矿山要达到绿色矿山标准要求，各地可结合实际，参照绿色矿山标准加强小型矿山管理。

二、全面推进绿色矿山建设

（四）压实矿山企业的主体责任。依法从事矿产资源开发的矿山企业，是绿色矿山创建的责任主体，应当牢固树立和践行绿水青山就是金山银山理念，严格按照标准规范，在矿产资源开发全过程中，对矿区及周边生态环境扰动控制在可控范围内，建设矿区环境生态化、开采方式科学化、资源利用高效化、企业管理规范化、矿区社区和谐化的绿色矿山。矿山企业要落实矿山开发利用、生态修复、环境保护等方案，明确绿色矿山建设任务和进度，落实“边开采、边修复”等要求，及时向社会公开。生态保护红线内、自然保护区核心区外依法开采的矿山，要执行最严格标准规范，严格落实绿色开采及矿山环境生态修复相关要求，全面做好减缓生态环境和自然保护区影响的措施。建立申诉回应机制，畅通与受矿山影响的社区等利益相关者的交流互动，主动接受社会监督，树立良好企业形象。

（五）分类有序推进绿色矿山建设。自然资源主管部门会同相关部门应当依据法律、法规或党中央、国务院政策文件中关于绿色矿山建设的规定明确要求，对新建矿山，要严格按照绿色矿山标准建设运行，正式投产后 1—2 年内应通过绿色矿山评估核查，并在采矿权出让时将相关要求和违约责任纳入出让合同。对生产矿山，要加快绿色化升级改造，在办理延续、变更手续时，应明确绿色矿山建设时限和要求。鼓励地方自然资源主管部门与矿山企业签订绿色矿山建设合同。对剩余储量可采年限不足 3 年的生产矿山，要求按照绿色矿山建设标准加强管理，着重做好闭坑前的污染防治，以及矿山地质环境恢复治理、土地复垦、恢复植被等生态修复工作。

（六）加快推动绿色低碳先进适用技术应用。矿山企业要加强绿色低碳技术工艺装备升级改造，在资源开发、综合利用、节能减排、生态修复等环节，鼓励采用《国家重点推广的低碳技术目录》《矿产资源节约和综合利用先进适用技术目录》中的技术，推动矿山绿色低碳转型。加快融合 5G、大数据、互联网、人工智能等信息化技术，推动矿山企业数字化、智能化、绿色化发展，提升资源开发利用与生产管理效率。

(七) 持续提升矿山企业创建水平。矿山企业应主动对照相应行业标准和评价指标定期自评，按计划开展绿色矿山创建工作，及时发现问题短板，积极推动整改。完成绿色矿山建设任务且自评达到标准要求的，可向自然资源主管部门提交自评估报告，申报省级绿色矿山。矿山企业对自评估报告的真实性的真实性负责。

三、加强第三方评估管理

(八) 严格第三方评估。自然资源主管部门应会同相关部门，对矿山企业申报材料进行初审。初审合格的，由省级自然资源主管部门委托第三方评估机构开展现场核查评估。

各省（区、市）自然资源主管部门联合相关部门，加强第三方评估规范管理。第三方评估机构应当是具有独立法人资格的企事业单位、行业协会，具备开展绿色矿山建设评估的业务能力。评估人员应熟悉绿色矿山相关政策和标准，涵盖地质、采矿、选矿、生态、环境等专业，能够长期稳定开展评估工作（具体工作要求见附件1）。第三方评估机构要严格对照绿色矿山建设标准及评价指标，编制形成第三方评估报告并附核查记录及影像资料，严禁向矿山企业收取评估费用，签署真实性承诺，确保结果公平、公正。

四、动态管理绿色矿山名录

(九) 择优纳入国家级绿色矿山名录。各省（区、市）自然资源主管部门定期或不定期会同相关部门，对通过第三方评估的矿山企业开展抽查核查，确认后向社会公示，公示无异议的按程序纳入省级绿色矿山名录。国家级绿色矿山按照有关要求从省级绿色矿山中择优推荐，自然资源部会同相关部门通过专家论证、实地抽查核查、社会公示等程序，确定国家级绿色矿山，纳入国家级绿色矿山名录并向社会公开。

(十) 实行动态管理。绿色矿山名录实行动态管理（具体要求见附件2），及时按程序移出名录中不符合标准的矿山，督促绿色矿山企业持续巩固建设成果，持续提升建设水平。

五、加大政策支持力度

(十一) 积极落实税收优惠政策。落实好高新技术企业、环境保护、节能节水、资源综合利用等税收优惠政策。

(十二) 鼓励创新支持政策。各地要探索完善绿色矿山建设激励约束政策，加大用地、用矿、金融等政策支持。在矿业权出让、整合及办理建设用地、用林、用草等手续时，依法依规对绿色矿山企业予以支持。符合协议出让情形的矿业权，允许优先以协议出让方式有偿出让给绿色矿山。

推动符合条件的绿色矿山企业在沪深北交易所上市以及到新三板、区域性股权市场挂牌。

鼓励银行业金融机构在强化矿业领域投资项目环境、安全、社会和治理风险评估及管理的前提下，研发符合地区实际的绿色矿山特色信贷产品，在风险可控、商业可持续的原则下，加大对绿色矿山企业的资金支持力度。

六、进一步完善标准体系

(十三) 健全完善行业标准、评价指标。健全绿色矿山建设标准体系，研究制定露天开采矿山、地热矿泉水等绿色矿山建设行业标准。完善国家级绿色矿山建设评价指标（见附件3），包含约束性指标和提升性指标，约束性指标为底线要求。相关评价指标应根据法律法规、技术标准等变化及时调整。

(十四) 鼓励制修订地方标准、企业标准。各地可结合实际情况，综合考虑区域、矿种、规模、开采方式等因素，制修订地方标准，或细化明确省级绿色矿山的评价指标要求。鼓励有条件的矿业集团、企业，积极研制企业标准并实际应用。

七、健全工作机制

(十五) 形成齐抓共管合力。自然资源部会同生态环境部、财政部、市场监管总局、金融监管总局、中国证监会、国家林草局等部门共同推进绿色矿山建设工作，按照职责分工密切配合，形成工作合力。各部门应健全沟通协调机制，加强绿色矿山动态监管，及时通报有关信息。发现违法违规问题的，及时移交职能部门依法处理。相关部门将涉企行政处罚信息统一归集至国家企业信用信息公示系统，记于企业名下并向社会公示。

自然资源主管部门负责矿山“三率”（开采回采率、选矿回收率、综合利用率）监管、矿山地质环境保护与土地复垦方案等执行情况的监管。

生态环境主管部门负责矿山生态环境监督、污染防治监管。

财政部门负责绿色矿山评估认定工作经费保障。

市场监管部门负责协调指导绿色矿山建设国家标准、行业标准的制修订工作。

金融监管部门负责制定完善绿色金融政策，支持矿山企业绿色发展。

证券监管主管部门负责支持符合条件的绿色矿山企业在境内上市融资。

林草部门负责矿山占用林地草地的手续办理、临时占用林地到期后植被恢复以及矿山开发附属工程临时占用草地到期后植被恢复的监管。

其他相关部门依据自身职能职责，结合绿色矿山建设要求，落实好相关工作。

八、强化监督考核

(十六) 加强督导核查、考核评价。各级自然资源主管部门会同相关部门对尚未开展创建的矿山，加大督导力度，推动尽快开展绿色矿山建设；要严格按照“双随机、一公开”要求，每年抽取不低于 10% 的绿色矿山纳入随机抽查名单，严格按照新评价指标对国家级绿色矿山开展实地核查。各地应将绿色矿山建设纳入到政府绩效考核体系和领导干部自然资源资产离任审计评价指标体系，结合实际推动开展绿色矿山建设评价和考核工作。

(十七) 严格落实管理要求。对经核实存在将所承担评估工作转让或外包、泄漏矿山企业秘密、串通企业弄虚作假、评估结论严重失实等违规行为的第三方评估机构和评估人员，予以通报并纳入黑名单，三年内不再采信其绿色矿山评估服务。

严格绿色矿山名录动态管理，做好新旧评价指标衔接，发现绿色矿山存在以下问题之一的，及时按程序移出名录：《采矿许可证》《安全生产许可证》《营业执照》证照不齐、过期未及时延续或被吊销的；受到行政处罚后在履行期限内未执行到位的；关闭、因企业自身原因停产未正常生产运营的；违法开采特别是越界开采、擅自改变开采方式的；发生较大及以上安全生产事故或环境事件的，发生土壤和地下水严重污染的；未落实环境影响评价、排污许可等相关制度要求，且未按期整改到位的；未按要求定期开展尾矿库污染隐患排查的或尾矿库污染防治设施未按要求建设运行的；被列入矿业权人勘查开采信息公示异常名录的；矿产资源开发利用水平被划定为落后档次的；被中央环保督察、巡视审计、全国人大常委会执法检查等作为典型案例通报或纳入各类警示片的；发生突发事件，因企业违法违规在全国门户类网站、平台引发负面舆情的；弄虚作假通过绿色矿山评估的；其他违法违规行为不宜继续列入名录的。

本文件自下发之日起执行，有效期五年。

自然资源部 生态环境部 财政部
国家市场监督管理总局 国家金融监督管理总局
中国证券监督管理委员会 国家林业和草原局
2024年4月15日

目 录

医药 健康 视点

News
Digest of
Healthcare
Industries



8 Apr- 14 Apr 2024

(周刊)

01/ 新规解读 Analysis of Laws

【关键词】

- 医疗器械注册审查指导原则编制计划
- 医疗器械行业标准制修订计划项目
- 化学仿制药生物等效性研究摘要
- 医疗器械注册电子申报信息化系统数字证书管理
- 2024 年度药品生产监督检查计划
- 促进生物医药产业高质量发展

03/ 市场资讯 Market News

- IPO
- 再融资
- 投融资

05/ 行业热点 Topical issues

- 2024 年全国药品监管科技工作会议召开
- 民生领域广告监管专项行动
- 市场监管总局部署 2024 年度重点立法任务
- 最高法加快制定食品药品惩罚性赔偿案件司法解释
- 国产 ADC 亮剑 2024 AACR
- 全球首创核酸递送新药正式进入临床
- 君实生物获批我国首个肾癌免疫疗法
- 勃林格殷格翰与中国生物制药达成战略合作
- 迪哲医药舒沃哲®EGFR exon20ins 突变晚期一线获 FDA 突破性疗法认定

阅读全文

扫描下方二维码阅读国枫《医药健康视点周刊 (20240408-0414) 》全文



往期回顾

扫描下方二维码阅读国枫《医药健康视点周刊》往期内容：



(来源：国枫公众号)

国枫观察 | 私募基金参与对赌的主要法律问题分析

Analysis on the Main Legal Issues of Private Equity Participating in Valuation Adjustment Mechanism

私募基金对外溢价投资项目时，一般会要求与目标公司及/或其控股股东、实际控制人等签署“对赌条款”，本文结合现行法律法规以及司法判例，就私募基金参与对赌所面对的主要法律问题，进行分析并提出相应的建议，以供探讨。

作者：吴金凤、唐雪妮、徐岩

私募基金对外溢价投资项目时，一般会要求与目标公司及/或其控股股东、实际控制人等签署“对赌条款”，约定在出现特定情形时，私募基金有权要求相对方承担一定的义务与责任。本文结合现行法律法规以及司法判例，就私募基金参与对赌所面对的主要法律问题，分别从私募基金签署“对赌条款”时的注意事项、私募基金投资期间“对赌条款”的履行事项以及私募基金退出时的法律问题等进行分析并提出相应的建议，以供探讨。

一、私募基金签署股权回购“对赌条款”

私募基金签署“对赌条款”时涉及回购义务主体的选择、触发回购情形的约定以及行权期间的设置等特定问题，条款的设计事关私募基金能否实现顺利退出，需要非常谨慎。由于实践中投资方与股东、实际控制人签署股权回购“对赌条款”一般不涉及效力问题，亦不涉及需要履行减资程序的操作性问题，因此，本部分将主要分析投资方仅与目标公司签署股权回购“对赌条款”的注意事项。

（一）选择公司作为对赌主体面临的困境

2019年11月，最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民纪要》）对对赌协议的效力及可履行性进行了明确，并特别认可了投资方与目标公司订立的对赌协议的效力。但相比直接与股东、实际控制人对赌，投资方与目标公司对赌仍然存在回购可履行性方面的问题。

1. 公司作为对赌义务人的协议效力已受到认可

针对投资方与目标公司对赌约定的效力认定，《九民纪要》首次确定了诉讼处理规则：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。

自《九民纪要》确立上述审判思路后，关于投资方要求公司承担回购股权义务的，司法裁判已基本达成两点共识：（1）投资方与目标公司对赌，只要不存在法定的无效事由，则一般应认定为合同有效；（2）法院应审查目标公司是否已触发约定回购条件，如触发回购条件，则应重点审查对赌协议是否具有可履行性。可见，最高人民法院支持并认可了与股东以及目标公司订立的对赌协议的有效性，其关注点从协议效力转向对赌协议能否得到履行的问题上。

2. 要求公司作为对赌义务人承担责任须履行减资程序

根据《九民纪要》的规定，投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》，未特殊注明均为 2018 年修订版本）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。所以，若投资方要求公司承担回购股权义务的，多数法院已将“是否减资”作为此类纠纷所必须查明的事实予以对待，而目标公司完成减资的举证责任多被分配给投资方承担。例如，在(2020)最高法民申 1191 号新增资本认购纠纷一案中，最高人民法院即明确“股权回购是否经过三分之二以上有表决权的股东通过、目标公司是否已完成减资程序、债权人是否同意等事项均具有不确定性。原判决在上述事实未经审理的情形下直接认定合同本身必然无效确有不妥。但鉴于甄投中心（投资方）并未主张运货柜公司（目标公司）已完成减资程序，也未提交有关减资的证据，故原判决从实体结果处理上来说并无不妥。”因此驳回了投资方的再审申请。

可见，减资程序是投资方主张公司作为回购义务人所需要履行的程序。此外，关于减资程序的履行，也存在难以履行通知债权人等程序的困境。根据《公司法》第 177 条规定，公司减资时，必须编制资产负债表及财产清单、通知债权人（债权人有权要求公司清偿债务或提供担保）、进行报纸公告等。司法实践中，部分案例[例如(2020)最高法民申 2957 号股权转让纠纷一案]认为目标公司应当按照《公司法》第 177 条完成一系列减资程序后才能履行回购义务，而不仅仅是形成股东会决议即可主张目标公司支付回购款。但在仲裁中存在例外案例，例如(2021)京 04 民特 670 号申请撤销仲裁裁决一案。在该案中公司及创始股东作为申请人申请撤销(2021)中国贸仲京字第 2015 号仲裁裁决，该仲裁裁决认为“尽管《九民纪要》第二（5）条规定目标公司在完成减资程序前无法承担股权回购的义务，但《九民纪要》并非法律或行政法规，并非仲裁庭裁决的法定依据”并裁定公司及创始股东连带向回购权人支付股权回购款，同时明确了回购款的计算方式（该案

中，投资协议约定的回购义务方为公司和/或创始股东)。北京市第四中级人民法院最终驳回了撤销该仲裁裁决的申请。后申请人又针对仲裁裁决的执行提起执行异议，上海市第一中级人民法院亦驳回了其执行异议申请。该案中，虽未经减资程序，但回购权人主张公司支付股权回购款的诉求仍得到了仲裁机构的支持，仲裁裁决的执行亦得到了法院的支持。

3.与目标公司签署对赌条款的建议

私募基金在投资活动中应尽量直接与股东或者实际控制人订立对赌条款，为充分保障投资方利益，可酌情考虑约定由目标公司为股东或者实际控制人的对赌义务承担连带责任保证担保，并就担保事宜取得目标公司董事会、股东会决议同意；亦可酌情考虑要求自然人股东或实际控制人的配偶签署书面文件，同意与股东或实际控制人共同履行回购义务或者同意以夫妻共同财产履行回购义务。在仅能选择与目标公司对赌的情形下，可考虑采取以下方式尽量防范风险：

(1) 争取约定实际控制人就目标公司的回购义务承担连带责任、补充回购责任。若是仅约定由实际控制人对目标公司的回购义务承担连带责任，则投资方对实际控制人享有的权利系从权利，考虑到目标公司作为回购义务人在司法实践中面临可操作性的问题，从权利也将面临难以被法院支持的风险。有鉴于此，为平衡各方诉求，可争取约定在适用法律法规不允许公司承担回购责任或公司在一定期限内实际不能履行回购责任的情况下，回购权人有权要求实际控制人就公司未能履行的回购责任部分，承担第二顺位的补充回购责任，同时可将实际控制人承担责任的限额以及特定情形下（如后续融资估值以及融资金额均达到一定规模）免除其责任进行约定以作为谈判时平衡各方利益的方法。

(2) 约定股东有义务全面配合履行减资程序，未在一定期间内配合履行减资程序的，回购权人有权要求股东就公司未能履行的回购责任部分，及/或者有权要求股东以股权回购款为基数按日向回购权人承担违约责任。该等约定将有利于促使股东作出关于同意回购权人减资退出的股东会决议，即便未能履行减资程序，回购权人亦可主张股东回购及/或承担违约责任，这将有利于降低回购权人的风险。

(3) 事先就减资事宜达成书面一致：投资方可以在投资协议及目标公司章程中明确约定目标公司履行股权回购义务所需作出的减资股东会决议内容及股权变更对外公示程序，并可考虑预先签署包含“触发对赌条件”这一生效条件的减资股东会决议。届时一旦约定的条件得到满足，决议即具备法律效力，从而确保对赌协议得以顺利执行。但前述章程以及附条件生效的股东会决议签署后，目标公司存在新增股东的可能，这就需要签署新章程以及新的股东会决议对投资方的权利予

以维持，否则仍然存在无法进行工商变更登记的问题。

此外，新《公司法》（2023年12月29日修订并将于2024年7月1日起施行）第224条规定，除“法律另有规定、有限责任公司全体股东另有约定、股份有限公司章程另有规定”之外，公司原则上应当按照股东出资或者持有股份的比例减资。至此，新《公司法》对股东定向减资给与了一定的自治空间，另外，新《公司法》第89条、161条、162条第1款（四）项、第219条规定了异议股东收购请求权，也为投资方特定情形之下的退出提供了法定依据。

（4）利用新《公司法》增加的异议股东回购请求权：新《公司法》第89条在原有异议股东回购请求权的基础上，新增了一款异议股东回购请求权。这一改动为对赌交易中投资方遇到控股股东滥用权利的情况提供了新的救济途径。只要能够证明控股股东滥用股东权利，导致对赌合同权利无法实现并严重损害投资方或者公司利益，投资方即可依据新《公司法》第89条第3款要求目标公司回购其股权。对赌投资方可通过这一机制避免《九民纪要》的规则限制，实现由目标公司回购股权的目的。

（5）在公司章程中将“回购事件”明确为公司解散事由：《公司法》第74条规定，“有下列情形之一的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权：……（三）公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现，股东会会议通过决议修改章程使公司存续的”。因此，投资方可考虑将“回购事件”明确列入公司章程，规定其为“公司解散事由”之一，同时约定投资方的优先清算权。在此情形下，若公司创始人股东期望公司继续运营，则需召集股东会议修改章程使公司存续。若该决议获得通过，作为投反对票股东的投资方可依据《公司法》第74条的规定要求公司回购其股权，从而实现投资回报并退出公司，否则也将有权提起解散公司并享有优先清算权。

（6）对投资方知情权作出明确约定：投资方的知情权关系到能否掌握是否已出现触发回购的情形，因此，在投资协议中详尽约定知情权条款非常重要，即明确规定投资方不仅享有公司法规定的股东知情权，还有权查阅目标公司的会计账簿及相关凭证，目标公司还应定期向投资方提交审计报告和财务报表。同时，也可考虑约定目标公司年度审计机构的选定需经投资方认可或由投资方与目标公司共同选定，以确保审计结果的公正性。

（二）触发回购情形的约定

实践中，根据目标公司所处生命周期不同，投资方可选择一个或者多个指标、事

件作为对赌目标，常见的指标或事件主要有：

1.行为指标

目标公司、股东或者董监高存在违反对赌协议约定的情形，通常表现为某一主体实施了某种行为，例如实际控制人或股东违反竞业禁止条款、目标公司或股东违反不得欺诈条款以及控股股东滥用股东权利，严重损害公司或者其他股东利益等等。此外，有其他投资方主张回购也常常被约定作为触发回购的情形之一。

2.财务指标

一般为设定营收额、利润率、增长率以及亏损不得超过净资产的一定比例等可以量化的财务指标。

3.非财务指标

对于互联网和电商等新业态企业而言，其核心的发展策略在于迅速占领市场，以获取先行优势，并构建规模经济效应。为实现这一目标，投资方通常会选择以非财务指标作为对赌的依据，包括但不限于新增注册用户数、活跃用户数和市场占有率等。除此之外，实践中还包括研发特定产品、获取开展业务所必需的行政许可、认证以及取得与主营业务相关的专利数量等因素作为指标的情形。

4.IPO 等上市目标

这是一种常见的对赌指标，投资方通常以财务投资者的身份参与，旨在实现利益最大化。IPO 作为一种资本放大器，恰好满足了投资者追求高额回报的需求。对于经历过多轮融资的企业，投资方最为关注的是投资回报和退出机制。因此，投资方通常会要求目标公司在特定时间内完成 IPO 以实现退出。

（三）行权期间设置注意事项

行权期间的设置与否以及如何设置关系到投资方在一定期限内未主张权利时权利是否丧失的问题。若投资协议约定为投资方“有权”主张回购，逾期或者一定期限内未行权是否丧失权利，不同法院基于不同案情，存在不同的认定。部分法院认为应适用诉讼时效制度，将满足触发条件的回购权作为普通债权，对投资方主张回购是否适时的审查，适用诉讼时效相关规定[例如(2022)京 03 民终 14424 号股权转让纠纷案[1]]；部分法院认为应在合理期限内行权（或短于诉讼时效）[例如(2023)沪 01 民终 5708 号股权转让纠纷案[2]]，即综合各种因素认定一个合理的行权期限。若投资协议约定为投资方“应当”在一定期限内主张回购，该约定则对投资方而言更为不利，逾期未主张的，将更易被认定为已丧失权利。

基于审慎角度，对投资方而言，如设置对赌权利的行使期限，表述上建议使用“有权”在一定期限内主张而非“应当”，并建议按照约定期限及时主张，避免未按约行使导致权利减损或丧失。如未设置对赌权利行使期限，则在对赌条件触发情况下投资方有权随时主张权利，但如其主张的权利间隔时间过长，亦存在被不予支持的风险。所以，投资方仍应考虑在合理期限内主张和行使权利。

二、私募基金投资期间“对赌条款”履行注意事项

私募基金投资期间或将面临被回购义务人主张解除对赌条款以及出现触发对赌情形从而需要发送主张回购的通知等问题。

（一）以股改、IPO 要求为由被主张解除“对赌条款”

目前实务中，大部分公司在上市申报过程中会要求投资方签署协议明确公司作为回购主体的对赌条款自始无效，且大部分公司在股改时即要求解除对赌条款。在上市申报前，公司的上市预期已较为明显，此时解除对赌条款存在合理性，但股改时却并非如此，此时就存在投资方与公司的博弈问题。公司通常主张投资方若拒不签署回购条款自始无效相关协议，则其投资款将或被确认为金融负债，从而影响投资方的股东权益，由此促使投资方解除对赌条款。

1.规则层面关于股权回购对赌条款解除的规定已逐渐明确

投资方投资款会计分类的规则普遍认为拟上市公司在收到投资款时应将带回购义务的投资款确认为金融负债，在解除回购条款后终止确认为金融负债，并确认为权益工具。需要特别关注的是，财政部会计司于 2022 年 9 月 13 日发布的《金融负债与权益工具的区分应用案例-补充协议导致发行人义务变化》明确不可追溯调整以前年度的会计分类，即拟上市公司仅能在终止其回购义务的协议签署后终止确认金融负债并开始确认为权益工具。

证监会于 2023 年 2 月 17 日发布的《监管规则适用指引——发行类第 4 号》则作出了不同的规定，明确了在财务报告出具日前对回售责任进行“自始无效”约定“可视为”发行人在报告期不存在回购义务，即将相关投资款在报告期内确认为权益工具而非金融负债，明确了在特定情形下可进行追溯调整以前年度的会计分类。

2.股改时被要求解除“对赌条款”的应对探讨

在上市申报前解除对赌条款，投资方大多都能接受，但公司股改时是否必须解除对赌条款，实务中存在较大的争议。根据《九民纪要》的规定，投资方与公司签订的“对赌协议”在不存在法定无效事由的情况下，应为有效，但投资方主张公

司实际履行回购义务时需要先履行减资程序。这意味着《九民纪要》认可投资方具有公司股东权益，而不论公司会计层面将投资方的投资款处理为权益工具还是金融负债。除此之外，《监管规则适用指引——发行类第 4 号》的前述规定亦涉及理解问题。根据《民法典》规定，无效的或者被撤销的民事法律行为自始没有法律约束力，但投资方与发行人签署补充协议约定“自始无效”并不属于《民法典》规定的无效或者被撤销的民事法律行为，因此前述监管规则或不能按照《民法典》关于“自始无效”的规定进行理解，而应按照《民法典》中关于合同协商一致解除的规定进行理解，即理解为带追溯性条款的解除，投资方与发行人基于意思自治，一方面可约定对赌条款追溯至签署时解除，另一方面也可视合同履行情况约定合同履行期内发生过的回购恢复原状或者不恢复原状。

同理，考虑到股改时公司的上市预期并非一定非常明显，若此时被解除与公司对赌的条款，将使得投资方丧失一项重要的权利。在这种情况下，投资方可考虑谋求与公司签署协议，约定回购条款自公司股东会审议通过股改事宜时失效，自股改事宜完成工商变更登记之日起恢复效力；当然亦可与公司协商解除与公司的对赌并补充与实际控制人的对赌约定，但此时实际控制人的配合意愿可能较弱。

（二）触发“对赌条款”情形下行权的注意事项

1. 回购通知发送注意事项

当出现投资协议约定的触发回购情形时，投资方应注意在协议约定的期限内向回购义务人发送回购通知。关于发送主张回购的通知，除了严格按照投资协议的约定方式发送外，建议同时采用多种方式（如邮寄纸质回购通知书、发送回购通知书扫描件至指定联系人电子邮箱、微信）进行发送，并保留相关证明材料。关于邮寄纸质回购通知，建议主要采用 EMS 发送，邮寄时明确备注发送的文件名称等（如：A 致 B 关于 C 公司的股权回购通知书）并保留发送 EMS 的凭证（注明邮寄资料内容以及邮寄时间）。

2. 避免出现回购意思表示变更从而导致回购权基础丧失

出现投资协议约定的触发回购情形后，部分投资方或将面临是否发送回购通知以及回购通知发送后无法及时退出，从而需要继续作为股东在股东会上进行表决等问题。在发送主张回购的通知后，投资方需要特别注意避免出现回购意思表示变更的情形。

在(2021)京民终 418 号合同纠纷一案中，北京市高级人民法院认为，投资方对被投资企业 2020 年第四次股东会决议作出的确认（投资方选择向项目公司增资扩股或债

转股的方式继续合作而不是退出被投资企业) 改变了其 2019 年 3 月作出的股权回购的意思表示。据此, 投资方要求回购义务人回购其持有的被投资企业股权的诉讼请求, 不应得到支持。在(2020)粤 20 民终 2568 号股权转让纠纷一案中, 广东省中山市中级人民法院认为, 虽然依据协议投资方享有在项目公司未完成 IPO 时的股权回购权, 但投资方与全体股东一起参加了决议内容涉及同意项目公司在新三板挂牌的股东会会议, 没有对股东会决议提出异议, 也未提出保留股权回购协议的意见, 而是签署并确认该等股东会决议, 该等股东会决议事实上变更了原股权回购协议中与股权回购相关的条件, 其主张不应支持。

在前述两个案例中, 投资方的行为均存在与主张回购的通知相矛盾的问题, 最终导致了回购权基础丧失的严重后果。投资方在发送主张回购的通知后, 若需要对股东会进行任何表决, 建议关注该项表决是否与主张回购的通知矛盾, 若存在较难判断而又必须签署相关决议的情形, 建议在签署文件时一并注明签署该文件并不构成对公司回购义务的豁免, 不改变并保留主张回购的意思表示。

三、私募基金对赌退出主要法律问题

(一) 国有私募资金对赌退出是否需要进场交易

《企业国有资产法》及《企业国有资产交易监督管理办法》(以下简称“32 号令”)明确规定, 企业国有资产交易应当在依法设立的产权交易机构中公开进行, 国家法律法规另有规定的从其规定。适用《企业国有资产法》及 32 号令的国有及国有控股企业、国有实际控制企业的定义也在 32 号令第四条中进行了明确规定。

1. 有限责任公司形式的国有私募基金

若国有私募基金属于 32 号令规定的“国有及国有控股企业、国有实际控制企业”范围内的有限责任公司, 则其回购退出涉及的股权转让行为应当按照《企业国有资产法》及 32 号令的相关规定履行进场交易程序。虽然国有私募基金依据投资协议主张股东或实际控制人回购也是为了避免国有资产流失, 但由于该行为仍然属于 32 号令规定的企业国有资产交易, 从法规层面上无法豁免进场交易程序。在此种情形下, 如仍然按照 32 号令规定履行进场交易程序, 可能导致最终交易价格低于投资协议约定的回购价格, 因此, 有的国有私募基金可能会采取诉讼形式, 依据法院作出的裁判文书行使投资协议约定的回购权利(例如后文表 1 中的问答 4)。32 号令规定的企业国有资产交易程序与回购退出的冲突问题, 仍待国务院国资委进一步的明确规定。

若国有私募基金拟以减资的方式实现对赌退出, 则不属于《企业国有资产法》及

32 号令规定的“企业国有资产交易”，无需按照《企业国有资产法》及 32 号令规定履行进场交易行为，但国资委并不鼓励国有股东通过减资方式退出（详见后文表 1 中的问答 4），且通过减资方式退出仍应依据《企业国有资产评估管理暂行办法》等相关规定履行评估程序。

2. 有限合伙企业形式的国有私募基金

《企业国有资产法》及 32 号令并未明确规定有限合伙企业是否属于其规范范围，但根据国务院国资委的官方问答（详见后文表 1 中的问答 1、问答 2），有限合伙企业形式的国有私募基金应不属于《企业国有资产法》及 32 号令的规范对象，但在实践中，国务院国资委鼓励有限合伙企业对外投资的企业股权转让通过产权交易机构挂牌转让（详见后文表 1 中的问答 1）。

例如上海市《关于支持上海股权托管交易中心开展私募股权和创业投资份额转让试点工作的若干意见》（沪金监〔2022〕120 号）规定“1.支持各类国有基金份额通过上海股权托管交易中心（以下简称上海股交中心）开展转让试点。市区两级政府投资基金出资形成的份额，经主管部门审核后，可通过上海股交中心有序退出。”北京市《关于推进股权投资和创业投资份额转让试点工作的指导意见》规定“（三）支持各类国资相关基金份额（包括但不限于国家出资企业及其拥有实际控制权的各级子企业出资形成的基金份额、各级政府投资基金出资形成的基金份额），通过北京股权交易中心份额转让试点转让交易。对于存续期未满足但达到预期目标的政府投资基金出资形成的份额，经该基金行业主管部门审核后，可在北京股权交易中心份额转让试点转让交易。基金设立协议等对基金份额转让有明确规定或约定的，从其规定或约定。”

除此之外，亦有部分国有企业内部制定了有限合伙企业形式的国有私募基金进场交易的相关规定，因此，国有私募基金还应根据当地的相关政策及其企业内部管理制度综合判定是否履行进场交易程序。

经检索国务院国资委官网，国务院国资委对国有私募基金对赌退出是否需要进场交易的问题，有如下相关问答：

序号	发布时间	问题详情	回复内容
1	2023.12.28	对于管理人为国资全资或控股且存在国有 LP 的合伙制私募股权基金，在将基金所持的股权依投资协议约定转让、或采取市场化方式转让给第三方时，上述股权转让行为是否需要进场交易？	32 号令规范的对象是依据《公司法》设立的公司制企业，不包括有限合伙企业，有限合伙企业对外投资的企业股权转让不在 32 号令规范范围内。实践中，鼓励有限合伙企业对外投资的企业股权转让通过产权交易机构挂牌转让。
2	2022.4.13	国有全资公司担任某家私募基金的有限合伙人，占股 14，现拟转让全部合伙企业份额的，是否必须参照《企业国有资产交易监督管理办法》或其它相关法规进场交易，是否可以在进行审计评估后，依据公允价值直接向潜在受让方进行转让	32 号令规范的对象是公司制企业的情形。国有企业处置其持有的有限合伙企业中的份额，不在 32 号令规范范围，建议按照企业内部管理制度履行决策批准和资产评估及备案等工作程序。
3	2022.6.9	我们公司是一家国有独资公司，2020 年投资了一家民营企业，投资协议中约定了控股股东回购的条款，其中之一为企业控制权转让，目前该企业出现了该事项，控股股东将控制权转让给我们的兄弟企业（为同一实际控制人），该种情况下我们将按照协议要求原控股股东回购我司持有的股份，那是否需要按照 32 号令履行进场交易程序？	根据《企业国有资产法》和 32 号令有关规定，企业国有资产交易应当遵循等价有偿和公开公平公正的原则，在依法设立的产权交易机构中公开进行。国有企业对外签订的合同、协议等应当符合国家法律法规和国资监管规定。
4	2021.12.17	我司系一家国有全资的私募基金管理人，在管基金均为公司制的基金（国有全资），上述基金对外投资形成的股权，在满足投资协议的情形下，需要大股东进行回购（已履行评估程序），针对此种情形，有如下疑问，烦请解答： 1、上述大股东回购该基金投出的国有产权实质属于根据协议转让特定股东，是否需要公开产权交易机构进行？是否与公司法规定的对内转让程序相悖？ 2、根据产权交易所的文件，挂牌需要转让标的公司的内部决议，现该公司不予配合出具有关材料，导致无法开展进场的程序，该如何处理？ 3、该股权通过减资方式，以不低于评估的价格退出是否属于规避 32 号令监管？ 4、通过司法诉讼途径要求对方履行回购义务，通过司法文件确定是否属于规避 32 号令监管？	按照《公司法》设立的国有企业转让其持有的子企业产权应当按照《企业国有资产评估管理暂行办法》（国务院国有资产监督管理委员会令 12 号）、32 号令等相关规定执行。 国有股东原则上不宜采取减资方式退出。当国有股东权益受到侵害时，可通过协商、司法诉讼等方式来维护国有权益。

表 1 国务院国资委官网问答

（二）能否同时主张回购款以及业绩补偿款

在私募基金股权投资中，业绩补偿及股权回购都是常见的对赌条款，但对于投资方是否能够同时主张业绩补偿和股权回购（注：主张目标公司承担金钱补偿义务的，法院将审查目标公司是否有利润补偿投资方以及利润是否足以补偿投资方），司法实践中却存在截然不同的意见。

1.业绩补偿与股权回购属于并列的两种权利，可同时主张

在(2021)京民终753号合同纠纷案中，北京市高级人民法院认为“《补充协议一》并未就现金补偿与回购价款能否同时主张进行约定，亦未对两种权利是否具有排他性进行约定，而是以不同的条款对回购价款和现金补偿分别进行了约定，且相互之间并不存在矛盾之处。故从合同文义解释的角度，无论是主张现金补偿，还是回购价款，均是农业公司的权利。”

2.业绩补偿和股权回购款与违约金的性质明显不同，支持同时主张

在(2021)京民终102号股权转让纠纷案中，北京市高级人民法院认为“案涉相关协议同时设置业绩补偿条款和股权回购条款，构成盛世聚浦合伙以高溢价认购时空能源公司股权的前提与基础...符合权利义务相一致的原则。其次，业绩补偿条款和股权回购条款并非对盛世聚浦合伙的保底...时空能源公司的净利润目标能否成就取决于该公司的经营，在签订对赌协议时是不确定的，能否主张以及主张的数额都是不确定的。因此，同时支持业绩补偿和股权回购，并不会脱离设置对赌协议的初衷...业绩补偿金和股权回购款是对投资方收益的补偿和退出路径，与违约金的性质明显不同，不应适用合同法第二十九条的规定。综上，一审法院判决时空能源公司支付股权回购价款和业绩补偿金并无不当，本院予以确认”。

3.业绩补偿与股权回购为因果关系，而非并列关系，不能同时主张

在(2021)粤0113民初9418号买卖合同纠纷案中，广东省广州市番禺区人民法院认为“《叮咚网络投资协议书》明确将第10.1条第(4)款约定的标的公司、原股东、实际控制人未按约支付业绩补偿与第10.1条第(5)款约定的标的公司、原股东、实际控制人存在第11.1条约约定的重大瑕疵情形并列，均是股权回购成就的情形，即不支付业绩补偿是导致股权回购发生的情形之一，两者为因果关系，而非并列关系，鹏辉公司在要求股权回购同时主张业绩补偿，不符合双方约定，本院对鹏辉公司的业绩补偿请求不予支持。”

4.业绩补偿及股权回购均具有因违约行为承担损害赔偿责任的性质，应当综合进行考量，不支持同时主张

在(2020)沪0115民初93539号合同纠纷案中，上海市浦东新区人民法院认为

“《投资协议》第十条‘估值调整和补偿’、第十一条‘股份回购及转让’对两项权利的行使分别约定了不同的适用条件，两项权利独立存在，协议并没有特别约定仅能择一行使，但无论是支付业绩补偿还是回购股权均具有因违约行为承担损害赔偿责任的性质，应当综合进行考量。《投资协议》约定的股权回购价格的计算方式，已经充分考虑了对被告违约行为给原告投资造成的损失弥补。故原告同时主张被告吴滋峰、上海 XX 中心支付业绩补偿及股权回购不尽合理。”

5.对投资方的司法保护应限定在其实际投资本金及适当的资金占用补偿之和范围内，不支持同时主张

在(2020)粤 03 民终 19235 号股权转让纠纷案中，广东省深圳市中级人民法院认为“对赌协议作为估值调整机制，一方面是为了防控投资人的投资风险，但另一方面，其并不是投资人规避风险、保证收益的工具。对赌协议防控的风险是对目标公司未来发展的不确定性、因不参与目标公司的经营而与目标公司信息不对称的风险，而不是为了让投资方获得确定的保障或者获取较高的投资回报。无论是股权回购，还是业绩补偿，均是估值调整的安排。当投资人同时主张股权回购款和金钱补偿时，对投资人的司法保护应限定在其实际投资本金及适当的资金占用补偿之和范围内...”

6.股权回购与现金补偿的适用前提相同，不支持同时主张

在(2021)粤 01 民终 1354 号合同纠纷案中，广东省广州市中级人民法院认为“虽然合作协议、补充协议中没有明确约定股份回购与现金补偿是二者择其一还是同时适用的关系，但从协议约定的股份回购价格以及现金补偿款的计算方式来看...两种计算方式均体现了广州怡文（标的公司）达不到约定业绩数额时刘宇兵应对国政二号企业承担一定的补偿责任，在补偿数额计算上均带有一定的补偿及惩罚性质...另外，需要指出的是，本案所涉协议约定的股权回购与现金补偿的适用前提相同，即未达到实际报表利润，只是分属于不同利润空间范围的对应方式...国政二号企业已获得了部分现金补偿，故其在本案中再请求刘宇兵向其支付股权回购款本金、溢价款及逾期利息，无事实及法律依据。”

结合上述案例，在司法实践中，不同法院对业绩补偿与股权回购是否可以同时主张具有不同的意见，虽然投资方在设定该等条款的过程中无法保证能够被同时支持，但仍然可以从以下几个方面提高业绩补偿与股权回购权利同时得到实现的可能性：

(1) 由全体股东签署同意定向利润分配用于业绩补偿以及同意定向减资用于股权回购的书面文件，并在公司章程中对此予以明确规定；

(2) 在投资协议中，业绩补偿与股权回购应当以独立的条款出现，具有不同的触

发情形及后果，且在逻辑上应为并列关系，而非因果或递进等关系，也不会因同时主张业绩补偿与股权回购导致出现矛盾。

(3) 在投资协议中，业绩补偿与股权回购应具有不同的计算公式，避免因同时主张业绩补偿与股权回购构成重复计算。

(4) 业绩补偿与股权回购应与市场常规水平保持一致，避免因主张价款畸高而被裁判机构主动调减。

(5) 将业绩补偿与股权回购与违约条款进行区分，避免业绩补偿款与股权回购款被认定为违约金或损害赔偿金性质。

(6) 明确约定投资方有权同时主张业绩补偿及股权回购，并明确业绩补偿及股权回购是各方协商一致并审慎考虑的结果，不得随意调整。

(7) 主张业绩补偿权利应注意在业绩补偿条件成就时，投资方仍应具有股东身份。



吴金凤 北京国枫(成都)律师事务所 授薪合伙人

业务专长

公司投资并购、证券与资本市场

私募基金、争议解决



唐雪妮 北京国枫(成都)律师事务所 律师

业务专长

投资并购、私募基金

公司挂牌上市、民商事争议解决



徐岩 北京国枫(成都)律师事务所 律师

业务专长

证券与资本市场、投融资

民商事争议解决

(来源：国枫公众号)

国枫观察 | 信托纠纷的新趋势

New Trends of Trust Disputes

近年来信托纠纷类案件数量越来越多，同时在内部结构上也有所变化。未来随着整个资管行业的调整，信托纠纷也会呈现出新的发展趋势。

作者：何海锋

一、信托纠纷类案件数量越来越多，呈现出增长的大趋势

很多专家也提到，近年来信托领域的纠纷案件越来越多。周荆法官（北京三中院审委会专职委员、民四庭庭长）对相关数据的梳理，实际上是基于小信托、狭义信托的概念。而如果信托的概念更广泛地扩展到基金、其他银行理财等大资管产品中，则相关案件数量是更多的。同时，这个范围还没有包含刚才张笑滔总（中信建投证券法律合规部）提到的跟托管有关的纠纷，邓晓明律师（汉坤律师事务所合伙人）提到的与债券受托管理人相关的纠纷等等这类更广泛意义上的信托，或者与信托义务相关的案件。故而，信托类案件的数量实际上比我们认为的狭义上的信托案件更多。从更广泛的角度观察信托纠纷，更能全面反映信托纠纷的全貌。

二、近年来，在增长大趋势下，信托纠纷类案件的内部结构也逐渐发生变化

我自己所观察到的一个变化是，越来越多的案件从资产端转移向了资金端。关于受托人的义务，其实就是很典型的资金端的问题，委托人和受托人之间围绕该问题产生争议的案件越来越多，并涉及信托效力、信托解除等延伸问题。从我们的实务经验来看，这类案件的增多引发了几个比较有意思的现象。第一个现象是，纠纷类型从“外斗”逐渐转向“内斗”。原来都是围绕与最底层资产相关的风险处置——追偿、讨债而展开“外斗”；而现在主要是委托人和受托人之间，有时还把托管人员拉上，进行“内斗”、追偿；甚至受托人信托公司和自己的高管和业务员之间还会产生纠纷，这种情形越来越多。由此导致第二个现象，就是现有的法律规则无法满足实践需求，比如如何认定勤勉尽责？这种问题难免“有点玄学”，法律规则的供给是不足的。这也导致我们在实务中会经常搜集一些原来信托案件中不常见的证据，比如说录音、微信聊天记录、邮件等等的一些管理痕迹，这种内部留痕的东西此时也显得非常重要。资金端的问题还包括诸如信托合同效力、设立是否成立以及信托合同解除等等。总而言之，在信托类案件整体增长的大趋势中，其内部结构也呈现出从资产端到资金端的变化趋势。

三、在资金端问题中，追究受托人未勤勉尽责的违约责任已逐步上升至以此主张信托无效或解除，这类案件越来越普遍

信托解除背后的路径其实就是，以受托人严重违反信托合同、违反受托人义务，导致合同目的不能实现和根本违约为由，解除信托合同。目前，越来越多的委托人开始拿出这一“重磅武器”，而且可以看到，至少一些基金类案件中已有法院支持这样的主张——这类主张是釜底抽薪式的，受托人要返还本金，甚至要赔偿一定的收益。这类案件一旦提起，给受托人带来的压力是巨大的。

四、实务中，《九民纪要》对信托纠纷审理的影响非常重大

我们在实务观察及相关案件办理过程中发现，《九民纪要》对信托纠纷影响深远。特别是，《九民纪要》里面对金融消费者的概念及相应适当性义务进行了一些细化规定，其对信托纠纷的审理，影响非常深远。近年来，我们逐渐注意到，法院会主动地去审查适当性义务，主动地把投资者都归类为金融消费者，适用了很多关于金融消费者保护的规则，而实际上法院并未妥善区分金融投资者与金融消费者。投资和消费是有本质区别的，在信托类案件中不能一概以消费者的思维来处理问题，否则很容易导致变相的刚性兑付，或者寒蝉效应。比如，对于很多通道类信托业务，投资标的的选择、投资策略的制定和投后管理，实际上都是投资人自己控制的，而不是受托人控制的，受托人仅仅承担的是事务类的工作。在这种情况下，很难说这样的投资人是金融消费者，他们应该是投资者，而投资者应当承担应有的投资风险，不应该得到过多的倾斜保护。

五、对于未来信托纠纷的初步判断

从这几年来看，整个资产管理行业规模是在萎缩的，甚至我看过一篇文章说，“资产管理行业已死”，虽然过于夸张，但也能说明其萎缩的厉害程度。同时，信托公司也面临着从做非标到做标品的转型，所以从我自己观察的角度，2023年到2024年，信托类案件是在减少的。在前段时间我所接触的案件中，好几个案件都是在准备起诉阶段就和解了。所以，风险正在出清，业务量正在萎缩，也是目前信托行业的一个现状。我自己判断，未来信托类的纠纷可能会减少，但这个事不是好事，至少不是正常的状态。信托本质仍应回到资产管理的核心概念上来，可以围绕委托人和受托人之间的信义义务、勤勉尽责等纠纷，产生冲突，解决冲突，继而磨合并更好地建构交易体系、规则体系。而不是大家都不做了，都避免纠纷，动辄得咎，寒蝉效应，这样的状态对信托法而言不是好事。故从我自己从事争议解决业务的角度而言，信托法规则的完善、信托文化的弘扬、资管行业的振兴，仍然任务艰巨，信托法学研究大有可为。

*本文根据作者在北京信托法学研究会成立大会暨“信托业转型发展与信托法制完善”研讨会上的与谈发言整理而成。



何海锋 北京国枫律师事务所 合伙人

业务专长

公司和金融争议解决

(来源：国枫公众号)

《摄影集锦》

作者：钟鲁粤

与春同是江南客

