

法律资讯汇编

(2019 第 7 期)

上海王岩律师事务所
2019 年 7 月

目 录

行业新闻——《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》答记者问	3
新法速递——市场监管总局关于撤销冒用他人身份信息取得公司登记的指导意见	17
案例解析——竞业限制纠纷案件的审理思路和裁判要点	22
——从司法实践看解释五——董事职务的解除与离职补偿	32
业务研究——以世恒、瀚霖、扬锻三案为蓝本，解析对赌协议效力的裁判逻辑	48

《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》

答记者问

来源：中华人民共和国财政部官网

日期：2019 年 6 月 10 日

为进一步指导有关方面做好贯彻落实工作，中央办公厅、国务院办公厅近日印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》（以下称《通知》）。就此，按照党中央、国务院文件规定和要求，财政部、发展改革委、人民银行、审计署、银保监会、证监会有关负责人回答了记者提出的问题。

一、问：《通知》出台背景是什么？

答：党中央、国务院高度重视地方政府债务风险防范。按照党中央、国务院决策部署，以及《中华人民共和国预算法》（2014 年修订）等法律制度规定，国务院有关部门加快建立健全规范的地方政府举债融资机制，强化限额管理和预算管理，部署发行地方政府债券置换存量债务、完善地方政府专项债券制度、开展债务风险评估和预警、建立应急处置机制、实行分类违约处置、推进政府债务信息公开、构建常态化监督机制、依法查处问责违法违规融资担保行为，逐步形成覆盖地方政府债务管理各个环节的“闭环”管理体系。截至 2018 年

末，我国地方政府债务 18.39 万亿元，地方政府债务率（债务余额 / 综合财力）为 76.6%。加上纳入预算管理的中央政府债务 14.96 万亿元，两项合计，我国政府债务 33.35 万亿元。按照国家统计局公布的我国 2018 年 GDP 初步核算数 90.03 万亿元计算，我国政府债务负债率（债务余额 / GDP）为 37%，低于主要市场经济国家和新兴市场国家水平，风险总体可控。同时，各地区、各部门认真贯彻落实党中央、国务院决策部署，完善管理制度，建立政府举债终身问责、倒查责任机制，从严整治举债乱象，坚决遏制隐性债务增量，当前地方政府违法违规无序举债的势头初步得到遏制。

防范化解地方政府债务风险必须用改革的办法解决发展中的矛盾和问题，坚持疏堵并重，把“开大前门”和“严堵后门”协调起来，在严格控制地方政府隐性债务、坚决遏制隐性债务增量、坚决不走无序举债搞建设之路的同时，鼓励依法依规通过市场化融资解决项目资金来源。党中央、国务院高度重视做好地方政府专项债券发行和使用工作，中央经济工作会议、政府工作报告和国务院常务会议都对此提出明确要求。为此，中央办公厅、国务院办公厅专门印发《通知》，指导做好工作。

二、问：《通知》主要内容是什么？

答：《通知》以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻落实党中央、国务院决策部署，按照坚持疏堵结合、协同配合、突出重点、防控风险、稳定预期的原则，从支持做好专项债券项目融资工作、进一步完善专项债券管理和配套措施、依法合规推进重大公

益性项目（以下称重大项目）融资、加强组织保障等方面，提出了相关工作要求，正面引导地方政府履职尽责，依法合规做好专项债券发行及项目配套融资工作，用改革的方法开大开好地方政府规范举债融资的“前门”。

一是支持做好专项债券项目融资工作。《通知》提出合理明确金融支持专项债券项目标准，资金支持精准聚焦国家重点领域和重大项目，积极引导金融机构对符合标准的项目提供配套融资支持，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金，确保落实专项债券项目 and 市场化融资项目到期债务偿还责任。

二是进一步完善专项债券管理及配套措施。《通知》要求大力做好专项债券项目推介，保障专项债券项目融资与偿债能力相匹配，强化信用评级和差别定价，提升地方政府债券发行定价市场化程度，丰富地方政府债券投资群体，合理提高长期专项债券比例，加快专项债券发行使用进度。

三是依法合规推进重大项目融资。《通知》要求支持重大项目市场化融资，合理保障必要在建项目后续融资，多渠道筹集重大项目资本金。

四是加强组织保障。《通知》强调严格落实工作责任，加强部门监管合作，推进债券项目公开，建立正向激励机制，依法合规予以免责，强化跟踪评估监督。

三、问：《通知》对支持做好专项债券项目融资工作提出了哪些要求？

答：《通知》围绕用改革的办法解决发展中的矛盾和问题的目标，依据有关法律政策规定，从合理明确金融支持标准、突出资金支持重点、提供配套融资支持、拓宽重大项目资本金渠道、保障偿债责任等方面，提出系统性政策措施，支持做好专项债券项目融资工作，既发挥专项债券增加有效投资的带动作用，又坚决守住防控风险的底线，切实保障经济健康发展可持续。

一是合理明确金融支持专项债券项目标准。《通知》明确，对没有收益的重大项目，通过统筹财政预算资金和地方政府一般债券予以支持。对有一定收益且收益全部属于政府性基金收入的重大项目，由地方政府发行专项债券融资；收益兼有政府性基金收入和其他经营性专项收入（以下简称专项收入，包括交通票款收入等），且偿还专项债券本息后仍有剩余专项收入的项目，可以由承担专项债券项目建设任务的企业法人项目单位（以下简称项目单位）根据未纳入预算管理的剩余专项收入情况向金融机构市场化融资。

二是精准聚焦重点领域和重大项目。《通知》提出，鼓励地方政府和金融机构依法合规使用专项债券和其他市场化融资方式，重点支持京津冀协同发展、长江经济带发展、“一带一路”建设、粤港澳大湾区建设、长三角区域一体化发展、推进海南全面深化改革开放等重大战略和乡村振兴战略，以及推进棚户区改造等保障性安居工程、易地扶贫搬迁后续扶持、自然灾害防治体系建设、铁路、收费公路、机场、水利工程、生态环保、医疗健康、水电气热等公用事业城镇基础设施、农业农村基础设施等领域以及其他纳入“十三五”规划内符合

条件的重大项目建设。

三是积极鼓励金融机构提供配套融资支持。《通知》提出，对应实行企业化经营管理的项目，鼓励和引导银行机构以项目贷款等方式支持符合标准的专项债券项目建设。鼓励保险机构为符合标准的中长期专项债券项目建设提供融资支持。允许项目单位发行公司信用类债券，支持符合标准的专项债券项目。

四是允许将专项债券作为符合条件的重大公益性项目资本金。

《通知》提出，对于专项债券支持、符合中央重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目，主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略实施的地方高速公路、供电、供气项目，在评估项目收益偿还专项债券本息后其他经营性专项收入具备融资条件的，允许将部分专项债券资金作为一定比例的项目资本金，但不得超越项目收益实际水平过度融资。地方政府按照一一对应原则，将专项债券资金严格落实到实体政府投资项目，不得将专项债券作为政府投资基金、产业投资基金等各类股权基金的资金来源，不得通过设立壳公司、多级子公司等中间环节注资，避免层层嵌套、层层放大杠杆。

四、问：《通知》如何完善专项债券管理和配套措施？

答：《通知》依据现行法律法规和政策规定，按照市场化改革方向，进一步细化完善专项债券管理及配套措施，从专项债券项目推介、保障项目融资与偿债能力相匹配、强化信用评级和差别定价、提升债券发行定价市场化程度、丰富债券投资群体、提高长期专项债券比例、

加快债券发行使用进度等方面，提出相关工作要求，既支持做好专项债券发行及项目配套融资工作，又推动地方政府债券沿着市场化改革方向发展，实现让市场在金融资源配置中发挥决定性作用。

一是大力做好专项债券项目推介。《通知》提出，地方政府通过印发项目清单、集中公告等方式，加大向金融机构推介符合标准专项债券项目的力度。金融管理部门积极配合地方政府工作，组织和协调金融机构参与。金融机构按照商业化原则、自主自愿予以支持，加快专项债券推介项目落地。

二是强化信用评级和差别定价。《通知》要求，推进全国统一的地方政府债务信息公开平台建设，由地方政府定期公开其债务限额、余额、债务率、偿债率以及经济财政状况、债券发行、存续期管理等信息，形成地方政府债券统计数据库，支持市场机构独立评级，根据政府债务实际风险水平，合理形成市场化的信用利差。加快建立地方政府信用评级体系，加强债务风险评估和预警结果在金融监管等方面的应用。

三是提升地方政府债券发行定价市场化程度。《通知》强调，坚持地方政府债券市场化发行，进一步减少对地方政府债券发行的行政干预和窗口指导，不得通过财政存款和国库现金管理操作等手段变相干预地方政府债券发行定价，促进地方政府债券发行利率合理反映地区差异和项目差异。严禁地方政府及其部门通过金融机构排名、财政资金存放、设立信贷目标等方式，直接或间接向金融机构施压。

四是丰富地方政府债券投资群体。《通知》提出，推动地方政府

债券通过商业银行柜台在本地区范围内向个人和中小机构投资者发售，扩大对个人投资者发售量，提高商业银行柜台发售比例。鼓励和引导商业银行、保险公司、基金公司、社会保险基金等机构投资者和个人投资者参与投资地方政府债券。合理确定地方政府债券柜台发售的定价机制，增强对个人投资者的吸引力。适时研究储蓄式地方政府债券。指导金融机构积极参与地方政府债券发行认购，鼓励资管产品等非法人投资者增加地方政府债券投资。积极利用证券交易所提高非金融机构和个人投资地方政府债券的便利性。推出地方政府债券交易型开放式指数基金，通过“债券通”等机制吸引更多境外投资者投资。推动登记结算机构等债券市场基础设施互联互通。

五是合理提高长期专项债券期限比例。《通知》要求，专项债券期限原则上与项目期限相匹配，降低期限错配风险，防止资金闲置浪费。逐步提高长期债券发行占比，对于铁路、城际交通、收费公路、水利工程等建设和运营期限较长的重大项目，鼓励发行 10 年期以上的长期专项债券，更好匹配项目资金需求和期限。合理确定再融资专项债券期限，原则上与同一项目剩余期限相匹配，避免频繁发债增加成本。完善专项债券本金偿还方式，在到期一次性偿还本金方式的基础上，鼓励采取本金分期偿还方式，既确保分期项目收益用于偿债，又平滑债券存续期内偿债压力。

六是加快专项债券发行使用进度。《通知》提出，对预算拟安排新增专项债券的项目可以通过先行调度库款的办法，加快项目建设进度，债券发行后及时回补。各地要均衡专项债券发行时间安排，力争

当年 9 月底前基本发行完毕，尽早发挥资金使用效益。

五、问：《通知》对保障重大项目资金需求提出哪些要求？

答：《通知》依据相关法律和政策规定，在从严整治举债乱象、严禁无序举债搞建设的同时，明确了依法合规推进重大项目、在建项目建设的政策要求，并鼓励多渠道筹集重大项目资本金，综合施策进一步支持稳定增加有效投资。

一是支持重大项目市场化融资。《通知》明确，对于部分实行企业化经营管理且有经营性收益的基础设施项目，包括已纳入国家和省、市、县级政府及部门印发的“十三五”规划并按规定权限完成审批或核准程序的项目，以及发展改革部门牵头提出的其他补短板重大项目，金融机构可按照商业化原则自主决策，在不新增隐性债务前提下给予融资支持，保障项目合理资金需求。

二是合理保障必要在建项目后续融资。《通知》提出，在严格依法解除违法违规担保关系的基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。鼓励地方政府合法合规增信，通过补充有效抵质押物或由第三方担保机构担保等方式，保障债权人合法权益。

三是多渠道筹集重大项目资本金。《通知》明确，鼓励地方政府通过统筹年度预算收入、上级转移支付、结转结余资金，以及按规定动用预算稳定调节基金等渠道筹集重大项目资本金。允许地方政府使用各类财政建设补助资金、中央预算内投资作为重大项目资本金，鼓

励地方政府将发行地方政府债券后腾出的财力用于重大项目资本金。

六、问：《通知》提出建立正向激励机制、依法合规予以免责，主要内容和政策考虑是什么？

答：《通知》贯彻落实党中央关于坚持“三个区分开来”的精神和要求，在强化责任意识、坚决查处违法违规行为的同时，针对可能存在的部分地方政府和金融机构担心问责而不作为的情况，从建立正向激励、依法合规予以免责两方面，既提出相关激励性措施，又设定合规免责的边界，着力打消地方政府、金融机构合法合规行为的不必要顾虑。

一是建立正向激励机制。《通知》提出，研究建立正向激励机制，将做好专项债券发行及项目配套融资工作、加快专项债券发行使用进度与全年专项债券额度分配挂钩，对专项债券资金发行使用进度较快的地区予以适当倾斜支持。适当提高地方政府债券作为信贷政策支持再贷款担保品的质押率，进一步提高金融机构持有地方政府债券的积极性。

二是依法合规予以免责。《通知》强调，既要强化责任意识，谁举债谁负责、谁融资谁负责，从严整治举债乱象，也要明确政策界限，允许合法合规融资行为。对金融机构依法合规支持专项债券项目配套融资，以及依法合规支持已纳入国家和省、市、县级政府及部门印发的“十三五”规划并按规定权限完成审批或核准程序的项目和发展改革部门牵头提出的其他补短板重大项目，凡偿债资金来源为经营性收入、不新增隐性债务的，不认定为隐性债务问责情形。对金融机构支

持存量隐性债务中的必要在建项目后续融资且不新增隐性债务的，也不认定为隐性债务问责情形。

七、问：《通知》印发是否意味着放松债务风险管控，如何防范专项债券及项目配套融资风险？

答：《通知》全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中全会精神，坚持以供给侧结构性改革为主线不动摇、坚持结构性去杠杆的基本思路、坚持稳定政策预期、坚决不搞“大水漫灌”，从合理明确融资标准、严格项目资本金条件、确保落实偿债责任、保障项目融资与偿债能力相匹配、强化跟踪评估监督等五个方面，构建风险防控体系，在用改革的办法“开大前门”的同时，坚决打好防范化解重大风险攻坚战。

一是区分不同类型情况，分类合理明确金融支持标准。严格执行党中央、国务院文件规定，专项债券必须用于有一定收益的项目。对没有收益的重大项目，通过统筹财政预算资金和地方政府一般债券予以支持。对有一定收益且收益全部属于政府性基金收入的重大项目，由地方政府发行专项债券融资；收益兼有政府性基金收入和其他经营性专项收入，且偿还专项债券本息后仍有剩余经营性专项收入的重大项目，可以由有关企业法人项目单位根据未纳入预算管理的剩余其他经营性专项收入情况向金融机构市场化融资。对收益中不含其他经营性专项收入或偿还专项债券本息后其他经营性专项收入没有剩余的重大项目，不得向金融机构市场化融资，防止形成新增隐性债务。

二是从严设定政策条件，严禁利用专项债券作为重大项目资本金

政策层层放大杠杆。允许将部分专项债券资金作为一定比例的项目资本金应当同时具备三项条件：第一，应当是专项债券支持、符合党中央国务院重大决策部署、具有较大示范带动效应的重大项目；第二，涉及领域主要是国家重点支持的铁路、国家高速公路和支持推进国家重大战略实施的地方高速公路、供电、供气项目；第三，评估项目收益除偿还专项债券本息后，其他经营性专项收入具备向金融机构市场化融资条件的项目。

同时，《通知》明确不得超越项目收益实际水平过度融资，要求地方政府将专项债券严格落实到实体政府投资项目，不得将专项债券作为政府投资基金、产业投资基金等各类股权基金的资金来源，不得通过设立壳公司、多级子公司等中间环节注资，避免层层嵌套、层层放大杠杆。

三是加强风险评估论证，确保项目融资与偿债能力相匹配。《通知》要求，地方政府、项目单位和金融机构加强对公益性项目融资的可行性论证和风险评估，充分论证项目预期收益和融资期限及还本付息的匹配度，合理编制项目预期收益与融资平衡方案，反映项目全生命周期和年度收支平衡情况，使项目预期收益覆盖专项债券及市场化融资本息。需要金融机构市场化融资支持的，地方政府指导项目单位比照上述要求开展工作，向金融机构全面真实及时披露审批融资所需信息，准确反映偿还专项债券本息后的其他经营性专项收入，使项目对应可用于偿还市场化融资的其他经营性专项收入与市场化融资本息相平衡。金融机构严格按商业化原则审慎做好项目合规性和融资

风险审核，在偿还专项债券本息后的其他经营性专项收入确保市场化融资偿债来源的前提下，按商业化原则对符合条件的重大公益性项目积极予以支持，自主决策是否提供融资及具体融资数量和比例并自担风险。

四是严格偿债资金管理，确保落实到期债务偿还责任。《通知》明确，省级政府对专项债券依法承担全部偿还责任。组合使用专项债券和市场化融资的项目，项目收入实行分账管理。项目对应的政府性基金收入和用于偿还专项债券的其他经营性专项收入及时足额缴入国库，确保专项债券还本付息资金安全；项目单位依法对市场化融资承担全部偿还责任，在银行开立监管账户，将市场化融资资金以及项目对应可用于偿还市场化融资的其他经营性专项收入，及时足额归集至监管账户，保障市场化融资到期偿付。市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。严禁项目单位以任何方式新增隐性债务。

五是强化跟踪评估监督，重大事项及时请示报告。《通知》要求，地方各级政府、地方金融监管部门、金融机构动态跟踪政策执行情况，总结经验做法，梳理存在问题，及时研究提出政策建议。国务院有关部门按职责加大政策执行情况的监督力度，尤其是对将专项债券资金作为项目资本金的项目要加强跟踪评估，重大事项及时按程序请示报告。

八、问：《通知》允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，请问为何这样操作？

答：《通知》贯彻落实党中央、国务院关于防范化解地方政府隐性债务风险的决策部署，相关政策规定兼顾了坚决遏制隐性债务增量和积极稳妥化解隐性债务存量的关系，有利于避免形成“半拉子”工程，有利于在坚定不移去杠杆的同时防范“处置风险的风险”。主要体现在三个方面：

一是明确政策适用对象，主要是必要的在建项目，避免形成“半拉子”工程，造成不必要的资金损失浪费。对于政府投资新建项目和不必要的在建项目，不适用相关政策规定。

二是界定政策适用范围，严格限定在存量隐性债务范围内，且不扩大项目建设规模，确保不会新增隐性债务。对存量隐性债务范围外的项目，不适用相关政策规定。

三是防范风险作为前提，明确要求相关融资必须建立在严格依法解除违法违规担保关系的基础上、必须由融资平台公司和金融机构自主协商，由金融机构根据项目风险而不是政府信用自主决策，确保实行真正的市场化操作，不形成新的风险。

九、问：今年以来地方政府债券发行使用情况如何？

答：按照党中央、国务院决策部署，财政部加大工作力度，督促指导地方加快新增地方政府债券（以下简称新增债券）发行使用工作。2019 年 1-5 月，新增债券累计发行 14596 亿元，其中新增专项债券 8598 亿元；发债规模已占 2019 年新增地方政府债务限额 3.08 万亿元的 47.4%，发行进度接近一半，超过序时进度。

同时，各地发行的新增债券主要用于在建项目建设，积极支持打

赢三大攻坚战，有力支持国家重大区域发展战略，着力推进棚户区改造、自然灾害防治体系建设、铁路、国家高速公路、水利工程、乡村振兴、生态环保、城镇基础设施、农业农村基础设施等方面重大项目建设，稳定投资效果明显。

下一步，按照党中央、国务院决策部署，相关部门将持续督导各地进一步加快债券发行使用进度，带动有效投资扩大，并发挥对民间投资的撬动作用，促进经济平稳健康运行。

市场监管总局关于撤销冒用他人身份信息 取得公司登记的指导意见

来源：国家市场监督管理总局官网

国市监信（2019）128 号

日期：2019 年 6 月 28 日

各省、自治区、直辖市及新疆生产建设兵团市场监管局（厅、委）：

商事制度改革以来，各级市场监管部门深入贯彻落实党中央、国务院决策部署，着力提高市场准入便利化程度，降低制度性交易成本，营商环境得到显著优化，创新创业活力得到有效释放，群众满意度和获得感明显增强。与此同时，少数不法分子违背诚实信用原则，冒用他人身份信息取得公司登记（以下简称冒名登记），干扰了正常的公司登记注册秩序，群众反映强烈，社会高度关注。

市场监管部门作为法定的企业登记机关，必须牢固树立以人民为中心的发展理念，想群众之所想，急群众之所急，扎实开展撤销冒名登记工作，有效回应公众期待和社会关切，切实维护商事登记权威性和“放管服”改革成果，切实保障广大人民群众合法权益。

为做好撤销冒名登记工作，现提出如下指导意见：

一、积极应对群众诉求

对于被冒用身份信息取得公司登记的人民群众（以下简称被冒用人）撤销冒名登记的反映，各级市场监管部门应积极应对负责。撤销冒名登记工作由作出该次登记决定的市场监管部门（以下简称登记机关）负责。登记机关发生过变更的，由现登记机关负责撤销。

被冒用人本人向登记机关反映被冒名登记情况的，登记机关及时做好记录。被冒用人本人不能到场反映的，登记机关应对其进行远程身份核验。

登记机关要认真核验被冒用人本人签字的撤销登记申请及其身份证件复印件（本人到场的，核实原件）。被冒用人还可以一并提供身份证件丢失报警回执、身份证件遗失公告、银行挂失身份证件记录、由专业机构出具的笔迹鉴定报告等有助于认定冒名登记基本事实的文件材料。

二、做好公示和调查工作

登记机关应将公司涉嫌冒名登记的情况（包括被冒名登记时间、具体登记事项、登记机关联系方式等）通过国家企业信用信息公示系统（以下简称公示系统）及时向社会公示。公示期 45 日。公示期内调查终结并作出调查结论的，终止公示。

登记机关要通过查阅冒名登记行为涉及的档案材料，对公司住所或经营场所进行现场检查，询问公司相关人员、登记代理人或利害关系人等方式，对冒名登记基本事实进行调查，并根据需要征询公安、税务、金融、人力资源社会保障等相关部门意见。

利害关系人主张与冒名登记相关的民事权利正在诉讼过程中，人

民法院尚未作出判决、裁定或生效判决、裁定尚未执行完毕的；或者有证据证明冒名登记涉及的股权存在争议，各方尚未达成一致的，登记机关应中止调查，并相应延长公示期。

三、审慎作出撤销登记决定

登记机关在调查终结或公示期满后作出调查结论，并据此作出撤销或不予撤销登记的决定。公司在调查前已被吊销营业执照的，不影响登记机关作出撤销登记的决定，但因提交虚假材料或者采取其他欺诈手段隐瞒重要事实取得公司登记、被吊销营业执照的除外。

登记机关调查认定冒名登记基本事实清楚，或者公司和相关人员无法取得联系或不配合调查且公示期内无利害关系人提出异议，登记机关认为冒名登记成立的，应依法作出撤销登记决定。

有证据证明被冒用人对该次登记知情或事后曾予追认，或者公示期内利害关系人提出异议经调查属实，登记机关认为冒名登记不成立的，应依法作出不予撤销登记决定。

人民法院生效判决或裁定已认定冒名登记事实的，登记机关应作出撤销登记决定。公安、税务、金融、人力资源社会保障等相关部门出具书面意见不同意撤销登记，或者撤销登记可能对公共利益造成重大损害的，登记机关应作出不予撤销登记决定。

登记机关应将撤销（不予撤销）登记决定送达冒名登记的公司及被冒用人。在调查过程中已发现公司通过登记住所或经营场所无法联系的，可以直接采取公告方式送达该公司。

四、准确公示撤销信息

登记机关作出撤销登记决定后，应在登记注册系统标注作出撤销决定的状态，并通过公示系统向社会公示。撤销公司设立登记的，公示公司名称、成立日期、被撤销登记日期和原因、作出撤销决定的登记机关等基本信息。撤销公司变更登记的，恢复公示冒名登记前的信息，同时公示撤销冒名登记相关信息。撤销公司注销登记的，公示注销前的信息，并标注“已撤销注销登记，恢复主体资格”。

撤销冒名登记所形成的全部材料，要单独立卷，归入公司登记档案。

五、强化信用惩戒

总局建立全国虚假登记责任人数据库。登记机关负责将冒名登记的直接责任人录入虚假登记责任人数据库。对再次提交登记申请材料或作为登记申请人的，可以进行严格审查。对虚构事实或提交虚假证明材料，逃避债务、偷漏税款或进行其他违法犯罪活动的，登记机关配合有关部门进行查处，并实施信用惩戒。

对冒名取得公司变更或注销登记，被撤销登记的，应按照《严重违法失信企业名单管理暂行办法》的规定，将所涉公司列入严重违法失信企业名单。

六、做好后续处理工作

冒名登记被撤销后，因冒名登记导致的被冒用人相关信用惩戒和市场禁入措施停止执行。登记机关应及时更新数据，解除信用约束措施。

登记机关或其上级机关认定撤销登记的决定错误的，可以撤销该

决定，恢复公司原登记状态，并通过公示系统进行公示。

七、加强部门协调配合

各级市场监管部门要在地方党委政府的领导下，加强与公安、税务等相关政府部门和司法机关的协调配合。在撤销冒名登记工作中发现的其他违法行为线索，应当移送有管辖权的部门处理；涉嫌犯罪的，应当移送公安机关。要做好部门间信息共享工作，及时推送撤销冒名登记相关数据，推进被冒用人无辜受限问题的解决。

八、做好工作保障

各省（区、市）市场监管部门要结合实际情况，制定撤销冒名登记的细化措施，明确撤销冒名登记工作的职责分工、工作流程、审批权限、档案管理等。要按照总局相关技术方案的要求做好公示系统优化改造，及时调整登记注册系统，为撤销冒名登记工作提供有效支撑。

撤销冒用他人身份信息取得个人独资企业、合伙企业、非公司制企业、农民专业合作社、个体工商户等市场主体的登记，以及撤销冒用他人身份取得公司董事、监事、高级管理人员、清算组成员等备案的，参照本意见执行。

在撤销冒名登记工作中遇到的问题，请及时报告总局相关司局。

竞业限制纠纷案件的审理思路和裁判要点

来源：浦江天平公众号

日期：2019 年 6 月 11 日

为全面提升法官的司法能力和案件的裁判品质，进一步促进类案价值取向和适法统一，实现司法公正，上海市第一中级人民法院探索类案裁判方法总结工作机制，通过对各类案件中普遍性、趋势性的问题进行总结，将法官的优秀审判经验和裁判方法进行提炼，形成类案裁判的标准和方法。

本期刊发《竞业限制纠纷案件的审理思路和裁判要点》。

竞业限制是指对原用人单位负有保密义务的劳动者，于离职后在约定的期限内，不得生产、自营或为他人生产、经营与原用人单位有竞争关系的同类产品及业务，不得在具有竞争关系的用人单位任职。为提高办案质量与效率、规范自由裁量权，现以典型案例为基础，对该类案件的审理思路和裁判方法进行提炼和归纳。

一、典型案例

案例一：涉及主体与同业的审查

张某系 A 公司员工，从事传感器研发工作。双方签订的竞业限制协议约定：竞业限制的行业领域包括但不限于倾角传感器、加速度传

感器等，期限为 2 年。后张某辞职。张某入职 A 公司前即投资设立 B 公司，离职后一年内仍为 B 公司股东，并历任监事、法定代表人、执行董事等职务。A 公司及 B 公司登记的经营范围均未包括生产、销售传感器。A 公司主张与 B 公司均实际生产、销售传感器，认为张某违反竞业限制约定。

案例二：涉及竞业行为的认定

郎某与 C 公司签订竞业限制协议，约定郎某在劳动关系存续期间及劳动关系终止之日起三年内不以直接或间接方式经营或加入同业企业。郎某劳动关系存续期间，其妻作为股东之一投资设立 D 公司。2009 年 6 月 8 日郎某从 C 公司辞职，8 月 13 日郎某任 E 公司董事。D 公司、E 公司与 C 公司均存在竞争关系。

案例三：涉及违约责任的核定

罗某与 F 公司签订竞业限制协议。后劳动关系解除当日双方签订竞业限制的补充协议，约定竞业限制的补偿金标准为罗某离职前上一年度固定薪酬的 18%；违约责任为返还已支付的补偿金及支付相当于年补偿金标准四倍的违约金。罗某离职前一年的固定工资为 19500 元/月。离职三天后，罗某进入同业的 G 公司工作。F 公司以罗某违约为由要求其支付 166752 元违约金。罗某辩称其未泄露 F 公司商业秘密且违约金过高。

二、审理难点

（一）主体范围界定难

《中华人民共和国劳动合同法》（以下简称《劳动合同法》）第

24 条第 1 款将竞业限制的人员限定为“用人单位的高级管理人员、高级技术人员和其他负有保密义务的人员”。实践中，对其他负有保密义务人员的认定存在争议：一种观点认为，劳动者对用人单位负有忠实义务，只要双方就竞业限制达成合意，法院无需审查劳动者是否负有保密义务；另一种观点认为，对劳动权的限制应以商业秘密的保护为前提，为防止用人单位滥用其优势地位，法院应对劳动者是否负有保密义务进行审查。

（二）竞业行为认定难

劳动者离职后的竞业行为存在多种情形，既包括直接入职或投资同业组织的行为，也包括劳务派遣、关系挂靠、人事代理或股份代持等隐蔽性更强的竞业行为。后几种情形下，劳动者是否存在竞业行为的认定存在较大困难。

对劳动者离职后是否从事与原用人单位“同类产品、同类业务”的认定，因专业性较强，仅凭常识往往难以作出准确判断。实践中对于是否仅对营业执照的经营范围进行比对审查存在争议。

（三）违约责任核定难

在认定劳动者应就其竞业行为向用人单位承担违约责任时，关于违约金是否需要调整、如何调整，是否参照《合同法》及买卖合同司法解释的规定进行审查判断，补偿金是否返还等问题尚无明文规定。劳动者应承担何种程度的违约责任，也缺乏明确的判断标准。

在双方未约定的情况下，用人单位已支付的补偿金是否可以返还，在实践中也存在争议。一种观点认为不应当返还，违约金已经涵盖了

劳动者违约行为所应承担的法律责任；另一种观点认为应当返还，补偿金系填平劳动者不履行竞业行为的收入损失，违约劳动者在竞业期间收入未因此受到损失。

三、竞业限制纠纷案件审理的一般思路和方法

竞业限制纠纷案件的审理应注重对用人单位商业秘密和劳动者劳动权的平衡保护，既要规制劳动者的不正当竞争行为，又要防止用人单位的权利滥用。

（一）审查有无竞业限制约定及其合理性

1、有无竞业限制约定的审查

竞业限制义务属于劳动者的约定义务。如果用人单位未与劳动者签订竞业限制协议，或未在劳动合同或者保密协议中与劳动者约定竞业限制条款，则劳动者不负有竞业限制义务。未作约定时法院可向用人单位释明，引导其提起侵犯商业秘密纠纷诉讼主张权益。

2、竞业限制适用人员的审查

如果劳动者未在诉讼中对竞业限制主体适格提出抗辩，则法院对该事项不作审查。如劳动者主张其非适格主体，则法院需对此进行审查：对高级管理人员的认定，可以参考《公司法》的相关规定；对高级技术人员的认定，可以参考劳动者的职称、在用人单位担任的职务以及工作内容进行综合判定；对其他负有保密义务的员工的认定，则可以参考侵犯商业秘密纠纷案件的审理规则进行审查。如劳动者职务属于技术研发、销售、财务等敏感岗位，则可推定其具有接触用人单位技术秘密或经营秘密的便利；如劳动者职务并不涉及敏感岗位，则

需用人单位举证证明两个方面：一是本单位具有特定技术或经营秘密；二是劳动者存在接触商业秘密的可能。如案例一中，张某虽属一般职务，但从事研发工作，具有接触 A 公司技术秘密的便利，故认定其属于竞业限制的适格主体。

3、竞业限制业务、地域、期限的审查

对竞业限制业务的审查，应当明确具体。如竞业限制协议中仅约定“本行业或其他行业”“同类产品、业务”“相类似的产品、业务”，法院应要求用人单位进一步明确其主营业务以及竞业限制业务的范围。对竞业限制地域的审查，应当以能够与用人单位形成实际竞争关系的地域为限。对竞业限制期限的审查，应当以法律规定的两年为上限，超出部分约定无效。

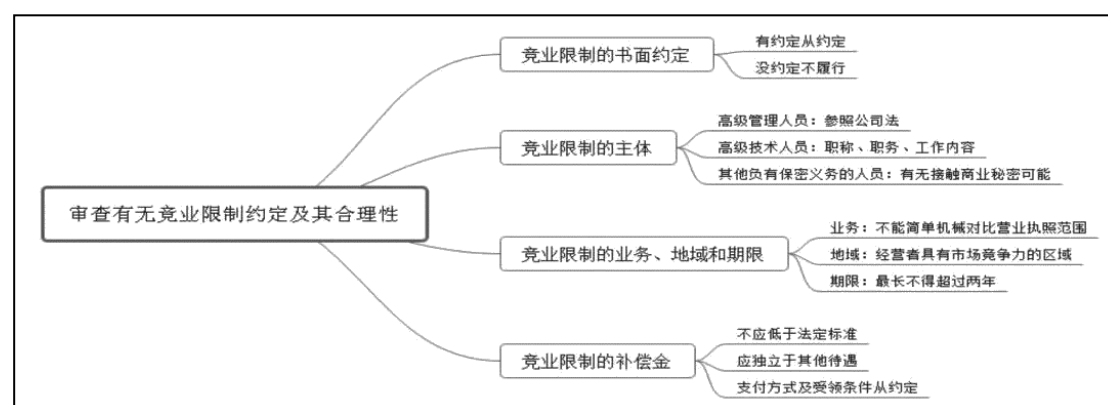
4、竞业限制补偿金的审查

关于补偿金的标准，法院应按照当事人之间的约定予以核定。当事人未约定的，按照《最高人民法院关于审理劳动争议案件适用法律若干问题的解释（四）》第 6 条规定，以劳动者离职前十二个月平均月工资的 30%及同期最低工资标准双重标准为下限进行酌定。在核定前十二个月平均工资时，应将劳动者于上述期间所获奖金及固定发放的补贴等收入计算在内。

关于补偿金的支付方式，虽然《劳动合同法》第 23 条第 2 款仅明确离职后按月给付的方式，但只要能将补偿金与其他待遇显著区分，用人单位可以与劳动者约定在职期间发放等其他给付方式。

关于补偿金的受领条件，应按照当事人的约定进行审查。如果当

事人未作约定且用人单位未支付补偿金时，由于劳动者所承担的系不从事竞业行为的消极义务，劳动者从事竞业限制行为的举证责任应由用人单位承担。根据审理需要，法院也可酌情要求劳动者提供离职后的就业或失业登记等材料。



（二）审查劳动者有无违反竞业限制的约定

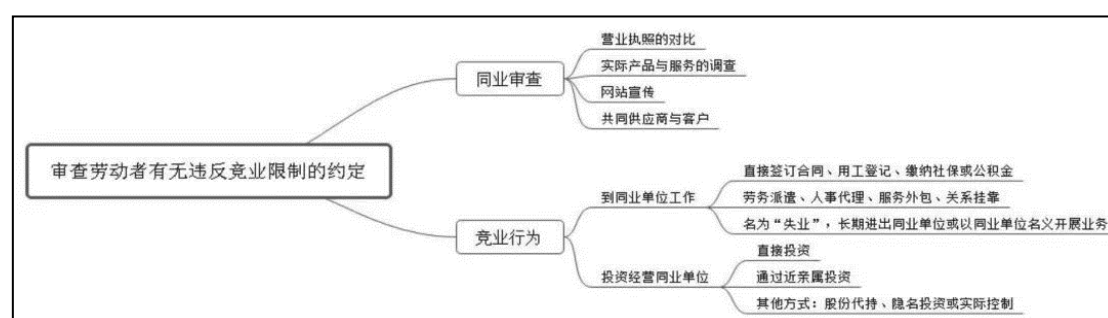
1、同业的审查

同业的竞争关系应由用人单位承担举证责任。法院可参考但不应拘泥于营业执照登记内容，还可以通过实际产品与服务的调查、企业官网宣传或其他登记资料、共同供应商或客户的证言来综合考量。如案例一中，虽然 A 公司与 B 公司营业执照所记载的经营范围均不含传感器的生产与销售，但是法院通过对在案证据的甄别，确认两公司均实际生产和销售传感器等事实，最终认定两公司存在同业竞争关系。

2、竞业的审查

劳动者直接入职或者投资同业单位的情况可通过用工登记、税费缴费情况（社会保险费、住房公积金、个人所得税等）、公司登记信息等证据查明。对隐蔽性竞业行为的事实认定，法院在分配举证责任时应注意用人单位的取证难度。在用人单位已提供初步证据的情况

下，法官宜适时公开心证，要求用人单位进一步举证证明劳动者存在竞业行为的事实，抑或要求劳动者就其存疑行为进行合理解释并提供证据予以证明，继而根据盖然性的标准对法律事实进行综合认定。审理中，法院宜科学衡定当事人与涉案证据的距离远近，妥善处理举证责任与示证义务之间的关系，并灵活运用调查令及依职权调查等审查手段，及时固定证据和正确认定事实。如案例二中，郎某既存在投资同业公司的直接竞业行为，亦存在通过其妻代持同业公司股份的间接竞业行为，法院通过上述审查方法查明了郎某从事竞业行为的事实。



（三）审查违约责任

1、违约金的审查

用人单位的商业秘密可能因劳动者的竞业行为遭受侵害进而造成利益损失，违约金则是对可能产生的损失进行填补。如当事人请求调整违约金数额，法官在行使自由裁量权时应在诚实信用原则下充分尊重当事人合意。在劳动者主张违约金畸高的情况下，法官可适当分配举证责任，要求用人单位就违约金约定数额的合理性及特定商业秘密的经济价值进行举证。

实践中，违约金条款的审查及违约金数额的调整可酌情参考以下因素：竞业限制协议签订的时间、劳动者原职务、收入情况、过错程

度、未履约期限、补偿金是否支付以及支付的数额、用人单位的实际损失等。法院应当秉持谦抑原则，审慎行使自由裁量权调整约定违约金。如案例三中，法院综合上述各种情形，认为双方约定的违约金标准不属于畸高情形而未作调整。

在竞业限制纠纷中，法官应注意把握补偿金与违约金的独立性。在竞业限制协议有效的情况下，劳动者不因用人单位未支付补偿金而免于承担支付违约金的责任；当事人亦不能仅以补偿金过低为由请求调整违约金数额。

2、继续履行协议的审查

竞业限制保护的是用人单位的商业秘密，但劳动者对已发生的违约行为承担责任并不意味着该法益得到完整、永久的保护。劳动者违约后，仍可能在竞业限制期限内实施新的违约行为，导致用人单位的商业秘密继续存在泄露风险。因此在竞业限制期内，劳动者违反竞业限制约定并承担违约责任后，如用人单位提出要求劳动者继续履行竞业限制协议的诉讼请求，法院应在明确履行期限的情况下依法予以支持。

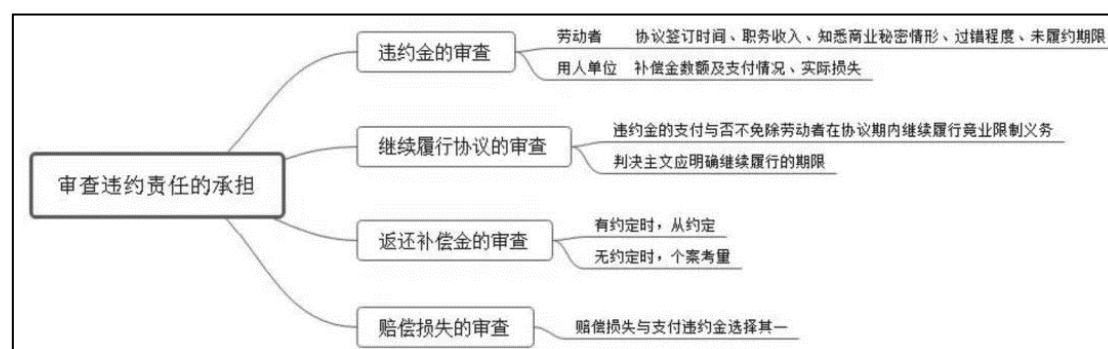
3、返还补偿金的审查

用人单位常以违反竞业限制协议为由要求劳动者返还已支付的补偿金。如果双方在竞业限制协议中对返还补偿金进行约定，法院应当予以支持；如果双方未作上述约定，法院应以协议明确违约所应承担的责任范围为限综合考量个案情形。如果劳动者就其竞业行为已经承担了相当数额的违约责任且并未因违约行为而额外获益，则一般可

不支持用人单位要求劳动者返还补偿金的诉讼请求。

4、赔偿损失的审查

依据《劳动合同法》第 90 条规定，用人单位可因劳动者违反竞业限制义务而要求其承担赔偿责任。一般情形下，损失赔偿与违约金的诉讼请求只能择一主张。对于实际损失的认定，应由用人单位承担举证责任。



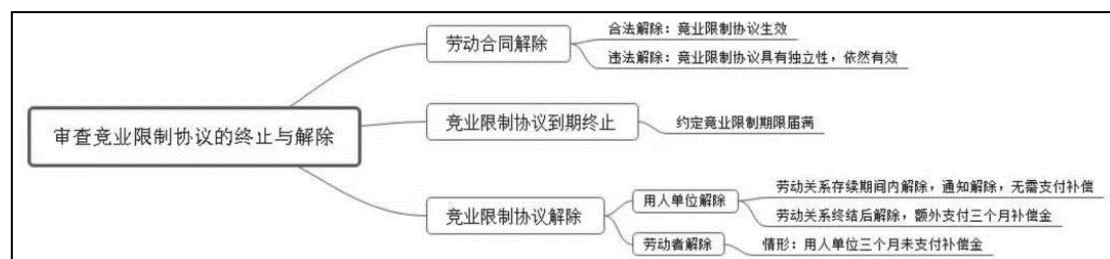
（四）审查竞业限制协议的终止与解除

在审判实践中，法院应注意竞业限制协议与劳动合同之间的独立性。劳动合同终止或解除并不影响竞业限制协议的效力。即使用人单位违法解除劳动合同，劳动者也不因此免除竞业限制义务。

竞业限制期满后，相关竞业限制协议自然终止，用人单位免除继续支付补偿金义务，劳动者免除竞业限制义务。

竞业限制协议可依法通过用人单位以及劳动者的要式行为予以解除。在劳动关系终止或解除前，用人单位可通知劳动者免除竞业限制义务，继而无需支付补偿金；在劳动关系终止或解除后，用人单位亦有权单方解除竞业限制协议，但需向劳动者额外支付三个月的补偿金。劳动者在用人单位超过三个月未支付补偿金的情况下也可以单方解除协议。协议解除的，劳动者可向用人单位主张已履行期间的补偿

金。但在劳动者行使解除权之前，即使用人单位超过三个月未支付补偿金，劳动者并不当然免除竞业限制义务。



四、其他需要说明的问题

劳动者签订竞业限制协议后从事竞业行为会产生侵权责任与违约责任的竞合。用人单位可以选择提起竞业限制纠纷或侵犯商业秘密纠纷诉讼来主张权益。

因竞业限制纠纷系劳动争议项下的二级案由，竞业限制纠纷案件的审理过程中应注意该类案件的审理方法及证明标准与知识产权案件的差别。就用人单位是否客观上具有商业秘密，仅需用用人单位提供初步证据予以证明。

将资本公积转为股东债权也属于抽逃出资 , 据此抵债的不能阻却 强制执行

来源：公司法权威解读公众号

作者：唐青林、李舒、王月鑫

日期：2019 年 6 月 10 日

【裁判要旨】

股东对公司的实际出资大于应缴注册资本部分的，应属于公司的资本公积。资本公积金属于公司的后备资金，股东可以按出资比例向公司主张所有者权益，但股东出资后不能抽回，也不得转变为股东对公司的债务变相抽逃。股东以此作为借款债权而与公司以物抵债的，构成变相抽逃出资。若以物抵债之物被另案执行，物之受让人不符合最高人民法院《关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》第 17 条规定的阻却法院执行的条件。

【案情简介】

一、金华投资公司注册资金 100 万元，股权结构为林金培 40%、佛山三角洲发展公司 35%、江门市外经济贸易进出口公司 25%。股东林金培通过香港科埠有限公司实际投入资金超过应缴注册资本。

二、2000 年 3 月 13 日，金华投资公司通过董事会决议将股东林

金培超出注册资本多投入的款项转换为股东债权。

三、2003 年 5 月 26 日，金华投资公司董事会决议，将金华商业中心首层全层、四层全层、保安办公室房屋用以抵偿林金培上述债权，后金华物业公司按林金培指示受让相关物业并将金华商业中心四楼物业出租。

四、广东省高院另案判决确认金华商业中心为金华投资公司的物业。被挂靠的城建公司应在影响办理过户手续的原因消除后，应将金华商业中心部分物业过户给金华投资公司或者其指定的客户名下。

五、广东省江门市中级人民法院在江建公司与金华投资公司拖欠建设工程款纠纷一案的执行程序中，查封了金华商业中心四层 401、402 商铺、四层停车场及保安办公室等物业。

六、案外人金华物业公司向江门市中级人民法院提出执行异议，江门市中级人民法院认为异议成立作出终止查封裁定，江建公司不服该裁定向江门市中级人民法院提起诉讼，请求确认金华物业公司对金华商业中心四层 401、402、保安办公室、停车场的房产不享有所有权。

七、江门市中级人民法院判决确认金华商业中心四层 401、402、停车场及保安办公室等房产未办理变更登记手续过户给金华物业公司之前，金华物业公司对上述房产不享有所有权。

八、江建公司不服，上诉至广东省高级人民法院，请求撤销江门市中级人民法院判决。

九、广东省高级人民法院作出判决驳回上诉，维持原判。江建公

司不服，向最高人民法院申请再审，请求撤销广东省高院判决，许可对金华商业中心四层 401、402 商铺、四层停车场及保安办公室等物业的执行。

十、最高人民法院判决撤销江门市中院和广东省高院判决，确认金华物业投资管理有限公司对金华商业中心四层 401、402、保安办公室和停车场不享有所有权。

【裁判要点】

本案中金华物业公司的提出的执行异议要想得到法院的支持，必须证明自己合法享有被查封的物业的所有权且具有《查封规定》17 条的阻却人民法院执行的事由，即支付全部价款、实际占有案涉物业以及对未办理过户登记没有过错。金华物业公司签订《租赁合同》将金华商业中心四楼物业出租给林艺沙，因此，在一审法院封查之前，金华物业公司对诉争房屋已经实际占有使用。

根据广东高院的判决，金华商业中心虽然登记在城建公司名下，但实际上是金华投资公司的物业，城建公司应在影响办理过户手续的原因消除后，将金华商业中心部分物业过户给金华投资公司或者其指定的客户名下。诉争房屋办理过户手续，取决于城建公司与金华投资公司的协调解决，故金华物业公司对诉争房屋在被查封前没有办理过户手续不具有过错。

关于金华物业公司对于被查封的房屋是否支付了全部价款，最高人民法院主要从以下几个方面论证了“将资本公积转为股东债权也属于抽逃出资，据此以物抵债不认为支付了全部价款”：

第一，股东对公司的实际出资大于应缴注册资本部分的，应属于公司的资本公积金，林金培对金华投资公司的额外出资不是借款，而属于资本公积金。林金培通过香港科埠公司向金华投资公司出资的53张会计凭证原始记录即为“资本公积”，后来被更改为“长期借款”，属于变造会计凭证的行为，根据会计法的规定应属无效。

第二，金华投资公司董事会决议用本案的房产抵顶林金培多投入的出资本息，实质是将林金培本属于资本公积金的出资转变为公司对林金培的借款，并采用以物抵债的形式予以返还，导致林金培变相抽逃出资，违反了公司资本充实原则，董事会决议对林金培借款债权的确认及以物抵债决定均应认定为无效。

第三，金华物业公司与金华投资公司签订《房屋购买协议》时，系依据林金培的指定而受让本案物业，并以林金培对金华投资公司额外出资形成的借款债权作为对价而以物抵债。因此金华物业公司是否支付了全部价款取决于林金培作为对价的借款债权是否合法有效。

第四，林金培根据以物抵债决议受让本案物业并不具有合法性基础，该借款债权也不成立，故金华物业公司依据林金培的指定而受让案涉物业因未支付全部对价而不具备阻却人民法院执行的条件。

【实务经验总结】

前事不忘，后事之师，针对将公司资本公积金转为股东的债权是否属于抽逃出资，以及据此将公司财产转让给该股东是否合法有效的相关问题，结合最高院的裁判观点，笔者提出如下建议：

1、股东缴纳的超过公司注册资本的投资款，是公司的资本公积

金，股东不能随意调用，也不能将额外出资的资金部分作为对公司的债权主张权利，否则可能被认定为是一种变向抽逃出资的行为。

2、公司应当合理利用资本公积金，经股东会决议，资本公积金可以转为股本，按股东原有股份比例发给新股或者增加每股面值，但不得用于弥补公司的亏损。资本公积金不得以不当形式返还给股东。

3、公司的债权人应当以合理的手段审查公司股东是否有抽逃出资或变向抽逃出资的行为以及其他导致公司的财产不当减少的行为，如若发现上述行为应当及时提起诉讼维护自身合法权利。

4、在交易中，若对方当事人以自己享有的债权为对价，应当谨慎核实该债权的性质，若为使用公司资本公积金违法转换的债权或者债权负有其他不利于转让的权力负担，应当谨慎支付交易对价，避免损失。

5、在不动产交易中，应当尽快办理不动产登记，在不动产的出卖人负债较多的情形，尽快办理产权过户手续，以免法院在判断组却执行条件时处于不利地位，甚至购买的不动产被另案执行。

【相关法律规定】

《中华人民共和国公司法》（2018 修正）

第一百六十七条 股份有限公司以超过股票票面金额的发行价格发行股份所得的溢价款以及国务院财政部门规定列入资本公积金的其他收入，应当列为公司资本公积金。

《最高人民法院关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》（法释[2004]15 号）

第十七条 被执行人将其所有的需要办理过户登记的财产出卖给第三人，第三人已经支付部分或者全部价款并实际占有该财产，但尚未办理产权过户登记手续的，人民法院可以查封、扣押、冻结；第三人已经支付全部价款并实际占有，但未办理过户登记手续的，如果第三人对此没有过错，人民法院不得查封、扣押、冻结。

《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》（国发〔1996年〕35号1996年8月23日）

一、从1996年开始，对各种经营性投资项目，包括国有单位的基本建设、技术改造、房地产开发项目和集体投资项目，试行资本金制度，投资项目必须首先落实资本金才能进行建设；

二、在投资项目的总投资中，除项目法人从银行或资金市场筹措的债务性资金外，还必须拥有一定比例的资本金；投资项目资本金，是指在投资项目总投资中，由投资者认缴的出资额，对投资项目来说是非债务性资金，项目法人不承担这部分资金的任何利息和债务；投资者可按其出资的比例依法享有所有者权益，也可转让其出资，但不得以任何方式抽回；投资项目的资本金一次认缴，并根据批准建设的进度按比例逐年到位。

【法院判决】

以下为本案在最高人民法院审理阶段，最高人民法院在判决书中“本院认为”部分就将公司资本公积金转为股东的债权是否属于抽逃出资，以及据此将公司财产转让给该股东是否合法有效的论述：

本案涉及两个重要的法律问题和争议焦点，最高人民法院对这两

个问题分别进行了系统的阐述和分析，相应的分析具有重要的实务价值，为此，我们将其梳理摘引如下：

一、关于“将资本公积转为股东债权是否属于抽逃出资”问题的论述

本案再审审理的重点是金华物业公司受让本案的物业，是否已经支付了全部价款。金华物业公司系通过与金华投资公司签订《购买房屋协议书》而受让本案物业，其主张购买房屋的对价就是林金培对金华投资公司额外出资形成的借款债权。因此，林金培对金华投资公司是否因额外出资而享有借款债权，即成为本案审理的关键。对此，最高人民法院认为：

“（一）林金培对金华投资公司的额外出资不是借款，而属于资本公积金，林金培对金华投资公司所谓的借款债权并不成立。首先，金华投资公司 1995 年设立时，公司章程规定首期投资总额 1.46 亿元，而公司注册资本只有 100 万元，故包括林金培在内的各股东还需额外出资，公司章程第十一条也因此规定各股东“应按工程进度及各方相应的出资额按期投入资金”。1993 年 1 月 7 日财政部发布的《房地产开发企业会计制度》第 311 号科目“资本公积”部分规定：“一、本科目核算企业取得的资本公积，包括接受捐赠、资本溢价、法定资产重估增值、资本汇率折算差额等……。”对于资本溢价的范围，第二款明确规定“投资人交付的出资额大于注册资本而产生的差额，作为资本溢价。”《中华人民共和国公司法》（1994 年 7 月 1 日起施行）第一百七十八条规定，国务院财政主管部门规定列入资本公积金

的其他收入，应当列入公司资本公积金。据此可知，股东对公司的实际出资大于应缴注册资本部分的，应属于公司的资本公积金。金华物业公司主张林金培对金华投资公司多缴的出资属于林金培对金华投资公司的借款，但未提供证据证明双方事先对该出资的性质为借款以及借款期限、借款利息等有特别约定，在此情形下，根据财政部的规定，林金培多缴的出资应为资本公积金，而非借款。其次，《国务院关于固定资产投资项目试行资本金制度的通知》（国发【1996】35号）规定：从 1996 年开始，对各种经营性投资项目，包括国有单位的基本建设、技术改造、房地产开发项目和集体投资项目，试行资本金制度，投资项目必须首先落实资本金才能进行建设；在投资项目的总投资中，除项目法人从银行或资金市场筹措的债务性资金外，还必须拥有一定比例的资本金；投资项目资本金，是指在投资项目总投资中，由投资者认缴的出资额，对投资项目来说是非债务性资金，项目法人不承担这部分资金的任何利息和债务；投资者可按其出资的比例依法享有所有者权益，也可转让其出资，但不得以任何方式抽回；投资项目的资本金一次认缴，并根据批准建设的进度按比例逐年到位。本案中的金华商业中心项目是金华投资公司挂靠城建公司开发的，金华商业中心于 1996 年 1 月开工建设，1999 年完工，国务院上述通知对其具有规范效力。因此，认定林金培对金华投资公司的出资为资本公积金，符合国务院的相关规定，具有政策依据。再次，二审期间，被申请人提供的手写书证记载：“金华投资公司注册资本为一百万元，现将各股东多投入的资本转为资本公积。佛山三角洲公司：

5473433.23；市外经贸进出口公司：6073133.13；科埠有限公司：3885966.49；华联投资开发公司：558483.37。资本公积合计：15991016.22”。由此证明，金华投资公司各股东对多缴出资的性质为资本公积金也是明知并认可的。第四，二审期间，被申请人提供的林金培通过香港科埠公司向金华投资公司出资的 53 张会计凭证原始记录即为“资本公积”，虽后来被更改为“长期借款”，但根据会计法的规定，会计凭证不得变造，金华投资公司变造上述会计凭证的行为违反会计法，应属无效。

（二）资本公积金属于公司的后备资金，股东可以按出资比例向公司主张所有者权益，但股东出资后不能抽回，也不得转变为公司的债务计算利息，变相抽逃。2003 年 5 月 14 日，金华投资公司董事会决议用本案的房产抵顶林金培多投入的出资本息，实质是将林金培本属于资本公积金的出资转变为公司对林金培的借款，并采用以物抵债的形式予以返还，导致林金培变相抽逃出资，违反了公司资本充实原则，与公司法和国务院上述通知的规定相抵触，故董事会决议对林金培借款债权的确认及以物抵债决定均应认定为无效。”

二、关于“公司对资本公积转化的股东债权以物抵债的是否能阻却强制执行”问题的论述

最高人民法院认为：“根据《查封规定》第十七条的规定，判断金华物业公司是否具有阻却人民法院执行的事由，主要审查金华物业公司是否具备已经支付全部价款、实际占有案涉物业以及对未办理过户登记没有过错三个条件。对于金华物业公司已经实际占有案涉物业

以及在查封时未办理过户登记没有过错，二审法院已经作了认定（1. 关于金华物业公司是否对诉争房屋实际占有的问题。二审法院认为，一审法院在执行江建公司与金华投资公司拖欠工程款纠纷一案中，于 2005 年 1 月 31 日及 2 月 2 日查封了诉争房屋，而金华物业公司早在 2004 年 11 月 19 日就与林艺沙签订《租赁合同》，将金华商业中心四楼物业出租给林艺沙做 KTV 酒廊，因此，在一审法院封查之前，金华物业公司对诉争房屋已经实际占有使用。2. 关于金华物业公司对于诉争房屋没有办理过户手续是否有过错的问题。二审法院认为：广东高院另案作出的（2006）粤高法民一终字第 375 号民事判决确认，金华商业中心虽然登记在城建公司名下，但实际上是金华投资公司的物业，并判决城建公司应在影响办理过户手续的原因消除后，将金华商业中心部分物业过户给金华投资公司或者其指定的客户名下。因此，二审法院认为，诉争房屋办理过户手续，取决于城建公司与金华投资公司的协调解决，金华物业公司对诉争房屋在被查封前没有办理过户手续没有过错），本院予以认可，不再赘述。因此，本案再审审理的重点是金华物业公司受让本案的物业，是否已经支付了全部价款。林金培变相抽逃出资，故董事会决议对林金培借款债权的确认及以物抵债决定均应认定为无效。

金华物业公司与金华投资公司签订《房屋购买协议》时，系依据林金培的指定而受让本案物业，并以林金培对金华投资公司额外出资形成的借款债权作为对价而以物抵债。但本院认为，林金培根据以物抵债决议受让本案物业并不具有合法性基础，该借款债权也不成立，

故金华物业公司依据林金培的指定而受让案涉物业不具备《查封规定》第十七条规定的阻却人民法院执行的条件，金华物业公司也不应取得金华商业中心四层 1 号铺（401）、2 号铺（402）、保安办公室和停车场的所有权。”

【案件来源】

江门市江建建筑有限公司与江门市金华物业投资管理有限公司、江门市金华投资有限公司执行异议之诉再审民事判决书[最高人民法院（2013）民提字 226 号]

【延伸阅读】

关于“将公司资本公积金转为股东的债权是否属于抽逃出资，以及据此将公司财产转让给该股东是否合法有效”问题，我们还检索到以下系列典型案例，梳理汇总供读者参考：

一、 资本公积金属于公司的后备资金，股东出资后不能抽回，也不得转变为公司的债务

案例 1：山西省高级人民法院，山西省临汾市公路建设开发有限责任公司、伟达通信建设（集团）有限公司合同纠纷二审民事判决书[（2017）晋民终 144 号]认为：股东对公司的实际出资大于应缴注册资本部分的，应属于公司的资本公积金。本案中，公路建设公司并未提供证据证明公司成立时在章程中对出资的性质为借款以及借款期限、借款利息等有特别约定，在此情形下，根据财政部的规定，公路建设公司的额外出资应为资本公积金，而非借款债权。资本公积金属于公司的后备资金，股东可以按出资比例向公司主张所有者权益，但

股东出资后不能抽回，也不得转变为公司债务，变相抽逃。

案例 2：上海市第一中级人民法院，富川生物科技(江苏)有限公司诉上海尚颖制冷设备有限公司借款合同纠纷一案二审民事判决书[(2017)沪 01 民终 11610 号]认为：富川公司认为尚颖公司所汇的款项是股东按照章程应在注册资本之外投资的款项，但富川公司提供的公司章程并没有规定股东有增加投资的义务，富川公司也没有举证证明各股东达成协议对公司增加投资，或事实上所有股东均按比例增加投资。富川公司还提出系争款项应计入资本公积金，股东可以按出资比例向公司主张所有者权益，但不得抽回，也不得转变为公司债务计算利息变相抽逃，然而富川公司也陈述其获得银行抵押贷款后就开始陆续返还股东的投资款，而没有采取召开股东会确定利润分配方案进行分红的方式，富川公司也未证明其向股东返还款项的金额是按出资比例计算。富川公司的陈述没有证据证明，本院不予采信。

案例 3：娄底市中级人民法院，曾益平与邹今柳、罗寒梅合同纠纷二审民事判决书[(2017)湘 13 民终 1650 号]认为：根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国公司登记管理条例》、《公司注册资本登记管理规定》及国务院财政部企业会计准则的相关规定，为了保证公司资本的充实，维护债权人和社会公众的利益，股东应严格按照公司法规定和公司章程或公司设立协议约定的出资方式 and 出资额向公司履行出资义务，缴纳出资。股东出资包括公司注册资本、公司资本公积金及公司未分配利润等。股东注册资本之外的出资，属于资本公积金，为公司后备资金，股东可以按出资比例向公司主张所有者

权益，但股东出资后不能抽回，也不得转变为公司的债务计算利息，变相抽逃。

案例 4：泾县人民法院，易新与泾县西山置业有限公司债权转让合同纠纷一审民事判决书〔（2017）皖 1823 民初 901 号〕（当事人未就相关部分上诉且二审维持原判）认为：《中华人民共和国公司法》第一百六十七条规定，国务院财政主管部门规定列入资本公积金的其他收入，应当列入公司资本公积金。据此可知，股东对公司的实际出资大于应缴注册资本部分的，应属于公司的资本公积金。易新主张张孝山对泾县西山置业有限公司多缴的出资属于张孝山对泾县西山置业有限公司的债权，但未提供证据证明双方事先对该出资的性质为借款以及借款期限、借款利息等有特别约定，在此情形下，根据财政部的规定，张孝山多缴的出资应为资本公积金，而非债权。资本公积金属于公司的后备资金，股东可以按出资比例向公司主张所有者权益，但股东出资后不能抽回，也不得转变为公司的债务计算利息，变相抽逃。

二、阻却强制执行需要同时具备的三个条件：支付全部价款、实际占有使用、对未办理过户手续无过错

案例 5：最高人民法院，黄雪贞与蔡福英一般所有权及与所有权相关权利纠纷二审民事判决书〔（2014）民一终字第 202 号〕认为：根据《最高人民法院关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》第十七条“被执行人将其所有的需要办理过户登记的财产出卖给第三人，第三人已经支付部分或者全部价款并实际占有该财产，但

尚未办理产权过户登记手续的，人民法院可以查封、扣押、冻结；第三人已经支付全部价款并实际占有，但未办理过户登记手续的，如果第三人对此没有过错，人民法院不得查封、扣押、冻结。”之规定，黄雪贞在尚未办理涉案房屋产权变更登记的情形下，必须满足支付全部价款并实际占有使用且对未办理过户手续没有过错的条件，才能产生阻却执行措施的结果。但根据本案查明的事实，黄雪贞与繁荣公司签订《房产认购协议书》，其在起诉时主张已支付合同总价款 50% 购房款共计 1424905 元，此种情况并不符合“已经支付全部价款”的条件，黄雪贞在一审庭审时也确认并未实际入住诉争房产。因此，在黄雪贞对诉争房产未支付全部价款且未实际占有入住的情况下，其主张对诉争房产享有的实体权利足以阻却执行措施，缺乏相应的事实和法律依据，本院不予支持。

案例 6：最高人民法院，中信信托有限责任公司与昆山红枫房地产有限公司、昆山东方云顶广场有限公司金融借款合同纠纷二审民事判决书〔（2014）民一终字第 133 号〕认为：《最高人民法院关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》为现行有效的司法解释，该司法解释第十七条规定的目的在于保护无过错的买房人，通过赋予其优于普通债权的权利层级保护方式，实现对买房人利益的优先保护，属于基于特殊价值取向对于特殊债权给予的保护。蕴含其中的价值取向在于：在同是债权的情况下，购房人的债权因为是先履行的债权而应当得到优先保护；无过错的买受人对物权的期待权应当得到特殊保护。该条司法解释对于无过错的购房人的保护，并非以购房用

途系自住为条件，故不能因肖青青、张阿进所购房屋是只能用于经营的酒店式公寓而排除对上述司法解释第十七条的适用。

案例 7：最高人民法院，玉溪市商业银行股份有限公司申请赵峰执行人执行异议之诉民事判决书〔（2016）最高法民终 399 号〕认为：赵峰已与今玉公司建立了房屋买卖关系，并付清房款后实际占有使用了涉案房屋。玉溪商行提出赵峰与今玉公司为借款关系而非房屋买卖关系，在一审中提交了《农业银行结算业务申请书》以证明自己的主张。该申请书上记载有“归还借款”的字样，但该字样系昆明林海云霄房地产开发有限公司单方书写，赵峰对款项的性质为借款并不认可，故玉溪商行关于赵峰与今玉公司系民间借贷关系的依据并不充分。根据《最高人民法院关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》第十七条“被执行人将其所有的需要办理过户登记的财产出卖给第三人，第三人已经支付全部价款并实际占有，但未办理过户登记手续的，如果第三人对此没有过错，人民法院不得查封、扣押、冻结”的规定，本案中赵峰与今玉公司的合同签订、付款、转移占有房屋均在查封之前，玉溪商行也无证据证明赵峰存在过错，故对于涉案房屋不得进行查封。虽然涉案房屋未办理产权登记手续，但并不影响赵峰依法对涉案房屋享有足以排除执行的权利，玉溪商行对涉案房屋许可查封的请求不能成立，本院不予支持。

案例 8：最高人民法院，汪良木、蔡福英等民间借贷纠纷、案外人执行异议之诉民事判决书〔（2014）民一终字第 171 号〕认为：根据《最高人民法院关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规

定》第十七条“被执行人将其所有的需要办理过户登记的财产出卖给第三人，第三人已经支付部分或者全部价款并实际占有该财产，但尚未办理产权过户登记手续的，人民法院可以查封、扣押、冻结；第三人已经支付全部价款并实际占有，但未办理过户登记手续的，如果第三人对此没有过错，人民法院不得查封、扣押、冻结。”之规定，汪良木在尚未办理涉案房屋产权变更登记的情形下，必须满足支付全部价款并实际占有使用且对未办理过户手续没有过错的条件，才能产生阻却执行措施的结果。根据本案查明的事实，汪良木与繁荣公司签订《房产认购协议书》，但并未实际入住诉争房产。在此情况下，其主张对诉争房产享有的实体权利足以阻却执行措施，缺乏相应的事实和法律依据，本院不予支持。

以世恒、瀚霖、扬锻三案为蓝本，解析对赌协议效力的裁判逻辑

来源：法务部公众号

日期：2019 年 6 月 16 日

日前，江苏高院再审的“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”案件（以下称“扬锻案”）引起广泛热议。继最高院在“瀚霖案”中认定目标公司为原股东回购义务提供连带担保有效之后，江苏高院则在“扬锻案”中更直接的认定目标公司承诺回购投资人所持股权有效。

PE 实务界似乎隐约感受到，此前 PE 对赌第一案“世恒案”所确立的“与公司赌无效”的朴素观点正在被打破。能把目标公司拉入赌局，对投资人而言自然是喜闻乐见的，但这些案例中是否暗藏玄机？难道真的是法院的裁判思路发生新变化，细想下来似乎又有些不确定。

本文拟以“世恒案”、“瀚霖案”、“扬锻案”三个 PE 对赌经典案例为蓝本，进一步研讨对赌协议效力的认定规则，以期探究司法审判实践对于对赌回购条款效力认定的裁判逻辑。

一、三起对赌案的基本概况及裁判观点

1、世恒对赌案

海富投资（投资人）与甘肃世恒（目标公司）、香港迪亚（原股东）共同签订了《增资协议书》，约定由海富投资以人民币 2,000 万元对甘肃世恒进行增资，占甘肃世恒增资后总注册资本的 3.85%，香港迪亚占 96.15%。《增资协议书》对财务业绩约定了对赌条款，即甘肃世恒 2008 年净利润不低于人民币 3,000 万元。若甘肃世恒达不到上述指标，海富投资有权要求甘肃世恒予以补偿，若甘肃世恒未能履行补偿义务，海富投资有权要求香港迪亚进行补偿；补偿金额 = (1 - 2008 年实际净利润 / 3000 万元) × 本次投资金额。后因甘肃世恒未能完成业绩指标涉诉。

最高院再审后认为：海富公司作为投资人与世恒公司、迪亚公司在《增资协议书》中约定，如果世恒公司实际净利润低于 3000 万元，则海富公司有权从世恒公司处获得补偿。这一约定使得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，该部分条款因违反《中华人民共和国公司法》第二十条和《中华人民共和国中外合资经营企业法》第八条的规定而无效。但是，在《增资协议书》中，原股东迪亚公司对于投资人海富公司的补偿承诺并不损害公司及公司债权人的利益，不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，是有效的。

2、瀚霖对赌案

强静延等人（投资人）与曹务波（原股东）、瀚霖公司（目标公司）签署《增资协议书》，强静延向瀚霖公司增资 3000 万元，其中 400 万元作为瀚霖公司的新增注册资本，其余 2600 万元作为瀚霖公

司的资本公积金，强静延持有瀚霖公司 0.86%的股权。同时约定：如果目标公司未能在 2013 年 6 月 30 日前完成合格 IPO，强静延有权要求曹务波以现金方式购回强静延所持的目标公司股权，回购价格为强静延实际投资额再加上每年 8%的内部收益率溢价，计算公式为 $P=M \times (1+8\%)^T$ ，其中：P 为购回价格，M 为实际投资额，T 为自本次投资完成日至强静延执行选择回购权之日的自然天数除以 365；瀚霖公司为曹务波的回购提供连带责任担保。

最高院再审后认为：案涉协议所约定由瀚霖公司为曹务波的回购提供连带责任担保的担保条款合法有效，瀚霖公司应当依法承担担保责任，理由如下：强静延已对瀚霖公司提供担保经过股东会决议尽到审慎注意和形式审查义务；强静延投资全部用于公司经营发展，瀚霖公司全体股东因而受益。瀚霖公司提供担保有利于自身经营发展需要，并不损害公司及公司中小股东权益，应当认定案涉担保条款合法有效，瀚霖公司应当对曹务波支付股权转让款及违约金承担连带清偿责任。

3、扬锻对赌案

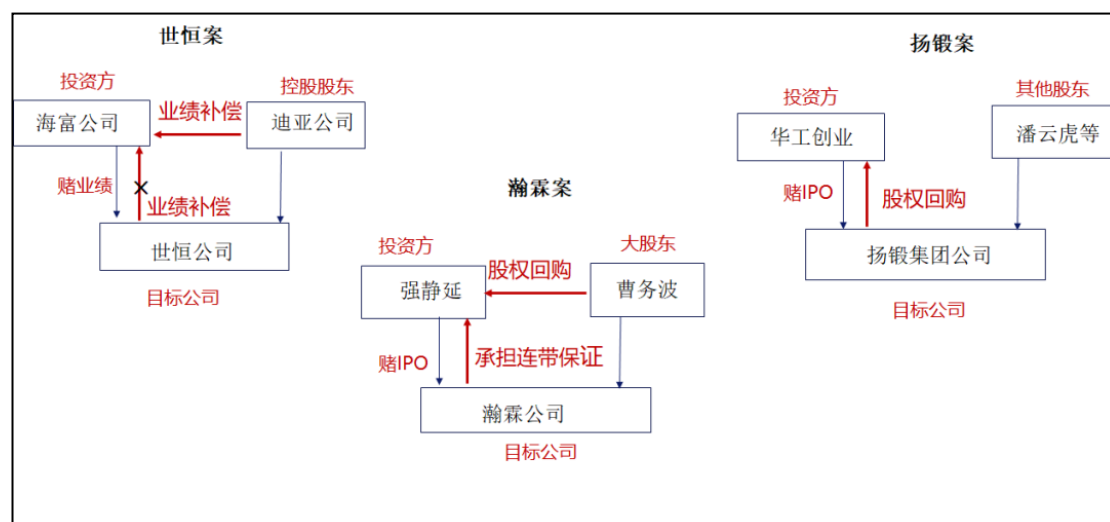
华工公司（投资人）、扬锻公司（目标公司）与潘云虎等人（原股东）签订《增资扩股协议》，向扬锻公司投资 2200 万元。各方约定：若扬锻公司在 2014 年 12 月 31 日前未能在境内资本市场上市，则华工公司有权要求扬锻公司回购其所持有的全部扬锻公司的股份，扬锻公司应以现金形式收购；回购股权价款=丙方投资额+（丙方投资额×8%×投资到公司实际月份数 12）-乙方累计对丙方进行的分

红。潘云虎等人与扬锻公司承担连带责任。后扬锻公司未能在 2014 年 12 月 31 日前在境内资本市场完成上市，华工公司要求扬锻公司以现金形式回购华工公司持有的全部公司股份，双方涉讼。

江苏高院再审后认为：扬锻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。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。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。

二、从三起对赌案的异同看发生了哪些变化

三起对赌案均以增资扩股方式进行，世恒案以“净利润”业绩对赌，而瀚霖案和扬锻案则以“合格 IPO”上市对赌。



1、对赌约定内容各不相同

(1) 世恒案：若甘肃世恒达不成上述指标，海富投资有权要求甘肃世恒予以补偿；若甘肃世恒未能履行补偿义务，海富投资有权要求香港迪亚进行补偿。

(2) 瀚霖案：如果目标公司未能在 2013 年 6 月 30 日前完成合格 IPO，强静延有权要求曹务波以现金方式购回强静延所持的目标公司股权；瀚霖公司为曹务波的回购提供连带责任担保。

(3) 扬锻案：若扬锻公司在 2014 年 12 月 31 日前未能在境内资本市场上市，则华工公司有权要求扬锻公司回购其所持有的全部扬锻公司的股份；原股东潘云虎等人与扬锻公司承担连带责任。

2、补偿/回购价格计算方式约定不同

(1) 世恒案：补偿金额 = (1 - 2008 年实际净利润 / 3000 万元) × 本次投资金额

(2) 瀚霖案：计算公式为 $P = M \times (1 + 8\%)^T$ ，其中：P 为购回价格，M 为实际投资额，T 为自本次投资完成日至强静延执行选择回购

权之日的自然天数除以 365

(3) 扬锻案：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

3、目标公司参与对赌的协议效力认定不同

三案的共同之处在于，在投资人与公司原股东之间，不论是业绩补偿承诺还是回购责任承担，均被认定为有效。而对于目标公司参与对赌的协议效力认定，三案则各不相同：

(1) 世恒案（目标公司补偿无效）：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，因此该约定无效。

(2) 瀚霖案（目标公司担保有效）：瀚霖公司提供担保有利于自身经营发展需要，并不损害公司及公司中小股东权益，应当认定案涉担保条款合法有效。

(3) 扬锻案（目标公司回购有效）：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。

通过对比我们发现，当对赌失败时，瀚霖案是原股东承担回购义务，目标公司对原股东的回购义务承担连带责任担保；扬锻案则是目标公司承担回购义务，原股东对之承担连带责任担保。事实上，该两案中目标公司和原股东对于回购义务的互保责任，并无本质差别。由此看来，貌似可以得出对于投资人设定的股权回购义务，无论针对原

股东还是目标公司，均可产生相应的法律约束力。而对比之下，世恒案似乎告诉大家，由目标公司给予投资人业绩补偿则是不可行的。难道真是因为对赌内容不同决定了三案不同的走势？

三、解析三案对赌协议效力背后的裁判逻辑

在基本案情大体一致的情况下，三案裁判结果上却产生了较大的不同，对此，我们充满了好奇。在我们看来，三案裁判内容的不同并非仅源于对赌内容上的不同；事实上，三案彰显出裁判机构不同的裁判理念，判决背后的裁判逻辑值得细细品味。

世恒案最初确立的“与公司对赌无效”的裁判观点一度成为投资领域内的金科玉律，让目标公司远离赌桌，甚至直到若干年后的扬锻案一、二审，仍然以此作为裁判对赌协议的效力准则。在扬锻案出现前，瀚霖案将目标公司为原股东的回购义务提供连带担保责任认定为有效，我们曾称之为“成功的将目标公司拉回赌桌”。直到扬锻案再审判决作出，我们看到的是目标公司名正言顺的坐回了赌桌。其间立法背景并未发生实质性变化，我们也不应将之简单归结为裁判尺度不一。对于三案裁判观点及逻辑的深入研究，将对今后对赌协议的实际运用大有裨益。

1、世恒对赌案中的“无效”

《公司法》中可以股东身份要求公司向其支付的法律依据共有三处：一是要求公司向其支付公司利润，二是股东退出公司时公司的减资，三是公司解散清算后的剩余财产分配。我们认为这三处是基于股东身份所应享有的法定股东权利，这三处公司对股东支付所隐含的共

性都是在未损害外部债权人的前提下实施的。公司向股东分配利润的前提自然是公司资产大于负债。《公司法》对于减资则规定了所要满足的程序要求，即“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”。公司清算时股东可获的剩余财产分配顺序是最末尾的，即公司“在支付清算费用、职工的工资、社会保险费用和法定补偿金，缴纳所欠税款，清偿公司债务后”才能向股东进行支付。

由此可见，“世恒案”中设定的对赌条款所约定的对赌条件成就时由目标公司向投资人支付的义务跳出了上述法定支付事由，使得目标公司向投资人股东支付的有效性存疑。该种以协议方式约定由目标公司向投资人股东支付的合同义务会否导致外部人债权人利益受损，成为对赌条款有效性争论的焦点。

2、瀚霖对赌案中的“担保”

三个经典对赌案例中，我们认为“瀚霖案”显得较为不同，这个案例不是将目标公司直接作为对赌主体，而是创设了目标公司为作为对赌主体的原股东的回购义务承担连带担保责任。在该案的法院查明事实及说理部分，最高院仅从公司为股东提供担保具有法律依据，且履行了相关的前置程序，未损害公司利益和股东利益出发认为该条款有效，继而判定公司为股东的回购义务提供担保有效。但是该种回购

担保义务是否会损害债权人的利益，法院则没有进一步阐述。因此，该案一经发布便引发各方争议，支持者认为这是中国司法实践的进步，表明了人民法院对于契约精神的尊重，裁判的天平已经偏向了对投资人合法利益的保护。我们认为，虽然最高院没有进而阐述是否会损害债权人利益，但是公司提供的是一种担保行为，若公司承担责任后其仍可向股东追偿，从后续仍留有对公司利益保护的路径来看，此种情况并不必然导致对债权人的损害。当然，我们也不得不佩服投资人的“创新能力”，在“世恒案”确立“与公司赌无效”的观点之下，“瀚霖案”以目标公司为回购提供连带担保将目标公司变相拉回“赌局”中。

3、扬锻对赌案中的“突破”

“世恒案”和“扬锻案”是对赌的典型模式。“世恒案”和“扬锻案”虽设定不同的回购条件，但是都设定投资人可取得一定的固定收益。就该固定收益，最高院在“世恒案”中认为“海富公司有权从世恒公司处获得补偿，并约定了计算公式。这一约定使得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”；江苏高院在“扬锻案”中则认为“该约定虽为相对固定收益，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”。因此，对于投资人可否约定一定的固定收益，两案实则得出了完全不同的答案。我们认为，此种约定不同于保底保收益的“明股实债”，投资者取得该收益须在对赌条件成就后才

会触发，且该种收益是投资者高溢价投资的一种风险控制措施，是对融资方及融资方股东的必要约束，在该固定回报率的约定并不明显过高的情况下，不应被认定为无效。

约定固定收益就必然会导致债权人利益受损吗？这是需要进一步思考的关键问题。遗憾的是最高院在“世恒案”中并未详细阐述投资人取得固定收益就会损害公司及债权人的利益的内在逻辑。我们只能以公司法的法理推断认为，投资人股东仍持有目标公司股权的前提下，在非前述法定目标公司可向股东支付的情形下，直接由目标公司向股东支付似有抽逃出资之嫌，故有损害外部债权人的可能。我们注意到，江苏高院不再囿于法理基础的阐述，而是在“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”这一事实前提下，得出了“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”的结论，确实突显了江苏高院的司法审判能力。

但是，在“扬锻案”中，江苏高院认为“华工公司在向扬锻集团公司注资后，同时具备该公司股东及该公司债权人的双重身份”，在我们看来，这一观点并不清晰。华工公司作为股东对公司的出资款即成为了公司资产，华工公司并非公司债权人，其基于对赌条款约定取得回购权利或业绩补偿并不能改变其股东身份，更不应以此认定其具有债权人身份。

不同于“世恒案”的业绩现金补偿方式，江苏高院在“扬锻案”

中还进一步论述了有限责任公司和股份公司股权/股份回购补偿方式的有效性，其认为“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。”我们认为，江苏高院在“扬锻案”中对于股权回购的有效性论述，与最高院发布的第 96 号指导案例“宋文军诉西安市大华餐饮有限公司股东资格确认纠纷案”的裁判观点类同，均认定初始章程或者全体股东一致通过的章程，设置在一定条件下由公司回购股东所持股权的约定是有效的。

四、未来究竟该如何设定对赌条款

在我们看来，既所谓“赌”，必然是双向的；任何单向的“赌”都是不公平的，例如联营合同中的保底收益，因而在法律效力上会受到质疑。投资领域内，由于信息不对称以及高估值的存在，对赌条款应然而生，赌业绩、赌上市，本身都无可厚非。三案给我们的启示是，赌什么不重要，重要的是和谁赌。由于对赌对象的不同，可能会导致对赌协议效力的截然不同，这一点是值得高度关注和深入研究的。

首先，无论是业绩补偿，还是回购义务，投资人与原股东进行对赌均无法律障碍；投资人与原股东在协议中设置业绩补偿或是回购义务，该等协议条款均具有法律上的约束力，一旦条件成就，投资人完全可以要求原股东遵照协议内容履行。

其次，在认可三案判决的前提之下，由目标公司为原股东的回购

义务提供连带担保责任，该种约定的效力也为司法实践所确认。“瀚霖案”所确立的该种对赌方式，似乎可以看作是对“世恒案”的一种变通操作。

再次，如果将对赌架设于投资人和目标公司之间，则须特别加以关注，毕竟最高院在“世恒案”中所确立的“与公司赌无效”的基本准则至今尚未被否定。当然，随着“扬锻案”的诞生，投资人似乎可以胆子再大一些，将目标公司拉入赌局似乎并非不可能。惟须尽量避免“现金支付业绩补偿”的对赌方式，而可以借鉴“扬锻案”的成功经验，将对赌方式设定为由目标公司以减资方式进行股权回购；当然，如果能够在最初的对赌条款中再将目标公司的减资流程细化，则不失为经典对赌之举。

最后，所谓“赌”讲究的就是规则的设定，无论是业绩补偿还是回购义务，首先需要有相应的法律依据，至少不能与现行法律相抵触。同时，规则应当尽可能的规范、明确，从未来对赌实现的可操作性角度加以细化，唯有此方能将对赌落于实处。此外，关于对赌回购价格的计算方式，仍以扬锻案中的约定最为规范和常见。

结 语

综上，我们认为，PE 对赌已经不能简单的套用“与公司赌无效”这一观点；当然，也不能根据现有审判案例就得出“与公司赌有效”的结论。上述三个 PE 对赌典型案例各不相同，在最高院已经确立的“世恒案”的审判实践上，如果直接以目标公司以现金方式向投资人支付业绩补偿，仍容易因涉嫌构成抽逃出资损害债权人利益而被认定

为无效。

目前法院在判定对赌条款有效与否的问题上，都是以案就案的游走于投资人利益和债权人利益之间，此种不确定性既不利于 PE 行业的发展也不利于外部债权人的保护，有必要量化构成对债权人实质损害的标准。江苏高院对于“扬锻案”的裁判观点虽也是一家之言，但其在“扬锻案”中对于目标公司经营状况的考量确实值得推荐。PE 投资本就是舶来品，在美国实践中“20 世纪 80 年代后，《修订示范商业公司法》抛弃了以法定资本（即股本或声明资本）来约束分配行为，而是改为清偿能力限制，要求公司对股东进行的任何分配行为均不得导致公司丧失清偿能力”【摘自刘燕《对赌协议与公司法资本管制：美国实践及其启示》】。可见，在 PE 投资成熟的美国，是以“清偿能力”作为标准，确认公司对于股东的支付是否有效。

我们期待在不久的将来，最高院能进一步以指导案例的方式，明确对赌条款有效性的认定标准，以期更有效的实现投资促进和债权人保护。