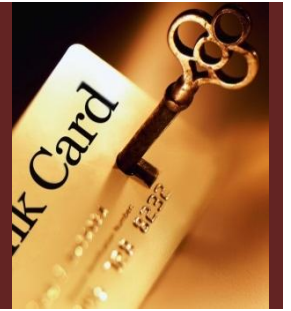


# 协力法律资讯|财经版

2015 年第 25 期 (总第 151 期)

2015-07-17



## 本期摘要

最新法律、法规和政策 .....	2
中国证券监督管理委员会《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》 .....	2
中国人民银行《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场 有关事宜的通知》 .....	3
财政部、中国人民银行联合发布《关于中央和地方国库现金管理商业银行定期存款质押品 管理有关事宜的通知》 .....	3
最新市场信息 .....	5
备案制首单金融租赁 ABS 落地 全年信贷 ABS 发行规模有望达 4000 亿 .....	5
互联网金融指导意见有望近期正式公布 .....	6
养老金入市能否成行关键看风控构架 .....	6
金融案例评述 .....	8
融资租赁合同纠纷案件中保证金及回购价款认定问题 .....	8
协力律师说 .....	11
对赌协议中的法律问题浅析 .....	11

## 最新法律、法规和政策

### 中国证券监督管理委员会《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》

【发布单位】中国证券监督管理委员会

【发文字号】证监会公告[2015]19号

【发布时间】2015-07-12

【实施时间】2015-07-12

【内容提要】2015年07月12日，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布《关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见》（以下简称“《意见》”），《意见》共7条。《意见》指出，一段时期以来，部分机构和个人借助信息系统为客户开立虚拟证券账户，借用他人证券账户、出借本人证券账户等，代理客户买卖证券，违反了《证券法》、《证券公司监督管理条例》关于证券账户实名制、未经许可从事证券业务的规定，损害了投资者合法权益，严重扰乱了股票市场秩序。近日随着市场回稳，这些违法现象又出现了卷土重来的势头，可能再次危及股票市场平稳运行，必须予以清理整顿。《意见》主要内容如下：

- **各证监局**。各证监局应当按照证监会《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》（证监办发[2015]35号）要求，督促证券公司规范信息系统外部接入行为，并于2015年07月底前后完成对证券公司自查情况的核实工作。
- **中国证券业协会**。从2015年08月份开始，中国证券业协会依据其《证券公司外部接入信息系统评估认证规范》，认真开展相关评估认证工作。
- **中国证券登记结算公司**。中国证券登记结算公司应当按照《证券法》第166条<sup>1</sup>的规定，严格落实证券账户实名制，进一步加强证券账户管理，强化对特殊机构账户开立和使用情况的检查，严禁账户持有人通过证券账户下设子账户、分账户、虚拟账户等方式违规进行证券交易。<sup>2</sup>
- **各证券公司**。各证券公司应当按照《证券公司监督管理条例》第28条<sup>3</sup>的规定以及证券账户管理规则，在为客户开立证券账户时，对客户申报的姓名或者名称、身份的真实性进行审查，保证同一客户开立的资金账户和证券账户的姓名或者名称一致。证券公司不得将客户的资金账户、证券账户提供给他人使用。对通过外部接入信息系统买卖证券情形，证券公司应当严格审查客户身份的真实性、交易账户及交易操作的合规性，防范任何机构或者个人借用本公司证券交易通道违法从事交易活动。
- **信息技术服务机构等相关方**。信息技术服务机构等相关方，直接或者间接违法从事证券活动的，应当清理整顿。证监会《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》发布前的存量可以持续运行，按照有关规定逐步规范，但不得新增客户、账户和资产。
- **证券投资者**。证券投资者应当按照法律法规和证监会的有关规定，严格遵守证券账户实名制要求开立证券账户。任何机构和个人不得出借自己的证券账户，不得借用他人证券账户买卖证券。

【法规链接】请点击以下网址查看：

[http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201507/t20150712\\_280908.html](http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201507/t20150712_280908.html)

[返回目录](#)

<sup>1</sup> 《证券法》第166条规定：投资者委托证券公司进行证券交易，应当申请开立证券账户。证券登记结算机构应当按照规定以投资者本人的名义为投资者开立证券账户。

投资者申请开立账户，必须持有证明中国公民身份或者中国法人资格的合法证件。国家另有规定的除外。

<sup>2</sup> 2015年07月14日，中国证券登记结算公司发布了《关于贯彻落实〈关于清理整顿违法从事证券业务活动的意见〉有关事项的通知》，要求各开户代理机构严格按照开户实名制有关要求，切实履行开户实名制审核义务，要在开户前督促投资者认真阅读《证券账户业务申请表》中列示的有关证券账户业务办理须知内容，向投资者充分揭示账户实名制要求以及违规可能承担的相应后果，严禁为涉嫌违反账户实名制的投资者开立证券账户或提供其他便利。

<sup>3</sup> 《证券公司监督管理条例》第28条规定：证券公司受证券登记结算机构委托，为客户开立证券账户，应当按照证券账户管理规则，对客户申报的姓名或者名称、身份的真实性进行审查。同一客户开立的资金账户和证券账户的姓名或者名称应当一致。

证券公司为证券资产管理客户开立的证券账户，应当自开户之日起3个交易日内报证券交易所备案。

证券公司不得将客户的资金账户、证券账户提供给他人使用。

## 中国人民银行《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》

【发布单位】中国人民银行

【发布时间】2015-07-14

【实施时间】2015-07-14

【内容提要】2015年07月14日，中国人民银行发布《关于境外央行、国际金融组织、主权财富基金运用人民币投资银行间市场有关事宜的通知》（以下简称“《通知》”），《通知》共9条。《通知》指出，为进一步提高境外央行或货币当局、国际金融组织、主权财富基金（以下统称“相关境外机构投资者”）投资银行间市场的效率，根据《全国银行间债券市场债券交易管理办法》（中国人民银行令[2000]第2号发布）、《银行间债券市场债券登记托管结算管理办法》（中国人民银行令[2009]第1号发布）等有关规定，就相关境外机构投资者投资银行间市场有关事宜通知如下：

- **备案。**相关境外机构投资者进入银行间市场，应当通过原件邮寄或银行间市场结算代理人代理递交等方式向中国人民银行提交中国银行间市场投资备案表。
- **交易类型和投资规模。**备案完成后，相关境外机构投资者可在银行间市场开展债券现券、债券回购、债券借贷、债券远期，以及利率互换、远期利率协议等其他经中国人民银行许可的交易；相关境外机构投资者可自主决定投资规模。
- **交易结算。**(1) 相关境外机构投资者应当委托中国人民银行或具备国际结算业务能力的银行间市场结算代理人进行交易和结算；(2) 委托银行间市场结算代理人进行交易和结算的，应当签署结算代理协议并根据相关规定向中国人民银行上海总部备案。
- **结算代理人。**受托为相关境外机构投资者提供代理交易和结算服务的结算代理人，可按《中国人民银行关于印发〈境外机构人民币银行结算账户管理办法〉的通知》（银发[2010]249号）及《中国人民银行关于境外机构人民币银行结算账户开立和使用有关问题的通知》（银发[2012]183号）的相关规定，为相关境外机构投资者开立人民币专用存款账户。受托为相关境外机构投资者提供代理交易和结算服务的结算代理人应当积极协助做好有关备案、开户与联网工作，严格遵守相关规定，并定期向中国人民银行上海总部报送代理相关境外机构投资者投资的具体情况。
- **部门配合。**中国银行间市场交易商协会、全国银行间同业拆借中心、中央国债登记结算有限责任公司、银行间市场清算所股份有限公司应当根据各自职责，做好相关境外机构投资者投资银行间市场的服务和监测工作。
- **其它。**《通知》未尽事宜参照适用《中国人民银行关于境外人民币清算行等三类机构运用人民币投资银行间债券市场试点有关事宜的通知》（银发[2010]217号）中的相关规定。

【法规链接】请点击以下网址查看：

[http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2015/20150714154753677115588/20150714154753677115588\\_.html](http://www.pbc.gov.cn/publish/goutongjiaoliu/524/2015/20150714154753677115588/20150714154753677115588_.html)

[返回目录](#)

## 财政部、中国人民银行联合发布《关于中央和地方国库现金管理商业银行定期存款质押品管理有关事宜的通知》

【发布单位】财政部、中国人民银行

【发文字号】财库[2015]129号

【发布时间】2015-07-14

【实施时间】2015-07-14

【内容提要】为进一步完善国库现金管理质押品管理，深化中央和地方国库现金管理，2015年07月14日，财政部、中国人民银行联合发布《关于中央和地方国库现金管理商业银行定期存款质押品管理有关事宜的通知》（以下简称《通知》），《通知》根据《财政部 中国人民银行 银监会关于2015年采用定向承销方式发行地方政府债券有关事宜的通知》（财库[2015]102号）规定，将地方政府债券纳入中央国库现金管理和地方国库现金管理质押品范围。《通知》主要内容如下：

- **质押品范围。**(1) 在国债基础上，增加地方政府债券作为国库现金管理商业银行定期存款质押品。(2) 参与中央和地方国库现金管理商业银行取得国库定期存款，以记账式国债或地方政府债券现券作为质押。地方政府债券不受发行主体的限制，可以跨地域质押。
- **质押计价与比例。**中央和地方国库现金管理商业银行定期存款质押品按债券面值计价，国债、地方政府债券分别按存款金额的105%、115%质押。

- **风险控制**。财政部门会同中国人民银行加强对国库现金管理商业银行定期存款风险管理。财政部会同中国人民银行总行根据债券市场变化情况，及时调整国库现金管理质押品范围、比例等质押制度，确保存款资金安全。
- **操作流程**。商业银行以地方政府债券参与国库现金管理商业银行定期存款业务，按照《财政部 中国人民银行关于印发<中央国库现金管理暂行办法>的通知》（财库[2006]37号）、《中国人民银行 财政部关于印发<中央国库现金管理商业银行定期存款业务操作规程>的通知》（银发[2006]337号）、《财政部 中国人民银行关于印发<地方国库现金管理试点办法>的通知》（财库[2014]183号）规定的招投标、质押和资金划拨等操作流程执行。
- **实施日期**。《通知》自发文之日起施行。此前中央和地方国库现金管理商业银行定期存款按原办法规定已办理完质押操作的，不再另行调整。

【法规链接】请点击以下网址查看：

[http://gks.mof.gov.cn/zhengfuxinxi/gongzuodongtai/201507/t20150714\\_1293952.html](http://gks.mof.gov.cn/zhengfuxinxi/gongzuodongtai/201507/t20150714_1293952.html)

[返回目录](#)

### 备案制首单金融租赁 ABS 落地 全年信贷 ABS 发行规模有望达 4000 亿

（摘编自《21 世纪经济报道》，2015 年 07 月 10 日第 14 版）

2014 年 11 月银监会将信贷资产证券化（以下简称“信贷 ABS”）业务改为备案制后，首单信贷 ABS 产品由招银金融租赁有限公司（以下简称“招银金融租赁”）拔得头筹。2015 年 07 月 08 日，“招金 2015 年第一期租赁资产支持证券”在银行间市场发行，募集说明书显示，产品发起人为招商银行旗下招银金融租赁有限公司（以下简称“招银金融租赁”），受托机构为上海信托，主承销商则为招商证券，该产品发行规模总计 12.61 亿元，分为优先 A-1 档、优先 A-2 档、优先 B 档和次级共四档，招标结果显示，扣除自留部分后，招标总额为 11.98 亿元。该期产品获得热捧，主要是得益于目前相对宽松的流动性以及监管部门对资产证券化业务的支持。

事实上，金融租赁资产证券化业务在现有的信贷 ABS 规模中占比很小。“中国资产证券化分析”网站显示，截至目前，仅有五只金融租赁 ABS 产品，总规模为 49.9 亿元，而银行间市场信贷 ABS 产品总量则早已超过 3000 亿元，而租赁业务资产证券化的主要障碍，或在当前的税制结构。目前大部分租赁公司已经不再缴纳营业税，取而代之的则是增值税，其原因是：虽然金融租赁行业已于 2012 年执行了“营改增”，但作为资产证券化业务的潜在投资者，银行、信托等其他金融同业尚未执行“营改增”，导致了增值税抵扣链条的断裂。从税务的角度看，资产证券化引发的债权转让一旦构成了租赁资产的出表，则租赁合同项下的债权以及几乎所有的风险和报酬都转移给了证券化资产的投资人，金融租赁公司自身的资产负债表中将不再包含相应债权。受限于此，目前用于资产证券化的项目仅为营业税项目，可入池基础资产范围有限。

尽管金融租赁类 ABS 产品发行动力尚需观察，银行间市场已在提速的路上。Wind 数据显示，今年 1-6 月，银行间市场共发行资产支持证券 32 期，总规模约为 1130 亿元，比去年同期增长 35%，尽管如此，这一数字与去年末市场预计的全年 5000 亿-6000 亿元发行规模尚有较大差距。受央行注册制、银监会备案制转型的影响，上半年发行速度较慢，但随着制度改革逐步到位，产品发行将在下半年提速，此前预计的发行规模或有望达到。央行官网显示，上汽通用、宝马、大众三家汽车金融公司以及招商银行已获得汽车抵押贷款 ABS 产品注册额度，总规模为 640 亿元，而建设银行和民生银行则已共获得 600 亿元的个人住房抵押贷款资产支持证券注册额度。尽管有注册制护航，但并不意味着，信贷 ABS 的发行，就会一帆风顺。招商证券研报称，在供给端，目前监管对银行入池资产的要求很高，项目周期很长，且目前经济下行压力较大，CLO 发行成本居高不下，银行出表动力不足，同时，由于各类影子银行的存在，银行还有实现新增项目融资的表外化渠道，需求端则主要受到流动性欠缺，资产支持证券与中短融票据利差有限，投资者主体较为单一等因素影响。基于多种因素判断，招商证券预计，今年全年信贷 ABS 的发行规模约为 4000 亿元。

[返回目录](#)

## 互联网金融指导意见有望近期正式公布

（摘编自《一财网》，2015年07月12日；《经济参考网》，2015年07月16日）

2015年07月12日，中国人民银行条法司司长张涛在参加“2015·上海新金融年会暨互联网金融外滩峰会”时透露，央行会同有关部委牵头、起草、制定的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》（以下简称“《意见》”），有望于近期正式公布。《意见》将以鼓励创新、防范风险、趋利避害、健康发展为总体要求，以保障消费者的合法权益，维护公平竞争的市场秩序为根本出发点，《意见》同时提出鼓励创新，支持互联网金融的发展。

中国人民大学法学院副院长、央行规范互联网金融意见专家组成员杨东对《经济参考报》记者表示，《意见》应该会在本月底之前公布，将对P2P网络借贷、股权众筹、网络支付等目前互联网金融领域的主要业态形成比较明确的原则和规定。其中，针对股权众筹风险防范问题，《意见》特别提出合格投资人制度，但详细限定条件还有待证监会股权众筹监管法案出台后再作规定。此前，中国人民银行金融研究所所长姚余栋曾在公开场合阐述了央行金融研究所的研究成果“股权众筹54321方案”，该方案提出，可根据融资规模，将众筹平台分为种子众筹、天使众筹和成长众筹三个层次，不同层次信息披露要求不同，以降低融资者信息披露成本和入市门槛；按照公募、小公募、大私募、私募四个层次来划分股权众筹的投资者，应设立“众筹合格投资者”的概念；股权众筹平台应当遵守不设资金池和不提供担保的两条底线，建议平台由第三方支付进行资金托管；股权众筹平台不要突破目前《公司法》和《证券法》所规定的200人的众筹人数上限。

多样的互联网金融形态极大的丰富了金融市场，带来了较多商机，也帮助了金融业整体服务实体经济，作为新生事物本身受到市场力量的驱动。但是互联网在同金融的结合过程中，并未改变金融服务的本质，金融所具有的某些风险点，例如传导性、广泛性、突然性依然存在，因此在创新的过程中一方面要本着鼓励和包容的胸怀、心态，同时也不能减少、减弱风险防范的意识。CF40成员、中国银行业监督管理委员会国际部主任范文仲表示，互联网金融让金融从时间、空间和第三方服务三方面中带来了巨大的变革。从空间支付来看，互联网将商品支付放置在虚拟空间中，让距离在商品交换中的重要性有所降低，提升了商品交换了便利。互联网金融进一步降低了信息的不对称性，大数据让信用体系上升到了一个新阶段，使得针对小微融资而产生的交易成本高、信用风险大等两大机制问题获得了跨越式解决。此外，针对直接融资，众筹相对以往股票市场、资本市场，进一步分散了风险，让融资范围进一步扩大，使得高风险项目成为可能。在直面金融创新利好的同时，不得不面对的是，金融创新在未来的道路上，背后需要有更大的制度变迁和制度改进。表面看来，生活的效率获得提高，生活服务的便捷度进一步提升，但是行业发展的背后是金融制度、风险管理制度等制度安排越来越复杂，例如，在第三方服务方面，面临代理人问题、道德风险、隐私保护等经典金融风险并未消除，相反通过互联网的社会化平台在逐步增大。因此，需要更科学、更平衡的管理方式。

张涛表示，互联网金融的健康发展要得益于政府、社会、企业等各界的协同发展，一方面要求政府应该明确，政府应该为、必须为的清单，同时也要明确市场主体不可为、不应该为的负面清单，另一方面，需要更好发挥互联网金融的全国性、行业自律组织的作用。

[返回目录](#)

## 养老金入市能否成行关键看风控构架

（摘编自《中国证券报》，2015年07月15日第A04版）

随着2015年07月13日征求意见截止日的到来，酝酿了近7年的《基本养老保险基金投资管理办法》（以下简称“《办法》”）终于落地，这意味着养老基金进入资本市场更进一步。《办法》明确，各省、自治区、直辖市养老基金结余额，可在预留一定给付后，确定具体投资额度，委托国务院授权的机构进行投资运营。同时，《办法》规定，投资股票、股票基金、混合基金和股票型养老金产品的比例，合计不得高于基金资产净值的30%；投资国家重大项目和重点企业股权的比例，合计不得高于养老基金资产净值的20%。

《办法》落地，意味着我国统一的养老基金投资管理体系建立，在这之前，能够进入资本市场的只有“两个1万亿”，即1万亿元的全国社保基金和1万亿元的企业年金（及职业年金），前者是战略储备基金，由全国社保基金理事会管理，应对人口老龄高峰的支付危机，委托合格的机构投资者进行投资，投资对象包括国债、股票、产业投资等；后者由企业委托合格的养老基金管理人管理，投资对象与全国社保基金相近。但是，结余近3.6万亿元的全国基本养老保险基金（以下简称“养老金”），由各省市级及以下政府的社保部门管理，受限于安全性考虑，投资策略保守，仅限于国债、银行存款等。从投资收益上看，成立15年来，由于管理专业、大额委托可遴选优质机构、投资层次高，全国社保基金年均投资收益率高达8.36%；企业年金年均收益率7.87%，尽管略低于全国社保基金，投资收益也相当可观。相比之下，养老金收益最低，多数年份在2%-3%，与同期年均通货膨胀率（2.42%）相当甚至还“跑输通胀”。

养老金入市和资本市场成熟与否是两回事，关键看管理构架和风控设计。养老金不是财政兜底的老年保障和社会救助，后者仅仅对无自我平衡能力的人群提供基本生活保障。若无法切割财政与养老保障，会造成巨大的财政负担并拖垮一国经济，日本“失去的二十年”和持续6年但无解的“希腊债务危机”，就是远近之鉴。

经济金融环境的变化，已经不支持现有的养老金管理模式了。首先，在人口老龄化背景下，地产和投资将大周期下行，利率长期走低是必然趋势，养老金缩水问题会更严重；其次，我国社保费率在世界上排第13位，费率过高加重企业负担，十八届三中全会明确要求降低社保费率，养老金的养老效率会降低；再次，经济“新常态”下，GDP告别了高速增长，财政对养老的补贴不可持续；最后，延迟退休年龄箭在弦上，更需要养老金通过增值来实现跨周期平衡。

养老金收支缺口需要弥补。如扣除财政补贴，养老金收支已经倒挂。2013年，养老金当期还能结余（尽管只有116亿元）。但是，从2014年开始，当期收支就开始出现缺口，该年达到了1300亿元。在全国各省份中，目前只有13个省份的征缴收入大于支出给付。因此，如果继续维持原有管理模式，随着老龄化形势越来越严峻，收支缺口将会继续扩大，并可能危及到给付，亟待做大蛋糕弥合缺口，而资本市场无疑是重要渠道。

损失是风控不到位的结果，现代资本市场完全能够通过良好的风控构架，迎合风险规避型投资者的诉求，实现风险收益平衡。比如，信托制下可明确委托人、受托机构、托管机构和投资管理机构各自的权利义务，使机构之间能够建立一种相互制衡的机制。另外，全国社保基金具有良好的投资记录和经验，加上上层监管严密、信息透明、基金规模大，可以实现充分的分散投资策略。而成立类似于全国社保基金的新机构，更具有竞争的效率。同时，风险准备金制度也是保障安全的筹码。比如《办法》规定，投资机构和受托机构分别按管理费的20%和年度投资收益的1%来建立风险准备金，余额达到养老基金资产净值5%时可不再提取，专项用于弥补养老基金投资发生亏损等，都是防范风险的保障。

[返回目录](#)

### 融资租赁合同案件中保证金及回购价款认定问题<sup>4</sup>

#### 【案情介绍】

2008年4月11日，某金融租赁公司（以下简称“租赁公司”）与某工程机械有限公司（以下简称“机械公司”）签订《租赁合作协议》，约定租赁公司利用机械公司提供的营销渠道和客户资源，为客户提供融资租赁服务，机械公司利用租赁公司的资金优势为其提供融资租赁业务所需的工程机械设备。机械公司为其出售给租赁公司的融资租赁设备承担回购义务。同日，租赁公司与机械公司、某汽车股份有限公司（以下简称“汽车公司”）三方签订《回购担保合同》作为《租赁合作协议》的补充协议，约定了回购条件和方式：在《融资租赁合同》生效后，承租人单笔逾期超过10日或累计超过60日未支付租金的，回购条件成就；机械公司和汽车公司应在租赁公司发出《回购通知》之日起20个工作日内支付全部回购价款；回购价款为《融资租赁合同》未付租金总额减去租赁公司已经收取的租赁保证金数额。

同年3月24日，租赁公司与机械公司推荐的客户闫某签订了《融资租赁合同》，约定租赁公司根据闫某的选择向机械公司购买挖钻机一台，并以融资租赁的形式出租给闫某使用。租赁期限3年，租金总价6,102,004元（含租赁保证金499,000元）。另约定，如有证据表明承租人无法支付租金，出租人单方解除合同的，回购价格为租赁合同解约前全部未付租金总额减去甲公司已经收取的租赁保证金数额。同年4月25日，机械公司与租赁公司签订《补充协议》，约定机械公司向租赁公司支付499,000元用作闫某融资租赁业务的回购保证金。同年8月25日，机械公司与租赁公司又签订《租赁合作保证金协议》，约定机械公司向租赁公司支付合作保证金273万元，作为其向租赁公司介绍的所有融资租赁项目承租人逾期租金的相应垫付款，当《租赁合作协议》项下任一承租人发生逾期情况时，租赁公司可从合作保证金中先行扣除垫付的相应逾期租金（不含逾期利息），并且不影响租赁公司对逾期租金的催收。当合作业务项下的逾期租金金额累积超过合作保证金数额时，除非机械公司补足相应保证金，否则租赁公司将暂停操作机械公司推荐的项目。

后因闫某拖欠并拒付租金，租赁公司向机械公司、汽车公司发出《回购通知》，要求支付回购价款。但机械公司及汽车公司均未履行回购义务，租赁公司遂诉至法院，要求闫某支付租金4,513,531元及罚息501,835.24元；机械公司、汽车公司支付回购价款3,515,531元（即闫某所欠租金4,513,531元减去闫某已支付的租赁保证金499,000元，再减去机械公司已支付的回购保证金499,000元）。

闫某辩称：因机器质量存在问题，机械公司未及时维修致使机器无法使用，故其未支付租金。汽车公司辩称：机械公司273万合作保证金中为闫某垫付的92,727元应在回购款中扣除，对该部分款项不予扣除等于要求回购方重复承担责任。机械公司辩称：机械公司支付的499,000元回购保证金只是用于闫某迟延履行租金的暂时垫付，租赁公司不应在回购价款中扣除，机械公司另支付了273万元合作保证金，该款项的性质也是代承租人暂时垫付租金，而非支付，其所有权始终属于机械公司，与汽车公司无关。

一审法院认为：根据《融资租赁合同》的约定，租赁物的质量瑕疵等情况不影响承租人向出租人支付租金义务的履行，闫某对租赁物质量问题的抗辩意见可另行起诉处理。对于汽车公司认为回购款项中应扣除机械公司以合作保证金为承租人闫某垫付的92,727元的意见，《租赁合作保证金协议》明确约定合作保证金是机械公司为其所有融资租赁项目承租人逾期租金支付的垫付款，不影响租赁公司对承租人逾期租金的催收以及回购条件的成就和履行，且汽车公司据以主张该款项金额的唯一证据即租赁公司于2009年7月致机械公司《关于保证金垫付的函》的附件列表，该列表为租赁公司自行制作，未经机械公司确认，金额上的误差可能影响各承租人垫付金额的确定，故法院对该证据及相应垫付金额均难以认定，且该《租赁合作保证金协议》系机械公司与租赁公司在三方《回购担保合同》之后签订，合作保证金不在回购价中结算

<sup>4</sup> 上海市高级人民法院网：《高院公布2012年度上海法院金融审判系列白皮书和金融审判十大案例》，<http://www.hshfy.sh.cn/shfy/gweb/xxnr.jsp?pa=aaWQ9MjcxODExJnhoPTEmbG1kbT1sbTE3MOPdcssPdcssz&zd=xwzx>。上海市高级人民法院网：《融资租赁合同案件中保证金及回购价款认定》，<http://www.hshfy.sh.cn/shfy/gweb/xxnr.jsp?pa=aaWQ9MzA2MjAwJnhoPTEmbG1kbT1sbTE4OAPdcssPdcssz&zd=spyj>。

亦未加重汽车公司原本所负有的回购责任，故对《租赁合作保证金协议》所涉垫付款项不予一并处理，当事人可另行结算。

对于机械公司认为其向租赁公司支付的回购保证金亦不应在回购价款中扣除的意见，一审法院认为，回购金额应根据《回购担保合同》约定的“租赁合同全部未付租金总额减去租赁公司已经收取的租赁保证金数额”予以计算。本案中除闫某交付的租赁保证金 499,000 元外，机械公司针对闫某的融资租赁业务也支付了 499,000 元的回购保证金，以保证回购义务的履行。现回购条件已经成就，租赁公司以闫某未付租金总额 4,513,531 元减去租赁保证金 499,000 元及回购保证金 499,000 元后计得金额 3,515,531 元，向两回购义务人机械公司及汽车公司主张回购价款，并无不当。

因此，一审法院判决：闫某支付租赁公司剩余租金人民币 4,513,531 元及相应罚息；机械公司、汽车公司共同支付租赁公司回购价款人民币 3,515,531 元；若闫某、机械公司、汽车公司任何一方履行了上述判决主文中相应的给付义务，则其他当事人相对于租赁公司相应的给付义务予以免除。

后汽车公司以租赁公司已从机械公司给付的合作保证金 273 万元中为闫某垫付了其拖欠的租金 92,727 元，故回购款中也应扣除 92,727 元为抗辩理由提出上诉。二审法院作出驳回上诉，维持原判的判决。二审法院认为，该笔保证金系在《回购担保合同》签订之后，仅机械公司与租赁公司之间在《租赁合作保证金协议》中所作约定，该协议中并未提及汽车公司的权利与义务，并不影响汽车公司依据《回购担保合同》约定的回购成就条件及回购价格标准承担其回购义务。二审法院对原审法院关于此事实所做的审查与认定，予以确认。且一审中，机械公司不同意将合作保证金在本案中予以抵扣，请求对该笔保证金不作处理。二审中，租赁公司亦一再否认实际已从 273 万元合作保证金中对闫某的逾期租金进行了垫付。故汽车公司的上述相关主张缺乏事实依据，不予采信。因此，对上诉人汽车公司的上诉请求，不予支持。原判认定事实清楚，适用法律正确，应予维持。

### 【协力评析】

回购型融资租赁中，出租人为寻求债权的安全性，要求承租人、出卖人（通常也是回购人）提供更多的保障，包括回购担保以及收取各类保证金，本案即涉及租赁保证金、回购保证金、合作保证金三种保证金类型，对这三种保证金的性质认定及区分，涉及回购金额的计算问题，也是本案的关键争议点。

在本案中，租赁保证金支付的依据为租赁公司与闫某签订的《融资租赁合同》，实践中主要争议在于租赁保证金的扣除时间和顺序问题；回购保证金支付的依据为租赁公司和机械公司签订的《补充协议》，主要涉及闫某违约后，机械公司以回购保证金充抵部分回购价款，可否同时免除其他回购人即汽车公司的该部分回购价款的问题；合作保证金的依据为租赁公司与机械公司签订的《融资租赁合作协议》，主要争议在于闫某违约后，合作保证金先行垫付是否视为已经代承租人支付了相应租金，从而直接应在回购价款中扣除。而这几项争议，恰恰是回购价款确定的关键，也是回购型融资租赁纠纷案件的审理难点所在。

租赁保证金争议的问题主要在于计算回购价款时，是否以租赁保证金先行充抵罚息。租赁保证金对于承租人及回购人的意义不同，对于承租人而言，其系《融资租赁合同》的当事人，对租赁保证金的处理应当符合出租人和承租人的真实意思表示，因此在计算承租人应支付的租金和罚息时，其充抵顺序应当按照《融资租赁合同》的约定计算，而租赁保证金是先充抵罚息抑或是本金，虽然对承租人的还款义务没有实质影响，但对于回购价款的认定影响重大。回购人并非《融资租赁合同》的当事人，《回购担保合同》也并非《融资租赁合同》的从合同，对回购价款的计算，依照《回购担保合同》的约定对租赁保证金进行抵扣更为合理。

关于回购保证金的扣付是否可同时惠及其他回购人的问题，租赁公司以上述回购价款向汽车公司主张回购价款，仅是租赁公司自身对权利的让步，未损及机械公司的权利，又可避免权利重复主张的风险，提高司法效率，并无不当，况且，融资租赁业务实践中多见回购人之间关系紧密之情形，或互为供货商，或互为关联公司，即便存在账目模糊之处，回购人之间内部解决也更为有效。

关于汽车公司能否要求直接抵扣机械公司回购保证金的问题，应从双方签订该协议的目的以及商事交易习惯综合考察。本案中租赁公司与机械公司签订《租赁合作协议》，依据合同相对性原则，该协议也仅针

对合同当事人有效，且机械公司缴付保证金的目的是担保自身履约能力，与汽车公司无涉，亦不影响汽车公司的权利。按照一般的商事交易对价原则来说，若汽车公司的回购金额中也直接扣除机械公司的**合作保证金**，无异于机械公司代汽车公司支付了部分回购价款，汽车公司未支付对价而享有利益，并不合理。因此，法院认定合作保证金不应在回购价款中进行抵扣，亦是合理的。

[返回目录](#)

### 对赌协议中的法律问题 浅析

（摘编自微信公众号  
“协力金融法律评论”，  
2015年07月17日）

#### 【背景介绍】

作为一种金融投资工具，对赌协议已经被广泛地运用于各种风险投资领域，“无对赌，不风投”也逐渐成为业界的共识。日前的上市公司浩宁达(证券代码：002356)收购团贷网 66% 股权案例便采取了利润对赌，虽然最终以失败告终。然而，立足于我国实际，对赌协议的法律定位模糊，对赌过程中应该注意哪些法律问题，很多参与者都不是很明确。那么，就让协力律师结合现状，为您浅析对赌协议中的法律问题吧。

#### 【王军彦 协力徐州分所】

对赌协议实际上是期权的一种形式，是对未来不确定性的调整。在高收益、高风险的当下，目标企业的大股东、实际控制人等在签订对赌协议时尤其要注意：一、在充分考虑宏观经济环境及行业趋势的前提下，确定切合目标企业实际的业绩目标，以免为了单纯地满足业绩需求，而将企业推向深渊；二、时刻保持自身控制权的独立性，谨防投资者通过向目标公司安排高管人员，管理公司的事务，从而获取决策公司重大事项的权力；三、切忌急于获得高额融资，本来目标企业较投资者而言，处于被动地位。如果再为了尽快取得高融资，很容易会因为高额融资的诱惑，而降低自身的判断力；四、建议在对赌协议中采取仲裁条款解决纠纷，因为相较于法院的一审、二审、再审情况，小编认为仲裁的一裁终决原则，效率更高，不至于使公司身陷讼累。

#### 【张鑫雨 协力苏州分所】

对赌协议并未出现在合同法则规定的几种有名合同中，作为非典型合同，对赌协议效力的认定，应当参照总则的相关规定。而合同效力的认定则要从积极条件和消极条件两个方面进行判断：

民商行为一般以意思自治优先，判断合同效力的第一要素即意思表示是否真实，即关于对赌、回购内容的具体描述。在既有判决认定了部分对赌协议效力的情况下，我们完全可以大方的承认对赌性质，白纸黑字、明码标价的将对赌内容敲在纸面上，没必要遮遮掩掩，使用一些含糊不清的描述，也不交代清楚交易的背景，最终影响对赌效力。除了协议本身的内容外，一些外围信息也会影响法院对于意思自治的认定，如：当事人对公司业务的了解程度、双方的商定过程，若当事人对公司经营业务并不了解或者使用的合同是大批量签订的格式合同的话，法官很有可能怀疑对赌协议很有可能是为了高利贷借款签订的阴阳合同。

而消极条件则分为硬、软两个条件，硬性条件即是不能违反法律法规明文做出的禁止性规定；软性条件则要求对赌内容应当符合诚实信用原则，不得损害公共利益。这两个条件是适用于一切合同的普适性条件。

对赌协议是市场经济多样性衍生的产物，在当前环境下有其存在的意义与价值，这也是最高院判例多次肯定其效力的原因。一份完善的对赌协议仅仅是股东与融资方之间关于业绩的赌博，而一份粗糙的对赌协议还增加了各方关于合同效力的赌博，而律师要做的就是将赌博内容限制为前一种赌博。

#### 【王海霞 协力上海总所】

“对赌协议”作为舶来品，在如今的中国投资和并购领域被广泛应用。目前，笔者接触到最多的“对赌协议”的案例是以被投公司的业绩指标或上市（包括新三板挂牌）时间等作为对赌要件。而在实践中，与投资方签订“对赌协议”的主体（对赌对象）却是各不相同。“对赌对象”包括被投公司管理层、大股东、实际控制人、全体股东以及被投公司。然而，在司法实践中，同样的条款由于对赌协议签订主体的不同，可能会导致截然不同的后果。因此，在选择对赌对

象时应当注意如下问题：

#### 1.尽量不要选择被投公司作为“对赌对象”

在诸多“对赌对象”中，被投公司作为对赌对象导致“对赌协议”无效的可能性最大。由于投资方为了保障自身利益，往往在“对赌协议”中设定了触发对赌要件的赔偿条款（保底收益）或回购条款，因此，若由被投公司作为赔偿（保底收益）支付主体，相当于公司无论盈亏，投资方“旱涝保收”且先于其他股东先行分配（或收回）公司资产，其势必侵害了公司其他股东的收益权，也违背了投资人共担盈亏的公司投资核心价值观，并涉嫌名为“投资”实为“借贷”的无效法律风险；另外，若以公司作为回购主体，相当于投资方抽回投资，违反了“公司资本不变的原则”。

#### 2.对赌补充协议的主体须与原对赌协议的主体一致

在实践中，对赌协议签订后，往往还会根据公司的运营情况，应投资方要求签订一系列对赌补充协议。而此时可能会出现补充协议签订的主体与原对赌协议签订主体不一致的情况，例如原对赌协议签订主体为全体股东，而补充协议签订的主体仅为几名大股东。此时，到底以哪份协议的效力为准将会发生争议，甚至，法院可能以补充协议侵害其他股东权益为由而判定补充协议无效。

#### 3.在选择对赌对象时，应当考量其违约偿付能力

笔者碰到过多起因“对赌对象”没有偿付能力而导致的投资方损失的情况。这就要求投资方在选择“对赌对象”时必须慎重。亦或通过增加偿付责任方的方式加以解决。如与被投公司控股股东的“对赌”中，加入被投公司的实际控制人或第三方作为对赌对象的连带保证人，以增强违约偿付能力。

综上，审慎选择“对赌对象”是保障投资方利益的基础。

### 【刘震 协力徐州分所】

讨论对赌协议，我觉得离不开对与其相联系的要素进行分析：资本、企业、社会、国家。

1、对赌协议从意思自治的角度来讲是合法有效的，但事实上协议内容对投资者宽松、对企业严苛，而投资者的砝码不是自己的钱香，也不是利息低，而是企业面临钱荒的被动“窘境”，强调一下，这种窘境是企业的窘境，我认为，拿别人的窘境做自己的砝码，不是不能有其适用的环境（比如刑事案件中的被害人谅解谈判），但在投融资这种以合作为基调的市场使用，是不道德的。

2、关于企业，引用那句耳熟能详的话：看未来。一个即将被淘汰，或是跟不上国家指引的企业，对赌成功了也不会被看好，而一个有前景有好项目的企业，即便缺衣少粮，通过正确的途径也会引起投资者关注，事实证明，现在的资本市场已经逐渐发展到，一个观念一个想法都可以融资了。

3、我赞成和支持资本逐利的本性和动机，但我更认为资本应当以社会繁荣为目标，而非以短时利益为快，看好企业，给企业的自主权松绑，就是让企业为社会创作更大价值，做长远比较，对赌双输，合作双赢，企业发展才能促使社会繁荣，才能反哺资本。

4、回到上面提到的“窘境”，我认为这是和资本市场某一层面的缺失分不开的，完整建立多层次资本市场才是消除恶意对赌的根本，而这，离不开国家政策的支持。

### 【郑思轩 协力徐州分所】

赌注的特殊性：对赌的评判标准是企业未来的价值，而赌注大多为股权、期权认购权或投资额等。这种特殊性质的赌注可能会导致企业股权结构、经营方式、人事任免甚至是企业控制权发生重大变化，对企业影响深远。

高风险性：这里的高风险性主要针对融资方来说，因为投资者通常都会为自己制订一套有利的保护措施，最大程度降低自身的风险。而融资企业与投资人签订对赌协议根本目的是为了获得资金支持，企业家急于获得高估值融资，又对自己的企业发展充满信息，而忽略了详细衡量和投资人要求的差距，以及

内部或者外部当经济大环境的不可控变数带来的负面影响。一旦经营环境发生变化，原先约定的业绩目标不能达到，企业将不得不通过割让大额股权等方式补偿投资者，其损失将是巨大的。企业管理层在决定是否采用对赌方式融资时，应谨慎考虑各种因素，权衡利弊，避免产生不必要的损失。

投资方的强势性：在对赌协议中，投资人一般处于绝对强势地位，他们抓住了企业需要资金发展，甚至对于企业来说是生死攸关的需求，因此，虽然名义是谈判协商，实际只是强势筹码的多少而已，多数情况下企业都被迫接受一些“不平等”条约。

### 【宣健 协力徐州分所】

随着新三板全国性扩容，在公司挂牌备案的过程中，浮现了不少对赌协议。对于新三板项目中对赌协议的处理，如果从券商，审计师，律师等中介机构的角度讲，当然没有是最干净的，因为什么也不用做，而如果存在对赌协议，一般情况下，中介机构会要求企业与投资机构签订对赌协议取消的协议，即让对赌协议失效，来将未来的此种不确定性降低到最低，这当然可以理解。但是，如果遇到了有对赌协议，同时投资方又不愿意取消的情况，该怎么办？作为律所在为企业提供法律服务时该如何把握对赌协议的处理方向？

一、证监会对于拟 IPO 上市公司的对赌协议是绝对禁止的，股转公司在一定程度上接受对赌协议的存在。可容忍的范围体现在：

1、对赌协议的协议方不能包含挂牌主体，对于可能损害挂牌主体的条款也需要进行清理；

2、由控股股东和投资方进行的对赌协议是可以被认可的；

3、已存在的对赌协议，能在挂牌的同时解除责任和义务最好，不能解除的，中介机构需要分析说明触发对赌条款时，协议方履行义务不会对挂牌主体的控制权，持续经营能力等挂牌必要条件产生影响，以确保不损害公司及其他股东的权利和利益。

二、从有利于新三板挂牌的角度，我们可以提出以下意见供参考：

1、如非必要，建议不要签订包含对赌条款的增资协议；

2、如签订上述协议，建议能够在新三板上报材料前协商增资方解除对赌条款；

3、公司要合理说明触发对赌条款后，控股股东回购的资金来源；

4、控股股东、实际控制人签署兜底性承诺，规避公司及其他股东利益不受损害；

5、新三板上报材料前，解除投资方优先受让和优先出售权。

[返回目录](#)

### 使用说明:

- 《协力法律资讯》由协力并购金融专委会编制，未经书面许可，不得转载、编摘等。
- 《协力法律资讯》并不代表协力并购金融专委会的正式法律意见。

本资讯所公布的网址通常为官方网址，若需要了解法律、法规或政策的全文内容可以点击链接，或与协力律师事务所联系。

联系邮箱: [financelawyer@co-effort.com](mailto:financelawyer@co-effort.com)

本资讯微信平台启用。进入微信点击”通讯录 - 订阅号 - 右上角 ‘+’ - 搜索 ‘协力金融法律评论’ - 关注”，即可订阅”协力金融法律评论”；或直接扫描以下二维码，点击”发现 - 扫一扫 - 对准二维码扫描 - 关注”，亦可订阅本资讯微信版。更多精彩解读尽在”协力金融法律评论”，敬请关注。

