

# NEWSLETTER

中 伦 e 简 报  
深度观察



ZHONG LUN  
中倫律師事務所

1993-2023

上市公司独董新规的制度解读 001/

《证券期货经营机构私募资产管理  
计划备案办法》核心关注要点 009/

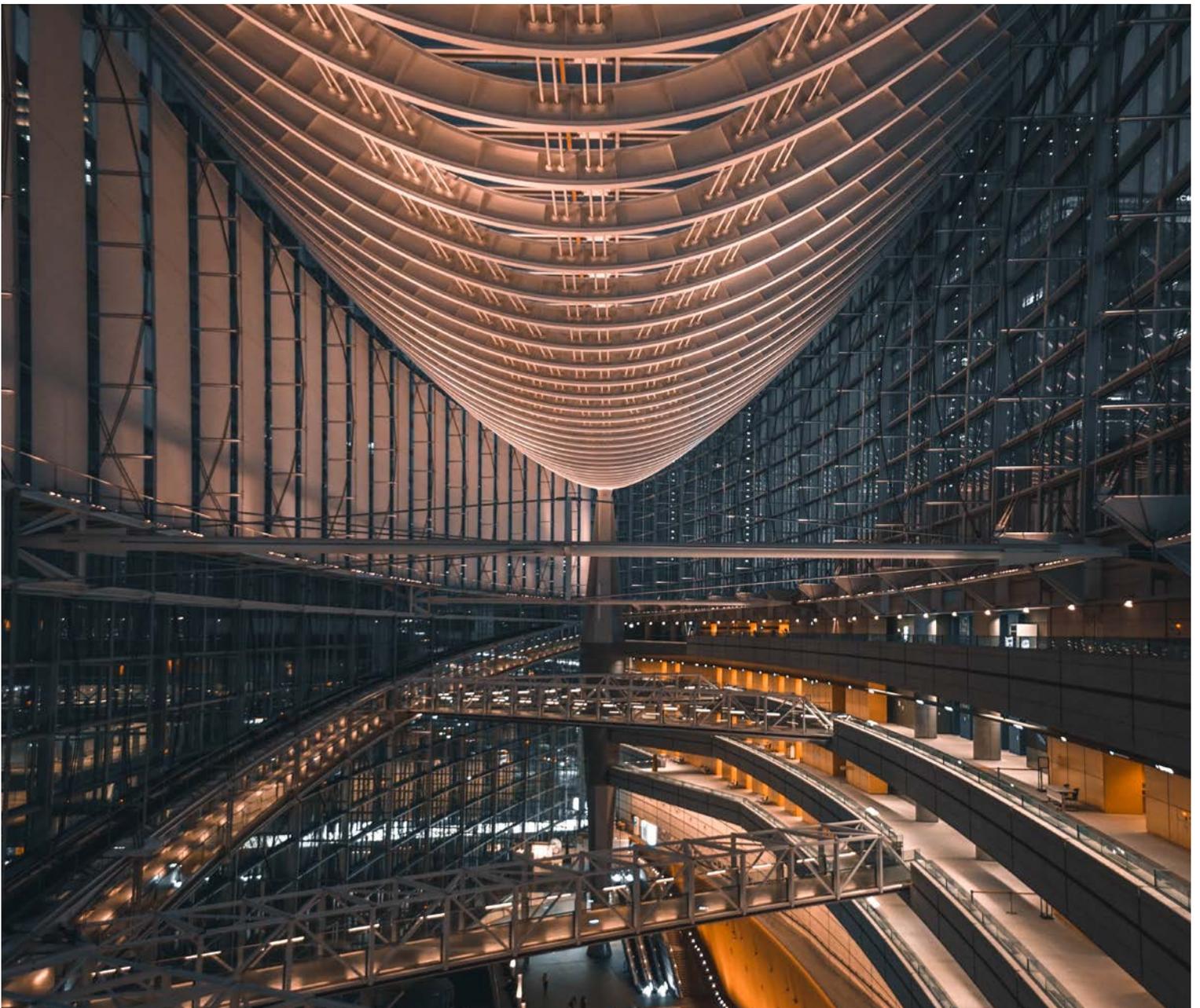
回购权的博弈与谈判：  
创始人不知道的真相和秘密 019/

当ESG遇上反垄断：  
企业ESG实践中的合规风险解析 036/

境外港口PPP投资项目付费机制探讨 045/

# 上市公司独董新规的制度解读

作者：郭克军 魏海涛 胡怡静



2023年4月14日，国务院办公厅印发了《关于上市公司独立董事制度改革的意见》（国办发〔2023〕9号，以下简称“《改革意见》”），从“明确职责定位、优化履职方式、强化任职管理、改善选任制度、加强履职保障、严格履职情况监督管理、健全责任约束机制、完善内外部监督体系”等八个方面提出改革主要任务。为贯彻落实《改革意见》，同日，证监会发布《上市公司独立董事管理办法（征求意见稿）》并向社会公开征求意见。经过社会意见征询阶段，证监会于2023年8月4日正式出台《上市公司独立董事管理办法》（以下简称“《管理办法》”，与《改革意见》合称为“独董新规”），正式对原有独立董事规则进行了全面和系统的修订，并拟于2023年9月4日起施行。

自2001年证监会发布《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求上市公司全面建立独立董事制度以来，上市公司独董制度在我国已有二十余载的历史，但截至本次新规出台前，实践中仍存在独立董事定位不清晰、责权利不对等、监督手段不够、履职保障不足等制度性问题。2021年，在康美药业证券集体诉讼案中，广东省佛山市中级人民法院对康美药业独立董事开出首笔“天价罚单”，一审判决5名曾任或在职的独立董事需要在其过错范围内承担连带责任，合计赔偿金额最高约3.69亿元；前述判决的出具一度掀起A股上市公司独立董事的辞职潮，并将独立董事权利、责任是否匹配的问题再次推上舆论的风口浪尖——近年来，随着新证券法的实施以及注册制改革的逐步推进，投资者保护制度不断完善和加强，证券监管机构对独立董事未能勤勉尽责的行政处罚可能进一步传导为投资者对上市公司及独立董事提出的民事损害赔偿主张，因而，无论是从独立董事的履职保障还是从投资者保护的角度，独立董事的定位与职责问题都亟需得到进一步厘清和明确，而独董新规的出台正是为了解决前述困境，以期进一步优化上市公司独立董事制度，提升独立董事履职能力，充分发挥独立董事作用。

## 第一部分\

# 上市公司独董新规的改革要点

经笔者研读本次独董新规，提炼出以下改革要点，以供读者参考。

## 1、清晰独董职责定位

本次独董新规明确了独董的职责定位在于三个方面——**参与决策、监督制衡、专业咨询**，三者不可偏废。首先，独立董事对上市公司及全体股东负有忠实与勤勉义务，需与内部董事一同参与公司董事会的各项决策；其次，独立董事的核心是其独立性，独董新规亦强调独董履职应聚焦于上市公司与其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员之间的潜在重大利益冲突事项，尤其是关联交易、财务会计报告、董事及高级管理人员任免、薪酬等事项进行监督，切实保护中小股东合法权益；再者，独董新规充分考虑独立董事的专业性特点，独立董事应发挥其专业优势，在上市公司董事会各专门委员会（尤其是审计委员会）发挥主导和积极作用，并且能够凭自己的专业知识和经验对有关问题独立做出判断并提供有价值的专业性意见。

## 2、强化任职管理、改善选任制度

一方面，就独董任职资格而言，本次独董新规对独立董事独立性、任职条件、任职期限及兼职等规定予以修订和明确，具体体现在以下几个方面：（1）在此前《指导意见》的基础上，参考借鉴了沪深交易所相关工作指引中有关独立董事任职资格的规定，并进一步进行了扩充，从而从**负面列举的角度明确了不符合独董“独立性”的“八类情形”**，对独立性的要求更为严格；（2）从**正向任职条件的角度列举了独董任职应符合的“六个条件”**；（3）建立**独立性定期测试机制**，要求独立董事应当每年对独立性情况进行自查；（4）将独立董事**兼任上市公司数量**上限从原有规则的5家上市公司**调整为3家境内上市公司**，以确保其有足够的时间和精力有效地履行独立董事的职责。

另一方面，就选任制度而言，本次独董新规从提名、资格审查、选举、持续管理、解聘等方面全链条优化了独立董事选任机制，具体表现为：（1）**建立提名回避机制**，即提名人不得提名与其存在利害关系的人员作为独立董事候选人；此外，**投资者保护机构可以**公开请求股东委托其代为行使**提名独立董事**；（2）**建立独立董事资格认定制度**，要求提名委员会对提名人任职资格进行前置审查，并进一步要求交易所对候选人的任职资格进行审查，对于交

易所提出异议的，上市公司不得提交股东大会选举；（3）**推行累积投票制选举独立董事并鼓励实行差额选举**，明确上市公司股东大会选举两名以上独立董事的应当实行累积投票制；

（4）**明确独立董事补选期限为提出辞职之日起60日**，强化独立董事辞职信息披露要求；

（5）**建设上市公司独立董事信息库**，上市公司可以从该等信息库选聘独董，拓宽上市公司独立董事候选人来源。

### 3、优化履职方式

一方面，基于本次独立董事职责定位的厘清明确，独董新规进一步优化和明确了独立董事的职责范围及重点关注事项，具体而言，

（1）独董新规详细列举了独立董事职责范围，强调独董履职**应着重关注监督**上市公司与其控股股东、实际控制人、董事、高级管理人员之间的**潜在重大利益冲突事项**；（2）**新增若干应当经过全体独董过半数同意的事项**，具体包括：上市公司及其相关方变更或豁免承诺的方案；被收购上市公司董事会针对收购所作出的决策及采取的措施；（3）优化了独立董事特别职权的范围，**将原有需独立董事发表独立意见事项的分散规定整合和限缩纳入特别职权的范畴，对非潜在重大利益冲突事项不再强制要求独立董事发表独立意见。**

另一方面，**搭建独立董事有效履职平台，将独立董事个人职能转为组织职能**，增加独立董事在关键领域监督的“话语权”，具体而言包括以下途径：（1）**明确独立董事在专门委员会的主导地位及强化专门委员会的职能，规定部分重大事项需设置专门委员会的前置审议程序**：上市公司董事会审计委员会成员全部由非执行董事组成，其中独立董事应过半数，财务会计报告及其披露等重大事项应当经审计委员会事前认可；在上市公司董事会中逐步推行建立独立董事占多数的提名委员会、薪酬与考核委员会，**如上市公司未设立提名委员会、薪酬与考核委员会，则由独立董事专门会议履行相关职责**；（2）**建立独立董事专门会议机制，要求关联交易等潜在重大利益冲突事项由独立董事专门会议事前认可**；（3）强调独立董事应切实履行其法定职责，**包括原则上应亲自参会履职，独立董事的意见应于各项会议记录中予以载明并制作工作记录，明确独立董事每年的现场工作时间应不少于十五日**，且独立董事可以通过定期获取公司运营情况等资料、听取公司管理层汇报、与内部审计机构负责人和审计会计师沟通、实地考察、与中小股东沟通等多种方式履行职责。

#### 4、加强履职保障

独立董事的外部身份特殊性，使其天然无法参与公司治理的各个环节，因此为弥合独立董事对于公司运营基本情况的信息差，尽可能减少因信息不对称对独立董事履职构成的障碍，上市公司应为独立董事履职提供必要的支持和条件，具体包括：（1）在公司配合义务方面，**上市公司应当为独立董事履职提供必要的工作条件及人员支持，保障其享有与其他董事同等的知情权**；（2）在经济层面，**上市公司应承担独立董事履职所需费用、应当给予与其职责相适配的津贴、可以为独立董事购买董事责任保险**。

此外，为确保独立董事能最大程度发挥其职责，独董新规在原有规则的基础上，进一步提出：（1）**建立会前沟通制度**：上市公司可在董事会召开前提前组织独立董事参与重大复杂项目研究论证；（2）**知情权受损情况下的延期开会/审议权利**：独立董事认为专门委员会及/或董事会的会议材料不完整、论证不充分或提供不及时，可以要求延期开会或审议；

（3）**独立董事异议意见的披露制度**：独立董事对董事会议案投反对票或者弃权票的，上市公司应当在披露董事会决议时予以披露，并在董事会决议和会议记录中载明，如上市公司不配合披露的，独立董事可直接向证监会或交易

所（以下简称“监管机构”）报告；（4）**独立董事履职遭遇阻碍的保障措施**：独立董事履职受到阻碍时可以向公司董事会说明情况，要求公司董事、高级管理人员等相关人员予以配合，并将受到阻碍及解决状况记入工作记录，仍不能消除阻碍的，可以向监管机构报告。

#### 5、健全独立董事责任约束机制

本次独董新规结合此前证券监管及审判案例的相关经验，首次从法规层面明确了独立董事区别于非独立董事的责任界限，在强调独董应尽职履责并切实加大监管力度的同时，亦充分考虑了独立董事外部性的身份特点，以体现过罚相当的原则。

一方面，独董新规仍坚持打击证券违法违规行为的原则，以进一步压实独立董事履职责任，明确上市公司、独立董事及相关主体违反规定的，证监会可以采取监管措施或者予以行政处罚，切实加大监管力度；另一方面，按照责权利相对等的原则，细化列举了独立董事责任认定考虑因素及不予处罚的情形。

首先，独董新规明确对独立董事在上市公司中的履职尽责情况及其行政责任，可以结合**独立董事履行职责与相关行为之间的关联程度，兼顾其董事地位和外部身份特点**，综合独立董事**在信息形成和相关决策过程中所起的作**

**用、信息来源、知情程度及知情后的态度、异常情况注意程度、参会情况、专业背景或者行业背景等多个方面进行判断。**

其次，独董新规进一步列举**细化了不予行政处罚的认定情形，独立董事能够证明其没有主观过错的可不予行政处罚**，具体包括：（1）对不属于自身专业领域的问题借助专门职业的帮助仍未能发现问题；（2）对违法违规事项提出异议意见并被明确记载于相关会议记录中；（3）上市公司等有意隐瞒且独立董事无法发现违法违规线索；（4）上市公司阻碍履职且独立董事及时向监管机构书面报告的；（5）违法行为揭露或更正前，独立董事及时发现违法违规行为并监督整改，且向监管机构书面报告的。

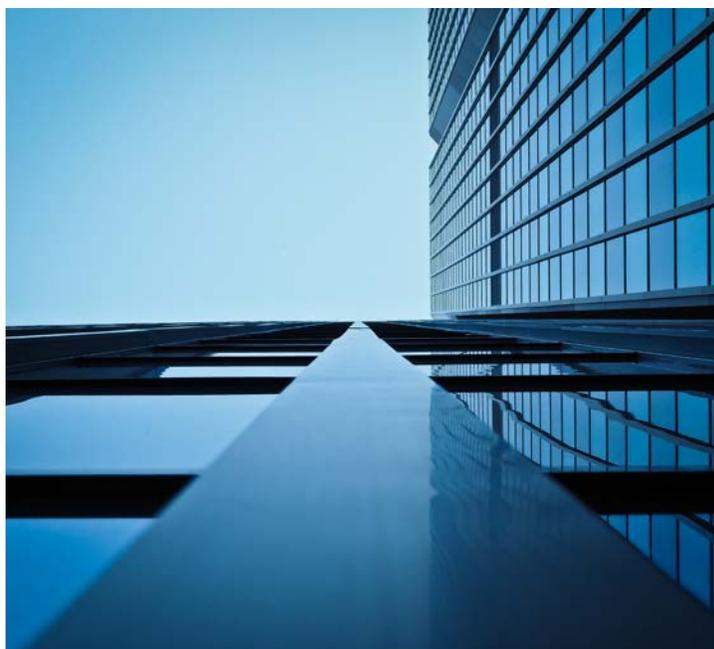
## 第二部分\

# 关于上市公司独董制度的几点思考

如上文所述，本次上市公司独董新规系参考总结独董制度在我国推行二十余年的制度经验，对原有独董规则（《指导意见》《上市公司独立董事规则》等）的全面革新，进一步明确独董职责、明晰独董定位、强化监督手段、加强履职保障，是全面落实注册制改革的重要环节。可以预见，上市公司独董新规的出台在促进公司规范运作、保护中小投资者合法权益、推动资本市场健康稳定发展等方面均将发挥一定的积极作用。

但尽管如此，关于改革后的上市公司独董制度，笔者仍有以下几点思考，有待未来制度完善及实践印证。

首先，就独董履职能动性而言，独董新规虽然细化强调了独立董事的身份独立性要求，并从提名、资格审查、选举、持续管理、解聘等方面全链条优化独立董事选任机制，但由于控股股东等大股东对上市公司股东大会具有控制权，其对独立董事的选聘任命、薪酬决定事宜仍施加重要影响（甚至决定性作用），因此“人情董事”的情况不在少数，导致部分独立董事并非真实代表中小股东利益。此外，独董新规拟通过明确独董职责、压实独董责任的方式



以促使独立董事勤勉尽责，但由于如今独立董事的年均津贴仅约10余万元，其客观上无法在单一上市公司的独董任职中分配过多精力，如若未来独立董事的薪酬水平仍无法体现与其职责对等的原则，将可能进一步打击独立董事的履职能动性。

其次，就独董履职限制及责任承担而言，独董新规考虑了独立董事外部性的身份特点，认可独立董事区别于非独立董事的责任界限。但笔者认为有下述几点值得进一步思考和讨论：

1、**行政处罚与司法裁判规则的一致性**：独董新规列举的可以不予行政处罚的情形与最高人民法院于2022年1月21日发布的《关于审理证券市场虚假陈述侵权民事赔偿案件的若干规定》（以下简称“《若干规定》”）中人民法院认定独立董事没有过错的五种免责事由目前仍存在表述上的一定差异，如后者缺少“上市公司等有意隐瞒且独立董事无法发现违法违规线索”的情形，虽然该等规则存在实践中的传导性和借鉴意义，人民法院在审查独立董事是否需要承担民事赔偿责任时，也极大可能是依赖证券监管机构是否对其作出行政处罚而予以判断，但就法理而言，仍应尽快统一明确独立董事在行政处罚及民事赔偿责任两个维度上的责任追究尺度。

2、**独立董事免责情形的具体内涵**：就独董新规及《若干规定》共同约定的几种免责情形，亦有待未来监管及审判进一步明确相关尺度，如就“对不属于自身专业领域的问题借助专门职业的帮助仍未能发现问题”的情形而言：一方面，“不属于自身专业领域的问题”是否意味着对于上市公司高发且赔偿责任较重的财务造假问题，会计专业背景独董无法依据该条款主张免除其责任，这意味着会计专业背景独董可能比一般独立董事需要承担更多责任、面临更多履职风险，事实上，中国证监会于今年作出的部分与欺诈发行有关的处罚决定也印证了这一点——会计专业独立董事受到处罚的概率或金额可能高于其他独立董事。而笔者认为，虽然会计专业独立董事因其专业背景应承担更多财务事项的监督决策职能，但仅以是否属于自身专业领域为区分而过分加重会计专业背景独董的责任也并不公平，一是会计专业独董的津贴收入往往与其他独董并无差别，二是财务造假行为往往较为隐蔽，即使依赖于大量的专业审计复核工作也可能难以识别，仅凭兼职的会计专业独董确实难以知悉发现上市公司恶意的闭环式财务造假行为，因此对于会计专业独董是否存在主观过错，仍然建议在个案中结合其履职情况综合考虑。另一方面，“借助专门职业的帮助”的具体内涵仍有待明确，是指依托上

上市公司自行聘请的中介机构出具的核查意见即可免责，或是需要独立聘请中介机构对上市公司具体事项进行审计或核查，若为后者，则当前实践中仅个别上市公司出现了独立董事要求聘请会计师等专业机构的情形。

3、“过错推定”归责原则下独立董事的履职审慎性、证据留存及外部化意识：《证券法》第85条规定，独立董事作为上市公司董事之一，对披露信息中的虚假记载、误导性陈述或重大遗漏致使投资者在证券交易中所遭受的损失，应承担连带赔偿责任，但能够证明自己没有过错的除外。即，《证券法》对独立董事的民事责任的认定，采纳“过错推定”归责原则。结合本次独董新规对独董责任的明确，建议独立董事在未来执业过程中严格遵守相关规则的履职要求，一方面建议留存其按照规则要求在上市公司现场工作、参会议事、沟通考察、向专业机构咨询的有关底稿，如依法行使职权遭遇阻碍的，更应将受到阻碍的具体情形和解决状况记入工作记录，并及时向监管机构予以报告。另一方面，独立董事如若认为其无法采信定期报告等上市公司公开披露文件中的信息和内容，应积极行使质询权、表决权，在相关会议中明确提出异议意见、陈述异议理由并记载于相关会议的决议及会议记录中，使得中小投资者能够通过公开信息获知独立董事的

异议意见，从而将独立董事的意见外部化，在保护中小股东利益的同时，也降低日后独立董事被追责的风险。☞



郭克军  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2082  
guokejun@zhonglun.com



魏海涛  
合伙人  
资本市场部  
北京办公室  
+86 10 5957 2429  
weihaitao@zhonglun.com

# 《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》核心关注要点

作者：陈芳 李竞雄 孟言伦 刘妍



2013年1月12日，中国证券监督管理委员会发布修订的《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》（以下简称“管理办法”）及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》（以下简称“运作管理规定”，与上述管理办法合称“资管规定”），资管规定于2023年3月1日起施行，标志着私募资管业务进入规范有序发展的新阶段。2023年7月14日，中国证券投资基金业协会（以下简称“协会”）发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案办法》（以下简称“新备案办法”），新备案办法作为资管规定的配套自律规则，对指导私募资产管理计划产品结构及条款设计，细化落实并配套衔接资管规定要求，回应行业实践需求有积极意义。

考虑到新备案办法对机构正在募集中的资管计划结构设计、条款约定及后续备案的影响，我们特此列举了新备案办法中几项核心关注要点，以便相关机构可以快速理解新备案办法的核心要点，并在有需要的情况下及时调整。

## 第一部分\

### 正在募集设立中的资管计划的适用

新备案办法虽然自发布之日起即开始施行，并未约定过渡期，正在募集设立中的资管计划将直接适用新备案办法。但鉴于资管规定已于2023年3月1日正式施行，且新备案办法很多内容为对资管规定要求的进一步细化，因此在主要合规问题上，我们相信证券期货经营机构等相关机构应已有一定预期。对于正在募集的资管计划，如相关结构、文本设置或条款安排与新备案办法要求存在不一致之处的，则涉

及调整。

另外根据新备案办法，《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法（试行）》同时废止。但就备案业务，对于协会之前发布的《证券期货经营机构私募股权产品备案关注要点（2021年7月版）》（以下简称“**备案关注要点**”）、服务指南性文件的效力及适用并未明确规定。在协会未明确废止该等自律要求的情况下，该等要求对资管计划备案仍有参考意义。但如相关内容与新备案办法冲突的，我们理解应适用新备案办法。

## 第二部分\

# 新备案办法的几项关注要点及提示

## 1. 资管计划结构安排

### (1) 多名普通合伙人 (“多GP”)

新备案办法第41条规定,“证券期货经营机构以设立合伙企业形式从事私募资产管理业务,不得设置多名普通合伙人,中国证监会、协会另有规定的除外。管理人不得将投资管理 etc 职责委托管理人以外的普通合伙人行使,变相开展多管理人或者通道业务。”

根据备案关注要点,有外部普通合伙人的,需关注外部普通合伙人是否:1)具备私募基金管理资格,2)属于地级市以上地方政府投融资平台,3)属于上市公司控股子公司,4)属于证监会认可的其他机构。关注设置外部普通合伙人是否具有必要性,外部普通合伙人不得担任基金管理人。

### 提示:

新备案办法就多名普通合伙人的基金结构,保留了“另有规定”的口子。根据上述效力分析,在没有明确废止的情况下,我们理解,如备案关注要点等协会此前出台的规则在与新备案办法无冲突的情况下仍应参照适用。资管产品如设置多名普通合伙人的,监管规则对外部普通合伙人有门槛要求,实操中需关注合作

方是否有相关资质,并探讨外部普通合伙人设置的必要性(常见的符合条件的外部普通合伙人通常是从国资监管、上市公司合规监管并进行风险控制从而保护投资人等角度进行设置),特别关注不同普通合伙人之间权责利的划分,避免出现变现多管理人或借通道的情形。这也与协会禁止双管理人备案、落实及强化管理人职责、保护投资人的监管要求一脉相承。

在多名普通合伙人的权限设置上,同时还应关注如下事项:1)管理人职责应由基金管理人行使,内容可参考管理办法第12条规定,包括资管计划的销售、登记、备案、管理、进行投资、进行分配、净值管理、信息披露、代表投资者利益行使诉讼权利或者实施其他法律行为等方面;2)体现主动管理职能,不能有管理办法47条,新备案办法第38条规定的与主动管理违背的行为,比如由投资者或者其指定第三方自行负责尽职调查或者投资运作,投资者或者其指定第三方下达投资指令或者提供具体投资标的等实质性投资建议,根据投资者或者其指定第三方的意见行使资管计划所持证券的权利,通过投资其他资产管理产品变相扩大投资范围或者规避监管要求等。另外,新备案办法通过明确聘请投资顾问服务机构的原则及聘请程序、投资顾问费收费方式等具体要求,进一步强化管理人主动管理职责,防范过度依赖投

资顾问机构或变相成为投资顾问通道等情形。

## (2) 员工跟投

新备案办法第44条规定，“管理人、从业人员直接或者通过合伙企业等非法人形式间接投资于本公司管理的专门投资于未上市企业股权的资产管理计划，管理人应当建立健全员工跟投相关制度、机制、流程等，并在资产管理计划备案时对员工跟投相关设置的必要性和合理性作出说明，对防范选择性跟投等利益冲突作出有效安排。”

### 提示：

要求管理人建立健全员工跟投相关制度，对防范利益冲突做出安排。从实操角度，在资管计划层面由员工作为合伙人跟投资管计划从而通过该资管计划参与所有投资项目是防范选择性跟投的较好方式。另外新备案办法也从合格投资者穿透核查、豁免最低参与金额（1000万，但仍需首期实缴出资大于100万）的角度对员工跟投做了明确，员工跟投不足1000万但实缴出资超过100万的，我们理解不会构成资管计划进行后续募集或突破投资集中度的直接障碍。

## (3) 涉及无先例事项、复杂结构安排

新备案办法第21条规定，“资产管理计划涉及重大无先例事项，或者存在结构复杂、投资标的类型特殊等情形的，协会对拟备案的资产

管理计划采取要求强化投资者适当性管理、出具尽职调查报告、加强信息披露、揭示特别风险、提交法律意见书等措施。”

### 提示：

该要求与协会此前发布的《私募投资基金登记备案办法》中对存在“私募基金涉及重大无先例事项，或者存在结构复杂、投资标的类型特殊等情形”的拟备案产品进行加强核查、风险管理的要求一脉相承，强调资管计划涉及复杂结构或特殊投资标的、重大无先例事项的，管理人应当强化风险管控、投资者适当性管理、风险揭示等。

## 2.资管计划募集及出资

### (1) 自有资金比例

新备案办法第32条规定，“证券期货经营机构及其子公司自有资金参与其自身或者其子公司管理的单个集合资产管理计划，除符合法律、行政法规和中国证监会规定以外，还应当符合下列要求：（一）参与份额合计不得超过该资产管理计划总份额的50%，中国证监会另有规定的，从其规定；（二）参与、退出时应当提前5个工作日告知全体投资者和托管人，并取得其同意，同时持有期限不得少于6个月，因产品规模变动等客观因素导致自有资金参与比例被动超标，自有资金选择退出的情形

除外，但事后应当及时告知。”

### 提示：

相较于2018年相关规定对于证券期货经营机构以自有资金参与单个集合资产管理计划的份额不得超过该计划总份额的20%的限制，运作管理规定放宽了管理人参与资管计划的比例，有助于结合管理人实际募集需要及跟投安排等设置规模。同时，新备案办法第32条规定了“自有资金的参与、退出，不得通过合同概括授权的方式取得投资者、托管人同意，初始募集期内参与的除外”的细化要求，实操中建议在合同中增加对自有资金的参与退出设置全体投资人同意的机制。

## (2)后续募集

运作管理规定第6条明确了符合条件的专门投资于未上市企业股权的封闭式资产管理计划可以扩大募集规模的要求。新备案办法第30条规定，“新增总规模不得超过成立时募集规模的3倍，但是下列情形除外：（一）既存投资者或者新增投资者中存在基本养老金、社会保障基金、企业年金等养老基金；（二）既存投资者或者新增投资者中存在慈善基金等社会公益基金、保险资金、地市级以上政府出资产业投资基金，并且前述投资者之一的实缴出资不低于1000万元；（三）既存投资者和新增投资者均为实缴出资不低于1000万元的投资者，管

理人、从业人员直接或者通过合伙企业等非法形式间接投资于本公司管理的专门投资于未上市企业股权的资产管理计划，且实缴出资不低于100万元的除外；（四）中国证监会、协会规定的其他情形。适用第三项要求的投资者为在协会备案的私募基金以及合伙企业等非法形式的，管理人应当穿透认定投资者是否符合第三项要求。”

### 提示：

就扩募，我们建议关注如下事项：

1) 根据运作管理规定，“扩大募集时处于合同约定的投资期内”，“扩大募集的资金规模、频率符合证券投资基金业协会相关要求”，目前新备案办法明确了扩募规模不超过3倍的限制，这点与社会化私募类似，但同时规定了例外情形。今年初我们关注到，协会曾有扩募频率不能超过每半年一次的监管指导，但本次新备案办法并未对扩募的频率作出明确限制，协会实操中是否会参照年初的指导意见进行监管，还是会就此做出补充要求有待后续观察；

2) 在判断第三项所列例外情形时，对于在协会备案的私募基金也并不直接视为一个主体，而是与合伙企业待遇一样，需穿透认定是否符合要求。该种要求项下，对于适用该第三项的例外情形的要求更高，以避免实操中通过搭建结构规避要求的情况发生；

3) 运作管理规定要求的扩募条件包括“按照资产管理合同约定的方式事先取得全体投资者和托管人的同意”。因此处规定允许“按资管合同约定”处理，且新备案办法中并未说明就扩募事项不得通过合同概括授权的方式取得投资者、托管人同意。因此我们理解，可以参考市场化私募常见做法，通过合同中约定一定期限的后续募集期，明确在符合规定情况下投资者认可管理人自行决定后续募集。但在后续募集时需关注资金来源，如为自有资金，届时仍需按照新备案办法第32条的规定取得全体投资者及托管人同意，而不能像外部投资人参与扩募一样，通过在资管合同中概括授权的方式处理。另外，鉴于合伙制资管产品中，托管人通常不作为资管合同的签约方，因此建议在托管协议中针对产品扩募及托管人事前同意机制进行约定等；

4) 运作管理规定要求的扩募条件包括“不存在未按规定进行合理估值、通过扩大募集规模向新参与投资者转移风险、亏损或者输送利益的情形”。此处也体现了管理办法第12条要求的管理人“依法计算并披露资产管理计划净值，确定参与、退出价格”的职责。但实操中，净值管理对于股权类私募资管计划的募集、退出等条款设计会产生较大影响，一些市场私募常见的普通合伙人有权豁免或自行调整后续募集利

息的灵活性在一定程度上受限，也可能会增加后续募资及沟通难度。

### (3)分期出资

新备案办法第29条规定，“封闭式资产管理计划的投资者分期缴付参与资金的，管理人应当充分评估分期缴付的必要性和合理性，同时符合下列要求：（一）资产管理合同应当事先约定缴付总金额、分期缴付资金的数额、期限等有关安排，投资者缴付出资比例与认缴比例应当一致；如不一致，应当特别说明估值核算的具体安排，确保公平对待投资者；（二）资产管理合同应当明确相应违约责任，订明投资者未按约定缴付时的处理原则与方式，如设定惩罚性违约金等；（三）向投资者充分揭示并披露相应风险，如惩罚性违约金风险，其他投资者未按照约定缴付资金的风险等；（四）



所有投资者首期缴付金额合计不得低于1000万元，单个投资者首期缴付金额不得低于合格投资者参与单个资产管理计划的最低投资金额。”

#### **提示：**

新备案办法就分期出资在资管规定原则性表述的基础上做了细化规定。其中如分期缴付投资者比例有不一致的，要求从公平对待投资者角度，特别说明估值核算的具体安排。就此点要求而言，我们关注到协会在过往监管中实际上已按照此原则对资管产品备案进行监管，对于有出资进度不一致安排的资管产品，通常会反馈要求证券期货经营机构按前述原则进行回复说明。另外根据备案关注要点，结合分期缴付与资管计划资金使用的匹配性，建议在分期条款设置中考虑保持缴付期限与投资期限的匹配。

### **3. 资管计划投资**

#### **(1) 关联交易**

资管规定要求“证券期货经营机构应当建立健全关联交易管理制度，对关联交易认定标准、交易定价方法、交易审批程序进行规范，不得以资产管理计划的资产与关联方进行不正当交易、利益输送、内幕交易和操纵市场”。资管规定出台后，我们注意到监管在实务中即开始要求关联交易应按照重要性原则进行分层管

理的指导。新备案办法第51条、52条对关联交易做了细化管控，明确了关联交易情形、资管合同应明确约定的关联交易相关安排。

#### **提示：**

资管规定禁止违规关联交易，不得有如“利用资产管理计划，通过直接投资、投资其他资产管理产品或者与他人进行交叉融资安排等方式，违规为本机构及其控股股东、实际控制人或者其他关联方提供融资”等行为。对于不禁止的关联交易，则通过新备案办法明确了细化要求，如关联交易的识别认定标准、关联方范围及认定依据、一般和重大关联交易的区分标准、关联交易的交易决策、对价确定机制、信息披露、风险揭示等。对一般关联交易，允许采用事先约定同意、事后定期统一披露及报告的管理方式；对重大关联交易，包括单笔或多笔合计，应采取逐笔征求意见或公告确认等方式取得投资者同意，事后应单独披露、报告。

实操中，在资管合同条款中需结合相关证券期货经营机构关于关联交易管理的内部制度（比如涉及关联交易的分层）及与投资者确认的机制落实文本内容。如关联交易相关要素设置不全的，可能会被协会反馈要求补充而影响备案进度。此外，新备案办法还提及管理人以资产管理计划从事关联交易的具体规范由协会另行制定，仍待后续观察。

## (2) 多层嵌套

新备案办法第45条规定，“资产管理计划架构应当清晰、透明，不得通过设置复杂架构等方式规避监管要求。资产管理计划接受其他资产管理产品参与的，不得再投资除公募基金以外的其他资产管理产品；资产管理计划投资于其他资产管理产品的，应当明确约定所投资的资产管理产品不再投资除公募基金以外的其他资产管理产品。”同时第45条也规定了可不视为一层资管产品的情形，包括：1)投资资产支持证券的；但无正当事由将资产管理产品或者其收（受）益权作为底层资产的资产支持证券，或者以资产支持证券形式规避监管要求的情形，视为一层资产管理产品；2)符合要求的创业投资基金、政府出资产业投资基金；3)已对标公募基金完成整改并取得确认函的存量证券公司大集合产品。

### 提示：

多层嵌套的规则基本上保持了原来的监管要求。新备案办法并未将《私募投资基金监督管理条例》作为制定依据，相应的也未纳入《私募投资基金监督管理条例》中“但符合国务院证券监督管理机构规定条件，将主要基金财产投资于其他私募基金的私募基金不计入投资层级”的豁免规则。因此资管计划募集母基金类型投资人的，无法直接以母基金为由不视为一

层，相应的资管计划在投资端和投资工具的使用上仍需特别关注多层嵌套的合规性。对于需同时适用资管计划相关监管规则与私募基金相关监管规则的券商系私募基金而言如何适用效力层级更高的《私募投资基金监督管理条例》中的母基金豁免规则，仍有待进一步观察。

## (3) 通过SPV投资

运作管理规定第22条规定，“专门投资于未上市企业股权的资产管理计划可以通过特殊目的载体间接投资于未上市企业股权。特殊目的载体应当为直接投资于作为底层资产的未上市企业股权的公司或者合伙企业，不得承担资金募集功能，不得收取管理费及业绩报酬。”

新备案办法第46条规定，“专门投资于未上市企业股权的资产管理计划通过符合要求的特殊目的载体，间接投资于未上市企业股权，只能设立一层特殊目的载体，该特殊目的载体不视为一层资产管理产品。”

### 提示：

根据新规，资管计划通过SPV投资严格限定于专门投资未上市企业股权的产品（即投资未上市企业股权比例不低于总资产的80%），且只能设立一层SPV，并且SPV须直接投向底层企业，SPV明确不计入嵌套层数。SPV设立时不能有募集资金功能，且不收取管理费及业绩报酬，但理解可以列支基础运营费用。对于

前述“募集资金功能”如何界定，目前在监管规定层面暂无明确的判断标准。实务中常见通过联合投资合作方搭建“联合投资载体”SPV的方式对某一项目进行共同投资的情形，但新备案办法中提出的“不能有募集资金功能”禁止性规定是否意味着若有其他联合投资合作方进行共同投资的，则不能再搭建不备案为产品的SPV（该SPV必须备案为产品）？从募集资金角度理解，对于实务中常见的向投资者提供联合投资机会的安排而言，若该等联合投资合作方自身也为资管计划投资者，对于SPV并未承担进一步募集资金的功能是否仍存在一定的解释空间，仍有待进一步观察。管理人设立SPV的，应当及时履行报告义务。相关要求对于管理人使用SPV投资工具及合规性要求较高，需相关机构特别关注。

#### **(4)投资集中度**

新备案办法第43条规定，“一个集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该计划资产净值的25%，符合下列要求的封闭式集合资产管理计划除外：（一）全部投资者均为符合中国证监会规定的专业投资者，但管理人、从业人员直接或者通过合伙企业等非法人形式间接投资于本公司管理的专门投资于未上市企业股权的资产管理计划，该管理人、从业人员可视为专业投资者；（二）单个投资者投

资金额不低于1000万元，但管理人、从业人员直接或者通过合伙企业等非法人形式间接投资于本公司管理的专门投资于未上市企业股权的资产管理计划，且首期缴付金额不低于100万元的除外。同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金，不得超过该资产的25%，专门投资于未上市企业股权的资产管理计划除外。”

#### **提示：**

新备案办法的要求反映了新资管规定的监管要求，相较于原来“双25%”的限制，新资管规定在投资集中度方面有所放松，在第二个25%的口径上设置了例外条件，为鼓励创投、投早、投小打开了空间；同时对员工跟投在专业投资者认定及出资条件上设置了更为宽松的条件。但我们注意到运作管理规定中列明的例外情形“以收购公司为目的设立的资产管理计划”在新备案办法中并未提及，实操中会以何种口径监管仍有待后续观察。

#### **(5)投资限制**

新备案办法进一步明确了部分投资限制，如不直接或间接投资结构化发债，不得自融，不得开展“明股实债”投资（指投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，不是根据企业的投资收益或者亏损进行分配，而是向投资者提供保本保收益承诺，根据约定定期向投资者支付

固定收益，并在满足特定条件后由被投资企业赎回股权或者偿还本息的投资方式，常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等）等。

**提示：**

该等投资限制为资管计划运作的合规红线，需结合产品端、项目端安排综合判断。

**(6)备案前投资**

新备案办法第10条规定，“自资产管理计划成立之日起5个工作日内，管理人应当向协会履行备案手续。资产管理计划完成备案前，可以以现金管理为目的，投资于银行活期存款、国债、中央银行票据、政策性金融债、地方政府债券、货币市场基金等中国证监会认可的投资品种。”

**提示：**

此前，新资管规定出台时，删除了原资管规定中“资管产品备案前不得对外投资（但现金管理除外）”的要求，市场上有部分解读认为，不同于社会化私募，监管此次放宽了资管产品备案前开展项目投资的限制。新备案办法发布后，我们理解是对新资管规定打了“细化补丁”，明确了同社会化私募一样的监管口径，即完成备案前仅能够开展符合规定的现金管理。

总体而言，新备案办法在体现最新资管规定基础上，对涉及资管计划募集、运营、投资等事项进行了细化，部分事项仍涉及与现行监

管口径、要求的匹配、衔接问题，且新备案办法就部分事项保留了另行制定规则的口子（如体现差异化监管的简易备案规则、管理人以资产管理计划从事关联交易的具体规范）。我们后续将密切关注监管动态。 ☞



陈芳  
合伙人  
私募基金与资管部  
上海办公室  
+86 21 6061 3599  
catherinechen@zhonglun.com



李竞雄  
合伙人  
私募基金与资管部  
上海办公室  
+86 21 6061 3562  
ursulali@zhonglun.com

# 回购权的博弈与谈判： 创始人不知道的真相和秘密

作者：龚乐凡 韩雪



在创始人进行融资的时候，为什么“回购”条款往往最让想要融资的创业者心惊胆战？因为这个回购条款是一根“雷管”，它所引爆的是一颗“大雷”，就是创始人及其家庭的无限连带责任。如果你是创始人，正在谈一份融资的协议或者《投资条款清单》（Term Sheet），那么这个条款的谈判无疑将考验你和你的法律顾问的专业、毅力和智慧。

我们会通过本文，让创始人了解这些关键问题：“回购”条款的“真真假假”，回购条款真的都是“市场标配”吗？为什么这个本来源自硅谷风险投资的条款，到中国就可能“学走了样”？“回购条款”真的不可协商、不可撼动吗？在我们的成功谈判案例中，什么情况下，创始人可以拒绝某些回购条款？什么样的回购条款，其实可能投资人并不真正在意？回购条款以及创始人无限连带责任的法律谈判技巧在哪里？为什么回购条款在融资的越早期谈越会对创始人有利？从实战案例的角度，究竟哪些关键点需要把控？

## 第一部分\

### 回购条款：创始人的梦魇

在创业中签署的融资协议中设置回购权条款，约定未来X年内公司上市（IPO）不成功或其他回购事件发生时，投资人可以按照约定的金额“赎回”自己的投资，从而实现投资人退出。这在表面上看，似乎没什么问题，因为相当数量的投资人是创投基金、股权投资基金，都有一定时间的存续期，到期基金都要清算解散，不可能永久持续下去。但是为什么不少回购条款，会对创始人产生如此大的冲击呢？因

创始人和被投公司就必须要有足够的现金流完成对投资人赎回股权的支付义务。但是如果公司并没有这样的现金流，甚至本身正遭遇经营困难，创始人及其家人很可能需要承担“回购”所带来的巨大的债务风险。

为回购条款通常基于一个假设，就是公司在X年内能够IPO或者并购成功，这个假设，本身存在不少前提，如果没有成就，那么“对赌”失败，创始人和被投公司就必须要有足够的现金

流完成对投资人赎回股权的支付义务。但是如果公司并没有这样的现金流，甚至本身正遭遇经营困难，无疑就会导致“雪上加霜”的场景，甚至创始人及其家人很可能都需要承担“回购”所带来的巨大的债务风险。

### 案例：小马奔腾对赌回购案<sup>1</sup>

北京小马奔腾文化传媒股份有限公司(简称“**小马奔腾**”)曾是影视界的一匹黑马，是资本界看好的“香饽饽”，估值一度高达30亿，几十家投资机构疯抢，2011年小马奔腾接受建银文化领投的7.5亿元人民币融资，创下当时中国影视业的融资纪录。

据新浪财经报道，小马奔腾实际控制人李明和其姐妹，与建银文化签署了对赌协议约定：若小马奔腾未能在2013年12月31日之前实现合格上市，则建银文化有权在此后任何时间，要求其任何一方一次性收购建银文化持有的所有股权。

2014年，李明突发心肌梗塞去世，小马奔腾未能如期上市。随后，建银文化将李明遗孀金燕告上法庭，要求其为李明的这笔债务承担连带责任。2017年9月，金燕收到北京市一中院的一审判决书：被判负债2亿元。

“为什么一份我毫不知情，也没有任何签字授权的‘对赌协议’，最后却需要我来偿还呢？”金燕不敢想象。但根据《最高人民法院



关于适用<中华人民共和国婚姻法>若干问题的解释（二）的补充规定》（现已失效，简称“**《婚姻法》司法解释二**”）第24条规定：“债权人就婚姻关系存续期间夫妻一方以个人名义所负债务主张权利的，应当按夫妻共同债务处理。”

按金燕的说法，该案件成为了《婚姻法》司法解释二第24条有史以来额度最大的案件，仅诉讼费就高达上百万。后金燕上诉，2019年5月，该案在北京市高院不公开审理，根据报道，北京市高院驳回了金燕的上诉请求，维持一审判决，最终，金燕需为亡夫李明因对赌失败而产生的两亿元债务承担清偿责任。

在上面的小马奔腾对赌回购案中，小马奔腾的创始人与投资机构签署对赌协议，但是对赌目标未完成，自己也意外离世，给妻子留下了巨额债务。

这给创始人及其家庭狠狠提了一个醒：创业过程中，该如何谈好“对赌”以及“回购”条款？

1. 见新浪财经报道：小马奔腾“遗孀负债案”终审判决：需连带承担两亿元债务，<https://finance.sina.com.cn/chanjing/gsnews/2019-10-25/doc-iccezrr4352101.shtml>

## 第二部分\

# 对手永远不会告诉你的秘密：回购条款的“真真假假”

无论是创始人还是创始人一方的法律顾问，对于“回购”条款懵懵懂懂、似懂非懂、或者自以为“懂”都是非常危险的。

围绕着回购权，有着各种“真真假假”的说法，所以第一项工作——只有理清了概念和思路，才能避免被“套路”。

### （一）回购条款是“市场标配”吗？

投资人在给创始人的《投资条款清单》中，对于回购条款，通常都会说，这是“市场标配”（market practice）。的确，相当数量的投资协议，都会有回购条款，而且对于基金背景的财务投资人来说，的确面临着基金存续期结束，投资需要清盘分配的问题。但是，这不等于回购条款就是必须的“标配”。

真相是——“回购条款”本身不是法律的规定，而是遵从双方的约定。投资协议中，是否要有“回购条款”，取决于投资人是谁（种子轮投资人、天使投资人、还是机构投资人？机构投资人还区分战略和财务两类）。往往在回购条款上，种子轮投资人、天使轮投资人和战略投资人并没有像创投和股权投资基金那样面临

着基金存续期的压力，所以一般实践中对于回购的要求不会太苛刻，有的甚至不要求回购条款。

---

**真相是——“回购条款”本身不是法律的规定，而是从双方的约定。投资协议中，是否要有“回购条款”，取决于投资人是谁。也取决于双方的谈判地位，取决于谁更需要谁，谁更强势，以及对于风险投资是真懂，还是假懂，还是故意装作“不懂”。**

---

回购条款的有或没有，对于创始人是否更为有利——也取决于双方的谈判地位，取决于“谁更需要谁？”（投资人抢着想要投资这个“香饽饽”项目，还是资金将要枯竭的创始人更需要投资人的投资？），谁更强势（投资人也许不那么重视这个条款，但是投资人的法律顾问坚持添加，那么创始人该怎么办？——这个应对的策略笔者会在下文中讲到），以及对于风险投资是真懂，还是假懂，还是故意装作“不懂”（见下文“源于硅谷的风险投资条款，为何学走了样”）？

## （二）对象之“谜”：是向公司回购还是向创始人回购？

表面上看，都是“回购”。但是两者可谓“差之毫厘失之千里”。针对公司的回购中，向投资人承担支付责任的是公司（即被投资企业），但是如果拉上创始人承担保证责任，或者索性让创始股东承担支付义务，这实际上意味着什么？

这意味着创始人创业，虽然开的是一家“有限责任公司”，但是“有限责任”可能会有名无实，实际上他（她）承担的是变相的“无限连带责任”。

这就无形中大大增加了创业的风险。笔者相信，创始人并不希望自己个人为企业的成功退出承担“个人无限连带责任”，但是迫于压力，并且也不知道如何“专业”地应对，再加上可能有些情况下，对方的法律顾问出于种种考虑，强势地坚持某些客户可能并不在意的条款，最终导致出现了这个——创始人、公司、甚至市场本身都不想看到的市场操作，也有不少数量的创始人、被投资企业，无论是被迫，还是认知误差，最终同意了这样的条款；而这种做法多了，竟然成为了“market practice”。

笔者曾代表创始人一方进行谈判，并多次成功拒绝了将创始人个人“绑”在回购条款的安排，避免了“无限连带责任”，这无疑对于创始

股东及其家庭，都能起到至关重要的作用。有关谈判策略和技巧，笔者将在后文分享。

而对于公司能否承担回购义务我国司法实践长久以来存在争议，并经历了裁判观点上的态度转变。在2012年甘肃世恒有色资源再利用有限公司与苏州工业园区海富投资有限公司等增资纠纷案<sup>2</sup>（简称“海富案”）中，当时最高法院虽然认可了投资人与股东对赌的合法性，但是认为与公司对赌的条款使得投资人可以取得相对固定收益，损害了公司利益和公司债权人利益，因此与公司对赌条款无效。海富案后，各地法院在处理同类案件中都参照认定回购责任的承担主体，认为公司不承担对投资人的股权回购责任。然而，到2018年强静延与曹务波、山东瀚霖生物技术有限公司股权转让纠纷案<sup>3</sup>（简称“瀚霖案”）中，最高法颠覆海富案的判决，在再审判决中则允许公司作为回购义务主体。2019年，最高人民法院出台《全国法院民商事审判工作会议纪要》（简称“《九民纪要》”）后，进一步认可了公司通过履行减资程序回购公司股权的权利，但是特别强调法院应当审查是否存在“股东抽逃出资”情形。

2.最高人民法院（2012）民提字第11号案。

3.最高人民法院（2016）最高法民再128号案。

### （三）源于硅谷的风险投资条款，为何“学走了样”？

很多人误以为对赌及回购权条款是硅谷的通行做法，源自美国的成熟交易模式。事实上，笔者认真研究过硅谷、新加坡协议模板。美国硅谷并无苛刻的对赌协议，美国风投协会（National Venture Capital Association, “NVCA”）的风险示范合同文本<sup>4</sup>中和回购条款最接近的是赎回权条款（Redemption Provisions），而在该条款的脚注中，美国风投协会明确说明赎回权条款很少见、更很少行使。而新加坡风投协会（Singapore Venture Capital & Private Equity Association, “SVCA”）的风险示范合同文本<sup>5</sup>中更是无回购权相关内容，其股东协议模板中对于公司未在交割后x年内IPO或Trade Sale的情况下，仅约定了届时公司应当根据多数股东要求委任专业顾问，就退出机会和策略提供建议，由公司承担费用，完全没有对公司或创始人在该等情况下设置严苛的回购义务。

《哈佛商业评论》文章中也提及美国的创投基金，更为在意的是优先清算权、反稀释条款、公司估值和董事会控制权力等，相比之下，对于回购权会采取更灵活的态度，换言之并没有那么在意回购条款。<sup>6</sup>

---

**美国硅谷以及新加坡的风险投资示范合同，要么说明回购权很少见，很少行使，要么索性就没有设置回购权内容，并没有对公司创始人课加无限连带责任的回购义务。**

---

风险投资的本质，是高风险的投资，而不是“固定收益产品”或者贷款，用“贷款”的风控思维去做风险投资，将可能会扼杀创始人的创新力、创造力。天使投资人王利杰在《投资异类》一书中，就明确提及“一旦天使投资人和创业者签署了对赌协议，就相当于扼杀了创业者试错的本能。创新的本质就是试错，扼杀了试错的本能无异于废掉了创业者的‘武功’（创新能力）。试问，投资一个被废了武功的创业者，还有意义吗？”

“优秀的天使投资人很少跟创业者对赌……在天使轮阶段对赌，对他们自己和创业者来说都是一个“束缚”。未来是不确定的，天使轮融资的目的就是把想法尽快实现，投放到市场上，获得用户反馈，然后快速迭代升级。这是

---

4.NVCA的风险示范合同文本可在NVCA官网下载：<https://nvca.org/model-legal-documents/>  
5.SVCA的风险示范合同文本可在SVCA官网下载：<https://www.svca.org.sg/model-legal-documents>  
6.See How Venture Capitalists Make Decisions., March-April 2021, Harvard Business Review, <https://hbr.org/2021/03/how-venture-capitalists-make-decisions>

一个反复试错的过程，不断地错，不断地改进...然后准备启动A轮或者Pre-A轮。如果创业者尝试了一段时间，发现原来的想法行不通（这种可能性很大），创业者就需要给予当下的认知选择一个新的方向。有可能是从游戏行业转到女性化妆品电商行业，比如聚美优品.....”。<sup>7</sup>

虽然上述文字讲述的是作者作为天使投资人的投资理念，而且“对赌”与“回购”也有所不同，但是从风险投资的角度来看，其观点和《哈佛商业评论》文章中所显示的美国硅谷风险投资人的看法和角度不谋而合，即风险投资的本质，有别于银行贷款，是在了解初创企业具有高度风险的情况下，看中企业的高成长性，以期未来公司能够IPO或者高溢价出售，而仍然进行的投资。所以，投资的成功非常依赖于创始人的创新能力和增长动力（激励）。而用“对赌”、“回购”时的个人及家庭无限连带责任的做法，其实是有悖创新、有悖风险投资的初衷和本质的。

那么“对赌”与“回购”究竟相同吗？表面上看，这完全是两个概念。对赌是针对业绩的结果，进行估值调整。而回购，不就是在某些约定的情形下，投资人有权要求收回投资从而实

现退出，不是两码事吗？

两码事还是一码事，其实得看合同的具体条款，这才是本质。如果合同的条款，对于触发“回购”的条件很宽泛，例如企业“经营和财务状况发生重大不利变化”，投资人也可以回购，那么这就一定程度上变成了对赌，甚至可能比对赌都更糟糕。因为：第一，怎么界定“重大不利变化”？第二，传统的“对赌”主要是只限于估值进行的调整，是在公司未能达成财务业绩目标的情形下，通过对公司估值调整的机制进行现金补偿——但还不至于到投资人要求赎回其所有投资的情况。尤其是在公司已经发生了不利的变化时，投资人要求赎回所有投资无疑是雪上加霜、釜底抽薪。而回购权条款则会彻底终结投资方和公司之间的投资关系，使公司或创始人以约定价格回购投资人所持的所有公司股权，这也是比传统“对赌”更为不公平的，甚至是可以被滥用的一种更为糟糕的“对赌”。

---

**风险投资的本质不是“固收产品”或者银行放贷；让创始人承担个人无限责任去创业，未来可能需要卖房卖车以竭尽全力凑钱支付回购款，这实际也偏离了风险投资的本意。**

---

7.《投资异类》，王利杰著，北京联合出版公司，2017年6月1日版。



投资人关注的应该是公司是否值得投资这个关键问题，而不是将来发现投资投砸了，用回购条款来收回“债权”。部分投资人误以为有了“回购”，投资才“安全”，把股权投资当做“放贷”，要创始人倾家荡产去赔付，这只会让创业和股权投资更加“内卷”。因为企业如果经营情况堪忧，多数不会有充足资金履行回购义务，另外公司履行回购义务还面临如何完成减资程序的问题。当然，创始人竭尽全力，甚至可能卖房卖车，是可以凑出一些钱的，但却偏离了风险投资的本意。如果风险投资最后搞成了“高利贷”，那就根本违反了风险投资本身的商业逻辑。

#### （四）谁有权主张回购权？

另一个投资人及其法律顾问不会告诉你的秘密是，谁有权主张回购权？这个问题看上去也许像是个“伪命题”，好像回答肯定是，“当然是投资人主张回购权”。

的确，不少时候，我们讲的回购权，是指投资人在某些触发条件发生的时候，要求创始人或者公司回购股权（股份）的情形，而有的时候则是创始人自己希望从投资人那里回购一部分或者全部股权（股份），将投资人清退。而且两者的价格还很不一致。为什么？

笔者的一位创始人朋友曾向笔者求助：她的企业非常成功，仅仅融了一次天使轮，之后因为业务增长迅猛以及现金流充足，投资人光每年的分红就已经赚到盆满钵满，早拿回了几倍的投资回报。但是作为创始人，她发现部分投资人作为股东，已经属于“躺平躺赢”状态——不再为企业运营及发展出力。而她作为创始人则反而有一种被“套牢”的感觉，但出于契约精神，似乎也没有办法请走这些股东，创始人陷入两难。其实这样的两难境地，创始人若在早期能请专业法律顾问提前设计股权架构，就可以有效避免。

---

**该创始人认为，部分投资人早已数倍收回他们的投资，而且也没有再为企业运营及发展出力。而她作为创始人则有一种被“套牢”的感觉，但出于契约精神，似乎也没有理由请走这些股东，创始人陷入两难。**

---

国内的融资协议条款多借鉴美国硅谷的协议条款，经过“本地化”的“改进”成为市场上常见的模板。但是，这样的协议模板，往往都是投资人主导的协议，里面极少会包含“从创始人角度考虑”的条款的。也就是说，合同模板和游戏规则是投资人制定的，只有在创始人及其专业法律顾问有能力反客为主地在这些协议中“挑出毛病”的前提下，才有可能通过谈判添加对创始人有利的条款。

---

**合同模板和游戏规则是投资人制定的，只有在创始人及其专业法律顾问有能力反客为主地在这些协议中“挑出毛病”的前提下，才有可能通过谈判添加对创始人有利的条款。**

---

那么，对于创始人有利的、“回购（清退）小股东”的条款，断然不会出现在投资人版本的协议中。但是专业法律顾问也有责任提醒创始人——你是否希望拥有这样的权利？

当然，如果投资人想要清退小股东，价格必须足够高。举例来说，如果创始人（或公司）在第一年行使回购权，需要2倍的入股价格；第二年行使回购权，需要4倍的入股价格；第三年行使回购权，需要X倍的入股价格。但是

请注意，投资人则没有这样的随意退出的权利，必须要等到约定的期限届满（例如6年内无法完成符合条件的IPO或者出售）才可以行使回购权。

同样“回购权”三个字，行使的主体和对象不同，触发条件、条款、价格都大不相同。而这些，在法律法规中都没有规定，这就是奥妙所在，时常仰赖于创始人及其专业顾问的认知、选择和决断。

---

**面对融资的压力，企业生存的压力，创始人往往不得不接受一些对自己不利的条款，甚至包括对自己有着极大风险的附带无限连带责任的回购条款。但是当我们在了解真相之后，可能我们的想法和认知就会发生很大的改变。**

而条款的谈判，既需要法律专业的技能和把控的火候，又需要高超的沟通和谈判的艺术。对创始人来说，如何在条款中发现陷阱，如何打好配合，成功地进行投资文本的谈判？在上文中，我们既讲到了回购条款中容易被“浑水摸鱼”的各种“真真假假”，也讲到了真正的风险投资人看中的是什么条款，以及回购条款是如何被“学走了样”的，只有经过了对于回购权概念的“正本清源”，方能基于正确的认知来对回购权进行谈判。

在下文中，我们将进一步探讨回购权条款的谈判策略。

---

首先，谈判从来不是依靠“强势”，而是依靠“审时度势”——以及真正做到“知己知彼”，而所谓的“彼”，不仅包括市场的操作，还包括对对方的立场和认知的及时了解——这些都需要提前加以严谨、科学的分析。

---

**谈判从来不是依靠“强势”，而是依靠“审时度势”。而“知己知彼”中所谓的“彼”，不仅应当包括“回购权”的真相，市场的操作，以及对方的立场和认知的及时了解。**

---

根据我们的观察，近年来，有的投资机构（尤其是国资背景的基金）把回购条款作为投资的硬性前提条件（甚至部分机构提出“不签就不投”的条件），而回购条款的设置也越发严苛，不但对赌时间被压缩，回购平均利率已逐渐上涨。然而，也有的风险投资基金、股权投资基金采取截然不同的态度。我们经办过有的大型股权投资项目，根本没有回购条款的设置。而有的风投基金仅仅要求公司回购，并不对创始人个人设置回购义务。也有的风投基金甚至可以接受没有任何回购条款的安排，但是就会要求下调公司的估值（例如下调10%-15%），如果是在种子轮或A轮的情况下，

还会要求添加最惠国待遇条款。因此，回购条款没有什么“市场标配”，其谈判的策略亦需要因人而异。

所以，针对这样的市场现状，虽然理论上非常需要“投资者教育”，但是实践中，从帮助创始人谈判的角度，单纯的针对投资人的“教育”不见得能够奏效。我们固然要懂法律，但更要懂谈判设计。在谈判“回购权”时，创始人需要考虑以下五大方面的策略，即回购权谈判的时间博弈、创始人个人无限连带责任、回购触发条件的设定、除外情形以及回购价格条款：

第三部分\

## 回购权的时间博弈的三个维度

---

对创始人来说，时间可以成为你的朋友，也可以成为你的敌人。对回购权来说，至少有三个重要的维度值得注意。

维度一，为什么说“回购条款”必须越早解决越好？所谓的“赶早”，既包括在某一轮的谈判中，尽可能一开始就了解清楚投资人针对回购权以及创始人个人无限连带责任的态度和立场，而不是想当然地认为这个“好谈”，从而不至于花费数月谈判、最终才知道投资人坚决不对回购权让步，影响融资进度、错过发展窗口。笔者建议应尽早在Term Sheet的阶段毫不

含糊地将对自己有利的回购权条款及早锁定。

另一个“赶早”的意思是，在项目的早期，种子轮和天使轮融资的时候，创始人对于回购权的让步，可能是“致命”的。为什么这么说？道理很简单，后面轮次的投资人会知道前期的协议是怎么规定的，如果之前都已经答应的、让步的条款，在之后的轮次中，想要争取更为有利的安排，难度无疑就会增加——除非创始人硬着头皮说，“这是之前我们犯的错误、现在需要修改和调整”——而即便新一轮的投资人答应，之前的投资人也可能会坚持这个回购条款针对他们来说不能调整而要求创始人私下做出承诺，否则就不同意新的融资等等。

维度二，当公司需要融资救命或者续命的时候，由于资金需求的紧迫性，时间往往并不站在创始人这一边，创始人就很容易被某些投资人操控和裹挟——这种情况就连马斯克、罗永浩等知名创始人都曾经遭遇过。罗永浩曾公开指责某投资人以行使公司小股东权利名义拒绝同意公司的新一轮投资——除非罗永浩单方面答应对该名投资人承担个人无限连带的回购义务。类似的小股东权利“滥用”现象也曾发生在马斯克身上，在有关他的传记中，就曾讲述过特斯拉曾经遭遇资金链即将断裂的危机，马斯克紧急为特斯拉找到了新的投资人，但是作为特斯拉另外一位股东的一个家硅谷知名风

险投资基金却有自己的“小算盘”，其故意拖延不批准该新的融资，以期再等两个礼拜，到特斯拉可能进入破产程序，该基金就可以一举收购成为特斯拉的大股东。最后马斯克尝试各种方法才渡过这个至暗时刻。

曾经有创始人问我，对于这样的情况，难道就没有办法避免吗？针对投资人及其董事的权利滥用，当然也有应对的办法，这也是投资项目中“协议玄机”的重要部分。限于篇幅，我们将在未来文章中分享揭秘。但从回购权的博弈角度，创始人务必要知晓这个“时间风险”：自己越是急迫地要钱，越容易被“乘人之危”，可能导致做出不该做出的承诺，签署不该签署的文件等。所以，时间上的提前布局，留出宽裕的融资时间表对创始人和公司来说非常重要。

---

**当公司需要融资“救命”或者“续命”的时候，创始人就很容易被操控和裹挟，而这种小股东权利滥用的情况就连马斯克、罗永浩等知名创始人都曾经遭遇过。**

---

维度三，在回购权的触发时间上，一方面，对于回购权的时间表，创始人应该争取有利的时间安排。笔者建议，这个时间应该足够长，例如投资交割之后的5年或者6年，或者

“5+2”年（所谓“+2年”，是指由于IPO上市受多因素影响，如果公司和创始人都足够努力，却因某种外部客观原因第一次IPO申报未能如愿，应当额外给与的期限）。另一方面，对回购权也要设置相应的回购权行权期限，例如投资人的回购权行使必须在满足行权条件后的x个月内提出，之后公司和/或创始人也有合理宽裕的期限筹集资金或进行回购程序，如果逾期未行权，回购权将自动失效。另外，也可约定分期履行回购义务。

#### 第四部分\

## 回购谈判如何“剔除”个人无限连带责任

如果创始人要承担回购义务，或者与公司一起就回购义务承担无限连带责任，就意味着创始人要以个人和家庭的财产对于回购义务承担责任，这也可能会造成一般公司法意义上的“有限责任”不足以保护创始人的利益。这是否会导致创始人“倾家荡产”？也许不会——如果创始人的个人财富足够履行回购的支付义务的话。当然，对大多数人来说，无限连带责任无疑可能仍是一枚“定时炸弹”。

如我们在上文的小马奔腾案中分析提示，这样的让创始人作为回购义务主体，承担无限

连带责任、承担债务风险，有悖于风险投资和高科技创业的本质。如果公司和创始人会因为投资人随时可能行使“回购权”而处于惴惴不安的焦虑状态，那么必然影响创始人和管理层的创新和试错的动力，最终影响创新企业的成长——这对于专业的投资人来说，也是不愿意看到的。

因此为避免创始人的无限连带责任，最好的解决办法是说服投资人不将“实际控制人/管理层股东”作为回购义务连带责任人。但如何以合理、有力的理由，说服投资人接受，则是一项挑战。这往往需要整体的策略以及谈判的技巧——也需要创始人及其专业法律顾问的配合。但是，若创始人由于对方较为强势，始终坚持而不得不接受这个不公允的安排，则建议将赔偿责任限定在持有的股权的“可变现价值”范围内。

基于笔者个人的实践经验，一方面，作为创始人方的法律顾问，对于这方面的条款应当高度警惕，及早提示创始人和公司，并且毫不含糊地在谈判中为创始人有理有节地争取权利；另一方面，法律顾问也需要给创始人提供这方面的谈判和沟通的辅导，让创始人对于这个问题有一个清晰的认知，帮助扭转创始人和投资人之间可能存在的专业和不对称的局面，再通过一系列的谈判策略和方法，往往能

够达到理想的效果。

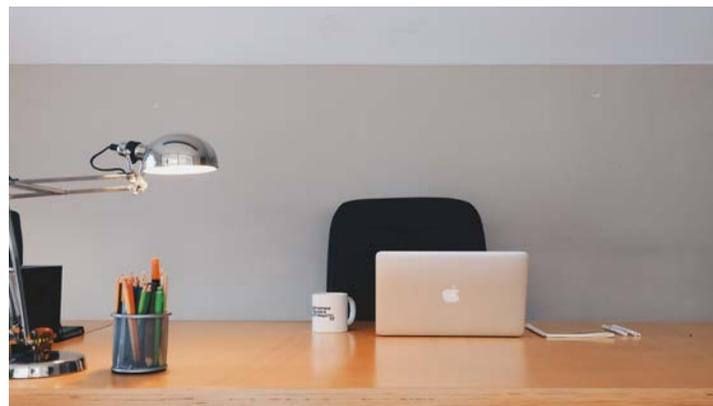
笔者在帮助创始人进行谈判的成功案例中，曾采取了双线并进的策略：一方面，突出项目本身的高科技和高成长性优势，未来的业绩增长和IPO计划，始终让投资人保持高度兴致和热忱（high buying temperature）——所有这些都必须站在投资人的立场去思考，而不是自己“自嗨”，其本身就需要专业顾问的全力支持。在此前提下，也可以适度表示其他投资人对这个项目的浓厚兴趣和投资意向。（创始人从一开始就能够形成被追捧的“竞标”或者“准竞标”模式，对于融资的谈判来说，会非常重要。）

另一方面，在投资人表示强烈兴趣的时候，在做到对于回购权的市场不同操作“心中有数”并且和法律顾问沟通确定策略的情况下，及时“亮剑”，表达公司筛选投资人的“几个条件”。而其中的条件之一，就是投资人的对创始人的立场和态度。如果投资人坚持要创始人无限连带责任的，那么创始人也需要考虑此类投资人是否“适格”成为公司陪跑的长期合作伙伴：既然是战略合作伙伴，那么理所当然——将来能够享受资本市场胜利的丰厚成果——“未来获得公司股权的丰厚回报”，如果是想做保证“自己不输”的资金提供方，那么就可以走债权融资的安排；而坚持要让创始人冒着“倾家荡产”的风险提供无限责任担保——方能觉得“投

资有保障”的投资人，可能不合作为公司的战略合作伙伴。把事物看清楚本质，一针见血地“挑明”和亮剑，再辅助一些经典案例，以及市场上其他的操作（包括没有任何回购权设置的做法、仅仅限于公司回购而非创始人的做法）进行对照分析，形成强烈的冲击力，这对于谈判的正向推进有着积极的意义。

下一个问题，也很关键。这样的亮剑，这样的“丑话”、“硬话”由谁来说？“天时、地利以及人和”，要想达到理想的效果，这个“人和”就很重要——外部专业顾问（无论是法律顾问还是财务顾问）的角色颇为关键。

一方面，创始人和外部顾问能够分工默契，唱好“黑脸红脸”，在谈判中游刃有余、占据优势地位。实践中，可能有部分创始人把和投资人的谈判都揽在了自己身上，以为这样更加“沟通高效”，殊不知，沟通的高效，本身可能是把双刃剑——高效可能是做到了，对方也把你的“底牌”摸得一清二楚。



---

**有部分创始人把和投资人的谈判都揽在了自己身上，以为这样更加“沟通高效”，殊不知，沟通的高效，本身可能是把双刃剑——高效可能是做到了，对方也把你的“底牌”摸得一清二楚。**

---

另一方面，要关注外部顾问在博弈策略的制定，自身的谈判和沟通能力上是否过硬？能够做到专业、稳健，稳扎稳打，步步为营，“绵里藏针”？。如果其对于每一个立场，都能说出强说服力的理由，这也能大大节省创始人的脑力、心力和精力。

笔者曾在一个股权交易的项目中，创始人就面临着企业估值、定价以及时间表掌控的重大博弈，笔者帮助创始人全面梳理项目流程和法律文本的谈判策略，从资本方需求的角度重新提炼公司的亮点，评估对手方的关注重点，并在此基础上修改原有BP（Business Plan，商业计划）文本，帮助创始人打造具有震撼力的PPT，并结合交易流程的关键节点，为其进行路演的辅导。最终在48小时之内，资本方在原交易对价（估值）的基础上，额外追加了1亿人民币的溢价……

由此可见，外部法律顾问完全可以在沟通、谈判、路演等方面为客户创造巨大的价

值，再结合法律的底层逻辑和思维，将为创始人和公司创造颇为有利的优势地位。所以，“人和”的要素极为重要，这也意味着创始人、老板也需要转换思维，突破“局限性思维”，避免将外部法律顾问的角色和能力仅仅局限在“提供法律意见”、“审阅法律文本”这样的基础性任务之上，这样做就难以收获本可以获得的“惊喜”。

## 第五部分\

### **谈判焦点：回购之触发条件**

---

股权回购中的另一核心谈判点是回购条件成就情形有哪些。国内投融资谈判中，投资人通常会主张将以下情形列为回购事项，包括但不限于：

- 1) 未在特定期限完成合格IPO；
- 2) 公司或创始人重大违约/实质性违约；
- 3) 公司发生重大不利变化；
- 4) 公司未能实现承诺的业绩和里程碑。

表面上看，可能这些“触发条件”好像都较为合理？的确这些文字，颇具有“迷惑性”。在合同条款的谈判中，一切文字，本质上乃是对于“风险”的分配。实际上所谓的“合理性”也主要取决于是投资人还是创始人一方。例如，“合格IPO”如何定义、期限如何约定，假如因为客观原因某一年IPO无法正常进行，那该如何处

理？是否应该合理延期？

---

**有位创始人因为市场遭遇重大变化，被投资人逼迫行使回购权——理由就是“公司发生重大不利变化”。最后双方对簿公堂，创始人面临倾家荡产、承担无限连带责任来支付回购权的被动局面。**

---

又如，遭遇“重大不利变化”可以成为“回购权”的触发条件吗？数年前有位创始人因为市场遭遇重大变化，被投资人逼迫行使回购权——理由就是“公司发生重大不利变化”。最后双方对簿公堂，创始人面临倾家荡产、承担无限连带责任来支付回购权的被动局面，到这时才来找法律顾问寻求帮助。笔者翻开投资协议，感觉有的投资条款即便是投资人看了也可能会觉得这样的条款“不公平”。但是对方会说：这些条款都是之前合同中约定好的，怎么当时没有置疑呢？你们自己的律师为什么没有提出来呢？而一旦对簿公堂，法官也会很大程度上基于双方的协议作为“当事人的意思表示”来判断是非曲直。

笔者也曾询问过部分创始人，为什么会同意此类条款？他们的理由却是：“我自己当时看，好像也觉得能接受”，而且当时被告知“这

样的条款市场上挺常见”，然后就……

所以，在审查合同的时候，必须要有“底线思维”，对于可能发生的极端情形能够有个“沙盘推演”，而绝对不是自己想当然地认为——“这应该不会发生吧”。所以必须重点注意这些“重大不利”、“重大违约”之类的主观性的、容易被某一方滥用的条款，并对“回购权触发条件”进行极为严格的限定。这个安排和博弈，非常考验专业法律顾问的经验、技巧和平衡两边诉求的谈判能力。

第六部分\

## **回购还有例外条件或除外情形？**

---

无论是业绩对赌，还是回购权，是否可以有某种创始人不可控制、不可预见的状况作为例外豁免的情形？如果因为不可抗力导致无法实现承诺的业绩和里程碑，是否仍然需要履行回购义务？还是适用豁免或宽限机制？如果创始人遭遇意外身故呢？

对此，并没有标准答案——因为这取决于你代表的是投资人还是创始人——说到底，从合同的谈判来说，实质上就是对风险的分配，由哪一方多承担、哪一方少承担的问题。

笔者至今记得，在一次对赌和回购条款的谈判中，笔者代表创始人一方成功地将意外身

---

## 如果小马奔腾在当年引进投资人的时候，能够在条文中引入上述“除外情形”，那么创始人的遗孀怎么会面临2个多亿的家庭债务？

---

故、丧失行为能力和残疾等作为例外情形，最后项目成功完成签约和交割，也有效帮助创始人规避了诸多风险。几位创始人股东都对最终达成的结果非常地满意和认可。这也许就是提供法律服务过程中最有成就感的地方。

回顾一下上文中提及的小马奔腾的案例，如果当年引进投资人的时候，能够在条文中引入上述“除外情形”，那么创始人的遗孀可能就不会面临2个多亿的高额债务。

### 第七部分\

## 回购的价格谈判

---

实践中，常见投资人提议的回购价格是返还投资本金外加一定的年化回报率，如果是财务投资人，通常会根据其基金内部的门槛收益率提议该年化回报率。从公司和创始人角度，则建议尽量避免或者压低年化回报率。

另外，假设在投资人强势的情况下不得不

接受创始人回购，创始人的回购责任通常会约定以届时持有的公司股权为限。但是这里的“公司股权”究竟是“股权的公允价值”还是“可变现价值”？其实就笔者实际经验而言，公允价值一般会高于变现价值，如果约定为“届时持有的股权实际变现价值”可能将更有利于保障创始人权益。这个细微的差别，在价格上可能存在很大的差异。另外，创始人也可以争取一个灵活的回购和付款方式，例如，分期进行，减轻公司和/或创始人的财务压力。

### 第八部分\

## 结语

---

融资是关乎企业成长甚至生死的重要步骤，在融资的条款和条件上，创始人和投资人往往存在专业不对称、信息不对称的问题。如果要防止自己在合同上“踩坑”，在未来后悔不迭，不如及早应对。

部分创始人以为，虽然约定了回购条款，但投资人可能出于种种考虑（例如在意在创业圈的口碑），不会强制要求赎回、不至于要求创始人个人卖房卖车进行赔付。这种想法可能是一种误判，会给创始人带来极大风险。根据我们的了解，在经济不确定性周期内，投资人上门催回购的情形在现实中也时常发生；投资

人起诉要求创始人履行赔付义务，创始人因此负债累累、被列为失信被执行人的情况也真实存在。

---

**创始人可能永远都不知道——并不是所有的投资人都会在意回购权条款；对于创始人和公司来说，外部顾问的一个重要工作，就是要通过沟通和谈判来“测试”判断对方对于不同条款的态度，做到一个相对合理和准确的“预判”，这对于谈判策略的制定也是至关重要的。**

---

创始人可能永远都不知道——并不是所有的投资人都在意回购权条款；而对于那些让创始人“踩坑”的严苛回购权安排，其实可能有的投资人对之根本不在意，或者不那么在意。而对于投资人聘请的法律顾问，往往只要对于投资人有利的条款，一律都想要保留，这样的“维护自己当事人”的心态也是可以理解的。那么，对于创始人和公司来说，外部法律顾问的一个重要工作，就是要通过沟通和谈判来“测试”判断对方对于不同条款的态度，做到一个相对合理和准确的“预判”，这对于谈判策略的制定也是至关重要的。这样才能知道什么条款应该坚持自己的立场，什么条款则可以作出适度的

让步。

希望以上这些实践经验的分享，能够帮助到创始人掌握实务中关键的谈判策略，赢得有利的谈判地位，但具体的谈判过程还需要根据公司的实际情况和投资者的要求，根据“天时、地利、人和”的要素进行调整。 ☞



龚乐凡  
合伙人  
私募基金与资管部  
上海办公室  
+86 21 6061 3608  
lefangong@zhonglun.com

# 当ESG遇上反垄断： 企业ESG实践中的合规风险解析

作者：薛熠 谷田



近年来，疫情、气候变化、能源危机、粮食短缺、失业等挑战令“世界怎么了，我们怎么办”的时代课题凸显于全球社会的面前。在这一背景下，ESG（即环境Environmental、社会Social和治理Governance）及更广泛的可持续发展议题持续升温，深刻地影响着社会经济活动，越来越多的企业在其经营行为与投资活动中纳入了ESG相关的考量因素，并在应对气候变化、促进资源可持续利用和保障劳工权利等方面发挥了有益的作用。另一方面，我们也注意到，在ESG发展更为成熟的美欧国家和地区，特定场景下ESG实践的正当性问题开始引发争议，其中不乏有现实的反垄断合规风险，特别是，竞争者之间在ESG倡议下的协作行为可能面临来自监管机构的垄断协议指控。由于ESG实践“天然”附带的目的正当性，其中的合规风险反而更容易被企业忽视，实现ESG目标与满足合规要求的平衡也更加微妙。本文将一反垄断合规为视角，解析常见的ESG实践可能涉及的合规风险，以期为企业的ESG实践提供必要的合规指引。

## 第一部分 企业间的ESG协作行为及其引发的 竞争关注

ESG是近年来兴起的企业管理和金融投资的重要理念。该理念认为，企业活动和金融投资不应仅着眼于经济指标，同时应考虑环境保护、社会责任和治理成效等多方面因素，进而实现人类社会的可持续发展。ESG倡导企业在环境、社会和治理等多维度均衡发展，是可持续发展理念在企业界的具象投影<sup>1</sup>。在企业管理方面，企业在碳排放、废弃物循环利用、产品

质量、劳工权利保护、社区关系、管理层多样性（如男女比例）、反腐败和商业贿赂等具有长期价值的方面所做的努力都属于ESG实践的范畴。在金融投资领域，ESG投资是一种以ESG作为关键考量维度的投资范式<sup>2</sup>，要求投资经理将ESG问题纳入投资、分析和决策过程，例如，根据基金经理或资产所有者的选择，按照特定的ESG准则剔除若干特定行业、公司或

1.参见：[http://www.jjckb.cn/2021-11/23/c\\_1310327151.htm](http://www.jjckb.cn/2021-11/23/c_1310327151.htm)。  
2.ESG投资的概念提出于2004年联合国全球契约组织（UN Global Compact）发布的《在乎者即赢家：连接金融市场与变化中的世界》（Who Care Wins—Connecting Financial Markets to a Changing World）报告。2006年，联合国第七任秘书长科菲·安南（Kofi Annan）邀请了一批世界领先金融机构的投资者共同制定责任投资原则（Principles for Responsible Investment, PRI），成立了联合国责任投资原则组织（UNPRI）该原则于同年4月在纽约证券交易所发布（表2），为将ESG问题纳入投资实践提供了可行性指南。此后，在UNPRI的推动支持下，ESG投资在全球迅速发展。

业务，常见的排除标准包括特定的产品类别（如武器、烟草）、公司行为（如腐败、侵犯劳工权利、动物试验）以及其他争议行为<sup>3</sup>。

众所周知，实现ESG目标需要花费高昂的成本，尽管从长期来看可能是有价值的，但在短期内，ESG实践可能会导致更高的价格或更低的利润率，因此，先行者可能会发现自己处于竞争劣势，从而可能导致“无人愿意迈出第一步”的局面，企业间的协作（例如，同行业企业结成的联盟和行业协会）则是解决这一问题并推动ESG实践发展的重要驱动力之一。然而，由于竞争对手之间的合作在全球范围内普遍受到反垄断法的严密监管，参与者们可能会因此暴露于反垄断法律风险之中。以下我们将通过一个实例来说明ESG实践所面临的现实法律风险：**金融机构在应对气候变化联盟场景下因ESG投资行为的协同而面临反垄断监管压力。**

2022年，美国监管机构对ESG实践的竞争关注集中在大型银行和资产管理公司减少或撤回对碳密集型行业的投资，以在2050年前实现温室气体“净零”（Net Zero）排放的承诺上。格拉斯哥净零金融联盟（Glasgow Financial Alliance for Net Zero, “GFANZ”）在联合国的召集下汇集了整个金融系统中的最先进的净零倡议，致力于加速实现向净零排放的过渡，该组织包括由重大资产所有者和管理者组成的净零

资产排放管理人联盟（NZAM），由大型银行组成的净零银行业联盟（NZBA），以及由大型保险公司组成的净零保险联盟（NZIA）。通过合作，联盟成员可以就企业适应净零未来所需采取的步骤进行战略和技术协调<sup>4</sup>。作为一项先决条件，加入GFANZ及其联盟需要满足联合国“奔向零碳”（Race to Net Zero）运动的标准：要求参与者**“严格限制新化石燃料资产的开发、融资和便利化”，并表示“在所有情况下，不包括新的煤炭项目。”**正是这一要求引发了美国监管机构的竞争关注，多个州的总检察长公开表达了对联盟的指控，例如称银行在其信贷业务中涉嫌实施了共谋行为。2022年11月，5名共和党参议员向51家律师事务所发函敦促其向其金融机构客户说明在其在ESG倡议下的共谋行为涉嫌违反反垄断法并警告将可能就此发起调查<sup>5</sup>。

据报道，面对监管压力，已有多家金融机构（不仅限于美国，也包括欧洲的大型金融机构）表示将选择退出联盟，以避免反垄断风险<sup>6</sup>。此外，GFANZ也不再强制要求参与者承诺遵守“奔向零碳”运动的标准，将措辞由“应当”

3.参见：<https://new.qq.com/rain/a/20220919A0A0PG00.html>。

4.参见：<https://www.un.org/zh/climatechange/biggest-financial-players-back-net-zero>。

5.参见：<https://www.grassley.senate.gov/news/news-releases/grassley-cotton-colleagues-warn-law-firms-about-esg-initiatives>。

6.参见：<https://www.insurancejournal.com/news/international/2023/04/05/715319.htm>。

改为“鼓励”；相应地“奔向零碳”运动的标准也有所弱化，强调机构应“独立地”采取行动<sup>7</sup>。

## 第二部分\

# 企业ESG实践可能涉及何种反垄断法律风险？

在多数情况下，企业ESG实践并不必然落入反垄断法的监管视野，特别是企业单独采取的ESG相关的管理行为或投资策略，例如：采取行动以减少碳足迹、选择ESG友好型的供应商（使用清洁能源、保障劳工权利等）、选择投资在ESG方面表现更优异的标的公司等，仅在相关企业具有市场支配地位时，才需要进一步评估企业单方行为的合规性。如上文所述，**企业ESG实践所涉反垄断法律风险主要集中于竞争者之间为追求ESG目标所采取的协作行为。因此，对于企业而言，亟待明确的合规问题是：ESG目标下的竞争者间的协作行为在何种情形下可能触碰反垄断法的红线从而构成横向垄断协议行为？**

## 1. 反垄断法对于横向垄断协议的一般规定

横向垄断协议的核心是位于同一产业链环节的具有实际或潜在竞争关系的企业通过共谋排除、限制相关市场的竞争，从而产生损害消



费者利益的反竞争效果。鉴于其后果的严重性，全球各主要司法辖区均严厉规制横向垄断协议行为，尽管各司法辖区在具体规则层面有所差异，但**竞争者之间达成**的以下协议通常会为反垄断法所禁止：

- 固定价格；
- 限制产量；
- 分割市场；
- 联合抵制交易；
- 限制技术进步及投资。

我国《反垄断法》《禁止垄断协议规定》（“**垄断协议规定**”）中关于横向垄断协议的规定也体现了上述内容，并对此设置了严厉的处罚。

7.参见：<https://www.reuters.com/business/environment/mark-carney-led-grouping-drops-un-climate-initiative-requirement-2022-10-28/#:~:text=GFANZ%20said%20in%20a%20statement,the%20United%20Nations%20will%20continue>。

## 2. ESG目标下的协同并非当然豁免于横向垄断协议的规定

“ESG目标下的协同并非当然豁免于横向垄断协议的规定”是企业首先需要树立的基本观念。无论出于何种目的，竞争对手之间的合作均是反垄断合规领域的敏感事项，参与ESG协作的企业应需要时刻注意避免风险，在个案层面上谨慎评估。具体而言，合规评估应首先关注行为的实质而不是声称的目的，如行为本身明显构成上述横向垄断协议行为，则应被当然禁止；其次，对竞争者间在真实ESG目标下的协作行为也需经合理分析，如在个案条件下协作行为将导致限制竞争的效果，协作行为也应被禁止；再次，对于构成横向垄断协议或具有限制竞争效果的协作行为，评估是否可能适用豁免规则，以证明其促进社会公共利益的效果大于限制竞争的效果。

### (1) 实质的横向共谋行为不会被声称的ESG目标“洗绿”

在评估企业ESG实践的反垄断合规风险时，不能将其声称的ESG目标用于掩盖横向共谋的非法目的。例如，在生产过剩、市场供大于求的情况下，一些生产企业可能意图共谋达成在一定时期内限制产量的横向垄断协议，以实现限产保价的真实目的，表面上声称限制产量的目的在于共同降低能耗、减少碳排放，并

不能“洗绿”这一数量卡特尔。再如，企业可以为了追究ESG目标而采用更高的质量标准，但如若竞争者之间就由此产生的额外生产成本如何转嫁于消费者协调一致，特别是固定产品的涨价幅度或最低价格，将构成固定价格的垄断协议。又如，企业可以共同倡导采用先进的技术标准以满足特定的环保目标，但是，如果竞争者之间在倡导满足当下环保标准的同时限制各自研发、使用更先进的技术标准，以实现更高层次的环保目标的自由，则这一限制性条件将可能构成限制技术进步的横向垄断协议。

### (2) 竞争者间在真实ESG目标下的协作行为也需经合理分析

在竞争法的理论框架下，竞争者之间应以独立决策和行动为原则，以协同合作为例外。即便出于真实的ESG目标，且具体行为也并未直接落入横向垄断协议的典型类型当中，经营者仍应以特定的事实和情境为基础，评估相关协作行为是否可能产生限制竞争的效果。欧盟委员会近期修订的《横向指南》<sup>8</sup>特别增加了可持续发展相关章节，旨在澄清如何评估可持续发展目标下竞争者之间达成的合作协议的竞争效果，其中需要纳入考量的因素包括：协议各

<sup>8</sup>参见：[https://competition-policy.ec.europa.eu/system/files/2023-06/2023\\_revised\\_horizontal\\_guidelines\\_en\\_0.pdf](https://competition-policy.ec.europa.eu/system/files/2023-06/2023_revised_horizontal_guidelines_en_0.pdf)。

方的市场力量（主要考察市场份额）；协议各方在竞争重要方面的独立决策能力在多大程度上受到了限制；协议覆盖的市场范围；在协议背景下交换敏感商业信息的程度；以及协议是否导致了明显的价格上涨或者产量、产品多样性、质量和创新的降低。

尽管我国尚未有类似指南，但**垄断协议规定第十六条**可作为法律基础框架，规制和分析ESG目标下竞争者之间的协作行为的合规性：

不属于本规定第八条至第十五条所列情形的其他协议、决定或者协同行为，有证据证明排除、限制竞争的，应当认定为垄断协议并予以禁止。前款规定的垄断协议由市场监管总局负责认定，认定时应当考虑下列因素：

- 经营者达成、实施协议的事实；
- 市场竞争状况；
- 经营者在相关市场中的市场份额及其对市场的控制力；
- 协议对商品价格、数量、质量等方面的影响；
- 协议对市场进入、技术进步等方面的影响；
- 协议对消费者、其他经营者的影响；
- 与认定垄断协议有关的其他因素。

### 第三部分\

## 如何从反垄断合规角度合理分析竞争者之间的ESG协作行为？

通过上文的介绍，我们不难发现，反垄断合规角度下的合理分析是高度个案化的。以下我们通过一个涉及企业间ESG协作的虚拟的案例，来直观地展现其中的分析思路<sup>9</sup>。

**【案例】不同的洗衣机型号可分为A-H八个能效等级，洗衣机生产商在研发具有更先进的技术 and 更高能效的洗衣机型号的同时，希望能够通过其他方式进一步减少洗衣机带来的能源消耗。为此，市场上的所有洗衣机生产商拟达成一项协议，拟在两年内淘汰早期且能耗较高F-H型号产品。**

上述洗衣机生产商拟达成的协议是典型的追求ESG目标的全行业范围内的协作，但尽管如此，该协议仍然因可能具有排除、限制竞争效果而存在构成垄断协议的风险，需谨慎评估。结合上文提及的评估竞争效果的考量因素，在这一具体场景下，开展合规评估需要考虑的事实因素包括但不限于以下方面：

<sup>9</sup> 我国反垄断法及其配套规定尚未就ESG领域相关反垄断问题作出规定或提供指引，实践中也尚无实际案例，此处仅为理论研究之目的进行的一般性讨论，不构成任何法律意见。

限制竞争的可能性	可能带来的效率	其他因素
<ul style="list-style-type: none"> <li>参与协议的洗衣机生产商覆盖的市场份额</li> <li>拟淘汰型号的产品占市场总销量的比重</li> <li>是否有洗衣机生产厂商产品线仅包括淘汰型号产品</li> <li>对产品多样性和产品平均价格的影响</li> <li>是否是强制性的要求</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>通过淘汰落后产品能够在多大程度上带来能源和水资源的节约进而带来总体的环境效益</li> <li>淘汰落后产品带来的效率是否可以传递给消费者，例如，使用高能效产品带来的成本节约是否可在合理的期限内弥补为此支付的更高的价格</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>为实现声称的ESG目标，是否可能采取其他对竞争损害更小的方式</li> <li>是否附带有对价格、质量、创新方面的限制</li> </ul>

总体而言，拟达成的协议覆盖了相关市场上的所有经营者，淘汰落后型号的产品一方面将直接减少产品的多样性进而限缩消费者的选择范围，另一方面也将提高市场上洗衣机产品的平均购买成本，即便为了追求真实的ESG目标，也有较大可能被认为具有限制竞争效果。进一步而言，如果拟淘汰型号产品的市场销量占比较高，且将直接排除部分产品线仅包括淘汰型号产品的厂商，则拟议协议的反竞争效果则将进一步加剧。

如此一来，是否可以直接得出洗衣机生产厂商达成这类协议构成垄断协议而应当被禁止的结论呢？抛开现实中的执法机构基于个案情形可能持有的立场，厂商理论上或存在一定的效率抗辩或争取豁免的空间，特别是，存在证据支持以下角度的抗辩方向：1) 存在总体的环境效益；2) 消费者购买成本的提高可以在合理时间内通过效能提升带来的水电成本节约来

弥补；3) 通过宣传、推广或对高能效产品进行补贴的方式，引导消费者选择高能效产品等对竞争限制更小的方式未能达到预期效果；4) 尽管产品多样性受到限制，但洗衣机生产厂商之间的竞争未被完全排除，在产品价格、质量和创新等竞争重要方面仍保持竞争。需要提示的是，实践中进行效率抗辩或主张豁免具有较高的难度和不确定性。以上案例中的协议安排，总体而言合规风险较高。



#### 第四部分\

## 对企业开展ESG实践有哪些反垄断合规建议？

尽管上文揭示了企业开展ESG实践的种种反垄断合规风险，但只要企业对于ESG实践具备基本的反垄断合规意识，通过恰当的合规管理手段即可较好地控制相关反垄断合规风险。

如前文所述，企业需要**树立的首要合规观念是ESG目标下的协同并非当然豁免于横向垄断协议的规定，特别是，以ESG目标掩盖真实反竞争目的的横向垄断协议在任何时候都应当是企业不得跨越的红线。**

其次，企业在日常经营活动中应当**注意识别和总结本行业内竞争者之间进行ESG协作的场景，并谨慎评估其反垄断合规性。实践中，常见的ESG协作场景包括：**

- 参与行业内相关ESG最佳实践的倡议
- 参与ESG相关行业标准的制定或认证
- 参与ESG导向型的联合采购计划，如联合采购清洁能源或向ESG友好型（例如，环境、劳工权益保障、动物福利等方面）供应商进行采购
- 其他与ESG目标相关的、竞争者之间达成的有关研发、生产和销售推广有关的协议

在上述场景中，为了尽可能降低反垄断合规风险，**应当特别留意以下提示：**

- 尽可能确保所参加相关协议或行动倡议具备自愿性，特别应当避免竞争对手之间有权对遵循特定标准或承诺进行交叉审计的安排
- 尽可能确保参与的行业标准和认证具有非排他性，若企业是标准发起者或制定者，应确保允许成员加入其他类似标准或认证，亦不应不合理地拒绝竞争对手加入相关标准或认证
- 参与联合采购时，原则上应当允许成员向联合采购对象以外的供应商进行采购，且成员通过联合采购的产品占比不宜过高
- 避免在ESG协作的背景下进行不必要的商业敏感信息交换

以上仅仅是一些常见场景下粗线条的合规原则，实践中具体场景下的合规分析通常更加复杂。**除了对合规规则的掌握之外，企业也应善用已有的合规管理措施来防范易于忽视的反垄断合规风险**，例如：涉及竞争者之间的合作协议原则上均应进行前置的合规审核，必要时征求外部顾问的意见；参加行业协会场景下应当遵循一定的合规流程，提前了解会议的主题并对会议中的倡议或要求保持必要的合规敏感性，未经合规确认之前避免承诺或加入相关行动或倡议。

可以预见，随着企业对ESG相关议题和目

标的持续关注及企业间合作的不断加深，对ESG实践进行监管的必要性也日益突出。合规本就是ESG目标的应有之义，企业不应忽视ESG实践本身的合规风险，有效的风险管理方使得合作各方共同为ESG目标所付出的努力取得长远的效益。 ☒



薛熠  
合伙人  
合规与政府监管部  
北京办公室  
+86 10 5957 2057  
xueyi@zhonglun.com

# 境外港口PPP投资项目 付费机制探讨

作者：程军 刘正一



港口项目是中国企业近年赴海外，尤其是“一带一路”沿线国家投资的重点领域之一。在以PPP模式（Public-Private Partnership，政府和社会资本合作模式）开展的境外港口投资、建设和运营项目中，中国企业为助力项目所在国当地经济和社会发展，为促进国际贸易、物流和航运能力建设贡献了中国力量，也促进了我国推进高水平对外开放、推动共建“一带一路”高质量发展的成功实践。

PPP项目如何收回投资成本并在此基础上实现良好的经济效益，是社会资本方即投资人的重要商业诉求。港口PPP项目在项目前期和建设阶段都投入了大量成本，而投资成本回收以及在此基础上的合理收益的实现几乎完全依赖于港口PPP项目在运营阶段的收入。在港口PPP项目中，收入水平得以实现的工具是项目付费机制。因此，如何通过协议条款设置较好的付费机制，成为此类项目的主要关注点之一。

笔者曾协助中国企业开展了若干境外投资港口PPP项目，所涉及的国家包括土耳其、埃塞俄比亚、吉布提、几内亚、巴西和秘鲁等，提供了包括交易文件起草和谈判、法律尽职调查在内的全方位法律服务，积累了较为丰富的经验。本文旨在梳理和探讨港口PPP项目的付费机制，为后续项目提供参考。

## 第一部分\

# PPP项目的付费模式

从本质上来看，PPP项目的付费机制就是社会资本方的投资回报和收入来源机制。《世界银行PPP合同条款指南（2019版）》提出，PPP项目的付费机制包括三种模式：使用者付

费模式（“User pays” model）、政府付费模式（“Government pays” model）以及使用者付费和政府付费结合的模式。

### （一）使用者付费

在使用者付费模式中，社会资本方将公共产品和服务提供给使用者并向使用者收取费

用，使用者付费以购买公共产品和服务。在该模式下，社会资本方面临的主要问题之一是市场需求风险，即有多少用户愿意购买项目所提供的公共产品和服务，这将直接关系到社会资本方能否收回投资成本并实现理想水平的投资收益。

然而，由于PPP项目涉及的基础设施具有公共属性以及促进项目所在地经济和社会发展的重要作用，因而即使在使用者付费模式中，政府方通常也会给予一定的补贴，这类补贴既是为照顾社会资本方的合理经济利益和诉求，同时也是一种激励措施。此类补贴可以基于项目的性能或项目的产出进行计算。

## （二）政府付费

在政府付费模式中，政府的财政资金是社会资本方的唯一收入来源。在一些PPP项目中，市场需求在很大程度上不受社会资本方的影响（例如医院、监狱等项目），此时由于市场需求过低或具有过大的不确定性，无法保证项目能够产生充足的收益。收益的不充足一方面将直接影响社会资本方的投资回报，另一方面也将影响项目的可融资性（bankability）。这种情况下，政府付费往往成为项目收入更主要的来源。

在政府付费模式下，相较于项目使用量而

言，政府付费更多属于可用性付费，即以社会资本方按照合同约定的质量提供资产或服务为条件。

在该模式下，社会资本方面临的主要问题之一是政府方的支付能力和主权信用风险。对此，不论是社会资本方还是融资银行，通常都会要求政府方提供一定的增信措施，例如提供主权担保等等。

## 第二部分\

## 港口PPP项目的付费模式

港口PPP项目适合采用何种付费模式，取决于包括行业特点、地域特点、市场需求特点等在内的一系列因素。

从我们的实务经验来看，采取使用者付费机制的项目往往具备以下条件：一是项目使用需求可预测且使用需求比较充足（项目需求量是否可预测，以及预测需求量的多少是决定社会资本方是否愿意承担需求风险的关键因素），二是向使用者收费具有实际可操作性。此外还需要关注项目所在国法律法规对使用者付费是否有相关限制。

总的来说，上述条件的成熟度越高，采取使用者付费的指向就越明确；而当上述条件的成熟度越低，逐渐过渡到政府付费的指向就越

明确。据我们观察，多数项目可能介于二者之间。因此，在具体项目中，使用者付费和政府付费并不一定完全对立，而是可以同时采用。

由于港口类项目的特点，港口PPP项目的付费模式以使用者付费（含可行性缺口补贴）模式为主。但根据我们的调研，少数港口类项目中也采取了政府付费模式。如上文所述，使用者付费和政府付费在一个项目中可以兼容，并非完全对立。

## （一）港口PPP项目的使用者付费模式

港口PPP项目的使用者付费模式包括两个部分，一是使用者付费，即港口服务使用者支付购买港口服务的费用；二是在使用者付费基础上的政府补贴，通常采取可行性缺口补贴的形式。具体而言，港口PPP项目虽然有使用者付费的基础，但可能会受到当地经济社会的发展状况，尤其是当地的金融、航运、商贸地位的影响，港口PPP项目（尤其在建成初期）的使用者付费可能不足以覆盖建设、运营成本和合理收益。这种情况下，考虑到港口PPP项目具有公共属性与促进项目所在地经济和社会发展的作用，因而即使有使用者付费作为基础，政府方通常也会给予一定的补贴。

### 1.使用者付费

港口PPP项目中的使用者付费，实质上是



政府以协议形式授予社会资本方在规定的特许期内，以向用户提供港口服务为基础，根据使用量和港口服务价格，向用户收取费用来补偿建设和运营成本并实现合理收益。这里的“使用者”包括船东、货主等用户，其直接付费购买港口运营商提供的服务。总体而言，港口PPP项目的服务价格和吞吐量是影响项目收益的两大核心要素。

### （1）费用构成

世界各国对于港口服务费用的类型存在不同实践，中国企业在境外从事港口PPP项目投资时需关注项目所在国法律法规的具体规定和当地实践。

以我国为例，交通运输部和发改委在2019年3月13日联合印发的《港口收费计费办法》规定的港口收费项目包括：货物港务费、港口设施保安费、引航和移泊费、拖轮费、停泊费和围油栏使用费、港口作业包干费、库场使用费、船舶供应服务费、船舶污染物接收处理服务费、理货服务费。具体如下表所示：

序号	服务费项目	具体解释
1.	货物港务费	经由港口吞吐的货物及集装箱，由具体负责维护和管理防波堤、航道、锚地等港口基础设施的单位向货方或其代理人收取货物港务费。
2.	港口设施保安费	经由港口吞吐的外贸进出口货物及集装箱，由取得《港口设施保安符合证书》的港口经营人，向货方或其代理人分别计收进、出港港口设施保安费。
3.	引航和移泊费	引领航行国际航线船舶进、出港，由引航机构向船方或其代理人计收引航费。引航费按第一次进港和最后一次出港各一次分别计收。 引领国际、国内航线船舶在港内移泊，由引航机构向船方或其代理人计收移泊费。
4.	拖轮费	船舶靠离泊使用拖轮和引航或移泊使用拖轮，提供拖轮服务的单位向船方或其代理人计收拖轮费。
5.	停泊费	停泊在港口码头、浮筒的船舶，由提供停泊服务的港口经营人向船方或其代理人计收停泊费。
6.	围油栏使用费	船舶按规定使用围油栏，由提供围油栏服务的单位向布置围油栏义务人收取围油栏使用费。
7.	港口作业包干费	港口经营人为船舶运输的货物及集装箱提供港口装卸等劳务性作业，向船方、货方或其代理人等综合计收港口作业包干费；港口经营人为客运和旅游船舶提供港站使用等服务，向客运和旅游船舶运营企业或其代理人综合计收港口作业包干费。
8.	库场使用费	货物及集装箱在港口仓库、堆场堆存，或经港口经营人同意，在港口库场进行加工整理、抽样等，由港口经营人向货方或其代理人收取库场使用费。
9.	船舶供应服务费	为船舶提供供水（物料）、供油（气）、供岸电等供应服务，由提供服务的单位向船方或其代理人收取船舶供应服务费。
10.	船舶污染物接收处理服务费	为船舶提供垃圾接收处理、污油水接收处理等船舶污染物接收处理服务，由提供服务的单位向船方或其代理人收取船舶污染物接收处理服务费。
11.	理货服务费	港口理货业务经营人，是指为委托人提供货物交接过程中的点数和检查货物表面状况的理货服务的组织和个人。 <sup>1</sup>

1. 《港口经营管理规定》第3条第3项。 [https://xxgk.mot.gov.cn/2020/gz/202112/t20211222\\_3632500.html](https://xxgk.mot.gov.cn/2020/gz/202112/t20211222_3632500.html)

## (2)法律关注点

对于使用者付费的港口服务费，在法律层面应关注如下事项：

首先，投资者要明确未来的港口项目公司要从事哪些具体的港口服务。在明确港口服务的具体类型后，才具备针对不同类型的港口服务分门别类制订价格的基础和前提。

其次，投资者要了解项目所在国的法律法规对于不同类型的港口服务是否有专门的定价规则。在具体规则上，对于“价”（单价）的方面，比较重要的是哪些服务项目由政府来定价，哪些服务项目由港口经营者定价，但必须遵守政府制定的价格限制（例如价格上限），哪些服务项目可完全由港口经营者自主定价；对于“量”的方面，要了解项目所在国的法律法规对于计价（总价）的量有无具体规定。例如，若以海里或千米为计价单位，对于不满1海里或1千米距离的部分如何计算，是否按1海里或1千米计，等等。

最后，为实现港口经营者在自主定价上具有更大的灵活性和自主权，可以尝试与政府方争取在定价方面突破现有法律法规和政策的限制，例如，相关的价格上限可否适当提高甚至突破等等。这在实践中具有一定的可行性，一是由于作为《特许权协议》签约方的政府部门可能就是相关法律法规和政策的制定部门（例

如港口管理局）甚至是上级部门（例如中央政府），因而对于这些法律法规和政策的调整和突破本身也在其权限范围内；二是由于为了吸引社会资本方参与港口PPP项目，政府部门往往愿意向社会资本方赋予更大的自由定价权利。投资者一旦获得更大的定价自主权和灵活性，需要在《特许权协议》当中予以体现，将其作为投资者（港口项目公司）的权利通过合同条款予以固定。

## 2.可行性缺口补贴

可行性缺口补贴（Viability Gap Funding）是在政府付费机制与使用者付费机制之间的折中。可行性缺口补贴是指在使用者付费不足以完全满足社会资本方收回投资成本和合理回报时，由政府给予社会资本方一定经济补偿，以弥补缺口。换言之，对于使用者付费无法使社会资本方获取合理利润甚至无法完全覆盖项目投资成本的项目，政府将提供一定的补助以弥补使用者付费之外的缺口部分。

### (1)理想模式

从上述可行性缺口补贴的涵义可知，较为理想的可行性缺口补贴是由政府方直接补足使用者付费与社会资本方的项目成本加合理收益之间缺口的每一分钱。基于该逻辑，港口PPP项目各运营年度的可行性缺口补贴金额可采取如下公式进行计算：

**当年可行性缺口补贴 = 当年建设补贴 + 当年运营补贴 - 当年使用者付费**

其中：**当年建设补贴 =**

$$\frac{\text{项目建设成本} \times (1 + \text{合理利润率}) \times (1 + \text{年度折现率})^n}{\text{补贴周期 (即补贴总年数)}}$$

其中的n为折现年份；

**当年运营补贴 = 当年运营成本 × (1 + 合理利润率)。**

上述建设补贴和运营补贴金额在计算时均考虑了社会资本方的合理利润率，该合理利润率需要在《特许权协议》中具体约定。

而在建设补贴方面，由于可行性缺口补贴在项目投入运营后才开始发生，此时建设成本加相应利润的总额已经可以确定。建设成本加利润的总额需要分摊到每个补贴年份进行补贴，故考虑到资金的时间成本，上述公式中对各年份的建设补贴金额加入了折现率因素（折现率的具体确定机制也需要在《特许权协议》中予以约定）。

## **(2)修正模式**

实践中，对于使用者付费与项目成本加合理收益之间的缺口，政府方未必能补足每一分钱，而是会基于项目的表现（包括项目可用性以及运维绩效）进行修正。具体而言，政府方将基于对项目可用性以及运维绩效的考核情况，分别针对建设补贴和运营补贴制订相应的

乘数/系数。其具体操作方式类似于下文提到的可用性付费和绩效考核付费，在此不作展开。

## **(二) 港口PPP项目的政府付费模式**

### **1.可用性付费**

可用性付费（Availability Payment）是指政府依据建成后的项目是否符合合同约定的标准和要求来付费。可用性付费模式下，只要建成后的项目符合合同约定的性能标准即可获得付费。可用性付费于项目运营年度开始。

#### **(1)基本构成**

可用性付费可采取如下公式计算：

$$\text{年度可用性付费} = \text{项目建设总投资} \times (1 + \text{合理利润率}) \times \text{可用性考核系数} \times \text{当年可用性付费的支付比例}$$

上述公式中，合理利润率以及当年（或各年度）可用性付费的支付比例需要在《特许权协议》中具体约定。

上述公式中的“可用性考核系数”是可用性付费模式的核心因素。该考核系数取决于政府对项目可用性的考核结果。因此，考核指标、考核方式和可用性考核系数的确定方式将是《特许权协议》谈判过程中的重点和难点。

#### **(2)可用性考核指标**

可用性考核的首要问题是可用性考核指标，即政府方从哪些角度、以哪些指标作为可

用性考核的切入点。在港口PPP项目中，可用性考核指标可以涵盖一系列评价因素，主要包括项目产出和项目管理两个方面。

项目产出的关注点在于项目建设是否达标。其本质上反映项目是否按计划完成建设，例如项目竣工验收达标率以及完成及时率等方面，还包括项目竣工后的整改和消缺完成情况。

项目管理的关注点在于项目管理是否合规和规范。一般包括人员管理、资金管理、安全生产、环境保护等考核指标。其中人员管理主要考核人员配置情况和到岗情况；资金管理主要考核建设资金使用合规性、资金节余情况等；安全生产主要考察安全施工规范性和人员伤亡情况；环境保护主要考察建筑垃圾、粉尘、化学污染等情况。

上述考核指标将被赋予不同的权重，并在考核后汇总计算出考核分数。可用性考核的结果将直接影响可用性考核系数的设定。二者具体的对应关系需在《特许权协议》中明确约定。比较常见的模式是可用性考核的不同分数段对应不同的可用性考核系数，例如可用性考核得分在90分以上时，对应的可用性考核系数为1；可用性考核得分在90分以下80分以上时，对应的可用性考核系数为0.9；以此类推。

## 2. 运维绩效付费

运维绩效付费 (O&M performance Pay-

ment) 是指政府依据公共产品或服务的质量付费。在按绩效付费的项目中，政府与社会资本方通常会明确约定项目的绩效标准，并将政府付费与项目公司的绩效表现挂钩，如果项目公司未能达到约定的绩效标准，则会扣减相应的付费。

### (1) 基本构成

运维绩效付费可采取如下公式计算：

$$\text{当年运维绩效付费} = \text{年度运维成本} \times (1 + \text{合理利润率}) \times (1 - N/M)$$

上述公式中，合理利润率需要在《特许权协议》中具体约定。N是指当年运维绩效未达标天数，M是指当年日历天数。为确定运维绩效是否达标，需要首先确定运维绩效的考核指标。

此外，运维绩效付费还可采取如下公式计算：

$$\text{当年运维绩效付费} = \text{年度运维成本} \times (1 + \text{合理利润率}) \times \text{运维绩效考核系数}$$

上述公式中的“运维绩效考核系数”是可用性付费模式的核心因素。该考核系数取决于政府对项目运维绩的考核结果。因此，考核指标、考核方式和运维绩效考核系数的确定方式一般将是《特许权协议》谈判过程中的重点和难点。

### (2) 运维绩效考核指标

在港口PPP项目中，运维绩效考核指标通

常包括作业绩效、服务绩效、管理绩效等等。作业绩效的评价因素一般包括货物吞吐量、集装箱吞吐量、泊位利用率、堆场仓库利用率、存货周转率、卡车周转率、同地区港口吞吐量与市场占有率、机械设施利用率、信息系统维护等。服务绩效评价因素包括货损货差率、承诺装卸货完成率、服务船舶准班率、客户投诉率、客户保持率、信息准确率、应急处理、船舶在港时间等；而管理绩效评价因素包括安全技术培训、安全事故率、环保事故率、能源消耗、废物回收及排放、安全监控系统等。

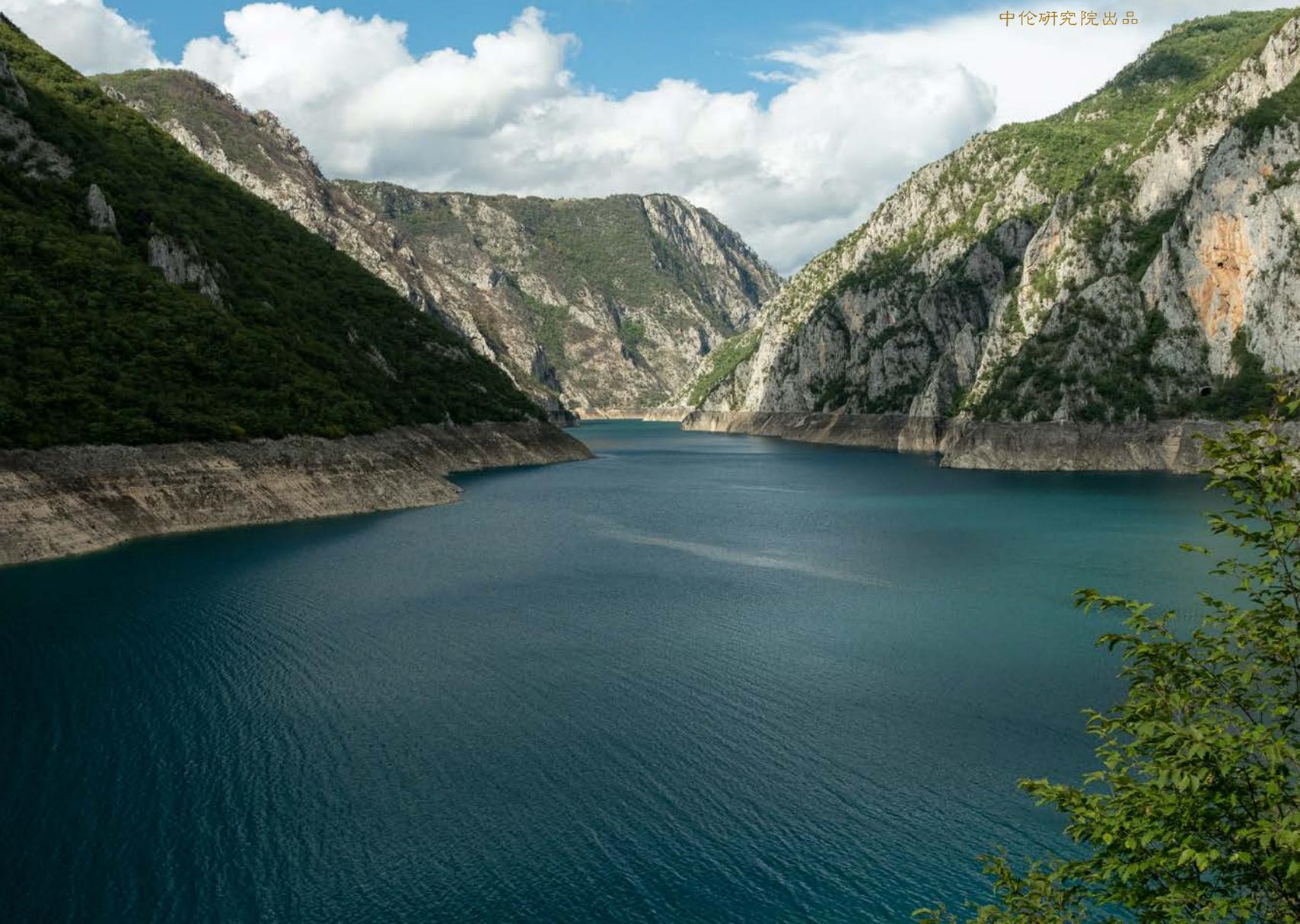
上述考核指标将被赋予不同的权重，并在考核后汇总计算出考核分数。运维绩效考核的结果将直接影响运维绩效考核系数的设定。二者具体的对应关系需在《特许权协议》中明确约定，其具体方式同可用性付费模式。 88



程军  
合伙人  
公司业务部  
北京办公室  
+86 10 5957 2005  
chengjun@zhonglun.com



中伦研究院出品



特别声明：以上所刊登的文章仅代表作者本人观点，不代表北京市中伦律师事务所或其律师出具的任何形式之法律意见或建议。未经本所书面授权，不得转载或使用该等文章中的任何内容，含图片、影像等视听资料。如您有意就相关议题进一步交流或探讨，欢迎与本所联系。