

NEWSLETTER

中 伦 e 简 报
深度观察

ZHONG LUN
中倫律師事務所

新“国九条”背景下资本市场分红事项的
监管要点及建议 001/

限期实缴制对股权投资的影响及应对 010/

中国企业出海投资系列
法律指南：沙特篇 017/

上市公司纠纷观察：如何拆解重大资产
重组业绩补偿纠纷的疑难问题 028/

当前经济形势下债务追收的系统化
法律路径分析 036/

新“国九条”背景下资本市场分红事项的监管要点及建议

作者：赵婷 陆赟 王佳玲



拟IPO企业报告期内“清仓式”分红的操作引发监管重点关注，企业分红问题成为资本市场监管的重要内容之一。2024年4月12日，国务院发布《国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》（以下简称《意见》），也称新“国九条”，各交易所紧随其后发布一系列业务规则的修订征求意见稿，2024年3月15日，中国证监会发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》《关于加强上市公司监管的意见（试行）》等四项政策文件，均对资本市场的企业分红问题释放出强监管信号。本文将对新“国九条”监管背景下近期拟上市公司和上市公司分红事项的监管要点进行分析，并提供合规建议。

第一部分\

拟上市公司：报告期内存在大额分红将成为审核红线

（一）最新监管规范

➤ 《意见》（国发〔2024〕10号），2024年4月12日实施

二、严把发行上市准入关……明确上市时要披露分红政策。将上市前突击“清仓式”分红等情形纳入发行上市负面清单。从严监管分拆上市。严格再融资审核把关。

➤ 《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》，2024年3月15日实施

三、突出交易所审核主体责任……三是严

密关注拟上市企业是否存在上市前突击“清仓式”分红等情形，严防严查，并实行负面清单式管理……

（二）近期审核案例



公司名称	报告期内分红情况及募集资金用途	主要反馈问询	审核进展
大牧人（深交所主板预披露）	报告期内分红情况：报告期内各期扣非净利润 合计约8.02亿元 ，报告期内累积分红额 合计约9.26亿元 ， 每期均进行分红 。	要求中介机构结合报告期内分红等情况，核查发行人、控股股东、实际控制人、主要关联方、董监高等关键主体的资金流水，并提交专项说明。	2024年4月3日，因公司、保荐机构撤回申请，审核终止。
	募集资金用途：拟募集资金14.9亿元，其中4亿元用于补充流动资金及偿还银行贷款。		
道尔道（深交所主板预披露）	报告期内分红情况：报告期内各期扣非净利润 合计约4.75亿元 ，报告期内累积分红额 合计约4.4亿元 。	(1) 报告期内现金分红的背景和原因； (2) 主要股东获得分红款后的实际用途及资金流向，是否存在资金体外循环等情形； (3) 部分募集资金用于补充流动资金是否具备合理性。	2024年3月31日，因公司、保荐机构撤回申请，审核终止。
	募集资金用途：拟募集资金11.9亿元，其中3.5亿元用于补充流动资金。		
青牛技术（创业板预披露）	报告期内分红情况：报告期内各期扣非净利润 合计约1.16亿元 ，报告期内累积分红额 合计1亿元 。	(1) 2022年进行大额现金分红的必要性，相关股东获得分红款后的实际用途； (2) 在现金分红后且期末存在大额货币资金的情况下，“补充流动资金”为募集资金第二大用途的必要性与合理性。	2024年3月21日，因公司、保荐机构撤回申请，审核终止。
	募集资金用途：拟募集资金5亿元，1.4亿元用于补充流动资金。		
海宏液压（创业板预披露）	报告期内分红情况：报告期内各期扣非净利润 合计约2.81亿元 。报告期内累积分红额 合计约2.14亿元 。	海宏液压报告期内关于大额分红问题受到两轮问询，要求其说明报告期内进行现金分红的原因及合理性，股东获得分红资金去向用途是否异常，以及使用募集资金补充流动资金的必要性、合理性等。	2024年3月18日，因公司、保荐机构撤回申请，审核终止。
	募集资金用途：拟募集资金6亿元，其中5,000万元用于补充流动资金及偿还银行贷款。		



(三) 新“国九条”实施后大额分红的认定标准

根据沪深交易所就加强IPO企业分红监管有关考虑答记者问，在大额分红的认定指标方面，交易所初步考虑对于报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过80%，或者报告期三年累计分红金额占同期净利润比例超过50%且累计分红金额超过3亿元，同时募集资金中补充流动资金和偿还贷款合计比例高于20%的企业，将不允许其发行上市¹。

(四) 报告期内大额分红的监管关注要点及合规建议

不难看出，监管层面对报告期内曾进行大额现金分红的审核口径趋向严格，具体而言，其关注要点主要包括：

1. 报告期内大额现金分红的原因及必要性，是否符合公司章程及其他内控制度的相关规定，是否履行相应审议程序；

2. 在报告期内曾进行大额现金分红的背景下，拟使用募集资金补充流动资金是否具备必要性及合理性；

3. 主要股东获得分红款后的实际用途及资金流向，是否存在直接或间接流向客户、终端客户、供应商及其关联方的情况，是否存在体外资金循环形成销售回款、承担成本费用等异常情况。

鉴于此，拟上市公司如无充分、合理、正当理由，应避免报告期内进行频繁、大额分红，更不宜出现大额分红后又重新募集资金用以补充流动资金、偿还银行贷款的矛盾情形。控股股东、实际控制人及其他主要股东获得分红款后，分红资金去向和用途不应存在异常。否则，将引发监管部门对募集资金合理性、必要性及公司业绩真实性的疑虑，并可能被纳入发行上市负面清单，对发行上市造成障碍。

第二部分\

上市公司：鼓励现金分红，引导合理、定期分红

(一) 最新监管规范

1 参见中国证券报公众号文章：《严管IPO企业突击“清仓式”分红！沪深交易所发声》，访问地址：<https://mp.weixin.qq.com/s/AVYWJXpuAPVG0e08-zwYWA>，最后访问日期：2024年4月14日。

主要法律法规名称	主要条文
<p>《上海证券交易所股票上市规则（征求意见稿）》，2024年4月12日发布</p>	<p>9.8.1条：上市公司出现以下情形之一的，本所对其股票实施其他风险警示：…… （八）最近一个会计年度净利润为正值且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红总额低于最近三个会计年度年均净利润的30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于5000万元……</p>
<p>《上海证券交易所科创板股票上市规则（征求意见稿）》，2024年4月12日发布</p>	<p>12.9.1条：上市公司出现以下情形之一的，本所对其股票实施其他风险警示：……（八）最近一个会计年度净利润为正值且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红总额低于最近三个会计年度年均净利润的30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于3000万元，但最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例在15%以上或最近三个会计年度累计研发投入金额在3亿元以上的除外……</p>
<p>《深圳证券交易所股票上市规则（2024年修订征求意见稿）》，2024年4月12日发布</p>	<p>9.8.1条：上市公司出现下列情形之一的，本所对其股票交易实施其他风险警示：……（九）最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于5000万元……</p>
<p>《深圳证券交易所创业板股票上市规则（2024年修订征求意见稿）》，2024年4月12日发布</p>	<p>9.4条：上市公司出现下列情形之一的，本所对其股票交易实施其他风险警示：……（八）最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，其最近三个会计年度累计现金分红金额低于最近三个会计年度年均净利润的30%，且最近三个会计年度累计分红金额低于3000万元，但最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例超过15%或者最近三个会计年度累计研发投入金额超过3亿元的除外……</p>
<p>《北京证券交易所上市公司持续监管指引第10号——权益分派（征求意见稿）》，2024年4月12日发布</p>	<p>主要修订《权益分派指引》第八条，一是删除审议定期报告同时审议权益分派方案的要求，便利公司增加分红频次。二是明确中期分红基准，修订为“上市公司实施中期分红，且不送红股或者不以公积金转增股本的，半年度、季度财务报告可以不经审计，但应当以最近一次经审计的未分配利润为基准，合理考虑当期利润情况。”</p>
<p>《意见》（国发〔2024〕10号），2024年4月12日实施</p>	<p>三、严格上市公司持续监管……强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。加大对分红优质公司的激励力度，多措并举推动提高股息率。增强分红稳定性、持续性和可预期性，推动一年多次分红、预分红、春节前分红……</p>

主要法律法规名称	主要条文
《关于加强上市公司监管的意见（试行）》，2024年3月15日实施	（七）严格规范大股东减持行为。严格执行破发、破净、分红不达标的上市公司控股股东、实际控制人不得通过二级市场减持的规定…… （十）对分红采取强约束措施。要求上市公司制定积极、稳定的现金分红政策，明确投资者预期。对多年未分红或股利支付率偏低的上市公司，通过强制信息披露、限制控股股东减持、实施其他风险警示（ST）等方式加强监管约束……
《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》，2023年12月15日实施	修订后的全文在公司自主决策的前提下，进一步明确现金分红导向，推动提高分红水平，简化中期分红程序，推动进一步优化分红方式和节奏，加强对超出能力分红企业的约束，引导合理分红，以增强上市公司现金分红的均衡性、及时性、稳定性和投资者获得感。
《北京证券交易所上市公司持续监管指引第10号——权益分派》，2023年12月22日实施	北交所该规定在《上市公司监管指引第3号——上市公司现金分红》修订的基础上，对如何认定不分红、少分红，如何认定不合理的过度分红，如何认定高送转，以及高送股需要符合的条件、不得进行高送转的情形等进行了进一步的细化规定。

（二）部分近期监管案例

1. 受到行政处罚及被采取自律监管措施的案例

➤ 梦网科技（股票代码：002123）

梦网科技于2023年10月13日召开股东大会审议通过《2023年半年度利润分配预案》，并于同年12月15日召开股东大会审议通过《关于调整2023年半年度利润分配预案的议案》。因未在首次股东大会审议通过利润分配方案后两个月内完成利润分配，2024年1月31日，深交所对前述违规行为下发《关于对梦网云科技集团股份有限公司的监管函》（公司部监管函

[2024]第12号）。

➤ 辅仁药业（已退市，退市前的股票代码：600781）

辅仁药业股东大会审议通过利润分配方案后，又因资金安排原因无法按照原定计划发放现金红利，随即引起监管部门关注并被立案调查。经调查，证监会下发《中国证监会行政处罚决定书（辅仁药业）》（〔2020〕79号），对其年度报告、重大资产重组文件中存在虚假记载、重大遗漏的违法事实，处以120万元罚款，辅仁药业其他责任人员亦受到罚款、市场禁入等行政处罚。

2. 收到关注函或问询函的案例

➤ 某上市公司

某上市公司在连续两年净利润可观、母公司期末未分配利润、货币资金余额充足的情况下，决议拟不进行现金分红。随即引发交易所关注，要求公司说明连续两年未进行现金分红的原因及合理性，以及公司为提升投资者回报水平拟采取的措施等事项。随后，该上市公司决议拟向全体股东每股派发现金红利。

➤ 中科江南（股票代码：301153，问询时间为2024年3月29日）

2024年3月28日，中科江南决议拟向全体股东每10股派发现金红利10元，每10股以资本公积金转增8股。随后，交易所要求公司详细说明制定利润分配及资本公积转增股本方案的主要考虑、确定依据及其合理性，与公司业绩

增长幅度、发展规划是否匹配等事项。

（三）交易所征求意见稿中上市公司分红制度的新变化

新“国九条”发布后，交易所发布各板块股票上市规则等文件的征求意见稿，对现有分红制度做出优化安排，主要变化如下：

1. 分红未达标的上市公司将被实施“其他风险警示”（ST）

除北交所外，其他板块分红未达标的上市公司将被实施“其他风险警示”（ST）。北交所则是在2023年12月22日实施的《北京证券交易所上市公司持续监管指引第10号——权益分派》中就已对不分红、少分红、不合理的过度分红等情况提出了特别的披露要求。除北交所外，其他板块的具体分红要求如下：

板块名称	具体分红要求	豁免情形
上交所 主板	最近一个会计年度净利润为正值，且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司，应当满足以下分红要求之一：（1）最近三个会计年度累计现金分红总额不低于最近三个会计年度年均净利润的30%；（2）最近三个会计年度累计分红金额不低于5,000万元。	无
科创板	最近一个会计年度净利润为正值，且母公司报表年度末未分配利润为正值的公司，应当满足以下分红要求之一：（1）最近三个会计年度累计现金分红总额不低于最近三个会计年度年均净利润的30%；（2）最近三个会计年度累计分红金额不低于3,000万元。	最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例在15%以上或最近三个会计年度累计研发投入金额在3亿元以上的除外。

板块名称	具体分红要求	豁免情形
深交所 主板	最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，应当满足以下分红要求之一：（1）最近三个会计年度累计现金分红金额不低于最近三个会计年度年均净利润的30%；（2）最近三个会计年度累计分红金额不低于5,000万元。	无
创业板	最近一个会计年度净利润为正值，且公司合并报表、母公司报表年度末未分配利润均为正值的公司，应当满足以下分红要求之一：（1）最近三个会计年度累计现金分红金额不低于最近三个会计年度年均净利润的30%；（2）最近三个会计年度累计分红金额不低于3,000万元。	最近三个会计年度累计研发投入占累计营业收入比例超过15%或者最近三个会计年度累计研发投入金额超过3亿元的除外。

2.明确分红基准，倡导多次分红

各板块均明确上市公司利润分配应当以最近一期经审计母公司报表中可供分配利润为依据，并综合考虑当期利润情况，避免出现超额利润分配。同时，新规倡导上市公司综合考虑未分配利润、当期业绩等因素确定分红频次，并在具备条件的情况下增加现金分红频次，稳定投资者分红预期。

（四）上市公司分红的监管关注要点及合规建议

1.分红方案应当与盈利水平相匹配

在新“国九条”、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》等新规实施前，监管层面均认为分红与否系企业自主经营、意思自治范畴，除非明确违反法规及承诺等，通常不会对此情况给予过多关注。新规实施后，上交所对

某上市公司发出监管问询函，着重要求其说明连续两年未进行现金分红的原因及合理性。可以预见，上市公司分红不达标情形将会成为未来一段时间内的监管重点。

相反地，上市公司亦存在超业绩水平分红的情况，监管部门对此事项的问询关注早已有之，通常要求上市公司结合各方面因素说明制定高额利润分配及转增方案的主要考虑、确定依据及其合理性，是否与公司业绩增长幅度、发展规划相匹配，是否将影响公司的持续经营能力等。可以预见，未来对于上市公司竭泽而渔、“破产式”超业绩水平分红的情况，监管部门亦将给予持续关注。

综上，在新“国九条”监管背景下，无论分红不达标或超业绩水平分红，均易引发监管关注。上市公司应当规划长期、稳定和延续性较

高的分红政策，制定与上市公司业绩成长性、盈利水平相匹配的分红方案，科学、合理分红。

2. 分红及转增方案制订、实施过程应当合规

分红及转增方案制订、实施的各个环节均应符合法律法规、信息披露规则和上市公司内控管理制度，系上市公司合规监管的应有之义。上市公司须注意分红及转增方案制订、实施过程中的合规性，避免因违规行为被下发监管文件或受到自律监管措施。

3. 内幕信息知情人管理应当合规

在防范内幕交易方面，监管部门关注内幕信息知情人及其近亲属在分红及转增方案披露前一段时间交易上市公司股票的情况，并关注方案披露前后公司控股股东、实际控制人、持股5%以上股东等人员的减持情形和未来减持计划等。

建议上市公司在分红方案研判、论证、咨询、制定、编制、传递等过程中保持高度警惕，对内幕信息知情人进行严格登记管理，采取措施确保信息保密、防范内幕交易，分红及转增方案实施完毕后，主动自查是否存在信息泄漏和内幕交易情形。

4. 不得利用分红信息炒作股价

分红与否将影响上市公司企业形象，甚至可能造成股价异常波动。监管部门关注上市公司在披露分红方案前一段时间内接受媒体采

访、机构调研、自媒体宣传，以及投资者关系活动的相关情况。建议上市公司不可抱有侥幸心理，实施暗示、误导性宣传等违反公平信息披露原则的行为，误导投资者，炒作股价，而造成不利后果。

第三部分\

结论

新“国九条”监管背景下，监管部门将对资本市场企业分红事项予以重点关注：对于拟上市公司，监管层面对报告期内曾进行大额分红甚至“清仓式分红”的审核口径趋向严格；对于上市公司，则通过优化分红制度，鼓励现金分红，引导合理分红，推动定期分红。因此，建议资本市场企业应结合自身实际情况和不同发展阶段制订合理、科学、合规的分红方案。 ☒



赵婷
合伙人
资本市场部
杭州办公室
+86 571 5692 1278
zhaoting@zhonglun.com



陆贇
非权益合伙人
资本市场部
杭州办公室
+86 571 5662 3972
lyun@zhonglun.com

限期实缴制对股权投资的影响及应对

作者：邱建 王丹



将于7月1日生效的新《公司法》所作的众多修订中，限期实缴制及相关配套措施尤为引人关注。结合过往实践，笔者拟籍本文就该等规定对股权投资的影响予以剖析，并对股权投资者可考虑的应对措施进行探讨¹。

第一部分\

限期实缴制概要

在现行《公司法》、司法解释和实践的基础上，新《公司法》引入了限期实缴、催缴失权、加速到期等系列规定，明确和加重相关方责任及违法后果，力图强化资本充实原则及资本维持原则，以遏制近年来认缴注册资本虚高、实缴期限过长等现象。

根据新《公司法》，有限责任公司全体股东均应自公司成立之日起5年内完成其全部认缴出资的缴纳，公司设立后的增资股东亦应自其成为公司股东之日起5年内完成其全部认缴出资的缴纳²；对新《公司法》生效前已设立的公司，如出资期限超过上述期限的，应逐步调整至新《公司法》规定的期限以内³。

为配合上述限期实缴规定的实施，新《公司法》明确和强化了相关违法后果、救济程序和股东责任等，包括：①股东未按期足额缴纳出资的，除仍应足额缴纳外，还应当对给公司

造成的损失承担赔偿责任⁴；②公司设立时的发起股东对其他发起股东的出资义务承担连带责任⁵；③增加股东失权制度，即公司依法催缴后股东仍未实缴的，该股东将面临丧失相关股权的风险⁶；④明确转让双方对于标的股权出资的补充、连带责任⁷；⑤明确出资加速到期制度，即只要“公司不能清偿到期债务”的，公司和到期债务的债权人均有权要求有关股东加速出资⁸。除明确和强化上述股东责任外，新《公司法》也加重、细化了董事的相关义务与责任，包括董事对董事会催缴不力的个人赔偿责任、对抽逃出资的防范义务及赔偿责任、违法减资的赔偿责任、清算义务及相关赔偿责任等。

1.考虑到限期实缴制主要适用于有限责任公司，股份公司系采取实缴资本制，下文如无特别说明，均系针对有限责任公司的情况展开讨论。

3.参见新《公司法》第二百六十六条。国家市场监督管理总局近期出台的《国务院关于印发〈中华人民共和国公司法〉注册资本登记管理制度的规定（征求意见稿）》第三条提议，“依照公司法第二百六十六条规定，设置三年过渡期，自2024年7月1日至2027年6月30日。公司法施行前设立的公司出资期限超过公司法规定期限的，应当在过渡期内进行调整。公司法施行前设立的有限责任公司自2027年7月1日起剩余出资期限不足五年的，无需调整出资期限；剩余出资期限超过五年的，应当在过渡期内将剩余出资期限调整至五年内”。当然，最终将如何规定，还有待正式规定的颁布。

4.参见新《公司法》第四十九条。

5.参见新《公司法》第五十条。

6.参见新《公司法》第五十二条。

7.参见新《公司法》第八十八条。

8.参见新《公司法》第五十四条。

第二部分\

投资人的应对措施

上述系列规定的实施，必将突破股东仅在其认缴出资范围内承担有限责任这一固有概念。我们认为，从事股权投资的人士有必要检视投资风控流程、重构投资风控体系，以控制相关制度风险。具体而言：

1. 尽职调查

在股权投资的尽职调查中，对被投资公司注册资本的出资方式、出资期限、实缴情况、其他股东的出资能力等应重点核查，并特别关注以知识产权、其他无形资产等非货币形式出资的情况。相应地，投资人需评估是否要求被投公司在其投资交割前通过减资、股权调整等方式消除后续风险(尤其是原有股东未实缴部分出资明显超出其实缴能力的情形)，以及采取何种具体的交易机制(详见下文第2点之讨论)。

2. 交易架构设计

(1) 是否作为发起人参与创业公司的设立？

创业者创立公司时，一般资金都不充裕，且往往以实物、无形资产等非货币形式出资。若投资人与创业者共同设立公司，将不得不直面新《公司法》下发起股东的连带出资责任问

题。另一方面，新《公司法》未直接要求增资股东对公司原有股东的出资不足承担连带责任（不考虑新《公司法》第五十二条的失权后连带责任的情形）。因此，如非商业必要或风险确实可控，投资人可优先选择在公司设立后以增资的方式投资。

(2) 股权转让、受让的风险

根据新《公司法》第八十八条，我们理解：未届出资期限的非瑕疵出资股权转让时，受让方是出资义务的首要承担者，而转让方则对受让方未按期出资承担补充责任；已届出资期限、但未出资或出资不实的瑕疵出资股权转让时，转让方和受让方在出资不足范围内承担连带责任，但受让方对上述瑕疵情况不知情且不应知情的除外。



因此，受制于交易地位和商业安排等因素，如投资人拟受让未实缴的股权，可要求转让方在交割前实缴出资、或在转让对价中扣除未实缴出资金额并由投资人在交割后实缴；若拟受让的股权出资不实，投资人可要求转让方在交割前采用现金置换或其他补救措施，或在转让对价中扣除相关金额并由投资人在交割后以现金置换。

3.交易条款设计

(1)分期付款机制的优化

考虑到新《公司法》强化了投资人的出资义务加速到期制度，投资人应优化分期付款机制，以免“被迫”出资。例如，因为投资人一般系溢价投资，可否争取将首期投资款定性为优先对认缴注册资本的实缴、在注册资本完全缴纳后再用于增加被投公司的资本公积？又或者，将分期付款机制调整为分期交割机制，即后续付款系认购公司新增注册资本，将其性质明确为纯粹的认股权（当然此时还应考虑股比、公司治理等影响）？

(2)交割机制与实缴出资的拟合

实践中，为对抗善意第三人的目的，投资人往往在实践中要求将工商变更作为其支付投资款的先决条件。但是，考虑到新《公司法》的出资义务加速到期以及股东失权制度，一旦

增资或股权转让完成工商登记，则投资人可能面临依投资协议无需付款、但依法需“被迫”出资的风险。对此，笔者注意到：现有《公司法》规定，“记载于股东名册的股东，可以依股东名册主张行使股东权利”；新《公司法》在此基础上又进一步明确“股权转让的，受让人自记载于股东名册时起可以向公司主张行使股东权利”。因此，不论是投资人通过增资获得的新增注册资本，还是通过股权转让获得的既有注册资本，股东名册均可被视为设权性登记，进而对于确定股东资格、主张股东权利等具有关键作用。综合评估和平衡上述风险，投资人不妨在新《公司法》下考虑以下优化措施：① 结合现有股东的实缴情况，将该等股东完成实缴出资义务或者调整认缴出资额度作为交割先决条件之一；② 交割当天要求被投公司同步出具符合新《公司法》要求的股东名册；③ 要求被投公司在本轮投资款全部到位后再启动工商变更流程。

(3)员工持股平台

被投公司通常以有限合伙等持股平台为其员工提供股权激励，且在其上市计划明确前不让员工行权，因此该等持股平台往往也迟迟未完成对被投公司的注册资本实缴。考虑到新《公司法》的限期实缴制及可能的连带出资责任，投资人应检视持股平台对被投公司的出资

情况及未实缴的实际风险，并相应地要求被投资公司提前安排持股平台实缴、或调整持股平台对公司的出资机制等。

(4) 股东失权机制

根据新《公司法》，若某股东失权后，公司未在六个月内转让或者注销丧失的股权（考虑到注销丧失的股权可能被定性为“非同比例减资”，进而需要失权股东的同意，注销存在一定的风险），其他股东将按出资比例缴纳“相应出资”⁹。因此，投资人应考虑该情形下“被迫”出资的防范措施，比如：① 要求参与被投资公司融资的投资人全部缴纳出资后，被投资公司方能进行工商变更；② 约定经投资人和全体股东事先认可的催缴制度，为后续可能发生失权、协商解决方案时预留一定的灵活性；③ 针对失权的董事会决议，提前约定董事会召开程序、法定出席人数、表决比例等事项，并视情况增加投资人董事（如有）对此的一票否决权；④ 在股东协议中明确失权股东有义务配合相应的转让或减资流程，并在股东协议及公司章程中明确约定届时的定向减资安排，全体股东提前同意失权股权到期未转让自动同意注销；⑤ 若六个月内仍未转让或者注销失权股权的，投资人有权要求创始人受让该等失权股权并履行相应的实缴出资义务，并确保投资人不因此蒙受损失。

(5) 违约赔偿责任

新《公司法》删除了未按期出资股东向已按期足额缴纳出资的股东承担责任的规定。因此，投资人有必要在投资协议（尤其是股东协议）中增加相关的违约赔偿条款，例如：① 结合陈述保证条款和披露情况，考虑将创始人、员工持股平台未按时足额实缴作为特殊赔偿事项，设置违约金或迟延履行金等具体的违约责任，并要求被投资公司、创始人及/或员工持股平台对投资人及其董事因此遭受的损失承担连带赔偿责任；② 若投资人因公司其他股东出资瑕疵而承担任何赔偿责任的，出资瑕疵的股东、被公司及/或创始团队应对投资人及其董事承担连带赔偿责任。

(6) 回购权

为降低因其他股东未实缴而使投资人遭受损失的风险，投资人可考虑在交易文件中约定，若被投资公司其他股东因未完成实缴义务导致投资人损失或需承接失权股权的，投资人有权启动回购或采取其他救济程序。

另一方面，新《公司法》明确规定“定向减资”仅得在法律另有规定或有限公司全体股东另有约定时可行，而“回购权”针对被投资公司而言

⁹需要指出的是，“相应出资”是仅针对失权股东未实缴的“注册资本”，还是也包括相应的溢价部分，这一点尚不明确。

实质上是一种定向减资。因此，投资人有必要要求在全体股东签署的股东协议中约定其回购安排，并尽可能在章程中也做类似规定(特别包括对应的减资安排和程序等)，并慎重评估仅与公司和/或创始人签署有关回购安排的风险。

(7)投资人董事

新《公司法》实质性扩张了公司董事的义务和责任，特别是针对公司资本充实和资本维持的有关义务。因此，投资人需要审慎考虑是否继续向被投资公司委派董事的策略：

① 若投资人不委派董事，其可考虑委派不承担董事义务/责任的董事会观察员（并以协议/章程方式保障观察员的知情权、参会权、建议权等）、将保护性机制（一票否决权机制）从董事会提升至股东会等组合替代方案，从而一方面可以避免承担董事义务/责任的风险、另一方面又至少可以部分实现投资人董事的目的。

② 若投资人决定继续委派董事，则应制定和实施相应的风控措施，例如：在交易文件中尽可能地限缩投资人董事的责任/义务范围（比如投资人董事不参与日常经营管理、投资人董事不作为清算组成员、投资人董事不对特定事项负有责任等），并约定免责条款、赔偿条款等（可考虑参照境外融资惯例，由被投资公司与董事签订董事补偿协议）；要求被投资公司为投资人董事购买董事责任保险；提醒投资人董事

勤勉尽责，并妥为留存有关证据、记录。

4.投后管理

新《公司法》的上述制度不仅适用于投资过程，还贯穿投后管理的全流程。从风控出发，投资人需持续关注被投公司的注册资本增加和实缴情况，并在商业可行的情况下建议被投资公司设置合理较低的注册资本¹⁰。如被投资公司确有必要增加注册资本，尤其是以资本公积转增注册资本的形式进行增资时，投资人应特别关注资本公积转增注册资本的程序完整性(包括完备的内部决策程序、验资程序、以及必要的公示程序)，以免承担额外的出资义务。

此外，考虑到新《公司法》溯及既往的可能性，投资人亦有必要检视既往项目，以确保上述问题均得到足够关注，并在必要可行时予以解决（比如利用被投资公司后续融资时修改协议的机会）。

5.投资主体的选择

在上述所有风控措施之外，有鉴于新《公司法》限期实缴制带来整体责任的加重以及实操中的不确定性，投资人还应慎重选择其投资

10.当然，我们注意到，实践中，不少公司被迫设置较高的注册资本额。例如，因为某些大型公司对其合作伙伴的注册资本有最低要求，在投标条件上设置注册资本金的门槛，一些公司不得不设置对应的注册资本金额。

主体，例如：对于自然人投资者，是否以个人身份进行股权投资；还是应选择有限责任公司、有限合伙等作为投资主体，以根本性地隔离风险？对于私募基金等机构，在进行风险较高的投资时，是否应在合规可行的情况下设立一层特殊目的实体来隔离风险，避免因某一个高风险项目影响到基金的其他投资项目？当然，在具体项目中，是否采用前述架构设计亦需综合考虑运营成本、税务负担、商务安排等诸多因素。

综上，新《公司法》下的限期实缴制对股权投资带来了不少实质性的变化和挑战。投资人有必要根据新《公司法》确立的新制度，探索和建立一套实践可行、风险可控的风控体系和应对措施，以切实防范有关风险。 ☞



邱建
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2288
qujian@zhonglun.com

中国企业出海投资系列 法律指南：沙特篇

作者：侯彰慧 余昕刚 吴亦维 许聿宁 王一可



第一部分\

沙特投资优势

沙特已连续多年保持中国在西亚非洲地区最大贸易伙伴国的地位，是中国在中东地区首个千亿美元级贸易伙伴。2022年，中沙两国签署《中华人民共和国和沙特阿拉伯王国全面战略伙伴关系协议》及司法、教育、能源、投资、新闻等领域合作协议，落实“一带一路”倡议和沙特“2030愿景”对接，推动两国关系更加深入发展。

沙特提出的“2030愿景”（Saudi Arabia's Vision 2030），旨在摆脱以石油为依赖的经济结构，寻求经济多元化、可持续发展。为此，沙特公布国家投资战略、金融科技战略、国家知识产权战略、国家工业战略等一系列战略，激励全球投资者投资沙特能源矿产、交通运输、信息通讯、医疗卫生、生命科学、工业制造、金融服务、基础设施等领域，并在2030年以前投入超过3.2万亿美元资金支持经济转型。同时，沙特完善投资法律制度，开放特区和自由经济区，积极投资基础设施建设，持续改善营商环境，为外国投资者提供广阔的发展空间。

第二部分\

沙特外资准入规定

沙特《外国投资法》将外国自然人、外国法人以及外资直接或间接持股的沙特法人认定为外国投资者。外国投资者拟在沙特开展投资的，需要遵守沙特的行业限制规定，并取得沙特投资部颁发的外国投资许可证。

（一）行业限制

沙特最高经济委员会发布并定期更新负面清单，外国投资者被禁止投资负面清单所列行业。根据沙特投资部于2023年6月发布的最新版《服务手册》，负面清单禁止外国投资者投资的行业包括：



行业	业务类型
制造业	<ul style="list-style-type: none"> 石油勘察、钻井和生产（国际工业分类代码5115和883所列与采矿业相关的服务除外）
服务业	<ul style="list-style-type: none"> 为军事部门提供餐饮服务 安保和侦探服务 在麦加和麦地那开展房地产投资 与朝圣有关的旅游向导服务 招聘服务 国际工业分类代码621所列佣金代理 渔业/狩猎海洋生物资源



（二）投资许可与准入要求

外国投资者在沙特投资需严格遵守投资许可证上的许可范围。沙特投资许可证共20类，每一类下设多种行业，如服务许可（适用于建筑、信息技术、旅游、培训、医疗、保险、再保险、教育、广告和媒体、物流服务、组织展览、餐饮和食品服务、金融服务、航空和装卸服务等行业）、工业许可（适用于重工业、轻工业、转型工业等行业）、贸易许可、矿业许可、科学和技术办公室许可（适用于设立代表处）等。

沙特就部分行业对外国投资者设置了最低注册资本和沙特股东最低持股比例等准入要求。

行业	最低注册资本要求	沙特股东最低持股比例
贸易（与沙特股东合资）	2666.6667万沙特里亚尔（外国投资者的持股对应注册资本不低于2000万沙特里亚尔）	25%
贸易（独资）	3000万沙特里亚尔	-
通信	-	40%
增值电信	-	30%
保险	-	40%
再保险	-	40%
房地产融资	2亿沙特里亚尔	40%
房地产投资 （麦加和麦地那除外）	房地产开发项目无最低资本要求，但每个项目的价值不低于3000万沙特里亚尔（包括土地和建造）	-
建设项目管理、详细施工设计及EPC合同	-	25%
公共交通（城市内巴士交通）	50万沙特里亚尔	30%
公共交通（城市内地铁交通）	50万沙特里亚尔	20%
其他运输行业	1000万沙特里亚尔	-
股份有限公司	50万沙特里亚尔	-
一人股份有限公司	500万沙特里亚尔	-
数据经纪	200万沙特里亚尔	-
融资机构债务催收	1000万沙特里亚尔	-

(三) 主要投资许可的申请要求

根据我们的经验，外国投资者主要申请的

投资许可为服务许可、工业许可和贸易许可。

以下对三类许可的申请要求作简要介绍。

许可类型	申请材料	开展业务的其他要求说明
服务许可	<p>如包含自然人股东（需拥有海湾合作委员会国家的国籍），提供该股东的国民身份复印件；</p> <p>对于法人股东，提供经沙特大使馆或海牙认证的注册登记证明和上一年度审计报告，以及授权书、公司决议等文件。</p>	无
工业许可	同上	外国投资者在开展业务前，还需要取得国家环境合规中心颁发的环境许可证，和工业和矿产资源部颁发的工业许可证。
贸易许可	<p>与沙特股东合作的合资企业： 同上</p> <p>外国投资者的独资企业： 经沙特大使馆或海牙认证的外国投资者集团层面在三个以上国家的运营实体的注册登记证明和上一年度审计报告等文件。</p>	<p>无</p> <p>外国投资者应在运营的前五年满足以下运营要求： (1)遵守人力资源和社会发展部确定的本地化率要求，制定计划，让沙特员工在前五年内担任高级管理人员，并确保其能继续任职； (2)每年对30%的沙特员工开展培训。 外国投资者应在取得投资许可后的五年内满足以下任一投资要求： (1)投资金额不低于3亿沙特里亚尔（包括3000万注册资本）；或 (2)投资金额不低于2亿沙特里亚尔，且满足以下一项或多项条件：(i)在沙特销售的产品的沙特本地制造率达到30%以上，(ii)在沙特开展研发项目，投入金额达到总销售额的5%以上，(iii)在沙特建立一个提供物流、经销与售后服务的统一服务中心。</p>

第三部分\

沙特公司的设立与治理规定

(一) 外商投资企业的主体形式

根据沙特《外商投资法》及《公司法》，外国投资者可以设立普通合伙公司、有限合伙公司、股份公司、简易股份公司和有限责任公司等形式开展商业活动。出于商业活动自由度角度，有限责任公司是目前最受外国投资者青睐的投资形式，可由1名或多名自然人或法人股东设立。

有限责任公司无最低注册资本要求，但就外国投资者设立的有限责任公司，沙特投资部在实践中通常会要求其注册资本不低于50万沙特里亚尔。此外，有限责任公司也需要遵守申请个别行业投资许可所需的最低注册资本要求。沙特在实践中多要求有限责任公司必须在一定时间内实缴全部注册资本，根据我们的观察，这一时限通常较短，沙特投资部往往要求外国投资者承诺在取得投资许可证后数月内缴足注册资本。

(二) 外商投资企业的设立程序

外国投资者在沙特设立有限责任公司并开展实质业务的程序涉及以下步骤：

1. 公司名称核准与保留

通过沙特商务部网站进行公司名称核准，经核准的公司名称将被保留60日。

2. 外国投资许可证申请

向沙特投资部提交材料，申请外国投资许可证。

3. 章程公证与公布

准备阿拉伯语公司章程并提交沙特商务部审批，商务部批准后由公证员对章程进行公证。

4. 办理商业登记

向沙特商务部提交经公证的公司章程等一系列材料，完成商业登记。

5. 开立并激活银行账户

为满足实缴出资要求，公司应当于商业登记完成后90日内开立并激活银行账户。

6. 各政府部门注册

公司需要在商会（根据沙特《企业登记法》，公司应在商会完成登记，此外公司也需要通过商会注册总经理的签字，并办理部分商业文件的认证程序）、人力资源和社会发展部、社会保险总局、税务主管部门（天课、税务和海关总局）等政府部门完成注册，并进行实际办公地址注册。此外，公司还需要在Mudad（开展员工工资管理与合规报告平台）、Muqem（用于管理公司沙化率情况）

和QIWA（用于管理员工居留许可证）等政府门户网站完成注册，以开展签署劳动协议、管理员工签证等公司运营必须的活动。

7.其他运营许可

公司还应获得从事业务所需的特殊许可，如开展工业活动前，需要取得国家环境合规中心颁发的环境许可证，以及工业和矿产资源部颁发的工业许可证。

（三）外商投资企业的公司治理

根据沙特《公司法》规定，有限责任公司的公司治理通常较为简单，仅采用合伙人大会（Generally Assembly）与经理/经理委员会的两层治理结构，不含董事会、监事会等。现将其重点介绍如下：

1.合伙人大会

根据沙特《公司法》将持有沙特有限责任公司股权的股东称为合伙人（Partners），合伙人应根据其持有的股权份额享有相应的表决权。有限责任公司应当于每个财年结束后的6个月内召开年度合伙人大会，可以经代表10%以上表决权的合伙人、经理或公司审计师的要求召开临时合伙人大会。

沙特《公司法》对有限责任公司合伙人大会决议事项的表决比例做了强制性规定，修改章程、增资或减资事项需要经过代表75%以上

表决权的合伙人同意方可通过，若公司希望在章程中约定拖售权和随售权，该事项还须经代表90%以上表决权的合伙人同意方可通过。

2.经理/经理委员会

有限责任公司的日常经营事务由经理决策与执行。合伙人大会可以任命一名或多名经理，并决定设立经理委员会的决策方式。沙特商务部网站以列举方式明确了合伙人大会可授予经理/经理委员会的数百项职权，包括但不限于在商会签署文件、处置公司财产、申请和转让公司商标、任免其他公司管理人员、以公司名义设立或关闭银行账户、开设分支机构等等。合伙人大会可进一步明确应当由经理亲自行使、授权他人代为行使（即根据经理指示行动）或全权委托他人代为行使的职权内容。经理损害公司利益的，除合伙人大会决议罢免外，四分之一以上合伙人还可以向司法机关起诉要求罢免该经理。

沙特未限制公司经理的国籍，但未取得居住许可和工作许可的外籍人士作为经理为公司开立银行账户及开通商会、人力资源和社会服务部等政府相关服务时可能面临障碍。考虑到居留许可和工作许可的办理周期较长，实践中，外国投资者通常聘请当地人士担任临时经理，先行处理公司注册相关事宜。

第四部分\

沙特土地制度

(一) 土地取得

外国投资者在取得沙特投资部颁发的投资许可证后，便有权拥有沙特土地和不动产的所有权。尽管如此，外国投资者购买相关土地或不动产的，还需满足各项条件：

(1)取得外交部的批准；

(2)该等土地和不动产不得位于麦加和麦地那；

(3)该等土地和不动产应为外国投资者开展投资活动所需；

(4)土地和不动产用于建设工厂的，应当位于经批准的工业城市范围内；

(5)该等土地和不动产的用途限于私有房屋、工厂、办公楼、员工住宅或仓库用途。

(二) 土地租赁

外国投资者可以在沙特租赁土地或不动产。租赁协议通常通过沙特住房部发布的在线平台进行登记，但就工业城市内工业用地所签订的租赁协议，其登记要求需要遵循沙特工业城市和技术区管理局与各工业城市的特殊规定（如朱拜勒工业城和延布工业城可能存在特殊要求）。未经登记，法院不承认租赁协议效力。

沙特的土地租赁通常没有时间限制，但作为例外，外国投资者与政府部门签订的租赁协议的初始期限不得少于5年。实践中，外国投资者与政府部门签订的租赁协议初始期限通常为15-25年，双方可续约至50年。

第五部分\

沙特劳动用工基本制度

(一) 员工雇佣

沙特企业雇佣员工应当与员工签订书面劳动协议，并为不同国籍员工缴纳不同类型社会保险。沙特劳动协议以阿拉伯文书写，包括无固定期限劳动协议和固定期限劳动协议两类。仅沙特籍和海湾合作委员会国家国籍员工可签订无固定期限劳动协议，其他国籍员工只能签订固定期限劳动协议，如劳动协议未约定期限，该员工获得的工作许可期限视为劳动协议期限。如沙特籍或海湾合作委员会国家国籍员工签订的固定期限劳动协议中无续约条款，且到期后企业与员工仍执行该劳动协议，两者的劳动关系将被视为以无固定期限劳动协议的形式续约；如前述国籍员工签订的固定期限劳动协议中存在续约条款，且已续约3次，或员工在单位连续工作满4年，双方再次续签的劳动协议将自动转化为无固定期限劳动协议。企业可以

与员工约定试用期，试用期通常不得超过90日，但可以根据企业和员工之间的书面协议进一步延长，延长后总试用期不得超过180日（不包括公共假期和病假时间）。

员工总数在6人以上的沙特企业拟雇佣非沙特籍员工的，需要遵守沙特劳动法对沙特籍员工占比的要求（“沙化率”），且企业特定职务（如人力资源经理）只能由沙特国民担任。沙特人力资源和社会发展部将企业的沙化率划为五种区间，分别为：红色区(0-16.21%)、浅绿色区(16.22-19.25%)、绿色区(19.26-23.11%)、深绿色区(23.12-26.51%)和白金区(26.52-100%)，每一种区间所享受的用工优惠及面临的用工限制存在明显区别。例如，位于红色区的企业不得为外籍员工办理或续签签证，位于浅绿色区的企业可以为符合条件的外籍员工续签工作许可证，但不得办理新签证。

（二）员工解雇

沙特企业与员工的劳动关系可因双方协商一致（员工需出具书面同意）、企业单方解雇、员工单方辞职、劳动协议期限届满、员工退休、企业关停等原因终止。劳动关系终止后，企业需要向员工支付服务终了酬金，金额取决于员工的服务年限，具体而言：就前5年每年支付0.5个月薪资，第6年起每年支付1个月薪

资。若员工主动辞职，服务终了酬金将被折减。

沙特企业拟单方解雇员工的，应当按照劳动协议约定的时间（“通知期”）提前以书面形式向员工送达解雇通知，通知内需载明辞退员工的正当理由。对于签订无固定期限劳动协议的员工，若其适用的薪酬制度为月薪制，通知期不得少于60日；若员工适用其他薪酬制度，通知期不得少于30日。对于签订固定期限劳动协议的员工，沙特《劳动法》未规定通知期的最短要求，实践中通常不少于30日。企业可以向员工支付一笔补偿代替提前通知，该笔补偿的金额应等于员工在通知期内的薪资。

沙特《劳动法》并未就企业辞退员工的正当理由进行规定。实践中，在劳动争议发生后，法院将结合事实情况进行裁量。若法院认定企业解雇员工无正当理由，企业应当向员工支付赔偿金，赔偿金因员工所签劳动协议类型而不同。若员工签订的劳动协议为固定期限劳动协议，赔偿金额为合同剩余期限的全部薪资；若员工签订的劳动协议为无固定期限劳动协议，赔偿金额为员工已服务年限*15日薪资，但不得低于员工2个月薪资数额。

如果员工存在沙特《劳动法》规定的纪律问题，企业可立即解雇该员工，且无需支付服务终了酬金。沙特《劳动法》明确规定的纪律问题包括：

- 员工在工作期间或因工作原因袭击雇主、主管经理或其任何上级；
- 员工未能履行劳动协议约定的主要义务或未遵守合法指令，或尽管存在书面警告，仍故意不遵守企业张贴于显眼处的关于工作和员工安全的告示；
- 能够证明员工存在不当行为或违反诚实信用的行为；
- 员工故意作为或不作为，旨在给企业造成重大损失，但企业应在发现该事件后24小时内向主管部门报告；
- 员工为取得工作而伪造任何信息材料；
- 员工在一年内无故旷工时间累计超过

30日或连续旷工超过15日的（但企业应在其累计旷工20日或连续旷工10日时向员工送达书面警告）；

- 能够证明员工利用职权谋取私利；
- 能够证明员工泄露商业秘密。

第六部分\

反垄断审批

若外国投资者拟以新设合营或并购形式投资沙特，且相关交易同时满足以下条件的，需要根据沙特《竞争法》的要求在交易交割前向沙特竞争总局提交申报。

申报时间	具体情形
控制权标准	交易导致控制权变更。
营业额标准	参与交易的所有企业上一年度全球营业额合计超过 2 亿沙特里亚尔；且
	参与交易的所有企业上一年度沙特营业额合计超过 4000 万沙特里亚；且
	在并购交易中，目标公司上一年度全球营业额超过 4000 万沙特里亚。

第七部分\ 结语

沙特稳定的政治环境、友好和开放的营商政策、良好的发展潜力及在其全球经济体系中逐步攀升的重要地位吸引了全球投资者赴沙特投资。然而，值得注意的是，沙特目前正处于改革开放的初期阶段，法律可能随时会有进一步变化。随着相关制度的不断出台或完善，中国投资者也可能受制于新的法律规则的要求。此外，沙特的沙化率等一系列要求对外商投资施加了诸多限制。我们建议中国投资者在赴沙特投资以前，充分了解沙特的外商投资法律环境，咨询专业人士的专业意见，为投资保驾护航。

(马宇欣对本文亦有贡献)



侯彰慧
合伙人
公司业务部
北京办公室
+86 10 5957 2336
houzhanghui@zhonglun.com



余昕刚
合伙人
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2078
scottyu@zhonglun.com

上市公司纠纷观察：如何拆解重大资产重组业绩补偿纠纷的疑难问题

作者：王沥平 陈祖贤 李伟



在IPO遇冷背景下，部分投资人转而寻求被上市公司并购以实现投资退出，上市公司则通过重大资产重组中的业绩补偿安排维护自身权益。各方在业绩补偿安排中的纠纷，不仅限于合同文本层面的博弈与争议，还涉及财务数据、公司治理、控制权争夺等争议。监管理念与审判理念的差异进一步使争议复杂化。本文拟从争议解决角度拆解此类纠纷中的几个疑难问题。

第一部分\

业绩补偿条款是一种被证监会要求的对赌条款，旨在保护上市公司及中小股东利益

以金融监管角度区分，资本市场上存在两种类型对赌，一种是被监管明令禁止的对赌，如上市时的对赌条款、定增保底安排（见往期文章：《上市公司纠纷观察：戴上“紧箍咒”的定增保底条款将去向何方》），另一种是被监管允许，甚至监管要求采取该交易安排的对赌，如重大资产重组中的业绩补偿协议。

根据《上市公司重大资产重组管理办法》（2023）第35条规定，上市公司采取基于未来收益预期方法进行重大资产重组的，可与交易对方达成业绩补偿协议；交易对方是上市公司的控股股东、实际控制人等特定主体的，应当签订业绩补偿协议。

证监会对业绩补偿的监管是从上市公司一侧出发（投资人端），规制上市公司高溢价收购标的资产，避免损害上市公司及中小投资者在重大资产重组中的利益；而司法对普通对赌的规制则更关注于标的公司本身（标的端），更关注公司资产与股东间的流动是否违反《公司法》。这种差异造成监管与司法处理该类争议时的理念存在错位：一方面，在先的监管规定和处理意见将不可避免地影响司法裁判（例如业绩不达标时，司法能否直接认可监管处理意见）；另一方面，尽管存在明确的监管导向，诉讼中上市公司也并非轻易地能够要求补偿义务人按约定支付业绩补偿款。

第二部分\

资产财务数据维度：“两份报告”是业绩补偿纠纷的重要战场

（一）资产评估报告是确定业绩补偿标准的基本前提，具体评估假设所预设的事实发生重大变动可能会影响业绩补偿范围

资产评估假设和评估方法是评估报告正文的必要组成部分。¹评估方法主要包括成本法、市场法和收益法等。其中，以未来现金流折现法为典型评估方式的收益法是并购重组中比较常见的资产评估方法。基于该方法，被收购方能获得较高的收购款，上市公司也能获得良好的未来收益预期。

收益法是基于标的公司的历史业绩、经营现状来对未来经营情况进行预测和假设。一份资产评估报告包括了不同的评估假设，而不同类型的评估假设在个案中可能对补偿义务人是否应承担补偿义务以及补偿义务范围产生较大影响。

例如，在业绩补偿期内，标的公司被吊销营业执照、失去核心牌照或业务线，导致业绩不能达标，而一开始设定的业绩承诺目标正是基于收益法的评估报告得出的，评估报告中的在用续用假设和持续经营假设体现了标的公司应当正常地经营下去，进而才可能达到既定的

业绩，但如果因营业执照被吊销等原因导致无法持续经营，则可能意味着评估的基础前提就丧失了，据以确定的业绩补偿金额也可能失去基础。又例如，核心管理与技术人员稳定假设，在一些核心人员主动或被动离职的业绩补偿纠纷案中，评估报告的假设基础也可能成为双方的争议焦点。

一般而言，评估假设是一种标准化的、抽象的假设推论，如假设事项在业绩补偿期内发生变化，并不会影响业绩补偿范围。但如果评估假设对某一事项作出了具体的假设，且该假设前提在后续发生了重大变动，则可能会影响到最终的业绩补偿范围。²

（二）合同虽约定以审计报告数据为业绩补偿依据，但相关纠纷中业绩补偿金额往往难等同于合同约定与审计报告数据的差额

一些并购方可能认为，只要合同约定了业绩目标、补偿金额计算方式，以及约定“补偿金额以审计报告载明的标的公司某某年净利润为标准”，补偿义务人应支付的业绩补偿金额就是一个简单的、客观的数据加减。

1. 财政部《资产评估基本准则》第22条。

2. 《资产评估专家指引第6号——上市公司重大资产重组评估报告披露》第8条规定：“采用收益法进行企业价值评估，评估报告应当披露：……（三）业绩承诺期前后预测趋势存在重大差异的原因及其合理性。”

但在我们观察和处理的类似纠纷中，补偿义务人一般会围绕审计报告展开全面抗辩。抗辩类型既包括审计报告形式上的抗辩，也包括实质的抗辩。常见抗辩理由包括：审计机构的资质问题；子公司净利润的定义是指归母净利润还是含其下属所有单位统计口径的净利润；指定审计机构的权限归属于哪方，上市公司可否在承诺期内更换对子公司的审计机构；商誉减值、坏账计提的必要性和合理性；利用监管问询意见来否定审计报告中某一项目的数据等。

第三部分\

组织法维度：各方对并购后子公司控制权、经营管理权的分配直接影响到业绩补偿款范围

（一）上市公司控制标的公司，业绩补偿义务人可能提出经营管理失控的抗辩

1. 管理层人事安排变动违反合同约定可能影响业绩补偿范围，如无合同约定，则应综合考虑交易背景、决议票型、异常经营事项等因素

在上市公司全面接管标的公司的并购情形中，业绩补偿义务人会称自己对标的公司无主导、控制权限，不参与经营管理，应由上市公

司对业绩不达标负责。司法实践存在明显的意见分歧。**分歧背后的实质问题是，业绩补偿义务（或整个业绩补偿条款）是一种纯粹的结果性合同义务，还是附条件的合同义务？**³

我们理解，首先应区分并购交易文件对公司治理、人事安排是否有明确约定，并且是否将业绩补偿与前述约定**挂钩**。如是，则业绩补偿属于典型的附条件的合同义务。如不存在挂钩，则应退而考虑上市公司是否在业绩承诺期内违反约定更换、改组管理层，**且补偿义务人能够证明改组后标的公司存在丢失重要市场和客户、投资重大亏损等情形**，如是，则似应由法院酌定按比例减少业绩补偿金额。如上市公司是按照合同约定接管了目标公司，即便原股东对标的公司不再享有任何实质上的控制权、管理权，司法也倾向于认定不应缩减业绩补偿范围。⁴

如果合同未对各方的提名、委派权限作出约定，而上市公司后续全面改组了标的公司的管理层，**原则上不应缩减业绩补偿金额范围**——在复杂、成熟的重大资产重组交易类型中，双方不对标的公司的治理安排作出约定，

³ 实践中类似的情况还包括：并购协议约定了上市公司应对标的公司提供业务支持，但最终没提供；约定某核心研发、业务团队需在承诺期内在职，但最终离职；约定上市公司协助标的公司取得某资质牌照，但未取得，等等。

⁴ 参见最高法院作出的最高法民终959号案。

实际上符合各方“深思熟虑后有意不进行约定”的缔约预期。但在个案中仍应考虑交易背景及目的（收购溢价、额外补偿等）、原管理层在改组时的态度（决议票型、是否及时异议等）、异常经营和人事事项（如核心人员离职）等因素，即仍存在酌减业绩补偿金额的空间。

2.上市公司委派的管理团队进行重大决策时，应负较高的注意义务，否则上市公司可能自担决策失误造成的业绩亏损，缩减业绩补偿范围

并购标的在业绩承诺期内还可能会发生重大经营变化。例如，失去重要大客户导致订单大幅削减、关停重要生产线、下属核心企业被出售、认购的金融产品无法兑付等等，进而导致承诺的业绩不达标。

上述情况和并购后新管理层的战略理念、经营决策直接相关。应区分补偿义务人在决策过程中的作用，是否被通知参会、是否发表异议意见、是否表决同意，以及是否事后被通知并及时异议等等。

实际上，这还涉及到在重大资产重组完成后应在何种程度上适用标的公司董事的勤勉义务及商事判断规则。部分法院认为，业绩不达标是多因一果，且新董事会作出重大经营决策是正常履职，经营失败是正常的、补偿义务人可预见的商业风险。也即，法院可能会将《公

司法》上的商事判断规则简单适用于上述情形。

我们理解，在附有业绩补偿的并购完成后，标的公司中由上市公司选任的董事理应有更高的注意义务，因决策不当导致重大亏损的，应减少补偿义务人的补偿范围。⁵否则，董事将随意甚至恶意决策、“放慢经营”，因为即便标的公司重大亏损，也会有补偿义务人为业绩兜底，进而诱发道德风险。

（二）上市公司未实质取得标的公司的控制权，可能导致无法审计标的公司，合同纠纷易演化成综合性控制权争夺纠纷

在一些并购重组中，上市公司完成收购后，由标的公司的原管理层继续经营公司，上市公司仅委派监事、财务副总监等。当业绩承诺期满后，上市公司对标的公司进场审计时，可能会遇到拒不配合而无法审计的情形，或标的公司自己提供一份审计报告，要求上市公司强制认可该审计结果。

如标的公司不配合出具财报、不配合审计，上市公司不仅无法主张业绩补偿款，甚至还可能因此无法编制合并财务报表，导致年报出具困难。审计机构也可能因此不愿意出具无

⁵实践中，也有补偿义务人通过“不正当地促成条件成就的，视为条件不成就”的角度进行抗辩。

保留意见的审计报告，导致上市公司被监管问询，甚至发生退市风险。

因此，在上市公司不能实质控制并购标的情形中，业绩补偿合同纠纷往往需要通过双方围绕对标的公司的控制权争夺来一并解决。双方对业绩补偿的争议会扩散到决议效力、股东权利限制、知情权、董事高管责任、证照返还等更为丰富、复杂的纠纷类型中。

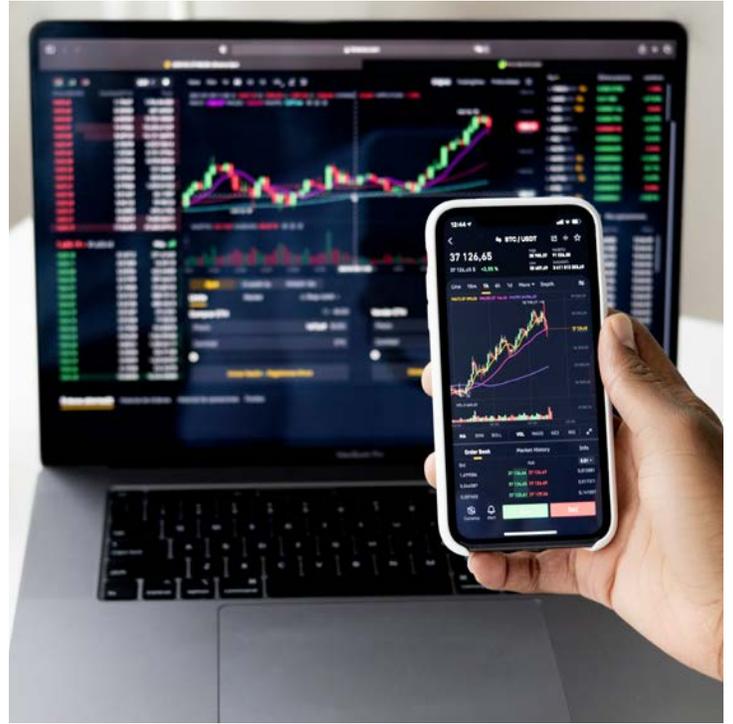
第四部分\

监管维度：司法不宜以证监会与交易所意见为裁判依据

根据《上市公司重大资产重组管理办法》第57条和交易所纪律处分相关指引，补偿义务人不履行补偿义务，构成“超期未履行或违反业绩补偿协议”，“违反公开承诺”，进而可能受到证监会的行政监管、交易所的纪律处分。

如补偿义务人形式上未支付补偿款，证监会（证监局）的行政监管措施决定书、交易所的纪律处分决定书往往认定其系“未按约定”履行义务，未支付补偿款系“违反了承诺”，“应补偿XX元，未补偿XX元”。

我们倾向于认为，监管决定、自律意见中的“未按约定”等表述不能成为裁判依据，即此类纠纷中司法应与监管保持一定距离。第一，



监管决定和自律性措施所载内容都不是《民事诉讼法司法解释》规定的免证事实；第二，民事责任与行政责任、行业自律后果存在区别，不能相互替代，相关决定书不能替代法院对商事案件事实的审查和对责任的认定；第三，监管活动与司法活动的本质差异导致监管机构不会对合同条款理解、实际履行情况等作出实质性审查，不会实质介入对各方民事权利义务的判断。

对补偿义务人而言，应重视在行政监管、自律决定中的程序性权利，积极参与听证、复核等程序，争取在最终的决定书中取得“决定书不影响民事责任”等内容。

第五部分\

特殊情形下，业绩补偿的风险和责任可能外溢到其他主体

（一）补偿义务人将获得的收购款分配后，在特定条件下，其股东或合伙人可能承担补偿义务

补偿义务人是公司或合伙企业时，在收到收购款后往往将款项予以分配。后续上市公司主张业绩补偿款时，因公司、合伙企业无能力履行补偿义务，公司股东、合伙人可能成为被告。换言之，和上市公司不存在合同关系的主体可能会成为“补偿义务人”。此时应区分补偿义务人的组织形态讨论。

如补偿义务人系公司，则不宜以股东抽逃出资为由，要求股东对业绩补偿款承担补充赔偿责任，因为补偿义务人取得的收购款（公司资产）与公司资本不同，不属于抽逃“出资”，近年来司法实践也开始严格区分“公司资本”与“公司资产”，尽可能避免将任何的公司资产向股东流动都视为抽逃出资。⁶此时应根据新《公司法》第210条、第211条的利润分配规则判断补偿义务人的股东是否承担返还、赔偿责任。

如补偿义务人系合伙企业，问题更为复杂。司法实践中，不同法院对于合伙企业存续期间能否分配利润、分配利润是否等同于分割

财产有不同认识。此外，合伙企业是否及如何参照公司盈余分配规则、股东抽逃出资规则，也存在争议。

我们认为，不能简单认定有限合伙人应对业绩补偿款承担补充责任，应综合考量：第一，《合伙协议》对利润分配的程序、时间、方式等是否明确约定，该《合伙协议》是否被上市公司知悉或认可；第二，因有限合伙人与股东在责任承担上具有相似性，且有普通合伙人为合伙企业债务承担连带责任，应参照适用公司法上“盈利测试”规则，保护有限合伙人的合理期待利益。具体而言，上市公司主张业绩补偿款时，**应考虑合伙企业在每次分配时具体的责任财产状况**，如当次分配仍有财产（如分配现金时，仍有足够的上市公司股票；或仅分配了部分收购款），**则有限合伙人在该次分配取得的款项不应当返还**；第三，需要考虑合伙企业分配时，上市公司是否知悉、同意等事实。

（二）代持人作出业绩补偿承诺情况下，实际权利人可能承担业绩补偿的部分后果

实践中，被并购标的公司的股东（业绩补偿义务人）可能仅是名义股东，此时会产生更

⁶参见最高法院(2022)最高法民终297号案、最高法院(2018)最高法民申4680号案。

复杂的问题。例如，上市公司拟收购A公司，A公司的股东甲将其对A公司的部分股权转让给乙，并约定继续为乙代持，乙可选择多种退出方式（固定本息、处置股票、按固定日股票价格结算收益等）。交易完成后，如果A公司业绩未达标，上市公司能否向乙主张业绩补偿款？或者，甲承担补偿款、向上市公司交还股票后，能否不再向乙履行支付义务以配合乙方退出，或转而向乙方追偿损失？

因乙仅仅是财务投资，也没有和上市公司有任何合同关系或承诺，乙貌似无需承担任何补偿责任，但问题没这么简单。在重大资产重组中，甲乙之间的股权转让与代持协议的效力并非当然有效，有规避金融监管的嫌疑。如协议无效，则会产生“补偿款损失分配”的问题，进而导致乙实际承担了补偿责任。

在某H上市公司重大资产重组业绩补偿纠纷案件中，上海高院认为，相关代持协议涉及重大资产重组，代持协议隐瞒了实际股东的真实身份，违反证券市场秩序，应属无效。代持协议无效后，隐名股东承担了部分投资款贬损的风险，相当于其承担了业绩补偿义务下名义股东的部分损失。

第六部分\

结语

在上市公司争议解决领域，监管、司法和商业实践的相互关系一直是我们重点关注并长期追踪的话题。我们希望通过本文拆解重大资产重组业绩补偿纠纷的部分要点，并试图展现监管如何影响商业实践和司法理念，司法如何调和商业实践和监管理念之间的差异，以及监管和司法如何给商业实践提供交易指导。 ☞



王沥平
合伙人
争议解决部
杭州办公室
+86 571 5692 1380
wanglipinghz@zhonglun.com



陈祖贤
非权益合伙人
争议解决部
杭州办公室
+86 571 5692 1381
chenzuxian@zhonglun.com

当前经济形势下债务追收的系统化法律路径分析

作者：刘相文 史宏静 黄雨薇



近日，国内某知名商业银行行长在年度业绩发布会上表示，“今年按照董事会过紧日子、严日子的要求，降低各项成本费用开支，通过降本增效，促进收入增长”；而在已披露2023年年度报告的A股上市银行中，多家主要银行的营收均出现负增长，银行业乃至各个行业的经营压力，由此可见一斑。

2023年9月，最高人民法院印发《关于优化法治环境 促进民营经济发展壮大的指导意见》，规定要完善拖欠账款常态化预防和清理机制，及时化解民营企业之间相互拖欠账款问题，严厉打击失信被执行人规避执行的行为，确保企业及时收回账款，并将失信信息纳入全国信用信息共享平台。

最高人民法院2023年度工作报告中亦表达了“久久为功解决执行难”的司法倾向。在当前经营主体普遍“过紧日子”的经济环境，司法对“老赖”加大失信惩戒力度的政策背景下，如何通过法律手段实现债务追收、减轻经营压力，显得尤为重要。本文着眼于债务追收，对其法律路径进行系统化分析，为促进广大经营主体的债权回收提供参考。

第一部分\

全面调查债务人信息，搜寻财产线索

1.留存、收集债务人基本信息，为债务追收做准备

在债务形成阶段以及债务逾期后，债权人可注意留存、收集债务人一方的基本信息和资料，包括债务人名称（姓名）、联系方式、涉

诉情况、被执行情况，自然人债务人的身份证号、户籍地及经常居住地、工作单位、主要社会经历、家庭成员基本信息及学习、工作等情况，企业债务人的实际控制人及主要经营管理者、联系人、注册地和主要办事机构所在地、经营状况等信息，以及债务人的身份证复印件、征信报告、财务报告、与债务人的全部沟通记录等资料，从而为后续通过谈判或诉讼等手段追收债务做好基础信息储备。

2. 摸查债务人资产负债状况、搜寻财产线索

在掌握债务人基本信息的基础上，为实现债务追收，债权人还可通过各种渠道摸查债务人的资产及负债状况。针对债务人名下的财产、其享有抵质押权的财产、其他关联方名下的财产、保证人名下的财产等可能用于偿债的财产，可充分了解相关财产的权属状况、价值、位置、占有使用状态、是否已设定抵质押或存在建设工程价款优先权等其他权利负担或瑕疵，是否已被采取查封、扣押、冻结等强制措施、处置变现的可能性等。针对债务人的其他负债情况，可充分了解其负债金额、对应的债权人、债务类型（如是金融借款债权还是民间借贷等）、债务形成原因、已为其他债权人提供的担保措施以及还款计划、是否已进入司法程序、债务是否已被生效法律文书确认、其他债权人已采取的债务追收举措等。

若债务人不予配合提供相关信息或为确保债务人所提供信息的真实性，债权人还可通过公开渠道自行查询，或者借助与债务人的过往合作情况了解，包括可向债务人内部工作人员、债务人的其他合作方询问债务人的资产负债情况，到债务人生产经营场所进行实地走访等；此外，为节省时间成本并充分挖掘债务人财产线索，债权人亦可考虑聘请专业的第三方机构提供财产调查服务。

常见类型的资产查询渠道如下：

银行账户：

- 在过往合作材料中筛查：包括与债务人过往签订的协议、往来函件、双方往来付款凭证、债务人开具的发票等；

- 通过企业工商信息查询系统查询：根据工商信息中公示的债务人发票抬头，查询其开户银行及账户信息；若工商信息中公示了招投标信息，则可通过全国公共资源交易平台、中国招标投标公共服务平台等招投标公示网站进一步查询招标项目中标结果公示页面中是否包含银行账户信息；

- 通过律师向市场监督管理局网站或线下申请调取债务人工商档案，通过查阅工商底档中企业银行开户情况、审计报告、验资报告、印章备案登记页等内容寻找债务人银行账户信息；

- 向与债务人有经济往来的其他主体询问（需取决于被询问人的配合程度）：向为债务人提供商品或服务的主体询问债务人的收款账户信息；到税务局、电信局、自来水公司、电力局等相关费用收取单位查询债务人缴纳税费、电话费、水费、电费等的付款账户信息。

房产、建设工程、土地使用权：

- 通过提供所掌握的不动产坐落、不动产权属证书号或不动产单元号等索引信息，到

不动产登记中心或相应查询网站（如“北京市不动产登记领域网上办事服务平台”、“上海一网通办”平台、“i深圳”APP等）查询债务人名下不动产信息；

- 通过国家企业信用信息公示系统查询企业债务人的住所、经营场所，委托律师查询自然人债务人的户籍地址，并以相应地址作为不动产坐落索引信息，在不动产登记中心网站上查询是否为债务人名下财产；

- 通过中国执行信息公开网、中国裁判文书网等查询债务人其他被执行信息，通过京东拍卖、阿里拍卖等网络司法拍卖平台根据案号、不动产名称或坐落等信息查询债务人执行案件信息及其名下正在拍卖的不动产；

- 通过现场走访了解。

车辆：

- 根据掌握的车牌号信息或车主身份证信息等，委托律师到各地车辆管理所查询；

- 可通过到债务人生产经营场所、住所地等走访了解债务人的车牌号信息等。

采矿权、探矿权：

- 根据企业债务人名称，通过中华人民共和国自然资源部-全国矿业权人勘查开采信息公示系统以及地方自然资源部门官方网站查询；

- 通过企业工商信息查询系统中债务

人企业信息界面中的“行业信息”-“采矿信息”查询。

机器设备、存货、原材料、古玩字画、贵重金属等：

- 根据企业债务人名称、自然人债务人身份证号等信息，通过动产融资统一登记公示系统查询已质押的动产；

- 通过企业工商信息查询系统中债务人企业信息界面中的“经营风险”中的“动产抵押”信息，查看已抵押的动产；

- 到债务人生产经营场所、住所地走访查找；

- 询问债务人内部工作人员等关联主体。

微信账户、支付宝账户：

- 通过债务人手机号，查询债务人手机号绑定的微信号、支付宝账号；

- 后续执行过程中，由律师持调查令，向财付通支付科技有限公司查询债务人微信账号支付类信息，如支付账户实名信息、某笔交易流水下的对方信息、交易流水等；向腾安基金销售（深圳）有限公司债务人名下理财类产品如零钱通基金等；向支付宝（中国）网络技术有限公司查询支付宝账号流水等信息。

股权、股份：

- 通过国家企业信用信息公示系统或其他企业工商信息查询系统查询债务人对外投资

持股情况；

- 通过证券交易所官网、巨潮资讯网等查询债务人所持上市公司股份情况。

第三方债权/应收账款：

- 通过中国裁判文书网、其他法律数据库等查询债务人既有裁判文书，从而可以通过裁判文书判断债务人是否对外享有到期债权；

- 通过动产融资统一登记公示系统查询已质押登记的应收账款；

- 通过证券交易所、巨潮资讯网等网站，查询与上市公司有关的财务报表、资产负债表、审计报告等是否存在债务人应收账款信息；

- 了解债务人生产经营活动及债务人与其他第三方的交易情况，核查债务人与第三方签署的合同。

知识产权(商标、专利、著作权等)：

- 通过企业工商信息查询系统查询企业债务人的知识产权信息；

- 根据债务人名称、商标名称、申请/注册号等信息，通过国家知识产权局商标局官网查询债务人商标信息；

- 根据债务人名称、专利名称、申请/专利号等信息，通过中国及多国专利审查信息查询系统查询债务人专利信息；

- 根据债务人名称、作品名称、登记号

等信息，通过中国版权登记查询服务平台查询债务人作品、软件著作权信息，通过全国作品登记信息数据库管理平台查询作品著作权信息。

3.了解债务人未能偿债的原因，制定整体债务回收方案

深入了解债务人未能清偿债务的具体原因，从而有针对性地采取不同的债务追收策略，进行整体布局和策划，制订并实施整体债务回收处置方案。若债务人目前确实没有充足的偿债资产或其资产短期内无法变现，则可在其提出切实可行的偿债计划后给予适当的宽限期，考虑接受其分期偿债；若债务人是故意逃废债，则可考虑通过上述多种途径查询其财产，并借由法律手段撤销其逃废债行为或对其进行施压，促使其尽快清偿债务。

第二部分\

及时进行债权确权，全方位施压，边“打”边谈

1.确认债权合法有效性，及时补正瑕疵

债权人可自行或聘请专业机构对债权及担保权利的合法有效性、未来实现的风险等进行审查确认。首先，对于设定债权债务关系的相

关协议，可从签章的完整性、条款约定的明确性、是否存在无效或可撤销的事由等方面，确认债权的合法有效性；其次，若债权涉及抵押、质押、保证担保的，还需从担保协议是否合法有效、担保决议是否依法出具、担保登记是否依法办理等方面，确认担保权利是否已合法有效设立。最后，结合债务逾期时间、过往催收债务情况等确认债权是否存在超过诉讼时效的风险。

经审查若发现债权或担保权利存在效力瑕疵或无法实现风险的，则可尽快采取相应补救措施。例如：债权设立合同签章不完整的，尽快要求债务人补充签署，或要求债务人出具债权债务关系确认函等，重新固定债权债务关系；公司对外担保而未提供内部决议的，尽快要求补充提供内部决议；主债权展期而原有抵质押担保未办理变更登记的，尽快办理相应的抵质押变更登记；债权存在超过诉讼时效风险的，可要求债务人出具同意履行债务的书面函件或与债务人重新签署协议确认债权债务关系，后续亦可通过定期出具书面催告函件、律师函等方式向债务人主张债权，以达到中断诉讼时效的目的等。

在债权确认过程中，建议还可注意全面收集、梳理债权债务相关事实材料，为后续采取法律措施提前做好证据固定工作。

2.通过法律程序确权，进行财产保全

为对后续执行债务人财产提供生效法律文书依据，债权人可通过公证债权文书，申请支付令，提起民事诉讼、商事仲裁等方式取得生效法律文书对债权进行确权，并在提起诉讼或仲裁的同时申请法院采取财产保全措施，从而尽快控制债务人财产，防止其转移。

➤ 公证债权文书。债权人可对以给付为内容并载明债务人愿意接受强制执行承诺的债权文书申请公证。公证债权文书具有强制执行效力，在债务人不履行或履行不适当时，债权人可不经诉讼直接向法院申请强制执行。

➤ 申请支付令。对于请求债务人给付已到期且数额确定的金钱或有价证券，债权人没有对待给付义务且与债务人没有其他债务纠纷，债务人在我国境内未下落不明、支付令能够向其送达的，债权人可向债务人住所地基层法院申请支付令。法院向债务人发出支付令后，债务人需在收到支付令15日内清偿债务或向法院提出异议。若债务人既未履行支付令又未提出异议的，则债权人可向法院申请执行支付令。

➤ 提起民事诉讼或商事仲裁。根据与债务人之间就债务纠纷是否约定了合法有效的仲裁条款，视情况对债务人提起民事诉讼或商事仲裁，争取取得确认债权的生效法律文书，以

备后续作为执行、处置债务人财产的依据。提起诉讼时，可将相关债务的保证人、抵押人、出质人，以及视情况可能同被认定为偿债主体的对债务人100%持股的母公司、实际控制人、配偶、监护人等列为共同被告，从而提升债务被完全清偿的概率；在债务人涉刑而无法直接对其提起民事诉讼的情况下，也可考虑单独对担保人提起民事诉讼。

➤ 申请财产保全。在提起民事诉讼或商事仲裁的同时，债权人可一并向法院申请对债务人及其他被告、仲裁被申请人的财产进行保全，通过法院采取查封、扣押、冻结等措施，避免债务人转移财产或相关财产因被其他债权人先行保全而降低用于清偿本案债权的可能性或比例。若有证据证明因情况紧急不立即申请保全将会使自身合法权益受到难以弥补的损害的，也可在提起诉讼或申请仲裁前向被保全财产所在地、被申请人住所地或对案件有管辖权的法院申请诉前保全，并在法院采取保全措施后30日内提起诉讼或申请仲裁。在成功保全债务人财产后，债权人还需关注不同类型财产的保全期限，在保全期限届满前及时申请法院办理续行保全手续，避免脱保。

通过采取上述法律手段，债权人亦可达到向债务人施压的目的，以打促谈，从而敦促债务人尽快偿还债务。

3.多角度出击，全方位施压

结合对债务人背景情况的调查，可进一步搜集固定其涉嫌行政违法或刑事犯罪的证据，并准备举报或报案材料，辅以舆论等手段，对债务人进行全方位施压。

就行政手段而言，可结合债务人主体类型、经营情况、纳税情况等，考虑其是否存在行政违法的情形；若存在，则可搜集相关证据，起草举报材料，在告知债务人无效后，向其上级主管部门或相关政府监管部门举报，从而对债务人施压，促使其尽快清偿债务。

就刑事手段而言，可结合债务形成原因及过程等，考虑债务人是否存在涉嫌骗取贷款罪、贷款诈骗罪、非法吸收公众存款罪、集资诈骗罪、合同诈骗罪、诈骗罪等罪名的行为；若存在，则可梳理起草报案材料，进行刑事报案，推进刑事立案及调查进展，并积极配合公检法机关的刑事办案程序。若刑事案件被立案受理，则可争取通过刑事程序促使债务人为减轻刑事责任而主动退赔退赃，实现债务追收、挽回损失。随着调查的逐渐深入，社会影响扩大到一定程度，则可适时向政法委、公安部等上级部门反映情况，加快案件办理。即使刑事案件未被立案受理，刑事报案亦可起到向债务人施压的效果，促使其进行尽快履行债务。

就舆论手段而言，争取从舆论中获取债务



人或其他利益相关方的信息，密切监控舆论动态，考虑利用媒体报道等舆论手段对债务人施压，促使其尽快清偿债务；同时制定舆情应对方案，及时应对可能产生的负面舆论，若产生不利于债权人和案件办理的舆论，则可正面与媒体、宣传部门等进行良好沟通，正面引导、管控舆情。

4.同步协商谈判，要求偿还债务、提供增信措施

在采取法律手段确权、进行财产保全并全方位向债务人施压的同时，仍可继续与债务人进行协商谈判，在多方施压下要求债务人尽快偿还债务或提供增信措施。

➤ 对于仍正常经营、具备还款能力的债务人，债权人可与其谈判，要求对其账务状况、财务账户实施监管，例如要求债务人定期提供真实财务报表、与债务人开立共管账户，以监督其将经营收入等相关收入用于清偿债务。

➤ 对于存在经营可能但实际经营不善的债务人企业，债权人可结合自身情况，考虑与债务人签订委托经营协议，进驻企业，控制企业公章、财务章、营业执照等，接管企业的经营，并对债务人实施全面监管，从而避免债务人为逃避履行债务而转移、隐匿资产，也可一定程度上改善债务人经营状况，提升其还款能力。

➤ 若债务人或其关联方名下有较高价值资产，债权人可要求以该等资产为债权人的债权补充设定抵押或质押担保，或由相关资产权利人提供保证担保，以拓宽债权受偿渠道和范围。

在与债务人谈判过程中，可视情况运用以下谈判技巧：

➤ 确定谈判总体策略和目标，围绕目标表达核心观点，提前制定多套可被债务人接受的和解方案；

➤ 探明对方底线，在了解对方的基础信息及财产信息等前提下，进一步探明对方关注

的事项、可作出的让步，以及可能对己方观点提出的抗辩点、所掌握的对己方不利的证据等；

➤ 发出最后通牒：向对方声明愿意在保留立场的前提下，与对方进行最后一次谈判，若双方在限定时间（如一个月内）未达成一致则基本关闭谈判大门，即通过营造紧迫感向对方施压，并尽量打消其拖延偿还债务的意图；

➤ 通过谈判促使对方确认相关事实，如对方欠债事实、尚未偿还的债务金额等；

➤ 在谈判过程中避其锋芒，不以言语刺激对方，但同时要坚定表明立场，并指出参与会谈本身不代表认可对方的主张或抗辩，时刻警惕在对方的诱导下作出可能于己不利的自认或相关意思表示（如放弃债权等）。

5. 遏制逃废债行为

“逃废债”指债务人有能力承担债务，但违背诚实信用原则，通过各种手段转移、隐匿资产，阻碍执行，从而逃避承担债务。在当前经济下行的背景下，受利益驱动，债务人的逃废债行为可能频频发生，例如以破产、分立、合资等方式剥离偿债主体，实现金蝉脱壳，或是通过不合理关联交易、恶意串通虚假诉讼等方式减少偿债资产，使得无财产可供执行等。对此，债权人可通过行使债权人代位权、撤销

权，主张合同无效，追加出资瑕疵股东等作为偿债主体、运用公司法人人格否认制度增加偿债主体等法律手段遏制债务人逃废债的行为、维护自身权益。

➤ **行使债权人代位权。**若债务人不履行到期债务，又不以诉讼或仲裁方式向相对人主张其享有的债权（人身损害赔偿请求权、劳动报酬请求权等专属于债务人自身的权利除外），致使债权人的到期债权未能实现的，债权人可以自身为原告，以债务人的相对人为被告，以债务人为第三人，向被告住所地法院（适用专属管辖的除外）提起债权人代位权纠纷之诉。以自己的名义代位行使债务人对相对人的权利，要求债务人的相对人在债权人对债务人享有到期债权范围内，直接向债权人清偿债务；若债务人怠于主张其债权导致诉讼时效即将届满或未及时向相对人申报破产债权，影响其清偿对债权人所负债务的，债权人也可代位向债务人的相对人主张其向债务人履行债务、向破产管理人申报债权或作出其他必要行为。

➤ **行使债权人撤销权。**债务人无偿处分财产权益（如放弃债权、放弃债权担保、无偿转让财产等），或恶意延长其到期债权的履行期限，影响债权人的债权实现的，或者以明显不合理的低价（一般为不足交易时交易地的市

场交易价或指导价的70%的) 转让财产, 以明显不合理的高价(一般为高于交易时交易地的市场交易价或指导价30%的) 受让他人财产, 以明显不合理的价格互易财产、以物抵债、出租或承租财产、许可使用知识产权, 或者为他人债务提供担保等, 影响债权人的债权实现, 且相对人知道或应当知道该情形的, 债权人可自知道或应当知道撤销事由之日起一年内, 且在债务人的行为发生之日起5年内, 以自身为原告, 以债务人和债务人的相对人为共同被告, 向被告住所地法院提起债权人撤销权纠纷之诉, 请求法院在债权人债权范围内撤销债务人的行为, 并由相对人向债务人返还财产、折价补偿、履行到期债务等。在提起撤销权诉讼的同时, 可一并申请法院对相对人的财产采取保全措施。后续债权人依据与债务人的诉讼、撤销权诉讼产生的生效法律文书申请强制执行的, 可申请法院就债务人对相对人享有的权利采取强制执行措施以实现债权人的债权。

➤ **提起确认合同无效之诉。**对于债务人与第三人恶意串通损害债权人合法权益的行为, 债权人可提起确认合同无效纠纷之诉, 请求确认该等行为无效, 要求恢复原状、赔偿损失等。

➤ **追加出资瑕疵股东等作为偿债主体。**若债务人的股东未履行或未全面履行出资义务

或抽逃出资的, 债权人可要求债务人股东在未出本息范围内或抽逃出本息范围内对公司债务不能清偿的部分承担补充赔偿责任, 并要求协助抽逃出资的其他股东、董事、高管或实际控制人对此承担连带责任。而在2024年7月1日新《公司法》施行后, 若公司无法清偿到期债务, 债权人亦可要求已认缴出资但未届出资期限的股东提前缴纳出资, 从而增加债务人的偿债资产。此外, 在执行程序中, 若被执行人财产不足以清偿生效法律文书确定的债务的, 亦可申请追加未缴纳或未足额缴纳出资的股东、出资人或依法对该出资承担连带责任的发起人, 或者抽逃出资的股东、出资人为被执行人, 要求其在尚未缴纳出资的范围内或抽逃出资范围内承担责任。

➤ **适用公司法人人格否认制度增加偿债主体。**若债务人股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任, 通过侵占或挪用公司资产、利用关联交易掏空公司资产等方式逃避债务, 严重损害公司债权人利益的, 债权人可要求股东对债务人的债务承担连带责任。而在新《公司法》施行后, 债务人股东利用其控制的两个以上公司实施滥用权利损害债权人利益行为的, 债权人可要求相关各公司均对债务人的债务承担连带责任。

第三部分\

运用强制执行手段，实现债权回收

1.多举措对被执行人施压

在执行阶段，若债务人未按要求履行生效法律文书确定的义务的，则可视情况申请法院对其采取搜查、限制高消费、限制出境、媒体信息公开、列入失信被执行人名单、罚款、拘留等执行手段，甚至以涉嫌拒不执行判决、裁定罪等罪名向公安机关报案等，多举措向被执行人施压，促使其尽快偿还债务。

➤ **搜查。**被执行人不履行生效法律文书确定的义务并隐匿财产的，申请执行人可请求法院发出搜查令，对被执行人及其住所或财产隐匿地进行搜查，从而增加获取被执行人财产线索的途径。

➤ **限制高消费。**若被执行人未按要求履行生效法律文书确定的给付义务，申请执行人可申请法院对被执行人及其法定代表人、主要负责人、影响债务履行的直接责任人员、实际控制人采取限制消费措施，使其在出行、购买房产/车辆、子女教育等各方面消费受到限制。

➤ **限制出境。**被执行人不履行生效法律文书确定的义务的，申请执行人可申请对自然人被执行人或企业被执行人的法定代表人、主

要负责人、影响债务履行的直接责任人员等采取限制出境措施。

➤ **不诚信信息记录及公开。**被执行人不履行生效法律文书确定的义务的，申请执行人可申请在征信系统记录，或通过报纸、广播、电视、互联网等媒体公布被执行人不履行义务的信息。

➤ **列入失信被执行人名单。**被执行人存在有履行能力而拒不履行，妨碍、抗拒执行，规避执行，违反财产报告制度，违反限制消费令等行为的，申请执行人可申请将其纳入失信被执行人名单，对其进行信用惩戒。基于失信被执行人联合惩戒机制，失信被执行人可能受到从事特定行业或项目限制、政府支持或补贴限制、任职资格限制、准入资格限制、荣誉和授信限制、特殊市场交易限制、高消费限制等。

➤ **罚款、拘留。**被执行人存在拒不履行生效法律文书，或与他人恶意串通逃避履行生效法律文书确定的义务，拒绝报告或者虚假报告财产情况等行为的，申请执行人可向法院申请对其采取罚款(个人为10万元以下，单位为5万元以上100万元以下)、拘留(15日以下)措施。

➤ **追究拒不执行判决、裁定罪。**若被执行人存在隐藏、转移、故意毁损财产或者无偿转让财产、以明显不合理的低价转让财产等有能力执行而拒不执行行为，情节严重的，申请

执行人还可在搜集相关证据的基础上，向公安机关报案，追究其“拒不执行判决、裁定罪”的刑事责任。

2. 尽快进行财产处置

运用强制执行程序，推动司法拍卖、变卖等财产处置，尽快实现回款。主要执行程序如下：

- 搜集财产线索，向法院提交申请执行材料，进行执行立案；
- 法院立案后，案件由立案庭转至执行局，执行法官将于收到申请执行书后十日内向被执行人发出执行通知及报告财产令，责令其履行义务并报告当前以及收到执行通知之日前一年的财产情况，并可立即采取强制执行措施；
- 被执行人未按执行通知履行义务的，法院将通过人民法院执行网络查控系统，查控被执行人名下财产（银行存款、股权、证券、不动产、机动车辆、保险理财等）；
- 法院将根据查控结果对被执行人采取执行措施：
 - 若被执行人有足额银行存款的，则直接扣划到法院账户，并在核算执行费用和执行款、扣除执行费用后，通知申请执行人办理提款手续，将执行款支付给申请执行人，办理执行结案手续。

- 若被执行人没有足额银行存款的，则执行法官通过网络查控系统反馈的财产情况和申请执行人提供的财产线索，制订执行方案，并根据执行方案制作执行裁定书、协助执行通知书，请相关单位协助执行，启动财产处置措施，根据不同情形查封、扣押、冻结、划拨、变价被执行人的财产。财产被查封、扣押后，执行法官将责令被执行人在指定期间履行法律文书确定的义务。逾期不履行的，法院将拍卖被查封、扣押的财产，不适于拍卖或当事人双方同意不进行拍卖的，法院可委托有关单位变卖或自行变卖。

- 法院采取查扣冻等执行措施后，对需拍卖、变卖的财产，将在30日内启动确定财产处置参考价程序。在查明被执行财产的权属、权利负担、占有使用、欠缴税费、质量瑕疵等事项后，采取当事人议价、定向询价、网络询价或委托评估的方式确定财产处置参考价。

- 参考价确定后10日内，法院将启动财产变价程序。参照参考价确定拍卖起拍价或直接变卖的变卖价，并在议价、询价、评估结果有效期内发布拍卖公告或直接进入变卖程序。

- 目前司法实务中，主要通过网络司法拍卖、变卖方式对被执行人的财产进行处置，即通过互联网拍卖平台（包括淘宝网、京东网、人民法院诉讼资产网、公拍网、中国拍卖

行业协会网)，以网络电子竞价方式公开处置财产。网络司法拍卖的主要程序如下：

- 确定拍卖保留价（即起拍价）：首次拍卖起拍价不低于评估价或市价的70%；
- 发布拍卖公告3日前将拍卖事项通知当事人、已知优先购买权人；
- 制作、发布拍卖公告：动产在拍卖15日前，不动产或其他财产权在拍卖30日前发布公告；
- 竞买人实名交纳保证金，获得竞买资格；
- 竞买人从起拍价开始以递增出价方式竞价，拍卖成交后，由网络司法拍卖平台自动生成确认书并公示；若竞价期间无人出价的，则本次拍卖流拍，将于30日内在同一网络司法拍卖平台再次拍卖，再次拍卖起拍价降价幅度不得超过前次起拍价的20%；再次拍卖流拍的，可在同一网络司法拍卖平台变卖；
- 买受人向法院指定账户交付剩余价款；
- 法院制作拍卖成交裁定，拍卖财产所有权自裁定送达买受人时转移；
- 办理财产交付和出具财产权证照转移手续。

3. 债务人资产不足以清偿全部债务的应对

在取得执行依据后，若被执行人的财产不能清偿其所有债权的（包括法院通过财产查控系统及调查发现被执行人的财产已不足清偿其所有已知债权、所涉执行案件已因无财产可供执行而被裁定终结本次执行、被执行人其他财产价值较小或难以处置变现等），根据被执行人主体类型不同，债权人可相应采取不同的应对措施。

➤ 被执行人为企业法人，且符合破产条件的，可能由执行程序转入破产程序，债权人可向管理人申报债权

被执行人为企业法人的，若其不能清偿到期债务，且资产不足以清偿全部债务或明显缺乏清偿能力的，经申请执行人之一或被执行人同意，执行法院将裁定中止对其执行，将执行案件相关材料移送被执行人住所地法院进行破产审查，破产法院收到材料后30日内审查是否受理被执行人破产案件。

若破产法院裁定受理，则执行法院将解除对被执行人的保全措施，将被执行人的债权债务在破产程序中清理。债权人可在破产程序中向管理人申报债权，通过行使债权人的表决权等尽可能维护自身权益。若破产法院最终裁定宣告被执行人破产，则执行法院将裁定终结执行。

若破产法院不受理破产案件，则会将相关案件材料退回执行法院，由执行法院恢复执行，并就执行变价所得财产，在扣除执行费用及清偿优先受偿的债权后，对普通债权按照财产保全和执行中查扣冻财产的先后顺序清偿。据此，为提升债权清偿比例，债权人可争取在债权形成阶段即要求债务人或第三人提供物权担保，并在债权未按期获偿后尽快启动财产保全及执行程序，对债务人财产采取执行措施。

➤ **被执行人为公民或其他组织的，可向法院申请参与分配**

若被执行人为公民或其他组织，且其财产不足以清偿所有债权的，若债权人已取得执行依据，或虽尚未取得执行依据但已作为债权人首先查封财产，或对法院查扣冻的财产享有优先受偿权的，则可在被执行人的财产执行终结前，向执行法院提交申请书及执行依据，申请参与分配。

根据现行规定及实务操作惯例，对被执行人财产的具体分配，由首封法院主持进行，多项财产分别被不同法院查封的，则由各项财产的在先查封法院分别分配；相关执行法院协商一致并经申请执行人同意，也可将各自查封的财产交由其中一家法院进行处置和分配；共同的上级法院也可通过提级执行或指定执行将所有案件管辖权集中至一家法院，由该法院处置

财产并主持分配，或由共同的上级法院决定确定其中一家法院对被执行人所有可供执行的财产统一处置、统一分配。据此，审慎起见，笔者建议针对债务人的财产被不同法院查封并进入执行程序的情况，债权人可向其所涉债权的执行法院及财产首封法院分别提交申请参与分配材料，若执行法院过多、财产过于分散，债权人可积极与各法院进行沟通，争取将案件交由主要财产所在地的法院主持分配。

参与分配执行中，执行所得价款扣除执行费用后，将首先清偿应优先受偿的债权，对普通债权原则上按照全部参与分配债权数额的比例受偿，亦有地方法院（如北京、江苏、重庆、浙江等）规定可对有特殊贡献的债权人（线索提供者、首封债权人、追回财产债权人等）适当多分一定比例。而对参与分配后的剩余债务，被执行人仍负有继续清偿的义务，债权人发现被执行人有其他财产的，也可随时请求法院执行。

多个债权人对执行财产申请参与分配的，法院将制作财产分配方案，债权人对分配方案有异议的，可自收到分配方案之日起15日内向执行法院提出书面异议。若未提出异议的债权人、被执行人收到法院通知后15日内未提出反对意见的，法院将依异议人的意见对分配方案审查修正后进行分配；提出反对意见的，异议

人可自收到法院通知后15日内，以提出反对意见的债权人、被执行人为被告，向执行法院提起执行分配方案异议之诉，诉讼期间进行分配的，执行法院将提存与争议债权数额相应的款项。 ㉔



刘相文
合伙人
合规与政府监管部
北京办公室
+86 10 5957 2050
liuxiangwen@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。