



康美药业案热议后的冷思考
——证券纠纷代表人诉讼亟需关注的几个法律问题 001 /

股权激励的陷阱：
高效业绩背后的法律架构和工具选择 011 /

中国企业如何进行合规管理有效性评估？ 024 /

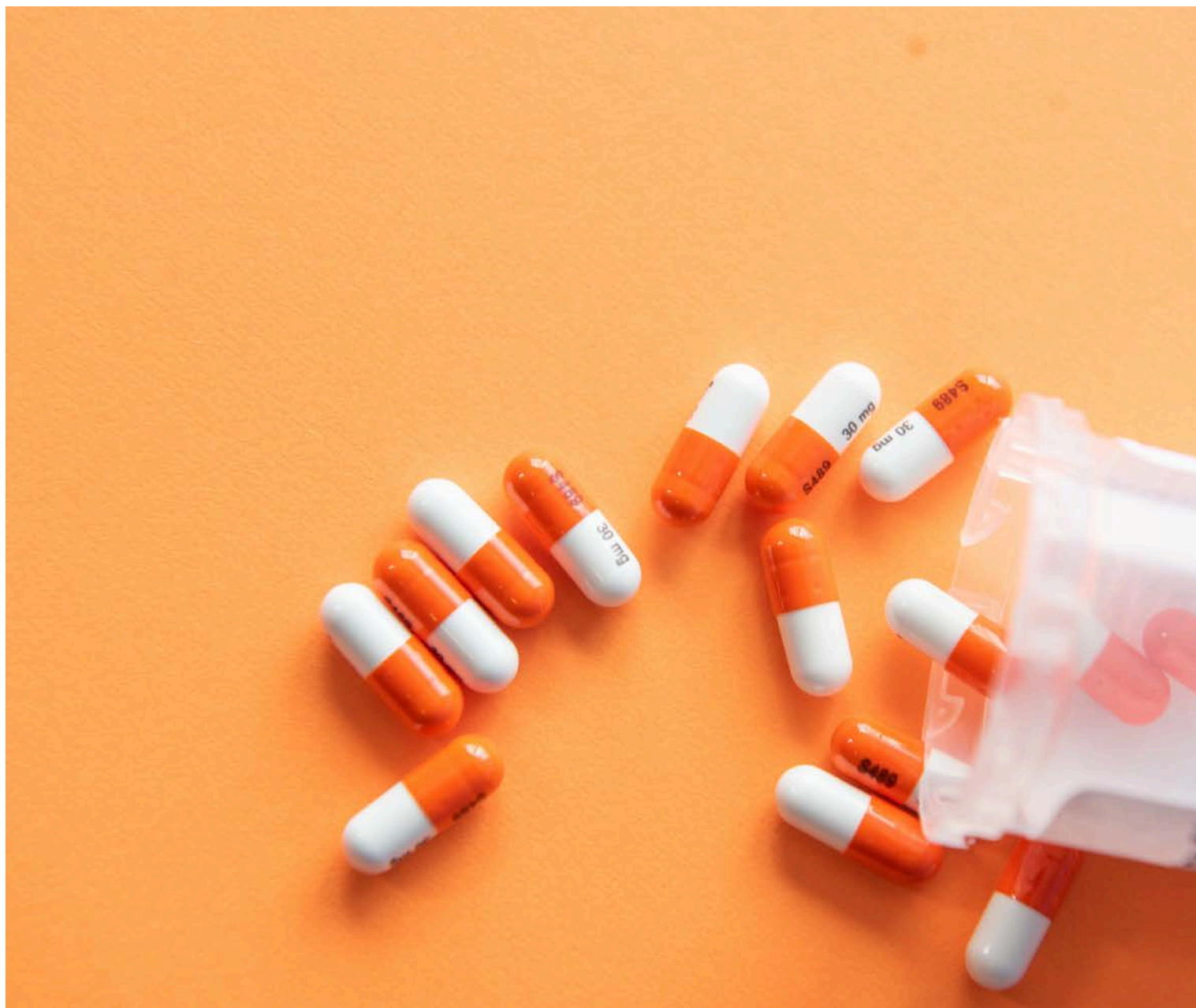
私募基金员工跟投方案的设计要点 031 /

创业公司如何做好夫妻财产风险隔离 040 /

康美药业案热议后的冷思考

——证券纠纷代表人诉讼亟需关注的几个法律问题

作者：张保生、周伟、肖强、尹航



2021年11月12日, 广州中院就康美药业证券虚假陈述责任纠纷案作出一审判决, 该案因首次采用特别代表人诉讼机制审理、24.59亿元判赔金额和5.2万名获赔人数引发社会各界高度关注和广泛热议。

自新《证券法》确立证券纠纷代表人诉讼制度、最高人民法院出台《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》(下称“《代表人诉讼若干规定》”)以来, 杭州中院对“五洋债”案、南京中院对“蓝丰生化”等四案、上海金融法院对“飞乐音响”案、北京金融法院对“乐视网”案、厦门中院对“中创环保”案陆续发起人数不确定的代表人诉讼, 开启对证券代表人诉讼制度的实践探索, 引发广泛关注。此次“康美药业”案更充分展示了特别代表人诉讼的威力, 彰显了司法机关严厉制裁资本市场违法犯罪行为的决心, 实质推动了证券纠纷代表人诉讼制度的实践发展。

“康美药业”案的积极意义和重大影响毋庸置疑, 但热议背后更需冷思考! 无论是首例特别代表人诉讼的“康美药业”案, 还是“五洋债”、“乐视网”等人数不确定代表人诉讼, 相关案件反映出的一些法律问题, 更值得我们深入研究和探讨。

第一部分\ 程序启动与案件选定: 人数不确定的普通代表人诉讼的案件选定标准尚付阙如, 法院自由裁量空间过大

一、特别代表人诉讼的启动程序及案件选定规则已较为明确

根据新《证券法》和《代表人诉讼若干规定》的规定, 特别代表人诉讼的启动程序是: 以法院发布权利登记公告, 启动人数不确定的普通代表人诉讼程序为前提; 以投保机构在公告期间

接受50名以上权利人特别授权作为代表人参加诉讼为必要条件。

并且, 尽管投保机构接受50名以上权利人特别授权即可作为代表人参加诉讼, 但证监会和投保机构明确规定了程序启动前的案件预研制度和重大案件评估机制, 且已明确选案标准: (1) 有关机关作出行政处罚或刑事裁判; (2) 案件典型重大、社会影响恶劣、具有示范意义; (3) 被告具有一定偿付能力等。

在“康美药业”案中, 11名投资者向广州中院提起普通代表人诉讼后, 广州中院决定适用人数不确定的普通代表人诉讼程序审理, 并发

布普通代表人诉讼权利登记公告。投服中心在公告期间接受56名权利人的特别授权向法院申请作为代表人参加诉讼，广州中院发布特别代表人诉讼权利登记公告，该案正式转化为特别代表人诉讼。

“康美药业”案的启动程序起到了良好的示范作用，充分展示了法院和投保机构的不同角色和作用。从案件选定来看，“康美药业”案中连续多年虚假陈述行为已有行政处罚决定书作出认定，累计虚增货币资金金额高达886.8亿元，累计虚增营业收入291.28亿元，累计虚增营业利润41.01亿元。投服中心在《接受委托的说明》中指出，“投服中心综合考虑案件重大、典型，社会高度关注且具有较强示范性，违法行为人已被行政处罚且具有一定偿付能力等因素”。应当认为，投服中心选择“康美药业”案作为首例特别代表人诉讼案件，遵循了上述选案标准，切实回应了社会关切。

因此，从法律规则和康美药业案的实践来看，特别代表人诉讼的启动程序及案件选定规则已较为明确，且目前确定的选案标准值得肯定。

二、相较于特别代表人诉讼，人数不确定的普通代表人诉讼的案件选定标准欠缺明确的规则依据，可能导致案件选定存在随意性和不公平

人数不确定的普通代表人诉讼审理程序，基于法院公告征集，投资者登记即可参加，可能引发投资者巨额索赔浪潮，并且，该程序还可能进一步转化为特别代表人诉讼。因此，人数不确定的普通代表人诉讼模式的影响力和诉讼威力亦不容小觑。但是，相较于特别代表人诉讼而言，人数不确定的普通代表人诉讼的案件选定标准欠缺明确的规则依据，这就导致法院在确定哪些案件启动人数不确定的代表人诉讼程序时，存在极大的自由裁量空间，难以避免选案的随意性和不公平性的问题。

我们建议，应尽快制定针对人数不确定的普通代表人诉讼案件选定机制和标准，具体而言：

❖ **明确法院在启动普通代表人诉讼程序前应遵循的案件选取程序，充分听取当事人意见，必要时可引入法律专家评估机制。**

❖ **人数不确定的普通代表人诉讼案件亦应坚持前置程序要求。**考虑到证券代表人诉讼的影响和威力以及目前的司法实践经验和成熟度，适用人数不确定的普通代表人诉讼程序审理的案件亦应坚持前置程序要求。

❖案件选定应以典型重大、社会影响重大、具有示范意义为标准。

第二部分\

被告范围:共同被告的确定程序和标准仍需完善,法院应对共同被告范围进行审查,不宜仅根据首批提起诉讼的原告的选择来确定人数不确定的代表人诉讼的被告范围。

一、法院在发布普通代表人诉讼权利登记公告前,应当依法对被告的范围进行审查并作出裁定,且准许相关当事人复议

证券代表人诉讼的被告除了发行人之外,还可能涉及发行人董监高、发行人控股股东和实际控制人、上市公司收购方或被并购标的、中介机构、中介机构的责任人员等。在发行人可能无法全额赔付的情况下,其他共同被告如何确定,对原告的获赔以及各被告责任的承担均有重要影响。目前,在证券代表人诉讼程序中,对于如何确定实施日、揭露日等原告权利人范围的问题,已明确规定了阅卷、调查、询问和听证等审查程序和复议程序。但是,对于共同被告的选定,没有明确纳入审查和复议程序,也没有选定规则。

我们认为,考虑到人民法院发布的权利登

记公告的被告范围具有示范性和引导性,裁判结果具有既判力扩张效力,法院在发布普通代表人诉讼权利登记公告前,应当依法对被告的范围进行审查并作出裁定,且准许相关当事人复议。

二、法院不应直接根据首批原告及其代理人的选择确定人数不确定代表人诉讼的被告范围

司法实践中,法院发布权利登记公告时确定的被告,往往是根据原告起诉的被告范围确定的。“康美药业”案中,无论是在普通代表人诉讼程序阶段还是进入特别代表人诉讼程序阶段,共同被告的确定均是依据原告的选择。当然,在此前法院发起的多个人数不确定的代表人诉讼中,因为原告选择的被告均为已被行政处罚的主体(包括康美药业案件),因此,共同被告范围的问题,在大多数案件中未成为争议问题。但在有些案件中已经有所突显。比如,在北京法院审理的某人数不确定代表人诉讼案件中,发行人涉嫌信息披露违法行为期间涉及十多家中介机构,且相关中介机构均未被行政处罚、采取监管措施、纪律处分,法院根据首批起诉原告的选择,仅确定部分中介机构作为共同被告,引发极大争议。

我们认为,证券代表人诉讼的裁判结果不

仅适用于首批提起诉讼的原告，还适用于后续登记的其他适格权利人，对各被告而言影响重大。仅依据部分原告的挑选确定被告范围，太过随意，也有违基本的公平原则。这种不公平，既表现为对主张应当将其他中介机构也列为共同被告的投资者的不公平，也表现为对被列为共同被告的部分中介机构的不公平，还可能导致案件实体审理结果和最终责任承担的不公平。

三、无论是特别代表人诉讼还是人数不确定的代表人诉讼，所有的共同被告均应坚持以行政处罚、刑事裁判为前置条件，未被行政处罚和刑事处罚的主体不应被列为共同被告

对于特别代表人诉讼而言，投保机构的选案标准已明确为有关机关作出行政处罚或刑事裁判为前置条件的案件。我们认为，该标准不应仅限于发行人、上市公司，也应同样适用于被列为共同被告的中介机构、董监高。

对于人数不确定的普通代表人诉讼而言，目前法院启动程序的案件均是发行人、上市公司已被行政处罚或刑事裁判的案件。但是，对于共同被告的确定，各地法院做法不一。已有法院基于取消前置程序的原则，对共同被告的确定不以前置程序为条件，甚至不以《代表人诉讼若干规定》中“有关行政处罚决定、刑事裁判文书、被告自认材料、证券交易所和国务院批准的其

他全国性证券交易场所等给予的纪律处分或者采取的自律管理措施等证明证券侵权事实的初步证据”为要件。

我们认为，人数不确定的代表人诉讼的威力和影响力并非当然小于特别代表人诉讼，对于可能被列为共同被告的中介机构、董监高影响重大。取消前置程序后的司法探索刚开始，已经凸显出法院对于中介机构是否构成虚假陈述行为、是否勤勉履责的审判经验不足的问题。我们理解，将中介机构、董监高作为人数不确定的代表人诉讼和特别代表人诉讼的共同被告，应以各被告均被行政处罚或刑事处罚为前置条件更为妥当。

第三部分\

交易因果关系：既要总体考量虚假陈述行为对于普通投资者投资决策的影响，还应审查机构投资者特殊性、投资者交易模式特点等个性问题对交易因果的影响

就交易因果关系而言，“康美药业”案一审判决主要从投资者买卖股票的期间角度进行认定，并在调取投资者交易数据时排除了通过大宗交易等非竞价交易方式买入股票的投资者。但遗憾的是，一审判决没有区分考量机构投资



者和个人投资者的投资决策因素,也未从个案投资者的具体买卖行为特点等角度对交易因果关系进行考量、认定。

一、专业的机构投资者不应适用“推定信赖”原则,法院应对机构投资者是否已尽审慎注意义务、其投资决策的交易因果关系进行审查

相比于普通投资者,机构投资者享有资金、信息和技术等优势,可以对相关证券进行长期、系统的跟踪研究并进行实地考察,也有审慎决策、勤勉履职的法定义务,相比普通投资者应负有更高的注意义务。司法实践中,“大成基金诉银广夏”案、“广科风投诉东方电子”案、“上海宝荟投资中心诉济南高新”案、“雨浩投资诉祥源文化”等案件中,法院均认为机构投资者具有更高的注意义务,如不能举证其已尽到审慎决策的注意义务,不能认定其投资决策与虚假陈述行为之间具有交易因果关系,进而驳回机构投资者的诉请。

在证券代表人诉讼中,对于专业机构投资

者的交易因果关系审查亦不能忽略,机构投资者应承担举证责任,证明其已尽专业机构投资者的注意义务,其投资决策与虚假陈述行为具有交易因果关系。

二、如果根据投资者的交易模式可以证明其投资决策与虚假陈述行为没有交易因果关系,法院应当对相关个案具体审查和认定

普通投资者对虚假陈述行为交易因果关系的“推定信赖”原则,是可推翻的信赖。如果根据投资者的交易模式可以证明原告投资决策与虚假陈述行为没有交易因果关系,则被告不应赔偿。最高人民法院在“宝安鸿基再审查”、珠海中院在“珠海中富”案、北京二中院在“中水渔业”案、北京一中院在“大唐电信”案、贵州高院在“国创能源”案中均认为,投资者在虚假陈述实施日后买进卖出,特别是在揭露日后仍然买入股票等交易行为,可证明投资者的投资决策与虚假陈述行为之间没有交易因果关系,并判决驳回投资者诉请。

值得关注的是,“康美药业”案中,有一起刘某单独起诉康美药业的案件,法院根据该投资者交易期间所涉虚假陈述行为,作出了有别于特别代表人诉讼判决的实施日和揭露日的认定,同时,又根据投资者“在公司一系列风险揭示行为后仍买入康美药业股票,属于明知康美

药业虚假陈述而‘自甘风险’的投资行为”，认定投资者的投资损失与虚假陈述没有因果关系，驳回其全部诉讼请求。可见，广州中院也认可对于虚假陈述已被揭示之后仍买入股票的投资者，其投资决策与虚假陈述没有因果关系。但遗憾的是，从特别代表人诉讼案件的判决来看，法院对于此类投资者并没有做区分审查和认定。

我们认为，虽然代表人诉讼程序审理的案件存在投资者人数众多、交易行为复杂的特点，但也不能因此对投资者交易行为的个性问题不予审查。如果被告举证证明投资者的交易模式表明其投资决策与虚假陈述行为之间没有交易因果关系，法院应当进行个案的审查和认定。

第四部分\

损失因果关系：虚假陈述行为人仅应承担由于虚假陈述因素所致投资损失，因此，既要剔除系统风险因素导致的损失，更要依法剔除非系统风险因素导致的投资者损失

根据虚假陈述司法解释的规定，因系统风险等其他因素给投资者造成的损失与虚假陈述行为没有因果关系。对于系统风险因素导致的损失依法应予剔除，司法实践中已争议不大。“康美药业”案，法院也认可了证券市场系统风

险因素对投资者损失的影响，并委托中国证券投资者保护基金有限责任公司采用个人相对比例法进行了量化剔除。

但是，对于非系统风险因素导致的投资者损失，一审判决简单地以没有法律依据和事实依据为由不予采纳被告主张，明显不当。

我们认为，根据侵权责任因果关系规则和虚假陈述司法解释的规定，因非系统风险影响因素给投资者造成的损失，并非虚假陈述行为造成的投资损失，不应由虚假陈述行为人承担，这在法律规则和逻辑上应无争议，也已被大量司法裁判所认可。湖南高院在“方正证券”案、深圳中院在“联建光电”案、金华中院在“新光圆成”案中，法院通过酌定的方式剔除非系统风险的影响因素。随着司法审判的精细化程度提升，越来越多的法院就证券诉讼案件委托专业机构对非系统风险因素进行核定。上海高院在“上海普天”案、“中毅达”案、“中安科”案、浙江高院在“圣莱达”案、宁波中院在“银亿股份”案均通过委托上海高金金融研究院等机构采用“收益率同步曲线对比法”等方法具体量化非系统风险因素对投资者损失的影响。

未来，在证券代表人诉讼中，如何剔除非系统风险影响因素，实现科学精细化审理，亟需解决。

第五部分\ 董监高责任:民事程序应独立审查 董监高是否具有民事侵权过错,并 根据董监高的过错大小确定其应 当承担的责任比例

证券虚假陈述案件中董监高应承担的是过错推定的连带责任。对于何谓董监高的“过错”、举证达到怎样的程度即可证明自身无过错,相关规定并未予以明确。过去很长一段时间,法院在认定董监高责任时往往依据对董监高的行政处罚决定即认定董监高具有民事侵权过错。但是,近年来,上市公司董监高被行政处罚并不必然导致其在民事诉讼中承担赔偿责任的观点已经得到越来越多法院的认同。这一裁判倾向也相应体现在了我们此前代理的案件中,例如:

“保千里”案中,深圳中院及广东高院认为,上市公司及其董监高受到行政机关的行政处罚,并不必然导致或者推定其在民事纠纷中存在过错并承担相应的民事赔偿责任。两审法院根据董监高履职情况,认定部分董监高无需承担连带赔偿责任。

“鞍重股份”案中,沈阳中院及辽宁高院认为,对于重组交易对方的故意造假行为,各中介机构经调查后也未能发现,上市公司董事长作为非专业人士,经过严格、规范的审查流程,仍

未能识别和发现,不应认定具有过失,无需承担连带赔偿责任。

我们认为,法院应当首先摒弃依据行政处罚“一刀切”地当然认定相关人员具有民事侵权过错的裁判思路,在民事程序中对董监高是否有民事侵权过错进行独立审查。如果根据董监高的具体职责分工以及实际履职情况,依据一般理性人的判断,可以认定相关人员已经勤勉履职,仍未能识别和发现问题,应当认定其没有民事侵权的过错。如果董监高确有过错,亦应根据其过错大小确定应当承担的责任比例。

“康美药业”案关于董监高责任的认定思路在这一点上值得肯定。一审判决摆脱了仅以董事是否受到行政处罚或者是否在定期报告上签字作为单一责任认定标准的审判思路,而是综合董监高的主观认识、职责分工等个人情况进行分析,根据是否知情、是否参与日常经营管理、对定期报告签字的具体情况标准,确定相关董监高的过错大小,判令承担相应比例的连带责任,体现了审判实践的进步。

第六部分\

连带责任范围:除发行人之外的共同被告应承担赔偿责任的损失范围,应根据其所涉及的虚假陈述行为、相关行为对投资者损失影响的原因力大小及过错大小具体认定

当发行人、上市公司实施多项虚假陈述行为时,某些共同被告可能只涉及其中的一项或几项虚假陈述行为,在此情况下,这些共同被告需承担的责任范围应当仅限于与其相关的虚假陈述行为所造成的损失。**如何细化认定不同的共同被告应承担的损失范围至关重要。**

“康美药业”案中对于部分独立董事责任的认定就涉及该问题,但遗憾的是,法院没有对此细化处理。比如,在康美药业的独立董事中,有两位独立董事仅在《2018年半年度报告》中签字,对于该两位独立董事而言,其至多仅应对《2018年半年度报告》的虚假陈述行为导致的损失承担连带责任。也就是说,自2018年8月29日《2018年半年度报告》公告日至揭露日期间,因该虚假陈述行为给投资者造成的损失,才可能与该两位独立董事的责任有关,此部分损失我们理解实际上可以独立计算。在据此确定损失范围后,法院可再根据独立董事的实际履职情况,过错大小,确定其对于该部分损失的连带赔

偿责任比例。

另一方面,即使针对一项虚假陈述行为给投资者造成的损失,除发行人之外的其他共同被告应当承担赔偿责任的损失范围,也应当根据每个被告行为对投资者损失影响的原因力大小和过错大小具体认定。“五洋债”案中即有被告提出此类主张,针对发行文件存在多项虚假陈述行为的情况下,各中介机构涉及的问题不同,对投资者损失影响的原因力也应有区分,遗憾的是,法院也没有对此细化考量和甄别。

显然,证券代表人诉讼因其往往涉及多项虚假陈述行为、虚假陈述期间跨度时间长、被告主体多,对于法院精细化审理提出了更高要求。在被告可能面临巨额赔付责任的情况下,除发行人之外的共同被告应承担的损失范围,不能简单粗暴地通过酌定一定比例连带责任的粗放方式解决。如果能够区分共同被告所涉及的具体虚假陈述行为及其导致的投资者损失,应当先行对该部分损失具体量化计算。在确定损失范围后,再根据相关行为对投资者损失影响的原因力大小和过错大小具体认定。司法裁量的科学化、精细化是法律应有之义,如何细化考量,仍需在实践中逐步探索、完善。

后记

“康美药业”案作为首例特别代表人诉讼对于虚假陈述民事赔偿制度的发展具有里程碑式的意义。证监会有关部门负责人已表示，仍将推动完善代表人诉讼制度机制，依法推进特别代表人诉讼常态化开展。可以预见，未来将有更多代表人诉讼案件落地，以保护投资者利益，增强市场各方的敬畏之心，共同营造良好市场生态。这也给虚假陈述民事赔偿案件审理的专业性、科学性、精细性提出了更高要求。热情过后，更需冷静思考，证券代表人诉讼制度的发展与完善，仍任重道远。 ☞



张保生
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5780 8368
zhangbaosheng@zhonglun.com



周伟
合伙人
争议解决部
北京办公室
+86 10 5957 2287
zhouwei@zhonglun.com

股权激励的陷阱： 高效业绩背后的法律架构 和工具选择

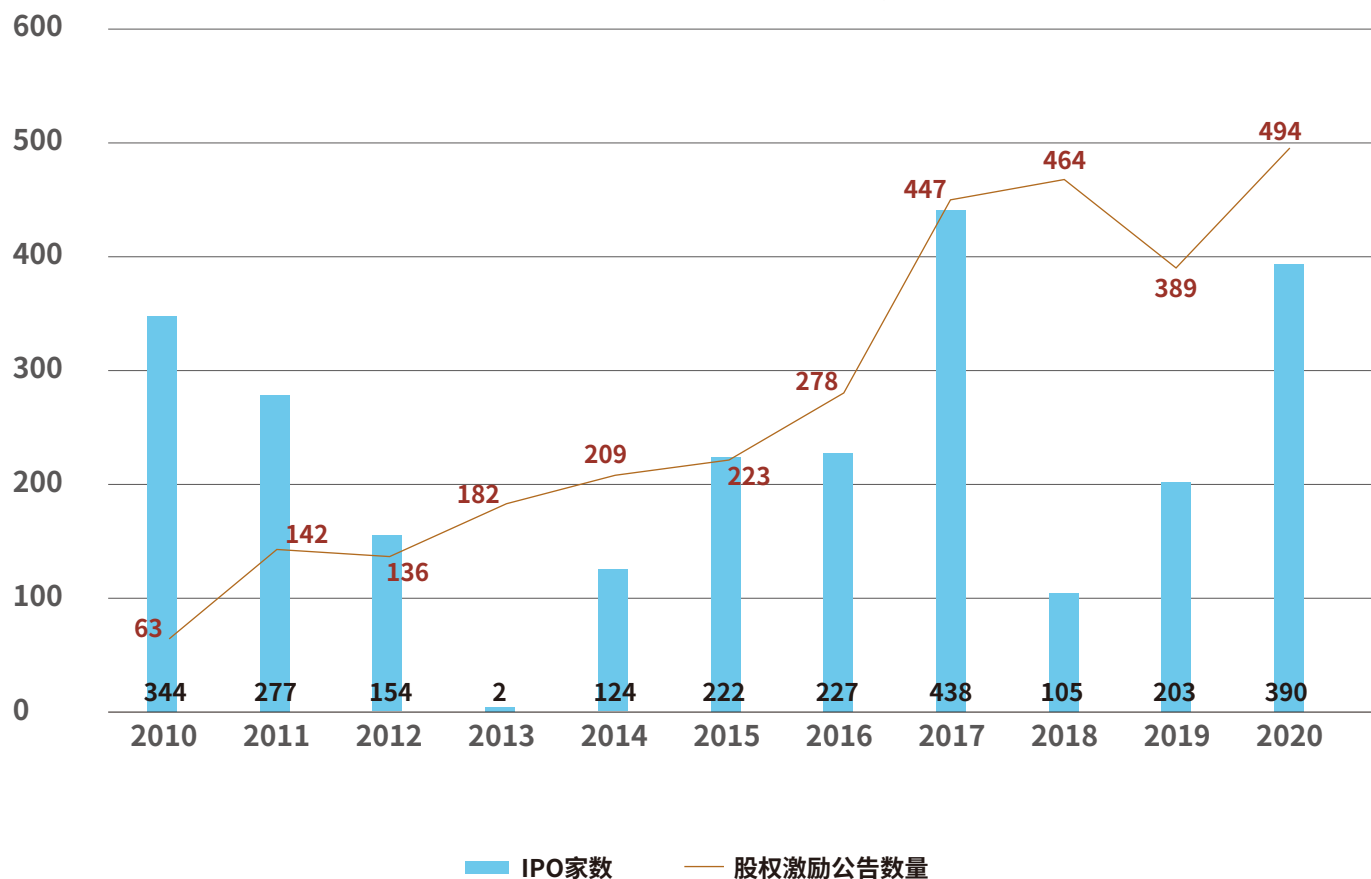
作者：龚乐凡、陈志浩



近年来,股权激励成了一种风潮,从初创企业到上市公司,越来越多的企业开始实施对员工的股权激励。从公开可查的数据看,在2010年到2020年期间,上市公司实施股权激励数量呈明显上升趋势,而实践中我们也发现,不管是初创企业还是成熟企业,许多都在做股权激励。但是,这些股权激励都做对了吗?

我们发现,有的公司的激励方案似乎是纸上谈兵,员工不买单,激励效果甚微;有的公司只是满足于纸面上的股权和期权的金额,却对于税负懵懵懂懂,或者税务咨询师只知道寻找“低税洼地”来进行所谓的“省税”;不少公司对于行权时候的股份支付所带来的的财务成本茫然不知,高昂的成本反映在财务报表中,直接影响公司的利润,甚至IPO的可行性;而还有的公司忽略法律维度,草草制作激励文件,为未来的高昂争议以及冲突升级埋下隐患。

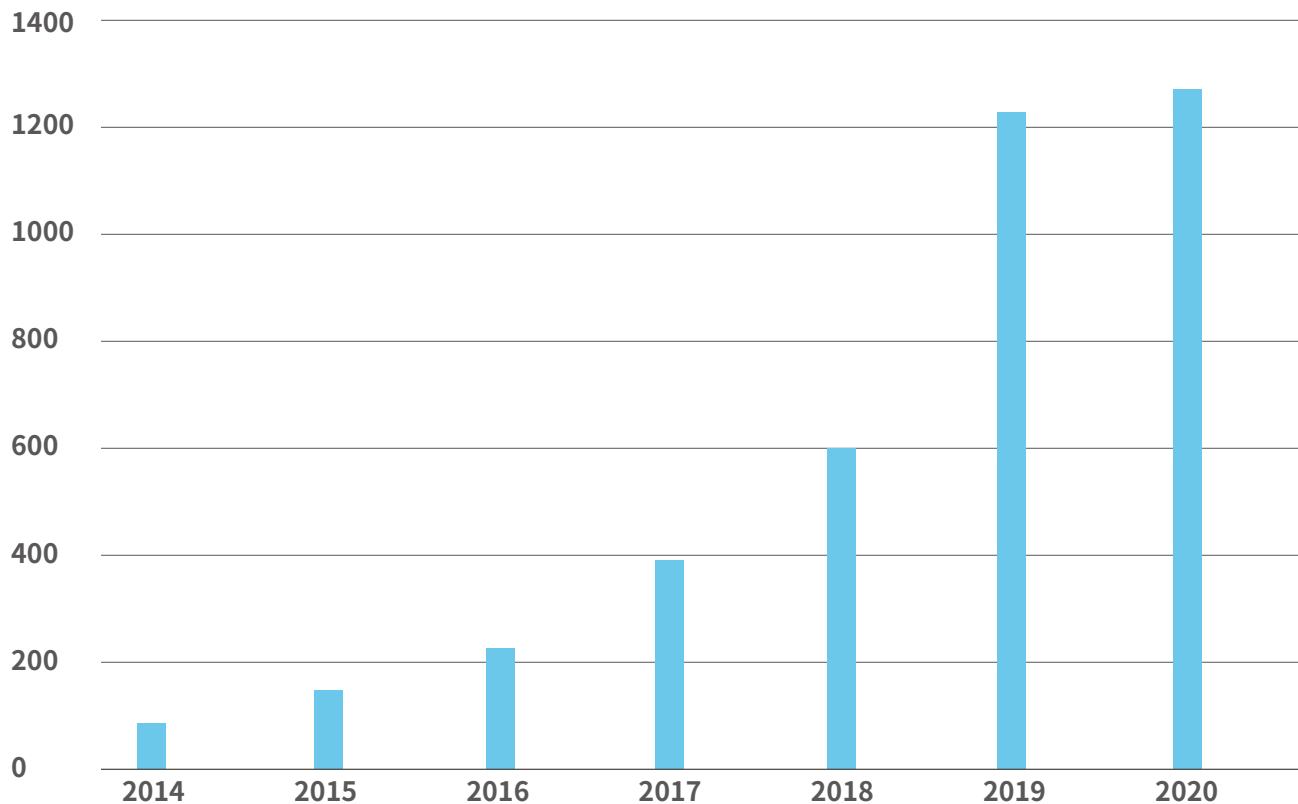
IPO首发公司数量与发布股权激励公司数量



资料来源:万得资讯,中金公司研究部

这些股权激励“失策”的案例，往往隐藏在表面蓬勃发展的股权激励统计数据中。实际上存在的问题，也许在近年来猛增的股权激励诉讼数量上，可以洞见一斑。即从裁判文书网的数据看，2019年、2020年的股权激励纠纷案与往年相比，有着显著增长，2019年较2018年在案件数量增长超过了100%，2020年虽然较2019年数量上增长不明显，但同时需要考虑疫情的因素（部分案件因为疫情关系无法及时立案）。

近年来股权激励纠纷案件数量统计



资料来源：中国裁判文书网

基于我们在股权激励项目中的实践案例，我们发现，往往企业在实施股权激励的时候，在以下四个重要的方面没有做到位，而最终“踩坑”。

第一部分\ 激励真的有效果?——业绩激励、股 权激励和商业模式相匹配吗?

股权激励的第一大陷阱：“效果陷阱”。2021年7月2日，小米集团宣布将向3904名员工授予总计70,231,664股股票。按小米股票当天收盘价计算，这笔激励总价值约合15.3亿，人均约39万人民币。其中首批「青年工程师激励计划」共700名优秀青年工程师入选，他们一共将获得总计1,604.2万股的股票，人均约50万元人民币。更大手笔的股权激励还在后面——7月6日，雷军宣布「第二笔」股权激励计划，向技术专家、新十年创业者计划首批入选者等122人，奖励119,650,000股小米股票，按当天收盘价计算约为29.82亿，人均约2440多万元人民币。小米自上市以来，已发布12次股权激励计划，仅2021年已有3次。

看到这里，你也许会当然地得出结论，高科技、互联网企业，就必须采用股权激励。那么我们再来看看网易和腾讯。在游戏行业，2016年网易出品的游戏阴阳师大火，网传网易给项目团队发了60个月的年终奖，而2017年王者荣耀风靡一时，腾讯也被传出要发100个月的年终奖。虽然前述两个消息最终被确认为“离谱”，但一个爆款游戏为公司创造的财富以及游戏行业的蒸蒸日上，的确令“几十个月的年终奖”并非遥远的梦，也在一定程度上表明，现金激励作为最“简单粗暴”的激励模式被游戏行业广泛使用。

那为什么游戏行业就适合现金激励的模式，而非股权激励的模式？这个和游戏行业具有项目生命周期短、回报快、现金流充沛的特点分不开。从《王者荣耀》、《刺激战场》到《阴阳师》，几乎每隔一段时间都会有一个爆款游戏。但是不同于电脑端的游戏一般有较长时间的生命力，很多手机游戏可能火个半年就销声匿迹了，像《王者荣耀》这样一火好多年的爆款游戏并不多见。对于生命周期短的行业，采用股权激励就不太合适，股权激励的周期短则三五年，长则七八年，到了股权兑现的时点，可能游戏已经不火，无法为公司创造财富，也无法作为绩效考核的有效指标，这将导致股权激励形同虚设。而现金激励就更为直接有效，且与游戏行业的周期性特点相匹配。

游戏行业现金流充沛这一特点也为现金激励的执行提供了基本的保障。股权激励的优点之一在于缓解初创企业的资金压力，初创企业现金流紧张，给不了员工钱，才给员工画股权的“饼”，希望留住员工。而对于游戏这个“现金牛”行业来说，资金闲置也有资金闲置的成本，何不投资在公司最重要的资产“人才”身上，给员工最“简单粗暴”的激励。

游戏行业现金流充沛这一特点也为现金激励的执行提供了基本的保障。股权激励的优点之一在于缓解初创企业的资金压力，初创企业现金流紧张，给不了员工钱，才给员工画股权的“饼”，希望留住员工。而对于游戏这个“现金牛”行业来说，资金闲置也有资金闲置的成本，何不投资在公司最重要的资产“人才”身上，给员工最“简单粗暴”的激励。

除了游戏产业之外,根据笔者帮助过财富管理、资产管理公司设计激励方案的经验,资管行业的特点决定了对于销售带来的业绩创收,通常当年就会支付高额奖金,对于负责投资的团队,也是会在当年支付绩效奖金;而股权的激励对于他们(尤其是拉进客户的销售高管来说)吸引力不大,股权激励对于会更多享受长期业绩红利和品牌红利的负责资产管理的中后台则有一定的吸引力。

对于仰赖不断创新,厚积薄发的高技术企业来说,给研发团队以股权激励至关重要。一方面,高新科技企业,在前期研发投入过大,短时间内很难会有盈利,往往在早期缺乏现金流,无法向游戏行业、财富管理行业那样阔绰地给付现金奖励。另一方面,因为高新技术企业,一旦形成知识产权壁垒和技术优势,则在中长期可能发挥出极大的业绩潜能,公司估值翻倍,那么让研发团队、管理团队享受到估值的翻倍,理所应当。

比如特斯拉,从2003年成立到2013年特斯拉从未有过任何盈利的记录,资本市场同样并不预期在未来短短几年内特斯拉能够扭亏为盈。对于特斯拉的管理团队,薪酬包括底薪+股票期权,没有任何的现金奖金。

更有趣的是特斯拉的高管期权的行权采取的是“悬崖式行权”,第一年行权20%,以后的四年,按月行权,每一个月行权剩余期权的1/48。¹

这样的安排能够提供“及时的激励”,对于高流动的初创企业来说更能吸引、保留人才。

与之相对照,主营电子商务的易趣网曾走过一条看上去标准的“硅谷之路”:公司员工刚过试用期便有幸得到公司的股票期权,几乎每个人都免费得到了公司的股票期权,加之员工无需自己出资,让员工产生了免费的就没有价值的感觉,激励效果大打折扣。²

因此,不同行业有不同的特点和行业发展周期,处于不同赛道的公司需要有针对性地设计业绩激励、股权激励计划,切不可简单照抄,生搬硬套,滥行拿来主义。

第二部分\ 不菲的代价:激励的工具和架构选择

股权激励的第二大陷阱:“工具陷阱”。企业实施股权激励的最大陷阱之一,就是严重低估了法律架构的重要性,误认为律师的作用仅仅是把股权激励的方案落实到“法律文字”。

例如,激励的工具,究竟采用股权期权,还是限制性股票,还是持股平台,抑或是虚拟股票,还是让大股东代持,这些究竟在法律上,财务上,税务上,有什么影响?如果这个问题不能回答清楚,

1.黄钰昌:《从理论到实际-高管薪酬激励》,165页,中国出版集团东方出版中心,2019。
2.张锐、王楠:《股权激励操作实战全方案》,56页,台海出版社,2017。

那么未来支付的成本和“学费”，假设公司成功上市的话，将会以数亿、十数亿来计算。

我们先拿“大股东代持”这个方案举例，迟早大股东要把TA名下的代持激励股权转让给高管，或者持股平台，那么如果那个时候，公司已经经过A轮或者B轮的融资，估值已及十亿、二十亿，在转让股权的时候，哪怕约定了1元对价转让，或者“平价转让”，税务机关仍然很可能会按照公司的估值来对大股东征收个人所得税，即便大股东实际上并未套现。

根据《上市公司股权激励管理办法》规定，限制性股票与股票期权是我国上市公司实施股权激励的两种主要形式。那么股票期权与限制性股票，哪个更好？这个问题，哪怕对于不少专业人士，似乎也不好回答。

黄钰昌教授在《从理论到实际-高管薪酬激励》一书中从价值和成本的角度对这个问题进行了分析。³期权代表未来可以选择以现在“约定的股价”（行权价）购买公司的股权，它与限制性股票拥有出售时“完整的股票价值”不同。我们以国内上市公司美的（SZ.000333）来举例测算：2019年1月29日美的集团的股价为43元/股，根据当日股价设定的行权价43元，按国内同行做法假定其他各项条件如下表所示：

| | |
|-----------|-------|
| 目前股价 | 43元 |
| 行权价 | 43元 |
| 无风险利率 | 3% |
| 预期到期年限(年) | 3.0 |
| 历史股价波幅 | 25% |
| 预期股息配息率 | 1% |
| 期权计价(估值) | 8.22元 |

以B-S模型⁴估算，此时美的集团的期权价值大约是8.22元，而通常来说1股期权的成本（估值）大约是该企业股价的1/5（约20%）。

据此经验可知，企业在承担相同的股权激励成本之下，可以选择授予高管1股限制性股票（假设100%折价）或是5股期权，或是2.5股期权（假设50%折价），企业的总成本都是43元。假设授予核心员工的是限制性股票，并且折价设定为50%，公司决定以成本43元的期/股权的赠与员工50%折价购买，可以购买2股限制性股票。员工潜在的回报取决于未来股价变化的预期。

3.黄钰昌：《从理论到实际-高管薪酬激励》，65-73页，中国出版集团东方出版中心，2019。
4.Black-Scholes-Merton formula, 简称B-S模型，是一种期权定价理论的经典模型。

| 企业成本 | 43元 | 43元 | 43元 |
|---------|------------|------------------|-------------------|
| | 授予期权 | 授予限制股 (50%折价) | 授予限制股 (100%折价) |
| 可获股数 | 5 | 2 | 1 |
| 员工每一股成本 | 0 | 21.5 | 0 |
| 未来股价 | 员工 预期利得 | 员工 预期利得 | 员工 预期利得 |
| 18 | 0 | -7 | 18 |
| 24 | 0 | 5 | 24 |
| 30 | 0 | 17 | 30 |
| 36 | 0 | 29 | 36 |
| 42 | 0 | 41 | 42 |
| 44 | 5 | 45 | 44 |
| 50 | 35 | 57 | 50 |
| 56 | 65 | 69 | 56 |
| 58 | 75 | 73 | 58 |
| 64 | 105 | 85 | 64 |

当股价涨到57元后，期权的收益将会远远高于限制性股票，从员工的角度考虑，如果被授予同等价值的限制性股票或期权，到底应该选择哪一种，取决于员工对企业的未来到底是看涨还是看跌。

期权的预期收益较高，但也伴随着风险，因此较适合初创企业，初创时期是企业筛选人才最主要的阶段，因此员工的风险偏好必须和

企业发展的特征相匹配。硅谷创业企业薪酬结构的一大特征就是“低底薪、没奖金、较高的期权”。

当企业运营趋于平稳发展期，选择限制性股票则更为恰当。此时限制性股票的使用是用来激励员工，而股权授予的同时也是将员工的长期利益和股东的利益捆绑在一起。

除了黄教授的上述观点，我们认为还存在一个重要因素——就是税务和财务成本。如果高管获得的是股票期权，那么如果高管选择行权的时刻，就要面临税率最高达45%的个人所得税的缴纳，股价越高，缴税的税基越高，税负就“越痛”，而与此同时，发生的“股份支付”，也要记录公司财务报表，这个金额自然不菲。

而对于限制性股票来说，我们先区分为(1)上市公司的限制性股票，和(2)非上市公司的限制性股票(权)，或者限制性的“干股”。

对于前者，根据《国家税务总局关于股权激励有关个人所得税问题的通知》，原则上应在限制性股票所有权归属于被激励对象时，也就是“解禁”之时确认其应纳税所得额，按照如下公式计算：

应纳税所得额=(股票登记日股票市价+本批次解禁股票当日市价)÷2×本批次解禁股票份数-被激励对象实际支付的资金总额×(本批次解禁股票份数÷被激励对象获取的限制性股

票总份数)

和期权相比,虽然要根据个案具体分析,但同等条件下限制性股票的税务成本往往会更低一些。

而对于非上市公司而言,拿到限制性股票或者股权,该如何缴税?首先,要看是否为基于公司股权激励而授予的限制性股票(权),如果是,则要看,是否满足《关于完善股权激励和技术入股有关所得税政策的通知》(财税[2016]101号文)所规定的享受递延纳税的条件——如果不满足,则应在获得股票(权)时,对实际出资额低于公平市场价格的差额,按照“工资、薪金所得”项目,按最高45%的税率缴税。⁵如果股东是在获得该等股权或股票的时点纳税,税负和财务成本相对来说是可预见的;之后上涨并在未来高点抛售,缴纳的税负是20%,而不是45%。从这个角度,非上市公司的限制性股票(权)的节税效果也比期权要更好一些。

通过参考市场数据,我们发现,2013年以前,通过股票期权实行股权激励的A股上市公司项目占比相对较高,例如在2009年有86%的股权激励项目是期权形式。而自2013年开始,企业多以限制性股票的方式进行激励,近5年来平均占比达到72%。⁶中金的分析也认为,站在两者的权利义务角度,股票期权存在权利义务的不对称性,如果行权时股票价格低于行权价

格,激励对象可以选择放弃行权,对激励对象不会造成资金损失,不具有惩罚性;而限制股票在权利义务和奖惩方面都更具有对称性,激励对象在满足授予条件的情况下获得股票后,股票价格的涨跌都会影响激励对象的潜在可得利益,因此具有更好的激励作用,近年来的应用也更加普遍。⁷

讲到架构设计,那么自然会提及“持股平台”,不少股权激励采用的是有限合伙的持股平台,一方面GP由创始人担任,有利于创始人对公司更好的控制,另一方面,有限合伙是税收的透明体,这些高管担任LP,就直接个人缴税而不会发生“平台”的税负。然后,这又是一个“陷阱”。不少人认为,个人担任LP,未来套现,应该缴纳的是20%的资本利得税,然而,他们在套现后才遗憾加惊讶地发现,他们需要缴纳的税负是35%的税率。另外,如果设置了持股平台,可能无法享受财税[2016]101号文中股权激励税收递延的政策,因为在技术上,高管并没有满足直接持有公司股票的要求,而是间接通过平台持有公司股票;除非获得当地税务机关认可,否则就无法享受这个递延的政策,因此而产生的税负差距将是巨大的。

5. 参照《财政部 国家税务总局关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》(财税[2005]35号)有关规定计算缴纳个人所得税。

6. 中金:股权激励回顾及2021年展望,参见<https://finance.sina.com.cn/stock/stockzmt/2021-01-11/doc-iiznezxt1801139.shtml>

7. 同上。

如果是海外上市，那么通过股权激励信托，有限合伙持股平台，则会与境内上市有所不同，而税收筹划的空间也更为灵活。更多有关股权激励的“税负陷阱”，我们会在本文的第四部分重点讲述。

所以，我们认为，这些工具绝非简单粗暴地加以使用，而如何真正用好这些工具，如何建立科学的工具组合，需要法律人士和财务人士共同为客户定制。

第三部分\ 法律条款的瑕疵：从激励到战争

股权激励的第三大陷阱：“法律陷阱”。如前文所及，近年来股权激励引发的争议频发，往往与激励相关的法律文件草草制备，粗制滥造，在发生员工离职，或者老板反悔的时候，双方引发争议，如果这时公司的估值高企，矛盾往往更加不可调和——最后只能对簿公堂。

一个知名的案例是某互联网大厂前资深员工冯某以CTO身份加入某互联网医疗公司，7年后从公司离职。离职时，对于他持有的公司期权应该如何处理，双方分歧很大并“开撕”，最后闹得沸沸扬扬。对于本案，引发投资圈热议的争议焦点就在于，对于员工已经成熟且行权的期权，公司到底可不可以回购？如果回购，什么价

格才是公允的价格？

对于如何处理离职员工持有的已经成熟且愿意行权或已经行权的期权，企业会面临两难选择，如果低价回购，那么除非员工有显著过错，否则必然导致员工的强烈反弹——因为对于已经成熟的部分，是员工通过相对较低的薪资、艰苦的工作换来的，不能老板说收回就粗暴地加以收回。但是如果不回购，毕竟公司激励资源有限，让该离职的员工继续享受该股票的未来的翻倍升值，似乎也有失公允，可能会让继续留守创业团队心理失衡。

所以，从法律的条款设计上，就要做到科学和公允，例如，

❖在员工的离职上区分过错，如果存在过错，则公司可以保留股权回购的权利；为了体现公允和人道主义，如果员工发生疾病和死亡，则原则上要认可其已经成熟的股权，并在满足一定条件的情况下，允许继承或者尊重继承人意愿，允许按照公允价值让公司回购；

❖针对员工取得期权的服务期限，例如第一年必须做满才能享受第一年的期权，而在第二年、第三年和第四年，则可以允许按月计算（例如特斯拉的股权激励模式）。如果员工非过错离职，这些约定的条件都满足，原则上期权就应该归属于员工所有，员工有选择卖或者不卖的权利，当然也可以约定按照公允的价格

由公司回购，例如价格参照最近一轮融资的价格，不打折，或者适度打折；

❖在公司上市之前，公司股票并没有公开的交易市场，员工股票的交易对象受限。另外，员工对外出售股票还需要取得其他股东的同意，且其他股东在同等条件下有优先购买权。

❖如果员工与公司(含公司指定方)事先自愿约定股权回购，按照协议约定处理，回购价格要相对合理，除非员工有严重过错，我们不建议采用0元或者1元钱回购这样的过激条款。公司如果在法律条款上采用此类机关算尽的“小聪明”，一方面会引发员工的激烈抗争，另一方面会影响公司的口碑，难以吸引到精英人才。

❖对于重要的股东，例如持有较多股份的创始股东，必须要提前设计好《股东协议》和退出条款，否则一旦发生内讧，可能就会闹个你死我活，不是分崩离析，也是元气大伤。

所以，要想做好股权激励，避免“股权战争”，严谨缜密地制备股东协议、股权激励文件，设计好科学的法律条款，和平友好地“分手”，不在江湖上沦为笑柄，这也许是对公司和股东最好的安排。

第四部分 没做税务筹划：你可能真的会错过几个亿

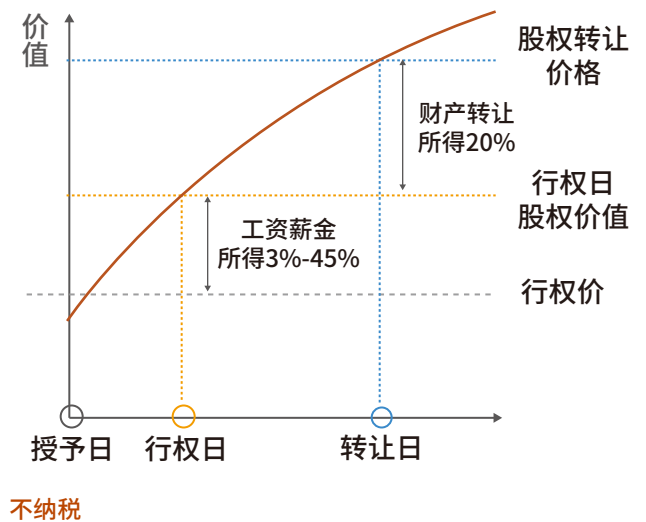
股权激励的第四大陷阱：“税务陷阱”。税务筹划的重要性比较容易被忽略，而往往等到企业意识到税务的问题的时候，公司估值已经很高，进行筹划的难度已经很大。而许多人往往认为税务筹划等同于寻找一个“税收洼地”享受一些地方上的“先征后返”——这就大错特错了。

举例来说，如果一位高管在企业成立的早期被邀请加入该企业担任CEO，成为创始股东。然而，他拿到的是股权期权，当公司业绩优异、估值翻倍，他想要行权的时候，他却发现，对于低行权价和高估值股价之间的差额，他将面临高达45%的个人所得税。但是，如果他在加入的时候，在法律条款上以及加入方式上进行一定的设计和调整，他获得的是作为创始人的股票(股权)，那么这个价值好几个亿的股权，满足一定的条件，他其实并不需要缴纳45%的所得税。一个不起眼的小瑕疵，带来的则是将近一半的税负——可以说，几乎真的“错过了几个亿”。

国家税务总局于2021年10月发布《关于进一步深化税务领域“放管服”改革培育和激发市场主体活力若干措施的通知》(税总征科发〔2021〕69号，下称“69号文”)，加强了股权激励

个人所得税管理。实施股权(股票,下同)激励的企业应当在决定实施股权激励的次月15日内,向主管税务机关报送《股权激励情况报告表》,并按照《财政部 国家税务总局关于个人股票期权所得征收个人所得税问题的通知》(财税[2005]35号)、《财政部 国家税务总局关于完善股权激励和技术入股有关所得税政策的通知》(财税[2016]101号)等现行规定向主管税务机关报送相关资料。对员工实施股权激励固然会起到一定的激励效果,但当员工发现,自己需缴纳大额税负,而公司对于税务筹划无动于衷、无可奈何,激励效果也会大打折扣。

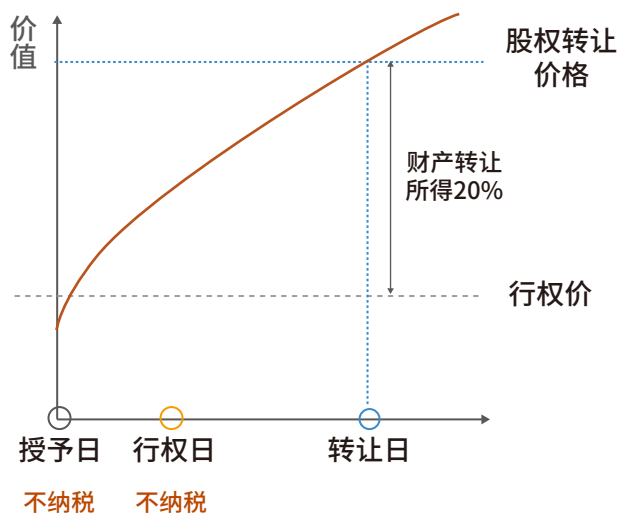
对于期权,在公司授予激励对象期权的时候不纳税,如果满足相关条件,激励对象就可以行权。如果行权价格低于公司股权的公平市场价格,就股权公平市场价格和行权价格之间的差额需按照“工资薪金所得”缴纳“3%-45%”的个人所得税;行权后激励对象转让股权的,需就股权转让所得与行权日股权的公平市场价格之间的差额按照“财产转让所得”(资本利得)缴纳20%的个人所得税。员工因拥有股权而参与企业税后利润分配取得的所得,应按照“利息、股息、红利所得”适用的规定计算缴纳个人所得税。



限制性股票、股权激励或者股票增值权⁸也是参照期权的纳税规则操作。

符合《关于完善股权激励和技术入股有关所得税政策的通知》(财税[2016]101号文)规定的优惠条件的,经向主管税务机关备案,可实行递延纳税政策,即员工在取得股权激励时可暂不纳税,递延至转让该股权时纳税;股权转让时,按照股权转让收入减除股权取得成本以及合理税费后的差额,按照“财产转让所得”缴纳20%的个人所得税。股权转让时,股票(权)期权取得成本按行权价确定,限制性股票取得成本按实际出资额确定,股权激励取得成本为零。

8. 据《财政部、国家税务总局关于股票增值权所得和限制性股票所得征收个人所得税有关问题的通知》,股票增值权是指上市公司授予公司员工在未来一定时期和约定条件下,获得规定数量的股票价格上升所带来收益的权利。被授权人在约定条件下行权,上市公司按照行权日与授权日二级市场股票差价乘以授权股票数量,发放给被授权人现金;类似于虚拟股票的概念。



递延纳税有两个好处：一是缓解了激励对象的资金压力，原本的情况激励对象在行权日既要支付行权价，又要支付税费，资金压力较大；二是税负的下降，根据国家税务总局的答记者问，因为统一适用20%的税率，不再按照工资薪金所得最高达45%的税率，会使得激励对象的税负有一个较大的下降。

然而，有以下“四大不适用”情形无法享受递延纳税的待遇。

❖ 第一：从行业上看，并非所有行业都适用(例如批发与零售业、住宿和餐饮业、体育与娱乐业、货币金融服务、保险业等产业不适用)；

❖ 第二：激励标的应为境内居民企业的本公司股权，红筹架构、VIE架构企业如在开曼层面进行股权激励的不能适用，而员工通

过持股平台间接持有的公司股权通常也不适用（但取决于地方税务机关的意见）；

❖ 第三：限部分员工适用——只适用于技术骨干与高级管理人员，激励覆盖面不超过最近6个月在职职工平均人数的30%；

❖ 第四：期限限制——3+1年限：期权自授予日起应持有超过三年，行权后持有超过1年；限制性股票自授予日起应持有超过三年，解禁后持有超过1年。

股权激励的税务筹划，分为境内企业，和境外企业，模式不同，方法不同。而采用的方法，也会根据企业的具体情况，融资的不同时点，创始人以及高管的身份（是否外籍），都有不同的架构设计和筹划空间。通过合法、合理的方式和架构，进行节税。有的情况下，是以时间换空间，有的则是以空间换时间，并且通过期权，限制性股票，持股架构，跨境架构，法律条款设计，融资安排等等组合工具和方法的使用，达到最优的节税效果。

本文讲述了股权激励常见的“四大陷阱”，包括“效果陷阱”（激励模式和商业模式的匹配度）、“工具陷阱”（激励工具的混淆和粗放式运用）、“法律陷阱”（从激励到战争）以及“税务陷阱”（不做筹划导致错失几个亿）。所以，我们认

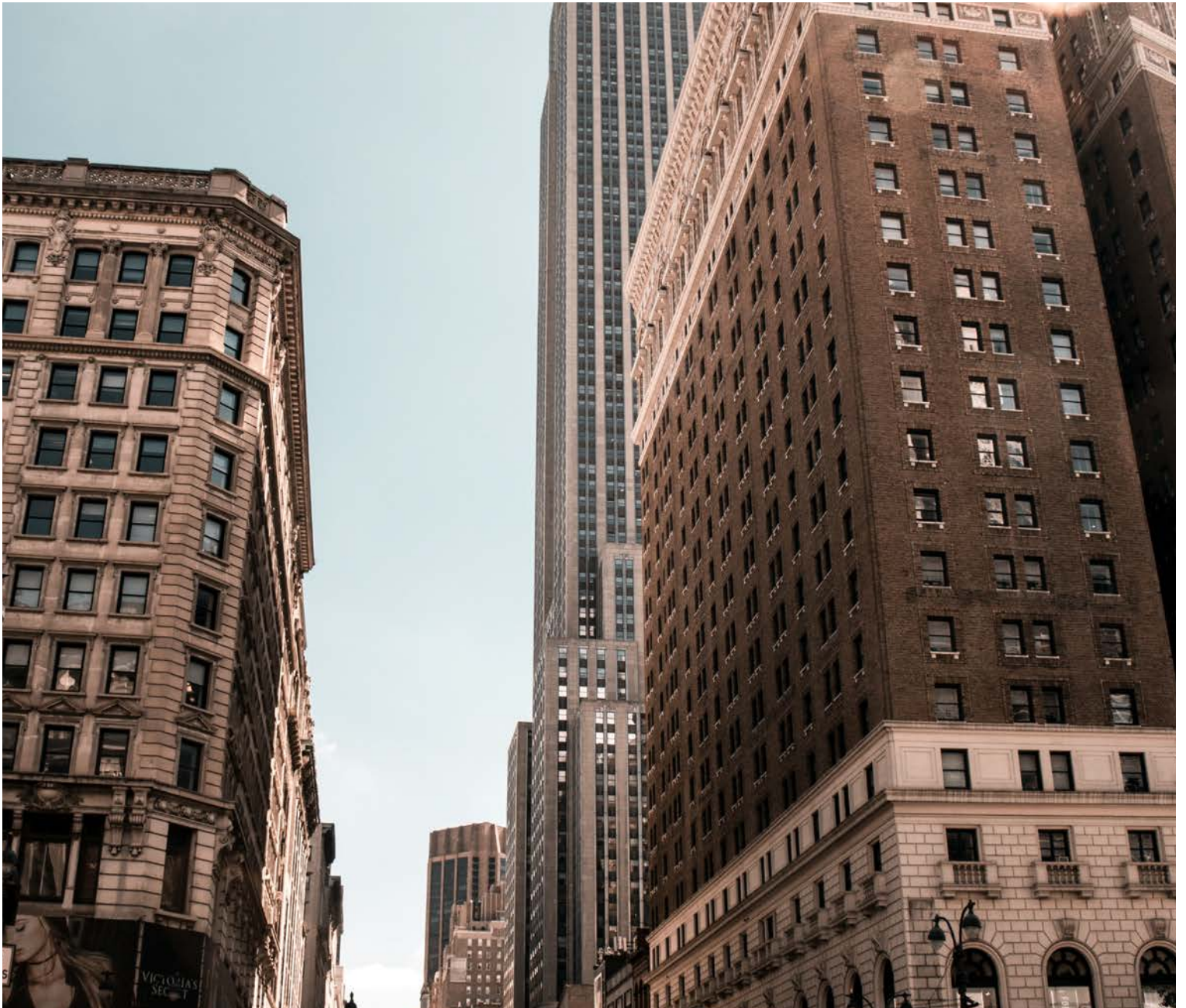
为,真正要想股权激励达到预期的效果,就要牢牢把握股权激励的“三驾马车”: (一) 做对绩效分析,设计有效激励模式; (二) 设计严谨的法律架构和条款,避免激励变纷争, (三) 科学用好激励工具,做好税务筹划,最终达到最佳的激励效果。☞



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

中国企业如何进行合规管理 有效性评估？

作者：刘相文、汤敏志、李振伟、卢鹰旋



近年来,强化合规管理、防范合规风险已经成为全球企业发展的新趋势。在外部合规监管日益严格的背景下,越来越多的中国企业认识到合规管理的重要性,开始从被动的“要我合规”向主动的“我要合规”转变。目前,绝大部分企业都建立了合规管理体系。

但合规管理体系并非一套标准模板,不同企业的合规管理千差万别。随之而来的问题是,什么样的合规管理才是真正有效的合规管理?如何对企业合规管理的有效性开展评估?

市场上,针对企业合规管理发布的各种评价标准或指引受到广泛关注,但目前为止,还没有一套真正能够广泛适用且令人信服的评估指标体系出台。2021年下半年,国务院国资委针对中央企业合规管理体系建设情况制定了一套“调研”体系,含5个方面30项具体指标,应作为中央企业开展合规管理有效性评估的重要遵循。但是,该指标作为落实《中央企业合规管理指引(试行)》的一项“阶段性”调研,重在考察企业合规管理体系的“有无”,还不能真正深入具体的考察企业合规管理“是否有效”。美国联邦量刑委员会“合规黄金标准七条”、国际标准化组织(ISO)2021年4月更新的ISO 37301:2021《合规管理体系 要求及使用指南》以及有关国标(GB)体系¹,常常被企业用作合规管理有效性评估的依据。但实践表明,这些标准体系要么水土不服,要么失之粗糲和浮于表面。

结合我们在开展企业全面合规体系建设业务的多年法律实践经验,在长期与企业接触过程中,我们深深感到,经过了3年多企业合规建设的热潮,如果说3年前企业的痛点是缺少一套合规体系,现如今企业的痛点则已转化为,厚厚的合规体系文件被束之高阁无法落地。如何量身定制的开展合规管理有效性评估,据此发现和纠正合规管理运行中存在的问题,让合规管理体系“活”起来,真正发挥作用,兑现合规管理规划之初设定的目标,是本文写作的初衷。

我们深研了国际上成熟的企业合规评估方案、有效的合规与伦理方案,以及当前最广为接受的ISO评价标准,并结合我们对当前监管环境和中国企业商业管理的深入认知,创造性的形成了符合中国企业实际、并对标国际先进经验的合规有效性评估方案、流程和标准体系。从我们此前的法律实践经验来看,前述有效性评估方案已得到实践检验。现通过本文,在框架和思路层面进行初步梳理总结,明确合规管理有效性评估的几个基本问题。后续,我们还将继续分享有效性评估方案的操作经验。

1.我国于2017年根据ISO19600:2014《合规管理体系指南》转化制定了国标GB/T35770-2017《合规管理体系指南》。2021年11月,紧跟着ISO 37301:2021《合规管理体系 要求及使用指南》的脚步,国家市场监督管理总局国家标准化管理委员会发布了现行国标GB/T35770-2017《合规管理体系指南》(修订版)的征求意见稿,截止本文起草,尚在征求意见过程中。

第一部分\ 什么是“合规管理有效性评估”？

关于“合规管理有效性评估”这一概念，目前，实践中关于合规管理的各种标准或指引针对“合规管理有效性评估”的用语表述均不相同²，概括而言，我们认为“合规管理有效性评估”更加能表达对企业合规管理评估的目的。综合相关规定，我们认为，“合规管理有效性评估”是指企业根据监管要求或参照相关标准、依据，对合规管理活动及其所发挥的实际效用进行评估的行为。

合规管理有效性评估旨在不断提升企业合规管理的水平，促进企业合规、稳健发展，其具体目标包括：(1) 识别企业在合规管理工作中存在的问题；(2) 促进企业合规管理的不断优化和完善；(3) 促进合规管理机制落地，有效防控企业合规风险；(4) 明确下一步合规管理的工作方向。

第二部分\ 哪些企业需要开展合规管理有效性评估？

对合规管理有效性评估的概念和目标加以辨析，其实践意义在于框定和明确合规管理有效性评估的范围。总体而言，有两类企业亟需开

展合规管理有效性评估，而这两种评估的范围、内容和目标是不同的。

一是尚未建立全面合规体系的企业。仍有一些企业因各种原因尚未开展全面合规体系建设，对此类企业而言，亟需结合监管要求和良好合规实践，尽早开展合规管理的体检对标，通过合规管理有效性评估，客观揭示和分析企业合规管理的差距，对标同行业先进经验，高起点建设合规管理体系。

二是已经建立全面合规体系的企业。大部分企业已经或多或少地开展了全面合规管理体系建设，但是该体系运行和发挥作用几何，是否实用、管用、好用，还需要通过合规管理有效性评估，尽早进行验收和再完善，从而推动合规管理机制落地，并促进已搭建的合规体系向世界一流蜕变。

因此，对合规管理进行有效性评估，不仅需要关注企业合规管理制度或体系的“有无”，更要关注合规管理制度或体系在实际运行中发挥的“实际效用”。

2.如国家标准《GB/T 35770-2017 合规管理体系 指南》中将此称为“管理评审”、《中央企业合规管理指引（试行）》中将此称为“合规管理评估”、《企业境外经营合规管理指引》中将此称为“合规管理体系评价”、《证券公司合规管理有效性评估指引》中将此称为“合规管理有效性评估”。

第三部分\ 为什么要开展合规管理有效性评估?

开展合规管理有效性评估,是企业合规管理的应有之义。合规管理有效性评估是企业全面合规管理体系建设内容的一部分,其本身已构成企业的一项外部合规义务。《中央企业合规管理指引(试行)》第22条要求,“开展合规管理评估,定期对合规管理体系的有效性进行分析,对重大或反复出现的合规风险和违规问题,深入查找根源,完善相关制度,堵塞管理漏洞,强化过程管控,持续改进提升”。

开展合规管理有效性评估,是验收工作成果,对标先进的必要步骤。对于一个完整的全面合规体系建设项目而言,在合规体系和其他基础设施搭建完毕之后,只有开展合规管理有效性评估,才能对相关工作成果进行验收,检测合规项目规划所设定目标是否达成,从而形成项目闭环。与此同时,也只有经过合规管理有效性评估,才能够对标先进,找到差距,明确下一步努力方向。

开展合规管理有效性评估,是企业合规体系“贯标”、认证的必经途径。“贯标”,指贯彻合规管理标准。国际化标准组织2014年发布了《ISO19600合规管理体系指南(2014)》,中国参

与了该标准的制定,虽然该标准是不可认证标准,但仍具有重要指导意义。2021年4月13日,ISO修订的新版《ISO37301合规管理体系认证标准》发布实施,从推荐性标准变成可认证标准。当前,国内有基于ISO19600转化的国家推荐性标准《GB/T35770-2017合规管理体系指南》,也正在推动政府采购部门、海关、检察系统等对ISO37301认证的承认³。对照以上指南或标准,企业经过贯标、认证,其合规管理体系的有效性和先进性将更具说服力,也更易于被商业伙伴甚至监管机构认可。当企业有贯标、认证的需要,就可以将有效性评估的对标标准设置为相关认证的标准,如此一来,合规管理有效性评估的过程就是贯标、认证的过程,通过有效性评估就可以获得认证。

合规义务、监管要求的更新发展,要求合规管理有效性评估须动态开展。国内外合规“强监管”时代已经来临,合规监管的规范性文件不断发布,监管执法力度不断加大,对企业的合规要求也在不断提高、不断细化、不断升级。对企业而言,仅仅搭建合规管理体系并无法保证企业始终合规运行,必须要基于合规监管的不断发展,对企业的合规管理体系进行动态评估、动态完善,这是一个长期持续的过程。至于更新节

3. 国内外关于企业合规管理体系的指南或认证标准现状,这些标准的权威性和市场接受度,认证组织情况,以及不同标准体系内容的侧重点和考察流程,请参见笔者将于近期在《中伦视界》发表的文章。

奏,参照当前有关机构对ISO37301认证有效期的设计,是三年。

第四部分\ 开展合规管理有效性评估的基本 流程和调查方法

基本流程。如前文所述,合规管理有效性评估应定期开展。其一般流程为:作出评估决定——成立评估项目工作组——制定评估工作方案——开展具体评估工作——出具评估报告——提出改进方案。

调查方法。评估调查是一项艰巨、耗时的任务。有效的调查方法十分重要,一般而言,基本调查方法包括:文档审阅;现场审查;问卷调查(评估指标设计);调研访谈;穿透测试与试运行等。

第五部分\ 合规管理有效性评估的核心环 节——如何设计评估指标?

评估指标体系设计得是否科学,将直接决定一次合规管理有效性评估的成败。科学的指标体系,既能客观、深入、完整地对企业合规管理是否有效做出评估,又能能动性地向企业向



更优管理实践加以引导。

评估指标体系的设计能力,也是考验一家第三方机构开展合规管理有效性评估水平的关键要素。对企业合规管理进行真正深入的有效性评估,必须量身定制,很难指望有一套评估指标适用于所有企业。评估团队必须对评估对象也就是企业合规管理体系本身有深刻的理解,也要深谙合规管理有效性评估的内在逻辑,同时需要对监管环境和商业管理有深入认知,再辅之以对中外现行评估标准的消化吸收,才能设计出符合企业实际、可操作性强、能够准确评估企业合规管理有效性的指标体系。

下文将结合国际先进合规管理评估经验和本土企业实际情况,初步介绍中国企业合规管理有效性评估指标设计的基本思路,以期为企业和评估机构提供借鉴,也希望对中国企业合规管理评估工作的规范发展有所助益。

美国的合规管理有效性评估实践。美国是

最早推进企业建立合规管理体系的国家,美国《联邦量刑指南》从法案层面要求企业组织制定《有效的合规与伦理方案》(Effective Compliance and Ethics Program),使得司法治理企业合规成为一项刚性制度。上述有效合规方案确定的七个检验合规管理有效性的要素被称为“合规黄金标准(Gold Standards)七条”,在世界范围内被广泛视作有效合规的基本标准。当然,随着时间的推移,“黄金七条”也在不断完善,如今已发展成为8个要素17项具体合规要求。主要包括:对不合规行为的预防、监测、回应和处置;对公司治理机构、高管人员、实权人员合规领导力和执行力的考察;合理设计、有效执行的合规方案及持续提升;周期性的合规风险评估等内容。此外,美国司法部在2017年公布了《企业合规方案评估》(Evaluation of Corporate Compliance Programs),虽侧重于反海外腐败领域,但其建立的一套评价指标得到广泛认可。

美国的合规管理有效性评估的最大特点是只提要求和指标,而不使用任何严格死板的格式来评估企业合规管理的有效性。总体而言,美国的实践倾向于从“设计、执行、效果”三维度进行评估。合规管理,在经过“是否纳入设计中、设计是否合理、是否被执行、如何执行、是否取得良好效果、效果改善”层层评估、筛选通过后,通常会被认为是有效的合规管理,但凡在任何一

个环节出现问题,都不能视为充分有效。

借鉴、消化和吸收美国经验的最大考验是,如何透彻理解西方的思维方式,如何有效嫁接到国内企业,并在去伪存真、去粗取精之后使其在本土的管理和制度生态下生根发芽。

国内的合规管理有效性评估实践。相较而言,国内企业的合规管理起步较晚,虽然前期有银行、保险等领域的合规管理实践,但真正被企业重视并开展具体工作,是在2018年国资委发布《中央企业合规管理指引(试行)》后,企业特别是中央企业开始逐步建立合规管理体系,并产生合规管理有效性评估的需求。《中央企业合规管理指引(试行)》中的合规管理体系主要包含四方面内容:合规管理职责、合规管理重点、合规管理运行、合规管理保障。大多数中央企业也是参照此四方面内容进行合规管理体系建设。同样,在开展合规管理有效性评估时,也是参照此结构进行评估。此种评估结构属于纵向合规要素的评估,采用此种评估结构的优点是能够较全面地覆盖合规管理各方面内容,比较贴合中国企业合规管理体系建设的实际,易于被大多数中国企业理解、适用,且可以根据企业实际需求,纵向增加其他的重要评估要素。

但考察国内的合规管理有效性评估实践,其存在的主要问题也较为明显,主要体现在三个方面:一是部分评估指标框架不够严谨、科

学。中国企业倾向于采用纵向合规要素的结构开展评估,总结的评价指标也较为原则,多集中于“是否建立了某项机制、是否进行了某项工作”层面,缺少更深入的评估内容,造成评估深度不够。二是评估调查不够深入。评估工作多数表现为书面审查,再通过访谈的形式听取企业员工描述的合规问题,直接出具评估报告,属于一种可能流于“表面”的评估,缺少对合规管理执行和实践效果的深入调查,难以发现合规管理存在的实际问题,从而难以实现评估目标。三是评估的技术手段不足。国外已存在大量的合规风险管理软件,可以提供更便利和高效的评估协助。而国内对合规风险分析和风险评级的技术还比较简单,缺少有效的合规风险适时监测和控制手段,不能对有限的信息资源进行技术处理,难以对合规风险管理形成有效的支撑。

合规管理有效性评估实践经验总结。在专门调研和学习了境内外不同合规管理有效性评估实践之后,总体上来说,我们认为在设计评估体系时,需要将以上两种评估结构进行合理整合,各取所长,兼顾评估范围的全面性和评估内容的深刻性,并在合规法律服务实践中不断检测、修正和完善。

从体系上来说,我们认为完善的评估体系主要应由评估方案体系、评估流程体系和评估指标体系组成。

评估指标体系总体上应包括纵向和横向两个维度,纵向上主要包括“组织体系、制度体系、合规运行、合规保障、其他指标”等要素,横向上主要包括“设计、执行、效果、改进”等要素。

在上述评估指标体系中,具体指标并不固定,需根据企业实际情况和项目需求量身定制,在实践中倾向于使用具有较强弹性的评估指标,充分考虑评估的阶段性的同时,也要兼顾评估深度和调查实操性、评估重点和全面性的平衡。一般而言,央企业管理型总部的评估指标为:总部指标30-60项,子企业指标40-60项。

此外,需特别说明的是,合规管理有效性评估既包括合规管理体系的全面评估,也包括重点细分领域的专项评估。上文仅限于讨论合规体系的全面评估。☐



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

私募基金员工跟投方案的设计要点

作者：赵艳春、徐梁、刘敏迪



实践中,越来越多的私募基金管理人考虑建立员工跟投制度,让员工以投资者的身份参与到基金的投资中。建立员工跟投制度,一方面可以控制私募基金投资风险,通过利益绑定的方式,防止员工实施内幕交易和利益输送等损害基金利益的行为,避免投委会与投资团队之间因信息不对称而导致决策失误;另一方面,实施跟投制度能够使员工共享投资收益,进而实现员工激励的目的。

本文结合现有法律法规以及过往项目的实务经验,总结了私募基金员工跟投方案的设计要点,以期私募基金管理人提供有益参考。

第一部分\ 员工跟投的类型

鉴于各私募基金管理人在管理规模、组织架构、企业文化等方面呈现出来的差异,实践中私募基金员工跟投方案也具备多样化类型。总的来说,可以从三个维度对员工跟投进行分类:

根据员工是否能够自主决定参与跟投,可以分为自愿跟投、强制跟投及自愿跟投与强制跟投相结合;

根据投资路径的不同,可以分为项目跟投和基金跟投;

根据是否设立持股平台进行投资,可以分为直接跟投和间接跟投。

1、自愿跟投和强制跟投

自愿跟投方案中,员工可以基于个人意愿

参与到基金所投项目或私募基金的投资中,员工可以自由选择是否参与或退出跟投,也可以选择跟投额度的多少。实施自愿跟投方案的管理人更多地员工跟投当作是一种激励机制,以优质项目的投资机会作为奖励,与员工分享投资收益,让员工在工作中拥有更多的参与感和获得感,提高其工作积极性,进而实现管理人和员工的双赢。

与之相对,在强制跟投方案下,员工必须参与跟投,不得随意退出跟投,跟投的额度也相对固定。选择强制跟投方案的管理人主要是基于风险控制方面的考虑,尤其对所管基金规模大、涉及行业多、组织架构复杂的管理人而言,对投资人员的管理是一个难题:投资决策人员经手的项目过多,无法兼顾投资项目中的所有细节信息,需投资团队恪守职业道德,提升专业能力,对投资项目涉及的风险进行严格把关。设立

强制跟投制度,能够在员工与管理人之间形成密切相关、共赢共损的利益共同体,切实督促员工在工作中勤勉尽责,避免因员工的失职行为给基金和管理人带来损失。

但在实践中也存在管理人采取自愿跟投与强制跟投相结合的方案,即通过区分员工的岗位和职责,对不同的员工执行不同的跟投方案:由于前台投资人员是投资工作的主要执行者,负责推动投资项目的立项、尽调、评估、投资决策的具体实施,因此前台投资人员必须跟投;而中后台人员在项目投资中起着配合、辅助的作用,不负责项目的具体执行工作,因此中后台人员可以自愿参与跟投。

由于自愿跟投方案更加自主化、个性化,需要根据管理人的具体情况具体分析,讨论的空间有限。因此, **本文将在强制跟投方案的框架下**,进一步探讨员工跟投的人员范围、出资、费用承担及收益分配、跟投员工离职时的处理措施等内容。

2、项目跟投和基金跟投

对于员工跟投的对象,管理人既可选择让员工投资于项目中,也可选择让员工投资于基金中,前者为项目跟投,后者为基金跟投。

(1) 项目跟投

在项目跟投中,员工一般与私募基金共同投资于企业,员工作为标的公司投资者可以直接分红。此外,项目跟投方案可以让投资人员更有针对性地进行项目投资,只与其参与或负责的投资项目进行利益绑定,避免陷入为他人行为买单的窘境。

但项目跟投方案也有其不足之处。首先,进行项目跟投需要考虑到标的公司对自然人投资者的认可与接受度,实践中存在标的公司不接受向非投资机构进行融资的情况。况且自然人一般出资能力有限,持股比例相对较小,为避免股权结构过于冗杂,通常标的公司也不愿接受多个自然人小股东零散持股的情况;其次,在员工直接投资于标的公司的情况下,双方可以通过投资协议及/或补充协议、附属协议单独约定权利义务关系,管理人无法直接管理员工的投资行为,增加了管理难度;最后,在投资人员参与众多项目的情况下,如果投资人员仅挑选其中的部分项目进行跟投,则其可能对参与跟投的项目格外关注,进而无法公平分配时间精力,容易在投资人员和私募基金、外部投资人之间产生利益冲突。

(2) 基金跟投

在基金跟投方案中,员工可以投资于管理人所管理的基金。根据《私募投资基金监督管理暂行办法》第十三条¹,管理人的从业人员投资于其任职机构所管理的私募基金,可以被视为合格投资者。因此,管理人的员工进行基金跟投可以不满足“金融资产不低于300万元或者最近三年个人年均收入不低于50万元”以及“投资于单只私募基金的金额不低于100万元”的条件,但是需要与管理人签订正式劳动合同,并由管理人为其缴纳社保。

对于参与基金跟投的员工,管理人可以通过合伙协议或基金合同统一约定各方的权利义务,方便管理人进行管理;此外,基金跟投中,管理人与员工之间在整体利益上实现绑定,也在一定程度上避免了投资人员只关注个别项目而忽视其负责的其他项目带来的投资风险以及道德风险。不过,在基金跟投方案下,收益分配的机制往往更为复杂,需要管理人综合各个投资项目的损益情况进行收益分配。

3、直接跟投和间接跟投

无论是项目跟投还是基金跟投,管理人既可选择由员工直接投资于基金或项目,也可选择通过设立员工持股平台的方式让员工间接投资于基金或项目。关于是否需要设立持股平台



的问题,主要需考虑设立成本、管理难度、税收等因素。因实务中基金跟投的方式较为常见,下文将以基金跟投为例,具体说明直接跟投和间接跟投的关注要点。

(1) 直接跟投

直接跟投中,员工与外部投资者一样,需要向基金履行缴付出资的义务,并且按照合伙协议的约定获取基金的投资收益与回报。在直接跟投的情形下,基金架构清晰明了,股权架构层级较少。

然而,直接跟投方案存在以下几个方面的问题:首先,员工直接作为基金的有限合伙人,

1.《私募投资基金监督管理暂行办法》第十三条规定:“下列投资者视为合格投资者:……(三)投资于所管理私募基金的私募基金管理人及其从业人员……”

如因人事变动而需将员工持有的基金份额转出,基金管理人需寻找其他的合格投资者受让该份额,并向其他合伙人发送合伙人变更通知,增加了管理难度以及基金份额结构的不稳定性。其次,根据《关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定》第二十条²,投资者应向企业实际经营管理所在地主管税务机关申报缴纳个人所得税。因此,如员工直接投资于基金,则其应向私募基金所在地的税务机关申报缴纳个人所得税,无法另行选择纳税地。最后,基金收益直接分配至员工个人,如管理人后续需要根据项目损益情况调整收益分配,也将遇到较大阻力。

(2) 间接跟投

在间接跟投方案下,管理人通常会设立员工持股平台,通过持股平台汇集员工出资,进而投资于管理人所管理的基金。需要注意的是,员工持股平台本身需要满足合格投资者条件,即净资产不低于1,000万元,并且投资于单只私募基金的金额不低于100万元。考虑到税收问题,员工持股平台一般采取有限合伙企业的组织形式。实践中,部分私募基金采取管理人与普通合伙人分离的委托管理模式。在此情况下,管理人工也可对基金的普通合伙人进行出资。根据基金业协会的反馈意见以及实践中的相关案例,管理人工向基金普通合伙人出资从而间

接投资于私募基金的,同样可以被视为合格投资者,即管理人工对基金普通合伙人的认缴出资额可以低于100万元。

总体而言,间接跟投方案的优势在于方便管理。如果发生员工离职等人事变动情况而需调整员工所持合伙份额的,管理人可在持股平台层面进行内部调整,无需通知其他合伙人。此外,管理人在设立合伙企业形式的持股平台时即可选择税收洼地,让员工在持股平台所在地缴纳个人所得税,享受当地的税收优惠政策。

第二部分 跟投的人员范围

管理人的人员构成主要包括投资决策人员、前台投资人员以及中后台人员。通常而言,前台投资人员是参与强制跟投的主要人员,此安排也与强制跟投制度的设立目的相符。考虑到强制跟投的目的主要是防止前台投资人员利用与投资决策人员之间的信息差实施损害基金利益的行为,因此投资决策人员一般不参与强制跟投。特别地,如果基金的投资决策人员同时是国有企业的领导人,根据《国有企业领导人员

2.《关于个人独资企业和合伙企业投资者征收个人所得税的规定》第二十条:“投资者应向企业实际经营管理所在地主管税务机关申报缴纳个人所得税。投资者从合伙企业取得的生产经营所得,由合伙企业向企业实际经营管理所在地主管税务机关申报缴纳投资者应纳的个人所得税,并将个人所得税申报表抄送投资者。”

廉洁从业若干规定》第五条³，国有企业领导人经批准兼职的，不得从兼职企业擅自领取薪酬及其他收入。因此，从合规风险上考虑，未经相关部门批准，作为基金投资决策人员的国企领导也不应纳入强制跟投的人员范围中。

中后台人员是否参与强制跟投则取决于相应人员在投资决策过程中发挥的作用。对于基金规模较小、职能部门层级较少、投资决策流程相对简单的管理人而言，一般由前台投资团队做出投资决策，合规风控等部门的中后台人员对投资过程的参与度较低，在此情况下可以不将中后台人员纳入到强制跟投的范围内。但对基金规模较大、职能部门众多、组织架构复杂、投资决策流程相对完善的管理人而言，合规风控部门可能需要深度参与到投资项目的尽职调查、立项审核中，在此种情形下，合规风控等部门的中后台人员作为控制投资风险的重要参与人员，应当参与到员工跟投中。

第三部分\ 员工跟投的出资

1、资金来源

根据《私募投资基金备案须知》第一条第(七)款⁴，“投资者应当确保投资资金来源合法，不得汇集他人资金购买私募投资基金。”因此，

员工的跟投资金应当来源合法，可以为自有资金，也可以为通过合法途径借入的资金，但不得非法汇集他人资金进行投资。考虑到私募基金的门槛相对较高，对于存在出资困难的员工，管理人需要考虑出台配套的融资政策或提供相应的融资渠道。实践中存在的一种做法是先由管理人为出资困难的员工垫付出资，后续再在该员工的工资、绩效或奖金中分期扣除管理人已垫付的出资，实质上相当于由员工分期缴纳跟投资金，从而缓解一次性出资给员工带来的资金压力和抗拒心理。但管理人需谨慎采取这种为员工垫资的行为，根据《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第四条⁵，私募基金管理人不得直接或者间接从事民间借贷等与私募基金管理相冲突的业务。管理人为员工垫资并且定期在员工工资、奖金中扣款有变相从事民间借贷行为的嫌疑，尤其是管理人在垫资期间收取利息，通过垫资行为获利的，将进一步增加管理人被认定为从事民间借贷“业务”的可能性，进而产生较高合规风险。

3.《国有企业领导人员廉洁从业若干规定》第五条规定：“国有企业领导人员应当忠实履行职责。不得有利用职权谋取私利以及损害本企业利益的下列行为：……(六)未经批准兼任本企业所出资企业或者其他企业、事业单位、社会团体、中介机构的领导职务，或者经批准兼职的，擅自领取薪酬及其他收入……”

4.《私募投资基金备案须知》第一条第(七)款，“投资者应当确保投资资金来源合法，不得汇集他人资金购买私募投资基金。募集机构应当核实投资者对基金的出资金额与其出资能力相匹配，且为投资者自己购买私募投资基金，不存在代持。”

5.《关于加强私募投资基金监管的若干规定》第四条：“私募基金管理人不得直接或者间接从事民间借贷、担保、保理、典当、融资租赁、网络借贷信息中介、众筹、场外配资等任何与私募基金管理相冲突或者无关的业务，中国证券监督管理委员会另有规定的除外。”

2、跟投额度

(1) 跟投额度的设置

就笔者的经验来看,员工跟投的额度一般设置在项目总投资金额的0.5%至30%之间。跟投额度的设置主要取决于员工的出资能力、薪资水平以及基金规模。由于私募基金投资周期较长,且一般采用封闭运作模式,员工用于跟投的资金在流动性上受到较大限制,因此,跟投额度的设置需要考虑员工的实际出资能力。排除个别家境优渥、出资能力较强的员工,管理人更多地需要考虑跟投额度与员工薪资水平、级别、岗位的匹配程度,设置的跟投额度不宜远超员工的整体薪资水平,对不同岗位的员工也需分配不同的跟投额度。

(2) 跟投额度的分配

实践中,投资团队的跟投额度普遍高于中后台人员,在过往案例中,存在投资团队和中后台的跟投额度比例达到8:2的情形。一般管理人在跟投制度中只对跟投额度的分配只需作原则性规定,由于基金负责人或项目负责人对投资项目和员工情况相对而言较为熟悉,因此管理人往往会另行授权相应负责人根据每个部门或每个员工的具体情况,对跟投额度进行灵活调整。对于一些较为优质的投资项目,员工跟投的积极性较高,可能出现员工的意向出资额度超过跟投额度的情形,此种情况下可以优先保证

前台投资人员的跟投份额。但如果出现员工认缴出资额未达到跟投额度的情况,则一般由基金负责人或项目负责人予以补齐。

3、出资进度

项目跟投方案中,为防止与基金产生利益冲突,参与跟投的员工或员工持股平台一般需要和私募基金按相同轮次、相同估值投资于标的公司。在基金跟投方案下,参与跟投的员工作为特殊有限合伙人(以下简称“SLP”)可能与基金中的其他有限合伙人同步实缴出资,但也存在SLP的出资时间与其他有限合伙人不一致的情况,比如管理人会在基金设立后即向其他有限合伙人发送首期缴款通知书,但是只在进行项目投资时才要求SLP实缴出资。此外,SLP与其他有限合伙人的每期出资比例也可能存在差别,比如基金管理人向其他有限合伙人分三期发送缴款通知书,要求其分别按照认缴出资额的30%,30%和40%进行出资,但对SLP只要求其每期按照认缴出资额的5%进行多次小额出资。总体而言,在基金跟投方案下,员工跟投的出资进度以及出资比例的安排需要与基金的其他合伙人进行沟通协调,并根据合伙协议或基金合同的相关约定进行操作。

第四部分\ 费用承担及收益分配

作为向基金提供日常运营、投资管理服务及其他相关服务的报酬，基金管理人有权向投资者收取管理费，并提取一定比例的绩效收益。一般而言，各有限合伙人应按照实缴出资比例向管理人支付管理费，并在收回所有实缴出资及门槛收益后，按照8:2的比例与管理人分享绩效收益。但在员工跟投的情况下，跟投人员兼具投资者和基金管理员工的角色，其既是有限合伙人，也参与到基金的日常运作中，为基金实际提供投资管理、合规风控等服务，因此，在基金合同或合伙协议中，一般约定跟投员工不承担管理费，而且管理人也不向跟投员工收取绩效收益。

在收益分配方面，若采取直接跟投方案，通常由基金或项目公司直接向员工分配跟投收益。但若采取间接跟投方案，跟投收益首先由基金或项目公司向持股平台进行分配，再由项目负责人或基金负责人将持股平台上的所获收益向员工进行具体分配。因此，在间接跟投方案下，管理人可通过再分配的方式灵活调整收益。例如，管理人可以和员工约定收益分配比例与其出资比例不一致；或规定对基金投资项目的亏损负有责任的员工在获取收益前应当扣除一

定金额的责任金；或对不同投资人员负责的项目进行单独核算，使得前台投资人员仅在其负责或参与的项目上获取收益或承担损失。

第五部分\ 跟投员工离职的处理措施

从设立强制跟投制度的目的考虑，即使跟投员工离职，也不得随意转让跟投份额。如果员工可以随意将跟投份额转让给其他人，或擅自要求基金赎回跟投份额，那么员工就可以通过离职来规避投资风险给其自身造成的损失，最终对员工无法起到足够的约束作用，强制跟投的风控效果也会大打折扣。因此，一方面，在员工跟投之前，管理人可以与员工约定跟投的锁定期限，在锁定期限内，员工不得擅自离职，否则需要缴纳一定额度的违约金；另一方面，如确有特殊情况需要进行人事变动，在员工离职前，管理人可以对员工及其所参与的投资项目进行审核，确定员工是否存在损害基金利益的潜在行为以及项目是否存在潜在风险，再进一步决定是否允许离职员工转让跟投份额。

小结

鉴于当前的法律监管体系并未对员工跟投的具体制度安排做出规定，因此，本文主要站在

实务角度上,总结了在设计私募基金员工跟投方案的过程中需要关注的要点。总的来说,员工跟投制度的建立是一项系统性工程,其中需要考虑到管理人的公司文化、内部管理制度、部门组织架构、基金管理规模、员工的薪酬体系及福利待遇等多方面因素。管理人首先需要明确设立跟投制度所欲实现的目标,为跟投方案的设计定好基调,再在自愿跟投或强制跟投的框架下进一步考虑跟投方案的细节性问题,在跟投人员范围、出资、收益分配、跟投退出方式等方面实现员工、私募基金以及外部投资者之间利益的平衡,最终实现私募基金的平稳、高效、良好运作。☞



赵艳春
合伙人
私募基金与资管部
上海办公室
+86 21 6085 3860
zhaoyanchun@zhonglun.com

创业公司如何做好 夫妻财产风险隔离

作者：乔资营、于三雅、林瑶

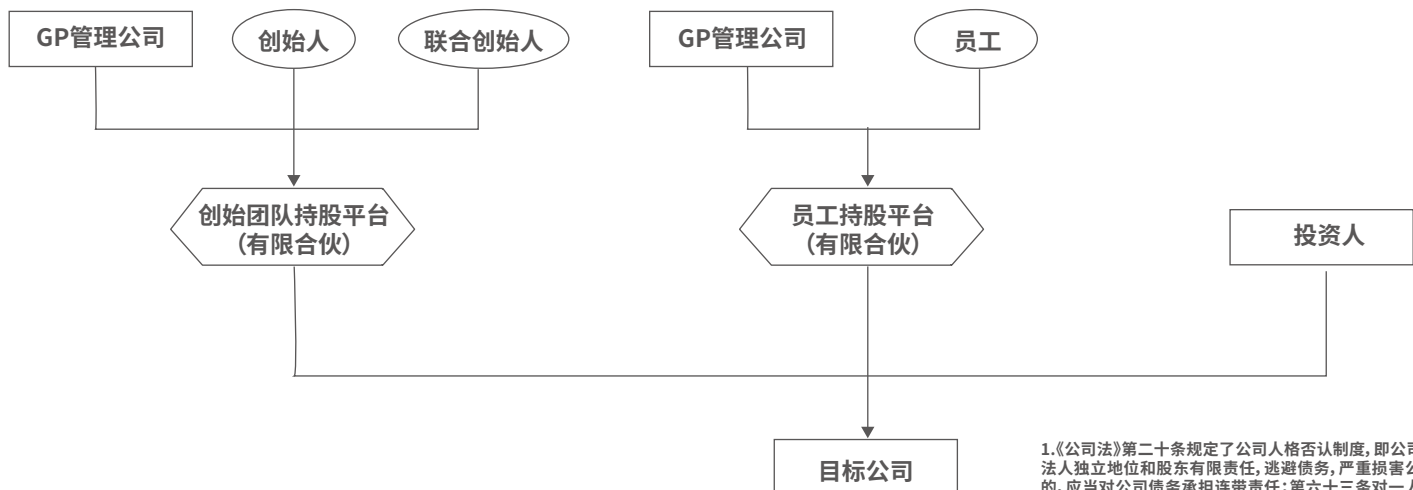


实践中, 夫妻共同创业或者夫妻一方作为创始人的情形广泛存在。对于已婚创始人而言, 在公司股权结构的设计及融资过程中都不可避免地需要考虑到个人创业对家庭的影响, 也应当关注婚姻关系对公司股权结构及未来发展可能产生的影响。本文将从现行法律法规及案例出发, 对股权结构的设计及实践中常见的配偶同意函、创始人债务等法律问题进行初步探讨。

第一部分\ 股权结构的设计: 避免夫妻共同持股

在当前的商业实践中, 出于管理的便利性、税务筹划等考虑, 由夫妻双方共同出资设立有限责任公司(以下简称为“夫妻公司”)作为创始团队持股平台或员工持股平台的普通合伙人(即“GP管理公司”, 详见下图)的股权结构并不鲜见。由夫妻公司出任普通合伙人而非创始人, 以自然人身份直接做普通合伙人的主要原因是

希望进一步隔离创始人的风险, 避免创始人个人作为普通合伙人对持股平台承担无限连带责任。但由于夫妻公司的特殊性, 司法实践中存在将夫妻公司认定为实质意义上的一人有限责任公司(以下简称为“一人公司”)的情形, 从而适用《中华人民共和国公司法》(以下简称为“《公司法》”)关于一人公司人格否认的相关规定¹, 这种情况下, 通过设立有限责任公司来最大限度的隔离创始人个人连带责任的做法之可行性具有不确定性。



1.《公司法》第二十条规定了公司人格否认制度, 即公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任, 逃避债务, 严重损害公司债权人利益的, 应当对公司债务承担连带责任; 第六十三条对一人公司的人格否认进行了更严格的举证责任倒置的规定, 一人公司的股东不能证明公司财产独立于股东个人财产的, 就应当对公司债务承担连带责任。

(一) 夫妻公司适用一人公司人格否认制度之争

就夫妻公司是否应当被认定为一人公司、适用一人公司人格否认制度的问题,理论和司法实践中尚未形成权威、统一的观点:

1. 认为夫妻公司应当定性为一人公司的观点认为,尽管夫妻公司形式上具备了《公司法》所要求的一般有限责任公司的股东人数,但由于我国实行的夫妻财产制度是灵活的共同共有(即在夫妻双方没有特别约定时,夫妻关系存续期间双方所获得和持有的财产均视为共有财产)²,事实上,夫妻公司只存在一个股权,夫妻双方是该单一股权的共同共有人。此外,由于夫妻之间存在利益的一致性,公司内部缺乏分权制衡的内部治理体制,不利于保护债权人的合法利益,产生相关争议时应当适用《公司法》关于一人公司人格否认举证责任倒置的规定。

例如,最高院在熊某、沈某申请执行人执行异议之诉((2019)最高法民再372号)中提出:夫妻双方作为股东的有限责任公司,假如出资都是来自于夫妻共同财产,那么这家名义上有两名股东的有限责任公司,是实质意义上的一人公司。裁判理由为:(1) 股东二人为夫妻,公司设立于双方婚姻存续期间,且双方未提交夫妻财产分割的书面证明,公司的注册资本来源于夫妻共同财产,全部股权实质来源于同一财产权,并为一个所有权共同享有和支配;(2) 夫妻双方

均参与公司治理,双方具有利益的一致性,难以形成有效的内部监督,从而损害债权人利益³。

2. 认为夫妻公司不应被认定为一人公司的观点则认为,不应将夫妻财产一体化完全等同为夫妻人格一体化,财产之共同制与人格之同一性应当区分看待;并且,夫妻公司的股东人数不符合《公司法》关于一人公司的规定⁴,将其认定为一人公司缺乏明确的法律依据。

例如,最高院在泰安市岱岳区新地龙打井服务中心、贾某执行异议之诉((2020)最高法民申6688号)中驳回了原告诉求,认为“即使该公司系作为夫妻的股东二人以夫妻共同财产出资设立,将其定性为一人公司仍缺乏法律依据”。裁判理由为:依据《公司法》第五十七条第二款之规定,一人公司是指只有一个自然人股东或者一个法人股东的有限责任公司。本案中,公司有两名自然人股东,该两人虽系夫妻关系,但仍是两个独立的民事主体,即使是由股东以夫妻共同财产出资设立,将其定性为一人公司,仍缺乏法律依据⁵。

2.《中华人民共和国民法典》第一千零六十五条规定,男女双方可以约定婚姻关系存续期间所得的财产以及婚前财产归各自所有、共同所有或者部分各自所有、部分共同所有。约定应当采用书面形式。没有约定或者约定不明确的,适用本法第一千零六十二条、第一千零六十三条的规定。夫妻对婚姻关系存续期间所得的财产以及婚前财产的约定,对双方具有法律约束力。夫妻对婚姻关系存续期间所得的财产约定归各自所有,夫或妻一方对外所负的债务,相对人知道该约定的,以夫或妻一方的个人财产清偿。

3. 持类似观点的案例还有:高永霞、宁夏金特嘉工贸有限公司合同纠纷案((2020)最高法民申1515号)、义乌市海洋拉链有限公司与江西鑫之海实业有限公司合同纠纷案((2014)赣民二终字第14号)、刘超与陈文浪、黄薇等买卖合同纠纷((2019)渝01民终1653号)、东莞市奇铭实业有限公司与严荣、蒙建平股东损害公司债权人利益责任纠纷案((2020)粤1973民初9634号)、义乌市海洋拉链有限公司与江西鑫之海实业有限公司合同纠纷((2014)赣民二终字第14号)等。

4.《公司法》第五十七条第二款规定,本法所称一人有限责任公司,是指只有一个自然人股东或者一个法人股东的有限责任公司。

5. 持类似观点的案例还有:南京中意轮胎销售有限公司、南京华泰轮胎有限公司与刘平、王冬梅合同纠纷案((2018)苏01民终6172号)、重庆国际复合材料有限公司与李天爱、马俊花等与公司有关的纠纷案((2018)渝民终384号)、王宏伟与山西亚航房地产开发有限公司等民间借贷纠纷案((2019)晋民申1399号)等。

(二) 架构设计与风险隔离

为避免夫妻公司被认定为一人公司、适用一人公司人格否认制度的风险,除非因夫妻系共同创业且基于商业考虑确实需要共同持股设立夫妻公司之外,建议在设立该等有限责任公司时尽可能避免采取夫妻公司的形式,而考虑选择与其他信任的亲友共同持股。对于确需夫妻双方共同持股设立夫妻公司的情形,可考虑从如下方面做好筹划和安排:

1. 做好财产分割安排

虽然家庭成员发起设立有限责任公司时需强制提交财产分割证明或协议的规定已被废止⁶,但法律并不禁止夫妻发起设立有限责任公司时自愿备案财产分割证明或协议。为避免夫妻公司被认定为一人公司,建议夫妻双方在出资设立夫妻公司时,对夫妻财产进行分割,并将财产分割证明或协议加入工商登记备案资料中。

就财产分割的安排,一方面,双方无需对所有财产都进行分割,可以仅对双方分别用于对夫妻公司进行出资的财产的归属进行约定,明确各自的出资并非来源于夫妻共同财产即可;另一方面,由于司法实践中认为将股权分别登记在各自名下的行为不当然构成对夫妻共同财产分割的约定⁷,建议以书面协议的方式约定二人出资的财产来源、持股比例及登记在各自名下的股权分别归各自所有。

此外,在公司融资过程中,可以在相关交易文件中就作为创始人的夫妻双方各自持有的夫妻公司的股权归个人所有而非夫妻共同财产这一事实进行强调。

2. 完善夫妻公司的治理机制

在夫妻公司章程等文件中明确约定双方的经营管理权力范围,强化内部监督,建立健全执行夫妻公司内部治理机制,包括但不限于:

(1) 完善股东会、董事会/执行董事、监事会(会)的设置,就夫妻公司各项决策形成书面记录;

(2) 制定规范的财务会计制度,聘任独立的财务工作人员建立规范的会计账簿,保留完整的会计凭证⁸,按照《公司法》规定在每一个会计年度终了时编制财务会计报告,若条件允许还可以聘请会计师事务所进行审计。

3. 做好股东个人与夫妻公司之间的财产隔离

为避免被认定为股东个人财产与夫妻公司财产混同,一方面,股东个人账户应与夫妻公司账户收支分离,不通过个人账户收取夫妻公司的往来款项;另一方面,如确实需要与夫妻公司

6.《公司登记管理若干问题的规定》(国家工商行政管理局令第83号)第二十三条规定,家庭成员共同出资设立有限责任公司,必须以各自拥有的财产作为注册资本,并各自承担相应的责任,登记时需提交财产分割的书面证明或者协议。该规定已于2006年6月23日被《国家工商行政管理总局关于废止有关工商行政管理规章、规范性文件的规定》废止。

7.参见熊少平、沈小霞申请执行被执行人执行异议之诉再审查(2019)最高法民再372号、刘超与陈文浪、黄薇等买卖合同纠纷((2019)渝01民终1653)等案例。

8.即使未被认定为一一人公司,法院对于夫妻公司人格独立的判断也通常较其他有限责任公司严格。参见陆叶与张家港市阳光钢化玻璃有限公司、上海叶欣玻璃制品有限公司等买卖合同纠纷((2020)苏民申7488号),江苏省高级人民法院认为:对于股东仅为二人的夫妻公司,基于二人特殊的身份关系,对于公司人格独立的判断相较其他有限责任公司应更为严格。由于被告未提供证明基础法律关系的证据与款项交易相印证,其二审提交的现金日记账和银行明细账仅为单方记载,真实性和完整性均无法确认,被告存在滥用公司独立地位致股东与公司财产混同的情形,应对公司债务承担连带清偿责任。

有资金往来,亦应尽可能以规范的名目记录该笔款项,避免产生名目不清或无偿的资金往来。

第二部分 股权结构的稳定性:配偶同意函

公司融资过程中,为避免创始人婚姻状态对公司股权结构的稳定性产生不利影响,即使未作为公司直接或间接持股主体,创始人配偶也往往需要配合签署配偶同意函。

(一) 配偶同意函的内容及效力

根据项目具体情况的不同,配偶同意函的内容及侧重点各有不同。在目前的实务中,无论是境内或境外架构,无论是否包括协议控制⁹的安排,配偶同意函中通常都包括以下几个方面的内容:

就下表中第1点而言,根据《中华人民共和国民法典》(以下简称“《民法典》”)的相关规定,夫妻双方可以通过书面方式约定婚姻关系存续期间所得的财产以及婚前财产归各自所有、共同所有或者部分各自所有、部分共同所有,约定应当采用书面形式;没有约定或者约定不明确的,视为共同所有。因此,配偶同意函中关于放弃股权及对应的股东权益的承诺,如无证据证明并非双方真实意思表示,在法律上通常会被视为夫妻双方对婚姻存续期间创始人一方所获得的股权及股权收益的合法有效的约定。

就下表中第2点和第3点而言,鉴于已在第1点中确认公司股权及对应的股东权益均归创始人单独所有,在此基础上,创始人作为公司股东

9.指VIE (Variable Interest Entity) 架构,其控制协议通常包括《股权质押协议》、《授权委托书》、《独家购买协议》、《独家业务合作协议》以及《配偶同意函》等。

| 序号 | 内容 | 常见表述 |
|----|---------------------|--|
| 1 | 对创始人所持股权的单方放弃 | “本人承诺任何情况下不对创始人直接或间接持有的公司股权及该等股权对应的股东权益提出任何主张。” |
| 2 | 知悉并认可融资相关交易文件的签署、履行 | “创始人有权签署、履行及进一步的修改或终止交易文件/控制协议,无须取得本人授权或同意,并承诺采取一切行动(如需)以支持前述交易文件的生效和履行。” |
| 3 | 如取得公司股权,承诺受到交易文件的约束 | “如因任何原因取得公司股权,同意受到交易文件/控制协议的约束,遵守交易文件下的义务,且为此目的,如投资方提出要求,本人应签署格式和内容与交易文件/控制协议相同的文件。” |

签署及履行相关协议无须经其配偶同意属于应有之义,约定对交易文件的知悉、认可及如取得股权同意遵守相关文件,是进一步的兜底性承诺,且未违反法律法规的强制性规定。

(二) 建议

配偶承诺函的设计初衷并不在于剥夺创始人配偶的权利,而是为了保障公司股权结构的稳定。因此,在签署配偶同意函的过程中需要综合考虑各方权益,注重创始人与其配偶之间利益的平衡。具体而言:

一方面,在签署方式上,出于双方权益的平衡,兼顾配偶配合签署的意愿,相较于单方承诺的方式,可以考虑由创始人与配偶双方共同签署;

另一方面,在配偶同意函的内容和表述上,应合理措辞,尽可能避免过于强势或严苛,体现较为对等的权利义务。除常见的配偶单方放弃权益的承诺及不作为义务外,可以考虑相应约定创始人配偶所享有的权利及免责条款,例如:与对权益的放弃相对应,强调风险的隔离和责任的免除,约定公司经营及发展过程中创始人可能承担的责任均与创始人配偶无关。

第三部分\

夫妻财产风险隔离:创始人债务

公司融资过程中,投资人出于风险控制的考虑,通常会要求创始人及公司在特定情况下承担股权回购义务、反稀释保护义务或就违约事项承担连带的赔偿责任,创始人因此存在背负潜在债务的可能。多数情况下,投资人可以接受创始人就前述债务设定责任上限,即以其在公司所持股权的变现价值为限,避免触及创始人的其他个人财产,但这一约定往往需要排除创始人存在欺诈、故意等情形。因此,若交易文件中未明确创始人责任的上限或极端情况下发生了前述责任上限的例外事项,创始人将可能产生个人债务,进而存在引发夫妻共同承担债务的风险。

(一) 夫妻共同债务风险

根据《民法典》的相关规定,夫妻债务认定遵循“共债共签”规则。根据该规则,满足以下条件之一的债务应认定为夫妻共同债务:(1)夫妻双方共同签名或者夫妻一方事后追认的;(2)债务成立于婚姻关系存续期间,虽以夫妻一方名义签署,但债务为家庭日常生活需要所负;或(3)债务成立于婚姻关系存续期间,虽以夫妻一方名义签署且超出家庭日常生活需要,但债权

人能证明该债务用于夫妻共同生活、共同生产经营或基于夫妻双方共同意思表示的。

上述规则的出台从很大程度上避免了未参与公司运营的创始人配偶承担因运营公司签署公司交易文件而产生的潜在创始人债务。但具体而言,仍需要注意一下几个方面:(1)配偶同意函中往往会明确创始人配偶对相关协议的签署知情并同意,视乎具体内容,配偶同意函的签署可能构成“事后追认”;(2)何为“家庭日常生活需要”的审查标准通常需结合负债金额大小、家庭富裕程度、夫妻关系是否安宁、当地经济水平及交易习惯、借贷双方的熟识程度、借款名义、资金流向等因素综合予以认定¹⁰,不能完全排除据此被认定为属于夫妻债务的可能;(3)对于超出“家庭日常生活需要”的情况,何为“用于夫妻共同生活、共同生产经营”,目前并没有统一的规定或裁判标准,部分地区将“举债期间家庭购置大宗财产或者存在大额开支情形”作为认定为夫妻共同债务的情形之一¹¹,因此如这期间存在诸如购置房产等常见的事项,亦存在据此认定夫妻公司债务的可能。由此可见,即使创始人配偶未参与公司经营管理,仍存在“因分享了经营、投资收益”或“负债期间购置大宗资产”而需就创始人债务承担连带责任的风险。

(二) 建议

为实现夫妻财产风险隔离之目的,建议创始人,除如上文所述在配偶同意函中约定创始人配偶的免责条款外,同时在交易文件的相关条款中明确约定相关债务系为公司的发展而产生,由创始人单独承担,与创始人配偶无关,不属于夫妻共同债务。除此之外,创始人还可以考虑提前做好家庭财产规划,通过家族信托、保险等多种方式对家庭财产设置多样化的风险隔离安排。¹²

10.例如:天津市高级人民法院印发的《天津法院民间借贷案件审理指南(试行)》(津高法〔2020〕22号)规定,认定借贷款项是否属于家庭日常生活需要所负债务,重点审查以下几个方面:(1)家庭日常生活需要应当考虑夫妻双方的职业、身份、资产、收入、兴趣、习惯、家庭人口等情况进行判断;(2)借贷款项是否用于食品、衣着、家庭设备用品、维修服务、医疗保健、交通通信、文娱教育及服务、居住、其他商品和服务等八类家庭消费支出;(3)家庭日常生活需要是否超过上一年度天津居民人均消费支出三倍;(4)其他因家庭日常生活需要所负的债务。浙江省高级人民法院《关于妥善审理涉夫妻债务纠纷案件的通知》(浙高法〔2018〕89号)则明确指出单笔举债或对同一债权人举债金额在20万元(含本数)以下的可作为认定“为家庭日常生活需要所负债务”的考量因素。

11.就这一情形,江苏省高级人民法院《家事纠纷案件审理指南(婚姻家庭部分)》(2019.07.18起实施)中强调举债期间家庭购置大宗财产或者存在大额开支情形且夫妻双方无法说明资金来源。浙江省高级人民法院《关于妥善审理涉夫妻债务纠纷案件的通知》(浙高法〔2018〕89号,2018.05.23起生效)则只要求负债期间购置大宗资产等形成夫妻共同财产。



乔资营
合伙人
私募基金与资管部
北京办公室
+86 10 5957 2040
jackqiao@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。