

九民纪要视角下对赌协议的裁判思维探究

杜健荣

广西大学法学院, 广西 南宁

收稿日期: 2022年9月6日; 录用日期: 2022年10月18日; 发布日期: 2022年10月25日

摘 要

对赌协议在我国风险投资市场应用广泛, 其相关商事纠纷不可避免, 为了研究我国法院对对赌协议的裁判思维, 文章以《九民纪要》为视角, 分析《九民纪要》中构建起对原则性裁判思路。通过对经典案例“海富案”与“华工案”的考察, 分析得出裁判思维的演变由“竖切法”到“二分法”、审理关注点由契约性转向组织性以及商事审判思维的重新确立。在之后的商事裁判中, 要更加保障商事主体的自主权, 构建统一的商事制度, 秉持商事裁判思维和规则。

关键词

对赌协议, 商事审判, 思维

Research on the Judgment Thinking of Gambling Agreement from the Perspective of the 9th National Court's Civil and Commercial Trial Work Conference Minutes

Jianrong Du

School of Law, Guangxi University, Nanning Guangxi

Received: Sep. 6th, 2022; accepted: Oct. 18th, 2022; published: Oct. 25th, 2022

Abstract

Gambling agreements are widely used in China's venture capital market, and its related commer-

cial disputes are inevitable. In order to study the judgment thinking of Chinese courts on gambling agreements, this paper analyzes the construction of principled judgment thinking in the 9th National Court's Civil and Commercial Trial Work Conference Minutes from the perspective of the 9th National Court's Civil and Commercial Trial Work Conference Minutes. Through the investigation of the classic cases "Haifu case" and "Huagong case", it is concluded that the evolution of judgment thinking has changed from "vertical cut" to "dichotomy", the focus of trial has changed from contractual to organizational, and the thinking of commercial trial has been established. In the subsequent commercial adjudication, we should protect the autonomy of commercial subjects, build a unified commercial system, and uphold the thinking and rules of commercial adjudication.

Keywords

Gambling Agreement, Commercial Trial, Thinking

Copyright © 2022 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 对赌协议的概念界定

1.1. 对赌协议的含义

对赌协议源于商业活动的创新，其一词最早源于英美法系国家，又被称为估值调整机制(VAM)，主要应用于风险投资市场[1]。在商事活动中，以当事人手中持有的股权为交易筹码，以当事人的自主安排为基础，从而达到投资者和融资者的最佳资产配置。

1.2. 《九民纪要》中的对赌协议

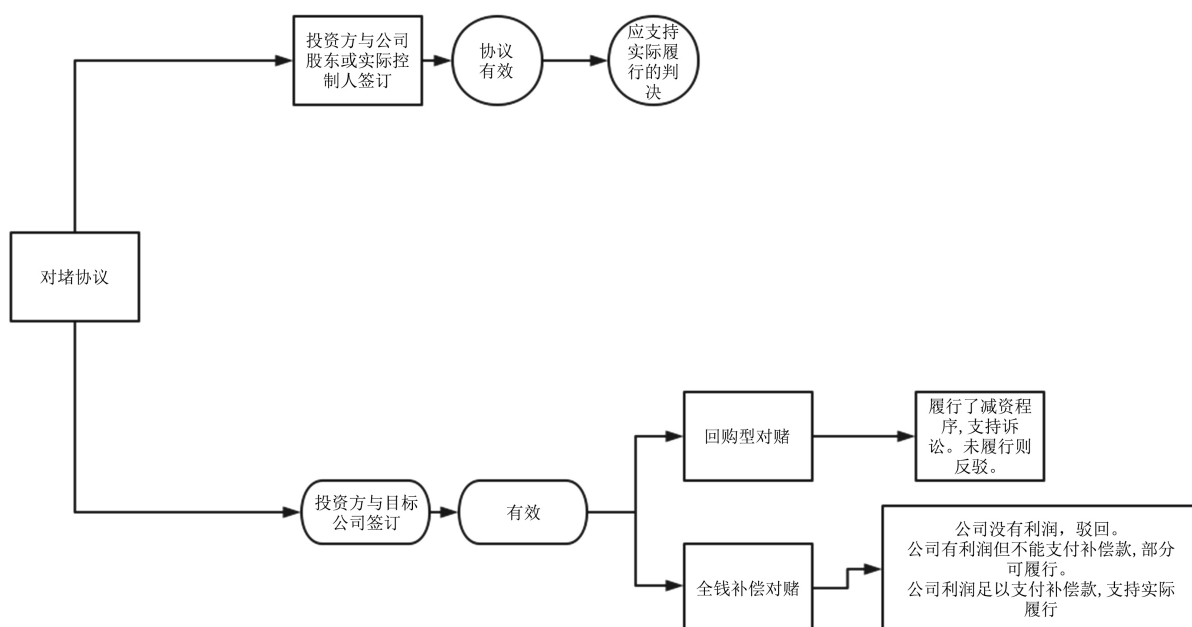


Figure 1. A mind map of the judgment thinking for Gambling Agreement

图 1. 对赌协议裁判思维图

对赌协议是商事活动当事人之间自主安排的产物，系无名合同，只能依据合同总论及民法基础理论对对赌协议进行规制。此种情形下，对赌协议进入诉讼后，法院会因无相关法律规定和既有判例作为参考而判决不一，出现同案不同判的现象，既会损害司法公信力，也会妨碍我国市场投融资的良性运转。基于此种背景，最高人民法院出台《九民纪要》，对对赌协议作规范，统一裁判思路。

《九民纪要》对对赌协议的定义、主体、适用规定等做出了原则性规定，要求在司法审判中，对对赌协议的审视中要注重合同法规制，更要集中于公司法的约束；同时，要以鼓励投资高新科技创业为导向，做好对投资者、目标公司和债权人之间的利益平衡¹。原则性裁判思路如图1。

2. 对赌协议裁判思维演变

2.1. 对经典案例的再考察

2.1.1. 苏州海富案

苏州海富与甘肃世恒、香港迪亚签订投资协议，约定苏州海富向甘肃世恒增资，其中一部分计入注册资本，其他的用于资本公积金。协议约定甘肃世恒利润未达要求，甘肃世恒必须向苏州海富进行赔偿，香港迪亚公司承担补充责任。后甘肃世恒未达要求，海富公司向法院起诉要求按照约定进行赔偿²。

兰州市中院认为投资协议系双方真实意思表示，但就对赌条款违法了《中外合资经营企业法》³及《公司法》的强制性规定，因《合同法》合同无效的引致条款而应属无效⁴，因此苏州海富的诉讼请求不被法院支持。二审兰州市高院经认为，双方的投融资订立的利润绩效条款没有违法相关法律规定，合法有效。但投资协议的估值调整条款实质为借贷关系，依法应当被认定为无效；而计入资本公积金的投资款应为借贷⁵，甘肃世恒与香港迪亚应予返还该部分投资款及其利息。最高人民法院在审理时，认可了上述两级法院的判决，也认为苏州海富和甘肃世恒的对赌条款无效，但是和其他主体签订的对赌条款不因合同效力而无效。

“海富案”作为“中国对赌协议第一案”，其在审理过程中确立的“竖切”式认定，即对赌主体决定条款效力成为我国此后类似案件的“金科玉律”[2]，直到《九民纪要》的出台。以如今之视角去审视此案，笔者认为最高人民法院对此案对说理不够充分，尤其是对条款损害公司及债权人利益上，并未就损害进行精确说理。在商事活动中，投资者对某一公司进行投资，一般情形下可以大幅度提高该公司的偿付能力，且对赌条款的安排能保证双方利益的最大化；对赌条款是否损害该公司利益，应与该公司是否达成协议要求有关，最高人民法院直接做出对赌条款无效的认定，其缺乏法律逻辑支撑。最终，最高人民法院仅将对赌协议简单“竖切”为目标公司与目标公司股东，强行割裂对赌协议的因果关系，造成审判逻辑难以自洽。因而，海富案的裁判思路并未触及对赌协议的效力与履行问题，对对赌协议的实质问题并未深入研究。

2.1.2. 江苏华工案

江苏华工与扬州锻压及其股东订立投资协议。协议约定华工向扬州锻压增资，若锻压未达成目标，

¹ 《最高人民法院关于印发<全国法院民商事审判工作会议纪要>的通知》，法(2019)254号，2019年11月8日发布。

² 补偿金额计算公式为：补偿金额 = (1 - 2008年实际净利润/3000万元) × 本次投资金额。

³ 《中外合资经营企业法(2001年修正)》第8条第1款：“合营企业获得的毛利润，按中华人民共和国税法规定缴纳合营企业所得税后，扣除合营企业章程规定的储备基金、职工奖励及福利基金、企业发展基金，净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配。”，该法律已废止。

⁴ 苏州工业园区海富投资有限公司诉甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波公司增资纠纷案，兰州市中级人民法院民事判决书(2010)兰法民三初字第71号。

⁵ 《最高人民法院关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》(法经发(1990)27号)第4条第2项：“企业法人、事业法人作为联营一方向联营体投资，但不参加共同经营，也不承担联营的风险责任，不论盈亏均按期收回本息，或者按期收取固定利润的，是为联营，实为借贷，违反了有关金融法规，应当确认合同无效。”

华工有权要求锻压回购华工所持其股权⁶，并尽力配合。投资协议订立后，扬州锻压由有限责任公司变更为股份有限公司，并通过新章程。后江苏华工向扬州锻压提出股权回购请求，扬州锻压不同意后，江苏华工向法院提起诉讼，请求扬州锻压及其股东回购江苏华工所持股权，并支付相应利息、罚息。

一审法院经审理认为，诉求不属于《公司法》规定回购的情形，回购条款违法，且目标公司改制后的新公司章程所规定的股权回购情形不包括本案的争议行为，又因该条款违反资本维持原则，应属无效⁷。因此一审法院判决驳回江苏华工的诉讼请求。二审法院裁判思路与一审法院保持一致，驳回华工的上诉请求，维持原判。⁸再审法院经审理认为，首先是新章程并没变更投资协议，华工回购合法。其次，投资协议签订投资协议并不违反法律、行政法规的强制性规定，故对赌条款合法有效，扬州锻压应当承担股权回购义务，其他股东承担连带责任。最后，法院认为依据对赌条款履行股权回购义务不会危及扬州锻压的偿债能力，其债权人利益不会因此受到损害，对赌条款具备法律和事实上地履行可能性。综上，再审法院判决扬州锻压应当履行股权回购款的支付义务，其股东就该义务承担连带清偿责任单。

本案中一审和二审法院都沿用海富案所确立的裁判思维，直接认定对赌条款无效。再审法院并未简单采用“竖切法”对对赌条款进行暴力认定，而是具体问题具体分析，其裁判沿“明确股权回购义务人——判断投资协议能否被扬州锻压公司章程所变更——对赌条款是否有效——股权回购是否能够履行——确定扬州锻压公司及其股东的责任范围”对思维进行审理。“华工案”标志着我国法院从海富案“竖切式”的审判思维转变为对赌协议效力、履行二分的审判思维，表明我国的商法审判思路在发生转变和拓展。

2.2. 对赌协议商事裁判思维的演变分析

2.2.1. 从“竖切法”到“二分法”

海富案中对对赌协议“竖切式”的认定，其实质是我国长期以来对负担行为、处分行为边界含糊不定的呈现⁹。在对赌协议中，负担行为就是双方订立对赌协议的行为，而对赌协议存在两次处分行为——第一次为投资入股，第二次为对赌条款触发时的股权回购或金钱补偿等估值调整行为，对赌协议的司法争议即主要集中于第二次处分行为。

在我国，法官对商事活动的认知受规范影响，比如认定资本维持是保障法人地位的前提，而《公司法》第35条、第142条的规定则是资本维持的具体体现。法院一般会混淆对赌协议对履行和效力，简单认为对赌协议有滥用股东权利、损害目标公司利益、损害公司债权人利益之嫌，来否定对赌协议的效力。

笔者认为，对赌协议作为投融资双方就估值、回购等事宜做出的自主安排，系投融资双方经过理性思考后做出的自由商事行为，对赌条款作为其中一环起着估值调整作用，投资者视其为风险控制、保障投资安全的保证。对赌条款之目的不在于损害公司及其债权人利益，扩大经营风险，事实上目标公司的利益在公司对管理与经营[3]。投资者的请求权基于投前对赌协议的订立，而非其股东身份，目标公司及

⁶ 回购价款计算公式：回购股权价款 = 江苏华工投资额 + (江苏华工投资额 × 8% × 投资到扬州锻压实际月份数/12) — 扬州锻压累计对江苏华工进行的分红。

⁷ 根据投资协议约定的股权回购主体为扬州锻压，江苏华工要求扬州锻压股东回购股权的诉求没有合同依据。根据法律规定，公司回购股权须基于法定情形且须经法定程序，江苏华工与扬州锻压的股权回购约定，不属于《公司法》允许回购的4种法定情形，回购条款违反法律的禁止性规定；且该回购条款使江苏华工脱离扬州锻压实际经营情况获得约定收益，规避投资风险，损害了扬州锻压及其股东、债权人的合法权益，违反公司法资本维持原则，回购条款属于无效条款。此外，扬州锻压整体改制时的新公司章程对公司回购情形做出具体约定，构成对投资协议回购条款的否定，江苏华工应当受到公司章程的约束。参见江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司等公司收购股份纠纷，江苏省扬州市邢江区人民法院民事判决书(2016)苏1003民初9455号。

⁸ 江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司等公司收购股份纠纷上诉案，江苏省扬州市中级人民法院民事判决书(2017)苏10民终2380号。

⁹ 朱庆育，民法总论[M]，法律出版社2016年版，第153页~第161页。

其股东、债权人往往在投资时已因高溢价投资款获益，因此投资者行使请求权并未滥用股东权利，也不会导致权利义务不对等。以华工案为转向、经由《九民纪要》的出台最终确立对赌协议效力和履行的“二分法”的审判思维。

2.2.2. 对赌协议的审理从契约性转向组织性

法院对对赌协议的审理难点之处在于其既要适用合同法等这种契约法，也要适用公司法等这种组织法，两者还会出现竞和，这是法院审理的一大难点。在“海富案”之前与之后一段时间的审判中，法官基本都把这两者混淆一谈，在寻求效力认定的时候，将履行的损害和效力认定混同，从而粗暴认定对赌协议无效，这就是没有将审理要点转向组织法方向。笔者认为，法院对对赌协议的审理由契约性转向组织性，法院的审理视野扩大，更多的关注组织法视角下对赌协议安排的意思自治与自主安排，有助于法院贯彻“二分法式”的裁判思维，正确认识对赌协议与股权回购等履行行为，正确处理对赌协议效力与对赌条款履行之间的关系，从而更大激发市场经济的活力。

2.2.3. 裁判思路由民事思维转向商事思维

我国民事思维的碰撞，在对赌协议这一无名合同中展现得十分明显。在海富案等早期对赌协议案件中，一般认定对赌协议无效¹⁰，与此同时，法院矛盾心态也暴露得十分明显，海富案的二审法院的审理思维就体现得很明显¹¹，根据《公司法》规定，资本公积金只能用于公司扩产或增资，不能另作他用¹²，这种矛盾就是法院在民事思维与商事思维之间犹豫不决的体现。因此，相较于民事法律，商事规范更加注重经济性，商事主体和商事活动的逐利性使得公平往往让位于意思自治[4]。

《九民纪要》颁布后，商事审判思维靠近商事思维，是裁判者对双方意思自治下的充分尊重，这样才会得到公平、正义的裁判结果。积极运用商事思维审理对赌案件，结合公司实际经营情况，综合考量目标公司及其股东、债权人利益，判断对赌协议可履行性问题，从而促进资本市场等良性运转。

3. 对我国对赌协议商事裁判之建议

3.1. 保障商事主体的自主权

在市场经济下，商事主体所进行等商事活动，都是在自身利益最大化对判断下所做出的，对赌协议亦属于此。我国目前并没有商法典，而是实行的“民商合一”，对对赌协议对审查既要注重合同法等契约法，也要注重公司法等组织法。《九民纪要》出台后，法院对对赌协议的裁判思维建立在双方对意思自治上，但商事活动是灵活且多变的，基于此，我国法院在审查完对赌协议无违反法律、行政法规的强制性法律规定后，应当充分尊重商事主体的自主安排，保证双方的利益平衡，促进市场经济的活跃。

总而言之，法院在审判时，应秉持公平正义让位于商事主体的自主安排，保障商事主体的自主权。

3.2. 商事制度的统一化

商事审判思维是要求审判人员从商事惯用习惯上出发来审理相关案件，但我国商事制度的规定十分分散，也受我国商事法律规范较为零散的原因影响。笔者不是说改变我国民商立法合一的立法模式，而是将一些分散于各个法律规范中相联系的制度进行统一，比如在公司法和破产法中有相联系的规定进行

¹⁰ 法院多认为对赌协议致使投资方的收益脱离目标公司的经营业绩，违反投资风险收益共担原则，将导致投融资双方的利益显著失衡。

¹¹ 引用一方面以遵守资本维持原则、保护债权人利益为名否定对赌条款效力，另一方面要求融资方返还投资款的溢价部分归入资本公积金部分。

¹² 《公司法》(2018年修正)第168条第1款：“公司的公积金用于弥补公司的亏损、扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。但是，资本公积金不得用于弥补公司的亏损”。

统一，这样有利于审判人员的裁判思路的畅通，可以说，相关制度的统一有利于裁判思路的统一，更利于审理商事案件。

3.3. 始终秉持商事裁判思维

受制于我国民商合一的立法模式，长期以来我国法院对商事案件的审判常常被民事思维所代替。在《九民纪要》出台后，就一些领域内的商事案件，从原则上规定了相关案件的裁判思维，这是我国法院在审理商事案件上的一大进步。我国隶属成文法系国家，法院的审判须以相关规范为基准，且长期以来形成的审判思维不容易改变，为了防范今后在商事活动中所订立的“陌生”协议用民事思维进行审判，笔者认为在法院系统内部应大力提倡用商事审判思维去审理商事案件，这样既可以促进经济的发展；也能符合同案的司法要求。因而，法院的审判人员需要抱有商事审判思维，才能处理复杂多变的商事诉讼纠纷。

4. 结语

我国对对赌协议的裁判思路是一个渐进的过程，《九民纪要》的颁布，使得我国法院对对赌协议的裁判逐步走向正轨。受制于我国对立法模式，商事法律分布松散，我国商事审判思维的推进是较为艰难的，但在频繁的商事活动推动下会不断革新裁判观念，尊重商事主体的意思自治和自主安排，保障利益最大化。我国法院需秉持商事裁判思维去审理商事案件，促进商事主体之间的利益平衡。

参考文献

- [1] 王倩. 九民纪要视角下对赌协议的新型裁判路径探究[J]. 河北企业, 2022(6): 118-120.
- [2] 龙宛燃. 对赌协议履行路径研究——以《九民纪要》第五条为视角[J]. 黑龙江人力资源和社会保障, 2022(13): 85-87.
- [3] 山茂峰. 论公司对赌义务履行的绝对性——以反思“九民纪要”第5条为线索[J]. 财经法学, 2022(3): 164-178.
- [4] 王才伟, 林佰周. 对赌协议的司法规制省思及路径探索[J]. 合肥工业大学学报(社会科学版), 2022, 36(1): 135-144.