

对赌协议之履行不能问题研究

张 翔

澳门科技大学法学院, 澳门

收稿日期: 2023年11月10日; 录用日期: 2023年11月17日; 发布日期: 2024年1月11日

摘 要

从“海富案”确立与公司对赌无效、与股东对赌有效的裁判思路,到“瀚霖案”最高法认定公司可承担担保责任的裁判思路,再到“华工案”江苏省高院明确认可与公司对赌有效的司法判决。2019年,最高人民法院终于出台了《全国法院民商事审判工作会议纪要》(后简称“九民纪要”),在纪要第二章第一节中对对赌协议的效力及履行做出规定,确立了对公司的对赌协议有效这一规则。但在实践中,目标公司难以做出减资决议,该协议常常无法实际履行。

关键词

对赌协议, 履行不能, 股权回购

Research on the Problem of Failure to Perform the Valuation Adjustment Mechanism

Xiang Zhang

Faculty of Law, Macau University of Science and Technology, Macau

Received: Nov. 10th, 2023; accepted: Nov. 17th, 2023; published: Jan. 11th, 2024

Abstract

From the “Haifu Case”, which established the judgment idea that betting against the company is invalid and betting against the shareholders is effective, to the “Hanlin Case”, the Supreme Court’s judgment idea that the company can bear the guarantee liability, and then to the “Huagong case”, the Jiangsu Provincial High Court clearly recognized the judicial decision that betting against the company is effective. In 2019, the Supreme People’s Court finally issued the *The Summaries of the National Conference for Work of Courts on the Trial of Civil and Commercial Cases* (later referred to

as the “Nine People’s Minutes”), which stipulated the validity and performance of the gambling agreement in the first section of the second chapter of the minutes, and established the rule that the gambling agreement is effective for the company. In practice, however, it is difficult for the target company to make a decision on capital reduction, and the agreement is often not actually implemented.

Keywords

Valuation Adjustment Mechanism, Failure to Perform, Share Repurchase

Copyright © 2024 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. 引言

对赌协议效力的认定在我国经历了相当曲折的过程,从“海富案”到“瀚霖案”再到“瀚霖案”,对赌协议的效力在学界和实务界引起了激烈的讨论。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》(后简称“九民纪要”),对公司的对赌协议有效这一规则终于确立。《九民纪要》的这些规定主要是围绕贯彻资本维持原则和保护债权人合法权益原则而制定,但这也最终造成了对赌协议往往履行不能这一局面。根据《九民纪要》的规定,履行不能的法律后果为法院驳回投资方的诉讼请求。在现金补偿型中,若目标公司后期有利润时,投资方可以再对此提起诉讼。

现今,如何平衡对赌协议多方当事人的利益,寻求对赌协议中意思自治与资本规制的平衡,仍然是一个值得研究的问题。本文将通过分析相关的司法裁判案例以及《九民纪要》中存在的问题,对其履行途径进行进一步创新,探寻化解对赌协议履行困境的方法,以更好地实现对赌协议解决目标公司融资难的功能。

2. 对赌协议的基本概述

2.1. 概念

对赌协议这一词汇(Valuation Adjustment Mechanism)出现在2008年金融危机之后,准确翻译应为“估值调整机制”,但我国实践中通常称其为“对赌协议”。最高人民法院出台的《九民纪要》中是这么定义的:实践中俗称的“对赌协议”,又称估值调整协议,是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时,为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议。

简单来说,就是投资方与融资方达成的就合同履行过程的不确定性进行磋商,设置财务或非财务业绩指标,若一方触动对赌指标时另一方有权对目标公司进行重新估值并要求对方进行股权或现金补偿的股权融资合同。对赌协议通常分为与公司的股东进行对赌以及与目标公司进行对赌等类型,本文中仅讨论与目标公司对赌这一类型。

2.2. 对赌协议的意义

2.2.1. 对评估偏差的弥补

对赌协议受欢迎最主要的原因就是,公司之间因为信息不对称而使得投资方在融资时对目标公司

的估值偏差过大，而对赌协议可以弥补这种偏差。投融资方在谈判时，目标公司通常可能存在将本应当披露的重大事项进行隐瞒的情况，这样就可以获得对方更高的估值和融资。当投资者处于这种对公司信息获取的不利地位时，通过与其签订“对赌协议”，就可以在后续的投融资和生产经营过程中进行调节。

2.2.2. 促进公司间的投融资

公司间签订对赌协议也有利于促进市场投融资的活跃。投资方借助“对赌协议”这一工具，可以最大程度地降低投资风险。融资方签订对赌协议后可以得到投资方的投资，使公司的原股东们在即使股权比例变小的情形下，仍然可以为达到协议约定内容的目的而努力工作。这对于激发企业的经营活力起到了很好的促进作用，也极大地推进了整个市场的投资活动。

3. 对赌协议效力问题的裁判思路变化

公司之间签订对赌协议是否有效，在之前十年左右的时间引起了学界和实践中的激烈讨论，司法裁判思路也经历了一番变化。下文主要针对三个典型案例，对我国司法实践中对于对赌协议效力问题态度的变化进行探讨。

3.1. 海富案：与公司对赌无效，与股东对赌有效

海富案，即苏州工业园区海富投资有限公司(下称“海富投资”)诉甘肃世恒有色资源再利用有限公司(下称“世恒公司”)增资纠纷案¹，被媒体称为“对赌协议第一案”，最高人民法院于2012年11月7日审结，是最高人民法院对国内审理的首例PE(私募股权投资)对赌协议案件。

2007年，后改名为世恒公司的众星公司、海富公司、迪亚公司、陆某四方签订了《增资协议》，该协议特别约定，若世恒公司2008年末达协议约定的业绩目标则海富公司有权要求世恒公司按协议约定方式计算并支付补偿金，如世恒公司未能履行此协议，则海富公司有权要求迪亚公司进行履约。2009年，海富公司起诉要求世恒公司、迪亚公司和陆某向其支付补偿款。

该案历经了一审、二审，并由最高法再审提审。最高法最终判决与股东迪亚公司对赌有效。其裁判依据是，《增资协议书》中的业绩补偿条款使得世恒公司脱离其的经营业绩，损害了公司利益以及公司债权人的利益，所以应为无效。而迪亚公司对于海富公司的补偿承诺并不会损害公司及公司债权人的利益，也不违反法律法规禁止性规定，所以有效。

这样海富案就确立了“与公司对赌无效，与股东对赌有效”的裁判思路。

3.2. 瀚霖案：与公司对赌无效，但公司可承担担保责任

海富案后，与公司对赌无效已经成为法院判决的标准。但是实践中还有部分对赌是以由公司承担担保责任的形式约定，而并未直接定义为对赌条款。虽然由公司承担担保责任严格意义上并不能成为与公司对赌，但法院最开始对于公司担保的效力也是持不同的观点，直到瀚霖案最高人民法院对该案件进行了判决，认可了公司担保的效力。

2011年，瀚霖公司、强某、大股东曹某三方共同签订了《增资协议》及《补充协议》。协议约定，如瀚霖公司未在协议约定期限内实现IPO上市，强某有权要求曹某按协议约定的方式回购其所持瀚霖公司股权，且瀚霖公司为曹某的回购提供连带责任担保。后因瀚霖公司未实现约定内容。

该案同样历经一审、二审，并由最高法再审提审。最高院认定，经公司内部决策程序的对赌担保有效，只要公司担保经过有效的内部决策程序即可让公司实质参与对赌。最终法院判决目标公司瀚霖公司

¹ 最高人民法院(2012)民提字第11号。

² 最高人民法院(2016)最高民法再128号。

对曹某所承担的股权转让款承担连带清偿责任²。

3.3. 华工案：与公司对赌有效

2011年，华工公司与扬锻公司等签订《增资扩股协议》及《补充协议》。协议约定华工公司向扬锻公司增资入股，在发生未能在协议约定期限内实现IPO上市等情形时，华工公司有权要求扬锻公司按协议约定的方式回购其所持股份，如扬锻公司违约，则潘某等股东对违约行为承担连带责任。后扬锻公司未能在境内资本市场上市。2015年，华工公司就此诉至法院³。

该案历经一审、二审，并由江苏高院再审提审。江苏高院认为《补充协议》所约定对赌条款是具备履行的可能性的，目标公司履行约定的回购义务并不会损害公司股东及债权人利益，亦不会构成对公司资本维持原则的违反，应为有效并最终判决支持华工公司的诉讼请求。

4. 对赌协议履行过程中存在的问题

从上文中的三个案例我们可以看出，对于对赌协议的效力问题在司法裁判中也经历了一番变化。《九民纪要》发布后，大多数法院遵循《九民纪要》的裁判指引，根据目标公司是否有充足的可分配利润判断现金补偿义务能否履行。比如“江苏白马案”中，法院认为由于天瑞公司无法证明目标公司具备可分配利润，根据公司法规定，对天瑞公司诉请目标公司进行现金补偿不予支持。

现如今学术界与实务界再次掀起了“与目标公司对赌”的研究浪潮，研究重心也转移到了“与目标公司对赌”履行机制的探讨上来。对于对赌协议履行的困境，究其根本，是因股权回购和金钱补偿等履行方式与我国《公司法》中的资本维持原则存在冲突以及逻辑混乱的地方。《九民纪要》中详细规定了两种对赌协议的履行方式，分别是对股权回购和金钱补偿。通过股权回购这一方式进行履行时，目标公司完成减资程序是股权回购履行的必要前提；现金补偿型对赌协议的履行中，公司资产逆向流入股东时的财源限制也为投资者资本退出设置了阻碍。简单概括《九民纪要》中对于对赌协议履行的规定就是“先减资再回购”、“有盈余才补偿”，但是这两点却给实际履行在实践中带来了一定的困难。

4.1. 股权回购视角

根据《九民纪要》的规定，进行减资程序的前提是公司要召开股东会或者股东大会，然后要根据《公司法》第43条、第103条的规定作出有效的减资决议。根据公司法规定，减资程序是需要召开股东会进行的，在会议上对作出减资决议进行投票并最终通知债权人。但是这些都属于公司的内部自治范畴，是公司法赋予公司的权利，法院等司法措施不能强制执行。换言之，如果公司故意不进行上述操作，第一步召开股东会或者股东大会就无法进行，即使司法裁判认可了对赌协议的效力，该协议最终依然无法实际履行[1]。

4.2. 金钱补偿视角

《九民纪要》将对赌协议对赌失败后，投资人履行金钱补偿的资金来源限定为目标公司的利润，但这样模糊的规定也为司法实践带来一些困扰。一个是，这里的目标公司的“利润”描述的很模糊，往年积累的未分配利润究竟要不要算进可分配利润中这一点还有待讨论。另一方面，金钱补偿的来源可否包含公司的公积金[2]？公司利润的确定要采取哪一种处理原则？是采取我国认可的资本维持标准还是要引进域外的偿付能力标准？还有一点是，当签订对赌协议的双方就履行问题提起诉讼时，往往是因为对赌失败，投资方希望目标公司履行对赌协议。但在对赌失败这一情况下，通常也就意味着公司经历了重创，出现了经营不善、财务困难等负面情形，没有可以履行的资产。而《九民纪要》又要求若想履行金钱补

³江苏省高级人民法院(2019)民再62号。

偿的协议内容，需要以企业有利润可以分配为前提，这其实就形成了一个逻辑闭环，实践中投资方往往无法得到金钱补偿。

5. 对赌协议履行问题的完善

5.1. 以“迟延履行”代替“履行不能”

公司因自身原因导致“不能履行”没有免责的事由，公司应承担迟延履行的责任，责任承担方式包括继续履行、迟延损害赔偿等。股权回购和金钱补偿的对赌协议通常是对赌双方基于双方平等的合意对公司财产进行处分的书面约定，作为合同双方，目标公司应负有保证其订立的协议符合公司法的有关规定的这一义务。且该协议为双方自愿签订，所以即使目标公司没有资产履行对赌协议，也不应当直接免除目标公司的履行义务。所以如果在执行程序中发现对该款项的履行将会损害公司资本、造成公司资本的明显减少，一是可一认定公司没有可供执行的财产中止目标公司的履行，但未来目标公司有利润或者盈余财产后应当继续履行协议义务；二是可以通过法院对投资方与目标公司进行调解，达成和解。根据公司的实际经营状况，协议双方可以约定分期执行等偿还方式。这样就可以在资本维持原则和投资方利益保护之间取得平衡。

对赌协议因违反资本维持原则而履行不能，其实构成了法律上的自始一时不能。所以对赌协议可以类推适用《民法典》中的一时不能的规定，迟延违约责任仍然存在，但可以给目标公司一个法定宽限期。减资程序履行的过程中，债权人保护程序法院可以强制执行，而若缺少股东会的减资决议，可以规定股权回购的约定效力进入待定状态[3]。

5.2. 引入清偿能力标准

对于履行标准，对域外相关法律制度进行探究我们可以发现，域外许多国家现在通常以清偿能力标准去替代资本维持原则，采取更接近商业逻辑的方式来判断公司的履约能力[4]。严格适用公司资本制度对公司债权人进行保护的做法其实欠缺合理性，投资者与目标公司对赌的核心矛盾是意思自治与资本维持原则的冲突，若采用清偿能力标准更有助于平衡对赌协议多方当事人的利益。法院可以对公司的财务状况进行审查或者委托专业公司进行审查，如果发现公司财务存在盈余资金，履行股权回购或金钱补偿的义务并不会显著降低公司的债务清偿能力或显著影响公司的经营状况，应当判决公司履行协议规定的义务。反之，如果发现公司已经面临资金短缺等情况，履行合同义务可能会损害公司对其他债务人的清偿能力，或是导致公司的经营受到严重影响甚至使公司的资本显著减少，则可以认定目标公司履行不能，驳回投资方的诉讼请求[5]。

5.3. 将对赌协议作为特殊投资——“第三种投资”

金融领域一直将对赌协议视为纯粹的股权投资。但是现在学界也有一些学者认为对赌协议并非一定性的股权投资，也不是普通的债权投资，而是介于股权投资和债权投资之间的一种特殊投资——“第三种投资”[6]。

对赌协议的投资方可以参与公司利润分配还可以参与公司决策管理，从这方面来看存在一定的股权投资的属性。投资后收益保底、还本付息，这些内容使得对赌协议看似还具有债权投资的属性。相对于股权投资和债权投资来说，可以看出对赌协议寻求的是介于二者之间的平衡状态。所以有些学者认为，对赌协议是一种与股权投资和债权投资皆不相同，但又兼有两者属性的新型投资。

在这种角度下，就可以从立法上对履行不能的问题进行突破。慎重履行对赌协议的一个原因就是，有可能会侵害债权人的权益。公司在签订对赌协议后，新加入的债权人并不知道该公司存在对赌协议，

这样会给新债权人带来风险。所以我们可以根据相关公示主义的要求,在公司登记等书面文件中,将对赌协议的内容进行公示,将其约定的条件内容公之于众,交由有意向加入的债权人自行决定。另外还可以将对赌协议记载于公司会计表册,采取对对赌协议投资的内容进行专门的记录的一种记载方式,对赌协议的投资金额予以单独列示,这样就可以向有意向加入的债权人表明该公司存在对赌协议,对赌的部分不受资本维持原则的限制。通过以上方法,债权人就可以根据这些内容判断目标公司的资产盈余以及公司如今的偿付能力,不会因对对赌协议的不知情而作出错误判断。这种“第三种投资”的角度也是我们未来可以去探讨的。

6. 结语

对赌协议作为一种舶来的协议类型,逐渐被我国认可,越来越多的公司采取这种方式进行投融资,从而为公司市场注入活力。虽然随着《九民纪要》的出台,对赌协议效力问题已经解决,但因为其规定相对粗糙,履行问题现今又面临困境,我国也并未将这种协议类型通过法律条文的形式进行规定。《九民纪要》中将股份回购与减资程序的捆绑逻辑反映出了我国《公司法》上的立法漏洞,正值《公司法》修订之际,希望通过法律规定来填补这一立法漏洞,从而完善对赌协议的履行,解决如今面临的履行困境,使得市场焕发新的活力和生机。

参考文献

- [1] 田海,郭继星.对赌协议中股权回购履行问题研究[J].行政与法,2022(12):106-114.
- [2] 张保华.对赌协议下股份回购义务可履行性的判定[J].环球法律评论,2021,43(1):85-100.
- [3] 贺剑.对赌协议何以履行不能?——一个公司法与民法的交叉研究[J].法学家,2021(1):156-170+196.
- [4] 刘燕.对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示[J].环球法律评论,2016,38(3):137-156.
- [5] 刘燕.“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司对赌场景的分析[J].法学研究,2020,42(2):128-148.
- [6] 赵旭东.第三种投资:对赌协议的立法回应与制度创新[J].东方法学,2022(4):90-103.