

公司参与对赌协议时有关履行问题的探究

马堃禄

新疆财经大学法学院, 新疆 乌鲁木齐

收稿日期: 2024年2月28日; 录用日期: 2024年3月14日; 发布日期: 2024年4月15日

摘要

对赌协议被广泛应用于投资领域, 可以很好地起到平衡投资收益和风险的作用, 其价值不言而喻。但是我们不能简单地认为这是一种单纯的股权投资行为, 而忽视了对赌协议的特殊法律性质, 它介于股权投资和债券投资之间, 结合了二者优势。也正是这种特殊性, 受到了公司法中资本维持原则的束缚, 进一步引发了对债权人保护的探究。但是如果能够做好相关的公示程序, 给予债权人合理期待并不会侵犯债权人的合法权益, 2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)的出台对对赌协议的效力做出了肯定, 但是并未对实际的履行问题做出回应。我们应当采取更加积极的措施去完善对赌协议在履行方面的不足, 真正释放其活力。

关键词

对赌协议, 股权回购, 业绩补偿, 债权人保护

Exploration of Issues Related to Performance When Entering Into a Valuation Adjustment Mechanism Agreement with a Company

Kunlu Ma

Law School, Xinjiang University of Finance and Economics Urumqi, Urumqi Xinjiang

Received: Feb. 28th, 2024; accepted: Mar. 14th, 2024; published: Apr. 15th, 2024

Abstract

Valuation Adjustment Mechanism is widely used in the investment field and can play a good role in

balancing investment returns and risks, and its value is self-evident. However, we cannot simply consider this to be a simple equity investment behavior, and ignore the special legal nature of VAM, which is between equity investment and bond investment, and combines the advantages of both. It is precisely this particularity that is bound by the principle of capital maintenance in the company law, which further triggers the exploration of creditor protection. However, if the relevant publicity procedures can be done and the creditors are given reasonable expectations, the issuance of the Minutes of the Ninth People's Meeting in 2019 affirms the validity of the VAM agreement, but does not respond to the actual performance issues. We should take more active measures to improve the shortcomings of VAM agreements in terms of performance and truly unleash their vitality.

Keywords

Valuation Adjustment Mechanism, Share Buybacks, Performance Compensation, Creditor Protection

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

获得融资机会对于现代企业来说其重要性不言而喻，然而对于多数企业来说融资难的问题是必须去面对的，他们多数总是因为缺乏相关信用资质很难从银行等渠道获得融资机会，从而导致自身发展受阻，优质项目因为缺乏资金而化为泡影。对赌协议的出现似乎为破局提供了新思路。

对赌协议又称“估值调整协议”，Valuation Adjustment Mechanism (简称 VAM)，投融资双方达成合意，合意内容一般为投资方提供资金以股东身份加入目标公司，双方约定一定时限，融资方要实现合意中约定的盈利目标或者完成上市。否则就要按合意的约定回购股权或者给予投资方现金补偿，在实践中也往往是以股权回购方式体现在协议内容之中。投资都是以付出最小风险去博取最大的利润。投资方在选取投资目标公司时会十分谨慎，会想方设法地去获得目标公司的真实信息，对目标公司进行尽职调查。尽管投资方为此付出高昂的费用，使得自己能够尽可能地获得真实有效的信息，但是面对资金的“诱惑”，目标公司势必会对公司相关数据进行夸大，甚至隐瞒、篡改不利于公司的那些负面信息。因此我们必须承认投融资双方存在信息不对称是普遍存在的，往往也是基于这样的信息不对称，使得双方丧失了信任的基础，在相互拉扯中错失双赢机会。

2. 对赌协议在投资领域具备独特优势

对赌协议被广泛应用于投资领域，它的出现就像是给投资方吃了一颗定心丸。无论投资方掌握了多少被投资方的信息、对其估值是否准确，只要被投资方想到对赌失败后自己需要按照协议约定承担相关义务，势必会用心经营，使得两方的真实目的保持一致——即以对赌成功为目的实现双赢局面，投资方的收益得到了一定程度上的保障。同时投资人以股东的身份加入目标公司，对于目标公司的经营也可以起到一定的监督作用，在必要时投资方作为股东还可以为目标公司提供相应的战略支持；实质上是其实现了均衡收益与风险这一价值，简单说就是将利益和风险进行了合理的配置，综合了股权投资与债权的优点于一身。在投资收益方面来看，股权投资的收益与公司经营状况挂钩具有正相关性，而债权投资取得的收益，一般可以理解为利息收入，公司经营的好坏与债权投资的收益并无关系；在投资的期限方面，

股权投资的期限具有不确定性，一般和企业的存续期间相同，同时也可以采取股权转让或者要求公司回购股份等方式退出，而债权投资的期限是明确的；在权力方面，股权投资是以股东身份加入公司，可以行使决策权，但是债权投资方作为公司外部成员只是与目标公司形成普通的债权债务关系；从投资风险的角度来看，股权投资是高风险投资行为，以其认缴的出资额为限对公司承担有限责任，但是债权投资不承担投资风险。当对赌成功的时候，投资方作为股东，按照股权比例参与分红获得丰厚报酬；当对赌失败时，融资方需要按照合同的约定对投资方作出股权回购或者现金补偿，都有金钱之债的性质，此时更像是债权，如此一来就使得投资的风险大大减小，对赌协议的存在更像是优先股，所谓优先股即在发行时就约定一个固定的股息收益率，该收益率不受公司经营状况的影响，无论公司是否盈利都要进行分红，实质上具有债权的性质。2023年新《公司法》第114条中对优先股作出确认，这对对赌协议的发展是一个利好消息。但是作为从对赌协议中取得的股权与优先股又有不同，在权力方面优先股需要让渡出一部分决策经营权，而对赌协议中的股权权力是十分完整的股东权力。

3. 对赌协议在我国司法实践中的关键案件

在我国对赌协议的效力存在一定的争议。“海富案”¹被称为中国对赌第一案，初审法院和二审法院都认为其约定的补偿条款违反法定分配的相关规定并且与风险共担原则相冲突，因此否认了其效力。此判决一出引发了投资界一片哗然，法院作出该项判决的目的或许是从保护本地企业出发，但是其引发的后果则是进一步加剧了中国企业融资难的问题，吓退了许多投资者。很快此案便引起了最高人民法院的注意并且及时出手作出修正，认为和目标公司股东对赌有效但是和目标公司对赌无效；“瀚霖案”²中进一步确认了目标公司可以为投资方与公司股东对协议提供担保，目标公司提供担保实质上反映了对“与目标公司对赌无效”这一判决的突破，因为在对赌失败的时候，目标公司提供担保实质上是间接地也承担了相应的责任，只是存在追偿的问题；此后又经历了“华工案”³；最终在《九民纪要》第五条中确立了与目标公司的股东和与目标公司签订的对赌协议均有效但是具体的履行规则要符合《公司法》的相关规定。这一规则的出台确实是为对赌协议的效力作出了定纷止争的判决规范。“华工案与《九民纪要》的突破就在于，不再直接否定‘对赌协议’的效力，而是在尊重商事交易中当事人平等协商。”^[1]但是实际上并没有从根本上解决问题，简单来说就是对赌协议有效归有效，但是能不能履行那还要另说。“基本的逻辑在于对赌协议既然是有效的就应当得到履行，投资方就可以按照对赌协议的约定主张回购股权或者现金补偿。但‘协议履行’的路径将产生无法调和的逻辑矛盾。”^[2]

4. 对赌协议股权回购在履行过程中的障碍

4.1. 对赌协议的效力和履行分割违背当事人意思自治

《九民纪要》第五条的规定是将对赌协议的效力问题和履行问题分别看待，这样的裁判规则与双方当事人制定合同时的最真实意愿相违背。站在双方当事人最初的角度，当对赌失败或者出现合同约定的事项而触发相关条款时，被投资方按照合同要求去履行回购股份或者现金补偿都是无条件的，不以公司取得相关利润为前提亦不以履行减资程序为条件。当然我们应当正确地去分析对赌协议的内容，它所制定的对赌条款应当是具有实现的可能的，例如，双方当事人所制定的盈利目标数额远远超出目前目标公司的经营状况，像这种不符合双方真实意思表示的对赌协议应当认定无效，以防止有些人借对赌协议之名行抽逃出资之实。

¹ 参见最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决书。

² 参见最高人民法院(2016)最高法民再128号民事判决书。

³ 参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书。

4.2. 减资与股份回购的顺序存在争议

我们应当如何看待减资和回购的顺序问题呢？按照《九民纪要》的相关规定，需要先进行减资程序之后，回购股权的请求才有可能得到人民法院的支持。但是我们都知道回购股权是作为公司减资的一种方式存在的，只有把股权回购了才能说实施了减资。因此这个顺序与《公司法》中规定的回购减资顺序是相矛盾的。另外，减资程序完成股权即注销，与之对应的财产应当返还给股东，就不会再存在另外进行股权回购的问题了。因此《九民纪要》的规定无论是在程序层面还是在逻辑层面都存在一定问题。若是按照纪要的裁判规则，往往会导致司法判决的做出要依赖减资程序，即便是在不损害资本维持原则的条件下也很难保障投资方的合法利益，似乎有些舍本逐末了，我们所禁止的是公司财产以不合理不合法的方式流出公司。因此首先要考虑在不损害资本维持原则下，去按照对赌协议约定去履行回购义务，应当给予双方当事人一定的自治，减少司法的过度干预。其次，我们还要进一步探究单纯的资本维持原则能否适用于对赌协议履行过程中的裁定，司法所关注的重点应当是对目标公司资本的审查而不是过度依赖是否存在有效的减资决议。

4.3. 减资程序与股权回购相绑定，减资程序难以通过

这种裁判规则实质上是將股权回购与公司的减资程序相绑定，当对赌失败的时候，被投资方要按照约定去回购股权，则先需要目标公司通过减资程序；同时对赌失败后的现金补偿还会与公司的经营利润联系在一起。此时，若目标公司减资程序出现问题，或者没有相应的盈利，则对赌协议就很难实现。公司的减资程序牵扯到的利益方实在太多，各个股东通常都会去充分考量自身利益，这样一来就使得减资程序通过的变数大大增加。“然而投资方在签订对赌协议的时候往往是以每股高于其他股东的价格获得股权”[3]，多数的资金往往会会计入公司资本公积的账户之中，因此投资方在目标公司中所持有的股权是占少数的，往往都是以小股东的身份出现，很难在做出相关决议时掌握话语权。这样一来便出现一个有趣的现象，是否可以履行对赌协议中股权回购条款就要看目标公司能否通过减资程序，然后减资程序需要公司绝对多数的股东赞成通过才可以。可想而知最终的结果往往是石沉大海。最后竟然演变成被投资方能不能履行相关义务要看被投资方愿不愿意履行，颇有些当事人成为自己法官的感觉。

4.4. 对赌协议履行时在诉讼中的难题

“对赌协议在我国的履行困境，根源在于《九民纪要》第五条采用的‘履行不能说’既在形式上突破了我国现有的民法规范体系，又在内容上欠缺商业合理性。”[1]当对赌失败时被投资方需要进行履行业绩补偿或者股权回购义务，这是一种典型的金钱之债。当金钱之债无力支付，不同于一般的合同义务的履行不能，只是一种暂时或一时的不能，目前无力支付或履行但是未来可以支付履行，不能因此而免除债务。在实践中不能支付或履行是常见的现象，因此何时履行、何时支付？这样便会给诉讼带来难题。法院应当如何判决？是先由法院作出中间裁决，待目标公司获取足够利润或完成减资后再作最终判决？是先驳回投资者的请求，待具备履行条件后再行起诉，还是直接作出附条件的判决，即判令目标公司在获得足够利润或具备支付能力后向投资人进行业绩补偿，在完成减资程序后向股东回购股权？[4]另外，我们应当由谁来判定目标公司是否具备履行能力？在实践中往往是由法院来充当这个角色，单一的判断主体往往会导致判断缺乏严谨性和科学性，财务会计领域专业性很强，法院是否具备相关的专业能力令人担忧。

5. 对赌协议股权回购履行的改善思路

5.1. 通过商事外观主义和公示公信原则给予外部债权人合理期待

之所以对赌协议在实践中存在很大争议，是因为当对赌失败后，对赌协议的履行可能会与公司法中的

资本维持原则和股权回购的规则行为相违背,那么就可能会损害外部债权人和内部股东的利益。事实真的如此吗?首先,从对损害外部债权人来说,我们可以把对赌协议的履行过程分成不同的时间段来看。将对赌协议的签订作为一个标记点,投融资双方签订对赌协议以后公司的资本增加,为公司的发展提供新的活力,其偿债能力得到提升,对于原有的债权人是利好消息。换句话说,即使将来企业经营出现问题对赌失败,需要对投资方履行义务,其代价无非就是使得公司的资本状况回到公司与投资方签订对赌协议之时,实际上并不会对原有的债权人造成额外的损失;至于那些在对赌协议签订以后到对赌协议履行之时这个时间段加入的新债权人,他们是在公司增资之后注册资本增加,基于新的信赖利益加入成为新的债权人。虽然对赌协议是基于投融资双方合意签订,但若是因为对赌失败而无条件地执行业绩补偿和股份回购条款,势必会导致公司的偿债能力下降,严重影响债权的实现,侵害新债权人的合法权益。对于后加入的债权人的权益保护我们可以换个角度来看,通过借助商事外观主义和公示主义来破局,在投融资双方签订对赌协议的时候加入公示程序,使得对赌协议的存在使人知,这样就会给予想要加入成为新债权人的第三人合理的预期,让其充分权衡各方面利弊后去选择是否加入。公示的方式可以采取将对赌协议加入公司章程的方式,因修改公司章程需要绝对多数股东的同意,这样一来当他们同意时就完全可以视为接受对赌失败时所要向投资者履行义务即排除对内损害股东权利的情况。上文中我们提到,投资者往往多数资金都计入了公司资本公积账户,“基于商事外观主义,资本公积金不需要公示因此溢价款并未使得公司增信,也未使其产生足以令债权人依赖的公信力”[5]。因此我们只需要对增信的部分进行公示即可。这样做的好处就是可以很好地平衡外部债权人、投资方和融资方的利益,在对赌失败的时候减资程序能够顺利通过,这样一来就没有必要将减资程序与股权回购强行绑定,从而释放对赌协议的活力。

5.2. 借鉴清偿能力标准和持续经营原则来审查对赌协议的履行

我们可以理解官方之所以能够给出这样的规定(《九民纪要》第五条)无非是从资本维持原则角度考虑,一方面是防股东滥用权利抽逃出资,上文中也提到了投资方是以小股东的身份加入企业,对于他们来说很难实施公司法中规定抽逃出资的行为;另一方面就是对债权人的保护,通过上文的论述,以披露对赌协议完成公示的方式完全可以解决对债权人保护的问题。但是片面地以资本维持原则作为标准会使得对赌协议在履行过程中受到阻碍,因此我们就可以在对赌协议的履行过程中审查企业的清偿能力和持续经营能力再做出判断。首先,“公司在进行利润分配,股权回购等行为后要满足公司财产总额大于负债总额和公司能够清偿到期债务”[1]这两个要求,更加重视公司的现金流和负债情况,需要董事会客观地综合评价企业经营情况即企业能否适应外部市场的要求获得足够的现金流来清偿当期和未来的债务。其次,我们还需要评估企业的持续经营能力,企业具备持续经营能力,对于外部债权人来说其债权可以得到保障;对于投资方来说协议就具备履行的可能;还可以一定程度上保护除投资方以外的其他股东的权益,对持续经营能力的审查十分有必要。但是,我们要知道采取这样的标准实质上是对公司未来经营前景和风险的主观判断,还需要考虑各种来自企业内外的许多不确定因素,实质上的内容也有模糊性,当投融资双方因此产生争议后对簿公堂的时候,这个复杂问题就需要交给法官来判断,法官作为一个企业外部的“局外人”又不具备相关的专业知识实际上很难判断,因此我们需要将判断的主体交还给公司董事会,以公司商业判断替代司法商业判断,同时还需要外聘具备相关专业知识的第三方机构协助监督审查。通过三方共同评价来尽可能合理地做出结论。通过清偿能力加持续经营的模式下法官的判决也会更加清晰,究竟是一次履行回购还是分期抑或是延期履行都有确定性结论。

6. 结语

对赌协议是投融资双方基于双方的意思自治并且是权衡各方利弊之后达成的协议,在对赌失败后,

其履行问题本身就应当是无条件地履行，我们应当更多地去尊重双方当事人的意思自治，同时还应当合理地处理好外部债权人的合理利益。对赌协议的优势应当值得我们肯定，但是却与《公司法》中的相关原则产生严重冲突，现有的规则却不能完全地去解决核心问题。因此唯有做出改变才能让对赌协议走出困境。作为商事主体，营利永远是他们的最终追求，我们应当采取积极的法律措施去为对赌协议发展提供支持而不是单纯一味地限制，将接力棒交给市场，尊重商事主体的意思自治，让他们进行自由抉择。另外，对赌协议的存在可以很好地实现社会闲置资金与企业的优质项目的对接，我国民间闲置资金的规模十分庞大，对赌协议的存在使得投资风险大大降低，可以充分地调动民间闲置资金，促进市场活力，为经济的发展提供巨大的推动力。

参考文献

- [1] 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.
- [2] 王东光. 对赌协议的效力及司法裁判路径[J]. 现代法学, 2023, 45(3): 124-137.
- [3] 任江, 李文璐. 公司对赌义务应当履行的证成[J]. 山东行政学院学报, 2023(4): 17-25.
- [4] 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.
- [5] 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.