

对赌协议中股权回购之履行

杨晓航, 骆小春

(南京工业大学法政学院, 江苏 南京, 211816)

摘要:《全国法院民商事审判工作会议纪要》指出,投资方和目标公司之间的对赌协议倘若不存在法定无效事由,则合法有效,但其针对协议中股权回购的履行所提供的途径,仍存在减资程序前置不妥、恐难通过、目标公司对赌回购履行能力审查困难等障碍。法律规定层面应该解绑减资程序与股权回购,披露、公示对赌协议的存在及其数额;司法实践层面应丰富目标公司股权回购义务履行能力审查标准和方式;在当事人意思自治层面,投资方可以完善对赌协议股权回购条款设计,以平衡各方利益。

关键词:对赌协议;股权回购;履行障碍;减资程序;利益平衡

中图分类号: D922.291.91

对赌协议是我国一种重要的投融资手段,从对赌方式看,多以股权回购和金钱补偿为主,实践中又以股权回购纠纷居多^①。最高人民法院 2019 年发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(法[2019]254号)(以下简称《会议纪要》)指出,投资方和目标公司之间的对赌协议如不存在法定无效事由,人民法院应认定协议有效,但《会议纪要》针对协议中股权回购的履行所提供的途径,在实践中仍存在一定障碍。倘若该履行障碍无法得到有效解决,投资方的利益无法得到有效保障,在当前全球经济形势并不乐观的情况下,企业融资将更加困难。本文通过梳理有关对赌协议股权回购相关规定及典型案例,对目前对赌协议中股权回购履行存在的障碍进行分析并提出相应的完善思路。

一、对赌协议股权回购案件相关规定及裁判观点梳理

(一) 相关规定梳理

我国目前尚无法律对对赌协议相关事项作出明确的规定,实践中人民法院在解决对赌协议中股权回购履行相关纠纷时,一般会适用《中华人民共和国民法典》(以下简称《民法典》)、《中华人民共和国公司法》(以下简称《公司法》)及其司法解释,例如最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》(以下简称《公司法司法解释(三)》)中的相关规定。另外,虽然《会议纪要》并非

司法解释,无法直接适用,但人民法院可以根据其相关规定在裁判文书中进行说理。具体如下:

1. 《民法典》相关规定

《民法典》合同编中并没有关于对赌协议的明确规定,因此对赌协议属于无名合同。对赌协议的效力问题,通常按照《民法典》第一百四十六条、第一百五十三条、第一百五十四条有关民事法律行为无效事由的规定进行审查。关于对赌协议中股权回购的履行问题,根据《民法典》第四百六十七条第一款的规定,适用合同履行的一般规则。

2. 《公司法》和《公司法司法解释(三)》相关规定

《公司法》相对于《民法典》来说是特别法,在对赌协议股权回购纠纷中,投资方请求目标公司回购股权时,除了《民法典》中的相关规定,人民法院一般还会适用《公司法》中例如第三十五条关于禁止股东抽逃出资的规定,第一百四十二条关于股份回购的强制性规定,第一百七十七条关于减资程序的规定以及《公司法司法解释(三)》第十二条关于股东抽逃出资情形的规定对目标公司回购股权进行审查。

3. 《会议纪要》相关规定

根据《会议纪要》,人民法院除了适用在当时有效的《中华人民共和国合同法》的相关规定,还应适用《公司法》的相关规定对对赌协议纠纷案件进行审理。为缓解企业融资难问题和平衡各方利益,人民法院在审理过程中应当坚持鼓励投资原则、贯彻

收稿日期:2023-09-06;修回日期:2023-12-06

作者简介:杨晓航,硕士研究生,研究方向为民商法学。

E-mail: yangxiaohang365@163.com

引文格式:杨晓航,骆小春.对赌协议中股权回购之履行[J].南京工程学院学报(社会科学版),2023,23(4):31-35.

资本维持原则和保护债权人合法权益原则。《会议纪要》的第五条确立了投资方与目标公司订立的对赌协议,如果没有使其无效的法定的情况存在,则其有效,但是目标公司要履行股权回购义务应该先完成减资程序。

(二) 裁判观点梳理

1. “海富案”:投资方和目标公司股东对赌有效,和目标公司对赌无效

在被称为我国“对赌第一案”的“海富案”中,一审、二审法院以协议中的补偿约定不符合《中华人民共和国中外合资经营企业法》中的分配规定、违反投资领域风险共担原则、损害目标公司及其债权人利益等理由否定了该约定的效力,无论投资方是和目标公司股东对赌还是和目标公司对赌都是无效的。最高人民法院在2012年再审时也认为投资方和目标公司对赌无效,原因是不论目标公司能否达到与投资方事先约定的目标,投资方都能够从目标公司处获取相对固定的收益,并不与目标公司的经营业绩挂钩,对目标公司、目标公司债权人的利益造成了损害;但是投资方和目标公司股东对赌是有效的,原因是目标公司对于投资方的补偿承诺既没有违反国家法律、行政法规的禁止性规定,也不会损害目标公司及其债权人的利益^②。最高人民法院的观点是“和目标公司股东对赌有效,和目标公司对赌无效”,这也在其后的一段时期成为人民法院主流的裁判观点,之后关于对赌协议的效力争议主要围绕投资方和目标公司的对赌展开^{[1]93}。虽然“海富案”中投资方并不是与目标公司约定以股权回购方式进行对赌,但是最高人民法院并不认可投资方和目标公司对赌的效力,对赌方式作为协议中的一部分,无论是何种方式都当然无效。

2. “华工案”:投资方和目标公司对赌有效

在“华工案”一案中,一审、二审法院均认为投资方和目标公司签订的关于股权回购的约定违法无效。与之相反,2019年江苏省高级人民法院再审认为,首先,我国《公司法》没有对有限责任公司回购自己的股份作出禁止规定,回购也不意味着就会违背我国《公司法》的强制性规定;其次,有限责任公司在经过法定的程序之后再回购自己的股份符合资本维持原则,也没有对公司的股东或者债权人的利益造成损害,因此,该对赌协议应为有效。此外,江苏省高级人民法院在肯定案涉对赌协议效力的同时,还将其效力与履行作了区分。江苏省高级人民法院认为该案中的对赌协议在履行方面具备履行可能性,包括法律上的履行可能和事实上的履行可能^③。

“华工案”的判决不仅与“海富案”中确立的“和目标公司对赌无效”的观点截然相反,而且江苏

省高级人民法院还判决目标公司在十日内向投资方支付股权回购款,这对于投资方来说无疑是重大利好,但是该判决在履行期限上存在一定的局限性,并不能普遍适用。随后《会议纪要》的发布对关于投资方和目标公司之间对赌协议效力争议的裁判思路进行了统一规定,有关对赌协议的研究重心也随之从协议的效力问题转向了协议的实际履行问题。

3. “银海通案”:投资方和目标公司对赌有效,股权回购应该先减资后回购

“银海通案”中,投资方与目标公司之间签订的对赌协议合法有效在一审、二审和再审中没有争议,但一审法院认为目标公司应当遵守协议中关于履行期限、方式、股权回购价格等内容的约定,全面承担股权回购义务,判决目标公司于判决生效之日起30日内将股权回购价款一次性支付给投资方。而二审法院认为目标公司没有启动减资程序,须先完成法定减资程序以后才能履行回购约定,因此没有支持投资方的诉讼请求^④,最高人民法院在2020年再审时也认为二审法院驳回投资方该诉讼请求并无不当^⑤,即二审、再审法院的裁判结果都一致认为目标公司完成减资这一程序是其履行股权回购义务的必经之路。投资方与目标公司虽然在相关协议中约定了目标公司应在投资方提出回购要求后3个月内完成回购,但仅持股3.05%的投资方却无法控制目标公司在多久之内完成减资程序,减资程序作为公司自治事项,如果一直未完成,那么投资方与目标公司约定的3个月内完成回购也就无法实现。而对此问题二审、再审法院在判决时均未提及,更未考虑审查目标公司有无履行股权回购义务的能力以及是否怠于履行相应义务。此外,当目标公司与投资方的利益相冲突时,即使目标公司有履行股权回购义务的能力,往往也不会主动减资,将减资这一公司自治事项设置在目标公司履行股权回购义务之前,最终很可能造成投资方与目标公司之间的对赌协议的效力虽然得到了确认,但最后却成为一纸空文的局面。

通过对上述相关规定和司法案例进行梳理,我们可以发现,在司法实践方面,从“海富案”到“华工案”,再到《会议纪要》出台后的“银海通案”,人民法院的裁判思路虽然经历了一系列转变,肯定了投资方与目标公司之间的对赌协议在不存在法定无效事由时的效力,但随之围绕对赌协议股权回购的履行又暴露出了减资程序前置不妥、恐难通过、目标公司对赌回购履行能力审查困难等问题。而在法律规定层面,现有的相关规定无法为这些问题提供良好的解决方案。如何完善我国对赌协议中股权回购履行的规则,是迫切需要解决的问题。

二、对赌协议股权回购的履行障碍

(一) 将完成减资程序置于目标公司履行股权回购义务之前欠妥

根据《会议纪要》,如果投资方请求目标公司履行其回购股权的义务,而目标公司没有完成减资程序,那么人民法院就不能支持投资方的诉讼请求,即“先减资,后回购”。不可否认,要求目标公司在履行股权回购义务之前先完成减资程序,有利于保护债权人的利益,同时通过相对客观的程序性标准取代法院对目标公司财务状况进行实质审查,在一定程度上能够避免非专业的局外人对公司经营实务进行判断的情况出现,符合社会公众的一般认知,存在一定的合理性。但根据我国《公司法》第一百四十二条的规定,股份有限公司回购自己的股份要“先回购,再减资”,即《会议纪要》所规定的“先减资,后回购”与我国《公司法》规定的“先回购,再减资”的操作顺序完全相反。另外,按照我国《公司法》的规定,目标公司一旦完成减资程序则意味着与公司注册资本减少部分所对应的股份已经被注销了,相应的财产会被当作股东的出资返还给因此失去股份的股东,那么此时就无需再对投资方进行专门的股权回购。也就是说,“先减资,后回购”的裁判逻辑不仅在操作顺序上存在问题,而且与公司减资的法律程序相脱节。

(二) 商事自治规则下目标公司减资程序恐难通过

根据我国《公司法》第四十三条、第一百零三条的规定,股东会和股东大会要想让减资决议有效通过的话,分别至少应当经代表三分之二以上表决权的股东通过和经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。而在对赌协议中,投资方虽然通过协议获得了目标公司一部分股权,但其投资往往并不以控制目标公司为目的,很难以一己之力让减资决议有效通过。另外,当目标公司未在承诺期内达到与投资方所约定的目标时,通常意味着目标公司的经营状况并不如预期的好,此时履行回购义务很大程度上会导致目标公司的资产大量减少,甚至可能会因此而影响公司未来的正常经营,对其他股东不利,其他股东为了维护自身利益很可能反对减资,甚至恶意阻挠减资来阻碍回购义务的履行。此外,在对赌协议中,投资方与目标公司本就信息不对称,对于投资方来说,《会议纪要》“先减资,后回购”的规定也不当加重了其于目标公司签订对赌协议时的注意义务。又由于减资属于目标公司的自治事项,履行减资程序是其不可替代的专属行为,司法难以强制执行^[2],当目标公司具备履行股权回购义务的能力却怠于履行或故意不履行减资程序

时,就进一步挤压了投资方利益保护的空間。

(三) 目标公司股权回购义务履行能力审查困难

在对赌协议股权回购纠纷案件中,凡是走到对簿公堂地步的大部分都是因为目标公司并不愿意履行股权回购的义务来配合投资方退出公司,所以审查目标公司在当下是否具备履行股权回购义务的能力就非常有必要。但是司法实践中人民法院适用资本维持原则对目标公司履行股权回购义务的能力进行审查仅关注于维持资产的数量,忽视了资产的质量和目标公司的持续经营能够带来的价值。而当目标公司资产光有数量,质量很差,难以变现时,不仅无法履行股权回购义务,保护债权人的利益也无从谈起,不过让法官这样非专业的局外人对不同行业公司的经营实务进行判断,存在一定的难度。域外司法的变化趋势是法官的商业判断逐渐让位于公司董事会的商业判断^[3],但是让作为义务履行主体管理者的董事会对目标公司是否具备履行能力、是否应该履行、如何履行等进行判断,这无疑是让董事会“自己做自己的法官”,违背了基本的法理逻辑和裁判规律^{[1]96},因此也不宜让公司董事会直接代替法官进行商业判断。

三、对赌协议股权回购的完善思路

(一) 法律规定层面:解绑减资程序与股权回购,披露和公示对赌协议

不应将完成减资程序作为对赌协议中目标公司履行股权回购义务前置条件的理由如下:

其一,前述减资程序与股权回购裁判逻辑混乱的根本原因在于片面适用资本维持原则。根据资本维持原则的要求,公司资本应当是真实有效的,并且公司资产与注册资本在公司存续期间必须经常性地保持一致,尽可能避免出现公司净资产低于其注册资本的情况^{[1]99}。另外,我国目前实行认缴资本制,这就意味着公司资产并不是时时刻刻都要与其注册资本保持一致,而是一直处于变动之中,又因为“资产=负债+所有者权益”,而资本只是所有者权益中的一类,所以债权人在衡量公司偿债能力时,并不是只借助公司注册资本数额。资本维持原则是要求公司保持其经营能力和清偿能力真实且有效,从而对公司债权人的利益进行最大的保护^{[1]99},并非要求公司必须维持资本使其不受任何减损,而是防止股东通过非法的手段抽逃出资^[4]。但我国《公司法》却在资本维持原则对债权人利益维护方面缺乏必要的限制,它以破坏资本维持的“可能性”来防止问题发生,而并非基于破坏资本的“事实”,最终这种保护所付出的代价是彻底放弃其他主体的应得利益^[5]。

其二,当目标公司拥有充足资金支撑自身履行股权义务时,并不会损害债权人、其他股东的利益,此时非要通过减资程序,反而会导致程序繁琐,降低效率,不过此种情况也不会导致双方对簿公堂的局面出现,暂且不论。相反,如果目标公司资产已不足以支撑目标公司履行回购义务,那么完成减资程序也于事无补。还有一种情况是目标公司仍想继续经营,但如果履行了股权回购义务就可能出现财务困难,危及公司的正常运营,而只要不完成减资就不需要履行股权回购义务,这就正好给了目标公司一个“正当的”挡箭牌。

综上,对赌协议中目标公司履行股权回购义务,不应以完成减资程序为前提,此时应该解绑减资程序与股权回购。但为了更好地保护债权人的利益,法律规定层面在解绑减资程序与股权回购的同时,应根据商事领域广泛适用的外观主义和公示主义,要求目标公司通过适当的渠道将对赌协议的存在及数额进行披露和公示,避免目标公司的注册资本外观和资本信用让相对人或者债权人产生认知上的偏差^{[1]102},进而损害其利益。由于实践中对赌投资通常部分计入目标公司的注册资本,部分计入资本公积金,2023年新修订的《公司法》第三十二条^⑥规定,公司注册资本通过国家企业信用信息公示系统向社会公示,因此,目标公司可在该系统中标明注册资本中包含对赌投资,同时,在公司会计账册中对对赌协议的数额进行单独列示,以区别于其他类型的投资。

(二) 司法实践层面:丰富目标公司股权回购义务履行能力审查标准和方式

1. 适当借鉴清偿能力测试标准,重视审查目标公司的持续经营能力

鉴于上述片面适用资本维持原则以及法官作为公司经营的“局外人”带来的缺陷,法官在审查评估目标公司的清偿能力时,可以适当借鉴美国的清偿能力测试标准。清偿能力测试标准与资本维持原则相对称,包括“衡平清偿能力测试”和“资产负债表测试”,其旨在以公司满足对其到期债务的清偿能力作为公司资本分配的先决条件^{[6]84}。根据1980年美国《示范公司法》第45(a)和第45(b)规定,“衡平清偿能力测试”是指公司分配之后依然能够清偿其正常经营下的到期债务;“资产负债表测试”是指公司分配后总资产至少等同于负债与任何清算中需要支付的优先股股利之和。相较资本维持原则来说,清偿能力测试标准灵活又高效,在维护债权人利益的同时还能够进一步保护股东的股利分配权益,从整体上使公司资本规制的运行更加高效^{[6]95}。但是,清偿能力测试标准对于董事的信义义务要求很高,每一种测试的结果都是由董事对

公司资产与债务进行判断得出,只有董事在行使权力时足够客观、公正,才能保障这种判断具备合理性^{[6]93}。而我国董事的专业能力及信义观念均亟待加强^[7],因此,在借鉴清偿能力测试标准基础上,结合信息披露与公示制度和第三方专业机构的商业判断来监督、制约董事,能够更好地发挥其优势。

除了审查目标公司的清偿能力,法官还应重视审查目标公司的持续经营能力。由于对赌协议的履行障碍在实践中多表现为公司没有正当且充足的资金来源,很难一次性承担对赌失败所带来的金钱债务^[8],同时审查目标公司的偿债能力和持续经营能力可以帮助法官更好地判断目标公司能不能一次性履行股权回购义务,是否需要分期或延期履行。例如,经审查发现,目标公司虽未达成与投资方向对赌的目标,但仍具有较好的持续经营能力,此时如果一次性履行了股权回购义务则可能导致目标公司无法继续经营下去,那么法官可以视情况判决目标公司分期或者延期履行股权回购义务,给目标公司一个“重生”的机会。除投资方以外,其他股东投资也是为了目标公司能够持续经营下去,以从中获得收益,因此,重视审查目标公司的持续经营能力不仅能够保护投资方的利益,在一定程度上也能够保护其他股东的利益。

2. 引入第三方专业机构的商业判断

对于审查目标公司有无股权回购义务履行能力及持续经营能力,如前所述,无论是法官的商业判断还是目标公司董事会的商业判断都存在一定的局限性,在审查过程中引入如会计师事务所等中立的第三方专业机构的商业判断形成“法官+目标公司+第三方专业机构”三方的商业判断可以在一定程度上弥补该局限。一方面,第三方专业机构的商业判断能够顺应市场现实变化,避免出现像法官这样的外行对公司经营实务进行判断的情况,更加专业;另一方面,第三方专业机构进行商业判断能够避免只有目标公司自我评价的情况出现,更加客观公正。此外,引入第三方专业机构的商业判断在保障审判的合理性与提高审判的效率上也具有很大的优势,而对于第三方专业机构的选择以及因引入第三方专业机构产生的成本如何分担,可以由当事人自行约定,约定不成,可由法官指定机构并判决成本如何分担。

(三) 当事人意思自治层面:完善对赌协议股权回购条款设计

2023年修订的《公司法》并未直接对对赌协议中股权回购履行存在的障碍如何解决有所回应,通过立法层面解决履行障碍可能还需要一定的时间,但好的投资机会需要及时抓住,投资方的投资不可能就此停滞不前。因此,就现行的司法裁判规则而

言,将相关事项事先通过协议进行明确,能够在很大程度上避免协议履行不畅。投资方在签订包含股权回购条款的对赌协议时可以从以下角度进行设计:(1)应尽可能避免股权回购义务主体只有目标公司一方,可约定目标公司的原股东或实际控制人对股权回购义务承担连带责任。(2)可以约定当对赌失败时持股比例能够确保减资决议得以通过的股东应该赞成减资、配合完成减资程序并在对赌协议中签字确认,以保证对赌失败时投资方顺利退出。如果相关股东在投资期间发生变动,应主动告知新股东具体情况并与投资方、目标公司另行签订补充协议对对赌协议中的股东进行相应变更。

四、结语

对赌协议就像一座位于投融资方之间的桥梁,只有减少桥上障碍、让桥梁更加坚固,才能增强投资创业信心,从而进一步充分激发市场主体经济活力,促进经济流动。

《会议纪要》提供的途径无法有效解决对赌协议中股权回购存在的履行障碍,这也导致股东、投资方和债权人之间的利益失衡。对此,法律规定层面应该解绑减资程序与股权回购,对对赌协议的存在和数额进行披露和公示;司法实践层面应该丰富目标公司对赌回购履行能力审查标准和方式,可以借鉴美国的清偿能力测试标准并结合信息披露与公示制度进行适用,同时注重审查目标公司的持续经营能力,另外可引入第三方专业机构的商业判断来帮助法官进行审查评估;在当事人意思自治层面,投资方在与目标公司签订对赌协议时,可以完善股权回购相关条款设计,避免出现履行障碍。

注释:

- ① 截至 2023 年 4 月 4 日,笔者在中国裁判文书网通过关键词“对赌协议”“股权回购”检索出裁判文书 1 255 篇,通过关键词“对赌协议”“金钱补偿”检索出裁判文书 358 篇。
- ② 参见最高人民法院(2012)民提字第 11 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 参见新疆维吾尔自治区高级人民法院(2015)新民二终字第 280 号民事判决书。
- ⑤ 参见最高人民法院(2020)最高法民申 2957 号民事裁定书。
- ⑥ 《公司法》(2023 年修订)第三十二条规定:“公司登记事项包括:(一)名称;(二)住所;(三)注册资本;(四)经营范围;(五)法定代表人的姓名;(六)有限责任公司股东、股份有限公司发起人的姓名或者名称。公司登记机关应当将前款规定的公司登记事项通过国家企业信用信息公示系统向社会公示。”

参考文献:

- [1] 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.
- [2] 王宗峰.“对赌协议”中股权回购的困境破解[J].西安石油大学学报(社会科学版),2020,29(6):87-93.
- [3] 刘燕.“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PE/VC 与公司赌场景的分析[J].法学研究,2020,42(2):128-148.
- [4] 张保华.资本维持原则解析——以“维持”的误读与澄清为视角[J].法治研究,2012(4):63-73.
- [5] 张玉滢,闵晶晶.股权回购型“对赌协议”的价值选择及裁判思路[J].财会月刊,2021(23):28-35.
- [6] 赵树文.清偿能力测试标准主导公司资本分配规制的解析[J].北京理工大学学报(社会科学版),2022,24(5):84-96.
- [7] 周晓冬.回购型对赌的裁判思路剖析及规则重构[J].政法学刊,2021,38(2):95-105.
- [8] 李安安,范鑫.公司实质参与对赌协议的合法性解构:合同自由与公司规制[J].中国矿业大学学报(社会科学版),2020,22(1):51-68.

The Performance of Equity Repurchase in the Valuation Adjustment Mechanism

YANG Xiaohang, LUO Xiaochun

(School of Law and Politics, Nanjing Tech University, Nanjing 211816, China)

Abstract: According to the “9th Minutes of Meeting”, valuation adjustment mechanisms (VAMs) between investors and target companies are legal and valid unless there are statutory reasons for invalidity. However, there are still barriers to implementing equity repurchase under VAMs, such as the inappropriateness of the capital reduction procedure being a prerequisite, the difficulty in passing the capital reduction procedure, and the challenges in assessing the target company’s ability to perform equity repurchase. To overcome these, it’s suggested that at the legal provision level, the capital reduction procedure should be decoupled from equity repurchase, and the existence and amounts of VAMs should be disclosed and publicized. At the judicial practice level, the criteria and methods for assessing the target company’s ability to fulfill equity repurchase obligations should be enriched. At the level of party autonomy, the equity repurchase clauses in VAMs should be improved to better balance the interests of all parties.

Key words: Valuation Adjustment Mechanisms; Equity Repurchase; Performance Obstacles; Capital Reduction Procedure; Interest Balance