

## 论投资方与目标公司对赌协议的可履行性

王金菊

浙江工商大学法学院 杭州浙江

**【摘要】**在履行不能判断主体模式上,《九民纪要》坚持法官的绝对地位,但公司的商业决策往往更有效率,司法商业判断是更合理的判断主体模式。在判断标准上,《九民纪要》坚持资本维持原则,但清偿能力标准既能保护债权人利益,又不妨碍公司经营与发展,是更合理的准线。判断减资程序和利润分配程序是否构成对赌协议履行不能的障碍时,应当平衡投资方、目标公司、公司股东以及公司债权人之间的利益。

**【关键词】**对赌协议;履行不能;股权回购

### The enforceability of the VAM agreement between the investor and the target company

Jinju Wang

Zhejiang Gongshang University, Hangzhou, Zhejiang

**【Abstract】**In the mode of performance can not be judged, The Minutes of the National Courts' Civil and Commercial Trial Work Conference insists on the absolute status of judges, but the company's business decision-making is often more efficient, judicial business judgment is a more reasonable mode of judgment subject. In judging standards, The Minutes of the National Courts' Civil and Commercial Trial Work Conference adhere to the principle of capital maintenance, but the solvency standard can protect the interests of creditors, and not hinder the company's operation and development, is a more reasonable line. When judging whether the capital reduction procedure and the profit distribution procedure constitute an obstacle to the performance of the VAM agreement, the interests of the investor, the target company, the shareholders of the company and the creditors of the company should be balanced.

**【Keywords】**Valuation adjustment mechanism agreements; Impossibility of performance; Share repurchase.

#### 1 对赌协议有效性障碍的排除

合同的效力是研究所有合同问题的基础,一般情况下,合同于其成立时生效。《九民纪要》虽然规定了原则上对赌协议有效,但并未阐明具体案件中存在哪些常见的导致对赌协议无效的理由。司法实践中,导致对赌协议无效的理由主要是对赌协议显失公平、对赌协议属于射幸合同、对赌协议属于借款合同以及对赌协议损害债权人利益等。

##### 1.1 对赌条件无关显失公平

对赌协议公平与否应当考虑以下因素:首先,显失公平要求在双方签订合同时,该不公平的状态就开始持续存在,而在签订对赌协议时,并不存在目标公司必然严重受损的情况。其次,显失公平要

求一方获得暴利。但是在对赌协议中,对赌条件是双方在共同评估目标公司的未来价值基础上达成的共识,是根据未来的不确定、偶然性,就私募股权投资基金的机会成本、目标公司的整体融资需求和业绩提升后的回报等因素来确定。<sup>[1]</sup>最后,在对赌失败时,无论是现金补偿型对赌协议还是股权回购型对赌协议,投资方均会有相应程度的损失。因此,对赌协议不违反显失公平条款。

##### 1.2 对赌目标并无射幸性

对赌协议实际上并非射幸合同。一方面,对赌目标的实现并非像射幸合同中那样具有机会性和偶然性。投资方往往是市场中资金雄厚和制度健全的大企业,它们在投资前,势必会综合考察当前的政

策背景、行业状况、目标公司的现状以及发展潜力等诸多因素，在对赌目标大概率可能实现时才会做出投资决定。因此，双方约定的对赌目标不属于偶然性结果。另一方面，双方并未获得远超出其对价的额外收益。对赌目标实现意味着双方前期对目标公司的估值过低，投资方以较低的价格获得了目标公司价值较高的股权，此时投资方的获益是对其前期风险投资的补偿。若对赌失败，对赌目标未实现，则意味着双方对目标公司的前期估值过高，此时目标公司回购投资方的股权或者对其进行现金补偿也都是为了调整初次估值的失误。而射幸合同中，双方当事人并不存在任何风险规避措施，双方追求的正是高风险和高收益。

### 1.3 投资方未获固定收益

有学者认为，在对赌协议中，无论对赌成功还是对赌失败，投资方都会获得一定收益，因此，对赌协议实际上是一种借款合同，属于“名为联营，实为借贷”。我国一般不允许非金融企业间的借贷行为，所以该合同无效。但是，对赌协议明显不属于借款合同。借款合同中，出借人并不会过分在乎借款人将所借款项投入哪个领域以及如何使用借款，其目的在于获得资金的使用收益。但是，对赌协议的投资方看重的正是目标公司良好的企业发展前景，其目的在于目标公司有良好经营状况，实现约定的对赌目标。投资方对于所投资的项目或者受让的股权会做出严格的法律、财务调查，将经济风险进行严谨的分析，对于协议的内容进行严密的设计，将投入、转让、退出程序进行事先设定。<sup>[2]</sup>对赌协议和借款合同最大的区别是投资方是否能获得固定的利润或报酬。借款合同中，投资方将出借款交付给借款人后，不论今后借款人的财务状况和经营状况如何，借款期限届满，出借人均有权收回本息或按期收取固定的利润。但是，在对赌协议中，投资方能否获得补偿以及获得多少补偿都是和目标公司的盈利有密切联系，投资方和目标公司都存在一定风险。

## 2 对赌协议可履行性的判断主体模式

### 2.1 公司商业判断

《九民纪要》未颁布前，我国对赌协议纠纷裁判的公司法路径在于将公司作为“股东财产延伸”。<sup>[3]</sup>法院的审判和说理都是围绕着股东进行的，注重保护股东的利益，试图通过股东来约束公司，没有

依靠目标公司的内部决策来对赌协议中的股权回购或者金钱补偿作出决定，忽略了公司的程序性。但是，公司实际上是一种组织体，公司的本质在于社团性，而社团意志的特点在于程序，是由公司治理所确立的决策过程”。<sup>[4]</sup>在对赌协议中，对于股权回购和金钱补偿履行的判断该由股东会作出，还是该由董事会作出？由此出现了股东中心主义与董事中心主义的分歧。

#### (1) 股东中心主义

支持股东中心主义的主要理由在于公司的剩余全部属于股东。但是，这种说法是不正确的。因为公司作为一个独立的法人，有独立的人格、独立的财产并且能够独立地承担责任。在实际的公司运营中，公司对第三人的债务、对员工的工资给付甚至所需缴纳的税款都是不确定的。董事会作为公司的决策机构和执行机构、能够任意和自主地决定提高或降低员工的福利待遇、是否采取积极的避税策略以及是否预留收益以保障债权人的利益等。股东只能在董事会作出的这些决策的基础上获得公司剩余，因此股东中心有待商榷。

#### (2) 董事会中心主义

在对赌协议中，由于在目标公司和投资者达成的对赌目标为实现时，目标公司需回购投资者的股权或者对投资者进行现金补偿，投资者的股权就和普通股东的股权不同，它具有一定程度上的优先性。此时，作为投资者的股东和普通股股东的利益诉求不再保持完全一致，会出现一定程度上的分歧。而在对赌协议中，投资方往往不会成为占据公司压倒性地位的大股东，目标公司也不会允许自己失去对该企业的控制权。此时，董事会的协调功能和董事会权威就显得尤为重要。即使在普通股股东占据主导地位的企业中，由于普通的股东不存在着像投资者那样的优先股，其不一定能够最大化地实现公司利益。此时，只有董事会利用自己的协调机制和决策权来控制公司才能实现公司利益的最大化和最高效地实现公司的利益。

股东中心主义与董事会中心主义均为公司商业判断模式。在公司商业判断模式下，只需要目标公司自己作出在对赌协议中是否具有可履行性的判断即可，不需要额外的司法判断。只要目标公司作出涉案对赌协议具有可履行性的判断，投资方便可要求目标公司按照对赌协议的要求对其股权进行回购

或是对其进行现金补偿。但是，倘若目标公司作出该对赌协议目前不具备可履行性的判断，则投资方无权要求目标公司进行股权回购或现金补偿。

## 2.2 司法商业判断

法院是社会纠纷当中的最终裁判者，在对赌协议的可履行性问题上，是否也应当由法院来判断呢？对于采取司法商业判断的国家，即使可履行性的最终判断主体是法院，但是法院也要尊重公司的商业判断。法院作为所有案件的裁判主体，显然不能像公司中的专业人士那样对行业、市场和本公司的现状作出专业的判断。法院不应忽略董事任务的复杂性。董事在考虑出售公司以获得合理范围内的最优价格时，其调查及选择决策有很多商业和财务上的考虑。董事会是最有能力作出这些判断的公司决策机构。<sup>[5]</sup>因此，法院在裁判案件时，应该注重审理的是公司决议的合理性而不是公司决议的正确性。只要公司的行为是合理的，不论是否有其他更合适和更有利的方案，法院都应当尊重公司的商业判断。

我国《九民纪要》中明确规定对赌协议可履行性的判断主体为法官，法官根据案件的证据综合审查具体案件中对赌协议的有效性及是否存在履行上的障碍。但是，法官作为中立的裁判者，其本身知识能力有限，不可能全面地了解对赌公司的自身资信状况、发展前景以及行业现状，很难做出对公司和债权人最有利的决定。公司作为市场中的专业机构，能够在保证对赌协议可履行性的基础上，作出符合公司利益的决定。因此，司法商业判断不失为一种更合理的判断主体。即在对赌协议可履行性问题上，先由目标公司自身做出是否可履行的决定并阐明其理由，法官仅需判断该决定是否正当且合理。如果公司的决定具有合理性，就算该决定不是对债权人最有利的方案，法院也应当尊重目标公司的决策。

## 3 对赌协议可履行性的判断标准

### 3.1 履行障碍之资本维持原则

投资者将资金注入公司资本后，不论其以何种途径获得投资的返还，不论是公司以自己的资产甚至其他使公司负债的方式向投资者分配财产都需要受到资本维持原则的约束。资本维持是一种底线规则。<sup>[6]</sup>这里的底线即是公司注册资本，只要公司不越过这个底线，其有权按照自己的意愿自由地向股

东分配财产甚至是回购股权。但是，一旦公司的行为越过了这个底线，就不得不采取其他的程序以保证自身行为的合法性。

在对赌协议中，双方约定的对赌目标失败后，投资方往往要求目标企业按照协议的约定回购股权或者进行现金补偿。这其中涉及的回购和现金补偿都是公司的资产单向地向股东流出，但是二者又各有不同。对于现金补偿型对赌协议来讲，目标企业存在利润是其进行金钱补偿的前提，不会违反资本维持原则。对于股权回购型对赌协议来讲，只要目标公司按照法定的程序履行了减资程序，就不违反资本维持原则。资本维持原则并非意味着公司的资本一定不能减少，而是指不能随意减少公司的资本。只要公司履行了法定的减资程序，其就可以自由地进行减资。以目标公司实际的经营状况和财务数据为基础，以“资产信用”为前提，对目标公司向投资方履行补偿义务设置严格有力的限制条件，才是解决当前对赌协议效力争议和履行难题的关键。

### 3.2 履行障碍之清偿能力标准

我国的《九民纪要》仍然采用“资本信用”。不论是现金补偿型对赌协议还是股权回购型对赌协议，《九民纪要》都只强调资本的作用，没有考虑目标公司的实际财务状况。在《九民纪要》背景下，对于股权回购型对赌协议，目标公司最终以减资程序来回购股份实际上是对传统的资本维持原则的践行，体现了债权人保护的原则。《九民纪要》关注的重点是目标公司资本状况，但没有考虑到一旦目标公司出现财务危机、清偿不能时，无论法律设置的债权人保护制度多么完善，都无法实质上对其进行保护，资本维持原则和减资程序就归于无用。清偿能力有两种常见的含义，即资不抵债和清偿不能。资不抵债作为资产负债表意义上的清偿能力，重视公司资产，强调的公司此时的总体债务超过公司的总体债权，是从静态整体的角度衡量公司的财务状况。清偿不能是破产法意义上的清偿能力，它强调的是公司不能偿还其到期债务，需要考虑公司的信用、技术、劳力等因素。在对赌协议可履行性的判断上，有的国家采取了资不抵债和清偿不能的双重判断标准，加拿大和南非仅采用了清偿不能这一判断标准。我国对赌协议语境下，仅采用清偿不能这一标准即可。我国对赌协议可履行性的障碍主要在于该合同的履行可能损害目标公司债权人利益，

重在债权人保护。在清偿不能标准下，一旦目标公司的履行会导致不能清偿债权人到期债务并使公司陷入破产情境，即可否认该对赌协议的可履行性，不会损害债权人利益。

#### 4 对赌协议可履行性障碍之解释

##### 4.1 减资程序的具体含义

关于《九民纪要》中所言的减资程序是否包括债权人保护程序，依《公司法》177条，公司作出减资决议后得通知债权人，并依债权人的要求提前清偿债务或者提供担保。减资程序中的这一制度设置被称为债权人保护程序，这一制度设置的根本目的在于避免债权人的债权因公司资本的减少而存在受偿障碍。在对赌协议中，目标公司减资是为了回购投资方的股权，投资方基于目标公司债权人的身份，其应当有权在目标公司减资程序中提前要求公司清偿，但作为目标公司的股东，投资方的做法有抽逃出资之嫌，不符合我国《公司法》35条的规定。因此，基于投资方债权人和股东的双重身份，此处可适用《民法典》466条的规定，作出如下认定：在完成债权人保护程序之前，投资方虽享有、却不得行使其对公司的股权回购请求权。这既可确保债权人保护程序先于公司回购股权而完成，又允许投资方依次请求对两者予以强制执行。<sup>[7]</sup>

##### 4.2 现金补偿应在提取盈余公积前

《九民纪要》仅规定法院要根据“股东不得抽逃出资”的规定及《公司法》166条审查公司是否具有利润以及利润为多少，没有明确该利润的具体含义。首先，依据《公司法》第166条第5款的规定，目标公司应当在弥补亏损和提取法定公积金后才能向股东分配利润，否则将可能违反股东不得抽逃出资的规则，所以，《九民纪要》中规定的金钱补偿资金来源只能是目标公司弥补亏损和提取法定公积金之后的利润。其次，是否提取盈余公积金以及提取多少盈余公积金，公司对此有完全的自主决策权。若因企业决定提取较大数额的盈余公积金而导致目标公司不存在或者只存在数额较少的剩余利润，投资者很难获得应有的现金补偿。因此，法院认定目标公司可用于现金补偿的利润时，仅计算弥补亏损和提取法定公积金后的利润，而不考虑盈余公积是比较合理的。最后，对于股权回购型对赌协议，《九民纪要》的表述为：经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。

对于金钱补偿型对赌协议，《九民纪要》的表述为：经审查，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。由此可见，股权回购型对赌协议中，司法实践均要求其履行减资程序，而减资程序涉及减资决议等公司自治事项。但在金钱补偿型对赌协议中，按照严格的文义解释，法院仅需审查是否有利润以及利润多少，无需审查目标公司是否已经做出利润分配决议，因此，利润分配决议并不会成为目标公司履行金钱补偿债务的障碍。

#### 参考文献

- [1] 刘迎霜.私募股权基金投资中对赌协议的法律解析[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),2015(1):123-130.
- [2] 谢海霞.对赌协议的法律性质探析[J].法学杂志,2010,31(1):73-76.
- [3] 邓峰.代议制的公司——中国公司治理中的权力和责任[M].北京:北京大学出版社,2015:27-28.
- [4] 邓峰.代议制的公司——中国公司治理中的权力和责任[M].北京:北京大学出版社,2015:167-169.
- [5] Paramount Communications Inc. v. QVC Network Inc., 637 A. 2d 34, 45 (Del. 1994)
- [6] 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.
- [7] 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.

收稿日期: 2022年3月11日

出刊日期: 2022年4月14日

引用本文: 王金菊, 论投资方与目标公司对赌协议的可履行性[J]. 现代社会科学, 2022, 2(1): 35-38.  
DOI: 10.12208/j.ssr.20220007

检索信息: RCCSE 权威核心学术期刊数据库、中国知网(CNKI Scholar)、万方数据(WANFANG DATA)、Google Scholar 等数据库收录期刊

版权声明: ©2022 作者与开放获取期刊研究中心(OAJRC)所有。本文章按照知识共享署名许可条款发表。<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



OPEN ACCESS