

## 对赌协议纠纷处理中“履行可能性” 问题之省思

周 游\*

《九民会议纪要》在第二部分“关于公司纠纷案件的审理”当中首先对于对赌协议的效力及履行予以回应,可见最高人民法院对该问题之重视。近年来,对赌作为私募股权投资当中的常见形式,在理论界和实务界都引起高度关注,尤其是当目标公司参与对赌时之协议是否有效以及能否实际履行的问题,为争议之焦点,比较典型的案例如“海富案”〔1〕

---

\* 中央财经大学法学院副教授、资产管理法治研究中心执行主任。

〔1〕 在海富案中,投资方海富公司与目标公司世恒公司及其唯一股东迪亚公司对赌,海富公司向世恒公司增资2000万元;相应地,世恒公司2008年净利润应不低于3000万元,若此未能实现,海富公司有权要求世恒公司予以补偿;若世恒公司未能履行补偿义务,海富公司有权要求迪亚公司履行义务。此外,世恒公司应在2010年10月20日前上市,否则海富公司将有权要求世恒公司回购其股权。参见“苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波增资纠纷案”,最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决书。

“瀚霖案”〔2〕及“扬锻案”〔3〕等。学界同仁对此已有不少评述,在此主要结合《九民会议纪要》来谈谈以上三个从结果来看,似乎存在裁判不统一的案例背后可能存在的类似裁判思路,并对其予以必要反思。

### 一、“海富案”果真确立了“与目标公司对赌无效”的裁判规则?

“海富案”之后,法律界普遍认为最高人民法院确立了投资方与股东对赌有效、而与目标公司对赌无效的裁判规则。〔4〕故而,“瀚霖案”的裁判——目标公司为其股东回购对赌投资方产生的责任承担担保责任是有效的——就可能被理解为最高人民法院的态度出现了所谓戏剧性反转。〔5〕

只是,态度真的有反转吗?表面上看兴许是有的,最高人民法院民二庭在对《九民会议纪要》进行释义时也似乎承认态度的变化,但也同时指出,2012年最高人民法院民四庭在“海富案”中的裁判是符合当时社会实际的。〔6〕这主要是对近年来对赌案件裁判结果不完全一致的

---

〔2〕 在瀚霖案中,投资方强静延与目标公司瀚霖公司及其股东曹务波对赌,强静延向瀚霖公司增资3000万元;相应地,瀚霖公司应在2013年6月30日前上市,若此未能实现,强静延有权要求曹务波以现金方式回购其在瀚霖公司的股权,瀚霖公司为曹务波的回购提供连带责任担保。参见“强静延与曹务波等股权转让纠纷案”,最高人民法院(2016)最高法民再128号民事判决书。

〔3〕 在扬锻案中,投资方华工公司与目标公司扬锻公司及其内部全体股东潘云虎等对赌,华工公司向扬锻公司增资2200万元;相应地,扬锻公司应在2014年12月31日前上市,且其主营业务、实际控制人、董事会成员不得发生重大变化,否则华工公司有权要求扬锻公司回购其股权,潘云虎等全体股东承担连带责任。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、潘云虎等请求公司收购股份纠纷案”,江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书。

〔4〕 例如,徐睿:《以目标公司作为对赌义务人的合同效力研究》,载《证券市场导报》2015年第5期;杨姗:《新型商事合同效力认定的裁判思维——以融资合同为中心》,载《法学》2017年第8期。

〔5〕 参见季境:《股权交易创新与传统财产法理论反思》,载《华东政法大学学报》2019年第4期。

〔6〕 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第115页。

解释,但我们需要充分意识到,裁判结果的不同并不意味着裁判思路就一定存在差异。道理很简单,我们不能因为某一案件的具体裁判旋即提炼出一个绝对的抽象规则,尤其不应当仅以单个裁判就归纳出“某一主体”的某一行为有效或无效的定论。

关键之处,不是何人所为,而在于做了什么、怎么做的。

私募股权投资中的对赌往往通过溢价投资<sup>[7]</sup>进行,无论是“海富案”、“瀚霖案”还是“扬锻案”,皆是如此。只不过,3个案件中的目标公司所承担责任的方式及大小存在区别。“海富案”中目标公司是承担责任的首要主体,而“瀚霖案”中目标公司仅仅承担的是担保责任,至于“扬锻案”中目标公司虽与内部股东承担连带责任,但与“海富案”中目标公司为一人公司不同的是,扬锻公司内部有11位股东(7个自然人和4个投资中心),且全部参与对赌,可见风险程度有别。其中,“瀚霖案”存在一个非常有意思的争点:目标公司为其股东提供担保难道不是变相的参与对赌吗?这也是为何不少声音认为最高人民法院态度反转的重要因素。在我看来,瀚霖公司承担担保责任毫无疑问是参与了对赌的,连“变相”都说不上。若是最高人民法院认为各界对“海富案”存在何种误读的话,“瀚霖案”就成为一极佳的矫正机遇。

饶有趣味的是,最高人民法院民二庭对《九民会议纪要》进行释义时援引了“海富案”,从其表述及前后文逻辑来看,似乎再一次强调,不是通过主体参与的视角来划定对赌协议效力的边界,关键还是在于协议的内容——投资方因投资取得固定收益而损害公司和公司债权人利益,故应认定无效。<sup>[8]</sup>尽管我赞同“海富案”的再审结果,然其裁判理由似乎并不充分,脱离经营业绩取得固定收益是不是必然会损害公司和公司债权人利益呢?从固定收益到利益受损,这一论证过程在行文方面可能缺失了非常重要的细节。而从“扬锻案”到《九民会议纪要》的规定来看,这一细节很有可能就是对“履行可能性”的考量。

---

[7] 所谓溢价投资,就是对赌投资方的投资将有相当大的比例列入目标公司的资本公积金当中,而注入公司注册资本的比例非常低,结果就是在表面上看来出资与持股比例不对应。

[8] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第121页。

## 二、从“履行可能性”看三个案件的逻辑一致性

“海富案”中,对赌协议的履行之所以会损害公司 and 公司债权人利益,显然不是因为投资取得固定收益,更重要的兴许是考虑到世恒公司的财务状况。尽管判决书中对此未予明确,但从世恒公司 2008 年度实际净利润仅为 26,858.13 元可见一斑,毕竟协议所约定的目标是 3000 万元,可谓未能实现其“万一”。如果按照协议约定的计算公式 $[(1 - 2008 \text{ 年实际净利润}/3000 \text{ 万元}) \times \text{本次投资金额}]$ 对海富公司进行补偿,那近 2000 万元的补偿款当然对本就无甚利润的世恒公司及其债权人产生极大的不利影响。

至于在“瀚霖案”中,最高人民法院之所以对瀚霖公司为股东曹海波提供担保究竟是否属于参与了对赌只字不提,而极其巧妙地将争议的焦点从这一实质判断转移到担保决议是否符合《公司法》这一形式判断上,兴许也是考虑到,要求目标公司承担担保责任是具有履行可能性的。正因为具有履行可能性,所以原本与“海富案”类似应当出现的重要角色——公司债权人却并未出现在最高人民法院的裁判说理当中。这的确会让人略感突兀。而更感讶异的可能是判决书中的以下说理:“强静延投资全部用于公司经营发展,瀚霖公司全体股东因而受益,故应承担担保责任。”这一说理显然是将公司利益与股东利益混为一谈。其实,倘若不在判决书中明确指出履行可能性的问题,那么,对于公司对外担保经过合法程序以及投资人(同时也是担保权人)已尽到审慎注意和形式审查义务予以明确阐述,也实属差强人意的论证,而无须画蛇添足地牵涉公司利益问题。

相较于最高人民法院前两个案例的模糊说理,江苏高院在“扬锻案”中的裁判理由则说得非常清楚,这倒是让我们更清晰地发现“扬锻案”与“海富案”“瀚霖案”之间裁判逻辑的一致性。在“扬锻案”中,法院认定对赌协议有效的理据是《公司法》并不禁止有限公司回购股权,即便其后来变更为股份公司,其权利义务也由变更后公司承继,况且《公司法》第 142 条也列示了股份公司通过减资等方式进行回购的例

外情形。以上是法院认为案涉对赌协议具备法律上的履行可能。进而,法院还通过对比在华工公司投资前后扬锻公司的资产变化等对案涉对赌协议之事实上的履行可能予以详细论证。

不难发现,以上三案都可能秉持的是先确定裁判结果再往前推导和寻找裁判依据的裁判思路。“海富案”中目标公司的财务状况使其无法实现在协议中的承诺;而“瀚霖案”“扬锻案”中目标公司之所以未能守约,主要是因为外部政策环境的变化导致无法上市,与其财务状况似无多大关联。只是“海富案”和“瀚霖案”之推导和寻找的裁判依据皆有不甚严谨之处。当然,对赌协议的效力认定主要取决于能否实际履行的裁判思路势必容易引起学界和业界质疑,对此有必要予以反思和改进。

### 三、“履行可能性”因素的反思及其改进

在处理对赌纠纷时,“履行可能性”因素的考量的确具有一定的积极意义,但仍有两个问题亟待反思:第一,如何确定目标公司有履行协议的义务?第二,即便确定对赌协议并不具备履行可能性,那是否必须否定协议的效力?

对于第一个问题,应然方案可能是对目标公司的财务状况进行实质审查,但从实际操作来看,这似乎不是最优选择:目标公司完全可能为了逃避自身责任而事先转移资产,从而营造不能履行义务之表象,且每一个案件都通过实质审查的方式来认定履行能力对于法院而言恐怕也是不小的负担。对此,江苏高院在“扬锻案”中另辟蹊径,其认为目标公司是否完成了减资程序可以作为是否具有履行可能性的一种检验标准。有学者对此提出质疑,认为这如果是在股份公司场合可能是对《公司法》第142条股份回购例外情形的曲解,亦即混淆了“因减资而回购”以及“因回购而减资”两者。<sup>[9]</sup>其实这一担忧大可不必。公司

---

[9] 参见清澄君(张巍):《从“海富”到“华工”:对赌的边界在哪里?》,载微信公众号“比较公司治理”,2019年7月19日。

基于何种原因需要减资,完全属于公司内部事务,《公司法》不多做干涉。而将减资程序作为履行可能性之检验标准,在利益平衡关注的焦点方面实际上是从原来的对赌投资方与目标公司之间移转至目标公司及其债权人之间,也使本无关联的对赌投资方及目标公司债权人之间存在一定的利益博弈。

除了必须经过股东(大)会特别决议以外,根据《公司法》第177条的规定,公司减资还需编制资产负债表及财产清单、通知及公告债权人,更重要的是,债权人因此被赋予了请求公司提前清偿债务或提供相应担保的权利。那么,一个能让公司债权人满意的减资程序的确在很大程度上表明了对赌协议具备履行可能性,法院裁判的审查重点也就在于减资程序是否合法,从而在裁判思路方面也回归至公司法的视角。即便减资程序中的确仍存在债权人保护规则的缺漏,那也是减资规则而非对赌条款的问题。对此,立法者可以在未来修订《公司法》时予以针对性完善。况且,通过明确减资程序的法律地位,其实也是给当事人提供相对明确的规则及预期,从而引导其在商定及践行对赌条款时有所注意。

至于第二个问题,主要是一个学理问题,也因而更触及解决对赌纠纷之本源。司法裁判通过履行可能性进行实质性评价以寻求定分止争的策略,有其现实合理性,但毕竟协议的效力与履行是两个层面的问题。况且,事态不是一成不变的,一个在某一时点看似无法履行的协议,不意味着将来也是如此。而司法裁判一旦对对赌协议的效力予以否认,也就封堵了当事人日后通过协议维护自身权益的通道,此种绝对化的做法本质上是过分关注公司债权人而未能兼顾外部投资人的体现,这从全局及长远的角度来看并不利于鼓励和促进投资,也可能不符合优化营商环境之时代需求。

还需注意,当前公司法在回应协议效力方面是明显缺乏制度供给的,在公司法规则未能对商事合同予以系统回应之前,合同法规则仍是认定相关合同效力的法律依据。问题的改进,重点在于厘清合同法与公司法两者的调整范围。依循以上思路,对赌协议的效力主要依据合同法规则进行认定,而即便协议有效,其能否在公司场合实际履行,则是需要依托于公司法规则的问题。实际上,在处理公司法语境下的协

议问题时,往往都需要秉持这一理念,而不仅仅是在对赌协议方面。<sup>[10]</sup>从《九民会议纪要》的表述来看,最高人民法院民二庭的立场也大抵如此:判断对赌协议的效力主要是审查协议是否存在法定无效事由;有效的对赌协议也不意味着能够实际履行,一是在回购情形下主要审查减资程序是否完成,二是在金钱补偿情形下主要审查目标公司的利润是否足以补偿。这一立场还是值得肯定的。

#### 四、一点引申:对赌投资方一定是股东?

对赌纠纷裁判的不确定性,在当前其实主要是在如何保护公司债权人这一问题上存在较大的解释空间和裁量尺度。吊诡的是,无论在以上三个案件的裁判中究竟是否涉及对于目标公司债权人的利益保护,反正在现实纠纷过程中目标公司的债权人从未出现。我常感慨“债权人”是公司法上最神秘的角色扮演,此处可略见一二。公司债权人的确需要保护,然其不应当是公司法调整的主要问题。虽然公司法是组织法和行为法的结合,但显然是前者重于后者。因此,在面对对赌协议之问题上,比起目标公司债权人,对赌投资方究竟在其中扮演何种角色,可能更值得我们关注。最高人民法院民二庭在对《九民会议纪要》进行释义时也呈现出相关理念的变化,其指出,保护公司债权人固然重要,但保护投资安全及股东出资同样重要。<sup>[11]</sup>不过这其中似乎隐含这样一种推论:对赌投资方就是为了成为目标公司的股东才进行投资的。也正因为如此,最高人民法院在“海富案”中才会认为脱离经营业绩取得固定收益的安排不妥,因其与股东的角色定位不符。

从本质上来看,对赌对于合同双方而言不过是一种投融资方式。一方面,投资方未必就真的想成为目标公司的股东,其往往更看重投资回报;另一方面,融资方看重的也往往是投资方的资金,而未见得是意

[10] 参见周游:《公司法语境下决议与协议之界分》,载《政法论坛》2019年第5期。

[11] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第112页。

图接纳新的股东。这在名股实债、股权代持等类似投融资关系当中也同样存在。江苏高院在“扬锻案”中就鲜明地指出,华工公司在向扬锻集团公司注资后,同时具备该公司股东及该公司债权人的双重身份。实际上,即便是股东,也有可能享有固定收益,如公司向优先股股东发放的股息等。<sup>[12]</sup>而将对赌限定为“股权性融资”<sup>[13]</sup>是否得当,仍值得忖度。不少学者也已经注意到金融创新背景下的股债融合问题。<sup>[14]</sup>当然,必须指出的是,强调股债之间边界渐趋模糊不意味着赋予投资人可以根据自身意愿随时变换身份的权利,其要义在于《公司法》等相关法律制度需要对投融资关系之多样化予以充分关注,并就不同情形设置不同的风险防范规则。继而,这也有助于引导当事人根据法律所提供的选择性规则就各方利益配置因应作出合理调整。

(编辑:谢贵春)

---

[12] 基于不同的投资需求,股东之间,乃至股东与公司之间理应被赋予依法对股权利益的享有方式进行特殊安排的权利。参见周游:《股权的利益结构及其分离实现机理》,载《北方法学》2018年第3期。

[13] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第112页。同时,该书第113页又谈及应考虑投资方既是股东又是债权人的双重身份,这可能是对扬锻案裁判说理的吸收。

[14] 参见李安安:《股债融合论:公司法贯通式改革的一个解释框架》,载《环球法律评论》2019年第4期。