

股权回购型对赌协议的规制路径 评析与公司立法选择*

周林彬** 吴劲文***

摘要:以公司为回购义务主体的股权回购型对赌协议的规制路径选择问题困扰学术界和实务界弥久。《九民纪要》“创造”了区分合同效力和履行、要求公司履行减资程序的规制方法,具有一定法理基础,但本质上属于仅确认当事人利益协商结果的审慎干预,也存在法律解释问题。《公司法修订草案(二)》新设的类别股制度无力解决“事实类别股”的逃逸。公司立法可借鉴特拉华州公司法,明确“事实类别股”的特殊权利以公司章程登记的内容为限,以保护利益相关者的信息利益。

关键词:公司法 对赌协议 股权回购 股权回购 类别股

* 本文系国家社会科学基金重点项目《民法总则制定后我国商法一般条款的立法完善研究》的阶段性成果之一。

** 中山大学法学院教授、博士生导师。

*** 中山大学法学院民商法专业博士研究生。

一、问题的提出:如何规制股权回购型对赌协议

对赌协议是以合同为载体,投资者与目标公司及其或其股东约定,以特定期限内实现某一经营目标(如达成业绩指标或实现上市)为条件的一系列权利义务安排。回顾对赌协议在我国的实践发展,这一源自境外投资者(尤其是美国投资者)对境内目标公司的投资操作,^[1]目前已常见于人民币基金、创业投资基金(VC)和私募股权投资基金(PE)的投融资项目。^[2]作为“域外引入、域内生长”的产物,对赌协议空有“合同”之皮,实质却游离于我国传统民法上合同规则的约束之外,其行为类型归属和规制^[3]路径选择在学理上仍处于焦灼状态,最高人民法院(以下简称最高法)发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)相关裁判指导尚有可臻完善之处,亟待修订的《公司法》也有作出立法规制的施展空间。

其中,公司作为合同当事人签订对赌协议,约定条件未成就时直接或间接(如以担保形式)承担股权回购义务的,称为以公司为回购义务主体的股权回购型对赌协议(本文以下简称股权回购型对赌协议^[4])。如何规制此类对赌协议,其法律和法理层面的构建和分析具有更高的

[1] See Lin Lin, *Venture Capital Law in China* 183(2021).

[2] 有行业组织调研显示,100%人民币基金使用了对赌协议,而近40%的VC、PE在总计50%投资组合项目中使用了对赌协议,参见中华股权投资协会《中国式“估值调整机制”的现状、风险和最佳实践》报告。也有律师事务所统计得出,93%左右采用境内架构的VC/PE项目设置了股权回购条款,该比例在采用境外架构的VC/PE项目中则为88%左右,参见汉坤律师事务所《汉坤2021年VC/PE项目数据分析报告》。

[3] 规制是指立法、司法、行政机关等有权创设具有约束力规则的主体对私人领域的干预。本文聚焦于“规制”问题,而非“法律制定”或“法律适用”问题,主要考虑的是对赌协议的有效约束需要多样化的干预手段,而非依赖单一手段,同时还需要关注不同干预手段的体系化设计。

[4] 《九民纪要》已明确以股东或实际控制人为回购义务主体的股权回购型对赌协议仅需置于合同法规制框架中,其效力和履行等方面在实践上也无争议,故本文不讨论公司法对其的规制路径,公司法的立法和司法活动更应专注于以公司为回购义务主体的股权回购型对赌协议。

难度:此类对赌协议的交易相对方包括公司,因此这不仅是合同法问题,还需实现合同法与公司法的互动;同时,作为回购义务主体的公司是法人,而公司在意思表示的形成和表达、组织结构、内部制衡机制方面,与自然人相比都更为复杂;〔5〕此外,这一问题还将触及交易法的意思自治原则与组织法的法定强制原则的交叉领域。〔6〕而我国对股权回购型对赌协议的司法规制已从否定交易效力,到拒绝干预效力,再到消极干预履行,发展变化较快,法理逻辑上有其进步性,但也有其局限性。因此,当下我国《公司法》的修订应当关注和思量规制股权回购型对赌协议这一个重要的实务问题。

二、对赌协议无效的能动司法规制路径:不符合经济现实且有悖法律正当性

明确规制对赌协议的价值目标是设计立法或司法规制方案的首要问题。仅从经济角度,难以对任何一类对赌协议作出“一面倒”的负面评价。一方面,在股权融资市场及其配套法律制度相对于债权融资更为不发达的国内环境中,对赌协议是投资非上市公司股权的投资者适时〔7〕

〔5〕 例如,在管理者的个人财务利益与公司实现最佳利益的目标存在冲突时,管理者可以通过控制公司的意志,使得公司做出“虚假”的意思表示,而这种意思表示与“自我意识”相分离的情形并不会在自然人形成和表达意思表示过程中产生,参见邓峰:《公司利益缺失下的利益冲突规则——基于法律文本和实践的反思》,载《法学家》2009年第4期。

〔6〕 《公司法》中有相当一部分规则以其公法属性彰显着国家权力对公司运行、经营秩序的干预,意思不自治色彩较合同法更为浓厚。参见蒋大兴:《公司法中的合同空间——从契约法到组织法的逻辑》,载《法学》2017年第4期。

〔7〕 统计显示,截至2020年年末,完全退出的私募股权投资基金(PE)投资案例的平均投资期限为37.12个月,完全退出的创业投资基金(VC)投资案例的平均投资期限为39.91个月,参见中国基金业协会《2020年私募基金统计分析简报》。由此可见,我国PE、VC的平均投资期限仅为3年左右,而初创企业能实现合格上市的期间一般远长于3年。

退出的重要保障。^{〔8〕}另一方面,在初创公司的发展前中期,为争取投资者对公司股权的更高估值,从而获得更高融资额,公司创始人一般会利用其实际控制人地位,令公司向投资者承诺或担保其股权投资在公司未能达成经营目标时,仍可获得“最低”收益。此外,对赌协议也能使投资者取得更高的风险溢价,^{〔9〕}提升投资者的投资效益。虽有质疑对赌协议会过度激励公司冒险经营之可能,^{〔10〕}或存在将视野局限于个别经营目标落空、引发当事人纠纷而当事人主张对赌协议有损公司利益的情形,现实却显示对赌协议令投资者和目标公司“双赢”的比例达七成。^{〔11〕}由此可见,对赌协议不具有内含交换的不正义性,相反,其具有一定的附加价值,这也能更贴切地解释对赌协议,尤其是股权回购型对赌协议为何能在我国的投融资领域成为广泛存在的商业安排。

基于此,“一刀切”地就对赌协议或者其中的某一类别采取否定效力或禁止履行的规制方法,缺乏正当性基础。同时,普遍性地将某一类别的交易安排认定为无效或不可履行的思路,即意味着相对人在交易中的任何事前风险控制手段都会被司法机关在事后归为无效,这无异于将有一定概率发生的利益损害风险通过法律转移至与公司交易的相对人身上。而恢复原状的法律救济也使得相对人的收益几乎为零(便考虑了资金占用利息),即剥夺了其获得风险不发生时的收益及其之上的风险溢价。

〔8〕 See Wei Shen, *Financial Regulations in China*, in *Financial Services Regulation in Asia Pacific* 37, pp. 44 - 45 (Andrew Halper & Carl Hinze eds., 2d ed., 2008). 有学者认为,那些既无法获得借贷融资又不能上市的成长型企业,其所面临的困境促成了使用私募股权融资的现实,而后者常用的对赌协议也随之成为这些企业不得不参与的交易方式,参见周传丽:《成长型企业的私募股权融资、对赌协议与财务绩效的路径依赖》,载《学术研究》2009年第9期。

〔9〕 参见王茵田、黄张凯、陈梦:《“不平等条约?”:我国对赌协议的风险因素分析》,载《金融研究》2017年第8期。

〔10〕 参见张凯:《股权投资中运用对赌协议的风险管理问题研究》,载《经济问题》2018年第8期。

〔11〕 同前注〔2〕,中华股权投资协会报告。

三、对赌协议有效的合同法规制路径：落入向合同法一般条款逃逸的“俗套”

2010年以后,司法机关放弃对股权回购型对赌协议采取效力规制,一定程度上是受最高法司法政策的影响。在被冠为“对赌协议第一案”的(2012)民提字第11号案(以下简称“海富案”)中,最高法援引“出资入股不得约定取得固定收益”规则,作出“投资者与目标公司对赌无效”的裁判后,招致了实务界和学术界的批评,使得最高法急转为对所有类型对赌协议的效力规制“开绿灯”。各级法院在对赌协议裁判中,也是几乎绝对遵从当事人的合同安排,克制司法介入。

但细究最高法相关裁判的释法说理,公司法依据(尤其是请求权基础)的欠缺、对合同效力规则的依赖是司法机关放弃规制股权回购型对赌协议的更深层次原因。如在(2016)最高法民再128号(以下简称“强某延案”)中,法官认为“合同无效的判定严格遵循法定主义”,此时法官会先锚定对赌协议属无名合同的判断,再寻找《合同法》(现已失效)的规则。然而由于《合同法》对无名合同规制极少,^[12]这一路径下法院容易接受对赌协议为有效:因为在立法明文规制对赌协议前,径直确认合同无效是解决无名合同纠纷的最劣救济方式。与此同时,当事人也有通过规避有名合同类型、争取进入无名合同“自由空间”的动力。而法官或学者的讨论一旦探入我国无立法成果的合同类型,如涉

[12] 法官一般能通过类推适用或“刺穿交易面纱”技术,将借款合同规则用于测试对赌协议的约定内容是否存在瑕疵,如在富象油气技术服务有限公司与朴某明合同纠纷案中,法官认为该案外部投资者的收益约定符合法定范围,参见最高人民法院:富象油气技术服务有限公司与朴某明合同纠纷再审审查与审判监督民事裁定书,案号:(2018)最高法民申3046号,2018年8月21日。另如北京中金国联富盈投资发展中心与甘肃三洲实业集团有限公司、北京金丰科华房地产开发有限公司等股权转让纠纷案中,法官直接引用民间借贷的年利率上限规则以确认对赌协议中约定的延迟履行利息和违约金效力,参见最高人民法院:北京中金国联富盈投资发展中心与甘肃三洲实业集团有限公司、北京金丰科华房地产开发有限公司等股权转让纠纷二审民事判决书,案号:(2016)最高法民终205号,2016年5月10日。

幸合同,无论是借鉴外国法还是法理推演,得出的结果都不会与支持商事自治的逻辑相悖,从而落回无名合同“窠臼”。^[13]

即便有法官联立《公司法》和《合同法》进行分析,也无法得出规制依据。“海富案”中法官否认对赌协议效力的法理逻辑,就基于对公司或债权人权益之保护,避免个别外部投资者以此攫取利益。^[14]然而,就目标公司与投资者签订对赌协议是否符合《公司法》问题上,(2018)最高法民申5504号的法官就认为该公司决议程序合法有效,而“强某延案”和(2017)最高法民再258号案由于涉及公司对外担保,因此法官的审查更为仔细,涵盖了公司决议程序、代表人授权程序,甚至包括外部投资者的交易形式审查程序,但上述案例也恰是《公司法》缺乏可直接适用于规制股权回购型对赌协议的条文、对股权回购型对赌协议本身的司法规制“无法可依”的体现:法官仅能适用公司与第三人订立一般合同或公司对外担保所需遵循的程序性规则。即便有法官论及股权回购程序,也未显强硬色彩,例如(2017)最高法民终309号案,法官对“法外”股权回购操作补充了合法性证成,认为依据对赌协议要求执行股权回购是解决公司僵局问题、避免公司解散,进而《公司法》上的股权回购情形限制可径由最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定(二)》第5条获得豁免。大部分法官对公司依据对赌协议履行股权回购义务是否有违《公司法》强制性规范的问题“一笔带过”,直接认定交易未违反任何法律、行政法规,可见股权回购型对赌协议纠纷中的“强制性规范”概念或理论没有实际指导意义,更多是法官释法说理时的“附注”。

《公司法》上可直接或间接适用于规制股权回购型对赌协议的规则缺位,是这一时期规制路径形成的重要原因。在法律依据上,我国《公司法》条文大多为不完全法条,其本身无法独立适用于解决公司行为的效

[13] 参见唐英:《甘肃“对赌协议案”判决之评析——以法律方法的运用为视角》,载《法学论坛》2015年第1期。

[14] 参见罗东川、杨兴业:《“对赌协议”纠纷的法律规制及裁判规则》,载《人民司法》2014年第10期。

力规制问题。^[15] 即便后来司法机关意识到在某些纠纷案件中,对目标公司或其债权人施以法律救济才符合公平正义,但由于《公司法》中一般性的或具体针对股权回购型对赌协议的公司行为效力规则缺失,《民法典》及其生效前适用的《民法总则》将《合同法》中的合同效力规则上升为规制民商事法律行为效力的一般条款,以及法官惯常的合同法思维,^[16]使得法官在法律适用时将重点放在合同法等民事一般法上,而非公司法上,也无意通过法律解释或续造形成公司法独立的行为规制规则。^[17] 而这一进路下所适用的“合同效力存疑时认定为有效”的效力规则,也符合对《民法典》第153条的一般理解,延续了自原最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(一)》第4条到原最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(二)》第14条逐步发展的否认合同效力之谦抑倾向,以及适应鼓励商事交易和尊重意思自治的政策导向。在解决公司股东与公司本身、公司债权人发生利益冲突的公司治理纠纷问题上,法官在面临《公司法》无法供给可适用的具体条款时,拒绝向公司法等商事一般法的一般条款或法理求助,而是选择向合同法等民事一般法的一般条款逃逸,最终致使司法机关对股权回购型对赌协议的规制力度显得过于宽松,也颠倒了民法与商法的适用顺序。^[18]

四、回购必先减资的程序性规制路径:放弃救济实体利益的司法审慎和法律解释缺陷

因目标公司未达成经营目标而需其承担股权回购义务,并不符合

[15] 参见黄茂荣:《法学方法与现代民法》,法律出版社2007年版,第161页;杨峰:《商法思维的逻辑结构与司法适用》,载《中国法学》2020年第6期。

[16] 参见吴飞飞:《论中国公司法的供给侧结构性改革——兼论中国公司法的“服务型”转向》,载《北方法学》2020年第2期。

[17] 当法官认知规则的学习成本、适用规则的错误成本过于高昂时,拒绝规则是法官的一种智识回应,参见谢晓尧:《法律文本组织技术的方法危机——反思“互联网专条”》,载《交大法学》2021年第3期。

[18] 参见钱玉林:《商法漏洞的特别法属性及其填补规则》,载《中国社会科学》2018年第12期。

《公司法》第74条的有限责任公司异议股东回购规则、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(二)》第5条的被诉解散公司协商回购规则和最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(五)》第5条第1项的分歧股东协商回购规则中的任一法定情形,加上股权回购存在侵蚀公司资本和损害债权人利益的可能,司法机关对股权回购型对赌协议纠纷中投资者一方的权利行使限度保持着警惕,偶有裁判也持否定效力态度,^[19]说明此时法律适用的逻辑和方法尚未稳定。在否定交易效力和完全肯定效力的两个极端之间,或有其他精细化规制的路径选择,但法律是基于公共强制的利益分配,^[20]如意图对各主体的实体利益进行分配而实现精细化规制,司法机关还需要先行对各主体的利益进行确定和权衡。

(一) 由法律直接分配实体利益的操作困难

由法律直接分配各主体的实体利益,进而构筑规制路径,并非一件易事。在商事审判活动中,对于法律事实产生的究竟是利益还是不利益效果,法官无法作出简单判断:司法介入的事后评价难以精确溯及主体的事前与事中利益,而与显性利益相对的隐性利益、与短期利益相对的长期利益、与直接利益相对的间接利益也可能因未被成文法确认或超越司法认知,使法官对诉争利益状态的客观全面认定受到影响。因此,商法中的“利益”概念需保持其相对开放性和辩证性,^[21]而立法或司法对可能引发不利益后果的商事法律行为的规制,应当保持审慎和克制。^[22]此外,公司利益不仅涵盖有形财产,还包括无形的、预期的公司权利和权益。^[23]这些因素使得通过直接比较股权回购型对赌协议

[19] 参见最高人民法院:新疆盘古大业股权投资有限合伙企业与梓昆科技(中国)股份有限公司与公司有关的纠纷再审审查与审判监督民事裁定书,案号:(2019)最高法民申4797号,2019年12月24日。

[20] 参见凌斌:《法律的性质:一个法律经济学视角》,载《政法论坛》2013年第5期。

[21] 参见傅穹:《商法营利性思维与民事主体制度》,载《南京大学学报(哲学·人文科学·社会科学)》2017年第3期。

[22] 参见徐式媛、李志刚:《民、商案件之区分:反思与重构》,载《法律适用》2014年第2期。

[23] 参见甘培忠、周游:《公司利益保护的裁判现实与理性反思》,载《法学杂志》2014年第3期。

纠纷中各主体的实体利益,再得出规制方案的思路面临巨大的障碍,至少在立法和司法活动中都难以克服获取各主体所受损益的信息成本。

(二)《九民纪要》要求公司履行法定减资程序的规制思路

在前述比较各主体实体利益的方案之外,《九民纪要》另辟蹊径,“创造”了精细化规制股权回购型对赌协议的一种新尝试,主要包括:投资者与目标公司签订的对赌协议需区分合同效力与合同履行,在效力层面应统一予以肯定;而在履行层面,在审查目标公司向股东给付款项是否符合“股东不得抽逃出资”规定的基础上,对于股权回购义务,还要求目标公司根据《公司法》第142条第2款,召开股东会并通过减资决议,同时审查目标公司是否履行法定减资程序,即决议通过后需及时通知或公告债权人。任何一个环节存在重大瑕疵的,法官即“类推适用”《合同法》第110条(对应《民法典》第580条第1款)的非金钱债务履行除外规则,^[24]公司可依此提出抗辩以阻却股权回购义务的履行。最高法后续的裁判也落实了《九民纪要》相关指导要求。^[25]

从司法效果来看,当前所采用的规制方法背后的价值目的,是通过要求股东会作出特别多数的同意表决,由股东“处分”自己可能受损的股权利益,并通过要求公司告知债权人公司资本减少的事实,使得债权人可以知悉其债权利益受损的风险,从而能够相应作出风险应对,要求公司清偿债务或者提供相应的担保。通过在《公司法》的明文规定之外设置减资程序这一道程序门槛,司法机关将公司利益、被回购股权的股东利益、其他股东的利益、公司债权人利益等众多难以事后确定、比

[24] 虽然《九民纪要》正式稿相比于征求意见稿删除了“法律上不能履行”与“《合同法》第一百一十条的规定”的表述,但征求意见稿中的表述能说明该指导意见起草时的法律适用逻辑或法理基础。也有学者认为,该解释适用的是“金钱债务无履行不能”之学理例外,参见贺剑:《对赌协议何以履行不能?——一个公司法与民法的交叉研究》,载《法学家》2021年第1期。

[25] 相关案例可参见最高人民法院:深圳市广华创新投资企业与大连财神岛集团有限公司请求公司收购股份纠纷再审民事判决书,案号:(2020)最高法民再350号,2020年12月29日;最高人民法院:新余甄投云联成长投资管理中心与广东运货柜信息技术有限公司新增资本认购纠纷、买卖合同纠纷再审审查与审判监督民事裁定书,案号:(2020)最高法民申1191号,2020年3月27日;最高人民法院:北京银海通投资中心与新疆西龙土工新材料股份有限公司股权转让纠纷再审审查与审判监督民事裁定书,案号:(2020)最高法民申2957号,2020年6月29日。

较和评价的实体利益问题,转变为由各主体自行决定利益得失,司法机关仅对各主体的协商结果进行确认的问题,其类似于股东诉请公司分配利润纠纷中的司法审慎干预态度。^[26]

(三) 法院仅事后确认各主体利益协商结果的法理缺陷

我国司法机关长期以来都倡导“公权介入的时机在于商事关系中自治机制失控或不足以避免滥权行为发生之时”^[27],然而这一商事审判理念可能更适应于商事合同领域的纠纷解决,而不能普遍适用于公司治理领域的纠纷解决。

首先,从规则属性上来看,自《关于确认和处理无效经济合同的暂行规定》发展至《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》,商事合同的公权力规制要求都在单向朝着意思自治的合同法基本原理回归。^[28]与之不同的是,《公司法》的价值发展更为复杂,其内部存在的两大规则群:一是源自公有制企业的公法属性规则,这一部分正沿着强化自治和减少公权干预的方向发展,相关规则将会逐渐加重自由主义色彩;^[29]二是在借鉴自外资商事法律的私法属性规则,因此加强这一部分法律规则的公法管制色彩同样是当下的制度面向,因而《公司法》及其司法适用不应被推入仅扩张意思自治的“单行道”。

其次,从救济方式上来看,克制公权力规制商事合同的目的是鼓励合同存续,进而将违反法律法规的交易行为背后的当事人利益冲突引入合同法规制框架内解决,特许当事人寻求违约救济,而不至于在法院宣告合同无效后陷入救济路径匮乏的窘境。^[30]然而《公司法》本身存在其他如内部合同(公司章程、股东协议等)约定、信义义务保护、派生诉讼、破产程序等立法或司法创设的救济方式,可供利益受损害的当事

[26] 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120页。

[27] 江必新:《商事审判与非商事民事审判之比较研究》,载《法律适用》2019年第15期。

[28] 参见董万程、王继君:《〈民法总则〉中的效力性强制性规定立法问题研究》,载《法律适用》2017年第11期。

[29] 参见顾敏康:《反思公司法的几个基石问题》,载《法学》2013年第5期。

[30] 参见宁红丽:《民法强制性规范的反思与优化》,载《法学》2012年第4期。

人倚赖,同时公司法对于违反法律法规的公权力规制的路径选择也能更加多样化。

在立法滞后现状下,司法机关仅扮演股东会减资决议的确认和执行角色,实质上限缩了司法的能动功能,也未真正为任何主体提供救济,而这只会加重公司纠纷的不当解决。^[31]此外,《九民纪要》作为法官解释法律的指导意见,也存在超越解释限度的缺陷,^[32]产生了更多问题:

一是公司依据对赌协议履行股权回购义务,但未履行减资程序的法律效果与现行司法解释存在一定矛盾。按照《九民纪要》的规定,公司未履行减资程序,公司暂时不必履行股权回购义务,司法机关一般作出驳回投资者诉讼请求的判决。但根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》第14条规定和相关司法实践,包括未履行减资程序在内的减资程序不当行为可能被认定为变相抽逃出资,公司债权人有权请求减资股东在其减资范围内承担补充赔偿责任。^[33]由此可见,对于同一个减资程序不当行为,存在司法解释中规定的承担补充赔偿责任与《九民纪要》中规定的履行义务阻却两种法律效果。

二是股东会通过减资决议的表决权比例要求难以确定。公司依据对赌协议定向回购特定股东持有的股权,并履行相应减资程序,属于定向减资。在公司定向减资时,在股东会决议层面,是否根据《公司法》的有关规定特别多数表决通过即可,还是需要全体股东同意,目前司法裁判观点存在分歧。^[34]《九民纪要》中设置的减资程序要求,究竟是采纳第一种观点还是第二种观点,目前尚不明确,倘若采纳第二种观点,则基本上意味着股权回购型对赌协议的“死亡”,因为任何一名股东都

[31] See Jonathan Macey, *Courts and Corporations: A Comment on Coffee*, Colum. L. Rev. Vol. 89, 1989.

[32] 参见杨铜铜:《论法律解释规则》,载《法律科学(西北政法大学学报)》2019年第3期。

[33] 参见余斌:《公司未通知债权人减资效力研究——基于50个案例的实证分析》,载《政治与法律》2018年第3期。

[34] 参见王毓莹:《对赌纠纷裁判的法律适用逻辑与诉讼体系定位》,载《华东政法大学学报》2021年第5期。

可阻止公司履行股权回购义务。^[35]

三是设置减资程序作为公司履行回购义务的必要前提,不一定能实现让其他股东自行决定利益得失、让公司债权人了解风险的目的。实践中,投资者一般是以较高的溢价取得目标公司股权,在所投资金额中,只有较少一部分是用作增加公司注册资本,大部分是计入资本公积金,用以扩大公司生产经营。^[36]而司法实践一般认为,减资仅指公司注册资本的减少,并不包括资本公积金的减少。因此《九民纪要》中设置的减资程序,仅要求公司减少的是数额相对较小的注册资本,而公司回购股权时支付的价款远高于注册资本,其他股东在难以获知待减少注册资本额所对应资本公积金数额的情况下,难以对真正的利益得失进行判断;而公司债权人也仅能获知减少的注册资本额,并不能知悉公司履行股权回购义务所支付的真正价款,无法全面认识公司资本减少的风险。

五、将股权回购型对赌协议解释构成“事实类别股”的法律解释 规制步骤

关于股权回购型对赌协议的立法或司法规制,可能还需回到公司法的基础理论。还需要强调的是,规制此类对赌协议的重点,不是合理性或效率性的问题,而是规范性和正当性的问题。此外,股权回购型对赌协议虽是我国特有的交易文件形式,但这一融投资交易的风险控制手段并非本土产物,而是来自美国等境外投资者所使用的融投资交易工具在我国法律环境下的特殊表现,因此我们需要拓展国外法与国内法沟通的视野。

[35] 仅关注是否履行减资程序的股权回购型对赌协议规制路径,无法解决目标公司股东拒绝配合的机会主义问题,参见潘林:《论公司机关决策权力的配置》,载《中国法学》2022年第1期。

[36] 参见张先中:《私募股权投资中估值调整机制研究——以我国〈公司法〉资本规制为视角》,载《法学论坛》2013年第5期。

《公司法》对有限责任公司“发行普通股”^[37]的行为仅设置了相对较低的程序性要求,包括经过股东会代表2/3以上表决权的股东通过、记载于股东名册及公司章程、(公司成立后)向股东签发出资证明并进行工商登记。因此,签订股权回购型对赌协议的投资者在取得目标公司股权时,轻易就能符合认缴出资的程序性要求。但这是将公司发行普通股和公司签订此类对赌协议割裂为独立的两个法律行为的结果。机械地将“协议”理解为合同交易,而非依其目的和功能解释为股权投资中的合同性安排,这会导致对“任意规定的僵化套用”^[38]。实践中,此类对赌协议和增资协议通常都包含在同一个合同内,^[39]或者能够解释为具有主合同和补充协议的关系。此外,现代公司投融资工具一般兼具股和债的双重属性。因此,我们应当将普通股和附在其上的此类对赌协议进行体系性理解。但由于《公司法》第131条规定公司发行普通股以外的类别股需由国务院特别规定,国务院和中国证券监督管理委员会关于优先股试点的申令,^[40]《公司法》中仅有第34条和第42条赋权有限责任公司于公司章程另行规定异于普通股的利润分红权、优先购买权和表决权安排,以及学理上对类别股的个别特征的强调,形成了优先股即对应优先分红权和优先清偿权、其他类别股仅对应差异表决权的思维“定式”。

然而类别股的首要属性,应当是合同(自治)性^[41]或类合同(类自治)性,^[42]类别股应当被理解为其在普通股的法定权利基础上,按照约

[37] “发行股份”以及“普通股”概念一般仅适用于股份有限公司,有限责任公司相对应的仅有“增资扩股”(从股东角度则称为“认缴出资”)概念,但本文所讨论的有限责任公司的“普通股”特指仅含有公司法中法定股东权利的股权。

[38] 王文宇:《民商合一下的商法与商事契约》,载《月旦民商法杂志》2021年第73期。

[39] 参见最高人民法院:南京诚行创富投资企业与江苏省盐业集团有限责任公司股权转让纠纷申诉、申请民事裁定书,案号:(2016)最高法民申410号,2016年3月31日。

[40] 参见国务院《关于开展优先股试点的指导意见》、中国证券监督管理委员会《优先股试点管理办法》。

[41] See Charles Korsmo, *Venture Capital and Preferred Stock*, Brook. L. Rev., Vol. 78, 2013.

[42] See William Bratton & Michael Wachter, *A Theory of Preferred Stock*, U. Pa. L. Rev., Vol. 161, 2013.

定附加或限缩某单一权利或权利组合。^[43] 因此,倘若从实质上判断该股权是否存在较普通股不同的其他权利,考虑到投资者与目标公司交易的普通股上附加了强制公司回购股权的权利,使之在功能上与类别股无异,^[44]更宜将普通股和附在其上的股权回购型对赌协议整体解释为实质上的类别股,即“事实类别股”。在这一理解下,其与美国等国家的投融资活动中已有应用的可赎回优先股具有相似性。^[45]

该规制步骤的目的,在于明确此类对赌协议的法律性质为股权交易的构成部分,为后续立法堵上其“钻”普通股发程序要求低的“空子”,建立概念上的连接,由此立法可于类别股制度或就“事实类别股”问题作出整体规制,而不必设对赌协议专条。同时,该法律解释也有一定的体系价值:一是对于此类对赌协议的股权回购义务履行的理解,可从合同法视角的“合同义务履行”或“债的履行”,转变为公司法视角的股权的财产权行使,从而需适用《公司法》第34条、第166条的公司利润分配规则;二是将此类对赌协议的股权回购义务履行从以减资为必要前提,转变为公司履行义务后不必然进行减资,而是允许公司依法依规处理该库存股,提升公司融资安排的灵活性。

六、使《公司法》涵盖“事实类别股”的立法规制步骤

《公司法》作为商事一般法,一般不会对股权回购型对赌协议这一公司交易活动直接作出具体明文规定,尤其本次《公司法(修订草案二次审议稿)》(下文简称《公司法修订草案(二)》)保持的是相对审慎的修法理念。但受类别股传统理论的影响和试点经验的局限,《公司法修订草案(二)》第144条仅规定股份有限公司可依公司章程,发行优先分红或清算股、特殊表决权股、转让受限股或国务院规定的其他类别

[43] 参见李燕、郭青青:《我国类别股立法的路径选择》,载《现代法学》2016年第2期。

[44] 参见郭青青:《类别股的类型化建构及其适用》,载《河北法学》2016年第2期。

[45] See Steven Kaplan & Per Strömberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts*, Rev. Econ. Stud., Vol. 70, 2003.

股,将类别股的发行主体限于股份有限公司,同时相对有限地列举类别股具体种类的方案,会使得涉及股权回购型对赌协议的“事实类别股”再次逃逸出公司法的规制范畴,落入鼓励法律不干预的合同法规制框架。因此,需要考虑的更深层次问题是应当如何系统构造类别股制度,才能避免“事实类别股”规避公司法规制。

(一) 将类别股有关规定上升为《公司法》一般条款

《公司法修订草案(二)》中,由《公司法》统一规范不同公司类型的立法模式仍会被保留,《公司法》需考虑如何容纳不同公司类型的共通性条款及其各自的专用性条款。现行《公司法》已允许有限责任公司和股份有限公司通过公司章程作出利润分红权的差异安排,二者于公司章程设置的特殊表决权亦被司法政策所支持,且二者于公司章程设置的优先清算权、转让限制权在司法实践中也不存在效力障碍,因此《公司法修订草案(二)》第144条所明文列举的三种类别股,并无区分由股份有限公司还是有限责任公司才得发行之现实必要。在我国《公司法》“将有限责任公司作为基础性规范,对股份有限公司设置特别规范”^[46]的立法体例下,这一规定反而可能被体系解释为除法律明文规定外,有限责任公司不得发行类别股,限缩有限责任公司已有的对股东权利作出差异安排的合法空间,也不利于为法官留下法律解释或续造空间,以将类别股有关规定涵摄至规范有限责任公司的“事实类别股”问题。因此,我国《公司法》宜取消类别股的发行主体限制,或明文允许有限责任公司参照适用股份有限公司的类别股制度,或将类别股有关规定列入《公司法》的有限责任公司篇章。

(二) 设置“事实类别股”的强制公示制度

需要重新审视维护交易安全这一规制公司回购股权行为应当秉持的基本理念:^[47]交易安全不能简单等同于交易自由,而应更多体现公法性质的交易秩序规范价值。此类对赌协议实践中,交易安全的法律评价不能局限于某一投资者与某一目标公司的某一笔投融资交易,还应当扩展至交易可能波及的其他股东、债权人、劳动者等的交易稳定和

[46] 钱玉林:《公司法总则的再生》,载《环球法律评论》2019年第4期。

[47] 参见张勇健:《股份回购制度的完善与司法应对》,载《法律适用》2019年第1期。

安全。对此,许多国家和地区的公司法都明令发行的类别股应当记载于公司章程(或章程大纲),^[48]以示利益相关者潜在风险。

我国《公司法》对有限责任公司设置包含非法定特殊权利^[49]的“事实类别股”的行为虽未明文规定要记载于公司章程,但在只涉及股东间合同交易(属内部合同)、未直接影响公司资本结构的股东优先购买权问题上,变更普通股股东的优先购买权尚且须清晰规定于公司章程或由全体股东达成协议,在涉及公司与股东交易(属外部合同)、将直接影响公司资本结构的“事实类别股”设置问题上,举轻以明重,为普通股股东增设强制公司回购股权的权利更应当记载于公司章程。在股权回购型对赌协议中,外部投资者作为“普通股”股东能优于其他普通股股东先行取得公司剩余索取权,^[50]而作为债权人又享有通过表决权参与公司经营决策的双重身份,此时再借由隐蔽的合同约定规避设置“事实类别股”的公开要求,难以保护利益相关者的交易安全。在《九民纪要》发布前,我国的此类对赌协议不载明于公司章程或其他公开文件,除非进入了诉讼或强制执行阶段,除公司创始人以外的其他股东、公司债权人基本上无从知悉公司资本减少的重大风险,而为解决交易安全问题、保障其他股东和公司债权人的信息利益,^[51]就成为《九民纪要》增设减资程序的另一法理支撑。由此可见,《公司法》应依据交易安全原则,充分利用公司章程的公示性,将“事实类别股”纳入类别股制度的法治轨道,保障各主体享有公平的信息利益。

此前我国学者也主张类别股应按照“章程强制记载或者以其他合

[48] 例如,我国台湾地区“公司法”第130条、第157条、第356条之七,日本《公司法典》第108条,英国《2006年公司法》第685条,美国《特拉华普通公司法》第151条,美国《示范商业公司法》第6.01条,以及加拿大《商事公司法》第24条等。

[49] 即利润分红权、优先购买权和表决权安排。

[50] See Frank Easterbrook & Daniel Fischel, *Voting in Corporate Law*, J. L. & Econ., Vol. 26, 1983.

[51] 根据不完全契约理论中的相机控制理论,让公司债权人能获取“可验证信号”(公司偿债能力变化),才能够遏制公司股东的机会主义,以实现其对(公司整体财产或个别财产的)剩余控制权。See Generally, Philippe Aghion & Patrick Bolton, *An Incomplete Contracts Approach to Financial Contracting*, Rev. Econ. Stud., Vol. 59, 1992.

法的方式”进行公示^[52]，《公司法修订草案(二)》第95条亦增列了“类别股的股份数及其权利和义务”为股份有限公司的公司章程必要记载事项,但由于适用主体受限,且《公司法修订草案(二)》第144条仅法定许可了三种经典的类别股种类,仍无力解决有限责任公司“事实类别股”的法律适用逃逸和公示不足问题。

对于股权回购型对赌协议的规制,有学者开始引用 *SV Investment Partners v. Thoughtworks* 案,^[53]并尝试将特拉华州衡平法院采取的“合法可用资金”规则移植至我国,作为此类对赌协议裁判的标准,^[54]《九民纪要》也有部分借鉴这一规则。类似地,对于类别股的一般性规制方法,我们也可参考美国法的整体逻辑:对于类别股(美国法上称为优先股)的设置,《特拉华普通公司法》允许公司发行具有“特殊权利或资格、限制或约束”的股份。^[55]而对于类别股的登记要求和未登记类别股(及其特殊权利)的效力,特拉华法律要求优先股的特殊权利需直接记载于公司章程,^[56]法院原则上仅依公司章程明文规定确认和保障股东的特殊权利。^[57]同时,在公司章程授权董事会发行优先股的情况下,董事会的同意发行决议应当按照公司章程修正程序进行登记方得生效。^[58]

对于“事实类别股”股东的特殊权利未记载于公司章程的法律后果问题,《公司法修订草案(二)》第95条是将股份有限公司中类别股

[52] 沈朝晖:《公司类别股的立法规制及修法建议——以类别股股东权的法律保护机制为中心》,载徐明等主编:《证券法苑》(第5卷),法律出版社2011年版,第570页。

[53] See *SV Investment Partners, LLC v. Thoughtworks, Inc.*, 37 A. 3d 205 (Del. 2011).

[54] 参见刘燕:《对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示》,载《环球法律评论》2016年第3期;潘林:《重新认识“合同”与“公司”——基于“对赌协议”类案的中美比较研究》,载《中外法学》2017年第1期。

[55] DEL. CODE ANN. tit. 8, § 151(a).

[56] 可直接记载于公司章程,或通过记载于指定证书(Certificate of Designation)而以修正案形式并入公司章程。See *In re Appraisal of Metromedia Int'l Group, Inc.*, 971 A. 2d 893, 899 (Del. Ch. 2009); *Matulich v. Aegis Commc'ns Grp., Inc.*, 942 A. 2d 596, 600 (Del. 2008).

[57] See *In re Sunstates Corp. S'holder Litig.*, 788 A. 2d 530, 533 (Del. Ch. 2001); *Rothschild Int'l Corp. v. Liggett Group, Inc.*, 474 A. 2d 133, 136 (Del. 1984).

[58] Del. Code Ann. tit. 8, § 151(g).

的基本事项设置为绝对必要记载事项,公司章程若未如实记载的,结合通说,将致公司章程整体无效,甚至公司会被认定为设立无效。^[59]但无论是有限责任公司还是股份有限公司,公司章程中不可或缺的基础性事项一般包括公司的名称和住所、经营范围、资本总额、公司机关和法定代表人等,对应的是公司缺之就无法正常运行的事项。公司章程未记载法定类别股或“事实类别股”的情况下,公司其他股东和公司债权人只会形成公司股权结构为默认的“同股同权”模式的认识,公司仍可正常经营和对外交易,因此将公司章程中的类别股基本事项等同于其他绝对必要记载事项进行规制,实属过度严苛。

另外,就“事实类别股”股东的特殊权利在记载于公司章程后何时发生法律效力的问题,我国《公司法》未规定公司章程经修改后的生效要件,有案例将公司章程的生效问题参照适用合同法的相关规定,认为“股东达成修改章程的合意后即发生法律效力”^[60],实采最宽松之生效标准。但对于“事实类别股”在不加登记时特殊权利的效力问题,类别股制度设立的法理基础是法律对现实中股东异质性的确认,但其制度设立的价值是实现股东之间的实质平等。^[61]因而对于股东权利往往不占优的普通股股东,他们对公司股权结构的善意认识不应当使其遭受反射性损失,而那些利用“事实类别股”而享有更优权利的股东不得因其“不当行为”甚至“恶意”而获得利益。

由此可见,在借鉴特拉华公司法的基础上,我国《公司法》应明确“事实类别股”的特殊权利以公司章程登记的内容为限,否则对公司不产生约束力。具体而言,可在当前《公司法修订草案(二)》第144条之外,另设条文规定“类别股的种类及其权利义务,未载明公司章程的,对公司不发生效力”,以此倒逼特殊权利的公示化,未来可将工商资料中总结得出的常见特殊权利类型吸收为国务院规定,实现标准化。同时,还需在公司法的工商行政执法层面,完善配套的公司章程公示制度。

[59] 参见赵旭东主编:《公司法》(第2版),中国政法大学出版社2013年版,第85页。

[60] 参见最高人民法院:万某裕、丽江宏瑞水电开发有限公司股东资格确认纠纷再审审查与审判监督民事判决书,案号:(2014)民提字第00054号,2014年6月19日。

[61] 参见冯果:《股东异质化视角下的双层股权结构》,载《政法论坛》2016年第4期。

(三) 设计体系化的股权/股份回购制度

对于股权回购型对赌协议的规制问题,短期内司法“创造”的“履行不能”规制路径在化解公司治理纠纷“无法可依”困境、协调各主体实体利益冲突上有一定合理性,而以维护交易安全、分配信息利益为法理基础的“对赌协议不登记不生效”规制路径是更优选择,但这只是立法规制的第一步。长期来看,在建立了法律适应性强的类别股制度的基础上,股权回购型对赌协议的系统化规制还需在立法上设置与股权/股份回购制度并列的股权/股份回购制度,^[62]其主要是细化股权回购型类别股的发行、回购等程序性规则,以及董事会职责、类别股股东权利保护等实体性规则。而股权/股份回购制度中实体性和程序性规则的整体框架,可选择采美国、日本等国家公司法和我国台湾地区“公司法”的“回购权作为一类任何普通股或类别股都可附加的权利,由交易双方在法律框架内自由约定”模式,也可选择英国、澳大利亚等国家公司法的“回购股作为一类法律明文规定的类别股,交易双方约定的自由受限”模式,两种模式各有利弊,但归根结底反映的是立法机关如何划定股东意思自治的边界,^[63]在选择时也需考虑当下的投资者认识水平和司法能动能力。^[64]

然概而观之,股权/股份回购制度这两种立法模式,在实体性规则设计上,都是以适用普通股制度为原则,例外规则也均与其他类别股无本质差别,保护弱势方是其设计的核心要义。对于程序性规则,无论是围绕着特殊权利本身,还是对作为特殊权利载体的股权/股份进行制度设计,其中的要点都是特殊权利的强制力问题,即股东是否能强制公司履行回购。

在现行规制框架下,回购权在传统合同法或债法体系中对应合同

[62] 公司依据对赌协议履行股权回购义务的权利义务结构更接近于股权回购而非股权回购;股权回购是公司在满足特定条件下享有的权利,而股权回购是公司对相应股东承担的义务。另有学者提出股权回购为公司的“被动回购”,而股权回购是公司的“主动回购”。参见彭丁带:《美国风险投资法律制度研究》,北京大学出版社2005年版,第250页;Eilís Ferran & Look Chan Ho, *Principles of Corporate Finance Law* (2d ed.), 2014, pp. 178-202。

[63] 同前注[43],李燕、郭青青文。

[64] 参见赵玲:《我国类别股创设的法律路径》,载《法学杂志》2021年第3期。

请求权基础,救济方式包括强制继续履行和承担违约责任,在霍菲尔德的基本法律概念分析中,权利关系(entitlement)可描述为相关股东享有的是请求回赎的权利(right),而公司对应承担的是履行回赎的义务(duty),因此回赎权具有高度甚至绝对的强制力。但在公司法体系中,将公司治理中各方的权利关系理解为权力(power)才更能符合其特征,因为“权力”一词才更能贴切解释权利方享有的不受法律自由的自由裁量权。^[65] 审视美国法,决定是否回赎的权力被赋予了公司董事会,^[66] 董事会如决定不予回赎的,持有可回赎优先股的股东需举证证明公司有“合法可用资金”且董事会有恶意或欺诈行为,才得主张公司违反回赎条款而要求公司继续履行。^[67] 我国《九民纪要》则将决定回赎的权力配置给股东会。^[68] 由此可见,中国法和美国法均不再将决定回赎的权力归于特定股东,回赎权的强制力也非按照合同之债进行解读,而是认定回赎权在权利关系上实为董事会或股东会的权力,其自由裁量权受条款约定、法律规定的双重限制,形式上表现为股东提出请求、权力方作出决定、司法再审查该决定的互动结构,而股东的回赎请求的强制力有限。因此,股权/股份回赎制度应明确回赎条件满足且股东请求公司回赎时,有权决定回赎的公司决策机关善意决定公司不应当履行回赎的,公司不承担违约责任。

七、结语:《民法典》时代从司法规制到立法规制的公司法发展路径

公司法的现代化并不体现为冠某一国家公司法或某一公司治理模

[65] See Marcel Kahan, *The Limited Significance of Norms for Corporate Governance*, U. Pa. L. Rev., Vol. 149, 2001.

[66] 参见刘燕:《“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》,载《法学研究》2020年第2期。

[67] See *Continental Investors Fund LLC v. TradingScreen Inc.*, et al., C. A. No. 10164 - VCL 1, 36 (Del. Ch. July 23, 2021).

[68] 同前注[35],潘林文。

式为“全球最佳”而盲目模仿。即使是同在一国的美国各州公司法,彼此的“异”也明显多于“同”。^[69]更深入地挖掘这一表面现象的成因后,有学者得出“公司制度是历史的创造”的结论。^[70]这一理念对我国《公司法》未来修法更具指导意义;在不同公司法发展阶段的纵向比较上,我国《公司法》不仅要顾及源自社会主义公有制企业立法的思维转变,又要考虑在国际竞争和国际法治一体化进程推动下外国公司法立法文本的本土化适应和改良,还需将构成公司法“历史”的证券规则和秩序的发展变迁等都要纳入考量。

股权回购型对赌协议是 PE 和 VC 等投资主体在股权融资法律制度不发达环境下的重要保障。为了实现对“事实类别股”的规制,公司法中的类别股需回归合同(自治)性,反之证券法律制度还应有所适应。这一历史发展进程中,国家立法、司法等正式规制无法绝对克服其滞后性,因此行业协会、证券交易所制定的行规、公司治理指导规则、标准公司章程、示范股东协议等作为非正式规制手段,应充分发挥其补充甚至替代作用。但可能更为重要的,是在《民法典》实现了基本法层面的民商合一时代,应当通过公司法立法和司法活动,恢复《公司法》在解决公司商事交易问题的独立价值和强制色彩,避免因过度依赖民事一般法和僵化适用意思自治原则导致《公司法》本身的体系价值减损而变为公司治理纠纷解决中的“配角”。

(编辑:张越)

[69] See Martin Lipton & Steven Rosenblum, *A New System of Corporate Governance: The Quinquennial Election of Directors*, U. Chi. L. Rev., Vol. 58, 1991.

[70] See Zohar Goshen & Sharon Hannes, *The Death of Corporate Law*, N. Y. U. L. Rev., Vol. 94, 2019.