

doi:10.3969/j.issn.1672-626x.2020.06.010

# 对赌协议纠纷解决的历史变迁及完善

## ——兼评《全国法院民商事审判工作会议纪要》第5条

廖炜冕

(中国国际经济贸易仲裁委员会,广东 深圳 518000;泰和泰(深圳)律师事务所,广东 深圳 518000)

**摘要:**《全国法院民商事审判工作会议纪要》第5条为对赌协议纠纷的处理提出了新的思路,较之前“海富案”确立的“与股东对赌有效,与公司对赌无效”原则有较大进步,但仍未实现“平衡好投资方、公司债权人、公司之间的利益”的目的,且存在司法实践中难以操作的情况。上述问题的根源在于,仅仅依赖严守《公司法》的资本维持原则不足以平衡好投资方、公司债权人、公司之间的利益,借鉴清偿能力标准理论或可破解这一困境。保护债权人利益不应过分囿于公司资本制度,应当发展、健全多样的债权人保护机制。

**关键词:**对赌协议纠纷;债权人保护;资本维持原则;清偿能力标准

**中图分类号:**D922.291.9;D923.6

**文献标志码:**A

**文章编号:**1672-626X(2020)06-0106-11

“对赌协议”,又称估值调整协议,是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时,为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议。在实际运作中,由于裁判机构对对赌协议的效力看法不统一、前后不一致,极大地影响了投融资活动,对赌协议效力问题亟需一个令人信服的定论。2019年11月14日,最高院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《会议纪要》)<sup>①</sup>,其第5条明确了与目标公司对赌有效,但是否支持投资方关于股权回购或现金补偿的请求,则要审查是否符合《公司法》中关于股东不得抽逃出资、股权回购和利润分配的规定,这是对赌协议处理意见的又一重大进展。然而,《会议纪要》第5条能否实现“平衡好投资方、公司债权人、公司之间的利益”<sup>②</sup>这一目标还要打个问号。本文从解决对赌协议纠纷的历史出发,探讨《会议纪要》第5条的合理性及完善。

### 一、裁判机构关于对赌协议效力观点的变迁

最高院对“与公司对赌”协议的效力经历了无效→公司为股东提供担保有效→有效但存在履行障碍的观点变迁,而一些仲裁机构却始终认为“与公司对赌”协议有效。观点变迁逐渐显露了“与公司对赌”背后最核心的矛盾,即合同自由与资本维持原则的冲突。

#### (一)与公司对赌无效,与股东对赌有效

最高院2012年11月7日审结苏州工业园区海富投资有限公司(“海富公司”,投资方)与甘肃世恒有色资

收稿日期:2020-03-31

作者简介:廖炜冕(1973-),男,广东潮州人,中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁员,泰和泰(深圳)律师事务所高级合伙人,法律硕士,研究方向为公司法、合同法。

源再利用有限公司(“世恒公司”,目标公司)增资纠纷[(2012)民提字第11号,“海富案”],最高院在该案中首次确立了“与公司对赌无效,与股东对赌有效”的原则。该原则不仅成为此后全国法院同类案件的裁判标准,也极大地改变了中国的投融资实践,影响力巨大,被人们称为“对赌第一案”。“海富案”经历了兰州中院一审、甘肃高院二审及最高院再审,三级法院判决结果和理由截然不同<sup>③</sup>。本文对法院的裁判观点分析如下:

兰州中院一审认为《增资协议书》中世恒公司2008年实际净利润完不成3000万元,海富公司有权要求世恒公司补偿的约定,不符合《中外合资经营企业法》第8条关于企业净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配的规定,不符合《公司法》第20条第1款的规定,其根据《合同法》第52条认为由世恒公司补偿海富公司的约定无效;而由迪亚公司(目标公司股东)补偿海富公司的约定与二者签订的《合资经营合同》不一致,海富公司要求迪亚公司承担补偿责任的依据不足;海富公司要求陆波(目标公司实际控制人)承担补偿责任没有合同及法律依据。兰州中院据此驳回了海富公司全部诉讼请求。

甘肃高院二审认为《增资协议书》中的业绩补偿条款违反了投资领域风险共担的原则,使得海富公司作为投资者不论世恒公司经营业绩如何,均能取得约定收益而不承担任何风险,属于《最高人民法院〈关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答〉》第4条第2项规定的“名为联营,实为借贷”的情形,违反有关金融法规,应当确认合同无效。甘肃高院以合同无效为由判决世恒公司及迪亚公司向海富公司返还投资款中未记入公司资本的资金,并按中国人民银行同期存款利率计算利息。

最高院再审则认为《增资协议书》中的业绩补偿条款使海富公司的投资可以取得相对固定的收益,脱离了世恒公司的经营业绩,损害了公司利益和公司债权人利益,应为无效;而迪亚公司对于海富公司的补偿承诺并不损害公司及公司债权人的利益,不违反法律法规的禁止性规定,是有效的。由此,最高院判决迪亚公司向海富公司支付业绩补偿款,驳回其他诉讼请求。

三审法院的判决结果及理由虽然各不相同,但都没有对《增资协议书》中各方的交易结构进行深入分析。“海富案”的《增资协议书》中涉及的溢价增资、业绩目标及补偿条款是典型的对赌协议,在中国《合同法》中并没有此种协议类型,是一种金融创新。一、二审法院的思路却局限于从现有制度中寻找此种协议的原型,先定性,然后根据法条推出判决结果,一审法院将目标公司对投资人进行补偿认定为公司分配利润,二审法院将投资方的增资行为认定为“名为联营,实为借贷”。最高院没有给《增资协议书》定性,却敏锐地意识到由目标公司对投资方进行补偿与《公司法》中的资本维持原则存在冲突,但其判决理由显然没有将这种冲突及冲突导致合同无效的逻辑讲明,使判决理由略显简单而欠缺说服力。

## (二)与公司对赌无效,但公司可承担担保责任

2018年9月7日,最高院在强静延、曹务波股权转让纠纷一案[(2016)最高法民再128号,“瀚霖案”]中明确认可经公司内部决策程序的对赌担保有效,判决目标公司山东瀚霖生物技术有限公司(瀚霖公司)对曹务波需支付的股权转让款承担连带清偿责任<sup>④</sup>。对于投资人来说,目标公司是否为对赌的一方并不重要,将目标公司财产加入对赌责任财产是降低投资风险的关键。

“瀚霖案”中,最高院实际上认可了公司实质参与对赌的效力,但在此之前最高院对于公司为股东的对赌责任提供担保经历了曲折的转变。在最高院2017年12月29日再审审结的郭丽华、山西邦奥房地产开发有限公司股权转让纠纷案判决书显示[(2017)最高法民申3671号,“邦奥案”],山西高院在二审中认为“债权不具有物权的公示性质,无法为行为人所预期,公司资产是否能清偿债权,本身即属于市场风险的一部分,因公司为股东间交易提供担保并不当然损害债权人权益。故根据投资返还协议约定,上诉人邦奥公司应当对被告郭丽华在协议中应付义务承担连带责任”,认定公司为对赌股东提供担保有效<sup>⑤</sup>。而最高院在该案再审中认为“如果公司为股东之间的股权转让提供担保,就会出现受让股权的股东不能支付股权转让款时,由公司先向转让股权的股东支付转让款,导致公司利益及公司其他债权人的利益受损,形成股东以股权转让的

方式变相抽回出资的情形,有违《公司法》关于不得抽逃出资的规定”<sup>⑥</sup>,最高院在该案中否定了公司为股东对赌提供担保的效力。

在最高院2017年9月29日再审审结的通联资本管理有限公司、成都新方向科技发展有限公司与四川久远新方向智能科技有限公司有关的纠纷中[(2017)最高法民再258号,“久远案”]<sup>⑦</sup>,因目标公司为对赌股东提供担保未经股东会通过,投资方未尽到基本审查义务,认定公司提供担保无效,但目标公司章程中未能规定公司对外担保,以及对股东、实际控制人提供担保的议事规则,导致公司法定代表人使用公章的权限不明,因此亦应对原股东不能履行的回购款及利息部分承担二分之一的赔偿责任。

关于目标公司为股东承担对赌责任提供担保的效力,从“邦奥案”到“久远案”,再到“瀚霖案”,最高院的观点经历了无效、效力尚待确定、有效三个阶段。此三个案件中各方当事人交易结构及目的与“海富案”并无二致,可以看出最高院对公司参与对赌有逐步松绑的倾向。

### (三)与公司对赌有效

2019年4月3日,江苏高院就“江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股权有限公司、潘云虎等请求公司收购股权纠纷”[(2019)苏民再62号,“华工案”]作出判决,认定目标公司履行回购义务不会损害公司股东及债权人利益,亦不会构成对公司资本维持原则的违反<sup>⑧</sup>。

“华工案”的判决不仅打破了“海富案”确立的“与公司对赌无效”的原则,甚至是完全颠覆了“海富案”中最高院的观点。为此,江苏高院在判决说理处也是完全针对“海富案”的观点进行了详细论述,以论证自身判决的合理性,见表1。

表1 “海富案”与“华工案”观点对比

“海富案”	“华工案”
这一约定使得海富公司的投资可以取得相对固定的收益,该收益脱离了世恒公司的经营业绩	该约定虽为相对固定收益,但约定的年回报率为8%,与同期企业融资成本相比并不明显过高,不存在脱离目标公司正常经营下所应承担的经营成本及所能获得的经营业绩的企业正常经营规律
损害了公司利益和公司债权人利益	我国《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司股权,有限责任公司回购本公司股权不必然违反我国《公司法》的强制性规定。有限责任公司在履行法定程序后回购本公司股权,不会损害公司股东及债权人利益,亦不会构成对公司资本维持原则的违反

值得注意的是,“华工案”的判决采取了与“海富案”不一样的裁判思路,即将对赌协议的效力与协议的履行区分开。效力上,江苏高院认定对赌协议为扬锻集团公司及其全体股东的真实意思表示,公司回购股权不违反《公司法》的强制性规定。履行问题上,在法律和事实两方面具有可行性。法律上的可行性表现为:一方面通过减资实现回购,减资是《公司法》规定的回购股权的情形之一,同时减资的法定程序可以保护债权人利益;另一方面,对于投资方计入资本公积金部分的投资款返还,应当作为扬锻集团公司对投资方的债务,由扬锻集团公司以其全部财产清偿。事实上的可行性表现为:扬锻集团在投资方注资后,其资产得以增长,而且在事实上持续对股东分红,其债务承担能力相较于投资方注资之前得到明显提高,支付回购款项不会损害扬锻集团公司的清偿能力,不会因该义务的履行构成对其他债权人债权实现的障碍。

“华工案”后,最高院发布的《征求意见稿》以及《会议纪要》给出了与“华工案”判决一致的意见,认定与公司对赌有效,认可了“华工案”判决中所言目标公司履行对赌协议“法律上的可行性”和“事实上的可行性”,区分回购股权和现金补偿两种承担对赌责任的方式,分别以《公司法》关于股权回购的规则、关于利润分配的规则及禁止抽逃出资规则作为依据进行判断。《征求意见稿》第6条与《会议纪要》第5条表述略有差异,但处理方式基本一致。



如本文开篇时提到,因实践中有将对赌协议争议解决方式约定为仲裁,对赌失败后投资方提起仲裁,仲裁机构对对赌协议的效力问题就提出了与最高院不同的看法(由于仲裁的保密性原则,仲裁机构的观点一般不可得知,而在一些仲裁案件中,因目标公司败诉后向法院提起撤销仲裁裁决的申请,仲裁裁决的一些观点才被公开)。据公开信息查询或律师界网络讨论,在(2014)中国贸仲京裁字第0779号裁决、(2014)中国贸仲京裁字第0056号裁决和(2015)中国贸仲京裁字第1155号裁决中,中国贸仲均认可了与公司对赌有效。仲裁机构对案件的管辖来源于合同当事人的约定,因此仲裁机构一般比较尊重当事人之间的意思自治,只要合同约定是当事人真实合意达成,不存在明确的《合同法》第52条约定情形,一般会认可合同效力。在中国贸仲的一起对赌协议案件中,投资方的代理律师事后撰文披露了贸仲的观点,仲裁庭认为现金补偿和股权回购条款“是一种契约性保护手段和利益激励与责任约束机制,符合平等自愿、权义对等、公平合理、诚实信用的契约精神,应认定为合法有效”。在其他案件的讨论中,中国贸仲认可与公司对赌的一个主要理由是:“基于《增资协议》和《补充协议》的相关合同条款约定,实际是以投资合同一方当事人的身份提出的合同项下的权利主张,与其股东身份并无实质关联,在性质上不应属于《公司法》所禁止的公司股东滥用股东地位损害公司利益或公司债权人利益、或滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益之情形……因此对赌协议合法有效。”基于上述讨论,中国贸仲认可与股东对赌有效的观点主要是两方面:一是对赌协议是投资方与目标公司的真实合意,应遵循契约精神予以履行;二是认为投资方主张现金补偿或回购主要是基于合同一方的身份,与股东身份无关,不受《公司法》限制。

## 二、《会议纪要》第5条的进步与不足

### (一)《会议纪要》、“华工案”一脉相承的进步

从“海富案”到“瀚霖案”,再到“华工案”、《征求意见稿》和《会议纪要》,最高院的观点逐步改变,最后形成180度的大转弯,背后是对对赌协议认识的加深,具体体现在三个方面:

一是对赌不只是投资方获利的工具,公司也通过对赌获益。进入到诉讼或仲裁的对赌案件都是对赌失败的情形<sup>⑨</sup>,约定目标公司和股东补偿或回购股权,这给裁判者造成了一个偏颇的印象,即对赌就是投资方惩罚目标公司和股东的工具。对赌失败情形下目标公司糟糕的财务状况以及需要支付的巨额补偿款或股权回购款,造成了对赌协议下投资方与目标公司权利义务失衡的假象。目前,这一印象已有所改变,正如最高院在“华工案”中所言“投资者作为对赌协议相对方所负担的义务不仅限于投入资金成本,还包括激励完善公司治理结构以及以公司上市为目标的资本运作等”。逐利是资本的天性,在对赌中,投资方的目的就是等待目标公司上市或被收购,获利退出。但对赌却是公平的。目标公司获得投资后可以扩大生产经营,增强公司实力。在一些创业公司中,创始人往往只掌握核心技术,并不擅长公司经营管理,投资方除了提供资金,还能带去先进的经营管理理念,完善公司治理结构,完成以上市为目标的资本运作。因此,可以说投资方与目标公司是各取所需。

二是认定协议条款的效力回归到《合同法》的具体规定。“海富案”及之后案件判决与公司对赌无效的理由包括不承担公司经营风险获取固定收益、损害公司及债权人利益、违反《公司法》关于股权回购和利润分配的规定,但从《合同法》第52条规定的合同无效5种情形对比来看,前述列举的认定与公司对赌无效的理由并不能在《合同法》第52条中找到对应的情形。换言之,根据《合同法》第52条不能认定与公司对赌的条款无效。《会议纪要》第5条首先肯定与公司对赌有效,再从《公司法》的规定指出与公司对赌存在法律障碍,实际上是区分了合同效力与合同的履行,把对对赌协议效力的认定回归到《合同法》第52条的规定中来。

三是目标公司履行对赌协议在现行《公司法》下有可操作空间。对赌失败情形下,投资方要求目标公司

回购股权或支付补偿款,公司的资金流向股东,将触动资本管制敏感的神经。在“海富案”及后续遵循该案思路作出的判决中,目标公司承担对赌的责任都因为违反资本维持原则而无效。然而,资本维持原则也并未完全禁止公司资金流向股东。资本维持原则的本意是保护债权人利益,在不损害债权人利益的情况下,股东退出公司都是被允许的,股东有处分其投资的自由。《会议纪要》第5条给出了现行《公司法》下目标公司履行对赌协议的两条路径:在投资方要求回购股权时,可以通过减资来实现;在投资方要求目标公司现金补偿时,可以向投资方定向分配公司利润。

## (二)《会议纪要》第5条的不足

首先,关于股权回购部分的规定没有为规制有限公司回购股权提供足够依据<sup>①</sup>。《征求意见稿》将《公司法》第74条、第142条都认定为强制性规定,从而将有限公司和股份公司回购都纳入规制范围<sup>②</sup>。而《会议纪要》第5条仅以《公司法》第142条来规制股权回购,但第142条仅是针对股份公司的规定,不适用于有限公司。《会议纪要》第5条相对于《征求意见稿》第6条的一个明显变化是在股权回购规则和利润分配限制外增加了“股东不得抽逃出资”作为规制目标公司履行对赌协议的法律依据。这一改变的原因可能在于起草者认识到把《公司法》第74条认定为强制性规定并不恰当,因此以“股东不得抽逃出资”来代替,但这种做法在法理上是否成立还有疑问。对有限公司股权回购作出规定的《公司法》第74条为授权性规范,没有明确限制有限公司回购股权,因此只能求助于“股东不得抽逃出资”这一宽泛、模糊的规定。但股权回购与抽逃出资的外延不一致,借助“股东不得抽逃出资”规则无法实现与规制股权回购同样的目的。对于“抽逃出资”,目前《公司法》和《刑法》均未有明确定义,《公司法司法解释(三)》第12条也仅列举了抽逃出资的三种情形。股东将出资交付给公司后,公司的财产就一直处于变动之中,归属于股东的所有者权益包括四个部分:股本(实收资本)、资本公积金、盈余公积金、未分配利润。严格意义上的“抽逃出资”是指公司从“股本”中向股东无偿支付<sup>③</sup>。从这个意义上讲,公司从资本公积金、盈余公积金或未分配利润中向股东无偿支付不属于抽逃出资。然而,资本公积金、盈余公积金和未分配利润都是公司的责任财产,如果公司未经法定程序利用这些财产回购股权,同样可能损害债权人利益。因此,《会议纪要》第5条基于《公司法》第74条的性质用“股东不得抽逃出资”代替,但这不足以实现保护债权人利益的效果。

其次,目标公司不减资则不能支持投资方诉讼请求的规定本末倒置,脱离司法实践。《公司法》第142条规定公司在减资的情况下可以回购公司股权,《会议纪要》第5条据此认定可以通过减资来实现股权回购,但该条又规定“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”,也就是必须先减资,法院才能支持股权回购。但问题在于,如果目标公司能够自行减资,说明投资方与目标公司能够协商一致,就无需等法院作出判决,甚至无需对簿公堂。最高院的观点是必须先减资后回购,才能保护债权人的利益。同时,减资属于公司自治事项,司法不宜介入,因此《会议纪要》只是给当事人提供预期,签署协议的时候必须把相关问题都约定好<sup>④</sup>。最高院的想法是通过《会议纪要》第5条给未来的投资活动提供预期,但对于之前已经签订了协议的投资方来说救济空间就非常小了。

最后,在目标公司财务状况相同的情况下,投资方在约定股权回购或现金补偿情形下待遇不一致,对投资方不公平。根据《会议纪要》第5条的规定,在约定股权回购时,允许公司减资后回购投资方的股权,投资方可以收回投资;而在约定现金补偿的情形下,却要以目标公司有可分配利润为前提。假设目标公司没有可分配利润,约定股权回购,投资方可能可以通过减资收回投资,而在约定现金补偿时,目标公司却不用承担责任。在约定股权回购和现金补偿两种情况下,目标公司的融资成本是一致的,投资方投入的资本一致,待遇却不一致。此外,《会议纪要》认为在约定现金补偿的情况下目标公司向投资方补偿现金只能走公司分配利润的道路,由于目标公司只向投资方补偿,其他股东不参与分配,因此是不按股权比例分配利润。但如果目标公司的章程约定必须按股权比例分配利润,则《征求意见稿》的规定又有侵犯公司自治的嫌疑。《征求

意见稿》第6条只规定视目标公司有无可分配利润来决定部分、全部支持或驳回投资方的诉讼请求，没有考虑目标公司后续新增可分配利润的情形。《会议纪要》第5条考虑到目标公司有利润的情况，但其处理方法是让投资方在目标公司有利润时再起诉，由此造成两个问题：一是投资方可能需多次起诉，造成司法资源的浪费；二是待目标公司有利润时投资方“依据该事实另行提起诉讼”，这一做法是否与一事不再理原则冲突？

《公司法》对股权回购和利润分配的限制都是公司资本维持原则的体现。从“海富案”到《会议纪要》第5条，其进步就在于从直接否定“与公司对赌”协议条款的效力到指明在遵守资本维持原则下公司参与对赌有效的方式。然而，《会议纪要》第5条的新规定又推导出新问题，那就是平衡投资方与债权人之间的利益，是否必须以资本维持原则为底线？这一问题的答案需要从公司资本制度中寻找。

### 三、《会议纪要》第5条仍未解决对赌协议的困境

#### （一）《会议纪要》第5条已穷尽《公司法》对投资方的救济

公司成立或新股东加入公司时，股东将出资交给公司，获得公司的股份，股东对公司的财产性权利只包括股息收益权和公司清算后剩余财产的分配权。股东的这两项权利都劣后于公司债权人对公司的债权。对赌协议约定公司回购投资方所持股权的情形下，如果按照协议履行，公司必须以其资产作为对价换回投资方的股权，相当于股东提前收回投资。如果不加以限制，将损害债权人的利益。《公司法》第74条和142条分别规定了有限公司和股份公司股权回购的情形，其中第74条规定的是有限公司的股权回购，是一条授权性的规范，没有禁止其他情形中有限公司回购股权。但是，有限公司进行股权回购也必须在保护债权人利益的前提下进行。从最大限度维护投资方的利益来讲，只有减资才能同时保护债权人的利益，并实现股权回购。第142条以原则禁止、例外许可的方式规定股份公司可以回购股份的情形，其中只有“减少公司注册资本”与公司在对赌中回购股份相关。因此，对赌协议约定对赌失败时由目标公司回购投资方股权，只有减资这条路径符合《公司法》的要求。

通过减资实现股权回购，可能存在一个障碍。常见的对赌协议中，投资方通常是溢价增资，投资款往往只有一小部分计入公司资本，其余计为资本公积金，那么减资时，这部分资金能否按对赌协议的约定退回给投资方？“华工案”的处理方式是：将注册资本与资本公积金部分分开，股权回购具有法律及事实上的可履行性，因此计入注册资本的资金以股权回购方式退回；“在投资方投入资金后，成为目标公司的股东，但并不能因此否认其仍是公司债权人的地位”，计入资本公积金部分资金，由投资方以公司债权人身份要求公司支付。但资本公积金的性质是准资本，投资方基于对赌协议取得股东地位，不能同时取得债权人地位。《征求意见稿》第6条以现金补偿情形举例时表述：“投资方请求目标公司承担现金补偿义务的，由于投资方已经是目标公司的股东，如无其他法律关系如借款等，只能请求公司分配利润”，说明最高院也认为在对赌协议中投资方与公司之间是股东与公司的关系，不存在其他合同关系。因此，对计入资本公积金的投资款，投资方不能以公司合同债权人的身份要求支付。

《公司法》明确规定公司减资是减少注册资本，并不包括资本公积金。《公司法》和《公司登记管理条例》均未规定公司资本公积金退回股东的事项。笔者认为，通过减资将投资款退回投资者在理论上是可行的。通过减资来回购股权，具体操作就是将退出股东所占的注册资本份额减除，退出股东原股权比例在其他股东间重新分配。同时，公司完成法定的减资程序后可将部分财产支付给退出股东。而这部分财产的数额，法律、行政法规等并没有明确限制，是由股东（大）会决议决定的。工商登记机关在办理减资手续时要求提供的主要材料也仅是股东（大）会决议和减资公告、清偿债务或提供担保的证明。

约定目标公司现金补偿时，《会议纪要》第5条规定目标公司没有可分配利润时不能支持投资方的诉讼



请求,而对赌失败时的公司往往财务状况不佳,自然不大可能有足够多的可分配利润用以补偿投资方。如前所述,投资方入股后,与公司只有投资与被投资的关系,投资方不能同时取得公司债权人身份,因此也不能将公司的现金补偿义务当作合同债务看待。更严重的是,目标公司如果向投资方支付数额与投资款相当的补偿款,但又保留在目标公司的股权,似乎难以逃脱抽逃出资的嫌疑,这对投资方是致命的打击。因此,在将现金补偿认定为目标公司定向分配利润之外,确无其他法律或合同依据支持投资方从目标公司处收回投资款。

通过上述分析我们可以发现,《会议纪要》第5条已经穷尽《公司法》内对投资方的救济途径,无奈的是,其提供的救济通道仍过于狭窄。

## (二)投资方的救济受到资本维持原则的桎梏

面对《会议纪要》第5条,投资方可能发出这样的质疑:对赌协议是商事领域的投资协议,商事领域的基本原则是意思自治,对赌协议是目标公司自愿签署,其全体股东也都签署认同,为何对赌协议条件触发时目标公司不需要遵守协议?如上所述,一些仲裁机构从尊重意思自治的角度出发认定与公司对赌有效,在《征求意见稿》第6条之前,最高院一直是否认这种意思自治的效力。即使《会议纪要》第5条认可了与公司对赌的效力,但还是明确指出了“股东不得抽逃出资”和遵守股权回购的强制性规定这样的履行障碍。对比最高院在对赌协议纠纷案件中的观点可以发现,最高院支持目标公司违背诚实信用原则的理由是一以贯之的,即保护债权人利益。

我国《公司法》第1条“立法宗旨”开宗明义地写出:“为了规范公司的组织和行为,保护公司、股东和债权人的合法权益,维护社会经济秩序,促进社会主义市场经济的发展,制定本法。”由此可以看出《公司法》对于保护债权人利益的重视。保护债权人利益是《公司法》的使命之一,这集中体现在公司资本制度中。在世界范围内,各国采用的公司资本制度主要有三种类型,即法定资本制、折中资本制和授权资本制。法定资本制的主要特征包括公司设立时的最低资本额要求、资本实缴、公司资本非经法定程序不得变动、公司存续过程中保持与注册资本相当的资产数额,这一机制在理论上被归纳为资本确定、不变和维持原则,也被称为资本三原则。授权资本制下,法律不干预资本的发行与缴纳,而是由公司股东在公司章程中规定一个注册资本总额并将发行资本的权力下放给负责公司经营管理的董事会。折中资本制,顾名思义,是法定资本制与授权资本制的折中,它是指将发行资本的权力有限下放给董事会,由董事会根据公司章程发行资本,但法律往往对首期发行及随后发行的期限和数额进行限制<sup>[9]</sup>。三种资本制度根据对注册资本的监管从严格到宽松而排序为法定资本制、折中资本制、授权资本制。

由资本三原则构成的法定资本制对公司注册资本采取了最严格的监管,其本意正在于保护债权人利益。法定资本制将公司资本视为公司偿债能力的体现。首先,在公司设立阶段,设立最低注册资本额,确保公司具有一定偿债能力;其次,要求公司注册资本实缴,确保公司注册资本体现的偿债能力真实;再次,非经法定程序不得任意减少公司注册资本;最后,限制股东从公司取回财产,维持与公司注册资本相当的资产,如限制股权回购、利润分配等。法定资本制将公司注册资本视为公司偿债能力的体现,反映的是一种资本信用的理念。江平教授较早提出了“资本信用这一概念”,他认为:“现代企业也就是以资本为信用的企业。因此,资本信用是资本企业的灵魂……以资本作为信用的公司正是近现代发展起来的现代公司的最本质特征。”<sup>[14]</sup>我国1993年制定的《公司法》即采用了严格的法定资本制。除上述最低注册资本、实缴制、减资须经法定程序、限制股权回购、利润分配外,还有如下表现:限定了出资形式,只有货币、实物、土地使用权、工业产权和非专利技术可作为出资,但是将工业产权和非专利技术的最高出资比例限制在20%以内,并排除了劳务、信用、商誉等其他经营要素的出资<sup>[9]</sup>;严格的出资评估和验资程序,确保出资真实、足额;禁止股权折价发行,但允许溢价发行;限制公司转投资的比例,防止公司通过多重投资撤回出资。2005年修订的《公司法》虽

降低了最低注册资本额,允许分期出资,但还是限定了首期出资不得低于注册资本的20%。

2013年《公司法》修订,对公司资本制度作出了重大调整,一是取消了最低注册资本额,二是改实缴制为认缴制,三是取消了验资要求。此次改革,放松了市场准入的管制,增强了企业的自主经营权,使企业获得更多的生存和发展空间。《公司法》修订后,市场活力明显增强,新登记公司增幅明显<sup>[6]</sup>。此次改革呼应的是行政机关简政放权、减少行政审批,适应社会主义市场经济发展的需要,但由于修法比较突然,没有广泛征求意见进行讨论,有些内容引起了争论。特别是此次修法取消了最低注册资本额和实行认缴制等举措引发了学界对债权人保护的担忧。上文论及,法定资本制在公司设立阶段和公司存续过程中对公司注册资本做出较多限制,体现为资本三原则,以期起到保护债权人利益的作用。而此次修法,基本上只改变了资本确定原则,对于资本不变和资本维持原则却未加以改革。在放松前端控制的情况下,未能一体化地设计更为完整的后端控制体系<sup>[7]</sup>。

综上,我国法定资本制改革改变了资本确定原则,却保留了资本不变和资本维持原则。在现行《公司法》体系下,即使《会议纪要》承认与公司对赌有效,仍然不能为投资方提供多少救济。公司在承担对赌责任时,无论是回购股权还是现金补偿,仍然受到法定资本制下严格的资本维持原则的桎梏。

## 四、对赌协议可能的脱困之路

### (一)取消资本维持原则

通过上文的分析,对赌协议困境的出路似乎很清楚,即取消资本维持原则。

由资本三原则构成的法定资本制以保护债权人利益为目标,其基本逻辑为:公司设立时由股东在法定最低注册资本额之上确定注册资本,股东实际缴纳认缴的出资构成公司经营的资产。在公司经营过程中,限制减资、股权回购和分配利润等行为,维持与注册资本相当的资产。法定资本制将公司注册资本设定为债权人受偿的担保,构建了资本信用的理念,体现了立法者对债权人的主观关怀。但是,债权人对立法者的好意却未必领情。有学者以商业银行贷款发放要考虑的因素和贷款合同为研究对象,分析公司注册资本对债权人的意义。该研究表明,银行在决定是否发放贷款时,公司注册资本并不是银行评估企业风险的考虑因素,而银行贷款合同主要对公司合并和分立、利润分配、抽回出资有所限制,公司对外投资、为股东提供担保、股权回购等没有反映<sup>[8]</sup>。这表明债权人关注的主要是公司所有者权益而非注册资本。毕竟,法人真正以自己的名义承担民事责任的财产基础是所有者权益而非注册资本<sup>[9]</sup>。商业银行作为精明的市场主体,拒绝立法者的好意显然是并不认可资本维持原则提供的保护,转而寻求其他更有效的风险控制方式。

资本维持原则不仅在实效上不被债权人认同,在逻辑上也难以自治。按照通说的理论,资本维持原则指的是要求公司应维持与注册资本相当的资产,具体表现为禁止抽回(逃)出资、限制利润分配和股权回购等规则。但公司资本是一个静止的概念,一经登记就已确定,而公司资产却是一个动态的概念,公司资产只有在公司成立时是与资本相等的,一旦投入到公司运营就时刻处于变化之中,可能高于资本,也可能低于资本,维持与资本相当的资产实际上无法做到。因此,外部的债权人意图借助公司的注册资本数额评估偿债能力无异于刻舟求剑。空洞的公司注册资本,使资本维持原则的功能成了一个幻影。在2013年《公司法》改实缴制为认缴制之后,公司的注册资本更是成为一个只存在于营业执照上的数字。如果一个公司成立之时未全部缴纳注册资本,公司资产与资本从公司成立之日起便不一致,更谈不上维持与注册资本相当的资产。从这一角度讲,我国《公司法》法定资本制改革还未完成。此外,资本三原则不仅不能保护债权人的利益,反而压缩了企业自主经营的空间,造成资金的闲置、浪费,阻碍经济发展,减少社会财富。资本维持原则作为一种低效的债权人保护机制,在认缴制下已经没有存在的必要。



## (二) 资本维持原则的替代方案

法定资本制所代表的资产信用被证明是无法为债权人提供有效保护的,对债权人的保护应更加关注企业的实际资产,以资产信用取代资本信用。事实上,正如上文所述,以商业银行为代表的债权人也是这么做的。法定资本制崩塌后,《公司法》需要新的制度重建对债权人的保护机制。我国法定资本制的改革虽说是响应行政机关简政放权、放松管制的立法举措,但也是全球法定资本制改革浪潮的一部分,法定资本制的继续改革还是有必要从其他国家的改革中借鉴经验。

《公司法》诞生以来资本制度的演变轨迹是从法定资本制到授权资本制,以及一些国家对前两者进行综合改造而成的折中资本制,再到一些国家甚至废除了“授权资本”甚至“法定资本”概念。以下简单介绍全球主要法域对资本维持原则的改革<sup>[10-11]</sup>:

首先是美国的改革。美国的资本制度改革主要有两种路径:一是加州公司法要求公司对股东的分配要满足一种资本充足率要求,即公司资产至少要等于负债的125%,流动资产至少等于流动负债,且两个会计年度中税前息前盈余都超过利息支出;如果税前息前盈余不足,则流动比率需达到1.25:1。此外,加州公司法还要求,只要“有可能”导致丧失清偿能力,就不得进行分配。二是美国律师协会制订的《修订示范商业公司法》采用的双重“清偿能力标准”(solvency test),即(1)分配后公司无法偿还正常经营过程中产生的到期债务;(2)公司资产总额低于负债,或者在公司发行了优先股时,资产总额低于负债与优先股数额之和。其次是英联邦成员的改革。在对股东分配环节,英联邦成员大多顺应现代资本市场的要求,不同程度地放松了对股权回购和财务援助的限制,增加了公司自主减资程序。在利润分配上,英联邦成员国家出现了分歧,加拿大、新西兰等选择了美国《修订示范商业公司法》的清偿能力标准,而英国、澳大利亚和新加坡则保留了传统的可分配净利润标准。大陆法系国家在资本维持方面的改革与英联邦部分国家一致,主要是放松回购限制,利润分配方面仍然坚守传统的利润分配标准。

20世纪以来,全球范围内掀起了公司资本制度的改革浪潮,基本方向是取消严格的法定资本制的一些限制,其中以美国的《修订示范商业公司法》最为激进,其完全放弃了资本维持原则,而欧盟、澳大利亚等英联邦国家以及美国特拉华州等部分州仍保留了一些资本维持原则的色彩。清偿能力标准实际上在一定程度上取消了“资本”这一概念。对于债权人保护,清偿能力标准采取的替代方案是直面债权人可能面临的核心风险——公司丧失偿债能力。只有在公司事实上丧失偿债能力时,公司对股东的分配才不被允许。资本只对于确认股东的股权份额时才出现,在涉及债权人保护时,资本不复存在。如此,“对股东的分配是否损害债权人利益”从观念来到了现实。

再回到公司承担对赌责任的问题上,在资本维持原则的桎梏下,公司承担对赌责任即意味着损害债权人利益,事实上是否如此在所不问。而如果采用清偿能力标准,公司能否承担对赌责任只以公司当前的财务状况为依据,不必再纠缠于与公司对赌是否有效<sup>[12-13]</sup>。如果公司承担对赌责任后仍能清偿到期债务,那就不会损害债权人利益,允许公司回购股权或进行现金补偿;如果公司承担对赌责任将导致公司丧失偿债能力或不能完全清偿到期债务,则公司资产只能在到期债务总额外承担对赌责任,未支付完成的部分设定为公司的长期义务,当然,其仍受清偿能力标准的拘束。“华工案”从扬锻集团公司的财务状况论证公司履行对赌协议的可行性,已经有清偿能力标准的影子。

清偿能力标准虽然能够较好地平衡投资方、债权人和公司之间的利益,但也存在不可避免的弊端。按照清偿能力标准的方案,当投资方要求目标公司回购股权或现金补偿时,不考虑回购或利润分配等规则的限制,只考虑目标公司履行对赌责任后能否清偿债务,那么不可避免地要对目标公司的财务状况进行实际考察,在法院审理案件过程中,可能要进行司法审计,或者直接让目标公司进行减资(但此举有司法干预公司经营之嫌)。相比资本维持原则一刀切的方式,清偿能力标准将导致审判程序的冗长,增加司法负担。

对赌协议的困境反映的是我国《公司法》对于公司与股东之间资本性交易的约束,对赌协议注定只能在法定资本制的夹缝中生存。本文认可目标公司承担对赌责任需以不损害债权人利益为前提,只是在个案中由谁、通过什么标准来判断公司承担对赌责任是否损害债权人的利益,还需要更细致地考量。《会议纪要》第5条设置的标准是减资、可分配利润,判断主体是股东。对于平衡投资方与债权人利益而言,减资程序与清偿能力标准效果相似。但正如上文所说的,《会议纪要》第5条在约定股权回购和现金补偿两种情形下投资方待遇不一致,指的就是减资和可分配利润在判断公司承担对赌责任是否损害债权人利益的标准是不一致的。如何统一标准,还可进一步探讨。在判断主体上,总体上有司法商业判断和公司商业判断两种选择<sup>[14]</sup>。只是《会议纪要》第5条将减资交由已经产生纠纷的股东去协商处理,实际上无法做到。最高院的想法是希望各方在签订投资协议时将减资问题约定明确,但如果对赌协议约定对赌失败时必须减资,法院能否据此判决公司减资,司法是否愿意介入公司自治,最高院尚未给出答案。

### (三) 现有法律框架下已有的多元化债权人保护机制

无论是“海富案”确立的“与股东对赌有效,与公司对赌无效”原则,还是《会议纪要》第5条的折中方案,抑或美国《修订示范商业公司法》中的清偿能力标准,都是在公司资本制度层面对保护债权人所做的安排。既然公司资本制度层面牵涉甚广、改革难度大,那就应当从其他方面着手发展多样的债权人保护机制。债权人与公司交易的风险从时间上看主要有两种方式,一是在交易时就缺乏偿债能力,二是在交易后非因正常商业风险不当减少偿债资产。因此,保护债权人利益也可以从这两方面着手,即在交易前了解公司的偿债能力和防止公司不当减少偿债资产。

当前中国的商业环境缺乏诚信精神和文化,这应该算是学界的一个共识。借助于契约机制的借贷交易本质上是信用交易,其交易成本主要来自于信息不对称造成的道德风险和逆向选择<sup>[7]</sup>。在缺乏商业信用的环境下,减少信息不对称就显得特别重要。减少信息不对称主要有两种方式,即信息披露机制和看门人机制。2013年《公司法》改实缴制为认缴制后,公司营业执照上只登记公司注册资本,且不反映实缴信息,公司资本在设立阶段对债权人的保护不复存在,取而代之的是企业年度报告公示制度和信用信息公示制度。2014年3月1日施行的《注册资本登记制度》取消企业年检制度,要求企业在规定期限通过信用信息公示系统向工商行政管理机关报送年度报告。2014年10月1日施行的《企业信息公示暂行条例》则要求企业将股东认缴和实缴信息在信用信息公示系统向社会公示,企业的行政处罚、股权变更和质押、司法协助等信息也一并公示。此外,信用中国、被执行人信息查询网和商业性质的天眼查、企查查、启信宝等网站的出现也大大强化了企业信息披露。进一步完善这些信息披露制度对于债权人意义重大。看门人机制即指金融市场中以自己的职业声誉提供各种认证服务的中介机构,包括审计师、律师、保荐机构、评估机构和信用评级机构等。这些机构利用其专业能力对债务人公司进行审核,为投资者判断公司资质提供信息。

防止公司不当减少偿债资产,主要是规制公司非法转移财产的行为,包括抽逃出资、利用关联交易将公司财产转移和其他侵占公司财产的行为,对应的规则包括禁止抽逃出资、规制关联交易及规制侵占公司财产行为。公司的日常经营由股东、董事和高管控制,因此他们是主要的规制对象。对股东非法转移财产,除上述对股东不当行为的限制外,其他股东、公司和债权人的救济途径主要有法人人格否认制度和股东代表诉讼制度,《会议纪要》第10~13条和第24~27条分别对两个制度进行了细化。我国多数公司目前的状况是所有者与经营者重合,职业经理人并没有发挥重要作用,《公司法》第147~149条规定了董、监、高忠实和勤勉义务等内容,但此方面的制度并不如美国等法域细致。有研究表明公司经营者忠实和勤勉义务诉讼中大量争议事项超出了法律列举的情形,司法裁判存在形式化和机械审查的情形<sup>[15]</sup>。对于董事、高管的规制问题,立法和司法需随着公司治理实践的变化而推进。

## 注 释:

- ① 资料来源: <http://www.court.gov.cn/zixun-xiangqing-199691.html>。
- ② “既要鼓励投资方对实体企业特别是科技创新企业投资,缓解企业融资难,又要贯彻资本维持原则和保护债权人合法权益原则,平衡好投资方、公司股东、公司以及公司债权人之间的利益”,这一要求是最高院审判委员会专职委员刘贵祥在2019年7月3日全国法院民商事审判工作会议上提出的审理对赌协议纠纷案件的要求,2019年11月14日最高法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》将其表述修改为“平衡好投资方、公司债权人、公司之间的利益”。
- ③ “海富案”再审判决书: <https://www.itslaw.com/detail?judgementId=1aec2f66-a673-4b73-b424-1c11e0ed02d0&area=0&index=4&sortType=1&count=5&conditions=litigant%2B2192096%2B1%2B%E8%8B%8F%E5%B7%9E%E5%B7%A5%E4%B8%9A%E5%9B%AD%E5%8C%BA%E6%B5%B7%E5%AF%8C%E6%8A%95%E8%B5%84%E6%9C%89%E9%99%90%E5%85%AC%E5%8F%B8>,再审判决书含一审、二审判决观点。
- ④ “瀚霖案”再审判决: <http://wenshu.court.gov.cn/website/wenshu/181107ANFZ0BXSK4/index.html?docId=88b2fa96900ea12c5>。
- ⑤ “邦奥案”二审判决[(2017)晋民终79号]: <http://wenshu.court.gov.cn/website/wenshu/181107ANFZ0BXSK4/index.html?docId=0e03ba16847c4f77b5cea7bf0004cad4>。
- ⑥ “邦奥案”再审裁定: <http://wenshu.court.gov.cn/website/wenshu/181107ANFZ0BXSK4/index.html?docId=f57992026fb1422ca5d5a8b201116e62>。
- ⑦ “久远案”再审判决: <http://wenshu.court.gov.cn/website/wenshu/181107ANFZ0BXSK4/index.html?docId=8af9f2a5f620472c8567a7a858010be194>。
- ⑧ “华工案”再审判决: <http://wenshu.court.gov.cn/website/wenshu/181107ANFZ0BXSK4/index.html?docId=0b0504134e334d05b7b0aa5c00c1efc8>。
- ⑨ 本文所称“对赌失败”是指目标公司未完成对赌协议约定的目标,触发投资方行权条件的情形。目标公司未达到约定目标的情形下,投资方未能达到预期的投资目标,目标公司及其股东可能要承担对赌责任,是一种双输的局面,是以成为对赌失败。
- ⑩ 我国《公司法》中有有限责任公司和股份有限公司两种形式,为行文方便,本文使用的“有限公司”指有限责任公司,“股份公司”指股份有限公司。
- ⑪ 《公司法》第142条采用的是原则禁止,允许例外的方式,应为强制性规定;而《公司法》第74条是一条授权性规范,而且《公司法司法解释(二)》第5条、《公司法司法解释(五)》第5条都规定了《公司法》第74条列举之外的公司回购股权的情形,因此,《征求意见稿》第6条将《公司法》第74条认定为强制性规定并不恰当。

## 参考文献:

- [1] 刘燕.重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础[J].中国法学,2015,(4):181-205.
- [2] 最高人民法院民事审判庭第二庭.全国法院民商事审判工作会议纪要[M].北京:人民法院出版社,2019:117-120.
- [3] 施天涛.公司资本制度改革:解读与辨析[J].清华法学,2014,(5):128-141.
- [4] 江平.现代企业的核心是资本企业[J].中国法学,1997,(6):26-33.
- [5] 赵旭东.从资本信用到资产信用[J].法学研究,2003,(5):109-123.
- [6] 黄辉.公司资本制度改革的正当性:基于债权人保护功能的法经济学分析[J].中国法学,2015,(6):159-178.
- [7] 蒋大兴.质疑法定资本制之改革[J].中国法学,2015,(6):136-158.
- [8] 彭冰.现行公司资本制度检讨[J].华东政法大学学报,2005,(1):23-32.
- [9] 刘燕.会计法[M].北京:北京大学出版社,2001:304.
- [10] 刘燕.公司法资本制度改革的逻辑与路径——基于商业实践视角的观察[J].法学研究,2014,(5):32-56.
- [11] 李晓春.论公司买回自己股份之财源限制——比较法考察及我国立法模式之选择[J].法商研究,2015,(4):177-185.
- [12] 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[J].中外法学,2017,(1):250-267.
- [13] 刘燕.对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示[J].环球法律评论,2016,(3):137-156.
- [14] 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,(2):128-148.
- [15] 王军.公司经营者忠实和勤勉义务诉讼研究——以14省、直辖市的137件判决书为样本[J].北方法学,2011,(4):24-39.

(责任编辑:刘同清)