

回购型对赌协议的实践困境与立法选择

李安婷

延边大学, 吉林省延边州, 133002;

摘要: 随着资本市场的不断成熟, 我国特色化的制度“对赌协议”的发展也成为了应运而生的必然趋势。第九次《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)对“对赌协议”的效力做了一锤定音的肯定。然而在实践中, “对赌协议”的具体履行问题却也呈现出了诸多问题, 特别是我国《公司法》的基本制度——“资本维持原则”对其影响深刻, 对于以约定条件成就时目标公司回购投资方股份为条款的回购型对赌协议来说, “先减资, 再回购”的现实路径对其构成法律障碍与束缚。在当前的立法基础上作出规则的突破与补充, 对回购型对赌协议作出股份回购的例外规定, 并不必然会导致债权人利益损失, 弱化资本维持原则的限制, 或许只会使“对赌协议”的融资动能得到充分释放, 进一步促进我国公司发展与市场活跃。

关键词: 对赌协议; 股份回购; 资本维持原则; 《九民纪要》

DOI: 10.69979/3029-2700.25.01.042

当前, “对赌协议”在我国私募股权和创投领域普遍使用, 同时也延伸应用于并购领域。作为近些年来我国的热点问题, 学界包括司法实践对其的探讨争论一直处于百家争鸣的境况, 从对赌第一案“海富案”法院判定目标公司与投资方签订的“对赌协议”无效而引起对于“对赌协议”效力合法性的探讨, 到“华工案”法院支持了“对赌协议”有效, 公司应当回购股权, 到后来《全国法院民商事审判工作会议纪要》对“对赌协议”的合法性地位以及效力做出了明确的肯定。关于“对赌协议”的法律效力包括效力认定的讨论逐渐平息, 但是更多的视角又被转入到了“对赌协议”的具体履行如何裁判上来, 甚至于这个问题的讨论较之之前更为激烈, 而具体的处理在我国当前的法律环境来看, 也显得更加复杂。本文便是想从股权回购型对赌协议入手, 理顺其与资本维持原则的关系, 挖掘目前的实践困境, 并寻求“对赌协议”未来可行的发展路径。

1 回购型对赌协议与资本维持原则的定义

1.1 回购型对赌协议的定义

“对赌协议”, 指通过双方合意约定对赌条款来达成股权投资目的的协议, 学理上称之为“估值调整机制”(Valuation Adjustment Mechanism, 简称“VAM”)。多体现在私募股权领域, 实际是投资方与受资方基于企业未来发展的不确定性, 出于融资以期公司能够持续稳定经营壮大或是达到上市的目的, 设定一个或多个给受资企业的业绩目标或上市条件, 通过后续实际的运营状况来调整对于受资企业的估值以及投资方股权占比来

实现对于投资者进行补偿或者按约定条件回购股权的一种约定, 且通常以合同的形式体现。由于协议约定的结果必须根据受资企业的实际经营状况来考量, 因此具有极大的不确定性。可能体现为企业经营状况良好, 投资方与受资方共同受益; 又可能体现为, 企业经营不善或政策影响等业绩下滑, 双方的利益共同受损, 这一表征与赌博有些类似, 因此才被形象地称为“对赌协议”。但需要注意的是, 其实质仍应该属于一种特殊的民商事合同, 而非法律禁止的“违法赌博行为”。作为一个重要的融资工具, 其效力既受到《合同法》等交易行为法的调整, 又受到《公司法》等组织管理法的规制。

基于协议签订主体的划分, “对赌协议”可以分为“与目标公司对赌”“与目标公司股东对赌”“与目标公司及其股东共同对赌”等; 而基于具体条款的划分, “对赌协议”又可以分为“回购型对赌协议”与“补偿型对赌协议”。所谓补偿型对赌协议是指在协议中约定, 当未达成预先设定的营业目标时, 投资公司可以向目标公司要求金钱补偿或者是股权补偿。回购型对赌协议则是指“目标公司对赌输”时, 投资公司要求目标公司(或者也可以约定为其实际控制人)按照实现约定的方式、价格、期限等条件(即回购条款)收购其所持有的公司股权。

1.2 资本维持原则的定义

资本维持原则, 又称资本充实原则, 是《公司法》中关于公司的最基本制度之一。主要是指公司的实际资本应当真实准确, 并且关于实际财产的维持应该有一个

确立的基准。在公司的经营期间,公司的财产应当与资本总额(注册资本)相当,以防公司突发性的亏损资金断裂。这一原则的核心要义就是保障公司的持续稳定经营,通过保持公司的经营能力和债务清偿水平来最大限度地维护相关债权人的利益。

为了切实保障资本维持原则,《公司法》中还规定了一整套的制度来配套构筑体系,其中便包括严格的股份回购制度。股份回购是指由公司从出资股东处收购本公司的股份,从而实现股东的退股。公司股份本来是由公司发行,股东通过出资进行认购,从而实现公司资本的原始积累。一旦公司回购股东的股份,意味着一部分股份未成功发行,即公司总资产减少,公司实际占有的资产少于注册资本的数额,违背了资本维持的原则,甚至可能会因此损害债权人的利益。因此,各国公司法在关于公司股份回购的问题上基本达成了共识,即禁止或者严格限制。我国的公司法也是原则上不允许公司回购本公司的股权,仅仅在《公司法》第142条规定的六种例外情形才可以排除,并且回购的股份也有占有的时间限制,只能是短期或者是临时性的持有而禁止长时间的持有自身的股份。

2 我国立法中对于回购型对赌协议的规定

我国目前对于回购型对赌协议没有专门的规定,在实践中主要倾向于利用《公司法》与《合同法》这两个基本的部门法进行规制。1.首先是在《公司法》领域,主要包括第34条、第166条关于公司利润分配的规定,第142条关于股权回购的规定。2.其次,由于对赌协议本身也具有合同的性质,因此也要受到《合同法》的规制。3.关于回购股份本身,在《公司法》、《证券法》包括《上市公司股份回购》中进行了规定。4.关于回购型对赌协议,《全国法院民商事审判工作会议纪要》(即《九民纪要》)作出最主要的规定,与目标公司股东对赌,协议当然有效;而投资方与目标公司订立的“对赌协议”在不存在法定无效事由的情况下,目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由,主张“对赌协议”无效的,人民法院不予支持。也就是说,如无其他法定事由,投资方与目标公司订立的“对赌协议”将被认定为有效。

3 回购型对赌协议的实际履行的困境

通过实践中的案例不难看出,即使九民纪要等对对赌协议本身进行了肯定,但是在实际履行中还是存在了

很多的阻碍,使得投资人的权益并没有得到实质的保障。

3.1 股东退出困难

首先便是从判决来说,法院即便支持“对赌协议”的效力,一般也会强调必须完成公司减资的前置程序才可以实现公司回购股权。这样来说,即便判决公司回购股权生效,但是法院却无法直接介入公司的内部决议,一旦后续公司股东会拒绝作出减资决议或者是拒绝实现减资程序,便会导致程序上的回购不合法,导致公司仍然无法顺利回购股权。不利于诉讼目的的实现,更有可能使判决落入执行难的困境。

3.2 减资程序的完成缺乏认定标准

目前来讲,我国《公司法》中,第43条和103条规定了有限公司与股份公司减资的表决程序,第177条和203条规定了减资决议的程序要求以及违反减资规定的处罚后果;此外,《公司登记管理条例》第31条中补充规定了减资之后的变更工商登记的义务。综上所述,完整的公司减资程序要经历以下几个步骤:股东会作出减资决议、通知公告减资决议、清偿对债权人的债务或者对其提供担保、减资之后的工商重新登记。从实践上来说,哪几个步骤的完成才属于是股权回购所要求的减资完成的前置程序尚没有明确的定论。如果是要求完成以上所有关键点的话,又会引出新的问题,例如减资决议没有进行公告、债权人没有及时要求清偿又或者是公司没有及时工商登记等,都会使得减资程序的时间不断拉长。

3.3 公司回购股权能力判断规则缺失

公司回购股权,涉及对于公司财产的处分,当然的也会影响公司的经营能力与债务清偿,甚至会引起公司资金断裂严重甚至引起公司的破产,法院目前在对“对赌协议”的效力进行判断时也呈现了将公司是否具有清偿能力作为判断标准的倾向。对此,公司回购股权的能力合理评估便显得格外重要。但目前却仍然存在有以下的问题:(1)缺乏评估公司回购履行能力的标准。公司的回购履行能力,实际上也是公司的风险应对能力,即在回购之后仍能正常稳定的经营,因此可以从公司目前实际资产、负债、流动资金等财务状况也可以从经营现状,未来发展等进行综合评估,确定公司回购股权之后不至于影响正常经营,甚至是亏空破产。但由于目前缺乏统一的评估标准,可能会出现公司具备履行能力时

却被低估以至于影响“对赌协议”的效力肯定。(2) 缺乏科学的评判主体。投资方请求受资公司履行股权回购义务时,对于受资公司是否具有履行能力的评判,缺乏一个规范的主体规则。参考公司破产管理人制度,公司股权回购能力评估,也应当具有专业性、科学性、合理性,目前实践中,法院仍然为评估判断的主体,明显缺乏了会计财务领域的专业性,但如果是由受资公司本身评估,又会缺乏公平公正性,不利于股权回购的顺利实现。

4 对于回购型对赌协议的立法完善

反思回购型对赌协议的构成及实践中出现的问题,结合各国的经验,可以有两种方向的解决路径,一种是仍在公司法等制度原则框架下的履行实现,可以从减资程序的完善,协议条款的优化,目标公司的履行能力合理评判,救济规则的补充等角度考量;另一种则是大胆的跳出原本《公司法》一系列的制度框架,进行立法层面的突破,建构更加具有先进性的“对赌协议”规范。

4.1 在公司法框架下的完善

4.1.1 减资决议的预先实现

实践中的一个履行难点就是即使法院判决同意公司回购股权,但从实现层面来讲,减资程序由于属于公司内部问题,很难由法院进行直接干预。导致很可能公司股东会怠于履行减资程序,影响最终公司回购股权的顺利进行。由此可以进行一个探索便是将股东同意签订增资“对赌协议”的决议直接作为其后减资的预先决议。即形成了减资决议的预先实现,以此决议去满足《九民纪要》中对于减资程序的要求。

从主体来看,往往签订“对赌协议”的主体为目标公司的实际控制人或者是原始股东,从地位来讲,与后来的股东会相当。以此为解释具有合理性。同时也可以有效地预防股东会不予减资决议或者决议不通过。

4.1.2 建立履行能力评判规则

其一,引入中介机构作为评判主体。为了增加评判的公平性与合理性,可以引入第三方的会计机构或者财务公司,在调查核算目标公司经营状况财产状况等综合能力的基础上出具专业的股权回购意见书,公司股东会可以出具决议书或者对此意见书进行抗辩,给出专业的商业性意见,投资方本身也可以补充抗辩,最终由法院围绕专业意见书、双方的合理抗辩从司法层面作出合理

公正的评议。

其二,明确履行能力的认定标准。可以考虑以“清偿能力+持续经营能力”作为公司履行能力的认定标准。首先评判公司的清偿能力,应该满足回购后净资产仍有剩余以及回购后具有按期还债可能性。对清偿能力设置门槛,在实现股权回购的同时也保障了债权人利益不被侵犯。其次对公司持续经营能力进行评估,也是为了保障公司本身的利益。最后,应当根据履行能力的高低引入更为合理可行的方案,例如可以通过一次性履行、分期履行和延期履行进行不同的适用。这样可以根据不同的公司给出更为合理科学的回购方案。

4.2 立法层面对对赌协议进行例外规定

还有一种大胆的思路便是跳出《公司法》原本的制度框架,在立法上寻求突破。但需要注意的是,公司法作为规范市场经济秩序的最基础的法律,其规范设计会被政治权力、司法水平、社会结构包括道德、文化等因素等影响。目前我国仍然所保持的立法倾向在于保护债权人利益,从而进一步维护交易市场的稳定,这也是主流的价值取向所要求的。

所谓摆脱资本维持原则的束缚,并不是否定或者动摇其地位,也不是对公司利润分配制度和股权回购的一半规则进行根本性改变,而是对这些法律原则和规则对“对赌协议”的适用进行例外规定。例如将“对赌协议”回购股权增加为法定的允许公司回购股权的法定情形之一。新《公司法》出台了新的类别股的相关规定,可见为了顺应经济发展的需要,对于“对赌协议”的例外规定,并不一定会造成对原本公司法基本原则的冲击,因此,对此进行例外规定也不是完全不可能的路径,能在短期内解决“无法可依”的困境。

参考文献

- [1] 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, 案号(2021)民提字第11号。
- [2] 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等请求公司收购股份纠纷再审案, 案号(2019)苏民再62号。
- [3] 参见王蔚:《“对赌协议”履行障碍问题研究》,《吉林大学硕士论文》,2021年5月,第1页。
- [4] 参见赵旭东:《第三种投资:对赌协议的立法回应

与制度创新》，载《东方法学》2022 年第 4 期，第 91 页。

[5] 参见翟文喆，张艳红：《股权回购型对赌协议履行问题研究——以司法裁判规则为视角》，载《福建金融管理干部学院学报》2021 年第 4 期第 43 页。

[6] 参见赵旭东：《第三种投资：对赌协议的立法回应与制度创新》，载《东方法学》2022 年第 4 期，第 99 页。

[7] 参见陈柔兵：《回购型对赌协议阶段性质分析》，

载《社会科学家》2021 年第 11 期，第 122 页。

[8] 参见田海，郭继星：《对赌协议中股权回购履行问题研究》，载《行政与法》2022 年第 12 期，第 112 页。

[9] 参见蒋大兴：《公司法改革的文化拘束》，载《中国法学》2021 年第 2 期，第 85 页。

[10] 参见赵旭东：《第三种投资：对赌协议的立法回应与制度创新》，载《东方法学》2022 年第 4 期，第 102 页。