

民商法视角下对赌协议的法律规制研究

◆陈 姝

(中国政法大学, 北京 102249)

【摘要】在私募股权投资中,对赌协议是一种比较常用的评估调整方式,是指投资者和融资方在签订股票融资合同时,通过股权回购和货币补偿等方式,有效克服目标公司的不确定、信息不对称和代理费用等问题。在私募股权投资快速发展的今天,在私募股权基金中,“对赌”已成为一种主要的交易方式,也是一种调节价值的方式。目前我国法律对对赌协议的性质认定不明确,在实践中存在争议,这成为制约其发展的一大障碍。对此,本文将从以下几个方面出发,详细阐述民商法视角下对赌协议的法律规制,以期能够为相关从业人员提供一些必要的参考。

【关键词】民商法;对赌协议;法律规制

对赌协议是一种以估值调整机制为核心的投资交易结构,其具有促进融资交易效率、增强投资者信心的积极意义。对赌协议既有其正面价值,亦有其负面风险。作为一种特殊的投资交易结构,对赌协议具有不同于一般商事交易的特殊性,具有与资本维持原则、公司法人人格否认制度、强制性规范等法律规则的差异性,须根据不同类型对赌协议的不同特点进行分别规制。《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)发布后,司法实践中对赌协议效力的认定与履行出现了一定程度上的混乱,相关人员需结合个案中对赌协议的具体条款、签订主体以及目标公司等要素进行综合判断,以资本维持原则和公司法人人格否认制度为基础,结合对赌协议的特殊性,对对赌协议效力认定及履行问题进行讨论。

一、对赌协议的概念和特点

对赌协议的概念最早由美国著名金融投资专家——J.P. 摩根(J.P. Morgan)在其著作《金融与好的公司》中提出。对赌协议也就是所谓的价值修正,是在私募股权投资领域,投资者和融资方签订的一项具备不确定因素——即未来能否顺利完成所投资项目的一项重要内容。如果融资方无法达到预期目标,就会以现金或者其他财产补偿投资方;如果达到了预期目标,则会对融资方给予其他奖励。在实践中,对赌协议多用于私募股权投资领域。具体来说,对赌协议的主要内容包括:第一,目标公司的经营业绩。对于上市公司而言,主要关注其财务指标。第二,公司的估值和股权调整机制。对赌协议中往往会约定一个目标公司的估值以及股权调整机制。估值主要是指根据融资企业的总资产、净资产、净利润以及未来可能实现的每股收益等对公司未来发展进行预估,而权益调整是指如果一家企业成功地上市或被收购,那么,融资方有权向投资方提出相关的权益报酬;若公司达不到预定的目的或不能公开发行股票,那么,

融资方有权要求投资方将其股份回购,或者进行现金补偿等。从本质上来说,对赌协议是一种估值调整机制,它是在资本市场中被广泛使用的一种激励机制。但是,在当前的情况下,关于对赌的规定却是模棱两可的,其在实际应用中也存在争议。在当前的立法中,关于对赌合同的定性存在着三种不同的观点:第一种观点主张“对赌”是一种可以改变的契约,也是一种可以被取消的契约;第二种观点主张“对赌”是一种有条件的契约;第三种观点将其视为一种新的金融契约,以上三种观点均存在一定的合理性和不足之处。

二、对赌协议在我国的司法实践

(一)对赌协议的效力认定

在我国现行的法律法规中,并没有对对赌协议的效力作出明确规定,故对赌协议效力的认定主要取决于我国《合同法》和《公司法》。由于我国《合同法》对此问题并没有进行详细的规定,且由于商事主体和民事主体在目的、追求、风险承担等方面都存在差异,故其对于合同效力的判断也就出现了不同的结果。《合同法》司法解释二第2条规定:“当事人在签订合同时有欺诈、胁迫或者乘人之危的情况,但是,如果没有损害国家利益或者社会公共利益,则该合同不能成立。”所以,在对对赌协议的有效性进行判定的时候,不能单纯地将《合同法》当作判定的基础,而应该与《合同法》《公司法》等其他法律规定相结合,全面地对其进行分析。关于对赌协议的法律效果,根据《民事裁定书(2019)》的观点,对赌协议是一项由各方共同自愿达成的合同,并且不违背法律和行政法规的强制要求,所以应当是合法的和有效的。其认为:“投资方与目标公司签订的《对赌协议》不存在无效事由。目标公司的股东提出的对赌无效请求,不能被采纳。”也就是说,对于对赌协议的法律效果,法院一般都同意对赌协议不违反法律和行政法规的强制条款,并没

有违反《合同法》第52条所述的合同无效的情形。

(二)对赌协议在投资方与目标公司“对赌”中的处理方式

按照有关的法律,对赌协议是不能被法律所保护的,但如果双方签订的对赌协议在合法的情况下,则应受到法律的保护。当投资人和目标公司签署对赌协议时,如果满足《合同法》第52条的要求,可以受到法律的保障。正如最高人民法院的民申字第0291号判决书所述:“海富公司和目标公司签署的《对赌协议》是两家公司自愿签署的,其内容不违反任何法律、行政法规的强制性要求,并且是合法、有效的。故案涉的《增资协议》《补充协议》及其他有关条款,都是各方自愿签订的,具有法律效力。”

(三)对赌协议是否为股权投资

在《公司法》的层面上,有限责任公司的股东在海外投资时,需要以出资额为限,承担有限责任。因此,股权投资不能简单地等同于有限责任公司的股东对外进行投资。同时,《公司法》第43条表明:“股东会的成员应当依照其所持股份的多少来进行表决,除非公司章程对此有特别约定。”因此,在《公司法》层面,股东对外进行股权投资需要经过股东会决议以及章程的特别约定。虽然对赌协议的主体是投资方与目标公司,但其主要目的是保证投资方能够获得投资回报,实现投资目标,而非为公司股东利益最大化。因此,若投资方与目标公司签订了对赌协议并约定了明确的补偿条款时,则应当认为对赌协议并不属于《公司法》所规定的股权投资。

(四)对赌协议中的股权回购是否为附条件的约定

关于对赌协议中的股权回购,实务中存在着附条件的约定和无条件的约定两种观点。关于此问题,笔者认为:在对赌协议中,对股份回购协议的规定,其规定的前提是未来的事实,而非目前已存在或无法预料的事实;如果属于无条件的约定,那么该条款并不会导致对赌协议无效,也不会导致合同无效。因此,对赌协议中关于股权回购的条款只要是将来会发生事实,就不应当认定为附条件的约定。此外,附条件是指双方当事人对某种法律事实作出假设时所作出的一种法律判断。根据我国原《民法总则》第155条、《合同法》第110条和《公司法》第35条可知,附条件是指以将来可能发生的事实作为合同成立要件之一。

(五)关于股权回购的约定是否损害国家利益、社会公共利益

《公司法》第43条规定:“股东大会决定修改公司章程,增加或者减少公司的注册资本,关于公司合并、分立、解散或者改变公司的形式,需有超过2/3的投票率才能通过。”在实际操作过程中,如果股东与目标公司就对赌协议进行了协商并签署了相关文件,这代表着他们同意了对赌的

内容。也表明其愿意对相关事项进行约定。此时,由于该股权回购的约定已经被合同双方所认可,故该约定并不违反国家利益和社会公共利益。如果对赌协议中关于股权回购的约定违反了《公司法》的强制性规定,则属于无效条款。此时,无论是目标公司还是股东,可以向人民法院提起诉讼请求,法院均认定该约定无效,而不是进行司法程序上的审判。

三、对赌协议的履行及法律后果

对于对赌协议的履行,实践中主要有两种形式:一是股权的回购。如果目标企业的绩效不符合协议的要求,投资人可以请求对方以协议的价格收购其所持股份;如果目标企业没有达到协议的绩效指标,则投资方可以要求目标企业以协议的价格对其进行赔偿。二是对其进行的赔偿。在目标企业未能达到预期业绩的情况下,投资人有权要求目标企业以预期的价格对其进行补偿。而这两种形式,在法律后果上是存在明显区别的。《九民纪要》第50条中有一个非常清晰的表述:“在没有其他无效情形的情况下,投资人与目标公司签订的对赌合同应当被认为是有效的;如果有不合法的情形,则应确认其不合法;如果该交易是合法的,那么,该交易的各方都应该根据交易的内容来完成交易。如果目标公司没有履行减资手续,则被人民法院拒绝其诉讼请求。”根据以上的规定可以看到,法院在审理对赌协议争议的案件时,并非一概以“是否履行减资程序”作为判断对赌协议效力及履行与否的标准。

四、对赌协议的立法建议

(一)投资方的风险防范

首先,投资方在与目标公司签订对赌协议时,它的范围应当仅限于股东间而非公司内,这样一来,就可以确保投资人不会因为一些小的私心而被引诱。其次,当投资人和目标公司签署对赌协议时,应当对目标公司没有达到所述协议的条件作出明示,在此基础上,通过对目标企业的股份进行收购,有效保障被收购企业的权益。最后,当投资人和目标公司签署对赌协议时,应该对对赌条款的具体内容进行详细的约定,并且应确保目标公司在对赌协议中作出相应的承诺。同时,投资者也要留意合同中关于违约责任和损害赔偿条款。如果在本协议中有明确的规定,则目标公司应负违约责任并进行相应的赔偿,对于不能履行合同义务的一方,其应当向守约方支付违约金或赔偿损失。

(二)投资方参与公司治理

从实践来看,投资方参与公司治理的主要方式是参与公司的经营决策,包括修改公司章程、股东(大)会、董事会等。但需要注意的是,投资方在参与公司治理时,应先经过投资协议各方的同意,而不能单方决定,否则投资方有权追究违反投资协议的违约责任。关于目标公司不履行“对



赌”义务时的处理问题。因为“对赌”条款中明确规定了双方的权利、义务和违约的责任,所以,如果目标公司不遵守“对赌”的约定,那么,投资人就有权利对目标公司提出索赔要求。在这种情况下,“对赌”条款对于目标企业来说,具有很大的诱惑力。在实践中,应在《公司法》中明确目标公司不履行“对赌”义务时的救济措施及责任承担问题。

(三)平衡投资方与公司债权人的利益

由于我国《民商法》规定了“不得抽逃出资”的法定情形,因此目标公司作为股东,其实际承担了抽逃出资的法律后果。而投资方则不同,其与目标公司签署对赌协议,其实际上是向目标公司注资,但投资方通过“对赌”条款所承担的风险将会转移到目标公司,而作为公司债权人也将对此承担相应的风险。因此,如何平衡投资方与公司债权人的利益,是对赌协议制度设计时需要考虑的重要因素。笔者认为,在司法实践中,应引入“债权人保护机制”来平衡投资方与公司债权人之间的利益。可以从以下三方面入手:一是保护债权人利益;二是防止目标公司滥用资本维持原则;三是建立有效的关联交易审查机制。

五、对赌协议的风险防范措施

首先,要加强对目标公司的信息披露。信息披露是对投资人做出投资决策的重要参考,投资人在与目标公司达成对赌协议之前,应当充分了解公司的实际经营情况、财务状况以及财务数据等信息,通过对这些信息进行分析判断,确认对赌协议是否能够有效保护自己的利益。同时,也可以要求目标公司向投资方提供一份详细的年度财务报表、年度审计报告等资料。只有将企业的真实经营情况置于投资人面前,才能够为对赌协议提供更加真实可靠的依据,避免对赌协议因虚假陈述而被认定无效。其次,要建立健全投资者和企业之间的双向沟通机制。在对赌协议签订后,双方应该建立起沟通机制,及时了解目标公司的发展状况及相关信息,并及时向投资方通报。同时,也要对企业管理层进行相关培训,使他们了解对赌协议的内容、对目标公司未

来发展产生的影响等信息。这样才能够有效地避免信息不对称带来的风险。最后,要做好融资方违约后的追偿工作。对于投资方来说,为了降低风险、减少损失、减少投资损失,应从融资方角度出发对目标公司进行必要的尽职调查。比如,了解目标公司的经营管理状况、财务状况以及未来发展前景等情况。同时,还应该将目标公司存在的潜在风险告知投资方,让其做出相应的安排。如果投资企业无法通过对赌协议来实现预期目标或要求补偿时,则可以要求目标公司管理层和投资方共同承担风险责任、共同分担损失。如果仍然不能达到对赌协议约定的条件时,则可以要求其承担违约责任。

六、结束语

总之,对赌协议在私募股权投资领域中应用广泛,但同时也引发了不少争议,不仅在于其自身存在的风险隐患,还在于其与我国现行法律规范存在较大差异。因此,为了实现对赌协议的价值最大化,维护投资方与融资方双方的合法权益,对对赌协议进行合理规制显得尤为重要。基于此,相应人员应从民商法视角出发,对对赌协议的相关法律问题探讨,以推动我国私募股权投资领域健康有序地发展。

参考文献:

- [1]尤晓哲.股权回购型“对赌协议”法律问题研究[D].大连:东北财经大学,2022.
- [2]张文成.“对赌协议”中股权回购条款法律效力问题研究[D].兰州:西北师范大学,2019.
- [3]何坤涛.民商法原则中对赌协议的分析[J].法制博览,2017(07):243.
- [4]朱丽君.对赌协议法律问题的研究[D].合肥:安徽大学,2016.
- [5]赵忠奎.对赌协议法律效力问题研究[D].重庆:西南政法大学,2016.

作者简介:

陈姝(1979—),女,汉族,四川泸州人,本科,研究方向:法律。