

“中国式对赌”:异化与归正*

——基于契约法与组织法的双重考察

盛学军** 吴飞飞***

摘要:“契约”与“组织”是对赌的两个结构面。“中国式对赌”其实是封闭公司为规避公司法股权类型法定规则而在契约法路径下采取的一种变通性“类优先股”策略。“中国式对赌”之归正,有立法论与解释论两条进路。在立法论层面,由公司法对对赌进行立法收编。在解释论层面,对赌纠纷的裁判要改形式审查为实质介入,在契约法维度实质审查对赌条款的公平性;在组织法维度兼顾对赌“股”之属性及风险收益共担原则,衡平分配对赌责任。

关键词:对赌 优先股 私募股权投资 业绩补偿 股权回购

引言:对赌“泛化”时代的忧思

近年来,随着私募股权投资基金的壮大以及国

* 本文系2018年国家社科基金青年项目“《民法总则》与公司决议制度适用对接问题研究”(项目编号:18CFX045)阶段性成果。

** 西南政法大学经济法学院教授、博士生导师。

*** 西南政法大学经济法学院副教授、硕士生导师。

家层面双创政策的推进,对赌俨然成为一个时髦的“高频词汇”。“逢投资,必对赌”,对赌“标配化”已然是私募创投活动的真实写照。法学界对对赌的高密度关注始于2012年最高人民法院(以下简称“最高院”)审理的“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、陆波公司增资纠纷案”(以下简称“海富案”)。^[1]“海富案”所形成的“与股东对赌有效”“与公司对赌无效”的裁判规则影响深远,在现今的私募创投实践中,“与股东对赌”几乎成为商业惯例。^[2]2019年11月最高院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)第5条宣示着最高人民法院对目标公司参与对赌的态度由“效力阻却”到“履行管制”的转变。可以预见,在未来的裁判实践中,对赌有效将逐渐常态化。

促使笔者撰写该文的缘由是:在从事公司非诉业务过程中笔者发现,在私募创投领域,对赌已经有明显的“泛化”趋势,“十投九赌”,对赌已然“行规化”。在由投资方所提供的股权投资协议里,纷繁复杂、高度技术化的对赌条款已经在实质意义上具有了“格式条款”的特征,留给目标公司及其原股东的谈判、磋商空间非常狭小。与之相对的是,法院对对赌协议效力的态度越来越宽容,对赌有效越来越常态化、普遍化。进而言之,在私募创投领域,对赌“泛化”、对赌条款“格式化”、对赌协议合法化三者似乎形成了一条上下贯通的逻辑闭环,并构造了当下中国私募创投领域的基本“缔约生态”。这会不会在实质层面上形成创业股东与私募投资基金之间的“刚性兑付”关系,导致创业股东承受过多的短期目标压力,而无法真正培育中国公司的“匠人精神”,并与金融脱虚向实的政策导向相背离。基于前述疑问,本文试图在“契约”与“组织”两个层面解构对赌的原初功能,并以此为标准归纳、反思“中国式对赌”的异化现象及其成因,进而在立法论与解释论两个维度探索“中国式对赌”的矫正、回归路径。

[1] 参见最高人民法院(2012)民提字第11号判决书。

[2] 参见姚轩杰:《最高法判定PE与股东对赌有效 业界称示范效应显著》,载《中国证券报》2013年1月14日。

一、对赌的功能解构与规范启示:基于“契约”与“组织”两个层面的考察

对赌抑或对赌协议,又称“估值调整机制”,是一个熟悉的陌生词,其词耳熟,却经常不能详其意。早前,曾有学者试图将其归入射幸合同〔3〕附生效条件合同〔4〕隐名担保机制〔5〕等,给其以“实定法身份”,以使其“师出有名”。然而,经过多年的实践我们发现对赌的确是一类新事物,难以被直接放置到既有的法律概念“格式塔”中,也难以以为“格式塔”中的任何一个法律概念所直接类比。因此,之后的研究成果更倾向于从经验主义立场出发,视其为“无名合同”、“非典型合同”或者是“一项金融创新机制”〔6〕。然而,经验主义的界定方式,很容易陷入“存在即是合理”的认识论泥沼,很难为我们检视实践中的对赌协议、对赌条款提供方向性或标准性引导,进而容易导致对赌在理论与规范两个层面的失范。

对赌之所以会在私募创投领域产生并被广泛沿用,肯定得益于其所具有的某些特殊功能,因此从功能论视角来解构对赌有助于我们拨开对赌之云鬓,见其真貌。然而,功能又具有相对性,同一事物对不同主体而言具有不同的功能,甚至会有“汝之蜜糖,彼之砒霜”的反差效果。因此,本文试图站在私募投资方、目标公司(包含原股东)两方之间的中立立场,从功能论视角对对赌予以解构,这一立场其实也是立法者、裁判者(仲裁者)立场。

对赌其实包含两个层面:其一为“契约”层面,即目标公司股权交易层面,这一层面的对赌偏重交易公平,属个人法维度;其二为“组织”

〔3〕 参见谢海霞:《对赌协议的法律性质探析》,载《法学杂志》2010年第1期。

〔4〕 参见陈外华:《对赌协议及其法律问题探析》,载《中国风险投资》2009年第9期。

〔5〕 参见李岩:《对赌协议法律属性之探讨》,载北京大学金融法研究中心编:《金融法苑》(第78辑),中国金融出版社2009年版。

〔6〕 参见潘林:《金融创新与司法裁判:以我国“对赌协议”的案例、学说、实践为样本》,载《南京师大学报》(社会科学版)2013年第3期。

层面,即私募投资方进入后,目标公司的经营治理层面,这一层面的对赌偏重风险共担、互利共赢,属团体法维度。下文对对赌的功能论解构,正是沿着这两个层面展开。

(一)“契约”层面:封闭公司股权交易“价格发现功能”及其规范启示

对赌所约定的第一种法律关系是封闭公司的股权交易关系,也即“契约关系”,受个人法调整,旨在促进交易公平,处在这一层面上的对赌协议、对赌条款,所发挥的主要功能是“价格发现功能”。“价格发现”一般被用来特指期货场所具有的通过公开竞价而形成的能够表明现货市场未来价格变动趋势的功能与机制。从宽泛意义上讲,“价格发现”其实是“一般市场均具有的普遍的、重要的功能”。〔7〕公开公司存在公开的股权交易竞价市场和严格的信息披露监管,理论上股票交易价格更接近其“均衡价格”。封闭公司则不然,由于不存在公开竞价市场和信息不对称问题,封闭公司股权交易价格的“发现”要比公开公司困难得多。因此,传统的封闭公司股权交易多是发生在“熟人之间”,以降低“价格发现”的信息成本、减少定价偏差。〔8〕

对赌之所以会产生并兴盛于私募股权投资、风险投资领域,源于这些投资领域所具有的高度复杂的“价格发现困境”。原因如下:(1)发端于美国的私募基金、风投基金主要投资于创业初期的科技创新类公司,这类公司多由没有创业经历、管理经验的高校科研人员组建创立,其未来经营运作如何具有高度“不确定性”,〔9〕这就导致这类公司的股权交易价格极难被客观估算。(2)科技创新类公司的发展走向两极分化严重,要么迅速崛起、要么很快沉沦,极端化走向导致股权交易的

〔7〕 参见黄方亮、孟祥仲:《价格发现机理的理论史分析》,载《理论学刊》2007年第12期。

〔8〕 有学者提出,在有限责任公司股权转让中,其他股东优先购买权、股权出让方的反悔权可在受让人与其他拟收购股东之间形成一种内部拍卖市场,从而使闭锁公司拟转让之股权能获得最优的、公平的市场价格,克服闭锁公司之股权交易缺乏公开市场而衍生的弊病。笔者对此深表赞同,这其实是借助其他股东这类“熟人”弱化股权交易“价格发现”中的信息不对称障碍。参见蒋大兴:《股东优先购买权行使中被忽略的价格形成机制》,载《法学》2012年第6期。

〔9〕 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。

“估值分歧”较大,交易双方很难在某个固定的交易价格上达成共识。(3)科技创新类公司的核心资本是人力资本,对于创业初期的公司而言,其人力资本价值几何还未经市场检验,并且创业团队成员的个人职业操守、忠诚勤勉度都是需要被时间验证的变量。综上所述,我们可知,私募、风投在投资于目标公司时,股权交易的“价格发现”极其困难,所有的困难均最终指向一点——“不确定性”,而克服“不确定性”最有效的方法就是“以不确定性克服不确定性”,给股权交易价格以弹性空间,对赌应运而生。可以说“契约”层面的对赌的主要功能是“发现”封闭公司股权交易价格。

如果将“契约”层面对赌的主要功能理解为“发现”封闭公司尤其是科技创新类封闭公司的股权交易价格,这对于我们理解对赌会有下述多重启示:(1)对赌具有中立性,对赌的存在价值在于降低股权交易估价误差,使最终交易价格尽可能无限接近其理想的“公平价格”。这意味着对赌应该是双向的、对等的而非单方向上的。同时也说明以对赌条款的形式由目标公司或其原股东为私募投资方的投资利益提供隐性担保的做法背离了对赌的原初定位,是对对赌这一“估值调整机制”的曲解与误用。(2)理论上对赌协议中有关对赌失败后的责任分配条款可以对发现“公平价格”起到“正向激励”^[10]作用。然而由于对赌协议“漏洞”的存在,就有了引入法院、仲裁机关作为中立第三方对股权交易价格进行估价调整的必要性。有学者经研究发现私法上的财产定价机制可分为三类:市场定价、中立评估和自我估值。^[11]对赌显然是一种“自我估值”,应对“自我估值”失当的方法有“激励与惩罚”“引入中立评估”两种。对赌本身就自带“激励与惩罚”机制,具体体现为对赌失败后协议各方的责任分配条款。从理论上讲,抛开宏观市场变化等外部因素,如果目标公司的实际经营业绩与设定的对赌目标相差甚远,可能是因为下述几类原因:第一,目标公司创业团队披露信息不真实、不充分导致经营目标设定过高;第二,目标公司创业团队的经营管

[10] 参见陈鸣:《对赌协议的法律结构与裁判规则——以一则非典型对赌协议案件的分析展开》,载《法律适用》2018年第2期。

[11] 参见许德风:《论私法上财产的定价——以交易中的估值机制为中心》,载《中国法学》2009年第6期。

理不善;第三,私募投资方尽职调查义务履行不充分,导致对目标公司经营发展过于乐观;第四,私募投资方尽调后故意诱导对方与之设定过高的对赌目标以使自己在股权交易中处于有利位置。理想状态下完美的对赌责任分配条款会根据私募投资方和目标公司创业团队各自的过错程度分配对赌失败的责任风险,以“正向激励”双方共同发现股权交易的“公平价格”。然而,由于投融资双方谈判地位的不对等、彼此对商业未来的盲目乐观等原因,实践中的对赌条款尤其是其中的“激励与惩罚条款”对发现“公平价格”并非总能起到“正向激励”作用。简言之,对赌协议经常并不是一份“完美的合同”,在“自我估值”失效的情况下,那么“引入中立评估”,由法院、仲裁机构在尊重合同自治基础上,对对赌责任和风险进行适当调整分配就具有了必要性。

(二)“组织”层面:目标公司治理的“合作激励功能”及其规范启示

相对于对赌的“契约”层面,其“组织”层面目前鲜少为理论实务界所关注。然而,随着公司法的“契约法”属性逐渐隐退、“组织法”色彩逐步增强,对赌在“组织”层面的功能将不断被凸显出来。近年来,私募基金逐渐向并购型私募股权投资基金方向发展,致力于积极参与目标公司治理、改善目标公司治理结构、帮扶目标公司转型升级,与目标公司股东合作共赢,^[12]这一变化其实印证了对赌所蕴含的“组织”层面的功能日渐凸显。对赌之“赌”本身就蕴含着激励性功能,“契约”层面的对赌偏重的是“博弈激励”,股权交易双方经过多环节、跨时段的博弈,达成最接近“公平价格”的股权交易价格;“组织”层面的对赌偏重的则是“合作激励”,通过资源整合、治理优化、人才激励等一系列手段,达致共赢的合作结果。具体而言,对赌对目标公司治理的“合作激励功能”主要体现在三个方面:(1)无论是“业绩补偿型对赌”还是“股权调整型对赌”,抑或美国私募投资领域常用的“分期融资机制”,均是将最终的股权交易价格与目标公司创业团队在未来一定期间内的经营

[12] 自2015年以来,并购基金募集规模在私募股权基金整体募资规模中的占比上升迅速,2017年并购基金在全球私募股权基金募资总规模中的占比已超六成。参见清科观察:《〈2017年中国并购基金发展研究报告〉重磅发布》,载 http://www.sohu.com/a/237862903_384993,2019年5月7日访问。

管理业绩挂钩,经营管理业绩越好,则股权交易价格越高,以同比例股权所换取的融资额度更大。(2)创业团队经营管理业绩越好,则目标公司在未来的股权交易所获得的估值更高,这意味着已经成为目标公司股东的私募投资方在上市或者被并购退出时,可以获得高倍的投资回报率。(3)私募投资方为了在退出时获得更高的投资回报率,就有足够的激励动因在改善目标公司治理结构、提升目标公司治理能力等方面积极作为。经济学界的研究成果也已表明,私募基金的积极参与对提升目标公司信息披露水平、降低代理成本具有显著效果。^[13]

那么,对赌在“组织”层面的“合作激励功能”,对我们规范、引导、调整对赌协议、对赌条款有何启示呢?本文认为,这方面的启示可以体现在私募的“投”“管”“退”三个环节,具体而言:(1)投入环节。这一环节主要体现为以解决病灶为目的的尽职调查和以促进目标公司可持续经营为目的的循序渐进的注资流程。在尽职调查方面,结合对赌在“契约”层面的功能我们可知,私募投资方的尽职调查工作,包含两项功能:其一是尽可能发现股权交易的“公平价格”;其二是对目标公司问诊把脉,以为注资后积极改进目标公司治理水平提供抓手和依据。与投资方尽职调查相对的是,“目标公司应该在交易前做好准备,把自己清理干净,建立一个有关目标公司经营管理、资产负债情况的完整和组织良好的数据室”。^[14]在注资流程方面,考虑到目标公司的成长周期和创始团队的资金运营能力,最佳的注资方式是分阶段、分轮次循序渐进注资,避免因巨额资金一次性注入造成目标公司盲目投资、创始团队迷失方向的局面。也正是基于这一点,美国私募、风投几乎都是“通过分期出资、重复博弈的方法降低投资活动中的信息不对称、代理成本和不确定性三大风险。下一轮投资的决定只有在目标公司特定期限内的经营业绩以事实取代预测之后才能作出。其结果是减少了与下一轮

[13] 参见朱鸿伟、陈诚:《私募股权投资与公司治理:基于创业板上市公司的实证研究》,载《广东财经大学学报》2014年第1期。

[14] James Waiker, *Private Equity and Venture Capital: Navigation a Difficult Market*, in *Understanding Legal Trend in Private Equity and Venture Capital Market*, Aspatore, 2011, p. 13.

投资融资相关的不确定性”。^[15] 分期投资、循序注资不仅可以降低私募投资方的交易风险,还可以契合目标公司的生命周期和创始团队的资金运营能力,有助于目标公司可持续经营发展。(2)管理环节。这一环节主要体现为私募投资方在目标公司经营管理中所进行的一系列的“非财务性投入”。美国的私募与风险投资中,“投资方向目标公司提供的非财务性投入——管理援助、监控和作为声誉中介的服务,长期以来被认为可以提升目标公司的信息准确度,有利于投资方向目标公司提供负有成效的建议以及向第三方推介目标公司,因此投资方的非财务性投入多寡与其注入目标公司的金融资产高度一致”。^[16] 这说明,最佳的私募投融资关系,并非单纯涉及资金融通的契约关系,还包含战略合作的组织关系。这意味着如果对赌目标是建立在将私募投资方的某些“非财务性投入”考虑进去的基础之上而设定的,而私募投资方在入股之后并未进行或者未充分进行“非财务性投入”,恰恰对赌目标未能实现,那么在后果分配上私募投资方的过错应当被考虑进去,哪怕由于疏忽或者其他原因在协议里并未将双方形成共识的“非财务性投入”明确约定进去。(3)退出环节。在退出环节,最理想的结果是目标公司上市成功或者被并购,私募顺利退出,这两种情况下均没有对对赌进行干预的必要性。在前述两种退出途径走不通的情况下,意味着对赌失败,此时如何在私募投资方与目标公司、目标公司原股东之间分配投资风险,不完全是一个契约自治问题,需要法律的介入,至少是引导。从对赌的“合作激励功能”来看,对赌在退出环节至少应当体现下述两点原则。其一,风险收益共担原则。尽管目标公司通常具有高风险性特点,但一旦投资成功,私募方所能够获得的高倍收益也是其他领域投资无法比拟的。基于此,对赌应当在一定程度上体现股权投资关系的风险收益共担原则。如有研究发现在私募对赌隆兴之地的美国,并没有我国“海富案”中所谓的“现金补偿型对赌”,因为在他们看来“投资活动天然有风险,有些风险本来就需要投资者自己承担或与创

[15] Ronald J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, 55 *Stanford Law Review*, Vol. 55, 2003.

[16] *Ibid.*

业者共同承担”。^[17]其二,目标公司人格独立、风险自负原则。只要我们承认对赌存在“组织”面,就应当承认目标公司在对赌关系中的独立人格以及由此而衍生出的风险自负原则。目标公司作出增资决议,私募方的资金注入目标公司,那么,目标公司就应当是对赌关系的一方当事人并因此而承担对赌失败的交易风险。因此,“海富案”所确立的“与股东对赌有效”“与公司对赌无效”的裁判规则,表面上看是对公司资本安全的保护,根子上是对目标公司独立人格的否认。

二、“中国式对赌”:异化及其成因

对赌是一种有关金融交易结构的市場创新,任何创新均无“定式”可言。然而,对赌虽无“定式”却有“章法”,其“章法”源自对赌在“契约”与“组织”两个层面的双重功能。进而,我们从对赌功能论视角重新检视当下的“中国式对赌”,不难发现,由于市场选择、司法管制、信用环境等原因,对赌在中国当下的投融资关系中已有异化倾向。

(一)对赌行业领域的“传统化”

在美国,对赌主要发生在私募基金、风投基金与科技创新类初创公司的投融资关系之中,因为对赌所具有的风险化解和绩效激励作用,孵化了一大批创业型高新技术公司。所以,有学者说:“风险资本市场和创业初期由风险资本提供资金的公司是美国经济王冠上的明珠。”^[18]因此,我们可以说,对赌是因科技创新类公司融资而生的一种特殊股权投资结构。然而,在我国当前的私募创投实践中,与投资方签订对赌协议的目标公司几乎均处于传统行业领域。如笔者以“对赌协议”作为检索关键词在北大法宝“司法案例库”进行全文检索,共检索到366件民事案件,笔者从中随机抽取了100件有效案例,对案例中目标公司所

[17] 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。

[18] Ronald J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, 55 *Stanford Law Review*, Vol. 55, 2003.

处行业领域进行统计分析,发现目标公司为高新技术类公司的案件数量为 19 件,占比不足 20%,绝大多数的对赌发生在制造业、服务业等传统行业领域(具体见图 1)。^[19]

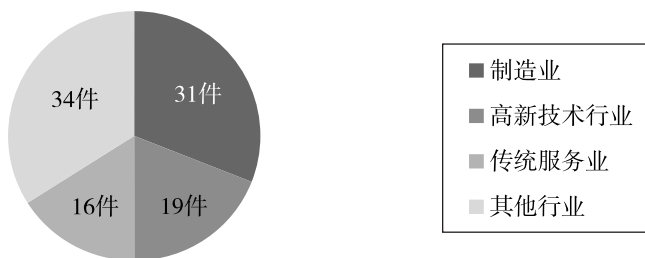


图 1 对赌行业领域分布

那么,为何“中国式对赌”主要发生在制造业等传统行业领域呢?笔者认为,至少有以下几点致因:(1)中国创投市场上常用的对赌条款在面对初创期、成长期的科技创新类公司时经常容易失效。首先,中国证券市场长期实行核准制,目标公司上市难度极大,这使“上市作为私募投资的退出机制不具有明显的吸引力”。^[20]其次,在目标公司上市难度极大、充满了不确定性的情况下,投资方营利目的的实现主要依赖于“业绩补偿”和“股权回购”。无论是“业绩补偿”还是“股权回购”都须以目标公司或其原股东有雄厚的资金实力为前提。而初创期、成长期的科技创新类公司及其创业团队显然没有这一实力,这就导致哪怕签订对赌协议,投资方的盈利预期仍旧很难被保障,对赌很难奏效。(2)由于我国当前的信贷体制的问题,银行对民营公司普遍“惜贷”,导致大量传统行业的民营公司选择向私募金融融资,并接受私募投资方所提供的带有对赌条款的近乎标准化的投资协议。(3)制造业、服务业等传统行业领域内的公司多已经具备了相对稳定的持续盈利能力,目标公司及其控制股东具有一定的资金偿付能力,即使对赌失败,投资方资金的回笼风险也相对要低很多。综上,“中国式对赌”所处行业领

[19] 尽管司法案例并不能完全地反映商业实践中签订对赌协议的目标公司的行业分布情况,但它确实可以为我们剖析这一现象提供一个比较客观的认识侧面。

[20] 参见沈伟:《中国公司法真的能“孵化”私募投资吗?——一个基于比较法语境的法经济学分析》,载《当代法学》2014年第3期。

域的“传统化”特点,其实主要是一个市场选择的结果,而市场选择的背后又隐藏着诸多的机制性、政策性诱因。

(二)对赌功能的“隐性担保化”

根据笔者在本文第二部分所述观点,“契约”层面的对赌应主要发挥股权交易的“价格发现功能”,通过投融资双方的重复博弈,使股权的最终交易价格无限接近“公平价格”。这一功能在规范层面的启示是,对赌应当具有中立性、交互性。然而,在中国的创投市场,对赌却蜕变为了一种“隐性担保机制”。^[21]通过对赌条款的层层推进设计,对赌的“隐性担保功能”不仅可以担保股权投资资本金,还担保收益。具体体现如下:(1)“业绩补偿条款”被私募投资方用来“担保”部分甚至绝大部分投资资本金可以被收回。例如,在“海富案”中,海富公司向世恒公司投资2000万元,世恒公司未实现约定的经营业绩,根据此前签订的“业绩补偿条款”,世恒公司须向海富公司支付补偿款1998.2095万元,补偿金数额几乎等于海富公司的总投资金额。^[22]在“厦门金泰九鼎股权投资合伙企业(有限合伙)诉骆鸿、江西旭阳雷迪高科技股份有限公司公司增资纠纷案”中,原告金泰九鼎(有限合伙)以现金3000万元向被告旭阳雷迪公司出资,根据“补偿协议”约定,“业绩对赌”失败后,旭阳雷迪公司、骆鸿(原股东)应当连带向金泰九鼎支付29,204,453.55元现金补偿款,效果与“海富案”中的“业绩补偿条款”如出一辙。^[23]尽管在“海富案”中二审法院作出的“名为联营,实为借贷”的判决被最高院推翻了,但从交易结构上看,“业绩补偿条款”其实“不过就是以前联营关系中的‘保底’而已”。^[24](2)紧跟“业绩补偿条款”的是“股权溢价回购条款”,该类条款不仅“担保”投资方投入的全部资本金被收回,还担保固定的最低投资回报率。从目前国内私募创投市场常用的“股权溢价回购条款”来看,溢价比例一般约定为年化利率10%。私募创投领域,一般只有在对赌目标未实现的情况下才

[21] 参见李岩:《对赌协议法律属性之探讨》,载北京大学金融法研究中心编:《金融法苑》(第78辑),中国金融出版社2009年版。

[22] 参见最高人民法院(2012)民提字第11号判决书。

[23] 参见福建省厦门市中级人民法院(2014)厦民初字第137号判决书。

[24] 许德凤:《公司融资语境下股与债的界分》,载《法学研究》2019年第2期。

会触发股权回购条款,而对赌目标未实现通常意味着目标公司已经陷入了经营困境,此时要求目标公司或者原股东溢价回购股权显然是背离了风险共担原则。与之相对比的是,美国硅谷私募、风投对赌通常要求目标公司按照“原价”回购股权。^[25] (3) 在目标公司及其原股东无力回购的情况下,“领受权条款”和“清算优先权条款”以整体出售目标公司为代价确保投资方可以收回投资本金甚至获得固定的投资回报率。对赌功能“隐性担保化”,私募投资权益既可享受股权的种种权能,还可享受债权的担保功能,比“明股实债”更胜一筹(图2为私募创投实践中常用的“股权回购”计价公式)。

$$\begin{array}{ccc} \leftarrow & \triangle & \rightarrow \\ \text{CT为资方投资额} & \text{R一般为10\%} & \text{D为投资天数} \\ \text{CM为投资方已获} & \text{股权回购价格=} & \text{S为投资方已获得} \\ \text{得的补偿金} & \text{(CT-CM) \times (1+D/365} & \text{的分红} \\ & \text{\times R) - S} & \end{array}$$

图2 股权溢价回购计价公式

导致对赌功能“隐性担保化”的成因大致可以归纳出以下几点:(1)投资方的强势地位。在投融资关系中,私募投资方占据优势地位,无论是“增资扩股协议书”还是“股权投资合作协议书”几乎都是由投资方提供“格式化”的模板。而作为融资方的目标公司及其原股东仅能在模板基础上尽力谈判,争取使“协议书”向对自己有利的方向“微调”而已。(2)作为专业投资机构的投资方相对于目标公司而言,拥有谈判技巧与策略优势。从笔者参与投融资法律实务工作的经历来看,投资方往往会先抛出一份比较公道的“战略框架协议”,给目标公司方面以好感。“战略框架协议”签订后进入“独家谈判期”阶段,由双方进行细节性磋商,最后投资方抛出近乎“格式化”的“增资扩股协议书”或者“股权投资合作协议书”。“协议书”里的对赌条款高度专业化,留给目标公司方面的磋商时间非常短,加之磋商调整程序非常烦琐,目标公司方面为尽快融到资金,加上创业者的乐观主义精神,往往对“协议书”里的对赌条款“照单全收”。(3)投融资市场本身也是一个竞争市

[25] 参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第6页。

场,专业性投资机构鳞次栉比,目标公司也会跟多个投资方洽谈合作。为了尽快拿下投资项目,投资方“萝卜快了不洗泥”,尽职调查程序就会流于形式,转而以对赌条款的“隐性担保功能”降低自身的投资风险。(4)实践中,私募基金为募集资金而向其投资者作保底承诺的现象非常普遍。私募基金若要兑现对投资者的“刚性兑付”承诺最稳妥的选择就是将“刚性兑付”承诺的履行义务通过对赌条款的形式转嫁给目标公司及其原股东,对赌功能的“隐性担保化”也就因此而发生。

(三)对赌交易结构“扭曲化”

尽管我国不是判例法国家,但最高院在“海富案”中所作出的“与公司对赌无效”“与股东对赌有效”的判决对全国各级法院审理类似案件以及商事实践中对赌条款的设计均具有强烈的示范、引导效应。该案以后经由全国各级法院的裁判跟进,促使私募创投领域“与股东对赌”变得常态化。单纯从合同法的角度而言,“与股东对赌”在交易结构上类似于由第三人提供担保,似乎是一个无须法律介入的合同自治、契约自由问题。然而,如果我们从公司法人格角度来看,“与公司对赌无效”“与股东对赌有效”的裁判规则实际上是在“矮化”目标公司的独立人格。实践中的私募股权投资协议,尽管合同主体是多方的,包含投资方、目标公司、目标公司原股东等,但穿透其形式,归根结底该类合同主体只有两方:私募投资方和作为融资方的目标公司。在这一层面,实践中普遍“与股东对赌”的交易结构就构成对目标公司人格的“矮化”。因为:合同自由原则的前提是缔约主体具备责任能力,可以以自己的名义和财产承担责任。这就意味着作为投融资合同中融资方当事人的目标公司应该独立地承担对赌失败的责任后果,而非将其委之于股东。“与公司对赌无效”无异于判定公司在融资合同关系中无相应的责任能力,这与公司的独立法人人格不断被强化的趋势背道而驰。

“与公司对赌无效”“与股东对赌有效”的裁判规则折射的是裁判者的公司法思维偏差,这种思维偏差主要体现为裁判者对公司资本制度的僵化理解。“与公司对赌无效”背后的裁判逻辑其实是将公司财产与债权人保护直接强行关联,紧接着得出股东以“业绩补偿”“股权回购”等方式从公司“抽回”财产的做法必然有侵害债权人利益之虞的

结论,将“债权人保护与‘与公司对赌’协议效力捆绑在一起”,^[26]并对该类协议做无效认定。这一裁判思路存在下述问题:(1)从法人人格理论上,公司的人格,也即“实体防护”,^[27]不仅独立于股东,还隔离于债权人。这意味着,只要公司没有尚未清偿的到期债务或者资产显著不足,则公司完全可以在合法空间内独立自主地行使其财产权利,债权人无权干涉,裁判者更无必要以保护债权人利益之名横加干涉。目标公司对赌失败,只要回购投资方股权不会危及其债务清偿能力,股权回购就属于公司自治范畴,公司拥有自主决定权。(2)目标公司原股东如果是自然人,由其承担对赌失败的责任风险,则与有限责任制度产生的制度初衷相背离;目标公司原股东如果是法人,那么它(们)同样也面临资产安全和债权人保护的问题。何况原股东参与对赌并不获得相应的支付对价,在这种情况下,“与公司对赌无效”“与股东对赌有效”的裁判规则不就陷入为了一个保护一个公司债权人的利益而牺牲另一个公司债权人利益的逻辑悖论了吗?因此,笔者认为目标公司融资、原股东承担对赌责任,本身就是一种扭曲的交易结构。(3)从域外经验来看,在美国的私募创投领域,只要目标公司拥有“合法可用之资金”,^[28]就可以回购资方股权,法院不会介入。“合法可用之资金”其实构成了司法介入公司资本活动的临界点,超出这个临界点的“股权回购”才有司法介入的必要性。

[26] 参见潘林:《“对赌协议第一案”的法律经济学分析》,载《法制与社会发展》2014年第4期。

[27] [美]斯蒂芬·M.班布里奇、[美]M.托德·亨德森:《有限责任:法律与经济分析》,李诗鸿译,上海人民出版社2019年版,第16页。

[28] 参见美国风险投资协会:《美国风险投资示范合同》(中英文对照本),北京市大成律师事务所、北京市律师协会风险投资委员会编译,法律出版社2006年版,第318~319页。

三、“中国式对赌”的归正:立法论与解释论的双重路径

(一)对赌的立法收编:从契约法上的无名合同到组织法上的优先股

1.“中国式对赌”是封闭公司在制度夹缝中采取的一种“类优先股”策略

很长一段时间内,国内学界一般认为对赌这一金融创新合同舶来于美国。2015~2016年,张巍的《硅谷无对赌》一文如一声惊雷,令学界与私募投资界人士不禁哑然,原来美国私募、风投领域并无“中国式对赌”。^[29]英文文献的检索的确也无法找到“对赌协议”或者“估值调整机制”(valuation adjustment mechanism, VAM)的专门术语。^[30]其实,美国并非无对赌,仅仅是没有“中国式对赌”。究其原因,在美国的私募、风投领域,对赌基本是在优先股的框架下行动,即通过一系列合同条款架构起优先股股东的权利体系。换句话说,美国的对赌本质上是一种通过合同机制设计的优先股股权规则。那么,“中国式对赌”为何会在某些方面迥异于美国对赌,以至于出现“硅谷无对赌”这样的观点,原因是多重的。但是,从立法论层面来看,之所以会出现“中国式对赌”,核心诱因是目前我们的公司法及相关规范尚未允许封闭公司采用优先股。现行《公司法》本身并未对优先股作出规定。2013年国务院根据《公司法》第131条出台了《关于开展优先股试点的指导意见》,其后2014年证监会发布了《优先股试点管理办法》,将优先股试点的范围限定在上市公司和非上市公众公司。^[31]封闭公司被排除在了优先股改革试点的规划之外。然而,在封闭公司治理中,股东异质化现象不断凸显,尤其是私募等机构投资者与目标公司其他股东之间权

[29] 参见张巍:《资本的规则》,中国法制出版社2017年版,第4~9页。

[30] 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。

[31] 参见潘林:《优先股与普通股的利益分配——基于信义义务的制度方法》,载《法学研究》2019年第3期。

利诉求差异十分明显,私募等机构投资者往往只谋求金融利益而不覬觎目标公司控制权、管理权,这与优先股的特征高度契合。囿于《公司法》及相关规范并不允许封闭公司采用优先股,投融资双方只能采取“曲线救国”策略,在现行《公司法》中“全体股东另有约定除外”“公司章程另有规定,从其规定”等缺省性条款所提供的弹性空间内通过“股权投资协议”“增资扩股协议”及修改公司章程等方式对私募投资方的股东权益作类似于优先股股东权的约定、规定,对赌条款就此而产生。总结而言,在中国,对赌是封闭公司在采用优先股而不能的情况下所采取的一套变通性做法,某种程度上可以说对赌是优先股在封闭公司中的“替代品”。

2. 为什么对赌不宜继续停留于契约法层面?

前文提出,在中国也好,美国硅谷也罢,对赌其实归根结底都是一种优先股策略。这意味着,从广义层面来理解,优先股其实可以在两条不同的路径下实施:一为契约法层面的优先股路径,优先股股东权通过一系列合同(对赌)条款来维系;二为组织法层面的优先股路径,优先股股东权落地于公司法权利体系内。当然,两条路径并非处于隔离状态,在实务操作和法律适用环节上经常交叉杂糅。如契约法上的对赌最终也不得不接受公司资本管制规则的检验。两条路径各有其优劣之处,很难说一条比另一条更可靠。但是在中国当下语境下,尤其是结合到本文所剖析的“中国式对赌”,笔者认为在中国当下,对赌在立法上应当归属于组织法上的优先股规则。原因在于:(1) 契约法层面的优先股偏重交易安全和第三人(通常是资方)利益保护;组织法层面的优先股则偏重成员合作和公司资本安全。简而言之,契约法是第三人本位;组织法则是公司本位。从本文第三部分可知,当前实践中的“中国式对赌”实际处在一个“资方市场”,目标公司及其创始股东没有多少谈判空间。在这种情况下对赌由契约法归位于组织法可以在一定程度上矫正“中国式对赌”的不平衡交易结构,使对赌的目标设定趋向于合作共赢而非由一方为另一方提供“隐性担保”。另外,从当下金融脱虚向实的政策背景来看,将对赌收编于组织法框架内也有利于这一政策目标的实现。(2) 仅从契约法层面来看,当前的对赌协议还是一种无

名合同。^[32] 由于其内容高度商事化、金融化,无论是合同法还是民法典合同编都无意于使其有名化。这意味着契约法层面的对赌只能主要依赖于合同法的一般规则予以调整。在司法裁判中,法官对于民事合同与对赌协议这类商事合同,裁判态度是有所差别的。一般在法官看来,商事合同当事人“是势均力敌的理性经济人”,^[33]是“不需要法律来‘监护’的‘我行我素的人’”。^[34] 因为,商事合同各方当事人均被默认具有较强的缔约能力,所以,民事合同中的“重大误解”“显失公平”“欺诈、胁迫、乘人之危”等效力瑕疵情形,在商事合同纠纷裁判中并不经常出现或者说不容易被法官采信。因此,司法实践中的商事合同的效力更多地体现为无效、有效两种效力状态,效力待定、可撤销等情形并不常见。这就意味着,从目前的商事合同司法裁判现状来看,对赌协议订立后,即使其中的对赌条款对目标公司及其创始股东而言并不公允,一旦纠纷发生,它们一般也会被作有效认定,对赌的异化失衡问题在当前的法律适用中并不容易被矫治。(3) 契约层面的对赌具有很强的个别化色彩,“合同个别约定的解决方式导致股权在内容上因受制于个别约定而造成股权的同质性、同值性下降,直接影响股份的流动性,股份标准化份额转移便利的优势也会因此而受到影响”。^[35]

3. 对赌为何应以优先股之名回归到组织法的框架之中?

对赌其实是封闭公司规避公司法上的股权类型法定规则而在契约法路径下采取的一种变通性“类优先股”策略。或许可以这么解释,契约法层面的对赌是封闭公司开禁优先股规则的过渡性方案,对赌终将以优先股之名回归于组织法框架之中。原因在于:(1) 组织法层面的优先股规则可以通过为股债融合的新型融资关系设定基础性权利义务分配基准规则的方法,确保新型融资关系的“底线水准”,避免过往契约法层面处于“无名合同”位置的“中国式对赌”权利义务关系分配轻重偏颇、纷繁错乱的现象,逐渐革除类似于“现金补偿型对赌”这种明

[32] 参见傅穹:《对赌协议的法律构造与定性观察》,载《政法论丛》2011年第6期。

[33] 参见杨姗:《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。

[34] [日]星野英一:《私法中的人》,中国法制出版社2004年版,第6页。

[35] 朱慈蕴、沈朝晖:《类别股与中国公司法的演进》,载《中国社会科学》2013年第9期。

显缺乏法理依据的异化的资本交易模式以及由目标公司原股东承担“隐性担保”的扭曲的融资交易结构。(2)对赌归位于组织法框架,有利于统一在公司法股权规则体系内解决作为优先股股东的资方与目标公司普通股股东之间的权利冲突问题。例如,有学者提出,在组织法框架下,公司法明定的权利规则与信义义务规则对解决优先股与普通股的利益冲突问题可以起到“二重测试”的功能。^[36] 避免过往契约法层面目标公司以“与公司对赌无效”为理由行赖账之举,或者投资方通过在对赌协议中设定的一系列特殊性合同权利架空目标公司的组织管理秩序、挤压目标公司其他股东的公司法权能。(3)从股债融合的价值构造来看,对赌归位于组织法,有助于适当弱化对赌的“非合作博弈”色彩,强化其“合作博弈”功能,培育风险共担、互利共赢的投融资关系。

最后需要进一步说明的是,将对赌收编于组织法优先股规则之中,是对既往的对赌契约结构的扬弃性整合、招安,而非是与之分道扬镳。契约结构中的股权回购条款、优先分红与清算条款等被公司法、公司章程从股东协议中吸收改良到优先股股权规则之中。

(二)对赌的裁判立场:从形式审查到实质介入

1. 对赌纠纷司法裁判的形式审查立场

尽管自“海富案”开始,理论实务界对对赌纠纷司法裁判问题的关注度一直居高不下,但是视角几乎均集中于“与目标公司对赌”是否有效这一题域,尚未有成果从整体、一般层面梳理、反思对赌纠纷的司法介入问题,这不禁令人遗憾。站在一般性、整体性视角看,本文认为当前我国对赌纠纷的裁判立场具有显著的形式审查色彩,而具有股债融合特性的对赌本身是“反形式”的产物,司法裁判的形式审查立场,以“有形”的方法审查“无形”的对赌,必然会产生一系列问题。具体而言,这一形式审查立场主要体现在下述两个方面:

(1)契约法层面秉持尊重合同自治的形式审查立场。

在司法实践中,“业绩补偿”标准是否合理、“股权回购”计价是否

[36] 参见潘林:《优先股与普通股的利益分配——基于信义义务的制度方法》,载《法学研究》2019年第3期。

显失公平经常是案件纠纷的争点所在。然而,对于此类争点,法院一般不愿意做实质性介入,更倾向于对对赌条款做有效认定。这里面隐含着法官对对赌纠纷的一个观念假定,即投融资关系中,各方当事人都具备完全理性认知能力,实力对等,意思完全自治,后果当然要完全自负,这也符合诚实信用原则。所以,对待契约法层面的对赌纠纷,法院一般不轻易介入协议的意思表示层面,无意于去探究其是否存在意思表示瑕疵情形。例如,浙江省高级人民法院在“黎承健与浙江卓景创业投资有限公司联营合同纠纷一案”中指出:“关于是否显失公平的问题。民法中的显失公平主要是由于民事主体基于信息不对称、地位不平等、意思表示受到限制等原因,导致法律行为的内容严重不对价,违反了权利义务相一致的原则。而本案中增资以及对赌关系中各方均非传统的自然人主体,在交易能力、信息获取能力等方面与普通民事主体不同,属于典型的商事行为。从上述计算方式中可知,补偿金额与企业估值、企业经营预期等相关约定,取决于当事人的风险预测和风险偏好,应属于意思自治和可自我控制的范围,案涉‘对赌条款’不能认定显失公平。”^[37]这一观点在司法裁判中相当具有代表性,如最高院在“蓝泽桥、宜都天峡特种渔业有限公司、湖北天峡鲟业有限公司与苏州周原九鼎投资中心(有限合伙)其他合同纠纷案”^[38]中也持同样的立场,只不过裁判文书没有过多展开表述。

(2) 组织法层面固守公司资本管制的形式审查逻辑。

这一点在“海富案”所塑造的“与公司对赌无效”的裁判规则中已经得到充分的体现。在组织法层面,法院将对赌与公司资本管制直接挂钩,而不深入到实质层面考察对赌的结果是否真正侵害公司资本、资产安全以及危及债权人利益,这一裁判逻辑长期以来在理论实务界备受诟病。最高院在“强静延与曹务波股权转让纠纷再审案”(以下简称“瀚霖案”)中认定目标公司经股东会决议后同意在股东之间签订的对赌协议中提供担保的约定有效,目标公司应当依约承担保证责任。^[39]

[37] 浙江省高级人民法院(2015)浙商终字第84号判决书。

[38] 参见最高人民法院(2014)民二终字第111号判决书。

[39] 参见最高人民法院(2016)最高法民再128号判决书。

尽管“瀚霖案”相对于“海富案”,给予了目标公司参与对赌一定的迂回空间,使业界人士备受鼓舞。但一个被忽略的事实是,“瀚霖案”似乎无意间通过司法裁判逆向诱导了一类更为扭曲的融资交易结构:目标公司融资——目标公司原股东为资方提供“隐性担保”——目标公司为“隐性担保”提供担保。换言之,“瀚霖案”似乎有意通过认可合同自治的契约法路径(认可目标公司订立的担保合同效力)绕开组织法层面的公司资本管制规则,给目标公司参与对赌松绑,但仍旧不愿直面目标公司如何能够直接参与对赌这一实质命题。

《九民纪要》第5条宣誓了最高法对目标公司参与对赌的态度“效力阻却”到“履行管制”的转变,进步意义重大。其管制路径依据“业绩补偿”对赌与“股权回购”对赌细分为两条线路。“业绩补偿”对赌须符合公司法上的盈余分配法则,由于《公司法》允许有限责任公司全体股东通过“另有约定”、股份有限公司通过“公司章程另有规定”的方式对盈余分配规则做自主设计,因此目标公司参与“业绩补偿”在理论上已经没有任何障碍。目标公司参与“股权回购”对赌的“履行管制”主要体现在回购股权须履行减资程序以及目标公司具备履行能力,宽松度整体提升很多。^[40]然而,遗憾的是,《九民纪要》对对赌纠纷的规定,在实践适用环节,还留有一些足以影响对赌协议可履行性的问题,有待厘清。具体而言:其一,《九民纪要》关于目标公司参与“股权回购”的要求是,须先履行减资程序。在实践中可能出现的问题是:(1)减资程序是目标公司股东会法定决议程序,这意味着目标公司股东可以通过投反对票的方法致使减资决议通不过,进而导致投资方的回购请求权无法兑现;(2)实践中投资方入股目标公司普遍是溢价增资,如果按照对赌协议约定价格回购股权,则意味着目标公司须进行溢价减资,进而言之,目标公司减资所“减”的其实是“资产”而非“资本”,而目前我们的减资程序其实是针对减少注册资本而设计的,溢价减资到底应当如何“减”有待厘清。其二,根据《九民纪要》的规定,目标公司参与“业绩补偿”对赌须遵守盈余分配法则,在实践中可能会出现下述问题:(1)根据现行《公司法》的规定,有限责任公司股东按照实缴出资比例分红,

[40] 参见《全国法院民商事审判工作会议纪要》第5条。

全体股东另有约定除外。这意味着当目标公司为有限责任公司时,对赌协议中的“业绩补偿”条款在订立时须征得目标公司全体股东同意或者全体股东悉数参与对赌协议订立,否则“业绩补偿”条款可能面临无效或者未生效的风险。(2)目标公司用可分配利润对投资方进行“业绩补偿”时,若因此影响到目标公司的持续经营时,利润分配的临界点如何划定有待澄清,对此美国私募投资领域的“合法可用之资金”标准值得我们借鉴。

2. 司法裁判为何要实质介入对赌纠纷

概括而言,当前对赌纠纷的形式审查裁判立场容易造成对赌在契约法与组织法两个层面的双重失序局面,使对赌陷入“裁判盲区”。在契约法层面,过分强调契约自由、合同自治,以放任为尊重,无视对赌条款在实践层面近乎普遍性不平等的现实情况。融资协议的不完全性、长期性、关系性等不同于普通民事合同的特点尚未被裁判者重视起来。有学者经对2001~2017年国内的对赌案例实证分析发现,几乎所有对赌协议均存在明显的有利于投资方的“定价偏差”,对赌在总体上有失公平。^[41]这意味着契约法层面的对赌纠纷司法裁判在一定程度上是在放任对赌的“定价偏差”,对赌的“价格发现功能”处于被抑制状态。在组织法层面,将公司承担对赌责任与公司资本管制直接挂钩的做法,有司法便利主义、教条主义的色彩。对赌与公司的其他商业经营行为别无二致,商业有风险,公司应当承受商业风险却不可承担对赌责任,道理上说不通。从实质层面理解,公司参与对赌本身是一种价值中立甚至偏积极的商业行为,只有因承担对赌责任而侵损偿债能力、对赌责任对公司而言显失公允时,才会触及公司资本管制制度。当前,“与股东对赌有效”“与公司对赌无效”“允许目标公司为对赌提供担保”的司法审查逻辑,不仅导致商事实践中股权融资交易结构的扭曲化,还无端增加不少交易成本。

归根结底,对赌集合了股权与债权的双重特性,却又非纯粹意义上

[41] 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。

的股或债。尽管中国私募投资对赌自2008年伊始至今,^[42]对赌在股权投资融资关系中已经“标配化”,但对赌在规范与学理意义上都尚未获得一个确定化的“身份”,所以一直没有能够“登堂入室”。因此,在既有的规范以及学理范式“格式塔”中,法官难以直接找到契合的“大前提”对它进行嵌套,也就是说形式逻辑的演绎推理方法在面对对赌时容易失效,从而产生一系列的裁判难题以及裁判结果疏离于商业实践的种种情况。因此,对赌纠纷的裁判立场应由形式审查转变为实质介入,^[43]穿透遮蔽在对赌之上的层层迷雾,审查其契约与组织两个层面的实质法律关系,以发挥对商业创投对赌实践的正向激励作用。

3. 司法裁判如何实质介入对赌纠纷

当前的司法实践中,对赌纠纷主要集中于“业绩补偿”和“股权回购”两个关键节点。因此,司法裁判实质介入对赌纠纷,也主要是围绕这两个节点展开。

(1)“业绩补偿纠纷”的实质介入。对于此类纠纷,目前法院的裁判态度比较一致,即“业绩补偿”条款在性质上不是违约金条款,法院一般不予调整。例如,最高院在“黎承健、浙江卓景创业投资有限公司与浙江卓景创业投资有限公司再审案”中指出:“业绩补偿条款非基于违约产生,其性质并非违约金,并不损害金茂公司及其债权人利益,不违反法律法规的禁止性规定,故黎某某应该承担给付责任”。^[44]对于法院而言,这一裁判思路无须深度介入股权融资协议的复杂交易面,体现了法院在商事纠纷处理中的谦抑定位,也符合尊重商事自治的主流裁判价值观。然而,不可否认,这其实是一种消极应对的裁判方法,无助于调整异化的对赌关系。笔者认为,针对“业绩补偿纠纷”,法院的穿透介入至少应当综合考量下述几个合同变量:

其一,“业绩目标”是否明显不合理。“业绩目标”设定是否合理本身是一个商业判断问题,很难说法官有能力对其合理性作出客观的判断。但是,如果当事人可以举证证明“业绩目标”的设定明显缺乏客

[42] 参见投资界网站:《中国创投简史》,人民邮电出版社2017年版,第71~88页。

[43] 参见邓纲、吴英霞:《穿透式监管如何嵌入合同治理——以“天策公司和伟杰公司股权代持一案”为例》,载《安徽大学学报》(哲学社会科学版)2019年第3期。

[44] 参见最高人民法院(2015)民申字第2593号民事裁定书。

观、合理依据,则法官有能力也有义务对此作出认定,并将其作为调整补偿责任的考量因素。在具体细节上可以综合考量目标公司既往的经营业绩水平、目标公司所处行业整体利润水平等因素。

其二,“业绩目标”未能实现的致因。除了不可抗力、情势变更等客观因素外,法院在审理此类纠纷时还应当考量投资方所承诺的“非财务性投入”是否到位,尤其是当“非财务性投入”与“业绩目标”实现具有显著的关联性的情况。如笔者在参与法律实务时,经常遇到投资方承诺合作后将利用自身的渠道优势为目标公司开拓市场的情况,目标公司通常非常看重投资方的这一“非财务性投入”,尽管这种“非财务性投入”一般很难以量化的形式约定在协议里。如果在目标公司经营过程中投资方并未兑现该承诺,目标公司的“业绩目标”未实现时,投资方自然应当分担相应责任。

其三,“补偿条件与标准”是否公平。这方面需要着重考量以下两点:①“业绩补偿”与“股权持有”是否以及如何并存的问题。实践中比较常见的情况是,如果按照“业绩补偿条款”约定进行补偿,则几乎意味着投资方可以收回全部投资款甚至包含利息收益,却仍旧可以持有目标公司的股权,这就意味着投资方以零成本或者极低的成本获得目标公司股权,其公平性令人质疑。例如,在“海富案”中,海富公司向世恒公司共注资 2000 万元,占股 3.85%。最高人民法院终审判决要求世恒公司股东迪亚公司向海富公司支付协议补偿款 19,982,095 元。^[45] 这意味着一方面海富公司几乎完全收回了 2000 万元本金,却仍旧持有世恒公司 3.85% 的股权,这对世恒公司、迪亚公司而言似有不公之处。“业绩补偿”与“股权持有”同时并存所带来的公允性争端到底如何裁决值得思考。②投资方全程参与目标公司管理运营甚至在重大事项上拥有决定权、一票否决权的情况下还能否要求“业绩补偿”的问题。对比优先股可知,优先股股东是以放弃“管理性权利”为代价换取“优先性金融权利”,进而在优先股股东与普通股股东之间形成一种新的利益平衡。如果投资方全程参与目标公司管理运营甚至在重大事项上拥有决定权、一票否决权。一方面,投资方拥有同其他股东相同

[45] 参见最高人民法院(2012)民提字第 11 号判决书。

甚至倾斜性的“管理性权利”,在这种情况下再要求目标公司原股东给予高额的“业绩补偿”,显然严重背离风险收益共担原则;另一方面,既然投资方参与目标公司经营管理甚至拥有重大事项的决定权,那么他就也应当对“业绩目标”未实现负责,而非要求原股东补偿其损失。

其四,“与公司对赌”中的“业绩补偿”问题。《九民纪要》第5条允许目标公司参与“业绩补偿”对赌,但“业绩补偿”的前提是须符合公司法上有关盈余分配的强制性规定要求,也即有可分配的盈余才能进行“业绩补偿”。这一规定体现了对目标公司资产安全的保护和对股东平等原则的坚守。然而,这可能为司法实践带来一个新问题,在投资方既可以“与股东对赌”又可以“与公司对赌”的情况下,若要求目标公司进行“业绩补偿”须遵守盈余分配规则,投资方自然会倾向于继续“与股东对赌”。这也造成对赌主体不同,“业绩补偿标准”不一的问题,即“与股东对赌”适用“债”的规则,“与公司对赌”适用“股”的规则,还是形式主义的适法路径。笔者认为,“业绩补偿”是否有效、如何调整,不应以谁来承担补偿责任来区分,而应当从笔者前文提出的“业绩目标”是否合理、“业绩目标”未能实现的致因以及“补偿标准与条件”是否公平等几个方面进行实质考量。

(2)“股权回购纠纷”的实质介入。

关于“股权回购纠纷”的穿透介入问题。“海富案”形成的“与公司对赌无效”的裁判规则折射的是对公司资本管制制度的教条主义、形式主义的理解偏差。2018年《公司法》股权回购条款的修改,已经预示着“与公司对赌无效”裁判立场的松动。2019年4月,江苏省高级人民法院(以下简称“江苏高院”)更是在“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”(以下简称“华工案”)中肯定了投资人与目标公司约定的“股权回购对赌条款”的效力。^[46]《九民纪要》跟进其后,允许目标公司在依法履行减资程序的前提下回购资方股权。“与股东对赌”主要是个合同自治问题,相对简单;“与公司对赌”则不然,它既涉及合同自治,还涉及公司资本安全与债权人保护,要复杂得多。可以说,在“华工案”之前,理论实务界关

[46] 参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号判决书。

注的重心是“能否与公司对赌”,而“华工案”以后,“如何与公司对赌”的问题将逐渐呈现出来。这一问题主要包含下述两个裁判争点:

其一,投资方的回购请求权定性问题,即其到底是债权请求权还是股权请求权?当然,有学者将对赌中的回购权定性为形成权,“一旦回购的意思表示到达对方,即发生终止原投资关系的法律效果”。^[47]笔者认为,该观点仅以回购权可以达到终结投资关系的法律效果这一点,就认定其为形成权,值得商榷。一方面,在契约法层面看,回购的重点不在于可以单方面结束投资合同关系,而在于要求对方支付股权价款,并以能够获得价款为解除合同关系的前提,对于支付价款的要求或请求,本身就蕴含着请求权属性;另一方面,在组织法层面来看,投资方的回购权能否实现,并不取决于其自身是否单方面行使这项权利,而取决于目标公司是否有能力履行回购义务。因此,回购权系形成权的观点,有待商榷。在“华工案”中,江苏高院认为,“投资方华工公司兼具股东身份与债权人身份,目标公司扬锻公司不得以华工公司的股东身份阻碍其实现债权”。^[48]可以看出,在“股权回购”问题上,江苏高院更倾向于对认可回购请求权的债权请求权属性。回购请求权究竟如何定性,差别甚大。债权请求权定性,属于合同自治问题,意味着回购价款将以协议约定为主要定价依据,偏向保障投资方权益,回购条款中的保底性约定原则上有效;股权请求权定性,则属于公司自治与股东权行使问题,回购价款以目标公司净资产或者股权的市场价格为主要定价依据,偏向尊重公司自治权和资产安全,回购条款中的保底性约定因与风险收益共担原则相抵触,其效力具有争议性。在股债融合的背景下,我们很难在债权与股权之间做一个非此即彼的选择。当前的司法裁判中,回购条款中的保底约定基本上被认定有效,这一裁判取向已经在商主体中形成一定的效果预期。因此,笔者认为以债权请求权定性为主,兼顾股权请求权特性的定位更符合当下的融资对赌实践。进而言之,回购价款原则上以投资协议的约定为定价依据,同时以目标公司的履行能力、到期债权债务情况、经营管理成本、盈利水平等因素为调整定

[47] 季境:《回购权的性质与法律适用》,载《江汉论坛》2019年第6期。

[48] 江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号判决书。

价、支付周期的变量依据。对此,可以借鉴美国私募投资领域的股权回购规则,即以公司拥有“合法可用之资金”和不影响目标公司正常经营管理为回购股权之前提,允许目标公司分期、分批支付价款。^[49]

其二,“股权回购”的公平性审查。在当前的普遍性“与股东对赌”的融资交易模式下,“股权回购”的条件、定价是否公平往往被合同自由所淹没,目标公司原股东有关回购条款显失公平的主张几乎很难被法院认可。然而,如笔者前文所述,在当前的股权融资关系中,投资方与融资方的话语权不对等现象具有普遍性,法院对对赌纠纷的穿透介入,就不该回避这一现象,而应当站在利益衡量的立场对回购条款的公平性予以审查,以矫正失衡的对赌关系。尤其是当回购义务主体为目标公司时,公平性审查尤为必要。结合裁判实践来看,这方面的审查主要体现在下述两个方面:①目标公司及原股东能否主动要求强制回购股权的问题。目前,我们对于“股权回购”的关注点均集中在对赌目标未实现时,投资方要求目标公司或原股东回购其股权使其得以退出这一层面。因此,将回购请求权看作是投资方的特殊权利,股权投资协议里的股权回购条款也均是站在投资方权益保障的立场去约定、设计。然而,实践中有的情形是,投资方获得目标公司股权后,既不按约定注资,也不主动退出,甚至直接导致目标公司项目搁浅,而投资协议对此情形未有约定。此时目标公司或其原股东能否要求强制回购投资方股权成为棘手问题。从对赌公平性的角度来看,既然是“赌”,就应当是双方的,投资方未完全履行注资义务,构成根本违约,另一方自然有权解除合同、收回股权。然而,难点在于,在组织法层面,当目标公司作为对赌主体时,根据最高人民法院《关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的规定(三)》第17条的规定,在“股东未履行出资义务或者抽逃全部出资,经公司催告缴纳或者返还,其在合理期间内仍未缴纳或者返还出资”的,公司可解除其股东资格。其他情况下,一般应以公司章程或者股东协议中事先约定了除名条款为前提依据,否则会因强制

[49] 参见美国风险投资协会:《美国风险投资示范合同》(中英文对照本),北京市大成律师事务所、北京市律师协会风险投资委员会编译,法律出版社2006年版,第318~319页。

剥夺股东固有权而很难被法院以及工商登记机关所认可。笔者认为,针对此类情形,法院不应再固守固有权不可剥夺的教条理念,转而从回购条款的对等公平性角度允许目标公司强制回购股权。^②回购价款的公平调整问题。当前的商事实践中,“股权回购”一般是采用年化利率10%的溢价回购方案,该方案已经具有了商业惯例属性,法院一般予以认可。争议的焦点主要集中在,投资方参与目标公司经营管理与是否影响回购定价。从对赌机理上看,投资方在金融层面的优先性权利一般是以放弃管理决策权为代价而获得,这也是优先股的基本股权逻辑,体现了权利守恒思维。因此,笔者认为,在投资方参与目标公司经营管理,尤其是对对赌失败负有过错责任的情况下,股权回购价款应具有可调整性,这不仅涉及权利公平问题,还涉及金融与实体的关系定位问题。

结 语

在从事理论研究与法律实务工作期间,笔者发现一个奇特的现象,那就是法学理论界与企业家群体对对赌认知评价的割裂化现象。在法学理论界,绝大多数有关对赌的论著几乎都倾向性地视对赌为金融创新的产物,评价颇为正面,甚至新近成果已经开始在股债融合角度积极为对赌正名。^[50]而在商事实践中,大量企业家视对赌为“不平等条约”甚至是“卖身契”,闻之色变。显然,我们不能说是因为法学理论界立足于私募基金一方;也不能说是因为中国企业家蒙昧无知。笔者更乐于将其原因界定为理论界与企业家群体的视角偏差。在法学理论界视角,呼吁尊重金融创新、契约自治、合同自由具有近乎天然的正确性,“海富案”则长期成为理论界宣誓前述主张的绝佳切入点。而企业家群体对对赌对等性、公平性的细碎不平之声始终没有获得理论界的足够关注,甚至还被淹没在股债融合的合理解说之中。客观地说,“中国式对赌”整体上助益良多,它满足了很大一部分企业尤其是民营企业、

[50] 参见许德凤:《公司融资语境下股与债的界分》,载《法学研究》2019年第2期。

新兴企业的融资需求,对创业者“扶上马,送一程”的案例不乏其例。然而,在当下振兴实体经济、培育匠人精神、金融脱虚向实的政策背景下,实有必要更多地关注对赌的微观公平、关注企业家群体的制度诉求,将对赌的“价格发现功能”“合作激励功能”充分激发出来,形成金融服务实体、实体回馈金融的良性循环。

(编辑:谢贵春)