

规范对赌协议不宜“削足适履”

王延川*

投资方与目标公司订立的对赌协议是否有效以及能否履行,自 2012 年“海富案”^[1]以来一直存在争议。《九民会议纪要》采取了区分原则,将投资人和目标公司的对赌在法律上区分为协议效力认定和履行两个阶段:前者适用《合同法》,如果没有法定无效情形即为有效;后者适用《公司法》,如果属于抽逃出资或者未履行减资程序,则不能得到履行。纪要一方面承认对赌协议有效性而具有进步意义;但另一方面认定投资人为股东并设定履行限制却让投资人的利益“搁浅”,使对赌协议有效在一定程度上失去意义。笔者认为,纪要关于对赌问题的态度背后隐藏着中国司法审判一贯的逻辑:不认可企业家创造的交易模型,在遇到交易模型时并不是从企业的意图和业界惯例出发来解决问题,而是从法律规定出发来解决问题;不是让法律服务于交易模型的创新,而是将交易模型强行“塞入”法律规

* 西北工业大学马克思主义学院教授。

[1] “甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司与苏州工业园区海富投资有限公司、陆波增资纠纷案”[最高人民法院(2012)民提字第 11 号民事判决书],载《最高人民法院公报》2014 年第 8 期。

定之中,让交易模型跟着法律规定走,这种本末倒置的做法使司法审判结果可能背离真正的“商法正义”,需要进行检讨。

一、看起来“很美”:对赌协议原则上有效

关于对赌协议的效力,除了寥寥几个案例之外,几乎所有的审判结果均认定无效。举两个例子。在2012年“海富案”中,针对金钱补偿条款,一审法院以违法分红为由否定对赌协议效力,二审法院以名为联营实为借贷为由否定对赌协议效力,再审法院虽然给予海富公司以救济,却未明确承认对赌协议有效。在2017年“华工案”^[2]中,针对股权回购条款,一审法院以违反禁止性规定且违背公司资本维持和法人独立财产原则而否定对赌协议效力,二审法院以有悖公司资本维持原则和法律规定为由维持一审法院判决,再审法院以目标公司具备通过法定减资程序完成回购的条件,并不违反任何强制性法律规定而承认对赌协议的效力,但是,如果目标公司不具备通过法定减资程序完成回购的条件,协议是否有效并不肯定。纪要的突破在于,将对赌协议理解为纯粹的合同问题,当其不存在《合同法》第52条等法定无效事由的情况下,目标公司主张其无效的,法院不予支持。既然对赌协议有效,当对赌条款被触发后,投资人是否可以按照条款要求金钱补偿或者股权回购呢?答案是不确定的。

二、吃起来“卡喉”:履行难以操作

(一) 区分原则

纪要运用区分原则,将对赌区分为对赌协议效力与履行。区分原则并非纪要首创,在之前的公司审判实践中,许多法院认为,未经其他

[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、潘云虎等请求公司收购股份纠纷案”[江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书]。

股东同意的有限公司股权对外转让协议,在出让股东与受让第三人之间有效,但对于公司和其他股东而言不生效力,即有效的股权转让协议无法履行。纪要也利用这个原理来解析对赌,将对赌协议的效力与履行进行区分,其中前者适用《合同法》,原则上有效,后者应该遵守《公司法》中有关抽逃出资和回购股权规定的限制。在转让股权的例子中,虽然转让协议不能履行,但是协议有效可以实现转让人的损害救济。但是在对赌中,对赌协议如果得不到履行,协议有效几乎失去意义。

(二)履行受制于目标公司的股东和债权人

纪要虽然认可对赌协议的效力,但却通过将投资人认定为股东,运用《公司法》相关规定阻碍有效对赌协议的履行,可能让投资人的利益落空。

纪要将投资人主张的补偿压缩在公司利润范围之内,目标公司没有利润,投资方不得主张金钱补偿;目标公司有利润但不足的,投资方只能主张部分金钱补偿。如果违反上述规定,则属于抽逃出资,债权人可以直接向投资人要求抽逃范围内的补充赔偿责任,公司和股东也可以主张将违法补偿返还给公司。

关于补偿有几个需要关注的问题:首先,投资人“赌赢”后要求履行受到各种限制,而如果投资人赌输了,纪要虽然没有规定,可以理解为投资人丧失了投入的资本公积金的“份额利益”,这种处理方法极不公平。为什么目标公司股东和债权人可以阻碍投资人的对赌利益实现,而投资人公司的股东和债权人不能通过行动阻挠投资人资本公积金“份额利益”的丧失?其次,如果公司做出决议不予分红,投资人还能拿到补偿吗?如果公司有了利润,其他股东也要求分配红利,投资人是否享有优先权?如果答案是肯定的,投资人的补偿就不是分红权,如果答案是否定的,虽然符合了分红权的相关规定,投资人却根本拿不到补偿。

纪要将投资人主张回购定性为退股,要求公司履行减资程序,否则视为抽逃出资。首先,履行减资程序意味着投资人的利益要劣后于普通债权人,因为履行减资程序时需要首先得到债权人的同意,或者向其清偿债务或者提供担保。其次,如果其他股东也反对减资,投资人股权

回购照样得不到实现。

为了杜绝股东反对投资人要求金钱补偿和股权回购,投资人需要在和目标公司签订对赌协议时,同时和所有的股东签订协议,但是,这种做法的成本显然过高。另外,投资人无法和债权人签订类似的协议。

(三)不公正的纪要与投资人的选择

投资人冒着巨大的风险,将大部分投资款转化为资本公积金,该种操作对其他股东非常有利,假如公司不久解散,这笔资本公积金的大部分“份额利益”归于其他股东,而投资人只能按照其持有的股权比例获得极小的一部分。正是因为投资人将大笔资金“充公”,其他股东得到了保底利益,才会促使目标公司和投资人对赌。其他股东会算这笔账,在白白得到大笔资金的情况下,即使对赌输了,其损失也会在预期范围之内。但是,按照纪要的规定,投资人丧失大笔资金的所有权后,换来的却是劣后于普通债权人和其他股东的权利和利益,显然有失公平。

笔者认为,纪要关于对赌的理解虽然有一些进步,但投资人的利益仍然无法轻易实现,对于对赌交易并无实质的促进意义。面对基于纪要带来的不公正风险,专业的投资人可能会选择:第一,按照“海富案”的思路,和目标公司对赌,让大股东承担担保责任,最终让大股东承担责任;第二,按照“翰霖案”^[3]的思路,与目标公司的大股东对赌,然后让目标公司承担担保责任,其实际效果是目标公司和大股东承担连带保障责任。投资人对于纪要“弃之不用”等于让其“形同虚设”。

三、问题的症结:将对赌权误认为股权

对赌中最核心的问题是投资人及其享有权利的定性,这也是纪要出现问题的症结。纪要出来之前,关于投资人的身份一直存在争议,主要有股东说、债权人说和混同说。在“海富案”中,一审法院认为投资人是股东,二审法院认为投资人是债权人。在“华工案”中,再审法院

[3] “强静延、曹务波股权转让纠纷案”,最高人民法院(2016)最高法民再128号民事判决书。

认为投资人既是股东又是债权人。纪要将投资人认定为股东,总算是让该问题“尘埃落定”,但却通向了错误的道路。正像上面分析的那样,正是因为将投资人理解为股东,使投资人受到不公平的待遇。

(一) 投资人股东身份质疑

在对赌中,投资人一般都会享有股权,因此,表面上投资人就是股东。但是,投资人享有的是综合性权利,并非仅仅是股权。另外,这里的股权持有也并非投资人和目标公司的真正意图,而是服务于对赌权实现这个目的。股权特点有三:第一,投资人认购股份(份额)并进行投资,认购额决定所持股权比例;第二,股东原则上共享收益、共担风险;第三,股东获得从公司盈利中产生的红利。投资人享有的并非真正的股权。第一,投资人多不是原始投资者,而是通过与目标公司签署投资协议而进入公司,投资人的投资会进行划分,只有很少一部分投资作为股款,大部分投资作为公司资本公积金,投资人持有与投资款相比比例极少的公司股权;第二,投资一般时间较短,按照常规是3~5年,时间到了就会退出公司,不具有与股东共享收益、共担风险的意图;第三,投资补偿并非来自公司盈余,而是来自约定条件的成就,因此,在公司没有盈余的情况下也会主张,而且从补偿数额来看,也很难认定为股东对公司的分红。

(二) 投资人的权利:股权与对赌权的区分和统一

为了说明对赌的本质,需要引入对赌权这个概念,即对赌在法律关系上是二元的,即对赌协议中多存在入股和对赌两个主要条款,其产生不同的两个权利,前者产生股权,适用《公司法》,后者产生对赌权,适用《合同法》,但是并不能认为对赌权属于传统债权,因为对赌权的内容和实现与债权存在很大区别。债权的特点有三:第一,投资人是将资金借给公司,即债权人依然拥有出借资金的所有权;第二,债权是一种保底性权利,无论公司是否有盈余都要拿回利息;第三,获得的利息一般是固定的。对赌权并非如此。第一,投资人将投资划分,但无论是小部分的股款还是大部分的公积金,投资人均丧失了其所有权;第二,投资人可能获得利益,也可能丧失利益,这一切要看约定情况的具体发展,因此补偿并非保底;第三,投资人得到的补偿流动性较大,数额并不固定。

投资人将投资划分为两个部分,同时生成股权和对赌权两种权利。在要求补偿的条款中,投资人占有极小的股权比例,对赌权来自本公积金,在要求回购的条款中,投资人占有较多的股权比例,对赌权来自于少量的本公积金,或者更多的股款。在要求补偿的设计中,回购权和对赌权的区别是比较明显的,而在要求回购的条款中,之所以能够溢价回购,原因依然是投资人用大量资金换取不成比例的持股。所以,对赌权的实现是有对价支持的,在这一点上,精明的不是法官,而是企业家,因为企业家不会作出对自己不利的选择。

虽然对赌在法律关系上是二元的,但在应用上却是一体的,股权和对赌权结合架构的好处在于:第一,可以达到“利益兼顾”的目的。如果投资人仅仅将投资款交给目标公司,就只能有一种玩法,即获得金钱补偿。如果同时获得股东,就可以增加一种股权回购的玩法,而股权回购的正当性要强于金钱补偿。第二,防止补偿条款无效。如果作为外部人要求补偿,可能会受到否定性评价。如果作为内部人主张,则正当性更强,可以说是投资的确对目标公司有重大贡献。第三,股权可以辅助对赌权的实现。投资人向目标公司投入资金后,其利益就和后者捆绑在一起,但是,如果仅仅作为投资人,不可能享有股东权利,而具有股东身份,哪怕是小股东,也拥有查阅权等既保护公司利益又保护自己利益的法定渠道。

四、对赌的原罪:交易模型

对赌的原罪在于,它不属于法定权利,即那些流行了千百年并为法官所熟知的权利类型。对赌作为投资关系既不属于债权合同,也不属于股权合同,而是特殊的投资方式。其一,在投资人完全“赌赢”的情况下,其在本金基础上的回报与债权投资和股权投资都有所区别:与债权投资相似,该投资属于意定投资,却不像债权投资那样会得到固定回报;与股权投资相似,该投资回报并不固定,却也不像股权投资那样受到法律限定,其回报经常也会大大超出股权投资的回报。其二,在投资人完全赌输的情况下,投资人会丧失本金,这一点和债权投资和股权投

资均不相同。其三,在大多数情况下,投资回报处于本金丧失和高额回报之间,具体要结合对赌内容实现的程度。目前很难将基于这种投资的权利归于法定权利,它来自企业家的创造,其目的就是要避开股权投资和债权投资这两种既有的投资模式,因为在企业家看来,一方面,固化的投资方式难以获得高额利润;另一方面,股权投资和债权投资的确有其各自的弊端。

对赌权属于法外权利,该权利源于业界创立的交易模型。纪要秉持一贯的司法审判思维,对于创新交易模型的态度基本上是“非友好型”的:法官在面对基于交易模型创新而产生的纠纷时,不会以当事人的意愿、预期和交易模型的构架为基础进行审判,依然保持“依法审判”的态度,给并非法定权利的某种权利冠以法定权利的帽子,将小前提强行塞入大前提之中,然后按照大前提的逻辑得出审判结果,但是该结果是否符合当事人的预期在所不问。

结 语

在商事审判中,一定要秉持“法律有限,交易模型无限”的精神,敢于承认非典型的“无名交易”的效力并保障其得到履行。这样才会尽到商事审判法官的本分,因为只有真正地鼓励交易,才能提升交易效率并促进整个社会福利。如果非要让交易模型符合既有的法律规定,那就是“削足适履”,最后造成阻碍交易效率,损害交易安全的结果。不幸的是,纪要关于对赌的理解恰恰是后者。

(编辑:谢贵春)