

目标公司参与实质对赌效力问题新探

周美华

(集美大学法学院, 福建 厦门 361021)

[摘要] 最高法院2018年9月7日再审作出的强静延与山东瀚霖生物技术有限公司(下称瀚霖公司)、曹务波股权转让纠纷案(下称“瀚霖案”)判决,引起理论和实务界对投资人与目标公司对赌效力问题的关注。最高法院在判决中肯定了目标公司以担保人的身份加入对赌协议中的做法,笔者认为这是对最高法院在对赌第一案“海富案”中确立的“与股东对赌有效、与目标公司对赌无效”的裁判规则实质上的修正。事实上,对目标公司能否参与对赌、承担股权估值调整义务问题,中国国际经济贸易仲裁委员会的仲裁庭采取了与最高法院不同的态度,其在2014年的一起仲裁案裁决中认定投资人与目标公司之间的对赌有效。通过研究最高法院再审的“瀚霖”案,我们可以得出将目标公司引入对赌协议、实现投资者与目标公司实质对赌的新思路,并可从中得到相关启示。

[关键词] 估值调整;对赌协议;股权回购;法律效力

[中图分类号] DF 591

[文献标识码] A

[文章编号] 1008-889X(2020)03-0059-06

一、瀚霖案案情简介

(一) 案情回顾

投资人强静延等与目标公司山东瀚霖生物技术有限公司(以下简称瀚霖公司)、目标公司原股东曹务波签订增资协议及补充协议,其中约定强静延向目标公司溢价增资3000万元,据此持有目标公司约定比例的股权;曹务波承诺于协议约定期限内实现合格IPO,否则强静延有权要求曹务波回购强静延持有的目标公司股权;目标公司为原股东的回购提供连带责任担保。强静延按约履行投资义务后,目标公司未能如期实现合格IPO,为此强静延提起诉讼,要求原股东曹务波按约支付股权回购款,同时要求目标公司承担连带责任。

(二) 法院裁判

1. 一审观点。一审法院对于讼争协议除目标公司为原股东回购提供担保之外的其他条款(亦即强静延与原股东对赌的相关条款)的效力均予以确认,因此对于强静延对原股东的诉讼请求予以支持;而对于目标公司为原股东回购提供连带

担保的约定,认为强静延未提交目标公司为原股东提供担保已经股东会决议通过的证据,且该担保损害了公司、其他股东及债权人的利益,依法无效,故驳回了对目标公司的全部诉讼请求。

2. 二审观点。二审法院认为,瀚霖公司作为原股东回购提供担保,其实质是不论目标公司经营业绩如何,股东强静延均可获得收益,由此使得股东的获益脱离了公司经营业绩,背离了公司法理精神,强静延由此规避了交易风险,将目标公司可能存在的经营风险转嫁给了目标公司及其债权人,严重损害其他股东及债权人的合法权益,该担保应为无效,且认为该担保无论是否经股东会决议,均不影响该认定,因而对强静延要求目标公司承担担保责任的上诉请求不予支持。

3. 最高法院再审观点。强静延向最高法院申请再审。最高法院经再审认为,认定合同无效应严格遵循法定主义,上述二审判决否定担保条款效力的裁判理由不符合合同法关于合同无效的任何一种法定情形,违反合同法基本规则,属于适用法律错误;并认为案涉担保条款合法有效,目标公司应承担担保责任,理由有二:

其一,强静延已对目标公司提供担保经过股

东会决议尽到审慎注意义务和形式审查义务。案涉协议及补充协议载明目标公司已通过股东会决议同意本次增资,各方已履行内部程序确保其具有签订本协议的权利,各方代表已获得正式授权;该等表述使得强静延有理由相信目标公司已经就协议中的担保条款通过股东会决议,故应认定强静延对担保事项经股东会决议已尽到审慎注意和形式审查义务,因而该担保条款对目标公司有效。

其二,强静延投资款均用于公司经营发展,目标公司全体股东受益,符合目标公司及其股东利益,故目标公司应承担担保责任。公司法第十六条之立法目的在于防止大股东滥用控制地位,出于个人需要而由公司提供担保,从而损害公司及其中小股东权益,本案情况并非如此。由于上述事实情况,即使目标公司未对担保事项进行股东会决议,因该担保行为有利于公司自身经营发展需要,并未损害公司及其中小股东权益,也不违反公司法第十六条之立法目的。因此认定目标公司承担担保责任符合一般公平原则。

二、“对赌协议”效力之争及其典型案例

(一)“对赌协议”的效力之争

“对赌协议”又称估值调整协议,即投资人与有融资需求的目标公司及其股东达成协议,以特定的目标为激励,如若达到该目标,目标公司或其股东可以请求投资人让渡基于此前投资取得的部分股权或要求增加投资额;反之,投资人可以请求目标公司或其股东回购股权、请求现金补偿等以弥补自己投资时对目标公司估值过高的损失。它通常在私募股权投资领域中得到运用,其法理基础在于投资方和融资方对目标企业信息的不对称及目标企业未来盈利能力的不确定性。^[1]实践中常见的对赌协议类型有以成功上市为对赌条件和以实现一定的经营业绩指标等为对赌条件。^[2]

投资人成为股东后,能获得固定的现金补偿并有权在法定的股东回购请求权行使事由之外请求公司收购股权,如此对赌安排的效力引起各界的广泛争议。支持的观点认为,对赌协议是企业

行使自主经营权的表现,平等民事主体有权决定民事权利的具体内容,应尊重和认可当事人的意思自治,强调按照诚实信用原则兑现协议内容。反对的观点认为,对赌协议为投资人所设定的要求损失补偿的权利,变相地造成公司内部股东权利不平等局面,损害了其他股东及债权人的合法权益,属于滥用股东权利;而在无法定事由时要求目标公司回购股权,有违公司资本维持原则,投资人的行为构成抽逃出资,损害公司债权人利益,应为无效。^[3]

(二)典型案例

1. 投资人与目标公司对赌无效——最高法院海富案观点。在“对赌第一案”海富案中,投资人海富公司与目标公司世恒公司及其原股东迪亚公司等签订对赌协议,约定投资人向目标公司增资约定的金额,持有约定比例的股权;目标公司2008年净利润不得低于约定的最低金额,否则投资人有权要求目标公司给予现金补偿,如果目标公司未能补偿,投资人有权要求原股东补偿。之后,因目标公司未达到约定业绩目标,投资人遂诉请法院判令目标公司、原股东等支付补偿款。

在该案的再审判决中,最高法院认为关于目标公司予以补偿的约定使得投资人的投资可以取得相对固定的收益,该收益脱离了目标公司的经营业绩,损害了公司及其债权人利益,因而一、二审法院根据《公司法》第二十条等认定由目标公司向投资人补偿的约定无效是正确的,而目标公司的股东对于投资人的补偿承诺并不损害公司及其债权人的利益,不违反法律法规的禁止性规定,是当事人的真实意思表示,合法有效。该案表明了最高法院对于对赌协议效力的基本态度,即投资人与股东对赌有效、与目标公司对赌无效,理由是与目标公司对赌使得投资人可以不担风险而取得固定的收益,损害公司及其债权人的利益,违反了公司法第二十条关于股东不得滥用权利损害公司及其债权人利益的规定。^[4]最高法院在该案中所确立的裁判规则迄今为绝大多数法院遵循。

2. 投资人与目标公司对赌有效——“贸仲案”观点。^[5]2011年3月,基金A、自然人B(以下或称两投资人)与目标公司C及其唯一的

股东D（下称原股东）签订了《增资协议》，约定两投资人向目标公司溢价增资，增资完成后，两投资人合计持有目标公司12.5%股权，原股东持有目标公司87.5%股权，协议中约定了业绩承诺条款，约定目标公司在2011年、2012年、2013年的净利润业绩指标，若净利润低于上述标准，则目标公司、原股东对两投资人进行现金补偿，同时约定目标公司任一年度净利润低于业绩承诺标准，原股东应受让两投资人持有的目标公司股权，目标公司对受让义务承担连带责任。后目标公司未完成2011年的净利润指标。各方为此发生纠纷，目标公司、原股东向中国国际经济贸易仲裁委员会（简称“贸仲”）提起仲裁，要求确认业绩补偿条款和股权回购条款无效。后两投资人也向“贸仲”提起仲裁，要求目标公司和原股东按约进行业绩补偿和股权回购。

该案仲裁庭未从对赌协议主体角度否认对赌条款的效力，而是分别从三个角度论证投资人与目标公司对赌的有效性：第一，业绩承诺条款系目标公司、原股东为了获得高溢价出资而自愿签订的，不存在欺诈与非法目的。在估值调整条件成就时，投资人要求执行补偿条款不损害公司及其他股东利益；第二，业绩补偿条款具有激励履约和约束责任的作用。由于目标公司的经营活动始终由原股东控制，设计对赌条款是投资人预防风险和化解风险的契约性保护手段；第三，股权回购条款与业绩承诺条款具有相同的性质，其功能和作用是一致的，是对目标公司和原股东履行业绩承诺补偿义务实现方式的具体约定，同时也构成目标公司和原股东取信于投资人的前提和基础。

最终，仲裁庭裁决目标公司、原股东应按业绩承诺约定向投资人支付补偿款，并裁决原股东应按回购条款约定回购投资人持有的股权。

最高法院海富案和前述贸仲案的区别是明显的。最高法院认为投资人和目标公司间的对赌约定因违反了公司法第二十条等规定而无效，体现其注重法律强制性规定对公司经营活动的干预，站在维护社会公众利益的立场上否认目标公司承担估值调整义务的效力；而贸仲案认为该等业绩补偿约定符合自愿、公平原则，合法有效，其充分尊重当事人的意思自治，注重审查对赌协议履

行过程中的公平问题，关注对赌协议当事人的利益平衡。

3. 目标公司为股东的回购义务提供担保未经股东会决议无效——最高法院通联案观点。2010年6月，通联资本管理有限公司（下称通联公司或投资人）、四川久远新方向智能科技有限公司（下称久远公司或目标公司）、成都新方向科技发展有限公司（下称原股东）共同签订了《增资扩股协议》，约定目标公司向投资人溢价增发新股，同时约定了股权回购形式的对赌条款：如果目标公司未能在约定期限内实现IPO上市，投资人有权要求原股东回购其股权，回购价格为全部投资款及自实际付款之日起按约定利率计算的利息，目标公司与原股东承担履约连带责任。目标公司章程没有对公司担保的相关事宜作出规定，也未向投资人提供同意其承担连带责任的股东会决议。

投资人按约履行了投资义务，但目标公司未能如期实现IPO上市，故投资人要求原股东按约回购其股权，并要求目标公司承担连带责任。原股东以股权回购违反公司运营资本维持原则拒绝回购，目标公司则以承诺承担连带责任未经股东会议通过为由拒绝承担责任。之后，投资人向法院提起诉讼。该案经过一审、二审及最高人民法院再审，各级法院对于股东之间的对赌约定均认定合法有效，但在投资方要求目标公司承担连带责任问题上，一审法院以具有合同依据为由判决支持；二审法院则认为，目标公司未能依法提供关于承担连带责任的股东会决议，而投资人也未对是否经过股东会决议尽到基本的形式审查义务，不应属于善意的相对人。因此该担保对投资人不发生法律效力，判决目标公司不承担责任。

最高法院认为，其一，对于目标公司对原股东承担股权回购义务的履约连带责任的约定，根据双方的诉辩意见，将其定性为连带担保责任，未加重目标公司的责任。根据目标公司为原股东的义务履行承担连带责任的安排，目标公司并非股权回购义务的主体，回购情况的发生并不产生目标公司回购本公司股权的法律后果。目标公司未向投资人提供关于担保的股东会决议，亦未得到股东会决议追认，而投资人未能尽到基本的形式审查义务，从而该担保对投资人不发生法律效

力。其二,投资人未能尽到要求目标公司提交股东会决议的合理注意义务,导致担保条款无效,自身存在过错,而目标公司在章程中未规定公司对外担保及为股东提供担保的议事规则,导致法定代表人使用公章的权限不明、越权代表,也应承担相应的过错责任。根据《担保法司法解释》第七条的规定,投资人、目标公司双方对于协议中“连带责任”条款无效均存在过错,目标公司对原股东承担的股权回购款及利息就其不能清偿部分承担二分之一的赔偿责任。

在前述瀚霖案中,最高法院则从正面角度认定,在投资方已对目标公司提供担保经过股东会决议尽到审慎注意义务和形式审查义务的情况下,应认定担保对目标公司产生效力,同时进一步认为,由于投资款全部用于公司经营发展,目标公司及全体股东受益,即使未经股东会决议,也不违反公司法第十六条之规定,判决目标公司承担担保责任符合一般公平原则。

三、评析与启示

最高法院在“海富案”中,认定投资方与目标公司约定的业绩补偿对赌条款无效,目标公司不承担对赌条款约定的业绩补偿责任,但该案未涉及股权回购的对赌问题。

在前述“贸仲案”中,对赌条款既约定了业绩补偿内容又约定了股权回购,其中业绩补偿义务主体包括目标公司和原股东,股权回购义务主体为原股东,但约定目标公司对原股东的回购义务“承担无限连带责任”,仲裁庭裁决目标公司和原股东共同承担业绩补偿责任,同时裁决原股东按约回购投资方的股权,而值得注意的是,对于投资方根据协议约定请求的要求目标公司对回购款承担连带责任的主张,仲裁庭却既未支持,也未回应,未作评述。这或许是因为在该仲裁案之前,刚有最高法院判决的海富案认定目标公司承担业绩补偿义务的对赌条款无效,该仲裁案已经裁决目标公司承担业绩补偿责任,与最高法院观点明显相左,对于股权回购款如果再要求目标公司承担连带责任,似乎一步走得太远,体现了该案仲裁庭谨慎折衷的态度和适度平衡当事人利益的考量。

但是在通联案中,最高法院以再审的方式直面目标公司对于股权回购的对赌责任问题。该案的对赌条款就目标公司对股权回购的责任约定与前述贸仲案是完全相同的,都是约定目标公司对原股东的回购款支付承担连带责任。最高法院在该案中根据当事人双方的诉辩意见将其解读为担保责任,并以该担保未经股东会决议为由认定无效,同时以投资方未就股东会决议尽到形式审查义务为由认定投资方具有过错,进而判决目标公司承担1/2的赔偿责任。值得注意的是,与前述贸仲案仲裁庭就目标公司对股权回购款的连带责任问题视而不见不同,最高法院在二审法院已经判决目标公司不承担回购连带责任的情况下,进行提审纠正,表明其要求目标公司就此依法承担责任的明确立场和鲜明态度。

最高法院在通联案中指出,对于目标公司对原股东的股权回购义务承担连带责任的安排,目标公司不是股权回购的义务主体,并不产生目标公司回购本公司股份的法律后果,不存在抽逃出资等违法问题;其认定担保无效的唯一理由,是未依法履行目标公司为股东提供担保的股东会决议程序。换言之,如果目标公司依法履行了为股东提供担保的股东会决议程序,该担保就应该是有效的。最高法院在瀚霖案中正面明确了这一问题,认定在投资方已对目标公司提供担保经过股东会决议尽到审慎注意义务和形式审查义务的情况下,该担保有效。进一步看,既然目标公司可以为股东回购款提供担保,目标公司是否也可以为股东的业绩补偿义务提供担保呢?我们似乎找不到反对的理由。

最高法院的这一认定是合理的。从法理上说,对于目标公司而言,目标公司承担担保责任与目标公司承担直接责任,二者是有本质区别的。目标公司为股东承担担保责任之后,其享有对责任股东的追偿权,因而不存在违反公司资本维持原则、损害公司及债权人利益的问题。而如果是目标公司承担直接责任,则意味着是目标公司自己的责任,不存在向他人的追偿权,由此则可能涉及违反公司资本维持原则、涉及损害公司利益及债权人利益的问题,进而可能涉及这一安排的合法性、有效性问题。而对于投资方而言,要求目标公司与原股东一起承担责任的目的是只是

为了多一层保障，只要能让目标公司承担责任，能将目标公司的财产纳入责任财产范畴，其目的就能达到，至于目标公司是承担直接责任还是担保责任，对投资方的利益而言并无实质影响。因此，“投资者不得与目标公司对赌”的限制，可以通过让目标公司依法提供担保的方式间接规避、化解，或者说，投资者通过这种方式可以让目标公司实质参与对赌。

通过如上案例，至少可以得到如下启示：

（一）投资者应坚持将对赌的直接对象限定为目标公司股东

对于现金补偿型的对赌，最高法院在海富案中已明确目标公司不能成为对赌对象。尽管前述贸仲案认为目标公司可以成为现金补偿对赌的对象，且司法对仲裁裁决审查的趋势是越来越尊重仲裁的实体裁决，但仲裁裁决并不具有改变司法裁判实践的影响力。因此，投资者仍应避免采取将目标公司作为对赌直接对象的做法。对于股权回购型的对赌，投资者与目标公司原股东对赌不涉及公司及其债权人的利益，从诉讼到仲裁都认可其效力，但如直接与目标公司对赌，则超出了公司法允许公司收购本公司股权（份）的法定范围，其实质将导致公司资本不当减少，股东缴纳的股本被抽回，有损目标公司及其债权人合法权益，通常被认定为无效。因此，无论是现金补偿型对赌还是股权回购型对赌，都应将对赌的直接对象限定于目标公司的股东，而不能直接与目标公司对赌。

（二）可将目标公司作为连带担保人引入对赌协议

最高法院在通联案、瀚霖案中明确了目标公司可以作为承担股权回购责任的公司股东的担保人并依法承担担保责任。因此，在股权回购型对赌中，目标公司虽不能作为对赌的直接对象承担回购责任，但其可作为回购股东的担保人承担责任。同样，如前所述，在现金补偿型的对赌中，也可以将目标公司作为承担补偿责任的股东的担保人承担担保责任。

（三）投资人应对目标公司为其股东对赌提供连带担保的股东会决议尽到审慎注意和形式审查义务

根据《公司法》第十六条第二款规定，公

司为其股东或者实际控制人提供担保，必须经股东（大）会决议。对于债权人在接受公司为其股东提供的担保时是否对担保事宜经过股东（大）会决议负有审查义务以及未尽审查义务时是否影响担保的效力，法律规定都未明确。最高法院已有诸多判例（甚至最高法院公报案例）从维护交易安全角度出发认定《公司法》第十六条是管理性强制性规定、是公司内控规则、是否经过股东会决议不影响担保效力。但尽管如此，最高法院在通联案中却仍以投资者未对目标公司法定代表人作出担保的意思表示是否经过股东会决议尽到基本的形式审查义务，认为其不应属于善意的相对人，该担保对目标公司不产生法律效力，且认定投资者对此负有过错责任。该案例提醒投资者，在取得目标公司为股东提供的担保时，应注意要求目标公司就此担保提交股东（大）会表决，并对其决议尽到审慎注意和形式审查义务，否则可能被认定担保无效，从而达到担保的预期目的。

（四）投资人应关注和管控投资款的实际用途

在瀚霖中，最高法院认为投资人的投资款全部用于公司经营发展，符合公司和全体股东的利益，因此目标公司为原股东提供的担保即使未经股东会决议，判决目标公司承担担保责任也符合一般公平原则。这为是否判决目标公司承担担保责任增加了一个考量因素。换言之，如果投资人的投资款没有用于目标公司的经营发展，尤其是投资人对投资款的其他实际用途又知情的情况下，判决目标公司承担担保责任可能是违反公平原则的。因此，投资人在股权投资中接受目标公司为原股东提供的担保的情况下，应关注和管控投资款的实际用途，保证投资款确实被目标公司自己所用。

【参考文献】

- [1] 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.
- [2] 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.
- [3] 王红卫. “对赌协议”法律效力的认定及股权回购责任的承担——对李某与T公司、刘某等人与公司

- 有关纠纷案件的评析 [J]. 天津法学, 2018 (2): 96-101.
- [4] 罗东川, 杨兴业. “对赌协议” 纠纷的法律规制及裁判规则 [J]. 人民司法, 2014 (10): 4-8.
- [5] 熊美琦. 突破“对赌协议” 第一案 [DB/OL] (2014-08-26) [2019-05-21]. http://www.fylz.com.cn/ljxw/201408/t20140826_1452494.shtml.

A New Inquiry of the Validity of Target Company's Participation in Substantial Valuation Adjustment Mechanism

ZHOU Mei-hua

(School of Law, Jimei University, Xiamen 361021, China)

Abstract: The retrial judgment on Sep 7th, 2018 made by the Supreme Court over QiangJingyan and Shandong Hanlin Biotechnology Co., Ltd., Cao Wubo shares transfer dispute (hereinafter referred to as “Hanlin Case”) has aroused the attention of both the theoretical and practice circles to the validity of Valuation Adjustment Mechanism (VAM) between the investor and the target company. In this judgment, the Supreme Court affirmed the target company's practice of joining VAM as a guarantor. In the author's opinion, this is a substantive amendment of Supreme Court's judgment to the rule “valid with the shareholders while invalid with the target company”, which is confirmed by a landmark case named “Haifu Case”. In fact, the arbitral tribunal of the China International Economic and Trade Arbitration Commission (CIETAC) has adopted a different attitude from the Supreme Court on the problem of whether the target company can take part in the VAM and undertake the equity valuation adjustment obligations. In an arbitral award in 2014, The CIETAC recognized the validity of the VAM between the investor and the target company. By studying the “Hanlin Case” of the retrial by the Supreme Court, we can draw a new idea of introducing the target company into the VAM, realizing the substantial valuation adjustment mechanism between the investor and the target company, and get some enlightenment from it.

Key words: valuation adjustment; Valuation Adjustment Mechanism; shares buy-back; force of law

(责任编辑 杨中启)

(上接第37页)

A Study of Huang Daozhou's Three Moves of His Residence Based on His *Xi ZeJi*

ZHANG Zhe-min

(Culture, Athletics and Tourism Bureau of Dongshan County, Zhangzhou 363401, China)

Abstract: After Huang Daozhou moved to Donggao in Zhangpu, he wrote *Xi ZeJi* about his moving from his hometown in Tongshan to the forest of Dunkeng, and later to the county seat of Zhangpu, including his revisits to Guangdong. With the textual research on the historical sites such as Dunkeng in Yuguxi and Lintong Mountain, this paper combines the relevant literature with the obscure content of *Xi ZeJi*, and reveals the details about Huang Daozhou's three moves of his residence. His family moved from Tongshan to Dunkeng. Later his father died and shortly after the funeral, his elder brother, Huang Daochen, returned to his hometown in Tongshan. At the same time, the paper makes an analysis of Yuewangshan, Tianzishan, Dasouling, Dongjiang, Beijiing and other places where Huang Daozhou traveled repeatedly in Guangdong.

Key words: Huang Daozhou; Tongshan; Dunkeng; Zhangpu; *Xi ZeJi*

(责任编辑 杨中启)