

私募股权投资中股权价格调整条款 法律问题探究

季 境

(西南政法大学 重庆 401120)

内容提要: 私募股权投资中股权价格调整条款模式的确定,使得原本当期无法达成的交易得以成就,实现了交易双方以缔结合同的方式达到在上市前对企业投资的真实目的。股权价格调整条款的设置虽克服了在交易时存在标的物价格不确定等因素,但也使得私募股权投资中股权的法律性质与普通股权不同,故而公司法规范股东义务的条款并不完全适用。投资溢价款在被投资企业业绩承诺兑现前是归属于投资人的财产,不应依财务制度或惯例决定其法律上的归属。一旦此类条款产生争议,在法律适用层面应严格区分合同法与公司法的适用范畴。与此相关,在资本市场领域,对“投资领域共担风险原则”、“保底条款无效”和“名为投资实为借贷属于违法”等法律规定也应严格甄别,谨慎适用。

关键词: 私募股权投资 价格调整机制 私募股权性质 对赌协议效力

2011年9月,甘肃省高级人民法院关于“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增资纠纷案(下文中称海富案)”终审判决被媒体报道后,^①引起了关注私募股权融资的法律界和投资业界人士对“股权价格调整条款”效力问题的关注和疑虑,该案被称为“中国对赌条款第一案”。2012年11月,最高人民法院对该案提审后作出的再审判决,虽然在一定程度上缓解了人们的疑虑,但并未从根本上澄清这一问题。本文以私募股权投资实务中常见的交易方式及争议发生时的焦点问题为视角对该类法律现象进行理论探讨,

并就现行相关法律法规规定的合理性予以探析。

该案中关于私募股权投资及股权价格调整条款效力问题引起了法律界热议。此类争议中最富价值的争点在于:如何由股权投资中交易模式设置机制的特点入手,确保其交易达成并保证交易的合法性。事实上,在最高法院的判决中,最终导致合同无效的认定是由特定案情多种因素所致,并非出于对股权价格调整条款交易模式设置机制的否认。在最近中国贸仲仲裁的一个案件中,通过对股权价格调整条款设置上的特点进行分析,多角度研判投资溢价款的法律归属、投资人补偿请求权法律性质、投资

作者简介: 季 境(1970-),女,汉族,河北沧州人,西南政法大学副教授。

^① 参见范璟《甘肃出现首起PE对赌协议无效案例》载《21世纪经济报道》2012年5月12日第10版。

人所认购的“股权”的特殊性等一系列法律问题,明确了争议主体之间法律关系的特点,从而决定了法律适用层面的区别对待。最终,贸仲做出“对赌协议”有效的裁决。^②“对赌协议”是作为投资估值、投资定价及事后调整的一项交易安排,其机制与手段均处于与我国法律体系、价值取向、金融政策等对接、磨合状态,而司法实践亦应对阙如,甚至出现了合同法律效力认定上的争执。鉴于资本市场与法治的互动关系,^③针对实践中私募股权投资行为在资本市场中的大量出现,尽快在理论与实践层面对“投资领域共担风险原则”、“保底条款无效”以及“名为投资实为借贷属于违法”等关键性概念在此类合同中的应用方式与原则加以澄清,殊为必要。

一、私募股权投资中的股权价格调整条款及其特点

(一) 股权价格调整条款解读

所谓私募股权投资(Private Equity,以下简称PE)是私募基金对非上市企业进行的权益性投资,其中包含对未来公司上市(或不上市)的若干退出机制条款。在这类投资中,投资人向某企业进行投资更多关注的是企业未来是否能够上市。而在企业上市成长的过程中,未知因素很多,诸如被投资企业所处行业市场状况及未来发展趋势、被投资企业管理团队及管理能力和、股东与企业关联程度及信息披露等。为了达成投资交易,投资人与被投资企业或股东往往通过对被投资企业在将来一定时间内企业净利润的预估,以净利润的一定倍数作为投资估值标准(也称市盈率倍数或溢价倍数),得出被投资企业的总体估值,从而计算出每股认购价格。由于对将来一定时间内的企业净利润只是一个预估,其与被投资企业最终实际的净利润会存在一定的偏差。如果这种偏差是在可接受幅度之内,则不需要再进行调整;如果这种偏差过高或过低,就需要对原投资估值和定价进行

调整,以实现交易公平。实践中往往通过签订股权价格调整条款(实务界也经常称此为对赌条款)对未来不确定的因素做出约定:如果被投资企业未来业绩达到约定业绩,则被投资企业或股东将有权兑现事先约定的权利;反之,投资人将有权行使事先约定的权利,如要求被投资企业退回多收取的投资款或进行股权比例调整等,这种权利设置的机制被称为估值调整机制(Adjustment Valuation Mechanism,AVM)。估值调整机制“基本的核心体现如下:当发生私募股权投资的场合,投资方与融资方为避免双方对被投企业的现有价值争议不休的常态,将该项无法即可谈妥的争议点抛在一边,共同设定企业未来的业绩目标,以企业运营的实际绩效来调整企业的估值和双方股权比例的一种约定。”^④例如,甲私募基金欲通过增资扩股的方式对乙公司(注册资金为2.25亿元)进行权益性投资,双方约定“市盈率倍率”为16倍,“某年度预期税后净利润不低于3.5亿元”。在上述两个基数(16倍和3.5亿元)谈妥的情况下,甲公司拟投资2.4亿元,其所能购买乙公司的股权数为: $2.4 \div (16 \times 3.5) = 4.286\%$ (股权)这是比较理想的交易。在这里,16倍是双方意思表示一致的结果,3.5亿元来自于乙公司对自己未来业绩的预估,56亿(16×3.5)的公司市值是基于这一预估计算出来的,这就使得2.4亿元投资所对应的股权数是一个虚设的数字。双方根据这种预估对合同的要素进行条款设计并实际履行,在实际业绩出来后再根据估值调整机制进行调节:如果未来业绩低于3.5亿元,乙公司则应该按相应比例退还甲私募基金多付的投资款或调增持股比例;如果未来业绩高于3.5亿元,甲私募基金应再向乙公司补交不足的投资款或调减持股比例。

估值调整机制的核心是股权价格调整条款。“标准的对赌协议一般会约定在一个固定的期限内要达成的经营目标,在该期限内如果

② 参见2014中国贸仲京裁字第0056号裁决书。

③ 参见陈志武《金融的逻辑》,国际文化出版公司2009年8月版,第168页。

④ 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,第66-71页。

企业不能完成经营目标,则对赌协议的一方应当向另一方进行支付或者补偿,如果达到该经营目标,则反之。”^⑤此类协议条款的设计原理类似于买卖合同中单价确定而数量不定时的“多退少补”机制,是一种特殊的股权买卖交易模式。该交易模式的确定使原本在当期无法达成的交易得以成就,并通过调节机制实现交易双方缔约时的真实目的(其重点即是目标公司的股权价格),同时达到保证交易公平和促进交易的效果。持此观点的学者认为“对赌协议的贡献在于将交易双方不能达成一致的不确定事件暂时搁置,留待该不确定性消失后,双方再重新结算。因为这种结构性安排,使得达成股权交易的可能性大增,从总体上增加了社会福利。”^⑥也有相反的观点认为,“对赌协议是个圈套,是国际资本掠夺我国财富的致命武器,可以从非法性界定”。^⑦

作为一种被实践认可的投资方式,对赌协议往往发生在公司初次上市(IPO)之前。“对赌协议其实不仅可以在私募股权投资中使用,在股权并购中也有广泛运用,其目的都是试图排除股权定价中的不确定因素。不过,私募股权投资基金投资入股非上市公司或者高风险创业公司,以获取未来投资收益为目标,交易的着眼点在于所投资股权的未来增值,而非股利分配。”^⑧“在对赌协议中,对赌各方通过对赌条款将投资或者受让股权的条件进行了约定,无论融资方是否达到业绩标准,投资方都会获得相应的回报。”^⑨实践中,该条款的有效执行在提高投资人积极性、平衡投融资双方的信息不对称等方面发挥了不可或缺的巨大作用。但由于此类交易的特殊性,作为舶来品,其目前正处于与我国既有法律对接的过程中,司法实务部门对此缺乏足够的认识,加之实践中也确实存在人

为设定以未来绩效指标的实现与否作为或然事件进行“对赌”(射幸条款)的情况,对股权价格调整条款相关法律问题进行深入探讨具有重要的实践价值。

(二) 股权价格调整条款的特殊性

与通常的交易类型相比,私募股权投资的特殊性在于交易时点标的物价格的不确定性:交易双方对于标的物价格约定了计算公式,而该公式中的某个因数(业绩)仅是双方估计的。由于估计必然存在不确定性,双方又约定了根据实际业绩调整的解决机制(计算公式),即双方约定股权价值不是以缔约时的预估业绩为准,而是以未来某一个时段(通常为下一会计年度)的公司业绩作为依据,待这一时段的业绩确定之后,双方再对之前预估业绩所计算的股权价格进行调整,调整方法通常是按照约定的公式计算出一次性补偿的金额或股份额。

此类交易的核心问题在于:缔约时投资方支付股价的对价——公司未来的业绩是由公司或股东先作出承诺,进而估算出公司的市值,^⑩投资方先按照这一估算的市值认购股数并预付投资款及进行股权交割;如将来业绩未达到承诺,采取多退少补的价格调整机制进行调整。这一机制的设置和实现可以通过以下公式予以说明:

公式 1: 业绩未确定时股价计算公式:

预估业绩 \times n 倍市盈率 = 预估总市值

预估总市值 \div 认购股数 = 预付入购金额

在这里,除了 n 倍市盈率,其他合同要素都是不确定的,但这些待定因素并不妨碍合同的成立与履行,因为双方另行约定了一个价格调整机制条款保证合同履行的公平性。

公式 2: 业绩确定时股价计算公式:

⑤ 彭冰《“对赌协议”第一案分析》,载《北京仲裁》2012年第3期,第188-196页。

⑥ 同注③。

⑦ 李志起《对赌协议是个圈套》,载《中国经济周刊》2008年第46期,第59页。

⑧ 同注③。

⑨ 谢海霞《对赌协议法律性质探析》,载《法学杂志》2010年第1期,第73-76页。

⑩ 对于自我估值作为私法上确定财产价值确保资源有效利用的经济学分析,参见许德风《论私法上的财产定价——以交易中的估值机制为中心》,载《中国法学》2009年第6期,第65-75页。

实际业绩 $\times n$ 倍市盈率 = 公司实际总市值
公司实际总市值 \div 认购股数 = 应付入股金额

公式 3: 调整机制:

返还(多付入股)金额 = 预付入股金额 - 应付入股金额

此处公式 1 是双方约定并在合同订立后需要预先依照履行的合同要素,公式 2 是实际应当履行的合同要素,公式 3 则是调整预估和实际业绩之间履行要素出现的差额。通过公式 3 计算出来的返还(多付入股)款项称为投资补偿款。与此对应,投资款超出注册资本金增资部分应付的款项称为投资溢价款。

此种交易的特殊性所带来的法律问题在于:投资溢价款是属于公司的资产还是负债?在业绩未确定前投资人认购的股权是否属于公司法意义上的股权范畴?在法律适用层面,投资人与被投资企业之间是合同法律关系还是公司法律关系?因为这决定了投资人补偿请求权的行使是否应纳入违反法律禁止性规定的考量范畴。^① 这些问题的解决都离不开对私募股权条款的法律性质的深入探究。

二、股权价格调整条款的法律性质

PE 股权价格调整条款所涉法律关系的主体为投资方与被投资企业或者其原股东(前者为股权增发方式,后者为股权转让方式)。若 PE 股权价格调整条款发生争议,投资方基于股权转让协议或增资扩股协议要求被投资企业或企业股东返还投资款时,其经常面临被投资方主张合同无效的抗辩,抗辩理由多为投资方补偿请求权的行使涉及抽逃注册资金、损害公司股东及债权人利益等公司法上对公司及股东行为进行限制的禁止性规定。前述最高法院的相关判决出台之后,实务界一时也流传着“投资人与公司对赌无效,与公司股东对赌有效”的

说法。针对上述抗辩理由以及实务界存在的认识误区,我们需对该类条款的法律性质予以厘清。

如前述,股权价格调整条款往往发生在公司初次上市(IPO)之前。从社会效果的角度看,公司向新的投资人发行股份,既可以改变公司股权结构,实现投资主体多元化,又可以取得增量资金,提高公司资产价值并增强公司资金的流动性。以增资扩股方式进行权益性投资为例,由于在协议签订时双方均无法预计企业未来,双方有关增资款项的对应股价是建立在预估业绩的前提下,是一个附条件的买卖,这种“质价相当”的交易系借助股权价格调整条款的设置来完成的。由于股权价格调整条款的存在,使得投资人认购的“股权”在法律性质上存在特殊性。^② 该条款是在交易达成后的较近一段时期内进行的一次性或者有限次数的调整,任何一方取得补偿都不是依据一个时间终点上的公司收益额,而是依据一个时段的起点与终点之间的股权收益差额所代表的公司绩效差。此处,投资人的补偿请求权在时间上被限定在融资交易后的第“某”个会计年度,没有可重复性。因此,这种权利不属于股权范畴,因为股权中的收益权是没有时间限制并且可重复行使的。然而,如公司业绩与公司价值已经确定,投资方的股东身份及相应投资款的股价均已确定,当被投资企业有可供分配的利润时,投资方基于持有的被投资企业的股份取得股权收益是公司法意义上的利润分配行为。

在私募股权交易中,投资人所购股权对应的财产所有权来自双方的预估,这与股权所具有的本质特征“与公司财产所有权对价”相悖;且在约定的(如下一年度业绩)时刻未到来前的这一时段,投资人如欲实现转让该部分股权的交易,必须连同股权价格调整条款所对应的

① 这通常涉及到《公司法》第 20 条关于股东不得滥用股东权利损害公司及债权人利益的规定、《公司法》第 36 条及第 201 条关于股东不得抽逃出资的规定和《公司法》第 143 条、第 167 条以及第 187 条规定的股东取得公司资产法律途径的相关规定的应用问题。

② PE 行为会在法律拟制上产生一种特殊的“股权”,此“股权”在某一约定期间的企业未来业绩未确定前并非真正意义上的股权,投资人亦并非通常意义上的股东。

权利连带,这也与股权的资本性和流转性特征背道而驰。在法律适用层面,投资人依据股权价格调整条款主张公司承担补偿义务,其获得的是对其所购之物的“差价补偿”,法律依据是买卖合同中“按质论价”的补救。^⑬同时,这种补偿应该限定在合理的价值偏差的范围内,如果约定不合理的计算方法,例如以实现预设的股权市盈率为目的的股价调整条款,则属于射幸条款范畴,背离了价格调整机制条款纠正偏差的目的,应否认其效力。

三、影响股权价格调整条款法律效力判定的常见因素

由于股权价格调整条款中的股权价格在某一会计年度约定的业绩到来前是一个可变参数,并不属于真正意义上的股权性质,故应适用合同法的相关原理对合同效力予以判断。现实中由于一方是被投资企业或股东,另一方往往是私募基金,该法律关系的主体在做出意思表示时是否真实是判明此类条款是否有效的核心。实践中,影响私募股权条款法律效力的因素通常表现在以下方面:

(一) 是否显失公平

我国《民法》所规定的显失公平的行为特指不具备欺诈、胁迫等无效原因,但行为人单方面获取暴利,被社会公认为存在重大不公平的民事行为,主要是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,该不对价情形的出现严重违背了受损方的意志。而PE行为一般发生在私募基金和未来公开上市的公司之间,与传统的自然人主体相比在交易能力、信息获取能力等方面具有明显的差异,属于典型的商事行为。事实上,也正是基于该类商事主体的能力和“理性”,才可以设计并实施这样一种既能完成投资又能化解风险的“对赌条款”。

标准的股权价格调整条款中的业绩补偿条款是双向的:当被投资企业未达到承诺的业绩

时,要按照约定的计算公式向投资方支付补偿款;而被投资企业的业绩超过承诺的业绩时,投资方同样需要按照约定的补偿标准向被投资企业追加出资款。同时,根据前述公式 $1/n$ 倍市盈率是双方订立合同时已谈妥的因数,预估业绩越高,投资人预付的入购金额就越多,即被投资企业股价作价过高必然导致业绩估值高,己方风险加大,但其获得的利益加大。基于该类主体为商主体的特质,对于股权出价和定价应属于意思自治和可自我控制的范围,按照商事合同的风险自担原则,如无其他导致意思表示瑕疵的因素,不能由此作出显失公平的判断。

(二) 是否损害公司、其他债权人利益

在以差额补偿为目的的股权价格调整条款下,公司对投资方承担补偿义务,只要不存在计算方法不合理或者计算错误,即不存在损害公司及其股东和债权人利益的问题。因为,公司在合同规定的时间内未达到约定业绩指标时,即可认为投资人在先前的融资交易中没有得到与其提供的资金价值相当的股权,这意味着公司以较低价值的股权换取了较高的现金对价。这种“低值高卖”在本质上有违公平原则。在双方对此有所预见并约定了检验标准和补偿机制的情况下,补偿请求权在性质上类似于一种结算差额请求权;同样,如果在约定时间内公司业绩超过了约定指标,投资方对公司的补偿也属于相同性质。

结算差额补偿是商事交易中极其常见的现象。凡是有合法根据的差额补偿,正如有合法根据的其他债务履行一样,在公司正常运行的情况下都不会被看作是对股东或其他债权人的损害。同时,由于入股款存在多退少补的调整机制,按照会计准则,该部分资金属于公司的衍生金融工具,不应计入资本公积,即使被错误计入也应调账更改。换言之,投资方要求公司返还的投资补偿款根本就不属于公司财产,是投资方预付至公司的,在权益上属于投资人的财产。在公司业绩与公司价值未确定前,投资方

^⑬ 因其本质上并不属于股权,投资人并非实质意义上的股东,本文意在主张在具体法律适用中应不适用公司法上禁止的股东权滥用情形的相关条款。

作为差额请求权人同属于公司债权人范围,根据债权实现的平等原则,任何一个债权人实现债权的行为均不能视为对其他债权人的侵犯。

(三) 是否违反法律的强制性规定

根据目前该类纠纷在审判或仲裁中的实践,被投资企业为了否认股权价格调整条款的效力,往往引用《合同法》第52条“违反法律、行政法规的强制性规定”进行抗辩,而该强制性规定的条款一般援引《公司法》第20条“公司股东滥用股东权利,损害公司、其他股东及债权人利益”的规定、《公司法》第36条及第201条关于股东不得抽逃出资的规定和《公司法》第143条、第167条及第187条规定的股东取得公司资产法律途径的规定等。由前述可知,在下一年度公司业绩未确定之前,投资人所取得的股权并非真正意义上的股权,投资人也并非真正意义上的股东,所以,公司法关于股东义务的禁止性条款不能成为私募股权合同的评判依据,不能据此认定违反法律的强制性规定。

投资方与被投资企业在增资或股权转让过程中,虽具备“股东”身份,但其法律关系实质为投资方与被投资企业投资合同法律关系,其在交易中的主体身份并非股东,在评判交易环节合法性问题上不应援引规范股东义务的条款。但是,也是基于投资人具备“股东”身份,当公司业绩与公司价值已经确定时,投资方的股东身份及相应投资款的股价均已确定,投资人补偿返还请求权的行使并不妨碍其作为股东享有的权利。当被投资企业有可供分配的利润时,投资方基于持有的被投资企业的股份取得股权收益是公司法意义上的利润分配行为。若被投资企业在有盈利且符合《公司法》和公司章程规定的利润分配条件时拒绝向股东分配收益并引发纠纷,应当依据《公司法》相关规定解决争议。

四、尚需澄清的几个相关问题

在最高人民法院对海富案的判决中,虽然没有采纳一、二审法院使用过的“投资领域共担风险原则”、“保底条款无效”和“名为投资实为借贷属于违法”等概念,但也并未对此予以澄清。基于实务界对此类问题存在的模糊认

识,笔者主张应在准确把握相关问题的立法背景与历史沿革的基础上,对其在私募股权融资领域是否适用予以研判。“投资领域共担风险原则”、“保底条款无效”和“名为投资实为借贷属于违法”等概念,出现在1990年11月最高人民法院《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》中(以下简称“联营合同司法解释”)。当时我国并未制定《公司法》和《合伙企业法》,该司法解释是我国有计划商品经济的特定时期的特定产物。随着历史发展和改革开放的不断深入,我国市场经济逐渐成熟,民商法律制度也已日臻完善,尤其是在与国际接轨的最前沿的资本市场领域,如果在裁判中脱离基于社会正义或基本价值的共识,仍然机械地照搬套用当年特定时期的司法解释来处理现今经济社会中的敏感问题,则无异于刻舟求剑、削足适履,其法律效果与社会效果更是值得怀疑的。

(一) 关于“投资领域共担风险原则”

在投资领域,风险共担只是风险分配的一种方式。实践中,风险共担是判断投资关系的特征之一,但在商法中,尤其是在投资领域,法律允许当事人在自愿原则的前提下做出任何风险分担的安排。以合伙法律关系为例,普通合伙的合伙人对外风险共担,而在公司、有限合伙和特殊普通合伙的情形下,公司股东和有限合伙人承担有限责任,这都是投资人不共担风险的立法规定。因此,无论在商法理论上,还是现行法律规定上,都不存在因违反“投资领域共担风险原则”而致投资法律关系无效的结论。

(二) 关于“保底条款”

本质上“保底条款”也是当事人之间的一种风险和利益的分配条款。同理,在民法意思自治原则下,当事人约定对一方或部分投资人的投资利益采取保底措施不仅是市场交易中的常见现象,也存在相应的法理依据。具体到民商事领域立法规定,肯定者有之,否定者亦有之。例如,基于对证券市场稳定性维护的角度,《证券投资基金法》规定了受托人与证券公司、基金管理人的委托理财合同中禁止设定保底条款,而在《中外合作企业经营法》中则允许外国合作者享受附条件保底条款。因此,关于保底

条款的存在及其效力,基于民事主体意思能力及投资领域意思自治的原则,民法理论上应持肯定观点。尽管“联营合同司法解释”中关于联营合同保底条款无效的规定目前尚未废止,但作为改革开放特定历史时期的特殊规定,其在法律适用上应严格限于联营合同,而不宜再将其扩大适用到投资领域协议的效力判定上。

(三) 关于“名为投资实为借贷属于违法”^⑭

“联营合同司法解释”规定,“企业法人、事业法人作为联营一方向联营体投资,但不参加共同经营,也不承担联营的风险责任,不论盈亏均按期收回本息,或者按期收取固定利润的,是明为联营,实为借贷,违反了有关金融法规,应

当确认合同无效。”从内容上看,该司法解释的指向很明确,重点在于规范那些在名义上是联营而实际上是借贷的行为,且一定是在该行为违反了有关金融法规的前提下才能判定为无效。例如不具备从事金融业务资质,实际从事放贷业务并以此为主要来源的。为生产经营需要而进行的临时性资金拆借行为不属于违反法律、行政法规中的强制性规定的情形。正因如此,最高法院在对海富案的再审判决中,以“没有法律依据”为由,对于二审判决中所认定的海富公司投资行为属于“名为投资实为借贷”的不当认定做出了纠正。

Legal Research of the Valuation Adjustment Mechanism (VAM)

Terms in Private Equity Investments

Ji Jing

Abstract: The establishment of the Valuation Adjustment Mechanism (VAM) in the terms sheet of private equity investments has realized the purpose of investing in firms before their IPOs by concluding a contract. The terms have closed deals which originally cannot come to an agreement. Although the VAM can overcome the uncertainty of the price of underlying assets, they make the invested private equities different from the ordinary equities, to which the terms, regulating the obligations of shareholders, in the Company Law cannot be applied. The premium of the investment belongs to the investor until the invested company can realize its performance; therefore the legal claim of premium should not be attributed by the financial policy or common practice. Once disputes arise from these terms, the extent of legal application should be strictly differentiated between the Company Law and the Contract Law. The related provisions of law, such as “Principles of Risk sharing of investments”, “Invalidity of the Minimum – guarantee Clause”, and “It is illegal to disguise loans as equity investments”, should be strictly distinguished and cautiously applied.

Keywords: private equity investment valuation adjustment mechanism (VAM) nature of private equity validity of VAM.

(责任编辑:李 辉)

⑭ 参见龙翼飞《企业间借贷合同的效力认定及责任承担》,载《现代法学》2008年第2期,第53-61页。