第三种投资：对赌协议的立法回应与制度创新

赵旭东*

内容摘要：关于对赌协议的最大分歧是对赌协议的法律效力，第九次《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民会议纪要》）确定了“区隔论”的全新司法对策和裁判思路，但在对赌协议的履行及其司法裁判上又形成和存在一系列更为复杂的深层法律问题。围绕对赌协议的争议和困扰源于对赌协议作为股权投资的基本定性，然而其并非纯粹的股权投资，亦非普通的债权投资，而是对各种投资要素重新配置组合形成的、介于股权投资和债权投资之间的一种特殊投资——“第三种投资”。对赌协议遭遇的根本法律障碍和束缚在于资本维持原则以及体现该项原则的盈余分配规则和股权回购规则，走出困境、破解冲突的重要出路是针对对赌协议的商业需求作出立法回应和规则的突破与创新，对盈余分配和股权回购规则对对赌协议的适用作出除外规定。通过必要、对应的制度安排和规则衔接，此一安排将不会弱化或损及债权人保护，只会使对赌协议的融资动能得以充分释放和施展。

关键词：对赌协议　业绩补偿　股份回购　资本维持　公司法修改　《九民会议纪要》

中图分类号：DF59　　**文献标识码：**A　　**文章编号：**1674-4039-（2022）04-0090-103

DOI:10.19404/j.cnki.dffx.2022.04.007

引　　言

对赌协议的法律效力与司法适用可谓近十年来我国民商法和公司法理论实践最为前沿的热点问题之一，由“海富案”[1]引发的对赌协议效力研讨之热烈、争议之激烈、持续之长久、影响之深远创下几十年来民商法疑难焦点问题之重要纪录。根据中国知网成果统计，自2012年至2022年6月十余年间，共收录公开发表的关于对赌协议法律问题研究的期刊论文289篇，以此为选题的硕士、博士论文达474篇，至于法学以外领域围绕对赌协议的研究成果更是浩如烟海。从最初法院对“海富案”对赌协议效力的全面否定，[2]到后来最高人民法院对与股东对赌和与目标公司对赌法律效力的区别认定，[3]从其后中国国际贸易仲裁委员会所作与司法判决完全对立的裁决（以下简称“贸仲仲裁案”），

*中国政法大学民商经济法学院教授、博士生导师，教育部“长江学者”特聘教授。

〔1〕参见最高人民法院（2012）民提字第11号民事判决书。

〔2〕参见兰州市中级人民法院（2010）兰法民三初字第71号民事判决书。

〔3〕参见最高人民法院（2012）民提字第11号民事判决书。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved.　http://www.cnki.net

到“华工案”判决的司法转向,最后再到最高人民法院《九民会议纪要》全新的裁判思路和法律适用原则,对赌协议经历了法律适用跌宕起伏、峰回路转的曲折复杂过程,虽然最终《九民会议纪要》一锤定音,以肯定对赌协议的法律效力、并以对赌协议的履行裁断替代了效力认定,但“树欲静而风不止”,围绕对赌协议的实务之困和理论之争并未真正消弭,《九民会议纪要》表面上平息了对赌协议的效力纷争,但却同时形成和转化为实体条件和诉讼程序上对对赌协议履行诉求如何裁判的新的疑问,而后一问题较之前者更为复杂艰难。

围绕对赌协议的几乎所有疑问和争议焦点都指向公司法的资本维持原则和体现此项原则的公司盈余分配和股份回购规范,它们既是对赌协议法律效力被否定的原因,又是对立意见论证对赌协议正当性与合法性的根据,同时还是各种学理分析、裁决意见与司法解释性文件全力维护并循规适用的法律规范。概言之,迄今为止对对赌协议,基本上都是以现行立法为基础和前提的解释论研究,而甚少质疑和改革现行法律规范的立法论研究,“既有的争论游走在契约自治、效力性强制性规定、债权人保护、资本维持等私法范畴之中,对问题的讨论正在逐步逼近事物的本质。发现问题的出路仍须检讨一些基本的前提性问题,进而更新思维模式”。[4]在历经十年艰辛的实践与理论探索而仍然深陷对赌协议效力与履行裁判的困境之时,适逢新一轮公司法全面修订,不由得将破解此一难题的目光转向正在进行的公司法制度设计,无此历史机遇,立法论研究可能远水不解近渴,只是希望渺茫的目标理想,而正在进行的公司法修订[5]却提供了一个对对赌协议相关法律规则本身进行全面审视总结、通过制度突破、规则再造、彻底解脱其法律困局的难得机遇,公司法修订如何回应对赌协议的现实需求,能否以制度的突破创新彻底破除对赌协议的法律束缚和障碍,使其在我国商事活动中的动能得以完全释放和充分施展,是本文竭力分析探索的主题。

一、对赌协议法律问题的最大共识和主要分歧

对赌协议是主要在风险投资领域采用的合同类型,是在普通投资合同基础上特别约定和设置对赌条款的投资合同。学理上,亦将对赌协议称之为“估值调整协议”(Valuation Adjustment Mechanism),系指投资者向目标公司进行投资并成为股东、取得股权,同时对目标公司未来经营业绩和公司上市等事项作出约定,在约定目标未能达到或实现时,由目标公司或其股东按约定比例或数额,对投资者进行股权补偿、现金补偿或按约定条件回购股东的股权。[6]所谓补偿即补偿投资者由于目标公司价值高估所遭受的投资损失,所谓对赌,赌的则是目标公司未来的经营业绩和如期上市等约定目标。对赌协议虽以“赌”字相称,但属于特殊的民商事合同,与法律严禁之违法赌博行为完全不同。[7]

作为最前沿的热点和焦点问题,对赌协议法律问题的研究可谓相当全面、系统、深入和透彻,学术成果亦是十分丰硕和卓著。梳理总结所有对赌协议法律问题的研究,包括对赌协议的法律性质、法律分类、成因价值、法律效力、司法裁判等,有基本一致的共识,也有完全对立的分歧,有些问题则众说纷纭,存在各种不同的观察视角和见解。[8]

---

〔4〕潘林:《重新认识“合同”与“公司”》,载《中外法学》2017年第1期。

〔5〕2021年12月全国人大第一次审议《公司法(修订草案)》,目前该草案正在按立法程序广泛征询各方意见,即将提交全国人大进行第二次审议。

〔6〕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。

〔7〕参见杨明宇:《私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析》,载《证券市场导报》2014年2月号。

〔8〕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;杨明宇:《私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析》,载《证券市场导报》2014年2月号。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

关于对赌协议的最大共识莫过于对其成因与价值的广泛认同，无论在其他方面有何不同见解，尤其是无论主张合同有效还是无效，但在肯定对赌协议经济合理性、交易公平性和现实必要性方面，除极少数不同意见外，[9]学界和实务界都达到了少见的高度一致和广泛共识：(1)对赌协议可以相对地调整和平衡融资双方投资信息的不对称；(2) 对赌协议是有效解决投资方投后管理的无奈之举；(3)对赌协议是促进和保障目标公司经营管理的重要激励措施。[10]除上述之外，最根本的原因和价值则是对赌协议对投资利益和投资风险的合理配置和公平安排。

任何投资无疑都以利益最大化和风险最小化为目标，但最终是以利益与风险因素的不同配置和安排作为投资的决策和选择。为作出明智投资决策并确定目标公司整体价值和投资者应获合理股权比例，投资者必须对其各种投资因素进行充分地调查了解，包括资产、负债、盈亏、现金流、目前经营状况、未来发展前景等。然而，投资者和目标公司投资信息的严重不对称却是普遍存在并难以改变的现实。为此，投资方即使付出高昂成本聘请专门服务机构，包括会计师、审计师、评估师、律师等事务所进行投资前的尽职调查，但由于外部调查的局限，要获取目标公司真实、全面、准确的情况总是相当困难的。而基于对外融资的迫切需求，为促成交易和降低成本，融资方常常会尽力提供或夸大正面、有利信息，隐瞒或淡化反面、不利信息。对赌协议的签订正是摆脱信息不对称困局、防范投资欺诈和陷阱、推进和促成投资合作、确保投资安全与公平的法律手段和途径。[11]“一方是握有巨额资金的意向投资者，一方是渴求资本的高成长性企业，投资者的资本应占据多少企业份额这一问题因企业的高风险、高成长性变得扑朔迷离。双方的僵持不下只能使资本错失优质项目，企业错失成长机遇。作为估值调整机制的‘对赌协议’破解了这一困境”。[12]无论投资者对目标公司情况的了解和掌握是否真实、全面，无论投资时确定的投资条件，尤其是目标公司的整体估值和投资者享有的股权比例是否公允合理，通过业绩补偿、股权回购及其回购价款等条款约定，投资者的投资权益都能获得基本保障，至少是获得保障的承诺。由此，可以使投资者消除投资决策的顾虑和障碍，“对赌协议”的“贡献在于将交易双方不能达成一致的不确定性事件暂时搁置，留待该不确定性消失后双方再重新结算”。[13]因此，除较为特殊的情况外，学理上极少对对赌协议条款的公平合理性提出质疑，只在对赌协议履行诉讼中，当事人可能会提出显失公平、损害目标公司和其股东利益的抗辩。

关于对赌协议的最大分歧无疑是对赌协议的法律效力。在此问题上，不仅存在激烈的理论争辩，也发生了仲裁机构与人民法院裁判的对立和法院判决自身的相互冲突。就此，先后形成和存在的立场和主张可以归为以下几种：

1.对赌协议无效。其无效的理由包括：对赌协议形式上是股东出资，实质上属于资金借贷，属于“名为联营、实为借贷”的违法行为；对赌协议中的固定回报，违反公司法共享利益、共担风险的基本要求，属于法律禁止的“保底条款”；业绩补偿条款性质亦属固定回报，目标公司需要按照约定比例、无条件地给予投资者以补偿或回报，违反公司法“无盈不分”的分配规则；股权回购条款违反公司法对股权回购严格限制的规定，不属于公司法允许回购的四种法定情形。同时，其回购价款(原始投资+固定利息或收益)具有固定回报的性质，亦违反公司法的分配规范；对赌协议违反公司法的股东平等和风险共担原则，损害其他股东合法权益等。

2.对赌协议有效。其有效的理由是：对赌协议属于当事人自愿协商、意思表示真实一致的结果；对

〔9〕参见邢会强：《我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应》，载《河北法学》2019年第5期。

〔10〕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；杨明宇：《私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析》，载《证券市场导报》2014年2月号；王妍：《公司制度研究：以制度发生学为视角》，载《政法论坛》2016年第2期。

〔11〕参见李有星、冯泽良：《对赌协议的中国制度环境思考》，载《浙江大学学报(人文社会科学版)》2014年第1期。

〔12〕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。

〔13〕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。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

赌协议条款具有普遍需求,具有内在公平性和合理性;不违反法律、法规的效力性的强制性规定、不损害国家和社会公共利益。[14]相对而言,主张对赌协议有效的理由较为简单,即根据民事行为效力判断的法律要件,其既不属于无效合同,也不属于可撤销合同。

3.与目标公司对赌无效,但与目标公司股东或实际控制人对赌有效。前者的理由与前述对赌协议无效的理由基本相同,后者因对赌承诺的主体不是目标公司,纯属股东之间的一般合同关系,不涉及或不适用公司法关于投资行为和公司资本的强制性规范,因而不存在违法无效的问题。

4.与目标公司的对赌协议有效,但其能否实际履行取决于履行行为是否符合公司法的强制性规范,其中业绩补偿条款的履行取决于目标公司是否盈利、是否有足够的可供合法分配的经营利润(包括按利润折算而成的股份);股份回购条款的履行取决于目标公司能否按照公司法规定的减资程序完成减资。

关于对赌协议法律效力的尖锐分歧导致了对赌协议纠纷司法裁判和商事仲裁的严重对立和不同法院司法判决之间的相互冲突。被誉为"中国对赌第一案"的"海富案",初审法院和二审法院以补偿约定违反法定分配规定和风险共担原则等理由否定了对赌合同的效力,包括与股东对赌和与目标公司对赌。[15]最高人民法院再审改判,提出了"和目标公司股东对赌有效、和目标公司对赌无效"的裁判原则,[16]这一原则在此后一段时期成为人民法院主流的裁判意见。同时,与目标公司股东对赌有效也基本上不再存有争议,关于对赌协议的效力之争集中于与目标公司的对赌。

事过两年,2014年,"贸仲仲裁案"却作出了"和目标公司股东对赌有效、和目标公司对赌也有效"的裁决,[17]虽然这并不代表所有仲裁机构的共同意见,但却反映了某些仲裁机构完全对立的立场和主张。仲裁机构虽是民间争议解决机构,但在法律适用上,通常也会充分尊重和参照适用人民法院的裁判原则,尤其是各种司法解释性文件和指导性判例。在我国几十年的法律实践中,类似对赌协议效力认定这样与人民法院裁判完全对立的仲裁裁决十分罕见,此案直观而生动地反映了对此问题意见分歧的尖锐和激烈。

此后,"瀚霖案"在坚持"与目标公司股东对赌有效"的基础上,肯定了目标公司对股东所签对赌协议向投资人提供担保的效力,此判决虽未正面认定与目标公司对赌的效力,但却在某种程度上突破了"海富案"确立的原则,使目标公司事实上承担了对赌协议项下的义务。[18]2019年的"华工案"则在此基础上更进一步,判决"与目标公司对赌有效,但应当结合目标公司实际情况确定是否支持履行",成为人民法院作出的第一个完全肯定对赌协议效力、并将其转化为对赌协议履行的司法判决。[19]"华工案"之后不久,最高人民法院即出台了《九民会议纪要》,该纪要对对赌协议的司法裁判思路与原则进行了全面、系统的阐述,并确立了与"华工案"完全一致的裁判原则,即明确肯定与目标公司股东和与目标公司本身签订的对赌协议均具有法律效力,但其能否实际履行,应根据其是否符合公司法"股东不得抽回出资"和股份回购的强制性规定予以裁判。至此,围绕对赌协议的法律效力之争基本偃旗息鼓,司法裁判的思路和标准得以统一,理论研究和司法裁判的重心从对赌协议的法律效力转向对赌协议的履行。

---

〔14〕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;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;谢海霞:《对赌协议的法律性质探析》,载《法学杂志》2010年第1期;杨明宇:《私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析》,载《证券市场导报》2014年2月号。

〔15〕参见兰州市中级人民法院(2010)兰法民三初字第71号民事判决书、甘肃省高级人民法院(2011)甘民二终字第96号民事判决书。

〔16〕参见最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决书。

〔17〕参见中国国际经济贸易仲裁委员会(2014)中国贸仲京裁字第0056号裁决书。

〔18〕参见最高人民法院(2016)最高法民再128号民事判决书。

〔19〕参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

二、对赌协议司法裁判的困境

《九民会议纪要》对对赌协议法律效力问题的一锤定音，确定了“区隔论”[20]的全新司法对策和裁判思路，即将对赌协议效力与对赌协议履行加以分割，以协议履行判决替代协议效力的认定。面对对赌协议正当合理性与公司法严格资本维持原则之间的冲突，《九民会议纪要》的裁判思路和方案可谓无奈而又机智的司法选择，看起来似乎找到了解决问题的对策，摆脱了法律适用的纠结和困境。然而，当对此裁判方案展开全面深入分析并在司法审判中具体实施时，却会发现对赌协议的法律问题并未因《九民会议纪要》的发布而得以解决，在终结对赌协议效力之争的同时，围绕对赌协议的履行及其司法裁判又形成和存在着进一步的深层法律问题，这些问题虽不及对赌协议法律效力问题尖锐和重大，但却更为纷繁复杂，对赌协议的理论和实践并未彻底走出困境，而是摆脱了旧有困境，再陷新的法律与学理的泥淖。

第一，将对赌协议的效力与履行加以分割并非合同当事人的本意，也不能完全实现合同目的。当事人签订对赌协议不仅是将其作为合法有效的协议，而且约定的是无条件地进行业绩补偿和股权回购，不以目标公司足够的利润为前提，[21]也不以履行减资程序为条件，其真实的意思是把对赌协议及其履行作为一个整体加以约定。也只有如此，才能确保实现预期投资收益、控制投资风险的合同目的，“根据合同债权的两个环节而将对赌合同的合意及其履行分为两种意思表示，很难令人信服”。[22]《九民会议纪要》确定的裁判方案对当事人来说实际上事与愿违、背离初衷。协议效力与协议履行的分割不过是司法裁判对对赌协议的事后分割和学理分割，是为尽力实现对赌协议目标而作出的无奈解释和刻意采用的法律技术。

第二，与目标公司股东的对赌不能完全替代与目标公司本身的对赌。从“海富案”最高人民法院的再审判决开始，与目标公司股东对赌的法律效力即得到肯定，其履行也不存在公司法上资本维持方面的任何障碍和限制。但这并不意味着对赌协议的目的可以得到完全实现，不表明与目标公司对赌是否有效和能否履行不碍全局或可以忽略：首先，对赌协议的实际融资方是目标公司，却要股东承担对赌的义务和责任，本身即属于法律主体错位和义务责任错置。因此，并非所有控股股东或实际控制人都自愿替目标公司买单，甚至有可能由此导致对赌协议受阻、融资安排夭折和失败；其次，目标公司股东的资产实力和合同履行能力可能强于、也可能弱于目标公司，后一情况可能并不能满足投资方的投资条件和要求。投资实务中，多数对赌协议通常是基于目标公司的信用和对目标公司的信赖而达成。同时，目标公司承担对赌义务本是天经地义，控股股东或实际投资人的加入是对基础对赌关系的增强，是在目标公司承担债务的基础上添加股东的连带责任，而非简单地在目标公司和其股东中作二选一的选择，更非李代桃僵，完全让股东替目标公司担责。

第三，对赌协议履行中业绩补偿和股份回购的资金来源如何？公司利润的确定是采取资本维持标准还是偿付能力标准？根据《九民会议纪要》，投资方请求目标公司履行现金补偿义务的，应该根据目标公司是否存在可分利润予以裁判，亦即对赌协议业绩补偿的资金来源应限于目标公司的利润。由此产生了以下具体问题：其一，目标公司的利润仅指当期或当年可分配利润，还是包括往年积累的未分配利润？其二，公司的公积金是否可以用于现金补偿？其三，公司利润的确定是采取资本维持标准还是偿付能力标准？如何解决目标公司账面盈亏与实际盈亏脱节、账面利润与其实际支付能力脱节的问题？美国公司法就此长期探讨的“合法可用之资金”“溢余（或盈余）”“清偿能力标准”等问题其

〔20〕参见陈醇：《跨法域合同纠纷中强制性规范的类型及认定规则》，载《法学研究》2021年第3期。

〔21〕参见刘燕：《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司对赌场景的分析》，载《法学研究》2020年第2期。

〔22〕陈醇：《跨法域合同纠纷中强制性规范的类型及认定规则》，载《法学研究》2021年第3期。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

实也是我国公司法同样会面对的问题。[23]

第四,减资与股份回购的法律顺序如何?应该是先减资再回购,还是先回购再减资?根据《九民会议纪要》,对赌协议的股份回购首先需要目标公司按照公司法规定的程序完成减资,否则,股份回购的诉讼请求不能给予支持。由此,同样的疑问和争议也接踵产生:其一,股份回购本是公司减资的法律手段和方式之一,先回购再减资属于减资程序的正常逻辑,公司法第142条允许的股份回购所采取的步骤就是先回购再减资,《九民会议纪要》所规定的操作顺序似与减资和股份回购的一般逻辑顺序相悖;[24]其二,按照法定减资程序,目标公司完成减资意味着其注册资本已经减少并办理登记,与资本减少部分对应的股份即予销除,与之相应的财产作为股东的出资返还给丧失股份的股东。如此,减资程序的完成也就同时实现了投资者从目标公司的退出,此后不再存在也无需再进行专门的股权回购,更不需要对股份回购的诉讼请求进行裁判。《九民会议纪要》先减资再回购的裁判逻辑也与公司减资的法律程序相脱节。

第五,针对对赌协议的履行请求,诉讼程序应做如何安排?对赌协议业绩补偿中的现金补偿和股份回购是典型的金钱之债,股份补偿形式上不是金钱支付,但实质上亦属金钱之债。因为目标公司自己不持有股份时,需以金钱支付获得股份而用于对投资者的股份补偿。金钱之债的无力支付,不同于一般合同义务的履行不能,只是一时或暂时的不能,目前无力支付或履行但未来可以支付或履行,不能因此而免除债务。[25]对赌协议诉讼中,目标公司无力进行现金补偿和股份回购肯定是位居多数的状态,而其未来是否以及多长时间可以获得足够的经营利润用于业绩补偿是不确定也是极难确定的事实。为履行股份回购而进行的减资,也多有可能无法完成,减资程序中任何一个环节遇阻,如无力清偿债务等,都足以使减资程序搁浅、停滞或无果而终。但本次减资失败不意味着未来不能减资,在减资障碍消除后目标公司完全可以再次启动减资程序。

目标公司履行能力的不确定状态给诉讼程序设置了必然面临的问题:是先由法院作出中间裁决,待目标公司获取足够利润或完成减资后再作最终判决,还是判令目标公司先进行资产处置以取得偿付资金和先履行减资程序,而后根据利润核算和减资程序推进的结果再作最终判决?是先驳回投资者的请求,待具备履行条件后再行起诉,还是直接作出附条件的判决,即判令目标公司在获得足够利润或具备支付能力后向投资人进行业绩补偿,在完成减资程序后向股东回购股权?这样的诉讼程序中的难题在既有的民商事诉讼中确为少见,但却是《九民会议纪要》发布后在对赌协议诉讼中面对的棘手难题。

第六,如何应对对赌协议履行的恶意阻挠?违背诚实信用的行为也会出现在对赌协议履行的诉讼之中。为逃避业绩补偿义务的履行,目标公司可能提供虚假的陈述和信息,隐瞒其真实的经营利润,制造经营亏损、无力偿付的假象。为拒不履行股份回购义务,目标公司也可能故意制造减资程序的障碍(如股东会否决减资决议、拖延或拒不清偿债权或拒不提供债权担保、串通债权人提出减资异议)或瑕疵(如减资公告瑕疵、债权人通知瑕疵等),恶意阻却减资程序进行,"对赌协议最终依约履行往往有赖于商事道德、行业操守而非法律的强制力约束"。[26]对于此类恶意阻却行为,投资人如何寻求司法救济和人民法院如何应对,虽然最高人民法院就此提出了由投资者自行解决减资和回购程序冲突的思路,即在对赌协议中预先设置股权回购的减资条款,包括决议形成、回购文本等,[27]但此类

〔23〕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。

〔24〕参见刘燕:《"对赌协议"的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司对赌场景的分析》,载《法学研究》2020年第2期。

〔25〕参见潘林:《重新认识"合同"与"公司"》,载《中外法学》2017年第1期;贺剑:《对赌协议何以履行不能?》,载《法学家》2021年第1期。

〔26〕王伯潇:《对赌协议法律规制的路径再勘》,载《青海社会科学》2015年第1期。

〔27〕参见最高人民法院民二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第118—120页。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

措施不仅使对赌协议的履行叠床架屋、问题层出，变得愈加复杂，而且还进一步诱发了相关条款甚至整个对赌协议是否无效或可撤销的新的疑问和讼争。如果任由此类情形发生，对赌协议终将落空，对赌协议虽然合法有效，但却成为没有实际价值的一纸空文。

第七，对赌条件成就与否由谁裁断？对于对赌协议业绩补偿的履行，如果采取偿付能力标准，其有条件或有权力作出判断的主体至少包括裁判的法院、股东、公司董事会或债权人等。就此，我国司法实践和理论研究多停留在资本维持还是偿付能力的标准本身，尚未对判断主体给予太多关注和探讨，但境外司法，尤其是美国公司法裁判聚焦此一问题已有相当长的时间。其基本的变化趋势是从原来由法官的司法判断转向公司的商业判断，具体的公司机关则通常是由负责和掌握公司具体经营情况的董事会担当。[28]而这样的安排当然也颇受争议，让负有履行义务的目标公司管理者来判断目标公司是否具有合同履行能力、是否应该履行，这的确有违基本的法理逻辑和裁判规律。而如果完全依靠法官裁断，又存在非专业的局外人对公司经营实务判断的局限和难度。此为对赌协议履行困扰司法的又一深层问题。

上述环环相接、层层迭出的实体和程序问题置对赌协议的履行于不确定状态，使多种诉讼事项都悬而难决，对赌协议的司法审判似乎进入了不见尽头的“黑洞”，《九民会议纪要》确定的司法对策和裁判方案再陷新的困境。

三、深层思考：作为第三种投资的对赌协议

从过去的法律效力到现今的协议履行，围绕对赌协议所有法律问题的争议和困扰都源于对赌协议作为股权投资的基本定性以及由此决定的法律适用，都是因为把对赌协议归类为纯粹的股权投资，并按股权投资的法律规则严加规制。然而，对对赌协议的交易结构和协议条款加以深入分析，可以清楚地看到和承认，对赌协议作为一种投资形式，并非纯粹的股权投资，亦非普通的债权投资，而是介于股权投资和债权投资之间的一种特殊投资——“第三种投资”。

经济学和法学对投资概念的使用具有广义和狭义的双重涵义。狭义的投资仅指股权投资，广义的投资是指所有对公司企业的资金或财产投入，除股权投资外，也包括债权投资。所谓股权投资，是投资者以获取公司股权为目的进行的投资，此种投资通常称为出资，投资者由此成为公司的股东或成员，并依其出资额享有股东权利、承担股东义务和责任，对于有限责任公司和股份有限公司，即以其出资额为限对公司债务负责。所谓债权投资，是投资者以获取公司债权为目的进行的投资，投资者由此成为公司的债权人，并享有债权利益，承担债权风险。其中最为重要的是债权通常定有期限，到期应还本付息，将投资返还给投资者。公司法意义上的投资通常指向狭义的股权投资，但亦存在将其扩展到广义债权投资的情形，我国中外合资企业所使用的投资概念即属广义的投资。依照相关规定，设立合资企业既需确定投资总额，又要确定注册资本，合资企业的投资总额可能全部由注册资本构成，也可能由注册资本和资本外投资构成。注册资本部分的投资，属于合资各方的股权投资，注册资本之外部分的投资有的属于合资方的资本性投入，有的则纯属债权投资，包括合资方或第三方向合资企业的借贷债权。

在经济学家的视野下，与其把债权投资和股权投资看成一种法定的“融资工具”，还不如将其作为一种协调投资者和公司以及投资者之间利益关系的治理结构。[29] 在股权和债权之间还存在一些“债股权”式创新型融资手段或称治理结构。[30]法学家也早已认识到，股权和债权只不过是不同的公

〔28〕参见刘燕：《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司对赌场景的分析》，载《法学研究》2020年第2期；潘林：《重新认识“合同”与“公司”》，载《中外法学》2017年第1期。

〔29〕参见［美］奥利弗·E.威廉姆森：《治理机制》，石烁译，机械工业出版社2016年版，第184页。

〔30〕参见［美］奥利弗·E.威廉姆森：《治理机制》，石烁译，机械工业出版社2016年版，第190页。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

司融资工具,其在法律性质上并无根本性差异,两者的区别仅在于收益、成本和风险的不同而已。[31]从投资结构的角度观察,投资行为和投资关系系由若干投资要素构成,股权投资和债权投资不过是以下各种要素的不同组合和不同配置:

1.投资返还。股权投资是无期限的。如有期限,也与企业存续期限相同,投资者与企业同生共存。但在企业存续期间,投资者可以根据法律规定或合同约定,退出企业,收回投资。其退出的合法方式包括股权或份额转让、公司回购股东股权、合伙人退伙。否则,投资不可收回,无合法理由和根据退股,构成出资抽逃的违法行为。债权投资通常约有期限,但亦有无期限的债权投资。债权投资无论有无期限,都应向债权人返还。有期限的债权投资,到期后债权人有权要求公司返还,无期限的债权投资,债权人随时有权要求公司返还。尽管债权投资较之普通民事债权,通常期限较长,甚至不定期限,但无条件返还是其基本的底色和属性。

2.投资收益。股权投资的投资收益分配与公司经营同步,完全取决于公司的盈余结果,多盈多分,少盈少分,无盈不分,"上不封顶、下不保底"是其投资收益的通俗表达。对公司而言,虽然其为独立主体和形式上的所有者,但根本上公司并无自身利益,公司财产归根结底属于股东的财产,公司解散清算后的剩余财产由股东分配。由此,公司的一切经营收益无论其当年或年度的分配方案如何,最终均归属于股东, 其未分配部分也是作为公司未分利润记载于公司股东权益名下并留待股东未来分配。债权投资的收益完全依据合同约定,不受公司经营盈余结果的影响,其通俗形象的表达是"固定回报",即无论公司盈亏,债权投资人都只按预先确定的比例或金额获取投资收益,公司盈利再多,债权投资人无权分享,公司盈利再少,不能减少对债权人的分配,即使公司经营亏损,也不能免除对债权人的收益支付。

3.投资权力。股权投资的投资人的主体地位和身份是公司的股东,是公司企业的成员,享有各种法定的成员权利,包括自益权和共益权。其中十分重要的是共益权或管理权,即参与公司管理、决定公司事务的权利。股东会、董事会、监事会和经理既是公司的法定组织机构,也是股东参与公司管理的具体形式和路径,股东通过股东会的决议程序,对董事、监事的任免程序以及自身直接出任董事、监事或经理等行使和实现对公司事务的管理权;债权投资的投资人的主体地位和身份是公司的债权人,是与公司处于平行地位的交易当事人。债权投资人享有的只是公司外部普通民事关系中的债权,不享有公司内部、参与公司事务或决定公司事务的任何管理权。虽然现代公司治理亦关注和重视债权人对公司治理的参与,但其性质与股权投资人迥然有别,他只是作为公司的利益相关者而非公司的成员被赋予参与公司治理的权利,因此其参与的范围仅限于与其债权权益相关的公司事项,而非全部公司事务。

4.投资风险。股权投资是最典型的风险投资,投资人需无条件承担投资失败的风险,包括公司内部经营亏损的分担和公司对外民事责任的承担,当然对于有限公司和股份有限公司,股东对债权人承担民事责任的范围是有限的,即以其出资额为限对公司债务承担有限责任。此意味着,在公司资不抵债时,股东将承受投资全部丧失无法回收的风险。债权投资是不承担风险的投资,即债权投资人对公司经营亏损不负分担的义务,更不对公司的其他对外债务承担任何清偿责任。相反,债权投资人的投资本身恰是公司应该到期返还或予以清偿的债务。当然,这里所谓不承担投资风险,是相对于股权投资和股东而言,并非其绝对没有风险。如果债务人公司本身资不抵债或完全丧失了清偿能力,债权投资也会无法受偿,此种风险是所有民事活动或民事债权都存在的交易风险,不属本文此处特别探讨的投资风险。

依上述投资要素分析,显然,对赌协议的投资要素构成和配置既不同于纯粹股权投资,也不同于一般债权投资,而是介于两者之间具有"股债融合"特征[32]的"第三种投资"。在投资利益上,对赌协

〔31〕See Morey W. McDaniel, *Bondholders and stockholders*, 13(2) Journal of Corporation Law 205, 221 (1988).

〔32〕参见李安安:《股债融合论:公司法贯通式改革的一个解释框架》,载《环球法律评论》2019年第4期。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

议投资者按股权比例参与公司利润分配,但所获收益不低于约定比例,否则应给予相应的现金补偿或股权补偿。在投资风险上,对赌协议投资者一方面不分担公司经营亏损;另一方面,可以根据公司经营情况选择继续投资或请求按约定价款回购其股权而退出,后种选择类似投资返还或债权的还本付息。因此,投资者只承担类似债权人的风险,即目标公司无力履行业绩补偿和股权回购承诺的风险。在投资权利上,对赌协议投资者享有股东的共益权,有权参与目标公司决策与管理,但亦可放弃某些权利。由此观之,对赌协议是一种既不同于股权投资也不同于债权投资,但又兼有两者内容和属性的新型投资,是对各种投资要素,包括投资利益、投资风险和投资权利的重新配置,并形成新的组合。从投资利益和投资权利看,其参与公司利润分配"上不封顶"并可参与公司决策管理,具有股权投资的内容和属性。从投资风险看,其收益保底、可以还本付息,又具有债权投资的内容和属性。相对于股权投资利益和风险的最大化、债权投资利益和风险的最小化,它寻求的是投资的中位利益和中位风险,处于两极中的中间状态,是一种既有股权收益利益、又有债权限定风险的"两全"投资。

迄今为止的投资制度,基本上是以两分法为基础构筑,即以股权投资和债权投资为调整和规制对象,承认其合法性并分别配置其投资权利、利益和风险。"非股即债",投资者只能从两者之间选择其一,要么选择股权投资,要么选择债权投资。除此之外,没有其他合法的选项,如果对此作出另外设计和安排,则面临法律否定和裁判无效的结果。[33]从20世纪80年代的"名为联营、实为借贷",到后来的"保底条款",及至再后的对赌协议,都经历了同样的命运。"联营"是20世纪80年代法人之间横向经济联合的一种特殊经营形式,依照民法通则的规定,法人之间的联营形式有三种,即法人型联营、合伙型联营和协议型联营。其中的法人型联营要组成具有法人地位的经营实体,此即后来公司法所规定的有限公司和股份有限公司形式,合伙型联营则组成具有合伙企业性质的经营实体。无论法人型联营还是合伙型联营,都是一种股权或权益性投资行为,是联营各方以其现金、实物等财产形式共同投入,并共同经营、共享利益、共担风险。其中法人型联营各方对联营企业的债务承担有限责任,合伙型联营各方对联营企业的债务承担无限连带责任。然而,联营实践中,却出现了某些联营企业对联营者权利义务的不同安排和约定,其中最主要的是约定了联营方的固定投资回报、特定的投资期限以及到期还本付息等。这样的约定与股权投资者的权利义务和责任大相径庭,反与借款关系中债权人的权利义务与责任更为接近,因此其被定性为"名为联营、实为借贷"的假联营并被归类为无效合同。"保底条款"是与假联营类似的投资协议,只是前者主要适用于公司企业的各种投资协议之中,而不限于联营企业。所谓保底,即确保投资的最低收益回报,以此为基础,通常也就配之以约定期限到期还本的条款。"保底条款"的命运当然与假联营相同,也是典型的无效投资合同。

回往反思,从"名为联营、实为借贷",到"保底条款",再到对赌协议,其实都有着相同或类似的投资构成、投资性质或基因,都是在股权投资和债权投资的夹缝中生长出的"第三种投资",是在股权投资和债权投资的两辙或双轨中蹚出的第三条路径。虽然它们命运相似,即遭遇公司法制度的障碍和法律环境的不容,被定性为违法无效合同,但正所谓"野火烧不尽,春风吹又生",具有天然生命力的"第三种投资"在商事经营领域总在不懈、倔强地生长,一遇适当时机,它就会改头换面、变个名称,再次走入商事领域,在投资关系中萌发、生长,并被自发采用,对赌协议无疑是其更为成熟、生命力更强的最新形式。

四、走出困境:立法回应与规则突破

对赌协议实质上属于与股权投资和债权投资并立的"第三种投资"类型,然而,在迄今为止的公司法律制度之下,却没有这种投资类型的法律地位,更未获得相应的法律调整和保障。相反,从诞生

〔33〕参见李有星、冯泽良:《对赌协议的中国制度环境思考》,载《浙江大学学报(人文社会科学版)》2014年第1期。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

时起,它就饱受争议、一直游走在法律的边缘。实务界、学界、司法机关为适用对赌协议并应对其遭遇的法律难题,可谓殚精竭虑、费尽心思。学界为对赌协议的适用提供法律支持,竭力论证对赌协议的合理性与合法性;实务部门为避免最终面临的协议无效风险,只好选择与股东的对赌而放弃与公司的对赌;司法机关为彻底绕开对赌协议的争议而将协议的效力认定转换为协议的履行判断;直到《九民会议纪要》另辟蹊径,其才获得了合法有效的身份,但却又陷于履行条件不确定、裁判程序多困扰的司法窘境。而在行政监管方面,对赌协议也备受压制,与股份回购直接相关的证券监管机关对于对赌协议也一直持消极态度,在企业IPO审核中,监管部门通常会明示或暗示地建议或要求企业对对赌协议进行清理或终止。[34]

一纸对赌协议确实难为了中国公司法和民法典的理论和实践。迄今为止,所有的探讨和方案几乎都是在现行法律的规制之下寻求支持,都在绕开法律规则的障碍探寻实现的路径,而少有对现行法律制度本身的反思和怀疑,很少论及或触动法律规范的改革和突破。甚至,面对《九民会议纪要》后对赌协议的裁判困境,学理研究还在从公司法与合同法的法域关系上,深挖"区隔论""全介面理念"等的理论支撑。[35]然而,当我们将目光回转法律自身、审视法律规范的合理性和必要性时,会惊异地发现,对赌协议引发的所有法律问题都源自法律的约束和限制本身,主要的法律障碍都是法律的自我设置,都是公司法作茧自缚的结果。退一步海阔天空,如果从制度的突破和创新入手,只要对法律规范本身稍作调整和松动,对赌协议的前路障碍顿失,一切问题都迎刃而解。既不存在违法性,更无需涉及复杂艰辛的履行程序,司法裁判也会变得轻松利落。

对赌协议根本的法律障碍和束缚就在公司法的资本维持原则以及体现该项原则的盈余分配规则和股权回购规则,此为对赌协议与公司法强制性规范的主要冲突所在。"从公司法的角度看,不论是对初始出资的现金补偿,还是退出时的股份回购,它都意味着公司向股东无对价地支付了财产","当公司向股东无对价支付财产时,就需要接受资本维持原则的检验"。因此,"公司对PE投资者现金补偿、未达IPO目标时的股份回购——都落入公司法、特别是资本维持原则的管制疆域"。[36]资本维持是公司资本制度的基本原则,又称资本充实原则,其主要内容是要求公司资本的真实有效,公司存续过程中应经常性地保持公司资产与其注册资本的一致,应尽力避免公司净资产低于公司注册资本的亏空。其核心要义则是维持公司真实有效的经营能力和债务清偿能力,最大限度地维护公司债权人利益。为此,公司法构筑了一整套资本维持的制度体系,包括股东退股、虚假出资和出资抽逃的严格禁止、股份折价发行的禁止、无盈不分的分配原则、股份回购的严格限制和接受本公司股份担保的限制等。

最能体现和反映资本维持原则的公司法规范莫过于公司盈余分配规则和股份回购规则。公司盈余分配的基本原则是"无盈不分",即公司没有盈利,股东不得分配。这一分配原则在我国公司法上通过法定的分配顺序得以体现:即公司所获利润,首先应用于弥补以往的亏损,其次要按法定比例提取法定公积金,之后如有剩余利润,才可向股东分配股利,否则,不得分配。这一具体分配原则的立法根据正在于公司的资本维持,在公司没有经营利润情况下强行向股东进行的所谓分配,不是分配经营利润而是"分配"公司股本或资本,实际上属于公司对股东出资的返还或股东出资的抽逃,此与资本维持的要求完全冲突。因此,当然被公司分配规范所排除。

公司股份回购同样直接触及公司资本的维持。所谓股份回购即公司从自己的股东处收购本公司的股份。公司股份本是公司向股东发行,股东则以其出资认购股份,公司收购本公司的股份,等于股东退股,收回的股份等于未能发行,公司资产与其注册资本脱节,公司从股东处实际获得的出资财产将低于其注册资本的数额。因此,禁止或严格限制公司股份回购基本是各国公司法的通行规则,我国

〔34〕参见王伯潇:《对赌协议法律规制的路径再勘》,载《青海社会科学》2015年第1期。

〔35〕参见陈醇:《跨法域合同纠纷中强制性规范的类型及认定规则》,载《法学研究》2021年第3期。

〔36〕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。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

公司法同样原则上不许公司收购自己的股份,只有在法定的六种情形下可以除外,且对回购获得的股份必须在法定期限内依其不同情形作出相应处理,基本的要求是即使允许公司回购股份,也只能短期或临时性持有,而不能使持有自己的股份成为常态。

对赌协议最主要的两个条款恰好发生了与资本维持规则的正面冲突:首先,对赌协议中的业绩补偿或最低回报条款与"无盈不分"的盈余分配原则相冲突。依照对赌协议约定,公司承诺公司的经营业绩将使投资者可以获得最低比例的投资收益,如若未达到预期指标,公司仍将按最低比例对投资者予以补偿。此意味着即使公司经营亏损,没有盈利,也必须依约向对赌协议的投资人支付投资收益。由此,就突破了公司法"无盈不分"的分配规则;其次,对赌协议中的股份回购条款与公司法对股份回购的严格限制相冲突。对赌协议所约定的回购情形通常是公司未能如期上市,此一情形并不在公司法允许回购的法定范围之列, 如按对赌协议进行回购将构成违反公司法强制性规范的违法行为。

问题已经十分明了,一边是就对赌协议达成的高度共识和对其经济合理性、交易公平性和现实必要性等正向价值的充分肯定,另一边是公司法资本维持原则及其利润分配规则和股权回购规则对对赌协议形成的严重束缚和阻碍,合同效力与合同履行的"区隔论"只解决了对赌协议的效力问题,但却无法彻底解决其履行问题。[37]如何完全破解对赌协议困局、如何彻底走出法律的困境?"公司法的发展历史,也就是哪些试图将所有的公司统一为单一模式的法律不断被淘汰的历史"。[38]在正当商业需求与现行法律规范发生冲突时,是让法律规范顺应商业需求还是让商业需求屈从现行规范?

结论显而易见,"制度是发展的, 将制度作为持续而稳定的行为约束只能是一种美好的愿望","当客观环境等发生变化,制度均衡就会逐渐被打破,出现制度不均衡,而重新实现均衡就需要对制度进行创新"。[39]就法理逻辑而言,行为的正当性与法律规范应具有内在的统一性,凡是法律禁止的行为都应是不具正当性的行为,凡是法律限制的行为都是有负面作用或消极后果的行为。法律不应也没有理由对正当行为加以禁止或限制,否则这样的法律就是脱离现实的落后之法,甚至是阻碍社会发展和进步的"恶法"。前者应该适时修订和完善,后者则应彻底废止。对赌协议与公司法资本维持原则的关系有如人之足履,将投资行为和对赌协议严格控制在公司法规范之内,看起来是不合理之削足适履,但却是有法必依的法治原则之当然结果。但此并不意味任何时候都只能是削足适履。相反,有时候法律制度的设计恰是要量体裁衣,具体规范的制定反而要量身定制,法律的修订某种程度上就是改履适足的改革。特别是在灵活多变的商事生活领域,公司法应保持其"持续回应力",公司法的改革和创新应当直面社会问题,在制度设计上应更多更好地回应社会需求。[40]走出困境、破解对赌协议与资本维持原则冲突的重要出路也许应当是公司法制度和规则的突破和创新,即针对对赌协议的商业需求作出立法回应,对相关公司法规则进行必要的修订,构建适应对赌协议发展新的法律秩序。

具体的修订方式和内容可以十分简单,既不必否定或动摇资本维持的基本原则,也不需要改变公司利润分配和股权回购的一般规则。只需对这些法律原则和法律规则对对赌协议的适用作除外性规定,即按对赌协议向投资者支付业绩补偿不受公司利润分配规则的限制,在原有情形之外,将按对赌协议回购股权增列为允许公司回购股权的法定情形之一。如此,对赌协议所遇法律问题将彻底解除,其不再有是否合法有效的疑问,其履行也不再存在任何法律障碍,司法裁判只需将对赌协议纠纷作为普通合同纠纷对待,《九民会议纪要》设定的各种裁决条件和前提都不再适用,对赌协议纠纷将得以快捷彻底地审理和了结。

〔37〕参见潘林:《重新认识"合同"与"公司"》,载《中外法学》2017年第1期。

〔38〕[美]弗兰科·伊斯特布鲁克、丹尼尔·费布尔:《公司法的经济结构》,张建伟、罗培新译,北京大学出版社2014年版,第13页。

〔39〕王妍:《公司制度研究:以制度发生学为视角》,载《政法论坛》2016年第2期。

〔40〕参见蒋大兴、谢飘:《公司法规则的回应力——一个政策性的边缘理解》,载《法制与社会发展》2012年第3期。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

此一修订方案必将遇到的疑虑或诘问就是资本维持原则和债权人保护。将对赌协议排除在资本维持要求之外,是否违反资本维持原则并可能严重损害公司债权人利益?对对赌协议网开一面,是否有坚实、充分的理由?理性深入分析的结果表明,这样的担忧并无必要,对赌协议与资本维持并无实质冲突,只要进行必要、对应的制度安排和规则衔接,公司债权人保护不会被弱化反而会得到强化,其利益不会受到任何威胁和损害。

作出如此判断的关键根据在于:首先,对赌协议的应用场景基本是PE(主要是对成熟企业投资)和VC(主要对初创企业投资)、上市公司资产重组、中国企业海外并购,[41]其投资的对象都是已经存续的目标公司,而非欲设立的新公司,后者属于天使投资的主要对象;[42]其次,对赌协议的投资发生在目标公司增资之时而非其原始注册资本确定之时,其签约的主要目的是实现目标公司的融资需求,而目标公司通常又是资金实力不足、遭遇经营发展瓶颈或障碍、尚处成长时期、虽然发展前景良好但却具有不确定性的风险投资企业或创新型企业,其很难从金融机构获得足够的信用资金支撑其快速发展。正是在此背景下,目标公司才寻求通过对赌协议的特殊安排从一般投资者那里获得亟需的经营资金,众多目标公司正是依此摆脱了经营困境,渡过了发展难关。

这种基于公司增资而进行的投资,是在目标公司现有资产负债结构和债务偿付能力之下的资产投入,其带来的是目标公司资产的净增而非减少,即使考虑业绩补偿和股权回购因素而将此项投入同时作为目标公司的负债计入,其最消极的结果也不过是资产与负债相抵,目标公司的资产负债结构不生变化,绝不会导致目标公司债务负担的额外增加。因此,对赌协议的签订和履行是目标公司债务清偿能力的恢复和提升,是对债权人保护的实际强化,它不仅使目标公司当即获得清偿当期债务的资金,而且也因新的投资注入而获得或增强了其持续发展的盈利能力和清偿未来债务的履行能力。[43]对既有债权而言,债权人只会因对赌协议的签订而受益,不会因此而受损,本来可以受偿的债权不会因对赌协议而无法受偿,本来无法受偿的债权却可能因对赌协议而实现。

需要特别指出的是,认识对赌协议对债权保护的影响,其判断的时点不应是对赌协议后来的履行,而是其开始的签订。如以对赌协议履行为时点观察,当目标公司依约进行业绩补偿或者回购股份时,的确会发生资金从目标公司向投资者的流出,由此而减少目标公司清偿其他债务的可用资金,并可能导致部分债权最终得不到清偿,对赌协议损害债权人利益的结论即由此形成。然而,如果将观察时点前移到对赌协议签订之时,以当时目标公司拥有的资产和可支配资金为基点,对赌协议作为融资安排,首先发生的是资金从投资者向目标公司的流入,由此只会增加目标公司的资产和可支配资金,并使其获得本来没有的偿付能力或使其偿付能力得以扩大和增强。即使其后因业绩补偿和股份回购最终将投资资金原封返还,也至多使目标公司的可支付资金和债务偿付能力回归原点,而绝无可能发生对外清偿范围缩小、清偿能力减弱的负面结果。

当然,这的确不是问题的全部,对赌协议还涉及资本维持原则之下的资本信用,尤其对于对赌协议签订后形成的新债权的保护。在对赌投资入资之后,目标公司的注册资本相应增加,注入资金成为目标公司的自有资产,此后目标公司产生的对外债务,当是债权人基于其增资后的注册资本及其资本信用而与目标公司进行商事交易的结果,投资者的投入及其承担的出资有限责任都构成债权发生的重要条件和信用基础。一言以蔽之,债权人是以投资者的股权投资为基础而成立债权关系的,如果该项投资并非真正的股权投资,嗣后投资者可以如同债权投资一样收回,那就直接缩减了目标公司责任资产的数额和范围,降低了其偿付能力,从而改变了目标公司注册资本彰显的资本信用和债权形成的基础,如果债权最终不得实现,无疑构成对债权人利益的不当损害。[44]不止于此,即便对于对

〔41〕参见刘燕:《"对赌协议"的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司对赌场景的分析》,载《法学研究》2020年第2期。

〔42〕参见刘丁已、周纯、何国全:《天使投资与风险投资基金的比较分析》,载《商业经济与管理》2005年第5期。

〔43〕参见徐睿:《以目标公司作为对赌义务人的合同效力研究》,载《证券市场导报》2015年5月号。

〔44〕参见王伯潇:《对赌协议法律规制的路径再勘》,载《青海社会科学》2015年第1期。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

赌协议增资之前的债权,债权人也同样可能形成对目标公司增资后注册资本的信赖,也可能基于此种信赖而对债权形成和履行作出相应的决策。[45]如此,对赌协议不同于普通投资的特殊约定的确有悖资本维持原则,确有弱化公司偿付能力、损害债权人利益之虞。

由此,实质的、深层的法律问题已经显现,对赌协议对债权人的影响和伤害不在于协议约定本身,而在于协议项下投资形成的资本外观,在于注册资本的外观信用与目标公司实际资产和偿债资金的脱节,在于投资者名义上的股东地位和身份与其实际上的准债权人地位和身份的冲突。因而,其触及商事法律制度更高层次的一个基本原则——商事外观主义和公示主义,即商事行为的效力和结果取决于其行为的外观表现。注册资本是公司登记的重要公示事项,公司应以其公示的资本数额和外观的资产能力对其行为负责,对债权人承担清偿责任。按对赌协议进行的投资,在实际利益和风险上,是包含业绩补偿和股份回购条件的"第三种投资",但在法律形式和公示事项上却采取和保留了股权投资的外观。如按对赌协议履行,显然违背商法之基本原则,使债权人丧失了商事外观主义提供的债权保障,并害及公平正义和交易安全。那种以对赌协议投资人兼具股东和债权人双重身份、股东对公司债权亦合法有效的观点在此的确无法证成对赌协议的正当性。[46]

应对和解决这一问题的科学途径和合理方案不是否定、改变或限制对赌协议使其符合公司登记和资本的外观,而是根据商事外观主义和公示主义的要求,在公司登记和公司会计表册中,对对赌协议进行相应、系统地"外观设计",将其不同于股权投资和债权投资的特殊性质和内容公之于众,令人周知,而不是让其成为私下签订、对外保密的"抽屉协议"。[47]对赌投资的基本性质仍属权益性投资,在公司登记中,依然应将其计入目标公司的注册资本,投资者的基本地位依然是公司的成员或股东,公司章程和公司登记依然应对其股东身份予以明确记载。与此同时,可以对公司会计表册做相应处理和记载,建立一个专门反映或显示对赌投资的会计记载方式,具体方案可以在公司资产负债表的股本金项下,将对赌协议的投资金额予以单独列示,以此表明该公司的注册资本中包含有对赌投资,而此部分投资不受资本维持限制,投资者享有特别权益。于此,目标公司注册资本所彰显的资本信用与普通公司的资本信用将得以明确区分,债权人据此判断目标公司的资产实力和偿付能力,将不会因对注册资本和股东出资的一般理解作出错误判断。

由此看来,在对赌协议问题上,甚为关键和重大的外观主义和公示主义的障碍,并非多么复杂和艰难的法律问题,大可不必因噎废食为此而否定或限制对赌协议这种重要投资方式的适用。要做的不过是以适当的方式和立法技术处理, 将对赌协议的存在和对赌投资的数额予以明确披露和公示,让相对人或债权人充分知悉和了解,防止可能发生的对公司注册资本外观和资本信用产生的误解和错觉。这样的制度突破并不牵涉复杂的立法安排,无需触动现行公司法规范,更不会颠覆和严重破坏资本维持原则。

结　语

企业尤其是中小企业融资难、融资贵是我国几十年经济发展始终无解的难题,是我国企业挥之不去的痛。与此同时,企业闲置资金和社会游资需要找寻理想的投资对象,而我国广大民众更是拥有巨额的储蓄资金,他们并不都甘心和满足于财产在银行的固定收益,也想向企业直接投资以获取更大的收益,但又难以承受股票等一般股权投资的过高风险,他们既想分享企业增长的丰厚盈利又期望能以保底的条件限制投资的风险。可以说,改革开放几十年来,我国绝大多数普通民众最为需要、

〔45〕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。

〔46〕参见徐睿:《以目标公司作为对赌义务人的合同效力研究》,载《证券市场导报》2015年5月号。

〔47〕参见邢会强:《我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应》,载《河北法学》2019年第5期。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net

最为期待的就是这种介乎股权投资和债权投资的中间投资或“第三种投资”,而这样的投资方式在我国要么没有,要么被认定为违法而被取缔。因此,民间资金与公司企业之间的投资渠道始终不能彻底打开和畅通,民众的巨额财富只能存储于银行或在各种理财产品中做有限的选择。几年前经由最高人民法院关于民间借贷的司法解释而有所放开的民间借贷对缓解民间投资和企业融资的困境虽然有所贡献,但相对我国民间资金和储蓄的巨大规模,民间借贷因借款利息较高、企业融资成本过高、负担过重,而难以胜任盘活民众储蓄资金、化解企业融资困境的重大使命,民间资金与公司企业之间始终隔着一道很难逾越的鸿沟。对对赌协议这种“第三种投资”的充分肯定和广泛采用,甚有可能跨越或填平企业与民间资金的这道鸿沟,焕发大众投资热情,彻底释放民间资金的投资需求,有效地解脱我国企业融资难的困境,为我国市场经济的持续发展注入新的巨大动能和生机活力。自2005年以来,我国公司法的改革更多是引入境外的制度和规则,而非系统性地、理论自觉地推动本土化制度规则的形成,并没有完整地回应现实的挑战。[48]对赌协议也许可以成为我国公司法本土化制度设计的突破点。对赌协议集投资者、目标公司、股东、实务界和理论界的万千宠爱、怀疑、排斥于一体,一直在“戴着脚镣起舞”。法律规制一旦突破,对赌协议将破茧成蝶,失去的是锁链,赢得的将是其动能的充分释放和施展。

Abstract: The biggest disagreement on the VAM is its legal effect. The Supreme People's Court of Issuing the Minutes of the National Courts' Civil and Commercial Trial Work Conference (the nineth), hereinafter referred to as "the 9th conference minutes" has developed a new judicial response and adjudication idea of "doctrine of distinguishing", which has also led to a series of more complicated and deep legal problems in terms of VAM contract performance and judicial judgement. All the controversies and troubles surrounding the VAM contract originate from its basic characterization as an equity investment. However, it is not purely an equity investment, nor an ordinary debt investment, but a special investment formed by the reconfiguration of various investment elements, between the equity investment and debt investment, i.e. the "third type of investment". The fundamental legal obstacle and constraint encountered by the VAM contract lies in the principle of capital maintenance and the rules of surplus distribution and share repurchase. An important way out of the dilemma and conflict is to make a legislative response to the commercial needs of the VAM contract and to innovate the rules, and to make exceptions to the application of the rules of surplus distribution and share repurchase to VAM contract. Through the necessary and corresponding institutional arrangements and rules, it will not weaken or undermine the protection of creditors, but will only enable the full release and exercise of the financing power of the VAM contract.

Key words: VAM contract; performance compensation; share repurchase; capital maintenance; Company Law amendment; the 9th conference minutes

〔48〕参见邓峰:《中国公司理论的演变和制度变革方向》,载《清华法学》2022年第2期。

(C)1994-2022 China Academic Journal Electronic Publishing House. All rights reserved. http://www.cnki.net