

对赌协议履行障碍之纾解

——基于资本维持原则的反思与建议

贾璐*

摘要：《九民纪要》以减资前置以及目标公司具有可分配利润作为对赌协议补偿义务履行的具体条件,存在诸多法理和现实障碍。为在合同自由与公司法规制之间达到新的平衡,对赌协议履行的裁判路径应为:法院对投资方请求目标公司履行补偿义务是否构成“抽逃出资”进行判断,在确定不构成“抽逃出资”后再采用“一次性或分期履行义务后是否具备偿债能力”作为履行能力的标准。同时通过明确适用违约责任规则以及履行不能的展期规则、一次性履行或分期履行的区分规则等程序性规则对投资方提供事后救济途径。

关键词：对赌协议 履行障碍 资本维持原则 股权回购 现金补偿

引言

对赌协议作为一种估值调整机制,其基本构造是通过预设一定目标,如果投资方在约定时间内达到目标,由投资方对目标公司进行奖励;反之由目标公司对投资方进行补偿。以此解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称性以及代理成本的道德风险等问题。根据与投资方对赌的主体不同,可以分为投资方与目标公司股东、实际控制人对赌;投资方与目标公司对赌;投资方与前两者共同对赌三类。本文的研究对象为投资方与目标公司对赌。随着私募市场的发展,对赌协议在资本市场的应用已经蔚然成风,但是立法的缺位以及司法裁判的观点各异阻碍了对赌协

* 西北政法大学硕士研究生。

议的功能实现。限于资本维持原则性要求与公司法的强制性规定,对赌协议在履行过程中存在诸多障碍,这本无可厚非。而目前实务界在平衡投资方与债权人之间的利益过程中,采用更为侧重保护债权人的价值取向,对资本维持原则的运用停留在形式审查阶段,其合理性和可行性存疑。本文以《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)所规定的对赌协议履行条件为切入点,分析在此条件下对赌协议履行之法理和现实障碍。继而通过对债务履行不能的一般性法理阐释,对对赌协议履行条件进行反思与证成。最后通过资本维持原则在对赌协议履行问题中的重新定位,提出对赌协议履行问题纾解的可能对策以及裁判机关在解决此类型案件的具体路径。

一、对赌协议履行问题的司法实践

为分析对赌协议纠纷案件的司法裁判现状,笔者在中国裁判文书网选取 2019—2022 年的案例,并以“对赌协议”“民事案件”为关键词检索,剔除不相关案由(如劳动争议等)后共得到 566 篇文书。对案例的统计分析如下:

(一) 2019—2022 年“对赌协议”纠纷案件概况

1. 案件数量发展

从所选取的时间跨度内的裁判案件分析可知,对赌协议履行纠纷案件于 2019 年至 2020 年一直呈现增长的趋势,2021 年至今案件数量有所回落降至 174 件,于 2022 年降至 76 件(见图 1)。

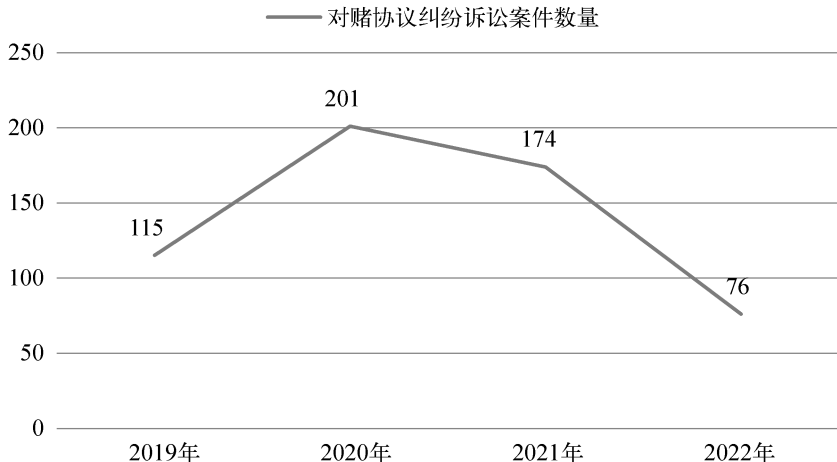


图 1 对赌协议纠纷诉讼案件数量

2. 案件案由分布

2019 年至 2022 年,在审结的涉对赌协议纠纷案件中,相关的案由主要有请求公司收购股份纠纷、股权转让纠纷、公司盈余分配纠纷、公司增资纠纷、股东损害公司债权人利益责任纠纷和确认合同纠纷等六类(见图 2)。其中,股权转让纠纷居于首位,共有 457 件,占比 80.74%;其次为公司增资纠纷、请求公司收购股份纠纷。从对赌纠纷涉及的案由可见,对赌协议虽然为当事人之间签订的合同,但投资方履行出资义务后成为目标公司的股东,涉及的法律关系主要为公司法领域的股权转让关系和定向增资关系,而非普通的合同法律关系。

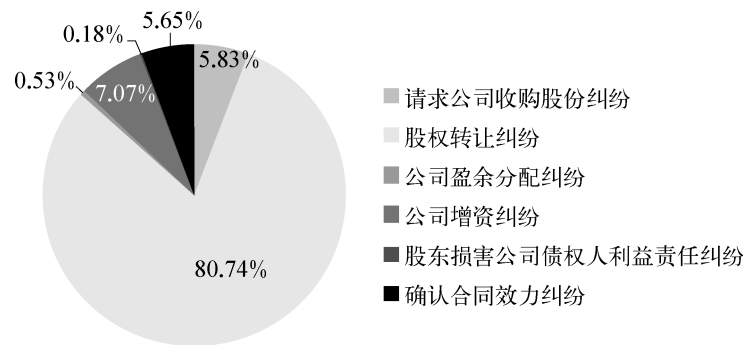


图 2 案由分布

3. 案件争议焦点

2019 年至 2022 年,争议焦点集中在对赌协议履行争议的共有 534 件,占比 94.35%;对赌协议效力争议的共有 32 件,占比 5.65%(见图 3)。其中,对赌协议履行具体争议主要为“股权回购或现金补偿义务履行条件是否成就”“股东请求公司回购股份是否应完成减资程序的问题”和“能否向目标公司主张逾期支付补偿款的违约金”等。体现了司法裁判机构在涉对赌履行纠纷中以资本维持原则为核心的审查路径。

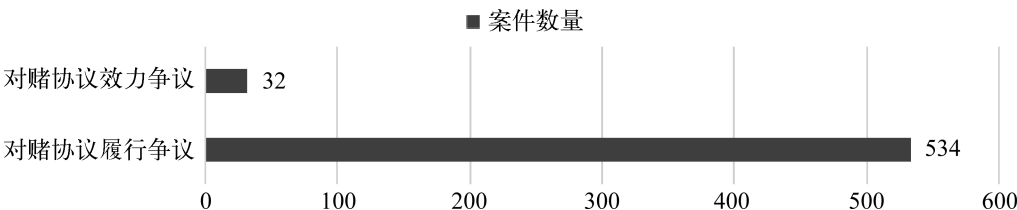


图 3 案件数量

（二）“对赌协议”履行纠纷案件不同裁判思路

从所选案例所体现的裁判要旨来看,法院沿用《九民纪要》的裁判思路作出判决的案件约有 358 件,占比 67.04%(见图 4)。在肯定投资方与目标公司对赌的效力后,以案涉对赌协议义务的履行不符合公司法关于资本维持的基本原则为由驳回投资方的诉讼请求。例如在股权回购型对赌协议案件纠纷中,以北京银海通投资中心与新疆西龙土工新材料股份有限公司(以下简称新疆西龙公司)股权转让纠纷一案为例,最高人民法院以新疆西龙公司系股份有限公司,其回购股份属减少注册资本的行为,应经股东大会决议并依据公司法第 177 条的规定完成减资程序,现新疆西龙公司未完成减资程序为由,判决驳回银海通投资中心的诉讼请求。在现金补偿型对赌协议案件纠纷中,以夏晓燕与新疆天宇博瑞科技有限公司股权转让纠纷一案为例,法院认为,就天宇公司 2015 年和 2016 年业绩状况,其可分配利润不足以支付夏晓燕的补偿款或股份回购款,在此种情况应当驳回其进行现金补偿或股份回购的请求。

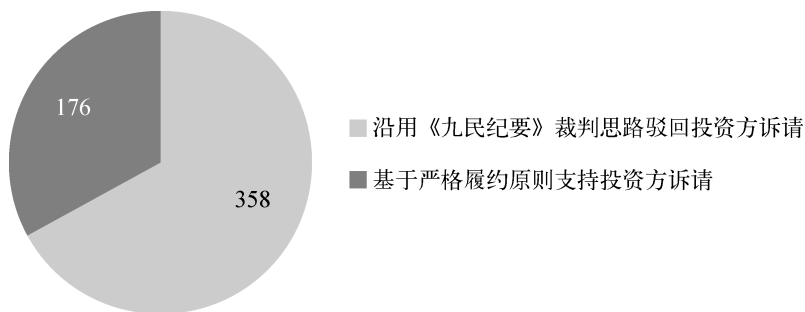


图 4 判决数量占比

但是,也有部分法院并未采取《纪要》的观点(约占选取案例总量的 32.97%),以合同意思自治原则、诚信原则以及严格履约原则的角度出发,支持投资方请求目标公司履行对赌协议项下的合同义务。如“中德”案中,法院认为,当事人双方签订的《投资协议》系双方当事人真实意思表示,不违反法律强制性规定,应认定为有效协议,双方当事人因按协议约定的内容履行各自的义务,支持了投资方请求目标公司支付股权回购款及违约金的诉请。

二、《九民纪要》出台背景下对赌协议的履行障碍

2019 年最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九

民纪要》),对民商事审判中的前沿疑难争议问题统一了裁判思路。其中第二条第(一)款便涉及关于“对赌协议”的效力及履行问题。

(一)《九民纪要》规范意旨

1. 司法裁判核心的转变——合同效力到履行可能性

在《九民纪要》公布以前,受“对赌第一案”——海富案的影响,除部分仲裁机构支持投资方与目标公司对赌有效外,法院绝大部分判例均否认投资方与目标公司对赌的效力。在该类型的对赌协议效力不被肯定的前提下,协议的可履行性则无必要讨论。而随着对赌协议纠纷案件的增多以及民法学界和商法学界对此研究的深入,《九民纪要》改变了“海富案”的观点并首次确认了投资方与目标公司对赌的效力,将公司因资本规制不能支付补偿或回购款的问题在依托于公司法机制的履行障碍的逻辑下展开,实现了对赌的可履行性与对赌合同效力的区隔,以目标公司未达约定对赌目标而需对投资方进行补偿时的资金流动是否违反公司法关于公司资本维持和债权人利益保护的强制性规定为判定对赌协议可履行性的标准。区分裁判规则的适用将资本维持原则的运用定位在履行阶段,体现了司法主体在维护公司资本制度的前提下尊重商业逻辑下合同自由的态度,有利于激发融资市场的热情,同时可以防范债务人以合同无效为由逃避履行义务的机会主义行为,进一步规范融资交易市场,在对赌协议法律规制的进程中迈出了重要一步。

2. 对赌协议履行条件的确定——资本维持和保护债权人的理念贯彻

对赌协议估值调整的主要方式包括股权回购、金钱补偿和股权补偿。《九民纪要》以列举的形式规定了对赌协议股权回购和金钱补偿的处理规则。后最高院民二庭在《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》(以下简称《九民纪要适用》)中通过阐述股权补偿的实质和实务中的适用情况解释了没有列举“股权补偿”的缘故。

(1) 股权回购义务履行以完成减资程序为前置条件。

《九民纪要》规定,投资方请求目标公司回购股权的,人民法院应当依据公司法第35条关于“股东不得抽逃出资”或者第142条关于股份回购的强制性规定进行审查。据此,结合公司法第37条、第46条、第142条、第177条和第179条的规定,对赌失败后,投资方请求目标公司履行股权回购义务的理想路径为:投资方向目标公司发送股权回购通知——目标公司董事会制定减资方案——目标公司股东大会形成并通过“减少公司注册资本”的有效决议——目标公司编制资产负债表及财

产清单——通知债权人并公告——公司根据债权人的要求进行债务清偿或者提供担保——目标公司出资回购股份——注销相应注册资本并向公司登记机关办理变更登记。

(2) 现金补偿义务履行以目标公司存在可分配利润为前提。

《九民纪要》规定,现金补偿义务履行以目标公司存在可分配利润为前提。据《九民纪要适用》的理解,这里的利润,不仅包括公司当年的利润,而且也包括公司之前的剩余未分配利润。因此,投资方请求目标公司履行现金补偿义务的司法路径为:投资方诉请人民法院判决目标公司履行现金补偿义务——投资方就目标公司应当履行而未履行对赌协议现金补偿义务承担举证责任(包括目标公司存在可分配利润)——法院审查该请求是否违背公司法关于利润分配的强制性规定并根据目标公司的清偿能力和持续经营能力判决驳回或者支持(全部或部分)投资方的诉讼请求——若目标公司可分配利润不足以完全清偿补偿义务,在今后具备时,投资方可在诉讼时效内依据新的事实另行提起诉讼。

(二)《九民纪要》框架下对赌协议履行困境

1. 法理障碍

(1) 公司法层面之一:回购与减资的逻辑混乱。

由于公司法第142条对公司股份回购事由采取了完全列举模式,为使股权回购义务的履行不违反资本维持原则,平衡投资方股东与债权人的利益,《九民纪要》将股权回购与减资程序相捆绑,同时借公司法中减资的相关规定来填补股份回购中资本规制的漏洞,但该处理方式造成了回购与减资之间关系的逻辑混乱。

股权回购,是指公司收购本公司已发行的股份。减资,是公司减少注册资本的简称,是指公司成立后依据法定条件和程序减少公司注册资本的法律行为。二者的关系在于:第一,股权回购是减资的实现途径。公司法第142条第1款规定减少公司注册资本是公司不得收购本公司股份的例外情形。即公司可以通过收购本公司股份的形式减少公司注册资本。第二,股权回购并不必然导致公司减资。首先,除通过减资程序释放的公司资本外,当目标公司还拥有其他资金来源用于履行回购义务时便不致陷入减资的境地,也不必履行减资程序。其次,如果回购义务的履行达到损害公司资本的程度,也并不必然导致公司减资。因为只有在立法规定“回购股份必须立即注销”的国家,才会导致公司减资。按照我国公司法的规定,公司回购的股份并非当然立即注销。例如,按照公司法第142条的规定,公司为减少注册资本的,需在十日内

注销;为与持有公司股份的其他公司合并或者因分立、合并异议回购的股份,需在六个月内转让或者注销;因职工激励而回购的股份,则需在三年内转让给职工。可见,减资只是股份回购的动因之一,公司对于回购后的股权可以选择通过减资注销,也可以选择利用回购股权进行股权激励或者再次将股权转让。

《九民纪要》将完成减资程序作为股权回购义务履行的刚性配置,颠倒了二者间手段与目的的关系,视减资为回购股份的唯一处理方式,其逻辑合理性有待商榷。

(2) 公司法层面之二:资本公积不能用于现金补偿存在争议。

根据《九民纪要》的规定,对赌协议补偿义务的资金来源限于目标公司的可分配利润,以保证目标公司补偿义务的实际可履行性。但这一规定受到较大争议,主要原因在于,在法定资本制的框架下,目标公司的资产情况并不能代表目标公司履行现金补偿义务的最大范围,且公司资金额与债务额的静态比较不能完整地表征公司的偿债能力,仅以“可分配利润”为基础判断目标公司的履行能力缺乏商业逻辑的合理性。尤其是作为资本公积的溢价投资部分是否可以用于现金补偿,目前理论界和实务界均存在争议。

主张“资本公积不能用于现金补偿”的观点主要从资本维持原则,公司股东不得抽逃出资的规定以及公司法关于资本公积金的用途两方面阐述。其一,根据公司独立的法人人格,公司以其独立的财产为限对公司债务承担全部责任,且任何人不得侵犯公司的独立财产。资本公积金作为公司独立财产的一部分,受公司法人人格独立制度的保护,公司股东不能主张资本公积金与自己持股比例相对应的部分归属于自己。其二,资本维持原则要求公司在其存续过程中,必须经常保持与抽象的公司资本额相当的公司现实资产。资本公积金本质上属于公司资本的范畴,返还资本公积金将违反资本维持原则,构成“抽逃出资”。其三,《九民纪要适用》指出,根据公司法第168条的规定,公司的公积金用于弥补公司的亏损,扩大公司生产经营或者转为增加公司资本。但是,资本公积不得用于弥补公司的亏损。因此,在投资方作为目标公司的股东的情况下,无论基于什么原因,都不能从公司“资本公积金”中拿走金钱。上述观点从抽象意义的资本维持原则视角展开,但是存在两点问题:首先,公司将资本公积用于现金补偿的会计处理表现为公司账面上的现金资产的变动,然后在资本公积科目中冲减,以此平衡公司总的资产负债表。因此资本公积并不是目标公司履行现金补偿义务的直接资金来源;其次在我国会计制度规范的进路下,“股本”和“资本公积金”同属所有者权益类科目,严格意义上,认定公司向股东输送利益的行为是否构

成抽逃出资,应证明这种利益流出侵蚀的是公司的“股本”而非其他所有者权益项目。因此,将用于现金补偿的资金于资本公积金科目冲减原则上不能视为对公司资本维持原则的违反。

主张“资本公积可以用于现金补偿”的观点主要从投资方与目标公司的双重身份关系下展开,即对赌协议投资方与目标公司基于对赌协议产生合同之债的法律关系,投资方是目标公司的债权人。同时因为股权的交割,投资方成为目标公司的股东。且投资方与目标公司二者的债权法律关系是基础法律关系,股东与公司的法律关系是延伸出来的法律关系。投资方是基于债权,而不是基于股权的债权性请求权诉诸协议履行,对于公司来讲是根据债权债务关系清偿债务。且公司法未禁止公司回购股东对资本公积享有的份额。另外,根据商事外观主义这一基本法理原则,由于公司的资本公积金账户资金并无工商登记或其他形式的公示,因此不会产生债权人信赖利益损失的可能。所以,资本公积金并无债权人保护的现实必要性,却有偿还投资方债权的现实紧迫性。

(3) 民法典合同编层面之一:减资前置扭曲合同机制。

从民法的角度而言,对赌协议具有合同的属性,协议的效力认定与履行等问题应当契合合同法的一般规则与原理。合同有效是合同当事人的正常合理期待,而合同无效是合同效力瑕疵中最为严重的一种,直接导致合同目的自始、绝对不能实现。但以减资前置为补偿义务履行条件的规定存在认定合同无效与合同有效的实然法律效果无异的价值悖论。甚至有学者认为,如果对赌协议被判无效,则可以遵从民事合同无效的法律后果规则,投资方至少可以收回本金。对赌协议被判定为无效相比于有效更有利于投资人。但这一观点缺乏关于判决实际执行效果的思考。具体而言,按照上述规则,对赌协议被判定为有效后,在实际履行中可能会存在减资决议召集或举行不畅、债权人要求目标公司提供担保等诸多不确定性障碍阻却协议功能实现。而假如投资方诉请法院确认对赌协议无效或者请求确认解除,即使投资方获得了“确认案涉对赌协议解除,目标公司应当返还投资方投资款”的胜诉判决,在上述法律障碍未消除的前提下,司法认定对赌协议无效或确认解除并不意味着投资方能够自然收回本金,相反,投资方取得胜诉判决后仍然面临能否得到执行的问题。因此,从实际法律效果而言,对赌协议被判定为有效抑或是无效对投资方的利益并无差别。《九民纪要》公布之后,虽然阻隔了投资方请求对赌协议无效的路径,但实质上并未解决该现象底层的矛盾。

(4) 民法典合同编层面之二:“金钱债务无履行不能”。

首先,对赌协议属于金钱之债。根据合同标的的不同,合同之债分为金钱之债和非金钱之债。现金补偿型的对赌协议的债务属性当然属于金钱之债,而股权回购型的对赌协议因使用“请求目标公司回购股权”的表述,对其债务属性的认定则需要格外加以澄清,剥开“表述之外衣”,追寻其本质。所谓金钱之债,就是以支付金钱为义务内容的债。进一步而言,根据民法典第579条关于“当事人一方未支付价款、报酬、租金、利息,或者不履行其他金钱债务的,对方可以请求其支付”的规定,金钱之债是以债务人给付一定价款、报酬、租金、利息,或者履行其他金钱债务为内容的债。就股权回购型对赌协议而言,目标公司负有在出现协议约定情形时回购相应股权,即向投资方支付股份回购款项的义务(实践中投资方的诉请均为支付回购款项),类似于买卖合同中买受人支付标的物价款的义务。因此,从标的物 and 债务的履行方式可知,股权回购型对赌协议亦为金钱之债。

其次,通说认为金钱债务无履行不能。对比民法典第579条和第580条的规定可知,对于金钱债务,债权人可以请求债务人实际履行,而非金钱债务存在履行不能的情况。从法理上看,金钱作为一般等价物,货币之债履行中,也无需对作为标的物的金钱予以特定化,故不会发生履行不能,而只会出现履行迟延。然而依据《九民纪要》,如果目标公司履行对赌补偿义务违反了公司法有关资本维持原则和债权人保护的相关规定,法院便不会支持投资方请求履行义务的诉请。此规定使金钱债务存在履行不能的情况,与合同法规范体现的一般原理相违背。

2. 现实障碍

(1) 减资程序进展不畅与司法介入壁垒。

首先,减资决议涉及目标公司原股东与投资方之间利益冲突问题。投资方希望目标公司完成减资程序进而实现股份回购的请求,但由于减资很大可能会导致公司资本能力的降低,目标公司原股东很难同意履行回购义务。且根据公司法第43条、第103条的规定,有限公司股东会会议作出减少注册资本的决议,必须经代表三分之二以上表决权的股东通过;股东大会作出减少注册资本的决议必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。而从对赌协议实践的典型情况来看,由于大量的资本溢价计入公司资本公积金,使得投资方所占目标公司股权比例远低于减资所要求的代表三分之二以上表决权。因此,目标公司原股东与投资方之间的利益冲突以及现实的股权比例倾斜使得减资决议的通过率并不可观。而且即使股东(大)会通

过了减资决议,若债权人出于对公司偿债能力的担忧,为了降低自身的风险,请求公司提前清偿债务而公司无力清偿或者不接受公司提供的担保时,减资程序便会受阻,无疑又加大了对赌协议的履行成本。与此同时,短时间内债权人的债务清偿要求暴增给公司带来挤兑风险,对公司资金链造成巨大冲击。这直接导致目标公司即使满足了债权人的要求后,其也很可能无法提供足够的资金向投资方履行支付回购款的义务。

其次,减资程序无法强制执行,存在司法介入壁垒。根据民事执行程序的执行标的有限原则,强制执行标的仅限于被执行人的财产和行为。被执行人的人身不得作为执行对象,不得通过羁押被执行人的方式迫使或者代替被执行人履行义务。减资程序需要经股东(大)会决议,由股东表决形成公司意志,具有人身属性,不得作为执行对象。且《九民纪要适用》在针对“关于目标公司履行减资程序是否具有可诉性”这一实务问题中明确表明司法不应当介入公司自治事项。在形式上维护了公司自治与司法强制的界限,但是这一规则难免会纵容目标公司怠于完成减资程序并以此为履行义务之抗辩,且由于缺乏后续的救济规则,投资方陷入举步维艰的困境,股权回购存在履行障碍,无法顺利完成。

(2) 目标公司可分配利润存在操作空间及举证受限。

首先,目标公司存在对可分配利润进行盈余管理的可能性。可分配利润是指公司积累的、已实现的,并且以往未使用或被资本化的利润,减去其累积的、已实际的损失(只要该等损失未被资本重组或减资核销掉)。影响可分配利润的因素众多,这也为企业管理层进行盈余管理提供了操作空间。在会计实务中,公司管理层为达到自身利益的最大化,通过调整反映经济收益的基准或指标控制可分配利润的容量以满足现实需求。而该盈余管理行为往往因并不违背会计准则而投资方无可置喙,只能被动接受不利局面。此外,将目标公司现金补偿义务的资金来源限于可分配利润的背景下,投资方很可能为了确保后续资金退出路径的畅通,在设计对赌条款时可能不再将投资款项全部计入资本金项下,而选择将一部分金额计入预付款或者附条件的应收账款等非资本金项下。而这种条款的设置偏离了对赌协议的本质,并很可能被认定为“明股实债”判定无效。

其次,在举证责任分配方面,根据“谁主张,谁举证”的规则以及《九民纪要适用》的规定,在现金补偿型对赌协议纠纷中,投资方应当承担证明目标公司具有可分配的利润。如果举证不能则要承担败诉的风险。但是在对赌实务中,投资方较于目标公

司明显处于信息劣势,在履行证明能力方面不具备期待可能性,因此直接套用举证的一般规则显然是不合理的。

综上所述,《九民纪要》框架下的对赌协议履行条件存在诸多法理和现实障碍阻碍其实际履行的进程,而如果对赌协议实际履行的问题得不到妥善解决,《九民纪要》肯定对赌协议的效力条款便失去了意义,反而挫败投资热情,不利于改善企业融资难的现状。

三、对赌协议履行障碍之法理剖析

(一) 债务履行不能的一般性法理阐释

1. 债务履行不能的法理基础

债务履行不能,是指债务人由于某种原因,客观上已不可能履行债务,使债的目的客观上无法实现,因而导致债务消灭或者转化为损害赔偿之债。通说认为,因金钱之债属于种类之债,标的物货币具有较强的流通性和可替代性,原则上不会发生履行不能,故履行不能仅存在于非金钱之债中。根据履行不能发生事由的出现时间,可以分为自始不能和嗣后不能;根据履行不能是否归责于债务人,可以分为过错(有责)的履行不能和非过错(无责)的履行不能;此外,有学者根据履行不能存续的状态,将履行不能分为一时不能和终局(永久)不能。需要指出的是,这里的一时不能应当指法律上的一时不能,否则将与履行迟延相混淆。一时不能指在履行期内暂时出现障碍致使履行不能,一旦障碍消除,仍可继续履行;永久不能是指在债务履行期和宽限期内均不能履行。如不可抗力发生致使标的物灭失致使履行不能。

2. 债务履行不能的法律效果

根据债法的一般原理,债务履行不能的,发生免除原债务履行的法律效果。债权人不得请求债务人继续履行原债务。这是与履行迟延所致法律效果的主要区别。但是免除继续履行责任不直接等同于免除违约责任,履行不能直接导致合同目的不能实现的,守约方可以请求解除合同并按照合同约定主张违约金或者定金的返还,合同无特别约定的,非违约方还可以请求赔偿实际损失。此外,依据履行不能存续的状态不同划分的一时不能和永久不能所带来的法律效果有所不同。第一,就法律一时不能而言,不免除债务人履行债务的义务,而仅影响其内容即履行期限。第二,就永久不能而言,因不具备履行可能性,当然免除债务人原债务的义务。

（二）对赌协议履行条件的反思与证成

1. 对赌协议是否存在履行不能？——对赌协议义务性质界定

如前所述,无论是现金补偿型还是股权回购型对赌协议,其法律属性均为金钱之债。按照通说,金钱之债无履行不能,故可简单得出对赌协议不存在履行不能的结论。但是经分析现行法律对金钱之债的履行限制可知,金钱之债存在履行不能的情况,即法律(一时)不能。例如,公司债务人资不抵债且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力的,进入破产程序。特定债权人不得强制债务人向其履行,而应根据《破产法》的规定宣告其债权并按照顺序实现。又如,依据《民事诉讼法》第250条第1款的规定,当债务人的责任财产仅包括自身及其所抚养家属的生活必需品时,案涉金钱债务便不能被强制执行。概言之,金钱债务存在法律(一时)不能。

就对赌协议的现金补偿、股权回购等金钱债务而言,按照现行的公司法及《九民纪要》的规定,其会因违反资本维持原则而陷入履行不能,亦指法律上一时不能。学界持“履行迟延”说的观点未能认识到履行障碍发生的根本原因。简单来说,虽然事实上履行障碍表现为目标公司财务状况不善导致补偿义务不能实现,但根本上源于公司法强制性规范的约束。

2. 对赌协议为何存在履行不能？——资本维持原则的底层逻辑

从法律不能的逻辑起点和适用情况来看,如果某一债务的履行涉及不同利益且所涉利益不能同时实现时,法律便会通过价值衡量向其中一方倾斜,阻隔或者暂缓另一方利益的实现。在对赌协议履行纠纷案件中,由于涉及目标公司两方请求权权利主体——投资方与公司债权人利益的冲突,法律介入有一定的必要性。投资方与目标公司债权人均对公司享有财产性权益,但是受公司可用资金的限制,往往在投资方请求目标公司履行现金补偿或股权回购义务时,公司财产面临急剧减少的窘况,债权人的权益便无法切实保障。当二者存在冲突时,按照通说,应当首先保护公司债权人的利益,而不是股东的利益。《九民纪要适用》指出:“在公司债权人的利益得到了保护之后,作为公司股东的投资方请求目标公司回购其股份的请求才具有正当性。”这一规则设计源于资本维持原则的底层逻辑。资本维持原则旨在当公司资本低于有关底线标准时暂时阻止公司财产的流出。从资本维持原则的规范目的上看,在于禁止“不当侵蚀”公司财产以维持股东与债权人之间的权益平衡。

因此,正是基于资本维持原则和保护债权人的理念贯彻,构成对赌协议现金补偿或股权回购义务之法律一时履行不能的理论基础。通过法律设置履行条件形式的介

人,以避免股东与债权人利益保护的失衡。

3. 对赌协议如何设置履行条件?——回应减资前置与补偿资金来源的争议

对赌协议履行条件的设置,应当围绕资本维持原则,从“履行债权人保护程序”和“不得构成抽逃出资”两方面入手。第一,履行债权人保护程序。这里的债权人保护程序仅指参照公司法第177条,编制资产负债表及财产清单并通知公告债权人,而不包括须经股东(大)会通过的减资决议。原因在于,公司支付股权回购款并不当然地损害债权人利益,股东(大)会减资决议并非债权人保护的针对性举措。以完成减资程序作为义务履行前置条件未免会造成对目标公司及其原股东的过度保护。履行债权人保护程序后,债权人请求提前清偿债务而公司不能清偿或不接受提供担保的,公司进入破产程序并按照《破产法》所规定的债务清偿规则按顺序清偿。投资方基于目标公司股东的身份,其对公司的债权实现应当遵循衡平居次原则。第二,不得构成抽逃出资。抽逃出资的认定,应具备四要件,即①行为主体条件——公司股东;②主观要件——恶意,即主观方面具有抽逃注册资本的意图,无视公司独立法人财产权利;③行为要件——行为人通过虚构交易等手段,不当获得公司财产,损害公司的利益;④因果及损害要件——行为人抽逃出资损害公司权益。上述构成要件缺一不可,在对赌协议履行案件纠纷中,容易忽视的是认定抽逃出资的主观方面要件,当投资方并无抽逃出资的意图转移公司财产时不应当认定为抽逃出资。沿此路径,注意区分抽逃出资行为与投资方基于债权请求权请求目标公司履行义务的行为。支付股权收购价款系基于合同债务产生,即投资方是按照对赌协议的约定,以债权人的身份请求目标公司履行回购义务,主观上没有违反法律抽逃资本的意图,客观上没有虚构交易等损害公司利益的情形,不应当被认定为构成抽逃出资的行为。同时对于对赌协议股份回购或者现金补偿的资金来源不应局限于“可分配利润”,可将计入资本公积的投资溢价部分扩充进来。需要注意的是,由于目前公司法所规定的减资仅针对注册资本,因此计入资本公积的溢价投资额部分不可以直接通过减资返还。故现行返还资本公积可行性进路为:资本公积金转增公司注册资本后再通过完成减资程序返还。

四、对赌协议履行问题纾解的可能对策

(一) 资本维持原则在对赌协议履行问题中的重新定位——形式审查到实质审查
资本维持原则作为公司资本三原则的核心,本质即为维持公司资产基准的确定

性与稳定性,以保障商事主体具有与其资本相当的债务履行能力。其功能除保护债权人之外,更重要的是维护公司自身独立的法人格。因为只有通过防止公司资产免受不当流出的威胁,以此作为公司稳健运营的资本基础,最终才能保障公司独立人格,进而保护债权人的利益。且资本维持原则的本意是力求使公司实际资本维持在注册资本之上以保障公司潜在的而非仅仅是既存的债权人的利益。目前广泛的对赌协议纠纷司法实践和《九民纪要》所体现的规范意旨淡化了资本维持原则维护公司独立法人格这一维度的功能,将债权人保护的功能予以夸大,存在一定理论迷失的同时,其保守和局限性更难以顺应商业实践发展的需要。无论是通过减资程序前置履行股权回购义务还是通过利润分配履行现金补偿义务,这两种方式实质上都是公司法基于资本维持原则对公司与股东之间交易内容的检视、对保护债权人利益理念的坚守。但是在金融工具不断创新的时代,一味坚持资本维持原则形式性的固守无利于融资市场的发展,厘清资本维持原则在公司法中的主要定位具有必要性。

具体而言,应当以实质审查严守资本维持原则的内核。《九民纪要》将程序性规则作为回购型对赌协议履行的条件,固守资本维持的形式审查逻辑,忽略了回购事实上是否会对公司资本及债权人保护造成不利影响的实质性考察,存在将资本不变原则与资本维持原则的精神相混同的嫌疑。事实上,正如上文提到,目标公司股权回购不一定会导致公司资本根基的动摇,而只是减资的一种实现途径。且依据净资产是否流出公司,减资可以分为形式减资和实质减资。实质减资是指净资产超过公司注册资本的情况下,为避免公司资金闲置,公司调减注册资本数字,并将对应的净资产返还给股东。形式减资是指净资产低于注册资本情况下,公司调减注册资本数字,以使注册资本与当前净资产状态吻合。形式减资不会导致公司净资产的减少,不会影响公司的债务履行能力。因此,有必要打破“凡是公司资产逆向流入股东必然导致债权人利益受损”的思维惯性,从传统资本维持原则“维系公司资产与公司资本之间的匹配程度”的固定程式解脱出来,聚焦公司资本的原始含义——保障公司的持续运营,摒弃由法律预先设定的资本结构实现债权人保护的制度路径,转而评估公司的现金流能否偿付到期债务,直击到期债权保护目标,满足债权人对目标公司债务到期时能够支付的合理期待。放松以法定资本约束公司分配行为,而是改为偿债能力限制,要求公司对股东进行的任何分配行为均不得导致公司丧失清偿能力。在提升公司分配约束机制的延展性的同时,实现公司资金配置的优化。据此,司法裁判的核心应为目标公司财产是否向作为股东的投资方不当流出,以至于影响到公司的偿债能力,对

公司资本造成损害以及造成既存债权人保护效能的降低,从形式审查转为实质审查。

(二) 对赌协议履行规则的具体路径

1. 划定履行能力判定标准

采用“履行义务后是否具备偿债能力”作为对赌协议履行能力的标准。即目标公司履行股权回购或现金补偿义务后,如果具备偿债能力(此处的债务仅限于现实的债务),则目标公司具备履行能力;反之则不具备,以此达到保护公司债权人的实际效果。具备偿债能力应当包括两方面内容,即目标公司履行义务后,公司现金流能够支撑其正常运作所产生的到期债务以及公司净资产为正值。据此,我们可回顾股份回购和现金补偿的资金来源问题。在清偿能力的限制下,可用资金来源应当立足于资产现实的真实经济价值,包括手头的现金以及可以通过出售、借贷等获得的资金,并确保公司能够继续作为持续经营的实体存在为前提。

2. 履行能力判定主体

就判定对赌协议履行能力的主体而言,在董事信义义务体系尚不完备的现状下,建议采取商业判断与司法判断结合的模式作为公司履行能力判定的标准。考虑到偿债能力的判定涉及公司财务状况的审查,由目标公司董事会进行偿债能力的判定具备专业性以及可行性。法院不应当自行对目标公司履行义务是否可能损害债权人利益作出评判,且对于董事会商业判断的内容只进行程序性的形式审查,即只要董事会经过合法正当程序且未违反忠实、勤勉义务,则会受到信义义务的保护。

3. 适用违约责任规则

明确对赌协议履行不能可以适用违约责任规则。首先,现金补偿条款不是违约金。从合同义务角度而言,现金补偿本身即为对赌协议的合同义务,而非违约责任。且最高人民法院的裁判案例也支持“业绩补偿的法律性质不应理解为违约金”的观点。从商业逻辑的角度,现金补偿是信息不对称下的价格调整和确定机制的价格调减,是反映目标公司真实发展状况与预期发展状况之间的价格差,与违约金有本质的区别。其次,履行不能可适用违约责任规则。对赌协议履行不能系法律一时不能,由于资本维持原则的法律障碍不属于不可抗力或情势变更的免责事由,故不得免除债务人的义务并应当承担相应的违约责任。当然,在确定损害赔偿金或调整违约金时,裁判机构可遵循诚实信用原则配置当事人双方的权益,按照过错原则依据投资方和目标公司各自的过错程度处理未实现对赌协议约定目标时的责任承担,以分担对赌失败的投资风险和损失。简言之,应当明确对赌协议履行不能可以适用违约责任规

则,通过违约责任条款达到对赌协议履行不能的情况下对投资方的救济效果。

4. 明确裁判程序规则

第一,确立履行不能情况下的展期规则。从法律一时不能导致的法律效果看,应当为因资本维持原则而使目标公司履行对赌协议项下的补偿义务陷入不能延展一定期间。在此期间内投资方不得请求目标公司回购股权或给予现金补偿,期间届满后,履行障碍(事实上或法律上)消失,目标公司履行障碍消除,则须按照约定履行补偿义务。同时,为了平衡投资方和债权人的利益,在不减损债权人的利益的同时满足投资方对于对赌协议的合理期待,提高融资市场交易效率,建议法院根据案情确定义务履行的展期,且以一到两年为限。该期间届满后,如果履行障碍消除目标公司履行补偿义务,纠纷得到解决;如果履行障碍仍未消除则不再继续予以宽限,目标公司达到破产标准的,经目标公司或债权人申请,转为破产程序,投资方和债权人依据《破产法》的规定按顺序获得清偿。第二,适用一次性履行和分期履行的区分裁判规则。法院以目标公司偿债能力为基准,如果目标公司一次性履行支付回购款或现金补偿义务后具备偿债能力,则判决目标公司一次性履行义务;如果目标公司不具备一次性偿债能力,则考虑判决分期履行,具体期限和对应履行义务比例由法官根据个案进行自由裁量并根据投资方的诉讼请求判决是否支持该期间的资金占用费;如果目标公司二者皆不具备,则陷入履行不能,法院根据情况确定展期后,根据展期届满后目标公司的财务状况再作判决。第三,适用举证责任倒置规则。由目标公司承担自身不存在可用资金以一次性或分期履行义务的证明责任,纠正投资方因信息弱势地位导致的不当责任分配问题。

综上所述,就对赌协议履行纠纷案件而言,法院的裁判路径为:首先审查投资方请求目标公司履行补偿义务是否违反“禁止抽逃出资”的规定——如果是,则径行驳回投资方的诉请,并依据《公司法》和《民事诉讼法》的规定追究行为人的责任;反之进入下一步——法院基于目标公司近三年的财务状况对其偿债能力进行宏观性的评估得出初步结论——由目标公司董事会承担具体的偿债能力(一次性或分期履行)证明责任——法院对董事会判断是否遵循信义义务的要求进行程序性审查,经审查无异议则直接进入下一步,反之则要求董事会重新作出判断或引入第三方机构予以评估后再进入下一步——① 如果目标公司一次性或分期履行补偿义务后具备偿债能力,应当判决支持投资方的诉请,要求目标公司一次性或分期履行补偿义务;② 如果目标公司一次性或分期履行补偿义务后均不具备偿债能力,应当审查目标公司是否履行

债权人保护程序(仅指公司编制资产负债表及财产清单并通知公告债权人,而不包括须经股东(大)会通过的减资决议)。如果目标公司尚未履行债权人保护程序,经法院催告后仍不履行的,法院可以强制执行。目标公司履行债权人保护程序之后,法院根据案情确定一到两年的展期,在此期间投资方不可请求目标公司履行补偿义务。展期期间届满后法院再根据目标公司是否构成破产条件作出判决。目标公司达到破产标准的,经法院释明和投资方或其他债权人申请,转为破产程序;目标公司尚未达到破产标准的,判决目标公司履行补偿义务和承担相应的违约责任。

五、结 语

对赌协议纠纷案件的核心在于如何协调和平衡相关主体之间经济利益冲突的问题,其间所涉利益主体包括投资方与债权人、投资方与目标公司原股东等。笔者仅从履行障碍方面入手,以资本维持原则的实质审查为核心,解构《九民纪要》下的履行要求,回答如何解决投资方与债权人之间的利益冲突问题。但未涉及另一利益相关体的问题,例如当个别股东通过回购从公司获得利益时,如何保证股东平等原则得以贯彻,以及以偿债能力为标准相关的董事信义义务体系如何构造的问题。而这些均需要法律一一回应以完善公司法对对赌协议规制的进路。总体来说,对赌协议的法律规制应当考虑如何在金融创新和保障市场稳定之间进行价值权衡,以及如何在资本维持原则框架下褒有公司资本运作一定的灵活性。就对赌协议履行条件的设置而言,应避免机械适用资本维持原则而抑制了投资市场的活力。