

关于股东间对赌协议的法律效力首获最高人民法院判决支持的意义及再思考

作者: 王利民 / 杨培明

最高人民法院(以下简称“最高院”)近日首次对国内私募股权基金(以下简称“PE”)对赌协议¹案(以下简称“本案”)作出了终审判决,在否认股东与公司间对赌条款的法律效力的同时,最高人民法院首次对股东间对赌协议的法律效力作出了支持判决。本文旨在就本案进行简要介绍、分析及风险提示。

案情简介

2007年10月,苏州工业园区海富投资有限公司(以下简称“海富投资”)投资甘肃世恒有色资源再利用有限公司²(以下简称“甘肃世恒”)前,甘肃世恒的注册资本为384万美元,香港迪亚有限公司(以下简称“香港迪亚”)拥有甘肃世恒100%的股权。海富投资与甘肃世恒、香港迪亚及自然人陆波(甘肃世恒法定代表人兼总经理,同时也是香港迪亚的总经理)共同签订《甘肃众星锌业有限公司增资协议书》(以下简称“增资协议”),约定由海富投资以人民币2000万元对甘肃世恒进行投资(其中人民币114.7717万元为新增注册资本,人民币1885.2283万元为新增资本公积金),海富投资入股后占甘肃世恒增资后总注册资本的3.85%,香港迪亚则占96.15%。

增资协议第七条中第二项(以下简称“对赌条款”)就甘肃世恒的业绩目标约定:若甘肃世恒2008年的公司净利润低于人民币3000万元,海富投资届时有权要求甘肃世恒予以补偿;如果甘肃世恒未能履行补偿义务,海富投资有权要求香港迪亚履行补偿义务。前述补偿金额=(1-2008年甘肃世恒的净利润/人民币3000万元)×海富投资的投资金额(即人民币2000万元)。

甘肃世恒2008年经审计的净利润仅为人民币26,858.13元。海富投资遂要求甘肃世恒根据对赌条款补偿海富投资人民币19,982,095元。双方就此产生纠纷,海富投资遂起诉甘肃世恒,要求其履行增资协议下的补偿义务。

如您需要了解我们的出版物,请与下列人员联系:

郭建良: (86 21) 3135 8756
Publication@llinkslaw.com

通力律师事务所
www.llinkslaw.com

本案判决

2010年12月，兰州市中级人民法院对本案作出一审判决，判定对赌条款无效，驳回海富投资的所有请求。海富投资对一审判决不服，随即提起上诉。2011年9月，甘肃省高级人民法院对本案作出二审判决，同样认定对赌条款无效，与本案一审判决不同之处在于，二审法院认定海富投资的人民币2000万元投资款中，除已计入甘肃世恒注册资本的人民币114.7717万元外，剩余的人民币1885.2283万元属“名为投资、实为借贷”性质，要求甘肃世恒向海富投资返还该部分资金和相应利息。甘肃世恒对二审判决不服，向最高院提出再审申请，请求撤销二审判决，维持一审判决。

2011年12月，最高院裁定受理甘肃世恒的再审申请，提审³了本案。2012年11月，最高院最终判决撤销本案二审判决，并判决香港迪亚向海富投资支付协议补偿款人民币19,982,095元。

最高院认为，本案对赌条款由于使得海富投资对甘肃世恒的投资可以获取相对固定的收益，而该收益脱离了甘肃世恒的经营业绩，损害了甘肃世恒及其债权人利益，故本案一审法院、二审法院根据《公司法》第二十条⁴和《中外合资经营企业经营法》第八条⁵的规定认定对赌条款无效是正确的。但是本案二审法院认定海富投资的人民币1885.2283万元的投资名为联营实为借贷、并判决甘肃世恒和香港迪亚向海富投资返还该笔投资，最高院认为，此处没有法律依据，予以纠正。

最高院同时认为，香港迪亚作为甘肃世恒的股东在增资协议项下对于海富投资的补偿承诺并不损害甘肃世恒及其债权人的利益，不违反法律、行政法规的禁止性规定，是当事人之间的真实意思表示，是有效的。

本案意义

对赌协议在中国被普遍运用于PE投资交易中⁶，其合法性问题此前一直存在争议⁷，更缺乏权威性司法解释和判例对适用中国法律的对赌协议的法律效力给予认定。

最高院在本案判决中既维护了现行《公司法》等法律、行政法规维护公司及债权人利益的原则，也充分考虑到在PE投资实践中对赌协议所发挥的估值调整、鼓励投资的积极作用，无疑将有利于中国直接投资市场的发展和创业企业的融资活动。最高院关于以目标公司为对赌方的对赌协议无效、以目标公司股东为对赌方的对赌协议有效的认定，势必对PE投资的风险锁定机制产生重大影响，成为此类案件的标杆性判例。

进一步思考与风险提示

本案作为股东间对赌协议的法律效力获得最高人民法院判决支持首例判决，毫无疑问将会引起PE投资及法律实务界的极高关注和效仿，在此，我们还需提请相关从业者进一步考虑的是，本案中如果甘肃世恒2008年经审计的净利润为0元或者亏损，股东间对赌协议约定的赔偿款是否还会必然遵照对赌协议约定的赔偿款计算公式进行确认可能存在不确定性。如果甘肃世恒2008年净利润亏损，按照对赌协议约定海

关于股东间对赌协议的法律效力首获最高人民法院判决支持的意义及再思考

富投资可获得的补偿款将超过其原始投资款，但海富投资因投资而持有的甘肃世恒股权即便在亏损状况下的估值至少远高于 0(按照有限公司股东有限责任的法律原则，股东所持股权的估值在公司破产时将归 0)，该等按照对等协议作出的补偿过高实际会有悖于估值补偿的目的。

在合同法的违约赔偿中有一个原则是损失填补原则，另外，补偿款也不应违背公平原则及合法性原则。如果对赌协议完全不考虑估值调整的初衷和目的，简单以预测的未来净利润为触发条件实施对赌，则有可能落入非法赌博的范畴⁸。按照对赌协议属于估值调整约定的本质，我们认为，按照对赌协议约定给予的估值赔偿在特定条件下很有可能被要求适用损失补偿及公平原则，即签署对赌协议的股东按照填补当事人签署协议时可预见的标的公司估值损失及公平原则作为赔偿上限执行对赌协议的估值调整及赔偿。譬如，如果股东间在签署对赌协议时预期标的公司的估值应不低于某 PE 认可的最低值 N，那么，即便标的公司在约定的业绩对赌期间实现的业绩为 0 或亏损，适用对赌条款给予的赔偿款也不应超过 $[1-(N/\text{承诺业绩})] \times \text{投资款}$ 。

基于上述关于损失填补原则及公平原则的进一步考虑提示我们，即便最高院在本案中已作出支持股东间对赌协议的法律效力的首例判决，但在类似诉讼中仍存在对对赌协议约定的补偿金额在超出一定合理限额之上的部分可能不能获得法院支持的风险。因此，不仅是 PE 投资的标的公司及其实际控制人应理性考虑标的公司的合理估值范围，PE 在投资时也有必要在通过对赌协议保障投资保值的同时，认真考虑其可接纳的标的公司最低估值及相应的估值补偿范围。

1. 对赌安排在英文中称为 Valuation Adjustment Mechanism，即“估值调整机制”，一般是指投资方与融资方在达成融资协议时对于未来不确定情况进行的一种约定。如果约定的条件出现，投资方可以行使某种权利；如果约定的条件不出现，则由融资方行使某种权利。
2. 甘肃世恒有色资源再利用有限公司当时名为“甘肃众星锌业有限公司”。
3. 提审是指法院依照审判监督程序对案件进行重新审判。根据《中华人民共和国民事诉讼法(2007)》第一百七十七条的规定，最高人民法院对地方各级人民法院已经发生法律效力、裁定，上级人民法院对下级人民法院已经发生法律效力、裁定，发现确有错误的，有权提审或者指令下级人民法院再审。
4. 本案涉及的《公司法》第二十条的相关规定为：公司股东应当遵守法律、行政法规和公司章程，依法行使股东权利，不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益；不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益。公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的，应当依法承担赔偿责任。
5. 本案涉及的《中外合资经营企业法》第八条的相关规定为：合营企业获得的毛利润，按中华人民共和国税法规定缴纳合营企业所得税后，扣除合营企业章程规定的储备基金、职工奖励及福利基金、企业发展基金，净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配。
6. 对赌协议在中国被普遍用于 PE 投资领域。通常情况下，投资方与融资方会以被投资企业当前业绩为议价基础确定投资条件，根据双方认可的业绩增长情况，以具体业绩指标作为协议条件，如果约定的条件出现，投资人可以行使估值调整权利。对赌标的通常被设定为企业股权或设置为直接支付现金及利息。
7. 例如，上海市高级人民法院张凤翔法官此前认为，从合同法角度，对赌协议实质上是掌控风险，是对双方权力义务的一种约束，既不存在以合法形式掩盖非法目的，也没有违反强制性规定，同时也没有损害公共利益，故与现行合同法不存在冲突。从公司法角度，投资方和融资方通过对赌协议约定的股权进出并不违反公司法下的公司治理、股东权利等制度，对赌协议也未损害公司债权人利益。从金融法角度，对赌协议不是一般意义上的联营，对赌协议中的投资人以股东身份参与公司的经营和管理；此外，对赌协议是对经营风险的一种管控，不是借贷的概念。
8. 除非获得法律、行政法规的特许，在中国境内以营利为目的的赌博属于违反《中华人民共和国治安管理处罚条例》、《中华人民共和国刑法》等法律、行政法规的违法行为。

关于股东间对赌协议的法律效力首获最高人民法院判决支持的意义及再思考

如需进一步信息，请联系：

上海	北京
俞卫锋 电话: (86 21) 3135 8686 David.Yu@linksllaw.com	俞卫锋 电话: (86 10) 6655 5050 David.Yu@linksllaw.com
张 明 电话: (86 21) 3135 8777 Ming.Zhang@linksllaw.com	翁晓健 电话: (86 10) 6655 5050 - 1028 James.Weng@linksllaw.com
刘赞春 电话: (86 21) 3135 8678 Bernie.Liu@linksllaw.com	

© 通力律师事务所 2013