

对赌协议裁判的理想进路： 合同法与公司法的嵌入与并存

秦 涛 张旭东

摘要：对赌协议是我国私募股权投资领域广泛应用的一种估值调整方式，其中涉及到的股权回购、现金补偿约定在理论界和实务界引起了巨大争议。该争议的主要根源在于对赌协议的合同安排扰乱了公司治理结构，触及了公司法强制性规范。现有关于对赌协议的审判以认定该部分内容无效为主，其实际上混淆了合同无效与合同履行不能的区别，并且忽视了公司的组织属性。为改变这一现状，应从公司法与合同法的本质进行分析，寻找两者的嵌入点与共生点，以促进我国商事审判水平不断提高。

关键词：对赌协议 合同无效 履行不能 董事会中心主义

中图分类号：D923

文献标识码：A

文章编号：1004-0730(2018)02-0080-09

DOI:10.19624/j.cnki.cn42-1005/c.2018.02.011

对赌协议是投资方与融资方企业之间约定的一种定价机制，广泛存在于我国私募股权投资机构的股权投资领域。“其在内容上表现为私募股权投资者与融资企业管理层对企业经营业绩或企业上市的约定。”^[1]从业内一些对赌协议的条款设计来看，投资者首先对融资方进行溢价投资，并约定融资公司未来几年内的业绩标准或上市目标等。若融资方在约定时期内未完成上述目标，投资方可以要求融资企业及其股东对其股权进行回购并按照一定的计算方式进行现金补偿，同时投资方也承诺，若公司利润在承诺期限

内超过业绩允诺标准，则投资方将向融资方进行一定的现金补偿。对赌协议涉及到合同法中当事人地位平等、意思自治的精神，同时也受到公司法中资本恒定、保护债权人利益的强制性规范的限制。故而，兼有自由与管制的对赌协议在我国商事领域占有重要地位，同时法院对这类纠纷的认定处理亦能体现我国商事审判的逻辑。

一、问题的提出

从我国的司法实践来看，投资方与目标公司

股东之间的协议属于意思自治的范畴,法律应当予以保护,我国理论界与实践界对此无太大争议;而投资方与目标公司之间的股权回购和现金补偿约定由于损害了债权人利益以及违反了公司法强制性规定,被司法机关认定为无效,我国理论界与实践界对这种做法莫衷一是。^[2]

在中国私募股权投资第一案——海富投资公司诉甘肃世恒公司案(以下简称“海富案”)中,经最高院再审,其认为无论世恒公司的经营业绩怎样,根据合同约定海富公司都可以获得较为固定的收益,该收益实际脱离了世恒公司的实际经营业绩,同时也损害了公司债权人的利益,因此肯定了一、二审法院依据《公司法》第 20 条和《中外合作经营企业法》第 8 条的规定所认定的《增资协议》中约定部分无效的判决。该判决由最高院作出,具有极大的指导意义,致使司法实践中出现了大量的类案审判。^[3]即从对赌协议的条款内容出发,以“不违反法律、行政法规的强制性规定”“损害债权人利益”,或者以“违反《公司法》第 20 条的强制性规定”“有违公司法相关资本维持原则的强制性规定”的相关组织性内容或管制性内容,来否定投资方与目标公司之间的对赌。

然而,从对赌协议的商事仲裁来看,其结果与法院审判并未形成一致的裁判思路与分析框架。甚至可以说,仲裁庭关于对赌协议的裁决认可了融资公司收购投资方股权的“回购股权”约定。^[4]无独有偶,山东瀚霖生物技术有限公司、曹务波与公司有关的纠纷案中(以下简称“瀚霖案”),法院经开庭审理认为融资方与投资者之间的股权回购条款违反了公司法的强制性规定,属无效,但却支持了投资方要求融资方公司偿还溢价增资部分^[5]的诉讼请求。^[6]

合同属意思自治范畴,但合同的签订不得违反法律法规的强制性规定,由此形成了合同自治与法律管制之关系的惯性思维定式。从现有文献来看,合同自由、强制性规定、债权人保护、公

司资本维持等问题一直是关于对赌协议的热点问题。因此,如何认识公司与合同将成为对赌协议裁判中重要的逻辑前提。本文认为,对赌协议中的对赌观点应被支持,并试图针对法院判决和仲裁逻辑思路的不同,从合同法的合同效力与合同履行以及公司法的财产性和组织性角度,寻找两种法律规范的嵌入点与共生点,以期为我国对赌协议司法审判的进步寻找理论支持。

二、合同的逻辑:合同效力与合同履行

对赌协议实际上是新旧股东、融资公司之间的一种协议,但由于我国公司法关于股东之间协议的规范有限,因此,司法实践中表现出了明显的逻辑僵硬式审判特色。“一方面,重视股东权利的保护,法院运用所擅长的民法的公平、诚实信用等基本原则,与合同法、财产法上的表见代理、善意取得、侵权责任等制度来判决和解决大多数纠纷;另一方面,强调一般的规制框架,维护公司法之外的资本管制、金融管制、国有资产管理等制度成为重要任务。”^[7]对赌协议作为一种合同安排,以合同手段扰乱公司内部的强制性规范,危及公司外部债权人利益,那么,在公司法与合同法的相互交叉中,以“效力”作为认定合同的唯一标准,实际上是将合同自由与法律规制作为纠纷裁判的核心。

(一)民法原理中的合同效力与合同履行

对赌协议是一种无名合同,或者说是一种关于产权的合同安排,必然受到合同法、物权法的相关规制。最高院在《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》第 15 条指出:“正确理解、识别和适用合同法第 52 条第 5 款中的‘违反法律、行政法规的强制性规定’……应当区分效力性强制规定和管理性强制规定。违反效力性强制规定的,应当认定为无效;违反管理性强制规定的,人民法院应当根据具体情形认

定其效力。”这表明在对待合同效力问题上,最高法院给出了两种不同的司法指导。同时,该意见第 16 条指出:“如果强制性规定规制的是合同行为本身……则应当认定其为无效……若规制的是某种合同履行行为,则应当慎重把握。”这意味着在司法实践中要对合同行为本身与合同履行行为进行区分。

民法理论中,合同效力与合同履行的理论基础来源于民法上的区分原则,“在依据法律行为发生物权变动时,物权变动的原因与物权变动的结果作为两个法律事实,它们的成立生效依据不同的法律根据的原则”^[8]。“而这一原则又是基于民法体系中的请求权与支配权、债权与物权、负担行为与处分行为的区分。”^[9]“因此,以权利变动为目的的基础债权合同与作为合同履行法律效果的权利变动本身是两个相互独立的法律事实。”^[10]故而,对合同的判断应当隔离效力判断与履行判断。

对赌协议中约定融资方对投资方进行现金补偿,将公司资本逆流流向股东,这是财产权利的变动,属于合同的履行部分。该履行行为可能会导致公司资本不当减少、债权人利益受损,但在审判中,不应认为“履行不能”的障碍即是“合同无效”的障碍。当然,这并非罔顾公司法中资本维持等禁止性规范,而是说不应把该禁止性规范放在合同效力认定阶段。弄清合同效力与合同履行的不同阶段,不仅有助于维护合同自由,减少机会主义的发生,也能够更为合理地分析公司法中强制性规范的实质,是一种新的判断思路。

(二)“对赌协议”违约责任分析

对赌协议的违约责任是一种履行承担。司法实践中认定“无效”的对赌协议案件,其实质并非“无效”而是履行不能。现行民法虽然未对债务不履行设置概括统一的规定,但已加以类型化,分为三种类型:“给付不能、不完全给付、给付

延迟。”^[11]违约责任是对履行利益的赔偿,“被害人得请求赔偿者,系债务人依债之本旨履行时,其可获得之利益”^[12]。根据“海富案”与“瀚霖案”的判决内容,融资目标公司的现金补偿、股权回购义务系因公司资本维持需要无法履行而构成履行障碍。“由于现金补偿或股权回购义务为金钱债务,不存在履行不能的问题,此处构成合同法上履行延迟。”^[13]商事投融资是一种风险极大的商业行为,加之资本的趋利性,投融资双方都应当有一定的理性分析,对赌协议正是在这种风险极大的情形下开发出来的一种利益调整工具,是风险投资的一种管理性手段。投资补偿是出资后对投资进行估值调整的结果,对赌协议的不利后果双方当事人都可以合理预测,并非不可抗力或情势变更。因此,债务方因公司的资本维持和债权人利益保护不能承担现金补偿、股权回购义务时,应在合同有效的前提下讨论合同履行的可能性。

从国外的一些判例来看,美国“Thoughtworks 案”^[14]中,融资方 Thoughtworks 公司由于上市无望,需承担对 SVIP 公司股权回购义务。Thoughtworks 董事会在寻求法律和财务意见后,决定遵循一定的条件和程序使用“合法可利用的资金”来履行回赎义务。该“合法可利用的资金”是指,回赎的资金不得超过公司利润盈余,不得损害公司持续经营能力,不得削弱公司任何资产的价值。据此,Thoughtworks 董事会结合公司当前的盈利能力和剩余利润,采取分期回购的方式来持续性履行义务。

“基于公司的独立财产、拟制人格与既定程式,强制履行等合同救济方式在公司中存在适用的边界。”^[15]根据我国对赌协议诉讼案件发生的社会实况来看,往往目标公司盈利能力明显降低,难以一次性履行所有义务,构成组织法上资本维持的履行障碍。借鉴美国 Thoughtworks 案中董事会采取分期履行回购义务的方式,本文认为,

在认定合同有效的前提下,在不违反资本维持和债权人利益保护的强制性规范的前提下,可以认定目标公司分期付款或延迟履行的可行性,直至完成满足投资者利益的目标。

三、公司的逻辑:财产性与组织性

(一)传统思路:公司的财产性

公司是法人或者企业法人。法人实在说和法人否认说是传统的法人本质理论,前者认为法人是与自然人并列的民商事主体,后者认为法人只不过是个人或财产的集合而已。其中,德国学者椰林认为法人不是形式上的权利、义务归属者,其实质主体是法人背后享有该社团财产利益的自然人。^[16]对公司属性的分析,后来演变成“财产定义”与“实体定义”两种模式。“财产定义”将公司作为股东的私有财产,“实体定义”则将公司作为一种社会机构。^[17]从我国法院关于对赌协议的判决说理以及援引的法律规范来看,其裁判思路是把公司看作是“股东财产的延伸”^[18],而忽视了公司的组织属性。

“海富案”中,兰州市中院在一审中援引了《公司法》第 20 条“公司股东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利益”的规定。^[19]“瀚霖案”中,法院则援引了《公司法》第 35 条“股东不得抽逃出资”、第 37 条“减资需经股东会法定程序”以及第 74 条“股权回购的法定情形”的规定。这些规定都是从股东的行为规制出发,通过股东来规范公司的行为。但是,公司作为一种社团法人,“系以社员为其成立基础的法人(人的组织体)”^[20],“本质在于社团性,而社团意志的特点在于程序,是由公司治理所确立的决策过程”^[21]。故而,对赌协议实质上是公司决策主体依据公司章程等规定,按照决策程序做出的决策事项。这一逻辑的展开是公司“财产模式”的

体现,即常说的“谁投资、谁所有、谁受益”^[22],致使公司是股东财产的延伸、所有权的派生,强调股东利益需借助公司来实现。由此可见,对赌协议的部分审判并未将这一合同的决策事项交给特定的决策主体,进而由特定的决策机构负责。

在“海富案”中,法院并没有对资金补偿和股权回购作分别讨论,而是基于公司资本维持和债权人利益保护的原因,一概否定了公司资产向股东逆向流出的做法。而在“瀚霖案”中,法院经审理认为,投资方投资 4900 万元给融资方,其中 700 万注入注册资本,4200 万元纳入资本公积金,投资者虽然不能抽回股本,但作为溢价投资的部分可以返还给投资者,所以判决支持了投资方纳入融资方资本公积金的溢价投资及其投资成本部分。“是否允许公司将资本公积金返还给投资者,我国立法尚未明确,在有的公司中,公司对股东的无偿支付若出自资本公积金,也构成抽逃出资。”^[23]在一些商事仲裁案件中,仲裁委员会将投资款与溢价投资款的财产属性作了区分,指出其产生的合同依据不同,溢价投资款在账务上的具体处理列为公司负债还是计入公司资本公积金并不影响投资补偿条款的产生、计算和法律上的成立。^[24]实际上,公司的资产、负债和所有者权益等会随着生产经营状况的不断改变而发生变化,即使是公司向股东支付了投资补偿款,也不一定是来自于资本公积金,还有可能来源于未分配利润或者盈余公积金,当然也可能是股东抽逃股本。故而,除了股东抽逃股本会造成公司资本不当减少外,其余两种资金来源并不会损害公司债权人利益。

(二)新思路:公司的董事会中心主义

公司法理论中,公司法人治理结构权力模式配置分为以股东会为中心的“股东会中心主义”,和以董事会为中心的“董事会中心主义”。前者认为公司的权力来源于股东,股东会是公司的“最高权力机构”,后者认为股东只对重大事项具

有表决权,而公司的日常经营决策都由董事会来实施,因而形成了股东和管理层之间的权力分野。

事实上,股东会中心主义在公司股份制改革中呈现出越来越大的局限性。这是因为,股东会中心主义其实是以较为集中和稳定的股权结构为前提的,且股东只有在参与公司决策管理中获得的收益大于付出的成本时,才会有相当的激励来为公司经营和发展投入更多的精力。因此,只有在公司所有权与经营权分离不高、相对封闭的环境下,这种制度才能发挥其主导性作用。^[25]而随着当代公司规模不断扩大,股份流通性不断增强,公司中小股东更换频繁,一些大股东极易滥用法人独立资格地位损害债权人和中小股东利益。从德国和日本的公司法改革来看,经营者的权力高于股东的权力是必然趋势。^[26]而且,已有立法模式并不是反对、摒弃股东大会的权力,将公司权力转向董事会并不是否认股东对重大事项的决策权,相反可以提高公司运作效率,且能在权力上对董事会形成一种制约机制。

美国 Thoughtworks 案中,董事会通过法定程序,依据法律和财务顾问的建议以及公司经营现状,做出了用“合法的可利用的资金”分期偿付 SVIP 公司的股权回购款的决定。SVIP 公司反对这一履行方式,向法院提起诉讼,法院认为原告的诉求只能通过推翻 Thoughtworks 公司董事会的决定来实现。而特拉华州最高法院认为,董事会做出的决策只要不存在恶意、不是依据不可靠方法做出的,就应当尊重其合理性。从董事会中心主义角度出发,董事会不仅是股东的代理人,也是各种公司合同的中心。^[27]

贯彻董事会中心主义,将会平衡公司债权人、员工、社会环境等因素对公司利益的影响,“董事会在行使公司经营管理职责时,是以公司和股东整体利益最大化而不是某个股东利益最大化行事的,他们不得不考虑股东间整体利益的

平衡”^[28]。在公司管理决策中,“同股同权”已成为基本共识,但公司经营中任何一方的专用性投资都不能产生使其占据公司统治地位的重要程度,而独立于任何股东团伙的董事会将鼓励所有成员的专用性投资,不偏不倚。亦即,在公司日常经营管理中,董事会协调了各方的利益。

因而,从股东会中心主义转向董事会中心主义,不仅有利于提高公司决策效率,甚至还可以保护中小股东及债权人利益。从公司法理论来看,股东对公司负出资义务,不得滥用法人独立地位,除此外几乎不负任何义务,在重大事项决策中,若股东决策造成其他股东利益的损害,其救济途径是有限的。而董事会作为对公司负有直接和专业责任的管理团队,应当履行忠实义务和勤勉义务,并且,现行立法对董事会有健全的激励和约束机制,当董事会做出有损公司利益的行为时,公司可以直接要求其承担赔偿责任。于此,若对赌协议中董事会做出的补偿、回购方式不公正客观,损害公司、中小股东和债权人利益时,公司可以对董事会进行追责。

(三)董事会中心主义的护航者:市场中介

美国 Thoughtworks 案中,董事会在做出决策前聘请了法律和财务顾问对公司的各项指标进行了调查和分析,进而董事会根据两个市场中介的调查报告做出了以“合理可利用的资金”进行“分期偿还”的决定。“对于研究公司治理的学者而言……他们一直在永无休止地探讨着董事会和股东的问题……但它留下了一个重要盲点,它忽视了金融市场中各种专业机构的角色和功能。”^[29]市场中介在美国商业交易中具有十分重要的作用,董事会的决策十分依赖于市场中介的信息、建议。这种制度理念在我国《证券法》上也多有体现,在证券发行过程中,除了发行人和投资者之外,还有券商、会计师、资产评估师、律师以及证券结算机构和证券咨询机构等中介机构介入。发行人承担公开真实义务,保荐人、承销人、

各类证券服务机构等负核查责任,投资者根据公开信息进行购买判断。若公开失真,致使投资者在证券交易中遭受损失的,“发行人负无过错责任,其他人负过错责任”^[30]。因此,各类市场中介机构能对发行人起到监督、辅佐作用。

纵观国内的私募股权投资,市场中介的作用是缺席的,融资公司的财务状况一般委托会计师事务所审计,但这种关系仅仅局限于委托服务法律关系,并未体现出会计师事务所的结论对于公司决策的影响。国内大大小小的 PE 机构在寻找项目进行股权投资时,投入的法律尽调成本十分有限,加上融资公司急于得到投资的迫切心理,往往会遮掩部分事实,致使投资机构得出的尽调结论也并不全面。在这种信息不对称的情况下,投融资双方往往通过估值调整措施来平衡当事人双方的利益,进而减少投资风险。于此,若市场中介机构发挥作用,投融资双方的信息不对称问题将会大大降低,在后续即使对赌失败后、融资公司进行利益补偿时,市场中介的信息和建议也会对董事会的决策提供参考。

四、理想进路:合同法与公司法的嵌入与共存

实现对赌协议审判逻辑的转变,需要综合考虑公司董事会与股东会的作用、市场中介的作用、健全的市场责任机制,以及法官的思维、我国的立法趋势和理念等,这是一项长期的工程。于此,尝试一种“渐进策略”^[31]也许符合改革的进程和逻辑。

(一)对赌协议的裁判离不开公司法的公法属性

公司法具有私法公法性。“合同不自由”是公司设立、运行过程中表现出的基本特点。公司具有团体性,其运行过程中的“决议”常体现为多方性,故而“多数决定”会成为限制个人自由的主要

原因。在合同对外性上,由于公司组织性的多方牵连,任何一个局部的合同行为都可能会影响到与团体利益相关的某个个体。此外,公司还具有极强的公共性,“公司还是一种规制手段,是国家以私人方式参与市场干预的重要形式……公司法甚至成为‘公法中的私法’角色呈现在公共规制中”^[32]。部分学者基于公司的上述特点,认为公司法的立法和实施中掺杂了大量的社会公共利益特征,因而具有公法属性。

法定资本制是平衡公司与债权人利益的制度工具,涉及到公司法人制度的核心问题。具体到对赌协议,股权回购条款和现金补偿设计使得公司资本逆行流向股东,从传统德日法定资本制的观点来看属于强制性管理的范畴。进入 21 世纪以后,公司认缴资本制及现代化改革浪潮的实践,使大多数国家逐渐放松了对公司资本法定规则的干预,但并没有抛弃“债权人利益保护,股东有限责任”的理念。司法裁判更多转向“清偿能力规则、揭开公司面纱规则甚至商业判断规则”^[33]的考量来实现对债权人利益的保护。

我国《公司法》第 20 条第 1 款规定“股东不得滥用法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人利益”。从法律规则角度而言,“不得”表现为勿为模式,是一种义务性的禁止规则,故而该规定是一项强制性规定,也是公司法公法性的一种具体体现。但并不能因此认为含有“不得”语句的都是强制性规范,“《公司法》中存在着一些假性强行法,一些使用了‘不得’‘应当’‘必须’等指示性语词的法规并非一定是强制性规范”^[34]。合同无效是合同瑕疵判断最为严重的处罚手段,如果合同违背某项强制性规范,那么就要看“该强制规定的规范目的是否必须通过合同效力这一机制来实现”^[35]。从体系解释的角度来看,合同无效并不是保护债权人利益的唯一手段,《公司法》第 20 条第 3 款仍规定了“法人人格否定制度”,意在从股东承担责任角度保护债权人利益,

因此债权人利益保护途径存在着替代路径。

对此,并非是要否定《公司法》中管制条款的效力,而是要结合最高人民法院《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》精神,最大程度发挥市场的决定性地位,尊重和保障意思自治,将《公司法》的“私法公法性”放在更为合适和恰当的地方。随着私募股权投资的发展,当条款设计使得法院无法寻求替代路径保护债权人利益时,当然要否定该对赌协议条款的设计。

(二)对赌协议的裁判重点应在合同履行的可能性

首先,以合同履行中的障碍前置作为否认合同效力的做法应当予以改变。合同无效与合同履行障碍是两个不同的概念。对赌协议中,各方主体均是以利益为导向,在利益平衡与协调的基础上进行合同签订,诚然,股权回购条款或资金补偿条款应当以公司资本维持为核心,不损害合同以外第三人的利益,但资本维持不应该作为直接导致合同无效的规定,而应成为检验对赌条款履行后是否可以资本维持的准则。融资方公司对投资人进行股权回购或现金补偿,也许会在履行过程中造成公司资本的不当减少,但这是履行障碍。且金钱债务不存在履行不能,只存在履行延迟。当公司剩余资金在“合理可利用”的资金基础上又有其他盈余时,该种障碍将会消除,且不会损害到债权人和中小股东的利益。

逆转“海富案”的某对赌协议仲裁案就是鲜明的例子。^[36]该案中,融资方实际获利 1.5 亿元,未达到约定的 3 亿元利润水平,需依对赌协议内容向投资方支付补偿款 0.99 亿元。仲裁委员会认为公司 1.5 亿元的利润大于应当向投资公司支付的补偿款总额,可将补偿款视为对投资者股东的定向利润分配,故而依据《公司法》第 35 条的内容,有限责任公司定向分配利润对公司本身及债权人利益都不构成损害,且经全体股东认可,在

实体和程序上都无瑕疵,最终仲裁庭支持了申请人的诉求。因此,基于特定案件事实来分析合同履行可能性,并把债权人利益保护、公司资本维持等强制性规范考量放置在合同履行过程中,更符合公司法改革和发展的方向,同时也有利于保障合同自由和意思自治,在社会形成一种良好的鼓励金融创新导向。

(三)对赌协议的裁判应注重董事会中心主义

董事会是现代法人治理制度的核心,董事会权力的合理配置也成为公司现代化管理的重要内容。“因此,董事会中心主义突出表现为强调董事会在公司治理过程中的核心地位,对于公司发展至关重要。”^[37]从对赌协议角度出发,基于美国 Thoughtworks 案的发展脉络,应当尊重董事会在公司决策中的地位,通过多种途径实现对合同意思自治的肯定。

首先,优化责任承担方式。美国 Thoughtworks 案的启示之一,便是以分期偿还的方式补偿投资方的损失。司法实践中,应发挥董事会中心主义的效率性和程序正当性,要求董事会依据融资公司的财务状况和现金流,根据市场中介的意见和分析,做出分期履行或延期履行的决策,再由法院对决策的正当性和程序性进行评判,合法则支持,违法则驳回。

其次,注重对董事会的制约和监督。董事会的决策管理权力应当受到有效的制约和监督。当董事会决策给公司利益造成损失时,公司可以对董事会进行追责。“若董事会的决策对债权人利益造成损害的,在一定条件下,可以认定董事会违背对债权人的信义和忠实义务。”^[38]但这应当按照另诉处理,而不能作为否认对赌协议效力的条件。

最后,重视法人人格的独立性。从投资人开始组建公司到公司初步登记设立,再到初步形成公司的治理机构乃至治理机构的规范运行,在这

一过程中股东作用逐渐减少,公司法人属性则逐渐增强。在对外关系中,公司事务全部交由董事和经理处理,股东则“退居二线”静享分成,这在上市公司中更为常见。于此,在对外合同中要正视公司的人格独立性,发挥公司董事会的决策能力,重视公司的组织属性,不能把公司仅看作是“股东财产的延伸”。

五、结语

市场经济浪潮下,合同事实上已经成为了商业行为的一部分,并且解决了大量的权利义务争端。因此,商事合同中的合同安排应当被尊重,甚至有学者在经济法著作中提出了“市场优先原则”^[39],旨在尊重合同在商事交易中的作用。对赌协议签订过程中,协议当事方、利益关联方都是平等利益主体,对赌协议的内容不涉及国家或公众利益,没有需要法律特别关照的利益方,且投资补偿是一项或有债务,投融资双方都存在着投资风险。因此,对赌协议的审判不应停留在对其效力的一概否决上,而应当将对赌协议的效力和履行隔离开来,避免把履行障碍前置作为合同无效的否定。同时,应注重公司的组织属性,积极发挥董事会的作用,让董事会做出对投资补偿、股权回购义务的决策,并在审判中重点审查董事会决策的程序问题和正当合理性问题。

注释:

- [1]李有星、冯泽良:《对赌协议的中国制度环境思考》,《浙江大学学报(社会科学版)》,2014年第1期。
- [2]参见中华人民共和国最高人民法院民事判决书([2012]民提字第11号)。参见俞秋玮、夏青:《如何看待融资公司作为“对赌”主体的效力》,《人民法院报》,2014年9月10日第7版,作者认为

将融资公司作为对赌协议主体有待商榷;张先中:《私募股权投资中估值调整机制研究——以我国〈公司法〉资本规制为视角》,《法学论坛》,2013年第5期,作者对融资公司作为对赌主体持肯定态度;季境:《“对赌协议”的认识误区修正与法律适用》,《人民司法》,2014年第10期,作者否定公司为对赌主体无效的观点。

[3]参见环球律师事务所:《对赌在中国的司法实践报告(第一版)》,2017年10月18日,http://www.globallawoffice.com.cn/detail/40_848.html。该报告显示,我国18份对赌协议审判中,除去2份发回重审的案件,在16份判决中共有15份涉及到对赌协议的效力问题,并针对对赌协议的效力进行司法认定和审判。

[4]参见中国国际经济贸易仲裁委员会于2015年11月12日作出的仲裁裁决([2015]中国仲裁委员会京裁字第1155号仲裁裁决)。

[5]对赌协议中,投资方往往对融资企业进行溢价投资,溢价部分作为公司的资本公积金。

[6]参见山东省高级人民法院判决书([2013]鲁商初字第18号)。

[7]陈群峰:《认真对待公司法:基于股东间协议的司法实践的考察》,《中外法学》,2013年第4期。

[8][9]孙宪忠:《中国物权法总论》,北京,法律出版社,2014年,第276页,第276页。

[10]参见蔡立东:《行政审批与权利转让合同的效力》,《中国法学》,2013年第1期。

[11][20]参见王泽鉴:《民法概要》,北京,北京大学出版社,2011年,第194页,第48页。

[12]王泽鉴:《民法学说与判例研究(第五册)》,北京,北京大学出版社,2009年,第150页。

[13]参见韩世远:《履行障碍法的体系》,北京,法律出版社,2006年,第62~81页。

[14]SV Inv. Partners, LLC v. Thoughtworks, Inc., 7A. 3d 973(Del.Ch.2010),aff'd, 37A.3d 205(Del.2011)。

[15]参见许德风:《组织规则的本质与界限——以

成员合同与商事组织的关系为重点》,《法学研究》,2011年第3期。

[16]参见叶林:《公司法研究》,北京,中国人民大学出版社,2008年,第20~21页。

[17]See William T. Allen, Our Schizophrenic Conception of the Business Corporation, 14 *Cardozo Law Review*, 264~272(1993).

[18][21]邓峰:《代议制公司——中国公司治理中的权力和责任》,北京,北京大学出版社,2015年,第27页,第27页。

[19]参见兰州市中级人民法院民事判决书([2010]兰法民初字第71号)。

[22]参见罗培新:《股东会与董事会权力构造论:以合同为进路的分析》,《政治与法律》,2016年第2期。

[23]参见刘燕:《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》,《中国法学》,2015年第4期。

[24]参见中国国际经济贸易仲裁委员会2014年1月作出的仲裁裁决([2014]中国贸仲京裁字第0056号仲裁裁决书)。

[25][28]参见叶敏、周俊鹏:《从股东会中心主义到董事会中心主义——现代公司法人治理结构的发展与变化》,《商业经济与管理》,2008年第1期。

[26]例如,德国《股份公司法》第119条第2款规定:“关于业务中的经营问题,只有在董事会提出要求时,股东大会才能做出决定。”日本于2002年法律修改后也呈现出“德国模式”发展方向。

[27]See Stephen M. Bainbridge, Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance, 97 *Northwestern University Law Review*, 605(2003).

[29](美)约翰·C·科菲:《看门人机制:市场中介与公司治理》,黄辉、王长河等译,北京,北京大学出版社,2011年,第1页。

[30]朱锦清:《证券法学》,北京,北京大学出版社,2011年,第123页。

[31]参见周其仁:《改革的逻辑》,北京,中信出版社,2013年,第282~283页。

[32]蒋大兴:《公司法中的合同空间——从合同法到组织法的逻辑》,《法学》,2017年第4期。

[33]刘燕:《对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示》,《环球法律评论》,2016年第3期。

[34]蒋大兴:《公司法的观念与解释二——裁判思维&解释伦理》,北京,法律出版社,2009年,第30~31页。

[35]潘林:《对赌协议第一案的法律经济学分析》,《法制与社会发展》,2014年第4期。

[36]参见熊美琦:《突破“对赌协议第一案”》,2017年10月19日, http://www.fylz.com.cn/ljxw/201408/t20140826_1452494.shtml。

[37]王亚楠:《公司治理中“董事会中心主义”危机的完善——以“国美控制权竞争案”为视角》,《宁波广播电视大学学报》,2012年第3期。

[38]参见朱圆:《论美国公司法中董事对债权人的信义义务》,《法学》,2011年第10期。

[39]参见刘大洪、段宏磊:《谦抑性视野中经济法理论体系的重构》,《法商研究》,2014年第6期。

作者简介:秦涛,华东理工大学法学院副教授,上海,200237;张旭东,华东理工大学法学院经济法学硕士研究生,上海,200237。

(责任编辑:杨瑜娴)