

对赌协议纠纷裁判进路：审视、检讨与匡正

王佳艺

(湖州师范学院经济管理学院, 浙江省湖州市, 313000; 1024423189@qq.com)

摘要:对赌协议是旨在回应融资方与投资方在对目标企业估值方面分歧而产生的一种融资工具。进入司法纠纷中的对赌协议主要有以下三个特点: 弥合投资方与融资方之间对目标企业估值差异、投资方获得的业绩补偿额与融资方企业的盈利情况呈现反比例关系和“不完全契约”的属性是对赌协议的三个特征。目前司法实践中的对赌协议纠纷呈现出如下三个特点, 在案件类型上, 主要是因业绩补偿或者股权回购发生纠纷居多; 在对赌协议的主体上看, 对赌协议的主体呈现出多样化趋势; 在裁判进路上也趋于程式化, 形成了“投资方同股东对赌有效, 同目标企业对赌无效”这一裁判进路。而形成这一裁判进路背后的思路逻辑受到“资本维持原则”这一传统的公司资本原则的影响。然而“资本维持原则”在现代公司法理念中经常遭受质疑, 况且在这一原则逻辑影响下所形成的裁判进路容易诱发对赌各方的投机行为, 因此, 在未来的对赌协议纠纷中, 应当重点对对赌各方之真实意思表示进行审查, 并关注对赌协议之履行可能性, 引入“再交涉义务”。

关键词:对赌协议; 资本维持原则; 业绩补偿; 再交涉义务

引言

近年来私募股权投资在中国境内取得了突飞猛进的发展, 签订对赌协议几乎成了中国私募股权融资参与内地企业上市或者并购活动中的合作基础和基本形式。对赌协议也成为风险投资行业惯用的投资手段[1], 自2012年第一例对赌协议纠纷做出终审判决以来¹, 司法实践中对于对赌协议纠纷形成了固化的裁判思维理念和程式化的裁判进路, 即基于“资本维持原则”这一重要的公司资本原则之下形成的“同股东之间签订的对赌协议有的, 股东同公司之间签订的对赌协议无效”这一裁判规则。近些年来, 各级法院一直将此种裁判路径和方法奉为圭臬, 并沿用这一在司法实践中形成的裁判规则对对赌协议纠纷进行裁判[2]。但是, 传统对赌协议纠纷裁判路径被新近判例所否定。2019年江苏省高院针对“江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司、潘云虎等对赌协议纠纷”(以下简称“华工对赌案”)做出了同“甘肃世恒对赌案”相互矛盾的判决, 在该案中, 江苏省高院抛却“海富对赌案”以来形成的对赌协议纠纷案件的裁判进路, 承认了股东与公司对赌协议效力²。两则案件同为股东与公司之间的对赌, 但是裁判结果却存在较大出入。笔者并不否认传统裁判路径在个案中的合理性, 但是在瞬息万变的资本市场和金融市场中, 这一裁判规则是否具有普适的价值和意义, 则可能需要进一步思考。“华工对赌案”的出现[3], 使得对赌协议纠纷在司法实践中形成的程式化裁判路径之合理性日益受到质疑。笔者试图从对赌协议的概念和特征入手, 对对赌协议纠纷案件的裁判路径进行分析和评价。

1 对赌协议概述

“对赌协议”, 作为一种定价机制, 旨在回应融资方与投资方在企业估值方面的分歧, 因此, 其英文名称又被称为“估值调整协议”(Valuation Adjustment Mechanism)[4]。其在本质上是一种融资工具, 主要用于解决企业融资问题。目前, 对赌协议已经广泛运用在私募股权融资中。投资者在决定是否对一个企业进行投资

¹ 参见最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决书。

² 参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书。

时,不仅仅参考其过去和现在的企业价值,判断企业未来的价值则更为重要。但是由于投资方和融资企业对目标企业的认识程度的不同,对当前和未来市场的认识程度不同,很可能对目标企业的价值做出不一样的判断,融资方试图以较低的股价获得目标公司股份,但是目标公司往往对自身的股价有较好的预期,也为能够从对方处获得更多的融资款,因此往往对融资股权价值定价较高,此时为缓解双方之间的矛盾,对赌协议利用“事前预估一事事后补偿”的模式,既能够保障投资者的利益,也能够使融资者快速获得融资并借以盘活企业[5],并且投资方也能够在对赌成功之后,获得目标公司高额的股权。所以,对赌协议所型构的权利义务安排是一种双向激励机制,无论对于投资方还是对于融资方企业皆有裨益。

首先,对赌协议的目的在于调整投资方和融资方对企业未来经营状况之认识的偏差[6]。这一点是对赌协议同其他形式的投资协议的不同之处。在对赌协议签订过程中,投资方和融资方之间对于企业未来的经营和发展都会存在不一样的认识和预期,所以投资方与融资方对于企业的估值也不相同,此时通过对赌协议在各方当事人之间进行特殊的权利义务安排,防止管理层偏离投资者的目标,并尽量降低信息不对称所带来的效率损失[7]。所以在这一点上看,对赌协议产生的根源在于公司估值的困境[8],其承担着弥合投资方与融资方之间对企业估值差异的作用[4]。

其次,对赌协议中投资方的业绩补偿或者股权回购的金额与融资方的经营状况呈现动态的反比例关系。在对赌协议中,由于投资方和融资方之间对企业估值之差异的存在,各方当事人的权利义务总是随着企业实际价值情况而变化³。所以其是根据估值调整公式呈现出一种动态性的比例关系。基于这一点,笔者对学界普遍认可的对赌协议具有“双向激励的作用”表示怀疑[9],谨慎地说,如果企业在对赌协议中突出重围,完成了业绩目标,对于投资方而言也并非全然没有任何顾虑,正如刘燕教授所言,在这种情形下投资机构往往应当按照协议的约定追加投资,补足现在的股价与对赌协议约定股价的差价,这无疑加大了投资企业本身的风险敞口[10]。而如若企业未能完成对赌目标,则对赌企业至少能够获得一部分现金收益(这笔现金收益通常会多于其投资本金),所以在这一点上看,企业的经营收益情况越可观,私募投资机构面临的风险敞口可能就越大。而在这一风险存在的前提下,对赌协议究竟能否发挥其双向激励的功能,还要视个案的情况而定。因此,对赌协议中融资方盈利与投资方的业绩补偿之间的反比例关系本身也为对赌协议道德风险的诱发留下了隐患。

在性质上,对赌协议属于不完全契约,因当事人的有限理性和外部经济环境的非确定性,事前签订的对赌协议中对各方权利义务的分配不可能达到面面俱到的程度[11],所以对赌协议在契约性质上应属不完全契约,⁴而这也决定了古典契约理论在对赌协议运用中的失灵。新古典主义的契约理论范式下,人们对于理性研究范式有着根深蒂固的偏好,认为在完全竞争的抽象的简单化假设条件下,从理性经济人的利己动机出发,必然会导致最大化的经济效果[12],立足于新古典主义的契约理论范式,其十分注重合同各方当事人基于经济人理性做出的意思表示,而传统民法也以合同自由原则和诚实信用原则来调整合同关系。然而,在20世纪上半叶的新经济环境下,古典自由主义理论范式的弊端不断暴露,尤其是在对赌协议中,协议各方处于信息不对称和瞬息万变的资本市场中,对赌协议不可能做到完全的等价有偿[13],协议双方也无法实现完全的信息对称,因为企业在上市成长过程中存在诸多未知的因素,诸如被投资企业未来的发展趋势、被投资企业的管理团队及管理能力和股东与企业关联程度以及信息披露等等[14],甚至于未来对赌协议的履行也可能无法通过事先的约定完成切实可行的权利义务安排。所以对赌协议在签订过程中很难达到绝对意义上的公平正义,这也启示我们需要跳出原有的思维定式,重新思考对赌协议纠纷的裁判进路。

2 对赌协议纠纷司法实践概况与裁判进路展示

对赌协议纠纷在司法实践中已经大量地出现,笔者在“无讼”案例库中输入“对赌”关键字并随机抽取56份裁判文书进行整理和分析,发现对赌协议司法实践纠纷主要有两个特点:首先,进入到司法裁判程序的对赌

³ 在司法实践中,无论对赌条款是“赌业绩”还是“赌上市”,对赌条款最终是否执行,总是以企业的经营状况为参照。司法实践中大部分对赌协议纠纷做出的安排是,如若企业对赌失败没能完成对赌目标,则需要向投资方进业绩补偿,或者回购投资方股权,这也是本文探讨对赌协议纠纷问题的语境。

⁴ 所谓“不完全契约”是指缔约双方不能完全预见契约履行期内可能出现的各种情况,从而无法达成内容完备、涉及周详的契约条款。

协议纠纷大多因业绩补偿或者股权回购事项发生争议，在笔者查阅的 56 份裁判文书中，其中 54 份判决书皆是投资方要求融资方履行业绩补偿或者股权回购的义务，所以在司法实践中，对赌协议纠纷主要表现为纠纷各方对投资方业绩补偿义务或者股份回购义务之履行的争议；其次，对赌协议的责任主体也呈现多样化的趋势，这反映在投资方和融资方的主体类型上，在笔者所查阅的判决书中，对赌协议的投资方，大多为专业 PE 机构，但从最近几年判决来看，参加对赌的不仅仅是专业机构，个人投资者也参与到同公司的对赌活动中；⁵融资方主要是公司或者有限合伙企业，但是责任主体也呈现多样化的趋势，一方面，目标公司经常会作为对赌协议中的责任主体，股东也越来越多地成为对赌协议的责任主体（例如在对赌任务未完成承担回购股份或者承担业绩补偿的责任），另外目标公司的关联公司或者其他公司也可能会成为对赌协议中的责任主体，以担保目标公司之业绩补偿款或者股权回购义务的履行⁶。

而在上述现状之下，对赌协议的裁判路径也呈现出程式化的倾向，在 2012 年第一例对赌协议纠纷案件发生以来，最高院的裁判规则对于后续司法实践产生了重要影响⁷。在对赌协议中，投资方一般会与融资方约定业绩补偿条款或者股份回购条款，以弥补投资方投资失败后的损失。但是受到既定裁判路径的影响，法院在通常情况下都会承认投资方与目标公司股东签订的对赌协议的效力，但是一般不会承认投资方与公司所签订的对赌协议的效力。其理由在于，由公司承担股权回购或者业绩补偿的义务，违背了资本维持原则，侵害公司的持续运营能力，并对公司债权人的利益造成侵害。这也作为一种程式化的裁判理路运用到对赌协议纠纷裁判中，从而形成了“以对赌协议的责任承担主体判断对赌协议之效力”的裁判理路：即以目标公司作为对赌协议之责任主体的对赌协议无效，以股东或者其他民事主体作为责任主体的对赌协议有效。

总之，对赌协议近些年的发展呈现出愈来愈复杂的趋势，其表现为合同自治与公司治理相关问题的杂糅，强制性规定和任意性规定在对赌协议中的相互博弈，投资方与融资方以及融资方债务人之间的错综复杂的利益关系，都在糅合在对赌协议纠纷中，由法院裁判的厘定。显然，目前司法实践，法院对于对赌协议纠纷的裁判并不尽如人意。

3 既定裁判理路存在的问题

由于学理和司法实践中的主流学说是“对赌失败后的责任应当由目标公司的股东承担而非公司”，另外，多数判决也对业绩补偿数额或者股权回购款进行调整，以确保维持各方的利益平衡。但是，对赌协议的核心功能在于对弥合投资方与融资方在进行投资决策时对企业估值的差异，从而促成融资交易的发生[4]。也因此，这种投资所面临的必然是高风险与高收益，但是在司法实践中，法院在面对某些对赌协议效力认定的问题上，其态度则显得相当谨慎，甚至于直接以“显失公平”为由否定对赌协议的效力。其根本原因在于，法院已经习惯以传统民商法的思维对对赌协议纠纷案件进行裁判，而忽略商事交易中的风险意识。

3.1 资本维持原则作为否定对赌协议效力的理由值得质疑

在“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”，而“翰林案”则是以“不符合公司回购自己股份的法定情形”为由否定对赌协议的效力，无论法院适用的是哪一种裁判逻辑，隐藏在裁判逻辑背后的基本法理总是作为“公司资本三原则”的“资本维持原则”。

由此可见，司法实践中判决对赌协议无效的理由通常是违反了资本维持原则，并由此判定对赌协议的签订对公司的持续运营能力、公司债权人利益造成了一定的侵害。但是此理由是否合理，我们需要则需要探讨资本维持原则本身的合理性。在笔者看来，资本维持原则最大的意义在于提升公司的资产信用，从而防止公司内部人员驻空公司，从而损害了公司债权人的利益。这一原则设立的根本目的在于维护公司债权人的利益。但是这

⁵ 参见深圳中级人民法院（2016）粤 03 民终 12436 号民事判决书；新乡市中级人民法院（2018）豫 07 民终 4289 号民事判决书；北京市第一中级人民法院（2018）京 01 民终 3865 号民事判决书；

⁶ 参见深圳市宝安区人民法院（2015）深宝法民二初字第 4637 号民事判决书；上海市奉贤区人民法院（2014）奉民二（商）初字第 422 号；

⁷ 参见最高人民法院（2012）民提字第 11 号民事判决书。

是否能够成为否定对赌协议效力的一项理由呢？笔者认为，单纯以“违反资本维持原则”为由否定对赌协议的效力是十分片面的，因为“资本维持原则”背后强调的是对公司持续运营能力的维护和对公司债权人利益的维护，但是如果公司签订对赌协议或者在对赌失败后投资方要求公司支付补偿款或者回购股份时，只要没有损害公司债权人的利益和公司的持续运营能力，不妨承认对赌协议中的“业绩补偿条款”或者“股份回购条款”的效力。而以“违反资本维持原则”来否定对赌协议本身效力的观点十分片面，没有足够的说服力。

3.2 程式化的裁判路径容易诱发对赌各方的投机行为

在司法实践中，法院对于对赌协议纠纷有效性之判断以对赌协议的责任承担主体判断，有失公允，具体而言，对赌失败后由股东承担责任的，则认可对赌协议本身的性质，如果对赌失败后的责任由目标公司承担，一般情况下，法院会以对赌协议违反资本维持原则不承认对赌协议的效力。

首先，此种裁判路径容易引发投资方的投机行为，由于投资方的业绩补偿或者股权回购而获得的现金收入与投资方的经营状况总是呈现动态的反比例关系，目标企业的经营状况越乐观，投资方最后能够获得的业绩补偿额度就越少。由此一来，对于投资者而言，如果最终投资成功，其不仅可能不能立即获得现金收益，反而可能会继续追加投资；但若投资失败，投资者可以立即按照双方当事人之间的约定获得巨额的补偿收益；另外，公司作为一个整体具有独立的人格，经营失败不仅仅是股东个人的问题，还包括市场、政策宏观调控等多方面的因素，将对赌失败的责任全部归之于股东，可能会引导投资方不合理地规避商业风险；对赌协议的功能在于降低PE投资者与公司控股股东及管理层之间的代理成本，激励后者本着公司价值最大化的方式行事，以实现双方共赢。但是由于PE投资者获取的对赌补偿与公司利润的变动成反比，可能诱发PE投资者为谋求补偿收入而并不本着公司价值最大化的方式行使权利，从而使对赌协议本身沦为PE投资者谋取个人利益的工具，而企业历经千辛万苦所创造的财富也可能被贴着“赔偿金”的标签拱手让与投行等私募投资机构[15]。

而对于融资方而言，在这种程式化的裁判理路之下，同样可能会诱发其自身的投机行为，上文我们通过对对赌协议现状的描述，投资者也并不局限于专业的PE投资机构，非专业投资认识，比如个人投资者越来越多，由于专业投资知识和信息的匮乏，融资方可能会诱导缺乏专业投资经验的投资者与目标公司签订对赌协议，并承诺其高额的资金补偿的方式获得融资资金，随后借助于法院程式化的裁判理路，利用法院的裁判将“投资者与目标公司”之间签订的对赌协议宣告无效，并拒绝给予对方承诺的补偿金，侵害投资方的投资利益。

由此可见，程式化的裁判路径可能会成为投资方或者融资方在资本博弈中的投机工具，这对于资本市场的健全发展而言，也是十分有害的，这在一定程度上可能会影响对赌协议的激励功能的发挥，显然，这种程式化的裁判路径以及隐藏在此种裁判路径之下的裁判理念需要匡正。

4 对赌协议裁判理念匡正

对赌协议裁判理念的僵化和裁判路径的程式化，其主要原因在于经典的“公司资本三原则”对于法官裁判思路的禁锢，所以对赌协议裁判理念的匡正需要首先审视作为此种裁判路径之理论基础的“资本维持原则”。

4.1 摒弃资本维持原则对对赌协议纠纷裁判理念的禁锢

“公司资本三原则”对我国公司法司法实践的影响及其深刻，对赌协议纠纷的司法裁判自然也毫不例外地受到“三原则”思想的影响，股东与公司签订的对赌协议经常因为违反资本维持原则，其效力也一般不会被司法实践所认可。但是“化工对赌案”对传统裁判思路的颠覆以及近些年学界对“公司资本三原则”之合理性的不断质疑，都启示我们重新反思这一问题：以违反“资本维持原则”作为否认公司与股东之间对赌协议效力是否真的足够合理。

首先，“资本维持原则”的确立在于保持公司具有持续的信用能力和偿债能力，从而保障目标公司债权人的利益[16]。这一原则将公司的“资本”与“信用”挂钩，并认为公司的资本越多，其信用程度越高。而对于这一理念的质疑首先便来自于公司财务专家。英国教授 Coleshaw 在其《Credit Analysis》中明确指出，公司的股本越多，公司借贷就越容易，借以向世人证明其投资于该事业的决心。然而，股本（share capital）的概念是从“净资产”的含义上讲的，美国 Manning 教授则指出：“企业债务最终并非源于资产负债表上的资产，而是

源于现金，这往往意味着经营利润[17]。”所以，对于公司信用能力的判断可能不仅仅依靠对于公司资本状况本身的判断，在当今商业资本快速发展的今天，公司的信用状况可能更多地依赖于公司净资产、现金流和市场等因素，而不仅仅依赖于公司的资本状况。

另外，公司资本是否真的能够稳定地“维持”？在笔者看来，公司日常的商业交易往来即表现为资本的往来，金融经济瞬息万变的现代商业社会中，资本是现代公司企业的血液，只有其处于流动的状态下，才可能创造更多的财富，绝对的“资本维持”，在现代商业社会的背景下，实际上也很难做到。正如有学者所指出：“任何交易活动都存在现金流的进出，也存在盈利和亏损的可能，没有理由认为资金向外流出就是损害公司其他债权人的利益。否则交易活动也无法正常进行[5]。”立足于此，我们不能不去质疑以“资本维持原则”作为否定对赌协议效力的理由。正如有学者对公司资本与信用关系的批判，通过对公司资本的“法律强制规制”来保护债权人的利益是一种粗糙的方式，该制度所耗费之成本大于其所产生的收益[18]。同样，在对赌协议案件引发的纠纷中，尤其是对于股东和公司之间签订的对赌协议，不能仅因违反资本维持原则而否定此类协议的效力。司法实践中已经有判决支持这一观点，在江苏高院（2019）苏民再 62 号判决书中认为，我国《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司的股份，有限责任公司回购本公司股份不当然违反我国《公司法》的强制性规定，因为有限责任公司在履行法定程序后回购本公司股份，也不会损害公司股东及债权人的利益，更不会构成对公司资本维持原则的违反⁸。

4.2 游走于公平正义边界的对赌协议——注意识别对赌协议本身的公平性

关于对赌协议是否显失公平的问题，实际上早已有学者关注到这一点，但是近些年来通说，皆是以“商事自治”的理念对显示公平的问题进行驳斥，并认为股东与公司之间签订的对赌协议本身并没有显失公平的问题[19]。但是，在对赌协议中，是否真的存在理性经济人呢？虽然大多数情形下，各方当事人之间的利益安排可能符合双方当事人的意思自治，但是，对赌协议中投资方和融资方之间的权利义务安排是否真的合理，需要进行更加谨慎的判断，因为我们也无法排除在对赌协议中可能也会诱发道德风险。以海润投资公司与甘肃世恒之间的对赌协议为例，双方约定的第一年的盈利额度为 3000 万，但是甘肃世恒第一年的盈利仅有 2.68 万元，误差高达近 1120 倍[1]。虽然法院最终认可了对赌协议本身的效力，这也不得不使我们反思，海富投资作为专业的私募投资机构，为何对于企业的业绩预估的误差会如此之大，究竟是正常的商业风险所致，还是投资公司本来就另有所图，这些都需要法官在司法实践中进行更加谨慎和细致的审查。这种担忧并非没有理由，因为司法实践中不乏有披着“对赌协议”外套的“民间借贷”，尤其是我国在 2015 年出台了《民间借贷司法解释》，根据该司法解释的规定，年利率在 36% 以上的利息被划入非法债务的范围，法院的不予支持⁹，而双方当事人可以通过巧妙地设计估值调整计算条款，达到掩盖当事人实施高利借贷行为的真实意图。因此需要识别参与对赌的双方之间的真实意思表示。

另外，目前采用对赌协议之方式进行融资的企业多是初创型的企业，初创型企业在设立之初主要依靠“烧钱”维持自身的运营，对资金高度渴求的融资企业在“真金白银”面前有时很难对企业未来的发展保持理性。而且，鉴于我国融资市场的透明度并不高，在对对赌条款进行设计和审查时，缺乏一定的量化指标，使得创业企业的利益很难得到保障。而创业企业也缺乏对创业机构的深刻认识，大部分创投机构的投资期是 3-5 年，因此无法与企业共同长远发展，当投资方达到盈利目标之后，一般情形下会选择获利退出，当企业处于发展的困境时，投资机构只会关注投资的资金是否安全，不会与企业“共患难”，从这一点上看，在高度专业化的对赌条款中，常常隐藏着高度诡谲的财务陷阱[20]。所以对赌协议是否“显失公平”并不能仅仅依靠对赌协议的签订方进行判断，我们需要从更加多元、更加综合的角度对对赌协议本身的公平性进行判断。

总之，裁判者以对赌协议违反“资本维持原则”为由，判决股东与公司之间的对赌协议无效的对赌协议纠纷裁判路径存在诸多问题，而司法裁判一旦对对赌协议的效力予以否认，也就封堵了当事人日后通过协议维护自身权益的通道，此种绝对化的做法本质上是过分关注公司债权人而未能兼顾外部投资人的体现，从长远的角

⁸ 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再 62 号民事判决书。

⁹ 《最高人民法院关于民间借贷司法解释》第二十六条规定：借贷双方约定的利率未超过年利率 24%，出借人请求借款人按照约定的利率支付利息的，人民法院应予支持。借贷双方约定的利率超过年利率 36%，超过部分的利息约定无效。借款人请求出借人返还已支付的超过年利率 36% 部分的利息的，人民法院应予支持。

度看，并不利于鼓励投资，也不符合优化营商环境之时代需求[21]。因此，我们仍然需要根据对赌协议本身的特点，从司法实践中的现状出发，寻找合适的对赌协议纠纷裁判路径。

5 对赌协议纠纷裁判路径重塑

对赌协议纠纷裁判路径程式化不仅容易诱发签订对赌协议双方的投机行为¹⁰，况且对于商事裁判而言，过于程式化的裁判路径也容易影响金融领域的创新。职是之故，以对赌协议的相对方确定对赌协议本身的有效性的过于片面，尤其是对赌协议本身可能游走在商事自治和显失公平的边界，因此更需要对对赌协议中各方当事人的真实意思表示以及协议本身的可履行性进行考察[22]。

5.1 应当认真审查对赌协议纠纷中当事人的意思表示

司法实践中的对赌协议多种多样，且涉及诸多财会专业知识，所以对于对赌协议中各方当事人之真实意思表示的判断并非易事，所以我们也只能通过协议的内容本身对原告的行为进行推测，多层次、多角度考察各方当事人、尤其是投资方的意思表示。在对赌协议中，由于投资方面对的是手握资金的投资者，亟需资金支持的融资方处于相对弱势的地位，在巨额的资金面前，融资方有时候很难保持理性思考的能力，有可能会在显失公平、欺诈、胁迫的情况下并非出于本意而对投资方的各种苛刻条件做出让步[23]，所以在对赌协议的效力认定问题上，应当着重于对投资方的真实意思表示进行审查，尤其要注意审查对赌协议是否属于“明股实债”，因为在某些对赌协议同“明股实债”的投资协议十分接近，包括对赌条件的成就、投资人选择以投资本金加固定收益作为退出条件，这些都在外观上同明股实债的投资协议十分相近，而民间借贷司法解释在明确规定了36%以上的利息为非法利息之后，对赌协议成为规避此项规定的最为稳妥的方式。所以，应当严格审查对赌协议中各方当事人的意思表示，以确保对赌协议本身的公平与公正。

首先，对于投资方意思表示考察应当紧紧把握投资协议是否符合对赌协议的特征。而其中最为关键的一个特征就是投资方的业绩补偿额度或者股权回购额度是否同企业的利润变动情况呈现动态的反比例关系。如若投资方在对赌协议中约定了保底条款，或者约定了确定的业绩补偿额度，如若融资方的投资补偿额度与融资方的盈利额度并没有呈现出一定的比例关系，而是表现为附条件的资金补偿或者股权回购协议，此时应当谨慎对待协议，并查看对赌协议中双方是否变相约定了保底条款¹¹。

其次，需要考察投资方在投资之前是否尽到了合理的审查义务。对赌协议又被称为“估值调整协议”，所以“估值”是对赌协议中一项十分重要的程序，如果没有恰当地履行估值程序，做到尽职调查，估值调整也就无从谈起[2]，投资方签订对赌协议的动机就很值得怀疑。一般而言，如果投资方仅仅为了在对赌行为中获得一定的保底收益，其不会对融资方企业进行充分的尽职调查，并为融资方设置十分不合理的对赌目标。在更多情形下，融资方企业可能更倾向于主张协议无效，所以在这种情形下，只要融资方能够充分举证证明投资方在对其进行融资时，没有对原告方尽到尽职调查的义务，或者对原告方设置了不合理的、脱离公司经营业绩的业绩目标。具体而言，这需要双方根据签订协议当时双方所制定的投资目标和计划，在当时的市场环境、政策环境下是否可行；另外，还需要查看投资人与目标公司之间是否约定定期回购，股权在资产负债表中表现为所有者权益，除此之外，还要看投资方在投资入股期间是否行使了自己作为股东的权利，并确实参与了公司的经营管理过程；最后，法院也需要斟酌双方之间的谈判意图、谈判地位并参酌当时当地的市场状况，往年的实际业绩，和内外部的环境的变化，包括公司内部的组织结构，外部市场和政策环境的变化，行业发展潜能和发展空间等因素，充分说明对赌协议的目标，尤其是投资方需要对其投资业绩补偿或者股权回购的计算方式进行详细的说

¹⁰ 以对赌协议之签订主体作为判断对赌协议效力之标准，很容易诱发对赌协议签订各方投机行为，对于投资方而言，其可以通过与公司股东签订对赌协议规避民间借贷司法解释对高利息率的规定，融资方而言，其可能在对赌协议中将公司作为义务主体，以达到拒付高额业绩补偿款或者拒绝履行回购义务的目的。

¹¹ 在陈薇娜与安徽徽光电子科技有限公司新增资本认购纠纷一案中，投资方与融资方进行上市赌约定，并约定融资方在收到投资方认股款之后起36个月内每按照投资方认股金额的5%派发利息。最终，法院认为，由于投资方在对公司投资之后，并未出席股东大会、也未实际参与公司的日常管理与经营，最终认定对赌协议无效，并返还原告的增资款以及资金占用期间的利息。

明。例如在华工对赌案中，裁判法官便注意到这一点，通过对江苏华工与扬州锻压公司之间业绩补偿款的计算方式进行了评估，并认为“与同期企业的融资成本相比并不明显过高，不存在脱离目标公司正常经营下所应当负担的经营成本以及所能获得的经营业绩的企业正常经营规律”¹²，所以最终也认定了对赌协议的有效性。

如果最终明确投资方并非出于投资激励的目的与融资方签订对赌协议，法官应当以对赌协议显失公平为由判决对赌协议为可变更、可撤销，此时，融资方可以行使撤销权撤销对赌协议，从而不必对投资方承担巨额的业绩补偿义务或者承担股权回购的义务，而只需要返还投资方投资款即可；当然，当事人的也可以变更合同内容，例如对业绩补偿数额、履行方式等问题进行再交涉，这一点，笔者在后文中将进行详细的论述；但是如果认定投资方和融资方之间借投资之名行借贷之实，则应当认定借贷合同，按照民间借贷纠纷处理即可，对于高出本金 36% 的利息款，不再予以认可其合法性。

5.2 对赌协议纠纷应当关注于合同履行的可能性——对赌协议纠纷中引入再交涉义务

在司法实践中，法院判决经常以对赌的主体确定对赌协议的效力，由于受到最高法院指导案例的影响，法院经常以对赌主体为公司还是股东作为判断对赌协议之效力的标准，通常情形下，股东与公司之间签订的对赌协议之效力经常遭到否定。但是在笔者看来，应当谨慎对待对赌协议的有效性，尤其是股东与公司的签订的对赌协议。如果一律将与公司对赌的对赌协议认定为无效，对于投资方而言也实在不公平，因为投资机构决定对目标公司进行投资的一个十分重要的目的就在于获取巨额的利润，如果合同无效，投资方仅仅能够以不当得利获得相当于初始数额的投资款，但是不得不承认，很多案件中，虽然融资方没有达到投资的目标，投资方的资金对于融资方的日常的生产经营和企业正常运转起到十分重要的作用。所以，以违反资本维持原则直接否定股东与公司签订的对赌协议之效力，对于投资方而言并不公平。而且在某些情形下，对赌协议的履行并不会威胁到公司的持续运营能力，在“华工对赌案件”中，扬锻集团在投资方注资之后，其资产得以增长，而且在事实上持续对股东进行分红，其债务承担能力相较于投资方注资之前得到明显的提高，并且根据扬锻公司历年的分红情况，案涉对赌协议约定的股份回购款项的支付，不会导致公司资产的减损，亦不会损害公司对其他债务人的清偿能力，不会因该义务的履行构成对其他债权人债权实现的障碍。所以，对赌协议纠纷中，我们需要批判地看待既有的、程式化的裁判路径，不能简单地根据对赌协议的签订主体直接认定对赌协议的效力。

但如果我们摒弃固有的裁判路径，不可避免地会承认投资方股东与公司自身所签订的对赌协议的效力，公司不可避免地会承担现金补偿或者股权回购的义务，我们并不能排除某些对赌协议的履行可能在一定程度上损害公司的持续运营能力，也不利于对公司债权人利益的保护。在这种情形下，我们仍然面临一个问题，即如何在确保公司持续运营能力和债权人保护的前提下，确保对赌协议中对赌条款的履行，这也成为对赌协议司法实践纠纷必须要回答的问题。在笔者看来，在对赌协议所引发的纠纷中，可以有条件地在法官的指引下适用“再交涉义务”。所谓“再交涉义务”，德国法学家将其定义为“现存契约双方当事人依合同将契约调整适应于情势之变化，为此目的应当进行交流之义务”[24]。“再交涉义务”的发现过程是伴随着古典契约理论困境与局限而进行的，而作为古典契约理论之经典概念的“理性经济人”是造成古典契约理论困局的关键，正如上文所述，在对赌协议所塑造的对赌法律关系中，不可能期待各方当事人处于理性的状态之下，所以古典契约理论中的“理性经济人”的概念在对赌协议中可能具有适用上的局限性，而立足于“经济理性人”之概念的“契约必须严守（*pacta santa servanta*）”，其合理性在对赌契约的语境下也颇值怀疑。尤其是在因对赌协议的严格履行会对企业的持续经营造成巨大威胁时，我们需要重新考量对赌协议的合理性。而“关系契约理论”中对于“实质正义”的关注，则很好地弥补了古典契约理论对“形式正义”的强调。根据“关系契约理论”，契约上的义务之所以在当事人之间具有约束力，并不是产生于各方当事人的意思表示，而是形成于当事人双方的契约关系本身[25]。职是之故，法律就是各方当事人在相互理解、沟通和交涉基础上所达成的共识，因此“契约”或者“合同”，作为约束契约当事人的“法律”，在其形成过程中，双方之间的沟通、对话和再交涉也具有十分重要的地位和作用。所以在“关系契约理论”中，双方当事人之间的再交涉义务不同于古典契约理论中将“再交涉义务”作为一种“约定义务”看待，而是将“再交涉义务”作为一种法定义务。相应地，在对赌协议中，

¹² 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再 62 号民事判决书。

在最终没有达到对赌目标，融资方在需要向投资方履行现金补偿义务或者股权回购义务时，可以有条件地引导双方适用再交涉义务。

“再交涉义务”最早提出者——德国学者 Norbert Horn 在其《再交涉义务》一书中指出，即当发生情势变更时，合同双方当事人负有以达成合同变更的合意为目的，进行协商、交涉的义务，其实质是在情势变更发生时，为合同双方当事人设置法定的、必经的磋商机制，尽可能促使当事人通过合同变更合意解决合同纠纷[26]，所以，再交涉义务适用的前提条件是发生了情势变更导致原合同难以继续履行。而对赌协议所依存的商业环境也是瞬息万变，对赌协议的对赌期间一般而言可能长达 3 到 5 年，签订对赌协议时的商业环境自然与对赌协议履行时的市场和商业环境不可同日而语；另外，资本市场具有强烈的不稳定性，2015 年 6、7 月份股市的“异常波动”，导致定增股票下跌十分严重，这些企业也纷纷要求上市公司大股东或者实际控制人还有资金予以不足，随着市场的进一步下跌，大多数上市公司或者其实际控制人都已经没有资金可补，其所持有的上市公司股权被轮候查封冻结[27]，所以股市异常的波动对于身处于资本市场中的各大企业而言，同样属于“不能预见、不可避免、无法克服”的“不可抗力”；所以，将“再交涉义务”引入对赌协议纠纷中具有一定现实的可能性；另外，在近些年来，外资作为投资方与中方企业进行对赌的案例也日益增多，为了防止外资方对我国企业的恶意并购，保护我国企业的长远发展，强令资方履行“再交涉义务”也能够保障我国企业的长足发展[28]；最后，由于在对赌协议签订时，由于协议双方的信息不对称（信息的不充分和客观环境的不确定），双方不可能准确预知未来市场的基本走向[29]，契约双方不可能成为完全理性的契约人，在这种情形下，契约人才会产生投机的念头[17]。所以，在对赌协议纠纷中，参与对赌的各方当事人处于一种有限理性的主观状态下，很难做到公平正义。为了尽量维持企业正常的生产经营活动，再交涉义务的引入给双方当事人在新的交易环境和交易条件下，一个再次交涉的机会，这是权衡各方之利益的基础上做出的权宜之计。而再交涉义务的引入“对赌协议”纠纷的解决，具有一定的理论基础和实践依据，也具有一定的必要性和可能性。

笔者认为，在对赌协议纠纷，法院可以根据案件的具体情况，要求当事人对补偿条款重新进行协商，包括补偿款或者回购款的具体计算方式、承担付款义务的具体时间和方式等问题进行再交涉。一般而言，合同双方之间的再交涉义务只有在发生情势变更的情形下才可适用，但是笔者认为，由于商业环境复杂多样，对赌协议双方随时处于极具变化的商业大环境中，无论投资方在决定向目标公司投资是出于何种心态，但是毕竟公司利用投资方的资金进行了经营，如果仅仅以显失公平为由或者损害公司利益等情况否定对赌协议的效力，笔者认为并不合适。如果与投资方与公司对赌后，公司确实一时无法负担巨额的债务，或者对赌协议中存在保底条款，此时法院可以命令当事人重新针对对赌协议中的相关条款进行协商。例如，确定合理的履行期限，在保证公司正常运营的前提下，分期履行支付业绩补偿款的义务；或者变更显示公平的对赌条款，重新确定业绩补偿或股权回购的数额。

总之，在对赌协议纠纷案件中，除了需要更加切合对赌协议本身特征的制度设计之外，恐怕还需要更加灵活的裁判进路和裁判方法。尤其是在涉及对赌协议效力认定的问题时，应当尽可能在认可协议本身效力的基础上，做出更加兼顾各方利益的判决。

6 结语

表面上看，对赌协议纠纷存在于投资方与融资方之间，然而从根本上看是合同法中的合同自由原则和公司法中公司资本维持原则之间冲突和博弈。海富投资案的裁判路径过于注重公司法的法理逻辑忽视了当事人的意思自治；由于对赌协议本身具有高度的专业性，如果过于关注程式化的裁判路径而忽视当事人在签订对赌协议时意思表示的考察，容易诱发道德危机，所以法院在对对赌协议纠纷案件进行裁判时，不仅需要在一定程度上坚持公司法的基本理念，而且也需要着重考察当事人的意思自治，兼顾合同自由的理念价值。而“华工对赌案”“海富投资案”在判决路径上出现不同的根本原因在于公司资本原则和当事人意思自治之间的关系的认识出现了变化，“海富投资案”的裁判更加注重对公司资本制度的坚持，而“华工对赌案”则并未完全拘泥于资本维持原则的形式规定，在简直公司资本理念的基础上，更加注重对对赌各方当事人真实意思的考察，更加注重对对赌协议中各方当事人权利义务安排的实质公平，这也在一定程度上显示了未来对赌协议纠纷案件裁判方法和路径的演进趋势。

各个对赌协议纠纷虽然貌似属于“同案”或者“类案”，但是实际上在每个对赌协议之下，可能隐藏着各方当事人不同的意思表示。重点关注对赌协议本身的可履行性，并引入“再交涉义务”，在对赌协议履行可能影响公司的持续运营能力或者债权人利益时，法官可以引导各方当事人对协议履行方式、履行时间和业绩补偿与股权回购数额的计算方式重新计算，借以平衡投资人股东、目标公司和目标公司债权人之间的利益平衡。因此，在对此类案件进行裁判时应摒弃既定的裁判路径，着重考察协议各方当事人的意思自治，防止投融资双方利用程式化的裁判路径将对赌协议这种“投资工具”作为“投机工具”。

参考文献

- [1] 王贺. 诚实信用——破解“对赌协议”困惑之道[J]. 证券法苑, 2012, 7(2): 282-300.
- [2] 潘林. 金融创新与司法裁判: 以我国“对赌协议”的案例、学说、实践为样本[J]. 南京师大学报(社会科学版), 2013(3): 94-100.
- [3] 薛波. 公司信用基础的理论争辩与谬误澄清[J]. 证券法苑, 2018, 25(2): 236-260.
- [4] 张虹. 对赌协议规范的理性选择: 载舟式策略[J]. 西部法学评论, 2011(1): 51.
- [5] 李睿鉴, 陈若英. 对私募投资中“对赌协议”的法经济学思考——兼评我国首例司法判决[J]. 广州商学院学报, 2012, 27(6): 82-90.
- [6] 徐睿. 以目标公司作为对赌义务人的合同效力研究[J]. 证券市场导报, 2015(5): 72-78.
- [7] 张波, 费一文, 黄培清. “对赌协议”的经济学研究[J]. 上海管理科学, 2009, 31(1): 6-10.
- [8] 潘林. “对赌协议第一案”的法律经济学分析[J]. 法制与社会发展, 2014, 20(4): 171-181.
- [9] 陈鸣. 对赌协议的法律结构与裁判规则——以一则非典型对赌协议案例的分析展开[J]. 法律适用(司法案例), 2018(2): 41-49.
- [10] 刘燕. 对赌协议与公司法资本管制: 美国实践及其启示[J]. 环球法律评论, 2016, 38(3): 137-156.
- [11] 孟方琳, 田增瑞, 赵袁军. 中国情境下创业投资运用对赌协议的风险防范研究[J]. 武汉金融, 2018(12): 60-65.
- [12] 方建国, 余学锋. 不完全竞争、契约与伦理学——“道德和福利改善”与经济伦理学范式思考[J]. 东南学术, 2012(5): 22-33. DOI:10.13658/j.cnki.sar.2012.05.015.
- [13] 陈一新. 刍议对赌协议的法律属性[J]. 吉林金融研究, 2017(2): 66-73.
- [14] 季境. 私募股权投资中股权价格调整条款法律问题探究[J]. 法学杂志, 2014, 35(4): 49-55. DOI:10.16092/j.cnki.1001-618x.2014.04.010.
- [15] 郭新秀, 凌远云. 对国内企业陷入“对赌”危机的思考[J]. 经济论坛, 2009(20): 122-125.
- [16] 顾敏康. 零资本制度下的资本维持原则[J]. 人民司法, 2015(7): 74-79. DOI:10.19684/j.cnki.1002-4603.2015.07.017.
- [17] 傅穹. 重思公司资本制度原理[M]. 北京: 法律出版社, 2005.
- [18] ARMOUR J. Legal Capital: An Outdated Concept?[J]. European Business Organization Law Review, 2006, 7: 5-20.
- [19] 吴多强. “对赌协议”的法律效力问题研究: 实证考察与法理分析[J]. 研究生法学, 2016(6): 371-372.
- [20] 孟方琳, 田增瑞, 赵袁军. 中国情境下创业投资运用对赌协议的风险防范研究[J]. 武汉金融, 2018(12): 60-65.
- [21] 周游. 对赌协议纠纷处理中“履行可能性”问题之省思[J]. 证券法苑, 2020, 28(1): 210-217.
- [22] 秦涛, 张旭东. 对赌协议裁判的理想进路: 合同法与公司法的嵌入与并存[J]. 学习与实践, 2018(2): 80-88. DOI:10.19624/j.cnki.cn42-1005/c.2018.02.011.
- [23] 赵昭, 毕凯丽. 股东合作协议中股权回购条款的效力审查——以黄新、张雪克诉聂迪、秦皇岛尚麟食品有限公司合同案为例[J]. 法律适用(司法案例), 2017(22): 24-29.
- [24] 王洪, 张伟. 论比较法研究域下的情势变更规则及其适用[J]. 东南学术, 2013(3): 162-167. DOI:10.13658/j.cnki.sar.2013.03.018.

- [25] 林世浩. 论再交涉义务[D]. 湖南大学, 2015.
- [26] 张素华, 宁园. 论情势变更原则中的再交涉权利[J]. 清华法学, 2019, 13(3): 144-157.
- [27] 邢会强. 我国资本市场改革的逻辑转换与法律因应[J]. 河北法学, 2019, 37(5): 26-39. DOI:10.16494/j.cnki.1002-3933.2019.05.003.
- [28] 张凯. 股权投资中运用对赌协议的风险管理问题研究[J]. 经济问题, 2018(8): 53-59. DOI:10.16011/j.cnki.jjw.2018.08.010.
- [29] 曹文群. 参透对赌协议风险[J]. 中国外汇, 2018(12): 17-19. DOI:10.13539/j.cnki.11-5475/f.2018.12.004.