

“对赌协议”的履行与法律适用

□北京盈科(上海)律师事务所 范改娣 刘海

近年来，在投融资领域常常会运用“对赌协议”，但是法律层面对于此类协议尚缺乏具体的规范。

随着相关争议案件的出现，最高人民法院在《全国法院民商事审判工作会议纪要》中针对“对赌协议”给出了指导意见。

投资方在与目标公司签订此类协议时，应当依据现有法律规范细化相关条款，以确保协议的效力。

典型案例

关于“对赌协议”的履行和法律适用问题，被视为最高人民法院“对赌协议第一案”的海富、世恒案的判决可以给予我们不少参考与借鉴。

2007 年 11 月 1 日，苏州工业园区海富投资有限公司（以下简称“海富公司”）作为投资方与甘肃众星锌业有限公司（后更名为“甘肃世恒有色资源再利用有限公司”，以下简称“世恒公司”）、世恒公司当时唯一的股东香港迪亚有限公司（以下简称“迪亚公司”）、迪亚公司的法定代表人陆波（也是世恒公司的法定代表人）共同签订了《增资协议书》，协议中关于业绩对赌部分的内容为：

1.海富公司增资 2000 万元人民币取得世恒公司 3.85% 的股权，其中 114.7717 万元列为注册资本，1885.2283 万元计入资本公积金。迪亚公司持股 96.15%。（世恒公司注册资本增加至 399.38 万美元，约合 2980 万元人民币，海富为其估值约 5.26 亿人民币，溢价 16.66 倍）

2.《增资协议书》第七条第（二）项约定：世恒公司 2008 年净利润不低于 3000 万元人民币；如果世恒公司 2008 年实际净利润完不成 3000 万元，海富公司有权要求世恒公司予以补偿；如果世恒公司未能履行补偿义务，海富公司有权要求迪亚公司履行补偿义务；补偿金额的计算公式为“（1-2008 年实际净利润/3000 万元）×本次投资金额”。

（3）2010 年 10 月 20 日前上市及相关股权回购约定：以世恒公司的净资产年化收益率是否达到 10%确定回购价格。

由于世恒公司 2008 年度实际净利润仅为 26858.13 元，未达到《增资协议书》约定的该年度承诺净利润额。2009

年 12 月 30 日，海富公司向法院提起诉讼，请求判令世恒公司、迪亚公司、陆波向其支付补偿款 1998.2095 万元。

一审法院审理后认为：《增资协议》中关于世恒公司 2008 年底实际净利润完不成 3000 万元，海富公司有权要求世恒公司补偿的约定，不符合《中外合资经营企业法》第八条关于企业净利润要根据合营各方注册资本的比例进行分配的规定，违了法律、行政法规的强制性规定，该约定无效，故海富公司依据该条款要求世恒公司承担补偿责任的诉讼，依法不能支持。

二审法院审理后认为：当事人间关于如果世恒公司不能完成目标利润，则需与另一股东迪亚公司共同向海富公司以相应补偿的约定，违反了投资领域风险共担的原则，成为明为联营，实为借贷，应认定无效。

海富公司投入的 2000 万元中，除已计入注册资本的 114.7717 万元外，其余 1885.2283 万元的性质应属名为投资，实为借贷。由世恒公司、迪亚公司共同返还海富投资本金 1885.2283 万元及占用期间利息。

而最高人民法院再审后判决认为：

1.投资者与目标公司“对赌协议”无效。

《增资协议书》中约定，如果世恒公司实际净利润低于 3000 万元，则海富公司有权从世恒公司处获得补偿。这一约定使得海富公司投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了世恒公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，因而无效。

2.投资者与目标公司股东“对赌协议”有效。

在《增资协议书》中，迪亚公司对于海富公司的补偿承诺并不损害公司及公司债权人的利益，不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，是有效的。



资料图片

相关法律

1.《公司法》第二十条第一款规定：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。

2.《公司法》第三十五条规定：公司成立后，股东不得抽逃出资。

3.《中外合资经营企业法》第八条第一款规定：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。

4.关于“对赌协议”的效力及履行在《全国法院民商事审判工作会议纪要》中做了进一步规范如下：

我们平时所说的“对赌协议”又称估值调整协议，是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本

而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议。

从订立“对赌协议”的主体来看，有投资方与目标公司的股东或者实际控制人“对赌”、投资方与目标公司“对赌”、投资方与目标公司的股东、目标公司“对赌”等形式。

人民法院在审理“对赌协议”纠纷案件时，不仅应当适用合同法的相关规定，还应当适用公司法的相关规定；既要坚持鼓励投资方对实体企业特别是科技创新企业投资原则，从而在一定程度上缓解企业融资难问题，又要贯彻资本维持原则和保护债权人合法权益原则，依法平衡投资方、公司债权人、公司之间的利益。

对于投资方与目标公司的股东或者实际控制人订立的“对赌协议”，如无其他无效事由，认定有效并支持实际履行，实践中并无争议。但投资方与目标公司订立的“对赌协议”是否有效以及能否实际履行，存在争议。

因为与目标公司“对赌”投资方与目标公司订立的“对赌协议”在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存

在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张“对赌协议”无效的，人民法院不予支持，但投资方主张实际履行的，人民法院应当审查是否符合公司法关于“股东不得抽逃出资”及股份回购的强制性规定，判决是否支持其诉讼请求。

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。

经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。

律师建议

投资方与目标公司签订“对赌协议”时，应当在协议中明确回购条件触发时，公司应在合理期限内履行减资程序，以确保回购的顺利进行，也可约定因其他原因无法进行回购时，应承担相应责任。

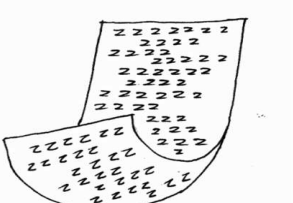
签订主体包括但不限于目标公司、目标公司股东及目标公司和股东，由于公司法对回购条款实现的限制，目前“对赌”主体也逐渐多元化，当目标公司出现回购不能情形时，投资方可在签订主体范围内要求其他签订主体对于回购承担连带担保责任。

遗失声明

上海翰鸿律师事务所金玮律师，遗失律师执业证，执业证号：13101201410152239，声明作废。

环保公益广告

重复使用，多次利用



双面使用纸张
=减少1/2的废纸产生

优先购买绿色食品

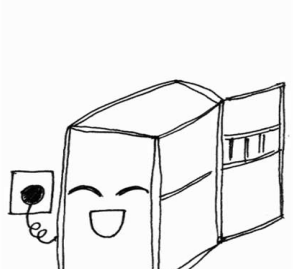


健康
安全
无污染



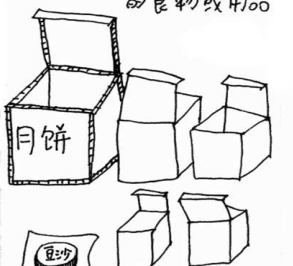
拒绝使用一次性用品

6000~8000 双一次性筷子
≈ 一株 20 岁的大树



使用无氟冰箱
不会造成臭氧损耗

不买包装豪华又繁复
的食物或用品



过份包装 = 巨大浪费 + 严重污染

废电池放入专门回收箱，
以免污染环境



分类回收 循环再生