



大成 DENTONS

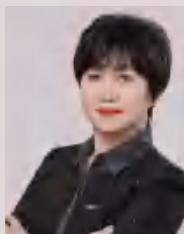
DENTONS
CHINA

「大成 30 周年所庆文集」

“对赌协议”法律 研究报告

大成律师事务所

课题
主持人



徐文萍
高级合伙人

地点：大成北京
专业领域：银行与金融、
公司与并购、争议解决、刑事

课题参与人：徐文萍律师团队

CONTENTS

第一章 “对赌协议” 概念及特征	001
(一) 对赌协议概念与成因	003
(二) 对赌主体	004
(三) 对赌标的	006
(四) 对赌工具	007
第二章 “对赌协议” 业绩补偿	011
(一) 对赌协议业绩补偿概念	013
(二) 对赌协议业绩补偿的适用情形	013
(三) 对赌协议业绩补偿工具的实现方式	014
(四) 对赌协议业绩补偿条款的性质	015
(五) 法院对业绩补偿条款行权的审查要点	017
第三章 “对赌协议” 的裁判路径分析： 效力与履行	021
(一) 法律依据	023
(二) 司法实践	024
第四章 “对赌协议” 的裁判路径分析： 具体履行	037
(一) 股权回购的性质和期限	039
(二) 股权回购与业绩补偿之竞合问题	045
第五章 “对赌协议” 的裁判路径分析： 其他问题	047
(一) 目标公司为原股东提供担保	049
(二) 业绩补偿免责事由	053
(三) 新冠疫情下的对赌协议	056

第一章

“对赌协议”概念及特征

（一）对赌协议概念与成因

“对赌协议”又称“估值调整机制”（Valuation Adjustment Mechanism, 下文简称“VAM”），是指投资方与融资方达成的，为解决股权性融资协议时交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称等问题以及降低代理成本而设计的包含股权回购、金钱补偿等对未来目标

公司的估值进行调整的协议（《全国法院民商事审判工作会议纪要》，以下简称“《九民纪要》”）。在私募股权投资中，“对赌协议”往往以《投资协议》中的合同条款的形式出现。下文将就对赌产生的动因进行分析：

1. 信息不对称

对赌协议的最本质动因之一是信息不对称。在实践中由于只有目标公司最清楚自身项目的优劣和经营管理水平，因此为了吸引到大量投资，目标公司往往倾向于高估、夸大企业价值和未来前景¹。而投资方事前并无从把握目标公司的真实情况，其唯一能够信赖的就是投资方在投资之前做的尽职调查，但此种尽职调查往往效

力有限，一般只能对企业书面文件进行过滤，并不能百分之百保证信息的真实和准确，并且投资方在事后也很难有效监督企业经营者的实际经营行为，无法保证目标公司能够按照预想的轨道发展。据此，为了有效地应对信息不对称带来的负面影响，私募股权投资创设了对赌协议这一具有创新性制度安排。

2. 企业估值分歧

对目标企业的价值评估是私募股权投资的关键环节，亦是决定交易价格的重要基础。企业估值对投资的成败具有决定性意义，然而企业估值和盈利预测具有很强的主观性，投融资双方难免会对同一目标企业产生不同的价值评估结果。这样的估值分歧很可能直接导致一项投资的夭折。² 此时依托对赌协议的框架，投资方可

以通过一系列机制尽可能判断目标公司的实际价值。例如投资方可先以一个暂定的中间价来进行投资，随着被目标企业经营状况的显化，其价值逐渐向客观真实价值逼近，双方再依据约定的条件来调整自身的持股比例。如此，对赌协议将有助于有效地解决企业估值难题，保证投资的顺利进行。

3. 股权与经营权分离的风险

经营者与投资方之间利益并非天然同一的（虽然一定程度上是一致的），在此种利益格局之下，价值信息不对称的弊端被放大，投资方往往很难完整的了解并监督经营者的经营行为，这极易导致经营者为了实现自身利益最大化而不惜损害投资方利益。

在此情形下，投资方可以通过对赌协议激励和约束企业管理层对企业的价值和未来成长

作出稳健可靠的判断，若企业达不到预期目标，即使投资方无法取得投资收益也可以获得融资方的赔偿。在这种意义上，对赌协议即经营者激励强度最大、对投资方风险控制最优的一种激励制度安排。总之，对赌的本质在于将交易双方不能达成一致的不确定性事件暂时搁置，留待该不确定性消失后双方再重新结算。由于这种结构性安排，使得达成股权交易的可能性大增。³

（二）对赌主体⁴

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”等形式。（《九民纪要》）

1. 与原股东对赌

跟投资方签订对赌协议的原股东，是指在投资方投资之时目标公司的现任股东，特别是持有一定股权比例、对于公司发展具有决定性因素的大股东。与公司原股东对赌的原因在于：原股东对于公司的背景情况、经营状况、发展前景、潜在风险更加了解，利用对赌机制让原股东对公司的未来提供相应的“担保”或“承诺”，可以让投资方获得保障。此外，原股东也

可能承担着公司管理的职责，通过对赌机制激励原股东积极投入公司经营，让公司朝着期待的方向发展。

投资方与目标公司签订对赌协议的法律依据是投资方与目标公司原股东先后成为公司的股东，在公司法意义上具有相同的法律地位，两者有权通过对赌协议就双方之间的利益和风险分配做出符合其真实意思的约定。

¹ 李薇：《对赌协议法律效力研究》，东北大学出版社 2019 年版，第 94 页。

² 傅穹：《对赌协议的法律构造与定性观察》，载《政法论丛》2011 年第 6 期，第 67 页。

³ 刘燕：《对赌协议与公司法资本管制：美国实践及其启示》，载《环球法律评论》2016 年第 3 期，第 139 页。

⁴ 这里的和谁赌，是从风险投资者的角度出发，包含私募基金、私募基金管理人、其他风险投资者。

2. 与目标公司对赌

目标公司既是投资方投资的客体，是投资资金的实际使用者，亦是实现投资方期待收益的重要载体。为了让目标公司经营计划顺利推进，投资方往往希望将目标公司也纳入对赌之中，要求目标公司作为对赌协议的主体之一签署协议，以目标公司的资产作为保障承担对赌责任。

将目标公司纳入对赌主体，让整个经营活动的

实施者感到直接的压力和责任，有助于对赌目标的推进。另外，目标公司相比于原股东具有较强的履约能力，在对赌失败后投资方更容易获得补偿，这有利于实现收益和风险的平衡。但是这种情形会导致如下法律风险：风险投资者滥用股东地位、侵害债权人利益、破坏资本维持原则、同股不同权等。⁵

3. 与管理人员对赌

目标公司能否顺利发展，某种程度上取决于管理层能否有效地经营管理。因此，个别投资方会将管理层纳入对赌并要求相关管理成员签署对赌协议，目的在于确保公司管理层的稳定，对管理层进行约束和激励，确保相关管理人员有足够的动力投入到公司经营管理中，以推进公司的发展。

与管理层的对赌主要目的并非获得补偿，而是

保持公司管理层稳定，激励其为公司发展发挥作用。因此，与管理层的对赌标的通常有别于其他两类主体，而是侧重于工作时间、工作岗位的约束等，而对赌工具通常体现为调整管理岗位、工作职能、股权激励的实施等方面。需要指出的是，纳入对赌的管理层并非指全部管理人员，主要包括持有公司股权的管理层成员、核心技术人员、关键市场开拓人员等对于公司经营发展具有重要影响力的人员。

(三) 对赌标的

1. 指标化对赌标的

指标化对赌标的是指可被量化的对赌标的，这可主要分为两类：利润、营收等财务指标以及用户数量、产量等非财务指标。

对于财务指标，利润、营收等财务数据是公司创收能力最直观的体现，依据目标公司所处行业、发展阶段等不同因素往往会采用净利润、营业收入和销售额、超额回报和利润率、坏账率和无

风险资产利率、复合增长率等作为考量指标。

除了关注是否赚钱的财务指标外，销售部门的业绩、客户数量、市场规模等非财务指标同样可以衡量目标公司的发展状况，特别是互联网行业或新型零售业，用户数以及网点数一旦积累到一定量即可实现盈利转化或利润增长。非财务指标包括用户数量、网点数量、现金消耗率、产量。

2. 特定事件对赌标的

公司发展过程中的重要事件是其发展的里程碑。一旦跨越这些时间节点，往往意味着公司将迈上一个新台阶，意味着公司价值大幅提升。而相应的投资方的收益也会随之增加。因此，目标公司的重大发展事件常常成为对赌的标的。

除了上市以外，科技产品的成功开发、新生产线的投产等也可以成为对赌标的。例如医药科技领域，某些关键药品或疫苗经过前期的研发一旦进入临床试验阶段或获批生产阶段等，那就意味着公司价值的快速增值，投资方将会获得巨大收益回报。

3. 行为控制对赌标的

目标公司的管理状况、自身治理能力也是影响公司盈利状况的重要因素。很多对赌还会将成本管理、市场经营管理、资金管理、核心人员管理等纳入对赌标的。例如“实际控制人、控股股东不得变更”“核心管理层、核心技术人员或关

键人员不得离职”等事件。换言之一旦发生实际控制人或控股股东变更，抑或是核心管理人员、技术人员或关键员工离职等情况，即触发对赌条款。

⁵向飞：《对赌游戏：股权投资的对赌机制法律实务》，法律出版社 2002 年版，第 35-40 页。

(四) 对赌工具

价值调整机制 (VAM) 本意就是当目标公司的实际价值与投资方入股之时存在重大偏差, 交易各方对估值进行调整并通过现金或股权分配等形式在各主体之间重新调整或分配目标公司价值。所以, 对赌失败后如何行权是对赌协议的核心内容, 对赌协议的行权主要靠对赌工具实现:

1. 补偿性对赌工具

补偿性工具又称“业绩补偿承诺”, 我国业绩补偿承诺最早于 05 年的股权分置改革中被应用, 随后在 2008 年出台的《上市公司重大资产重组管理办法》中被正式提出⁶。具体而言, 业绩补偿承诺协议是由并购双方签订的, 一般是指目标公司及其管理层就其未来几年的经营业绩向收购方股东作出承诺, 如果未来目标公司的净利润达不到要求就需要采用现金或者股份等形式对投资方进行补偿。

补偿性工具主要有两种: (1) 现金补偿工具指当目标公司在特定时间内没有实现对赌标的时, 原股东、目标公司或管理层返还投资方相应金额的现金作为补偿, 获得现金补偿后的投资方仍然持有目标公司的股权, 持股比例保持不

变; (2) 股权补偿工具即投资方接受股权作为对赌失败的补偿。投资方获得的股权补偿既可以是原股东无偿或象征性低价转让的股权, 也可以是目标公司从资本公积金转增资本所增加的股权, 获得股权补偿后的投资方仍然持有目标公司的股权, 且持股比例相应增加, 甚至会成为公司的大股东。

除此之外, 还有盈利支付机制 (Earn-out), 即风险投资者在首期投资完成时不将全部的投资款支付给融资方, 直接将部分金额延后到目标公司达到对某种对赌目标后再进行支付, 强化了对交易风险的控制, 如果对赌失败, 则协议中约定直接免除部分或者全部后续支付的责任。

2. 退出性对赌工具

退出性工具, 是指在对赌失败时风险投资者采用的, 通过退出能够降低投资损失或挽回投资本金的对赌工具。风险投资的退出方式, 大类上分为股权回购、股转债工具、并购重组、领售权工具、优先清算工具等。

⁶ 毛淑珍 王琳霏 苏芳弘:《业绩补偿承诺: 动因、经济后果及研究展望》, 载《会计之友》2022 年第 16 期, 第 27-33 页。

(1) 股权回购

狭义而言, 股权回购是指公司回购股东所持有的公司股权。其目的在于确保异议股东的退出, 实现公司持续稳定经营。然而在风险投资领域, 股权回购作为对赌工具时, 不仅包含目标公司自行回购股权, 还包括目标公司的原股东受

让投资者所持有的股权, 实现投资者的退出。但需要指出的是, 当目标公司作为对赌主体需要承担回购义务时, 这种赋予投资者的权利是否侵害目标公司债权人、是否违反资本维持原则等目前仍存在一定争议。

(2) 股转债工具

当风险投资者通过股权回购对赌工具实现退出, 却因为目标公司或原股东支付能力受限, 无法短期内获得回购款。风险投资者所持有的目

标公司股权转化为对目标公司的债权。投资方所投入资金以债权形式支持目标公司发展, 并在后续由目标公司逐步偿还债务。

(3) 并购重组

目标公司被兼并是另一种退出方式。目标公司被兼并收购可以分为两种: 一是指创业者和风险投资者将目标公司完全卖给另一家公司; 二是投资者将其所持有的股份卖给另一家公司, 由其继续对目标公司进行后续投资, 创业者并

不退出目标公司。值得注意的是, 简单通过向第三方进行股权转让并不构成对赌工具, 处置所持有的目标公司股权本身就是投资者的权利, 只有当这种股权转让涉及对原股东的权益影响时才被纳入对赌工具来考量。

(4) 领售权工具

由于风险投资者大部分时候都不会控股目标公司, 因此在投资者对外转让时很难有吸引力。因此风险投资者为了让并购能够顺利进行, 就

会保留领售权, 即强制要求目标公司原股东与风险投资者一同出售股权。这种工具实质为并购重组工具的变体, 涉及的法律问题较为复杂。

(5) 优先清算工具

公司清算是指在公司解散后了结公司现存业务, 分配公司剩余财产, 从而使公司生产经营资格归于消灭的法定程序。风险投资者在退出

性对赌工具中会选择优先清算作为一种对赌工具, 以保证在公司清算时优先于原股东获得公司剩余财产, 最大程度降低自身损失。

3. 进取性对赌工具

进取性对赌工具是指对赌失败时，投资者通过进一步扩大对目标公司的管控权来降低投资风险。从目标公司控制要素来看，这类工具可以分为股东会、董事会、经营管理三个层面：

(1) 股东会是公司最高权利机构，在对赌失败时可以采用股权补偿工具，在原股东不愿意出让控股权时，投资者设定在对赌时有权继续增资实现控股，以提升自己在股东会的

话语权，推行自身管理策略，帮助目标公司发展，这种进取性工具的使用，往往伴随着股东会表决权机制的调整和公司章程的修改；

(2) 董事会的表决权对目标公司的经营具有重要作用，因此当对赌失败时，投资者可通过任命董事会成员来加强对目标公司的控制；

(3) 当通过对赌机制验证目标公司经营管理人员未能实施有效管理，或者在经营中未能很好发挥目标公司的优势，投资者则可以更多地施加经营管控。经营层面的管控分两种不同的方式：一是投资者对于具体经营事

项仍然保持监督者身份，在内部管控流程的关键节点上增加投资者审批环节；另一种是投资者直接插手经营活动，在一些关键的管理岗位上替换管理人员，将自己的管理意图直接对目标公司实施。

4. 其他对赌工具

除了补偿性、退出性和进取性的对赌工具外，还有一些对赌工具变体，这些工具并没有鲜明的特点，很难将其归入具体的某一类之中。这主要包括：业务限制类工具、估值限制类工具、利益划分工具。其中业务限制类工具是指，若投资方和融资方就目标公司的业务选择和业务发展存在分歧，则可能通过设定一定期限的对赌机制，让融资方可以按照自己的想法发展业务，如

果无法在期限内验证业务的有效性，则需要对业务发展作出一些限制性的约束⁷；估值限制类工具是指为平衡初期投资者承担的过高风险，通过对赌协议限制目标公司估值⁸；利益划分工具一般是指当对赌失败时，从目标公司优先分取红利，通过对赌机制将获取到利润进行大比例分配，避免目标公司再行扩张，《公司法》第34条为优先分红提供了依据。

⁷ 例如，一些科技型的创业公司，由于新技术应用场景的多元，融资方认为可以发展的场景并非投资者认为最可行的场景，但这种面对未知市场的抉择并没有那么容易证实对错。于是对某项业务设定一个对赌目标，如果未能在期限内达到，则该项业务暂停执行，或者相关的事业部予以关闭。这种对赌工具也是保障公司业务良性选择的有效机制。优秀的风险投资者往往在商业上具有独到的眼光，对市场具有敏锐的洞察力，经历过大量的运营项目。当创业公司抱着开放心态接纳风险投资者的建议主张，也有可能走出完全不同的业务路线。

⁸ 估值限制类对赌工具主要包括：首轮融资估值限制、反稀释工具和新一轮融资限制工具。A. 首轮融资估值限制是指，早期投资者担心目标公司过早成功，投资被过度稀释，而设定首轮融资的最高估值，以保证第一轮融资后，早期投资者能够拥有的最低股权数量；B. 反稀释工具，亦称反股权摊薄，是指目标公司进行后续项目融资或者定向增发过程中，投资者为防止自己的股份贬值或份额被过分稀释而采取的措施（优先认购权）；C. 在一些情况下，某些项目过早获得过多资金而盲目扩张（或者周期较长却被要求短期快速盈利），不问商业逻辑和商业模式，理性的风险投资者必须要求目标公司在实现某种能够验证商业逻辑的事件节点后，才进行新一轮的融资。

第二章

“对赌协议”业绩补偿

（一）对赌协议业绩补偿概念

业绩补偿条款是指私募股权基金作为投资方时与融资方约定，目标公司应在某一期限内实现约定的业绩目标（标的），如果未能实现约定目标，则融资方需要按照双方约定的补偿标准和

方式对融资方进行补偿（工具）。业绩补偿在我国现行法律中并无明文规定，因此导致实务中对业绩补偿条款的认定存在许多争议。

（二）对赌协议业绩补偿的适用情形

1. 目标公司的对赌标的设置高于投资选择基准

风险投资者都会设定一个自身投资的基准，虽然这样的标准有时没有那么明确直接的指标，但大部分的风险投资机构的投资决策委员会都有一套评价拟投资项目的标准。在使用补偿性

工具作为对赌工具时，即使对赌失败，风险投资者也只是选择获取一些补偿，而继续保持对目标公司的投资，这就需要一开始设置的对赌标的是高于风险投资机构的投资基准。

2. 对赌主体有一定的支付能力

补偿性对赌工具，尤其是现金补偿，需要对赌主体具有一定的支付能力。因此更适用于处在成长期的公司，尤其是偏后期的成长期公司，公司的原股东已经在过去的经营中积累了一些财富，具备补偿的支付能力。

在一些文章中提到初创公司不适合签订对赌协议，核心是针对狭义的业绩补偿，或者说使用补偿性工具。对于初创公司进行天使轮投资通常不适用采取补偿性对赌工具，很重要的原因就

是绝大多数创业团队不具备进行补偿的支付能力。除非风险投资者非常看好公司发展前景，选择在对赌失败时进一步扩大自己的持股比例，否则补偿性工具在初创公司很难得到有效执行。此外，由于初创公司的商业模式、经营管理能力等还没有得到市场验证，在对赌标的未能实现时，很可能是一种试错的验证过程，风险投资者此时最优策略是退出，而不是获得一些补偿后继续维持投资。

3. 控制投资的代理成本⁹的需要

在并购项目中，收购方成为控股股东，其最关注的往往是与高管之间经营管理问题。收购方希望通过有效的手段约束和激励管理层并减少代理成本，快速获得协同效应。企业并购后的发展状况能否达到预期需要被收购方管理层的积极配合，为了更好地约束和激励管理层，运

用合理的补偿性对赌工具就十分重要。被收购方管理层作为直接的责任承担者，在运用合理的补偿性对赌工具下，能够快速融合到并购后的新企业中。这种激励作用，能够在时间上、业绩上以及费用上实现降低代理成本的价值。

（三）对赌协议业绩补偿工具的实现方式

商业实践中对赌协议业绩补偿方式常见类型有现金补偿、股权（份）补偿、股权回购及现金及（或）股权补偿等。

现金补偿是对赌条款最直白最常见的方式，即双方约定当目标公司未能实现约定的业绩指标时，业绩补偿义务人（通常是指原股东或实际控制人，下同）应向出资方以现金形式支付业绩补偿。典型案例如：2015年，华谊兄弟斥资10.46亿元收购冯小刚和陆国强合计持有的东阳拉美传媒有限公司70%股权，根据签署的《股权转让协议》约定业绩承诺期为2016年1月1日至2020年12月31日共五年，2016年业绩目标为净利润不低于1亿元，此后每个年度增长15%，若冯小刚和陆国强未能完成业绩目标，则应以现金方式补足当年未完成的差额部分。

股份补偿亦是常用的补偿方式，即双方约定当目标公司未能实现约定的业绩指标时，业绩补偿义务人应以股份的形式向并购方支付业绩补偿。典型案例如：福成股份（600965）并购天德福地陵园，加速殡葬业转型2018年，福成股份收购天德福地陵园60%的股权，《业绩补偿协议》约定天德福地陵园2019年至2023年应实现扣非净利润2270万元、2720万元、3270万元、3920万元、4700万元，如未完成业绩目标，原股东曾攀峰、曾馨瑾应以股权补偿的方式向福成股份补偿。2020年6月，因天德福地陵园未完成2019年的业绩承诺，福成股份受让原股东的股权后共持有天德福地陵园80%的股权。

股权回购是指当目标公司未能实现约定的业绩指标时，业绩补偿义务人应以对赌条款约定的

⁹代理成本是所有和控制分离的代价。所谓代理成本包括：（1）股东的监督成本。如股东因行使控制权、聘用审计等而发生的费用；（2）经理的自我约束成本。经理取信于股东，需要一定限度的自我约束，如会计、考核和纪律等；（3）剩余利益的损失。为了让经理与股东的利益保持一致，股东会推出包括经理持股计划在内的奖励方案，而奖励实质上是股东对本属于自己的利益的让渡，从而造成剩余利益的损失。

价格全部或部分受让出资方持有的目标公司股权，回购价格通常高于并购方收购股权时的价格。典型案例如：武清国投入股皇冠幕墙(430336)2014年，天津市武清区国有资产经营投资公司(下文简称“武清国投”)出资1000万元收购皇冠幕墙定向发行的股份，成为持股4.334%的新股东，并与皇冠幕墙原股东欧洪荣、黄海龙签署对赌条款约定自2014年起连续三年每年经审计的营业收入保持15%增幅，否则武清国投有权要求原股东以出资额1000万元+5%的年收益水平价格受让其持有的全部或部分股份。

现金和(或)股权补偿是指当目标公司未能实现

约定的业绩指标时，业绩补偿义务人可以现金或股权/现金+股权的形式向出资方支付业绩补偿。典型案例如：科创板第一股华兴源创(688001)完成的科创板首单并购2019年12月，华兴源创通过发行股份及支付现金的方式购买李齐花、陆国处持有的欧立通100%股权，交易金额为11.5亿元，双方约定欧立通2019-2021年累计实现的经具备证券从业资格的会计师事务所审计的扣除非经常性损益前后孰低的归属于母公司所有者净利润不低于3.3亿元，如未完成业绩承诺，业绩承诺人优先以本次交易中取得的股份进行补偿，股份补偿不足的情况下进行现金补偿。

(四) 对赌协议业绩补偿条款的性质

有关对赌协议业绩补偿的具体认定，理论和实务中存在着以下几种观点：

1. 分红说

有的法院认为业绩补偿款是一种分红。如(2015)浙浙商初字第13号案件：“根据承诺函及股权回购协议的约定，‘在原股东回购或收购投资方的股权时，股权回购或收购的价格应按以下原则确定：按10%年利率计算的投资款项的本利之和，并扣除投资方从公司获得的分红。’而业绩补偿金的性质等同于红利，因此，业绩补偿款不应再另行支付。”

笔者不赞同这种观点，理由如下：(1) 分红款与业绩补偿款的付款义务主体不同，支付分红款的义务主体是目标公司，而支付业绩补偿款的义务人并不必然是目标公司；(2) 分红款与业绩补偿款的计算方式不同，分红款的计算方式由《公司法》严格规定，业绩补偿款的计算方式由合同约定；(3) 分红款与业绩补偿款的实现程序不同，公司进行盈余分配通常需经过股东会决议，而只需条件成就，义务人即应当向投资方支付业绩补偿款。

2. 违约金说

有的法院认为业绩补偿款是一种补偿性违约金。如(2018)沪0115民初45869号案件：“本院认为，五被告支付业绩补偿款、回购原告股权均具有因违约行为承担损害赔偿责任的性质。”但笔者认为此认定并不合理，业绩补偿基于目标公司业绩未达标产生，非基于违约行为产生，

其性质并非违约金。(2015)浙商终字第84号案件中，被告就主张业绩补偿条款是违约金以此请求法院对高额的补偿款进行调整，而无论是一审、二审的判决还是最高法最后的驳回再审申请裁定都未支持其违约金性质的主张。

3. 附条件的合同义务说

武汉市中院在(2014)鄂武汉中民商初字第00304号案件的裁判理由中写道：“故本院认为，根据《补充协议》的约定及商业惯例，在无法

实现预定目标的情形下由控股股东卢士海对投资方创投基金合伙企业支付现金补偿本身就是合同义务，而非违约责任。”

4. 其他观点

捐赠说，该种观点认为业绩补偿款的性质为捐赠。接受方应将该款项作为接受捐赠收入，当期缴纳企业所得税，但是赠予具有无偿单务性等特点，业绩补偿并不能脱离资产购买协议单独存在，把业绩补偿认定为股东捐赠并不妥切。

合同价款调整说，该种观点认为，业绩补偿本质为原合同价款的调整。

衍生工具说，该种观点认为，其把《资产买卖合同》和《业绩补偿合同》看作是相互联系的两个合同，因标的资产受各种因素的影响，具有不确定性和风险性，业绩补偿是对这风险的一种调节工具。

保证合同说，该种观点认为业绩补偿实为原股东对投资方提供的一种盈利保证，法律上应视为担保条款，但是担保的本质是引入第三人，当债务人无力清偿债权人债权时，承担担保责任，业绩补偿款由交易方自行为自己提供担保，显然不属于一般意义上的保证。

上述几种观点从不同的功能、作用来描述业绩补偿条款，关于对赌协议业绩补偿条款的法律性质至今未有定论。

(五) 法院对业绩补偿条款行权的审查要点

1、投资方向目标公司业绩补偿行权要件

投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第 35 条关于“股东不得抽逃出资”和第 166 条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润

或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼。《九民纪要》

2、补偿条款约定的补偿条件全面触发

这里的条件即对赌协议中约定的条件，属于当事人意思自治的约定范畴，通常包括特定年度的营业收入未达到预期标准、目标公司未能在预定期限内完成上市等。投资方举证方式包括目标公司特定年度的财务报表、审计报告或公开网站公告、申请法院对目标公司进行司法审计等。此外，在业绩补偿条件已全面触发的情况下，投资方需要根据业绩补偿条款结合实际业

绩情况确定具体的现金补偿金额。

典型案例如，在 (2020) 鄂民终 495 号案中，原告深圳创投公司因未能提供证据证明目标公司 2011 年至 2012 年的利润金额，法院认定其要求目标公司支付现金补偿款的请求缺乏事实依据，最终不予支持。

3、目标公司有足够利润补偿投资方

补偿条款约定的补偿条件全面触发后，投资方向法院起诉主张相应补偿金额时，还须证明目标公司有足够利润补偿投资方。

(1) 关于足够利润的裁判基准点

《九民纪要》对目标公司有无利润的认定时点未作具体说明，目标公司有利润，这个利润到底是指投资方起诉时有利润，还是业绩补偿义务发生时有利利润，实务理解存在一定分歧：如目标公司有无利润的认定时点为业绩补偿义务发生时，则投资方提供的特定年度财务数据即可充

分说明目标公司的可分配利润情况；如目标公司有无利润的认定时点为起诉时，则投资方除了提交特定年度的财务数据外，同时还需要提交起诉时目标公司的财务数据，以确认目标公司在起诉时有无可分配利润。典型案例如下：

案例名称	案号	裁判理由	司法立场
周益成、浙江欧意智能厨房股份有限公司、方志明与公司有关的纠纷	(2020) 浙 0782 民初 11846 号	一审法院认为，由于被告欧意公司的内帐记载 2017 年 -2019 年公司都属于亏损状态，没有利润可供分配，故原告主张被告欧意公司支付现金补偿还不具备条件，本院不予支持。	业绩补偿义务发生时
安凤占等与王明光等股权转让纠纷	(2019) 京民终 154 号	北京市高院认为，由于星烁公司 2016 年度经营处于亏损状态，并无利润可供分配。原告要求被告支付现金补偿的诉求与《公司法》及公司章程规定不符，亦损害星烁公司利益和公司债权人利益。因此，对原告要求被告承担业绩补偿义务的诉讼请求不予支持。	业绩补偿义务发生时
抚顺广播电视台与北方联合广播电视网络股份有限公司合同纠纷	(2018) 辽 0103 民初 15560 号	沈河区法院认为，由于被告在亏损的情况下向原告返还经营收入，违反了相关法律规定及“存量保值、增量分成”的原则，此举将会损害公司及其他股东的合法权益，故对原告要求被告支付经营收入及违约金的诉讼请求本院不予支持。	业绩补偿义务发生时

综上，上述案例中投资方均未提交起诉当时目标公司财务报告，法院也未主动审查，因此目标公司在起诉时是否具有

充分可分配利润尚未可知。笔者认为投资方亦可积极举证起诉时目标公司的利润情况，以证明符合“今后有利润”的情形。

(2) 利润的范围

根据《公司法》第 166 条关于利润分配的强制性规定，公司分配当年税后利润时，如果公司的法定公积金不足以弥补以前年度亏损，应当先用当年利润弥补亏损，弥补后还需要提取利润的 10% 作

为法定公积金；弥补亏损和提取公积金后的税后利润，才可以用于红利分配。若公司过往年度属于亏损，则公司大概率也无法满足利润分配的条件。

(3) 补偿款支付是否要经过利润分配程序

《九民纪要》规定投资方只有在目标公司存在可供分配利润时才可获得现金补偿，可见现金补偿不同于债权，而带有投资方基于股东身份所享有的利润分配请求权属性。根据《公司法》第 37 条规定，股东会负责审批公司利润分配方案，未经股东会决议审批，公司不得向股东分配利润。那么，如果目标公司存在可分配

利润，但尚无股东表决通过的利润分配方案，是否可认定目标公司不具有利润分配条件？对此，《九民纪要》并未明确规定需要满足已经履行利润分配程序。据检索，相关司法裁判并没有要求该利润已经经过分配程序，也就是说利润分配程序并非目标公司向投资方支付补偿款的前置要件。

第三章

“对赌协议”的裁判路径 分析：效力与履行不能

（一）法律依据

对赌协议的效率与履行问题，主要规定于《九民纪要》以及《公司法》及其相关司法解释当中。其中对于投资方与目标公司原股东或实际控制人签订对赌协议的，一般认定为有效且可实际履行。对于投资方与目标公司签订对赌协议的一

般认定协议有效，但对赌协议是否可以实际履行则需依据《公司法》第 35 条¹⁰、第 74 条¹¹、第 142 条¹²、第 166 条¹³、第 177 条¹⁴ 以及《公司法解释（三）》第 12 条¹⁵ 等关于股权回购、抽逃出资、减资以及利润分配等有关规定进一步判断。

¹⁰《公司法》第 35 条【抽逃出资】：公司成立后，股东不得抽逃出资。

¹¹《公司法》第 74 条【有限责任公司股权回购的规定】：有下列情形之一的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权：（一）公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件的；（二）公司合并、分立、转让主要财产的；（三）公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现，股东会会议通过决议修改章程使公司存续的。自股东会会议决议通过之日起六十日内，股东与公司不能达成股权收购协议的，股东可以自股东会会议决议通过之日起九十日内向人民法院提起诉讼。

¹²《公司法》第 142 条【股份有限公司股权回购的规定】：公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：（一）减少公司注册资本；（二）与持有本公司股份的其他公司合并；（三）将股份用于员工持股计划或者股权激励；（四）股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份；（五）将股份用于转换上市公司发行的可转换为股票的公司债券；（六）上市公司为维护公司价值及股东权益所必需。公司因前款第（一）项、第（二）项规定的情形收购本公司股份的，应当经股东大会决议；公司因前款第（三）项、第（五）项、第（六）项规定的情形收购本公司股份的，可以依照公司章程的规定或者股东大会的授权，经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。

公司依照本条第一款规定收购本公司股份后，属于第（一）项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第（二）项、第（四）项情形的，应当在六个月内转让或者注销；属于第（三）项、第（五）项、第（六）项情形的，公司合计持有的本公司股份数不得超过本公司已发行股份总额的百分之十，并应当在三年内转让或者注销。上市公司收购本公司股份的，应当依照《证券法》的规定履行信息披露义务。上市公司因本条第一款第（三）项、第（五）项、第（六）项规定的情形收购本公司股份的，应当通过公开的集中交易方式进行。公司不得接受本公司的股票作为质押权的标的。

¹³《公司法》第 166 条【利润分配的规定】：公司分配当年税后利润时，应当提取利润的百分之十列入公司法定公积金。公司法定公积金累计额为公司注册资本的百分之五十以上的，可以不再提取。公司的法定公积金不足以弥补以前年度亏损的，在依照前款规定提取法定公积金之前，应当先用当年利润弥补亏损。

公司从税后利润中提取法定公积金后，经股东会或者股东大会决议，还可以从税后利润中提取任意公积金。公司弥补亏损和提取公积金后所余税后利润，有限责任公司依照本法第三十四条的规定分配；股份有限公司按照股东持有的股份比例分配，但股份有限公司章程规定不按持股比例分配的除外。股东会、股东大会或者董事会违反前款规定，在公司弥补亏损和提取法定公积金之前向股东分配利润的，股东必须将违反规定分配的利润退还公司。公司持有的本公司股份不得分配利润。

¹⁴《公司法》第 77 条【减资程序】：公司需要减少注册资本时，必须编制资产负债表及财产清单。公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。

¹⁵《公司法解释（三）》第 12 条【抽逃出资认定】：公司成立后，公司、股东或者公司债权人以相关股东的行为符合下列情形之一且损害公司权益为由，请求认定该股东抽逃出资的，人民法院应予支持：（一）制作虚假财务会计报表虚增利润进行分配；（二）通过虚构债权债务关系将其出资转出；（三）利用关联交易将出资转出；（四）其他未经法定程序将出资抽回的行为。

具体而言，《九民纪要》的主要观点是：1、若投资方与目标公司原股东或者实际控制人签订对赌协议，若无其他无效事由则认定为有效并支持实际履行；2、若投资方与目标公司签订对赌协议的，对赌协议通常认定为有效。但对于是否能够实际履行，则需要人民法院依据《公司法》有关规定进一步审查：（1）若依据《公司法》第 35 条、第 142 条等关于“股东不得抽逃出资及股权回购的强制性规定”审查发现目标公司未

完成减资程序，则人民法院应驳回投资方要求实际履行对赌协议，支持目标公司回购股权的诉求；（2）若依据《公司法》第 35 条以及第 166 条关于“股东不得抽逃出资及利润分配的强制性规定”审查发现目标公司没有利润或虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应驳回或部分支持投资方要求目标公司进行金钱补偿的诉求。但目标公司后续有利润时，投资方可依该事实另行起诉。

（二）司法实践

为了更好的厘清我国司法实践对于对赌协议效力以及履行相关问题的观点、态度，本文以威科先行数据库为基础，以“对赌协议”为关键词进行案例检索，从检索到的案例中选取了 6 个最具代表性的案例进行分析，以期探寻司法裁判的思路和规律。

1、与原股东对赌协议的效力与履行

（1）宁波正业公司诉上海嘉悦投资公司等与公司有关的纠纷案（上海市第一中院（2013）沪一中民四（商）终字第 574 号民事判决书）

①**裁判结果**：对赌协议有效且可履行，上海嘉悦投资公司与陈五奎（目标公司原股东与实际控制人）应当依据协议补足投资方净收益和保底收益之间的差价。

②**基本案情**：宁波正业公司与拓日新能公司签订《非公开发行股票认购协议》，约定原告以每股 21 元的价格认购拓日新能公开发行的 395 万股股票，共计 8,295 万元。同日，原告与上海嘉悦投资公司（目标公司股东）、陈五奎（目标公司实际控制人）签订了保底协议约定：保底收益为认购成本的

8%，若净收益小于保底收益则被告上海嘉悦投资公司需在约定日期前向原告支付净收益与保底收益之间的差价，被告陈五奎对此承担连带清偿责任。后因被告未按约定支付差价，原告诉请法院要求上海嘉悦投资公司补足收益款 35,602,159.72 元及相应的违约金，陈五奎承担连带清偿责任。

③裁判要点：法院认为协议书是当事人关于涉案股票的认购若产生损失时该如何进行补偿的真实且明确的意思表示。被告作为当时寻求定向增发股票的上市公司拓日新能之股东以及实际控制人，出于自身利益考虑促成上市公司拓日新能完成本次增发事

项，因此被告向原告承诺补偿具有一定的合理性。且未发现该协议书相关条款存在无效的情形，故认为系争协议书中有关上海嘉悦投资公司与陈五奎对原告所作之补充损失承诺为有效。

④小结——关于定增保底协议的效力认定：本案主要是投资人通过定增保底协议对融资方进行投资。因此案件争议主要聚焦于投资人与股东签订的定增保底协议的效力之上。通过结合相关条文和学理，本文汇总定增保底协议有效的几个要件如下：

第一，定增发行股票的程序合法。非公开发行股票行为应已得到监管部门的批复同意和证监会核准，该非公开发行股票行为程序合法。

第二，定增保底协议系双方真实的意思表示。双方须对协议签字盖章，并且双方意思表示须真实明确。

第三，定增保底协议通常为股东之间内部的补偿承诺。协议并非针对不特定多数人所作，上市公司并非协议签订主体、亦非赔偿主体，被投资公司及其利益相关方的利益，更不会损害公共利益，不属于《中华人民共和国证券法》（下文简称“证券法”）第 10 条规定的公开劝诱形式。

第四，双方签署之协议不得违反效力性强制性规定。在满足合同法一般性规定的前提下（不存在依据《中华人民共和国合同法》（下文简称“合同法”）第 52 条无效的情形），亦不得与特别法，如《公司法》《证券法》等相关规定冲突。没有明显增加证券市场风险、破坏证券市场稳定性，不违反法律、行政法规的禁止性规定。

(2) 苏州周原九鼎投资中心纠纷案（湖北省高级人民法院（2013）鄂民二初字第 12 号判决书）

①裁判结果：与股东签订的对赌协议有效且可履行。案涉《补充协议书》与《补充协议》，包括在一定条件下被投资方股东回购股份的承诺等内容合法有效正确。

②基本案情：九鼎投资中心（甲方）、蓝泽桥（乙方）、宜都天峡公司（丙方）、湖北天峡公司（丁方），共同签署了《投资协议书》。协议约定甲方向丙方投资 7000 万元取得丙方本次增资后股份总数 34.3% 的股份；并且协议还约定了业绩承诺。同日，甲乙丙丁又共同签署一份《补充协议》，约定：若丙方在约定期间内未完成公开发行股票和上市，则甲

方可要求丙方、乙方及丁方受让甲方持有的全部或部分丙方股份。

后因各方当事人合作出现争执，2013 年 10 月 28 日甲方向湖北省高级人民法院提起诉讼，认为乙丙丁分别或共同违反了《投资协议书》和《补充协议》约定的义务，侵犯了其合法权益。

③裁判要点：首先立约各方为达到使宜都天峡公司增资、在中国境内资本市场公开发行股票并上市之目的，先签订了《投资协议书》，甲乙丁对目标公司宜都天峡公司进行增资，并规定了包括业绩承诺与股权激励在内的条款内容；同日，为保证投资方基本投资利益的实现，各方当事人又签订了《补充协议》，主要包括在一定条件下被投资方股东回购股份的承诺等内容。

法院认为案涉两份协议系典型的商事合同，《补充协议》系对《投资协议书》共同完整地构成了各方当事人的意思表示。《补充协议》

中关于投资方股东在何种情形下应当回购股份的承诺清晰而明确，是当事人在《投资协议书》外特别设立的保护投资方利益的条款，属于缔约过程中当事人对投资合作商业风险的安排。该条款与《投资协议书》中的相关股权激励条款相对应，系各方当事人的真实意思表示。并且，案涉协议不存在违反国家法律、行政法规的禁止性规定等导致合同无效的情形、亦不属于格式条款不存在显失公平的问题。因此，原审判决认定案涉《补充协议书》与《补充协议》，包括在一定条件下被投资方股东回购股份的承诺等内容合法有效，本院予以维持。

④小结：本裁判作于《九民纪要》发布之前，法院在该案中主要审查了对赌协议是否符合合同有效要件，即对赌协议是否意思表示真实一致、不违反法律行政法规的禁止性规

定并且不存在显失公平等。简言之，法院认为只要对赌协议不存在合同无效或被撤销的情形，那么就可以认定对赌协议的效力，进而尊重当事人的意思自治。

(3) 总结

对于投资方与股东签订的对赌协议，司法实践一般该对赌协议系当事人的意思自治，是对商事风险作出的合理安排，因此认定为有效并且可以执行。需要指出的是，在实务当中也存在例

外情形，但主要存在于国有企业之中，理由一般是由于国有企业资产处分的特殊规定而认定对赌协议无效。

2、与目标公司对赌协议的效力与履行

在我国司法实务界，对于投资方与目标公司签订的对赌协议的效力与可履行性的看法存在一个较为清晰的演化路线：(1) 在初期，法院多认为与目标公司签订的对赌协议无效。典型案例如对赌第一案“海富投资案”，最高法宣示了与公司对赌协议无效的司法立场；(2) 然而随着对赌协议在商事实践中运用的加深，法院的观点出现了变化，例如在华工案中，法院开始承

认与公司对赌协议的效力，转而判断合同的履行可能性；(3) 最后虽然如今理论上仍然存在争议，但是《九民纪要》通过规则统一了实务界对该问题的看法，审判的关注重点从协议效力转移至合同的履行性。简言之，当前在我国与目标公司签订的对赌协议的效力并非为主要争议焦点，通说均认同其效力。当前的主要焦点在于对赌协议的履行性上。

(1) 对赌第一案：海富投资案（最高院（2012）民提字第 11 号民事判决书）

①裁判结果：与目标公司签订的对赌协议无效，与股东签订的有效。对赌协议约定使海富投资的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了甘肃众星的经营业绩，损害了

公司利益和公司债权人利益，一审法院、二审法院根据《公司法》第 20 条和《中外合资经营企业法》第 8 条的规定认定《增资协议书》中的这部分条款无效是正确的。

②基本案情：香港迪亚（甘肃众星公司的原股东）、甘肃众星公司（后更名世恒公司）以及陆某与海富投资签订了《增资协议书》，协议约定若甘肃众星未完成业绩目标，则海富投资有权要求甘肃众星予以补偿，香港迪亚履行连带责任。同时协议约定股权回购条款，若由于甘肃众星的原因造成无法完成上

市，则海富投资有权在任一时刻要求香港迪亚回购届时海富投资持有之甘肃众星的全部股权。

后甘肃众星未完成业绩承诺，海富投资诉请判令甘肃众星、香港迪亚和陆某支付补偿款 19,982,095 万元。

③裁判要点：(1) 与目标公司的对赌协议无效：海富投资向甘肃众星投资后与香港迪亚合资经营，故甘肃众星为合资企业，海富投资成为甘肃众星股东。各方在《增资协议书》中约定，若甘肃众星实际净利润低于 3000 万元人民币，则海富投资有权从甘肃众星处获得补偿，并约定了计算公式。这一约定使海富投资的投资可以取得相对固定的收益（脱离了甘肃众星的经营业绩），此举损害了公司利益和公司债权人利益，根据《公

司法》第 20 条和《中外合资经营企业法》第 8 条的规定认定《增资协议书》中的这部分条款无效。(2) 与股东的对赌协议有效：但在《增资协议书》中，香港迪亚对于海富投资的补偿承诺并不损害公司及公司债权人的利益，该协议不存在合同无效的情形，并且是当事人的真实意思表示，因此是有效的。因此在甘肃众星 2008 年的利润未达到约定目标的情况下，香港迪亚应依约应海富投资的请求对其进行补偿。

④小结：此案裁判于《九民纪要》之前，此时最高院对于与目标公司签订的对赌协议持相对保守的态度。在此时法院的观点系，对赌

协议不得违背资本维持原则，损害公司和公司债权人利益。具体做法如本案中约定的约定脱离经营业绩，产生相对固定收益。

²⁹ 同脚注 19(2)

(2) 金泰九鼎案（厦门市中级人民法院（2014）厦民初字第 137 号）

①裁判结果：与目标公司签订的对赌协议无效。股东与公司“对赌”的约定，使股东的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离公司的经营业绩，会损害公司利益和公司债权人利益，违反《公司法》第 20 条之规定，因此该部分条款无效。

②基本案情：2010 年，原告厦门金泰九鼎股权投资合伙企业（有限合伙）（下称“金泰九鼎”）与被告骆鸿、江西旭阳雷迪高科技股份有限公司（下称“旭阳雷迪公司”）签订“对赌”协议：约定金泰九鼎与其他投资方以增资扩股方式投资旭阳雷迪公司，并约定了业

绩补偿条款，股东骆鸿承担担保责任。后旭阳雷迪公司未能依约实现年度利润并上市，金泰九鼎诉求法院判决：被告支付补偿款。骆鸿、旭阳雷迪公司抗辩认为，“对赌”协议无效请求驳回旭阳雷迪公司的诉讼请求。

③裁判要点：（1）与目标公司的对赌协议无效。融资公司承诺补偿行为的效力应当遵守《公司法》有关资本维持原则的规定。并且若融资公司可以直接作为补偿主体，必将不当减少公司资产，损害公司及债权人的利益。本案中与目标公司“对赌”的约定，使投资方（新股东）可以取得相对固定收益，该收益脱离公司的经营业绩，损害公司利益和公司债权人利益，违反《公司法》第 20 条之规定，该部分条款无效。（2）与原股东的对赌协议有效：本案原股东承诺的“担保赔偿”非担

保法意义上的保证，骆鸿系讼争《增资协议》和《补充协议》的相对方，本案并不存在主从合同关系。根据案涉约定，系股东对投资方的承诺，若目标公司为达到约定的业绩或未完成约定事项则需按照约定对投资方进行补偿。骆鸿作为对赌条款的相对方应对投资方直接承担补偿责任，而非担保责任。股东对投资方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，依法有效。股东应承担直接补偿责任。

④小结：此案系对海富投资案裁判观点的延续，与目标公司对赌部分无效，目标公司原股东仍应承担补偿责任。

(3) 江苏华工公司诉扬州锻压机床公司案（江苏省高级人民法院（2019）苏民再 62 号）

①裁判结果：与目标公司的对赌协议有效且可履行。对赌回购价款的约定虽为保证固定收益条款，但约定不脱离企业正常经营行为，不属于不承担公司经营而即当然获得的约定收益，应认定为有效。

②基本案情：2011 年 7 月，江苏华工公司与扬州锻压机床公司签署《增资扩股协议》，江苏华工公司以 2200 万元人民币对扬州锻压机床公司增资。同日，扬州锻压机床公司原股东作为甲方、扬州锻压机床公司作为乙方、江苏华工公司作为丙方签署了《补充协议》，协议约定若乙方未能在约定时间内在境内资本市场上市或乙方主营业务、实际控制人、董事会成员发生重大变化，则丙方有权要求乙方以现金形式回购丙方所持有的全部乙方的股份。若甲方、乙方在约定的期

间内未予配合并收购丙方所持有公司股份，则乙方应按丙方应得回购股权价款每日的 0.5% 比率支付罚息，支付给丙方；甲方、乙方就丙方因乙方的违约行为而产生任何损失承担连带责任。

后因扬州锻压机床公司未能按约在境内资本市场上市，江苏华工公司起诉要求扬州锻压机床公司以现金形式回购江苏华工公司所持全部股份，扬州锻压机床公司原股东承担连带责任。

③裁判要点：(1)对赌协议对股东生效：扬州锻压机床公司及其全体股东均在相关对赌协议上签字，扬州锻压机床公司承担回购义务，全体股东承担连带责任保证，说明扬州锻压机床公司及全部股东对股权回购应当履行的法律程序及法律后果是清楚的。(2)投资方股东及债权人的双重身份认定：投资方基于出资成为公司股东，在履行对赌协议时，投资方成为公司的债权人，在对赌协议约定的股权回购情形出现时，其基于公司债权人的身份，当然有权依据对赌协议的约定主张权利。(3)回购价款的约定虽为保证固定收益条款，但约定不脱离企业正常经营行为，不属于不承担公司经营风险而即当然获得的约定收益，应认定为有效。具体而言，法院认为投资方的收益一方面与公司经营相联系，另一方面投资方需要对目标公司的经营和亏损负责，对赌条款属于当事人特别设立的保护投资方利益的条款，是缔约过程中当事人对投资合作商业风险的安排。(4)回购股权的约定具有法律依据：《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司股份，有限责任公司回购本公司股份不当然违反《公司法》的强制性规定。有限责任公司在

履行法定程序后回购本公司股份，亦不会损害公司股东及债权人利益，亦不会构成对资本维持原则的违反。关于股份有限公司股份回购，《公司法》原则上禁止股份有限公司回购本公司股份，但同时亦规定了例外情形，符合例外情形的，《公司法》允许股份有限公司回购本公司股份，且《公司法》已明确规定了股份有限公司可减少注册资本回购本公司股份的合法途径。扬州锻压机床公司履行法定程序，支付股份回购款项，并不违反《公司法》的强制性规定，亦不会损害公司股东及债权人的利益。(5)具有现实可执行性：本案的对赌协议除具备上述 4 所论述的法律程序保障外，同时具备事实上的可履行性。在投资方注资后，扬州锻压机床公司资产得以增长，而且在事实上持续对股东分红，其债务承担能力相较于投资方注资之前得到明显提高，参考江苏华工公司在扬州锻压机床公司所占股权比例及扬州锻压机床公司历年分红情况，案涉对赌协议约定的股份回购款项的支付不会导致扬州锻压机床公司资产的减损，亦不会损害扬州锻压机床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。

④小结：该案法院提出的新观点对我国司法实务界就与目标公司的对赌协议的认识具有启发作用，其充当了承上启下的作用。法院通过债权债务关系入手，阐释了固定收

益的规律性以及股权回购的程序性，以论证股份回购不损害公司股东及其债权人利益，从而承认了与目标公司对赌的有效性及其可履行性。

(4) 甄投中心案(最高人民法院(2020)最高法民申 1191 号)

①裁判结果：与目标公司对赌协议有效可履行。案涉回购条款未违反法律强制性规定及公司章程的规定，不损害公司利益及公司债

权人利益，合法有效、且具备法律上和事实上的履行可能性。原判认定回购条款无效，属于适用法律错误。

②基本案情：2016 年 4 月，甄投投资中心(有限合伙企业)与运货柜信息技术公司签订增资协议，约定甄投中心向运货柜公司增资

1050 万元，并约定了若运货柜信息技术公司未完成业绩指标或未按约定完成上市，则需要回购股权的条款。

③裁判要点：(1)回购条款有效：回购条款不存在违反《公司法》或其他强制性法律规定而无效或可撤销的情形。并且回购条款并非格式条款，其系当事人真实的意思表示，不存在显失公平等情形。(2)甄投中心与运货柜公司之间的股权回购约定不违反公司章程的规定。(3)案涉回购条款通过正当的减资程序可以履行，并非“抽逃出资”；且该条款未损害公司利益和债权人利益。故回购条款未违反《公司法》第 20 条、第 35 条规定。具体而言目标公司不存在其他债权人，并且回购条款经过全体股东同意，因此，履行《补充协议》不构成对公司和债权人利益的损

害，具有事实上履行可能性。(4)维护案涉对赌协议的有效性非但不损害运货柜公司债权人和投融资双方的利益，反而为运货柜公司提供了另一种融资方式，符合运货柜公司及其股东、债权人的利益。甄投中心在向运货柜公司注资后，同时具备该公司股东及该公司债权人的双重身份，如允许运货柜公司违反案涉回购条款，则不仅损害甄投中心作为债权人应享有的合法权益，也会对甄投中心股东及其债权人的利益造成侵害，有违商事活动的诚实信用原则及公平原则。

(5) 广华投资企业、财神岛公司请求公司收购股份纠纷再审案（最高人民法院（2020）最高法民再 350 号）

①裁判结果：与目标公司对赌协议有效，但是具体的履行方式和数额必须符合法律规定。协议书有效，支持广华投资企业要求财神岛公司按约定价格收购其 20% 股份的诉讼请求。

②基本案情：2010 年 10 月 10 日，财神岛公司、李滨、于秀兰和广华投资企业共同签订《投资协议》。协议约定广华投资企业向财神岛公司投资 3000 万元认购新增注册资本。2012 年 3 月 30 日，财神岛公司（甲方）和广华投资企业（乙方）签订《协议书》，协议约定：若目标公司未能按约定完成上市，则

由甲方全额收购乙方投资的财神岛公司股权。任何一方违反前述规定，应对由此给对方造成的损失承担全部赔偿责任。2017 年 12 月 15 日，财神岛公司（甲方）、广华投资企业（乙方）、广华集团（丙方）、刘桂明（丁方）共同签订《协议书》，约定甲方同意在约定日期钱退还投资款至乙方账户。

③裁判要点：(1) 案涉 2012 年 3 月 30 日《协议书》和 2017 年 12 月 15 日《协议书》合法有效：案涉该两份《协议书》应系当事人的真实意思表示，内容并不具有法定无效情形，为合法有效的约定。(2) 财神岛公司不应按约定回购广华投资企业所持的财神岛公司 20% 股权：依照《公司法》第 35 条和第 37 条第一款第七项之规定，有限责任公司注册资本确定后，未经法定程序，不得随意减少或抽回。尽管 2012 年 3 月 30 日的《协议书》是双方当事人的真实意思表示，但协议中关于财神岛公司回购股份的约定不属于《公司法》第 74 条和财神岛公司章程所

列举的情形，不符合《公司法》关于资本维持的基本原则，因此广华投资企业请求财神岛公司收购其股权的条件并不具备。(3) 关于李滨、于秀兰应当对 2250 万元股权收购款及相应利息承担连带清偿责任：如前所述，案涉协议并不具有法定无效事由，应当认定为合法有效的约定，对各方当事人均具有法律约束力。在有关协议约定系当事人的真实意思表示且不具有法定无效事由的情况下，广华投资企业有权要求李滨、于秀兰就该《协议书》约定的股权回购款中的本金 2250 万元及相应利息承担连带清偿责任。

④小结：本案认同了与目标公司之间的对赌协议的有效性，但是在可否履行的问题上进行了进一步的探讨。是否有效主要依据合同法总论等有关规定，能否执行则主要考虑公司资本维持以及是否会损害公司债权人利益等方面。

(6) 银海通投资中心与新疆西龙公司股权转让纠纷案（（2020）最高法民申 2957 号）

①裁判结果：与目标公司对赌协议有效，但是履行不得违反法律规定。根据《公司法》第 35 条、第 142 条的规定，投资方银海通投资中心与目标公司新疆西龙公司“对赌”失败，请求新疆西龙公司回购股份，不得违反“股东抽逃出资”的强制性规定。

②基本案情：2011 年 8 月 11 日，北京银海通投资中心（有限合伙）与新疆西龙土工新材料股份有限公司签订《增资扩股协议》，银海通投资中心认购新疆西龙土工新材料股份有限公司 300 万股，投资款总额为 900 万元，占增资后总股本的 3.05%。同日，银海通投资中心与新疆西龙公司及奎屯西龙无纺土工制品公司签订《补充协议》，该协议约定若新疆西龙公司未按约定实现在国内证券交易所公开发行股票并上市，则银海通投资中

心有权要求新疆西龙公司回购其持有的股份，回购价格为银海通投资中心为取得该股份而向新疆西龙公司增资的投资款总额 900 万元加上 15% 的年息（单利）。新疆西龙公司应在银海通投资中心提出回购要求后 3 个月内完成回购。奎屯西龙公司同意若新疆西龙公司未履行约定，则按照上述条款的约定收购银海通投资中心持有的股份，以保障银海通投资中心的投资退出。

③**裁判要点：**(1) 股东请求公司回购股份应当完成减资程序的问题。在处理“对赌协议”纠纷案件时，不仅应适用《合同法》的相关规定，还应适用《公司法》的相关规定，依法平衡投资方、公司股东、公司债权人、公司之间的利益。案涉协议均系各方当事人的真实意思表示，不违反法律、行政法规的强制性规定，不存在《合同法》第五十二条所规定的合同无效的情形，应属合法有效。但根据《公司法》第 35 条、第 142 条的规定，投资方银海通投资中心与目标公司新疆西龙公司“对赌”失败，请求新疆西龙公司回购股份，不得违反“股东抽逃出资”的强制性规定。新疆西龙公司为股份有限公司，其回购股份属减少公

司注册资本的情形，须经股东大会决议，并依据《公司法》第 177 条的规定完成减资程序。(2) 奎屯西龙公司承担责任不存在不当的问题。协议约定在新疆西龙公司不能履行回购义务时，奎屯西龙公司向银海通投资中心支付股权回购价款 13,275,000 元，奎屯西龙公司的义务属于担保合同义务，具有从属性，即履行担保合同义务的前提条件是主合同义务履行条件已成就。现新疆西龙公司的减资程序尚未完成，股份回购的主合同义务尚未成就，故奎屯西龙公司的担保义务未成就。

3、总结

综上所述，关于对赌协议的效力和履行问题，虽然当前理论界仍然存在争议。但是经过数十年的发展，在司法实务界已经形成了较为统一的观点。即若不存在法定的合同无效的情形（意思表示真实、不违反法律法规的效力性强制性规定等），投资者与原股东之间的对赌协议

有效且可履行。而投资者与目标公司之间的对赌协议同样有效，但是在具体履行方面仍然需要符合公司法的有关规定，并考虑现金维持原则，以及公司法等有关公司减资和股权回购的规定。



第四章

“对赌协议”的裁判 路径分析：具体履行

根据上文所述，当前针对对赌协议，我国司法实务的主要观点系只要不存在法定的合同无效的情形，就认定对赌协议有效。而在履行方面则根据对赌协议相对方而有所不同，若相对方系原股东，则无特殊要求。若相对方系目标公司，则需要根据有关法律规定遵照特定的程序。因此当今关于对赌协议的问题，主要就是履行问题，故该部分将重点就对赌协议的具体履行展开论述。

(一) 股权回购的性质和期限

1、股权回购的法律性质

权利类别	理由	司法裁判
请求权	基于协议约定的合同之债，该权利在特定相对人之间产生，是一种请求权	安徽省高级人民法院在（2019）皖民终540号案中明确指出，投资方向回购义务人主张的权利，系双方当事人因合同约定产生的权利。对于回购义务人而言，是基于案涉协议形成的合同之债，即投资方主张的权利为债权。该权利在特定相对人之间产生，具有相对性，是一种请求权。
形成权	对赌协议赋予了投资方一项解除投资协议的权利，而回购股权只是双方对于投资合同解除后的权利义务处置方式。投资方在特定客观条件成就后，依据合同享有要求对方对方当事人回购股权的权利，而该项权利的行使是否导致法律关系的变动仅以客观条件是否成就为前提，不因对方当事人主观意志而变化。当回购客观条件成就，权利人行使回购权，股权转让协议即生效，股权已发生所有权的转移。	安徽省蚌埠市淮上区人民法院在（2016）皖0311民初2382号案中显示，通过该条款约定，只要乙方（第三人）在2014年6月30日前没有向中国证券监督管理委员会申报发行申请材料并被受理，被告即可提出股权回购的申请。本案原告及第三人就应在被告提出申请的180天内回购被告所持有的第三人的股份，该特征构成了形成权最核心的特征，即权利人仅凭单方的意思表示就可以使法律关系产生、变更、消灭，而不需要对方的协助。因而，被告与原告及第三人约定的回购请求权是一种形成权。

如上表所示，对于对赌协议中股权回购的法律性质认定存在两种观点，一种观点认为股权回购属于请求权，即投资方请求回购义务人支付回购款，同时投资方亦负有向相对方转让目标公司股权的义务，需要注意的是此时投资方是在新的股权转让法律关系基础上，请求回购义

务人支付回购款。另一种观点认为股权回购系形成权，即当投资方选择行使股权回购权时，是“激活”股权转让法律关系，若回购条件成就，投资方可单方选择与回购义务人产生新的股权转让法律关系，而不需要回购义务人的同意，这一行为符合形成权的特征。

2、股权回购的期限问题

(1) 股权回购的提前行使

股权回购权并非只有到达对赌协议约定的期限才可以行使。若发现目标公司根本违约，并且股权回购条款的计算具有补偿性质，投资方可以提前行使股权回购权。典型案例如最高院（2014）民二终字第111号民事判决书，本案中九鼎投资中心向蓝泽桥、宜都天峡（目标公司）、湖北天峡投资7000万元获得目标公司34.3%股份，并签订对赌条款约定若宜都天峡自投资完成日起至2014年12月31日的期间内未完成公开发行股票和上市则九鼎投资中心可于

2014年12月31日主张股份回购。事后九鼎投资中心在该期限前要求相对方承担违约责任。法院认为，由于2012年宜都天峡公司财务报表发生虚假记载事项，企业出现亏损，结合我国相关涉及企业公开发行股票并上市的法律法规的限制规定，可以确定目前宜都天峡公司无法按照预期由证券监督管理机构获准合格审批已呈事实状态。并且从退出条款金额的计算公式可以看出，受让款具有补偿性质。因此投资方可以提前行使股权回购权。

(2) 股权回购行权期限

大多数投资合同中并未就投资方选择行使股权回购权的时间限制进行约定，因此问题的关键变成了如何确定对应的除斥期间或所谓的“合理期限”。法院在个案中就这一问题具有自由裁量的空间，通常需要结合具体的交易背景、合同

的履行状况以及目标公司的经营情况综合判断。在直接将股权回购权认定为债权请求权或者不对其性质加以认定的案例中，法院通常会认为股权回购权应当在“合理期限”内行使，司法实践中存在以下值得注意的观点：

裁判观点	具体说理
回购权系形成权，超过除斥期间的权利消灭	在（2016）皖 0311 民初 2382 号案件中，法院认为回购权属于形成权，回购时间属于除斥期间，根据除斥期间无任何事由中止、中断的特征，为了维护公司稳定，避免双方处于长期不确定的状态，除斥期间届满，回购权即为消灭。
未评价回购权及回购时间的法律性质，仅从合同约定的角度认定丧失回购权	北京市第一中院审理的（2019）京 01 民终 8440 号案中，原协议将“目标公司未能在 2013 年 12 月 31 日前上市”作为回购条件之一，同时约定“90 日”的行权期限；后各方达成补充协议，将回购条件变更为“目标公司未能在 2015 年 8 月 31 日前上市”。法院认为，补充协议未对投资方行使股权回购权具体期限限制作出约定，也未对原协议项下的行权期限限制进行排除性约定，故原期限限制仍适用于补充协议。
即便合同约定回购时间，逾期不行使也不会失权	（2019）京 03 民终 8116 号案件中，法院认为超过回购时间也不丧失回购权的主要理由是，从签订的目的及意义看，投资协议的目的是保证投资方在一定条件下顺利退出，故约定对投资方实体权利的限制性的、排除性的条款缺乏合理性；从合同文义看，回购时间的约定应系赋权性约定，不是限制性约定，且因诉讼时效等法律相关规定存在，可阻却投资方怠于行使自身权利的可能，不会令双方权利义务持续处于不稳定状态。同样在（2015）苏中商终字第 00200 号案件中，法院也认为回购时间的约定旨在督促享有回购权的一方及时行使权利，而非剥夺其请求回购的权利。
回购时间属于附期限的约定，超过约定期限即丧失权利	在（2015）六商初字第 572 号案件中，法院认为双方约定回购权利人有权自 36 个月期满后的二个月内以书面形式要求回购义务人回购股权，实际上是一个附期限的约定。回购权利人未能在附期限到来时主张权利，丧失了要求回购义务人回购股权的权利。
回购权属于请求权，故回购时间最长不得超过 3 年	（2019）京 03 民终 9876 号、（2019）湘民申 3778 号、（2019）粤 0391 民初 4921 号、（2020）京 0105 民初 3469 号等案件中，法院认为自回购权具备行使条件至发出回购通知 / 提起诉讼要求回购的合理期限，一般为诉讼时效期间三年。

裁判观点	具体说理
回购权属于形成权，故回购时间最长不得超过 1 年	<p>尽管《中华人民共和国民法典》（下文简称“《民法典》”）未规定统一的形成权行使期限，但其对于合同解除权以及撤销权，都规定了诸如一年的行使期限。因此，有学者认为在没有明确约定回购时间的情况下，应当参照《民法典》中对合同解除权的行使期间予以认定。</p> <p>在（2020）沪民申 1297 号案件中，上海市高级人民法院认为，对于当事人没有约定固定的回购时间的，回购权的行使期间应短于合同解除权的行使期间。法院认为，“合理期间的确定应依据诚实信用、公平原则，综合考量公司经营管理的特性、股权价值的变动，合同的目的等因素。从权利的性质及行使的后果出发，股权回购权的行使期间应短于合同解除权的行使期间。”同时，法院也进一步明确，“回购权与撤销权、解除权同属形成权，行使期限届满，权利消灭，不适用诉讼时效的规定。”</p>
基于行权可行性、时间间隔、股价波动、合同目的、条款内容与性质、履行情况、市场变化等诸多因素，作个案的判断	《上海第二中院涉“对赌”案件审判白皮书（2015-2019 年）》提出，“审判实践中原则上认为，未约定回购期限情形下，权利方要求对方履行回购义务应受到合理期限的限制，而合理期限的判定应结合行权的可行性、时间间隔、股价波动等因素，在均衡双方当事人利益的基础上，作个案的判断。”
支持投资方长时间怠于行使回购权也不会丧失权利	（2020）皖民再 215 号案件中，案涉投资协议没有约定固定的回购时间，在股权回购条件成就六年内未行使回购权利的情形下，安徽省高级人民法院认为：根据《合同法》第 62 条第（四）项“履行期限不明确的，债务人可以随时履行，债权人也可随时履行，但应当给对方必要的准备时间”的规定，投资方可以随时要求履行，并未消灭。同时，法院还认为：民事权利的放弃须明示意思表示，默示意思表示只可在法律有明确规定及当事人有特别约定的情况下才能发生法律效力。在既无明确约定又无法律特别规定的情况下，不宜推定当事人对权利的放弃。最终，法院认为投资方的股权回购请求权既未消灭，也未放弃，并支持了相关诉讼请求。类似的案例还有（2020）粤民申 12182 号案件。

如上表所示，当前司法实践对于对赌协议未约定行权期限时，回购权何时归于消灭仍未达成统一观点。因此，本文对投资方提供如下几点建议：首先在投资文件中尽量不要约定行使回购权的期限，如面对不得不设置回购权行权期限的情况，可以约定较为宽裕的主张权利的期限，同时多使用“有权”等词，避免使用“必须”“应当”等词，为自己保留更多的行权空间；其次，在股权回购条件触发之后，对于合同明确约定回购时间的，投资方应在回购时间内及时行权，对于合同未约定回购时间的，建议参照《民法

典》对合同解除权的行使期限，在一年内及时行使权利，避免被认定回购权的行使未在合理期限内；最后，在因各种原因决定暂不行使回购权，建议做好内部决策程序，以免被认定为该决定损害公司利益或者违反勤勉尽责义务。同时，如果投资方与其他各方就回购条件变更达成一致并拟签署新协议的，可在新协议中明确约定排除适用原协议项下的回购时间限制或重新约定回购时间，降低回购义务人主张超出原协议约定回购时间的风险。

(3) 股权回购权的诉讼时效

股权回购权的诉讼时效是否应当参照《民法典》有关规定认定为 3 年，其诉讼时效具体应当如何计算，目前在理论和实务界都存在一定争议。

裁判观点	具体说理
诉讼时效自投资方知道或应当知道股权回购条件成就之日起算	浙江省高院审理的（2019）湘民申 3778 号案中，各方约定以目标公司 2014 年的财务状况作为回购条件之一，目标公司 2014 年财务状况详细记载于 2015 年 5 月 31 日股东会披露的《审计报告》，投资方作为该次股东会的发起人明知目标公司 2014 年财务状况，应当知道其就是否主张股权回购享有选择权。投资方于 2018 年 8 月提起诉讼，诉讼时效届满。
诉讼时效自合同约定的回购权行使期限届满而未行权之日起算	安徽省池州市中院审理的（2016）皖 17 民终 632 号案中，合同约定以“目标公司未能在 2013 年 6 月 30 日提出上市申请”作为回购条件，同时约定投资方可在回购条件成就后 6 个月内选择行使回购权。此后，回购条件成就。法院认为，根据合同约定，截至 2014 年 1 月 31 日前，投资方均可向回购义务人提出回购请求，自 2014 年 2 月 1 日起，投资方知晓或应当其权利被侵害，诉讼时效自此开始计算。
诉讼时效自回购义务人支付价款的履行期限届满或明确拒绝支付之日起算	湖南省长沙市中院在（2018）湘 01 民终 2413 号案中认为，该案中目标公司未能于 2014 年 9 月 1 日或之前上市，此时投资方才有选择是否行使和何时行使股权回购请求权。投资方 2017 年 3 月 8 日向回购义务人发函主张回购，合同约定“在投寄后 7 日视为已经送达通知人”，故应视为投资方于 2017 年 3 月 15 日向回购义务人提出了股权回购要求。根据合同约定的 3 个月履行期，应从 2017 年 3 月 15 日起 3 个月后的次日开始计算投资方行使股权回购请求权的诉讼时效。回购义务人主张自 2014 年 9 月 1 日起算诉讼时效，法院不予支持。

如上表所示，对于股权回购权的诉讼时效问题，若投资方未主张回购的情况下，双方尚未产生股权转让法律关系，投资方不存在股权回购款给付请求权，其权利亦不可能受到侵害；若投资方单方选择行使股权回购权的意思表示到达回购义务人时，如无其他障碍或瑕疵，投资方才享有股权回购款给付请求权。根据相关法律规定及司法实践，债权请求权的诉讼时效从履行期间届满时起算。



(二) 股权回购与业绩补偿之竞合问题

在一份典型的对赌协议中，往往会同时包含业绩补偿条款和股权回购条款。业绩补偿通常是投资方与融资方约定，当目标公司某一或某几个特定年度的净利润不满足一定金额时，补偿义务方按照一定的计算公式向投资方支付业绩补偿款。股权回购通常是在目标公司未能达到投资方与融资方约定的特定目标时（如上市等），触发回购义务方回购投资方的股权，股权回购款通常按照投资方的投资本金加上按照投资回报率计算的回报计算。那么当业绩补偿和

股权回购竞合之时应当如何适用二者，二者的效力和履行问题又应如何安排，这是本部分需要讨论的问题。

通过对现有司法案例的梳理，本文发现司法机关主要会对业绩补偿和股权回购的约定、触发条件、行权的身份是否存在矛盾等方面进行重点审查，并且会依据公平原则对投资收益过高部分进行调整。具体如下表所示：

裁判观点	案件名称及编号	说理
支持股权回购与业绩补偿同时使用	山东宏力艾尼维尔环境科技集团有限公司、天津普凯天吉股权投资基金合伙企业公司增资纠纷再审案 (2019) 最高法民申 5691 号	1、股权回购与业绩补偿的使用条件和行权期限不同； 2、二者同时使用不会导致回报率过高。
	古俊银与上海浦东新星纽士达创业投资有限公司、上海尚派商务信息咨询有限公司等股权转让纠纷案 (2020) 沪民终 129 号	二者属于不同的法律关系，可以同时使用。
支持股权回购与业绩补偿同时使用，但是需要调整	廖水生、潘丽清与达孜海弘创业投资管理合伙企业（有限合伙）及深圳市三源色文化传播有限公司合同纠纷案 (2019) 粤 03 民终 30726 号	1、二者属于不同的法律关系；
	宋学兵与上海赞道资产管理中心、李向东等合伙协议纠纷案 (2019) 苏 05 民终 9001 号	2、投资回报率过高，违反公平补偿原则。
		1、二者处于并列地位； 2、回报率过高时需要调整。

裁判观点	案件名称及编号	说理
股权回购与业绩补偿不得同时使用	江阴安益股权投资企业与洪金坤、邵红江等公司增资纠纷案 (2015) 浙绍商初字第 13 号	业绩补偿属于红利，按照股权回购的约定应予扣除后再支付回购金。“在原股东回购或收购投资方的股权时，股权回购或收购的价格应按以下原则确定：按 10% 年利率计算的投资款项的本利之和，并扣除投资方从公司获得的分红。”而业绩补偿金的性质等同于红利，因此不应再另行支付。
	深圳前海盛世圣金投资企业（有限合伙）与徐茂栋等股权转让纠纷案 2017 京 01 民初 814 号	1、业绩补偿和股权回购属于同一法律关系；
		2、业绩补偿不改变股东身份股权回购改变股东身份相矛盾；
		3、股权回购包含业绩补偿的可选择方式等否认业绩补偿工具的实现。

基于上述研究成果，本文就对赌协议业绩补偿条款设计提供如下指引：

(1) 在设计对赌协议时，对业绩补偿条款和股权回购条款的适用条件、行权时间、补偿方式及计算方法应当分别独立规定，以体现二者的差异性，在发生对赌纠纷时以证明两项主张分属不同的法律事项，具有不同的合同依据。

(2) 在对赌协议中应当明确业绩补偿和股权回购的不同性质，明文约定二者实现条件达成时可以同时主张。另外，明确二者与分红的区别，以避免法院将业绩补偿款性质等同于分红以及在股权回购款中将分红扣除。

(3) 设定合理的业绩补偿和股权回购计算方式，二者的综合利率应当避免过高，建议可控制在年利率 24% 以下，否则，法院出于公平原则的考虑，可能会适当调减或者对两项主张择一支持。

(4) 在业绩补偿条件实现时，投资方应尽早以书面形式要求融资方予以业绩补偿，或者达成相应补充协议，以避免后续主张时诉讼时效届满。而且，先一步主张业绩补偿可避免在主张股权回购时被法院认定为不具有股东身份，无权主张业绩补偿。

第五章

“对赌协议”的裁判 路径分析：其他问题

（一）目标公司为原股东提供担保

既然与目标公司对赌，存在诸多效力、履行方面的困难，投资方与原股东对赌而将目标公司设置为连带责任或者担保责任，这种连带责任 / 担保责任是否有效。本文将通过对现有的法律规范和案例梳理，对上述问题做出回答。

1. 部分司法裁判的观点

立场	基本案情	裁判理由
从反面否定了担保条款 ——（2017）最高法民再258号	甲方（投资方）通联公司、乙方（目标公司）久远公司及丙方（目标公司原股东）新方向公司签订《增资扩股协议》，协议约定通联公司向久远公司增资。并约定了股权回购条款，乙丙承担连带责任。后因久远公司未如期上市，通联公司起诉请求新方向公司支付股权转让款和利息，久远公司承担连带责任。	最高院认为因为乙方的连带责任未经过法定程序 ¹⁶ ，因此虽然久远公司在《增资扩股协议》中承诺对新方向公司进行股权回购义务承担连带责任，但并未向通联公司提供相关的股东会决议，亦未得到股东会决议追认，而通联公司未能尽到基本的形式审查义务，故久远公司法定代表人代表公司在《增资扩股协议》上签字、盖章行为，对通联公司不发生法律效力。但久远公司应承担“连带责任条款”无效后的过错赔偿责任。通联公司、久远公司对《增资扩股协议》中约定的“连带责任”条款无效，双方均存在过错，久远公司对新方向公司承担的股权回购款及利息，就不能清偿部分承担二分之一的赔偿责任。
肯定了担保条款的效力 ——（2016）最高法民再128号	瀚霖公司（目标公司）、强静延（投资方）、曹务波（原股东）等共同签订《增资协议书》及《补充协议书》，协议约定强静延向瀚霖公司增资，并且约定若目标公司未按约定上市，投资方有权主张股权回购要求曹务波按照约定金额以现金方式购回强静延所持的目标公司股权。瀚霖公司为曹务波的回购提供连带责任担保。后因曹务波未履行支付义务，强静延提起本案诉讼，请求曹务波支付股权转让款和违约金，瀚霖公司对曹务波的付款承担连带清偿责任。	最高院再审认为，合同无效的判定应严格遵循法定主义，《增资协议书》、《补充协议书》已明确载明，瀚霖公司已通过股东会决议，同意本次增次扩股事项。而对于强静延而言，增资扩股、股权回购、公司担保属于链条型的整体投资模式，强静延有理由相信瀚霖公司已对包括提供担保在内的增资扩股一揽子事项通过股东会决议，曹务波已取得对外签订担保条款的授权。故担保条款对瀚霖公司发生法律效力。而且，强静延的投资款并非供曹务波个人投资使用，而是全部投入瀚霖公司，瀚霖公司是最终的受益者，瀚霖公司承担担保责任符合一般公平原则。

立场	基本案情	裁判理由
否认担保效力 光大案 ——（2020）沪0106民初24530号	2011年9月19日，原告与被告呈志公司（丙方）、被告瑞明公司（乙方）签订《投资协议》，被告呈志公司系被告瑞明公司的控股股东，被告瑞明公司为适应业务发展需要，拟引进包括原告在内的投资者增资入股，将注册资本增加至53,000,000元。融资完成后，原告占被告瑞明公司总股本的5.62%。协议约定若目标公司估值和业绩不符合约定乙方应在投资方发出通知后30日内，无条件向投资方补偿原投资价格与调整后的投资价格的差额；并且投资方有权要求乙方以现金回购原告持有的被告瑞明公司股权。乙丙双方承担连带责任。	法院认为被告瑞明公司为债务承担担保不符合法定程序，因此无效。而原告未尽到合理的审查义务，对于该担保的无效亦存在过错。因此双方均应对损失承担责任。
合同有效，但履行不能 ——（2017）最高法民申3671号	2010年，郭某、郑某、潘某作为股东共同成立了邦奥公司。后三人及公司签订《公司股权转让及项目投资返还协议》：郑某、潘某将其股权都转让给郭某，郭某将股权转让款及投资回报一并返还给郑某、潘某，邦奥公司对该款项的支付承担连带责任保证。后郭某未按期支付相关款项，郑某、潘某诉至法院要求邦奥公司承担连带保证责任。	最高法认为本案中，按照案涉《公司股权转让及项目投资返还协议》的约定，由邦奥公司对郭丽华付款义务承担连带责任，则意味着在郭丽华不能支付转让款的情况下，邦奥公司应向郑平凡、潘文珍进行支付，从而导致郑平凡、潘文珍以股权转让方式从公司抽回出资。因此被告履行不能，故不应承担连带责任。

如上表所示，当前我国司法机关就对赌协议担保条款的效力仍存在争议。担保无效大部分是因为公司法对公司对外提供担保具有特殊的法律规定，而实际的对赌协议中投资方往往只是粗略的规定了连带责任，而未对公司作出的担

保是否有效进行审查，故而导致法院认定担保无效。因此，在对赌协议中，若股东和目标公司均为法人身份，投资方应当就对方当事人作出的担保是否符合法律程序进行审查，以免担保无效而损害自身权利。

¹⁶ 《公司法》第16条第二款规定，“公司为公司股东或者实际控制人提供担保的，必须经股东会或者股东大会决议”。

2. 担保合同效力法律规范

通过检索现有法律规定，就目标公司为原股东提供担保的情形，需要依据《公司法》第 16 条；《九民纪要》第 17 条、第 18 条、第 19 条、第

20 条；《民法典》第 682 条以及《民法典担保制度解释》第 17 条等有关规定进行处理。

3. 具体情形讨论

(1) 目标公司为原股东回购义务承担担保责任

当目标公司为原股东的回购义务承担担保责任时，需要重点关注该股权回购是否涉及公司法等法律规定的减资问题，是否属于抽逃出资，并

且需要判断担保合同效力以及是否符合资本维持原则。之后需要判断公司对外担保是否符合法律规定的程序。

(2) 目标公司为原股东支付回购款承担担保责任

当目标公司为原股东支付回购款承担担保责任时，不同于直接对回购义务担保。此种情形属于公司经营中经常遇到的经营决策事项，不涉及

目标公司减资程序问题，亦不涉及损害目标公司债权人利益问题。因此此时只需判断担保合同效力即可。

(3) 目标公司为原股东支付业绩补偿款承担担保责任

当目标公司为原股东支付业绩补偿款承担担保责任时，同样属于公司经营中经常遇到的经营决策事项，不涉及目标公司减资程序问题，亦不

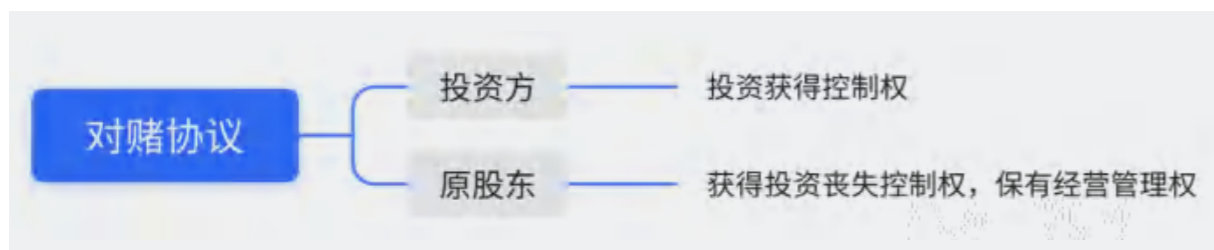
涉及损害目标公司债权人利益问题。此时，只判断担保合同效力。

4. 小结

就对赌协议的担保问题，一般而言司法机关的观点系，只要担保条款不违反公司法关于公司减资等法律规定即认定为有效。

(二) 业绩补偿免责事由

在实践中对赌协议设计的模型结构往往是投资方通过投资获取目标公司的控制权，而原股东通过控制权换来资金，并且保留对目标公司的经营管理权。具体如下图所示：



因此，在对赌协议的履行过程中，除了涉及投资方的请求权外，还关涉被投资方的抗辩权。就被投资方抗辩方面，主要涉及如下问题：1. 补偿责任的承担是否以享有目标公司经营管理权为条件。换言之即经营管理权受到限制对业绩目标实现责任的影响；2. 受到股东会干扰，不

能独立行使经营管理权是否能成为免责事由；3. 投资方引起的经营风险能否免除或部分免除补偿义务人的补偿责任，或称受投资方的负面影响导致业绩目标不能全部或部分实现是否需要承担责任？

1. 补偿义务人没有取得经营管理权是否可以免责？

股权转让之后，受让方全盘接管并管理公司，原股东指定的管理层不再管理经营目标公司。就此问题，司法实务界并未形成统一的观点，部分司法机关认为，此时若仍由原股东或实际控

制人承担经营业绩不达标的补偿责任，明显加重了原股东所应承担的风险。但部分司法机关也认为对目标公司的经营管理能力只是对赌协议的一个因素，不可单独依靠该条款进行抗辩。



司法裁判立场	案例与说理	注意
补偿义务人没有取得经营管理权可以部分免责	①上海市第一中院(2014)沪一中民四(商)终字第105号判决：投资方未按约定任命三名补偿义务人担任总经理负责目标公司经营，直接影响到对目标公司能否达到约定的付款条件；	投资方投入的资金多少基于对公司的估值。公司的估值中参考了企业所处的行业、资产、影响力、目标公司管理层的经营能力等因素，故而目标公司的经营能力只是其中一种因素。如管理层丧失了经营能力，也只是业绩未达标的因素之一，因此丧失了经营管理能力则应当免除部分责任的承担。
	②山东省高级人民法院(2018)鲁民初103号判决：投资方实际参与目标公司的经营管理显然并不符合对赌协议的一般做法，也不符合《合同法》的一般原则。如果补偿义务人不能控制公司而承担因公司业绩下滑所带来的损失赔偿即违反权利义务对等原则	
	③四川省高级人民法院(2019)川民终1130号判决：法院认为双方签订的《业绩承诺之补偿协议》中补偿义务人业绩承诺是以义务人担任董事长，对目标医院经营进行管理为前提条件的。如补偿义务人被停止或免除董事长职务，无法参与和控制目标医院的运营，由其其对目标医院经营业绩不达预期承担补偿责任的约定将丧失继续履行的基础。	
补偿义务人没有取得经营管理权不可以部分免责	①(2019)京民终252号民事判决书中：《增资协议》未对投资者利用公司内部治理结构控制、影响目标公司经营方针及具体营销作出限制性约定，也未约定如投资者介入目标公司研发、管理、经营造成重大不利影响时，投资者不享有向创始股东提出业绩补偿的请求权。	投资协议中未对投资方的管理权限进行限定，也未约定投资者的不当管理行为将减少业绩补偿责任承担以及缺乏明确的证据证明投资者损害了目标公司利益。
	②(2019)京民终124号民事判决书：《股权转让协议》签订时，股东对于由另一股东负责目标公司经营、投资者负责目标公司财务及风控的安排是清楚并接受的；投资者收购目标公司后目标公司的经营、管理亦按照合同约定的架构进行，且对赌一方未提出任何证据证明投资者损害目标公司利益。对赌一方以自己未参与目标公司经营为由要求免除业绩承诺及业绩补偿责任没有任何合同依据。	

2. 受到股东会干扰,不能独立行使经营管理权是否能成为免责事由?

本文认为就该方面的问题,需要考虑如下两个因素:

(1) 对赌协议投资者介入经营的原因:

- ① 投资方出于自身利益的考虑,担心过度“放权”后,自己投入的资金被挪作他用;
- ② 目标公司的经营管理好坏直接影响股权价值,这与投资方利益息息相关,投资方认为适当介入经营管理更利于其维护自身利益。

(2) 介入度问题

作为对公司治理有一定经验的理性人,补偿义务人能够合理预见到投资方可能会通过股东会决议介入公司的经营管理,但对于投资方的“介入度”却存在争议:

- ① 如果股东会决议只是在某些决策事项上导致经营管理者不能独立行使权限,那么投资方的这种介入一般可能被认为是适当的,补偿义务人要以此作为免责事由,应当证明投资方的介入与业绩目标未达成之间的因果关系;
- ② 如投资方的介入已经导致经营管理权被架空,那么这种“介入”就应当被认为是滥用控制权。其实质和补偿义务人没有取得经营管理权是一样的。

3. 投资方引起的经营风险能否免除或部分免除补偿义务人的补偿责任?

(1) 负面影响

负面影响既包括控股股东实施了损害公司利益的行为,也包括控股股东自身负面表现波及公司的无形影响:包括但不限于经营不善、股价大跌、负面舆论影响等。

(2) 补偿义务人免责理由——风险合理分配原则

① 具体阐释

法律责任的承担要和其可控的风险相匹配。如果某种结果的发生是责任承担方不可控制的风险引起的,该责任方应当免责。对于补偿义务人来说,投资方方面的原因却是其不能控制的风险,这时仍让其承担由此产生的不利后果,有违《合同法》的公平原则。

② 举证责任

以风险合理分配说要求部分免责,补偿义务人还面临一个举证责任,证明投资方的负面影响与业绩不能达标存在因果关系:一是原因因果关系,需证明投资方与目标公司业绩未达标之间有因果关系;二是定量因果关系,需要证明投资方的负面影响与业绩未达标之间的定量因果关系,即这种影响是显而易见的。

(三) 新冠疫情下的对赌协议

需要特别讨论的还有在如今新冠疫情这个特殊时间节点上对赌协议的履行问题。因为疫情的影响许多公司的经营受到巨大的冲击,那么疫情这一因素是否可以作为目标公司以及原股东的抗辩理由,这是本部分将要重点讨论的问题。

1. 不可抗力

目标公司因疫情原因未完成对赌协议约定的承诺,能否依照《民法典》第一百八十条主张不可抗力。

(1) 条件型对赌协议不可以主张不可抗力

(2021) 川 0184 民初 2362 号案例认为：“本
案中同德合伙企业并未主张违约责任，而是
主张权高峰依约履行回购义务，合同中各方约
定股权回购条件成就同德合伙企业就有权要

求权高峰回购其股权，并未约定不可抗力可以
阻却股权回购条件的成就，故权高峰的抗辩理
由并不符合合同约定和法律规定，本院对权高
峰该抗辩理由不予采信。”

(2) 义务型对赌协议可以主张不可抗力

(2021) 川 0108 民初 574 号案例法院认为：“对
于第二个季度及此后，因 2020 年 1 月底开始
遭遇新冠肺炎疫情，网吧经营受到严重影响甚
至长时间停业，导致公司处于亏损状态未达到
《投资方协议》的目标，但该情况属于不可抗力

因素导致，不能归责于谢吉斌、谢吉东，坤百年
公司以此阶段未到达考核标准为由要求按照实
际出资金额回购股权明显有违公平原则和诚实
信用原则。”

2. 情势变更

目标公司因疫情原因未完成对赌协议约定的承诺，能否依照《民法典》第 533 条主张情势变更。

(1) 否定性案例

① 回购义务人无法证明业绩无法达标是疫情防控所致

(2021) 鄂 0203 民初 294 号案例法院认
为：“合同约定的上市时间并非疫情爆发
期间，从 2017 年 12 月芳通公司决定增资
扩股时起，该公司就应当积极筹备上市事
宜，疫情防控措施虽然会对企业生产经营
产生一定的影响，但并非导致公司上市滞
后的主要原因。芳通公司和芳新公司表示

其已积极履行了公司上市的义务、疫情影
响生产经营导致上市滞后均无证据证实，
且至法庭辩论终结之时，距合同约定上市
时间已过去近五个月时间，芳通公司仍未
见上市。故对于被告的该抗辩意见，本院不
予采纳。”

② 疫情未对合同履行造成实质影响

(2021) 粤 01 民终 28121 号案例认为：“视创公司虽称其未完成协议是由于疫情的不可抗力，
但视创公司的工作内容为后台运营，依照常理疫情并不会对其履约造成实质影响。综上所述，
视创公司上诉请求均不能成立，应予驳回。”

(2) 肯定性案例

(2020) 粤 0106 民初 36301 号案例中法院
认为，“中青旅在 2015 年 9 月 6 日完成投
资款转账工作后，在合同履行期限内，2019
年 12 月开始爆发新冠肺炎疫情，国内、国际
旅游业务深受影响，合同履行的基础条件也
发生了当事人在订立合同时无法预见的、不
属于商业风险的重大变化，为此，受不利影

响的当事人可以与对方重新协商，在合理期
限内协商不成的，可以请求人民法院或者仲
裁机构变更或者解除合同。因此，本院对中
青旅主张‘公司自交割日起 5 年内未能以投
资方认可的条件上市或被并购’而触发回购
事件的主张，不予认定。中青旅提出的上述
各项诉讼请求，本院不予支持。”

3. 对赌协议设计指引

1. 设计更为弹性的业绩承诺条款

在疫情的大背景下，由于经济环境的变化难以掌控，企业在设计对赌协议时，应当加入更为弹性的业
绩承诺条款。例如，目标公司若因疫情防控导致停工停产的，则赋予企业实现业绩指标的宽限期。

2. 及时评估疫情对业绩指标实现的影响

企业应当随时对业绩指标能否实现予以评估，如确实因为疫情防控导致难以在约定期限内实现业绩
指标的，企业应当及时通知投资方，并且争取与投资方就变更回购条款事宜达成一致的合意。

3. 企业应当注意保留疫情导致业绩指标无法实现的证据

从上述案例检索来看，回购义务人对于业绩指标无法实现是因为疫情所致具有举证责任。故回购义务
人应当保留相关证据，包括政府发布的全城防控通知、政府征收或征用证明、企业停工停产证明等。

30th ANNIVERSARY



大成 DENTONS

DENTONS
CHINA

大成律师事务所



微信扫描二维码
关注公众号

地址: 北京市朝阳区朝阳门南大街10号
兆泰国际中心B座 16-21层

邮编: 100020

总机: +86 10 5813 7799

传真: +86 10 5813 7788

网站: www.dentons.com

邮箱: beijing@dentons.cn