

对赌回购的可履行性分析

陈华丽, 刘生浩

(太原科技大学 法学院, 山西 太原 030000)

[摘要]2019年最高人民法院发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《纪要》),确立了对赌协议从效力管控到履行规制的裁判思路,然而在债权人保护视域下,该裁判思路中涉及可履行性的适用却存在一定的错位。因此,文章从当前裁判对于对赌回购履行性的认识不足、对赌回购可用资金来源的规定缺失以及《纪要》关于对赌回购要求的减资程序不足等方面来分析其存在的问题,进而在民法典《合同编》及债权人保护原则下对可履行问题、回购资金来源规制的可行制度以及正确适用减资程序等方面提出关于对赌回购可履行性在司法和公司内部治理中的完善路径,以期能够对审判实践有所裨益。

[关键词]对赌回购;履行迟延;可用资金来源;资金池制度;董事会中心主义

doi:10.3969/j.issn.1673-9477.2022.03.012

[中图分类号]D923.99

[文献标识码]A

[文章编号]1673-9477(2022)03-0078-07

对赌协议作为近十年来投融资领域新兴的融资手段,由于其本身的复杂性,在法律上的相关争议直至2019年《全国法院民商事审判工作会议纪要》^[1]颁布才趋于清晰,在相关案件裁判的法律适用中起重要作用^[2]。一方面其第五条的规定基于促进商事交易、保护信赖利益的考虑,首次以司法文件的方式承认了投资方与目标公司对赌有效^③,对赌协议的效力认定方面已不存在问题。同时在可履行性方面,最高院出于对债权人保护的考虑,对对赌协议可履行性进行了相关规制,最终最高院基于《纪要》和大量裁判案例明确了对赌协议从效力管控到履行规制的司法进路。《纪要》先认定合同效力而后再认定履行性问题较之以往单纯否定协议效力,适用《公司法》相关规定审理合同法与公司法交叉适用区域,更加为实务界和学界所认可。然而基于资本维持原则对债权人保护的过度坚信和底层裁判思路的模糊,《纪要》关于对赌回购的相关规定存在以下不足。具体而言:

其一,纪要虽在对赌协议裁判着眼点上有所进步,由效力管制转向可履行性规制。但《纪要》对可履行性的相关认知出现错位,错误认识了《合同法》与《公司法》在案件审理中的适用定位,存在《公司法》上资本维持原则对《合同法》一般原则的越权规制。

其二,我国《公司法》对回购资金来源没有任何的限制,而世界各国《公司法》皆因债权人利益保护的需要对此进行了特殊规定,《纪要》在此方面也没

有涉及,存在因对债权人利益保护的认识不足产生法律漏洞的问题。

其三,《纪要》将能否完成整个减资程序作为履行性判定的前置程序,而不是只完成债权人保护程序即可,忽略了减资的程序目的是保护债权人利益——在此对减资目的存在扩大解释倾向。如果说在之前效力管制的阶段时对于上述问题还能避而不谈,那么在现今履行规制的背景下此类问题必须要通过立法做出合适规定或者通过司法做出正确解

① 在广泛征求各方面意见的基础上,经最高人民法院审判委员会民事行政专业委员会讨论决定:《会议纪要》针对民商事审判中的前沿疑难争议问题。《会议纪要》的出台,对统一裁判思路,规范法官自由裁量权,增强民商事审判的公开性、透明度以及可预期性,提高司法公信力具有重要意义。

② 在法[2019]254号最高人民法院关于印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》的通知中提到要:准确把握《会议纪要》的应用范围,纪要不是司法解释,不能作为裁判依据进行援引。《会议纪要》发布后,人民法院尚未审结的一审、二审案件,在裁判文书“本院认为”部分具体分析法律适用的理由时,可以根据《会议纪要》的相关规定进行说理。

③ 《纪要》第五条第一款: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。

[投稿日期]2022-04-06

[基金项目]山西省哲学社会科学规划课题(编号:2020YY156)

[作者简介]陈华丽(1975-),女,山西昔阳人,硕士,副教授,研究方向:民商法研究。

释。且规定“先减资、后回购”,不合理之处在于目标公司往往因机会主义倾向恶意阻碍减资,对于投资人来说该规定的存在不当加重了其对于投资公司事前约定减资程序的注意义务。因此从宏观角度上看《纪要》规定无不体现落实资本维持的资本信用要求,与现行《公司法》向资产信用的改革相悖。

本文即从股份有限公司背景下投资人与目标公司对赌可履行性问题的性质出发,分析《纪要》对于可履行性问题相关规定的认识不足,结合资产信用下对债权人利益的合理保护,在裁判路径与公司治理双视角下对可履行性问题的解决进行深入探讨,以期找寻现阶段可履行性新路径。

一、对赌回购可履行性在当前裁判思路下的认识错位

(一)履行状态的认识冲突

1.《纪要》及相关司法实践认定为履行不能

《纪要》第五条肯定了投资人与目标公司对赌的效力,表明对赌协议的裁判路径由效力管制转为履行管制,使得对投资方的现金补偿或股份回购义务的履行是否损害债权人利益和公司治理这一问题成为争议的焦点,解决该争议焦点的重中之重是确认回购义务性质以及履行性的状态。回购义务的性质相对简单,无论是采取股权回购还是金钱补偿的方式,其性质都是一种金钱债务。^{[3]①}

对于履行的状态规定,在《纪要》未颁布之前最高法院对于对赌义务的履行做回避处理,在司法实践中倾向于投资人与目标公司对赌因违反《公司法》对于债权人利益的保护的强制性规定导致合同无效,意图通过对于对赌协议的效力规制来对债权人利益进行保护,在此种情况下尚可忽略履行问题的认定,《纪要》颁布后合同效力与合同履行区分开来,履行问题的认定作为独立部分再也无法回避。

《纪要》对于履行问题的态度是:回购义务如存在违反资本维持原则的强制性规定情形则导致回购的履行不能^{[4]②}。在受《纪要》前期讨论影响的江苏高院华工案^{[5]③}中江苏高院也对此观点予以肯定,判决认为在协议的可履行性上考虑了公司目前的资产情况和回购是否会对债权人利益造成损害,在都没有影响的情况下才判决公司支付股权回购款。由此得出法院系统的司法观点是可履行问题存在可履行与履行不能两种状态,是非此即彼的关系。

2.《合同法》视野下认定为履行迟延

作为债权人的债权应有权能,债权人的履行请求权在债权不存在效力瑕疵的情况下皆能得到认

可;对于金钱债务,债权人总是可以请求债务人实际履行并诉请强制履行。合同法意义上金钱债务不存在履行不能问题,但在对赌协议案件纠纷中法院常常以回购未减资属于违反《公司法》第20条的强制性规定而导致回购陷入履行不能的状态,这一公司资本规制的法律障碍实质上只造成履行迟延,履行迟延后投资人可以通过法院判决强制履行或者基于合同中的违约条款主张违约责任进行救济。

由此可见,《纪要》的相关规定与履行性问题的理论基础存在巨大割裂,必须对该冲突做出合理解释并找寻新的解决办法,如若不然《纪要》将会陷入规定背后法理基础错误的境地,也不利于此后相关案件的合法合规审理。

(二)回购可用资金来源限制的认识差异

1.平衡股东与债权人利益的需要

前文确定了对赌回购的金钱之债属性后,对于回购资金的来源问题涌上台前。为何要对回购资金的来源进行限制?其背后原则为何?把视野望向全球,我们不难发现从比较法的角度来看,公司股东与债权人一直是公司法所要平衡的一对对象,股东的趋利性导致各国立法对债权人均施以或轻或重的保护措施。欧洲以及大陆法系国家和地区目前大多仍然实行以法定资本制为核心的债权人保护规则,公司回购股份受制于以法定资本制为核心的管制,回购义务履行的可能性要经受资本维持原则的检验。我国现行公司法遵循资本维持原则,以具体的财产充实抽象资本,防止公司资本遭到股东和管理者的侵蚀。具体表现为:公司回购自身股份受到严格限制,需要履行特定的减资程序或者向债权人提供担保。基于此,世界各国的公司法大多对回购进行了财源限制^{[6]④},意图通过财源限制进一步降低回购对债权人利益的影响。

① 虽然《纪要》相关规定使用的是“请求目标公司回购股权”,但是在司法实践中投资人的款项大多只要求支付回购款,回购义务的履行就是金钱债务的履行,详见浙江省嘉兴市中级人民法院(2020)浙04民终351号《民事判决书》。

② 主要是违反《公司法》第20条关于公司资本维持和债权人利益保护的强制性规定。

③ 江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号——江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床厂股份有限公司、潘某虎等请求公司收购股份纠纷再审案。

④ 回购的财源限制并不等于回购的资金来源,更不是说用利润来回购股份。它是一个现金流的概念,是一种抽象的金额,对应着公司资产总额扣除负债总额后的剩余部分的限制。

随着全球商事实践和商事立法的发展,适当放开回购限制已经成为通识,正如法律的本质是利益的衡量与冲突,手段上放开限制就必然要在资金来源上有所限制。因而对回购施加财源限制被视为一种必不可少的补充规制,以平衡公司或股东自治与债权人利益保护。对于回购资金来源的限制是大陆法系国家逐步放开股份回购事项的保障措施,究其根源还是资本维持对于公司资本的诸多限制导致一旦出现回购股份的情形,公司必须严守资本,可供选择的方式自然不多;但如无此类限制,只能期待别种债权人利益保障措施或者在现有公司法规制体系内另辟蹊径。

2. 现行法律法规对资金来源限制的规定缺失

遗憾的是目前我国现行《公司法》对于对赌回购的资金来源不存在任何限制。2005年公司法曾设立相关规定,后被删除。^{[7]①}而现行《公司法》166条只是关于利润分配的规则,和回购资金只能通过减资方式来实现完全是两个基于不同目的设置的规定:前者是因防止股东抽逃出资,旨在债权人利益保护而设置的,后者是现有《公司法》对于对赌回购资金来源无具体规定的无奈之举^②。现行公司法及其相关规范无资金来源限制规定,这也就意味着公司通过减资手段来进行回购成为现行法律下的唯一选择,对此问题规定的缺失源自《公司法》在债权人利益保护方面存在法律漏洞,导致投资方不得不承受一整套减资程序的操作成本与风险。

而《纪要》以及此前诸多司法实践的通常做法是:由法官裁量适用《合同法》(现《合同编》)还是适用《公司法》有关规定,但并无具体法律法规规定如何进行判断或明晰判断标准。这样一来就存在法律规范适用定位不清的问题,具体到对赌回购认定则是:《纪要》将回购与减资绑定起来,使得资金来源限制的基础不存在。《纪要》的性质决定了它只能在现行法律规定中寻找裁判进路,可能的解决路径为:一是改善现有资本维持原则相关规定,借鉴大陆法系国家对于对赌回购的资金来源做出合理限制;二是摒弃现有资本维持原则,转向偿债能力标准方面,吸收英美公司法立法的先进经验。

(三) 对赌回购要求的减资程序认识不足

1. 减资程序结构的认识不足

《纪要》第五条第二款的规定,将未完成减资程序认定为回购履行不能的原因,存在对减资程序结构与适用的认识错位,其理由如下:减资程序在结构上可以分为股东大会通过关于减资的决议、债权人

保护程序、减资的变更登记这三部分。理论上债权人保护程序是资本维持原则的必然要求,不存在履行不能的问题;债权人保护程序更多的是有一种公司回购自身股份的前置门槛,是立法保护债权人利益的规范体现,退一步说,即使公司不主动进行保护程序,投资人也可以通过各种手段通知债权人,只需要本质上完成债权人保护的即可,立法在此应当放开保护程序的实施对象,以实现真正的法益保护。有学者认为:投资方永远可以先请求履行债权人保护程序,再请求支付股权回购价款。同时根据现有研究,司法实践中引发减资纠纷的事实行为情形大部分因为未采取公告通知债权人,公司未履行债权人保护程序只是不存在权利外观,待投资人代为申请或目标公司主动进行该程序即不存在阻碍;也就是说减资程序中,针对债权人保护目的,司法机关大多对此做形式性审查,毕竟对于此的补救措施在公司法立法上可称完备。

结合前文《纪要》相关规定,最高院在这方面显然把债权人保护程序的功能扩大至整个减资程序,不符合债权人利益保护的核心要旨,主要对减资程序的组成和适用存在错位,客观上助长了目标公司恶意不进行减资程序从而对对赌协议履行增加的不当阻挠。应对该条规定做限缩解释以此来细化债权人保护程序对对赌回购的影响;将重点放在债权人保护程序上,以此完善回购义务可履行性的相关规定。

2. 减资程序适用后果上的认识不足

《纪要》对于减资程序后果的规定^{[8]③},在实际执行过程中存在重大问题,因商事投资中投资人与目标公司天然的信息不对等,投资方事前审查的慎重与保护程度对于目标公司基于扩大生产、获取投资的愿景以及机会主义而言,是远远不够的。这就造成双方事前未对减资程序履行进行合理深入磋商,一旦发生回购纠纷,不管目标公司事前与投资方

① 被删除的规定是:为奖励职工而回购股份的资金从公司的税后利润中支出。

② 《公司法》142条第一款规定公司可以通过减少注册资本的方式来回购公司股份,在此减资只是回购的一种手段,谈不上来源限制。

③ 《纪要》第五条第二款规定:“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。”实际上把减资与回购相绑定,形成先减资后回购的情形。

如何规定,其回购前置程序总是难以顺利进行。公司法上又有规定股份有限公司的减资决议作为特殊事项,必须经法定多数决才可。可以预见的是,如果事前没有相关约定,目标公司即使选择部分违约也没有回购自身股份这一对赌失败的后果严重。不公平之处还在于现有司法实践对于目标公司事后未达成减资决议而无法进行股份回购请求竟予以支持。^[9]^①由此带来的双重影响是现行规定皆围绕着减资程序这一事后救济程序进行,使得投资方对于事前审查具体适用减资程序决议的注意义务不当加重,目标公司只需要找寻各种理由不通过减资决议即可,投资人在与其的法律关系中存在着潜在的不公平。

同时,减资程序作为公司内部自治涉及的事项,司法机关无法强制介入并执行,导致该条规定本身的可履行性存在缺陷,这也是华工案判决被实务界诟病的一大原因。^[10]^②《纪要》在此的相关规定可能意图激励投资人与目标公司的对赌法律关系中引入股份回赎而非适用股份回购。“股权回赎”要求,针对投资人的请求,目标公司有义务回购股权。源自美国《特拉华州公司法》中公司与投资人签订对赌合同时,约定对赌失败按照合同或公司章程强制性(有义务)赎回股东持有的股份。但是回赎的做法本身是对对赌协议这一有效合理的投融资工具的摒弃,另一方面更是对其可履行性问题的回避。

解决适用减资引发的法律后果问题,一方面可以通过对其本身程序的调整进行完善,另一方面可以通过与减资这一事后救济程序相对的事前救济程序进行完善,拓展诸如完善披露义务、调整公司权责分配结构等事前救济措施。

二、基于民法典《合同编》与《公司法》视角下的可履行性新路径

(一) 法律上存在履行可能性的认定与证明

1. 基于《合同编》相关规定的学理解释

长期以来,民法学界深刻确信“金钱债务不存在履行不能”。但这一通说真的经得起推敲和细究吗?基于《民法典》580条第一款^[13]^③我们可知在合同法教义学的范围内,履行不能分为事实上的履行不能和法律上的履行不能。学界对于此法条的评注存在着这样一种观点:只有在基于强制执行与破产法规则,如其没有金钱,仍可通过变价其他财产满足债权。一方面只要不存在无履行能力(丧失民事行为能力等情形),其就可以通过劳动获取报酬从而履行债

务;另一方面金钱作为种类物,不存在无法替代的情形;概言之,债务人很难以自身无履行能力为由抗辩成功。此种情况下其履行不能更像是目前无履行能力,从而陷入事实上的履行不能,但一般情况不存在永久不能,自罗马法以来该部分的规定就是如此,也符合立法旨趣。

法律上的履行不能的情形应适用债务人履行金钱债务将会导致违反资本维持原则所涉及的强制性规定上。那么类推适用上文中民法典的相关规定,法律上的履行不能在补正了对于债权人利益的相关措施后是否也不存在履行不能问题?答案是否定的。公司法对于违反债权人利益保护强制性规定的履行,股东不得主张实际履行并强制执行。但是法律并没有在完成了债权人保护的手段后不能再行起诉的相关规定。在此可以得知,相关的强制性规定违反只是一种履行阻碍,阻碍消失,则不存在履行不能的情况。

2. 基于华工案中相关司法实践的裁判立场

华工案中江苏高院归纳了相关争议焦点:案涉对赌协议回购条款是否存在无效情形;如若回购条款有效,回购是否存在不能履行的情况。对于以上争议焦点,江苏高院认为:扬锻公司对赌协议的内容,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利益,当事人对应当履行的法律程序及法律后果是清楚的,目标公司不能再以显失公平和减资决议条件不满足为由主张合同存在瑕疵或履行不能,故股份回购具备法律上的履行可能。在这里江苏高院的裁判与以往的司法实践存在较大认知冲突:法院肯定了股份回购的效力,并认为不影响债权人利益,且指出不影响债权人利益是因不违反公司法强制性规定。

针对事实上的履行问题,江苏高院认为:股份回

^① 参见新疆维吾尔自治区高级人民法院(2015)新民二终字第80号《民事判决书》。

^② 江苏高院关于华工案的判决强调投资方须依法定程序减资退出,但实际在目标公司尚未完成减资程序的情形下,综合衡量目标公司的资产情况与潜在债权人保护问题,直接判令目标公司支付股份回购款。在此等情形下减资程序不进行,无法满足回购条件。

^③ 当事人一方不履行非金钱债务或者履行非金钱债务不符合约定的,对方可以请求履行,但是有下列情形之一的除外:(1)法律上或者事实上不能履行;(2)债务的标的不适于强制履行或者履行费用过高;(3)债权人在合理期限内未请求履行。

购条款中关于股份回购价款的约定^{[14]①}虽为相对固定收益,但成本与收益相比并不超过一般手段,是合理合规的正常经营业绩。由此可见江苏高院在“华工案”中将对赌回购的履行划分为法律上和事实上的履行性问题,显然是已经意识到触犯《公司法》强制性规定对于回购义务的影响在于法律上的履行不能;意识到该约定的履行在事实履行上不会影响到公司未来的经营。其体现了司法裁判上对于对赌协议回购义务可履行性问题的一大进步,且投资人与目标公司事前约定了行使减资程序的相关决议问题,也为后文阐述在对赌回购中减资程序的正确适用提供了良好的借鉴。

(二) 回购资金来源限制的可行进路探讨

前文分析了回购资金来源限制的认识不足,可知对回购资金来源施以限制是对债权人利益保护的必然要求;同时又因我国现行法律无相关规定,必须要进行相关立法论的建构。下文将从现行资本维持原则下进行相应法律法规补正,以及域外先进立法做法的选择性吸收来对此展开。

1. 现有资本维持原则下的可行限制

德国作为典型大陆法系国家,对于回购资金的规定体现在其《商事公司法》中股份法的第231条规定,公司回购而不减资的,只能在不减损资本的情况下进行。甚至还规定了回购上限不得超过公司资本的10%,但显然更多的是设定一个阈值以此来调整回购对股份结构以及股东间关系的影响。可见大陆法系对于资金来源的限制是基于对资本规制的考量,更重视回购资金对于公司平稳运行的影响。

在《公司法》第142条规定的几种公司可以回购自身股份的情形出台前,在回购的商事实践中公司会计往往使用“库存股”作为公司用于员工持股计划或者债转股下的行权提供便利的股份,公司对于其没有表决权 and 分红权。那么类推适用“库存股”这一概念,在不突破资本维持原则的情况下,投资人与目标公司签订对赌协议时约定,公司在可用资金中划拨相应金额不断累积,并对于回购资金池金额上限进行限制,使之不得超过可分配利润或不得损及资本。这样既不违反现行《公司法》关于资本维持的强制性规定,又能保持公司的平稳运行,使目标公司在对赌失败启动回购时优先使用资金池来避免要减资的情况。但仍需注意的是,投资者更注重的是债务能否被偿还而非一味的重视公司资产是否不及公司注册资本。在即将到来的《公司法》修订中嵌入类似“回购资金池”制度,配套完善我国对于回购资金来

源的限制制度,使之符合公司法改革的潮流。

2. 基于比较法视野下引入清偿能力的尝试

但囿于资本维持原则或者说法定资本制高成本低效率的固有缺陷,我们不妨把视野放大到全球,英美法系中美国法适用的清偿能力模式可以为我们提供另一种解决思路。美国的商事主体更重视企业的资产负债率和资产负债比,更看重的是公司可以用来自主支配的资产而非公司成立时所拥有的注册资本。美国的会计们在实务中创设“资产负债表”这一财会报表,用“资产”=“负债”+“所有者权益”极大地反映了公司资产流动的状况。更加契合了“资产信用”中决定公司信用的基础并不是资本,而是公司可以自主支配的资产。随之现代商事主体愈发注重资本的流转交易和相应补偿机制,资本维持模式下的固化的公司资本和不便的资本流转越来越不适合现代商事主体的需求。

美国在其《示范公司法》中确立了新清偿能力标准,依照该法规定,公司不得分配的条件为公司将无法偿还通常经营过程中的到期债务或者公司总资产将少于其总负债与公司所需金额之和。在这种模式下立法者更关注的是瞬息万变的企业流动性,核心问题是清偿能力的判断问题,这和回购资金来源限制具有天然的一同性。因为回购的履行乃至资金来源的限制其实就是立法者对现行公司法框架下不同强度的价值判断,清偿能力标准更能满足中小型企业的融资要求,有利于破解中小微企业融资难的问题。

《纪要》谈到要坚持鼓励投资方对实体企业进行投资的原则,这和目前我国优化营商环境的政策是相对应的。为了更好地解决投融资难问题,在此次公司法修改草案中已出现与清偿能力标准相适应的授权资本制的相关规定,所以引入清偿能力标准,使得回购资金来源限制的规定紧扣公司动态的偿付能力,更是符合公司法改革方向与对赌回购困境的现状。

(三) 减资程序作为回购手段的补正与完善

1. 裁判上正确认识减资程序

前文第二部分已论证减资程序的相关目的,未

① 《补充协议》第一条第三款约定:目标公司股东、目标公司应在投资人书面提出回购要求之日起30日内完成回购股权等有关事项,包括完成股东大会决议,签署股权转让合同以及其他有关法律文件,支付有关股权回购的全部款项,完成工商变更登记。

完成减资程序中的债权人保护程序仅会造成履行障碍。司法实践中仍然存在此类裁判:以公司未完成减资程序为由,否定投资方请求回购的正当性。^[15]^①究其原因还是将减资程序与回购义务相绑定所造成的,既然减资的目的在于保护债权人利益,那么在股权回购的履行中没必要完成减资程序的全部过程,而仅以完成债权人保护程序这一对债权人的保护动作即可。在触发回购条件时,对于债权人保护程序的适用应分两种情形分别看待,分别产生不同法律效果:目标公司先行将减资事项通知债权人,如在规定期限内相关债权人无异议的,则已完成债权人保护的目,在此问题上不存在法律上的履行障碍;如在规定期限内相关债权人提出异议的,则审查目标公司是否资不抵债或是否能寻求担保,履行障碍的认定只在其资不抵债或无对价担保的情形方可。

在华工案中,江苏高院没有将未完成减资程序作为股权回购的履行障碍认定,而是通过法律和事实两方面认定回购不影响公司经营、不危及资本维持原则对于债权人的保护。由此,在司法裁判上正确认识减资程序,建立起完善的债权人保护程序制度;将减资程序与回购义务可履行“松绑”,真正把握住债权人利益保护的内涵,才是减资程序作为回购手段的应有之义。

2. 公司内部治理上便利减资程序

对于前述减资程序启动的困难以及《纪要》相关规定带来的目标公司机会主义增加而恶意不进行减资程序的问题,已论证事前的信息披露和转变相关决议的权责主体也许是解决问题的好办法。早在近90年前美国的《证券法》就已经开始要求严格的信息披露,《萨班斯法案》的出现又将其推上了顶峰。相对的,我国关于此方面的立法一直较为落后,应当加快对此方面的立法以弥补现有状况的不足。信息披露作为一种事前规制手段,其作用不仅仅是对于交易、经营等风险的预防,更是域外对于债权人利益保护的重要手段。

在公司重大事项的表决方面,由股东大会决定,实行的是股东会中心主义。然而股东出于对公司利润的片面追求和对公司运营管理能力不足,对于重大事项的把控往往认识不到位,存在为了短期利益而导致机会主义攀升的风险。而在现代公司治理制度的法律框架下,董事会对外代表公司,对内实质上享有对公司的控制权,执行股东会决议并很大程度上决定公司生产计划与投资方案,还享有高级管理人员的任免权。正因如此,董事会才能在保护公司债权人利益中发挥着重要作用,由股东会中心主

义转为董事会中心主义,让董事会在资产信用的框架下加强对公司资产的规制,审慎决定关乎公司发展的各项事宜,并加强信息披露,使得作为对赌协议一方当事人的投资公司对于目标公司的估值更为准确,同时董事会为了公司长远发展着想,做出决定前不只顾股东利益而是会兼顾公司债权人利益。

由此,把加强对董事和高级管理人员的个人责任这一内生动力与董事会中心主义这一制度优势相结合,以此提高对赌协议的履行可能,从而实现目标公司与投资人、对赌协议履行与债权人利益保护的双赢。

三、结语

《纪要》的出台表明最高院基于促进商事交易的目的,肯定了投资人与目标公司对赌的合同效力,将对赌协议的裁判解构较为清晰地划分为效力前置与可履行性后置;通过《合同法》一般条款对效力进行判断,借《公司法》对债权人利益保护的强制规定对可履行性进行规定。然而其对对赌协议履行义务的金钱债务性质把握错误,机械地将对债权人利益保护的强制性的违反作为履行障碍错误,将可履行性的问题认定为履行不能。

其次,对可用资金的认定因为资本信用的缘故而范围过窄,存在过度保护债权人的倾向。

再次,对于减资程序的强制要求客观上为公司恶意不履行程序提供便利,从而不当加重了投资人的注意义务。最后,《纪要》对于金钱补偿型的规定是对资本信用的忠实贯彻,在公司法由资本信用逐渐转向资产信用的今天,是一种不合适的倒退。

要想解决对赌协议可履行性的问题,首先要正确认识公司法强制性规范的作用,正确理解出现履行障碍造成的迟延履行后果,将分期履行、延期履行等弹性裁判纳入可履行裁判的体系中来;其次以资产信用为内核,尝试引入清偿能力限制认定标准,在保护债权人利益的基础上分情况合理认定可用资金。还应加重董事等高级管理人员对信息披露的个人责任,与此同时由股东会中心主义逐步转向董事会中心主义。通过外部审判和内部自治方面的改变,双管齐下得在资产信用原则的基础下准确把握对赌协议的可履行性新路径,才是可履行问题解决的应然之路。

^① 参见新疆维吾尔自治区高级人民法院(2015)新民二终字第280号《民事判决书》。

参考文献

- [1] 韩世远. 合同法总论[M]. (4版). 北京: 法律出版社, 2018: 768.
- [2] 潘林. 重新认识“合同”与“公司”: 基于“对赌协议”类案的中美比较研究[J]. 中外法学, 2017(1), 250-267.
- [3] 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(3): 137-156.
- [4] 刘燕. “对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PE/VC 与公司对赌场景的分析[J]. 法学研究, 2020(2): 128-148.
- [5] 贺剑. 对赌协议何以履行不能? 一个公司法与民法的交叉研究[J]. 法学家, 2021(1): 156-170.
- [6] 王洪亮. 债法总论[M]. 北京: 北京大学出版社, 2016: 212.
- [7] 张保华. 对赌协议下股份回购义务可履行性的判定[J]. 环球法律评论, 2021(1): 85-100.
- [8] 胡晓静, 杨代雄. 德国商事公司法[M]. 北京: 法律出版社, 2014: 225.
- [9] 刘斌. 认真对待公司清偿能力模式[J]. 法律科学, 2021(4): 177.
- [10] [美] 莱纳·克拉克曼. 公司法剖析: 比较与功能的视角. 刘俊海, 徐海燕译[M]. 北京: 北京大学出版社, 2007: 98.

[责任编辑 王云江]

Performance Analysis of VAM Repurchase

CHEN Huali LIU Shenghao

(School of Law, Taiyuan University of Science and Technology, Taiyuan, Shanxi 030000, China)

Abstract: In 2019, the Supreme People's Court issued the “Minutes of the National Court Civil and Commercial Judgment Work Conference” (hereafter abbreviated as Minutes), which established the judgment idea of the VAM agreement from effectiveness control to regulation performance. However, from the perspective of creditor protection, the judgment idea involved enforceability. There is a certain misalignment in the application. Therefore, this paper analyzes the existing problems from the current judges' lack of understanding of the performance of the VAM repurchase, the regulations on the sources of funds available for the VAM repurchase, and the insufficient capital reduction procedures for the VAM repurchase requirement in the Minutes. Then, under the “Contract Section” and the principle of creditor protection, this paper proposes the improvement path of the performance of the VAM repurchase in judicial and internal corporate governance, the feasible system for the regulation of the source of repurchase funds, and the correct application of the capital reduction procedure, which is expected to be beneficial to trial practice.

Key Words: VAM repurchase; delay in performance; available funding sources; fund pool system; board centrism