

对赌协议中“业绩补偿+股权回购”组合拳之实务简析

作者：刘冬 | 刘静 | 殷实

在私募股权投资中，股权回购安排是投资人与创始人对赌最常用的方式。除此之外，有部分投资协议中还会同时设定业绩补偿条款作为双保险。本文将对同时约定业绩补偿和股权回购情形下相关的司法实践进行探讨，以期为投资双方提供更多的实务借鉴和参考。

一、业绩补偿和股权回购

对赌协议，又称为“估值调整协议”，是指收购方（下称“**投资人**”）与出让方（下称“**融资方**”）在达成收购协议时，对于未来不确定的情况进行一种约定；如果约定的条件出现，投资人可以行使某种权利；如果约定的条件不出现，融资方则行使某种权利。实践中，常见的对赌方式包括：

业绩补偿，是指在投资时，投资人和融资方约定未来一定期限内目标公司应当实现的经营业绩，如果目标公司未能实现预期目标，则需要按照一定的标准和方式对投资者进行补偿，而现金补偿是比较常见的补偿方式。一般而言，现金补偿条款是按照实现利润对企业重新估值，将多投资部分补偿给投资者，例如：

“目标公司承诺 2019 年度经审计的扣除非经常性损益后的净利润不低于人民币 5,000 万元。若目标公司未能完成上述净利润的 90%，则目标公司应当以现金方式补偿投资人，即补偿金额=已投资金额*(1-目标公司年度实际实现的净利润/5,000 万元)。”

股权回购，是指投资人和融资方约定在一定条件下，投资人要求目标公司或股东等主体回购投资人所持目标公司股权的权利。比较常见的回购条件包括上市、业绩或者目标公司及/或股东违反其在投资协议项下的承诺与保证等，例如：

“如目标公司 (i) 未能在 2019 年 12 月 31 日前实现合格上市，或者目标公司合格上市存在或出现重大障碍且无法消除；或 (ii) 当目标公司新增亏损达到或超过以 2016 年 12 月 31 日为基准日的审计报告记载的公司当期净资产的 15% 时，则投资人有权要求相关义务方按照单利 8% 进行回购。即回购款=已投资金额*(1+投资年限*8%)。”

二、投资人同时主张业绩补偿和股权回购的司法实践

对于这一问题，司法实践中存在截然相反的观点，不同法院所依据的理由也不尽相同，具体总结如下：

（一）支持投资人同时主张业绩补偿和股权回购的裁判观点

1. 业绩补偿和股权回购的约定系当事人意思自治范畴，应当予以尊重

例如，在（2019）粤 06 民终 187 号案件中，法院认为，相关协议是双方当事人的真实意思表示，协议内容并未违反我国法律、行政法规的强制性规定，对双方当事人均具有法律拘束力。业绩补偿条款是其作为商事主体对于利益权衡的结果，且其作出的业绩补偿承诺并不违反法律、行政法规的强制性规定，应予支持；同时，双方约定了股权回购条款，且股权回购条件已经触发，故亦予支持按照双方约定支付股权回购价款。

2. 业绩补偿和股权回购不是同一法律关系，可以同时支持

例如，在（2017）赣民终 159 号案件中，江西省高级人民法院认为，双方在合同中约定的业绩补偿款，与股份回购款并非同一事项，不应从股份回购款中扣除。

3. 业绩补偿和股权回购处于并列地位，但业绩补偿具有违约金性质，可以依据公平原则予以调整

例如，在（2019）苏 05 民终 9001 号案件中，苏州市中级人民法院认为，《投资协议书》系各方真实意思表示，应属合法有效，各方均应按约履行。相关股东需承担不能完成进度承诺的现金补偿责任，且目标公司不能实现进度承诺时，投资人有权要求相关股东回购股权。从性质上看，上述约定的业绩补偿义务以及股权回购义务，均系《投资协议书》约定的事项未能完成时相关股东负有的义务，两条款处于并列地位，但业绩补偿款系违约金，在约定过高的情况下，应予以调整，才能既制约违约一方，又能防止另一方滥用契约自由获得额外利润。

4. 认可业绩补偿和股权回购不是同一法律关系，但认为可以就其逾期利息予以调整

例如，在（2018）粤 0605 民初 1086 号案件中，广东省佛山市南海区人民法院认为，业绩补偿和股权回购是双方当事人的真实意思表示，未违反我国法律、行政法规的强制性规定，对双方具有约束力。业绩补偿的逾期付款利息约定为日千分之一偏高，调整为年利率 24% 是合理的。除股权回购款外，双方约定的年利率 12% 的利息过高，酌情调整为在终止新三板挂牌前按照 6% 的标准支付，此后再按照 12% 的标准计算。

（二）不支持投资人同时主张业绩补偿和股权回购的裁判观点

1. 业绩补偿金的性质等同于分红款，在合同约定股权回购款应当扣除分红的前提下，不再同时支持业绩补偿

例如，在（2015）浙浙商初字第 13 号案件中，投资人与融资方约定了股权回购条款，但是同时也约定如果目标公司不能实现净利润，则由融资方（不含目标公司）一次性补偿投资人 300 万元。绍兴市中级人民法院经审理后认为，“在原股东回购或收购投资人的股权时，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，并扣除投资人从公司获得的分红。”而业绩补偿金的性质等同于分红款，因此，业绩补偿款不应再另行支付。

2. 业绩补偿和股权回购均具有违约金的性质，应当综合考量

例如，上海市浦东新区人民法院在（2018）沪 0115 民初 45869 号案件中认为，业绩补偿款和回购股权均具有因违约行为承担损害赔偿责任的性质，应当综合进行考量。股权回购款的计算方式已经充分考虑了违约行为给投资人投资造成的损失弥补，因此不再支持业绩补偿。

再如，山东省高级人民法院在类似的对赌案件中也认为，双方约定的现金补偿应视为一种违约责任条款，在性质上属于违约金。业绩补偿和股权回购都是对投资人股权投资款的补偿，投资人可以选择但是不能同时主张。

3. 业绩补偿以股东身份为前提，而股权回购则会导致不再拥有股东身份，两者存在矛盾

例如，北京市第一中级人民法院在（2017）京01民初814号案中认为，投资人要求目标公司各股东进行业绩补偿，前提是投资人的目标公司股东身份不发生变化，而股权回购的实质是要退出公司，不再拥有股东身份，两者存在一定矛盾。同时，由于双方约定的业绩补偿方式之一有“要求原股东中任意一方或多方受让投资人持有的目标公司的部分股权”，该方式与股权回购义务有重合之处，说明目标公司未如期挂牌的法律后果中已经处理了业绩补偿，不能重复计算。

三、业绩补偿款和股权回购能否同时得到支持？

总体而言，业绩补偿和股权回购二者属于不同的法律关系，其约定均系当事人的真实意思表示，如无其他效力瑕疵，应被认定为有效。但合同条款有效，并不意味着投资人可以任意无障碍地利用“业绩补偿+股权回购”的组合拳保护自身利益。业绩补偿和股权回购，究其本质都是一种估值调整机制。如果投资人利用这种估值调整机制获得远超估值的收益，则很有可能会被裁判机构结合具体情况调整。

（一）业绩补偿款的法律性质

根据上述司法观点，法院在判断是否同时支持业绩补偿及股权回购时，与其对业绩补偿款法律性质的认定有很大关系。例如，业绩补偿款被认定为违约金，则法院认为有权直接进行调整。

就业绩补偿款的性质，笔者认为：

1. 业绩补偿款是义务人补偿投资人的估值溢价款，属于交易对价的一部分

最高人民法院发布的《全国法院民商事》指出，“实践中俗称的‘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”。股权回购或业绩补偿均是估值调整的安排。但实际上，二者“调整”估值的方式和程度有所区别。一方面，投资人主张股权回购即意味着选择将其持有的目标公司股权转化为对回购义务人的债权，根本性地“调整”至没有投资的状态；另一方面，业绩补偿条件成就即意味着目标公司的价值低于投资时的估值，此时的调整系针对交易对价的调整，也即只有在约定的条件确定成就或不成就之时，交易的对价才最终得以确定，义务人向投资人补偿的实际是其投资的估值溢价款。

以上述业绩补偿条款及计算公式为例，“补偿金额=已投资金额*(1-目标公司年度实际实现的净利润/5,000万元)”，此即意味着投资行为发生时对目标公司的估值与其在指定年度实现5,000万元净利润相对应，如未实现，义务人应当按照利润缺口等比例地向投资人补偿投资款，此时即意味着投资人取得股权的价款调整为“投资款-业绩补偿款”。少数情况下，也存在义务人在条件成就时将持有的部分目标公司股权无偿补偿给投资人的约定，即意味着投资人支付固定投资款取得的标的股权最终被调整确定为“原有股权+补偿股权”。

2. 业绩补偿款并非投资人取得的分红款

业绩补偿通常与目标公司利润情况紧密关联，但业绩补偿款与分红款存在着本质的区别：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人支付业绩补偿款。

因此，上述裁判案例中，法院直接将业绩补偿款认定为分红款的观点有待商榷，即使在合同约定股权回购价款计算应当扣除此前取得的分红款，也不应当仅以此为由不支持投资人同时主张业绩补偿和股权回购。

3. 业绩补偿款并非义务人向投资人支付的违约金

违约金是合同项下约定的一方违约后应当向守约方给付的赔偿款。根据法律规定，法院有权在具体案件中以守约方的实际损失为标准，对合同约定的违约金予以调整。如前所述，业绩补偿属于交易对价的一部分，目的在于对目标公司的估值进行调整，而非针对义务人违约的情形。

基于此，法院直接将业绩补偿款认定为违约金的观点显然是有待商榷的。一方面，投资人主张股权回购款实际上是要求回购义务人支付回购股权的对价，而非违约金（详见[《对赌协议实务系列——股权回购权的法律性质及“期限”限制》](#)），故以业绩补偿款和股权回购款均系违约金为由，不支持投资人同时主张业绩补偿和股权回购并不恰当；另一方面，直接将业绩补偿款认定为违约金进而下调，在法理上也有所欠缺，事实上业绩补偿款逾期支付情况下才涉及到违约的问题。

（二）同时主张业绩补偿及股权回购可能的考量因素

1. 股东身份对同时主张业绩补偿及股权回购的影响

如前所述，股权回购与业绩补偿是估值调整的两种不同方式。投资人行使股权回购权即意味着放弃投资行为，而业绩补偿是对投资交易对价的调整。因此，从逻辑关系上，如投资人主张股权回购，即选择恢复至未进行投资的状态，嗣后即使业绩补偿条件成就，投资人再行要求以业绩补偿的方式调整交易对价则缺少了基础。从这个角度而言，如果同时主张业绩补偿和股权回购，股东身份可能会成为障碍。

但是，一方面，投资人行使股权回购权则与回购义务人间成立股权变动的合同之债，投资人失去股东身份是各方履行合同的結果，投资人无法以其股权回购后成就的条件主张业绩补偿；另一方面，与回购义务人支付股权回购款的义务因投资人行使形成权主张回购而产生不同，一般情况下，条件成就时义务人即负有向投资人支付业绩补偿款的义务，因此，判断投资人主张业绩补偿是否受其行使股权回购权影响，应当以业绩补偿条件的成就而非投资人第一次主张业绩补偿的时间为准。基于此，如果在业绩补偿条件成就时，投资人仍具有股东身份，则有权在后续同时主张业绩补偿和股权回购。

需要注意的是，投资人与目标公司对赌的情况下，目标公司履行股权回购义务后通常将处于亏损状态。根据《九民纪要》的规定，法院在目标公司没有利润的情况下，也不应支持投资人向目标公司主张业绩补偿。

2. 公平原则的适用

业绩补偿是对投资交易对价的调整，业绩补偿款实际是对投资人估值溢价的补偿。仍以前文计算公式为例，“补偿金额=已投资金额*(1-目标公司年度实际实现的净利润/5,000万元)”，如目标公司亏损，即净利润为负数，此时即意味着完全按照合同计算的业绩补偿金额将大于投资款，调整后的交易则造成投资人取得目标公司股权同时获得额外补偿金的结果。江苏省高级人民法院在（2017）苏04民终3295

号案中即认为，当公司经营未达预期时，投资人可以从原股东获取相应的业绩补偿，但不能从公司的亏损中获益，因此目标公司的亏损数额不能作为计算业绩补偿的依据，而应以承诺的净利润为限。

类似地，在投资人已获得业绩补偿再行主张股权回购或同时主张业绩补偿和股权回购的情况下，投资人将因“业绩补偿+股权回购”的两类估值调整组合拳而超额受益，法院有权根据公平原则对股权回购价款予以调整。

以本文第一部分股权回购款的计算公式为例，即“回购款=已投资金额*(1+投资年限*8%)”。投资人获得业绩补偿则意味着各方已就此前投资的对价予以调整，调整后的实际投资金额为“原投资金额-业绩补偿款”，根据公平原则，回购款应当以调整后的实际投资金额作为本金、以调整前后的资金占用情况分别计算利息。即：

回购款=(原投资金额-业绩补偿金额)+原投资金额*获得业绩补偿款前的投资年限*8%+(原投资金额-业绩补偿金额)*余下投资年限*8%。

四、结语及建议

业绩补偿和股权回购是估值调整的两种方式，业绩补偿是对交易对价的调整，业绩补偿款是义务人补偿投资人的估值溢价款，而非目标公司的分红款或合同项下的违约金。投资人主张业绩补偿和行使股权回购权可能会互相影响，一方面，投资人行使股权回购权之后，由于不具有股东身份，无法再以其行使股权回购权后发生的条件为由主张业绩补偿；另一方面，投资人已获得业绩补偿再行使股权回购权，或者同时主张业绩补偿和股权回购，股权回购价款的计算方式和金额可能会被基于公平原则予以调整。

结合上述分析，在司法实践中观点不一的情况下，为尽可能地保障投资人利用“业绩补偿+股权回购”打出漂亮的组合拳，笔者提出以下实务建议以供参考：

1. 明确约定投资人有权同时主张业绩补偿和股权回购，并特别约定股权回购价款中无需扣减业绩补偿款。
2. 如合同约定，股权回购价款应当扣除分红款，则明确说明分红款不包括可能的业绩补偿款。
3. 明确约定业绩补偿是估值调整方式，业绩补偿款不具有违约金性质，由各方从商业角度确定，不存在调整的空间。
4. 根据公司估值设定合理的业绩补偿价款及股权回购价款，尽量避免高于投资款数倍这样过于直接又相对较高的计算方式。
5. 业绩补偿条件成就后，建议投资人及时发函主张并固定权利。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

刘冬

电话： +86 10 8525 5519

Email: eric.liu@hankunlaw.com