

## 争议解决法律

### 对赌条款是否能被“提前”触发？回购价款公允性如何认定？

作者：金立宇 | 赵宇先

#### 一、引言

对赌条款是投融资交易中常见的合同条款，其又称“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，为解决交易双方对标的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、金钱补偿等对未来标的公司的估值进行调整的协议<sup>1</sup>。”关于对赌条款的效力，最高院已经通过一系列裁判文书及九民纪要对其进行澄清说明，各类学术和实务文章亦对其进行了非常有价值的论述。

实践中，投资方和融资方经常关心的问题包括“时机”和“利益”，即：1) 如何看待对赌条款下估值调整机制触发的时间点，以及 2) 相应估值调整机制的公允性如何认定。这些问题可能会因有关标的公司的业绩受近期“新冠肺炎”疫情影响而尤为值得关注。

以股权回购型对赌条款和如下场景为例：

假设对赌条款约定，如标的公司未能在 2020 年 12 月 31 日前上市，则标的公司的创始股东和关联义务人（如实际控制人）需要回购投资方所持有的标的公司的全部股权，并连带地向投资方支付投资款 1.45 倍的股权回购价款。在 2018 年 2 月时，标的公司经营状况已经急剧恶化（例如员工批量离职、面临大量诉讼、业务停止、资产负债率异常等），在 2020 年 12 月 31 日前上市希望渺茫。

面对上述场景，投资方经常询问：1) 是否有可能在 2018 年 2 月“提前”逾两年判断标的公司不可能在 2020 年 12 月 31 日前上市，从而立刻行使赎回权，防止资金被套牢并遭受进一步的价值减损？ 2) 投资款 1.45 倍的回购价款在多大程度上能被支持？

根据我们的经验，在进行充分举证和论述的前提下，投资方的上述诉求有可能得到完全支持。当然，融资方亦有可能从相应的角度（包括公平原则、诚信原则，以及合同法第 45 条第 2 款）进行抗辩。而且，若有关回购条件成就与“新冠肺炎”疫情相关，融资方还应注意从民法及合同法下不可抗力 and 情势变更原则中寻找和补充抗辩依据。

<sup>1</sup> 参见最高人民法院近期发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254号）（“九民纪要”）。

在下文中，我们将在我们过往的仲裁代理经验的基础上，分享有关实务观察和司法案例，为投资方和融资方决策提供参考。

## 二、回购条件是否能被“提前”触发？

### （一）裁判案例

我们留意到，我国法院案例中有“提前”判断无法上市的回购条件已经成就的案例。

在湖北省高级人民法院审理的（2013）鄂民二初字第 00012 号案中，行使赎回权的其中一个充分条件是 2014 年 12 月 31 日前标的公司未完成公开发行股票和上市。投资方向湖北省高级人民法院提起诉讼请求行使赎回权的时间是 2013 年 10 月 28 日。湖北省高级人民法院在 2014 年 4 月 18 日，通过分析有关上市法定条件，以标的公司的盈利状况不满足《首次公开发行股票并上市管理办法》第三十三条下“最近 3 个会计年度净利润均为正数”的要求为由，提前预判其不可能在 2014 年 12 月 31 日前上市，从而认定赎回条件已经成就。最高人民法院在（2014）民二终字第 111 号二审判决书中维持了湖北省高级人民法院的认定。

当然，在上述案件中，“提前”判断回购条件已经成就的时间较短（约为一年），且主板和中小板关于“最近 3 个会计年度净利润均为正数”的要求是否能满足的判断较为直观。而且，在该案中，另外一个回购条件也已经成就，即标的公司提交的“尽职调查材料以及本次投资后的材料中相关数据有重大虚假（差额 10%以上）”，是否提前判断公司在未来无法上市本身不改变案件结果，法院进行该等认定的压力也相对较轻。

然而，在许多实务案例中，由于对赌条款预设的目标包括在主板和中小板之外的其它板块（如创业板和科创板）上市，有关上市要求是否满足的判断会相对更为复杂，将更多地依赖财务指标、资产状况、资本缴纳状况、经营合规性、人员稳定性、公司治理结构、商业逻辑等多方面的综合分析。而且，当回购条件的触发完全取决于对标的公司无法上市的预判时，法院或仲裁庭判断的压力亦会相对较大。在该等情况下，投资方需要更谨慎周全地收集多方面的证据，并展开详细的论述，方有可能实现商业诉求。

### （二）实务观察

#### 1. “条件”与“期限”的区别，及“期限利益”

实务中，拒绝履行回购义务的一方通常会抗辩，有关回购条件设定的时间点是期限而非条件，投资方必须等待期限届满方可判断回购条件是否成就。特别地，拒绝履行回购义务的一方往往还会主张其享受在该等时间点来临之前的“期限利益”，即随后因为标的公司经营发生好转或者上市条件放松从而使标的公司可以上市的可能性。

根据我们实务观察，上述抗辩主张的成立存在一定难度：

第一，关于条件与期限的对比，我国法院司法实践显示，决定某一民事法律行为生效或失效的事实发生与否如果确定，则为期限；如果不确定，则为条件[参见（2015）川民终字第 630 号、（2013）鲁商终字第 267 号、（2015）民申字第 1034 号、（2016）京 03 民初 27 号、（2012）吉中民再字第 27 号等判决书]。当然，实践中可能需要具体问题具体分析。当某一条款包含时间信息时，应当根据条款的具体内容和适用场景，判断其欲以表达的是期限还是条件。

以上述案件中的对赌条款为例，由于在有关投资协议签署时，标的公司是否能在 2020 年 12 月 31

日前上市存在不确定性，因此投资方可以据此主张“标的公司无法在 2020 年 12 月 31 日前上市”这一事实应当为条件，而非期限，关于其成就与否的判断无需等到 2020 年 12 月 31 日来临。故在法律上也并不存在真正意义上的“提前”判断。在我们代理的一起相关案件中，仲裁庭采纳了同样的理解。相反，如果某一条款明确为一方当事人的义务设定了履行期限（例如在某时间点前偿还债务）和逾期履行的不利后果（例如支付罚息），则该条款更有可能被认定为期限而非条件。

就证明无法上市的条件已成就而言，以 A 股各板块上市为例，这几个板块的发行条件主要包括财务指标、资产状况、资本缴纳状况、经营合规性、人员稳定性、公司治理结构等方面，投资方可相应地从这几个方面进行举证。根据我们的实务观察，常见的证据材料包括但不限于财务报表、财务汇报、情况说明、会议记录、关键营业证照办理记录、行政处罚记录等。第三方报导或第三方信用信息的信息也有一定的参考价值。

值得注意的是，科创板于 2019 年 1 月 30 日才设立，且直到 2019 年 6 月 13 日才正式开板。若有关投资协议的签署时间早于科创板设立时间，投资方应当向仲裁庭说明有关回购条件下的上市不包含科创板上市的情形，除非有证据证明当事人可以预见科创板的设立。否则，鉴于科创板的上市条件相对宽松，且部分规则尚缺充足的实践指引，“提前”判断标的公司无法在预设的时间点在科创板上市可能存在较大的证明难度。当然，若投资协议并未对 A 股进行明确的定义（例如罗列具体的板块），融资方也可尝试主张投资协议下的 A 股并未明确排除科创板，因此投资方仍需证明标的公司无法在科创板上市，否则会剥夺标的公司的发展出路及获益的可能性。我们认为这一主张成立的难度较高。理由在于，回购条件下的上市，实际上代表了投资方对退出渠道的期待及通过该渠道获得投资回报的合同目的。在科创板尚不存在时，很难证明投资方有通过标的公司在科创板上市退出的期待及相应合同目的，除非有充足证据显示，标的公司在科创板上市所对应的投资方投资回报率的区间，符合投资方的合理期待。在我们代理的一起相关案件中，有关投资协议签署于 2017 年，仲裁庭并未将科创板纳入协议下的 A 股范围当中。

另外，除了法定上市条件之外，投资方还可以从上市所需时间和商业逻辑两个层面补强标的公司无法在预设时间点上市的论证。

对于上市所需时间，投资方可以考虑梳理与案涉标的公司类似的有关企业从完成公司改制到证监会核准发行的时间，参照企业与标的公司的相似度越高越有参考价值。常见的证据材料包括辅导总结报告、证监会核准批复等。当然，上述时间尚未考虑标的公司的上市筹备时间及其它根据实践经验通常会花费的时间。如有条件，投资方的诉讼仲裁代理律师应当与交易律师就有关问题紧密合作，甚至委托上市专家就有关实务问题出具专家证言。

对于商业逻辑，投资方可以向法院或者仲裁庭说明，根据投融资、上市、及标的公司所在行业领域的有关商业经验和商业逻辑，标的公司的经营现状必然或在较高的可能性上导致其无法在回购条件预设的时间点之前上市。经验显示，仲裁庭一般会对有关的证据和论证予以考虑。在近期代理的一起案件中，我们向仲裁庭提交了标的公司在投资方投资前发送于投资方的标的公司未来数年的财务预测、盈利测算、财务尽调报告等文件，在投资方投资经理的协助下，从标的公司的盈利模式和发展所需的各类资源入手，向仲裁庭合理说明了标的公司未来的发展趋势。特别地，我们提请仲裁庭关注在财务预测作出至行使赎回权的时间段内，标的公司在资产、负债、利润、主营业务、产品、员工数量等方面的现状与财务预测的偏离程度，并强调该等偏离程度足以使仲裁庭有理由相信标的公司不可能实现预设的上市目标，因为这一目标与上述项目之间存在紧密的配套关系。另外，标的公司内部人员（尤其是高管）在有关会议中作出的对标的公司现状和发展趋势的陈述通常也具有较高的说服力，因为这些人员通常为

商业和财务方面的专业人员，且最了解公司现状，其关于公司的判断和预测具有较高的可靠性。

第二，关于拒绝回购一方所主张享有的“期限利益”，更多关乎证明标准和证明责任的问题。诚然，就一般意义上的事实问题而言，任何一方都不可能未卜先知，断定标的公司的未来状况。但是，在民事案件证明的意义上，负有举证责任的一方对某一事项的证明实际上只需要满足高度盖然性标准，而非排除一切可能性。此时，除非另一方提供充足的反证（例如标的公司的经营或融资计划、上市筹备工作等），否则较难以其享受“期限利益”为由抗辩投资方对回购条件已经成就的主张。当然，投资方在对赌条款设定的时间点前，通过提起法律程序主张回购，在事实上难免会对标的公司的运营和回购义务人的履行能力产生一定影响。对此，融资方除了举证证明标的公司确实有可能在有关时间点前上市之外，还可以区分投资方善意主张回购和非善意主张回购两种情形。倘若有证据显示，投资方主张回购带有不诚信的动机，例如故意促使标的公司无法在有关时间点前上市，从而促使回购条件成就，融资方可以根据合同法第 45 条第 2 款，以投资方为自身利益不当促使条件成就为由，请求仲裁庭认定回购条件视为不成就，或者根据民法及合同法下的诚实信用原则，请求仲裁庭认定在该等情形下回购条件尚未成就。

综上，投资方“提前”主张回购条件成就从而为自身创设退出渠道，存在实务上的可行性。当然，“提前”的时间越长，证明的难度越高。投资方可以在法务和律师的配合下对上市条件、上市所需时间、商业逻辑等问题进行深入研究挖掘，全面收集各类证据夯实证据链，以满足有关的证明标准。

## 2. 不可抗力与情势变更

如果标的公司偏离经营预期主要由此次疫情导致（例如政府的有关防疫措施导致有关项目停滞或取消），融资方可以尝试通过不可抗力或情势变更等原则，抗辩投资方的回购主张，尽管有关案例显示该等抗辩成立仍然存在一定难度。

### (1) 不可抗力

我们理解不可抗力属于免责条款，用其对回购条件成就进行抗辩在法理上似乎不易自洽，而在回购条件成就之后，支付回购价款的义务属于金钱给付义务，不履行该等义务的违约责任一般难以通过不可抗力免除。另外，对赌安排本身似乎已经将标的公司（因任何原因）经营不如预期的风险分配在有关回购义务人身上，回购义务人再以标的公司经营不如预期由不可抗力事件所致为由阻却回购条件成就，似乎不易成立。

然而，有关司法案例揭示了上述抗辩成立的可能性。例如：

在一起河北省高院审理并由最高院维持判决的资本认购纠纷案件[(2018)最高法民申 5504 号]中，有关对赌条款约定，若案涉标的公司在 2014、2015 和 2016 年的净利润低于特定数额，则投资方有权要求相关回购义务人回购投资方持有的标的公司的所有股权。后 2015 年的上述净利润未达标，投资方主张回购。

在诉讼中，回购义务人主张上述净利润未达标，系因为“山东的某个疫苗销售者未按规定冷链存储运输疫苗”的事件，导致标的公司在 2015 年的净利润下滑。回购义务人主张该事件构成不可抗力，并因此主张回购条件未成就。

一、二审法院及最高院均未直接否认不可抗力规则的适用性，而是在具体分析了上述事件是否不可预见、不能避免并不能克服之后，才判断其不构成不可抗力事件，从而认定回购条件成就。

类似案例亦可参见（2019）晋民终 65 号判决书（回购义务人主张有关国家军事改革政策构成不可

抗力，其促使了相关回购条件的成就，并请求解除投资协议并对回购安排不予支持；法院以有关事件可以预见，且不可抗力主张一方未履行通知义务为由，对上述主张不予支持）；（2015）长民二（商）初字第 4884 号（暴恐事件导致标的公司人员流失、当地客商急剧减少、盈利下降与标的公司无法实现上市目标之间不具备直接和必然的因果关系，不足以构成阻却相关回购条件成就的不可抗力事由）。

这些案例显示，如果回购义务人能从事有关事件不能预见、不能避免、不能克服且该事件与标的公司无法达成业绩目标之间具备直接因果关系等方面提出充分证据和论述，以不可抗力规则阻却回购条件成就或免除相关责任不无可能。

## （2）情势变更

鉴于其突发性和蔓延速度，此次疫情本身的不可预见性应当不存在太大争议。融资方可以尝试主张疫情构成对标的公司业绩影响的“在订立合同时无法预见的、非不可抗力造成的不属于商业风险的重大变化”，请求裁判者对有关对赌条款进行变更（如重新设定业绩标准及/或完成时限）或解除。当然，融资方仍需仔细判断疫情与标的公司经营偏离预期之间的因果关系，以及双方是否事先通过合同对有关风险（如标的公司的经营因流行病爆发遭受负面影响）进行分配。

投资方亦需研究标的公司基于其行业性质，是否理应能预见其可能遭受相关不利后果（例如因流行病爆发导致旅游人数骤减）。例如：

在一起厦门中院审理的增资纠纷案件[（2014）厦民初字第 137 号]中，回购义务人主张标的公司未完成业绩指标的回购条件成就，系因中国光伏企业遭受进口国的“双反”调查导致。回购义务人主张该等事件构成情势变更，并据此主张有关回购条件不成就。

法院认为，世界贸易组织（WTO）允许成员方使用反倾销、反补贴等贸易救济措施，作为一国的贸易保护措施，进口国企业对出口国产品进行“双反”调查并非不可预见的情形。故“双反”调查属于正常的商业风险，不构成情势变更。

对赌与情势变更相关类似案例亦可参见（2016）浙 03 民终 660 号（欧美“双反”制裁措施、证监会短暂暂停新股审核、政府未能及时解决土地问题等事件均不是导致标的公司无法上市的直接和必然原因，不足以构成阻却有关回购条件成就的情势变更事由）等判决书。

倘若有关对赌条件触发确实受此次疫情影响，投资方和融资方都应当审慎评估不可抗力或情势变更规则对相关对赌安排及有关条件成就的影响。关于不可抗力与情势变更的适用条件，以及“非典”疫情相关裁判案例，请参见我们先前分享的[《“新冠肺炎”疫情与履约纠纷（一）：不可抗力与情势变更》](#)和[《“新冠肺炎”疫情与履约纠纷（三）：“大案牍术”与行业预警》](#)。

## 三、回购价款公允性如何认定？

实务中，拒绝履行回购义务的一方通常会抗辩，以投资款为基础溢价的回购价款违反投资风险共担原则、公平交易原则，甚至属于“名为投资，实为借贷”的交易安排。

根据我们实务观察，上述抗辩主张的成立存在一定难度：

第一，关于投资风险共担原则、公平交易原则，合同法一般尊重当事人的契约自由，除非存在法定的撤销或变更事由，如欺诈、胁迫、重大误解、显示公平、情势变更等，或无效事由，如违反法律法规效力性强制性规定等。根据我们的实务观察，仲裁庭通常不会轻易地对当事人基于真实意思表示所达成的合同安排进

行变更。违反投资风险共担原则、公平交易原则本身并非上述事由，拒绝履行回购义务的一方以此主张调低回购价款或主张回购安排无效存在较大的难度。

上述理解与最高法院判决所显示的司法实践一致。例如，最高人民法院在（2016）最高法民再 128 号案中强调“合同无效的判定严格遵循法定主义”，否定任何合同条款效力必须具备“合同无效的各类法定情形”。在该案拒绝履行回购义务的一方关于对赌条款确保本金和收益，从而“违反了公司法股东投资风险共担原则，协议内容实际是无风险的固定收益保底条款”的主张不被最高人民法院支持。类似的法院案件可参见（2015）高民（商）终字第 1017 号、（2014）粤高法民四终字第 12 号、（2015）高民（商）终字第 1017 号、（2014）粤高法民四终字第 12 号、（2017）湘民终 502 号。根据这些案件所涉合同约定并被法院支持的年复合收益率（一般在 10%到 30%之间），2 到 3 年的投资回报加上本金将超过投资款的 1.5 倍。

而且，如最高院在九民纪要中解释，对赌条款有助于“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”，本身具有充分的商业合理性，有助于达成交易，减低公司的融资难度，一般不宜认为违反投资风险共担原则和公平交易原则。

当然，关于以复利计算回购价款溢价的合同安排，我们也留意到最高院曾作出不一致的认定。在（2015）民二终字第 204 号案中，案涉投资协议约定回购价款的溢价部分“按照年利率 15%（复利，每年计算一次，不足一年的按天数年化计算）”计算。然而，最高院认为仅有金融机构有权收取复利，故对合同约定的复利计算安排不予支持。尽管我们认为这一认定的合理性和严谨性可能有待斟酌，但有关风险仍值得投资方注意。

第二，关于“名为投资，实为借贷”，实际涉及“隐藏法律关系”的问题。根据我们的实务观察和最高院裁判实践，“隐藏法律关系”的认定门槛较高，通常较难证明。例如，在（2015）民一终字第 78 号案中，最高院认为：

“合同在性质上属于原始证据、直接证据，应当重视其相对于传来证据、间接证据所具有的较高证明力，并将其作为确定当事人法律关系性质的逻辑起点和基本依据。若要否定书面证据所体现的法律关系，并确定当事人之间存在缺乏以书面证据为载体的其他民事法律关系，必须在证据审核方面给予更为审慎的分析研判……在两种解读结果具有同等合理性的场合，应朝着有利于书面证据所代表法律关系成立的方向作出判定……在没有充分证据佐证当事人之间存在隐藏法律关系且该隐藏法律关系真实并终局地对当事人产生约束力的场合，不宜简单否定既存外化法律关系对当事人真实意思的体现和反映，避免当事人一方不当摆脱既定权利义务约束的结果出现。”

在对赌条款相关的案件中，我们也暂未留意到拒绝履行回购义务的一方以“名为投资，实为借贷”为由成功抗辩的例子。

综上，拒绝履行回购义务的一方以溢价回购价款的合同安排违反投资风险共担原则、公平交易原则，甚至属于“名为投资，实为借贷”为由进行抗辩，一般较难得到支持。

尽管如此，我们基于法理可以合理推测，当回购价款的溢价显著过高时（例如投资款的 5 倍），其被仲裁庭调低的风险确实有可能增大。实践中，我们也了解到，有仲裁庭曾经对一个导致回购价款三倍于投资本金的复利安排进行调整。另外，在（2019）苏民再 62 号中，江苏高院以“同期企业融资成本”和“企业正常经营规律”等因素作为回购价款溢价部分合理性的衡量标准，认为该案“股份回购条款中关于股份回购价款约定……虽为相对固定收益，但约定的年回报率为 8%，与同期企业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承担的经营成本及所能获得的经营业绩的企业正常经营规律。”

“同期企业融资成本”本身属于实践中较难获取的信息，也似乎并未在司法裁判中被普遍用作衡量回购价款溢价部分是否过高的标准。相比之下，“企业正常经营规律”或类似标准的适用性似乎更为普遍。例如，在我们代理的一起仲裁案件中，仲裁庭通过合同约定的投资款 1.45 倍的回购价款推算出有关期间（即投资方完成投资之日自回购条件成就之日）的投资回报率，认为在无相反证据证明该等回报率远超投资回报的正常区间时，应当对合同约定的回购价款计算方式予以支持。

可见，回购价款溢价是否过高不宜通过一个统一的标准进行认定，其衡量更多是具体问题具体分析，综合考量标的公司自身商业属性及其所在领域的有关经营规律的因素。在实务案件中，我们一般会建议投资方在上述法律层面之外，亦从商业合理性层面补强溢价回购价款的主张。

就商业合理性层面而言，投资方可以关注投资前标的公司向其提供的预测性文件，其中可能包含投资方在标的公司上市或被收购等不同情形下，可以获得的投资回报的预测。投资方可以将回购价款的溢价程度与上述预测的投资回报进行对比，向仲裁庭说明溢价的合理性。另外，投资方亦可通过有关专业杂志或调查机构识别出标的公司所属领域的实力相仿的公司，并收集这些公司上市前后的市值变化信息，进而对投资回报率进行估算，为案件的溢价合理性提供进一步的佐证。这一工作有赖律师与投资方商业和财务人员的紧密合作。

#### 四、结语

“提前”触发对赌条款存在法律依据和实务上的可行性，溢价回购价款也可以被支持，被支持的程度与标的公司和有关行业经营规律、融资前财务预测等因素相关。投资方在制定投资退出策略时可以参考该等实务观察。

尽管如此，倘若标的公司偏离经营预期主要受此次“新冠肺炎”疫情影响，我们仍建议投资方优先与融资方协商共渡难关的对策，寻找共赢方案，谨慎选择触发对赌条款的举措。融资方也应当与投资方充分沟通其经营受疫情影响的程度及该等影响的不可确定性，制定针对疫情影响的变通经营策略，与投资方协商包括修改对赌条款（如调整业绩指标或延长业绩达成时限）在内的应对方案，同时积极收集分析此次疫情期间的整体和行业经营数据，从商业和法律等层面制定周全的应对方案。

## 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：

### 金立宇

电话： +86 21 6080 0968

Email: [denning.jin@hankunlaw.com](mailto:denning.jin@hankunlaw.com)