

## 资金往来常见法律瑕疵及内控建议 — 关联担保、对赌履约与抽逃出资

作者：刘冬 | 唐玉春 | 张丞

**文章摘要：**初创企业向创始股东提供关联担保时，应当事先通过股东会决议，取得除创始股东之外的其他股东的同意。如未经股东会决议，创始股东作为初创企业法定代表人签署的担保合同，债权人是善意第三人的情况下，担保合同有效。在创始股东与投资方进行对赌，初创企业提供担保这一特殊场景下，初创企业担保履约并代创始股东向投资方支付股权转让价款或现金补偿价款的，此类担保履约是否存在额外的程序要求，该问题仍有待结合《九民纪要》发布之后的司法审判实践进行判断。本文亦讨论了，如确实发生初创企业履行对赌担保下的担保义务的情形，对创始股东和投资方而言，是否仍可能存在潜在的抽逃出资的法律风险。

### 一、序言

在此前的文章中，我们重点关注了初创企业向创始股东提供资金拆借以及初创企业购买创始股东的顾问咨询服务等资金往来行为模式中的常见法律瑕疵以及内控建议。该等资金往来行为模式的共性特征之一在于，初创企业通常立刻向创始股东提供了资金，该等资金提供具有实时性和确定性。

而在担保法律关系之下，如果初创企业仅仅为创始股东的债务提供担保，初创企业提供资金及收回资金均存在不确定性，是否实际发生资金往来受限于各种前提条件的满足。初创企业因担保法律关系而支付资金并解决创始股东的个人债务，相关股东是否构成抽逃出资需要结合多方面因素进行考量。

在部分初创企业的融资过程中，存在一种特殊的担保机制，即，创始股东与投资方之间进行对赌（以下简称“**股东对赌模式**”），由初创企业为创始股东在对赌失败情况下所承担的债务（通常包括创始股东向投资方支付现金补偿、创始股东受让投资方所持有的初创企业股权等）向投资方提供担保（以下简称“**对赌担保**”）。此类特殊背景下的担保关系也进一步加深了相关股东抽逃出资问题的复杂性。

在本文中，我们将针对股东对赌模式及其中的对赌担保项下可能存在的法律瑕疵进行分析，并结合最高人民法院于2019年11月所发布的《关于印发〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉的通知》（法〔2019〕254号，以下简称“**《九民纪要》**”）进行讨论<sup>1</sup>。

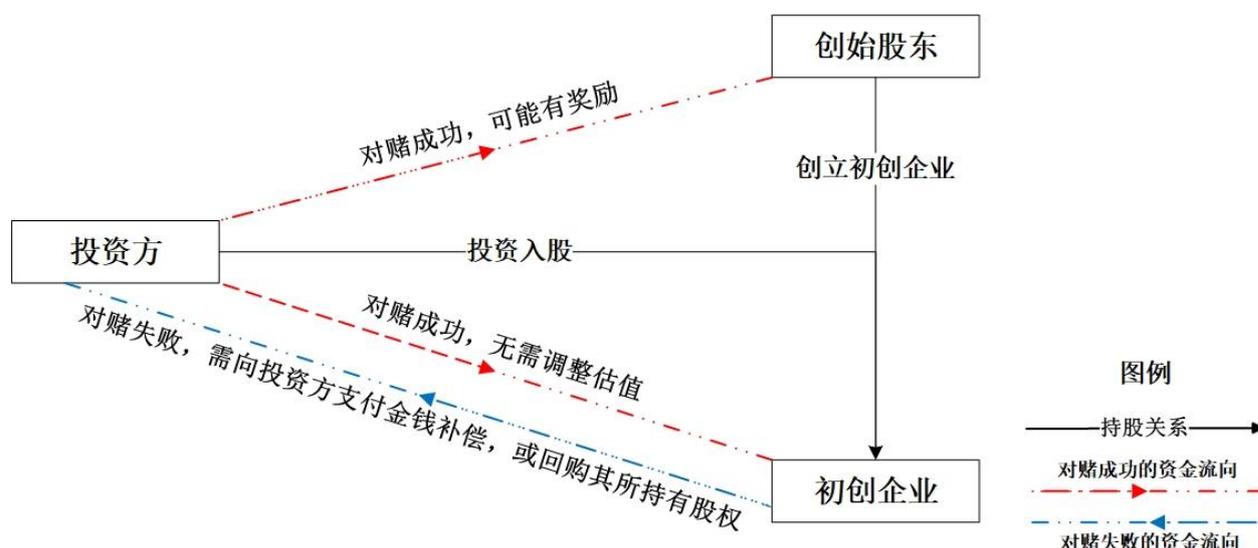
<sup>1</sup> 虽然《九民纪要》并非司法解释且不能作为裁判依据进行援引，但对于各级人民法院的司法审判工作仍具有较强的指导意义，特别是针对此前司法实践中不同的认识，《九民纪要》将起到统一裁判思路并规范法院的自由裁量权的关键作用。

## 二、对赌机制的发展演变以及《九民纪要》关于对赌机制效力的讨论

### （一）公司对赌模式

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。对赌协议中通常会由投资方、创始股东和/或初创企业共同约定一定的业务经营指标（如营业收入、净利润、产品研发或市场拓展成果等内容）或里程碑事件（如在一定时限内初创企业成功实现合格公开发行（IPO）等），动态评估初创企业的市场价值并对此设置了一系列的奖惩措施（通常包括现金奖励或补偿、股权调整、股权回购等措施）。

早期的对赌机制自国外引进，较为常见的是投资方与初创企业直接进行对赌（以下简称“**公司对赌模式**”），直接由初创企业承担对赌失败情况下的现金补偿或股权回购义务。公司对赌模式项下各方关系如下图所示：

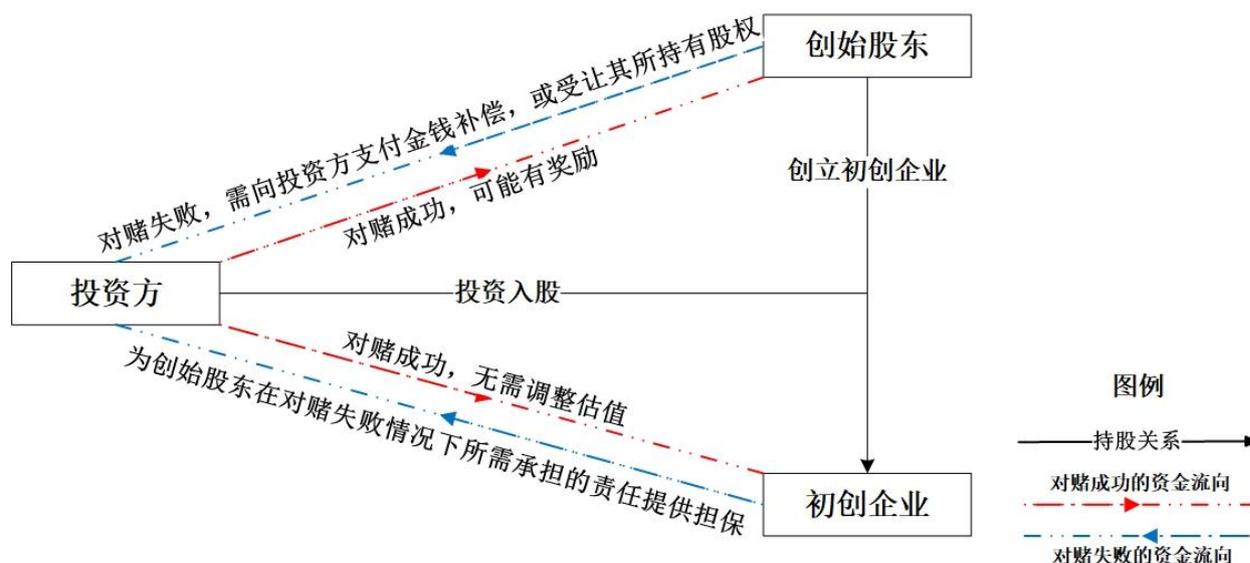


然而，2012年11月，最高人民法院在苏州工业园区海富投资有限公司诉甘肃世恒有色资源再利用有限公司一案（以下简称“**海富案**”）的再审判决<sup>2</sup>中认为，投资方与目标公司之间对赌，使得投资方的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了目标公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，因此投资方与目标公司之间的对赌无效；但是目标公司股东与投资方之间的对赌是当事人之间的真实意思表示，因此股东与投资方的对赌有效。

### （二）股东对赌模式的产生及对赌担保的设置

为避免出现海富案中“投资方与目标公司对赌无效”的情况，海富案之后的一些投融资交易过程中，交易各方逐渐将对赌模式调整为股东对赌模式，即由创始股东与投资方进行对赌，由创始股东直接承担对赌失败的补偿责任（包括但不限于创始股东向投资方支付现金补偿、创始股东受让投资方所持有的初创企业股权等）。同时，综合考虑到创始股东自身的履约能力、诚信度等，部分对赌协议中也约定了由初创企业对创始股东的赔偿责任提供保证担保。股东对赌模式项下各方的关系如下图所示：

<sup>2</sup> 最高人民法院（2012）民提字第11号民事裁定。



### (三) 《九民纪要》发布之后, 公司对赌模式的有效性进一步得以明确

如前所述, 在《九民纪要》发布之前, 以海富案为代表, 相关法院曾一度认为公司对赌模式损害了公司利益和公司债权人利益, 因此公司对赌模式无效。然而, 随着法律和司法实践的发展, 对于公司对赌模式的效力问题, 各地区也出现了不同的司法认定。例如 2019 年 4 月, 江苏省高级人民法院在江苏华工创业投资有限公司诉扬州锻压机床股份有限公司一案的再审判决<sup>3</sup>中认为涉案的公司对赌模式有效。

针对上述裁判观点不一致的问题, 《九民纪要》总结认为: **投资方与初创企业之间所订立的对赌协议, 在不存在其他法定无效事由的情况下, 对赌协议有效**; 但是, 投资方主张实际履行对赌协议的, 法院应当审查是否符合《公司法》关于“不得抽逃出资”及股份回购、利润分配的强制性规定, 判决是否支持其诉讼请求。

《九民纪要》肯定了公司对赌模式的效力, 同时也对“协议效力”和“协议履行”这两个问题进行了区分, 特别是强调了对赌履约的程序要求。围绕《公司法》关于禁止抽逃出资的规定, 《九民纪要》实质上在对赌履约过程中综合平衡了公司、股东及公司债权人这三类主体的程序保障。《九民纪要》针对公司对赌模式项下的协议履行所提出的要求和利益平衡方式归纳如下表所示:

事由	程序性要求 <sup>4</sup>	公司对赌模式履约过程中的利益平衡方式
投资方要求初创企业回购其所持有的股权	初创企业未完成减资程序的, 不得回购投资方所持有的股权。	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>股东层面:</b> 需要履行股东会决议程序, 就初创企业向投资方定向减资及回购投资方所持的初创公司股权达成一致。</li> <li>■ <b>其他债权人层面:</b> 需要通知债权人, 并在报纸上进行减资公告; 保障债权人的知情权以及进一步要求公司清偿债务或提供担保的权利。</li> </ul>

<sup>3</sup> 江苏省高级人民法院 (2019) 苏民再 62 号民事判决。

<sup>4</sup> 根据《公司法》第三十五条, 作为初创企业股东的投资方不得抽逃出资。

根据《公司法》第一百四十二条, 初创企业进行股份回购需遵守该条的强制性规定。

根据《公司法》第一百六十六条, 初创企业进行利润分配需遵守该条的强制性规定。

事由	程序性要求 <sup>4</sup>	公司对赌模式履约过程中的利益平衡方式
投资方要求初创企业承担金钱补偿义务	<p>初创企业没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，不支持投资方要求初创企业支付金钱补偿的请求。</p> <p>今后初创企业有利润时，投资方可以再另行要求金钱补偿。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>股东层面：</b>弥补亏损和提取法定公积金之后存在可分配利润的，需要履行股东会决议程序，决议定向优先向投资方分配利润，以实现向投资方支付金钱补偿的效果。</li> <li>■ <b>其他债权人层面：</b>可分配利润的计算过程中需要先考虑公司的其他债务，因此投资方作为股东的利润分配无法优先于公司一般债权人的债权受偿。</li> </ul>

### 三、关于对赌担保的效力问题以及履约问题之讨论

回到股东对赌模式，对赌担保属于股东对赌模式这一特殊场景之下的由初创企业为创始股东所提供的关联担保，因此，对赌担保的效力问题需要考虑主债务合同的效力和作出关联担保的初创企业内部决议。

#### （一）对赌担保的主债务合同效力之影响

《九民纪要》发布之前，实务观点认为创始股东与投资方之间的对赌，属于合同当事人之间的契约自由，在没有其他法定无效的事由的情况下应属有效。最高人民法院在海富案的判决中也支持了上述观点。《九民纪要》进一步肯定了上述观点并认为：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。

根据《中华人民共和国担保法》及相关司法解释，担保合同的效力首先依赖于主合同的效力。因此，对赌担保的担保合同效力，首先依赖于作为主合同的对赌协议之效力。《九民纪要》虽然没有直接讨论对赌担保的效力，但是《九民纪要》认可了股东对赌模式项下的对赌协议效力，**仅就担保合同效力依赖于主合同效力这一角度，股东之间的对赌协议原则有效，则对赌担保的效力基础得到了一定保障。**

#### （二）对赌担保的内部决议之影响

根据《公司法》第十六条的相关规定<sup>5</sup>，初创企业为公司股东或者实际控制人提供担保的，必须经过股东会决议，而且被担保的股东应该回避表决。司法审判实践中，对未经股东会决议的关联担保之效力，存在两种对立的观点。简而言之，《公司法》第十六条第二款如果属于“效力性强制规定”，则未经股东会决议的关联担保无效；如果其属于针对公司内部治理的“管理性规定”，则即使未经股东会决议，关联担保仍然有效。

《九民纪要》关注到了上述司法观点的差异，并指出：根据《公司法》第十六条，担保行为必须经过股东会等公司机关的决议，以此作为公司法定代表人代表公司对外订立担保合同的授权基础；未经股东会决议的，需要区分担保合同订立时债权人是否善意；债权人善意的，担保合同有效，反之则担保合同无效。

《九民纪要》进一步指出：前述善意的判断标准应当根据是否属于关联担保而有所区别；公司为股

<sup>5</sup> 《公司法》第十六条第二款：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。《公司法》第十六条第三款：前款规定的股东或者受前款规定的实际控制人支配的股东，不得参加前款规定事项的表决。该项表决由出席会议的其他股东所持表决权的过半数通过。

东或者实际控制人提供关联担保的情况下，债权人必须证明其在订立担保合同时对股东会决议（回避表决情况）进行了形式审查，才能支持其善意的主张。

实务中，基于对公司融资行为的重视和谨慎，一般情况下会在融资（包括确立对赌机制和担保机制）之前由初创企业的现有股东决议通过该等事项，或至少在相关融资协议（包括对赌条款和担保条款）中由全体股东和初创企业进行签署，以体现全体股东的对相关事项的共同意志。基于上述，**一般情况下，当存在有效的担保协议和担保决议之时，初创企业为股东与投资方之间的对赌责任提供担保应属有效。**

### （三）对赌担保的担保履约是否存在程序性要求，及对赌担保履约后的法律关系分析

#### 1. 对赌担保的担保履约是否存在程序性要求

即使存在有效的主合同、担保协议和担保决议，初创企业的担保履约问题可能仍然具有较大的不确定性。如前所述，公司对赌模式的实际履行不得违反《公司法》关于禁止抽逃出资的规定，《九民纪要》强调通过严格执行《公司法》中的减资程序和利润分配程序从而平衡公司、股东及公司债权人的利益。

有效的担保协议和担保决议，在一定程度上能够证明初创企业及其股东（包括创始股东和投资方）在对赌机制以及担保履约这一问题上达成一致合意，但是初创企业其他债权人的权益如何得以保证，**初创企业根据对赌担保而发生担保履约是否同样需要考虑减资程序或利润分配程序，《九民纪要》并没有明确讨论。**

#### 2. 对赌担保履约后的法律关系分析

我们理解，如果初创企业履行了对赌担保下的担保义务，则对赌担保的履约所产生的结果，可能存在以下风险：

事由	担保履约所产生的结果	可能存在的风险
投资方要求创始股东回购其所持有的股权，初创企业承担担保责任	<p>（1）初创企业的注册资本没有减少，初创企业代创始股东向投资方支付股权转让价款而非减资款。</p> <p>（2）初创企业取得向创始股东追偿的权利。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 最高人民法院在（2017）最高法民申 3671 号裁定中认为，如果公司为股东之间的股权转让提供担保，当受让股权的股东不能支付股权转让款时，由公司代其支付转让款，将导致公司利益及公司其他债权人的利益受损，形成“股东以股权转让的方式变相抽回出资”的情形，有违《公司法》关于不得抽逃出资的规定。</li> </ul>
投资方要求创始股东承担金钱补偿义务，初创企业承担担保责任	<p>（1）初创企业代创始股东向投资方支付金钱补偿，投资方可能仍作为初创企业的股东。</p> <p>（2）初创企业取得向创始股东追偿的权利。</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 在投资方与初创企业直接对赌的情况下，该部分金钱补偿作为估值调整的结果，以利润的形式定向优先分配给投资方，《九民纪要》的思路实质上似乎在强调投资方该部分金钱补偿的实现应当劣后于公司其他债权人的一般债权，而仅优先于除投资方之外的其他股东。</li> <li>■ 投资方作为股东，如公司未通过利润分配机制，而仅基于履行担保义务而代创始股东向投资方支付金钱补偿款，初创企业的其他债权人有可能以此为由要求法院认定该等行为属于抽逃出资。</li> </ul>

针对初创企业而言，在担保履约的情况下，均取得了向创始股东追偿的权利，但是初创企业对创始股东的追偿权能否得以最终实现，在实际执行过程中可能存在障碍。特别是在对赌失败的情况下，初创企业的经营情况可能并不理想，创始股东除了其所持有的初创企业股权之外，可能没有其他可供履约的财产，一旦初创企业未能向创始股东成功追偿，**初创企业很可能因为担保履约而遭受损失。**

针对创始股东而言，由于对赌失败，即使先由初创企业向投资方承担了股权转让价款或金钱补偿价款的支付义务，但是**作为债务人的创始股东仍需要向作为担保人的初创企业承担赔偿责任。**即使创始股东与初创企业之间，就赔偿责任的达成了债务清偿方案（包括但不限于初创企业放弃该债权或折价处置该债权），根据《中华人民共和国合同法》《中华人民共和国破产法》及相关司法解释的规定，如果该等债务清偿方案损害了初创企业的利益以及其他债权人利益，其他债权人和清算管理人仍有可能要求法院撤销该等债务清偿方案，并进一步要求作为债务人的创始股东足额清偿债务。

针对投资方而言，其作为股权转让方接受初创企业支付的股权转让价款，按照前述（2017）最高法民申 3671 号裁定的观点，可能构成以股权转让的方式变相抽回出资的情形。这种裁判观点在实务中存在一定争议，初创企业在担保履约后取得了向创始股东追偿的权利，即使最终因创始股东无法清偿而给公司资产造成损失，也并不一定发生损害公司资本维持的结果。

另外，最高人民法院在（2016）最高法民再 128 号判决中也认为，投资方的投资全部用于公司经营发展（并未提供给受让方股东个人投资或消费使用），公司全体股东因而受益，公司对受让方股东的股权转让款支付义务提供担保，有利于公司自身经营发展需要，并不损害公司及公司中小股东权益，故公司应当承担担保责任。

因此，《九民纪要》出台之后，针对股东对赌模式下初创企业所提供的对赌担保，相关法院会如何处理此种对赌担保履约及抽逃出资的关系，仍有待司法案例的最终验证，而确认投资方与初创企业之间的对赌协议原则有效，并且明确该模式下对赌履约的程序要求（减资程序或利润分配程序），使公司对赌模式的效力确定性及其履行确定性有所增强。同时，有待司法案例最终验证的另一个问题在于，对赌担保履约后，作为股东的投资方优先于其他债权人获得作为“定向利润分配”的金钱补偿，是否将被认为是抽逃出资。如果对赌机制中的金钱补偿被定性为向股东进行利润分配，则无论是初创企业直接支付，亦或是通过担保履约的方式间接支付，均应当履行利润分配程序。

#### 四、结语

初创企业的融资，对其来说是里程碑事件，如为实现融资，如需要与投资方约定对赌安排的，不论是（1）初创企业与投资方对赌，或（2）创始股东与投资方对赌，初创企业为创始股东提供履约担保，在签署相关对赌协议时，均应履行好各项内部决策程序。

为减少对赌履约的不确定性以及抽逃出资的风险，如发生需要初创企业承担对赌失败的责任的情况，应严格执行减资程序及利润分配等程序；在发生需要创始股东承担对赌失败的责任，初创企业如何承担担保责任，有待进一步观察《九民纪要》发布后的司法审判实践。

## 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](mailto:eric.liu@hankunlaw.com)