

2020

企业法律顾问业务前沿

BUSINESS FRONTIER OF CORPORATE LEGAL COUNSEL

7月
第七期



上海市律师协会
企业法律顾问业务研究委员会

目 录

| | |
|---|-----------|
| 1.委员会动态 | 1 |
| 一、市律协企业法律顾问业务研究委员会召开第二次全体委员会议..... | 1 |
| 二、市律协第十一届企业法律顾问业务研究委员会召开“加油 2020”公益法律服务活动总结会议..... | 2 |
| 2.新政速递 | 5 |
| 印发《关于加大支持本市中小企业平稳健康发展的 22 条政策措施》的通知沪经信企（2020）554 号..... | 5 |
| 3.专题约稿 | 11 |
| 《九民纪要》关于对赌协议的实务影响..... | 11 |

1.委员会动态

一、市律协企业法律顾问业务研究委员会召开第二次全体委员会议

2020年7月29日,市律协企业法律顾问业务研究委员会召开了第二次全体委员会议。就委员会前期“加油2020”公益法律服务专项活动进行了总结,并就委员会下一阶段工作开展进行了讨论。

本次会议于市律协第一会议室召开,由主任金冰一主持,副主任岳雪飞、张玲及委员会委员、干事、秘书等14人参加了会议。

金冰一主任首先就“加油2020”活动的圆满落幕向委员会全体志愿律师表示了感谢。在市司法局、市工商联的领导下,志愿律师们以专业敬业的公益法律服务精神和水准为企业提供了切实可行的帮助,取得了突出的成果。市司法局、工商联、市律协领导也对志愿律师彰显的积极投身公益、承担社会责任的形象给予了高度肯定,这也展现了委员会委员全力支持企业抗击疫情、共渡难关的高昂热情。在志愿团全体律师的共同努力下,在特

殊时期为各企业提供了及时高效的法律支持,为疫情防控、推动企业全面复产复工提供了积极助力。

关于委员会下一阶段工作,参会委员们纷纷建言献策。岳雪飞副主任就《上海律师》杂志征文活动进行了宣传讲解,张玲副主任就在委员会本届任期内编写“企业法律顾问业务指引”进行了提议,陈元律师就下一阶段如何常态化开展公益法律服务活动提出了建议。任玉红律师、朱愉忠律师、刘萍律师纷纷就其在公益法律服务活动中企业提出的实际困难进行了交流,与会委员一同就企业集中面临的问题进行了讨论。

本次会议最终决定如下:

1. 进一步向委员会全体委员征集《上海律师》杂志征文,由委员会主任、副主任进行审核后按期保质及时提交;

2. 进一步扩大宣传,树立律师公益服务典型,弘扬上海律师队伍热心公益奉献社会的证明形象,充分发挥律师服务经济社会发展的职能作用;

3. 委员会全体委员进一步就如何常态化开展公益法律服务活动展开思考,做到企业有需求,律师有服务。

二、市律协第十一届企业法律顾问业务研究委员会召开“加油 2020”公益法律服务活动总结会议

2020年7月29日,市律协企业法律顾问业务研究委员会于市律协第一会议室召开了“加油 2020”公益法律服务活动总结会议,共同就“加油 2020”公益法律服务专项活动进行总结探讨,并共同就疫情期间结对企业面对的法律问题和公益法律服务后续开展进行了讨论研究。

本次会议由主任金冰一主持,会议邀请了市律协副会长邹甫文、上海市司法局律师工作处副处长张铭、上海市工商业联合会商会部四级调研员许广达共同出席,委员副主任岳雪飞、张玲以及委员会委员、干事、秘书及受助企业代表等近三十人参加了会议。

会议伊始,市律协企业法律顾问业务委员会主任金冰一律师首先介绍了“加油 2020”公益法律服务活动的基本背景和活动成果。2020年2月19日,上海市司法局、上海市工商业联合会共同发文联合开展“加油 2020”公益法律服务活动。通知发出后,为充分发挥律师服务经济社会发展的职

能作用,全力支持企业抗击疫情、共渡难关,企业法律顾问委员会立即组织 50 名律师成立志愿律师团,在为期三个半月的活动中累计为 63 家企业提供总计 123 次公益法律服务,有力支持了企业在疫情期间的生产经营。



随后,上海市律师协会邹甫文副会长对市工商联和市司法局等部门对“加油 2020”公益法律服务活动的高度重视表示了感谢,并对参与本次公益法律服务活动的志愿律师团队展现的积极面貌给予了充分肯定。她高度赞扬了志愿律师体现的上海律师队伍所具备的崇高的社会责任感。此外,邹会长也对到场的在疫情期间受到冲击较大的中小企业代表表示了慰问,表示疫情的影响尚未结束,志愿律师不能因活动告一段落而停止对中小企业的服务,并鼓励志愿律师们继续以专业的精神服务广大中小企业。



随后，作为志愿律师代表和此项公益法律服务活动的发起人之一，北京盈科（上海）律师事务所的陈元律师回顾了“加油 2020”公益法律服务活动创办的初衷，总结了此次活动开展过程中志愿律师们遇到的难题，并表明了把活动进一步推开的信心与决心。



志愿律师代表任玉红律师、朱愉忠律师在志愿活动期间为企业提供了十数次多方位多角度的公益法律服务，有力推动了企业早日复工复产。会议现场两位律师也就自己在公益法律服务期间的心得体会向与会人员进行了交流讨论。受助企业代表朗脉洁净技术股份有限公司、上海天健体育科技发展有限公司负责人也就疫情期

间企业遭遇的生产经营、劳动争议、合同纠纷等多方面问题向在场的委员律师们进行了提问，委员律师纷纷从不同角度对有关问题进行了解答。

市工商联商会部四级调研员许广达在会上代表市工商联向参与本次公益法律服务活动的志愿律师们宣读了感谢信，感谢志愿律师在疫情期间为广大中小企业提供的精准及时的公益法律服务。他也就活动的后续开展有针对性地提出了三点建议，一是要及时对接企业，充分了解企业在疫情期间遭受的实际困难；二是及时做好服务，针对企业的突出问题要充分发挥律师行业的专业优势，切实为企业排忧解难；三是进一步扩大宣传，对在活动中涌现的热心公益积极奉献的志愿律师要及时收集有关素材，大力弘扬律师队伍积极奉献勇于担当的行业风尚。



最后，市司法局律师工作处副处长张铭对“加油 2020”公益法律服务活动进行总结并提出了三点建议，第

一是要加大宣传力度，进一步宣传上海律师的正面形象，塑造热心公益的律师典型案例；第二是要加强有效对接，做到企业有需求，律师有服务，培养一批社会责任感强且业务过硬的志愿律师加以宣传；第三是要提升服务规范，进一步提升公益法律服务的流程与质量，为做好“六稳”工作，落实“六保”任务做出律师行业的贡献。



2.新政速递

印发《关于加大支持本市中小企业平稳健康发展的 22 条政策措施》的通知 沪经信企〔2020〕554 号

发布机关: 上海市经济和信息化委员会
上海市发展和改革委员会
上海市发展和改革委员会
上海市商务委员会
上海市财政局
上海市人力资源和社会保障局
上海市金融工作局
上海市人民政府国有资产监督管理委员会

发布时间: 07/28/2020

正文

印发《关于加大支持本市中小企业平稳健康发展的 22 条政策措施》的通知

沪经信企〔2020〕554 号

各区人民政府，市政府各委、办、局，有关单位：

为深入贯彻国务院促进中小企业发展工作领导小组会议精神，全面落实“六稳”“六保”任务，精准帮扶中小企业渡过难关，促进中小企业平稳健康发展，经市领导同意，现将《关于加大支持本市中小企业平稳健康发展的 22 条政策措施》印发你们，请按照执行。

上海市经济和信息化委员会

上海市发展改革委员会

上海市商务委员会

上海市科学技术委员会

上海市财政局

上海市人力资源和社会保障局

上海市金融工作局

上海市国有资产监督管理委员会

2020 年 7 月 28 日

关于加大支持本市中小企业平稳健康发展的 22 条政策措施

为深入贯彻习总书记在企业座谈会上重要讲话精神和国务院促进中小企业发展工作领导小组会议精神，全面落实“六稳”“六保”任务，保护和激发市场主体活力，精准帮扶中小企业渡过难关，促进中小企业平稳健康发展，提出以下政策措施：

一、加大减税降费力度

1、全面落实国家减税政策。减免

小规模纳税人增值税，免征公共交通运输、餐饮住宿、旅游娱乐、文化体育等服务增值税等政策延长至 2020 年



底。小型微利企业所得税可延缓至 2021 年首个申报期内一并缴纳。(市税务局)

2、全面落实国家减费政策。免征中小微企业及按单位参保的个体工商户养老、失业和工伤保险单位缴费的政策延长至 2020 年底。推出以个人身份参保的个体工商户和各类灵活就业人员可自愿缓缴 2020 年基本养老保险费政策。免征进出口货物港口建设费、减半征收船舶油污损害赔偿基金政策延长至 2020 年底。(市人力资源社会保障局、市财政局、上海海事局)

3、加大地方减税降费力度。继续落实本市对地方权限内的有关税费政策在国家规定幅度内降到最低水平的有关规定。(市财政局、市税务局)

二、降低企业生产经营成本

4、延长房租减免。本市国有企业上半年对非国有中小微企业和个体工

商户减免 3 个月房租。本市行政事业单位上半年对中小微企业和个体工商户减免 3 个月房租。本市在沪央企上半年对服务业小微企业和个体工商户减免 3 个月房租。鼓励非国有房屋出租人对中小微企业减免房租。对减免租金的出租人，可按现行规定减免房产税、城镇土地使用税。鼓励将国有房屋直接租赁给服务业小微企业和个体工商户。转租、分租国有房屋的，确保免租惠及最终承租人。(市国资委、市经济信息化委、市财政局、市税务局)

5、降低用电和电信资费。降低工商业电价 5% 政策延长至 2020 年底。推动上海三大运营商面向中小企业减免宽带提速、3 个月远程办公费用，提供优惠云网融合套餐，实现宽带和专线平均资费降低 15%。对持上海电信、上海移动、上海联通宽带账单的网吧企业减免 6 个月宽带上网费用。(市发展改革委、市经济信息化委、市文化旅游局)



6、降低物流成本。进一步推动口岸作业单证无纸化，压缩单证流转时

间，提升货物进出港效率。深化高速公路电子不停车快捷收费改革，研究



扩大高速公路差异化收费范围。(市商务委、市交通委、市发展改革委、市财政局)

7、加大就业补贴。加快疫情防控期间稳就业补贴发放进度。受疫情影响企业职工线上培训补贴政策至疫情结束后的3个月止。缺乏自主培训能力的中小微企业可委托开展职工线上培训，并按规定予以培训费补贴。实施对企业新吸纳就业重点群体的以工代训补贴，以及对受疫情影响困难企业的以工代训补贴。探索线上线下融合的职业技能培训政策措施。支持多渠道灵活就业，对疫情期间与其他企业“共享用工”的，可继续享受相应就业补贴扶持。(市人力资源社会保障局、市财政局、市经济信息化委、市商务委)

三、开拓国内外市场

8、扩大有效投资。落实“新基建”35条，高水平推进5G等“新网络”

建设，推进产业升级与科技创新、社会民生、生态环境、综合交通和市政基础设施、安全保证和能源供应等领域重大项目建设，带动相关领域中小企业发展。进一步扩大市、区两级技术改造专项资金规模，支持中小企业加快技术改造。(市发展改革委、市经济信息化委)

9、促进民间消费。发展假日经济、夜间经济、“宅经济”，鼓励企业向本市居民派送各类消费券，推动文化旅游、住宿餐饮、批发零售、体育娱乐等行业中小企业加快复苏。(市商务委、市体育局、市文化旅游局)



10、积极培育新型消费。落实“促进在线新经济发展行动方案”23条，培育壮大生鲜电商、物流直配、网络诊疗、线上教育、数字娱乐等消费热点，扩大信息消费，积极培育新兴消费。(市经济信息化委)

11、支持中小企业线上销售。联合大型电商平台开展中小企业帮扶行动，为中小企业提供免费认证、免费培训服务，减免运营服务收费，提供流量支持，帮助中小企业快速拓展销

售渠道。支持外贸企业出口转内销，简化内销认证和办税程序，支持适销对路的出口产品开拓国内市场。（市经济信息化委、市商务委、市税务局、市市场监管局）

12、支持中小企业线上参展。支持中小企业创新应用网络营销、线上洽谈交易等新模式，通过“云展览”开拓国内、国际市场。鼓励线上展览平台为中小企业提供业务培训、宣传推介和信息服务。（市商务委、市经济信息化委、市财政局）

四、提升中小企业专业化能力

13、实施产业链补链固链强链行动。聚焦重点产业链，建立“揭榜挂帅”机制，组织中小企业参与产业链供需对接。以龙头企业为引领，发挥平台型企业作用，建设10个大中小企业融通发展载体，促进大中小企业在研发创新、创意设计、生产制造、物资采购、市场营销、资金融通等方面全方位合作。（市经济信息化委）



14、提高中小企业创新能力。引

导本市科技企业孵化器、众创空间、大学科技园等各类创新创业载体向“专业化、品牌化、国际化”方向发展。建设6个国家级双创特色载体，10个国家级小型微型企业双创示范基地，首次获评的双创示范基地，给予最高不超过50万元的奖励。组织“创客中国”、中国创新挑战赛（上海）、科技成果直通车等赛事活动，通过奖励等措施，营造企业需求导向的产学研合作、大中小企业协同，激发全民创新活力的开放创新生态。（市经济信息化委、市科委、市财政局）

15、加快创新企业培育。培育“专精特新”企业2500家，支持企业成长为专精特新“小巨人”和制造业单项冠军，区级财政按规定给予奖励。新认定高新技术企业5000家，2020年末有效期内高新技术企业总量达到15000家。（市经济信息化委、市科委）

五、强化中小企业融资服务

16、加大政策性融资担保力度。市中小微企业政策性融资担保基金担保放大倍数原则上不低于5倍，力争2020年新增担保规模300亿元，其中信用贷款比例不低于90%。对纾困专项贷款中需担保增信的稳企业保就业重点中小微企业，政府性融资担保机

构应保尽保，给予全覆盖支持。（市财政局）

17、进一步降低融资成本。鼓励本市商业银行、商业银行在沪分行、全市各类融资担保机构参与实施“上海小微企业流动资金应急贷”。对参与“应急贷”的担保机构按照其实际代偿损失部分给予不超过70%的代偿补偿；对担保费率低于市场平均费率且成效明显的担保机构，经核定后给予不超过担保额1%的保费补贴。（市经济信息化委、市财政局）

18、实施文旅企业贴息。对本市旅行社和A级旅游景区，因项目建设、维持运营或当前应对疫情冲击所发生且需在2020年偿还的银行贷款利息，给予不超过人民银行最近一次公布的1年期贷款市场报价利率50%的贴息支持，贴息期为半年，每家贴息总额不超过50万元。（市文化旅游局、市财政局）



19、发展供应链金融。建立与供应链核心企业的联系沟通机制，鼓励金融机构和供应链核心企业加强合作，

发展订单、仓单、存货、应收账款融资等供应链金融产品。（市经济信息化委、人民银行上海总部、市金融工作局、市商务委）

六、优化中小企业服务

20、加大清欠账款力度。年内无分歧账款清偿比例保持100%，有序推进有分歧账款清偿，防止新增政府机构和国有企业拖欠民营企业和中小企业款项。（市经济信息化委、市国资委）



21、“一网通办”“一网统管”赋能中小企业发展。建设“一网通办”企业专属网页，依托“一网统管”精细化管理网络，为中小企业提供个性化、精准化服务。完善“上海市企业服务云”惠企政策“一窗受理”功能，提高企业政策知晓和申报便利度，增强企业获得感。（市大数据中心、市经济信息化委）

22、提升公共服务能级。设立中小企业服务专员，建立首接负责制，受理中小企业各类诉求，帮助企业解决实际困难。依托“上海市企业服务云”，为本市中小企业提供优质低价产

品服务，惠企让利幅度不少于 5000 万元。开展“千智万企”志愿服务行动，组织 100 场线上线下专题活动。对小微企业主、个体工商户经营者提供咨询等法律帮助，探索对经济困难的小微企业主、个体工商户经营者提供法律援助。（市经济信息化委、市民政局、市司法局）

3.专题约稿

《九民纪要》关于对赌协议的实务影响

作者：秦华毅 企业法律顾问业务研究委员会委员、上海申浩律师事务所合伙人
张昕钰 上海申浩律师事务所实习律师

一、对赌协议概述

对赌协议，又称为“估值调整机制”或者“估值调整协议”（Valuation Adjustment Mechanism, VAM）¹，是在融资过程中，介于投融资双方信息不对称和公司未来的不确定性所创设的风险分配机制。具体是指，投资方与目标公司或控股股东约定，以其对公司未来某一时点净资产价值的预估值作为基准向公司投资，一旦目标公司没有在该时点达到预期业绩，投资方有权要求目标公司或者控股股东按照约定的计价方式做出补偿。²比如，资方以增资扩股的形式向估值为5000万元的目标公司投资，并约定了投资期5年中每年的营业额的具体数字。若目标公司未能实现该约定目标，则要求原始股东和/或目标公司回购股权等。当然，前述举例中的对赌的条件可以是多种多样，资方的退出条件也是多种多样。限于篇幅，本文暂不展开。

对赌协议，根据目标条件不同，分为上市对赌和绩效对赌，顾名思义，前者的对赌目标是目标公司在指定的证交所上市，后者目标则是某个节点目标公司的经营业绩。根据对赌调整的是双方利益还是单方利益分为单向对赌和双向对赌，一个只约定了条件未达成向投资方进行补偿，另一个不仅约定了条件未达成的情况还约定了条件达成时投资方向控股股东的补偿。

最早类似于“对赌协议”的概念叫做“Redemption”译为“回赎条款”，起源于美国资本市场，³在其产生之初，美国法律普遍认可“法定资本规则”：公司

¹ 张群辉.对赌协议的规范分析与适法路径[J].金融发展研究,2019(07):40-45.

² 郑旭华, 对赌法律实务[M].法律出版社, 2020年5月第一版, 第1页

³ 潘修平,朱宇轩,崔盛楠.对赌协议的效力及法律风险控制[J].北京邮电大学学报(社会科学版),2016,18(05):29-35.

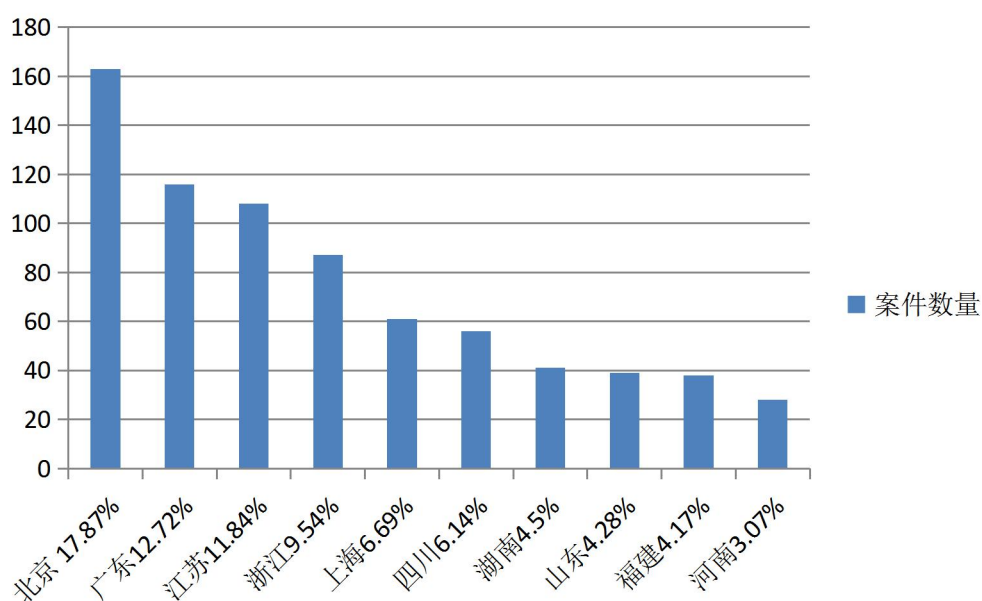
可以回购其股份，但不得削弱公司资本。期间在司法实践中得到广泛应用的判断标准是，公司动用的资金是否超过了“溢余”（公司净资产超过公司声明资本的金额）。⁴但在 20 世纪 70 年代后期，学界开始反思法定资本规则，80 年代后，美国、新西兰等国抛弃资本维持原则，转而采纳清偿能力或者持续经营标准来判断公司资产向股东的回流。⁵直至 2010 年 11 月“ThoughtWorks”案，特拉华州法院的判决在资本维持原则中引入“清偿能力标准”和董事会商业判断，在司法中释明了履行障碍的判断标准和判断主体。

二、我国“对赌协议”案件相关数据分析

本文利用司法数据库，以“对赌协议”为关键词，对 2016 年至 2020 年五年之间的相关案件进行分析。我们可以从中对“对赌协议”目前在我国的趋势和分布探知一二。

地域及时间分布

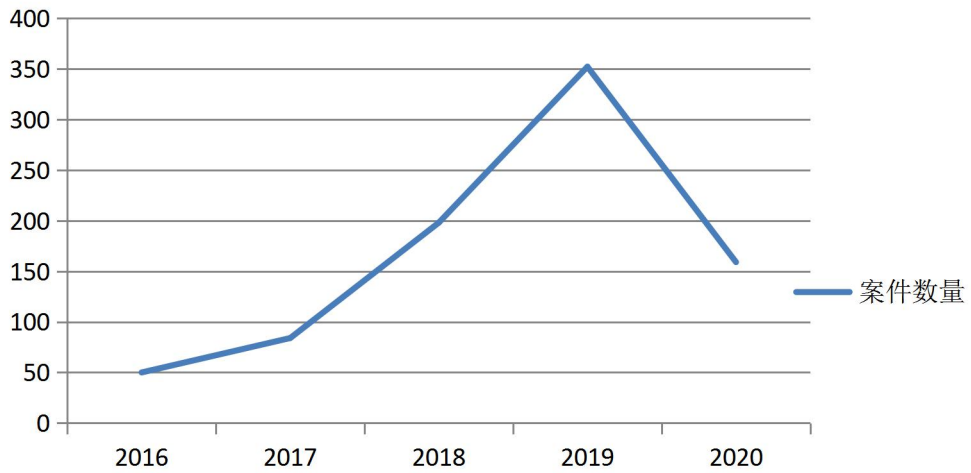
对赌案件地域分布图



⁴ 刘燕，对赌协议与公司法资本管制：美国实践及其启示[J].环球评论,2016（03）

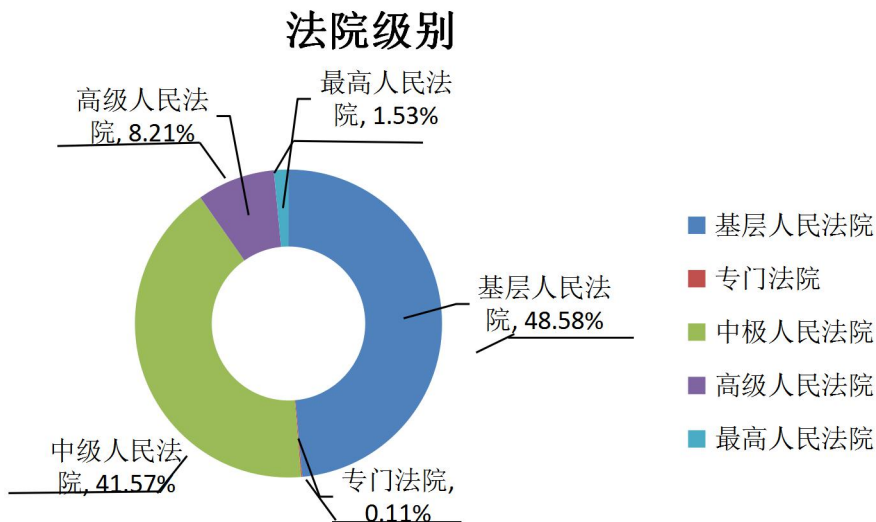
⁵ 刘燕，“对赌协议”的裁判路径及政策选择 [J].法学研究，2020（02）

对赌案件时间分布图

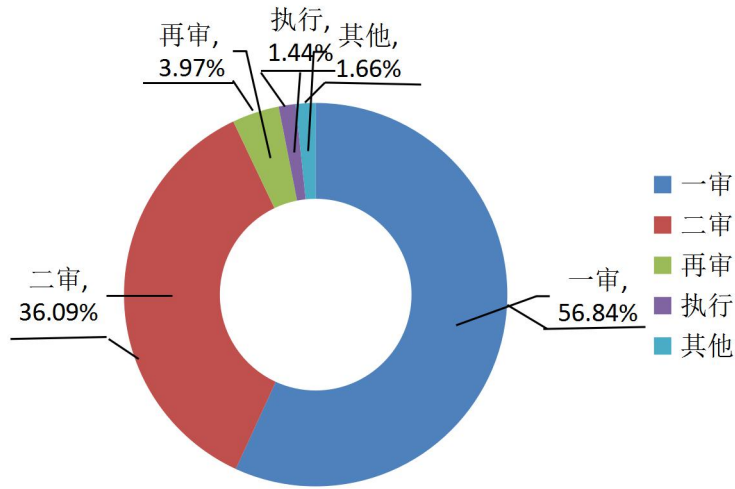


根据图中数据可以看出，五年之内对赌相关案件不及 1000 件，与其他类型的民事案件相比总量不多。且基本分布在经济较为发达的区域，尤其以东南沿海和北京广州案件居多。五年内的案件仍呈现一个较为明显的递增趋势。一方面说明对赌协议在全国仍未完全得到应用，集中出现在某些地域，处于发展阶段，现在的模式和司法实践并不特别成熟，之后还会再出现新的变化和发展；另一方面也说明，按照趋势，我国对赌案件还会逐年增加，实践中不断出现的新做法也一定会给法律判断带来新思考。另一方面，根据笔者的办案经验，造成法院对赌案件数量较少的另一个重要因素是，更多的对赌协议基于商业保密等原因的考虑，选择了商事仲裁作为纠纷解决机构，而没有被纳入法院的统计数据中。

法院审理层级与标的额分布



审理级别



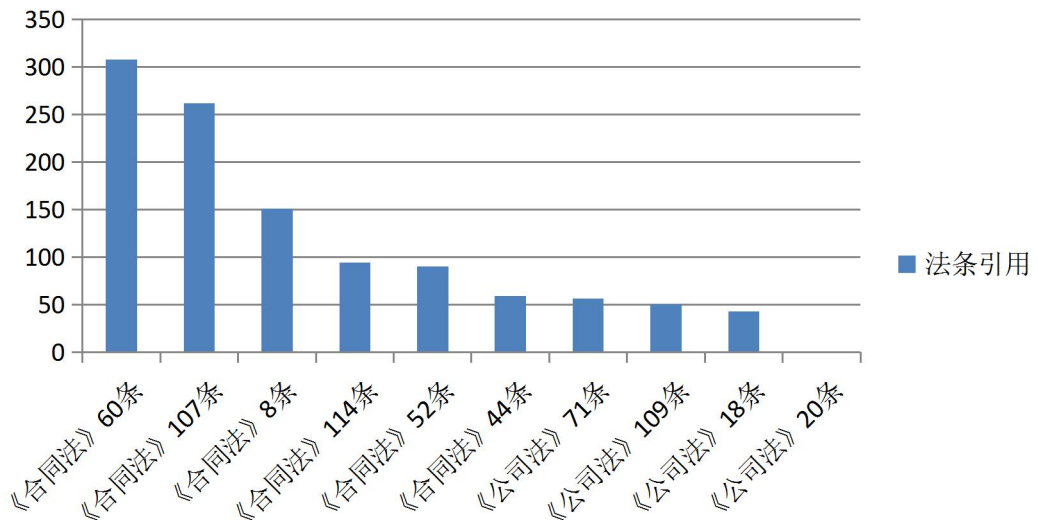
标的额



由图中可以看出，将近一半的案件都在基层法院，只有不到 10% 的案件在高级法院或者最高院审理，且 500 万元以上仅占 30% 左右。

相关法条的引用程度

法条引用



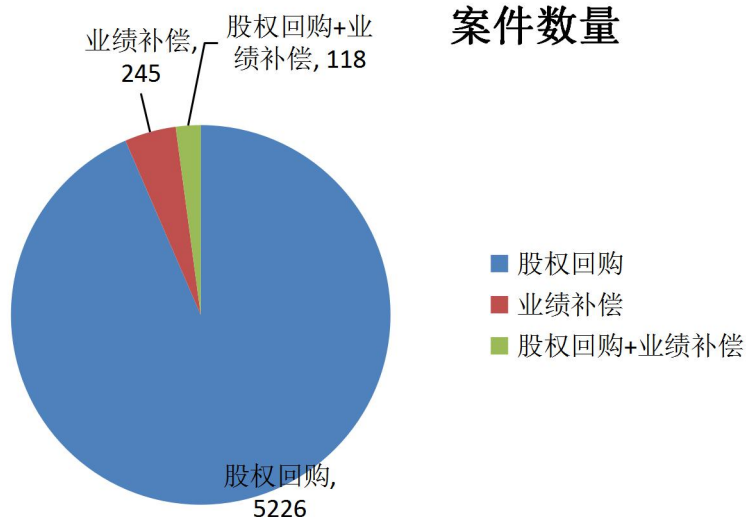
从图中可以看到，法院在裁判过程中引用最多的是《中华人民共和国合同法》（以下简称《合同法》）、《中华人民共和国公司法》（公司法）（以下简称《公司法》）和《中华人民共和国担保法》（以下简称《担保法》）。引用最多的法条是《合同法》第60条、第107条和第8条，主要内容在于合同对当事人的约束力及违约责任。这一数据侧面映射出了对赌协议中一个深层问题：对赌目标到期未实现时，投资方请求的是违约责任还是特定的合同义务？尤其是在约定现金补偿的模式下。另外《公司法》第44条则主要涉及到对赌中目标公司控股股东和签署股东的问题，第71条关于股权转让的条件则是股权回购模式对赌中一定要考虑的问题。限于篇幅，笔者在本文中不再展开，待以后可详细探讨。

4、股权回购型和业绩补偿型案件总量分析

此处笔者引用《对赌法律实务》一书的相关数据，将2014至2019年“股权回购”、“业绩补偿”、“股权回购+业绩补偿”三种类型的对赌协议分布情况进行分析。⁶

⁶郑旭华，对赌法律实务[M].法律出版社，2020年5月第一版，第7页

案件数量



从图中不难看出投资方对股权回购型对赌的偏爱,比例高达 94%。也就是说,在目标条件未成就时,投资公司大多会选择回购股份退出公司,在这种情况下就很容易牵涉到股权回购型对赌的效力问题。尤其是如果依据“海富案”的裁判,公司和投资方之间的对赌效力问题则会成为案件的最大争议点。

笔者认为,这样的比例也是反映出,当对赌条件未能达到,往往是目标公司经营不理想。而且如果产生诉讼,说明投资方与管理方的矛盾已无法通过内部协调解决,诉诸法律。那么,目标公司没有足够的现金或支付能力自然是大概率事件,投资方也不得不以股权回购作为最后的防线。

三、《九民纪要》对对赌协议的实务影响

1、《九民纪要》之前对赌协议在我国的发展

我国对赌协议最早出现在根士丹利等三家外资对蒙牛投资的案例中,对赌标的为蒙牛上市后三年的盈利复合增长率。之后苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波公司增资纠纷案(以下简称海富案)的出现,使对赌协议受到广泛关注。这一判决以保护公司和债权人由,否认了公司与投资方对赌的效力,一时之间引起了广泛讨论,大家开始从关注对赌行为本身转而关注其中多方利益的平衡。随着对赌协议进一步的发展,在“宋文军与西安大华案”中,陕西省高院的判决对目标公司为控股股东的对赌义务提供担保的法律效力予以认可,最高院后将其引入指导性案例,标志着我国司法实践对于对赌协议效力态度的转变。至 2019 年《九民纪要》出台,其中明

确规定：“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金钱补偿约定为由，主张‘对赌协议’无效的，不予支持”，给出了相对统一的裁判标准。

2、《九民纪要》中对赌协议的主要内容及启示

《九民纪要》中规定，对于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。但投资方与目标公司订立的“对赌协议”是否有效以及能否实际履行，存在争议。对此，应当把握如下处理规则：

与目标公司“对赌”：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。

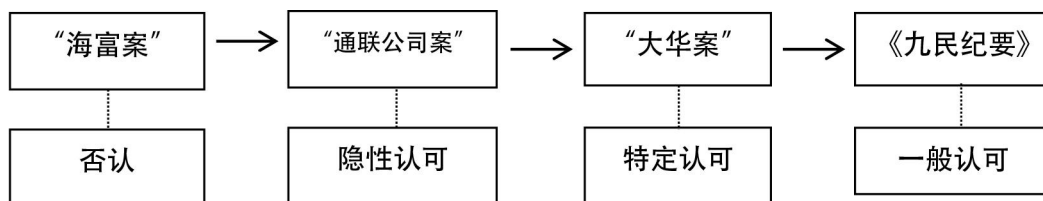
投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”或者第142条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。

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。

笔者认为，该条对于实务的指引有以下两个层面：

第一，《九民纪要》对目标公司作为主体以回购方式参与对赌协议的有效得到肯定。

投资方与公司对赌的对赌协议在我国的效力认定经历了一个变化过程：⁷



⁷郑旭华，对赌法律实务[M].法律出版社，2020年5月第一版

“海富案”对于对赌协议中股权回购的效力问题，最高院对海富案的判决可以概括的总结为：目标公司支付固定现金补偿的约定因损害了公司和债权人的利益而无效，但控股股东与投资方之间现金补偿约定有效。⁸自此之后，被各级法院作为“指导”一般适用于对赌案件中，相继做出了类似裁判。投资方与目标公司控股股东或实际控制人之间的对赌回购约定有效，但投资方于目标公司之间的对赌回购约定无效，这一信条始终绵延数年，深刻的影响着全国各级审判实践以及实务界。笔者曾参与的多次投资法律框架的业务中，亦多次向客户据此进行风险提示。直至“大华公司股权回购案件”作为指导案例的出现，才向实务届传递出了新的裁判思路：法律并不禁止除了《公司法》74条规定情形之外的股权回购，目标公司回购股东股权并不当然损害债权人利益。⁹到华工公司与扬锻集团及原股东请求公司收购股份纠纷案出现对于对赌协议效力的争议则集中在，目标公司为股份公司的情况下，回购股东股份的行为是否有效。该案认为，能否形成股东会决议属于目标公司履约的问题，而不属于合同效力问题，对赌条款并不违反法律的强制性规定，所以应当有效。江苏省高院突破了之前对于对赌协议的一贯理解，倾向于认为当事人之间基于自愿缔结的合同内容应当有效，而将判决的重点放在履行可能性这一问题上。

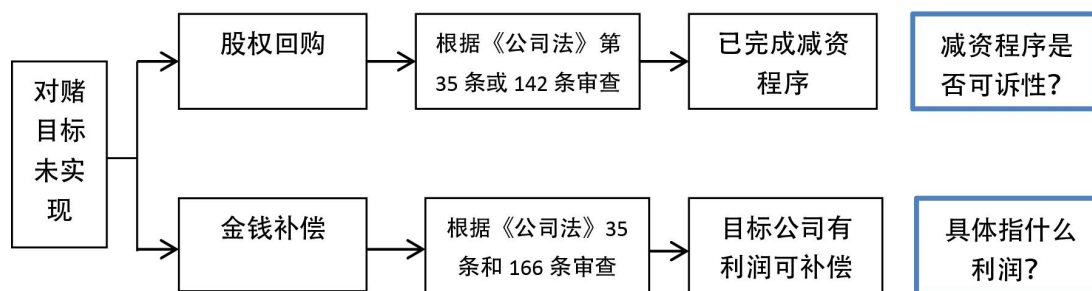
直至2019年11月8日，《九民纪要》公布，其中第5条终于明确了，资方与目标公司对赌回购的约定原则上有效的精神。

第二，《九民纪要》依然存在于股权回购及现金补偿两条路径中的风险点

笔者以为，《九民纪要》第5条共三款。第一款针对目标公司对赌回购的效力问题进行了明确，前文已有分析。第二款和第三款则分别指引了资方最常见的两条退出路线给出了裁判指引，对于司法实践也有着积极指引作用。如下图所示：

⁸ 唐英，甘肃“对赌协议案”判决之评析——以法律方法的运用为视角，[J] 法学论坛，2015年1月第一期

⁹郑旭华，对赌法律实务[M].法律出版社，2020年5月第一版



从图中，我们不难发现，一下两个风险点：

（1）减资程序不可诉造成的法律风险

根据《九民纪要》的裁判思路，投资方起诉要求回购，人民法院需要审理“目标公司完成减资程序”与否。但众所周知，引发投资方退出的情况大多是公司经营情况不理想，原股东与资方或多或少存在着矛盾甚至面临僵局。这种情况下，目标公司未完成减资程序的不在少数。但遗憾的是，最高法院一般认为，原则上公司减资程序属于公司自制事项，司法不宜介入。¹⁰

那么，也就是说，对于原始股东来说，只要还把持着公司控股权或管理权，所谓投资方回购的司法保护，将形同虚设。反之，对于投资方来说，若不能在投资交易安排中制定好回购的具体游戏规则，则可能处于极为被动的处境。

（2）利润条件模糊造成的法律风险

笔者注意到，《九民纪要》要求人民法院要支持投资方诉请金钱补偿的前置条件之一，是“有利润”补偿投资方。然，我国公司法并没有定义“分配”，也没有界定“可分配利润”，更没有明确这个“利润”的范围，是净利润还是毛利润，当年的利润还是累计的盈余等问题。¹¹也就是说，无论对于投资者还是原始股东，关于利润的界定，将显得尤为重要。否则，势必在诉讼或仲裁中引起极大的争议。

另外，笔者需要补充提示的是，关于公司是否有可以分配利润的举证责任问题，最高院也原则性的将举证责任归为资方，故投资方通常不作为公司实际运营管理的一方，获取财务具体内容时处于相对弱势方。¹²如果投资方想充分保护自

¹⁰ 《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用，[M] 人民法院出版社，2019年12月1版，第119页

¹¹刘燕，“对赌协议”的裁判路径及政策选择 [J].法学研究，2020（02）

¹² 《全国法院民商事审判工作会议纪要》理解与适用，[M] 人民法院出版社，2019年12月1版，第120页

身权益，则务必基于《公司法》第三十三条之股东查阅、复制权进行充分扩充约定，否则举证之路难免艰辛。

四、结语

长期以来，目标公司与投资方回购对赌约定的效力，在理论界饱受争议，在实务界模糊不清。《九民纪要》针对此问题，给与明晰的意见，这一点是具有积极意义的。不仅如此，纪要给与法院审理股权回购和现金补偿这两种资本退出机制的裁判路径指引，亦具有其进步性。

但对于僵局下，减资程序的司法救济渠道及可分配利润的模糊性，还有待于进一步的法律、司法解释或判例予以明晰。对赌协议当事人对协议的法律条款设计务必予以高度重视。

作者：

秦华毅（企业法律顾问业务研究委员会委员、上海申浩律师事务所合伙人律师） 专业方向：公司法律顾问，公司股权，知识产权



张昕钰 上海申浩律师事务所实习律师

