

## 对赌协议争议解决（一）：对赌协议效力的实例解析

### 一、 协议效力，是决定案件成败的第一关

对赌协议，是在股权投资中，投资人为保障自身收益而设定的重要商业条款。当被投资企业业绩或估值不甚理想时，投资人会希望通过对赌协议实现退出。而投资人的诉求能否得到司法机构的支持，前提在于投资人赖以主张的对赌协议是有效的，其法律效力得到司法机构的认可。

对于对赌协议的效力问题，根据业内广泛流传、较为热门的若干法院判例，似乎可以得到一个初步结论：“与股东对赌有效，与公司对赌无效”。然而，如果以上述结论嵌套考量此问题，将可能在随后启动的诉讼中，遭遇未曾预估的风险，未能实现诉讼目的。

因此，在对赌协议的争议解决中，协议是否面临无效的风险、司法实践中怎么看待这一问题、各方又如何应对该风险？这是股权投资各方及其律师团队首先需要考虑的问题，这也是撰写本文的意义所在。

### 二、 与公司对赌，是否一定无效？

#### 1、 开端——“与公司对赌无效”的司法裁判观点，主要渊源于海富案（2012民提字第11号）。

主要案情：

海富公司以增资方式，投资入股世恒公司。后海富公司以世恒公司净利润指标未达标为由，起诉要求世恒公司、原股东迪亚公司等主体向其支付协议补偿款。

法院观点：

《增资协议书》中约定，如果世恒公司实际净利润低于3000万元，则海富公司有权从世恒公司处获得补偿，并约定了计算公式。这一约定使得海

富公司投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了世恒公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益。但是，在《增资协议书》中，迪亚公司对于海富公司的补偿承诺并不损害公司及公司债权人的利益，不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，是有效的。

法院判决：

与公司对赌，损害公司和债权人利益，故驳回。

#### 2、 延续——金泰九鼎案（2014厦民初字第137号）等案件，延续了海富案“与公司对赌无效”的观点。

主要案情：

金泰九鼎增资入股旭阳雷迪，后金泰九鼎以未达成约定经营业绩目标为由，起诉要求旭阳雷迪公司及其股东骆鸿支付补偿款。

法院观点：

对赌约定的业绩目标条件出现时，一般会以现金或股权方式进行估值调整，往往会涉及公司资产变动以及股权转让、减资、清算等权益调整途径，因此，对赌条款的效力认定不仅应受民法、合同法等一般民事法律规范的调整，还应遵循公司法等商事法律规范的规制。评价融资公司承诺补偿行为的效力应当遵守公司法有关公司资本维持原则的规定。该原则强调公司至少须维持相当于资本额的财产，以具体财产充实抽象资本。公司债权人可以在与公司交易中得到最低限度的担保，从而实现对其利益的保护。向股东返还资本则意味着从债权人有权获得支付的资本中攫取财富。如果融资公司可以直接作为补偿主体，必将不当减少公司资产，损害公司及债权人的利益。最高人民法院在（2012）民提字第11号甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司与苏州工业园区海富投资有限

公司、陆波增资纠纷一案的民事判决中认定，股东与公司对赌的约定，使股东的投资可以取得相对固定收益，该收益脱离公司的经营业绩，损害公司利益和公司债权人利益，违反《中华人民共和国公司法》（以下简称“《公司法》”）第二十条之规定，该部分条款无效。讼争对赌条款的约定使金泰九鼎等投资方对旭阳雷迪公司的投资可以取得相对固定收益，参照该判例，该约定的对赌条款损害公司利益和公司债权人利益，违反《公司法》第二十条之规定，该部分条款无效。

法院判决：

与公司对赌，将不当减少公司资产，损害公司及债权人利益，故驳回。

**3、转机——然而“与公司对赌无效”的观点并非一成不变，在华工案（2019 苏民再 62 号）中，法院最终认定“与公司对赌有效”。**

主要案情：

华工公司增资入股扬锻集团公司，后华工公司以未完成约定经营业绩目标为由起诉要求扬锻公司回购投资股份并支付罚息。

法院观点：

以扬锻集团公司为回购义务主体的回购约定没有违反法律、行政法规的效力性强制规定；签署对赌协议时，扬锻集团公司为有限责任公司，我国《公司法》不禁止有限责任公司回购本公司股份；有限责任公司履行法定程序回购本公司股份不损害资本维持原则和公司债权人利益；投资人进入目标公司后，享有股东权利的同时亦承担股东义务，但仍不能回避在对赌协议项下，投资人仍同时具备目标公司债权人的身份；对赌回购的约定是交易双方特别确立的保护投资人利益的条款，是缔约过程中对投资合作商业风险的特别安排，系各方真实的

意思表示；约定的投资人收益虽相对固定，但与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负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。

法院判决：

与公司对赌，未违反法律、行政法规的效力性强制规定。有限公司履行法定程序回购本公司股份不损害资本维持原则和公司债权人利益，故支持。

**4、近况——针对与公司对赌的效力问题，2019 年发布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”）提出指导意见<sup>1</sup>，认为与公司对赌是否有效，落脚于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、目标公司是否完成减资程序以及目标公司利润情况等是否具备实际履行的基础。因此，在司法实践中，与公司对赌是否有效，基于不同案件的客观情况，结论也不相同。**

**（1）广华投资案（2020 最高法民再 350 号），法院认定与公司对赌无效**

主要案情：

广华投资增资入股财神岛公司，后以未完成约定业绩为由要求财神岛公司履行回购义务。

法院观点：

依照《公司法》第三十五条和第三十七条第一款第七项之规定，有限责任公司注册资本确定后，未经法定程序，不得随意减少或抽回。《公司法》第七十四条第一款规定：“有下列情形之一的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权：（一）公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件的；（二）公司合并、分立、转让主要财产的；（三）公司章程规定的营业期限届满

<sup>1</sup> 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。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，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。

或者章程规定的其他解散事由出现，股东会会议通过决议修改章程使公司存续的。”财神岛公司 2011 年 1 月 20 日的章程亦有相同内容的约定。尽管 2012 年 3 月 30 日的《协议书》是双方当事人的真实意思表示，但协议中关于财神岛公司回购股份的约定不属于《公司法》第七十四条和财神岛公司章程所列举的情形，不符合公司法关于资本维持的基本原则，广华投资企业请求财神岛公司收购其股权的条件并不具备。

法院判决：

对赌协议关于公司回购股份的约定，不属于公司法及章程列举的情形，不符合公司法的资本维持原则，故公司回购自身股权的条件不具备，判决驳回。

## **(2)甄投中心案(2020 最高法民申 1191 号)，法院认定与公司对赌有效**

主要案情：

甄投中心增资入股运货柜公司，后以未完成约定业绩为由诉请运货柜公司回购其投资股权。

法院观点：

第一，案涉回购条款未违反任何强制性法律规定。公司法不禁止有限责任公司回购本公司股权。其次，案涉股权回购条款为平等主体间真实的意思表示，也不存在格式合同、显失公平的情形。因此，案涉股权回购条款并无《中华人民共和国合同法》第五十二条、第五十四条规定的其他导致无效或可撤销的情形。第二，股东与公司之间回购股权约定合法有效已成为目前司法实践中的普遍认识。除《九民纪要》第二章第一部分“关于对赌协议的效力”的规定外，近年来的司法判例也倾向于认定公司回购股东股权的约定有效。第三，甄投中心与运货柜公司之间的股权回购约定不违反公司章程的规定。运货柜公司现行有效的《公司章程》未禁止股权回购，相反，对于公司减少注册资本，《公司章程》明确规定了相关的决策机构及议事规则。第四，案涉回购条款通过正当的减资程序可以履行，并非“抽逃出资”；且《补充协议》的签约方包括运货柜

公司的全体股东，因此在回购条款实际履行时，全体股东有义务在股东会上同意回购相关的减资事项，该等减资并不损害公司利益。此外，截至 2019 年 6 月 30 日运货柜公司除一笔一年内到期的约为 200 万的其他应付款外，并无其他到期债务。运货柜公司可以按照公司法相关要求在减资时对债权人进行清偿或担保，从而履行其回购义务。因此，履行《补充协议》不构成对公司和债权人利益的损害，具有事实上履行可能性。

法院判决：

对赌协议未违反法律强制性规定及公司章程的规定，通过正当的减资程序可以履行该对赌协议，且履行对赌协议不损害公司及债权人利益，故支持。

## **三、与股东对赌，是否一定有效？**

### **1、开端——“与股东对赌有效”的观点，仍可渊源于海富案（2012 民提字第 11 号）。**

主要案情：

海富公司以增资方式，投资入股世恒公司。后海富公司以世恒公司净利润指标未达标为由，起诉要求世恒公司、原股东迪亚公司等主体向其支付协议补偿款。

法院观点：

法律不禁止控股股东与投资人签署业绩对赌协议，这种对赌协议不损害目标公司和目标公司债权人利益。具体而言，迪亚公司对于海富公司的补偿承诺并不损害公司及公司债权人的利益，不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，是有效的。迪亚公司对海富公司承诺了世恒公司 2008 年的净利润目标并约定了补偿金额的计算方法。在世恒公司 2008 年的利润未达到约定目标的情况下，迪亚公司应当依约应海富公司的请求对其进行补偿。

法院判决：

与股东对赌，不损害公司及债权人利益，不违反法律法规的禁止性规定，故支持。

### **2、延续——九鼎投资案（2015 民申字第 295**

号)等案件,延续了海富案“与股东对赌有效”的观点。

主要案情:

蓝泽桥公司、宜都天峡公司、九鼎投资中心增资入股湖北天峡公司;其中蓝泽桥公司、宜都天峡公司共同对湖北天峡公司经营业绩作出承诺。九鼎投资中心以未达上述经营目标为由,诉求蓝泽桥公司、宜都天峡公司受让九鼎投资中心所持有的湖北天峡公司的股份并赔偿其损失。

法院观点:

本案讼争《投资协议书》及《补充协议》均为各方当事人真实意思表示,其中《补充协议》关于在一定条件下被投资方股东回购股份的内容不违反法律、行政法规的禁止性规定,不存在《中华人民共和国合同法》第五十二条规定的有关合同无效的情形。原审判决认为讼争协议系各方当事人专为此交易自愿达成的一致约定,并非单方预先拟定或者反复使用,不属于我国合同法所规定的格式合同或者格式条款,不存在显失公平的问题,对蓝泽桥、湖北天峡公司关于回购股份的条款属于格式条款、有违公平原则的主张未予支持,适用法律并无不当。

法院判决:

与股东对赌,不存在法定的合同无效情形,也不存在显失公平的问题,故支持。

**3、例外——尽管除了上述案例之外,《九民纪要》也提出了与股东对赌有效的原则性观点,但实践中仍存在法院最终未支持与股东对赌的情形,如阳亨案(2016最高法民申474号)。**

主要案情:

阳亨公司作为目标公司的投资者股东,要求目标公司原股东履行股权回购承诺并支付股权转让款及相应利息。

法院观点:

国有资产交易应以相关主管部门审批作为前置程序,且投资公司对于股东公司的国有独资性质

和审批要求应明知,审批程序构成案涉对赌协议的约定效力要件。各方在回购条件成就时签署会议纪要是对所涉回购条件、回购程序等细节进行确认,而该纪要中仅单向规定受让程序、未规定出让程序,说明双方签订会议纪要时已知晓履行出让手续是完成回购的必要前提,因此该纪要是对对赌协议生效要件的确认,未完成出让手续则对赌协议未生效。

法院判决:

涉及国有资产交易的对赌协议,因未完成国有资产审批手续,对赌协议未生效,故驳回。

**4、例外的例外——若对赌双方均为国有企业,对赌协议仍有可能被认定有效,如联大集团案(2013民二终字第33号)。**

主要案情:

联大集团与安徽高速共同出资设立安徽安联高速,后联大集团向安徽高速转让其持有的安徽安联高速49%股份。双方同意在约定条件下,联大集团有权回购该49%股份。后联大集团起诉主张履行回购权。

法院观点:

两个国有企业之间转让股权,不会产生国有资产流失的后果,未经审批不会损害国家利益或社会公共利益。故是否经过有关机关批准不应影响该协议的效力。当事人主张未评估而对赌协议无效所依据之一《国有资产评估管理办法》中,国有资产评估要求并非效力性强制性规定,且依据之二《国有资产评估管理办法实施细则》属部门规章,违反以上规定并不构成当时《中华人民共和国合同法》下“违反法律、行政法规的强制性规定”之无效事由,因而对赌协议有效。

法院判决:

国有企业之间转让股权不会发生国有资产流失,未经审批不影响协议效力。违反非效力性强制性规定、部门规章的,不构成法定无效,故支持。

## 四、结论与提示

### 1、与公司对赌的协议效力争议

(1) 司法裁判经历了由“原则上无效”到“有条件地支持有效”。

(2) 《九民纪要》并未“一刀切”地否定与公司赌的协议效力，并进一步提出了法院认定与公司赌协议效力的总体思路。

(3) 法院考量与公司赌是否有效的要素主要包括：是否会损害公司利益及公司债权人利益、是否损害资本维持原则、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、目标公司是否完成减资程序，以及目标公司利润情况等。

(4) 在司法实务中，不论是作为“进攻方”（代表投资人）还是“防守方”（代表目标公司），均有必要围绕历年典型案例及九民纪要中呈现的上述要素，展开诉讼策略的拟定与攻防。

## 2、与股东对赌的协议效力争议

(1) 司法裁判中通常支持与股东对赌的协议效力。

(2) 《九民纪要》也进一步确立了如无其他无效事由，应认定有效的总体原则。

(3) 但正如上述阳亨案，若涉及例如国有资产

处置等特殊情形，法院仍有可能从“未生效”而非“无效”的角度，实质性否定与股东对赌的协议效力。

(4) 投资各方应不止于关注原《合同法》下、现《民法典》下的法定合同无效情形，而需结合自身企业性质、资产性质、交易背景、行业政策方向等，审慎分析是否存在“其他无效事由”或“未生效事由”。

## 3、对我们的提示

(1) 尽管《九民纪要》初步指明了“对赌协议效力”的审查方向及要点，但上述总体规定与案件事实的对应适用是复杂的，即使案情看似相近的案件，由于存在某一特定细节，可能最终获得截然不同的判决结果。

(2) 实践中，我们应避免“与股东对赌有效，与公司对赌无效”这一惯性思维，对于对赌协议的效力持审慎态度。投资各方及其律师团队需辨别不同情况，量身定做适用于自身情况的诉讼方案，才能在看似“必胜”的案件中实现胜诉，在看似“必输”的案件中获得生机。

陈翔 合伙人 电话：86 21 2208 6377  
王佳悦（实习）律师 电话：86 21 2283 8225

邮箱地址：chenxiang@junhe.com  
邮箱地址：wangjiayue@junhe.com



本文仅为分享信息之目的提供。本文的任何内容均不构成君合律师事务所的任何法律意见或建议。如您想获得更多讯息，敬请关注君合官方网站“[www.junhe.com](http://www.junhe.com)”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE\_LegalUpdates”。