

君合专题研究报告

2023年4月10日

目标公司参与对赌或为股东对赌提供担保但未减资时投资人诉讼策略探讨（上篇）· 目标公司承担对赌回购义务但未减资情形下投资人的诉讼路径

《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民纪要》”）发布以来，司法实践对于投资人与目标公司对赌原则上有效、但在未减资情形下不支持回购请求已基本无争议。但囿于签约时间紧急或谈判地位等因素，实践中仍存在以下两类对赌协议：

（1）仅约定目标公司回购，未约定股东回购责任；
（2）股东回购、目标公司承担连带担保责任。在第（1）种情形下，只要目标公司未减资，投资人似乎就陷入了“空有权利，实无救济”的尴尬境地，因此探求投资人可能的替代性救济路径十分必要。在第（2）种情形下，投资人诉请目标公司承担担保责任，也可能会引发“变相抽逃出资”的问题。《九民纪要》对于第（2）种情形并无明确规定，目前司法实践对于目标公司承担对赌担保责任的有效性及其可履行性（即是否也需满足《九民纪要》第5条¹减资及利润要求）尚未形成统一的裁判思路。针对前述两种情形，本文将分为上下两篇，结合现有的司法实践，探讨投资人的救济路径及诉讼策略。

在约定目标公司承担对赌回购义务时，基于《九民纪要》的规定，不予减资似乎成了目标公司的“避风港”。从投资人的视角出发，我们尝试提出如下诉讼路径供探讨。

一、方案一：以目标公司逾期回购或减资为由，诉请其承担迟延履行违约责任

1. 方案要点

通常对赌协议会约定，目标公司逾期支付回购价款的，应当按日支付迟延履行违约金。目标公司未履行减资程序导致不能及时履行回购义务，构成迟延履行债务，因此投资人可诉请目标公司支付迟延履行违约金。

目标公司可能抗辩：（1）股东会没有作出减资决议，不可归责于公司，公司不存在迟延履行；（2）公司没有利润或可用于回购的资金，回购违反资本维持原则，构成法律上或事实上的履行不能，因此公司不构成迟延履行。

对于目标公司不能履行回购义务的定义及是否豁免违约责任的问题，《九民纪要》并未提供答案。《九民纪要》征求意见稿曾规定不符合股份回购或者利润分配等强制性规定，属于“存在法律上不能履行的情形”，但正式稿删去了该表述。尽管通说认为金钱债务不适用《民法典》第五百八十条规定的履行不能，但有学者指出，金钱债务至少存在法律上（自始）一时不能，其法律后果是产生一个法定的宽限期，但并不豁免违约责任²。从可归责性来看，目标公司知悉资本维持的相关规定及适用的可能，其自身资产、利润状况也属于正常商业风险，造成该等情形的原因是目标公司的经营行为，其对于陷入法律上一时履行不能亦有可归责性，理应承担法定及约定的迟延违约责任³。换言之，目标公司虽享

有一时的抗辩对抗继续履行的请求，但不改变违约事实的发生，并不豁免迟延履行违约责任⁴。

司法实践中已经出现在目标公司未减资回购的情况下，法院支持目标公司支付逾期履行违约金的案例。例如，在（2021）京民终 495 号案件中，法院认为，因目标公司北京中投公司不能违反资本维持原则而不能履行股权回购债务，构成法律上的一时履行不能，故在符合资本维持情形的条件成就之前，无须履行债务。针对逾期违约金问题，目标公司抗辩称：（1）由于股东大会未作出决议，无法办理减资并非目标公司的原因；（2）要求目标公司支付逾期回购违约金相当于投资方变相抽逃出资。对此法院认为，“各方在签订《投资协议》和《补充协议》时及合同履行过程中，应当对己方能否履行相应的义务有合理预期并如实履行，北京中投公司未能及时履行减资程序违反了合同的附随义务，导致其未能在约定时间内足额支付南京钢研合伙企业赎回价款，其应承担因未及时履行合同义务而产生的迟延履行违约责任。……《公司法》之所以规定‘股东不得抽逃出资’，其主要目的是贯彻资本维持原则，保护公司债权人的利益。目标公司在不回购股权的情况下，其基于未履行股权回购义务支付违约金，并不导致公司注册资本的减少，亦不必然导致债权人利益受损。鉴于资本维持原则的规范目的以及北京中投公司对于其一时（自始）给付不能具有可归责性，北京中投公司应当按照《投资协议》的约定向南京钢研合伙企业支付逾期履行违约金。”针对逾期违约金的计算期间，一审法院判决自约定的股权回购日支付至实际付款之日止，而二审法院认为已经判决了股东回购的情况下，投资人不再持有股权，因此目标公司的回购义务由一时（自始）履行不能转化为嗣后履行不能，相应的逾期违约金的计算期间支付至判决生效之日止。

上述案件判决迟延履行违约金仅计算至判决生效之日，是基于法院已经判决了股东回购股权。在投资人仍然持有股权、保留回购请求权的情况下，理论上迟延履行违约金应当持续计算至目标公司履行回购义务之日止。如能够获得持续计算迟延履行违约金的判决，或可督促目标公司主动履行减资、

回购义务。但此类判决在执行程序中如何计算金额、如何执行仍存在难题，我们目前尚未检索到此类判决。

2. 小结

从现有司法实践来看，投资人在设置诉讼请求时惯于请求目标公司回购股权并承担逾期付款违约金，此时存在两项请求均被驳回的风险。例如（2020）粤 03 民终 12735 号案件，法院以未履行减资程序为由不予支持回购及违约金的请求，但支持了律师费赔偿请求。

综上，在诉讼请求设计上，投资人可考虑：（1）暂不提出回购股权的请求，而是诉请承担迟延履行违约金，使案件争议焦点更集中；（2）在赔偿请求的设置上，如涉及多项赔偿请求，则区分不同性质的违约赔偿责任，分别列为不同的诉讼请求，以增加部分请求被支持的概率；（3）将律师费、保全担保费等作为实际损失主张。

二、方案二：以目标公司、股东拒不履行减资义务或恶意阻却减资程序为由，要求其承担不履行义务的违约损害赔偿赔偿责任

部分投资协议中，除约定迟延履行违约金条款外，同时还约定了一般性违约金条款，例如：任何一方违反本协议的约定或不履行本协议项下的义务，则违约方应当向守约方支付投资总额的 10% 的违约金（简称“不履行义务违约金”）。据此，投资人的另一个替代救济路径为：基于目标公司及股东拒不履行减资义务或恶意阻却减资程序的事实，诉请其支付不履行义务违约金。

方案一和方案二的区别在于：方案一是基于迟延履行行为，而非终局的不履行行为，投资人仍可在将来目标公司完成减资后要求回购股权；而方案二是基于终局的不履行回购义务，要求承担替代性损害赔偿赔偿责任，即以损害赔偿代替继续履行。理论上投资人有权要求赔偿全部实际损失及可得利益，但鉴于实际损失往往难以直接证明，且如违约损害赔偿金额与回购价款相当，可能引发法院关于“抽逃出资”的顾虑，故借助于投资协议中约定的不履

行义务违约金条款更为可行。

1. 目标公司不履行回购义务的违约责任

因未减资而请求目标公司承担不履行义务的违约赔偿责任的案例并不多见，从仅有的少数案例来看，法院对于判决目标公司承担替代性违约责任仍较为谨慎。总结现有司法案例的裁判思路可知，在满足以下条件时，该方案具有一定的尝试空间：

(1) 就违约事实的证明而言，投资人应当证明曾积极推动减资（例如：曾自行召集股东会）、而目标公司拒绝或阻挠减资程序的进行，即存在拒不履约的事实，而不仅仅是处于“未减资”的迟延履行状态。否则法院可能会认为目标公司未完成减资不可归责于自身原因，而是基于法律上及事实上的一时履行不能以及原告自身怠于行使股东权利；(2) 初步证明目标公司具有利润或可履行回购义务的资金、履行回购义务不损害公司资本及债权人利益，即目标公司拒不减资没有正当理由；(3) 从请求的金额来看，如简单以约定的回购价款作为损失，法院可能认为其实质是变相要求目标公司回购，违反资本维持原则。因此，投资人退而求其次，主张协议明确约定的违约金才具备一定实操性。

例如，在(2021)湘民终960号案件中，协议约定一旦发生任何违约行为，违约方应当支付守约方投资总额的10%的违约金。投资人认为目标公司在回购条件已经成就的情形下未进行减资，已构成违约，要求赔偿违约金。二审法院认为，投资人系目标公司第一大股东，并派驻了监事长，在其拟请求目标公司回购股权时，有权召集股东召开股东会商议减资事项、配合完成上述减资程序，故减资程序未完成不能完全归咎于目标公司；且投资人亦未提交证据证明系目标公司不作为而无法完成减资，故其诉请目标公司支付违约金没有事实基础。一审法院与二审法院理由大致相同，其同时指出：股权回购的要求存在事实和法律两方面的因素导致不能实际履行；且在目标公司亏损的情况下，支付固定分红的请求必然会影响公司债权人利益，故不支持违约金请求。若目标公司在具备履行条件时不履行回购股权及支付固定分红的义务，投资人可另行主张违约金。

在(2021)京0117民初105号案件中，投资人先起诉要求目标公司回购股权，被驳回后又提起了违约赔偿之诉，赔偿金额为回购价款（即投资本金加年利率12.5%的收益）。法院认为，回购请求因目标公司未完成减资程序，尚不具备现实履行性，且投资人作为持股10%以上股东亦未就该事项依照法律及章程的相关规定召集召开股东会，无法确认目标公司是否能够履行回购义务，以致无法最终确认其是否违约，故驳回投资人的赔偿请求。

上述两则案例虽未支持目标公司承担违约赔偿责任，但若作反面解读，似为此诉讼路径预留了空间：(1) 在投资人已自行召集股东会推动减资程序、督促目标公司履行减资义务，以及目标公司具有足够利润或回购资金的情况下，投资人或可证明未减资可归责于目标公司，从而主张目标公司承担违约损害赔偿责任。(2) 不履行义务违约金条款可适用于目标公司不履行减资义务的情形。另见

(2020)京民终549号案件，协议约定“各方若违反协议的任何约定，则构成违约，违约金为投资方投资总额的10%”，法院最终认定该约定适用于回购条款，并支持了股东回购并赔偿违约金的请求。遗憾的是，法院并未支持目标公司赔偿违约金的请求，其认为要求目标公司承担回购义务或支付基于回购义务而产生的违约金，相当于让股东变相抽逃出资。

就违约赔偿的金额，如以回购价款作为损失金额，通常无法得到支持。在(2020)最高法民申6234号案件中，投资人在同一诉讼请求中要求目标公司赔偿三项损失：(1) 回购的可得利益损失（即投资本金加上溢价的回购价款）；(2) 逾期付款违约金；

(3) 不履行协议义务的违约金（出资额的万分之五），两审法院均认为目标公司尚不具备通过减资程序回购自身股份的条件，不存在违约，驳回了要求目标公司赔偿的请求。最高人民法院再审在审理其他争议时指出，投资人明确其可得利益损失是投资本金加上溢价（年利率8%），因此该诉讼请求的实质是要求股东与目标公司支付回购价款。

由此可见，按照回购价款主张损失通常会被认为是变相要求目标公司履行回购义务。同时，由于

投资人仍继续持有目标公司的股权，该股权亦具有一定价值，若直接主张投资协议约定的回购价款恐缺乏事实依据。从务实角度考虑，投资人主张较低的实际损失或违约金，方可降低被认定为抽逃出资的风险，提高得到支持的可能性。

2. 股东不履行减资义务的违约责任

在协议并未约定股东回购或承担连带责任、担保责任的情况下，主张股东承担违约责任有赖于协议约定了股东负有配合完成减资程序、促使目标公司形成减资决议等义务。值得注意的是，在前述（2021）湘民终 960 号案件中，尽管投资人同时请求目标公司与股东赔偿违约金，但法院并未将后者作为争议焦点审查，而是在认定目标公司不应支付违约金后，径直驳回了全部请求。因此要求目标公司和股东承担违约责任似乎具有“一荣俱荣，一损俱损”的关系。

3. 方案一与方案二的关系

目标公司迟延履行回购义务，投资人可主张方案一；在目标公司拒绝履行的情况下，违约形态转化为终局的不履行义务，投资人可主张方案二。由于方案二终局的不履行义务对应的赔偿范围原则上可以覆盖方案一迟延履行损失在内的全部损失，如投资人在同一诉讼中同时主张方案一与方案二两项赔偿，基于损失填平的原则，可能无法全部得到支持。

在协议既约定不履行义务违约金条款，又约定迟延履行违约金条款的情况下，实践中投资人通常会同时主张两项违约金，法院则可能基于违约金过高的原因而仅支持其中一项或者作出整体性的调整。例如，前述（2021）京民终 495 号案件中，投资人同时要求赔偿投资总额 1% 的违约金 30 万元以及按日万分之五支付逾期付款违约金，一审法院认为违约金过高，未支持 30 万元违约金的主张。

4. 小结

总体而言，在目标公司未减资的情况下，请求目标公司全额赔偿回购价款基本不可行，但在协议约定了目标公司或股东不履行合同义务应支付违

约金的情况下，主张违约金具有一定可行性。从现有司法案例的裁判思路来看，投资人可尝试的替代救济路径为：（1）在诉前搜集目标公司财务会计报表证明其净利润、现金流情况，提议召开股东会、自行召集股东会（如有权提议召开、自行召集）或发函要求相关主体召集股东会讨论减资事宜，并发函要求相关股东按照协议约定参加股东会、对减资决议投赞成票，尽可能主动推动减资程序、固定目标公司及股东方拒绝履约的证据；（2）在请求金额的设置上，避免“贪多求大”，不按照回购价款主张损失，以尽量减少法院关于变相抽逃出资的顾虑。

三、方案三：对控股股东、董监高提起损害股东利益责任纠纷之诉

《公司法》第二十条规定，股东滥用权利损害其他股东利益的，应当承担赔偿责任；第一百五十二条规定，董事、监事和高级管理人员（简称“董监高”）履行职责损害股东利益的，股东可以提起诉讼。

在公司具备利润或可用资金履行回购义务的情况下，如投资人要求目标公司履行减资程序，而控股股东滥用权利阻碍减资决议形成，董监高等拒绝召开股东会、拒绝推动减资程序，理论上投资人可依据前述规定主张控股股东和董监高承担损害赔偿责任。如控股股东和董监高不具备不履行减资义务的正当理由（如公司亏损、减资将损害债权人利益），则其应当承担赔偿责任⁵。方案二中股东违约责任依赖于合同对于股东配合减资义务的约定，而方案三项下股东的责任性质是特殊侵权责任，无需合同特别约定，但需要证明股东存在“滥用权利”、故意阻止减资程序的事实。

该方案的优点在于实质上将回购的责任主体由目标公司转化为控股股东或董监高，进而绕开关于投资人变相抽逃出资的顾虑，但其对于投资人举证责任的要求较高。遗憾的是，我们暂时未检索到此类案例，该方案的可行性仍有赖于司法实践的检验。

四、对起草投资协议的启示

基于我们对近年来对赌司法案例的观察，如投资人仅能争取到目标公司对赌条款，而无法约定股东承担回购责任，那么可以考虑在投资协议中增加以下条款，尽量保护其权益：（1）细化减资的具体操作步骤，明确约定目标公司及其控股股东、董事会（或执行董事）及监事会（或监事）应当在收到回购通知后的指定期限内召集、召开股东会讨论减资决议；全体股东负有义务参加股东会并对减资议案投出赞成票；控股股东及董事会应当在指定期限

内编制资产负债表及财产清单，并根据《公司法》要求通知债权人、进行公告等；（2）要求全体股东在签署投资决议的同时签署减资决议（但该等事前签署的决议效力如何，以及是否约束此后加入公司的新股东，在实践中往往存在较大争议，后续我们将对此进行专题研究）；（3）针对减资配合义务约定公司及股东的具体违约金，如无法具体到减资义务，则至少约定通用的不履行义务的违约金。

张愉庆 合伙人 电话：86-755 2939 5278 邮箱地址：zhangyq@junhe.com
蔡金兰 律师 电话：86-755 2939 5210 邮箱地址：caijl@junhe.com
杨思涵 律师 电话：86-755 2939 5281 邮箱地址：yangsihan@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”或君合微信公众号“君合法律评论”/微信号“JUNHE_LegalUpdates”。

- 1 《九民纪要》5.【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。
- 2 贺剑：《对赌协议何以履行不能——一个公司法与民法的交叉研究》，载《法学家》2021年第1期。
- 3 同上。
- 4 王毓莹：《对赌纠纷裁判的法律适用逻辑与诉讼体系定位》，载《华东政法大学学报》2021年第5期。
- 5 陈克：《对赌协议履行不能的定性后续问题——股东协议视角的回应》，载《多层次资本市场研究》2022年第2辑。