



争议解决的法律热点问题

对一例“对赌条款”无效判决案例的简介和点评

根据甘肃省高级人民法院（“**甘肃高院**”）最近披露的判例，2011年9月29日，甘肃高院作出（2011）甘民二终字第96号民事判决，认定私募股权投资机构苏州工业园区海富投资有限公司（“**海富公司**”）与被投资公司甘肃世恒有色资源再利用有限公司（“**世恒公司**”，名称变更前为甘肃众星锌业有限公司）之间关于利润对赌的约定无效，并判令世恒公司向海富公司返还相关投资款项。世恒公司不服该判决提起再审，据悉，最高院已受理该再审案件。尽管目前最高院尚未作出最终的裁判，但本案仍然引起了市场的密切关注。

下面，我们就来了解一下本案的基本情况，并简要分析上述判决对“对赌条款”可能带来的影响。

一、 合作过程

2007年11月1日前，海富公司与甘肃众星锌业有限公司（“**众星公司**”）、迪亚公司、陆波（迪亚公司实际控制人）四方共同签订《增资协议书》，约定海富公司以现金2000万元人民币对众星公司进行增资。增资后，海富公司占众星公司增资后总注册资本的3.85%，迪亚公司占96.15%。陆波则承诺于2007年12月31日之前将四川省峨边县五渡牛岗铅锌矿过户至众星公司名下。该协议第七条第（二）项“业绩目标”约定：众星公司2008年净利润不低于3000万元人民币。如果众星公司2008年实际净利润完不成3000万元，海富公司有权要求众星公司予以补偿，如果众星公司未能履行补偿义务，海富公司有权要求迪亚公司履行补偿义务。补偿金额=(1-2008年实际净利润/3000万元)×本次投资金额。此外，该协议还约定了资金用途、回购、信息披露、违约责任等内容。

2007年11月1日，海富公司与迪亚公司签订《中外合资经营甘肃众星锌业有限公司合同》（“**合营合同**”）和《公司章程》，对上述增资事宜及其他相关事项作出了约定。

2007年11月2日，海富公司依约向众星公司银行账户缴存人民币2000万元，其中新增注册资本114.7717万元，资本公积金1885.2283万元。

2008年2月29日，甘肃省商务厅甘商外资字[2008]79号文件《关于甘肃众星锌业有限公司增资及股权变更的批复》同意增资及股权变更，并

批准“投资双方于2007年11月1日签订的增资协议、合资企业合营合同和章程从即日起生效”。随后，众星公司依据该批复办理了相应的工商变更登记。

2009年6月，众星公司更名为甘肃世恒有色资源再利用有限公司。

另据工商年检报告登记记载，世恒公司2008年度生产经营利润总额26,858.13元，净利润26,858.13元。

二、 诉讼过程

2009年12月，海富公司向兰州市中级人民法院（“**兰州中院**”）提起诉讼，请求判令：世恒公司、迪亚公司、陆波向其支付协议补偿款1998.2095万元并承担本案诉讼费及其它费用。

兰州中院作出（2010）兰法民三初字第71号民事判决，驳回海富公司的全部诉讼请求。海富公司不服上述判决，向甘肃省高级人民法院（“**甘肃高院**”）提起上诉。

2011年9月29日，甘肃省高级人民法院作出上述（2011）甘民二终字第96号民事判决。判决主要包括：一、撤销兰州中院（2010）兰法民三初字第71号民事判决主文；二、世恒公司、迪亚公司共同返还苏州工业园区海富投资有限公司1885.2283万元及利息。

三、 法院对“对赌条款”的认定

兰州中院、甘肃高院均确认本案争议焦点为《增资协议书》第七条第（二）项是否具有法律效力。

兰州中院认为，《增资协议书》第七条第（二）项内容属于利润分配条款，不符合《中外合资经营企业法》第八条关于企业净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配的规定，同时，该条规定与《公司章程》的有关条款不一致，也损害公司利益及公司债权人的利益，不符合《公司法》第二十条第一款的规定。因此，根据《合同法》第五十二条第（五）项的规定，该条由世恒公司对海富公司承担补偿责任的约定违反了法律、行政法规的强制性规定，该约定无效。

甘肃高院认为，《增资协议书》第七条第（二）项对世恒公司2008年净利润不低于3000万元人民币的约定，仅是对目标企业盈利能力提出要求，并未涉及具体分配事宜；且约定利润如实现，世恒公司及其股东均

能依据《公司法》、《合营合同》、《公司章程》等相关规定获得各自相应的收益，也有助于债权人利益的实现，故并不违反法律规定。而《增资协议书》的四方当事人就世恒公司 2008 年实际净利润完不成 3000 万元，海富公司有权要求世恒公司及迪亚公司以一定方式予以补偿的约定，则违反了投资领域风险共担的原则，使得海富公司作为投资者不论世恒公司经营业绩如何，均能取得约定收益而不承担任何风险。参照《最高人民法院关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》第四条第二项关于“企业法人、事业法人作为联营一方向联营体投资，但不参加共同经营，也不承担联营的风险责任，不论盈亏均按期收回本息，或者按期收取固定利润的，是明为联营，实为借贷，违反了有关金融法规，应当确认合同无效”之规定，《增资协议书》第七条第（二）项该部分约定内容，因违反《中华人民共和国合同法》第五十二条第（五）项之规定应认定无效。

甘肃高院因此认为，海富公司除已计入世恒公司注册资本的 114.771 万元外，其余 1885.2283 万元资金性质应属名为投资，实为借贷。虽然世恒公司与迪亚公司的补偿承诺亦归于无效，但海富公司基于对其承诺的合理信赖而缔约，故世恒公司、迪亚公司应共同返还海富公司 1885.2283 万元及占用期间的利息。

四、 对上述判决的简要评述

1、 兰州中院认为《增资协议书》第七条第（二）项内容属于利润分配条款。然而该条款其实包含两部分内容。首先，在业绩不达标时，众星公司对海富公司予以补偿；其次，如果众星公司未能履行补偿义务，众星公司的股东迪亚公司对海富公司予以补偿。很难讲第二部分内容是一项利润分配安排。甘肃高院认为《增资协议书》第七条第（二）项不涉及公司利润分配，并不违反法律规定。这一认定更为合理。

2、 甘肃高院认为《增资协议书》第七条第（二）项中有关补偿的约定，违反了投资领域风险共担的原则。这一认定有待商榷。首先，投资领域风险共担，并没有严格的定义，如何共担也没有一个法定标准。其次，风险共担通常是股东之间的一个安排，而该条款约定如果世恒公司 2008 年实际净利润完不成 3000 万元，海富公司有权要求世恒公司予以补偿。对于海富公司和世恒公司而言，前者是后者的股东，两者之间不存在风险共担的问题。即使在股东之间，由一方股东补偿另一方股东对于公司估值过高而增加的成本，也存在商业上的合理性。

3、 甘肃高院参照《最高人民法院<关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答>》第四条第二项的规定，认为海富公司除已计入世恒公司注册资本的 114.771 万元外，其余 1885.2283 万元资金性质应属名为投资，

实为借贷。这一认定也有待商榷，因为本案中海富公司对世恒公司的投资是根据对世恒公司的估值计算所得的世恒公司股权的价格，并依据相应的价格溢价认购了世恒公司新增的注册资本，是一种典型的商业投资行为。而借贷，是指借入一定的本金，在约定的期限内加算一定的利息返还本息。本案例中约定的补偿条款并未计算利息，也未要求返还本金，故与“借贷”存在本质的区别。同时，甘肃高院将 2000 万元投资款人为区分为两部分，即已计入世恒公司注册资本的 114.7717 万元和 1885.2283 万元增资溢价款，并认定前者有效，后者的性质属名为投资，实为借贷。这一认定既不符合合同订立时各方的真实意思表示，也不符合双方签订合同的目的。如果是“名为投资，实为借贷”，那么 2000 万元的投资在整体上都应视为“借贷”。

五、 上述判决引发的对“对赌条款”的思考

虽然目前最高院尚未就本案作出最终的裁决，但是本案判决仍然可以给投资者和被投资者带来一些启示。

对投资者而言，为了最大程度地避免对赌条款被认定为是一种变相的利润分配，除了与公司约定业绩对赌条款以外，还应该同时与目标公司原股东约定补偿机制，在公司业绩不达标的情况下由原股东向投资者给予补偿。虽然甘肃高院认为本案中的“对赌条款”违反了风险共担的原则，但目前这仅是个案，在最高院或其他法院作出判决认定此类“对赌条款”无效之前，我们不建议投资者贸然放弃此类约定。

对赌条款的“赌注”可以不囿于现金形式。在公司业绩不达标的情况下，可考虑由原股东承诺以法律允许的最低价格向投资者转让股权，或者由公司以注册资本价格向投资者发行新的股权。

此外，投资者还可以考虑改变以财务绩效（如收入、利润、增长率）为单一指标的“对赌”方式，参照国外“对赌协议”的做法，以财务绩效、非财务绩效、企业行为、股票发行和管理层去向等综合考量并作为“对赌”的条件。

而对原股东和被投资公司而言，要谨慎预测公司的业绩增长，冷静对待投资方提出的业绩预期，对无法达到的业绩要求要明确予以拒绝，慎重签署对赌条款。同时，还需要充分预估触发对赌条款时会面临的现金补偿、股权调整等的具体情况，明确可能丧失公司控股权等潜在风险。

由于“对赌协议”涉及的法律关系较为复杂，对投资者和被投资者来说都应当谨慎行事，双方都应当聘请专业机构认真审查“对赌条款”的含义、触发条件、计算公式的合理性、调整方式的合规性等，以避免不必要的法律风险。

武 雷 合伙人 Tel: 8621 2208 6316 Email: wul@junhe.com

叶臻勇 合伙人 Tel: 8621 2208 6235 Email: yezhy@junhe.com

周 烽 合伙人 Tel: 8621 2208 6305 Email: zhouf@junhe.com

崔文辉 律 师 Tel: 8621 2208 6374 Email: cuiwh@junhe.com