

## 对赌协议下股份回购义务可履行性的判定

张保华

**内容提要:**对赌协议下的股份回购义务是以支付回购款为内容的金钱给付之债,可履行性的实质是回购资金来源问题,应当在遵守债权人保护这一底线约束的前提下最大限度地确认可履行性。如果目标公司履行回购义务将导致其违反债权人保护的强制性规范,则构成法律上的履行不能。确定回购资金来源,应当充分遵循合同法债务履行的一般规范,并结合公司法股份回购等特别规范。在未减资的情况下,除标的股份转让所得、可分配利润外,视乎对回购资金来源限制的解释立场,甚至公积金及其他合法资金也可用于支付回购款;在减资的情况下,只要目标公司能够满足债权人保护的相应要求,即不存在履行障碍。目标公司完成减资程序不是其履行股份回购义务的必要条件,不应以之作为支持投资方诉讼请求的前提。目标公司应当承担履行不能的举证责任,并结合其财务状况判断可履行性及具体程度,将部分履行、分期履行及延期履行作为可能的裁判选项。

**关键词:**对赌协议 股份回购 可履行性 债权人保护

张保华,北京交通大学法学院副教授。

### 一 问题的提出

目标公司与投资方之间的对赌协议纠纷,是近年来司法实践中的一个持续热点,也引发了学术界的广泛关注。2019年11月,最高人民法院印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》(下称“《九民纪要》”),其中第5条第1段改变了此前所持的投资方与目标公司对赌无效的立场,认定双方之间的对赌协议原则上有效。<sup>[1]</sup>这一司法裁判政策的调整体

[1] 《九民纪要》第5条第1段规定:“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。”

现了尊重市场自治、维护诚信原则的态度,有利于加强对投资方正当权益的保护。同时,《九民纪要》基于保护目标公司债权人利益的意旨,就对赌协议的可履行性(即投资方可否主张实际履行)施加了相应限制,实现了裁判核心从交易类型合法性到合同履行可能性的转变。<sup>[2]</sup>如果说对赌协议可履行性问题在效力争议时代隐而不显的话,那么随着司法裁判政策的调整,则变得无法回避。<sup>[3]</sup>为回应这一追问,《九民纪要》分别就股权回购型对赌及金钱补偿型对赌规定了对赌义务可履行性的审查判断规则。

遗憾的是,上述规则仍未能充分理解并尊重对赌实践的合理商业逻辑,而将对赌交易强行拟制为现行《公司法》资本维持原则体系下的特定行为类型。其结果是,不当提升了债权人保护规则的适用强度,削弱了维护投资方正当权益的实质功效。对于股权回购型对赌,《九民纪要》第 5 条第 2 段规定,目标公司应当完成减资程序,否则将驳回投资方的诉讼请求。<sup>[4]</sup>这一做法实际上是错误地把目标公司履行对赌协议项下的股权回购义务与完成减资程序相捆绑。

问题的症结首先在于我国的股权回购制度本身存有缺陷。《公司法》严格限制股权回购事由,导致对赌协议项下的股权回购(下称“对赌回购”)无处妥善安放,进而被不当归入减资回购一隅。同时,股权回购资金来源限制规则又处于模糊、流变状态,使得债权人保护强度的确定在对赌回购语境下具有了极大弹性。因此,妥当确立对赌回购义务可履行性的判定标准,难以避开对《公司法》中股份回购事由、资金来源限制等规范的解释工作。在更为宏观的层面,对赌回购义务可履行性的判定,处于合同法与公司法的交织地带,不仅关乎公司法特别规范对合同法一般规范的牵制问题,更是涉及如何充分适用合同法一般规范的基础性作业。具体而言,在公司法与合同法的双重语境下,应当如何准确把握对赌回购义务的法律属性,妥当解释其存在履行障碍的现象,又当如何充分挖掘可用于履行回购义务的资金来源,以最大限度地保护投资方的合同期待。这些问题都值得研究。

为此,本文即以股份公司场景,<sup>[5]</sup>讨论对赌回购义务可履行性的判定问题,并对《九民纪要》的相关规定予以评判。本文试图揭示对赌回购义务的法律实质,解开其存在履行不能问题之疑惑;在合同法及公司法两个视域下列举对赌回购的可用资金来源,在此基础上进一步探讨对赌回购与减资程序的捆绑与解绑问题,检讨《公司法》在股份回购事由上的法律漏洞,旨在澄清判定对赌回购义务可履行性的举证责任规范与可能的裁判选项。

[2] 参见刘燕:《对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示》,《环球法律评论》2016 年第 3 期,第 137 页。

[3] 有学者将其概括为两个层面,一是履行障碍的实体判断标准,二是履行障碍的判断主体。参见刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PE/VC 与公司对赌场景的分析》,《法学研究》2020 年第 2 期,第 129 页。

[4] 《九民纪要》第 5 条第 2 段规定:“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。”

[5] 尽管有限公司的股权转让与股份公司的股份回购在制度安排上存在差异,但两者的利益冲突结构基本相同。而且,最高人民法院有裁判文书指出,《九民纪要》在总结以往审判经验的基础上认为《公司法》第 142 条可以适用于有限公司,参见最高人民法院(2020)最高法民申 1191 号民事裁定书。同时,股份回购的制度设计相对更为复杂。因此,本文选取股份回购为研究对象,但结论对股权转让同样具有意义。

## 二 对赌回购义务的法律实质与履行不能之惑

### (一) 金钱给付之债

在合同法的视角下,对赌回购义务的实质,是以支付股份回购款为内容的金钱给付之债。具体而言,回购型对赌协议作为双务合同,投资方与目标公司互负义务。投资方负担向目标公司出资的义务,在其向目标公司提出股份回购主张之前,该义务即已履行完毕。而目标公司负担的义务,虽然被约定俗成地冠以“股份回购”之名,实则是指以向投资方支付股份回购款为内容。正如在买卖合同中,买受人的“买受”义务,是以支付价款为主要内容。因此,尽管《九民纪要》第5条第2段使用了投资方“请求目标公司回购股权”的表述,但在司法实践中,投资方的诉讼请求往往包含甚至仅仅是要求支付具体的回购款项。<sup>[6]</sup> 在合同法理论中,作为性质的债务可以分为“与的债务”和“为的债务”两种类型;前者是从财物的取得上体现债权的价值,包括金钱债务以及物品、权利转移债务;后者则以债务人的行为本身体现债权的价值。<sup>[7]</sup> 从这个角度观察,对赌回购义务属于“与的债务”而非“为的债务”。

对赌回购义务属于金钱给付之债,因此其可履行性问题的实质是回购资金来源问题。进而,判断是否具备可履行性,应当从回购资金来源入手,不必强行与减资等公司内部行为或者程序相捆绑。换言之,如果公司拥有充足的可依法动用的回购资金,就可以履行对赌回购义务,即便其未完成减资程序甚至作出无法履行或拒绝履行的内部决议;反之,如果公司不具备可依法动用的回购资金,则不具备可履行性。

对于对赌回购义务的法律属性,格外需要加以澄清。有实务界人士在评论“华工案”<sup>[8]</sup>时指出,再审判决仅确定了支付回购款的给付义务,并未创设回购股份的行为义务,避免了强制执行中可能的麻烦,充满了司法智慧。<sup>[9]</sup> 这一评论固然不失中肯,但却误读了对赌回购义务的法律性质。实际上,目标公司在股份回购款给付义务之外,并无独立的“回购股份的行为义务”。类似地,在司法实践中投资方把请求回购股份与请求支付回购款项相并列,以及《九民纪要》将完成减资程序作为判断回购义务可履行性的前提,同样是与将该义务理解为“为的债务”的错误认识有关。在《九民纪要》出台之后,最高人民法院还有裁判文书认为,未完成减资程序属于股份回购合同义务的履行条件尚未成就。<sup>[10]</sup>

[6] 前一种做法,参见北京市第二中级人民法院(2020)京02民终5788号民事判决书、安徽省高级人民法院(2019)皖民初11号民事判决书;后一种做法,参见上海金融法院(2018)沪74民初1375号民事判决书、浙江省嘉兴市中级人民法院(2020)浙04民终351号民事判决书。

[7] 参见韩世远著:《合同法总论》,法律出版社2018年版,第341页。

[8] 江苏省高级人民法院(2019)苏民再62号民事判决书。

[9] 参见杨培明、张亦文、张天宇:《再见海富案,依法减资回购股份的对赌条款有效》,第7页,http://www.llinkslaw.com/uploadfile/publication/100\_1574647164.pdf,最近访问时间[2020-12-31]。

[10] 参见最高人民法院(2020)最高法民申2957号民事裁定书。在本案中,目标公司对投资方负有对赌回购义务,目标公司全资子公司负有在目标公司不能履行回购义务时向投资方支付股权回购款的义务;二审判决驳回投资方对目标公司全资子公司的诉讼请求的理由是,其对母公司股份的持有在实质效果上与母公司持有自己的股份相同,而母公司并未完成减资程序,另参见新疆维吾尔自治区高级人民法院(2015)新民二终字第280号民事判决书。最高人民法院再审裁定则认为,目标公司全资子公司的义务是具有从属性的担保义务,股份回购的主合同义务履行条件尚未成就,担保义务也未产生。

这一判断除了未能把握股份回购义务的金钱债务属性外,对履行条件与履行能力的区分也关照不足。严格来说,履行条件涉及目标公司是否应当履行义务,而履行能力则关乎目标公司是否能够履行义务。

## (二)何以履行不能

对赌回购义务可履行性的反面表述是,存在履行障碍、导致履行不能。如前所述,对赌回购义务是以目标公司向投资方支付股份回购款为内容的金钱债务。根据《民法典》及原《合同法》的相关规定,<sup>[11]</sup> 债权人的履行请求权被原则性地予以肯定,仅在履行不能等特别情况下存在例外;作为世界通例,履行不能仅适用于非金钱债务,对于金钱债务,债权人总是可以请求债务人实际履行并诉请强制履行。<sup>[12]</sup> 如此以观,对赌回购义务就不应存在履行不能问题。但是,按照《九民纪要》,如果目标公司履行对赌回购义务将违反《公司法》有关债权人保护的相关规定,法院即不应支持投资方强制履行的诉讼请求;易言之,对赌回购义务作为金钱债务,仍然存在履行不能问题。这一结论显然与合同法规范及理论认识存在冲突。

可能的解决方案是,通过作为特别私法的公司法规范对作为普通私法的合同法规则进行牵制与修正,从而解决上述冲突。在《九民纪要》出台之前就有观点认为,公司实际履行支付回购款的违约责任承担方式存在基于公司资本规制的法律障碍,不存在履行不能,而是构成履行迟延。<sup>[13]</sup> 但是,履行迟延作为与履行不能相并列的违约形态,本身并不能导致债权人实际履行的诉请被拒绝的法律效果。相反,债务人迟延履行后,债权人可以诉请法院判令强制履行并可以同时主张迟延赔偿。因此,这一见解与《九民纪要》认为对赌回购义务仍可履行不能的立场相左。如果对赌回购义务何以履行不能的问题无法得到合理解释,《九民纪要》的立场显然将面临根本性的体系危机。

公司法特别规范对合同法一般规范进行必要牵制的基本立场,以及对赌回购义务可能履行不能的具体判断,都是适当的,解决上述冲突的出路在于对履行不能的具体类型进行必要区分。具体而言,合同法领域通常所说的金钱债务不存在履行不能问题,实际上仅仅指向事实不能,并不涉及法律不能。有学者在解释合同法规则时指出,金钱债务的债务人不能以无履行能力为由拒绝履行,原因在于其有义务担保在任何情况下均具有金融给付能力;基于强制执行与破产法规则,如其没有金钱,仍可通过变价其他财产满足债权人。<sup>[14]</sup> 这一阐述显然是指向无履行能力的事实,并不涉及违反强制性规定的情形。但是,如果债务人履行金钱债务将导致其违反特定的强制性规定,则仍然可能构成法律不

[11] 原《合同法》第 109 条规定:当事人一方未支付价款或者报酬的,对方可以要求其支付价款或者报酬;其第 110 条规定:当事人一方不履行非金钱债务或者履行非金钱债务不符合约定的,对方可以要求履行,但有下列情形之一的除外:(一)法律上或者事实上不能履行;(二)债务的标的不适于强制履行或者履行费用过高;(三)债权人在合理期限内未要求履行。《民法典》第 579 条在原《合同法》第 109 条的基础上,将其适用范围扩张为价款、报酬、租金、利息及其他金钱债务;第 580 条第 1 款仅在原《合同法》第 110 条的基础上进行了个别的文字调整。

[12] 参见韩世远著:《合同法总论》,法律出版社 2018 年版,第 768 页。

[13] 参见潘林:《重新认识“合同”与“公司”:基于“对赌协议”类案的中美比较研究》,《中外法学》2017 年第 1 期,第 262 页。

[14] 参见王洪亮著:《债法总论》,北京大学出版社 2016 年版,第 212 页。

能。比如,如果债务人履行金钱债务后将陷入破产,即属于法律不能,该特定债权人即不得强制债务人向其履行,应转而通过破产程序实现债权。又如,在公司的资本性交易中,如果目标公司向股东履行金钱债务将导致违反公司法中保护债权人利益的强制性规定,股东即不得主张实际履行并诉请强制执行。对于对赌回购交易,美国特拉华州法官认为,合法可用资金的限制构成公司无法回购 PE/VC 所持股份的法定障碍,<sup>[15]</sup> 这里的履行不能就是法律不能。因此可以说,对赌回购义务尽管不得以事实不能为由加以抗辩,但仍然存在法律不能问题。<sup>[16]</sup>

基于上述讨论,如果目标公司履行对赌回购义务将违反债权人保护的强制性规范,即构成法律不能,投资方不得主张强制履行;反之,则不存在履行障碍,应当确认其可履行性。在法律规范适用的视角下,这恰恰就是公司法组织规范对合同法交易规则进行牵制的具体体现。在公司法的话语体系中,这对应于公司不得向股东非法返还财产的规则。而其背后的经济机理,则是不同属性的金钱债权受偿次序的差异。具体来说,投资方在股份回购对赌协议项下所持的股份,类似于兼具股债双重属性的优先股。<sup>[17]</sup> 其对目标公司的股份回购款金钱债权,相对于目标公司普通债权人的债权而言,是次级债权,不得有损于后者而先行受偿。<sup>[18]</sup>

### 三 对赌回购的可用资金来源

#### (一) 确定可用资金的基本标准

对赌回购义务是金钱给付之债,其可履行性问题的实质是回购资金来源问题,目标公司在不损害其债权人利益的前提下即可动用资金履行回购义务。在美国的私募商业实践以及特拉华州等地的审判实践中,这些资金通常被称为“合法可用资金”(funds legally available)。特拉华州法院在 ThoughtWorks 一案中,把针对优先股赎回事宜的“合法可用资金”解释为:可用(手头的或者通过销售或借贷易于获得的)并且可以依法为回赎目的使用但不会违反特拉华州《普通公司法》(General Corporation Law)第 160 条以及其他制定法或普通法条款的资金。<sup>[19]</sup>

首先,需要特别强调,在法律适用层面,涉及公司法组织规范的交易在本质上仍然是一项交易,应当被以交易的本来面目认真对待;而对公司法组织规范的动用,则应以

[15] 参见刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PE/VC 与公司对赌场景的分析》,《法学研究》2020 年第 2 期,第 133 页。

[16] 也有观点认为,资本维持或清偿能力作为债权人保护的底线规则,同时涉及法律上的可履行性与事实上的可履行性,两种可履行性难以清晰界分。参见刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PE/VC 公司与对赌场景的分析》,《法学研究》2020 年第 2 期,第 144 页。

[17] 有学者在讨论股债界分问题时指出,就经济实质而言,股权是一种股东对普通债权人的买入期权,股与债不过是公司融资交易中的两个有名合同。参见许德风:《公司融资语境下股与债的界分》,《法学研究》2019 年第 2 期,第 77 页。

[18] “华工案”再审判决指出,华工公司向扬锻集团公司注资后同时具备该公司股东及债权人的双重身份,但并未进一步申明该债权的劣后受偿属性。参见江苏省高级人民法院(2019)苏民再 62 号民事判决书。

[19] William N. Lay, Preferred Stock Redemptions: Limiting Liability under DGCL § 160, 18 Tenn. J. Bus. L. 697 (2017), p. 717.

尊重上述基本判断为前提且极其慎重、克制。故此,确定可用资金的具体来源,应当充分遵循合同法债务履行的一般规范,在此基础上关照公司法的特别规范。尽管《九民纪要》在“关于‘对赌协议’的效力及履行”中明确了“不仅应当适用合同法的相关规定,还应当适用公司法的相关规定”的法律适用立场,但无论是《九民纪要》相关规定还是学界及实务界的评述,实际上都往往忽视甚至遗漏了合同法视角下目标公司的可用资金来源问题。下文将讨论的标的股份转让所得,即遵循合同法债务履行一般规范即可得动用的回购资金。

其次,公司法中的债权人保护规则,是且仅是股份回购义务可履行性的底线约束。基于债权人保护的目,域外各国和地区的公司法均对股份回购施加了资金来源限制,<sup>[20]</sup>但具体的限制标准存在差异。欧洲以及大陆法系国家和地区目前大多仍然实行以法定资本制为核心的债权人保护规则,公司回购股份受制于以法定资本制为核心的管制,回购义务履行的可能性要经受资本维持原则的检验。<sup>[21]</sup>有的国家对股份回购设定了与利润分配同样的资金限制。例如,日本《公司法》将股份回购作为对股东的支付行为,与利润分配行为统一适用利润分配的标准。<sup>[22]</sup>也有国家是在利润分配标准的基础上进行相应的调整或补充。例如,英国《2006 年公司法》规定,公众公司只有运用可分配利润或者为回购或赎回股份而新发行股份所获得的收益,才可以回购或赎回股份。<sup>[23]</sup>而美国的一些州以及加拿大、南非等国已经抛弃了以法定资本为核心概念的规则体系,转而采用偿债能力标准作为新的债权人保护规则。<sup>[24]</sup>美国《示范商事公司法》第 6.40(c) 条,则对包括股份回购在内的各类分配行为统一采取了双重偿债能力标准。<sup>[25]</sup>特拉华州法院近年来也明确,“合法可用资金”限制不仅指向制定法下的法定资本或溢余限制,而且包括其他制定法以及判例法的清偿能力限制,即强调适用资产负债表下的“资不抵债”与破产法意义下的“清偿能力”的双重司法审查。<sup>[26]</sup>

我国《公司法》曾经一度规定,为奖励职工而回购股份的资金应当从公司税后利润中支付,但 2018 年 10 月《公司法》修订时取消了这一限制。目前,至少在《公司法》文义层面,股份回购不存在任何资金来源限制,这显然产生了债权人保护的法律漏洞。弥补该法律漏洞的主要思路有二:一是坚守资本维持原则体系,并从体系效应出发,基本贯彻与利润分配相同的资金来源限制,在必要时补充适用减资规则;二是抛弃资本维持原则体系,转而采用偿债能力标准。如何选择,依赖于如何把握资本维持原则体系的整体命运

[20] 股份回购资金来源限制也被称为财源限制。有学者指出,回购财源限制不同于资金来源限制,财源是一种抽象金额,不是现金流概念,资金来源则是指资产或现金流意义上的资金来源。参见刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PE/VC 与公司对赌场景的分析》,《法学研究》2020 年第 2 期,第 135 页。上述区分确有一定道理,但鉴于《公司法》曾经对股份回购的财源使用“用于收购的资金”的表述,且回购对价的支付方式通常都是现金,使用“资金来源”指代“财源”应不至产生实质差错,本文仍沿用之。

[21] 参见刘燕:《对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示》,《环球法律评论》2016 年第 3 期,第 137、154 页。

[22] 参见[日]前田庸著:《公司法入门》,王作全译,北京大学出版社 2012 年版,第 117-118 页。

[23] 参见[英]保罗·戴维斯、莎拉·沃辛顿著:《现代公司法原理》,罗培新等译,法律出版社 2016 年版,第 319、322 页。

[24] 在资本维持原则体系下,债权人保护体现为一系列事前禁止的具体规则策略,而偿债能力标准则是辅之以事后责任的开放式标准策略。参见[美]莱纳·克拉克曼、[美]亨利·汉斯曼等著:《公司法剖析:比较与功能的视角》,罗培新译,法律出版社 2012 年版,第 135 页以下。

[25] Model Business Corporation Act, § 6.40 (c).

[26] 参见刘燕:《对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示》,《环球法律评论》2016 年第 3 期,第 151 页。

走向。<sup>[27]</sup>当然,这不只是解释论上的重大问题,也是立法论上的重大问题,我国理论与实务界当前似乎均尚未就此达成共识。<sup>[28]</sup>

遗憾的是,《九民纪要》把对赌回购与减资相绑定,直接抹煞了目标公司利用其他资金来源进行回购的可能性,也就谈不上对上述法律漏洞进行填补。不过,也有论者认为,对赌协议的裁判思路只能基于现行法规定,并且对先回购再减资、用资本公积金补偿投资方等观点持否定态度。<sup>[29]</sup>因此可以合理推知,《九民纪要》的实质立场是坚持严格的资本维持原则。

## (二) 可用资金的具体来源

在合同法及公司法可能的解释范围内,除了《九民纪要》认可的通过减资程序释放的公司资本外,目标公司仍然拥有其他多种来源的可用资金用于履行回购款支付义务。当然,基于对公司法中股份回购资金来源限制的不同解释立场,目标公司可用资金的具体范围会存在差异。

### 1. 标的股份转让所得

从目标公司的角度出发,其在履行回购义务并获得标的股份之前,可以事先将标的股份对外转让从而获得相应价款,待获得标的股份后再向受让方交付,这大致相当于目标公司提前把预期取得的库存股进行了转让。由于该等股份转让所得并不来自于目标公司当下的既有财产,因此目标公司以之向投资方进行支付,无损于资本维持,不会降低其偿债能力,也不会损害债权人的利益。英国《2006年公司法》就有类似规定,即公司可以使用为回购或赎回股份而新发行股份所获收益回购或赎回股份。学者就此解释道,如果公司增发股份是专门为股份回购提供融资而非增加新的股本,在此等情况下,由于发行股份筹集的资本抵销了回购支付的数额,债权人的利益并未受到损害;当然,如果发行股份的收益低于回购或赎回股份的名义价值,则差额必须转入资本回购公积金。<sup>[30]</sup>

另一方面,对于投资方而言,如果目标公司拒绝履行对赌回购义务,其不但有权把标的股份交由目标公司(在实践中往往表现为投资方向目标公司明确表示转回股权、不再行使股东权利,实际上提存制度于此也可能存在适用空间),也有权继续持有以作担保,甚至还有权自行以合理价格向第三人转让并以转让所得抵充回购款。投资方自行转让标的股份的情形,与所有权保留买卖中出卖人于买受人不回赎标的物时享有再出卖权颇为类似。<sup>[31]</sup>

[27] 参见张保华:《债权人保护:股份回购资金来源限制的法律漏洞及其填补》,《证券市场导报》2020年第5期,第71页。

[28] 参见邓峰著:《普通公司法》,中国人民大学出版社2009年版,第345页;刘燕:《重构“禁止抽逃出资”规则的公司法理基础》,《中国法学》2015年第4期,第204页;张勇健:《股份回购制度的完善与司法应对》,《法律适用》2019年第1期,第68-69页。

[29] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第119页。

[30] 参见[英]艾利斯·费伦著:《公司金融法律原理》,罗培新译,北京大学出版社2012年版,第218-219页。

[31] 《民法典》第643条第2款规定:“买受人在回赎期限内没有回赎标的物,出卖人可以以合理价格将标的物出卖给第三人,出卖所得价款扣除买受人未支付的价款以及必要费用后仍有剩余的,应当返还买受人;不足部分由买受人清偿。”于此情形,出卖人无须通过拍卖方式进行再出卖,只需以合理价格出卖即可,由此不仅赋予了出卖人更多自由,也可以降低交易成本。参见黄薇主编:《中华人民共和国民法典释义》,法律出版社2020年版,第1238页。

即便把对赌回购义务的法律属性作为前述“为的债务”看待,也仍然存在替代履行的可能性。<sup>[32]</sup> 即,在目标公司拒绝回购标的股份时,若认为该债务依其性质不得强制履行,投资方则有权将之向第三人转卖;此时,投资方对于其和目标公司约定的回购款与第三人支付的回购款之间的差额,仍然有权要求目标公司予以赔偿。<sup>[33]</sup> 在某种意义上,目标公司拒绝履行对赌回购义务后,投资方不但有权自行转让标的股份,甚至还可以理解为其负有“减损义务”。当然,此处的“减损义务”属于不真正义务;而且,鉴于股权价值根植于目标公司自身的经营及财务状况,判断投资方未自行转让标的股份是否构成“没有采取适当措施致使损失扩大”的情形,显然应当极其谨慎。但无论如何,投资方在目标公司拒绝受领标的股份后有权以合理价格自行转让,应无疑问。由此可见,标的股份转让所得或者说再发行所得,是在合同法领域内遵循债务履行一般规范就可以腾挪出的空间,并不直接接触及公司法的特别规范。

实际上,在《九民纪要》之前的对赌实践中,一度不乏类似的变通操作。如果目标公司不能履行股份回购义务,由其他股东(通常是控股股东或其指定的其他股东)代为履行,向投资方支付回购款;其他股东履行价款支付义务后,标的股份通常转让至其名下。这其中的法律关系可以解释为:目标公司在进行股份回购之前,即将标的股份向其他股东进行了转让,标的股份连续发生了从投资方转移至目标公司、再从目标公司转移至其他股东的两次权属变动。为了简化股份变更登记程序,目标公司往往在形式上制造出标的股份直接由投资方转让给其他股东的交易外观。

因此,为了充分保护投资方的合法权益,首先应当考虑标的股份转让所得。目标公司可以预先转让或再发行标的股份,投资方也有权自行转让并以转让所得抵充回购款。当然,需要进一步明确,投资方以标的股份转让所得抵充回购款后,就未获清偿的剩余部分仍可主张以目标公司的其他可用资金来源予以清偿。

## 2. 可分配利润

首先明确,根据体系解释,《公司法》原第 142 条规定的为奖励职工而回购股份的资金来源“税后利润”,应当理解为《公司法》利润分配规则中的“弥补亏损和提取公积金后所余税后利润”,即“可分配利润”。

尽管债权人对公司的财产状况拥有合法的利益关切,但公司原本就可以向股东分配可分配利润,因此,即便遵循严格的资本维持原则解释立场,只要公司使用可分配利润作为股份回购的资金来源,也不会损害债权人的利益,债权人即无权干涉。在对赌实践中,目标公司往往未必有足够的可分配利润用以足额支付股份回购款;但即便如此,可分配利润作为可用资金来源,仍然能够在一定程度上增加投资方的退出机会,甚至不排除在有些情境下,标的股份转让所得加上可分配利润,已经足以覆盖股份回购款。

[32] 《民法典》第 581 条在原《合同法》的基础上增加了替代履行规则:“当事人一方不履行债务或者履行债务不符合约定,根据债务的性质不得强制履行的,对方可以请求其负担由第三人替代履行的费用。”在大陆法系,法国、日本等国将替代履行纳入强制履行范畴;而英美法则从损害赔偿的角度加以把握,称之为“修复费用”。参见韩世远著:《合同法总论》,法律出版社 2018 年版,第 763 页。

[33] 参见黄薇主编:《中华人民共和国民法典释义》,法律出版社 2020 年版,第 1120 页。



需要指出的是,判断目标公司有无可分配利润时,不应只关注其静态经营、当前财务状况,还要强调其应当在实现利润、筹集资金等方面作出了合理努力。特拉华州法院在 ThoughtWorks 案中指出,目标公司董事会不仅要关注手头的现金,还要分析可以通过销售或者借贷而获得的资金。<sup>[34]</sup> 而在 ThoughtWorks 案之后的 Brevan 案中,<sup>[35]</sup> 该州法院传达的裁判认知是,尽管回赎协议有关目标公司应当“采取一切行动”获取合法可用资金的约定不会被支持,但法院可能会支持要求目标公司采取特定、具体的行动以筹集资金回赎股份的主张,甚至可能会在目标公司违约时,判决触发表决权调整机制,从而给优先股股东提供相应的救济。<sup>[36]</sup>

### 3. 公积金等其他资金来源

如果放松上述严格的资本维持原则解释立场即利润分配标准,则回购资金来源不但包括标的股份转让所得、可分配利润,还包括资本公积金、盈余公积金。事实上,上述理解也是与我国财政主管部门发布的股份回购财务处理要求相符的。2005 年《公司法》修订时,增加规定员工奖励目的的股份回购资金只能从税后利润中支付。财政部为此发布《财政部关于〈公司法〉施行后有关企业财务处理问题的通知》(财企[2006]67号),规定了股份回购的财务处理要求。该通知第三部分第(一)条规定:公司回购股份的全部支出转作库存股成本;库存股转让时,转让收入高于成本的部分增加资本公积金;低于成本的部分依次冲减资本公积金、盈余公积金、以前年度未分配利润。同时,针对为实行员工奖励而回购股份,该通知第三部分第(二)条还专门规定,回购所需资金应当控制在当期可分配利润数额之内;公司回购股份时,应当将全部支出转作库存股成本,同时按回购支出数额将可分配利润转入资本公积金。上述规定意味着,不同事由的回购采取不同的财务处理规则:为实行员工奖励而进行的回购只能使用可分配利润,其他事由的回购则实质上不受可分配利润的限制。当然,后一种处理可能产生使用资本公积金向股东返还财产的效果。而根据《公司法》规定,资本公积金只能用于扩大公司生产经营或者转为增加公司资本,不能用于弥补公司亏损。<sup>[37]</sup> 不过,从文义上看,这种区别处理是遵循《公司法》相关规定的。

在对赌回购实践中,目标公司是否可以通过股份回购向投资方返还计入资本公积金的出资溢价部分,一直存有激烈争议。在财务会计处理上,对投资方的出资溢价部分不计入目标公司的资本公积金,或许更符合当事人的交易意图,也可以在相当程度上避免将来发生资本公积金返还的争议。有学者对此指出,如果入股款存在多退少补的调整机制,出资溢价部分资金则属于衍生金融工具,不应计入资本公积金;换言之,投资方要求公司返还的投资补偿款根本就不属于公司的财产,而是投资方预付至公司、在权益上属于投资人

[34] William N. Lay, Preferred Stock Redemptions: Limiting Liability under DGCL § 160, 18 Tenn. J. Bus. L. 697 (2017), pp. 728 - 729.

[35] Brevan Howard Credit Catalyst Master Fund Limited, CA 9209-VCG (Del. Ch. 2014).

[36] William N. Lay, Preferred Stock Redemptions: Limiting Liability under DGCL § 160, 18 Tenn. J. Bus. L. 697 (2017), pp. 727 - 728.

[37] 有学者指出,《公司法》对资本公积金补亏的规制,不在于绝对禁止补亏,而在于明确补亏的先后顺序,在当年利润、盈余公积金无法弥补补亏后才可将资本公积金用于补亏,以避免资本公积金变相进行利润分配。参见刘燕:《新〈公司法〉的资本公积补亏禁令评析》,《中国法学》2006年第6期,第156页。

的财产。<sup>[38]</sup> 这涉及投资方的出资溢价部分属于金融负债还是权益工具的会计处理问题。根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》第 10 条的规定,企业不能无条件地避免以交付现金或其他金融资产来履行一项合同义务的,该合同义务属于金融负债;有些金融工具虽然没有明确包含交付现金或其他金融资产义务的条款和条件,但有可能通过其他条款和条件间接地形成合同义务。按照上述规则,在对赌回购协议中,至少投资方的出资溢价部分可以理解为金融负债,从而不受资本公积金用途条款的限制。

更进一步,如果债权人保护的标准由资本维持原则转为偿债能力标准,则只要目标公司向投资方支付回购款后能够清偿到期债务,其任何合法资金均可用于回购股份。当然,这一转向涉及前述对资本维持原则体系未来走向的重大分歧,本文不再展开讨论。

## 四 对赌回购与减资程序的捆绑与解绑

### (一) 对赌回购并不必然导致减资

《九民纪要》把对赌回购与减资程序相捆绑,将目标公司完成减资程序作为履行回购义务的前提。这一做法不但混淆了作为回购事由的减资与作为回购结果的减资,也遮盖了对赌回购的被动回购属性,未能对《公司法》在股份回购事由上的法律漏洞进行适当填补。

首先需要澄清的是,作为回购事由的减资与作为回购结果的减资并不相同。股份回购的目的不一定是减资,但也可能导致减资的结果。有学者对此指出,“减少公司注册资本不仅仅是目的,也可能按照法定资本制是一个结果,理论上来说,任何股份回购都可能造成注册资本的减少……”<sup>[39]</sup> 而且在实践中,有时也很难判断公司回购股份的真正动机或者原因。<sup>[40]</sup> 根据《公司法》第 142 条第 3 款的规定,在六种回购中,除减资回购外,对于其余五种回购,公司均可选择在法定期限内持有库存股并择机转让,或者在库存股存续期限届满前予以注销。在这些回购情形下,减资不是回购的目的,但“回购是减资的具体途径”。<sup>[41]</sup> 对于减资而言,除了回购股份予以注销这一方式之外,还存在直接减少股份数额、降低每股面值以及合并股份等常规减资方式。<sup>[42]</sup> 当然,回购减资与常规减资的操作方式与程序存在差异,债权人保护需求及实现方式也不相同。<sup>[43]</sup> 因此,股份回购与减资的逻辑关系是,减资可以通过回购实现,但两者并无必然联系。<sup>[44]</sup> 如前所述,除通过减资程序释放的公司资本外,目标公司还拥有其他来源的可用资金用于履行回购义务。从经济实质上看,股份回购是公司对股东的财产返还。当财产返还的强度达到损害公司资本时,即构成本返

[38] 参见季境:《“对赌协议”的认识误区修正与法律适用》,《人民司法·案例》2014 年第 10 期,第 18 页。

[39] 邓峰著:《普通公司法》,中国人民大学出版社 2009 年版,第 335 页。

[40] Robert L. Phillips, The Concept of a Corporation's Purchase of Its Own Shares, 15 *Alta. L. Rev.* 324 (1977), p. 378.

[41] 刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于 PE/VC 与公司对赌场景的分析》,《法学研究》2020 年第 2 期,第 133 页。

[42] 参见[德]托马斯·莱赛尔、吕迪格·法伊尔著:《德国资合公司法》,高旭军等译,上海人民出版社 2019 年版,第 425-426 页。

[43] 参见张保华:《债权人保护:股份回购资金来源限制的法律漏洞及其填补》,《证券市场导报》2020 年第 5 期,第 68 页。

[44] 参见潘林:《股份回购中资本规制的展开——基于董事会中心主义的考察》,《法商研究》2020 年第 4 期,第 119 页。

还,此时才有必要通过履行减资程序给债权人提供特殊保护。反之,如果公司资金来源充足,财产返还的强度尚不构成资本返还,就不会产生减资的效果,也就不必履行减资程序。

这里还涉及《公司法》股份回购事由法律漏洞的填补问题。有论者认为,根据《公司法》第142条第1、2款,与对赌回购相关的回购事由只有“减少注册资本”这一情形,因此在目标公司没有履行减资程序以保护债权人利益的情况下,对投资方回购股权的请求不予支持。<sup>[45]</sup> 这一认识是把对赌回购等同于减资回购。对赌回购确实不在《公司法》明文规定的六种回购事由之列,但其在性质上与异议股东要求的回购最为类似,均属于被动回购。股份回购以公司是否拥有发动回购程序的自主性为标准,可分为主动回购与被动回购,前者指公司自主决定进行的回购,后者则指公司为履行法定或者约定义务而被动进行的回购。在《公司法》第142条第1款列举的六种回购情形中,其第(四)项规定的因异议股东行使回购请求权而回购属于典型的被动回购,其他五种则均可大致归入主动回购一类。对于异议股东要求的回购,《公司法》第142条第3款明确规定公司应当在六个月内转让或者注销回购股份。根据类似情形类似处理的原则,对赌回购应当参照适用有关异议股东要求回购的规定,即公司回购股份后可以自主决定在六个月内予以转让或者减资注销。

就规范意旨而言,《公司法》严格限制股份回购事由的主要考虑是保护债权人利益。但是,回购事由限制并非保护债权人利益的有效思路,回购资金来源限制才是最为关键的控制节点。在世界范围内,一些国家和地区不对股份回购事由设定限制,还有不少国家和地区已经放弃或放松了原本设定的相应限制。例如,美国特拉华州《普通公司法》不限制公司回购股份的事由,其第160(a)条规定,公司在遵守资金来源限制以及内部程序的前提下,可以购买、回购、收受、获得或以其他方式取得、拥有并持有、出售、出借、置换、转让或以其他方式处分,质押、使用或以其他方式处理自己的股份。<sup>[46]</sup> 英国在《1981年公司法》首次允许公司回购股份之时,即未设定回购事由限制;尽管《2006年公司法》仍包含禁止公司购买自身股份的一般性规定,但其他条款明确允许公司回购或回赎股份,相关限制主要体现在资金来源、程序要求等方面。<sup>[47]</sup> 日本则是不断放松股份回购事由限制的典型例子。在1994年修订《商法》之前,日本只允许公司在四种法定情况下回购股份;从1994年开始,其不断放松股份回购事由的限制,并于2001年实现了从原则性禁止到原则性自由的立场转变。<sup>[48]</sup> 目前,日本《公司法》第155条明确列举的公司取得自己股份的事由多达十三项,而且最后一项是兜底条款,授权其法务省令规定其他回购事由。<sup>[49]</sup> 反观我国《公司法》,不但对股份回购事由进行了过分限制,<sup>[50]</sup>也未设定股份回赎制度,从而使得对

[45] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第117页。

[46] Delaware General Corporation Law, § 160 (a).

[47] 参见[英]艾利斯·费伦著:《公司金融法律原理》,罗培新译,北京大学出版社2012年版,第204页以下。

[48] 参见[日]前田庸著:《公司法入门》,王作全译,北京大学出版社2012年版,第110-112页。

[49] 参见王作全译:《新订日本公司法典》,北京大学出版社2016年版,第58-59页。

[50] 此外,《公司法》对于有限责任公司股权回购事由的规定更为狭窄,唯一情形就是其第74条的异议股东回购请求权制度。有学者认为,《九民纪要》最终版本删除了此前征求意见稿中对赌回购必须满足《公司法》第74条要求的规定,在某种意义上承认了有限责任公司股权回购的自由化。参见刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司对赌场景的分析》,《法学研究》2020年第2期,第145页。

赌回购找不到合适的归属。《九民纪要》把对赌回购比附为减资回购而非异议股东要求的回购,是不妥当的漏洞补充。在立法论面向上,《公司法》应当认可股份回赎制度,放松甚至取消股份回购的事由限制。

## (二) 将减资程序与履行对赌回购义务捆绑之弊

首先,将目标公司完成减资程序作为其履行对赌回购义务的前提条件,存在着倒果为因的逻辑错误。根据《公司法》第 177、179 条等规定,股份公司完成减资程序至少应当包括如下几个阶段:先由股东大会通过特别决议决定减资;接下来,履行债权人保护程序,向债权人通知减资事宜,并按照异议债权人的要求清偿债务或者提供相应担保;最后,依法向登记机关办理减资的变更登记。可见,完成减资程序,本身就包含着目标公司同意履行对赌回购义务、取得了标的股权并予以注销完毕的内容。而投资方与目标公司在纠纷中争执的内容,正是对赌回购协议的合法性及可履行性,即目标公司应否以及能否回购标的股权。如果目标公司已经完成减资程序,实际上也就无需把纠纷呈到法院请求裁判。

其次,将完成减资程序与履行对赌回购义务相捆绑,实质上剥夺了投资方本应拥有的对标的股份处置方式的选择权。如前所述,在目标公司拒绝履行对赌回购义务时,投资方不但有权把标的股份交回,也有权继续持有以作担保或者自行转让并以所得抵充回购款。例如,英国《2006 年公司法》第 735(2)条在规定公司对其未能回赎或回购任何股份不负赔偿责任的同时,明确这并不妨碍股份持有人行使除起诉公司赔偿损失之外的任何权利。<sup>[51]</sup> 德国司法判例和主流学说也一度认为,对于有限公司股权回购,如果公司章程没有其他规定,股东资格的丧失以补偿金足额支付为条件(所谓的“条件方案”)。<sup>[52]</sup> 《九民纪要》规定的前置条件,相当于强制投资方先行把股权交还给目标公司,剥夺了其原本拥有的自由选择机会,使其可能落入交出股权但又未能获得回购款的两手空空的境地。

再次,这一规定还会催生目标公司的机会主义行为,使其拒绝启动减资程序,从而制造履行障碍。在《九民纪要》发布前就有人担忧,一旦发生纠纷,很难指望公司召开股东会、履行减资程序,因此上述规定对投资方而言如同画饼充饥;而有论者则认为,《九民纪要》就是给当事人提供规则和预期,投资方应当知道采取什么方式处理;同时,在目标公司履行减资程序的可诉性问题上,减资程序属于公司自治事项,无法强制执行,司法不宜介入。<sup>[53]</sup> 这样的认识和立场,显然给目标公司不履行对赌回购义务提供了极其方便的托辞。即使其可以顺利完成减资程序、甚至回购资金充裕以至于根本无需启动减资程序,仍然能够以没有完成减资程序为由,堂而皇之地拒绝支付股份回购款。不可否认,法律规则

[51] Companies Act 2006, § 735 (2).

[52] 德国联邦最高法院在 2012 年 1 月 12 日的一份判决(BGHZ 192, 236)中认为,以往的“条件方案”存在效力待定的重大缺陷,进而选择了在股权回购决议生效而非回购补偿金足额支付时股东即丧失资格的思路(在该案中,公司基于重大事由决议回购特定股东的股权)。参见[德]托马斯·莱赛尔、吕迪格·法伊尔著:《德国资合公司法》,高旭军等译,上海人民出版社 2019 年版,第 640-641 页。

[53] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社 2019 年版,第 118、120 页。

具有激励功能,能够调整人们将来的行为方式;《九民纪要》上述规定确实会激励投资方群体将来在对赌回购交易中,放弃股份回售选择权而改采股份回赎选择权,<sup>[54]</sup>或者采取调整股权比例、分期出资、行使领售权等替代性交易安排,<sup>[55]</sup>从而提前规避将来很可能出现的诉讼风险。但是,这一规定几乎形同把对赌回购这种具有自身合理性的商业安排打入冷宫。而且,以纠纷解决为首要取向的裁判规则应当积极发挥评价功能,妥当解决已经发生和将要发生的纠纷。面对投资方群体“画饼充饥”的忧虑,仅仅回报以当事人应当知道如何处理,显然难掩回避问题的意味。无论如何,在不损害债权人利益的前提下,投资方仍有权拿回一块其应得的“蛋糕”。

### (三)减资程序的妥当定位

如上所述,完成减资程序不是目标公司履行对赌回购义务的必要条件。相应地,公司资本并不是其履行对赌回购义务首要的、更不是唯一的资金来源,只有当其不存在其他可用资金时,才有必要通过减少注册资本挤出回购资金。

退而言之,即便目标公司必须通过减资才能释放出必要的回购资金,进行回购也不必以实际完成减资程序的全部阶段为前提,而只需完成相应的债权人保护动作即可。具体来说,应就目标公司减资事宜通知债权人,若债权人没有提出异议,则减资并不存在债权人保护方面的障碍。若有债权人提出异议,则要进一步考察目标公司能否满足债权人提出的清偿债务或者提供担保的请求。如果目标公司有能够满足异议债权人的请求,就无需进一步等待至其实际完成减资程序。反之,只有目标公司确实因为存在债权人利益保护方面的障碍而无法完成减资程序时,才真正存在履行障碍。

这里还要回应一下前述目标公司履行减资程序是否具有可诉性的争议。对此问题的原则立场是:既然签订了对赌回购协议,就意味着目标公司同意必要时为履行回购义务而减资,<sup>[56]</sup>投资方可以在其不存在债权人保护障碍时诉请履行减资程序。实际上,减资程序纵然属于公司自治事项,司法也并非绝对不能介入。无论《公司法》中的司法解散制度,<sup>[57]</sup>还是司法解释文件中的强制利润分配规则,<sup>[58]</sup>都是司法介入公司自治事项的适例。域外还有立法例规定,法院有权在一定情形下直接干涉公司资本结构的变化以及公司章程的调整事宜。例如,英国《2006年公司法》第721(6)、(7)条规定,如果法院认为合适,可以命令私人公司回购其任何成员的股份并据此减少公司资本、对公司章程作出任何

[54] See William N. Lay, Preferred Stock Redemptions: Limiting Liability under DGCL § 160, 18 *Tenn. J. Bus. L.* 697 (2017), p. 731.

[55] 参见刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC与公司对赌场景的分析》,《法学研究》2020年第2期,第147-148页。

[56] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第120页。

[57] 《公司法》第182条规定:“公司经营管理发生严重困难,继续存续会使股东利益受到重大损失,通过其他途径不能解决的,持有公司全部股东表决权百分之十以上的股东,可以请求人民法院解散公司。”

[58] 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(四)》第15条规定:“股东未提交载明具体分配方案的股东会或者股东大会决议,请求公司分配利润的,人民法院应当驳回其诉讼请求,但违反法律规定滥用股东权利导致公司不分配利润,给其他股东造成损失的除外。”

修改,也可以命令公司未经法院同意不得对公司章程作出任何修改或者任何特定的修改。<sup>[59]</sup>

## 五 判定对赌回购义务可履行性的程序规则

### (一) 举证责任

应当由目标公司承担存在履行障碍的举证责任。《九民纪要》未就对赌回购纠纷中的举证责任问题作出规定。但对于金钱补偿对赌纠纷,有论者认为,应当由投资方证明目标公司有可分配利润,目标公司提出反驳时才应承担相应的举证责任。<sup>[60]</sup> 如果按照上述立场合理推断,在对赌回购纠纷中,应当由投资方承担证明目标公司完成了减资程序的举证责任。这样的责任分配机制显然不妥。既然对赌协议有效,目标公司本应依约履行股份回购义务,无需投资方另行就其履行可能性承担举证责任;而目标公司以存在履行障碍为由拒绝履行,应就此承担举证责任,投资方仅就其反驳主张负担举证责任。实际上,投资方往往是目标公司的小股东,缺乏便利的机会和条件及时获得目标公司真实的财务与经营信息,因此让投资方举证证明目标公司存在足够资金用于支付股份回购款,实在是强人所难。早在美国 20 世纪初期的审判实践中,法官就认为盈余不足构成履行股份回购义务的抗辩,相关举证责任在公司一方。<sup>[61]</sup> 在 ThoughtWorks 案中,法官指出,应当由公司董事会审慎考虑公司是否有合法可用资金。若原告拟推翻董事会的结论,则必须证明董事会在确定合法可用资金的金额时行为不端,依赖了不可靠的方法和资料,或者所作判断过分偏离常规以至于构成或可推定为欺诈。<sup>[62]</sup> 美国学者认为,在优先股回购纠纷中,公司负担“合法可用资金”的举证责任。<sup>[63]</sup> 根据英国《2006 年公司法》第 735(3) 条的规定,公司证明其无法从可分配利润中支付股份回赎或回购费用时,法院则不应作出实际履行的命令。<sup>[64]</sup>

在证明内容上,目标公司应当证明其确实存在履行障碍。换言之,目标公司应提交充分的证据,证明其并不拥有可用资金用于履行对赌回购义务,而不仅仅是未完成减资程序。这里存在着未减资情境与减资情境两个步骤的证明责任。第一步,首先考虑未减资情境。如果坚持严格的资本维持原则,目标公司应当证明其既无标的股份转让所得又无可分配利润;如果放松资本维持原则的解释立场,则还应证明其无公积金可用。如果转而适用偿债能力标准,则目标公司应当证明其履行回购义务后将无法偿还到期债务,否则,其任何合法资金都不妨用于支付回购款。第二步,如果目标公司在非减资情境下确无可

[59] Companies Act 2006, § 721 (6) (7).

[60] 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社 2019 年版,第 120 页。

[61] Leo Salon, Corporation Stock Repurchase Agreements; Mutuality of Obligation and Illusory Promises, 15 St. John's L. Rev. 253 (1941), p. 254.

[62] 参见刘燕:《对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示》,《环球法律评论》2016 年第 3 期,第 150 - 151 页。

[63] William W. Bratton & Michael L. Wachter, A Theory of Preferred Stock, 161 U. Pa. L. Rev. 1815 (2013), p. 1872.

[64] Companies Act 2006, s 735 (3).

用资金,则进入减资情境的判断,需要进一步证明其完成减资程序存在债权人保护方面的障碍,即无力向异议债权人清偿债务或者提供相应担保,进而确实无法完成减资程序。

## (二)可能的裁判选项

法院应当摒弃“全赢或者全输”的裁判思维,结合目标公司的具体财务状况,将部分履行作为可能的裁判选项。当目标公司没有任何合法可用资金支付股份回购款时,构成全部不能履行,法院不应支持投资方的诉讼请求。而如果其拥有一定的可用资金但又不足以支付全部回购款,则仅仅构成部分不能履行。为充分保护投资方的合法权益,提高纠纷解决效率,可以部分地支持投资方的诉讼请求。在合同法中,金钱之债属于典型的可分之债,法院判决目标公司部分履行对赌回购义务,并不存在理论或操作上的障碍。与《九民纪要》第5条第3段对金钱补偿对赌的相关规定类似,以后目标公司有可用资金时,投资方有权根据新的事实另行提起诉讼,要求目标公司履行剩余债务。

类似地,法院还可以裁判由目标公司分期或者延期支付回购款。正如有学者所总结的,“可以基于公司的财务状况,在资本维持的前提下延期或分期支付补偿或回购款,直至满足投资者的履行利益”。<sup>[65]</sup> 美国有学者更是认为,解决优先股回赎承诺可履行性问题的可行途径是双方进行协商,目标公司董事会不再控制公司利润的用途,以及将优先股的清偿利益置于商业计划的首位。<sup>[66]</sup> 对此,也有类似立法例可供借鉴。南非2008年《公司法》第164(17)条规定,如果公司有合理的理由相信,其向异议股东履行股权回购义务将导致在将来的12个月内不能支付到期债务,即可以向法院申请对债务履行进行调整,法院可以结合公司的财务状况作出公平、公正的命令,确保公司在满足其他到期债务的同时,异议股东的债权能够在最早时间内得以实现;换言之,如果公司有合理的理由相信,其向异议股东进行支付后将导致不能清偿到期债务(即损害其清偿能力),则有权(不是有义务)申请法院颁发替代性命令。<sup>[67]</sup>

## 六 结论

目标公司为履行对赌协议而回购股份时,债权人利益保护只是回购义务可履行性的底线约束,应当在不损害债权人利益的前提下,最大限度地确认对赌回购义务的可履行性,以保护投资方的合同期待。股份回购义务是以支付股份回购款为内容的金钱给付之债,其可履行性的实质是回购资金来源问题。如果目标公司履行回购义务将违反债权人保护的强制性规范,则构成法律上的履行不能。哪些资金可供用于支付股份回购款,需要充分遵循合同法有关债务履行的一般规范,并在此基础上结合公司法中的股份回购资金来源限制等特别规范加以判断。在未减资情境中,标的股份转让所得、可分配利润,甚至在更为宽松的债权人保护尺度下,公积金以及其他合法资金,都可用于支付股份回购款。

[65] 潘林:《重新认识“合同”与“公司”:基于“对赌协议”类案的中美比较研究》,《中外法学》2017年第1期,第262页。

[66] William W. Bratton & Michael L. Wachter, A Theory of Preferred Stock, 161 U. Pa. L. Rev. 1815 (2013), p. 1872.

[67] Jacqueline Yeats, Putting Appraisal Rights into Perspective, 25 Stellenbosch L. Rev. 328 (2014), p. 337.

即便目标公司在未减资情境中确无可用资金,仍然可以通过减资释放资金,此时只要能够满足相应的债权人保护要求,即应认定回购义务不存在履行障碍。《九民纪要》未能洞悉股份回购义务的金钱债务实质,也未能把握对赌回购的被动回购特性,不当地将其可履行性与减资程序进行捆绑。这一处理不但存在逻辑错误,而且剥夺了投资方在标的股份处置上的选择空间,极易催生目标公司的机会主义行为。在判定对赌回购义务可履行性的程序规则上,应当由目标公司承担履行不能的举证责任,投资方仅就其反驳主张负担举证责任;法院应当摒弃“全赢或者全输”的裁判思维,结合目标公司的具体财务状况,将部分履行、分期履行以及延期履行作为可能的裁判选项。

《九民纪要》尽管明确了平衡投资方、公司、公司债权人之间的利益冲突的基本立场,但具体规则设计仍然存在明显错漏,可能导致债权人保护原则不当越界,进而沦为公司逃避义务的托辞。这一局面固然系于《公司法》股份回购制度中的法律漏洞,但更与未能充分遵循合同法一般规范以及准确把握公司法有关制度相关。只有透彻理解制度背后的基本原理,合理划定规范适用边界,才能真正妥当而又精准地平衡各方之间的利益冲突。

---

---

[ **Abstract** ] The share repurchase obligation in the valuation adjustment mechanism is a kind of obligation that takes the payment of share repurchase fund as its content, and the essence of the enforceability of the share repurchase obligation is the limitation of fund source of share repurchase. The enforceability of contract should be confirmed to the maximum extent under the precondition of holding the bottom line of creditor protection. If performing the repurchase obligation would cause the target company to violate the mandatory norm of creditor protection, the legal impossibility of performance can be established. The identification of the source of repurchase funds needs to fully comply with the general rules of debt performance under the contract law as well the special norms on share repurchase and other matters under the company law. In the case of non-capital reduction, depending on the explanation of the fund restriction on share repurchase, even the reserve funds and other legitimate funds can be used for repurchase payment in addition to proceeds of transferring share and the distributable profits. In the case of capital reduction, as long as the target company can meet the requirements of creditor protection, there is no performance obstacle. The completion of capital reduction is not the necessary condition of the fulfillment of share repurchase obligation by the target company. The target company should bear the burden of proof for impossibility of performance. The enforceability of the obligation of share repurchase should be determined in light of the company's financial situation, and partial performance, performance by installments and deferred performance should be taken as possible judgment options.

---

---

(责任编辑:姚 佳)