

2022 年第二十届“理律杯”模拟法庭竞赛

答  
辩  
状

答 辩 人：宏达数码科技发展股份有限公司、江勇

被答辩人：千里投资集团有限责任公司

- 第 23 号代表队被告方呈递 -



## 目录

第一部分 当事人信息	1
第二部分 法律适用	2
第三部分 基本事实	3
一、案件基本事实	3
二、案涉协议重要条款	4
三、本案时间线梳理	5
第四部分 程序代理意见	6
第五部分 实体代理意见	6
一、案涉协议不是对赌协议	6
（一）实践中对赌协议边界模糊	6
（二）《九民纪要》关于对赌协议的认定	6
（三）对赌协议的规范构造	7
1. 以估值调整机制为本质属性	7
2. 以解决不确定性、信息不对称和代理成本为目的	7
3. 以谋求双赢退出为核心特征	8
（四）案涉协议不符对赌协议的规范构造	9
1. 不具备估值调整功能	9
2. 未以解决不确定性、代理成本等问题为目的	10
3. 目标不合理，且不能谋求双赢退出	10
二、案涉回购条款无效	12
（一）因违反效力性强制规范而无效	12
1. 《公司法》第91条、142条是效力性强制规范	12
2. 案涉股权回购条款违反了《公司法》第91条、142条之规定	13
（二）因违反公序良俗而无效	14
1. 案涉股权回购条款具有“股债兼有”的属性	14
2. 股债兼有的回购条款违背公序良俗	14
3. 股债兼有的双重身份损害债权人的利益，违背公序良俗	15
三、宏达公司不应履行股权回购义务	16
（一）回购义务无需履行	16
1. 回购条款无效，无需履行	16
2. 挂牌不存在瑕疵，股权回购条款业已清理，无需履行	16
（二）股权回购义务存在履行障碍	18
1. 原则上禁止股权回购是公司法法理的必然要求	18
2. 司法实践坚持减资程序前置	19
3. 宏达公司未完成减资程序，存在履行障碍	20
四、宏达公司不应支付24%的逾期付款利息	21
（一）回购条款无效，无需支付逾期付款利息	21
（二）原告主张的计算方式违反法律规定	21
1. 违背公平原则	21
2. 根据违约金酌减规则，进行调整	22



<b>五、原告律师费诉请无规范依据</b> .....	<b>23</b>
(一) 不属法律有明确规定的案件类型 .....	23
(二) 关于律师费无合同约定 .....	23
(三) 260 万律师费不应由宏达公司承担 .....	23
<b>六、江勇不应承担连带责任</b> .....	<b>24</b>
(一) 主合同回购条款无效或终止，担保责任均归于消灭 .....	24
(二) 合同框架内，江勇亦无须承担担保责任 .....	24
1. 江勇不对股份回购义务承担连带责任 .....	24
2. 未完成减资程序，担保义务履行条件未成就 .....	25
3. 宏达公司不应支付律师费，江勇对此无保证责任 .....	25
(三) 江勇是一般保证人，享有先诉抗辩权 .....	25
1. 保证方式没有约定或者约定不明的为一般保证 .....	25
2. 江勇作为一般保证人，享有先诉抗辩权 .....	25
3. 江勇可以主张先诉抗辩权 .....	26
(四) 保证期间届满，江勇无保证责任 .....	26
<b>第六部分 启示与思考</b> .....	<b>26</b>
一、估值调整功能是对赌协议的本质特征 .....	26
二、对赌协议规范构造应当法定化 .....	26
三、从治疗法转向预防法 .....	27
四、将估值调整型股权回购纳入《公司法》第 142 条的规范之下 .....	27
五、改善法治营商环境，赋能实体经济发展 .....	27
六、在现行立法框架下，应坚持“先减资，再回购”的司法裁判路径 .....	28
<b>第七部分 附件</b> .....	<b>29</b>
附件一：授权委托书 .....	29
附件二：证据目录 .....	30
附件三：实体代理意见中司法案件援引清单 .....	31
附件四：本答辩状副本共十三份 .....	36



## 第一部分 当事人信息

答辩人：宏达数码科技发展股份有限公司 住所地：北京市海淀区  
统一社会信用代码：××××××××××××××  
法定代表人：江勇  
联系电话：1××××××××××

答辩人：江勇 住址：北京市海淀区  
身份证号：××××××××××××××××××  
联系电话：1××××××××××

被答辩人：千里投资集团有限责任公司 住所地：上海市浦东新区  
统一社会信用代码：××××××××××××××  
法定代表人：王彤  
联系电话：1××××××××××

尊敬的审判长、审判员：

根据《中华人民共和国民事诉讼法》第六十一条及《中华人民共和国律师法》第二十五条的规定，第二十三号律师事务所接受本案被告宏达数码科技发展股份有限公司及江勇的委托，指派我们担任被告的一审代理人，参与本案诉讼活动。代理人现就千里投资集团有限责任公司（以下简称“千里公司”）与宏达数码科技发展股份有限公司（以下简称“宏达公司”）及江勇增资纠纷一案，作出如下答辩：

- 一、案涉协议不是对赌协议。
- 二、案涉回购条款违反法律规定，归于无效。
- 三、被告宏达公司无需履行股权回购义务，无需支付逾期付款利息。
- 四、原告千里公司主张的 260 万律师费，无法律依据。
- 五、被告江勇不承担连带支付责任。

根据法律规定，结合本案事实和上述答辩，被告代理人认为，千里公司的诉讼请求缺乏法律和事实依据，请求法院依法驳回原告的全部诉讼请求，并判令原告承担本案全部诉讼费用。代理人现根据本案事实和有关法律规定发布代理意见，供法庭参考。



## 第二部分 法律适用

根据案件事实、溯及力法理原则和赛题规则，被告方将本案应当适用和参照法律法规列明如下，供法庭参考：

表 1 本案适用和参照的法律法规及其他规范性文件

效力级别	法规名称	制定机关	实施日期	本状简称
法律	《中华人民共和国民法典》	全国人民代表大会	2021. 1. 1	《民法典》
	《中华人民共和国公司法》 (2018年修正)	全国人大常委会	2018. 10. 26	《公司法》
	《中华人民共和国民事诉讼法》 (2021年修正)	全国人民代表大会	2022. 1. 1	《民事诉讼法》
	《中华人民共和国律师法》 (2017年修正)	全国人大常委会	2018. 1. 1	《律师法》
司法解释	最高人民法院关于 《中华人民共和国民法典》 有关担保制度的解释	最高人民法院	2021. 1. 1	《担保制度解释》
	最高人民法院关于 《中华人民共和国公司法》 若干问题的规定(三)	最高人民法院	2021. 1. 1	《公司法解释三》
	最高人民法院关于适用 《审理民间借贷案件适用法律 若干问题的规定》的规定	最高人民法院	2021. 1. 1	《民间借贷解释》
	关于向社会公开征求 《关于适用〈中华人民共和国 民法典〉合同编通则部分的解释 (征求意见稿)》意见的说明	最高人民法院	2022. 11. 4	《〈民法典〉合同编通则 (征求意见稿)》
其他规范性文件	《全国法院民商事审判 工作会议纪要》	最高人民法院	2019. 11. 08	《九民纪要》
	《关于为深化新三板改革、设立 北京证券交易所提供司法保障 的若干意见》	最高人民法院	2022. 06. 23	《关于深化新三板 若干意见》
	《国家税务总局关于企业混合 性投资业务企业所得税处理问 题的公告》	国家税务总局	2013. 09. 01	《企业所得税 处理公告》



《非上市公众公司监督管理办法》	中国证券监督管理委员会	2021.11.15	《公众公司监管办法》
《首发业务若干问题解答》	中国证券监督管理委员会	2020.06.10	《首发业务解答》
《非上市公众公司监管指引第 3 号——章程必备条款》	中国证券监督管理委员会	2013.01.04	《公众公司章程必备条款》
《全国中小企业股份转让系统股票挂牌审查业务规则适用指引第 1 号》	全国中小企业股份转让系统有限责任公司	2021.01.01	《挂牌审查指引 1 号》
《全国中小企业股份转让系统股票定向发行业务规则适用指引第 1 号》	全国中小企业股份转让系统有限责任公司	2021.11.15	《定向发行指引 1 号》

## 第三部分 基本事实

### 一、案件基本事实

2014 年，宏达数码科技发展股份有限公司（以下简称“宏达公司”）筹划在全国中小企业股份转让系统（以下简称“新三板”）挂牌，亟需更多投资。2015 年 2 月 22 日，宏达公司与千里投资集团有限责任公司（以下简称“千里公司”）签订《关于宏达数码科技发展股份有限公司增资协议》（以下简称“《增资协议》”）约定千里公司向被宏达公司增资 8000 万元。其中 2000 万元用于新增注册资本，同时取得被投资方新发行的 2000 万股股份，6000 万元按约定缴付，作为资本公积金，但其中 1000 万元附条件支付，即被投资方在协议签订后一年内成功在新三板挂牌，否则该 1000 万元增资款不再支付。

同日，宏达公司、千里公司及江勇三方签订《关于宏达数码科技发展股份有限公司增资协议的补充协议》（以下简称“《补充协议一》”），约定：若被投资方未能在协议签订后一年内成功实现新三板挂牌，投资方有权要求被投资方和保证人按照投资方投资款加上以该款项为基数按年 15%复合回报率计算的款项来回购投资方持有的被投资方全部股份。江勇作为《补充协议一》的保证人，对此承担连带担保责任。上述协议签署完毕当日，千里公司向宏达公司指定账户打款 7000 万元作为增资款。

2015 年 8 月 22 日，签订《补充协议二》，协议约定：宏达公司应于 2016 年年底前完成新三板挂牌，至 2018 年年底的四年内，宏达公司主营业务年净利润应连续达到或超过 1 亿元，否则需按 15%的复合回报率回购股份。

2015 年和 2016 年年净利润均达到一亿元；2017 年净利润则略低于 1 亿元，为 9300 万元；2018 年净利润为 7500 万元。2019 年 4 月 18 日，千里公司收到宏达公司 2018 年审计报告，随后向其发函要求回购股权，与宏达公司就相关事宜产生纠纷，协商未果，诉至法院。



## 二、案涉协议重要条款

为方便合议庭快捷明了地审理案件、了解事实，被告本着客观真实的原则，现将涉及的重要合同条款整理如下：

表 2 案涉重要条款

合同名称	合同内容
《增资协议》	<ol style="list-style-type: none"><li>1. 投资方向被投资方增资人民币本金共 8000 万元。</li><li>2. 2000 万元用于新增注册资本，同时取得被投资方新发行的 2000 万股股份（占全部股份的 10%）</li><li>3. 6000 万元增资按《增资协议》的约定缴付，作为该公司的资本公积金。</li><li>4. 作为资本公积金的 6000 万元中的 1000 万元增资款附条件支付，即被投资方在协议签订后一年内成功在新三板挂牌，否则该 1000 万元增资款不再支付。</li><li>5. 本次以增资方式投资已获得被投资方和被投资方全体股东的授权，被投资方已于本协议签订当日向投资方提交书面股东会决议和董事会决议各一份，并已取得被投资方原有股东放弃本次增资的优先认购权的书面确认书。</li></ol>
《补充协议一》	<p>若被投资方未能在协议签订后一年内成功实现新三板挂牌，投资方有权要求被投资方和保证人按照投资方投资款加上以该款项为基数按年 15%复合回报率计算的款项来回购投资方持有的被投资方全部股份。江勇作为《补充协议一》的保证人，承担连带保证责任担保。</p>
《补充协议二》	<ol style="list-style-type: none"><li>1. 被投资方应于 2016 年年底完成新三板挂牌。</li><li>2. 至 2018 年年底的四年内，被投资方主营业务年净利润应连续达到或超过 1 亿元，并经投资方认可的会计师事务所出具的无保留意见审计报告确认已达到上述年净利润目标，投资方在连续四年收到上述审计报告后，应于 2019 年收到会计师事务所出具的 2018 年度审计报告后的 10 个工作日内支付 1000 万元剩余增资款。</li><li>3. 如被投资方未于 2016 年年底完成新三板挂牌或在任何一年未能实现上述年净利润目标，投资方不再支付 1000 万元剩余增资款，且有权要求被投资方和保证人按照投资方投资款加上以该款项为基数按年 15%复合回报率计算的款项来回购投资方持有的全部被投资方股份。</li><li>4. 上述约定具有溯及既往的效力。</li><li>5. 若宏达公司与江勇逾期支付回购款，则按年利率 24%的标准支付逾期付款利息。</li></ol>



### 三、本案时间线梳理

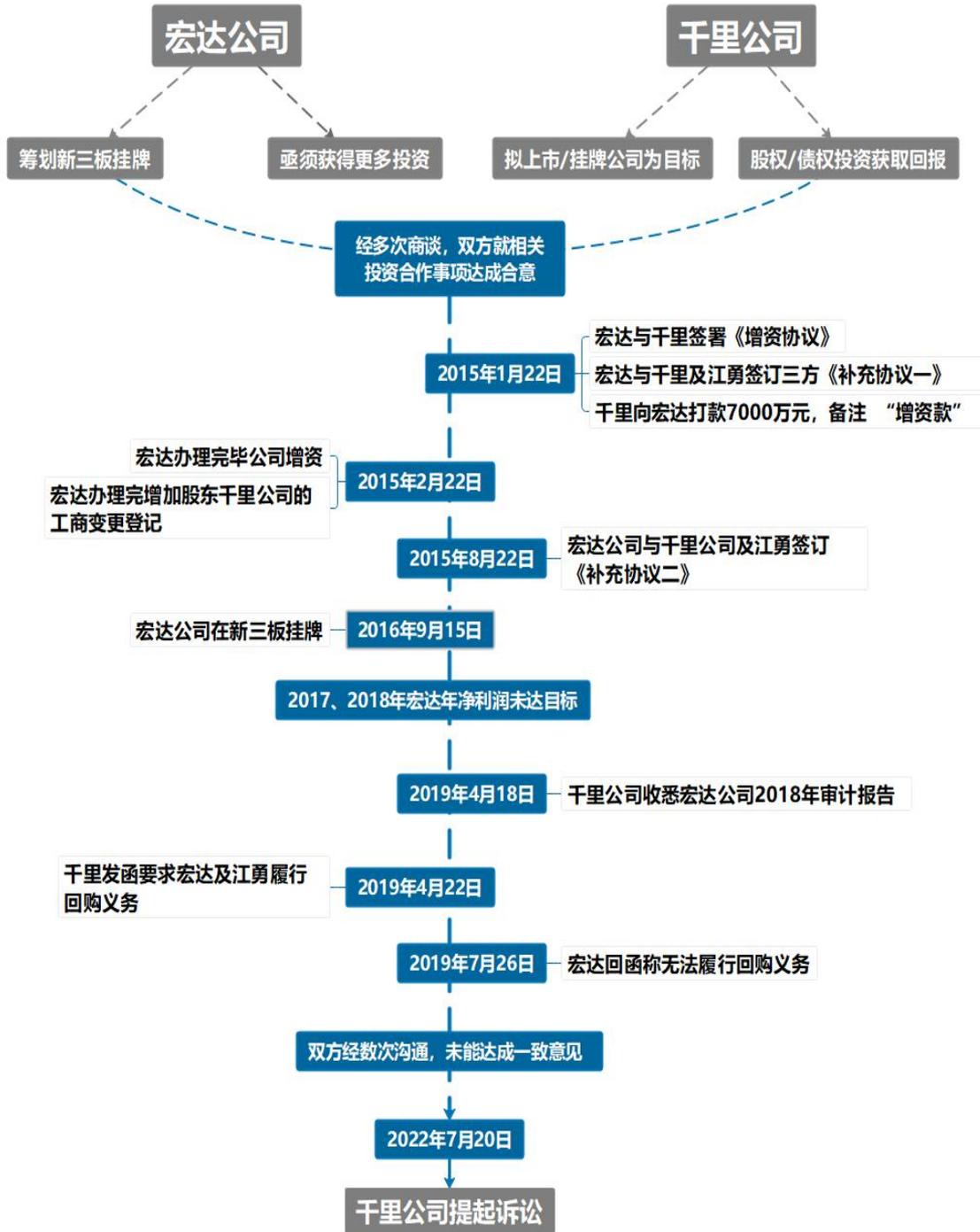


图 1 本案时间线梳理



## 第四部分 程序代理意见

千里公司自始至终是宏达公司股东，宏达公司也认可并尊重其股东身份。千里公司与宏达公司产生任何纠纷，皆为公司内部治理问题。《民事案件案由规定》第 282 项为公司增资纠纷，公司增资是指公司基于筹集资金、扩大经营等目的，依照法定条件和程序增加公司注册资本的行为。本案中千里公司与宏达公司签订《增资协议》，投资方向融资方增资人民币本金共 8000 万元。现今公司股东与公司就增资后相关问题，产生纠纷，诉至法院，因此我方主张案由应为增资纠纷，非合同纠纷等案由。以下我方将主要围绕增资纠纷的解决，展开答辩。

根据《民事诉讼法》第 122 条第 1 款和相关司法解释的有关规定，本案应由北京市第一中级人民法院管辖。

## 第五部分 实体代理意见

### 一、案涉协议不是对赌协议

#### （一）实践中对赌协议边界模糊

实践中俗称的“对赌协议”，又称估值调整机制（Valuation Adjustment Mechanism，简称“VAM”），是企业估值与融投资方持股比例的一种约定。由于人们认识理解的不同，在对赌协议的具体定义上，学术界尚未作出统一明确的界定。实践中，人们大体上将“对赌协议”视为融资活动（特别是 PE/VC 投资）中应对未来不确定性问题所使用的金融条款。对这些条款范围，至少存在三种不同口径的理解：

**其一是最狭义的口径**，“对赌协议”仅指初始投资的作价调整条款。即针对股权估值困难，双方约定以特定时间后公司实现的业绩作为标准，或者对超额投入的投资者给予补偿，或者要求投入不足的投资者增加出资。这种口径的对赌协议最符合“估值调整机制”的本义。**其二是中等口径的解读**，“对赌协议”包括前述的初始投资作价补偿条款以及投资者退出时的股份（股权）回购条款，后者通常发生在被投资企业未能成功实现 IPO 上市的情形下。严格来说，将退出阶段的股权回购解释为“估值调整”是比较勉强的，因此时实为 PE 投资之终止，并无对投资作价进行估值调整之义。<sup>1</sup>**其三是最广义的口径**，将“对赌协议”含糊地表述为投资方与融资方就“未来不确定的情形”所作的约定，根据未来企业的实际盈利能力，由投资者或者融资者获得一定的权利作为补偿。就此含义而言，无异于将对赌协议扩大解释至可以视为 PE/VC 投资合同的代名词，显然背离估值调整机制的初衷。

#### （二）《九民纪要》关于对赌协议的认定

最高人民法院在 2019 年 11 月 14 日公布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民纪要》）中这样描述对赌协议：“实践中俗称的‘对赌协议’，又称估值调整协议，是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议。”<sup>2</sup>这是我国司法机关首次对对赌协议作出的概念性描述，其用

<sup>1</sup> 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”场景分析》，载《法学研究》2020 年第 2 期。

<sup>2</sup> 《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 5 条。



词精炼，抓住核心本质，同时对对赌协议的不同称谓、适用主体和范围、作用、估值调整方式等进行了全面的描述，对准确认定对赌协议的概念和范围具有重要意义。

而在《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》中，最高法则进一步界定了与目标公司对赌的内涵：“所谓与目标公司‘对赌’，指的是投资方与目标公司签订的协议约定，目标公司从投资方融资，投资方成为目标公司的股东，当目标公司在约定期限内实现双方预设的目标时，由投资方给予目标公司奖励；相反，由目标公司按照事先约定的方式回购投资方的股权或者/同时向投资方承担金钱补偿义务”。<sup>3</sup>

《九民纪要》虽然不是司法解释，不能作为裁判依据，但是对统一各级法院裁判思路，规范法官自由裁量权，增强民商事审判的公开性、透明度以及可预期性，提高司法公信力具有重要意义，自此对赌协议在全国司法层面有了较为统一的裁判标准。<sup>4</sup>

综上，投融资双方（特别是直接与目标公司）签订的含有回购条款等特殊设计的股权投资协议，能否纳入对赌协议之框架，需以是否旨在解决目标公司未来发展的不确定性、信息不对称及代理成本等问题，设置相关条款，满足调整机制这一本质特征为评估标准。因此，以下将围绕《九民纪要》关于对赌协议的概念描述展开，具体分析其规范构造。

### （三）对赌协议的规范构造

#### 1. 以估值调整机制为本质属性

估值调整协定是投融资双方因对融资企业估值不确定而产生的一种调整机制，**本意即当目标公司的价值与投资方入股之时存在重大偏差时，交易各方对估值进行调整并以现金或股权分配等形式在各方之间进行重新调整或分配。**其基本内核为：如企业未来获利能力达到业绩增长指标，由融资方行使估值调整的权利，以弥补其因企业价值被低估而遭受的损失；否则，由投资方行使估值调整权利，以补偿其因企业价值被高估而遭受的损失。<sup>5</sup>

在估值调整过程中，一方面，为尽可能消除投资双方的信息不对称，激励融资方缓解代理成本问题，将交易双方不能达成一致的不确定性事件暂时搁置，留待该不确定性消失后双方再重新结算。<sup>6</sup>另一方面，弥合投资交易双方预期差异，提高交易达成效率，并尽可能实现双方利益平衡。融资方作为“卖方”往往偏向激进，对公司未来盈利能力过于乐观，而投资人作为“买方”则相对保守。估值调整机制下，以相关市盈率公式对照目标公司未来实际实现的盈利状况回溯计算调整当初的投资价格，并就实际发生的投资金额或投资持有的股份数进行多退少补。相当于当初基于预期的投资作价根据事后的实际经营业绩进行调整，弥合了投资交易双方心态差异，提高交易达成效率，并尽可能实现双方利益平衡，以期实现双赢。同时，通过估值调整权利义务的设置，帮助投资方控制和锁定投资风险，解决融资公司资金短缺，并有效约束和激励融资公司改善经营管理。

#### 2. 以解决不确定性、信息不对称和代理成本为目的

从《九民纪要》的解读来看，对赌协议作用在于解决融资中的三个核心问题：企业未来发展的不确定性、投融资双方的信息不对称和代理成本问题，最终目的是促成股权投资融资双方达成合作。以下将围绕对赌协议对上述三个核心问题的解决机制展开具体论述。

##### （1）不确定性

不确定性是指经济行为人面临的直接或间接影响经济活动的外生和内生因无法准确地加以观察、分析和预见；不确定性经济学研究的是在不确定性条件下稀缺资源的配置问题<sup>7</sup>。

<sup>3</sup> 最高人民法院民事审判第二庭：《〈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 115 页。

<sup>4</sup> 参见叶军莉，郭晓明：《对赌协议在实践中的裁判观点及案例观察》，载《北大法宝》2022 年 10 月。

<sup>5</sup> 参见管洲：《价值调整协议的市场博弈——资本对赌》，载《特区经济》2008 年第 1 期。

<sup>6</sup> 参见周美宏：《企业经营中“估值调整机制”的适用及效力性研究》，载《大陆桥视野》2021 年第 1 期。

<sup>7</sup> “20 世纪现代科学的发展推翻了具有拉普拉斯决定论思想的经典物理学范式为不确定性经济理论的形成



具体到股权投资领域，不确定性系指协议所“对赌”标的未来的不确定性，即企业未来的业绩不确定、企业能否上市不确定、企业的其他条件不确定。对赌协议产生的根本原因是企业未来盈利能力的确定性，目的是为了尽可能地实现投资交易的合理和公平。它既是投资方利益的保护伞，又对融资方起着一定激励作用。作为投资方为了获得投资利益，而作为融资方则为获取资金谋求企业发展。

### (2) 信息不对称

信息不对称<sup>8</sup>即市场交易中，当市场的一方无法观测和监督另一方的行为或无法获知另一方行动的完全信息，亦或观测监督成本高昂时交易双方掌握的信息所处的不对称状态。<sup>9</sup>

私募股权投资中信息不对称的普遍存在与加倍放大，容易造成股权估值价格扭曲、估值困难，从而造成股权投融资交易困难。事前，投资方很难及时、全面地了解被投资企业的真实资产和盈利状况，以及未来的盈利能力；事后，投资方也很难有效监督企业经营者的实际经营行为，无法确保投资收益的实现。因此，投资方与融资方之间的代理问题就不可避免地存在，为化解代理问题所导致的投资风险，私募股权投资基金创设了对赌协议这一创新性金融制度安排，以有效应对被投资企业估值调整和经营激励的需要。

### (3) 代理成本

代理成本系指因代理问题所产生的损失，及为了解决代理问题所发生的成本。代理成本有监督成本、约束成本、剩余损失。<sup>10</sup>

“对赌协议”中的投资者与融资者也不例外。经营者与投资方之间利益分野的客观存在，极易导致前者为了实现自身利益最大化而不惜损害后者的利益。因此，为了预防和惩治代理人的不当行为，委托人有必要采取“胡萝卜与大棒”政策：订立有关契约（在本文即为《对赌协议》）一方面对其代理人进行激励，力求实现激励相容。另一方面对代理的过程和结果实行监督或惩治，使得代理人的行为符合委托人的效用函数。<sup>11</sup>

综上，代理成本问题，是指投资方与融资方利益不完全一致，造成投资方与融资方监督、信任等代理成本问题。对赌协议通过明确具体的业绩目标等对赌标的约定，将投融资双方的利益目标一致化，同时给予公司经理者一定的目标压力或激励，从而解决代理成本问题。

## 3. 以谋求双赢退出为核心特征

从《九民纪要》的概念性描述及近年我国资本市场中发生的对赌协议实际运作来看，其通常具有以下显著特征：

一方面，协议签订时即以谋求上市退出作为理想退出方式。对于投资方来说，对赌协议只是其整体“赌局”的一环，在此之前，他们先要寻找合适的投资对象，并帮助被投资企业完成股权重组，然后通过包括对赌协议在内的一系列措施以刺激企业业绩迅速提升，最后还要完成以上市为目标的一系列资本运作，以提升被投资企业重估的价值，并快速实现自身

---

与发展奠定了坚实的基础。奈特和凯恩斯同时于 1921 年各自分别出版了《风险、不确定性和利润》和《概率论》为真正意义上的不确定性经济学的建立提供了一个支点。企业可以基于一种先验的计算或由过去的经验为支撑进行统计推断以此来决定各类可能结果的分布。近几十年来不确定性作为可度量的和不可度量的两种变体的复合一直是现代宏观经济理论关注的一个焦点”。

参见汪浩瀚：《现代不确定性经济理论的比较研究\_凯恩斯与奈特》，载《经济评论》2005 年第 1 期。

<sup>8</sup> 该理论由三位美国经济学家——约瑟夫·斯蒂格利茨、乔治·阿克洛夫和迈克尔·斯彭斯提出，并荣获 2001 年度诺贝尔经济学奖。

<sup>9</sup> 参见刘向荣：《信息不对称理论及其意义——对 2001 年度诺贝尔经济学奖的评介》，载《新疆社科论坛》2002 年第 1 期。

<sup>10</sup> 由于信息不对称，股东不知道经理人是在为实现股东收益最大化而努力工作，还是只为满足平稳的投资收益率以及缓慢增长的财务指标；股东也无法监督经理人到底是否将资金用于有益的投资，还是用于能够给他本人带来个人福利的活动，用于解决这些代理问题而发生的成本就叫代理成本。

<sup>11</sup> 参见胡涛、查元桑：《委托代理理论及其新的发展方向之一》，载《财经理论与实践》2002 年第 120 期。



的投资获利。<sup>12</sup>另一方面，追求双赢。对赌协议作为私募股权投资领域的一种投资方与融资方之间关于企业价值与双方持股比例的或然性安排，追求的共同目标是企业价值蛋糕的放大与成长，主要理想退出方式为目标公司价值增长后谋求上市退出，而非零和博弈的赌博性质的“你输我赢”的非此即彼的泾渭分明的不存在价值增长的赌局。

#### 4. 小结

目前，我国立法层面尚未将对赌协议的本质以及合法化标准予以明确，实践中普遍存在着脱离估值调整机制的本质，将对赌协议的概念进行扩大化解释，含糊地表述为投资方与融资方就“未来不确定的情形”所作的约定。但 2019 年《九民纪要》的出台，为对赌协议作出了较为完善的裁判指引。

故而，在其已就对赌协议作出概念性描述的情形下，对实践中诸多冠以对赌协议之名，但脱离估值调整机制之核心特征而作泛化解释的协议，是否能认定为对赌协议，需要法院参照《九民纪要》对其内容进行实质性审查，而非简单地一概认定。故而，以下将围绕《九民纪要》关于对赌协议的概念描述，分析其规范构造。

### （四）案涉协议不符对赌协议的规范构造

#### 1. 不具备估值调整功能

如前文所述，估值调整的本质是当目标公司的价值与投资方入股之时存在重大偏差时，交易各方对估值进行调整并以现金或股权分配等形式在各方之间进行重新调整或分配，即通俗意义理解上的“多退少补”。将目标公司的估值回溯性的调整，使其符合其实际的价值。

如 2002 年摩根士丹利与蒙牛签订的对赌协议，及 2003 年与永乐签订的对赌协议，均体现了多退少补的估值调整机制的题中之义。特别地，在与永乐电器的对赌中，区间式地对业绩目标的不同完成情形进行分段计算，更为契合调整的精神内核，毕竟价值出现偏差时，估值调整机制需进行的应当是重新调整分配，而非将整个交易推翻重来。

表 3 估值调整机制具体体现

投资方	融资方	对赌标的	估值调整	
			达成结果	未达成结果
摩根士丹利	蒙牛乳业	从 2003 年到 2006 年，蒙牛乳业的复合年增长率不低于 50%	摩根士丹利等机构拿出自己的相应股份奖励蒙牛管理层	公司管理层将输给摩根士丹利约 6000 万-7000 万股的公司股份
摩根士丹利	永乐电器	如永乐 2007 年净利润高于 7.5 亿元	摩根士丹利向管理层割让 4697 万股	
		如利润为 6.75-7.5 亿元	无需调整	
		如净利润为 6-6.75 亿元	管理层向摩根士丹利割让 4697 万股	
		如利润低于 6 亿元	管理层需割让 9395 万股 约占永乐上市后总股本的 4.1%	
旷达新能源投资有限公司	新疆旷达国光光伏农牧发展有限公司	未来三年利润分别达到或超过 1500 万元、1700 万元、2000 万元人民币	合资公司履行考核奖励	以未能完成盈利金额的 51%将相应股权以 0 对价转让给旷达公司

<sup>12</sup> 参见汤谷良，刘辉：《机构投资者“对赌协议”的治理效应与财务启示》，载《财务与会计》2006 年第 10 期。



本案中，首先，对赌标的“先挂牌对赌，后业绩对赌，无上市对赌”违背一般商业逻辑。即先约定新三板挂牌要求后，又将连续四年主营业务净利润不得低于 1 亿元同时作为对赌交款触发机制。先挂牌后业绩。通常而言，投资方设定业绩标准是为促使融资方达标后成功上市，以便实现 IPO 退出。本案中，在目标公司已挂牌情况下，业绩要求对于投资方的退出并无过多影响，对投资方投资收益并无裨益，显然违背了一般对赌协议的商业逻辑。其次，对赌标的设定过高，不合理。对赌协议的出发点是为了双赢与合作，投融资双方都希望对赌目标能够实现。因此，一个“合适”的目标尤为重要。双方当事人在设置对赌目标时会进行大量的准备工作以期最大可能地找到“合适”的对赌目标。但在本案中，合同约定的“连续四年净利润达到一个亿”的目标远高于同时期同类型企业的一般经营状况及盈利水平，对融资方而言几乎不具现实可履行性。再次，不具备融资方达成目标后的调整激励功能。在对赌标的明显超高的情形下，仍未设置融资方达成目标的激励性调整条款。不符合《九民纪要》理解与适用中表明：当目标公司在约定期限内实现双方预设的目标时，由投资方给予目标公司奖励之与公司对赌的含义。<sup>13</sup>最后，未切实体现对投资方的估值调整作用。本案中，回购触发机制“一刀切”式固定为主营业务净利润未达一亿，则需按照“投资本金+以投资款为基数按 15%的复合回报率计算的溢价款”这一回购条款约定固定值回购千里公司持有的宏达公司全部股份，使其完全脱离宏达公司经营情况。<sup>14</sup>具体来说，无论宏达公司主营业务净利润为亏损状态，抑或无限趋近 1 亿都会面临同样的回购义务。换言之，即背离了估值调整之文义解释，当估值出现误差时，用推翻式的全部回购替代了结合实际经营情况的调整，未能真正实现调整功能。

## 2. 未以解决不确定性、代理成本等问题为目的

一般业绩对赌，经投融资双方协商确定合理的业绩增长幅度，或将其设为重复博弈结构，降低当事人在博弈中的不确定性。通常情况下，对赌协议会有类似“每相差 100 万元利润，PE(这里指市盈率，即股权价格)下降一倍”的条款。此外，设置“对赌协议”条款重要目的是给目标企业带来激励效应，以解决代理成本问题，但本案不合理的业绩目标对公司发展无异于“拔苗助长”，且缺乏正向激励，难以真正解决代理成本问题。

对于风险投资人，他们更加关注的是短期效益和自身安全撤退，一般对赌协议投资方所持目标公司的股份比例较小，因为其目的在于通过短期化投资通过上市退出从而获得投资收益而非参与公司实际经营来获得投资收益。但在本案中，千里公司持股比例高达 10%，享有公司法规定的几乎所有股东权利。从这点来看，案涉协议也不符合于对赌协议的逻辑。

## 3. 目标不合理，且不能谋求双赢退出

在正常的对赌协议之中，投融资公司设置的估值调整协议的目的是实现投资公司和融资公司的双赢。投资公司的退出机制分为对赌成功和对赌失败的双重路径。本案中，一方面，对赌成功后的退出路径难以实现：由于新三板的流动性差，鲜见对赌协议将挂牌作为对赌目标，因为全国股转系统的流动性和换手率低，股份转售的退出机制不畅通。2022 年 10 月 10 日至 2022 年 10 月 16 日，新三板市场整体平均周换手率 0.29%，创新层平均周换手率 0.18%，基础层平均周换手率 0.45%。新三板市场成交总量仅为 1.30 亿股。<sup>15</sup>由此可见，其正常退出困难且收益情况不合风投惯例。另一方面，其失败后的退出方式同样难以实现且无法体现估

<sup>13</sup> 最高人民法院民事审判第二庭：《〈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 115 页。

<sup>14</sup> 江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司、潘云虎等请求公司收购股份纠纷再审案，(2019)苏民再 62 号。

<sup>15</sup> 《新三板周报 20221010-20221016》，载金长川资本 2022 年 10 月 16 日，<https://mp.weixin.qq.com/s/AWLYDWJIXmOZGwyQA56nPw>。



值调整功能，不论是未经减资即要求公司回购，<sup>16</sup>还是以非金融机构确主张以复合回报率计算款项角度，<sup>17</sup>均不为司法裁判所认可，面临重重困难，难以退出。

### （1）正常退出方式——上市或市盈率估值

估值调整协议一般都会约定在主板上市，上市成功后，股票升值，投资公司在证券市场抛售股票，实现功成身退；对赌失败后股份回购。回购价款一般由市盈率确定。市盈率(Price Earnings Ratio, 简称 P/E 或 PER)，也称“本益比”、“股价收益比率”或“市价盈利比率(简称市盈率)”。市盈率<sup>18</sup>是指股票价格除以每股收益(每股收益, EPS)的比率，或以公司市值除以年度股东应占溢利。<sup>19</sup>

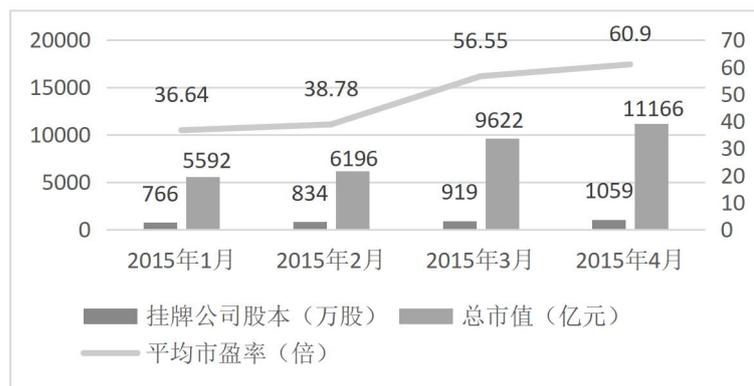
退出机制条款一般约定：如被投资企业未能在某一时间公开发行人股票并上市，投资人可要求被投资企业或股东按照一定收益率回购全部或部分股份。投资公司在解决目标公司未来不确定时在案涉协议中，一般会设置如此的保底条款。传统行业的估值调整方法是通过双方协商一致的市盈率倍率，通过目标公司对未来一定时间段的经营业绩进行预估——由融资企业做出业绩承诺。业绩承诺越高，公司总市值越大，投资人认购的股票价格越低。

### （2）千里公司退出方式——背离估值固定回购

千里公司采取股份回购的退出方式。案件事实表明，千里公司主要以拟上市或新三板挂牌公司为目标公司进行风险投资，也说明在其以往的投资经验中，是通过目标公司上市后或者挂牌公司转板后，转让股权。未挂牌公司根本不在千里公司的主要投资对象范围之内。

融资公司所做的业绩承诺为每年一个亿净利润。假设市盈率为 x 倍。千里公司投资 8000 万，获得宏达公司 10% 的股份，依据上述市盈率计算公式（市盈率=股价÷每股收益），得出双方约定的市盈率倍率为 8 倍。该市盈率明显过低，华工案中对于传统工业的扬州锻压公司双方约定的市盈率也为 10.12 倍 PE 估值。宏达公司作为从事信息技术研发生产的高科技公司。自 2016 年至今，A 股信息技术行业平均市盈率达 57.6。按照经验判断，对于正常盈利的公司，净利润保持不变的情况下，给予 10 倍的市盈率的比较合适，因为 10 倍的倒数  $1/10=10\%$ ，刚好对应一般投资者要求的股权投资回报率或者长期股票投资报酬率。华工案正是采信此种经验逻辑，确定了 10.12 倍市盈率。在千里公司和宏达公司签订增资协议的 2015 年上半年，依据全国中小企业股份转让系统披露以及投中集团旗下数据产品 CVsource 统计，<sup>20</sup>新三板整体市场平均市盈率在 36.64 倍至 60.90 倍之间。

表 4 2015 年 1-4 月新三板市场统计概况



<sup>16</sup> 北京银海通投资中心、新疆西龙土工新材料股份有限公司股权转让纠纷案，（2020）最高法民申 2957 号。

<sup>17</sup> 佳利鸿公司与北海渔业公司金融借款合同纠纷一案，（2019）最高法民申 2412 号。

<sup>18</sup> 市盈率公式有两个，分别是：“市盈率=总市值/净利润”和“市盈率=股价/每股收益”。

<sup>19</sup> 《三分钟看懂新三板市盈率》，载昆山网约车 2018 年 8 月 9 日，<https://mp.weixin.qq.com/s/5LSzrhzLPUGYDduU1LW4EA>。

<sup>20</sup> 《你知道新三板平均市盈率是多少倍吗》，载永安信财富 2015 年 6 月 3 日，[https://mp.weixin.qq.com/s/PIN\\_pAduYBYQSmplw5hVA](https://mp.weixin.qq.com/s/PIN_pAduYBYQSmplw5hVA)。



具状日（2022 年 11 月 3 日）通过中证指数查询到的 I 类行业（信息传输、软件和信息技术服务）的年平均静态市盈率为 34.41，年平均滚动市盈率为 33。宏达公司所属的软件和信息技术服务行业的静态市盈率为 50.07，滚动市盈率为 48.06。<sup>21</sup>

表 5 2022 年 11 月 3 日 I 类行业市盈率

行业代码	行业名称	最新静态市盈率	最近一个月平均静态市盈率	最近三个月平均静态市盈率	最近六个月平均静态市盈率	最近一年平均静态市盈率
I	信息传输、软件和信息技术服务业	34.91	32.15	32.32	31.94	34.41
64	互联网和相关服务	26.39	25.35	26.75	27.15	23.99
65	软件和信息技术服务业	49.8	45.18	45.29	44.54	50.07

本案中千里公司以 8 倍市盈率倍率买进宏达公司 2000 万股份，不仅远低于信息技术行业和新三板整体市场市盈率的平均倍数，而且不足普通行业的正常经验逻辑。千里公司以罔顾投资市行业惯例，对宏达公司进行估值，且以该估值为基础买入股份，不能体现业绩约定的估值功能。按照市场规律，2016 年的新三板平均市盈率取 40 倍的中间值，挂牌时，宏达公司的业绩为净利润为为一亿元。根据公式估算 2016 年宏达公司市值为 40 亿，每股收益 0.5 元，股价应为 20 元。因此在签订估值调整协议时，千里公司本应增资 4 亿元，方能体现该业绩目标的估值功能。

#### 4. 小结

综上所述，基于“内存于任何法律中的原则是：同类事物同等处遇”<sup>22</sup>，《九民纪要》开篇即释明“对赌协议”的定义，当面对实践中各类名为“对赌协议”，实则并未体现估值调整功能时，人们可能很容易陷入定性思维定式，直接将其视为对赌协议。但当这个协议与典型意义的“对赌协议”并不一致时，其所产生的法律效果也不一致。

因此，司法裁判者在面对一个不真正“对赌协议”时，应当重新审查其合法性，而非依照《九民纪要》的裁判思路一概认定为有效。

## 二、案涉回购条款无效

《民法典》第 153 条“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效。但是，该强制性规定不导致该民事法律行为无效的除外。违背公序良俗民事法律行为无效。”，该条规定了合同无效的事由。本案不存在《增资协议》整体无效事由，但案涉回购条款（即《补充协议》中约定的回购义务触发条款、履行条款及逾期付款利息条款）则应违反效力性强制规范，违反公序良俗而无效。

### （一）因违反效力性强制规范而无效

#### 1. 《公司法》第 91 条、142 条是效力性强制规范

公司法规以私法规范为主体。私法规范中的强制性规范旨在捍卫公司法核心价值观，维护公序良俗，保护交易安全，预防公司内部法律风险外溢并殃及第三人，因此属于令行禁

<sup>21</sup> 数据来源：“中证指数”2022 年 11 月 2 日，<https://www.csindex.com.cn/mobile-web/#/dataService>。

<sup>22</sup> 参见卡尔·拉伦茨：《法学方法论》，商务印书馆 2003 年版，第 252 页。



止的效力性规范。为达成规范目的，与该等规范抵触的民事法律行为一概无效，除非法律另有特别规定。

鉴于公司资本是公司债权人获得清偿的总体财产担保，资本维持原则框架下《公司法》第 35 条、91 条禁止股东在公司成立后抽逃出资、第 142 条对股份公司持有自己股份的限制均旨在落实资本维持原则，保护公司外部债权人利益，应属效力性规范。与之相抵触的条款，均属无效<sup>23</sup>。

## 2. 案涉股权回购条款违反了《公司法》第 91 条、142 条之规定

### (1) 违反了《公司法》第 91 条之规定

从民事责任来看，《公司法解释三》充实了股东出资义务和抽逃出资责任的可诉性、可裁性和可执行性：第 12 条列举了股东抽逃出资的四大情形，兜底条款“其他未经法定程序将出资抽回的行为”，第 14 条既明确了抽逃出资股东在抽逃出资本息范围内对公司承担的返还抽逃资本责任和对公司债权人承担的公司债务不能清偿部分的补充赔偿责任，也确立了协助抽逃出资的其他股东、董事、高管或实控人对此承担的连带责任。

就行政责任而言，《公司法》第 200 条规定了抽逃出资的行政处罚。全国人大常委会 2014 年 4 月 24 日通过的《关于刑法第 158 条、第 159 条的解释》将抽逃出资罪排除于依法实行注册资本认缴登记制的公司，但该罪依然适用于实行注册资本实缴登记制的公司。

上述立法和司法解释多次重申禁止股东抽逃出资旨在宣示效力性规范的刚性品格，因此《公司法》第 35 条禁止股东在公司成立后抽逃出资的规定为效力性规范。<sup>24</sup>《公司法》第 91 条规定：发起人、认股人缴纳股款或者交付抵做股款的出资后，除非按期募足股份、发起人未按期召开创立大会决议不设立公司的情形外，不得抽回其股本。该条款是股东不得抽逃出资在股份有限公司的体现。其中 35 条中所述的“出资”即为 91 条所述的“股本”。

第 35 条规定股东不得抽逃出资的时间是从“公司成立后”起，而 91 条则进一步约定“出资后”除法定例外情形不得抽回其股本。因此，91 条的规定比 35 条更为严苛，是效力性规范案涉股权回购条款，不属于法定回购情形，若履行回购，即构成未经法定程序将股本抽回。

综上，本案案涉条款违反了《公司法》第 91 条禁止股东抽逃出资的效力性规范，合同无效<sup>25</sup>。

### (2) 违反了《公司法》第 142 条之规定

第 142 条原则禁止公司回购股权（股份）的规定为效力性规范。为夯实公司资本基础、落实资本维持原则、保护公司债权人、防范金融风险，我国《公司法》原则禁止、例外允许回购股份的态度一以贯之。

就股份公司而言，《公司法》第 142 条第一款禁止公司收购本公司股份，除非有下列六种情形之一：减少公司注册资本；与持股本公司的其他公司合并；将股份用于员工持股计划或股权激励；股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份；将股份用于转换上市公司发行的可转债；上市公司为维护公司价值及股东权益所必需。

公司回购股权（股份）仅是例外规则，而非常态原则。在本案中，千里公司请求回购不属于法定例外情形。案涉协议违反了《公司法》禁止公司回购股权（股份）的效力性规范，应属无效。

<sup>23</sup> 参见刘俊海：《基于公司理性自治的公司法规范重塑》，载《法学评论》2021 年第 5 期。

<sup>24</sup> 参见刘俊海：《目标公司对赌条款无效的法理证成》，载《河北法学》2022 年第 4 期。

<sup>25</sup> 深圳市广华创新投资企业、大连财神岛集团有限公司请求公司收购股份纠纷再审民事判决书，（2020）最高法民再 350 号。



## （二）因违反公序良俗而无效

### 1. 案涉股权回购条款具有“股债兼有”的属性

首先，根据国家税务总局发布的《企业所得税处理公告》，“企业混合性投资业务，是指兼具权益和债权双重特性的投资业务。同时符合下列条件的混合性投资业务，按本公告进行企业所得税处理”。“混合性投资是指兼有权益性投资和债权性投资双重特征的投资”<sup>26</sup>。权益性投资通过股息收入取得回报，债权性投资通过利息收入取得回报。由此，案涉协议属兼具具有股权与债权性质的投资业务，属混合型投资。在这种混合性投资业务中，应当严格按照《企业所得税处理公告》相关规定，认定投资者在对赌协议中的权利。只有在严格满足《企业所得税处理公告》规定的五个条件的情况才会是债权。<sup>27</sup>

其次，从投资结构的角度观察股权投资、债权投资的投资要素构成和配置。**第一，投资返还。**股权投资中，不按法律或合同规定退出即构成抽逃出资；债权投资的基本属性为无条件返还。**第二，投资收益。**股权投资的投资收益分配完全取决于公司的盈余结果；债权投资的收益依据合同约定。**第三，投资权利。**股权投资的投资人的身份是股东，其享有法定权利；债权投资人享有的只是公司外部关系中的债权，不享有公司内部、参与公司事务或决定公司事务的任何管理权。**第四，投资风险。**股权投资是典型的投资风险，投资人需无条件承担投资失败的风险；债权投资是不承担风险的投资，对公司经营亏损不负分担的义务。<sup>28</sup>

根据上述分析，案涉条款是介乎于两者之间具有“股债融合”特征的混合性投资。在投资收益上，千里公司不仅享有资产收益，可还收取依据合同约定的股份回购价款及逾期利息。在投资权利上，千里公司享有普通股股东的权利，有权参与目标公司决策与日常经营管理，但亦可放弃某些权利。在投资风险上，千里公司只承担类似债权人的风险，即目标公司无力履行股权回购承诺的风险。因此，相对于股权投资和债权投资，案涉条款是一种兼有股权和债权的混合性投资。

**综上所述**，案涉条款的法律属性不能用非此即彼的股债二分法定性，而是属于股债融合的混合性、复合型金融投资工具，具有股债兼有的属性。

### 2. 股债兼有的回购条款违背公序良俗

我国《民法典》第8条明文规定：“民事主体从事民事活动，不得违反法律，不得违背公序良俗”，法律行为的内容及目的不得违反社会的公共秩序或善良风俗，即“人不可通过其法律行为降低为保护公共利益而实施的法律的重要性，任何降低此类法律的重要性的行为都是绝对无效的”。<sup>29</sup>

#### （1）不利于维护金融安全与市场秩序

特殊投资条款是指某些投资协议中的特殊规定，不常见于一般的投资协议中。根据《挂牌公司股票发行常见问题解答（三）——募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资》（以下简称“《股票发行解答（三）》”）及《挂牌审查指引1号》，例如发行公司与投资方签订的协议中约定的业绩承诺及补偿、股份回购、反稀释等关乎投资者特殊权利安排的条款就属特殊投资条款。由此，案涉股份回购条款属特殊投资条款。

据最高人民法院发布的《关于深化新三板若干意见》及新三板发布的《挂牌审查指引1号》《定向发行指引1号》等系列文件等，均对发行人在上市或挂牌前后约定特殊投资条款

<sup>26</sup> 参见刘玉平：《资产评估原理》，高等教育出版社2015年版。

<sup>27</sup> 《企业所得税处理公告》第1条：（一）被投资企业接受投资后，需要按投资合同或协议约定的利率定期支付利息（或定期支付保底利息、固定利润、固定股息，下同）；（二）有明确的投资期限或特定的投资条件，并在投资期满或者满足特定投资条件后，被投资企业需要赎回投资或偿还本金；（三）投资企业对被投资企业净资产不拥有所有权；（四）投资企业不具有选举权和被选举权；（五）投资企业不参与被投资企业日常生产经营活动。

<sup>28</sup> 参见赵旭东：《“第三种投资”：对赌协议路在何方？》，载《东方法学》2022年第4期。

<sup>29</sup> 参见杜万华：《〈最高人民法院民间借贷司法解释〉理解与适用》，人民法院出版社2015年版。



持否定态度。最高人民法院认为，投资方利用优势地位与上市公司及其控股股东、实际控制人或者主要股东订立的“定增保底”性质条款，因其赋予投资方优越于其他同种类股东的保证收益特殊权利，变相推高了中小企业融资成本，违反了证券法公平原则和相关监管规定<sup>30</sup>。

据此，监管机关对于该种特殊投资条款秉承着一脉相通的态度——禁止约定。缘即特殊投资条款不确定法律属性违背了证监会颁布的《公众公司监管办法》的立法目的，即维护社会公共利益<sup>31</sup>，保障公众公司的股权清晰、股权结构稳定，保障公司持续盈利能力<sup>32</sup>。从内部方面，当该种投资协议特定时点的股份回购条款被触发时，会发生公司回购股权的情况，严重影响发行人持续经营能力或者其他投资者权益，影响公司的股权稳定与经营业绩，导致公司股权变动与控制权变化，使得公司经营偿债能力下降；从外部方面，不仅影响金融监管机构对金融市场的统一管理，也将损害众多社会不特定公众的利益甚至是社会公共利益，存在影响金融安全和金融市场秩序的潜在风险。

## （2）违反经济公序

最早将公共秩序和善良风俗并成为“公共秩序”的是法国。法国学者将公序分为古典政治公序和现代经济公序。古典政治公序包括宪法规定关于国家利益的公序、关于家族利益的公序以及关于道德的公序。而经济公序则是为了调整契约当事人的契约关系对经济自由进行适当限制的公序，其表现形态是国家介入个人间的契约关系。经济公序分为指导的公序和保护公序<sup>33</sup>，即“以贯彻一定的国家经济政策为目的，将个人契约有条件地纳入国家的宏观经济政策之内，典型的如对价格进行规制，以及为了对劳动者、消费者、高利贷债务人进行保护的秩序”<sup>34</sup>。类似于维护市场秩序、保护公平竞争、保障营商投资环境等，都属于经济公序的范畴。

此外，根据《九民纪要》第 31 条规定：违反规章一般情况下不影响合同效力，但该规章的内容涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的，应当认定合同无效。该条款意即金融安全、市场秩序、国家宏观政策等为公序良俗。由此，本案中，案涉条款造成的金融监管风险、市场秩序乱象及社会公共利益危害，违反经济公序，违背公序良俗。

## 3. 股债兼有的双重身份损害债权人的利益，违背公序良俗

### （1）千里公司在对赌中具有双重身份

根据上文所述，案涉条款具有股权与债权双重性质。由此，在整个交易过程中，作为新增股东的投资方的身份在股东及债权人之间变化游走，具有股东与债权人的双重身份。

### （2）千里公司无法排斥其股东义务

与创始股东相比，投资方作为新增股东是新股东，但新老股东都具有股东的一般属性，均在公司内外关系中立足于股东地位。我国奉行商事外观主义，在公司外部关系中，虽然千里公司自我定义为债权人的投资者，但其已于 2015 年完成工商变更登记，其明确记载于股东名册、公司章程和登记机关等信息公示平台的股东身份和持股比例等相关信息足以使公司的善意债权人和其他利益相关者对股东外观信息的产生合理信赖利益。在公司内部关系中，千里公司既享有公司法和公司章程规定的股东权利，也享有协议约定的一系列权利，并按协议约定享有公司挂牌及满足业绩目标时的股权增值利益<sup>35</sup>。因此，不能只看到千里公司作为新

<sup>30</sup> 《关于为深化新三板改革、设立北京证券交易所提供司法保障的若干意见》第 9 条。

<sup>31</sup> 《非上市公众公司监管办法》第 1 条：为了规范非上市公众公司股票转让和发行行为，保护投资者合法权益，维护社会公共利益，根据《证券法》、《公司法》及相关法律法规的规定，制定本办法。

<sup>32</sup> 《非上市公众公司监管办法》第 3 条：公众公司应当按照法律、行政法规、本办法和公司章程的规定，做到股权明晰，合法规范经营，公司治理机制健全，履行信息披露义务。

<sup>33</sup> 参见梁慧星：《市场经济与公序良俗原则》，载《中国社会科学院研究生院学报》1993 年第 6 期。

<sup>34</sup> 最高人民法院民事审判第二庭：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与使用》，人民法院出版社 2019 年版，第 254 页。

<sup>35</sup> 刘俊海：《目标公司对赌条款无效的法理证成》，载《河北法学》2022 年第 4 期。



增股东的特殊性，而忘记其作为股东的共同本质属性。

### (3) 千里公司诉请股份回购，与其股东义务相悖

《公司法》第 166 条规定了股东分红的法定条件和程序。为满足债权人诉求，公司在向股东分红前必须弥补亏损、提取公积金并依法纳税，否则，分红构成不当得利。因此，股东作为公司剩余索取权人的劣后性和谦抑性是股东中心主义的立足前提。股东只能在所有债权人足额受偿后才有资格分享剩余资产和盈利。

千里公司作为宏达股东，如果将千里公司的身份仅定义为债权人，则适用法律规范上《民法典》合同编优于《公司法》，与宏达公司签订的股份回购条款将允许新增股东在目标公司未能如期完成挂牌或实现约定业绩目标时绕开法定的减资和分红程序，直接从目标公司获得股份回购款。“这种行为将新增股东的特殊权利置于公司债权人的债权之上，使得既存在股东身份也存在债权人身份的新增股东直接与一般债权人争夺权利，剥夺了公司债权人的知情权、选择权、异议权、安全保障权和救济权，从而损害了公司债权人的利益”<sup>36</sup>，违反了股东作为剩余索取权人必须礼让债权人的义务。

### (4) 损害其他债权人利益，违背公序良俗

千里公司作为新增股东，兼具股东及债权人的双重身份危害了公司其他债权人的利益。首先，我国《公司法》第 20 条第 1 款明确规定了公司股东不得滥用股东权利损害债权人利益。其次，最高人民法院在(2019)最高法民申 4797 号裁定书<sup>37</sup>中亦认为：盘古企业未能举证证实存在前述规定的梓昆公司可以收购本公司股份的法定情形，且盘古企业作为梓昆公司的股东，要求梓昆公司回购股份有违“资本维持”原则，将损害梓昆公司及梓昆公司债权人的利益，违反公司法第 20 条的规定。再次，《九民纪要》理解与使用也指出：德国民法中违反公序良俗的行为对我国有一定借鉴意义，其中包括“危害其他债权人的行为”。最后，因新增股东利用双重身份损害公司债权人利益的行为，违背《公司法》及相关法律法规规范搭建的债权人利益保护机制，降低为保护公共利益而实施的法律的重要性，有悖公序良俗。

综上所述，根据《民法典》第 153 条第 2 款，违背公序良俗的民事法律行为无效。案涉条款违反经济公序，违背社会公共利益，从而违背公序良俗。因此，案涉条款归于无效。

## 三、宏达公司不应履行股权回购义务

### (一) 回购义务无需履行

#### 1. 回购条款无效，无需履行

如上所述，案涉协议中的股权回购条款因为违反法律的强制性规定和公序良俗原则，归于无效。千里公司基于无效条款主张权利，宏达公司无需履行该义务。

#### 2. 挂牌不存在瑕疵，股权回购条款业已清理，无需履行

案涉股份回购条款属新三板监管范围内应当清理的特殊投资条款，已被清理，因此履行依据灭失，自始不用履行。

### (1) 行业监管要求对赌条款必被清理

在 2013 年，全国股转系统已经开始对对赌等特殊投资协议有所关注。2013 年 8 月，股转系统公司组织的主办券商推荐挂牌企业第一期专项培训会上进行了第一次表态，对赌协议可以和公司实控人或大股东对赌，但是绝对不能与挂牌公司本身进行对赌<sup>38</sup>。目前，对赌广

<sup>36</sup> 刘俊海：《目标公司对赌条款无效的法理证成》，载《河北法学》2022 年第 4 期。

<sup>37</sup> 新疆盘古大业股权投资有限合伙企业、梓昆科技（中国）股份有限公司与公司有关的纠纷再审查与审判监督民事裁定书，(2019)最高法民申 4797 号。

<sup>38</sup> 《新三板募资新规严控对赌协议》，载福建新创 2016 年 8 月 25 日，<https://mp.weixin.qq.com/s/ooz15-r01V5NYvf3qmFtYA>。



泛依旧存在于新三板挂牌和定增中，但企业均会在挂牌前解除与投资公司对赌。

以宏邦节水为例，该公司在公开转让说明书中披露，自 2010 年起，公司分别引进深圳分享等投资人股东，投资人股东与公司及公司创始人股东之间签署了《增资扩股协议》及其《补充协议》，涉及有股份回购、业绩对赌等对赌条款的约定。2015 年 10 月，为公司能顺利进入全国中小企业股份转让系统挂牌，深圳分享等投资人股东与公司创始人股东之间签署了《关于解除宏邦节水在历次增资协议中涉及的对赌条款的协议》及《股权转让暨对赌补偿协议》，2016 年 2 月 26 日，宏邦节水挂牌成功<sup>39</sup>。若不以该种解除方式清理对赌协议，也会在投融资双方签订的对赌协议中补充约定“自乙方（被投公司）向全国中小企业股份转让系统申报挂牌材料之日起豁免乙方基于前述协议对赌条款约定的所有责任和义务”<sup>40</sup>。由此可知，在没有监管文件明确规定对赌条款时，全国股转公司审查窗口或指导意见均将不得与公司对赌纳入审查范围。

同时，从 2016 年发布的《股票发行解答(三)》开始，全国股转系统不断发行新规禁止与公司对赌（如上表所示），在书面上将对赌协议真正纳入监管范围，进一步规定了此前监管层一直重视的对赌问题。由此可看出，监管层对对赌条款态度明确，即不与公司对赌。这是监管层在审查公司申请挂牌、股票发行及股份转让等的一条绝对底线。

表 6 监管行业对特殊投资条款的规定

文件名称	时效性	实施日期	文件内容
《股票发行解答(三)》	已被修改	2016.08.08	挂牌公司股票发行认购协议中存在特殊条款的，应当满足以下监管要求： (二) 认购协议不存在以下情形： 1. 挂牌公司作为特殊条款的义务承担主体。
《首发业务若干问题解答》	现行有效	2020.06.10	投资机构在投资发行人时约定对赌协议等类似安排的，原则上要求发行人在申报前清理，但同时满足以下要求的可以不清理：一是发行人不作为对赌协议当事人；
《挂牌审查指引 1 号》	现行有效	2021.01.01	投资方在投资申请挂牌公司时约定的对赌等特殊投资条款存在以下情形的，公司应当清理： (一) 公司为特殊投资条款的义务或责任承担主体
《定向发行指引 1 号》	现行有效	2021.11.15	发行对象参与发行人股票定向发行时约定的特殊投资条款，不得存在以下情形： (1) 发行人作为特殊投资条款的义务承担主体或签署方

### (2) 事实明示宏达公司已成功挂牌且无瑕疵，则案涉对赌条款无保留可能

全国股转公司对与公司对赌的条款一向禁止存在，在申请新三板挂牌前就应当终止。本案中，千里公司要求宏达公司先于 2016 年完成挂牌，再于 2018 年底前连续四年达到业绩目标，即为将挂牌公司设置为对赌义务的承担主体，将己方作为定向发行对象。由此，宏达公司是对赌条款签订方及承担回购义务主体，案涉对赌条款符合监管规定的应当清理的特殊投资条款。

2016 年 9 月 15 日，宏达公司在新三板成功挂牌，依法履行了对赌条款的信息披露义务，且挂牌不存在瑕疵。由此，说明宏达公司已在向全国股转公司申请挂牌前将对赌协议清理。

<sup>39</sup> 《宏邦节水公开转让说明书》，载全国中小企业股份转让系统 2016 年 2 月 26 日，<http://www.neeq.com.cn/>。

<sup>40</sup> 《对赌协议案例——安\*科技 2012 年新三板股份转让说明书》，载华律网 2022 年 10 月 31 日，<https://www.66law.cn/special/ddxy/>。



## （二）股权回购义务存在履行障碍

### 1. 原则上禁止股权回购是公司法法理的必然要求

基于资本维持原则和同股同权原则对于债权人权益保护，如何平衡债权人、股东等各方权益是公司法组织制度必须应对的难题。以下就减资程序存在必要性，根据基本原则分述。

#### （1）违反资本维持原则

**其一，资本维持原则的概念及必要性。**资本维持是公司资本制度的灵魂。其精神在于股东不能随意撤回出资，否则将损害公司运营和债权人的利益。<sup>41</sup>从法经济学视角来看，公司是一个“企业资产池”<sup>42</sup>，股东与债权人均会向“企业资产池”中投放资产，但取出资产的方式有所不同。对债权人而言，取出资产的量仅能略高于投入（固定利息），但优势在于可先取出资产；对股东而言，其对“企业资产池”享有剩余索取的权利，劣后于债权人但可能获取翻倍收益。高风险与高收益相称，股东与公司债权人的关系便呈现一个均衡而理性的经济模型，资本维持正是维系这一经济模型的有力抓手。实际上，最高人民法院在“海富案”中的裁判说理便体现这一法经济学思路，即股东从公司取得相对固定的收益，会损害公司利益和公司债权人利益。

资本维持的正当性在于，股东投入公司的资产不能向股东任意支付。在此意义上，资本维持的必要性并不受限于公司债权人对注册资本的信赖，资本维持的真正价值不在于“公司存续中，至少维持相当于资本之现实财产”<sup>43</sup>，而在于“禁止非法返还”<sup>44</sup>，建立一种阻却不当分配的事前约束和防范机制。

**其二，我国公司法坚持资本维持原则。**我国公司法并未明文规定资本维持原则，但构建了“碎片化”的具体规则。具体有：对公司分配的限制；对公司取得自己股份的限制；禁止对第三人取得公司股权提供财务资助和担保；不得用公司的股份为公司债务作担保；不得通过与股东的不对等交易变相返还股东出资；严格的减资程序等。我国现行《公司法》的资本维持条文包括第 35 条、91 条禁止股东抽逃出资的规定；第 142 条对股份公司持有自己股份的限制；第 166 条对公司分配利润条件的规定；第 177 条对公司减资的规定。

若目标公司未完成减资程序，则违反了《公司法》的相关规定，违反了资本维持原则。

#### （2）违反同股同权原则

**其一，同股同权是公平原则及股东平等原则的具化。**同股同权原则是股东平等原则<sup>45</sup>在权利侧域的具化，其在法律文本上表现为我国《公司法》第 126 条规定：股份的发行，实行公平、公正的原则，同种类的每一股份应当具有相同的权利。同股同权不仅为《公司法》所明示，而且更是被擢升为股份发行的基本原则，是股东平等理念在股权结构中的体现<sup>46</sup>。同股同权之旨趣在于通过股份权利的比例性配置而实现股份发行的公平、公正原则，进而维护股东在资本意义上的平等地位。“同样的股份享有同样的表决权和收益权是普通股的固定内涵，其下位规范一股一权规则仅允许普通股的发行，其在股权构造上具有强制性”<sup>47</sup>。

<sup>41</sup> 参见冯果：《慎重对待“资本维持原则”的存废》，载《中国法律评论》2020 年第 3 期。

<sup>42</sup> 参见[美]贝利斯·曼宁、詹姆斯·汉克斯：《法律资本制度》，载王保树：《商事法论集》，法律出版社 2007 年版，第 96 页。

<sup>43</sup> 参见王文字：《公司法论》，中国政法大学出版社 2004 年版，第 208 页。

<sup>44</sup> 参见张保华：《资本维持原则解析——以“维持”的误读与澄清为视角》，载《法治研究》2012 年第 4 期。

<sup>45</sup> 参见赵旭东：《公司法》，高等教育出版社第 4 版，第 38 页。股东平等原则，指股东在基于股东资格而发生的法律关系中，原则上应按其持有的股份的性质或数额享受平等待遇，同种性质的股份应该享有同样的权利、承担同样的义务，不能受到歧视和差别待遇。

<sup>46</sup> 参见李飞、王学政：《中华人民共和国公司法释义》，法律出版社 2005 年版，第 220-221 页。

<sup>47</sup> 李洪健：《同股同权规则的再释义与我国公司的股权结构改革》，载《西南政法大学学报》2018 年第 5



其二，股份回购违反同股同权原则。签署股份回购的股权融资协议中，投资方往往利用其资本优势地位，设立不对等条款。在目标未成就时，即触发回购。在这种情况下，企业的经营风险很大程度上由融资方承担，从而侵犯了企业中不愿承担此种风险的中小股东的利益。在公司法话语体系中，这对应于公司不得向股东非法返还财产的规则，其背后的经济机理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>48</sup>。而一股一权规则仅允许普通股的发行，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>49</sup>。回购条款通过所谓意思自治，将本质为次级债权的股份擢升为类似股债双重属性的优先股，人为创设我国投资领域未采就的股权结构，单方面攫取自身利益，抽空同股同权原则。

综上所述，九民纪要确立了先减资再回购的裁判规则，我国公司法采取“原则禁止、例外许可”的股份回购政策。要想回购，必先减资，减资是保护债权人利益的最后一道防线。

## 2. 司法实践坚持减资程序前置

### (1) 减资程序前置已为司法实践所采纳

对赌协议并不是立法规定的典型合同，在商业实践中却作为一个常用合同类型，存在典型化趋势。对其效力的认定主要有两个里程碑式案例。其一为 2012 年“海富案”，确立与目标公司对赌无效，与股东对赌有效的裁判思路。其二为“华工案”，与公司对赌亦为有效。不过，受制于《公司法》第 142 条等规定，对赌协议或“履行不能”。之后的《九民纪要》第 5 条亦持类似立场：与公司对赌虽为有效，但可能因违反资本维持原则、未完成减资程序等而无法强制履行。即认可与公司对赌的效力，而将《公司法》上关于“资本维持”原则的强制性规范的审查设置在了合同具体履行上，司法裁判焦点也将对赌协议的效力问题后置于对赌协议的实际履行问题上。

表 7 司法裁判中不减资就驳回的判例支持摘录

案号	案件名称	裁判要点
(2020)最高法民申 2957 号	北京银海通投资中心、新疆西龙土工新材料股份有限公司股权转让纠纷案	现新疆西龙公司的减资程序尚未完成，股份回购的主合同义务尚未成就，故奎屯西龙公司的担保义务未成就，银海通投资中心要求判令奎屯西龙公司承担责任的再某某申请理由不成立。
(2020)最高法民申 1191 号	新余甄投云联成长投资管理中心、广东运货柜信息技术有限公司新增资本认购纠纷、买卖合同纠纷再审	具体到本案而言，针对甄投中心要求运货柜公司回购股权这一事项，原判决还需围绕运货柜公司是否完成减资程序进行审查 但鉴于甄投中心并未主张运货柜公司已完成减资程序，也未提交有关减资的证据，故原判决从实体结果处理上来说并无不当。
(2021)京民终 495 号	张冬驹等与南京钢研创业投资合伙企业（有限合伙）股权转让纠纷二审	北京中投公司未履行公司法规定的“减少注册资本”等程序，因其不能违反资本维持原则而不能向南京钢研合伙企业履行股权回购债务，构成法律上的一时履行不能。

期。

<sup>48</sup> 参见许德风：《公司融资语境下股与债的分界》，载《法学研究》2019 年第 2 期。

<sup>49</sup> 参见张保华：《对赌协议下股份回购义务可履行性的判定》，载《环球法律评论》2021 年第 1 期。



京 (2019) 03 民终 14391 号	李勇与熊维平等合同纠纷 上诉案	本案中，金典公司作为目标公司未完成减资程序，李某某请求金典汉方公司回购其所持有的股权，不符合法律规定的公司收购本公司股权的例外情形。李某某上诉主张金典汉方公司及熊某某回购其所持有的股权，缺乏依据，本院不予采纳。
---------------------------------	--------------------	---

司法裁判之所以将审查后置是因为股份回购型对赌协议成为风险投资与私募股权投资市场中普遍采用的重要融资工具，且根据数据统计，截止 2018 年末，对赌完成率逐年下降，由 2014 年的 80.43% 降至 2018 年末的 58.61%，出现了大幅度下滑<sup>50</sup>。由对赌引发的纠纷也随之增多，法院关于对赌的裁判将直接对对赌实践乃至企业融资造成影响。面对商业实践中大量的回购需求，在保护公司债权人的立场下，“华工案”与《九民纪要》实际上是在此背景下对股份回购的资本规制进行的法律漏洞填补。其思路在于将股份回购与公司减资关联，将减资作为回购的前提和条件，借助《公司法》第 177 条减资程序下的规制措施——通知债权人与公告债权人、债权人有权要求提前偿债或提供担保——来填补股份回购中资本规制的法律漏洞，进而在保护公司债权人的前提下满足市场对股份回购的现实需求。<sup>51</sup>

### (2) 减资程序前置是司法裁判规则之必要

之所以要求目标公司必须履行先减资的程序，实质是正确处理公司股东与公司债权人的关系问题。我国公司法采取“原则禁止、例外许可”的股份回购政策<sup>52</sup>，禁止公司取得自己的股权的理由有二：

**其一，避免逻辑矛盾之必要。**我国奉行商事外观主义，千里公司一直作为宏达公司合法登记股东，应承担公司法规定的强制性义务，而不得妄图任意切换宏达公司股东和债权人身份。另一方面，若宏达公司因回购而持有本公司的股份，则权利、义务主体合一，同时具有双重身份。上述现象在法理逻辑上自相矛盾。

**其二，避免诱发更多不公平交易。**若法院在审理对赌案件时，不把减资作为合同履行的前置程序，将会使得保护债权人利益的最后一道藩篱不存。千里公司即可利用自身资本优势和中小公司融资难的现实困境，在市场交易中处于优势地位，签署毫无风险的对赌协议，损害宏达公司的生存权和发展权，不利金融市场的正常运行。因此，宏达公司必须履行完成减资程序之后，才能履行合同义务。

## 3. 宏达公司未完成减资程序，存在履行障碍

### (1) 回购须经法定程序

宏达公司履行回购义务将违反债权人保护的强制性规范，构成法律不能，千里公司不得主张强制履行。《九民纪要》第 5 条规定：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。进行减资程序必备步骤和手续如下图所示。

<sup>50</sup> 《2019 年并购重组数据全景》，载牛牛金融网 2020 年 1 月 3 日，  
[https://www.sohu.com/a/364527659\\_364102](https://www.sohu.com/a/364527659_364102)。

<sup>51</sup> 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》，载《法商研究》2020 年第 4 期。

<sup>52</sup> 李建伟：《公司法学》，中国人民大学出版社 2014 年版，第 247 页。

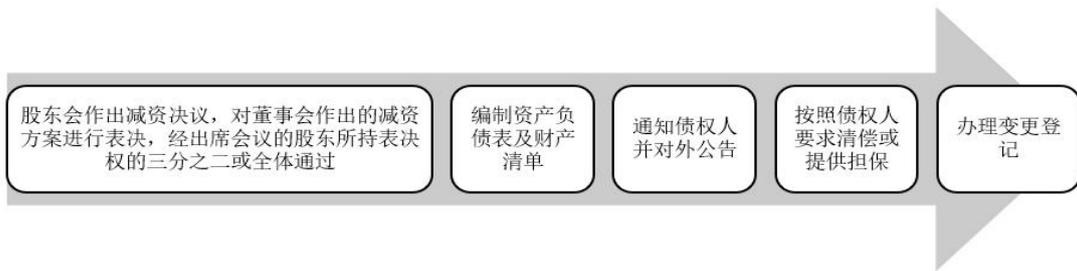


图 2 减资程序流程图

### (2) 宏达公司尚未完成减资程序

既然减资须决议，股东会通过或不通过决议，都是决议自由的应有之义，在公司法上皆无不可。<sup>53</sup>宏达公司通过股东决议确定是否减资系其正当的决议自由，并无事后单方操控股权回购约定履行之嫌。

### (3) 宏达公司与千里公司此前未就减资作成决议

最高人民法院民二庭认为，“投资方对目标公司投资签协议时，就应在协议中有关问题约定好”。<sup>54</sup>千里公司作为成熟的商业主体，应当预知合同不能履行的风险。千里公司在与宏达公司签订投资协议时，就应在协议中把有关问题约定好，而其没有约定，造成合同事实上履行不能的后果，自应承担损失后果。

综上所述，千里公司股份回购的诉请因宏达公司未成减资程序，存在履行障碍，构成法律之履行不能。减资是保护债权人利益的底线，不得逾越。法定程序和法定手续未完成，事实上履行不能。宏达公司对履行股份回购债务一时不能产生法定宽限期<sup>55</sup>，在完成减资程序符合资本维持情形之前，暂无须履行债务，应当驳回诉请。

## 四、宏达公司不应支付 24%的逾期付款利息

### (一) 回购条款无效，无需支付逾期付利息

依合同约定和双方合意可知，逾期付款利息是我方构成迟延履行时须给付的违约金。根据上述合同无效之抗辩，千里公司与我方签订的股权回购条款无效，我方无需履行回购义务。综上，我方不构成迟延履行，自然无须支付逾期付款利息。

### (二) 原告主张的计算方式违反法律规定

#### 1. 违背公平原则

我国《民法典》第六条规定：民事主体从事民事活动，应当遵循公平原则，合理确定各方的权利和义务。韩世远教授认为公平原则是法律确立的以公平理念确定民事主体的民事权利、民事义务乃至民事责任的基本原则<sup>56</sup>。公平即基于平等的原理依照算术的比例确定各个人利益与不利益的应得份，涉及个体之间的法律交往其所关切者为个体与个体在财产交易方面之权利义务是否享有公平合理的对待。其在民法中体现为公平地确定风险负担，公平地确定利益承受。<sup>57</sup>

<sup>53</sup> 参见贺剑：《对赌协议何以履行不能》，载《法学家》2021 年第 1 期。

<sup>54</sup> 最高人民法院民事审判第二庭：《〈全国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 页。

<sup>55</sup> 张冬驹等与南京钢研创业投资合伙企业（有限合伙）股权转让纠纷二审民事判决书，（2021）京民终 495 号。

<sup>56</sup> 参见韩世远：《合同法总论》，法律出版社 2011 年版，第 39 页。

<sup>57</sup> 参见易军：《民法公平原则新论》，载《法学家》2012 年 8 月。



### **(1) 千里公司实际上无损失**

千里公司在投资时其购买宏达公司的股票价格为 4 元每股，现宏达公司的股票价格为 4 元每股。根据双方签署协议（估值调整协议）的本质分析，因估值调整协议是投资方与融资方对未来目标公司的估值进行调整的协议，其调整功能体现“多退少补”。现我方股票价格已经达到当初千里公司对我方的预期，因此不存在“少补”，即我方无需退还千里公司入股时溢价投资部分的投资款。千里公司主张的股权回购款其实本质上是溢价投资款的变式，从该角度上看千里公司其主张回购款缺乏情理和事实依据。

### **(2) 违背投资风险共担原则，损害正常商业秩序**

在对赌协议中，对赌各方通过对赌条款约定未达成对赌目标时由目标公司回购投资方股权，无论融资方是否达到约定的业绩标准，投资方都会获得相应的回报。且本案中，对赌协议不仅约定了新三板挂牌目标还约定了挂牌后连续四年的业绩目标。投资人在投资进入公司后，如果约定的条件成就，投资方虽然付出了部分股权，却得到了股权上升的回报；如果约定的条件没有成就，投资人不仅不承担公司的风险，反而要求公司对其进行赔偿。也就是说，无论融资方的业绩情况如何，投资方都能获得相应收益，而融资方却是利益与风险并存。这与我国《公司法》中规定的公司出资人按照比例分享利润、分担风险的内容明显不同，违反了风险共担原则。此时，对赌协议是融资方对投资方“旱涝保收”的承诺，违背了商事活动等价有偿的基本原则，损害了正常的商业秩序，与国家“金融应该服务于实体经济”的大方向背道而驰。在此种情况下，让融资公司即我方（宏达公司）完全依合同约定继续履行合同及依照合同约定承担违约责任，明显违背了公平原则，不利于宏达公司以后的发展，甚至损害了宏达公司的生存权。

### **(3) 千里公司对于其损失的发生存在过错**

千里公司是一家有丰富投资经验的风险投资公司，其主要是以拟上市或者新三板挂牌公司为目标公司进行风险投资，并以取代股权后转让股权或投资后收回本息等方式获取回报。加之投资期间的司法实践的裁判倾向，其应当能够预见可能会存在因《公司法》相关规定导致宏达公司无法回购其所持股份情形，但并未在合同中把有关问题约定好。所以，千里公司对于其损失的发生存在过错。

综上，双方在本案的合同关系中明显权利义务不对等，因此应当基于公平原则对双方的权利义务进行调整。

## **2. 根据违约金酌减规则，进行调整**

### **(1) 案涉逾期付款利息，具有违约金性质**

《民法典》第 577 条规定“当事人一方不履行合同义务或者履行合同义务不符合约定的，应当承担继续履行、采取补救措施或者赔偿损失的违约责任”。《补充协议二》第 5 条之约定就法律性质而言，是宏达公司逾期履行股权回购义务的违约责任，即迟延履行合同义务所应承担的违约责任。因此该条款系违约金条款，适用违约金的调整规则。违约金制度系以赔偿非违约方的损失为主要功能，而不是旨在严厉惩罚违约方。合同自由并非绝对，需要合同正义予以规制，以防违约金条款成为一方压榨另一方和获取暴利的工具，因此应当对约定的逾期利率审查，根据事实和法律确定而非完全凭当事人之间的合同约定。

### **(2) 逾期付款利息约定过高，应参照民间借贷利率予以调整**

假定合同有效，我方未能按约付款，千里公司有权按照约定主张违约金。但违约金的具体数额依据千里公司的具体损失来计算，千里公司的实际损失为其投资资金被我方占用期间的利息损失。关于资金占用损失的利息标准问题，可参考当前民间融资的合理成本和收益情



况，即参照《民间借贷解释》的相关规定。<sup>58</sup>《民间借贷解释》第 28 条规定：“借贷双方对逾期利率有约定的，从其约定，但是以不超过合同成立时一年期贷款市场报价利率四倍为限。”，贷款市场报价利率（LPR）的最新报价：2022 年 9 月 20 日贷款市场报价利率（LPR）为：1 年期 LPR 为 3.65%，5 年期以上 LPR 为 4.3%。<sup>59</sup>而约定 24% 的逾期利率明显高于同期 LPR 的 4 倍。若千里公司将该投资款项存于银行，其能获得的利息仅为 1 倍 LPR，而约定的逾期付款利率近 6 倍 LPR，明显超过了其资金被我方占用的损失，明显不合理。<sup>60</sup>

综上，根据《民法典》第 592 条第二款<sup>61</sup>之规定，约定的逾期利率过高，且千里公司存在过失，应将逾期利率予以下调。<sup>62</sup>

## 五、原告律师费诉请无规范依据

诉讼过程中，一方主张由对方承担律师费，其请求权基础主要包括两类：第一类是双方或多方有明确约定，即各方就律师费的承担主体已达成合意，存在明确的合同（或协议）依据；第二类是法律有明确规定，即相关法律就律师费的承担主体存在明确规定。

### （一）不属法律有明确规定的案件类型

依相关法律及司法解释，“法律明确规定律师费承担主体”的案件有十三类，如人身侵权类案件、著作权侵权案件等。《著作权法》《民法典》等法律或司法解释根据相关案件实际情况，规定了部分案件律师费可以由败诉方承担。但是，本案纠纷不属上述法律规定的案件类型。在缺乏相关法律规定的情况下，千里公司关于被告承担律师费的诉请，不应得到支持。司法实践对此亦持相同态度，如（2019）最高法民终 1642 号判决，吉林森工集团主张律师费的请求，无法律依据，应予驳回。

### （二）关于律师费无合同约定

千里公司的诉请不存在合同约定。根据案件事实，《增资协议》、《补充协议一》、《补充协议二》均无就律师费承担主体的约定。因此，千里公司主张由宏达公司承担律师费的诉请无事实依据。

### （三）260 万律师费不应由宏达公司承担

聘请律师系原告单方面自愿行为，该费用并非必要合理支出。本案中，在既无法律规定，又无合同约定的情形下，原告主张的 260 万律师费不应由被告承担，应由原告自行承担。

<sup>58</sup> 严俊波与四川玖玖爱食品有限公司等与公司有关的纠纷二审民事判决书，（2018）川民终 69 号。

<sup>59</sup> 2022 年 9 月 20 日全国银行间同业拆借中心受权公布贷款市场报价率（LPR）公告。

<sup>60</sup> 河南省高级人民法院认为，“关于 YH 中心主张 JY 公司、FY 公司、张某等按照上述确定的回购价格每日万分之五支付违约金的问题。根据诚实信用、公平原则，综合 YH 中心溢价获得股权、NT 公司实际占用资金之事实、《投资合同书》中有关利率、回购价格计算公式之约定，若按照合同约定的日万分之五的标准计算，YH 中心实际获取的利润将超过年利率 24%，明显过高，对此，该院参照《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》第三十条的规定，对 YH 中心主张的回购价和违约金确认为，本金 2000 万元及以 2000 万元为基数，按照年利率 24% 自 2017 年 2 月 17 日起至实际清偿之日止计算的利息。”即在本观点下，人民法院虽未将回购义务的履行与借贷法律关系画上等号，但仍认为应当基于公平原则将收益率与违约金之和控制在民间借贷利率规定的上限内。

<sup>61</sup> 《民法典》第 592 条第二款：当事人一方违约给对方造成损失，对方对损失的发生有过错的可以减少相应的损失赔偿额。

<sup>62</sup> 河北省某法院认为，“股权回购条款可看做附条件的民间借贷合同，当所附条件成就即承诺的业绩未达到时，即触发股权回购条款，可以看做民间借贷合同生效”。如采该认定，那么利率与违约金之和自然应当受到《民间借贷司法解释》第 29 条之规定，不应当超过“合同成立时一年期贷款市场报价利率四倍”。



## 六、江勇不应承担连带责任

针对本案的可能法律适用情况，出于答辩完备性考虑，我方将就本案可能适用的《民法典》保证制度相关规范进行书面答辩。至于《公司法》等其他规范的适用，我方暂不进行答辩。倘若原告以其为请求权基础提起诉讼，我方将在法庭辩论阶段进行口头答辩。

据《民法典》第 684 条，保证合同的内容一般包括被保证的主债权的种类、数额，债务人履行债务的期限，保证的方式、范围和期间等条款。同时，《民法典》第 685 条规定，保证合同可以是单独订立的书面合同，也可以是主债权债务合同中的保证条款。本案中，《补充协议一》、《补充协议二》中关于江勇承担保证责任具体情形的若干规定，符合保证的基本构成要件，可认定为保证条款。

具言之，本案系合同纠纷，当事人以保证合同的形式约定了保证人承担保证责任的情形，原告若主张江勇承担连带支付义务之请求权基础当为《民法典》保证制度相关规范。

综上，就江勇无需承担连带支付义务，我方将主要围绕其无需承担保证责任作如下答辩：

### （一）主合同回购条款无效或终止，担保责任均归于消灭

根据全国中小企业股份转让系统有限责任公司发布《挂牌审查指引 1 号》《定向发行指引 1 号》等规定，案涉特殊投资条款因被清理而效力终止，江勇的保证责任消灭。

即使案涉条款未被清理，也因违反法律、行政法规的强制性效力规定而无效。据《民法典》第 682 条，保证合同是主债权债务合同的从合同。主债权债务合同无效的，保证合同无效，但是法律另有规定的除外。本案中，股权回购条款与保证条款间为主从合同关系，前者因具备法定无效事由归于无效，后者当然归于无效。

同时，根据最高人民法院《担保制度解释》第 17 条第 2 款，主合同无效导致第三人提供的担保合同无效，担保人无过错的，不承担赔偿责任。此外，最高人民法院在(2018)最高法民再 264 号中指出，主合同无效导致担保合同无效，担保人的责任系缔约过失责任，在不能证明担保人有过错的情况下，担保人不承担责任<sup>63</sup>。因此，本案中，案涉条款也因违反法律、行政法规的强制性效力规定而无效，江勇作为保证人对此不存在过错。

综上，江勇无需承担保证责任，不需承担连带支付责任。

### （二）合同框架内，江勇亦无须承担担保责任

#### 1. 江勇不对股份回购义务承担连带责任

股份回购并非单一地履行回购价款支付义务，还伴随着股份的交付等履行内容，因此就股份回购义务主体的选择上，目标公司回购与目标公司的股东回购，在法定程序和法律后果上存在根本不同，即选择目标公司回购应根据《公司法》第 35 条有关公司成立后，股东不得抽逃出资的规定，应履行法定的减资程序，在未履行减资程序的情况下，不得直接要求公司支付股权回购款。而选择目标公司的股东回购，实则系公司股东受让其他股东持有的公司股份，系股东之间的股权转让<sup>64</sup>。

(2021)津 03 民终 6950 号民事判决书中，天津市第三中级人民法院认为：“连带责任的内容应限定为违反民事法律义务后所应承担的赔偿责任，其次‘连带’应指向共同的，一致的，不可分的责任内容，具体而言，回购义务主体的不同必然导致履行结果的不同：第一，投资方请求目标公司履行回购义务的，依据公司法关于“股东不得抽逃出资”及股份回购的效力强制性规定，目标公司必须先履行减少注册资本的义务，以保护公司债权人的利益，贯

<sup>63</sup> 珠海市斗门区恒业房产开发有限公司与中关村证券股份有限公司汕头市金园区华宇经济发展有限公司借款合同纠纷案，(2018)最高法民再 264 号。

<sup>64</sup> 雷雨田、肖楠等与公司有关的纠纷民事二审民事判决书，(2021)津 03 民终 6950 号。



彻公司资本维持的原则，最终产生的是目标公司注册资本减少的对外效力。第二，请求股东履行回购义务，则实现的是目标公司股权在股东之间的转让流转，须遵循公司章程中的规定，最终调整的是公司内部股东之间的权利义务，因此，公司履行回购义务和公司股东履行回购义务的实现程序和法律后果截然不同，不具有可以相互替代之特征，显然也不能互相成连带责任的对象”。

因此，江勇回购股份与宏达公司回购股份所依据的程序和造成的法律后果不同，二者不具有可替代性，江勇不得对公司履行回购义务的约定承担连带责任。

### 2. 未完成减资程序，担保义务履行条件未成就

根据(2020)最高法民申 2957 号民事裁定书的裁判观点，履行担保合同义务以主合同义务履行条件已成就为前提条件<sup>65</sup>。本案中，千里公司诉求的该义务属于担保合同义务，而担保合同义务具有从属性，即履行担保合同义务的前提条件是主合同义务履行条件已成就。现宏达公司的减资程序尚未完成，股份回购的主合同义务尚未成就，故江勇的担保义务履行条件未成就。

### 3. 宏达公司不应支付律师费，江勇对此无保证责任

根据案件事实，《增资协议》、《补充协议一》、《补充协议二》均无就宏达公司与江勇承担千里公司支付律师费用的约定，本案也不属于“法律明确规定律师费承担主体”的案件类型。因此，千里公司主张由江勇对千里公司已支付的律师费承担连带支付义务的诉请无规范依据。

## (三) 江勇是一般保证人，享有先诉抗辩权

### 1. 保证方式没有约定或者约定不明的为一般保证

2015 年 1 月 22 日，双方签订《补充协议一》，约定的“若被投资方未能在协议签订后一年内成功实现新三板挂牌，投资方有权要求被投资方和保证人... 回购投资方持有的被投资方全部股份。江勇作为《补充协议一》的保证人，承担连带保证责任担保”系对保证的主债权的种类、数额，债务履行期限，保证的方式、范围和期间均做出了明确约定，构成主债权债务合同中的保证条款。

2015 年 8 月 22 日，千里公司与宏达公司和江勇签署《补充协议二》，约定“如被投资方未于 2016 年年底完成新三板挂牌或在任何一年未能实现上述年净利润目标... 投资方有权要求被投资方和保证人... 回购投资方持有的全部被投资方股份”。据《民法典》第 684 条、第 685 条，上述条款虽未明确约定保证方式，但已具备保证合同的法定要件，不影响合同效力。

本案中，《补充协议一》约定了江勇的保证方式为连带保证，《补充协议二》系在《补充协议一》约定的基础上签署的，未变更条款视为与《补充协议一》的约定一致。根据《民法典》第 686 条，当事人在保证合同中对保证方式没有约定或者约定不明确的，按照一般保证承担保证责任。《补充协议二》仅提及“保证人”，但并未对保证方式做出约定或者约定不明确。由此，推定江勇对《补充协议二》承担一般保证责任。

### 2. 江勇作为一般保证人，享有先诉抗辩权

保证人在不同的保证方式中所处的地位不同，其利益受到法律保护的程度也有差异。在一般保证情况下，保证人作为第二顺位债务人享有先诉抗辩权，即《民法典》第 687 条第 2 款所规定的“一般保证的保证人在主合同纠纷未经审判或者仲裁，并就债务人财产依法强制执行仍不能履行债务前，有权拒绝向债权人承担保证责任”。也即，在一般保证的情况下，为履行债务，应先就债务人财产进行清偿；只有当债务人不能履行债务，债权人就主合同纠

<sup>65</sup> 北京银海通投资中心、新疆西龙土工新材料股份有限公司股权转让纠纷再审审查与审判监督民事裁定书，(2020)最高法民申 2957 号。



纷提起审判或仲裁,且依该生效判决或裁决,就债务人财产依法强制执行仍不能履行债务时,保证人才有义务承担保证责任。

本案中,千里公司与宏达公司的投资合同纠纷尚处于诉讼阶段,对于宏达公司是否需给付回购款及预期付款利息尚不明确。作为对逾期付款利息承担一般保证责任的保证人江勇,依据上述法律规定享有先诉抗辩权。原告千里公司只有在保证期间内提起诉讼后,且就宏达公司财产强制执行后仍不能履行债务,即穷尽其他各种手段仍无法实现其债权时,才能要求保证人江勇承担保证责任。

### 3. 江勇可以主张先诉抗辩权

《民法典》第 687 条第 2 款在但书中列明了 4 种不得援引先诉抗辩权的事由,但本案显然不属于该条款规定的 4 种情形:(1) 债务人下落不明,且无财产可供执行。(2) 人民法院已经受理债务人破产案件。(3) 债权人有证据证明债务人的财产不足以履行全部债务或者丧失履行债务能力。(4) 保证人书面表示放弃本款规定的权利。也即,本案不存在上述法律规定的保证人需承担保证责任的例外情形,作为一般保证保证人的江勇可以行使先诉抗辩权,不承担保证责任。因此,千里公司在此情形下,并不具备向江勇主张承担保证责任的条件。

### (四) 保证期间届满,江勇无保证责任

其一,本案不应排除保证期间的适用。其二,本案中,补充协议并未约定保证期间,也不存在另外约定。据民法典第 692 条第 2 款,债权人与保证人就保证期间没有约定或约定不明确的,保证期间为主债务履行期限届满之日起六个月。千里公司向宏达公司发函通知的债务履行期限,即股份义务回购履行期限于 2019 年 7 月 30 日届满,故保证期间于 2020 年 1 月 29 日届满。根据民法典第 693 条,一般保证责任的债权人未在保证期间对债务人提起诉讼或申请仲裁的,保证人不再承担保证责任。千里公司在此期间内并未对宏达公司提起诉讼或申请仲裁,保证期间经过,江勇无需承担保证责任。

综上所述,江勇无需基于保证合同承担连带责任,也不存在滥用法人地位等适用法人人格否认制度的情形,不应对原告的诉讼请求承担连带支付责任。

## 第六部分 启示与思考

### 一、估值调整功能是对赌协议的本质特征

目前金融市场中,对赌协议泛滥。不应简单将所有含“对赌”意思的协议都认定为有效。只有真正意义上的对赌协议,即符合对赌协议的本质特征——估值调整功能,才应得到司法保护,方可适用《九民纪要》的裁判路径。俗称的对赌协议,作为一种金融创新工具,在发挥估值调整功能后,才能解决协议双方对未来公司不确定性、信息不对称和代理成本等问题。对于不具有估值调整功能的不真正对赌协议,只是假借对赌之名的保底性股权融资,不符合法定回购的任何情形,违反《公司法》资本维持原则的效力性强制规范。应认定为无效。

### 二、对赌协议规范构造应当法定化

关于对赌协议有关问题,司法实践争论不断。从有关案例来看,争论焦点在《九民纪要》施行后从对赌协议的效力转移到了对赌协议的履行上,在具体案件中还存在对赌协议的认定等方面的问题。而对赌协议的认定出现争议、以及对赌协议发生履行不能的根本原因之一是我国法律关于对赌协议的规范不够健全。

首先,在对赌协议的激励机制下,被投资公司管理层的一些行为当然会受制于《公司法》



关于保护中小股东利益的相关规定，比如《公司法》赋予中小股东直接诉讼公司高级管理人员的权利，这些规定都可能影响到对赌协议的实施，融资方在签下对赌协议时，有时会面临割让股份甚至丧失控制权的风险。企业外部非理性扩张，内部管理混乱，都是为了达到甚至超越对赌协议中约定的业绩目标。而与此同时，公司在作出管理决策及例如分配等方面，也可能会侵犯小股东利益。

其次，在我国法律实践中，企业估值标准多样。如预估资产未来预期收益并换算成现值的收益资本金化法等，诸多计算方法中，有的会遗漏无形资产，有的会对未来市长增值趋势预估不准至忽略控制权价值因素导致评估结果大相径庭，使签订对赌协议的一方遭受损失。

最后，由于现行外汇监管法律不完善，即使目标公司及时达到对赌协议约定业绩要求，但在行使权利时仍有诸多障碍。且近年来众多公司和投机企业为了减轻税收而采用离岸经营模式及注册地和经营地相分离。在这种经营模式下，签订对赌协议后，如被投资公司完成约定的业绩要求，其所获得的相应的股权或者其他利益回报，应当记在资本项目下的股权投资（转让）收入，还是经常项目下的管理层报酬，目前尚无法律法规作出明确规定。而这两种不同的认定，将涉及宽严程度不同的外汇管理政策，从而影响到实际权利的行使。

因此，国家应当尽快出台相关立法，对对赌协议的本质以及合法化标准予以明确，确定企业价值的评估的统一标准。在此基础之上进行类似改革，使我国的金融市场更加规范。

### 三、从治疗法转向预防法

预防法学的概念根植于风险预防管理理念，是旨在通过合同设计、合规审查等方法对法律风险进行预测和管理的法学方法<sup>66</sup>。中国正在推进市场经济体制的深入改革，发挥市场在配置资源中决定性作用<sup>67</sup>。不可避免的是与之相伴，商业社会的风险与日俱增。而预防法学正是一种积极管理法律风险的法学方法。<sup>68</sup>其实，法学犹如医学，原本就不仅旨在治疗，同时也蕴含有预防的要义。将对赌协议纳入公司法体系具有规范辐射作用，正是预防法学思维的有效运用，可以减少潜在的社会矛盾。将债权交易完全纳入公司资本体系更有利于法律预防功能的完善，立法者在设计市场规则时应该将对赌协议这种新的金融创新工具予以规范表达。通过更多的类似创新，顺利实现从治疗法到预防法的转变。

### 四、将估值调整型股权回购纳入《公司法》第 142 条的规范之下

2018 年《公司法》修订时，对 142 条股份回购的例外情形已经做出了修改和拓展。在正在进行的新《公司法》修订中，继续在 142 条项下创设新的例外情形——估值调整功能实现后的股份回购。从而在立法层面直接解决目前理论界对目前司法裁判倒果为因的批判。不失为值得讨论的回应市场发展的理论创新。

### 五、改善法治营商环境，赋能实体经济发展

建立现代化产业体系，坚持把发展经济的着力点放在实体经济上。金融必须服务实体经济。<sup>69</sup>“市场主体是经济的力量载体，保市场主体就是保社会生产力。留得青山在，不怕没柴烧。”<sup>70</sup>要千方百计把市场主体保护好为经济发展积蓄基本力量。创新是一个民族进步的灵魂，是一个国家兴旺发达的不竭动力，也是中华民族最深沉的民族禀赋。<sup>71</sup>科技兴则国家新，科技强则国家强。现行法需要和中央的大政方针保持一致，不能出现打一个官司，死一个企业的恶果。<sup>72</sup>法律需要区分值得认可和保护的协议和不值得认可，应当认定为无效

<sup>66</sup> 参见《从治疗法学到预防法学：法律硕士改革的新思维》，黄忠《学位与研究生教育》2016 年第 10 期。

<sup>67</sup> 中国共产党十八届三中全会公报。

<sup>68</sup> 参见《从治疗法学到预防法学：法律硕士改革的新思维》，黄忠《学位与研究生教育》2016 年第 10 期。

<sup>69</sup> 中国共产党第二十次全国代表大会报告。

<sup>70</sup> 习近平总书记在 2020 年 7 月 21 日召开的企业家座谈会上的讲话。

<sup>71</sup> 《习近平：在同各界优秀青年代表座谈时的讲话》，载《人民日报》，2013 年 5 月 5 日第 6 版。

<sup>72</sup> 最高人民法院民事审判第二庭：《〈全国民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社 2019 年第一版，第 118 页。



合同的融资协议。改变目前但凡涉及对赌条款的表层设计就承认合同效力，采取区隔论<sup>73</sup>，留下实践治理难题的司法困境。市场主体需要秉持符合市场规律和遵守经济公序的基本立场，充分发挥估值调整功能的资本运作，设计对赌条款。即使是成熟商业主体的意思自治，也需要有缰绳和边界。

## 六、在现行立法框架下，应坚持“先减资，再回购”的司法裁判路径

股份回购型对赌协议成为风险投资与私募股权投资市场中普遍采用的重要融资工具，在疫情的影响下，世界经济整体下行，对赌完成率逐年下降，由对赌引发的纠纷也随之增多，法院关于对赌的裁判将直接对对赌实践乃至企业融资造成深远影响。在《公司法》坚守的保护公司债权人的立场下，其规定股份回购的事由列举模式以及股份回购财源约束的法律漏洞已无法应对个案中股份回购合同义务应否履行的判断。“华工案”与《九民会议纪要》实际上是在此背景下对股份回购的资本规制进行的法律漏洞填补。其思路在于将股份回购与公司减资关联，将减资作为回购的前提和条件，借助《公司法》第 177 条减资程序下的规制措施——通知债权人与公告债权人、债权人有权要求提前偿债或提供担保——来填补股份回购中资本规制的法律漏洞，进而在保护公司债权人的前提下满足市场对股份回购现实需求<sup>74</sup>。而这种裁判路径又带来另一个问题，即“减资”与“回购”之间到底是何种关系？

从各国的公司法实践来看，减少注册资本只是股份回购的后果之一，除此之外还有可能表现为回购后再转让、作为库存股等形式。换句话说，减资是结果，而不应被视为条件或原因。追根溯源，《公司法》第一百四十二条也许自身就存在逻辑颠倒的问题，第一款第一项所规定的减资事由与其他几项并非属于同一维度，减资是回购的后果形式，而其余回购事由才是真正的回购原因。综合来看，无论是法条的规定还是法院的裁判思路，出现这样混乱的逻辑的根本原因还是在于僵化的维持法定资本制，保护债权人。为了固守法定资本制，维护公司的资本信用，股份回购就只能被严格限制，非经法律规定不得进行。为了调和二者的矛盾，司法者不得不将减资作为回购的原因，这样看起来既为回购提供了合法的依据，又能够充分保护债权人的合法权益，也就是目前所看到的先减资再回购。但是从商业实际来看，尤其是风投对于初创企业的投资而言，回购需求是先于减资出现的，回购是减资的原因，真正的逻辑应当是先回购再减资。可，由于法定资本制的大山难以逾越，司法也只能把商业实践硬生生塞进目前的框架里，实属无奈之举。

现行立法未跟上实践的“脚步”，司法者在“对赌协议”效力认定上已给投资者“破例”的情况下，履行上则更应坚持“先减资，再回购”的裁判路径，守好保护公司及其债权人的最后一道防线。

<sup>73</sup> 参见陈醇：《跨法域合同纠纷中强制性规范的类型及认定规则》，载《法学研究》2021年第3期。

<sup>74</sup> 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》，载《法商研究》2020年第4期。



## 第七部分 附件

### 附件一：授权委托书

#### 授权委托书

委托人：宏达数码科技发展股份有限公司

受托人： 姓名：xxA，工作单位：第二十三号律师事务所

职务：律师，联系电话：1xxxxxxxxxx

姓名：xxB，工作单位：第二十三号律师事务所

职务：律师，联系电话：1xxxxxxxxxx

现委托上述受托人在千里投资集团有限责任公司诉宏达数码科技发展股份有限公司及江勇一案中，担任宏达数码科技发展股份有限公司的一审诉讼代理人。

诉讼代理人 xxA、xxB 的代理权限为特别代理，代理权限不包括代为承认、变更或放弃诉讼请求以及提起反诉等。

代理期限：自 202X 年 X 月 X 日至 202X 年 X 月 X 日止。

委托人：宏达数码科技发展股份有限公司  
(签字/盖章)

注：本委托书一式三份，由委托人、律师事务所各持一份，交人民法院一份

#### 授权委托书

委托人：江勇

受托人： 姓名：xxA，工作单位：第二十三号律师事务所

职务：律师，联系电话：1xxxxxxxxxx

姓名：xxB，工作单位：第二十三号律师事务所

职务：律师，联系电话：1xxxxxxxxxx

现委托上述受托人在千里投资集团有限责任公司诉宏达数码科技发展股份有限公司及江勇一案中，担任江勇的一审诉讼代理人。

诉讼代理人 xxA、xxB 的代理权限为特别代理，代理权限不包括代为承认、变更或放弃诉讼请求以及提起反诉等。

代理期限：自 202X 年 X 月 X 日至 202X 年 X 月 X 日止。

委托人：江勇  
(签字/盖章)

注：本委托书一式三份，由委托人、律师事务所各持一份，交人民法院一份



附件二：证据目录

组别	序号	证据名称	证据内容	证明目的
第一组	1	《关于宏达数码科技发展股份有限公司增资协议》	1、原告向被告增资 8000 万元 2、2000 万元新增注册资本，取得被告新发行的 2000 万股股份 3、1000 万元附条件支付，被告在协议签订后一年内成功在新三板挂牌，否则不再支付	双方约定增资 8000 万，千里公司实缴 7000 万，1000 万不再支付，千里公司未完全履行出资义务
	2	增资扩股股东会决议	全体股东授权同意千里公司以增资方式投资	
	3	董事会决议	决议宏达公司增加注册资本事宜	
	4	宏达公司原股东放弃本次增资优先认购权的书面确认书	宏达公司原有股东放弃本次增资的优先认购权	
	5	公司章程修正案	1、增加注册资本 2000 万 2、扩股 2000 万股	
	6	收款凭证	2015 年 1 月 22 日，千里公司向宏达公司指定账打款 7000 万元，宏达公司收到增资款	
第二组	7	《股东名册》	股东姓名：千里公司 出资额：8000 万 股份占比：10% 出资证明书编号：xxxxxxx	千里公司为宏达公司股东，具有权利外观
	8	《准予变更登记通知书》	2015 年 2 月 22 日，工商局出具《准予变更登记通知书》，宏达公司完成新增股东千里公司的变更登记	
第三组	9	《补充协议一》	... 被告未能在协议签订后一年内成功实现新三板挂牌，原告有权要求被告和保证人回购股份。江勇承担连带保证责任。	千里公司约定四年年净利润均一亿元目标不合理
	10	《补充协议二》	...3. 如被告未达成约定目标，原告不再支付剩余增资款，且有权要求被告和保证人回购股份；...5. 若逾期支付回购款，则支付逾期付款利息	
第四组	11	全国股转公司《关于同意宏达数码科技发	根据...《全国中小企业股份转让系统业务规则(试行)》等有关法律法规、部门规章及相关业务规则，经审查，现同意	宏达公司已于 2016 年 9 月 15 日在新三板挂牌成功，挂牌不存在



		展股份有限公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌的函》	你公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌	瑕疵
第五组	12	千里公司发出的《要求履行回购义务的律师函》	通知宏达公司不再支付剩余增资款，并要求宏达公司于 2019 年 7 月 30 以 1.34 亿元回购股份；如在该日前未能完成，则宏达公司支付逾期付款利息，直至全部款项清偿完毕之日止。	1. 千里公司所计算的回购款项基数错误。 2. 千里未在保证期间内提起诉讼，作为一般保证人的江勇不承担保证责任。

### 附件三：实体代理意见中司法案件援引清单

根据最高人民法院于 2020 年 7 月 31 日发布的《最高人民法院关于统一法律适用加强类案检索的指导意见（试行）》，对于缺乏明确裁判规则或者尚未形成统一裁判规则的，需要进行类案检索。以下为被告方诉讼代理人针对本案所进行的类案检索结果，供合议庭参考：

序号	案号	案件名称	裁判主旨
<b>典型案例</b>			
1	最高人民法院（2012）民提字第 11 号	苏州工业园区海富投资有限公司诉甘肃世恒有色资源再利用有限公司增资协议纠纷案（海富案）	“投资者与目标公司之间的补偿条款如果使投资者可以取得相对固定的收益，则该收益会脱离目标公司的经营业绩，直接或间接地损害公司利益和公司债权人利益，故应认定为无效；投资者与目标公司股东之间的利益补偿承诺不违反法律法规的禁止性规定，是有效的。”
2	(2014)中国贸仲京裁字第 0779 号	贸仲仲裁案	尽管投资人拥有目标公司的股东身份，但其要求补偿是基于协议的相关约定，实际是以投资合同一方当事人的身份提出的合同项下的权利主张，与其股东身份并无实质关联。投资人和被投资公司在法律上是平等的商事主体，目标公司并不享有特别的法律地位或应受特别的法律保护，只要投资补偿是基于自愿公平的安排，在法律上当属有效。
3	(2016)最高法民再 128 号	强静延、曹务波股权转让纠纷再审案（瀚霖案）	在投资方的投资款项全部用于公司经营发展，以及担保程序无瑕疵或者担保相对人尽到形式审查义务情况下，目标公司对股东对赌义务承担连带保证责任约定有效。
4	(2017)最高法民再 258 号	通联资本管理有限公司与成都新方向科技发展有限公司等与公司	投资方未对目标公司为其提供担保的股东会决议进行形式审查，目标公司法定代表人签字加盖公章的行为不对投资方生效。因此目标公司与投资方对担保无效具有同等过错而应当各自承担过错责任。



		有关的纠纷再 案(通联资本 案)	
5	(2019) 苏民再 62号	江苏华工创业 投资有限公司与 扬州锻压机床 股份有限公司、 潘云虎等请求 公司收购股份 纠纷再案(华 工案)	目标公司回购本公司股权不违反法律强制性规定,案涉对赌协议具备履行可能性,且在履行法定程序后不会损害公司和债权人利益,不违反有限责任公司资本维持原则,对赌条款中关于股权回购的合理范围内的固定利率收益也在企业正常负担的融资经营成本范围之内,没有脱离企业正常经营规律。
<b>与目标公司对赌的股权回购对赌条款无效</b>			
6	(2020) 陕民终 488号	陕西金戈投资 控股集团有限公司 与北京国君力 鼎创业投资有 限公司等股权 转让纠纷二 审	国君力鼎与天津金戈的对赌,依据《公司法》第142条第一款之规定,由于本案中不存在上述规定的情形,故本案对目标公司天津金戈的对赌无效。
7	(2019) 赣民终 178号	新余甄投云联 成长投资管理 中心与广东运 货柜信息有限 公司等新增资 本认购纠纷 上诉案	该约定反了上述公司法第35条、第142条的强制性规定;《补充协议》约定的回购款计算方式,使得甄投中心的投资可以取得相对固定的收益,该收益脱离了运货柜公司的经营业绩,损害了公司利益和公司债权人利益,同时亦属于反公司法第20条规定的情形。因此,《补充协议》有关运货柜公司回购股权的内容应属无效。
8	(2020) 最高法 民再350 号	深圳市广华创 新投资企业、大 连财神岛集团 有限公司请求 公司收购股份 纠纷再案	《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74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。
9	(2016) 川民初 13号	新疆盘古大业 股权投资有限 合伙企业、梓 昆科技(中国) 股份有限公司 与公司有关的 纠纷再案	根据《补充协议》的约定,梓昆公司需要盘古企业持有的梓昆公司的股份。但是,盘古企业不属于公司法第142条规定,公司不得收购本公司股份的例外。本案中,盘古企业未能举证证实存在可以收购本公司股份的法定情形,且盘古企业作为梓昆公司的股东,要求梓昆公司回购股份有违“资本维持”原则,将损害梓昆公司及梓昆公司债权人的利益,违反公司法第20条的规定。因此,认定盘古企业和梓昆公司达成的股份回购条款无效。
10	(2019) 浙民再 212号	浙江星莱和农 业装备有限公 司、莱恩农业 装备有限公司 股权转让纠纷 再案	从公司法法理来看,公司作为法人主体,其从事经营活动的主要目的是营利、取得利润。股东向公司投资的主要目的是通过参与公司经营管理、获取公司从可分配利润中分配给股东的利润即股东红利,因此,股东与公司是利益共同体,利益共享、风险共担。上述协议中约定在一定条件下莱恩公司有回购赛康公司的股权的义务,使得赛康公司作为公司股东获益,脱离了公司的经营业



			绩，悖离了公司法法理精神，最终使得赛康公司规避了交易风险，将公司可能存在的经营不善及业绩不佳的风险转嫁给公司及债权人，严重损害了公司其他股东和债权人的合法利益。上述协议所约定的回购条件不属于《公司法》规定的公司可以回购公司股份的情形，违反法律强制性规定，应认定为无效。
11	(2018)新民终 55 号	王世光与新疆厚德股权投资有限合伙企业等合同纠纷上诉案	《补充协议书》系杰丰公司与厚德合伙企业签订，约定由杰丰公司回购厚德合伙企业股权，并补偿投资额每年 20% 的收益率。该约定使得厚德合伙企业的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了杰丰公司的经营业绩，实质上损害了杰丰公司及公司债权人利益，违反了《公司法》第 20 条第一款规定，构成了股东滥用股东权利，损害了杰丰公司及杰丰公司债权人利益。违反法律、行政法规的强制性规定，回购条款的约定应认定为无效。
12	(2017)津民申 2232 号	刘炜林等诉李飞合同纠纷案	涉案的《增资合作协议》中的对赌条款约束的是被上诉人和上诉人，且“对赌条款”若发生在投资人和目标公司之间，这一约定将使得一方的投资可以取得相对固定的收益，而不必承担风险，会损害公司和债权人利益，将使对应条款无效。
13	(2016)川民初 13 号	开铂银科(成都)创业投资企业与成都西联钢铁有限公司、云南鹏龙坤佳物流有限责任公司合同纠纷一审	关于由作为目标公司的西联钢铁回购股权的约定，不属于我国公司法关于公司收购本公司股权的法定情形，其实质将导致公司资本不当减少，股东缴纳的股本被抽回，有损目标公司及其债权人合法利益，应属无效。故案涉协议中由作为目标公司的西联钢铁进行股权回购的条款应为无效。
<b>关于公序良俗</b>			
14	(2019)最高法民申 4797 号	新疆盘古大业股权投资有限合伙企业、梓昆科技(中国)股份有限公司公司纠纷	盘古企业未能举证证实存在前述规定的梓昆公司可以收购本公司股份的法定情形，且盘古企业作为梓昆公司的股东，要求梓昆公司回购股份有违“资本维持”原则，将损害梓昆公司及梓昆公司债权人的利益，违反公司法第 20 条的规定。
15	(2017)吉 01 民初 1461 号	西安市利奥影视广告公司与吉林电视台广播电视台播放合同纠纷	违背公序良俗的合同是否无效，主要审查的是是否违背公共利益。根据《中华人民共和国合同法》第 52 条第(四)项的规定，损害社会公共利益合同无效。
<b>不履行减资程序回购即驳回诉讼请求</b>			
16	(2020)最高法民申 2957 号	北京银海通投资中心、新疆西龙土工新材料股份有限公司股权转让纠纷案	现新疆西龙公司的减资程序尚未完成，股份回购的主合同义务尚未成就，故奎屯西龙公司的担保义务未成就，银海通投资中心要求判令奎屯西龙公司承担责任的再某某申请理由不成立。



17	(2020) 最高法 民申 1191 号	新余甄投云联成长投资管理中 心、广东运货柜 信息技术有限公司新增资本认购 纠纷、买卖合同 纠纷再审	具体到本案而言，针对甄投中心要求运货柜公司回购股权这一事项，原判决还需围绕运货柜公司是否完成减资程序进行审查 但鉴于甄投中心并未主张运货柜公司已 完成减资程序，也未提交有关减资的证据，故原判决从 实体结果处理上来说并无不当。
18	(2021) 京民终 495 号	张冬驹等与南京 钢研创业投资合 伙企业（有限合 伙）股权转让纠 纷二审	北京中投公司未履行公司法规定的“减少注册资本”等 程序，因其不能违反资本维持原则而不能向南京钢研合 伙企业履行股权回购债务，构成法律上的一时履行不 能。
19	(2020) 京民终 549 号	爵美名盟国际贸 易（北京）有限 公司等与深圳市 红土信息创业投 资有限公司等股 权转让纠纷二审	就本案而言，玖美公司并未完成减资，不符合公司回购 股份的条件，若支持二被上诉人该项诉求，即要求玖美 公司承担回购义务或支付基于回购义务而产生的违约 金，则相当于让玖美公司股东变相抽逃或部分抽逃出 资，有违法律的强制性规定，故一审法院对二原告的该 项诉求不予支持。
20	京 (2019) 03 民终 14391 号	李勇与熊维平等 合同纠纷上诉案	本案中，金典公司作为目标公司未完成减资程序，李某 某请求金典汉方公司回购其所持有的股权，不符合法律 规定的公司收购本公司股权的例外情形。李某某上诉主 张金典汉方公司及熊某某回购其所持有的股权，缺乏依 据，本院不予采纳。
21	(2021) 湘民终 960 号	株洲市城市建设 发展集团有限公 司、湖南兆富投 资控股（集团） 有限公司等股权 转让纠纷	城建公司有权召集兆某某公司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 能完全归咎于兆某某公司。且城建公司亦未提交证据证 明上述减资事项未完成，系兆某某公司不作为而无法完 成。
22	(2019) 粤民终 (2507 号	北京润信鼎泰投 资中心等与广东 南方广播影视传 媒集团有限公司 等公司某某纠纷 二审	本案中，领航公司作为目标公司如回购自己的股份，根 据《公司法》第 35 条有关的规定，应履行法定的减资 程序，由于润信鼎泰等并未提交证据证明目标公司即领 航公司已依法履行了法定的减资程序，润信鼎泰等在 本案中无权直接要求领航公司收购自己公司的股份，驳 回了润信鼎泰等基于此而主张领航公司应赔偿其回购可 得利益损失及该项违约金损失的诉讼请求。
<b>实际出资不足，应以实际投资成本为基数计算利息</b>			
23	(2017) 津民申 2232 号	刘炜林等诉李飞 合同纠纷案	被上诉人实际出资不足 450 万元（实际只有 250 万）， 是否有权按照 10%/年的约定主张利息“投资成本总额 （450 万元）及 10%/年的利息”的文字表述并不能表明 该利息的计算标准必须以投资达到 450 万元为条件，在 当事人无其他约定的情况下，被上诉人以实际投资成本 为基数、按照 10%/年的标准主张利息符合《增资合作



			协议》的约定，亦不违背等价有偿及公平原则。
<b>未履行减资程序，无需支付违约金</b>			
24	(2019) 粤民终 2507 号	北京润信鼎泰投资中心等与广东南方广播影视传媒集团有限公司等公司某某纠纷 二审	原在本案中无权直接要求领航公司收购自己公司的股份，并据此驳回了润信鼎泰、鼎泰资本、美锦公司基于此而主张领航公司应赔偿其回购可得利益损失及该项违约金损失的诉讼请求
25	(2021) 湘民终 960 号	株洲市城市建设发展集团有限公司、湖南兆富投资控股（集团）有限公司等股权转让纠纷民事二 审	股权回购的要求亦因存在事实和法律两方面的因素导致不能实际履行；其次，在兆富公司亏损的情况下，若支持该项请求必然会影响公司债权人的利益，还会对公司的正常经营造成影响，故城建公司要求兆富公司支付违约金的请求亦不予支持。若兆富公司在具备履行条件时不予履行上述两项义务，城建公司可另行主张违约金
<b>逾期利率可以参考民间借贷标准，下调违约金利率</b>			
26	(2018) 辽民终 137 号	郜志成、钱芳股权转让纠纷二审	《〈合同法〉若干问题的解释（二）》第 27 条“当事人通过反诉或者抗辩的方式，请求人民法院依照合同法第 114 条第 2 款的规定调整违约金的，人民法院应予支持”。第 29 条“当事人主张约定的违约金过高请求予以适当减少的，人民法院应当以实际损失为基础，兼顾合同的履行情况、当事人的过错程度以及预期利益等综合因素，根据公平原则和诚实信用原则予以衡量，并作出裁决。当事人约定的违约金超过造成损失的百分之三十的，一般可以认定为合同法第 114 条第 2 款规定的‘过分高于造成的损失’”
27	(2016) 川民初 13 号	新疆盘古大业股权投资有限合伙企业、梓昆科技（中国）股份有限公司与公司有关的纠纷再审	关于违约金利率，盘古企业主张本案不是民间借贷纠纷，违约金利率不应受年利率 24% 的限制。判决认为盘古企业就其投资款已享有 17% 的年化收益率，故将违约金利率酌定为 7%（原为投资总额的 10%），并无不妥。
<b>主合同无效，从合同无效</b>			
28	(2018) 最高法 民再 264 号	珠海市斗门区恒业房产开发公司与中关村证券股份有限公司汕头市金园区华宇经济发展有限公司借款合同纠纷案	主合同无效导致担保合同无效，担保人的责任系缔约过失责任，在不能证明担保人有过错的情况下，担保人不承担责任
<b>未履行减资程序，主合同义务未成就，担保义务未成就</b>			
29	(2020) 最高法 民申	北京银海通投资中心、新疆西龙土工新材料股份	履行担保合同义务以主合同义务履行条件已成就为前提条件。而未履行减资程序，主合同义务未成就，担保义务未成就。



	2957 号 民事裁 定书	有限公司股权转 让纠纷再审	
30	(2021) 湘民终 960 号	株洲市城市建设 发展集团有限公 司、湖南兆富投 资控股（集团） 有限公司等股权 转让纠纷民事二 审	保证人对全额股权回购款承担连带保证责任，但因 城建公司要求兆富公司回购股权的诉讼请求不予支持， 相应地其要求兆富公司各股东对股权回购款承担连带 保证责任的诉讼请求亦不予支持，城建公司可另待回购 股权的履行条件成就时一并主张。
<b>未约定保证方式，视为一般保证</b>			
31	(2016) 川民初 13 号	开铂银科(成都) 创业投资企业与 成都西联钢铁有 限公司、云南鹏 龙坤佳物流有限 责任合同纠纷一 审	《保证协议》中并未约定保证方式，依照《中华人民共 和国担保法》第 19 条关于“当事人对保证方式没有约 定或者约定不明确的，按照连带责任保证承担保证责 任”的规定，鹏龙坤佳应当对林振宇、林振丰的股权回 购款支付义务承担连带保证责任。

表 9 类案检索

附件四：本答辩状副本共十三份