

2022 年第二十届“理律杯”

全国高校模拟法庭竞赛

起
诉
状

第 2 号代表队原告方呈递

目 录

第一部分 当事人基本信息	1
第二部分 诉讼请求	1
第三部分 本案基本事实及焦点问题	2
第一节 本案基本事实	2
第二节 争议焦点	3
第四部分 法律适用	4
第五部分 程序部分的理由	5
一、千里投资集团有限责任公司为本案适格原告.....	5
二、宏达数码科技发展股份有限公司为本案适格被告.....	5
三、宏达数码科技发展股份有限公司和江勇同为本案被告.....	5
四、本案符合法定的起诉条件.....	5
五、法院具有管辖权.....	6
六、本次诉讼未超过法定诉讼时效.....	6
第六部分 实体部分的理由	7
第一节 案涉合同均合法有效	7
一、合同内容的合法性.....	7
二、合同订立程序的合法性.....	13
三、股权回购条款的法律性质.....	15
四、合同的合理性.....	16
第二节 被告构成合同违约	17
一、被告一宏达公司未在约定期限内实现预设目标.....	17
二、两被告未履行回购义务.....	18
三、被告在《关于股份回购事宜的回函》中提出的抗辩理由均不成立.....	19
第三节 被告可以实际履行	21
一、被告可以实际履行约定的回购义务.....	21
二、被告的实际履行并不影响资本维持原则.....	22
三、被告没有进行减资程序.....	24
四、被告未举证证明存在履行障碍.....	25
第四节 被告一宏达公司承担违约责任	25
一、被告一应承担支付股份回购价款的义务.....	25
二、被告一应按年利率 24% 的标准承担逾期付款利息的责任.....	25
三、被告一应承担原告已实际支付的律师费 260 万元.....	25
第五节 被告二江勇承担连带保证责任	26
一、被告二江勇承担支付股份回购价款和逾期付款利息的连带支付义务.....	26
二、被告二江勇承担律师费的连带支付义务.....	27
三、保证期间和诉讼时效.....	28
第七部分 反思与启示	28
一、对赌协议股权回购法律性质的反思.....	29
二、股权回购计算公式有待进一步规范.....	29
三、《九民会议纪要》条款的反思.....	30
附件	31

第一部分 当事人基本信息

原告：千里投资集团有限责任公司 所在地址：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××××××××××

被告：宏达数码科技发展股份有限公司 所在地址：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××××××××××

被告：江勇 所在地址：××省××市

身份证号：×××××××××××××××××× 联系电话：1××××××××××

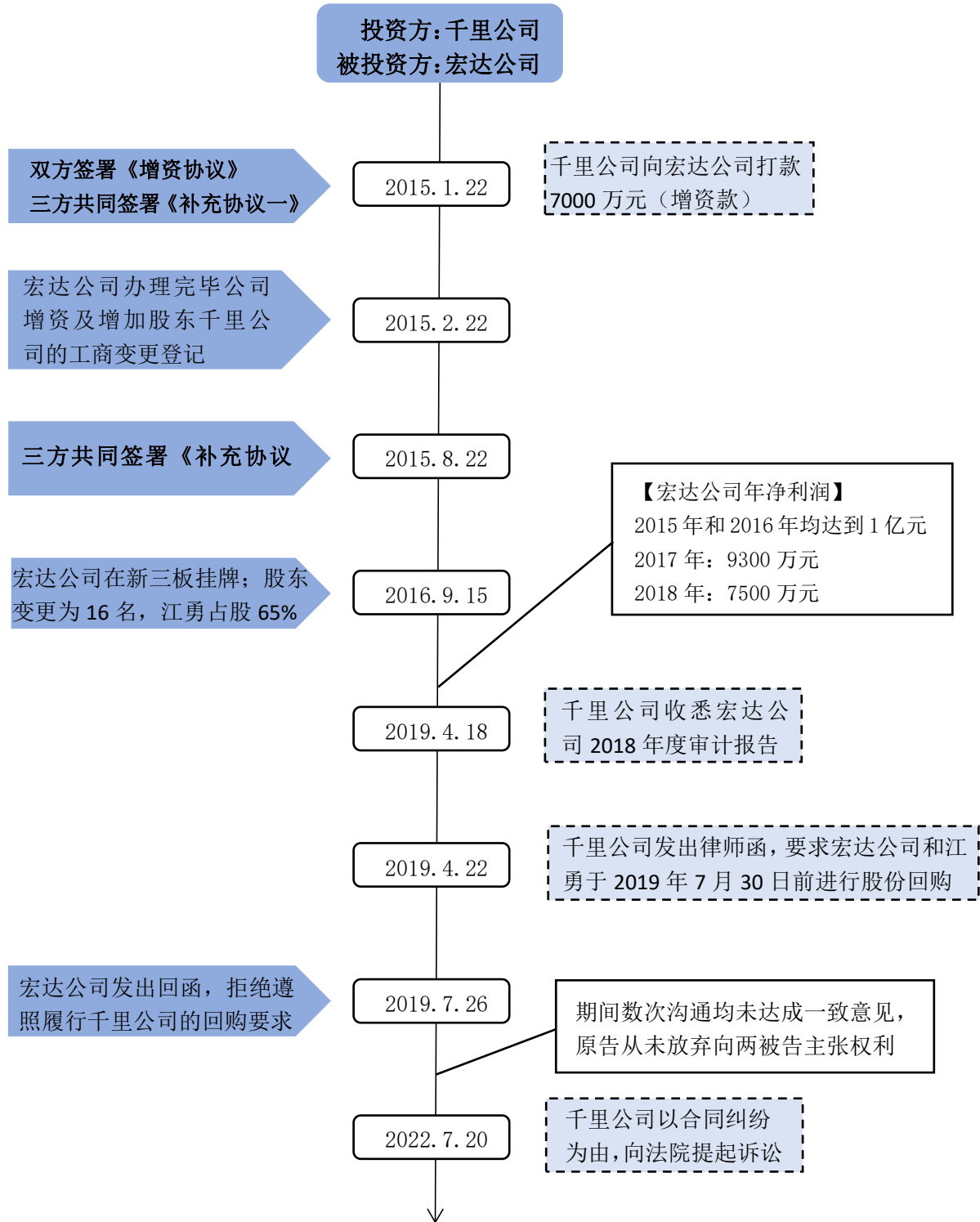
第二部分 诉讼请求

- 1、请求判令宏达公司按《关于宏达数码科技发展股份有限公司增资协议》、《补充协议一》、《补充协议二》的约定向千里公司支付股份回购价款；
- 2、请求判令宏达公司按年利率 24%的标准向千里公司支付逾期付款利息；
- 3、请求判令宏达公司承担千里公司已实际支付的律师费 260 万元；
- 4、请求判令江勇对如上第 1、2、3 项诉讼请求承担连带支付义务；
- 5、请求判令由宏达公司承担本案的诉讼费。

第三部分 本案基本事实及焦点问题

第一节 本案基本事实

一、本案事实时间轴



二、案涉合同具体内容

合同名称	签订时间	主要约定内容
《增资协议》	2015. 1. 22	1. 投资方向被投资方增资人民币本金共 8000 万元； 2. 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（占全部股份的 10%）； 3. 另外 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； 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； 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。
《补充协议一》	2015. 1. 22	1. 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。 2. 江勇作为《补充协议一》的保证人，承担连带保证责任担保。
《补充协议二》	2015. 8. 22	1. 被投资方应于 2016 年年底完成新三板挂牌； 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； 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； 4. 上述约定具有溯及既往的效力； 5. 若千里公司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。

第二节 争议焦点

一、案涉合同的效力

1. 合同内容是否合法
2. 合同订立程序是否合法
3. 股权回购条款的法律性质
4. 合同内容是否合理

二、被告一是否构成合同违约

1. 对赌条件是否达成

2. 回购义务是否应当履行

3. 被告一抗辩是否成立

三、被告一是否可以实际履行

1. 被告一是否具有履行能力

2. 被告一是否主观积极履行

四、二被告应承担何种法律责任

1. 被告一应承担何种法律责任

2. 被告二是否应承担法律责任以及应承担何种法律责任

第四部分 法律适用

效力级别	名称	发布机关	实施日期
法律	《中华人民共和国民法典》	全国人民代表大会	2021-01-01
	《中华人民共和国公司法》	全国人民代表大会常务委员会	2018-10-26
	《中华人民共和国民事诉讼法》	全国人民代表大会常务委员会	2022-01-01
司法解释	《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（三）》	最高人民法院	2021-01-01
	《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》 （现已修改）	最高人民法院	2015-09-01
	《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》	最高人民法院	2022-04-10
	《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（二）》 （现已废止）	最高人民法院	2009-05-13
司法解释性质文件	《最高人民法院关于调整中级人民法院管辖第一审民事案件标准的通知》	最高人民法院	2021-10-01
	《最高人民法院关于印发〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉的通知》	最高人民法院	2019-11-08
	《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》	最高人民法院	2009-07-07
	《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》	最高人民法院	2017-08-04
部门规章	《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
	《人民币利率管理规定》	中国人民银行	1994-04-01
地方规范性文件	《上海市律师服务收费管理办法》	上海市发展改革委员会、上海市司法局	2017-04-01
行业规定	《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

第五部分 程序部分的理由

一、千里投资集团有限责任公司为本案适格原告

根据《中华人民共和国民事诉讼法》（以下论述均简称《民事诉讼法》）第一百一十九条第一款，“原告是与本案有直接利害关系的公民、法人和其他组织”，在我国民事立案审查的司法实践中，往往基于民事诉讼法的有关诉讼主体的规定，将民事诉讼当事人限制为民事权益被侵犯或有争议的利害关系人范畴。

在本案中，宏达数码科技发展股份有限公司的违约行为严重侵害了千里投资有限责任公司的合法权益，给千里投资集团有限责任公司造成了巨大的经济财产损失。千里投资集团有限责任公司作为本案中民事权益被侵害的法人，与本案有直接利害关系，可以成为本案适格原告，有权向人民法院提起诉讼。

二、宏达数码科技发展股份有限公司为本案适格被告

宏达数码科技发展股份有限公司未按照合同约定履行股份回购义务，构成了严重的违约行为，有悖诚实信用原则和商业道德，使得千里投资集团有限责任公司基于合同的预期利益无法实现，对其造成了巨大的经济财产损失。宏达数码科技发展股份有限公司其所在地址为：北京市海淀区×××，统一社会信用代码为：××××××××××××××××××，法定代表人：江勇，联系电话：1××××××××××。

宏达数码科技发展股份有限公司作为企业法人，具有拟制人格，拥有相应民事权利能力和民事行为能力，能够依法承担民事责任，具备诉讼主体资格。综上，本案被告公司适格，具有明确的名称、住址、联系方式，故本案被告明确，符合起诉条件。

三、宏达数码科技发展股份有限公司和江勇同为本案被告

根据《中华人民共和国民事诉讼法》第五十五条规定：“当事人一方或者双方为二人以上，其诉讼标的是共同的，或者诉讼标的是同一种类、人民法院认为可以合并审理并经当事人同意的，为共同诉讼。”本案中，宏达公司法定代表人江勇作为保证人，与宏达公司及千里公司共同签署《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》（含《补充协议一》和《补充协议二》），对宏达数码科技发展股份有限公司的债务承担连带保证责任（详见后文论述）。因此，宏达数码科技发展股份有限公司和江勇具有共同的支付义务，诉讼标的相同，构成必要共同诉讼，江勇应依法作为共同被告参与本次诉讼。江勇作为具有独立诉讼权利能力的自然人，依据《民事诉讼法》第五十一条的规定，¹可以作为民事诉讼当事人参与诉讼。

四、本案符合法定的起诉条件

依据《民事诉讼法》第三条，人民法院受理公民之间、法人之间、其他组织之间以及他们相互之间因财产关系和人身关系提起的民事诉讼。本案属于法人之间、法人与公民之间因合同产生的纠纷，属于《民事诉讼法》第三条规定的受案范围。

根据《民事诉讼法》第一百二十二条，起诉必须符合下列条件：（一）原告是与本案有直接利害关系的公民、法人和其他组织；（二）有明确的被告；（三）有具体的诉讼请求和事实、理由；（四）属于人民法院受理民事诉讼的范围和受诉人民法院管辖。本案被告明确、原被告诉讼主体适格，原告有具体的诉讼请求和事实、理由，符合《民事诉讼法》规定的起诉条件，故应予受理。

¹ 《中华人民共和国民事诉讼法》第五十一条：公民、法人和其他组织可以作为民事诉讼的当事人。法人由其法定代表人进行诉讼。其他组织由其主要负责人进行诉讼。

五、法院具有管辖权

根据本案案件事实，原被告之间并无管辖协议，因此应根据相关法律规定确定管辖。本案中，被告涉案行为系不履行合同约定违约行为，适用合同纠纷的管辖规定。依据法律适用的基本规则，在无特别规定的情况下，合同纠纷案件的管辖应适用《民事诉讼法》的一般性规定，即“被告住所地管辖”和“合同履行地管辖”两个原则。依据《民事诉讼法》第二十二条²和第二十四条³、《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第十八条，⁴应由被告住所地法院或合同履行地法院管辖，所以北京市的人民法院有管辖权

同时本案中原被告住所地不在同一省级行政辖区内，为《最高人民法院关于调整中级人民法院管辖第一审民事案件标准的通知》规定的“当事人一方住所地不在受理法院所处省级行政辖区的第一审民事案件”且诉讼标的额超过 1 亿元的一审案件，⁵故北京市第一中级人民法院具有管辖权。

六、本次诉讼未超过法定诉讼时效

依据《民法典》第一百八十八条的规定，向人民法院请求保护民事权利的诉讼时效期间为 3 年；诉讼时效期间自权利人知道或者应当知道权利受到损害以及义务人之日起计算。合同履行期限届满时，债务人即具有履行债务的义务。如不履行，则构成对债权人权利的侵害，且该侵害为债权人所应知，故诉讼时效应自债务到期时起算。

本案中，千里公司于 2019 年 4 月 18 日收悉宏达公司 2018 年度审计报告，确认宏达公司未在约定期限内实现约定目标，2019 年 4 月 22 日，千里公司委托 XXX 律师事务所向宏达公司发出了《要求履行回购义务的律师函》，要求宏达公司和江勇于 2019 年 7 月 30 日前履行股份回购义务。故《关于宏达数码科技发展股份有限公司增资协议》、《补充协议一》及《补充协议二》项下的债务于 2019 年 7 月 30 日到期，本案诉讼时效应为 2019 年 7 月 30 日至 2022 年 7 月 30 日。本案于 2022 年 7 月 20 日起诉，因此原告起诉时间在诉讼时效范围之内，未超过法定诉讼时效。

《民法典》第六百九十四条规定，连带责任保证的债权人在保证期间届满前请求保证人承担保证责任的，从债权人请求保证人承担保证责任之日起，开始计算保证债务的诉讼时效。本案中保证期间自债权人千里公司请求债务人宏达公司履行债务的宽限期届满之日 2019 年 7 月 30 日起算，截至 2020 年 1 月 30 日。2020 年 1 月 30 日起算诉讼时效，根据《民法典》第一百八十八条的诉讼时效规定，⁶至 2022 年 7 月 20 日千里公司起诉时，未超过保证债务的诉讼时效。

综上所述，千里投资集团有限责任公司符合就本案提起民事诉讼的法定条件，恳请人民法院依法受理并作出裁判。

² 《中华人民共和国民事诉讼法》第二十二条：对公民提起的民事诉讼，由被告住所地人民法院管辖；被告住所地与经常居住地不一致的，由经常居住地人民法院管辖。

³ 《中华人民共和国民事诉讼法》第二十四条：因合同纠纷提起的诉讼，由被告住所地或者合同履行地人民法院管辖。

⁴ 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释》第十八条：合同约定履行地点的，以约定的履行地点为合同履行地。合同对履行地点没有约定或者约定不明确，争议标的为给付货币的，接收货币一方所在地为合同履行地；交付不动产的，不动产所在地为合同履行地；其他标的，履行义务一方所在地为合同履行地。即时结清的合同，交易行为地为合同履行地。合同没有实际履行，当事人双方住所地都不在合同约定的履行地的，由被告住所地人民法院管辖。

⁵ 《最高人民法院关于调整中级人民法院管辖第一审民事案件标准的通知》：二、当事人一方住所地不在受理法院所处省级行政辖区的，中级人民法院管辖诉讼标的额 1 亿元以上的第一审民事案件。

⁶ 《中华人民共和国民法典》第一百八十八条：向人民法院请求保护民事权利的诉讼时效期间为三年。法律另有规定的，依照其规定。

第六部分 实体部分的理由

第一节 案涉合同均合法有效

一、合同内容的合法性

（一）合同系当事人真实意思表示

意思表示是民事法律行为的核心。民事法律行为之所以能够产生当事人追求的私法效果，就是因为其作出的意思表示真实、合法，因此国家赋予其法律上的拘束力。⁷案涉合同均系当事人真实意思表示，应被视为合法有效。

原告千里公司是风险投资公司，一直在全国各地寻求投资机会，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，并以取得股权后转让股权或投资后收回本息等方式获取回报。被告一宏达公司是一家数码科技公司，长期致力于信息技术研发生产，自 2014 年以来就筹划在新三板挂牌，亟需获得投资。千里公司的法定代表人王彤与宏达公司的法定代表人江勇多次会面、商谈，就相关投资合作事宜达成合意。

《增资协议》、《补充协议一》、《补充协议二》的签署是在千里公司寻求投资收益和宏达公司寻求融资途径的共同目标下，经过双方的双向选择、细致周密的尽职调查和谈判磋商，在对宏达公司股权估值、投资额、对赌条件等诸多事项协商一致的基础上完成的，系双方当事人真实的意思表示。在订约过程中，千里公司和宏达公司在充分了解自身实力和诉求的基础上对投资合作事宜达成一致，完成对自有资金和股权的（预期）处分，充分体现了意思自治原则。

（二）案涉合同不违反效力性强制性规定⁸——回应明股实债

合同无效的判定要严格遵循法定主义。⁹《民法典》关于合同无效的各类法定情形，见于《民法典》第一百四十四条¹⁰、第一百四十六条¹¹、第一百五十三条¹²、第一百五十四条¹³、第五百零五条¹⁴、第五百零八条¹⁵。案涉合同是否有效的认定，应聚焦于《民法典》第一百五十三条，即案涉合同是否违反法律、行政法规的强制性规定。

案涉合同（《增资协议》《补充协议一》《补充协议二》）系增资形式的对赌协议，**不属于被告所称“高利借贷”，即不属于“明股实债”**。如下是实务界对“明股实债”的各类定义。

⁷ 王利明：《民法总则》，中国人民大学出版社第二版，第 284 页。

⁸ 最高人民法院关于印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》的通知，法〔2019〕254 号，第 30 条：……下列强制性规定，应当认定为效力性强制性规定：强制性规定涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的；交易标的禁止买卖的，如禁止人体器官、毒品、枪支等买卖；违反特许经营规定的，如场外配资合同；交易方式严重违法的，如违反招投标等竞争性缔约方式订立的合同；交易场所违法的，如在批准的交易场所之外进行期货交易……

⁹ 参见（2016）最高法民再 128 号判决书。

¹⁰ 《中华人民共和国民法典》第一百四十四条：无民事行为能力人实施的民事法律行为无效。

¹¹ 《中华人民共和国民法典》第一百四十六条：行为人与相对人以虚假的意思表示实施的民事法律行为无效。以虚假的意思表示隐藏的民事法律行为的效力，依照有关法律规定处理。

¹² 《中华人民共和国民法典》第一百五十三条：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行为无效的除外。违背公序良俗的民事法律行为无效。

¹³ 《中华人民共和国民法典》第一百五十四条：行为人与相对人恶意串通，损害他人合法权益的民事法律行为无效。

¹⁴ 《中华人民共和国民法典》第五百零五条：当事人超越经营范围订立的合同的效力，应当依照本法第一编第六章第三节和本编的有关规定确定，不得仅以超越经营范围确认合同无效。

¹⁵ 《中华人民共和国民法典》第五百零八条：本编对合同的效力没有规定的，适用本法第一编第六章的有关规定。

	来源	具体内容	对照本案
银监会 【2018 年 3 月与保监会合并】	《G06 理财业务月度统计表》(2017 年)	投资方在将资金以股权投资方式进行投资之前,与资金需求方签署一个股权回购协议,双方约定在规定时间内,由资金的使用方承诺按照一定的溢价比例,全额将权益投资者持有的股权全部回购的结构性股权融资安排。	双方并未约定在规定时间内被告要回购股权
税务部门	关于企业混合性投资业务企业所得税处理问题的公告 (国家税务总局公告 2013 年第 41 号)	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: (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。	①本案不存在定期支付利息; ②本案未约定投资期限,未约定投资期满被告要赎回投资或偿还本金
中基协	《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号—私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》 (2017 年 2 月发布)	本规范所称名股实债,是指投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩,不是根据企业的投资收益或亏损进行分配,而是向投资者提供保本保收益承诺,根据约定定期向投资者支付固定收益,并在满足特定条件后由被投资者赎回股权或者偿还本息的投资方式。常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等。	①原告的投资回报与被告一的经营业绩相挂钩 ②并不存在保本保收益承诺 ③不存在定期向原告支付固定收益
贺小荣(最高人民法院副院长)	《最高人民法院民事审判第二庭法官会议纪要》	名股实债并无统一的交易模式……应根据当事人交易目的、权利义务等因素分别认定。投资人目的在于取得目标公司股权,且享有公司经营管理权的,是股权投资;投资人目的并非取得目标公司股权,而仅是为了获取固定收益,且不享有参与公司经营管理权利的,应认定为债权投资,投资人是目标公司或有回购义务的股权的债权人。	原告并不是为了获取固定收益

分析上述定义可以得出：本案与实务界对“明股实债”的界定明显不符。本案有几处关键事实体现了明显的“非明股实债”性。

第一，案涉股权回购的条款系投资对赌背景下的回购条款。股权回购条款可分为债权意思表示下的回购条款与投资对赌背景下的回购条款，两者的根本差别主要在于触发机制不同。

债权意思表示下的回购是交易所追求的直接目的，具有确定性和主动选择权，且一般设置明确的期限。比如“新华信托股份有限公司与诸城市江峰房地产开发有限公司金融借款合同纠纷案”中，¹⁶法院认为：双方约定满 12 个月当日即偿还新华信托公司全部收益权回购款本金 1.09 亿元和按 24%/年的标准支付回购溢价款，故双方实际系借款合同关系，双方合同约定的“收益权回购款”实为借款本金；约定“按 24%/年的标准支付回购溢价款”，实际是约定借款期内利息的计算标准。

而投资对赌背景下的回购条款往往是以被投资人的经营业绩或不确定的重大性事件为触发条件，与对赌协议中的其他补偿机制一样，仅是投资人自身利益被动保护的一种手段，而非追求目标，是否触发、何时触发具有不确定性。在这样的交易安排下，投资方投资的内心真意其实在于获取业绩达标的目标公司的股权。比如“通联资本管理有限公司、中国农发重点建设基金有限公司股权转让纠纷案”¹⁷中，双方当事人约定的回购条款为：（4）甲方的投资收益连续两个季度或累计三个季度无法按时足额收回的；（5）其他可能对甲方权益产生重大不利影响的情形。法院认为：该回购条款是股东之间及股东与目标公司之间就投资收益和风险分担所作的内部约定，并不影响交易目的和投资模式。

就本案而言，本案的股权回购条款是以“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规定年净利润目标”为触发条件，仅仅是原告作为投资方保护自身利益的一种手段。这一回购条件是否触发、何时触发具有不确定性。原告本意并非使目标公司对赌失败从而获取股权回购价款，而是通过业绩不断攀升的目标公司的股权获取更长远的投资利益。

第二，案涉合同并未约定固定收益，不存在保本保息。对赌协议与明股实债最大的区别是投资方是否获得的固定利润或报酬。在明股实债中，投资方作为出借人将款项交付给融资方，不论融资方经营状况如何，无论盈亏，出借人均按期收回本息或定期收取固定利润。而对赌协议中投资方获得的补偿与目标公司盈利息息相关，投融资双方均有一定的风险。固定收益是债权性投资的一项重要特点，与一般意义上为获取具有或然性的长期股权收益而实施的增资入股行为截然不同。从《增资协议》到《补充协议一》、《补充协议二》，原被告从未约定过有关“固定收益”的条款。原告作为投资人和股东，其收益与被投资方宏达公司的经营业绩相关联，投资收益具有不确定性，明显与“明股实债”下的保本保息、固定收益特征不符。

宏达公司辩称案涉合同“名为投资，实为借贷”。在“翟红伟与青海国科创业投资基金（有限合伙）合同纠纷案”¹⁸中，融资方亦辩称对赌协议中投资方与融资方的法律关系“名为投资，实为借贷，其股权俨然成为质押物”。当时最高院认为：该案中对赌协议之目的是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，系资本市场正常的激励竞争行为，双方约定的补偿金计算方式是以年度净利润在预定的利润目标中的占比作为计算系数，体现了该种投资模式对实际控制人经营的激励功能，符合股权投资中股东之间对赌的一般商业惯例，不构成“明股实债”或显失公平的情形。因此，宏达公司认为股权回购条款构成事

¹⁶ 参见（2014）渝高法民初字第 00010 号判决书。

¹⁷ 参见（2019）最高法民终 355 号判决书。

¹⁸ 参见（2022）最高法民申 418 号裁定书。

实上的固定收益的主张不应得到支持。

第三，案涉合同并未约定投资到期退出。明股实债的一个重要特点系投资到期后以固定收益退出。本案投资方与被投资方并未约定退出条款。投资方内心的真实意思表示是取得被投资方的股权，看好被投资方公司未来的长远发展，以期从股权中获得更高的收益。

第四，宏达公司完成了股权变更登记。司法实践中，股权转让合同签订后是否办理了股权变更登记，是法院判断交易中投资方有无获得股权目的，进而认定是否构成明股实债的一个标准。如股权转让合同签订后，当事人并未办理股权变更登记，则法院有可能认为交易中投资方并无获得股权的目的，进而认定为案涉法律关系为债权债务关系。在“李金喜、刘忠山民间借贷纠纷案”中，未办理工商登记就是法院的判断依据之一。本案中宏达公司于 2015 年 2 月 22 日办理了增加股东千里公司的工商变更登记，这证明了千里公司在投资过程中获得股权的真实目的。

第五，千里公司承担公司经营风险，符合公司法公司股东共担风险、共享收益的原则。如上所述，双方约定的股权回购条款的触发具有不确定性，双方也并未约定到期退出条款，因此千里公司原本的预期收益来自于宏达公司业绩不断提高、股价上涨带来的股权溢价和公司分红。作为宏达公司的股东，千里公司与宏达公司共担风险、共享收益，千里公司的收益与宏达公司的经营业绩和盈利状况相挂钩。

（三）案涉合同不违反管理性强制性规定¹⁹——回应 15%和 24%

1.复合回报率 15%

案涉合同中合同各方均已明确约定：“若对赌条件未能实现，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。”此处的“年 15%复合回报率”为 15%的年复合收益率，合法合理，法院应予支持，理由如下：

首先，在《补充协议一》、《补充协议二》中，各方明确认可 15%的年复合收益率是股份回购价款的计算方式。故当回购条件成就时，两被告须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，**系各方合同当事人的真实意思表示，法院应予尊重。**

其次，15%的年复合收益率并不违反法律、法规的强制性规定。理由如下：第一，本案系商事领域的对赌协议，与金融借款、民间借贷有本质不同，因此股权回购价款不应该适用《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》（法发〔2017〕22 号）的第二条第 2 款²⁰和《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》。并且《九民纪要》第 50 条也强调“除借款合同外的双务合同，作为对价的价款或者报酬给付之债，并非借款合同项下的还款义务，不能以受法律保护的民间借贷利率上限作为判断违约金是否过高的标准。”案涉合同并不属于借款合同，15%的复合回报率系合同对价，并非借款合同项下的还款义务，因此不应受民间借贷利率上限调整。

第二，上文已述，千里公司注入宏达公司的高额溢价款实为投资款，二者之间的法律关系并非民间借贷，故本案并不适用《人民币利率管理规定》第二十条、第二十一条。《人民币利率管理规定》关于非金融机构不得进行复利计算的规定仅限于调整民间借贷法律关系，

¹⁹ 最高人民法院关于印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》的通知，法〔2019〕254 号，第 30 条：……关于经营范围、交易时间、交易数量等行政管理性质的强制性规定，一般应当认定为管理性强制性规定……

²⁰ 《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》（法发〔2017〕22 号）的第二条第 2 款 严格依法规制高利贷，有效降低实体经济的融资成本。金融借款合同的借款人以贷款人同时主张的利息、复利、罚息、违约金和其他费用过高，显著背离实际损失为由，请求对总计超过年利率 24%的部分予以调减的，应予支持，以有效降低实体经济的融资成本。规范和引导民间融资秩序，依法否定民间借贷纠纷案件中预扣本金或者利息、变相高息等规避民间借贷利率司法保护上限的合同条款效力。

而本案涉及到商事主体之间的股份回购的合同纠纷，并不属于其调整范围。

最后，司法实践中绝大多数法院支持以复利计算股权回购款。²¹在（2021）京民终 753 号案件中，一审法院认为合同当事人有关计收复利的约定系双方明确认可的回购价款计算方式系双方的真实意思表示，亦未明显超过对赌商业架构下合理的资金占用费用标准，故对《补充协议一》约定的回购价款的计算方式予以采信。对原告关于按照季度计算利息，并将利息计入下期本金计算复利的主张，予以支持。北京市高级人民法院予以维持。

2. 逾期利率 24%

2.1 逾期付款利息本质为违约金条款

《补充协议二》约定“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，”实质上是合同各方当事人根据《民法典》第五百八十五条第一款，²²在法律允许的范围内约定的违约金计算方式和金额。即当宏达公司与江勇拒绝履行《补充协议二》约定的回购义务时，需要承担违约责任，表现为按照年利率 24% 的标准支付逾期付款利息。

2.2 违约金条款合法有效且已满足生效条件

首先，《补充协议二》的违约金条款经三方合意已经成立。根据《民法典》第一百三十七条第一款、第四百七十四条、第四百七十九条和第四百八十三条等有关法律规定，合同的成立须有要约和承诺的合致。典型案例如盛世聚浦诉时空汽车股权转让纠纷案²³和蓝海济世诉森林工业股权转让纠纷案。²⁴本案中，《补充协议二》第五条约定的违约金条款在形式上已经由当事人的合意成立。

其次，当事人所约定的违约金条款合法有效，且不应受到法院酌减调整。具体理由如下：

第一，从签订主体来看，千里公司与宏达公司均为意思自治的商法人，而宏达公司的法定代表人兼控股股东江勇也是完全民事行为能力人，对逾期付款利息的约定是基于商事经验作出的选择，应予尊重。最高人民法院印发《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》的通知（以下简称《民商事合同指导意见》）第七条明确指出，“当事人缔约能力强弱”是参酌违约金是否过高的因素之一。²⁵本案中，千里公司和宏达公司作为独立的市场交易主体，宏达公司应当充分地预见到其违约将会给千里公司造成巨大损失。从双方的缔约过程来看，三方不断进行商业谈判，最终在《补充协议二》就各项事项达成了共识，并明确约定按年利率为 24% 的标准支付逾期付款利息，这是双方对于违约可能造成损失的评估预判，并不存在一方基于优势地位攫取利益的不公平情形，法院应当对此予以尊重和适用。

第二，从合同的履行情况和当事人的过错程度来看，千里公司积极履约，但宏达公司与江勇却恶意违约，要求后者支付违约金并未违反公平原则。参照《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释（二）》第二十九条的规定，当事人主张约定的

²¹ 参见（2021）京民终 753 号、（2019）京民终 251 号、（2016）川民初 13 号、（2021）京 02 民终 13186 号、（2021）沪 02 民终 9082 号判决书。

²² 《中华人民共和国民法典》第五百八十五条第一款：当事人可以约定一方违约时应当根据违约情况向对方支付一定数额的违约金，也可以约定因违约产生的损失赔偿额的计算方法。

²³ 参见北京市高级人民法院（2021）京民终 102 号判决书。

²⁴ 参见最高人民法院（2019）最高法民终 1642 号判决书。

²⁵ 最高人民法院印发《关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》的通知第七条：人民法院根据合同法第一百一十四条第二款调整过高违约金时，应当根据案件的具体情形，以违约造成的损失为基准，综合衡量合同履行程度、当事人的过错、预期利益、当事人缔约地位强弱、是否适用格式合同或条款等多项因素，根据公平原则和诚实信用原则予以综合权衡，避免简单地采用固定比例等“一刀切”的做法，防止机械司法而可能造成的实质不公平。

违约金过高请求予以适当减少的，人民法院在决定是否酌减违约金时，需要考虑合同的履行情况、当事人的过错程度等因素，根据公平原则和诚实信用原则予以衡量。本案中，千里公司签署完《增资协议》当日，即向宏达公司指定账户打款 7000 万元，是积极履约的表现，其作为诚信履约方所享有的合同权利亦应受到法律的保护，法院不应酌减违约金使其遭受亏待。且其于收悉宏达公司 2018 年度审计报告后 3 个工作日内就发出了《要求履行回购义务的律师函》，积极履行了告知义务。而宏达公司拒不进行减资程序，主观恶意明显致使千里公司要求回购的合同目的完全落空，客观上严重影响了千里公司对于数额巨大的投资款的及时利用，法院应当按照合同实际的履行情况和被告的严重过错程度不予酌减违约金。

第三，从合法性的角度来看，逾期付款利息采年利率为 24% 的标准应当受到司法保护。根据《合同法司法解释（二）》第二十九条的规定，当事人约定的违约金超过造成损失的百分之三十的，人民法院有权依当事人申请对违约金酌定裁减。该条所谓“损失”不仅仅指实际损失，还包括合同履行后获得的利益。而针对金钱债务中资金被占用的损失该如何计算的问题，最高人民法院认为，可以参照《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》第二十六条第一款“借贷双方约定的利率未超过年利率 24%，出借人请求借款人按照约定的利率支付利息的，人民法院应予支持”的规定。²⁶借贷纠纷中最高法院也支持按照年利率 24% 支付逾期利息。²⁷即使将本案 24% 的利率放在民间借贷领域分析，按照上述文件的规定，双方约定 24% 的逾期利率也依旧受到司法保护。本案中，千里公司主要以拟上市或新三板挂牌公司为目标进行风险投资，而在投资领域，资金量的多少影响投资规模的大小。而两被告拖欠千里公司共计 131659523.33 元股权回购款，使得千里公司在拖欠期内无法将此款进行投资获利，对千里公司的营业状况造成不利影响并由此产生直接的利益损失。因此，《补充协议二》对于逾期付款利率的规定，处于司法保护的限度内，两被告应当对千里公司无法进行投资获利的实际损失加以赔偿。

第四，从举证责任方面来看，被告应对违约金过高承担举证责任。最高人民法院印发的《最高人民法院关于当前形势下审理民商事合同纠纷案件若干问题的指导意见》的通知》第八条指出，违约方应对于违约金约定过高的主张承担举证责任。另外，《最高人民法院关于印发〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉的通知》第五十条再次重申，主张违约金过高的违约方应当对违约金是否过高承担举证责任。故在本案中，如果被告方认为逾期利率应当予以调减，则需要承担原告实际损失过分高于 24% 年利率标准的举证责任。

最后，由于宏达公司和江勇并未依约履行《补充协议二》项下的义务，三方约定的违约金条款已经满足生效要件。根据《民法典》第一百五十八条的规定，附生效条件的民事法律行为，自条件成就时生效。本案中，双方约定的违约金条款已经生效。《补充协议二》第五条约定了违约金的生效条件为：“宏达公司与江勇逾期支付回购款”。宏达公司于 2019 年 7 月 26 日发出《关于股份回购事宜的回函》，其中载明“千里公司的回购要求无法遵照履行”，即宏达公司和江勇明确表示违反《补充协议二》的回购义务，且至今仍未履行，故附生效条件已经成就，违约金条款已经生效。

综上，案涉合同并不违反管理性强制性规定。

（四）符合相关法律原则

1. 符合公平原则和等价有偿原则

对赌协议，是投融资双方在无法确定当期被投资企业股权价值的情况下，为促成投资而设计的“先行投入、期满调整”的投资合同条款，因此又被称为“估值调整机制”。²⁸顾名

²⁶ 参见（2019）最高法民终 102 号判决书。

²⁷ 参见（2022）最高法民再 206 号判决书。

²⁸ 谢海霞：《对赌协议的法律性质探析》，载《法学杂志》2010 年第 1 期。

思义，估值调整机制包括“估值”和“调整”两个机制，其中“估值机制”是指投资方与被投资公司及其原股东约定，依据双方商定的市盈率（P/E）和被投资公司及其股东对被投资公司一定期限内业绩的承诺，对被投资公司股权的当期价值做出初步计算，并以此作为计算该笔投资应占股权的依据，通过增发或股权转让进行出资；而“调整机制”是指在约定期限届满时，根据被投资公司实际的经营业绩，计算该笔投资实际应占有股份或被投资企业实际占用的该笔资金数额，并对超出或不足的股权份额或资金占用进行“多退少补”的调整。²⁹如前所述，由于投资方要先行估值、投入资金，因此实践中投资方往往会溢价出资。

在本案中，原告认购的股票的发价价格包括两部分：2000 万元是股票的票面金额，计入注册资本；6000 万元是溢价部分，归入资本公积金。投资方以 8000 万元对被告一宏达公司进行增资，却仅仅获取了 2000 万元注册资本所对应的股权，投资溢价为 4 倍，投资方所获取的股权与付出的对价严重不对等。虽然从结果来看，对于未能实现对赌条件的宏达公司来说，其需要支付与投资人所拥有的股份不相称的股价，但这一价格并非投资方所拥有的股权的价格，而是投资方按照对赌协议以高溢价出资所被占用资金的机会成本。

民法理念中的公平与商法理念中的公平是不同的。民法的公平具有很强的社会伦理性，更多地表现为平均主义，而商法的公平更多的是经济公平，表现为机会平等和平等保护。商人被认为是合理的经济人，能够独立判断风险，承担交易后果。

本案符合公平原则和等价有偿原则。首先，原告作为投资方，在这场交易中不仅投入了资金成本，亦包括帮助宏达公司清理产权关系、激励完善公司治理结构以及以公司在新三板挂牌为目标的资本运作。其次，千里公司并非旱涝保收，其以股东身份进入宏达公司，对宏达公司的经营亏损按照持股比例承担相应损失，换言之，千里公司的收益与宏达公司的业绩相挂钩。因此，在案涉合同下，双方的权利义务是对等的。双方约定在宏达公司到期未成功挂牌上市或未实现预期利润时，由被告对原告高价购买的股权进行回购，可以使投资方获得相应补偿，这是被投资方宏达公司在公平地承担与前期获得的高溢价投资相对应的责任，符合公平原则和等价有偿原则。

2.符合风险共担原则

千里公司作为投资方，与宏达公司的风险是并存的。在签订增资协议时，投资方与融资方对未来宏达公司的发展都无法预估，千里公司高溢价增资入股也要承担巨大的商业风险：如果宏达公司达到对赌条件，千里公司还要支付 1000 万元的剩余增资款；如果宏达公司未达到对赌条件，那么宏达公司的发展就并未达到双方签订协议时的预期目标和预估价值，投资方的投资失败；投资方的收益取决于公司的股权价值，如果公司经营业绩不佳，投资方作为股东的经济利益也会受损，投资方就无法通过公司股权升值获得利益，这些均为投资方要承担的风险。因此，投资人在投资活动中也承受着巨大的商业风险，双方风险共担。

二、合同订立程序的合法性

（一）《增资协议》具有股东大会和董事会决议，增资程序合法正当

根据《公司法》第 103 条之规定，股东大会增加或者减少注册资本的决议，必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。本案中，千里公司以增资方式的投资已获得宏达公司和宏达公司全体股东的授权，宏达公司也于《增资协议》签署当日向千里公司提交书面股东会决议和董事会决议各一份，说明宏达公司的股东均同意增加公司的注册资本。同时根据《公司法》第 34 条之规定，公司新增资本时，股东有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。本案中，宏达公司在签署《增资协议》时已取得其股东放弃本次增资的优先认购权的书面确认书。说明宏达公司的股东自愿放弃本轮增资的优先认购权，同意千里公司作为新股

²⁹ 吴卫炜：《对赌协议》，载《京都律师》2014 年第 3 期。

东加入宏达公司。2015 年 2 月 22 日，宏达公司办理完毕公司增资即增加股东千里公司的工商变更登记。据前文所述，《增资协议》的签署为千里公司和宏达公司的真实意思表示，内容不违反法律规定，且千里公司增资的程序合法正当，故其增资行为具有法律效力。

（二）《补充协议一》《补充协议二》的程序瑕疵并不影响合同效力

《补充协议一》《补充协议二》的签署未经过宏达公司的股东大会决议仅为程序性瑕疵，并未在实质上影响合同的效力，理由如下：

其一，从合同约定的内容来看，千里公司与宏达公司和江勇三方均签署了《补充协议一》，其中的回购条款系以宏达公司能在协议签订后一年内成功实现新三板挂牌这一不确定情况作为条件，约定如未成功实现新三板挂牌，千里公司有权要求宏达公司和江勇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，包含了回购主体、回购条件、回购方式等交易安排，系股权性融资对赌协议，是当事人之间根据企业未来不确定的目标是否实现对各自权利与义务所进行的一种约定。《补充协议一》中“江勇作为《补充协议一》的保证人，承担连带保证责任担保”的约定为保证担保条款。《补充协议二》在《补充协议一》的基础上变更了回购条件，增加了违约金条款，即“若宏达公司与江勇逾期支付回购款，则按年利率 24%的标准支付逾期利息”，又明确了“上述约定具有溯及既往的效力”。上述约定说明只有当不确定的回购条件达成时，宏达公司和江勇才应当履行股份回购义务，才会涉及到股东大会对减资事项做出决议。而三方在签署《补充协议一》《补充协议二》时并不能预见回购条件一定发生，同样也不能预见股东大会一定会做出减资的决议来履行回购股份的义务。**对赌协议应当遵从合同效力与可履行性二分的思路，《补充协议一》《补充协议二》即使不经股东大会决议，也不能否定其合法效力。**

其二，根据《民法典》第四百九十条规定，合同生效的方式，属于双方的意思自治范围，只要不违反法律的强制性规定，都属有效。那就意味着《补充协议》是否经过股东大会通过和备案，属于公司的管理性程序，并不影响该协议的效力，司法实践中也对此予以认可。³⁰

其三，即使认为《补充协议一》《补充协议二》需要股东大会做出决议，根据签订合同时持股的比例情况，也可认为股东大会实质上能做出同意签署合同的决议。根据《公司法》第 103 条之规定，股东出席股东大会会议，所持每一股份有一表决权。股东大会增加或者减少注册资本的决议，必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。本案中，签署《补充协议一》时，江勇持有宏达公司的股份比例达到 75%。故江勇以其名义为《补充协议一》提供担保，说明其知情且同意《补充协议一》的相关约定。如果宏达公司召开股东大会，可以推断其能够做出同意签署《补充协议一》的决议；同理，签署《补充协议二》时，江勇持有宏达公司的股份比例为 67.5%，而千里公司持有宏达公司的股份比例为 10%，³¹也可根据资本多数决的原则，推断宏达公司会产生同意签署《补充协议二》的意思表示。

其四，即使认为只有股东大会决议进行授权才能使江勇签署《补充协议一》《补充协议二》，但江勇作为宏达公司的法定代表人兼控股股东，其作出的表示行为应当视为宏达公司的真实意思表示。根据《民法典》第 504 条之规定，法人的法定代表人或者非法人组织的负责人超越权限订立的合同，除相对人知道或者应当知道其超越权限外，该代表行为有效，订立的合同对法人或者非法人组织发生效力。本案中，江勇签署《补充协议一》《补充协议二》，虽然未经股东大会授权，其作为宏达公司的法定代表人，也使本案中千里公司不知道他超越权限，故其代表行为有效，即签订的《补充协议一》《补充协议二》对宏达公司发挥

³⁰ 参见（2021）最高法民终 637 号、（2019）最高法民申 4898 号、（2015）新民二终字第 280 号判决书。

³¹ 经计算，《补充协议二》签订时，宏达公司的注册资本为 2 亿，江勇在宏达公司的注册资本为 1.35 亿，千里公司在宏达公司的注册资本为 0.2 亿。

效力。

三、股权回购条款的法律性质

（一）合同约定以年 15%的复合回报率回购股份，实为附条件履行条款

《补充协议二》中第三项的约定为股权回购条款，³²实质为附生效条件的条款。根据民法典第 158 条之规定，³³民事法律行为可以附条件，且附条件的民事法律行为自条件成就时生效。本案中，千里公司作为回购权人，其可根据《补充协议二》的约定，当“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”的条件成就时，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，换言之，其享有的对宏达公司和江勇的股权回购权生效。因此，当回购条件成就时，此合同条款生效，且基于此条款产生了债权债务，表现为千里公司拥有要求两被告按年 15%复合回报率履行股份回购义务的债权，而两被告负有向千里公司按年 15%复合回报率履行股份回购义务的债务。年 15%的复合回报率仅仅是合同当事人针对回购条件成就时，由此产生的债权债务的计算方法，并不具有违约金的性质。回购条件成就后，仅意味着该条款开始生效，即千里公司有权要求两被告按年 15%复合回报率履行股份回购义务，并不代表着两被告构成违约。故年 15%的复合回报率仅是合同之债的计算方式，具体表现出合同对价，并不适用违约金的计算方式，不应受到法院的酌减调整。

（二）基于《补充协议二》产生的股权回购权为债权请求权

上文已述回购条件成就后，千里公司即享有“要求两被告以年 15%的复合回报率回购股份”的股权回购权，而其法律性质当为债权请求权，理由如下：

其一，司法实践中绝大多数法院采此观点。³⁴如最高法指令安徽省高级人民法院再审的（2020）皖民再 215 号明确指出，“对赌条件以‘公司成立四年内不能成功上市’的事实为生效条件，属附生效条件的条款。”在（2020）京 03 民终 5204 号案件中，北京市第三中级人民法院同样认为“回购权的标的是包含价款给付及股权交付的一项交易行为，不符合法律规定的形成权的特征”。

其二，股权回购权的基础系股权回购条款生效的法律事实，而非回购权人单方的意思表示。回购权人并非因单方意思表示变更了与回购方之间的法律关系然后享有债权请求权，而是因为附生效条件的合同条款生效而依照合同约定直接享有债权请求权。换言之，股权回购权的行使并不会影响和变更回购权人与回购方之间原有的合同关系，双方之间的合同关系也并不因股权回购权的行使而必然终止或解除。

其三，行使股权回购权的直接后果是在回购权人与回购方之间进行股权转让。而在股权转让中，双方均享有一定的权利并负担一定的义务。该等情况下，一方面，如果回购方不予配合，那么仅凭回购权人单方意思表示，双方之间无法直接产生新的股权转让的法律关系；另一方面，回购权人依据股权回购条款仅享有要求回购方支付回购款及受让股权的权利，并不享有直接变更或消灭双方之间原有的合同关系的权利。

³²《补充协议二》第三项：“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。”

³³《中华人民共和国民法典》第一百五十八条：民事法律行为可以附条件，但是根据其性质不得附条件的除外。附生效条件的民事法律行为，自条件成就时生效。附解除条件的民事法律行为，自条件成就时失效。

³⁴ 参见（2020）最高法民申 1513 号、（2020）皖民再 215 号、（2020）沪民再 29 号、（2019）粤 03 民终 30528 号、（2020）京 03 民终 5204 号、（2020）晋 04 民终 835 号判决书。

四、合同的合理性

（一）案涉合同对于挂牌条件和利润条件的要求合理可行

新三板挂牌条件较公司上市条件更为宽松，且宏达公司的主营业务为信息技术研发生产，在接收到千里公司的高额溢价款后达成新三板挂牌的约定更为容易。宏达公司在新三板挂牌之后，有利于拓宽其融资渠道，完善其资本构成，同时提高了股份流动性，为其后续的发展提供充足的动力。因此，千里公司与宏达公司和江勇以在新三板挂牌的条件进行“对赌”，符合各方的利益诉求，案涉合同对于挂牌条件的约定符合投资交易习惯，在现实中具有可行性。此外，在《补充协议二》中第一项，已经将宏达公司新三板挂牌的期限加以延长，即有利于宏达公司完成约定的挂牌条件。

《补充协议二》中对于利润条件的约定清晰明确，即“至 2018 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”。这是合同各方当事人真实的意思表示，且对于利润条件的约定是各方基于商事经验作出的选择，应予尊重。

（二）千里公司主张股权回购权的时间合法合理

在明确千里公司依据《补充协议二》享有的股权回购权实为债权请求权后，需要对千里公司主张债权请求权的时间进行讨论。在 2017 年宏达公司的利润未达到《补充协议二》约定时，千里公司虽未主张行使股权回购权，但并未违背减损义务，具体理由如下：

其一，**本案并不适用《民法典》第 591 条第 1 款**。适用《民法典》第 591 条第 1 款的前提为“当事人一方存在违约行为”，而上文已述，2017 年宏达公司未达到合同约定的利润要求并非违约行为，只是意味着股份回购条款开始生效。此后，两被告理应主动履行股份回购义务，以在最小的程度上减少其损失，并且当时千里公司并不能预见到两被告将不履行股份回购义务。本案中，宏达公司在 2019 年 7 月 26 日发出的《关于股份回购事宜的回函》中明确表示不再履行股份回购义务，实为预期违约。因此，未达到《补充协议二》的利润条件并非是违约行为，其仅是股份回购条件开始生效的标志。

其二，**《补充协议二》并未明确约定千里公司何时能够主张被告方履行股份回购义务**。而根据《民法典》510 条，511 条第四款之规定，³⁵当双方在合同生效后未确定履行期限且并未就履行期限达成协议的，债务人可以随时履行，债权人也可以随时要求履行，但是应当给对方必要的准备时间。本案中，宏达公司可以自 2017 其利润未达到约定时履行，同样，千里公司也可以随时要求履行。千里公司自收悉宏达公司 2018 年度审计报告后三个工作日之内即委托律师事务所发出了《要求履行回购义务的律师函》，为积极行使合同债权的表现，且在律师函中阐明“于 2019 年 7 月 30 日前履行股份回购义务”，给予了两被告必要的准备时间，因此千里公司的行为符合诚实信用原则。相反，两被告却于 2019 年 7 月 26 日发出《关于股份回购事宜的回函》中明确表示不履行股份回购义务，具有明显的主观恶意，违反了诚实信用原则。因此，两被告理应依照合同约定按年 15% 的复合回报率承担在此期间的所有费用，不应受到《民法典》基于诚实信用原则所规定的减损规则的保护。³⁶

其三，上文已述，千里公司所享有的股权回购权为债权请求权，因此，**在回购条件成就后，无论千里公司是否主动行权，两被告都应当承担回购义务**。案涉合同从未约定只有当

³⁵ 《中华人民共和国民法典》第五百一十条：合同生效后，当事人就质量、价款或者报酬、履行地点等内容没有约定或者约定不明确的，可以协议补充；不能达成补充协议的，按照合同相关条款或者交易习惯确定；《中华人民共和国民法典》第五百一十一条第四款：履行期限不明确的，债务人可以随时履行，债权人也可以随时请求履行，但是应当给对方必要的准备时间。

³⁶ 《中华人民共和国民法典》第五百九十一条第一款：当事人一方违约后，对方应当采取适当措施防止损失的扩大；没有采取适当措施致使损失扩大的，不得就扩大的损失请求赔偿。

千里公司通知两被告履行股份回购义务时，两被告才应当开始履行此义务。换言之，千里公司的行权通知并非在两被告履行股份回购义务的前置条件。千里公司即使未在 2017 年回购条件成就后积极行权也不应当影响其要求回购的实体权利，两被告的支付义务不因千里公司未积极行权而消灭。两被告若要减少实际损失，理应从回购条件达成时主动履行合同约定的股份回购义务。然而两被告最终怠于履行甚至明确反对履行合同义务，严重损害了千里公司的合法权益，其违约行为与自身损失的扩大具有直接的因果关系。

其四，从事实情理出发，千里公司注入宏达公司的高额溢价款，系为支持、推动宏达公司发展暨新三板挂牌，其退出也是以该公司不能达到合同约定的新三板挂牌或者利润为条件，故千里公司的合同目的在于获得宏达公司盈利后的利润分红与股票增值所产生的利益，故千里公司要求回购的时点也应结合该目的能否实现予以判定。案涉合同虽未约定回购股权的具体时点，在 2017 年利润达 9300 万时，应当认为回购条件成就。而千里公司此时有理由认为宏达公司的发展前景相对较好，毕竟宏达公司实际利润接近合同约定的利润条件，其预期利益没有过大亏损，千里公司有理由考虑如果宏达公司在 2018 年达到合同约定的利润条件，其将不再主张两被告进行股权回购。而 2018 年宏达公司的利润仅有 7500 万元，已经严重背离合同约定的利润条件，严重损害千里公司的预期利益。此时千里公司要求两被告依约履行股份回购义务，具有事实和情理的依据。

第二节 被告构成合同违约

一、被告一宏达公司未在约定期限内实现预设目标

2015 年 1 月 22 日，千里公司（投资方）与宏达公司（被投资方）签署《增资协议》，之后千里公司与宏达公司和江勇共同签署具有股权回购、担保内容的《补充协议一》和《补充协议二》，且在《补充协议二》第四条约定：上述约定具有溯及既往的效力。所以，千里公司与宏达公司所约定的预设目标为：1、被投资方应于 2016 年年底完成新三板挂牌；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。

第一，如前所述，《增资协议》、《补充协议一》及《补充协议二》均为各方当事人的真实意思表示，不违反法律、行政法规的强制性规定，不存在《民法典》第一百四十四条，第一百四十六条，第一百五十三条和第一百五十四条所规定的合同无效的情形，并且程序正当合法，是合法有效的合同。

第二，双方在约定期限内的预设目标合理，不存在过度承诺的情形，具体如下：（1）《补充协议二》将实现新三板挂牌的期限由《补充协议一》中约定的“协议签订后一年内”调整为“2016 年年底”，放宽目标达成期限。若按照《补充协议一》原定期限，宏达公司于 2016 年 9 月 15 日实现在新三板挂牌，并未达成目标。因此，根据这一调整可以获悉该条款的约定是合理的。（2）关于“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”的约定，宏达公司在 2015 年与 2016 年净利润均达到 1 亿元，并且四年平均年净利润也达到 1 亿元，由此，协议约定数额是宏达公司预期内可以达成的，为合理有效的承诺。

本案中，宏达公司于 2016 年 9 月 15 日在新三板挂牌，达成预设目标之一。根据《补充协议二》第三款的约定可知，双方约定的目标条件之二为“任何一年皆需实现上述净利润目标”，但是根据千里公司收悉的宏达公司年度审计报告，2017 年净利润为 9300 万元，2018 年净利润仅有 7500 万元，连续两年均未达成预设目标的一亿元。

对赌协议，又称估值调整协议，³⁷是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，约定由融资方根据企业将来的经营情况调整投资者的投资条件或给予投资者补偿的协议。对赌协议的签署是经过各方多次激烈谈判和细致周密的尽职调查，在对公司股权估值、投资额、投资期限等诸多事项协商一致的基础上完成的。³⁸

本案中，千里公司作为风险投资公司，通过专业的估值计算和与宏达公司多次商谈之后，双方确认在实现“被投资方应于 2016 年年底完成新三板挂牌；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”的预设目标基础上，千里公司才能获得预期的投资回报利益，而宏达公司于 2017 年和 2018 年的年净利润低于预设目标 3200 万元，未实现预设目标，并且千里公司在 2015 年以 8000 万元的投资款获得宏达公司两千万股股份，2022 年股票市价为四元左右，两千万股股份价值仍为 8000 万元左右，与七年前相比并没有产生理想的升值，致使千里公司不能获得预期投资回报利益，给千里公司造成一定的经济损失。故认定宏达公司未达成预设目标，对赌失败。

二、两被告未履行回购义务

《民法典》第一百五十八条规定：“当事人对合同的效力可以约定附条件。附生效条件的合同，自条件成就时生效。”宏达公司与千里公司在《补充协议二》中约定的股权回购条款，³⁹其实质为附条件生效的条款。当“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”的条件成就时，该合同条款生效，千里公司享有股权回购权，而两被告负有向千里公司按年 15%复合回报率履行股份回购义务的债务，即千里公司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。

当前，根据宏达公司的审计报告，其未在预定期限内实现预设目标，成就《增资协议》中所约定的股份回购条件，应当按照合同的约定“按年 15%复合回报率”履行股权回购义务。

《补充协议二》中为明确约定被告方履行股份回购义务的期限，那么依据《民法典》五百一十条，五百一十一条第四款之规定，⁴⁰当双方在合同生效后未确定履行期限且并未就履行期限达成协议的，债务人可以随时履行，债权人也可以随时要求履行，但是应当给对方必要的准备时间。因此宏达公司在其 2018 年利润未达到约定时即可按照约定履行，千里公司也可以随时要求宏达公司履行股份回购义务。本案中千里公司在收悉宏达公司 2018 年度审计报告后三个工作日之内即向宏达公司发出的《要求履行回购义务的律师函》，积极主张合同约定的权利，并在律师函中阐明“于 2019 年 7 月 30 日前履行股份回购义务”，明确债务的履行期限，同时给出宏达公司三个月余的必要准备时间，符合相关法律法规要求。

两被告却于 2019 年 7 月 26 日发出《关于股份回购事宜的回函》中明确表示不履行股份回购义务，具有明显的主观恶意，构成预期违约。⁴¹并且二被告无正当理由，且最终也未在

³⁷ 参见最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》：二、（一）关于“对赌协议”的效力及履行：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。

³⁸ 杜万华，《商事法律文件解读》，2017 年第 8 辑，第 68 页。

³⁹ 《补充协议二》：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。

⁴⁰ 《中华人民共和国民法典》第五百一十条：合同生效后，当事人就质量、价款或者报酬、履行地点等内容没有约定或者约定不明确的，可以协议补充；不能达成补充协议的，按照合同相关条款或者交易习惯确定。

《中华人民共和国民法典》第五百一十一条第四款：履行期限不明确的，债务人可以随时履行，债权人也可以随时请求履行，但是应当给对方必要的准备时间。

⁴¹ 《中华人民共和国民法典》第五百七十八条：当事人一方明确表示或者以自己的行为表

规定期限内按照约定履行股份回购义务，已构成违约，应当承担违约责任。

三、被告在《关于股份回购事宜的回函》中提出的抗辩理由均不成立

宏达公司在《关于股份回购事宜的回函》中明确表示不履行股份回购义务，并提出国内外客观形势变化，实力未受影响和新股东反对有关回购要求等理由，当这些理由均不构成拒绝履行股份回购义务的正当理由

（一）国内外客观形势变化并非阻却被告违约的正当事由

根据《民法典》第一百八十条规定：不可抗力是不能预见、不能避免且不能克服的客观情况。因不可抗力不能履行民事义务的，不承担民事责任。法律另有规定的，依照其规定。第五百三十三条规定，情势变更是指合同成立后，合同的基础条件发生了当事人在订立合同时无法预见的、不属于商业风险的重大变化，继续履行合同对于当事人一方明显不公平的，受不利影响的当事人可以与对方重新协商。

1.2017-2018 年国内客观形势稳定向好

本案中，宏达公司在《关于股份回购事宜的回函》中提出“由于国内外客观形势变化，第三年和第四年的年净利润与约定目标存在差距”，而根据国家统计局数据显示：2017 年，我国全年高技术产业投资 42912 亿元，比上年增长 15.9%，⁴²高新技术产品出口增长 10.6%，总体上经济发展呈现出增长与质量、结构、效益相得益彰的良好局面。⁴³宏达公司主营业务为信息技术研发生产，根据《2017 年中国高技术产业运行报告》，2017 年，我国高技术产业和战略性新兴产业呈现较快发展态势，产业创新持续活跃，适应需求变化的产品和服务创新得到市场认可；国际市场开始回暖，高技术出口产品结构优化，效益提升。

2018 年，高技术产业实现平稳较快发展，发展质量稳步提升，创新创业能力和水平不断提高产业结构调整加快，发展质量显著提升，结构持续优化。其中，航空、航天器及设备制造业、电子及通信设备制造产业增加值增速分别比全部规模以上工业高 10.2 个百分点和 8.5 个百分点。

由此可见 2017-2018 国内客观形势稳定向好，并未产生影响宏达公司年净利润下降的因素。

2.2017-2018 年世界客观形势相对稳定，不稳定因素影响轻微

放眼世界，2017 年全球经济活动的回升力度在持续增强，可以称之为“全球经济复苏的‘大联欢’”。国际货币基金组织预测数据显示，2017 年世界 GDP 增长率比 2016 年上升 0.4 个百分点。发达经济体 GDP 增速为 2.2%，比 2016 年上升 0.5 个百分点；新兴市场与发展中经济体 GDP 增速为 4.6%，比 2016 年上升 0.3 个百分点，世界经济增速明显提升，劳动市场持续改善，全球物价水平温和上升，国际贸易增速提高。2018 年世界 GDP 增长率与 2017 年基本持平，总体相对稳定。

根据欧盟统计局数据显示，2017 年成为欧元区自次贷危机爆发以来表现最佳的一年，**尽管英国脱欧带来一些不确定性，但欧元区经济却加快复苏**。虽然特朗普税改事件虽然对全球经济增长以及流动性产生一定的影响，但 2016 年 9 月 28 日，特朗普宣布大规模的税收改革计划。9 月 27 日，美国发布了税制改革方案的框架性文件，最终于美国时间 2017 年 12 月 2 日通过。期间一直对税改议案进行协商并公布相关进程，**因此该税改事件并非一个突发性政策，而且具有可预见性**。最高人民法院在(2016)最高法民申 2594 号民事裁定书中确认：

明不履行合同义务的，对方可以在履行期限届满前请求其承担违约责任。

⁴² 李克强.《政府工作报告——2018 年 3 月 5 日在第十三届全国人民代表大会第一次会议》

⁴³ 《中华人民共和国 2017 年国民经济和社会发展统计公报》

“税收政策的变更未导致显示公平的，不适用情势变更”⁴⁴。而特朗普税改事件并未对宏达公司履行合同产生严重影响，也不会导致合同履行后权利义务显失公平，因此合同订立的基础条件没有发生较大的变化。既不属于不可抗力因素也不属于情势变更情况。

对于 2018 年发生的中美贸易战等贸易壁垒情况，也不属于构成不可抗力或情势变更的情况。2018 年 4 月《世界经济展望》就强调全球经济增长面临一些下行风险，例如，贸易壁垒增加。此时，宏达公司作为对国际贸易有所依赖的信息技术研发生产公司，应该对之后的贸易壁垒情况有所准备和预期。2018 年 7 月 16 日，美国将中国诉诸世贸组织争端解决机制，之后中美对加征关税等制裁措施不断磋商，这并不是一个令所有市场主体猝不及防的突变过程，而是一个逐步演变的过程，市场主体应对此有所预估，并非“不能预见、不能避免且不能克服的客观情况”。而且根据最高人民法院在（2011）民二终字第 55 号中的裁决：全球性金融危机和国内宏观经济形势变化具有可预见性，市场主体应当对于市场风险存在一定程度的预见和判断。⁴⁵由此，2017-2018 合同订立的市场环境，国内外客观形势等未发生无法预见的重大变化。

3.宏达公司未举证证明国内外客观形势变化产生重大影响

宏达公司并非完全依靠进出口国际贸易的公司，相关国际形势变化并不会对其继续履行合同产生显示公平的情况。如宏达公司主张国内外客观形势变化对其产生重大不利影响，继续履行会产生显示公平的情况，应对此加以举证。

4.宏达公司未积极采取减损措施

即使宏达公司举证认定存在不可抗力，根据《民法典》第五百九十条，⁴⁶宏达公司因不可抗力无法履行合同应该及时通知千里公司，以减轻给千里公司造成的损失，并且在合理期限内提供证明。但宏达公司并未及时将不可抗力及其对履约的影响及时通知千里公司。

若宏达公司认定 2017-2018 年的国内外客观形势变化产生情势变更，使合同的继续履行产生明显不公平的情况，宏达公司应及时与千里公司协商。宏达公司在临近履行期限时才回函声称存在国内外客观形势变化的影响，消极应对不可抗力或情势变更带来的负面影响。宏达公司未及时采取减损措施，存在扩大千里公司损失的主观恶意。

因此，宏达公司以国内外客观形势变化作为抗辩理由并不能成立。

（二）公司开辟新营销模式和业绩改善并非阻却被告违约的正当事由

宏达公司在《关于股份回购事宜的回函》中提出“第四年年净利润虽然低于约定数额，但公司的实力并未受到影响，且已开辟了新的营销模式，业绩已有明显改善”，但是双方在《补充协议二》中明确约定为“被投资方主营业务”应连续达到或超过 1 亿元，“新的营销模式和业绩”并非双方的约定内容，无法以此对未达成主营业务预设目标进行抗辩。千里公司订立该协议的目的之一即为获取预期投资回报，而至 18 年底，宏达公司并未达到预设目标，由此营销模式与业绩改善并未推动合同目的实现。宏达公司主张目前公司已经开辟新营销模式和业绩改善，但未出具相关财务报告予以证明。同时，“公司开辟新营销模式和业绩改善”侧面作证宏达公司具有履行股份回购义务的能力，但其仍未履行，存在违约的故意。

⁴⁴ 参见最高人民法院（2016）最高法民申 2594 号：税收政策的变更未导致显示公平的，不适用情势变更。

⁴⁵ 参见最高人民法院（2011）民二终字第 55 号——上海同在国际贸易有限公司与远东电缆有限公司买卖合同纠纷案：2008 年全球性金融危机和国内宏观经济形势变化并非完全是一个令所有市场主体猝不及防的突变过程，而是一个逐步演变的过程。

⁴⁶ 《中华人民共和国民法典》第五百九十条：因不可抗力不能履行合同的，应当及时通知对方，以减轻可能给对方造成的损失，并应当在合理期限内提供证明。

（三）新增加股东均明确反对相关回购要求并非被告拒绝履行的正当事由

1. 该事由突破了合同的相对性原则

首先，《增资协议》、《补充协议一》、《补充协议二》的签订主体为千里公司，宏达公司及持股 75% 的控股股东江勇，根据合同相对性的原则，该对赌协议应该在这千里公司和宏达公司原有股东之间产生法律效力。新增加的股东并非以上三份协议的签订主体，即使新增加的股东利益受到影响，也不能否定之前的对赌协议。

2. 新增加股东怠于行使其权利

根据《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》1-3 对赌等特殊投资条款第二点对赌等特殊投资条款的披露。⁴⁷“对于尚未履行完毕的对赌等特殊投资条款，申请挂牌公司应当在公开转让说明书中充分披露投资条款的具体内容等。”本案中，公司在挂牌之日后，股权变动，新股东引进。因此在宏达公司已经履行披露义务的情况下，新股东对于对赌协议的有关条款是明知且应知的情况。

此外，新股东在加入宏达公司之后，未直接该对赌协议提出反对，而是在千里公司要求履行股权回购义务时才提出明确反对，明显不合情理，并存在利用千里公司投资金发展公司却恶意规避债务的主观意图。而且新增加股东在对该对赌协议知情后，未根据《公司法》第 22 条第 2 款⁴⁸行使权利，因为怠于行使权利，使得该撤销权已过 60 日的除斥期。

因此，新增加的股东均明确反对相关回购要求并非构成拒绝履行协议的抗辩因素。

3. 新增加股东的明确反对不影响决议效力

根据案件事实，江勇至今仍然是占股 65% 的控股股东。新股东的股权占比份额应该处于劣势。根据《公司法》第四十三条的规定“股东会的议事方式和表决程序，除本法有规定的外，由公司章程规定。股东会会议作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。”江勇持股 65%，原告持股 10%，两者已经超过三分之二以上。此外，江勇作为股份回购债务的连带责任保证人，对于召开减资程序，应持积极态度。所以，即使召开股东大会，新股东的明确反对并不能阻碍决议的通过。

第三节 被告可以实际履行

一、被告可以实际履行约定的回购义务

（一）股权回购义务属于金钱债务

本案中，原告千里公司和被告宏达公司签订《补充协议一》和《补充协议二》，合同中明确约定，在满足协议履行条件时，被告应当以约定的条件回购原告持有的公司股权。

首先，从性质上来看，股权回购款本身就属于金钱债务。其次，从目的上来看，在“对赌协议”明确的规定股权回购条款主要是因为原告在对赌失败的情况下，急需退出当前不利投资，转而寻求其他投资机会的现实需要。

⁴⁷ 《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》1-3 对赌等特殊投资条款的披露：对于尚未履行完毕的对赌等特殊投资条款，申请挂牌公司应当在公开转让说明书中充分披露特殊投资条款的具体内容、内部审议程序、相关条款的修改情况（如有）、对公司控制权及其他方面可能产生的影响，并作重大事项提示。

⁴⁸ 《中华人民共和国公司法》第二十二条 股东会或者股东大会、董事会的会议召集程序、表决方式违反法律、行政法规或者公司章程，或者决议内容违反公司章程的，股东可以自决议作出之日起六十日内，请求人民法院撤销。

股权回购型的“对赌协议”，在民法上属于双务合同。在协议签订时，原告负有向被告宏达公司进行投资的义务，在股权回购条款被履行时，被告开始负有回购原告所持股权的义务。

此外，“华工案”判决书中，⁴⁹也仅确定了支付回购款的义务，并未要求目标公司回购股份，避免了强制执行中可能产生的困难。⁵⁰即使股权回购的实际操作中，包含着目标公司通过股东会或者股东大会减资决议、签署股权转让合同的等行为，但是以上行为也不存在法律或事实上的履行不能。因此，被告对回购条款的履行，本质上仍然属于金钱给付之债。

（二）金钱债务无履行不能

本案中，合同约定的对赌义务的履行属于金钱给付之债，所以，应该进入《民法典》第五百七十九条的规制空间。根据《民法典》第五百七十九条的规定：“当事人一方未支付价款、报酬、租金、利息，或者不履行其他金钱债务的，对方可以请求其支付。”并且结合《民法典》第五百八十条规定的非金钱债务的履行不能。根据民法学界的理论通说“金钱债务无履行不能。”

所以，作为原告的投资方就可以请求目标公司履行相应的股权回购义务。

（三）被告具备履行能力

根据《九民纪要》的规定，⁵¹在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投资方的诉讼请求。但是，根据案件的事实，2015 年到 2018 年宏达公司的年净利润累计 3.68 亿，此外，宏达公司在这几年期间并没有进行过利润分配。由此可以推知，对于原告所要求的 131659523.33 元的回购义务，被告一宏达公司完全有履约支付回购款的能力。

二、被告的实际履行并不影响资本维持原则

资本维持原则规范的是公司成立之后的财产分配行为，基于把股东出资“锁”在公司内部的目的，禁止公司随意向股东支付。资本维持原则阻却的是股东对公司资本的抽逃而不是公司资产在正常经营中的消耗。在我国《公司法》中，资本维持原则具体体现为第三十五条禁止股东抽逃出资和第一百四十二条限制股份回购的规定。

根据《九民会议纪要》的规定，⁵²人民法院在审查股权回购型对赌协议中，回购条款需要以减资为前提外，人民法院还需要同样关注投资方是否存在注入投资款后有《公司法》第三十五条规定的抽逃出资的情形。

⁴⁹ 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再 62 号民事判决书——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案。

⁵⁰ 杨培明，张亦文，张天宇：《再见海富案，依法减资回购的股份的对赌条款有效》

⁵¹ 最高人民法院关于印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》的通知：【与目标公司“对赌”】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。

⁵² 最高人民法院关于印发《全国法院民商事审判工作会议纪要》的通知（法〔2019〕254 号）【与目标公司“对赌”】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。

（一）原告不构成股东抽逃出资

第一，原告并不符合《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（三）》第十二条所规定的四种可以认定为公司股东存在抽逃出资的情况。⁵³尤其是第四项“其他未经法定程序将出资抽回的行为。”该款项为兜底性条款，并且没有进行减资程序，并不是原告有意为之，而是被告没有积极进行减资程序而阻碍原告正常出资抽回。

第二，股权回购条款是根据《增资协议》、《补充协议一》、《补充协议二》为依据，具有交易合理性和正当性。并且，原告在向被告进行增资的时候，《增资协议》也是经过股东会批准的，因此可以认为支付回购款是整个投资安排的一部分，虽然程序上有一定瑕疵，但是作为合同之债，回购款可以构成支付增资款的对价。

第三，原告没有存在抽逃出资，损害公司利益的意图。原告千里公司持有被告 10% 的股份，作为小股东并不涉及公司的经营管理，并不牵扯公司的权益。并且股权回购的约定是有合法有效的合同依据、真实的交易背景和公平对价基础。原告作为风投公司，由于被告对赌条件不成就，导致对赌失败，通过股权回购的方式撤资，其根本目的是退出当前不利的投资项目，保障自身利益，转而寻求其他投资机会，并没有抽逃出资损害公司利益的意图。

第四，股权回购款与抽逃出资没有法律逻辑关系。尽管从交易角度看，原告要求被告回购股权，且回购款有可能是从公司资本公积金进行回购的，但是仍不应认定股权回购就是抽逃出资的行为。原告实际要求的股权回购款是一种金钱债务，构成公司的一项对外支付义务。并且，被告对外进行资金支付，并不需要去界定这个金钱支付的来源等。股权回购款与原先的溢价投资款虽然存在一定的计算关系，但并不是法律意义上的延续性或者同一性。股权回购和抽逃出资是两个不同的概念，原告要求被告支付股权回购款与抽逃公司资本之间没有任何法律上的逻辑。

（二）履行不会实际影响被告公司及其债权人的利益

即使被告承担了对赌失败后的合同义务也并不必然导致损害被告公司利益及其公司债权人的利益。

第一，股权回购款的支付并不影响被告公司的资本公积金。因为被告宏达公司持续盈利，公司有足够的钱款进行回购，根本没有必要使用公司资本公积金，所以并不影响《公司法》第一百六十八条第一款“资本公积金不得用于弥补公司的亏损”。

第二，股权回购款的支付并不影响利润留存。根据本案事实，被告在连续营利且未分红的情况下，可以推知被告有足够的经济能力承担对赌失败的合同义务去偿还原告的债务。由于被告持续没有分红，并不影响利润留存，在这种情况下，也就不存在损害公司债权人利益的情况。

第三，基于债权人保护原则，原告的债权人也需要获得保护。原告作为风险投资有限公司，也有相应的债权人。原告公司的债权人利益也需要得到保护。如果对赌条款不能够履行，那么对于原告的债权人利益也有可能受到损害。所以，不能以损害被告债权人利益为由否定对赌条款的不能履行。

⁵³ 《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（三）》第十二条 公司成立后，公司、股东或者公司债权人以相关股东的行为符合下列情形之一且损害公司权益为由，请求认定该股东抽逃出资的，人民法院应予支持：（一）制作虚假财务会计报表虚增利润进行分配；（二）通过虚构债权债务关系将其出资转出；（三）利用关联交易将出资转出；（四）其他未经法定程序将出资抽回的行为。

三、被告没有进行减资程序

（一）对赌回购并不必然导致减资

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，但也有可能导致减资的结果。根据《公司法》第一百四十二条第三款的规定，在六种回购中，除减资回购外，其余五种回购，公司均可进行选择。在这些回购情形下，有学者指出，减资不是回购的目的，但“回购是减资的具体途径”⁵⁴。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。

此外，从经济实质来看，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，这时有损资本维持原则，也有必要通过履行减资程序给债权人提供特殊保护。但是，如果公司资金充足，财产返还并没有损害公司资本的时候，也就不必履行减资程序。比如“华工案”⁵⁵的判决中，法院认为履行法定程序的股权回购并不必然违反资本维持原则，且双方约定的回购条件合理公平，约定有效。股权回购可通过减资进行，而扬锻公司的财务情况决定公司以现金支付华工公司的股权回购款，不会导致公司资产的减损，也不会损害公司的债务清偿能力，股权回购约定具有法律上和事实上的履行可能。

在本案中，被告的资金充足，并且多年没有分红，履行回购义务并不损害公司资本。所以，减资程序也不能成为其拒绝履行回购义务的理由。

（二）被告一宏达公司恶意造成履行障碍

1. 被告主观存在恶意

原告与被告签订的《增资协议》、《补充协议一》、《补充协议二》是双方真实的意思表示。在原告对赌条款之下的回购义务未成就，被告应该承担违约责任。并且，在原告已经发送律师函之后，被告仍然提出各种抗辩理由，否认违约事实，逃避责任，违反诚实信用原则，致使原告无法按照双方约定获得回购支付款的利益落空。

此外，被告在《关于股份回购事宜的回函》中指出原告的回购是以增资形式掩盖高利贷的对赌行为。被告宏达公司完全否认签订合同时双方真实的意思表示，反而恶意地认定为高利贷合同，主张合同无效。

2. 被告客观机会主义行为

从 2019 年原告向被告发出《要求履行回购义务的律师函》之后，被告宏达公司没有及时进行股权回购，并且被告宏达公司也没有进行相应的减资程序。

由于《九民会议纪要》的相关规定，法院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。但是减资程序属于公司自治事项，司法不宜介入。可以合理推测，被告产生机会主义行为，将减资程序视为其拒绝履行回购义务有利的条件。

根据本案的事实，从 2015 至 2018 年，被告处于连续盈利的状态。被告回购资金充裕，且有充足的条件可以顺利完成减资程序。但被告仍然以没有完成减资程序为理由，拒绝支付股份回购款，造成原告的正当权利受损。由于原告和被告普遍存在着严重信息不对称的情况下，原告的利益完全取决于合同违约责任对被告的约束，然而被告却得以藏在公司法不完备的资本维持规则之下，逃避应有的履约义务，使得作为投资人的原告所要承担的风险陡然加大。

⁵⁴ 刘燕《“对赌协议”的裁判路径及制衡侧选择——基于 PE/VC 与公司回购场景的分析》，《法学研究》2020 年第 2 期，133 页。

⁵⁵ 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再 62 号民事判决书——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案。

（三）被告二江勇不积极推动减资程序

根据本案的案件事实，江勇持股 65%，是被告公司的控股股东。江勇作为对赌协议签订的连带保证人，理应承担回购支付义务，并积极组织减资程序，使得股权回购履行顺利。但是，被告公司一直没有进行减资程序。可以合理推测，江勇主观消极，怠于承担自身义务。不仅违反合同相关规定，拖延履行回购义务，而且没有积极推动减资程序，不当造成履行障碍，损害原告正当权利。

四、被告未举证证明存在履行障碍

《九民会议纪要》并未对对赌回购纠纷中的举证责任分配问题作出明确的规定。司法实践中，大部分法院都将请求目标公司履行回购义务的举证责任分配给投资方，即投资方应证明目标公司已经完成了减资程序。

但是，在对赌回购中，原告千里公司作为投资方，只拥有 10%的股权，是小股东。在客观层面上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完成履行回购义务的举证责任存在较大困难。在对赌协议的约定下，被告本应约履行股份回购义务，无需原告另行就其履行可能性承担举证责任，而被告以存在履行障碍为由拒绝履行，应就此承担举证责任。

第四节 被告一宏达公司承担违约责任

一、被告一应承担支付股份回购价款的义务

根据《增资协议》、《补充协议一》、《补充协议二》的相关规定，和宏达公司未连续四年净利润达到或超过 1 亿元的事实。所以，宏达公司对赌条件不成就，应该根据条约的规定，承担支付股份回购价款的责任。

根据合同约定，回购款的计算方式是“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。”所以，根据投资款 7000 万，计算的时间是从 2015 年 1 月 22 日（支付投资款的那一天）到 2019 年 7 月 30 日（原告发出的律师函所预定的回购款时间），以年复合回报率 15% 进行计算，计算公式如下：

$$0.7 \times 1.15^{4.52} \approx 1.3165952333 \text{ 亿元} = 131659523.33 \text{ 元}$$

所以，被告应该向原告承担股份回购的义务，支付 131659523.33 元

二、被告一应按年利率 24% 的标准承担逾期付款利息的责任

根据《补充协议二》约定“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。”该条款表示是原告和两个被告根据《民法典》第五百八十五条第一款，在法律允许的范围内约定的违约金计算方式和金额。

根据利率 24%，以及回购款 1.3165952333 亿元，计算期限从 2019 年 7 月 30 日至 2022 年 7 月 26 日日（一共 1086 天），则以 24% 为年利率的逾期回购利息计算如下：

$$1.3165952333 \times \left(\frac{24\%}{365} \times 1086 \right) \approx 0.9401572099 \text{ 亿元} = 94015720.99 \text{ 元}$$

所以，被告应该向原告支付的逾期利息为 94015720.99 元

三、被告一应承担原告已实际支付的律师费 260 万元

第一，律师费是被告违约原告造成的损失。虽然双方没有对律师费进行明确的规定。

但是，根据（2018）最高法民终 1214 号民事判决⁵⁶裁判宗旨认为，“因合同一方存在违约，合同另一方为此聘请律师提供专业法律服务而支出的合理费用，属于违约方违约给守约方造成的损失，应其承担。”

在本案中，因为被告宏达公司违反合同约定。2019 年 4 月 18 日原告已经发函提醒被告履行义务，但是被告没有按时履行，仍然持续拖延，直至 2022 年诉诸法院。原告为此聘请律师而支出的合理费用，是因为被告违约给原告造成的损失。

第二，由被告支付律师费符合可预见性规则。首先，《民法典》第 584 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，造成对方损失的，损失赔偿额应当相当于因违约所造成的损失，包括合同履行后可以获得的利益；但是，不得超过违约一方订立合同时预见到或者应当预见到的因违约可能造成的损失”，对赌协议存在高风险性，且涉案金额巨大，在双方订立合同时被告应当预见若违约，守约方在协商未达成一致的情况下会委托律师诉诸法律。因此该笔律师费属于违约方订立合同时能够预见或应当预见到的因违约可能造成的损失。

第三，原告已经举证证明 260 万的律师费已经实际支出。根据案件事实，原告千里公司与律师事务所签署了《委托代理协议》并实际支付了 260 万律师费。

第四，原告主张的 260 万金额是符合本地区的律师收费文件规定且合理的。2018 年北京市司法局、北京市律师协会关于全面放开我市律师法律服务收费的通知规定北京的律师费是根据市场价进行调节的。在检索某律师事务所的律师收费标准，标的额在一亿左右，收取律师费为 1%。此外，考虑到原告住所地在上海，而《上海市律师服务收费管理办法》⁵⁷的通知中实行政府指导价也可以进行参考，标的额 1 亿以上收取律师费 0.5%-1%。所以，根据案件事实 260 万元是合理的。

综上，被告一宏达公司应该支付股权回购款项+逾期回购利息+律师费总计金额，计算如下：

$$131659523.33 + 94015720.99 + 2600000 = 228275244.32 \text{ 元} = 2.2827524432 \text{ 亿元}$$

所以，被告一宏达公司总计支付 2.2827524432 亿元。

第五节 被告二江勇承担连带保证责任

根据《民法典》第六百八十八条规定，连带责任保证是指当事人在保证合同中约定保证人和债务人对债务承担连带责任的，为连带责任保证。连带责任保证的债务人不履行到期债务或者发生当事人约定的情形时，债权人可以请求债务人履行债务，也可以请求保证人在其保证范围内承担保证责任。

本案中，宏达公司法定代表人江勇作为保证人，与宏达公司及千里公司共同签署《补充协议一》和《补充协议二》。其中，未对保证范围作出明确约定，因此应遵守《民法典》第六百九十一条对于保证范围的一般性规定，即：保证的范围包括主债权及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。⁵⁸

一、被告二江勇承担支付股份回购价款和逾期付款利息的连带支付义务

首先，协议条款对“股份回购价款”和“逾期付款利息”作出约定，并且都将宏达公

56 参见最高人民法院(2018)最高法民终 1214 号——四川汉能光伏有限公司与成都西航港工业发展投资有限公司企业借贷纠纷上诉案

57 上海市发展和改革委员会、上海市司法局关于印发《上海市律师服务收费管理办法》的通知 2017.1.26

58 《中华人民共和国民法典》第六百九十一条：保证的范围包括主债权及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。当事人另有约定的，按照其约定。

司和江勇作为支付主体。

协议中第三款和第五款分别约定“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”“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”。该协议为双方真实意思表示并且合法有效，该两条款为江勇与宏达公司对千里公司作出明确承诺，即满足股份回购条件后千里公司可以请求宏达公司履行股份回购的债务，也可以请求江勇作为保证人承担对股份回购债务的连带支付义务。

其次，在宏达公司和江勇逾期支付回购款构成违约之后，宏达公司所需支付的逾期付款利息也在江勇的保证范围内，即承担“按年利率 24% 的标准支付逾期付款利息 94015720.99 元”的连带支付义务。两责任人江勇与宏达公司之间没有承担责任的先后顺序，即江勇不具有先诉抗辩权。故江勇对宏达公司的股份回购债务和逾期付款违约金给付义务承担连带保证责任。

现今，宏达公司在 2017 年和 2018 年均未能实现一亿元的年净利润目标，应当根据协议约定履行股份回购义务，以 131659523.33 元回购千里公司持有的所有股份，江勇作为债务的保证人，应对 131659523.33 元的股份回购价款承担连带支付义务。

此外，根据千里公司委托 XXX 律师事务所于 2019 年 4 月 22 日向宏达公司发出的《要求履行回购义务的律师函》，宏达公司和江勇应当按《增资协议》、《补充协议一》和《补充协议二》的相关约定，于 2019 年 7 月 30 日前履行股份回购义务。而截止至 2022 年 7 月 20 日千里公司向法院提起诉讼之时，宏达公司仍未完成股份回购，已构成合同违约，应当按年利率 24% 的标准向千里公司支付逾期付款利息 94015720.99 元，千里公司请求江勇承担逾期付款利息的连带支付义务。

二、被告二江勇承担律师费的连带支付义务

（一）律师费系实现债权的合理费用

根据《民法典》第六百九十一条：保证的范围包括主债权及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。本案中，宏达公司未依《增资协议》、《补充协议一》和《补充协议二》约定履行股份回购义务，逾期仍未付款，致使千里公司采取诉讼方式向宏达公司主张权益，千里公司已实际支付律师费 260 万元，其委托律师代理诉讼所支付的费用系为实现该债权而支付的合理费用。且在最高人民法院(2017)最高法民终 311 号⁵⁹和最高人民法院(2015)民二终字第 74 号裁判文书中⁶⁰，最高人民法院均支持由债务人支付债权人的律师费。

（二）律师费为两被告违约给原告造成的损失，为可预见性费用

千里公司为实现债权额外支出了 260 万元的律师费，根据《民法典》第五百八十四条⁶¹的规定，属于宏达公司与江勇不履行合同义务而给千里公司造成的损失，损失赔偿额应当相当于因违约所造成的损失。江勇的连带责任保证范围包括对违约造成的损失连带支付义务。同时，对赌协议存在高风险性且涉案金额巨大，在双方订立合同时被告应当预见若存在违约

⁵⁹ 参见最高人民法院(2017)最高法民终 311 号判决——潘首相、安徽泗县农村商业银行股份有限公司储蓄存款合同纠纷二审民事判决书

⁶⁰ 参见最高人民法院(2015)民二终字第 74 号判决——云南铜业股份有限公司与江门市江磁电工企业有限公司买卖合同纠纷案。从最高法院相关判例及法官著述可发现，对于律师费的主张最高法持相对宽松态度，对于当事人的事先约定按法无禁止即可处理，对于法律相关规定做扩大解释，比如物权法第 173 条，该条实际上并无直接提及律师费，但最高法认为实现担保物权的费用可以包括律师费在内。

⁶¹ 《中华人民共和国民法典》第五百八十四条：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，造成对方损失的，损失赔偿额应当相当于因违约所造成的损失，包括合同履行后可以获得的利益；但是，不得超过违约一方订立合同时预见到或者应当预见到的因违约可能造成的损失。

行为，原告在协商未达成一致的情况下会委托律师诉诸法律，因此该笔律师费用属于被告订立合同时预见到或者应当预见到的因违约可能造成的损失。最高人民法院在（2018）最高法民终 1214 号⁶²中明确，守约方聘请律师提供专业法律服务而支出的合理费用，属于违约方违约给守约方造成的损失，应由违约方承担。因此，江勇对这部分费用承担连带支付义务。

（三）律师费未超过收费标准限额，为合理费用

北京市律师收费采用市场价格调节机制，且本案非风险代理，在检索北京市某律师事务所的律师收费标准，标的额在一亿左右，收取律师费为 1%。260 万元律师费未超过限额，为合法合理费用。根据《上海市律师服务收费管理办法》，本案不属于政府指导价法律范围内的法律服务，属于市场调节价收费标准，260 万元律师费未超过限额，合法合理。

而江勇作为《增资协议》、《补充协议一》和《补充协议二》的保证人，在宏达公司未履行股权回购义务时也拒绝承担相应的连带支付义务，与宏达公司共同导致逾期未付款的违约，千里公司只能通过诉讼的方式实现权益，因此对实现债权的合理费用也应当承担连带支付义务，故请求江勇对担千里公司已实际支付的律师费 260 万元承担连带支付责任。

三、保证期间和诉讼时效

保证期间是确定保证人承担保证责任的期间，不发生中止、中断和延长。⁶³本案中，江勇与千里公司在《补充协议一》和《补充协议二》中并未明确约定保证期间。依据《民法典》第六百九十二条，没有约定或者约定不明确的，保证期间为主债务履行期限届满之日起六个月。债权人与债务人对主债务履行期限没有约定或者约定不明确的，保证期间自债权人请求债务人履行债务的宽限期届满之日起计算。

千里公司于 2019 年 4 月 18 日收悉宏达公司 2018 年度审计报告。2019 年 4 月 22 日，千里公司委托 XXX 律师事务所向宏达公司发出了《要求履行回购义务的律师函》，要求宏达公司和江勇按《增资协议》、《补充协议一》和《补充协议二》的相关约定履行股份回购义务，即要求江勇承担连带责任保证，并且在之后与宏达公司、江勇多次共同协商，要求其承担股份回购义务与违约责任，从未放弃主张权利，未超过保证期间时效。

此外，《民法典》第六百九十四条规定，连带责任保证的债权人在保证期间届满前请求保证人承担保证责任的，从债权人请求保证人承担保证责任之日起，开始计算保证债务的诉讼时效。本案中保证期间自千里公司请求被告履行债务的宽限期届满之日 2019 年 7 月 30 日起算，截至 2020 年 1 月 30 日，该日起算诉讼时效。根据《民法典》第一百八十八条的诉讼时效规定，⁶⁴至 2022 年 7 月 20 日千里公司起诉时，未超过保证债务的诉讼时效。

综上，请求江勇承担按《增资协议》、《补充协议一》、《补充协议二》的约定向千里公司支付股份回购价款 131659523.33 元，逾期付款利息 94015720.99 元和已实际支付的律师费 260 万元的连带支付义务，总计支付 2.2827524432 亿元。

第七部分 反思与启示

本案主要围绕对赌协议的效力问题、对赌协议的履行问题展开，本案结合了我国全新的立

⁶² 参见最高人民法院（2018）最高法民终 1214 号判决——四川汉能光伏有限公司与成都西航港工业发展投资有限公司企业借贷纠纷上诉案

⁶³ 《中华人民共和国民法典》第六百九十二条：保证期间是确定保证人承担保证责任的期间，不发生中止、中断和延长。债权人与保证人可以约定保证期间，但是约定的保证期间早于主债务履行期限或者与主债务履行期限同时届满的，视为没有约定；没有约定或者约定不明确的，保证期间为主债务履行期限届满之日起六个月。

⁶⁴ 《中华人民共和国民法典》第一百八十八条：向人民法院请求保护民事权利的诉讼时效期间为三年。法律另有规定的，依照其规定。

法动向和司法实践，因此更具有时代性和启发性，在起草代理意见书的过程中，代理人作出如下反思：

一、对赌协议股权回购法律性质的反思

由于对赌协议的性质在理论界和实务界产生较大的争议，主要观点集中在射幸合同、期权合同、附条件合同等。此外，有关股权回购溢价款的法律性质也存在相应的争议观点，有认为支付相应的百分比的金额是违约金属性，也有认为是“附条件的履行”。我们认为对赌协议是附条件的合同，投资溢价款是合同的对价。

第一，对赌协议是附条件的合同

首先，对赌协议约定目标公司未来的业绩目标是在合同订立之后将来会发生的事实；其次，对赌协议约定的条件是存在不确定性的，未来可能达成也有可能无法达成。再次，对赌协议是双方意思自治的产物，并非是法定的条件。最后，对赌协议的内容并不违反法律、法规、强制性规定等。上述四种要件符合附条件合同所具备的基本特征。⁶⁵

第二，投资溢价款是合同的对价

因为对赌协议是附条件的合同，所以投资人向回购义务人主张的权利，系双方当事人因合同约定产生的权利义务，对于回购义务人而言，是合同之债。那么溢价款即为合同的对价，而非违约金或赔偿。在订立合同时，投资方作出承诺，出资为目标公司增资，目标公司得到该承诺之后，应该付出相应的对价。如果对赌成功，相应地完成对价。如果对赌失败，业绩未达成之后，在投资方已经承担部分风险的情况下，目标公司应该履行其回购义务。

二、股权回购计算公式有待进一步规范

投资方和目标公司在签订对赌协议的时候，股权回购条款使用频率较高。但是由于双方再对赌协议中股权回购的计算内容约定不清，实践中所产生较多的法律纠纷。主要是：回购期限约定不明；单利复利约定不明；计算基数的约定不明确。

有关股权回购款起止时间的计算。股权回购价款的起算时点，本质上体现的是股权回购行为性质和目的。股权转让款全额支付完毕之日起算利息符合股权回购合同条款订立的目的。实践中也有相关案例的支持。⁶⁶股权回购价款的截止时点，一般司法实践中主要以实际支付回购款的时间为准。

有关复利的计算方式，法院判例中有支持有反对，各执一见。在反对复利的案例中，法院往往酌定以单利计算投资款溢价，或者结合案情酌定其他计算方式。但是也有支持复利计算的案例。⁶⁷可见，司法实践对该问题仍然存在较大争议，并未形成统一的裁判观点。

有关基数的确定，主要是投资者和目标公司对于基数的理解不同，但实践中，大多数以实际支付的投资款为准，这也符合公平原则。

总之，法院在考虑投资溢价款计算的问题，主要是根据个案中投资方所遭损失，并兼顾投资方和目标公司共同预期、溢价合理性、社会经济形势等基础上，得出个案允许的溢价款范围并考虑对赌协议约定的计算方式是否合理。

为了避免双方在计算公式方面存在争议，一方面，对赌协议签订的时候，需要注意对相关条款的明确计算，可以写明公式，写明计算基数以及相应的时间。另一方面，相关机构也

⁶⁵ 杨立新,合同法专论[M],北京,高等教育出版社,2006.155-157

⁶⁶ 参见北京市第二中级人民法院(2021)京02民终4109号——周凡与张杰股权转让纠纷;四川省成都市中级人民法院(2021)川01民终6814号——崔存生、袁宗伟公司增资纠纷;上海市第一中级人民法院(2021)年沪01民终9832号——王作义与上海臣约投资管理合伙企业(有限合伙)股权转让纠纷

⁶⁷ 参见天津市第一中级人民法院(2019)津01民终5917号——王刚、天津立龙菁英企业管理中心与公司有关的纠纷二审

应该对计算方式进一步规范，并且法院也可以出台相应的司法解释进一步规范指引。

三、《九民会议纪要》条款的反思

《九民会议纪要》把对赌回购与减资程序捆绑在一起，设立了减资前置的机制。有学者认为，这一做法混淆了回购与减资之间的逻辑关系，也掩盖了对赌回购的被动回购属性，未能对《公司法》在股份回购事由的法律漏洞进行适当填补。⁶⁸

（一）减资与回购之间关系的逻辑混乱

一方面，公司减资可以通过股权回购、股权合并等多种途径实现。而根据《公司法》一百四十二条表明公司回购股权有多种处理方式，通过减资并注销股权只是其中之一。减资只是进行回购的动因之一，回购不一定必然导致减少注册资本的结果。⁶⁹所以减资和回购之间不能直接认为其有因果关系。

另一方面，即使是在以减资为目的的股权回购中，股权回购是手段，减资是目的。减资本应是回购的结果之一，反而成了回购的前置条件，属于手段与目的之间关系的颠倒。

（二）减资前置引发履行难的问题

《九民会议纪要》把减资作为公司股权回购的前置程序，以《公司法》第三十五条股东不得抽逃出资作为审理标准，这对股权投资对赌协议的履行层面构成了重维护目标公司资本和实现债权人利益保护而形成的程序障碍。⁷⁰在此情况下，投资方既要目标公司完成减资程序又要目标公司履行股权回购义务是很困难的。因为目标公司开展减资程序需要经过股东大会的三分之二的表决通过，⁷¹那么目标公司为了避免支付回购款可以以无法开展减资程序为由造成履行不能的现状。

《九民会议纪要》出台之后，检索相关司法案例，比如(2015)新民二终字第 280 号判决书⁷²中法院以投资方缺乏证据证明目标公司完成减资程序，减资程序也实际未启动，不支持投资人的实际履行请求。此外，绝大多数的司法案例遵循《九民会议纪要》的“减资前置”的相关规定，在认可对赌协议有效的同时，因为未进行减资程序而不支持投资方实际履行的诉讼请求。

对赌协议失败后目标公司本应履行股权回购的义务，若它并未完成减资程序，那么投资方请求其实际履行的诉求无法得到法院支持，由此可以认为目标公司在是否履行股权回购义务中占据主导权。如果不对此细化相应的方法论规范，那么该条款的适用将对投资方而言是“空头支票”，股权回购无法起到真正的作用。

在法律法规缺失的情况下，法院应该进一步在裁判上为投融资双方指明方向，否则在履行难的情况下投资方救济无门，法院仅一纸裁判无法实质解决问题。

⁶⁸张保华.对赌协议下股份回购义务可履行性的判定[J].环球法律评论,2021,43

⁶⁹ 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[J].法学研究, 2020, 42 (02): 128-148

⁷⁰ 艾敦义.对赌协议失败后协议可履行性要求与“抽逃出资”的关系【J】海南金融。2020（10）

⁷¹ 《中华人民共和国公司法》第四十三条 股东大会的议事方式和表决程序，除本法有规定的外，由公司章程规定。股东大会会议作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过。

⁷² 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——新疆西龙土工新材料股份有限公司与北京银海通投资中心、奎屯西龙无纺土工制品有限公司股权转让纠纷案

附件

附件一 民事授权委托书

委托人：千里投资集团有限责任公司

受委托人：XXA, XXB

工作单位：XX 律师事务所

职务：律师

电话：1XXXXXXXXXX

现委托上列受委托人在千里公司诉宏达公司合同纠纷一案中，作为我司的一审诉讼代理人。

代理人 XXA, XXB 的代理权限为以下第（二）项

（一）一般代理；

（二）特别授权代理，即：代为出庭，代为提出、承认、变更、放弃诉讼请求，进行调解、和解，代为签收法律文书等。

本委托书有效期自签订之日起至本案 一审终结止。

委托人：千里投资集团有限责任公司

受委托人：XXA, XXB

XX 律师事务所（章）：

二〇二二年 X 月 X 日

注：本授权委托书一式三份，交人民法院一份、委托人与律师事务所各持一份

附件二 参引案例汇总

以下案件按照书状中引注顺序排列：

案号	案件名称	主审法院观点
证明事项：案涉条款为投资对赌背景下的回购条款，非明股实债		
(2014)渝高法民初字第00010号	新华信托股份有限公司与诸城市江峰房地产开发有限公司金融借款合同纠纷案	双方约定满 12 个月当日即偿还新华信托公司全部收益权回购款本金 1.09 亿元和按 24%/年的标准支付回购溢价款，故双方实际系借款合同关系，双方合同约定的“收益权回购款”实为借款本金；约定“按 24%/年的标准支付回购溢价款”，实际是约定借款期内利息的计算标准。
(2019)最高法民终 355 号	通联资本管理有限公司、中国农发重点建设基金有限公司股权转让纠纷	双方当事人约定的回购条款为：（4）甲方的投资收益连续两个季度或累计三个季度无法按时足额收回的；（5）其他可能对甲方权益产生重大不利影响的情形。法院认为：该回购条款是股东之间及股东与目标公司之间就投资收益和风险分担所作的内部约定，并不影响交易目的和投资模式。
证明事项：案涉条款并不属于保本保息，固定收益		
(2022)最高法民申 418 号	翟红伟与青海国科创业投资基金（有限合伙）合同纠纷案	该案中对赌协议之目的是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，系资本市场正常的激励竞争行为，双方约定的补偿金计算方式是以年度净利润在预定的利润目标中的占比作为计算系数，体现了该种投资模式对实际控制人经营的激励功能，符合股权投资中股东之间对赌的一般商业惯例，不构成“明股实债”或显失公平的情形。
证明事项：是否办理工商登记也是司法裁判是否构成明股实债的标准之一		
(2016)最高法民终 435 号	李金喜、刘忠山民间借贷纠纷案	刘忠山作为受让人，其合同目的亦不是通过支付股权转让款取得案涉股权，而是在支付了借款本金后，按合同约定收取利息，在合同约定的两年履行期限届满后，李金喜不能偿还刘忠山借款本金及相应利息时，刘忠山取得担保物即以实际借款本金核定的相应份额的案涉股权所有权。
证明事项：《补充协议》的签署未经过股东大会决议并不影响合同效力		
(2021)最高法民终 637 号	李向前等与成都鼎量中盛企业管理中心等合同纠纷	案涉《补充协议》中约定的业绩承诺、补偿方案、股权赎回等内容虽含有“对赌”之性质，但因签约主体分别为成都鼎量与目标公司股东及目标公司实际控制人，且该《补充协议》并无其他无效事由，故该份《补充协议》属合法有效。
(2019)最高法民申 4898 号	华创阳安股份有限公司、保定市城市芳庭房地产开发有限公司股权转让纠纷	李建雄取得华创公司的合法授权后，其签字行为即代表华创公司，已经符合约定的签字生效条件。《股权转让协议》约定华创公司董事会、股东大会同意才生效，但《补充协议》并未作此约定，华创公司以此为由主张《补充协议》未生效的理由亦不能成立。
(2015)新民二终字第 280 号	新疆西龙土工新材料股份有限公司与北京银海通投资中心、奎屯西龙无纺土工制品有限公司股权转让纠纷	关于合同真实性问题，新疆西龙公司和奎屯西龙公司对协议的真实性的真实性不持异议，《补充协议》有公司法定代表人签字和公司盖章，符合合同签订的形式要件，对其真实性应予以确认。（二审法院对此予以维持）

证明事项：法院支持以复合回报率的计算方式判令目标公司支付股权回购款		
(2021)京民终 753 号	吴文莉等合同纠纷	合同当事人有关计收复利的约定系双方明确认可的回购价款计算方式，该计算方式系双方的真实意思表示，亦未明显超过对赌商业架构下合理的资金占用费用标准，故对《补充协议一》约定的回购价款的计算方式，一审法院予以采信。对原告关于按照季度计算利息，并将利息计入下期本金计算复利的主张，予以支持。（二审法院对此予以维持）
(2019)京民终 251 号	王子华等与嘉兴信业盛创投资管理有限公司合同纠纷	鉴于盛创公司与王子华签订的《关于股权回购之保证合同》、《关于股权回购保证合同之补充协议》中约定保证范围为：基于主合同项下盛创公司应享有的全部原始转让价款、 股权溢价款（包括复利和罚息）、违约金、赔偿金等 。盛创公司所主张的股权回购款、股权溢价款及违约金属于王子华、奥亚德公司承担的保证责任的范围，一审法院应予支持。（二审法院对此予以维持）
(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	《增资协议》《合资合同》《补充协议》对于西联钢铁、林振宇、林振丰回购开铂银科所持西联钢铁股权的价格约定为： 按照开铂银科获得西联钢铁股权或股份所支付的全部价款之和加按内部收益率 14%计算的复利（已支付给开铂银科的利润分配应视为回购价款的一部分）的价格回购开铂银科届时所持的全部西联钢铁股权或股份。
(2021)京 02 民终 13186 号	中国航天空气动力技术研究院与北京亦庄国际投资发展有限公司合同纠纷	亦庄国投公司主张按照出资额 2260 万元的 20%计算违约金，符合约定。回购价格中所包含的 从实际缴纳出资日起至实际回购时止按年 10%复利计算的利息 ，旨在弥补亦庄国投公司向航天易联公司投资期间的资金成本，属于回购价格的组成部分，不以空气动力研究院违约为前提，而违约金系空气动力研究院迟延履行回购的违约责任承担方式，两者法律性质不同。空气动力研究院要求酌减违约金，一审法院不予支持。
(2021)沪 02 民终 9082 号	于杰与伏彩瑞等其他合同纠纷	对原投资方而言， 回购价格应为其投资价款加上按年息 10%复利计算的本息之和 ，对本轮投资方而言， 回购价格应为本协议项下其投资价款加上按年息 8%复利计算的本息之和 ，雨汇合伙对于回购款的计算方式符合该协议约定，亦未违反相关法律规定，一审法院予以认可。
证明事项：《补充协议二》股权回购权的法律性质为债权请求权		
(2020)最高法民申 1513 号	东华工程科技股份有限公司、安徽淮化集团有限公司合同纠纷	案涉《股份回购协议》第二条“淮化集团公司承诺股份公司若在成立四年内不能成功上市，则东华科技公司有权视其上市前景及经营状况自主选择股份退出时机”，约定了东华科技公司要求淮化集团公司回购股权的行使条件和行使时间。从字面意思来看，对于要求回购股权的行使时间，双方约定的是由东华科技公司自主选择时机。且根据一、二审查明的事实， 在案涉股权回购条件成就后，东华科技公司并未向淮化集团公司明确表示过放弃案涉股权回购的权利 。在此情况下，东华科技公司于 2018 年 6 月 26 日以《回购函》的形式向淮化集团公司主张权利， 虽与案涉股权回购条件成就时间相隔较长，但并不违反合同约定。
(2020)皖民再 215 号	东华工程科技股份有限公司、安徽淮化集团有限公司合同纠纷	淮化股份公司 2007 年 12 月 26 日设立，至 2011 年 12 月 26 日期满四年内未成功上市，该事实 触发了上述股权回购协议生效条件

	化集团有限公司合同纠纷	的成就。 由于该股权回购协议系当事人的真实、自愿的意思表示，不违反公司法的规定，也不具有法定无效的其他情形，故应自 2011 年 12 月 26 日产生法律效力，东华科技公司自此即享有协议约定的权利；案涉股权回购协议对东华科技公司 要求淮化集团公司回购目标公司股权并未约定履行期限 ，根据《中华人民共和国合同法》第六十二条（四）项“履行期限不明确的，债务人可以随时履行，债权人也可随时履行，但应当给对方必要的准备时间”的规定， 东华科技公司在应给淮化集团公司留有必要准备时间的情况下，可以随时要求履行。
(2020)沪民再 29 号	胡跃华等与上海隽盛股权投资基金管理有限公司公司增资纠纷	综合以上分析，涉案回购条款所涉股权回购请求权系附条件请求权，其行权条件包括“2016 年 6 月 30 日”与“不能挂牌”两个要素， 其行权期限应受其行权条件持续时间的限制。
(2019)粤 03 民终 30528 号	杨帆、深圳市创东方富建投资企业等请求公司收购股份纠纷	本案中深圳创东方合伙企业系依据双方《增资扩股协议》及其补充协议的约定，请求杨帆等主体回购股权， 该权利属于债权请求权。 深圳创东方合伙企业请求回购股权，该权利并不能单方产生民事法律关系产生、变更或者消灭的法律后果， 不属于形成权。 杨帆主张深圳创东方合伙企业请求回购股权的权利属于形成权，因超过除斥期间而消灭，理由不成立，本院不予采纳。
(2020)京 03 民终 5204 号	郭菲等与朱家俊等股权转让纠纷	涉案股份回购请求权是指投资人有权要求原股东按照既定条件购买其所持有的目标公司的股权，投资人所享有的是要求原股东向其支付特定价款并承诺将所持股权交付给原股东的综合权利义务，回购权的标的是包含价款给付及股权交付的一项交易行为， 不符合法律规定的形成权的特征。 郭菲、蒋君关于回购请求权属于形成权适用除斥期间的主张缺乏法律依据，本院亦不予采信。
(2020)晋 04 民终 835 号	杨晓军与王丽民、胡志科股东出资纠纷	形成权应当经法律规定或当事人约定而产生， 本案系股权回购请求权，属于给付之诉，不属于法定形成权 ，且双方当事人又无约定，故应当适用诉讼时效制度，二被告关于本案适用除斥期间的主张缺乏法律及事实依据，故本院对此不予采纳。
证明事项：逾期付款利息按年利率 24% 的标准计算可以得到法院支持		
(2019)最高法民终 102 号	安徽省阳光半岛文化发展有限公司、安徽静安置业有限公司合资、合作开发房地产合同纠纷	因静安置业公司代为偿还案涉款项所产生的损失实为 19005.70 万元资金被占用的损失，静安置业公司未能提交其实际损失的数额，而月利率 2.1% 已超过年利率 24% 的计息标准，故参照《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》第二十六条第一款“借贷双方约定的利率 未超过年利率 24% ，出借人 请求借款人按照约定的利率支付利息的 ，人民法院应予支持”的规定，结合双方合同约定，本院酌定对 19005.70 万元的利息按照年利率 24% 的计算标准予以调整。
(2022)最高法民再 206 号	侯澄、四川中海外基础企业管理有限公司等民间借贷纠纷	从 2018 年 2 月 7 日起至本判决确定的给付之日止， 以年利率 24% 计算，若未按本判决确定的给付之日给付本金，则利息应计算至本金付清之日止
证明事项：被告主张的国内外形势变更无法阻却违约		

(2016)最高法民申 2594 号	沈阳集体联社企业(集团)有限公司与大庆创业广场有限责任公司租赁合同纠纷	大庆市人民政府关于土地使用税税额调整幅度较小,在国家国家征收法律法规确定的税额范围之内,应属双方当事人可能预见的范围,不属于无法预见的重大变化。另一方面,此次税额标准的调整不会严重影响涉案合同履行,也不会导致合同履行后权利义务显失公平。
(2011)民二终字第 55 号	上海同在国际贸易有限公司与远东电线电缆有限公司买卖合同纠纷	2008 年全球性金融危机和国内宏观经济形势变化并非完全是一个令所有市场主体猝不及防的突变过程,而是一个逐步演变的过程。在演变过程中,市场主体应当对于市场风险存在一定程度的预见和判断。该价格波动非为当事人在缔约时无法预见的非市场系统固有的风险,应当属于商业活动的固有风险。
证明事项: 260 万元律师费为合法合理费用,可以得到法院支持		
(2018)最高法民终 1214 号	四川汉能光伏有限公司与成都西航港工业发展投资有限公司企业借贷纠纷	根据《中华人民共和国合同法》第一百一十三条关于‘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,给对方造成损失的,损失赔偿额应当相当于因违约所造成的损失’的规定,因四川汉能光伏有限公司存在违约,成都西航港工业发展投资有限公司为此聘请律师提供专业法律服务而支出的合理费用,属于违约方违约给守约方造成的损失。
(2017)最高法民终 311 号	潘首相、安徽泗县农村商业银行股份有限公司储蓄存款合同纠纷	一审法院认为,因泗县农商行未按约兑付案涉存款本息,致使潘首相采取诉讼方式实现其债权,故泗县农商行应当承担潘首相为此支付的律师代理费。关于泗县农商行应否赔偿潘首相为实现债权而发生的费用问题。一审法院对律师费和差旅费的认定考虑了双方的过错程度、银行对潘首相的赔偿数额、当地律师收费标准等综合因素,并无不当。
(2015)民二终字第 74 号	云南铜业股份有限公司与江门市江磁电工企业有限公司买卖合同纠纷	江磁电工公司逾期仍未付款,云南铜业公司通过诉讼途径向江磁电工公司主张权益,其委托律师代理诉讼所支付的费用系为实现该债权而支付的合理费用。云南铜业公司为本案支付的律师代理费 63 万元亦未超过《云南省律师服务收费暂行标准》所规定的收费限额,故云南铜业公司以案涉《股份质押合同》为据,诉请江磁电工公司承担本案律师代理费 63 万元有事实依据。
证明事项: 被告履行法定程序的股权回购并不必然违反资本维持原则,被告具有清偿能力,履行可能		
(2019)苏民再 62 号民事判决书	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	履行法定程序的股权回购并不必然违反资本维持原则,且双方约定的回购条件合理公平,约定有效。股权回购可通过减资进行,而扬锻公司的财务情况决定公司以现金支付华工公司的股权回购款,不会导致公司资产的减损,也不会损害公司的债务清偿能力,股权回购约定具有法律上和事实上的履行可能。
证明事项: 实践中股权回购价款的起算点一般以股权转让款实际支付完毕之日		
(2021)京 02 民终 4109 号	北京市第二中级人民法院在周凡与张杰股权转让纠纷	, 虽补充协议与承诺书均约定年化 10% 利息,但对于利息的起算时点未予以明确约定,同时,因承诺书中对逾期付款产生的违约金存在特别约定,且违约金计收对象为投资本金及利息,据此推算,双方所约定的利息在逾期付款之前已经开始计算。且补充协议的表述为“张杰有权要求周凡在收到回购通知之日起三十日内按转让本金及年化 10% 的利率进行回购”,换言之,此处回购总价款中同时包括了本金和利息两部分,以此排除自收到回购通知之日起三十日后开始计算利息的解释可能,认定周凡应从案涉转让款项实际交付之日起承担相应利息。

(2021)川 01 民终 6814 号	四川省成都市中级人民法院在审理崔存生、袁宗伟公司增资纠纷	案涉《补充协议》约定股权回购价格为投资方的实际投资额加上按年 10%收益率的投资回报，再扣除累计税后分红和在高威公司取得的现金补偿， 由于高威公司自认从未向中科东南公司进行分红和现金补偿，因此，股权回购价款应为其实际投资额加上年 10%收益，从高威公司收到中科东南公司投资款之日计算。
(2021)年沪 01 民终 9832 号	上海市第一中级人民法院在王作义与上海臣约投资管理合伙企业（有限合伙）股权转让纠纷	臣约合伙企业主张王作义依约支付股权回购款的诉讼请求符合合同约定，于法有据。但臣约合伙企业从其交付第一笔投资款的时点开始计算以全部价款为基数的溢价款，与涉案合同中“如投资本金分期投入则投资期间分别计算”的约定不符， 应以各期资金汇入目标公司账户的各个时点分别作为起算时点。
证明事项：法院支持以复利计算的回购主张		
(2019)津 01 民终 5917 号	王刚、天津立龙菁英企业管理中心与公司有关的纠纷	关于立龙菁英中心主张赔偿损失的问题，依据合同中投资款回购条款约定，立龙菁英中心可以 5000000 元投资款为基数自高通公司《增资协议》签署日至股权被回购之日止按照 每年 7%的复利计算主张损失，于法有据，应予以支持。 ”