

Earn-out 机制的风险防范与纠纷解决 — 以生物医药领域并购交易为例

作者：金立宇 | 宋薇 | 赵宇先 | 韩奕新

Earn-out 是境外和跨境并购交易中一种常用的付款机制。通过该等机制，交易双方可以设置灵活的衡量指标来调整买方的付款义务，从而更灵活地分配交易双方的利益和风险。相较于境内交易中普遍使用的“先一次付款后视条件取回”的对赌机制，“视条件陆续增加付款”的 Earn-out 机制有其自身的优势和适用情形。近年来 Earn-out 在国内并购（尤其是生物医药领域的并购）中的应用也日趋广泛。

Earn-out 条款也是并购中最容易引发纠纷的条款之一。最常见的纠纷来自是否达成衡量指标以及是否履行经营管理的争议。本文将基于我们对 Earn-out 机制的实务观察和研究，简要分享该机制在生物医药领域并购交易中的具体应用，以及典型纠纷案例，以期为 Earn-out 条款起草和争议解决提供参考。

一、Earn-out 在生物医药领域的应用

（一）Earn-out 为何受到青睐

Earn-out 是指并购中买方除了支付基础价款之外，视交割后某些条件的成就情况向卖方支付额外对价的付款机制，有时亦被称为“或有支付机制”¹。（Earn-out 的字面意思其实也是卖方要凭实力“挣得（earn）”更多价款的意思。）

该机制的目的主要系为了“暂时”化解交易双方对估值的分歧²。交易磋商中，由于信息不对称或市场波动等原因，买卖双方对标的公司的价值以及影响价值的相关因素（如竞争环境、国家政策、标的公司资产或业务波动性等）容易产生较大分歧。倘若双方在定价问题上无法达成一致，交易将在磋商阶段陷入僵局而无法达成。此时 Earn-out 起到了一个“桥梁”的作用，使得双方都能往前走一步，在定价的问题上形成暂时性的共识。

在生物医药领域，Earn-out 的使用尤为普遍。据统计，2008 年以来美国生物医药领域的 227 个并购交易中，有 163 个采用了 Earn-out 付款机制³。2017 年至 2019 年美国公开的并购交易中，制药领域使用 Earn-out 的比例高达 83%，医疗器械领域使用比例为 77%，诊断研究领域为 50%，其他行业则仅有 18% 的交易使用了 Earn-out⁴。

¹ 程娅昊（上海证券交易所资本市场研究所），《并购交易中的或有支付机制研究》，上证研报 2017 年第 007 号，第 4 页。

² Heiko Daniel Ziehms, M&A Disputes and Completion Mechanisms 184 (2018).

³ 2019 SRS Acquiom Life Sciences M&A Study (September 2019), <https://www.srsacquiom.com/resources/2019-life-sciences-study/>.

⁴ *id.*

Earn-out 在生物医药领域的广泛使用主要源于行业的特殊性。以创新药研发为例，一个药品从源头研发到最终上市需要耗费巨大的资源和时间，大公司没有精力自己从头进行多个产品的研发，而具有创新能力的小公司自身资源难以支持整个研发周期。故许多新药研发需要通过大公司并购小公司，使得二者资源整合才得以完成。一个产品往往需要经过几年甚至十几年的研发和临床试验，并通过层层监管审批才能最终上市，某一环节的失败便可能导致产品夭折。美国一项研究显示，一款创新药的研发平均耗资 8 亿美元左右，从开始研发到批准上市平均需要 12 年的时间，长则甚至达到 15 年⁵。鉴于该等周期长、金额大、风险高的特点，投资方通常不愿意（也往往难以）一次性支付高额对价，并忍受可能相当长的时间内无法获得投资回报的风险。特别地，生物医药领域融资方的核心资产往往是某项药物相关的知识产权和研发人员，该等资产通常有价无市，在药物研发滞后或失败的情况下难以变现。如果采用对赌的出资机制，即便对赌条件成就，投资方通常也难以获得实际偿付。相比之下，Earn-out 提供了一种更符合该领域商业逻辑的解决方案。

（二）Earn-out 衡量指标设置

Earn-out 付款义务的衡量指标主要可分为财务指标和非财务指标两大类⁶。医药领域 Earn-out 条款设计常会根据研发进程综合选取多个衡量指标。由于并购常发生于产品研发过程中，前期交易方多以研发进度和监管审批等非财务指标设定里程碑事件（milestone event），待药品获准上市后，再以财务指标作为衡量标准。例如，在 MEI Pharma 与 S*Bio 的并购中，双方前期先以三期临床试验进度以及各国监管部门批文设置了多个里程碑事件，上市后再以各国市场的净销售额衡量买方付款义务⁷。

无论采用何种指标，核心的注意要点是指标是否达成要有较为清晰、客观、可测量的判断标准，尤其要避免给予一方在指标是否达成上过高的解释权，如以公司方首个产品完成临床前准备工作作为衡量指标。倘若投资方不认可临床前准备工作完成，公司方可以寻找第三方专家证明该等准备工作满足行业客观标准、符合合同目的进而应当认定完成，但此种方式对公司方而言不如在合同中确定较清晰的客观标准。

1. 非财务指标

非财务指标包括市场份额、监管审批、产品上市、研发进度等各种指标⁸。非财务指标在医药领域的应用更为广泛，衡量指标多为临床试验结果和监管部门审批⁹。其中，监管审批可能需要向一个或多个国家的监管机构提出，例如美国食品药品监督管理局（FDA）、欧洲药品管理局（EMA）和国内药品监督管理局等。一个产品的研发也需要多重审批。以国内监管为例，药品从研发到销售的过程涉及临床试验许可、药品上市许可、药品生产许可、药品经营许可以及上市后监测等多项批文。

2. 财务指标

常见的财务指标有销售额、净利润¹⁰、现金流量、EBIT、EBITDA¹¹等。为了降低日后产生纠纷的风

⁵ Joseph A. DiMasi, Ronald W. Hansen & Henry G. Grabowski, The Price of Innovation: New Estimates of Drug Development Costs, *Journal of Health Economics*, vol. 22, no. 2 (March 2003), 151-185.

⁶ Ziehms, at 185.

⁷ 参见 <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1262104/000119312512344221/d392723dex21.htm>.

⁸ Ziehms, at 192.

⁹ Luca Gambini, Pros and Cons of Earn-out Construct in Life Sciences Merger and Acquisition Transactions, 9 *Bocconi Legal Papers* 111, 116 (2017).

¹⁰ 参见：<http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?a330b11f-ec5-4c3e-96af-0b3f3fde3ac0>.

¹¹ 《关于出售易生科技（北京）有限公司 100%股权的公告》，参见：

险，在约定财务衡量指标时也需要明确相应的会计准则，例如与会计惯例相符的账务处理方式或是通用会计准则（GAAP）。如果约定为 GAAP 还需明确会计准则的生效日期。实践中常发生因记账方式约定不明而导致的争议，例如支出是否可以摊销、是否可以资本化、库存如何计算、适用何种会计准则以及如何适用会计准则等¹²。在 *LaPoint v. AmerisourceBergen* 一案中，双方就因为如何计算目标公司的 EBITA 而产生了争议，特别地，双方对 EBITA 是否需要根据研发费用减少而调减以及是否适用 GAAP 争执不下¹³。在（2019）粤民终 529 号案中，上诉人称公司年度报告中采用的净利润计算依据是权责发生制，不是收付实现制，与《合作协议》中约定的被上诉人利润指标中的“纯利润”性质不同，不能作为认定被上诉人已完成利润指标的依据。对此，广东省高级人民法院认为，该公司作为上市公司，其公开发布的年度报告中关于公司利润的记载具有社会公信力，是投资者判断公司股票价值的依据，在各方当事人未明确约定公司向投资者公开的利润数据不适用于《合作协议》中“净利润”指标的情况下，一审采信公开的年度报告中公司利润数据，并作为判断被上诉人是否完成《合作协议》约定的利润指标正确。

（三）Earn-out 中的经营管理义务

除约定衡量指标外，Earn-out 条款中通常还会规定交割后有控制权的一方应尽到何种标准的经营管理义务。由于衡量指标是否能够达成依赖于有控制权一方的经营管理能力，没有控制权的一方常要求不更换管理层、对重大项目享有表决权、或者设定经营管理义务标准以约束对方。如因有控制权一方违背经营管理义务或其他义务而致使衡量指标不能达成，经营管理的一方可能需要承担违约责任。交易中常见的标准有“商业上合理的努力（commercially reasonable effort）”、“最大努力（best effort）”、“勤勉努力（diligence effort）”、“诚信行为（act in good faith）”等¹⁴。其中最常使用的是“商业上合理的努力”这一标准，下文的讨论将以此为例¹⁵。

对于什么是“商业上合理的努力”，交易双方有时会在合同中进行具体的定义。一种常见的定义方法是外向定义（outward facing definition），即参照行业标准和其他公司所会付出的努力，譬如医疗器械行业具有同等资源和技术的具有可比性的公司根据其商业判断在类似情形下所会付出的努力¹⁶。这种定义对卖方而言更加有利，因为其使得卖方能够参照客观的行业标准而非买方的主观标准¹⁷。另一种方法是内向定义（inward facing definition），参照买方的过往标准，例如买方需按照其曾经对具有相似市场潜力的相似产品各个阶段所投入的精力经营¹⁸。该标准显然更有利于买方。还有一种选项则是留白定义不进行约定，由裁判者视每个案件的具体情况决定¹⁹。

<http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?b47b32ad-4e1d-4e21-8f92-5bc90719ad48>.

¹² Kevin R. Shannon & Michael K. Reilly, Post-Closing Earnouts in M&A Transactions: Avoiding Common Disputes (Winter 2011), https://www.potteranderson.com/media/publication/150_KRS_20MKR_20Post-Closing_20Earnouts_20in_20M_A_20Transactions_20Deal_20Points_20Winter_202011.pdf.

¹³ *LaPoint v. AmerisourceBergen Corp.*, C. A. No. 327-CC (Del. Ch. 2007). 该案中，法院未支持原告调整 EBITA 的主张，指出双方仅在最终版合同中简单约定了目标公司应对研发投入一定资金，但未约定投入资金不足时对 EBITA 进行调整；法院还指出双方也未在合同中写明计算 EBITA 时必须遵守 GAAP。

¹⁴ *Neurvana Medical, LLC v. Balt USA, LLC et al.*, C.A. No. 2019-0034-KSJM (Del. Ch. 2020).

¹⁵ Kristian A. Werling & Richard B. Smith, “Commercially Reasonable Efforts” Diligence Obligations in Life Science M&A (Mergers and Acquisitions), *Nat. L. Rev.* (May 29, 2014), <https://www.natlawreview.com/article/commercially-reasonable-efforts-diligence-obligations-life-science-ma-mergers-and-ac>.

¹⁶ *Balt*, C.A. No. 2019-0034-KSJM (Del. Ch. 2020).

¹⁷ *id.*

¹⁸ *Banas v. Volcano Corp.*, 47 F. Supp. 3d 941, 946 (N.D. Cal. Civ. R. 2014).

¹⁹ Werling & Smith, *supra* note 11.

（四）Earn-out 与对赌的比较

Earn-out 与对赌实质上都是估值调整机制。二者表面上的区别在于，前者通常表现为“视条件陆续增加付款”，而后者常见的形式为“先一次付款后视条件取回”。国内有些案件中的对赌设计实质上就是 Earn-out，例如（2015）临商初字第 113 号案中，双方约定在对赌期间的税后净利润达到一定指标后支付第三部分股权转让款。境外并购中亦存在反向 Earn-out（Reverse Earn-out），其安排和国内的对赌协议类似，即买方一次性支付价款，若约定的条件未成就，卖方则需要返还一定的对价²⁰。在（2020）沪 01 民终 6979 号案中，各方同意，交易对价由乙方分四次支付；于承诺期间每一会计年度结束后，根据甲方委托的会计师事务所就标的公司出具的《专项审计报告》后 10 个工作日内，且标的公司的实际实现的净利润数符合本协议约定的目标净利润数的前提下，分别按照本次交易总额的 20%、20%、30% 的比例支付，标的公司实际净利润数需达到目标净利润数额。盈利承诺期间的每个会计年度结束时，如目标公司截至当期期末累计实际净利润数小于截至当期期末累计目标净利润数的，则丙方（老股东）应以现金方式对乙方进行连带足额补偿。我们理解在国内的实践中同时约定 Earn-out 机制和对赌机制也很常见，法院对于这种二者兼备的机制持默认态度。我们处理过的在国内仲裁机构仲裁的案件中也涉及 Earn-out 安排。

由于市场环境、交易特征和买卖双方的需求不同，Earn-out 和对赌在条款设置和适用情形上有所不同。

Earn-out 相较于对赌是一种买方友好的安排。Earn-out 机制下买方居于相对优势的地位，对于交割后是否支付、支付多少额外对价具有更大的主动权。而对赌面临着承诺容易，兑现困难的现状。对赌机制下买方已经事先支付了所有对价，处于相对被动的地位。即便卖方的补偿义务被触发（往往在目标公司遇到经营困境时），买方较难实际获得补偿价款，且在与目标公司对赌的情形下将受制于公司减资程序的限制，操作难度较大，虽然在多数情况下，股权回购价款为起到风险补偿作用都大于最初的支付价款。

相比于对赌，Earn-out 通常适用于具备多个相对清晰、客观、容易测量的里程碑节点、融资金额高、商业化和回报周期长的项目，如新药和其它技术研发（在这些需要长期投入的领域使用对赌有时可能揠苗助长，促使公司盲目追求短期业绩而忽视长远发展），这也解释了为何 Earn-out 机制中非财务指标更为常见。而对赌更常见于公司方的产品或技术已经初步具备商业化条件，急需资金扩大生产规模和占领市场，回报周期相对较短的情形（而此时如果用 Earn-out 付款方式，则可能会导致巧妇难为无米之炊的局面）。

在创新药、芯片、半导体、新能源、新材料、智能制造等智慧资产比重高、投入高、回报周期长、短期增长不确定性大的领域成为未来发展潮流，并日渐被资本青睐的大环境下，可以预见 Earn-out 将有可能更多地适用于并购交易当中。

²⁰ Troy Ungerman, Tax considerations for earn-outs and reverse earn-outs (September 15, 2016), <https://www.deallawwire.com/2016/09/15/tax-considerations-for-earn-outs-and-reverse-earn-outs/>.

二、生物医药领域关于 Earn-out 机制的纠纷

Earn-out 虽有诸多优势，也是生物医药并购中常用的付款机制，但也容易引发纠纷，交易方需要注意防范。不完善的 Earn-out 条款不仅不能达到分配风险和收益的目的，相反只会给未来的纠纷埋下隐患。究其原因主要有二：

第一，条款起草具有局限性。生物医药领域药物及医疗器械的研发不确定性较高。一个产品的研发耗时周期越长，客观环境变化的可能性越大，也越容易产生纠纷²¹。合同起草时很难预见到未来可能发生的所有情形，也因此难以对里程碑事件的达成标准进行绝对清晰的约定，买卖双方时常就相关里程碑事件是否达成产生争议。

第二，Earn-out 机制较容易引发道德风险²²。交割后，里程碑事件能否达成很大程度上取决于具有控制权一方的经营管理能力以及诚信程度。如果买方交割后取得控制权，为了避免支付额外对价，买方可能消极经营或不诚信行为，或通过改变研发方向等方式阻止里程碑事件达成。如果卖方保留控制权，为了达成里程碑事件，卖方可能不顾公司长远发展甚至隐瞒欺诈²³。因此，买卖双方常会产生关于有控制权的一方是否尽到合理的经营义务、有无恶意阻止或迫使里程碑事件发生的纠纷。上面两种情形在我们代理的案件中亦常见。

关于 Earn-out 的常见纠纷主要可分为两类，第一，约定的里程碑事件是否达成；第二，交割后负责经营管理的一方是否尽到了相应的义务²⁴。下文将通过对一些生物医药领域并购案件的分析，为 Earn-out 机制的风险防范和纠纷解决进行提示。

（一）关于里程碑事件是否达成的纠纷

1. *SRS v. Gilead Sciences* — 合同约定不明时²⁵

该案的目标公司 C 是一家生物科技公司，其拥有的一系列药物中包括可能用于治疗血液癌的 CAL-101 抑制剂。买方 G 是一家从事致命疾病的药物研发及商品化的生物制药公司。双方在并购协议中共约定了三个里程碑事件，其中前两个里程碑事件已达成且买方已按约付款。第三个里程碑约定，如 CAL-101 作为一线药物获得美国或欧盟监管部门批准用于治疗血液癌指征（Hematologic Cancer Indication），买方需额外支付 5,000 万美元。

后 CAL-101 通过了欧盟的一项审批，准予其用于治疗复发性慢性淋巴细胞白血病（CLL）。卖方遂主张里程碑事件已经达成，买方有支付额外对价的义务。买方则认为该批准仅仅是针对于某疾病亚种，而第三个里程碑事件是指该药物获得用于治疗血液癌的批准，因此该里程碑尚未达成。

本案的争议核心是合同条款中约定的“indication”一词指向何种级别的疾病。双方在合同中约定当药品取得针对“Hematologic Cancer Indication”的监管审批时里程碑事件达成，但却并未明确

²¹ Ziehms, at 193.

²² Albert H. Choi & Albert C. BeVier, *Facilitating Mergers and Acquisitions with Earnouts and Purchase Price Adjustments* (August 12, 2014), <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/08/12/facilitating-mergers-and-acquisitions-with-earnouts-and-purchase-price-adjustments/>.

²³ Reb Wheeler, *Life Sciences M&A Transactions* (May 26, 2020), <https://www.lexisnexis.com/supp/LargeLaw/no-index/coronavirus/life-sciences/life-sciences-life-sciences-ma-transactions.pdf>.

²⁴ Shannon & Reilly, *supra* note 6.

²⁵ *S'holder Representative Servs. LLC v. Gilead Scis., Inc.*, No. 10537-CB (Del. Ch. 2017).

“indication”一词是指向血液癌还是血液癌的某种病症。卖方认为“indication”是指狭义的病症，即可是某特定患者群体的特定病症，因此药物目前获准治疗 CLL 已经满足了里程碑事件。而买方则认为该词指向广义的疾病，药物所获得的审批应是可用于治疗血液癌这一疾病的审批，而目前取得的仅是针对某一疾病亚种的审批，并非疾病级别（disease-level）的一线药物审批。

法院认为，从合同文本来看，“indication”一词含义模糊，因此法院寻找了大量的外部证据以确定该词汇的含义，包括合同草稿、谈判历史、邮件往来、证人证言等证据，上述证据显示双方总在讨论 CAL-101 应用于血液癌这一疾病的审批。由此法院判定双方真实意图是药物取得疾病级别的审批，而非狭义的针对某种症状的审批。另外，参照前两个里程碑事件，第三个里程碑事件也应该获得相当级别的审批。因此，药物取得的狭义审批尚不足以触发买方的第三个里程碑付款义务。

2. *Fortis Advisors v. Shire* — 合同约定明确时²⁶

本案中，爱尔兰生物制药公司 S 收购了目标公司 C，并继续研发治疗干眼症的药物 Lifitegrast。为了分配风险和收益，双方约定了 Earn-out 付款机制，其中前两个里程碑事件如下：

- 第一个里程碑：药物在 OPUS-2 试验中达到主要疗效指标，买方将额外支付 1.75 亿美元。
- 第二个里程碑：在第一个里程碑达成的基础上，药物取得监管部门审批，买方将额外支付 2.5 亿美元。

OPUS-2 试验中，药物并未达到第一个里程碑所要求的主要疗效指标，但 S 仍然选择继续进行三期研发，并采用 OPUS-2 试验以及其他试验中所获得的数据提交了药物批准申请，最终获得了监管部门的批准。随后药物虽然成功上市并获利，买方却以未达到第一、第二个里程碑事件为由拒绝付款。

卖方起诉买方要求其支付前两个里程碑事件的对价 4.25 亿美元。卖方主张，药物是否达到主要疗效指标不应局限于第一个里程碑项下 OPUS-2 试验的数据，而药物在其他试验中已经达到了指标要求，并且最终也获得了批准。买方则主张应按照合同字面含义确定里程碑事件是否达成，第二个里程碑事件明确限定了所用的数据来源于 OPUS-2 试验。

本案中，法院严格按照合同文本来确定买方的付款责任。法院认为，合同明确约定了以 OPUS-2 试验结果而非其他试验判断药物是否达到主要疗效指标，而该试验中药物显然未达标，故第一个里程碑事件未达成。而根据合同约定，第二个里程碑事件又以第一个里程碑的达成为前提条件，因此两项里程碑事件均未达成。即使药物最终获批并上市，按照合同买方仍没有额外付款的义务。

上述两个案件充分展示了不同情形下法院可能采取的不同态度。在合同约定不明确时，法院则会通过外部证据确定当事人的真实意图，对合同文本进行体系解释，进而判断里程碑事件是否完成。然而，当合同约定明确时，买方的付款义务被严格限制在合同约定的范围内，即使双方的商业目的可能已经最终达成，也未必触发买方的付款义务。因此起草和谈判过程中，一方面要确保合同的约定明确清晰，另一方面也要考虑特定里程碑事件的达成是否构成实现商业目的的必要条件。如果合同约定了明确的里程碑事件，在该等事件未达成时，即便卖方认为其不阻碍商业目的的实现，也应当及时与买方协商豁免或变更付款条件，而非贸然推进项目并期待法院或仲裁庭或根据最终商业目的的实现与否认定买方的付款义务是否触发。

²⁶ *Fortis Advisors LLC v. Shire US Holdings, Inc.*, C.A. No. 12147-VCS (Del. Ch. 2017).

（二）关于交割后经营管理义务的纠纷

1. *Himawan v. Cephalon*²⁷与 *Neurvana Medical v. Balt*²⁸

Himawan 案和 *Balt* 案是美国特拉华州法院的两个案件，二者背景和争议焦点高度相似，但最终裁判结果却截然不同。

两个案件涉及的交易都使用了 Earn-out 机制，将取得监管审批设置为里程碑事件，并约定买方应尽“商业上合理的努力”以达成里程碑。条款均类似地将“商业上的合理努力”定义为同行业拥有相同资源和技术的公司对具有同等市场潜力的相似产品所投入的精力。而卖方均因里程碑事件未达成，以买方未尽到“商业上合理的努力”为由起诉买方。买方也均提出动议请求法院驳回起诉。

Balt 案中，合同约定买方应尽到“商业上合理的努力”为涉案医疗器械取得监管批准。后买方未能取得监管审批，卖方遂主张买方延迟申请、拒绝帮助等行为违反了合同约定的标准，构成违约。法院驳回了卖方这一主张。法院认为，卖方的指控只针对买方在合作过程中未能及时通知卖方、违背许下的承诺等行为，但并未提供任何证据证明卖方可能违背合同中约定的“商业上合理的努力”义务。具体而言，卖方未找到医疗器械行业和买方有相同资源和技术的公司，未能证明其他企业采用合理商业判断会如何进行经营管理，也未能找到和涉案产品具有同等市场潜力、处于相似研发阶段的可比产品。因此，在缺少可比对象的情形下，卖方的主张缺乏事实依据。

在 *Himawan* 案中，买方放弃了涉案产品部分方向的研发，也未提交相应监管审批申请。卖方遂主张买方未尽到合同约定的“商业上合理的努力”。而在本案中，法院则未支持买方驳回起诉的动议。法院认为，卖方至少举出了一些正在对相关疾病进行类似药品研发的具有同等资源和技术的公司，并指出买方没有如其他公司一样进行药物研发可能构成违约。虽然该等事实尚不足以支撑卖方的实体主张，但在审前动议阶段可以合理推断出买方可能未尽到相应的合同义务。

上述两个案件的对比显示出在关于经营管理的纠纷中，主张违约的一方需要提出充分的证据证明存在违约行为。尤其在合同对经营管理义务约定了参考系的情况下，举证时需要按照合同约定寻找可比较的对象，仅仅是主观上认为违反了“商业上合理的努力”这一义务尚不足够。

2. （2018）鲁民初 103 号案

该案虽然涉及对赌而非 Earn-out 机制，但也一定程度上揭示了中国法院对经营管理义务的态度。本案中原告与某目标公司的九名股东签订了对赌协议，并约定了双倍业绩补偿。山东高院在一审中仅支持了原告的部分业绩补偿请求。法院认为，由于原告作为控股股东实际参与了经营管理，其对业绩下滑负有相应的责任，如支持原告的双倍业绩补偿显然有违公平合理原则。因此山东高院对九名被告所承担的赔偿责任予以酌减，判决其承担一倍业绩补偿 70% 的责任。

目前该案仍在上诉阶段，尚未终审判决。通过该案，可以预测在 Earn-out 机制下，即使双方未对经营管理义务的标准进行约定，中国法院也有一定可能适用公平原则，对买方的付款义务进行调整。

²⁷ *Himawan v. Cephalon, Inc.*, C.A. No. 2018-0075-SG (Del. Ch. 2018).

²⁸ *Neurvana Medical, LLC v. Balt USA, LLC et al.*, C.A. No. 2019-0034-KSJM (Del. Ch. 2020).

3. J 公司仲裁案²⁹

2018 年，J 公司下属子公司 Z 公司与马某、刘某、王某和某合伙企业签署了《股权转让协议》，并于 2018 年 8 月 29 日完成相关工商变更手续，Z 公司正式持有 H 公司 60% 股权，成为 H 公司的大股东。按照《股权转让协议》约定，马某、刘某承诺 2018 年、2019 年、2020 年 H 公司实现的净利润不低于人民币 10,000 万元、14,000 万元和 19,600 万元；Z 公司按照 H 公司实际完成的业绩情况分三期向马某支付其应得的剩余 50% 股份转让价款；同时，若未能完成业绩承诺，马某及刘某须对 Z 公司进行业绩补偿。随后 Z 公司委托律师向北京仲裁委员会提起了仲裁，要求马某、刘某严格履行《股权转让协议》约定，并接受具有证券期货从业资格的会计师事务所进行专项审计。2020 年 4 月，J 公司公告 H 制药失控，J 公司年报审计工作组于 2020 年 3 月 16 日进驻 H 公司开展 2019 年度审计相关工作期间多次无端受到马某刘某的阻挠。

2020 年 12 月 22 日，根据 J 公司《关于收到北京仲裁委员会部分裁决书的公告》³⁰，北京仲裁委仲裁庭认定，若 6 个月内会计师事务所无法完成 H 公司审计工作，仲裁庭将考虑采纳 Z 公司提交的《咨询报告》等认定 H 公司 2019 年业绩状况，并确定马某、刘某向 Z 公司支付 2019 年度业绩补偿款人民币 133,852,645.67 元。2021 年 1 月 9 日，根据 J 公司发布的《关于子公司涉及仲裁改期审理的公告》³¹，该仲裁纠纷第二次开庭时间为北京时间 2021 年 1 月 17 日，目前仲裁结果尚未披露。通过该案，可以预测在 Earn-out 机制下，即使双方未对如何认定业绩状况进行约定，仲裁庭也有一定可能采纳买方的主张。

三、实务提示

综合上文分析，我们从条款起草和争议解决两个角度对 Earn-out 机制的适用提供一些参考和建议。

- 1. 设定里程碑事件时注重明确性和灵活性的平衡。** Earn-out 条款中里程碑事件的定义高度依赖于每个交易的具体情况。一方面合同要尽可能设定清晰明确的里程碑事件（最好与相关类型交易通常会产生的文件或结果挂钩），以降低未来产生纠纷的可能性；另一方面也要考虑交易自身的特征以及市场和监管环境的瞬息万变，保留一定的灵活度。对卖方而言，如果将里程碑事件定义局限在某个狭隘但并非实现商业面对必须达成的技术指标，即使最终获得了商业利益，卖方仍可能无法获得相关对价。反之，对买方而言，达到某些技术指标可能未必能带来商业利益，如果强迫卖方达成该等非必要指标，可能或使得项目陷入僵局，使得双方利益同时受损。因此在起草条款时，需要充分考虑商业、技术、法律上的各种风险，综合设定合理指标。
- 2. 合理分配买卖双方控制权并明确经营管理义务。** 为了防范道德风险，合同可以约定没有控制权的一方保留一定的董事、监事或员工对经营管理进行建议和监督，对重要经营决策具有一定的表决权或否决权，并对公司财务账簿等信息享有知情权等。合同还可以约定如因经营管理一方的行为导致里程碑无法达成，则该方应提供一定赔偿。另外，在对经营管理义务进行定义时，如果以行业标准或过往惯例为参照对象，需要考虑是否存在可比较的对象以及产生纠纷时的举证难度。

²⁹ 《关于二级子公司华信制药失控暨公司下一步措施的公告》，参见 <http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?2a85bfa7-aaed-41ad-ab14-982f35ed1aff>。

³⁰ 《关于收到北京仲裁委员会部分裁决书的公告》，参见：<http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?64324ba1-7b01-4161-9d30-880bf926f893>。

³¹ 《关于子公司涉及仲裁改期审理的公告》，参见：<http://www.szse.cn/disclosure/listed/bulletinDetail/index.html?ca5c08fb-1678-4a6e-a98b-1538de9b44dd>。

3. **选择合适的准据法、争议解决方式和机构。**从前述案例可以看出，Earn-out 里程碑是否达成的纠纷最终会落在合同解释的问题上。即便在起草时看似明确的条文，也不可避免地会因客观条件的变化而需要解释。尤其在跨境并购中，涉及合同解释时，提前进行法律研究并选择合适的准据法就显得格外重要，准据法至少应当是交易方熟悉的法律。就选择争议解决方式，当事人应考虑诉讼和仲裁的不同特点。如选择仲裁，则应选择合适的仲裁机构。
4. **出现纠纷时与交易对方及时沟通与协商。**如果由于客观情况变化，出现合同约定不明或是未约定的情形，尤其在现有合同文本对己方不利时，应当首先与对方进行协商，而非贸然进入诉讼或仲裁程序。倘若买方的商业目的已达成，卖方可以尝试劝说买方豁免或变更付款条件。倘若尚未达到最终商业目的，则双方可以协商对里程碑事件进行重新定义。
5. **保留合同谈判与履行过程中的证据。**Earn-out 纠纷的成败依赖于充分的证据。在出现合同约定不明的情形时，可能需要借助谈判历史、合同草稿等外部证据确定当事人的真实意图。另外，交割后 Earn-out 项下或有款项支付完毕之前的期间内，交易双方也需注意收集和留存证据以备纠纷。卖方需要留意买方经营管理过程中的过错行为，如怠于研发或是不诚信行为；买方则需要保留记录证明其所投入的资金、人力、资源满足相应的经营管理义务。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

金立宇

电话： +86 21 6080 0968

Email: denning.jin@hankunlaw.com

宋薇

电话： +86 21 6080 0903

Email: wei.song@hankunlaw.com