

对赌协议实务系列（九） — 拟上市公司对赌条款的法律后果简析

作者：刘静 | 张钊 | 马晨轩 | 齐瀚葳

对拟上市公司而言，在其前期发展过程中，可能有投资人与目标公司或原股东约定了股权回购的对赌协议，该协议还可能进一步约定赎回权、拖售权、反稀释等特殊股东权利条款（以下统称“**对赌条款**”）。但根据国内监管要求，对赌条款可能影响公司的股权结构稳定性、公司治理规范性和财务数据，拟上市公司一般需要进行披露并考虑是否清理。本文将针对实践中对赌条款的不同清理方式，简要分析其对投资人未来行使回购权法律后果的影响，以期为投资双方提供更多的实务借鉴和参考。

一、问题的提出

根据《首次公开发行股票并上市管理办法》等规定，保留对赌条款的拟上市公司可能不符合发行条件。有鉴于此，为满足发行条件的需要，实践中往往会对对赌条款予以清理或调整，主要包括以下三种清理模式：

1. 约定无条件终止/解除对赌条款（下称“**终止对赌条款**”），例如“投资人同意不附带任何条件地终止其与目标公司、原股东签署的对赌协议，并确认各方之间不再存在以目标公司的经营业绩、发行上市等事项作为条件，对所持目标公司的股份进行回购或调整、股东权利优先等安排作为实施内容的有效的或将生效的协议安排或类似的对赌安排”；
2. 约定对赌条款暂时中止/失效，但附带效力恢复条款（下称“**附带效力恢复条款**”），例如“对赌协议的效力约定于公司向中国证监会正式递交首次公开发行申请文件之日效力中止/失效，若目标公司中止或放弃上市计划，或者目标公司上市申请被否决，或者上市申报材料被撤回，或者上市文件提交之日起十二个月内尚未取得证券监管机构核准上市的批文，则该对赌条款的效力即自行恢复”；
3. 约定无条件终止对赌条款，但另行私下签署对赌条款仍持续有效的协议（下称“**抽屉协议**”）。

由此产生的问题是，对于以上三种清理模式，裁判机构对于其法律效力和法律后果是如何认定的，投资人是否还能行使回购权？

二、关于终止对赌条款的法律后果

（一）当事人为配合上市终止对赌条款，一般被视为丧失回购权

司法实践中的多数观点认为，对于当事人为配合上市已明确终止/解除对赌条款的，对赌条款无法自行恢复，则被视为丧失回购权。

例如，在（2021）粤 01 民终 1413 号案件中，投资人根据《增资扩股协议》《补充协议》请求原股东回购其持有的目标公司的股权，原股东及目标公司抗辩称投资人及公司其他股东之间已签订了《〈增资扩股协议书〉补充协议》并约定解除了业绩承诺及股份回购条款。法院结合《〈增资扩股协议书〉补充协议》，律所出具的法律意见书“投资人与原股东之间的业绩承诺和对赌事项已终止，双方不存在业绩对赌、上市对赌及股权回购的情形和潜在风险”以及《目标公司公开转让说明书（申报稿）》申明公司股东之间不存在业绩对赌及股权回购的情形，确认投资人与原股东已签订协议解除业绩对赌和股权回购条款，认定投资人无权再依据《增资扩股协议》和《补充协议》要求原股东回购其持有的股权。

（二）虽然已明确终止对赌条款，但目标公司并未完成上市，且对赌义务人以其行为表明同意继续履行回购义务，回购条款可恢复效力

如果双方已明确终止对赌条款，但目标公司并未完成上市，在对赌义务人以其行为表明同意继续履行回购义务的情况下，双方实际上就回购事宜达成了新的合意，此时回购义务人再以前已明确终止对赌条款为由，主张回购权利人无权行使回购权，恐难以获得支持。

例如，在（2021）京 02 民初 94 号案件中，投资人根据《增资协议》《增资协议之补充协议》请求原股东回购其持有的目标公司的股权，原股东抗辩称：投资人及各方已经签署了《发起人协议》，废止了各发起人此前约定的对赌回购条款。法院认为，在目标公司未能完成上市的情况下，投资人向原股东发出要求履行回购义务的《沟通函》，原股东亦在《沟通函回执》上签字，表示完全知悉、理解和接受《沟通函》的内容，并同意尽快履行，表明其认可并愿意支付回购价款，承担回购责任。后来，原股东虽然提起上诉，但因未交纳案件受理费视为撤回上诉，故一审判决已经发生法律效力。

三、关于附带效力恢复条款的法律后果

司法实践中的多数观点认为，对于当事人约定上市失败时，对赌条款效力恢复的，该约定合法有效，在条件触发时投资人有权继续行使回购权。

例如，在（2018）京 03 民终 3463 号案件中，投资人与目标公司、原股东等签订《补充协议》，约定鉴于目标公司拟参与上市公司重大资产重组，根据证券监管机关的相关要求，为了符合参与上市公司重大资产重组的条件，各方约定有关协议中的关于目标公司的业绩承诺和股权调整条款、上市时间和股权回购条款等均自动失效。同日，投资人又与原股东签订《合作协议》，约定若目标公司未能在约定期限内成功上市，原股东保证并承诺届时继续履行其在《增资协议》《补充协议》及《补充协议二》项下对投资方的所有义务，**包括恢复执行所有回购及业绩承诺等特殊条款**。法院认为《合作协议》系双方当事人真实意思表示，且不违反法律法规的强制性规定，应属合法有效，进而认定投资人有权依据《合作协议》要求原股东履行《增资协议》《补充协议》及《补充协议二》对应的回购义务。需要说明的是，虽然该案例源于上市公司重大资产重组中产生的争议，而非产生于传统意义上的在证券交易所首次公开发行股票，但我们理解上述考量因素和裁判思路也在一定程度上体现了司法机关对该等案件的裁判倾向。

再如，在（2014）湘高法民二初字第 4 号案件中，法院认为，三方虽然签订了《终止协议》，终止所有

关于业绩对赌、股份回购等影响目标公司股权稳定性的约定或安排，但三方又再次签订了《关于对〈终止协议〉的补充协议》，约定如果公司上市未获中国证监会批准，则**三方在前述中已解除的关于业绩对赌、股份回购等约定或安排条款立即重新恢复效力**，效力与解除前的效力相同。因此，上述三方在《终止协议》中终止股权回购的约定已被其后签订的《关于对〈终止协议〉的补充协议》所变更，股权回购事项又回到了原约定，故法院认为原股东称《补充协议》约定的股权回购已因《终止协议》的约定所终止的理由，没有事实依据。

此外，在（2020）浙01民终11166号、（2016）辽民初68号等案件中，法院同样认可了附带效力恢复条款的效力，并认为相关股权已经符合回购条件，回购义务人应当履行股权回购义务。

四、关于抽屉协议的法律后果

（一）目前裁判观点

对于约定无条件终止对赌条款，但私下另行签署对赌条款仍持续有效的协议的情况，目前可供参考的案例相对较少，我们就检索到的两个案件介绍如下：

1. 有法院认为，未披露的对赌协议因违背公序良俗应归于无效

例如，在（2021）粤09民终36号案件中，法院认为，判断涉案对赌协议是否有效，除了审查是否符合当事人的意思自治原则和有无法定无效事由之外，还应当从市场监管规则以及市场秩序和投资者保护等因素进行考量。法院在本案中认定对赌协议无效的思路如下：

- （1）《中华人民共和国证券法》第十九条规定，发行人报送的证券发行申请文件，应当充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息，内容应当真实、准确、完整；
- （2）《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》（下称“《解答三》”）对业绩承诺及补偿、股份回购、反稀释等特殊条款，要求挂牌公司予以完整披露，且主办券商及律师应当在意见书中发表明确意见；
- （3）然而，原股东及投资人没有如实向主办券商和律师告知其双方之间签订有《股权回购协议》，主办券商及律师分别作出了“本次发行不存在股份回购等特殊条款”的意见，因此，目标公司没有遵守如实披露信息的法定义务，也违反了《解答三》的监管要求；
- （4）由此产生的后果是，不能确保目标公司的股权真实清晰，对投资者股权交易造成不确定的影响，则损害了非特定投资者合法权益、市场秩序与交易安全，不利于金融安全及稳定，违背了公共秩序；尽管《解答三》属于部门规章性质，但因其经法律授权并为证券行业监管基本要求，且“新三板”是全国性的交易场所，社会影响面大，应当加强监管和交易安全保护，以保障广大非特定投资人利益；故违反《解答三》的合同也因违背公序良俗而应当认定为无效。

因此，法院综合考量各种因素，认定《股权回购协议》为无效合同，不具有法律约束力。法院进一步认为，《股权回购协议》被确认无效后，投资人所认购的股份，属于合同法规定“不能返还或者没有必要返还”的情形。因此，投资人要求原股东和目标公司回购其认购的股份的诉讼请求，法院不予支持。需要说明的是，虽然该案例源于新三板已挂牌企业发行股票过程中产生的争议，而非产生于传统意义上的在证券交易所首次公开发行股票，但我们理解上述考量因素和裁判思路也在一定程度上体现了司法机关对该等案件的裁判倾向。

2. 有法院认为，如果投资人没有明确表示终止对赌条款，那么上市过程中披露信息不能代表投资人放弃对赌的意思表示，不发生解除对赌的效果

例如，在（2020）粤 01 民终 9783 号案件中，法院认为，虽然在目标公司增资扩股及挂牌上市的过程中，其他投资方及中介机构多次确认不存在业绩承诺及回购事宜，但不能据此推定原股东与投资人之间的对赌协议已经解除。主要理由为，对赌协议是原股东对投资人作出的承诺，该项承诺的解除必须得到投资人的同意或认可。至于其他投资方或中介机构的意见，上述主体并非涉案对赌协议的双方当事人，其无权替代投资人解除对赌协议，并判决原股东向投资人履行支付股权转让价款的义务。

与第一个案例不同的是，虽然本案对赌协议也涉及未如实披露的情形，但法院并未评价对赌协议是否因违反监管规定或违背公序良俗而应归于无效，反而支持了投资人的回购请求。

（二）关于抽屉协议效力的探讨

从以上两个案例可以看出，裁判机构的观点似乎仍未完全统一。我们理解，签署对赌条款持续有效的抽屉协议，客观上有规避证券监管之嫌，违背了上市公司的股权结构稳定等要求。若目标公司不符合实质的上市要求就完成上市，不但不能确保目标公司的股权真实清晰，对投资者股权交易造成不确定的影响，而且损害了非特定投资者合法权益、市场秩序与交易安全，不利于金融安全及稳定，违背了公共秩序。故此类情况将存在被法院或仲裁机构以违反公序良俗、认定无效的较大风险。

但存在例外的是，如果抽屉协议并非约定对赌协议持续有效，而是约定附带效力恢复条款（考虑到监管政策的不断变化，存在此类现实可能），我们倾向认为，在不存在其他法定无效事由下，附带效力恢复条款是否为抽屉协议，并不当然影响其法律效力。

具体理由为：附带效力恢复条款可以看作作为附生效条件的对赌条款，一方面，实践中已经有部分企业，对现存有效的对赌条款，采取签订附带效力恢复条款的清理方式，且获得证监会认可，如铂力特（688333）、拓斯达（300607）等，说明附带效力恢复条款在某种程度上不违反监管规定；另一方面，该对赌条款效力的恢复需要以目标公司未完成上市为生效条件，条件未触发时，目标公司已经完成上市，对赌条款也不产生效力，不会影响发行人股权结构的稳定等；条件触发时，目标公司已非发行人，自然也无需受到发行人股权结构的稳定等限制。

五、结语

综上所述，当事人为配合上市终止对赌条款，一般被视为丧失回购权；约定附带效力恢复条款的，如触发了条件仍有权要求回购；约定对赌条款持续有效的抽屉协议存在违背公序良俗而归于无效的较大风险，但目前仍未形成统一的裁判观点。恰如对赌条款本身效力观点的变迁与统一历程，相信本文所涉问题也会进一步统一裁判思路，稳定社会合理预期，对此我们拭目以待。

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：

刘静

电话： +86 10 8525 4692

Email: jing.liu@hankunlaw.com

张钊

电话： +86 10 8516 4102

Email: zhao.zhang@hankunlaw.com