

## 对赌协议与公司法资本管制:美国实践及其启示

刘 燕

**内容提要:**海富案再审判决催生了“可以与股东对赌,不得与公司对赌”的流行解读,批评者则惋惜司法守旧,未能如美国法院那样拥抱创业创新与合同自治。然而,以海富案之对赌协议作为参照系观察美国 PE/VC 的法律实践可以发现,硅谷克服初始投资作价不确定性的安排并非公司现金补偿,而是分期融资机制与股权比例调整;PE 投资者的优先股被赎回则须受制于资本维持原则以及清偿能力的双重限制。进一步,特拉华州 ThoughtWorks 案展示了美国法院如何具体适用资本维持原则于赎回交易的过程,反衬出目前对海富案的流行解读之谬误。对赌协议的裁判核心不在于交易类型的合法性判断,而是合同履行之可能性,后者需要基于公司财务状况来具体分析。即使 PE 与公司进行现金对赌,也可能因未损及公司资本与清偿能力而具有正当性。因此,无论是海富案的流行解读还是学理批评都存在纠偏之必要,一个充满活力的 PE/VC 投资市场也完全可以尊重公司法以及资本维持原则的底线。

**关键词:**对赌协议 资本维持原则 美国 PE/VC 示范合同 优先股 海富案

刘燕,北京大学法学院教授。

备受关注的“对赌协议第一案”——苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波公司增资纠纷案(以下简称海富案)——,在 2012 年底最高人民法院再审落槌后仍未消除争议。与二审判决引发众口一词的批评声不同,再审判决书区分投资者与股东对赌以及与公司对赌、确认前者有效而后者无效的裁判进路,在学界与实务界都造成了明显的分裂:支持者肯认再审判决中体现的“资本维持”理念,而批评者则主张对赌协议应归属于合同自治的范畴。<sup>[1]</sup> 其中,美国法

[1] 参见俞秋玮、夏青:《如何看待融资公司作为“对赌”主体的效力》,《人民法院报》2014 年 9 月 10 日第 7 版;张先中:《私募股权投资中估值调整机制研究——以我国〈公司法〉资本规制为视角》,《法学论坛》2013 年第 5 期,第 133-140 页;季境:《“对赌协议”的认识误区修正与法律适用》,《人民司法》2014 年第 10 期,第 15-19 页。

律实践对 PE 投资或对赌协议的支持成为批评者的一个重要理论资源,<sup>[2]</sup>20 世纪 80 年代的美国法定资本制革命似乎也给这种司法立场提供了一种背景式的注解。与之相比,我国司法机关则“逾越了公司法管制介入契约自治的规范边界”,忽略了“美国风险投资市场所提供的核心经验在于它压倒性地是私人秩序的产物——一个覆盖了整个风险投资周期的极富成效的合同结构”。<sup>[3]</sup>人们担心,海富案的判决将导致中国宝贵的创业公司资源或者因无法“对赌”而丧失发展机会,或者转向域外资本市场从而令国内投资者无法分享科技企业的创新红利。

然而,对英文文献的检索却无法找到“对赌协议”或者“估值调整机制”(Valuation Adjustment Mechanism, VAM)的专门术语;在被称为美国风险投资大本营的加州硅谷,也不存在海富案所争议的对赌条款。<sup>[4]</sup>另一方面,由美国风险投资机构协会拟定的《风险投资示范合同》(以下简称《示范合同》)在“赎回”等条款处明确指向了“法律对分配的限制”<sup>[5]</sup>或者“合法可用的资金”,<sup>[6]</sup>这些术语呈现的都是美国公司法中古老的法定资本制之印记。近年来美国特拉华州的司法实践也显示,公司法资本管制的逻辑仍然适用于 PE 投资。那么,国内文献关于对赌协议的“舶来品”定位以及对美国司法实践的褒奖,究竟是一种误读还是想象?对赌协议与公司法资本管制之间是否存在不可调和的矛盾?

本文拟将海富案对标美国法的实践来探究上述问题。第一部分以海富案为样本界定“对赌协议”的内涵与外延,以澄清对比较的范围。第二部分结合美国风险投资协会的《示范合同》,观察美国 PE/VC 投资实务中如何处理对赌协议所要解决的问题——未来不确定性风险或者估值困境,重点关注其与法定资本制之间的联系。第三部分以 2010 年特拉华州法院 ThoughtWorks 案<sup>[7]</sup>为样本,介绍 PE/VC 合同的赎回权条款中“合法可用之资金”的含义,展示美国法官如何在具体个案中适用法定资本规则同时兼顾商业决策的自主与自治。第四部分总结了美国经验对我国 PE/VC 投资以及司法实践可能提供的启示,并对完善我国对赌协议纠纷的处理方式提出了若干建议。

## 一 “对赌协议”的界定——基于海富案的语境

“对赌”是 2008 金融海啸后的一个热点词汇。它可以指两种完全不同的交易:一是

[2] “如此高效的约束和激励机制在中国却遇到了巨大的法律障碍,……而在对赌协议的发源地美国,迄今为止还未出现过类似的法律疑问”,参见李睿鉴、陈若英:《对私募投资中“对赌协议”的法经济学思考——兼评我国首例司法判决》,《广东商学院学报》2012 年第 6 期,第 84 页。

[3] 潘林:《“对赌协议第一案”的法律经济学分析》,《法制与社会发展》2014 年第 4 期,第 177 页。

[4] 清澄君:《硅谷无对赌》,http://www.360doc.com/content/16/0206/22/27398134\_533109081.shtml,本文网络资料的最后访问时间均为 2016 年 5 月 15 日。

[5] 美国风险投资协会:《美国风险投资示范合同》(中英文对照本),北京市大成律师事务所、北京市律师协会风险投资委员会组织编译,法律出版社 2006 年版,第 22 页。下文中所引用的美国风险投资示范合同条款均出自该书。

[6] 美国风险投资协会:《美国风险投资示范合同》(中英文对照本),北京市大成律师事务所、北京市律师协会风险投资委员会组织编译,法律出版社 2006 年版,第 318 页。

[7] ThoughtWorks, Inc. v. SV Inv. P'rs, LLC, 902 A.2d 745 (Del. Ch. 2006). 该案裁决也是美国近年来针对 PE/VC 投资的基本工具——优先股——最引人关注的三宗司法裁决之一。

衍生交易中的对赌,指衍生产品的买卖双方之间达成的零和博弈;二是 PE/VC 投资实务中的对赌协议,又称估值调整机制(Valuation Adjustment Mechanism, VAM)或“估值调整协议”。其功能在于“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。由于这种结构性安排,使得达成股权交易的可能性大增,从总体上增加了社会福利”。<sup>[8]</sup>

尽管国内文献众口一词地将对赌协议或估值调整机制(VAM)视为国际资本市场或 PE/VC 投资的常用工具,但这些概念并不见于域外的法律文件,而是发源于 2002 至 2004 年间大摩等境外基金投资蒙牛时设立的一项依业绩调整股权比例的安排,并经 2004 年蒙牛于香港联交所上市之招股说明书的描述而为公众所知。随后,永乐、太子奶等民营企业与境外投资者对赌失败的悲剧让这一术语广泛流传。<sup>[9]</sup> 然而,由于各家公司对赌交易的细节不同,且缺乏域外法律文本对应概念的界定,国内文献(包括财经类或法律类)在对赌协议或估值调整机制的含义、范围等方面缺乏明确或统一的解说。大体上,人们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(特别是估值不确定)所使用的金融条款。对于这些条款的范围,至少存在三种不同口径的理解:

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。<sup>[10]</sup> 这种口径的对赌协议看起来最符合“估值调整机制”(VAM)的本义。

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。<sup>[11]</sup> 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。冠之以“对赌协议”之名或无可厚非,但进一步视之为“估值调整机制”(VAM)则谬矣。

三是最广义的口径,是将“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。<sup>[12]</sup> 就此含义而言,对赌协议也可以视为 PE/VC 投资合同的代名词,因为整个一套复杂冗长的 PE/VC 合同就是为了解决高科技创业公司融资所面对的“极端的确定性、信息不对称以及代理成本问题”。<sup>[13]</sup> 诸如以优先股作为投资工具,采取分期融资、控

[8] 彭冰:《对赌协议:未来不确定性的合同解决》,《中国社会科学报》2012 年 11 月 28 日第 A07 版。

[9] 对“估值调整机制”术语源流及其涵义的考察,参见笔者《洋概念还是土发明?——对估值调整机制(VAM)的一个知识溯源》,未刊稿。

[10] 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》,《财务与会计》2006 年 10 月号,第 34 页;姜达洋:《并购中慎用对赌协议》,《连锁与特许》2006 年第 11 期,第 16-17 页。

[11] 参见熊美琦:《突破“对赌协议”第一案》,http://www.fylz.com.cn/ljxw/201408/t20140826\_1452494.shtml;俞秋玮、夏青:《以上市为条件的“对赌”协议的效力评价》,《人民司法》2015 年第 21 期。

[12] 参见程继爽、程锋:《“对赌协议”在我国企业中的应用》,《中国管理信息化》2007 年 5 月第 10 卷第 5 期,第 49 页。

[13] See Ronald J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons From the American Experience*, 55 *Stanford Law Review* 1067, 1069 (2002-2003).

制权分配(以及重新分配)、创始人薪酬安排、棘轮条款、领售权、回购优先股等一系列特殊设计,<sup>[14]</sup>都意味着在未来某种事件发生时对投资者和融资者之间的权利义务(及利益)的变化或调整,从而具有了“对赌”所内含的相机抉择之特征。

海富案的对赌协议属于上述第二种口径。相关的《增资协议书》中载有“业绩目标”和“股权回购”条款,前者对海富的出资作价依据一年后被投资公司实现业绩目标的情况进行调整并由公司给予现金补偿,后者则约定了当被投资公司未实现上市目标时须回购海富持有的股份。对于上述对赌条款,需要进一步说明的有两点:

第一,通常 PE 投资中的对赌发生在投资者与被投资企业的股东之间,对赌筹码是股权,即根据业绩标准实现程度调整各自所持的股权比例,是一种双向的激励机制。早期的蒙牛、永乐、太子奶等对赌案例皆如此。海富案下的对赌(也是不少国内 PE 基金的做法)是与公司本身而非股东对赌,当公司未达到约定的业绩目标或其他条件,公司须对 PE 投资者进行股权或现金补偿。这更像是一种单向的激励/惩罚机制而非对赌。

第二,现金补偿与股权补偿两种对价方式的经济内涵差别很大,“前者实际上降低了投资人对企业风险的敞口(risk exposure),只要能拿到现金,投资人就部分实现了预期的投资收益,这部分收益不再取决于企业今后的表现。而后者则是加大了投资人对企业的风险敞口,投资人在企业中的股权比例越高,其收益的波动性与企业经营表现的联系就越紧密。……(因此)现金补偿的对赌协议,实质上接近于让投资人退出的回赎型对赌。”<sup>[15]</sup>实践中,这种现金补偿条款还经常与 PE 退出时的回购条款结合在一起(如海富案之情形),被投资公司回购 PE 股份的作价是其全部投资本金加累积应分配收益。

从公司法的角度看,不论是对初始出资的现金补偿,还是退出时的股份回购,它都意味着公司向股东无对价地支付了财产。鉴于股东出资通常计入股本或注册资本,后者作为公示信息可能影响公司债权人的决策,因此,当公司向股东无对价支付财产时,就需要接受资本维持原则的检验。在英美国家,对股东做现金补偿或回购、赎回股份都属于公司法中“分配”规则的适用范围;<sup>[16]</sup>在我国,上述行为可体现为利润分配或减资两种不同路径。因此,海富案语境下对赌协议的两个组成部分——公司对 PE 投资者现金补偿、未达 IPO 目标时的股份回购——都落入公司法、特别是资本维持原则的管制疆域。

下表列示了公司与 PE 投资者对赌时可能的操作方式及其所触发的公司法规制路径。可以看出,除了因公司业绩超出预期导致 PE 向公司补偿现金的情形外,其他几种情形都涉及到公司法的资本管制问题,而海富案下的“公司现金补偿 + 回购”则受制于资本维持原则。

[14] 对 PE/VC 合同条款的经典研究,参见 Steven Kaplan & Per Stromberg, “Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture Capital Contracts”, *The Review of Economics Studies*, 2003, 70: 231 - 316; 燕志雄著:《不完全合同、控制权与企业融资》,经济科学出版社 2012 年版,第 210 - 219 页。

[15] 清澄君:《硅谷无对赌》,http://www.360doc.com/content/16/0206/22/27398134\_533109081.shtml。

[16] 参见英国《1985 公司法》第 263 条(“分配指将公司资产以现金或其他形式分配给公司成员的任何一项交易行为。”)。

表:公司与 PE 投资者对赌时可能的操作方式及公司法规制路径

变动方式 对赌主体	投资作价调整 (1): 公司向 PE 增发股份	投资作价调整 (2): 公司从 PE 回购股份	投资作价调整 (3): 公司向 PE 支付现金	投资作价调整 (4): PE 向公 司补偿现金	PE 退出: 公司 回购 PE 股份
PE 与公司对赌	股东出资与股 份发行	资本维持原则	资本维持原则	赠予(或:补缴 出资款?)	资本维持原则

那么,这种对赌协议在美国法律实践中的地位如何?

## 二 美国风险投资合同的相关条款—— 在法定资本规则内游走

作为 PE/VC 投资的发源地,美国法律界对高科技创业公司融资中的诸多风险和不确定性早有明确认知。除了任何企业设立之初天然具有的不稳定性外,由科研人员转型的管理团队缺乏营运企业的经验,且作为公司商业成功基础的科技突破或者创新最终能否实现也存在极大的不确定性。因此,尽管“所有的融资合同都需面对三方面的核心问题:不确定性、信息不对称和代理成本,但初始创业的高科技公司将这三方面的问题放大到极致”。<sup>[17]</sup> PE/VC 合同的条款设计需要回应这些特殊的风险以满足商业实践的需求。为此,美国风险投资协会组织大批业内专家起草了一整套风险投资的《示范合同》,以便为 PE/VC 实务提供一套全面的、内在逻辑协调统一的融资文书,不偏不倚地对待风险投资机构 and 创业者。实践中的 PE/VC 投资合同多以《示范合同》为模板,因为后者反映了美国风险投资操作的最佳实务,便于合同当事人预测和消除法律陷阱,降低交易成本和意外事件发生的概率。<sup>[18]</sup>

### (一) PE/VC 合同的基本架构与法律约束

整套《示范合同》包括八项法律文件:(1)《投资条款清单》,它列举了在特拉华州注册的公司发行 A 序列优先股融资的主要条款;(2)《A 序列优先股购买协议》;(3)《公司章程》;(4)《示范补偿协议》;(5)《投资者权利协议》;(6)《管理权证书格式文本》;(7)《优先购买权和共同销售权协议》;(8)《投票协议》。上述文件基本覆盖了一个典型的风险投资操作过程所需要处理的全部法律问题,同时提供了不同的解决方案以适应多种融资安排方式的需要。

不过,PE/VC 领域的合同创新并不意味着强制法的缺位。诚如国际私募股权及风险投资估值理事会发布的《国际私募股权及风险资本估值指南(2012)》(International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines)开宗明义承认:PE/VC“受到法律、监管规

[17] Ronald J. Gilson, Engineering a Venture Capital Market: Lessons From the American Experience, 55 *Stanford Law Review* 1067, 1076 (2002 - 2003).

[18] 美国风险投资协会:《美国风险投资示范合同》(中英文对照本),北京市大成律师事务所、北京市律师协会风险投资委员会组织编译,法律出版社 2006 年版,出版前言。

章以及合同条款的共同约束”。<sup>[19]</sup>《示范合同》也不例外,它尤其受到美国特拉华州公司法和加州公司法的约束。PE/VC投资的最终目标是创业企业成功IPO而获利退出,而美国上市公司的主要注册地是特拉华州,因此示范合同基本上以特拉华州公司法为背景。特拉华州公司法的商业友好型导向,也给实践中的PE/VC投资以及《示范合同》的创新提供了一个宽松的空间。另一方面,美国创业与风险投资的大本营是加州硅谷,而加州公司法强制要求那些半数以上的股东为本州居民且公司一半以上的业务在本州进行的外州公司作为“准加州公司”适用加州公司法的特定条款,包括公司法资本管制规则、累积投票权规则、兼并购或合并、重组、资产出售的表决程序规则、异议股东权规则等。<sup>[20]</sup>因此,许多风险投资合同还需要兼顾加州公司法对上述问题的规制。

以本文所关注的资本维持原则为例。美国《修订示范商业公司法》第1.40(6)条对“分配”有一个非常宽泛的定义:“公司基于股份,直接或间接地将现金或其他财产(其自身的股票除外)转移给股东,或者为股东的利益而承担债务。分配可以采取宣告或派发股息的方式,也可以是回购、回赎或以其他方式取得股东手中的股票;或者将公司的债权分配给股东,以及其他方式。”<sup>[21]</sup>20世纪80年代后,《修订示范商业公司法》抛弃了以法定资本(即股本或声明资本)来约束分配行为,而是改为清偿能力限制,要求公司对股东进行的任何分配行为均不得导致公司丧失清偿能力。这一改革路径也被大多数州公司法所采纳。

在一些传统的商业州中,特拉华州、纽约州仍然保留着传统的法定资本制约束,适用“声明资本/溢余”标准(即分配只能从溢余中支付,不得损及法定资本);而加利福尼亚州则独辟蹊径,综合法定资本、财务比率、清偿能力三方面的要求,对公司分配行为施加了比改革前更为严格的管制。<sup>[21]</sup>由此也导致美国风险投资协会在《示范合同》中特别提醒业界关注加州公司法的特殊规则:“特拉华州法律通常允许公司支付分红或回赎股票,只要公司在分红或回赎之后仍有偿付能力。相反,加州公司法禁止分红或回赎,除非公司满足一定的财务标准,特别是流动资产至少须为流动负债的125%。因此,准加州公司在加州公司法下不能支付分红或回赎股票,尽管这样的支付在特拉华州法律下是可以进行的。”<sup>[22]</sup>

[19] International Private Equity and Venture Capital Valuation Guideline, Edition December 2012, <http://www.privateequityvaluation.com>.

[20] 加州公司法对于“公司业务”的判断确立了一个公式,根据财产、雇员工资和销售额等参数来计算。参见美国风险投资协会:《美国风险投资示范合同》(中英文对照本),北京市大成律师事务所、北京市律师协会风险投资委员会组织编译,法律出版社2006年版,第200-205页。

[21] Cal. Corp. Code, § 500(a)(b) (“只要(1)保留盈余(retained earnings)等于或者超过拟议的分配额,或者(2)分派后公司资产总额至少等于负债的125%,且流动资产至少等于其流动负债及前两个会计年度中税前息前盈余都超过利息支出,或若税前息前盈余不足,则流动资产与流动负债的比例为1.25:1,公司的分配就是合法的。”)以及 Cal. Corp. Code, § 501.(公司分配后不得丧失清偿能力。)

[22] 美国风险投资协会:《美国风险投资示范合同》(中英文对照本),北京市大成律师事务所、北京市律师协会风险投资委员会组织编译,法律出版社2006年版,第202-203页。对加州与特拉华州公司法在利润分配管制问题上的差异的一个简要说明,参见刘燕:《公司法资本制度改革的逻辑与路径——基于商业实践视角的观察》,《法学研究》2014年第5期,第32-56页。

## (二) 应对估值不确定性的基本途径——分期融资机制

从《示范合同》以及专门从事硅谷高科技企业法律服务的泛伟律师事务所(Fenwick & West LLP)定期发布的风险投资合同条款调查来看,美国PE/VC实务中并不存在海富案所争议的估值补偿条款——即在被投资公司未达到出资作价所挂钩的业绩目标时,公司须向PE投资者给予现金补偿。

有论者谓之“硅谷无对赌”,并从商业逻辑的角度给出了令人信服的解释:首先,投资活动天然有风险,有些风险本来就需要投资者自己承担或与创业者共同承担;其次,初创企业多处于“烧钱”阶段,创业者也缺乏个人财富积累,PE强制要求现金补偿会导致企业经营更加困难;再次,估值风险如何在PE与创业者之间分配通常是市场博弈的结果,若市场中好项目少而资金充裕,PE也不太可能对创业者施加现金补偿的负担。当然,由于美国诚信体系比较健全,信息相对透明,投资者可以通过事先充分的尽职调查而减少双方在估值问题上的分歧。<sup>[23]</sup>

笔者以为,除了商业逻辑外,海富案式的现金补偿条款的缺位或许也正体现了美国公司法资本制度的潜在影响,因为以“烧钱”著称的高科技创业企业几乎注定无法通过资本维持原则的检验。对于这样一个可预见的法律风险,交易各方自然避之不及。实践中,PE/VC合同应对估值不确定性问题的主要策略是分期融资机制(staged finance),即PE/VC投资者通过分期出资、及时止损的安排来降低初始投资估值过高可能带来的损失。<sup>[24]</sup>它通过多期、重复博弈,最大程度地降低当事人在博弈中的不确定性,<sup>[25]</sup>同时也不会触发资本维持原则的适用。

在分期融资机制下,PE/VC的投资分成若干轮次,每一轮次都确定企业应达到的目标(称为里程碑事件),它可能是特定财务指标,也可能是某一状态(如取得专利);PE/VC是否提供下一轮资金取决于前期目标的实现情况。分期融资机制相当于授予PE/VC投资者一个有价值的期权,他可以较小的成本抛弃不成功的项目或提前清算项目;也可以继续下一步注资,此时由于有了前期的完成情况,PE对项目有更深入的了解,对估值及其相应的投入就能做出更准确的判断。<sup>[26]</sup>这种分期融资/注资安排与海富案式的公司现金补偿之间最核心的区别,在于股东与公司之间财产流动的不同顺序所导致的法律后果上的差异。投资者的出资分批注入公司,若业绩不佳则停止注入,不存在海富案下的“股东资金先全部注入公司(构成股本或注册资本),而后公司又向股东返还(补偿)一部分”的情形。因此,分期融资机制与美国非上市公司并购交易中常见的“盈利能力支付计划”(Earnout)或“或有支付”(contingent payment)条款一样,都属于商业律师为解决资本性物

[23] 清澄君:《硅谷无对赌》,http://www.360doc.com/content/16/0206/22/27398134\_533109081.shtml。

[24] Ronald J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons From the American Experience*, 55 *Stanford Law Review* 1067, 1078 (2002-2003).

[25] 刘晓忠:《并购重组中的双刃剑——对赌协议与期权条款》,《董事会》2008年第1期,第75页。

[26] Ronald J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons From the American Experience*, 55 *Stanford Law Review* 1067, 1078-1079 (2002-2003).

品(如股权)买卖过程中信息不对称以及不确定性问题而设计的独特法律结构。<sup>[27]</sup>

近年来,随着市场条件的变化,美国 PE/VC 实践中也开始出现类似我国实务中的估值调整观念,即根据注资后一段时间(如一个季度)报告的业绩水平来调整当初入股的价格。<sup>[28]</sup>若公司估值被认为过高从而需要下调 PE 入股价格,通常的做法并不是对 PE 投资者给予现金补偿,而是调整 PE 所持有的优先股的转换价格(如原来每 1 股优先股可转换成 1 股普通股,此时则调整为可转换成 2 股普通股),从而令 PE 占有被投资公司更大的股权比例。<sup>[29]</sup>此外,若初始估值过高但企业仍有持续发展之必要,则下一轮次按较低估值进行筹资(通常还伴随着新投资者加入)时,初始投资者将获得额外股份作为补偿,即 PE/VC 合同中的棘轮条款(Ratchet protection),棘轮条款旨在防止企业家在以后轮次的融资中以更低的估价进行融资,从而稀释在前进入的投资者的权益。它包括完全棘轮保护与加权棘轮保护两种类型。在第一种保护中,受保护的证券在随后的融资中可以获得足够多的额外股份,相当于其入股价格降低到新发行证券的价格。对于已发行的可转换证券,受保护证券的转换价格降低到新发行证券的转换价格。在第二种保护下,受保护证券的转换价格是关于已发行股份、新发行股份及其转换价格的一个函数。从而保证初始投资者的股份价值不会因估值差异而被稀释。<sup>[30]</sup>由于不涉及公司财产向股东流出,这种股权调整方案也无须受制于资本维持原则。<sup>[31]</sup>

### (三) PE 退出时的赎回权限制——“合法可用之资金”

鉴于 PE/VC 基金的期限特征,退出机制是 PE 投资决策时考虑的一个核心因素。三种常见的退出策略是 IPO、出售给其他基金或公司或者在上述二者不可行时由公司赎回 PE 持有的优先股。《示范合同》在《投资清单》、《公司章程》部分都有专门的赎回权条款(redemption rights provision),在美国,股份回赎(redemption)一般是指依据合同或公司章程,由公司发动的强制性购买股东持有的股份;股份回购(repurchase)通常指公司与股东之间自愿达成的股份买卖交易,如资本市场回购。由于股份赎回属于资本维持原则的传统适用范围,相关的协议文本都会对此加以限制。

以《投资清单》范本为例,其“回赎权”条款规定如下:“经至少【 】% A 序列优先股股东的选择,自交割五周年后的任何时间开始,以相当于原始购买价【加所有累积而未付的

[27] 在“盈利能力支付计划”安排中,并购交易双方约定一个初步的并购总价,但买方仅支付其中的一部分(如 60%),剩余价款在此后若干年内根据被并购企业经营业绩而分期支付,如每年支付销售收入的 10%。参见 Ronald J. Gilson, *Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing*, 94 *Yale L. J.* 239, 262-264 (1984-1985)。

[28] James Walker, *Private Equity and Venture Capital: Navigating a Difficult Market*, in *Understanding Legal Trend in Private Equity and Venture Capital Market*, Aspatore, 2011, pp. 67-68.

[29] James Walker, *Private Equity and Venture Capital: Navigating a Difficult Market*, in *Understanding Legal Trend in Private Equity and Venture Capital Market*, Aspatore, 2011, p. 78.

[30] 参见燕志雄著:《不完全合同、控制权与企业融资》,经济科学出版社 2012 年版,第 217 页。

[31] 英国的 PE/VC 投资实践也提供了佐证。英国 PE/VC 合同中常见调整股权比例的安排,类似于我国的股权补偿。基于资本管制的考量,这种股权补偿的方式通常是由创始人团队(通常也是公司股东)转让部分股份给 PE;或者,在公司授权资本的范围内,用现有的资本公积向 PE 定向转增股份。参见 Maurice Dwyer, *Private Equity Transactions*, London: Sweet & Maxwell, 2000, pp. 10001-10010。

股息】的价格,(公司)应以依法可用于分配的资金回赎 A 序列优先股。赎回分三年进行,每年赎回三分之一……”

此外,公司章程通常规定各种不同种类、不同序列的公司股票所拥有的权利、优先权、特权以及所受到的限制。对应于上述《投资清单》的赎回权条款,《公司章程》范本关于“回赎”的规定中也要求公司以其“合法可用之资金”进行回赎:“如果公司在任一回赎日没有足够合法可用资金回赎所有在该回赎日应被回赎的 A 系列优先股,公司应以合法可用之资金,按照与若资金足以回赎全部优先股时相对应的比例赎回各股东持有的可赎回股份,并应在公司日后取得合法可用之资金时立即赎回剩余的股份。”<sup>[32]</sup> 赎回后的 A 系列优先股均自动、立即被注销或废止,不再作为库藏股重新发行、出售或转让,也不得由公司就该部分股票行使股东权利。<sup>[33]</sup>

依美国学者的解释,PE/VC 合同中之所以出现上述“合法可用之资金”要求,是因为在 19 世纪到 20 世纪中期的司法实践中,优先股的股息以及赎回支付都受制于法定资本规则和欺诈性转移规则。前者防止公司财产降低到资不抵债的程度或者减少了法定资本额;后者防止公司出现持续经营危机,如果公司留下的资产太少以致于无法持续经营或者偿付到期债务,就不能进行分配或赎回。有些案件甚至走得更远,禁止对优先股的支付存在任何“可能”削弱、危及或者伤害债权人的利益之情形。优先股股东负担举证责任,他们必须证明要求公司支付优先股股息或回赎本金不会导致上述结果。由于这种历史背景,通常优先股合同或章程中对于股息或回赎的支付都附加了一项限制,即“合法可用之资金”。<sup>[34]</sup>

当然,PE/VC 作为成熟机构投资者也会采取相应的补救措施来维护自己的利益,如取得对公司的控制权或者可执行的债券等。美国风险投资协会在针对《投资清单》之“赎回权”条款的评论中指出:“由于立法的限制,当股东最希望公司回赎股份时,公司很可能无法在满足法定条件的前提下进行回赎(如可分配资金不够)。有时投资者会对这样的公司采取一些惩罚性的措施,例如要求公司向未被回赎的 A 序列优先股股东签发一年期票据,以及 A 序列优先股股东可以有权选举董事会的多数成员,直到相关回赎金额被支付了为止。”<sup>[35]</sup> 判例法中一般会把一年期票据视为公司常规债务,从而使公司对股东的支付不再受制于法定资本管制。<sup>[36]</sup>

实践中,并非所有的 PE/VC 合同都会引入赎回权条款。调查显示,此条款在美国东

[32] 美国风险投资协会:《美国风险投资示范合同》(中英文对照本),北京市大成律师事务所、北京市律师协会风险投资委员会组织编译,法律出版社 2006 年版,第 318-323 页。

[33] 美国风险投资协会:《美国风险投资示范合同》(中英文对照本),北京市大成律师事务所、北京市律师协会风险投资委员会组织编译,法律出版社 2006 年版,第 327 页。此一注销库藏股的条款既是商业实践的反映,也有法定资本制角度的考量。就后者而言,特拉华州公司法对于回购股票并注销的管制略轻于回购并作为库藏股继续存在的情形,前者可以作为减资处理从而不受溢余标准(见下)的限制。

[34] William W. Bratton & Michael L. Wachter, A Theory of Preferred Stock, 161 *U. Penn. L. Rev.* 1815, 1861-1863 (2013).

[35] 美国风险投资协会:《美国风险投资示范合同》(中英文对照本),北京市大成律师事务所、北京市律师协会风险投资委员会组织编译,法律出版社 2006 年版,第 24-25 页。

[36] 也有学者对这一法律策略的可行性提出质疑,认为它可能导致破产清算规则的适用,仍然无法实现 PE 投资者取回资金的目的。William W. Bratton & Michael L. Wachter, A Theory of Preferred Stock, 161 *U. Penn. L. Rev.* 1815, 1869-1872 (2013).

海岸的 PE/VC 投资中应用较多,但西海岸、特别是加州硅谷地区则较少,<sup>[37]</sup>近年来的使用频率更显下降趋势,2013 - 2015 年间硅谷风险投资中大约只有 15% 左右的交易有赎回权条款。<sup>[38]</sup>

#### (四) 小结

迥异于海富案下的对赌协议,美国 PE/VC 投资的法律实践比较清晰地体现了各方对公司法资本管制因素的考量。尽管 20 世纪 80 年代后美国传统的法定资本制已经式微,但 PE/VC 投资各方还是在具体合同条款或法律文本中最大限度地消除资本管制的法律风险:

第一,针对出资/投资环节可能存在的估值分歧,PE/VC 投资者控制出价过高风险的主要方式是分期注入资本,从而减少估值判断错误时可能遭受的本金损失;或者以各种可行的方式调整 PE 投资者与创始人团队之间的股权比例,不存在公司对 PE 投资者进行现金补偿的做法。由于分期注资或者调整股权比例都不涉及到公司资产向股东的流出,因此不会触发资本维持原则的适用。

第二,在退出回购环节,美国 PE/VC 投资者的赎回权与海富案类似,但多了一个“合法可用之资金”的限制,它直接指向公司法对利润分配和回购的限制。不论是投资者还是被投资公司都清楚地意识到,赎回权的具体行使受制于公司法的资本管制规则,PE/VC 投资者不可能直接强制公司履行回购义务。

### 三 ThoughtWorks 案:特拉华州法院对 资本维持原则的应用

2010 年 11 月,特拉华州法院就 SV Investment Partners, LLC v. ThoughtWorks, Inc. 案(以下简称 ThoughtWorks 案)做出判决。这是美国 PE/VC 投资合同的赎回权条款首次遭遇司法检验,也是美国法院自 20 世纪 40 年代后再次审视法定资本制与优先股之间的关系。<sup>[39]</sup>在经历了 20 世纪 80 年代美国法定资本制革命后,置身于 PE/VC 投资与科技创新这一新的商业环境下,特拉华州法院宣示的立场引起了广泛关注。

#### (一) 案情概况

ThoughtWorks 案中的 PE 投资与海富案颇有类似之处,二者都不属于早期的天使轮融资或典型的风险投资,而是在公司已经营运一段时间后,PE 投资者基于 IPO 的愿景而加入被投资公司。

[37] 美国风险投资协会:《美国风险投资示范合同》(中英文对照本),北京市大成律师事务所、北京市律师协会风险投资委员会组织编译,法律出版社 2006 年版,第 318 页。

[38] Barry J. Kramer, Silicon Valley Venture Survey-Third Quarter 2015, Fenwick & West LLP, November 17, 2015。有论者认为,赎回权条款对创始人及公司带来较重的财务负担,近年来 PE/VC 合同对于创始人的态度更趋于友好,故导致此类条款的式微。清澄君:《硅谷无对赌》, [http://www.360doc.com/content/16/0206/22/27398134\\_533109081.shtml](http://www.360doc.com/content/16/0206/22/27398134_533109081.shtml)。

[39] PE/VC 投资使用的基本工具——优先股在上世纪 30 年代后的几十年里备受冷落,美国法院在 1942 年的 Mueller v. Kraeuter, 25 A.2d 874 (N. J. Ch. 1942) 后就没有再审理过优先股赎回方面的争议。

该案原告 SV 投资合伙(以下简称 SV)是一家风险投资企业,1999 年认购了被告 ThoughtWorks 公司 94% 的 A 系列优先股。ThoughtWorks 是一家从事商业软件应用方案设计及咨询服务的高科技公司,1993 年成立,1999 年开始谋划 IPO,预期两年内上市。然而,2000 年下半年美国科技股泡沫开始破灭,NASDAQ 股价一路暴跌,ThoughtWorks 的 IPO 计划最终也未能实现。

PE 投资合同的赎回权条款规定:如果 SV 在注资后五年内无法通过 IPO 或其他方式退出,ThoughtWorks 有义务回购 SV 持有的优先股,回购价格等于优先股的购买价加上所有累积未付的股利和清算收益。相关合同及公司章程基本上采用了《示范合同》关于“合法可用之资金”的条款,并增加了“营运资金例外”,即董事会有权从“合法可用之资金”中留下公司营运所必需的资金。如果在赎回日公司拥有的合法可用之资金不足以赎回全部优先股,则公司应按比例赎回优先股;并且,只要此种未足额赎回的情形存在,赎回日后公司新增的合法可用之资金将自动用于赎回优先股,无须优先股持有人再采取任何行动。

2005 年 7 月,SV 向 ThoughtWorks 正式提出赎回全部优先股,以初始投资成本加累积股利等计算总价达 4500 万美元。ThoughtWorks 董事会以赎回条款中的“营运资金例外”拒绝了 SV 的请求,认为公司现有的资金尚不足以覆盖营运需求。ThoughtWorks 公司虽然属于商业软件服务领域的翘楚,但现金流极不稳定,其经营模式内在的缺陷也放大了经济周期性以及季节性的波动的影响,因此公司通常都会保留比较多的现金以平稳度过业务萧条期或者季节性低点。双方就“营运资金例外”条款争讼至法院,法院裁决该例外仅适用于赎回当年(即 2005 财年),此后公司就必须在“合法可用之资金”范围内赎回优先股。在 2006-2010 年期间,ThoughtWorks 总共进行了 8 批次、共计 410 万美元的赎回,此时优先股的赎回总价已经攀升到 6691 万美元。

SV 反对 ThoughtWorks 的拖延政策,于 2007 年再次入乘法院,请求强制公司赎回股份。SV 认为,“合法可用之资金”就是指溢余,而 ThoughtWorks 有充裕的溢余(金额约在 6800 万至 1.37 亿美元之间),足以回购全部优先股,请求法院判决 ThoughtWorks 支付优先股的全部价值 6691 万美元。2010 年 11 月,特拉华州大法官法院判决驳回 SV 的请求。判决书指出:“合法可用之资金”并不等同于溢余。“溢余”只是构成公司法下资本维持的底线,还存在其他制定法(如银行管制法、税法等)的限制以及普通法(判例法)对公司清偿能力的要求。一个公司即使有溢余也可能会因缺乏资金而无法清偿到期债务,从而不具备回购的条件。ThoughtWorks 董事会基于律师、财务顾问的建议,并根据自己的商业判断,认为赎回可能导致公司难以持续经营而拒绝赎回。对此,SV 并未能证明 ThoughtWorks 董事会的决议过程存在恶意,依赖不可靠的信息或者明显偏离市场尺度而构成欺诈,故不支持 SV 强制执行回购条款的诉求。<sup>[40]</sup>

因本文主题所限,这里仅讨论 ThoughtWorks 判决关于如下两个问题的说理:一是 PE/VC 合同中的“合法可用之资金”在特拉华州法律下如何解释;二是如何确定公司拥有的“合法可用之资金”的范围与金额。

[40] In re Int'l Radiator Co., 92 A.255, 256 (Del. Ch. 1914).

## (二)何为“合法可用之资金”?

### 1. 传统资本维持原则下的限制——“溢余”(surplus)标准

《特拉华州普通公司法》第160(a)(1)条规定:公司可以用现金或实物为对价,回购、赎回或接受、收取其自有股份,但不得削弱公司资本或者由此可能导致公司资本受到任何削弱;除非是在赎回优先股的情形下,可以从公司资本中支出并随即注销相关股份。在长期的司法实践中,特拉华州法院衡量公司资本是否被削弱的标准是公司动用的资金是否超过“溢余”,如果回购股份消耗的资金超过了公司的溢余,则可以认为回购削弱了资本。<sup>[41]</sup>本案原告SV正是在此法据下主张“合法可用之资金”就是指“溢余”,而ThoughtWorks具有充裕的溢余来回购其持有的全部优先股。

“溢余”(surplus)是美国公司法传统的法定资本规则的一个重要概念。在特拉华州公司法下,它指“公司净资产超过公司声明资本的金额”;<sup>[42]</sup>对应于我国公司法的语境,“溢余”大致包括所有者权益下“资本公积”、“盈余公积”以及“未分配利润”三部分。在特拉华州公司法下,“溢余”不仅是利润分配的依据(第170条),也是回购、赎回或其他场景下资本维持原则的标准(第160条)。以“溢余”作为分配范围,就可以保证公司的“资本(股本)”不受侵蚀,符合“资本维持”最本原的涵义。

不过,20世纪70年代后美国公司法学界对传统的法定资本规则(包括溢余概念)进行了猛烈批判。<sup>[43]</sup>ThoughtWorks案法官也接受了学界的立场,认为“从公司溢余中进行分配”或“公司从溢余中向股东进行支付”均属于含糊不清的表述,用于分配的只能是公司“资产”、特别是现金,而非作为会计惯例结果的“溢余”。公司没有溢余时,依照法律自然不能进行分配或赎回;但即使有溢余,也可能因缺乏现金而无法进行分配或赎回股份。以“溢余”作为检验回购是否削弱公司资本的底线,只是为了防止公司分配后陷入资不抵债。虽然制定法对“资不抵债”的判断是用公司的资本、而非清偿能力来衡量,但是普通法(判例法)长期以来还禁止公司在可能导致公司丧失清偿能力的情形下回购股份。因此,就限制回购的公司法管制目的而言,溢余标准只涉及资产负债表意义上的“资不抵债”,它并不充分、足够,还需要考虑公司实际上能否偿付债务。

### 2. 附加的限制——清偿能力标准

清偿能力指向的是债权人保护,这也是法定资本规则最核心的立法宗旨。就此目的而论,优先股股东与普通股股东的法律地位并未有何不同,都受制于不得损害债权人利益

[41] In re Int'l Radiator Co., 92 A. 255, 256 (Del. Ch. 1914).

[42] 8 Del. C. § 154. 需说明的是,我国公司法的所有者权益术语中没有与美国公司法下“surplus(溢余)”对应的概念。目前国内文献对“surplus”一词有两种译法:一是“资本剩余”,二是“盈余”。前者参见卞耀武主编:《特拉华州普通公司法》,左羽译,法律出版社2001年3月第1版,第62-63页;后者参见Bayless Manning:《法律资本制度》,后向东译,张开平校,载王保树主编《商事法论集》第12卷,法律出版社2007年版。不过“资本剩余”、“盈余”的中文文义并不能反映surplus在美国公司法下的原义,且美国学者均强调公司法对股东权益的称谓有别于会计术语,因此,笔者未采用我国的会计术语与之对应,而是另行择词译出。中文语境下对于股东出资时超过股本的对价部分称为“溢价”,“溢”一词表示“多出”、“超出”的含义,正符合美国公司法下surplus表示“公司净资产超出股本”之含义。

[43] 参见Bayless Manning & James J. Hanks Jr., *Legal Capital* (3th ed.), Foundation Press, 1997。该书也在Thought-Work判决书中被多处引用。

的限制。ThoughtWorks 案法官在判决中重申了这一基本立场：“公司立法禁止公司在削弱资本的情形下回购股份，其意图是为了保护债权人。法律实现上述意图的方式，是禁止那些可能会导致向股东返还或再分配公司特定资产的交易，这些特定资产构成了 19 世纪以及 20 世纪早期的法学家所言的向公司提供信用的债权人赖以依靠的永久性融资基础。”判决书回顾了自 19 世纪后期以来美国各州限制公司在可能导致丧失清偿能力的情形下进行回购的大量判例，同时援引了过去 100 多年间一些权威的公司法教科书对此问题的讨论，它们都确认，“优先股股东的回赎权不能削弱债权人的权利，因此，当行使赎回权丧失或有可能导致公司丧失清偿能力时，就不得行使。”即使特定公司的章程中关于优先股回赎的条款遗漏了“合法可用之资金”作为前提，类似的法律限制也会默认适用于公司的回购行为。<sup>[44]</sup>

由此，法官将制定法的“溢余”标准与判例法的“清偿能力”标准结合起来，明确了特拉华州公司法在股份回购问题上的适用标准：“制定法所言之‘无清偿能力’，既包括公司的负债大于资产的情形，也指公司无法偿付到期债务的情形。虽然公司的资不抵债必然同时满足制定法关于无清偿能力的定义，但公司确实可能在拥有溢余（即理论上可用于赎回自有股份）的情形下无法偿还到期债务。普通法关于禁止公司在无清偿能力或可能招致无清偿能力时赎回股份的规则，限制了公司在上述情形下回赎股份，这也就使得‘合法可用之资金’并不等同于‘溢余’。”在此基础上，法官从资金来源与法律限制两方面对 ThoughtWorks 公司章程及 PE 合同中“合法可用之资金”的含义阐释如下：“‘合法可用之资金’意味着手头的现金或者易于通过出售或借贷而获得的资金，……（这些资金来源）既是一般意义上的可接近、可获得，眼下或者很快就可以投入使用，同时包含符合法律所规定的、或法律所许可的条件之意”，从而确保“公司能够继续作为持续经营的实体存在，不会因为分配而陷入无法偿付债务的境地”。<sup>[45]</sup>

### （三）如何确定公司所拥有的“合法可用之资金”的范围与金额

法官分三个步骤来处理这一问题，它们与金融实务中通常采用估值思路并不完全相同，展示了特拉华州法院将资本维持原则与债权人保护的理念适用于具体案件的裁判过程。

第一，分析起点是资产的真实经济价值，而非会计报表数据。长期以来，州公司法对“溢余”的界定是“公司净资产大于股本面值的部分”。这本来是一种会计计量模式，即“净资产 = 资产 - 负债”，而溢余则等于“净资产 - 股本”。不过，美国的主要商业州（如纽约州、加州）都允许为利润分配之目的而对资产价值进行重估，从而使得净资产并不等同于账面的“资产 - 负债”。特拉华州法院在 1997 年的 *Klang v. Smith's Food & Drug Inc.* 案（以下简称 *Klang* 案）中也认可了这种做法，认为“不管资产负债表数字为何，都是过去的的数据；公司资产的增值虽然尚未实现，但它反映了相关资产的真实经济价值，公司可以以此为担保来借款，债权人也可以依赖此资产来获得保障。”<sup>[46]</sup>

[44] *ThoughtWorks, Inc. v. SV Inv. P's rs, LLC*, 902 A.2d 745 (Del. Ch. 2006).

[45] *ThoughtWorks, Inc. v. SV Inv. P's rs, LLC*, 902 A.2d 745 (Del. Ch. 2006).

[46] *Klang v. Smith's Food & Drug Ctrs., Inc.*, 702 A.2d 150, 154 (Del. 1997).

第二,评估资产真实经济价值的合理方法应着眼于当前清偿能力,而非未来业绩。SV的财务顾问评估ThoughtWork的所有者权益(equity)足以赎回全部优先股,依托的是金融实务最常用的三种估值方法——现金流贴现法、可比公司法以及可比交易法。这三种估值方法都建立在对未来业绩的估计基础上,因此遭到法官的拒绝。ThoughtWorks作为一个软件服务公司虽然有较高的估值和溢余,是因为其拥有可观的人力资本,但人力资本并不能被用于担保贷款;能用于清偿债务的只能是有形资产,后者恰恰是公司比较匮乏的。<sup>[47]</sup>若公司支出数千万元的回赎款,必然导致经营性开支的减少。以人力资本为主的公司最主要的经营开支就是软件工程师的薪酬;削减支出就意味着减薪以及员工离职。如此一来,公司最有价值的资产会急剧减少,甚至荡然无存。这里俨然出现了一个悖论:如果公司不赎回优先股,则公司确实可能存在溢余,从而满足赎回优先股的法定资本规制;然而一旦开始赎回优先股,溢余也就消失了,不再满足赎回的法律前提。<sup>[48]</sup>SV的财务顾问出具的评估报告并未考虑这些情形,故未能反映公司资产的真实经济价值。

第三,公司自身对“合法可用之资金”的裁量受商业判断原则的保护。法院审查了ThoughtWorks公司董事会在整个赎回过程中的表现,认为其做法无可指责,至少原告未能证明公司董事会的决策存在行为不端、恶意或欺诈。例如,公司董事会在每个季度末都听取法律顾问和财务顾问关于赎回的意见和建议,对公司的财务状况进行评估,包括(1)公司是否有溢余可用于赎回优先股;(2)公司是否有现金或者是否容易获得现金来赎回优先股;(3)赎回优先股是否会危及公司的持续经营能力。虽然董事会在具体赎回优先股时与财务顾问建议的赎回规模有出入,但并未违反善意或诚信原则。

这里的一个情节是,2010年3月ThoughtWorks的财务顾问认为公司的净资产在620万~2230万美元之间,剔除当前的偿付义务后还有大约100万(最差情形)~300万(正常情形)美元的现金可用于赎回优先股。但公司董事会认为,有一个大客户未能按期付款且公司上季度的应收账款额在增加,因此公司缺乏“合法可用”的资金,故拒绝了财务顾问关于回购部分优先股的建议。此外,董事会积极寻求外部资金支持,与多个潜在资金来源进行了接触,并在2009年获得了两家贷款人于尽职调查后给出的初步承诺,最多可借入2300万美元用于回赎全部优先股,只是这一报价因远低于优先股持有人的预期而挫败。法官认为,这一市场询价结果已经表明,ThoughtWorks公司可用于回购优先股的资金充其量只有2300万美元,这也就是“合法可用之资金”的最大金额,此时公司章程中的回赎条款并不强制要求公司赎回全部优先股。

鉴于上述分析,ThoughtWorks法官就如何确定“合法可用之资金”的金额做出如下结论:“当董事们审慎地考虑公司是否有合法可用之资金时,这个过程必然交织着很多主观判断。在此问题上(与优先股持有人)发生分歧并不构成一起微型评估补偿权事件(从而

[47] 法官特别注意到的一个事实是,在2009年庭外调解期间,ThoughtWorks公司曾获得某抵押贷款人的初步承诺,但由于ThoughtWorks公司的有形资产太少,该贷款人愿意提供的贷款远远低于待赎回的优先股价值。Thought-Works, Inc. v. SV Inv. P'rs, LLC, 902 A.2d 745 (Del. Ch. 2006)。

[48] Charles R. Korsmo, *Venture Capital and Preferred Stock*, 78 *Brooklyn L. Rev.* 1163, 1198 (2013). 这种悖论通常被称为“22条军规”(Catch 22),源自美国著名的黑色幽默小说《22条军规》。

需要法官来审理确定相关标的的公平价值)。相反,(拟推翻董事会结论的)原告必须证明,董事会在确定合法可用之资金的金额时行为不端,依赖了不可靠的方法和资料,或者所做的判断如此偏离常规以至于构成欺诈或可推定为欺诈。”<sup>[49]</sup>

#### (四)小结

针对优先股赎回权的法定限制,特拉华州法院明确“合法可用之资金”不仅指向制定法下的法定资本或溢余限制,而且包括其他制定法以及判例法的清偿能力限制。债权人利益保护的观念成为优先股股东无法强制执行赎回权条款的法律障碍,仿佛再次应验了半个多世纪前美国著名财务学家杜因(Dewing)教授的论断——“优先股合同中的赎回条款最好被视为是公司意图的明示,而非强制性法律义务”<sup>[50]</sup>

ThoughtWorks 案判决也标志着特拉华州法定资本规则的最新发展。虽然特拉华州未加入 20 世纪 80 年代的美国法定资本制革命,继续保留着传统的法定资本术语,但在 1997 年的 Klang 案中将作为分配尺度的“溢余”标准从静止的资产负债表概念中解脱出来,引入资产评估增值的现代金融观念。<sup>[51]</sup> 此番 ThoughtWorks 案又进一步把“清偿能力”标准加入到公司法限制回购的资本维持原则中,强调资产负债表下的“资不抵债”与破产法意义下的“清偿能力”的双重审查。实践中美国公司的注册资本微乎其微,这也就意味着,特拉华州的“溢余 + 清偿能力”标准与《修订示范商业公司法》的清偿能力标准已区别不大了。

更进一步,ThoughtWorks 案还将优先股背景下法定资本规则的操作纳入董事会的商业判断领域,在确定公司是否有溢余以及清偿能力时倚重公司董事会的决策并提供商业判断规则的保护;即使公司拒绝履行优先股合同下的回购承诺,只要董事会是善意、知情且真诚地为公司利益行事,其行为决策就免受责任追究。<sup>[52]</sup> 显然,这一立场符合特拉华州法院避免干预公司商业决策的惯常姿态,但它与之前优先股领域的经典判例——Jedwab 案<sup>[53]</sup>所确立的“依据合同法来解决优先股股东特别权利诉求”的进路大相径庭。<sup>[54]</sup> 由此可能导致诉讼的焦点不再是公司是否有能力赎回优先股(即履行合同的能力),而是转化为公司不赎回优先股能否得到商业判断规则的保护。一些美国学者担心,司法路径的改变可能会将优先股持有人在“债权人 vs 优先股股东”的对峙之外又陷入“普通股股东 vs

[49] ThoughtWorks, Inc. v. SV Inv. P'rs, LLC, 902 A.2d 745 (Del. Ch. 2006).

[50] Arthur Stone Dewing, *The Financial Policy of Corporations* (4th ed.), New York: The Ronald Press Company, 1941, pp. 156 - 157.

[51] 纽约州的这一变革早在 1942 年就已经实现,参见 *Randall v Bailey*, 288 N. Y. 280, 43 N. E. 2d 43 (1942).

[52] Charles R. Korsmo: *Venture Capital and Preferred Stock*, 78 *Brooklyn L. Rev.* 1163, 1198 (2013).

[53] *Jedwab v. MGM Grand Hotels, Inc.*, 509 A.2d 584 (Del. Ch. 1986).

[54] 特拉华州法院在 1986 年的 *Jedwab* 案中确立的基本规则(又称 *Jedwab* 规则)是:优先股合同(含公司章程)中明确规定的特别权利(如累积股息、强制赎回等)属于公司与优先股持有人之间的合同关系,应当依照合同法来解决;优先股合同中未明确规定的权利按照公司法对股东权的一般规定来解释。参见 Lawrence E. Mitchell, *The Puzzling Paradox of Preferred Stock (and Why We Should Care about It)*, 51 *Bus. Law.* 443 (1996)。本案中 SV 公司的强制赎回权就属于此类,按照 *Jedwab* 规则,法院应着重审查发行人公司是否有违反合同的行为。

优先股股东”的冲突当中,损害优先股持有人的利益。<sup>[55]</sup>

## 四 美国 PE/VC 投资法律实践可能提供的启示

以海富案对标美国法下有关对赌协议的实践,虽然只是管中窥豹,但也足以澄清目前国内众多文献关于美国法的误读,并给我国 PE 实务以及对赌协议的司法实践提供多方面的启示。或许“硅谷无对赌”的说法过于绝对,但美国实践确实昭示了金融创新或科技发展并不必然排斥法律管制,一个充满活力的 PE/VC 投资市场也完全可以尊重公司法以及资本维持原则的底线。当然,这种理想状态的实现也有赖于司法系统的专业性,对公司财务运作纠纷秉持注重合同履行性而非交易合法性的裁判进路。

### (一) 对赌协议的合同属性无法脱离公司法的强制语境

公司是人们聚合资本进行商业经营的基本形式。不论是以普通股还是以优先股作为资本结构的工具,投资于公司都必然涉及合同法以及公司法的双重适用,前者处理股东之间的合意,后者处理公司组织体的各类资金提供者(包括股东及债权人)之间的关系。PE/VC 投资只是因专注于特定商业阶段或行业的企业(如创业企业或者高科技企业)而面对更大的不确定性风险,故其权利义务构造具有量身定做的特点,但单单这一特性并不改变合同法与公司法双重规制的格局。

具体到对赌协议,基于操作模式上的差异,对赌协议适用的公司法条款不同,承受的强制性也各异。类似海富案下的“公司现金补偿+退出回购”的安排,必然落入公司法资本维持原则的窠臼。<sup>[56]</sup>法定资本制处理公司股东与债权人之间的利益冲突,涉及公司法人制度的核心命题,故传统上属于公司法的强管制领域,中外皆然。在 20 世纪末的全球性资本制度改革浪潮后,各国法定资本规则对商业实践的简单粗暴干预已经大大消解,但并未抛弃“保护债权人利益、减少股东有限责任的负外部性”这一基本理念,只是更多地转向清偿能力规则、揭开公司面纱规则甚至商业判断规则等来综合体现法律对债权人利益的关照。

在这个问题上,优先股与普通股的法律地位并无不同,尽管优先股通常被认为兼具“债权”与“股权”双重属性,但相对于常规债权人,优先股股东的受偿地位仍然劣后于债权人,从而使其从公司取得收益或资产的权利(赎回权或者股息分配权)受制于资本维持原则或清偿能力限制。从美国风险投资协会《示范合同》来看,无论是投资合同条款还是公司章程仍然对公司资本管制的风险给予高度关注。基于 ThoughtWorks 案的经验,如果海富案发生在美国,特拉华州法院也仍然会适用法定资本规则以及债权人保护的逻辑来审理、裁判对赌协议。

[55] 这也是美国学者关注 ThoughtWorks 判决的主要角度。参见 William W. Bratton & Michael L. Wachter, A Theory of Preferred Stock, 161 *U. Penn. L. Rev.* 1815 (2013); Charles R. Korsmo, Venture Capital and Preferred Stock, 78 *Brooklyn L. Rev.* 1163 (2013)。

[56] 更多的操作模式及其分析,参见张先中:《私募股权投资中估值调整机制研究——以我国〈公司法〉资本规制为视角》,《法学论坛》2013 年第 5 期,第 133-140 页。

特别需要指出的是,公司法的强制性规则、法定资本制约束或者债权人保护的理念并不必然会抑制 PE/VC 投资市场的活力。至少,它们并未延缓 PE/VC 在美国的流行,也未阻碍高科技创新企业的迅猛发展。尤其是美国科技创新企业的大本营——加州硅谷,就处于管制色彩最浓的加利福尼亚州公司法的“威胁”之下;即使创业公司在特拉华州注册,也可能被视为“准加州公司”而强制适用加州公司法的特定条款。加州公司法的资本维持原则是美国各州公司法中最严的,包括传统的资本维持概念、资产负债比例要求以及清偿能力三方面的要求,不论是分红、其他形式向股东的支付还是股票回购或赎回都适用同样的标准和限制。前述美国风险投资协会及相关律所的调查显示,赎回条款在美国西海岸的 PE/VC 合同中较东海岸更少见,恐怕与加州公司法的资本管制更严格有关。然而,这一切并未妨碍加州硅谷在过去半个多世纪中持续引领美国、甚至全球的高科技创新浪潮。由此来看,国内一些学者所担心的“公司法管制或者司法否决对赌协议将导致风险投资或高科技创业企业发展受挫”恐怕是多虑了。

## (二)法定资本规制并未消灭 PE/VC 投资合同解决估值不确定问题的自治空间

由于公司法资本管制历史悠久,美国商业实践对此早有预期,故选择了切实可行的路径来消除信息不对称或者估值障碍,前述分期融资机制、股权比例调整、反稀释安排等皆属此类。它们比海富案式的“公司现金补偿”更好地体现了股权投资“共担风险”的理念,同时也符合“估值调整”的本义。在 ThoughtWorks 案判决中,法官还进一步提醒实务界,若着眼于投资变现但又不希望受到法定资本规则的束缚,PE/VC 投资者可以使用其他债权性更强的投资工具(如可转换公司债或者普通债权加权证),或者利用《股东协议》中的领售权(Drag-along Right)条款出售其证券并强制其他公司股东跟随,因为领售权实际上赋予了优先股持有人无须经过公司董事会就可以将整个公司出售给第三人的权利。<sup>[57]</sup>

值得注意的是,美国 PE/VC 实务中克服估值困难的标准做法——分期融资/注资安排——在我国早期的境外 PE 基金与国内企业的对赌协议中就已经出现,但未引起人们重视。2005 年凯雷基金(美资)与徐工集团及其子公司徐工机械的对赌协议约定:凯雷以相当于 20.69 亿元人民币的等额美元购买徐工集团所持有的 82% 的徐工机械股份,同时徐工机械在现有 12.53 亿元人民币注册资本的基础上,增资 2.42 亿元人民币并全部由凯雷认购。凯雷须在交易完成的当期支付 6000 万美元;如果徐工机械 2006 年的经常性 EBITDA 达到约定目标,凯雷还将为此股权再支付 6000 万美元。<sup>[58]</sup>换言之,6000 万美元的估值差异作为凯雷的或有出资,在入股的第一年末根据徐工机械的业绩目标而确定是否实际投入公司。这样,即使徐工方面对赌失败,公司与股东间的现金型对赌也无须受制于我国公司法的资本管制。遗憾的是,凯雷-徐工对赌方案的法律构造悄然滑过实务界及学界的视野,而海富案式的对赌架构大行其道,执着于以公司现金补偿的方式挑战资本维持原则的底线而不自知。

[57] ThoughtWorks, Inc. v. SV Inv. P'rs, LLC, 902 A.2d 745 (Del. Ch. 2006).

[58] 杨克明:《对赌协议:外资投行投资中国企业的新证券工具》,《长江论坛》2007 年第 6 期,第 35 页。

笔者以为,中、美两国 PE/VC 实务界在应对资本管制方面的敏感性差异,一方面可归咎于我国公司法文本对资本维持原则语焉不详,另一方面也折射出两个国家的商业实践与公司资本制度的融合程度相去甚远。在美国,以 1824 年的 Wood v. Drummer 案为标志,该案判决以及斯托里(Joseph Story)法官提出的公司资本是为债权人利益而设立的“信托基金”的主张对美国公司法的法定资本概念产生了深远影响。经历了近 200 年的熏陶后,法定资本制原始的、粗疏的规则已经成为“根植于商人、律师、会计师和银行家良心深处的基本原则”。<sup>[59]</sup>相形之下,我国公司法对法定资本制的接纳与批判可能都太过仓促,使得这一规制的逻辑尚未展开便急于结束,未能给商业实践提供清晰的、有建设性的指引。海富案引发的持续争议可谓这种缺失的又一个例证。

### (三)对赌协议的裁判重点在于合同履行之可行性

公司财务运作以利益为导向,通常不涉及非黑即白的是非判断,而是相关主体之间经济利益的协调与平衡。大多数纠纷中,核心争议往往并非相关交易之合法性或者相关合同条款的法律效力,而是当事人之间原来达成的合意是否能够履行以及应如何履行,从而不至于给当事人或者其他案外人带来损害或新的不公平。

具体到对赌协议问题上,不论是初始估值调整时由公司对 PE/VC 给予现金补偿,还是 PE/VC 退出时由公司赎回股份,都受制于以法定资本制为核心的公司法管制;但这并不导致上述两种交易或合同条款直接无效,而是说它们需要经受资本维持原则的检验。检验的过程更多地是一个事实发现与可行性评价的过程,靠细节定乾坤。在 ThoughtWorks 案中,法官最后判决作为原告的 PE 败诉,并不是因为 PE/VC 合同中的“赎回权”条款违法而无效,而是因为 ThoughtWorks 公司缺乏足够的资金来赎回,PE 也未能证明公司在回购后仍然能保持其清偿能力和持续经营状态。因此,虽然最终的判决结果令 PE 沮丧,但美国的 PE/VC 实务界与法学界均未质疑司法干预商业实践或阻碍金融创新,也未见其批评法定资本制的僵化与过时。

相比之下,海富案再审判决书缺乏对世恒公司财务状况的分析,只有宣言式的结论:“……海富公司的投资可以取得相对固定的收益,该收益脱离了世恒公司的经营业绩,损害了公司利益和公司债权人利益。”结果,再审判决简单区分对赌主体来认定对赌协议效力的处理方式,导致实务界普遍产生“只能与股东对赌,不能与公司对赌的”误读,“投资者与公司对赌”俨然成为法定资本制下当然无效的合同条款。

实际上,“投资者与公司对赌”并不必然会损害债权人利益。号称“逆转”海富案的某对赌协议仲裁案就是一个很好的例子。<sup>[60]</sup>在该案中,因被投资企业未达到对赌协议约定的业绩水平(目标利润 3 亿元,实际实现利润 1.5 亿元),仲裁庭裁决公司向 PE 投资者支付按对赌条款计算的补偿款 0.99 亿元。PE 方律师声称是“支持金融创新”的理念让仲裁庭颠覆了海富案裁决,但是适用资本维持原则的结果完全可以支持这一裁决。由于公司当年实现利润 1.5 亿元,大于对赌协议规定应支付给 PE 投资者的补偿款,因此,公司向

[59] Bayless Manning, James J. Hanks Jr., *Legal Capital* (3th ed.), Foundation Press, 1997, p. 96.

[60] 熊美琦:《突破“对赌协议”第一案》,http://www.fylz.com.cn/ljwx/201408/t20140826\_1452494.shtml.

PE 投资者支付补偿款完全可以视为公司对 PE 投资者进行定向利润分配。依照公司法第 35 条关于有限责任公司分红的规定,这种定向分配对债权人以及公司本身的利益都不构成损害,且为公司全体股东所认可,实体上与程序上都无可厚非。因此,只要基于该案的特定事实并依据资本维持原则来进行具体分析,就会得出与海富案不同的结论。从这个意义上说,“逆转”海富案的并非“支持金融创新”等大词,而是诉争公司的财务状况之事实细节;当然,它们也再清晰不过地揭示了海富案主流解读之谬误所在。

#### (四) 司法裁判关键在于专业化

或许是出于对海富案再审判决的失望以及对司法逾越商事自治边界的担心,有学者提出了一种程序化的解决方案。它着眼于对债权人的事后救济,“不预设哪些公司交易会损害债权人利益,也不为私人的理性选择预设标准答案,而是设置一定的纠纷解决程序,由这一问题的直接利害关系人——债权人——选择是否发动这一程序。交易是否惠及债权人利益将通过这一程序中私人的选择和互动得到揭示,债权人的权益也会通过这一程序获得救济。”<sup>[61]</sup>这一方案依托于“由债权人选择依据公司法人格否认等制度揭示公司责任财产不当减损的事实、实现债务的清偿”,不仅对于防止司法过度干预商业自有有积极意义,而且也便于法官获取证据,查明公司财务状况的真相,避免再次出现海富案再审判决那种对事实含糊不清的表述。

不过,对于类似海富案下公司与 PE 两造当事人已经提交到法院的争议,法官直接适用公司法规则进行裁判的司法路径更加直截了当,也提高了司法效率。这也是 ThoughtWorks 案法官的做法。需特别强调的是,法官在这种裁判路径下不能仅基于原则说话或者止步于效力宣判,而应当将资本维持原则具体适用于相关案件的裁判过程具体展示出来,以便向商业实践传递清晰的法律信号。仍然以 ThoughtWorks 案与海富案的判决书为例。ThoughtWorks 案的法官对于法定资本制下的“溢余”与公司“资产(资产)”、“清偿能力”等概念的界分,对于现代金融理论提供的公司估值方法与公司持续经营能力之间关系的讨论,对于公司业务模式、资产形态及其与偿债能力之间联系的分析,对于公司寻求外部资金未果导致履行合同事实上不可能等商业细节的关注,清晰地展现了法定资本制如何具体规制 PE/VC 投资合同的赎回权。相反,海富案再审法官高度凝练的宣言和裁判无法解答人们的困惑:为什么“脱离经营业绩”的“相对固定”的投资收益就会损害公司或债权人的利益?为什么允许融资方自食其言、不守诚信?为什么不能尊重 PE 合同的创新以及意思自治?判决书的含糊其辞也导致一些学者误以为法官们缺乏对 PE 投资特殊性的理解,忙于从风险投资或者估值方法等知识层面纠正法院的认知错误,甚至为突出 PE 投资合同的特殊意义而无视资本维持原则之存在。<sup>[62]</sup>

当然,这种积极的、正面裁判的司法路径不仅对法官的知识结构与能力提出了新挑战,也对公司法规则及其法理资源提出了更高的要求。我国《公司法》目前对于资本维持原则的表述方式客观上给法官适用法律直接裁判设置了障碍。因此,当下最迫切的工作

[61] 潘林:《“对赌协议第一案”的法律经济学分析》,《法制与社会发展》2014 年第 4 期,第 179 页。

[62] 季境:《“对赌协议”的认识误区修正与法律适用》,《人民司法》2014 年第 10 期,第 15-19 页。

不是批评法律管制是否过时或者法院是否保守僵化,而是学界与实务界共同努力厘清公司法(包括但不限于资本维持原则)的逻辑在 PE/VC 投资领域的具体运作方式,先了然于心,而后无碍于行。

---

---

[ **Abstract** ] The mainstream reading of the Chinese Supreme Court's judgment on Haifu Case points to the dual courses of judicial treatment of VAM, i. e. , the VAM between shareholders would be fine while those between the shareholder(s) and the company would not survive judicial review. Besides, the criticism favors U. S. courts' support for innovation and freedom of contract in contrast with Chinese courts' conservative attitude. Through Haifu's lens, however, we can see that, in the U. S. legal practice in PE/VC, cash-compensation by the company is not used as a tool to overcome the difficulty and uncertainty in the valuation of initial investment; rather, staged finance and the adjustment of shareholding percentage have been preferred. The Delaware Case on ThoughtWorks shows how U. S. judges would apply the principle of capital maintenance to the redemption of shares, which further highlights the misreading on Haifu judgment. The core issue in VAM cases such as Haifu is not the legality of the contract, but the possibility of the performance of contract, the analyses of which depends on the financial situation of the relevant company. The VAM between the PE and the invested company would definitely pass the legal test in case the performance of VAM would not hurt the capital, nor cause insolvency. In sum, both the mainstream reading and the criticism need to be re-examined and an efficient PE market does not necessarily lead to the abandonment of the principle of capital maintenance.

---

---

(责任编辑:姚 佳)