

对赌协议履行僵局的司法介入

刘 燕 唐晨雪

摘 要：《九民纪要》之后，PE/VC 与目标公司对赌协议之争由效力问题转向履行问题。其中两种最主要的操作方式——回购型对赌和金钱补偿型对赌——所需要的减资或利润分配都属于股东会决策事项，导致实践中滋生了对赌协议的履行僵局，即公司不启动减资或特别分配程序，或者虽然召开了股东会，股东会却无法达成减资或特别分配决议。结合减资程序，对履行僵局的结构进行分解从而建立一个五步法框架，将履行僵局分为公司简单不作为导致的僵局和公司组织体运作的法律规则内嵌的商业风险两种类型，界定其中可以转化为违约责任的环节以及责任主体、性质和形态，为司法介入对赌协议履行僵局提供可操作性的路径，以修复我国 PE/VC 投资环境的商业诚信与法律约束。

关键词：对赌协议；履行僵局；回购减资；商业风险

[中图分类号] D922.291.91 [文献标识码] A [文章编号] 2096-6180 (2024) 05-0001-17

一、问题的提出

2019 年 11 月 8 日《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254 号，下称《九民纪要》）发布，明确了对赌协议如无法定无效事由则为有效的基本立场。此后，PE/VC（私募股权与风险投资）与公司对赌协议之争由效力问题转向履行问题。就司法裁判而言，这本是一个更大的挑战，因为对赌协议的履行涉及公司财务状况的检视以及在此过程中公司、股东、债权人之间利益冲突的平衡，其中可能交织商业判断、法律判断与价值判断，其复杂性远超过对赌协议的效力评价。然而，基于《中华人民共和国公司法》（下称《公司法》）现行资本维持原则的架构，对赌协议中两种最主要的操作方式——回购型对赌和金钱补偿型对赌——只能分别采用“回购—减资”“现金补偿—利润分配”的路径，而减资或利润分配都属于股东（大）会（除特别说明外，以下统称股东会）决策事项，导致实践中滋生出对赌协议的履行僵局，即公司不启动减资或特别分配程序，或者虽然召开了股东会，但股东会却无法达成减资或特别分配决议。

【作者简介】刘燕，法学博士，北京大学法学院教授；唐晨雪，北京大学法学院硕士研究生。

这是因为《公司法》第 210 条要求有限责任公司不按出资比例进行的定向分配需要股东一致决；而针对定向减资问题的决策程序虽未见于 2023 年修订前的《公司法》⁽¹⁾，但实践中司法机关和学界基本都赞同一致决。⁽²⁾而对赌条件成就通常也意味着特定预期业绩目标未实现，故创始人或其他股东有本能的冲动拉着对赌协议下的投资人股东“同舟共济”——只要有一个股东不同意，股东会就无法达成一致决。鉴于股东会议案通常由各股东根据意思自治进行表决，若各股东没有在先承诺投赞成票，投资人也无法追究对减资决议投反对票的股东的责任。更进一步，在“回购—减资”的路径下，公司还需要履行债权人保护程序，即使股东会已作出减资决议，若公司不按照债权人要求清偿债务或提供担保，则减资程序依然无法完成。

上述场景皆属于公司组织体运作过程中的操作事项，而我国《公司法》缺乏针对此种内部治理程序障碍的化解或救济规则。⁽³⁾《九民纪要》明确对“强制减资”问题秉持司法不介入的立场，认为“公司减资程序属于公司自治事项，司法不宜介入。即使介入，也不能强制执行，社会效果不好”。⁽⁴⁾由于上述程序障碍难以化解，《九民纪要》之后的对赌协议司法实践大多表现为简单明了的“审查减资决议—无减资决议则驳回回购请求”的“二步法”，导致一个本来最具挑战性的商事裁判问题消弭于无形。而在 PE/VC 看来，《九民纪要》确认了对赌协议“有效”还不如“无效”——“无效”的法律后果是投资款返还，几乎等同于公司履行回购义务，而“有效”却连合同履行的环节都触碰不到。⁽⁵⁾

尽管 PE/VC 投资模式是舶来品，但域外的司法实践却无法给我国的对赌协议履行僵局问题提供答案。例如，美国风险投资中并无现金补偿，仅有股权回购，且决策权在目标公司董事会。当 PE/VC 就回购诉诸法院时，被投资公司通常都已经就此召开董事会（以及成立特别委员会）对公司是否具有可用资金作出了判断，故法院只需要审查董事会关于公司缺乏可用资金的判断是否合理、董事的行为是否符合信义义务的要求，以及公司是否事实上缺乏可用资金等问题。然而，我国目前对赌协议的司法裁判尚未触及评价与公司财务状况相关的履行能力，而受困于公司怠于启动减资程序、不召开股东会就减资事项进行表决，以及未来可能出现的公司作出减资决议后怠于履行债权人保护程序等问题。这些问题在域外似乎并不存在，因此如何通过司法介入进行化解也

（1）2023 年修订后，《公司法》第 224 条第 3 款规定：“公司减少注册资本，应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份，法律另有规定、有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定的除外。”

（2）江苏省无锡市中级人民法院民事判决书，（2017）苏 02 民终 1313 号；上海市第一中级人民法院民事判决书，（2018）沪 01 民终 11780 号。

（3）《公司法》第 231 条针对公司僵局有解散方案，但其适用条件比较严格，且解散公司的对策过于激进，因此较少被适用。实践中，最高人民法院发布的《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（五）》（法释〔2020〕18 号）第 5 条为化解公司僵局，是将“股权转让”“减资分立”等一方退出的方案作为解散的替代方案，仍未解决减资程序如何启动的问题。

（4）最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社 2019 年版，第 120 页。

（5）山茂峰：《论公司对赌义务履行的绝对性——以反思“九民纪要”第 5 条为线索》，载《财经法学》2022 年第 3 期，第 166 页。

难以从比较法中获得启示。

实践中的难题在学界也触发了两种针锋相对的极端立场：一种主张认为，上述司法裁判困局恰好显示对赌协议自始就不符合商业理性，应彻底否认与公司赌条款之法律效力。⁽⁶⁾ 另一种相反的主张则认为，既然目标公司、股东、董事都因为利益冲突而无法在履行对赌协议问题上理性行动，法院就应当直接判决履行对赌协议下的回购或现金补偿⁽⁷⁾，或者在立法层面宣布对赌协议作为独立于股、债的第三种投资，不适用公司法资本维持原则。⁽⁸⁾

其实，《九民纪要》并非未预见僵局的存在，但其希望通过阐明司法立场来为当事人提供预期，期待业界通过对赌协议合同条款安排的创新来解决僵局问题。⁽⁹⁾ 笔者旨在通过对《九民纪要》后司法裁判的观察、PE/VC 实践以及学理讨论的梳理，探讨对赌协议的履行僵局如何化解。鉴于“现金补偿—利润分配”僵局仅涉及股东会决议一个环节，而“回购—减资”僵局涉及股东会决议以及债权人保护程序两个环节，故前者可以被后者所吸收，下文仅以“回购—减资”僵局为对象进行讨论。首先描述实践中出现的一种新思路——将履行僵局转化为违约责任；其次将对履行僵局的结构进行分解，建立一个五步法框架，界定其中真正的僵局以及可以转化为违约责任的环节，从而剥离商业风险与可归责之行为；再次对于违约责任的承担主体、责任性质以及形式进行分析；最后简要总结本文的分析框架对于司法实践和投资实务的潜在应用价值。

二、实践中破解僵局的探索——将公司治理僵局转化为违约责任

尽管《九民纪要》期待由业界或当事人进行制度创新，但迄今最大的创新是发生在司法实践中，法官首先提出了将减资僵局转化为附随义务的违约责任这一新思路。这种创新甚至是在法官针对《九民纪要》出台之前的对赌协议文本进行解读的场景下发生的。当然，实践中从事私募基金投资业务的一些律师事务所在《九民纪要》出台后针对对赌协议的合同条款也有一些改进，更为明确地提出了导致公司治理僵局的违约责任，从而一定程度上呼应了司法实践的创新。

（一）司法判决的实证分析

笔者收集了《九民纪要》出台后至 2023 年 12 月 31 日所有层级法院涉及对赌协议股权回购履行问题的司法判例，共 50 件。其中，绝大多数案件中法院都因为目标公司没有作出减资决议而驳回回购请求。⁽¹⁰⁾ 值得关注的是，一些法院关注到了目标公司能否履行回购义务与其财务状况

(6) 刘俊海：《目标公司对赌条款无效的法理证成》，载《河北法学》2022 年第 4 期，第 51 页。

(7) 山茂峰：《论公司对赌义务履行的绝对性——以反思“九民纪要”第 5 条为线索》，载《财经法学》2022 年第 3 期，第 175 页。

(8) 赵旭东：《第三种投资：对赌协议的立法回应与制度创新》，载《东方法学》2022 年第 4 期，第 90 页。

(9) 最高人民法院民事审判第二庭编著：《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》，人民法院出版社 2019 年版，第 118 页。

(10) 例如，最高人民法院民事判决书，（2020）最高法民再 350 号、（2020）最高法民终 575 号、（2020）最高法民申 2957 号。

的关系^{〔11〕}，但遗憾的是，法院即使认定公司进行回购不会损害其他债权人和公司的持续经营能力，也依然会回归“没有减资决议就驳回回购请求”的路径。许多案件中，原告在要求公司实际履行回购义务的诉讼请求之外也同时要求被告承担违约责任^{〔12〕}，试图利用不同的请求权基础取得类似的经济效果。但多数法院在驳回回购请求之后不再对公司是否违约进行审查，默认公司不承担违约责任。不过，也有法官开始针对目标公司甚至控股股东在履行僵局中的责任进行认定，其中最具有代表性的是张某某等与南京钢研创业投资合伙企业（有限合伙）股权转让纠纷案（下称南京钢研案）^{〔13〕}和上海清科共创投资合伙企业（有限合伙）与深圳市源政投资发展有限公司等股权转让纠纷案（下称麒麟网公司案）^{〔14〕}。

1. 南京钢研案——目标公司违约责任的承担

本案的基本案情是：2013 年 12 月南京钢研创业投资合伙企业（有限合伙）（下称南京钢研）与北京中投视讯文化传媒股份有限公司（以下简称北京中投）签订了《投资协议》，约定南京钢研向北京中投投资 3 000 万元。同日，南京钢研、北京中投与姜某、张某某等管理层股东共同签订了《补充协议》，约定如果本次投资完成之日后 36 个月内，北京中投未完成合格 IPO（首次公开募股）且相关年度净利润未能达到相应承诺业绩标准，则南京钢研有权选择由北京中投进行现金补偿或赎回其全部或部分股权。此外，合同约定若北京中投未能在预定或承诺的赎回价款支付时间足额支付应支付的赎回价款的，“每日应另按日万分之五就赎回价款逾期部分向投资方支付违约金”。在南京钢研向北京中投发出赎回通知后 30 日内，北京中投尚未取得回购股份的股东会决议，或者在南京钢研发出赎回通知后 90 日内，南京钢研尚未全额收回投资款及每年 15% 的回报，则南京钢研有权要求姜某、张某某等按照约定价格履行股权回购义务。此后，回购条件满足，南京钢研于 2018 年 9 月 17 日向北京中投和姜某、张某某等管理层股东发送《赎回通知》。因二者均未履行回购义务，南京钢研诉诸法院。

法院未支持南京钢研针对北京中投的回购请求。主要理由是：“北京中投公司未履行公司法规定的‘减少注册资本’等程序，因其不能违反资本维持原则而不能向南京钢研合伙企业履行股权回购债务，构成法律上的一时履行不能。……北京中投公司对履行股权回购债务一时（自始）履行不能仅产生一个法定宽限期，北京中投公司在符合资本维持情形的条件成就之前，暂无须履行

〔11〕 最高人民法院民事判决书，（2020）最高法民申 1191 号：“根据运货柜公司提供的审计报告，截至 2019 年 6 月 30 日运货柜公司除一笔一年内到期的约为 200 万的其他应付款外，并无其他到期债务”；上海市浦东新区人民法院民事判决书，（2020）沪 0115 民初 33907 号：“原告未举证证明力信公司已完成合法的减资程序以及力信公司有足额的盈余可供分配”；上海市徐汇区人民法院民事判决书，（2021）沪 0104 民初 31453 号：“因上海际游网络科技有限公司股东违反《增资扩股协议》第 6.8 条约定，未形成减资股东会决议等手续，同时，又因上海际游网络科技有限公司尚存在可能对外未能清偿债务的情形，故上海际游网络科技有限公司客观上无法完成减资”；云南省昆明市官渡区人民法院民事判决书，（2019）云 0111 民初 7929 号：“原告未提供任何依据表明该公司资产足以清偿债务或有可分配利润”。

〔12〕 例如，北京市高级人民法院民事判决书，（2020）京民终 549 号；广东省高级人民法院民事判决书，（2019）粤民终 2507 号。

〔13〕 北京市高级人民法院民事判决书，（2021）京民终 495 号。

〔14〕 北京市海淀区人民法院民事判决书，（2019）京 0108 民初 42586 号。

债务”。由于法院判决由姜某等管理层股东承担全部股权回购义务，北京中投无法再从南京钢研取得股权，北京中投“该一时（自始）履行不能转化为嗣后履行不能，故本院对南京钢研合伙企业要求北京中投公司回购南京钢研合伙企业持有股份的主张不予支持”。

但是，法院支持了南京钢研要求北京中投支付逾期履行违约金的请求。法院认为：“各方在签订《投资协议》和《补充协议》时及合同履行过程中，应当对己方能否履行相应的义务有合理预期并如实履行，北京中投公司未能及时履行减资程序违反了合同的附随义务，导致其未能在约定时间内足额支付南京钢研合伙企业赎回价款，其应承担因未及时履行合同义务而产生的迟延履行违约责任。”关于逾期履行违约金的计算标准，法院认为合同约定的日万分之五的违约金过高，以南京钢研诉讼请求的4897.4万元为基数，按照日万分之三酌减逾期付款违约金。更进一步，由于该案合同约定“如任一方全部进行了股权回购，南京钢研合伙企业主张的债务即告消灭”，法院判决确定由股东回购股权，则公司不再负有回购义务，因此违约金的计算期限为自2018年12月15日^{〔15〕}计算至判决生效之日止。

本案最大的亮点是确认了公司未能启动减资程序违反了合同的附随义务，应承担迟延履行违约责任，且支付该违约金不受资本维持原则的限制。^{〔16〕}这一认定对于挫败目标公司的恶意拖延、修复PE/VC投资环境的商业信用与法律秩序具有重大意义。若此一立场被法院普遍采纳，则会很大程度上消灭对赌协议的履行僵局问题。当然，本案判决书中的说理在大胆运用新学说时不乏理解偏差，如将公司未完成减资程序导致未履行回购义务误认定为“一时（自始）履行不能”^{〔17〕}，以及将公司违反附随义务的违约金截止时点确定为法院作出本案判决之日。^{〔18〕}但瑕不掩瑜，本案提出的附随义务违约责任思路，巧妙地将公司治理程序障碍的救济从难以操作的公司法语境转化至相对明确的民事责任语境之下，其处理方式及其法理基础都值得进一步深入探讨。

2. 麒麟网公司案——目标公司股东违约责任的认定

在麒麟网公司案中，原告上海清科共创投资合伙企业（有限合伙）（下称清科合伙）与目标公司北京麒麟网文化股份有限公司（下称麒麟网公司）共进行了两次对赌，第一次对赌涉及公司对投资人的现金补偿，未产生纠纷。本案争议出自第二次对赌，涉及IPO失败后的股份回购。针对目标公司未召开股东大会作出减资决议，法院指出控股股东违反了本案合同项下的促成公司减资

〔15〕 根据《补充协议》约定，北京中投应在南京钢研发出赎回通知后的60个工作日内无条件支付赎回价款，即北京中投最迟应于2018年12月14日向南京钢研支付赎回价款。

〔16〕 庭审中，北京中投曾主张目标公司支付逾期回购违约金相当于投资方变相抽逃出资，但法院认为，《公司法》之所以规定“股东不得抽逃出资”，其主要目的是贯彻资本维持原则，保护公司债权人的利益。目标公司在不回购股权的情况下，基于未履行股权回购义务支付违约金，并不导致公司注册资本的减少，亦不必然导致债权人利益受损。鉴于资本维持原则的规范目的以及北京中投对于其一时（自始）给付不能具有可归责性，北京中投应当按照《补充协议》的约定向南京钢研支付预期履行违约金。

〔17〕 金钱债务的法律上一时履行不能特指公司之现金补偿、股权回购等金钱债务因违反资本维持原则而陷入履行不能，参见贺剑：《对赌协议何以履行不能？——一个公司法与民法的交叉研究》，载《法学家》2021年第1期，第161页。而公司未启动减资程序导致不能回购与公司的财务履行能力无关，属于本文所言之公司治理程序障碍，而非一时（自始）履行不能。

〔18〕 参见下文第四部分中“违反附随义务之赔偿责任与替代性回购救济的关系”之分析。

的义务。

本案的基本案情是：2011 年 12 月 15 日，清科合伙向麒麟网公司的 B 轮融资中投资人民币 977 万元。2012 年 5 月 3 日，麒麟网公司全体股东同比例增资，清科合伙持有的注册资本变更为 87.93 万元。2015 年 3 月 9 日，麒麟网公司投资方与创始股东以及目标公司签署《协议书》约定，若麒麟网公司未能在 2017 年 6 月 30 日之前完成 IPO，“投资方有权选择要求公司或公司创始股东回购或受让投资方拥有的公司股权”。此外，麒麟网公司各位创始股东共同连带地保证：如投资方要求回购股权，“创始股东应促成目标公司的董事会、股东大会同意该回购，并签署一切必需签署的法律文件；……目标公司、创始股东对本协议约定的股份回购义务承担连带责任”。由于麒麟网公司未能在 2017 年 6 月 30 日之前完成 IPO，该公司于 2018 年 2 月 6 日召开临时股东大会，全体股东出席并通过了减资决议，回购 B 轮投资人一半的股份，并于此后实际履行完毕。2019 年 3 月 26 日，清科合伙就剩余 43.965 万股麒麟网股份要求全体回购义务人完成回购或受让。未果，清科合伙以麒麟网公司和创始股东为被告向法院提起诉讼。

法院认为：“在麒麟网公司没有履行减资程序的情况下，清科合伙企业要求麒麟网公司回购股份，有违法律规定和公司章程；清科合伙企业的该项请求，本院不予支持。”“应当指出，2015 年 3 月 9 日《协议书》第 3.3.1 条写明，‘如果任一投资方根据本协议要求回购其持有目标公司的全部或者部分股权，创始股东应促成目标公司的董事会、股东大会同意该回购，并签署一切必需签署的法律文件’，麒麟网公司创始股东没有按照该项约定履行‘促成减资程序’的义务，构成违约。”最后，法院判决创始股东于判决生效之日起 7 日内向清科合伙支付股权受让价款，以及自 2015 年 3 月 10 日起按年利率 10% 计算至实际清偿之日止的利息。⁽¹⁹⁾

该案最值得关注之处在于，法院基于合同中创始股东的承诺，认定其负有履行“促成减资程序”的义务，并在公司未启动减资程序时，由创始股东承担违约责任。不过，由于原告并未请求法院判处创始股东承担“未促成减资程序”的违约责任，且创始股东本身还与公司共同负有回购股份的连带责任，故法院最终判决创始股东承担回购义务，并未具体处理创始股东如何实际承担未促成减资程序的违约责任问题。即便如此，本案对于创始股东违约责任的追究仍不失为一条新的破解对赌协议履行僵局的路径。

（二）PE/VC 实务中合同条款

对于最高人民法院寄予厚望的业界创新，笔者通过与一些私募基金律师的访谈，获知了股权回购型对赌条款的新发展。除借鉴“瀚霖案”⁽²⁰⁾的思路，要求公司实际控制人/控股股东回购并由目标公司提供担保外，针对公司回购的条款通常包括三个方面的内容：一是明确公司的回购履行时点；二是公司、实际控制人或控股股东以及全体股东同意回购或定向减资的承诺；三是未履行

〔19〕《协议书》约定的回购价格以 10% 复利计算，法院认为：“清科合伙企业诉讼请求中有关复利的主张，参照最高人民法院《关于贯彻执行〈中华人民共和国民事诉讼法〉若干问题的意见（试行）》第一百二十五条规定的精神，本院不予支持。”

〔20〕最高人民法院民事判决书，（2016）最高法民再 128 号。

回购义务或未办理减资手续的违约责任。例如，一份有代表性的《增资股东协议》中的相关条款如下。⁽²¹⁾

“10.1.2 投资方行使赎回权时……要求公司购买投资方持有的全部或部分公司股权，……公司、【实际控制人、全体原股东】、投资方均同意就公司赎回股权部分由公司对投资方定向减资，并将按需要出具令投资方满意的符合法律法规要求的使该项定向减资有效且无法律瑕疵的公司内部决议和/或其他必要文件。

10.1.4 ……被要求方应在收到书面通知之日起【六十】日内按投资方之要求向投资方全额支付股权转让款，并依法办理减资手续。

10.2.2 公司延迟履行付款义务和/或延迟办理减资手续的，每延迟一日，按应付而未付款项总额的【千分之一】支付延期付款违约金。”

由上述条款可以发现，PE/VC 实务中开始将减资程序问题明确写入对赌协议相关法律文件中，以解决对赌协议履行僵局。其核心举措有二：一是在股东协议中约定公司的实际控制人或全体原股东同意在未来进行定向减资，并有作出减资决议的义务；二是约定公司启动减资程序的时间以及迟延履行付款义务或启动减资程序的违约金。这样，当公司怠于启动减资程序时，PE/VC 请求法院介入就有了明确的合同依据。

（三）未来的发展：关于减资程序的阶段性与司法介入之间的适配

尽管司法实践和律师实务都不约而同地走向了将对赌协议履行僵局之公司治理逻辑改造成违约责任的民法逻辑之路，不过，它们的文本或说理都还比较笼统，更多地是针对履行僵局的单个环节，特别是公司召开股东会启动减资程序这个初始环节。而减资程序本身包含一系列的活动，僵局可能在不同环节出现。对此，上海高级人民法院法官陈克博士曾撰文（下称陈文）提出一种系统化解对赌僵局的思路。他将减资程序区分为四个阶段，建议法官针对不同阶段采取不同的裁判方式：阶段一，回购条件成就后，公司没有启动减资程序。由于最高人民法院否定了强制启动减资程序的救济方式，法院可以判决公司承担违约损害赔偿责任。阶段二，减资程序已经启动，公司没有作出减资决议。法院审查控股股东、董事和高管是否存在恶意阻止减资决议作出的行为，如果存在则判决相应责任人承担损害赔偿责任。阶段三，公司已作出减资决议，公司怠于推进债权人保护环节。存在减资决议即意味着减资符合资本维持原则，公司就不存在履行不能的问题，法院可以判决公司实际履行回购义务。如果出现债务清偿或担保原因形成减资障碍，公司可以依据资本维持原则提出暂缓性免责抗辩。这同时意味着董事和高管对公司资产情况的认定与实际不符，投资人可以追究董事和高管的责任。阶段四，公司已完成减资程序，尚未实际履行回购义务。法院可以判决公司实际履行。⁽²²⁾

(21) 感谢国浩律师（天津）事务所管理合伙人刘乃进律师提供的协议文本。

(22) 陈克：《对赌协议履行不能的定性与后续问题——股东协议视角的回应》，载隋强主编：《多层次资本市场研究》第12辑，中国金融出版社2022年版，第179-193页。

陈文对履行僵局的处理思路相较于司法实践和律师实务而言显然更为完备。不过，其方案在阶段划分和相应的裁判方式上均存在模糊或可资商榷之处。例如，阶段三的债权人保护程序中包括“通知债权人并公告”和“按照债权人要求清偿债务或提供担保”两个步骤，公司未完成这两个步骤可能出于不同的原因，相应承担的责任也完全不同，需要更为细致的分析。又如，陈文关于“存在减资决议即意味着减资符合资本维持原则，公司就不存在履行不能的问题”与“债务清偿或担保原因形成减资障碍”两个表述不仅含义不清，而且彼此矛盾。⁽²³⁾在有减资决议但公司尚未完成债权人保护程序时，若法院判决公司实际履行回购义务，是对《公司法》规定的减资程序的突破，其正当性存疑。此外，陈文对于目标公司提出暂缓性免责抗辩之后法院应如何判决也未作出说明。

尽管如此，陈文所体现的“对赌协议后续司法救济与减资阶段之间的适配”的思路仍极具启发意义。下文将在此基础上建构一个完整的对赌协议履行僵局的逻辑结构，并拆解其中可归责之行为要件与不可归责之商业风险。

三、建构对赌协议履行僵局之逻辑结构

根据《公司法》第224条，回购型对赌协议的履行需要完成的减资程序可分为如图1所示的五个阶段，任一阶段中相关主体怠于行动，或者公司财务状况不支持特定行动，都可能导致减资程序无法完成。但不同场景的可归责性有所不同：公司法资本维持原则阻却公司履行回购义务，或者民法学者所称之“一时履行不能”，均着眼于公司自身的财务状况；而公司财务状况的不确定性属于投资人参与公司经营的可预见的商业风险，它与公司、管理层或实际控制人单纯的不作为之间存在天壤之别，从而导致“对赌协议的履行僵局”有进一步拆解之必要。

（一）对赌协议履行过程的五个阶段

阶段一：当回购条件成就后，公司应启动减资程序，由董事会拟制并公布减资方案，召集股东会就减资事项进行表决。其中，定向减资方案本身的内容通常在对赌协议中已经明确，因此启动减资程序表现为公司或董事会在合同约定期限内或在合理期限内召集股东会，目前在绝大多数案件中出现僵局都发生在这一阶段。

阶段二：公司召开了股东会，股东会可能通过了减资决议，或相关减资决议未获得足够比例的股东表决同意。减资决议未能表决通过的原因可能是股东们认为公司的财务状况堪忧，从而无法支持回购，即使公司的财务状况足以支持回购，但由于股东可以基于其自身的意志进行表决，其也可能对减资决议投反对票，从而导致减资程序的终止。

(23) 公司无法清偿债务或对债权人提供担保，其原因可能包含财务状况不佳、董监高具有过错等多种情形，需要分别讨论。其中，财务状况不佳就属于公司履行不能之情形，此与“作出减资决议”并无必然的因果联系，后者是股东会的决议行为，并不必然涉及债权人利益的关切。

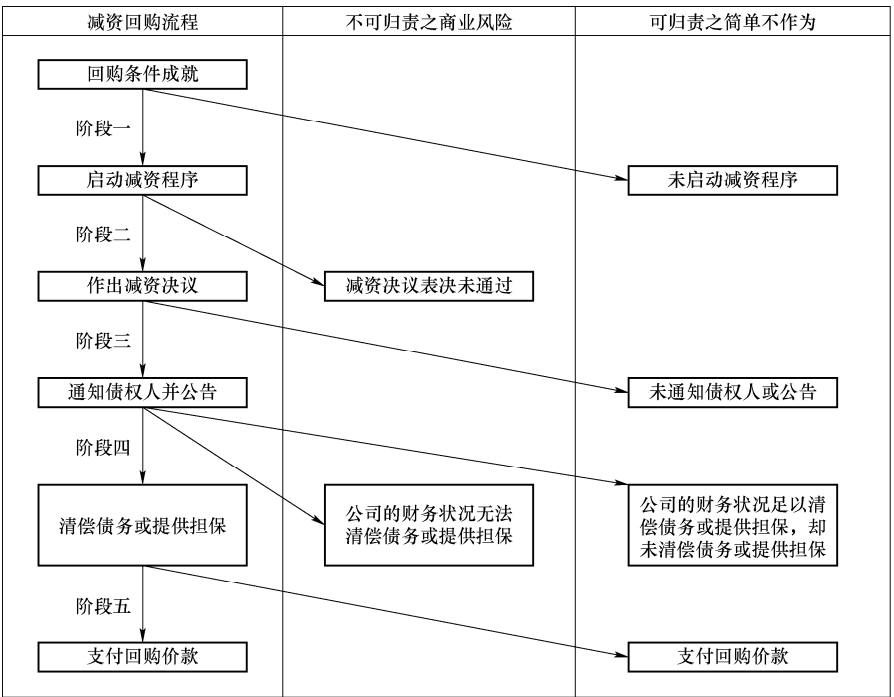


图 1 对赌协议履行过程的五个阶段

阶段三：股东会作出了减资决议后，公司根据《公司法》的规定，应自作出减少注册资本决议之日起 10 日内通知债权人，并于 30 日内在报纸上或者国家企业信用信息公示系统公告。但公司也可能未在法律规定的期限内通知债权人或公告，甚至一直未通知债权人或公告，直至被投资人诉诸法院要求履行回购协议。

阶段四：公司通知债权人后，应按照债权人的要求清偿债务或提供担保。如果公司未能清偿债务或提供担保，可能存在两种情形：一是公司若清偿债务或提供担保会导致其丧失持续经营能力，即由于财务状况无法完成债权人保护程序；二是公司的财务状况足以清偿债务或提供担保，却不履行债权人保护程序。

阶段五：公司完成债权人保护程序，应当回购股份并向投资人支付回购价款。然而，在该阶段，公司也可能并未在合同约定期限或合理期限内支付回购价款。

（二）僵局的类型及其根源

就最一般的意义而言，在上文所述的五个阶段中，出现减资回购程序无法继续进行下去的情形均可称为“回购型对赌协议的履行僵局”。但细究各阶段僵局产生的原因，会发现有些源自公司简单的不作为，有些则受制于公司组织体的集体行动逻辑或者债权人保护机制，相应地，司法能否介入的可能性也不一样。

1. 简单不作为导致的僵局

公司简单不作为是导致对赌协议的履行陷入僵局最主要的原因，它在阶段一、三、四、五中

都可能发生。例如，公司未启动减资程序或召集股东会（阶段一），或者在股东会通过减资决议后未通知债权人或发出公告（阶段三），或者在公司的财务状况足以向债权人清偿债务或提供担保时却不履行（阶段四），甚至在完成全部减资程序后不向投资人支付回购价款（阶段五）。在这些情形下，公司对于对赌协议未能履行存在主观过错。若司法放任公司恣意行事而不加追究，对于商业交易的诚信环境和法律威信都是极大的损害。因此，在此类僵局中，应允许投资人诉请法院追究公司或相关主体怠于履行对赌协议的法律責任。

2. 公司组织体的法律规则中内嵌的商业风险

与上文提及的公司简单不作为相反，有两种僵局源自公司作为一种商业组织或法人的法律机制的运作方式本身，在现行法下不具有可归责性。比如，减资决议经股东会表决未通过（阶段二），这与股东的自决权相关，是公司法采取股东会决策模式时内嵌的治理逻辑使然。又如，公司由于财务状况不佳而无法应债权人的要求清偿债务或提供担保（阶段四），则是对赌协议履行僵局问题中唯一真正触及对赌协议核心议题的环节，即公司的财务状况是否支持回购，若不支持，则产生公司基于法定障碍而履行不能的问题，属于金钱债务的法律上一时履行不能^{（24）}，在此环节的介入所需要进行的司法判断与域外法官在处理对赌协议案件时基本相同。

本质上说，上述两种履行僵局并非严格意义上的僵局，而是公司运作的自然逻辑，也是PE/VC投资人参与公司这种商业组织的经营时应当预计到的后果。相应地，PE/VC投资人克服或避免出现上述两种情形的途径也并非简单地寻求司法介入追究公司或相关股东的责任，而是基于商业逻辑本身来采取对策。例如，针对减资决议不通过的风险，PE/VC宜通过事先约定进行防范，如取得全体股东投赞成票的承诺^{（25）}、对赌协议上要求全体股东签字，或将回购条款写入章程以便约束后加入的新股东。实践中，一些仲裁机构会省略对股东会决议的要求，而将有全体股东甚至2/3股东签字的对赌协议认定为具有与股东会决议同等之效果，其法律依据是《公司法》第59条第3款关于股东以书面表决替代开会的规定。又如，针对公司无法清偿债务或提供担保的问题，涉及法院对公司财务状况进行实质审查与评价。若公司财务状况确实不支持回购或减资，则公司构成一时履行不能，PE/VC投资人暂时无法强制公司回购，而需要等待公司财务状况满足减资条件。在此情形下，对赌协议无法履行就属于PE/VC投资人作为公司股东应承担的商业风险。

（三）司法介入的节点

如前所述，最高人民法院认为“公司减资程序属于公司自治事项，司法不宜介入。即使介入，也不能强制执行，社会效果不好”。然而，这一说法过于简单化了。事实上，司法不宜介入或强制履行的，仅仅是公司决议不减资或者公司的财务状况不足以清偿债务或提供担保两种情形，但实践中导致僵局的，往往是公司在“减资—回购”流程中的简单不作为，特别是不启动减资程序，

（24） 贺剑：《对赌协议何以履行不能？——一个公司法与民法的交叉研究》，载《法学家》2021年第1期，第161页。

（25） 参见前文所引用之对赌协议条款。

而导致对赌协议的履行悬置或受挫。这种简单不作为意味着公司违反了基于合同或者基于法律应承担的明确且具体的义务，属于一种可归责的事由。法院可以基于违约或违法的逻辑来追究公司或相关主体的法律责任，从而化解对赌协议的履行僵局。

四、对赌协议履行僵局下的归责对象及其责任方式

从公司治理障碍转化到违约责任的逻辑后，由于对赌协议牵涉主体众多，救济方式往往也不止一种，宜分别针对目标公司、控股股东/实际控制人与董监高（管理层）三个层面的主体展开讨论，并关注导致履行僵局的违约责任与主诉回购请求权之间的关系。

（一）目标公司简单不作为的违约责任

1. 公司简单不作为之法律定性——违反附随义务

在对赌协议中，公司支付回购价款是合同的主给付义务，而公司启动减资程序、通知债权人并公告、在财务状况良好时清偿债务或提供担保时等义务虽然通常未在合同中明确约定，但都是实现主给付义务必不可少的步骤。如前所述，目标公司在对赌协议履行僵局中的过错在于未履行其在对赌协议下或者《公司法》上应履行的法定义务，其简单不作为损害了 PE/VC 投资人依据对赌协议获得利益的预期，目标公司对此应承担相应的法律责任。

对于公司完成减资程序的义务应当如何定性，民法上有两种可能的解释：第一种是认定为附随义务，即南京钢研案的观点；第二种则是认定为从给付义务。“附随义务”与“从给付义务”的功能类似，都是辅助主给付义务，确保债权人的利益能够获得最大限度的满足。^{〔26〕}这两个概念之间的关系在学理上尚存争议，但普遍承认二者的救济方式有较大差别。^{〔27〕}例如，从给付义务可以单独诉请履行，或者从给付义务的违反可导致同时履行抗辩和合同的解除，而附随义务不可诉请

〔26〕《中华人民共和国民法典》第 509 条第 1、2 款规定：“当事人应当按照约定全面履行自己的义务。当事人应当遵循诚信原则，根据合同的性质、目的和交易习惯履行通知、协助、保密等义务。”其中的通知、协助、保密等义务即为附随义务之规定。除此之外，附随义务还包括瑕疵告知义务、对相对人人身和财产安全的保护义务等。附随义务可以由合同、法律或基于诚实信用原则和合同的补充解释而发生，其功能大致可分为两种：第一，促进实现主给付义务，使债权人的给付利益获得最大可能的满足（辅助功能）。例如，花瓶的出卖人应妥为包装，使买受人能够安全携回；饭店之出租人不得于隔壁再行开店，从事营业竞争等。第二，维护对方当事人人身或财产上利益（保护功能）。例如，雇主应注意其所提供的工具的安全性，避免受雇人因此而受损害。股权转让等合同中“陈述与保证”条款所规定的义务大多为附随义务。从给付义务本身不具有独立的意义，仅具有辅助主给付义务的功能。从给付义务的发生原因有三：其一，基于法律规定，比如委托合同场合，受托人应当报告委托事务的处理情况，委托合同终止时，应当报告委托事务的结果；受托人处理委托事务取得的财产，应当转交给委托人。其二，基于当事人的约定，比如甲出卖其经营的企业于乙，约定甲应提供全部经销商的名单，并且不得再从事相同的营业。其三，基于诚实信用原则及合同的补充解释，比如名犬的出卖人应交付血统证明书。参见韩世远：《合同法学》，高等教育出版社 2010 年版，第 120—123 页；韩世远：《合同法总论》，法律出版社 2018 年版，第 342—344 页；崔建远主编：《合同法》，法律出版社 2010 年版，第 88 页。

〔27〕德国通说按照能否独立诉请履行为标准，将附随义务分为独立之附随义务和非独立之附随义务。独立之附随义务，便是从给付义务，可以单独诉请履行；非独立之附随义务不可诉请履行，通常只发生损害赔偿的问题。参见王泽鉴：《债之关系的结构分析》，载《民法学说与判例研究》（第 4 册），中国政法大学出版社 1997 年版，第 99 页。但我国有学者反对将从给付义务认定为附随义务的一种，其认为从给付义务和附随义务的区别在于能否诉请履行，且从给付义务的违反可导致同时履行抗辩和合同的解除，而附随义务不可以。例见道文：《试析合同法上的附随义务》，载《法学》1999 年第 10 期，第 25 页。

履行，通常只发生损害赔偿的问题。⁽²⁸⁾ 公司怠于履行减资程序等行为通常不会产生“从给付行为”违约下的同时履行抗辩或合同解除问题，且减资程序各环节皆为公司治理程序，与债法或合同法上的“给付”行为在观念上区别较大，将其解释为“从给付行为”也差强人意。故笔者赞同南京钢研案法官的观点，将公司减资程序的义务定性为“附随义务”而非“从给付义务”更为允当。

2. 违反附随义务之违约金或赔偿责任额的确定

公司怠于履行减资程序等违反附随义务给 PE/VC 造成的损害可以回购款之延迟支付的时间利益来计算，标准为对赌协议约定的违约金率，或在违约金率过高的情形下采用贷款市场报价利率（LPR）或其他法院认为适当的标准。⁽²⁹⁾ 关于违约金或违约损害赔偿的计算期间，通常情况下，应从相关行为履行期限届满的后一日起算，计算至该行为被实际履行之日为止。如果投资协议同时约定了股东回购，且法院支持了股东回购作为公司回购的替代性救济，则违约金或违约损害赔偿应计算至股东实际支付回购款日为止。此外，损害赔偿金额的计算无须考虑公司财务状况是否足以支持回购款的支付。若公司应当启动减资程序而不启动，作出减资决议后不通知债权人或不公告，或者在财务状况良好时故意不清偿债务或提供担保等，皆为恶意阻却 PE/VC 投资人在对赌协议项下合法权益的实现，其行为所具有的可归责性或可惩罚性与公司财务状况无关，故在计算损害赔偿时不必考虑股权回购价款是否能被公司财务状况支持。

需要说明的是，若公司迟延启动减资程序的时间很长导致违约金额较高，该违约金的支付是否实质上构成对股权回购价款的支付，从而绕开了公司法资本维持原则的履行障碍，并事实上导致抽逃出资？换言之，违约金的支付是否也应当受到资本维持原则的约束？笔者持否定观点，这反而体现了追究附随义务对于打破对赌协议履行僵局的重要意义。一般而言，公司履行制定减资方案、召集股东会、通知债权人并公告等义务并不存在法律和现实的障碍，只要公司正常履行上述义务就可以避免违约金的发生。即使法院判决违约金即时支付，公司也可以通过尽快履行上述义务来避免违约金的累积。如果违反附随义务的违约金过高，甚至造成公司短期内丧失清偿能力，法院也可以依法下调违约金的金额。⁽³⁰⁾

3. 违反附随义务之赔偿责任与替代性回购救济的关系

替代性回购救济是指当目标公司无法回购股份时由创始股东等回购或受让 PE/VC 所持有的股份。替代性回购救济通常会在 PE/VC 投资合同中进行约定，因而当目标公司因未启动减资程序而被诉诸法院时，原告通常也同时将创始股东等作为被告，要求其履行回购义务。由于目标公司

(28) 王泽鉴：《债法原理》，北京大学出版社 2013 年版，第 83 页。

(29) 例如，在南京钢研案中，法官即对过高的违约金率进行了下调，参见北京市高级人民法院民事判决书，（2021）京民终 495 号。

(30) 在比较法上，此种违约金不受回购义务的财源限制或清偿能力制约的规则也得到了支持。例如，在美国 *Continental Investors Fund LLC v. TradingScreen Inc.*, LEXIS 157 (Del. Ch. 2021) 案中法院直接判决公司支付违约金，并未审查公司是否有可用资金支付违约金。合同双方约定违约金的目的是激励双方履行合同义务，因而当公司构成违约时，理应判处违约金的即时支付，而不应受制于财源限制或清偿能力规则。

的回购义务及附随义务（减资程序）与创始股东的回购义务均有合法依据，故法院在无法强制公司减资的情况下，可以在追究目标公司违反附随义务的违约责任的同时判决创始股东进行回购。

替代性回购救济可分为债务承担型和连带责任型两种类型。所谓债务承担型替代性救济，包括约定在对赌条件成就时投资人只能在公司和股东之间择一请求回购⁽³¹⁾，或投资人需要先请求公司回购，在公司迟延回购时才能请求股东受让股权，但此后不可再向公司请求回购。连带责任型替代性救济包括明确约定股东对公司回购股份的义务承担连带责任，或投资人需要先请求公司回购，在公司迟延回购时才能请求股东受让股权，但并未排除投资人在向股东请求受让股权后继续向公司请求回购的权利。⁽³²⁾此外，在确定目标公司违反附随义务的违约责任金额时，创始股东回购义务的履行情况对于目标公司违约金的计算特别是违约截止日的确定有决定性影响。当创始股东支付回购款时，目标公司层面怠于减资而给 PE/VC 投资人带来的时间价值损失也随之停止。故法院应以替代性回购救济的履行日而非判决作出日作为公司违反附随义务赔偿责任的截止时点。

由此可见，南京钢研案的判决存在值得商榷之处。该案合同并未规定 PE/VC 一旦向股东请求回购股权则不能再向公司请求回购，解释上应视为公司和股东的回购义务属于连带性的。但法院认为：“鉴于本院确认向南京钢研合伙企业履行股权回购义务的主体为……故南京钢研合伙企业无法再要求北京中投公司向其履行股权回购义务，北京中投公司不应再承担本判决生效之日后的逾期付款违约责任。”该判决存在两个问题：一是直接通过判决将替代性回购救济从当事人约定的连带责任型改变为债务承担型，违背了当事人的意思自治；二是将目标公司违约责任的截止时点确认为判决生效日而非相关股东实际回购付款日，导致原告因公司怠于减资而丧失的时间利益未得到全额补偿。笔者认为，法院应当确认股东和公司对于回购股权负有连带责任，只有当股东实际支付股权受让金时，公司的回购义务及履行减资程序的附随义务才因债务清偿而消灭。

（二）创始股东或控股股东未能“启动或促成减资程序”的责任

启动减资程序以召集股东会为起点，而公司需要依赖特定的公司职能部门或人员来完成这一工作。根据《公司法》第 63 条的规定，除公司董事/执行董事、监事会/监事之外，代表 1/10 表决权的股东也有权召集股东会。实践中，一些对赌协议特别是《股东协议》中约定，创始股东或控股股东对于启动或促成减资程序负有义务。⁽³³⁾在此情形下，若公司董事/执行董事、监事会/监事在一定期限内不召集股东会，相关股东有义务召集股东会对是否减资进行表决。若相关股东未能履行该义务，则应承担违约责任。此种怠于召集股东会的违约责任源于相关股东违反其在《股东协议》中的义务，与公司因怠于启动减资程序而承担违反附随义务的法律責任是两条并行不悖的

（31）参见前文所引用之对赌协议条款。

（32）《中华人民共和国民法典》第 518 条第 1 款规定，“债务人为二人以上，债权人可以请求部分或者全部债务人履行全部债务的，为连带债务”。投资人需要先请求公司回购，在公司迟延回购时才能请求股东受让股权，但并未排除投资人在向股东请求受让股权后继续向公司请求回购的权利的替代性救济应解释为股东对公司的回购义务承担附条件生效的连带责任保证，公司迟延回购的条件达成时股东开始对公司的回购义务承担连带责任。

（33）例见前文所引用之对赌协议条款。

归责路径。

实践中还有一些对赌协议约定，创始股东或控股股东具有积极促成减资决议的义务或在表决中投赞成票的合同义务。然而，此种“积极促成”义务是否履行不能单纯以减资决议是否通过之结果来评价。如前所述基于股东自决权，对于减资决议的表决如果没有在先承诺或合同约定，任何股东都有权基于自己的意志对减资议案投赞成或反对票，PE/VC投资人并不能追究投反对票股东的责任。当然，若负有“积极促成减资决议”之合同义务的股东在股东会上发表反对减资之观点，或以其他方式影响或暗示其他股东投反对票，则其行为表明违反了“积极促成”义务，PE/VC投资人可以追究其违约责任。^{〔34〕}

就此种违约责任的金额而言，若对赌协议或相关投资合同有约定，可从约定；若无约定，可参照前述公司违反附随义务之损害赔偿金额而定。实践中对赌协议若约定创始股东或控股股东对公司支付回购价款的义务承担连带责任或者与公司共同承担回购责任，法院往往会直接判决股东承担支付回购价款作为替代性救济。从效率与公平的角度看，此时相关股东怠于“积极促成”的违约责任可以被回购责任所吸收，无须单独就“积极促成”义务承担违约金。麒麟网公司案的判决正是如此处理的，可资参考。

（三）董监高在对赌协议履行僵局中的责任

若公司因向PE/VC投资人承担违约责任而发生损失，且公司的董事、监事或高管对于公司违约的出现具有过错，虽然投资人无法基于对赌协议对董事、监事和高管进行追责，但可以股东的身份提起派生诉讼，或由公司对其进行内部追责。例如，公司未启动减资程序属于董事和监事未履行召集股东会的职责（《公司法》第63条）；董事、监事和高管存在提供虚假资产报告、对股东会提供不实信息披露阻止减资决议形成，或者不履行勤勉义务怠于推进减资决议形成等行为，董事、监事和高管应就公司未能通过减资决议承担责任^{〔35〕}；此外，董事、监事和高管也可能对于公司怠于通知债权人或公告、公司的财务状况足以清偿债务或提供担保却不履行、公司在完成全部减资程序后不支付回购价款具有过错。董事、监事和高管因其过错或过失给公司造成损失，应当承担赔偿责任（《公司法》第188条），投资人股东可以请求监事会对其提起诉讼或自行提起诉讼，请求相关董事、监事和高管对目标公司进行赔偿（《公司法》第189条）。

〔34〕 除追究违约责任之外，另一可能的思路是根据《公司法》第89条第3款“公司的控股股东滥用股东权利，严重损害公司或者其他股东利益的，其他股东有权请求公司按照合理的价格收购其股权”的规定寻求救济。不过，本文未就此展开，主要基于两点考虑：一是通常理解的股东压制情形为控股股东控制多数决决议的结果，与控股股东违背其对其他股东的信义义务相关，而负有“积极促成”义务的控股股东未履行相关义务，则是在一致决议中行使一票否决权，其违反“积极促成”的合同义务，有别于股东基于其较大的持股比例而对其他股东负有信义义务的股东压制救济原理。此外，我国也尚未就股东压制的构成要件和判断标准形成明确观点，认定负有“积极促成”义务的控股股东未履行相关义务构成股东压制存在解释上的争议。参见李建伟：《再论股东压制救济的公司立法完善——以〈公司法〉修订为契机》，载《北京理工大学学报（社会科学版）》2022年第5期，第50页。二是第89条第3款的救济方式依然是请求公司回购，并非直接追究控股股东本身的责任，与本文此节的关注点不同。

〔35〕 陈克：《对赌协议履行不能的定性与后续问题——股东协议视角的回应》，载隋强主编：《多层次资本市场研究》第12辑，中国金融出版社2022年版，第191页。

五、司法介入对赌协议僵局的操作路径（代结语）

对赌协议的履行僵局，展现了我国《公司法》对于组织内部治理程序被搁置或者被消极对待时缺乏明确的法律后果的疏漏，导致《九民纪要》之后的对赌协议司法实践陷入“审查减资决议—无减资决议则驳回回购请求”的简单二步法，回避了对赌协议的履行本身这一最具挑战性的商事裁判问题。笔者基于减资流程建构了一个完整的对赌协议僵局的逻辑框架，区分公司简单不作为导致的僵局与基于公司组织法运作而产生的商业风险两类完全不同的情形，为司法介入对赌协议的履行僵局提供一条可操作的路径（见图2）。

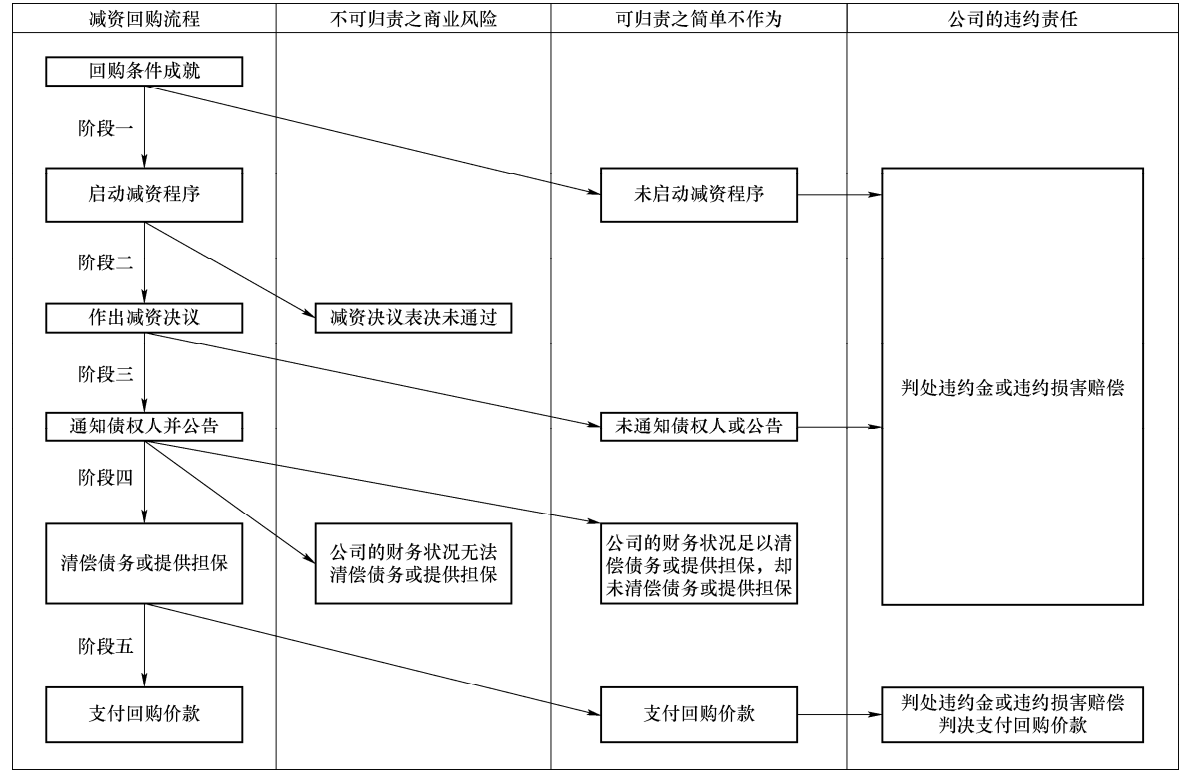


图2 对赌协议履行僵局的裁判路径

具言之，公司简单不作为导致的僵局包括：公司未启动减资程序或召集股东会（阶段一），或者在股东会通过减资决议后未通知债权人或发出公告（阶段三），或者在公司的财务状况足以向债权人清偿债务或提供担保时却不履行（阶段四），甚至在完成全部减资程序后不向 PE/VC 投资人支付回购价款（阶段五）。公司的上述行为违反了回购对赌协议中的附随义务，应承担违约责任，赔偿给 PE/VC 回购利益被悬置而遭受的时间价值损失。违约金的计算应注意与替代性回购救济（即股东回购）相衔接，其中如果合同约定了债务承担型替代性救济，违约金应计算至公司回购义务被股东承担之日为止；如果合同约定了连带责任型替代性救济，则违约金或违约损害赔偿应计

算至公司的附随义务或替代性救济被实际履行孰早之日为止。

在裁决方式上，当僵局处于阶段一、三或四时，投资人直接请求公司支付回购价款的诉讼请求不得被支持，法院可以向投资人释明并建议变更请求为违反附随义务的违约损害赔偿，若不变更则驳回该诉讼请求。若投资人请求公司实际履行启动减资程序、通知债权人或公告或在财务状况良好时向债权人清偿债务或提供担保等行为，由于通说认为违反附随义务不可诉请履行⁽³⁶⁾，法院应驳回其诉讼请求。若公司已履行完毕减资程序而未支付回购价款（主给付义务），法院可直接判决公司承担违约责任并支付回购价款。

另外，对赌协议的履行僵局也可能源于不可归责之商业风险，如目标公司其他股东基于其股东自决权而表决不通过减资决议，或者公司因财务状况不佳而无法按债权人要求清偿债务或提供担保，法院应判决公司不构成违约并相应地不承担责任。对于表决权风险，实务中可以通过在对赌协议中约定股东须表决通过减资决议之义务来加以防范；如果日后《公司法》修改能将增减资决定权赋予董事会，则若董事会表决不通过减资决议时，投资人可通过董事信义义务之诉来请求法院介入，彼时表决权僵局也将得到终极解决。而对于公司因财务状况无法按债权人要求清偿债务或提供担保的风险，它属于公司法减资规则对公司即时清偿能力的限制而阻却减资程序，构成金钱债务的法律上（一时）履行不能，投资人只能等待公司的财务状况改善后再次请求公司履行回购义务。

综上，对赌协议履行僵局的司法介入不仅必要，而且具有可操作性。司法的介入不仅可以破解僵局，修复 PE/VC 投资领域的商业信用与法律秩序，而且此类裁判也有助于法官积累日后处理对赌协议核心问题即目标公司能否在满足资本维持原则的前提下进行回购的经验。例如，当履行僵局涉及公司未按照债权人要求清偿债务或提供担保时，法院需要根据公司的财务报告和审计报告实质性审查公司财务情况，结合债权人清偿债务或提供担保的要求，判决公司是否有能力履行债权人保护程序。这既是减资程序问题，实际也关涉对赌协议自身在资本维持原则下的核心议题。无论是否奉行商业判断原则，法官作为纠纷的最后裁判者对于商业实质的评价都不可避免。如同美国法官通过审查董事信义义务的方式来评价公司回购的财务基础一样，中国的法官无论是介入履行僵局，还是评价公司能否回购，终究亦须明了此中原委。

(36) 王泽鉴：《债法原理》，北京大学出版社 2013 年版，第 83 页。

Judicial Intervention in the Deadlock of the Performance of VAM Contracts

LIU Yan TANG Chenxue

Abstract: After the *Minutes of the National Courts' Civil and Commercial Trial Work Conference* (the ninth), the dispute between PE/VCs and target companies over VAM contracts has shifted from the issue of validity to performance. The two most important types of operation-repurchase VAM and monetary compensation VAM—both require the procedure of capital reduction or profit distribution which are subject to the discretion of shareholders meetings, leading to a deadlock in the performance of VAM contract in practice, i.e., the company's not initiating the procedure, or the shareholders' failing to reach a resolution of capital reduction or special distribution even though the shareholders meeting has been convened. This paper decomposes the structure of performance deadlock according to the capital reduction procedure, and establishes a five-step framework, dividing the deadlock into two categories: deadlock caused by simple inaction of the company and business risk embedded in the rules of the company's organization, pointing out steps that can be transformed into breach of contract, as well as the subject, nature and shape of the liability, so as to provide an accessible way for judicial intervention in the fulfillment deadlocked of the VAM contract, which is conducive to repairing the business integrity and legal constraints of PE/VC investment environment in China.

Keywords: VAM Contract; Performance Deadlock; Repurchase and Capital Reduction; Business Risks

(责任编辑: 王乐兵 汪友年)