



NEWSLETTER

LIFANG & PARTNERS **立方观评**

No. 49
2017.08

国内知产动态

- ☆ 国知局：专利优先审查管理办法公布
- ☆ 国知局：知产纠纷仲裁调解试点新增九省市
- ☆ 最高法：知识产权侵权案超半数撤案

立方快讯

- ☆ 立方入选《IAM Patent 1000》
- ☆ 立方荣获 2017 年度 China Law & Practice 年度知识产权中国律所提名

立方观评

- ☆ 从几起案例谈谈投资协议的风险防控



长按或扫描二维码
关注“立方律师事务所”
更多精彩内容

【国内知产动态】

国知局：专利优先审查管理办法公布

近日，国知局发布《专利优先审查管理办法》。《办法》适用于“实质审查阶段的发明专利申请”、“实用新型和外观设计专利申请”等四类专利申请或案件的优先审查。有“涉及互联网、大数据、云计算等领域且技术或产品更新速度快”等六类情形之一的专利申请或专利复审案件，可请求优先审查；有“无效宣告案件涉及的专利对国家利益或公共利益具有重大意义”等两类情形之一的无效宣告案件，可请求优先审查。

国知局：知产纠纷仲裁调解试点新增九省市

近日，国知局发布《关于确定第四批知识产权纠纷仲裁调解试点地区的通知》。《通知》确定河北省、上海市、江苏省、浙江省、福建省、湖北省、重庆市、甘肃省和山东省威海市作为第四批知识产权纠纷仲裁调解试点地区，试点周期自2017年6月至2019年6月。

最高法：知识产权侵权案超半数撤案

7月5日，最高人民法院发布“司法大数据专题报告之知识产权侵权”。报告显示，2015年至2016年，全国知识产权侵权案件的结案方式

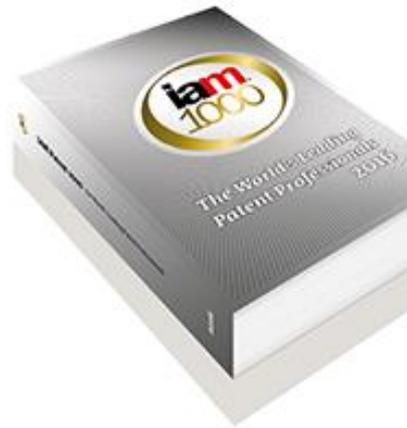
以撤诉为主，占比 50.88%。

知识产权侵权报告还指出，全国知识产权侵权案件平均审理周期为 105 天，其中，假冒他人专利、侵害发明专利权和侵害计算机软件著作权等 9 类案件审理周期超过平均审理周期。仅 7.93%的知识产权侵权案件的原告诉讼请求全部获得支持。

【立方快讯】

立方律师事务所入选《IAM Patent 1000》

在英国《知识产权资产管理》杂志 (Intellectual Asset Management) 近日公布的最新一期《IAM Patent 1000 - The World' s Leading Patent Professionals 2017》中,立方律师事务所入选“诉讼和交易”律所榜单,合伙人谢冠斌律师在“诉讼和交易”领域获得个人推荐。



IAM 每年通过近五个月的调研,对 1500 多名专利律师、公司法务及客户进行采访和调查,评选出

《IAM Patent 1000 - The World' s Leading Patent Professionals》榜单,对世界各国领先的律师事务所专利团队进行评价与推荐。

谢冠斌律师擅长处理各类知识产权纠纷,并因为出众的法庭答辩技巧赢得了极高声誉,多次被英国权威评级机构 Chambers 评选为知识产权领域的顶级律师。在谢律师的引领下,立方律师事务所的知识产权服务团队代理了众多复杂疑难、有影响力和典型意义的案件,为客户量身设计出最优的解决方案,在业界累积了颇高的声望。

立方荣获 2017 年度 China Law & Practice 年度知识产权中国律所提名



知名法律杂志《中国法律商务》(China Law & Practice) 于 8 月 2 日公布了其 2017 年度中国法律大奖的提名名单,立方律师事务所荣获年度知识产权中国律所提名 (Intellectual Property Firm of the Year), 谢冠斌律师荣获年度知识产权中国律师提名 (Intellectual Property Lawyer of the Year), 孙喜律师荣获年度新星提名 (Rising Star of the Year)。

《中国法律商务》调研团队根据律所及律师团队在法律业内的影响力、客户评价和对中国法律业发展所作的贡献等诸多方面的调研考察,最终确定了今年的提名名单。

【立方观评】

从几起案例谈谈投资协议的风险防控

本文是笔者在整理之前代理的几个投资协议案件的基础上,又结合其他几个有代表性的争议案件,所梳理出来的关于对赌条款的几点建议。文章从保护投资者利益的角度出发,以期能为相关主体在实务操作中提供帮助。内容分为四个部分,分别是对赌协议的简单概述、如何保证对赌条款的有效性、如何设计对赌条款的内容以及其他保护投资者利益的条款。

一、对赌协议概述

对赌协议不是一个法律概念,我们国家没有相关法律法规对其进行规制,而是投行内部的俗称。笔者是取自于《人民司法》,其在介绍对赌协议第一案“海富投资案”时,编者所给予的定义。因为《人民司法》是最高院的机关刊物,具有较高的权威性,所以笔者也采用此概念。文章指出“估值调整机制



柴奕

合伙人 / 公司部业务负责人

专注公司商事业务十余年,积累了大量的诉讼及非诉经验,以出众的业务能力赢得了客户的一致好评。

俗称对赌协议,系包括增资合作、估值调整、股权转让等一系列内容的无名合同。虽然这一俗称不能准确反映筹集资金方式的法律特征,但却能反映相当一部分投资者和融资者的投机心态”。

首先,对赌协议是无名合同;其次,对赌协议是一种融资方式。对赌标的包括两种。第一是业绩对赌,即目标企业在投资后一定期限内实现约定的经营业绩。第二是上市对赌,即目标企业在约定时限内实现上市。我们国内常见的对赌条款有三种,第一种是股权回购,即如目标公司无法实现投资时承诺的特定事件(一般的特定事件为上市),目标公司或原股东按照约定的价款受让投资者持有的目标公司的股权。第二种是业绩补偿,如目标公司未能实现约定的经营业绩,则目标公司或者原股东需向投资者进行现金补偿或股权补偿。第三种不是特别常见即估值调整,如目标公司利润未达到预期,则按照实际实现的利润对投资时的估价进行调整,返还投资者的投资或者增加投资者的股权份额。下文主要针对的是股权回购和业绩补偿。

二、对赌条款的有效性

1、对赌协议的义务主体

首先介绍一下对赌协议的第一案，即最高院于 2012 年 11 月做出的 (2012)民提字第 11 号增资纠纷案，该案属于再审案件。基本案情如下：

2007 年 11 月，投资者“海富投资”与目标公司“众星公司”及股东“迪亚公司”、陆波签署《增资协议书》，约定“众星公司 2008 实际净利润完不成 3000 万元，海富公司有权要求众星公司予以补偿，如果众星公司未能履行补偿义务，海富公司有权要求迪亚公司履行补偿义务。……”。目标公司 2008 年未实现约定的利润目标，海富投资于 2009 年 12 月 30 日诉至法院，请求判令目标公司、迪亚公司及陆波支付补偿款 1998.2095 万元。直到 2012 年最高院才做出再审判决。最高院认为，投资者与目标公司的业绩对赌，如使得投资者可以取得相对固定收益且脱离目标公司的经营业绩，则违反了《公司法》第二十条和《中外合资经营企业法》第八条规定，损害了公司及公司债权人利益，因违反法律法规的强制性规定而无效。但是投资者与目标公司原股东的业绩对赌，未损害公司及公司债权人利益，不违反法律法规的禁止性规定，应为有效。

为何称该案为对赌协议第一案？其实该案件本身是《最高法人民公报》的一个公报案例，对于公报案例各地法院并非必须参照，只有指导性案例才是各地法院应当参照的。我国目前公布的指导性案例为 199 个，这个案件虽然不是指导性案例，但此后，各地法院基本都采纳了“与目标企业对赌无效，与原股东对赌有效”的裁判精神与规则。最高院在 2014 年发布了《关于估值调整协议的审判指导意见》，根据意见可以看出整个法院系统还是在倡导促进交易来审慎对待合同有效性这样的问题的。

2、国有企业回购

通常情况下，如果涉及到国有资产的转让一定要经过一些特定程序，如评估和进场交易这样的环节，涉及到“重大资产”还需要国有资产监督管理机构审批。国有企业出让股权时，一般都会注意这些规定，但是如果国有企业购买股权，很多人可能会忽略审批这个环节。最高院在 2016 年曾作出一个判决，案情如下：

2011 年 4 月，投资者通过受让目标公司江苏省新世纪盐业集团有限责任公司职工持股会及部分自然人股东股权的方式成为目标公司股东，目标公司股东江苏省盐业集团有限责任公司及目标公司出具承诺书，载明完成本次股权转让 5 年后，目标公司没有上市，同意投资者等三家公司以减资方式退出，股权退出价格按股权原始投资价格 + 股权持有期内银行贷款利息 - 股权持有期内累计分红。后目标公司 2012 年净利润为 -131119200 元，双方当事

人均确认目标公司已不具备在诚行企业受让股权后5年内上市的条件。2013年6月23日，投资者执行事务合伙人代表狄敏、阳亨公司（注：其他投资者）法定代表人刘清、盐业集团常务副总经理杨廷华共同签署股权转让专题会议纪要1份，该纪要载明：1、盐业集团同意受让诚行企业、阳亨公司持有的目标公司股权；2、受让价格按原承诺价格执行；3、盐业集团同意于2015年12月31日内完成股权受让；4、盐业集团按规定履行股权受让相关程序……。因盐业集团未支付股权转让价款，诚行企业诉至法院；盐业集团答辩称其为国有独资企业，现因盐业集团公司尚未履行报批程序，故应认定案涉股权回购合同尚未生效。江苏省高级人民法院及最高人民法院均认定，涉案股权转让合同由于国有资产管理部门审批手续未能完成，故股权转让合同并未生效。投资方相当于败诉。

《国有资产法》并没有规定国有企业购买股权需要审批。最高法援引《合同法》第四十四条规定：“依法成立的合同，自成立时生效。法律、行政法规规定应当办理批准、登记等手续生效的，依照其规定。”《企业国有资产法》第三十条规定：“国家出资企业合并、分立、改制、上市，增加或者减少注册资本，发行债券，进行重大投资，为他人提供大额担保，转让重大财产，进行大额捐赠，分配利润，以及解散、申请破产等重大事项，应当遵守法律、行政法规以及企业章程的规定，不得损害出资人和债权人的权益。”《企业国有资产监督管理暂行条例》第二十三条规定：“国有资产监督管理机构决定其所出资企业的国有股权转让。”《公司法》第六十六条规定：“国有独资公司不设股东会，由国有资产监督管理机构行使股东会职权。国有资产监督管理机构可以授权公司董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项。”这四条法律、行政法规规定的文义和立法目的来认定本案属于国有企业重大投资行为，应经国有资产管理部门批准，没批准就没有生效。**所以如果回购主体为国有企业，其回购投资方持有的目标公司股权可能被认定为“国有资产重大交易”，回购条款在未经国有资产管理部门批准前不生效。**

3、外资企业回购

在2016年9月三资企业法修改之前，如果涉及到三资企业股权转让，必须经过审批手续。如果没有经过审批，司法界绝大多数会认定为无效。但在三资企业法修改之后，外资企业股权转让如果不涉及到投资准入则无需通过审批，通过外商投资综合管理信息系统进行备案即可。所以如果涉及外资企业，则一定要注意目标企业是否属于《外商投资产业指导目录（2015年修订）》中的限制类和禁止类，以及鼓励类中有股权要求、高管要求的范围，如果落入该范围，则需要经过审批手续才能生效。

4、股权回购利息限制

对赌协议中有股权回购义务的情况下通常会规定相应的利息标准。一般是从投资款到账之日起到实际支付之日止来约定利息的支付标准。那么利息标准是否是无限制约定的呢？最高院曾有过此种案例，基本案情如下：

投资方与义务方达成了回购金额按年利率 15% 计算利息的约定；同时约定，如未按期支付，义务方应承担总额 5% 的违约金。义务方未按期支付，投资者诉至法院，要求义务方支付股权回购款、年息 15% 的利息及总额 5% 的违约金。义务方提出不能一并主张利息和违约金的抗辩。最高人民法院认为义务方的抗辩不能成立，理由之一为 15% 的利息和 5% 的违约金两者相加并未超过《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》年息 24% 的限额。

从这个案件反推可以得出这样的结论，如果约定的利息超过年息 24%，就存在可能被认定无效的风险。纵观法院对对赌协议的判决，基本认定股权协议转让、股权回购等企业之间资本运作形式，已成为企业之间常见的融资方式。此前在法律范围内企业之间的借贷行为是无效的，约定的利息法律也不会给予保护。根据《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：“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。借贷双方约定的利率超过年利率 36%，超过部分的利息约定无效。借款人请求出借人返还已支付的超过年利率 36% 部分的利息的，人民法院应予支持”。所以投资协议约定回购款利息超过年利率 24% 的部分，存在被认定无效的风险。

总结以上四个方面，笔者在如何保障对赌协议有效性方面有以下建议。**第一，目前，司法实践一般遵循“与目标公司对赌无效”的审判原则，故尽量避免将目标公司作为业绩补偿和股权回购的义务主体。第二，如回购主体为国有企业，或目标公司涉及外商投资准入特别管理措施范围，应将履行审批手续作为合同相对方的合同义务，并可约定违约责任。第三，投资协议约定股权回购利息，建议不要超过年利率 24% 的标准。**

三、对赌条款的内容设计

1、连带责任条款

笔者曾经代理过这样一个案件：

投资协议约定“若原股东在本协议第三条第 3.4 款所做出的承诺目标未能实现，则投资方有权选择要求原股东回购全部股权，回购价格为……”。结果原股东未履行回购义务，投资者申请仲裁，请求原股东承担连带付款责任。

这个案件我们代理投资方，投资方在签订协议时，确实约定了股权回购的条款，也约定了股权回购的价格，但投资方没有考虑到原股东的履行能力。因为目标公司是一个创业型公司，在这些原股东中有一个职工持股平台，也就是说该公司是一个壳公司，并没有实际经营。在执行阶段没有执行能力，我们为了保障投资人最终拿回投资款，向北仲提出仲裁请求时要求各个股东承担连带责任，但无奈约定在先，最终仲裁委没有支持连带付款责任，而是判决原股东按照原持股比例支付回购款。

北京高院曾有过这样一个案例，基本案情如下：

“协议约定，在满足条件的情况下，投资者有权要求原股东、实际控制人或目标公司受让投资者持有的全部或部分目标公司股权。另外，原股东、实际控制人及目标公司共同向投资者出具了《关于股权回购的承诺》，同意回购投资者持有的目标公司股权，约定了连带付款义务。”

因为目标公司的实际控制人并没有登记为公司的股东，所以约定了连带付款责任。之后投资者诉请原股东受让其持有的 8% 的股权，原股东与实际控制人连带支付股权转让款。最终北京高院支持了投资者的诉请，并认为实际控制人在承担相应义务后，有权就应受让的股权份额与原股东另行解决。这个案件能够胜诉就是因为投资方意识到了实际控制人并没有登记为股东，但其是最有支付能力的一方，所以将它列为连带付款责任人。

对于连带责任笔者有以下几点建议，**第一，在投资协议中明确约定就支付业绩补偿款或股权回购款义务，各义务方应承担连带责任，且不得提出按照其在目标公司的持股比例支付款项的抗辩。第二，多个原股东负有回购义务的，可明确约定支付回购款的主体享有追偿权。第三，与公司实际控制人（非登记股东）达成连带付款责任的协议，并约定其享有追偿的权利。**

2、违约金条款

有这样一个案例：

投资者主张目标公司业绩不达标构成违约，依据合同约定请求业绩补偿金 73,794,109.27 元。广东高院认定业绩补偿金系投资者对目标公司未达到利润目标而设定的补偿条款，其性质符合违约金的法律特征。且投资者的损失主要是目标公司未达到约定的利润指标给投资者造成的分红损失，故根据合同法司法解释（二）第 29 条规定，以实际损失额上浮 30% 计，判令原股东支付违约金 16,626,966.04 元{未达标部份的分红数额×(1+30%)}。

这样实际上是损害了投资者的利益。所以为了避免出现这种现象，笔者建议**投资协议应避免使用目标公司未上市、业绩未达标即构成违约的表述。应将未实现利润目标或未上市约定为触发业绩补偿和股权回购的条件。这样就避免了法院将此视为违约来调低补偿金的数额。**

3、业绩补偿计算方式

一般情况下，对赌协议中设定业绩补偿都会设定业绩目标，没有达到业绩目标应利用一个公式来计算应支付的业绩补偿款。因为大部分都是以上市为对赌目标的，所以都是约定在上市一到三年支付业绩补偿，很少有人能预测到目标公司会亏损。但在下面的案例中：

2013 年补偿金额为按下列两公式计算的款项的较低者：(1) 2013 补偿金额=7500 万元×(1.69 亿元-实际完成净利润)÷1.69 亿元；(2) 2013 年补偿金额=甲方实际投资金额×(2012 年实际完成净利润×130%-2013 年实际完成净利润)÷(2012 年实际完成净利润×130%)。根据审计报告记载，2013 年目标公司的净利润为 -12,355,598.52 元，政府补助利得为 62,211,829.41 元，经营净利润为-7456.74 万元。据此按照上述第(2)计算公式计算补偿额为-251.78 万元。

在签约后一年，目标公司就出现了亏损，净利润为负数，利用公式计算后得出补偿额也是负数。虽然投资者在起诉时主张其是调整了计算公式，按照本意要求了这个补偿款，但最终法院是认定为按照协议约定的公式计算，得到的补偿款是负数，所以最终没有支持投资者的诉请。所以笔者建议**如果在投资协议中约定了业绩补偿的计算公式一定要带入一个负数测试一下，如果得出负数则可以调整该计算公式，或者在协议中明确约定如果得出负值，应该调整计算公式。**

4、股权回购与业绩补偿的关系

很多协议会同时约定股权回购和业绩补偿，下面的案件还在北京二中院审理当中，还没有审理结果。协议本身同时约定股权回购和业绩补偿两个对赌条款。

“第八条：如乙方（注：目标公司）在 2014 年 6 月 30 日前没有向中国证券监督管理委员会申报发行申请材料并被受理，甲方如要求回购，乙方和丙方（注：原股东）需在收到甲方要求回购的书面文件后 180 日内回购甲方所持有的乙方股权，回购金额为甲方投资总金额加上甲方投资总金额每年 8% 的利息。……”。“第九条：如乙方在 2014 年 6 月 30 日前没有向中国证券监督管理委员会申报发行申请材料并被受理，甲方也不要乙方和丙方回购，继续持股，乙方和丙方需在 2014 年 9 月 30 日前执行如下条款...” 2012 年度、2013 年度给予业绩补偿。

签约是在 2011 年底，在这个签约时点，投资者去预判 2014 年 6 月的时候，觉得合同约定是没有歧义的。因为到 2014 年 6 月目标公司没有申报材料被受理，那投资者可以申请回购或者申请业绩补偿。但是在合同履行过程中，恰逢证监会暂停了 IPO 受理将近两年的时间，所以在 2014 年 6 月这个时点，目标公司还在继续申报材料，投资方即没有要求股权回购也没有要求业绩补偿。在 2016 年下半年确定目标公司肯定无法上市时，我们代表投资方要求义务方支付回购款，但义务方提出以下抗辩。义务方以按照第 8 条第 9 条的约定以协议约定的回购权行使期限为“2014 年 6 月 30 日至 2014 年 9 月 30 日”为由，主张因投资者未在约定期限内行使回购权，回购权已消灭。当然我们提出了不同的理解和抗辩，但是本身看第 9 条的条款，确实会产生一定的歧义。按约定在这个时点甲方不要求义务方回购，就视为继续持股义务方给予补偿，第 9 条确实是带有这样的含义，虽然法院还没有判决结果。但是这种约定是给案件增加了难度，**所以在同时约定股权回购和业绩补偿两个条款二者只能择其一的，建议将两项权利关系表述为如投资方明确行使一项权利的，则另一项权利消灭。而非约定为如不行使其中一项权利，则视为主张另一项权利。另外，如两者可同时适用，可约定在支付回购价款时扣减已支付的业绩补偿款。**

5、履约方式和顺序

有这样一个案件：

投资协议约定“甲乙双方同意若甲方在目标公司挂牌之后一年内未能卖出全部股份，则甲方（投资方）有权要求乙方（控股股东）在满一年之日起 1 个月内按照新三板的交易方式或其他形式以不低于每股 4.678 元的价格受让甲方所持有的目标公司的剩余股份。”

目标公司确实在新三板上市，但是没有发生一笔有效的交易。后某投资方与目标公司原股东就股权回购产生纠纷。投资方向北京仲裁委员会提起仲裁，请求裁决原股东回购其持有的目标公司全部股份，支付股权回购款。原股东提出仲裁反请求，请求裁决投资方按新三板的交易方式向原股东转让其持有的目标公司股份。仲裁委做出如下裁决，第一，原股东回购投资者持有的目标公司股份，支付股权回购款及利息；第二，投资者按新三板的交易方式向原股东转让其持有的目标公司股份。此协议的问题就在于约定了两种方式，按照新三板交易方式或者其他方式。但实际上目标公司在新三板上市后只能按照新三板的交易方式不可能按照其他方式交易。最终的结果是投资方胜诉，但是仲裁费用各自承担，还是会有不利或者损失存在的。另外，在多数股权回购时，许多义务方提出先办理股权过户，后支付价款的抗辩，但绝大部分都不会得到支持。

笔者认为如果在投资协议中明确约定“支付股权回购价款”后数日内“办理股权转让变更登记”的履行顺序的话也能避免产生歧义。

文/柴奕 立方合伙人 公司部业务负责人

立方律师事务所编写《立方观评》的目的仅为帮助客户及时了解中国法律及实务的最新动态和发展，上述有关信息不应被看作是特定事务的法律意见或法律依据，上述内容仅供参考。

有关我所详细介绍请登录网站 <http://www.lifanglaw.com>，或请联系我们：

北京：北京市东四十条甲 22 号南新仓商务大厦 A1105 室（100007）

电话：+86 10 64096099

传真：+86 10 64096260

广州：广州市天河区珠江新城珠江东路 16 号高德置地广场 G 座 3806

电话：+86 20 85561566/85561660/38898535

传真：+86 20 38690070

武汉：湖北省武汉市武昌区中北路 171 号汉街总部国际 c 座 1002 室

电话：+86 27 87301677

传真：+86 27 86652877

首尔：首尔市钟路区新门内路 92 OFFICIA 大厦 1416 号

电话：+0082 02 69590780

传真：+0082 02 21799332

联系邮箱：info@lifanglaw.com