

营造良好涉外司法环境 推进“一带一路”战略实施

——以跨境上市纠纷法律适用为中心

郭玉军, 司文

(武汉大学 国际法研究所, 湖北 武汉 430072)

摘要: 日益增多的跨境上市纠纷, 因其专业性和复杂性, 为涉外商事裁判带来挑战。通过对有关 VIE 和 VAM 协议数个案例的研究, 从法律适用角度, 提出司法要保持审慎态度, 不能将类似协议一概认定为无效。要准确适用违反强制性规定和公共政策, 充分尊重商事交易规则, 尊重当事人意思自治和保护投资者利益。裁判者要具有包容性思维和前瞻性的眼光, 不断丰富有关领域的专业知识; 当事人尽量选择仲裁方式解决有关纠纷; 学者要加强研究, 为司法实践提供理论指导。

关键词: 协议控制; 对赌协议; 跨境上市

中图分类号: DF962

文献标识码: A

文章编号: 1008-7699(2016)02-0020-08

跨境上市是指国内企业为了获得大量资金, 寻求到海外融资上市的行为。随着“走出去”战略的不断推进, 仅 2014 年一年就有 83 家中国企业在海外上市。^① 伴随跨境上市的热潮, 有关纠纷也层出不穷, 在我国司法实践中, 主要涉及到多种合同纠纷、股权转让纠纷等, 这些纠纷较多起因于协议控制模式 (Variable Interest Entity, VIE)^② 和对赌协议 (Valuation Adjustment Mechanism, VAM, 也称“估值调整协议”)^③ 效力的不确定性。跨境上市本身的专业性和复杂性, 加之立法对 VIE 和 VAM 有效性的态度不明, 为涉外商事裁判带来困难。而司法裁判结果的不确定性、不一致性使得投资者面临较大的风险, 影响投资者信心, 有碍我国市场的稳定和良好投资环境的塑造。分析我国有关司法实践, 梳理有关司法态度, 提高涉外司法裁判水平, 营造良好司法环境, 对促进投资市场健康发展, 维护商事交易安全, 有效应对跨境上市纠纷带来的挑战, 具有十分重要的意义。本文在分析跨境上市纠纷特点基础上, 以跨境上市纠纷中的法律适用为核心, 提出相关建议, 以期对当前中国的司法实践有所裨益。

一、跨境上市纠纷的特点

跨境上市纠纷具有专业性。企业跨境上市往往涉及到证券、保险、税务、外汇、知识产权等问题, 这对

收稿日期: 2016-01-11

作者简介: 郭玉军 (1963—), 女, 河北唐山人, 武汉大学国际法研究所教授、博士生导师, 法学博士。

① 不完全统计数据来源于天鹰资本发布的《2013-2014 年中国企业海外上市白皮书》, 参见《天鹰资本发布〈2013-2014 年中国企业海外上市白皮书〉》, MSN 中文网, <http://money.msn.com.cn/cjczl/20140905/09531722791.shtml>, 最后访问时间 2015 年 10 月 12 日。习近平主席 2015 年 10 月访英取得丰硕成果, 中英双方签署了总额高达数百亿英镑经贸协议, 涵盖金融服务、能源交通、文化旅游等多个领域, 双方在金融领域合作助推人民币国际化, 促进当地人民币业务发展, 并有助于贸易和投资便利化。

② 协议控制模式是红筹模式的一种。它是由境内的实际控制人设立境外特殊目的公司 (SPV), 再由 SPV 设立外商投资企业 (WFOE), WFOE 以提供垄断性咨询、服务或管理, 与境内企业签订一系列协议, 以达到控制该企业的目的, 并以收取服务费的形式从境内经营实体中获得利润, 故称为“协议控制”。

③ 对赌协议是指投资方与融资方之前在达成投资协议时, 对未来不确定情形的约定。如果约定的条件成就, 投资方可以行使约定的权利, 如果约定的条件不成就则融资方行使约定的权利。

裁判人员的专业知识构成极大挑战。裁判人员由于受到知识储备的限制,对各种金融交易行为背后的意图、实际操作、效力认定等都存在一定程度的困难。另外,企业跨境上市涉及到的问题可能是之前没有发生过的。商业趋利性使企业不断创新海外上市模式,传统企业在传统体制之下限制了企业家扩大生产、寻求创新的需要,“投融资双方权益分配机制的创新表现为契约安排,诸多新奇的合同条款应运而生”,^[1]导致在裁判时会遇到以前未遇到过的无名合同,或是行为效力没有明确的法律规定,为裁判带来困难。

跨境上市纠纷具有复杂性。跨境上市纠纷往往涉案标的巨大,具有复杂的交易结构、协议安排,存在多个涉外因素,对管辖权的认定、事实的查明、法律适用都会造成困难。

在管辖权认定方面,由于跨境上市的过程中,纠纷当事人之间往往存在多个协议,这些协议可能选择多个法院管辖,如何确定多个协议之间的关系,适用哪个协议的管辖权条款,对于涉外商事裁判是首要解决的问题。复杂的协议为管辖权的确定带来困难。^①

在事实查明方面,由于跨境上市或多或少存在规避有关法律和政策的行为,当事人往往避重就轻,不将全部事实和盘托出;跨境上市也涉及到境内和境外多个关联公司,仅仅从个别公司之间的纠纷尚无法查明事实,而追加关联公司当事人又有很大难度。^②“不追加可能不利于查明事实,追加又受制于司法的被动性,而且还面临着送达难等问题,实践中,这些外国当事人即便追加可能也不会参加诉讼,增加了审理的难度。”^[2]

在法律适用方面,我国目前对 VIE 的规制主要是部门规章,对其采取否定态度,主要表现在外资准入限制方面,如禁止企业通过协议控制模式规避我国相关行业的外资准入限制。但是在实践中,我国监管机关往往对 VIE 模式的效力采取容忍与默许的态度,对 VIE 模式并未加以禁止或处罚。不过,某些地方的相关部门曾在实践中明确否定协议控制模式的合法性。在仲裁实践中,VIE 有以合法形式掩盖非法目的而被认定无效的风险。对赌协议面临因违反我国《中外合资经营企业法》《中外合作经营企业法》《外资企业法》有关规定,而被认定为因损害他人利益、社会公共利益而无效的风险。

二、跨境上市纠纷的法律适用

企业跨境上市一般有两种形式,一种是直接海外上市,这种方式适用于实力雄厚的大型企业;另外一种间接海外上市,往往被中小企业所采用,多采取红筹模式、返程投资等。这种间接海外上市的模式有诸多好处,如规避国内禁止性规定、避税等。一般是境内企业设立或购买壳公司,推动壳公司上市,再通过各种方式建立壳公司与境内企业的联系,从而达到间接上市的目的。壳公司一般设立在开曼群岛、英属维京群岛、香港特区,这些地区由于上市成本低、法律体制健全、投资保障机制完善,成为企业的首选之地。跨境上市纠纷可以选择在上市地法院、壳公司所在地法院和我国法院进行诉讼。在审理跨境上市纠纷时,可能要适用:(1)合同履行地或外商投资企业住所地法;(2)证券权利所在地法,如上市后股东的住所地法;(3)壳公司所在地法。即使当事人为了规避法律选择在外国诉讼,适用外国法,得到的判决也可能因为违反我国有关公共利益而无法得到承认与执行。^[3]不过,从收集的法院判决或仲裁裁决看,准据法没有成为案件争议的焦点,均为中国法律。一方面是因为一些当事人选择适用中国法;另一方面是因为所涉及的企业多为中外合资经营企业,根据我国法律规定应当适用中国法。

(一) 规避行政规章的 VIE 协议的效力认定

企业若要跨境上市,需要跨越诸多障碍,如上市门槛高、审批程序复杂、股权流通困难、受到国内证券

① 有关案件可以参见(2014)民一终字第 24 号,北京师大安博教育科技有限公司与长沙亚兴置业发展有限公司其他合同纠纷管辖权异议上诉案。

② 有关案件可以参见(2014)一中民(商)终字第 9542 号,北京骏网在线电子商务有限公司等与吴洪彬公司解散纠纷上诉案;(2013)民四终字第 32 号,北京佳程房地产开发有限公司与香港佳程广场有限公司等借款纠纷案。

机构和境外证券机构的双重监管等。这些障碍对于大型国有企业来说并不是难事,但是对于急需资金的中小企业却成为了难以逾越的鸿沟。不少中小企业,尤其是迫切需要大量资金又难以达到境外上市监管要求的高新技术产业纷纷采用红筹模式^①境外上市。不过,国内对于组建红筹模式跨境上市的效力规定并不明朗,经历了一段政策变动过程。^②其中最饱受争议的便是 VIE 模式。VIE 模式又称“可变利益实体”,由新浪首创,是红筹模式的创新形式。但是从一系列部门规章来看,VIE 模式的效力并不被认可。^③在司法实践上,“贸仲上海 VIE 仲裁第一案”表明了对 VIE 的态度,引起了理论界和实务界的高度关注。

上海国际经济贸易仲裁委员会某仲裁庭 2010 年至 2011 年,在两起关涉同一家网游运营公司的案件中,认定该公司采用的 VIE 模式无效。该公司是国内一家互联网游戏公司,境外投资方通过一家英属维尔京群岛公司(简称“BVI 公司”)在境内设立了外商独资企业(WOFE),WOFE 与该公司签订了一系列利益输送协议,并与该公司股东签订一系列控制类协议。仲裁庭最终裁决认定,WOFE 通过与该公司创始人签订利润输送协议以及控制协议方式,取得了对该公司的控制权,目的是为了“本无网络游戏运营资格的 WOFE 能够参与中国网络游戏的运营并获得相应收益”,违反了我国“外商不得签订相关协议或提供技术支持等间接方式实际控制和参与境内企业的网络游戏运营业务”的规定,是“以合法形式掩盖非法目的”“违反国家行政法规的强制性规定”,故裁决 VIE 无效。^[4]

从外资管理来看,不少企业的确是为了规避禁止外资进入特殊行业的规定,而采用 VIE 模式。在本案中的互联网游戏公司,实际上是不符合新闻出版总署、国家版权局、全国“扫黄打非”工作小组办公室第 13 号文^④第 4 条^⑤的规定。该规定禁止外商通过签订协议间接控制参与境内企业网游运营。从法理上讲,规避法律及行政法规强行法规定,行为必然无效,但规避部门规章、法律政策能否导致行为无效呢?最高法院《关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(一)》第 4 条规定:“人民法院确认合同

① 红筹模式是境内企业为了实现境外上市的目的,由实际控制人在开曼或者百慕大群岛等设立离岸公司,然后利用这家公司(称之为“特殊目的公司”,“SPV”)通过股权控制或者协议控制的方式控制境内权益,从而实现 SPV 在海外的融资上市。

② 对于红筹模式的监管,首先见于国务院 1997 年《关于进一步加强在境外发行股票和上市管理的通知》(国发[1997]21 号),规定红筹上市要相应政府部门前置审批。2000 年证监会发布《关于涉及境内权益的境外公司在境外发行股票和上市有关问题的通知》(证监发行字[2000]72 号),又称无异议函,规定律师就境外发行股票和商事出具法律意见书,认为境外上市不属于国发[1997]21 号规定的事宜,法律意见书需要取得证监会的无异议函。至此境外红筹上市数量锐减,但是后来无异议函成了保荐人免除自身责任的挡箭牌,2003 年证监会废止了证监发行字[2000]72 号。后促使大批民营企业纷纷境外上市,政府部门发现大量企业在境外上市过程中将境内资产转移境外所有,规避纳税义务,就此外汇管理局 2005 年颁布《国家外汇管理局关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》(75 号文);2006 年《外国投资者并购境内企业的规定》(2009 年修订,简称“10 号令”)分别通过境内外投资外汇登记、关联并购的商务部报批和特殊目的公司上市证监会审批三项程序。后来越来越多企业开始采取股东移民、境外人士代持、协议控制等来规避 75 号文和 10 号文,尤其是协议控制模式被广泛采用。

③ 2006 年原信息产业部《关于加强外商投资经营增值电信业务管理的通知》明确要求,“境内电信公司不得以任何形式向外国投资者变相租借、转让、倒卖电信业务经营许可,也不不得以任何形式为外国投资者在我国境内非法经营电信业务提供资源、场地、设施等条件”。该通知虽然未指明“协议控制”方式,但是“禁止任何形式”已经意味着协议控制模式具有被视为无效的风险。2006 年 9 月 8 日,商务部等六部委联合颁布了《关于外国投资者并购境内企业的规定》,尽管实务界援引该规定中“并购”的定义,坚持称其仅适用于股权并购和资产并购,但该规定第 11 条第 2 款明确规定:“当事人不得以外商投资企业境内投资或其他方式规避前述要求”。即该规定完全囊括了任何境外 SPV 通过境内 WOFE 控制境内实体的行为,不限于对财产、运营、利润分配等方面实际控制。2005 年国家外汇管理局发布《关于境内居民通过境外特殊目的公司融资及返程投资外汇管理有关问题的通知》,对返程投资的界定包括股权控制、协议控制等形式。所谓控制是境内居民通过收购、信托等方式取得经营实体的经营权、收益权或决策权。商务部《实施外国投资者并购境内企业安全审查制度的规定》第 9 条规定:“对于外国投资者并购境内企业,应从交易的实质内容和实际影响来判断并购交易是否属于并购安全审查的范围;外国投资者不得以任何方式实质规避并购安全审查,包括但不限于代持、信托、多层次再投资、租赁、贷款、协议控制、境外交易等方式”。

④ 全称为《新闻出版总署、国家版权局、全国“扫黄打非”工作小组办公室关于贯彻落实国务院(“三定”规定)和中央编办有关解释,进一步加强网络游戏前置审批和进口网络游戏审批关系的通知》,新出联[2009]13 号。

⑤ 该文第 4 条规定,禁止外商以独资、合资、合作等方式在中国境内投资从事网络游戏运营服务。外商不得通过设立其他合资公司、签订相关协议或提供技术支持等间接方式实际控制和参与境内企业的网络游戏运营业务。也不得通过将用户注册、账号管理、点卡消费等直接导入由外商实际控制或具有所有权的游戏联网、对战平台等方式,变相控制和参与网络游戏运营业务。违反规定的,新闻出版总署将会同国家有关部门依法查处,情节严重者将吊销相关许可证、注销相关登记。

无效,应当以全国人大及其常委会制定的法律和国务院制定的行政法规为依据,不得以地方性法规、行政规章为依据。”《涉外民事关系法律适用法》司法解释第10条、第11条也明确规定:“强制性规定是不能通过约定排除、无需冲突规范指引而直接适用的法律、行政法规。”“一方当事人故意制造涉外民事关系的连接点,规避中华人民共和国法律、行政法规的强制性规定的,不发生适用外国法律的效力。”因此,上述13号文不应当是认定VIE协议无效的依据。如果对部门规章的违反产生了损害社会公共利益的结果,法院可援引损害公共利益这一条款,认定合同无效。

然而我国合同法规定的“以合法形式掩盖非法目的”似乎又剥夺了VIE架构生存的空间,相比于违反法律、行政法规,该规定类似于一个兜底条款,把所有从事非法目的的行为都认定为无效。不过,这种规定在商事合同上应当谨慎考虑。商人趋利避害的属性决定了他们必然在诸多政策法规中寻求成本最低、收益最大的方式,许多红筹上市模式都有规避政策规章之嫌。其根本原因在于我国证券监管过严,资本市场尚不发达,不少中小民营企业没有跨境上市的空间。商人们发挥创造性,还创新了其他的红筹模式,如“信托方式、联营方式、抵债方式、金融互对协议等”^[5],都是为了实现或部分实现绕开商务部、外管局以及证监会的目的。虽然新《外资法》草案采用实际控制人的标准,VIE架构的前景日益明朗,但是在我国的资本市场还不够发达、审批程序复杂、上市时间无法预期、无法满足中小企业和高新技术产业融资的需要的背景下,商人们为了寻求生存空间,还会创造出更多新模式。一概认定这些模式“以合法形式掩盖非法目的”而无效,不利于经济的繁荣稳定发展。

2014年福州中级人民法院审理的“福建纵横公司案”^①较好地理解适用了何谓违反强制性规定和公共政策,对VIE效力认定问题具有重要意义。福州中院在该案中裁定香港国际仲裁中心(HKAC)涉及到VIE和VAM的仲裁裁决应当得到承认与执行。在审理过程中,被申请人认为,仲裁裁决严重违反了中国大陆的公共利益。基于三点理由:(1)依照中国法的强制规定,VIE结构无效;(2)VAM协议损害了中国高速公路及其股东的利益;(3)仲裁适用了美国法,无视中国的强制性规定。申请人史带公司认为,该裁决没有违反中国大陆的公共利益。根据《内地与香港仲裁裁决相互承认与执行的安排》第7条,法院只能审查仲裁裁决执行的结果是否违反公共利益,而不对是否违反法律进行审查;(2)执行裁决能够促使被申请人赔偿损失,旨在鼓励人们遵守和履行合同;(3)中国大陆的公共利益与强制性规定不能等同,公共利益是对法律体系和社会根本利益的维护。法院支持了史带公司的理由。法院认为,首先,执行裁决能够促使信守契约精神,其本身与公共利益相一致。其次,法院依照中国最高法院的一系列案例表明,VIE和VAM并不必然违反中国大陆的公共利益。福州中院援引最高人民法院《关于对海口中院不予承认和执行瑞典斯德哥尔摩商事仲裁院仲裁裁决请示的复函》“对于行政法规和部门规章中强制性规定的违反,并不当然构成对我国公共政策的违反”的精神,认定VIE结构安排以及对赌协议中不合我国国务院、信息产业部以及商务部等部门规章的规定不必然构成对我国公共利益的违反。

(二)未履行审批义务的对赌协议效力认定

对赌协议又称“估值调整协议”,是在跨境上市中常用的协议。许多私募股权基金等投资公司为了降低投资风险,约定在目标公司无法达到预期时,通过股权回购、绩效补偿等多种方式来降低投资方损失。其效力在实践中的认定也经历了从无效到有效的转变,但是实践中对赌协议形式多样,不少涉及到国有企业和外资企业股权转让未经审批的问题,认定有效性就更加困难。

① (2014)榕执监字第51号。程征是中国高速传媒控股有限公司的股东,同时也是福建纵横高速信息技术有限公司和福建分众传媒有限公司的法定代表人。2009年中国高速传媒控股有限公司通过反向收购在美国上市。2010年1月史带开曼投资公司与中国高速传媒签订股权购买协议和股东权利协议。史带开曼投资公司发现程征等人涉及到秘密交易,违背了上述两个协议,为了维护自身权利,史带开曼公司向HKAC申请仲裁,要求福建纵横公司、福建分众传媒、中国高速公路和程征赔偿损失,2012年12月19日,仲裁庭裁决被申请人应当赔偿申请人损失。史带公司遂到福州法院申请承认执行该仲裁裁决。

早在海富案^①中,最高法院在该案中充分尊重当事人意思自治,严格把握了强制性禁止性规定的适用范围,态度相对开明。不过判决结果说明,法院认可对赌协议部分有效,即与目标公司约定的对赌协议无效,而与目标公司的股东约定有效,并且仅仅是约定绩效部分,对于股权回购部分则没有涉及。但在 2014 年 9 月“蓝泽桥、宜都天峡特种渔业有限公司、湖北天峡渔业有限公司与苏州周原九鼎投资中心(有限合伙)的其他合同纠纷”案^②中,最高法院承认了对目标公司股权回购协议有效。

江苏省高级人民法院终审的“香港国华公司诉与西安向阳航天工业总公司股权转让纠纷”^③涉及到投资方外资企业和股东国有企业对赌的条款效力。一审法院江苏省常州市中级人民法院认为,向阳公司系国有单位,其持有的山由帝杉公司的股权为国有资产,国有资产的处置应当严格履行审批手续。未经航天科技集团公司审批而擅自处置国有资产,属于损害社会公共利益的行为。依照《中华人民共和国合同法》第 52 条第(四)项之规定,该股权回购条款应为无效。

二审法院江苏省高院认为,涉案股权转让协议中涉及向阳公司回购国华公司股权部分未生效。我国《合同法》第 44 条第 2 款规定:“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。”《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的解释(一)》第 9 条规定:“依照合同法第 44 条第 2 款的规定,法律、行政法规规定合同应当办理批准手续,或者办理批准、登记等手续才生效,在一审法庭辩论终结前当事人仍未办理批准手续的,或者仍未办理批准、登记等手续的,人民法院应当认定该合同未生效。”一审法院以向阳公司持有的山由帝杉公司的股权为国有资产,其处置国有资产未经国有资产管理主管部门中国航天科技集团公司审批而损害社会公共利益为由,认定该股权回购涉及的条款无效不当,应予纠正。

在该案中,江苏高院沿袭了最高法院对于对赌协议的态度,没有一概认定有关对赌协议无效。但是由于涉及特殊主体,关涉国有资产,需要履行审批手续,故依法认定涉及到股权部分为不生效,而不是否定了整个合同的效力。

在 2014 年张瑞芳等与旺达纸品集团有限公司等股权转让合同纠纷上诉案^④中,一审法院深圳中院认

① (2012)民提字第 11 号。甘肃省兰州市中级人民法院一审认为,增资协议书中“世恒公司 2008 年实际净利润完不成 3000 万元,海富公司有权要求世恒公司补偿”的约定,不符合《中外合资经营企业法》第 8 条企业利润根据合营各方注册资本比例分配的规定,也损害公司利益及公司债权人的利益,违反了法律、行政法规的强制性规定,该约定无效。二审甘肃省高院认为,该约定违反“投资领域风险共担”原则,导致投资人海富公司不论世恒公司经营如何,都能获得约定收益,不承担任何风险。最高人民法院《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》第 4 条第(2)项规定:“企业法人、事业法人作为联营一方向联营体投资,但不参加共同经营,也不承担联营的风险责任,不论盈亏均按期收回本息,或者按期收取固定利润的,是明为联营,实为借贷,违反了有关金融法规,应当确认合同无效。”所以增资协议书第 7 条第(二)项违反《合同法》第 52 条第(五)项之规定,应认定无效。最高法院再审指出,投资人海富公司与目标公司世恒公司对赌约定,使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,一审和二审法院认定增资协议书该部分条款无效是正确的。但是股东迪亚公司对海富公司的补偿承诺并不损害公司及公司债权人的利益,不违反法律法规的禁止性规定,是当事人的真实意思表示,是有效的。

② (2014)民二终字第 111 号。法院在判决中突出了商事合同的特殊性,即应当充分基于当事人意思表示自由;首先,《投资协议书》和《补充协议》,案涉两份协议系典型的商事合同,共同完整地构成了各方当事人的意思表示。《补充协议》中有关两种情形下被投资方股东应当回购股份的承诺清晰而明确,是当事人在《投资协议书》外特别设立的保护投资人利益的条款,属于缔约过程中当事人对投资合作商业风险的安排。该条款与《投资协议书》中的相关股权激励条款相对应,系各方当事人的真实意思表示。其次,案涉协议关于在一定条件下被投资方股东回购股份的内容不违反国家法律、行政法规的禁止性规定,不存在《中华人民共和国合同法》第 52 条所规定的有关合同无效的情形。协议系各方当事人专为此次交易自愿达成的一致约定,并非单方预先拟定或者反复使用,不属于我国合同法所规定的格式合同或者格式条款,不存在显失公平的问题。

③ (2013)苏商外终字第 0034 号。国华公司与山由公司(一家中外合资经营企业)股东向阳公司(系中国航天科技集团所属全资子公司)、林根永及其他股东签订股权转让协议,并约定如山由公司经营业绩在两年内达不到预期目标,将由向阳公司按一定价格回购国华公司购买的股份。后山由公司经营业绩未达预期,国华公司要求向阳公司履行回购义务。但向阳公司作为国有企业,其股权回购事项需要经过国有资产监督管理机构审批,即中国航天科技集团公司和外商投资主管机构,即江苏省对外贸易经济合作厅。而本案的股权回购协议在订立时未经中国航天科技集团公司审批,2011 年 11 月 28 日中国航天科技集团公司更以书面形式拒绝同意向阳公司购买国华公司的股份,向阳公司回购事项因无法取得其所属集团公司中国航天科技集团的同意且无法取得山由公司主管商务部门关于同意股权变更的批文,股权回购事项无法完成。国华公司遂诉请法院要求向阳公司履行回购义务并赔偿损失。

④ (2014)粤高法民四终字第 12 号。

为,张瑞芳与旺达纸品集团之间“名为投资,实为借贷”,因其约定的“投资回报”约定和“回购条款”^①约定使得张瑞芳无论旺达公司盈利如何、上市与否均能得到相应回报,没有承担投资风险,故《股权转让补充协议书》为借贷合同。二审广东省高院认为,一审法院认定有误,此类协议应为对赌协议。虽然该案中旺达股份公司为中外合资经营股份有限公司,依据法律规定,中外合资经营企业合营一方转让股权应报审批机关批准,未经批准的,根据最高人民法院《关于审理外商投资企业纠纷案件若干问题的规定(一)》第1条,双方签订的合同涉及到股权转让部分的权利义务应认定为未生效。但是,《股权转让协议书》和《股权转让补充协议书》中双方当事人为实现股权转让、张瑞芳合理规避投资股权风险自行约定的股权价值估值调整条款是有效的。该条款的目的是保证投资方在股权转让履行过程中控制和锁定投资风险,并约束和激励融入资金的公司、改善经营管理,该条款是双方为股权转让合同履行设定的前提条件。因此,该条款效力不应受股权转让合同是否审批影响。该股权价值估值调整条款约定不构成对法律、行政法规强制性规定的违反,依法应认定有效。

在该案之后,深圳中院在盛德丰集团有限公司申请撤销华南国际经济贸易仲裁委员会华南国仲深裁(2014)66号仲裁裁决一案^②中,认可了广东高院的做法,认为支付股权回购款与外资企业股权转让属于不同的事项,外资企业股权转让需经行政部门审批,并不表明对赌协议中支付股权回购款也需要经行政部门审批。深圳中院对社会公共利益也予以严格界定,认为对赌协议并不违反社会公共利益,社会公共利益是以社会公众为利益主体,关涉社会最根本的法律、道德的一般利益,违背社会公共利益的表现形式应当是违背我国法律的基本制度与准则、违背社会和经济生活的基本价值取向、违背社会的基本道德和伦理等,本案仲裁裁决的内容或其执行不构成违背我国社会公共利益。

对赌协议是一种特殊的投资合同,不能用“非股既借”的思维将其认定为借贷合同,由于投资方承担巨大投资的风险,“投资领域的合同应当得到法律的特殊关照”^[6]。也不能因其违反了“风险共担”而认定无效,“在投资领域,风险共担只是约定风险分配的一种方式,但法律允许当事人在自愿原则的前提下做出任何风险的安排。”^[7]由于投资方往往不参与公司的经营,能否盈利全凭目标企业的努力经营,如果司法裁判对对赌协议效力上设置障碍,将引发目标企业的道德风险,无需努力经营即可获得大量资金,管理层套现后投资者将面临重大损失,这对我国营造良好的投资环境十分不利。^{③[8]}

对于涉及到国有企业和外资企业的对赌协议,要采用分割方法,对涉及到股权转让应当审批的部分,如果没有履行审批手续,应当认定该部分不生效;未履行审批手续并不意味着合同的其他条款,如约定支付股权回购价款或是投资回报条款无效,更不能因未履行审批手续而认定对赌协议整体无效。

三、对跨境上市纠纷裁判的思考与建议

伴随着“一带一路”和“走出去”战略的推进,涉及到跨境上市的纠纷越来越多。同时中国经济改革不

① 2009年10月9日旺达集团公司、张瑞芳、旺达实业公司和林秉师签订了《股权转让补充协议书》,对投资前提、投资回报、回购条款、董事会、财务及其他信息披露、担保和保证、违约赔偿、争议解决、费用分担等进行了约定,共10条。双方约定,旺达集团公司保证旺达股份公司一定的净利润以及旺达集团公司计划旺达股份公司在2012年6月30日前获批在深圳中小板上市。另有“投资回报”和“回购条款”约定。其中“投资回报”约定:在张瑞芳投资旺达股份公司期间,获得每年不低于15%的投资回报,如果旺达股份公司未能如期上市,则再补充全部投资额每年10%的投资回报给张瑞芳,即张瑞芳合计应获得每年25%的投资回报;如果如期上市,则张瑞芳同意将已收的每年15%的投资回报退还给旺达集团公司。如果旺达股份公司获批上市,旺达集团公司同意将持有旺达股份公司的原始股(法人股)按1元/股让张瑞芳认购100万股。“回购条款”约定:发生特定情形,股权受让方即张瑞芳均有权要求股权转让方即旺达集团公司回购张瑞芳所持有的旺达股份公司的部分或全部股权,特定情形包括公司为如期上市、未达到约定净利润等、受到重大环保处罚或税务处罚等。

② (2014)深中法涉外仲字第255号。

③ 从比较法的角度看,中国资本市场的法律体系很不完善。沈伟:《中国公司法真的能“孵化”私募投资吗?》,载《当代法学》2014年第3期,第3页。

断深化,案件的发展趋势也将朝向专业化、新型化、复杂化发展。这将给裁判者的相关专业知识和、裁判理念和技巧带来极大挑战。究竟如何应对这一挑战,应当从以下几个方面出发。

(一) 正确适用违反强制性规定和公共政策

在应对复杂的跨境上市纠纷时,应对挑战的核心思路即是,司法要保持审慎的态度,充分地尊重商事交易规则、尊重当事人意思自治,严格认定“违反强制性规定”和“违背我国社会公共利益”。强制性规定的适用仅限于法律和行政法规中的规定,对于部门规章或者政策层面的规定不宜纳入强制性规定作为裁判依据。对于“社会公共利益”也要狭义理解,只有涉及到法律的基本制度、社会和经济生活的基本价值取向、基本道德和伦理才构成“社会公共利益”。

(二) 尊重商事交易规则

在裁判中,司法要秉持审慎态度,不要轻易否定现有市场中大量存在现象的有效性。对于跨境上市纠纷中大量存在的规避行政规章的行为,要视情况而定,不能一概地否定其效力。盲目认定行为无效,将会使一些当事人故意不履行合同义务,裁判反而成为了违背契约精神的保护伞,这给市场带来的损害可能要比规避行政规章的后果还要严重,也不利于激发市场活力。

(三) 充分尊重当事人自治

2014 年最高院《关于人民法院为企业兼并重组提供司法保障的指导意见》明确“审慎认定企业估值调整协议、股份转换协议等新类型合同的效力,避免简单以法律没有规定为由认定合同无效”。资本市场日新月异,现有的制度规则和政策对于一些情形没有规定或者滞后规定是常态,因此遵守建立在当事人意思自治基础上的契约关系显得尤为重要。裁判者要尊重商事交易的规则,在不违反强制性规定的前提下,优先适用当事人约定的条款处理纠纷。

(四) 注重保护投资者利益

在裁判中,要注重保护投资者利益,在投资者与目标公司之前寻求利益平衡。裁判者应当转变企业使用外来资金“非股既借”的法律逻辑,不应过分夸大我国境内企业利益和社会公共利益,忽视投资者的利益。我国是吸引外资的大国,也正日益成为对外投资大国。注重保护投资者利益,一方面能够吸引更多的外资来华投资,营造有利的国内投资环境,也能够树立良好的国际形象,为企业海外融资争取更多机会,另一方面也有利于我国企业在境外的投资利益保护。

对于裁判者来说,要有包容性思维和前瞻性的眼光,不断提升自身在相关领域的专业知识,以应对千变万化的跨境上市纠纷。要正确贯彻最高人民法院《关于人民法院为“一带一路”建设提供司法服务和保障的若干意见》,公正高效地审理有关案件,营造公平公正的营商投资环境。对于当事人来说,尽可能多的选择仲裁方式解决纠纷,可能是一种风险较低的方法。一方面由于仲裁的灵活性和专业性,不会绝对受制于一国政策,相关行为被认定无效的机率相对较低;另一方面,各国法院在承认与执行仲裁裁决时,更多地考虑裁决结果对于一国公共利益是否违背,而不是案件中具体某一事实违背了国家政策,对于违反公共利益的标准也更加严苛,所以被承认与执行的可能行较大。对于学者来说,应当重视和加强有关跨境上市问题的研究,为司法实践提供有力的理论指导。

参考文献:

- [1]潘林. 金融创新与司法裁判:以我国“对赌协议”的案例、学说、实践为样本[J]. 南京师范大学学报(社会科学版),2013(3):95.
- [2]麻锦亮.“走出去”纠纷:涉外商事审判面临的挑战与应对[J]. 法律适用,2014(12):79.
- [3]SHI Serena Y. Dragon's House of Cards: Perils of Investing in Variable Interest Entities Domiciled in the People's Republic of China and Listed in the United States[J]. Fordham International Law Journal,2014,37:1296.
- [4]孔焕志,隋雪芹. 贸仲上海第一起 VIE 仲裁案[J]. 商法,2013(1):90.

- [5]石育斌. 中国私募股权融资与创业板上市事务操作指南[M]. 北京:法律出版社,2009:277.
- [6]李有星,冯泽良. 对赌协议的中国制度环境思考[J]. 浙江大学学报(人文社会科学版),2014(1):165.
- [7]季境. 私募股权投资中股权价格调整条款法律问题探究[J]. 法学杂志,2014(4):54.
- [8]沈伟. 中国公司法真的能“孵化”私募投资吗? [J]. 当代法学,2014(3):3.

Establishing Sound Foreign-related Judicial Environment to Promoting One Belt One Road Strategy: From the Perspective of the Application of Law in Cross-border Listing Disputes

GUO Yujun, SI Wen

(*Institute of International Law, Wuhan University, Wuhan, Hubei Province 430072, China*)

Abstract: As the number of cross-border listing disputes increases, it is much more difficult for courts to make judgments because of the specialization and complexity of these disputes. Through studying cases related to VIE and VAM contracts, this paper proposes that the court should be discreet to invalidate these contracts absolutely. The court should be prudent in application of laws, applying mandatory rules and public policy accurately, showing full respect for general commercial transaction rules and party autonomy, and safeguarding rights and benefits of investors. Judicators should be more inclusive and forward-looking, and keep expending knowledge on cross listing. The parties had better choose arbitration to settle disputes as much as possible. Scholars should research on this issue in depth to provide theoretical guidance for the judicial practice.

Key words: Variable Interest Entity; Valuation Adjustment Mechanism; Cross Listing

(责任编辑:董兴佩)

(上接第 13 页)

参考文献:

- [1]约瑟夫·熊彼特. 经济发展理论——对于利润、资本、信贷、利息和经济周期的考察[M]. 何畏,易家详,译. 北京:商务印书馆,1990:73-74.
- [2]RUNCO A Mark. (Editor-in Chief), California State University, Fullerton, California, PRITZKE Steven R. r (Editor-in Chief), Luminescent Creativity Greenbrae, California, Encyclopedia of Creativity[M]. Academic Press, 1999. Volume 2, 46.
- [3]郭永玉. 马斯洛晚年的超越性人格理论的形成与影响[J]. 华东师范大学学报(教育科学版), 2002(2):53-58.
- [4]樊阳程. 机器发现引发的创造观之争——兼评 H. 西蒙与 M. 西克森特米哈伊的争论[J]. 自然辩证法通讯, 2008(4).
- [5]兆福, 张非: 非比寻常的高考奇才[J]. 校园心理, 2008(5):44-47.

Innovation Space and Cultivating Creative Talents

YU Youbin

(*School of Humanities and Social Sciences, Beijing University of Technology, Beijing 100081, China*)

Abstract: For cultivating the innovative talents, it's necessary to preserve and protect both internal and external space of innovation for them. The internal space of innovation is the psychological space in which innovators can freely explore and inquire. If the psychological space of innovation is squeezed, some of the channels inside the psychological space for the innovator tending to innovate may be blocked. The direct external space of innovation is the protected external space in which the individuals or teams of innovation can explore and create anything new freely, including related material necessities, supporting system for the innovators to be valued reasonably and stimulated effectively; Accordingly, the social environment of innovation, as the ecosystem of innovation, is the indirect external space of innovation. To preserve and protect the internal and external space of innovation, is both the necessary premise for keeping the creativity of teenagers, developing their innovative personalities in the basic education stage and also the important means for the colleges to cultivate innovative ability for bachelors and graduate students in the higher education.

Key words: innovation space; innovative quality; innovative ability; innovative talents

(责任编辑:黄仕军)