

# 业绩补偿协议中的股份禁售与司法执行的冲突研究

◆ 罗尔男

(四川省委党校, 四川 成都 610000)

**【摘要】**上市公司重大资产并购交易中,通常会签署关于标的资产或标的公司的业绩补偿协议(又称业绩承诺),实质就是对赌协议。这种协议中通常会约定,在一方未完成约定业绩前或股份回购前禁售,或回购后需注销。而债权人在查封或拍卖执行时,会与股份禁售或注销相冲突。本文在业绩补偿协议的理论基础上,对司法实践中的典型案例进行了分析,以期为进行交易的各方及债权人提供一些参考。

**【关键词】**业绩补偿;股份禁售;司法拍卖

## 一、业绩补偿协议的特点

在我国上市公司的并购重组实践中,业绩补偿协议大致可以分为三类:市场化并购重组、大股东注入资产、借壳上市。其具体表现形式主要有:定向增发吸收合并母公司,发行股份+吸收合并,发行股份购买资产,发行股份+支付现金购买资产,发行股份购买资产+吸收合并母公司,发行股份购买资产等。

### (一)属于“估值调整机制”

多数学术观点认为,基于业绩预测进行的业绩补偿承诺属于“估值调整机制”,是一种企业估值与融投资方持股比例或然性的一种约定安排,以确保双方对估值无法达成一致时,能把交易事项进行下去。如果实现双方约定的条件,投资方将行使估值调整权利,以弥补高估标的企业或资产自身价值的损失。如果未实现约定的条件,则由融资方行使相应的权利,补偿低估标的企业或资产价值的损失。

2003年,摩根士丹利等投资者与蒙牛乳业管理层签订的基于业绩增长的有关条款,是国内出现较早的业绩承诺案例。双方约定,蒙牛乳业2003—2006年的业绩增长率低于50%,将向摩根士丹利等投资者支付6000万到7000万股的股份;若达到约定增长比率的,蒙牛乳业管理层将获得相应的股份奖励。

### (二)目标公司股东或实际控制人为交易对方

上市公司与目标公司股东或实际控制人签订业绩补偿协议,以实现并购重组交易的目标,是当前商业实践中的主流做法。在苏州工业园区海富投资有限公司诉甘肃世恒有色资源再利用有限公司一案中,目标公司世恒有色公司应根据双方签订的《增资协议书》约定进行上市工作,世恒有色公司承诺2008年的净利润不得低于3000万元。若未完成的,海富投资公司有权要求世恒有色公司及其股东(迪亚(香港)有限公司)按协议约定予以补偿。2008年,世恒有色公司净利润仅为2.7万元,远未达到其承诺的业绩目标,海富投资公司提

起诉讼,要求世恒有色公司及其股东补偿近2000万元。

### (三)促进与保障并购交易

蒙牛乳业对赌成功后,国内许多企业在融资协议中设置了对赌条款,以期能够获得高额投资款,实现企业的进一步发展。一方面,业绩补偿机制能够降低并购方与目标公司之间就标的公司或资产未来价值达成一致的成本,促进并购交易事项的达成。另一方面,业绩补偿机制能够实现投融资双方的利益平衡。业绩补偿协议符合我国证券市场股权投资需求,能够促进和保障并购交易的发生和履行。对拟购买进行估值和定价的并购交易,采用未来收益预期方法,签订业绩补偿协议,引导上市公司在并购重组交易中更加审慎,以减少损害公众股东权益的情况发生。

## 二、限售股份能否对抗司法拍卖

根据股票有无限售条件,上市公司股份一般分为有限售条件的流通股(以下简称“限售股”)及无限售条件的流通股(以下简称“流通股”)。限售股主要包括:公司公开发行前已发行的股份、公司董事、监事、高级管理人员持有的本公司股份、定向增发而产生的限售股、基于控股股东和实际控制人承诺的限售股等。限售股本质仍是流通股,只是受特定条件的限制而无法上市流通,在满足相应的条件后,可向证券交易所和证券登记结算公司申请解除限售。

据不完全统计显示,截至2019年6月,涉及上市公司限售股司法拍卖的案例就有27家。司法拍卖属于债权人维护债权利益而较为常见的正常方式,由于涉及众多其他利益相关者特别是中小股东,对于上市公司尤其是限售股份司法拍卖的情况而言,将面临更加复杂的利益格局。

在司法拍卖后,新股东是否仍应遵守限售股份的限售承诺?证券交易机构能否要求新股东遵守限售承诺义务,在拍得人拒绝履行限售义务的情况下,如何保护上市公司及其他利益相关方等问题,在实践中存在较大的争议。在深圳证券交易所发布的证券交易规则中,主板、中小板以及创业

板的规范运作指引“承诺及承诺履行”章节中，均明确规定“上市公司控股股东、实际控制人通过处置股权等方式丧失控制权的，如该控股股东、实际控制人承诺的相关事项未履行完毕，相关承诺义务应当予以履行或者由收购人予以承接，相关事项应当明确披露”。上述规则虽对承诺事项未完成变更股东有相应的规定，但对于“处置程序”是否包含司法拍卖、收购人的具体含义等概念并不清晰，非控股股东或实际控制人是否需承继限售义务承诺，上述规则也并不明确。在具体操作中，仍可能存在争议。

限售股份必须解限售限制后才可以正常上市流通，但并不影响司法拍卖。如(2016)粤04执异20号案、(2019)粤0106执异1003号案中，法院认为强制执行并不会损害其他投资者的利益，限售股份不影响法院的强制执行。值得注意的是，若上市公司拒绝新股东解除股份限售申请的，还可能存在侵权而承担赔偿责任的风险，如(2021)沪民终514号案。

虽然大多数法院认为限售股份司法拍卖后，股份原有的承诺义务不当然由拍得人承继，但股份的性质仍应根据正常的解限程序与条件进行，如(2020)京01执异69号、(2020)粤03执复550、551号案，法院认为，不能因个案的执行便利而径行将限售股票变更为无限售流通股，涉案股票的性质以证券登记机构作出变更登记为准，未变更登记的，仍应属于限售股份。但在(2021)浙04民终162号案中，法院认为，司法拍卖取得股权也应遵守承诺义务，以司法拍卖涤除公开承诺的业绩补偿义务，可能会损害上市公司及中小投资者的合法权益。

上市公司股东的公开承诺性质，存在较大争议。有观点认为，应根据公开承诺的内容、对象等因素进行具体分

析，区分不同承诺的性质，如果公开承诺是交易文件成立的前提条件，或者说是文件的某一部分条文，公开承诺应视为合同文件的一部分，此时的“承诺”实际上构成合同的“要约”。而针对不特定相对方做出的承诺，应采取单独行为说。也有学者认为，上市公司承诺义务的履行，涉及不特定大多数的公众投资者及资本市场的正常秩序，虽然属于承诺人自治的范畴，但对履行情况进行监督有其正当性。由于证券市场涉及不特定多数第三方的利益，上市公司股东的公开承诺的履行超越了一般的私法自治范畴。但笔者认为，这种观点仅将上市公司的公开承诺置于公法视角下进行考虑，给外部行政力量的介入提供了合理入口。

笔者认为，上市公司的限售承诺属于私法范畴，其产生的约束力也仅针对当事双方，在违反承诺时，守约方有权基于合同约定而享有请求权，而非绝对权。在笔者检索的案例中，笔者较为认同(2017)浙民终247号案中法院的观点，限售承诺的目的是禁止承诺人私自对外转让或处置承诺股份，上市公司并不实际占有承诺股份，限售股份在司法拍卖后，附着在股份上的义务在没有明确法律规定的情况下已被涤除。虽然承诺义务已消灭，但在中登公司变更登记前，其性质仍为限售股份，在拍得限售股份后，新股东应通过解限程序申请解除限售。

对于持有股票的原股东，因司法拍卖而无法履行在业绩补偿协议或业绩承诺中约定的，诸如“在目标公司未完成业绩承诺，上市公司向补偿义务人回购其持有有一定数量的股份并予以注销”等义务，而造成上市公司或其他投资人利益损失，与新股东通过司法拍卖取得股份属于不同的法律关系，上市公司或其他投资人应另寻其他方式解决。

表1 司法拍卖限售股份的案例

案件号	裁判时间	裁判理由
(2016)粤04执异20号	2016年4月5日	限制限售股转让,是为了防止持有人以转让股权的方式牟利,损害其他投资者的利益,维护资本市场运行秩序。但人民法院强制执行不存在这一问题。证监会发行监管部提供的《关于限售股性质等有关问题的复函》,虽然证券监管部门不建议以拍卖等方式强行过户限售股,但复函不能作为该案争议处理的依据。
(2019)粤0106执异1003号	2019年10月31日	业绩承诺,是依附于个人特殊身份的承诺,不是股票持有人的责任,申请执行人是股票的继受人,并不受此义务的约束,无需受邱某国作出的业绩承诺的限制。
(2021)沪民终514号	2022年7月25日	被上诉人是通过司法程序取得案涉股票所有权并办理了过户登记,其依法享有股票的占有、使用、收益等合法权利……股东申请限售股份上市流通的,应当委托公司董事会办理相关手续。皇氏集团的不作为,导致了被上诉人基于所有权依据其自由意志进行处分的可能性受限。皇氏集团的行为(不作为)与被上诉人所有权受损之间显然存在因果关系。故原审判决认定上诉人的行为构成侵权,并无不当。
(2020)京01执异69号	2020年4月15日	限售股份通过司法拍卖取得后,申请解除限售,应满足解禁条件。
(2020)粤03执复550、551号	2020年11月23日	执行法院不能考虑个案的执行便利,而径行将限售股票变更为无限售流通股。虽然涉案股票被转为无限售流通股,更利于股票价值的实现和相关案件的强制执行,但股票持有人和上市公司之间就是否将限售流通股转为无限售流通股,与本案属于不同的法律关系,在证券登记机构作出变更登记之前,涉案股票的性质仍为限售流通股。

续表：

案件号	裁判时间	裁判理由
(2021)浙04民终162号	2021年3月16日	涤除股票上承载的公开承诺业绩补偿义务,会导致原设定的业绩补偿机制以及股票限售制度目标落空,成为原限售股东恶意以合法形式逃废相关债务,并损害上市公司及中小投资者的合法权益的方式,不利于建立健康的证券市场秩序环境。
(2017)浙民终247号	2017年12月25日	银江公司设置禁售期的目的是防止李某将该等股份予以对外转让或进行其他处置,但并不意味着银江公司实际占有和控制上述股份,故银江公司主张通过设置禁售期的方式事实上占有和实际控制了案涉股份,依据不足。

### 三、思考与建议

为维护企业利益,在并购交易中,参与交易的各方会签订业绩补偿协议,协议关乎参与各方的直接利益,因市场的不确定性、信息的不对称等因素,可能会出现共赢或两败俱伤的局。基于法律的滞后性,在实践中,业绩协议并未发挥其应有的作用,甚至还会成为企业发展的绊脚石,大大降低其有效性。根据上述司法裁判情况,笔者从上市公司、债权人的角度提出以下建议。

(1)对上市公司的建议。在无法变更和修改之前签订的交易文件的情况下,标的公司未实现业绩承诺对上市公司有很大的负面影响。于上市公司而言,做好前期尽职调查,慎重选择并购目标,通过委托会计师事务所或律师事务所对标的公司的经营、财务、合规等一系列内容进行调查,降低标的企业自身风险对并购事项的影响。通过尽职调查,了解标的公司的详细情况,合理评估公司价值,避免高价回收却无法完成预期目标的窘境,以实现 $1+1>2$ 的效果。

(2)对债权人的建议。根据司法裁判情况,在充分尊重对赌协议当事人意思自治的情况下,债权人更清楚履行对赌协议是否损害了自己的权益,具体可以通过以下两个方面判断并决定是否通过诉讼方式来维护自己的权益。第一,如

果目标公司履行对赌协议时,导致公司责任财产实质减损,致使无法清偿债权人债权的情形下,债权人可以“目标公司履行对赌协议是一种无偿的方式处理公司财产”为由,依据《民法典》第538条提出撤销权之诉,来保护自己的债权利益。第二,如果债权人认为控股股东下的公司履行对赌协议损害了自己的债权人利益,债权人可以“股东没有履行《公司法》第20条第1款义务为由”,根据《公司法》第20条提起法人人格否认之诉来保护自己权益。

### 参考文献：

- [1]傅穹.对赌协议的法律构造与定性观察[J].政法论丛,2011(06):66-71.
- [2]陈洁.上市公司及相关主体违反公开承诺的民事责任分析——以虚假陈述型违反承诺为中心[J].法律适用,2013(10):34-39.
- [3]陈亦聪,武俊桥.上市公司承诺履行与上市公司诚信塑造[J].证券法苑,2012,7(02):316-330.

### 作者简介：

罗尔男(1975—),女,汉族,四川成都人,硕士,副教授,研究方向:民商法、公司法。