

对赌目标受新冠肺炎疫情影响无法实现，投资协议当事人该如何主张适用不可抗力

新型冠状病毒感染肺炎（即 COVID-19，“新冠肺炎”）疫情爆发以来，包括北京、上海、江苏、浙江等省市均启动了重大突发公共卫生事件 I 级响应，从国家到地方各级政府和相关部门均出台了企业延期复工、学校延期开学、停止线下服务、关停商场景区、限制集体活动及交通出行等防疫应急政策和防控措施。在此背景下，截至目前，包括旅游、住宿、餐饮、会展、商贸流通、交通运输、教育培训、文艺演出、影视剧院、冰雪体育等行业[1]（“受影响行业”）企业的经营情况均受到了或可能受到较大的影响。

对于身处受影响行业而又处于对赌期内的被投资企业和创始人而言，其对赌目标的完成或多或少都可能受到此次疫情的影响。可以预见的是，此类受疫情影响较大的被投资企业及其创始人，与投资人之间围绕对赌条款的纠纷未来会显著增加。考虑到前述情况，本次疫情是否构成不可抗力？在构成不可抗力的情况下，投资协议当事人可以提出哪些主张？需要注意哪些问题？这些问题值得被投资企业、创始人与投资人注意和考虑。本文将结合法律法规、相关案例以及对赌条款的商业逻辑和实践就前述问题进行分析，供读者参考。

什么是对赌？

对赌，也称为估值调整机制(Valuation Adjustment Mechanism)，是 PE/VC 投资以及并购投资交易中的常见条款，属于交易各方向对交易存在的不确定的情况所采取的一种风险控制措施。实践中，以对赌目标划分，常见的对赌条款有两类，分别为业绩对赌和上市对赌[2]。

业绩对赌常见于 PE/VC 投资和并购投资交易中，被投资/被收购企业和/或其创始人/原股东一般会就该公司在一定期限内的业绩（如主营业务收入、利润等）作出承诺；若业绩承诺未满足的，则下调被投资企业估值，相应的，被投资/被收购企业和/或其创始人/原股东需对投资人/买家进行股权（股份）[3]或现金补偿。

上市对赌更常见于 PE/VC 投资中，被投资企业和/或其创始人一般会就该公司在一定期限（多为三年、五年）内，完成在资本市场的上市或按照一定估值整体出售予第三方（比如上市公司）作出承诺；若前述目标未能在约定期限内完成的，则被投资企业和/或其创始人需要回购投资人所持有的被投资企业股权。

柯杰律师事务所

总机: 8610 6506 9866 传真: 8610 6506 9863
北京市朝阳区工体北路8号院三里屯SOHO写字楼C座18层 (100027)
www.cathayassociates.cn

柯杰全球法律联盟成员所

阿拉木图 | 雅典 | 曼谷 | 北京 | 布鲁塞尔 | 布宜诺斯艾利斯 | 法兰克福 | 日内瓦 | 香港 | 伊斯坦布尔 | 雅加达 | 约翰内斯堡 | 吉隆坡 | 基辅 | 伦敦 | 马德里 | 马尼拉 | 米兰 | 莫斯科 | 新德里 | 纽约 | 巴黎 | 布拉格 | 圣保罗 | 首尔 | 上海 | 深圳 | 索非亚 | 悉尼 | 特拉维夫 | 华沙

上述对赌安排在交易文件中的具体表现形式也多种多样，既可以以条款的形式约定在一份投资/收购协议中，也可以以单独的对赌协议的形式作为整体交易文件的一部分出现。下文我们将根据讨论的具体情境分别使用“投资协议（为免歧义，包括并购交易对应的收购协议）”、“对赌协议”、“对赌条款”等词。

新冠肺炎疫情及其防控措施是否构成不可抗力？

根据《中华人民共和国民法总则》（主席令第 66 号）第 180 条、《中华人民共和国民法通则》（主席令第 37 号）第 153 条和《中华人民共和国合同法》（主席令第 15 号）（“《合同法》”）第 117 条的规定，不可抗力是指不能预见、不能避免并不能克服的客观情况。常见的不可抗力情形包括地震、台风、洪水、战争、骚乱、罢工等。

结合本次新冠肺炎疫情爆发的特点，以及与 2003 年发生的传染性非典型肺炎（“非典”）疫情的相似性，包括其爆发的突然性，疫情的持续性，以及防控措施的强制性，属于人类不能预见、不能避免并不能克服的客观情况等，参考司法机关（如中华人民共和国最高人民法院和北京市第二中级人民法院等）针对非典疫情所颁布的相关通知[4]和发表的相关文章[5]中的分析逻辑，并结合其他司法机关针对因非典疫情所产生的争议所作出的相关司法判决结果[6]，以及全国人大常委会法工委关于本次新冠肺炎疫情及其防控措施的最新表态[7]，我们认为对于受影响行业而言，可以合理地预期本次新冠肺炎疫情及其防控措施将会被司法机关认定为构成不可抗力。当然，具体个案中本次疫情是否构成不可抗力，仍需结合个案的具体情况做进一步分析和判断（比如交易文件已作出明确的相反约定，或合同当事各方已另行达成其他相反约定等）。

不可抗力之下，当事人可以提出哪些主张？

根据相关法律法规和司法实践，在不可抗力成立的情况下，协议当事人通常可以提出的主张包括三种：(1)当协议的目的无法实现时，协议当事人均可解除协议；(2)当协议目的仍可实现，受不可抗力影响的一方可根据不可抗力的影响，主张部分或者全部免除责任；(3)当协议目的仍可实现，受不可抗力影响的一方可根据不可抗力的影响，主张迟延履行其协议下的义务。

下文我们将根据对赌协议的一般特点，来分析以上三种主张在对赌协议纠纷中的适用及需要注意的问题。

投资协议当事人能否主张解除协议？

1. 当事人提出解除协议的可能性较低

我们认为，从商业逻辑出发，当事人提出解除投资协议的可能性不大。

以 PE/VC 投资为例，从被投资企业和创始人角度而言，解除协议意味着整体交易的终止，被投资企业和/或创始人需退还投资款；多数情况下，被投资企业和创始人并不具备这样的支付能力；此外，退还投资款会造成被投资企业现金流紧张，需要继续寻求融资，而在当前的经济形势和资本寒冬下，再叠加本次疫情的影响，显然不是一件容易的事情。因此，正常情况下被投资企业或创始人寻求解除协议的动力并不大。

从投资人角度而言，首先，投资是一个长期的行为，短期的业绩下滑并不一定影响投资人对被投资企业的长期判断（尤其是业绩下滑是由于不可抗力这种极为特殊的事件，而不是被投资企业自身经营问题）；其次，针对对赌目标无法完成的情况，对赌协议通常已经设计了回购、现金/股权补偿等相应的救济机制，投资人解除协议的必要性不大。因此，通常情形下，投资人的选择应该是主张执行对赌协议的现金/股权补偿、回购等条款，而不是解除协议。

2. 解除协议得到司法机关支持的可能性也较低

如果投资人或被投资企业真的提出解除协议的主张，是否能够得到司法机关的支持？结合法律规定以及对赌协议的特点，我们认为解除投资协议主张得到司法机关支持的难度极大。

根据《合同法》的相关规定，若合同当事人要基于不可抗力解除合同，其必须证明不可抗力已导致合同目的无法实现。对赌条款通常会针对一个时间段的业绩或目标进行考察。仅仅是当年的对赌目标无法完成，并不当然构成整个合同目的无法实现。另外，对赌只是整体投资交易的一部分，并不能构成整个投资交易的全部目的。所以，即使因为不可抗力而致使部分对赌目标没有实现的，并不能当然构成合同目的无法实现。

此外，实践中，如对赌目标无法完成时，投资协议约定的后果通常是被投资企业/创始人向投资人进行现金或股权补偿，或回购投资人股权，很少会约定协议当事人有权解除协议。这也意味着，当对赌目标无法实现时，当事人共同的意思表示并不是解除协议。因此，从尊重合同意思自治的角度，一方当事人解除协议的主张也难以得到支持。

综上所述，在不可抗力导致对赌目标无法实现的情况下，无论是从协议当事人提出解除协议的可能性，还是从解除协议主张得到支持的可能性上来看，均不大。

被投资企业/创始人是否可以免除对赌责任？

如上文所述，疫情导致对赌目标无法实现时，投资人正常的选择是要求被投资企业按照对赌协议的约定，承担回购或补偿责任。面对投资人的主张，被投资企业是否可以以不可抗力为由，主张免除或减轻责任？

根据《合同法》的相关规定，我们认为在不可抗力导致对赌目标无法完成或实现的情况下，被投资企业可以在不可抗力影响的范围内，免除部分或全部责任，但具体到个案中，需注意以下问题：

1. 不可抗力应当成立

不可抗力成立是主张免责的前提。对于受影响行业而言，本次疫情一般会被认为构成不可抗力^[8]。但就个案而言，还需结合被投资企业的业务模式、业务逻辑、客户群体等因素具体进行个案分析，不能一概而论。

例如，同样是教育培训行业，线下业务和线上业务的逻辑大相径庭。对于线下业务而言，由于全国多地都采取了延期开学、延期开工、限制人员流动和聚集的防控措施，再加上家长对孩子健康的担忧，因此，线下类教育培训行业的业务和业绩显然会受到极大的冲击和不利影响。但对于线上业务而言，可能不仅不会受冲击，还会因为疫情导致客户和需求向线上转移而带来业绩的较大增长。所以，同为教育培训行业，本次疫情对于线下业务可能构成不可抗力，但对线上业务则刚好相反。

2. 不可抗力与业绩对赌未完成之间应当具有因果关系

在不可抗力成立的前提下，被投资企业/创始人主张免责的，还需证明不可抗力与未完成对赌目标之间有直接的因果关系。

就业绩对赌而言，被投资企业/创始人有义务证明疫情及其防控措施直接限制和影响了企业的经营活动，进而影响了企业的利润、收入等业绩指标的实现。比如，主张供应链受到影响的，需要证明是因疫情及其防控措施导致企业上游供应商普遍性停产、物流运输普遍性暂停或受限；主张生产经营活动受到影响的，需要证明是根据国家规定和政府的要求延期复工，导致企业无法组织生产活动。就上市对赌而言，被投资企业/创始人则可能只有在疫情直接导致证监会或交易所正式发出正式通知暂停或延迟受理上市申请，进而导致企业未能在协议约定的时间节点完成上市申报时，才能有效地主张不可抗力与上市对赌目标未实现之间存在因果关系。

当然，无论是企业的经营活动还是企业上市，均是一件非常复杂的事情；对赌目标无法实现有时是受到了多方面因素的共同影响，不可抗力可能只是其中的影响因素之一。例如，企业业绩对赌目标未完成，除受到疫情及防控措施的影响外，可能还受到了企业经

营策略失误、产品不成功、核心团队流失等经营问题的影响。在前述情形下，要证明疫情及其防控措施这项不可抗力，与对赌目标未实现之间存在直接的因果关系，就变得非常困难和复杂。从目前公开的相关的司法判例来看，也尚未发现在这一方面有典型参考意义的案例，值得后续关注。

3. 免责范围

在证明不可抗力与对赌目标无法实现之间存在直接因果关系的情况下，被投资企业/创始人可以在不可抗力影响的范围内主张免除责任。

如果不可抗力是导致对赌目标没有完成的唯一因素，则理论上不可抗力直接阻断补偿/回购责任的触发，被投资企业和创始人可以主张免除全部的补偿/回购责任。

如果对赌目标未能完成是多种因素共同影响的结果，免责范围则需要更进一步的分析。在多因素共同影响的情形中，即使认定不可抗力并非对赌目标未完成的唯一原因，我们认为也并不是绝对的“无法免责”。此时的“无法免责”应该仅指无法直接阻断对赌补偿/回购责任的触发。在对赌补偿/回购责任触发后，具体计算补偿/回购金额时，不可抗力的影响仍应当予以考虑。换言之，补偿方/回购方可以主张，针对受不可抗力影响而减少的业绩，其所对应的补偿/回购金额应当免除。

此外，需要被投资企业和创始人注意的是，即使今年的业绩目前已经受不可抗力影响而无法完成，其仍需要尽力恢复和组织生产经营活动，尽最大努力做好企业业绩。因为对于不可抗力之外的因素（如企业经营问题）所影响的业绩部分，被投资企业和创始人仍需要承担相应的责任。

4. 投资人保护

对赌目标无法实现，意味着被投资企业的估值和投资人所持股权的价值减少，投资人利益受损。在本次疫情及其防控措施的影响下，虽然对赌目标无法实现是因为不可抗力的影响所造成，但该等不可抗力既不可归责于被投资企业或创始人，也不可归责于投资人。如在不可抗力影响的范围内，全部免除被投资企业/创始人的责任，则意味着将不可抗力所造成的影响和损失全部分配予投资人承担，有失公平。因此，面对被投资企业/创始人的免责主张，投资人可以要求司法机关在计算补偿/回购金额时，基于公平原则合理分配不可抗力造成的影响和损失，以保护自身的利益[9]。

被投资企业/创始人是否可以主张迟延履行对赌义务？

基于对赌义务的特殊性，我们认为延迟履行义务一般情况下并不适用于对赌义务（具体个案中是否可以适用，需要结合个案因素进行分析）。因为对赌的目标，无论是业绩还是上市，均具有时间价值和意义。以业绩对赌为例，同样的业绩，延迟一年完成，就可能对被投资企业的估值带来重大影响，对投资人的价值和意义也不一样。在上市对赌的情况下，影响更甚。上市是投资人退出的重要方式，被投资企业延迟一年上市，就可能面临完全不同的资本市场环境和监管政策要求，从而直接影响投资人的退出时间和投资收益；对于基金类投资人而言，考虑到其有限的存续期，如果被投资企业晚上市一年，一方面可能导致基金无法在存续期届满前退出，从而影响基金向其自身投资人进行收益分配，另一方面也意味着基金需向其投资人多支付一年的投资收益，从而影响基金管理人自身的收益。从司法实践来看，目前我们尚未看到主张延迟履行对赌义务的公开案例。本次疫情之后，是否会出现类似的案例，值得关注。

其他需注意的事项

1. 及时履行法定及约定的通知义务和证明义务

《合同法》第 118 条规定了因不可抗力不能履行合同的一方应当履行及时通知和证明义务。实践中，协议有时还会对通知义务和证明义务的履行方式、履行期限做进一步的规定。如果被投资企业未能按照法定要求或协议约定及时履行通知义务和证明义务，则其不可抗力免责的主张很可能难以得到法院的支持。

例如，在四川博瑞眼界户外传媒有限公司与杭州奥翔广告有限公司、干岳翔股权转让纠纷案中[10]，被告公司在不可抗力事件发生后自行向原告投资人出具了说明不可抗力影响的函件；但是，原被告双方签署的《股权转让协议》约定了证明文件的形式应为遭遇不可抗力事件一方所在城市的中国国际贸易促进委员会分会出具的证明文件。最终，被告公司未能提供符合合同约定的证明文件，成为其不可抗力抗辩未得到法院支持的原因之一。

考虑到本次疫情的特殊背景，我们理解对于身处受影响行业的企业而言，在不考虑其交易文件可能存在的特殊约定的前提下，其证明义务的要求可以适当降低。目前，本次疫情已经波及了全国所有省份，所有的省份和主要城市的政府部门均出台了延期复工的政策或要求[11]；全国人大常委会法工委和中国银行保险监督管理委员会关于本次疫情的最新表态[12]、浙江省高级人民法院颁布的《关于规范涉新冠肺炎疫情相关民事法律纠纷的实施意见（试行）》[13]以及部分地方政府部门出台的政策文件[14]中，均明确了本次疫情及其防控措施可以构成不可抗力。因此有理由认为，本次疫情的发生和存在应当是被普遍知悉的，其对受影响行业产生的不利影响也是公开和显而易见的，因此在前述背景下，我们认为不可抗力发生的证明义务要求可以适当降低。

2. 达成补充协议时需注意的问题

本次疫情之后，面对对赌目标无法实现的情况，多数被投资企业、创始人和投资人应该会优先选择就对赌目标和补偿机制的修改或调整进行协商，以期达成更符合现状的补充协议。实践中，除对赌事项外，双方还可能希望借助协商的机会，将原协议中需要补充和修订的其他问题一并解决。在这种情况下，需特别注意的是，在双方尚未就对赌条款的调整或修改签署补充协议之前，被投资企业或创始人应避免先行就其他协商内容与投资人签署补充协议。

根据司法判例，如在不可抗力发生后，当事人就对赌协议/投资协议的其他内容达成了补充协议，但未对其中的业绩对赌条款作任何变更，也未对不可抗力事件对业绩对赌目标的影响作出调整和回应，后续如果被投资企业再以不可抗力为由主张免责的，司法机关极有可能不予支持。因为司法机关会认为，双方在补充协议中未修改业绩对赌条款的行为，可以被理解为双方已经认可不可抗力事件不影响业绩对赌目标的达成，业绩对赌条款应继续有效。大同华盛昌泰投资管理有限公司、黄某与珠海晋鲁股权投资有限公司、丁某等合同纠纷案与旷智（天津）国际贸易有限公司、华天汇金国际贸易（天津）有限公司股权转让纠纷案均体现了前述观点[15]。

因此，当对赌双方当事人针对不可抗力影响对赌目标实现这一问题一时难以协商达成解决方案，但又必须先就其他已达成一致的事项签署补充协议时，被投资企业和创始人应注意在已达成的补充协议中，对对赌条款后续的修改和调整作一定的保留。例如，约定双方就不可抗力对业绩对赌的影响及后续处理应继续进行协商，并达成协议，以尽量避免上述风险。

结语

对被投资企业、创始人和投资人而言，本次疫情非任何一方可以预见和控制，也无法归咎于任何一方，但其造成的损失是共同的。面对这种情况，通过协商找到一个平衡各方利益的解决方案，支持企业走出困境，同时兼顾投资人的诉求，对各方而言可能是一个更加理性和合适的选择。但与此同时，深入理解不可抗力条款在对赌条款下的适用逻辑，提前做好面对最坏结果的法律应对方案，也十分必要。

[1]参考《北京市人民政府办公厅关于进一步支持打好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控阻击战若干措施》(京政办发[2020]5号)，明确的受疫情影响较大的行业企业。

[2]实践中，上市对赌如果失败，绝大多数的后果是创始人或被投资企业回购投资人的股权。严格来说，这种机制并不属于“估值调整机制”，因为在回购的情况下，并不会调整被投资企业的估值。本文为了方便讨论，将业绩对赌和上市对赌统一称为“对赌”。

[3]为论述简洁性目的，下文所述的股权回购、股权补偿等语境中的股权均包含股份含义。

[4]包括但不限于《最高人民法院关于在防治传染性非典型肺炎期间依法做好人民法院相关审判、执行工作的通知》（法[2003]72号），现已失效/废止。

[5]包括但不限于北京市第二中级法院课题组于2003年6月20日发布的文章《浅论如何处理非典构成不可抗力免责事由案件》。

[6]包括但不限于襄垣县五阳新世纪有限责任公司、王树文与郭宏伟租赁合同纠纷案（详见(2018)晋04民终2272号判决书）、洛阳台兴建筑安装工程有限责任公司诉洛阳有色金属加工设计研究院建筑工程施工合同纠纷案（详见(2010)豫法民再字第00024号判决书）、辽源市巨源工贸集团有限责任公司与姜玉阁、辽源市升华宾馆企业租赁经营合同纠纷案（详见(2017)吉04民终441号判决书）等案件中，法院均认定“非典”构成该等案件的不可抗力事件。

[7]据新华社2020年2月10日报道，全国人大常委会法工委发言人、研究室主任臧铁伟10日表示，当前我国发生新冠肺炎疫情，为了保护公众健康，政府也采取了相应疫情防控措施。对于因此不能履行合同的当事人来说，属于不能预见、不能避免并不能克服的不可抗力。根据合同法的相关规定，因不可抗力不能履行合同的，根据不可抗力的影响，部分或者全部免除责任，但法律另有规定的除外。

[8]包括中华人民共和国商务部于2020年2月5日印发的《商务部办公厅印发〈关于帮助外贸企业应对疫情克服困难减少损失的通知〉》中，要求各商会将协助有需求的企业，无偿出具因疫情导致未能按时履约交货的不可抗力事实性证明；以及中华人民共和国工业和信息化部于2020年2月9日发布的《工业和信息化部关于应对新型冠状病毒肺炎疫情帮助中小企业复工复产共渡难关有关工作的通知》（工信明电[2020]14号）中，要求各地的中小企业主管部门协助因疫情导致外贸订单无法如期履行或不能履行的中小企业申领不可抗力事实性证明，减少企业损失。

[9]比如如何继民与文军合同纠纷案（详见(2019)川06民终120号判决书）、钟祥市维美依阁家私有限公司与钟祥市百家装饰装潢有限公司买卖合同案（详见(2017)鄂0881民初1767号判决书）中，法院结合案件的具体情况，依据公平原则，酌情免除了受不可抗力影响一方的部分违约责任。

[10]详见(2016)川01民初593号判决书。

[11]我国31个省市（未包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾地区）及各主要城市的政府部门，针对各自行政辖区内新冠肺炎疫情的具体情况发布了相应的延期复工政策，如上海市、浙江省、江苏省等省市要求企业复工时间为2020年2月10日，疫情较为严重的温州市要求企业复工时间为2月17日。

[12]全国人大法工委最新表态：据新华社2020年2月10日报道，全国人大常委会法工委发言人、研究室主任臧铁伟10日表示，当前我国发生新冠肺炎疫情，为了保护公众健康，政府也采取了相应疫情防控措施。对于因此不能履行合同的当事人来说，属于不能预见、不能避免并不能克服的不可抗力。根据合同法的相关规定，因不可抗力不能履行合同的，根据不可抗力的影响，部分或者全部免除责任，但法律另有规定的除外。

中国银行保险监督管理委员会最新表态：据人民网2020年2月14日报道，银保监会普惠金融部主任李均锋在国务院联防联控机制于北京召开新型冠状病毒感染肺炎主题新闻发布会上明确，“如果有充分证据证明小微企业受疫情影响不能还款的，我们视为不可抗力，银行对经办人员和相关管理人员应该免于追究责任”。

[13]浙江省高级人民法院民事审判第一庭于2020年2月10日发布的《关于规范涉新冠肺炎疫情相关民事法律纠纷的实施意见（试行）》（浙高法民一[2020]1号）明确，确因政府及有关部门为防控疫情而采取行政措施导致合同不能履行，或者由于疫情的影响致使合同当事人根本不能履行而引起的纠纷，当事人主张减轻或者免除自身的法律责任的，应当依法按照《中华人民共和国合同法》第一百一十七条和第一百一十八条的规定妥善处理。

[14]比如郑州市城乡建设局于2020年2月13日发布的《关于应对新冠肺炎疫情防控期间支持建筑企业复工复产的实施意见》（郑建文[2020]21号）明确将“新冠肺炎”疫情明确设定为《建设工程施工合同》和《合同法》中所列明的不可抗力。

[15]详见(2019)晋民终65号和(2018)闽民终1190号判决书。

◇◇◇◇

本文作者为柯杰律师事务所张方（合伙人）、黄博豪、陈佳莉对本文亦有贡献。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的分析。