

## 对赌协议若干问题研究

赵金龙\* 咎凌霄\*\*

**摘要:**对赌协议,是目前私募股权基金投资领域中经常使用的一种工具。自 2002 年蒙牛与摩根士丹利等三家投资机构签订对赌协议并一举成功之后,对赌协议逐渐被广泛应用。但是,我国对对赌协议的认识有所欠缺,对赌协议的适用仍然存在诸多争议。本文将对对赌协议进行较为全面的介绍,旨在全面认识对赌协议,以期有助于相关立法、司法以及对赌行为的实施。

**关键词:**对赌协议 法律性质 合法性 风险防范

对赌协议作为一种金融工具,活跃于西方资本市场。2002 年,蒙牛与摩根士丹利等国际风投机构签订对赌协议一举成功,从一个注册资本百万的小企业一跃成为国内第二大奶制品企业。自此,对赌协议在中国资本市场立足,并且在我国的适用呈频繁之势,许多知名品牌成长背后几乎都存在国际背景的投资机构以及相关对赌协议。

---

\* 法学博士,河北大学政法学院教授,主要研究领域为公司法与公司治理、金融法和商法。

\*\* 法律硕士,天津市和平区检察院干部。

但并非每家企业都如蒙牛对赌成功,不少企业对对赌协议缺乏深刻正确认识,运用对赌协议的能力比起那些有丰富投资经验的金融巨头有如天壤之别,许多企业急于上市融资,盲目签订对赌协议,最后对赌失败,不得不吞下被收购、企业管理权易主等苦果。我国法律对对赌协议缺乏明确规定,国内对于对赌协议存在诸多争议,特别是对对赌协议在国内适用的争议尤为明显,这显然不利于该种金融工具在我国的应用。本文旨在通过探讨对赌协议的法律属性,加深人们的认识,分析对赌协议运用所面临的风险及其防范,为通过对赌协议融资的企业以及开展对赌协议法律规制提供参考。

## 一、对赌协议概念及其产生原因

### (一) 对赌协议的概念

对赌协议,又叫做估值调整机制,是风险投资领域中经常使用的一种工具。在西方资本市场中,几乎每一笔投资都能够看到估值调整的身影。对赌协议一般是指投资者在对企业进行投资时,为了促进投融资合作,对企业初始估值暂不争议,而通过投融资附属协议或特别条款对未来企业价值的不确定性作出约定:协议的约定条件成就,融资方依约行使一系列权利,以补偿前期企业价值被低估的损失;反之,投资方依约行使一系列的权力,以弥补企业价值高估的损失。<sup>[1]</sup>对赌协议条件颇为苛刻,一旦不能完成业绩目标,融资方将会付出巨大代价,但是如果完成目标,融资方则可以获得巨额奖励。虽然对赌协议包含“赌”,但“对赌”非赌,与“零和博弈”的赌博在目的、功能、后果等方面截然不同。投融资双方签订对赌协议的主观目的是既保护投资方利益,又能激励融资方,<sup>[2]</sup>以使企业效益最大化而实现双方共赢。

---

[1] 参见杨明宇:“私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析”,载《政法论丛》2014年第2期。

[2] 参见程继爽、程锋:“‘对赌协议’在我国企业中的应用”,载《中国管理信息化》2007年第5期。

## (二)对赌协议的应用背景

一般而言,对赌协议的应用有以下几方面背景和特征:第一,企业通过传统方式融资困难。中小企业难以通过传统方式融资,而不得不向国外风投机构寻求帮助。相对而言,向风投机构融资门槛较低或者说并没有固定门槛,只要得到风投机构的认可就能够获得资金。第二,企业经营者管理能力比较高。我国每年新增企业数以十万计,通过传统方式融资困难寄希望于风投机构的企业更是不在少数,但不是每家企业都能够获得风险投资机构青睐,风投机构只会向前景较好能够帮助其获利的企业投资。中小企业规模相差无几,所从事行业多种多样,对其未来前景的判断很大程度上取决于企业经营者管理能力的高低。第三,企业有短期内获得巨额投资的需求和能力。初创的蒙牛就可以说是万事俱备只欠东风,企业管理者是业内精英,行业环境也没有什么阻碍,蒙牛当时仅仅欠缺资金而已,所以在获得投资后短短几年就成长为中国第二大乳制品企业。第四,企业经营者有冒险精神。对赌协议所设条件往往十分苛刻,一旦对赌失败就要付出巨大代价,可能会输掉巨额资金甚至丧失企业控制权等,所以惧怕风险的保守主义者不可能通过高风险的对赌协议进行融资,也无法在巨大风险的高压之下将企业管理好。只有相对激进、不惧风险的经营者在面对十分苛刻的对赌条款时,有承担风险后果的准备和勇气,并自信能够完成约定目标,借助对赌协议实现企业跨越式发展。第五,投资方实力雄厚。通过对赌协议融资的企业往往需要大量资金,即使企业完成目标过程顺利,往往仍需要多轮融资,这就对投资机构的实力有很高要求。如果在投资过程中投资机构资金短缺,势必会严重损害双方利益,因此在过去十几年,中国企业国外资本的融资对象都是如摩根士丹利、高盛、鼎晖、英联等资本雄厚的风险投资机构。第六,投资方目的是投资获利而绝不干涉企业经营。在通过对赌协议融资的实践中,大部分是通过购买企业股份来完成投资,投资方获利方式主要是为企业提供所需资金,企业通过经营使股价上升,投资方所持股份价值随之上涨,之后投资方带着巨额收益套现退出。由于投资方往往并不懂得企业所属行业状况,对该企业经营也不甚了解,尽管持有企业大量股份,但是并不干涉企业经营。投资方如果干涉企业经营,常常导致企业利益受损,而且自身也深

陷泥潭不能自拔。

### (三)对赌协议产生原因

在资本市场,对赌协议产生的原因有如下几个方面。

第一,投融资双方对企业估值存在分歧。<sup>[3]</sup>这是因为:首先,对于企业估值见仁见智,在企业管理者水平、员工素质、经营模式以及市场环境、国家政策等影响下,企业未来具有极大不确定性,投融资双方均无法对企业未来作出精准判断。其次,企业估值具有主观性,投融资双方立场不同,甚至在利益冲突情境下是截然对立的。融资方希望获得更多投资,往往高估企业价值,有时甚至有意无意隐瞒一些问题;与此相反,投资方为了降低风险和提高收益,往往在企业估值上比较保守。最后,融资企业往往没有上市,难以找到合适的参考企业,国际投资机构的评估标准同国内企业评估标准存在巨大差异。投融资双方对企业估值不同使投资无法进行,而对赌协议的订立可以解决这一难题。

第二,投融资双方信息不对称。投融资过程中的信息不对称普遍存在,作为企业实际控制者和经营者,融资方理所当然地掌握了大量不为外人所知的企业信息,而作为外人的投资方则难以对企业的真实情况有及时、全面的掌握。作为信息优势方的融资者为了吸引到大量投资来支持企业的发展,往往过分夸大企业的价值和未来前景,或在某些情况下不披露甚至伪造企业的部分信息。作为信息劣势方的投资者则担心被蒙骗,往往小心翼翼不敢轻易作出投资决定,其更关心的是自己的投资能否获利以及投资完成后能否全身而退。于是投融资双方通过签订对赌协议来解决这一障碍。<sup>[4]</sup>

第三,委托代理风险的存在。首先,投融资双方利益分歧客观存在,由于投资方并不参与经营,并且信息占有量处于劣势,因而很难对融资方进行有效监督,这就极易导致融资方为追求自己利益最大化不惜损害投资方利益,从而产生道德风险。其次,企业经营者水平良莠不

---

[3] 陈外华:“创业投资过程中的对赌协议及其法律问题探析”,载《创新》2009年第3期。

[4] 罗青军:“对赌协议:内涵、风险收益及其决策模式”,载《浙江金融》2009年第6期。

齐,投资方在事前难以作出准确判断,在企业经营过程中又难以形成有效监督,就难免会“遇人不淑”。这就使投资方担心利益受损而犹豫不定导致投资难以进行。投资方对赌协议可以防范这一风险,即如果企业达不到预期目标,即使投资方无法取得投资收益也可以获得融资方赔偿。

正如学者所言,对赌协议在国外的盛行和在我国的兴起,有深层次的原因。对赌协议作为一种新型的金融工具,对于投资方和融资方均具有多方面的价值。<sup>[5]</sup>对赌协议能够缓解投资方与融资企业之间的信息不对称,降低投资风险;对赌协议能够极大地激励和约束企业管理层,实现投资者与企业管理层的共赢;能够促进公司所有权与经营权的分离,改善公司治理。

## 二、对赌协议的法律属性

### (一)对赌协议法律关系构成

对赌协议的法律关系构成包括如下三个方面:

第一,对赌协议的主体为投资方和融资方。融资方的签约者包括公司与公司的股东。

第二,对赌协议内容是对赌协议双方的权利和义务。一般为达到或未达成协议事先约定的条件时,一方可以要求另一方为一定给付。具体而言,就是如果将来企业业绩达到目标,则说明价值被低估,就由融资方行使某些权利;反之,则说明价值被高估,则由投资方行使相对应权利。

第三,对赌协议的客体即对赌“筹码”,包括股权、期权认购权、投资额等。常见的方式分别是:(1)股权:如果企业达到目标,投资方将赠送一定数量股权(股票)给融资方,反之则由融资方赠送投资方一定数量股权(股票);(2)期权认购权:如果企业达到目标,融资方就可以

---

[5] 参见杨明宇:“私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析”,载《政法论丛》2014年第2期。

获得一定期权认购权;如果企业未达到目标,则要以溢价回收投资方的股权;(3)投资额:如果企业达到目标,投资方将追加一定数量投资额;如果企业未达到目标,则投资方将减少或撤回投资。

## (二)对赌协议的性质

关于对赌协议的性质问题,一直存在诸如射幸合同、附条件合同、期权合同以及担保等多种说法。下面通过比较予以分析。

第一,对赌协议与射幸合同。生活中,基于经济、娱乐等目的,人们常常会对一些可能发生的事情投资、下注,比如投保、打赌、购买彩票等主观上具有猜测性,客观上具有不确定性的活动。这类活动被称为射幸。许多国家和地区的法律都对射幸合同进行了规定,诸如《法国民法典》、美国《路易斯安那州民法典》、美国《合同法重述》。<sup>[6]</sup>虽然它们对射幸合同的理解不尽相同,但是均以不确定性事项为标准,当事人因为该事项发生与否获得利益或遭受损失。

射幸合同有如下特点:(1)射幸性。这是射幸合同最根本的特征,射幸性意味着一方当事人支付一定对价之后换来的是获得标的物的机会而非标的物。对于合同后果,当事人有一定预测,但是其结果不确定。比如购买一张彩票,获得的是中奖机会,而是否中奖则要凭运气。(2)等价有偿的相对性。射幸合同当事人所承担的给付义务不一定等价,是否给付也不确定,当事人可能获得巨额利益也可能遭受巨额损失。这似乎与我国民事活动等价有偿原则不符,不过从整体上看,射幸合同的支付与报酬大体相当。比如在保险实务中,保险公司所获得的保费与支付的保险金大体相当。(3)当事人承受的风险不对等。由于是对机会性事项进行交易,一方当事人支付对价所换来的只是一个希望,这个希望可能会落空,能否获得报酬要凭借运气,但另一方的风险

---

[6] 《法国民法典》第1104条规定:“每一当事人承担的给付或作为义务大体等于他方对其承担的给付或作为义务时,此种契约为等价契约。当契约等价是指各方当事人依据某种不确定的事件,均有获得利益或损失之可能时,此种契约为射幸契约。”美国《路易斯安那州民法典》第2982条规定:“射幸合同是当事件人全体或其中一人或数人由此获得利益或遭受损失的效果取决于不确定事件的相互协商一致。”美国《合同法重述》第291条规定:“本重述中的‘射幸允诺’是指以偶然事件的发生或由当事人假定的偶然事件的发生为条件的允诺。”

却可能是可控的。以保险合同为例,保险公司会根据投保人情况的不同来设置不同的赔付率,从而控制风险,投保人则不具备这样的条件。

对赌协议与射幸合同有相似之处。有学者认为,对赌协议就是标准的射幸合同或者说可以归为射幸合同。<sup>[7]</sup> 首先,投融资双方以企业业绩指标为标的,这时企业业绩指标还不存在,能否达到目标存在不确定性,这种以具有不确定性事项为标的的行为,符合射幸合同最重要的特点——射幸性。其次,企业业绩目标完成与否决定了投融资双方的付出、报酬,届时会以一方无偿、低价转让股权、高价回收股权、追加投资等一系列不对等义务完成给付,但总体上还是等价的,符合射幸合同的等价有偿的相对性。最后,在对赌过程中,投资方往往都可以获利,只是获利多少有别,企业则有可能输掉控制权甚至破产,也符合射幸合同的当事人承受风险不平衡的特点。

我们认为,对赌协议与射幸合同是有差别的。首先是运气所占比例不同。射幸合同的射幸性主要依赖运气,合同约定事项发生与否往往不依赖于人的主观愿望,如保险合同、彩票。保险合同中,如果人为促使约定事项发生甚至是违法犯罪行为,彩票中奖则更是完全依赖运气的小概率事件。而对赌协议的约定事项——企业业绩目标则十分依赖企业经营者的主观能动性,尽管也有市场环境、国家政策等外部因素的影响,但企业内因是主导。其次是追求不同。射幸合同当事人往往不能同时获利,一方获益必然以另一方受损为代价。以保险合同、彩票为例,合同结果要么是投保人的保费、彩民购买彩票的对价付诸东流,保险公司、彩票公司获利,要么投保人、彩民获得数倍于付出的回报,保险公司、彩票公司受损。但是对赌协议当事人追求的是一种共赢,投融资双方并非敌人,而是伙伴,追求的不是你死我活,而是相得益彰。

第二,对赌协议与附条件合同。附条件合同,是指当事人在合同中特别规定一定条件,以条件成就与否来决定合同效力发生或消灭的合

---

[7] 谢海霞:“对赌协议的法律性质探析”,载《法学杂志》2010年第1期;傅穹:“对赌协议的法律构造与定性观察”,载《政法论丛》2011年第6期;李岩:“对赌协议法律属性之探讨”,载《金融法苑》2008年总第78辑。

同。我国《合同法》对附条件合同作出了详细、明确的规定,<sup>[8]</sup>根据条件的不同,所附条件可分为延缓条件、解除条件、肯定条件和否定条件。附条件合同有如下特点:其一,未来性。合同所附条件必须是将来尚未发生的事情而不能是已经发生的事。如果当事人将既成事实作为合同生效的条件,则等于该合同未附条件,如果将既成事实作为合同解除的条件,则该合同无效。其二,不确定性。合同所附条件成就与否并不确定,既不是一定能发生的,也不是一定不会发生的。如果该事实一定发生,那等于是附期限生效合同;如果该事实一定不会发生,则当事人根本没有设立合同的意思,故该合同无效。其三,选择性。合同所附条件是当事人自主选择的结果而不是法定条件,法定条件合同必须遵守不得选择。其四,合法性。合同所附条件必须合法。

对赌协议与附条件合同有一定相似性。对赌协议条款是以企业未来一段时间经营状况作为设定条件,具有未来性;企业能否达到预设目标,是一个无法百分之百确定的事情,具有不确定性;对赌协议条款由当事人协商而定而非法定,具有选择性;对赌协议约定事项并不违反法律法规,具有合法性。也正因如此,有学者认为对赌协议是附条件的合同。<sup>[9]</sup>然而,对赌协议与附条件合同存在区别:首先,附条件合同约定的条件决定了合同生效或解除,附条件合同在条件未成就之前属于合同成立未生效状态,合同双方并不用将其作为负担;但对赌协议一经签订即生效,<sup>[10]</sup>双方就进入了履行阶段,必须受到对赌协议约束。其次,附条件合同的给付内容是确定的,而对赌协议中企业是否达到预设目标则会影响给付内容,权利义务关系也会因此不同。

第三,对赌协议与期权。期权是一种选择权,是在未来一定时间可以买卖的权利。买方支付期权费后,就享有在未来特定时间,以特定价

---

[8] 我国《合同法》第45条规定:“当事人对合同的效力可以约定附条件。附生效条件的合同,自条件成就时生效。附解除条件的合同,自条件成就时失效。当事人为自己的利益不正当地阻止条件成就的,视为条件已成就;不正当地促成条件成就的,视为条件不成就。”

[9] 杨明宇:“私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析”,载《政法论丛》2014年第2期。

[10] 参见周玉姣:“我国对赌协议法律问题研究”,湖南大学2011年硕士学位论文。

格交易一定数量的某种特定商品的权利。期权具有如下特征:(1)约定事实具有未来性。(2)约定事实具有不确定性。(3)双方权利义务不对等。(4)双方风险不对等。(5)双方总获益为零。

有人认为对赌协议是期权的一种。<sup>[11]</sup> 从上述期权特征可知,对赌协议与期权有相似之处:首先,对赌协议约定的事实具有未来性,是以企业将来一段时间的经营状况设定目标。其次,对赌协议约定的事实具有不确定性,将来企业能否达成预设目标没有人可以作出准确判断。最后,以我国常见的业绩、股权为内容的对赌协议来讲,对赌协议中投资方的风险是有限的,或者说没有风险,企业达成目标与否只是关系到投资方获利多少,而投资方收益在理论上是无限的,企业业绩越好,投资方所持股票价值就越高。但是,对赌协议与期权的区别也较明显:首先,对赌协议双方均享有权利义务,企业达到目标,融资方享有权利,投资方负有履行义务;企业未达目标,融资方负有义务,投资方享有权利。其次,在对赌协议中,在理论上融资方风险并非无限,企业未达目标所遭受的惩罚是早在对赌协议中约定好的。最后,对赌协议双方可以同时获利,这也是双方目的所在。

第四,对赌协议与传统担保。担保是经济行为中非常重要的一个环节,它是为了确保债权人实现债权,以债务人或第三人的信用或财产来督促债务人履行义务的制度。<sup>[12]</sup> 担保一般具有如下特点:(1)从属性。担保合同不能单独存在,它从属于主合同,因主合同无效而无效。主债权转让的,担保权也一并转让。(2)担保人承担责任的或然性。担保人是否承担担保责任不能在合同签订时就确定,只有在主债务已届清偿期且没有得到履行或完全履行的情况下才能行使担保权。(3)保障性。从功能上看,担保合同的目的是保障主合同债务的履行,担保合同的存在可以促使债务人积极履行义务。

对赌协议与传统担保有相似之处:首先,对赌协议确实具有担保功能,是融资方对投资方投资行为的一种担保,保证投资方能够获得一定

---

[11] 王贺:“对赌协议的合法性”,载《金融实务》2011年第11期。

[12] 我国《担保法》第2条规定:“在借贷、买卖、货物运输、加工承揽等经济活动中,债权人需要以担保方式保障其债权实现的,可以依照本法规定设定担保。本法规定的担保方式为保证、抵押、质押、留置和定金。”

收益。其次,对赌协议约定的企业目标是否达成不能完全确定。最后,对赌协议对融资方也是一种压力,促使融资方能够积极改善企业管理,达到预定目标。但是,两者也存在明显区别:首先,从性质上看,担保债权是一种从属权利,从属于主债务,而对赌协议虽然具备担保效果,但是并无主权利与从权利之分,而且私募股权投资并非债权投资。其次,担保内容不同,传统担保是为主债权实现而设立,对赌协议则是为保障投资方收益,融资方对企业能够完成目标这一承诺的担保。最后,传统担保方式法定,包括保证、抵押、质押、留置和定金,对赌协议的担保形式则无法定要求。

综上所述,对赌协议不是射幸合同、附条件合同、期权合同以及担保,尽管与射幸合同最为接近,但是其与射幸合同仍然不可等同视之。从我国现行法律来看,对赌协议应当属于我国《合同法》中的无名合同。在法律适用上,可以遵守《合同法》第124条的规定,即“本法分则或者其他法律没有明文规定的合同,适用本法总则的规定,并可以参照本法分则或者其他法律最相类似的规定”。关于最相类似的规定,《保险法》中保险合同的规定更具借鉴参考价值,司法机关可以参考对对赌协议纠纷的法律适用作出相应解释。

### (三) 对赌协议的合法性

关于对赌协议的合法性主要有两种意见,一种意见认为,对赌协议是国际资本掠夺国内财富的手段,其内容严重不公平,属于“霸王条款”,对部分企业产生很大负面作用。对赌失败的融资方或输掉大量资金或失去企业控制权,而投资方则不论企业是否达到约定目标都获得巨大利益,极其不公平,因此对赌协议不仅不该合法化,而且应该禁止。<sup>[13]</sup> 另一种意见也是多数人意见认为,对赌协议本身是一种金融工具,对于投融资双方而言并无不公平,它是投融资双方为了实现共赢而签订,对赌协议的目的就是确保投融资的公平,既保障投资方利益,又激励融资方努力经营。

对赌协议作为一种无名合同并没有明确的法律规定,只要当事人

---

[13] 2009年无锡华软与赢时胜签订对赌协议,但在上市前夕,废除了相关条款,因为证监会认为对赌协议是霸王条款,禁止拟上市公司签订对赌协议。

签订的对赌协议无法律规定的无效情形,就应当合法有效。鉴于我国现行法律并无禁止对赌协议的强制性规范,其合法性的唯一争议点就是对赌协议是否属于显失公平。

有观点认为,无论企业是否达到约定的目标,投资方都能获得利益。<sup>[14]</sup> 如果达到预定目标,投资方虽然需要付出一定资金或股权,但企业业绩提高带来的资本增值远大于付出;如果企业未能达到预定目标,投资方则可以按照约定获得融资方一定的给付作为补偿。融资方则必须努力经营,使企业达到预定目标,否则将遭受严厉惩罚。因此,无论被投资企业能否完成预定目标,投资方都有利可图,而融资方却是利益与风险并存。

笔者对这一观点不完全赞同。首先,对赌协议对双方是公平的。信息占有处于劣势以及不参与企业经营缺乏对融资方的有效监督使投资方存在巨大风险。正是因为保护先天劣势的投资方、降低投资方风险、实现投资交易公平才导致对赌协议的产生。诚然,对赌协议使融资方的风险大于投资方,但是其获利也大于投资方,对赌协议是当事人关于高风险高收益的约定。其次,投资方在投资后,一般还要帮助企业改制重组,解决公司治理诸多问题,这些工作都是在投资方帮助下完成的,可以视为投资方的成本。最后,投资方并非“旱涝保收”。融资企业一旦未能完成预定目标甚至出现亏损,投资方也需依《公司法》规定,按照持股比例承担相应损失,虽然可以获得融资方的股权或者企业控制权作为补偿,但也只是损失得以降低而已。投资方的根本目的在于获取企业增值带来的收益,而非企业的控制权或股份;获得大量价值不高难以套现的股票只会徒增负担,投资方不愿也无力接管被投资企业。因此,对赌协议本身是公平的,它旨在保护投资方利益、激励融资方、确保投资交易公平,其合法性毋庸置疑。

---

[14] 赵晓琳:“对赌协议欠缺法律支持”,载《上海证券报》2012年6月5日版。

### 三、对赌协议运用的风险

#### (一) 立法所引起的风险

第一,《反垄断法》中反垄断审查可能影响对赌协议的法律效力。

反垄断审查似乎和对赌协议没有关系,我们所熟知的对赌协议应用的典型案例都是民营企业为求突破性发展但通过传统方式又融资困难的情况下通过与具有外资背景的投资机构签订对赌协议来融资。但是随着对赌协议在企业并购中的应用,当并购涉及国有企业或者关系国计民生或国家安全的企业时,包含对赌条款的并购协议就要经过商务部及国家工商总局等部门的审查。<sup>[15]</sup> 业内关于反垄断审查对对赌协议影响的讨论源于徐工集团并购案,<sup>[16]</sup>徐工集团并购案促使我国出台了系列反垄断法律法规,这些法律法规不仅规定了外资并购国有企业的行为,还对外资并购国内民营企业作出规定。<sup>[17]</sup>

第二,《公司法》中股份转让限制对对赌协议实施的影响。

在英美自由资本制度下,对赌协议得到充分利用。比如对赌协议的典型条款:投资方通过以一定金额收购融资企业股份的形式注资,并为企业设定一个业绩目标,如果企业达到目标,则投资方无偿转让一部分股权给企业管理层作为奖励,投资方所持有的剩余股份因为企业业绩增长而得到增值,投资方会迅速套现带着巨额利润抽身;如果企业没有实现目标,管理层将赠与投资方一定股份或以某价格回购投资方所持有的股份。但是在我国,资本运作行为(股份发行、股份转让、股份回购、增减资)受到严格限制,主要有如下几个方面:(1)在股份发行方面,《公司法》第125条规定:“股份有限公司的资本划分为股份,每一

[15] 参见宣颖:“我国对赌协议的运用风险及法律对策”,载《现代经济信息》2009年第22期。

[16] 吴慧元、牟昕盼:“对赌协议案例分析”,载《合作经济与科技》2009年第6期。

[17] 我国《反垄断法》第31条规定,对外资并购境内企业或以其他方式参与经营者集中,涉及国家安全的,除依照本法规定进行经营者集中审查外,还应当按照国家有关规定进行国家安全审查。

股的金额相等。”第127条规定：“股票发行价格可以按票面金额，也可以超过票面金额，但不得低于票面金额。”第133条规定：“公司发行新股，股东大会应当对下列事项作出决议：(一)新股种类及数额；(二)新股发行价格；(三)新股发行的起止日期；(四)向原有股东发行新股的种类及数额。”(2)在股份转让方面，《公司法》第138条规定：“股东转让其股份，应当在依法设立的证券交易场所进行或者按照国务院规定的其他方式进行。”第141条规定：“发起人持有的本公司股份，自公司成立之日起一年内不得转让。公司公开发行股份前已发行的股份，自公司股票在证券交易所上市交易之日起一年内不得转让。公司董事、监事、高级管理人员应当向公司申报所持有的本公司的股份及其变动情况，在任职期间每年转让的股份不得超过其所持有本公司股份总数的百分之二十五；所持本公司股份自公司股票上市交易之日起一年内不得转让。上述人员离职后半年内，不得转让其所持有的本公司股份。公司章程可以对公司董事、监事、高级管理人员转让其所持有的本公司股份作出其他限制性规定。”(3)在股份回购方面，《公司法》第142条规定：“公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：(一)减少公司注册资本；(二)与持有本公司股份的其他公司合并；(三)将股份奖励给本公司职工；(四)股东因对股东大会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份的。公司因前款第(一)项至第(三)项的原因收购本公司股份的，应当经股东大会决议。公司依照前款规定收购本公司股份后，属于第(一)项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第(二)项、第(四)项情形的，应当在六个月内转让或者注销。公司依照第一款第(三)项规定收购的本公司股份，不得超过本公司已发行股份总额的百分之五；用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出；所收购的股份应当在一年内转让给职工。公司不得接受本公司的股票作为质押权的标的。”

总体而言，我国《公司法》在对赌协议所涉及的资本运作方面的规制与国际资本市场有很大不同，没有形成保障对赌协议的法律制度，在一定程度上影响了对赌协议的运用。

第三，立法对保护中小股东利益的强化可能妨碍对赌协议实施。

对赌协议大多由管理层与投资方签订，为实现对赌协议约定目标

以及企业快速发展,管理层往往将企业资金用于发展,而连续多年拒绝分红;基于自身利益考虑,多数小股东不愿意企业签订对赌协议。此种情形下,管理层在一些企业重大问题决定上会采取“欺压”小股东、不召开股东大会自行决定等手段。由于对赌协议条件往往比较苛刻,一旦对赌失败企业会付出巨大代价,甚至被兼并,永乐家电即为一例;管理层出发点固然是通过融资帮助企业实现跨越式发展而不是谋求私利,因为一旦对赌成功,企业就会获得巨大收益,比如蒙牛就从一家初创小企业一跃成为中国乳制品行业排名第二的大公司;但是对赌失败会使管理层付出惨痛代价,比如太子奶李途纯。无论初始目的如何,企业管理层依靠股份优势独断专行、对赌失败带来的严重后果都会被认为损害股东利益,一旦股东提起诉讼,就很有可能得到法院支持,从而影响到对赌协议的实施。立法上,我国《公司法》对于保护中小股东利益限制管理层行为也有相应规定。<sup>[18]</sup>

## (二)对赌协议的政府干预

虽然《公司法》规定公司自主决定其经营活动,但实际上政府干预公司经营活动的情况时常发生。对赌协议条款苛刻,企业一旦未能完成预定目标对赌失败,就会付出巨大代价,有可能面临破产、控制权易主、裁员等问题,这又可能引发一系列社会问题,如失业、地方经济衰退等,这是政府非常不愿意看到的,此时就会出现政府介入的情况。比如太子奶集团同英联等三家投行对赌,双方约定,三大投行以7300万美元购得太子奶一定股权,获得资金后,如果太子奶集团在三年内业绩增长达到50%,投行就要将部分股权转让给太子奶总裁李途纯,如果业绩增长低于30%,李途纯将失去所持股份。2008年,太子奶陷入债务危机,李途纯被迫用所持的61.6%股权换取三大投行4.5亿元的注资,失去所有股权的李途纯改任太子奶名誉董事长。此时,政府开始介入,湖南省株洲市政府注资1亿元,并从投资方手中要回61.6%股权,交还给李途纯,并以此股权为抵押换取高科奶业对太子奶的托管。虽然最后政府的行为并未救活太子奶,李途纯还是提前履行了对赌协议,

---

[18] 我国《公司法》第148条至第152条详细地规定了公司董事、高级管理人员的禁止性行为,以及公司董事、高级管理人员出现上述行为后,股东的救济方法。

将自己的股权全部交出,但我们还是看到了政府干预对于对赌协议的影响。<sup>[19]</sup>

### (三) 司法机关的裁决或者行政机关的监管可能使对赌条款无效或废除

司法机关的裁决对对赌协议效力的影响以海富投资案<sup>[20]</sup>最为典型。海富投资案历经一审、二审和再审,最高人民法院认定股东层面对赌协议的效力,但遗憾的是其以损害公司、其他股东和债权人利益为由否定了投资方和企业之间对赌协议的合法性。<sup>[21]</sup> 该案判决启示人们,由于对赌协议尚无专门法律规定,它并非一定有效,因此在设计条款时要注意对我国相关法律的遵守,不要将条款设计得太过离谱。

来自行政机关的监管主要是指来自中国证监会的监管。2009年11月16日,无锡华软与赢时胜签订一份融资协议,其中包含一定数量的对赌条款,但是在上市前夕,由于证监会禁止拟上市公司签订对赌协议而不得不废除了以上条款。证监会认为对赌协议会使拟上市公司存在重大不确定性,包括公司股权结构重大变化以及公司管理层变化,不符合《IPO 管理办法》的相关发行条件。许多企业出于某些目的不予披露对赌协议,证监会认为这种不披露有可能构成虚假陈述或欺诈,侵害投资者的知情权且不利于公众监督,所以证监会禁止签订对赌协议公司拟上市。

### (四) 契约精神缺失和法院执行难导致对赌协议难以实现

契约是商业活动的基础,契约精神是西方文明的主流精神,在西方社会占有极其重要的地位。我国由于契约精神的缺失,一些企业在未能实现对赌协议设定目标面临付出巨大代价时,选择逃避或拒绝履行对赌协议。

如果投融资双方因对赌协议而对簿公堂,在法院判决生效后,也可

[19] 张迎亚:“太子奶集团企业管理的失误及启示”,载《时代经贸》2011年第13期。

[20] 关于海富投资案参见:“海富投资案:解读最高人民法院再审判决及对PE投资者的启示”,载 <http://www.kingandwood.com/article.aspx?id=china-bulletin-2012-12-01&language=zh-cn>,2014年4月16日访问。

[21] 参见杨明宇:“私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析”,载《政法论丛》2014年第2期。

能会由于申请执行人、被申请人以及法院执行人员的种种原因而出现执行难问题,导致对赌协议难以实现。

现实中,对赌条款被触发会给融资企业带来巨大损失,很多企业及其管理层拒不配合执行,也有企业客观上确实不具备执行条款的能力。一些投资者为了迫使融资方兑现对赌协议的约定,采取各种“威逼利诱”方法,有些投资机构甚至被戏称为“讨债公司”。有些投资方甚至愿意放弃对赌协议约定的巨额赔偿,只求获得比投资稍高的回报,避免亏损。在契约精神的缺失和执行难的现实面前,被寄予厚望的对赌协议不得不面临尴尬的境地。

#### 四、对赌协议的风险防范

##### (一) 设立离岸公司

离岸公司是在离岸法域之内设立的公司。一些国家和地区(主要是岛国)为了吸引国际资本,在本国设立一些特别宽松的经济区域,允许国际人士在这些经济区域成立国际业务公司,并在领土外经营运作,只收取少量年度管理费。<sup>[22]</sup>我国企业运用对赌协议的经典案例中,大部分企业都使用了设立离岸公司这一手段,如蒙牛就曾在英属维尔京群岛、开曼群岛注册离岸公司。离岸公司具备以下四个要素特征:(1)地域要素,即离岸公司必须在特定离岸法域成立。(2)法律要素,即离岸公司成立的法律依据必须是该地专设的离岸公司法规。比如,英属维尔京群岛规范离岸公司的法律是《维尔京国际商务公司法》;而在开曼群岛,则为《开曼群岛公司法》第7章下的豁免公司规范。(3)资本要素。一般而言,离岸公司注册资本都属于外来资本,公司投资者或设立人来自离岸法域外。为防止本地资本为规避税收而利用旨在吸引外资的优惠条件,使国家利益受损,各国离岸公司法都会对资本作出要求。(4)运营要素,即离岸公司不得在该法域内经营,或者说离岸公司不得是在本土经营的公司。几乎所有离岸公司法都规定,

[22] 参见张诗伟:《离岸公司法》,法律出版社2004年版,第5~8页。

一旦发现离岸公司在离岸法域内与其他公司签订商业合同,当局就撤销该公司的离岸地位。除此之外,公司投资者也不具有离岸法域自然人或法人的身份,其董事、经理等公司高级管理人员一般也不是注册地的居民。

设立离岸公司可以在一定程度上规避潜在法律障碍并降低对赌协议适用风险。设立离岸公司的优势在于:首先,避开中国法可能存在的障碍,自由选择法律。根据我国法律规定,法人的本国法为注册登记地法律,因此,在离岸法域登记和注册的离岸公司,其一切民事行为均需依照登记注册地的法律,即离岸法域的离岸公司法实施。其次,便于投资方顺利退出。私募股权投资方是财务性投资而非战略投资者,投资期往往较短,一般不超过5年,它们更关注投资获利和及时安全退出。我国上市门槛较高,大多数企业都难以在短期内完成上市。相对而言,境外资本市场的上市门槛较低,通过设立离岸公司,融资企业可以顺利上市,这有助于股权转让以及风投套现退出。

## (二) 加强信息披露的自律

信息披露对公司治理非常重要。对赌协议是一种高风险高回报的金融工具,管理层为避免遭受惩罚会采取各种手段去完成目标,这极可能破坏公司内部治理,隐瞒部分信息,侵犯中小股东利益。基于保护中小股东利益,监管部门对对赌协议往往采取保守态度,甚至全盘否定。信息披露是企业的义务,企业管理者应当主动披露企业信息,尽管对赌协议隐藏着高风险,可能会导致部分股东的不安,但企业管理者应当确保信息披露的真实、完整、及时,表明企业管理层保护中小股东的态度,让中小股东能够及时、充分了解企业最新动态和真实状况,也向监管部门表明,企业不会为借助对赌协议融资而牺牲中小股东利益,避免监管部门否定对赌协议,导致企业融资失败。

## (三) 合理设计对赌条款

合理设计对赌条款可以大大降低企业风险,不合理的条款则会将企业直接推向深渊。

第一,设立合理的企业目标。

企业目标的设定是融资方在设计对赌条款时考虑的首要问题。目标过低,企业增值小,难以吸引投资方;目标过高会导致管理层压力过

大,因为完不成目标会面临严厉惩罚。对赌协议设定的投资周期通常较短,一般在5年以内,短期目标通常根据企业以往业绩来设定,成熟型企业尤其如此。这类企业经过多年经营,其经营模式、发展道路已趋于稳定,其历史业绩是目标设定时最重要的参考,如果忽视这一参考,就很可能因无法完成目标而失败。在永乐家电案中,对赌协议给永乐家电设定的目标是要求其年复合增长率达到60%。根据以往业绩,该目标显然过高。为实现目标,永乐进行了疯狂的并购,但是这并没有帮助永乐完成目标,反而形成沉重负担,最终导致永乐对赌失败,被国美兼并。相形之下,初创型企业以往业绩的参考价值相对较低,因为成立时间短、资金缺乏问题严重,其真实的企业价值及盈利能力并没有完全体现出来,设定企业目标就需要经营者对其自身经营能力和企业前景作出理性、准确的判断。

企业目标不应简单设定为一个确定的标准,而是设定成多层次的目标,并将股权比例条款依照目标设定一个浮动范围。这样融资方经营活动更灵活,投资方也可以及时调整投资策略,确保双赢。

## 第二,确保企业控制权。

对于企业管理者而言,确保控制权极其关键,控制权归属会对企业未来发展产生直接影响。对赌协议通常规定,如果融资方没能完成目标,则要出让一部分股权给投资方以弥补企业当初被高估给其带来的损失。如果投资方掌握企业控制权,投资方退出方式将更加多变,甚至投资方可能会不惜牺牲企业未来,通过将企业推向竞争对手来套现退出。比如,在永乐家电案中,永乐最终被国美并购就是投资者摩根士丹利通过系列资本运作手段推动完成的。为避免企业在未完成目标时遭遇永乐家电一样的命运,就需要将确保控制权作为签订对赌协议的核心问题,将投资方股权限制在一定比例以下。例如,在无锡尚德案中,在尚德与高盛等投行签订的对赌协议中,就有一条保障条款。<sup>[23]</sup>

确保企业控制权条款的设置不但可以限制投资方,防止其为实现

---

[23] 尚德董事长兼 CEO 施正荣设定一保障条款,无论换股比例如何调整,外资机构股权比例都不能超过公司股本40%,保证了自己对公司的实际控制权。此外,他为公司董事、员工和顾问争取到约611万股的股票期权。

自己的利益不惜牺牲企业,而且可以保证管理层在企业对赌失败后仍然掌控企业,从而保留扭转企业的最后一个机会。

### 第三,将条款设计为重复博弈结构。

这种做法可以有效降低当事人在博弈时的不确定性,从而分解风险,避免出现“多米诺骨牌效应”,发生“一招棋错满盘皆输”的情形。在设计条款时应当将对赌协议第一阶段目标制定得较低作为试探,在第一阶段博弈完成后,双方都可以积累丰富而且相对准确的数据,为双方下一轮合作奠定良好的基础。如果第一轮合作顺利完成,企业表现出卓越的盈利能力以及良好前景,那么投资方就可以进行下一轮注资,加大投入,展开深入合作,最终实现共赢。如果企业没能完成第一轮目标,企业也没有表现出令人满意的能力,此时双方都可以选择终止合作;此时终止合作,由于双方投入尚少,损失也较小。保持对赌协议的灵活性和动态性可以为日后双赢打下良好的基础。需要注意,重复博弈的注资方式要逐次递增,尤其在第一次试探性合作时,筹码小些可以使博弈更灵活。

### 第四,设定终止条款和排他条款。

设定终止对赌协议的条款可以帮助双方及时、合理退出,而缺乏终止条款有可能使双方陷入对赌泥潭而不能自拔。缺乏终止条款,企业可能在条件有利需要作出变更行为时,受到对赌协议以及投资方束缚,难以发展。企业可以设定这样一个终止条件:当企业面临一些重大公司行为时,如公司上市、兼并重组等,如果对赌协议继续进行会不利于企业发展,对赌协议就必须宣告终结。在无锡尚德案中,对赌协议中就约定,企业一旦上市,对赌协议随之终止,这样企业可以在获得其他融资途径不必依赖投资方后,脱离投资方约束,自己掌握企业的未来。

此外,还应在对赌协议中设定排他条款。投资方为保证自己获利会不考虑企业利益,它们凭借持有的大量股份,完全有能力推动甚至操纵企业间的并购。一般而言,兼并竞争对手很困难,但如果持有大量股份的投资方推动,兼并则会变得容易,永乐案就是如此。在永乐对赌协议中,由于没有设定排他条款,摩根士丹利见永乐前景不乐观,便通过一系列金融手段,推动国美并购永乐,攫取巨额利润后退出。因此,融资方应当在对赌协议中做充分防范。