

对赌协议本质探究及风险防范

——于“不确定”中寻求“确定”

张 鸽

(华东政法大学 国际法学院, 上海 200042)

摘要: 估值调整机制在中国以对赌协议的形式存在,但是立法的相对滞后使其性质尚难准确界定。对赌协议的效力之争一直是其核心问题,分歧颇多。目前法律法规与司法建议等提倡适用商事审判理念,在不损害公司利益的情况下认可对赌协议的合法性,相关司法实践也印证了这一趋势。但是对赌协议的风险并不会因其合法而减少,市场的风险可以轻易置对赌双方于“双赢”或“双输”的境地。因此,将对赌协议尽量合规的同时,也应慎重考虑风险的合理规避。

关键词: 对赌协议;估值调整机制;附条件无名合同;风险防范

中图分类号: D923.6 **文献标志码:** A **文章编号:** 1672-349X(2018)04-0088-09

DOI: 10.16160/j.cnki.tsxyxb.2018.04.015

Nature Exploration and Risk Prevention of Valuation Adjustment Agreement: Seeking “Certainty” against “Uncertainty”

ZHANG Ge

(School of International Law, East China University of Political Science and Law, Shanghai 200042, China)

Abstract: In china, Valuation Adjustment Mechanism appears in the form of Valuation Adjustment Agreement, while relevant law and regulations couldn't meet the needs of the practice, which caused the difficulty in deciding the nature of Valuation Adjustment Agreement. Its validity has always been a core issue. At present, laws, regulations and judicial suggestions are inclined to ratify its validity by advocating commercial trial principle in cases where such principle will not damage the companies' interests. This tendency is also witnessed by judicial practice. However, there still exist risks of Valuation Adjustment Agreements. Market risks can easily place both parties in Valuation Adjustment Agreements into a double-win or double-lose situation. Therefore, it is as important to ensure its validity as to prevent risks prudently.

Key Words: valuation adjustment agreement; valuation adjustment mechanism; conditional innominate contract; risk prevention

基金项目: 国家哲学与社会科学基金规划项目(16CFX98)

作者简介: 张鸽(1994—),女,江苏南通人,硕士研究生,主要从事国际经济法、国际金融法研究。

市场经济的发展和企业发展模式的创新呼唤着更多元的融资机制,投资方与融资方的良好协议运作或能实现互利共赢的局面,在此宏观背景下,对赌协议应运而生。对赌协议实为估值调整机制在中国的特定体现形式,该类机制在不同法域、不同地区受到的法律规制不尽相同。站在中国企业发展的角度上,对赌协议是投资、融资的新型渠道,有助于砥砺企业妥善经营、稳定收益,但是也存在不可避免的风险。目前我国对赌协议方面的立法不够完善,对赌协议的性质为何,效力如何界定尚且有待商榷,相关的讨论与观点碰撞也层出不穷。本文尝试从对赌协议的起源、性质和宗旨入手,通过与其他合同的对比分析其性质,并以近几年经典判决为立足点,分析对赌协议的审判规则,以求尽力完整、客观地剖析对赌之实质,于“不确定”的定性与实际效果中追求相对“确定”的合法合规与风险规避。

一、对赌协议的性质:并非一场“豪赌”

“对赌协议”是经引入中国后加入了本土特色而产生的一种提法,这一名称容易产生思维误区,让人不由得将其对令人激情澎湃而又心惊胆战的“赌博”联系起来。因此,首先必须厘清的概念就是对赌协议并不是一场豪赌,而是具有特定法律程序、机制并受严格法律约束的行为。

(一)对赌协议不具有赌博性质

从起源来看,对赌协议指的是“估值调整机制”(Valuation Adjustment Mechanism,以下简称VAM)。就其本质而言,VAM机制是对未来不确定的事项预期并约定,该事项的发生或不发生将直接影响协议双方的权利义务,因此具有调整平衡双方权利义务的实际效果。VAM机制在实践中的运作模式为收购一方(特定情况下是投资一方)与出让方(特定情况

下是融资一方)在达成并购(或者融资)协议时,对于未来不确定的情况进行一种预期和约定:如果约定的条件出现,则融资方行使相应的权利;如果约定的条件不出现,投资方则行使相应的权利。因为对赌协议的实现需要经过一定时间,或发生一定情形,因此是根据指定条件达成与否而生效的,部分学者会将其纳入“期权”^①的形式之一。VAM机制在各国会有不同的存在形式,例如美国就未在其风险投资合同示范文本^[1]或相关文献中规定“对赌协议”或者“估值调整机制”,与中国的对赌条款最相近的就属企业并购中常见的“盈利能力支付计划(Earn-out Clause)”了。该类条款主要是非上市公司并购中,交易方“赌定其预期的准确性,待不确定性消除之后才了结交易”^[2],即先支付一部分资金,等双方具有真正确信之后再视业绩完成剩余给付。但是这与对赌协议仍然存在一定的区别:Earnout Clause一般是并购交易中的定价与支付机制,而对赌协议多用于风险投资或私募股权等领域,两者运作机制也存在差别^[3]。因此,对赌协议的研究背景为我国的立法与实践,这必将具有中国本土的特色。

(二)对赌协议不属于射幸合同

在确定了对赌协议是法律意义上的合同,而非类似赌博等行为之后,就需要进一步讨论其本质属于何种合同类型了。存在部分观点认为对赌协议属于射幸合同的一种,但是这种看法可能只看到了“赌”之表象,却没有看到“对赌”之实质。“射幸”一词来源于拉丁文,与“alea(骰子)”和“aleator(玩骰子者)”具有紧密联系;射幸合同一词(Aleatory Contract)中也包含了侥幸、偶然的意思^[4]。《牛津字典》给“射幸”定义是:“取决于不确定的偶然性。”我国《资治通鉴·魏高贵乡公甘露二年》载有“射幸数跌,不如审发。”《三国志·蜀志·谯周传》也载

^① 期权(option),是一种选择权,指是一种能在未来某特定时间以特定价格买入或卖出一定数量的某种特定商品的权利。它是在期货的基础上产生的一种金融工具,给予买方(或持有者)购买或出售标的资产(underlying asset)的权利。期权的持有者可以在该项期权规定的时间内选择买或不买、卖或不卖的权利,他可以实施该权利,也可以放弃该权利,而期权的出卖者则只负有期权合约规定的义务。

有“射幸数跌,不如审发。是故智者不为小利移目,不为意似改步”,比喻“侥幸”求利多次失败,不如审慎从事一举成功^①。随着社会经济的进步,射幸合同在交易中具有一定的必要性,各国民法逐渐涉及对其的规定:《法国民法典》第 1104 条第 2 款定义射幸合同为:“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。”^②路易斯安那州民法典第 1776 条规定:“若作为合同目的之一的履行取决于不确定事件,合同是射幸的或冒险的。”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。”^③上述法律规定和定义都强调了射幸合同中“极大的不确定性”,如保险合同、博彩合同都被认为是典型的射幸合同^④。但是,对赌协议(VAM 机制)与射幸合同的本质上还是存在明显区别的。首先,射幸合同具有非常大的不确定性,其中规定的特定条件或事件在一般生活中发生的几率较低,如“博得头彩”“发生保险条款规定的事故”等,基本没有规律可循,也难以合理预期,可谓具有极强的风险性和机遇性。而对赌协议中设定的条件一般与企业运营、收益等相关,处在一定范畴之内,且可以通过公司运作模式、运作效应、收益年度报表或者市场调查等方式形成一定的预期,现状与触发情形之间具有一定因果关系,甚至可以在触发之前有所发觉,因此,对赌协议具有相对大的确定性和可预期性。其次,射幸合

同中双方承担的风险具有不平衡性,若一方赚的盆满钵满,另一方一定是损失了较大利益;若一方血本无归,另一方则一定收益颇丰,风险的天平只会偏向一侧。而对赌协议就具有比较明显的“调整”功能,双方可能一荣俱荣、一损俱损。如果获益,双方可以达成共赢的效果,如果亏损,双方可以调整以减少整体损失,避免投资方血本无归。该模式比射幸合同多了些“平衡”“调整”的价值^[5],对激励企业发展、社会进步具有较为直接的益处。因此,将对赌协议纳入射幸合同的范畴,略显勉强与草率。

(三)对赌协议可被定性为附条件(调整)的无名合同

当对赌行为以双方合意的“协议”形式确立下来时,将其纳入“附条件(调整)的无名合同”可能是目前最为合理的。从立法角度来看,我国现行有效的《合同法》一共规定了十五种有名合同^⑤,但是该部法律颁行于 1999 年 10 月 1 日,现在的经济发展水平、社会发展情况与当时已经截然不同,因此近些年进入公众视野的对赌协议不在此列亦是情有可原。从对赌协议本身性质来看,其不能被完全纳入列明的十五种合同类型之任何一种,将其与其他合同归类不甚合理;而对赌协议自身适用范围比较特定、适用领域相对有限,因此也暂时不存在为其特别“赋名”,使其成为第十六种有名合同的必要。对赌协议因而落入了《合同法》第 124 条对无名

① 参见《资治通鉴·魏高贵乡公甘露二年》《三国志·蜀志·谯周传》。

② Civil Code of France, Article 1104.2 “Where the equivalent consists in a chance of gain or of loss for each party, depending upon an uncertain event, a contract is aleatory.”

③ Civil code of Louisiana, Article 2982: “The aleatory contract is a mutual agreement, of which the effects, with respect both to the advantages and losses, whether to all the parties or to one or more of them, depend on an uncertain event.”

④ 如《法国民法典》将射幸合同明确限定在以下范围内:保险契约;航海冒险借贷;赌博及打赌;终身定期金契约。同时规定,对于赌博的债务或打赌的偿付,不赋予任何诉权。

⑤ 《中华人民共和国合同法》在分则部分规定了以下十五种有名合同:买卖合同;供用水、电、气、热力合同;赠与合同;借款合同;租赁合同;融资租赁合同;承揽合同;建设工程合同;运输合同;技术合同;保管合同;仓储合同;委托合同;行纪合同;居间合同。

合同的规定范畴之中^①。

值得注意的是,上文定义对赌协议为“附条件的无名合同”,其中的“附条件”之意与我国《合同法》第四十五条所指的附生效或附解除条件的合同并不是同一概念^②。该条所指的附条件是指条件的成就与否直接决定了合同的效力(或开始生效,或开始失效);但是对赌协议自双方合意签订即生效,其所附条件的成就并不影响合同效力,而是影响并调整双方的权利义务内容,这也是VAM机制中“估值调整”的核心价值所在。对赌协议中条件的触发,将在保持合同有效的前提下,对各方权利义务进行具体的调整,可以视作触发条件后合同产生一定的变更,因此,需与附条件生效或解除的合同区分开来。

综合以上分析,对赌协议不具有赌博性质,亦不能被牵强归为射幸合同之类,基于其自身独特属性、特定适用范围,目前将其定性为“附条件(调整)的无名合同”最为贴切。

二、对赌协议的效力:并非一律无效

对赌协议的效力问题一直处于学术争论的风口浪尖,但是通过立法与司法双层次的分析不难发现,对赌协议并非一律无效。

(一)立法并无否认对赌协议效力的直接规定

从现有的法律法规角度来分析,对赌协议并不是当然无效的。我国《合同法》第52条规定了合同无效的若干情形^③,对赌协议的订立

基于双方合意,因此不存在欺诈胁迫手段;同时,对赌协议之目的在于调整不特定事件发生时双方的权利义务和风险分配,并不涉及损害国家、集体、第三人利益或存在非法目的、损害社会公共利益或违反法律等问题。即使可能存在于此类情形,也是因为违反了法律之规定而无效,并非基于对赌协议之性质而当然无效。对赌协议一般涉及公司利益、股东权益等方面,因此可能涉及我国《公司法》的相关规定。《公司法》在总则中的第20条规定了股东不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益;不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益^④。因此股东在签署对赌协议时不仅需要受到《合同法》第52条的制约,也要受《公司法》第20条的制约,不能以对赌协议之名行损害公司利益、其他股东利益之实。

因为对赌协议来自境外,且引入中国本土时间尚短,因此目前针对对赌协议的具体规定仍然缺位。对实践具有一定指导意义的文件有最高人民法院2014年颁布的《关于人民法院为企业兼并重组提供司法保障的指导意见》,其中第6条规定需坚持促进交易、维持交易的“商事审判理念”,审慎认定企业估值调整协议(即本文所称对赌协议)等新型合同的效力,避免简单认定无效^⑤。最高法院颁布的该份规定属司法政策性质,在尚未有位阶更高的规定之前,其对

① 《中华人民共和国合同法》第124条:“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。”

② 《中华人民共和国合同法》第145条:“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。”

③ 《中华人民共和国合同法》第52条:“有下列情形之一的,合同无效:(一)一方以欺诈、胁迫的手段订立合同,损害国家利益;(二)恶意串通,损害国家、集体或者第三人利益;(三)以合法形式掩盖非法目的;(四)损害社会公共利益;(五)违反法律、行政法规的强制性规定。”

④ 《中华人民共和国公司法》第20条:“公司股东应当遵守法律、行政法规和公司章程,依法行使股东权利,不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益;不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益。”

⑤ 最高人民法院《关于人民法院为企业兼并重组提供司法保障的指导意见》(法发[2014]7号,2014.06.03实施),第6条:“要坚持促进交易进行,维护交易安全的商事审判理念,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。”

对赌协议的效力问题具有一定指导意义。商事审判理念符合我国的市场经济发展现状,充分尊重意思自治,坚持商业判断准则,不鼓励将新型合同草率归为无效之列^[6]。

(二)司法呈现依个案肯定对赌协议效力之趋势

从立法现状来看,对赌协议的直接规定滞后,而实践在一定程度上先行于立法,因此从既有经典判决分析对赌协议的效力也是可行途径之一。本文着重分析该领域近几年最具代表性的四起案件。

1. 海富投资一案奠定对赌协议审判基调

关于对赌协议最早的也是最经典的案例当属 2012 年的苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司增资纠纷一案^①,该案经历三次审判才最终定锤。2007 年 11 月 1 日前,甘肃众星锌业有限公司(后改名为甘肃世恒有色资源再利用有限公司,以下简称世恒公司)、海富公司、迪亚公司、陆波共同签订一份《甘肃世恒锌业有限公司增资协议书》(以下简称《增资协议书》),其中第七条特别列明了以下事项:第一项为上市目标,协议签订后,世恒公司应尽快成立“公司改制上市工作小组”,着手筹备公司的上市;第二项为业绩目标:世恒公司 2008 年净利润需不低于 3 000 万元人民币。如果不能达成,海富公司有权要求世恒公司予以补偿。第四项为股权回购:如果到指定日期,因世恒公司原因无法上市,则海富公司有权在任一时刻要求迪亚公司回购届时海富公司持有之世恒公司的全部股权。对于《增资协议书》第七条第二项内容的法律效力,一审法院认为系双方真实意思表示,但实际净利润不能达成即要求世恒公司补偿的约定,很可能损害公司利益及公司债权人的利益,不符合《中外合资经营企业法》相关规定以及《公司法》第 20

条第 1 款的规定。因此,这样的补偿约定因触犯《合同法》第 52 条第 5 项规定而无效。二审甘肃省高院认为:各方就业绩目标进行约定仅是对目标企业盈利能力提出要求,这符合投资的最初目的,也并不触犯法律;但是各方约定实际利润不达即应予以补偿的约定,使得世恒作为融资方,不论业绩如何都必须给予投资者即海富公司一定收益,投资者不承担风险却能坐享收益,违反了投资领域“风险共担”的原则。最高人民法院在再审中判决:该案协议的约定使得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实际经营业绩,规避了需要共担的风险,因此损害了公司利益和公司债权人利益,一审法院、二审法院认定《增资协议书》中的这部分条款无效是正确的。但是世恒公司之外的另一家公司——迪亚公司对于海富公司的补偿承诺系其真实意思表示,该承诺不涉及公司及公司债权人的利益,也不违反法律法规的禁止性规定,因而有效。该再审判判决确立了非常重要的几点方向:第一,对赌协议并非一概无效,必须结合商事审判理念和投资目的,谨慎分析;第二,应当全面分析对赌协议的各项条款,可能存在部分无效而部分有效的情况,应坚持“二分法”看待其效力;第三,判断对赌协议效力的关键在于该协议是否实际损害公司或其债权人利益,有违法律法规的强制性规定。

2. 金泰九鼎案贯彻分析对公司利益的实质性损害

海富与世恒对赌协议一案奠定了近几年对赌协议审判案例的基调,2014 年的厦门金泰九鼎股权投资企业与骆鸿、江西旭阳雷迪高科技股份有限公司增资纠纷一案^②也贯彻了前案中兼顾《合同法》《公司法》等规定,分析是否实质性损害公司利益的做法。该案中,旭阳雷迪公司承诺,2010,2011 年度实现净利润不低于一

① 苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波增资纠纷再审案,最高人民法院(2012)民提字第 11 号。

② 厦门金泰九鼎股权投资合伙企业与骆鸿、江西旭阳雷迪高科技股份有限公司公司增资纠纷一案,(2014)厦民初字第 137 号。

定数值(波动范围正负5%以内),如实际利润低于约定数值,旭阳雷迪公司应当向金泰九鼎在内的三家投资企业进行现金补偿,由其法定代表人担保赔偿,以保障投资方的稳定权益。各方后续订立补充协议规定了上市保证条款:旭阳雷迪公司最迟在2012年12月底前申报上市。若旭阳雷迪公司2014年6月30日前没有完成挂牌上市,三方可要求旭阳雷迪公司购买三方持有的全部或部分股权。厦门市中级人民法院将本案所涉的“利润不达即需补偿”定性为估值调整条款,即对赌条款。该案引入了应当公司法中“公司资本维持原则”来评价融资公司承诺补偿行为的效力。该原则强调公司至少须维持相当于资本额的财产,不可随意减少或抽逃资本。此类原则在美国等其他国家也广泛存在,体现为限制分配(distribution)的条件与方式,意在维护公司利益^①。对赌条款中向股东补偿的行为具有返还资本的性质,必将导致公司资本的非法抽离,从而损害公司及债权人的利益。本案另一价值在于参照了海富与世恒对赌协议一案,重申了二分法和实质性分析原则——旭阳雷迪公司的补偿承诺将减损公司利益,但是基于法人独立地位的存在,其股东对投资人的补偿承诺并不会损害公司利益。本案以对比分析的方法明确了:公司作为义务方的对赌条款无效并不影响股东作为义务方的对赌条款之有效性。

3. 周秋火、姜仔鸭两案强调以商事思维慎待对赌协议

2014年的周秋火等诉苏州天相湛卢九鼎投资中心公司等公司增资纠纷一案^②以及2017年的管金秀、山东姜仔鸭农业产业公司新增资本认购、买卖纠纷一案^③均体现了对赌协议效力问题的审判趋势——对赌协议不能轻易判定无效;效力判定需紧扣公司利益。两案的裁判列明了以下观点:首先,从估值调整协议(对赌协议)本身看,其为高风险、高回报的新型投资机制,但对协议双方而言是相对公平、均等的,协议满足了交易双方实现投资利益最大化的营利需求与真实意思表示,双方获取双赢收益或承担双输风险,因此并不能以显失公平等原因撤销合同。其次,从协议双方来看,融资方应具备专业的判断能力、分析能力和交易能力,对自身企业具有较全面的认识;投资方也具有预估收益与风险的专业素养。因此签订对赌协议时,双方对企业经营状况与业绩目标应当已有了较为全面的评估判断。最后,从对赌协议的标的看,公司上市、获取收益等均为资本在市场上的合理形态变化,虽然存在一定的或然性,但绝对不能与投机、射幸等小概率事件同比;公司的上市、升值并不损害国家利益、社会公共利益或违反公序良俗,甚至是市场经济下大家喜闻乐见的效果。

概言之,现有的法律法规和各类司法文件

^① Model Business Corporation Act, article 1.40(6): “Distribution means a direct or indirect transfer of money or other property (except its own shares) or incurrence of indebtedness by a corporation or for the benefit of its shareholders in respect of any of its shares. A distribution may be in the form of a declaration or payment of a dividend; a purchase, redemption, or other acquisition of shares; a distribution of indebtedness; or otherwise.”20世纪80年代后,法定资本约束分配行为的做法逐渐退出舞台,改为清偿能力限制,即分配不得使公司丧失清偿能力。美国传统的商业州如纽约州、加利福尼亚州仍然保留法定资本约束制度,禁止公司分红或赎回股票,而特拉华州等地的法律逐步放宽此类规定。

^② 周秋火等诉苏州天相湛卢九鼎投资中心(有限合伙)公司等公司增资纠纷二审案,(2014)沪一中民四(商)终字第2041号。

^③ 管金秀、山东姜仔鸭农业产业集团有限公司新增资本认购纠纷、买卖合同纠纷二审案,(2017)鲁09民终1752号。

提出了运用商事思维审判谨慎判断合同效力的要求,但尚没有针对对赌协议的专门性规定;既有的判决呈现的趋势是,不能简单判定对赌协议一律无效,并且趋向认可其市场中的激励作用与合法因素;但是效力问题必须结合个案情况判定。这并不代表可以简单归纳为“与公司签订的对赌协议无效,与股东签订的对赌协议均有效”,义务方身份判断只是可能途径之一,但随着社会情况的发展,这绝非唯一铁律,对赌协议的效力必须坚持立足于“是否实质性损害公司利益”这一核心点上,而不能形式性僵化。

三、对赌协议的适用:并非百益无害

虽然司法与实践均为对赌协议的实质效力留下空间甚至提供支持,但是对赌协议可能引发的风险仍不容忽视。

对赌协议在法律上存在合法的空间,并且能够帮助企业高效率融资达成一定目标,具有较强的商业价值,顺应了市场发展的趋势。同时,对赌协议能够激励融资方妥善经营、创新改革以使企业尽量达到协议约定的业绩效果^[7]。回购、补偿等条款的设计可以充分保护投资人的权益,权衡和调整双方当事人的权利义务关系。总的来说,对赌协议看似将双方推到了高风险的悬崖边缘,实则构架了一定的防护措施调整双方关系,避免你死我活的局面。现有的裁判趋势也能很好地规范股东行为,维护公司利益与发展价值,因此对赌协议越来越受初创性、亟待发展的企业青睐。

摩根士丹利、鼎晖、英联与蒙牛乳业集团的对赌就是成功的案例^[8]。根据对赌协议,如果蒙牛管理层没有维持蒙牛高速增长,投资方将暂停投资、控制账面上剩余的大笔投资现金,并享有蒙牛 60.4% 的股份(绝对控制权);反之,如果蒙牛管理层实现了高速增长,则可以实现投资公司的一定投票权与股权比例。此外,投资方与蒙牛管理层的业绩对赌协议约定了 2003 至 2006 年蒙牛的业绩复合年增长率不得低于 50%,否则公司管理层将输给投资方巨大数额的股份;反之,如果蒙牛能够连续三年增长 50%,投资方将奖励蒙牛管理层一定的己方股

份。2004 年 6 月,蒙牛乳业在香港主板成功上市,上市后的蒙牛业绩迅猛增长,投资方进一步投资,并最终获取了蒙牛高速发展为自己带来的巨大反馈收益。在这起私募案件中,蒙牛借力上市并迅猛发展,猛甩对手;摩根士丹利等投资方也收获颇丰,双方可谓通过对赌协议实现了双赢。

然而,对赌协议本身的性质与市场的特性决定了双赢局面仅为“可能”而非“必然”,诱人的机遇之侧可能也伴有巨大的风险。例如,陈晓与摩根士丹利及鼎晖对赌,最终输掉了永乐电器;李途纯与英联、摩根士丹利、高盛对赌,层层败退,最终输掉太子奶;张兰对赌鼎晖,最终无计可施,输掉了自己亲手打造的俏江南……投资市场上此类案例不胜枚举,它们充分影射着对赌协议的风险,或者步步为营,或者满盘皆输。

前文已经论述对赌协议实为 VAM、附条件(调整)的无名合同,因此不同于赌博、投机,对赌协议的风险也是可以通过法律、经济等途径分析与规避的。

对赌协议可能存在的风险在于以下几个方面。第一,法律缺位导致对赌风险骤增。因为法律法规没有对对赌协议的专门规定,因此相关的事项参照《合同法》《公司法》等规定,未来可能引入适用的规范会不断增加,对赌行为总是存在触碰某些法律法规规定红线的可能性,这种潜在的违法可能性无法准确预期,也难以完全消除。此外,对赌协议还会涉及税收问题,甚至可能涉及外商投资、外汇管制等问题,目前尚且缺失一套完整、明确的法律框架体系。第二,市场差异与行政程序引发对赌潜在风险。欧美私募股权投资市场惯常使用的优先权、可转换优先股等投资工具在我国并未获得认可,对赌协议在中国市场的运行具有特殊性。同时,中国证监会已将上市时间对赌、股权对赌、业绩对赌、董事会一票否决权安排、企业清算优先受这五类协议列为首次募集上市的审核禁区,即使对赌协议符合法律法规,也会在上市审核等程序中成为一大阻碍^[9]。第三,双方对赌

行为的实施可能造成巨大风险。对赌失败的融资方可能彻底失去对自有企业控制权,而对赌失败的投资方可能收益甚微,甚至无法取回投入的资金。目前对赌过程中的披露制度尚不完善,双方并不能保证已经准确知悉对方情况以及相关对赌风险,此时只要有任何一方违背诚实信用原则虚构、隐瞒重要信息,都将会给对赌另一方以致命一击。

四、对赌协议的风险防范:并非束手无策

了解对赌协议之潜在风险并非提倡对之“因噎废食”,而是为了以更加充足的准备将风险最小化,使利益最大化。前文所述的对赌协议的风险切实存在,但若从下述几个角度积极应对、理性规划,尚不至于落入束手无策之境地。

(一) 理性规划对赌协议

1. 科学选择合作对象

意欲尽量规避对赌中的风险,就必须从协议入手,理性规划各个方面。首先,协议对象的选择必须谨慎。具体而言,对融资方的选择需要考虑其主体类型、主营业务、企业所处阶段、市场地位、市场份额、股权组成以及发展方向等,对投资方的选择则需要考虑其投资资金、投资方式、要求的回报形式等。目前在对赌协议实际操作中最被人们誉为美谈的当属蒙牛与摩根士丹利的对赌,摩根士丹利选择了年轻的、产业需求具有根基性的蒙牛作为投资对象,而蒙牛也在集资一筹莫展之时寻找到资历雄厚的摩根士丹利作为合作伙伴,最后摩根士丹利游刃有余而稳赚不赔,蒙牛借机腾飞并盆满钵满。但是也有很多学者提出,这种双赢的局面只是外国投资者成熟策略下中国融资方“不亏损”的情况,但是未来中国融资方如何增加收益的稳定性,甚至成长为适格的投资方,都需要在合作对象上多下功夫。

成功的对象选择是理性对赌协议的第一步,当然这对信息披露的要求也较高,双方合作前应尽职尽责调查对方信息,基于诚实信用原

则相互披露己方信息,在彻底了解对方的性质、特征、能力与投融资意向之后,在平等自愿、公平公正的基础上达成合作。

2. 细心制定具体条款

选择了合适的协议对象并不代表万事俱备。对赌协议的诸多风险点之根源来自于对赌协议条款的不明确或不科学:例如,模式设定不合理、权利义务不明确、设置条件不现实等。首先,双方就对赌工具的选择不容忽视,良好的对赌工具是控制对赌风险的基础和最直接方式。目前常见的对赌工具主要有股权调整、货币补偿、可转换工具、优先权、股权回购、投票权、新股认购及价格、反稀释条款^①等多种类型。双方应协商选择合理的对赌工具,投资方应注意权衡各类对赌标的的价值、实现可能性,也要充分考虑若不能实现可采取哪些补救措施;融资方则需要考虑对赌标的以及相应比例是否合理,如何以最小的损失实现己方目标。

此外,对赌协议成功还有赖于合理、切实的对赌指标。对赌协议并不是空中楼阁,而是需要切实履行、承担责任的法律行为,因此其中订立的盈利要求、业绩指标、上市安排等都必须具有可行性、合理性。在诸多对赌失败、两败俱伤的案例中,大多是投资方或融资方不切实际、急于求成,订立了根本无法达到的虚无指标,这样的方式与理念只会让企业的运作趋于僵化,企业的发展趋于功利化,而投、融资双方也极易因此身陷泥潭。

针对上述问题,越来越多的学者建议在对赌协议的订立、实施阶段均积极纳入相关专业人员,例如税务师、律师、会计师等,从税务问题、市场分析、涉外规制等方面给予建议,避免协议双方禁锢于单一的法律思维看待对赌协议。

(二) 审慎建立防范措施

1. 提前建立防范机制

如果说科学规划对赌协议是“攻”,那么提

^① 反稀释条款(Anti-dilution provision):广义包括了增资(或股权转让)的认购权,狭义是指对投资时股权价值的保证,有的还会要求对投资人的持股比例给予静态保证。

前建立相关的预防机制、兜底措施可谓是重要的一步“守”。在对赌协议订立过程中,双方不能一味进取而不留后路,兜底条款、免责条款的设计则可以规定例外情形,减轻双方的风险负担。此外,对赌协议中可以引入控制权保障机制。控制权就是话语权,是企业的核心,也是对赌协议条款预防机制设计中的关键之一。目标公司可以通过设定控制权保障条款保证最低限度的控股地位,即约定无论换股比例如何调整,投资方的股权比例都不能超过公司股本的指定数额,从而给融资方自身留下一定机动空间^[10]。

2. 妥善设置退出机制

首先,对赌可以采取分层分期模式以规避风险、及时叫停。与其急于求成地设立很难达成的目标,不如围绕终极目标设定节点目标,风险可以被分解到各个阶段,如果进行顺畅则可以跟进,一旦在某环节出现问题,也可以及时制止,避免各方更大的损失。这样的方式其实是运用了步步为营、及时止损的逻辑策略,避免将鸡蛋放在一个篮子里。

此外,对赌协议应清晰界定终止条件。对赌过程中可能遇到目标公司业绩良好,要求继续融资的情形,在这种情况下发生时,投融资双方往往立即应对寻求新的措施。但是,倘若双方在最初就明确本次对赌协议的具体目标和终止条件,便能避免长期循环,也能缓解资金无法按期解套的问题。

其次,对赌协议宜设立退出限制。对赌协议离不开长期稳定的实施,对赌协议的合理退出条件达成,则投资方得以退出;反之,则若投资人在投资过程中欲以非合理要求退出投资或转让股份,则必须受到一定限制:如不能将股份转让给目标公司的竞争对手、上下游单位等主体,避免以对目标公司的实质性威胁作为议价筹码等。

概言之,估值调整机制涵盖甚广、形式丰富,因此在各个国家呈现为不同的模式,在中国则是以“对赌协议”的形式存在。目前,进一步适用商事审判理念的要求使得对赌协议获得了更大的合法空间,相关实践也趋于频繁和成熟。

综合立法现状与审判实践,对赌协议若能合法运作,则能激励企业良好发展、优化市场资源配置,但是其中的风险也亟待合理规避。对赌协议并不是随意的一场豪赌,而是广泛涉及法律、金融、经济、市场因素的一盘大棋,使其合法合规仅仅是第一步,企业若要借对赌协议立于不败之地,必然需要在对赌的每一个环节上慎重思量。

参考文献:

- [1] 美国风险投资协会. 美国风险投资示范合同[M]. 北京市大成律师事务所, 北京市律师协会风险投资委员会, 译. 北京: 法律出版社, 2006: 49 - 62.
- [2] MANNS J, ANDERSON R. The merger agreement myth[J]. 98 Cornell law review, 2013(1): 1183.
- [3] VICTOR P GOLDBERG. In search of best efforts: reinterpreting bloor v. falstaff[J]. 44 Saint louis university law journal, 2000(1): 1465 - 1485.
- [4] LAZAR P R. The aleatory contracts under new civil code provisions[J]. Contemporary readings in law and social justice, 2014, 6(1): 295 - 300.
- [5] 俞秋玮, 夏青. 对赌协定效力之争及其评价[J]. 法律适用, 2015(6): 11 - 20.
- [6] 张先中. 私募股权投资中估值调整机制研究——以我国《公司法》资本规制为视角[J]. 法学论坛, 2013(5): 133 - 140.
- [7] 许竹. 对赌协议在企业融资中的作用及对策研究[J]. 金融经济, 2016(20): 15 - 22.
- [8] 蒙牛: 对赌协议经典案例[EB/OL]. [2017-11-7]. <http://news.hexun.com/2013-09-29/158419805.html>.
- [9] 新三板法商研究院. 证监会最新 IPO 审核要点 [EB/OL]. [2017-11-7]. http://www.sohu.com/a/137849940_618578.
- [10] 潘修平. 对赌协议的效力及法律风险控制[J]. 北京邮电大学学报(社会科学版), 2016(5): 22 - 40.

(责任编辑: 夏玉玲)