

对赌协议履行中的风险识别及应对机制

目录

对赌协议履行中的风险识别及应对机制 1

摘 要 1

一、绪论 2

 （一） 选题的目的和意义 2

 （二）国内外研究现状评述 3

 （三）本文研究的主要内容 4

二、对赌协议的概述 4

 （一） 对赌协议的概念 4

 （二） 对赌协议的产生机理 5

 （三）对赌协议的分类 5

三、对赌协议的性质及效力分析 6

 （一） 对赌协议的性质分析 6

 （二） 对赌协议的效力分析 8

四 、对赌协议履行中的风险识别 11

 （一）法律规范匮乏风险 11

 （二）对赌目标设定风险 12

 （三） 目标公司管理风险 12

 （四）投资主体求偿风险 13

五 、对赌协议履行风险的应对机制 14

 （一）建立健全相关立法调整措施 15

 （二） 借鉴国外制度合理设定对赌目标 15

 （三） 目标公司加强自身内控制度设计 16

 （四） 投资主体完善对赌条款设置 17

结语 17

摘 要

对赌协议，又称估值调整协议，常见于我国投融资市场。本文从对赌协议的基本理论入手，分析出了其属于权益工具、期权的金融属性以及射幸合同、附条件合同的法律属性，并否定了资本维持原则对该协议效力的桎梏而肯定了合同自由原则对其效力的影响。通过对对赌协议的整体认识，加之对实践过程中出现问题的分析，不难识别出对赌协议在履行过程中可能存在法律规范匮乏风险、对赌目标

设定风险、目标公司管理风险以及投资主体求偿风险。为了协助对赌双方有效规避上述风险，可以通过建立健全相关立法调整措施、借鉴国外制度合理设定对赌

目标、目标公司加强内控制度设计以及投资主体完善对赌条款设置等应对措施加以防范。

一、绪论

(一) 选题的目的和意义

1. 选题的目的

随着市场的不断变革,为了降低变幻莫测的商业风险,“对赌”成为了市场主体融资的重要手段。在当代社会,有越来越多的投资方想要与目标公司签订对赌协议来保障自己的投资,同时也有越来越多的目标公司选择通过与投资者签订对赌协议来扩大公司规模以求长远发展。但由于该种合作机制尚不成熟,对赌双方常常在实际履行中产生争议,使得对赌协议纠纷逐渐进入司法领域。从“海富案”到“华工案”,针对这类法无明文规定的新型企业合作机制,各地各级审判组织给出了差异巨大的裁判思路。《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)¹的问世,在一定程度上为对赌协议的纠纷处理提供了统一的裁判标准和尺度,具有积极意义,但该会议纪要并不具备实质的法律效力,其中涉及到对赌协议的规定只有只言片语,仍然不能有效帮助对赌双方识别并规避对赌风险。因此,笔者选择了《对赌协议履行中的风险识别及应对机制》作为论文题目和研究内容,以期对于对赌企业双方成功应用对赌协议有所裨益。

2. 选题的意义

(1) 研究的理论意义

对赌协议作为商事主体基于意思自治进行的新兴商事行为,已然成为了横跨公司法和民法的新难题。《九民纪要》以及《民法典》问世以后,以资本维持原则为代表的公司法强制性原则已经不再使投资方和目标公司之间的对赌协议当然无效,而股权回购、资金补偿等债务的履行却有可能因违反资本维持原则或未完成减资程序而陷入理论上的“履行不能”。在理论层面,无论公司法学界还是民法学界对对赌协议的履行问题鲜有研究。本论文有助于进一步加强学界对对赌协议在履行过程中的理论研究。

¹2019年11月14日,最高人民法院对外发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》,由于是第九次修改故简称《九民纪要》。该纪要由最高人民法院审判委员会民事行政专业委员会讨论决定,主要涉及民商事审判中的疑难前沿争议问题。该纪要非司法解释,人民法院在裁判文书中仅可根据该纪要的相关规定进行说理,不能作为裁判依据援引。

(2) 研究的实践意义

在我国当前的资本市场中，对赌协议已经颇为常见。从2012年“海富案”到2019年“华工案”再到《九民纪要》对对赌协议的相关规定，对赌有效的时代已经来临。而对赌有效并不代表对赌成功，对赌协议作为一种财务工具，一种估值调整机制，其双方信息的不对称性以及未来市场发展的或然性必然会为对赌协议的履行带来众多难以预知的风险。由此观之，理性谨慎的签订对赌协议、提前预测未知风险并采取有效对策对于投资方和目标公司都是有益而无害的，同时也可以促进经济市场平稳有序的运行。因此，本论文为对赌协议在履行中可能出现的风险进行研究并提出相应的对策，具有较强的实践针对性和紧迫性。

(二) 国内外研究现状评述

1. 国内研究现状

对赌协议作为一种新型投融资方式，在我国国内应用已经非常广泛。据相关资料记载，早在2003年就已经有了蒙牛乳业与摩根士丹利等三个国家签订对赌协议并履行成功的实例，随后也断断续续有相关企业运用对赌机制进行合作。其目的也不尽相同，有的为了创业，有的为了并购，还有的为了股权分置改革。随着这十多年的发展，对赌协议在资本市场已经屡见不鲜了，娱乐圈也常常有相关的实例，但相关的理论实践研究却未有大的进展，因此在对赌协议的履行过程中常常会发生争议。2012年“海富案”的出现打破了这个看似风平浪静的局面，对赌协议逐渐进入司法领域。但这只是开始，我国各地各级审判组织对“对赌协议”合法性判定的定性结论大相径庭，甚至产生了巨大的分歧。从“海富案”到“华工案”，对赌协议经历了从无效到有效，再到有效但存在履行障碍的观点变迁，给我国投融资市场运用对赌协议的商事实践带来了重重法治迷雾。至今我国现行有效法律仍然没有对赌协议的具体规范，因此对赌协议的效力如何界定以及其在履行过程中会出现什么样的风险、如何规避这些风险成为了亟待解决的问题。

2. 国外研究现状

商业不分国界，随着金融市场的不断发展，世界各国的企业都在为了降低自身风险而做出创新与调整。虽然对赌协议本身是具有中国特色化的概念，但其与国外早就存在的“股权棘轮”(Equity Ratchet)有异曲同工之处，二者都是一种估值调整机制，孙黎等学者也明确说明“股权棘轮”是对赌协议的其中一种类

型。以美国为例，美国是各国范围内风险创业投资的典范，其对“股权棘轮”的研究已经较为成熟。相关学者研究发现，投资者使用“股权棘轮”机制的主要目的在于降低自身投资风险以及激励管理者，由此，美国对待“股权棘轮”持有一种积极的态度，并制定了一系列优惠政策以鼓励交易，促进投融资领域的发展。其余一些发达资本主义国家的各领域专家也在发挥自身优势，通过假设各种模型、设计图表公式等方法帮助投融资双方合理估值，预测可能出现的法律风险，并给出相应的规避措施。

(三) 本文研究的主要内容

对赌协议作为一种估值调整机制，已经成为了资本市场的常客。但由于立法空白，对赌协议的效力以及履行问题成为了一道横跨理论界和实务界的难题。鉴于对赌机制涉及多个领域，因此本文主要从金融学和法学两个角度对对赌协议的性质进行了分析，同时从《公司法》和《民法典》两个视角对对赌协议的效力进行了研究。通过上述基本理论的探讨，笔者总结了对赌协议在履行过程中可能出现的风险，并针对风险提出了相应的解决措施，以期对对赌双方成功对赌提供有效建议。

二、对赌协议的概述

(一) 对赌协议的概念

对赌协议，又称估值调整机制 (valuation adjustment mechanism)，主要适用于私募领域与融资并购市场。具体来讲，是指投资方在投资过程中由于对未来市场的发展状况不确定，而将目标公司将来的某种发展情况或某项业绩指标作为对赌目标，以该目标最终实现与否为标准，来对投资结构进行合理调整的一种机制。

究其本质而言，对赌协议实际上就是一种控制投资风险的手段，不仅可以发挥估值调整的作用，还可以成为对赌双方风险收益的“平衡器”。所谓对赌，顾名思义，即双方互相“下赌注”。其中必然涉及两方主体——投资方和目标公司，拆解来看，投资方一般表现为一些私募股权投资机构或者风险投资机构，目标公司通常为新近设立的高科技公司等具有光明前景但缺少资金来源的公司，或者是一些已经设立但在公司运营过程中出现资金障碍而没有足够、充分的资金获取渠

道的公司²。投资方希望目标公司在接受投资后顺利上市或被收购，然后自己获利退出；目标公司则希望其获得投资后可以有充裕的资金扩大生产，增强自身实力。可以说，对赌是一个双方各取所需的过程，也是一个寻求双赢的过程。

（二）对赌协议的产生机理

在资本市场中，信息是企业合作时知己知彼的重要媒介，信息的不对称性将会加大企业合作的难度。具体到投融资领域，融资方具有的往往只是潜在的发展优势，其产业价值尚不明确，这种信息的不对等便对投融资双方之间的相互了解程度提出了更高的要求。尽管我国《证券法》规定了大量的信息披露义务，但信息的不对称性仍然是投资方在决定投资时所忌惮的主要问题。为了解决这个问题，一些企业借鉴国外的“股权棘轮协议”，使得具有中国本土特色的对赌协议应运而生。对赌协议作为帮助投资者降低投资风险的工具，其设计的初衷就是通过设定对赌目标、不断调整估值来将对赌协议双方的风险和收益进行分配。

除此之外，未来市场的不确定性也是促使对赌协议产生的一个重要因素。这种不确定性主要体现在合同签订和合同履行之间的时间差中，在这个过程中产生的风险同样会构成合同交易的障碍。在民法的世界里，合同的成立和履行是两个不同的过程，即使是一个完全理性的人也不可能会预料到中途可能会发生的所有事情，而对赌协议的设计结构便很好地解决了这个问题。协议双方为了规避可能出现的风险，就会设计某种奖惩机制来促使双方按照合意行使权利、履行义务。比如双方就达到某项业绩设置对赌条款，融资方需要作出很大的努力并达成目标才能得到投资方的继续投资机会，否则则会付出代价，这样，即使出现了预料之外的情形，双方也有一个较为宏观的行为方向作为指引。在这样的良性市场中，往往会达到双赢的效果。

（三）对赌协议的分类

对赌协议在资本市场上可谓是五花八门。2019年《九民纪要》就市场中最常见的两种对赌协议（股权回购型和资金补偿型）在效力及履行上提出了指导意见，但对赌协议的类型远不止这两种。以下将从不同的分类标准为着眼点讨论当前市场中可能出现的对赌协议的类型。

1. 以对赌标的为分类标准

2 张群辉：《对赌协议的规范分析与适法路径》，载《金融发展研究》2019年第7期，第41页。

按照对赌标的的不同，可以将对赌协议分为对赌业绩型、对赌股价型、对赌上市时间型、对赌关键指标型等。对赌业绩型对赌协议是以目标公司将来某一时刻所达到的业绩作为对赌标的一类对赌协议；对赌股价型对赌协议是以目标公司未来的股价是否能够达到约定标准为对赌标的一类对赌协议；对赌上市时间型对赌协议是以未上市公司将来能否上市作为对赌标的一类对赌协议；对赌关键指标型对赌协议是以目标公司的某项关键指标(如市场地位、创新业绩、生产力、支付能力、盈利能力等)作为对赌标的一类对赌协议。

2. 以对赌主体为分类标准

按照对赌主体的不同，可以将对赌协议分为投资方与目标公司的“对赌”以及投资方与目标公司股东或实际控制人的“对赌”等类型。前者的核心在于对赌双方是法人与法人，由于涉及到双方的公司治理结构，因此该种对赌协议在后期履行过程中往往比较繁琐；后者的核心在于对赌双方是法人与自然人，而自然人的社会属性相对简单，因此该种对赌协议在后期履行过程中可能相对容易一些。

3. 以对赌条款实现方式为分类标准

按照对赌条款实现方式的不同，又可以将对赌协议分成两大类——股权型和资金型：股权型对赌协议是指如果目标公司未能达成对赌协议约定的业绩目标，目标公司实际控制人将全部或部分股权按照合同约定的方式予以处置的一类对赌协议，具体包括股权回购型对赌协议、股权稀释型对赌协议、股权调整型对赌协议、股权优先型对赌协议等；资金型对赌协议是指如果目标公司未能实现对赌协议规定的业绩目标，不调整股权比例，而是以资金来补偿投资方的一类对赌协议。

综上所述，参照不同的分类标准可以将对赌协议分为诸多种类，而根据不同的分类标准，对赌双方又可以随意组合对赌方式，使得对赌协议的复杂性明显加大。

三、对赌协议的性质及效力分析

(一) 对赌协议的性质分析

对赌协议是一个不同领域实践相结合的产物，是一道横跨金融学 and 法学的难题。在对赌协议的内涵中，“对赌”强调的是金融学的成分，而“协议”则涉及

到法学中相关概念的认定。因此，要想全面分析对赌协议的性质，需要从不同领域为视角分别探讨。

1. 从金融学角度观对赌协议

在金融学领域，对赌协议可以认定为是一种权益工具。所谓的权益工具，即在金融工具中能够形成股权的一类工具，具体是指可以证明拥有某个企业在扣除所有负债后的资产中的剩余权益的合同。对赌作为一种投资者利益保护机制，它搁置了投融资双方的估值分歧而促成事先投资，激励被投资企业如期完成约定事项，然后根据双方约定的方法调整各自事后的权益，并确保投资方成功退出³。在这期间，投资方和融资方将对赌协议融入融资的目的主要有两个：其一是投资方通过对融资企业进行价值评估而作出“正向调整”，以希望获得潜在的超额利润回报；其二是如果融资企业没有实现双方预设的对赌目标，投资方将启动协议中约定的“套期保值”方案来降低自身风险。由此观之，在主观上，相比触发退出机制获得补偿，投资方更加希望的是融资企业能够如期实现对赌目标，其有将融资企业的部分股权收归自己所有的意图。在客观上，投资方将资金注入融资方而变成其注册资本，根据国内会计准则的规定，投资方对企业净资产的剩余求偿权便构成了权益。投资方若能通过对赌协议对融资方的净资产享有所有权，那么对赌协议便可判定为权益工具⁴。

从本质上看，对赌协议也构成了一项期权。期权，是指权利人在某一特定日期或该日之前的任何时间以固定价格购进或售出一种资产的权利。其中，不对称性是期权的一大特点，即购买期权的一方将相应的期权成本支付给出卖方以获得一项选择权，买方有权按照实际情况来决定是否行使该权利，一旦买方行使权利，卖方就必须按照约定履行义务。在对赌协议中，不对称性恰好是其一大特点也是一大风险，不管是哪种类型的对赌协议，投资方在目标公司未能达成对赌目标时，始终享有是否在某个时间向目标公司求偿的选择权。因此可以说对赌协议也是期权理论在实践过程中的一种延伸。

2. 从法学角度观对赌协议

对赌协议从本质上讲属于合同的一种。《民法典》合同编规定了19种有名合

³朱欣民，梅裔：《风险创业中的对赌机制及其风险识别——基于创业者保护的视角》，载《四川大学学报(哲学社会科学版)》2020年第6期，第187页。

⁴李雪轶：《探析对赌协议中金融工具的会计属性与分类》，载《会计之友》2020年第13期，第42页。

同，但没有对赌协议的专章规定，因此对赌协议毋庸置疑属于无名合同。就其核心性质来看，笔者认为对赌协议可以认定为是一种射幸合同。对赌协议最大的特点在于“不确定性”，无论双方对目标公司未来的估值如何，即使在一方占据信息优势的情况下，风险总是这一协议不变的核心⁵，这一点和射幸合同的特征完全吻合，射幸合同中的标的物即具有不确定性和偶然性。不同于一般双务合同的是，在射幸合同中，互负对待给付义务的双方在合同履行过程中的给付并不一定是等价物，是否给付也要依据将来偶然事件的发生结果而定，其中一方或双方当事人可能获得巨额利益也可能一无所获。对赌协议也是同理，投资方对目标公司能否实现对赌目标尚不确定，该结果取决于变幻莫测的市场风险，具有极强的偶然性。而且，如果不幸触发补偿机制，即使投资方能够获得补偿，也是以双方事先约定好的方式与额度为限的，与损失程度可能并不匹配。因此对赌协议可以被认定为射幸合同。

从对赌协议的表现形式来看，对赌协议也属于一种附条件合同。附条件合同是依据当事人的意思自治，以一定条件的成就与否来决定合同是否生效或者是否解除的一类合同。对赌协议的作用机理与之相仿，大同小异，其以目标公司能否达到预期业绩、能否按期上市、能否保持管理层稳定等等事项作为合同履行事项，而这些事项能否实现具有未来性、选择性以及或然性，该点与附条件合同的特点类似。二者唯一的区别在于合同双方的动机不同：附条件合同双方以条件的成就与否来约束合同的效力或解除；对赌协议双方所约定的条件并非约束合同本身，而是用来限制合同履行后果的，而且对赌协议的生效无须额外条件的满足。综上，虽然对赌双方的目的动机与附条件合同签订者的并不完全一致，但其核心特征相吻合，二者均以某些或然性的条款作为合同内容，故可以认为对赌协议属于附条件合同的一种。

（二）对赌协议的效力分析

自对赌协议出现在资本市场以来，其效力问题就饱受争议。我国司法裁判从最初认定“海富案”对赌无效，到“瀚霖案”对赌无效但公司可承担担保责任，再到“华工案”的对赌有效，逐渐揭露了矛盾产生的核心——即资本维持与合同自由之间的冲突。对赌协议作为商事合同，其既要以公司稳定和资本维持为约束，

5 胡滨：《对赌协议效力问题研究》，载《法制与社会》2020年第26期，第36页。

又应以平等主体之间合同自由为导向。因此，如何平衡二者之间的关系，厘清规制和自由的界限，成为判定对赌协议效力问题的重要标尺。

1. 《公司法》下资本维持原则对效力的影响

我国的资本制度采取的是法定资本制中的资本维持原则，即在公司存续期间，公司资本应与注册资本保持一致，以保障商事主体具有较为稳定的债务清偿能力。在对赌协议的运用过程中，由于存在立法空白，审判机关常常以资本维持原则作为审判依据来否定对赌协议的效力。以“海富案”为例，“海富案”的《增资协议书》中涉及的溢价增资、业绩目标以及补偿条款是典型的对赌协议，一审法院认为目标公司对投资方进行补偿的行为不符合法律规定的利润分配要求，因此合同无效；二审法院将投资方的增资行为认定为“名为联营，实为借贷”，认为其违反金融法因而合同无效；最高院没有给《增资协议书》定性，却敏锐地意识到由目标公司对投资方进行补偿与《公司法》中的资本维持原则存在冲突，但其判决理由显然没有将这种冲突及冲突导致合同无效的逻辑讲明，使判决理由略显简单而欠缺说服力⁶。

究其根源，资本维持原则设计的初衷在于稳定商事主体的资产信用，从而保护债权人的利益。诚然，规范商行为模式与保护商主体利益是商法回应的核心关切⁷，但上述判决显然忽略了资本维持原则的实质而模糊了合同自由和公司规制之间的界限，存在以牺牲当事人的意思自治为手段过度保护公司治理结构、机械地维持资本制度稳定的嫌疑。我国并不禁止公司的财产向定向股东流出，如股权回购、股东分红等行为虽然触及公司的资产，但并不违反资本维持原则，对赌协议的设计也是同理。比如在股权回购型对赌协议中，只要股权回购的过程符合法律规定且不损害债权人利益，那么该行为就应当受到法律保护，盲目的将资本维持原则作为否认对赌协议效力的桎梏略显苍白。退一步讲，即使认为对于对赌协议效力的认定不能完全摆脱资本维持原则的束缚，但就对赌双方本身的法律关系而言，投资方之于目标公司的身份不仅仅是股东，同样也是以合同权利义务为依托的债权人。当投资方想要退出时，目标公司对其作出的补偿性的资金逆向流动不能当然认为是违反资本维持原则的行为。如果该补偿资金的来源不违反公司法、

⁶ 廖炜冕：《对赌协议纠纷解决的历史变迁及完善——兼评〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉第5条》，载《湖北经济学院学报》2020年第6期，第107页。

⁷ 王保树：《商法总论》，北京：清华大学出版社2007年版，第42-43页。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。

如要下载或阅读全文，请访问：

<https://d.book118.com/345242021140011322>