



避开对赌那些“坑”

国内法律基本上认可对赌协议的效力。对赌双方，尤其是处于弱势地位的融资方，在签订对赌协议时应该保持理性，尽量避免事后对赌失败引发各种纠纷。

文 | 谷家泽

对赌协议是投资协议的核心组成部分，是一种带有附加条件的价值评估方式。其产生根源在于融资企业未来盈利能力的 uncertainty，目的是尽可能实现投资交易的合理与公平。这种在西方同股权投资一样发展较为成熟的估值调整机制，被中国借鉴之后冠以了“对赌”之名，并且由于某些融资方在对赌失败后的悲情控诉，使之由公平契约之举变成了驱逐创业者的洪水猛兽。其实，资本的属性从来都是逐利而冷漠的，反而是被投资对象在融资时夸大预期、要求高估，事后不能

实现承诺又拿所谓的创业情怀说事，愿赌不服输，契约精神不足。

近年来，股权投资和并购基金在国内日益活跃，关于对赌协议的争议也在履行中浮出水面，酿成的纠纷、法院判决及仲裁裁决多次见诸于媒体报道。从当前已经生效的法院判决案和仲裁结果看，国内法律基本上认可对赌协议的效力，被投资对象的悲情控诉并不能转化为法律层面的支持。因此，对赌双方，尤其是处于弱势地位的融资方，在签订对赌协议时应该更为理性，尽量避

融资方可以适当要求在对赌协议中加入更多柔性条款，比如财务绩效、赎回补偿、企业行为、股票发行和管理层等多方面指标，让协议更加均衡、可控。

免事后对赌失败引发各种纠纷。

对赌协议被法律认可

关于对赌协议的效力，法院与仲裁机构的观点并不完全一致。

从有“对赌协议第一案”之称的“甘肃世恒案”开始，最高人民法院及地方法院已经多次对对赌纠纷案件做出判决。

在“甘肃世恒案”中，投资方海富公司在对甘肃世恒进行投资时，与甘肃世恒及其股东迪亚公司签订了对赌协议，约定当甘肃世恒业绩达不到约定条件时，海富公司有权要求甘肃世恒予以现金补偿，若甘肃世恒未履行补偿，海富公司有权要求迪亚公司履行补偿义务。最终，甘肃世恒业绩未达标，双方无法达成和解而闹上法庭，经过兰州市中级人民法院一审、甘肃省高级人民法院二审、最高人民法院终审，才落锤定音：海富公司要求甘肃世恒履行补偿义务的诉求损害了后者的利益和公司债权人利益，该条款无效；但迪亚公司对海富公司的补偿承诺并不损害甘肃世恒及其债权人利益，不违反法律法规的禁止性规定，是有效的。

另外一个被法院判定无效的对赌协议发生在江苏省高级人民法院判决的“刘来宝与阮荣林股权转让纠纷上诉案”中，法院认为投资方与融资企业之间的股份回购条款违反了公司资本不变原则和公司回购股权的相关规定，应属无效；投资方与融资企业原始股东之间的股份回购条款合法有效。

除以上两起案件外，多数生效判决显示，法院整体上认为对赌协议是股权投资行为中常见的融资契约，其本身没有违反法律的强制性规定。因此，站在法院的角度，除了投资方与融资企业之间签订的对赌协议可能会导致公司资本抽逃并损害公司债权人利益外，其他对赌条款应当认定为有效。

相比于法院，仲裁机构对于投资方与融资企业之间对赌的态度更为开放、灵活。可以从公开渠道获取的仲裁裁决表明，只要相关协议是在遵循平等自愿、权益对等、公平合理、诚实信用等基本原则的基础上签订的，对赌条款本身并不构成违法，进而认定其有效。

针对最高人民法院在“甘肃世恒案”中认定投资方与融资企业对赌无效的判决，仲裁机构认为：第一，投资补偿款具有独立性，投资方取得投资补偿款并不构成侵犯公司法人独立财产权，或违反《公司法》有关资本维持、资本减少限制的原则；第二，协议当事方、利益关联方都是平等利益主体，对赌协议不涉及国家或公众利益，没有需要法律特殊保护的利益方，投资方依据正当约定要求投资补偿，是其享有的正当合法权利；第三，投资补偿是对投资进行估值调整的结果，是一项或有合同债务，并且，其支付义务人并不当然是融资企业，也可能是投资方，投资方和企业均承受着一定风险。

基于以上理由，仲裁机构认定，相关对赌协议具有经济上的正当、公平和合理性，其本身及履行均不违反国内法律和行政法规的强制性规定。

弱势方要学会保护自己

对赌是一把双刃剑，如果应用得当，融资企业经营良好，投资方能够超额获利而退出，被投资方也利用投资资金实现了发展壮大，自然是皆大欢喜；反之，融资企业经营不如预期，不仅会酿成纠纷，还有可能让融资方陷入“经营失败+投资补偿”的双重深渊。

因此，投融资双方在签订对赌协议的时候都要仔细思量，尽量避免最后对赌失败导致的悲剧。

相对来说处于强势地位的投资方，尽量不要直接与融资企业签订对赌协议，以免与法律法规

相抵触；还应避免为融资企业设定不切实际的业绩目标。对赌协议中如果隐含了过高的业绩目标，企业经营中可能会因此铤而走险，放大企业本身不成熟的商业模式和错误的发展战略，从而把企业推向违法、违规困境。

处于弱势地位的融资企业要注意的问题更多。其一，企业家往往对自己的企业充满信心，很可能不会详细衡量现实和投资方要求的差距，以及内部或者外部大环境的不可控变数，造成对赌失衡。其二，企业家常会忽略控制权的独立性。商业协议应当建立在双方互相尊重的基础之上，但也不排除有投资方向融资企业安排高管，插手企业管理，甚至调整其经营方向，为此，在保持企业决策的独立性方面，需要企业家在设定对赌条款时做好戒备。其三，企业家在对赌中常常因为业绩未达标失去退路而拱手奉送控股权。虽然国内企业间的对赌协议相对温和，有别于很多国外投资方对企业业绩的严厉要求，但也不能忽视因为业绩过于偏离预期，而奉送企业控制权的情况。

总而言之，在进行对赌时，融资企业及其股东要熟悉资本的游戏规则，设定对赌筹码时不能只看赢得筹码时获得的丰厚收益，更要考虑输掉筹码的后果。融资方可以适当地在对赌协议中加入更多柔性条款，比如财务绩效、赎回补偿、企业行为、股票发行和管理层等多方面指标，让协议更加均衡、可控。

此外，如果融资企业有在国内上市的打算，则要特别注意对赌协议的内容是否可能构成上市瑕疵和障碍。对赌协议本质上是一种合意契约，总体上适用《合同法》的规定，但是其相关条款涉及公司经营过程中的业绩增长、股份调整、挂牌上市等，事实上也涉及《公司法》《证券法》相关规定，受其调整。对赌协议的内容拟定，要充分考虑不同法律法规的规定，避免与之冲突造成无效或者产生不确定性争议，甚至构成上市障碍，严重影响企业后续发展。

关于对赌的法院判决

● 案件名称 ● 判决机构 ● 判决结果

甘肃世恒案

最高人民法院

投资方与融资企业之间的业绩补偿约定无效，与融资企业股东之间的对赌条款有效

北京冷杉投资中心与曹务波股权转让纠纷案

北京市第一中级人民法院

投资方与融资企业原始股东之间的股份回购对赌条款有效

浙江宁波正业控股诉上海嘉悦投资和陈五奎案

上海市第一中级人民法院

投资方与融资企业原始股东之间的保底收益对赌条款有效

刘来宝与阮荣林股权转让纠纷上诉案

江苏省高级人民法院

投资方与融资企业之间的股份回购条款违反公司资本不变原则；与融资企业股东之间的股份回购条款有效

资料来源：根据公开资料整理

实际操作中，不应以融资企业的利益作为对赌内容，从而避免企业发展成为拟上市主体时带来《证券法》合规方面的问题。如果确实需要这笔融资，且绕不开对赌，可由企业股东与投资方签订对赌协议，但要确保不能对融资企业造成不利影响。如果对赌协议已经成为事实，则应努力通过签订补充协议约定在公司挂牌成功时解除对赌协议中双方的权利和义务，消除股权不确定的可能性。同时，拟上市公司要向监管机构作出合理解释，说明即使对赌失败，也不会对公司控制权、持续经营能力等产生不利影响，尤其需要解释清楚当触发对赌条款时控股股东用于股权回购的资金来源是没有问题的。☐

（作者系广东广和律师事务所执业律师、合伙人）