



对赌应是锦上添花

如果将股权投资比作雪中送炭，对赌则更像是锦上添花，其作用是激励融资企业在获得资金支持以后实现良好发展。对赌本身是一个“工具箱”，不同的投资机构与融资企业会有不同的选择。

文 | 李洋

同风险投资和私募股权投资一道，所谓的对赌协议，也是一个舶来品。

投融资活动，和其他市场交易类似，都要首先确定一个合理的价格。人性所致，在市场交易中，买卖双方都倾向于高估自己而低估别人；在投融资过程中，创业企业对自己的事业更为了解，往往希望企业身价越高越好；股权投资机构则背负一众出资人的希冀，希望以最低成本拿到更多股权。最终，双方需要在博弈中找到一个平衡，平衡的结果，就是用对赌协议来实现风险对冲。

本质是一个工具箱

欧美等西方国家的资本市场已经走过两百多年历史，对赌协议已经存在了70多年，这在一定程度上证明了对赌的意义与价值。应该说，只要股权投资机构和创业企业之间存在信息不对称，对企业估值看法不一致，对赌作为一种分歧解决机制，就会长期存在。

虽然在引入中国之初，被冠以“对赌”这种稍带感情色彩的别称，但追根溯源，它是投融资双方对创业企业未来发展目标的一个约定和承

诺，包括发展目标，如企业收入增长率和利润增长率等；也包括解决问题的指标，如企业存量业务如何优化提升、遗留问题如何解决等。它就像一个工具箱，在初创企业和成熟企业融资乃至并购中，都能见其身影，只是对赌的具体条款会根据融资环境差异与企业发展的具体状况而做出相应调整，不同的投资机构和融资企业的选择会有所不同。

从投资角度分析，不同的股权投资机构，其投资模式和风格不同，在对赌协议中对融资企业的约定内容也不相同。比如财务投资者可能更看重企业的短期盈利与估值上升；专注于 Pre-IPO 阶段的投资机构，会要求融资企业能够如期上市；而偏向产业的战略投资机构，则会对企业发展的关键环节与问题，如新产品上市、管理团队保持稳定等进行约定。

同其他市场交易中供需双方的关系一样，股权投资机构与创业企业之间对赌的具体条款，也会受到市场中融资供需状况的影响。2013 年，国内资本市场遭遇资产荒，创业企业只要拥有一个不错的创业背景和一份完整的商业计划书，就会有资本跟进，企业估值普遍偏高，对赌协议虽然存在，但对企业的约束条件显得没有那么苛刻。而到了 2015~2016 年，市场进入资本寒冬季，股权投资机构对项目的选择比以往更为慎重，创业企业要得到资本，就需要降低估值，并且在赌协议中增加更多的承诺。

双赢才是目标

一般而言，对赌协议的约定时间不会太长，通常在 1~3 年之间。因此就存在一种风险，如果协议条款设定不当，双方在绑定短期利益的同时，有可能会牺牲掉企业的长期发展利益。

当企业认为完成约定业绩存在压力时，就会想办法“补救”。比如，以营业收入作为对赌协议的一项考核指标，企业产品每件成本为 10 元，原本售价为 15 元，毛利率 50%；现在因为急切

地完成营收指标，可能会选择以 13 元的价格出货，这样销售收入是增加了，但实际利润率却降低了，究竟是好事还是坏事，要根据具体情况而定。

当下，很多创业企业处在一个“不创新，毋宁死”的时代环境中，需要持续不断的资金投入以改良技术，为客户提供更好的产品，否则就是眼球经济。而如果因为顾及对赌协议中的考核指标而畏首畏尾，不能投入足够的研发资金，可能在对赌协议约定的 3 年内完成了“任务”，却错失了企业本身的投入和布局时机，进而失去市场竞争力。

在企业并购中，如果被收购企业将收购方当作对手而非伙伴，就可能导致企业管理团队在协议约定期内冲业绩，而在协议约定期满后选择辞职重新创业的情况，留下一个“空壳”给收购方，从而损害整个股权投资市场的诚信度。

出现上述这些问题，多数带来的会是双输的结局，显然不是投融资双方合作的初衷。因此，就对赌而言，既非“赌”，也不能“对”，可能用“承诺”一词来描述更为恰当。正确打开方式应该是，股权投资机构在投前更好地了解 and 认识企业，投中帮助企业设定有益的发展目标，投后通过赋能增值与企业一同成长；而企业则对自身的良性发展做出承诺。

对赌协议的基础在于企业的发展，如果将股权投资比作雪中送炭，那对赌更像是锦上添花。这就意味着，双方都期待着企业能够有一个好的发展前景，实现双赢。

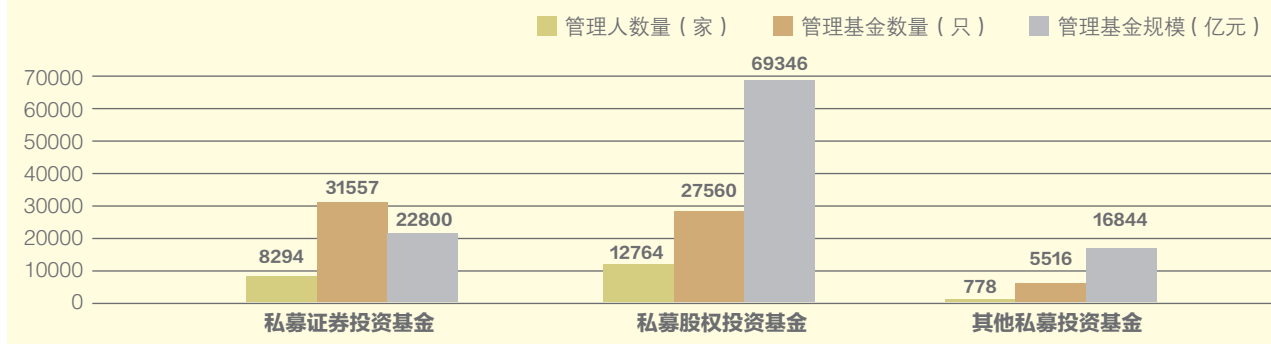
这需要股权投资机构与创业企业相互遴选，找到最适合自己的合作伙伴。

于股权投资机构而言，要在对宏观经济趋势、行业、企业充分了解的基础上做决策。选择企业，要遵循看趋势、选赛道、找头部、看模式、看团队、看协同、看估值的大致逻辑。所以，股权投资的功夫在诗外，而不在于对赌，对赌只是投资过程中众多法律手续中的一环，既给创业团队留

就对赌而言，既非“赌”，也不能“对”，可能用“承诺”一词来描述更为恰当。

中国私募股权投资基金规模在私募基金总规模中占比最大

(2017年11月)



数据来源：中国基金业协会

股权投资机构作为实现技术、资本、人才、管理等创新要素与创业企业有效结合的纽带，已经成为促进中国产业转型升级和经济结构调整的重要力量。

下足够的发展空间，不要束缚，同时施加适度的压力，不令其懈怠。

于创业企业而言，不能有奶便是娘，在寻求投资时，应尽可能地反映自身实际情况，以便和投资方制定出合理的预期目标。对于那些不做充分调研，将对赌当作保护伞的股权投资机构，融资企业则要慎重对待。

支持创新需要理性与包容

未来，随着国内股权投资市场逐渐完善以及技术的不断突破，投融资双方信息不对称的空间将被压减，那么，对赌协议要约束或解决的将不再是关乎企业微观层面的不确定性因素，而是双方针对宏观不可控因素达成的分歧解决机制。

因为股权投资领域的对赌协议多数不被公开披露，社会各界，尤其是媒体，对其多有夸大之嫌，尤其是在涉及创业企业时，往往将对赌置于不义之地。但是，创业环境是一个涵盖社会、法制、民众意识、市场成熟度等多方面的问题，远不是一个对赌协议就能全部解释的。

2014年以来，政府方面多次提出，要进一步完善对大众创业、万众创新的金融服务，加快发展创业投资、天使投资，重点支持处于“蹒跚”

起步阶段的创新型企业。同时陆续出台一系列财税政策扶持、高端人才激励等优惠政策，引导股权投资机构支持实体经济，支持创新创业企业发展。

其实，创业只是载体，创新才是目的。对于创业企业给予关注、支持，通过资本介入鼓励创新、鼓励变革，才是这个时代的主旋律。股权投资机构承担着给创业企业提供更好的孵化条件的重任。

发展至今，国内股权投资市场已经出现了比较进步的一面，即投资机构越来越多地由财务投资者向战略投资者转变，不仅给企业投钱，还向其提供资源，帮助其优化管理，逐步赋能企业以使其增值。股权投资机构作为实现技术、资本、人才、管理等创新要素与创业企业有效结合的纽带，已经成为促进中国产业转型升级和经济结构调整的重要力量。

但必须清晰地意识到，创新创业本身就是一件失败率很高的事，需要社会给予理性、包容的外部环境。股权投资机构不可能奢望每一个投资项目都能赚钱，即便对赌，也有必要朝着更具人性化的方向发展。E

(作者系复星董事总经理)