



## 当“双创”遇上对赌

推动“双创”战略落地，建设完善的股权投资市场是必备条件。作为股权投资过程的“标配”动作，对赌应该成为改善创业生态的助力，而非阻力，投融资双方都要把对赌摆在恰当的位置上。

文 | 本刊记者 彭慧文

对赌，因为拥有一个听起来神秘而劲爆的名字，一直是大家热议的话题。尤其是近两年，关于影视巨头与明星、导演签订对赌协议的新闻不脛而走，让公众对它的好奇心更盛。

2018年伊始，有关“小马奔腾案”的讨论再次登上头条，让对赌由“娱乐版”升格为“法治版”。曾经的明星企业，如今被对赌“害”得人亡家将破，反思之下，对赌协议被冠以各种唬

人的名头，新闻标题有如“一纸对赌协议引发的‘血案’”、“资本成双刃剑”等等。

甚至有观点认为，对赌本质上就是赌博，理应禁绝。

但实际上，对赌本是股权投资领域的一种惯常做法。虽然在中国的实际操作尚有诸多不规范之处，但它对促成资本与创业企业的合作功不可没。如果能在恰当的情境中实现恰当的应用，对

于培育本土股权投资产业，有效支持创业企业发展是大有裨益的。

近期，政府部门相继出台了一系列政策鼓励自主创新、推动“双创”落地，国内股权投资机构重燃信心，2017年募资金额达到5940亿元，较2016年增长237%，政府引导基金、险资、银行资本等大举进入，越来越多的机构开始投身于股权投资大潮。作为股权投资的“催化剂”，对赌或将在国内迎来更广阔的应用空间。

### 被名字掩盖的真相

对赌协议属于舶来品，在国外，它有一个更具金融属性的名字——估值调整机制（Valuation Adjustment Mechanism）。在股权投资市场，融资企业大都属于新兴产业，未来经营存在着很大不确定，因为信息不对称，企业大股东或实际控制人与投资方对企业的估值往往存在分歧。如果估值作价不能达成一致意见，无论是增资扩股还是并购显然都无法实现，对赌便应运而生：双方搁置争议，暂时设定一个大家都基本接受的估值，相对应地，为企业设定未来的经营目标，如果企业最终能够实现这一目标，由融资企业或企业大股东、实际控制人行使估值调整权利，以补偿其因为企业价值被低估而遭受的损失；如果企业未能实现约定的经营目标，则由投资方行使估值调整权利，以弥补其因为企业价值被高估而遭受的损失。通过这种机制，投资方也可以更好地约束并激励融资企业朝着既定目标发展。

从不同维度考量，可以将对赌协议进行多种分类。

从对赌对象来看，投资方可能与融资企业本身、融资企业大股东或者实际控制人、融资企业高管签订对赌协议。其中，投资方与融资企业签订的对赌协议可能会因为与国内《公司法》等法律法规相违背而被法院认定无效。在中国“对赌协议第一案”中，最高人民法院即裁定，投资方海富公司要求融资企业甘肃世恒进行现金补偿的

协议因为损害了后者及其债权人的利益而无效，但海富公司与甘肃世恒股东签订的补偿协议是有效的。因此，现实操作中，投资方多与融资企业大股东或者实际控制人进行对赌，偶尔也会与融资企业高管团队对赌，主要目的是激励高管们尽心尽力地经营企业。

从对赌标的来看，针对不同发展阶段的企业，一般会设定不同的经营目标。复星董事总经理李洋介绍说，对于初创企业，即天使投资、风险投资（Venture Capital, VC）等早期投资阶段，经营目标的实现是以核心数据增长、企业估值提升为主要标志的，比如互联网企业用户数量的持续增加；对于已经实现盈利的企业，即私募股权投资（Private Equity, PE）、兼并收购、Pre-IPO等后期投资阶段，双方设定经营目标时一般会选择财务指标，比如营业收入增长率、利润增长率等。此外，有一些投资项目会根据具体情况约定其他经营指标，比如文章开头提及的“小马奔腾案”中，融资企业原股东与投资方约定的经营目标是实现上市；新三板挂牌公司云宏信息曾经在引入外部资本时将高管团队离职列为了对赌条款之一。

从对赌内容，即对赌的实现方式看，主要分为股权调整、现金补偿、股权回购三种方式。股权调整是最为常见的形式，当对赌协议约定的经营目标实现时，投资方向融资企业大股东、实际控制人无偿或以事先约定的价格转让一部分股权，反之，则由后者向前者转让股权。现金补偿与之类似，只是投融资双方的权利调整以现金补偿而非股权转让方式实现。国内影视公司在收购明星工作室时大都采用这种对赌方式。股权回购是指，当融资企业未能实现约定的经营目标时，其大股东或实际控制人有义务回购投资方手中的股权，回购价格为原投资额加上按事先约定的利率计算得出的利息。张兰最终失去对俏江南的控制权，便是由于和鼎晖创投对赌失败后需要回购股权引起的。梳理国内有公开资料的对赌案例，约定利率从5%至20%以上不等。

对赌本是股权投资领域的一种惯常做法。虽然在中国的实际操作尚有诸多不规范之处，但它对促成资本与创业企业的合作功不可没。

## “小马奔腾案”梳理

- 2017年9月** 北京市一中院判定金燕应该承担连带责任。金燕对此判决表示不服，随后表示将向北京市高级人民法院申请二审
- 2016年10月** 建银文化以金燕为被告，向北京市第一中级人民法院提起诉讼，以股权回购义务是李明和金燕的夫妻共同债务为由，要求金燕对股权回购款、律师费及仲裁费等在2亿元范围内承担连带责任
- 2016年3月** 仲裁结果公布：李莉、李萍、金燕有责任接手建银文化所持股权，其中，李莉、李萍对建银文化承担无限连带责任，金燕及李明女儿、父母在继承范围内承担有限责任
- 2014年10月** 建银文化以李明妻子金燕、姐姐李萍、妹妹李莉及李明父母和女儿为被申请人，向中国国际经济贸易仲裁委员会提出仲裁申请，请求裁决被申请人以对赌协议约定的6.35亿元价格回购股权
- 2014年1月** 小马奔腾未能如期上市。2014年1月2日，李明离世，导致公司经营管理陷入混乱局面，小马奔腾逐渐衰败
- 2011年3月** 李明及其姐姐李莉、妹妹李萍执掌的北京小马奔腾文化传媒股份有限公司风头正盛，顺利地完成了7.5亿元融资。其中，领投方建银文化通过受让李氏家族部分股权和认购新增注册资本两种方式入资4.5亿元，获得15%股权，同时与李氏三兄妹签署对赌协议：若小马奔腾未能在2013年12月31日之前实现上市，建银文化有权要求小马奔腾、小马奔腾实际控制人或李萍、李莉、李明中的任何一方回购股权



**小马奔腾**  
Gallop Horse

资料来源：根据公开资料整理

演化至今，对赌协议在国外股权投资市场已经非常成熟，合理估值应该如何设定、估值调整应该如何进行，都有严格的计算公式。但在国内，目前还没有形成统一的操作框架。深圳市新恒利达资本管理有限公司董事长兼总裁贾君新告诉本刊记者，在英、美等国，企业法律意识比较强，对赌协议约定的估值调整方式与流程必须白纸黑字写清楚，并严格执行。而中国是一个强调变通的社会，对赌协议的具体条款大都由投资方与融资企业大股东或实际控制人协调确定，未必按照复杂的计算公式来套。

显然，对赌与赌博不是一回事儿。一方面，赌博属于零和博弈，一方赢钱就意味着另一方输钱，而对赌的本意是促进融资企业良性发展，通过做大“蛋糕”实现投融资双方共赢。李洋认为，对赌的本质是通过设计一种制度安排，保证投融资双方利益的一致性。另一方面，赌博的主动权始终在庄家手中，赌客赢的概率是事先确定的；而对赌协议一旦签订，在实施阶段很大程度上取决于融资企业的努力程度，在其他条件既定的情况下，融资企业越努力，约定目标实现的概率就越大。

## 中国化的“罪与罚”

在国内，对赌协议的共赢属性常常因为投资方的“强势”而被淹没。英、美等国市场中，股权投资的价值观认为，投融资双方是平等关系，一般都是签订双向对赌协议，即双方在权利义务上是对等的，经营目标未达成，投资方要有补偿；经营目标达成，融资企业大股东或实际控制人也要有奖励。但在国内，投资方往往倾向于保护自己，而疏于考虑对方的感受，尤其是当融资企业急迫需要资金而处于相对弱势地位的时候，对赌协议往往是单向的，只约定投资方的权利而没有约定其义务。据贾君新估计，国内股权投资市场中，只有30%左右的对赌协议是双向的，70%左右是单向的。因此，对赌在国内往往被看作是投资方为了免于项目失败时遭遇损失而设计的一种

制度。

尤其在股权回购型对赌中，回购价格往往附加了比较高的利息，让有些人认为存在“明股实债”的嫌疑。

不过，曾经在创业圈摸爬滚打十几年，如今转型成为股权投资机构国宏嘉信创始合伙人的马志强认为，只要对赌协议是双方基于各自真实意愿签订的，就应该被尊重。

国内法律基本上支持这一看法。梳理已结案的对赌纠纷案件可以发现，法院对于投资方与融资企业股东之间的对赌持认可态度，只要不存在损害公共利益的行为，一般认定对赌协议有效。

和法院的宽容态度不同，中国证监会对拟上市公司参与对赌则采取零容忍态度。其理由主要包括：第一，对赌协议的执行可能造成拟上市公司股权及经营不稳定，甚至引起纠纷；第二，对赌协议约定的经营目标会促使企业为追求短期目标而非规范经营，增大了企业经营风险；第三，虽然对投资方负有补偿义务的主体是企业大股东或实际控制人，而非企业本身，但是大股东在没有足够资金偿付时就有可能非法侵占拟上市公司的资金，从而损害中小股东利益。创业板公司金刚玻璃在上市申报阶段就因为曾经背负着对赌协议而多次被证监会反馈意见以示关注。所以，企业在进行首次公开发行股票申报前，务必将与投资方签订的对赌协议清理掉。

与此同时，也并非所有的投资方都认为对赌是好事。达晨投资执行合伙人、总裁肖冰便持否定态度，他认为对赌协议有可能导致融资企业“动作变形”，也就是证监会所担心的，企业为追求对赌协议中经营目标的实现，而损害长远发展利益。这种情况并非只存在于理论分析中，2017年央视“3·15”晚会曾曝光了深圳市跨境电商有棵树科技股份有限公司售卖日本核辐区食品的不良经营行为，据悉，这与有棵树公司在此前多轮融资中签订的对赌协议所带来的盈利压力不无

关系。

当“大众创业，万众创新”被写入2015年政府工作报告时，正在筹划B轮融资的创业企业微吼，对股权融资持开放态度，其相关负责人告诉本刊记者，增资扩股是国内创业企业普遍欢迎的融资方式，资金成本方面，它较银行贷款要高，但要低于民间借贷。

在银行贷款“稀缺”的当下，能够引入股权投资，企业对于是否存在附加的对赌协议也就不那么介意了。

不管各方支持还是反对、认可亦或不认可，多位接受本刊采访的业内人士均表示，对赌协议在国内股权投资领域算是“标配”。贾新君指出，对于中后期的PE投资来说，因为投资规模比较大，投资方迫切希望有保障措施，几乎100%都会签订对赌协议；而在VC及更早期投资阶段，对赌条款覆盖面要低一些，在70%左右，这一阶段的股权投资很多体现了投资方与融资企业大股东共担风险、共同孵化产品的意愿。

春晖资本资深合伙人李庆文认为，对赌协议在国内股权投资领域甚至有泛滥的趋势，市场上存在不少双方都知道约定的经营目标根本无法实现的对赌协议。这种对赌背后的逻辑是，职业投资经理人对投资基金出资人要有交代，融资企业则迫切需要资金支持以摆脱眼下的经营困境，于是二者一拍即合。据中国投资协会新兴产业中心常务副主任王涛介绍，很多时候，融资方对协议条款及其背后的风险，其实并没有充分的认知与合理的预估。

由此导致的后果，一是对赌预期目标无法实现的投资项目占比增大；二是并非所有的融资企业在对赌失败后都会“愿赌服输”，完全按照协议规定补偿投资方。以至于某不愿具名的股权投资人评价道，对赌协议在很多时候就是一种“心理安慰”。

这其中，有的是没有遵守契约的意愿，有的则是根本没有补偿能力。近期一个比较“惨”的

对于中后期的PE投资来说，几乎100%都会签订对赌协议；而在VC及更早期投资阶段，对赌条款覆盖面要低一些，在70%左右。



股权投资已成为全球仅次于公司债和公开发行股票的重要融资手段,是推动欧美国家创新、创业的重要资本力量。如果股权投资市场在中国不能实现良性发展,对于推动“双创”战略是不利的。

案例是新华医疗收购成都英德时的对赌,当时,新华医疗以 372.79% 的溢价率从成都英德原股东手中购得 85% 股权,对赌协议约定,若成都英德在收购完成后的 4 年内净利润达不到既定目标,原股东需要双倍补偿。这是一个很重的押注,原股东本想凭此一役实现财务自由,没成想最终对赌失败后将全部卖股所得拿出来都不够偿债,还被新华医疗屡屡告上法庭,可谓“赔了夫人又折兵”。

当然,双方彻底闹掰,最终诉诸法庭的案例并不多见。如果实际经营目标与对赌预期偏差不是特别大,而且融资企业能给出合理解释,比如说因为外部不可控因素导致目标无法实现,往往会是双方本着“凡事留一线,日后好相见”的原则,再次坐在一起协商解决纠纷。但无论如何,对赌失败对融资企业都是一场不小的打击,甚至有可能浇灭企业核心团队的创新、创业热情。

### 应是“双创”的助力而非阻力

站在投资方视角,对赌协议是一个奖勤罚懒的“工具箱”,涉及到具体项目时,从“工具箱”里掏出哪些“工具”,以及怎么掏,和融资企业及其所处产业、当时的融资环境、双方谈判情况等很多因素有关。在李洋看来,对赌协议本身并没有对与错或者善与恶之分。

业内普遍认为,在股权投资领域,对赌协议是十分必要的。股权投资中,资本对企业进行投资实际上是在对企业运作团队进行投资,只有通过某种机制把这个团队与投资方绑在一条船上,实现风险共担,投资获得成功的概率才会更大,而对赌是一种很好的约束机制,这一点在中国经典对赌案例蒙牛与摩根士丹利的对赌中得到了充分体现。

但是王涛指出,中国股权投资市场仍旧处于向西方学习的阶段,富有成熟经验的投资者比较少,大多数投资者心态不够成熟,导致其过分追求短期收益和保险,结果就是投资方对对赌协议

过分重视,而对融资企业及其所在行业的发展前景分析预判不足。这种投资关注点上的偏差,最终会导致投资判断失误率的增加,对投资方不利,对整个股权投资市场的发展不利。

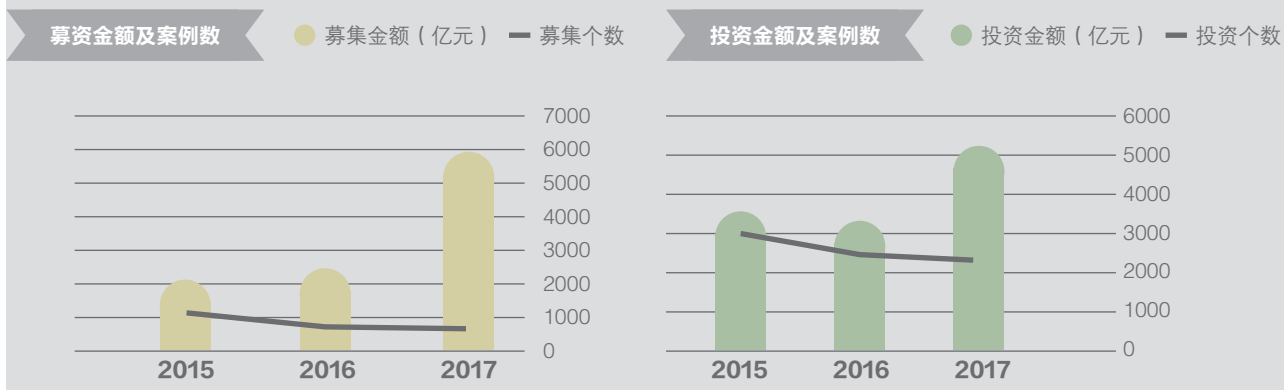
从更大的视角来看,当前股权投资已成为全球仅次于公司债和公开发行股票的重要融资手段,是推动欧美国家创新、创业的重要资本力量。如果股权投资市场在中国不能实现良性发展,对于推动“双创”战略也是不利的。

贾君新对行业内急功近利的浮躁现状也深有体会。根据中国基金业协会发布的数据,截至 2017 年 11 月底,中国有私募基金管理机构 21836 家,其中私募股权投资机构 12764 家,而美国真正上规模的股权投资机构只有 2800 家左右,它们管理的资金规模是中国的 6 倍。在国内鱼龙混杂的股权投资市场,很多机构缺乏专业的投资研究能力,加之政策的不确定性增大了投资风险,其关注点往往只聚焦于短期行为,聚焦于寻找确定性收益,比如融资企业近期能否实现上市或者被大企业并购等等。在美国,股权投资周期一般是 10+2 (10 年投资期+2 年回收期),中国目前是 5+2,差不多缩短了一半,即便如此,还有很多投资机构嫌周期太长。而在一些新兴领域,比如人工智能、生物医药,企业成长周期本身就非常长,即便有很多优质项目,股权投资机构往往不敢进入。

这就导致中国股权投资市场出现了一个怪现象:“双创”战略的持续推进,造就了一大批创业企业,它们往往因为缺乏资金支持而陷入发展困境;同时,数以万计的股权投资机构在找项目。有投资圈人士坦言,以前做股权投资就像男生在文科院校谈恋爱,可选择的对象“俯拾即是”,而且质量都还不错,现在做股权投资完全进入了“理工科院校”时代,想找个合适的项目太难了。投资方与融资企业“碰”不到一起,从本质上来说,是它们对融资项目的估值存在不一致性。

这一方面说明股权投资机构过分重视担保与

## 2015 ~ 2017 中国股权投资市场募资与投资情况



数据来源：融中研究

确定性，导致了整个市场的畸形发展；另一方面也说明了对赌协议存在的必要性，如果能够通过对赌调解投资方与融资企业的估值差异，对于促成投资是有利的。

关键在于，投融资双方要把对赌摆在恰当的位置上。无论进行投资，还是经营企业，成功之道在于取势、明道、优术，若要归类，对赌只能算作术的一种，如果只注重术而忽略了势和道，那就属于本末倒置了。

具体而言，对于投资方，要增强专业性与成熟度，挑选优质的投资项目是关键，切忌把对赌协议当作保护伞，而疏于对产业、对企业的调研与选择。同时应该认识到，设置对赌协议的目的是恰当地激励融资企业发展，针对不同企业，要在“工具箱”中选择不同的“工具”。当前，前沿科技与初创企业大都需要较长的孵化期，在这个过程中，项目开发节点、营业利润等经营指标可能并不适合拿来对赌，否则就可能捆绑住企业

创新的手脚，这个时候，真正需要的是对企业经营团队进行约束与激励，可以在对赌协议中引入恰当的敬业限制。

对于融资企业及其大股东、实际控制人而言，在签订对赌协议时则要更加理性。资金是企业发展的必需品，但是钱多了也烫手，一味地吹大企业估值，力争更大的融资额，并非总是好事。在与投资方设定经营目标时，一定得全面分析企业综合实力与宏观外部环境、行业发展态势，确保一旦对赌失败，风险控制在可承受的范围之内。

2017年年底，国际研究机构全球创业发展研究院（GEDI）发布了《2018年全球创业指数报告》，美国的创业生态环境以83.6分排名第一，中国排名第43位，得分41.1。最近，创业者茅侃侃自杀，地产大佬相继公开飘泪，一切都在宣告着创业的艰辛。作为中国股权投资市场建设与“双创”战略落地过程中的一种常规操作，对赌应该成为改善创业生态的助力，而非阻力。E