



“对赌第一案” 判决分析

对赌协议的有效性在我国司法领域一直未有定论，“对赌第一案”作为首个由最高院做出终审判决的案例，其诉讼过程与判决结果受到投资界、企业界和法律界的密切关注。

文/郝玉强 张菁菁 刘夏艺

近日中华人民共和国最高人民法院（“最高院”）做出关于股权投资“对赌第一案”的终审判决，该案经一审、二审、再审，历时近三年。最高院判决投资者与股东签署的对赌条款有效，而一审、二审法院均认定对赌条款无效。

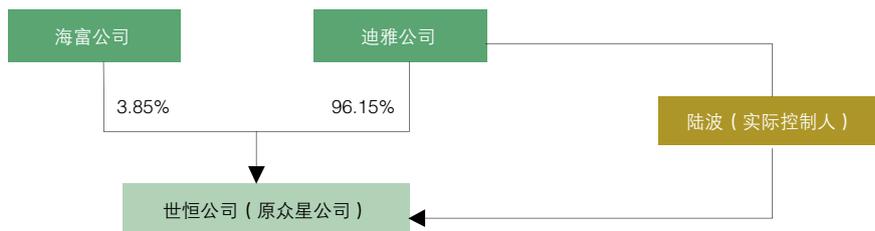
对赌协议的有效性在我国司法领域一直未有定论，该案作为首个由最高院做出终审判决的案例，其诉讼过程与判决结果受到投资界、企业界和法律界的密切关注。尽管最高院的判决看似对投资者更加有利，但是签订对赌协议会使得投资行为始终存在较大的不确定性，有关问题值得交易各方进一步分析和探讨。

根据清科的有关数据，2012年前11个月PE/VC通过IPO实现退出的有120笔，占比70%，比上年降低了20个百分点。2013年1月8日中国证券监督管理委员会（“证监会”）在北京召开“首次公开发行（IPO）在审企业2012年度财务报告专项检查工作会议”，要求各保荐机构、会计师在2013年3月31日之前将自查工作报告报送证监会，否则应向证监会提出中止上市审查的申请。目前待上市的800多家企业中，PE/VC持有股权的不在少数，如PE/VC投资的公司撤回上市，则可能直接触发交易各方对对赌条款的执行。

本文拟就“对赌第一案”的案情及判决进行分析，以求能对对赌条款涉及的交易各方有所启发和帮助。

案件情况

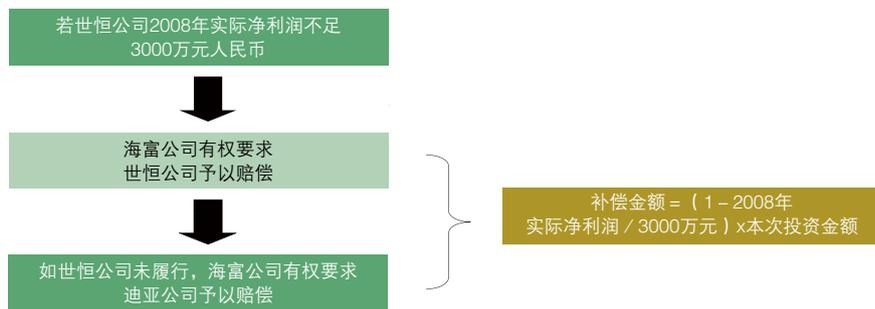
2007年11月1日前，苏州工业园区海富投资有限公司（“海富公司”）拟向甘肃省众星锌业有限公司（后更名为“甘肃世恒有色资源再利用有限公司”，“世恒公司”）进行增资，并与持



有世恒公司（注册资本为384万美元）100%股权的香港迪亚有限公司（“迪亚公司”）和迪亚公司的实际控制人陆波签订《甘肃众星锌业有限公司增资协议书》（“《增资协议书》”），约定海富公司以现金2000万元人民币对世恒公司进行增资。增资后，海富公司持有世恒公司的股权比例为3.85%，迪亚公司持有世恒公司的股权比例为96.15%。

同时交易各方在《增资协议书》中约定了以下对赌条款：

现金对赌：



股权回购对赌：

至2010年10月20日，如因世恒公司的原因无法完成上市，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的世恒公司的全部股权。迪亚公司应自收到海富公司书面通知之日起180日内按以下约定回购金额向海富公司一次性支付全部价款：

自2008年1月1日起，世恒公司的净资产年化收益率	超过10%	世恒公司回购金额：海富公司所持世恒公司股份对应的所有者权益账面价值
	低于10%	世恒公司回购金额：（海富公司的原始投资金额-补偿金额）×（1+10%×投资天数/360）

2008年度世恒公司实际净利润仅为26858.13元，远未达到《增资协议书》中约定的3000万元实际净利润，海富公司要求世恒公司及迪亚公司履行《增资协议书》中对赌条款的约定未果。

2009年12月海富公司向甘肃省兰州市中级人民法院提起诉讼，请求判令：世恒公司、迪亚公司、陆波向其支付协议补偿款1998.2095万元并承担本案诉讼费及其他费用。

法院判决

审判情况总结

诉讼阶段	审理法院	审判结果
一审	甘肃省兰州市中级人民法院	驳回海富公司全部诉讼请求。
二审	甘肃省高级人民法院	撤销一审判决；世恒公司、迪亚公司于判决生效后30日内共同返还海富公司1885.2283万元及利息。
再审	最高院	撤销二审判决；判决生效后30日内，迪亚公司向海富公司支付协议补偿款1998.2095万元；驳回海富公司的其他诉讼请求。

具体的判决理由

(1) 一审判决

若世恒公司2008年实际净利润达不到3000万元，则海富公司有权要求世恒公司补偿的约定，不符合《中华人民共和国中外合资经营企业法》（“《中外合资经营企业法》”）第八条关于企业净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配的规定。

该条规定与《中外合资经营甘肃众星锌业有限公司章程》（“《公司章程》”）的有关条款不一致，也损害公司利益及公司债权人的利益，不符合《中华人民共和国公司法》（“《公司法》”）第二十条第一款的规定。因此该条由世恒公司对海富公司承担补偿责任的约定违反法律、行政法规的强制性规定，应为无效。

《增资协议书》补偿条款内容与《中外合资经营甘肃众星锌业有限公司合同》（“《合资经营合同》”）中相关约定内容不一致，根据《中华人民共和国中外合资经营企业法实施条例》的规定应以《合资经营合同》内容为准，故海富公司要求迪亚公司承担补偿责任的依据不足。

据此一审法院驳回海富公司的全部诉讼请求。

(2) 二审判决

《增资协议书》就世恒公司2008年净利润不低于3000万元的约定，仅是对世恒公司盈利能力提出的要求，并未涉及具体分配事宜；且约定利润如实现，世恒公司及其股东均能依据《公司法》、《合资经营合同》、《公司章程》等相关规定获得各自相

应的收益，也有助于债权人利益的实现，故并不违反法律规定。

各方就世恒公司2008年实际净利润完不成3000万元，海富公司有权要求世恒公司及迪亚公司以一定方式补偿的约定，违反投资领域风险共担的原则，使得海富公司作为投资者不论世恒公司经营业绩如何，均能取得约定收益而不承担任何风险。

参照《最高人民法院〈关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答〉》第四条第二项之规定，《增资协议书》补偿条款内容因违反《中华人民共和国合同法》（“合同法”）第五十二条第（五）项之规定应认定无效。

海富公司除已计入世恒公司注册资本的114.771万元外，其余1885.2283万元资金性质应属名为投资，实为借贷。虽然世恒公司与迪亚公司的补偿承诺亦归于无效，但海富公司基于对其承诺的合理依赖而缔约，故世恒公司、迪亚公司对无效的法律后果应负主要过错责任。

据此二审法院判决世恒公司、迪亚公司共同返还海富公司1885.2283万元及利息。

(3) 再审判决

2009年12月海富公司向一审法院提起诉讼时的诉讼请求是请求判令世恒公司、迪亚公司、陆波向其支付协议补偿款1998.2095万元并承担本案诉讼费用及其他费用，没有请求返还投资款。因此二审判决判令世恒公司、迪亚公司共同返还投资款及利息超出了海富公司的诉讼请求，是错误的。

海富公司作为企业法人，向世恒公司投资后与迪亚公司合资经营，故世恒公司为合资企业。世恒公司、海富公司、迪亚公司、陆波在《增资协议书》中约定，如果世恒公司实际净利润低于3000万元，则海富公司有权从世恒公司处获得补偿，并约定了计算公式。这一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经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，一审法院、二审法院根据《公司法》第二十条和《中外合资经营企业法》第八条的规定认定《增资协议书》中的这部分条款无效是正确的。但二审法院认定海富公司18852283元的投资名为联营实为借贷，并判决世恒公司和迪亚公司向海富公司返还该笔投资款，没有法律依据，应予纠正。

《增资协议书》中无陆波对海富公司进行补偿的约定，海富公司请求陆波进行补偿，没有合同依据。

《增资协议书》中，迪亚公司对于海富公司的补偿承诺不损害公司及公司债权人的利益，不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，是有效的。迪亚公司对海富公司承诺了世恒公司2008年的净利润目标并约定了补偿金额的计算方法。在世恒公司2008年的利润未达到约定目标的情况下，迪亚公司应当依约应海富公司的请求对其进行补偿。迪亚公司对海富公司请求的补偿金额及计算方法没有提出异议，应予确认。

据此最高法院判决撤销二审判决，改判迪亚公司向海富公司支付协议补偿款1998.2095万元，并驳回海富公司其他诉讼请求。

判决分析及启示

与目标公司签订对赌协议的效力

《公司法》第二十条第一款规定：“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。”《中外合资经营企业法人法》第八条规定，合营企业的净利润应根据合营各方注册资本的比例进行分配。

因此若投资者与目标公司签订对赌协议，要求目标公司在未达到预期业绩的情况下，给予投资者一定的补偿，则该等约定可能违反《公司法》第二十条和《中外合资经营企业法人法》第八条的规定。

本案中，一审、二审、再审法院均认定海富公司与世恒公司之间的对赌条款无效，因此投资者应避免直接与目标公司签订对赌协议。

对赌协议对上市的影响

最高法院此次判决被解读为认可投资者与目标公司股东之间对赌协议的效力，因此可能会被投资者在今后的投资中广泛使用。然而证券监管机构对于对赌协议的态度和理解将直接影响目标公司的上市审批及对赌协议执行的触发。

证券监管机构曾在保荐代表人培训中明确指出，对赌协议在上会前必须终止执行。此种做法一般被理解为是为了保护公司及其他股东的利益，其认为对赌协议可能造成拟上市企业股权及经营的不稳定，甚至引起纠纷。《首次公开发行股票并上市管理办法》及《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》均要求“发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷”。对赌协议的存在，可能会导致股权的调整；而且对赌协议中通常存在的盈利预测条款也与上市的目的相冲突。

根据对2012年在上海证券交易所与深圳证券交易所上市的公司不完全统计，自2012年1月1日至2012年12月31日，未发现上市公司在招股说明书中披露其未废止的对赌条款，提及对赌条款的招股说明书均表明已废止该对赌条款或该对赌条款已执行完毕。如奥瑞金包装股份有限公司（“奥瑞金”）在其招股说明书

中披露：根据《协议》约定，如果奥瑞金新美（奥瑞金包装股份有限公司前身）在认购协议交割日起三年内未完成IPO，则境外投资者有权要求公司实际控制人回购境外投资者持有的奥瑞金新美的股权。截至本次股权转让之前，依据境内的上市审核环境，公司无法在协议约定的交割日（2007年12月21日）后的三年内完成IPO已经确属事实。2010年9月13日根据上述协议约定，公司实际控制人以其控制的奥润实业与Lehman Brothers Commercial Corporation Asia Limited签订股权转让协议，由奥润实业受让Lehman Brothers Commercial Corporation Asia Limited持有的凯恩控股有限公司100%的股权，间接实现了对奥瑞金新美股权的回购，回购价格为2950万美元，定价依据系参照《附属协议》中约定的以认购本金2500万美元与每年18%的年单利率450万美元之和。2010年9月14日奥润实业向Lehman Brothers Commercial Corporation Asia Limited支付了上述股权转让价款。由于在2010年该对赌条款已执行完毕，因此奥瑞金最终得以顺利上市。

实践中与目标公司股东或实际控制人签订对赌条款的方式主要有两种：一为在增资/转股协议中签订对赌条款，如隆鑫通用动力股份有限公司（“隆鑫通用”）在其招股说明书中披露：隆鑫控股有限公司、西藏银锦实业有限公司、涂建华以及隆鑫工业有限公司（隆鑫通用前身）曾与财务投资者签署《关于隆鑫工业



对赌协议是一种互利互惠、共担风险的约定。对赌协议是为了避免投资成为一种赌博而建立的对冲风险的反赌博机制，以使企业股权的估值得到有效的调整。



有限公司之股权转让协议》，在该协议中约定了股权回购等对赌条款，后隆鑫通用经2010年年度股东大会审议同意，终止了该等对赌条款的执行。二为在增资/转股协议之外单独签订对赌协议，但在2012年上市公司的招股说明书中未发现相关披露。

在增资/转股协议中签订的对赌条款，在上市前如未履行，应被终止。因此拟上市公司可能采用上述第二种方式，即由投资者与目标公司的股东或实际控制人在增资/转股协议外单独签订对赌协议，但并未进行披露。对于该种情形，虽然证券监管机构可能难以查证，但会给拟上市公司留下潜在风险，包括可能构成违反信息披露规则或欺诈公众，以及因未披露对赌协议最终未能上市而触发对赌协议纠纷。

对赌种类对上市的影响

对于拟在境外上市的企业，境外监管部门一般只要求如实披露对赌条款，且信息不存在造假和误导即可。对于拟在境内上市的企业，根据目前的公开资料及媒体报道，证券监管机构曾在有关会议和保荐代理人培训中主要对五类对赌协议提出废止要求，包括上市时间对赌、股权对赌协议、业绩对赌协议、董事会一票否决权安排、企业清算优先受偿协议等。

关于股权对赌协议，如上文所述可能会影响股权的稳定性并导致潜在的法律纠纷。关于优先受偿权和董事会一票否决权，可能违反《公司法》同股同权的规定及公平原则。关于业绩预测，可能会促使企业追求短期利润目标做出不合规的行为，影响社会公众利益并增加企业的经营风险，且业绩预测一般均包括股权回购或现金对赌，目标公司股东为了筹措补偿或回购股权的资金可能会做出有损公司利益的行为。同时现金对赌的存在可能会使得目标公司在上市融资成功后，目标公司股东或实际控制人通过使用或控制上市融资资金与投资者完成对赌协议的执行，从而损害小股东的利益。

此外证券监管机构并未明确是否可约定公司高管业绩对赌，即如企业达到预期目标，投资者对高管人员进行现金奖励或按照《公司法》、《中华人民共和国证券法》及相关法规规章对其持有的股权进行转让。2009年2月中国科学院沈阳自动化研究所、沈阳新松机器人自动化股份有限公司（“机器人”）核心管理团队以及金石投资有限公司（“金石投资”）三方签署了关于机器人定向增发事宜的股东协议之补充协议，约定如机器人连续三个年度均完成预期业绩且得以上市，则金石投资承诺向机器人核心管理团队实施每人20万元的奖励。该对赌条款在机器人的招股说明书中进行了披露。

有关建议

投资者与目标公司股东和/或实际控制人签订对赌协议

如上文所述，最高院在本案中认为海富公司与迪亚公司之间的对赌条款不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，是有效的。因此如投资交易中拟约定有关对赌的内容，则投资者应直接与目标公司股东或实际控制人签订对赌条款或协议，以求在对赌条款或协议执行时，能够获得争议解决机构的认可和支持。

即使投资者与目标公司股东和/或实际控制人签订了对赌协议，但仍存在目标公司股东和/或实际控制人的实际偿付能力不足问题，因为一般情况下其主要的收益与目标公司的经营状况相关，如因目标公司经营问题触发对赌协议的执行，则比较难以保障投资者的合法权益。

同时应当注意对赌协议不能违反《公司法》第二十条、《中

外合资经营企业法》第八条等相关法律法规以及《中华人民共和国民法通则》、《合同法》中规定的公平、平等、自愿、诚实信用、等价有偿等原则，也不能违反保护中小投资者、公共投资者的根本利益原则，否则可能会被法院判定无效，且在上市时存在障碍。

理解对赌协议本意，规范投资流程

对赌的原名为估值调整机制（Valuation Adjustment Mechanism），顾名思义，就是投资者根据企业未来一段时间的业绩表现，对企业的估值进行调整。当预期股权价值低于投资合同的估值，则执行对投资方有利的条款；当预期股权价值高于投资合同的估值，则执行对融资方有利的条款。

实践中存在对对赌协议含义的误解，某些市场主体以为对赌协议是保证投资者只赚不赔的法宝。某些企业为了引入投资者，从未认真考虑对赌协议的合理性和风险性，以致在对赌协议执行时与投资者产生严重分歧，直至需要争议解决机构的介入。

其实，对赌协议是一种互利互惠、共担风险的约定。对赌协议是为了避免投资成为一种赌博而建立的对冲风险的反赌博机制，以使得企业股权的估值得到有效的调整。

对赌协议固然对保护投资者利益和促进目标公司发展有很大作用，但是对对赌协议既不能做夸大理解，也不能忽视其执行的可能性和风险。因此投资流程的规范、投资谈判的慎重、中介机构的使用等都将使得对赌协议的签订与执行更加具有合理性和可行性。

对赌条款设置的合理性

对赌应是投资交易中各方平等、自愿进行的体现投资自由的一种民事活动。在目前的投资环境中，投资者即使对行业有充分研究，对目标公司进行了详尽的尽职调查，但仍可能存在信息不对称的情形。为降低投资风险，对赌协议不可避免，且可能会被更加广泛地使用，并对交易达成有很大的促进作用。但是对于对赌条款和协议，交易各方应尽力保证其合理性，而不是一味地追求各自利益的最大化，否则可能存在对赌无法执行或形同虚设，或不被争议解决机构认可，而达不到对赌的本来目的。

根据媒体对本案的有关报道，投资者在进行投资时未进行尽职调查，甚至未见过目标公司实际控制人，仅凭他人推荐就进行投资。在该种情形下既无法做到对目标公司的商业、财务、法律的全面调查和风险判断，也比较难以判断对赌协议未来执行的可能性。

因此设置对赌条款时，应基于对目标公司全面详尽的尽职调查，以及对目标公司业绩与发展的合理和客观的预估。同时对于在境内的对赌条款，在签订时应充分评估其合法性，遵守现行的相关法律法规，并在各方的承受范围内合理设定。●

（作者单位：柯杰律师事务所）