

诚实信用

——破解“对赌协议”困惑之道

王 贺*

摘要:目前,私募股权投资在中国境内取得了突飞猛进的发展,签订对赌协议几乎成了中国私募股权融资参与内地企业上市或者并购活动中的合作基础和基本形式。但有关对赌协议的困惑(主要包括其合法性之感、法律性质之感、中国适用之感)随着海富投资 VS 甘肃世恒案的一审二审判决而加剧,以作为“帝王条款”的诚实信用原则来分析解惑、进而寻求解决方案,不失为明智之举。

关键词:诚实信用 对赌协议 投资方 融资方

2007年10月,一家名为“海富投资”的苏州私募基金与甘肃一家生产电解锌锭的企业“甘肃世恒”签订了投资协议。海富投资以现金2000万元入股,占甘肃世恒3.85%的股份。双方的对赌条款约定,甘肃世恒2008年净利润不应低于3000万元,否则甘肃世恒或其关联企业须向海富投资提供补偿,金额为:(1-2008年实际净利润/3000万元)

* 国浩(北京)律师事务所专职律师。

×2000 万元。而 2008 年甘肃世恒实际净利润仅有 2.68 万元,据此计算须补偿海富投资 1998 万元。甘肃世恒不肯履行约定,于是海富投资将之告上法庭。

一审法院认为海富公司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》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,判定对赌条款无效,并且驳回海富投资的所有请求,并要求海富投资承担所有诉讼费用。

二审法院则援引最高法院的司法解释,“企业法人、事业单位法人作为联营一方向联营体投资,但不参加共同经营,也不承担联营的风险责任,不论盈亏均按期收回本息,或者按期收取固定利润的,是明为联营,实为借贷,违反了有关金融法规,应当确认合同无效”。二审法院判定,海富投资的 2000 万元中,除已计入世恒公司注册资本的 115 万元外,其余 1885 万元资金性质应属于“名为投资,实为借贷”;甘肃世恒应归还这 1885 万元及期间利息。

目前,甘肃世恒已经向最高人民法院提起了申诉(以下将该案简称为海富投资 VS 甘肃世恒案)。

作为国内首例因对赌协议而对簿公堂并认定对赌协议无效的案例,在中国整个私募界引起了巨大的反响,有关“对赌协议”合法与否的困惑进一步加大,诚实信用原则,作为“帝王条款,君临全法域之基本原则^①”,是否有利于拨开迷雾,破解“对赌协议”困惑。

“诚实信用原则主要体现为:1. 民事主体行使民事权利,与他人之间设立、变更或消灭民事法律关系,均应诚实,不做假,不欺诈,不损害他人利益和社会利益。2. 民事主体应恪守信用,履行义务;不履行义务使他人造成损害时,应当自觉承担责任。3. 法官和仲裁员处理民事案件时贯彻诚实信用原则,主要体现在以事实为依据,保护各方当事人的利益,平衡当事人的利益。4. 在立法上,不仅需要在民事基本法上确立诚实信用为基本原则,而且还应根据需要制定若干体现诚实原则的具体条款。”^②

① 史尚宽:《民法总论》,台湾正大印书馆 1980 年版,第 300 页。

② 魏振瀛主编:《民法》,北京大学出版社、高等教育出版社 2004 年版,第 26 页。

以下便结合海富投资 VS 甘肃世恒案,以诚实信用为基本原则和方法,分析“对赌协议”,解开“对赌协议”的困惑。

一、困惑一:“对赌协议”合法性

对赌协议合法吗?是从理论上首先要解决的问题。

对赌协议是投资方投资企业进行融资的一项工具,在香港、美国等地区和国家被广泛的适用并受到当地法律的认可和保护。最近几年,“对赌协议”作为外资私募股权融资中经常运用的投资工具进入了中国境内并被频繁地使用于中国境内的投资活动中。伴随着蒙牛、国美等在私募股权融资中使用对赌协议而一战成名的案例,国内很多企业在上市前引入 PE 等私募投资人时,都签署了对赌协议。除了在海外首次公开发行股票并上市交易过程中会涉及对赌协议外,越来越多的曾涉及对赌协议的境内公司也成功登陆中国资本市场,并成为上市公司。公司在成为上市公司的同时,作为投资方的私募股权投资者也获益颇丰。2010 年海普瑞上市,高盛账面回报率为 103.54 倍;2011 年华瑞风电上市,新天域资本账面回报率为 184.5 倍。尽管对赌协议伴随着私募投资在中国的飞速发展获得广泛使用,但其“合法性”与否始终没有定论,由此产生的困惑便是:对赌协议合法吗?

对赌协议(Valuation Adjustment Mechanism, VAM)^③又称估值调整协议,是投资方与融资方在达成协议时,双方对于未来不确定情况的一种约定。如果约定的条件出现,投资方可以行使一种估值调整协议权利;如果约定的条件不出现,融资方则行使他的另一种权利。根据我国《合同法》第 2 条的规定,“合同是平等主体的自然人、法人、其他组织之间设立、变更、终止民事权利义务关系的协议”。“‘诚实信用’四字虽系道德观念,但诚信原则却已法律化,而成为一种法律原则。”^④根据

^③ MBA Lib 智库 百科:“对赌协议”,载 <http://wiki.mbalib.com/wiki/%E5%AF%B9%E8%B5%8C%E5%8D%8F%E8%AE%AE>,2012 年 8 月 14 日访问。

^④ 郑玉波:《民法总则》,中国政法大学出版社 2003 年版,第 552 页。

我国《民法通则》第4条的规定,“民事活动应当遵循诚实信用原则”。根据我国《合同法》第6条的规定,“当事人行使权利、履行义务应当遵循诚实信用原则”。对赌协议是投资方与融资方双方意思表示一致的结果,如果双方在订立合同时遵循了诚实信用原则,在不违反其他法律法规的情况下,根据我国《合同法》第8条规定,“依法设立的合同,受法律保护”。

对赌协议条款的主要内容是,投资方判断融资方的经营业绩,并估算一定的盈利水平并促使融资方实现该盈利水平或者促进融资方上市。如果没有实现预期,投资方如何顺利退出的问题。在海富投资 VS 甘肃世恒案中,海富投资以现金2000万元入股,占甘肃世恒3.85%的股份。海富投资作为投资方,对融资方甘肃世恒的未来尚未实现的净利润进行了预期并作出了相关约定,即甘肃世恒2008年净利润不应低于3000万元,否则甘肃世恒或其关联企业须向海富投资提供补偿。后来事实上甘肃世恒没有实现预期的净利润指标,即约定的条件出现了,作为投资方的海富投资便行使了估值调整权利,要求甘肃世恒或其关联企业须向海富投资提供补偿,金额为:(1-2008年实际净利润/3000万元)×2000万元。

可见,对赌协议实际上是期权的一种形式。尽管对赌协议在中国资本市场还没有成为一种制度设置,但实践中融资方由于企业发展的需要或者遭遇资金瓶颈,投资方出于保护自身投资的目的,签订对赌协议几乎成了中国目前私募股权融资或者其他投资方参与内地企业上市或者并购活动中的合作基础和基本形式。同时,对赌协议体现了一种利益的平衡。

对赌协议是投资方进行风险投资时而订立的协议,其产生之初便存在巨大的信息不对称,尽管投资方通常在投资前会进行尽职调查,但是对于融资方的全部信息还是难以掌握。投资方为了维护自身的利益,在对赌协议中约定业绩调整和估值条款、优先清算权、反稀释条款、拖带权、共同出售权、优先购买权、回购权等保护性条款。融资方对该种情况也予以认可,对于类似约定通常予以接受。

对于投资方而言,一旦融资方实现上市或其他对赌条件,投资方通过套现持有上市公司的股权而获得超额利润,但弊端是在上市前投资

金额大,上市与否具有不确定性,风险较大,对未来的预期期望高。

对于融资方而言,签订对赌协议能够在保持控制权的前提下,简便获得大额资金,解决资金短缺问题,进而实现低成本融资和快速扩张。弊端是一旦对赌失败,将承担巨大赔偿损失;同时,部分管理层会采取短期行为实现对赌成功,盲目非理性扩张,结果损害公司内部治理结构,潜力被过度开发。

“诚信原则乃斟酌各该事件之特别情形,较量双方当事人彼此之利益,务使在法律关系上公平妥当之一种法律原则也。”^⑤从该角度分析,对赌协议在订立时还是从某种程度上体现了投资方与融资方的一种利益的平衡,体现了诚实信用原则。从对赌协议订立之初而言,如果融资方与投资方能够从诚实信用角度出发,在不违反其他法律法规的前提下,对赌协议就其本身而言应当被认定为体现了订立合同双方当事人的意思一致,是合法有效的。尽管如此,在实务中对于高风险的投资领域而言,签订对赌协议仍应慎重。

对赌协议给蒙牛乳业(2319. HK)、中国雨润(1068. HK)等带来了巨额利益,也导致飞鹤乳业(NYSE:ADY)、海伦哲(300201. SZ)等因对赌失败而作出了巨大的赔偿。在决定是否采用对赌方式融资时,融资方管理层应谨慎考虑各种因素,权衡利弊,避免产生不必要的损失。但这已经超越了对赌协议合法与否的问题,而属于假定在对赌协议合法有效的前提下,当事人各方具体履行对赌协议在商业实践领域中的情况。对赌协议是投资方与融资方博弈的结果,对赌标的实现,将会双赢,融资方盈利能力强,效益好,上市成功,有利于企业的发展;投资方出卖上市公司股权赚取丰厚利润,实现超额回报。但是一旦对赌失败,融资方给予投资方巨额的赔偿,损失惨重;投资方即使获得了融资方的股权转让赔偿,但融资方的盈利能力下降也使股权市值下降,间接导致投资方遭受巨大损失。

据此从诚实信用角度分析,对赌协议本身应是合法有效的。对赌协议是融资方与投资方意思一致的体现,是彼此间利益平衡博弈的结果,是诚实信用原则的体现,对赌协议使融资方、投资方利益紧密联系

^⑤ 郑玉波:《民法总则》,中国政法大学出版社2003年版,第551页。

在一起,客观上对促进融资方快速发展壮大发挥了积极的激励作用。

二、困惑二:对赌协议的法律性质

对赌协议的法律性质是什么?它与“赌”之间到底有何关系?

(一)对赌协议是射幸合同

诚如上述分析,对赌协议有关期权方面的约定决定了对赌协议的性质是射幸合同。“射幸”的本意是碰运气。在民法上,射幸合同与交换合同,即合同当事人双方具有等价交换关系的合同形式相对应的一个概念。它指当事人一方付出的代价所获得的只是一个机会,可能因此获得数十倍的利益,也可能没有利益可获。合同效果在订立合同时不能确定。^⑥对赌协议便是射幸合同的一种。对赌协议的双方当事人投资方和融资方,对未来一种情况进行了预期,即融资方未来的盈利水平达到一定程度或在某个时点进行了上市融资,该种预期的实现对双方当事人也都提供了一种机会。对于投资方而言,投资前会对融资方有一个估值并据此进行投资,投资大额的投资款项获得融资方一定比例的股权。从表面上看,投资方投资的款项往往会远远超出当时该部分股权所对应的注册资本的金额或者第三方评估后该部分股权所对应的现金价值,貌似投资方吃亏了;但实际上投资方投资的就是一种机会,对于融资方未来发展的一种盈利机会。如果融资方在获得融资款项后,盈利能力提升或者上市成功,作为股东之一的投资方可以选择出卖其所持有融资方的股权予以退出,同时获得巨额利润。对于融资方而言也获得了一个机会,便是在企业需要资金的时候只需转让一小部分股权便可获得巨额资金,而且投资方的目的也是希望融资方提高盈利能力水平或者上市成功,与融资方的发展战略相契合。这正体现了诚实信用原则项下对协议双方当事人的要求,在设立民事法律关系时,应诚实、不做假、不欺诈,实现一种利益平衡。对赌协议作为一种射幸合同,合同中约定的融资方在未来盈利水平达到一定程度或者成功上

^⑥ 范健主编:《商法》,高等教育出版社、北京大学出版社2002年版,第479页。

市是具有不确定性的,即在订立之初合同的效果是否能够实现具有不确定性。

(二) 保险合同、赌博合同与对赌协议

1. 保险合同与对赌协议

保险合同作为射幸合同,是因为合同所承保的危险损失是否发生以及在何种程度上发生,在合同订立时具有极大的不确定性。在合同有效期间,如果发生合同约定的损失,被保险人从保险人处获得的赔偿金额可能远远超出其所支付的保险费;如果没有发生损失,则只付出保险费而无任何收益。对于保险人而言,当发生事故时,其所赔付的保险金额远远大于向所收取的保险费,如果不发生事故,则只享有收取保险费的权利,不承担给付保险金的责任。保险合同具有射幸性质,是由保险事故的发生具有偶然性的特点决定的。^⑦

保险合同从本质上看,保险合同体现了合同各方以诚实信用为原则的共同利益。保险合同的各方当事人(保险公司、投保人、被保险人)都不希望约定的保险事故发生,一旦保险事故发生,被保险人受到一定的损害,保险公司会支付给被保险人一定的保险金,从该角度讲,各方的意志是一致的,是彼此诚信的,即都不希望保险事故的发生。对赌协议体现了投资方和融资方共同的意志,便都是希望融资方获得较快的发展,促进共同发展。可以说,保险合同从否定性方面希望某事件不发生体现了合同方主体意志的一致性,而对赌协议则从肯定方面希望某种事件发生体现了合同主体意志的一致性;尽管所追求需要实现的目的的具体内容不同,但合同各方所追求的合同效果的一致性以及在订立合同时各方的诚信相待却体现了两种合同的相似点。

保险合同通常为各国所认可,并制定专门的法律法规予以规范完善。我国于1995年颁布施行了《保险法》,设立专章对保险合同予以规范,并于2002年、2009年先后进行了修订。除此而外,对于特殊保险领域,还制定了相关的法律法规予以规范,如2011年施行的《社会保险法》、2012年施行的《军人保险法》。与此形成鲜明对比的是,截至目前,有关对赌协议这个舶来品的法律规制在我国尚处于空白阶段,这与

^⑦ 范健主编:《商法》,高等教育出版社、北京大学出版社2002年版,第479页。

我国目前活跃的私募投资市场已经不相适应。保险合同是保险活动的基础,对赌协议是私募投资活动的基础。因此,在立法层面讲,在以后有关主管部门制定规范私募股权投资的相关法律法规时,可以借鉴《保险法》的体例,基于对赌协议的重要性,设立专章予以一定形式的规制。同时也应考虑到私募投资高风险的特质,国家在此立法应给予更大的灵活性空间,建议以诚实信用为基本原则,并制定体现诚实信用原则的具体条款,强调诚信,加强当事人之间的自律。

2. 赌博合同与对赌协议

人们很容易将对赌协议与赌博合同混淆,原因是从中文的字面上都有个“赌”字,其实不然,对赌协议中的“赌”完全是翻译的结果,对赌协议的原文是“Valuation Adjustment Mechanism”,准确的翻译是价值调整机制,与人们通常认为的“赌”还是有区别的。

具有射幸性质的赌博合同的后果往往使一方获得丰厚的收益,同时使另一方遭受惨重的损失,并且还会激发和鼓励人们的投机心理和赌博兴趣。从本质上看,赌博合同是强调以一方或多方的损失通过偶发性的行为使某个人或某方获取巨额利益,违背了诚实信用原则。这与对赌协议所追求的投资方与融资方共赢的目标正好相反,尽管对赌协议约定如果融资方不能实现业绩达到一定指标或者上市的话,要承担一定的赔偿或者是一定的股权价值调整,似乎对融资方不利,但通过对对赌协议内容的分析,我们发现,对赌协议在客观上是激励融资方更健康地发展,而且,投资方在早期投入巨额的投资款项对于融资方的资金需求方面起到了一定的缓解作用,促进了融资方的运营发展,体现了诚实信用原则。对赌协议与赌博合同还是有着本质的区别的。

为了维护社会和经济秩序的稳定,大部分国家或地区的法律法规通常对赌博合同的缔结制定了限制性规定或者禁止性规范,与之密切联系的相关行为也为法律法规所限制。我国《刑法》第303条第1款设立了“赌博罪”,即“以营利为目的,聚众赌博或者以赌博为业的,处三年以下有期徒刑、拘役或者管制,并处罚金。”目前,海富投资 VS 甘肃世恒案已经提交最高人民法院作最终的裁决,该起有关中国私募股权融资第一案的最终审判结果必将对未来对赌协议的合法性、中国整个股权私募融资市场都将产生深远的影响。但是我们也应该认识到,最

高人民法院的判例只是在法院审判时的参考作用,而作为解决相关纠纷的最主要依据——有关的法律法规依据还未正式出台,因此,为了避免类似情况的发生,制定相关的法律法规已经迫在眉睫。

3. 保险合同、赌博合同、对赌协议

有学者认为,在个案保险中,射幸特征颇为明显,而就整个保险活动而言,保险费与保险金之间的关系并非完全取决于偶然因素,它可以根据大数法则予以推算,它与赌博之类的纯粹偶然事件颇不一样。^⑧该观点体现了保险活动具有一定的科学性和可预测性,该方面与赌博活动的主观盲动性有根本的区别,体现在文字表达方面,便是保险合同与赌博合同的巨大差异。在正常情况下,尤其是较为完善的投资方在投资某个项目前,都会进行财务和法律方面的尽职调查,并根据本身或者聘用的第三方的专业能力对所投项目的可行性作出一定的判断,之后会根据前期的调查和分析结果会给予融资方一个相对公允的估值,然后据此估值结果对融资方进行投资,恪守信用,履行义务。很少有投资方愿意拿着自己的巨额资金投资到一个“无底洞”中,很多投资方对融资方的估值通常也是参考融资方目前发展现状、发展潜力以及其所在行业的现状、发展趋势并结合一定的公式进而得出一个相对稳妥的判断,这也便对各方的诚实信用的水平提出了更高的要求。从该角度分析,对赌协议中的主体部分,即对融资方的估值,是具有一定的科学性和合理性。可见,对赌协议与赌博合同也是有着巨大的差别的。投资方通常是有限合伙,由无限合伙人和有限合伙人构成。无限合伙人通常以管理合伙人的身份作出投资决策,而投资方的资金来源主要是有限合伙人的出资。如果投资方的管理合伙人过度依赖对赌协议,抛弃其前期的调查、调研分析,而随意对融资方给予一个估值,不守信用,不履行义务,此时投资方的无限合伙人的不诚信的做法将直接给予有限合伙人尤其是小规模有限合伙人造成巨大的损害,投资方本身便会受到巨大损害。同时从外部来看,这的确和赌博协议没有太多的区别,丧失了对赌协议原本的科学合理性,这与保险活动某方当事人出于私利而过度利用保险合同一样,此时已经不是保险合同本身的问题,而是

^⑧ 郑玉波:《保险法论》,三民书局1998年版,第50页。

不诚实守信、滥用保险合同的问题。

据此,从诚实信用原则角度分析,对赌协议与保险合同都具有一定的合理性和科学性,但一旦不诚实守信,被片面依赖或者是滥用的话,其结果是与赌博合同的效果没有太大的区别。在海富投资 VS 甘肃世恒案中,作为投资方的海富投资实际上对于投资甘肃世恒并没有进行前期的尽职调查,没有遵守诚实信用原则项下对恪守信用、履行义务的要求,而盲目片面依赖对赌协议,其实质上是不诚实守信、对对赌协议的滥用,于己于他都产生了消极的影响。

三、困惑三:对赌协议在我国的适用

目前,私募股权投资在中国境内取得了突飞猛进的发展。根据贝恩公司与中国欧盟商会发布《私募股权基金对中国经济和社会的影响 2012 年调研报告》中可以看到,中国的私募股权投资从 2006 年开始起步,当年达到 73 亿美元,至 2011 年创出新高实现投资 161 亿美元。这 6 年私募股权基金一共为中国企业带来投资 725 亿美元。而且,私募股权基金有利于促进融资方提高企业就业率、提高企业盈利能力、利润增长率,并且为国家贡献大量税金。数据显示,2007、2008 年被投资的企业,2012 年调研时他们纳税金额年增长率为 21%,高于同行上市公司 15% 的增长。这一结果表明,股权投资为企业带来了业务拓展以及财务梳理的变化。

而对赌协议是私募投资的最主要的依据性文件。尽管私募投资获得了发展,但作为其投资最主要工具的对赌协议的合法性在中国境内并没有明确的规定,由此导致的直接结果便是投资方在进行私募投资后将没有直接的法律支持和保护。

下面将从两个方面具体分析阐述目前对赌协议在我国的实际应用情况:其一是结合海富投资 VS 甘肃世恒案从诚实信用角度谈一下对赌协议相关方应注意的问题,以便更好地发挥对赌协议的积极方面,防止滥用情况的发生;其二是结合目前对赌协议在其最主要的目标之一的上市过程中的现状及应用情况,以便提出在上市融资过程中应如何

对待对赌协议的建议。

(一)海富投资 VS 甘肃世恒案的启示

1. 对于融资方而言,不诚信对融资方的负面影响不可忽视

融资方之所以选择签订对赌协议,是因为对赌协议能够在保持控制权的前提下,简便地获得大额资金,解决资金短缺问题,进而实现低成本融资和快速扩张,与其他融资方式如银行贷款比较,灵活便捷高效。可是,一旦对赌失败,将承担巨大的损失赔偿责任。如果融资方违背诚实信用原则,不履行对赌协议,其名誉及诚信将深受影响,不履行对赌协议几乎意味着融资方放弃了通过私募进行融资的途径,其他机构或者个人也不会轻易的对违反协议、商业信誉较低的企业进行融资借款。正因为如此,部分企业即使对赌失利,也不惜予以赔偿,秉承诚实信用原则,以期待更好的发展。对赌协议在解决企业融资及发展方面发挥了一定的积极作用。

东莞勤上光电股份有限公司(以下简称勤上光电)是一家以开发、生产、销售 LED 照明、LED 装饰灯、太阳能 LED 照明、储物架、烧烤炉、金属线材、钢管、电线电缆、燃器配件、模具等产品的大型企业集团。根据公开资料显示,其在上市前进行了多次融资。从 2007 年至 2010 年间,有超过 20 家机构投资者和超过 40 名自然人股东先后入股,与投资者签订了 12 份对赌协议。由于未能按约定实现约定的净利润和在约定的时间内上市,勤上光电在上市前通过支付股份的方式予以赔偿。2011 年 11 月 16 日,勤上光电(SZ: 002638)终于成功登陆深圳证券交易所。

在海富投资 VS 甘肃世恒案中,尽管二审判决判定对赌协议无效,但融资方(甘肃世恒)应归还 1885 万元及期间利息,除此而外,仍保留了投资方(海富投资)在融资方的股权。尽管法院对对赌协议的合法性不予认可,但对于投资方的投资权益还是予以了保护,投资行为视为借贷行为,融资方除了应偿还巨额的融资本金外,还需支付同期对应的利息。判决结果是对融资方不利的。

发展是企业的生存之本,大部分企业都不希望官司缠身。当争议发生时,诉诸法院往往是在没有更好的解决方式的前提下迫不得已而为之。因此,面对融资快的诱惑而又高风险的对赌协议时,融资方管理

层在决定是否采用对赌方式融资时,应谨慎考虑各种因素,避免产生不必要的损失。在签署对赌协议、引进私募投资资金后,遵循诚实信用原则,合理安排募投资金的用途,完善经营管理,提高技术研发能力,切实提高内功,将融资款项化为企业发展的强劲动力,争取实现对赌成功,实现双赢,诚实信用,不损害他人利益和社会利益。在对赌失利后,应该采取合适的解决方法。

2. 投资方应审慎投资,讲诚信,不可滥用对赌协议

投资方最关心的问题便是投资后所获得利益及如何顺利退出的问题。但在前期选择行业、选择企业,以及尽职调查过程中,应诚实守信,提高专业能力,充分挖掘对赌协议的合理科学性,而不应滥用对赌协议。

海富投资 VS 甘肃世恒案中,投资方以投资 2000 万元获取融资方 3.85% 的股权,相当于对甘肃世恒投资后的整体估值为 5.2 亿元,市盈率为 17 倍。对赌融资方在对赌的第一年应实现 3000 万元的净利润,而实际上融资方第一年实现的净利润却只有 2.68 万元,误差高达 1119.4 倍,这不得不对专门从事以私募投资为主营业务的投资方的判断力提出质疑,因此该案很具有特殊性,也客观反映出部分投资方在作出投资决策的时候,过于盲目,不诚实守信,对于融资方没有进行全面客观的调查和充分的分析,之后便滥用对赌协议。对于投资方来说,应该在选择投资融资方时加强对其所处行业现状及发展趋势、融资方在行业中的地位以及融资方本身经营管理及品牌形象等等诸多方面的尽职调查,诚实守信,以对融资方成长估值作出理性判断。

海富投资 VS 甘肃世恒案对于在中国采取私募股权投资的投资方而言是具有重大影响的,因为使用对赌协议是其进行私募融资的最主要工具,尽管该案是个案,而且有其特殊性,但一旦该种违反对赌协议的行为被效仿,后果不堪设想。

对于投资方,除了提高投资方的专业能力外,还建议在以后的投资中应注意以下几点:

(1) 做好前期调查工作,充分发挥对赌协议的灵活性优势

投资方除了应加强对融资方必要的前期财务、法律尽职调查之外,还应诚实守信,通过其他方式对融资方争取有一个客观全面的认识,充

分发挥对赌协议的合理性、灵活性等优势。比如投资方可以分期分批对赌博弈,如蒙牛与投资方的两次对赌中,第一次是一种初步的、试探性的博弈,而正是建立在该阶段的了解和认识上,双方进行第二次对赌,最终实现双赢。

(2) 选择多种退出途径,发挥对赌协议的选择性优势

对于有发展潜力的企业,尽管没有实现对赌目标,但还是可以诚实守信的通过签订对赌协议的补充协议或者签订新的对赌协议,拓宽退出途径和方式,如某些企业以实现上市为对赌目标,原定为在规定时间内实现在中国创业板上市,但未实现;投资方可以转换思路,变更对赌目标,可以结合企业的实际及长期发展情况确定其他上市地点。如果对融资方有足够信心的话,可以在对赌估值调整获得赔偿股权的情况下,参与融资方的经营管理,实现角色转变。

(3) 提高服务意识,丰富对赌协议内容

目前,很多私募投资人只是短期的进行投资,但并不参与融资方的经营管理。资料显示,绝大多数融资企业的高管非常看重私募股权投资机构在改善公司治理和促进增长方面提供的指导。然而,他们对私募股权投资机构在提供运营支持方面的评价不一。调查显示,近50%的被访者认为,私募股权基金投资后,在帮助这些公司的运营提升方面“无影响”。如俏江南创始人曾表示引进鼎辉投资“是俏江南最大的失误,毫无意义”,并称“他们什么也没给我们带来”。对此,可以在对赌协议中增加一些强制性的条款,对投资方本身进行约束,强制其增强诚实守信义务,为融资方服务。

因此,对于投资方,必须提高服务意识,越来越多的私募股权投资机构开始寻找自身的力量构建可持续的竞争力。一个最新动向是私募股权投资机构开始纷纷尝试专职投后管理模式,并在对赌协议中约定,投资方应设立独立的投后管理部门,提供系统化的增值服务。

(4) 选择好解决争议的方式,增强对赌协议可执行性

对于投资方与融资方发生争议,最好能先通过友好协商解决,如果不能的,尽量选择仲裁的方式解决纠纷。根据《仲裁法》第62条“当事人应当履行裁决。一方当事人不履行的,另一方当事人可以依照民事诉讼法的有关规定向人民法院申请执行。受申请的人民法院应当执

行”。如果有涉外因素的,最好在选择适用的法律方面适用境外的法律法规,因为对赌协议在美国、我国香港地区等是合法有效的。最早在美国上市飞鹤国际(NYSE:ADY)于2003年5月在美国纳斯达克成功上市,成为中国乳品行业第一家在美国上市的企业。并于2009年与红杉中国签订了对赌协议,由于未实现约定的预期盈利,根据对赌协议,飞鹤国际于2012年回购了红杉资本所持的最后一批股份。为了筹集回购款项,2011年8月1日,飞鹤国际发布公告称,公司已出售位于黑龙江的飞鹤(甘南)欧美国际示范牧场和飞鹤(克东)欧美国际示范牧场。

3. 司法机关对对赌协议应采取正确的态度

“公平正义乃法律之理想,法谚有所谓:‘公平与善良乃法律之法律’(Aequum et bonum est lex legume)之说,厥旨在此。诚信原则即为达成此理想之一种手段,其适用应于法律关系见之。”^⑨诚实信用原则要求法院及仲裁员处理民事案件时贯彻诚实信用,以事实为依据、保护各方当事人的利益,平衡当事人的利益。在海富投资 VS 甘肃世恒案中,尽管二审判决判定对赌协议无效,但融资方(甘肃世恒)应归还投资方(海富投资)1885万元及期间利息,除此而外,仍保留了投资方(海富投资)在融资方的股权。法院对融资方与投资方的利益进行了平衡,追求一种利益上的平衡点;遗憾的是,将私募投资行为认定为民间借贷行为,显然该种利益平衡没有产生预期的效果,融资方(甘肃世恒)对二审结果不服,提请最高人民法院进行审判。而且:“将此一原则与公序良俗原则同样推崇之为‘帝王条款’者,良有以也。”^⑩如果按照法院审判结果推知,凡私募融资行为均视为民间借贷行为处理,必将有损目前中国的整个金融环境。法院没有依诚实信用原则判案的做法也必然构成了对与诚实信用原则同为“帝王条款”的公序良俗原则的违背。

通过上述分析,对赌协议从诚实信用角度分析,在法律性质及法理方面应该是合法有效的,对赌协议是射幸合同,体现了诚实守信订立合

^⑨ 郑玉波:《民法总则》,中国政法大学出版社2003年版,第552页。

^⑩ 郑玉波:《民法总则》,中国政法大学出版社2003年版,第553页。

同的初衷,是双方当事人的意思自治,同时也达成了一种利益的平衡。在海富投资 VS 甘肃世恒案中,投资方不诚实守信,过度依赖对赌协议,海富投资的相关人士后来也证实其公司没有很好的开展尽职调查,只是依靠个人的介绍就投项目了;融资方对投资方是否诚实守信、真实准确完整的提供了全部资料也存在质疑,在订立合同双方当事人一方或双方没有尽一切合理之努力诚实守信、善意的订立合同的情况下,该合同所体现出来的便不真正是一种双方共同利益。该案例已经脱离了对赌协议本身是否有效的问题,而涉及对赌协议的滥用,缔约方是否真正诚信的问题。在大多数情况下,如前分析,合同双方都会遵守诚实信用原则,因此在出现对赌失败后,双方可以通过协商予以解决,可以通过股权调整或者延期上市等方式而保证投资方退出。如深圳市高特佳投资集团有限公司(以下简称高特加)曾经投资博雅生物,但是2008年临上市前,博雅生物因为产品导致病人死亡的事情突然爆发,博雅生物首次上市并公开发行股票折戟。博雅生物公司本身也陷入困境。根据对赌协议,高特加持有博雅生物的持股比例上升,同时,高特加又购买了一部分股票,结果导致高特加成为了控股股东。三年后即2012年2月29日,博雅生物(SZ:300294)成功登陆深圳证券交易所。投资方高加特协助被投资方博雅生物渡过难关,最终成功使融资方上市,高特加也因此获得了高额的回报。

可是这种因诚实信用原则而建立起来的机制,一旦因法院等司法机关直接认定对赌协议无效,必然会发出错误的信号,事实也证明如此,海富投资 VS 甘肃世恒案引起了中国整个私募股权投资界不小的震动,原本靠诚实信用原则维系的私募市场的最基本的契约约束—对赌协议在个案中的一审二审判决中被认定为无效。

据此,从诚实信用角度分析,在认定该具有对赌性质的合同有效与否时,可以根据双方是否遵循诚实信用原则这一最根本的契约准则来予以衡量,缔约双方在订立合同时是否诚实守信、是否已经尽了各自合理之努力,而不是对对赌协议的滥用。海富投资 VS 甘肃世恒案中所涉及的具有对赌性质的合同被认定为无效,并不意味着对赌协议本身的无效,对于对赌协议双方当事人如果诚实守信、已经尽了一切合理之努力善意履约仍未实现的,即包括整个签署对赌协议过程,各方都是

善意的履行了各自的职责,投资方在投资前对投资行为根据市场情况对被投资企业给予了一定的估值,开展尽职调查等相关活动,据此根据实际情况进行投资,并获得被投资企业一定的股权;被投资企业完全接受该对赌条款的约定,并且积极配合,如实提供相关信息和资料,尽自己最大之努力促进企业发展,而不是以“对赌”为名引进投资款项后挪作他用或者不作为。在此等情况下,应当认定为对赌协议有效。

“诚实信用虽为一种抽象的原则,但适用时,仍应斟酌各该事件之特别情形,较量双方当事人之彼此利益,务使在法律关系上公平妥当而后可。”^①通过以上分析,作为法院等司法机关而言,应根据具体情况具体分析,在目前尚没有直接的相关法律法规依据的情况下,应当根据诚实信用的最基本的契约精神,在相关证据齐全的情况下,根据案情的实际情况予以判决,判断合同的双方当事人是否遵循了诚实信用原则,是否履行了必要的义务,而不是对对赌协议简单的认定为“无效”,否则将不利于私募投资者利益的保护、被投资企业开展私募融资的相关活动以及中国整个私募投资领域的稳定和发展。

(二)对赌协议在境内上市中的应用

海富投资 VS 甘肃世恒案中的对赌协议约定了对融资方未来实现一定的净利润为对赌条款;而在目前情况下,私募投资方对企业的投资的一个最重要的退出途径便是通过投资,协助融资方实现上市;在融资方实现上市后,投资方通过套现其持有上市公司的股权而顺利退出,而促进融资方实现上市的目的便成为对赌协议中常见的重要约定之一。在美国、我国香港地区上市,对赌协议只需如实披露即可,在我国,有关主管部门对对赌协议的态度却应引起注意。

对于拟上市企业来讲,目前证监会对于对赌协议是绝对禁止,没有丝毫的余地。

监管层希望发行人股权是相对稳定且明确的,但对赌协议的存在,可能导致股权的调整;监管层或许同时由于担心现金对赌的存在,在发行人上市融资成功后,资金的用途或会被控股股东拿去偿还 PE,从而损害小股东的利益;此外,在对赌协议中通常存在盈利预测条款,这和

^① 郑玉波:《民法总则》,中国政法大学出版社 2003 年版,第 552 页。

上市的目的相冲突。同时,对赌协议的对赌目标促使企业为追求短期目标而非常规经营,因此无限增大了企业的风险,一定程度上会损害社会公共利益。再次是对赌协议的固定价格回购股权条款有变相借贷的嫌疑。例如,对于深圳创业板上市公司金刚玻璃(SZ:300093),在上市前夕,证监会两次反馈意见中都提到了要清理对赌协议,并明确指出需要对曾经签署的对赌协议进行详细披露有关条款;解释曾经的对赌协议不会对公司控制权的稳定产生影响。

但是如果不承认“对赌协议”的合法性,不遵循诚实信用原则来对待“对赌协议”中涉及的诚实信用问题,“对赌协议”各方会表面上不实施,但实际通过代持股份等形式来实施,反倒造成上市公司日后的纠纷,更不利于他人利益与社会公共利益的保护,甚至会违背有关主管部门制定相关规定时所考虑的以公序良俗标准的初衷。证监会的态度直接导致了发行人(融资方)和投资方可能就会选择隐瞒或表面上终止条款,但是实际上会通过代持股份等形式来变通,这不仅更容易导致潜在的更多的纠纷和不确定性,还涉及虚假陈述和欺诈等违法违规问题。而且,很多拟上市企业与投资方根本就不披露对赌协议,不诚信的行为泛滥,表现为尽管现实中对赌情况很多,但在证监会网站上公开的有关上市公司对赌信息或者记录却很少。

在实践中,中国证券监督管理委员会对于已经上市的公司采取的一些与对赌协议相似的约定却予以了认同。事实上,股权分置改革和上市公司增发中的大量实质性“对赌协议”已经得到履行,说明了只要信息披露充分,诚实守信,投资者包括公众小的投资者完全可以接受“对赌协议”。例如,上海证券交易所公开信息显示,上市公司金发科技(SH:600143)第一大股东袁志敏先生承诺,若公司2005年度实现扣除非经常性损益后净利润较2004年度增长低于30%,或公司2005年度财务报告被出具非标准审计报告,愿意将本次支付对价后所持股份数20%,在公司年报披露后1个月内按比例无偿分送给无限售条件的流通股股东。该对赌性质的信息在证券交易所已经予以了公示,告知了公众投资方。

在香港市场,监管部门对“对赌”条款的基本精神是只要履行诚实信用原则、如实披露,信息不存在造假和误导即可。即使是控股权发生

变更,需要事先咨询联交所,但只要完全如实披露,是否获得认可是由市场来进行判断。

“对赌协议”总体上是合法有效的,部分条款的无效可以通过一定的修改或者处置完善,一棍子打死“对赌协议”的做法显失公平,也不利于资本市场的活跃。

据此,从诚实信用角度分析,从以往的经验及其他地区的成功经验来看,建议证监会等监管部门不应绝对禁止“对赌协议”,而应以诚实信用原则为指导,根据实际情况制定引导发行人履行信息披露义务、诚实守信。如果发审机构认为“对赌协议”应以立法的方式对“对赌协议”或其中的条款予以特别限制或者禁止,也应该单独或者联合其他相关主管部门尽快作出明确规定,以引导“对赌协议”的利益相关方妥善处置,消除有关上市主体的疑惑,降低社会因“对赌协议”而支出的成本。

四、小结

目前,私募股权投资在中国境内取得了突飞猛进的发展,签订对赌协议几乎成了中国私募股权融资参与内地企业上市或者并购活动中的合作基础和基本形式。但对赌协议在我国的困惑(主要包括合法性之感、法律性质之感、中国适用之感)随着海富投资 VS 甘肃世恒案的一审二审判决而加剧。以作为“帝王条款”的诚实信用原则来分析解惑、进而寻求解决方案,不失为明智之举。

从法理上、法律性质上分析,对赌协议作为射幸合同的一种,具有一定的科学合理性,体现了双方利益的平衡,体现了订立者双方的诚实守信的诉求,从诚实信用角度分析对赌协议应该是合法有效的,实现了协议双方的共赢;但诚如防止保险合同滥用一样,也要防止对赌协议的不诚信的被滥用,海富投资 VS 甘肃世恒案从本质上看是投资方与融资方对诚实信用原则的违背,此时的对赌协议从法律性质上已经与法律上否定的赌博协议没有太大的区别。有关的主管部门未能秉承诚实信用原则,不从实际情况出发,客观全面的分析,区分对赌协议的合理

应用和滥用,而盲目的“一棒子打死”的做法实在不可取。

在中国目前的实践当中,不论是司法领域还是资本市场领域,私募融资法律体系的不完善,将直接导致投资方在进行私募投资后将没有直接的法律支持和保护,在此现实情况下,更应发挥以诚实信用为基础所构建的自律监管体系的重要作用,即使在以后进行相关的法律法规制定时,也应考虑到私募投资高风险的特质,国家在此立法应给与更大的灵活性空间,建议仍以诚实信用为基本原则,并制定体现诚实信用原则的具体条款,强调诚信,加强当事人之间的自律。