



德衡律师集团  
DEHENG LAW GROUP

# 客户通讯 & 律师观点

证券与资本市场业务中心 > 证券投行业务团队 主办

2016年8月12日 | 第2号

## 证券投行业务团队理论研讨

### 【研讨要点】

企业 IPO 过程中股权稳定之对赌协议

### 【研讨笔记】

对赌协议是舶来品，在它的老家，大家称它为“估值调整机制”。只是到了中国，赋予了它一个投机气息浓厚的名字。自从中国企业（多为“民营企业”）开始与国内、国外股权投资机构联姻，对赌协议也就随之出现，当然，有成功的案例，如蒙牛和摩根斯坦利的对赌安排，最终实现双赢；也有失败的案例，如永乐电器和摩根斯坦利等机构的对赌安排，最终为别人做了嫁衣。

随着中国产业整合大潮的到来，企业间的重组、并购屡见不鲜。投融资双方之间的对赌安排也司空见惯。而企业发展壮大后，在力图登陆资本市场时，其本身存在的对赌协议也成了绕不开的话题。本文试图围绕对赌协议，梳理整合相关问题。

#### 一、对赌协议的合法性

##### （一）“海富投资案”的启示

2012年最高人民法院对“海富投资案”的判决，作为对对赌协议效力的第一案，无疑对对赌协议合法性的判断起到了示范作用。

2007年，苏州工业园区海富投资有限公司（“海富投资”）与甘肃世恒有色资源再利用有限公司（“世恒有色”，当时公司名称为“甘肃众星锌业有限公司”）、香港迪亚有限公司（“迪亚有限”，世恒有色唯一股东）、陆波（迪亚有限实际控制人）签署《甘肃众星锌业有限公司增资协议书》（“增资协议书”）。《增资协议》中包含了对赌条款：世恒有色2008年净利润不低于3000万元人民币，如果完不成，海富投资有权要求世恒有色予以补偿，如其未能履行补偿义务，海富投资有权要求迪亚有限履行补偿义务。补偿金额=（1-2008年实际净利润/3000万元）×本次投资金额。

由于世恒有色2008年度净利润仅为26858.13元，未达到《增资协议书》约定的该年度承诺净利润。2009年12月30日，海富投资向兰州市中级人民法院（一审法院）提起诉讼，请求判令世恒有色、迪亚有限、陆波向其支付补偿款1998.21万元。

一审法院根据《中华人民共和国中外合资经营企业法》第八条的规定，即“合营企业获得的毛利润，按中华人民共和国税法规定缴纳合营企业所得税后，扣除合营企业章程规定的储备基金、职工奖励及福利基金、企业发展基金，净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配”，判决由世恒有色对海富投资承担补偿责任的约定违反了法律、行政法规的强制性规定，约定无效。以《增资协议》与《合资经营合同》不一致时以《合资经营合同》为准（《中华人民共和国中外合资经营企业法实施条例》第十条第二款：营企业协议与合营企业合同有抵触时，以合营企业合同为准）为由，对海富投资要求迪亚有限承担补偿责任的诉讼请求不予支持。

二审法院以海富投资的核心目的为“获取增值的股权价值”为由认定协议各方就世恒有色 2008 年净利润不低于 3000 万元人民币的约定有效。但是依据“违反投资领域风险共担原则和（《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：企业法人、事业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）为由，判决世恒有色与迪亚有限应共同返还海富投资 1885.2283 万元（投资总额计入资本公积部分）及占用期间的利息。

高院终审，认定海富投资与世恒有色之间的对赌，由于这一约定使得海富投资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，认定为无效；海富投资与迪亚有限之间的对赌，由于补偿承诺并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。

暂且不讨论各审法院的判决及判决依据是否适当，但是作为高院对对赌协议案件的首次判决，我们可以总结出法院对对赌协议的态度：首先，法院对于投资方与股东之间的对赌协议效力采取认可态度，原因在于，对赌协议对公司股东及管理层起草了一定激励作用，对投资方起到了保障的效果，促进整个投资交易公平合理，因此只要没有出现违反公共利益及法律强制性规定的情形，就应被视为有效；而对于投资方与目标公司之间对赌协议的效力采取否定态度，原因在于该约定使得投资方的收益脱离了被投资公司的实际，一旦实现，将有损债权人及公司的利益，应当认定为无效。

## （二）对赌协议合法性的学理分析

目前我国法律尚未对对赌协议作出明确的规定和约束，属于非典型合同，即无名合同。因此根据《合同法》原理，考察其是否合法有效，应从合同主体是否适格、当事人意思表示是否真实、是否违背公序良俗和社会公共利益以及合同内容是否合法入手。而实践中，争议最大的点，当属对赌协议是否符合等价有偿的原则。

反对者认为对赌协议明显违反了等价有偿原则，因为投资方在财务业绩实现或者未实现时均获益，财务业绩没有实现时，可以获得来自融资方的股权或现金补偿；财务业绩如果实现，投资方虽然损失了持有的部分股权，但是享受到了股权价值增长的收益。

但是我们认为投资方并非是“空手套白狼”，同样有成本和风险。

首先，投资方付出了成本。在实操中我们碰到的投资人，并非简单的财务投资者，实际上负担了部分被投资企业的管理职能。尤其是目前比较火热的产业整合背景下，投资方都是带着渠道或者客户等资源来寻找合适的投资标的，一旦达成了合作意向，投资方可以利用手上掌握的各种资源，为被投资企业带来利润。这些资源的付出，即是最大的成本。

其次，投资方和被投资方的目标是一致的。虽然在投资协议中约定了对赌条款，但没有哪个投资人希望通过对赌条款的履行获得股权或现金补偿，而是希望企业壮大发展，分享红利。融资方之所以引入资金，目的也是支持企业发展，增加企业利润。因此从目的上讲，投融资双方并不矛盾，毕竟投资不是零和游戏。

最后，投资方也承受着巨大的市场风险。在整个投资过程中，尽管投资方会对融资方做法律和财务方面的尽调，但是作为企业的所有者，融资方的股东与投资方之间仍然存在着巨大的信息不对称性，投资方对融资方的价值并不能完全掌握，尤其是对于轻资产、高成长型的企业，其发展趋势和盈利能力才是投资方真正看中的，也是最不确定的。因为企业发展的高低快慢一方面取决于管理层，更重要还是市场的作用。

## 二、IPO 过程中的对赌安排处理

以上分析我们看出，目前在实践中，司法机关对投资方与被投资企业股东之间的对赌协议持认可的态度。那企业在 IPO 过程中如果存在或曾经存在对赌安排，证监会是否也认可呢？

答案是否定的。目前在 IPO 过程中，证监会对对赌协议采取了“一刀切”的态度：如果存在，必须清理；如果曾经存在，必须详细解释。

### （一）审核过程中被要求清理-金刚玻璃（300093）

金刚玻璃（300093）在 IPO 过程中，即被要求将对赌协议清理完毕。从其《招股说明书》及《律师工作报告》看出，金刚玻璃、金钢实业（金刚玻璃控股股东）于 2007 年 12 月 29 日与天堂硅谷签订了《增资扩股协议》，于 2008 年 1 月 9 日与汇众工贸签订了《增资扩股协议》，于 2008 年 1 月 10 日与保腾创投签订了《增资扩股协议》。以上《增资扩股协议》中均包含对赌条款，即约定如金刚玻璃达不到协议约定的经营业绩等条件，金钢实业将向天堂硅谷、保腾创投和汇众工贸无偿转让部分金刚玻璃的股份予以补偿。

2009 年 01 月，金刚玻璃、金钢实业分别与天堂硅谷、保腾创投签订《关于〈增资协议〉中“特别约定”条款执行方案之补充协议书》，就原先约定的对赌条款进行了修订，约定如金刚玻璃达不到《补充协议书》约定的条件，金钢实业将向天堂硅谷、保腾创投无偿转让部分公司股份以予补偿。

金刚玻璃的处理方式是，针对以上对赌条款，分别签订了《增资扩股协议之补充协议》，约定各方一致同意终止已经签订的对赌条款，即关于无偿转让股份的相关条款。同时，发行人、金钢实业、天堂硅谷、汇众工贸、保腾创投分别出具了书面声明，确认终止对赌条款的协议为最终协议，各股东方不存在可能引起金刚玻璃股权发生变更的协议或安排。

另外本案例比较特殊的一点是，在金刚玻璃与各投资人签署的《增资扩股协议》中，还约定了关于投资方即天堂硅谷、保腾创投、汇总工贸委托的董事对一些事项具有一票否决权，例如发行人的对外投资、对外担保、主营业务的重大变更等等。在发行人第一次反馈的时，并没有提及该部分内容。证监会在第二、第三次反馈时，针对此问题连续追问两个问题，要求中介机构说明《增资扩股协议》存在的一票否决情况，并说明投资人董事、监事和高级管理人员是否存在额外的表决权。最终发行人不得不与各投资人签订补充协议，解除该一票否决权的约定。

### （二）对赌协议已执行完毕-维尔利（300190）

维尔利是另外一个较为典型的案例，发行人在申报时对赌协议已经执行完毕。2008 年 12 月 10 日，维尔利和中风投签订了《增资协议书》，其中涉及到对赌条款：如维尔利有限在 2009 年决议改制为股份有限公司，且自 2008 年 1 月 1 日至改制基准日期间完成的累计经营净利润合计高于 2000 万元，2008 年度完成经营性净利润不低于 1000 万元，则中风投应向常州德泽无偿转让其所持维尔利有限总股本 2% 的股权。2009 年 10 月对赌协议履行完毕。

证监会没有对维尔利曾经存在的对赌协议做进一步反馈。中介机构在其报告中着重解释了以下几点：第一，对赌协议已经履行完毕且合法合规；第二，控股股东及实际控制人出具承诺对赌协议已履行完毕，并且不存在其他对赌安排。

总结目前存在的案例来看，证监会之所以对对赌协议严防死守，是因为其存在，很可能会影响到发行人股权结构的稳定性，这显然不符合《首发办法》的规定和精神。但是从目前资本市场的趋势以及对赌协议本身的合法合规性来看，也期待着证券主管机关对对赌协议的宽容态度，毕竟对赌安排在今天的投融资中太常见。而且部分存在对赌安排的企业为了成功登陆资本市场，对这一点闭口不提，掩盖过去，一旦爆发出来，才真正是隐藏着的对股权结构的巨大威胁。倒不如发行人如实披露，交给投资者自己判断。

---

如对本客户通讯有任何疑问，请联络下列作者或您通常联系的集团律师。

周善良

[zhoushanliang@deheng.com](mailto:zhoushanliang@deheng.com)

15110089823

北京

本文是德衡律师集团向客户及其他友好各方提供的法律通讯。本文所载信息不应被诠释为律师意见。如果您需要关于上述事宜的进一步分析或说明，请联络您最通常联系的律师。欲获取此通讯，请通过 <http://www.deheng.com.cn/ywly/>，查找本团队专栏，订阅本通讯。我们将定期向您发送。