



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 > 风控投行业务团队 主办

2016年9月23日 | 第3号

风控投行业务团队理论研讨

【研讨要点】

对赌协议对新三板挂牌的影响及处理

【研讨笔记】

一、对赌协议的效力

（一）对赌协议的含义

对赌协议就是收购方（包括投资方）与出让方（包括融资方）在达成并购（或者融资）协议时，对于未来不确定的情况进行一种约定。如果约定的条件出现，投资方可以行使一种权利；如果约定的条件不出现，融资方则行使一种权利。所以，对赌协议实际上就是期权的一种形式。

（二）对赌协议的效力

根据最高人民法院在“甘肃世恒案”作出的判决（被业界称为“对赌协议第一案”），肯定了投资方与股东签署对赌协议的效力，认为双方约定的补偿承诺符合当事人真实意思表示，不损害公司及债权人利益，不违反法律法规强制性规定；而对于投资方与公司之间的对赌，最高院认定其无效。认为该约定使投资方获得相对固定的收益，脱离了公司经营业绩，会损害公司和债权人利益，违反了《公司法》20条和《中外合资经营企业法》8条的规定。

此后最高院对另外一起有关对赌协议的案例作出的二审裁定中，即苏州周原九鼎投资中心与蓝泽桥、宜都天峡特种渔业公司、湖北天峡鲟业公司投资合同纠纷案，针对上诉人提出的回购股份条款的法律效力问题，明确了对赌协议中要求特定情况下股东应当回购股份的承诺属于“缔约过程中当事人对投资合作商业风险的安排”，并且通过说明这种股权回购的约定内容不存在《合同法》52条规定的合同无效的情形，继续肯定了股东与投资人之间对赌协议的有效性。

因此，股东与投资人之间的对赌条款因基于意思自治原则而具有法律效力，而公司与投资人之间的对赌条款则由于会对公司和债权人利益造成损害，涉嫌滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益而被认定为无效。

二、对赌协议对新三板挂牌的影响

数据显示，从2015年1月1日至2016年7月，新三板上共有183家企业签署过对赌协议，频次558次，可见，对赌协议已然成为融资协议的重要条款。那么对赌协议对于公司申请挂牌有何影响？已挂牌公司在融资过程中签署对赌协议的效力又该如何认定？

2016年8月8日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司发布《挂牌公司股票发行常见问题解答（三）——募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资》（股转系统公告〔2016〕63号）（以下简称“63号通知”），明确了股转公司关于挂牌公司签署对赌协议的监管政策。政策虽然并未对对赌协议完全禁止，但是以下七种情形不得存在：

1、挂牌公司作为特殊条款的义务承担主体。遵循司法实践中的判例，不允许投资机构与公司本身进行对赌，防止对公司利益造成损失，波及投资人的利益。

2、限制挂牌公司未来股票发行融资的价格。该条款是对于现行反稀释条款的禁止，体现了对于市场机制下股票定价的尊重。

3、强制要求挂牌公司进行权益分派，或不能进行权益分派。该条款是对于现行强制分红权的禁止，但要注意的是，禁止“强制分红”并不等于禁止“优先分红权”，《公司法》等相关法律规定股份有限公司按照股东持有的股份比例分配，但股份有限公司章程规定不按持股比例分配的除外；

4、挂牌公司未来再融资时，如果新投资方与挂牌公司约定了优于本次发行的条款，则相关条款自动适用于本次发行认购方。股票发行认购协议中不得约定最优权。

5、发行认购方有权不经挂牌公司内部决策程序，直接向挂牌公司派驻董事，或者派驻的董事对挂牌公司经营决策享有一票否决权。需要注意的是，关于董事会“一票否决权”，《公司法》对于有限责任公司和股份有限公司的规定并不相同，《公司法》允许有限公司的董事会的议事方式和表决程序，可以由公司章程规定，而对于股份有限公司表决的相关规定中，并未允许公司章程自行约定，对于股份有限公司董事会表决程序中可否约定“一票否决”权，实践中和理论上多有争议，此次做出了明确的禁止性规定。

6、不符合相关法律法规规定的优先清算权条款。对于公司清算时财产的分配顺序，《公司法》第一百八十六条有明确规定。约定违背法律规定的分配顺序，当然无效。

7、其他损害挂牌公司或者挂牌公司股东合法权益的特殊条款。此为兜底条款，任何损害挂牌公司或挂牌公司股东合法权益的情形或条款都是禁止的。

由此可见，股转公司虽然允许挂牌公司与投资机构签署对赌协议，但监管趋严，凡是对挂牌公司和挂牌公司投资者利益造成或者可能造成损害的都会予以禁止。

对于公司挂牌前签署过对赌协议是否会影响到公司的顺利挂牌，虽然没有明确的法规及政策，但是可以参照63号通知的规定来处理。另外，我们还可以从新三板挂牌的条件及相关政策来理解相关对赌协议是否会对公司的挂牌申请造成障碍。例如，是否会造成公司股权不清晰，导致控制权变动；是否会影响到公司的持续经营能力，损害投资者的利益等。

三、申请挂牌过程中对赌协议的处理

1、公司本身不能参与对赌。如果存在公司本身与投资机构签署的对赌协议，应当予以解除。新三板挂牌公司应当具有持续经营能力。若对赌主体涉及公司，会导致公司的利益与未来经营的不稳定性，从而影响公司的持续经营能力，同时也会对挂牌后新增股东的利益造成不确定影响。

2、涉及控股股东对投资机构进行股份补偿的条款，应当解释该条款不会导致公司控制权的变化。如果对赌的业绩与实际业绩差异过大，根据股份补偿的计算原则，可能导致控制权变化，从而导致对公司持续经营能力的影响及对其他股东利益的损害。只要存在控制权变化的可能性，就有可能对公司整体经营产生影响。

3、涉及现金补偿、股份回购的条款，应当考虑到实际控制人的履约能力。避免因无法履约而导致公司股权结构发生重大变动，或者出现其他影响公司持续经营的情况。例如，投资者为了避免公司后续融资过程中因为认购价格低于其投资时的价格而导致其股份权益被稀释的情形发生而设定反稀释条款，要求公司控股股东或实际控制人在发生被稀释的情况下以现金或股份方式补偿差额。

4、涉及优先认购权条款，即投资者优先于公司其他股东参与认购公司新增发股份或者受让公司原股东转让股份的特别权利。对于控股股东或实际控制人如果接受投资者的优先认购义务，则仅限于双方之间的协议约定，不得优先于公司其他股东（尤其是挂牌后的新增其他投资者）；并且需在新三板申报材料中加以披露。并且投资者相对于控股股东的优先认购权，应限定在不影响公司股权结构发生重大变化的前提下，尤其是不得直接影响控制权，否则也会对公司挂牌上市构成障碍。

5、涉及优先分红权条款。首先，优先分红权是合法的，公司法允许股份有限公司可以对分红权作出特别约定，其次，公司控股股东或实际控制人接受该义务仅限于双方约定，投资者不得超越其他股东享有特权，且在新三板申报材料中需要进行披露。

6、涉及优先清算权条款。该条款的处理与优先权条款相同。

7、涉及领售权条款。投资方出于保护投资退出权益，往往会在投资协议中设定在股份满足可出售的状态下，如果第三方提出收购要约，公司股东应当同意按照此条件出售股份。该条款如果仅限于控股股东或实际控制人与投资者之间的约定，虽然具备一定效力基础，但由于可能触发公司的整体出售及公司控制权的变化，涉及对公司其他股东权利和义务的安排，且超越了公司股东大会的正常表决机制，因此从新三板申报的角度，会对公司持续经营能力、规范治理结构实际构成影响，应当予以提前清理。

如对本客户通讯有任何疑问，请联络下列任一作者或您通常联系的集团律师。

张文庆
zhangwenqing@deheng.com
13386396099
青 岛

高 磊
gaolei@deheng.com
13608984326
青 岛

您也可能对以下话题感兴趣：

[企业上市前的股权激励方案设置；企业如何高效对接 VC、PE.....](#)

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。