



德衡律师集团  
DEHENG LAW GROUP

# 客户通讯 & 律师观点

金融业务中心 > 金融业务团队 主办

2016年10月12日 | 第4号

## 解决重大投资中对赌争议的实务步骤

### 【分享要点】

笔者结合自身实务经验，并通过对最近几年从最高法院至各省市法院对涉及对赌类案件判决的梳理，笔者总结出一些重大对赌争议解决的思路与规律，供业界同行、投资经理及企业家参考。

### 【分享笔记】

当下，由于中国经济下行，有关对赌的争议在重大的投资和融资中已呈高发态势，在创业类公司、新三板公司及公司 IPO 前夕经常会出现，财经媒体中已经屡见不鲜。虽是律师，但笔者认为，对赌双方将对赌争议提交诉讼或仲裁会背离交易双方设立对赌条款的初衷，对赌存在的首要意义是激励交易双方去实现更佳商业目标，其次才是一种警告或威胁，而不是真正利用它去打官司。当手段变成结果，无疑会造就悲哀。当然，如果委托人找来，无论如何非要请律师去处理争议，那律师就必须要用出色的实务经验去为委托人获取其依法、依约应得的利益，这是律师的职责。

### ● 一、律师应引导客户践行“和为贵”（官司能不打就不打）的商业老理

“和为贵”作为一种古老的营商理念，自有它存续至今的生命力与合理性，在对赌类大型争议中尤显重要。律师在对赌争议中应引导客户积极践行这一商业理念，要让其理解“官司有风险，打官司要谨慎”，撕破脸一招不慎，可能满盘皆输。律师要高度重视此类客户和交易对手之间在之前已经建立的互信的商业价值。要让此类客户理解，如能和气生财，则交易双方可续行开展新交易，不断各取所需之利；反之，如进行强制力的诉讼或仲裁，则交易双方续行开展新交易的可能性已不存在，甚至已发生交易链条上的其他第三方都将受到不利影响。

在争议发生后，律师还要积极引导客户和交易对方寻找争议解决的替代性、辅助性的手段，比如重新签署新的协议，或引入新的合作伙伴，或另行提供抵、质押或保证，或帮助客户的交易对方去和第三方进行交易等方式，以为客户带来诉讼、仲裁以外的其他替代利益。律师要从交易链条上多方的关联角度综合考虑案件的解决，而不应仅在客户和交易对方的局限空间里寻求单一的解决方案。

作为律师，应通过专业的讲解，让客户理解此类对赌争议案件的特点，比如相对较长的诉讼期限，大诉争交易基数上不断增长的资金利息或违约金，行业调整在诉讼期对交易标的的价格影响，不确定的资产或股权评估价格等。也要让客户理解进入诉讼或仲裁程序后，会引发的连锁反应，比如基金份额持有者的年化收益的到期支付压力以及本金兑付展期的困难等等。要让客户知道退一步海阔天空的道理，也要让客户理解曲线救国、救企的道理。要让客户知道，愤怒和无奈不代表一定要进行强制力支撑的诉讼或仲裁，也许是客户的视野和现在的情绪影响了他有效解决问题的思维能

力，要让客户理解冲突至解决冲突、新冲突至再解决新冲突等不断前进的过程，本应是商业实践的常态，商业正是在矛盾的不断解决中才能体现出其价值。正如古语所云，不打不成交。更重要的一点，律师要让客户知道，到了法院或仲裁委，法院或仲裁机构也会保持中立，也会依法力促双方的和解或调解，晚和不如早和。

必须指出，律师不应担心客户一旦真的实现了和解而导致的诉讼或仲裁费的损失，反而应着眼于客户与交易对手的长远合作利益以及客户和律师之间的长远合作利益。笔者认为，对赌类客户的法律水平虽比不上律师，但在商业利益的直觉判断上，他的眼睛是亮的，至少会比律师亮，他最终会明白律师建议的真正出发点是为其长远利益着想，而这恰恰是其与律师长期合作的基础。

## ● 二、打官司前对官司的最终结局进行综合预判

律师对官司结局进行综合预判，有助于帮助客户更好的做出商业决定，包括但不限于是否继续打官司等。笔者认为，能否相对准确的进行对赌投融资类官司最终结局的预判，是判断律师是否真正业务过硬的重要标准，是律师自查自身具备几成功力（可通感金庸武侠小说中对于武功意境的描述）的重要标准。律师在诉讼、仲裁台上的一分精准应对，不过是律师台下提前预判后以十二分付出后的呈现而已。

作为成熟的律师，不应当盲目趋从委托人的诉讼或仲裁意志及判断，应当具备独立的判断能力。一起大型对赌争议是否能够最终赢、是否值得打官司等问题，律师必须进行前期缜密的诉讼预审查后才能的初步结论，而不应迅速的给出结论。

## ● 三、帮助客户穿越时间隧道去回忆与对手交易的细节

从审查途径上看，在这个诉讼或仲裁前的预审查过程中，有经验的律师会帮助客户穿越时间隧道，回忆与对手交往、交易的每一个重要细节，与经手的主要业务人员去深入交流，搜集、梳理交易至今所产生的书面文件、电子邮件、微信、短信及视频等资料，从中分析提炼出可作为证据的部分，并随时提示客户依法予以固定，包括但不限于公证、通知等。

## ● 四、律师在对赌争议提起诉讼或仲裁前的审查要点

面对客户自己呈现的所谓法律及合同事实，律师必须从法律规定、法院判例及事实与法律相结合的逻辑角度开展诉前审查。具体来说，笔者认为，至少要对如下几个核心问题进行预先审查。

### 1、谁和谁对赌？

要审查投资者的对赌对象是拟接受投资的目标公司还是拟接受投资的目标公司之股东？还是两者兼而有之？

### 2、是单向对赌还是双向对赌？

一个公平的对赌协议的首要目标是要建立一种估值调整机制，这种机制可以：（1）使参赌者在设定的某项指标达到时可以顺利调整估值，使赌局设立之初的劣势方获益；（2）而在设立的某项指标未达到时，是赌局设立之初的优势方获益。如果对赌协议可以根据指标的实现情况达至上述（1）、（2）的顺利调整，则对赌就是双向的，即赌局双方都有机会赢；反之，对赌就是单向的，即劣势方不可能赢，无论怎样都是优势方赢。目前，投资界更多适用的是单向对赌，即投资者稳赢的单向对赌。这一方面是因为接受投资的目标公司及其股东的在资金短缺时的劣势地位，另一方面也是因为投资方对于资金安全及利润率的天然考虑。

### 3、赌什么？

在审查时，律师一定要注意，与澳门、拉斯维加斯的赌场中的赌注（筹码）不一样，稳妥的对赌协议“赌”的赌注应是有效运行的估值调整机制，而非简单的某一个对赌条款。笔者之所以说投资中的对赌是一种估值调整机制，而不是一个简单的调整条款、文件、动作或行为，就是要突出“机制”二字所体现出“估值调整”的系统性。比如，通常，投资者保护自己的手段主要是要求对赌对

方现金回购乙方持有的部分或全部被投资的目标公司的部分或全部股权，或者要求对赌对方给予现金补偿，或者同时要求对赌对方现金支付回购股权款和补偿。但是，这种现金支付并不会像自动化机器一样精准发生，因为其间有很多非机械的人为不确定性因素。比如，对赌目标往往是某项业绩指标，但业绩指标往往又需要独立第三方审计或评估，但是该第三方评估或审计时必须获得目标公司的基础资料和书面委托，在此时，如目标公司或其股东阻挠基础资料和书面委托的按时到位，怎么办？又比如，房地产基金投资中，投资方的资金中仅一小部分作为增资进入注册资本序列，另一大部分转进入了资本公积金序列，而且投资者还与原股东按现行股权比例享有注册资本金、资本公积金、资本公益金及未分配利润，如果房价处于波动期，对于目标公司所持有的未办理完各类法定手续的在建工程的价格如何进行评估？对于该股权的价格如何进行评估？对此，笔者相信，从事实务的律师马上就会做出不确定的判断，因为评估结果会因评估方法的不同和基数采用的不同导致动辄数亿元的巨大差异，甚至会因为评估授权或评估费的不到位而导致评估都启动不了，何谈结果！此时，估值调整机制中各方的配合义务就成为对赌能进行下去的重要因素。

总之，随着投资对赌实践的不断深入，投融资中的对赌越来越清晰的以一个整体协议而非条款对赌的方式出现。因此，律师不应仅仅着眼于一个对赌的条款或协议中的片段，而应将投资协议的各种权利与义务（特别是违约责任）综合成对赌双方的赌注来看待。除却股权回购款、差价补偿款等最突出的对赌要素，对于一些赌注中的基本要素，如违约金、利息等，律师也要审查其合法性及司法审判、裁决和执行的可能性。

#### 4、赌注合法吗？

对赌协议的赌注和澳门、拉斯维加斯的赌场筹码不一样。赌场的赌注（即筹码）是有形体，是有物质载体的表象的，是合法的，是可以用于迅速交易的标准化物质载体。而对赌协议的筹码（赌注）却是上述的估值调整机制，它由一系列的文件、行为组成，它不是必然的标准化和流程化，会因长期过程中的偶发因素的影响而变化，且并不一直都是合法的。从目前的法院判例看，投资者和被投资的目标公司以支付回购款或补偿款的对赌不会被支持，最高人民法院的（2012）民提字第11号判决（甘肃世恒有色资源再利用有限公司与香港迪亚有限公司、苏州工业园区海富投资有限公司、陆波增资纠纷一案）及各省市的同类判决已经确立了这一司法实务原则。律师要审查对赌投资中“筹码”的合法性。

#### 5、对赌的“庄家”坐庄能力怎样？

庄家在赌场中的作用是强力、迅速的执行赌场规矩，使赌局可以一场又一场的连续发生、执行。在澳门、拉斯维加斯的赌场，庄家就是那些开赌场的公司或幕后控制人。在投资协议的赌局中，司法的最终审判、裁决及执行结果的威慑才是无形的庄家。因此，要让这个司法庄家发力，必须将司法审判、裁决及执行的前提条件设定好、固定好，即对赌协议的签署及执行要全面、有效。律师必须审查这些对赌投资中“庄家”的能力，如能力不行，赌局将危。比如，投资协议如涉及国资，则有可能触发国资交易的各类审批制度，投资进入和投资退出两头都要批，无审批则回购款、差价补偿款均不能执行，即使投资协议约定的再详细也不行。同理，外国资金投资内资，投资进入和投资退出也是两头都要审批，无审批则回购款、差价补偿款均不能执行，即使投资协议约定的再详细也不行。又比如，对赌协议中虽设计了大量的义务，却没有相应的违约条款；又或者设计了大量的违约条款，但实际上违约方在签署投资协议之前就跟本没有履约能力，也没有提供任何第三方的担保，或者有第三方的担保但第三方也没有履约能力，这些将直接导致胜诉后法院强制执行的不能，这也会导致“赌局”中“庄家”的能力不足。

#### 6、赌局至今为什么突然出现失衡？

从实践看，除经营业绩不达标、不能在特定时点上市等特定经营指标不能完成原因外，接受投资的标的企业或其实际控制人涉嫌刑事犯罪、实际控制人因内部控制权的争夺失权导致公司经营失衡、接受投资前的虚假陈述泡沫被戳破、标的企业所处行业持续掉头向下处于全行业亏损状态、担

保或抵押物的价值持续下降导致履约能力不足的风险加大等也是对赌赌局出现争议的常见原因。律师应该审查赌局失衡的背景,以便做出交易对方违约原因的真实判断,为诉讼或仲裁策略做好准备。

#### ● 五、精心撰写打官司的文书

对于对赌案件进行预审查后,如律师认为可诉,即可开展诉讼文书的撰写。诉讼文书同样是体现律师功力的重要业务展示区域,是对争议解决办法的高度提炼。对赌争议虽然金额巨大,但主办律师写出的文书却应力求简明扼要,应做到诉求清楚、事实依据清楚、法律依据清楚、事实与法律依据的结合逻辑清楚,证据目录也应一目了然,应让法官、仲裁员一看就清楚,也应让交易对方一看就清楚。以笔者的经验看,在大的争议案件中,一份好的诉讼送文书,必定会给对方带来极大的压力,甚至会形成“兵临城下,不战而屈人之兵”的直接效果。

#### ● 六、律师在诉讼或仲裁期间应全神贯注的捕捉并应对每一个变化

律师在对赌争议类诉讼或仲裁中应当全神贯注,一个小的闪失或疏忽,就会造成巨大的损失或机会丢失,因为对赌类案件的标的额一般都很大,对交易双方和关联第三方的影响巨大。律师应提前预设对方的抗辩理由,并对这些理由做出预案,包括但不限于预先饰演对方的角色进行反方演练。律师还应提前预设法庭关注的焦点问题及对该类焦点问题的发问,提前对法庭的可能问题做出答复预案。律师应千万要注意,法庭或仲裁是站在中间立场看待争议,因此律师不应陷入一种自以为是的状态,要善于自纠自查,只有自以为非,才能打破常规,提前做好与对方及法庭博弈的准备。实务律师还应该明白,任何一方提起的对赌争议,支持其论点的证据不会是简单和固定的,因为对赌投融资过程中的可变因素太多。因此,在庭审中,律师应善于捕捉对方在庭审中展示出的破绽,适时深挖,并将其破绽呈现给法庭。律师也应该迅速定位该案法庭关注的焦点,适时不断调整己方的诉求点和证据,或减或加或替换。

#### ● 七、每次庭后迅速将律师意见详细总结成文并呈交

律师应注意,法官同时会审理数十起案件,如同律师会同时办理数十起案件一样。同样,仲裁员除了仲裁本案外,还需要从事仲裁员之外的本职工作。因此,一个法官或仲裁员很难集中精力于单纯一起对赌案件中,并且即使一个好的庭审笔录也不能完成对庭审所有内容的记录,比如当事人激烈情绪下暗示所遭受的不公平,或一方重大失误等。因此,律师如能将庭审中法官关注的问题、对方回答的问题、乙方有利的问题及时总结到书面上,形成针对性代理意见,一定会起到回溯庭审、帮助法官有选择的恢复记忆的作用,一定会为客户赢得争议加分。

根据笔者的经验,律师在形成代理观点时,必须做到两突出。一要突出自己最主要的诉求有理,二要突出对方的诉讼或无理。另外,律师在表达代理观点时,一定要注意引用法条和法院判例,并将法条和判例均列于文书之后的附注之中。这会为法官减轻大量的工作,使法官能够花费更多的精力聚焦于代理律师所列示的焦点本身,为客户方赢得争议再次加分。

#### ● 八、在案件终局前不间断的与客户沟通新案情

在对赌类诉讼或仲裁期间,律师应经常给客户打电话,或者经常见客户,客户可来律所或律师去客户办公室频繁沟通,注意不仅仅是微信或短信或电子邮件。因为,只要改争议不解决,作为当事者,客户会一直生活在这个不断变化的案件中,他所感受的压力最直接,但他又不能像律师一样去审视案件新发生的每一个细节对争议解决是否有用。实际上,在争议解决过程中,由于对赌类案件争议巨大,牵涉到双方以外的很多其他第三方的利益,因此双方僵持不动往往只是表面的,双方私下都会有应对案件输赢的预案并予以实施,这些预案的新动作本身有可能成为案件的破绽,甚至可能成为左右案件的胜负手。律师要善于去捕捉这些破绽,为客户利益所用。

#### ● 九、在案件终局之前帮助客户保持镇定

对赌争议往往涉及金额巨大,是客户的根本利益,时时牵动客户的高压神经。由于其复杂性,给法庭或仲裁庭带来的审理难度也很大,会导致审案时间较长。这会使客户在一段时间内处于一个不确定的巨大结果压力之下,动摇甚至投降主义都有可能发生,与诉讼或仲裁之初的心态会有很大

不同。此时，律师一定要根据案情及庭审实际，做出相对科学的预判，给客户合理信心，以维护客户的最大利益。

#### ● 十、在胜诉之后帮助客户重整局势恢复平静

胜诉意味着胜诉方对原有局势和平衡获得的强制调整权力。但调整权力的过分行使往往会使胜诉方陷入新的僵局中，特别是在胜诉方的胜诉成果需要败诉方配合或竭力的情形下，对赌类争议就存有这个特点，因为对赌资金的安全、及时进出需要对方的配合。在此时，律师要注意帮助客户，使其站在交易的系统性角度，看是否可以提出新的激励条件去促使败诉方积极、最大化的履行司法判决或裁决，毕竟强扭的瓜不甜，甚至可能拉肚子。

#### ● 十一、安静的去处理下一起重大案件

当律师通过胜诉成就了客户，同时也就成就了自己。笔者认为，对律师来说，胜诉的成就感绝对是第一位的，是客户的律师费刺激所不能比的。其实，也正是这种胜诉带来的成就感和满足感，才是激励身经百战的律师为新老客户不断提供更即时、专业服务的魅力所在。

此时，律师需要做的是，喝一杯清茶或咖啡，转而安静的研究下一个案件，去积累、践行新的对赌案件博弈经验。毕竟，需要律师帮助的对赌赌客实在是很多，期望也太多，有能律师必须尽可能的满足他们的合法欲望，这才能完成律师群体的社群使命。

---

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。

孙丕旭

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

13910822387

北京

田大鹏

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

18518081516

北京

---

您也可能对以下话题感兴趣：

[贸易融资风险防范；金融凭证诈骗；银行保理纠纷案件案例研讨.....](#)

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。