



资本市场的法律热点问题

“对赌条款”受到司法实践质疑

对赌条款是在海外私募及风险股权投资中极其常见的条款。自2005年以来，随着限制境外特殊目的公司及返程投资的规定陆续颁布后，私募及风险投资机构纷纷把注意力从以往的境外搭建红筹结构的投资模式逐渐转变为在境内直接投资成立中外合资公司。相应的，一些在境外结构中被广泛应用的投资者保护机制，比如“对赌条款”，也不同形式地被引进到境内私募及风险投资结构中。

近日，在一起牵涉“对赌条款”的中外合资投资纠纷中，甘肃省高级人民法院做出二审判决，认定投资机构在目标公司无法达到业绩目标时，要求目标公司及/或创始股东按照预先设定的计算公式，以现金方式向投资机构补偿实际利润与业绩目标之间差额的“对赌条款”无效¹。

甘肃省高级人民法院认为，依据《最高人民法院关于印发〈关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答〉的通知》，“联营一方虽向联营体投资，并参与共同经营，分享联营的盈利，但不承担联营的亏损责任，在联营体亏损时，仍要收回其出资和收取固定利润的条款”属于保底条款，“违背了联营活动中应当遵循的共负盈亏、共担风险的原则，损害了其他联营方和联营体的债权人的合法权益，因此，应当确认无效”。“对赌条款”违反了上述“共负盈亏、共担风险”原则，进而被认定无效。

在前述案例的背景下，且在现有法律框架中，私募或风险投资机构可以综合考虑采取以下方式，增强“对赌条款”的合法性和可执行性：

(1) 当目标企业的业绩未能达到预期目标时，私募或风险投资机构可以考虑要求创始股东以相对较低的价格向私募或风险投资机构转让部分目标公司股权。由于本方案并不直接涉及合资公司的利润分配，因此一定程度上可以避开上述法律限制。但就本股权调整方案有以下事项需要提请注意：

a) 本股权调整方案本质上是对交易定价的调整。因此，如项目涉及外商投资审批，该等股权调整的内容可能很难获得外商投资审批机关的批准。但如目标公司仅为内资企业，则使用的余地较大。

b) 虽然现行法律对内资企业/中外合资企业股东之间转让股权的最低价格并没有强制性规定（转让方为国有资产占有单位的情况除外，且未考虑税务因素），但实践中外资审批机关、工商登记机关仍可能会提出一些要求，例如要求提供评估报告作为转股价格的依据。

c) 此外，在本股权调整方案下，风险投资或者私募投资机构以较低价获得股权的同时，可能会对目标公司未来上市计划产生负面影响。投资机构在使用本股权调整方案时，应当对此进行特别考虑，并就该方案对未来上市的影响进行特别评估。

(2) 私募或风险投资机构可以考虑采取二次或者多次投资的方式。例如，私募或风险投资机构将投资计划一分为二，在首次投资完成后，视目标公司的业绩表现，决定第二次投资的价格和股权分配比例。

(3) 私募或风险投资机构还可以考虑股权投资与债务融资相结合的办法，获得一部分目标公司股权的同时，为目标公司提供一些贷款。最终根据目标公司业绩表现，决定是否将贷款部分转为股权投资以及相应转股价格。

(4) 当目标企业的业绩未能达到预期目标时，仅要求创始人（而非目标公司）另行筹集资金，按照约定的比例向投资机构进行现金补偿。然而，实践中由于创始人往往是资金实力相对薄弱的个人和机构，他们另行筹集巨额资金对投资机构进行补偿的实际能力往往十分有限。因此，创始人现金补偿方案的可执行性应视具体情况而定。

综上，受限于中国现有的法律框架，建议投资者在处理“对赌条款”时，综合考虑目标公司未来的融资、上市计划以及退出方式，并咨询专业人士的意见，以采取最符合投资者利益的变通方式。

¹详见本所2012年6月1日发出的研究通讯“对一例对赌条款无效判决案例的简介和点评”。

桑滨学 合伙人 Tel: 8621 2208 6212 Email: sangbx@junhe.com

陈江 合伙人 Tel: 8621 2208 6245 Email: chenjiang@junhe.com

谢铮 合伙人 Tel: 8610 8519 1367 Email: xiezh@junhe.com

孙建钢 律师 Tel: 8621 2208 6247 Email: sunjg@junhe.com