

论对赌协议的效力

◆李 杉

(江南大学, 江苏 无锡 214122)

【摘要】“对赌”协议在我国尚属立法空白,《民法典》尚无有关“对赌”协议的规定。从海富案到华工案,司法实践中逐步肯定投资方与融资公司“对赌”的有效性。理论界亦有对其性质的不同论述,文章通过阐释“对赌”协议与射幸合同的同时性,再结合对相关司法裁判观点的分析,探讨“对赌”协议的有效性。

【关键词】对赌协议;效力;射幸合同

一、司法实践中关于“对赌”协议效力的判定

“对赌”协议在私募投资领域中被广泛运用,投资方在对目标公司经营状况存在不确定因素的情况下,往往选择与融资方签署“对赌”协议,以期规避投资的风险。因此,实践中“对赌”协议的效力往往成为投资方实现自身利益的先决条件,也成为其关注的重点问题。

我国司法实践关于“对赌”协议的认定存在一个不断进步的过程,分别可以由两个典型案例加以证明。第一阶段是承认投资者与融资公司股东之间“对赌”协议的有效性。我国对赌协议第一案——海富案,其裁判观点即为:投资人与目标公司股东之间的“对赌”协议有效,与目标公司之间的则无效。第二阶段是承认投资者与融资公司之间“对赌”协议的有效性。华工案突破了海富案的裁定结果,承认了投资公司为目标公司之间“对赌”协议的效力,其裁判观点如下:第一,融资公司回购股权的行为不违反法律法规的强制性规定,第二,法院在审判的时候,引入了考察合同可行性的裁判思路。再后来,九民纪要规定投资方与融资方的“对赌”协议只要不存在法定无效事由,就应当被认定有效。但是如果投资方主张实际履行,人民法院需要结合《公司法》中不得抽逃出资,以及股权回购的规定进行判决。综上,从海富案到华工案,再到九民纪要,我国司法实践关于“对赌”协议效力的认定在不断进步,体现出对商事自治行为的尊重。

二、“对赌”协议法律属性的分析

我国理论界关于“对赌”协议的性质现主要有如下三种观点。

(一)“对赌”协议属于附条件合同

现阶段,有些学者认为“对赌”协议的性质属于附条件合同,并给出了如下理由:第一,“对赌”协议中约定的条件是目标公司在未来一定时间内的运营状况,这种事实属于将来还未发生的事实。第二,条件中规定的目标公司在一定时段是否实现约定的业绩或者是否成功上市,属于双方均

不能确定的事实。第三,“对赌”协议中约定的条件是由双方在真实自愿且不违反现行法律法规的基础上达成的。

但是,附条件合同与“对赌”协议仍然还存在些许的差异。首先,二者的生效时间不同,一般情况下,“对赌”协议在双方当事人签署的时候就已经开始发生效力。只有在特殊情况下,例如当“对赌”协议的内容与国有资产、外资相关时,必需要办理登记并通过审批时“对赌”协议才可以生效,否则其将一直处于待确定法律效力的法律状态。但是附条件合同只有在约定的条件被触发时,合同才生效。其次,在“对赌”协议中,无论是否触发预先设定的条件,双方均存在相应的权利义务关系。而附条件合同中,条件的触发才是产生权利义务的前提。所以“对赌”协议不是附条件合同。

(二)“对赌”协议属于期权合同

有学者认为“对赌”协议属于期权合同,都是预投一定金额,进而获取相应的利益。但是股票期权合同与“对赌”协议之间仍存在差异,“对赌”协议并非等同于股票期权合同。股票期权合同,是指上市企业赋予企业员工或者高级管理人员,在约定期限内回购企业股票的权利的合同。二者的区别在于:第一,二者参与主体不一样,在股票期权合同中,合同的双方是企业以及企业员工或者高级管理人员。而在“对赌”协议中,协议的双方分别是目标公司,以及作为投资人的自然人和具备投资资质的公司。第二,二者回购主体不一样,在股票期权合同中,在约定的期限届满后,是由企业员工或者高级管理人员回购目标企业的股票。而在“对赌”协议中则是由融资公司按照合同的约定回购投资方的股权。第三,二者目的不一样,在股票期权合同中,通常情况是企业将股票无偿赠与给其员工或者高级管理人员,目的是调动其主动性。而在“对赌”协议中,目标企业的股份则是由投资人主动有偿购入,其目的是均衡投资方与融资方的利益与分歧,以规避投资方投资的风险。

(三)“对赌”协议属于射幸合同

射幸合同中，双方当事人均承担给付的义务，但是其中一方能否给付取决于偶然事件的发生，且双方给付的也不一定是等价物。总的来说，射幸合同中合同当事人一方利用支付一定的代价，换取一个既可能使己方赚得满钵盆钵，又可能一无所获，甚至赔付巨大金额的机会，彩票合同和保险合同都属于射幸合同。

一些学者认为“对赌”协议与射幸合同中的不确定性具有相同的性质，因而将“对赌”协议划分为射幸合同。一些学者认为，“对赌”协议中所规定的投融资双方的权利义务属于射幸关系。还有部分学者认为“对赌”协议属于保险合同，并指出“对赌”协议中融资方承担的未在一定期限内实现一定业绩以及上市等责任，与保险合同中保险单位所承担的保险事故发生的责任有着异曲同工之妙。又由于射幸合同包括保险合同，因而“对赌”协议也就被归入了射幸合同的范围。笔者认同“对赌”协议是射幸合同的观点。

第一，射幸合同和“对赌”协议均具备或然性。在射幸合同中，射幸合同本身就具有或然性特征，即合同双方对合同签订以后标的取得与否具有不确定性。同样，在“对赌”协议中，投融资双方在签订协议时，双方对目标公司未来的经营状况并不知晓，因而“对赌”协议满足射幸合同的或然性特征。

第二，射幸合同和“对赌”协议均是成立，即发生法律效力。射幸合同具备成立即生效的特性。与此同时，在“对赌”协议中，“对赌”协议在双方当事人签署的时候就已经开始发生法律效力。

第三，射幸合同和“对赌”协议中双方当事人各自承担的风险都并不对等。在射幸合同中，即使在约定条款未成立时，买方均需支付价款，而卖方只需承担在约定的条件成立时所需支付的金钱的风险，买卖双方承担的风险不尽相同。同样在“对赌”协议中，融资公司需要承担在未达到约定业绩或上市目标时，向投资公司赔付约定价款或者回购股权的风险，投资公司需要承担目标公司未按约定达到相应目标所带来的损失。由于双方信息不具有对等性，投融资双方所承担的风险具有不对等性。

第四，射幸合同和“对赌”协议均不适用等价有偿原则。射幸合同的一方当事人支付的价款与收益并不相等。譬如在购买彩票时，彩民既可能一无所获，有可能获得奖金。相应地，在“对赌”协议中，协议双方的付出与收益也并非等价有偿，而是伴有一定风险，风险的失衡会造就投融资双方均收益、均受损或者一方受益一方受损的情形。对融资方而言，其既可能获得超额的投资收益，又可能需要以约定价格回购股权，甚至丧失对企业的控制。对投资方而言，其既可能获得投资带来的收益，也可能需要承担相应的损失。

三、“对赌”协议效力的分析

结合海富案和华工案中三次审判的裁判结果，“对赌”协议效力的争议主要表现为：第一，“对赌”协议是否与《公司法》有关规定相悖；第二，“对赌”协议是否危害公司、公司股东以及债权人的权益；第三，“对赌”协议是否违反《合同法》中强制性规定。

(一)“对赌”协议不违反《公司法》

“对赌”协议与《公司法》相关规定并不冲突。“对赌”协议中的补偿条款是融资方对投资方信息获取劣势的担保，确保目标公司在未达到合同约定时，投资方可以基于事先签订的协议实现对目标公司进行的投资目的。

首先，就资本维持而言，我国《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司股份，恰恰相反，特定情形下有限责任公司可以减持资本。资本维持原则的实质是将公司的资产维持在一定水平，从而保证其有一定从事经营活动以及偿债的能力，而并非是一定不能减少。

其次，就独立财产原则而言，法人独立享有投资者投入的财产，投资者只能根据注资份额享有参与管理权和分红权等。但是，“对赌”协议中规定的补偿条款并不是对投资方未来收益的担保，而是由于投资方过高的评估了目标企业的价值。因此，由融资方支付给投资方多出的注资，此属于正常交易行为，只要按照法定程序做出，该约定就应当在投融资双方之间产生约束力。

最后，就抽逃出资而言，“对赌”协议中约定的由目标公司向投资方支付一定现金补偿的行为，并非抽逃出资。第一，“对赌”协议中的补偿条款属于合同行为。该补偿条款是在双方真实意思表示之下形成的，投资方因此获得相应的补偿合法合理。第二，抽逃资金是指股东通过非法手段恶意将先前已经缴付的出资挪移为自己所有。但是“对赌”协议中投资方并没有恶意，而是在法律的框架下签订合同，在真实自愿的基础上实施的维护自身投资风险的行为。

(二)“对赌”协议不一定会损害他人权益

“对赌”协议不一定会损害公司、公司其他股东以及债权人的权益。在投资方注资之时，公司、公司其他股东及债权人此时就已经获利，外加该投资全部被用于目标公司的生产经营活动，不存在投资方非法获利的可能性。

第一，“对赌”协议带来的资金注入增加了其他股东获得收益的可能性。“对赌”协议签订之后，给企业带来了一大笔投资，该投资全部被用于生产经营活动，给目标企业带来了更大的发展可能与条件。在此种情况下，其他股东获得收益的可能性也随之不断上升。

第二，“对赌”协议中补偿条款的签订已经经过股东大会的表决，是股东们真实的意思表示。无论是海富案还是华工案，“对赌”协议中的补偿条款都是经过法定程序由股

东大会进行表决的，全体股东基于意思自治表示自愿承担该项义务。

第三，“对赌”协议中补偿条款是否履行具有或然性。“对赌”协议在签订之初，投融资双方对未来目标公司的经营状况均不具有预期的可能，“对赌”既可能失败也可能成功，故不能盖棺定论为一定会危害公司、公司其他股东以及债权人的权益。

（三）“对赌”协议不违反《民法典》中强制性规定

“对赌”协议并未违反《民法典》中的强制性规定。首先，海富案和华工案中，均有法院认为“对赌”协议构成了合同法中的显失公平原则。但在“对赌”协议中双方当事人是在合意的基础上签订完成的，表明了投融资双方均认可了投资的风险。当合同中规定的条件被触发时，当事人双方应当依据协议约定履行相应的责任与义务。如果法院认定“对赌”协议构成显失公平，则实质上是违背了商事主体的行为自由与意思自治原则，从而阻碍了金融市场的正常交易行为。

由前述可知，我国尚无有关“对赌”协议的明确规定，正所谓“法无禁止即可为”，在不违反公共利益的前提下，由双方在真实自愿的情况下签订的“对赌”协议应当被认为是有效的。综上，基于当事人意思自治而订立的不违反法律法规强制性规定的“对赌”协议应当被认定为合法有效。

四、“对赌”协议的完善建议

由于我国并没有完善的信息披露机制，投融资双方的信息不对称的状况导致投资方需要利用“对赌”协议来规避投资风险。其实，投融资双方对目标公司发展的期待是一致的，实践中应当平衡好投融资双方的利益需求，制定出合适的“对赌”协议。

（一）以实际业绩涨幅为标准，制定“对赌”条款

于融资方而言，融资方应当尽量公开实际经营状况，实事求是，不要利用信息不对称的优势虚高本公司的经营能力，以期获得更高额的资本输入。因为在这种情况下，容易使投融资双方制定出过高的“对赌”条款，导致目标公司“对赌”失败。一方面使得投资公司不能获得预期收益，另一方面导致融资公司需要支付一大笔补偿金。于投资方而言，投资方应当以目标公司的经营状况合理地制定短期或长期的目标，并以相应的价格予以注资，准确把握目标公司的发展潜力，从而降低投资的不确定性，实现双赢的局面。

（二）“对赌”协议的估值标准应当符合市场规律

由于投融资双方掌握的信息具有不对称性，二者通常采取签订“对赌”协议的方式来平衡双方在资产评估不一致时所造成的风险。双方常在合同中约定，如果目标公司“对赌”成功，则估值调整的权利将由融资一方行使，反之则由投资一方行使。常见的估值标准常常取决于公司的经营管理能力、公司及股东的履行能力等。但是在实践中，由于投资方更倾向于短期收益，而目标公司更倾向于持续发展，占有优势交易地位的投资方有时会制定出不适当的估值标准。但是估值标准过低则很难达到投资方获利目的，估值标准过高则又会导致目标公司经营的不健康性。投资方过高的期待可能会导致目标公司经营的非良善性，此时目标公司可能会以损害公司长远利益的方法追求短期的收益，进而加大了投资风险。因此，需要投融资双方协调短期效益与长期利益的冲突，保证目标公司的均衡发展。

五、结束语

无论在司法实践中还是学理上，人们关于“对赌”协议效力的认知都在一步步向前推进。在尊重意思自治的情况下，平衡好各方当事人的利益是理解和完善“对赌”协议的有效路径，同时也可以由此促进对商事交易与融资模式的进一步探索。

参考文献：

- [1]刘迎霜.私募股权基金投资中对赌协议的法律解析[J].国际商务(对外经济贸易大学学报),2015(01):123-130.
- [2]傅穹.对赌协议的法律构造与定性观察[J].政法论丛,2011(06):66-71.
- [3]季境.“对赌协议”的认识误区修正与法律适用[J].人民司法,2014(10):15-19.
- [4]陈朝毅.“对赌协议”法律效力问题分析与制度建构[D].中国政法大学博士学位论文,2017:85-88.
- [5]衣红蕾.私募股权投资中公司实质参与对赌的法律问题研究[D].华东政法大学硕士学位论文,2019:9-11.
- [6]杨明宇.私募股权投资中对赌协议性质与合法性探析——兼评海富投资案[J].证券市场导报,2014(02):61-71.
- [7]邱丰.从投资方视角看对赌协议条款设计及法律适用[J].辽宁公安司法管理干部学院学报,2020(04):92-97.

作者简介：

李杉(1999—),女,汉族,安徽马鞍山人,硕士研究生,研究方向:商法。