

进退有序的博弈—— 从对赌条款看投资风险控制

文 / 吴江水

吴江水，浙江天册律师事务所高级律师，中华全国律协经济专业委员会委员，浙江大学企业管理硕士。主要从事非诉讼法律事务，致力于企业法律风险防范体系、合同应用及管理、法律语言等研究。曾出版《完美的合同》等专业书籍

怎么让自个的钱增值，而不被那些企业家忽悠去？洋人亦有“车”供国人把玩，对赌条款就是其中之一。这个国人不熟悉的新玩法，无论从风险控制角度还是从合同技术角度都可圈可点。

对赌不是赌

对赌其实不是赌，从其对应的英文 Valuation Adjustment Mechanism 来看，原意可以译为“估值调整机制”、“估值调整方法”，含有此类约定的条款即为“对赌条款”。

虽然这类条款只是风险投资合同的一个组成部分，但却是非常精彩和值得称道的部分。如果说其中有着与“赌”的共同之处，那就是双方所面对的是一种不能确定的未来及对未来出现的不同状况该如何处理所做的约定。

国内某些风险投资的方式，特别是那些只进行投资但并不参与经营管理的投资方式，其投资往往以投资入股作为工作的完成，赢利则按出资比例分红、亏损则按出资比例承担，大有“守株待兔”之势。

但引入了对赌条款的风险投资则不同，虽然同样面临着未来回报的不确定性，但它细化了未来可能发生的情况，并针对不同情况约定了如何调整投资方与被投资企业管理层之间的股权关系。这类条款西方早已存在多年，目前已经被私募投资者们所采用。

对赌往往在投资方与被投资方管理层均为股东的前提下展开。

其具体的作法是，双方先约定一个优惠的股权转让价格，当企业达到双方约定的经营指标时，投资方将一部分股权按约定的优惠价格转让给管理层；当企业没有达到经营指标时，管理层则将一部分股权按约定的优惠价格转让给投资方。

这样的作法可谓一石二鸟、进退有据：一方面利用价格优惠的股权转让激励管理层，并在指标达到后兑现承诺以示奖励；另一方面是当企业未能达到经营指标时，投资方可以用优惠的价格收购管理层持有的部分股权，来适当弥补投资方自己的利益。

而对于管理层来说，当他们对市场前景把握得非常准确时，借助于外部注入的投资快速将企业做大、做强，有助于抢占行业的制高点并长期保持有利的发展态势。

如果预期目标达到，市值增加给对赌双方带来的回报十分丰厚，甚至可以达到数倍，双方分配的钱来自股市里的套现，自然是个双赢的结局。例如，在与蒙牛十分成功的合作中，摩根士丹利等国际投资机构通过三次套现取得的回报，其投入产出比近 550%。

趋利避害是从事交易的任何一方都会掌握的原则，但对赌条款做得更为巧妙。风险投资最为理想的状态是，既能得到风险投资的丰厚回报，同时又尽可能回避可能带来的风险。如果风险投资者同时采用重组、包装上市等成熟的手段对企业进行包装、改造，成功的概率就会更高、失败的可能性更小。不过，既然是风险投资，失败的例子总还是有的，

去年摩根士丹利第三季度的业绩，就是因为出现了一笔投资损失而导致收益同比下降了17%，但仍旧属于正增长。

细化责任的典范

如果从合同的视角去分析，对赌条款是根据交易目的细化交易条款的典范。

目前国内的大多数合同，其内容仅仅能够满足交易双方完全正常履行的需要，只要出现一点点意料之外的情况或违约情况，便会出现因约定不明而无法追究责任、无法得到合理赔偿的问题。

即使条款严谨的合同，除了通过增加违约成本而生硬地强制对方全面履行义务之外，也别无其他手段。

而对赌条款则在常规的交易之外将视线放在了交易对方的管理层，以既简捷又直接有效的方法绕过了利益存在某种对立的交易双方在心理上的防线，去促进目标公司业绩的提升。虽然其中还会涉及一些法律问题，但至少从合同范畴为我们提供了一个全新的视野。

合同的精髓在于，它并非仅仅简单、机械地符合合同法中的某些规定，而是要由当事人围绕自己进行某一交易所要达到的主要及辅助目标，在合同中设定“个性化”条款为手段，通过利益最大化、风险最小化的方式去得到交易的预期结果。为了实现这一理念，在合同上所要下的功夫其实是单纯使合同得以正常履行。

风险投资所要达到的目的是相对高额的回报，而要实现这一交易目的，资产的安全、经营的方向等事关重大。除了一系列的综合手段之外，对赌条款这类“步步为营”的做法，也是为实现交易目的而设计的综合系统中的重要环节，这一环节与其他系统相辅相成，尽最大可能共同为实现交易目的创造条件。

在任何交易中，交易的双方既有相互依存共同利益，也有此消彼长的利益冲突。除了利用自己在交易中的议价能力外，如何充分利用人们普遍能够接受的价值观念，通过合理前瞻、细化责任的方式避免因约定不明而产生的相互扯皮，特别是对可能发生的情况的假设与处置，既是合同风险控制的手段也是实现交易目的所必备的技能。

其实，对赌条款有许多不可模仿性，并非所有的合同中都能运用。但其思路和逻辑却是可以广泛借鉴的。例如，某些企业在并购过程中，约定首期注资后根据企业的业绩及市场变化情况决定后续注资的额度，事实上是在进入的同时建立了退出机制，不仅分散了风险，也避免了明知前景不妙还要硬跳火坑的尴尬局面，将风险控制在自己可以承受或应该承受的范围之内。

总之，运用之妙在乎一心，你可以不用对赌条款，但应该借鉴它的原理。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。