

## 有“赌”不为输 ——PE 股权投融资中常用对赌协议内容

文/高峰 吴蒙

**高峰**，浙江天册律师事务所合伙人，擅长金融、证券、期货、房地产、资产重组与资本运营、大型企业全程综合法律服务

**吴蒙**，浙江天册律师事务所律师，专业领域包括外商投资、兼并收购、电子商务法、国际贸易、合同法、涉外诉讼与仲裁等

有人把对赌协议看做投资人的“保护伞”，实际上，对赌协议是期权的一种形式，通过条款设计，对赌协议可以有效保护投资人利益，但对赌协议在中国资本市场中还没有成为一种制度设置，也没有被经常采用。在国际企业对国内企业的投资中，对赌协议却已经被广泛采纳。在创业型企业投资、成熟型企业投资中，都有对赌协议成功应用的案例，最终企业也取得了不错的业绩。

对赌协议，即估值调整机制（Valuation Adjustment Mechanism (VAM)），是指投资者（委托方）与融资者（代理方）对于企业未来某些事项的不确定性“暂不争议”，而是约定根据运营的实际情况调整企业的估值，从而重新划定双方的利润边界。通过对赌协议激励被投资方的管理层勤勉职守，实现投资方所设定的目标，以此实现投资方利益最大化；同时，根据对称性原则，被投资方也必须拿出对等的博弈筹码，充当对既设目标失败损失的弥补。

对赌协议的内容通常需考虑各项目的具体情况并结合投资者对被投资企业发展规划的预期进行设定。常见的对赌协议是基于企业未来经营绩效的不确定性而设定的与财务绩效有关的对赌协议。以财务绩效指标作为企业业绩的衡量标准时，投资方通常有三种选择：首先是设立单一目标，如以一年里某财务数据作为指标，一旦达到这一指标，则股权发生变化，若无法达成，则维持原状。其次是设立一系列渐进目标，每达成一个指标，股权发生相应变化，循序渐进。第三是设定上下限，在此标准之内，股权变化即可实现。

据报道，对赌协议在创业型企业、成熟型企业以及并购中应用的较多。摩根士丹利等投资蒙牛，是对赌协议在创业型企业中应用的典型案例；摩根士丹利投资上海永乐电器，是对赌协议在成熟型企业中应用的典型案例；凯雷投资控股徐工集团对赌协议在并购中应用的典型案例。

此外，从国际企业对国内企业的投资案例来看，投资者与企业管理层建立一种基于业绩的对赌协议，可能成为保护他们利益的有效途径之一，股权分置改革中，对赌协议也有很大的应用空间。在上市公司的股改方案中，华联综超曾在应用对赌协议方面进行了尝试。

对赌的最终目的是双向激励，管理层赢了赌局，才能对投资者有一个真正的利益保障。

### 常用对赌协议的安排

条款类型	关于对赌协议内容基础性安排的示例
财务绩效	如企业实现一定销售额、总利润或税前利润、净利润或利润率、资产净值或几年内的复合增长率等财务性指标，则投资方按照事先约定的价格进行第二轮注资（或出让一部分股权给管理层）； 如企业收入未能达标，则管理层转让规定数额的股权给投资方，且投资方的对公司的管理控制加强，如增加董事会席位等
非财务绩效	如企业能够让超过约定数量的顾客购买产品并得到正面反馈，则管理层获期权； 如企业完成新的战略合作或者取得某些重要的专利，则投资方进行第二轮注资等
赎回补偿	若企业无法按约定回购投资方股权，则投资方在董事会获得多数席位或累积股息将被提高
企业行为	若企业无法在一定期限聘任新的CEO，投资方在董事会获得多数席位； 若某项特定的新技术成功产业化，则投资方转让规定数额的股权给管理层
股票发行	如果企业在约定的期限内未能实现上市（可对募集资金规模等上市条件进行定义），投资方有权要求股东一致同意将企业出售，且各股东委托投资方全权处理与出售企业有关的一切事宜； 如果企业成功获得其他投资，并且股价达到特定价格，则各股东授予投资方全权处理与出售企业有关事宜的代理权终止
管理层去向	若管理层因未实现公司经营目标或因其他约定的事由而离职或被解雇，则其将丧失未到期授予的员工股或其他期权激励计划； 若管理层在一定期间内，则投资方需按照约定的条件追加一定额度的投资

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。