

来源：法务之家

作者：刘鹏飞

特别提示：凡本号注明“来源”或“转自”的作品均转载自媒体，版权归原作者及原出处所有。所分享内容为用户个人观点，仅供读者学习参考，不代表本号观点。

一、首次为“对赌协议”画像

（一）对赌协议的概念与口径

对赌协议，又称估值调整机制（Valuation Adjustment Mechanism, VAM）或“估值调整协议”，是风险投资（Venture Capital, VC）、私募股权投资（Private Equity, PE）实务中常用的一种协议文件。出现的时间不算太长，且在不断的变化，涉及的法律关系也较复杂，在人们的认识中虽说不上千人千面，但理解上也经常是各有不同。

最高人民法院在2019年11月14日公布的《全国法院民商事审判工作会议纪要》（本文简称《九民纪要》）中这样描述对赌协议：“实践中俗称的‘对赌协议’，又称估值调整协议，是指投资方与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本而设计的包含了股权回购、金钱补偿等对未来目标公司的估值进行调整的协议。”

【解读】

1、这是我国司法机关首次针就对赌协议作出的概念性描述，对准确认定对赌协议的概念和范围具有重要意义。

2、关于对赌协议的理解口径问题，一直没有统一的认识，常见的主要有三种口径：

一是最狭义的口径：赌业绩，作价补偿。最符合“估值调整机制”（VAM）的本义。

二是中等口径：赌业绩，作价补偿+股权回购（赌上市居多）

三是最广义的口径：赌业绩，作价补偿+股权回购+一系列配套条款

《九民纪要》的概念性描述，主要是采用了以上第二种口径的理解。

3、对赌协议的作用就是解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本问题，进而促成股权投融资交易。

4、对赌协议估值调整的主要方式是：股权回购、金钱补偿等。

5、“对赌协议”因涉及对被投资企业未来不确定性的判断决策，可以说具有一定的“赌性”，又因为投融资双方在某些情况下利益具有一定的对立性，因此将估值调整协议形象的称为“对赌协议”。

其实，“对赌协议”也好，“估值调整机制”也罢，一个是感性通俗的称呼，一个是理性严谨的称谓，其实质都与赌博无关，即“对赌”非“赌”。

（二）对赌协议的分类

《九民纪要》从订立“对赌协议”的主体不同来分，有投资方与目标公司的股东或者实际控制人“对赌”、投资方与目标公司“对赌”、投资方与目标公司的股东、目标公司“对赌”等形式。

【解读】

1、《九民纪要》采用的分类方式，对判断对赌协议的效力和强制履行效力很有意义。

2、此外对赌协议还可以从以下角度进行分类：

按照投资方式的不同分为：基于增资的对赌和基于股权转让的对赌。

按照对赌标的的不同 分为：“赌业绩”、“赌上市”和其他对赌。

按照对赌筹码的不同分为：金钱补偿、股权对赌、其他筹码。

按照是否相互承担补偿分为：单项对赌、双向对赌

二、首次明确审理对赌纠纷的法律适用与裁判原则

（一）对赌协议法律适用原则

《九民纪要》二、（一）规定，人民法院在审理“对赌协议”纠纷案件时，不仅应当适用合同法的相关规定，还应当适用公司法的相关规定；

【解读】

- 1、审理“对赌协议”纠纷案件，合同法、公司法都要适用，不能偏废；
- 2、合同法主要是适用合同效力相关条款；
- 3、公司法主要涉及的是资本维持原则、股权回购相关条款。

（二）对赌协议纠纷案件裁判原则

《九民纪要》二、（一）规定，人民法院在审理“对赌协议”纠纷案件时，既要坚持鼓励投资方对实体企业特别是科技创新企业投资原则，从而在一定程度上缓解企业融资难问题，又要贯彻资本维持原则和保护债权人合法权益原则，依法平衡投资方、公司债权人、公司之间的利益。

【解读】

原则：鼓励投资原则、资本维持原则、债权人保护原则、利益平衡原则

三、对赌协议效力问题

《九民纪要》二（一）

（一）投资方与股东、实际控制人对赌：

《九民纪要》二（一）规定，投资方与股东、实际控制人对赌，如无其他无效事由，认定有效并支持实际履行，实践中并无争议。

解读：在对赌第一案（海富世恒案）经最高人民法院(2012)民提字第11号民事判决以后，实践中就基本统一了认识。

（二）投资方与目标公司“对赌”

《九民纪要》二（一）规定，投资方与目标公司订立的“对赌协议”在不存在法定

无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张“对赌协议”无效的，人民法院不予支持，但投资方主张实际履行的，人民法院应当审查是否符合公司法关于“股东不得抽逃出资”及股份回购的强制性规定，判决是否支持其诉讼请求。

【解读】

- 1、把合同效力问题与合同履行问题分开判断，意义重大，同以往相比，对责任方式，惩罚力度都有影响。
- 2、投资方与目标公司对赌，并不必然违反法定资本制损害债权人利益（与对赌第一案有别）。
- 3、对赌协议案件的裁判核心不在于交易类型的合法性判断，而是合同履行之可能性，后者需要基于公司财务状况来具体分析。因此，即使对赌条款有效，也不一定支持履行。

四、对赌协议履行问题及应对策略

（一）投资方请求目标公司回购股权

《九民纪要》二（一）5规定，投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”或者第142条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。

此时，公司既欠股东的钱，又欠公司债权人的钱。这样规定，就是考虑优先保护公司债权人利益。保护债权人的方式就是目标公司完成减资程序。

【解读】

- 1、不得抽逃出资：遵守资本维持原则；
- 2、限制回购：遵守资本维持原则，以免资本空虚化；维持权利义务主体的一致性；避免违反公开、公平、公证的原则。

【问题】

有人提出，一旦发生纠纷，公司故意不走减资程序，《纪要》的规定不就是给投资方画了一个吃不着的饼吗？

【对策】

既然后果已经预测到了，就要提前预防不利情况的发生，投资方与目标公司投资签协议时，在协议中可以把有关问题提前约定好。

（二）投资方请求目标公司承担金钱补偿义务

《九民纪要》二（一）5规定，投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”和第166条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼。

【解读】

股东从公司拿钱，在公司正常经营的情况下，就只能从公司的利润中拿，否则就违反了资本维持原则。

【问题】

从公司的利润中拿，相当于分利润，得股东会作决议。股东会不作决议怎么办？这涉及到同股不同权的问题，投资方怎成了特权股东？

【对策】

同样，既然后果已经预测到了，就要提前预防不利情况的发生，投资方对目标公司投资时，事先在协议中把有关问题约定好。