

外企“党支部”时代 P68 | 依云六上黑榜 P62 | 国际政坛的七大毒杀 P70 | 美国听证“中国创新” P17

人民日报社 主管主办

China Economic Weekly

中国经济周刊

还敢对赌吗？

对赌协议首次被判无效

兰州:排洪道上建高楼 P38

两岸货币今年“直航”？ P54

广药加多宝最后决战 P60

鄱阳渎职局长被判19年 P48

神秘天价烟 P44

再次出山,李宁接受本刊专访 P64

经济网 www.ceweekly.cn

第2期 (7月16日)



异化的对赌

显然，甘肃世恒的对赌是失败的案例。但在众多PE界企业界人士看来，对赌协议如果运用得好，对企业和投资者就是双赢。

长期关注PE行业发展的北京市道可特律师事务所主任刘光超表示，一方面，如果企业发展良好，达到了事先约定的业绩水平，就赢得了对赌协议，这时投资方虽然输掉了部分现金或是股权，但通过业绩增加引起的股价上扬会为投资者带来更大的收益，这部分收益要远远大于其输掉的那部分财产，有时前者甚至会达到后者的数倍之多。

而对于企业来说，业绩的提升不但能通过协议获得现金或是股权收益，更重要的是业绩提升从而使股价上扬给企业带来更大的收益。因此，企业都热衷于签订对赌协议，一方面能吸引资金，另一方面也能够刺激企业自身的发展。

不过，现实来看，实现双赢并不容易。一是对赌被引入中国后被异化，二是对赌在中国法律上始终没有得到合法的地位。

中国式对赌

在西方资本市场，对赌协议几乎是每一宗投资必不可少的技术环节，目的是通过设定目标盈利水平和触发条件，来避免不可预知的盈利能力风险。

对赌还可分为现金对赌和股权对赌，在国外，股权对赌为多。在中国，对赌协议刚刚兴起的时候，对赌也以股权为主，因为股权上市后价值更高，也对外资PE更有吸引力。但随着人民币PE的兴起，股权投资行业竞争越来越激烈，

抢夺项目严重，被投资企业有了更大话语权，不愿意出让股权，尤其是民营企业更不愿意出让股权。

国外的对赌协议通常涉及财务绩效、非财务绩效、赎回补偿、企业行为、股票发行和管理层去向六个方面的内容。但目前，国内的对赌协议较国外仍相对单一。通常采用财务绩效（如收入、利润、增长率）为单一指标，以股权为筹码，确定对赌双方的权利和责任。

近几年，对赌协议也呈现出多样化的趋势。一些对赌协议分为几年进行，根据业绩情况不断进行调整。例如每年业绩达到某个指标执行一个操作，有的则是一次性对赌，约定在上市前公司的价格。

例如蒙牛乳业2003年与摩根士丹利等的对赌协议即是分期进行，第一阶段约定了2003年的业绩对赌，然后第二阶段再以2004年至2006年三年内蒙牛乳业的每股盈利复合年增长率来约定。而2005年摩根士丹利与永乐家电的对赌则是一次性条件，以永乐2007年净利润为衡量指标。

蒙牛的案例被认为是中国第一例成功的对赌交易。企业虽然支付了一部分股权，但是获得了所需要的大笔资金，可以有效抢占市场，而投资者通过对赌协议控制风险，并激励了管理层的业绩。

与蒙牛相比，太子奶则不幸得多。2007年初，湖南太子奶集团接受高盛、英联以及摩根士丹利7300万美元的注资，并约定在投资后的三年中，如果太子奶业绩增长超过30%，可降低投资方股权，如完不成30%的业绩增长，太子

奶集团董事长李途纯将会失去控股权。

然而在扩张期间，国内发生三聚氰胺事件，全国的乳品销售受到巨大影响。

太子奶最终没能达到30%的增长目标。最终，李途纯出让所有股权给高盛、英联以及摩根士丹利，黯然离开一手创立的企业，太子奶也陷于破产重组，被政府接管的结局。这显然并非李途纯签订协议时所愿，然而这也说明，当对赌失败时的可能恶果。

蒙牛、太子奶两起对赌协议，有一定的相似性：对赌标的物均为公司业绩的成长性；协议内容为投资机构和被投资公司管理层之间的股权转让；均具有高风险性。

但种种案例显示，中国PE在司法层面还没有更多有针对性的解释，司法判例也没有提供足够多的指引，业界也没有足够的重视。

不是法律的《解答》

刘光超告诉《中国经济周刊》，从审判本身分析，海富投资与甘肃世恒的对赌协议被判无效的原因在于，补偿条款中仅约定业绩未达标时投资方行权，而未约定业绩达标时融资方行权，看似保护投资方单方利益，实则有违公平。因此，该案两审法院均认定补偿条款违反风险共担原则而无效。

“而事实上，该条款未约定融资方行权，主要是因为投资方以高达20倍的溢价投资，相当于融资方已预先行使了权利。”刘光超认为，对赌协议仅有合理性是不够的，如判例中的对赌协议虽然是

实上合理，但形式上不符合法律的规定，因此得不到法律的支持。

也有律师认为，甘肃的两级法院在选择法律依据时“有点过时”。

二审法院认定对赌条款无效的依据为最高人民法院1990年出台的《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》（下称“《解答》”）。1993年，《公司法》出台，1999年修改，2005年再修改，但屡次修改中，都没有废止《解答》。



北京金诺律师事务所高级合伙人郭卫锋告诉《中国经济周刊》，“法律”应指全国人大及常委会颁布的法律以及国务院颁布的行政法规。甘肃世恒一案中，二审法院认定对赌条款无效的依据为《解答》，该司法解释并不属前述“法律”范畴。

“《合同法》判断合同成立生效的实质性条件包括签约主体具有相应民事行为能力、当事人意思表示真实、不违反法律和社会公共利益。对赌条款并未违

反我国法律的强制性规定，该条款可由协议双方协商确定。其内容只要符合《合同法》等相关要求即可成立生效，并应得到司法认可。”郭卫锋指出。

“对于对赌协议的合法性，我国法律并没有明文规定其为合法还是非法。”刘光超认为，根据相关法律原则，要考察对赌协议的合法性，需要从合同主体、当事人意思表示、合同内容、合同原则等几个方面进行。

专访亚盛投资董事长毛区健丽： “风投疯了”

《中国经济周刊》记者 李小晓 | 北京报道

聊起风投和对赌，很少有人比毛区健丽更有发言权。这位从华尔街一路走来的香港女人，上世纪90年代来到中国内地寻找商机，如橡果国际和雷士照明这样脍炙人口的品牌背后都有她的名字。

“对赌不是说一定是我赢他输，只有双赢，你才能赚钱。”毛区健丽认为，业绩达到了预期目标，企业获得了更高的估值，投资方才能从中获利。反之，如果企业输了对赌，赔股权给投资方，投资方并不会因获得了一个“烂摊子”的控股权而感到高兴。投资都是快进快出的，他们不想要一个实体。

“对风投来说，对赌协议赔你的股份越多，你的责任就越大。企业家输了对赌拍屁股走人了，你（风投）有能力去接管这个企业吗？没有。所以，股份越大，

不等于你的权利越多，而是你的风险也越来越大，因为你不是企业的经营者。”毛区健丽指出。

因此，许多时候表面看是投资方“赢”了对赌，最后获得了企业的控股权，但其实是把企业砸在了手里。这个时候，投资方，例如投行的投资委员或者投资人都会有意见，因为大家希望看到的是现钱，不是股份。

“你从投资方变成股东了，你去运营一个公司了，这个时候投资委员会会非常生气，因为经营公司有风险。所以，你别以为你从小股东变成大股东的时候，基金就会高兴。”毛区健丽说。

风投泡沫

“风投这些年真的疯了。”毛区健丽

说，因为大家钱太多，好的项目少，所以就比，你出15倍，我出20倍，如果明年能上市，30倍也给。

风投们疯狂地抢项目，源自自身的压力。当基金管理者融了上百亿却捂在手里没有投出去，他的投资者会有意见，因为当他融这笔钱的时候，往往吹得天花乱坠，表示手里有很好的项目，要做很大的买卖。

让风投最抬不起头的，就是眼看好项目被别人抢走。如果因为不够快、出价不够好，结果被人家抢走了项目，他会遭来无数谴责。因此这两年来，风投什么条件都能够接受，什么价钱都能够出，如今的风投市场可以用“泡沫”来形容。

那些最后出了问题的项目，一开始真的是投资方缺乏判断力吗？其实也不

然。毛区健丽指出，其实很多风投也看到了问题，但他们不能说，因为一旦说了，就失去了一个项目，少了一块业绩。

中国企业家有“三拍”

风投“抢着送钱”纵容了企业家们的贪婪。谁给的钱多跟谁合作，看到大投行更是狮子大开口。然而，风险和回报总是成正比的，风投此时就会要求更高的利润回报。

“我们回头去看，是不是‘输掉’的企业家要求的估值很高？例如向基金开价30倍PE，基金肯定会想，30倍太高了，我可能IPO的时候也赚不回来。所以，我可以买30倍的PE，可是你必须要有50

倍去增长。”毛区健丽表示。

面对“天价”的协议，企业家们却没有意识到面前的悬崖，而总是想当然地认为只要有了钱什么都能搞定。结果签了对赌协议却发现自己供应链不足，产能跟不上，完全无法完成合约上的目标，于是有的赖账，有的闪人。

“中国的企业家有‘三拍’，第一是拍脑袋，没经过思考就什么都答应；第二是拍胸脯，觉得什么条件都能做到，没问题；第三是拍屁股，出现问题不承担后果，拍拍屁股走人。”毛区健丽调侃道。

回归初衷：为什么引进投资者

“我和企业签对赌协议时，我必须确

保这个企业能够做到。如果我觉得他做不到，我就宁愿接受一个低的估值。我就说服双方，不要赌。”毛区健丽表示。

毛区健丽认为，中国企业需要更加谦逊。随着中国在国际市场的地位越来越高，很多中国企业认为全世界没有我活不了。但其实现在需要的不是自满，而是怎么抓住这个机会令企业更壮大。

“当外面的风投纷纷叫出高价时，企业要思考，你引进投资者的目的是什么，这个投资者能否带给我们先进的管理，或者广阔的市场？而不是一味地竞价，价高者得，而忽略了引入PE的初衷。”毛区健丽表示。

责编：朱梓烨 美编：黄河浪