

私募基金对赌协议法律适用困境与出路

刘秋菊 李华成

(长江大学 法学院,湖北 荆州 434023)

摘要:对赌协议是私募股权投资基金常用的一种投资工具,当投资方对融资方的财务数据和增长速度存有疑问时,通过制定双方统一接受和认可的企业期望的盈利水准和触发机制,来防范难以预测的盈利能力风险。目前,对赌协议在私募股权投资基金中通常表现为可转换优先股、可转换债券、浮动股权比例条款和反稀释条款等形式。对赌协议适用的前提是投融资双方意思自治、共同协商,但当前我国证监会要求企业在上市前清理对赌条款,由此,对赌协议的适用在理论和实践层面均引发广泛争议。对赌协议适用的相关配套法律法规仍不完善,使股权转让和创业企业适用受到限制。应当从完善对赌协议相关配套法律法规,合理设置对赌指标与标准,提高企业自身的经营管理能力,合理把握退出对赌协议的时机等四个角度探寻对赌协议适用的出路。

关键词:对赌协议;法律适用;困境;出路

分类号:D922.287 **文献标识码:**A **文章编号:**1673-1395(2018)04-0063-03

近年来,私募股权投资基金发展速度较为迅猛,而对赌协议作为一种调整机制,在多种投融资案例中都得到了广泛的适用。但是,当对赌协议主要选择在新三板挂牌时,其法律适用失败率依然较高。企业家和投资者无法准确区分“战略”与“执行”层面的问题,会出于获得高估值融资的目的,制定脱离实际的盈利目标,企业自身不成熟的商业模式和发展战略失误在强势资本注入后便凸显出来。企业家忽视控制权和内外部经济大环境的负面影响,最终因业绩未达标而奉送公司控股权。其原因不仅在于经济学上对赌双方博弈中条款的不科学设定,也在于对赌协议本身在国内适用存在困难。

一、对赌协议的常见法律表现形式

私募股权基金在投资时,通常采用可转换优先股、可转换债券、浮动股权比例条款和反稀释条款等法律适用形式。

(一)可转换优先股

可转换优先股是指优先股持有人可采取不同转换方式,如特定比例和价格,在一定时期内将其转为普通股。^[1]持有人可选择转换成普通股票或优先收回所投资资金,这不仅取决于持有人偏好,更取决于公司盈利情况。可转换优先股成为私募股权基金的主要选择,一般包括以下内容:其一,优先股自动转换的条件。例如被投资公司实现盈利目标或者双方同意企业首次公开发行时,可以将优先股自动转换。其二,转换价格和比例。其三,附加的约束性条款。例如回购强制性股份、限制发行新股等,给予私募投资方重大决策一票否决权。其四,优先股表决权条款。通过可转换优先股的安排,私募股权基金可以达到风险防范和保障收益的目的。

(二)可转换债券

可转换债券是指公司在特定时期发行的,持有人能够依据约定的业绩条件,将其转换为普通股或

收稿日期:2018-03-10

基金项目:教育部人文社科研究项目(17YJA820024);荆州市2016年软科学项目(2016AD50-8)

第一作者简介:刘秋菊(1991-),女,河南信阳人,硕士研究生。

通信作者:李华成(1980-),男,湖北老河口人,副教授,博士,主要从事国际法和文化政策法规研究,E-mail:26250586@qq.com。

者优先股的公司债券。持有此种债券的人,可以在债券到期时,选择要求融资方将其转换为普通股或者优先股,也可要求融资方还本付息,以获得股利分红或资本的增值。由于此种债券同时具备债券和股权双重属性,持有人可以依据企业创立阶段和盈利状况选择不同的转换方式。针对初创企业,债券持有人利息收入比优先股的股东更加稳定,投资方可以选择回收投资可能性更高的利息收入。当企业逐步进入盈利期时,可以选择将其转换为股权,获取更多股利分红。因此,与可转换优先股相比,此种债券的保险系数更高。

(三)浮动股权比例条款

浮动股权比例条款,是指当融资企业经营业绩发生变动时,投融资双方股权比例发生相应浮动。在初始投资阶段,投融资企业对公司未来某段时期的收益进行预测和估算,并据此计算企业原始股东与投资人的持股比例。当其实际业绩超过预定目标时,则提高企业原始股东的股权比例,降低投资方的股权比例;反之,则降低原始股东的股权比例,提高投资方的股权比例。此种制度设计提供了有效的激励机制,可实现双赢。

(四)反稀释条款

反稀释条款也称反股权摊薄协议,是保证原始投资人利益的价值保护机制。^[2]反稀释条款大致分为防止股权比例下降和防止后续融资股份贬值,目的则是为平衡在先投资者与其后投资者对目标公司进行相同投资时的收益。私募股权基金投资人通过订立反稀释条款,可避免股权因目标公司进行降价融资而被严重稀释,对保障私募投资人的股权利益及后续战略退出有着非常重要的意义。如2004年汇丰银行入股交通银行,运用签订《投资人权利协议》时约定的反稀释条款,使其始终保持交通银行第二大股东的地位。

二、对赌协议法律适用困境

在我国现有的法律体系中,对赌协议具体条款内容的解释、监管和效力认定仍存在一定的法律困境。

(一)对赌协议相关配套法律法规不够完善

一是企业估值标准尚未统一。目前,对赌协议无法有效履行,在发生争议时很难得到法院、仲裁机构的支持,主要原因是相关的配套法律法规不够完善。对赌协议是双方在对企业价值存在不同预期时所签订的,动态调整评估法将企业的价值和企业的

成长性或者未来盈利能力相联系,为国际上通行的企业价值评估标准,但是目前国内通常采用静态评估账面价值的方法。^[3]由于企业估值方法不同,投融资双方对企业的估值会产生较大分歧,无法取得对赌协议的实际效果。二是可转换债券的法律法规不够完善。在我国,具有融资需求的高速成长型企业无法对外发行可转换债券。《公司法》第126条规定:“股份的发行,实行公平、公正的原则,同种类的每一股份应当具有同等权利。”公司法规定以外的其他类别的股份,则可以由国务院作出不同规定。《创业投资企业管理暂行办法》作为国务院颁布的部门规章,其中规定可以对未上市企业进行准股权方式的投资,但其效力依然不可与法律相提并论。

(二)对赌协议股权转让受限制

对赌协议最终表现为当事人之间的股权转让。锁定期的长短直接影响企业对于投资者的吸引力,尽管较长锁定期有助于企业在普通投资者市场中获得较大溢价,普通投资者更加关注基础投资者和高管选取的减持时机。但是,当企业无法达到最初融资时与投资方共同设定的投资目标,管理层就要将其持有的部分股权让渡给投资方。法律规定不得在锁定期内进行股权让渡,否则就违背其禁止性规定,因此难以保障投资方利益。

(三)创业板限制对赌协议

投资方在进行股权投资时,其目的并非是要控制企业。相反,他们更关注资本的退出渠道是否畅通,以及能否在约定时期内实现资本增值。只有所投资的企业实现价值增长,达成双方设定的盈利目标,才能实现共赢。对赌协议在具有高成长性的高新技术企业即创业板上市企业中适用最为广泛,但证监会为保护中小股东、证券投资者利益及维持资本市场稳定,规定任何与股权不确定相关的协议都要在上市前终止。而香港的监管部门只负责审查对赌条款的订立及履行是否遵循诚实信用原则,是否如实披露相关信息,以确保不存在误导投资方的虚假信息。^[4]

三、对赌协议法律适用出路

针对对赌协议法律适用的困境,可以采取完善对赌协议相关配套法律法规、合理设置对赌指标与标准、提高企业自身经营管理能力和选择合适退出时机与途径来解决。

(一)完善对赌协议相关配套法律法规

一是加强对赌协议相关立法。在我国资本环境

下,私募股权投资不断发展,公司运用对赌协议体现投融资双方利益,有利于促进融资方快速发展壮大,但对赌协议的合法性在我国无详细明确的规定,依然欠缺直接支持及保护投资方利益的法律。为避免对赌协议以及其他私募纠纷,保护当事人各方的合法权益和维护私募投资市场的稳定,有关主管机关及立法机构应从实际出发,制定相关法律法规及统一的规范。二是加强信息披露的自律。对赌协议高回报的特性,会诱发管理层采取各种手段去完成目标,破坏公司内部治理,隐瞒企业真实信息,损害部分股东利益的高风险。^[5]例如大象股份自2011年8月至2015年10月16日,先后进行四次增资,这四次增资均涉及对赌条款因触发现金补偿或股份回购条款,增资协议中对赌事项未在公开转让说明书中披露,存在信息披露不完整,光大资本投资有限公司等4家机构先后提出现金补偿或股份回购要求。因此,企业进行信息披露应真实、完整、及时,避免监管部门否定对赌协议,导致企业融资失败。

(二)合理设置对赌指标与标准

一是设置多重对赌指标。对赌协议在国际资本市场应用较为成熟,同时涵盖财务和非财务的考核指标。其中,财务指标主要是指企业营业收入、营业利润以及业绩增长率等,而非财务指标则是指管理层走向、行为模式、股票发行以及赎回补偿等。投融资双方需要采用多种判断标准衡量企业预期价值,从多个角度考核企业管理水平。因此,为更好地控制对赌协议可能带来的风险,不仅要从财务角度对企业进行准确估值,保障双方经济利益,同时也要重视非财务指标的意义。二是合理设置对赌标准。就目前而言,有的企业在设定经营业绩时忽略实际情况,订立较高业绩增长标准,给融资方带来较大经营压力,导致企业管理层在决策时难以保持理性谨慎的态度,盲目扩张而牺牲企业的长远发展,造成对赌失败。双方可以根据实际,设定多个不同档次的业绩目标,并对相应层级给出适当补偿,形成多梯度对赌层级,根据目标达成的实际情况,调整下一阶段业绩目标,从而缓解融资方经营压力,实现对管理层的最大激励。

(三)提高企业自身经营管理能力

首先,重视战略管理。企业战略管理关乎企业未来发展走向,进行战略选择时,要考虑企业的资源

状况和经营能力,以及企业所处的政治、经济、文化和技术等相关环境因素。企业应正确认识自己的核心竞争力,进行稳步扩张,准确考虑企业核心业务的优劣,选择适合企业发展的优势业务,同时弥补企业发展存在劣势的业务。其次,重视财务管理。企业可以聘请财务管理能力突出的会计师,提升企业管理水准,对企业财务风险进行准确分析和预测,提高资金周转率,优化企业资本运作结构,及时防范与处理企业经营及财务风险。同时,还要保持合理的资产负债率。资产负债率是衡量企业偿债能力的重要指标,负债率太高,就难以把控企业经营风险,因此,要采用适度的资产负债率,以有效防范经营风险,促进企业长远发展。

(四)合理把握退出对赌协议的时机

投资方可以根据企业经营业绩选择合适的退出时机,而非必须在特定时限内让渡股权或要求赎回补偿。在对赌协议执行期间,投融资双方都面临着多重风险,因此,双方应根据企业战略走向和市场环境变化,及时合理把握退出时机。由于实践中对赌协议适用失败的概率仍然较高,为防范对赌协议失败导致的各种风险,当企业经营状况出现难以预料的变动时,双方可以通过协商解决的方式及时退出对赌,终止风险,没有必要等到约定的期限结束再退出。

综上所述,对赌协议对于金融和资本市场的发展有着重要意义,可以调整和弥合投融资双方信息不对称和估值差异,对融资企业产生激励作用。因此,投融资双方要谨慎订立对赌协议,合理把握退出时机;而立法机关应尽快完善相关配套法规,制定统一的估值标准和对赌指标,促进我国私募股权投资市场的发展。

参考文献:

- [1]吴伟.对赌协议的法律分析[D].中国社会科学院,2013.
- [2]李锁永.私募股权投资中“对赌协议”风险与控制研究[D].安徽大学,2017.
- [3]陆松.对赌协议的法律内涵界定及其展望[J].山西青年,2017(8).
- [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,2017.
- [5]陈松.对赌协议的法律适用及风险防范研究[D].西南政法大学,2016.

责任编辑 叶利荣 E-mail:yelirong@126.com