

在中美法律高峰论坛的演讲

冯国栋

谢谢主持人！今天很荣幸在中美法律高峰论坛，与诸位嘉宾进行交流。今天我分享的主题是：中美比较视野下的对赌与优先股法律问题。

我来自上海的一家航天企业集团，具体负责本企业的法律业务工作。近年来，很高兴的看到中国航天科技产业正在愈加广泛的融入市场体系，尤其在航天技术应用产业和航天服务业领域，混合所有制已经成为一种显著的方向。围绕与外资、民资的在投资架构方面的融合与安排，有一个法律问题始终困扰着我们，那就是对赌条款以及优先股设计的法律效力问题。

据我们之前的一些了解，美国的对赌制度已经非常成熟，对赌条款的适用也非常广泛，由对赌而延伸出的各种变种设计也十分灵活与多样。特别是法律允许建立在对赌机制之上的公司架构下的优先股设计，如：优先分红权（Dividends Preference）、清算优先权（Liquidation Preference）、反稀释保护权（Anti-Dilution）、强制回购权（Redemption）、共同出售权（Co-Sale）等。这使得投融资双方在公司体系下（而并非一定要是基金体系下）具有着非常广阔的博弈空间。这种法律制度的安排，反映了美国法律认可并保护意思自治原则在投资领域的扩张。

但在我国的现行法律框架下，无论是对赌条款，还是公司法项下的优先股设计，都存在着无效风险，存在着极大的法律不确定性和政策模糊性。

就对赌安排而言，1990年，中国最高人民法院颁布的《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》第4条规定：“企业法人、事业法人作为联营一方向联营体投资，但不参加共同经营，也不承担联营的风险责任，不论盈亏均按期收回本息，或者按期收取固定利润的，是明为联营，实为借贷，违反了有关金融法规，应当确认合同无效。除本金可以返还外，对出资方已经取得或者约定取得的利息应予收缴，对另一方则应处以相当于银行(行情专区)利息的罚款。”也正因如此，才发生了2012年轰动全国的甘肃省高级人民法院判定海富投资和甘肃世恒的对赌条款无效的判例。虽然，上述判决后来在最高院得到了一定程度的纠正，但即使是最高院的判决书其实也刻意回避了对对赌条款合法性的定性问题，而替之以“留有空间、模糊处理”。这一态度的最新注脚是今年1月，武汉市中级人民法院对深圳某投资基金诉武汉某材料公司有关“对赌效力”诉讼以调解结案。相比司法机关的欲说还休，证监会则是严禁拟上市企业采取对赌协议。一方面是司法机关和行政审批机关的不认可、不支持、不保护；但另一方面却是实践中的商务惯例。

就优先股而言，现行《公司法》下的有限责任公司虽然可以由全体股东约定股权比例与分红比例不一致，但在制度上实际并未给股东在分红顺序上的优先和劣后留下空间。而且在实践操作中，很多地方的工商行政管理部门在办理公司注册时往往会对公司章程进行超越其职权的所谓“审核”，一旦发现章程中出现对股东权利的创新性设计安排，往往予以阻挠，这一切都使得“优先股”设计难以得到法律上的认可与保护。而另一方面 2013 年年底，国务院下发了《关于开展优先股试点的指导意见》，则从一定程度上也说明了高层对公司法项下优先股设计的合理性和现实性其实已有相当程度的了解。

中美两国法律就对赌及优先股规定方面的巨大差异，反映了两国立法者对“意思自治原则在投资领域扩张”的不同态度。美国的立法者偏重于由当事人本着意思自治的原则自由协商确立，法律层面不给予过度的限制；而我国的立法者则对忧心“资本”方会利用自身的优势地位向实业群体转嫁风险，因此必须在立法层面对意思自治原则予以一定的突破，对“资本”方的风险转嫁行为进行限制。从立法动机而言，美国的立法以自由之名，更加保护资本方；而中国的立法以公平原则，更加保护实业者。

前阶段，人民网刊登了一篇题目叫《业界呼吁 PE 对赌立法保护，专家建议为“对赌协议”正名》的文章，文章的

中心是主张将“对赌协议”正名为“股权投资价格调整机制”，试图通过建立新的概念，来推动对赌协议的合法化。可以预见，来自资本方的这种呼声会越来越强烈，但这种呼声是否强大到足以改变中国立法者长期以来遵循的“股东必须对企业风险共担”这一公平原则的界定标准，还有待观察。

这里，我想分享我个人的一个观点，即：

考虑到我国作为世界工厂，发展实业对中国经济发展的特殊意义，因此应该承认资本对实业的双刃性特点，即实业发展需要借助资本，但纯投机型的资本方往往会一味苛求短期利益回报，进而会利用对赌、优先股来对实业群体构成实质性的倾轧），因此不宜突破中国商业立法中所一贯坚持的“股东必须对企业风险共担”这一基本原则；

同时考虑到股权投资对中国经济发展的重要意义，基于我国现行商业环境的复杂性（外部尽调很难发现企业的真实情况，很多企业的财务报表是失真的），如果对资本方没有一种基本的承诺和保障，将极大的影响投资者的积极性以及资本的安全性。

因此，应在立法层面确立“承担共同但有区别的风险”的思路，既遵循“股东必须对企业风险共担”这一基本价值原则；但同时也考虑到PE作为股权投资者的特性，允许实业股东通过对赌及优先股在内的一系列契约性安排对PE进

行一种必要的担保。但这种担保必须是有限度、有前提、有条件的，即不能突破“股东必须对企业风险共担”这一基本价值原则。这种限度、前提和条件，可按照公平原则进行确定。比如：保本金不保最低收益，或者允许约定保底收益但不能超过一定的法定比例……

如果立法者和资本方都能够接纳“承担共同但有区别的风险”这一思路，启动对赌及优先股的新的立法活动，使这两项制度安排能够纳入法治化的框架内，使公众建立对法律的预期，构建更加稳定的资本市场法律制度，我相信这无论是对资本方，还是对实业方都是有利的，对我们这些具体的法律从业人员更是有利的。

我的演讲就到这里。谢谢！