



注册估值师协会  
Certified Valuation Analyst Association

---

# 在投资项目中应用对赌产品的研究

---

## 作者介绍

于小迪，注册估值师（CVA）、会计师、暖通专业工程师，对外经贸大学金融学硕士，四川大学药物化学专业本科，注册估值师协会（CVAA）专家委员会成员。从事基础设施领域的投资、投后管理、财务建模、行业研究工作。具有高速公路、水务环保、天然气、化学药物、文旅开发等方面专业背景及经验。曾就职于北京燃气集团总部，已发表学术论文 11 篇。



# 目录

一、PE 股权投资的对赌交易结构	1
(一) 对赌简介	1
1. 对赌定义	1
2. 对赌主体	1
3. 对赌指标	1
4. 对赌标的	1
(二) 对赌动因	2
1. 投资退出和估值风险	2
2. 公司瑕疵风险	2
3. 预期落空风险	2
(三) 对赌要素	3
1. 对赌主体	3
2. 对赌指标	3
3. 对赌标的	4
(四) 如何选择对赌条款	5
(五) 司法实践的效力	5
(六) 监管机构的态度	6
1. 对主合同的态度	6
2. 证监会的态度	7
3. 证监会的监管案例	7
(七) “股权+对赌”与“债权+担保”的异同	8
(八) 上市公司对赌案例	8
1. 广东爱旭股东对赌爱旭股份	8
2. 碧水源股东对赌碧水源	9
3. 博世科股东对赌广州环投	9
4. 冯小刚对赌华谊兄弟	10
二、项目投资的对赌交易结构	11
(一) 可行性分析	11
(二) 必要性分析	11
1. 对赌可以规避股权回购交易结构的政策风险	11
2. 对赌可以规避股权回购交易结构的法律风险	11
3. 对赌可以一定程度弥补现行项目运营的漏洞	12
(三) 退出路径	12
(四) 对赌结构	13
(五) 对赌要素	14
1. 对赌指标和对赌标的	14
2. 指标判断 1 (适用于分红指标)	15
3. 指标判断 2 (适用于收入、成本、净利润指标)	15
4. 指标判断 3 (适用于分红指标)	16
5. 指标判断 4 (适用于收入、成本、净利润指标)	16
6. 指标判断 5 (适用于分红指标)	16

(六) 对赌产品组合 .....	17
1. 对赌 REITs 上市 .....	17
2. 对赌风险事件 .....	19
3. 对赌分红 .....	21
4. 对赌收入 .....	22
5. 对赌成本 .....	23
6. 对赌净利润 .....	23
7. 对赌绩效得分 .....	24
8. 对赌产品组合 .....	25
<b>三、项目投资的对赌注意事项 .....</b>	<b>27</b>
(一) 局限性分析 .....	27
1. 标的执行难 .....	27
2. 战略协调难 .....	27
3. 对赌不是万能的 .....	28
(二) 意见和建议 .....	28
1. 内部决策程序 .....	28
2. 应用场景分析 .....	28
3. 如何发挥最大效用 .....	29
4. 与其他产品的组合 .....	30

# 第一章 PE 股权投资的对赌交易结构

## (一)对赌简介

### 1. 对赌定义

根据《九民纪要》规定，“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。”

对赌最初为人所知是 2002 年摩根士丹利、鼎晖、英联等境外投资机构对蒙牛乳业投资时设置的根据业绩情况来调整股权比例的合同安排，这些合同安排概括为：如蒙牛乳业在 2006 年终的 3 年复合增长率低于特定比例，蒙牛乳业控股股东应向三家投资机构转让按照公式计算的一定数量的蒙牛乳业股份，但蒙牛乳业控股股东有权按照预设的定价机制通过支付现金的方式代替股权转让；如该 3 年期内的复合增长率高于特定比例，则 3 家投资机构应向蒙牛乳业控股股东转让按照公式计算的一定数量的蒙牛乳业股份。

因此，根据上面的描述，对赌产品结构包括三部分：对赌主体、对赌指标、对赌标的，对赌主体即蒙牛乳业控股股东和境外投资机构，对赌指标即蒙牛乳业在 2006 年终的 3 年复合增长率，对赌标的即转让的蒙牛乳业股份。

### 2. 对赌主体

对赌主体包括：投资者以及对赌相对方。投资者有资金但没有管理经验，需要一种机制来激励管理层使得投资收益最大化，也需要一种机制来对对赌相对方实施惩罚性利益调整机制以最大限度止损。对赌相对方有管理经验可以变现但以获得资金为前提，需要以较低融资成本获得发展所需资金。

### 3. 对赌指标

对赌指标即输赢标准，是现时预设的在未来一定时间内的业绩指标或者事件指标，与实际经营结果对比是否达成。

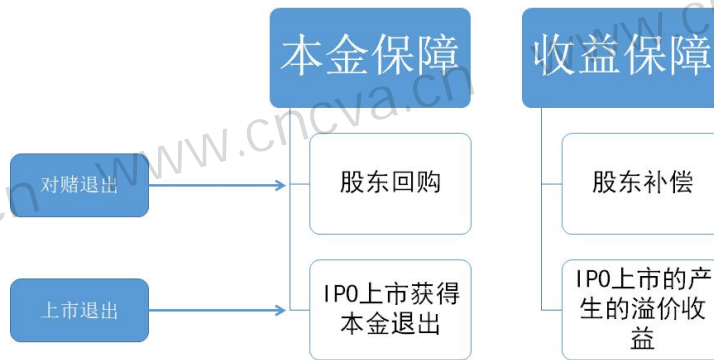
### 4. 对赌标的

对赌标的是指现时预设未来需要让渡的利益内容。投资者的对赌标的是业绩超标时让渡给对赌相对方的利益，一般是股权，对赌相对方的对赌标的是业绩不达标时，向投资者转让部分股权或者支付现金，或者向被投资公司 0 对价出让股权或者支付现金。对赌实质是一种利益再平衡机制，即要么共赢，要么两败俱伤但对赌相对方输得更多。

## (二)对赌动因

### 1. 投资退出和估值风险

(1) 投资不一定能实现上市或者并购退出，如不能上市或者并购，则退出时值多少钱没有公开价格，只能通过线下出售目标股权的方式实现变现，这样存在两个问题：一是没有强制性退出措施，能否退出存在较大不确定性，二是没有客观公开定价机制，出售股权能否完全回本存在较大不确定性。对赌产品为基金投资提供了除上市退出以外另一种行之有效的完全退出手段。



图表 1: PE 股权投资退出路径

(2) 无论最终上市与否，公司估值受到各方面因素的影响，可能发生向上或者向下的变动，如不能上市，最终退出价格还要交易各方协商确定，因此估值风险是市场无法克服的，除了提升估值技术的同时，只能由其他途径来克服，这就为对赌这种可由投资者和目标公司原股东自行约定的利益平衡机制提供了动力。

### 2. 公司瑕疵风险

(1) 投资前存在的财务、法律瑕疵，尽调未必能够发现所有瑕疵，因此存在高估风险。对赌产品为投前尽职调查没能发现的公司瑕疵提供了事后瑕疵暴露时的估值调整机制。

(2) 投资后，投后管理不会事无巨细的渗透到公司经营的方方面面，因此无法杜绝原股东或者经营层滥用职权侵害公司利益的可能性，从而导致公司估值下降。对赌产品为投后管理过程中原股东或者经营层可能存在的滥用职权造成公司及股东损失提供了约束调整机制。

### 3. 预期落空风险

如果基金无法达到预期收益率（门槛收益和业绩分成），则基金投资人也无法达到预期收益率，则会影响到基金管理人未来的发展和切身利益，因此收益预期为对赌机制中对赌相对方对投资人的补偿标准提供了计算依据，如基金投资人预期收益率为 8%/年，基金管理人收取的管理费率为 2%/年，则基金管理人在对赌条款中约定控股股东回购股权的年化收益率需达到 10%/年。

### (三)对赌要素

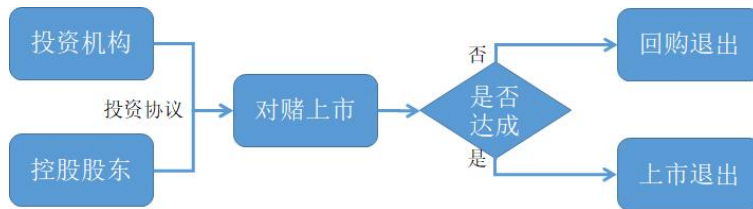
#### 1. 对赌主体

投资者签署对赌协议时，一般是以目标公司原股东尤其是控股股东作为对赌相对方，也存在直接以目标公司作为对赌相对方的情况。

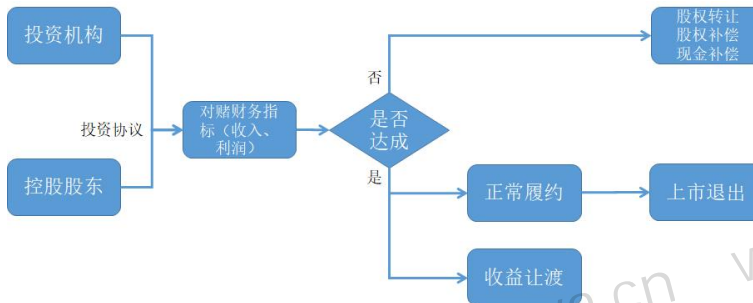
#### 2. 对赌指标

##### (1) 主要指标

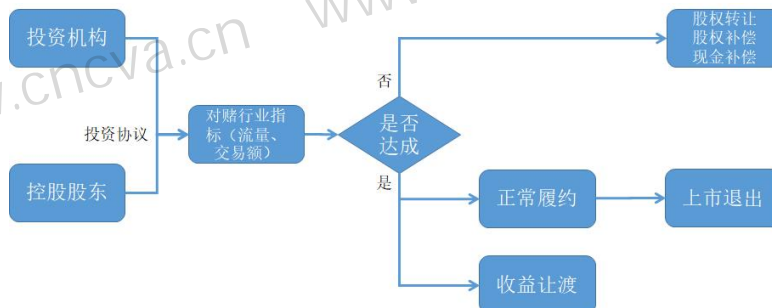
包括上市指标、财务业绩指标、非财务指标，财务指标通常以一定期限内年度税后净利润、年收入、年增长率为基准设定，有时候还会考虑非财务指标如：关键绩效 KPI、活跃用户人数、产品量产、产品销售量、技术研发阶段性成果等。



图表 2：对赌上市交易结构图



图表 3：对赌财务指标交易结构图



图表 4：对赌行业指标交易结构图

##### (2) 其他指标

除去上市、财务和非财务指标，其他对赌指标还包括：关联交易、债权和债务、竞业限制、股权转让限制、引进新投资者限制、反稀释权等。该类指标类似于可能触发投资和经营风险的特定事件，我们可统称为风险事件指标。

### (3) 指标特性

根据定义，对赌指标是现在设定的预期未来可能出现的一种客观状态，这种状态是否会出现存在不确定性，且相关主体被允许去从事相关行为使这种状态有机会出现，不能通过设置相关行为使得这种状态不能出现或者必然出现，这种行为对于对赌指标是否达标不应有直接的因果关系。对赌指标是否达标一经判断，即可以判断所触发的对赌结果，实质上建立起对赌指标与对赌结果之间的联动关系。

## 3. 对赌标的

对赌标的是指对赌主体参与对赌所需付出的代价或者让渡的利益，分为单项对赌和双向对赌两类。在单向对赌中，仅约定了对赌条件未实现时，对赌相对方需付出的代价或者让渡的利益；在双向对赌中，不仅约定了对赌相对方需付出的代价或者让渡的利益，还约定了指标达标或超预期时，投资者需付出的代价或者让渡的利益。

对赌主体包括原股东或目标公司，一般情况下，在被投资公司存在控股股东并实际控制被投资公司的经营管理时，投资者选择和原股东进行对赌，与原股东对赌的标的如下：

### (1) 股权回购

当对赌指标未实现时，原股东回购投资者所持目标公司股权并向投资者支付现金，多以投资者的初始投资款加上一定收益作为回购价格，投资者由此退出目标公司。

### (2) 股权优先

当对赌目标未实现时，投资者的股权将转变为特殊股权，如普通股转变为优先股，享受优先分红权、优先清算权；或者股权拥有特殊的表决权，如董事会一票否决权、超比例表决权等。

### (3) 现金补偿

当对赌指标未实现时，原股东进行现金补偿，向投资者支付现金补偿款，投资者不退出目标公司；向目标公司补偿即原股东向目标公司支付现金补偿款，投资者不退出目标公司。

### (4) 股权补偿

当对赌指标未实现时，原股东以股权方式补偿，向投资者补偿即原股东将所持目标公司股权无偿或者以象征价格转让给投资者，投资者不退出；向目标公司补偿即目标公司以 0 对价或者象征性价格回购原股东所持部分目标公司股权并予以注销，投资者不退出。

### (5) 收益让渡

在双向对赌中，当原股东超额完成对赌指标时，投资者向原股东让渡一部分股权或者支付额外的对价。

当被投资公司股权比较分散，不存在控股股东时，投资基金选择和目标公司对赌，但与目标公司在我国目前的司法实践中存在诸多障碍，详见下一篇“（五）司法实践的效力”，因此投资实务中一般只选择与目标公司原股东对赌。



## (四)如何选择对赌条款

保障投资者权益的条款包括：优先认购权、优先购买权、领售权、随售权、反稀释权、优先分红权、优先清算权、股东会参与权、董事会参与权、一票否决权、知情权、检查权，原股东竞业限制、股权转让限制、关联交易限制。这些条款并不必然成为对赌条款，如实际控制人违反竞业限制条款，投资者有权要求实控人回购股权，这是一种违约后果，因为实控人完全可以通过控制自身行为来避免违反竞业限制条款，这与对赌指标允许实际控制人去行为且行为结果具有不确定性不同。

上述权益保障可分为经营管理参与权和优先经济权。经营管理权包括：股东会参与权、董事会参与权、一票否决权、知情权、检查权等，投资者行使这些权利可能会与原股东行使公司经营管理权形成冲突或者限制，因此与对赌指标允许原股东从事公司经营管理行为的特征存在不同，且《公司法》本就赋予公司股东上述权利，故没必要作为对赌标的。优先经济权包括：优先认购权、优先购买权、领售权、随售权、反稀释权、优先分红权、优先清算权等。优先经济权如果以对赌指标未达标为前提，那么这些权利就可作为对赌标的对待，否则即是一般权益保障权利。

直接回应投资者终极诉求的权益保障条款首先是退出条款即股权回购、领售权、随售权、优先清算权，其次是补偿条款即现金/股权补偿条款、反稀释条款、优先分红权，最后是辅助条款即股东会参与权、董事会参与权、一票否决权、知情权、检查权，原股东竞业限制、股权转让限制、关联交易限制。退出条款和补偿条款在设定了触发机制即对赌指标没有完成后触发即可成为对赌条款。

在投资谈判过程中，在可选条款有限的条件下，投资者应优先选择最有利于终极诉求的对赌条款。

## (五)司法实践的效力

从当前司法实践来看，对于投资者与目标公司的股东或者实际控制人签订的“对赌协议”，如果不存在法定无效事由，法院尊重双方的意思自治行为，认定该“对赌协议”有效。

然而，对于投资者与目标公司订立的‘对赌协议’是否有效以及能否实际履行，存在四大争议：

争议一是关于请求目标公司回购股权，首先要求目标公司履行完减资手续，而减资手续需经 2/3 以上表决权股东表决通过或者股东大会做出决议，因此存在不确定性，可能出现“对赌协议”虽然有效但无法履行的情形；

争议二是请求目标公司现金补偿，而金钱补偿的前提是目标公司有可分配的利润，否则“对赌协议”不具有可履行性；

争议三是目标公司现金支付义务可能违背公司法第 35 条关于“股东不得抽逃出资”的规定；

争议四是现金补偿经常与债务利息的边界很难清晰界定因而不被法院支持。

以苏州工业园区海富投资有限公司诉甘肃世恒有色资源再利用有限公司增资协议纠纷案（案号（2012）民提字第 11 号，以下简称“海富案”）为例，最高人民法院最终于 2012 年 11 月作出判决书，确立了对赌协议相对有效的原则，即“投资者与目标公司之间的补偿条款如果使投资者可以取得相对固定的收益，则该收益会脱离目标公司的经营业绩，直接或

间接地损害公司利益和公司债权人利益，故应认定为无效；投资者与目标公司股东之间的利益补偿承诺不违反法律法规的禁止性规定，是有效的。”

以北京银海通与新疆西龙公司股权转让纠纷案（(2020)最高法民申 2957 号）为例，最高院经审查认为：投资方北京银海通与目标公司新疆西龙公司“对赌”失败，请求新疆西龙公司回购股份，不得违反“股东抽逃出资”的强制性规定，新疆西龙公司为股份有限公司，其回购股份属于减少公司注册资本的情形，须经股东大会决议，并依据《公司法》第一百七十七条的规定完成减资程序，现新疆西龙公司未完成前述程序，故原判决驳回银海通投资中心的诉讼请求并无不当，银海通投资中心的该再审申请理由不成立。

## （六）监管机构的态度

### 1. 对主合同的态度

监管机构包括国务院、国资委、发改委、商务部、人民银行、银保监会、证监会及行业自律组织等。

监管机构对于对赌协议的态度主要分为将对赌协议的主融资合同认定为股权投资合同和债权投资合同两类，其对于债权投资的监管比股权投资要严格的多，主要原因是企业负债过高不仅可能导致流动性风险从而引发债务违约，严重的可能引发行业性或系统性风险。

实践中，规避债权投资监管的主要方法就是明股实债，随着信贷、债券、非标等债权产品纷纷纳入监管，这类业务实际上已经成为社融的重要组成，其最大的问题是“影子银行”的产生以及监管机构无法对与此相关的债权债务进行有效的把控和监管，从而导致系统性风险，因此监管以及司法机关对于明股实债或者“以股权投资之名、行债权投资之实”等出台一些禁止性规定，一旦主合同因为触犯监管机构的禁止性规定而被认定为无效，则作为从合同的对赌协议自然也无效。

如高院 1990 年 11 月 12 日发布的《关于联营合同纠纷案件的解答》，将“联营合同中的保底条款问题”明确规定为“名为联营，实为借贷，违反了有关金融法规”，所签合同无效；国办《关于加强影子银行监管有关问题的通知》（国办【2013】107 号）严禁私募股权投资基金开展债权类融资业务；发改委《政府出资产业投资基金管理暂行办法》（发改财经规【2016】2800 号）规定“政府出资产业投资基金不得从事明股实债等变相增加政府债务的行为”；保监会《关于保险资金设立股权投资计划有关事项的通知》（保监资金【2017】282 号）禁止股权投资计划以约定到期、强制性由被投资企业或关联第三方赎回投资本金的方式对计划投资人承诺保障本金和投资收益；《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号——私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》将回购、第三方收购、对赌、定期分红等定义为“明股实债”的表现形式；财政部、发改委《关于进一步共同做好政府和社会资本合作（PPP）有关工作的通知》坚决杜绝各种非理性担保或者承诺、过高补贴或定价，避免通过固定回报承诺、明股实债等方式进行变相融资。

尽管上述规定看起来都是禁止性规定，但细细一读却都留有一定空间，比如高院对保底条款的定义是“固定利润”，发改委禁止的是变相增加企业债务的明股实债，保监会禁止的是以约定保底的方式对投资人的承诺，证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号禁止的是明股实债投资房地产，财政部和发改委关于 PPP 的通知也只是约束地方政府上述行为，并没有约束社会资本方的上述行为，至于国办，也没有涉及核心即债权类融资和明股实债的区别。

出现上述微妙情况的原因主要在于影子银行的危害确实很大,然而现阶段一棍子打死上述相关业务对社融乃至实体经济都是无法估计的风险。因此监管机构并没有完全禁止这类业务,只是在职能范围内对特定对象的特定行为作出禁止性规定,因此对于对赌协议而言,监管机构同样没有对对赌协议做出明确的禁止性规定。

## 2. 证监会的态度

相比较其他监管机构而言,证监会对对赌协议的态度更为灵活和明确。在核准制的 IPO 审核模式下,出于“发行人股权清晰,控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大权属纠纷”的规定,而对赌可能导致股权结构不确定,因此证监会要求申报企业及相关股东终止对赌协议。而实践中,对赌安排并不会对发行人的控制结构的稳定性形成实质性障碍,因此,为顺应市场需求,证监会在科创板问世时调整了对赌协议的审查口径,在满足以下四个条件时,对赌协议可以不用清理,即:

一是发行人不作为对赌协议当事人;

二是对赌协议不存在可能导致公司控制权变化的约定;

三是对赌协议不与市值挂钩;

四是对赌协议不存在严重影响发行人持续经营能力或者其他严重影响投资者权益的情形。

在上市公司后续融资、资产收购使用对赌协议时,证监会基本上也都是采取认可并积极监管的态度,具体案例如下所述。

## 3. 证监会的监管案例

(1) 保留股东对赌,清理被投资公司对赌

以四会富仕(300852)举例,2019年9月,四会富仕、四会明诚等三原股东及实际控制人刘天明等3人与人才基金签署了《四会富仕电子科技股份有限公司股权转让之补充协议二》,解除了四会富仕应该承担的义务,仅为公司股东之间的对赌安排,公司不作为对赌协议当事人。

(2) 对对赌条款,采取签订“效力恢复条款”的方式

以铂力特(688333)举例,2019年3月,海宁国安等3家投资基金与铂力特、及实控人折生阳签署的《增资协议之补充协议的终止协议》,各方同意对对赌协议中的回购条款、转让限制、优先增资权、最优惠待遇进行解除,铂力特不作为对赌协议的当事人,但未解除对赌协议中的未上市恢复条款,即若发生撤回申请、未通过审核等未上市成功的情形,对赌条款恢复效力;若公司取得证监会批文,则对赌条款永久失效。

(3) 签署补充协议,约定终止对赌条款的时效

以三只松鼠(300783)为例,2015年12月17日,三只松鼠分别与 NICE GROWTH LIMITED 等3家投资机构签署了附条件终止上述特殊权利安排的协议,若公司在本协议签署后24个月内仍未向证监会提交上市申请材料的,则投资人自动恢复其在投资文件项下的优先权利,前述24个月届满时,如果公司的合格上市申请仍然处于相关监管机构的审核过程中,且申报材料未失效,则投资人同意延长自动恢复特殊权利效力的期限。若按照前述期限提交上市申请材料后,若公司的上市获得审核通过,则投资人权利永远终止。若公司的上市未获审核通过,除非各方经协商确定继续再次提交上市申请材料的,否则投资人将自动恢复其在投资文件项下享有的任何优先权利。

## (七)“股权+对赌”与“债权+担保”的异同

从上面的分析可以看出,监管机构并没有全面禁止与明股实债类似的投资产品及对赌协议,只是在各自职能范围内对特定的债权投资行为及偏债性的股权投资行为作出一些禁止性规定。

为了设计符合监管要求的产品,我们首先需界定“股权+对赌”与“债权+担保”二者的异同。

二者的相同之处有两点:

一是实施主体相同,实施对赌的主体和实施担保的主体一般是控股股东(间接控股股东或者非关联主体的担保不在此讨论范围内);

二是都有触发条件,实施对赌的触发条件是对赌指标没有完成,实施担保的触发条件是借款人违约或者可能违约。

区分股权投资是否会构成债权投资,或者是否会构成“以股权投资之名,行债权投资之实”,有三个核心要素:

其一,是否保本保息,且这一要求不受公司经营情况好坏或者上市与否的影响;

其二,本息偿付义务具有明确的时间限制属性,可以预知其必然发生,到达预设时点即触发本息偿付义务的履行;

其三,本息偿付义务被触发后,本息计算方法或金额不会发生根本性变化。

关于第一点保本保息,严格的债权是保全部本金和按确定比例计算的利息,严格的股权是本金和利息都不保,完全按照经营情况来确定回报,中间状态是:保一定比例或者一段时间区间内的本金和利息,比例或者时间区间根据经营情况来确定。

关于第二点本息偿付的时间限制属性,严格的债权是确定具体日期偿付本息,严格的股权是没有具体日期,中间状态是:约定一定期限内完成本金和收益偿付。

关于第三点本息计算方法是否变化,严格的债权是本息计算方法完全不变,严格的股权是本息计算出现彻底变化,比如股权部分或者完全退出后,股比变化,对应收益出现变化,中间状态是:本金、利率变化一部分,比如跳息设置,利率变但本金不变。

目前市场上大多数偏股性债或者偏债性股均是在这三点中取其中一个或者若干个折中状态,使得满足股或者债的合规性要求,同时又能在控制风险条件下具备现实可操作性。因此我们在后面设计“股权+对赌”产品时,均是按照上述思路进行,需要指出的是,要避免触犯各监管机构出台的禁止性规定。

## (八)上市公司对赌案例

在上市公司重大资产重组中,经常出现上市公司与拟置入资产的原股东进行业绩对赌的案例,多数情况下是原股东完成业绩对赌将资产装入上市公司,也有部分没有完成对赌业绩的情况。对赌指标通常是连续三年的净利润总和,对赌标的一般是股权补偿,也有一部分是股权补偿加现金补偿。以下是摘录的案例 1。

### 1. 广东爱旭股东对赌爱旭股份

2019年,上市公司ST新梅(更名后为爱旭股份)实施重大资产重组,通过资产置换及发行股份方式收购广东爱旭100%股份,广东爱旭原股东承诺广东爱旭在2019年度、2020

年度和 2021 年度实现的净利润分别不低于 47,500 万元、53,800 万元和 93,000 万元，合计 19.43 亿，广东爱旭 2019-2021 年连续三年累计实现净利润为 79,322.39 万元，业绩承诺实现率为 40.82%，因此根据承诺需补偿的金额 34.82 亿，根据资产重组时的发行价，补偿股份数为 8.98 亿。当期补偿金额=（截至当期期末累积承诺净利润数－截至当期期末累积实际净利润数）÷补偿期限内各年的承诺净利润数总和×置入资产交易作价－业绩补偿义务人累积已补偿的金额。

2019 年之后，出现了大量上市公司原股东出让上市公司股权给投资方以获得资金的案例，在环保行业尤其突出，在上述股权交易中，原股东与外部投资方就上市公司业绩进行对赌，对赌指标为净利润，对赌标的为现金补偿，补偿方式为原股东补偿上市公司或者补偿给投资方，此摘录两案例如下，其中案例 2 和案例 4 是原股东补偿上市公司，案例 3 是原股东补偿投资方。

序号	目标公司	融资方	投资方	对赌内容	协议签订时间	进展情况
1	清新环境	原股东	川发环境	业绩承诺	2019 年	2019 年未达标，原股东支付 800 万
2	碧水源	原股东(文等 4 人)	中交集团	业绩承诺	2019 年	2021 年业绩未达标，原股东需赔偿 10 亿
3	铁汉生态	原实控人及其一致行动人	中节能	业绩承诺	2020 年	进行中
4	国祯环保	原股东	中节能	业绩承诺	2020 年	2020 年达标，无需补偿
5	博世科	原股东	广环投	业绩承诺	2020 年	2020、2021 年未达标，2022 年正在进行中

图表 5 环保类上市公司对赌情况表

## 2. 碧水源股东对赌碧水源

2019 年，碧水源股东文剑平、刘振国、陈亦力、周念云（以下简称“碧水源四股东”）与公司控股股东中国城乡控股集团有限公司（以下简称“中国城乡”）分别签署了《股份转让协议》《股份转让协议之补充协议》及《股份转让协议之补充协议（二）》，上述协议中碧水源四股东向上市公司作出了业绩承诺补偿约定，其中 2021 年实际完成净利润 5.84 亿，承诺净利润为 15.88 亿，因此碧水源四股东需向上市公司补偿现金合计 10.04 亿。

## 3. 博世科股东对赌广州环投

2020 年，博世科原股东将 4000 万股以 12.6 元的价格转让给广环投，并承诺“2020 年度预计净利润不低于人民币 20,000.00 万元、2020 年度、2021 年度合计预计净利润不低于人民币 45,000.00 万元、2020 年度、2021 年度、2022 年度合计预计净利润不低于人民币 75,000.00 万元”，若现有业务在业绩承诺期间未能实现累计承诺净利润的，则原股东应在博世科 2022 年度报告披露后十个工作日内将补偿金额以货币支付给投资方广州环投，应补偿金额=（2020 至 2022 年度累计承诺净利润数－2020 至 2022 年度合计实现净利润数）÷2020 至 2022 年度累计承诺净利润数×本次转让价款总额。博世科 2020、2021 年分别实现净利润 1.92、-5.29 亿，2022 年 Q1 净利润-0.98 亿，预计现金补偿的可能性较大。

#### 4. 冯小刚对赌华谊兄弟

2015年，华谊兄弟以10.5亿元收购东阳美拉70%股权，其中冯小刚持有东阳美拉99%股权，陆国强持有1%股权，华谊兄弟与冯小刚、陆国强签署对赌协议，约定东阳美拉2016年度承诺的业绩目标为目标公司当年经审计的税后净利润不低于1亿元，自2017年度起，每个年度的业绩目标为在上一个年度承诺的净利润目标基础上增长15%，若东阳美拉未能完成某个年度的“业绩目标”，则冯小刚、陆国强同意于该年度东阳美拉的审计报告出具之日起30个工作日内，以现金的方式向华谊兄弟补足东阳美拉未完成的该年度业绩目标之差额部分。由于2018年度和2020年度两次东阳美拉均未实现业绩承诺，冯小刚共向华谊兄弟支付2.36亿元补偿款。

## 第二章 项目投资的对赌交易结构

### （一）可行性分析

对赌定义“对赌协议”是平衡投资方、融资方利益的一种工具，合理利用“对赌协议”既有利于投资方降低投资风险，维护自身利益，又能够解决目标企业的资金短缺问题，激发融资方的活力。虽然目前尚无法律法规就“对赌协议”在项目中的运用作出明确规定，也未找到相关的完整案例，但鉴于项目投资作为股权投资的一种类型，从理论上讲，也可以运用“对赌协议”来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等问题，并对合作方对项目公司的经营管理形成有效约束。

### （二）必要性分析

#### 1. 对赌可以规避股权回购交易结构的政策风险

在项目投资中较常采用的交易结构是，合作方对基金公司的股权投资承担回购义务，约定在一定期限内回购基金公司持有的项目公司股权，保证基金公司的退出。股权回购及差额补足结构与资管新规第十三条规定的精神存在一定差距，即“金融机构不得为资产管理产品投资的非标准化债权类资产或者股权类资产提供任何直接或间接、显性或隐性的担保、回购等代为承担风险的承诺。”在实务中，合作方也通常将回购协议作为抽屉协议进行管理，虽然合作方一般不是金融机构，但股权回购的交易结构在未来可能存在一定的政策风险。

在对赌交易结构中，股权回购作为对赌目标未达成的执行标的，并非必然的承诺，因此可以规避上述政策风险。

#### 2. 对赌可以规避股权回购交易结构的法律风险

在基金公司投资实务中，股权回购事项通常与股权投资事项作为一个内部决策文件由合作方统一出具，但基于内部管理的需要，合作方在决策文件中通常对于股权回购采取模糊表达的方式，如“采取行之有效的措施保障基金公司本金及收益的全额退出”。在司法实践中，回购及差额补足协议可能会被认定为保证合同，而合作方对于保证担保的决策权限通常在股东大会层面，根据最高人民法院公布的《关于审理为他人提供担保纠纷案件适用法律问题的解释（征求意见稿）》第一条及第六条之规定，公司法定代表人及其他人员未按照公司法第十六条之规定履行内部决策程序，以公司名义对外提供担保的行为，对公司不发生效力，因此回购协议存在可能被认定为无效的风险。

在对赌交易结构中，股权回购作为投资对赌目标未达成的执行标的，只要合作方决策机构具有签署投资协议的审批权限即可审批，同时根据项目公司章程约定完成增资入股相关前置审批，并将对赌条款写入公司章程及完成对赌的前置审批程序，因此可以规避上述政策风险。

鉴于以上两点，建议在项目股权投资中多采取对赌条款，以规避政策风险和法律风险。

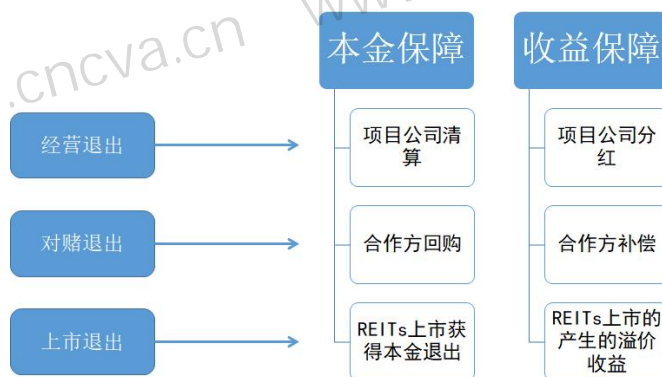
### 3. 对赌可以一定程度弥补现行项目运营的漏洞

从经营上看，项目投资相比 PE 股权投资项目较为确定，但经营结果往往不尽如人意。从项目的付费模式来看，政府付费项目是根据（建设成本+运营成本）\*（1+合理利润率）来给付，经营利润相对确定，因此，除去 PE 股权投资中股权交易的退出路径外，分红和清算时未分配利润也是项目公司股东退出的一种路径。使用者付费的项目其收入与成本之间不存在必然关联，需要管理人员做好投前测算和投后的运维才能产生较好的经营结果，但纯使用者付费项目大多是弱周期性行业，项目经营相对稳定，如水务（名义上属于政府付费、实际上是政府代收代付）、垃圾发电项目，基本不受政府财政压力的影响，跟投资商的专业能力相关，投资商经过分析判断觉得自己的专业能力可以保证项目的营利性和回本性，才会投标参与。可行性缺口补助的项目则相对复杂，对使用者付费的测算往往乐观，虽然在付费公式中约定了可行性缺口补助的计算是（建设成本+运营成本）\*（1+合理利润率）扣除使用者付费的余额，但也约定了经营的风险由投资者承担，因此最终合同按照哪个条款履行取决于地方政府的财力和信用。在项目投资实务中，一旦使用者付费达不到测算假设而政府按照“经营的风险由投资者承担”的约定执行付费，则会出现经营结果与投资测算结果相比差异很大的现象。出现这种情况的原因有三：一是政府财政紧张，付费困难；二是合作方重投资轻运营，只关注如何获得投资阶段的施工利润，不在乎运营阶段的利润；三是合作方利用自身管理运营优势，通过关联交易转移项目公司现金和利润的情况，当这些虚增成本不被付费方认可时，必然造成项目公司亏损，从而侵害其他股东的利益。

针对上述原因二，对赌通过正向的超额收益让渡机制激励合作方提高运营效益，针对原因三，对赌通过非担保性质的差额触发补足机制约束合作方做好项目运营，避免出现上述“道德风险”。

#### （三）退出路径

根据前文的分析，与 PE 股权投资退出方式相比，项目投资除了原有的上市退出（REITs 上市）、对赌退出外，多了经营退出这种退出方式。因此，对赌产品的设计除了引用 PE 股权投资中关于对赌上市的产品，新增了对赌经营的产品，对赌经营产品分为两种：一是极端情况下对赌风险事件，二是日常经营中对赌经营指标，经营指标可选择财务指标或者带有行业属性的指标。

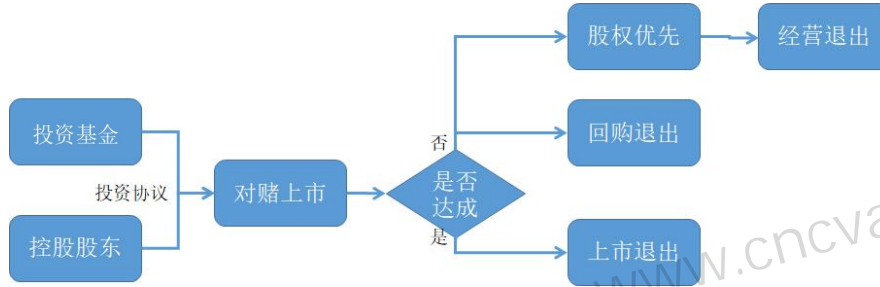


图表 6 项目投资退出路径

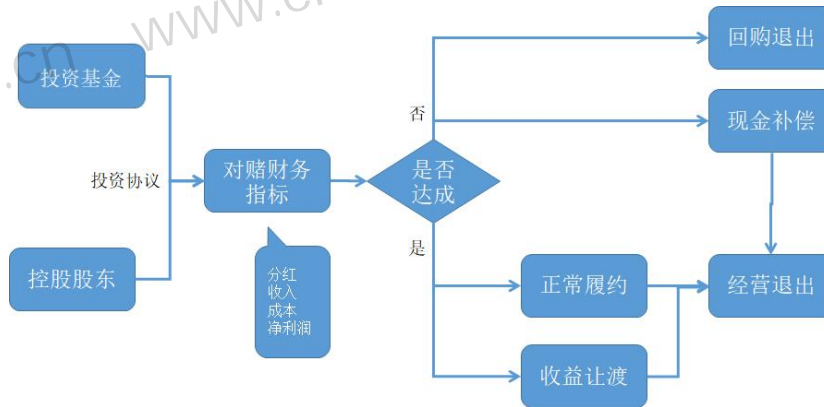


## (四)对赌结构

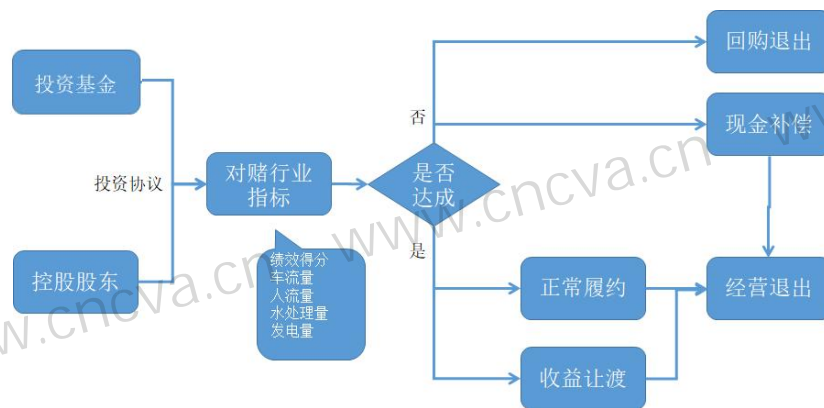
根据前文描述的对赌指标不同,结合项目投资自身的经营特点和基金公司在实际操作过程中积累的经验,提出以下四种基本对赌交易结构:



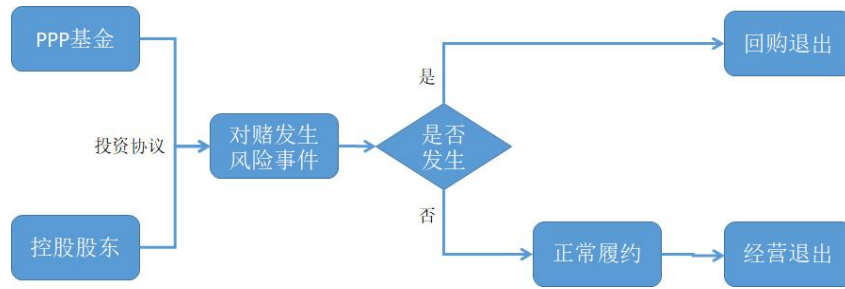
图表 7 赌 REITs 上市交易结构图



图表 8 赌财务指标交易结构图



图表 9 赌行业指标交易结构图



图表 10 赌风险事件交易结构图

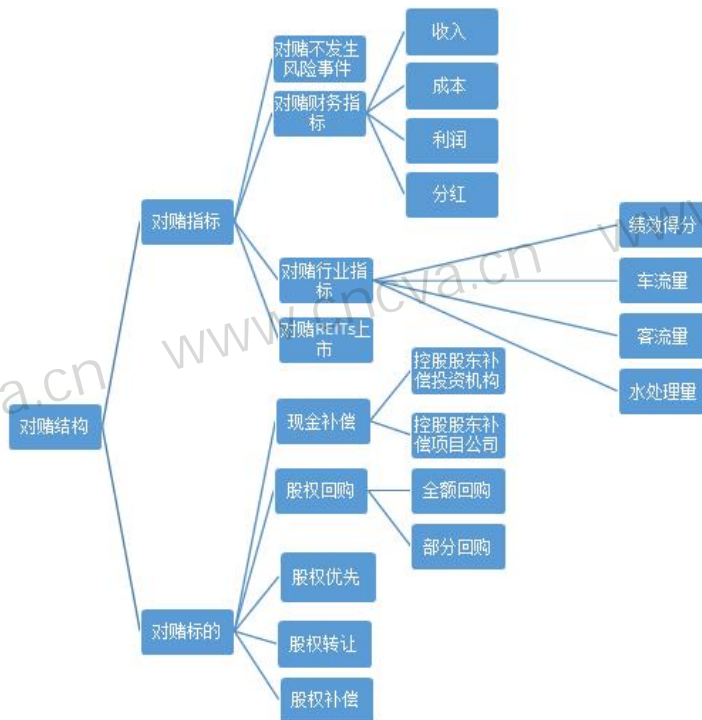
## (五)对赌要素

对赌产品要素包括：对赌指标、对赌标的、指标判断三大类，对赌指标是解决“赌什么”的问题，对赌标的是解决触发什么的问题，指标判断解决怎么赌的问题。

### 1. 对赌指标和对赌标的

对赌指标包括风险事件、财务指标、行业指标、REITs上市四大类，财务指标又可划分为：收入、成本、净利润、分红四小类，行业指标包括：绩效得分、车流量、客流量、水处理量等与行业相关的指标。

对赌标的划分为：股权回购、股权优先、现金补偿三大类，股权回购又可划分为全额股权回购、部分股权回购两小类，现金补偿可划分为：合作方现金补偿基金公司、合作方现金补偿项目公司两小类。

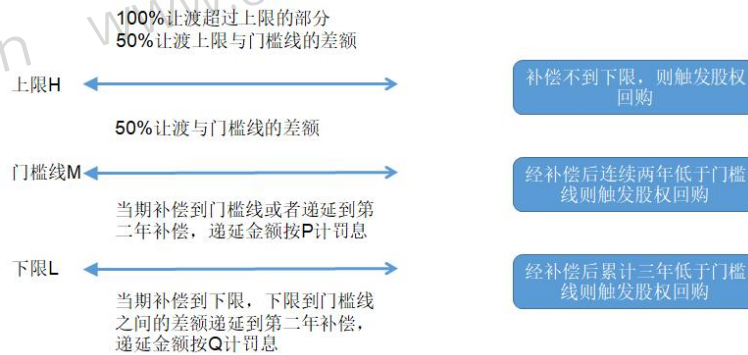


图表 11 对赌要素图

关于对赌指标判断，有如下六套标准，根据实际指标所在区间，分别触发对应的对赌标的。

## 2. 指标判断 1 (适用于分红指标)

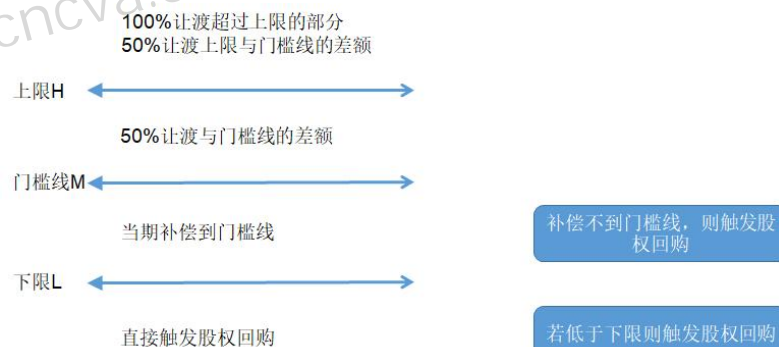
对指标设定上限 H、门槛线 M、下限 L 三条线，当实际指标在上限以上时，向合作方 100%让渡实际指标超过上限部分产生的税后收益和 50%让渡上限与门槛线差额产生的税后收益；当实际指标位于上限与门槛线之间时，向合作方 50%让渡实际指标与门槛线差额产生的税后收益；当实际指标位于门槛线与下限之间时，合作方需当期补偿到 M 或者递延在第二年补偿该金额，但递延补偿金额按照 P 计算罚息；当实际指标位于下限以下时，合作方需当期补偿到下限 L，而门槛线与下限之间的差额可以递延在第二年补偿，但递延补偿金额按照 Q 计算罚息 (Q>P)，如补偿不到 L，则触发股权回购；经合作方补偿后，指标连续两年低于门槛线 M 或者累计三年低于门槛线 M，则触发股权回购。



图表 12 指标判断 1

## 3. 指标判断 2 (适用于收入、成本、净利润指标)

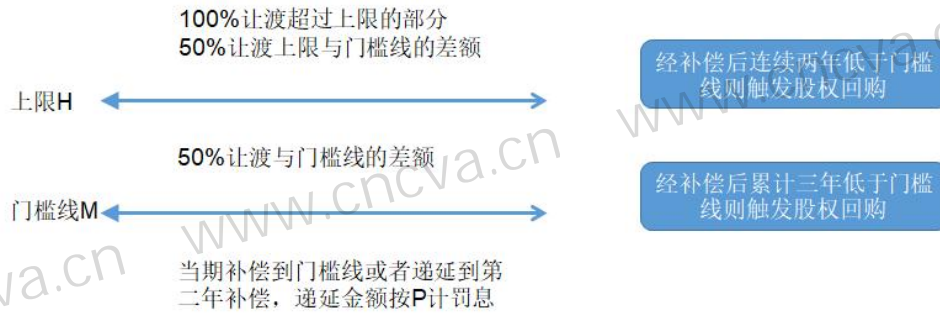
对指标设定上限 H、门槛线 M、下限 L 三条线，当实际指标在上限以上时，向合作方 100%让渡实际指标超过上限部分产生的税后收益和 50%让渡上限与门槛线差额产生的税后收益；当实际指标位于上限与门槛线之间时，向合作方 50%让渡实际指标与门槛线差额产生的税后收益；当实际指标位于门槛线与下限之间时，合作方需当期补偿到 M，如补偿不到 M，则触发股权回购；当实际指标位于下限以下时，触发股权回购。



图表 13 指标判断 2

#### 4. 指标判断 3 (适用于分红指标)

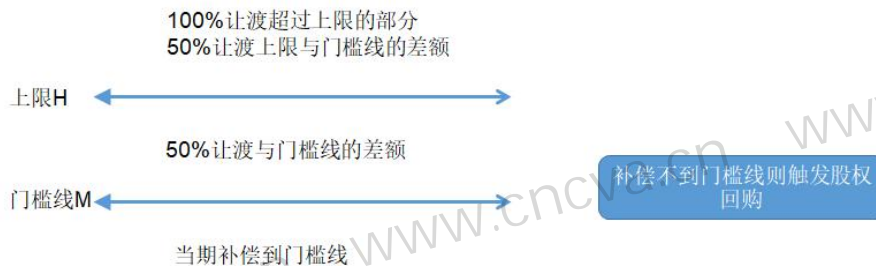
对指标设定上限 H、门槛线 M 两条线，当实际指标在上限以上时，向合作方 100%让渡实际指标超过上限部分产生的税后收益和 50%让渡上限与门槛线差额产生的税后收益；当实际指标位于上限与门槛线之间时，向合作方 50%让渡实际指标与门槛线差额产生的税后收益；当实际指标位于门槛线以下时，合作方可选择当期补偿到 M，也可以递延在第二年补偿该金额，但递延补偿金额按照 P 计算罚息；经合作方补偿后，指标连续两年低于门槛线 M 或者累计三年低于门槛线 M，则触发股权回购。



图表 14 指标判断 3

#### 5. 指标判断 4 (适用于收入、成本、净利润指标)

对指标设定上限 H、门槛线 M 两条线，当实际指标在上限以上时，向合作方 100%让渡实际指标超过上限部分产生的税后收益和 50%让渡上限与门槛线差额产生的税后收益；当实际指标位于上限与门槛线之间时，向合作方 50%让渡实际指标与门槛线差额产生的税后收益；当实际指标位于门槛线以下时，合作方需当期补偿到 M，如补偿不到 M，则触发股权回购。

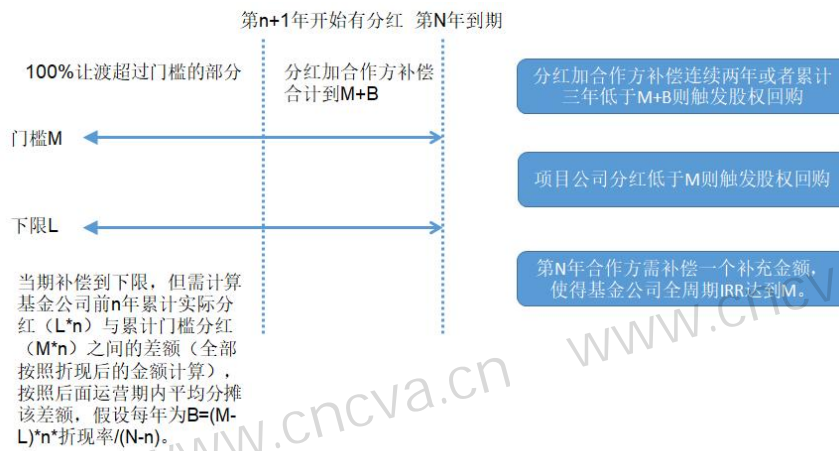


图表 15 指标判断 4

#### 6. 指标判断 5 (适用于分红指标)

对指标设定下限 L、门槛线 M 两条线，该指标判断适用于前 n 年指标较低而后 N-n 年指标较高的情形。以分红指标为例，在前 n 年分红较低的情况下，合作方需当期补偿到下限 L，但需计算基金公司前 n 年累计实际分红 ( $L \cdot n$ ) 与累计门槛分红 ( $M \cdot n$ ) 之间的差额（全部按照折现后的金额计算），按照后面高分红运营期内 (N-n) 平均分摊该差额，假设每年为  $B = (M-L) \cdot n \cdot \text{折现率} / (N-n)$ ，如合作方补偿不到 L，则触发股权回购；从 n+1 年开始，项目

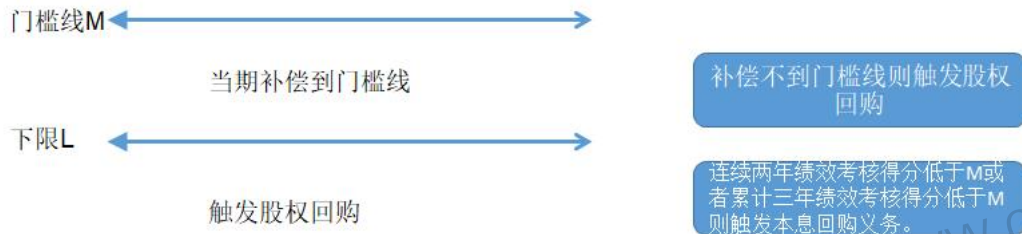
公司分红需高于  $M$ ，否则触发股权回购；从  $n+1$  年开始，项目公司分红加合作方补偿需高于  $M+B$ ，如分红加合作方补偿连续两年或者累计三年低于  $M+B$  则触发股权回购；第  $N$  年，合作方需补偿一个补充金额，使得基金公司全周期 IRR 达到  $M$ 。



图表 16 指标判断 5

## 7. 指标判断 6 (适用于绩效考核指标)

对指标设定门槛线  $M$ 、下限  $L$  两条线，当实际指标位于门槛线  $M$  以下时，合作方需当期补偿到  $M$ ，如补偿不到  $M$ ，则触发股权回购；当实际指标位于下限  $L$  以下时，则触发股权回购；当实际指标连续两年低于  $M$  或者累计三年低于  $M$  则触发股权回购。



图表 17 指标判断 6

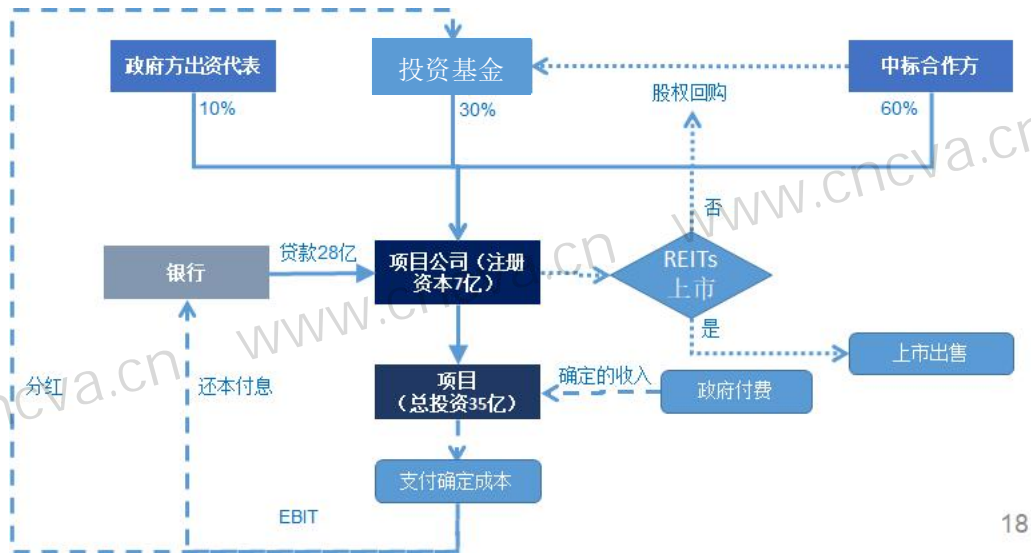
上述指标判断总体思路是根据指标所在的区间执行让渡、分享和补偿三种标的，在实践中，也可以简化为执行标的为让渡+补偿，即低于  $L$  补偿，高于  $H$  让渡，介于  $L$  和  $H$  之间则无执行标的，或者简化为执行标的只有补偿，即低于  $L$  补偿，高于  $L$  无执行标的，如指标判断 5、指标判断 6 所述。

## (六)对赌产品组合

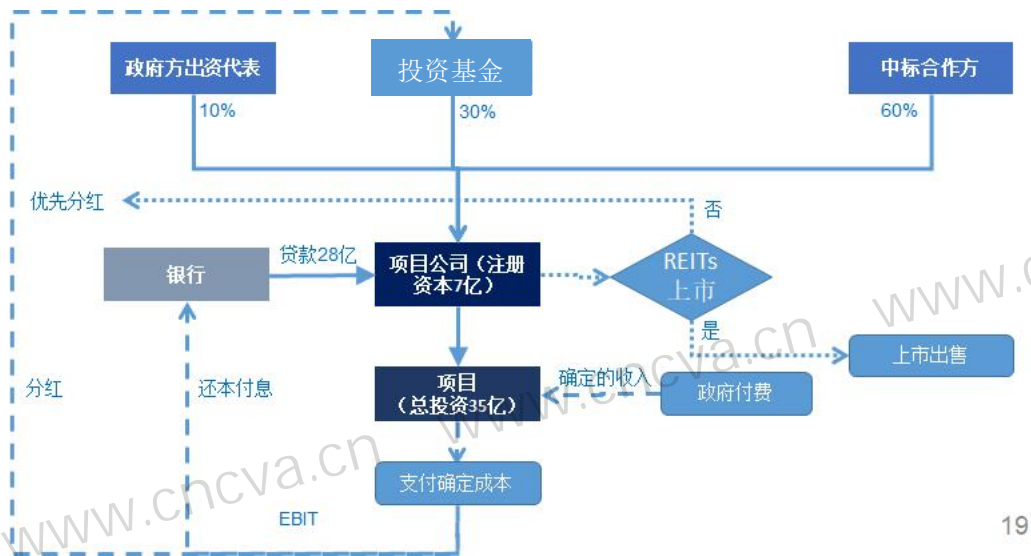
根据对赌指标+对赌标的+指标判断形成不同的产品，如：

### 1. 对赌 REITs 上市

对赌 REITs 上市产品适用于项目公司收入及成本均比较确定，受社会资本方运营绩效的影响均不大，而能否上市是不确定的目标。如最终不能上市，一是通过项目公司分红和清算实现收益和退出，二是触发对赌标的，由合作方对我司投资本金回购，并按照约定年化收益补偿分红不足的部分；如能够上市，则上市时，我司作为原始权益人退出大部分，剩下的以持有 REITs 证券的形式通过二级市场交易实现退出，并获得价差收益。根据对赌标的的不同，由可细分为以下两种。



图表 18 赌 REITs 上市+股权回购示意图



图表 19 赌 REITs 上市+股权优先

相比股权回购，股权优先实质上是使用合作方应得的项目公司分红来执行回购，而且是分期执行。在具体使用时，须结合商务谈判的条件、合作方的实力和项目公司的盈利能力来综合分析选择，如合作方实力较强，且愿意接受股权回购，则首选对赌 REITs 上市+股权回购，如合作方实力一般，且没有比项目公司更好的资产，则选择赌 REITs 上市+股权优先不失为更具可操作性的产品。

执行标的上，一是优先分红权，没有在约定期限内 REITs 上市，基金公司所持股份变为优先股，享受优先股利分配权；二是优先清算权，没有在约定期限内 REITs 上市，基金公司所持股份变为优先股，享受剩余财产优先分配权、优先清算权；三是特殊表决权，没有在约定期限内 REITs 上市，基金公司所持股份变为优先股，拥有特殊的表决权，如董事会一票否决权、超比例表决权等。

同时，优先金额的上限计算是按照实际投资金额乘以一个约定的比例，该比例既可以是要求的收益率，也可以是 100%，或者介于二者之间的一个百分数，确保基金公司通过股权优先条款尽快实现本息退出。

## 2. 对赌风险事件

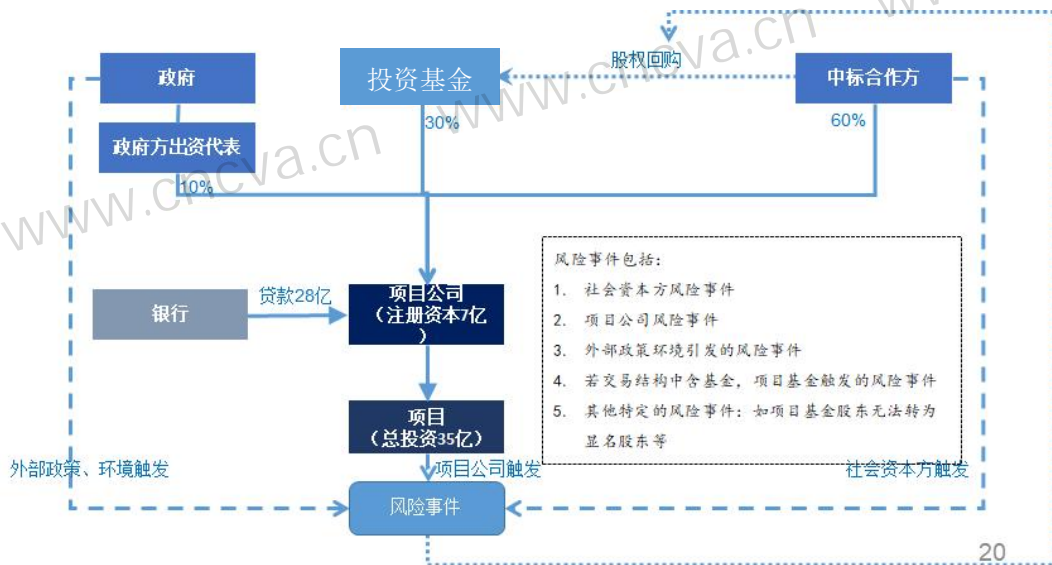
对赌风险事件，实际上是在发生严重风险事件时，对我司的救济措施，类似于借款合同中的提前到期条款，因此一般选择股权回购作为对赌标的，而作为救济条款该产品应为投资协议中的必选项。严重风险事件如下表所示：

项目基金风险事件	项目触发风险或违约事件，项目基金出现重大合规风险、财务风险、管理风险
外部风险事件	其他可能对基金公司投资权益产生重大不利影响的情形，但由于政府付费、政策调整、不可抗力风险导致的情形除外，触发全额股权回购。
项目公司风险事件	<p>(1) 绩效考核：项目公司连续两年绩效考核分数少于【S】分。</p> <p>(2) 目标项目非正常终止、提前终止或目标项目中止超过【N】年。</p> <p>(3) 目标项目因建设期和运营期绩效考核等事项被要求整改，且整改事项未完成并对基金公司投资造成重大损失。</p> <p>(4) 在满足贷款行当期本金和利息偿还的情况下，贷款银行限制项目公司进行利润分配。</p> <p>(5) 目标项目至【特定时间点】未进入运营期的。</p> <p>(6) 项目公司未能采用混合资产核算模式或混合资产模式核算变动。</p> <p>(7) 项目出现重大风险，如合同提前终止，长时间内仍未能获得中长期贷款融资，项目公司出现破产、提前清算等情形，本项目工程进度、质量、安全、环保、社会稳定等方面出现重大不可逆风险时。</p> <p>(8) 项目公司经营发生严重异常，包括但不限于项目公司债务违约或被宣布提前到期、项目公司发生重大负面诉讼或仲裁、项目公司对外担保或投融资行为导致财务严重恶化、项目公司出现重大舆情事件，或发生其他可能对基金公司投资目标项目构成重大不利影响的情形。</p> <p>(9) 项目基金或项目公司提前清算。</p>

	(10) 首年分红前, 基金公司无法转为项目公司显名股东
	(11) 首年分红后一年内还无法转为项目公司显名股东。
合作方风险事件	(1) 合作方控股股东或实际控制人发生变化, 导致其改变国有企业性质, 触发全额股权回购。 (2) 其他投资基金在投资期限满后退出本项目。 (3) 合作方向第三方转让其直接或间接持有的项目公司股权, 导致合作方直接和间接持有的项目公司股权比例低于项目基金持有的项目公司股权比例。
合作方违约事件	(1) 未经基金公司事先书面同意, 合作方减少其在项目公司中的持股比例。 (2) 在合作方与基金公司合作的其它项目中出现合作方实质性违约的情形。 (3) 合作方与社会资本抽逃出资、或通过关联交易损害项目公司其他股东权益。 (4) 基金公司投入目标项目的投资款被挪用。 (5) 合作方经营情况恶化, 如资产负债率连续两年超过【L】% (以年度审计报告为准), 对外担保余额达到上一年度经审计的净资产的【X】倍, 征信记录出现重大不良记录、债券等公开市场融资产品实质违约等可能影响其履约能力的情形。 (6) 【X】年底前项目公司资本金仍未足额到位 (除基金公司以外)。
特定事件	如基金公司通过项目基金进入, 则在【N】年内, 若基金公司未转为项目公司显名股东。

图表 20 对赌风险事件列表

交易结构见下图:

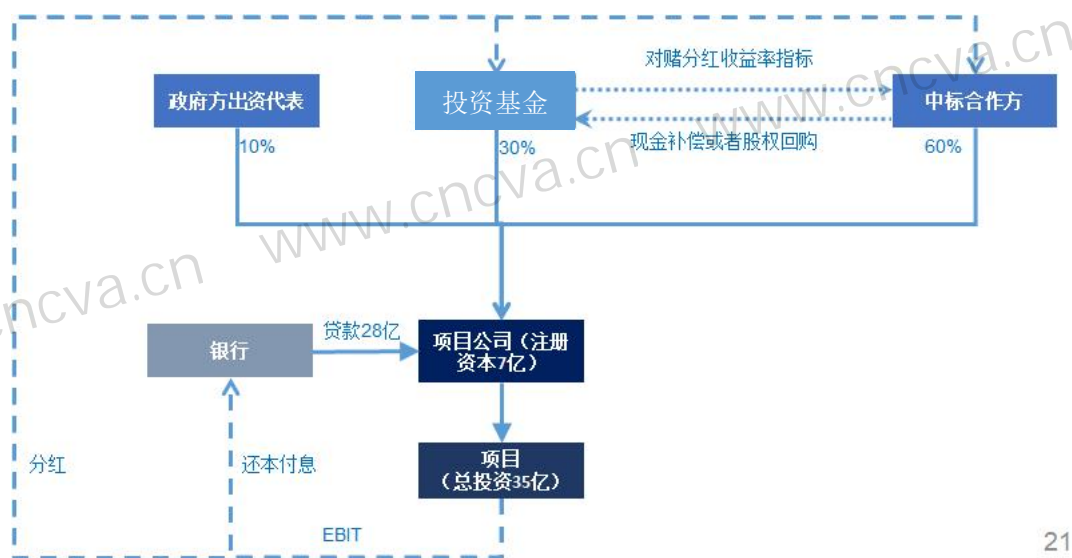


图表 21 对赌风险时间交易结构图



### 3. 对赌分红

对赌分红产品适用于：项目公司收入及成本均具有一定波动性，受社会资本方运营绩效的影响较大。基本逻辑是：签约时，基金公司与合作方约定项目公司的分红金额或分红收益率（分红金额/实缴资本），如实际分红金额/分红收益率没有达到约定指标，则不足部分由合作方以现金补偿的方式支付给基金公司，如实际分红金额/分红收益率超过约定指标，由基金公司将超额部分让渡给合作方。在执行对赌标的时，根据分红收益率的水平分别触发收益让渡、收益分享、现金补偿、本息回购。



图表 22 对赌分红交易结构图

根据约定的分红收益率设置，又可细分以下为五种产品。

(1) 赌分红+指标判断 1+股权回购+现金补偿

约定的分红收益率设置 3 条线，分别是上限 H、门槛线 M、下限 L，具体判断和执行见指标判断 1，设置三条线的目的是为了平滑收益率，防止出现某一年分红收益率过低，要求基金公司任何一年的收到的分红和补偿都必须达到下限 L，如低于 L 则触发股权回购。

(2) 赌分红+指标判断 3+股权回购+现金补偿

约定的分红收益率设置 2 条线，分别是上限 H、门槛线 M，具体判断和执行见指标判断 3，因为没有设置下限 L，在允许就不足门槛收益的部分递延到第二年支付的情况下，与上述产品 (1) 相比，就可能出现某一年分红和补偿收益率较低甚至为 0 的情况。该产品与产品 (1) 相同之处有两点：一是当分红收益率超过门槛收益率时让渡方法相同；二是对于补偿后的分红收益率低于门槛线的情况设置了相同的容忍条件，即连续两年低于门槛线或者累计三年低于门槛线才触发股权回购。

(3) 赌分红+指标判断 4+股权回购+现金补偿

约定的分红收益率设置 2 条线，分别是上限 H、门槛线 M，具体判断和执行见指标判断 4，与上述产品 (1)、(2) 相比，对于补偿后的分红收益率低于门槛线的情况零容忍，要求立即触发股权。

(4) 赌分红+指标判断 5+股权回购+现金补偿

约定的分红收益率设置 2 条线，分别是门槛线 M、下限 L，具体判断和执行见指标判断 5，该产品适用于运营相当长时间分红很低甚至没有分红的项目（超过 5 年），在低分红周

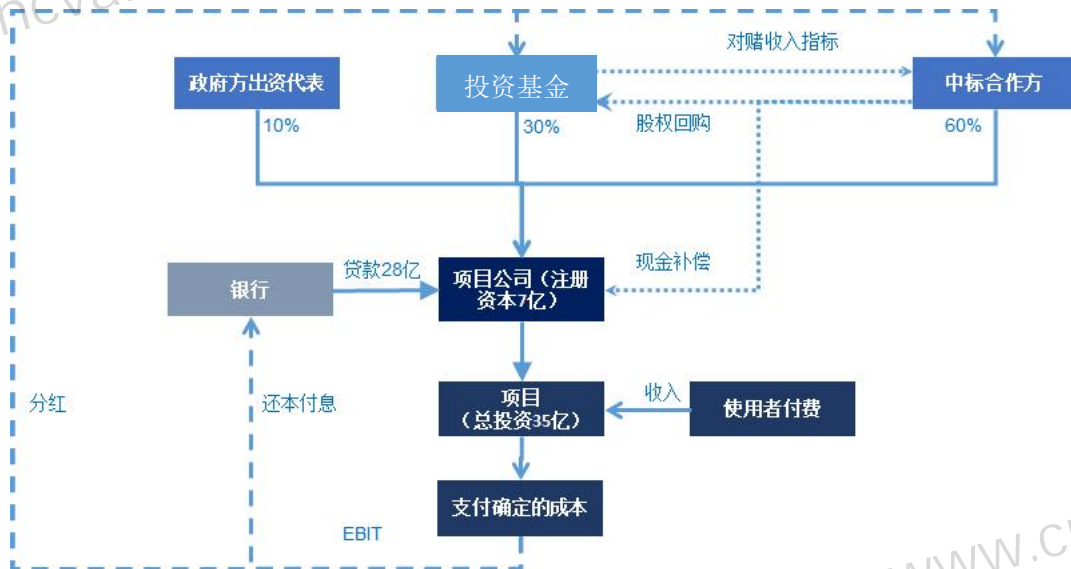
期内，只要求补偿后的分红收益率不低于 L，但该周期内不足 M 的部分需在高分红周期内内补偿，使得基金公司整体的收益率达到 M。

#### (5) 赌分红+指标判断+股权优先+现金补偿+股权回购

该产品将股权优先条款加入对赌标的，与上述 (1)、(2)、(3)、(4) 产品相比，当按股比分红达不到约定的指标时，补偿首先来自于股权优先产生的额外分红，如股权优先产生的额外分红仍不足达到约定指标时，则触发合作方的现金补偿，该产品由于收益来自项目公司分红，因此在税收上会有一些优势。

## 4. 对赌收入

对赌收入产品适用于：项目公司成本比较确定，受社会资本方运营绩效的影响不大。基本逻辑是：签约时，基金公司与合作方约定项目公司的收入，如实际收入没有达到约定收入，则不足部分由合作方以现金补偿的方式支付给项目公司，如实际收入超过约定收入，由基金公司将超额收入产生的税后分红让渡给合作方。在执行对赌标的时，根据收入的区间分别触发收益让渡、收益分享、现金补偿、本息回购。



图表 23 对赌收入交易结构图

根据约定的收入设置，又可细分以下为两种产品。

#### (1) 赌收入+指标判断 2+股权回购+现金补偿

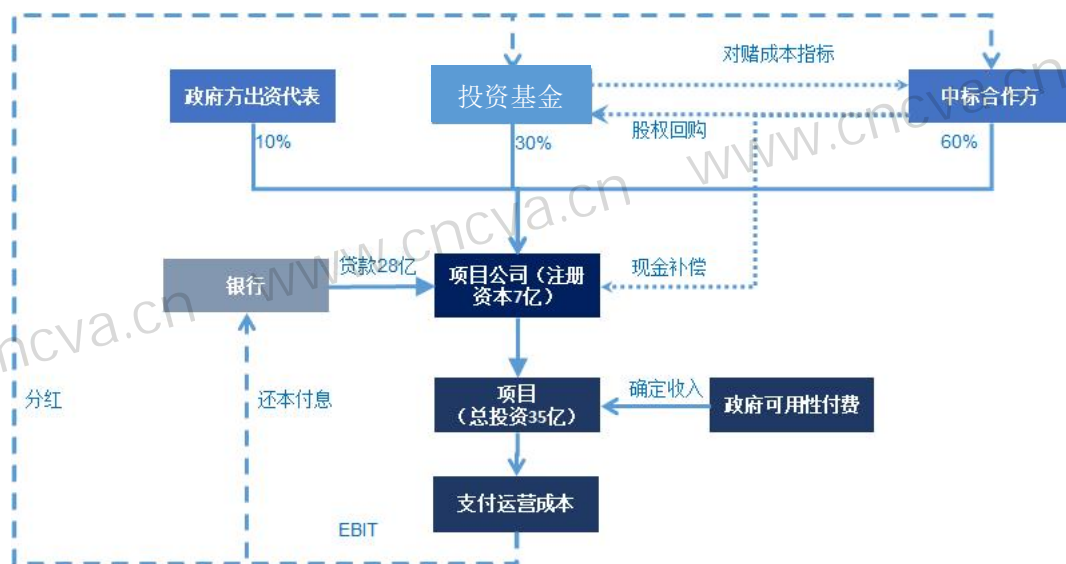
约定的收入设置 3 条线，分别是上限 H、门槛线 M、下限 L，具体判断和执行见指标判断 2，设置三条线的目的是为了规避项目公司流动性风险，防止出现某一年收入过低，要求项目公司任意一年的收入都不能低于 L，否则触发股权回购；同时约定当项目公司某一年的收入超过 L 但低于 M 时，要求合作方对项目公司现金补偿到 M，否则也触发股权回购。

#### (2) 赌收入+指标判断 4+股权回购+现金补偿

约定的收入设置 2 条线，分别是上限 H、门槛线 M，具体判断和执行见指标判断 4，与上述产品 (1) 相比，该产品弱化了对项目公司的收入要求，只要求合作方对项目公司的收入现金补偿到 M，如合作方实力较强，可选择此产品。

## 5. 对赌成本

对赌成本产品适用于：项目公司收入比较确定，受社会资本方运营绩效的影响不大。基本逻辑是：签约时，基金公司与合作方约定项目公司的成本，如实际成本超过约定成本，则超过部分由合作方以现金补偿的方式支付给项目公司，如实际成本低于约定成本，由基金公司将其产生的税后分红让渡给合作方。在执行对赌标的时，根据成本的区间分别触发收益让渡、收益分享、现金补偿、本息回购。



图表 24 对赌成本交易结构图

根据约定的成本设置，又可细分以下为两种产品。

### (1) 赌成本+指标判断 2+股权回购+现金补偿

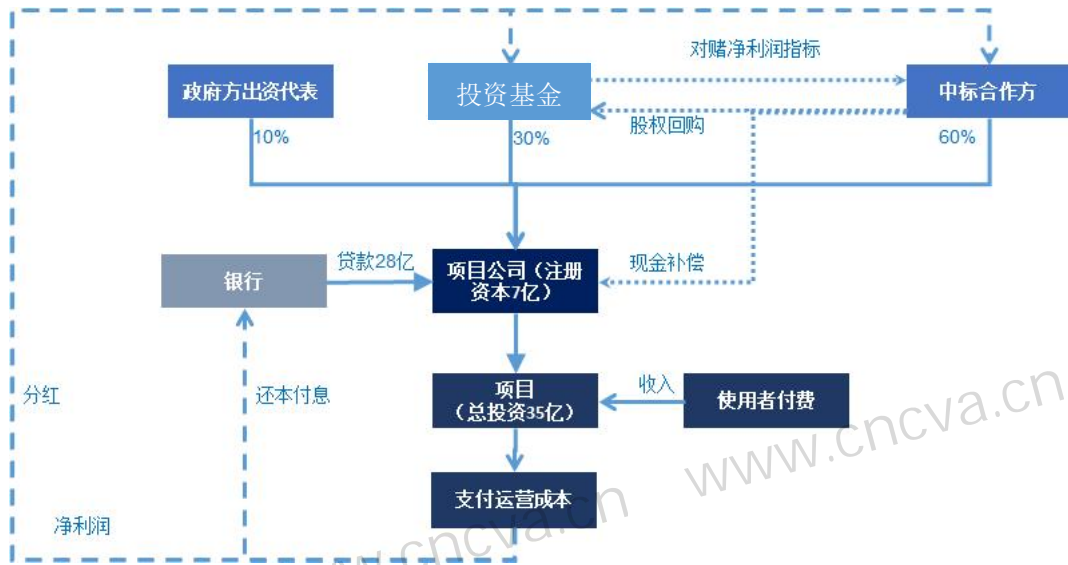
约定的成本设置 3 条线，分别是上限 H、门槛线 M、下限 L，具体判断和执行见指标判断 2，设置三条线的目的是为了规避项目公司流动性风险，防止出现某一年成本过高，要求项目公司任意一年的成本都不能超过 H，否则触发股权回购；同时约定当项目公司某一年的收入超过 M 但低于 H 时，要求合作方对项目公司现金补偿，补偿金额为超过 M 的部分，否则也触发股权回购。

### (2) 赌成本+指标判断 4+股权回购+现金补偿

约定的成本设置 2 条线，分别是门槛线 M、下限 H，具体判断和执行见指标判断 4，与上述产品 (1) 相比，该产品弱化了项目公司的成本要求，只要求合作方对项目公司的成本超支部分现金补偿，如合作方实力较强，可选择此产品。

## 6. 对赌净利润

对赌净利润产品适用于：项目公司收入及成本均具有一定波动性，受社会资本方运营绩效的影响较大。基本逻辑是：签约时，基金公司与合作方约定项目公司的净利润，如实际净利润低于约定净利润，则不足部分由合作方以现金补偿的方式支付给项目公司，如实际净利润超过约定净利润，由基金公司将其产生的税后分红让渡给合作方。在执行对赌标的时，根据净利润的区间分别触发收益让渡、收益分享、现金补偿、本息回购。



图表 25 对赌净利润交易结构图

#### (1) 赌净利润+指标判断 2+股权回购+现金补偿

约定的净利润设置 3 条线，分别是上限 H、门槛线 M、下限 L，具体判断和执行见指标判断 2，设置三条线的目的是为了规避项目公司流动性风险，防止出现某一年净利润过低，要求项目公司任意一年的净利润都不能低于 L，否则触发股权回购；同时约定当项目公司某一年的净利润超过 L 但低于 M 时，要求合作方对项目公司现金补偿到 M，否则也触发股权回购。

#### (2) 赌净利润+指标判断 4+股权回购+现金补偿

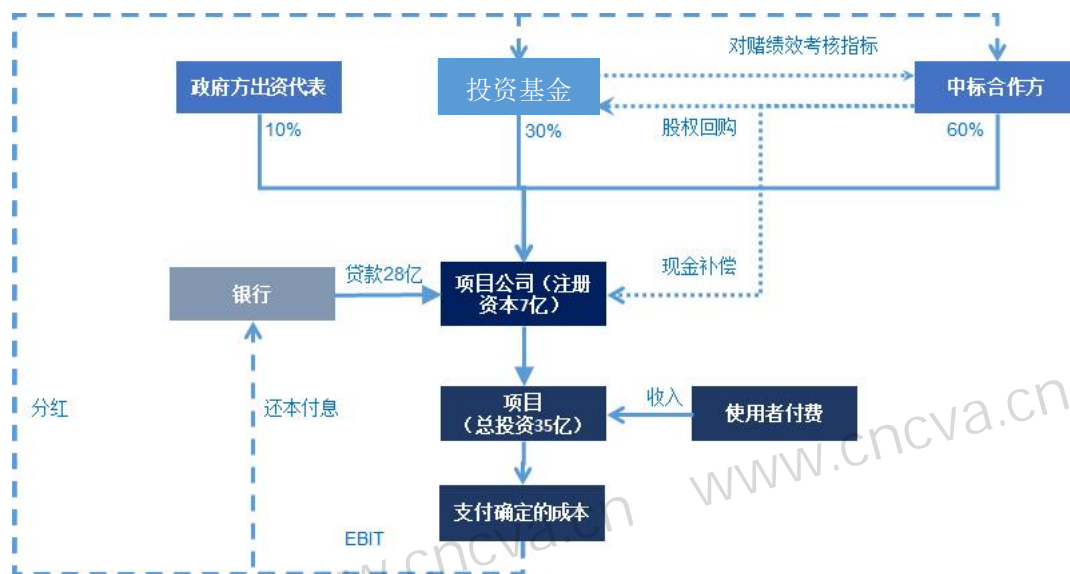
约定的净利润设置 2 条线，分别是上限 H、门槛线 M，具体判断和执行见指标判断 4，与上述产品 (1) 相比，该产品弱化了项目公司的净利润要求，只要求合作方对项目公司的净利润现金补偿到 M，如合作方实力较强，可选择此产品。

## 7. 对赌绩效得分

当商务谈判过程中无法选择上述任何一种产品时，还可以选择赌绩效考核得分，但该产品仅适用于项目公司收入、成本、分红比较确定，受社会资本方运营绩效的影响不大。基本逻辑是：签约时，基金公司与合作方约定项目公司的绩效考核得分，如实际得分低于约定得分，则产生的扣款由合作方现金补足。该产品要素包括：赌绩效得分+指标判断 6+股权回购+现金补偿。

约定的绩效得分设置 2 条线，分别是门槛线 M、下限 L，具体判断和执行见指标判断 6，为防止出现项目公司运营风险，要求项目公司的绩效得分不低于 L，且不能连续两年或者累计三年低于 M。

在执行对赌标的时，根据绩效得分的区间分别触发现金补偿、本息回购。



图表 26 对赌绩效考核交易结构图

与赌分红相比，赌收入/成本/净利润/绩效得分产品的指标设置更为简单，在标的执行上没有加入股权优先条款，主要考虑在于项目公司收入/成本/净利润/绩效得分对基金公司收益的影响相对间接，因此在收入/成本/净利润/绩效得分指标判断和标的执行上就不再允许给予对方更多的容忍度。

“对赌协议”是平衡投资方、融资方利益的一种工具，合理利用“对赌协议”既有利于投资方降低投资风险，维护自身利益，又能够解决目标企业的资金短缺问题，激发融资方的活力。虽然目前尚无法律法规就“对赌协议”在项目中的运用作出明确规定，也未找到相关的完整案例，但鉴于项目投资作为股权投资的一种类型，从理论上讲，也可以运用“对赌协议”来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等问题，并对合作方对项目公司的经营管理形成有效约束。

## 8. 对赌产品组合

在投资协议中，既可以选择一个对赌产品，也可以选择多种产品组合，如赌 REITs 上市+股权优先+赌分红+现金补偿+股权回购，具体如下表所示。

对赌指标	指标判断	执行对赌标的		
对赌 REITs 上市	是/否	股权优先	-	-
对赌 REITs 上市	是/否	-	-	股权回购
对赌风险事件	是/否	-	-	股权回购
对赌分红	指标判断 1	-	现金补偿	股权回购
	指标判断 1	股权优先	现金补偿	股权回购
	指标判断 3	-	现金补偿	股权回购
	指标判断 3	股权优先	现金补偿	股权回购
	指标判断 4	-	现金补偿	股权回购
	指标判断 4	股权优先	现金补偿	股权回购

	指标判断 5	-	现金补偿	股权回购
	指标判断 5	股权优先	现金补偿	股权回购
对赌收入	指标判断 2	-	现金补偿	股权回购
	指标判断 4	-	现金补偿	股权回购
	指标判断 2/4	股权优先	现金补偿	股权回购
对赌成本	指标判断 2	-	现金补偿	股权回购
	指标判断 4	-	现金补偿	股权回购
	指标判断 2/4	股权优先	现金补偿	股权回购
对赌净利润	指标判断 2	-	现金补偿	股权回购
	指标判断 4	-	现金补偿	股权回购
	指标判断 2/4	股权优先	现金补偿	股权回购
对赌绩效考核	指标判断 6	-	现金补偿	股权回购
		股权优先	现金补偿	股权回购

图表 27 对赌产品组合表

## 第三章 项目投资的对赌注意事项

### (一) 局限性分析

#### 1. 标的执行难

在 PE 股权投资实务中, 虽然约定了如果没有上市, 即触发股权回购, 但并没有在合同中约定具体的执行时间, 一方面是因为投资基金之间的竞争使得目标公司特别是优质公司原股东处于谈判优势地位使得约定执行时间难以实现, 另一方面是因为执行股权回购高度依赖目标公司原股东的意愿和能力, 如果没有足值的财产线索, 法律手段不仅不能起到退出目的, 反而还会破坏与原股东之间微妙的合作关系使得目标公司的运营管理陷入混乱, 从而使退出变得更加遥遥无期, 因此触发回购最后往往通过与原股东漫长的商务谈判逐步实施。

在项目投资中, 如果对赌相对方是央企或者大型国企, 则执行对赌相对会顺利一些, 但仍然不排除对赌相对方经营困难没有可执行财产, 或者通过执行异议甚至反诉来拖延诉讼进程从而迫使对方重新回到通过谈判协商解决问题的道路上。

#### 2. 战略协调难

对赌难以完全协调原股东与投资基金的战略目标。在 PE 股权投资中, 对赌能够一定程度上协调原股东和投资基金的战略目标——即推动目标上市, 双方都能够实现上市退出产生的巨大收益, 因此原股东也有动力努力经营目标公司, 但一旦由于某些原因使得上市希望越来越渺茫时, 此时原股东和投资基金的目标就会出现偏差, 投资基金还是会以退出为目标, 而原股东的目标则会变成如何通过目标公司套现, 此时就会出现通过关联交易转移目标公司现金的事件。为防止出现双方目标不一致产生的道德风险, 许多大的投资基金在股权回购无法执行时, 往往会要求原股东净身出户, 自己主导目标公司的运营管理。

在项目投资中, 投资基金和原股东目标不一致的现象尤为明显。工程类项目主要集中在基础设施领域, 一方面在基础设施领域上市退出的主要路径 REITs 上市目前还没有大范围打通, 另一方面是工程类项目采取投资方与施工方招投标二合一的方式, 对投资方而言成本越低越有利, 而对施工方而言造价越高越好, 因此, 投资基金和原股东 (即合作方) 的目标就难以一致。

对于中标合作方来说, 他们最关心工程类项目施工过程中产生的施工利润, 其次是运营过程产生的运营现金, 最后才是项目公司的经营分红, 一般是通过施工利润去弥补运营利润; 而对于投资基金来说, 经营分红是唯一能够关心的事项, 在其他方面都无法取得正向结果时再回过头来反思就会发现, 在投资之前, 选择一个有实力的专业运营商是多么重要, 最好是二者兼备, 至少也要二者取一。

如果连二者取一都无法实现或者难以判断, 如何协调投资基金和原股东的目标一致使得对赌在投资运营期发挥最大的效力, 可行的建议是通过谈判迫使原股东将部分施工利润让渡给投资基金。

在项目公司没有利润进行分配时, 让渡的施工利润既是对投资基金与原股东共同承担运营期风险的补偿, 也是敦促原股东竭尽全力做好运营的手段, 还能够平滑基金整个投资运营期的收益率。让渡的施工利润是确定的金额, 通过谈判确定, 以权利维持费的方式支付给基

金，然后在剩余期限，基金与原股东就项目公司分红进行对赌，根据基金的收益率要求，结合财务测算时每年的可分配利润，倒算出运营期内可实现的分红，作为对赌指标。例如某 PPP 项目工程比例 80%，施工利润 15%，权益比率 20%，假设投资基金持有 30%的股权，原股东将对应 30%的施工利润让渡给投资基金，则投资基金 60%投资本金即可通过让渡的施工利润实现回收，对原股东而言，相当于失去或者弱化了通过杠杆获取施工利润的手段，一定程度上能够激励原股东做好运营，通过运营利润弥补施工利润的，通过受让施工利润回收的投资本金比例越高，在同等预期收益率条件下，对赌的指标也越低，相对容易实现，从而也降低了触发对赌的可能性，同时因为在运营前期就能回收部分投资本金，一定程度上也降低了投资风险。

### 3. 对赌不是万能的

对赌既不是投资安全的充分条件，也不是终极选择，某种程度上，它只是一个锦上添花的工具。从严格意义上讲，投资基金与原股东永远无法实现同股同权，在公司的经营管理上，原股东永远会比投资基金知道的更多，在所从事的领域内，原股东也永远会比投资基金能干的事更多，因此，原股东始终有各种办法掏空项目公司现金从而损害包括投资基金在内的其他股东利益。单纯的通过对赌机制实现 100%投资安全既不可能也不现实。

在我国目前的法律和监管环境中，出于社融稳定性和经济发展的考虑，对于“以股权投资之名，行债权投资之实”的现象并没有一杆子打死，短期内，我们可以对对赌产品要素通过一系列的变通设计，比如前文提到的选择三种中间状态中的一种或者若干种，满足监管和法律的要求，同时有效控制项目风险，但长远看来，这肯定是不够的。

从当前政策和经济的走向来看，从间接融资为主走向直接融资为主的道路已明确，从规模发展走向效率发展的模式已明确，从资金和资源投入为主走向技术和管理投入为主的方法已明确，在未来，专业化一定是任何行业、任何机构、任何岗位的必然要求，而这对投资机构也提出了新的要求，即不是参与管理，而是具备主导投资的专业能力，也只有具备了主导投资的专业能力，才能身临其境的通过尽调识别项目投资过程中大多数风险。

## (二)意见和建议

### 1. 内部决策程序

目前 PE 股权投资采用对赌条款的内部决策程序包括：

- (1) 根据被投资公司的章程约定作出同意基金公司增资入股的决议文件。
- (2) 根据控股股东的章程约定作出同意投资对赌并履行的决议文件。
- (3) 对赌条款写入股东协议、增资协议及公司章程中。
- (4) 如对赌相对方（合作方）为上市公司的，根据上市公司管理的相关规定和信息披露内部规定履行必要的信息披露义务。

### 2. 应用场景分析

对赌条款作为一种谈判筹码，在与合作方商务谈判过程中需要酌情考虑适用情景，一般



最多选择 2 种产品，选择的产品组合越多，虽然对投资的保障越高，但也会增加商务谈判的难度，导致合作失败。因此关于对赌条款的适用场景分析，需考虑以下几个问题。

(1) 合作方的审计机构能否认可对赌？

以中交为例，无论对赌产品做的多么偏股性，其审计机构始终认为对赌产品为债权产品。因此只能采取其审计机构认可的投资产品即权益工具的形式。

(2) 在本金退出上，对赌是为了上市还是为了回购？

在 PE 股权投资项目中，对赌的目的首要是为了上市退出，上市无果的情况下才触发原股东的回购从而实现退出，因此对赌上市+股权回购成为必选项，其他对赌产品都是可选项，根据投资需要和谈判情况酌情选择。

在项目投资中，首先要分析的是项目投资对赌的目的是为了回购而退出还是为了上市而退出。如经分析该项目有可能 REITs 上市退出，那么对赌分红+股权优先+现金补偿+股权回购就成为必选产品，在对赌条款中约定一个期限（基金公司愿意投资的期限），约定分红收益率的两条或者三条线，在该期限内，若分红收益达不到门槛线，则触发优先分红，如仍然达不到门槛线，则触发合作方现金补偿，如仍然补不够或者出现多次补不够，则触发股权回购。

如经分析该项目投资不可能 REITs 上市退出，那么对赌的目的就是为了退出，对赌 REITs 上市+股权回购就成为必选产品，在对赌条款中约定一个期限（基金公司愿意投资的期限），在该期限内若不能 REITs 上市成功，则触发合作方在约定的回购期限内平均回购股权。

(3) 收益获取上，对赌是为了获取相对确定的收益还是获得股权溢价？

如果对赌的目的是为了获得相对确定的收益，那么我们首选能够确保基金公司获取现金的产品，如对赌分红指标或者对赌净利润指标。

如果对赌的目的是为了获得上市后的股权溢价，那么可选择的对赌指标除了财务指标，还可以包括反映运营好坏的行业指标，如车流量、人流量、水处理量、垃圾处理量等，但这些都是建立在投前详实的尽调和测算，以及投后事无巨细的参与运营管理的基础之上。

(4) 税负的考量

基金公司获取的项目公司分红无需缴纳所得税和增值税，然而合作方补偿给基金公司的收入，需缴纳增值税和所得税，因此如考虑税负因素，则优先选择有利于基金公司获得项目公司分红的对赌产品，如股权优先条款（由项目公司优先给基金公司分红），对赌净利润条款（由合作方对项目公司进行补偿，再由项目公司分红给基金公司）。

(5) 当无法选择对赌分红、净利润等直接指标时

在商务谈判过程中，当只能选择间接指标，如收入、成本、绩效得分等，则需根据项目公司的经营特点分别选择对应的对赌指标。如对于收入比较确定的项目（如可用性付费项目），选择成本对赌；对于成本比较确定的项目（如高速公路项目），选择收入对赌。无论选择哪一种对赌产品，均需将对应不确定的部分在合同中约定清楚，比如政府违约情况下各自如何承担风险，成本和税费超预算后的救济措施等。

### 3. 如何发挥最大效用

前文提到对赌产品的局限性，一是执行难、二是战略协调难。执行难的问题可以通过投前的尽调去尽力解决，一方面是通过尽调评估主体的执行能力，另一方面是通过尽调寻找主体的财产线索。战略协调的问题首选解决方案是选择一个有实力的专业运营商做合作方，次选方案是通过合适的交易结构去平衡首选方案实现不了而带来的风险，比如让渡施工利润的形式。长远来看，对赌只是锦上添花的工具，只有实现投资机构的专业化，才能真正使得对

赌发挥最大效用。

#### 4. 与其他产品的组合

在实务中，我们还可以将对赌产品与权益工具及收益互换相结合进行应用。比如对赌 REITs 上市+跳息，一旦在约定期限内无法实现 REITs 上市，则启动跳息至一个更高的预期收益率。针对前面 n 年没有利润分红的项目，采取对赌分红+收益互换的方案，即一旦在约定期限内无法达到约定分红收益率，则触发跨期收益互换。



网址：[www.cncva.cn](http://www.cncva.cn)

邮箱：[contactus@cncva.cn](mailto:contactus@cncva.cn)

电话：4006-777-630