

Research on the Risk Control Problems and Countermeasures of Enterprise Investment and Financing and Betting Agreement under the New Normal

Shuo Zhang

UIBE Business School, Beijing, 100029, China

Abstract

At the 19th CPC National Congress, the leaders of the CPC and the CPC clearly pointed out that China should make every effort to build itself into a strong modern socialist culture and encourage the rapid development of all walks of life. For major enterprises, investment and financing is the key link in their business activities. Because the investment policy does not respond to the expected high income promised by the financing party, the betting agreement is generated. In order to promote the rationality and fairness of enterprise investment and financing under the new normal as far as possible, this paper conducts in-depth research on the risk of gambling agreement signed by both investment and financing, and analyzes and discusses the risk control problems arising from the gambling agreement from the legal perspective of development and the development of investment and financing, and puts forward corresponding strategies.

Keywords

investment and financing; betting agreement; risk control

新常态下企业投融资与对赌协议的风险控制问题及对策研究

张硕

对外经济贸易大学国际经济贸易学院, 中国·北京 100029

摘要

中国共产党和中国共产党的领导人在十九大会议中明确指出, 中国要全力建设社会主义现代文化强国, 并以此鼓励各行各业都能够迅速发展。对于各大企业而言投融资是其经营活动中的关键环节, 由于投资方针对融资方承诺的预期高额收益无相应保障, 因此产生了对赌协议。为了尽可能促进新常态下企业投融资的合理和公平, 论文针对投融资双方签订对赌协议的风险进行深入研究, 并从法律角度和投融资双发发展角度对对赌协议签订产生的风险控制问题进行分析讨论, 并提出对应策略。

关键词

投融资; 对赌协议; 风险控制

1 引言

在商业活动迅速发展的当下, 任何企业都会经历融资、投资以及销售环节, 对于中小型企业而言, 进行股权融资是最优的选择。从投资方的角度来看, 其每进行一次投资都需要考虑到被投资企业未来的发展前景以及退出投资后的套现通道。而投资方在进行巨额投资后也迫切需要通过一种监管激励机制来促使投资企业团队努力地经营公司, 以充分发挥投资金额的作用。而对赌协议就能够帮助投资方监督、激励所投资的企业。

【作者简介】张硕(1990-), 男, 中国北京人, 本科, 从事企业投融资研究, 现为对外经济贸易大学国际经济贸易学院在职人员高级课程研修班学员。

2 投资方对赌协议风险控制

如果根据不同股权的融资时间对其进行阶段划分, 那么所有股权融资都可以被划分为种子期投资、天使轮投资、A轮、B轮、C轮以及preipo轮投资这五个阶段, 各阶段的收入详情如图1所示。

2.1 种子轮投资特点以及风险控制

种子轮的投资特点非常明显, 一般都属于企业萌芽发展阶段的投资。投资方一般是根据企业提出的某种创新技术活设想进行评估, 然后酌情选择对其的投资金额。由于企业正处于一个萌芽发展阶段, 因此投资方并不能正确地评估企业实际的商业价值和模式。基于这种情况, 投资方所投资的金额不会很多, 一般都为100万元人民币以下^[1]。在种子轮的投资风险主要在于目标企业能否生存, 投资方也处于强势

一方，因此对赌协议在此阶段的重要性并不高。因此在种子期的时候，投资方应该将关注点放在企业具体产品研发方面，对创始团队的市场竞争能力进行评估。避免出现过度依赖企业中某个人的核心垄断技术或销售渠道做出投资的情况，在投资时需要对企业人员流动以及知识产权保护作出要求，确保种子期企业具有一定的市场竞争优势。最后分散投资也不失为投资方在种子期进行投资的常规手段。

2.2 天使轮投资特点及风险控制

在天使轮投资期间，企业不仅有了更加完善的产品，也发展除了雏形。此阶段需要经过企业的成长期，这个时期最大的投资特点就是现金流投入量巨大。对于这个投资时期的企业而言，要求其追求高利润显然是不现实的。因此这个阶段的投资目标应该是促使企业尽快占领行业市场，比如中国早期的互联网企业，如美团单车、饿了么等都是在这个阶段中迅速占有极大的市场占有率以及核心客户群的。在天使轮投资阶段的对赌风险需要视情况进行讨论，理论上讲投资方是可以与目标企业签署对赌协议的，但需要搞清楚企业经营特点以及对赌条件、筹码。因此，对一些规模不大的企业来说，其财务管理能力不足，因此具有较高的创业失败风险^[2]。一旦签署了对赌协议，企业创始人和管理人员或多或少会为了达到对赌协议条件采取一些功利、短视措施，个别企业甚至会出现财务舞弊行为。

2.3 A、B、C 轮融资的对赌风险控制

所谓 A、B、C 轮融资其实并没有明确的界定，我们通常会将 A 轮视为企业成长前期，B 轮视作成长中期，C 轮视作成长后期。以摩拜单车为例，在对目标企业此阶段的对赌协议相关风险进行控制的时候，应该选择为对赌业绩指标，因为目标企业还远远不能够达到对赌上市的条件，更谈不上股票价格和期权价格了。表 1 为摩拜单车 A、B、C 轮部分融资情况。

表 1 摩拜单车部分融资情况

融资轮次	融资金额	融资方
A 轮	300 万美金	愉悦资本
B 轮	千万美金	愉悦资本、熊猫资本
B+ 轮	千万美金	祥峰投资、熊猫资本、创工场
C 轮	1 亿美金	高瓴、贝塔斯曼、红杉资本、腾讯

从摩拜单车的发展来看，其经过 A 轮融资过后已经趋于成熟，虽然整体处于亏损状态，但已经通过了基本的市场检验，证明该项目确实具有可行性。且共享单车还具有节能环保和绿色出行等优势，因此该企业在行业市场内具有独角兽潜质。因此在此阶段中，投资风险较种子期和天使轮期显著降低，投资方也能够看到企业接下来的发展前景，以此对其提供资金和技术支持，以促进企业后期成熟扩张。这个阶段的对赌协议风险点在于企业能否通过 A 轮投资而存活下来，因此这个阶段的对赌协议签订方式更加灵活^[3]。

一般来说投资方可以通过签订与净现金流量流量相同的操作，比如目标企业在此阶段已经产生了良好的净现金流，那么则可以将其纳入对赌协议条款，通过高于现阶段融资成本的价格来获取更多的现金补偿。相反如果在这个阶段目标企业没有了净现金流或者是现金流出现了显著降低，那么说明该企业在行业市场中的竞争力出现了明显波动。目标企业发生这种情况，要么是核心创始人离队，要么是企业技术机密发生了外泄，总之此时投资方最明智的选择则是快速套现离场。

3 融资方对赌协议的风险控制对策分析

3.1 领售权对赌协议的目的和风险

领售权的产生源于在投资阶段，投资方希望收购目标企业的部分股权，而目标企业的股东则不愿意出售自己的股份。遇到这种情况，投资人就可以通过制定领售权条款来强

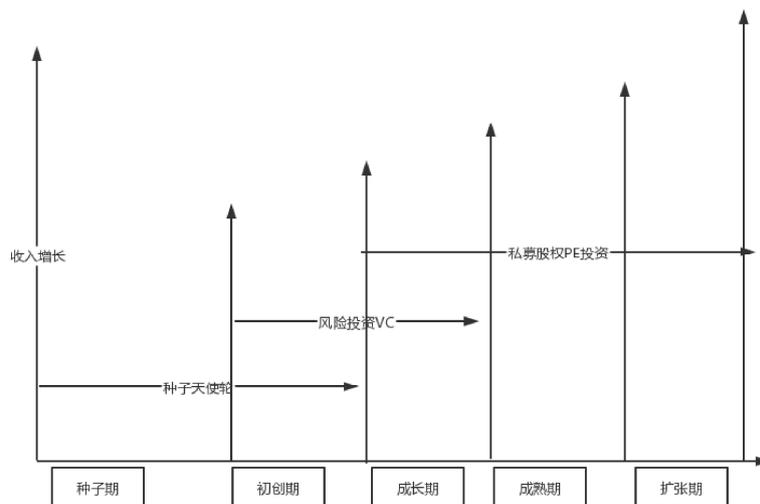


图 1 股权融资阶段图解

制出售目标企业的股份。一个企业的控制股东中，如果有大部分股东同意出售公司股权，那么小股东就无权干涉这类交易。但在实际进行交易的过程中，如果目标企业不愿意配合企业内股东出售股权，那么就可以使用领售权出售公司股份，这种行为是不会被其他股东所阻止的^[4]。

不难发现，如果投资方适用领售权签署对赌协议，那么势必会使得目标企业的原有股东陷入一个极为不利的交易陷阱之中，因此对于各大投资方来说，签订领售权对赌协议最大的风险就在于目标企业创始团队会将自己辛苦创建的公司卖给他人而惨遭出局，这种情况对企业创始人股东来说非常不利。因此对于融资方来说，关于领售权对赌协议条款虽然是可以签署的，但必须要制定对应的制衡条约来对冲其所产生的相关风险。比如首先需要注意领售权触发的条件，一般投资方会要求在规定期限内目标公司如果不能够实现上市目标那么就会导致企业内部原有股东对股权丧失控制权。因此，可以尽可能地设置一个较长的锁定期限，为企业能够达到上市条件留出更多的时间，其次是在设置出售价格的时候要配合优先清算权条款，避免出现出售价格过低导致企业控股股东血本无归的情况发生。最后在确认收购方的时候要综合考虑多方面的因素，避免在收购过程中发生不必要的争端，比如在签署对赌协议的时候约定几类不得使用领售权的收购方，比如竞争对手、投资公司的关联公司等。总之，关于领售权条款风险控制策略，可以根据实际情况采取对应措施，表2为面对不同风险的控制策略。

表2 领售权条款风险控制策略

风险控制策略	
股东和董事会全部同意出售公司	防止一家过大
预先锁定最低出售公司价格	避免股东亏损
谨慎选择购买方的支付标	规避价值波动
禁止存在竞争以及关联的收购方	抵御关联交易
严格控制领售权触发锁定期间	预防短视行为

3.2 现金补偿型对赌协议风险控制

现金补偿型对赌协议是指如果目标企业不能够实现对赌协议内所规定的业绩目标的时候，那么企业内部的大股东就必须按照与投资方的约定计算公式对投资方进行现金补偿，但不会再对双方的股权比例进行调整。当然，如果目标

企业完成了与投资方约定的业绩目标，那么投资方也需要以现金回馈的方式给予目标企业股东补偿。针对这类现金补偿型对赌条款，融资方需要重点关注扣非净利润的数额与本公司未来发展前景之间的配比情况。比较科学的保守业绩补偿公式应该是第一年现金补偿款 = 投资方注资额 × (1 - 公司本年度净利润除以本年度承诺净利润)，往后以此类推^[5]。

从这个现金补偿款计算公式不难发现，现金补偿型对赌协议的风险主要在于公司对净利润的把控，因此对于那些营业期间出现较大净利率波动的企业而言，需要谨慎选择这类对赌协议，因为会对其税后扣非净利润造成很多不明确的因素。而大部分处于成长阶段的企业正需要花费大量的资金，因此如果在此阶段在对赌协议内承诺净利润会面临较大的无法兑现风险，从而陷入被投资方拉入巨额补偿的情况。因此企业在签署现金补偿型对赌协议的时候，比较稳妥的做法就是采取保守的补偿现金计算公式，并在条约上注明补偿现金的计算公式，并设置一些制约条款，比如需要通过企业内部股东大会投票表决通过等。另外，一定要避免使用复利计算等会利滚利的现金补偿计算公式，因为这类公式具有非常强的隐蔽性和迷惑性，企业在选择的时候需要谨慎考虑。

4 结语

股权财富时代已经来临，对于任何企业来说，无论是股权还是现金流都是十分宝贵的。因此，各大企业需要充分认识一点，对赌协议是一把双刃剑，因此投融资双方在签署时一定要谨慎，并对相关对赌协议的类型和条款进行高效识别，根据自身的实际情况签署合适的对赌协议，才能将对赌协议的监督作用和激励作用充分发挥。

参考文献

- [1] 张肖飞,张梦阳.风险还是激励?基于融资方视角的对赌协议经济后果研究[J].财务管理研究,2021(6):1-13.
- [2] 王雪琪.“对赌协议”履行障碍与风险规制——兼议“九民纪要”第5条[J].淮北职业技术学院学报,2020,19(5):114-116.
- [3] 李显冬,樊少江.“对赌期权”视角下探矿投融资模式的建构[J].中共青岛市委党校.青岛行政学院学报,2020(3):58-62.
- [4] 陈静.对赌协议与风险投资探讨[D].厦门:厦门大学,2019.
- [5] 王顺.浅析“对赌协议”在中国的实践探索[J].企业科技与发展,2019(6):35-37.