

案例评析

“对赌协议”第一案分析

彭冰*

苏州工业园区海富投资有限公司（以下简称海富投资）与甘肃世恒有色资源再利用有限公司（以下简称甘肃世恒）之间的投资纠纷案，因为涉及“对赌协议”的效力问题而引起投资界和媒体界的广泛关注。“对赌协议”是实践中私募股权投资者在投资时普遍采用的条款，尽管本案“对赌协议”的设计比较粗糙，但两审法院各自基于不同的理由都宣布其无效，还是引起了业界的极大恐慌。^①然而仔细检讨，可以发现两审法院在宣告合同无效判决上的理由并不充分，尤其是二审法院。这其中既涉及对相关规则的适用问题，也涉及对争议中的商业实践如何理解的问题，更彰显了中国现行司法裁判思路的僵化和生硬。

* 北京大学法学院教授，法学博士。

^① 参见范琛：“甘肃出现首起PE对赌协议无效案例”，载《21世纪经济报道》2012年5月12日。

一、基本案情及判决

海富投资作为私募股权投资者，于2007年11月以溢价增资的方式入股甘肃世恒。^①海富投资以现金2000万元人民币增资，获得甘肃世恒3.85%的股权，其中114.7717万元人民币作为新增注册资本，其余1885.2283万元计入资本公积金。增资后甘肃世恒的注册资本增加为399.38万美元。

被称为“对赌协议”的其实是增资协议第七条。该条第一项规定：“本协议签订后，甲方应尽快成立公司改制上市工作小组，着手筹备安排公司改制上市的前期准备工作，工作小组成员由股东代表和主要经营管理人员组成。本协议各方应在条件具备时将公司改组成规范的股份有限公司，并争取在境内证券交易所发行上市”。第二项业绩目标约定：“甲方2008年净利润不低于3000万元人民币。如果甲方2008年实际净利润完不成3000万元，乙方有权要求甲方予以补偿，如果甲方未能履行补偿义务，乙方有权要求丙方履行补偿义务。补偿金额 = (1 - 2008年实际净利润/3000万元) × 本次投资金额”。第四项股权回购约定：“如果至2010年10月20日，由于甲方的原因造成无法完成上市，则乙方有权在任一时刻要求丙方回购届时乙方持有之甲方的全部股权，丙方应自收到乙方书面通知之日起180日内按以下约定回购金额向乙方一次性支付全部价款。若自2008年1月1日起，甲方的净资产年化收益率超过10%，则丙方回购金额为乙方所持甲方股份对应的所有者权益账面价值；若自2008年1月1日起，甲方的净资产年化收益率低于10%，则丙方回购金额为(乙方的原始投资金额 - 补偿金额) × (1 + 10% × 投资天数/360)”。(其中甲方即甘肃世恒，乙方为海富投资，丙方则为甘肃世恒的控股股东香港迪亚有限公司，以下简称迪亚公司)。

据称海富投资此次入股的溢价近20倍，但效果却很差。根据工商年检报告登记记载，甘肃世恒2008年度生产经营利润总额和净利润只有区区2.7万元，远远低于3000万元的利润约定。海富投资因此提起诉讼，要求按照增资协议第七条第二项的约定获得补偿。

兰州市中级人民法院一审认定：增资协议第七条第二项内容，即甘肃世

^① 其实当时公司名称为甘肃众星锌业有限公司，2009年经批准后改现名。为避免引起不必要的混淆，本文均以现名“甘肃世恒”称之，无论是发生在2009年之前还是之后。

恒 2008 年实际净利润完不成 3000 万元,海富投资有权要求甘肃世恒补偿的约定,不符合《中外合资经营企业法》第八条关于企业净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配的规定,同时,该条规定与《公司章程》的有关条款不一致,也损害公司利益及公司债权人的利益,不符合《公司法》第二十条第一款的规定。因此,根据《合同法》第五十二条第(五)项的规定,该约定无效,驳回海富投资的全部诉讼请求。

海富投资不服一审判决,向甘肃省高级人民法院提起上诉。甘肃省高级人民法院二审判决则认为:(1) 增资协议第七条第二项对业绩目标进行的约定,即这种业绩不达标进行补偿的安排,仅是对目标公司盈利能力提出要求,并未涉及具体分配事宜,且约定利润如实现,甘肃世恒及其股东均能获得各自相应的收益,也有助于债权人利益的实现,故并不违反法律规定;(2) 但该条补偿约定违反了投资领域风险共担的原则,使得海富投资作为投资者不论甘肃世恒经营业绩如何,均能取得约定收益而不承担任何风险。参照最高人民法院《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》第四条第(二)项关于“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”之规定,第七条第二项应当认定无效。(3) 海富投资除已计入甘肃世恒注册资本的 114.7717 万元外,其余 1885.2283 万元资金性质应属名为投资,实为借贷,甘肃世恒与迪亚公司应共同返还,并支付同期银行定期存款利息。^①

据报道,这次轮到甘肃世恒不服了,其正在向最高人民法院申请再审此案。^②

二、“对赌协议”的性质

本案争议核心在于增资协议第七条第二项的效力问题。该条即是私募股权投资实践中普遍使用的“对赌协议”。法官运用规则对现实生活中的交易行为进行评判,显然需要了解该交易行为的实质,其功能如何、目的何在。本

^① 以上关于本案的内容,均来自甘肃省高级人民法院民事判决书([2011]甘民二终字第 96 号)。

^② 参见潘涛:“PE 与被投资公司纠纷爆发 法律不支持对赌条款”,载《21 世纪经济报道》2012 年 5 月 5 日。

文因此先解释一下对赌协议的性质和功能。

对赌协议的称呼中因含有“赌”的字样而引起争议，但在投资实践中则得到了广泛使用。尽管对赌协议在结构设计上多种多样，在法律效力上也因此有所不同，但其实质基本一致。据一般说法，对赌协议的实质是估值调整机制（Valuation Adjustment Mechanism, VAM），^① 实际上是法律人设计的一种交易结构，以保证在双方对估值无法达成一致时能够把交易进行下去。投资说到底不过是股权买卖，从买卖角度看，只要交易双方能够就交易价格达成一致，交易就可成立；如果价格谈不拢，就只能“买卖不成仁义在”了。但与一般商品买卖不同的是，投资的买卖标的是股权，具有一定的特殊性：相比一般商品，股权的价值比较难以判断，交易双方因此在定价上的分歧也会较多，交易更难以达成。

判断股权价值，依赖于很多信息，其中有些是过去已经发生的事实信息，比较容易获得，另一些则是对未来的预期，这取决于交易双方各自的经验和信息优势。交易双方能否在价格上达成一致，当然取决于各种因素，但其中较为核心的一个因素是对于公司未来收入或者利润的判断，因为这是影响公司股权未来价值的最重要因素之一。公司未来收入具有不确定性，交易双方往往在这点上很难达成一致，导致很多本来极有价值的交易不能达成。例如，即使经过投资方和目标公司之间的艰苦谈判，双方也很难在公司未来收入预期上达成一致。对这种不确定性信息，目标公司往往拥有更多过去的信息可作为准确判断的基础，甚至其还会因为继续控制公司而对该未来收入有重大影响。换句话说，对该不确定信息，目标公司或者其控股股东更有信息优势。但即使其自愿将该信息披露给投资方，投资方也会对该信息的真实性产生合理怀疑，因为毕竟该信息是对未来的预测，现在还无法验证。但如果不能消除投资方的该种怀疑，则目标公司要么只能接受对自己股权价值的低估，要么交易就无法达成。

对赌协议其实就是律师设计的用来克服此种困难的一种交易机制。

标准的对赌协议一般会约定在一个固定的期限内要达成的经营目标，在该期限内如果企业不能完成该经营目标，则对赌协议的一方应当向另一方进行支付或者补偿，如果达到该经营目标，则反之。对赌协议的结构可能多种

^① 傅穹：“对赌协议的法律构造与定性观察”，载《政法论丛》2011年第6期。

多样,既可能表现为附条件的协议,也可能表现为具有很强不确定性的射幸合同;既可能由投资方和控股股东签署,也可能由投资方和目标企业、或者和目标企业的管理层签署;既可能具有完全的合法效力,也可能因为约定的某项条件或者义务履行在法律上存在障碍而无法强制执行。但归根结底,对赌协议的贡献在于将交易双方不能达成一致的不确定性事件暂时搁置,留待该不确定性消失后,双方再重新结算。因为这种结构性安排,使得达成股权交易的可能性大增,从总体上增加了社会福利。

以海富投资入股甘肃世恒为例,我们可能假设:一开始,双方也许就增资入股的价格存在很多分歧,排除其他分歧后,双方达成一致:以甘肃世恒在 2008 年的净利润水平作为定价依据。但 2008 年甘肃世恒的净利润水平到底是多少呢?甘肃世恒及其控股股东可能说有 3000 万,海富投资可能说没有这么多——双方在这点上如果不能取得一致,交易就很难达成。但显然,甘肃世恒在估计未来收益上更有信息优势:它拥有企业过去所有的经营信息,包括那些可以披露出来的硬信息,还包括无法言说的软信息,甚至它还在未来继续控制该企业的经营,在某种程度上可以影响企业的未来收益。但另一方面,甘肃世恒也有动机多报未来收益,以便将其股权卖出更高的价格。也许正是出于对该动机的考虑,海富投资不愿无条件接受甘肃世恒对未来收益的估计,尽管看起来后者具有信息上的优势。

增资协议中第七条第二项业绩目标的约定,其实起到的就是暂时搁置争论的作用。海富投资暂时认可甘肃世恒对 2008 年净利润能够达到 3000 万元的估计,因此以近 20 倍的溢价入股,但约定了一个对赌协议:如果当不确定性消失,事实证明 2008 年甘肃世恒的净利润未能达到 3000 万元时,就说明当初的定价依据是错误的,海富投资的入股价格过高了,甘肃世恒及其控股股东应当返还海富投资多付的价款。这样一来,本来可能因为双方对未来收益预期不同或者因信任缺乏而无法达成的交易,现在也可以通过这种结构性安排来做了——这就是律师价值创造功能的重要体现:通过分期决策的结构性安排,减少了交易双方不必要的分歧。^①

对赌协议虽然具有促进交易达成的价值,但仍然需要经过精心设计才能

^① 对商业律师的价值创造功能,最为著名的论述请参见 Ronald J. Gilson, Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing, 94 Yale Law Journal 239 (1984).

发挥效力。如果仅仅约定某个固定指标，很可能造成企业的控制方为了达成该目标而牺牲企业的长期价值。因此，在发达国家，对赌协议的设计一般都比较复杂，往往使用多个交叉指标，以避免短期行为甚至业绩操控行为的出现。^①对赌协议在国内的引入时间还不长，交易双方更倾向于使用较为容易观察和理解的单一指标，但协议的功能仍然是一样的。

对赌协议其实不仅仅可以在私募股权投资中使用，在股权并购中也有广泛运用，其目的都是试图努力排除股权定价中的不确定性因素。^②不过，私募股权投资基金投资入股非上市公司或者高风险的创业公司，以获取未来投资收益为目标，交易的着眼点在于所投资股权的未来增值，而非股利分配。对赌协议或条款只是整体交易的一部分，其起到的不仅仅是调整投资价格的功能，还由于约定了未来利润目标，在一定程度上起到了激励经营者的监控功能——因为私募股权投资者往往在投资入股后只是小股东，无力也不愿控制目标企业。在国外，私募股权投资者往往会采用优先股之类的特别安排来保护自己，^③但因中国法律上的障碍，优先股的设计往往只能通过股东协议部分实现，偷懒一些的投资者干脆就借助对赌协议来保护自己，例如本案中的海富投资。过分依赖对赌协议，是本案所涉交易中比较特殊的地方。

三、“对赌协议”效力的法律分析

1. 两审判决对“对赌协议”效力的认定及其争议

对赌协议引入国内的时间还不长，法律界对此也还不熟悉，对赌协议在法律上是否有效，能否得到强制执行，也一直存在争议。本案即因号称“对赌协议第一案”而受到关注。

纵览本案，尽管对赌协议的设计较为简单粗糙，但两审法院基于不同理由认定其无效的判决却并不能令人信服。

一审判决认为本案的对赌协议（即增资协议第七条第二项对于利润不达

^① 对商业律师的价值创造功能，最为著名的论述请参见 Ronald J. Gilson, Value Creation by Business Lawyers: Legal Skills and Asset Pricing, 94 Yale Law Journal 239 (1984).

^② 在并购协议中这一般被称为“基于财务表现额外对价条款” (earnout or contingent price term), 同上注。

^③ Ronald J. Gilson, Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience, 55 Stanford Law Review 1067 (2003).

标进行补偿的约定）违反《中外合资经营企业法》的强制性规定而无效，该理由已经被二审法院所否定。《中外合资经营企业法》第八条确实规定了“净利润根据合营各方注册资本的比例进行分配”，^①但增资协议第七条第二项的补偿约定却并非对利润分配的规定。该条的实质涵义是上文所说的对海富投资入股价格的后期调整，其根本功能是通过这一后期调整的约定和许诺，使得海富投资能够在前期接受甘肃世恒建立在自己对未来预期上的股权定价，虽然海富投资并未信服该预期。从效果上来看，该补偿约定确实像二审法院所说的，并不构成对利润分配规则的破坏，也不会损害债权人的利益。

二审法院虽然不同意一审法院以违反利润分配强制性规定的原因宣告对赌协议无效，但仍然以该约定违反投资领域风险共担原则、构成“名为投资、实为借贷”的原因，宣告补偿约定无效，只是在处理结果上偏向保护海富投资，要求甘肃世恒及其控股股东返还绝大部分的投资款，并加算同期银行定期存款利息。

仅从二审判决结果看，海富投资实际上收回了其投资的所有溢价部分，就个案而言，私募股权投资者应该对此感到满意。但实际上，二审判决的理由隐含了让人不安的因素。“名为投资、实为借贷”的认定将涵盖绝大部分的对赌协议，无论该对赌协议是由投资者与目标企业之间签订，还是由投资者与控股股东或者管理层签订（像一些律师建议的那样）。对赌协议的性质就是将一些无法达成一致的分歧留待时间消逝、不确定性消除之后再做决定，因此从本质上而言，对赌协议就具有在投资交易中排除某些风险的功能，也因此，一旦套用二审法院在本案中的逻辑，则无论何种对赌协议都不可避免的会被认定为“名为投资、实为借贷”，继而被宣告无效。

因此，下文将集中讨论二审法院对对赌协议性质认定中存在的问题。

2. “名为投资、实为借贷”规则与对赌协议

1990年最高人民法院发布的《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》第四条第（二）项宣布“明为联营，实为借贷”的合同无效。二审法院参照此规则，宣布本案中对赌协议中的补偿约定构成了“名为投资，实为借贷”，因此无效。尽管采用了“参照”的手法，但显然，二审法院的判决逻辑

^① 《中外合资经营企业法实施条例》第七十六条进一步规定：“……董事会确定分配的，应当按合营各方的出资比例进行分配”，明确了该条的强制性效力。

还是三段论式的推理过程：以该规则为大前提（“明为联营，实为借贷”的合同无效），以对赌协议符合该规则要求为小前提（对赌协议为“名为投资，实为借贷”的合同），然后得出合同无效的结论。

但小前提的得出，不是一个概念推导的过程，因为所谓“明为联营，实为借贷”的合同并无严密的概念界定，无法通过将本案所争议的对赌协议与该概念的所有构成要件相对比，直接得出其必然符合该概念还是不符合该概念的结论。毋宁说，所谓“明为联营，实为借贷”的合同不过是最高人民法院在司法解释中给出的一个类型，“类型不能定义，只能描述”，^①因此只能对该类型进行分析，总结其中重要的构成要素，并结合该类型的整体形象，据以判断争议中的对赌协议是否属于该类型。这其中既需要仔细分析类型中的各种构成要素，及其对构成该类型整体形象的作用，也要分析目标对象实际具有哪些构成要素，并最终判断这些现有构成要素是否足以使得目标对象符合该类型的整体形象，进而被纳入该类型。^②

最高人民法院《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》发布于1990年，其时正处于改革开放初期，国家正在开展加强国有企业经营自主权的改革，鼓励企业之间通过联营的方式开展合作。当其时，私营经济并不发达，国家也尚未颁布《公司法》和《合伙企业法》，企业联营活动纠纷没有明确的法律作为裁判依据，最高人民法院才根据《民法通则》颁布该司法解释予以处理。本案二审法院所引用的第四条第（二）项规定为：“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利息的罚款。”

若置对该条款效力的讨论于一边，^③假定该条款有效（毕竟对多数法官来

① [德] 卡尔·拉伦茨：《法学方法论》，陈爱娥译，商务印书馆2003年，第100页。

② 同上注，第95-100页。

③ 实际上，对于该规定的效力一直存在争议，因为最高人民法院在其中关于“违反有关金融法规”的判断并无依据——没有明确禁止此类行为的金融法规存在，该司法解释本身即为此后“企业间相互借贷禁止”规则的滥觞，也因此与最高人民法院此后在合同法司法解释中对于合同无效的态度相抵触。但对该问题的讨论已经超出本文能够容忍的幅度，本文作者拟另行撰文。也可参见龙翼飞等：“企业间借贷合同的效力认定及责任承担”，载《现代法学》2008年第2期。

说,在最高人民法院明确宣布废止该司法解释之前,该条款的效力无可置疑),我们则必须分析:所谓“明为联营,实为借贷”的合同,其主要特征或者构成要素为何?在具体分析此之前,我们还要首先明白最高人民法院界定此种合同类型,其意图规制的对象或者其借该类型要表达的整体形象是什么?

从该司法解释第四条第(二)项的上下文来看,第四条的标题是“关于联营合同中的保底条款问题”。第四条分为三项,其中第(一)项直接描述了保底条款,“联营合同中的保底条款,通常是指联营一方虽向联营体投资,并参与共同经营,分享联营的盈利,但不承担联营的亏损责任,在联营体亏损时,仍要收回其出资和收取固定利润的条款”,然后宣布“保底条款违背了联营活动中应当遵循的共负盈亏、共担风险的原则,损害了其他联营方和联营体的债权人的合法权益,因此,应当确认无效”,进而规定了处理后果。第(二)项即是本条,讲的是虽然参加联营,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”。第(三)项则规定:“金融信托投资机构作为联营一方依法向联营体投资的,可以按照合同约定分享固定利润,但亦应承担联营的亏损责任。”

结合第四条的所有规则,我们可以看出最高人民法院在此试图规制的是那些参与联营活动,但不承担经营活动亏损的行为类型。第四条将此种行为区分为三类,分别处理:第一类是参与联营活动但不承担亏损的,换句话说,即“上不封顶,下有保底”的安排,宣布保底条款无效;第二类是参与联营投资,但采取固定收益方式的,即明为联营实为借贷,也应无效;第三类是金融机构参与联营投资的,可以约定固定收益,但不能不承担亏损。由此可见,最高人民法院在此主要处理的是不承担联营亏损的行为。所谓“明为联营,实为借贷”的合同,其最重要的构成要素应当是无论联营的经营业绩如何,联营一方都获取固定收益,因而其投资行为更像一种借贷行为。

以该类型证之本案争议中的对赌协议,可以发现,该对赌协议并不符合“明为联营,实为借贷”的合同类型。从增资协议第七条第二项对于补偿的具体约定来看,该约定并不能构成对固定收益的约定。首先,该约定的内容是在2008年甘肃世恒不能达到预期利润水平时的补偿约定,显然“上不封顶”,不是无论盈亏均收取固定利润的安排;其次,就补偿金额的计算公式来看,补偿金额 = (1 - 2008年实际净利润/3000万元) × 本次投资金额,即使甘肃

世恒在 2008 年亏损，补偿金额最多也就是本次投资金额，至多只是本金返还，没有任何利息约定。

因此，粗略看来，似乎本案的对赌协议更符合该司法解释第四条第一项对保底条款的界定，而非对“明为联营，实为借贷”合同的界定。但仔细分析可以发现，这一定性也是不准确的。保底条款的核心要素是不承担经营亏损。本案中的对赌协议仅仅约定了 2008 年一年的利润指标，甘肃世恒只有在在该年达不到利润指标时才需要对海富投资进行补偿，其余年份则并不需要。换句话说，在其余年份，海富投资仍然要承担甘肃世恒的经营风险。^①

本案之所以会造成该条是保底条款的印象，是因为 2008 年甘肃世恒的表现极为特殊——利润仅仅为 2.7 万元，远远低于 3000 万元的预期目标，补偿金额因此几乎等于海富投资的全部投资款。甘肃世恒的表现如果不是如此差劲，补偿金额就不会如此巨大，裁判者也许就不会误解该条款的保底效果了。甘肃世恒为什么会在增资协议中约定如此离谱的利润指标，我们不得而知，但以后果来判定该条款在性质上具有保底效果，却很难说服人。实际上，也可能助长违反承诺的不诚信行为，甚至鼓励通过夸大未来收益来高价出售股权的欺诈行为。

通过上述分析，本文认为法院推理过程中的小前提并不成立，本案中的对赌协议（即约定补偿条款）既非“名为投资，实为借贷”的合同，也非保底条款，不过是对海富投资入股价格过高、双方按照约定进行的补偿，法院不能据此得出合同无效的结论。

四、“削足适履”的司法裁判思维^②

尽管本文不打算质疑最高人民法院《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》中第四条第（二）项的效力，但是对于最高人民法院在该司法解释中表现出来的司法裁判思维仍然要提出批评。这一僵化的裁判思维模式多年来已经深刻影响了各级法院的判决推理，在违反“意思自治”原则的同时，打击和阻碍了各种商业创新活动，损害了市场经济秩序。

^① 其实本案中增资协议第七条第四项关于股权回购的约定更有保底条款的嫌疑，但因本案对此并无争议，本文也暂且置之不论。

^② 本节的思路部分来自我的学生陈琳，特此感谢，如有错误，仍然是我的责任。参见陈琳：《金融市场委托理财合同纠纷的法律分析》，2007 年北京大学法学院法学硕士论文。

最高人民法院在该司法解释第四条的基本推理模式是这样的：先对合同的类型进行定性，然后再根据该类型合同的性质判断实际中合同各类条款的有效性，不符合该类型合同性质的条款就被宣布为无效。例如，最高人民法院先认定各种联营安排都构成联营合同，然后指出“联营合同应当遵循共负盈亏、共担风险的原则”，而保底条款因为违背了该原则，应当确认无效。

本案二审法院的思维模式也是这样的：投资就应当风险共担，对赌协议中的补偿约定违反了这一原则，因此应当无效。实际上，多年来各级法院都基本上遵循了这一思维模式，例如多数法院对于委托理财中保底条款的认识，都是同样的思路：先宣布委托理财合同属于委托代理关系，然后指出委托代理的基本原则是代理人不承担代理行为的后果，然后说保底条款违反了这一代理原则，因此应当无效。^①

这一僵化思维模式的错误在于违背了私法领域中的最基本原则——意思自治。社会经济生活多姿多彩，当事人在不违反法律强制性规定、不损害他人利益的情况下，有完全的自由设计和规划自己的行为和他人的关系。《合同法》中对于合同类型的规定，只是方便的做法，绝大多数是任意性规定，而不是对合同种类的限制。缔约双方有完全的自由设计符合自己需求的、《合同法》上没有规定的合同种类。因此，当法院在实际合同中发现某些条款违反了原先认定的合同类型性质时，应该要做的是修正自己对合同种类的初步定性，承认当事人的合同安排虽然类似某种有名合同，或者当事人虽然在合同名称上选择了某种有名合同，但实际上缔结的是一种无名合同或者混合合同，仅仅依据《合同法》第五十二条来判断该合同或者该条款的有效性，而不是反过来依据自己对合同种类的定性或者当事人对合同名称的选择，直接否认该条款的效力。后种做法是典型的“削足适履”。

这种沿袭至今的“削足适履”的裁判思维，在很大程度上打击了我国经济生活中的各种创新活动。经济活动的当事人有各种不同的商业需求，也有各自不同的风险承担水平，依据意思自治的原则，其本来完全可以自行通过合同条款保护自己。只要不违反法律强制规定，不损害公共利益和他人利益，这完全是其经济自由的表现。但目前法院盛行的这种“削足适履”的裁判思

^① 参见高民尚：《关于审理证券、期货、国债市场中委托理财案件的若干法律问题（中）》，载《人民法院报》2006年6月12日；以及李永祥（主编）：《委托理财纠纷案件审判要旨》，人民法院出版社2005年。

维，实际上给当事人带来了很大的不确定性，极大限制了当事人自行设计交易结构的自由。

就像本案裁判所表现出来的：当事人基于对投资风险的不同认识，自愿达成了一个对投资价格进行调整的对赌协议，却因为法院“削足适履”的裁判思维，被判定为无效。由于此种做法在私募股权投资界被普遍采用，因此引起整个业界的关注和震荡。但请问：难道不是甘肃世恒自愿签订的对赌协议吗？这种补偿约定损害了什么公共利益或者他人利益吗？除了可疑的“企业间相互借贷禁止”的规定外，该无效判决到底正当性何在？

五、结论

甘肃世恒案作为“对赌协议第一案”，受到了广泛关注。本文着重分析了二审判决，认为裁判理由并不能成立。本案中，对赌协议并不具有保底条款的性质，更不能被归属于“名为投资，实为借贷”的合同。实际上，对赌协议不过是一种结构性的定价机制，其主要目的是通过分期结算，部分排除定价时的不确定性因素，即业界所谓的“估值调整机制”。在甘肃世恒案中，尽管对赌协议的约定比较粗糙简单，但在性质上仍然符合该界定。两审法院对其无效的认定，都缺乏坚实的法律理由，也会给私募股权投资界带来巨大的震荡。

实际上，更值得批判的是以最高人民法院1990年《关于审理联营合同纠纷案件若干问题的解答》为代表的裁判思维模式。这种“削足适履”式的裁判思维模式，多年来为各级人民法院所沿袭，不尊重当事人的意思自治，严重阻碍了经济创新活动的开展，损害了我国市场经济秩序的形成。

是到了该改变的时候了。

2012年6月27日
定稿于深圳西丽大学城