

金融创新与司法裁判:以我国“对赌协议”的案例、学说、实践为样本

潘 林*

〔摘 要〕 学界通说将“对赌协议”归为射幸合同不仅是合同法理论上的误读,也是对当事方交易的曲解。作为非典型合同,是否违背法律法规的禁止性规定和社会公共利益是判断特定协议效力的依据,其中社会公共利益具体化为债权人利益、证券市场公众投资者利益。“对赌协议”在我国的异化侵蚀了新兴的风险投资市场秩序。对此,司法裁判应当从风险投资家的尽职调查切入,可以通过诚实信用原则发挥司法裁判在金融创新中的引导和建构功能。

〔关键词〕 金融创新;司法裁判;对赌协议;射幸合同

近期,一起“对赌协议”的案件引发人们关注,该案经历了甘肃省兰州市中级人民法院一审,甘肃省高级人民法院二审以及最高人民法院再审程序^①。“对赌协议”是商主体因应风险投资实践需求的一项金融创新,该案不仅引发了我国实务界、理论界关于“对赌协议”效力问题的热烈讨论,也提供了思考金融创新与司法裁判关系问题的重要样本。本文以本案三级法院的判决、我国理论界学说以及我国“对赌协议”实践为对象,反思司法裁判在金融创新中的角色、功能及其实现路径。

一、司法裁判的核心地位:以我国的“对赌协议”案例为样本

(一) 三级法院的判决:交易实质的逐步还原

2007年,海富公司向世恒公司(增资前,注册资本为384万美元)注资2000万元,其中仅15.38万美元计入注册资本,其余部分计入资本公积金,由此海富公司仅持有世恒公司3.85%的股权。“对赌协议”约定,如果世恒公司2008年实际净利润完不成3000万元,海富公司有权要求世恒公司予以补偿,如果世恒未能履行补偿义务,海富公司有权要求迪亚公司(世恒公司中除海富公司外的唯一股

* 法学博士,山东大学法学院讲师,山东大学法学博士后流动站研究人员,250100。本文为中国博士后科学基金面上资助项目(2012M521309)的部分研究成果。

①参见(2010)兰法民三初字第71号;(2011)甘民二终字第96号;(2012)民提字第11号。

东)履行补偿义务。2008年世恒公司仅实现利润26858.13元,海富公司提出补偿请求,但世恒公司以及迪亚公司拒不履行。

“对赌协议”,英文名称 Valuation Adjustment Mechanism,直译为“估值调整机制”。它的基本构造通常是:预设一定的业绩目标,如果企业在既定时间内达到这一指标,由投资方补偿给融资方一定比例的股权或现金;如果企业在既定时间内未能实现这一指标,由融资方补偿给投资方一定比例的股权或现金。实践中尤其是国外风险投资实践中,“对赌协议”的履行还可能表现为公司权力结构的调整。

“对赌协议”发挥了促成投融资双方合意、激励创业企业管理层的功能。首先,作为估值调整机制,其存在的根源在于投资方与融资方在企业估值上的分歧。双方的信息不对称,尤其是创业企业初期高风险的特性,使投资者在注资时很难对企业进行准确估值。对赌条款依据未来的经营业绩,在高估企业价值时对投资方进行补偿,在低估企业价值时对融资方进行补偿。这就使投融资双方能够暂时搁置在企业估值方面的争议,从而加速了投融资双方交易的达成。^①其次,在“对赌协议”框架下,如果企业可以实现预期经营目标,管理层将获得补偿。如果企业不能达到预期指标,管理层将损失一部分股权或现金,甚至会丧失企业的控制权。这就成为了管理层、创业者的压力和动力。

司法是否支持海富公司的补偿请求,其核心正在于本案中“对赌协议”的法律效力。一审、二审法院均否认其效力。再审法院则区分了缔约主体,认为海富公司与世恒公司之间的“对赌协议”损害了公司利益和公司债权人利益,将其认定为无效;迪亚公司对于海富公司的补偿承诺则是有效的,进而判令迪亚公司向海富公司支付补偿款。

从三级法院的判决书来看,一审法院保护债权人的立场是合理的,但由于缺少对各方交易动机、交易背景的分析,误判了合同效力与交

易方权义。二审法院的判决存在“硬伤”,比如对过时的司法解释的援引、“明为联营、实为借贷”的认定。但从判决理由看,二审判决已经触及本案交易的实质。例如,二审判决书写道:“……海富公司支付2000万元的目的并非仅享有世恒公司3.85%的股权(计15.38万美元,折合人民币114.771万元),期望世恒公司经股份制改造并成功上市后,获取增值的股权价值才是其缔结协议书并出资的核心目的。”判决结果也在某种程度上维护了对这一交易实质的认识,海富公司获取补偿的预期通过本息返还的方式得以实现。再审法院一方面维持了债权人保护的立场,另一方面则通过契约自治的伸张推翻了一审、二审法院合同无效的判定,尊重了交易的目标,还原了交易的实质。

(二) 法律与企业家精神:司法裁判的核心地位

回顾本案近三年的审理历程以及在此期间所受到的理论界、实务界的关注、评论,一个基本的观察是,“对赌协议”作为一项金融创新,它将法院或者说司法裁判推向争论的焦点。

风险投资是一项高风险的事业,支撑这项事业的是“企业家精神”。其中,创新精神是核心要素。“他们天生是一个‘破坏者’——破坏旧的秩序、旧的规范、旧的习惯。”^②创新不仅意味着新的生产方式和营销模式,也意味着新的组织形态和治理结构。风险投资家只有确保它所面临的投资风险得到有效管理才会将资金注入前景难料的风险事业。创业企业家只有提供或者接受容纳这种管理的交易框架才能融得资金。显然,传统公司参与方分配控制、分享收益的机制无法满足这一需求,投融资双方权益分配机制的创新表现为契约安排,于是,诸多新奇的合同条款应运而生,“对赌协议”就是其一。

“在有关立法产生以前,金融创新可能会在没有法律规制的‘真空’中运行,当这种创新侵

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

^②张维迎、盛斌:《论企业家:经济增长的国王》,北京:生活·读书·新知三联书店,2004年,第96页。

犯到相关群体利益的时候,如何进行制度规范和利益保护,就需要创造性的司法审查来补充完成。”^①司法扮演了重要角色,以至于“公司法研究的唯一正确路径在于认许法官在美国公司生活中核心的、决定性的地位。”^②这绝不仅仅与美国的判例法体制具有关联,更深层的原因在于公司实践尤其是金融创新的客观需要。风险、不确定性是任何创新、创业所必须面对的现实。企业家精神使创业者、投资家在面对巨大的风险以及潜在的丰厚回报时,总是富有行动力,他们不会等待信息完备再展开行动,因为这样很可能丧失转瞬即逝的商业机遇。司法要在定纷止争中给出对于一项金融创新的明确评价,还要做到辅助、鼓励这种尝试和冒险,即在事后保护参与方的预期,最大限度地包容参与方的设计甚至是可以填补参与方安排的漏洞。

二、司法裁判与金融创新的对接： 以我国“对赌协议”的定性学说为样本

(一)“对赌协议”不是射幸合同

三级法院在判定“对赌协议”的效力时,都没有涉及“对赌协议”的定性、归类问题。分析合同效力的一个重要逻辑环节是将特定合同定位到某一合同类别中,这既是科学的思考习惯,也是合同法律规则体系化的要求。

学界通说认为,“对赌协议”是射幸合同,^③依据主要有以下两点:其一,“对赌协议”的法律效果具有不确定性,它取决于企业经营业绩,而企业的经营绩效不仅与管理层的勤勉程度有关,也与宏观经济环境、行业前景等因素相关;其二,协议双方均有可能获益或受损,当事人的支出和收入不对等。在这种“不对等”之下,将

“对赌协议”归为射幸合同可以为其实法律效力的正面评价提供一定的理论支撑,这是因为,“实定合同一般要求等价有偿,若不等价则可能被撤销乃至无效。射幸合同一般不能从等价与否的角度来衡量合同是否公平。”^④

本文认为,将“对赌协议”归为射幸合同并无益于“对赌协议”有效性的证成。而且这一认识不仅是合同法理论上的误读,也是对当事方交易的曲解。

第一,将“对赌协议”归为射幸合同从而证成“对赌协议”的有效性,暂且不论其理论和实证上的妥当性,这一论证策略会带来更多的难题,并无实益。笔者以“射幸合同”为检索条件对“北大法宝”数据库中的“案例与裁判文书”进行了全文检索,共计112个检索结果。^⑤在这112个案件中,保险合同案件共计99个,占比约88.4%,非保险合同案件13件,占比约11.6%。可见,在我国司法实践中,“射幸合同”概念的使用在非保险合同案件的分析、裁判中并不常见。而且,在这13个案件(6个案件为彩票买卖合同纠纷、4个案件为有奖销售合同纠纷)中,“射幸合同”并没有为涉案合同提供任何法律效力评价方面的支持。在“陈仕锦(英文名:Chen Shih-Chin)与连江县江南乡己古村民委员会借款合同纠纷上诉案”^⑥中,针对当事人通过将涉案合同归类为“射幸合同”来支持其诉讼请求的主张,法院认为“即使该承诺书可以被视为射幸合同,其关于若行政诉讼胜诉陈仕锦可以得到征地补偿款60%回报的约定也有损司法尊严和社会公共利益,根据《中华人民共和国合同法》第五十二条第(四)项的规定,应当认定为无效。”鉴于射幸合同的不等价状态,“射幸合同比其它合同具有更为严格的适法性,必须严格依法订

^①杨彪、李凌云:《论金融创新发展中的司法审查——以金融商事审判为视角》,应勇主编:《金融法治前沿·2010年卷》,北京:法律出版社,2010年,第5页。

^②J. R. Macey, “Courts and Corporations: A Comment on Coffee”, *Columbia Law Review*, 1989, vol. 89, pp. 1692-1702.

^③参见李岩:《对赌协议法律属性之探讨》,《金融法苑》第78辑。

^④崔建远:《合同法》(第5版),北京:法律出版社,2010年,第37页。

^⑤检索截止时间为2013年3月2日。同时值得说明的是,这并不意味着相应的判决书原文使用了“射幸合同”这一概念。在一部分检索结果中,“射幸合同”一语出现在了案件“评析”、“解说”等部分。

^⑥(2010)闽民终字第301号。

立和履行;同时为防止当事人依侥幸心理作出背信弃义的不诚实行为,对当事人双方诚信程度的要求远远高于其它民事活动。”^①“除法令有特许外,射幸契约原则上无效。”^②

第二,射幸合同的内核是什么?射幸合同的核心内涵并不在于法律效果的不确定性。在合同法领域,附条件的合同其法律效果也具有不确定性,但与射幸合同是截然不同的两个概念,射幸合同也可以附条件。因此,将法律效果的不确定性作为界定射幸合同的首要或者是主要表征并没有揭示问题的实质。射幸合同的内核在于“两个当事人中的一个只取不予的状况并不违反通行的正义观念。这乃是因为他自己作了类似的投机并可能被迫只予不取。”^③射幸合同中,一方当事人的“只取不予”对应另一方当事人的“只予不取”,这仍然可能是正义的,因为双方当事人都具有“只取不予”或者“只予不取”的同等可能性。“在射幸契约中,相互给付是不对等的,缔约人所追求的正是产生于这种不对等给付的差额,而这种差额由哪一方承担及其多寡是不可预定的,完全取决于未来的偶然因素,或者说取决于哪一方碰上了运气。”^④也正是基于此,射幸合同在法律效力评价上是一个中性的概念,存在肯定与否定、鼓励与取缔的两极。赌博中的“只取不予”或者“只予不取”有悖公序良俗,而保险中的“只取不予”或者“只予不取”则成就了其分散风险、分担损失与经济补偿^⑤的社会价值。由此可见,因为“对赌协议”法律效果的不确定性而将其归入射幸合同在理论上有失妥当。

第三,“对赌协议”中当事方的交易不等价吗?如果仅仅局限于被投资企业的业绩被揭示,投资方或融资方行使估值调整权利之时,当事方的交易的确是不等价的,投融资双方是“只取不予”或者“只予不取”的状态。但是,如果对投融资双方的整个交易链条加以分析,不难发现,此时的“只取不予”或者“只予不取”是对企业错误估

值的纠正,它实质上对应了彼时的“只予不取”或者“只取不予”。以上述案件为例,海富公司向世恒公司注资时,世恒公司注册资本为384万美元,海富公司支付2000万元仅换取了世恒公司3.85%的股权(计15.38万美元),其余部分计入资本公积金。也就是说,海富公司2000万元的注资换取了彼时世恒公司价值15.38万美元的股权。在交易的这一环节,双方的权义也是失衡的,这一环节也明显是不等价的。将投融资双方的交易作为一个整体来看待,海富公司2000万元仅换取3.85%的股权,交易基础在于海富公司对世恒公司的预期估值,即投资方认为,随着被投资企业的成长,在一定期限内,被投资企业3.85%的股权可以升值为2000万元或者更高的价值。如果事后证明被投资企业的业绩增长低于投资方的预期,投资方依据“对赌协议”行使估值调整权利,纠正这一错误预期。从整个交易链条看,投融资双方的交易是等价的。而且,正是“对赌协议”的特殊构造发挥了纠正错误估值、促成交易等价的功能。

(二)“对赌协议”作为非典型合同的合法边界

“对赌协议”作为一项金融创新,无法归入现有的特定合同类别,是一种非典型合同。“以法律是否设有规范并赋予一个特定名称为标准,合同分为典型合同与非典型合同。”^⑥非典型合同又作无名合同,它之所以存在在于合同法框架内的典型合同无法也不可能满足社会发展以及合同当事人的需求。由此,合同法理中的非典型合同为当事方的创新预留了空间,成为司法裁判对接金融创新的法理依据和重要范畴。

“当事人订立的合同,不论是否为法律已经确定名称的合同,只要不违背法律的禁止性规

^①付春明:《射幸合同总论》,http://www.civillaw.com.cn/article/default.asp?id=18702,2013年1月30日访问。

^②林诚二:《民法债编总论——体系化解说》,北京:中国人民大学出版社,2003年,第33页。

^③[美]A. L. 科宾:《科宾论合同(下)》,王卫国等译,北京:中国大百科全书出版社,1998年,第131页。

^④黄风:《射幸契约与衍生金融工具交易》,费安玲等:《从罗马法走来——桑德罗·斯奇巴尼教授七十寿辰贺文》,北京:中国政法大学出版社,2010年,第204页。

^⑤参见徐卫东:《保险法学》,北京:科学出版社,2009年,第16页。

^⑥崔建远:《合同法》,第26页。

定和社会公共利益,就可以发生效力。”^①对于“对赌协议”,法律无法给出划一的“有效”、“无效”的判断。“对赌协议”在我国实践中存在股权对赌、现金对赌等多种形式,在国外实践中对于公司治理结构的对赌也很常见。立法者、司法者的理性是有限的,但商事实践却有无限的发展可能和创新空间,简单的“有效”、“无效”判断失于武断,有悖金融创新的逻辑和规律。因此,科学的方法是,通过分析“对赌协议”涉及的利害关系方,考量主体之间的利益结构,在特定的协议框架下分析是否违背法律法规的禁止性规定和社会公共利益,继而给出效力判断。

第一,在股权对赌中,履行“对赌协议”的效果是投资方与融资企业股东(通常是创始人、管理者)之间相互转让股权,这往往伴随企业控制权的转移。股权结构的变动无关公司作为独立的法人偿付债务的能力,因此,这种类型的“对赌协议”不会伤及债权人利益。一个值得讨论的情形是,如果被投资企业拟上市,而“对赌协议”在此时仍然存续,公司股权结构的不稳定状态是否有损公共利益,也即是否有损资本市场上公众投资者的利益?目前的做法是,证监会对于拟上市公司的“对赌协议”持否定态度,要求拟上市公司予以清理。证券监管的机理在于披露理念^②,“在香港市场,监管部门对‘对赌’条款的基本精神是只要履行诚实信用原则、如实披露,信息不存在造假和误导即可。”^③对于股权结构的不稳定性是否会影响到特定公司在证券市场中的投资价值这一问题,市场会给出答案,投资者可根据证券监管所确保的充分、完整、及时的信息披露自行判断。因此,股权对赌应为有效。

第二,在现金对赌中,正如海富公司与世恒公司增资纠纷案,存在被投资企业股东与投资方对赌以及被投资企业与投资方对赌两种情况,相应地,“对赌协议”的执行结果就可能表现为股东以现金补偿投资者以及公司以现金补偿投资者。在股东

以现金补偿投资者的情形,实质是股东之间对财产的自由约定和处分,无涉第三方利益,应为有效。但在公司以现金补偿投资者的情形,以解释论的视角,在我国《公司法》框架下,基于资本维持、债权人保护的立场,现金从公司逆向流出受到严苛的限制,最高人民法院在本案中判决海富公司与世恒公司之间的“对赌协议”无效即反映了这一立场。

由此,“对赌协议”作为非典型合同,是否违背法律法规的禁止性规定和社会公共利益决定了特定协议的法律效力。其中,社会公共利益被具体化为债权人利益、证券市场公众投资者利益,特定“对赌协议”的效力取决于该协议框架下的利益结构。

三、司法裁判与金融市场秩序的形成： 以我国异化的“对赌协议”实践为样本

对创业企业的准确估值无法实现,估值调整机制就成为一种客观、合理、正当的商业需求。然而,目前我国,一方面“资金多、好项目少”的局面导致某些投资方急于抢项目、盲目攀比出价;另一方面投融资双方的非理性造成对企业估值的盲目乐观,某些投资方尽职调查不够全面充分甚至不以尽职调查为基础给出对企业的超高估值,转而依赖“对赌条款”控制投资风险,对赌条款从投资定价的辅助工具异化为主要工具,丧失了估值调整的本义。^④以被投资方的事后补偿取代投资者事前的尽职调查,“对赌协议”在我国异化侵蚀了新兴的风险投资市场秩序。本文认为,司法裁判应当从风险投资家的尽职调查切入,可以通过诚实信用原则引导、建构可欲的市场秩序。

(一) 为什么以风险投资家的尽职调查为中心? ——市场秩序的角度

①郭明瑞:《合同法学》,上海:复旦大学出版社,2009年,第11页。

②[美]路易斯·罗思、乔尔·赛里格曼:《美国证券监管法基础》,张路等译,北京:法律出版社,2008年,第27-28页。

③王贺:《诚实信用——破解“对赌协议”困惑之道》,《证券法苑》第7卷。

④参见郭力方:《PE“君子协定”期待阳光化》,《中国证券报》2012年5月14日,第A15版。

依照合同法原理,合同法律规则规制的是缔约方故意隐瞒与订立合同有关的重要事实或者提供虚假情况的行为。换言之,在投资决策阶段,在揭示有关创业企业的信息这一事项上,合同法律规则的规制对象是握有信息、接受投资的一方,即创业企业家。那么,为什么司法裁判应该从风险投资家的尽职调查切入?

可欲的风险投资市场秩序意味着,风险投资家发挥了资源整合的核心功能。从市场秩序的角度,某一项目是否有投资价值,这一判断绝非如普通合同的缔结那般,是一种一方主动披露、另一方只能被动依赖此种披露做出选择的简单过程。风险投资的专业化程度很高,投资方的尽职调查同时也是一个主动的信息发现过程。投资家通过这一过程揭示的信息也许是企业家不曾或者不能认识到的。

美国是风险投资的大本营,其市场要素包含:创业企业家;握有资金并有着高风险、高收益投资偏好的投资者;专业的金融媒介,它联结一系列复杂精妙的合同。^① 风险投资家创建了风险投资基金。在美国,绝大多数风险投资基金采取有限合伙的组织形式。最终投资者作为该有限合伙的有限合伙人,通常贡献 99% 的基金资本;风险投资家作为该有限合伙的普通合伙人,通常仅提供剩余的 1% 的资本。尽管只提供 1% 的资本,风险投资家几乎完全掌握了风险投资基金的控制权。尤其是在投资决策方面,贡献 99% 资本金的最终投资者无法获得批准权。这种治理结构的安排旨在发挥风险投资家的专长,实现“专家理财”。风险投资家是美国风险投资私人秩序中专业的金融媒介,是连接风险投资过程的纽带。风险投资家通过尽职调查,甄别投资项目,做出价值投资,对接了投资者的资本与创业者的创新。风险投资家的尽职

调查是风险投资市场资源有效配置的前提。

(二) 引导与建构:诚实信用原则与风险投资市场秩序

“对赌协议”的异化、风险投资家尽职调查的缺失,不仅加大了投资失败的风险以及被投资企业的违约风险,更为严重的是,它必然造成风险投资市场资源的浪费,使资本错失回报丰厚的优质项目,使创新因资金断供而夭折。对此,我国的司法裁判在尊重主体自治、鼓励金融创新的前提下,应继续有所作为。法官“有义务服从人们已经接受的这个社区的标准,服从这个时期的道德风气。然而,这并不意味着在提高通行的行为水准上,法官是无能为力的。”^②“在我国目前风险投资相关法律制度尚不健全、行业规范尚未完全建立、商业诚信严重缺失的情况下,司法介入不仅可以起到定纷止争、维护正常交易秩序的作用,在一定程度上甚至可以成为制度建构的一种方式 and 途径。”^③

“基于普通法上的欺诈、信义义务或者诚实信用以及公平交易等原则的诉讼请求尤其适于司法上的创新。这些原则被认为是美国法律因应商业需求快速发展的基本工具。”^④同样的,在大陆法系国家,“诚信原则仍是大陆法系国家使垂老的古典法典法通导外部变化着的社会经济条件的窗口,是新规则的不断源泉。”^⑤面对异化的“对赌协议”,我国司法裁判可通过诚实信用原则在认许“对赌协议”效力的前提之下配置当事方权益、调整裁判结果。

诚实信用原则并无精确的定义和可供涵摄的要素,作为一种“须填补的评价标准”,类型化的方法扮演着重要角色。^⑥ 民法上诚实信用原则的案例被类型化为:“细微的利益侵害及比例

^①R. J. Gilson, “Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience”, *Stanford Law Review*, 2003, vol. 55(4), pp. 1067-1103.

^②[美]本杰明·卡多佐:《司法过程的性质》,苏力译,北京:商务印书馆,2009年,第110页。

^③许晓晓:《风险投资纠纷中的司法介入》,应勇主编:《金融法治前沿.2010年卷》,第213页。

^④D. G. Smith and M. Ueda, “Law & Entrepreneurship: Do Courts Matter?”, *Entrepreneur Business Law Journal*, 2006, vol. 2, pp. 353-368.

^⑤徐国栋:《民法基本原则解释——诚信原则的历史、实务、法理研究》,北京:北京大学出版社,2013年,第175页。

^⑥参见[德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,陈爱娥译,北京:商务印书馆,2003年,第102页。

原则”、“权利人妨害相对人履行义务”、“主张依不当方法取得的权利”、“矛盾行为与权利失效”。^① 这四种类型暗含了这样一种逻辑,在依诚实信用原则调整、限制权利人的权利行使行为和效果时,权利人的先前行为应该与嗣后的权利主张相一致,诚实信用原则的适用逻辑正在于这两者的对比。这是因为,“‘诚实信用’的标准指向下述两个观点:对自己所引发并为他方所接纳的信赖,应予兑现;在双方当事人的关系中,应考虑彼此的立场”^②。在“细微的利益侵害及比例原则”类型中,对比的是权利人其利益所受影响的轻微与其嗣后的拒绝受领行为;在“权利人妨害相对人履行义务”类型中,对比的是权利人妨害义务人履行义务的行为及其嗣后的权利主张;在“主张依不当方法取得的权利”类型中,对比的是取得权利的不当方法与嗣后的权利行使;在“矛盾行为与权利失效”类型中,则更明显的是权利人的出尔反尔。

风险投资家不履行尽职调查而在项目运作失败后依照“对赌协议”要求被投资方予以补偿

的行为有违诚实信用原则。“对赌协议”作为估值调整机制,是针对投资者进入时难以对被投资企业进行准确估值、投融资双方难以达成一致的困境而设计,其前提是“估值”。如果没有恰当地履行估值程序,做到尽职调查,估值调整无从谈起。在注资时不做尽职调查,将企业的估值作为随意的业绩要求,甚至超出企业能力漫天要价,事后再以估值调整的名义行使估值调整权利,有悖诚实信用。就操作层面而言,对创业企业的估值不可能有唯一的标准答案,这也正是风险投资的价值所在。司法裁判对风险投资家是否履行尽职调查不可能从估值的结果上来判断,而应关注估值的程序。如果法院通过对估值程序的审查断定风险投资家未履行尽职调查,就不应支持风险投资家估值调整的权利主张,从而引导风险投资家尽职调查的履行,促进风险投资市场秩序的形成。

(责任编辑:蔡道通)

Financial Innovation and Judicial Judgment: Discussions Based on Sample Case, Theory and Practice of “Valuation Adjustment Mechanism” in China

PAN Lin

Abstract: Theoretically, it is a misunderstanding of the contract law to categorize “valuation adjustment mechanism” (VAM) as an aleatory contract; in practice, this is also a misunderstanding of the nature of the transaction between the parties involved. As an atypical type of contract, VAM should be judged by whether it is against what the law prohibits or jeopardizes the public interests (specified as the interests of creditors and public investors in the securities market). The alienation of VAM in China has disturbed the order of the emerging venture capital market. The key to solving this problem lies in enhancing the guiding and constructive role played the judicial judgments through keeping under strict scrutiny the venture capitalists’ duty fulfillment and observing the principle of honesty and the spirit of fair play.

Key words: judicial judgment; valuation adjustment mechanism; aleatory contract

^①王泽鉴:《民法总则》,北京:中国政法大学出版社,2001年,第556-561页。

^②[德]卡尔·拉伦茨:《法学方法论》,第173页。