

GAME OF CAPITAL

DEBATE AND EVOLUTION OF VAM,
REDEMPTION AND INVESTORS' SPECIAL RIGHTS

资本博弈： 对赌、回购与投资人 特殊权利的争议与演进

- * 估值调整
- * 股权回购
- * 反稀释
- * 优先认购权
- * 股东会/董事会参与权







中倫研究院出品

CONTENTS

目录

壹

特殊权利条款的概念与“生命周期” 009

001 > 特殊权利条款的概念 010

01/ 对赌协议与特殊权利条款的概念 010

02/ 对赌与特殊权利条款规制框架 011

002 > 特殊权利条款的“生命周期”：简述 034

01/ 诞生：投融资活动 034

02/ 效力、触发条件与履行情况 038

03/ 终结：公司进入Pre-IPO和IPO阶段，各类条款的处理方式 040

003 > 对赌协议规制框架演进中的典型司法案例 043

贰

特殊权利条款：IPO招股书数据洞察与分析 056

001 > 各年IPO招股书总体数据与签订特殊权利条款的比例 057

002 > 签署了哪些特殊权利条款 062

003 > 特殊权利条款在IPO过程中的清理与问询 067

叁

特殊权利条款的博弈、触发与利益争持 072

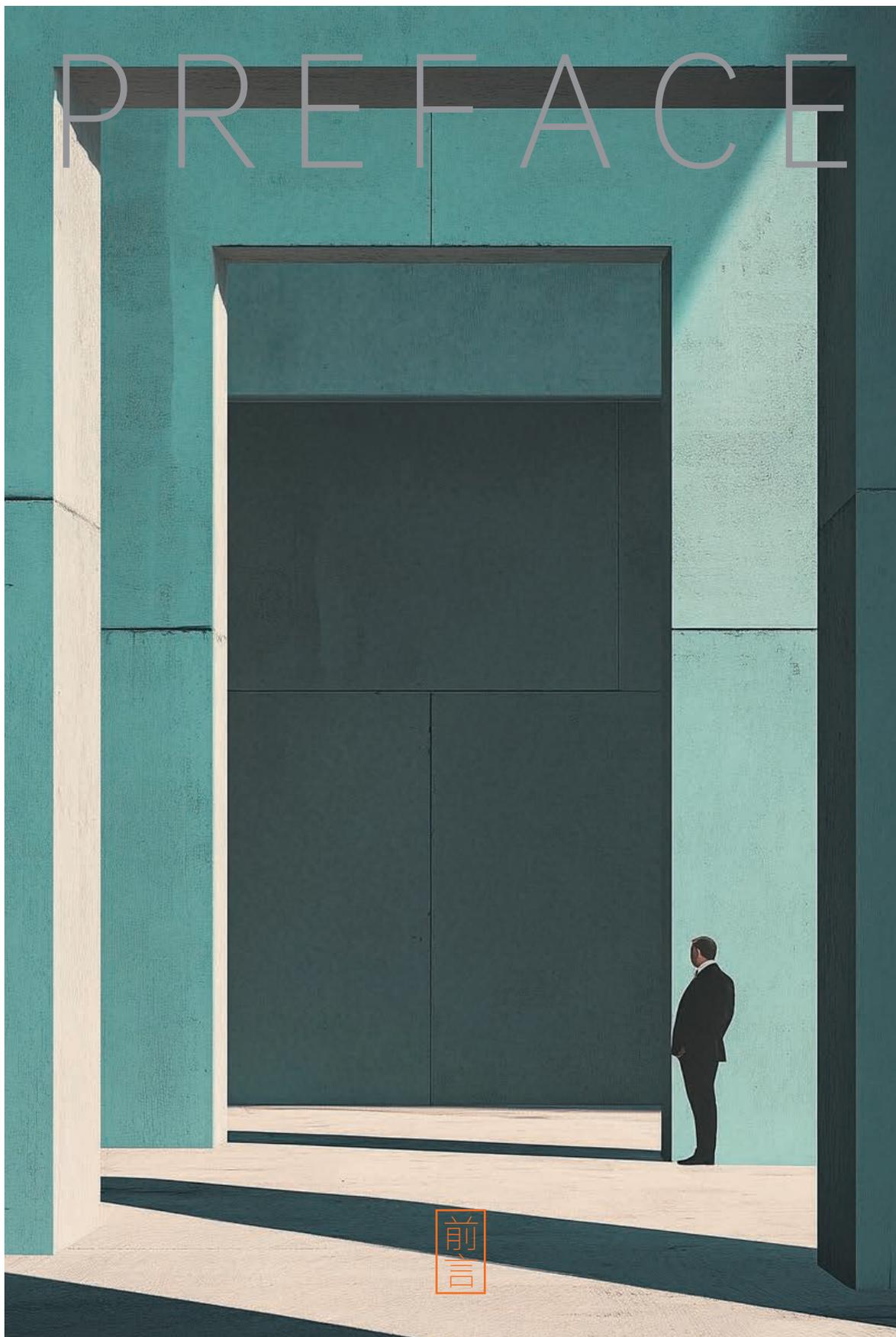
001 > 特殊权利条款的触发事由 073

002 > 特殊权利条款行权期限 073

003 > 特殊权利条款行权后的责任承担 074

004 > 特殊权利条款的博弈与谈判：以回购权为例 083

PREFACE



前言

随着近年来越来越多成长型企业退出难度的增加,围绕对赌、回购以及投资人特殊权利条款的诉讼和仲裁开始层出不穷,并在科技界、创业界、司法界乃至学术界引发了广泛的争论。

在企业融资过程中,经过长达20年的中国实践,本属于“舶来品”的估值调整机制(Valuation Adjustment Mechanism,简称VAM)、对赌协议及一系列股东特殊权利条款,诸如反稀释保护、优先认购权及董事会参与权等,已成为风险投资(Venture Capital, VC)与私募股权投资(Private Equity, PE)领域几乎“标配”的投资条款。这些条款为投资者构筑了坚实的保护屏障,而风险投资和私募股权投资也为成长性企业的资金融通与业务高速发展提供了新的动力源泉。

然而,在2023年与2024年的股权投资市场中,出现了一个引人瞩目的重要变化:以往可能只是“停留于纸面上的条款,即便触发也鲜少会被实际行权”的回购权,最近由于一波波回购权行权的浪潮引发了争议。诸多创始人因当年签署的回购条款里所设定的上市目标未能达成,进而面临投资人接连行使回购权的状况,甚至需要承担个人无限连带责任,这一现象在创业市场中引发了强烈的恐慌情绪。

估值调整机制、回购及特殊权利条款虽然本质上是合同双方的合意,司法和行政的公权力原则上不会干涉——除非这样的安排可能影响法律所要保护的公共利益,例如其他小股东、公众股东的合法权益,所以,通常为满足IPO的需要,这些特别的安排以及投资人特殊权利都需要提前清理干净。

在公司因为IPO申请而作出相关的清理之前,对赌、回购以及投资人特殊权利很大程度上受限于投资人一方和创始人(及公司)一方的博弈和谈判。我们在实务中,就会注意到一个很具有代表性的现象:拥有专业法律顾问的投资者与不熟悉融资条款的创业者之间,双方可能存在“信息不对称”、配备的法律顾问的“专业能力不对称”,谈

判就会向在信息差上更具优势的一方倾斜——哪怕创始人被诸多投资人追捧、在议价能力上本来更具有优势,但是由于对这些法律术语和专业条款的相对陌生,加上缺乏老练专业的法律顾问的支持,懵懂地认同了对方坚持的所谓“常见”的“市场操作”(market practice),进而接受了未来可能让其后悔不迭的不利条款。

例如,在签订对赌协议时,有些内容可能严重影响企业长期发展、创始团队控制权,如过高的或者与不可控因素挂钩的业绩目标、过分复杂的股权稀释、不明确的财务指标定义、不合理地限制融资和再投资、高额违约金或赔偿金、投资方控制权过大以及模糊的估值调整等。

这些对于有些律师和法官都可能会“看不太懂”的条款,有些创始人因为迫切需要资金、对于自己聘请的法律顾问的专业度和经验不能有效的识别和独立判断——最终带着侥幸心理签署了投资协议,为未来最终的争议爆发埋下了雷。

对赌协议的概念源自国际资本市场,其在中国市场的最早应用据报道可追溯至1996年华平投资(Warburg Pincus)对亚信科技的投资案例,标志着此类条款在中国的正式引入与实践,展示了国际PE/VC机构如何凭借创新型投资条款应对新兴市场的不确定性挑战,并为后续实践树立了典范。

随着中国90年代后期改革开放步伐的加快,众多海外私募基金涌入中国市场寻求投资机遇,带来了在其他市场积累的丰富经验与技术。例如,摩根士丹利在2002年投资蒙牛乳业时,便引入了基于业绩的股权比例调整机制,并在2004年蒙牛乳业香港上市时通过招股说明书公开披露,进一步推动了中国市场对这类条款的接纳与发展。蒙牛的成功案例展示了对赌协议可能带来的双赢局面;而永乐电器、太子奶等案例也提醒我们,如果未能达到预设的业绩目标,对赌协议也可能导致公司控制权易主。



成也对赌，败也对赌；这些案例在市场经济的浪潮下，更加彰显了专业应对对赌协议的重要性。在对赌协议的规制框架演进的过程中，典型司法案例如海富案、韩霖案、华工案与银海通案等对于实践中对对赌协议的认知与运用、相应裁判思路的变迁乃至制度规范的发展，都具有重要的节点性意义。

与此同时，市场参与者在实践进程里持续探索对赌协议条款设计的优化策略，力求借助外部专业法律顾问的力量，以期应对“信息不对称”和“专业能力不对称”的问题，解决“你不懂，那就好办了”的尴尬局面，包括规避诸如企业短期业绩压力陡然增大或者创始人丧失控制权等潜在的负面效应，从而保障各方权益在合理公允的框架内得以妥善安排与维护，促进市场交易的稳健性与可持续性发展。

本报告梳理了2017年至2023年间各板块公司上市审核情况，结合资深律师的实务观察与研究，探析公司在IPO过程中对包括对赌条款在内的特殊权利条款的实际处理情况。这不仅反映了监管机构对上市前投融资实践中对赌协议及有关投资人特殊权利条款的态度与立场，也为发行人制定、执行及清理对赌协议及其特殊权利条款提供了规则背景与合规路径。

与此同时，本报告结合司法实践和资深律师的实务洞察，对照硅谷、新加坡的VC投资条款的做法，将深入剖析估值调整机制、回购协议及其他股东特殊权利条款在中国的应用现状及其背后的驱动因素，揭示条款背后更为真实的一面，为决策者就相关问题进行判断提供重要的实践依据和操作指南。



特殊权利条款的概念 与“生命周期”

（一）特殊权利条款的概念

1.对赌协议与特殊权利条款的概念

对赌协议在私募股权基金的投资实践中被广泛使用，但目前这一称呼仍然不属于一个正式的法律术语，在定义上也由于结构设计的不同而存在具体指称范围上的争议。从对赌协议的实践运用场景与规则本质来看，对赌协议本质上是一种对公司股权的估值调整机制（Valuation Adjustment Mechanism, **VAM**），是在股权买卖的场景下，当标的估值在未来可能存在较大浮动、当前难以确定真实估值或交易双方难以对估值达成一致、对预期定价存在分歧时，交易双方为使得交易顺利进行，而对标的的当期价格达成的面向未来的交易安排。为了实现估值调整这一交易构造的完整，估值调整协议中需要设置确切的业绩补偿条款，即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。当目标公司未达到一定财务指标时，将引发目标公司或其控股股东、实际控制人对投资人的现金或股权补偿义务，其中最为常见的便是以回购权为核心的股权回购补偿。因此，实务中常称的“对赌协议”通常指的是估值调整协议及其中对回购权的规定。从订立“对赌协议”的主体来看，有投资人与目标公司的股东或者实际控制人“对赌”、投资人与目标公司“对赌”、投资人与目标公司的股东及目标公司“对赌”等形式。双方当事人中一方为投资人，另一方的主体则围绕目标公司而存在着控股股东、实际控制人、公司创始人乃至目标公司本身的不同可能与不同情形。前者的行为义务在对赌协议之外以投资协议的形式予以规定，而对赌协议及股东特殊条款通常规定的是投资人的包括在对赌失败后能够获得的对赌偿还等一系列权利，这些行为与权利相应成为后者的义务。为方便后文表述的一致性，本文统一将后者称为对赌协议中的“对赌义务人”。

当双方当事人签订估值调整协议意图实现对赌时，除了关键性的回购权以外，往往还会签订诸如优先认购权、优先购买权、反稀释、优先清算权、随售权、拖售权、股东大会一票否决权、董事提名权等权益保障条款。这些权益保障条款加上前述的回购权，在实务中通常只被赋予目标公司的新加入股东，即投资人，因此被统称为“股东特殊权利条款”。

对赌协议虽然名为“对赌”，但所约定的估值调整机制并非绝对的零和博弈，而是一种当未来向好、预期的正面条件达成后的双赢，既有在未来未达预期、设想的正面条件无法实现情形下公司原股东向投资人的单方面补偿，也有预期达成后对对赌义务人的奖励。此处估值调整协议中所约定达成的估值调整部分，是指公司股权的价值达成理想预期情形下，交易双方按照协议约定对公司股权价值予以调整，并对对赌义务人进行股权或现金形式的奖励，或在预期未达成的情形下，由对赌义务人按照调整的价值部分对投资人给予的股权或现金形式的补偿。从表面上看，对赌协议是投融资双方就公司的市值达成的契约条款，投资人与对赌义务人双方订立的对赌协议仅具有债法上的效力。当估值调整条件成就，公司及其内部股东、外部债权人之间的利益关系将会受到影响，原有股东退出公司可能使得上市之初公司内部形成的控制权结构发生变化，对公司内部治理造成冲击。与此同时，如公司回购股份必然触发减资程序，这样会削弱公司偿债能力，损害公司债权人的利益。

在对赌协议的触发条件上，实务中通常将触发条件规定为下列条件中的一项或数项的组合或变体：目标公司在特定日期前未能向中国证监会/香港联交所申报IPO材料；目标公司在特定日期前未能实现与中国境内A股上市公司实施完毕并购重组；目标公司在约定期限内未完成业绩承诺；目标公司或公司实际控制人、控股股东等主体严重违反投资协议中的约定权利义务；目标公司发生控制权的本质更迭如实际控制人发生变化等条件。当上述条件未达成，即对赌协议被触发，投资人有权要求目标公司、实际控制人等对赌义务人或其指定的第三方行使回购权等股东特殊权利。

2.对赌与特殊权利条款规制框架

对与对赌协议相关的制度规范的整理与讨论，建立在一个大前提之上，即认为目标公司是对赌协议的主要义务人。目标公司的控股股东、创始人、实际控制人签订对赌协议的情形通常在意思自治的民事法律行为中予以讨论，此时对赌义务的履行一般不会损伤公司债权人与其他股东的利益。而目标公司作为独立的组织体，其民事法律行为同时要受到《民法典》与《公司法》的有效规制，因此在对赌协议的签订与义务履行上存在更多的制度约束，列如下文所示。

(1) 与对赌协议相关的制度规范

与对赌协议的效力相关的基础性法律条款是《中华人民共和国民法典》第143条。

第143条具备下列条件的民事法律行为有效：（一）行为人具有相应的民事行为能力；（二）意思表示真实；（三）不违反法律、行政法规的强制性规定，不违背公序良俗。

对于对赌协议而言，在意思表示真实，不违反法律、行政法规的强制性规定的情况下，如无其他无效事由，对赌协议的效力通常不会被否定。

与对赌协议中股东特殊权利条款的效力相关的《公司法》规定主要有第53条和第162条。其中第53条是股东不得抽逃出资的规定，具体内容如下

第53条 公司成立后，股东不得抽逃出资。

违反前款规定的，股东应当返还抽逃的出资；给公司造成损失的，负有责任的董事、监事、高级管理人员应当与该股东承担连带赔偿责任。

第162条是关于股份回购的强制性规定，具体内容如下：

第162条 公司不得收购本公司股份。但是，有下列情形之一的除外：

- （一）减少公司注册资本；
- （二）与持有本公司股份的其他公司合并；
- （三）将股份用于员工持股计划或者股权激励；
- （四）股东因对股东会作出的公司合并、分立决议持异议，要求公司收购其股份；
- （五）将股份用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券；
- （六）上市公司为维护公司价值及股东权益所必需。

公司因前款第一项、第二项规定的情形收购本公司股份的，应当经股东会决议；公司因前款第三项、第五项、第六项规定的情形收购本公司股份的，可以按照公司章程或者股东会的授权，经三分之二以上董事出席的董事会会议决议。

公司依照本条第一款规定收购本公司股份后，属于第一项情形的，应当自收购之日起十日内注销；属于第二项、第四项情形的，应当在六个月内转让或者注销；属于第三项、第五项、第六项情形的，公司合计持有的本公司股份数不得超过本公司已发行股份总数的百分之十，并应当在三年内转让或者注销。

上市公司收购本公司股份的，应当依照《中华人民共和国证券法》的规定履行信息披露义务。上市公司因本条第一款第三项、第五项、第六项规定的情形收购本公司股份的，应当通过公开的集中交易方式进行。

公司不得接受本公司的股份作为质权的标的。

另外，《最高人民法院关于印发〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉的通知》（法〔2019〕254号）（后文简称《九民纪要》）中明确了关于“对赌协议”的定义、效力及履行。根据该《会议纪要》，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。

《九民纪要》同时明确，人民法院在审理“对赌协议”纠纷案件时，不仅应当适用合同法的相关规定，还应当适用公司法的相关规定；既要坚持鼓励投资方对实体企业特别是科技创新企业投资原则，从而在一定程度上缓解企业融资难问题，又要贯彻资本维持原则和保护债权人合法权益原则，依法平衡投资方、公司债权人、公司之间的利益。

在对赌协议的有效性方面，《九民纪要》认为对于投资方与目标公司的股东或者实际控制人订立的“对赌协议”，如无其他无效事由，认定有效并支持实际履行，实践中并无争议。但投资方与目标公司订立的“对赌协议”是否有效以及能否实际履行，存在争议。在处理规则上，投资方与目标公司订立的“对赌协议”在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张“对赌协议”无效的，人民法院不应予以支持，但投资方主张实际履行的，人民法院应当审查是否符合公司法关于“股东不得抽逃出资”及股份回购的强制性规定，判决是否支持其诉讼请求。投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第53条关于“股东不得抽逃出资”或者第162条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第53条关于“股东不得抽逃出资”和第211条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分

支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼。

与《九民纪要》对对赌协议的定义存在差异的是，在实务当中，对赌是一个更为笼统的概念，具体含义上可分为两种类型，其一是《九民纪要》所提及的估值调整类的对赌协议（VAM），其二是以回购权、优先认购权等以股东优先权利为核心的对赌协议。前者涉及对目标公司的估值调整，在不同的公司经营处境下需要控股股东、实际控制人或公司创始人配合进行公司的股权价值调整，在协议约定的履行条件被触发后，对公司整体经营存续与发展上的影响相对较小，而后者则可能会对公司的经营发展、创始人等人的公司控制权造成明显的伤害。在具有信用社会属性的资本市场中，投资人对回购权、优先认购权等股东优先权利的行使不仅会对公司的控制权稳定与经营状况造成负面影响，也对投资机构的商誉信用同样会产生副作用，因此通常是在市场环境较差的情况下投资人为最大程度保全己方利益而不得已做出的选择。上述两种对赌协议类型的区别使其在实务中的执行上存在差异，即便在对赌条件已被触发的情况下，是否实际履行仍取决于当事人的决策。

根据对赌协议中对于预期条件未达成情形下对赌义务人对投资人补偿内容的不同，可以将《九民纪要》第5条中所规制的对赌协议类型分为股权回购型对赌协议，与金钱补偿型对赌协议。前者是指投资方要求目标公司回购其股权的情形，后者则是目标公司以现金形式对投资方进行利润分配的补偿情形。《九民纪要》第5条的具体安排如下：

对于**股权回购型**对赌协议，根据《九民纪要》第5条第2款，投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”或者第142条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。

对于**金钱补偿型**对赌协议，根据《九民纪要》第5条第3款，投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”和第166条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼。

随着新《公司法》修订，修订后的部分条款对于上述对赌协议的补偿类型做出了一定的限制：

①新《公司法》第224条对于公司减少注册资本的规定增加了股份回购型对赌的履行难度

新《公司法》第224条第3款规定：“公司减少注册资本，应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份，法律另有规定、有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定的除外”，该条款原则上禁止了公司向个别股东定向减资，除非满足法定例外情况，实际上提高了对赌协议的履行难度¹。

此外，新《公司法》第226条进一步明确了违法减资的具体法律后果：“违反本法规定减少注册资本的，股东应当退还其收到的资金，减免股东出资的应当恢复原状；给公司造成损失的，股东及负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任。”因此，当对赌投资人在进行定向减资操作时，如不严格遵循法律规定的要求，外部债权人也有权依法向法院提起诉讼，要求将公司状况恢复至减资之前的原貌，并且可以就因违法减资行为造成的任何经济损失提出赔偿请求。这一措施旨在有效地平衡投资人与债权人间的利益关系，确保市场交易的安全与公平。²

②新《公司法》新增违法利润分配赔偿责任，增加了金钱补偿型对赌的程序性要求与实行难度

根据《九民纪要》第5条规定，金钱补偿型对赌中投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”和第166条关于“利润分配的强制性规定进行审查”，这一条实际上将“金钱补偿型对赌”拟制为目标公司的利润分配行为，因此需要受到公司法有关利润分配规则的

1.牛磊等，《新<公司法>解读系列|公司法修订对于股权投资对赌争议的影响》，2024年4月7日，<https://www.glo.com.cn/Content/2024/04-08/1435473769.html>。
2.孙慧丽、李京、戴雨勤，《股权投资退出纠纷|新<公司法>下对赌条款的履行问题》，2024年10月12日，<https://www.kwm.com/cn/zh/insights/latest-thinking/disputes-in-withdrawal-of-equity-investment-performance-of-adjustment-mechanism-under-new-company-law.html>。



规制。

根据新《公司法》第210条第4款，“公司弥补亏损和提取公积金后所余税后利润，有限责任公司按照股东实缴的出资比例分配利润，全体股东约定不按照出资比例分配利润的除外；股份有限公司按照股东所持有的股份比例分配利润，公司章程另有规定的除外”，根据该条约定，金钱补偿型对赌因涉及定向的公司利润分配，需要全体股东一致的合意，或公司章程的明确约定。

(2) 股东特殊权利条款及其制度规范

目前，对赌协议中通常规定的股东特殊权利，主要有回购权、优先认购权、优先购买权、优先受偿权条款/优先清算权条款、领售权/拖售权条款、随售权条款、反稀释条款、一票否决权条款等股权优先权利。而与上述股东特殊权利相挂钩的、通常作为触发条件的条款，则有业绩承诺及薪酬考核条款，以及上市承诺及退出安排条款。

① 回购权条款

回购权条款是指，当约定的情形发生时，投资人能够要求公司或股东或实际控制人按照特定的价格对投资人所持有的公司股权进行回购的权利。该条款设置的商业考量意在保障投资方在特定情形发生后，能够以约定价格要求股东回购其股份，从而保障投资人顺利从公司退出。回购权的触发情形通常为公司对赌失败，未能在指定期限内完成特定的业绩目标或未能实现IPO上市的情形。

回购权条款是投资方与目标公司签订对赌协议时的一项核心特殊股东权利条款，回购权条款本身的法律效力问题也影响了对赌协议的效力问题，无论是司法裁判意见还是制度规范对该条款的效力均不统一，且随着社会经济状况及市场条件的发展而发生着效力认定上的动态变化。当前影响回购权条款效力的核心条款为《九民纪要》第5条。根据该条规定，投资方与目标公司之间签订的回购权条款在不存在法定无效事由的情况下，应属合法有效，公司能够成为对投资方所持有的公司股权进行回购的主体，但必须在投资人请求公司回购时完成减资程序。如未能按要求进行减资，则投资人请求公司回购的诉请依然会被驳回。

除此之外，新《公司法》第224条中规定的等比例减资规定，对上述投资方与目标公司之间签订回购权条款的回购情形产生了较大的影响。根据该条款，公司减少注册资本，除非法律另有规定、有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定等情况外，应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份，即股东之间进行“等比例减资”，不允许针对投资方等特定股东进行定向减资。该条款的设置目的在于避免大股东利用减资程序变相抽逃出资，但也相应对投资方的回购权行使提出了更高的要求：需要以股东协议方式得到全体股东的一致同意（有限责任公司）或公司章程中有特殊规定（股份有限公司），公司才能单独针对投资方等特定股东进行定向减资。

如果目标公司未能完成合法的减资程序，回购权条款将不存在履行的可能性。因此，为了避免该条款对回购权行使的阻碍，投资方与目标公司签订的回购权情形建议经有限责任公司全体股东另行约定，共同签署附条件生效的减资协议，以保障其法律效力。该减资协议中可以做出如下规定：当目标公司回购的条件达成时，全体股东同意目标公司进行定向减资，回购投资人持有的目标公司股权，并设置违约金条款，以督促全体股东配合完成合法的减资程序。³

而投资方与公司股东或实际控制人签署的回购权条款，则归属于《公司法》第84条规定的股东之间转让股权的情形。

《公司法》第84条 有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。

股东向股东以外的人转让股权的，应当将股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项书面通知其他股东，其他股东在同等条件下有优先购买权。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的，视为放弃优先购买权。两个以上股东行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。

公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。

在《公司法》第84条规定的基础上，投资方为了保障其回购权得到顺利实

3.牛磊、萧凯、陈昊文、李宜峰：《新〈公司法〉解读系列：公司法修订对于股权投资对赌争议的影响》，2024年4月7日发布。
<https://mp.weixin.qq.com/s/SHJgXMwZhoCer05cn8vZdg>

现，有时会在投资协议中要求目标公司对公司股东或实际控制人的回购义务承担担保责任。但这一担保责任能够顺利实现，也需要遵循《公司法》以及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》的规定，按照公司对外担保的决议程序对该担保责任予以确认，否则目标公司对股东或实际控制人的回购义务承担担保责任的条款可能无效。

第15条 公司向其他企业投资或者为他人提供担保，按照公司章程的规定，由董事会或者股东会决议；公司章程对投资或者担保的总额及单项投资或者担保的数额有限额规定的，不得超过规定的限额。

公司为公司股东或者实际控制人提供担保的，应当经股东会决议。

前款规定的股东或者受前款规定的实际控制人支配的股东，不得参加前款规定事项的表决。该项表决由出席会议的其他股东所持表决权的过半数通过。

对于回购权的性质与行权期限问题，法院裁判机构在对于“回购权人是否在合理期限内行权”这一争议焦点进行论述时存在不同的论述侧重点，对于表述为“投资人有权要求回购义务人回购股权”的行权条款如何认定亦存在很大争议。同时，实务中的回购权还存在“有限责任”与“无限责任”之争，其博弈与谈判策略存在诸多值得深究之处。上述有关话题的更进一步讨论见于中伦视界发布的系列文章，以供读者参阅，此处不再更多赘述。⁴

从实务角度出发，与回购权相关的风险还包括：设定过高的业绩目标可能导致企业为短期达标牺牲长期战略；现金补偿要求会加重初创企业的资金压力，甚至引发财务危机；复杂的股权稀释条款可能严重削弱创始团队的控制权和股权比例；未考虑外部不可控因素的业绩挂钩条款，在市场或政策变动时将使企业面临不公平责任；投资方控制权过大则削弱创始团队决策自主性。我们将在第三章第四节详细展开。

4.关于回购权性质及行权期限的问题，详细参见中伦视界，李崇文、丑斌、吴坤、陆迪：《从争议解决角度看对赌协议中的回购权性质及行权期限——写在“法管网精选问答（第九批）”答复意见之后》，2024-09-04发布，<https://www.zhonglun.com/research/articles/53485.html>。有关回购权“无限责任”与“有限责任”的更多讨论与博弈思路，详细参见中伦视界，龚乐凡、韩雪：《回购权的博弈与谈判（上）：创始人不知道的真相和秘密》2023-08-03发布，<https://mp.weixin.qq.com/s/oVILFoOmEjuvFRxARjvXaQ>。中伦视界，龚乐凡、韩雪：《回购权的博弈与谈判（下）：创始人应对条款陷阱的五个秘密策略》，2023-08-14发布，<https://mp.weixin.qq.com/s/Qnbq5XAwoblubG4hKiW-Ow>。

② 优先认购权条款

优先认购权是指，如果公司拟新增注册资本，投资人有权按照其持有的公司股权比例，优先于第三方或其他股东优先认购公司拟发行的股权/股份。该条款设置的商业考量意在确保投资人如认可公司前景并有意进一步追加投资，且公司有增加注册资本等类似行为时，投资人能够以同等条件优先认购新增注册资本，从而避免投资人的股权比例在公司新增注册资本后被稀释。

对于该条款的效力问题，与优先认购权相关的《公司法》规定如下。

第47条 有限责任公司的注册资本为在公司登记机关登记的全体股东认缴的出资额。全体股东认缴的出资额由股东按照公司章程的规定自公司成立之日起五年内缴足。

法律、行政法规以及国务院决定对有限责任公司注册资本实缴、注册资本最低限额、股东出资期限另有规定的，从其规定。

第227条 有限责任公司增加注册资本时，股东在同等条件下有权优先按照实缴的出资比例认缴出资。但是，全体股东约定不按照出资比例优先认缴出资的除外。

股份有限公司为增加注册资本发行新股时，股东不享有优先认购权，公司章程另有规定或者股东会决议决定股东享有优先认购权的除外。

根据该条款，有限责任公司对投资人优先认购权的赋予，需要经过全体股东一致同意。而股份有限公司增加注册公司发行新股的情形，无法为股东设置优先认购权，但可以通过公司章程或股东会决议的方式另行规定。

③ 优先购买权条款

优先购买权是指，当股东拟转让公司股权时，投资人股东拥有在同等条件下优先于第三方受让人及其他股东优先购买拟转让股权的权利。该条款设置的商业考量意在确保投资人如认可公司前景并有意进一步追加投资时，投资人能够优先于第三方或其他股东从拟转让股份的股东手中通过股份转让的方式增持公司股权。

对于该条款的效力问题，与优先购买权相关的《公司法》规定如下。

第84条 有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。

股东向股东以外的人转让股权的，应当将股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项书面通知其他股东，其他股东在同等条件下有优先购买权。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的，视为放弃优先购买权。两个以上股东行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。

公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。

基于上述条款，有限责任公司的股权转让情形中，公司章程具有优先法律效力。如投资人与目标公司及其创始股东签订的投资协议与特殊权利条款中，在约定了优先购买权的同时将该条款转化为公司章程规定，则具有法律约束力。而对于股份有限公司，《公司法》第157条规定股东持有的股份可以依法转让，公司章程对股份转让的情形具有优先约束力。

第157条 股份有限公司的股东持有的股份可以向其他股东转让，也可以向股东以外的人转让；公司章程对股份转让有限制的，其转让按照公司章程的规定进行。

④ 优先受偿权条款/优先清算权条款

优先受偿权条款/优先清算权条款是指，投资人在公司分红、清算中可优先于其他股东取得分红或剩余权益的权利。

第236条 清算组在清理公司财产、编制资产负债表和财产清单后，应当制订清算方案，并报股东会或者人民法院确认。

公司财产在分别支付清算费用、职工的工资、社会保险费用和法定补偿金，缴纳所欠税款，清偿公司债务后的剩余财产，有限责任公司按照股东的出资比例分配，股份有限公司按照股东持有的股份比例分配。

清算期间，公司存续，但不得开展与清算无关的经营活动。公司财产在未依照前款规定清偿前，不得分配给股东。

对于优先受偿权条款/优先清算权条款的效力问题，《民法典》第153条规定，“违反法律、行政法规的强制性规定的民事法律行为无效。”此处法律的强制性规定，指的是效力性强制性规定。《公司法》第186条第2款规定的按照股东出资比例分配剩余财产的方式，已在最大程度上保护了除股东外的职工、债权人等第三人

的利益，亦不涉及公共利益，因此，不属于效力性强制性规定。也就是说，优先清算权条款并不因与《公司法》第186条第2款的规定不一致而无效。质言之，股东间可通过优先受偿权/优先清算权等条款自行约定公司分红、清算中的分配方式，实务中一般会通过额外约定补足条款的方式以减少实施障碍。

⑤领售权/拖售权条款

领售权又称拖售权，是指投资人在向第三方出售其持有的公司股权/股份时，有权要求其他股东以相同的价格与条件与其共同转让所持有的公司股权/股份的权利。该条款设置的商业考量意在确保当投资人想要出售所持有的公司股权、但因持有的股权比例较低难以寻找到合适的购买人并顺利出售时，能够要求公司的控股股东和其他股东与其以相同的条件共同出售，从而增加购买人在购买股份后对公司的控制权，强化购买意向，以实现己方的顺利退出。需要与领售权相区分的一项概念是共售权，共售权指当公司某一股东拟转让其持有的公司股权时，其他特定股东拥有的（按特定比例）在同等条件下与该拟转让股东共同向潜在股权受让方出售其持有的公司股权的权利，此处特别明示以作区别。

实践中，拖售权常与前述优先清算权结合出现。当投资人行使拖售权时，公司如出现整体出售的情况，则通常会被视同为公司清算事件，从而适用前述优先清算权条款，赋予投资人对股权转让款的优先分配权利。

对于该条款的效力问题，与领售权相关的《公司法》规定如下。

第84条 有限责任公司的股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。

股东向股东以外的人转让股权的，应当将股权转让的数量、价格、支付方式和期限等事项书面通知其他股东，其他股东在同等条件下有优先购买权。股东自接到书面通知之日起三十日内未答复的，视为放弃优先购买权。两个以上股东行使优先购买权的，协商确定各自的购买比例；协商不成的，按照转让时各自的出资比例行使优先购买权。

公司章程对股权转让另有规定的，从其规定。

基于上述条款，有限责任公司的股权转让情形中，公司章程具有优先法律效力。如投资人与目标公司及其创始股东签订的投资协议与特殊权利条款中，在约定



了优先购买权的同时将该条款转化为公司章程规定，则领售权条款具有法律约束力。而对于股份有限公司，《公司法》第157条规定股东持有的股份可以依法转让，并未对股东行使领售权等情形做出特别限制，在公司章程有所规定的情况下当属合法有效。实务中，由于公司章程明确规定了上述情形与权利义务的情况较为少见，通常的处理方式是以股东协议的形式明确股东在对赌情形下的配合转让、配合放弃优先购买权等权利义务关系。

第157条 股份有限公司的股东持有的股份可以向其他股东转让，也可以向股东以外的人转让；公司章程对股份转让有限制的，其转让按照公司章程的规定进行。

⑥ 随售权条款

随售权是指，在公司原股东向第三方或其他股东出售股东股权时，投资人有权按照原股东同样的条件向第三方或其他股东全部出售或部分出售其持有的公司股权的权利，即“跟随”其他股东共同出售其持有的公司股权/股份。该条款设置的商业考量意在确保当公司原股东有意转让股份以实现退出的情况下，投资方有权同时且以相同的条件从公司顺利退出。

由于该条款主要涉及公司股东之间的利益，是股东之间的跟随股权对外转让情形，并不会对公司及公司债权人造成负面影响，因此通常不会存在影响条款效力问题的强制性规定。但转让过程需要遵守《公司法》有关公司股权转让的有关规定。

⑦ 反稀释/反摊薄条款

反稀释条款是指，若目标公司、控股股东或实际控制人在合格发行上市前继续进行权益性融资，以低于投资人进入公司时的成本价格增发股权/股份、转让股权/股份，投资人可要求控股方通过现金补偿等方式，使得投资人与目标公司的最终转让价格与后来的更低价格融资的融资价格保持一致，阻止其股权因该增发或转让而被稀释。

实践条款中，当触发反稀释补偿的义务人为目标公司时，目标公司可以以法律允许的最低价格向投资人发行股份，或者给予投资人现金补偿，使得投资人的投资价格不被本轮融资稀释。此外，在股份补偿的具体计算中，是采用完全棘轮原则还

是广义的加权平均原则，也会导致补偿结果的不同，并影响权利义务双方的利益平衡。

⑧一票否决权/董事提名权条款

一票否决权是指，某些股东大会/董事会决议必须经投资人或其委派的董事赞成票方可通过。

与该条款相似的董事提名权，实践中也被作为一项特殊股东权利在对赌协议中使用。董事提名权指投资方是否有权提名董事、提名几名董事、其董事席位在什么条件下应予以取消（如，公司发生新一轮融资，导致前轮投资人股权比例正常被摊薄到一定比例以下，可取消其董事席位）。该权利条款涉及投资方与融资方在公司控制权中的博弈，实践中也是交易各方的商谈焦点之一。

对于一票否决权/董事提名权条款的效力，《公司法》规定公司章程具有优先效力，因此，载于公司章程的一票否决权条款应属有效。

第66条（有限责任公司）股东会的议事方式和表决程序，除本法有规定的以外，由公司章程规定。

股东会作出决议，应当经代表过半数表决权的股东通过。

股东会作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，应当经代表三分之二以上表决权的股东通过。

第73条（有限责任公司）董事会的议事方式和表决程序，除本法有规定的以外，由公司章程规定。

第124条（股份有限公司）董事会会议应当有过半数的董事出席方可举行。董事会作出决议，应当经全体董事的过半数通过。

董事会决议的表决，应当一人一票。

董事会应当对所议事项的决定作成会议记录，出席会议的董事应当在会议记录上签名。

⑨上市承诺及退出安排

上市承诺及退出安排是指对赌义务人承诺在约定日期之前正在进行或已完成IPO上市申报、重大资产重组、并购等业务重大业绩承诺，从而帮助投资人顺利从

目标公司进行平稳的股权退出。

实践中对于上市承诺及退出条款的实际运用，如中电港于2017年12月1日在《增资协议之补充协议》中约定的如下条款。

控股股东及乙方承诺，乙方争取2017年至2019年的业绩和经营情况满足A股IPO、重大资产重组或反向收购及其他资本运作的相关基本条件和要求，并于2021年12月31日前完成A股IPO的申报，并获得证券监管部门/证券交易所的受理通知（以下简称“上市申报”）。乙方在符合法律法规以及交易所规章等规范性文件的前提下，应采取令投资方满意的方案解决因同业竞争、关联交易、股东资格、规范运作等方面的瑕疵而可能导致的上市申报障碍；各股东应共同努力，创造条件并积极配合乙方前述工作。

控股股东不可撤销地向（并促使乙方向）投资方作出承诺，尽其最大合理努力，实现《增资扩股协议》及《补充协议》约定的首次公开发行上市。同时，控股股东（并促使乙方）同意及承诺，在符合适用法律以及交易所规章的前提下，尽最大合理，努力协助投资方在乙方上市时以及上市后转让其持有的乙方的股份。

本次增资完成后，若乙方在2017年至2019年的经营情况未能满足上市申报、重大资产重组或反向收购及其他资本运作的相关基本条件和要求，或乙方未能在2021年12月31日前完成上市申报或乙方主动撤回上市申报或上市申报未经证监会批准的，若与投资方不存在关联关系的第三方向投资方发出对乙方的收购要约，且除控股股东和员工持股平台以外的其他股东合计持有表决权三分之二以上的股东同意接受该要约（其中必须包括丙方3的同意方为有效），则同意该要约的股东有权要求其他股东（即异议股东）应以相同的条件和价格出售其股权或股份。

在以上情形，如需遵守相关国有资产监督管理法律法规的规定的，应履行相关国资监管法律程序。”

⑩业绩承诺及薪酬考核条款

业绩承诺及薪酬考核条款，是指对赌义务人向投资人所做出的在约定日期之前完成的公司业绩目标，以及根据公司的实际业绩完成情况对应的核心管理团队的薪酬考核与调整方案。通常业绩承诺条款中会以定量的方式明确目标业绩的实现日期、营业收入、增长率等信息。而面对核心管理团队的薪酬考核条款则与目标业绩

相对应，重在以薪酬的动态调整激励管理团队提升公司业绩，争取达到协议中承诺的业绩目标。

实践中对于业绩承诺及薪酬考核条款的运用，如中电港于2016年9月1日《增资扩股协议之补充协议》中所约定的以下内容。

“乙方争取2016年度合并口径的营业收入达到80亿元人民币，利润总额达到4000万元人民币；争取2017年度合并口径营业收入、利润总额应在前一年计划指标基础上以至少25%的比例增长；争取2018年度合并口径营业收入在上一年计划指标基础上至少增长25%、利润总额不低于7500万元人民币（以上简称为“**承诺业绩**”）。

董事会根据公司战略、市场环境及公司运营情况等因素，对上述业绩指标进行调整和修改的，以当年度最后调整和修改后的内容为准。

若某一年度业绩未达到承诺业绩70%的，则核心管理团队成员在下一年度的每月薪酬全部降低至原薪酬的70%，且当年绩效薪酬不再发放；若某一年度业绩已达到承诺业绩70%但未达到承诺业绩90%的，则核心管理团队成员在下一年度的每月薪酬全部降低至原薪酬的80%；若承诺业绩未达成的次年，标的公司超额完成承诺业绩且业绩未达成的当年与其次年全部业绩之和不低于这两年承诺业绩之和的，核心管理团队成员的薪酬恢复至与完成承诺业绩相同的水平。

核心管理团队成员的具体薪酬和绩效薪酬按市场化原则由董事会三分之二以上董事批准同意后确定。”

(3) 对赌协议及其特殊权利条款中监管机构的关注重点

证券交易所在IPO上市审核过程中重点关注的与对赌协议及其特殊权利条款相关的内容主要集中在《监管规则适用指引——发行类第4号》4-3⁵对赌协议中：

投资机构在投资发行人时约定**对赌协议等类似安排**的，保荐机构及发行人律师、申报会计师应当重点就以下事项核查并发表明确核查意见：一是发行人是否为对赌协议当事人；二是对赌协议是否存在可能导致公司控制权变化的约定；三是对赌

5. 中国证券监督管理委员会，2023.02.17

协议是否与市值挂钩;四是对赌协议是否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人权益的情形。存在上述情形的,保荐机构、发行人律师、申报会计师应当审慎论证是否符合股权清晰稳定、会计处理规范等方面的要求,不符合相关要求的对赌协议原则上应在申报前清理。

发行人应当在招股说明书中披露对赌协议的具体内容、对发行人可能存在的影
响等,并进行风险提示。

解除对赌协议应关注以下方面:

(1)约定“自始无效”,对回售责任“自始无效”相关协议签订日在财务报告出具日之前的,可视为发行人在报告期内对该笔对赌不存在股份回购义务,发行人收到的相关投资款在报告期内可确认为权益工具;对回售责任“自始无效”相关协议签订日在财务报告出具日之后的,需补充提供协议签订后最新一期经审计的财务报告。

(2)未约定“自始无效”的,发行人收到的相关投资款在对赌安排终止前应作为金融工具核算。

该规定的前身为证监会2019年形成的《首发业务若干问题解答(二)》、同时也是当前的《首发业务若干问题解答》(2020年6月修订)问题5中,回答了投资机构在投资发行人时约定对赌协议等类似安排的,对发行人及中介机构的处理要求。

(4) 国有企业对赌情形下股权回购条款的效力问题⁶

对赌协议作为投融资领域中常见的交易安排,但在参与对赌的目标公司股东或者实际控制人系国有企业尤其是国有独资公司的情况下,基于国有资产监管的特殊要求,相关股权回购条款的生效是否须以国资监管机构审批为前提,司法实践中却未能形成统一观点。少数法院认为此种情形下股权回购条款无须审批即可生效⁷,而多数且层级较高的法院则认为必须经审批后才能生效⁸。

6. 该部分原文为中伦视界,李崇文、丑斌、吴坤、陆迪:《以案释法:与国有企业对赌时,股权回购条款须经审批才生效吗?》,2022-01-28发布, <https://www.zhonglun.com/research/articles/8867.html>。特此做适应性删改后予以收录。

7. 参见安徽省高级人民法院(2017)皖民终477号民事判决、北京市第二中级人民法院(2021)京02民终13186号民事判决。

8. 参见最高人民法院(2016)最高法民申410号民事裁定、最高人民法院(2016)最高法民申474号民事裁定、(2013)苏商外终字第0034号民事判决、河南省安阳市中级人民法院(2020)豫05民终1277号民事判决等。

我们认为，国有企业股权回购条款的生效条件与普通的对赌条款并无差别，经当事人协商一致即可，无须以国资监管机构审批作为法定生效要件。目前司法实践中的主流裁判观点在法律适用层面存在误区，应当予以纠正，否则无疑将对国资对赌交易的安全性和稳定性造成影响和冲击，进而使投资方的合法权益受到损害。

以国有企业中最为特殊的国有独资公司为例，下文结合在南京市中级人民法院（以下简称“南京中院”）、江苏省高级人民法院（以下简称“江苏高院”）办理的案件⁹，就前述问题具体分析如下，以期为此类争议的处理提供些许有益的借鉴。

以案说法：国有企业对赌情形下股权回购条款的效力

①案情简介

2010年4月30日，目标公司与投资人A以及目标公司股东B公司（国有独资公司）、C公司（B公司全资子公司）同时签署了《增资协议》和《备忘录》。其中，《增资协议》约定，投资人A出资6800万元认购目标公司增发的1000万股股权，协议经各方签署且相关部门审批后生效；《备忘录》¹⁰约定，如目标公司在三年内未能上市，B公司和C公司承诺按照“本金+同期银行贷款利息”的价格回购投资人A所持全部股权，协议于各方签署且《增资协议》经相关部门审批后生效。2010年7月，《增资协议》获批，投资人A依约履行了出资义务，并持有目标公司8.33%的股权。

因目标公司未能在三年内上市，投资人A遂依据《备忘录》的约定要求B公司和C公司履行股权回购义务，经协商无果，投资人A遂起诉至南京中院，要求B公司和C公司支付股权回购款9000余万元。

②争议焦点：《备忘录》是否须经审批才生效

本案审理过程中，B公司和C公司提出的最主要的抗辩为：B公司与C公司均系国有公司，尤其B公司系国有独资公司，《备忘录》所涉股权回购价格近1亿元，

9. 参见南京市中级人民法院（2019）苏01民初1874号民事判决、江苏省高级人民法院（2020）苏民终153号民事判决。

10. 本案中《备忘录》的主要内容为B公司、C公司回购股权事项，因此两审法院均是在判断约定的股权回购事项是否需要审批的基础上，认定《备忘录》是否满足生效条件。该裁判思路与认定股权回购条款是否须经审批才生效的思路一致。



属于重大对外投资事项，须按照《公司法》《企业国有资产法》等相关规定履行审批手续。《备忘录》在未经审批的情况下，应属未生效合同。南京中院在（2019）苏01民初1874号一审判决中支持了前述抗辩观点，其在列举《公司法》第66条、《企业国有资产法》第30条、《企业国有资产监督管理暂行条例》第21条第一款、第24条之规定后，直接得出了“涉国有资产的相关重大交易，应经国有资产管理部门批准，合同才生效”的结论，进而认定《备忘录》因未经审批而未生效，并以此驳回了投资人A的诉讼请求。

对于B公司和C公司提出的抗辩及一审判决的前述观点，无论依据《合同法》第44条还是《民法典》第502条的规定¹¹，仅在法律、行政法规明确规定合同须经批准才生效的情况下，未经批准才影响合同效力。虽然B公司系国有独资公司，C公司系国有资本控股公司，但依据一审判决引用的四个条文，均无法得出案涉股权回购事项须经审批的结论，具体评述如下：

一审判决引用法条	评析意见及依据
<p>《公司法》第66条 国有独资公司不设股东会，由国有资产监督管理机构行使股东会职权。国有资产监督管理机构可以授权公司董事会行使股东会的部分职权，决定公司的重大事项，但公司的合并、分立、解散、增加或者减少注册资本和发行公司债券，必须由国有资产监督管理机构决定；其中，重要的国有独资公司合并、分立、解散、申请破产的，应当由国有资产监督管理机构审核后，报本级人民政府批准。</p>	<ol style="list-style-type: none"> 1. 国有资产监督管理机构行使股东会职权仅为概括性规定； 2. 该条已经穷尽列举需要国有资产监督管理机构决定、批准的事项，《备忘录》所涉股权回购事项不在列举范围内，无需审批。
<p>《企业国有资产法》第30条 国家出资企业合并、分立、改制、上市，增加或者减少注册资本，发行债券，进行重大投资，为他人提供大额担保，转让重大财</p>	<p>该条属于概括性规定，仅要求重大投资等事项符合法律及章程规定，并未明确规定需要审批。</p>

11. 《合同法》第44条：“依法成立的合同，自成立时生效。法律、行政法规规定应当办理批准、登记等手续生效的，依照其规定。”《合同法》已于2021年1月1日被《民法典》废止，但《民法典》第502条亦承袭《合同法》的立法意旨规定：“依法成立的合同，自成立时生效，但是法律另有规定或者当事人另有约定的除外。依照法律、行政法规的规定，合同应当办理批准等手续的，依照其规定……”

一审判决引用法条	评析意见及依据
<p>产,进行大额捐赠,分配利润,以及解散、申请破产等重大事项,应当遵守法律、行政法规以及企业章程的规定,不得损害出资人和债权人的权益。</p>	
<p>《企业国有资产监督管理暂行条例》第21条第一款 国有资产监督管理机构依照法定程序决定其所出资企业中的国有独资企业、国有独资公司的分立、合并、破产、解散、增减资本、发行公司债券等重大事项。其中,重要的国有独资企业、国有独资公司分立、合并、破产、解散的,应当由国有资产监督管理机构审核后,报本级人民政府批准。</p>	<p>该条是对《公司法》第66条的复述,其中并未明确规定股权回购事项需要审批。该条规定对于国有资产监督管理机构决定的事项虽非穷尽式列举,使用了“等重大事项”的表述,但具体范围不应与其上位法《企业国有资产法》相矛盾(下文详述)。</p>
<p>《企业国有资产监督管理暂行条例》第24条 所出资企业投资设立的重要子企业的重大事项,需由所出资企业报国有资产监督管理机构批准的,管理办法由国务院国有资产监督管理机构另行制定,报国务院批准。</p>	<p>该条明确重要子企业的重大事项需要批准的情形应另行制定管理办法,在没有相关管理办法明确规定批准情形的情况下,该条不能作为《备忘录》需审批的依据。</p>

依据现行法律、行政法规的规定,《备忘录》所约定的股权回购事项明确属于无须审批的事项。本案一审判决和现行司法实践中的诸多判例,在引用《企业国有资产法》第30条的同时,均忽略了该法第31条、第32条及第33条的规定,将股权回购事项不当归入“等重大事项”的范畴,并径行得出“须经国有资产监督管理机构审批才生效”的错误结论。具体而言:

《企业国有资产法》第31条:“国有独资企业、国有独资公司合并、分立,增加或者减少注册资本,发行债券,分配利润,以及解散、申请破产,由履行出资人职责的机构决定。”

《企业国有资产法》第32条:“国有独资企业、国有独资公司有本法第30条所列事项的,除依照本法第31条和有关法律、行政法规以及企业章程的规定,由履行出资人职责的机构决定的以外,国有独资企业由企业负责人集体讨论决定,国有独资公司由董事会决定。”

《企业国有资产法》第33条：“国有资本控股公司、国有资本参股公司有本法第30条所列事项的，依照法律、行政法规以及公司章程的规定，由公司股东会、股东大会或者董事会决定。由股东会、股东大会决定的，履行出资人职责的机构委派的股东代表应当依照本法第13条的规定行使权利。”

由前述三条规定可知，对于国有独资公司/企业而言，股权回购事项并不属于《企业国有资产法》第31条所穷尽列举的需由履行出资人职责的机构决定的事项，而是属于第32条规定的“由董事会决定”或“由企业负责人集体讨论决定”之事项；而对于国有资本控股/参股公司而言，股权回购事项更是仅需依照法律、行政法规及公司章程的规定，由“股东会、股东大会或者董事会决定”。因此，本案中无论是B公司还是C公司，针对《备忘录》所约定的股权回购事项均无须国有资产监督管理机构审批。

此外，本案中通过对相关规范的详细检索、梳理和研究，可以发现江苏省及南京市的地方性规定也可以印证前述观点。例如，《南京市企业国有资产监督管理暂行办法》第33条第（2）款明确规定，国有独资公司的重大投资项目应报南京市国资委备案；再如，B公司、C公司均属文化企业，但《江苏省文化企业国有资产监督管理办法》第12条第（3）款则明确规定，文化企业对外投资5000万元及以上的境内股权，仅需报同级财政部门备案。而“批准”与“备案”显然属于不同的规范程序，《企业国有资产法》第35条亦在规范时将两者进行了区分。也就是说，对于《备忘录》所涉的股权回购事项，在江苏当地的国资监管实践中亦仅属于需要备案而非须经审批的事项，故未经审批当然不影响相应合同效力。

江苏高院在二审过程中，就前述争议焦点和法律适用问题详细询问和审查了双方的意见，并最终在（2020）苏民终153号二审判决中指出：一方面，《公司法》第66条、《企业国有资产法》第30条和《企业国有资产监督管理暂行条例》第21条第一款、第24条均不能得出案涉股权回购事项应当经过审批的结论；另一方面，《企业国有资产法》第30条至第32条规定对国有独资企业、国有独资公司的哪些事项由国有资产监督管理机构决定，哪些事项由企业负责人集体讨论决定或董事会决定作了明确规定，依据上述法律规定，亦不能得出案涉股权回购事项应当经过审批的结论。因此，案涉《备忘录》不属于法律、行政法规规定应当办理批

准、登记等手续才能生效的合同，其在《备忘录》约定的生效条件成就时即已生效，B公司、C公司应当依约履行支付股权回购款的义务。在此基础上，二审判决撤销了一审判决，改判支持了投资人A的全部诉讼请求。

③ 启示与建议

本案二审判决结果有效纠正了长期以来司法实践中的错误观点，对类案审理起到了良好的示范作用，同时也维护和保障了社会资本与国有企业对赌交易的安全性和稳定性，有着重要的借鉴意义。同时，考虑到司法实践中的裁判分歧仍然大量存在，本文从本案代理的经验出发，就国资对赌交易安排提出如下几点建议，以尽可能减少因国资审批问题给对赌协议履行造成的障碍：

第一，在交易条件允许的情况下，尽量将投资条款与回购条款约定在同一份交易文件中，避免因单独约定回购条款引发该项是否须经审批的争议。

第二，如需单独约定回购条款，不要将审批约定为合同生效条件，同时也尽可能避免在合同中作“完成相关手续后生效”等可能会被解读为需要审批的约定。

第三，在交易时，关注作为回购主体之国有企业的公司章程，如章程对相关事项有特殊规定的，应按照章程规定履行，避免因此影响合同效力。

第四，在交易时，关注地方性及行业性有关国有资产监管的具体规范性文件或操作指引，提前了解类似交易的一般国有资产监管要求及流程，并在合同签署时及时跟进相关程序性事项的处理进展。

（二）特殊权利条款的“生命周期”：简述

1. 诞生：投融资活动

对赌协议的订立双方通常为创业企业与创业投资机构，诞生于创业投资机构对创业企业进行股权投资的投融资场景当中。创业企业在创业过程中存在大量的资金支出需求，企业的发展经营受到持有的资本有限的限制，因此需要在投融资市场当中寻求融资机会。而对于持有大量资金的创业投资机构而言，他们致力于在投融资市场当中寻找具有发展前景、预期未来可实现较大收益的企业，对其进行股权投资，以持有的大量资金兑换相应的股权，以期在该创业企业实现一定金额的盈利或IPO上市后，实现所持有股权的变现与退场。

讨论对赌协议与其中特殊权利条款的设置，首先需要从该法律关系中行为人的动因开始，厘清实务中双方当事人订立对赌协议的基础动因，呈现对赌协议的运行机理，分析对赌协议与特殊权利条款的相应设置能够为双方当事人解决何种法律问题，形成了怎样的权利义务关系，又会导致怎样的法律风险。

从创业投资机构的角度看，创业投资机构为了寻找潜在的投资对象，需要对市场中的创业企业予以大量的筛选与调查，并对具有潜在投资意向的创业企业进行审慎的尽职调查，结合企业的营业领域、经营状况、预期财务盈利、法律风险、股权状况等多方面的行为表现，做出是否对其进行股权投资的决策。因此，创业投资机构倾向于寻找并投资的对象通常为具有良好发展前景、预期未来能够完成IPO上市的高新技术企业，但此类企业客观上较短的成立时间、创业状况与采取的新颖商业模式等情况，决定了传统的估值方法与尽职调查方式均难以准确地掌握和测算其未来的盈利能力与水平。

然而，创业企业本身在营业领域、经营状况、预期财务盈利、法律风险、股权状况等多方面的行为表现在不同的阶段具有较大的不确定性，无法保障未来预期盈利的必然实现。而在创业投资机构对创业企业进行尽职调查的过程当中，创业企业的管理层也倾向于尽可能多地披露对己方有利的信息，即能够体现或承诺未来良好盈利状况的相关数据与内容，同时尽量降低对不利信息的披露与报告，或对于难以隐瞒的不利信息予以合理化的解释甚至一定程度的美化。鉴于创业企业与创业企业管理层之间显著的信息不对称问题，创业企业管理层的上述行为趋向，无疑会将创业投资机构的尽职调查置于不透明、未详尽的处境当中，使得尽职调查无法获取真实的企业经营状况与投资风险。而创业投资机构则只能基于尽职调查的结果，通过表面的文本与数据对企业的未来预期经营水平作出判断，处于明显的信息劣势地位，在未完全了解投资该企业可能面临的潜在风险的情况下，作出风险性的决策行为。

因此，创业投资机构在斟酌是否要对一家创业公司进行投资时，倾向于尽可能减少未来的不确定性风险，并在可能的情况下获取较高的投资回报。在创业投资机构的决策过程当中，除了“是否投资”的决策之外，还需要同时考量包括投资金额、投资阶段、投资风险、投资收益等复合性的投资因素。同样由于创业企业在

未来发展过程中的显著不确定性，即便在尽职调查的结果审慎真实、信息不对称性在最大程度上得到消解的情况下，创业投资机构在作出股权投资决定的某一时点下，对于创业企业作出的估值判断，与该创业企业在未来真正能够实现的股权价值之间，依然会存在无法避免的差距与风险性。市场经济的千变万化与市场中经济人的有限理性水平共同决定了创业投资企业在前一时点所作出的创业企业估值预测必然是不完善的，不确定的，且存在较大风险的，客观上存在投资失败的风险与可能性。

鉴于创业企业管理层与创业投资机构二者之间存在的信息不对称性、潜在的道德风险、企业估值的不确定性，以及创业企业估值风险的客观存在，创业投资机构有动力采取一系列的合同行为，对己方在对企业进行股权投资的过程中所面临的风险予以弥补与调整。对赌协议应运而生。通过签订对赌协议，设置股东特殊权利条款，创业投资机构与创业企业对权利义务关系与企业估值的预期调整进行约定。由于创业企业估值本身的动态变化性与高度不确定性，双方在当下的投资节点决定暂时搁置对创业企业估值的相关争议，在磋商后暂时将企业的估值设定在一定的水平，并对企业的未来业绩预期作出承诺。若企业在未来某一时点的业绩达到或高于当前所作出的预期，则将创业企业的价值调整至高估值区间，反之则调整至低估值区间，创业投资机构甚至还需要触发其股东特殊权利条款，争夺对创业企业的控制权，或寻求保底的退出路径。

在这一过程当中，对赌协议在企业投融资活动中所起到的核心功能，便在于作为一种创业企业对未来经营状况或IPO上市可能性等利好信息的提前承诺，通过现时对创业企业的价值发现和估值调整，以及对赌协议中权利义务条款的设置，赋予创业投资机构在获取股权、成为创业企业股东之后的一系列股东特殊权利，保障创业投资机构在创业企业处于良好或不良经营状况下均能有退出的选择，从而增强创业投资机构的投资信心，保障其股权投资资金的安全。对赌协议及其中的股东特殊权利条款设置，通常是在创业企业的投融资过程当中，作为创业投资机构向创业企业进行股权投资的一种附加对价而存在，通过股东特殊权利的赋予，对创业企业的未来预期经营水平予以承诺，以及未达预期的情况下为创业投资机构提供退出方式或控制权获得手段，帮助创业投资机构在不同的未来预期下



规避风险。

而对于创业企业管理层而言，对赌协议的设置能够强化创业投资机构的投资信息，从而反过来保障融资的顺利完成，尽可能降低双方在投融资接洽过程中的交易成本，提高创业投资效率，尽快获取企业初创过程中发展所需的大量资金。同时对赌协议对于企业未来估值的预期调整，也能够通过业绩承诺的方式，对企业管理层形成有效的事实性激励，并以企业发展状况欠佳时对企业的控制权等权益的可能丧失的潜在预期，形成压力倒逼企业管理层积极经营。从这一意义上看，对赌协议是一种兼顾奖励和惩罚的激励型契约。

2.效力、触发条件与履行

在对赌协议的司法裁判观点上，海富案、韩霖案、华工案与银海通案四个发生于不同时期的典型司法案例对于对赌协议的效力认定具有重要的裁判立场宣示作用。在2012年海富案中，司法裁判认为案涉《增资协议书》中的部分条款损害了公司利益和公司债权人利益，依法认定无效。案涉《增资协议书》中，迪亚公司对于海富公司的补偿承诺并不损害公司及公司债权人的利益，不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，是有效的。自该案始，司法裁判对于对赌协议的效力问题开始区分对赌协议约定的义务主体，并针对这两种情形分别作出效力认定：第一，基于《合同法》的意思自治原则，认可了机构投资者与目标公司股东所签订的对赌协议有效；第二，基于《公司法》的资本维持原则，不认可投资方与目标公司本身所签订的对赌协议的效力。

海富案是在对赌协议效力问题上具有关键性节点意义的一项裁判案例。自海富案之后，公司投资方倾向于与公司股东签订对赌协议以保证合同效力。在2018年的瀚霖案中，对赌协议的双方当事人同样为公司创始股东与投资人，但公司为对赌协议被触发后公司股东需要承担的股份回购义务承担了担保责任，因此涉及了公司为股东签订的对赌协议提供担保的行为是否有效的效力问题。整体而言，最高法认为瀚霖公司为对赌协议提供担保的行为是有利于公司经营发展的行为，并不损害公司及公司其他股东权益，并基于此认定涉案的担保条款合法有效，判处瀚霖公司应当对曹务波支付股权回购款及违约金承担连带担保责任。质言之，

该案在海富案判定机构投资者与目标公司股东签订的对赌协议有效、与目标公司签订的对赌协议无效的基础上，进一步确认虽然目标公司不能作为对赌协议的当事人，但能够以担保人的身份为对赌协议中的股东承担担保连带责任。

而在2019年的华工案中，江苏高院同样面对投资方与目标公司之间签订了对赌回购协议的情形，却给出了与海富案不同的裁判观点，认为《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司股份，有限责任公司在履行法定程序后回购本公司股份并不会损害公司股东及债权人利益，也不会构成对公司资本维持原则的违反。华工案最终判决认为案涉回购协议履行在事实上具有可能性，投资方与目标公司的对赌回购协议有效。

2020年的银海通案中，法院在华工案判定投资方与目标公司对赌协议有效的基础上，进一步强调了根据《公司法》第35条、第142条的规定，目标公司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177条的规定完成减资程序，否则不支持回购。从海富案、韩霖案，再到华工案与银海通案，对于目标公司与投资方之间签订的对赌协议是否有效的裁判观点经历了“无效”到“有效但需要履行法定程序”的过程。

当前，影响对赌协议效力的核心条款为《九民纪要》第5条。根据该条规定，投资方与目标公司之间签订的对赌协议在不存在法定无效事由的情况下，应属合法有效，公司能够成为对投资方所持有的公司股权进行回购的主体，但必须在投资人请求公司回购时完成减资程序。如未能按要求进行减资，则投资人按照对赌协议请求公司回购的诉请依然会被驳回。而投资方与公司股东或实际控制人在对赌协议中签署的回购权条款，则归属于《公司法》第84条规定的股东之间转让股权的情形。投资方为了保障其回购权得到顺利实现，通常会在投资协议中要求目标公司对公司股东或实际控制人的回购义务承担担保责任。但这一担保责任能够顺利实现，也需要遵循《公司法》以及《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉有关担保制度的解释》的规定，按照公司对外担保的决议程序对该担保责任予以确认，否则目标公司对股东或实际控制人的回购义务承担担保责任的条款可能无效。

从法律行为的视角看，对赌协议的本质是投资方与目标创业公司之间订立的

债法上的权利义务关系，其中共约定了两次处分行为：第一次处分行为是在协议签订后投资方对目标创业公司投资入股的行为；第二次处分行为则是在协议中所约定的特殊权利条款被触发后，投资方要求目标创业公司进行的股权回购、金钱补偿等估值调整行为。第二次处分行为的前提条件是对赌协议中约定的特定条件的达成，即包括股权回购条款等股东特殊权利生效条件的达成，且被投资方确定触发，要求目标创业公司或创始股东予以实际履行。因此在第二次处分行为中，公司的创始股东、投资方以及公司外部债权人之间的利益关系将会受到明显的影响。在创始股东和投资方之间，可能发生公司控制权结构发生的变化，这也是众多制度规范与司法裁判对对赌协议的效力以及其中回购权条款的效力予以约束的原因。

3. 终结：公司进入Pre-IPO和IPO阶段，各类条款的处理方式

对赌协议及特殊权利条款的终结过程，从结构上从属于私募股权投资资金项目的退出过程。从行为目标上看，私募股权投资资金对目标公司的股权投资及相应的签订对赌协议等行为，核心目的就是在特定目标成就或约定条件发生后顺利退出，而非成为目标公司的长期持股股东。当前，国内私募投资基金项目的主要退出方式有转让退出、回购退出与清算退出等。其中转让退出是私募投资基金在投资时所预设的期待实现的退出方式，即通过私募市场转让退出或在目标公司IPO成功或被并购重组后的锁定期结束后将所持有的公司股份卖出以实现退出，后者通常为投资方与目标公司签订对赌协议时设定的积极对赌条件。而回购退出则为对赌协议中的消极对赌条件，为对赌失败后目标公司需要承担的义务，即由目标公司或其创始股东（对赌协议的签订方）回购投资方所持股份而实现投资方的退出。清算退出的场景则较为极端，即目标公司因经营不善等情形发生解散、清算，此时投资方只能以清算后分配剩余财产的方式退出。

由于回购退出的情形即对赌协议中约定的回购条款被触发，因此属于对赌协议的生效及履行情形，在上一节中已经讨论。下面集中讨论IPO退出时对赌协议及股东特殊权利条款的终结情形。

首先，根据《首次公开发行股票注册管理办法》第二章发行条件的第12条第2

款规定，发行人需要满足“主营业务、控制权和管理团队稳定”的要求，“股份权属清晰，不存在导致控制权可能变更的重大权属纠纷”。投资方在IPO过程前后的持股行为本身并不会造成股份权属的不清晰，但对赌协议及股东特殊权利的存在则潜在性地预设了股份权属变动乃至控制权变更的情况，尤其在对赌协议本身即约定了一系列以投资方的退出为目的的特殊权利的情况下，对赌协议被视为IPO上市中发行人股份权属状况的不稳定因素，而被证监会明确列示在IPO前发行人需自行清理的范围内。在证监会2019年形成的《首发业务若干问题解答》（已废止）问题5中，明确了“投资机构在投资发行人时约定对赌协议等类似安排的，原则上要求发行人在申报前清理”的IPO要求，同时给出了对赌协议属于不被清理情形的四项要求。相应的，《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二）》（上证发〔2019〕36号）（已废止）的问题10中同样提及了“部分投资机构在投资时约定有估值调整机制（对赌协议），发行人及中介机构应当如何把握？”的问题，做出了“原则上要求发行人在申报前清理对赌协议”的行为规范。

当前的现行规范为证券交易所《监管规则适用指引——发行类第4号》¹²⁴⁻³对赌协议，规定解除对赌协议应关注以下方面：

(1)约定“自始无效”，对回售责任“自始无效”相关协议签订日在财务报告出具日之前的，可视为发行人在报告期内对该笔对赌不存在股份回购义务，发行人收到的相关投资款在报告期内可确认为权益工具；对回售责任“自始无效”相关协议签订日在财务报告出具日之后的，需补充提供协议签订后最新一期经审计的财务报告。

(2)未约定“自始无效”的，发行人收到的相关投资款在对赌安排终止前应作为金融工具核算。

质言之，基于证监会对对赌协议的清理要求与审慎目的，发行人在进行IPO之前即Pre-IPO的准备阶段中，会在保荐人及发行人律师的督促与建议下对公司目前签订的或股东签订的对赌协议与特殊权利条件进行审查，并予以逐一清理。这里的清理过程，即为IPO情形下的对赌协议及其特殊权利条款的终结方式。具体的清理过程，也就是对赌协议及特殊权利条款的终结方式，通常协议双方采用另行签

12. 中国证券监督管理委员会，2023.02.17

订补充协议及/或书面确认文件等方式对相关条款的效力进行终止，¹³以合意的方式达成对另一份合意的终结。在具体的效力停止时间上，实践中存在基准日前停止与申报前/时停止两种情况，且通常将终止时间尽可能提前以顺利完成申报。整体而言，无论对赌协议是否得到顺利执行，证券监管部门都可能认为对赌协议会影响企业上市后的股权结构，属于企业的一个重大不稳定因素。证券监管部门在上市审核中对涉及企业股权、业绩对赌以及一票否决权的机制安排将不予核准。创业企业要在境内IPO，就必须在提出上市申请前清理对赌协议。

具体到当前IPO企业审核案例中对赌协议的清理方式，凡是约定了由发行人承担回购义务的，均需要约定相关条款效力终止，且不可被恢复。而对于控股股东或实际控制人的回购义务条款，按照对赌协议有关条款的效力存续划分，清理方式上有“完全解除”“终止但有条件恢复”与“保留对赌条款”三种类型。

第一种，“完全解除”，即协议双方采用另行签订补充协议及/或书面确认文件等方式对相关条款的效力进行终止，对赌条款并未被触发，且自始无效，也无法被恢复。

第二种，“终止但有条件恢复”，协议双方签署补充协议，对发行人历史沿革中签订的对赌条款予以重新约定，对于由控股股东或者实际控制人承担回购义务的，应当约定相关条款效力终止，若发行人出现撤回申请、未通过审核等无法实现上市目的情形出现时，控股股东或者实际控制人的回购义务效力恢复。¹⁴

第三种，“保留对赌条款”，对于由控股股东或者实际控制人承担回购义务的，在满足证监会或交易所规定的可以不予清理、予以保留的条件后，可以不再另行约定终止条款。实践中还存在修改对赌条款，使其符合监管要求而不进行清理的情况，如将发行人承担义务的条款调整为控股股东或实际控制人承担。

13. 夏斌斌、黎健强：《从近期IPO案例看PE股东特殊权利条款的处理安排》，2022年11月9日发布

14. 房立荣、张淼晶、马龙飞：《IPO企业对赌协议的清理》，2023年8月16日发布

（三）对赌协议规制框架演进中的典型司法案例

在对赌协议的规制框架演进的过程中，典型司法案例对于实践中对对赌协议的认知与运用、相应裁判思路的变迁乃至制度规范的发展，都具有重要的节点性意义。本文选择了海富案、韩霖案、华工案与银海通案四个发生于不同时期、裁判思路较为典型且具有较大影响意义的案件，分别简要介绍每个案件中与对赌协议相关的核心争议、裁判要旨及其体现出的司法立场，以透视司法裁判中对对赌协议的关注重点与规制方向。

案件名称	终审时间	裁判要点	确立的裁判规则
海富案	2012年11月	<p>《增资协议书》中的部分条款损害了公司利益和公司债权人利益，依法认定无效。</p> <p>《增资协议书》中，迪亚公司对于海富公司的补偿承诺并不损害公司及公司债权人的利益，不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，是有效的。</p>	区分对赌协议约定的义务主体分别作出效力认定，基于《合同法》的意思自治原则，认可了机构投资者与目标公司股东所签订的对赌协议有效；但基于《公司法》的资本维持原则，不认可投资方与目标公司本身所签订的对赌协议的效力。
瀚霖案	2018年9月7日	<p>第一，瀚霖公司对公司创始股东曹务波回购强静延等人的股份提供担保，已经经过公司股东大会审查并获得公司决议批准，公司承担担保责任，程序合法有效；第二，强静延等人的投资款全部用于公司经营发展，瀚霖公司全体股东因此受益。瀚霖公司提供担保有利于自身经营发展，并不损害公司及公司其他股东权益。最高法认定涉案担保条款合法有效，瀚霖公司应当对曹务波支付股权回购款及违约金承担连带担保责任。</p>	虽然目标公司不能作为对赌协议的当事人，但能够以担保人的身份为对赌协议中的股东承担担保连带责任。

案件名称	终审时间	裁判要点	确立的裁判规则
华工案	2019年4月3日	江苏高院再审认为股份回购条款合法有效,《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司股份,有限责任公司回购本公司股份不当然违反我国《公司法》的强制性规定。有限责任公司在履行法定程序后回购本公司股份,亦不会损害公司股东及债权人利益,亦不会构成对公司资本维持原则的违反。并从目标公司的持续正常经营、投资方在目标公司所占股权比例及历年分红情况等角度,分析了回购款项支付是否会导致目标公司资产减损,损害目标公司债务清偿能力等,最终认为回购协议履行在事实上具有可能性。	投资方与目标公司的对赌回购协议有效。
银海通案	2020年6月	根据《公司法》第35条、第142条的规定,投资方银海通投资中心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,但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177条的规定完成减资程序。	投资方与目标公司的对赌回购协议有效,但是公司股权回购属于公司减资,需要履行法定程序,否则不支持回购。



1.海富案

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、香港迪亚有限公司案（以下简称“海富案”），¹⁵被称为我国“对赌协议第一案”，在对赌协议的司法裁判中具有标志性意义。

简要梳理其案情如下：

2007年，海富公司与世恒公司、迪亚公司签订《增资协议》：海富公司向世恒公司出资人民币2000万元；海富公司获得世恒公司3.85%的注册资本股权。

《增资协议》约定：如果世恒公司到2008年净利润未超过3000万元，海富公司可以要求世恒公司补偿，如世恒公司无足够的资金履行补偿义务，则海富公司可以要求世恒公司的股东迪亚公司连带履行补偿义务。

本案的争议核心在于《增资协议》第7条第2项的效力问题，即在这一私募股权投资实践中使用的“对赌协议”的效力问题。2009年12月，海富投资公司向兰州市中级人民法院起诉，要求判令世恒公司及迪亚公司向其支付补偿款人民币1998万元。兰州市中院一审判决驳回海富投资公司的全部诉讼请求。海富投资公司不服，向甘肃省高级人民法院提出上诉。甘肃高院二审判决：对赌协议名为投资实为借贷，对赌协议无效，目标公司只需退还海富公司的出资本金及同期银行定期存款利息。海富投资公司不服二审判决，向最高人民法院提起再审。

2012年11月，最高法判决认为，在民间融资投资活动中，融资方和投资人设置估值调整机制（即投资人与融资方根据企业将来的经营情况调整投资条件或给予投资人补偿）时要遵守公司法和合同法的规定，投资人与目标公司本身之间的补偿条款如果使投资人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，故应认定无效。但目标公司股东对投资人的补偿承诺不违反法律法规的禁止性规定，是有效的。在合同约定的补偿条件成立的情况下，根据合同当事人意思自治、诚实信用的原则，投资人应信守承诺，投资人应当得到约定的补偿。世恒公司、海富公司、迪亚公司、陆波在《增资

15. 中华人民共和国最高人民法院公报：苏州工业园区海富投资有限公司与甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司、陆波增资纠纷案，案号（2012）民提字第11号。<http://gongbao.court.gov.cn/Details/0e07feeb9a41c731e3730b9a4555f4.html>

协议书》中约定，如果世恒公司实际净利润低于3000万元，则海富公司有权从世恒公司处获得补偿，并约定了计算公式。这一约定使得海富公司的投资必须取得相对固定的收益，且这一收益脱离了世恒公司的真实经营业绩，对公司利益和公司债权人利益造成损害，因此一审法院、二审法院根据《公司法》第20条和《中外合资经营企业法》第8条的规定认定《增资协议书》中的这部分条款无效是正确的。但二审法院认定海富公司18852283元的投资名为联营实为借贷，并判决世恒公司和迪亚公司向海富公司返还该笔投资款，没有法律依据。最高法认为，在《增资协议书》中，迪亚公司对于海富公司的补偿承诺本身并不损害公司及公司债权人的利益，不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，应为有效，并判决迪亚公司向海富公司支付协议补偿款19982095元。

最高法的这一判决，首先基于《公司法》的资本维持原则，认为对目标公司的对赌因损害了公司与债权人的利益而无效，不认可投资方与目标公司本身所签订的对赌协议的效力，目标公司不承担股权回购责任，无需向投资人支付股权回购款；其次，基于《合同法》的意思自治原则，认可了机构投资方与目标公司股东所签订的对赌协议有效，即估值调整后的现金赔偿约定有效。质言之，最高法的判决初步确立了“对赌协议相对有效”的规则，即做出了对对赌协议中目标公司这一方法律义务主体区分性的效力认定，与被投资的目标公司对赌无效，与目标公司的大股东或控股股东对赌有效。在该案之后，对赌协议的实践运用中投资方倾向于尽可能与目标公司的股东签订对赌，而非与目标公司直接对赌，从而保障对赌协议的效力实现。

2. 瀚霖案

在最高院公开的案号(2016)最高法民再128号《强静延、曹务波股权转让纠纷再审判判决书》（以下简称“**瀚霖案**”）中，强静延等人作为投资人与创始人曹务波、被投资公司瀚霖公司签署《增资协议书》，强静延向瀚霖公司增资3000万元，其中400万元作为瀚霖公司的新增注册资本，其余2600万元作为瀚霖公司的资本公积金，强静延持有瀚霖公司0.86%的股权。同时约定：如果目标公司未能在2013年6月30日前完成合格IPO，强静延有权要求曹务波以现金方式购回强静延所

持的目标公司股权，回购价格为强静延实际投资额再加上每年8%的内部收益率溢价，计算公式为 $P=M \times (1+8\%) T$ ，其中：P为购回价格，M为实际投资额，T为自本次投资完成日至强静延执行选择回购权之日的自然天数除以365；瀚霖公司为曹务波的回购提供连带责任担保。

最高法再审后认为，案涉协议所约定由瀚霖公司为曹务波的回购提供连带责任担保的担保条款合法有效，瀚霖公司应当依法承担担保责任，理由如下：强静延已对瀚霖公司提供担保经过股东会决议尽到审慎注意和形式审查义务；强静延投资全部用于公司经营发展，瀚霖公司全体股东因而受益。瀚霖公司提供担保有利于自身经营发展需要，并不损害公司及公司中小股东权益，应当认定案涉担保条款合法有效，最终确认“山东瀚霖生物技术有限公司对曹务波所承担股权转让款及逾期付款违约金债务承担连带清偿责任”。

瀚霖案中的最终判决与前述海富案产生鲜明差异之处在于，海富案基本确立了“与目标公司签署的对赌协议无效”的裁判规则，然而瀚霖案中最高法针对各方签署的《增资协议书》《补充协议书》《股权转让协议》之约定是否有效，适用的是《合同法》，认为合同条款之无效判定应“严格遵循法定主义”，判处瀚霖公司对曹务波所承担股权转让款及逾期付款违约金债务承担连带清偿责任，认可了目标公司为其实际控制人与投资人之间签署的对赌协议承担连带责任担保责任的有效性。

将海富案与韩霖案予以对比：海富案中，被投资公司世恒公司是协议中的直接对赌参与者，是协议的一方义务主体，直接参与了与投资人的对赌；而瀚霖案中，被投资公司瀚霖公司并未直接参与到对赌之中，对赌协议的双方当事人为瀚霖公司的创始人与投资人，瀚霖公司只是为参与对赌的创始人提供了连带责任担保。而在法院判决的论述中，海富案中的“对赌协议”约定了未实现业绩目标时被投资公司对投资人的现金补偿条款，最高法认为这一约定使投资人“可以取得相对固定的收益，该收益脱离了世恒公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益”，依据《中华人民共和国公司法》第20条和《中华人民共和国中外合资经营企业法》第8条而判定该条款无效。在瀚霖案中，对赌协议本身在创始人与投资人之间签署，目标公司并非协议当事人，而是以创始人股东的担保人身份承担连带责

任。而最高法的裁判论述则侧重于对公司为股东承担担保责任的程序与效力予以论证，回归《合同法》第52条，严格遵守合同无效的法定情形进行合同是否有效的判断，以及侧重于讨论债权人对被投资公司为公司股东提供担保的情形需尽何种注意义务。

综合来看，两案的共同点在于，最高法均对投资人和目标公司原股东之间签署的“对赌协议”予以效力上的认同，海富案将对赌协议的当事人限定为目标公司的股东，并将目标公司本身排除在协议的当事人之外，而瀚霖案则进一步认可了在投资人与原股东之间的对赌协议中，目标公司虽不能作为协议当事人，但能够以第三人身份为原股东的回购义务提供担保的有效性，以目标公司的连带担保责任保障了投资人在权利条件被触发后对回购权等股东特殊权利的行使。

而在目标公司成为对赌协议中原股东担保人的有效性上，最高法认为，在投资人向被投资公司进行股权投资的行为中，目标公司获得了大量资金以供经营发展，目标公司的协议当事人股东、目标公司、目标公司的中小股东乃至公司的债权人均为受益方，并未违反《公司法》第16条的立法目的，不应被视为无效。同时该案所涉的《增资协议书》《补充协议书》均曾载明，瀚霖生物已通过股东会决议通过相关协议的签署。“对于强静延而言，增资扩股、股权回购、公司担保本身属于链条型的整体投资模式，基于《增资协议书》及《补充协议书》的上述表述，强静延有理由相信瀚霖公司已对包括提供担保在内的增资扩股一揽子事项通过股东会决议，曹务波已取得瀚霖公司授权代表公司对外签订担保条款，且瀚霖公司在本案审理中亦没有提交其他相反证据证明该公司未对担保事项通过股东会决议，故应当认定强静延对担保事项经过股东会决议已尽到审慎注意和形式审查义务，因而案涉《补充协议书》所约定担保条款对瀚霖公司已发生法律效力。”可见，人民法院对于强静延（此时亦是债权人）所需尽到的义务要求仅限审慎注意和形式审查义务，并不强求强静延亲身参与被投资公司股东会会议或持有被投资公司股东会决议文件。¹⁶

16. 陈威：《从瀚霖生物案看对赌方案再调整》，2019.01.07发布，<https://www.grandwaylaw.com/zhuanyewenzhang/1714.html>

3. 华工案

2019年4月3日，江苏高院做出（2019）苏民再62号再审判决书（以下简称“**华工案**”），对公司参与对赌的合同效力进行了重新阐释，对类似案件裁判产生一定的示范作用。¹⁷

2011年7月6日，华工公司作为投资人与扬锻公司的潘云虎等原股东签订《增资协议》及《补充协议》，约定华工公司向扬锻公司增资扩股，其中扬锻公司及其所有原股东均在协议书签字。其中《增资协议》约定：华工公司以现金2200万元人民币对公司增资，其中200万元作为注册资本，2000万元列为公司资本公积金。《补充协议》约定若扬锻公司未能在2014年12月31日前上市，华工公司有权要求扬锻公司以现金方式回购全部股份。

由于扬锻公司未能在2014年12月31日前完成上市目标，华工公司要求杨锻公司以现金形式回购其所持有的全部股份，原股东承担连带责任。该案经扬州邗江区一审、扬州中院二审，均以公司回购股份的条款无效为由，驳回了华工公司的诉讼请求。随后，华工公司诉至江苏高院，江苏高院最终认定公司回购条款有效，支持了华工公司的诉讼请求。

江苏高院认为，该案的争议焦点是案涉的对赌协议是否有效。《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司股份，有限责任公司回购本公司股份不当然违反《公司法》的强制性规定。有限责任公司在履行法定程序后回购本公司股份，亦不会损害公司股东及债权人利益，亦不会构成对公司资本维持原则的违反。案涉的对赌协议并不违反公司的资本维持原则，且不违反《合同法》第52条关于合同无效的规定。在有限责任公司作为对赌协议约定的股份回购主体的情形下，投资人作为对赌协议相对方所负担的义务不仅限于投入资金成本，还包括激励完善公司治理结构以及以公司上市为目标的资本运作等。投资人在进入目标公司后，亦应依据《公司法》的规定，对目标公司经营亏损等问题按照合同约定或者持股比例承担相应责

17. 江苏华工创业投资有限公司与扬州锻压机床股份有限公司等请求公司收购股份纠纷再审一案，案号（2019）苏民再62号。

任。案涉对赌协议中关于股份回购的条款内容，是当事人特别设立的保护投资人利益的条款，属于缔约过程中当事人对投资合作商业风险的安排，系各方当事人的真实意思表示。而其中股权回购款关于计算方式的约定，虽为相对固定收益，但与同期企业融资成本相比并不明显过高，不存在脱离目标公司正常经营下所应承担的经营成本及所能获得的经营业绩的企业正常经营规律。华工公司、扬锻公司及全体股东关于华工公司上述投资收益的约定，不违反国家法律、行政法规的禁止性规定，不存在《合同法》第52条规定的合同无效的情形，亦不属于合同法所规定的格式合同或者格式条款，不存在显失公平的问题。而当对赌目标不能实现时，约定由公司按合理价格回购投资人的股份，公司其他全部股东保证办理股权回购手续，不侵害公司及债权人利益，不构成抽逃出资，且具有法律和事实上履行可能性的，对赌协议有效。

2019年4月，江苏省高级人民法院就华工案作出民事判决书，认定案涉投资人江苏华工公司与目标公司扬州锻压公司之间的对赌协议有效，目标公司扬州锻压公司应向江苏华工公司支付股权回购款及利息。上述华工案与海富案在目标公司股权结构、对赌条款设计等方面均相似，但在投资人与目标公司之间对赌条款的效力和目标公司是否承担股权回购责任的认定上，判决结果却截然相反。其中的主要差异在于，海富案中当对赌协议的一方当事人为目标公司本身，法院认为这一协议会损害目标公司、中小股东及债权人的利益，因此基于资本维持原则而认定无效。而在华工案中，法院详细论证了案涉目标公司的当前状况，虽然与海富案同样设定了固定目标收益，但是该固定收益并没有高到会影响到目标公司中小股东、债权人利益的程度，不会对公司本身的经营状况造成严重影响。

同时，从海富案到华工案的裁判立场变化，也与整体制度背景的更迭息息相关。海富案与华工案相隔7年时间，其间发生了公司注册资本从实缴制转变到认缴制、企业间借贷行为合法化等法律法规和企业投资经营政策的变动，整体的制度规范向更加开放自由、鼓励现代商业契约行为的方向转变。华工案作为地方高院的司法案例，其裁判观点的转变体现着司法实践中关于目标公司与投资人之间的对赌协议效力，和目标公司作为股权回购主体的认定上，所作出更贴合现代商业环境和准



则的探索和努力。¹⁸在海富案中被认定无效的将目标公司作为对赌协议当事人的相关条款，在华工案中被纵深讨论，并不只停留于“目标公司成为对赌协议当事人”的这一表层，而是深入到目标公司的经营状况，探讨海富案中所担忧的“损害公司及公司债权人的利益”是否会在案涉目标公司的状况下真实发生。当认为这一负面情况并不会因为对赌协议的履行而发生，对赌条款中关于股权回购的合理范围内的固定利率收益在企业正常负担的融资经营成本范围之内，不会脱离企业正常经营规律，并未违反有限责任公司资本维持原则，因此倾向于认定此种情形下以目标公司为协议当事人签订的对赌协议有效。

4. 银海通案

2011年8月，北京银海通投资中心（有限合伙）与新疆西龙土工新材料股份有限公司签订《增资扩股协议》，新疆西龙公司在原股东基础上增加银海通投资中心为公司新股东，银海通投资中心认购300万股，投资款总额为900万元，占增资后总股本的3.05%。同日，银海通投资中心与新疆西龙公司及奎屯西龙无纺土工制品有限公司签订《补充协议》，约定：如果截至2012年9月30日新疆西龙公司仍未实现在国内证券交易所公开发行股票并上市，则银海通投资中心有权要求新疆西龙公司回购其持有的股份。奎屯西龙公司同意，如新疆西龙公司不能履行上述回购义务，则奎屯西龙公司同意按照上述条款的约定收购银海通投资中心持有的股份，以保障银海通投资中心的投资退出。新疆西龙公司至今未公开发行股票并上市。奎屯西龙公司系新疆西龙公司的全资子公司。

一审法院判决新疆西龙公司于本判决生效之日起三十日内一次性支付银海通投资中心股权回购价款13275000元。2019年12月，新疆高院二审认为：一、《补充协议》中的股权回购条款有效。二、为保护公司债权人利益，如履行股权回购约定，新疆西龙公司应依照《公司法》第177条的规定，履行法定减资程序后方可履行回购约定。银海通公司并无证据证明新疆西龙公司相应减资程序已经完成，新疆西龙公司亦确认其减资程序尚未启动，故对银海通投资中心要求新疆西龙公司履行

18. 中伦视界，孙彬彬、李晓燕：《司法博弈：看“对赌协议”案件中的股权回购责任、担保责任和违约责任认定》，2019-06-26发布，<https://www.zhonglun.com/research/articles/7353.html>

股权回购义务的诉讼请求不予支持。

2020年6月，最高法再审判决认为，首先，根据《公司法》第35条、第142条的规定，投资方银海通投资中心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，但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177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，本院不予支持。

根据银海通案的最高法的判决意见，投资方与目标公司签订的对赌回购协议有效，但是在相关股东特殊权利被触发后，投资方要求公司进行股权回购，但股份有限公司的公司股权回购属于公司减资行为，需要履行法定程序，否则不支持回购。

5.最新裁判指导

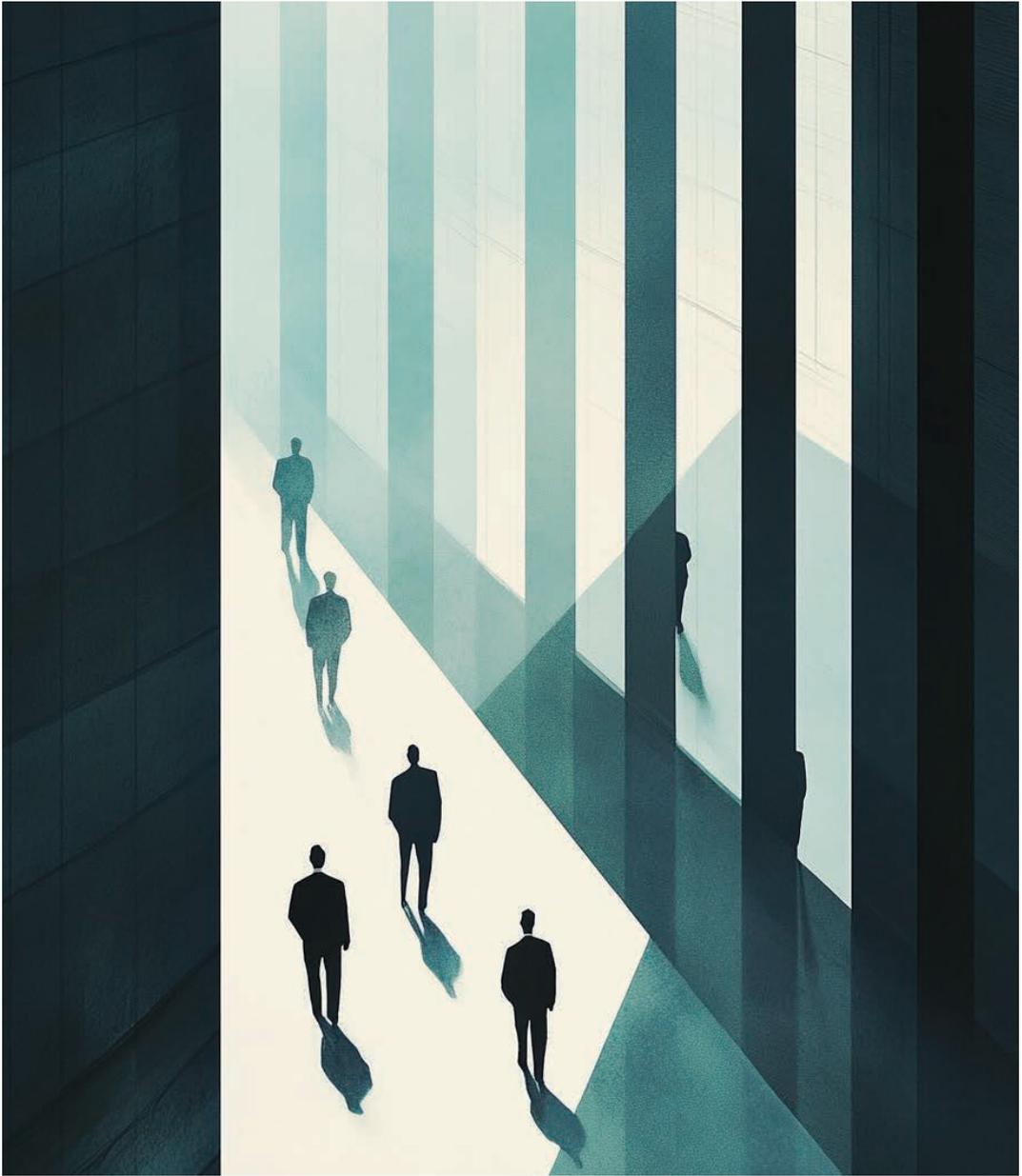
将银海通案与海富案乃至华工案予以比对，可以发现对赌协议的司法立场已经从“与目标公司签订的对赌协议无效”，到“不影响目标公司本身与债权人利益的对赌协议有效”，再到“对赌协议有效但需遵守相关的其他强制性程序规定”。司法判决的关注点从协议效力是否成立向协议的实际履行能力与程序要求转移。从请求权基础的角度看，即是从请求权成立与否向请求权能否行使发生了转移。¹⁹

除了上述标志性裁判案例之外，近年来还有一系列与对赌协议相关的具有裁判指导意义的新案件。如（2017）京民初16号（中农案）、（2019）粤民终2507号（2020）最高法民终575号、以及（2021）鲁民终647号中法院就“未完成减资程序，不予支持公司回购诉请”给出的裁判观点。（2019）京民终154号、（2022）新民终159号中，法院给出的“股东对目标公司的担保也相应可以因未减资做抗辩”裁判立场。（2021）京民终1010号案例中法院提出目标公司承担回购连带责任也需要考虑减资程序。（2021）京民终495号中法院作出目标公司作为对赌义务人时虽然一时履约不能但可以支付未减资的违约金的裁决（存在争议）。（2019）粤民终2507

19. 朱林海、奚正辉：《从对赌协议典型案例探究裁判思路的变迁》，2022-05-23发布，<https://www.allbright-law.com/CN/10475/b87149a8b441c8ab.aspx>

号、(2019)粤03民终17337号、(2020)沪02民终2334号、(2022)闽02民终2108号、(2023)京02民终2334号中法院对于股东回购与优先购买权给出的裁判立场。(2021)沪民终745号法院就对赌协议中回购条款与监管效力的相关裁判立场。(2020)浙04民终2163号中法院对于优先清算权是否有效作出的裁决。(2020)川01民终9209号中法院提出的对于优先清算权“自行履行后清算组不承担责任,约定有效”的裁判观点等。

以上内容为结合主要讼争与裁判意见对最新裁判指导的简要罗列,具体内容于本报告第三部分的表格中予以列示。



特殊权利条款： IPO招股书数据洞察与分析

我们收集、整理、汇总2017年至2023年2154家IPO过会企业披露的特殊权利条款的签署、变更、清理情况，结合交易板块、所属行业、问询情况等信息，并利用大模型辅助对相关文本的整体理解和趋势分析。值得注意的是，未过会、撤回IPO申请的企业不在当前报告的考虑范围之内，主要原因为企业未过会或撤回申请的理由未明，无法准确将原因指向特殊权利条款，其相关性与参考意义有待明确。

（一）各年IPO招股书总体数据与签订特殊权利条款的比例

我们通过公开渠道，收集、整理和汇总了2017年至2023年在上交所（包括主板和科创板）和深交所（包括主板和创业板）上市的2154家公司在IPO过程中披露的特殊权利条款相关信息，具体每年各板块IPO公司数量如下所示：

		交易板块				总计
		上交所科创板	上交所主板	深交所创业板	深交所主板	
上市 年份	2017年		196	132	77	405
	2018年		57	29	19	105
	2019年	71	52	52	26	201
	2020年	142	86	109	54	391
	2021年	163	84	199	32	478
	2022年	124	32	146	39	341
	2023年	65	34	111	23	233
	总计	565	541	778	270	2154

表1.2017年至2023年各交易板块IPO公司数量

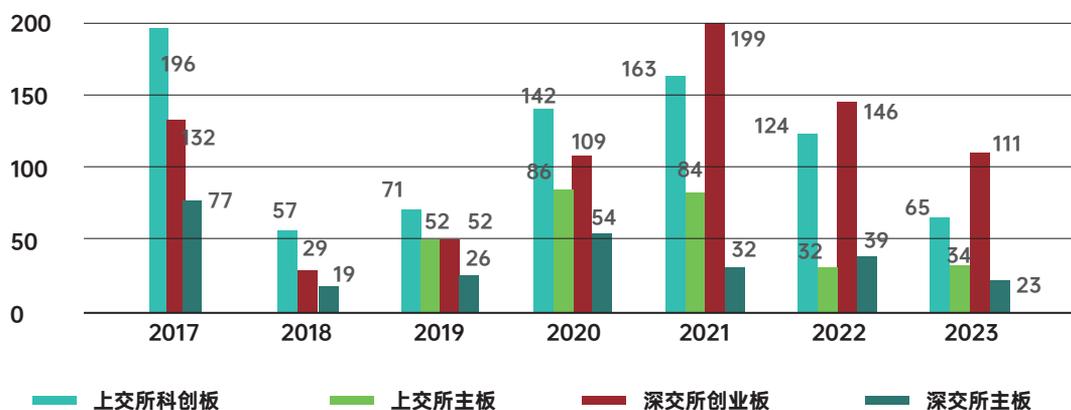


图1.2017年至2023年各交易板块IPO公司数量

根据我们的检索，在2154家公司中，共有1599家公司存在特殊权利条款或对赌协议相关的信息披露，占比74%，剩余555家公司（26%）未检索到包涵特殊权利条款、对赌协议等相关的信息披露。以下为不同板块、年份、行业，存在特殊权利条款或对赌协议相关的信息披露的公司数量与比例。

上市年份	是	否	总计
2017	230(57%)	175(43%)	405
2018	77(73%)	28(27%)	105
2019	150(75%)	51(25%)	201
2020	296(76%)	95(24%)	391
2021	366(77%)	112(23%)	478
2022	294(86%)	47(14%)	341
2023	186(80%)	47(20%)	233
总计	1599(74%)	555(26%)	2154

表2.2017年至2023年公司在IPO过程中是否存在特殊权利条款相关信息披露

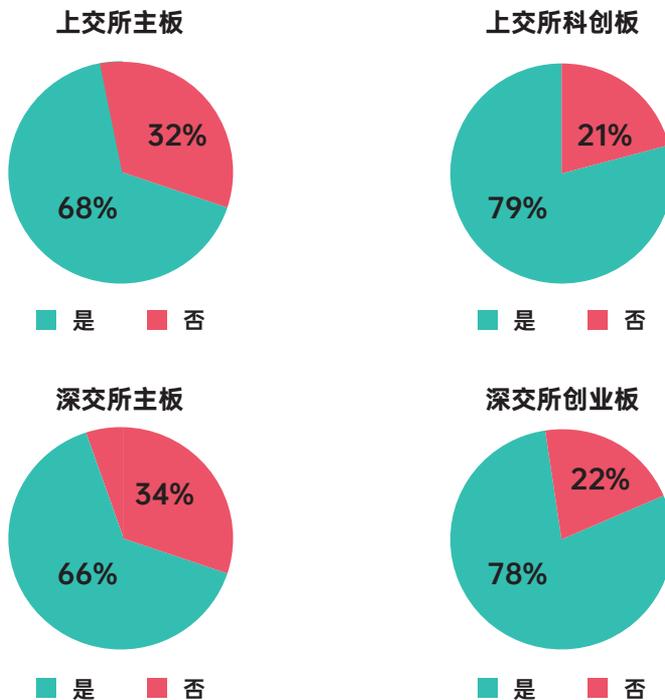


图2.各板块公司在IPO过程中披露特殊权利条款相关信息的比例



图3.2017年至2023年各板公司在IPO过程中是否存在特殊权利条款相关信息披露

行业	存在特殊权利条款相关披露	不存在特殊权利条款相关披露	总计
采矿业	7(70%)	3(30%)	10
电力、热力、燃气及水生产和供应业	21(68%)	10(32%)	31
房地产业	2(50%)	2(50%)	4
建筑业	21(72%)	8(28%)	29
交通运输、仓储和邮政业	16(67%)	8(33%)	24
教育	2(100%)	(0%)	2
金融业	18(45%)	22(55%)	40
居民服务、修理和其他服务业	(0%)	1(100%)	1
科学研究和技术服务业	59(76%)	19(24%)	78
农、林、牧、渔业	6(67%)	3(33%)	9
批发和零售业	33(72%)	13(28%)	46
水利、环境和公共设施管理业	42(86%)	7(14%)	49
卫生和社会工作	5(100%)	(0%)	5
文化、体育和娱乐业	10(53%)	9(47%)	19
信息传输、软件和信息技术服务业	158(81%)	38(19%)	196
制造业	1185(75%)	404(25%)	1589
住宿和餐饮业	1(50%)	1(50%)	2
租赁和商务服务业	13(65%)	7(35%)	20
总计	1599(74%)	555(26%)	2154

表3.各行业公司在IPO过程中披露特殊权利条款相关信息的数量与比例

在披露了特殊权利条款签署情况的1599家公司中，952家公司披露其签署过特殊权利条款占比60%；剩余647家公司（40%）披露其未签署过特殊权利条款或被询问过是否提及但我们检索覆盖范围内此等问题无进一步问答、说明情况。

交易板块	签署过特殊权利条款	未签署过特殊权利条款	总计
上交所科创板	337(76%)	108(24%)	445
上交所主板	150(41%)	219(59%)	369
深交所创业板	391(65%)	215(35%)	606
深交所主板	74(41%)	105(59%)	179
总计	952(60%)	647(40%)	1599

表4.各版块签署过特殊权利条款的公司数量与比例

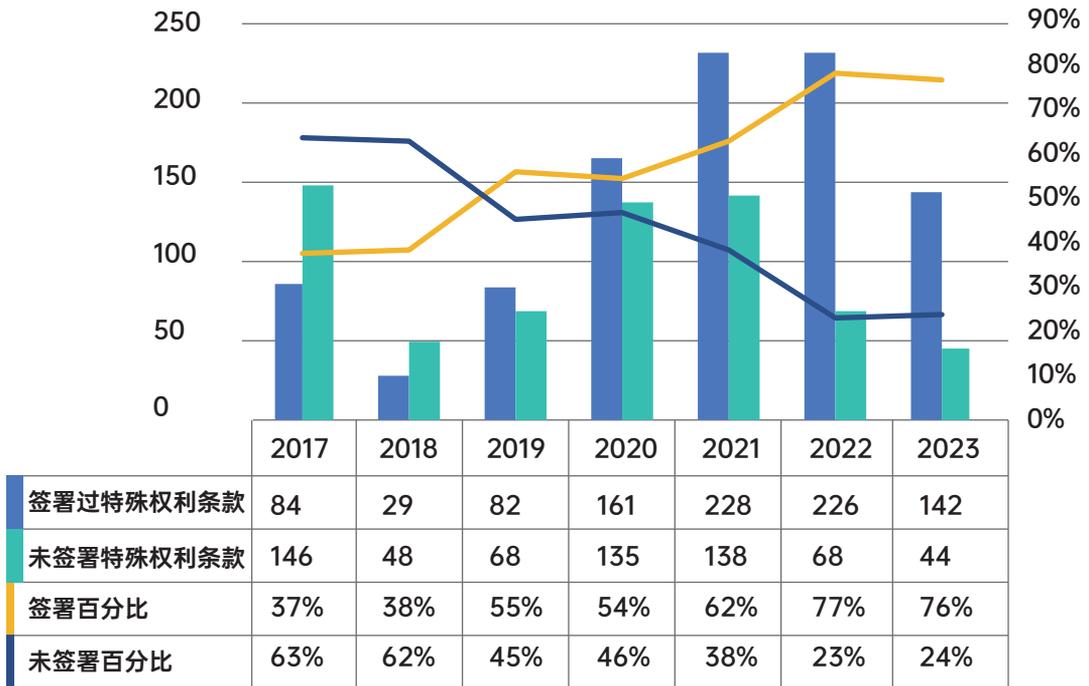


图4.2017年至2023年签署过特殊权利条款的公司数量与比例

行业	签署	未签署	总计
制造业	703(59%)	482(41%)	1185
信息传输、软件和信息技术服务业	107(68%)	51(32%)	158
科学研究和技术服务业	29(49%)	30(51%)	59
水利、环境和公共设施管理业	30(71%)	12(29%)	42
批发和零售业	26(79%)	7(21%)	33
电力、热力、燃气及水生产和供应业	10(48%)	11(52%)	21
建筑业	8(38%)	13(62%)	21
金融业	4(22%)	14(78%)	18
交通运输、仓储和邮政业	8(50%)	8(50%)	16
租赁和商务服务业	9(69%)	4(31%)	13
文化、体育和娱乐业	5(50%)	5(50%)	10
采矿业	5(71%)	2(29%)	7
农、林、牧、渔业	3(50%)	3(50%)	6
卫生和社会工作	4(80%)	1(20%)	5
房地产业	(0%)	2(100%)	2
教育	1(50%)	1(50%)	2
住宿和餐饮业	(0%)	1(100%)	1
总计	952(60%)	647(40%)	1599

表5.各行业签署过特殊权利条款的公司数量与比例

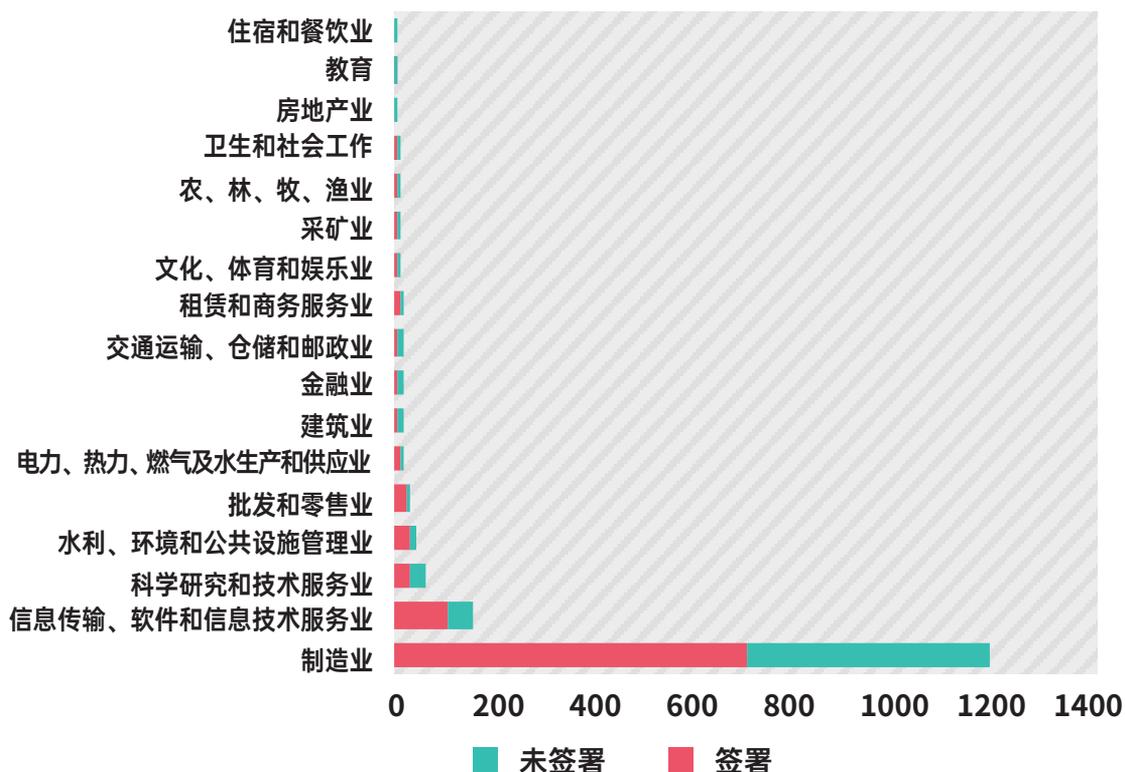


图5.各行业签署过特殊权利条款的公司数量

(二) 签署了哪些特殊权利条款

我们汇总了952家公司有关特殊权利条款的8075条信息披露，包括签有特殊权利条款的协议信息（协议方、签署时间、条款名称、条款内容）、公司在IPO过程中对特殊权利条款的处理方式与论述、监管机构的问询问题，以及未签署此类条款的公司关于特殊权利条款的论述。

在披露公司曾签署特殊权利条款的952家公司中，845家披露其签署过对赌类条款，即股权回购、业绩补偿、估值调整及相同效果的“对赌”条款。我们利用大模型对全部信息进行整理分析，根据公司披露的条款名称及条款内容进行判断，721家公司披露签署过**回购类条款**，占披露条款公司总量的76%；345家公司披露签署了885条直接与**业绩承诺、业绩补偿或利润保证相关的条款**，占披露公司总数量的

36%；74家公司披露签订了129条估值调整条款。

股权回购条款的触发条件可以总结和归类为以下几大类别，这些类别涵盖了大多数回购条款中常见的触发事件，旨在保护投资方在特定情况下的权益。首先，在上市相关问题方面，触发条件包括公司未能按时**提交IPO申请**、IPO申请未获批准或撤回、IPO进程停滞（如申请被驳回或劝退），以及借壳上市或并购对价不足等情况。其次，针对**重大违约行为**，如果公司或实际控制人违反协议条款、存在诚信问题或欺诈行为，例如提供给投资方的信息中有虚假记载或重大遗漏，也会触发回购。再者，**管理层变动**如实际控制人变更或核心管理层的重大变化，同样可能引发回购义务。此外，当出现**经营状况恶化**的迹象时，比如财务表现不佳、审计报告异常或持续经营能力受损（如公司进入破产程序或涉及重大法律纠纷），回购条款也可能被激活。另外，若公司丧失或无法取得**特定运营资质**，如ETC业务资质、特定供应商认证或药品上市批文，投资方有权要求回购。最后，还有若干**其他特殊情况**，例如违反竞业禁止义务、关联交易不利影响、政府处罚或其他投资者权利行使失败等情形，也均可能导致回购条款的启动。上述分类确保了当公司未能按照预定计划发展或出现了严重影响投资方利益的情况时，投资方能够通过回购条款获得有效的保护，尽管具体的回购条款会根据投资协议的具体内容有所不同，但这些类别提供了全面的概括。

触发**业绩补偿条款**的主要条件围绕公司是否在约定的时间框架内达成预期经营成果展开。具体而言，如果公司在承诺年度内未能实现约定的扣除非经常性损益后的净利润目标（例如管理层和实际控制人承诺2018-2020年每年经审计的归属于母公司的净利润分别不低于1亿、1.4亿、1.6亿人民币），或者在业绩承诺期内累计三年的利润总额未达到承诺总额（例如4亿元或各方协商一致调减后的金额），即使某一年度超额完成业绩但其他年度未能弥补差距，最终三年累计净利润未能达标，则仍可能会触发补偿义务。此外，若因不可抗力因素导致公司利润情况未达到业绩承诺，在与投资方协商一致调整后仍未能达成，也需履行业绩补偿。对于上市申报需要暂时终止业绩补偿安排的情况，如果公司未能完成合格上市，则原终止的业绩补偿安排将继续生效。

在**估值调整条款**中，调整股权比例通常作为公司在指定期间内未能达到约定财

务或经营目标时的一种补偿机制。当实际净利润低于承诺值时，会依据一个明确的计算公式确定应补偿给投资者的股权数量，例如补偿金额基于（当期承诺扣非后净利润 - 当期实现扣非后净利润）与总承诺净利润的比例乘以投资金额，并按增资发行价格换算成股权补偿数量。此外，如果公司的实际业绩未能达到承诺目标，可能会触发估值调整，新的估值按照经审计的实际净利润与承诺净利润的比例重新计算，投资者有权要求根据调整后的估值获得额外股权作为补偿，同时协议中可能设定了股权调整的比例上限，防止过度稀释现有股东权益。为了应对后续融资中公司估值低于之前的情况，现有投资者可以通过增加股权比例或其他方式来保护自身利益不受稀释，如通过无偿转让部分股权或调整股权结构确保投资权益价值不低于最初的投资成本加上预期回报。

部分公司在披露对赌条款的同时也披露了其他特殊权利条款，包括优先认购权、优先购买权、领售权、随售权、反稀释权、股东会与董事会参与权等，我们在表6中汇总了公司的其他特殊权利条款信息披露情况。



权利类别	签署公司数量
反稀释/反摊薄	420
随售/共同出售	316
优先清算/清偿	299
优先认购	287
优先购买	247
股权转让限制	181
最优惠待遇	149
参与决策	114*
领售/拖售	68
知情权	65
公司治理	45*
优先出售	42
分红权	25

*该项数据较少，不排除关键词设置、数据抓取方面有所遗漏。

表6.签署其他特殊权利条款的公司数量

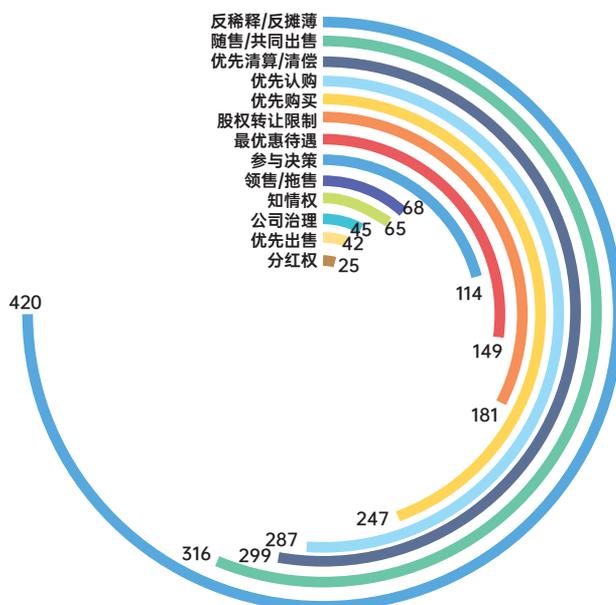


图6.签署各特殊权利条款的公司数量

如果说对赌条款通过设定明确的业绩或发展里程碑，促使管理层积极实现既定目标，并为投资者提供了一种在企业未能达到预期时获得补偿的安全网；那么特殊权利条款则从资本结构稳定性和治理效率方面保障投资者权益，例如优先购买权和领售权赋予了投资者在退出时更大的灵活性，反稀释权保护投资者免受低价增发新股的影响，股东会与董事会参与权则增强了投资者对公司重大决策的影响力。这些条款协同作用，不仅提高了投资的安全性和回报潜力，也促进了企业的健康发展。

根据我们收集的公开信息，共有420家公司在IPO过程中披露了其签署过反稀释类条款。与对赌条款类似，反稀释条款可能导致股权结构调整，例如通过给予早期投资者额外股份或调整持股比例，进而对公司治理结构、股东权益分配等方面表现产生重要影响。此外，反稀释条款也具有激励与约束管理层的作用：反稀释条款鼓励避免低价融资以保持公司价值增长，而对赌条款则设定了明确的业绩目标来驱动管理层努力达成。我们利用大模型对公司披露的反稀释条款进行学习并根据对条款的理解生成了反稀释条款的“总体画像”：

加权平均式反稀释调整

1.若公司在本轮投资完成后的任何时间点进行新的股权融资（以下简称“后续融资”），且该次融资的每股价格低于本轮投资人认购的价格（以下简称“新低价”），则本轮投资人的持股成本应按照加权平均公式进行调整，以确保其投资不会因为低价发行而遭受不利影响。

2.加权平均调整后的每股购买价格计算公式如下：

调整后每股购买价格 = 本轮投资的每股购买价格 * (后续融资前的公司股本 + 按照本轮投资的每股购买价格计算的新发股份) / (后续融资前的公司股本 + 按照新低价计算的新发股份)

3.根据上述调整后的每股购买价格，公司将向本轮投资人增发相应数量的股份，或由实

完全棘轮反稀释保护

1.在合格上市之前，如果公司在后续融资中以低于本轮投资人认购价格的价格（以下简称“新低价”）发行新股或可转换证券，则本轮投资人有权要求实际控制人采取补偿措施，使得本轮投资人的实际持股成本不超过新低价。

2.补偿措施包括但不限于：实际控制人需以现金形式补偿差价给本轮投资人，或者实际控制人应无偿向Y资本等本轮投资人转让股份，具体方式由本轮投资人选择决定，以保证本轮投资人的投资成本不超过新低价。

3.实际控制人须承担所有与差价Y补偿、新股发行或股权转让相关的税费。

4.除非经本轮投资人书面同意，本条款中的保护机制不适用于为实施员工激励计划而进行的增资或新股发行。

<p>际控制人无偿转让或以法律允许的最低价格向Y资本等本轮投资人转让所需股份,以使本轮投资人的持股比例达到按调整后的每股购买价格所能获得的比例。</p> <p>4.为实现本条所述的权益调整,在调整完成前,公司不得实施该次发行新股、可转换证券或认股权证或授予股票期权的行为。</p> <p>5.上述条款不适用于因员工激励计划、并购、重组或其他经本轮投资人书面同意的情况下的新增注册资本或新股发行。</p>	<p>5.本条款将在公司首次公开发行股票并上市申请提交之日自动终止。</p>
---	--

(三) 特殊权利条款在IPO过程中的清理与问询

在952家披露特殊权利条款相关信息的公司中,725家公司被问询过至少一次特殊权利条款、对赌协议相关信息,这些公司后续上市的板块、年份分布情况如下:

交易板块	被询问公司数量	占统计公司数量的百分比	占披露签署特殊权利条款公司数量的百分比
上交所科创板	211	37%	47%
上交所主板	139	26%	38%
深交所创业板	319	41%	53%
深交所主板	56	21%	31%
总计	725	34%	45%

表7.各板块被询问公司数量及占比

上市年份	被询问公司数量	占统计公司数量的百分比	占披露签署特殊权利条款公司数量的百分比
2017	71	18%	31%
2018	28	27%	36%
2019	80	40%	53%
2020	132	34%	45%
2021	178	37%	49%
2022	151	44%	51%
2023	85	36%	46%
总计	725	34%	45%

表8.各年份被问询公司数量及占比

我们收集整理了1052条特殊权利条款、对赌协议相关的问询问题，并利用大模型汇总了对赌协议的存在、具体内容、解除情况等被关注的方向：

披露	清理	触发情形及影响	其他考量	特定行业考量
<p>全面披露：发行人需详细列出所有涉及的对赌协议或特殊权利条款，包括但不限于签订时间、相关方、主要内容（如业绩承诺、股权回购、反稀释、优先认购等）、执行情况。</p> <p>终止或解除状态：明确说明每</p>	<p>彻底清理：对于尚未清理完毕的对赌协议或特殊权利条款，发行人必须说明清理的具体计划和进展，并确保这些安排不会对公司控制权产生不利影响。</p> <p>附条件恢复：若有附条件恢复条款，需明确描述</p>	<p>触发条件：分析历史上是否存在触发对赌条款生效的情形，如有，需说明具体触发条件是什么，如何应对，以及结果如何。</p> <p>控制权变化：评估对赌协议的存在是否可能导致公司控制权发生变化，尤其是当</p>	<p>新增股东核查：对新增股东进行核查，确定其入股背景、增资协议是否存在对赌约定或其他特殊条款，并按照相关要求信息进行信息披露。</p> <p>利益输送检查：审查是否存在通过对赌协议实现的利益输送行</p>	<p>行业特性豁免：对于某些特定行业的发行人（比如军工企业），还需考虑因行业特性而有的信息披露豁免要求，并讨论这些豁免对于投资者决策判断的影响。</p>

披露	清理	触发情形及影响	其他考量	特定行业考量
<p>一项对赌协议或特殊权利条款是否已经终止或解除,若已终止或解除,则需提供具体的解除时间、方式以及是否有条件恢复的可能性。</p> <p>未履行义务: 确认是否存在应履行而未履行的义务,并解释原因;如果存在潜在纠纷或争议,需详细阐明具体情况。</p>	<p>恢复条件及其可能带来的影响,并评估其合理性与合法性。</p>	<p>对赌条款与市值挂钩时,需要特别注意这种情况。</p> <p>持续经营能力: 判断对赌协议及其执行是否严重影响了公司的持续经营能力或其他投资者权益,这涉及到公司治理结构的有效性和透明度。</p>	<p>为,特别是关注非自然人股东背后的权益持有人是否在发行人、客户或供应商处任职或存在其他利益关系。</p>	

表9.2017年至2023年对赌、特殊权利条款相关关注方向



图7.问询问题的词云示意图

我们利用大模型对条款进行了初步整理与分析，约有779家公司披露其终止/解除了曾签署的对赌与特殊权利条款；101家公司披露其签订的对赌或特殊权利条款已履行完毕；148家公司披露其签订的对赌或特殊权利条款自动终止/中止。存在同一公司对不同条款采取不同处理方式的情况。

上市年份	上交所科创板	上交所主板	深交所创业板	深交所主板	总计
2017		30	33	11	74
2018		11	12	3	26
2019	30	11	22	2	65
2020	62	20	36	9	127
2021	71	24	80	11	186
2022	78	14	77	13	182
2023	39	14	58	8	119
总计	280	124	318	57	779

表10.2017年至2023年各板块终止/解除对赌与特殊权利条款公司数量

行业分类	终止/解除	履行完毕/股权转让退出	自动终止
采矿业	5	0	1
电力、热力、燃气及水生产和供应业	9	2	2
建筑业	7	0	0
交通运输、仓储和邮政业	4	2	1
教育	1	0	1
金融业	3	1	0
科学研究和技术服务业	22	3	8
农、林、牧、渔业	3	0	1
批发和零售业	20	2	1
水利、环境和公共设施管理业	23	3	5
卫生和社会工作	3	1	2
文化、体育和娱乐业	4	1	1
信息传输、软件和信息技术服务业	87	9	18

行业分类	终止/解除	履行完毕/股权转让退出	自动终止
制造业	581	76	106
租赁和商务服务业	7	1	1
总计	779	101	148

表11.各行业公司披露对赌与特殊权利条款的处理方式

与此同时，根据收集到的公开信息，约有302家公司曾签署过附条件可恢复效力的特殊权利条款的公司，其中，148家公司（49%）最终存在未终止的附条件恢复条款，154家公司（51%）披露“彻底清理”了此类条款。我们注意到，不同年份各板块对此类条款的处理比例如下：

上市年份	终止	未终止	总计
2017	8(53%)	7(47%)	15
2018	6(75%)	2(25%)	8
2019	15(63%)	9(38%)	24
2020	19(53%)	17(47%)	36
2021	26(42%)	36(58%)	62
2022	55(51%)	51(48%)	107
2023	25(49%)	26(51%)	51
总计	154(51%)	148(49%)	302

表12.2017年至2023年附条件恢复条款处理方式

交易板块	终止	未终止	总计
上交所科创板	55(44%)	69(55%)	125
上交所主板	27(64%)	15(36%)	42
深交所创业板	62(54%)	53(46%)	115
深交所主板	10(48%)	11(52%)	21
总计	154(51%)	148(49%)	302

表13.各板块附条件回复条款处理方式



特殊权利条款的博弈、 触发与利益争持

（一）特殊权利条款的触发事由

在股权投资的时间节点前后，创业企业经营的主动权均持于其管理层手中，而管理层希望能够从创业投资机构手中获取当前企业发展所急需的投资资金，加之信息不对称性、道德风险的潜在存在以及企业估值预期的不确定性的客观存在，这些都决定了即便对赌协议的签订是在双方自愿平等的基础上完成，也会在具体条款的设置上更倾向于保障创业投资机构的权利，赋予企业管理层更多的义务，要求创业管理层承担更大的风险。

基于这一订立动因，在对赌协议内容的具体设定上，需要将企业未来某一时点或某些时点上的业绩予以量化作为对赌的标的物，设置为企业经营状况的评判标准，以及对赌协议有关条款内容的触发与行权前提。这些内容与标准的选择通常有以下维度：财务绩效水平，如净利润、增长率、营业收入及其增长率等；非财务绩效指标，如企业客户数量、上下游战略合作伙伴数量、市场占有率；企业经营节点，如首次公开发行IPO时间等。实务中回购条款的触发情形通常具有行为规制与结果规制两个层面。其中行为规制是指对于包括公司经营偏离主营业务、控股股东或核心管理成员侵占公司资金等与投资人投资预期相违背的严重违约行为，通过特殊权利条款对此类严重违约行为进行规制。而结果规制则偏重于目标公司在特定日期前能否实现约定的业绩目标，前述财务绩效水平、非财务绩效指标、IPO上市等近似安排均属于结果规制的层面。

（二）特殊权利条款行权期限

对赌协议具有一定的期权性质，在前一时点对双方未来的事项与权利义务作出约定，以未来事项的实际发生情况来作为当前双方权利和义务的触发或实现依据。在这个过程当中，协议双方当事人之间的利益存在内在一致性，这也是创业投融资得以实现的基础商事逻辑。如创业企业在未来的某一关键节点上完成或实现了彼时对赌协议中所约定的预期经营目标、业绩承诺与估值目标，创业企业管理层²⁰通过

20. 当回购主体并非系创业企业管理层即公司内部人员，而是创始人/初始股东等目标公司的外部身份，该部分行为主体相应予以变动。

“可转换证券或浮动股权比例条款”等方式，提高对公司的持股比例，对公司的控制权、管理权限等相关权益得到巩固，而创业投资机构实现盈利，并选择转让股权或退出路径，实现股权的变现盈利，双方均实现共赢。有关行权期限的具体讨论可参见中伦视界中的系列文章，整体上看，我们认为投资人应当在回购事由被触发后的合理期限内行使其享有的特殊权利条款。²¹

（三）特殊权利条款行权后的责任承担

但如果对赌协议所约定的预期业绩未能完成、承诺未能实现，则对赌失败，企业及/或企业管理层需要向创业投资机构转让股份或进行现金补偿。创业投资机构为了尽可能地挽回损失，倾向于触发此前在对赌协议中约定的股东特殊权利，从企业管理层手中获取更多的话语权乃至控制权。而管理层对创业企业控制权的丧失，一定程度上会导致创业企业的股权结构、战略规划、组织架构乃至经营管理方针等各个方面发生重大变化。创业投资机构在向企业管理层进行追偿的同时，也会同时对一系列股东特殊权利进行选择性的行权，通过对所持有的股份的处置或股东权益的行使，获取最大程度上的利益补偿，以挽回损失。从这一后果来看，对赌协议同样是一种高风险的融资方式，一旦对赌失败，创业企业中由以人力资本为代表的管理层，和以非人力资本为代表的资本方这两类股东之间，便会发生对相关利益的激励争持。在具体的法律实践中，回购条款的触发大多情况下发生于目标公司实际创业失败的情形，此时对于投资人而言，一个实际价值并不大的目标公司的股权/控制权并不具有太多意义，也不具有控制权争夺的动机，而更会希望通过其他股东特殊权利的行使与各种渠道予以投资退出，及时止损。下面，本报告将通过表格的方式具体讨论股东特殊权利在实践中发生争议的频次和主要争议点，并列举有关案例及其裁判观点，以供参考。

21.关于回购权性质及行权期限的问题，详细参见中伦视界，李崇文、丑斌、吴坤、陆迪：《从争议解决角度看对赌协议中的回购权性质及行权期限——写在“法答网精选答问（第九批）”答复意见之后》，2024-09-04发布，<https://www.zhonglun.com/research/articles/53485.html>。

权利名称	权利内容	争议解决角度的问题	备注
1	回购权	<p>1.用公司减资实现回购在现行公司法领域的执行情况(包括九民纪要后的最新执行尺度)</p> <p>2.创始股东转让股权,是否有可能侵犯其他股东的优先购买权,能否事先通过协议约定进行豁免/要求配合转股程序</p> <p>3.能否要求通过变卖资产、分红、清算等形式执行回购,投资人区分优先顺位是否有实际执行障碍(例如清算)</p>	<p>实务中,有关回购权的争议最为普遍,主要包括目标公司难以追责、创始股东难以回款、回购权的成就条件难以判断、投资人对于是否行权存在抉择困难、投资人行使回购权情形下投资性质易混淆、所主张的金额可能遭到法院调整与减少等。</p>

【未完成减资程序,不予支持公司回购诉请】

(2020)最高法民终575号、(2017)京民初字第16号(中农案)、(2019)粤民终2507号

案例库案例:山东某某创业投资有限公司诉山东某某纸业有限公司、陈某1、陈某2、陈某3等股权转让纠纷案

2024-08-2-269-003 / 民事 / 股权转让纠纷 / 山东省高级人民法院 / 2021.03.17 / (2021)鲁民终647号

【股东对目标公司的担保也相应可以因未减资做抗辩】

(2022)新民终159号《补充协议》的履行涉及公司减资程序,故处理本案纠纷不仅应适用《中华人民共和国合同法》的规定,还应适用《中华人民共和国公司法》的规定,依法平衡投资方、目标公司、公司股东、公司债权人之间的利益。根据公司法资本维持原则的要求,对于目标公司XR环保公司回购股权的履行问题,应根据《中华人民共和国公司法》第35条关于“股东不得抽逃出资”或者第142条规定关于“股份回购的强制性规定”进行审查。故XR环保公司回购股份的前提条件应当经股东大会决议,并依据《中华人民共和国公司法》第177条的规定完成减资程序。但LX投资中心对此并未提

交其向XR环保公司提出要求XR环保公司履行减资程序,但XR环保公司予以拒绝的相关证据,故LX投资中心此项上诉主张缺乏依据,本院对此不予支持。鉴于XR环保公司的减资程序尚未完成,股份回购的主合同义务履行条件尚未成就,故张某某履行担保义务条件亦未成就。

(2019)京民终154号 XL公司在未完成必要的减资程序之前, HX中心请求XL公司履行股份回购义务无法得到人民法院的支持,当然也无法依据《还款承诺函》向XL公司主张支付回购价款及利息,安某某、刘某某、王某某亦无须承担担保责任。

【目标公司承担回购连带责任也需要考虑减资程序】

(2021)京民终1010号 GK基金公司是宁夏RY公司的股东,宁夏RY公司向其股东支付股权回购款、投资收益等,需要符合公司法关于股东不得抽逃出资及利润分配的强制性规定,但根据现有证据,宁夏RY公司未完成减资程序,且本案也没有证据证明宁夏RY公司目前具备利润分配的条件,在此情况下, GK基金公司关于宁夏RY公司对北京RY公司应当承担的债务承担连带责任的请求,应不予支持。

【一时履约不能,但可以支付未减资的违约金(有争议)】

(2021)京民终495号 针对逾期回购违约金相当于投资方变相抽逃出资的上诉意见,本院认为,《公司法》之所以规定“股东不得抽逃出资”,其主要目的是贯彻资本维持原则,保护公司债权人的利益。目标公司在不回购股权的情况下,其基于未履行股权回购义务支付违约金,并不导致公司注册资本的减少,亦不必然导致债权人利益受损。鉴于资本维持原则的规范目的以及北京ZT公司对于其一时(自始)给付不能具有可归责性,北京ZT公司应当按照《补充协议》的约定向南京GY合伙企业支付预期履行违约金。

【股东回购与优先购买权】

案例库案例:上海某某公司诉上海某某股权投资中心等、第三人叶某某股权转让纠纷案

2024-08-2-269-001 / 民事 / 股权转让纠纷 / 上海市第二中级人民法院 / 2020.06.08 / (2020)沪02民终2334号

(2019)粤民终2507号 但正如上文所述, CM集团亦是案涉股份的回购义务人, 而CM集团作为LH公司的股东受让其他股东持有的LH公司股份, 实为股份转让, RX、DT资本、MJ公司基于此而主张CM集团应赔偿其回购可得利益损失及该项违约金损失的诉讼请求, 合法有据, 本院予以支持。

(2022)闽02民终2108号 虽然股东之外回购人的股权回购可能会涉及目标公司的股东优先购买权, 但优先购买权系为维护公司人合性和保证原股东权益的目标公司内部安排, 并不能以此否认股东对外签订回购协议的效力, 并且本案审理过程中HY公司的其他股东均未主张案涉股权的优先购买权问题。

(2023)京02民终2334号 J LX公司股东庄某某签订涉案《投资合同》放弃对涉案股权的优先购买权, ZY公司当时法定代表人罗某某、J LX公司法定代表人庄某, 亦是J LX公司的自然人股东, 二人在涉案《投资合同》中签字, 应视为已知晓并同意由ZY公司回购GK基金持有的J LX公司股份。J LX公司另一股东青海RX实业发展有限公司亦经该院发函询问, 未予回复, 视为放弃优先购买权。故, 一审法院对GK基金要求ZY公司回购其持有的J LX公司全部股权, 并支付股权回购价款1500万元的诉请予以支持, 同时, ZY公司、J LX公司还应配合GK基金办理相应股权变更手续。

【优先购买权损害亦无不可】

(2019)粤03民终17337号 阮某某、丁某约定向非QF公司股东唐某转让公司股权, 即使未就其股权转让事宜征求其他股东意见, 也不能以此为由认定该股权转让协议无效, 其他股东主张行使优先购买权的, 虽然股东以外的股权受让人关于继续履行股权转让合同的请求不能得到支持, 但不影响其依约请求转让股东承担相应的违约责任。关于该纪要所约定的反稀释条款, 在实践中时有出现, 阮某某及其配偶丁某, 共同作为QF公司的大股东和实际控制人, 可以通过向唐某转让股权等方式履行该约定而不会影响公司及其他股东等不特定主体的利益。

【回购条款和监管效力】

案例库案例-南京某股权投资合伙企业诉房某某、梁某某等上市公司股份回购合同纠纷案

2023-08-2-308-002 / 民事 / 证券回购合同纠纷 / 上海市高级人民法院 /

2022.09.30 / (2021)沪民终745号

【股权回购与业绩补偿能否一并主张】

对于投资人能否同时主张业绩补偿和股权回购，司法实践存在不同的观点：(1) 当事人针对不同前提分别约定业绩补偿和股权收购两种方式，应属基于不同条款而享有的独立权利，两者同时适用不矛盾；(2) 当事人未作同时适用的约定，且股权回购与现金补偿的适用前提相同，不支持两者同时适用；(3) 股权回购和业绩补偿均是估值调整安排，同时主张股权回购款和金钱补偿时，对投资人的司法保护应限定在其实际投资本金及适当的资金占用补偿之和范围内。

因此，对赌协议应明确设定股权回购和业绩补偿不同的触发条件，避免存在交叉或重叠。同时，对赌协议要考虑投资回报的合理性，否则，法院可能会从公平原则以及避免投资人额外获利的角度，在认定计算股权回购本金时扣除现金补偿部分。

	权利名称	权利内容	争议解决角度的问题	备注
2	优先清算权	出现清算或视同清算情形，投资人有权要求按照优先清算顺位分配清算资产	<p>1. 在清算情形下，目前司法实践对于优先清算顺位的接受度，是否强制要求按照持股比例分配清算资产，如是，则是否有替代方案（例如协议约定按照持股比例分配后，各股东之间按照优先清算顺序二次分配）</p> <p>2. 视同清算情形（一般为公司被并购时），按照优先清算顺位分配并购款项是否无执行障碍</p>	条款效力有争议案例，但结果一致，履行部分规制较少

【优先清算权有效】

(2020)浙04民终2163号 本案双方签订的《合作协议》第6.2条约定，“HC海宁公司解散或清算时，在清偿全部债务后，应优先保障HC公司取得其投资额人民币1200万元（含HC公司历年累计股权分配在内），剩余部分由HC公司、GG公司根据股权比例享

有。”GG公司主张该约定违反公司法第186条第二款的规定而无效。对此，本院认为，公司法该款规定的系“清偿公司债务后的剩余财产，有限责任公司按照股东的出资比例分配”，结合最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》第30条关于强制性规定识别的规定，一审认定公司法的规定不属于效力性强制性规定并无不当。民法总则第72条第2款规定：“法人清算后的剩余财产，根据法人章程的规定或者法人权力机构的决议处理。法律另有规定的，依照其规定。”亦表明股东有权自行决定法人清算后的剩余财产分配问题。此外，HC海宁公司注册资本320万元，HC公司、GG公司各持股50%，双方均按股权比例享有股权权益，但实际上，HC公司出资为1200万元，GG公司仅出资10万元，在此情况下，双方自愿约定公司剩余财产优先保障HC公司的投资额1200万元亦无不合理之处。公司的剩余财产，是指公司清偿所有债务包括清算费用、职工工资、社会保险费用、法定补偿金、所欠税款等后的财产，故不存在GG公司所称的损害公司债权人或者第三人合法权益的问题。GG公司还认为双方清算条款的约定违反了《中华人民共和国企业国有资产法》的规定等，均不能成立，本院不予采信。

【自行履行后清算组不承担责任，约定有效】

(2020)川01民终9209号 关于优先清算权的问题。股东缴纳的出资既是构成公司财产的基础，也是股东得以向公司主张权益的合法性来源，但公司的有效经营还需要其他条件或资源，因此，对于股东剩余财产分配请求权的行使，我国法律并未禁止股东内部对分配顺序、方式作出特别约定，而且这样的约定并不损害公司债权人的合法权益，亦非规避法律的行为，应属于公司股东意思自治的范畴。本案中，包括沈某某在内的JQ公司全体股东约定对ZY中心、SH合伙投入的投资本金的在公司清算且有剩余财产时先行支付，正是股东内部对公司剩余财产分配所作出的特别约定。这是股东各方对各自掌握的经营资源、投入成本及预期收入进行综合判断的结果，是全体股东的真实意思表示，并未损害他人合法权益，也不违反法律和行政法规的强制性规定，属有效约定，各方均应按照约定履行。

《公司法》第186条第2款规定：“公司财产在分别支付清算费用、职工的工资、社会保险费用和法定补偿金，缴纳所欠税款，清偿公司债务后的剩余财产，有限责任公司按照股东的出资比例分配，股份有限公司按照股东持有的股份比例分配。”依据该条规

定,法律并未明确规定有限责任公司能够不按照股东的出资比例来分配剩余的清算财产,故该等约定在法律上的效力如何存在一定的争议。但鉴于《公司法》第34条在增资情况下规定“全体股东约定不按照出资比例分取红利或者不按照出资比例优先认缴出资的除外”,且实践中亦有案例支持了优先股股东优先分配剩余财产的权利,故我们倾向于认为,依据全体股东均签字同意的《股东协议》来确定剩余财产分配的顺序,该约定本身并不违反法律法规的效力性强制性规定,应属有效。司法实践中亦有专门针对确认优先清算权是否有效之诉讼的案例,法院在(2020)浙04民终2163号、(2019)京03民终6335号、(2020)浙0481民初1732号等案件中均认可了该等约定的法律效力。

权利名称	权利内容	争议解决角度的问题	备注
3 反稀释	<p>1.如果公司未来发生新一轮融资的每股价格低于本轮价格,则本轮投资人有权要求采取反稀释措施补偿投资人的损失</p> <p>2.反稀释措施:</p> <p>(1)投资人以1元或名义价格对公司增资</p> <p>(2)创始股东以1元或名义价格转股给投资人</p> <p>(3)创始股东/公司向投资人补偿现金</p>	<p>1.增资和转股时适用的其他股东的优先认购权、优先购买权问题(同回购权)</p> <p>2.公司向投资人补偿现金的司法执行(是否通过定向分红方式较为合规)</p>	实现约定即可,争议较少,如果发生争议时,如要求补偿股份可能会涉及不能强制缔约的问题
4 领售权/拖售权	如有第三人有意愿以一定价格收购公司,且领售权人同意(一般为大投资人和/或创始股东),则其他小股东有义务配合以同样的价格进行该等出售	<p>1.是否会侵犯小股东在法律上的股东权利</p> <p>2.如果小股东届时不配合(例如在股东会不投赞成票或不签署决议),该等条款是否有强制执行力</p>	自由约定,争议较少,如果发生争议时,如要求转让股份可能会涉及不能强制缔约的问题

权利名称	权利内容	争议解决角度的问题	备注	
5	创始股东的股权转让限制	除非投资人同意,否则创始股东不得将其股权转让给第三方	1.如果章程无该等约定(只在股东协议约定),创始股东是否可以强行以大股东身份通过决议并强行转股	新公司法进一步明确可以约定,但如果实质性地禁止转让会有无效风险

(2020)闽0921民初1094号 本院认为,根据杨某某、林某某提供的2018年11月25日形成的XAB公司章程,其中第8章第30条规定“股东之间可以相互转让其全部或者部分股权。股东向股东以外的人转让股权,应当经其他股东过半数以上同意。”本案XAB公司38名显明股东基于合作协议与补充协议的约定义务,其中35名股东通过股东会已同意转让股权,不违反公司章程的规定,没有损害绝大多数投资人的权益,所以决议的内容符合章程的规定。杨某某、林某某提供的2015年7月28日、2015年8月3日签订的《项目投资合作协议》效力低于2018年11月25日形成的XAB公司章程,故杨某某、林某某主张撤销股东会的决议,不符合法律规定及公司章程,不予采信。

权利名称	权利内容	争议解决角度的问题	备注	
6	投资人转股的限制	投资人转股不受到任何限制	1.如果章程无该等约定(只在股东协议约定),是否会触发公司法下的优先购买权	需要明示放弃优先购买权,可自由实现
7	优先分红权	1.未经投资人同意不得分红 2.分红时,投资人有优先分红权,且投资人之间区分优先顺位	1.是否必须体现在章程中 2.优先分红机制是否有司法执行力	有争议,需要符合盈余分配的相关规定

(2019)黔0115民初1897号 对于原告要求按《增资扩股协议》约定的优先权分配利润1,405,448.30元之诉请,本院认为,虽然原告享有被告公司利润分配的优先权,但被告公司股东会、董事会并未按此形成利润分配的最终决议,确认原告应分得的利润为1,405,448.30元,在2019年被告公司股东会形成的利润分配方案已被撤销且未形成新的全体股东一致通过的有效分配方案情形下,原告直接以增资扩股协议约定的分配比例主张其所享有的被告公司利润分配金额,于法无据,此项诉请,本院不予支持。

权利名称	权利内容	争议解决角度的问题	备注	
8	一票否决权	投资人作为小股东和少数董事,有权在部分公司重大事项上有一票否决权	1.如果章程无该等约定(只在股东协议约定),是否仍有强制执行力 2.如果大股东绕开投资人做出了决议并已执行,投资人从司法上的救济途径	通常会和回购/业绩补偿条件成就原因关联,阻却不妥当行使一票否决权投资人的特殊权利实现

(2019)冀01民终9487号 《中华人民共和国公司法》第42条规定,“股东会会议由股东按照出资比例行使表决权;但是,公司章程另有规定的除外。”本案中,原审被告WS公司的公司章程关于股东行使表决权的規定与公司法第42条规定一致。上诉人***、被上诉人武某某、原审第三人杨某某分别持有原审被告WS公司29%、51%、20%的股份,依据上述法律规定和公司章程规定,上诉人***、被上诉人武某某、原审第三人杨某某作为原审被告WS公司的股东,召开股东会所作出的决议,应当按照股东出资比例行使表决权。现上诉人***依据其与被上诉人武某某、原审第三人杨某某三人签订的《合作协议》第5条“股东会议”第2项内容,“股东会议表决方式为一票一票,二人通过时表决事项通过,不能达成一致意见时,甲方(被上诉人)有一票否决权”,主张涉案争议股东会议成立并有效;被上诉人武某某依据该条款约定内容,认为自己对股东会议有“一票否决权”,主张涉案争议股东会议不成立。上诉人***与被上诉人武某某对上述约定内容发生争议的情况下,一审法院根据协议约定内容、公司治理结构、法律规定、协议履行效果等方面进行综合分析,认定合作协议关于被上诉人武某某“一票否

决议”的约定是各股东为平衡各自利益、建立内部监督机制而设立的制度安排，该认定符合本案案情，亦符合公司法关于股东行使表决权的相关规定。

(2019)粤0402民初7785号本院认为，原告杨某某、邓某某提起诉讼要求确认股东会、董事会决议有效，不符合法律和司法解释规定的起诉条件，应予驳回……本案中，从系争股东会、董事会决议内容看，显然对股东第三人TGH公司、FRJ公司和李某不利，但TGH公司、FRJ公司和李某并未提起决议不成立、无效或撤销之诉。而按原告杨某某、邓某某诉状陈述的事实，原告杨某某、邓某某作为DX公司的另两个股东要求确认有效的股东会和董事会决议由杨某某、邓某某和其通过股东会决议改组后的董事会作出，内容上对原告杨某某、邓某某有利，原告杨某某、邓某某提起本案诉讼的目的是要维持系争股东会和董事会的决议，故围绕系争股东会和董事会决议之效力，并未发生争议。另一方面，原告提起诉讼应以具有诉的利益为前提条件，而判断原告是否具有诉的利益除了以民事实体法律关系是否存在争议为认定标准外，还应当以系争法律关系是否构成纠纷或诉讼的核心法律关系为标准。换言之，系争法律关系不能是其他纠纷或诉讼的前提条件，惟有如此，才具有确认利益，可提起确认之诉。

（四）特殊权利条款的博弈与谈判：以回购权为例²²

在理解特殊权利条款的本质、掌握其市场惯例后，让我们再回到谈判桌前，以回购权谈判为例，探索如何在谈判桌上争取更为有利的条件，以及更加严谨地审视和把控回购权的签署。本章将深入探讨“回购”条款的来龙去脉，揭示其背后的“真真假假”，并分析为何源自硅谷的风险投资条款在中国可能“学走了样”。

1.知己知彼：回购权谈判前的审时度势

“回购条款”并非法律强制，而是双方约定的结果。其存在与否取决于投资人的类型：种子轮、天使投资人及战略投资人通常不面临基金存续期压力，因此对回购的要求较为宽松，甚至不要求此条款。回购条款的有或没有，其最终彰显的状态，

22.该部分原文为中伦视界，龚乐凡、韩雪：《回购权的博弈与谈判（上）：创始人不知道的真相和秘密》，《回购权的博弈与谈判（下）：创始人应对条款陷阱的五个秘密策略》2023-08发布。特此做适应化删改后予以收录。

也取决于三个重要因素：（1）双方的认知，（2）谈判地位——各方对风险投资的理解程度以及谁更需要对方，谁更强势；以及（3）对于合同条款谈判的专业度和坚韧度。

（1）从“认知”角度，举例来说，创始人如果对于回购权的认知存在不足，以为这样的条款真的如投资人或者投资人

回购条款的有或没有，其最终彰显的状态，取决于三个重要因素。

的律师所“号称”的那样，既对投资人很重要，又是市场“标配”，那么创始人更容易接受这样的协议条款，而不去据理力争。有的投资人（包括专业的VC投资机构），心里很清楚自己的定位和决策逻辑——自己投资这家初创企业的目的不是为了获得安全的理财产品收益，而是自己在做一个高风险的投资，如果投资成功，可能获得几倍、几十倍甚至数百倍的回报，如果失败，自己不可能去找公司或者创始人回购，所以基于这样的逻辑，投资人很清楚，这样的回购权对自己“不重要”（这也与硅谷风险投资的态度吻合，而国企投资基金不是这个态度），那么他（她）会采取这么一个立场：如果创始人及其律师没有据理力争、强烈反对回购权（这归结为对手的“认知”的问题），那么投资人自己不会主动提出“不要回购权”，但是如果创始人坚持删掉，那么投资人会审时度势，要么作为某种谈判的筹码和交换（trade-off），做大幅删减甚至放弃掉也无妨；有的则索性要求估值打折的情况下，不要回购。

（2）从“谈判地位”角度看，我们发现，不少收到追捧、明明具有强势谈判地位的创始人，却没有在回购条款以及其他投资人特殊权利条款上占据有利的位置，签署了并非对自己有利的条款。创始人自己被误导，错误地认为对方的条款是“标准条款”，是“市场标准”，“大家一般都接受”，而法律顾问也不算太懂、没有全力争取，那么结果自然可想而知。

（3）合同条款的谈判能力——专业度和坚韧度的问题，换句话说，就是所谓“斗智斗勇”的问题。表面上，所有“回购”条款看似相同，但实际影响可能大相径庭。例如，针对回购责任，创始人不需要承担个人连带责任，是否就万事大吉、可以赶快签署呢？错！哪怕回购权仅仅适用于公司，创业者及其法律顾问仍应高度关

注和警惕相关的合同条款——尤其是触发条件。例如“没有达到业绩目标”就可以允许投资人回购，或者公司或者管理层存在所谓“重大违约”，投资人可

这些看似“简单无辜”的约定，却潜藏着重大的争议风险，而问题的识别和谈判，将非常仰赖法律顾问的能力和水平。

以要求回购，还有，约定的财务指标定义不明确或者与不可控因素挂钩（例如“不可抗力”导致重大不利变化，或者是投资人的过错导致重大不利变化——这些都可以触发回购权吗）等等。这些看似“简单无辜”的约定，却潜藏着重大的争议风险，一旦对簿公堂，就会发现这些文字措辞对自己“严重不利”。

所以，这些条款问题的识别和谈判，非常仰赖法律顾问的能力和水平。如果法律顾问比较“弱”，那么创始人明明一手好牌，因为无法独立判断外部法律顾问的能力，或者不能果断地更换律师，签署的条款就可能对自己不利，在未来发生索赔的时候，在法庭和仲裁庭上都颇为被动。

所以，我们给当事人的首要建议，还是“找对专家”，其次再是谈判和条款措辞的技术方面的问题，例如设定合理目标或采用多指标考核、设定合理的稀释上限、清晰定义财务指标、加入“不可抗力”条款，等等。但是如果“专家”水平不行，这些“技巧”就是免费给他培训半天，他也不见得能够娴熟运用，在谈判和沟通中占据上风。

给创始人的首要建议，是“找对专家”，其次再是谈判和条款措辞的技术方面的问题。

而由于谈判压力、专业知识缺乏以及对方法律顾问的强势态度，不少创始人最终同意了这些不利条款，即使这并非他们所知或所愿。这种不规范的做法竟然也逐渐成为了常见的市场操作，最后反过来说，“对赌”和“回购”都很正常，属于市场常见操作。这就是外来的好东西“学走样”的问题。

2.源于硅谷的风险投资条款，为何“学走了样”？

许多人误以为苛刻的对赌及回购权条款是硅谷和美国风险投资市场的通行做法，但实际上，这些条款在美国和新加坡并不常见。美国风投协会（NVCA）的风

美国硅谷和新加坡的风投协会协议模板，几乎没有回购权的条款。风险投资的成功依赖的是创始人的创新能力和发展动力，而不是其还款能力，过于严苛的回购条款可能会偏离创新和风险投资的初衷。

险示范合同中提到的赎回权条款 (Redemption Provisions) 被明确标注为罕见且很少行使；²³ 而新加坡风投协会 (SVCA) 的模板中甚至没有回购权的相关内容，仅在未如期IPO或出售时约定由公司承

担费用聘请顾问提供退出建议。²⁴

《哈佛商业评论》中的一篇关于风险投资基金如何做决策的文章指出，美国的创投基金更关注优先清算权、反稀释条款、公司估值和董事会控制等，对回购权持灵活态度。²⁵ **风险投资的本质在于接受高风险以换取高回报的可能性，而非追求固定收益。**王利杰在其著作《投资异类》中强调，天使投资人不应与创业者对赌，因为这限制了试错空间，扼杀了创新，不利于初创企业的发展。他主张天使轮融资应快速实现想法并迭代改进，而不是束缚创业者的手脚。

投资人应当聚焦于评估公司的长期价值，而不是依赖回购条款作为安全网。将股权投资当作放贷，并要求创始人承担个人无限连带责任，不仅违背了风险投资的经营理念，也可能导致创业环境的“内卷”。**风险投资的成功依赖于创始人的创新能力和发展动力（而不是创始人的还款能力），而过于严苛的回购条款可能会适得其反，偏离风险投资的初衷，使其变成一种变相的“高利贷”，从而违反了其基本的商业逻辑。**

3. 谁有权主张回购权？

表面上看，回购权似乎仅由投资人主张，但实际上，创始人也可能希望主动回购投资人的股权以清退不活跃的小股东。这两种情况下的回购价格差异显著。例如，一位成功的创始人发现部分投资人已成为“躺平躺赢”的股东，不再为企业贡献价值，而她自己却感到被“套牢”。这种情况下，如果早期有专业法律顾问设计合理

23. NVCA的风险示范合同文本可在NVCA官网下载：<https://nvca.org/model-legal-documents/>

24. SVCA的风险示范合同文本可在SVCA官网下载：<https://www.svca.org.sg/model-legal-documents>

25. See How Venture Capitalists Make Decisions, March-April 2021, Harvard Business Review, <https://hbr.org/2021/03/how-venture-capitalists-make-decisions>

的股权架构，可以有效避免此类困境。

国内融资协议多借鉴美国硅谷条款并进行本地化改进，但这些模板往往由投资人主导，很少考虑创始人的利益。

创始人也可能希望有权利主动回购投资人的股权以清退不活跃的小股东，这样的“反向回购权”安排，通常不会写在“标准版”的协议里面，对方律师更不会主动添加。

因此，合同中的游戏规则对投资人有利，创始人就需要依靠专业法律顾问在谈判中争取更有利的条款。

创始人应考虑是否需要拥有回购小股东的权利，并确保这一条款被纳入协议。例如，若创始人或公司在第一年行使回购权需支付2倍入股价格，第二年为4倍，以此类推。相比之下，投资人通常只有在约定期限届满（如6年内未完成符合条件的IPO或出售）时才可行使回购权。

这样的“反向回购权”安排，通常不会写在“标准版”的协议里面，而投资人的律师更加不会主动向创始人和公司来提出这样的不利于自己客户的建议。那么这最终又得依靠创始人自己的“灵光一现”的认知（或者，比“灵光一现”更靠谱一点的方法：找到真正厉害的外部法律专家来协助发现问题、识别问题、提出问题，最终搞定问题）。

4. 回购权谈判的五大策略

在探讨回购权条款的谈判策略时，我们发现，有效的谈判不仅依赖于深厚的法律知识，更需要精妙的谈判设计与战略考量。具体而言，对于在认知差上并不占优势的创始人和初创公司来说，谈判过程中应重点关注五大策略：时间博弈、规避个人无限连带责任、设定严谨的触发条件、明确除外情形以及协商合理的回购价格。通过这些策略的综合运用，可以实现更加合理和公平的风险分配，确保各方权益得到恰当保护。

(1) 回购权的时间博弈的三个维度

对创始人而言，时间在回购权谈判中既是朋友也是敌人，需注意三个关键维度：

时间在回购权谈判中，既是朋友，也是敌人，需要注意三个关键维度。

①尽早解决回购条款：应在每轮融资谈判初期明确投资人对回购权及个人无限连

带责任的态度，避免后期调整困难。建议在Term Sheet阶段就锁定有利条款，特别是在种子轮和天使轮时，因为早期的让步会影响后续融资安排。

②紧急融资时的时间风险：当公司急需资金时，创始人的谈判地位较弱，容易被投资人操控，导致被迫接受不利条件。知名创始人如罗永浩和马斯克也曾遭遇类似困境。因此，提前规划融资时间表，预留充足时间至关重要，以避免急迫情况下做出不当承诺。

③合理设置回购触发时间和行权期限：创始人应争取较长的投资交割后触发回购的时间（如5年-6年或“5+2”年），并设定回购权行使后的宽限期，逾期不行权则自动失效。此外，可以约定分期履行回购义务，确保有足够时间筹集资金或完成回购程序。

通过这些策略，创始人可以在回购权谈判中更好地保护自身利益，减少不必要的风险。

(2) 如何“剔除”个人无限连带责任

为了避免创始人在回购义务中承担无限连带责任，从而保护个人和家庭财产免受风险，一个有效的策略是尽量说服投资人不将“实际控制人/管理层股东”作为回购义务的连带责任人。这有助于维护创始人的创新动力，并符合风险投资的本质。采用双线并进的谈判策略可以增加成功的几率：一方面，突出项目的高科技和高成长性优势，强调未来的业绩增长和IPO计划，保持投资人兴趣；另一方面，在投资人表现出强烈兴趣时，适时提出公司筛选投资人的条件，特别是对投资人认知水平和态度的要求，指出愿意享受未来丰厚回报的战略合作伙伴不应要求创始人承担过度的责任担保。此外，创始人与外部顾问（法律顾问或财务顾问）应默契配合，利用“黑脸红脸”战术，在谈判中占据优势，避免独自承担所有沟通任务以防止底牌暴露。这也是非常考验法律顾问的沟通能力和谈判技巧的。优秀的律师往往即便在客户身处比较弱势的情况下，仍然能够做到“不辱使命”。

(3) 谈判焦点：回购之触发条件

在股权回购谈判中，回购触发条件的设计是核心焦点之一。表面看似OK的文字，却可能蕴藏着巨大的风险。投资人通常主张将以下情形列为回购触发条件：未在特定期限内完成合格IPO、公司或创始人重大

回购触发条件的设计是核心焦点之一。表面看似OK的文字，却可能蕴藏着巨大的风险。在审查合同时，必须具备“底线思维”，对各种情况进行沙盘推演，需要特别注意“重大不利”、“重大违约”等主观性、易发生解释争议的文字。

违约、公司发生重大不利变化、未能实现承诺的业绩和里程碑等。这些条件表面上看似合理，但实际上涉及风险分配，其“合理性”取决于谈判双方的立场。

例如，“合格IPO”的定义和期限约定至关重要，若因客观原因某一年无法正常进行IPO，应考虑合理延期。同样，“重大不利变化”作为触发条件可能被滥用，如某创始人因市场变化、不在自己控制范围内的因素影响而被迫遭遇“重大不利变化”，这是投资人行使回购权，创始人觉得极不公平，但因为之前的合同条款合法有效，法官十分同情但也无能为力。其实，这类条款一旦写入合同，即使事后觉得不公平，也难以更改，法院通常会依据协议内容按照双方当事人意思自治的原则来判断是非，如果不存在欺诈、胁迫、重大误解等因素，原则上合同条款合法有效。

因此，在审查合同时，必须具备“底线思维”，对各种情况进行沙盘推演，避免想当然地认为某些极端情况一定不会发生。需特别注意“重大不利”、“重大违约”等主观性条款，防止被一方滥用，并对回购触发条件进行严格限定。这一过程非常考验专业法律顾问的经验、技巧以及平衡双方诉求的谈判能力。

(4) 明确例外条件和除外情形？

无论是业绩对赌还是回购权，是否应为创始人不可控制、不可预见的情况（如不可抗力、创始人意外身故等）设置例外豁免条款，没有标准答案，这取决于谈判双方的议价能力、强势或者弱势地位的判断，更取决于律师的水平——审视条款发现问题的能力，框架思维的水平，以及文字功底。虽然本质上，这是风险分配的问题，决定哪一方承担更多风险，但是在合同谈判中，考虑这些不可预见情况并设定合理的豁免或宽限机制，对于合理分配风险尤其是融资缺乏经验、存在信息不对称的创始人和公司来说——至关重要。这样的例外条款，对方的律师不可能主动提

无论是业绩对赌还是回购权，是否应设置例外条款？考虑各种不可预见情况并设定合理的豁免或宽限机制，对于融资缺乏经验、存在信息不对称的创始人和公司来说也至关重要。

示，就仰赖创始人和公司这一方的法律顾问，能够富有经验，善于在看上去“标准”的合同文本中挖雷、排雷。

笔者就在帮助一家民企股东与一家大型上市公司进行对

赌条款的谈判过程中，前所未有地提出这样的例外条款，对方虽然不太情愿接受，但是实在想不出什么合理的理由反对，最终这个对创始人和管理层股东有利的例外条款被成功地纳入到合同中，让客户非常满意。

(5) 回购的价格谈判

在实践中，投资人常提议的回购价格包括返还投资本金加上一定的年化回报率，特别是财务投资人会根据其基金内部的门槛收益率来设定这一回报率。从公司和创始人的角度看，建议尽量避免或压低年化回报率。如果不得不接受创始人回购，应回购责任限制为届时持有的公司股权的实际变现价值而非公允价值，因为前者通常更低，更有利保护创始人权益。此外，争取灵活的回购和付款方式（如分期付款）可以减轻财务压力。

融资条款中的专业和信息不对称可能导致合同陷阱。部分创始人误以为投资人不会强制要求赎回，但实际上，在经济不确定性期间，投资人上门催回购甚至起诉要求履行赔付义务的情况确实存在，导致创始人负债累累，最终甚至被成为“老赖”。

并非所有投资人都在意回购权条款，有的可能根本不在意这些严苛安排。因此，外部顾问的重要工作之一是通过沟通和谈判测试对方对不同条款的真实态度，做出合理预判，以制定有效的谈判策略，明确哪些条款应坚持立场，哪些可以适度让步。这有助于避免未来可能出现的风险和不利局面。

[总编辑]

龚乐凡

张炯

[主编]（按姓氏笔划排序）

王川

李崇文

张平

郭克军

[作者]（按姓氏笔划排序）

史超文

苏付磊

吴坤

张炯宇

胡怡静

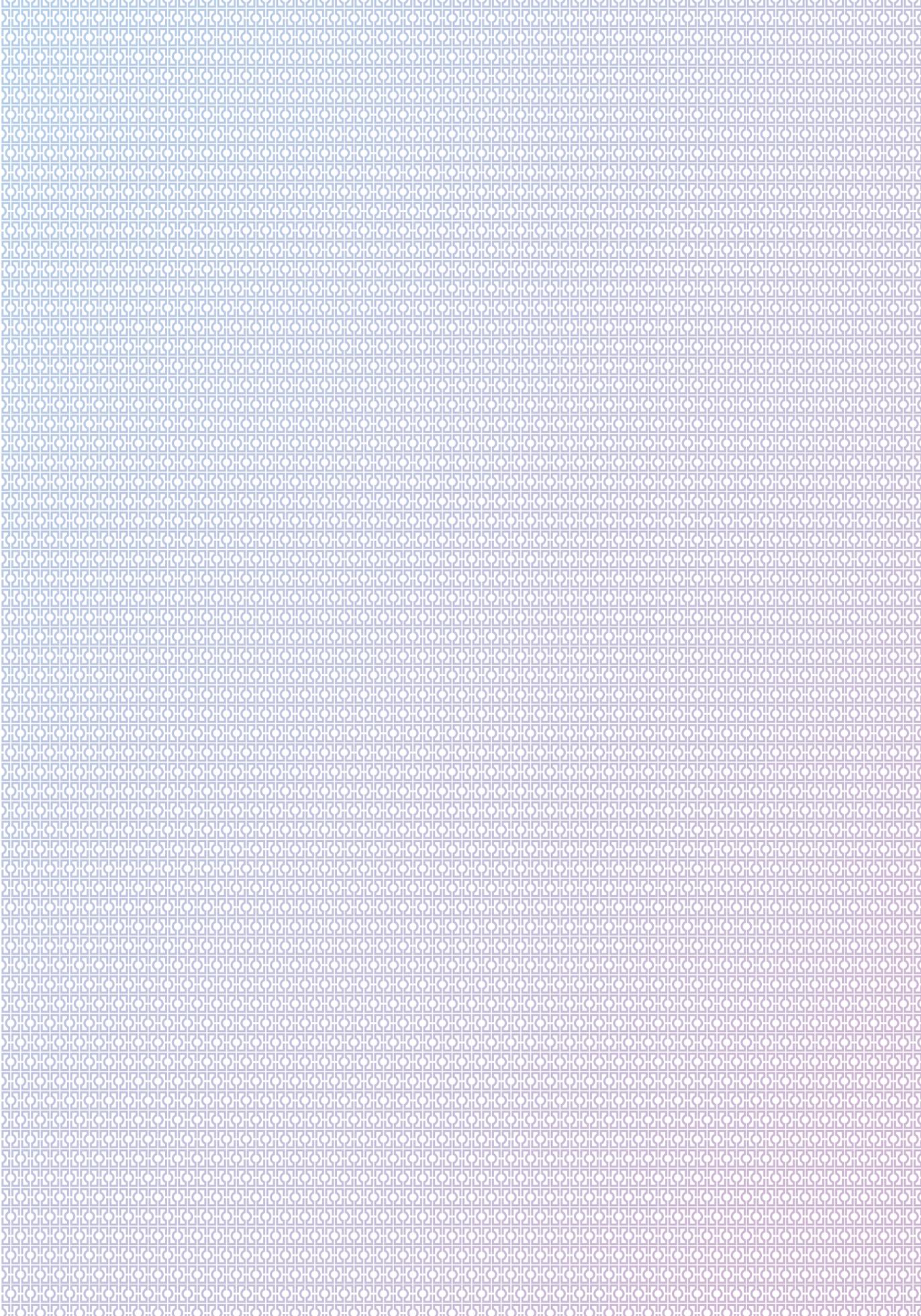
[编辑]（按姓氏笔划排序）

刘淼

彭程

感谢高倾城、王宣言、陈肖瑾、白荣娜、
邓雅琴、杜志远、贾皓婷、郗伟京为本报
做出的贡献







中伦研究院出品

