

对赌协议中股权回购的履行障碍破解——以减资程序的适用为中心

吴晓彤

四川省社会科学院 四川成都

【摘要】 股权回购型对赌协议中回购的履行由于受到合同法与公司法的双重规制而成为学界与实务界争议的焦点问题。2019 年最高人民法院颁布《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称《九民纪要》）使得对赌协议之争由效力转向履行。但是《九民纪要》将回购与减资程序捆绑，导致股权回购的履行与减资程序的适用产生了新的障碍。2023 年《公司法》的修订对于股权回购与减资程序进行了细化调整，但并未直接认可对赌协议这一情形直接作为作为回购的法定事项，但其中类别股制度认可与非等比例减资的禁止等调整使得运用减资程序实现股权回购的履行产生了新的适用问题。如何在新法下破解股权回购的履行障碍，必须围绕减资程序展开，基于此探索股债融合下类别股制度的应用以及合理定位减资程序的是破解履行障碍的破解思路。

【关键词】 股权回购；对赌协议；减资

【收稿日期】 2025 年 7 月 14 日 **【出刊日期】** 2025 年 8 月 15 日

【DOI】 10.12208/j.ssr.20250318

Overcoming obstacles to the execution of equity repurchases in VAM agreements—focusing on the application of capital reduction procedures

Xiaotong Wu

Sichuan Academy of Social Sciences, Chengdu, Sichuan

【Abstract】 The execution of repurchases in equity-based VAM agreements, regulated by both contract law and company law, has become a focal point of controversy in both academia and practice. The 2019 promulgation of the "Minutes of the National Conference on Civil and Commercial Trial Work of Courts" (hereinafter referred to as the "Nine Civil Minutes") by the Supreme People's Court shifted the debate over VAM agreements from validity to execution. However, the "Nine Civil Minutes" bundled repurchases with capital reduction procedures, creating new obstacles to the execution and application of equity repurchases. The 2023 revision of the Company Law refined the procedures for equity repurchases and capital reductions, but did not directly recognize VAM agreements as a statutory repurchase. However, adjustments such as the recognition of the class share system and the prohibition of non-proportional capital reductions have raised new application issues for the execution of equity repurchases through capital reduction procedures. To overcome the obstacles to equity repurchases under the new law, we must focus on the capital reduction process. Exploring the application of the class share system under the equity-debt integration framework and rationally defining the capital reduction process are key approaches to overcoming these obstacles.

【Keywords】 Equity repurchase; VAM agreement; Capital reduction

1 引言

当前对赌协议已经成为风险投资领域和私募股权投资市场中广泛使用的一种融资方式，对赌协议并非法定的合同类型，而是在实践中约定俗成的一种投资协议，由于投资行为存在较大不确定性、信息不对称性以及成本高昂性的特点，为解决交易双方面临的上述

诸多问题，设计的包含股权回购等在内的对未来目标公司的估值进行调整的估值调整协议约定双方权利义务的方式应运而生^[1]。我国的对赌起步较晚，早期没有专门的法律制度予以回应，相应的纠纷与争论随着对赌在商事领域的广泛开展而增多。2019 年《九民纪要》第五条持效力与履行区分论，在法律上主张对对赌协

作者简介：吴晓彤（2000-）女，汉族，山东淄博人，硕士研究生，四川省社会科学院，民商经济方向。

议的效力进行普遍的认可，同时基于公司资本维持的原则将减资程序的完成作为对赌协议股份回购履行的法定前置程序，由此围绕资本维持与减资程序产生的履行问题成为对赌协议纠纷的关注焦点。2023年新公司法对于股权回购与减资程序进行了细化调整，但并未直接认可对赌协议这一情形直接作为作为回购的法定事项，但其中类别股制度认可与非等比例减资的禁止等调整使得运用减资程序实现股权回购的履行产生了新的适用问题。在实践中我国对赌协议一般分为以下三种类型：第一种是在PE（私募股权投资）/VC（风险投资）投资过程中的对赌；第二种类型是上市公司重大资产重组中的业绩补偿型对赌；第三种类型是中国企业并购外国公司时进行的对赌^[2]。由于《九民纪要》主要针对第一种类型进行法律规制，而与股东对赌相较于与目标公司对赌的履行能力较差存在更大的风险而使得现实中投资方更倾向于选择与目标公司，因此本位主要针对与目标公司对赌的股权回购进行研究。

2 对赌协议深陷回购履行困境

当前对于对赌协议的股权回购的司法依据主要围绕《九民纪要》与《公司法》的规定，《九民纪要》第五条做出了与目标公司对赌协议效力与履行的区分论制度设计，承认了协议的普遍有效性，在司法上化解了长期以来对赌协议在实务中的效力之争难题，但是出于对公司资本维持以保护公司债券人的利益，将减资程序的完成作为对赌协议中股权回购的履行前置条件，而《公司法》的修订并没有解绑这一程序，因此在新法修订的背景下，对赌协议的履行仍然面临着履行困境，现实中存在着目标公司以决议不进行减资来逃避对赌协议的股权回购的履行困境^[3]，以及目标公司处于客观原因无法完成减资决议等围绕减资程序无法完成而造成的对赌协议履行无法推进的困境。这一困境的前置性问题在于如何协调适用合同法与公司法从而协调股权回购的履行，由此对于对赌协议的法律性质认定也成为争议的焦点问题。有观点认为对赌协议构成明股实债，从而倾向于运用合同法规则处理对赌协议适用，但这种处理的难题在于可能从根本上否认了对赌的有效性，其次也忽略了股权投资的属性。在公司法范畴内的困境面临的问题资本维持原则的规制，有观点认为对赌协议股权回购违反在资本维持原则，这种处理的难题在于依靠公司资本维持否认股权回购导致协议无法履行。最核心的困境则是减资程序的完成作为前置程序容易受到目标公司内部操作的影响，规则要求股权回购以减资程序的完成为前提，则意味着对赌失败

投资方的回购请求几乎完全依赖于目标公司的守约履行^[4]，而股东会减资决议的完成受限于公司法严格程序，这种处理的难题在于如果目标公司通过决议不减资，无论是否处于规避回购义务的履行，都意味着对赌协议的投资方的回购请求权将被实质意义上架空。因此在新《公司法》出台的背景下，围绕减资程序寻找破解上述难题的思路，寻求投资方、融资方与债权人等多方利益的平衡以保障营商环境的持续良好以及私募股权投资的良好发展。

3 股权回购的履行障碍解析

3.1 对赌协议是股债融合的产物

虽然《九民纪要》认可了对赌协议的效力，相关纠纷的焦点转移到履行阶段，但是不论研究方向如何变化，在纠纷的化解过程中始终无法绕开对赌协议的法律本质，在司法实践中，对赌协议本质的争议核心问题在于是否构成明股实债。

在司法裁判中，存在着支持与不支持两种观点，虽然没有相应的法律予以明确，然而法院支持与否并非完全没有依据。通过对相关司法裁判的分析，可以得出界定双方是否属于明股实债的关键因素在于投资人是否是为了从目标公司获取某种固定的收益，进而也有法院以投资方已经从目标公司获取这种固定的收益而判定属于借贷关系，明股实债因而倾向于认定无效。在这一裁判标准下，如果投资者已经获得了收益，则可能有损于公司及债权人的利益，因而认定为无效^[5]，如果投资者并未为了获得这一固定的收益而签署投资协议，回购获益仅仅为了保障投资的履行，则倾向于认定为有效而非明股实债。有法院观点指出，对赌协议并非明股实债，两者在本质上存在着不同，这一观点也支持这一判定思路，从协议订立的目的出发否定对赌协议是明股实债。对赌协议是一种股权投资，投资方的目的是获取目标公司的股权，从而促进目标公司的发展壮大进而获取远期的投资收益。而明股实债则是一种债权投资，债券投资的目的是通过投资获取本金以及利息的收益，二者在投资目的上存在着本质的区别，股权回购获取收益仅仅是为了保障投资利益，在投资目的不能实现时，投资方无奈通过请求目标公司回购股权以退出公司保障自身投资利益的一种手段。

在一场正常的投资中没有任何一个投资方会在期待目标公司无法达成投资目标，回购的安排是通过增资为目标公司的经营获得资金，从而完成设定的投资目标，以期达成一种投资方与目标公司双方共赢的局面，股权回购获取的股权回购款是投资失败投资方的

退出路径而非传统意义上的违约责任或者债权债务关系^[6]。同属对赌协议，而法院裁判却存在明股实债这一观点，支持与否争议较大，这与法院坚持传统的股债区分思路有着不可分割的关系，一方面试图通过合同法或者公司法单一的部门法体系处理复杂的对赌问题存在适用困境，另一方面也可能存在合同法与公司法双重制约造成履行不能必然的困境。

因此在新法修订的背景下，单一部门法均不能完全调整对赌问题，传统的股债区分思路也无法良好的跟进投资市场的发展，处理问题的思路也应当向股债融合的思路探索。从利益衡量^[7]的角度，在对赌失败时，协议能否的到司法裁判的支持需要在法律层面衡量各种利益关系：投资者的投资利益、目标公司的整体利益、债权人的债券利益以及社会的公共利益等等。从规则协调角度，对赌协议的本质与履行受到合同法、公司法、等多种规则的制约与调整，在多法交织的背景下，对赌协议的履行规则设计并非排他适用而应当转移到注重多种规则的协调，多种规则能否协调关系着对赌协议融资功能的真正实现。

投资者与目标公司对赌本质上是股债处理问题，是一种新型的投资，是股债融合的产物^[8]。在合同设计上兼具股权与债权关系设计，对于投资方来讲，身份认定上处于一种可能具有债权人利益的股东身份。有学者指出对赌协议是一种介于股权投资与债权投资之间的“第三种投资”^[9]，基于此股权回购请求权是一种基于合同的债权型的利益，但并非纯粹的债权请求权，而存在着股东请求回购股权退出公司的股权属性，这正是对赌协议所创设的特殊的通过公司法股权规则形式合同“债权”的方式，因此对赌协议本质上是一种股债融合的产物，在履行过程中必然伴随着股债关系的灵活运用转化，股债融合对传统股债区分理论的冲击，使得新法之下如何在股债融合思路下处理履行问题成为新的焦点。

3.2 资本维持原则并非回购的履行障碍

《九民纪要》出台以后，资本维持原则在公司法层面上对于回购履行的限制仍未得到解决。有观点认为约定回购的对赌协议将会违反公司资本维持原则及其项下派生的股权回购原则、同股同权原则等，因此在对赌协议回购义务的履行之路上，如何理解资本维持原则，平衡保护债权人利益和投资方投资利益成为了重中之重。

资本维持原则是为保护债权人利益设计的公司法基本原则，并在资本维持的基础上衍生出盈余分配原

则、股权回购原则、同股同权原则等等派生原则。认为回购违反资本维持原则而无效的观点认为对赌协议股份回购是对资本维护原则及其派生的盈余分配原则、股权回购原则与同股同权原则的违背^[10]。然而资本维持原则与对赌协议中的股权回购的冲突似乎只是存在表面而非实质冲突。

有观点认为，对赌协议股权回购有违盈余分配原则。这一观点所持的理由是，盈余分配原则的宗旨是“无盈利不分配”，而股权回购的履行并非是因为“有可供分配的利润”而支付回购款^[11]而是因为合同，因而产生冲突。然而，对赌协议股份回购并不造成对盈余分配原则的违背。对于回购款的性质，笔者并不认为是分红所得的财产，而是目标公司未能完成对赌目标而应当依据合同支付给投资方的价款，既然不是分红则无从谈及“盈余”。前文也论述了在正常的对赌协议中股权回购的约定并非为了获取回购款这一固定收益，回购条款的设置只是为了保障投资人投资失败的退出机制，并非随时可以收回的债权。另外，从合同的完整性出发，不可以将回购单独脱离全局看待，而应对对赌协议的签订至履行当做完整的统一过程，在融资阶段，投资方在出资后成为股东，在对赌失败退出阶段，投资方实际拥有股东与债权人双重身份属性，并不是传统意义上的股东，不能必然认为其受到股东分红的盈余分配原则的束缚，否则将有违合同的诚信原则。

有观点认为，对赌协议股权回购有违股权回购原则。这一观点所持的理由是《公司法》对于股权回购做出了明文严格的限制，现有的法定回购情形并不包含对赌失败的股权回购，因此有违公司法强制性规定违背股权回购的法定限制而无效。依照《九民纪要》通过减资程序完成股权回购，更是对对赌股权回购的认可。因此在现有法律设计下，将对赌股权回购义务的履行通过减资完成即可破解这一障碍。

有观点认为，对赌协议股权回购有违同股同权原则。这一观点所持的理由是同股同权意味着根据出资，同一类型的股权应当享有相同的收益，而对赌协议中的股权回购实际造成了优先清算的结果，使得投资方作为普通股东成为具有“优先权”的股东，是对同股同权原则的严重违背。然而事实并非如此，一方面，投资方在成为股东时即付出了远高于普通股东的对价以换取同样的股权，目的在于通过高资产溢价投资获取股权以其未来收益^[12]，在出资对价与出资目的上即存在本质区别；另一方面，投资方成为股东后往往不参与公司经营不履行自益权与公益权，而主要期望获取远期

回报，其股权并不等同于普通股权，而具有债权的部分属性。因此无论是股东身份还是股权属性，对赌股权均不能等同于普通股权，否则将有失公正，因此回购的履行也不能视为对于同股同权原则的违背。

因此资本维持原则并不是股权回购的真正障碍，资本维持原则的障碍仅仅存在于表面而非实质，两者之间可以通过解释与分析协调存在，重新理解资本维持原则下的股权回购才是纠纷破解的思路所在。

3.3 减资程序与回购履行之间的逻辑困境

前文已述，《九民纪要》将对赌协议股权回购的履行与程序的完成捆绑，在公司法的框架下想要履行股权回购，则意味着目标公司必须通过减资决议完成减资程序，这就造成了实践中回购义务的履行往往容易受到减资程序的阻碍，众所周知，出于对公司利益以及债权人利益的保护，减资程序的完成需要遵守严格的程序规定，而对赌失败的目标公司往往可能由于各种或主观或客观的原因无法完成减资程序，这就造成回购义务履行最核心的障碍——减资程序的完成。

在实践中，股权回购与减资程序究竟是何关系，减资是否为股权回购的必要前提？对赌协议中股权回购的履行并不必然导致减资，欠缺减资程序的对赌股权回购并不必然损害目标公司和债权人的利益。关于股权回购与减资程序的关系，《九民纪要》颠倒了股权回购和减资的因果关系，原《公司法》回购事由较为严格，但是随着2015年《公司法》的修改新增了员工股份激励的事由，呈现出将独立于减资的宽松倾向，而2023年新修订的《公司法》并没有继续推动独立于减资的松绑事由，而仍然将《九民纪要》设置的减资程序作为回购履行的唯一途径，延续了传统的逻辑困境，这就对履行造成了困境。由于减资程序的存在就意味着回购的履行可能以保护目标公司以及债权人利益的理由受到资本维持原则的限制。但是欠缺减资程序并非必然导致上述利益的损失。对于目标公司而言，对赌协议的约定是回购条件触发时无条件完成回购，并不以减资为前提，脱离合同的约定规制履行有违双方意思表示，仅仅因为早已签订和对赌合同中的回购事项履行而讨论损害目标公司以及债权人利益有违公平原则，因为相关利益主体对于对赌股权回购事项的存在应当存在着一定的知情。

以减资程序作为前提使得回购的履行陷入困境，减资程序的全部完成要求存在着难以履行和不合理性。如果目标公司能够按照法律规定以及章程规定做出减资决议，说明投资方与目标公司就回购事项已经达成

一致，则不存在纠纷一说，现有回购路径的设计使得投资方几乎难以通过诉讼实现回购目的。而对赌失败的公司往往存在资金经营等难题，出于利益的保护，往往不情愿做出减资决议，而路径下回购的完成几乎完全依靠目标公司的自觉，如果目标公司不减资，投资方几乎无法通过任何途径寻求回购救济。另外，即使欠缺回购资金，投资方和目标公司也可以通过转让股权等方式获取回购款，而非必然通过启动减资。

因此，减资程序并非回购资金的唯一途径，也非必然途径，而即使必须进行减资程序，也不必要求全部完成减资，在投资方与目标公司回购阶段，是一种利益争夺的阶段，此时投资方处于劣势地位，无法强制形成减资决议，原有规则的设计本是为了相对弱势的债权人，但是在对赌协议的回购阶段规则以牺牲公司灵活运转为代价，同时导致真正弱势的投资方无法实现股权回购退出公司，无论是在理论还是实践上，均可以看出减资并非回购的必然前提，而减资与回购的捆绑使得回购深陷履行障碍。

4 股权回购可能的的破解思路

4.1 引入类别股制度

在股债融合的思路下，引入类别股对于资本维持原则下的对赌协议中具有特别股权属性的对赌股权进行设计，将有利于相关困境的破解。虽然《公司法》的修订并没有针对对赌协议中的股权回购进行单独的制度安排，但是类别股制度的出现为特殊股权指引了方向。

类别股关注的是股东之间的利益分配问题^[13]，使得股权的性质具有了债权的属性，这与对赌股权的股债融合特质具有内在的一致性，因此借用类别股制度处理回购股权事项具有合理性。虽然新法仅仅在股份公司中设置类别股制度，但是并没有封堵封闭公司的适用坑你。事实上，有限责任公司具有较强的自治性，更容易设置灵活地股权类型，因此也可以被认为是类别股发挥作用的重要阵地^[14]。

关于对赌股权的设置上可以借鉴域外类别股制度中的“信托优先股”，将对赌股权通过优先股的形式固定在公司章程中，确保其分配上的优先清算以及强制回购的权利，当回购条件触发时，投资方作为特别股东有权要求目标公司回购股权以此保障退出公司的目的完成。在具体规则的设计上，首先适用“表决权行使的一般限制”的优先股规则，披露相关信息，由于对赌股权无法回购的风险通过优先股的设计进行了对冲，所以原则上投资方作为股东不应当享有回购股权的表

决权,以示公平。其次,公司的董事监事高管等负责人应当对对赌股东承担特别的信义义务,如果公司作出增加优先股不能实现权利风险的决议,应当因此承担相应的信义义务,以此维护对赌股权投资方作为对赌股权优先股股东的权利。同时,如果公司负责人所作出的决定符合商业判断,则应当予以一定的免责,以保护商业决策,同时设置对赌责任的上限,以平衡公司负责人所承担的商业判断公司经营中的责任。

4.2 合理定位减资程序

减资程序实质上是法定资本制下的产物,其目的在于维持资本,在实践中,公司股权回购的真实目的往往难以判定,减资仅仅是股权回购后的可能得目的之一,而非必然前提。公司在回购股权后,既可以选择注销股份进行减资,也可选择转让股份,甚至可以转为库存股,在公司调整资本构成的视角下,转让股份、转为库存股等方式也可以理解为一种减少资本不减少资产的形式“减资”,减资与对赌协议中的股权回购的关系应当是公司可以通过回购进行减资,减资仅仅是回购的一种可能的目的,但回购并不必要以减资程序的完成为前提。

前段对于减资的解释是破解《公司法》修订后,减资程序与回购义务履行捆绑的逻辑方案,但是鉴于现有法律制度的限制,相关理论的推进尚且需要时间,而纠纷又亟待解决,在二者捆绑的现有思路下,针对减资程序设计回购条款也是破解障碍的关键思路。

投资方可以通过要求目标公司事前形成附条件的减资决议来规避后续对赌失败阶段自己弱势无法推进减资决议的困境。对赌协议本质上是一种投资,对目标公司而言是一种增资,增资与减资同属股东会特别决议的事项,如果在通过增资决议时,事先完成对赌失败时的附条件减资,既能节约成本,又能规避事后减资决议难的困境。

投资方可以约定事后按照持股比例回购股权。新修订的公司法否认了非等比例减资的合法性,这就意味着按持股比例进行回购成为履行的关键问题。既然签订对赌协议增资需要以股东会特别决议方式通过,则意味着股东均需做出真实意思表示,通过确定的增资决议的股东名单和持股比例,即可认定在对赌回购阶段回购义务的履行对象与比例,在股东会要求股东

做出明确的意思表示约定按比例回购股权将成为减资程序履行的保障。当然,如果股东反对增资决议,在明确记录的情形下,则无需承担相应的义务。

参考文献

- [1] 见《全国法院民商事审判工作会议纪要》:二、关于公司纠纷案件的审理(一)关于“对赌协议”的效力及履行。
- [2] 刘燕:《“对赌协议”的裁判路径及政策选择——基于PE/VC 与公司对赌场景的分析》,载《法学研究》2020年第2期。
- [3] 宋毅,王苗苗:《对赌协议的效力认定》载《人民司法(应用)》2018第16期。
- [4] 武长海:《机构投资者参与非上市公司治理的困境与纾解》载《江西社会科学》2021年第8期。
- [5] 参见(2021)豫1625民初3132号民事判决书。
- [6] 参见(2021)京民终102号民事判决书。
- [7] 唐英:《甘肃“对赌协议案”判决之评析——以法律方法的运用为视角》载《法学论坛》2015年第1期。
- [8] 陈冠华,尹振涛:《论股债结合型融资的性质及其法律适用》载《山西大学学报(哲学社会科学版)》2021第6期。
- [9] 刘俊海:《债权人友好型《公司法》理念和制度重塑》,载《国家检察官学院学报》2020年第3期。
- [10] 贺剑:《对赌协议何以履行不能?——一个公司法与民法的交叉研究》,载《法学家》2020年第1期。
- [11] 潘林:《股份回购中资本规制的展开——基于董事会中心主义的考察》,载《法商研究》2020第4期。
- [12] 张保华:《资本维持原则解析——以“维持”的误读与澄清为视角》,载《法治研究》2012年第4期。
- [13] 张其鉴:《公司法修订背景下我国资本制度研究的主要误区及其修正》,载《法学评论》2020年第5期。
- [14] 任尔昕:《关于我国设置公司种类股的思考》,载《中国法学》2010年第6期。

版权声明:©2025 作者与开放获取期刊研究中心(OAJRC)所有。本文章按照知识共享署名许可条款发表。

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



OPEN ACCESS