利益衡量视角下的对赌回购争议解决

——以创投基金行业为背景

肖　薇*　赵莎莎**　陈英齐***

摘要：创投基金是促进耐心资本形成，服务实体经济发展的重要力量，司法应当尊重与呼应创投行业商事实践的发展与需求。创投基金投资协议中广泛约定了回购权条款，由此产生的争议解决不应仅循合同法路径，还应关注公司法上的组织规则，以实现公司法作为团体法的制度价值。创投基金普遍采用有限合伙的形式，有限合伙的存续期使得创投基金的退出诉求具有正当性。投资人作为小股东，其回购权受到股东平等原则与股东不得滥用权利规则的保护。回购权作为一种特殊的股东权利，应当在章程中载明，以保护其他股东与外部债权人的知情权。不论是公司承担回购责任，还是对股东的回购义务承担担保责任，股东因回购权而享有的债权均应劣后于外部债权人，适用底线标准统一的资本流出规则。

关键词：创投基金　回购权　利益衡量　合同法　组织法　对赌协议

一、问题的提出

《中华人民共和国国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》提出，要培育壮大新兴产业和未来产业，大力发展创业投资，多渠道拓宽中长期创业投资资金来源，建立未来产业投入增长和风险分担机制。一个健康发展的创业投资市场能够实现市场资源高效配置，深度融合科技创新、产业升级和金融服务，同时避免过度依靠间接

*　华东政法大学法律博士研究生、广东省高级人民法院民事审判第二庭副庭长。
**　广东省高级人民法院民事审判第二庭法官助理。
***　广东省高级人民法院民事审判第二庭法官助理。

融资所带来的银行系统金融风险。近十年来,我国创投基金市场快速发展,基金规模稳居世界第二位,较为活跃的行业集中在半导体及电子设备、信息技术、生物医疗、机械制造等领域,显示出创投基金对战略性新兴产业和科创企业的精准支持。[①] 创投基金全生命周期分为“募投管退”四个环节,其中资金募集与项目退出是基金发展的关键门槛。2017 年前后,我国创投基金市场经历了一次扩张期,这批基金目前普遍进入清算期,行业进入退出高峰。据统计,50%—80%的基金投资协议中会约定回购条款,当其他退出渠道难以实现投资收益时,大量投资协议触发回购条款,创投基金一级市场呈现“起诉退出”潮,[②]回购条款引发的法律争议频发。

我国创投基金行业自 1998 年开启本土化探索以来,回购条款的效力与履行问题一直是理论研究与实践探索的热点。虽然创投基金投资协议通常在创投基金管理人与被投公司及创始股东之间签署,以合同的形式体现,但创投基金投资人、被投公司债权人、被投公司其他股东的权益均受到该协议影响,如果仅以合同法的制度工具对投资协议所涉法律关系进行规范调整,将难以顾及其他非协议主体的正当权益。因此,在认定协议各方的权利义务时,必须关照与体现被投公司作为组织体的特征。《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的解释(征求意见稿)》中关于“估值调整协议的效力及履行”[③]可以总结为以下规则:第一,回购条款原则有效;第二,公司未依法履行减资或分配利润程序的,投资者无权请求公司履行回购义务,在此情形下公司亦不承担违约责任或物的担保责任;第三,投资者请求第三人对公司的回购义务承担担保责任的,不以公司履行减资或分配利润程序为前提。征求意见稿摒弃了“一刀切”认定回购条款无效的合同法规制路径,体现了以合同法与组织法的双重路径对回购问题进行动态、系统调整的思路,殊值肯定。但上述规则仍无法覆盖回购条款履行时发生争议的全部场景,存在进一步讨论与细化的必要。

公司法主要解决公司存在的三种代理问题。第一类代理问题涉及公司所有者与其雇用的经营人员的利益冲突。第二类代理问题涉及拥有公司绝大多数或控制性利

---

① 《2024 中国股权投资市场发展蓝皮书》,2025 年 6 月 14 日由中国建设银行与清科研究中心共同发布。

② 参见《一级市场“起诉退出”潮》,载《财新周刊》2024 年 8 月 5 日第 31 期。

③ 该意见稿第 37 条规定:“投资者与公司或者其股东、实际控制人订立估值调整协议,约定当公司一定期间内达不到约定业绩或者不能实现上市等条件时,由公司或者其股东、实际控制人回购股权、承担金钱补偿义务等,当事人请求确认该约定无效的,人民法院不予支持,但是本解释另有规定的除外。投资者与公司签订前述协议,公司未依法履行减资程序或者依法分配利润,当事人请求继续履行的,人民法院不予支持。当事人针对公司未依法履行减资程序或者依法分配利润约定由公司承担违约责任或者提供物的担保,并依据该约定请求公司承担违约责任或者担保责任的,人民法院不予支持;第三人提供担保,投资者请求该第三人承担担保责任的,人民法院应予支持。”

益的所有者与小的或者非控制性所有者之间的利益冲突。第三类代理问题涉及公司本身(特别是其所有者)与其缔约伙伴(例如债权人、雇员和客户)之间的利益冲突。[①]回购条款法律问题之所以争议不断,原因之一在于其中存在着上述多对利益发生冲突的复杂场景。公司法作为团体法,精妙之处在于各类主体利益的平衡。在对冲突的利益进行价值衡量时,应当遵循利益的层次结构,以当事人的具体利益为起点,在社会公共利益的基础上,联系群体利益和制度利益,特别是对制度利益进行综合衡量后,得出是否应对当事人的利益进行保护的结论,[②]避免以抽象、笼统的原则否定具体的合法权益。关于投资人回购权的司法规则,还需回应以下问题:其一,现阶段我国创投基金普遍为持股比例不大的财务投资人,当创始股东掌握着多数表决权的股东会不作出减资决议时,投资人的权益如何保障;其二,部分投资人为保障其回购权的实现,设计了由公司对创始股东的回购义务承担保证责任的迂回策略,司法应当如何评价;其三,当公司进行多轮次融资时,回购权的行使应当如何保障其他股东,特别是公众公司投资者的合法权益。为了更好地支持与引导创投行业高质量发展,为股权投融资市场提供可预期的司法环境,本文将结合行业实践,对相关主体的利益冲突与价值衡量问题进行探讨,以求教于方家。

二、投资人与被投公司之间的利益衡量

现阶段,我国创投基金的投资模式主要是以较高溢价取得比例不大的股权,作为财务投资人不对被投公司控股,不参与被投公司经营,即使委派董事也主要起到监督的职责。而被投公司的创始股东则倾向于在引进资金的同时,仍然维持对企业的日常控制权。除非公司已存在不能向外部债权人清偿债务的情况,投资人与被投公司在回购问题上的对抗实质上反映的是投资人与创始股东之间的利益分歧。被投公司的经营资金主要来自投资人,投资人希望通过回购退出被投公司,不再承担公司继续经营所带来的资金损失,而创始股东则希望公司保留更多的经营资金。自《全国法院民商事审判工作会议纪要》(以下简称《九民纪要》)确立"公司不经减资不得回购"的司法规则以来,股东会通过减资决议已经成为投资人行使回购权的前提条件。公司

① [美]莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等著,罗培新译:《公司法剖析:比较与功能的视角(第2版)》,法律出版社2012年版,第37页。

② 梁上上著:《利益衡量论》(第3版),北京大学出版社2021年版,第121页。

法规定，减资必须经代表三分之二以上有表决权的股东通过，基于资本多数决规则，如果未得到创始股东的配合，投资人作为小股东将难以推动股东会作出减资决议。对于上述场景，是否要对投资人提供救济以及寻求何种救济路径，试进行如下分析。

（一）创投基金的退出诉求具有正当性

创投基金投资的公司普遍为从事高科技行业的有限责任公司，性质上属于闭锁公司。但与传统上规模较小且由家族所有的闭锁公司不同，高科技创业公司在发展模式、公司治理结构、股东异质性上有着鲜明特征，进一步发展了闭锁公司的理论与实践。也正是在此意义上，将风险投资支持的创业公司作为一种特别的闭锁公司类型进行研究具有重要的理论意义和实践价值。[①] 尽管所有的融资合同都需面对三方面的核心问题：不确定性、信息不对称和代理成本，但高科技创业公司将这三方面的问题放大到极致。[②] 因此，风险投资行业发展出一整套复杂、精细的投融资协议安排，既体现对创业公司创始人的强大激励，也通过投资人保护条款对创始人的机会主义行为实现有效监控。回购权条款作为典型的投资人保护条款之一，主要解决的是投资人如何退出被投公司的问题，与盈利能力支付计划（Earnout）、预留账户制度（Holdback Escrow）及价格调整安排（Price adjustments）不同，并无对投资作价进行估值调整的作用。[③]

创投基金在一定期限内退出被投公司的诉求，具有其合理的商业逻辑。在全球范围内，创投基金通常采取有限合伙的形式，由作为有限合伙人的长期资金提供方与作为普通合伙人的投资专业机构构成。有限合伙之所以成为风险投资基金最理想的组织形式，有其深刻的内在原因。第一，有限合伙避免了双重征税，合伙企业本身不是所得税纳税主体，而是以每一个合伙人为纳税义务人。第二，有限合伙的组织形式能够高效募集资金与实现专家理财。从风险投资的发展历史可以看到，最早的风险投资机构主要通过封闭的公共资金池或政府担保的小企业投资公司募集资金，但上述组织形式均未能实现规模发展，最大的困境是难以持续募集到资金。而有限合伙的形式能够确保资金提供方的风险隔离与资金退出，并最大程度实现对投资机构的激励与约束，最终成为风险投资行业的标准模式。[④] 其中，存续期的设定是有限合伙

① 潘林著：《风险投资合同权利研究——组织与契约的交叉》，中国政法大学出版社2019年版，第115页。

② Ronald J. Gilson, "Engineering A Venture Capital Market: Lessons From the American Experience", Stanford Law Review, vol.55, no.4, 2003, p.1076.

③ 刘燕：《对赌协议与公司法资本管制：美国实践及其启示》，载《环球法律评论》2016年第3期。

④ 参见[美] 维多利亚·伊凡希娜、乔希·勒纳著，银行螺丝钉译：《耐心的资本》，中信出版集团2021年版，第125页。

运作模式的核心。多数创投基金的存续期是7—10年,基本能够匹配初创企业走过漫长的成长期。同时,存续期的设定给了作为基金管理人的投资机构一个明确的时间表,倒逼投资机构从投资之初就认真规划退出路径,积极进行投后管理,避免在缺乏发展前景的项目上浪费太多时间。对于资金提供方而言,存续期的约定能够提供流动性预期,便于控制风险和评估收益,同时满足社保基金、保险资金等长期资金的合规要求。

有观点认为,回购条款使得高风险的股权投资异化为保本保收益的债权投资。[①] 客观评价创投基金的退出诉求,对于创投市场的健康发展具有重要意义。创投基金实现项目退出的方式主要有以下几种:IPO、并购重组、股份回购(包括被投公司或者实际控制人回购股权)、股份转让、被投企业清算、S基金交易(Secondary Fund)。近年,我国股权基金市场面临投资/退出比例失衡、退出渠道单一、收益率偏低等问题,影响创投资本实现"投资—退出—再投资"的良性循环。2025年,我国股权基金市场退出情况回暖,共发生5 211笔退出案例,同比上升41.0%,其中1 318笔退出以回购方式实现,在各类交易中占比25.3%。[②] 虽然通过被投企业IPO及并购方式实现退出的案例同比明显增加,但回购仍然是创投基金实现退出的重要方式之一,大量回购引发司法争议,争议解决规则的供给尤为重要。创投基金市场作为资本市场的一部分,要更好发挥资本市场"融资、价格发现、资源配置"的基本功能,要求充分尊重市场定价与优胜劣汰机制,体现市场在资源配置中所起的决定性作用。当被投公司触发回购条件时,应当以市场化手段解决投资人的退出诉求,如果被投公司具有发展前景,将有其他投资主体受让股权以实现接力投资,如果难以找到股权受让人,则说明市场对被投公司的发展前景并不乐观,此时如果不允许创投基金退出,将阻碍资金投向更具投资价值的公司,不利于提高整个创投市场的资源配置效率。同时,投资机构是创投市场的重复交易者,投资机构赖以获取投资的正是其之前的业绩表现。其中,投资机构成功退出创业企业实现投资收益是其获得投资者信任的决定性因素。[③] 我国的创投机构仍处于成长期,其规模和能力与国际知名机构相比仍有较大差距,而强大的创投机构能够吸引更多资金,整合各类资源,推动高科技产业快速发展。尊重创投基金的退出需求,对于促进创投机构的壮大与创投资本的形成也将起到积极作用。

① 参见《一级市场"起诉退出"潮》,载《财新周刊》2024年8月5日第31期。
② 《2025年中国股权投资市场研究报告》,2026年2月4日由清科研究中心发布。
③ 潘林著:《风险投资合同权利研究——组织与契约的交叉》,中国政法大学出版社2019年版,第20页。

（二）创投基金的退出权属于股东权利

股东权利主要包括收益权、表决权及加入或退出公司的权利。按照股份所表示的股东权利的内容，可以将股份分为普通股和类别股。普通股是指公司发行的没有特别权利和特别限制的股份。类别股是指公司发行的在资产收益、参与公司决策等方面设有特别权利和特别限制的股份。[①] 英美法系国家的公司法通常只原则性地规定或描述类别股的定义，不列举也不限制类别股的种类，允许公司章程自由创设不同类型的类别股。大陆法系国家和地区的公司法则通常明确规定类别股的类型，实行类别股的法定主义，不允许公司在法定类别之外另行创设法律没有规定的类别股。[②] 德国、日本等大陆法系国家已将附回购权的股权纳入制定法中进行专门规范。[③] 附有回购权的股权实质上属于享有优先分红权+优先退出权的特殊股权。风险投融资实践广泛采用类别股的投资形式，有其内在原因。类别股是可以将对财产收益权或表决控制权有不同偏好的投资者容纳到同一公司的一种法律制度。创业公司的发展具有高度的不确定性，同时非常依赖创始股东的技术与能力。风险投资机构的商业模式是通过对一定数量的创业公司进行分散投资，以实现基金的整体收益，没有能力也没有必要参与被投公司的日常经营管理。创始股东主导了对公司的控制，激励其实现公司经营成功之后的超额回报。投资人和企业通过类别股制度，可以构建理想的控制权关系，合理分配股东之间的利益和风险，满足风险资本和创业者的不同偏好。[④] 同时，当被投公司未能达到风险资本的投资目的时，类别股制度可以实现被投公司控制权的及时调整，提供了被投公司权力配置的必要张力。

公司法针对股份有限公司规定了较为严格的类别股制度，主要是面向上市公司或非上市公众公司，体现了对公众投资者的保护。对于有限责任公司，公司法留下了股东权利差异化的制度空间，如第 210 条规定的不按出资比例分配利润规则，第 84 条规定的股权转让限制，第 22 条规定的不等比例减资规则。创业公司作为闭锁公司，在股东权利配置上允许更为灵活的设计，符合法律逻辑，也有较强的现实需求。创业公司尤其是高科技公司在其发展初期，有形资产少、资金需求大、周期长、风险

① 王翔主编：《中华人民共和国公司法释义》，中国法制出版社 2024 年版，第 200 页。

② 王翔主编：《中华人民共和国公司法释义》，中国法制出版社 2024 年版，第 511 页。

③ 参见高旭军：《德国公司法中规范股东冲突的机制及其启示》，载《北京理工大学学报（社会科学版）》2023 年第 2 期；朱大明：《日本金融法制中企业融资路径的制度创新——以种类股制度的创设为中心》，载《金融创新法律评论》2016 年第 1 辑。

④ 朱慈蕴著：《公司法理论、实践与改革》，当代中国出版社 2024 年版，第 230 页。

高,难以符合银行等传统金融机构的风控要求,多元化的股东权利配置能够帮助公司吸引直接投资,有助于破解中小企业融资难问题。投资人行使股东特殊权利时可能面临来自控股股东的压制与权利滥用,如果仅将投资人的特殊权利定性为合同债权,只能通过合同法路径进行救济,将极大增加投资协议的谈判成本,降低市场效率。随着公司融资实践的发展,股权融资和债权融资作为公司融资的两种方式,传统上用以区分股权和债权的标准已经不能适应融资工具的创新。在交易实践中,股债交融的现象越来越普遍,不同的商业需求催生出众多兼具股、债混合特征的金融工具,法律应当尊重股债杂糅的交易安排。[①] 不同的投资形式体现了不同投资人对于风险收益要素的组合与配置,在某种程度上,识别性质已经不是最重要的问题,重要的是当不同投资人权益发生冲突时,如何排定其优先顺序。公司法的重要价值之一在于提供组织法上的制度工具,以弥补股权投资协议的不完全性,激励当事人事前敢于做投资,特别是做出更有利于专业化分工和更有效率的资产专用性投资。[②] 回购权作为投资人优先退出公司的权利,是其股东权利的重要组成部分,在投资人加入公司的决定中处于核心地位,应当受到公司法中股东平等原则、股东不得滥用权利原则等组织法工具的保护。

(三)股东平等原则对资本多数决表决规则的规制

资本多数决作为现代公司治理的基本机制,在强化资本逻辑、促进公司运营效率方面发挥着重要作用。早期的公司表决制度以一致同意为基本规则,逐渐转向资本多数决,其主要原因在于实现和维护股东平等原则,纠正股东作差异投资贡献却享有相同表决权的不公平现象。资本多数决所追求的股东平等原则本质上是一种“形式平等”,要求股东表决权的配置应当公允地采用以资本投入为核心的评价标准,采用“一股一权”的表决权配置规则。但随着资本多数决规则的确立,拥有多数股份的股东逐渐在公司决策中占据优势,公司意志与控股股东意志在控制权的实际行使中逐渐趋同,资本多数决呈现出制度异化的倾向,资本多数决与股东平等原则之间形成了复杂的张力关系。[③] 股东平等作为公司法的基本原则,要求在同等条件下必须同等对待所有的股东,公司不能武断地、没有任何正当理由便区别对待不同股东。[④] 衡量股

① 参见许德风:《公司融资语境下股与债的界分》,载《法学研究》2019年第2期。

② 朱慈蕴著:《公司法理论、实践与改革》,当代中国出版社2024年版,第36页。

③ 陈景善:《资本多数决中少数股东权利保护的体系调适》,载《环球法律评论》2026年第1期。

④ [德]托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔著,高旭军等译:《德国资合公司法》(第6版)下,上海人民出版社2019年版,第152—153页。

东平等原则的标准时不能脱离于股东持有的股权的数量和种类，股东平等不是形式上的平等，而应是实质上的平等。类别股的创设丰富了股东平等原则的内涵，[①]股东权利的多元配置允许股东基于自身在风险偏好和需求上存在的差别，对股权的某项具体内容进行强化与让渡，由此取得的特殊权利符合股东实质平等原则，对此类股东特殊权利的保护属于股东平等原则的应有之义。股东实质平等原则要求股东在行使权利时不得损害公司利益、应该考虑并照顾其他股东的利益、应当严肃而认真地行使股东权及其影响力。[②] 对于股东会决议事项，原则上每位股东可以根据自己的自由裁量权行使投票权。但由于股东在公司中担负着管理任务，尤其是在闭锁公司中，股东相互之间存在着紧密的人合关系，因此股东表决权的行使必须受到公司章程中规定的义务、股东对公司的信义义务、股东平等原则以及股东不得滥用权利原则的约束。

为规制控股股东利用资本多数决原则，控制股东会在无合理理由时不作出减资决议或者作出不减资决议的行为，作为小股东的投资人可以采取以下救济途径：第一，以表决权契约事前预防。表决权契约是股东之间通过契约事前约定表决权的行使方式，常见类型包括防御型表决权契约、表决权拘束契约和类别股表决权契约。其核心在于以契约手段将原本可自由处分的股东表决权进行事前锁定，从而实现防多数支配、防利益侵夺、防程序操纵等多重治理目标。根据控制权理论，公司的所有权包含控制公司的权利与获得公司净收益的权利（即剩余收益索取权），表决权的配置应当与剩余收益索取权相匹配，否则将引发代理成本。[③] 风险投资合同正是通过灵活的控制权转移安排，以应对创业公司经营发展的高度不确定性与信息不对称性，同时实现对企业家精神的有效激励。在创业公司发展初期，创始股东主要以知识产权与人力资源出资，公司的经营业绩与创始股东的私人收益是一致的，此时将控制权分配给创始股东，能够最大程度地激励其勤勉工作、冒险创新。但当创业公司触发回购条件时，往往意味着公司技术路线前景不佳、经营不善，创始股东的出资价值显著降低，被投公司的经营风险将主要由投资人承担。此时将控制权转移至投资人，能够避免创始股东过度冒险的机会主义行为。投资人与创始股东通过表决权契约实现了公司不同经营状态下的控制权转移安排，除非表决权契约赋予了股东规避公司法上强制

① 朱慈蕴著：《公司法理论、实践与改革》，当代中国出版社2024年版，第238页。

② 高旭军：《德国公司法中规范股东冲突的机制及其启示》，载《北京理工大学学报（社会科学版）》2023年第2期。

③ 罗培新等：《公司法的法律经济学研究》，北京大学出版社2008年版，第106页。

性规范的权利,原则上应当有效。[①] 如果控股股东和其他股东未按照表决权契约行使表决权,投资人可以依据表决权契约的约定,要求其履行相应的契约义务。

第二,以股东不得滥用权利原则进行事中应对与事后救济。主要适用于投资人在投资时未与控股股东签订表决权契约的情形。事中应对规范强调在控股股东行使表决权时,通过恰当的法律规范约束其表决行为,以防止不当行权导致实际损害发生。事后救济则着眼于控股股东已经利用资本多数决规则作出了损害小股东权利的不当决策时,对小股东的权利进行补救。创业公司作为闭锁性公司,股东之间更像合伙人,在特定情境下承认股东之间的诚信义务有助于防止股东内部的机会主义,促进公司内部的信任秩序,降低治理成本。[②] 同时,公司参与方之间的关系本质上属于合同关系,基于不完全合同理论,公司章程、股东投资协议等调整长期发生的复杂关系的合同,必定是不完备的。公司法的价值之一就是填补合同漏洞,以实现降低交易成本、促进整体效率的目的。在公司参与方之间以合同形式确定的权利义务关系之外,公司法提供着与时俱进的默认规则,以适应商业实践的发展。公司法第21条所规定的股东不得滥用股东权利条款,可以作为股东之间具有诚信义务的解释论依据。该条款要求所有股东在行使股东权利时,不得以损害或者主要以损害公司或者其他股东利益为目的,行使权利如果可能损害公司或者其他股东利益的,也应遵守比例原则。[③] 如果公司股东滥用权利给公司或者其他股东造成损失的,应当承担赔偿责任。

关于投资人是否可以通过司法程序请求控股股东等对减资决议作出同意表决,或者请求公司作出减资决议,该问题存在争议。有观点认为公司决议属于自治事项,股东行使表决权属于意思自治行为,司法不应介入。本文认为,公司决议不能仅以民事法律行为的规则进行规制,决议是一种特殊的民事法律行为。商法存在着独立于民法的价值,将公司决议视为完全自治的行为,难以符合商事交易的需要。[④] 股东滥用权利的行为表现之一即为滥用表决权,这意味着在组织法上股东行使表决权的行为并不享有完全的意思自治。公司法虽然就股东滥用权利损害其他股东的行为规定了损害赔偿责任,但对于滥用表决权所导致的损失难以通过精确的数字衡量,将公司的回购义务转换为股东的赔偿责任不符合投资人预期,事实上也难以实现。将投资

① 陈景善:《资本多数决中少数股东权利保护的体系调适》,载《环球法律评论》2026年第1期。
② 参见[美]奥利弗·E. 威廉姆森著,段毅才、王伟译:《资本主义经济制度》,商务印书馆2002年版,第72页。
③ 林一英:《控制股东制度规范化的法律路径》,载《法律科学(西北政法大学学报)》2024年第5期。
④ 潘林:《优先股与普通股的利益分配——基于信义义务的制度方法》,载《法学研究》2019年第3期。

人主张控股股东作出同意表决或公司作出减资决议的请求纳入司法评价范围，能够预防背信行为的发生，较损害发生后再以赔偿责任予以救济的成本更小。可以借鉴德国公司法上的相关规定，如果一个股东负有投票义务，而其违反法定义务的行为将严重损害公司或者其他股东的利益，那么可以在特定情况下借助临时保全措施禁止其参与投票或者强制其同意特定提案；当然，在此过程中应当遵循对股东权利最轻微干预原则。①

（四）回购权的行使期限

投资人与被投公司之间的利益冲突场景还体现在回购权行使期限的问题上。当触发回购条件时，投资机构一般不会立即采取司法措施，更多是着眼于被投公司长远发展，倾向通过与被投公司、创始股东进行协商以解决问题。如果司法机关对于如何认定回购权行使期限、逾期是否导致失权等法律问题存在较大争议，将导致投资机构缺乏稳定的规则预期，作为创投基金管理人的投资机构将不得不尽早采取法律措施，以避免被资金提供方追责的风险，在一定程度上可能制约长期资本、耐心资本的培育。厘清回购权的行使期限，应当在理论分析基础上，充分考虑风险投资行业的风险属性与商业逻辑，更好发挥司法裁判的规则引领与价值导向作用。

第一，在当事人约定了回购权行使期限的情形下，实践中的争议主要在于投资人逾期行权是否导致丧失回购权。有裁判观点认为，投资协议约定了股权回购行权期间，超过合同约定的回购时间未行权，应视为丧失回购权。② 亦有观点认为，即便协议约定了回购时间，逾期不行使也不会失权，理由是“回购时间的约定应系赋权性约定，不是限制性约定，且诉讼时效等法律相关规定存在”。③ 本文认为，从尊重商事主体意思自治的角度考虑，既然投融资双方约定了回购权的行使期限，便表明愿意受其约束。在已明确约定行权期限的情形下，投资人如无合理理由未按期行权，被投公司及其他股东对投资人不行使回购权已具有合理信赖，对投资人逾期提出的回购请求可不予支持。

第二，在投资协议没有约定回购权行使期限的情况下，争议主要在于如何确定行使权利的合理期限。在创投基金“募投管退”的全生命周期中，“退”这一步虽是末尾却至为关键。很多科创属性的投资项目周期长、见效慢、风险高，但又蕴含着发展新

① ［德］托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔著，高旭军等译：《德国资合公司法》（第6版）下，上海人民出版社2019年版，第593—594页。

② 参见北京市高级人民法院（2020）京民申1318号民事裁定书。

③ 参见北京市第三中级人民法院（2019）京03民终9876号民事判决书。

质生产力的独特价值,即使触发条件成就,投资机构通常也会根据市场与行业的情况,与被投公司协商解决问题,包括但不限于延长回购期限、降低业绩指标、变更补偿方式等,而商业谈判与决策需要时间。因此,一个合理的回购权行使期限,应当既能防止投资人"眠于权利之上",又能给予各方以充分的缓冲空间,避免投资机构因急于行使回购权引发踩踏效应,助力培育耐心与有韧性的行业生态。因此在投资协议没有约定行权期限的情况下,回购权的行权期限可适用诉讼时效有关规定,自符合回购条件之次日起3年内行使。被投公司与其他股东为稳定公司股权架构,也可向回购权人催告,要求其及时明确是否行使回购权。

(五)业绩补偿款与回购价款能否同时主张

在部分投资协议中,投资人会同时约定股权回购和业绩补偿条款。业绩补偿条款是指被投公司在一定时间内如果达不到所承诺的业绩目标时,被投公司或其控股股东需向投资人进行现金补偿,或控股股东向投资人无偿或以象征性对价转让部分股权。当股权回购条款与业绩现金补偿条款同时触发时,投资人能否同时主张股权回购款与业绩补偿款,存在不同观点。第一种观点认为,股权回购款与业绩补偿款二者的触发条件不同,分属不同法律关系,且协议中并未约定仅能择一行使,故投资人可以同时主张。第二种观点认为,业绩补偿的诉求系投资人基于股东身份,而股权回购的本质系退出公司,不再具有股东身份,二者存在矛盾,且两种方式均带有一定的补偿及惩罚性质,属于二者择其一的关系。第三种观点认为,在投资人同时主张股权回购和业绩补偿款时,应当考虑以投资本金计算的综合回报率,以判断股权回购款与业绩补偿款的总额是否合理,对于过高的数额予以调整。

股权回购和业绩补偿从本质上讲都是违约责任,触发条件不同,业绩补偿一般针对违约程度较轻的、时间较短的经营问题,股权回购一般针对违约程度较重的、时间较长甚至构成根本违约的事由,但二者所约定的触发条件也可能发生重叠。[①] 从商业逻辑上看,无论是业绩补偿还是股权回购,均属于投资人分散信息不对称风险的机制措施,其目的不应是为了让投资人获取较高的投资回报。如果投资人从投资人保护条款的适用中获得高额回报,则违背了股权投资的风险属性,也不符合公平原则。设立业绩补偿机制的目的在于,投融资双方在投资时对于公司的股权价值存在分歧,为减少谈判成本,双方设定基于净利润等指标的业绩标准,如果被投公司实际业绩未达

① 深圳国际仲裁院、中国国际仲裁研究院:《"对赌协议"典型仲裁案例与实务精要》,北京大学出版社2021年版,第249页。

预期，说明其股权价值应当低于投资人支付的对价，业绩承诺方通过补偿措施，使得交易价格与股权实际价值相匹配，维护股权交易的公平性。因此，业绩补偿款的支付已使投资人实际支付的股权投资款数额降低，如果仍然基于投资协议项下约定的投资款数额计算股权回购款，将导致投资人就此双重受偿，有失公允。因此，在计算股权回购款数额时，对于业绩承诺方已经支付的业绩补偿款，应当在股权回购款中予以扣减，而尚未支付的业绩补偿款，则不应再予支持。

三、投资人与债权人之间的利益衡量

投资人与债权人之间的利益冲突主要体现在以下场景：其一，当公司存在尚未清偿的已到期债务，或公司资金不足以清偿已确定发生的未到期债务时，投资人能否要求公司履行回购义务；其二，投资协议约定由创始股东承担回购义务，公司对创始股东支付回购款的义务承担担保责任，该约定的效力与履行规则如何确定。

（一）公司资产不足时回购权应当劣后于外部债权清偿

股东与公司之间的财产流转基本上可以分为资本性交易和经营性交易两类。资本性交易是指股东基于出资人身份或股权属性而与公司进行的交易。经营性交易是指公司在日常经营活动中可能与股东之间发生的市场交易。[①] 投资人的回购权最初通过投资协议创设，但该投资关系一旦依约建立，投资人与公司之间即构成成员与组织之间的关系。投资人向公司主张股份回购，涉及公司财产向特定股东流出，属于公司与股东之间的资本性交易，构成变相偿还股东投资或变相分配公司利润，因此在早期公司法中，各国家和地区法律对股份回购几乎都是限制或禁止的。但股份回购在企业经营中能够发挥重要的经济功能，多国公司法为满足市场和企业需求，纷纷扩张其例外适用的范围，甚至原则允许股份回购。[②] 为避免股东利用股份回购损害债权人利益，多国公司法对于公司用于股份回购的资金来源进行了限制。如德国法规定，在公司要对股权回收支付价金的情况下，价金必须从维持初始资金所必需之公司财产中取得，也就是说公司出现赤字，那么股权回购则不具有可执行性。如果这一结果（即导致赤字）在作出股权回购决议之时便已经确定，那么，该决议由于违反债权人保

① 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。

② 施天涛著：《公司法论（第五版）》，法律出版社 2025 年版，第 251 页。

护的法律规范而无效。在这种情形下,公司必须拒绝履行支付。非法支付的价款必须予以返还。[①] 日本公司法上附带取得请求权的股份被形象地译为“附卖权期权股份”,此类股东可对公司请求取得该股东所持的附卖权期权股份。但公司用以取得该股份所交付的公司财产,必须遵守财源限制规则,且不能超过公司在相关请求日的可分配额。[②]

我国公司法体现了放松股份回购管制的趋势,但未充分回应股份回购可能导致的损害债权人利益问题。对于股份有限公司,公司法第162条规定原则禁止公司收购本公司股份,就减资、合并、员工持股等情形进行了例外规定,但并未就公司收购股份的资金来源进行限制。对于有限责任公司,公司法未禁止公司收购本公司股权,虽然该法第53条规定了股东不得抽逃出资规则,但并未明确将公司回购作为股东抽逃出资的一种形式,也未将公司回购等同于分配。为达到保护公司债权人利益的法律效果,《九民纪要》确立了公司未经减资不得回购的规则,其目的在于明确当公司资产不足时,债权人应当优先于股东受偿。公司法兼具组织法与行为法的特征,在遏制公司利益相关者之间的利益冲突方面发挥着重要功能[③],这是合同机制无法包容的。投资人的回购权虽然具有债的因素,但仍属于股东权利,基于权利义务相一致原则,既受到公司法的保护,同样也应服从于公司法强制性规则的规制。将投资人的回购权作为股东权利纳入公司法的规范框架,有助于实现公司相关方,尤其是那些投资协议以外当事人的利益保护与平衡。

回购权作为投资人的股东权利,其中包含的优先分配权、退出权等特别权利仅是相对于普通股股东而言,当公司资产不足时,公司应当优先保障向外部债权人清偿,投资人行使权利时应当遵守作为强制性规则的公司法资本制度所划定的分配行为边界。即使投资人向公司主张回购后,相关权利转化为债权,也因其属于“股东身份从属债权”,清偿顺位仍应劣后于债权人,否则股东可以自行提升权利顺位,导致公司经营风险在股东与债权人之间不当分配。[④] 对于附回购期限的股权投资,有观点认为属于借款,股权系借款的让与担保。此种定性将使得此类股东在公司

① [德]托马斯·莱塞尔、吕迪格·法伊尔著,高旭军等译:《德国资合公司法》(第6版)下,上海人民出版社2019年版,第639—640页。

② [日]近藤光男著,梁爽译:《最新日本公司法(第7版)》,法律出版社2016年版,第364页。

③ [美]莱纳·克拉克曼、亨利·汉斯曼等著,罗培新译:《公司法剖析:比较与功能的视角(第2版)》,法律出版社2012年版,第36页。

④ 何欢:《公司分配视角下的股东身份从属债权劣后受偿》,载《法学研究》2024年第1期。

资产不足时获得与普通债权人同等的清偿顺位，但外部债权人在评价公司的偿债能力时，却难以得知相关负债情况，不利于保护债权人，股东甚至可以利用这种方式规避出资义务。不论股权投资是附回购条件还是回购期限，均不应影响其股权性质的认定。

（二）公司为股东回购义务提供担保的审查

实践中，有部分投资人为避免公司减资不能，转为采用与控股股东约定回购义务，同时由公司对控股股东的回购款项支付义务承担担保责任的做法。理论上担保包括物的担保与人的担保，但创业公司正是由于资产少，难以通过传统金融机构获得资金，因此实践中由创业公司提供物的担保的情形较少，主要是人的担保即保证责任。对于此类担保的审查路径，存在两种观点。观点一是将此类担保纳入公司对外担保的效力规则体系进行审查。其理论基础在于，与通常的资本性交易仅涉及单向资产流动不同，公司为受让股东提供的担保在法律上有对价，即公司承担担保责任后可以向股东追偿。在资产负债表上，公司资产总额并未发生变化，而是资产结构发生变化。因此公司为股东间股权转让提供担保的交易并不能直接界定为股东抽回出资，除非被担保的受让方股东不具有履约能力。① 观点二是将公司对支付回购款承担担保责任适用与回购同样的审查标准。其理论基础是，公司为股东之间的股权转让提供担保不属于经营性交易，而是资本性交易。公司为股东履行回购义务提供担保或借款，可能使得公司资产经过受资助方这一“通道”最终落入股东手中，实质上是变相以公司资产履行回购协议，绕过了《九民纪要》设置的减资或利润分配的程序性要求，实现了与公司分配近似的法律效果，成为被投公司履行回购协议的合法外衣。② 以上分歧体现了公司为回购义务提供担保问题的复杂性。

针对公司是否应就股东回购义务承担物的担保责任，征求意见稿规定须以公司减资或分配利润为前提。但当公司对股东回购义务提供保证担保时，征求意见稿主要通过财务资助规则进行规制。对于股份公司担保责任的审查主张集中在是否经过了股东会（董事会）决议、实际控制人是否滥用权利的问题上，未对公司承担担保责任的行为如果损害偿债能力的情形进行规范。而对于有限公司的此类行为，公司法上未作禁止性规定，司法审查标准需要明确。有必要针对公司回购条款的履行与相类

① 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。

② 皮正德：《禁止财务资助规则的公司法构建》，载《法学研究》2023 年第 1 期。

似责任的承担建立统一的审查标准,实现资本维持原则的制度价值。

利润分配、股份回购、减资、财务资助等均是公司基于股东资格及其所持股份而向股东支付各种投资回报和偿还资本的行为,其经济实质是相同的或相似的,应当建立相互协调、底线标准统一的规则适用体系。公司法中关于资本流出的相关制度较修订前更为体系化,但仍应进一步明确"底线标准",否则可能导致各项规则之间宽严程度不同,部分股东可以利用其中的差异和漏洞,削弱公司资本制度作为强制性规则的法律效果,也可能导致部分司法机构机械、片面地适用相关规则,不利于保护股东的合法权益。就规范资本向公司股东流出的方式而言,当前世界主要经济体的公司法规范大致可以分为两种。一是以欧盟公司资本指令为代表的资本维持规范。资本维持规范对于防止公司违法分配有明确的基准线,主要以资产负债表中的会计数据为基础来约束资本流动活动,其核心就是分配不得超过资产负债表中公司资产账面价值与已发行股本和法定留存的差额。在此原则下,公司法对公司分配、股份回购和减资有不同的财源限制。[①] 我国公司法具有资本维持模式的基本特征。二是以美国《商事示范公司法》为代表的偿债能力测试。该方法通过"广义分配"的概念把利润分配、股份回购、减资等资本向股东流出的事项统合起来,适用相同的规则,要求董事会在决定任何资本流出事项前须进行两个层面的测试:一是实际偿付能力检测,要求此次分配不得导致公司无力偿还其已到期和按正常营业进程应到期之债务;二是资产负债表检测,要求此次分配不得导致公司资产总额低于负债总额。[②] 与资本维持规范不同之处在于,偿债能力测试规则更关注公司资产的实际构成和流动性,而不仅是"资产负债表显示的偿付能力",对于债权人的保护更具有现实意义。

从各国的晚近立法情况不难看出,资本维持规范与偿债能力测试规则呈现交叉融合的趋势。我国证券交易所制定的上市公司回购细则与许多司法案例也表明,借鉴偿债能力测试的方法与理念有助于调和特定情形下公司债权人和股东的利益冲突。[③] 如《上市公司股份回购规则》第8条规定:回购股份后,上市公司具备持续经营能力和债务履行能力。《深圳证券交易所上市公司回购股份实施细则》第7条规定:上市公司以现金为对价,采用要约方式、集中竞价方式回购股份的,当年已实施的回

① 林一英:《新公司法视野下的减资规则构造》,载《法律适用》2025年第4期。
② 王军:《公司资本制度》,北京大学出版社2022年版,第295—296页。
③ 王军著:《公司资本制度》,北京大学出版社2022年版,第511—512页。

购股份金额视同现金分红金额，纳入该年度现金分红的相关比例计算。[①] 广受关注的“华工案”中，法院以公司回购股份不损害清偿能力为由，判决公司承担回购责任。[②] 对公司为股东回购义务承担担保责任的审查，不应仅限于公司提供担保的意思表示是否真实的问题上，公司为股东退出所承担的支付义务或担保责任均属于资本向股东流出，如果公司承担责任的后果将损及公司的偿债能力，导致公司的财务状况无法实现优先保护债权人的底线要求，则产生公司基于法定障碍而履行不能的问题，股东需等待公司财务状况改善后再提出回购或担保的请求，此时相关条款无法履行属于投资人作为公司股东应承担的商业风险。[③]

（三）以资本公积履行回购义务的规制

根据企业会计制度，资本公积中的资本（或股本）溢价是指企业投资者投入公司的资金超过其在注册资本中所占份额的部分。当前我国股权投资实践中，投资人投入公司资金中往往只有小部分进入注册资本，大部分作为资本溢价进入资本公积。有观点认为，从公司法第224条的法律规定上看，减资系指“减少注册资本”，公司减少资本公积的行为并不会造成注册资本的减少。同时，有限公司的法定公示事项仅是注册资本，债权人对于资本公积作为公司偿债资产不存在合理信赖。因此实践中存在向股东返还资本公积是否不需履行减资法定程序的疑问。

本文认为，投资人投入公司的资产，不论是计入注册资本还是资本公积，本质上均已属于公司资产，在向股东返还（分配）时应当遵循同样的标准与要求。如果认为股东取得资本公积部分资金不需通过减资程序，将使得股东就资本公积部分获得与债权人同等的地位，甚至是优先地位。[④] 而且，资本公积在财务报表中有明确体现，债权人对财务报表所反映的公司资产情况具有合理信赖，因此公司将资本公积向股东返还时也应当接受底线标准的检验，不得损害公司债权人债权。

四、投资人与其他股东之间的利益冲突与衡量

投资人与其他股东之间发生利益冲突的场景主要体现在：其一，其他股东尤其

① 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。

② 参见江苏省高级人民法院（2019）苏民再62号民事判决书。

③ 刘燕、唐晨雪：《对赌协议履行僵局的司法介入》，载《经贸法律评论》2024年第5期。

④ 朱慈蕴著：《公司法理论、实践与改革》，当代中国出版社2024年版，第216页。

是公众公司股东,如果无从得知投资协议所约定的回购权,要如何保障其他股东的知情权;其二,创始股东承诺回购或对公司的回购义务承担担保责任时,责任边界如何认定;其三,不同融资轮次的投资人享有的回购权发生冲突时,应当如何行使。

(一)回购权应载入章程

股权的内容会涉及其他股东、债权人的利益,因此投资人的回购权作为一种特殊的股东权利,在确定权利时需遵循公司法作为组织法的程序要求。一方面是为了使有可能受其影响却无法参与公司决策的其他股东,有机会了解公司股权结构的变化,重新评估投资的风险及投资预期;另一方面也可以使那些可能对公司具有投资意愿的投资者或者债权人在作出交易决策时作出更为明确的风险判断。[①] 仅通过与创始股东或者被投公司签订股东协议,未将回购权载入章程的方式,未能充分体现股权的特征,存在产生法律争议的风险,尤其在被投公司属于公众公司或其子公司的情形下,更应当以章程形式明确方为有效。

证监会《监管规则适用指引——会计类第1号》针对"特殊股权投资的确认与分类"明确,对于附回售条款的股权投资,投资人除拥有与普通股股东一致的投票权及分红权等权利之外,还拥有回售权。从被投资人角度看,该回售条款导致被投资人存在无法避免向投资人交付现金的合同义务,应分类为被投资人的金融负债进行会计处理。为避免回购协议的履行导致发行人的股权架构与财务状况发生重大变化,根据证券监管要求,发行人与投资人所签订的回购协议原则上在上市申报前应当解除。如果相关回购协议未被解除,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。[②] 实践中,公众公司所涉回购条款主要争议如下:

第一,上市申报时承诺解除,但发行人与投资人通过另行签订抽屉协议的形式实际保留的股权回购协议是否有效。证券监管机构针对回购协议的清理要求与会计处理的要求,关乎证券市场秩序,发行人与投资人之间签订的抽屉协议规避监管要求,违反信息披露要求,且将损害中小投资者合法权益,应当认定为无效。

第二,已解除的股权回购协议能否恢复效力。实践中,对股权回购协议的清理方式主要有两种:一是彻底终止股权回购协议;二是暂时终止,附条件恢复股权回购协议效力。第二种方式是指投资人与被投公司约定,在向交易所提交申报材料时,股权回购协议效力终止。若被投公司成功获得上市资格,则股权回购协议永久失效。若

① 朱慈蕴著:《公司法理论、实践与改革》,当代中国出版社2024年版,第233页。

② 参见证监会《监管规则适用指引——发行类第4号》4-3。

发生撤回申请、未通过审核等未成功上市的情形时，原股权回购协议恢复效力。采用第一种方式彻底终止回购条款，不存在效力恢复的问题。第二种方式清理后能否恢复效力，存在争议。

有观点认为，投资人已作出公开承诺对股权回购条款予以清理，后续对该条款的恢复属于违反金融监管规定，应被认定为无效，回购条款效力不能恢复。也有观点认为，在被投公司未能成功上市的情形下，因不属于公众公司，回购协议不存在因违反证券监管规则、扰乱证券市场秩序而无效的问题。（2024）京04民特796号撤销仲裁裁决案件中，全部投资人书面承诺回购协议终止，后又约定如公司未能按期上市，回购协议自动重新适用。仲裁裁决认为，如上市申请程序一直持续，则回购协议不会重新适用，不存在是否违反上市监管规定的争议。但若公司暂停、放弃或撤回了合格上市申请，因不涉及上市申请的合规审查，回购协议效力恢复也不涉及违反上市相关监管规定的问题，不属于应当被清理的情形。[①] 本文认同第二种观点，但应当明确的是，解除后的回购协议将在特定情况下恢复效力的约定，应当以恰当方式向全体股东与外部债权人披露，确保相关主体的知情权。

第三，新三板挂牌公司等非上市公众公司未披露的回购协议是否有效。《非上市公众公司监督管理办法》规定，公众公司及其他信息披露义务人应当按照法律、行政法规和中国证监会的规定履行信息披露义务，公众公司应当做到股权明晰。投资人因回购协议所享有的回购权，区别于普通股东，在投资人行使回购权时，将极大影响普通股东的权益，普通股东应当有权知晓相关情况。《挂牌公司股票发行常见问题解答（三）——募集资金管理、认购协议中特殊条款、特殊类型挂牌公司融资》中明确，新三板挂牌公司所涉的认购协议应当经过挂牌公司董事会与股东大会审议通过，认购协议不得存在挂牌公司作为特殊条款的义务承担主体等情形，同时挂牌公司应当在股票发行情况报告书中完整披露认购协议中的特殊条款，中介机构应当对相关条款合法合规性发表明确意见。回购协议是否有效，不仅影响被投公司与投资人的权利义务，还会影响其他股东、外部债权人的商业决策。因此对于新三板挂牌公司等非上市公众公司，也应当遵守信息披露要求，除非投资人能够证明回购协议的履行不会损害其他普通股东权益，否则回购协议不发生效力。

① 参见北京市第四中级人民法院（2024）京04民特796号民事裁定书。

(二)由创始股东承担回购义务的边界

创始股东个人的回购义务不受公司减资程序的制约,因此大量投资协议选择将创始股东作为共同回购义务人,甚至约定由创始股东对公司的回购义务承担无限连带责任,以增强回购条款的可履行性。但要求创始股东承担过重的回购义务将导致以下问题:第一,投资人将资金投入的是被投公司,并非给付给创始股东,要求创始股东回购股权,实质是要其承担投资资金的返还义务,在权利义务上并不对等,某种程度上混淆了股东个人与公司的责任。第二,科创企业的创始股东往往是技术人员或科学家,资金能力有限,要求其以个人财产承担巨额回购义务,事实上也难以履行。很多创始股东因此成为失信被执行人,创新、创业的失败代价过于沉重,与风险投资鼓励创新、创业的目的相背离。第三,在现阶段我国中小企业治理水平仍待提升的情况下,由创始股东对公司经营未达目标时承担过重个人责任,可能诱发转移公司资产以履行个人义务的不当行为,损害公司及外部债权人权益。因此,有必要对创始股东的个人责任界定适当的边界。

为平衡创业风险与收益,越来越多的创始股东在投资协议中明确,如果其需要承担股权回购或担保责任,应有责任上限。但实践中责任上限条款在表述上存在一定差异,有的投资协议约定创始股东所应承担的责任"以其所持股权为限",有的协议约定为"以其所持股权价值为限"。本文认为,创始股东签署此类条款的目的在于明确,如果公司经营未达预期,创始股东所承担的最高责任是将其所持有的公司股权全部变现或转让给回购权利人,不至于因创新、创业导致倾家荡产。虽然上述条款在表述上存在轻微差异,但应当统一进行合乎商业理性与目的的解释。只要创始股东不存在欺诈投资人、挪用公司资产等严重违反诚信原则的行为,仅因公司经营未达预期触发回购义务的,要求创始股东以个人财产向投资人承担投资风险,缺乏合理性,亦不利于鼓励勇于创新、屡败屡战的企业家精神。

(三)不同轮次投资人回购权的冲突

被投公司在发展壮大的过程中,一般会历经种子轮、天使轮、A轮、B轮、C轮等多轮次投资,直至pre-IPO轮。股权投资不同轮次的融资条件存在差异,当回购条款触发时,不同股东之间将产生利益冲突。靠后轮次的公司估值较高,相应的资金成本和风险也更高,所以各轮投资人与融资方在投资协议中,往往会对回购顺位作出约定,明确后轮投资人的回购权优先于前轮投资人。

实践中,回购权顺位条款可分为以下几种类型:第一种是仅约定顺位,未约定其

他内容。如“B 轮投资人享有的回购权优先于 A 轮投资人享有的回购权”。第二种是约定当回购义务人资金不足时,后轮投资人的回购权优先。如“若多个投资人要求回购,且回购义务人的资金不足以支付全部回购金额时,回购义务人应优先回购 B 轮投资人的股权。”第三种是明确约定后轮投资者回购权的行使甚至实现,系前轮投资者行使回购权的前置条件。如“B 轮投资人享有的回购权优先于 A 轮投资人享有的回购权,A 轮投资人的回购权应在 B 轮投资人股权全部被回购后方可行使,在前一顺位股权仅被部分回购的情况下,后一顺位股权持有者无权行使其回购权。”上述三种类型的回购权顺位条款虽然在文字表述上存在一定区别,但都明确了后轮投资人回购权的优先性,因此在理解上不应存在实质差异。关于回购顺位条款的争议主要发生在两种情形下。第一种情形,前轮投资人在后轮投资人行权之前“抢跑”提起司法程序行使回购权,这种情形下如何保护后轮投资人的顺位利益。第二种情形,后轮投资人在回购条件触发后怠于行使回购权,这种情形下是否应当支持前轮投资人行使回购权。

本文认为,首先,回购权顺位条款涉及被投公司与多轮投资人的权利义务,应当列入公司章程,方对公司与全体股东产生法律效力。如果顺位条款仅在公司与某些投资人之间达成的投资协议中约定,则不足以对抗其他投资人。其次,回购权顺位条款构成后轮投资人的权利,也构成公司与前轮投资人的义务。当前轮投资人主张行使回购权时,公司负有向后轮投资人发出通知的义务,告知后轮投资人前轮投资人行权的事实,询问后轮投资人是否行权。由于回购权属于权利,投资人可以选择放弃,如果后轮投资人以明示或者默示的方式表示不行权,则前轮投资人可以主张回购权。后轮投资人主张行权的,应当允许其作为有独立请求权的第三人加入前轮投资人提出的司法程序中,或者将相关案件合并审理,尽可能一揽子化解纠纷。最后,如果公司未采取有效措施保障后轮投资人的回购顺位利益,在向前轮投资人支付回购款后已无足够资金向后轮投资人支付回购款,公司及负有责任的董事、高管应当承担违反章程与损害股东利益的责任,前轮投资人如果存在明知甚至串通行为的,应当将所收取的回购款返还给公司。

法与时转则治。公司法作为面向商业实践的法律,必须具备适应性的品格,以回应市场变化与创新的需求。风险投资是极富生命力的金融创新,一端连接着具有高风险偏好的长期资金,一端连接着发展不确定的高科技企业,法治应当为风险投资行

业的健康发展提供广阔的空间与有力的支撑。在解决风险投资行业的法律争议时，应当有机结合商业逻辑与法律逻辑，将法律制度还原到利益冲突的具体场景中，对冲突的具体利益进行识别与价值衡量，平衡好创投机构与资金提供方、被投企业与企业家、外部债权人等各方权益，倡导诚实守信的商业文化，降低投融资主体的交易成本，营造有利于长期资本、耐心资本发展的整体社会环境。

（责任编辑：刘霄鹏　沙含）