

## 回购更难、责任更重？ — 从《公司法司法解释（征求意见稿）》看对赌条款的司法走向

作者：刘静 | 高西雅

2025 年 9 月 30 日，最高人民法院发布了《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）》（以下简称“《公司法司法解释（征求意见稿）》”）。其中，第 2 条、第 37 条、第 38 条、第 82 条等条款均涉及股权投资中的“对赌回购责任”，涵盖公司回购效力、股东履行规则、担保责任以及行权期限等核心法律问题。

尽管该司法解释尚处征求意见阶段，但其内容已反映出最高人民法院对对赌机制的最新理解与政策取向，为未来司法裁判标准与交易结构设计提供了趋势性指引。本文拟结合现行法律规定与实践，对《公司法司法解释（征求意见稿）》中与回购相关的条文进行梳理与解读。

### 一、对赌条款的效力

#### （一）与非上市公司对赌 — 继续确认有效

《公司法司法解释（征求意见稿）》第 37 条第 1 款：投资者与公司或者其股东、实际控制人订立估值调整协议，约定当公司在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。

这一条文延续了《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”）第 5 条的精神，即非上市公司对赌条款有效的司法共识。《征求意见稿》的规定强化了这一立场，也使非上市公司层面的对赌效力问题进一步明晰。

#### （二）与上市公司对赌 — 效力否定

《公司法司法解释（征求意见稿）》第 82 条：投资者与上市公司或者其控股股东、实际控制人订立估值调整协议，约定当上市公司在一定期间内达不到约定的市盈率、市净率等股票市值指标条件时，由公司或者其控股股东、实际控制人回购股权、承担金钱补偿义务等，当事人主张该约定无效的，人民法院应予支持。

这一规定意味着，投资人与上市公司及其控股股东、实控人（“双控人”）之间约定的对赌条款无效。此前，关于与上市公司及双控人对赌的效力问题，因缺乏明确的法律规定，司法实践存在一定争议。2022年全国法院十大商事案件之一“南京高科案”（上海市高级人民法院（2021）沪民终745号，“人民法院案例库”入库编号：2023-08-2-308-001）的裁判观点认为，与股票市值挂钩的对赌条款，严重影响股票市场交易秩序和金融安全，损害社会公共利益，违反公序良俗，应属无效。我们理解，征求意见稿第82条即是对该案所体现的裁判观点的吸收与固定，也是《公司法司法解释（征求意见稿）》第37条第1款“但是本解释另有规定的除外”的除外情形。

综上，就对赌条款的效力而言，由于《九民纪要》和权威司法裁判观点均非司法解释，不能作为司法裁判的依据，如果《公司法司法解释（征求意见稿）》第37条第1款和第82条最终通过并生效，则裁判机关可以将其作为裁判依据，也将终结实践中关于能否与公司对赌的争议，为交易主体提供了更清晰的法律预期。

## 二、对赌回购责任的履行

### （一）目标公司未履行前置减资程序或利润分配程序，投资人不能要求目标公司承担回购责任及与之相关的违约责任、担保责任，但可要求第三人承担担保责任

《公司法司法解释（征求意见稿）》第37条第2款：投资者与公司订立前述协议，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。

#### 1. 目标公司未履行前置减资程序或利润分配程序，投资人不能要求目标公司承担回购责任或变相承担回购责任

《九民纪要》第5条规定，目标公司未经减资程序，投资人请求目标公司回购股权的诉讼请求将无法得到支持。根据新《公司法》第224条第3款的规定，有限责任公司需全体股东一致同意，股份有限公司需章程存在明确规定，才能进行定向减资。

实践中，部分交易试图通过约定公司“对未履行减资程序承担违约或担保责任”来规避未经减资不得回购的限制。但《征求意见稿》第37条第2款的规定堵住了这一漏洞：即便协议有效，公司也不得以违约责任或担保责任形式承担回购责任。而一旦以司法解释的方式落地，不管是仲裁还是法院，都将统一裁判思路，不再支持该等变相承担回购责任的做法。

#### 2. 目标公司无法履行回购义务的情况下，投资人可要求第三人承担担保责任

第37条第2款最后一句明确：第三人为目标公司回购提供担保的，担保责任不因公司未减资而受限。该规定结束了司法实践中“主债务未发生，担保责任是否生效”的长期争议。

例如，最高人民法院（2020）最高法民申2957号案曾持否定立场，认为公司未履行减资程序则主债务不发生，担保责任亦不发生；而上海市第二中级人民法院（2023）沪02民终12817号案（入库编号：2024-08-2-269-007）及最高人民法院（2020）最高法民申6234号案则持肯定立场，认为此种情形构成回购义务的一时履行不能，并不影响担保人承担担保责任。

如果《公司法司法解释（征求意见稿）》第 37 条第 2 款最终落地，则将正式统一上述司法分歧，为投资人向第三人主张担保责任提供明确法律依据。

## （二）股东履行回购义务的规则

《公司法司法解释（征求意见稿）》第 38 条第 1 款：股东与投资者约定将股权转让至投资者名下，当一定的条件成就后由股东回购股权，在约定的回购条件成就后，投资者请求股东回购股权的，人民法院应当依据当事人的申请或者依职权追加公司为第三人参加诉讼，并在判决股东履行回购义务的同时，在判项中明确股东履行回购义务后，公司应当变更股东名册并办理股权变更登记；股东的财产不足以支付回购款的，投资者有权申请拍卖、变卖股权，以所得价款受偿。在股东履行回购义务之前，公司、公司债权人请求投资者承担因未全面履行出资义务所应承担的责任的，人民法院依法应予支持。

该条确立了**股东回购诉讼的程序规则与权利顺序**，为司法执行提供了更完整的操作路径。具体包括以下三方面内容：

- 程序层面：法院可依职权追加公司为第三人，将履行回购义务落实到股权变更登记，实现“实质性化解纠纷”和“案结事了”；
- 权利义务层面：在股东履行回购义务前，投资人仍具股东身份，应承担相应出资义务；
- 执行层面：若股东财产不足以支付回购款，投资人可通过拍卖或变卖股权方式受偿。

## （三）回购权的性质以及行权期限

《公司法司法解释（征求意见稿）》第 38 条第 2 款：股东与投资者约定将股权转让至投资者名下，当一定的条件成就后，投资者就是否要求股东回购股权享有选择权，在条件成就后，投资者在约定的期限内或者经股东催告后在合理期限内作出选择，请求股东回购股权的，判项表述以及投资人承担的股东出资义务等参照前款规定处理。超过前述期限后，投资者请求股东回购股权的，人民法院不予支持，但是股东同意的除外。

### 1. 回购权的性质 — “选择权”

实践中，关于回购权的性质是形成权还是请求权一直具有较大争议。如果认为回购权是形成权，则回购条件成就时，投资人可单方选择与回购义务人产生新的股权转让法律关系，而不需要回购义务人的同意，并且行权期限受合理期间限制（不适用诉讼时效中止、中断规则，期限较短）；如果认为回购权是请求权，则意味着投资人行权后，必须取得回购义务人的同意才能产生股权转让法律关系，并且行权期限适用 3 年诉讼时效的规定。

《公司法司法解释（征求意见稿）》第 38 条第 2 款将回购权定性为“选择权”，这与 2024 年 8 月 29 日《人民法院报》刊载的《法答网精选问答（第九批）》最高人民法院民一庭法官的答复意见一致，即：

第一，回购条件触发后，投资人享有选择权，即可以选择继续持有股权，也可以选择要求回购义务人回购股权；

第二，投资人的选择权需要在“约定的期限内”或者“合理期限内”行使，逾期未行使的，选择权

消灭，投资人无权再选择股东回购股权，但股东同意的除外：

第三，如果投资人选择回购，则适用《公司法司法解释（征求意见稿）》第 38 条第 1 款股东履行回购义务的规则。此时，因投资人已经行使了权利，便不存在行权时效的问题。

## 2. “合理期限”的认定 — 保留个案自由裁量空间

2024 年 8 月 29 日《法答网精选问答（第九批）》的最高人民法院民一庭法官答复意见认为，为稳定公司经营商业预期，回购权行使的合理期间应不超过 6 个月。该答复意见在实践中引发较大争议，有不少司法裁判观点支持，但也有裁判观点持有不同意见，例如北京市第二中级人民法院（2024）京 02 民终 13539 号案认为，该答复意见未禁止法官在个案中根据具体情况认定合理期间，并且该意见不是法律和司法解释，法官裁判不当然受该意见约束，进而认定投资人未在 6 个月内行使回购权，回购权未消灭。

《公司法司法解释（征求意见稿）》第 38 条没有规定“合理期限”的期限上限，为裁判机关根据个案实际情况认定留下了充足的自由裁量空间。如果这一规定最终落地实施，则将进一步弱化“法答网”答复意见中“6 个月”行权期限对裁判实践的影响，有利于回应商事交易中的复杂性需求。

### （四）附期限回购 — 适用股权转让与担保的规定

《公司法司法解释（征求意见稿）》第 38 条第 3 款：股东与投资者约定将股权转让至投资者名下，一定期限届满后由股东以本金加溢价款回购，到期不回购股权归投资者所有或者由投资人对股权折价、拍卖、变卖所得价款偿还回购款的，应当依据《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》第六十八条、第六十九条关于股权转让与担保的规定处理。但是投资人超出担保目的实际行使股东权利的，依据本条第一款规定处理。

该款与《公司法司法解释（征求意见稿）》第 38 条前两款不同，第 3 款所规定的是附期限回购的类型，而前两款规定的是附条件回购的类型。根据第 3 款的规定，附期限回购应适用股权转让与担保的规定。

### （五）有限责任公司可以为股东回购义务提供担保

《公司法司法解释（征求意见稿）》第 2 条：公司为其控股股东或者实际控制人直接或者间接控制的公司提供担保，参照适用公司法第十五条关于公司对外提供关联担保的规定，但是相对人在订立担保合同时经合理审查后仍不知道前述控制关系的除外。有限责任公司为他人取得本公司或者其母公司的股权提供担保的，参照适用公司法第十五条关于公司对外提供关联担保的规定。

新《公司法》第 163 条第 1 款：公司不得为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助，公司实施员工持股计划的除外。

在《公司法司法解释（征求意见稿）》第 2 条出台前，新《公司法》仅针对股份有限公司规定原则上不得为他人取得本公司股份提供担保及其他财务资助，并未明确有限责任公司是否同样受到该等限制，导致存在规范漏洞。《公司法司法解释（征求意见稿）》第 2 条最后一句实际上填补了该漏洞，明确有限责任公司可以为他人取得本公司或者其母公司股权提供担保，但需要完成新《公司法》第 15 条规定的对外关联担保的股东会决议程序。

就此而言，有限责任公司为创始股东等回购义务人提供担保，或将构成《公司法司法解释（征求意见稿）》第2条规定的“有限责任公司为他人取得本公司或者其母公司的股权提供担保”。因此，我们理解，在该条规定项下，有限责任公司也可以为创始股东等回购义务人回购投资人持有的公司股权提供担保。

### 三、趋势观察与实务提示

从《公司法司法解释（征求意见稿）》对对赌回购责任的系统规定来看，可以看出最高人民法院在通过制度设计引导对赌机制向“风险回归”与“责任实化”的方向发展。具体体现为以下两点核心趋势：

- **公司层面的回购义务门槛显著提高**，程序合法成为回购履行的前置条件；
- **投资人退出的难度加大**，对赌风险更集中于创始人、实控人个人。

在此趋势下，我们提供以下实务提示，谨供参考：

- **投资人层面**：应重点关注退出条款以及其他权利条款，优化担保结构；
- **创始人及实控人层面**：应在融资的交易文件中谨慎设定回购触发条件与责任范围，防止风险外溢。
- **需关注的未决问题**：创始人及实控人以股权为限承担回购义务，不同投资人优先顺位等问题仍未解决，期待后续司法层面的进一步明确和指引。

## 特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

### 刘静

电话： +86 10 8525 4692

Email: [jing.liu@hankunlaw.com](mailto:jing.liu@hankunlaw.com)