

公司与商事实务前沿

（2025 年 8 月，第八期）

编委会

主　编：王竞

副主编：张政、李慧琴、邓海虹

责任编辑：车丽、丁红萍

目录

一、 新法速递 1

最高人民法院发布《关于贯彻落实<中华人民共和国民营经济促进法>的指导意见》 1

国家市场监管总局发布《关于公用事业领域的反垄断指南（征求意见稿）》及起草说明 7

二、观点速递 23

法答网精选答问（第二十六批）——民营企业保护专题 23

新三板挂牌公司摘牌后，股权转让纠纷如何处理？—摘自“上海高院”微信公众号 25

股东积怨十余年，“多输困局”如何破解？| 至正-法官札记 181—摘自“上海二中院”微信公众号 27

司睿案例库 | 公司未完成减资，股东可以请求公司支付退股款及逾期利息吗？—摘自“北京市第三中级人民法院”微信公众号 29

典型案例丨瑕疵出资股东的股东权利限制—摘自“北京海淀法院”微信公众号 31

典型案例丨股东履行出资义务不受诉讼时效的限制—摘自“北京海淀法院”微信公众号 32

三、实务研究 34

涉外、涉港澳台公司类案件准据法查明及适用的审理思路和裁判要点 | 类案裁

判方法—摘自“上海一中院”微信公众号 34
干货！深度解读商事诉讼调解—摘自“上海一中院”微信公众号 39
论对赌协议中的回购权—摘自“政法论坛”微信公众号 44
网络首发 | 王蓓蓓：对赌协议回购权纠纷实务疑难问题研究—摘自“上海二中院”微信公众号 60
四、实务论道 87
企业出海：如何“拿捏”股东透明度—摘自“隆安上海律师事务所”微信公众号 87

一、新法速递

最高人民法院发布《关于贯彻落实<中华人民共和国民营经济促进法>的指导意见》

来源：最高人民法院网站

时间：2025 年 8 月 8 日

作为我国第一部专门关于民营经济发展的基础性法律，民营经济促进法的制定出台，是贯彻落实党的二十届三中全会精神和习近平总书记在民营企业座谈会上重要讲话精神的标志性举措，充分彰显了党和国家鼓励支持民营经济发展的鲜明立场和坚定决心。为深入贯彻落实民营经济促进法，充分发挥审判职能作用，依法平等保护民营经济组织及其经营者合法权益，以严格公正司法促进民营经济持续、健康、高质量发展，结合人民法院审判执行工作实际，提出如下意见。

一、总体要求

坚持以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，深入学习贯彻习近平经济思想、习近平法治思想，学习领会习近平总书记在民营企业座谈会上的重要讲话精神和关于民营经济发展的系列重要论述，认真学习宣传和贯彻实施民营经济促进法，坚持和落实“两个毫不动摇”，不断完善促进民营经济发展的司法政策措施，推动落实“对侵犯各种所有制经济产权和合法利益的行为实行同责同罪同罚”的要求，坚持严格公正司法，完善裁判规则，健全工作机制，扎实开展规范涉企执法司法专项行动，持续优化法治化营商环境，加强审判监督指导，确保法律统一正确实施，为优化民营经济发展法治环境、构建高水平社会主义市场经济体制提供有力司法服务和保障。

二、坚持依法平等对待，保障各类经济组织公平参与市场竞争

1. 严格落实“非禁即入”政策。落实全国统一的市场准入负面清单制度。在涉及建设工程、房地产、矿产资源以及水、电、气、热力等民商事案件审理中，准确把握自然垄断行业、服务业等市场准入放宽对合同效力的影响，依法作出公正裁判。妥善审理与经营主体密切相关的行政许可、行政协议、行政允诺等案件，依法遏制滥用行政权力排除、限制竞争行为，破除区域壁垒和地方保护，促进各种所有制经济依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争、同等受到法律保护。

2. 完善行政诉讼审理制度机制。依法审理地方政府及其部门与民营经济组织之间签署的招商引资协议、政府和社会资本合作项目有关协议等行政协议类案件，完善行政协

议案件司法裁判规则，合理确定各方权利义务，依法公正解决投资收益分配、责任风险分担问题，助力营造良好的投资和市场环境。依法审理涉及行政强制措施的行政案件，促进对民营经济组织及其经营者行政强制措施的依法规范适用，防止对民营经济组织正常生产经营活动的不利影响。加强涉及对民营经济组织行政处罚案件的审理，依法纠正“小过重罚”以及与违法行为的事实、性质、情节、社会危害程度不相当的行政处罚。加强涉民营经济组织的征收、征用财产等行政案件审理，监督行政机关严格依照法定权限、条件、程序办理并进行公平合理的补偿。持续落实行政争议预防与实质化解“3+N”工作机制，协同制定完善针对性强的涉全国统一大市场、市场监督管理、证券期货、金融监管等领域的规范性文件，积极预防化解涉民营经济组织的行政争议。

3. 依法规制垄断和不正当竞争行为。加强反垄断和反不正当竞争司法力度，依法规制破坏公平竞争、扰乱市场秩序等行为。依法审理科技领域的垄断纠纷案件，准确认定知识产权正常行使行为与滥用知识产权排除、限制竞争行为的界限，保障各类企业公平获得创新资源，实现创新资源的合理配置和高效利用，积极助推统一大市场建设。

4. 依法助力拓宽融资渠道。落实民法典关于功能担保的规定，依法支持民营经济组织依托供应链产业链拓展新的融资担保方式，依法确认非典型担保的法律效力，稳定金融机构的法治预期，助力民营经济组织有效利用自身资产资源获得信贷融资。持续健全信用信息归集共享等工作机制，会同有关部门共同维护好企业信用信息，及时更新企业涉诉涉执情况，防止因信息更新不及时影响企业获得正常融资。会同市场监管、人民银行等信用综合管理部门依法依规及时修复信用。严格落实国家金融管理政策，加强与金融监管部门沟通，推动金融机构持续优化普惠金融供给和服务，依法规范利息收取，协同推动政策落实落地。依法规范金融机构单方面增加发放贷款条件、中止发放贷款、提前收回贷款行为，确保民营经济组织的合法权益不受侵害。依法规制“高利贷”、“砍头息”等非法职业放贷和转贷等违法行为，严惩民间借贷犯罪活动，规范和引导民间融资秩序，助力民营经济组织破解“融资难”、“融资贵”难题。

5. 着力促进解决拖欠民营经济组织账款问题。严格落实民营经济促进法关于账款支付刚性条款、《保障中小企业款项支付条例》以及《关于大型企业与中小型企业约定以第三方支付款项为付款前提条款效力问题的批复》等有关规定，依法保障民营经济组织特别是中小企业账款获得及时支付。依托清理账款部际联席会议工作机制，进一步完善拖

欠民营经济组织账款预防和清理机制，全面落实快立、快保、快审、快执“绿色通道”工作要求，强化对拖欠主体的强制执行，积极运用交叉执行加大对拖欠民营经济组织账款案件执行力度。

6. 强化科技创新司法保护。既要加大创新成果知识产权保护力度，又要遏制知识产权恶意诉讼、虚假诉讼行为，优化创新创业法治环境。依法审理涉高新技术领域知识产权案件，提升关键领域、核心技术等科技创新成果司法保护水平。研究制定惩罚性赔偿适用指导意见，完善裁判规则，细化认定标准，切实发挥知识产权惩罚性赔偿惩戒侵权行为、有效救济权利、激励创新创造的制度价值。积极破解专利民行交叉情形下的“一案等一案”问题以及裁判尺度不统一问题，努力实现专利民行交叉案件审理程序衔接和结果协调；会同国家知识产权局建立健全案件审理协同机制，加快推进与专利民事案件关联的专利确权行政程序，促进实质解纷。加大力度统筹知识产权批量维权案件审理工作，通过印发典型案例、指导规范等方式统一全国批量维权案件裁判尺度。

7. 保障新兴产业健康有序发展。研究起草数据产权司法保护指导意见，妥善处理数据权益纠纷，推动数据要素高效流通和交易。依法审理涉人工智能纠纷案件，支持人工智能依法应用，引导人工智能产业健康有序发展。

三、依法引导守法规范经营，促推民营经济健康发展

8. 依法惩治民营经济组织内部腐败等犯罪行为。准确把握涉民营经济组织腐败犯罪案件法律适用标准，适时发布指导性案例、典型案例，助力常态化开展法治宣传进民营经济组织活动。加强调研指导，依法惩治、有力遏制串通投标犯罪，充分发挥案例警示、震慑、教育作用，引领、规范市场经济秩序。

9. 推动完善内部治理。对民营经济组织股东之间的争议，通过依法行使释明权，积极引导通过股权转让、股权回购、减资分立等途径实质性化解经营僵局，防止内部治理失序阻滞企业生产经营。严格遵循法人财产独立原则，加强对控股股东、实际控制人行为的规范，依法追究控股股东、实际控制人实施关联交易“掏空”企业、非经营性占用企业资金、违规担保向企业转嫁风险等滥用支配地位行为的法律责任，依法维护股东与公司之间财产相互独立、责任相互分离、产权结构明晰的现代企业产权结构，切实维护中小股东权益。

10. 引导诚信守法经营。依法公正审理民营经济组织生产经营负债所引发的各类合同纠纷案件，持续引导增强民营经济组织法治意识、契约精神、守约观念。加强与市场监管

部门沟通协作，进一步完善非正常经营企业清算、注销等市场退出机制，强化相关清算义务主体怠于履职的法律责任，依法打击逃废债务等违法失信行为。依法惩治企业破坏金融管理秩序、金融诈骗、危害税收征管、侵犯知识产权、扰乱市场秩序等犯罪，针对突出违法犯罪问题完善司法裁判规则、加大依法惩治力度。严惩破坏生态环境行为，防止以污染为代价发展，推动民营经济组织发展方式转型升级。

11. 推动构建和谐劳动关系。准确适用《最高人民法院关于审理劳动争议案件适用法律问题的解释（二）》，加强劳动者权益保护力度，注重依法平衡保护用人单位与劳动者的合法权益。加强与相关部门的协调配合，发挥仲裁与诉讼衔接机制作用，统一法律适用标准，推动“一函两书”工作落实，引导企业规范用工，促推劳动争议矛盾纠纷多元化解。持续加强新就业形态劳动者权益保护问题研究，发布典型案例，支持和规范新就业形态发展。

12. 依法审理涉消费纠纷案件。发布网络消费典型案例，引导经营主体规范经营，促进网络经济、平台经济健康持续发展。落实食品药品惩罚性赔偿制度，依法规制“知假买假”，既依法维护消费者合法权益，又依法惩治违法索赔行为，保护经营者合法权益，维护正常生产经营秩序。依法审理预付式消费民事纠纷案件，引导经营者诚信经营，既依法支持预付式消费融资功能发挥，降低经营成本，促进投资，又依法打击经营者“卷款跑路”、“霸王条款”、收款不退等损害消费者权益行为，维护良好市场秩序。

13. 助力民营经济组织安全“出海”。研究制定关于推进国际商事法庭高质量发展的意见，进一步健全诉讼和仲裁、调解有机衔接的“一站式”国际商事多元化纠纷解决机制，着力发挥跨境商事调解职能，以更加高效便捷低成本的国际商事解纷机制，服务保障各类民营经济组织积极参与共建“一带一路”。适时发布当事人约定管辖、选择适用域外法的指导性案例。发布涉外商事审判报告和涉“一带一路”建设典型案例，指导“走出去”企业积极提高风险防范意识，引导其依法合规经营。

四、坚持严格公正司法，依法保护民营经济组织及其经营者合法权益

14. 加强产权司法保护。依法惩治破坏社会主义市场经济秩序犯罪，坚持全链条打击，依法严厉惩处敲诈勒索、强迫交易、聚众扰乱企业生产经营秩序等犯罪。研究出台审理民刑交叉案件司法解释，深入开展有关合同诈骗罪法律问题调研指导，在坚持严格依法公正审判的基础上，严格区分经济纠纷和经济犯罪界限，坚决防止将经济纠纷作为经济犯罪处理。

15. 规范处置涉案财产。准确适用《最高人民法院关于规范刑事裁判涉财产部分执行工作的意见》，健全规范刑事裁判涉财产部分执行工作机制，既充分利用刑事追赃退赔手段，保护民营经济组织及其经营者作为被害人的财产权利，又严格区分违法所得、其他涉案财物与合法财产，民营经济组织财产与民营经济组织经营者个人财产，涉案人财产与案外人财产，确保企业合法经营不受影响，个人合法权益、第三人合法权益不受侵犯。

16. 依法纠正涉企冤错案件。依法再审纠正涉企冤错案件，对限制人身自由强制措施是否符合法定权限、条件和程序实施严格审查。及时发布再审纠错典型案例，坚决做到有错必纠、依法纠错。健全甄别纠正涉企冤错案件工作机制，建立健全工作台账，积极开展专项评查。加大上级法院提审和直接审理力度，完善指令异地法院再审制度，防止程序空转。加强对指令再审、发回重审案件的跟踪指导监督，着力提升裁判质效和司法公信力。

17. 依法保护民营经济组织及其经营者人格权益。依法严惩网暴伤企违法行为，依法打击侵犯民营经济组织名誉权和经营者人格尊严、隐私权等犯罪。充分发挥人格权侵害禁令和行为保全制度功能，及时制止恶意诋毁民营经济组织及其经营者名誉等违法行为，积极发布典型案例和推送案例入库，进一步发挥公正裁判示范引领作用。深化对涉及民营经济组织名称权、名誉权、荣誉权和民营经济组织经营者名誉权、荣誉权、隐私权、个人信息等人格权益法律适用问题的研究，指导严格规范适用民法典人格权编。

五、健全公正司法体制机制，持续提升司法保障效能

18. 完善多元解纷机制。坚持和发展新时代“枫桥经验”，推动完善矛盾纠纷源头预防、多元化解机制。积极参与社会治安综合治理中心规范化建设，做实指导调解职能，促推人民调解、行政调解和商会调解、律师调解等行业专业调解，更好发挥矛盾纠纷预防化解效能。深化信访工作法治化要求，加强涉诉信访化解工作。深化“总对总”机制建设，扎实推进人民法院调解平台“进乡村、进社区、进网格”工作，密切与工商联等单位配合，切实降低民营经济组织解纷脱困成本。

19. 持续优化诉讼服务。坚持立案登记制不动摇，对符合法律规定的起诉，做到“有案必立、有诉必理”，优化现场立案、网上立案和跨域立案等立体化、多元化服务。发挥先行调解、多元解纷机制作用，可以先行调解的案件，应通过相关工作机制开展好矛盾纠纷非诉解决、多元化解工作。加大起诉状、答辩状示范文本应用推广力度，积极引导民

营经济组织使用示范文本、依法表达诉求，不断提升各类经营主体应用示范文本便捷高效实质化解矛盾纠纷的获得感。

20. 规范适用保全措施。依法稳慎开展诉讼保全工作，严禁超权限、超范围、超数额、超时限查封、扣押、冻结财产，尽量采用“活封活扣”方式，减少对民营经济合法生产经营活动的影响。完善立案、审判与执行协调衔接机制，全面履行立案阶段调解职能，及时向诉讼保全的当事人释明调解高效快速化解纠纷优势，引导当事人达成和解、实质解纷，做实“以保促调”、“以保促执”。依法审理涉诉讼保全赔偿纠纷案件，明确追偿规则，依法确认保全错误责任，引导当事人依法行使诉讼保全权利，惩治滥用诉权行为，防范因错误保全引发纠纷。

21. 依法规范执行工作。规范财产调查，避免错误查封案外人财产。规范财产查封，严禁明显超标的查封，优先选择对被执行人生产生活影响较小且方便执行的财产执行。规范财产处置，对已查控到的财产依法及时启动变价程序，依法确定财产处置参考价，拍卖变卖过程中全面真实披露已查明的财产信息，符合一定条件情况下允许被执行人自行处置。规范强制措施和间接执行措施，采取罚款、拘留措施的，严格审批流程，依法规范适用；采取限制出境、信用惩戒、限制消费等措施的，应当严格审查被执行人是否符合法定条件；出现解除情形的，应当在规定时间内及时解除。

22. 健全失信惩戒和信用修复机制。严格依法依规开展失信惩戒，合理确定失信惩戒范围和力度，要精准区分“失信”与“失能”，发挥失信惩戒分级分类及守信激励作用，对存在轻微失信行为但积极纠正的经营主体，在征得申请执行人同意的情况下暂不纳入失信名单。对存在一般失信行为的失信主体可以给予宽限期，通过和解分期履行、兼并重组、引入第三方资金等方式盘活经营主体资产。积极运用失信惩戒宽限期、单次解禁等制度，促进被执行人积极履行裁判义务、双方当事人执行和解，实现“双赢、共赢”。建立失信等级动态调整机制，根据被执行人履行义务情况，每半年对其信用等级进行动态调整。进一步畅通信用修复渠道，失信被执行人积极履行裁判义务或主动纠正失信行为的，人民法院及时帮助其修复信用，出具证明材料，让经营主体及时回归正常生产经营轨道。加强与国家发展改革委、金融机构、市场监管等单位的衔接联动，推动信用评级机构优化民营经济组织的评级方法，推动修复结果互享互认，增加信用评级有效供给。

23. 坚决纠治涉企审判执行中的突出问题。扎实开展规范涉企执法司法专项行动，持续巩固深化专项行动成果，切实以依法平

等保护增强信心、以严格公正司法稳定预期，以善意文明司法激发活力。坚持“法定管辖为原则，指定管辖为例外”的基本原则，严防趋利性执法，坚决纠治对涉民营经济案件扩张管辖、人为制造异地管辖。有力有效整治涉民营经济组织及其经营者的不规范执行行为，最大限度减少执行措施对企业正常生产经营的影响。

24. 提升涉外审判效能。健全跨境诉讼便利机制，加快推进民事诉讼法司法解释涉外编的修改，进一步完善涉外管辖、送达等程序规则。完善域外法查明机制，建立高水平专业化的外国法律查明工作体系。探索建立小额涉外纠纷快审快办机制，防止因诉讼影响中小微民营经济组织生产经营。完善国际条约和惯例准确适用机制，健全仲裁裁决、民商事判决跨境承认和执行机制，加强审判监督指导，统一裁判尺度，切实提升涉外审判能力水平。进一步提高司法协助案件办理质效，通过司法协助渠道帮助民营经济组织更好维护海外合法权益。

25. 加强普法宣传。立足司法审判实际，认真落实“谁执法谁普法”普法责任制，充分阐释民营经济促进法的法治保障作用和规范引导作用，切实做好民营经济促进法的普法宣传工作。强化以案释法，充分发挥典型案例的引领示范、教育警示作用，让民营经济组织及其经营者“看得懂、用得上”。

各级人民法院要把学习宣传和贯彻实施民营经济促进法作为重大政治任务，加强组织领导，强化责任落实，及时研究解决工作落实中的新情况新问题。最高人民法院各审判业务部门要加强条线指导，充分用好人民法院案例库和法答网等平台，做实审判监督指导。各地法院在审理涉及民营经济相关案件时，要结合实际援引民营经济促进法相关规定，要结合本地区经济社会发展实际，细化完善落实措施，确保务实管用、落地见效。要将贯彻落实民营经济促进法情况作为人民法院司法巡查的重要内容，推动党中央决策部署和民营经济促进法在司法审判工作中落实落细。

国家市场监管总局发布《关于公用事业领域的反垄断指南（征求意见稿）》及起草说明

《关于公用事业领域的反垄断指南（征求意见稿）》起草说明

为深入贯彻落实党的二十大和二十届三中全会关于加强反垄断的决策部署，健全自

然垄断环节监管体制机制，完善公平竞争制度规则，预防和制止公用事业领域垄断行为，维护市场公平竞争，保护消费者利益和社会公共利益，根据《中华人民共和国反垄断法》（以下简称《反垄断法》）等法律规定，市场监管总局起草了《关于公用事业领域的反垄断指南（征求意见稿）》（以下简称《指南》）。现将有关情况说明如下：

一、起草背景

党的二十大报告提出，“加强反垄断和反不正当竞争，破除地方保护和行政性垄断”，党的二十届三中全会审议通过《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》，要求“加强公平竞争审查刚性约束，强化反垄断和反不正当竞争，清理和废除妨碍全国统一市场和公平竞争的各种规定和做法”，“推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革，健全监管体制机制”，对加强包括公用事业领域在内的反垄断监管执法作出重要部署，提出明确要求。

公用事业，是为社会公众生产生活提供必需的普遍性商品或者服务的一系列行业的统称，包括供水、供电、供气、供热、污水处理、垃圾处理、广播电视、公共交通等行业，多数具有自然垄断环节。当前，公用事业领域垄断行为较为多发，公用事业经营者容易将其垄断优势向上下游竞争性环节延伸或排除、限制上下游竞争性环节市场竞争。市场监管总局成立以来，认真落实党中央、国务院决策部署，共组织查处公用事业领域垄断案件 43 件，依法规制垄断行为，维护市场公平竞争和消费者利益。由于公用事业的公共性、地域性、政策性等特点，其垄断行为的类型、表现和损害均呈现一定特殊性，有必要聚焦公用事业领域垄断问题，制定专门的反垄断指南，进一步把握公用事业领域特点和市场竞争规律，细化垄断行为认定规则，增强反垄断执法的科学性、针对性和有效性。

为此，市场监管总局根据《反垄断法》等法律规定，系统总结执法经验，广泛听取相关部门、经营主体、行业协会和专家学者的意见建议，起草《指南》，进一步明确公用事业领域反垄断执法的基本原则，针对性细化垄断行为分析思路和认定标准，为公用事业领域反垄断执法和经营者合规提供更为明确、清晰的指引，健全监管长效机制，促进公用事业领域持续规范健康发展。

二、起草过程

（一）系统总结执法经验。深入总结《反垄断法》实施以来公用事业领域反垄断监管执法的典型案例和经验做法，系统梳理监管执法中面临的重点难点问题，探索满足反垄断执法实践需要的制度规则，强化《指南》的针对性。

（二）组织开展专题研究。委托相关专家聚焦公用事业领域特点，开展基本理论和实践问题研究，重点围绕《指南》起草中需要解决的问题加强专题论证，强化《指南》起草工作的科学性和前瞻性。

（三）深入做好立法调研。通过召开会议、实地调研等多种形式，深入了解公用事业商业模式、经营方式和竞争规律，结合公用事业领域多发垄断行为类型、表现形式和趋势特点，深入研究规制措施，强化《指南》的有效性。

（四）广泛征求各方意见。坚持开门立法原则，广泛征求国务院反垄断反不正当竞争委员会成员单位及有关行业主管部门、省级市场监管部门和专家学者意见；召开公用事业领域行业协会和企业座谈会，认真听取意见建议。在此基础上，修改完善形成《指南》公开征求意见稿。

三、主要内容

《指南》共七章 45 条，针对公用事业领域突出垄断问题，进一步细化垄断行为的具体表现和认定标准等，主要内容如下：

（一）阐述公用事业领域反垄断监管执法总体原则（第 1 条至第 5 条）。明确指南目的、依据及相关概念，阐明公用事业领域反垄断监管执法的基本原则，细化相关市场界定的考虑因素，指导公用事业经营者及行业协会建立健全反垄断合规管理制度，加强自律、依法经营，维护良好市场竞争秩序。

（二）细化公用事业领域垄断协议行为表现形式（第 6 条至第 11 条）。一是阐述公用事业领域垄断协议行为的整体分析思路；二是列举公用事业经营者达成并实施横向和纵向垄断协议，以及组织、实质性帮助达成垄断协议的主要方式；三是细化垄断协议不予禁止、豁免等规定的适用条件。

（三）明确公用事业领域滥用市场支配地位行为认定因素（第 12 条至第 22 条）。一是阐述公用事业领域滥用市场支配地位行为的整体分析思路；二是针对公用事业领域特点，细化认定公用事业经营者具有市场支配地位的考虑因素；三是分别细化认定公用事业领域不公平高价、拒绝交易、限定交易、搭售、附加其他不合理交易条件和差别待遇等滥用市场支配地位行为的考虑因素；四是针对性列举认定滥用市场支配地位行为时常见的“正当理由”及通常不能认定为“正当理由”的情形。

（四）深化公用事业领域经营者集中审查分析因素（第 23 条至第 28 条）。一是阐述公用事业领域经营者集中审查的整体分析思路，明确公用事业经营者对物理网络或其他关键基础设施资产收购可能构成经营者集中；二是明确公用事业领域的部分经营者集中虽未达申报标准，但可能具有排除、限制

竞争影响的，国务院反垄断执法机构可以要求经营者进行申报；三是指出公用事业领域的经营者集中审查重点是自然垄断环节公用事业经营者实施的经营者集中；四是细化公用事业领域违法实施经营者集中的主要表现形式。

（五）提出公用事业领域公平竞争审查重点和滥用行政权力排除、限制竞争行为主要表现（第 29 条至第 36 条）。一是强调涉及公用事业经营者经济活动的政策措施，应当按照有关规定进行公平竞争审查；二是对公用事业领域滥用行政权力限定交易、妨碍其他经营者进入市场、妨碍商品自由流通、限制招投标、强制在本地投资或者设立分支机构、强制经营者从事垄断行为、制订含有排除限制竞争内容的规定等行为表现进行细化。

（六）明确公用事业领域垄断行为的法律责任适用（第 37 条至第 43 条）。一是明确公用事业经营者、行业协会及相关个人违反《反垄断法》的法律责任适用；二是明确公用事业经营者因行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织滥用行政权力而实施垄断行为、组织与实质性帮助达成垄断协议、不履行配合调查义务等情形下的法律责任；三是指明公用事业经营者适用宽大制度的条件；四是加强联合惩戒，对反垄断执法中发现的公用事业领域相关违法违纪问题，及时交行业监管部门、公安机关、纪检监察机关、检察机关等有关单位处理。

关于公用事业领域的反垄断指南

（征求意见稿）

第一章　总　则

第一条　目的和依据

为了预防和制止公用事业领域垄断行为，引导经营者加强反垄断合规，强化自然垄断环节监管，保护公用事业领域公平竞争市场秩序，维护消费者利益和社会公共利益，根据《中华人民共和国反垄断法》（以下简称《反垄断法》）等法律规定，制定本指南。

第二条　相关概念

（一）本指南所称公用事业，是为社会公众生产生活提供必需的普遍性商品或者服务（以下统称商品）的一系列行业的统称，包括供水、供电、供气、供热、污水处理、垃圾处理、广播电视、公共交通等行业。

（二）本指南所称公用事业经营者，是指经营公用事业的自然人、法人和非法人组织。

第三条　基本原则

反垄断执法机构开展公用事业领域反垄断监管执法坚持以下原则：

（一）维护公平竞争。持续加强公用事业领域反垄断监管执法，坚持平等对待、一视同仁，依法保护各类经营主体合法权益，着力预防和制止公用事业领域垄断行为，防止利用垄断优势向上下游竞争性环节延伸或者排除、限制上下游竞争性环节的市场竞争，维护公平竞争市场秩序。

（二）依法科学监管。准确把握公用事业领域商业模式、经营方式和竞争规律，区分自然垄断环节与竞争性环节，增强反垄断执法的针对性、科学性、有效性，强化事前事中事后全链条监管，推进监管效能提升。

（三）增进民生福祉。依法规制公用事业领域垄断行为，推动公用事业经营者依法合规经营，提供优质商品和服务，提高人民群众生活品质，切实保障和改善民生，维护广大消费者利益，不断增进民生福祉。

（四）服务高质量发展。坚持监管规范和促进发展并重，充分发挥市场机制作用，持续优化营商环境，促进公用事业领域要素资源循环畅通，推动建设高效规范、公平竞争、充分开放的全国统一大市场，有力服务高质量发展。

第四条　反垄断合规

鼓励和支持公用事业经营者加强反垄断合规建设，建立健全反垄断合规管理制度，有效识别潜在反垄断法律风险，并采取相应的预防和处置措施。

公用事业领域行业协会应当加强行业自律，通过竞争倡导、合规指引等方式，引导公用事业领域各类经营者依法竞争、合规经营，维护良好市场竞争秩序。

第五条　相关市场界定

界定公用事业领域相关商品市场和相关地域市场遵循相关市场界定的基本依据和一般原则进行替代性分析，同时结合公用事业领域存在自然垄断环节和特许经营模式，以及公共性、地域性、政策性等特点，根据个案具体分析。

（一）相关商品市场

界定公用事业领域相关商品市场时，可以综合考虑相关商品的特征、用途、价格、使用成本和便利程度、多数需求者对该商品的依赖程度、使用习惯、更换成本等因素进行需求替代分析。当供给替代产生的竞争约束类似于需求替代时，可以根据其他经营者对物理网络或者其他关键基础设施的投入、承担的风险、进入目标市场的时间等因素进行供给替代分析。

（二）相关地域市场

界定公用事业领域相关地域市场时，可以综合考虑多数需求者选择相关商品的实际区域、提供相关商品的物理网络或者其他关

键基础设施分布情况、特许经营范围等因素进行需求替代分析。当供给替代产生的竞争约束类似于需求替代时，也可以根据其他地域的经营者提供相关商品的即时性和可行性等因素进行供给替代分析。

在垄断协议或滥用市场支配地位个案中，相关地域市场一般界定为公用事业经营者所依托的物理网络或者其他关键基础设施覆盖范围。在经营者集中个案中，考虑公用事业领域存在选择特许经营者的竞争环节，相关地域市场界定可能不局限于公用事业经营者所依托的物理网络或者其他关键基础设施覆盖范围，还可以考虑选择特许经营者的竞争范围。

第二章　垄断协议

第六条 整体分析框架

认定公用事业领域的垄断协议，适用《反垄断法》第二章和《禁止垄断协议规定》。通常情况下，首先认定相关行为是否属于《反垄断法》第十七条和第十八条第一款规定的情形，再分析经营者是否能够证明上述行为符合《反垄断法》第十八条第二款、第三款规定的不予禁止或者第二十条规定的豁免条件。

第七条 横向垄断协议

具有竞争关系的公用事业经营者达成下列协议，一般会构成《反垄断法》第十七条第一项至第五项禁止的垄断协议：

（一）通过口头约定、召开会议、签订自律公约等方式，固定销售价格水平、价格变动幅度或者利润水平；

（二）通过合作经营、组建联合体等方式划分销售地域范围或者销售对象、划分市场份额或者分配利润；

（三）通过其他方式达成横向垄断协议。

第八条 纵向垄断协议

公用事业经营者与交易相对人达成下列协议，一般会构成《反垄断法》第十八条第一款第一项、第二项禁止的垄断协议：

（一）通过签订协议、口头约定、召开会议、下发通知等方式，固定交易相对人转售商品的价格水平、价格变动幅度，或者限定最低价格水平、价格变动幅度；

（二）通过固定或者限定交易相对人利润水平或者折扣、返利、手续费等方式，间接固定交易相对人转售商品的价格或者限定转售商品的最低价格；

（三）通过其他方式固定转售商品的价格或者限定转售商品的最低价格。

公用事业经营者实施固定转售价格或者限定最低转售价格行为，可能通过停止供应、解除协议、收取违约金或者罚款、减少返利或者折扣等惩罚措施，或者以优先供应、给予返利或者折扣、提供支持等奖励措施，强

制或者变相强制交易相对人进行转售价格限定，并可能通过现场检查、要求交易相对人定期上报销售价格等手段对转售价格进行监督。

公用事业经营者与交易相对人达成上述协议的，一般具有排除、限制竞争效果，构成垄断协议。公用事业经营者能够证明协议不具有排除、限制竞争效果的，不予禁止。

公用事业经营者与交易相对人达成上述协议，能够证明参与协议的经营者在相关市场的市场份额低于国务院反垄断执法机构规定的标准，并符合国务院反垄断执法机构规定的其他条件的，不予禁止。

第九条 经营者的组织与实质性帮助行为

经营者的下列行为，一般会构成《反垄断法》第十九条禁止的组织、实质性帮助行为：

（一）组织、协调或者促成具有竞争关系的公用事业经营者获得或者交流竞争性敏感信息，进行意思联络，达成或者实施垄断协议；

（二）在公用事业经营者达成或者实施垄断协议过程中，对协议的主体范围、主要内容、履行条件等发挥决定性或者主导作用；

（三）对垄断协议确定的价格、数量、地域范围等执行情况进行监督，促进公用事业经营者达成或者实施垄断协议；

（四）通过其他方式组织达成垄断协议或者提供实质性帮助。

第十条 行业协会的组织行为

公用事业领域行业协会不得组织公用事业经营者达成或者实施垄断协议，不得为公用事业经营者达成或者实施垄断协议提供便利条件。

第十一条 豁免制度

公用事业经营者以保障安全等为由，主张所达成的协议适用《反垄断法》第二十条的，需要提供证据证明协议符合该条规定的条件。反垄断执法机构依据《禁止垄断协议规定》有关规定针对个案情况依法作出认定。

第三章 滥用市场支配地位

第十二条 整体分析框架

认定公用事业领域的滥用市场支配地位行为，适用《反垄断法》第三章和《禁止滥用市场支配地位行为规定》。通常情况下，首先需要界定相关市场，认定公用事业经营者在相关市场是否具有市场支配地位，再结合公用事业经营者提出的正当理由以及相关行为是否排除、限制竞争，具体分析是否构成滥用市场支配地位行为。

第十三条 市场支配地位的认定

反垄断执法机构依据《反垄断法》第二十三条、第二十四条的规定，认定或者推定公用事业经营者具有市场支配地位。反垄断执法机构在认定公用事业经营者具有市场支配地位时，可以结合公用事业领域存在自然垄断环节和特许经营模式，以及公共性、地域性、政策性等特点，重点考虑以下因素：

（一）公用事业经营者的市场份额和相关市场竞争状况；

（二）公用事业经营者控制提供相关商品的物理网络或者其他关键基础设施的能力；

（三）用户对该公用事业经营者提供相关商品的依赖程度；

（四）其他经营者进入相关市场的难易程度，包括是否存在行业准入限制和特许经营模式等情况。

认定两个以上公用事业经营者具有市场支配地位，还应当考虑公用事业经营者的行为一致性、市场结构、相关市场透明度、相关商品同质化程度等因素。

第十四条 不公平高价

具有市场支配地位的公用事业经营者，在执行政府制定的价格和收费标准之外，可能滥用市场支配地位，以不公平的高价销售商品。

分析公用事业经营者是否构成《反垄断法》第二十二条第一款第一项禁止的不公平高价行为，可以考虑以下因素：

（一）商品的价格明显高于其他经营者在相同或者相似市场条件下提供同种或者可比较商品的价格；

（二）商品的价格明显高于同一经营者在其他相同或者相似市场条件下，不同区域提供的同种或者可比较商品的价格；

（三）商品的价格明显高于同一经营者在相同或者相似市场条件下，不同时期提供的同种或者可比较商品的价格；

（四）在成本基本稳定的情况下，超过正常幅度提高商品价格；

（五）在成本增长的情况下，商品的提价幅度明显高于成本增长幅度；

（六）需要考虑的其他相关因素。

第十五条 拒绝交易

具有市场支配地位的公用事业经营者，可能滥用市场支配地位，没有正当理由拒绝与交易相对人进行交易。分析是否构成《反垄断法》第二十二条第一款第三项禁止的拒绝交易行为，可以考虑以下因素：

（一）通过直接拒绝、故意拖延等方式，拒绝为交易相对人提供供应服务；

（二）通过故意延迟或者停止供应等方

式，拖延、中断为交易相对人提供供应服务；

（三）通过要求交易相对人支付不合理费用，或者设置其他严重损害交易相对人利益的限制性条件，使交易相对人难以接受其供应服务。

认定构成前款中的“正当理由”，除本指南第二十一条列举的因素外，还可以考虑交易相对人不遵守已订立的公平合理的交易合同，或者因不可抗力等客观原因无法进行交易。

第十六条 限定交易

具有市场支配地位的公用事业经营者，可能滥用市场支配地位，没有正当理由从事限定交易行为。分析是否构成《反垄断法》第二十二条第一款第四项禁止的限定交易行为，可以考虑以下因素：

（一）要求交易相对人只能采购其或者其指定的经营者提供的工程施工服务或者设备材料等；

（二）通过直接拒绝、故意拖延提供供应服务等方式，迫使交易相对人只能与其或者其指定的经营者进行交易；

（三）通过设置报装流程、服务过程、格式合同、管理系统、名录库等方式，变相限定交易相对人的交易对象。

认定构成前款中的“正当理由”，除本指南第二十一条列举的因素外，还可以考虑为保护针对交易进行的特定投资所必需。

第十七条 搭售

具有市场支配地位的公用事业经营者，可能滥用市场支配地位，没有正当理由违背交易惯例、使用习惯等，以交易相对人难以选择、更改、拒绝的方式，从事搭售行为。分析是否构成《反垄断法》第二十二条第一款第五项禁止的搭售行为，可以考虑以下因素：

（一）搭售设备、材料等；

（二）搭售保险、维保服务或者其他增值服务；

（三）搭售其他商品。

第十八条 附加其他不合理的交易条件

具有市场支配地位的公用事业经营者，可能滥用市场支配地位，没有正当理由从事附加其他不合理的交易条件行为。分析是否构成《反垄断法》第二十二条第一款第五项禁止的附加其他不合理的交易条件行为，可以考虑以下因素：

（一）要求交易相对人交纳不合理的保证金、押金；

（二）要求交易相对人承担不应由交易相对人负担的不合理费用；

（三）要求交易相对人向第三方购买非

必需的商品。

第十九条 差别待遇

具有市场支配地位的公用事业经营者，可能滥用市场支配地位，没有正当理由对条件相同的交易相对人实行差别待遇。分析是否构成《反垄断法》第二十二条第一款第六项禁止的差别待遇行为，可以考虑以下因素：

（一）交易价格、折扣、服务内容、数量、计价方式、付款条件、售后服务条件等明显不同；

（二）交易相对人之间在交易安全、交易成本、规模和能力、信用状况、所处交易环节、交易持续时间等方面不存在实质性影响交易的差别。

认定构成前款中的“正当理由”，除本指南第二十一条列举的因素外，还可以考虑执行政府制定的价格或者收费标准。

第二十条 其他滥用市场支配地位行为

公用事业经营者从事以不公平的低价购买商品、没有正当理由以低于成本的价格销售商品以及国务院反垄断执法机构认定的其他滥用市场支配地位行为的，依据《反垄断法》第三章和《禁止滥用市场支配地位行为规定》分析。

第二十一条 正当理由的认定

反垄断执法机构认定本指南第十四条所称的“不公平”和第十五条至第二十条所称的“正当理由”，可以考虑以下因素：

（一）有关行为为法律、法规所规定；

（二）有关行为符合正当的行业惯例和交易习惯；

（三）有关行为为保护交易相对人或者消费者利益所必需；

（四）有关行为为经营者正常经营及实现正常效益所必需；

（五）有关行为为实现社会公共利益所必需；

（六）构成正当理由的其他因素。

第二十二条 一般不能认定为正当理由的情形

公用事业经营者的以下主张，一般不能认定为“正当理由”：

（一）没有法律、法规依据，以保障安全为由，实施滥用市场支配地位行为的，除非经营者能够证明该行为为保障安全所必需；

（二）以补偿业务亏损为由，实施滥用市场支配地位行为的；

（三）因行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织滥用行政权力，实施滥用市场支配地位行为的。

第四章 经营者集中

第二十三条 公用事业经营者依法实施经营者集中

公用事业经营者可以通过公平竞争、自愿联合，依法实施经营者集中，扩大经营规模，提高市场竞争能力，更好地服务社会公众生产生活。

第二十四条 整体分析框架

公用事业领域的经营者集中达到《国务院关于经营者集中申报标准的规定》规定的申报标准的，应当事先向国务院反垄断执法机构申报，未依法申报或者申报后未获得批准的不得实施集中。国务院反垄断执法机构依据《反垄断法》和《经营者集中审查规定》，对公用事业领域的经营者集中进行审查，并对违法实施的经营者集中进行调查处理。

第二十五条 物理网络或者其他关键基础设施资产收购

在公用事业领域，经营者通过收购物理网络或者其他关键基础设施资产等方式取得对其他经营者的控制权或者能够对其他经营者施加决定性影响，一般会构成经营者集中。

第二十六条 未达申报标准的经营者集中

因经营地域范围、规模等原因，部分公用事业经营者年度营业额可能没有达到国务院规定的申报标准，但这些经营者之间的集中可能对一定地域范围内相关市场竞争产生不利影响。公用事业领域的经营者集中未达到申报标准，但有证据证明该经营者集中具有或者可能具有排除、限制竞争效果的，国务院反垄断执法机构可以要求经营者申报。

任何单位和个人发现未达申报标准但具有或者可能具有排除、限制竞争效果的经营者集中，可以向国务院反垄断执法机构书面反映，并提供相关事实和证据。

第二十七条 公用事业领域经营者集中审查重点

为防止经营者利用垄断优势向上下游竞争性环节延伸，国务院反垄断执法机构重点关注自然垄断环节公用事业经营者实施的经营者集中，特别是自然垄断环节公用事业经营者与竞争性环节经营者之间的集中。

第二十八条 违法实施经营者集中

公用事业领域违反《反垄断法》实施经营者集中主要包括下列行为：

（一）经营者集中达到申报标准，但未依法事先申报实施经营者集中的；

（二）经营者集中申报后，未经批准实施经营者集中的；

（三）经营者集中未达到申报标准，但有证据证明具有或者可能具有排除、限制竞争效果，且经营者未按国务院反垄断执法机

构要求申报实施经营者集中的；

（四）经营者违反附加限制性条件审查决定的；

（五）经营者违反禁止经营者集中审查决定的。

通过合并方式实施的经营者集中，合并各方均为行政处罚对象；其他情形的经营者集中，取得控制权或者能够施加决定性影响的经营者为行政处罚对象。

第五章　公平竞争审查和滥用行政权力排除、限制竞争

第二十九条 公平竞争审查

行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织起草涉及公用事业经营者经济活动的政策措施，包括市场准入和退出、产业发展、招商引资、政府采购、招标投标、资质标准、监管执法等方面涉及经营者依法平等使用生产要素、公平参与市场竞争的法律、行政法规、地方性法规、规章、规范性文件以及具体政策措施，应当依据《公平竞争审查条例》和《公平竞争审查条例实施办法》等开展公平竞争审查。

第三十条 限定交易

行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织不得滥用行政权力，实施下列行为，限定或者变相限定公用事业领域单位或者个人经营、购买、使用其指定的经营者提供的商品。

（一）以明确要求、暗示、拒绝或者拖延行政审批、备案、重复检查等方式，限定或者变相限定经营、购买、使用特定经营者提供的工程施工服务或者设备材料等；

（二）通过设置不合理的项目库、名录库、备选库、资格库等方式，限定或者变相限定经营、购买、使用特定经营者提供的工程施工服务或者设备材料等；

（三）限定或者变相限定单位或者个人经营、购买、使用其指定的经营者提供的商品的其他行为。

第三十一条　妨碍其他经营者进入相关市场

行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织不得滥用行政权力，通过与公用事业经营者签订合作协议、备忘录等方式，妨碍其他经营者进入相关市场或者对其他经营者实行不平等待遇，排除、限制竞争。

第三十二条　妨碍公用事业领域商品自由流通

行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织不得滥用行政权力，实施下列行为，妨碍公用事业领域商品在地区

之间的自由流通：

（一）对公用事业领域外地商品设定歧视性收费项目、实行歧视性收费标准，或者规定歧视性价格、实行歧视性补贴政策；

（二）对公用事业领域外地商品规定与本地同类商品不同的技术要求、检验标准，或者对公用事业领域外地商品采取重复检验、重复认证等歧视性技术措施，阻碍、限制公用事业领域外地商品进入本地市场；

（三）采取专门针对公用事业领域外地商品的行政许可，或者对公用事业领域外地商品实施行政许可时，设定不同的许可条件、程序、期限等，阻碍、限制公用事业领域外地商品进入本地市场；

（四）妨碍公用事业领域商品在地区之间自由流通的其他行为。

第三十三条 排斥或限制公用事业经营者参加招投标等经营活动

行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织不得滥用行政权力，实施下列行为，排斥或者限制公用事业经营者参加招标投标、谈判等特许经营权公开竞争以及其他经营活动：

（一）不依法发布招标投标等信息；

（二）排斥或者限制外地公用事业经营者参与本地特定的招标投标、谈判等特许经营权公开竞争和其他经营活动；

（三）设定歧视性的资质要求或者评审标准；

（四）设定与实际需要不相适应或者与合同履行无关的资格、技术和商务条件；

（五）排斥或者限制经营者参加招标投标、谈判等特许经营权公开竞争以及其他经营活动的其他行为。

第三十四条 排斥、限制、强制或者变相强制外地公用事业经营者在本地投资或者设立分支机构

行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织不得滥用行政权力，实施下列行为，排斥、限制、强制或者变相强制外地公用事业经营者在本地投资或者设立分支机构：

（一）拒绝、强制或者变相强制外地公用事业经营者在本地投资或者设立分支机构；

（二）对外地公用事业经营者在本地投资的规模、方式以及设立分支机构的地址、商业模式等进行限制或者提出不合理要求；

（三）对外地公用事业经营者在本地的投资或者设立的分支机构在投资、经营规模、经营方式、税费缴纳等方面规定与本地经营者不同的要求，在安全生产、节能环保、质量标准、行政审批、备案等方面实行歧视性待

遇；

（四）排斥、限制、强制或者变相强制外地公用事业经营者在本地投资或者设立分支机构的其他行为。

第三十五条 强制或者变相强制经营者从事垄断行为

行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织不得滥用行政权力，实施下列行为，强制或者变相强制公用事业经营者从事反垄断法规定的垄断行为：

（一）通过行政指导、组织签订协议或者自律公约等方式，促使公用事业经营者实施统一定价、划分销售地域、划分销售对象等行为；

（二）通过发布政策文件等方式，促使公用事业经营者滥用市场支配地位限定交易相对人购买、使用特定经营者提供的工程施工服务或者设备材料等；

（三）强制或者变相强制公用事业经营者从事反垄断法规定的其他垄断行为。

第三十六条 制定含有排除、限制竞争内容的规定

行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织不得滥用行政权力，以办法、决定、公告、通知、意见、会议纪要、函件等形式，制定、发布含有排除、限制公用事业领域市场竞争内容的规定。

第六章 法律责任的适用

第三十七条 法律责任适用依据

公用事业经营者、行业协会及相关个人违反《反垄断法》的，反垄断执法机构依据《反垄断法》有关规定予以处理。

反垄断执法机构调查和处理公用事业领域违反《反垄断法》的行为时，可以酌情考虑经营者反垄断合规管理制度的建设和实施情况。

第三十八条 因行政机关滥用行政权力实施垄断行为的法律责任

公用事业经营者因行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织滥用行政权力而达成、实施垄断协议或者滥用市场支配地位的，依据《反垄断法》第五十六条、第五十七条、第五十九条的规定，承担相应的法律责任。

公用事业经营者能够证明其达成垄断协议是被动遵守行政命令所导致，或者受行政机关和法律、法规授权的具有管理公共事务职能的组织滥用行政权力强制或者变相强制而实施滥用市场支配地位行为的，可以依法从轻或者减轻处罚。

第三十九条 组织与实质性帮助行为的法律责任

经营者组织公用事业经营者达成垄断协议或者为公用事业经营者达成垄断协议提供实质性帮助的，依据《反垄断法》第五十六条、第五十九条的规定，承担相应的法律责任。

反垄断执法机构在确定经营者组织、提供实质性帮助行为的法律责任时，可以考虑垄断协议的性质与损害后果、该经营者在垄断协议达成与实施中的作用、参与时间、危害程度、主观过错、社会影响等因素。

经营者为公用事业经营者达成垄断协议提供实质性帮助，情节轻微，并主动消除或者减轻行为危害后果的，反垄断执法机构应当依法从轻或者减轻对该经营者的处罚。

第四十条 不履行配合调查义务的处理

被调查的公用事业经营者、利害关系人或者其他有关单位或者个人应当配合反垄断执法机构依法履行职责，不得拒绝、阻碍反垄断执法机构的调查。

积极配合调查并主动提供证据材料的，反垄断执法机构可以依法从轻或者减轻处罚。

拒绝提供有关材料、信息，或者提供虚假材料、信息，或者隐匿、销毁、转移证据，或者有其他拒绝、阻碍调查行为的，反垄断执法机构确定该经营者从事垄断行为的法律责任时可以依法从重处罚。

前款所涉行为已依据《反垄断法》第六十二条被行政处罚的，该行为不再作为从重行政处罚情节。

第四十一条 宽大制度

鼓励达成垄断协议的公用事业经营者主动向反垄断执法机构报告达成垄断协议有关情况并提供重要证据，及时停止实施垄断协议并配合调查。对符合宽大条件的公用事业经营者，反垄断执法机构可以酌情减轻或者免除对该经营者的处罚。组织达成垄断协议或者提供实质性帮助的经营者，以及对达成垄断协议负有个人责任的公用事业经营者的法定代表人、主要负责人和直接责任人员，也可以适用宽大制度。

第四十二条 信用惩戒

公用事业经营者因违反《反垄断法》规定受到行政处罚的，按照国家有关规定记入信用记录，并通过国家企业信用信息公示系统依法向社会公示。

第四十三条 反垄断执法机构与其他部门的衔接

反垄断执法机构在调查公用事业领域垄断行为期间发现下列情况，依法及时作出处置：

（一）公用事业经营者涉嫌违反行业监管法律、法规的，将问题线索移交行业监管

部门；

（二）相关单位或者个人涉嫌构成犯罪的，将案件及材料移交公安机关；

（三）公职人员涉嫌职务违法、职务犯罪的，将问题线索移交纪检监察机关。

公用事业经营者实施垄断行为严重损害社会公共利益的，反垄断执法机构可以将有关情况告知检察机关。

第七章 附则

第四十四条 适用范围

本指南适用于公用事业经营者及其生产、经营活动；公用事业领域其他相关经营者及其生产、经营活动，参照本指南。

第四十五条 指南的解释

本指南由国务院反垄断反不正当竞争委员会办公室解释，自发布之日起施行。



二、观点速递

法答网精选答问（第二十六批）——民营企业保护专题

来源：最高人民法院网站

日期：2025 年 7 月 31 日

问题 1：大型建筑集团与材料供应商（中小企业）约定“工程竣工验收且业主付款后支付材料款”，法院能否认定此付款约定无效，并视为“无明确付款期限”？

答疑意见：第一，关于约定条款的效力问题。根据《最高人民法院关于大型企业与中小企业约定以第三方支付款项为付款前提条款效力问题的批复》（法释〔2024〕11 号，以下简称《批复》）第一条的规定，大型建筑集团与中小材料供应商约定“工程竣工验收且业主付款后支付材料款”属于《批复》适用的典型情形，应当依法认定该约定条款无效。

第二，关于能否视为“无明确付款期限”的问题。约定条款无效的情况下，原有的付款期限视为没有约定，应当适用民法典第五百一十条和《批复》第二条的规定，即当事人双方可以协议补充，不能达成补充协议的，应当根据案件具体情况，结合行业规范、双方交易习惯等，合理确定大型企业的付款期限及相应的违约责任。审判实践中，应当先根据上述规定并结合案件具体情况，合理确定大型建筑集团的付款期限，而不宜简单直接套用民法典第五百一十一条第四项关于“履行期限不明确的，债务人可以随时履行，债权人也可以随时请求履行，但是应当给对方必要的准备时间”的规定。

咨询人：福建省高级人民法院民二庭 曹慧敏

答疑专家：最高人民法院民二庭 张茜娟

问题 2：民营企业的股东之间关系紧张，小股东向公司提出查阅公司会计账簿、会计凭证的要求，民营企业以该小股东有不正当目的，可能损害公司合法利益为由拒绝查阅，法院如何审查认定是否具有“不正当目的”？

答疑意见：实践中，一些民营企业内部治理存在不规范的情形，如何保护小股东的知情权以及保护到何种程度，事关民营企业的经营秩序。如果限制过多，有可能对小股东的知情权、表决权等合法权益造成损害；如果不加任何限制，则可能对民营企业的正常经营造成不利影响，进而损害民营企业及其他股东、债权人的合法权益。基于此，公司法第五十七条在规定前述股东知情权的同时，亦对股东知情权的行使进行了一定限制，主要包括以下两个方面：一是股东要求查阅会计凭证、会计账簿的，应当提出书面请求、说明目的；二是公司有合理根据认为股东查阅会计账簿、会计凭证有不正当目的，可能损

害公司合法利益的，可拒绝其查阅请求。

关于小股东的查阅请求是否具有“不正当目的”的审查，首先要明确举证责任。根据公司法第五十七条规定，公司需承担相应的举证责任；如果公司不能举证证明小股东的查阅请求具有“不正当目的”的，人民法院应当支持小股东查阅会计账簿、会计凭证的诉讼请求。对“不正当目的”的认定，可以根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（四）》第八条的规定进行判断：如果存在股东自营或者为他人经营与公司主营业务有实质性竞争关系业务（公司章程另有规定或者全体股东另有约定的除外）；或者为了向他人通报有关信息查阅公司会计账簿，可能损害公司合法权益；或者股东在向公司提出查阅请求之日前的三年内，曾通过查阅公司会计账簿，向他人通报有关信息损害公司合法利益等情形的，可以认定股东申请查阅有不正当目的。

咨询人：重庆市渝中区人民法院民二庭 王娟

答疑专家：重庆市第五中级人民法院 袁胜强

问题 3：小微民营企业破产重整中，在没有外部投资人的情况下，能否在保留原股东部分权益的基础上形成重整计划草案，对破产企业进行拯救？

答疑意见：一般情况下，当企业资不抵债时，企业的净资产为负，股东的股权价值为零。在破产程序中，原则上应当遵循破产法上的“绝对优先原则”，即清偿顺位在前的权利人未获得足额清偿前，清偿顺位在后的权利人不能得到清偿，当企业债权人未获得全额清偿的情况下，企业股东不能享有任何权益，即股东权益原则上应当调整为零。但是，实践中，小微民营企业往往对股东特别是大股东的依附性较强，呈现出所有权和经营权合一的特点，比如小微民营企业主要依靠股东个人的商誉、技术、知识产权等维持经营。此类小微民营企业在被法院受理破产申请时，往往难以招募到外部投资人，也没有股东以外的其他人有意愿或者有能力维持企业的经营。此时，如果再固守前述“绝对优先原则”，对小微民营企业股东的权益全部清零，则不利于调动股东拯救企业的积极性，可能会导致小微民营企业无法形成重整计划草案，最终被迫转入破产清算程序，也不利于企业债权人的债权实现。

正是出于上述考虑，世界银行发布的最新营商环境评价指标以及联合国贸易法委员会出台的《小微企业破产立法建议》均强调小微企业重整程序中对股东权益的适当保留。审判实践中，可以根据实际情况，在具体案件中适当保留股东权益，以实现对小微民营破产企业的拯救。但该保留需要具备以下前提条件：一是股东权益保留有合理依据，即企业未来生产经营必须且仅能依赖于该股东；

二是股东权益保留需作为重整计划的一部分，经债权人会议表决同意，特别是需得到普通债权人组别的同意；三是股东权益保留的股权份额应当根据股东对于重整以及未来企业经营的贡献予以确定。此外，还可以探索适用新公司法关于类别股的规定，在缩减股东权益的同时，赋予其更大的生产经营决策权。

咨询人：重庆市江津区人民法院审管办（研究室） 丁 懿
答疑专家：重庆市高级人民法院民二庭 田晓梅

新三板挂牌公司摘牌后，股权转让纠纷如何处理？—摘自“上海高院”微信公众号

日期：2025 年 8 月 25 日

股权是民事主体依法享有的重要投资性权利，在现行商事外观主义原则下，股权登记是其持有股权的重要依据。股东之间可以进行目标公司的股权转让，但如果目标公司在新三板上挂牌后又摘牌，目标公司应如何管理其股权？股东间发生的股权转让又该如何处理？

近日，上海市虹口区人民法院（以下简称虹口区人民法院）审理了一起新三板挂牌公司摘牌后的股权转让纠纷案件。

案情回顾

董某为某股份公司（系新三板挂牌公司）控股股东、实际控制人之一，武某亦是该公司股东之一。

2021 年 6 月，武某、董某签署了一份《股权转让协议书》，约定武某将其持有的某股份公司股权转让给董某，股权转让款为 20 万元，并约定该协议在某股份公司主动终止挂牌（即摘牌）成功后生效，若公司主动摘牌失败，则协议无效。

此后，武某、董某又签署了相关债权债务抵销的补充协议，约定董某同意武某将所欠 10 万元本金及 0.54 万元利息提前冲抵应支付的回购款，即在某股份公司终止新三板挂牌成功后，董某仅需支付剩余回购款 9.46 万元即可。

2021 年 7 月 1 日，某股份公司发布公告，表示全国中小企业股份转让系统有限责任公司已同意其终止新三板挂牌。公告中还提到，公司股票终止挂牌后，将根据中国证券登记结算有限责任公司北京分公司（以下简称中登北京分公司）的相关规定及时办理退出登记手续，公司股票的登记、转让、管理等事宜将严格按照《中华人民共和国公司法》及公

司章程的相关规定执行。

2021 年 7 月 12 日，中登北京分公司出具相关文件表示其已将证券持有人名册、股份托管情况、股本结构清单等有关证券登记的数据和资料移交给某股份公司。

因董某未支付上述股份转让款，武某将其诉至人民法院，要求董某支付股份转让款 9.46 万元并支付资金占用费。

董某辩称，武某取得股份是在某股份公司新三板上市前通过认购新增股本方式取得，但其未提供相关增资或认购协议，也未缴纳出资，亦未提供其在新三板挂牌登记的股份信息，因此武某也未取得公司股份。现某股份公司已从新三板终止挂牌，没有任何登记机构可以办理案涉转让股份变更登记手续，董某有权行使同时履行抗辩权。

某股份公司述称，公司自设立以来未有股东名册等记载股东权益的凭证或文献。未在新三板挂牌时，公司股东情况以工商登记为准。挂牌后，公司股东情况以新三板登记为准。终止挂牌后，公司并没有开过股东会，因经办人员离职，公司不清楚到底有多少股东，公司内部治理目前处于瘫痪状态。

庭审中，武某提供了某股份公司登记资料显示，公司曾召开股东大会，审议通过公司增资扩股及修改章程的议案，增加的全部认缴出资由新增股东以现金形式缴付。另，公司半年度报告、法律意见书等相关资料载明武某为公司股东之一。

人民法院裁判

虹口区人民法院经审理认为，《股权转让协议书》及补充协议均系双方真实意思表示，合法有效。某股份公司明确公司股票自 2021 年 7 月 5 日起终止挂牌，已符合双方约定的生效条件。董某称武某未能证明其持有某股份公司股份，与已公开的某股份公司登记资料、公司半年度报告、法律意见书等均不符，与其签署以上协议及补充协议的意思表示亦有矛盾，故对董某抗辩意见，法院未予采信，董某作为某股份公司的实际控制人之一，在终止挂牌及登记后应接收过某股份公司有关证券登记的数据和资料。

关于武某持有某股份公司股份的交付问题，涉案股份由某股份公司进行管理，但某股份公司称其并无股东名册，在终止挂牌后也未召开过股东会，还表示因相关经办人员离职不知晓终止挂牌后的股东情况，系其自身未妥当处理终止挂牌后公司股票的登记、转让、管理等事宜，与武某无关，董某以行使同时履行抗辩权为由拒绝支付款项，显然违反了约定的义务，应承担继续履行案涉协议项下的支付义务并赔偿武某损失。

据此，虹口区人民法院判决董某支付武某股份转让款 9.46 万元，并向武某赔偿相应

利息损失。董某不服一审判决，提起上诉。二审驳回上诉，维持原判。

法官说法

“新三板”是指全国中小企业股份转让系统，简称全国股转系统，是全国性的非上市股份有限公司股权交易平台，也是股民常能听到的名词之一。当目标公司在新三板挂牌后又摘牌，在此期间进行了股权转让的股东要学会正确维护自己的权益，仔细甄别后操作。

一、在股东已举证其持有股权的情况下，控股股东、实际控制人以股权归属存疑为由拒绝认可股东身份，人民法院不予认可

实践中，有的公司在新三板终止挂牌后，公司内部治理处于瘫痪状态，亦未配置股东名册等。此种状态下，公司的控股股东、实际控制人也应切实维护好股东合法权益，依法做好股东及其股权的管理工作。在股东已举证公司挂牌期间其持有股权的情况下，公司控股股东、实际控制人以股权归属存疑等为由拒绝认可其股东身份，人民法院不予支持。

本案中，武某已提供证据证明公司挂牌期间其股权持有情况。董某以股权归属存疑为由拒绝认可武某股东身份，但该抗辩系因董某、某股份公司未能妥善管理好股东名册所致，董某作为公司控股股东及实际控制人不能以此拒绝认可武某的股东身份。

二、新三板终止挂牌后，公司管理股东名册、保障股东权益可采取的方式

股东名册是股东行使权利的重要依据，管理好股东名册，是公司内部治理和股东权益保护的核心要求。公司在新三板上终止挂牌后不代表公司主体消亡，更不代表股东权益消灭，股东对公司的股权仍依法存在。根据相关规定，股东人数不超过 200 人的终止挂牌公司，中登北京分公司不再为其提供股权登记结算服务。在中登北京分公司将证券持有人名册、股份托管情况、股本结构清单等登记数据和资料移交给终止挂牌公司后，终止挂牌公司除可以选择将上述数据资料登记在区域性股权市场外（需支付托管费、交易手续费等费用），还可以基于成本考虑选择由其自行管理上述数据资料，即自主制作并管理股东名册。

股东积怨十余年，“多输困局”如何破解？｜ 至正-法官札记 181—摘自“上海二中院”微信公众号

作者：王怡红 杭峻如

日期： 2025 年 8 月 11 日

一起股东损害公司利益责任纠纷案中，昔日的合作伙伴反目成仇，陷入互相起诉的诉讼漩涡，公司经营也因此受到影响。再审这起案件时，我发现仅靠一纸判决难以从根本上化解双方长达十余年的积怨，那么这场股东内耗困境该如何破解？

起因：股东内耗下的“多输困局”

2010 年，何某、叶某和陈某一起开办了一家公司，由何某担任实际经营管理人。起初公司生意不错，三人关系也很融洽。但后因何某与叶某、陈某在经营决策、利润分配等问题上产生了严重分歧，何某的经营管理权被收回。

2016 年，公司委托相关机构对何某经营期间公司的财务收支进行鉴定。鉴定意见显示，何某可能存在职务侵占行为。公司据此报警，何某因此获刑。此后，公司通过向何某提起多起民事诉讼的方式追回了部分损失。2021 年，公司就尚未追回的损失提起了本案诉讼。

调解：“解纷+救企”双重目标

作为本案的主审法官，我在查阅卷宗后了解到，公司已经通过法院执行追回近 200 万元，尚有 270 余万元未执行到位。此外，何某向法院申请对公司进行强制清算，并以清算中的审计报告为据，以叶某、陈某为被告在本市其他法院提起诉讼。

本案关联案件众多，事实错综复杂。在与当事人沟通过程中，何某坦言这些年疲于诉讼，身心受挫，希望尽快从公司事务中摆脱；另外两名股东同样认为，因双方矛盾久拖未决对公司经营产生了严重影响，他们对公司未来发展感到迷茫和担忧。

于是，我进一步追问各方是否愿意继续经营、今后准备如何处理公司等。对于这些问题，双方都作了明确表态：何某想要退出公司，叶某、陈某则希望可以尽快控制公司以便处理各类事务。找到双方的这一共通点后，我决定以何某所持股权为突破口，瞄准“解纷+救企”双目标，着手展开调解工作。

首先，我分头与各方当事人进行沟通，结合相关法律规定向何某详细分析了其提供证据的证明力局限和可能面对的不利后果，向公司及另两名股东释明本案的执行困境与衍生诉讼的连锁效应，明确僵局持续将导致“多输”的后果。在此基础上，初步形成了何某转让股权、退出公司，各方息诉的调解方向。

大方向确定后，如何平衡双方的利益成为了推进调解工作的又一难题。何某认为，其通过公司清算及其另案诉讼可以获得更多利益；公司方以及叶某、陈某也毫不退让。为此，我耐心向何某分析潜在的法律风险，引导其综合考量本案执行情况作出利益最大化选择，同时与公司清算组负责人多次明晰清

算状况及股东的权益，进而确定了何某撤回清算申请和另案诉讼，公司放弃未执行利益，何某无偿转让股权，各方息诉的调解方案。

本案经一审、二审后，法院判决何某应赔偿公司近 500 万元。何某不服，向上海高院申请再审。上海高院指令上海二中院进行再审。

法官心语：

本案历经多次审理进入再审程序，当事人间积怨较深、分歧较大，案情较为复杂，但各方希望通过司法审判的最后关口实现权利救济、彻底解决纠纷的意愿也更为迫切。

在签完调解协议的那一刻，何某告诉我，她好像有了重新出发享受美好生活的勇气。听到她几近哽咽的话音，我深受触动，认识到这才是调解的最高境界——不仅解决过去的矛盾，还能创造未来的可能。

我将以本案的妥善化解为镜鉴，继续做好调解工作，以更精准的司法服务更好满足人民群众的司法需求。

司睿案例库 | 公司未完成减资，股东可以请求公司支付退股款及逾期利息吗？—摘自“北京市第三中级人民法院”微信公众号

日期： 2025 年 8 月 18 日

股东签了“退股协议”本为稳妥“下车”，然而，在公司未能依法完成减资这道“必经关卡”时，股东请求“退股”还能得到法院支持吗？一起来看北京三中院审结的这起股东退股引发的纠纷。

案情简介

李先生与科技公司及其股东于 2019 年 11 月 20 日签订《退股协议》，约定科技公司回购李先生持有的公司股份并支付退股款 300 万元。协议约定，科技公司应在 2021 年 6 月底前分期支付退股款，并约定若未按期支付，需支付逾期利息。刘女士作为科技公司的法定代表人，对退股款的支付义务承担连带保证责任。然而，科技公司因公司负债未能完成减资程序，导致无法履行回购义务。李先生遂向法院提起诉讼，要求科技公司支付退股款及逾期利息，并要求刘女士承担连带保证责任。

法院裁判

法院经审理认为，科技公司退还李先生出资款的前置条件即完成减资程序，现科技公司未完成减资程序，退还李先生出资款的

条件尚未成就，暂不承担退还出资款的责任，亦不应当承担给付逾期利息的责任。诉讼中李先生主张，科技公司未依约如期完成减资程序存在过错，构成违约，理应承担违约责任。对此，法院认为：首先，《退股协议》并未约定科技公司未依约完成减资程序时，应当承担何种违约责任。其次，李先生作为科技公司股东，知晓公司经营困难且对外负债，其应当知晓公司存在难以依法进行减资的风险。再次，李先生与科技公司的关系在受到合同相关法律规定的调整的同时，亦应受到公司法相关规定的调整，李先生主张科技公司承担违约责任，亦不得违反《公司法》（2018 年修订）第三十五条（对应新《公司法》五十三条）“股东不得抽逃出资”的强制性规定。综上，法院判决，驳回李先生的全部诉讼请求。

法官释法

根据《公司法》（2018 年修订）第三十五条（对应新《公司法》五十三条）的规定，公司回购股份属于减少注册资本的情形，必须完成减资程序。股东虽然与公司签订了《退股协议》，规定了公司回购股权的条件，但即使该条件成就，公司回购股权亦不得违反“不得抽逃资本”的公司法强制性规定，公司未完成减资程序的，对于请求公司回购股权的请求，法院不予支持，因退股款支付条件尚未成就，故公司暂不承担支付退股款及逾期利息的责任。与此同时，担保责任具有从属性，因公司未完成减资程序，主合同义务未成就，担保人的保证责任亦未成就。股东请求保证人承担连带保证责任的请求亦难获支持。

法官提示

股东退股需遵守法定程序。股东退股涉及公司注册资本减少，需以公司完成减资为前提。法官在此提示投资人，在制定投资退出机制时，一方面，对公司的债权债务情况进行详尽的审查，充分了解公司财务状况及减资程序的可行性，避免因公司负债等原因导致退股无法实现。另一方面，建议完善、细化《退股协议》及配套担保协议的约定，如设置双重触发条款——回购条件成就且完成减资程序等，明确主合同的履行条件及保证责任的范围，避免因主合同义务未成就而承担不必要的风险。

典型案例丨瑕疵出资股东的股东权利限制—摘自“北京海淀法院”微信公众号

日期： 2025 年 8 月 20 日

2025 年 5 月 21 日，海淀法院召开涉股东出资责任纠纷典型案例发布会，通报审理情况并发布八个涉股东出资责任纠纷典型案例。本案系通报案例之一。

案情简介

某科教公司注册资本 1000 万元，股东为某科技公司（认缴出资 510 万元，持股比例 51%）、张某（认缴出资 340 万元，持股比例 34%）、李某（认缴出资 90 万元，持股比例 9%）、王某（认缴出资 60 万元，持股比例 6%）。在认缴期限届满后，某科技公司仅实缴出资 204 万元，其于 2023 年 4 月向某科教公司明确表示其不再履行剩余出资的缴纳义务，此时其余 3 名股东均已实缴了全部出资。此后，某科教公司召开临时股东会，4 名股东均出席参加，股东会审议通过了关于调整各股东表决权比例的议案并以调整后的表决权通过了审议议案，并就此形成了股东会决议。在调整表决比例后，某科技公司的表决权为 29.39%。现某科技公司以临时股东会决议作出的限制其表决权决议内容，违反法律规定，应确认无效为由，诉至法院。

法院审理

法院经审理认为，某科技公司未全面履行出资义务构成瑕疵出资，如果允许未全面履行出资义务的股东按照其认缴的出资额比例享有表决权，会损害其他足额出资股东的股东权利，且从平等保护各股东利益角度来看，股东享有权利的前提是承担股东义务，股东表决权的行使与股东出资义务的履行密不可分，故对瑕疵出资股东行使表决权的权利应该予以限制，故对于某科技公司请求确认案涉股东会决议无效的诉讼请求不予支持，最终判决驳回了某科技公司的诉讼请求。

法官说法

本案是瑕疵出资股东行使股东权利受到限制的典型案例。在公司设立与运营中，股东出资是公司资本形成的基础，是股东对公司的一项法定义务，当股东未能按照法律规定和公司章程约定履行出资义务时，即构成瑕疵出资，瑕疵出资表现形式包括虚假出资、出资不足、抽逃出资、出资的财产权利存在瑕疵及延迟出资。具体到本案中，某科技公司在出资认缴期限届满后未全面履行出资义务，即构成瑕疵出资，对于瑕疵出资股东行使股东权利，应该穿透认缴制的形式自由，回归股东出资义务的公平性内核，将股东权利的行使与股东间的内部出资义务进行关联评价。根据《最高人民法院关于适用<中华人民共和国公司法>若干问题的规定（三）》第十六条规定，股东未履行或者未全面履行出

资义务或者抽逃出资，公司根据公司章程或者股东会决议对其利润分配请求权、新股优先认购权、剩余财产分配请求权等股东权利作出相应的合理限制，该股东请求认定该限制无效的，人民法院不予支持。虽然该规定未在条文中明确列举可受到限制的权利包括表决权，但依据《中华人民共和国公司法》（2023 年修订）第四条第二款的规定，“公司股东对公司依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者的权利”，可以看出上述条文中列举的均是股东所享有的资产收益类权利，表决权作为股东参与公司重大决策的权利体现，与上述资产收益权同为股东的法定基本权利之一，故能够将股东表决权纳入到该条文中的“等股东权利”的范围之中。由此，可以得出股东表决权与利润分配请求权等权利的享有与股东出资义务的履行紧密相连的结论，对于未完全履行出资义务的股东，公司有权根据公司章程或者股东会决议对其表决权进行合理限制，以维护公司及公司其他股东的合法权益。

典型案例丨股东履行出资义务不受诉讼时效的限制—摘自“北京海淀法院”微信公众号

日期： 2025 年 8 月 15 日

2025 年 5 月 21 日，海淀法院召开涉股东出资责任纠纷典型案例发布会，通报审理情况并发布八个涉股东出资责任纠纷典型案例。本案系通报案例之一。

案情简介

2016 年 12 月，某管理公司与李某及其他案外人签订了增资协议，约定由李某向某管理公司增资 600 万元，其中的 300 余万元计入公司注册资本，其余计入资本公积；李某应在协议签订后第 2 日向某管理公司支付增资款 600 万元，逾期支付增资款的，某管理公司有权要求李某支付违约金。协议签订后，李某于 2016 年 12 月至 2017 年 3 月陆续向某管理公司支付 500 万元。现某管理公司以李某未足额履行出资义务为由诉至法院，要求李某支付剩余增资款 100 万元。李某答辩称，其与案外人吴某签订了代持协议，李某系代持案涉股权，上述 100 万元增资款应由案外人吴某支付；且自 2017 年 3 月至今 5 年多以来，从未收到某管理公司关于缴纳 100 万元出资的书面和口头主张，故某管理公司的诉讼请求已超过法律保护的诉讼时效。

法院审理

法院经审理认为，股东未履行或者未全面履行出资义务，公司或者其他股东有权请求其向公司依法全面履行出资义务。李某未提交证据证明某管理公司对其与案外人吴某的代持关系明知，亦未提交证据证明某管理公司同意案外人吴某代替其履行出资义务，故李某应依约履行相应出资义务。现李某未全部履行出资义务，某管理公司有权要求李某缴足 100 万元增资款。依据公司法相关司法解释的规定，“公司股东未履行或者未全面履行出资义务或者抽逃出资，公司或者其他股东请求其向公司全面履行出资义务或者返还出资，被告股东以诉讼时效为由进行抗辩的，人民法院不予支持”，故李某以诉讼时效抗辩履行出资义务，于法无据，法院不予支持。最终判决李某向某管理公司支付增资款 100 万元。

法官说法

本案系追缴股东出资不受诉讼时效限制的典型案例。诉讼时效的设定，一方面是为了促使权利人积极行使权利，另一方面是为了保证社会关系的稳定性和经济秩序的可预测性，体现了法律在保护私权利与维护社会公共利益之间的平衡。向公司缴纳出资系股东的法定义务，对公司而言，股东出资是公司最基本、也是最重要的财产来源，构成了公司独立对外承担责任的财产基础。如果股东未履行或未全面履行出资义务，必将减少公司的责任财产，降低公司的偿债能力，损害债权人的合法权益，且如果允许出资义务人以诉讼时效抗辩，必将损害其他股东的利益。因此，基于现代公司的独立人格和资本充实原则，《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定（三）》第十九条规定：“公司股东未履行或者未全面履行出资义务或者抽逃出资，公司或者其他股东请求其向公司全面履行出资义务或者返还出资，被告股东以诉讼时效为由进行抗辩的，人民法院不予支持”。在《中华人民共和国公司法》（2023 年修订）中还增加了公司董事会核查、催缴出资及股东因未履行出资义务而丧失对应股权的规定。司法实践中，对于股东出资义务的认定，主要考量出资行为的真实性、出资记录的完整性和明确性。在公司对股东是否全面履行出资义务产生合理怀疑时，股东应就其履行了相应义务承担举证责任。因此，股东应当提高自身的法律意识，充分履行出资义务，并保存出资证明、验资报告、银行流水等出资证据；公司应高度重视内控制度的构建和完善，对于未履行或未全面履行出资义务的股东，及时催缴，共同保障公司的可持续发展。

三、实务研究

涉外、涉港澳台公司类案件准据法查明及适用的审理思路和裁判要点 ｜类案裁判方法—摘自“上海一中院”微信公众号

作者：刘丽园 琚璐

日期：2025 年 8 月 18 日

编者按

为全面提升法官的司法能力和案件的裁判品质，进一步促进类案价值取向和适法统一，实现司法公正，上海一中院探索类案裁判方法总结工作机制，通过对各类案件中普遍性、趋势性的问题进行总结，将法官的优秀审判经验和裁判方法进行提炼，形成类案裁判的标准和方法。

本期刊发《涉外、涉港澳台公司类案件准据法查明及适用的审理思路和裁判要点》，推荐阅读时间 14 分钟。

外国公司是指依据外国法律在中国境外设立的公司。港澳台公司是指依据香港特别行政区、澳门特别行政区、台湾地区有关规定在港澳台地区设立的公司。涉外、涉港澳台公司类案件主要为损害公司利益责任纠纷，损害股东利益责任纠纷，股东出资纠纷，股权转让纠纷，股东知情权纠纷，股东会、董事会决议效力纠纷等，办理此类案件需要分层识别法律关系，精准确定、查明和适用准据法，审理难度较大。为进一步提升此类案件的审理质量，本文结合司法实践中的案例，对该类案件审理思路和裁判要点进行梳理、提炼和总结。

（一）确定案件适用的准据法

确定涉外、涉港澳台公司类案件适用的准据法是审理该类案件的前提。司法实践中当事人约定适用准据法的，法院应当依职权进行审查。审查过程中，应当先适用法院地法的国际私法规则对当事人间的法律关系进行定性，并正确区分不同法律关系应适用的准据法，正确认定公司主营业地和自然人经常居所地，审查是否具有排除外国法（或港澳台法律）适用的情形等。

1、区分不同法律关系确认应适用的准据法

关于涉外民事关系的识别和定性，应当适用法院地法律。针对主案由的法律关系的冲突规则和准据法，判断较为容易，但涉及到相关主体本身，则需要法官进一步分层识别。

如一起股东对公司债务承担连带责任纠纷案件中，香港某公司的唯一股东是否对公司债务承担连带责任，根据冲突规则需适用登记地法律即香港特别行政区法律。

更为常见的情况是，当一方当事人为境

外公司，其出庭人员是否有代表权或诉讼请求依据的公司决议是否有效，也需要依据准据法审查。若原告为境外公司，起诉时必须先解决原告公司提起诉讼的公司意志代表权问题，可能需要适用该外国或地区的法律对其公司董事会决议效力做出确认。若被告公司注册于我国，根据《涉外民事关系法律适用法》第十四条的规定，股东权利的行使等事项适用我国公司法。故主体审查程序上要依据境外公司法对公司意志代表权问题进行审查，以确定原告出庭人员资格，实体上对被告公司组织机构及股东权利行使等问题则适用我国公司法认定。此即为多法域法律适用的情形。

2、审查当事人约定适用的准据法

部分涉外民事法律关系中，当事人依照法律规定可以协议选择所适用的法律。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国涉外民事关系法律适用法〉若干问题的解释（二）》，当事人选择适用外国法律的，应当提供该国法律，应当提交该国法律的具体规定并说明获得途径、效力情况、与案件争议的关联性等。外国法律为判例法的，还应当提交判例全文。法律查明服务机构、法律专家提供外国法律的，除提交上述材料外，还应当提交法律查明服务机构的资质证明、法律专家的身份及资历证明，并附与案件无利害关系的书面声明。

根据《涉外民事关系法律适用法》第四条，中华人民共和国法律对涉外民事关系有强制性规定的，直接适用该强制性规定。《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国涉外民事关系法律适用法〉若干问题的解释(一)》对“强制性规定”作出了解释：涉及中华人民共和国社会公共利益、当事人不能通过约定排除适用、无需通过冲突规范指引而直接适用于涉外民事关系的法律、行政法规的规定，人民法院应当认定为《涉外民事关系法律适用法》第四条规定的强制性规定，这里主要包括涉及劳动者权益保护、食品或公共卫生安全、环境安全、外汇管制等金融安全、反垄断、反倾销等公法领域的事项。需要注意的是，《涉外民事关系法律适用法》的条文中没有写明“可以协议选择”的，如自然人的民事权利能力、民事行为能力、法人及其分支机构的民事权利能力、民事行为能力、组织机构、股东权利义务，其冲突规则均不允许当事人协议选择准据法。

3、正确认定公司主营业地和自然人经常居所地

公司主营业地的判断也会影响到准据法的认定。而关于主营业地，上述法律并没有进一步规定，可以参照我国《民事诉讼法》关于主要办事机构所在地的规定，办事机构所在地是指执行法人或者其他组织的业务活动、决定和处理组织事务的机构所在地。例如，

与合同签订、履行有实际联系的地点均在境内，且境外公司主要在境内开展业务，可以认定境外公司的主营业地在境内。

根据《涉外民事关系法律适用法》第四十四条之规定，侵权责任适用侵权行为地法律；但该条有但书，即当事人有共同经常居所地的，适用共同经常居所地法律，故实务中存在争议。

如一起损害股东利益责任纠纷案件中，侵权责任问题应适用侵权行为地法律，但被告反对适用该国法律，主张其与原告共同经常居所地在上海，因此本案应适用中华人民共和国法律。该项争议的审查会涉及自然人经常居所地的判断。根据相关司法解释，自然人连续居住一年以上且作为其生活中心的地方，可以认定为《涉外民事关系法律适用法》规定的自然人的经常居所地，但就医、劳务派遣、公务等情形除外。该案中，被告出入境记录显示其频繁往来于日本和我国，难以认定其在我国连续居住满一年，因此法院没有认定其以我国为生活中心，最终没有确认其经常居所地在我国。

4、适用中华人民共和国法律的情形

司法实践中，法院应当审查是否具有排除外国法适用的情形。在冲突规范指向我国法律、不能查明外国法律或者该国法律没有规定的情况下，适用中华人民共和国法律。法院审理过程中，发现外国法律的适用将损害中华人民共和国社会公共利益的，也要转而适用中华人民共和国法律。

（二）查明案件适用的准据法

关于查明案件适用的准据法，法院应当准确提出查明要求、审查查明结果。关于查明途径已有较为详细的规则，审理中不论是通过当事人、专业查明机构、委托使领馆查明还是其他途径，都不意味着法官只是被动接受查明结果，或者只是简单提出“查明××公司法”的要求，法官在整个查明过程中要穷尽查明途径实现“查”与“明”，在判决书中对查明过程及法律适用理由阐述详尽。

1、准确提出查明要求，审查查明结果

查明的外国法（或港澳台法律）需现行有效、完整全面

涉外商事案件审判中，当事人对外国法（或港澳台法律）等的熟识度有限，法官对于这些法律的适用也没有对我国法律适用的经验丰富，若当事人提交的查明内容不够完整全面，法官需进一步查明或要求当事人再行查明，以免出现当事人故意隐瞒部分法条导致适用错误的情况。除查明内容需完整全面外，还需要关注时效，很多涉外案件的纠纷背景时间较长，在此期间存在外国法（或港澳台法律）修改、变革的可能性，而且各个

国家法律的时间效力及适用规则存在差异，因此查明的法律是否现行有效也是查明的要求之一。

查明法律需以具体成文法或判例作为支撑

我国是成文法国家，与很多英美法系国家的法律体系存在重大差异。在查明时，不应仅委托专家就案涉法律发表意见，还应要求其查明内容必须有成文法或者判例作为支撑。尤其是判例法国家，其法律主要由案例构成规则，因此查明中查找相应判例尤为重要。

查明外国法（或港澳台法律）的具体规则应对应于具体案情

无论是成文法国家或是判例法国家，其法律适用均需对应具体的案件情形，在查明法律时，应准确定位到适用于案件对应诉请、案由、法律关系和案情的法律规则。尤其在判例法中，每个规则的适用均有其特定的情形，应确保查明的法律与案情对应和匹配。

2、根据案情在外国法（或港澳台法律）中定位对应概念、规则

外国法（或港澳台法律）中缺少对应概念，或存在我国法律中没有的概念，都是外国法（或港澳台法律）查明中的常态。我国法律体系与境外法律体系使用的相关术语、概念不同是一种常见的情况，而实务中当事人通常是以我国法律上的概念、术语提出诉请或抗辩。如果在外国法（或港澳台法律）中缺少对应概念，可以将该法律中相关的表述与我国公司法中的概念进行对比，若含义大致相同而只是概念名称不同，则可以适用。如我国的有限责任公司类似于普通法法域的非公开股份有限公司，股份有限公司类似于普通法法域的公开股份有限公司。

另，若根据外国法（或港澳台法律）相关条文和判例，可以总结归纳出与当事人的诉请相匹配的法律规则，也可以视为定位准确。例如香港《公司条例》中关于一人公司揭开面纱并无成文规定，判例法中对股东责任的裁判重点在于查明当事人是否存在逃避债务、欺诈、隐瞒等非法目的，而不在于财产混同。这些判例所确定的规则可以适用于案件审理。因此法官在查明和适用外国法（或港澳台法律）时不能拘泥于形式上的术语、概念，而要提炼具体案情和诉请的实质以匹配外国法（或港澳台法律）中的具体规则，有些情况下还可能需要向原告释明，对诉请作出对应调整。

3、充分运用上海法院国际商事一站式解纷平台

2023 年 12 月 27 日，上海法院国际商事一站式解纷平台（中英文）正式上线。包括诉讼、调解、仲裁、域外法查明、翻译、公证、法律资源库七个服务模块。**当事人通过关注**

进入“上海高院”微信公众号，点击服务模块项下的“案沪通”，再点击“我要办”模块项下的“国际商事一站式”即可进入该平台，进而选择域外法查明服务。目前该板块收录的有准确查明适用香港判例、日本商业惯例、新加坡法律、英属维尔京群岛公司法、美国法、瑞士法等典型案例。该平台以数字赋能的方式切实解决当事人的诉讼难题，更能满足针对性、精准性的诉讼需求，法官和当事人都可以通过使用该平台加快涉外、涉港澳台公司类案件的审理进程。

4、法院依职权审查认定存在解释争议的外国法（或港澳台法律）条文

《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国涉外民事关系法律适用法〉若干问题的解释（一）》第十六条规定，人民法院应当听取各方当事人对应当适用的外国法律的内容及其理解与适用的意见，当事人对该外国法律的内容及其理解与适用均无异议的，人民法院可以予以确认；当事人有异议的，由人民法院审查认定。

根据该规定，无论是法院依职权获取的外国法（或港澳台法律），其中包括法院通过条约途径获取的外国法（或港澳台法律），还是当事人履行义务向法院提供的外国法（或港澳台法律），均应当交各方当事人充分了解查明内容，法院应当组织各方当事人进行辩论，充分听取各方当事人关于该法律的内容及其理解与适用的意见，以最终确定如何适用该法律。对有争议的外国法（或港澳台法律）条文，法院可以通过合议庭讨论、专家法官会议等法院内部途径审查认定，也可以听取法律专家关于存在解释争议的相关条文的专业意见。出庭的法律查明服务机构或者法律专家只围绕外国法（或港澳台法律）及其理解发表意见，不参与其他法庭审理活动。

例如一起股东出资纠纷案件中，双方当事人均提供了美国特拉华州相关法律，但是对部分条文的解释产生分歧。原告认为某股份公司董事长签发的股权证，是确立原告股东身份的重要凭据，但该股权证上仅有董事长一人签字，不符合《美国特拉华州普通公司法》第一百五十八条关于股权凭证应当由公司董事会主席或者副主席、总裁或者副总裁以及财务主管或者助理财务主管、秘书或者助理秘书两人共同签署的规定，形式上存在瑕疵，不具有法律效力。被告即公司股东（董事长）则认为《美国特拉华州普通公司法》第一百四十二条规定，公司里一人可以兼任若干个职位，除非公司出具证明或公司章程另有规定；被告经公司 2022 年特别股东会议决议，作为公司董事长取得代为履行公司秘书职责的权力，所以系争的股权证由被告单独签署，可以理解为其是履行公司董事长和公司秘书的双重职责，该股权证所反映的公司意思表示是真实的。法官在庭审中利

用互联网，对双方提交的美国特拉华州法典（DELWARE STATE CODE）第八篇（TITLE 8）第一章普通公司法（CHAPTER 1.GENERAL CORPORATION LAW）的相关条文、被告提交的来源于美国“LEXIS”网站的判例进行了当庭查询，并交由双方质证，双方对此均不持异议。某大学教授作为专家证人出庭，见证查询过程并发表专家意见。最终法院依据查明的《美国特拉华州普通公司法》及相关判例认定原告的某股份公司股东、董事身份有效。

外国法（或港澳台法律）的查明通常不是可以一步到位的，对当事人存在争议的条文、判例，应当多方听取意见并经充分讨论后予以确定。

干货！深度解读商事诉讼调解—摘自“上海一中院”微信公众号

作者：何健、杨涵

日期： 2025 年 8 月 20 日

法治是最好的营商环境。诉讼效率、诉讼成本及司法质量是营商环境评价的重要指标。习近平总书记强调：“法治建设既要抓末端、治已病，更要抓前端、治未病。”习近平总书记亦指出：“要坚持好、发展好新时代‘枫桥经验’，坚持党的群众路线，正确处理人民内部矛盾，紧紧依靠人民群众，把问题解决在基层、化解在萌芽状态。”人民法院在以司法服务优化营商环境、保障经济高质量发展的过程中，如何充分运用调解等多元解纷手段，使得当事人根据其自身意愿，以更为柔性的手段解决纠纷、化解矛盾，是摆在商事法官面前的时代课题。

本文所称“商事调解”，指人民法院对商事诉讼案件的调解。以笔者所在的中级人民法院为例，从调解成功的案由比例来看，合同类纠纷远高于公司类纠纷。在公司类纠纷中，调解成功率最高的是股权转让纠纷，其争议焦点**通常集中在股权转让合同中对价款的约定以及合同后续履行的不完全性，**仅有部分案件的争议焦点涉及股东优先购买权、股东权利行使及公司治理因素。股东损害公司债权人纠纷则表现出案件事实多无争议的特点，即债权人对公司享有债权通常已有生效判决确认且在执行案件中终结本次执行程序，股东尚未实缴其对公司的出资。少数以调解方式结案的股东知情权纠纷中，调解内容不仅限于股东知情权行使这一诉争请求，还包括双方当事人存在争议的其他财产权纠纷。

我们通过对比民事庭、少年家事庭与商

事庭等不同审判庭以调解方式结案的案件数量及调解率，可以发现，不同审判庭的案件法律关系不同，调解成功率亦有不同。基于民事庭和少年家事庭的案件性质，其调解数量或调解率有一定优势。一般而言，**家事纠纷**的实质在于人际关系的调整，而不是权利的判断，当事人的关系具有长期性且有亲缘、血缘等情感因素参与，纠纷的对抗性弱，当事人调解意愿和法官的调解动力都较强。而**民事纠纷**的调解成功率较高则有两方面的原因，**一是**民事纠纷中的当事人大多是因为情绪引起的冲突，调解相较于判决更容易实质化解纠纷；**二是**民事纠纷中系争标的额一般较小，当事人多为自然人，法官在进行利益调节时更易寻找到平衡点且调解合意更易达成。

商事纠纷的特殊性使得适用调解的成功率较低。法官在调解商事案件时，需把握商人“理性经济人”的特性，规则作为效益价值实现的保障，亦是案件当事人所追求的目标。从调解失败的案件看，当事人一方因对方在交易过程中对规则的破坏而丧失信任基础，以致调解无法进行。

当事人调解意愿的探查及形成存在难度。从主体上看，商事案件处理需兼顾三方利益。**第一，商自然人。**自然人作为部分商事行为主体及组织体的构成要素，许多问题需要最终归集到自然人处进行处理，比如法定代表人的调解意愿。**第二，商组织体。**商法作为调整商事关系的行为规则必然受组织法原理的支配，公司决议表决机制、债权人会议表决机制等制度都是为了形成团体意志，且组织体意志处于受到优先保护的地位，当公司在调解中作出重大权利处分时，需要征求股东会意思。**第三，不特定社会主体。**市场本位是“商法独立的本质属性”，这决定了在商事案件的处理中需考虑更广泛的利益主体，除了案涉公司的股东、债权人、职工之外，行业上下游主体利益及市场整体秩序是否会受案件处理的影响，都需要法官进行衡量。

当前，商事调解呈现“外热内冷”的局面，第三方调解机构发展迅速，法官的商事调解优势却未得到充分发挥。笔者以审理过的代表性案例为基础，进一步总结调解经验，形成商事调解的方法论指引，具体包括如下环节：可调解性识别、当事人调解意愿探查与合意形成、事实查明与固定、考虑案件关联性与社会秩序稳定性。

商事纠纷可调解性识别及要素审查

排除不得适用情形，避免处分他人权益。**商事纠纷中下列案件不得适用调解：**企业法人破产的还债程序案件；确认之诉案件；存在当事人需要公告送达或不能出庭的案件。综上，不得适用调解的纠纷实质为不存在对权利义务的处分请求权或存在当事人无法向法官表达其意思，即案件调解会侵害任意一方当事人的利益。

区分商事纠纷类型，进行要素式审查。**在合同类纠纷中，当事人对于合同关系成立及其性质并无争议，法官可从如下因素考察是否具有可调解性：**对于合同价款支付及货物/定作物交付是否有争议；是否有证据证明价款已支付；是否有货物交付/验收凭证。在公司类纠纷中则需依据案由的不同进行分别考察。如股权转让纠纷中需考察：对于转让款支付是否有争议，违约金计算方式及是否支付是否有争议，是否要求公司或股东回购股权，是否涉及以公司上市为回购要件。股东损害公司债权人利益责任纠纷应考察：股东是否履行出资义务，股东瑕疵出资的形式，是否有银行流水或入金凭证，未履行部分数额与债权数额差距。

当事人调解意愿探查与合意形成

调解的核心是当事人合意，因此法官需对参与调解人员的主观进行审查。同时，调解合意应当尽可能趋近于合理性的要求，故应当识别关联案件，从而确定当事人的真实意愿。

检索关联案件，找准核心诉求。商事纠纷具有重复性、关联性甚至是隐蔽性，可依托数字法院建设及数助办案功能，对关联案件进行检索。

在合同类纠纷中，法官可依如下路径检索：当事人是否就多份合同分别起诉；确认合同解除或继续履行是否与违约金支付请求分别起诉；当事人主张的违约金或损失是否在他案中得到支持及数额；金钱给付的请求是否已得到自动履行或强制执行。

在公司类纠纷中，则依所处纠纷发展阶段不同适用不同思路：股东知情权纠纷、公司决议效力纠纷、股东资格确认纠纷以及请求变更公司登记纠纷等案由往往是公司财产处置、控制权争夺的前置诉讼，其尚处于公司内部争端的初期，法官应当把握潜在的利益冲突，研判调解该案对未来关联诉讼的影响；公司盈余分配纠纷、股东损害公司利益责任纠纷、股权转让纠纷则是利益冲突实质性、集中化的体现，法官应回溯当事人既往诉讼过程，以掌握当事人利益纠纷全貌，衡量调解可能。

审查代理权限，提高传达效率。调解是依当事人意思表示对自身权益进行一定的让步，是当事人实体权利的处分。因此，当事人委托代理人参与调解时，法官需依法审查代理人是否具有调解的权限。

当事人是公司时，则需特别注意如下问题：在公司对外担保或加入债务的案件调解中，要审查有无经过相应机关决议；在股东代表诉讼中，经人民法院主持，诉讼各方达成调解协议的，该调解协议不仅要经过诉讼各方一致同意，还必须经过提起股东代表诉讼的股东所在的公司和该公司未参与诉讼的其他股东同意后，人民法院才能最终确认该

调解协议的法律效力。

进入清算的公司参与商事调解时，清算中公司的能力受到限制，其目的被限定在清算事务范围内，应重点关注公司其他股东、法定代表人、清算组负责人的代理权限。公司成立的清算组取代法定代表人行使清算中公司诉讼代表人职权。法定代表人既不是清算组成员，也未取得清算组授权而对外实施的行为属于效力待定，只有取得清算组追认才对清算中公司产生法律效力。

依法恰当释明，适时公开心证。调解系经法官合理引导对当事人预期进行动态调整，以形成纠纷解决的一致合意。法官应根据不同诉讼阶段当事人所反映出的心态，依法恰当释明，公开心证，使得当事人正确估算诉讼利益与风险，形成合理预期。

法官可向当事人释明如下事项：当事人在系争法律关系中的权利义务，依审判程序查明事实并适用法律后双方可能承担的法律后果，法官审理该案件的基本思路，人民法院对该类案件的既往裁判。

把握关键要素，区分主体进行说服。要注意案件标的物归属对各方当事人的利用价值大小，将经济利益在各方当事人之间进行恰当分配。自然人参与商事行为，抗风险能力较差，虽此类案件标的额往往较小，但因经营品类集中、资金实力薄弱等原因，该系争价款对于自然人的持续性经营产生重要影响，应抓住如下关键点组织调解：调解程序耗费时间，调解书自动履行率。公司作为纠纷主体时，需考量诉讼对资金占用的影响，还应考虑如下因素进行调解：判决对公司商誉的影响，调解可一体性化解纠纷。

事实查明与调解方案的形成

合理分配举证责任，引导当事人还原事实。调解事实的形成可遵循如下流程开展：借鉴举证责任分配规则，组织当事人就系争纠纷法律要件进行初步举证，并以要素方式固定；法官应根据在案证据引导双方就案件事实达成共识，而非主导事实的认定，因当事人对案件事实最清楚，且自愿选择的处理结果最接近其利益需求。

区分案件发展阶段，适用不同调解方法。调解过程中有“背靠背”和“面对面”两种基本方法，应当在不同阶段分别适用：**调解前期，**应分别对当事人了解案件事实，并居中了解当事人心理底线。该阶段法官可利用双方信息差，通过公开心证、释明可能裁判结果的方式降低当事人对案件的诉讼预期。**调解后期，**当事人对案件基本事实形成一定认同，应当组织当事人共同磋商调解方案，从时间、资金、衍生诉讼等角度说服当事人达成一致意见。运用双向度思维组织调解。通过梳理案件事实及法律责任，从财产保全、市场变化等诉讼风险把握当事人诉讼弱点，形成当事人之间、当事人与诉讼结果之间的

有效互动。

运用“穿透式”思维，体系性化解纠纷。调解方案可对当事人利益纠纷进行整体性解决。商事纠纷中连环诉讼并不鲜见，**“调解一个，化解一片”**是更具效率的选择。

在合同类纠纷中，以买卖合同纠纷中“循环贸易”案型为例，可考察如下要点：是否构成合同、资金、贸易闭环，走单不走货；是否存在同一主体以低价出售，高价买回的情形；各交易主体之间是否存在关联关系。

在公司类纠纷中，以“名股实债”案型为例，可考察如下要点：办理标的公司工商登记的股东是否为投资人；收益是否与标的公司经营业绩相关；融资方是否负有回购义务；被登记为标的公司股东的投资人，其经营管理权是否受限。

细化协议内容，提高自动履行率。当事人放弃部分权利接受调解是为了避免后续的执行风险，若调解协议仍要通过强制执行程序才得以履行，化解纠纷的效率会被降低。

因此，在调解协议形成过程中，法官可从如下方面予以把控，提高自动履行效率及可执行性：考察调解协议合理性。调解协议的形式以案件基础事实及法律责任认定为基础，结合当事人调解意愿，可在法定责任范围内浮动，但不应偏离合理区间，具体可结合金钱给付数额、付款期限、支付周期确定；在给付金钱的协议中，应明确支付金额、履行期限和违约责任；在交付货物的协议中，应明确交付货物的数量、地点、运输责任承担者和违约责任；在履行行为的协议中，应明确履行行为的时间、地点、对象。

需注意的是，在请求公司变更登记、挂靠经营合同等纠纷中会涉及相关行政机关，在确定履行内容时需结合行政机关办理事项的具体要求，避免协议确定的内容超出其权限内容，从而使得解纷目的落空。

需考虑案件关联性与社会秩序稳定性

会同有关部门，协商纠纷共治。人民法院是化解纠纷的“最后一道防线”，依法行使审判权，而调解作为审判的补充机制具有消除潜在纠纷的作用。在涉及关系民生的重点领域案件时，应与有关部门会商，多措并举，协力化解纠纷，避免发生“次生灾害”。

商事行为的复杂性及链条性决定了商事纠纷的产生及解决往往具有“连锁反应”。法官在组织调解的前、中、后阶段，都应当以后果主义标准检视调解适用的负外部性后果，并适时控制，具体而言：

调解开始前，借助数字法院平台，对案件舆情进行监测，初步掌握案件处理可能影响的利益主体；**调解过程中，**根据确认的案件事实，对纠纷涉及的上下游环节进行摸排，

检索关联案件，衡量该案适用调解后对其他审理中或潜在的诉讼的影响；编制重点行业常见商事纠纷名录，注意调解结果的辐射性。如，在劳动密集型产业主体陷入诉讼时，法官应跳出“办理”看“治理”。在股东损害公司债权人利益责任纠纷或股权转让纠纷中，该类企业或公司股东会可能会负担支付大额资金的义务，影响企业的存续与经营，由此会存在潜在的社会治理风险，若能以调解方式解决纠纷，便可实现商事调解“抓前端、治未病”的制度功能。

论对赌协议中的回购权—摘自“政法论坛”微信公众号

作者：崔建远 清华大学谭兆讲席教授

日期： 2025 年 8 月 11 日

摘要：对赌协议中的回购权不是形成权，而是债权请求权。形成权不要求相对人须有积极作为，而回购权不仅要求回购义务人接受回购的决定，而且要求回购义务人实际履行回购义务；形成权须依附于某母权，而回购权不依附于对赌协议项下的股权、债权，回购权其实就是债权之一种；形成权不得附条件、附期限，而回购权都附有条件，甚至附有期限；形成权的行使不得撤回，而回购权的行使在一定条件下可以撤回。所谓回购权等于形成权加上请求权的复合权利说更不符合对赌协议的约定和客观实际。回购权的行使不具有引起正、反两个方向的股权转让关系发生、变更、消灭的功效。回购权系形成权说不契合相似的事物相同对待、有悖利益衡量、忽略了法律适用带来的结果。回购权行使期限不是除斥期间、诉讼时效期间，而是失权期间。回购权应于行权期限内行使的义务属于不真正义务。在当事人未约定回购权行使期限的背景下，法律暂不规定回购权行使期限，留待实务发展、裁判和学说的进一步总结经验，再作规定，是明智的。

关键词：股权回购权；回购权行使期限；请求权说；形成权说；复合权利说

目录

一、回购权不符合形成权的质的规定性及规格要求

二、回购权与形成权的功效不符

三、从方法论的层面看不宜将回购权界定为形成权

四、回购权行使期限的性质和作用

结论

在对赌协议中，当事人各方约定在回购条件被触发（成就）时投资人有权请求目标公司或其股东或其实际控制人从投资人处回购所约股权。人们习惯把投资人的这种权利叫作回购权，将应此请求而有义务回购的目标公司或其股东或其实际控制人称为回购义务人。

关于此种回购权的性质和效力，有请求权说，也有形成权说，还有形成权+请求权的复合性权利说，见仁见智，莫衷一是。因其事关法律适用进而分配各方当事人之间的权益，涉及诸多法理，绝非无足轻重，故需辨析。探讨回购权至少需要澄清和回答如下问题：其一，对赌协议产生投资人依约请求回购义务人回购相应股权的债权，该债权与回购权是同一个权利还是两个各自独立的权利？其二，若为两个各自独立的权利，并将回购权定性和定位在形成权，必须证成回购权符合形成权的质的规定性及相应的规格要求。论者依据的规格要求不同，其结论很可能不同。

关于不赞同回购权为形成权的理由，有专家学者从股权回购受资本管制的束缚等方面进行了阐述，本文不重复之，另辟蹊径揭示和论证形成权说的缺陷及有关论证的不成立，采取回购权为债权说/请求权说。

一、回购权不符合形成权的质的规定性及规格要求

已有专家对比回购权与形成权、请求权的特征，包括回购权的客体、回购权的实现是否需要相对人的行为、回购权是否存在被侵害的可能、回购权能否单独向他人转让，从而得出回购权究为何种性质的权利的结论。笔者对其中若干观点持有不同见解，拟予必要的评论并进行比较分析。

（一）回购权不符合形成权不要求相对人须有积极作为的特征

对于前述“其二”问题及其回答，笔者遵循“形成权使权利人可以按照他的意思，‘单方面’地形成私法关系”，“或者对法律关系的内容进行确定，或者改变这种法律关系，以致撤销这种法律关系”，形成权乃得依权利人一方的意思表示而使法律关系发生、内容变更或消灭之权的质的规定性及规格要求，剖析回购权是否符合形成权的规格要求。

形成权的质的规定性及规格要求之一是，与之对应的义务表现为相对人必须接受形成权人作出的决定，即该相对人“受约束”或“受制约”。投资人行使回购权，请求回购义务人依约回购相应股权，回购义务人须受其约束、制约，必须满足此项请求。这似乎符合形成权的上述规格要求。不过，同样是“受约束”“受制约”，在形成权的作用领域，是立即产生法律关系变动（或发生，或内容变更，或消灭）的效果，无需借助于相对人的积极行为；而回购权的行使结果则否，并不

立即消除将抑制反向的股权转让关系的效力，而是在回购义务实际履行时才会消除抑制反向股权转让关系的效力，“形成”实际履行的反向的股权转让关系。这种变化的“度”没有达到发生法律关系的程度，回购权没有满足形成权的规格要求。更有甚者，在目标公司为回购义务人的案型中，最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》（法〔2019〕254 号）第 5 条第 2 款规定：“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。”在大多数回购义务人的案件中，均未出现赞同开始减资程序的股东会决议，目标公司可以据此对抗投资人关于股权回购的请求。（2020）最高法民申 2957 号民事裁定书、（2019）京 03 民终 14391 号民事判决书等裁判文书都贯彻了这种精神。如此一来，该种回购权的行使不发生形成权的效果，故不应将其确定为形成权。

有专家不赞同以上证成路径，称回购权系投资人要求回购义务人回购股权的权利；投资人请求回购义务人回购，回购义务人受领该意思表示即可，无需任何主动行为，这就符合形成权的规格要求。事物进展到这个阶段，股权转让关系并未变动，仅仅是回购义务由原本效力被抑制的、处于蛰伏状态的、可以暂不履行的状态变为必须实际履行的状态，或曰处于“休眠”状态的回购义务被“激活”；这种“量”的变化，尚未达到形成权所要求的“质”的变动的程度，据此不足以认定回购权为形成权。

（二）回购权与形成权带有权能烙印的特质不符

形成权本为权能，因其重要性日渐凸显而成为权利。尽管如此，但其源自权能的“出身”还是时隐时现地起作用：在此领域、此阶段以权利的身份发挥作用，于彼领域、彼阶段显现出权能的角色。因此，思考回购权是否为形成权也可从权能的视角予以考察、甄别。

首先，从股权的权能视角考察、甄别。有学者根据《中华人民共和国公司法》（以下简称《公司法》）第 4 条第 2 款关于“公司股东对公司依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利”的规定，梳理、归纳出股权的权能如下：股利分配请求权、剩余财产分配请求权、公司新增资本认缴或发行新股认购的优先权、表决权、知情权、诉讼权。回购权不在其中。此其一。一些事关股权的合同项下有股权却无回购权的案型佐证了上述观点。此其二。回购权由对赌协议产生，且与股权并列而来，也不利于回购权为形成权之说。此其三。

其次，从债权的权能视角考察、甄别。对赌协议在投资人与融资人（目标公司）之间产生债权债务，这应无疑问。其中的债权，在融资人一侧表现为请求投资人依约支付投资款之权、要求投资人诚信及保密之权等；在投资人一方表现为请求交割所约股权之权、请求支付融资款的利息之权、请求依约回购相应股权之权等。若将回购权作为该债权的一项权能，且将请求依约交割相应股权作为最核心的表现，则难以解释依约请求回购相应股权恰与请求交割所约股权相反，回购权不是在维护请求交割股权的债权本身，而是在毁灭该债权。如此一来，得出回购权并非请求交割所约股权之债的权能这个结论，更为顺畅。

回购权不是权能，而是独立的权利，因为回购权自身具备独立权利的元素——请求回购义务人履行所约股权的义务，取得并保有回购款（投资本金及利息），可以单独就其提起诉讼/申请仲裁，可有自己的存续期限，受到侵害时可以单独适用诉讼时效制度等。

（三）回购权不具备形成权须依附于某种母权那样的法律架构

形成权尽管已为权利，但其具有辅助性，往往依附于一定母权，不是一种可单独转让的权利。这类似于用益物权与所有权之间的关系。判断回购权是否为形成权也可以从其有无母权、是否依附于他种权利的视角考察、甄别。

回购权与股权之间的关系，未呈现子权与母权的关系，不具有依附与被依附的关系。

首先，相对于投资人拟通过投资方式取得的股权而言，在不采取“对赌”的交易方式，而是采取原始、简单、呆板的受让股权的交易方式场合，未设置回购权，投资人于未来自己寻觅股权受让人，于是不会出现子权与母权、回购权依附于股权的现象。即使采取了“对赌”的交易方式，回购权也不是脱胎于股权，而是源自对赌协议的约定；它不依附于股权，恰恰相反，是将自己的法律效力指向股权，约束着回购义务人回购该股权。不是依附股权，而是“调动”股权。从运动顺序的角度观察，先有股权的存在，先有股权与资金互换主体的需要，才有回购权的产生和存续，二者被置于前提、条件—后果的关系之中，同样不是依附与被依附的关系。

其次，相对于作为回购对象的股权来说，回购权与回购股权的关系实际启动之前就已经存在，未依附于此阶段的股权；回购权直接指向回购义务，回购义务的实际履行，使股权“返回”目标公司或其股东或其实际控制人，此阶段的股权更像是回购权行使的间接对象（标的物），二者依然不是依附与被依附的关系。

断言回购权与股权之间的关系不是依附和被依附的关系，在投资人不是依约请求回

购义务人回购相应股权，而是与另外的主体达成股权转让合意，股权依旧是那个股权，可受让人却不是回购义务人；在对赌协议未被解除时，回购权还存续，只不过，回购权与股权完全不搭界，于此场合，不存在依附和被依附的关系一目了然。

回购权与债权之间的关系，同样不是子权与母权的关系，不具有依附与被依附的关系。对赌协议项下的债权和回购权（其实，回购权也是债权的一种，下文对此将作分析）均由对赌协议所生，对赌协议同时、并列地约定了债权和回购权，不存在先有债权而后才有回购权的排列顺序。此其一。回购权不是分享债权的某些权能而派生出来的，因为依约请求交割相应股权的债权中没有组成回购权所需要的权能，请求支付融资款利息的债权中同样不存在组成回购权所需要的权能，所以，回购权没有分享这些债权的权能而形成自己。就是说，回购权与债权不是子权和母权的关系，回购权并非依附于债权而产生、而存续。此其二。

在对赌协议关系中，主干权利就是股权、债权，回购权不依附于它们，便无所依附的权利。欠缺所依附的权利，还称回购权为形成权，是不符合形成权的质的规定性和形成权的法律架构要求的。

反对者可能说，得此结论尚早，因为对赌协议关系还有投资人的一个债权——依约请求回购相应股权的债权——未作分析。为此，笔者继续分析投资人依约请求回购相应股权的债权与回购权是什么关系。剖析该种债权和回购权所包含的权能，会发现该种债权的权能也是回购权的权能，可以这样说：这两种权利实际上是同一种权利，依约请求回购相应股权的债权就是回购权本身！反过来说，对赌协议项下的回购权就是一种独立的债权！这与“回购权本身是基础权利”之说契合起来，只不过该论者却否定回购权系（债权）请求权罢了。

（四）回购权不属于形成抗辩权

德国民法上的形成权包括形成抗辩权——形成权的关系人以行使自己的形成权来作出回答的可能性。这种权利相当于针对请求权提出的抗辩权，因此被称为形成抗辩权（Gestaltungsgegenrecht）。例如，房屋承租人有权针对出租人的终止租赁合同的通知提出异议，要求继续他们之间的租赁关系。当然，存在与此相反的见解，把抗辩权与形成权应该严加区分。与后者之说相同，中国现行法已将此类权利纳入抗辩权的体系之中，此类抗辩权适用抗辩权的一般规则，不适用形成权规则，包括不适用除斥期间的规定。未见如此有何负面结果，应予坚持，故本文所论形成权不包括抗辩权。

（五）回购权与形成权不得附条件、附期限的规格要求不符

一般地说，形成权不得附条件、附期限，原因在于：既然形成权的相对人必须接受他人行使形成权的事实，那么，就不应该再让他面临不确定的状态了。而回购权恰恰附条件，有些还同时附期限。这是不宜甚至不应把回购权作为形成权的一个辅助理由。

（六）回购权与形成权的行使不得撤回的规格要求不符

形成权还遵循另一个规则，即形成权的行使不得撤回（Unwiderruflich）。其机理相同于形成权不得附条件、附期限的机理。与此不同，回购权行使之后在回购义务实际履行之前可以撤回，除非回购义务人不同意其撤回且有充分的理由。可见，在这点上，回购权也不契合形成权的特质。

（七）回购权不符合简单形成权、形成诉权的规格要求

回购权不符合简单形成权的规格要求，因为简单形成权的实现既不需要进行强制执行，也不需要向法院提出请求。此处所谓简单形成权，在中国法上即为人们常说的形成权。回购权似乎与此不甚契合，因为在实务中，投资人起诉到法院或申请仲裁，请求回购义务人履行回购义务，系常见的现象。回购权也不符合形成诉权的规格要求，因为形成诉权必须通过司法途径或仲裁程序才能行使。不起诉、不申请仲裁，投资人径直请求回购义务人履行回购义务应为首选，且被法律认可，这符合效率原则。

（八）不得单独向第三人转让不是决定回购权属于何种权利的关键性指标

有专家通过分析得出结论：回购权不得单独向第三人转让，据此，同时结合形成权的其他规格要求来衡量，得出回购权为形成权的结论。如果我们整体审视民事权利体系，会发现不得单独转让的权利未必是形成权，如中国现行法上的抵押权不得单独转让，但其为担保物权，而非形成权；同时，不得单独转让的权利也未必不是请求权，不得单独转让无非是此种请求权的效力不齐备，但效力不齐备并未使该权质变为他种权利。其实，权利分为效力齐备的权利与效力不齐备的权利，如罹于时效的债权属于效力不齐备的权利，但它仍为债权。尽管回购权不得单独转让，但不妨碍它作为效力不齐备债权。

（九）从选择权出发论证回购权属于形成权，混淆了不同层面的不同权利

有专家学者另辟蹊径，认为回购条件被触发使投资人同时享有请求义务人回购和不请求回购而是继续享有股权这种选择权，而选择权属于形成权。笔者不赞同如此论证回购权为形成权的路径，因为此处的选择权与回购权不是同一个权利，选择权也不是产生回购权之源，还不是维持回购权存续的权利，而是对赌协议所产生的另外一种权利。换个表达方式，对赌协议一方面约定了回购权，

使投资人处于“候鸟”的状态；另一方面又不排斥甚至径直约定投资人有权依其意愿成为真正的股东，或曰典型的股东，与既有股东所享权利、所负义务同样的股东，使投资人成为“留鸟”。

选择权与回购权、确定地成为典型的股东之权不在同一层面上，回购权和确定地成为典型的股东之权处于同一个层面，只是走向相反。后两者具有排斥性，而无兼容性。其并存现象仅于一定期限内为可能，待该一定期限届满及其之前投资人必须选择一个而主张，不得既要“鱼”又要“熊掌”。就是说，选择权置身于回购权、确定地成为典型的股东之权这两者之外。因此，依逻辑，依法律关系的方法，不得以选择权系形成权为由来认定回购权为形成权。

（十）复合权利说不合权利结构和逻辑

回购权为复合性权利的论者认为：回购权首先应受到除斥期间的约束，即在回购条件成就后，无论将该回购权利理解为本质是一种合同解除权，还是将其理解为选择之债中的选择权，其核心都赋予了投资人可以单方意思表示形成股权转让关系的权利，回购义务人此时只能容忍该股权转让关系的发生，体现了形成权的法律特征。而有鉴于形成权的行使更为自主，为维护法律关系的稳定，避免长期处于悬而未决的不确定状态，应适用除斥期间制度。而在投资人向回购义务人发出了有效的回购通知，行使了其回购权后（即双方缔结了股权转让合同关系后），此时投资人实现收回投资款需要请求回购义务人配合履行给付义务，因此此种后续的请求支付回购价款的权利体现请求权的法律特征（或可理解为类似《民法典》第 566 条解除后的恢复原状请求权），应适用诉讼时效制度。

笔者也曾有过回购权兼有形成权与请求权这种复合性的想法，认为投资人依约请求回购义务人回购相应股权，回购义务人便负有依约履行回购相应股权的义务，这相较于回购权行使之前的权利义务状态有所改变，显现出“形成”特质和状态；同时，回购请求继续发力，“迫使”回购义务人实际回购所约股权，表现出债权的特质和效能。不过，经过反复思考，最终放弃了此种意见，理由如下：（1）在对赌业务中，投资人行使回购权，目标公司或其股东或其实际控制人有义务依约实际回购相应的股权，但只要该项义务尚未实际地、完全地履行，整个交易就仍在路上，尚未达到终点，权利义务没有了断。（2）复合权利者，须一个权利由两个以上的亚权利所构成也。例如，采矿权一方面以在特定矿区开采矿产资源的权利为要素，另一方面又存在着特定矿区的地下部分的使用权，即地下使用权。回购权不具有由两个以上的亚权利组合而成的复合性，仅为投资人依约

请求回购义务人依约回购相应股权之权，此外不含有他种权利。（3）迄今为止，笔者尚未见到一个权利在不同阶段呈现出不同性质和效力的例子，见到的是一个权利自己消亡来换取他种权利诞生，如债权消灭迎来他物权的设立；或者一个权利继续存在，派生出他种权利，如所有权与他物权的关系。复合权利说诚为大胆的创新，妥当与否，尚待检验。（4）更为实质性的根据是，在对赌协议中，依法理，回购权人依约请求回购义务人实际履行回购义务后，如果回购义务人满足了该种请求，则回购权人保有股权转让款（投资款加上相应的利息），回购义务人保有“返回”的股权，这些均为债权的保持力使然，而非形成权的效果。回购权人依约请求回购后，如果回购义务人不实际履行回购义务，则成立违约责任，属于第二性的债权债务，法律及法理也不将其作为形成权的效果。

至于复合性权利说以上所言中的第一句和第二句所谓回购权的行使形成了股权转让关系，笔者认为它不符合对赌协议的约定和客观实际，本文将在下文“二、回购权与形成权的功效不符”中剖析；第三句依逻辑和内容应为其所谓形成股权转让合同项下的债务的实际履行，不再属于作为形成权的回购权的效力范围，简称为不再属于回购权的内容，而是债权的范畴。如此，就不是回购权=形成权+请求权，而是回购权=形成权。这样一来就否定了复合性权利之说。其实，只要把回购权作为债权/请求权，这些不顺畅就荡然无存。

二、回购权与形成权的功效不符

主张回购权系形成权的要义是：投资人行使回购权使股权转让关系发生变动，或是发生，或是变更，或是消灭。把回购权界定为形成权的路径大体有两条。第一条，把回购权类比解除权的路径。其要义为：回购权本质上是赋予了投资人在特定条件下以单方意思表示形成股权转让关系的权利，系由当事人约定产生的形成权，能够单方变更法律关系，类似解除权。回购权行使的法律效果实际上是相当于解除了对赌协议，使投资人取回了投资本金及利息，放弃了股东资格。第二条，把回购权类比强制缔约权的路径。其要义如下：回购权本质上是赋予投资人在特定条件下以单方意思表示形成股权转让关系的权利，当基础条件成就且权利存续时，一旦投资人及时、合法地发出回购通知，则双方之间按照事先约定的对价产生股权转让合同关系，回购义务人并无缔约选择权，故回购权系当事人约定产生的形成权。通过下文的分析会发现这些都不符合对赌协议的约定和客观实际，其说及论证不成立。

（一）正、反两个方向的股权转让关系均非由回购权的行使引发

回购权的行使是否引发了股权转让关系？

（1）审视对赌协议的约定，不难发现其核心内容就是股权转让关系。缔约伊始，确立了如下（正向的）股权转让关系：投资人作为股权受让人；目标公司作为增资扩股之人（也是一种形态的股权转让人），或者目标公司的股东或其实际控制人作为股权转让人，形成（正向的）股权转让关系。对赌协议同时赋权投资人于一定条件成就时享有请求回购义务人依约回购相应的股权。可见，此种（正向的）股权转让关系乃因对赌协议的生效并实际履行（投资人实际投资于目标公司）而生，并非由回购权的行使所致。（2）在对赌协议存续期间，回购条件被触发，投资人行使回购权，反向的股权转让关系浮出水面。单就这点看来，回购权的行使引发了“反向的股权转让关系”，这符合形成权使法律关系发生的规格要求，据此似乎可将回购权定性和定位于形成权。但是且慢，“浮出水面”不同于“水中生成”。“浮出水面”者，水中本就存在着也，只不过现在显现于人们的眼前而已。其实，回购权、回购义务伴随着对赌协议而生。只不过回购条件未被触发时回购权不得行使，在回购条件被触发后，投资人开始行使回购权，该回购权由原来不得行使的状态变为可以行使的状态。回购义务呢？回购权的行使，使原本效力被抑制的、处于蛰伏状态的、可以暂不履行的回购义务变成回购义务人必须依约实际履行的义务，且不依回购义务人的意志为转移。如果把回购权行使前的回购义务叫作尚未届期的义务，或曰履行条件尚未成就时的义务，那么，位于回购权行使之后阶段的回购义务就可被称作已经届期的义务，或曰履行条件已经成就的义务。如果将回购权行使之前的回购义务作为附有回购义务人有权对抗回购请求的义务，那么，位于回购权行使之后阶段的回购义务就是回购义务人必须满足回购请求的义务，不见了回购义务人的对抗依据。退一步说，即使用形成权的思维来审视、概括这里的情形，回购权行使所形成的状态也仅为使原本效力被抑制的、处于蛰伏状态的、可以暂不履行的义务变成回购义务人必须依约履行的义务而已。因而，不得说自此方才产生了回购义务，不可说自此才形成了反向的股权转让关系。“反向的股权转让关系”早已在回购权行使之前就存在于对赌协议关系之中，它作为对赌协议关系的组成部分，且为重要的组成部分，并非因回购权的行使方才产生。

上述结论在对赌协议未约定股权回购款的数额、支付期限和节点的情况下更加一目了然，因为于此场合回购权的行使仅仅开启了各方洽商反向的股权转让关系的具体内容，而未形成具有可强制执行性的反向的股权转让关系。对此，反对者可能说：按照《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》（法释〔2023〕13 号）（以下简称《合同编通则解释》）第

3 条第 1 款和第 2 款的规定，欠缺回购款的数额和支付期限及节点，可以根据《中华人民共和国民法典》（以下简称《民法典》）第 510 条、第 511 条的规定予以填补，不影响反向的股权转让关系形成。问题在于，根据《民法典》第 510 条、第 511 条的规定也未能填补回购款的数额、支付期限和节点时，反向的股权转让合同不具可强制执行性，认定合同成立会带来不小的负面结果。其实，不是所有的合同都仅要求当事人、标的及其数量的，买卖、有偿的股权转让等合同的成立，除了具备这三个要素，还必须有对价这个要素，欠缺对价条款且无法填补的，此类合同不成立。《合同编通则解释》第 3 条第 1 款所设但书“法律另有规定或者当事人另有约定的除外”，就是要解决买卖等合同未约定对价时合同是否成立的问题的，在根据《民法典》第 510 条、第 511 条的规定仍不能填补对价条款的情况下，买卖等合同不成立。

至此可以说，把回购权类比强制缔约权的形成权说不符合对赌协议的约定，不符合客观实际，该说不成立。

（二）回购权的行使不直接消灭股权转让关系

回购权的行使是否消灭了股权转让关系？在对赌协议的案型中，回购权的行使，直接引发的结果是使回购义务人所承担的回购义务“届期”或履行条件成就，在该回购义务尚未实际履行之际，股权转让关系并未消灭；直到回购义务被实际而完全履行时，各方于对赌协议项下的权利义务都不复存在时，股权转让关系才消灭，若所有的权利义务尚未清结的，股权转让关系的消灭尚需时日。此处所谓消灭股权转让关系，包括消灭投资人投资于目标公司中而形成的（正向的）股权转让关系，消灭回购义务人实际履行回购义务引发的（反向的）股权转让关系。

这里的路线图是：（1）投资人行使回购权→(2)回购义务人实际履行回购义务→(3)各方当事人于对赌协议项下的权利义务清结完毕：对赌协议消灭。

如果“（3）”的后果未出现，即各方当事人于对赌协议项下的权利义务尚未清结的，对赌协议不消灭；甚至于在存在违约行为时，还增添违约责任关系，与对赌协议关系并存一段期间。

从意思表示的角度观察，回购权行使的典型方式为请求回购义务人依约回购的相应股权意思表示，不包括清结、了断对赌协议关系的内容。若事实果真如此，则不得把行使回购权认定为行使解除权。在回购权行使阶段，各方当事人就对赌协议的未来有所交涉，应予鼓励，但未达成明确解除对赌协议时，应当参照《民法典》第 544 条关于“当事人对合同变更的内容约定不明确的，推定为未变更”的规定及其精神，举轻以明重，在

有关当事人无明确解除对赌协议的意思表示或合意的情况下，不得推定对赌协议已被解除。

总之，回购权的行使不会直接消灭股权转让关系，可知把回购权类比解除权的形成权说不符合对赌协议的约定，不符合客观实际，该说不成立。

（三）回购权的行使未径直变更股权转让关系

回购权的行使是否变更了股权转让关系的内容？毋庸讳言，从上文可知，回购权的行使的确使股权转让关系的内容发生了变化。问题在于，是只要有变化就认定为形成权所致还是只有变化到一定程度才可将回购权定性和定位在形成权？在这里，既要恪守事物、概念的质的规定性，还要尊重量变与质变的规律和原理。一方面，回购权的行使确实使原本效力被抑制的、处于蛰伏状态的、可以暂不履行的义务变成回购义务人必须依约履行回购的义务，这不依回购义务人一方的意志为转移。并且，这种变化直接调整了各方当事人之间的利益关系，逼近了回购义务人违约与否的门槛，即“形成”了一定的不完全相同于既存权利义务的状态、结果，据此把回购权命名为形成权，也不好说就绝对错了。但另一方面，对比回购权行使前后的回购义务的状态、效力，不难发现回购义务仍为回购义务，没有蜕变成他种义务。股权转让关系虽有量变但其变化仍未突破既存股权转让关系的规格要求，即量变未达质变，故把回购权定性和定位在形成权，有些言过其实。

既然回购权的行使未直接发生、变更、消灭股权转让关系，那么就不得称回购权为形成权。

三、从方法论的层面看不宜将回购权界定为形成权

以上通过把回购权与形成权在质的规定性、规格要求与功效两大方面进行比较，发现回购权与形成权存在着本质的差异，可以得出回购权不属于形成权的结论。为巩固这个结论，增强说服力，下文再从方法论的层面进一步论证不将回购权作为形成权的合理性、优越性。

（一）相似的事物相同对待

得出上述结论，不赞同回购权系形成权之说，还有下面的理由：（1）众所周知，合同关系不是静态地僵固于一个一成不变的状态之中，而是随时间变化不断地以多种形态发生变动：它在“有机组织”这一形象化称谓中出生，并且可以成长、衰老，直至最后死亡。合同关系自始即以完全满足债权人的给付利益为目的，因“债权系法律世界中的动态因素，含有死亡的基因，目的已达，即归消灭”。就是说，合同关系就其本性而言就是运动，时常是内容（权利义务）变更，而导致此种状态的法律事实肯定不都是、甚至大多不

是形成权的行使。我们先以债权乃至整个请求权的行使为例加以说明。债权人请求债务人依约履行，债务人立即提供给付，这就导致合同关系的内容发生了变化。但笔者未见有著述将债权乃至整个请求权定性和定位在形成权，未见有著述把债权乃至整个请求权的行使定性和定位于形成权的行使。（2）在债务人迟延履行的情况下，不待履行抗辩权人积极主张，即可阻却抗辩权人负担迟延履行的责任；在债务人不能履行、不完全履行的情况下，履行抗辩权人行使履行抗辩权，也暂时抑制住债务人的履行请求权。所有这些，都意味着债的关系发生了变化，也可以说发生了变更，若因此把履行抗辩权归入形成权，也不妥当。中国现行法对履行抗辩权未按形成权设计。（3）时效完成的抗辩抑制住债权实现，从而导致债的关系发生变化。未见有著述把它与形成权相提并论。（4）采矿权的运作使采矿权人取得一定量的矿产品，取水权的运行使取水权人取得一定量的水所有权，捕捞权的行使使捕捞权人取得一定数量的渔获物。所有这些，都使法律关系发生了变化。可中国现行法未将取水权、捕捞权、采矿权纳入形成权的体系，而是作为用益物权而规定（《民法典》第 329 条）。海域使用权以采矿、捕捞为目的的（《民法典》第 328 条），机理与之相同。（5）附停止条件（附生效条件）的法律行为或权利、附始期的法律行为或权利等，引发的后果与形成权的行使产生的后果相同或类似，依相似的事物相同对待的平等理念，是否也都被归入形成权系列？回答应是否定的，因为倘若如此就会打乱既有的权利体系、制度安排，颠覆以往的法律适用秩序，其代价昂贵。

（二）法律人不得忽视法律适用及其效果

我们揭示一个事物的概念，确定其体系归属，牵涉一个看似简单却非常重要的实质问题——法律适用。如果把回购权归入形成权，就得将回购权适用形成权的系列规则并赋予相应的法律后果，如必须适用除斥期间的规定，或多或少地排除了抗辩权的运用，等等。这绝非无足轻重，事关投资人权益的得丧，是不可被无视的。

（三）从利益衡量看回购权系形成权之说的不足

若着眼于交易的复杂性和当事人的策略性，尽可能地实现利益最大化，那么，在回购条件被触发时，给投资人合理的期限审慎考量要不要请求回购义务人实际履行回购义务，甚至赋权投资人不请求回购，继续持股，成为与既有股东一样的股东，这可能是最佳的方案、结局。究竟是请求回购还是放弃请求，即使请求回购也有必要用合理期限观察目标公司的发展，权衡利弊。这都需要合理期限，不应是较短的期限。有不少的目标公司发展势头很好、至少看好，只是因订立对赌协议

时过于自信目标公司上市无障碍而将目标公司于特定时间点未上市作为回购条件，或者虽未自信却也约定了某个或某些回购条件，但因“新冠”疫情、特朗普打关税战等原因触发了回购条件。若此时此刻回购，目标公司就不堪重负甚至倒闭，目标公司、既有股东和投资人多败俱伤；而延后回购，不中断目标公司的现金流，使目标公司得到喘息的机会，渡过难关，就会共赢。受除斥期间相对较短等形成权的特质制约，把回购权定性和定位在形成权显然不利于达到上述目标，而将其稳定在请求权的阵营有助于最佳或较佳的后果出现。

当然，也存在应当尽快确定请求回购的不少案型，但达此目标不借助于形成权也是可以的。

形成权的法律性质之一是无被侵害的可能，若将回购权定性和定位于形成权，则依逻辑只得认可形成权无被侵害的可能；但是，回购权在实际上却有被侵害的可能和事实，依形成权说投资人便无寻求救济的机会，这违反公平正义。有专家是这样论证回购权无被侵害的可能的：回购权是否行使是权利人的自主选择，不行使并非回购义务人侵害所致。在笔者看来，此论不当地删减了权利被侵害的情形：一方面，权利人不行使其权利也可有权利被侵害的情形，另一方面，权利被侵害也有权利人行使权利义务人却不当对抗的类型。属于前者的例子，如张三不展现其形象（不行使肖像权），李四擅自把张三的肖像用于某商品广告宣传中，不构成李四侵害肖像权吗？属于后者的例子常见于债务人无端地不满足债权人的给付请求，如出卖人依约请求买受人付清货款，买受人却无理拒付，侵害了出卖人的债权。回购权被侵害至少有三大类型：（1）投资人依约请求回购义务人实际履行回购义务时，回购义务人没有抗辩理由地拒不回购，属于违约行为侵害回购权。（2）回购义务人胁迫（含经济胁迫）或欺诈投资人，致使投资人未及时行使回购权。（其实，有些交易安排纵横交织，对赌协议仅为其中的一环，投资人行使回购权会遭包括回购义务人在内的他人利用他种关系反制，核算下来，结果更不利于投资人，投资人无奈地不行使回购权）。（3）第三人故意阻扰回购权的行使或故意阻扰回购义务的履行，第三人属于侵害债权。遇见这些情形，承认回购权系债权之一种，便顺理成章地赋权投资人施以救济；若把回购权界定为形成权，投资人实施救济便有法理甚至法律的障碍。

四、回购权行使期限的性质和作用

回购权的行使及其期限系回购权不可或缺的组成部分，其性质如何反过来左右着回购权的性质和种类，甚至事关回购权的存亡，随之调整着当事人各方的利益分配。可见，研讨回购权不应忽视回购权的行使期限问题。

（一）沿着回购权系形成权的路径讨论回购权行使期限

把回购权作为形成权，依据中国现行法及其理论，回购权行使期限应为除斥期间。随之而来的结论便是：投资人于回购权行使期限届满时未行使回购权的，回购权消灭；投资人无权再请求回购义务人依约回购相应股权，至多继续作目标公司的股东，不再享有不同于既有股东的特殊权利。除非既有股东愿意，投资人与之达成股权回购协议，目标公司或其股东无义务亦无权利回购投资人持有的股权。如此，在这个领域没有适用诉讼时效制度的余地，不得奉行先用除斥期间再用诉讼时效之论。

投资人于回购权行使期限内请求回购义务人依约回购相应股权，除斥期间功成身退，回购义务人无正当理由地不实际履行回购义务，构成违约，成立违约责任，自违约之日的次日起算诉讼时效期间。

笔者不赞同回购权属于形成权的观点，故不循这条路径。

（二）沿着回购权系请求权的路径讨论回购权行使期限

回购权为请求权时，回购权行使期限不具有除斥期间的性质和效力，属于哪种时间制度，具有何种作用？

有专家学者认为回购权行使期限属于诉讼时效期间，但笔者不赞同此说，根据如下：

（1）该期限大多、其实也应该由当事人约定。按照《民法典》第 197 条第 1 款关于“诉讼时效的期间、计算方法以及中止、中断的事由由法律规定，当事人约定无效”的规定衡量，不得把当事人约定的回购权行使期限作为诉讼时效期间。（2）回购权行使期限的领域，似无投资人请求回购义务人依约回购的债权受到损害，根据《民法典》第 188 条第 2 款第 1 句关于“诉讼时效期间自权利人知道或者应当知道权利受到损害以及义务人之日起计算”的规定要求，于此阶段无适用诉讼时效制度的空间。（3）一般地说，在合同领域，诉讼时效制度适用于支付违约金、违约损害赔偿等第二性债务，不正面适用合同权利，而回购权属于合同权利。

在合同领域，通常情况是约定或推定债务履行期限，因其直接关系到合同债务完成的时间，涉及当事人的期限利益，关系到履行期限尚未届至的抗辩和履行期限尚未届满的抗辩，也是确定违约与否的因素之一，十分重要；约定、确定权利行使期限的不多见。这与债权与债务相关联、债务适时履行债权便得以实现有关，例如，在未约定回购权行使期限却明确约定了回购义务的履行期限，且后者不以前者为前提、为条件的情况下，回购权行使期限便无实际价值。

不过，事情并不如此简单，回购权行使期限在某些场合具有积极意义。它属于失权

期间（或曰权利失效），有学说认为权利本体归于消灭的，也有学说认为仅仅发生债务人抗辩的，王泽鉴教授赞同后者。本文从之，并且，在承认发生抗辩效果的前提下，再进一步强调：回购权行使期限届满不但不消灭回购权本体，而且不丧失受领回购义务人实际履行回购义务的成果之权；回购权行使期限对回购权形成束缚，给权利人增加负担，限制甚至剥夺回购权人的一些权益，如期限利益无权再主张，甚至不得再请求回购义务人履行回购义务，除非回购义务人自愿履行该项义务。

回购权行使期限受制于诚信原则、禁止权利滥用原则，依当事人约定，依对赌交易的性质和交易惯例，在对赌协议未约定回购义务的履行期限的前提下，投资人应于合理期限内适当地行使回购权，不然，就违背诚信原则、禁止权利滥用原则，应承担不利后果；不过，在对赌协议已经明确约定了回购义务的履行期限的背景下，就不必再考量投资人是否于合理期限内行使回购权的问题，不得认为投资人的沉默便违背了诚信原则和禁止权利滥用原则，也就是说，笔者不赞同不少专家学者关于在对赌协议中一律都要确定回购权行使期限的观点。（1）在当事人无相反约定、法律无相反规定的情况下，回购权人未于行使期限内行使回购权，不构成违约，不因此向回购义务人承担支付违约金、赔偿损失的责任，但原本可以取得的一些期限利益不得向回购义务人再予主张。换个表达方式，投资人于行使期限内行使回购权的义务属于不真正义务，投资人即使未于该期限届满之前行使回购权，也照旧享有回购权，仍然有权追究回购义务人无正当理由地未依约回购时所生的违约责任，只是回购义务人可以对抗投资人关于期限利益等权益的请求。（2）在对赌协议仅仅约定了回购权的行使期限、未约定回购义务的履行期限的情况下，回购权行使期限不当然地、自动地是回购义务的履行期限：投资人于行使回购权时催告回购义务人依约实际履行回购义务的，所设宽限期即为回购义务的履行期限，当然，该宽限期应当合理；回购义务人于该宽限期届满前未依约回购的，构成违约，应负违约责任，自违约之日的次日起算诉讼时效期间；投资人于行使回购权时未设宽限期的，回购义务人应当立即实际履行回购义务，不然，构成违约，应负违约责任，自违约之日的次日起算诉讼时效期间。（3）在对赌协议既约定了回购权行使期限又约定了回购义务的履行期限，而且这两个期限不冲突的情况下，一俟投资人行使回购权，回购义务人就必须于回购义务的履行期限届满前依约实际回购，否则，构成违约，应付违约责任，自违约之日的次日起算诉讼时效期间；如果回购权行使期限届满之日，回购义务的履行期限尚未届至，投资人行使回购权的，不问回购权行使

期限是否届满，回购义务人都有义务在履行期限届满前依约实际回购（假如投资人于行使回购权之际指定了不同于原来约定回购义务的履行期限，回购义务人有权拒绝之），否则，构成违约，应付违约责任，自违约之日的次日起算诉讼时效期间。（4）如果对赌协议只约定了回购义务的履行期限，未约定回购权行使期限，那么，就无必要再确定回购权行使期限，完全依据回购义务的履行期限及其履行来解决回购所约股权问题。并且，回购义务人不得以投资人未催告为由拒不依约定的履行期限实施回购所约股权；即使投资人未予催告，回购义务人在履行期限届满时未予回购的，也构成违约，成立违约责任。

在这里，有必要明确：在对赌协议已经约定了回购义务的履行期限的，回购义务人不必等待投资人行使回购权，应于履行期限届满之前依约实际回购，不然，就要承担违约责任，自违约之日的次日起算诉讼时效期间；在对赌协议未约定回购义务的履行期限的，回购义务人有权等待投资人行使回购权，并设立宽限期；在投资人未设宽限期的情况下，不成立回购义务人的违约责任。

（三）对《法答网精选答问（第九批）——公司类精选问答专题》中涉及回购权之论的评论

对最高人民法院发布的《法答网精选答问（第九批）——公司类精选问答专题》中涉及回购权的意见，笔者解读为它把回购权行使期限当作除斥期间，将回购权作为形成权。暂不考虑笔者反对此论的立场，循着回购权为形成权的路径，来评论其利弊得失。（1）所谓“……约定投资方可以在确定未上市之日起 3 个月内决定是否回购，……投资人超过该 3 个月期间请求对方回购的，可视为放弃回购的权利或选择了继续持有股权，人民法院对其回购请求不予支持”，这符合回购权行使期限为除斥期间的逻辑。(2)所谓“如果当事人双方没有约定投资方请求对方回购的期间，那么应在合理期间内行使权利，为稳定公司经营的商业预期，审判工作中对合理期间的认定以不超过 6 个月为宜。诉讼时效从 6 个月之内、提出请求之次日起算”，有澄清和检讨的空间：其一，6 个月的诉讼时效期间在有些对赌协议的案件中过短，或是不利于各方达成妥协，实现共赢；或是剥夺了投资人综合全部案情、权衡利益的合理期限，有些武断；其二，投资人于 6 个月之内行使回购权，但给回购义务人设定了履行回购义务的宽限期，于此场合，回购义务人未于投资人提出回购请求的次日实际履行回购义务，却仍在宽限期之内的，不构成违约，就不应起算诉讼时效期间；其三，投资人虽于 6 个月之内行使回购权，但采取了协商确定回购期限等内容的方式，且达成了合意，于此场合，也不应自投资人提出回购请求的次日起算诉讼时效期间。

（四）对法律暂不明文规定回购权行使期限的利弊分析

在对赌协议已经明确约定了回购权行使期限的情况下，依意思自治原则，应当尊重约定，除非该约定存在法定的无效原因；在对赌协议未约定回购权行使期限、且未约定回购义务的履行期限的情况下，回购权行使期限多长才合理，效率最高，会因目标公司的业务类型及经营状况而不同，基于个案案情判断，方为上策。就此说来，法律暂不规定回购权行使期限，留待实务发展、裁判和学说的进步，总结经验，逐步解决，再作规定，截至目前看应当是可取的方案。这在裁判者能够公正裁判案件的前提下，效果最佳；当然，如果裁判者不能公正裁判，则法律设置回购权行使期限就有必要。

结 论

对赌协议中的回购权究为形成权抑或请求权，不仅关系到权利体系内部如何配置，权利行使直接产生何种法律效果，回购权的行使是受制于诉讼时效期间还是除斥期间，而且事关投资人、目标公司及其股东三方主体的利益平衡，在一定程度上能否避免目标公司因过早回购而陷于经营困境甚至破产，几败俱伤。

通过以上分析、论证得出结论：对赌协议中的回购权不是形成权，而是债权请求权。形成权不要求相对人须有积极作为，而回购权不仅要求回购义务人接受回购的决定，而且要求回购义务人实际履行回购义务；形成权须依附于某母权，而回购权不依附于对赌协议项下的股权、债权，回购权其实就是债权之一种；形成权不得附条件、附期限，而回购权都附有条件，甚至附有期限；形成权的行使不得撤回，而回购权的行使在一定条件下可以撤回。所谓回购权等于形成权加上请求权的复合权利说更不符合对赌协议的约定和客观实际。回购权的行使不具有引起正、反两个方向的股权转让关系发生、变更、消灭的功效。回购权系形成权说不契合相似的事物相同对待、有悖利益衡量、忽略了法律适用带来的结果。回购权行使期限不是除斥期间、诉讼时效期间，而是失权期间。回购权应于行权期限内行使的义务属于不真正义务。在当事人未约定回购权行使期限的背景下，法律暂不规定回购权行使期限，留待实务发展、裁判和学说的进步总结经验，再作规定，是明智的。

网络首发 | 王蓓蓓：对赌协议回购权纠纷实务疑难问题研究—摘自“上海二中院”微信公众号

作者：王蓓蓓

日期：2025 年 8 月 5 日

对赌协议自 2004 年在我国投融资领域投入应用以来，历经 20 余年发展，相关实务问题的应对无法简单从域外制度中寻求现成答案，迫切需要结合中国国情进行针对性的研究与制度创新。本文深入分析我国的特定法律框架，包括民法典、公司法以及相关司法解释等规定、监管环境、市场实践以及司法实务，以期针对私募股权投资领域中连接投融资双方预期的核心机制——回购条款，就其法律属性、行权期限、例外无效情形、目标公司回购义务的程序制约以及担保责任关联等深层次问题，提出具有针对性和可行性的制度完善建议。

一、对赌回购权性质的探讨

私募股权投资的商业实践日益复杂，而我国在对赌协议规则供给层面存在留白，使得对赌协议的商业安排任意性在缺乏明确法律规制时容易不断扩张。其中，回购条款作为对赌协议的关键组成部分，直接影响着投融资双方的权利义务及交易结果，且因制度层面的供给不足与实践需求的张力，导致争议不断涌现，亟需有效规制。

（一）对赌回购权的实践功能

私募股权投资中的对赌协议，其回购条款是实现投资安全与退出的核心工具，通常以详尽的合同语言予以明确约定。这些条款的典型表述会系统性地涵盖回购得以启动的触发条件（如业绩承诺未完成、上市目标未达成等）、承担回购义务的主体（可能为目标公司、目标公司股东、实际控制人等）、回购价格的计算方法（或与投资本金及约定回报率挂钩，或基于特定估值调整机制确定等）以及回购履行的具体程序与时限。

回购条款所承载的核心功能，首要在于风险控制与退出保障。通过设定清晰的退出条件和价格机制，回购条款为投资方在投资目的未能如期实现或风险事件发生时，提供了明确的退出策略。这不仅旨在保障投资本金的安全并争取合理收益，也是对投融资双方信息不对称和未来不确定性风险的一种制度性平衡。同时，回购条款还兼具激励约束与价值引导功能，对融资方及其管理团队施加了有力的正向激励和反向约束，促使其以约定目标和发展规划为导向，努力提升企业价值、规范公司运营，从而避免触发不利的回购条件，维护其股权和控制权的稳定。

就实践功能而言，对赌回购权应重点区别于异议股东回购请求权。我国公司法对公司股份回购采取法定主义，严格限定了回购的情形与程序。然而，在私募股权投资实践中广泛应用的对赌协议，其核心的回购条款事实上缺乏明确的法律规范对应，这导致了法律适用上的疑难，甚至出现规制真空，使

得协议内容设计的自由度有时超出了合理的商业边界。为准确把握对赌回购权的法律属性，须将其与公司法框架下的法定回购权进行严格区分。经对比，对赌回购权与名称相近的“异议股东回购请求权”在产生依据、行使条件及权利义务相对方等方面存在根本性差异，不应混淆或简单类推适用。

具体而言，有三个方面：一是权利产生依据。对赌回购权是基于投融资双方合同约定产生的私法权利，体现了当事人的意思自治；而异议股东回购请求权是法律直接赋予的法定权利，旨在于特定情形下保护股东权益。二是权利行使条件。对赌回购权的触发条件由合同自由约定，通常与业绩表现、上市进程等商业目标挂钩；异议股东回购请求权的触发则严格限定于公司法规定的法定情形，如公司合并分立、连续盈利不分红等。三是权利义务相对方。对赌回购权的权利人通常为投资方，义务人可能是目标公司、创始人/原股东或实际控制人；异议股东回购请求权的权利人为对特定决议持异议的股东，义务人为公司本身。

深刻理解对赌协议回购权的“约定”本质，将之明确区分于“法定”回购请求权，是分析回购权法律属性的基础和前提。

（二）对赌回购权性质的探析

当前，围绕对赌回购权的法律性质，主要存在两种观点：形成权说与请求权说。准确考辨这两种学说，对于理解回购权的行使方式、法律效力、行权期限以及争议解决至关重要。

1. 形成权说的理由与反思

（1）形成权说的理由

主张形成权的学者，基于不同视角持有不同理由：一是基于估值调整与合同解除的视角，有观点认为，回购权本质上是一种估值调整权，投资方通过行使回购权来调整因业绩未达预期而失衡的初始估值，其行使具有单方决定性，应定性为形成权。亦有观点认为，回购权的实质是一种特殊的合同解除权。投资方要求回购股权，意味着其要求退出股东身份，原投资合同的基础发生重大变化，可视为合同关系的解除。二是基于权利行使的单方性与期间的除斥性，强调回购权的核心在于投资方单方面作出要求回购的意思表示，这一行为本身即可启动回购程序，而不依赖于回购义务人的同意，因此回购权具有形成权的单方性特征。由此引申出，如果协议约定了回购权的行使期间，该期间应被视为除斥期间，期间届满则权利消灭，这符合形成权受除斥期间限制的特性。三是基于权利内容的阶段性划分。有观点将回购过程分解为两个阶段：第一个阶段是投资方选择主张股权回购，对应的权利性质为形成权；第二个阶段是后续请求支付回购款项，对应的权利性质为债权请求权。其中，主张回购

的阶段适用除斥期间。

（2）对形成权说的反思

尽管形成权说为理解对赌回购权的某些方面提供了一种视角，但若将其核心特征与对赌协议回购权的实际行使与履行特征进行比对，则会发现该理论在解释实践中的回购权时存在显著的不符与不足。形成权的两大核心特征在于：其一，单方性，形成权是“以私力确保权利之实行”的行为，无需相对方同意或配合；其二，变动性，形成权的权利行使效果具有直接性，相对人需要容忍权利人对法律关系的塑造以及因此对其自身权利范围之侵入，并使其发生法律效力。然而，对赌回购权的实现过程难以完全契合这两大特征。

究其根源，这是因为对赌协议横跨契约法与组织法两大领域，具有复杂性。回购条款的履行，尤其是当涉及目标公司作为回购义务主体时，不仅是合同义务的履行，更触及公司的资产变动、成员结构调整等公司内部治理和资本管制的核心问题，受到组织法规则的严格约束。首先，在目标公司资不抵债时，投资方单方行使回购权，可能导致公司资产不当减少，损害债权人利益，违反我国公司法关于资本维持的强制性规定。故在对赌协议案件的审理中，股份回购的实现不仅需要投资者的单方主张，更取决于公司是否具备股份回购的条件，并不能直接产生变动结果。其次，在投资方请求解除投资协议时，股份回购的目标不能直接实现，支付回购价款以及变更股东身份并不会直接因协议的解除而发生，投资者还须基于原法律关系解除而产生的返还请求权提起诉讼。原因在于，股权既是财产权，也是成员权，股权转让不仅转移了当事人股东的财产权，同时也涉及公司和其他股东的利益。考虑到股份回购行为存在抽逃出资的潜在风险，我国公司法延续“公司不得收购本公司股份”的立法设计，仅在法定情形下例外允许。故形成权说虽然在一定程度上能够解释投资方启动回购意愿的单方性，但其难以合理说明回购权行使过程中对相对方配合义务的客观要求，更无法妥善处理其与公司法上的资本维持、股份回购等强制性规定之间的内在张力，难以契合回购权在实际交易中的运行逻辑。

这些理论上的不符，使得形成权说在全面、准确地界定对赌协议回购权法律性质时，面临着难以克服的障碍。

2. 请求权说更符合实践需求

与形成权说不同，将对赌回购权定性为请求权，更能契合其在商业实践中的运作逻辑和法律调整的需求。

（1）请求权说的理论依据

请求权“乃权利作用的枢纽”，其核心特征在于权利的实现高度依赖于相对方的履行行为，并以特定的基础法律关系（如合同

之债、侵权之债等）为前提。在性质上，请求权具有相对性，只能向特定的义务人主张；同时，其行使通常不具有直接改变法律关系的效力，若义务人不履行，权利人需寻求公力救济。对赌回购权与请求权的特征相符。

一是以基础法律关系为前提。投资方享有的回购权，源于其与融资方（目标公司自身、目标公司股东或实际控制人等）签订对赌协议这一基础法律关系。回购权的产生和行使，均以对赌协议的有效约定为依据。

二是请求特定相对人为特定行为。当对赌协议约定的回购条件成就时，投资方取得向特定的回购义务人（目标公司本身、目标公司股东或实际控制人等）主张履行回购义务的权利。这些义务通常包括支付约定的回购价款、配合办理股权过户登记等一系列积极行为。

三是权利实现依赖于相对方履行。投资方发出回购请求后，并不能单方面完成股权的转让和价款的收取。回购的最终实现，必须依赖于回购义务人的实际履行。若相对方拒绝履行或拖延履行，投资方并不能通过单方意思表示直接强制执行，而必须通过协商、仲裁或诉讼等方式，请求调解组织、仲裁机构、人民法院介入，以使得相对方履行合同义务。这与请求权需要通过请求相对方为特定行为来实现权利的本质特征一致。

四是构成双务合同与对待给付。从履行方式上看，股权回购法律关系通常构成双务合同，双方互负对待给付义务。投资方有权要求融资方支付回购款并受让股权，融资方在支付对价的同时也有权要求投资方转让股权。这种对待给付关系进一步印证了其并非单方即可成就的形成权。

五是文意解读的侧面支撑。“回购”一词本身即蕴含了“买回”之意，这天然地指向一个双向的交易行为，而非单方意思表示即可产生法律效果的形成行为。

（2）请求权说的实践依据

除了与请求权基本特征的高度契合外，将回购权定性为请求权亦能得到相关司法文件精神和大量司法实践案例的支持。

首先，获得司法文件的间接认可。《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称九民纪要）第五条第二款在论述投资方与目标公司对赌时，使用了“投资方请求目标公司回购股权”的表述。“请求”一词明确地体现了投资方需要向目标公司提出回购要求，而非单方行使权利即可实现股权回购，这与请求权的行使方式相契合。该规定虽未直接定义回购权性质，但其用词选择为将回购权理解为请求权提供了重要的规范指引，并提示在司法裁判中应审查目标公司是否负有回购义务以及应否履行该义务。

其次，符合司法实践的主流裁判观点。大量案例体现了将回购权作为债权请求权处理的裁判思路。例如，在某工程科技公司与安徽某公司合同纠纷案中，最高人民法院针对未约定行权期限的回购权，参照民法典第五百一十一条（原合同法第六十二条）关于合同履行期限不明确的规定进行处理，认为权利人可随时主张履行，但应给予对方必要的准备时间。这一裁判逻辑清晰地将回购权置于请求权的框架下进行考量，强调了其实现对相对方履行的依赖。实践中，法院在审理此类纠纷时，通常围绕合同约定、回购条件成就、相对方履行义务等请求权要素进行审查，为回购权的请求权定性提供了有力的实务支持。

（3）对“请求权说”反对观点的回应

有观点认为，若回购权定性为请求权，将不受“合理行使期限”的严格限制，可能会导致投资方无限期享有回购权，从而对融资方造成不公平。对此，本文认为，将回购权定性为请求权，并不意味着其行使完全不受时间限制。请求权本身受诉讼时效制度的规制。至于在对赌协议这种特殊商事合同中，如何更精细化地界定回购权的行权期限，例如合同约定优先、无约定或约定不明时的期限界定、诉讼时效的起算等，可借鉴期间制度的设计智慧。一方面，我国现行法律体系针对不同性质权利设计了不同的期间制度，展现出一定的灵活性。例如，保证期间制度的灵活运用为思考回购权期限问题提供了有益的视角。民法典第六百九十二条的规定，实际上体现了债权人对保证人行使权利的时间限制，若债权人未在保证期间内向保证人主张权利，保证人的保证责任即免除。若债权人已在保证期间内主张权利，则另行计算保证合同纠纷的诉讼时效。另一方面，也有观点主张设立诚实信用原则下的权利失效制度，即权利人在一定期间内不行使权利，使相对方确信其不欲再行使权利，并因此为或不为一定行为，若权利人再行使权利会造成双方利益严重失衡的，则义务人应对权利人行使权利享有抗辩权。这种制度设计，既考虑了督促权利人及时行权，也兼顾了权利实现的可能性，其启示在于，法律对于特定权利的期间限制，可以根据权利特点、所涉利益关系以及制度目标进行精细化构建。后续章节关于行权期限的论述中，将专门探讨期限规则的完善方案，从而与请求权说相互配合，共同维护对赌协议交易的稳定性和可预期性，保障投融资双方的合法权益。

二、请求权说下对赌回购权期限规则的探讨

如前所述，对赌回购权在法律性质上应界定为一种附条件的合同请求权。这一基本定性直接决定了其行权期限主要受诉讼时效制度的规制。应首先阐述回购权适用诉讼时效的理论基础，进而结合合同解释规则，针

对对赌协议期限约定的不同情形，深入探讨时效起算规则。

（一）对赌回购请求权应适用诉讼时效

对赌回购请求权适用诉讼时效制度，既是由回购权的请求权属性所直接决定的，又能够满足实践的需要。

1. 满足促进交易稳定与维护交易秩序的需求

商事交易中，效率与安全均具有重要价值。若允许对赌回购权长期存续，投资方在回购权行使上久拖不决，可能导致目标公司的股权结构、经营决策等长期受到潜在回购义务的影响，妨碍合理的商业规划甚至错失发展机遇，增加交易的不确定性和风险。诉讼时效制度通过督促投资方及时行使权利，促使交易各方尽快确定各自的权利义务，维护法律关系的确定性和市场交易安全，有助于资本市场的正常运作和健康发展，符合《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》中提出的“鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本”的精神。

2. 出于平衡权利保护与实现公平原则的考量

诉讼时效制度并不偏袒一方，其核心在于平衡双方利益。一方面，通过赋予投资方一段合理的诉讼时效期间，可保障其在回购条件成就后有充足的时间行使权利。另一方面，又可防止争议长期搁置，给回购义务人造成不合理的负担和损失，确保纠纷在证据相对充分、事实相对清晰的时期内得到处理，更接近于实质公平。同时，通过限制对过期债权的追索，也有助于减轻司法负担，提高司法效率。

综上，基于回购权的请求权属性及相关法理考量，其行权期限应适用诉讼时效制度。

（二）诉讼时效规则的具体展开

1. 对赌回购权行权期限的起算点

民法典第一百八十八条为确定对赌回购权行权期限的起算点提供了基本准则。在诉讼时效规则之下，债权人只须向相对人发出履行义务的催告，将主张权利的意思通知或表达给义务人即可产生诉讼时效中断的效果，并可使得诉讼时效期间重新计算。

针对回购义务履行期限不明的情形，民法典第五百一十一条也作了一般性规定，即合同履行期限不明确的，债务人可以随时履行，债权人也可以随时请求履行，但是应当给对方必要的准备时间。在对赌协议回购权场景下，该规定的适用有一定特殊性。股权回购往往关系到目标公司的股权结构、经营发展以及投资方的重大利益，与普通合同履行期限不明的情况存在差异。该条中的“准

备时间”的确定，需结合个案具体情况，包括回购金额大小、资金筹集难度、股权变更手续复杂程度等商业背景因素。例如，对于一些具有时效性的投资项目，所确定的准备时间和行权期限应相对较短，以保障投资方的投资回报；而对于目标公司经营状况复杂的项目，可以确定相对更长的合理期限。

2. 对赌回购协议条款的解释规则

现实中对赌协议关于回购条款期限的约定方式多样，当行权期限约定不明确或存在歧义时，需结合法律规定与具体情形进行合同解释与漏洞填补。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》（以下简称合同编通则解释）第 1 条的规定，合同解释应遵循文义解释、体系解释、目的解释、诚信解释等方法。而漏洞填补也存有多种方式，包括类推适用、目的性限缩、目的性扩张以及创制性的补充等。例如，在对赌协议中约定“在目标公司未上市时，投资方应在合理期限内行使回购权”，对于“合理期限”的确定，可参考同类行业内对赌交易惯例，并结合目标公司的实际情况以及合同订立目的等予以认定。

（三）回购权行使期限的类型化与行权效果

在具体解析行权期限之前，需要明确，回购权的行权表现形式均应当为“明示”。民法强调意思表示的客观化，调整的是当事人在社会交往中呈现出的行为，而非其隐藏于内心的真实意图。故投资方在回购条件达成时提出回购股权的请求，需向对方当事人作出明确的意思表示，将内心意思经由作成、发出、到达、对方知悉等阶段外化到回购义务人知晓，方能产生约束力。在此前提下，可就不同约定情形进行类型划分：

1. 仅约定行权期限未约定履行期限

例如，仅约定投资方在“回购条件成就后 X 日内”可行使回购权。

首先，期内行权的效果为，回购义务具体化、确定化，若回购义务人未在合理的“回购义务履行期限”内完成回购或者明确拒绝回购，该不履行行为构成了对投资方权利的侵害，故投资方有权通过协商、仲裁或诉讼等方式救济权利。一方面，从合理履行期限（准备期）届满之日的次日，或明确拒绝履行之日的次日起算诉讼时效。另一方面，可依据合同约定和法律规定追究回购义务人的责任，例如要求继续履行回购义务，或要求支付合同约定的违约金，或要求对方赔付未及时回购造成的损失等。

其次，超期行权的效果，存在两种相反观点。一种观点认为投资方超出约定行权期限提出回购主张，其回购权利已因约定而消

灭，回购义务人无需履行。主要理据为，依据法律解释原则，应尊重当事人的真实意思表示，并结合合同的整体语境和商业惯例，将上述约定理解为双方当事人为回购权的行使设定了一个时间上的限制条件。这种约定类似于法律上“除斥期间”的效果，即权利人必须在约定的期限内行使权利，否则权利本身消灭。基于合同自由原则，当事人可以约定类似的“失权”效果，除非合同中有相反的明确表述。另一种观点认为，超期行权并不必然导致实体权利消灭，而是影响诉讼时效的起算或构成回购义务人可主张的合同抗辩，即回购义务人可获得时效抗辩权。此观点更侧重于保护投资方在复杂商业环境下的权利，当投资方超期行权时，回购义务人可以主张时效抗辩，拒绝履行回购义务，若回购义务人未提出时效抗辩，法院不得主动适用诉讼时效规定，仍需对案件进行实体审理。

本文倾向于第一种观点，即发生“失权”效果。基于文义解释和商事行为的集体性特征，商事合同中明确约定的行权期限通常应理解为附失权效果的约定。这既体现了对交易主体的意思自治和信赖利益的保护，符合诚信原则，又能实现商事交易的合理性和终局性。

2. 未约定行权期限仅约定履行期限

例如，对赌协议仅约定“回购条件成就后，回购义务人应在 Y 日内完成回购”。主要争议情形在于投资方行权期限的推定。约定回购义务人应当在何时之前履行其已经产生的债务即回购义务，属于债务履行期限的设定，而非投资方行权期限的设定。但未约定行权期限，不等同于投资方可以无限期行权。投资方知道或者应当知道回购条件成就情形后，即可要求回购义务人在约定的履行期限内回购，故投资方的回购权自回购条件成就时产生，其权利行使应受约束。基于请求权属性，可依照诉讼时效制度从回购条件成就之次日起算投资方的行权期限，该时间长度能较好平衡权利行使和法律关系稳定性。

3. 未约定行权期限和履行期限，或约定不明，或约定可以随时行权

上　述约定情形虽然最为模糊，但基于前述理由投资方并不能享受无限期行权的“特权”。此种情况下的诉讼时效规则可分别参照前两种类型：一是比照上述第二种情形，以回购条件成就作为投资方“行权期限”的起算基础；二是比照第一种情形，给予回购义务人“必要准备时间”，并根据当事人实际行为判定相应的法律后果。

三、回购条款效力审查的探讨

对赌协议中回购条款的法律效力是后续所有权利义务关系展开的基础。应探讨回购条款效力审查的基本准则，在坚持“原则有效”的前提下，重点分析“例外无效”的几

种典型情形。

（一）回购条款原则有效

对于对赌回购请求权，一般不应轻易否定其效力，理由有三：第一，尊重意思自治原则与契约自由精神。意思自治在民法中居于基础性地位，赋予民事主体在不违背法律强制性规定和公序良俗的前提下，自主设立、变更、终止民事法律关系的权利。对赌协议中的回购条款，正是投融资双方基于此原则，通过平等协商达成的契约安排。第二，符合商业交易逻辑与风险分担本质。在信息不对称和未来经营不确定性较高的私募股权投资领域，回购条款为投资方设置了一道风险屏障，通过将投资风险与关键节点相挂钩保障投资本金安全并获取合理回报，也对融资方构成了有效的激励与约束。第三，符合司法实务主流观点。九民纪要第五条为对赌协议的效力认定提供了重要的司法指引，反映了我国司法实践对商事交易模式创新的包容态度，对营造稳定、可预期的营商环境具有积极意义。

（二）例外情形下回购条款无效

尽管对赌协议回购条款原则上有效，但这并非绝对。司法机关在纠纷发生时，应当引导谨慎投资，抑制过分投资，防止金融风险。对引资的一方也要倡导契约精神，信守承诺，不要借此不当牟利。同时，总体趋势上，为鼓励资金流向中小企业，应对投资加以引导，完善融资体系。九民纪要亦提示需关注“其他无效特殊事由”。因此，下文重点就无效情形甄别进行探析。

1. 业绩对赌

业绩对赌通常是指在股权投资过程中，投资方与融资方就未来一定时期内目标公司的经营业绩或资本市场表现达成的一种约定。其核心在于根据未来实际业绩调整交易对价或投资结构，以平衡投融资双方的风险和收益。但从当前实践来看，业绩对赌的设定不具备基本的商业合理性，不符合公平价值理念。一方面，看似客观的业绩指标，事实上会受到对赌义务方（如目标公司管理层）的主观操纵，通过会计处理、关联交易等手段人为调整利润，在短期内迅速提升业绩，但这些行为长期来看可能会损害公司可持续发展的策略。另一方面，风险投资的核心在于支持创新和高成长性企业，但创新本身就伴随着极高的不确定性，业绩对赌实际上是将创业风险转移到对赌义务方，与风险共担、收益共享的风投本质相悖。在许多案例中，业绩对赌使我国中小企业因过高的业绩指标和严厉的惩罚机制背负过重的压力，甚至导致经营失败和破产。其中，有两类业绩对赌不良情形较为突出：

（1）诱发违法违规行为的约定

如果对赌条款的履行方式或业绩指标的设定，客观上可能诱导或迫使融资方采取财务造假等违法手段以达成目标，或其内容严重违背商业道德和社会公共利益（如约定以公司在未来某一天的股票价格涨跌作为对赌条件），甚至构成变相的纯粹博彩行为，则因违反法律强制性规定或公序良俗而无效。

（2）业绩目标无法衡量或客观上不可能实现

若业绩指标本身定义模糊、缺乏明确的计算或核实标准，导致合同缺乏履行基础；或者设定的业绩目标远超行业平均水平和公司自身能力，使融资方几乎不可能完成，而投资方却能轻易获取不成比例的高额回报，导致双方权利义务严重失衡，违背投资风险共担的基本原则，则该业绩对赌应当无效。

2.“明股实债”

“明股实债”（也称“名股实债”）是指投资回报不与被投资企业的经营业绩挂钩，不是根据企业的投资收益或亏损进行分配，而是向投资方提供保本保收益承诺，根据约定定期向投资方支付固定收益，并在满足特定条件后由被投资企业赎回股权或者偿还本息的投资方式，常见形式包括回购、第三方收购、对赌、定期分红等。根据民法典第一百四十六条关于当事人通谋虚伪意思表示无效的规定，以“股权投资”形式掩盖其真实“借贷”等目的，该虚伪的股权投资行为无效，而被掩盖的借贷或其他行为的效力需根据其自身是否符合法律规定来判断，应对此类安排进行穿透性审查。

（1）认定标准

司法实践中，认定“明股实债”通常采取实质重于形式的原则，综合审查合同条款、当事人真实意思表示及实际履行情况，可大致分为两方面。一是核心要素，是否存在固定回报、保本付息的约定。若对赌协议约定投资方无论目标公司经营盈亏，均可获得固定收益并收回本金，则该规定缺乏共担风险的股权投资特征，更符合借贷本质。二是佐证情节，投资方是否实际参与公司经营管理、行使股东权利等，亦是判断其真实投资意图的重要参考。若投资方不参与经营，仅关注固定回报，则其“名为股东、实为债权人”的特征更为明显。

（2）法律后果

一是采取利率规制。若被认定为借贷关系，则约定的回报率需符合《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》等关于利率上限的规定，超出部分不受法律保护。二是发生合同效力与性质转化。可能基于通谋虚伪意思表示的规则，否定表层的股权投资合同效力，而按照被掩盖的真实法律关系进行处理。此时，投资方的退出

通常不涉及抽逃出资问题。三是审查可能的关联违法行为。如借贷行为可能涉及非法集资、非法吸收公众存款、职业放贷、套取金融机构贷款转贷等犯罪行为的，借款合同本身也可能被认定为无效。

3. 股权让与担保

股权让与担保的法律结构为：担保人将享有的股权转让给债权人，当债务人不履行或不完全履行债务时，债权人就已取得的股权保障债权获得清偿。其旨在通过股权转让的方式，将股权与担保人的其他责任财产分离，最大程度地减少债务不履行的法律风险。对赌实践中，部分回购条款的结构设计可能使其在经济实质上构成股权让与担保。

（1）构成与特征

首先，有主债权的存在。让与担保以担保特定债权的实现为目的，必须存在一个被担保的主债权。其次，有明确的担保意思表示。当事人需有通过名义上的股权转让来实现担保债权目的的共同真实意图。再次，大多限制债权人所享有的股东权利。名义上的股权受让人（投资方）实质上为债权人，通常不享有完整的股东权利，仅在债务未履行时有权以该股权实现担保权益。最后，标的物（股权）具备可担保的客观条件。一般要求用于担保的股权真实存在、合法持有、可转让，并具有一定的价值和可处置性。

（2）法律适用与效力判断

置于“让与担保”的法律框架下，会发现“回购条款”的效力判定和履行变得尤为复杂，需遵循民法典及《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》（以下简称担保制度司法解释）中关于非典型担保的相关规则（特别是参照适用质押等典型担保）。投资方的“投资款”在经济实质上被视为“借款本金”（或某种形式的债权），创始人/原股东（或其他担保人）名义上“出让”或“承诺未来出让”给投资方的股权，其实质功能是为这笔“借款”提供担保。那么，“回购条款”就可能被理解为“债务到期清偿”或“担保物处置”的安排。由此，回购条款的效力，将取决于其具体内容以及是否符合让与担保的相关法律规则，特别是关于禁止流质契约的规定以及担保物实现的程序要求。法院或仲裁庭会更加关注回购价款是否反映了债权的本金、合理利息以及实现债权的必要费用，抑或只是一个纯粹基于商业谈判结果的惩罚性数字，还可能审查让与担保的设立是否存在恶意损害他人利益、违反法律强制性规定等情形，以确保交易的合法性和公正性。不存在无效事由的，可依照让与担保相关规定，通过司法程序对股权进行处置以实现债权。

此外，上述“明股实债”与“让与担保”两种情形还可能存在一定的联系。“明股实

债”首先是对基础交易性质的重新认定。当认定存在债权债务关系后，如果同时约定了以股权名义转移作为该“债务”的担保，则可能进一步构成股权让与担保。九民纪要第八十九条（担保制度司法解释第六十一条有类似精神）关于信托公司等受让股权并以股权担保债权实现的规定，也体现了对这类复杂交易结构中真实法律关系的穿透审查。审查的关键在于是否存在一个基础的、被担保的债权债务关系。

4. 其他无效情形

依据民法典第一百四十六条（通谋虚伪表示）、第一百五十三条（违反法律、行政法规的强制性规定，违背公序良俗）、第一百五十四条（恶意串通，损害他人合法权益）等规定，以及合同编通则解释第十六至十七条关于合同无效情形的具体化规则，若对赌协议的回购条款存在法定无效事由，亦应认定无效。对此类情形的审查，需结合具体案件事实和最新的司法解释精神，进行审慎认定。

四、目标公司回购义务履行不能的探讨

传统对赌协议的双方当事人是目标公司和投资人，考虑到目标公司债权人保护之诉求，需要借助公司减资与利润分配中的资本管制规则来判定对赌条款能否实际履行。该场景下，回购权实现的流程大致可分为五个步骤，即投资方的回购主张、目标公司对该主张的确认、回购款项的支付、股权回转和履行公司治理流程。在对赌协议回购条款合法有效且投资方及时行权的“理想状态”下，法律争议往往高度集中于目标公司承担回购义务时所需遵循的减资程序前置性要求，以及后续权利救济方式等问题。

（一）对赌回购义务的履行须以减资程序为前提

当目标公司系对赌协议股权回购义务人时，减资程序的前置性具有坚实的法理基础和明确的法律依据。

一方面，资本维持原则的根本约束。资本维持原则是公司法的核心基石，旨在确保公司在存续期间始终保有与其注册资本（或实缴资本）相当的财产，以保障公司的偿债能力和交易安全。当目标公司作为回购义务人时，其回购投资方股权的行为直接导致公司资产的对外流出和注册资本的减少。若允许公司无条件、无程序地履行此种回购，容易侵蚀公司资本，损害债权人利益，甚至可能构成变相抽逃出资。因此，为恪守资本维持原则，目标公司回购股权必须受到严格的程序规制，而法定的减资程序正是保障公司资本稳定、平衡各方利益的重要制度屏障，构成了目标公司履行回购义务不可或缺的前置条件。

另一方面，公司法与相关司法文件的规

范指引。我国公司法的立法精神以及《九民纪要》的司法指引，均明确或间接指向履行法定减资程序是目标公司履行股权回购义务的前提。首先，我国公司法历次修改中沿袭了原则上禁止公司收购本公司股份，仅允许在特定法定情形下进行回购的规定。在非上市公司对赌回购的场景中，与投资方退出最相关的法定情形通常是“减少公司注册资本”。这意味着，目标公司若要通过回购投资方股权来实现对赌承诺，其行为在法律性质上通常被归入减资的范畴，必须遵循公司法关于减资的严格程序要求。其次，《九民纪要》第 5 条在论述投资方与目标公司对赌的效力与履行问题时明确指出，投资方请求目标公司履行回购或金钱补偿义务的，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，判决目标公司在不违反上述强制性规定的前提下承担责任。这一规定与公司法的精神高度一致，再次强调了目标公司履行回购义务必须以不违反公司法的强制性规定为前提，而减资程序正是这些强制性规定的核心组成部分。

（二）“减资预先决议”难以构成对赌协议的履行条件

尽管公司减资程序前置有充分的理据，但实践中因减资程序的推进存在较大困难，常有投资方要求目标公司股东会或董事会预先通过附生效条件的减资或回购决议，以提高回购义务履行的确定性。然此类“减资预先决议”的法律效力存在较大争议。

第一，可能与公司治理的程序正当性要求相悖。从公司治理角度看，公司的重大决策应基于当时的具体经营状况和股东意愿，在充分讨论和审议后作出，以确保决策的科学性和民主性。预先决议可能限制股东会和董事会在未来决策时的自主判断，使决策过程流于形式，与程序正当性原则相悖。

第二，构成对董事、高管忠实勤勉义务的预先豁免。若预先决议要求董事、高管在任何情况下都应通过减资或回购决议，无视公司实际经营状况，可能限制甚至免除了其在未来基于公司整体利益进行独立判断的法定义务，损害公司及股东的整体利益。

第三，对照减资程序的法定性与时点要求可见，减资预先决议与公司法强制性规定难以完全契合。首先，“公司减少注册资本，应当编制资产负债表及财产清单”，这要求减资决策是基于公司当时的财务状况，数年前的“预先决议”无法满足。其次，“公司应当自股东会作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上或者国家企业信用信息公示系统公告”。此处“作出决议”通常被理解为一个即时的、基于当前决策的股东会行为。若在“预先决议”作出时即通知债权人，此时减资条件未成就，公司实际资本状况未变，该行为缺乏

法律意义，并不能真正保障债权人的权利。若在对赌条件成就时才履行后续程序（如编制报表、通知债权人），则“预先决议”在作出时并未真正启动法定减资程序。

由此，如果试图以“预先决议”绕过或弱化在实际减资行为发生时对债权人的即时保护，将与立法目的相悖。故实践中多数观点对“减资预先决议”的效力持审慎态度，认为公司法并未为对赌协议下的目标公司回购创设一个可以“预先锁定”减资决议的特殊通道，即使预先决议可能在公司内部对签署方（如初始股东）产生一定约束力，但难以对抗外部债权人和法律的强制性规定。当回购条件成就时，仍需严格按照公司法规定履行通知债权人、公告等减资程序。本文赞同多数意见。“预先决议”的商业设计，虽一定程度上表明了签约时各方的共同意愿，对后续的商业谈判或内部协调有一定促进作用，但在现行法律框架下，应在实际发生减资行为时，基于当时的具体情况履行完整的法定程序，以保护债权人利益和维护资本确定性。

（三）目标公司履行不能时的违约责任

减资程序常成为回购义务不能落地的“门槛”，而《九民纪要》所设计的方式主要能解决在判决作出前已完成减资程序或者有足够利润进行分配的纠纷。对于实践中更多的未经减资、无法形成减资决议或者利润状况尚不清楚（包括当期盈利但整体亏损）等情形，现有方式无法彻底、及时解决纠纷，故有必要深入探讨目标公司在回购履行不能后承担违约责任的裁判路径。

1. 不宜径行判令目标公司履行回购义务

鉴于减资程序所涉及的公司内部决策和外部法定程序的复杂性，以及法律对公司资本维持的强制性要求，根据《九民纪要》的司法指引，此类案件中通常不会直接判令目标公司“继续履行”股权回购义务，即强制其支付回购款并办理股权变更登记，因为这在实践中往往缺乏可操作性和正当性。

在目标公司无法完成减资程序的情况下，经适用《民法典》第 580 条等规定可见：（1）法律上或事实上难以强制履行。减资程序的完成需要满足诸多条件，如股东会决议的通过、债权人异议的妥善处理等，这些环节并非法院单方判决即可完成。（2）尊重公司自治原则。强制公司进行减资回购，涉及到对公司内部治理结构的深度介入以及对股东权利的直接调整。（3）保障债权人合法权益与维护市场交易秩序。法律的强制性规定和资本维持原则的存在，侧重于保护公司债权人利益，维持市场交易的安全稳定。故实践中多数观点倾向于从其他角度寻求对投资方损失的弥补，而非直接判决强制目标公司履行难以实现甚至可能违法的行为。

2. 目标公司回购义务履行不能将构成违

约

虽然投资方直接请求目标公司履行回购义务的主张可能难以得到法院支持，但这不意味着目标公司可以免除法律责任。基于合同相对性与违约责任的独立性原则，如果对赌协议有效，且回购条件成就，投资方已依法行权，而目标公司未能按约回购，即便系受客观条件或法律限制难以履行，其行为仍然构成对投资方合法权益的侵害，应承担相应的违约责任。在目标公司对赌回购纠纷中，人民法院需要面对一个复杂的利益格局：既要尊重当事人的契约自由、维护交易秩序，又要恪守公司法的基本原则、保护公司及其债权人的利益。而责任替代或责任形态变更的裁判思路，正是在这种复杂背景下实现价值平衡的体现，其要义有三。一是尊重契约精神。确认有效的对赌协议具有法律约束力，不能轻易因履行困难而否定其效力。二是兼顾组织法要求。充分考虑目标公司回购受到的公司法限制，不强求公司进行可能损害多方利益的履行行为。三是实现有效救济。通过责任形态的转变，为投资方提供可行的救济途径，弥补其因未能实现回购而遭受的损失。同时，这也提示，在进行对赌协议设计和司法审判时，不应将目光仅仅局限于合同文本，而要将之置于更广阔的商业图景和社会语境下，综合考量各方利益，做出更为审慎和合理的判断。

3. 目标公司应承担的违约责任范围

在目标公司因未能完成减资程序等原因导致回购义务履行不能的情况下，其违约责任通常呈现以下几种形态：

（1）赔偿损失。此种责任形态的法律依据为《民法典》第 577 条（违约责任）、第 584 条（损失赔偿范围）等。在具体损失的确定上，一般认定直接损失，考量间接损失与为实现债权的合理费用支出。前者是指投资方因未能按时收回投资本金及约定回报而产生的实际损失。在计算直接损失时，通常应参照对赌协议中约定的回购价格计算方式，但要注意扣除股权价值。考虑到投资方仍持有目标公司的股权，享有相应的财产权益，在计算实际损失时，应将有证据证明的股权价值从中扣除，避免投资方不当得利或重复受益。当然，如果出现公司已明显处于资不抵债状况，或公司、股东不配合股权评估等特殊情况，可无需额外增加股权评估的费用与时间成本。后者是指投资方因违约行为遭受的可得利益损失（如因资金无法及时收回而丧失的其他投资机会）以及为实现债权而支出的合理费用（如律师费、诉讼费等），在符合可预见性原则和必要性原则的前提下，亦可纳入赔偿范围。

（2）支付违约金。投资方可依据对赌协议明确约定的违约金数额或计算方法主张赔付，一般应尊重合同双方的权利义务安排，

除非违约条款明显不合理，严重损害了目标公司的偿债能力和持续经营能力，有违公平原则和诚实信用原则，则可根据具体案情和当事人的申请，对过高或过低的违约金数额进行调整。

（3）存在限责免责事由。目标公司即便需承担违约责任，仍可提出以下抗辩事由：一是不可抗力事件导致无法履行回购义务，请求部分或全部免除责任。但并非所有不可抗力事件都能发生免责效果，需判断对合同履行的影响程度。商业风险通常不能作为不可抗力，如市场波动、行业竞争加剧等，一般可以预见。此外，还要谨慎对待政府行为，如新的政策法规在某些情况下可能构成不可抗力，但也需要具体分析对合同履行的影响是否具有直接性和不可克服性。二是如果投资方在公司经营管理中存在过错行为，且该行为与对赌失败或履行障碍之间存在因果关系，则可减轻或免除目标公司的责任。但在事实认定中，相关事实的证明标准须达到证据链完整性和事实认定精准度的双重要求。三是合同设置了其他免责或限制责任条款。基于契约自由原则，只要不违反法律强制性规定和公序良俗，应予遵循。

五、对赌回购担保法律适用的探讨

对赌协议中的回购条款是投资方实现安全退出的核心机制，然而回购义务履行常受制于主客观因素，难以充分保障投资方权益。因此，引入第三方为回购义务提供担保，为对赌协议叠加增信，符合投融资的现实需求，也成为了实践中的普遍范本。基于对赌担保之风险防控功能业已形成共识，下文聚焦于回购条款担保机制的法律构造以及在主合同履行受阻情境下的责任认定。

（一）对赌回购担保条款的功能与实践

在回购条款中引入担保机制，既是对既有法律框架的合理运用，也是对投融资实践需求的积极回应，既能满足投资方对风险控制和安全退出的需求，也能合理地引导融资方审慎经营和积极作为，促进资本市场的健康发展。实践运用中，对赌回购担保的结构设置通常会根据担保类型、担保人身份以及各方博弈结果而有所不同。常见的结构有：

1. 保证担保。保证人的身份可以是创始人/实际控制人个人及其配偶、目标公司、融资方的其他关联公司以及其他具备担保能力的第三方。保证方式有连带责任保证或一般保证。保证范围，通常约定包括主债权（回购价款）、利息、违约金、损害赔偿金以及实现债权的费用（如诉讼费、律师费等）。保证期间，有约定从约定，没有约定或者约定不明根据法律确定。保证形式，应为书面形式，可以在对赌协议中设立专门的保证条款，也可单独签订保证合同。

2. 物的担保。类型有股权质押、不动产抵押、动产质押，应收账款质押等，范围同样

可包括主债权及相关费用。担保物处置方式上，应约定投资方（作为抵押权人/质权人）如何实现其担保物权（如协议折价、拍卖、变卖担保财产）。

3. 混合担保。同时采用保证和物保，或者多种物保组合，以提供更全面的保障。

（二）回购担保条款的效力认定从理论探讨和实务总结来看，法律争议主要存在于两类担保结构当中：

1. 目标公司为回购义务提供连带担保核心问题在于担保合同的效力。《公司法》《民法典》《担保制度司法解释》等规定，为效力审查提供了相对充分的法律依据和裁判指引，主要涉及三个审查角度：

（1）目标公司内部决策程序是否存在瑕疵。应严格审查是否按照公司法及公司章程规定，就公司为股东/实际控制人提供关联担保的事项，召开股东会并作出了有效决议；被担保的股东或受实际控制人支配的股东是否按规定回避表决；决议表决比例是否达到法定要求。

（2）投资方是否对上述内部决议的真实性、合法性尽到了“合理审查”义务。在接受目标公司提供担保时，即使形式上存在一份决议，但有证据证明投资方明知或应知内部决议存在瑕疵或系伪造形成，担保合同可能对公司不发生效力。此外，担保内容损害公司及其他债权人利益，如被认定为滥用公司法人独立地位和股东有限责任或违背公序良俗，其效力也会受到挑战。

（3）是否违反财务资助禁令。新《公司法》第 163 条首次在法律层面明确禁止公司财务资助，其中关于公司不得为他人取得本公司的股份提供财务资助的规定进一步强化了对公司资本充足和独立性的保护，防止公司资产被滥用或不当转移，从而更好地保护了公司、债权人及其他股东的利益。当对赌协议约定由股东或实际控制人等主体回购股权，但其资金来源于目标公司提供的财务资助（如提供借款、担保等），则此种“资助”行为将受到上述第 163 条的严格限制，即仍然需要符合公司法的程序要求和实质条件。通过审查“为公司利益”目的，严格内部决策程序，提出金额硬性限制，董监高法律责任释明，大幅提高公司间接参与回购的门槛。因此，若未履行法定程序或损害公司资产，目标公司为回购义务人提供担保的行为可能因违反财务资助禁令而被认定无效。可见，新公司法通过强化财务资助限制和资本维持原则，重构了对赌协议回购权的实现路径。程序合规（如减资决议）和实质条件（如可分配利润）系目标公司直接履行回购义务的要件，而财务资助规则从资金流向角度进一步压缩了公司间接参与回购的空间。

另有观点认为，即使担保合同有效，还

需进一步审查目标公司实际履行保证责任是否会违反资本维持原则或构成抽逃出资。其实质是将对“目标公司作为回购义务人”的履行限制，在一定程度上延伸到了“目标公司作为保证人”的履行环节。本文认为，该种意见法理依据不足，可能导致担保制度功能潜在削弱的负面影响，值得商榷，有待司法解释或者立法对此问题作更清晰的界定，以统一裁判尺度，平衡各方利益，并为市场提供更明确的预期。

2. 为目标公司回购义务提供担保

目标公司回购义务即主债务不履行或者不能履行时，担保人应否承担担保责任，是实践中最为常见、最受关切的争议点，主要观点及理由可归为两类。

第一类观点持否定说，认为当目标公司未完成减资程序以致无法回购时，担保人无需承担担保责任，主要理由为担保债务的支付应以主债务的支付条件成就为前提。因为目标公司未完成减资程序，股权回购这一主合同义务未成就，依据《民法典》第 701 条“保证人可以主张债务人对债权人的抗辩”之规定，保证人的保证义务亦未成就。故保证人可援引目标公司提出的因减资程序缺失无法履行回购义务时的这一抗辩，阻却其保证责任。这一观点强调了主债务与从债务担保责任之间的紧密关联性，以主债务的履行状态来确定担保责任的承担与否，旨在维护担保责任的从属性原则。

第二类观点持肯定说，认为无论目标公司能否履行回购义务，担保人均应承担担保责任。但理由不尽相同：

第一种理由是，担保责任不因目标公司无法回购而免除。（1）目标公司未履行法定减资程序并非无需履行，而是履行不能，该种情形并非可供担保人援引的抗辩事由。即使目标公司因减资程序问题无法回购股权，但担保人在签订担保合同时所担保的债务，并不因目标公司的履行不能而当然免除，担保人仍应承担相应责任。（2）从风险自担及缔约目的角度，担保合同签订时，担保人即知晓存在目标公司将来无法回购的风险，但仍然自愿提供担保，由其承担担保责任符合风险自担的原则，也契合各方的缔约目的。在许多投资项目中，担保人在了解目标公司回购可能面临的各种风险，包括减资程序问题的情况下，依然作出担保承诺，从公平合理及尊重意思自治的角度出发，应承担担保责任。

第二种理由是，当合同各部分条款可分割，某一条款因客观原因无法执行时，其他条款包括担保条款的效力不受牵连。这一观点注重合同条款之间的独立性与可分割性，在尊重当事人在合同中的特别约定的前提下确定担保人的责任。实际上，实务中很多投融资方以及担保人有明确约定，当目标公司

因减资程序等障碍无法回购股权，导致主债务无法履行时，担保人不能以主债务无法履行为由免除担保责任。

第三种理由是，未完成减资程序等履行障碍，是目标公司阻却其回购义务的抗辩理由，但系针对回购权利的特殊抗辩，专属于债务人即目标公司自身，担保人不得援引。

本文就上述问题持肯定论。首先，在回购条款有效的前提下，担保合同亦有效，回购义务仅系一时履行不能，并未被免除。目标公司因减资程序等法律障碍导致的“履行不能”，通常不被视为导致主债务自始无效或消灭的理由，而更多是针对“继续履行原定回购行为”这一具体方式的障碍。正如前述目标公司因其未能履行回购义务而应承担违约责任的立场，担保人也不得以此免责，只是其承担方式可能从“保证目标公司完成股权回购行为”转变为“保证目标公司履行其因未能回购而产生的金钱赔偿义务”或“直接就投资方因目标公司未能回购所遭受的损失承担连带赔偿责任”，并参照对赌协议中关于回购价格的计算方式来确定保证人需要承担的保证责任。其次，在担保合同签订时即存在目标公司无法回购的风险，对此担保人仍自愿提供担保，由其承担担保责任，符合风险自担的原则，契合各方缔约目的。最后，应当维护担保制度的增信功能和合同的严肃性，防止担保人轻易利用主债务人的履行障碍逃避其独立的担保责任，特别是在对赌回购担保中该障碍与担保人自身行为或控制力密切相关。担保人往往是大股东或者实控人，为引资而提供担保，并与投资款的使用去向有着较大关联，其往往有能力控制目标公司不启动减资程序。因此，目标公司未回购或不回购的情形若可以阻却担保责任，可能成为逃废债手段，构成实质虚假的担保。

（三）第三方为目标公司提供连带保证的责任认定与范围

第三方为目标公司提供连带保证的担保结构也是实践中的常见情况。当前，民法典及《担保制度司法解释》等，为对赌回购义务之保证合同提供了基本的法律框架：一是关于保证合同的定义、保证方式、保证责任范围等内容，使得对赌回购义务之保证合同在形式和内容上有了可参照的标准；二是关于保证类型的规定，便于当事人根据自身需求作出选择；三是关于合同的订立、效力、履行等一般性规定，系对赌回购义务之保证合同在合同层面的合法性和有效性的审查基础。基于上述框架，此类合同的司法审查应着重考量以下方面：

1. 主合同效力审查。根据《民法典》第 682 条的规定，主合同无效，担保合同无效，除非法律另有规定。在投资保护机制设计中，目标公司回购义务是对赌协议的核心内容之一，而保证合同则是为了确保回购义务的履

行而设立的，在这种主从关系中，若回购协议本身因违反法律法规强制性规定、违背公序良俗等原因无效，那么股东、实控人等第三方保证合同也相应归于无效。故对赌回购义务之保证合同的效力判定并非孤立进行，而是与对赌协议的整体效力紧密相连，呈现出相互影响、相互制约的关系。故应依从前述回购条款无效情形的甄别相应考察保证合同的效力，尤其是在投资方依据《民法典》第 688 条规定，选择单独起诉连带保证人时，应特别注意审查主合同效力。

2. 保证期间的界定。实务中，通常将保证期间的审查列为对保证合同纠纷案件的首要审查要素。不同于请求权的审查，《担保制度司法解释》第 33-34 条为保证责任的审查设定了“保证期间审查优先”的特别路径，即将保证期间是否届满列为前置性的、具有程序性筛选意义的审查步骤。对此，法院可结合本文有关投资方行权期限的论述，依职权主动审查债权人是否在保证期间内主张权利，若答案是否定的，可直接对投资方有关保证责任的主张将直接作否定性处理，无需审查保证合同成立生效与否，更无需审查保证责任范围等其他情节。

3. 保证责任的范围。《民法典》第 691 条明确了保证责任范围确定的基本原则，即当事人意思自治优先，在当事人没有约定或约定不明的情况下，适用法定范围。因此，通常以保证合同约定为准，但缺少明确约定时也需依据特别规定或特殊情形，确定范围限制。由于股权这一特定标的物的独特法律属性和经济价值，其作为综合性权利，具有财产权和人身权的双重属性，回购履行同时涉及价款支付、股权过户的对待给付。故为回购义务提供保证明显区别于为买卖、借贷等交易提供保证的情形，需分类作特殊性考量与解释。第一类是保证合同明确保证人仅就价款支付承担保证责任，不涉股权受让，则保证人替代目标公司给付股权回购价款、履行金钱债务即可。第二类是对保证责任仅作概括性约定。考虑到股东资格继受取得需具备法定要件，而目标公司回购行为可正常推进的情况下，股权可以通过减资程序进行消灭、由公司暂时自持待向职工分配等方式进行处理，故对于保证人应否以及能否直接替代公司受让股权，需作审慎判断。第三类是明确约定由保证人支付价款并替代回购股权的，若保证人受让股权具备法定要件，除非涉破产等特别情形，该约定应予执行。

4. 追偿权的取得。根据我国《民法典》第 700 条的规定，保证人享有对债务人的追偿权。目标公司系最终责任承担者，保证人承担保证责任后，除当事人另有约定外，有权在其承担保证责任的范围内向债务人追偿。但上述规定未对追偿权的成立要件、法律效力等予以明确，从解释论角度认识，虽然基

于保证人与债务人之间的内部关系，保证人在承担担保责任后，有权要求债务人（公司）补偿其已支付的款项，但该追偿权的实现存在很大限制：第一，目标公司支付追偿款不得损害公司资本充实和债权人利益。第二，一旦目标公司进入破产程序，保证人的追偿权将作为普通债权按法定顺位和比例受偿。且如果保证人具有公司股东、实控人等身份，有很大概率追偿权需劣后于普通债权进行清偿。第三，如果被保证人与保证人之间存在特别约定，或保证人存在过错，都可能影响追偿。第四，追偿行为需符合公司治理要求和诚信原则，尤其在保证人与目标公司存在密切关联，其追偿行为的合理性和公正性将可能受到审视。

综上所述，第三方为目标公司回购义务提供连带保证的情形，可归纳形成以下处理思路：第一，目标公司回购股权条款合法有效的，因为主合同有效，第三方提供连带保证的从合同亦有效。在目标公司拒绝回购或不具备回购条件，导致回购义务一时履行不能时，保证人应承担保证责任。第二，保证人在回购股权后，并非当然可以向目标公司追偿，仍应符合目标公司先行减资等前置程序要求，以防范规避抽逃出资等限制性规定的情形。

六、“双控人承诺”协议法律适用的探讨

对赌协议实践中，除了常见的回购条款、担保条款作为投资保障机制，还存在一种重要商业安排——“双控人承诺”，即由大股东/实控人等主体向投资方作出“促成/落实/安排第三方回购股权”的承诺。实务中此类协议的定性以及责任范围问题存在处理疑难。

（一）“双控人承诺”协议的功能与实践

1.“双控人承诺”协议的增信功能

（1）提升投资人退出预期和信心。投资人进行股权投资时，退出机制是其核心关切之一。仅仅依靠目标公司自身的回购能力或未来不确定的上市或并购等机会，对投资人而言风险较大。双控人凭借其在公司中的影响力、资源调动能力或个人信用，承诺促成第三方回购，可以为投资人提供额外的、更具确定性的退出路径预期，从而增强投资信心。

（2）降低信息不对称风险。双控人通常比外部投资人更了解公司的真实情况、潜在的并购方或战略投资者。其承诺促成第三方回购，在一定程度上可以视为其对公司未来价值或可交易性的一种间接背书，有助于缓解投资人因信息不对称而产生的顾虑。

（3）作为对赌协议整体风险分担机制的补充。即使触发了回购条款，目标公司仍可能因财务状况不佳等原因而难以履行回购义务。此时，双控人促成第三方回购的承诺，可

以作为一种补充的风险缓释措施，进一步保障投资人的本金安全和预期收益。

（4）提升交易的可行性和吸引力。对于一些股权结构较为复杂或退出渠道不甚明朗的项目，此类承诺可以显著提升项目的可投资性，吸引更多潜在投资人。

（5）变相的信用担保。尽管承诺内容是“促成”，但在投资人看来，这背后往往蕴含着双控人以其个人信誉或未来履约能力提供了隐性担保。投资人会基于对双控人过往业绩、行业地位等因素的信任，而赋予该承诺较高的权重。

2.“双控人承诺”协议的承诺方式

（1）出具形式。一是单独订立协议或作为对赌协议中的一项明确条款出现，这属于最主要、最规范也是最为常见的形式，由双控人作为协议一方签署并承担相应合同义务。形式完备，权责明确，法律效力强。二是单方出具承诺函/确认函，该种形式具有法律约束力，但在证明双方合意、条款的明确性等方面有所不足。三是股东会/董事会决议中的承诺性内容，属间接形式，比较少见，且通常需要结合其他证据来证明双控人的个人承诺意愿，否则公司层面的决议难以直接约束双控人个人。四是口头承诺，理论上可以构成合同，但在涉及对赌这类重大交易的争议中，证明难度极大。

（2）形成时期。主要发生在投资协议签署阶段，在谈判投资条款时，会作为吸引投资、锁定退出路径的重要条件之一，被写入正式的投资协议或对赌协议中。但也可能发生于投资后的补充协议阶段，因新情况例如原有退出路径受阻而另行订立，作为补救措施或替代方案。

（二）“双控人承诺”协议的法律适用

1.“双控人承诺”协议的性质认定在实践中，协议性质的认定较为复杂，需全面审查承诺条款的具体措辞，并结合合同的整体目的、交易背景、商业惯例等进行解释，以探究当事人的真实意思。具体而言，应注意以下三方面：

(1)构成独立合同义务。首先，合同成立。当事人依其自由意志设立、变更和终止民事法律关系，其合法有效的意愿应受法律尊重和保护；并且基于诚信原则，当事人有义务信守承诺并承担因违反承诺而产生的法律责任。故双控人对投资人发出的明确、具体的意思表示，投资人予以接受，则要约和承诺相符，可视为双方之间形成了具有法律约束力的合意，构成一份独立的无名合同。其次，独立于主合同。该承诺通常与股权投资协议并行存在，作为一种增信措施。其独立性体现在，即使目标公司与投资人的股权投资协议履行完毕，双控人关于安排第三方回购的义务仍然可能存在并被触发。

（2）厘清具体义务性质。“促成/落实/安排”等用词，在法律上可被解释为一种行为义务或结果义务，具体取决于承诺的细化程度和语境。若承诺仅要求双控人尽最大努力寻找、介绍第三方，并积极促成交易，但最终回购是否成功取决于第三方意愿，则双控人承担的是行为义务，仅需证明其已尽到合理的努力。若承诺明确双控人将确保或保证第三方在特定条件下完成回购，则双控人承担的是结果义务。只要第三方未能完成回购，无论双控人是否尽力，均构成违约。

（3）一般不构成保证或债务加入。此种承诺是双控人自己的一项“安排”义务，而非为目标公司或特定第三方的债务提供担保。其系设立一项新的、独立的义务，并非双控人加入已有的债务。尤其在没有真实的第三方实际参与的情况下，“担保责任”“债务加入”等分析框架难以生效，即使承诺具有担保或债务加入的表象，但因缺乏基础债务关系，无法直接适用相关规则，仍需回归合同约定本身进行处理，即有约定从约定，无约定则依据法律规定或参照交易习惯处理。

2.“双控人承诺”协议的违约责任

在违反上述独立合同义务时，双控人应当根据其违诺的具体行为、过错程度承担不同违约责任。

（1）不同违约情形

第一，明确拒绝履行或以消极不作为的方式不履行促成义务的，且消极行为表现多样：一是拖延履行；二是不配合提供必要信息或协助；三是设置不合理障碍；四是不积极寻找潜在第三方。这些行为会使得投资方通过第三方回购退出的核心合同目的落空，可能构成根本违约，可依据《民法典》第 563 条行使合同解除、损失赔付等权利。

第二，已尽合理努力但客观上无法促成回购的。在双控人能够证明其已尽到合理的、符合商业惯例的促成努力，但因市场极端变化、第三方突发重大变故且无替代方、不可抗力等不可归责于其自身的原因，导致无法促成回购，此时需审慎判断其过错情形以及责任范围。若双控人本身无过错，可能构成履行不能或情势变更，其责任限于协助投资方降低损失或部分补偿；若双控人在选择、评估第三方等方面存在一般过失，仍需承担相应的违约赔偿责任，但相较于根本违约有所减轻。

第三，促成行为存有瑕疵不当等其他情形。这些行为是指双控人未尽到一个理性商人在同等情况下应尽的注意和审慎义务，如推荐的第三方缺乏履约能力；促成过程中存在欺诈或误导行为；第三方提出的回购条件与约定不符，或是价格明显低于对赌协议中约定的回购价格，或是回购股权数量未达到投资人期望的全部或约定比例的股权，或是

附加额外的、对投资人不利的条件。这种情况下，双控人应承担与过错相适应的责任。

（2）不同责任形态

在违约责任明确约定的情形下，双控人依约承担的责任形态有三。一是替代回购，如约定“若第三方不履行，双控人按约定条件自行回购”。此时，回购义务主体发生变化，双控人需承担直接的回购义务。关于回购权的行使期限，可参照前述关于回购权性质与期限的论述，适用诉讼时效制度。二是补足价款，如约定“第三方回购不足部分由本人补足”。双控人需对差额部分承担金钱给付义务。三是违约金。明确约定了违约金数额或计算方法的，从其约定。在上述约定之外，若给投资方造成的损失超过约定范围，投资方仍可主张进一步赔偿。

在违约责任未约定或约定不明时。首先，应判定承诺的性质，不排除构成保证责任或债务加入情形下的共同责任的可能。其次，主要适用《民法典》第 577 条（违约责任）、第 584 条（损失赔偿范围及可预见规则）等规定。赔偿范围可包含直接损失、预期利益损失和资金占用损失。

在上述违约程度与责任范围的认定中，还须注意证明责任的分配。对于投资方，需证明双控人存在违约行为、自身遭受的损失以及损失与违约行为之间的因果关系。对于双控人，若主张免责或减责，需对其已尽合理努力、不可抗力等事由承担举证责任。

大股东或实控人承诺第三方回购的责任认定，本质上是商事交易中信用机制与责任分配的法律映射。在对相关合同条款的解释中，应保持开放的态度，根据具体的交易场景、当事人的内心真意和行为目的综合考量，避免将增信措施“泛担保化”。

七、涉对赌回购仲裁案司法审查监督的探讨

因仲裁程序灵活、专业性强、保密性高以及柔性路径等特点，对赌协议纠纷仲裁案件的数量近年来呈现上升趋势，仲裁司法审查案件数量也随之攀升。仲裁机构虽是民间争议解决机构，但在法律适用上，通常会充分尊重和参照适用人民法院的裁判原则，尤其是各种司法解释性质文件和指导性案例。但在对赌纠纷领域，部分仲裁庭在目标公司减资程序前置问题上持有别于人民法院既有裁判思路的态度，成为诉仲观点差异的集中体现，并衍生相关争议与风险。

（一）目标公司减资程序前置问题上的诉仲观点

人民法院在审理此类案件时，通常严格遵循我国公司法的规定和《九民纪要》的指引。主流观点认为，目标公司回购投资方股权，在性质上构成公司减资，必须严格履行法定的减资程序，包括形成合法的股东会特

别决议、编制财务报表、通知并公告债权人、处理债权人异议等。若目标公司未能完成法定减资程序，法院通常不会支持投资方直接请求目标公司“继续履行”股权回购义务（即支付回购款并办理股权变更）的诉讼请求，以防判决与公司法强制性规定相冲突，损害债权人利益。

在人民法院已形成上述统一裁判思路的情况下，在仲裁实践中，一部分仲裁庭在处理此类纠纷时，更侧重于当事人意思自治和合同严格遵守原则，认为仲裁的核心职责在于判断合同约定的权利义务关系，公司内部程序的完成属于目标公司履行其合同义务的后续步骤；减资程序属于公司内部治理范畴，仲裁庭不宜直接介入或指令公司完成特定治理行为；如果对赌协议明确约定了目标公司“应履行回购义务”，则仲裁庭应基于合同约定直接裁决目标公司履行该义务，而不将减资程序的完成作为裁决其履行的前置条件。这类仲裁观点体现了对商业效率和契约精神的尊重，但也因与公司法的强制性规定存在冲突，可能衍生下文所述的多种争议情形。

（二）诉仲差异观点引发的争议情形

司法与仲裁的观点差异，不仅关乎个案的裁判结果，更可能引发一系列复杂的争议情形与潜在风险，对市场秩序和参与者预期产生深远影响。

1. 司法审查程序中当事人请求撤销仲裁裁决或申请不予执行仲裁裁决

仲裁庭在不以完成减资程序为前提的情况下直接裁决目标公司履行回购义务，仲裁当事人可能会启动仲裁司法审查程序，意在否定仲裁裁决的效力或对抗裁决结果的执行。第一，申请撤销仲裁裁决。当事人援引的理由主要集中在“裁决所根据的证据是伪造的”“对方当事人隐瞒了足以影响公正裁决的证据”“仲裁员在该案仲裁时有索贿受贿，徇私舞弊，枉法裁决行为”“裁决违背社会公共利益”。其中针对“违背社会公共利益”的解释与适用最为复杂，涉及以下争议问题：对目标公司未经法定减资程序即回购股权，是否构成对资本维持原则的根本违反，进而损害了不特定债权人的利益和社会经济秩序，从而触及公共利益；《九民纪要》的精神能否作为认定“违背社会公共利益”的参考等。第二，请求不予执行仲裁裁决。申请理由与撤裁理由基本相同，争议问题也相似。

2. 诉讼程序中外部债权人发起连锁诉讼向目标公司或投资方追责

诉讼程序中，外部债权人可能发起连锁诉讼向目标公司或投资方追责，具体主张有三。

一是主张抽逃出资。即使仲裁裁决被履行（无论主动或强制执行），若目标公司系未

经法定减资程序而向投资方支付了回购款，公司其他债权人或破产管理人可能依据公司法及相关司法解释（如《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉若干问题的规定(三)》第 12 条、第 14 条）主张该行为构成抽逃出资，投资方可能会以履行生效仲裁裁决为由进行抗辩。由此可以引发两个方面的思考：第一，生效仲裁裁决能否阻断后续相关诉讼中关于抽逃出资的认定；第二，生效法律文书的执行与公司法强制性规范的冲突如何协调。

二是主张股东损害公司债权人利益责任纠纷。债权人可能起诉投资方（短期内成为股东又退出公司）及目标公司的董事、高级管理人员，要求其对公司债务承担相应的赔偿责任。

三是主张公司法人人格否认。在个别极端情况下，回购行为可能导致公司财产与股东财产严重混同，或被用于规避债务，引发公司法人人格否认之诉。3. 其他司法程序中的争议情形目标公司外部债权人除提起上述诉讼来寻求救济外，还可能在诉讼或执行程序中主张存在虚假仲裁、提出执行异议等。执行法院除就上述情形进行甄别外，还需针对仲裁庭直接裁决目标公司回购股权、支付回购款的情形，考量目标公司尚未减资，强制划款是否可能构成协助抽逃出资等现实问题。

（三）司法审查监督中的价值平衡

上述复杂局面，需通过司法审查监督，在维护法定秩序与尊重意思自治、保护各方合法权益之间寻求平衡。

第一，应根据法院支持与监督仲裁的原则，坚持法定审查事由，审慎行使监督权。在撤销或不予执行仲裁裁决的审查中，严格依照仲裁法和民事诉讼法规定的法定事由，尊重仲裁的独立性和终局性。

第二，当仲裁裁决涉及目标公司未履行减资程序即回购时，法院应审查其是否实质性违反了公司法的强制性规定，以及这种违反是否构成了可以否定仲裁裁决效力的情形。在适用“社会公共利益”条款时，也应采取较为审慎的态度，进行严格解释和实质判断，避免其被泛化滥用，不当侵蚀仲裁机构基于当事人合意所享有的裁决权。但若有证据表明对赌协议的业绩对赌设定与履行确实服务于不正当目的，如外国资本的不当扩张，压制本土创新，对国内特定产业发展或整体经济秩序构成显著负面影响，可以将其纳入“社会公共利益”的考量范围。

第三，强化执行和解。在执行阶段，若发现仲裁裁决的直接执行存在法律障碍或可能引发新的纠纷，可积极引导当事人达成执行和解，寻求替代性的履行方案。

四、实务论道

企业出海：如何“拿捏”股东透明度—摘自“隆安上海律师事务所”微信公众号

作者：洪世宏

日期：2025 年 7 月 29 日

引言

公司之成立离不开依法登记并公示，中外皆然。 然而，是否登记或公示公司的股东身份信息，各地制度颇有不同。

非上市公司的股东身份信息是否对外披露，关乎企业信用、商业秘密、个人隐私、经营布局、竞争策略、不同监管制度下的合规等多维度的政策目标和经营环境。

股东信息透明化是矛，也是盾。交易或诉讼的一方往往希望掌握对方公司的股东信息，而对己方的股东信息讳莫如深。对于出海企业的决策层，了解不同境外管辖地的公司股东信息披露规则，如同掌握最基本的海文环境状况。

对于有经验的涉外律师，制度差异构成了跨境法律筹划的基本元素。

本文将梳理和对比美国、新加坡、香港及主要离岸金融中心开曼群岛与英属维京群岛(BVI)的股东信息披露规则，旨在助力中资企业法务团队用足法律和政策，掌控风险，创造商业价值。

主文

公司制度并非源于美国，但今天谈公司股东信息披露与否，我们得从美国说起，不仅是因为美国作为全球最大经济体，拥有丰富的商业资源和广阔的市场空间，吸引各类中资企业赴美投资，更因为美国的公司股东信息披露制度正在经历百年一遇的成长之烦恼。美国作为联邦制国家，公司法由各州自行制定，不同州在公司注册及股东信息披露方面存在显著差异。我们先以特拉华州、加州及纽约州为典型开篇。

一、美国三个主要的州

特拉华州公司法有着深厚的历史传统，其丰富的判例为公司法的实务问题提供了明确的指引。因此，很多美国上市公司以及众多知名跨国企业都选择在此注册。

在特拉华州申请注册成立 Corporation（通常因为其纳税特征被称为“C 公司”，字母 C 取自美国联邦税法之 C 章），并不需要向州公司注册登记部门（即州务卿）提交公司股东身份信息。公司注册证书（Certificate of Incorporation）篇幅可仅为一页纸，由公司发起人（Incorporator(s) ）签署，仅需载明公司名称、设立时间、注册地址、注册代理人以及拟发行股份数量、州务卿受理归档的日期及

公司编号等基本信息，公司股东信息不会出现在可查册的公示文件中。如果想要了解公司的董事和经理（officer）信息，则须委托有资质的代理机构查册获取。

不同于 C 公司的另外一种常见的公司类型是所谓 Limited Liability Company，简称“LLC”，其形式更为简单，其注册证书（Certificate of Formation）仅需载明公司名称、地址、注册代理人及注册日期等，公司成员（Member，相当于 C 公司的股东）或经理（Manager）的身份信息并不见于注册文件，特拉华州政府也不会主动索取或备案这些信息。在 LLC 每年依法提交的年报中，也无须向州政府披露公司成员/经理的身份信息。这意味着外界难以获取特拉华州 LLC 的成员或经理身份信息。

此外，特拉华州允许企业通过注册代理人（registered agent）与州公司注册登记部门沟通并提交必要文件完成公司注册程序，从而避免了股东信息直接披露给州公司注册登记部门。

加利福尼亚州和纽约州同样也不要求企业披露股东信息，但对公司其他信息的披露要求明显高于特拉华州，体现出保护公众利益与投资者权益的政策倾向。

作为一个单独的“经济体”，加州全球排名第四，仅次于美国、中国和德国，是众多科技、创新企业的聚集地。所有在加州注册/经营的 C 公司和 LLC，在注册/成立后 90 天内，必须向州务卿提交初始信息声明（Initial Statement of Information），当中包含董事（适用于根据加州法律注册的 C 公司）和经理高管（适用于加州注册/经营的 C 公司）信息，或成员或者经理信息（适用于在加州注册/经营的 LLC），公众可以向加州州务卿查册获取该文件。

纽约州是美国金融、商业和文化中心，也是华尔街的所在地。与加州相似，纽约州 C 公司在其双年报中需要向州务卿披露董事（会）人数、CEO 的基本信息（姓名和常住地址）、股份数量、公司主营地址和注册代理人信息等。双年报中的部分信息对所有人公开。根据 2024 年修订的《纽约州有限责任公司透明法案》(New York LLC Transparency Act)，在纽约州注册/经营的 LLC（不包括 23 类豁免情形），自 2026 年 1 月 1 日起需要每年向州务卿申报实际受益所有信息(Beneficiary Owner Information，“BOI”），但政府不会对外公开 BOI 资料。

二、香港特别行政区

香港作为重要的国际金融和贸易中心，在公司注册方面有着成熟的体系。在香港注册公司，须在公司注册处登记股东信息。公司注册证书上虽不会直接显示股东信息，但公众可通过付费查询公司的“周年申报表”

来获取股东详情，包括股东姓名、地址以及持股比例等。不过，香港法律也为企业提供了一定的信息保护机制。例如，股东可以通过签署协议委任专业人士或者公司担任代持股东（nominee shareholder），在公开文件中体现代持股东的持股情况，而实际股东的身份信息则在公司内部的实际控制人名册中予以记录但不对外公开，此措施尤其适用于一些希望隐藏实际控制人身份的企业。

三、新加坡

新加坡以其稳定的政治环境、健全的法律体系和高效的政府服务，吸引全球资本，近年来成为很多中资企业海外总部的首选。在新加坡注册公司须向会计与企业管理局（Accounting and Corporate Regulatory Authority，ACRA）提交公司名称、主营范围、股东、董事、新加坡注册地址等基本信息。尽管新加坡公司注册证书上不会显示股东信息，但公司注册登记时在 ACRA 提交的登记信息可供公众查询。此外，若公司符合特定条件，可申请将某些敏感信息列为保密信息，不对外公开披露。

四、开曼群岛

开曼群岛作为全球闻名的离岸金融中心，长期以来吸引着大量中资企业在此注册并以开曼注册的公司作为上市主体。这些中资企业主要选择豁免公司（Exempted Company）的注册形式。依据开曼群岛的相关法律，豁免公司主要适用于不在开曼群岛开展经营活动的商事主体，公司注册局并不对外公开公司股东的身份信息，注册局可供查册的文件仅包含董事信息；豁免公司的股东名册可选择备存在开曼群岛境外。

近年来，随着国际社会对反洗钱、反恐融资以及税务透明度等方面的关注度不断提升，开曼群岛也在逐步调整其政策，自 2020 年起多次修订有关受益所有权（Beneficial Ownership，BO）信息登记的法律。当前，开曼群岛的法律要求所有在开曼群岛注册的公司申报其最终受益所有人（多数情况下，BO 指直接或间接持有公司 25%以上的股份或表决权或有权任免公司董事会多数成员的自然人）的信息，旨在增加公司结构的透明度，有利于打击洗钱和恐怖融资活动。

五、英属维尔京群岛

英属维京群岛(BVI)同样是备受青睐的离岸公司注册地，在股东信息保密方面也有着自身的特点。BVI 的公司注册相关事务由当地政府的金融服务部门（British Virgin Islands Financial Services Commission，BVIFSC）负责监管和管理，根据 BVI 最新修订的《商业公司法》，一般情况下，BVI 注册机关不会对外公开披露公司登记的股东名册。

根据最新的法律规定，自 2025 年 1 月

2 日起，除上市公司、投资基金等特定的豁免主体之外，在 BVI 注册的各种类型的公司都需要采集当前最新的受益所有人（Ultimate Beneficial Owners）信息，通过 BVI 的注册登记代理机构将这些信息提交给 BVI 当局公司事务注册处。受益所有人是最终拥有或控制公司 10%或以上股份或对其管理层行使控制权的自然人。“所有权”和“控制权”，既包括股份所有权（即经济权利），也包括公司的控制权（即投票权和其他等价的控制权）。此类受益所有人信息不会对外公开，受益所有人登记册只能由特定的主管部门和执法机构查阅。

六、再谈美国

中国有所谓“马甲”之喻，新加坡监管当局明文论及 nominee 股东(或“成员”)。公司的受益所有人或实际控制人未必是公司在册的股东，无论“册”是政府直接掌握的登记公示系统，还是公司内部保管的花名册，抑或有资质的注册代理机构依据法律强制要求而建立的“私立公用”的登记册。这个广为人知的客观现实直接影响企业的日常经营和合规事务的诸多方面。

美国作为最主要的经济体，为了反恐、反毒、反逃税和反规避制裁等政治和经济目标，近年来一直发挥其独特的影响力，在国际层面推动企业股东信息的透明化。香港、BVI 和开曼群岛近年来在这方面的立法改革背后都有美国的驱动因素。反观美国，其却一直受限于公司注册事务是各州的内部事务这个联邦制度性安排，难以全面改革公司股东信息登记制度。

经过多年努力，美国民主和共和两党终于达成共识，在 2021 年 1 月通过了“公司透明法”（Corporate Transparency Act）。根据该法律，自 2024 年 1 月 1 日，美国的公司需要向联邦政府申报受益所有人信息。然而，这一生效法律遇到了美国国内多种政治和经济力量的反对和阻击。经过反复拉锯式的司法斗争，2025 年 3 月 21 日，负责执行《公司透明法》的联邦行政机构“金融犯罪执法网络”（“Financial Crimes Enforcement Network, FinCEN”）发布了最新的受益所有人信息（Beneficial Ownership Information, BOI）临时最终规则(Interim Final Rules)，该规则豁免美国主体和美国人在公司透明法规定下的申报受益所有人信息的义务。换言之，虽有相关法律的明文规定，但现实意义上，美国目前处于州政府不登记股东信息，联邦政府也无法强制申报受益所有人信息的原生态。

七、结语

从美国特拉华州、加州、纽约州，再到香港、新加坡、开曼和 BVI，不同国家和地区在公司注册的股东信息披露规则上呈现出多样化的特点。中资企业筹划在境外注册设立公

司事务的时候，宜充分考量各注册地在股东信息登记和披露方面的要求。

中资企业构建跨境架构时，有必要超越“股东信息必须登记公示”的国内经验，在专业机构协助下，根据投融资计划、行业特性、竞争局面和地缘政治敏感度，定制多层次司法管辖区组合——把被动合规和主动筹划在商业安排的早期阶段就前瞻性地整合起来，从而有利于全球发展的战略性布局

八、附表：主要境外管辖地公司股东/受益所有人（实际控制人）披露规则比较表

司法管辖区	政府部门是否要求登记股东信息	公众能否查册股东信息	是否需要申报受益人信息	备注
美国特拉华州	否	否	否	● LLC 成员/经理完全保密 ● C 公司股东不登记/不备案，次年年报中登记/备案董事和高管信息
美国加州	否	否	否	● 注册/登记后 90 天内需向州务卿提交信息声明 ● 定期提交年度信息声明
美国纽约州	否	否	自 2026 年 1 月 1 日起，LLC 需要申报	● C 公司双年报登记 CEO 信息
香港特别行政区	是	是（付费查册）	是	● 股东信息通过周年申报表向公司注册处登记/备案，公众可付费查询。 ● 需在备案的香港地址备存“重要控制人登记册 Significant Controllers Register”，仅限指定执法部门查阅。
新加坡	是	是（付费查册）	是（特定豁免主体除外）	● 股东信息向 ACRA 登记/备案，公众可付费查询。 ● “Register of Registrable Controllers（注册控制人登记册”）不对外公开，仅限指定执法部门查阅。
开曼群岛 (Exempted Company)	否	否	是（特定豁免主体除外）	● 股东名册一般由注册代理人保管，不向政府备案，公众无法查询。 ● 受益所有人名册须由持牌公司服务提供者 (Corporate Services Provider, CSP)在开曼注册地址备存并向注册机构申报，特定执法机构可通过系统查阅。
BVI	是	否（除非公司选择公开披露）	是（特定豁免主体除外）	● 对于代持股份的情况，需要提交委托方(nominator)信息。 ● 受益所有人名册由注册代理人备存并向注册机构申报，特定执法机构可通过保密系统查阅。