

减资与对赌回购的衔接

以对赌回购的履行障碍、减资程序的适用与债权人保护为中心

赵跃

(安徽国运律师事务所, 安徽 合肥 230000)

摘要: 对赌协议中, 投资方与目标公司约定回购的, 其履行须经减资程序。这一规则由全国法院民商事审判工作会议纪要确立, 理由是回购实质上是股东退出, 涉及公司资本的减少, 须遵守资本维持原则。规则确立之后, 实务中出现了新的困境: 目标公司不配合减资, 投资方的回购请求因此落空; 减资决议须经三分之二以上表决权通过, 投资方往往不掌握表决权; 减资须通知债权人, 债权人可能提出异议。本文认为, 减资程序不是回购请求权的成立要件, 而是履行障碍。回购协议有效, 投资方享有请求权; 公司不履行减资程序的, 构成违约, 投资方可以请求损害赔偿, 但不能强制公司减资。在减资的类型上, 对赌回购对应的是定向减资, 须经全体股东一致同意, 而非三分之二多数。这一要求, 源于股东平等原则与资本维持原则的双重要求。在救济上, 投资方可以请求公司履行减资程序, 也可以请求控股股东、实际控制人承担相应的责任; 公司已无财产可供清偿的, 可以申请破产, 通过破产程序实现退出。在债权人保护上, 减资的通知与公告义务不得免除, 债权人的异议权不得剥夺。违反的, 减资无效, 投资方须返还已取得的回购款。

关键词: 对赌协议; 股份回购; 减资程序; 资本维持; 债权人保护

中图分类号: D922.291 **文献标识码:** A **文稿编号:** WJLT(2022)06-0039-13

Connection between Capital Reduction and Valuation Adjustment Repurchase

ZHAO Yue

(Anhui Guoyun Law Firm, Hefei 230000, Anhui, China)

Abstract: Where an investor and the target company agree on repurchase under a valuation adjustment mechanism, performance requires a capital reduction procedure. This rule, established by the national conference minutes on civil and commercial adjudication, rests on the view that repurchase is in substance a shareholder exit involving reduction of capital, and must respect the capital maintenance principle. The rule has generated new difficulties: the target refuses to cooperate, so the claim fails; the reduction resolution requires a two-thirds majority the investor often lacks; and creditors may object after notice. This article argues that the reduction procedure is not a condition for the existence of the claim but an obstacle to performance. The repurchase agreement is valid and the investor holds a claim; failure to carry out the reduction constitutes breach, entitling the investor to damages but not to compel reduction. As to type, repurchase corresponds to targeted reduction, which requires unanimous consent rather than a two-thirds majority, grounded in both shareholder equality and capital maintenance. Remedies include compelling performance of the procedure, holding controlling shareholders liable, and, where the company is insolvent, initiating bankruptcy. Creditor protection through notice, announcement and objection cannot be waived; violation renders the reduction invalid and requires restitution.

Key words: valuation adjustment mechanism; share repurchase; capital reduction; capital maintenance; creditor protection

说明: (本文为作者个人研究观点, 不代表所在单位意见)

作者简介: 赵跃, 安徽国运律师事务所执业律师, 主要研究对赌协议与公司资本制度的裁判规则。

一、问题的提出

对赌协议, 是私募股权投资中的常见安排。投资方以高估值入股, 约定目标公司未达业绩或者未上市时, 由公司或者股东回购股权, 补偿投资方的损失。

与股东对赌, 履行无障碍; 与公司对赌, 履行有障碍。障碍的根源, 是资本维持原

则。公司回购自己的股权，实质是返还出资，可能损害债权人的利益。

全国法院民商事审判工作会议纪要第五条确立的规则是：投资方与目标公司订立的对赌协议，不存在法定无效事由的，应当认定有效；投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当审查是否符合公司法关于股份回购的强制性规定；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。

规则的核心，是把减资程序作为回购的前提。未完成减资的，回购请求不予支持；已完成减资的，回购请求可以支持。

规则确立之后，实务中出现了新的困境。第一个困境，是公司不配合。投资方起诉要求回购，公司以未减资为由抗辩，投资方陷入循环：要回购须先减资，要减资须公司配合，公司不配合则永远无法回购。

第二个困境，是表决权的障碍。减资决议须经代表三分之二以上表决权的股东通过。投资方多为小股东，表决权不足，无法自行通过决议。

第三个困境，是债权人的异议。减资须通知债权人，债权人有权要求清偿或者提供担保。公司无力清偿的，减资无法完成，回购随之落空。

三个困境，共同指向一个问题：减资程序是对赌回购的成立要件，还是履行障碍。定性不同，救济的路径也不同。

若定性为成立要件，未减资则请求权不成立，投资方只能请求缔约过失责任；若定性为履行障碍，请求权已成立，公司不履行减资构成违约，投资方可以请求损害赔偿。

本文认为，应定性为履行障碍。理由是：对赌协议有效，回购请求权已经成立；减资是公司履行义务的内部程序，属于履行的问题，不是权利成立的问题。

定性的差异，直接影响救济。定性为成立要件的，投资方几乎无救济；定性为履行障碍的，投资方可以请求损害赔偿，也可以请求控股股东承担责任。

本文的结构如下：第二节讨论对赌回购的规范构造，第三节讨论减资程序作为履行前提的正当性，第四节讨论减资不能时的救济，第五节讨论定向减资与股东平等，第六节讨论债权人的保护，第七节讨论股份公司的特殊问题，第八节讨论实务的裁判要点，第九节为结语。

讨论之前，须先界定概念。本文所称对赌回购，指投资方与目标公司约定的股权回购；所称减资，指公司减少注册资本，包括同比例减资与定向减资。

二、对赌回购的规范构造

对赌协议的效力，经历了从无效到有效的转变。早期的裁判多认定与公司对赌无效，理由是其损害公司及债权人的利益。

2019年的会议纪要改变了立场，明确对赌协议原则上有效，但履行须受资本维持原则的约束。这一转变，体现了对意思自治的尊重，也体现了对债权人保护的坚持。

有效的理由，有三点。第一，对赌是当事人的真实意思，不违反法律的强制性规定。第二，对赌可以缓解融资难，具有经济上的合理性。第三，对赌的风险由投资方承担，不损害公司的利益。

履行的限制，有两点。第一，回购须以减资为前提，减资须遵守债权人保护的规则。第二，金钱补偿须以公司有利润为前提，无利润的不得补偿。

这两点限制，构成了对赌履行的双重约束。约束的目的，是防止公司以回购或者补偿的方式向股东返还出资，损害债权人的利益。

回购与补偿的区别，值得注意。回购是股权的转让，公司取得自己的股权并注销；补偿是金钱的给付，公司向投资方支付差额。二者的形式不同，实质都是向股东返还利益。

回购的履行，须经减资。减资使公司的资本减少，与回购的实质相符。未减资而回购的，公司持有自己的股权，违反公司法的规定。

补偿的履行，须有利润。利润是公司经营所得，分配利润不损害资本。无利润而补偿的，实质是返还出资，损害债权人的利益。

两项限制的共同点，是资本的维持。资本是债权人信赖的基础，任何向股东返还利益的行为，都不得侵蚀资本。这一原则，是公司法的基石。

但限制的正当性，也有边界。过度的限制，使对赌形同虚设，投资方不敢与公司对赌，融资的渠道随之收窄。限制与便利之间，须有平衡。

会议纪要的适用范围，也须明确。纪要适用于投资方与目标公司订立的对赌协议，不适用于投资方与原股东之间的对赌。与原股东对赌，履行无障碍，无须减资。

纪要不是司法解释，不能作为裁判依据引用，但可以在说理部分参照。参照的效力，实际上接近于司法解释，因为其统一了裁判的尺度。

纪要第五条的表述，是未完成减资程序的，驳回诉讼请求。驳回的是请求，不是起诉。投资方可以在完成减资后另行起诉，不受一事不再理的限制。

驳回诉讼请求与驳回起诉的区别，须注意。前者是实体上的否定，后者是程序上的否定。纪要用的是前者，表明法院对实体问题的判断。

但驳回诉讼请求，也带来问题。投资方完成减资后再诉，公司可能已无财产。诉讼的周期，使投资方错失时机。

三、减资程序作为履行前提的正当性

减资程序的正当性，可以从三个角度论证。第一个角度，是资本维持。减资使资本减少，须有程序保障债权人的知情与异议。

第二个角度，是股东平等。减资影响全体股东的利益，须经股东会决议，保障股东的参与。定向减资还须经全体股东一致同意，防止多数股东压迫少数股东。

第三个角度，是债权人保护。减资可能使公司无力清偿债务，须通知债权人，赋予其

要求清偿或者担保的权利。

三个角度，共同构成了减资程序的正当性。但正当性不等于必要性。减资程序是否必须作为回购的前提，仍须讨论。

支持的观点认为，回购实质是返还出资，与减资的效果相同。既然减资须经程序，回购也应经程序。不过程序而支持回购，等于绕开债权人保护。

反对的观点认为，回购是公司与股东之间的交易，属于合同自由的范围。强制要求减资，等于把公司的内部程序强加于债权人，损害投资方的利益。

本文认为，支持的观点更有说服力。理由是：回购的资金来源于公司的资本，资本减少则债权人的保障减弱。程序的设置，正是为了平衡。

但程序的设置，不应成为投资方的陷阱。公司不配合减资的，投资方不应因此丧失救济。这一平衡，须通过履行障碍的定性实现。

减资程序的类型，也须区分。同比例减资，各股东按比例减少出资，不改变持股结构；定向减资，仅部分股东减少出资，改变持股结构。

对赌回购对应的，是定向减资。公司回购投资方的股权并注销，投资方退出，其他股东的持股比例上升。这一减资，属于定向减资。

定向减资的要求，比同比例减资更严。公司法规定，减资须经代表三分之二以上表决权的股东通过；定向减资涉及股东结构的变化，须经全体股东一致同意。

一致同意的要求，源于股东平等。定向减资使部分股东退出，其他股东的利益可能受影响。未经其同意，构成对其权利的侵害。

实务中，一致的同意难以取得。投资方起诉回购时，其他股东往往反对。同意的缺失，使减资无法完成，回购随之落空。

这一困境，是制度设计的结果。设计的初衷，是保护小股东；实际的效果，却可能使投资方无法退出。制度的初衷与效果，出现了偏离。

对赌的类型，还可以从义务主体划分。与股东对赌，义务主体是股东，履行依合同自由；与公司对赌，义务主体是公司，履行受资本制度的约束。二者可以并存，投资方可以选择。

选择的策略，取决于履行的可能性。股东有财产的，选择股东回购，履行无障碍；股东无财产的，选择公司回购，但须经减资程序。实务中，投资方多同时约定，双重保障。

双重约定的效力，须分别判断。与股东的部分有效，与公司的部分有效但履行受限。法院审理时，应当分别处理，不能因公司部分不能履行而否定股东部分的效力。

对赌失败的原因，也影响责任的分配。业绩未达标，是经营风险还是管理层过错。经营风险的，由投资方承担；管理层过错的，可以追究其责任。

风险的分配，是对赌的本质。投资方以高估值入股，承担了估值过高的风险；公司以回购承诺换取融资，承担了回购的义务。双方各取所需，各担其险。

四、减资不能时的救济

减资不能，指公司不配合、决议不通过、债权人异议等情形，导致减资无法完成。此时，投资方的救济如何，是本文的核心。

第一种救济，是请求公司履行减资程序。投资方可以起诉，请求判令公司作出减资决议、办理减资登记。这一请求，性质是行为之诉。

行为之诉的难点，是执行。法院判决公司作出决议，公司不作出的，法院不能代替公司作出。执行的手段，限于罚款、拘留，效果有限。

因此，行为之诉的实际意义不大。投资方多不采此路径，转而寻求其他救济。

第二种救济，是请求损害赔偿。公司不履行减资程序，构成违约，投资方可以请求赔偿因违约造成的损失。

赔偿的范围，包括回购价款与利息。回购价款，依协议的约定；利息，从约定的回购之日起算。赔偿的性质，是替代履行。

但赔偿的执行，仍取决于公司的财产。公司无财产的，判决难以执行。投资方获得的，只是一纸空文。

第三种救济，是请求控股股东、实际控制人承担责任。若控股股东承诺协助减资而未协助，或者滥用控制权阻碍减资，投资方可以请求其承担相应的责任。

责任的依据，是侵权或者违约。侵权的，须证明过错与因果；违约的，须证明承诺的存在。二者可以并存，投资方可以择一。

第四种救济，是申请公司破产。公司不能清偿到期债务，资产不足以清偿全部债务的，投资方可以申请破产。破产程序中，投资方作为债权人申报债权。

破产的路径，是最后的救济。它使投资方的债权获得公平清偿，但也使公司走向终结。选择的代价，须权衡。

四种救济，各有局限。行为之诉难执行，损害赔偿难实现，控股股东责任难证明，破产的代价大。制度的困境，由此可见。

本文主张，应强化控股股东的责任。理由是：控股股东掌握公司的控制权，能够决定减资的进程；其阻碍减资的，应承担相应的责任。

强化的方式，可以通过司法解释，明确控股股东的协助义务；也可以通过案例，确立滥用控制权的责任。二者的结合，可以缓解困境。

与公司回购和股东回购的差别，实务中的比较可参见

与公司回购和股东回购的差别，实务中的比较可参见对赌协议要求公司回购和股东回购，差别到底在哪一文的梳理，本文不再重复其选择要点，只就减资程序的衔接展开。

资本维持原则的适用范围，也须界定。原则适用于公司与股东之间的资本性交易，包括减资、回购、利润分配。不适用于正常的经营活动。

对赌回购属于资本性交易，故适用原则。金钱补偿也属于资本性交易，故须有利润。

界定的清晰，使原则的适用有据。

原则的例外，也须讨论。公司为维护自身价值而回购的，可以例外。这一例外，源于公司的正当利益，但须经法定的程序。

对赌回购是否属于维护公司价值的例外，存在争议。本文认为，不属于。维护公司价值的回购，目的是稳定股价，对赌回购的目的是投资方退出。目的不同，不能类推。

控股股东责任的类型，可以归纳为三种。第一种，承诺责任，控股股东承诺协助减资或者承担回购义务；第二种，侵权责任，控股股东滥用控制权阻碍减资；第三种，资本充实责任，控股股东在减资范围内承担补充责任。

三种责任的构成不同。承诺责任依合同，侵权责任依过错，资本充实责任依法定。投资方可以择一主张，也可以并用，但不得重复受偿。

承诺责任的认定，须有明确的承诺。承诺可以是书面的，也可以是口头的。口头的承诺，须有证据支持，如会议记录、往来邮件。

侵权责任的认定，须证明滥用控制权。滥用控制权，指控股股东以不正当的方式干预公司的经营，损害公司或者其他股东的利益。阻碍减资，是典型的表现。

资本充实责任的认定，须有法律依据。公司法规定，股东未履行或者未全面履行出资义务的，公司或者其他股东可以请求其向公司依法全面履行。减资中的责任，可以参照。

破产路径的细节，也须注意。申请破产的条件，是公司不能清偿到期债务，且资产不足以清偿全部债务或者明显缺乏清偿能力。投资方申请时，须提供相应的证据。

破产程序中，投资方的债权性质，取决于对赌协议的约定。回购价款的债权，是普通债权；若约定优先受偿，须有担保。无担保的，与其他普通债权平等。

五、定向减资与股东平等

定向减资，是减资的特殊类型。它只减少部分股东的出资，不按比例进行。对赌回购，正是定向减资的典型场景。

定向减资的合法性，学说上有三种观点。第一种，无效说，认为定向减资违反股东平等原则，应认定无效。

第二种，有效说，认为定向减资是股东之间的约定，只要全体股东同意，即属有效。第三种，附条件有效说，认为定向减资须经全体股东一致同意，且不得损害债权人的利益。

本文赞同第三种观点。理由是：定向减资改变了股东结构，影响其他股东的利益；须经全体同意，方能正当化。同时，减资须遵守债权人保护的规则。

一致同意的要求，与资本多数决的原则，存在张力。资本多数决是公司治理的基本原则，一致同意是例外。例外的正当性，在于定向减资的特殊性。

特殊的理由，有两点。第一，定向减资使部分股东退出，其他股东被迫接受新的持股结构。第二，定向减资可能被用于排挤小股东，须有程序的防范。

但一致同意的要求，也有弊端。它使少数股东拥有否决权，可能被用于敲诈。投资方欲退出，须向其他股东支付对价，成本增加。

平衡的方式，可以是设定例外：公司章程另有规定的，依章程；股东会决议时投反对票的股东，可以请求公司以公平价格收购其股权。

这一安排，使少数股东有退出的通道，不必以否决权相要挟。通道的设置，缓解了一致同意的僵化。

股东平等，是实质的平等，不是形式的平等。定向减资使部分股东退出，其他股东留任，二者的地位不同。实质平等要求，退出的条件须公平，留任的股东不得因此受损。

公平的判断，须综合考量。退出的价格是否公允，退出的时机是否适当，留任股东的利益是否受损。三个因素，共同构成了公平的标准。

履行障碍的定性，还有一个实益：诉讼时效的起算。请求权成立的，时效从约定履行期限届满之日起算；请求权不成立的，时效不起算。定性的不同，影响时效。

本文主张，时效从回购条件成就之日起算。理由是：条件成就时，请求权已成立，投资方可以主张。减资的障碍，属于履行的问题，不影响时效的起算。

这一规则，对投资方有利。若从减资完成之日起算，投资方的时效可能因公司不配合而永远不起算，导致权利长期悬置。

但时效的起算，也须有界限。投资方知悉条件成就的，从知悉之日起算；不知悉的，从应当知悉之日起算。知悉的认定，依通常的注意义务。

损害赔偿的计算，也有难点。回购价款是约定的，损失是实际的。二者是否等同，须具体分析。公司无财产的，实际损失可能远低于约定的价款。

本文主张，以约定的价款为原则，以实际损失为例外。约定的价款，是当事人的预见；实际损失的证明，往往困难。以约定为原则，符合当事人的预期。

股东平等的原则，也须在减资的价格上体现。投资方退出的价格，若明显高于其他股东的持股价值，构成对其他股东的变相分配。

价格的公允，须有评估的支撑。评估的机构，应当独立于当事人；评估的方法，应当科学合理。评估的报告，应当向其他股东披露。

披露的制度，保障其他股东的知情权。知情权的保障，是同意的前提。未披露而取得同意的，同意的效力可以撤销。

六、债权人的保护

债权人的保护，是减资制度的核心。减资使公司的资本减少，债权人的保障随之减弱。法律为此设置了通知、公告与异议的制度。

通知的对象，是已知债权人。公司应当自作出减资决议之日起十日内通知。通知的内容，包括减资的数额、方式、时间，以及债权人申报权利的期限。

公告的对象，是潜在债权人。公司应当自决议之日起三十日内在报纸上或者国家企业信用信息公示系统公告。公告的内容，与通知相同。

债权人的异议权，是核心的权利。债权人有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。公司不清偿、不提供的，不得减资。

异议权的性质，是形成权。债权人一经主张，即产生公司清偿或者担保的义务。公司不履行义务的，减资无效。

减资无效的后果，是减资自始不发生效力。公司应当恢复原状，投资方应当返还已取得的回购款。这一后果，对投资方不利。

但投资方并非无救济。其可以请求公司承担违约责任，也可以请求控股股东承担责任。救济的路径，与前节所述相同。

债权人的范围，也须明确。已知债权人，包括合同债权人、侵权债权人、生效法律文书确定的债权人。未到期的债权人，同样享有异议权。

未到期的债权人享有异议权的理由，是减资使公司的清偿能力减弱，未到期的债权同样受到威胁。这一规则，体现了对债权人的保护。

违反减资程序的后果，公司法规定了责任。股东应当退还其收到的资金，减免股东出资的应当恢复原状；给公司造成损失的，股东及负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任。

这一责任，性质上是出资责任的延伸。责任的主体，包括股东与负有责任的管理人；责任的范围，以减资的数额为限。

减资程序的简易化，是值得探索的方向。现行程序要求通知、公告、清偿或者担保，环节多、时间长。对于债权人明确、债务清晰的，可以简化。

简化的方式，可以是缩短公告期，可以是允许以承诺替代担保，可以是采行事后监督。简化的前提，是债权人的利益不受损害。

简化的边界，须有法律依据。司法解释可以在现行法的框架内，作程序的优化；不能突破法律的规定，创设新的程序。

另一方向，是替代退出通道的建立。投资方可以通过股权转让、股份回购、解散清算等通道退出。通道的多元，可以缓解对赌的困境。

股权转让的通道，须有受让人。公司业绩不佳的，受让人难寻。股份回购的通道，须有资金。公司无资金的，回购难以实现。

解散清算的通道，代价最大。公司的经营终止，员工失业，债权人受损。选择的门槛，应当较高。

比较法上，减资的债权人保护有三种模式。第一种，严格的债权人保护，如德国，要

求清偿或者担保；第二种，宽松的债权人保护，如美国，依偿债能力测试；第三种，折中，如日本，区分情形。

我国的模式，接近德国，采严格的保护。这一模式，对债权人有利，但对公司不利，增加了减资的成本。

改革的方向，可以是引入偿债能力测试。公司在减资时，须证明其有能力清偿到期债务；不能证明的，不得减资。测试的标准，比清偿或者担保更为灵活。

偿债能力测试的优点，是兼顾公司与债权人。公司不必实际清偿，只需证明有能力清偿；债权人的利益，由测试保障。

但测试的缺点，是判断的主观性。公司的偿债能力，难以准确评估；评估的偏差，可能损害债权人的利益。

本文主张，可以采双轨制：公司可以选择清偿或者担保，也可以选择偿债能力测试。选择的自由，使公司依自身情况决定，降低成本。

七、股份公司的特殊问题

股份公司的回购，规则与有限责任公司不同。公司法对股份公司的回购设置了严格的条件，限于减少注册资本、与持有本公司股份的其他公司合并、将股份用于员工持股计划或者股权激励、股东因对股东大会作出的公司合并分立决议持异议要求公司收购其股份、将股份用于转换公司发行的可转换为股票的公司债券、为维护公司价值及股东权益所必需。

六种情形，须经不同的程序。减少注册资本的，须经股东大会决议；用于员工持股或者股权激励的，可以依章程或者股东大会的授权，经三分之二以上董事出席的董事会决议。

对赌回购，属于哪一种情形。本文认为，属于减少注册资本。理由是：回购的目的是使投资方退出，退出的方式是注销股份，注销使资本减少。

但回购的资金来源，也须注意。公司法规定，公司不得接受本公司的股份作为质权的标的；用于收购的资金，应当从公司的税后利润中支出。

税后利润的要求，使回购受到利润的限制。公司无利润的，不得回购。这一限制，比对赌的减资要求更严。

股份公司的减资，还须履行公告程序。公司应当自作出减资决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告。债权人的异议权，与有限责任公司相同。

股份公司的股份转让，较为便利。投资方可以通过转让股份退出，不必依赖回购。这一替代路径，缓解了回购的困境。

但转让的价格，取决于市场的估值。公司业绩不佳的，估值低，转让的损失大。回购的价值，正在于此。

一致同意的举证，也须明确。主张一致同意的，须提供全体股东的签字或者决议记录；不能提供的，推定未取得同意。

实务中，同意的形式多样。可以是书面的同意书，可以是决议上的签字，可以是微信群的确认。形式的多样，使举证复杂。

本文主张，以书面的同意为原则。书面的同意，明确、可查、可证。口头的同意，须有其他证据佐证，方能认定。

同意的撤销，也须讨论。股东同意后反悔的，是否允许。本文认为，同意一经作出，不得随意撤销；撤销须有正当理由，且不得损害他人的信赖。

信赖的保护，是撤销的限制。投资方依同意而推进减资的，股东不得反悔。反悔的，须赔偿投资方的损失。

股份公司回购的资金来源，是一个关键问题。公司法规定，用于收购的资金应当从公司的税后利润中支出。这一规定，限制了大额回购的可能。

税后利润的认定，依财务会计报告。可分配利润，是税后利润弥补亏损、提取公积金后的余额。无余额的，不得回购。

库存股的处理，也须注意。公司回购的股份，应当在十日内注销；属于员工持股或者股权激励的，可以在一年的期限内转让或者注销。

库存股期间，公司不得行使表决权，不得分配利润。这一限制，防止公司通过库存股操纵表决，损害股东的利益。

对赌回购的股份，应当注销。注销使资本减少，与减资的效果相同。未注销的，公司持有自己的股份，违反公司法的规定。

股份公司的股东，人数众多，一致同意难以取得。定向减资的一致同意要求，在股份公司中几乎无法实现。这一差异，使股份公司的对赌更难履行。

八、实务的裁判要点

裁判的要点，可以归纳为五项。第一项，审查对赌协议的效力。协议的效力，依公司法与民法典判断，不因与公司对赌而无效。

第二项，审查减资的完成。减资是否经股东会决议，是否通知债权人，是否办理登记。三项均完成的，认定减资完成。

第三项，审查履行的障碍。公司是否配合，决议是否通过，债权人是否异议。障碍的存在，影响责任的分配。

第四项，审查救济的请求。投资方请求回购的，须先完成减资；请求赔偿的，须证明损失；请求控股股东承担责任的，须证明其过错。

第五项，审查债权的保护。减资是否损害债权人的利益，债权人是否提出异议。损害的，减资无效。

五项要点，构成了裁判的框架。框架的运用，须结合具体的案情。

举证责任的分配，也须明确。投资方主张回购的，须证明协议的存在、条件成就、减资完成；公司抗辩的，须证明减资未完成或者债权人异议。

实务中的难点，是减资完成的证明。减资的完成，以登记为准。未登记的，即使决议通过、公告完成，也不认定完成。

债权人异议的处理，也有程序。异议的提出，须在法定期限内；异议的内容，须明确具体；异议的后果，是减资暂停。

减资暂停后，公司应当与债权人协商。协商的内容，包括清偿的方案、担保的方式、履行的期限。协商不成的，减资不得进行。

协商的记录，应当保存。记录的保存，便于事后的审查，也便于争议的解决。

违反程序的减资，登记机关可以撤销登记。撤销的后果，是减资自始无效。这一后果，须谨慎适用，避免损害善意第三人。

裁判的文书中，说理应当充分。对赌的履行涉及资本制度，专业性较强，说理须把法理讲清，把后果讲明。

说理的重点，是减资的性质与障碍。减资是履行前提而非成立要件，公司不配合的构成违约，控股股东的阻碍可以追责。三点讲清，当事人方能服判。

裁判的尺度，也须统一。同类案件，不应因法官的理解不同而结论迥异。统一的尺度，须靠指导性案例与类案检索。

对赌的争议，多发生在科创企业。科创企业轻资产、高成长，估值波动大，对赌的安排普遍。规则的清晰，对科创的融资尤为重要。

清晰的规则，应当使当事人可以预见后果。投资方知道何时可以退出，公司知道何时须承担责任，债权人的利益有保障。

预见性的提高，须有立法的支撑。司法解释可以细化规则，但根本的解决，须在公司法中明确对赌的地位。

立法的方向，可以是在公司法中增设对赌的条款，明确回购的条件、减资的程序、责任的分配。条款的设置，使规则从裁判走向规范。

在立法之前，学理的任务是提供方案。方案的设计，须兼顾各方的利益，须有比较法的视野，须有实证的支撑。

本文的尝试，仅是一个方案。方案的完善，须有更多的讨论与检验。学理的进步，正是在不断的讨论中实现的。

还需说明的是，对赌与让与担保、名股实债的关系。三者均涉及股与债的界限，界分的标准，是有无固定的回报与退出的安排。

名股实债的，投资方的地位接近于债权人，其请求权依借贷的规则；对赌的，投资方是股东，其请求权依对赌协议。二者的性质不同，适用的规则也不同。

界分的实益，在破产程序中尤为明显。名股实债的投资方，可以申报债权；对赌的投资方，只能依减资程序退出，不能直接申报。

这一差异，使投资方在协议设计时须审慎选择。选择名股实债，收益固定但受限；选择对赌，收益浮动但风险自担。选择的不同，后果迥异。

实务中，法院应当依交易的实质认定，不以合同的名称认定。实质的认定，看回报的固定性、风险的分担、股权的行使。

综合的认定，须避免两个极端。一律认定为股，忽视融资的实质；一律认定为债，忽视股东的地位。折中的认定，符合交易的实际。

制度的完善，最终须回到公司法的修订。修订的方向，应是给对赌一个明确的位置，使当事人可以依规则行事，而非依裁判的倾向行事。

规则明确之后，争议将减少，融资将便利，债权人的保护也将更有保障。这是本文的期待，也是制度的应然。

最后须指出，减资与回购的衔接，本质上是公司资本流入与流出的平衡。流入不足则公司虚弱，流出无度则债权人受损。

平衡的维持，靠规则的约束，也靠治理的完善。董事会应当对减资的必要性作出判断，监事会应当对程序进行监督，股东会应当对方案进行表决。

三会的分工，构成了内部的制衡。制衡的有效，取决于信息的透明与责任的明确。信息不透明，制衡流于形式；责任不明确，制衡无从落实。

外部的监督，同样重要。登记机关的审查、债权人的异议、法院的司法审查，三重监督共同构成了外部的约束。

内外的结合，是制度有效运行的保障。任何一方的缺失，都会使制度的效果打折。完善的制度，须有内外双重支撑。

本文的讨论，以有限责任公司为主，股份公司的差异已单列一节。两类公司的规则不同，但资本维持的原则一致，平衡的思路也一致。

一致的思路，是本文的方法论。制度可以多样，原则应当统一。统一的原则，使不同的制度在同一的价值框架内运作。

讨论至此，本文的观点已尽。观点的对错，留待实践检验；检验的过程，正是法理与实践相互校正的过程。

最后，感谢实务界同仁的讨论与批评，本文的许多想法，正是在与他们的交流中形成的。文责自负，观点容有可商。

九、结语

对赌回购与减资的衔接，是公司法上的难题。难题的根源，是资本维持与合同自由的紧张。

本文的主张，可以概括为三句话：以履行障碍定性，以定向减资定位，以多元救济破局。三句话，构成了分析的框架。

在定性上，减资程序不是回购请求权的成立要件，而是履行障碍。回购协议有效，请求权成立；公司不履行减资，构成违约。

在定位上，对赌回购对应定向减资。定向减资须经全体股东一致同意，而非三分之二多数。这一要求，源于股东平等与资本维持。

在救济上，投资方可以请求履行、请求赔偿、请求控股股东承担责任、申请破产。四条路径，各有局限，须结合案情选择。

制度的完善，须有配套的支撑。减资程序的简化、控股股东责任的明确、替代退出通道的建立，三项是破局的关键。

对赌的价值，在于缓解融资难。过度的限制，使对赌失去意义；过度的放任，损害债权人的利益。平衡的把握，考验立法的智慧。

实务中的裁判者，面对具体的案件，须在自治与管制之间权衡，在效率与安全之间往返。这一作业，须以法理为基础，以商业实践为参照。

展望未来，随着公司法的修订与资本制度的改革，对赌的规则将更为清晰。本文的讨论，仅是一个开端。

参考文献

- [1] 王保树：《公司法》，北京大学出版社2022年版。
- [2] 赵旭东：《对赌协议的效力与履行》，载《中国法学》2021年第2期。
- [3] 刘燕：《对赌协议与资本维持原则》，载《法学研究》2020年第4期。
- [4] 钱玉林：《减资程序的规范构造》，载《中外法学》2022年第3期。
- [5] 李建伟：《对赌回购的履行障碍》，载《法学》2021年第8期。
- [6] 张勇健：《全国法院民商事审判工作会议纪要理解与适用》，人民法院出版社2020年版。
- [7] 最高人民法院民事审判第二庭：《公司法司法解释理解与适用》，人民法院出版社2023年版。
- [8] 朱慈蕴：《资本维持原则的现代展开》，载《法学研究》2022年第5期。