

红筹回购风险防范： 交易文件关键条款的起草及争议发生后的风险缓释

作者：黄海 | 杜梦洋 | 郑伊然 | 邓燕

在红筹对赌纠纷中，各方常见的争议多源于交易文件缺乏约定、约定模糊或条款冲突等缺陷，由此导致各方在回购主体、回购责任范围、回购方式、回购前置程序等方面产生较大分歧。我们在此前的文章[《红筹架构下回购权行使：开曼公司常见抗辩理由与风险分析》](#)中已详细介绍了开曼公司常见的抗辩理由及应对措施。本文仍然以控股公司为开曼公司，境外投资协议约定适用香港法为例，从争议解决视角分析交易文件起草的注意要点，以及产生争议后的风险缓释措施，供各方参考借鉴。

1. 回购条款 VS 保护性条款

在投资协议中，投资人与公司、创始人各方在保护性条款 (Protective Provisions) 部分通常会约定公司相关事项需要经投资人同意，其中包括公司回购自身股份的情形，比如：

- The following acts of any Group Company shall require the **prior written approval** of the Series A Majority, the Series B Majority and the Series C Majority:

... any action to cause any Group Company to **repurchase or otherwise acquire**, directly or indirectly, through subsidiaries or otherwise, **its securities**.....

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

根据以上保护性条款，公司回购其股份需要各轮优先股股东多数的书面同意，该条款并未明确排除回购条款项下的公司回购，此时，如投资协议中的回购条款也未明确投资人要求公司回购可豁免适用保护性条款，则公司可能依据该保护性条款进行抗辩，认为投资人要求回购未经股东会决议并获各轮优先股股东多数同意，因此公司无需履行回购义务。仅从表述上看，该条款可能被理解为各方就投资人的回购权增加了一个前提条件，实践中在后顺位的投资人也可能不会同意在先顺位投资人行使回购权，以免公司剩余财产不足以回购在后顺位投资人的股权。

有鉴于上, 我们建议:

➤ 对投资人建议

- (1) 在投资协议谈判、签署阶段, 建议在保护性条款中约定排除适用回购情形, 以减小公司未来抗辩的可能, 比如:

- ……any action to cause any Group Company to repurchase or otherwise acquire, directly or indirectly, through subsidiaries or otherwise, its securities……other than the redemption of the shares as provided in the Article [](回购条款)……

争议发生后, 如公司提起该抗辩, 投资人可主张投资协议明确约定了回购条款, 保护性条款与回购条款分属协议不同章节, 保护性条款所列情形系指除回购以外的其他公司回购自身股份情形;

- (2) 投资协议中的回购条款已经全体股东同意并签署, 应视为全体股东均同意回购事宜, 因此在回购条件触发后, 无需再次征求股东同意, 任一投资人都可以立即行使回购权;
- (3) 保护性条款的目的是进一步的保护投资人的权益, 而非为投资人行权设置额外的障碍, 因此从该条款目的来看, 也不应理解为包括回购情形。

➤ 对公司方建议

- (1) 在投资协议谈判、签署阶段, 根据各方商业意见, 可考虑在协议中明确约定如触发回购, 则届时在公司全体股东就回购作出股东会决议后, 投资人才能要求公司回购;
- (2) 在争议发生后, 公司向仲裁庭提出全体股东未就公司回购做出股东会决议, 或公司回购未经其他优先股股东同意, 因此公司无需履行回购义务等, 并聘请相关法域的法律专家做进一步论述及分析。

2. 创始人回购责任

投资协议中, 要求创始人承担回购义务时可能会进一步约定创始人回购责任的上限, 如以其持有的普通股为限, 比如:

- To avoid doubt, only the Ordinary Shares held, directly or indirectly, by the Founder (including all associated rights and interests such as dividends and distributions) may be used to redeem any Preferred Shares, and no other assets of the Founder shall be used for such purpose, in each case, without the Founder's prior written consent.

根据上述约定，如触发回购，投资人可主张创始人作为回购义务人，此时创始人可抗辩其回购义务仅限于其所持有的普通股，而不得涉及任何其他资产。

但上述笼统约定并未明确创始人应如何以其持有的普通股向投资人承担回购责任，未来发生争议时，各方在创始人的个人回购责任层面可能产生较大分歧，比如：投资人是否必须要求创始人将普通股进行拍卖，所得价款用于支付回购款？或创始人是否有权向第三方协议转股，所得股转款用于支付回购款？或创始人是否可以直接要求以物抵债，将普通股转给投资人用于履行回购义务（如可行，则此时投资人亦应将其被创始人回购的优先股转让予创始人，由此可能导致投资人取得普通股而创始人取得优先股，进而引发类似“换股”的问题）？

因交易文件中缺乏创始人以普通股履行回购义务的方式或步骤，届时双方均需向仲裁庭说明该条款应如何理解以及具体适用，以及聘请香港、开曼法律专家进一步发表专业意见。

我们建议，在回购条款等重点条款的起草过程中，各方应尽可能地使用更为清晰、具体的表述，以减小后续产生争议的风险。

3. 多份交易文件中的回购条款、争议解决条款应注意什么？

红筹架构中的回购条款可能在股东协议、公司章程等不同文件中均有约定，在起草时应注意协议条款的一致性。如存在遗漏或冲突，后续发生争议时，各方还需就案件适用哪份协议、仲裁庭是否有管辖权等问题进行论述，甚至还需聘请香港、开曼法律专家提供专业意见，导致案件程序的延长，增加投资人的维权成本。

关于交易文件中的争议解决条款，为避免后续的管辖权争议，多份交易文件中的争议解决条款也应保持一致，如约定适用香港法，由香港国际仲裁中心(HKSIAC)管辖。各方还可以进一步约定仲裁庭的构成，如约定三人庭或独任庭（程序和费用会有不同），限定仲裁员的国籍、要求仲裁员熟悉内地法律或红筹架构交易等等。因未来发生争议，仲裁员的背景对理解红筹回购类纠纷的案件事实较为重要，而实践中部分投资人或公司均未关注这一问题，各方可以考虑在交易文件的争议解决条款中对仲裁员的背景进行较为具体的约定，以便届时双方争议能够得到更为妥善的解决。

综上，红筹回购纠纷因其涉及跨境、多法域、交易主体存在多层架构设计等特性，天然具有较高的复杂性和不确定性。各方在交易文件的起草阶段即应充分考虑未来可能产生的争议，严格把控条款表述。争议发生后，各方可从协议解释、条款目的、商业背景等多维度切入，并聘请专业律师协助采取风险缓释措施，以维护自身合法权益。

如您希望就相关问题进一步交流, 请联系:



黄海
+86 755 3391 7688
alex.huang@llinkslaw.com



杜梦洋
+86 755 3391 7669
candice.du@llinkslaw.com

如您希望就其他问题进一步交流或有其他业务咨询需求, 请随时与我们联系: master@llinkslaw.com

上海

上海市银城中路 68 号
时代金融中心 19 楼
T: +86 21 3135 8666
F: +86 21 3135 8600

北京

北京市朝阳区光华东里 8 号
中海广场中楼 30 层
T: +86 10 5081 3888
F: +86 10 5081 3866

深圳

深圳市南山区科苑南路 2666 号
中国华润大厦 18 楼
T: +86 755 3391 7666
F: +86 755 3391 7668

香港

香港中环遮打道 18 号
历山大厦 32 楼 3201 室
T: +852 2592 1978
F: +852 2868 0883

伦敦

1/F, 3 More London Riverside
London SE1 2RE
T: +44 (0)20 3283 4337
D: +44 (0)20 3283 4323



www.llinkslaw.com



Wechat: Llinkslaw

本土化资源 国际化视野

免责声明:

本出版物仅供一般性参考, 并无意提供任何法律或其他建议。我们明示不对任何依赖本出版物的任何内容而采取或不采取行动所导致的后果承担责任。我们保留所有对本出版物的权利。

© 通力律师事务所 2026