

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

作者：黄海 | 杜梦洋 | 郑伊然 | 梁焕章

跨境投融资领域中，红筹架构是中资企业采取的一种常见架构，境外投资人通常向顶层的控股公司投资，并与控股公司、子公司等集团公司以及创始人等签署一系列境外投资协议，约定若控股公司未能在一定期限内上市或达到特定的业绩目标，投资人有权要求公司或创始人回购其股份，也即对赌协议。

与境内的对赌协议不同，红筹架构中的境外对赌协议因适用境外法且可能涉及顶层控股公司注册所在地公司法(如开曼公司法)等，使回购权行使面临更多风险及挑战。本文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，就开曼公司常见的关于合法可用资金(Legally Available Funds)以及开曼公司法项下相关抗辩理由进行分析，并提出投资人及公司方各自可采取的应对措施，供各方参考借鉴。

1. 开曼公司关于合法可用资金 (Legally Available Funds)的抗辩

在境外投资协议或开曼公司章程中，存在开曼公司以合法可用资金履行回购义务的约定，比如：

- At the Redemption Closing, subject to applicable law, the Company will, from any source of **assets or funds legally available** therefor, redeem each Redeeming Share by paying in cash therefor the Series B-1 Redemption Price, the Series A++ Redemption Price, the Series A+ Redemption Price, the Series A-1 Redemption Price, the Series A Redemption Price or the Series Pre-A Redemption Price (as applicable).

或在回购款分配条款中进行约定，比如：

- In the event that the Company's **funds then legally available** is inadequate to fully redeem Series Angel Preferred Share at the redemption price, the **funds** of the Company then **legally available** shall be distributed to the Redeeming Holders requesting redemption of Series Angel Preferred Shares held by such holders in a pro-rata manner.

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

如投资协议或章程中的回购条件触发，投资人基于上述条款提起仲裁，要求开曼公司履行回购义务，在回购义务本身受限于合法可用资金(Legally Available Funds)的情况下，开曼公司通常会以没有合法可用资金(Legally Available Funds)为由拒绝回购，进而地，如协议约定了创始人的担保责任，则因为公司无需回购，则创始人亦无需承担担保责任。

实践中，多数投资协议并不会具体定义何种资金属于合法可用资金，因此在该类股权回购纠纷中，合法可用资金的范围、开曼公司是否持有合法可用资金通常为双方的核心争议焦点之一。

➤ 合法可用资金(Legally Available Funds)应如何解读？

在美国特拉华州高等法院审理的 SV Inv. Partners LLC v. Thought Works Inc.一案中，原告 SV 认为合法可用资金是指没有任何法律使用限制的资金，等于公司的盈余(surplus)，进而认为公司因有充足的盈余，要求公司履行回购义务。法官认为，合法可利用资金不等于盈余，应指公司持有或通过销售或借贷可获取的现金，并且可以在公司的持续经营能力不受影响及不会陷入资不抵债的状态下用于合法赎回。

在 Re Mega Gold Holdings Ltd [2024] 4 HKLRD 583 一案中，香港法院引用了开曼法院在 Re Grand State Investments Ltd FSD11/2021 (RPJ)中的判决，明确合法可用资金并不限于公司银行账户内的资金，还可以包括子公司依法分配或转移给开曼公司的资金。

参考以上案例，合法可用资金并不仅指开曼公司账户上的资金，仲裁庭可能会做更为广泛的解读，包括：(1)公司账户内的现金；(2)公司通过变卖资产或借贷可获取的现金；(3)公司有权要求子公司分红而获取的现金；(4)公司有权要求子公司向其转移资产而获取的现金(如与子公司存在借贷关系)等等。

由此可见，合法可用资金的范围是比较广泛的，开曼公司仅以账户没有现金为由主张没有合法可用资金、拒绝履行回购义务被支持的难度较大。但是需要注意的是，尽管没有现金本身不足以说明没有合法可用资金，但“合法可用”本身需要与《开曼公司法》第 37 条共同考虑(请见第 2 部分)，如果支付回购款将导致公司违反《开曼公司法》，则不属于合法可用资金。进一步的，开曼公司履行回购义务也不应导致其无法在合理期限内支付到期应付债务。

此外，开曼公司是否有合法可用资金可能处在动态变化过程中。在投资人提起的仲裁案件中，如仲裁庭采纳了开曼公司的抗辩，认为开曼公司没有合法可用资金，因此无需回购，这并不意味着彻底免除了开曼公司的回购责任¹，若在公司未来的经营过程中，投资人能够举证证明开曼公司在未来某一时点存在合法可用资金，则开曼公司仍需履行其回购义务。届时投资人如何行权，则需根据前案裁决及履行情况、开曼公司届时财务状况、法律及财务专家意见等等进行综合判断。

¹ 在 2025 年 Grand State v DE Shaw 这一案例中，HKIAC 认为，公司在没有合法可用资金的情况下并不意味着回购价款没有到期应付。

➤ 对投资人建议

- (1) 在投资协议谈判及签署阶段, 建议不在交易文件中约定公司的回购义务受限于其合法可用资金, 应明确约定一旦回购条件触发, 公司即应履行回购义务。虽然在开曼公司实际履行回购义务时仍然受限于《开曼公司法》规定的回购资金来源(请见第 2 部分), 且需考虑后文《开曼公司法》第 37 条关于偿债能力测试的相关规定, 但至少协议层面可以先不约定这类限制;
- (2) 在争议发生后, 如开曼公司提出合法可用资金的抗辩, 投资人可进一步核查投资协议是否约定了合法可用资金的定义, 如无, 建议结合协议约定及相关判例, 并根据公司的资产情况、公司与子公司或关联公司的约定等等进一步论述开曼公司有充足的合法可用资金, 并要求开曼公司向其子公司向上分红或要求关联方偿还开曼公司欠款等方式调取资金, 以履行回购义务;
- (3) 要求开曼公司提供无合法可用资金的相关证据材料, 并咨询专业律师及财务专家的意见, 核实相关证据的真实性。

➤ 对公司方建议

- (1) 在投资协议谈判及签署阶段, 明确合法可用资金的范围, 约定其回购义务的履行受限于其是否有合法可用资金, 如届时公司无合法可用资金, 则无需履行回购义务;
- (2) 争议发生后, 根据公司资产情况, 可提出公司无足够合法可用资金的抗辩, 并聘请财务专家出具有关报告, 证明公司合法可用资金的情况。

2. 开曼公司在《开曼公司法》第 37 条项下的抗辩

根据《开曼公司法》(Companies Act)第 37 条, 开曼公司可以通过以下途径回购其股份: (1)公司利润; (2)股本溢价账户(Share Premium Account); (3)专为回购目的而发行新股所募集资金; (4)股本(Capital, 如经公司章程授权)。

如以公司股本回购, 则需满足偿债能力测试(Solvency Test):

- A payment out of capital by a company for the redemption or purchase of its own shares is not lawful unless immediately following the date on which the payment out of capital is proposed to be made **the company shall be able to pay its debts as they fall due in the ordinary course of business.**

根据上述规定, 开曼公司以股本回购, 应以不影响日常经营中的对外债务的清偿为前提。该规定体现了普通法系中的“资本维持原则”(Capital Maintenance Doctrine), 目的在于兼顾保护外部债权人的利益。在投资人提起回购仲裁后, 公司可能以经营困难或对外存在大量负债, 无法通过偿债能力测试为由进行抗辩, 认为不符合《开曼公司法》规定的可以回购公司股份的情形, 从而拒绝履行回购义务。

如公司提起该抗辩, 则应负举证责任, 也即开曼公司有义务证明其资产、负债情况以及回购股份是否导致无法清偿到期应付的债务。如无法提供相关证据的, 则应承担举证不能的不利后果, 公司该抗辩不应被支持。

实践中，公司是否能够通过偿债能力测试需要逐案判断，但能够明确的是，该等测试并非简单的“报表测试”，仅凭财务报表无法直接判断公司是否能够通过偿债能力测试。目前阶段的大部分案例中，投资人的回购权通常由于目标公司无法在截止日期前完成合格 IPO 等触发，此类公司经营状况往往不如预期，能否通过偿债能力测试是一个需要考虑的问题。

此外，开曼公司的偿债能力测试通常由董事会负责，董事会最终通过决议确定是否回购时也确认了开曼公司能否满足偿债能力测试[偿债能力声明(Solvency Statement)]，如存在虚假陈述的，则可能面临董事的个人责任，包括被处罚款甚至面临监禁等，因此董事在签署声明前通常要咨询财务专家等其他外部专业人士的意见，而并非自主进行判断。

➤ 对投资人建议

- (1) 在投后过程中通过股东协议约定的信息权及时了解开曼公司的财务状况，尤其是资产及对外债务的情况，以提前大致预估公司是否能够通过偿债能力测试；
- (2) 在批准回购的决议中要求董事确认公司是在满足偿债能力测试的情况下进行回购，也可以要求董事提供其做出偿债能力声明而进行决策的相关支持性文件，如发现董事虚假陈述的，可以追究董事的个人责任；
- (3) 就偿债能力声明咨询相关财务专家及其他外部专业顾问的意见，核查是否准确；
- (4) 必要时可以根据股东协议约定的审计和检查权要求对公司进行审计和检查，全面了解公司财务现状，以进一步核实偿债能力声明的真实性；
- (5) 如经过核查发现偿债能力声明真实性存疑或明显不合理的，向仲裁庭提出相关异议并进一步论述公司具备清偿能力，应履行回购义务。

➤ 对公司方建议

- (1) 聘请财务专家和法律顾问就公司能否通过偿债能力测试提供专业意见，结合外部专家意见以及公司资产、债务情况，由董事出具偿债能力声明；
- (2) 在案件审理过程中，如公司未能通过偿债能力测试，则积极向司法裁判机构提出该抗辩理由并聘请开曼法律专家出具意见以进行开曼法项下的论述及分析。

综上，红筹架构中，回购条件触发后，投资人以及公司方均会面临更多风险及不确定性，建议各方在协议谈判时聘请各个适用司法辖区的专业法律顾问严格把控条款表述，以了解和明确条款内容和可能面临的风险，并在争议发生后考虑其在不同司法辖区和不同交易文件项下可以采取的措施，以及各个方案的优劣进行整体的考虑和比较，以最佳方式实现关于回购的诉求。

鉴于交易文件表述上的轻微差异可能导致公司或创始人承担不同的责任，具体还需结合个案情况进行分析，如有需求欢迎与我们联系。

特别鸣谢 Appleby 律师事务所 Hannah Yao 及 Madison Ma 对本文开曼法律部分内容的大力支持。

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 2025