

多轮对赌下回购顺位条款的裁判分歧、执行困境与风险应对

作者：黄海 | 杜梦洋 | 郑伊然

在私募股权投资多轮融资交易中，“后轮优先”的回购顺位条款已成为投资协议的常见安排，其商业初衷在于，当回购义务人偿付能力有限时，优先保障后轮投资人的退出利益，以平衡不同轮次投资人之间的风险与收益。但在司法实践中，该类条款的表述往往出现不同解读，导致后轮投资人能否真正实现优先退出存在不确定性。

本文从真实案例切入，对比梳理不同仲裁庭对回购顺位条款的理解，剖析实体裁决观点的分歧以及在执行程序中衍生的相关风险，并在此基础上，从协议起草、争议应对、执行救济层面，为投融资各方提出切实可行的风险防控建议。

1. 回购顺位是投资人的行权前提还是受偿顺序？

(1) 案例一：某投资机构与某知名电商企业股权回购仲裁案件

投资协议中的回购顺位条款约定：

- 如届时回购义务人资产不足以回购投资人要求回购的全部股份，则应优先向提出赎回要求的 A-3 轮投资人支付赎回价格，如有剩余资产的，应优先向提出赎回要求的 A-2、A-1 轮投资人支付赎回价格，如有剩余资产的，则应向提出赎回要求的 A 轮投资人支付赎回价格……该案申请人为标的公司 A 轮投资人，A 轮的回购条件已触发，申请人提起仲裁要求行使回购权，但最终被驳回。仲裁庭认为：

.....
如您需要了解我们的出版物，
请联系：

Publication@llinkslaw.com

- 投资协议关于回购顺序的约定, 赋予了A-3、A-2、A-1轮投资人在要求回购义务人回购股份上对于A轮投资人的优先权, 在没有证据证明回购义务人的资产是否满足A-3、A-2、A-1轮投资人一旦提出回购股份要求的情形下的全额支付能力.....仲裁庭不能超越投资协议约定的各轮次投资人行使回购权利的顺序, 支持申请人的仲裁请求.....
- ◆ 该案仲裁庭对于回购顺位条款的理解为, 后轮投资人行使回购权系前轮投资人的行权前提, 无论后轮回购条件是否成就或后轮投资人是否选择行权, 前轮投资人均须等后轮投资人行权后, 才能要求回购。

(1) 案例二: 多位知名投资机构与某创始人股权回购系列仲裁案件

投资协议中的回购顺位条款约定:

- 当回购行权人同时行使回购权而回购义务人没有足够资金回购全部被要求回购的股权时, 可被用于回购的资金应当(i)首先向C轮投资方就其所持股权足额支付股权回购价款; (ii)在完全足额支付C轮投资方就其所持股权的回购价款后, 向B轮投资方就其所持股权足额支付股权回购价款; (iii)在完全足额支付B轮投资方就其所持股权的股权回购价款后, 向A轮投资方就其所持股权足额支付股权回购价款。在全面履行完毕对C轮投资方所拥有的所有上述权益之前, 回购义务人不得对其他任何人的任何权益承担回购/赎回义务。

因回购条件触发, A、B、C轮投资人分别向创始人提起了仲裁, 要求行使回购权。各轮次投资人的案件分别组成了不同的仲裁庭进行审理。

创始人尝试提出抗辩理由:

除案件其他争议点外, 仅就回购顺位问题, 创始人在A轮、B轮投资人提起的案件中尝试抗辩, 因C轮投资人是第一顺位回购权人且已经提起了仲裁, 而创始人的财产不足以支付C轮投资人的回购价款, 所以根据投资协议约定, 创始人无需向A轮、B轮投资人履行回购义务。

在B轮投资人案件中, 仲裁庭对回购条款的解读为:

- 投资协议约定的回购顺位条款针对的是债权经生效裁决确认后被申请人可供执行的资金分配的顺序及比例问题, 并不影响本案对股权回购范围的裁决。同理, 被申请人的资金状况亦仅与裁决生效后的执行问题有关。因此, 仲裁庭认为被申请人的资金状况对于申请人可行使回购权利的股权范围不产生影响。

在A轮投资人案件中, 仲裁庭对回购条款的解读为:

- 就投资协议约定的回购顺位条款而言, 其实质是对各投资人享有的回购请求权在清偿顺序上的约定, 该等约定仅仅是投资协议各方对于回购义务人履行回购义务时对于回购义务人

财产分配顺序做出的安排, 不能以此为由对抗或否定在后顺位的投资人行使回购权。因此, 基于回购条件已成就, 故仲裁庭对申请人在本案中行使回购权请求权予以支持。回购义务人对于回购权人的清偿顺序问题或是回购义务人的财产如何分配问题, 可在未来的仲裁裁决履行、强制执行等阶段予以解决。

- ◆ 以上两案中, 仲裁庭均认为回购顺位条款是解决在执行中回购义务人财产如何分配的问题, 并不构成投资人行使回购权的障碍。

(2) 仲裁庭裁判观点的分歧及法律分析

通过前述案例可以看出, 针对表述相近的回购顺位条款, 不同仲裁庭做出了完全不同的解读, 核心分歧在于“后轮优先”的回购顺位约定, 究竟属于回购权行使的前置条件, 还是仅属于多轮投资人价款受偿的分配顺序。该等解读直接关系着后轮投资人能否获得支持回购的实体裁决。

案例一的裁判观点是将回购顺位解读为行权的前置性条件。该种观点下, 即便前轮投资人自身回购条件已经完全成就, 只要后轮投资人未完成行权、未获得足额回购款(无论后轮回购条件是否触发或后轮投资人是否选择主张权利), 前轮投资人均不得提出回购主张。

该种解读方式提高了前轮投资人的行权门槛, 可能会导致前轮投资人退出权被无限搁置的局面, 也即一旦后轮投资人出于商业考量选择怠于行权、放弃回购, 或者后轮回购条件永久不触发, 前轮投资人即便已经满足全部回购要件, 也将彻底丧失通过回购实现退出的途径。

案例二的裁判观点是将回购顺位限定为受偿分配顺位, 不构成权利行使障碍。回购条件一旦成就, 投资人即有权行使回购权。回购顺位条款仅解决多个投资人提出回购请求且回购义务人财产不足以覆盖全部债务时, 执行阶段的价款分配先后问题, 不能以此否定单个投资人独立行权的资格。在此逻辑下, 回购义务人财产是否充足、是否足额支付了后轮投资人的回购款, 均不属于实体审理阶段判断回购请求能否成立的要件, 而是在裁决生效后的履行、强制执行环节予以处理。

对此, 我们认为, 从法律解释角度, 根据《中华人民共和国民法典》第一百四十二条, 对有争议的合同条款, 应当结合文本、相关条款、交易目的、商事习惯予以综合解释。**多轮融资交易设置回购顺位的商业本意, 主要是在资源有限、多轮投资人集体行权的场景下, 平衡不同轮次投资人的退出利益, 落实“后进先出”的私募商业惯例, 而非赋予后轮投资人可以单方架空前轮投资人退出权的工具。**若协议没有使用明确、清晰的措辞写明“后轮投资人未行权/未获清偿前, 前轮投资人不得行使回购权”, 直接理解为顺位条款属于行权前置条件, 属于对条款的扩张解释, 不符合投融资商事交易的目的及习惯。**因此, 除各方另有约定, 回购顺位条款不应成为前轮投资人的行权障碍。**

2. 回购顺位条款在强制执行程序中如何适用？

若司法裁判机构采纳案例二的裁判逻辑，认定回购顺位仅属于受偿分配顺序、不构成行权障碍，则不同轮次投资人之间的清偿顺位问题，留待裁决履行阶段或强制执行程序中予以处理。裁决生效后，倘若创始人主动履行回购义务，且各轮次投资人就价款清偿顺序达成合意，则不会产生分配争议，亦无需进入强制执行程序。

但实务当中，更为常见的情形是创始人未履行生效裁判文书确定的回购义务，且其财产不足以清偿全部投资人的回购价款。此种情况下，各轮次投资人将分别向人民法院申请对创始人强制执行。一旦创始人名下财产进入司法拍卖程序，各已取得执行依据的投资人均可向处置财产的首封法院申请参与分配，各方就执行案款的分配顺序较易产生争议。

根据我们过往案件经验，执行法院以形式审查为原则，一般不会主动调取、审查投资协议中的回购顺位约定，亦不会直接按照协议约定的先后顺位拟定分配方案，更大可能是依据各投资人所持生效法律文书以及民事诉讼程序相关规则，按照各债权金额占全部参与分配债权总额的比例制作财产分配方案。

分配方案制作完成后，法院将向全体申请执行的投资人及被执行人创始人送达。后轮投资人若对按比例受偿的分配结果持有异议，可主张依据投资协议约定享有优先受偿地位并提出书面异议。若其他债权人对该异议不予认可，则执行程序无法直接调整分配顺位，相关争议需在投资人提起的分配方案异议之诉中解决。该诉讼程序会进一步拉长案件周期，导致投资人额外投入时间成本与维权开支，回款节奏将显著延后。

由此可见，即便投资人已经取得胜诉裁判，回购顺位约定仍面临在执行程序中难以落地的现实风险。除此之外，若前轮投资人在先申请财产保全、查封创始人核心财产，即便后轮投资人享有合同项下的优先受偿约定，该内部约定亦不能直接排除首封债权人对标的财产的司法处置。而当回购义务主体为企业法人，且企业财产不足以清偿全部债务时，案件有可能转入破产程序，投资协议约定的回购顺位在破产程序下能否得到适用，同样存在不确定性。

3. 风险应对建议

(1) 投资协议起草

在起草投资协议的回购顺位条款时，建议明确区分回购权行使条件与受偿分配顺位。若交易各方真实意图仅为财产不足情形下的价款优先受偿，可考虑在条款中明确写明：“本回购顺位约定仅适用于回购义务人财产不足以清偿全部回购债务时的执行及清偿分配环节，不影响各轮次投资人在回购条件成就时独立行使回购请求权”，从文本上排除将顺位解读为行权前置条件的空间，防范出现本文案例一中的解读。

与之相对，若各方确有特殊商业安排，约定后轮投资人未获足额清偿之前，前轮投资人完全不得主张回购权利，可考虑约定为：“在后轮投资人全部回购价款获得足额清偿之前，前轮投资人不得提出回购请求，亦不得启动司法程序主张回购权”，防止后续发生条款解释争议。

(2) 实体争议应对

对于前轮投资人而言，当回购条件触发，投资人启动仲裁程序后，如创始人提出回购顺位的相关抗辩，前轮投资人可以结合本文案例二中的裁判理由，充分向仲裁庭说明回购顺位仅为受偿分配顺序，并非回购权行使的前置门槛。

此外，无论前轮还是后轮投资人，均可考虑及时申请财产保全，避免胜诉之后无财产可供执行，同时防范其他债权人抢先控制回购义务人的主要财产。

(3) 执行救济层面

建议各轮次投资人持续跟进强制执行及财产处置进程，针对参与分配、破产等不同情形做好应对预案。如对分配方案或企业破产程序中的财产分配顺序存在异议，应及时提出并提交投资协议等相关证明文件，以促使交易各方关于清偿顺位的商业意图能够有效落地。

综上，投资协议中的回购顺位条款体现私募多轮融资的商业平衡逻辑，但该条款在实体裁判及执行落地时均可能面临一定适用风险。建议投资人严格把控投资协议条款表述，提前制定仲裁及执行的风险预案，以最大程度实现商业目的。

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