

柯杰政策解读系列 | 对赌条款或将迎来重大变化？
——解析《国务院办公厅关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》（一）

引言

2026年6月3日国务院办公厅印发，并于6月5日正式发布的《关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》（国办函[2026]54号，以下简称“《私募基金指导意见》”）。该文件作为私募基金领域“1+N+X”政策制度体系的纲领性文件¹，虽以“国办函”的形式发布，而非法律法规的形式，但体现了国务院层面的政策导向和监管意志，对后续监管规则制定、行政执法及司法政策形成具有重要参考和指引意义。

《私募基金指导意见》从总体要求、强化源头防控、全面加强监管、稳妥处置风险、推动规范发展、保障措施六个方面，对私募基金行业进行了全面系统的顶层设计。在《私募基金指导意见》所提到和引发的诸多值得我们详细分析和讨论的话题中（如对政府投资基金的限制、对国有企业投资基金治理要求、前置审批流程的引入等），尤为值得私募基金投资人关注的是，文件在“三、全面加强监管”部分明确提出了“出台规范私募基金‘对赌协议’制度安排”。据公开政策文件检索，这是国务院层面首次明确提出将对赌协议纳入制度建设视野，意味着这一长期处于监管灰色地带的商业安排，或将迎来重大规则调整。

本篇文章，我们将就对赌条款的基本概念、在中国的司法实践演进、《私募基金指导意见》的新要求与中基协的前期铺垫进行梳理与总结，并就投资者未来应对方向提供参考建议。

一、对赌条款在中国的司法实践：从海富案到九民纪要

对赌条款（Valuation Adjustment Mechanism, VAM），又称估值调整机制，是私募股权投资中投融资双方就目标公司未来经营业绩或特定事件的实现与否（如上市、被并购等）达成的特殊安排条款；其核心逻辑是：若目标公司达成约定条件，投资方给予融资方奖励或让渡部分权益（在中国的私募股权投资实践中，一般亦体现为投资方按照原估值完成投资，不再要求融资方承担补偿责任或义务）；若未达成，则融资方需以现金补偿、股权回购、股权让渡等方式对投资方进行补偿。该种对赌机制一般被认为属于一种交易定价工具，用于弥合投融资双方因信息不对称和未来不确定性产生的估值分歧。

对赌协议在中国并非法律术语，其效力认定经历了从司法“试水”到规则统一的渐进演进过程，以下三个标志性节点不可忽视。

¹ 《私募基金指导意见》作为私募基金领域“1+N+X”中的“1”，与国务院办公厅《促进创业投资高质量发展的若干政策措施》、《国务院办公厅关于促进政府投资基金高质量发展的指导意见》等文件共同组成私募基金领域的基本政策体系和监管顶层要求。具体内容见中国证监会新闻发言人就《国务院办公厅关于加强监管防范风险促进私募投资基金高质量发展的指导意见》答记者问（<https://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c7637251/content.shtml>）

标志性节点	主要内容	标志性意义
海富案 (2012年)	2012年，最高人民法院在“海富投资诉甘肃世恒案”（(2012)民提字第11号）中首次就私募股权领域的对赌协议效力作出裁判，被誉为“对赌第一案”。最高院在该案中确立的裁判规则为：投资者与股东之间的对赌有效，尊重意思自治，不损害公司及债权人利益；投资者与目标公司之间的对赌无效，因损害公司及债权人利益，并与资本维持、债权人保护原则相冲突。	此后，“与股东对赌有效、与公司对赌无效”的二分法原则，成为我国法院审理此类纠纷的基本裁判框架。
华工案 (2019年)	2019年，江苏省高级人民法院在“华工案”（(2019)苏民再62号）中作出突破性判决，认定目标公司在对赌协议中承诺承担股权回购义务的，协议本身有效，且目标公司履行减资程序、不损害债权人利益时，股权回购义务方可实际履行。	法院裁判思路不再停留于“目标公司对赌当然无效”，而开始转向结合公司法程序与债权人保护要求审查实际履行可能性。为后续规则调整埋下伏笔。
《九民纪要》发布 (2019年)	2019年11月，最高人民法院发布《全国法院民商事审判工作会议纪要》（以下简称“《九民纪要》”），其第5条专门规定了对赌协议的效力认定和履行问题，首次以司法政策性文件的统一规则确认了对赌协议的效力框架：(1)投资者与股东或实控人对赌的，协议有效；(2)投资者与目标公司对赌的，协议本身不因此无效，但能否实际履行受《公司法》资本维持原则约束——要求现金补偿的，须以目标公司有可分配利润为前提；要求股权回购的，须目标公司已完成减资程序。	九民纪要完成了从“合同效力”到“合同履行”的转换，将司法审查焦点从“对赌是否有效”转向“对赌能否履行”，实质拓展了对赌协议的合法空间。

此后，2024年7月1日施行的新《公司法》顺应了《九民纪要》的原则，将有限公司或股份公司在涉及到股权回购时的减资程序（即非等比例减资）进行了法定化和精细化（如明确要求有限责任公司进行非等比例减资必须经全体股东一致同意，股份有限公司则须通过章程规定相关规则）。但总体而言，截至2026年，就私募基金投资条款中的对赌协议而言，在中国法律框架下主要受《民法典》《公司法》和相关司法政策的调整，截至目前尚未形成专门、系统的行政监管规则，因而长期处于“市场自由约定、司法事后审查”的状态。

关于对赌安排在司法实践中需关注的问题，可参考柯杰律所之前发布的系列文章《柯杰争议解决系列 | 私募股权投资交易中的股权回购争议（一）：回购效力》《柯杰争议解决系列——私募股权投资交易中的股权回购争议（二）：回购程序》《柯杰争议解决系

列——私募股权投资交易中的股权回购争议（三）：回购执行》《柯杰争议解决系列——私募股权投资交易中的股权回购争议（四）：回购价款》。

二、国办《私募基金指导意见》的新要求与中基协的前期铺垫

《私募基金指导意见》在“三、全面加强监管”之（四）中明确提出要求“出台规范私募基金‘对赌协议’制度安排”，将其与推动修订《证券投资基金法》、出台涉私募基金犯罪案件司法文件、制定信息披露和强制托管规则等并列，作为全面加强监管、完善规则体系建设的重要环节。这一表述下，我们认为有以下几点值得关注与探讨：

第一，对赌协议首次纳入顶层制度设计。此前涉及对赌的规则分散在司法政策性文件和证券交易所的上市审查指引等文件中，从未在国务院层面作为制度建设议题提出。此番写入国务院办公厅的正式文件，是否意味着监管部门将不再满足于“司法事后审查”的被动模式，而是转向“事前约束”的主动治理？

第二，“制度安排”的表述预留了多种政策工具空间，而非限定于单一的立法或修法路径；根据我们的一般实践经验，其可能的形式包括：监管部门（如证监会等）的部门规章、行业协会（如中基协等）的自律规则等。

第三，与“名股实债”禁令形成体系性呼应。《私募基金指导意见》在开篇的“总体要求”部分，即再次重申了“严格禁止私募基金违规从事借贷、‘名股实债’等行为”。实践中长期存在以回购安排掩盖债权投资实质的灰色操作；因此，在规则制度层面规范对赌条款的安排，亦具有衔接“名股实债”的禁止性规定的必要性。

值得特别关注的是，《私募基金指导意见》的此项要求，在业内并非无迹可寻。根据公开媒体报道²，2025年12月，中国证券投资基金业协会（以下简称“**中基协**”）通过AMBERS系统向行业推送了《关于私募股权创投基金投资条款的提示》，针对股权回购这一对赌最常见的形态，提出了三方面政策导向：

- (1) 反对明股实债：不利用回购安排违规从事借贷、明股实债等非私募基金投资活动；
- (2) 反对不合理条款：不签订其他明显偏离股权投资属性、权利义务设置明显不合理的股权回购条款；
- (3) 倡导沟通解决：管理人代表基金行使相关权利时应当充分考虑对回购义务人和私募基金行业带来的影响，鼓励已设置以上市目标为回购条款触发条件的私募股权创投基金与回购义务人友善协商、从长计议，通过调整回购目标、延长回购期限、下调回购利率（如有）或者解除股权回购协议等方式妥善解决利益分歧，支持实体企业渡过难关、发展壮大，为实现企业健康发展和基金长期回报奠定基础。

中基协的这一提示虽非正式规范性文件，但作为行业自律管理机构通过业务系统直接推送的窗口指导，从业人员亦应当谨慎关注其可能带来的监管政策风向的变化以及引导作

² 《中基协发布提示 鼓励私募股权创投基金设置多元退出目标 严禁明股实债》
（<https://stcn.com/article/detail/3520518.html>）。

用。另据公开媒体报道所援引的业内人士观点³，业内人士预计，《私募基金指导意见》的出台将意味着中基协前述提示中的政策导向有望从“行业倡导”固化为可执行、可检查的监管规则；未来或可能在以下方面形成制度安排：“限制或禁止目标公司本身作为回购义务人”“对回购利率/收益率上限、回购触发条件的合理性设定边界”等。

三、投资者应对建议

截止目前，对赌协议制度安排的具体内容尚未公布，但方向已日渐明确；中国证监会已表示将制定落实《私募基金指导意见》的三年行动方案，其中对赌协议的规范安排预计也将作为规则体系建设的重要组成部分予以公布。

对于私募基金管理人、机构投资者、被投资企业及其创始股东而言，我们建议密切关注以下动态：

- (1) 监管规则走向。关注证监会、中基协后续是否发布对赌协议的专门规则或指引，特别是关于回购义务人资格、回购利率上限等核心条款的界定。
- (2) 存量协议的合规回溯。对于现有在管基金中已签署的对赌条款，建议逐项排查是否存在被认定为“明股实债”或“权利义务明显不合理”的风险，提前做好协商调整或替代安排。
- (3) 新设条款的结构设计。在新设基金或开展新一轮投资谈判时，应充分考虑未来监管规则的不确定性，对对赌条款的触发条件、补偿方式、利率水平等要素保留适当的弹性空间。
- (4) 司法实践与监管规则的互动。对赌协议未来可能同时受司法裁判和行政监管双重调整。建议关注最高院是否就此出台配套司法解释或指导性案例，以及司法实践对监管规则的回应。

对赌协议从市场实践的“隐性条款”逐步走向制度化、透明化，既是私募基金行业从自由生长迈向规范发展的缩影，也是投资者保护与市场效率之间再平衡的必然要求。变局将至，值得所有市场参与者高度关注。

本篇文章是我们分析、解析《私募基金指导意见》所提到和引发的诸多私募基金领域相关话题中的第一篇，我们将在后续的文章中，对其他热点话题和板块进行进一步的讨论和分析。敬请关注。



本文作者为柯杰律师事务所黄博豪（合伙人）。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的分析。

³ 《国办文件点名：私募“对赌协议”要专门立规矩了》
(<https://m.21jingji.com/article/20260606/herald/4c45af73843ac7788a85f33b1ff29055.html>)。