

近日，随着投资人郑刚和创业明星罗永浩的争议升级，回购条款这一饱受争议的事项，再次受到市场的普遍关注。

对赌协议和回购条款其实是私募股权投资行业中常见的风控手段，特别是对于投资阶段偏后期的项目而言，PE机构通常都会与被投企业或被投企业的控股股东（通常为创始人团队），就回购条款及其触发机制达成协议。

用债权思维做股权投资

判断回购条款苛刻与否，其中一个重要的依据是双方对于回购利息的设置水平，这通常会以当期银行对企业的贷款利息作为参考。上述投后负责人表示，“一般而言，回购利率在8%-10%以上被视为较为苛刻。”从这项回购协议的具体条款的设置逻辑中不难发现，这种带有利息的回购权，原则上可以被归入“明股实债”的范畴，8%或10%实际相当于投资方对被投企业借款的利息收入。从资金性质上来说，它更适合被定义为金融负债。

上述投后负责人也认为，“在回购义务人的会议实务中，这笔融资完全可以被纳入到会计报表当中金融负债科目。那么，实际上，在某些条件下，带回购权的股权融资本质上与夹层基金或明股实债这种形式，并没有什么差异。”

与此同时，他还从融资环境的角度做出了分析，“最近几年，私募股权投资行业的市场化融资环境愈发艰难，国家和地方政府成立了大规模的政府引导基金，国资性质的LP占比越来越高。虽然法律明令禁止了刚性兑付，但也不排除仍有部分机构为了募资，对LP进行变相兜底的情况。这种情绪在一定程度上，也会被传导至被投资企业。”

美元基金不过度依赖回购条款

面对中国私募股权行业中的对赌协议和股权回购的问题，除了LP和GP的债权思维，这与国内资本市场不成熟有关。

某美元基金投后负责人在接受21世纪经济报道记者采访时表示，“在成熟资本市场中，由于征信系统较为完善，投资方在尽调时，有更多的渠道和方式可以了解到被投企业及其控股人的回购能力，或可以通过设置其他条款来达到保护投资方权益的目的。因此对于回购条款的重视程度和依赖，都相对较小。”

同人民币基金一样，美元基金在偏后期项目较常采用股权回购条款。即使非常优质

的项目，也会为投资方保留回购权。但在投资实践中，当触发回购条件时，国内和国外的基金在执行力度上差别还是很大的。上述投后负责人谈道，“在国外一旦触发回购条款，投资方一般没有什么商量和回还的余地，通常会选择执行回购。而在中国，GP和LP都期待更高的利润，而且很多项目确实资产也比较优质，所以大家在实践中还是会率先采取豁免，或者通过跟项目公司进一步协商的方式，来解决危机。”

与中国在股权融资机制上有所不同的是，在成熟资本市场的私募股权投资行业中，允许未上市公司发行优先股。通常，优先股会附加诸多特殊权利，来保护优先股股东的权利。上述投后负责人补充道，“国内还是同股同权，大家只能通过回购这种额外的特殊权利来寻求保障，因此我认为这也是造成国内早期投资人对于股权回购过度重视的原因之一。”

更多内容请下载21财经APP