

对赌协议实务系列（七） — 股权回购中回购价款及违约金的计算（下）

作者：刘静 | 马晨轩¹

在投融资实务中，投资人往往会在对赌协议约定要求原股东按照投资本金加一定投资回报/投资溢价/年化收益（下称“**投资收益**”）的回购价格（下称“**回购价款**”）来回购投资方的股权，并且约定原股东逾期支付回购价款的逾期付款利息、罚息或违约金（统称“**违约金**”）。对此，我们在《对赌协议实务系列—股权回购中回购价款及违约金的计算（上）》讨论了回购价款的起算时间与金额计算的问题，并提出了相应建议，本文将继续讨论违约金的计算问题。

一、违约金的保护上限是否有标准？

（一）常见条款约定

在实践中，投资人往往会对逾期支付回购价款的违约责任进行约定，例如：

“如回购义务人未能按照本协议的约定按时、足额向回购权利人履行支付义务，则每逾期1日，回购义务人还应向回购权利人支付截至该日应付而未付全部款项0.1%的逾期违约金。”

（二）司法实践

为明确司法实践中对违约金进行调整的标准，我们专门梳理了类似案件中法院认定违约金上限的相关案例，整体而言，法院在审理中或多或少受到《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（下称“《民间借贷司法解释》”）相关规定的影 响，多数法院将约定的投资收益和违约金合并计算，并在此基础上根据个案情况对违约金的保护上限作出认定。

1. 同时主张投资收益和违约金的情形下，法院倾向于一并考虑并进行调整

《民间借贷司法解释》第二十九条规定：“出借人与借款人既约定了逾期利率，又约定了违约金或者其他费用，出借人可以选择主张逾期利息、违约金或者其他费用，也可以一并主张，但是总计超过合同成立时一年期贷款市场报价利率四倍的部分，人民法院不予支持。”

¹ 实习生齐瀚葳对本文的写作亦有贡献。

对于股权回购纠纷而言，虽然股权回购原则上不属于民间借贷法律关系，投资收益与违约金的性质也不完全相同，但多数法院实际上会认为股权回购纠纷中回购权利人的损失主要是资金占用损失，据此对同时主张的投资收益和违约金一并考虑，并予以调整。例如，在（2021）京 02 民终 10192 号案件中，当事人约定的投资收益利率为年化 12%，违约金为日万分之五（即年化约 18%），法院综合考虑后认为两者合计达到年利率 30%以上，明显过高，据此将违约金标准调整为年利率 12%。

2. 法院在个案中调整违约金上限的方式

经过对相关案例的梳理，我们发现，虽然多数法院对约定的投资收益和违约金会合并计算并予以调整，但不同法院认定违约金上限的方式存在差异，总体有四类：参照《民间借贷司法解释》规定的借款利率上限确定、参照贷款市场报价利率（LPR）确定、直接认定当事人约定的违约金计算方式合理、根据案件实际情况酌定。

(1) 参照《民间借贷司法解释》规定的借贷利率上限确定

例如，在（2020）最高法民申 382 号案件中，法院认为，虽然股权回购并不属于单纯的借贷关系，但“原审综合考虑资本市场投融资收益和资金拆借利率水平，以及双方当事人一方为上市公司、一方为基金管理公司的主体性质等因素，对于回购义务人应支付的延迟付款违约金已进行了调整，该调整在一定程度上平衡保护了回购义务人的合法权益”，最终维持了原审法院将投资收益和违约金之和从约定的年化 32%下调至 24%的判决。类似的案件还有（2020）最高法民终 575 号、（2018）浙民终 629 号、（2018）川民初 24 号等。

值得注意的是，在当事人约定的投资收益与违约金之和略超过《民间借贷司法解释》规定的利率上限的情形下，也有法院支持当事人约定的案例。如在（2019）最高法民终 1642 号案件中，法院认为，本案为股权投资纠纷，并非民间借贷纠纷，股权投资收益与民间借贷的利息等收益存在本质差别。对于双方自愿达成的利息和违约金约定，双方应当遵守。虽然本案投资溢价率与违约金标准合计为年利率 28.25%，相对于民间借贷利率保护上限 24%稍高，但考虑本案并非民间借贷纠纷，法院予以维持。在该案中，法院一方面遵循契约自由为原则，支持了当事人在对赌协议中约定的投资收益及违约金，另一方面仍考虑了累计后的计算标准并未远超 24%的因素。因此，如果约定的投资收益及违约金之和显著超过民间借贷司法解释中利率保护上限（即四倍 LPR），法院下调总体计算标准的可能性依然很大。

(2) 参照贷款市场报价利率确定

如果当事人约定的违约金明显过高，部分法院可能会从实际损失角度出发，认为逾期履行回购义务的违约金本质上是一种资金占用损失，进而参照中国人民银行同期贷款利率（1 倍 LPR）对约定的违约金利率予以调整。

例如，在（2017）京 0102 民初 22280 号案件中，投资人主张应按照协议之约定以每期股权转让款为基数并按照每日万分之五的标准，自每期款项支付期限届满日次日起至实际付清之日止计付违约金，但法院认为，回购义务人逾期付款对投资人造成的损失即为资金占用损失，鉴于投资人未能提供证据证明其损失超过中国人民银行同期贷款利率，故法院调整违约金按照中国人民银行同期贷款利率计算。

3. 直接认定当事人约定的违约金计算方式合理

如果当事人约定的违约金计算方式和投资收益的利率之和未明显超出《民间借贷司法解释》规定的利率保护上限，则多数法院倾向于直接认定当事人的约定合理。

例如，在（2020）最高法民申 2759 号案件中，案涉投资协议约定日万分之五的违约金，即年化利率约为 18%，法院认为这与年化利率 1.2% 的投资收益率加总后仍不到年化利率 20%，并予以支持。

4. 根据案件实际情况酌定

除前述情形外，部分法院还会根据实际情况酌定其认为合理的违约金计算标准。例如，在（2020）京 03 民终 7314 号案件中，案涉投资协议约定，“若一方未按照协议的约定向其他方支付相应款项，则每逾期一天，违约方应向守约方支付相当于其未支付金额总额千分之一的违约金”，法院认为，将未支付的回购款即投资本金及投资溢价作为违约金计算基数并无不当，但是对计算标准日千分之一的违约金进行酌减，将其改为万分之三。

（三）关于股权回购案件“综合收益”上限的探讨

根据我们在多个案件中的经验和观察，裁决机构越来越倾向于将投资收益和违约金的计算一并考虑，并以“资本市场投融资收益水平”“根据本案实际情况调减”等表述，殊途同归地参照民间借贷利率上限来确定一个最高综合收益利率。我们很难说裁判机构这样裁决的法律依据何在，但是如前所述，裁决机构似乎一直在寻找契约自由和契约正义之间的平衡点，民间借贷利率上限很可能被视为涉及金融通案件的综合收益利率红线，申言之：

《民间借贷司法解释》第一条中对民间借贷定义为“自然人、法人和非法人组织之间进行资金融通的行为”，并排除了“因发放贷款等相关金融业务”行为。而在实务中，一方面根据《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》（法发〔2017〕22 号，下称“《金融审判意见》”）的第二条第 2 款，即使是金融借贷，似乎也难以摆脱民间借贷利率上限的规制；另一方面，对于“资金融通行为”的不同理解，又使得裁判机构将民间借贷利率上限适用于包括股权回购纠纷的各类投资纠纷。

总体而言，《民间借贷司法解释》关于利率保护上限的规定似乎广泛地影响了各种具有“资金融通”性质的法律纠纷，如 2021 年 4 月 8 日，北京市高级人民法院在内部形成了统一的答复意见：“今后，凡涉及金融机构的商事纠纷案件，无论是否为金融借款合同纠纷案件，一律参照适用《金融审判意见》第二条，即债务人融资的利息、复利、罚息、违约金和其他费用总计不得超过年利率 24%”。结合《民间借贷司法解释》对保护利率上限的修订，以此类推，对于非金融机构涉及的“资金融通”类案件，其利息、违约金、其他费用等综合收益利率的总和则不得超过 4 倍 LPR。

我们认为前述意见和司法裁判存在其合理性。仅从投资与回购的资金流转模式来看，虽然对赌协议系因股权投资关系产生，但投资人行使股权回购权，则可能意味着其不直接承担公司经营的风险，双方法律关系在形式上类似于借款合同关系。一方面，股权回购中回购价款的计算方式，通常包括投资本金加上投资收益和违约金，且投资收益一般以投资本金为基数，根据资金占用期间和一定利率计算得出，实为投资本金之利息（实践中，部分对赌协议也明确称投资收益为“利息”）；另一方面，大多数投资人不参与目标公司经营，只是支付投资本金而寻求上市变现或主张回购获得投资收益，将回购的利息管制于民间借贷利率上限，或有助于避免民间借贷利息管制因某些替代安排而落空。

综上，目前的司法实践中法院虽然认识到股权回购关系并非民间借贷，但参照《民间借贷司法解释》的规定，对当事人约定的投资收益和违约金进行在不过分超出民间借贷利率上限的范围内予以支持已经基本成为了较为普遍的裁判思路，只是限于交易背景、法官认知、证据组织等因素，可能存在一定的不确定性。

二、违约金的计算基数问题

（一）常见方式

关于违约金的计算标准，一般来说存在三种不同的计算基数：

1. 以实际投资额为基数计算违约金；
2. 以截至某日的回购价款为基数计算违约金；
3. 以浮动的回款价款为基数计算违约金。

（二）司法实践

对于以上三种类型，我们列举如下：

1. 以实际投资额为基数计算违约金

例如，在（2021）京 74 民终 447 号案件中，法院认为，虽然投资协议约定违约金以回购义务人应付未付的款项金额为基数计收，但该基数包括了借款本金及利息（本案法律关系被认定为名股实债），若再以此为基数计算违约金将明显违反了《民间借贷司法解释》（2015）第三十条，故法院将违约金计算基数调整为剩余借款本金。

再如，在（2020）粤 03 民终 12246 号案件中，法院认为，案涉回购协议既约定了利息，又约定了违约金，二者实质均为对回购义务人违反协议约定有关违约责任的约定，投资人将按年化 10%计算的股权回购款利息计入未付款金额并作为计算基数继续计算违约金，无异于将利息计算复利，有失公平。类似的案例还有（2021）京 02 民终 10862 号等。

2. 以截至某日的回购价款为基数计算违约金

例如，在（2019）京民终 115 号案件中，投资协议约定回购义务人应自违约行为发生之日起按照应付未付股权回购款、资金使用费的合计金额的每日万分之三向投资人支付违约金，但投资人在起诉时仍以“未付回购款本金与截至 2018 年 4 月 12 日按照年利率 12% 的标准计算的资金使用费之和”为基数，作为计算违约金的基数。法院计算后，认为这种计算方式少于回购义务人实际应当支付的违约金数额，故对此不持异议，并最终认定“回购义务人于判决生效后 10 日内向投资人支付违约金（截至 2018 年 4 月 12 日，违约金为 3,356,561 元；自 2018 年 4 月 13 日起至股权回购款和资金使用费全部付清之日止，以未付股权回购款及按照年利率 12% 的标准计算的截至该日的资金使用费之和为基数，按照日万分之三的标准计算）”。类似的案例还有（2020）京 03 民终 1032 号案件等。

3. 以浮动的回款价款为基数计算违约金

例如，在（2020）京 01 民初 264 号案件中，案涉回购协议约定回购价款金额=折抵债务 24,706.6 万元×[1+银行同期贷款利率 4.75%×抵债基准日（含）至回购价款支付之日天数]，并约定回购义务人每延期一日，应向投资人支付回购款总额千分之三作为违约金，直至完全履行回购义务时止。

法院在审理中支持了上述回购价款的计算方式，但认为：第一，中国人民银行贷款基准利率已经取消，后续应按照同期全国银行间同业拆借中心公布的贷款市场报价利率（LPR）计算；第二，案涉回购协议约定日千分之三违约金计算标准过高，调整为日万分之三。法院最终认定“一、回购义务人于本判决生效后 10 日内向投资人支付股权回购款：自 2018 年 9 月 20 日起至 2019 年 8 月 19 日止，计算方式

为 24,706.6 万元 \times [1+中国人民银行同期同类贷款基准利率 \times 自 2018 年 9 月 20 日起至 2019 年 8 月 19 日止的天数 \div 365]; 自 2019 年 8 月 20 日起至实际支付之日止, 计算方式为 24,706.6 万元 \times [1+全国银行间同业拆借中心公布贷款市场报价利率(LPR) \times 自 2019 年 8 月 20 日起至实际支付之日止的天数 \div 365]; 二、回购义务人于本判决生效后 10 日内向投资人支付违约金, 计算方式为: 自 2018 年 5 月 17 日起至实际支付之日止, 以上述第一项确认的当日股权回购款为基数, 按照日万之三的标准分别计算”。

三、我们的建议

(一) 关于违约金约定的上限

1. 在当事人同时约定投资收益和违约金, 且两者的计算期间重叠的情形下, 法院通常会将两部分的利率加和, 并统一进行调整。因此, 回购条款中涉及违约金计算的, 应当根据实际商业需求, 明确约定投资收益和违约金计算的期间, 避免产生争议;
2. 根据现有案例所反映的数据, 约定日千分之一的违约金等明显过高的标准, 获得支持的可能性很小, 应尽量约定合理的违约金计算方式。考虑到民间借贷保护利率上限的变化, 约定日万分之三左右的违约金标准可能更容易获得支持;
3. 尽管存在被总体下调至年化 24%或四倍 LPR 等标准的风险, 但在设置投资收益、违约金时, 建议根据谈判情况设置略高于四倍 LPR 的总体计算标准, 并根据投资收益的合理性、相对方的违约可能性等分别设置。在实际主张权利时, 一方面可以结合违约的情节和性质、回购义务人存在的不当行为等因素具体论证违约金的合理性, 争取得到法院/仲裁机构支持的可能; 另一方面, 也可以根据案件情况灵活调整主张的金额, 争取在和解谈判等环节获得主动性。

(二) 关于违约金的计算基数

关于违约金的计算基数, 我们建议采用前述第一种或第二种计算方式, 以固定、明确的金额作为违约金计算的基数。

如采用浮动的回购价款为基数计算违约金, 实践中可能存在以下操作障碍:

1. 计算违约金的基数还包括浮动的投资收益, 存在复利计算的风险, 进而导致法院不予支持(关于复利计算的分析, 详见 [《对赌协议实务系列——股权回购中回购价款及违约金的计算\(上\)》](#));
2. 浮动的计算基数将产生繁琐的计算方式, 增加裁判机构的理解难度和计算违约金数额的工作量, 甚至可能导致判项不明确、难以执行等问题; 且由于回款期限的不确定性, 在浮动基数的违约金计算中, 法院难以提前判断最终的综合收益率是否会高于民间借贷利率上限, 进而可能存在顾虑, 对计算方式进行调整的可能性较大。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

刘静

电话： +86 10 8525 4692

Email: jing.liu@hankunlaw.com