

对赌协议实务系列（五） — 投资人参与目标公司经营对行使股权回购权的影响

作者：刘静 | 殷实

早在2020年，上海二中院就曾发布《2015-2019年涉“对赌”纠纷案件审判白皮书》，提及“对赌”纠纷案件呈现逐年增长的趋势。受疫情及经济下行压力的影响，可以预见的是，在未来几年中，“对赌”纠纷案件还有可能继续增长。根据我们的经验，在此类案件中，投资人实际参与公司经营管理是回购义务人的常见抗辩之一。本文希望结合司法实践，探讨该类抗辩对投资人行使股权回购权的影响，以期为投资人提供更多的实务借鉴和参考。

一、问题的提出

随着“对赌条款”、“可转债”等交易模式的广泛应用，公司股权与债权的界限在某种程度上变得不那么泾渭分明。特别是在“对赌”纠纷案件中，投资人的法律地位更具有特殊性。一方面，在股权回购履行完毕前，投资人通常系通过增资和/或受让股权等方式成为目标公司法律意义上的股东；另一方面，一经选择行使股权回购，投资人即基于同一增资和/或受让股权的交易，作为回购义务人的债权人。

投资人作为目标公司的股东不可避免地或多或少参与公司经营管理。同时，回购条件的设置往往与目标公司的经营情况直接相关，如公司在一定期限内上市、某段时间内的净利润/营业收入以及某项特定业务的规模等。因此，当投资人选择股权回购时，原股东等回购义务人可能认为，投资人参与目标公司经营管理即不得再以目标公司经营情况为由主张股权回购；而投资人就此往往也会觉得委屈和恼怒，其为目标公司介绍业务、提供经营发展的建议以及参与新一轮的融资谈判等明明是为目标公司发展的“义务劳动”，反而成为回购义务人拒绝履行回购义务的理由。

就此，我们将结合司法实践，分析投资人参与公司实际经营对其行使股权回购权的影响。

二、投资人参与公司经营管理对股权回购影响的司法实践

公司日常包括形形色色的经营活动，故具体到个案中，投资人“参与公司经营管理”的形式和程度均不尽相同，此可以区分为“一般性地参与公司经营”以及“某种程度上控制公司经营”两类。在投资人“一般性地参与公司经营”以及“某种程度上控制公司经营”两类情形下，各地法院就此类行为对股权回购影响的实践观点如下：

（一）投资人一般性地参与公司经营、正常行使股东权利，通常不影响回购权的行使

投资人完成对目标公司的投资，成为目标公司股东后，自然依法享有并有权行使《公司法》所赋予的表决权、知情权等股东权利，以维护其正当权益。在这种情形下，即便实践中仍有许多回购义务人以投资人参与公司经营抗辩，要求减免其回购义务，但得到法院支持的可能性极小。具体而言：

1. 投资人向目标公司委派董事一般不影响股权回购

大部分专业投资机构的股权投资本就是基于对原经营团队能力、经营方向、发展前景的信任，故通常无意“干涉”目标公司的经营。不过，投资人亦通常会选择向目标公司委派董事，以便对进行必要的监督和投后管理，确保第一时间掌握目标公司的经营状况。

司法实践普遍认为投资人仅向目标公司委派董事不足以影响其行使股权回购权。其一，如投资人向目标公司委派的董事数量未占董事会多数，则一般属于正常的管理行为，不会给目标公司的经营造成实质影响，如在（2016）沪01民终2421号案中，上海市第一中级人民法院指出投资人“委派人员作为C公司的董事，参与C公司的经营管理，系属正当的公司管理行为”；其二，在投资交易中，投资人的“回购权”和董事“委派权”通常约定在同一交易文件或相关联的系列交易文件中，回购义务人应当对投资人向目标公司委派董事有所预期，故回购义务人再以董事委派问题提出抗辩有违“诚实信用”。

2. 回购义务人丧失经营管理权通常不影响其承担股权回购义务

虽然投资人对目标公司的投资往往系基于对原经营团队的信任，但不排除在后续公司经营发展的过程中部分原股东基于各种原因不再在目标公司任职。部分案件中，投资人的意见更可能是原股东离任的部分或决定性原因。

司法实践中，原股东等主体的回购义务系来源于合同约定，且一般不基于其股东身份、高管身份，故其丧失公司的经营管理权通常不影响其承担股权回购义务。例如，在（2019）京0107民初18364号案件中，法院以案涉协议并未将回购义务人担任目标公司高管约定为其承担回购义务的条件为由，不予采纳回购义务人的抗辩意见。

3. 总体而言，在投资人一般程度参与公司经营管理的条件下，只有构成恶意促使回购条件成就，法院才有充足理由否认投资人的回购权

在公司融资过程中，投资人通常处于相对优势地位，相关交易文件约定豁免回购义务的情况极少。如第（2）点所述，回购义务人以投资人参与目标公司经营为由进行抗辩通常没有相应的合同依据。

相应地，在司法实践中，法院常常会以回购义务人未能举证责任投资人恶意促成回购条件为由，不予采纳其抗辩意见。如（2020）沪02民终4649号、（2019）京01民终3192号、（2018）京03民终9992号案件中，法院均以没有证据证明投资人进行了恶意促成回购条款达成的行为为由，判决回购义务人依约承担回购义务。

综上，投资人无需对其参与公司经营、进行投后管理的行为过度担心。只要投资人正常行使股权权利，一般性地参与公司经营，通常不构成行使回购权的障碍。

但是仍有必要提示的是，上述司法实践主流观点并非完全没有例外，在（2019）豫0191民初34077号案件中，河南省郑州市高新技术产业开发区人民法院以投资人已成为目标公司的股东，实际参与了目标公司的经营管理，期间应对目标公司的盈利及亏损承担责任为由，仅支持了投资人主张回购价款的本金部分，而未按照约定的年化15%计算回购价款。

（二）投资人某种程度上实际控制目标公司是否会影响回购？ — 并不一致的司法实践

如前所述，司法实践中判断投资人参与经营是否影响回购的核心是投资人的行为是否促成了回购条件的成就。因而，如果投资人持有股权比例较高，以至于实际控制了目标公司，很可能影响法院对这一问题的判断。如（2016）沪 01 民终 2421 号案件中，上海市第一中级人民法院详细论证了投资人并未实际控制目标公司，亦侧面说明了投资人是否实际控制目标公司系法院考虑的重要因素之一。

当投资人在股权或董事会席位等层面能够某种程度上实际控制目标公司，司法实践对投资人股权行使回购权的认定存在一定分歧：

1. 认为实际控制与股权回购无关

在（2020）沪 02 民终 4649 号案件中，回购义务人主张，投资人实际控制目标公司，对业绩不达标负有责任，在此情况下，回购义务人不承担回购股权的责任。对此，上海市第二中级人民法院认为，本案中《投资协议》及《补充协议》并未约定神海公司有义务协助完成目标公司业绩目标，回购义务人在缔约时应知晓回购条件的实现难度以及回购条件成就的法律后果，无证据表明目标公司不正当地促成回购条件成就，因此，不予支持回购义务人关于实际控制影响股权回购的抗辩。

2. 认为实际控制影响股权回购

2019 年 8 月 15 日，某上市公司发布公告，称其在作为原告的股权回购案件中，山东省高级人民法院以其实际控制目标公司为由，支持的金额仅为其诉讼请求金额的 35%。该案中，山东高院认为，投资者实际参与目标公司的经营管理不符合对赌协议的一般做法，也不符合合同法的一般原则。如果创始股东不能控制公司而承担因公司业绩下滑所带来的损失赔偿即违反权利义务对等原则。投资者作为控股股东参与公司的经营管理，在公司业绩下滑之时还要求创始股东按双倍业绩补偿显然违反公平原则；公司业绩下滑是因外部所处市场竞争的变化及内部管理经营的变化而导致公司未完成盈利预测，从各方提交的现有证据分析，无法判断市场因素在成都英德业绩下滑中所起到的比重，也无法判断更换不同管理者而对目标公司所产生的后果程度，双方对因内部经营管理而造成业绩下滑均负有责任。法院酌定创始股东不需要承担二倍的业绩补偿，而仅需负担一倍业绩补偿 70% 的责任。

该案例突破了“恶意促成条件成就”的判断标准，主要依据“权利义务对等原则”、“公平原则”等法律原则对原股东的业绩补偿义务予以酌减。虽然该案例并非股权回购类案件，但业绩补偿和股权回购作为“对赌”的两种常见形式，在实践中通常适用类似的规则。

3. 投资人应特别注意一票否决权的使用

部分情况下，投资人虽未达到实际控制公司的程度，但可能出于各种考虑在交易文件中约定如“一票否决权”等特殊权利，增强自身对目标公司的影响力。由于此类特殊权利能够直接、根本地影响目标公司的经营管理，与实际控制存在类似的效果，投资人应特别加以注意，确保此类约定的适当性和行使该类权利的必要性，避免带来“意想不到”的后果。

如在（2019）京 01 民终 3192 号案件中，回购义务人主张投资人利用一票否决权干扰公司正常经营，导致业绩下滑，应当视为回购条件不成就。虽然在本案中，北京市第一中级人民法院法院最终以回购义务人未能举证投资人利用在股东会滥用一票否决权不予支持该抗辩，但仍然提示了如果投资人确实滥用了一票否决权，可能对其行使回购权产生影响。

三、结语与建议

根据上述司法实践，投资人的股权回购权来源于其与回购义务人等主体的合同约定，在法律性质上属于“附条件的法律行为”。《民法典》第一百五十九条规定：“*附条件的民事法律行为，当事人为自己的利益不正当地阻止条件成就的，视为条件已经成就；不正当地促成条件成就的，视为条件不成就。*”如果投资人恶意促成回购条件成就，法院可能据此认定回购条件不成就，进而判决回购义务人无须承担责任。

同时，《民法典》第六条一般性地规定：“*民事主体从事民事活动，应当遵循公平原则，合理确定各方的权利和义务。*”如果投资人某种程度上对目标公司构成实际控制，部分法院可能认为此时要求回购义务人基于公司经营状况承担或完整承担股权回购义务将有违公平原则，进而判决驳回投资人的股权回购请求或酌减回购价款金额。

基于上述，尽管就本文所述问题实践中存在不尽相同的裁判思路，但是对于专业投资机构而言，正常行使股东权利、适度参与公司经营管理通常不会构成其行使股权回购权的障碍。需要注意的是，如果投资人参与公司经营管理与回购条件的成就具有直接的关联且存在恶意和/或形成对目标公司某种程度上的实际控制，则其行使股权回购权可能无法得到支持或最终支持的回购价款可能会被予以酌减。就此，我们从投资人的角度，提出下述建议，以供参考：

1. 如有可能，可以考虑在交易文件中明确说明投资人行使参与公司经营管理的行为不影响其行使股权回购权；
2. 投资人参与目标公司经营应当符合交易协议的约定，并尽可能在目标公司内部设置相对完善的决策程序；
3. 投资人为目标公司介绍商业机会或协助公司的发展，建议留存好相应的证据，并明确仅是介绍或帮助，并不承担任何其他法律后果；
4. 尊重原始股东对目标公司的经营管理，并明确公司控制权发生变化的法律后果；
5. 事先进行充分的法律分析，谨慎行使一票否决权。

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