

对赌协议实务系列（六） — 股权回购中回购价款及违约金的计算（上）

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**”）。在实践中，对赌协议的效力和回购义务主体等问题解决后，我们也遇到了诸如股权回购价款及违约金此类看起来微不足道，但关涉回购权利人/义务人的实际利益的问题。对此，我们将分为（上）（下）部分，分别讨论回购价款与违约金的计算问题。

为免疑义，本文仅讨论股权回购的投资溢价，不涉及业绩补偿，业绩补偿相关问题请参见 [《对赌协议中“业绩补偿+股权回购”组合拳之实务简析》](#)。

一、回购价款起算时间的计算

（一）问题的提出

实践中，各方对回购价款的起算时间一般均会有明确约定，例如：

“B 轮投资人持有的每股公司股权的赎回价格等于公司美股价格加上按公司每股价格根据 15% 利息计算得出自 B 轮投资人足额支付增资价款之日起至 B 轮赎回价款之日的回报，减去公司就 B 轮投资人持有的每股公司股权截至 B 轮赎回价款支付之日已经支付的股息/红利。”

那么紧接着的问题是：

- 在没有约定起算时间的情况下，回购价款是否有认定的标准？
- 在没有约定起算时间，且投资本金分次投入的情况下，如何判断回购价款的起算时间？

（二）司法实践

带着疑问，我们检索了实践中相关案例，具体情况是：

¹ 实习生齐瀚葳对本文的写作亦有贡献。

1. 现有案例均支持在没有约定的情况下，按照投资本金的实际支付日作为起算时间

例如，在（2017）津 02 民终 3555 号案件中，法院认为，回购实质上是在双赢目标不能达成之后对投资方权益的一种补足，回购条款设立的目的也就是为了保护投资方的利益，故约定利息作为回购价款的组成部分，应以**投资资金支付之日起**计算即自股权转让款支付之日起计算，而并不能仅视为一种逾期付款的损失。法院进一步认为，股权转让款全额支付完毕之日起算利息更符合合同条款订立的目的。类似的案件还有（2015）苏中商终字第 00200 号、（2021）川 01 民终 6814 号、（2021）京 02 民终 4109 号等。

2. 根据现有案例，法院对自“要求回购日”起计算回购价款的态度较为审慎

例如，在（2018）湘 01 民终 2413 号案件中，法院认为，虽然合同的约定没有明确计算收益的起算时点是“实际支付增资款之日”还是“要求回购权之日”，但结合该条约定第一款“在投资人提出回购要求之日起的 3 个月内，目标公司及实际控制人确保回购人履行回购义务”的约定分析，提出回购要求到履行回购义务间隔不超过 3 个月，再约定从提出回购要求之日起按“年化”收益率计算收益不符合常理和交易习惯，所以法院最终认定按照投资人**实际支付增资款之日**作为计算投资收益的起算时点。

3. 在起算时间约定不明且投资本金分次投入的情况下，原则上仍应按照每笔投资本金实际支付之日分别计算回购价款

多数情况下，如果投资人分多笔支付投资本金，双方往往会明确约定各笔投资款对应回购价款的计算方式，且通常为各笔投资本金分别计算回购价款。例如，约定为“回购溢价=回购本金×利率/365×天数（天数为投资方向目标公司支付股权转让价款之日起至回购义务人支付回购价款之日止，如投资方分期支付股权转让价款，则投资收益按每笔款项实际占用天数分阶段计算）”“如投资本金分期投入则投资期间分别计算”等。

虽然在司法实践中还较为罕见，但在没有具体约定或约定不明的情况下，双方有可能对每笔投资本金对应回购价款的起算时间产生争议。对此，我们认为，鉴于第 1 部分多数法院均支持“在没有约定的情况下按照投资款实际支付之日作为起算时间”，相应类推，在多笔投资本金分次投入的情况下，分别按照每笔投资款实际支付之日独立计算回购价款也具有一定的合理性。例如，在（2021）京 0105 民初 62260 号案件中，即便当事人约定“投资方回购价格=投资方投资价款×（1+12%×n）-投资方已自目标公司取得的利润或股利分配，n=投资年限，即自**首笔投资价款出资完成日**至回购完成日之间的天数除以 365 天”，但原告仍按照**每笔投资本金实际支付之日**提起诉讼请求，并得到了法院的支持。

二、回购价款金额的计算

（一）问题的提出

实践中，各方对回购价款的计算一般均会有明确约定，例如：

“原股东回购对价=本次实际增资价款+自本次增资交割日至回购日本次实际增资价款的年化 10% 收益-投资人在作为目标公司股东期间就拟回售股权取得的目标公司所派发现金红利累计金额。”

那么紧接着问题的是：

- 投资收益约定利率过高的，法院是否会予以支持？

- 投资收益约定利率不明的，法院会如何认定？
- 投资收益是否可以包括复利？

（二）司法实践

司法实践对上述问题的回应是：

1. 当事人之间约定投资收益利率标准的，且约定标准略高于法律规定的民间借贷利率标准的，存在被法院支持的可能

例如，在（2017）京 04 民初 32 号案件中，对赌协议约定，“回购价格的计算公式为：乙方就其取得目标公司股权实际支付的金额 \times （1+30% \times n）-乙方根据本协议第十条‘业绩承诺及补偿’获得的补偿金额-乙方已经取得的分红（n=投资年数，投资年数按照实际投资天数除以 365 计算）”，法院根据上述约定，不仅支持按照上述公式暂计至起诉之日的回购价格（从约定可以看出，回购价款构成中除投资本金外，还有年化 30%的投资收益），还认为此后直至给付之日止的回购金额仍应按照公式计算，相当于进一步支持了年化 30%的期限利益。

需要说明的是，虽然回购价款系当事人意思自治的范畴，但法院能够支持略高于民间借贷利率上限标准的投资收益案件仍系个案。例如，在（2015）民二终字第 204 号案件中，法院认为，回购实质上是在双赢目标不能达成之后对投资方权益的一种补足，而非获利，故其回购条件亦应遵循公平原则，在合理的股权市场价值及资金损失范围之内，不能因此鼓励投资方促成融资方违约从而获取高额赔偿。据此理解，如果当事人之间约定投资收益利率标准显著高于合理的股权市场价值及资金损失范围的，不排除法院予以酌减的可能性。

2. 投资收益约定利率不明的，法院参照同期贷款利率/LPR 确定投资收益利率标准

例如，在（2020）最高法民再 350 号案件中，法院认为，案涉回购义务人的支付义务系依据《协议书 1》确定且《协议书 1》对投资收益的计付标准约定不明，投资人主张参照其他回购义务人在《协议书 2》约定的年利率 10%来计算投资收益，即便存在其他回购义务人的投资收益利率标准可供参考，法院也未予支持。法院最终认定，在 2019 年 8 月 20 日之前按照中国人民银行同期同类贷款基准利率计算；之后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计算。

3. 股权回购金额的计算公式中应尽量避免设置复利计算方式

例如，在（2015）民二终字第 204 号案件中，投资人主张按照复利计算方式向目标公司和/或股东主张回购价款的，没有得到法院支持。在该案中，投资人主张的回购价格计算方式为：回购义务人应自 2012 年 1 月 1 日起以 7,061.92 万元为基数按照年利率 15%计算复利支付股权回购价款，法院认为，复息计算之规定来源于中国人民银行《人民币利率管理规定》，而该规定适用对象仅限于金融机构，故投资人并不具有向回购义务人收取复息的权利。

值得注意的是，该案例形成时间较早，司法观点可能随时间发生改变。我们注意到，包括最高人民法院在内的不少裁判机构不再会一律认定复利约定无效，而是倾向于参照民间借贷利率上限的相关规定对投资收益的计算方式进行下调。例如，根据《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》第二十八条，债权人将利息计入本金计算复利的，只要未超出民间借贷保护限度就可以支持。再如，在我们曾代理的一起约定 12%复利的股权回购仲裁案件中，仲裁庭裁决并没有完全支持回购价款 12%的复利，而是根据案件情况进行了区分，在截至原定回购日时按照复利 12%计算，在自原定回

购日至实际回购日时按照单利 12%计算。

实践中的回购期限一般较长，如果回购义务人还存在逾期，客观上增加了复利计息基数和计息期间，极有可能导致最终的投资收益超过民间借贷的利率上限，进而无法得到裁判机构的全部支持，可见设置复利计算方式仍旧存在较大的不确定性。

三、我们的建议

尽管回购价款起算时间及金额计算的问题看上去争议不大，但是如前所述，实际出资日、多次出资的完成日、股权回购日、增资协议生效日、股权交割日，都可能会被用来回购价款的起算时间，而回购价款中约定的投资收益利率标准过高，也存在不被全部支持的可能。

结合上述分析，为了避免不确定性产生不必要的争议，我们提出以下实务建议以供参考：

1. 明确约定回购价款的起算时间

即便法院在没有约定的情形下多数会认定按照投资本金实际支付之日作为回购价款的起算时间，但我们仍建议在回购条款中具体约定回购价款起算的时间：（1）如果双方希望约定其他的起算时间，应当在回购条款中明确，但也要注意起算时间的合理性，避免因违反公平原则而导致适用的不确定性；（2）如希望以投资款实际支付之日为回购价款起算时间（特别是在投资款分次支付的情况），最好也要在回购条款中明确约定，以避免产生不必要的争议。如约定回购价款=投资款金额×利率×投资期间（投资期间为投资方实际支付投资款至回购义务人履行回购义务之日止，如投资款分期支付则按每笔投资款实际占用天数分别计算）。

2. 以公式约定回购价款的计算方法，从而避免“利息”问题的相关争议

例如，在（2017）京民初 137 号案中，当事人在合同中约定：“本协议项下回购价款=股权转让价款金额×（1+12%÷365×自股权转让价款全部支付之日起至回购日实际经过的天数）”。采用“公式”的表达方式旨在避免“利息”“复利”等概念引发的争议，同时尽量采用更易客观量化的公式变量，避免纠纷产生时双方对于变量还存在较大争议。

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