

对赌协议实务系列（八） — 回购责任上限条款及其适用排除

作者：刘静 | 马晨轩¹

近年来，受新冠疫情、经济下行压力等诸多因素的影响，对赌纠纷的案件数量整体呈上升趋势，也使得创业者对签订对赌协议、以其个人财产为对赌失败承担责任抱以越来越谨慎的态度。以此为背景，在对赌条款的设计中，创业者往往希望为其回购义务设置一定上限，而投资者则要想办法避免创业者逃避应有的责任。本文希望结合现有的司法实践，对股东回购责任上限约定的效力和风险进行分析，以期对实践中的最新问题予以回应，为投融资双方提供实务借鉴和参考。

一、问题的提出

在企业投融资过程中，对赌条款的签订最能体现投融资双方的博弈过程，双方都必然基于各自对投资风险的认识，尽可能寻求最有利于自身的约定方式。

从融资方的角度而言，近年诸多对赌失败的案例使得创业者对公司经营风险的认识不断深入，创业者越来越不愿意以其个人财产对创业失败承担回购责任，因此创业者往往会要求仅以其所持公司股权为限承担回购责任，通常的约定方式为：

- 初始股东以其持有的目标公司股权为限承担回购义务；或
- 初始股东以其持有的目标公司股权价值为限承担回购义务。

而从投资方的角度来看，投资方即便可能接受该等回购责任上限条款，但往往也要对创业者的行为加以必要的限制，避免对赌条款失去对创业者的激励和限制作用。因此，投资方一般会对该条款增加一项排除适用规则，例如：

- 初始股东以其持有的目标公司股权/股权价值为限承担回购义务，但初始股东存在故意、重大过失或欺诈的情形除外；或
- 仅当初始股东不存在故意、重大过失或欺诈时，初始股东以持有的目标公司股权/股权价值为限承担回购义务。

上述四种约定方式尽管在表述方式上的差别不大，但实际产生的法律效果则可能“天差地别”。因此，本文将结合现有司法实践，对不同约定方式下的法律后果加以具体分析。

¹ 实习生齐瀚葳对本文写作亦有贡献。

二、回购责任上限条款的效力和相关问题

（一）回购责任上限条款的效力已初步得到司法实践的认可

在对赌条款已明确约定创始股东回购义务上限的情况下，由于该约定符合双方当事人的真实意思表示，又未违反法律、法规的效力性强制性规定，故只要不存在其他引发无效的特殊情形，法院一般会认可回购责任上限条款的效力。

如（2019）沪 0151 民初 8768 号案件中，当事人约定“出现回购情形后要求甲方（创始股东）回购乙方（投资人）持有本次股权转让所获目标公司的全部股权的，甲方以其直接和间接持有的目标公司股权为上限”，法院认可了该条约约定的效力，判决：创始股东以其直接和间接持有的目标公司的股权价值为限，共同支付投资人股权回购款 1,000 万元及相应的利息。

（二）以股权为限与以股权价值为限的差异

虽然目前可公开查询的司法案例中尚没有明确讨论到“以股权为限”和“以股权价值为限”两种约定方式的解释及差别，但我们认为“股权”和“股权价值”毕竟并非同一概念，此两种约定方式应当采取不同的理解。具体而言：

“股权”代表一项特定的财产权利，“以股权为限”的约定方式则强调这一财产权利的担保属性，其约定性质与股权质押类似，则投资人的权利范围应限于创始股东所持目标公司的股权，且随着股权实际价值的不断变化，创始股东责任的上限也必然会相应发生变化。如（2019）粤 03 民终 25530 号案件中，双方约定“创始股东以其持有的目标公司股份为目标公司的回购义务提供担保”，法院认为创始股东应以其签订协议时持有的目标公司股份（63.37%）为限向投资人支付回购价款。由于案件发生时，创始股东持有目标公司股份已不足 63.37%，法院还判决对于不足部分，创始股东应按照签订协议时的股权价值予以补足。

而“股权价值”则是可以通过某种方式具体测算的数值，以“股权价值为限”仅强调股东承担的回购义务应当具有一定上限，但未对其承担义务的方式作出任何限制，因此“以股权价值为限”的约定方式与“以股权为限”至少存在以下区别：

1. **“以股权价值为限”并未彻底隔离创始股东的个人财产。**由于“以股权价值为限”仅仅是对创始股东回购责任的金额限制，故在执行程序中，投资人的权利不应限于拍卖变卖创始股东所持目标公司股权所得价款，而应允许投资人在“股权价值”的范围内，有选择地执行创始股东的各项财产。
2. **“以股权价值为限”的约定尚需明确计算股权价值的时点和具体方式。**我们认为，如仅仅约定“以股权价值为限”，则仍然存在约定不够明确的问题。从计算时点来看，“股权价值”既可能指投资完成后目标公司股权的价值，也可能指投资人主张回购权利时的股权价值；而从计算方式来看，则可能存在直接按照投资时目标公司的估值计算、由法院委托评估计算以及按照拍卖变卖股权所得价款计算等不同方式。

在“以股权价值为限”的约定模式下，如相关条款未对计算股权价值的时间和方式予以明确，目前实践中尚没有相关案例讨论该如何界定股权价值的问题。但根据我们在对赌纠纷和相关执行案件中的处理经验，我们倾向于认为：法院（特别是在执行阶段）更有可能采取相对谨慎的态度，参照“以股权

为限”约定模式的处理方式，采取委托评估的方式确定股权的价值。而在目标公司经营不善，已经不能完成对赌目标的情况下，这一处理方式很有可能不利于投资人的利益。

三、“故意、重大过失或欺诈”的限制条件

（一）“故意或者重大过失”的理解与应用

在《民法典》中“故意或者重大过失”一词共出现 15 次，并在不同情形下对应着不同的法律后果。比如《民法典》第 506 条规定：“合同中的下列免责条款无效：……（二）因故意或者重大过失造成对方财产损失的。”

我们倾向于认为，在回购责任限制条款中约定“故意或者重大过失”的排除情形与上述规定所表达的精神基本一致，即如放任合同当事人在“故意或重大过失”的情况下仍适用责任限制条款，则无异于纵容其违反诚实信用原则的行为，故该等排除条件的效力应值得肯定。

对于“故意或者重大过失”的认定问题，《民法典合同编理解与适用》明确：“重大过失是介于故意与一般过失之间的一种过错类型，其构成既要求行为人主观上对行为的性质与损害有认识，也要求行为人在客观上制造了一种巨大的危险”。这一定义包括了“主观”和“客观”两个方面，其中主观上的认识包括知道和应当知道，“应当知道”通常需按照一般人的注意标准予以推断；而客观上“巨大危险”的认定则需要“从危险转化为损害的可能性、损害现实化后的严重性以及行为人采取预防措施的成本几个方面予以考量”。

对应到对赌纠纷的具体语境之下，“故意或者重大过失”意味着创始股东知道或者应当知道其行为有悖目标公司的利益，不利于对赌目标的实现，且该行为客观上严重影响了对赌目标的实现，损害了投资人的利益。

在以上市或业绩目标为对赌条件的情况下，考虑到商业风险的客观存在，除非有证据证明创始股东存在占用公司财产、滥用股东权利等严重损害公司利益的恶性行为，否则通常难以将目标公司未能达成对赌目标归咎于其创始股东的“故意或者重大过失”。比如，在（2020）浙 01 民终 1060 号案件中，出让方明确承诺：“鉴于该项转让的前提是目标公司经营场地的租赁期限为 2019 年 12 月 31 日，据此，出让方承诺，若该经营场所无法按照原租赁合同的约定，至 2019 年 12 月 31 日结束，则出让方将全额退还受让方转让股权的款项，并酌情退还合伙期间的其他投入资金并酌情退还合伙期间的其他投入资金”，且目标公司最终未能按承诺延续案涉租赁场地的租赁期间。即便如此，法院仍然认为“考虑到合作投资项目存在一定的商业风险，而出让方虽最终未能按其承诺内容延续案涉场地的租赁期限，但出让方在此过程中亦不存在明显的故意或重大过失”，最终仅酌情支持了返还股权转让价款，而未支持退还合作期间的其他投入资金。

基于上述，我们认为，《民法典》与司法实践均对“故意或重大过失”的认定采取了较为谨慎的态度，投资者主张创始股东对公司经营不善、未能达到对赌目标存在“故意或重大过失”的实际难度往往较大。

（二）股权转让纠纷下“欺诈”的认定

《民法典》第 148 条规定：“一方以欺诈手段，使对方在违背真实意思的情况下实施的民事法律行为，受欺诈方有权请求人民法院或者仲裁机构予以撤销”，第 149 条进一步对第三人实施欺诈的情形进行了明确规定。

根据以上规定的定义，“欺诈”的构成要件包括故意告知虚假事实、隐瞒真实情况的行为和导致对方当事人作出错误的意思表示的后果。具体到股权转让纠纷中，通常是指转让方提供虚假的财务资料或故意隐瞒公司财务资料，导致受让方对所投资股权的价值产生误解，进而产生错误的意思表示的情形。

需要注意的是，在股权投资“欺诈”的具体认定中，法院通常会认为原告应该尽到投资者应有的注意义务，对被投资公司展开尽职调查。因此，除非有证据表明被告提供了虚假的财务资料或恶意隐瞒了重大不利事项，且虚假事实对投资决策产生实质性影响外，投资者主张存在欺诈的难度较大。比如（2019）粤0104民初19938号、（2021）川01民终6603号案件中，法院都认为原告作为投资者和具备完全民事行为能力商事主体，应当充分知晓投资的风险，并对标的股权的对价有基本的判断和审慎缔约的义务，在签订相关协议时应主动核实被投资公司的工商登记情况、出资情况、财务情况、经营情况等必要信息，如原告未进行必要的审查，则属于其自身存在疏忽，不能据此认定被告存在欺诈行为。

因此，我们认为，法院对回购责任上限条款中“欺诈”的认定同样会适用相对严格的审查标准，除非有证据证明创始股东在融资时提供或刻意隐瞒了有关目标公司的重要信息，投资者主张存在欺诈的难度同样较大。

（三）不同约定方式与举证责任的分配

《民事诉讼法》确定了“谁主张，谁举证”的基本举证责任分配原则，如《民事诉讼法》第67条规定：“当事人对自己提出的主张，有责任提供证据”，《民诉法解释》第90条进一步规定：“在作出判决前，当事人未能提供证据或者证据不足以证明其事实主张的，由负有举证证明责任的当事人承担不利的后果。”

因此，在投资人主张回购的情况下，投资人需要就回购条件已经达成、协议约定创始股东承担回购义务等问题承担举证责任，而创始股东则应就其提出的各种抗辩或免责事由进行举证。

在这一前提下，本文第一部分所列举两种排除适用的约定方式，可能会导致法院对举证责任的分配产生巨大区别：

1. 在约定“故意、重大过失或欺诈的情形除外”的情形下，系以创始股东所持股权/股权价值为限承担回购义务为原则，以存在“故意、重大过失或者欺诈”的情形为例外，故法院更有可能认为原告需要对“故意、重大过失或者欺诈”的存在承担举证责任，否则即应按照更原则的约定作出判决。
2. 在约定“仅当创始股东不存在故意、重大过失或欺诈”的情形下，仍以创始股东承担全部回购责任为原则，不存在“故意、重大过失或者欺诈”系其免责条件，则法院更有可能将举证责任分配给创始股东一方，对于投资人相对有利。

四、我们的建议

如前所述，创始股东回购责任上限条款属于对赌纠纷领域最前沿的问题之一，目前缺少足够的案例支持，相关问题难免存在一定争议。本文尽可能地结合已有案例的观点和基本理论，就此类约定中的两类重点问题进行了梳理并提出了初步的意见。

基于上述分析，我们从保障投资人合理的利益和预期的角度，提出以下实务建议，以供参考：

（一）明确“股权价值”的计算时点和计算方式

如前所述，如果约定创始股东以所持目标公司股权为限承担责任，或仅约定以股权价值为限承担责任但未对股权价值的计算方式予以明确，则法院通常会以投资者主张回购时创始股东所持股权的评估/拍卖价值确定创始股东的责任上限。

一般而言，如果回购条件得以触发，通常说明创始股东的经营未达到预期，则目标公司股权的实际价值往往已经低于投资时目标公司的估值或实际价值，故如果采取此种计算方式，投资人的权益很可能无法得到充分的保障。

因此，我们建议投资人应当争取在回购责任上限条款中明确约定“股权价值”的具体计算方式，如按照本轮投资时目标公司的估值计算等。

（二）以具体限制条件补充或替代“故意、重大过失或者欺诈”的排除适用规则

前述分析已经提到，投资人在回购责任上限条款的拟定过程中，可以将“全部责任”设定为原则，而不存在“故意、重大过失或者欺诈”条件下的责任上限为例外，以此影响法院对举证责任的分配，争取有利的结果。

但即便如此，由于“故意或者重大过失”和“欺诈”的抽象性以及法院在相关认定中的审慎态度，法院判断创始股东是否存在“欺诈”或“损害公司利益”的故意，或者认为创始股东虽然存在不当行为但未达到严重影响公司经营或影响投资人判断，均会对创始股东回购责任上限的裁判结果产生较大的不确定性。

就此，我们进一步建议投资者可以在相关约定中将排除适用回购责任上限的情形进一步细化，比如在（2019）沪0115民初31035号案件中，双方按照是否适用回购责任上限区分约定了不同的对赌条件，对排除适用回购责任上限的对赌条件约定为“原股东或管理层出现重大个人诚信问题，包括但不限于未向新股东披露任何账外现金销售收入、未能勤勉尽责造成公司重大内部控制漏洞等情形”，得到了法院的认可。

因此，我们建议投资人具体明确地将“竞业限制”“管理团队稳定”“重大诚信问题”等特殊类型的回购条件排除在回购责任上限约定之外，以避免因“故意、重大过失或者欺诈”的抽象性而产生的争议。

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