

HANKUN

汉坤律师事务所
Han Kun Law Offices

汉坤

股权回购纠纷

实务指引

(第二版)

二〇二五年五月

写在第二版更新之际

2023年，回购对许多人而言似乎还很遥远；到了2024年，回购退出已然是市场上最热的话题之一，许多人都已亲历其中。

关注和热点背后，有着更为深刻的系统性与结构性压力。募资端对风险的容忍度逐渐降低，资本的流动性受到严峻考验。资本的契约精神与创业的热血理想，在这场新的变局中，不断碰撞、磨合、交织。新《公司法》下的定向减资问题，最高院《法答网精选答问》中的回购行权问题，频频引发各方关注。

在过去的一年中，我们与创业者、投资者以及监管部门都有过很多的交流，正如我们在第一版序言中所述，我们希望在法律侧利用专业知识推动行业发展，希望各方都能够在全方位理解回购条款含义和风险后做出理智的商业选择，而不是无意识地落入陷阱或陷入文字游戏的误区。

在第二版中，我们主要做了以下更新：

1. 我们利用公开的信息进行了可视化的数据分析；
2. 我们更新了新《公司法》对回购的影响；
3. 我们增加了关于国企回购的特殊要求；
4. 我们讨论了如果无法回购可能导致的破产清算问题；
5. 我们补充了在回购之外还有其他哪些可能的退出手段。

“云销雨霁，彩彻区明”，我们始终相信，秩序终将归于理性。愿所有置身其中的人，都能在风浪之中积蓄力量，满怀信心，乘风而起！

刘冬/刘静

2025年5月

序言

2023 年的冬天还没来，资本市场却早已是寒意逼人。

在这个特殊的时期，股权回购成为很多人关注的焦点。在我们处理过以及正在处理的与投融资退出有关的争议案件中，我们清晰地感受到了投资人和创始人之间为回购条款每一细节的博弈与妥协，也看到了裁判尺度不同对各个利益相关方所带来的困惑与困扰，这些博弈、妥协与困扰既存在于很多前端条款的争议解决分析和处理中，也大量存在于争议产生后案件的代理和谈判里。

在我们经历过的，数量已经多到足以对很多问题进行量化分析程度的案件中，不论是投资人还在创始人，他们关心的很多问题是存在高度共性的。我们做这份实务指引的初衷，正是希望根据我们的丰富经验，对这些高度共性的受到广泛关注的问题给出具有实操参考价值的答案，以帮助投资人和创始人更有针对性地进行商业决策，提高效率降低成本。我们在九个月的时间里，利用工作之外的时间完成了这项工作。在这份实务指引中：

我们梳理了股权回购中常见/不常见的各种实操问题，希望能为大家带来更多的指引和思考；

我们就大家关注的法律问题附上了不同角度的案例，我们相信在法条和理论之外，活生生的案例更有代表性和说服力；

我们用了一些篇幅，介绍了境外回购以及香港仲裁的一般流程，希望能使得大家对回购案件中可能会涉及的一般境外程序有所了解。

尽管凛冬已至，我们始终相信无论何时，深耕专研都是制胜之道，我们也更愿意在这个充满变化、危机和机遇的时代中，做点、再多做点什么。

道阻且长，行则将至；行而不辍，未来可期！

刘冬/刘静

2023 年 10 月 23 日

作者团队介绍



刘冬

+86 10 8525 5519
eric.liu@hankunlaw.com

刘冬律师专长于公司治理类尤其是公司控制权争议解决，在多起社会关注度极高且规模巨大的公司控制权系列争议中成功帮助客户取回公司控制权。刘冬律师擅长解决疑难复杂的商事争议，尤其擅长于为客户设计具有高度可行性的法律方案以通过法律手段有效实现客户的商业目标。刘冬律师同时擅长于为客户设计并建立高效的法律风险管理机制，对通过提前预判和有效管理来降低客户在商业活动中的法律风险拥有独到而深刻的见解。此外，刘冬律师在帮助各个行业客户通过非诉讼纠纷解决机制解决其法律纠纷方面有丰富的实践经验。

刘冬律师曾代表多家国内外知名公司参加了涉及多个商业领域的重大仲裁与诉讼并均为客户取得有利结果。刘冬律师有代理客户在国内和国外多家仲裁机构参与仲裁案件，以及在包括最高人民法院在内的各级法院代理诉讼案件的丰富经验。刘冬律师还曾多次作为中国法专家参与境外仲裁与诉讼案件并提供专家证言。



刘静

+86 10 8525 4692
jing.liu@hankunlaw.com

刘静律师主要从事商事争议解决领域的法律服务，特别是在投融资争议和公司控制权争议领域具有丰富的经验。

在投融资争议领域，刘律师曾多次代表当事人处理各类股权回购纠纷、基金控制权纠纷以及基金投资人/合伙人退出纠纷，并取得了令人满意的结果。基于丰富的相关争议处理经验，刘静律师还擅于从争议解决的角度帮助投资机构客户建立、完善股权投资的风险管理体系，更好地管理和预防投资风险。

在控制权争议领域，刘律师参与了一系列在市场上具有重大影响力的公司控制权争议案件，能够综合诉讼/仲裁、行政、刑事等各个角度进行全面考虑，为客户提供更高效、可行的法律服务方案。

刘律师代理了包括最高人民法院在内的各级法院的大量诉讼案件，也在中国国际经济贸易仲裁委员会、北京仲裁委员会、深圳国际仲裁院等知名仲裁机构代理客户处理多起重大、复杂的仲裁案件。基于多年积累的丰富经验，刘律师善于从客户的实际情况出发制定具有高度可行性的诉讼/仲裁策略，并能够在案件处理过程中恰当地运用诉讼技巧，全方位实现客户利益最大化的目标。



黄瑞

+86 10 8525 4603
rui.huang@hankunlaw.com

黄瑞律师主要从事创业投资及私募股权投资、兼并收购、外商投资、境内外上市重组、公司合规等领域的法律服务，对相关产业政策、架构设计、资本运营、产业投资、项目运作等有具体、深入的了解和丰富的实务经验。

黄律师代表的客户广泛而多元，包括许多知名企业、投资基金、初创企业和正在快速成长的公司，涉及科技、人工智能、半导体、生物、医疗和制药、互联网、电信传媒、信息技术、消费品和教育等行业。



章伟

+86 10 8516 4210
wei.zhang@hankunlaw.com

章律师的主要执业领域为商事争议解决。章律师曾参与处理包括股权投资与回购纠纷、私募基金纠纷、公司并购纠纷、控制权争夺、跨境投资和贸易纠纷、保险与再保险合同纠纷等方面的商事诉讼与仲裁案件。特别是章律师曾参与了多起在具有社会关注度的公司控制权纠纷案件，并代表多家投资机构处理多起股权回购纠纷，为客户争取了有利的结果。

章律师在全国各级人民法院以及中国国际经济贸易仲裁委员会、北京仲裁委员会、深圳国际仲裁院等仲裁机构具有丰富的办案经验，积累了丰富的经验。



彭游林



宋攀

致谢

衷心感谢参与本文案例搜集与整理工作的实习生同学，大家的专业精神和细致工作为本文的顺利完成提供了有力支持，在此谨致以诚挚谢意。

目 录

第一章 股权回购纠纷概述	1
第一节 股权投资退出的商业视图	1
第二节 股权投资中的对赌协议	6
第三节 基于千余件股权回购案例的实证分析	9
第二章 回购义务主体与回购责任	20
第一节 回购义务的主体和可履行性	21
第二节 回购义务与连带责任的约定	36
第三节 目标公司未能履行回购义务的违约责任	51
第四节 回购责任上限条款及其适用排除	54
第三章 回购条件的约定和提前触发	65
第一节 回购条件的常见约定	66
第二节 上市型回购条件的提前触发	78
第四章 股权回购权的行使	84
第一节 股权回购权的行使期限	85
第二节 业绩补偿和股权回购的竞合	104
第五章 回购价款的计算与受偿顺位	118
第一节 回购价款及违约金的计算	119
第二节 多轮投资人的回购款受偿顺序	133
第六章 公司经营与股权回购	143
第一节 投资人参与目标公司经营对行使回购权的影响	144
第二节 目标公司上市过程的回购条款清理问题	155
第三节 目标公司破产对股权回购的影响	163
第七章 跨境股权回购行使的相关问题	173
第一节 境外案件在国内的财产保全及承认与执行	174
第二节 开曼层面的股权回购与清算程序	181
第三节 境外司法程序涉及的费用	186

第八章 新《公司法》下股权回购的变化与完善	190
第一节 新《公司法》对股权回购的影响.....	191
第二节 新《公司法》背景下优化股权回购的建议	202
第九章 国有企业股权回购合规分析	204
第一节 国有企业作为投资人行使回购请求权	205
第二节 国有企业作为回购义务人承担回购义务	220
第十章 投融资交易中的非诉退出路径	228
第一节 领售权及随售权的效力及适用.....	229
第二节 优先清算权的效力及适用	233
第三节 自行清算与强制清算.....	238

第一章 股权回购纠纷概述

第一节 股权投资退出的商业视图

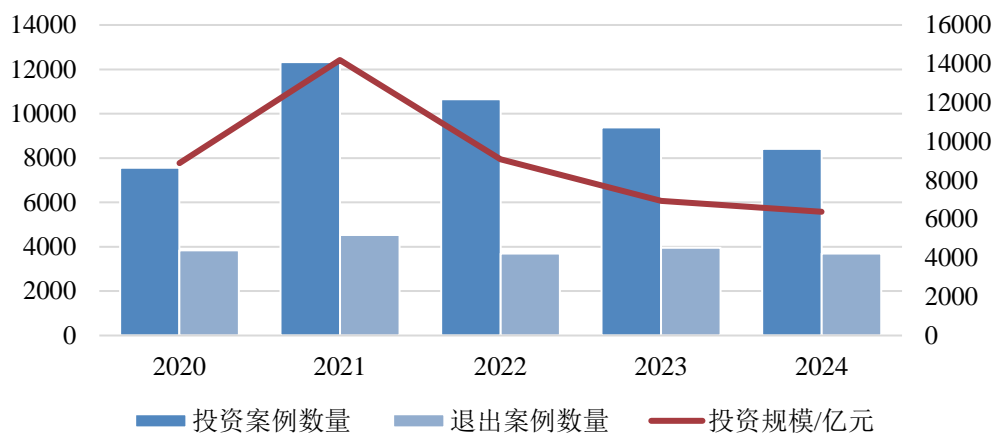
一、国内市场股权投资退出概览

（一）数量特征：股权投资退出热度居高不下

整体来看，股权投资领域在投资端的变化与宏观经济状态走势基本吻合，其中，受新冠疫情冲击，2020年投资案例数量相较于前一年度同比下降8.2%；2021年，国家宏观经济在疫情后逐步复苏，股权投资数量迅速回暖上涨至12,327起，投资规模也上涨至1.42万亿元，同比上涨60.4%；2022年，在市场流动性收紧的大环境下，投资端所受冲击最为明显，投资数量及投资金额同比分别下降13.6%、36.2%；2023年及2024年，投资端仍然受挫下跌，整体股权投资速度小幅放缓。¹

在股权投资退出端，同样受新冠疫情影响，2020年退出案例数量相较于前一年度同比上涨30.3%。2020年之后，退出案例基本稳定在年均4000余件，其中，在2023年度，伴随投资端投资数量及投资规模的下跌，退出数量却不降反增，足以窥见市场机构始终在积极寻求退出路径。

投资案例与退出案例的数量变化（2020-2024）

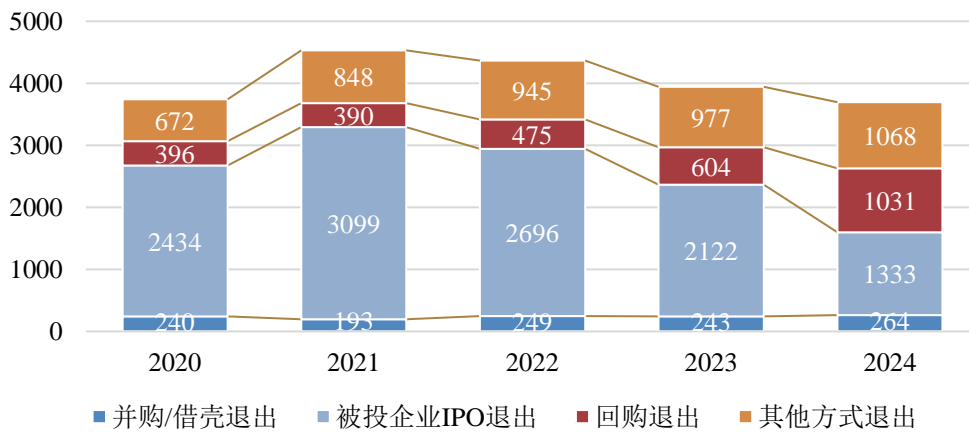


¹ 本节所援引数据均来自于对网络公开信息的收集、整理及分析，因统计口径及极值案例的影响，不同标准项下统计数据可能存部分误差。

（二）形式特征：多样化的投资退出路径

在投融资交易中，投资人的退出途径主要是上市退出、并购/借壳退出、回购退出、股权转让退出以及公司清算退出等。如下表所示，虽然目前仍以被投资企业境内外上市退出作为投资机构最主要的退出方式，但随着国内上市窗口收紧，境外上市逐渐占据显著比例，市场机构也逐步开始转向股权转让、回购等其他多元化的退出路径。其中，选择回购退出的机构数量逐年攀升，到 2024 年度，回购退出的数量自 2023 年的 604 件显著上升至 1,031 件，占比高达 28%。

股权退出路径分布（2020-2024）

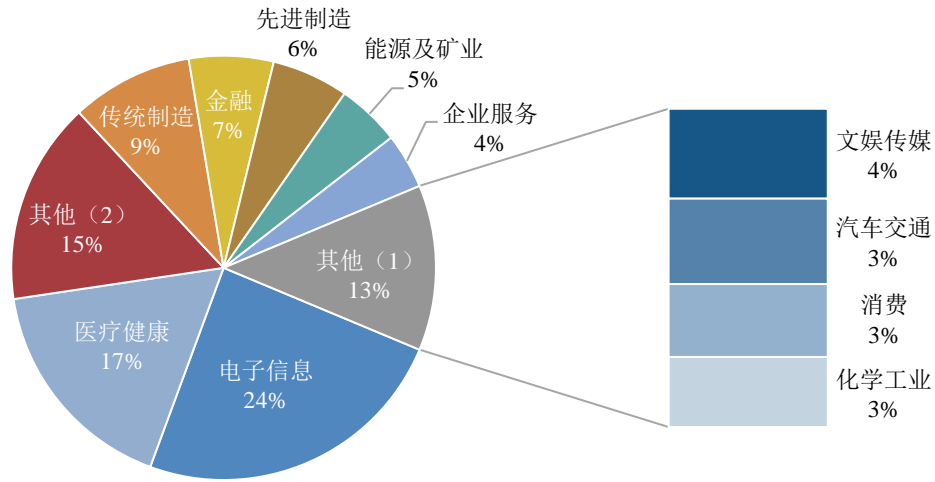


（三）行业分布特征：集中于电子信息与医疗健康行业

近年来，经历了互联网、娱乐传媒、教育培训等行业的快速发展后，制造强国相关领域在风云变幻后逐渐成为主流，市场投资机构开始将目光聚焦于硬科技领域。因此，投资机构逐渐从电子信息（包括半导体及电子设备、互联网、IT 等）行业退出，其在过去五年间的退出事件数量达到 6341 件，占比 24%。除此之外，因新冠疫情催动医疗健康行业（包括生物技术、医药）的爆发式增长，相关行业的退出收益指标在短期内迅速上升，在过去五年的退出数量也高达 4441 件，占比 17%。过去五年中，退出事件发生量位居第三的传统制造行业占比则仅有 9%，与前两者相去甚远。除此之外，金融业、能源及矿业、企业服务业、文娱传媒、汽车交通、化学工业等行业也分别占据 3%以上比例。

以 2024 年为例，在细分领域项下，退出数量排名前三的行业分别为半导体及电子设备、生物技术/医疗健康、IT，退出数量分别为 766 件、633 件及 633 件。

退出事件行业分布（2020-2024）

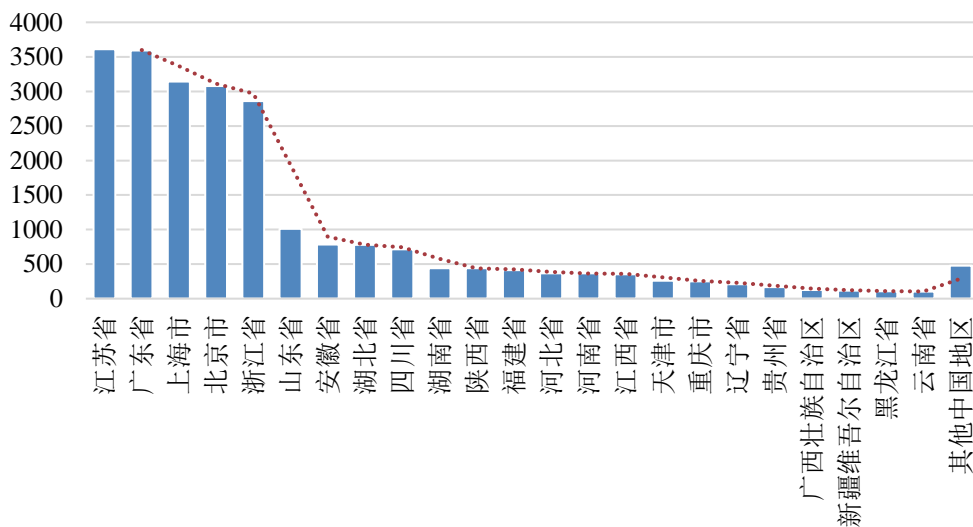


（四）地域分布特征：集中于国内经济发达地区

从被投资企业角度观察，绝大多数被投资企业所在地为国内经济发达地区，尤其集中于江苏省、广东省、上海市、北京市与浙江省。此外，也有少部分企业的注册地在开曼群岛、英属维尔京群岛等特殊海外区域。

与之对应，北京市、上海市、深圳市、杭州市、苏州市等在内的城市新设基金数量、募集资金规模、股权投资数量、退出数量及被投资企业 IPO 数量等维度上亦均名列前茅，是股权投资市场募、投、退最活跃的城市。

退出事件中被投企业的注册地分布（2020-2024）

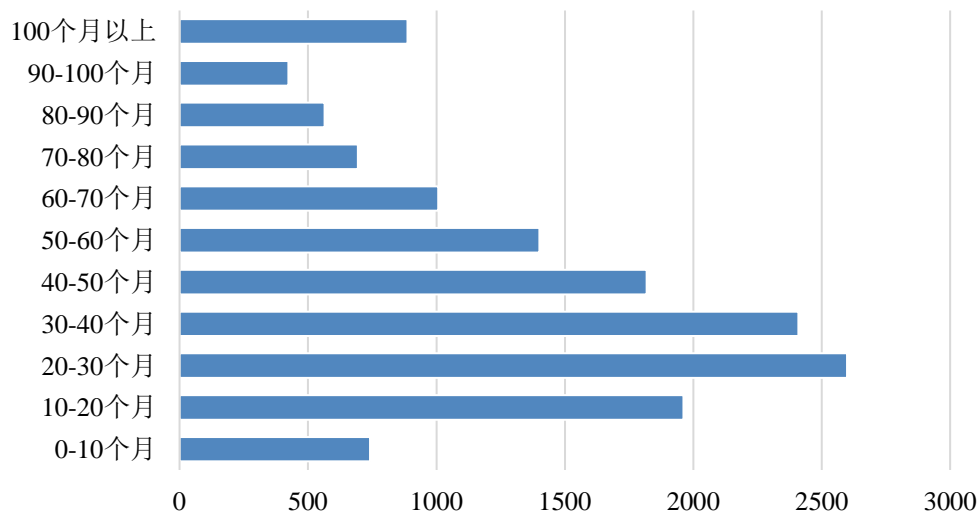


二、投资退出的突出问题

（一）投资周期特征：投资周期越长，越难退出

如下图所示，整体而言，投资周期越长的项目，实现退出的压力更大。在过去五年间，实现投资退出的项目中，平均投资退出周期为 45 个月，中位数为 57 个月，顺利实现退出项目的投资周期集中于 14 个月至 35 个月的区间。对于投资周期超出 35 个月的项目，投资周期与退出事件数量呈现近似反比例变化的关系。

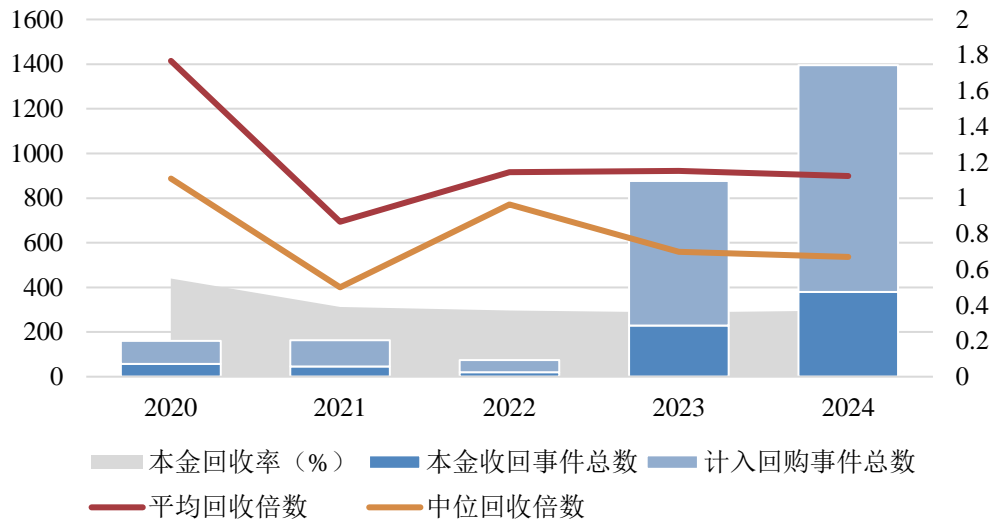
退出事件投资周期分布图（2020-2024）



（二）退出回报率特征：多数退出只能实现略高于本金的收益

因部分数据缺失且存在部分极端数据，我们系统性地整理了 2020 年至 2024 年间回购退出案例的回报情况。相较于 IPO 退出的多倍回报率及并购或股权转让退出 1.5 倍左右的相对高额回报率，回购退出的回报率相对更低。具体而言，除 2020 年相对较高外，其余年份均低于本金或仅略高于本金，平均汇报倍数不足 1.1 倍，仅高于清算退出。

回购退出回报情况（2020-2024年）



需要说明的是，股权回购退出也存在其显著优势，不同于 IPO 退出需要历经重组改制到发行上市 3 年左右的长期跟踪，亦不同于股权转让退出易出现异常值并对整体收益趋势影响较大的不确定性，回购退出相对稳定、可预见性较高。根据上表统计，近五年来，有 30% 左右的投资人能够成功通过回购实际实现退出，且该等比例亦整体平稳。便于后续理解，我们将在下一节就股权投资的核心内容“对赌协议”的商业价值及主要风险进一步阐释。

第二节 股权投资中的对赌协议

《全国法院民商事审判工作会议纪要》（下称“《九民纪要》”）将股权投资中对赌协议的概念解释为：对赌协议是指投资人与融资方在达成股权性融资协议时，为解决交易双方对目标公司未来发展的不确定性、信息不对称以及代理成本问题而设计的包含了股权回购、金钱补偿等方式以保障投资人的退出或投资收益的协议。

虽然普遍认为对赌协议属于一种“舶来品”，但其在我国境内投资实践中被应用的频率似乎已超过境外市场。客观来讲，对赌协议作为投资保障、价格发现和管理激励的工具，有着其他优先权条款难以替代的商业价值，而股权回购作为对赌中最常见、典型且有效的方式，在股权投资交易中发挥着不可忽视的作用。

一、对赌协议的商业价值

（一）对于投资人

1. 促进投融资双方对目标公司价值达成一致。由于信息不对称的客观存在，投资人无法完全了解目标公司的实际价值。对赌协议发挥“估值调整机制”的作用，帮助投融资双方减少对目标公司价值的分歧，有效促进投融资双方在相对的合理范围内达成一致意见。

2. 约束和激励创始股东团队。由于投资人一般不会过多参与、介入目标公司的管理，而是仍将目标公司的实际管理交由创始股东团队负责。因此，创始股东团队对目标公司的金钱投入远低于投资人，却控制着目标公司的经营，从而有可能产生代理成本问题。对赌协议所设置的上市或业绩承诺等目标可以作为一种对创始股东团队的约束和激励机制，促使创始股东勤勉负责地工作，实现符合创始股东和投资人共同利益的目标。

3. 平衡早期投资高风险、低流动性的困境，赋予投资人退出机制。对于私募基金投资人，由于其投资对象以成长期的公司为主，目标公司通常尚不具备盈利能力，未来发展也存在高度的不确定性，故投资人的投资风险较大；另一方面，非上市公司股权的流动性相对较差，在目标公司上市前，投资人商业上的退出途径有限。因此，股权回购型的对赌减轻了投资人的退出压力，较好地满足了股权

投资中投资人（特别是私募基金）的需求。

（二）对于融资方

1. 缓解创业公司融资难题。早期创业公司融资难度本来就极高，对赌协议的签订能够有效促进投融资交易的达成，解决中小企业融资难、融资贵的问题，缓解创业企业的现金流压力。

2. 维持对公司的控制。对赌协议普遍应用于引入财务投资人的股权融资，投资人对目标公司经营的直接约束或干预较少，通常能够支持创始团队继续控制目标公司，发挥创业者的创新创业精神。

二、对赌协议的主要风险

当然，实践中，也有部分观点认为“对赌协议是柄双刃剑，特别是在风险投资、私募投资行业中有可能存在滥用的情形”，从而质疑对赌协议的广泛应用对社会经济发展的意义。

1. 部分投资人过度依赖对赌协议的保障。对于对赌协议的依赖可能导致投资人放松对目标公司的尽职调查和基本价值的分析，导致对公司价值和未来发展前景的分析未被放在投资决策的首位，使得资金不能被有效配置给最有发展前景的创业公司。

2. 创始股东接受投资时可能过度自信。创始股东在签订对赌协议时可能未充分意识到公司发展的不确定性；而对赌失败后，创始股东和目标公司可能面临高额的债务风险，不利于创新创业公司的进一步发展。

3. 对赌协议的道德风险。在面临对赌失败压力的情形下，少数创始股东有通过财务造假、转移财产等各种手段逃避对赌责任，甚至利用对公司的控制地位进一步侵害投资人合法权益的道德风险。

基于上述，对赌协议的商业价值明显，但如过度或不合理使用亦可能产生负面效果。因此，在司法实践中，虽然股东提供对赌的有效性已经得到了《九民纪要》的认可和司法实践的普遍确认。但就对赌当中存在的一些特殊约定和问题（如行使回购权的期限、投资人参与目标公司经营对回购权的影响等），司法实践中并未形成统一意见。

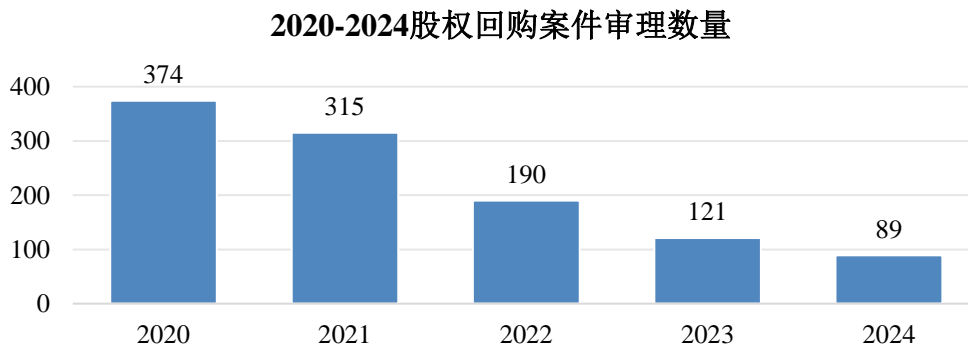
另一方面，随着投融资商业实践的不断发展和变化，新型的条款约定和法律问题也会随之产生（如创始股东回购责任上限、多轮投资人的回购权顺位等）。法官在审理此类特殊问题的过程中，很有可能会结合案件的实际情况对双方当事人的利益进行衡量，而基于对前述对赌协议的价值和风险认识的不同，法官亦有可能基于其不同价值判断和立场而作出迥乎不同的裁判。

第三节 基于千余件股权回购案例的实证分析

基于股权投资退出的热潮及对赌协议的商业价值及风险分析，为了解近年来股权回购纠纷（对赌纠纷）的基本特征并从中获取可供参考的实务经验，我们在“威科先行”司法案例数据库中进行进一步检索。就过去五年间中国法院审理的与股权回购相关的千余例案件，我们利用 AI 分析工具进行深入研究，形成以下案例全息可视化图表及分析²：

一、案件数量及地域分布特征概览

（一）案件数量：诉讼与仲裁的动态平衡



从各年度数量角度来看，全国法院自 2020 年至 2024 年审理的有公开法律文书的股权回购案件共 1,089 起，数据虽然初步呈现出逐年递减的趋势，但司法实践关于股权回购的热度始终高涨。

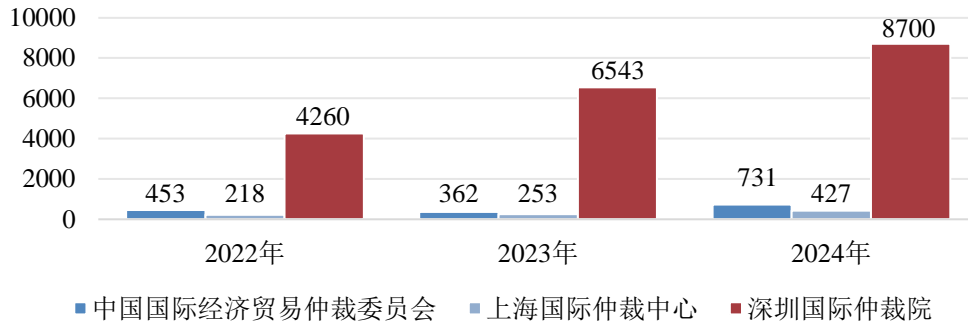
究其原因，一方面可能是受到此前最高人民法院裁判文书公开政策的影响，另一方面也源于投资者越来越倾向于选择仲裁途径解决相关争议。实践中，大多数股权回购案例会约定仲裁的管辖方式，而仲裁案件因其保密性特征而无法纳入统计范围之内，故股权回购纠纷的实际数量会明显多于上述通过公开查询结果进行统计得出的数据。

根据各仲裁机构近三年发布的工作报告，我们总结了如下图表。由于各仲裁

² 因案件范围框定有赖于特定关键词的筛选，不同关键词设置得出的案件结果可能存在少许误差，但各案件之间所呈现出的整体比例及趋势亦具有参考价值。

机构就案件类型的统计口径不同以及深圳国际仲裁院领先的案件受理数量，各机构在案件数量之间差异显著。但不难看出，各机构的投融资纠纷数量都在 2024 年实现了大幅增长。

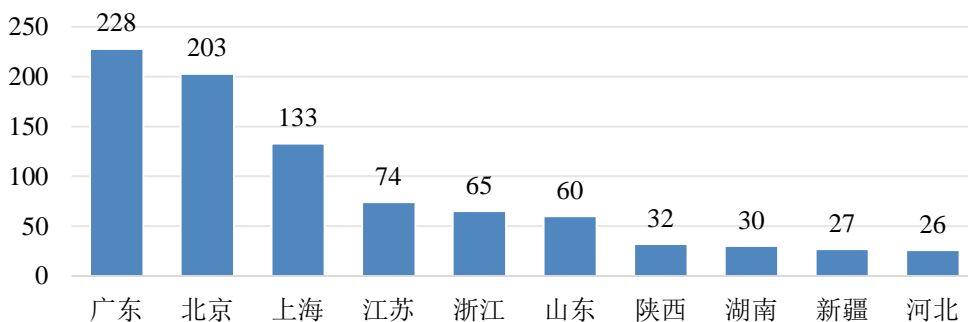
2022-2024各仲裁机构投融资争议数量



根据中国国际经济贸易仲裁委员会（下称“贸仲”）2025年1月21日发布的《贸仲委 2024 年工作报告（图文版）》，在贸仲 2024 年审理的案件争议类型中，股权投资及回购等领域案件占比高。同样，上海国际经济贸易仲裁委员会（下称“上海国仲”）发布的《上海国仲 2024 年度仲裁业务报告》亦提及，案件数量占比前五的争议类型即包括“股权投资”，占比高达 10.6%。就争议金额占比排名，股权投资更是以争议金额占比高达 54.2% 位居首位。

（二）地域分布特征：相对集中在更为发达的地区

2020-2024股权回购案件地域分布情况



从地域分布来看，股权回购纠纷案件的分布与经济发展程度存在一定关系，这也与经济相对发达地区有更多的创业机会和投融资实践的情况相符合。具体而言，股权回购纠纷的审理法院主要集中在北京、广东、长三角等经济发达地区。

而对于约定仲裁管辖的案件，当事人选择的仲裁委员会通常也较为集中地分布在北京（贸仲、北京仲裁委员会），上海（上海国仲、上海仲裁委员会）和广东（深圳国际仲裁院、广州仲裁委员会）等地。

相应的，经济发达地区凭借更丰富的案件审理经验，往往更能够了解股权回购纠纷的实质特征和主要争议，有助于提高案件审理的效率以及形成更具一致性的裁判观点。

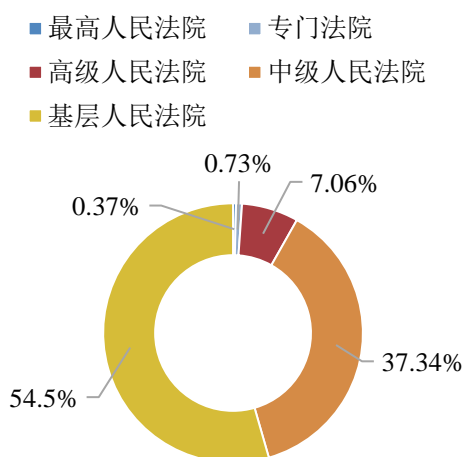
二、案件程序性特征分析

（一）法院级别及审理程序

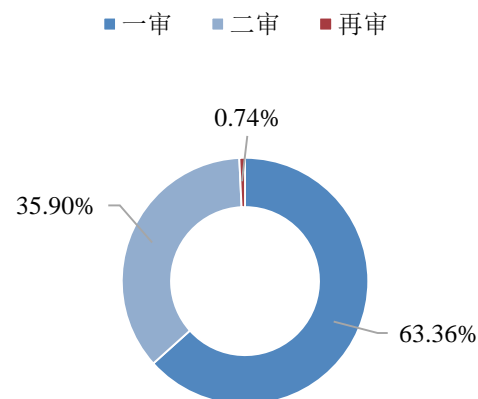
在法院审理级别上，各基层人民法院审理的股权回购纠纷案件数量最多，达到 594 件（54.5%），中级人民法院审理的案件数量次之，为 407 件（37.34%），高级人民法院审理的案件数量较少，仅 77 件（7.06%），而进入专门法院和最高人民法院的案件数量最少，分别为 8 件（0.73%）和 4 件（0.37%）。

在审理程序方面，约有一半以上的一审案件进入二审程序，可见争议各方就股权回购的法律问题认定存在显著矛盾及分歧，但基于我国两审终审制的限制，进入再审程序的案件仅有 8 件（0.74%）。

股权回购案件法院级别



股权回购案件审理程序

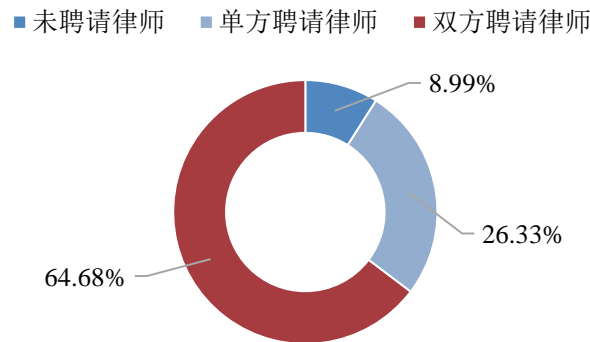


（二）各方聘请律师情况

股权回购案件涉及不同法律法规的理解与适用、多重争议焦点的梳理与论证、

财务状况及估值分析等多领域复杂问题，具有高度专业性。根据梳理结果，实践中，高达 64.68% 的案件当事人双方均聘请律师参与案件审理，仅有 8.99% 的案件双方均未聘请律师。可见，基于股权回购案件的专业门槛和法律博弈特性，律师的专业介入成为保障当事人权益的关键环节。

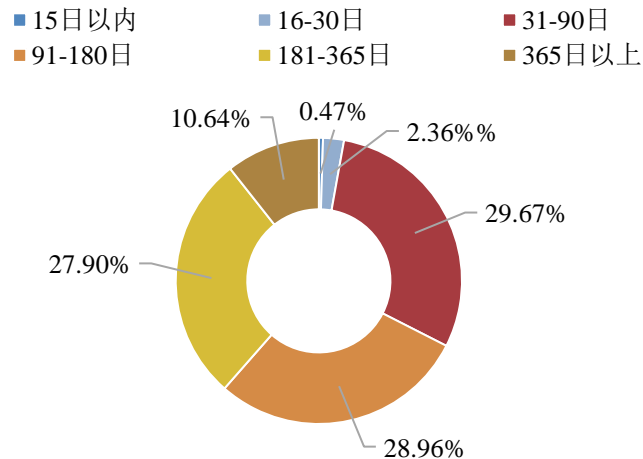
聘请律师情况



（三） 案件审理期限

基于股权回购案件的复杂性，司法实践中多数案件从立案到判决作出往往历经较长周期。我们注意到，仍然有 4 起案件的审理期限在 15 日以内，据审查，系因该等案件为二审程序或适用简易程序，且不涉及对案件基本事实、法律关系及基础合同效力的分歧。而对于审理期限超过一年的案件，相关案件均呈现出复杂且呈现多元化的法律特征。

案件审理期限

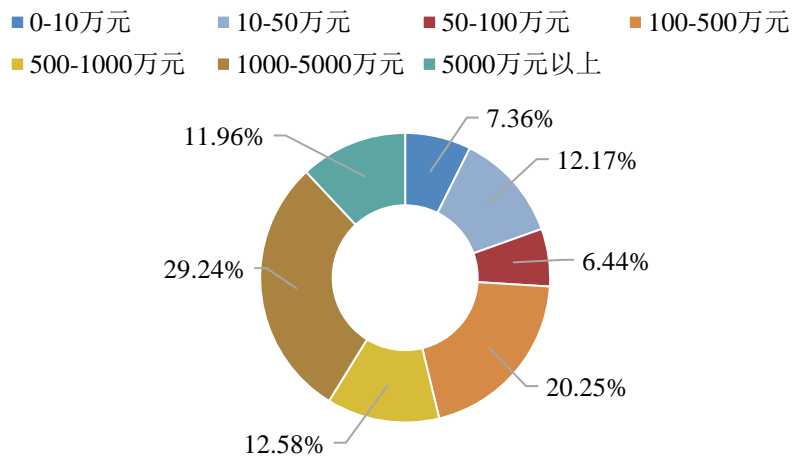


以北京地区的 26 起审理期限在一年以上的案件为例，其中 5 起案件涉及香港、美国等跨境商事主体，存在法律适用冲突及国际私法问题；6 起案件的争议标的为数亿元巨额回购款；14 起案件涉及连带保证、夫妻共同债务、瑕疵减资责任等较为复杂的责任形态及疑难法律问题；11 起案件涉及到回购条款履行状态核查、财务会计审计、股权价值评估及笔迹鉴定等问题。此外，还有 2 起案件需协调处理与关联诉讼、破产程序的程序衔接问题。需要说明的是，前述分析仅仅是就案件的显著特点进行归纳，事实上，绝大多数案件会同时涉及上述多重复杂因素，进一步反映出股权回购案件的审理难点。

（四）案件争议标的额

股权回购案件中，争议标的额在 50 万元以上的案件达 787 件（80.47%），其中 1000-5000 万元的高额争议标的案件占比最高（29.24%），5000 万元以上的超大规模争议案件亦有 117 件（11.96%）。通过梳理该等高标的争议案件可知，实践中，大规模的股权投资往往涉及回购溢价（企业估值测算）、业绩补偿、高额违约金和复利条款等，体现出股权回购案件的复杂性及高风险性特征。

争议标的额统计



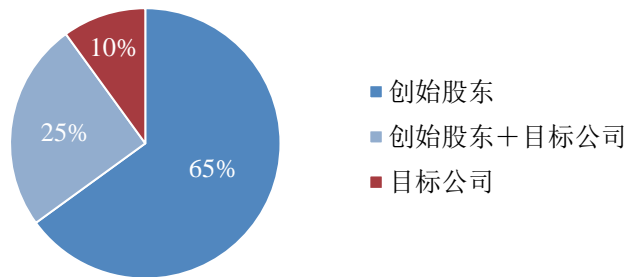
三、案件实体问题研判

为了进一步说明股权回购纠纷的常见实体特征，我们在前述检索结果中选取 2020 年至 2024 年北京法院的案例为样本对相关案例进行了具体研究和统计，并将统计结果简述如下：

（一）回购义务人：以创始股东回购为主

基于承担回购义务的主体进行分类，股权回购可以分为仅目标公司的股东承担回购义务（通常是创始股东，占比 65%）、仅目标公司承担回购义务（占比 10%）以及创始股东和目标公司均承担回购义务（占比 25%）三类。可见，在股权回购纠纷中，高达 90%的创始股东因承担回购义务而被起诉，仅主张由目标公司承担回购义务的案例则仅有 10%。

回购义务人



在过往的司法实践中，对于创始股东承担回购义务的约定，裁判机构一般会认定有效并支持投资人要求创始股东履行回购义务的请求。然而，对于约定目标公司承担回购义务的情形，则一直面临着被认定无效或无法履行的风险，特别是在 2019 年底《九民纪要》发布后，投资人在未经减资程序的前提下要求目标公司承担回购义务基本不会得到支持（详见本书第二章第一节内容）。

因此，上述数据的情况一定程度上反映了投融资双方的谈判地位，对于投资人而言，由于主张目标公司回购难以得到支持，当然会要求创始股东承担回购义务。而对于融资方而言，创始股东承担回购义务意味着其因创业而承担的风险敞口增大，有可能需要用自己的个人财产来填补创业失败的后果。在融资过程中，由于目标公司的资金需求，创始股东在谈判中往往处于相对弱势地位，从而被迫接受投资人关于承担回购义务的要求。

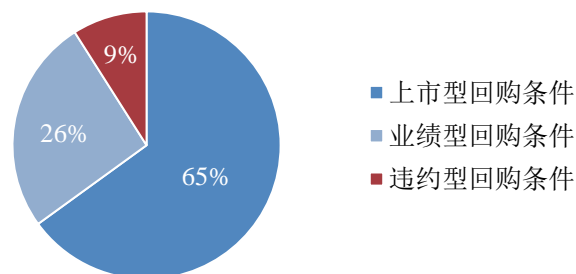
随着经济下行的压力导致创业风险的增大，投资人往往更多地要求约定对赌条款作为减少投资风险的保障，且要求由创始股东作为股权回购的义务方；而另一方面，越来越多的创始股东认识到对赌的风险，拒绝以其个人财产承担回购义务。在这一背景下，投融资实践中产生了以所持目标公司股权/股权价值为限的创

始股东回购责任上限条款并在近年来得到了越来越多的应用（详见第二章第四节内容）。

（二）回购触发条件：以特定期限内完成上市为主

回购触发条件是指回购义务主体就目标公司在未来一定时间期限内应实现的发展目标作出承诺，如果目标公司未在约定期限内达到设定的目标，投资人就可以行使回购权。常见的回购条件通常包括：

常见回购触发条件



1. 上市型回购条件（占比 65%³）

上市型回购条件，是指目标公司在约定期限内完成首次公开发行上市或被上市公司整体收购。

作为应用最为广泛的回购条件，上市型回购条件通常能够满足投资人的基本诉求：第一，目标公司完成上市后或在目标公司被并购的过程中，投资人通常能够以较高的价格顺利实现对目标公司的退出，故上市型回购条件与投资人利益的关联最为直接；第二，目标公司是否完成上市非常客观且易于确定，回购义务人难以就回购条件是否触发提出抗辩。

实践中，投资人为了进一步保障自身权利，还有可能对上市型回购条件进行进一步的明确或限制：（1）由于不同证券市场的交易环境不同，投资人可能限定目标公司在特定交易所的特定板块上市；（2）如果目标公司已确定不可能在

³ 由于三种回购条件可能同时存在，故该数据比例代表三种回购条件约定之间的相对比例，而不代表该种回购条件占总体案件数量的比例。

约定期限内完成上市，投资人通常希望能够在约定期限之前提前主张回购，故投资人也会将不能在约定期限完成上市的情形（如目标公司提出上市申请后被监管机构否决、注册会计师无法出具无保留意见的审计报告等）纳入回购触发条件。

2. 业绩型回购条件（占比 26%）

业绩型回购条件，是指目标公司承诺在一定期限的利润、收入等财务数据达到特定指标，如未达到该特定指标，则触发回购。常见的业绩型回购条件如“目标公司在某年份经审计的净利润（扣非净利润）/主营业务收入低于一定数额”或“目标公司在特定期间累计实现净利润（扣非净利润）低于一定数额”。

由于业绩承诺往往对应着具体的财务数据，具有可以进行量化的特点，故更多地适用于业绩补偿型的对赌协议；而对于股权回购型对赌，由于业绩承诺与投资人的退出利益实现没有必然的联系，应用相对较少。

此外，虽然业绩型回购条件是否触发具有较为客观的判断标准，但相关财务数据的确定有赖于审计师进行审计的结果，而在目标公司拒绝配合的情况下，不排除难以出具审计报告或双方对审计结果存在争议的可能性。因此，业绩型回购的触发条件相对上市型回购的触发条件更为模糊。

3. 违约型回购条件（占比 9%）

违约型回购条件，是指回购义务人和/或目标公司承诺不会进行特定行为。常见的禁止行为包括“严重违反交易文件的约定”、“违法法律规定”、“存在重大诚信问题”等。

与前两类回购条件均指向实现特定目标不同，违约型回购条件属于负面禁止型的约定。相应的，违约型回购条件关注的是风险事件的发生，以保证投资人可以及时止损，提早从目标公司脱身。

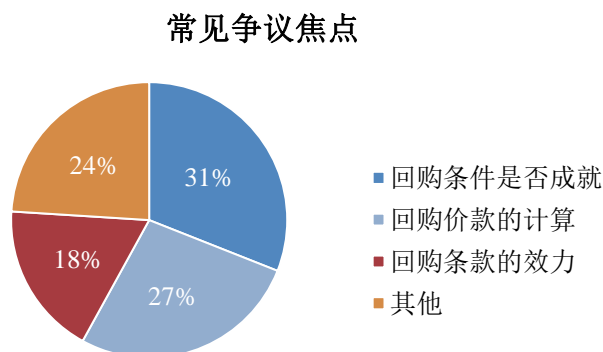
相比之下，违约型回购条件的证明难度较大，在诉讼/仲裁实践中实际被运用的情形也相对较少：（1）投资人通常需要就特定违约行为承担初步的举证责任，但由于投资人往往不直接参与目标公司经营，搜集相关证据存在一定难度；（2）违约型回购条件的约定中往往会设置“严重违反”、“造成重大不利影响”等限制，故除了特定违约行为外，投资人还需说明该违约行为影响的严重性，而严重

性的判断具有一定主观性，故此类回购条件的主张能否得到支持往往具有不确定性；（3）即便不约定严重性限制，法院也可能从合同目的角度出发，对违约行为的程度进行审查；（4）正因为违约型回购条件的实际影响难以判断，投资人发现违约行为后有可能需要进一步考虑，有可能不会立即提出回购主张。

但近年来，随着风险意识的不断加强，投资人往往更加关注对目标公司经营过程的监督，避免后续上市型回购触发时目标公司的价值已大幅下降。因此，涉及主张违约型回购条件的纠纷也有逐步增多的趋势。

（三）常见争议焦点

基于样本案例体现的结果，股权纠纷中常见的争议焦点主要包括股权回购条款的效力和可履行性（占比 18%⁴）、回购触发条件是否成就（占比 31%）、回购价款的具体计算方式（占比 27%）等问题。



在审查股权回购纠纷案件时，回购条款的效力和可履行性是裁判机构最先审查的基础问题，虽然《九民纪要》已经设置了较为明确的裁判标准，但原被告（即投资人和回购义务人）双方仍有提出相关主张（抗辩）的权利，故回购条款的效力和可履行性仍然是相关纠纷中最常见的争议焦点之一（详见本书第二章内容）。

回购条件成就是投资人回购权的必要前提，因而回购条件成就与否同样是案件审理的关键。如前一部分所述，不同类型的回购条件的明确程度不同，而不明确的回购条件则往往导致当事人之间产生争议。对此，裁判机构会审查合同文本、

⁴ 同上一部分，由于一个案件中可能同时涉及多个争议焦点，故该数据比例代表各争议焦点之间的相对比例，而非该争议焦点占总体案件数量的比例。

缔约背景来探求当事人订立合同时的真实意思，并结合双方当事人提交证据的情况进行综合判断。同时，在特定情形下，裁判机构还需要考察各方是否存在不正当地促成或阻止回购条件成就等特殊问题（详见本书第三章、第六章第一节等内容）。

如果确定投资人享有回购权后，双方的主要争议往往会放在回购价款的具体金额计算相关的问题上，如在协议约定不够明确时如何确定回购价款起算时点、回购价款的收益部分与违约金是否能够同时计算、投资收益的利率上限、复利计算是否应得到支持等（详见本书第五章第一节内容）。

除了上述常见的基础问题外，回购义务方还可能在其他方面提出抗辩，如涉及回购责任上限的约定（详见本书第二章第四节内容）、回购权的行使期限要求（详见本书第四章第一节内容）、上市过程中的对赌条款清理等特殊情况（详见本书第六章第二节内容）等都可能引发投资人与回购义务人的进一步争议。

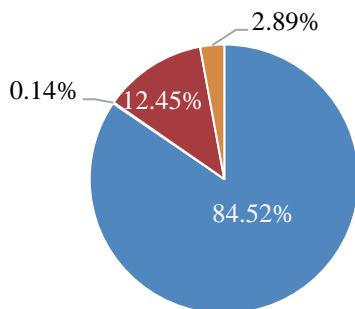
此外，如果涉及跨境的投融资交易，则不仅交易结构更加复杂，投资人回购权的行使、回购义务人财产的执行等也会因为境外的公司架构而产生更多复杂的实操问题，我们也会在第七章进行详细分析。

（四）案件裁判结果

整体来看，实践中股权回购案件得到支持的案例占绝大多数，其中，一审全部或部分支持的比例高达 84.52%，二审维持原判的比例高达 73.4%，在相应程序中呈现显著比例。与之相反，被驳回及改判的案例占比相对较少。

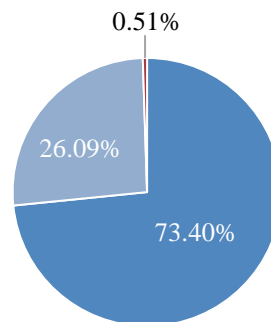
一审案件裁判结果

■ 全部/部分支持 ■ 驳回起诉
■ 驳回全部诉讼请求 ■ 其他



二审案件裁判结果

■ 维持原判 ■ 改判 ■ 其他



在驳回全部诉讼请求的案件中，被驳回的理由主要有如下几种：（1）回购触发条件未成就；（2）投资人在签订对赌协议后又签订了其他补充协议，明确放弃股权回购权；（3）起诉请求确认对赌协议无效；（4）仅起诉目标公司履行回购义务，但目标公司未履行减资程序等。在二审及再审的改判的案件中，法院改判的理由如下几种：（1）对赌协议的效力认定错误，主要系是否经所有股东签署等形式问题的认定；（2）原审法院对回购条件是否成就认定错误；（3）原审法院对补偿标准认定错误等。该等结果更加表明，非因特殊情况，回购协议的签署及回购条件的触发往往伴随着极高风险。

根据我们的经验，投资人获得胜诉判决与实际回收股权回购款往往还存在理想与现实的巨大鸿沟。实践中，因股权回购的触发往往伴随着公司经营不善，目标公司及创始股东多无力履行该等高额回购款项，进入执行程序的案件平均回款率不足 10%。据公开信息查询，已有多位创始人因无力履行回购义务而成为失信被执行人。

基于该等实证分析，我们结合近年来处理大量股权回购纠纷案件的实践经验，从境内、境外角度全方位对股权回购纠纷的常见争议焦点和前沿问题进行了详细的分析，以供创业公司、投资人、创始股东等各方参考。

第二章 回购义务主体与回购责任

本章引言

作为股权投资中的一种常见工具，对赌协议在我国一直备受投资人的“青睐”，但我国法律、司法解释上长期缺乏关于对赌协议的明确规则，特别是最核心的对赌协议效力和履行问题也存在较大争议。

《九民纪要》颁布后，人民法院审理对赌协议的基本裁判思路得到了明确，即区分不同的回购义务主体（创始股东承担回购义务/目标公司承担回购义务）分别进行判断，前者原则上不存在障碍，但对后者提出了完成减资的前置程序要求。

在此基础上，本章将进一步聚焦回购责任承担问题，研究不同回购义务人承担回购责任所涉及的具体、前沿法律问题，具体包括：

1. 如未约定创始股东之间承担连带责任，如何认定各回购义务人的责任承担方式？
2. 目标公司为创始股东的回购义务承担连带责任的性质如何？如果构成或明确约定为连带责任保证，要求目标公司承担保证责任是否还需要履行减资程序要求？
3. 如果目标公司未能履行回购义务，是否能够承担相应的违约责任？
4. 协议约定创始股东责任上限如何理解？“以股权为限”与“以股权价值为限”的区别是什么？“故意、重大过失或欺诈”等排除条件如何适用？

第一节 回购义务的主体和可履行性

《九民纪要》颁布后，人民法院审理对赌协议的基本裁判思路得到了明确，指出：“人民法院在审理‘对赌协议’纠纷案件时，不仅应当适用合同法的相关规定，还应当适用公司法的相关规定；既要坚持鼓励投资人对实体企业特别是科技创新企业投资原则，从而在一定程度上缓解企业融资难问题，又要贯彻资本维持原则和保护债权人合法权益原则，依法平衡投资人、公司债权人、公司之间的利益”。

具体到合同效力和可履行性的认定，《九民纪要》原则上延续了此前司法实践中界分式的思路，即区分创始股东回购与目标公司回购进行不同的判断：（1）对于投资人与目标公司股东对赌的情形，如果不存在其他无效事由，原则上应当认定有效；（2）对于投资人与目标公司对赌的情形，法院不能仅因属于对赌协议而认定合同无效，但应当根据《中华人民共和国公司法》（下称“《公司法》”）关于“股东不得抽逃出资”及股份回购的强制性规定确定是否可以要求目标公司履行。

一、创始股东作为回购义务人的情形

创始股东（或称创始人）⁵作为回购义务人，即在回购条件触发后，投资人有权要求目标公司的创始股东受让投资人所持目标公司股权，向投资人支付股权回购价款。由于此类回购属于创始股东和投资人之间的约定，不直接涉及目标公司、公司债权人或其他股东的利益，故法院在审理创始股东回购的案件时原则上无需考虑《公司法》的相关规定，只需根据合同效力判断的一般规则认定即可。

因此，早在 2012 年的“海富案”中，最高人民法院即确立了“与股东对赌有效”的裁判原则。《九民纪要》进一步明确：“对于投资人与目标公司的股东或者实际控制人订立的‘对赌协议’，如无其他无效事由，认定有效并支持实际履行，实践中并无争议”。

⁵ 除目标公司外，提供回购承诺的主体可能既包括创始股东，也包括投资人外的其他股东（如股权转让方、其他利益相关的股东等）或非股东的第三方。实践中，由于创始股东提供回购承诺为最典型的情况，故本书统一简称为创始股东或创始人。

因此，创始股东承担对赌义务的有效性一般不存在争议。但由于商业实践的复杂性，在部分交易安排下，创始股东仍可能认为要求其承担对赌义务并不公平并提出抗辩，常见问题包括：

1. 为其他股东所转让股权提供对赌的效力问题？

实践中，投资人投资目标公司的主要方式分为对目标公司进行增资和受让老股两种。对于目标公司增资的情形，由于目标公司取得融资明显有助于公司发展，与创始股东的利益一致，故创始股东为投资人提供回购承诺符合商业逻辑；而对于老股转让的情形，常见情况是创始股东 A 向投资人转让其所持目标公司股权，并向投资人提供对赌承诺，在此情形中，由于创始股东 A 直接获得了股权转让的收益，其向投资人提供对赌也有明显的逻辑支持。

但在实践中，还可能发生的情况是，创始股东 B 向投资人转让目标公司股权，创始股东 A（通常是大股东或核心创始人）为另一股东 B 的股权转让交易提供回购承诺。在这种情况下，创始股东 A 可能以其没有在股东 B 的股权转让交易中获取利益，要求其承担回购责任有失公平为由提出抗辩。

我们倾向于认为，创始股东的股权回购本质上是回购义务方与投资人之间的约定，只要符合意思自治的基本原则（即不存在欺诈、胁迫的情形），即应为合法、有效，其商业逻辑并非法院考察的关键。而且，在符合意思自治原则的情况下，创始股东 A 为其他股东 B 的股权转让交易提供回购承诺通常也符合一定的商业逻辑（如 A 与 B 存在一定关联关系、引入投资人促进目标公司的未来发展、同时涉及增资和股权转让的整体交易安排等），显然不构成法律上的显失公平等可能对合同效力构成影响的情形。

因此，司法实践中一般也认为目标公司大股东为其他股东转让股权提供对赌属于当事人的意思自治，是当事人为促成交易，对商事风险作出的合理安排，除非存在违反国家法律、行政法规的禁止性规定等其他无效事由外，合同应当认定为有效。

案例评析：李某、杨某股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2019）鲁 07 民终 6857 号 审理法院：山东省潍坊市中级人民法院 审结日期：2020.04.13
基本案情	<p>2017年6月15日，杨某（甲方）与李某（乙方）、某农资股份公司（丙方）签订《回购协议》，约定甲方通过中小企业股份转让系统以协议转让方式自愿购买某农资股份公司股票40,000股，价格6.5元/股。为了保障各方的合法权益，各方协调一致达成以下协议：若某农资股份公司在截至2017年12月31日仍未转为做市交易，甲方有权选择在2018年1月1日起的60个工作日内要求乙方按照年化收益9%的溢价向甲方回购上述购买的全部股份。</p> <p>同日，杨某以6.5元/股价格买入某农资股份公司股票40,000股，金额共计260,000元。2018年3月12日，杨某出具《回购申请书》，因某农资股份公司截至2018年3月9日仍未转为做市交易，要求李某按照协议约定的价格回购杨某所持40,000股股票。</p> <p>因李某未回购上述股票，杨某于2019年3月20日向法院起诉，要求判令李某以302,900元的价格回购杨某持有的4万股某农资股份公司股票，李某抗辩称杨某购买的案外人孟某的股票，与李某无任何关系，涉案股权转让款也不是由李某或某农资股份公司收取，李某不承担任何责任。</p>
法院观点	<p>一审法院认为，杨某、李某、某农资股份公司之间的回购协议系双方当事人之间真实意思表示，属于意思自治范畴，故应予充分尊重。双方约定某农资股份有限公司未在一定期限内转为做市交易为触发股权回购的条件，上述约定并未违反我国强制性法律法规，亦不属于显失公平，侵害一方当事人权利，故该《回购协议》合法有效，股权回购条款对双方均具有约束力，双方均应恪守履</p>

案例评析：李某、杨某股权转让纠纷二审民事判决书	
	<p>行。</p> <p>二审法院进一步指出：案涉股权回购协议系杨某与李某的真实意思表示，李某在协议中的承诺及应承担的相应民事责任，不会损害到公司、其债权人以及某农资股份公司其他股东的利益，故不违反法律、行政法规中效力性强制性规定，合法有效。……李某作为协议中具有回购义务的回购方，按照协议约定，只要杨某受让某农资股份公司股票后，在协议约定的回购条件成就时，李某即负有回购股票的义务，该回购义务不以杨某是否直接受让李某本人的股票为前提，故李某作为被告的主体亦为适格。李某以其二审提交的证据可以证明其本人股票转让受限且未发生变动为由否认其回购责任，与协议约定明显不符，对此亦不予支持。</p>
案例 评析	<p>本案中，法院直接根据合同约定对回购义务方的抗辩作出了回应，指出了协议约定的回购义务不以投资人是否直接受让回购义务方所持目标公司股权为前提，只要协议约定的回购条件成就，回购义务方即应依约履行回购义务。</p> <p>实际上，此类情形往往发生在投资人希望取得目标公司更多的股份而大股东又不希望过多转让自身所持股票而导致持股比例下降的情形。因此，投资人会考虑分别从大股东和其他股东处受让目标公司部分股份，并将大股东提供回购作为交易整体条件之一。因此，即便大股东未从其他股东所持股份的转让中直接受益，但由于大股东提供回购系满足投资人需求，促进整体交易达成的条件之一，同样具有其商业逻辑。因此，即便在更加注重考虑商业实质和合理性的仲裁案例中，要求大股东为其他股东股权转让提供对赌的约定同样经得起考验。</p>

实践中，另一种更为常见的情形是全体创始股东或多位创始股东共同为某一位创始股东对外转让股权提供对赌承诺，由于创始股东之间往往存在关联或利益

关系，此类约定效力同样会得到法院的支持。如在（2019）川01民初4333号案件中，某投资基金从某实业公司受让目标公司股权，某实业公司和另一股东刘某共同向某投资基金作出业绩承诺，四川省成都市中级人民法院指出：案涉协议中关于目标公司的业绩承诺、退出安排、股权回购主体、条件、对价等约定清晰明确，属于公司股东之间对投资合作风险的自愿处置，系当事人的真实意思表示，不违反法律、行政法规的强制性规定，应为合法有效。某实业公司、刘某应按照协议约定履行股权回购义务，并支付相应股权转让款。

2. 股东身份对回购义务的影响？

由于从投资人完成对目标公司的投资到约定的对赌条件触发往往需要一定时间，在此段期间内，部分作为回购义务人的股东（通常为非核心的创始人）可能已将其持有的股权全部转让给他人，退出了目标公司的经营。在此情况下，该股东可能主张其已不是目标公司的股东，不应再承担回购义务。

如前所述，由于回购义务是回购义务人与投资人约定的权利义务，而非必然依附于股东身份而存在“股东义务”，故多数案例认为股权转让原则上不会导致回购义务的转移。且在未取得投资人明确同意的情况下，回购义务人如仅通过转让股权的方式即可摆脱其回购义务则明显有损投资人的利益。

因此，除非在股权转让的过程中，投资人已明确同意豁免该退出股东的回购义务或者明确同意由股权受让方承继对应的回购义务等情形外，已退出的股东一般仍需继续按约定承担回购义务；同样的，受让该股权的新加入股东原则上不因取得股权而承担回购义务。

案例评析：夏某与某股权投资基金（有限合伙）等公司增资纠纷上诉案	
案件信息	案号：（2018）沪01民终13187号 审理法院：上海市第一中级人民法院 审结日期：2019.01.21
基本案情	某股权投资基金与丁某、吕某、夏某、某电子科技有限公司、孙某（目标公司原股东）等共同签订《股权投资框架协议》，约定原股东

案例评析：夏某与某股权投资基金（有限合伙）等公司增资纠纷上诉案	
	<p>另行设立 Z 公司收购目标公司的全部股权，某股权投资基金及其他投资人对 Z 公司进行增资，成为 Z 公司的股东。同时，原股东连带及不可撤销地向包括某股权投资基金的全体投资人就 Z 公司的业绩作出承诺，并约定了股权回购条款。</p> <p>在原股东设立 Z 公司收购目标公司股权的过程中，夏某和某电子科技有限公司不再继续持有目标公司的股权，也没有成为 Z 公司股东。</p> <p>2018 年 1 月 16 日，因 Z 公司未实现约定的业绩承诺，某股权投资基金向法院提起诉讼，要求丁某承担回购义务，吕某、夏某、某电子科技有限公司承担连带责任。夏某抗辩称 Z 公司成立后其不再是 Z 公司的股东，不应承担回购义务。</p>
法院观点	<p>一审、二审法院均认为，《股权投资框架协议》中夏某是作为原股东签订协议，原股东系回购义务的承诺者和履行者，故夏某认为 Z 公司成立后其不再是 Z 公司股东、其不应当承担回购义务的诉请，无合同依据，难以支持。</p>
案例评析	<p>本案明确了法院并不认为回购义务与目标公司股东身份存在关联，认定承担回购义务的根本依据还是当事人间关于回购义务主体的约定。因此，回购义务人不因其失去目标公司股东资格而无需履行对赌义务。</p> <p>同样的，投资人也无权要求受让股权的新股东承担回购义务。如在（2013）浦民二（商）初字第 3183 号案件中，被告刘某受让了回购义务人严某所持目标公司 2% 的股权，原告投资人要求刘某与严某等创始股东共同承担回购义务，法院认为：被告刘某虽然成为目标公司股东，但其并非投资合作框架协议的签约主体，原告亦无充分证据证明其自愿承担投资合作框架协议中丙方应承担的回购义务，因此，原告无权要求被告刘某回购股权。</p>

但也需要注意的是，如果对赌协议约定的回购义务人并未明确到某一具体主体，而是以某些指代性的称谓表述，如约定“控股股东”、“实际控制人”承担对赌义务，则在目标公司“控股股东”、“实际控制人”发生变化的情况下，法院需要综合考虑当事人的真实意思作出判断。

案例评析：浙江某农业装备有限公司、 某农业装备有限公司股权转让纠纷再审民事判决书	
案件 信息	案号：（2019）浙民再 212 号 审理法院：浙江省高级人民法院 审结日期：2019.10.15
基本 案情	<p>2012 年 6 月 11 日，某投资公司和某农业装备公司、杨某等签订《增资协议》《增资协议之特别协议》，约定对某农业装备公司进行增资，某投资公司以 1000 万元认购 222.22 万元出资额，占增资后公司注册资本的 3.33%。</p> <p>同月 28 日，上述各方签订《增资协议之补充协议》，约定如某农业装备公司未能于 2015 年 12 月 31 日前完成首次公开发行股票并上市，新股东有权要求公司或控股股东回购或受让新股东持有的公司股权。</p> <p>2016 年 5 月 12 日，某农业装备公司召开临时股东会，同意杨某无偿转让 81% 股权给浙江某农业装备公司；16-17 日，杨某与浙江某农业装备公司签订《股权转让协议》《股权转让补充协议》，约定由浙江某农业装备公司继承杨某的股东权利和义务。</p> <p>因某农业装备公司未能在约定期限内完成上市，某投资公司向法院起诉，要求某农业装备公司、浙江某农业装备公司、杨某回购或受让其所持股权。</p>
法院 观点	二审法院认为：根据《补充协议》回购条款的约定，股权受让义务主体为控制股东。《增资协议》中专门就控制股东的定义进行

案例评析：浙江某农业装备有限公司、 某农业装备有限公司股权转让纠纷再审民事判决书	
	<p>明确约定,即指在该企业中拥有 50% 以上股权、表决权或权益……的股东。在浙江某农业装备公司与杨某签订《股权转让协议书》及《股权转让补充协议》受让其全部股份后,即成为了目标公司的控制股东。故一审法院认为杨某原先因控股股东身份所承担的责任由浙江某农业装备公司承担,并无不当。</p> <p>再审法院进一步说明: 杨某主张浙江某农业装备公司在受让杨某股权义务后继受了股权回购义务,符合日常常理和普通人对股权转让标的物的判断。……综合浙江某农业装备公司在受让股权时对控股股东存在股权回购义务系明知、案涉控股股东回购义务属股东义务、杨某在转让股权时并未明确保留股权回购义务以及诚实信用原则, 本院认定案涉股权回购义务应由浙江某农业装备公司继受。</p>
案例 评析	<p>本案裁判结果与其他案例存在差别的主要原因在于协议约定的回购义务人为“控股股东”, 浙江某农业装备公司在受让案涉股权时约定一并受让股东的义务, 某投资公司在诉讼过程中以其等实际行动同意了该义务的转让等多种特殊因素共同导致。</p> <p>如果不考虑其他因素, 即对赌协议仅约定为目标公司的“实际控制人”、“控股股东”承担对赌义务, 则当事人的真实意思更可能还是由签订协议当时的“实际控制人”、“控股股东”提供对赌, 则我们理解回购义务人原则上仍不应基于股权转让而发生变化, 而应按照协议签订时的情况确定回购义务主体。</p>

二、目标公司作为回购义务人的情形

目标公司作为回购义务人, 即在回购条件触发后, 投资人有权要求目标公司回购投资人所持股权并向投资人承担回购价款支付义务。与创始股东承担回购义务不同, 目标公司回购涉及合同法与公司法的交叉问题, 其效力也因此长期存在

一定争议。

1. 海富案：“与目标公司对赌无效，与公司股东对赌有效”

在被称为对赌第一案的“海富案”的再审判决中，最高人民法院认定投资人与目标公司之间的对赌协议，会导致投资人取得脱离公司经营业绩的收益，损害公司和债权人的合法权益，因而违反了法律和行政法规的强制性规定，应属无效。该案件判决后，后续法院对于“对赌协议”效力的判定多以该案件作为指引，在实践中逐步出现了“与目标公司对赌无效，与公司股东对赌有效”的裁判观点。

案例评析：甘肃某有限公司、香港某有限公司与苏州某投资有限公司、陆某增资纠纷民事判决书（“海富案”）	
案件信息	案号：（2012）民提字第 11 号 审理法院：最高人民法院 审结日期：2012.11.07
基本案情	<p>香港某有限公司（“香港公司”）为甘肃某有限公司（“甘肃公司”）100%控股股东。</p> <p>2007 年，苏州某投资有限公司（“苏州公司”）与香港公司、甘肃公司及甘肃公司法定代表人陆某共同签订《增资协议书》，约定苏州公司对甘肃公司增资 2000 万元，增资后持有甘肃公司 3.85% 的股权。《增资协议书》同时约定，若甘肃公司未能完成业绩要求，苏州公司有权要求甘肃公司、香港公司进行补偿。</p> <p>2009 年 12 月，因甘肃公司未实现约定利润目标，苏州公司向兰州市中级人民法院提起诉讼，请求判令甘肃公司、香港公司、陆某向其支付协议补偿款。</p>
法院观点	<p>最高人民法院再审认为，《增资协议书》中的业绩补偿条款使得苏州公司的投资可以取得相对固定的收益，该收益脱离了甘肃公司的经营业绩，损害了公司利益和公司债权人利益，应为无效。但香港公司对于苏州公司的补偿承诺并不损害公司及公司债权人</p>

案例评析：甘肃某有限公司、香港某有限公司与 苏州某投资有限公司、陆某增资纠纷民事判决书（“海富案”）	
	的利益，不违反法律法规的禁止性规定，是当事人的真实意思表示，是有效的。
案例 评析	<p>海富案的判决解决了对赌协议实践早期的诸多问题，确定了“投资人与股东对赌有效，与目标公司对赌无效”的基本裁判思路，对对赌协议纠纷的审理产生了广泛深远的影响。</p> <p>但是，“损害了公司利益和公司债权人利益”本身并非法定的合同无效事由，最高院的说理也并未具体论述目标公司回购本身如何损害公司和债权人利益、投资人与目标公司约定回购是否属于恶意串通等问题，故该判决认定目标公司对赌无效的依据在法律逻辑上仍未完全明晰。</p>

2. 华工案：“与目标公司之间的对赌协议有效”

然而，上述裁判规则被 2019 年 4 月江苏高院作出的“华工案”判决结果打破，该案例认可了投资人与目标公司对赌协议的效力，再一次在实务界引起广泛讨论。

在“华工案”中江苏高院认为，对赌协议是目标公司及其全体股东的真实意思表示，协议中约定的回购款相比同期企业融资成本并不明显过高。《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司股权，有限责任公司回购本公司股权不当然违反我国《公司法》的强制性规定。有限责任公司在履行法定程序后回购本公司股权，亦不会损害公司股东及债权人利益，亦不会构成对公司资本维持原则的违反，法院认定投资人与目标公司之间的对赌协议有效。

案例评析：江苏某投资有限公司与扬州某股份有限公司、潘某等请求公司收购股份纠纷再审民事判决书（“华工案”）	
案件信息	案号：（2019）苏民再 62 号 审理法院：江苏省高级人民法院 审结日期：2019.04.03
基本案情	<p>2011 年 7 月，江苏某投资有限公司（“江苏公司”）与扬州某股份集团有限公司（“扬州公司”）及扬州公司原股东等共同签订了《增资扩股协议》，约定江苏公司向扬州公司增资 2200 万元，取得扬州公司对应人民币 200 万元的注册资本。</p> <p>同日，江苏公司又与扬州公司等签订《补充协议》，约定若扬州公司未能在指定日期前完成境内资本市场上市或其他特定情形出现，江苏公司有权要求扬州公司回购江苏公司所持有的全部扬州公司股份。</p> <p>2011 年，因扬州公司未能如期上市，江苏公司起诉要求扬州公司和 11 名股东支付股权回购款本金及利息和罚息。</p>
法院观点	<p>一审、二审法院均沿用了最高院在“海富案”中的观点，即认为回购约定在不具备法定回购股权的情形以及不需要经过法定程序的情况下，直接由公司支付对价而抛出股权，使股东可以脱离公司经营业绩、不承担公司经营风险而即当然获得约定收益，损害了公司、公司其他股东和公司债权人的权益，进而认定案涉股权回购约定因违反《公司法》禁止性规定且违背公司资本维持和法人独立财产原则而无效。</p> <p>再审法院江苏省高级人民法院推翻了一审、二审法院的裁判观点，认为与公司签订的对赌协议有效。再审法院指出了：（1）我国《公司法》并不禁止有限责任公司回购本公司股份，有限责任公司回购本公司股份不当然违反我国《公司法》的强制性规定；（2）案</p>

案例评析：江苏某投资有限公司与扬州某股份有限公司、潘某等请求公司收购股份纠纷再审民事判决书（“华工案”）	
	涉对赌协议中关于股份回购的条款内容，是当事人特别设立的保护投资人利益的条款，属于缔约过程中当事人对投资合作商业风险的安排，系各方当事人的真实意思表示；（3）该约定虽为相对固定收益，但约定的年回报率为8%，与同期企业融资成本相比并不明显过高，不存在脱离目标公司正常经营下所应负担的经营成本及所能获得的经营业绩的企业正常经营规律等多项理论，论证支撑了其观点。
案例评析	<p>华工案判决指出了只要目标公司履行法定程序（如减资程序等）后回购本公司股份，则不会必然损害目标公司股东及债权人利益，即目标公司承担回购义务是具备“履行可能性”的，故对赌回购协议不必然违反我国《公司法》的强制性规定之观点，成为法院认定投资人与目标公司对赌协议有效的第一案，对于处理类似纠纷有积极意义。</p> <p>需要进一步说明的是，该案与《九民纪要》规定出台后形成的裁判规则不完全相同，华工案判决实际上不仅仅是指出公司回购存在“履行可能性”，该案例也认为目标公司未及时履行股权回购有关程序属于违约行为，并直接（在未进行减资程序的情况下）判决扬州公司在判决生效后10日内向江苏公司支付回购价款。</p>

3. 九民纪要：区分与公司对赌的效力问题与可履行性问题

2019年11月，最高人民法院发布的《九民纪要》进一步明确对赌协议争议案件的裁判观点，吸收了“华工案”等案例的裁判观点，从而形成了区分与公司对赌的效力与可履行性的裁判意见。

《九民纪要》第5条提出：“投资方与目标公司订立的‘对赌协议’在不存在法定无效事由的情况下，目标公司仅以存在股权回购或者金钱补偿约定为由，主张‘对赌协议’无效的，人民法院不予支持，但投资方主张实际履行的，人民

法院应当审查是否符合公司法关于‘股东不得抽逃出资’及股份回购的强制性规定，判决是否支持其诉讼请求。

投资方请求目标公司回购股权的，人民法院应当依据《公司法》第 53 条关于‘股东不得抽逃出资’或者第 162 条关于股份回购的强制性规定进行审查。经审查，目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求。

投资方请求目标公司承担金钱补偿义务的，人民法院应当依据《公司法》第 53 条关于‘股东不得抽逃出资’和第 210 条关于利润分配的强制性规定进行审查。经审查，目标公司没有利润或者虽有利润但不足以补偿投资方的，人民法院应当驳回或者部分支持其诉讼请求。今后目标公司有利润时，投资方还可以依据该事实另行提起诉讼”。

可见，《九民纪要》的观点虽然同样认可了与目标公司对赌协议的“有效性”，但对其“可履行性”则需进一步根据公司情况讨论。《九民纪要》明确指出在“投资方请求目标公司回购股权”的情形下，“目标公司未完成减资程序的，人民法院应当驳回其诉讼请求”，而未强制赋予目标公司完成减资程序的义务；在“投资方请求目标公司承担金钱补偿义务”的情形下，法院则需审查目标公司是否有可分配利润，并据此考虑是否支持投资人的诉求。

根据《公司法》第 66 条、第 116 条的规定，有限责任公司的股东会会议作出减少注册资本的决议，必须经代表三分之二以上表决权的股东通过；股份有限公司的股东大会作出减少注册资本的决议，必须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过。而在投融资交易实践中，单个投资人实际持股比例通常相对较小，且难以取得创始股东和其他投资人的配合，基本无法顺利推动目标公司作出减资决议。同时，法院普遍认为公司减资属于公司内部自治事项，目前尚无法律规定人民法院可以强制公司减资。

因此，在《九民纪要》之后的请求目标公司承担回购义务的对赌案件中，虽然对赌约定的效力得到了确认，但受限于减资程序的要求，投资人要求目标公司承担回购义务仍然很难得到支持。

案例评析：深圳某投资企业、 大连某集团公司请求公司收购股份纠纷再审民事判决书	
案件 信息	案号：（2020）最高法民再 350 号 审理法院：最高人民法院 审结日期：2020.12.29
基本 案情	<p>2010 年 10 月 10 日，深圳某投资企业、大连某集团公司及该公司原股东共同签订《投资协议》，约定深圳某投资企业向大连某集团公司投资 3000 万元，认购新增注册资本本金 325 万元，持股比例 20%。</p> <p>2012 年 3 月 30 日，大连某集团公司与深圳某投资企业签订《协议书》，约定如不能完成上市，则大连某集团公司按年利率 10% 的标准全额收购深圳某投资企业所持公司股权。</p> <p>因大连某集团公司未能如前完成上市，深圳某投资企业提起诉讼，主张大连某集团公司回购全部股权并支付股权收购款及利息，原股东承担连带清偿责任。</p>
法院 观点	<p>最高院指出：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 案涉《协议书》系当事人的真实意思表示，大连某集团公司及原股东未证证明《协议书》存在合同法第 52 条规定的合同无效事由，故《协议书》合法有效； 2. 尽管 2012 年 3 月 30 日的《协议书》是双方当事人的真实意思表示，但协议中关于大连某集团公司回购股份的约定不属于公司法第 74 条和公司章程所列举的情形，不符合公司法关于资本维持的基本原则，广华投资企业请求财神岛公司收购其股权的条件并不具备。
案例	不难看出，最高院对于对赌协议效力作出认定时，并未将目标公

案例评析：深圳某投资企业、 大连某集团公司请求公司收购股份纠纷再审民事判决书	
评析	<p>司承担回购义务是否满足法定减资条件作为要件之一考虑在内，而是将回购义务能否实际履行单独作为另外一个争议焦点并单独进行论述。</p> <p>但从实际效果上看，在减资决议未作出的情况下，即便对赌协议有效，法院认为投资人请求目标公司回购股权的条件未能满足，则其诉求还是无法得到支持。</p>

第二节 回购义务与连带责任的约定

一、创始股东之间的连带责任约定

实践中，如果约定了多名创始股东为回购义务人，则回购条款中可以进一步约定“投资人有权要求各回购义务人连带地回购投资人所持目标公司股权”，则投资人据此要求各回购义务人对回购价款的支付义务承担连带责任原则上不存在问题。但是，如果回购条款中没有明确约定各回购义务人之间的责任承担方式，司法实践中对创始股东应就股权回购价款的支付义务向投资人承担按份责任抑或连带责任的问题存在一定争议。

（一）认为创始股东之间承担按份责任

第一类裁判观点认为，基于《中华人民共和国民法典》（下称“《民法典》”）的有关规定，连带责任必须有明确的法定或约定依据⁶，故在协议约定不明确的情况下，不宜认定创始股东之间承担连带责任。

案例评析：蓝某等与北京某投资中心（有限合伙）股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2021）京 01 民终 7354 号 审理法院：北京市第一中级人民法院 审结日期：2021.12.29
基本案情	2015 年 10 月，北京某投资中心（有限合伙）A（投资人），某公司 B（融资方），王某、陆某、蓝某、某投资中心 C、某公司 D（原股东，其中王某、陆某、蓝某三人为创始人）共同签订《投资协议》，协议约定：5. 股权回购情形。本次投资后 2 年内，如公司未进行不少于 1000 万元的下一轮融资（B 轮融资）或 B 轮融资时公司的投前估值小于 1 亿元，投资人可要求公司创始人按照

⁶ 《民法典》第 178 条：“二人以上依法承担连带责任的，权利人有权请求部分或者全部连带责任人承担责任。连带责任人的责任份额根据各自责任大小确定；难以确定责任大小的，平均承担责任。实际承担责任超过自己责任份额的连带责任人，有权向其他连带责任人追偿。连带责任，由法律规定或者当事人约定。”

案例评析：蓝某等与北京某投资中心（有限合伙）股权转让 纠纷二审民事判决书	
	以下计算的金额回购投资人届时持有的公司全部或者部分股权……。
法院 观点	多数人之债，以按份为原则，连带为例外，除非当事人有明确约定或者法律有明确规定，否则各债务人之间为按份之债，对此《中华人民共和国民法总则》第 178 条亦作出规定，“连带责任，由法律规定或者当事人约定”。本案中，《投资协议》仅约定王某、陆某、蓝某负有回购义务，但并未约定三人之间承担连带责任，故三人应当按照《投资协议》订立时的股权比例承担按份责任。
案例 评析	<p>本案判决指出，连带责任是多数人之债的特殊情形，以法律规定或当事人约定为前提。由于案涉协议未明确约定原股东对回购义务承担连带责任，故原股东应按照案涉协议订立时的持股比例承担按份责任。</p> <p>值得注意的是，在持股比例的确定时点方面，除本案法院所依据的案涉协议订立时，还存在其他观点。如在（2021）藏民终 134 号案中，西藏自治区高级人民法院以裁判作出前最后一次股权变更后的持股比例为依据确定按份责任的比例。</p>

需要进一步提示的是，实践中投资人可能未在回购条款中约定创始股东的连带责任，而是在其他条款（常见如违约责任条款）中约定创始股东作出连带承诺。但是，由于该等约定并未明确、具体地指向回购义务，法院仍有可能认为属于约定不明，进而裁判创始股东承担按份责任。如在（2020）渝民终 1811 号案中，重庆市高级人民法院认为，协议约定原股东共同连带地作出不竞争承诺、特别承诺、业绩承诺，但并未承诺原股东对支付股权回购款承担连带责任，因此不支持投资人要求创始股东相互承担连带责任的诉讼请求。

除了上述案例外，在责任承担方式约定不明的情况下，相关案例还提出了其

他支持创始股东承担按份责任的理由，如：

在（2016）沪 01 民终 2421 号案中，上海市第一中级人民法院考虑到股权回购与优先认购权具有相似性，故认为在没有明确约定的情形下，股权回购可以参照股东行使优先认购权的规则，按照创始股东所持股份比例进行。

在（2018）苏 0411 民初 5635 号案中，江苏省常州市新北区人民法院从权利义务对等原则和公平原则出发，认为公司股东应当按照持股比例承担投资风险，否则将违反权利与义务相一致原则。

（二）认为创始股东之间承担连带责任

实践中，另一类裁判观点认为，在未约定责任承担方式或约定不明时，各创始股东应承担连带责任。该种观点认为，对于债权人（投资人）而言，作为回购义务人的创始股东系一个义务承受整体，故应当承担连带责任。至于债务人（创始股东）内部如何分配全部债务以及股权回购之后股权登记份额在创始股东之间如何分配应由其自行协商确定，属于债务人内部关系，与债权人无关。

案例评析：姜某等与北京某投资中心（有限合伙）公司 增资纠纷二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2021）京 02 民终 638 号 审理法院：北京市第二中级人民法院 审结日期：2021.04.07
基本 案情	根据某投资中心 A 提交的《增资扩股协议》，各方当事人为：张某（甲方）、姜某（乙方）、A 投资中心（丙方）、某公司 B（丁方）、某公司 C（戊方）、某公司 D（己方）。该协议约定甲、乙方作为一致行动人，丙、丁、戊、己方作为一致行动人（丙、丁、戊、己委托丙方作为全权代表）达成协议，甲方同意接受乙、丙、丁、戊、己五方作为某公司 E 新股东，将 E 公司注册资本增至 1500 万元。当出现协议约定情况时，丙、丁、戊、己方有权要求甲方、乙方回购丙、丁、戊、己方所持有的全部或部分公司股权。

案例评析：姜某等与北京某投资中心（有限合伙）公司 增资纠纷二审民事判决书	
法院 观点	<p>增资扩股协议约定，若 E 公司在 2017 年营业收入未达到 500 万元，A 投资中心有权要求姜某、张某回购其所持有的 E 公司全部或部分公司股权。协议虽未明确载明姜某及张某是连带回购还是按照一定的份额回购，但结合增资扩股协议的上下文内容，按照债权债务处理内外有别的基本原则，对于债权人而言，此处的“甲方乙方”作为“一致行动人”及回购义务的承受主体，系一个义务承受整体，故对于股权回购价款的给付姜某、张某应当承担连带给付责任。至于债务人内部如何分配涉诉债务以及股权回购之后股权登记份额在姜某、张某之间如何分配应与其二人自行协商确定，属于债务人内部关系，与债权人无关。</p>
案例 评析	<p>该案中，法院遵循了“内外有别”原则，即对于投资人而言，创始股东内部如何分配涉诉债务属于创始股东内部关系，与投资人无关，并据此裁判创始股东承担连带责任。</p> <p>该案例有一定特殊性在于协议强调了甲方、乙方（即回购义务人）为“一致行动人”，虽然我们认为是是否构成一致行动人与回购责任的承担无直接关系，但该案例在说理过程中仍考虑了该因素。</p>

实践中，持类似观点的案例也不在少数，如（2019）京 0113 民初 21763 号、（2021）鲁 11 民终 1012 号、（2020）辽民终 1361 号案例等，法院均提出类似的理由，支持了投资人要求多名回购义务人承担连带责任的主张。

综前所述，在协议未明确约定责任方式的情况下，司法实践对多名创始股东作为股权回购义务人的责任承担方式尚未形成统一的裁判标准。我们也认为，上述两种裁判观点虽然结果截然相反，但其论证过程均具有一定合理性，这也反映了不同法院在裁判类似案例中的立场和角度的不同。因此，对于投资人而言，为了最大程度保障回购权的有效行使，我们建议在协议中明确约定回购义务人就股权回购承担连带责任，避免有关争议的发生。

二、目标公司为股东的回购义务承担连带保证责任的效力分析

如前述对《九民纪要》规则的介绍，在约定目标公司回购的情况下，由于履行减资程序存在客观困难，投资人的回购请求往往仍难以得到支持。为应对这一问题，投资人往往还会在交易文件中约定目标公司对投资人的回购义务承担连带责任或连带保证责任，以避免直接要求目标公司承担回购义务产生的障碍。

然而，无论直接承担回购义务还是对创始股东回购义务承担连带责任，均意味着目标公司对外负有资金支付义务，难免还是涉及目标公司、公司债权人及其他股东利益保护的问题。因此，目标公司为股东的回购义务承担连带责任的约定的效力仍有待讨论。

（一）目标公司承担“连带责任”的性质

1. 目标公司承担“连带责任”的常见约定方式

如前所述，为了加强对投资人的保护，在很多交易文件中有类似关于目标公司对回购义务承担连带责任的约定，例如：

类型一：目标公司承诺对创始股东的回购义务承担连带责任。类似的表述还有，创始股东、目标公司共同及分别就其在本协议项下对投资人所承担的义务及做出的声明、承诺承担连带责任。

类型二：目标公司对创始股东支付回购价款的义务承担连带责任，或表述为回购价款由目标公司以承担连带责任的方式共同负责向投资人支付。

类型三：目标公司承诺对创始股东的回购义务承担连带保证责任。

2. 目标公司承担“连带责任”性质的裁判分歧：连带责任保证还是债务加入？

在上述约定的情形下，第一个问题在于，在没有明确约定连带保证责任的情况下（如类型一、类型二），投资人要求目标公司承担的“连带责任”的法律性质是连带责任保证、债务加入还是其他责任。

实践中，法院在认定连带责任约定的法律性质时主要形成了两种观点：一是认定目标公司为股东提供连带责任保证；二是认定为债务加入，并根据“举重以

明轻”的原则参考公司为股东提供担保的有关规定处理。具体为：

(1) 认为目标公司是创始股东回购义务提供连带责任保证

一般认为，连带责任保证与债务加入的关键区别在于是否具有“从属性”，即连带责任保证作为担保的一种，相对于主债务而言具有从属性，若主债务无效，保证合同作为从合同应因此无效；而债务加入与原债务不具有从属关系，其与主债务的地位是平等的，债权人对于债务加入人的请求权也是独立的。

因此，在合同约定为“目标公司对创始股东的回购义务承担连带责任”的情况下，部分法院会认为该表述方式具有比较明显的“从属性”特征，进而认定目标公司系为股东提供连带责任保证。

案例评析：江苏某农化有限公司等与 上海某股权投资基金有限公司股权转让纠纷二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2021）京 03 民终 6518 号 审理法院：北京市第三中级人民法院 审结日期：2021.06.15
基本 案情	<p>2015年5月，上海某股权投资基金有限公司（投资人）、陈某（投资人）与江苏某农化有限公司（目标公司）及其现有股东等签订《股权投资协议书》，约定有投资人认购目标公司新增注册资本，增资后，投资人上海某股权投资基金有限公司取得目标公司27%的股权。《股权投资协议书》同时约定，当特定情形出现，投资人有权要求目标公司或目标公司现有股东回购股权，目标公司和现有股东对上述回购义务应承担个别和连带的责任。</p> <p>由于目标公司未能实现协议中约定的业绩，投资人于2018年要求目标公司及其法定代表人按照约定进行股权回购。2019年，投资人再次要求目标公司股东进行股权回购并向法院提起诉讼。</p>
法院	法院认为，目标公司当时的股东仅为宦某一、宦某二、陈某某三人，其全部在《股权投资协议书》签字的行为说明各股东对目标

案例评析：江苏某农化有限公司等与 上海某股权投资基金有限公司股权转让纠纷二审民事判决书	
观点	公司上述提供担保的事宜知情且认可，故目标公司该担保有效，目标公司应对股东宦某一、宦某二、陈某某支付股权转让款及利息的义务承担连带责任。
案例 评析	<p>值得注意的是，本案回购责任条款之约定实际上并不具有明显的主从关系，仅从“目标公司和现有股东对上述回购义务应承担个别和连带的责任”之表述分析，无法直接推出现有股东的回购义务为主债务，目标公司对该回购义务承担具有从属性的担保责任之观点。</p> <p>然而，投资人的律师在设计其诉讼请求时颇有技巧，其并未要求创始股东和目标公司共同承担回购义务，而是主动将创始股东的义务设置为主债务，并要求目标公司对创始股东的回购义务承担连带责任，得到了法院的认可，并成功获得了支持目标公司承担连带责任的判决结果。</p>

(2) 认为目标公司的连带责任是一种债务加入

与具有“从属性”的表述方式相反，如果投资文件中的约定更加强调目标公司与原股东对回购责任承担的“共同性”特征，或将股东和目标公司的责任采取并列式的表达方式，则法院更有可能认定目标公司承担“连带责任”的约定为债务加入。

案例评析：南通某科技有限公司、季某与南通某创业投资基金合伙企业、 凌某与公司有关的纠纷二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2021）苏 06 民终 1657 号 审理法院：江苏省南通市中级人民法院 审结日期：2021.06.20

案例评析：南通某科技有限公司、季某与南通某创业投资基金合伙企业、凌某与公司有关的纠纷二审民事判决书	
基本案情	<p>2016年12月，南通某科技有限公司（目标公司）、南通某创业投资合伙企业（投资人）及目标公司创始股东凌某共同签订增资协议一份，约定投资人向目标公司出资1200万元，增资后投资人持有目标公司1.85%的股权。目标公司和凌某对本协议项下的违约责任，相互承担连带责任。此后，投资人、目标公司、凌某、季某又签订了补充协议，约定若目标公司未能达到业绩目标，投资人有权要求凌某、季某以现金形式补偿，二者还对补充协议的相关义务承担连带责任。</p> <p>目标公司未按协议约定完成申报IPO及新三板挂牌工作，未能实现2019年12月31日前上市或挂牌的目标。2020年1月，投资人、目标公司及凌某签订股权回购协议一份，约定了凌某需支付的股权回购款及打款时间，股权回购款由目标公司承担连带责任的方式共同负责向投资人支付。</p>
法院观点	<p>法院认为，债务加入是指第三人与债务人约定加入债务并通知债权人，或者第三人向债权人表示愿意加入债务，债权人未在合理期限内明确拒绝的，债权人可以请求第三人在其愿意承担的债务范围内和债务人承担连带债务。债务加入意思表示的核心是是否愿意为债务人清偿债务。本案目标公司向投资人表示以承担连带责任的方式与创始股东凌某共同承担股权回购款的支付义务，目标公司的行为实则是愿意为凌某清偿债务，应认定为债务加入。该约定的效力应参照公司为他人提供担保的规则处理。</p>
案例评析	<p>本案中，法院认为债务加入意思表示的核心是是否愿意为债务人清偿债务，目标公司向投资人表示以承担连带责任的方式与债务人凌某共同承担股权回购款，目标公司的行为实则是愿意为凌某清偿债务，应认定为债务加入。</p>

**案例评析：南通某科技有限公司、季某与南通某创业投资基金合伙企业、
凌某与公司有关的纠纷二审民事判决书**

尽管如此，本案并未按照《九民纪要》第 5 条规定的思路审查目标公司是否完成减资程序，而是根据《九民纪要》第 23 条规定的“债务加入准用公司担保规则”，审查了目标公司决议情况。由于投资人未审查目标公司股东会决议情况，法院认定债务加入无效，并判令目标公司对创始股东不能清偿的部分承担二分之一赔偿责任。

从前述两个案例可以看出，虽然协议中均约定目标公司承担“连带责任”，法院在判决书中亦均采用了“连带责任”的表述，但在第一个案例中，目标公司是作为保证人承担“连带保证责任”，而在第二个案例中，目标公司则是连带地作为主债务人承担责任。

从法律效果的区别而言，实务中一般认为债务加入的责任比保证责任更重，比如：（1）除另有约定，连带责任保证人有权在其承担责任的范围内向债务人追偿；而在债务加入的情形下，法律对此并未明确规定，故除当事人有约定外，债务加入人原则上没有追偿权；（2）债权人向保证人追究责任受《民法典》关于保证期间规定的限制；而债务加入人的责任只受诉讼时效影响，无需考虑保证期间问题。

而对于“公司担保”的程序问题，债务加入与保证责任并无实质差异，自《九民纪要》第 23 条提出明确的意见后，司法实践中普遍认为由于债务加入比担保责任更加严格，投资人同样应当承担审慎审查的义务，故目标公司债务加入同样需要审查公司决议情况。例如，在（2020）沪 0106 民初 24530 号案中，法院认为目标公司向原告投资人表示其加入被告创始股东应承担债务，“其相较于担保责任属于法律后果更为严重的责任形式”，并以投资人未尽到要求目标公司就债务加入事宜提交相关公司机关决议的合理注意义务、未能证明其为善意相对人、未证明本案存在无需相关公司机关决议的情形为由认定该债务加入行为无效。

（二）目标公司承担“连带责任”是否还受减资程序限制？

相较于前述债务加入与担保责任的区别和审查义务问题，投资人更为关心的问题在于目标公司承担“连带责任”是否还受《九民纪要》第5条规定的减资程序要求之限制。因此，在股权回购纠纷的话题下，区分担保责任和债务加入的深层意义也在于此。

就此，我们倾向于认为：

（1）从理论上讲，由于担保责任作为一种从属于主债务的责任，与目标公司直接承担回购义务的法律意义不同，故要求目标公司承担保证责任仅应受《公司法》及相关规定关于公司担保规则的限制；但另一方面，法院也有可能认为该约定方式系有意规避对目标公司回购的限制，从而仍要求审查减资情况。

（2）而对于债务加入的情况，由于债务加入属于独立的债务，目标公司对回购义务进行债务加入和目标公司直接承担回购义务的区别有限，故法院要求审查减资程序的可能性更高。

从司法实践情况来看，法院对目标公司对回购义务承担连带责任的约定问题的分歧也较大，呈现出两种截然不同的态度：

1. 认为目标公司实质上是在履行回购义务，因而需要履行减资程序

如前所述，目标公司对回购价款的支付义务承担连带责任与目标公司直接履行回购义务在法律后果的角度不存在实质的差异，故法院有可能认为仍需进一步审查公司减资程序是否完成，如未进行减资，则同样不支持投资人对目标公司的请求。

案例评析：滨州某股权投资中心（有限合伙）与北京某影视文化传播有限责任公司等合同纠纷一审民事判决书	
案件信息	案号：（2021）京 0108 民初 179 号 审理法院：北京市海淀区人民法院 审结日期：2021.03.29

案例评析：滨州某股权投资中心（有限合伙）与北京某影视文化传播有限责任公司等合同纠纷一审民事判决书	
基本案情	<p>2017年10月，滨州某股权投资中心（投资人）与北京某影视文化传播有限公司（目标公司）及目标公司法定代表人赵某等签订《增资协议》，由投资人向目标公司投资2000万元，增资后投资人持有目标公司18.18%的股权。投资人有权要求控股股东、实际控制人赵某在特定时间回购股权。若目标公司或现有股东违反协议或章程或导致投资人遭受损失等，目标公司和现有股东应当承担共同及连带责任并赔偿投资人的全部损失。</p> <p>投资人向法院提出诉讼请求，要求控股股东回购股权并要求目标公司对回购价款承担连带偿还责任。</p>
法院观点	<p>法院认为，投资人要求目标公司对赵某应当支付的回购价款承担连带清偿责任，实际上是主张目标公司回购本公司股权，目标公司已实际收到股权投资款，但因未办理增资变更登记，目标公司亦无法通过减资程序将投资人的股权投资款从目标公司处转出，因此，投资人要求目标公司承担回购责任，缺乏事实及法律依据，法院不予支持。</p>
案例评析	<p>本案中，法院并未提及目标公司对回购价款支付义务承担连带责任的法律性质，而是直接适用《九民纪要》第5条的相关规定，审查目标公司的减资程序。</p> <p>值得讨论的是，虽然本案判决已经北京一中院二审维持而生效。但本案的特殊之处在于，投资人支付投资款后并未办理增资的变更登记，则目标公司的债权人未对本次增资结果产生信赖，除本案当事人外，目标公司也无其他股东，故不涉及公司其他股东、债权人利益的保护问题。在此情况下，法院却仍严格适用《九民纪要》规则，以未办理增资登记从而不可能通过减资方式转出股</p>

案例评析：滨州某股权投资中心（有限合伙）与北京某影视文化传播有限责任公司等合同纠纷一审民事判决书	
	权，从实质角度看有可能有失妥当。

实践中，同样认为目标公司对股权回购义务承担连带责任仍需履行减资程序的案例也不在少数，如：

在（2020）最高法民终 762 号案中，安徽省高级人民法院一审支持了投资人要求目标公司对股权回购义务承担连带保证责任的诉讼请求。最高人民法院二审认为：一审法院既没有审理目标公司是否完成减资程序，也没有审理目标公司是否存在足够利润，在并未确认目标公司具备履行股份回购和金钱补偿责任条件的情况下，即认定目标公司承担的是保证责任而非股权回购责任，其责任承担无须以其完成减资为前提，属于认定事实不清，适用法律不当，因此撤销原判决，发回安徽省高院重审。

在（2021）沪 01 民终 4326 号案中，上海市第一中级人民法院也持有类似观点：在合法减资条件尚不具备的情况下，相应的在该合同项下对目标公司因履行连带责任所附带负担相关费用的合同条款亦未生效，因此法院不支持投资人要求目标公司承担连带责任的诉请。

2. 支持目标公司连带责任，不再要求目标公司履行减资程序

从法律性质上看，承担连带保证责任与股权回购责任显然存在明显的区别，如果严格对两者进行区分解读，则由于目标公司承担保证责任应不受减资程序的限制，在满足公司担保决议要求的前提下，法院可以支持投资人关于要求目标公司对回购义务承担连带责任的主张。

案例评析：上海某科技有限公司、毕某合同纠纷再审审查与审判监督民事裁定书	
案件信息	案号：（2020）最高法民申 6603 号 审理法院：最高人民法院

案例评析：上海某科技有限公司、 毕某合同纠纷再审审查与审判监督民事裁定书	
	审结日期：2020.12.30
基本案情	<p>2016年12月2日，苏州某投资有限合伙（投资人）与上海某科技公司（目标公司）、创始股东毕某等签订《增资协议》，约定投资人出资8000万元，取得目标公司941,200元注册资本，认缴出资比例8.3333%。</p> <p>同日，各方签订《增资补充协议》，主要约定：（1）目标公司对未来一定时间内的经营业绩进行承诺，若目标公司在业绩承诺期内任何一年实际净利润低于约定目标，投资人有权要求创始股东毕某回购其所持目标公司的全部股权；（2）目标公司与创始股东对本补充协议约定的相关的责任和义务承担连带责任。</p>
法院观点	<p>最高人民法院认为：案涉增资协议及其补充协议的性质为投资人与目标公司股东进行业绩对赌，目标公司对股东的付款义务提供连带责任保证。</p> <p>本案增资补充协议签订时，目标公司全体股东均签署了该协议，故该协议关于目标公司承担连带保证责任的约定属于经过全体股东一致同意的决定，符合法律规定及公司章程约定，合法有效。因此，原审认定目标公司应当就创始股东的股权回购款向投资人承担连带责任并无不当。</p>
案例评析	<p>本案一审、二审法院及最高法院再审中均未审查目标公司是否履行减资程序，而是径行审查了是否符合公司担保规则对股东会决议的要求，最终支持了投资人关于要求目标公司对其股东的回购义务承担连带责任的诉请。</p>

司法实践中，持有类似观点的案例亦不少见，如：

在（2020）京民终549号案件中，一审北京市第三中级人民法院认为本案中

并无证据表明目标公司存在以提供担保的方式转移财产、逃避债务或《担保协议》双方存在恶意串通损害第三人利益的情形，相关债权人如有此主张并提供相应证据，自可另案处理，并非目标公司在本案中拒绝承担担保责任的合法抗辩事由。二审北京市高级人民法院认为一审认定正确予以维持。

在（2020）豫民终 547 号案件中，河南省高级人民法院认为：根据《股权投资协议》约定，股权回购义务的承担者是游某个人，目标公司的创始股东游某、郭某均在《股权投资协议》上签字确认目标公司为游某的股权回购义务提供担保，投资人已经尽到了审慎注意和形式审查义务，目标公司提供担保并不存在法定无效事由，该情况亦不应认定属于抽逃出资。

在（2020）京 03 民终 7314 号案件中，北京市第三中级人民法院认为，增资协议补充协议中约定了目标公司及目标公司创始股东向投资人承担不可撤销的无限连带保证责任，因此，投资人要求目标公司对目标公司创始股东支付回购款、违约金的义务承担连带保证责任，具有合同依据，法院予以支持。

综上所述，司法实践对目标公司就创始股东回购义务承担连带责任的法律性质认定尚未形成统一的裁判意见：

从法律逻辑上讲，创始股东与投资人之间的股权回购关系属于股权转让关系，故在决议程序合法的前提下，目标公司对创始股东的回购价款支付义务提供担保应属有效，也不涉及目标公司回购股权而导致注册资本减少的问题，故原则上无需另行审查减资问题。

但从实质角度来看，如目标公司对创始股东股权转让价款的支付义务提供连带责任保证有效，则目标公司因此产生的价款支付义务与直接承担回购责任无异，故此类约定有逃避对目标公司股权回购程序限制的可能性。

上述裁判分歧的本质在于公司资本维持制度（即对减资程序的特别限制）与公司担保制度严格程度的不一致，前者重点考虑了债权人利益的问题，而后者则系在公司、股东权益和促进交易之间作出的权衡。我们倾向于认为，虽然债权人利益的保护也是《公司法》等相关规定的重要价值目标之一，但从法律适用的一致性角度，在缺乏明确依据的前提下，不宜因涉及回购这一交易背景上的不同而贸然对公司担保行为加以进一步的限制。

从投资人的角度出发，如果投资人希望采取目标公司对创始股东的回购义务承担连带责任的约定方式，则我们建议明确将目标公司的责任形式约定为连带保证责任，避免因“连带责任”本身法律性质模糊而产生争议。

第三节 目标公司未能履行回购义务的违约责任

如本章第一节所述，《九民纪要》及目前司法实践对目标公司承担回购义务问题所确定的主流裁判观点是有效但未经减资程序不可履行。由于回购条款的效力未得到否认，由此产生的另一个问题是，目标公司不能履行回购是否具有过错，是否可以要求目标公司承担违约责任？

实践中，为了避免对目标公司的回购条款无法得到有效执行，投资人往往会在协议中进一步约定目标公司及创始股东负有配合履行减资程序的义务，如“为实现本协议下的回购权，各方应采取必要行动和签署必要文件，包括但不限于各股东应在股东会上审议批准公司的减资、办理减资公告、及时办理变更登记手续等”。

就违约责任问题，交易文件往往也会约定包括目标公司在内的全部回购义务人就逾期支付股权回购价款承担违约金的责任。如“如回购义务人未能在约定的期限内支付全部回购价格的，则每逾期一日，该回购义务人应就未支付的回购价格向回购权人另行支付按照每年 10%的利率计算的违约金”。

实际上，对于多数初创公司而言，由于创始股东团队的持股比例仍相对较高，其与投资人合计持股比例有可能超过三分之二。在这种情况下，无法完成减资程序的主要原因往往是创始股东拒绝履行配合义务。而虽然法院难以强制目标公司进行减资，但该等情况往往也会影响法官对各方权责关系的判断。

因此，对于目标公司是否应就未能履行回购义务承担违约责任的问题，司法实践中也存在一定争议。我们倾向于认为，虽然目标公司也有配合办理减资程序的义务，但目标公司本身不能影响股东会的表决情况。在目标公司股东会未作出有效减资决议的情况下，目标公司自然也无法履行相应的减资义务。因此，虽然违约责任原则上不以存在过错为前提，但在目标公司客观上不具备履行可能性的情况下，认定其存在违约行为也有失妥当。故除非是确因目标公司拒不配合导致减资程序无法推进的情形（如股东会作出减资决议，但目标公司拒绝配合发出减资公告等），主张目标公司对未履行回购义务承担违约责任的仍有一定难度。

但需要说明的是，实践中确有案例支持了要求目标公司对未能履行回购义务

承担违约金的主张，但该案例的思路与前述担保责任的案例类似，即主要从承担违约责任不违反资本维持原则的角度出发，而未具体讨论目标公司是否存在违约行为。

案例评析：张某等与南京某合伙企业（有限合伙）股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	<p>案号：（2021）京民终 495 号</p> <p>审理法院：北京市高级人民法院</p> <p>审结日期：2021.11.29</p>
基本案情	<p>2013 年 12 月，南京某合伙企业（甲方）与北京某公司（目标公司）签订《投资协议》与《补充协议》，约定若目标公司未完成合格 IPO 且三年内实现的年度净利润未能达到承诺业绩标准，则甲方有权要求目标公司赎回甲方持有的全部或部分股权。甲方提出赎回要求后，目标公司应在 60 个工作日内无条件支付赎回价款，若未能按约足额支付赎回价款，应当承担本协议约定的违约责任，并按日万分之五就赎回价款逾期部分向甲方支付违约金。</p> <p>2014 年 1 月，南京某合伙企业成为目标公司股东，资本 3000 万元。2015 年至 2017 年，会计师事务所每年出具的审计报告均显示目标公司的净利润未达到承诺标准，且未完成合格 IPO。</p> <p>南京某合伙企业在多次要求目标公司回购股权未果后，向法院提起诉讼，请求目标公司回购股权并支付违约金。</p>
法院观点	<p>一审、二审法院均认为目标公司不能回购股权，但应当根据《补充协议》对违约责任的规定向投资人支付逾期履行回购违约金。</p> <p>《公司法》之所以规定“股东不得抽逃出资”，其主要目的是贯彻资本维持原则，保护公司债权人的利益。根据该原则，目标公司无法在未履行减资程序的情形下无法向投资人履行股权回购债务，构成法律上的一时履行不能。但是，目标公司在不回购股权</p>

案例评析：张某等与南京某合伙企业（有限合伙）股权转让 纠纷二审民事判决书	
	<p>的情况下，基于未履行股权回购义务支付违约金，不会导致公司注册资本的减少，也不必然导致债权人利益受损。鉴于资本维持原则的规范目的以及目标公司对于其一时履行不能具有可归责性，目标公司应当按照《补充协议》的约定向投资人支付逾期履行违约金。</p>
<p>案例 评析</p>	<p>本案中，目标公司以未履行减资程序而无法回购股权作为抗辩理由，但法院认定其一时履行不能的同时并未免除其违约责任。即便如此，实践中类似案例也非常少见。</p>

第四节 回购责任上限条款及其适用排除

如第一章所言，回购条款的签订实际上体现了投融资双方的博弈过程，受近年来经济环境下行压力的影响以及投融资双方对投资/融资风险认识的不断深化，各方均会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越来越认识到承担回购义务的风险，往往不再愿意以其个人财产对创业失败承担回购责任；而对于投资人而言，投资风险的加大也意味着投资人更加需要创始股东接受回购安排，为其投资收益提供必要的保障。

在这一背景下，回购责任上限条款又作为双方各自“退让”的结果，能够有效平衡投融资双方的风险敞口，因而得到了越来越广泛的应用。具体而言，双方往往会约定：

1. 创始股东以其所持公司股权为限承担回购责任，具体约定方式又分为：创始股东以其持有的目标公司**股权为限**承担回购义务和创始股东以其持有的目标公司**股权价值为限**承担回购义务两种。

2. 在特定情形下，投资人有权突破回购责任上限。如约定创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，但创始股东存在故意、重大过失或欺诈的情形除外。

虽然上述约定方式已经颇为常见，但其具体理解和应用在司法实践层面上还属于较为前沿的问题之一。因此，本节将针对回购责任上限条款及其排除适用的相关问题，结合现有案例的情况，尽可能对不同约定方式下的实践认定进行分析。

一、回购责任上限条款的效力和具体约定

（一）回购责任上限条款的效力已得到司法实践的认可

在协议明确约定创始股东回购责任上限的情况下，由于该约定符合双方当事人的真实意思表示，本身又未违反法律、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，实践争议相对较小。

案例评析：上海某资产管理中心与张某、 吴某等股权转让纠纷一审民事判决书	
案件 信息	案号：（2019）沪 0151 民初 8768 号 审理法院：上海市崇明区人民法院 审结日期：2020.08.31
基本 案情	<p>2017年3月，上海某资产管理中心与作为目标公司管理层股东的张某、吴某等人签署了《股权转让协议》。协议约定，目标公司股东之一向乙方转让其所持目标公司0.5%的股权，相应的股权转让价款是1000万元。</p> <p>同日，上海某资产管理中心与张某、吴某等人于同日签订了《补充协议》，约定如果目标公司在2018年6月30日之前未能向中国证监会申报上市材料，上海某资产管理中心有权立即提出回购要求；张某、吴某等人履行前述支付及补偿义务以其直接和间接持有的目标公司股权为上限。</p> <p>2019年4月18日，上海某资产管理中心向张某、吴某等四被告及目标公司发函，称目标公司4月15日回复函中已明确指出将不能在《补充协议》所约定的触发回购时间前申报上市。上海某资产管理中心要求张某、吴某等人根据协议的约定回购目标公司全部的股份。</p>
法院 观点	<p>法院审理认为：根据《补充协议》约定，张某、吴某等人应以其直接和间接持有的目标公司股权为上限承担回购义务。系双方真实意思表示，内容亦未违反法律法规强制性规定，故合同各方当事人应按约履行义务。</p>
案例 评析	<p>在协议中约定回购责任上限条款的情形下，只要满足当事人具有相应的民事行为能力，意思表示真实，不违反法律、行政法规的强制性规定，不违背公序良俗，法院一般会认定相关条款有效。</p>

案例评析：上海某资产管理中心与张某、 吴某等股权转让纠纷一审民事判决书	
	因此，虽然回购责任上限条款相关司法案例较少，但我们倾向于认为其效力问题本身争议不大。

（二）以股权为限与以股权价值为限的区别？

实践中，当事人约定责任承担上限条款通常有“以其持有的公司股权/股权价值为限承担责任”两种典型类型。虽然目前可公开查询到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，但根据现有司法案例的裁判结果，能够发现法院对当事人约定“股权”和“股权价值”的判定存在着内涵与边界不明的问题，目前并未形成统一裁判的规则。

1. 约定“以股权为限”的情形

一般而言，“股权”代表一项特定的财产权利，“以股权为限”的约定方式原则上强调这一财产权利的担保属性，其性质与股权质押具有类似之处（区别在于不具备优先性），仅从文义解释的角度，投资人的权利范围应限于创始股东所持目标公司的股权。因此，对于创始股东而言，约定“以股权为限”理论上应当能够起到一定的风险隔离作用，即便股权实际价值的不断变化，创始股东责任的范围也不会因此受到影响，仅在当事人所持有股份减少时，其才有可能对不足部分对应的股权价值予以补足。从这一角度来看，“以股权为限”的约定方式更加符合融资方的利益。

案例评析：福建某投资公司、深圳某公司合同纠纷二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2019）粤 03 民终 25530 号 审理法院：广东省深圳市中级人民法院 审结日期：2020.01.06
基本 案情	2015 年 10 月 23 日，福建某投资公司与深圳某公司、深圳某公司股东陈某等人签订了《增资协议》，约定对深圳某公司进行增资。

案例评析：福建某投资公司、深圳某公司合同纠纷二审民事判决书	
	<p>同时，福建某投资公司与深圳某公司、陈某三方又签订了《补充协议》，约定如出现深圳某公司、深圳某公司经营管理层及陈某出现违法违规行为导致深圳某公司被全国中小企业股份转让系统取消挂牌资格，福建某投资公司有权要求深圳某公司回购其持有的全部股份，陈某以其持有的深圳某公司全部股份的 66.67% 为限（即 63.337%）为深圳某公司的回购义务提供担保。</p> <p>2018 年 7 月 6 日，深圳某公司发布了《关于公司股票在全国中小企业股份转让系统终止挂牌转让的公告》，该公告指出，因无法按期披露 2017 年年度报告，已被全国中小企业股份转让系统终止股票挂牌，终止挂牌生效日期为 2018 年 7 月 9 日。</p> <p>福建某投资公司要求深圳某公司、陈某返还投资款并支付直至款项支付之日止的回购回报。</p>
法院观点	<p>法院审理认为：陈某应以其持有的深圳某公司 63.337% 股份为限就深圳某公司本应承担的上述债务承担清偿责任，如陈某现持有深圳某公司的股份不足，不足部分应按照各方当事人于 2015 年 10 月 23 日签订涉案《补充协议》时的股权价值予以补足。</p>
案例评析	<p>本案中，股东陈某以其持有的 63.337% 股份为限为公司提供担保，系其真实意思表示，内容亦未违反法律法规强制性规定，故应当承担相应的担保责任。股权代表一项特定的财产权利，在其持有的股权份额不足时，应当按照签订相关协议时的股权价值予以补足。</p>

但我们也注意到，司法实践中可能对这一问题存在不同的认识，部分法院/仲裁委会结合交易背景、条款约定以及当事人权利主张等因素进行综合认定，有部分案例突破了“以股权为限”的文义，实质作出了“以股权价值为限”的裁判。比如：

在（2020）浙 01 民终 3422 号案件中，杭州市中级人民法院认为，义务人所承担的义务是支付股权回购价款等款项，而“以股权为限”无非是对义务人承担责任范围予以限制，结合目标公司股权价值已大幅下降、案涉股权执行价格过低等情况，法院认定回购义务方对“以股权为限”的解释有违各方的合同目的，从而未予采纳回购义务方以股权这一特定财产承担责任的抗辩。

在（2022）京 04 民特 522 号案件中，能够看到在（2022）中国贸仲京裁字第 1179 号仲裁案中的观点，仲裁庭认为：“争议股权回购条件已经成就，创始股东应共同承担股权回购义务。依据案涉合同约定，创始股东须共同向外部投资人承担股权回购责任，应以其持有的目标公司股权为限，采用现金回购的方式进行回购。因此，创始股东应以其所持目标公司股权所对应的现金价值承担回购义务。鉴于目标公司投后估值是案涉合同作价及对赌协议进行价格调整的基础，创始股东应以案涉合同约定的目标公司投后估值……作为股价折算现金的计量基础……”。

同样的，在（2019）沪 0151 民初 8768 号案件中，法院认定《补充协议》所谓的股东持有公司的股权，本身就是该股东持有公司一定比例的股权，而整个条款是对股权回购款的约定，对应的上限也应当是股权的价值。因此，张某、吴某等人应以其直接和间接持有的目标公司股权价值为限承担回购义务。

我们认为，虽然上述裁判的观点有待商榷，但也一定程度上反映了司法实践的现状，即在缺乏充分依据予以说明的情况下，仅基于“以股权为限”这一表述，裁判机构实际上较难以判断双方在签订合同的真实意思表示，特别是在股权价值大幅贬损的情况下，裁判机构可能会从公平的角度进行调整，避免投资人的利益明显难以实现。

当然，司法实践的结果也会影响交易条款的设计，面对上述司法实践的不确定性，融资方可能会在协议谈判中要求进一步明确“以股权为限”的含义，如约定“以届时转让或拍卖创始股东所持股权的实际变现所得为限”或强调“创始股东的责任仅以所持目标公司股权为限，不涉及其他个人财产”等。

2. 约定“以股权价值为限”的情形

从文义理解上来说，“股权价值”是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在数额上具有一定金额上限，但未对其承担义务的方式作出限制。

因此，如果法院作出“以股权价值为限”的判决结果，则进入执行程序后，投资人的权利不应限于拍卖变卖初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，有选择地执行初始股东的各项财产。如在（2019）沪 0151 民初 8768 号、（2017）川 01 民初 3132 号案件的执行阶段（案号分别为：（2020）沪 0151 执 4407 号、（2018）川 01 执 1703 号），法院的执行范围并未局限于特定股权，对被执行人的其余财产也采取了相应的执行措施。

但另一方面，“以股权价值为限”的约定本身也并不完全明确的问题：从计算时点上看，既可能是指对目标公司投资前或投资后的价值，也可能指投资人主张回购权利时或实际执行阶段的价值，而从随着时间的推移，目标公司股权在不同的时间节点的价值可能千差万别。从计算方式来看，则可能存在按照协议约定的目标公司的估值计算、由法院委托评估计算等不同方式，甚至不排除法院认为还是需要实际拍卖变卖股权，并以拍卖成交价款为准的可能性。

司法实践中，对于当事人未明确约定股权价值计算方式的情况，不少案例也未进行进一步的讨论和明确。如在（2019）津 0116 民初 6075 号案件中，法院支持了投资人的回购申请，并在判项当中明确了初始股东“以股权价值为限”承担连带责任，但未说明股权价值的确定方式。同样，在（2020）浙 0282 民初 5000 号案件中，法院也在判项当中明确了“以股权价值为限”的补充赔偿责任，但未对股权价值的确定方式作出说明。如果法院采取此种裁判方式，则进入执行阶段后，执行法官往往也难以进行实体判断，投资人在申请执行过程当中也会面临更多不确定性。

即便裁判机构愿意在审理过程中具体讨论股权价值的计算方法，现有裁判案例也不足以形成统一的观点，投资人仍然面临着较大的不确定性风险。如前述（2022）中国贸仲京裁字第 1179 号仲裁案以目标公司的投后估值作为计算股权价值的基础，则对投资人相对有利。但该案例属于仲裁案件，从谨慎性的角度，法院则有可能更倾向于采取委托评估的方式确定股权的价值，则不仅有可能导致评估结果低于投资人的预期，也会导致案件审理的速度放缓。

因此，我们建议投资人明确约定计算股权价值的方式，避免上述不确定性的风险。从投资人的利益角度出发，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，故除了个别特殊情况，约定以目标公司的投后估值对应计算创始股东持股的股权价值通常会是最有利于投资人的方式。

二、回购责任上限的适用排除

如前所述，在协议约定回购责任上限条款的情况下，投资人往往会要求在创始股东存在“故意或者重大过失”以及“欺诈”行为等特定情形下突破责任上限，避免创始股东在存在明显不当行为的情况下仍能够逃避责任。但对于股权回购纠纷这一特定语境下“故意或者重大过失”、“欺诈”等情形的具体理解，司法实践中仍缺少可供参考的案例，难免产生争议。

（一）“故意或者重大过失”的理解与应用

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》提出：“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”。

参照上述观点，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损害了目标公司的利益（或影响了对赌目标的实现）。因此，对于投资人而言，证明创始股东的“故意或重大过失”实际难度较大。

案例评析：王某、杭州某公司股权转让纠纷二审民事判决书

案件 信息	案号：（2020）浙 01 民终 1060 号 审理法院：浙江省杭州市中级人民法院
------------------	--

案例评析：王某、杭州某公司股权转让纠纷二审民事判决书	
	<p>审结日期：2020.05.29</p>
基本案情	<p>2015年9月11日，王某与杭州某公司、案外人浙江某公司签订《合伙协议书》一份，约定由杭州某公司向王某出让目标公司20%股权，计84万元。</p> <p>2016年1月27日，杭州某公司出具《承诺》一份，约定“出让方杭州某公司承诺，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王某转让股权的款项，并酌情退还合伙期间的其他投入资金”。</p> <p>2017年5月25日，体育中心对目标公司拖欠支付租金提起诉讼。杭州市中级人民法院分别依法作出（2017）浙01民终8454号民事判决书，判决该房屋租赁合同于2016年12月31日到期终止。王某向杭州某公司提起诉讼，要求返还股权转让款及投入资金。</p>
法院观点	<p>法院审理认为：王某作为目标公司财务负责人期间，目标公司向体育中心直接租赁部分场地确实存在迟延支付租金、物业管理费的情形，故本院综合考量迟延支付租金部分场地面积所占目标公司总经营场地面积的比例，以及王某对迟延支付事项的责任程度，酌情确定杭州某公司向王某退还股权转让款80万元。同时，考虑到合作投资项目存在一定的商业风险，而杭州某公司虽最终未能按其承诺内容延续案涉场地的租赁期限，但其在此过程中亦不存在明显的故意或重大过失，故本院确定不再由杭州某公司向王某退还其在合作期间的其他投入资金。</p>
案例评析	<p>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”。</p>

类似的，在（2022）京 01 民终 3526 号案件中，协议约定在回购条款中约定因受让方“自身原因造成的重大损失除外”，法院认为目标公司因正常经营过程中的经营策略选择导致的公司亏损，不应当认定为“故意或重大过失”，判决股权回购的排除条件并不成立。

（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”。

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。

案例评析：姜某、李某股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2021）川 01 民终 6603 号 审理法院：四川省成都市中级人民法院 审结日期：2021.05.14
基本案情	姜某与李某、曾某于 2019 年 4 月左右协商转让目标公司 5% 股权一事，姜某同意以 120 万元价格受让目标公司 5% 股权。 曾某通过微信将李某等人正和某股权投资合伙企业（有限合伙）于 2018 年 12 月 19 日签订的《补充协议》发送给姜某。该协议载明目标公司及实际控制人承诺该公司 2019 年净利润不低于 1200 万元，销售收入不低于 5000 万元，如果没有达到上述净利润目标，投资人有权要求原股东及实际控制人对投资人进行现金或股权补偿。 后因公司业绩未达预期，姜某向李某等人提起诉讼，要求李某等人返还股权转让款。
法院	法律规定的欺诈，是指一方故意编造事实或者故意隐瞒与进行民

案例评析：姜某、李某股权转让纠纷二审民事判决书	
观点	<p>事法律行为有关的重要事实，致使对方作出违背自身真实意思表示的情况。本案中，双方对交易对价 120 万元、交易标的为李某名下 5% 的目标公司股权的约定是清楚的，是双方真实意思。本案并没有证据证明曾某等人在缔约前曾向姜某提供了关于目标公司过往经营业绩的虚假材料，并影响姜某作出真实意思表示。曾某将目标公司股东、实际控制人与案外人签订的对赌协议文本发送给姜某，该内容也并无虚假之处。公司股权交易属于投资行为，公司未来的经营业绩、盈利能力受到各种不确定性因素影响，存在各种投资风险，属于投资人应当知晓的常识。从在案证据看，姜某在看到上述对赌协议文本后，对目标公司能否达到该文本记载的利润，发出了疑问，也足以证明其对公司未来盈利的不确定性具有相应判断力。本案姜某也没有与曾某等人订立关于公司利润保底否则予以回购或进行补偿的对赌协议条款。经一审法院询问，双方在缔约时，姜某也没有查看目标公司财务会计报告或进行资产评估审计。综上，姜某主张双方达成的口头股权转让协议构成欺诈，但并未提交充分证据证明曾某等人存在编造事实、虚假陈述或者隐瞒重要事实的情况存在，不予支持。姜某以口头股权转让协议存在欺诈为由请求撤销，并因此请求返还股权转让款 120 万元及其利息的请求，也缺乏事实和法律依据，不予支持。</p>
案例评析	<p>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人应有的注意义务，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，投资人主张存在欺诈的难度较大。</p>

参考上述股权投资纠纷中的类似案例，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，即投资人需证明创始股东在融资时提供了虚假信息或刻意隐瞒了有关目标公司的信息，且该虚假信息对投资决策的影响

也应当达到重大的程序，故投资人主张创始股东存在欺诈的难度同样较大。

因此，从投资人的角度出发，我们建议以更为具体的限制条件对“故意、重大过失或者欺诈”进行补充和替代。如采取“具体列举+原则性兜底”的约定方式，确定创始股东或目标公司进行某项特定行为（目标公司违法经营、创始股东离职、侵占公司财产等）即构成回购责任上限的排除条件，避免“故意、重大过失或者欺诈”这一原则性约定在解释上的困难。

本章小结

综合本章所述内容，回购义务主体及其责任承担方式的约定是股权回购纠纷审查的关键，投资人有必要特别注意相关约定及目标公司回购的风险。具体而言：

1. 约定创始股东回购原则上不存在问题，但约定目标公司回购则面临需履行减资程序要求的限制，实践难度较大。

2. 如果存在多名创始股东作为回购义务人的情形，投资人需注意约定各回购义务人之间承担连带责任，避免约定不明的风险。

3. 应对目标公司回购减资程序的问题，投资人可以考虑约定目标公司对创始股东的回购价款支付义务承担连带责任保证、要求目标公司对未能履行回购义务承担违约责任等替代方式。

4. 在约定创始股东回购责任上限的情况下，需注意“以股权为限”和“以股权价值为限”的区别，前者更可能将责任财产限定于特定股权，而后者通常仅涉及金额范围的计算。

第三章 回购条件的约定和提前触发

本章引言

约定回购条件是投资人行使回购权利的基础和前提，对投资人成功行使回购权利具有至关重要的作用。而能够帮助投资人成功行使回购权利的回购条件约定应是条件明确、具备客观且固定的判断标准的。常见的回购条件包括目标公司未在约定期限内成功上市，目标公司未在一定期限内达到业绩目标、目标公司或创始股东违反投资协议约定等情形。

本章将重点对实践中常见的回购条件情形进行梳理，并提示约定相关回购条件应注意的事项。此外，实践中，考虑到目标公司的经营状况，为提前收回投资款，投资人还可能主张回购条件提前成就。就此，我们将重点讨论上市回购条件提前触发的可能性。

第一节 回购条件的常见约定

一、以目标公司未能在约定期限内上市为触发条件

实践中，常见的“以目标公司未能在约定期限内上市”的条款约定包括：“如发生下列任一情形（以较早者为准），则投资人有权随时要求公司和/或创始股东共同且连带地按照第 XX 条约定的回购价格回购该回购权人所持有的全部或部分公司股权：公司未能于 X 年 X 月 X 日前或该日或完成合格首次公开发行。特别地，尽管发生在 X 年 X 月 X 日前，以下任一情形发生时即应视为回购情形已触发：（i）公司提交首次公开发行及上市申请后，被有关上市监管机构（包括但不限于证监会、交易所）否决申请；或（ii）公司委任的注册会计师无法出具无保留意见的审计报告，或其他任何致使公司不可能在 X 年 X 月 X 日前完成合格首次公开发行的情形”。

就上述触发条件常见的争议包括：1. 对上市场所约定不明，例如在未明确约定上市板块的情况下，目标公司在新三板挂牌是否属于完成上市，在境外上市是否属于完成上市？2. 对“合格上市”的定义不明，例如判断目标公司是否合格上市是以向交易所提交上市申请并取得受理通知为准还是以最终完成上市为准；3. 目标公司客观上不能上市或目标公司决定不上市，该回购条件能否提前触发（详见第二节）。就该等争议，我们将结合下述案例具体分析。

案例评析：某投资中心与谢某与公司有关的纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2019）京 03 民终 9876 号 审理法院：北京市第三中级人民法院 审结日期：2019.08.30
基本案情	2011 年 7 月 1 日，某投资中心及其他关联方（甲方）与目标公司（乙方）及谢某及其他案外人（丙方）签订《增资扩股协议》，约定：某投资中心以现金形式向乙方增资。同日，上述主体另签订《补充合同》，约定：第二条退出安排，除非甲方另以书面形式同意延长，本次投资完成后，如果：乙方 2014 年 6 月 30 日前

案例评析：某投资中心与谢某与公司有关的纠纷二审民事判决书	
	<p>未提交发行上市申报材料并获受理；或者乙方 2014 年 12 月 31 日前没有完成挂牌上市。甲方有权选择在上述任一情况出现后要求乙方购买甲方持有的全部乙方股权。</p> <p>2014 年 5 月 4 日，谢某、某投资中心及其关联方、目标公司签署《废止协议》，各方一致同意废止《增资扩股协议》以及《补充合同》中包括第二条退出安排在内的个别条款。同日，某投资中心及其关联方（甲方）与谢某（乙方）签订《协议书》，约定除非甲方另以书面形式同意延长，如果：（1）目标公司 2014 年 6 月 30 日前未提交发行上市申报材料并获受理；或者（2）目标公司 2014 年 12 月 31 日前没有完成挂牌上市。甲方有权选择在上述任一情况出现后要求乙方及/或乙方指定的第三方购买甲方持有的全部目标公司的股份。</p> <p>2014 年 7 月 11 日，全国中小企业股份转让系统有限责任公司同意目标公司股票在全国中小企业股份转让协同挂牌。但截至一审起诉之日，目标公司仍未实现 A 股上市。</p>
法院观点	<p>本案的重要争议焦点之一为《协议书》约定的回购条件是否成就。对此，一审法院审理认为，应当参考《合同法》第 125 条的规定，即当事人对合同条款的理解有争议的，应当按照合同所使用的词句、合同的有关条款、合同的目的、交易习惯以及诚实信用原则，确定该条款的真实意思。首先，《增资扩股协议书》中关于回购的条款已被废止，该协议与《协议书》的缔约目的、签订主体等方面均存在差异，因此，上述两份协议为各自相互独立的协议，并不能做统一的理解。其次，2014 年 5 月 4 日，某投资中心与谢某另签订《废止协议》，废除了《补充合同》中的回购条款，并在同一天签订了《协议书》，对回购条件进行了重新约定。各方均认可目标公司不可能同时 A 股上市和新三板挂牌。因此，某投资中心作为一家投资公司，同时作为目标公司的股东，在同意目</p>

案例评析：某投资中心与谢某与公司有关的纠纷二审民事判决书

标公司进行新三板挂牌申请后，应当明确知晓目标公司不能在 A 股上市的后果。在某投资中心明知目标公司无法在 A 股上市后，其才与谢某另行签订了《协议书》。因此，对于《协议书》中的回购条件中的“挂牌上市”应与此前《增资扩股协议》中的回购条件做不同的理解，应理解为“新三板挂牌”……谢某提交的《同意挂牌的函》可以证明，目标公司已经在新三板挂牌，某投资中心主张的回购条件未成就。

二审法院审理认为，根据《证券法》第 14 条第 1 款规定和《首次公开发行股票并上市管理办法》第 46 条第 1 款规定，《协议书》约定的“提交发行上市申报材料并获受理”应理解为，目标公司制作符合法律规定及证监会有关规定的申请文件，由保荐人保荐并向证监会申报，证监会收到申请文件后作出受理的决定，亦即目标公司提交 A 股上市申报材料并获受理……目标公司律师曾向某投资中心表达顺延的意向，亦能够反向印证本案双方当事人对于《协议书》中“完成挂牌上市”的约定意思应理解为新三板挂牌后的 A 股上市。

《增资扩股协议》《补充合同》《废止协议》以及《协议书》四份协议均围绕某投资中心对目标公司的投资事项，从投资法律关系、回购法律关系的权利义务方面对涉案投资事项的具体事宜做出了约定。故从合同的历史延续过程而言，《废止协议》着重于完成目标公司新三板挂牌，《协议书》则侧重于保障某投资中心的回购权利。鉴于未有约定指向某投资中心放弃 A 股上市的回购权，故从上述协议的总体签订目的而言，《协议书》的回购触发条件应理解为目标公司在证券交易所公开发行股票并上市，即 A 股上市。综上，二审法院认为某投资中心的上诉理由成立，撤销一审判决，并判决谢某向某投资中心支付股权转让款。

案例评析：某投资中心与谢某与公司有关的纠纷二审民事判决书	
案例 评析	<p>本案系由于协议双方未明确回购条件中上市场所而引发的争议，一审法院和二审均从合同所使用的词句、合同的有关条款、合同的目的、交易习惯以及诚实信用原则对本案约定的回购条件是否成就进行分析，但结果却皆然相反。我们建议，“上市场所”作为回购条件中重要的部分，应当通过专门的条款予以释明，以避免协议各方因对上市场所以及是否合格上市等条件存在不同理解而引发不必要的纠纷。</p>

案例评析：潘某峰、潘某祥股权转让纠纷二审民事判决书	
案件 信息	<p>案号：（2020）鄂11民终1361号 审理法院：湖北省黄冈市中级人民法院 审结日期：2020.12.31</p>
基本 案情	<p>潘某祥、林某某原系夫妻关系，二人是原黄冈龙辰电子科技有限公司的股东，2011年3月20日，潘某峰与潘某祥签订《股权转让协议书》一份，约定潘某祥愿意将其持有的原黄冈龙辰电子科技有限公司股权中的14.47万元的出资额转让给潘某峰，潘某峰同意受让。同日，潘某祥与潘某峰另签订《股权转让补充协议》约定：下列条件任何一个条件成就时，潘某峰可要求潘某祥回购其持有公司的股权：1、公司未上市。（1）公司上市不成功；（2）潘某祥决定公司不上市。2011年4月原黄冈龙辰电子科技有限公司以整体变更、包括潘某峰、潘某祥等30名发起人共同发起设立方式设立为湖北某公司。2015年7月，依湖北某公司的申请，全国中小企业股份转让系统有限责任公司同意湖北某公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。</p>

案例评析：潘某峰、潘某祥股权转让纠纷二审民事判决书

法院
观点

一审法院审理认为，《股权转让补充协议》约定，公司未上市（包括公司上市不成功、潘某祥决定公司不上市，其中任何一个条件成就时），潘某峰可要求潘某祥回购其持有公司的股份。上市是指首次公开募股，又称 IPO，企业通过证券交易所首次公开向投资人增发股票，以期募集用于企业发展资金的过程。上市的板块包括一板市场即主板市场（含中小板），二板市场则是指创业板市场，三板市场的发展包括老三板市场和新三板市场。2015 年 7 月 24 日，全国中小企业股份转让系统文件明确同意湖北某公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。新三板虽不是传统意义上的上市公司，但其可以通过定向增发来募集资金，且设立的目的是为了募集资金和股份变现，可以视为广义上的上市。虽然潘某峰与潘某祥签订《股权转让补充协议》时，全国中小企业股份转让系统尚未运行，但该协议并未明确载明公司（股票）上市类型，应视为约定不明，该约定不必然排除公司股票通过新三板上市。湖北某公司于 2013 年 3 月终止 IPO 申请，2013 年 7 月召开股东大会决议回购部分股份，潘某峰并未提出由潘某祥或公司回购其股份，印证潘某峰认同公司股票通过新三板上市也属上市。因此协议约定的公司未上市条件未成就。

二审法院审理认为，双方对何为“公司上市”的约定发生争议，属约定不明。该公司在全国中小企业股份转让系统挂牌属于公司上市，结合本案的事实，潘某峰在 2013 年作为公司股东，已知晓湖北某公司申请创业板 IPO 失败，亦知晓在 2015 年时，该公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌，均未要求潘某祥回购其持有公司的股份。结合本案的事实，可以认定潘某峰认同公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌也属于上市。综上，二审法院驳回上诉，维持原判。

案例评析：潘某峰、潘某祥股权转让纠纷二审民事判决书	
案例 评析	<p>本案亦属于典型由于协议双方未明确何为“公司上市”的约定而发生的争议。从上述法院观点来看，如果协议并未明确载明公司（股票）上市类型，应视为约定不明，该约定不必然排除公司股票通过新三板上市。因此，在起草回购条款时，应注意明确上市场所，避免后续可能产生的争议。</p>

实践中投融资协议往往由一整套文件所组成，文件所包含的各份文件之间有很大程度的关联性、启承性，文件内容也具有一定专业性。为尽量减少各方对回购条件的争议，对此，我们建议，首先由应固定的专业人员全程跟进交易的文件的起草、谈判、修改和签署，统筹整合文件内容，避免出现协议签署方对文件与文件之间内容的不同理解，从而出现运用合同解释的方法认定当事人之间真实意思表示的不确定局面。其次，律师等专业人士在起草相关法律文件的时候，应对上市场所、“挂牌”、“上市”等条件以及合格上市的定义等进行明确约定，务必区分“挂牌”与“上市”，务必明确“挂牌”与“上市”的具体交易场所，尽量不使用“挂牌上市”等模糊合同语言，以避免不必要的纠纷。

二、以目标公司财务业绩不达标为触发条件

基于财务业绩的回购条件系指目标公司在约定期间能否实现承诺的财务业绩以确定是否触发回购条件。由于财务业绩是对目标公司估值的直接依据，目标公司为获得高估值，相应就必须以高业绩作为投资人的保障，实践中通常是以“营业收入”“净利润”或者“分红”作为对赌标的。投融资双方通常约定，当目标公司未能实现约定的业绩指标或其它财务指标时，回购义务人应依约向投资人给予货币补偿、持股比例调整或进行股权回购，作为投资人对目标公司高估值的补偿。

审计报告是确认“业绩回购”触发条件的常用依据和基础，通常回购协议或回购条款中约定以“经各方认可的审计机构正式审计”的财务数据作为业绩认定依据。如果目标公司提供的财务数据未经各方认可的审计机构正式审计或存争议，究竟会如何影响投资人行使相关特殊权利？我们通过以下案例来综合研判：

案例评析：某投资企业与毕某股权转让纠纷一审民事判决书	
案件信息	<p>案号：（2018）粤 0491 民初 543 号</p> <p>审理法院：横琴粤澳深度合作区人民法院（原珠海横琴新区人民法院）</p> <p>审结日期：2018.07.12</p>
基本案情	<p>2017 年 6 月，某投资企业和毕某以及案外人上海巨 X 公司签订《股权转让协议》。随后，某投资企业和毕某以及案外人上海巨 X 公司签订了《补充协议》，就股权转让事宜补充约定。各方约定如果目标公司任何一年度业绩未达到承诺水平，则就每一实际业绩未达到承诺业绩指标的年度，毕某应对某投资企业予以补偿。某投资企业有权选择下述任何一种补偿方式或者两种补偿方式的组合：1. 某投资企业可以选择毕某以零元的价格向某投资企业转让毕某持有案外人上海巨 X 公司的股权；2. 某投资企业亦可选择要求毕某向某投资企业予以货币补偿。《补充协议》同时还约定：第三条回购，如上海巨 X 公司在业绩承诺期内任何一年实际业绩低于上一年 30%，或低于业绩承诺的 30%，某投资企业有权选择在上述任何一种情况出现后要求毕某购买某投资企业持有的全部或部分上海巨 X 公司股权。</p> <p>2018 年第一季度末，某投资企业从上海巨 X 公司处获取了其 2017 年未经审计的财务报表。该财务报表显示上海巨 X 公司合计净利润数额未达到《补充协议》约定。某投资企业起诉提出货币补偿和股权回购的诉请。</p>
法院观点	<p>法院审理认为，《股权转让协议》和《补充协议》的签订系各方当事人的真实意思表示，且内容不违反法律、行政法规的强制性规定，应属有效，各方均应依约履行。本案某投资企业按照《股权转让协议》的约定实际支付了股权转让款，毕某依约转让了股权，某投资企业也按照约定成为案外人上海巨 X 公司的股东，根</p>

案例评析：某投资企业与毕某股权转让纠纷一审民事判决书

据双方的诉辩意见，本案主要争议焦点在于《补充协议》所约定的货币补偿或股权回购条件成就与否。

《补充协议》明确约定如案外人上海巨 X 公司在 2017 年的净利润未达到 1.2 亿元或实际业绩低于业绩承诺的 30%，则被告毕某应对某投资企业进行补偿，某投资企业有权选择货币补偿或股权回购。本院认为，从协议内容来看，某投资企业要求货币补偿的条件成就与否，应看案外公司 2017 年实际业绩是否满足《补充协议》中有关补偿的约定；而案外人上海巨 X 公司 2017 年实际业绩如何，则应以经严格审计的财务报告作为依据，故财务报告是本案关键证据。本案中，某投资企业仅依据案外人上海巨 X 公司 2017 年未经审计的财务报表来主张货币补偿，尚且该财务报表未经签名或盖章确认，显然未能满足协议约定的条件。庭审中某投资企业称未能提供经审计的财务报告系因毕某和案外人上海巨 X 公司拖延审计及拒绝提供，本院认为，某投资企业现为案外人上海巨 X 公司股东，财务报表能否取得系其与案外公司之间股东知情权纠纷，与本案无关。某投资企业还主张称毕某拖延或拒绝就补偿事宜进行沟通，然而从毕某提交的多份邮件和沟通函等证据来看，显然与事实不符。据此，对于某投资企业要求毕某进行货币补偿和支付利息的诉求，本院认为缺乏事实和法律依据，不予支持。

**案例
评析**

本案虽然仅是地方法院的个案，且裁判时间较早，但我们仍然能从该案中感受到模糊定义目标业绩的认定依据将加剧投资人的行权阻力。

本案中，某投资企业与毕某并未将“经审计”的财务数据作为业绩认定依据，但是，在审理过程中，由于某投资企业未能提供经各方确认的财务报表，财务报表也未经目标公司签字或盖章确认，导致对财务数据举证发生困难。从法院角度而言，法院认为应以

案例评析：某投资企业与毕某股权转让纠纷一审民事判决书

经严格审计的财务报告作为依据判断是否达到业绩标准，本身无可厚非。但是，投资人需要提供经审计的财务报告也给投资人增加了一定行权负担。因此，在投资人投资目标公司后，在各方关系良好的情况下，投资人注意主动要求目标公司提供财务文件，并要求其每年度进行审计，以充分掌握目标公司的财务状况，确保自身对公司的知情权，为后续可能发生的回购行权做准备。

为最大程度地避免因目标业绩指标及认定依据约定不明而引起的纠纷，我们建议在相关条款的约定中应当：（1）明确相关财务数据应当以审计机构出具的审计报告为准；（2）明确审计机构应当得到投资人之认可；（3）明确若目标公司未按期提供审计报告则视为业绩不达标或触发回购条件。如遇目标公司或创始股东恶意拖延审计或拒绝提供审计报告的情形，投资人需注意收集足以证明目标公司业绩未达标的其他证据，以综合举证证明目标公司业绩未达标，回购条款被触发。

三、以目标公司、创始股东或管理层存在重大违约事实为触发条件

实践中，为了最大限度敦促目标公司、创始股东或管理层勤勉经营目标公司业务，投资人同时会增加“目标公司、创始股东或管理层存在重大违约事实”作为回购触发条件的补充。

由于无法对“重大违约事实”进行穷尽式列举，投资人通常仅能选取个别与目标公司实际情况联系最为紧密的违约情形进行列举，例如“创始股东或管理层出现重大个人诚信问题”、或者“创始股东或管理层未能勤勉尽责造成公司重大内部控制漏洞”。因此，司法实践中通常投资人对“存在重大违约事实”的证明责任较高，而法院也会更加审慎地认定“目标公司、创始股东或管理层存在重大违约事实”的情形。我们通过以下案例来综合研判：

案例评析：某投资中心与李某某公司增资纠纷一审民事判决书	
案件信息	<p>案号：（2020）沪 01 民终 8591 号</p> <p>审理法院：上海市第一中级人民法院</p> <p>审结日期：2020.10.29</p>
基本案情	<p>2015 年 6 月 30 日，李某某、目标公司与某投资中心签订《增资协议》，载明李某某为原股东，某投资公司为新股东，并由新股东认缴全部并持有增资后的目标公司 20% 股权。</p> <p>《增资协议》第 6.5 条就“回购权”约定如下：各方同意，在本次增资的交割完成后，若发生以下任一事项：……（c）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；则根据新股东的要求，公司、原股东有义务以现金形式按以下价格购买新股东全部公司股权。</p> <p>后续某投资中心以目标公司经营期间，大量通过李某某的个人银行账户进行开支，之后李某某再使用发票等原始凭证及记帐凭证进行审批报销等违约行为触发《增资协议》中的回购条件为由，要求目标公司、原股东承担回购责任。</p>
法院观点	<p>二审法院审理认为，《增资协议》对触发回购的条件进行了约定。某投资中心系依据原股东出现重大个人诚信问题，造成公司重大内部控制漏洞的回购条件主张李某某承担回购义务。《增资协议》对于公司重大内部控制漏洞，并未作出明确规定。一审法院参考《企业内部控制基本规范》对于重大内部控制漏洞进行解释，并无不当。有限责任公司为独立法人，拥有独立于股东的法人财产。公司在经营过程中，应当按照公司法、会计法等法律、法规的相关规定，完善企业内部财务制度，依法经营。李某某在经营管理目标公司的过程中，大量通过其个人账户从事目标公司的生产经营活动，再使用发票等原始凭证及记账凭证进行审批报销。用于</p>

案例评析：某投资中心与李某某公司增资纠纷一审民事判决书	
	<p>报销的发票和记账凭证与目标公司的真实经营情况并不吻合。李某某称其系为了方便目标公司经营，且未对目标公司及其他股东造成损害。但该种经营模式，会使目标公司的财务信息缺乏真实性、完整性及独立性，且无法保障公司的资产安全，亦会使得其他股东无法对目标公司的真实经营情况、财务情况进行全面了解，更无法对股东的投资权益、债权人利益进行有效保障。目标公司的此种经营模式已经造成公司的内部控制漏洞。关于某投资中心是否因在《交接清单》上签字而表示其已认可该些费用及文件的问题。在 2015 年 8 月至 2016 年 9 月期间，李某某每月将目标公司的财务报表发送给目标公司的监事或某投资中心的财务，但未完整提交相应财务原始凭证。某投资中心难以知晓目标公司的真实运营模式。因此，一审法院认为李某某作为原股东，其行为已触发《增资协议》第 6.5 条第（c）项的回购条款，其应承担回购义务，并无不当。上述条款对于原股东回购的价格作出了明确约定。二审对对一审判决予以维持。</p>
案例 评析	<p>本案中，投融资双方虽然将原股东或管理层出现重大个人诚信问题造成公司重大内部控制漏洞作为回购条件，但却未对“重大个人诚信”进行穷尽式列举，对“重大个人诚信”也未进行明确定义。最终以法院主动参考企业内部控制相关规范并结合原股东的不合规行为，认定原股东及管理层存在造成公司内部控制漏洞的情形，回购条件成立。</p> <p>因此，在约定回购条件时，应注意回购条件的具体明确，如“重大个人诚信”的回购触发条件可以进一步细化为出现创始人被列为失信被执行人、达到一定负债数额等具体情况，避免过于泛化的表述。</p>

实践中，如（2021）沪 01 民终 2783 号案，投融资双方在将“目标公司、创

始股东、管理层存在重大违约事实”作为回购条件时，还可能同时约定“投资人有权提前 X 日以书面形式通知违约方进行改正，违约方未予改正的，投资人有权按约行使回购权”。此种情况下，投资人应注意避免未就其主张的违约行为作出书面改正通知即要求履行回购义务，最终导致不被法院支持的情况。

由于法院对于目标公司、创始股东、管理层是否存在重大违约行为的审理较为审慎，我们建议投资人在举证时也应注意与相关企业内部控制规范相结合，同时尽可能整理、收集目标公司、创始股东、管理层对于违约行为的自认证据（包括但不限于书面函件、微信记录、电话录音、会议纪要、电子邮件等）以争取得到法院支持。

第二节 上市型回购条件的提前触发

投融资双方常以目标公司在约定期限内未完成上市/挂牌或在约定期限内未达到一定的业绩指标作为回购条件。对投资人而言，当目标公司明显不具备上市条件或实际经营业绩远低于上市所要求的客观目标时，回购协议或回购条款是对其自身利益的重要商业保障。但实践中经常出现的情形是，在回购条件设置的期限届满之前，投资人可能已经能够合理预期目标公司无法在约定期限内完成上市。在此情况下，投资人能否要求回购义务人提前履行股权回购义务？本节将以上市型回购条件为例，就回购条件提前触发情况下的回购进行分析。

一、目标公司经营、财务状况偏离上市财务数据的要求

目标公司上市通常需要较长时间的充分筹备并且需要满足包括《证券法》《首次公开发行股票注册管理办法》等法规中对上市财务数据的要求，从这一角度而言，若投资人可证明目标公司相关财务数据已经偏移上市标准，或是目标公司相关经营、合规等存在不符合发行条件的情形，则可以主张回购条件的提前触发。

案例评析：鹰潭某合伙企业等与胡某某等股权转让纠纷一审民事判决书	
案件信息	案号：（2019）京 02 民初 264 号 审理法院：北京市第二中级人民法院 审结日期：2019.09.18
基本案情	<p>2017 年 6 月，北京某合伙企业与胡某某等签署《投资协议》。约定若目标公司未于 2019 年或券商认为已经具备进行合格 IPO 申报的条件下进行申报，且目标公司无法在 2021 年 12 月 31 日前成功实现 A 股 IPO（由投资人认可的特殊情况除外），原股东、目标公司或实际控制人应当在收到回购通知之日起的 90 日内回购股权。</p> <p>目标公司于 2018 年 12 月 20 日起停产。2019 年 2 月 22 日，法院裁定受理目标公司的破产清算申请。北京某合伙企业和鹰潭某合伙企业认为目标公司并无复产迹象，企业面临破产的风险很大，</p>

案例评析：鹰潭某合伙企业等与胡某某等股权转让纠纷一审民事判决书	
	<p>目标公司此种情形不符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第 23 条规定，此外，《首次公开发行股票并上市管理办法》第 9 条规定，发行人应当持续经营 3 年以上才能申请首次公开发行股票并上市，目标公司现不符合 3 年持续经营的条件，2021 年必定无法上市，故此要求原股东回购。</p>
法院观点	<p>法院审理认为，《中华人民共和国证券法》第 13 条规定：“公司公开发行新股，应当符合下列条件：（一）具备健全且运行良好的组织机构；（二）具有持续盈利能力，财务状况良好；（三）最近三年财务会计文件无虚假记载，无其他重大违法行为；（四）经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。上市公司非公开发行新股，应当符合经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的条件，并报国务院证券监督管理机构核准”。中国证券监督管理委员会颁布的《首次公开发行股票并上市管理办法》第 9 条规定：“发行人自股份有限公司成立后，持续经营时间应当在 3 年以上，但经国务院批准的除外。有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算”。第 26 条第 1 款规定：“发行人应当符合下列条件：（一）最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据；（二）最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5000 万元；或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元；（三）发行前股本总额不少于人民币 3000 万元；（四）最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于 20%；（五）最近一期末不存在未弥补亏损”。鉴于目标公司已于 2018 年 12 月底停止正常经营，法院于 2019 年 2 月 22 日裁定受理了破产清算申请，故目标公司已无法满足“持续经营时间 3 年以上”、“最</p>

案例评析：鹰潭某合伙企业等与胡某某等股权转让纠纷一审民事判决书	
	近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元”等公开发行股票并申请上市的先决条件，其不能按照相关法律、部门规章的规定在 2021 年 12 月 31 日前实现上市已呈事实状态，且原股东亦未提交证据证明已依约完成了业绩承诺。综上，《投资补充协议》约定的股权回购条件已经成就。
案例 评析	本案为法院结合《证券法》等法律法规中对上市财务数据的要求对回购条件是否提前触发进行判断的典型案列。但是，法院能够结合相关法律规定判断目标公司能否上市的前提是回购条款应明确约定目标公司拟上市的市场。否则，由于各上市市场规则的不同，可能导致目标公司符合某些要求较低的上市场所的上市条件，从而致使回购条件能否触发处于不明确的状态。

目标公司能否上市关键在于其财务情况，如果投资人对掌握目标公司财务状况不存在障碍，那么投资人可在诉讼或仲裁程序前积极行使其作为股东的知情权，充分掌握目标公司的财务状况，并根据实际情况向法院或仲裁庭提交相关财务报表；但如果目标公司拒绝配合投资人行使知情权，投资人亦可向法院申请调取目标公司财务报表等了解目标公司财务状况。从提高投资人回购主张被支持的角度，投资人在依据上市回购条款行权的同时，也可以视交易文件约定以及交易实际情况，连同其他可能触发回购的情形一并主张。

二、目标公司在上市所需的客观时间内无法成功上市，或无法满足上市相关政策要求

目标公司在国内能否上市，往往受到相关政策的要求和限制。实践中亦有投资人通过举证证明目标公司在回购条件“期限”届满前没有具备上市政策要求的可能性，或根据企业上市的一般实践，目标公司满足上市条件的时间远超过回购条件“期限”，此时投资人亦可主张回购条件的提前触发。

案例评析：某投资企业与许某某股权转让纠纷一审民事判决书	
案件信息	案号：（2020）粤 01 民初 364 号 审理法院：广东省广州市中级人民法院 审结日期：2020.06.16
基本案情	<p>2018年7月11日，出让方（甲方）蔡某、受让方（乙方）某投资企业、目标公司（丙方）、股份转让担保方（丁方）许某某签署《转让协议》，约定某投资企业受让蔡某持有的目标公司的股份；许某某为股份转让担保方。同日，许某某（甲方）、某投资企业（乙方）、目标公司（丙方）签署《补充协议》，本次转让完成后，下列任一情形发生时，乙方有权要求甲方回购本次转让取得的目标公司全部或部分股份，甲方必须予以回购：目标公司未能在2020年12月31日前完成中国A股IPO上市。回购或转让价款的支付时间应为在收到乙方回购或转让通知后1个月内。</p> <p>2019年5月17日，某会计师事务所出具的《审计报告》显示，目标公司2018年的净利润未达到约定的2.2亿元的90%，按约定，许某某应于2019年6月16日前，按某投资企业要求进行现金补偿或股份补偿。此外，许某某持有的20.234%的目标公司股份已全部被冻结，且将于2020年4月9日10点在京东网络拍卖平台进行拍卖。由此可见，目标公司在2020年12月31日前完成中国A股IPO上市的目标客观上难以达成。因此某投资企业主张许某某应当按照约定回购某投资企业持有的目标公司的股份，并向某投资企业支付回购价款。</p>
法院观点	<p>法院审理认为，《补充协议》约定，若目标公司未能在2020年12月31日前完成中国A股IPO上市，某投资企业有权要求许某某对某投资企业持有的股份进行回购。根据《首次公开发行股票并上市管理办法》第13条规定，发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东持有的发行人股份不存在重大</p>

案例评析：某投资企业与许某某股权转让纠纷一审民事判决书	
	<p>权属纠纷。首先，庭审过程中，许某某对于其名下股份被各地法院冻结并面临现实的司法拍卖的事实并无异议。许某某短期内无法解决其名下股份被司法查冻的情形，而其作为控股股东持有的目标公司股份存在重大权属纠纷。其次，截至本案庭审日，目标公司的上市筹备期不足六个月，许某某自认目标公司目前仍未完成上市申报，也未举证证明目标公司目前符合上市的业绩要求，应当承担举证不能的不利后果。综上，许某某现无证据证实目标公司符合《中华人民共和国证券法》规定的公司公开发行新股的条件，以及《首次公开发行股票并上市管理办法》规定的发行人应当符合的条件，目标公司客观上不可能在 2020 年 12 月 31 日前完成上市目标，已经触发《补充协议》项下的回购条款，依据《中华人民共和国合同法》第 108 条关于当事人一方明确表示或者以自己的行为表明不履行合同义务的，对方可以在履行期限届满之前要求其承担违约责任的规定，某投资企业有权要求许某某进行回购。</p>
案例 评析	<p>本案中，法院首先认定目标公司的控股股东名下股份被各地法院冻结并面临现实的司法拍卖，同时短期内无法解决其名下股份被司法查冻的事实，不符合《首次公开发行股票并上市管理办法》第 13 条规定，即发行人的控股股东持有的发行人股份仍存在重大权属纠纷。</p> <p>其次，法院综合目标公司目前的经营状况以及上市筹备情况，认为根据企业上市的一般实践，目标公司此时必然无法在约定期限完成上市，从而认定本案的回购条件提前触发。</p>

从投资人的角度，在发现目标公司出现难以到期上市迹象的情况下，贸然提起诉讼/仲裁主张回购，如果不能充分举证目标公司到期必然无法完成上市，则有可能取得不利的实体裁判结果。如何突破提前主张回购依据不足的困境，我们建

议投资人可及时收集和固定证据，对目标公司及回购义务方关于融资受阻、资金紧缺、经营停摆等利于证明在上市所需的客观时间内无法成功上市或无法满足上市相关政策要求的负面报道以及沟通记录做好公证留存；同时，投资人可以通过举证证明与目标公司同类企业从完成“股改”到证监会核准发行的应符合的标准和客观所需时间，以说明目标公司在类似情形发生时客观上无法在约定期限内完成上市。

本章小结

回购条件的约定和触发是行使回购权的前提，而实践中，回购条件的约定主要问题在于条件是否明确、是否有客观的判断标准。如回购条件不明确，则后续进入司法程序后可能会产生争议，不利于回购权的行使。回购权的提前触发亦和回购条件是否明确约定息息相关，因此，投资人在签署投资协议时应特别注意回购条款的具体性和可执行性，并在确定回购条件提前触发的情况下，做好证据搜集和准备工作，及时行使回购权。

第四章 股权回购权的行使

本章引言

在股权回购权行使过程中，此前司法实践中着重关注的是回购条款的效力以及回购条件的触发等问题，而对于在回购条件成就后是否在适当期限内行使回购权，此前关注较少。但是实践中却有不少投资人因为忽视了回购权行使期限问题，而影响了自身回购权的实现。

此外，在对赌安排中，不仅存在股权回购的形式，还存在业绩补偿的形式。二者实质上都是一种估值调整机制，目的是为了平衡交易双方的利益，降低交易风险，避免因信息不对称而带来的不公平。股权回购与业绩补偿之间既有相似性，也有差异，在投资人与相关义务人既约定股权回购又约定业绩补偿的情况下，如果二者同时触发，投资人能否同时主张支付业绩补偿款和回购款？

本章中，我们会对回购权行使期限以及股权回购与业绩补偿是否能够并存的问题进行讨论分析，为投资人顺利实现回购权提供参考。

第一节 股权回购权的行使期限

股权回购权的行使期限问题，是由股权回购权的法律性质所决定的。在司法实践中，对股权回购权不同的合同条款约定可能导致不同的审判结果，从而直接影响投资人的回购权能否有效行使。基于此，本节在股权回购权法律性质的基础上，对投资人行使股权回购权的“期限”进行分析。

一、股权回购权的权利性质：请求权或形成权

在法学理论上，权利的分类有多个维度，以实现方式为标准，权利可分为支配权、请求权、抗辩权与形成权。其中，请求权是指“要求他人作为或不作为之权利”，债权是最典型的请求权；而形成权是指“依照权利人单方意思表示即可生效从而改变相应法律关系的权利”，常见的形成权包括约定/法定解除权、表意错误的撤销权以及对于无权处分的追认权等⁷。

对于股权回购权的权利性质认定，虽然债权请求权观点是实践中的主流观点，但如果简单地将股权回购权理解为债权请求权，则意味着“股权回购条款”是在相关投资协议签订时由投资人及回购义务人预先设定的附条件股权转让。但实际上，回购条件之成就并不意味着各方必然产生股权转让法律关系，此时仍有赖于投资人的选择。换言之，回购条件成就时，投资人并不享有直接请求回购义务人支付回购款的权利，而是有权选择“激活”其与回购义务人之间的股权转让法律关系。

因此，我们倾向于认为，投资人行使股权回购权时实际发生存在先后顺序的两个法律行为：

- (1) 选择行使股权回购权，“激活”股权转让法律关系；以及
- (2) 请求回购义务人支付回购款。

在第一个法律行为中，当回购条件成就时，投资人可单方选择与回购义务人产生新的股权转让法律关系，而不需要回购义务人的同意，这一行为符合形成权的特征；在第二个法律行为中，投资人是在新的股权转让法律关系基础上，请求

⁷ 参见朱庆育，《民法总论》，2013年8月第1版，北京大学出版社，第500-505页。

回购义务人支付回购款，即行使债权请求权，同时，投资人亦负有向相对方转让目标公司股权的义务。因此，形成权观点、债权请求权观点分别对应的是股权回购权包括的先后两个法律行为，投资人选择行使股权回购系形成权，而因之产生的股权回购款给付请求权系债权请求权。实务中，投资人通常以回购通知的形式同时作出上述两个法律行为，使人很难通过表面形式对二者加以区分，进而导致对股权回购权的法律性质判断产生不同观点。对于股权回购权的法律性质的不同判断，其实质影响的是对股权回购权的期限认定，进而影响投资人的权利行使或者义务人的义务履行。

二、股权回购权的期限限制：诉讼时效或除斥期间

对于股权回购权性质的不同认定，即请求权和形成权这两种权利，事实上会直接导致其行权期限的性质也存在差异。

简而言之，如果股权回购权是请求权，则其行权受诉讼时效的约束，如果股权回购权属于形成权，则其行权需要受除斥期间的约束。司法实践中，基于不同的合同条款设计，法院对于股权回购权的法律性质和期限的认定存在不同观点：

1. 未明确约定义务履行期限或权利行使期限

实践中，投资人和义务人的股权回购条款还可能被简单约定为：回购条件成就，投资人有权要求义务人回购股权。此种约定并未明确回购义务人的义务履行期限，也未对投资人的权利行使期限作出限制，是最为常见的情形。其股权回购权的权利性质和期限限制问题，大致可划分为以下情形予以分别考虑：

(1) 诉讼时效自投资人知道或应当知道股权回购条件成就之日起算

在未明确约定“义务履行期限”和“权利行使期限”时，部分法院在将股权回购权视为请求权的基础上，认定其诉讼时效应当从约定的股权回购条件达成之日起计算，若超过诉讼时效，则投资人要求义务人履行回购义务的主张不被支持。

案例评析：湖南某投资企业、 某设备有限公司股权转让纠纷再审审查与审判监督民事裁定书	
案件	案号：（2019）湘民申 3778 号

案例评析：湖南某投资企业、 某设备有限公司股权转让纠纷再审审查与审判监督民事裁定书	
信息	审理法院：湖南省高级人民法院 审结日期：2019.10.22
基本案情	<p>2013年3月21日，湖南某投资企业（“投资企业”）与某设备有限公司（“设备公司”）、陈某、代某、某科技公司共同签订了《某科技公司股权转让补充协议》，该协议对股权回购事项进行了约定。如发生下述情形之一（包括：“设备公司2014年度扣除非经常性损益后的净利润低于250万元”），投资企业有权要求设备公司回购某投资企业持有的部分或者全部某科技公司股权。</p> <p>2015年5月26日，会计事务所出具了《审计报告》，其中2014年度光电公司净利润为-3460869.63元。该《审计报告》在2015年5月31日的临时股东会会议中予以披露。投资企业在获悉2014年度设备公司净利润低于250万元以后截止现在，未向被告设备公司发出要求其回购450万股股权函件。</p>
法院观点	<p>一审和二审法院认为：本案投资企业作为发起人参与了2015年5月31日临时股东会会议，该会议披露了2014年度《审计报告》，因此某投资企业应当知悉设备公司2014年度净利润低于250万元。予以披露，投资企业已经知悉。因此，自2015年5月31日起投资企业有权主张回购股份，但截至其2018年8月提起诉讼，其并未按照《股权转让补充协议》第2条约定的书面致函设备公司回购股份，且投资企业未提供发生诉讼时效中止中断情形的证据，诉讼时效期间已经届满。</p> <p>再审法院进一步指出：“本案当事人于2013年3月21日签订的案涉《股权转让补充协议》第二条第一款约定‘当发生该条约定的情形之一，投资企业有权要求设备公司回购其持有的部分或全部光电公司股权’和第二款约定‘经投资企业提出回购要求时，</p>

案例评析：湖南某投资企业、 某设备有限公司股权转让纠纷再审审查与审判监督民事裁定书	
	<p>设备公司承诺按该条约定的两种计算方式中较高者作为回购价格进行回购’，从该内容可知，当发生该条第一款规定的九种情形之一，投资企业就是否要求设备公司回购其持有的部分或全部设备公司股权即享有选择权，是否行使该权利取决于投资企业。……”对于诉讼时效届满的判定，再审法院支持了一审和二审法院的判决。</p>
案例 评析	<p>本案中，在合同未明确约定义务履行期限和权利行使期限的情形下，法院根据合同约定的回购事项条件成就时，投资人知道或应当知道股权回购条件成就时，诉讼时效开始起算。在本案中，投资人作为发起人参与了股东会会议，并且公司在股东会会议中，已经披露了《审计报告》，载明了公司利润情况。此时，合同约定的股权回购条件已经达成，投资人应当自此选择是否行使股权回购权，且诉讼时效开始起算。投资人在诉讼时效届满后再请求行使股权回购权，法院不予支持。</p>

(2) 自回购条件成就之日起的合理期间为行使股权回购权的除斥期间

在未明确约定“义务履行期限”和“权利行使期限”时，有部分法院将股权回购权视为形成权，认为投资人应当在合理的除斥期间内行使权利，超过除斥期间则此权利灭失。

案例评析：吕某与蔡某股权转让纠纷审判监督民事裁定书	
案件 信息	<p>案号：（2020）沪民申 1297 号 审理法院：上海市高级人民法院 审结日期：2020.09.24</p>
基本	<p>2015 年 7 月，吕某与蔡某签订协议，约定将蔡某持有的标的公司</p>

案例评析：吕某与蔡某股权转让纠纷审判监督民事裁定书	
案情	<p>股权中的 0.416% 股权转让给吕某，……如标的公司一年半内上市无进展或没有任何并购和投资盈利，经双方协商，蔡某按投资金额加上一年度的贷款利息进行回购股权，吕某即退出。</p> <p>2015 年 10 月 23 日，股份公司在上海证券交易所发布对外投资公告，称以 9,000 万元自有资金向标的公司进行投资。2018 年 3 月 28 日，股份公司在上海证券交易所发布《标的公司原始股东未完成业绩承诺的专项说明公告》。</p>
法院观点	<p>一审法院指出：回购条件已经成就，……。蔡某应当按照约定向吕某支付股权回购款及利息。</p> <p>二审法院和再审法院持反对意见，其指出：关于股权回购权的行使期间，双方在合同中并没有约定。故吕某应在合同签订之日起一年半届满，即 2017 年 1 月 23 日后的合理期间内行使权利。本院认为，合理期间的确定应依据诚实信用、公平原则，综合考量公司经营管理的特性、股权价值的变动，合同的目的等因素。从权利的性质及行使的后果出发，股权回购权的行使期间应短于合同解除权的行使期间。吕某在二审庭审后提交的微信聊天显示，其在 2018 年 8 月提出过回购。此时，显然已过回购权行使的合理期间，也已超过了蔡某在二审中陈述的自 2017 年 1 月 24 日起一年半的期间。回购权与撤销权、解除权同属形成权，行使期限届满，权利消灭，不适用诉讼时效的规定。</p>
案例评析	<p>本案中，一审法院支持了投资人基于合同约定要求回购股权的诉讼请求，并没有对股权回购做期限限制。但二审法院和再审法院却认为，在未定合理期间的情况下，回购行权合理期间的确定应依据诚实信用、公平原则，综合考量公司经营管理的特性、股权价值的变动，合同的目的等因素。在未约定明确义务履行期间或权利行使期间的情况下，股权回购权存在被法院认定为形成权而</p>

案例评析：吕某与蔡某股权转让纠纷审判监督民事裁定书	
	适用除斥期间的可能。

（3）诉讼时效自投资人首次要求回购义务人履行给付义务的宽限期届满之日起算

在未明确约定“义务履行期限”和“权利行使期限”时，部分法院认定义务人可以随时履行义务，投资人也可随时要求义务人履行股权回购义务，仅在投资人首次要求义务人履行义务的宽限期届满之日起，才开始计算诉讼时效。在投资人要求义务人履行义务之前，不受期限的限制。

案例评析：某科技公司、某集团公司合同纠纷再审民事判决书	
案件信息	案号：（2020）皖民再 215 号 审理法院：安徽省高级人民法院 审结日期：2020.11.30
基本案情	<p>2007 年 11 月 12 日，科技公司与集团公司签订一份《股份回购协议》，载明：为推动集团公司的股份制改造暨上市工作进程，应主发起人集团公司的要求，科技公司同意作为发起人之一，出资 4500 万元参与发起设立标的公司。约定：……二、集团公司承诺标的公司若在成立四年内不能成功上市，则科技公司有权视其上市前景及经营状况自主选择股份退出时机。三、在不改变股份公司组织形式的前提下，若科技公司要求退出标的公司，则由集团公司以现金方式回购科技公司全部股份或负责推荐其他公司购买。……</p> <p>标的公司成立后，仅对 2008 年的利润予以分配；自 2012 年起，标的公司的净利润逐年下降，自 2014 年起处于亏损状态。因环保问题，标的公司于 2018 年 7 月关停。</p> <p>2018 年 6 月 26 日，科技公司向集团公司发出《回购函》，《回购</p>

案例评析：某科技公司、某集团公司合同纠纷再审民事判决书	
	<p>函》载明：“因本公司对标的公司的年均投资收益率远低于 5%，且连续三年未分红，2014 年，本公司的实际控制人将本公司对标的公司的投资列为低效无效资产，要求本公司按照《股份回购协议》对上述投资事项予以处置”。</p> <p>2018 年 7 月 2 日，集团公司向科技公司回函，称：“贵公司要求我公司回购股份的事项重大，我公司应向控股股东做专题汇报……还需向集团公司及标的公司的其他股东告知此事,征询他们的意见……”。</p>
法院观点	<p>一审法院和二审法院均认为：科技公司在标的公司股权回购条件成就时，未在合理期限内向集团公司主张权利，要求回购标的公司股权，显系怠于行使权利，故对科技公司要求集团公司购买其所持标的公司的股权的主张，不予支持。</p> <p>再审法院却持反对意见，其指出：“由于该股权回购协议系当事人的真实、自愿的意思表示，不违反公司法的规定，也不具有法定无效的其他情形，故应自 2011 年 12 月 26 日产生法律效力，科技公司自此即享有协议约定的权利；案涉股权回购协议对科技公司要求集团公司回购标的公司股权并未约定履行期限，……，科技公司在应给集团公司留有必要准备时间的情况下，可以随时要求履行。本案不存有科技公司对集团公司所享有的股权回购请求权超过期限或时效的法律问题，因此，其该项权利并不因股权回购条件成就六年内未行使而归于消灭。此外，民事权利的放弃须明示意思表示，默示意思表示只可在法律有明确规定及当事人有特别约定的情况下才能发生法律效力。在既无明确约定又无法律特别规定的情况下，不宜推定当事人对权利的放弃。科技公司对集团公司所享有的股权回购请求权既未消灭，也未放弃，其在本案中的诉讼请求应予支持”。</p>

案例评析：某科技公司、某集团公司合同纠纷再审民事判决书
**案例
评析**

本案历经一审、二审、审判监督、指定再审等诸多诉讼程序，对未明确约定义务履行期限和权利行使期限时，股权回购请求权行使的合理期间作出了明确的判定。

正如最高人民法院在（2020）最高法民申 1513 号再审审查与审判监督民事裁定书中对本案所指出观点：从字面意思来看，案涉《股份回购协议》对于要求回购股权的行使时间，双方约定的是由科技公司自主选择时机。且根据一、二审查明的事实，在案涉股权回购条件成就后，科技公司并未向集团公司明确表示过放弃案涉股权回购的权利。在此情况下，科技公司于 2018 年 6 月 26 日以《回购函》的形式向集团公司主张权利，虽与案涉股权回购条件成就时间相隔较长，但并不违反合同约定。一、二审法院以科技公司行使权利超出合理期限为由驳回其诉讼请求，事实依据不足，法律适用不当。

法院认为对于权利行使的合理期限应当谨慎对待，只有明确放弃的情况下，股权回购请求权才可消灭。在投资人首次要求义务人履行义务的宽限期届满之日起，才可计算诉讼时效。本案体现了法院对于当事人合同约定的尊重和投资人权利的保护。

类似的观点也在其他案例中得到体现，如在（2020）京民终 549 号案中，案涉《补充协议一》约定：“如果标的公司 2015 年 12 月 31 日前未实现公开发行上市或被整体并购，则投资人可要求原股东回购投资人持有的公司股权”。据此，北京高院明确指出：“本案诉讼时效期间应从投资人给予的宽限期届满即回购义务方收到《律师函》满十日之次日开始计算，后深投资人于 2019 年 5 月 21 日提起本案诉讼，并未超出诉讼时效”。

2. 仅约定回购义务人的义务履行期限

实践中，存在仅约定回购义务人的义务履行期限的情形。此类投资人与义务人签订的回购条款的通常形式为：若回购条件成就，义务人应当在特定日期之前

或者限定期限内回购投资人的股权。对于协议约定了义务履行期限的情形，实际上是投资人放弃了自行选择“激活”股权转让法律关系这一符合形成权性质的权利，投资人也不再受除斥期间的约束。因此，在此种合同约定模式下，法院一般认定其为请求权，适用诉讼时效，以约定的履行期届满之日起算诉讼时效。如：

案例评析：某投资公司、牟某等股权转让纠纷民事申请再审审查民事裁定书	
案件信息	案号：（2021）最高法民申 7328 号 审理法院：最高人民法院 审结日期：2021.12.13
基本案情	<p>2016 年 12 月 26 日，某合伙企业（投资人）与某智能系统有限公司（目标公司）、某投资公司、牟某共同签订《投资协议》，明确约定：“若目标公司在 2018 年 4 月 30 日之前，未能完成与其他收购方的并购重组，或收购方对目标股权的收购价格低于 12%/年的溢价率，则合伙企业有权要求某投资公司在 2018 年 5 月 30 日之前按照 12%/年的溢价率对甲方所持目标股权进行回购”。</p> <p>某合伙企业和目标公司均确认，目标公司与并购方之间的并购协议没有最终达成。</p> <p>2018 年 5 月 24 日，某合伙企业向某投资公司、牟某邮寄《催告函》，要求某投资公司按约定履行股权回购义务。2018 年 10 月 19 日，某合伙企业委托律师事务所向某投资公司、牟某邮寄《律师函》，要求某投资公司按约定履行股权回购义务。</p> <p>因某投资公司股权回购款未支付，某合伙企业于 2020 年 1 月 2 日向法院起诉，要求判令某投资公司未支付回购价款。</p>
法院观点	<p>一审法院认为：根据《投资协议》约定，某合伙企业有权要求某投资公司在 2018 年 5 月 30 日之前按照 12%/年的溢价率对合伙企业所持目标股权进行回购。某合伙企业于 2018 年 5 月 24 日、2018 年 10 月 19 日分别向某投资公司、牟某邮寄《催告函》和《律师</p>

案例评析：某投资公司、牟某等股权转让纠纷民事申请再审审查民事裁定书	
	<p>函》，故本案的诉讼时效应当从 2018 年 10 月 19 日开始计算。本案于 2020 年 1 月 2 日立案受理，并未超过诉讼时效。</p> <p>二审法院和再审法院进一步指出：首先，从上述约定的通常文义理解来看，2018 年 5 月 30 日的回购期限的约束对象为某投资公司。其次，《投资协议》并未约定某合伙企业逾期要求某投资公司回购目标股权的责任及后果，反而在 10.3 条中约定了某投资公司逾期履行回购义务的违约责任，亦能印证回购期限的约束对象为某投资公司。此外，除斥期间是权利存续期间，因本案中的回购期限系义务履行期，不具有除斥期间性质。因此，即使没有证据证明某合伙企业在 2018 年 5 月 30 日之前发函要求某投资公司履行回购义务，某合伙企业仍可以通过提起本案诉讼的方式要求某投资公司履行回购义务。</p>
案例评析	<p>本案中，法院直接根据合同约定对回购义务方的抗辩作出了回应，指出了如果协议约定了明确的义务履行期限，协议的约束对象是回购义务方不是投资人。回购履行期系义务履行期，不是权利存续期间，不具有除斥期间的性质。逾期履行并不导致股权回购权的丧失。诉讼时效应从约定的履行期限届满之日起起算。</p>

类似的观点也在其他案例中得到体现，如在（2017）晋民申 2538 号案中，投资人与义务人的回购条款约定如下：“根据再审申请人与被申请人签订的《增资扩股协议书》的约定，再审申请人的持股年限为五年，期满由被申请人以不同方式进行一次性回购，被申请人应于 2010 年 1 月 17 日前回购再审申请人的股权”；原审法院据此认定投资人诉请义务人回购股权的诉讼时效于 2012 年 1 月 16 日届满，山西高院予以确认。

在（2019）桂民终 655 号案中，义务人和投资人签订的《补充协议》第 2 条第 1 款约定：“甲方承诺在项目公司成立后分三次支付乙方（即原告）股权回购资金，具体如下：（1）10 天内支付乙方首批回购款 3000 万，30 天内支付第二

批回购款 2000 万；（2）2014 年 2 月 12 日支付回购款 5000 万”。广西高院因此明确指出：“涉案股权回购款的最后一期履行期限届满之日为 2014 年 2 月 12 日，债权请求权的诉讼时效期间从 2014 年 2 月 13 日起计算”。

3. 与投资人约定了明确的权利行使期限

实践中，存在与投资人约定了明确的权利行使期限的情形。此类投资人与义务人签订的回购条款的通常形式为：若回购条件成就，投资人有权/应当在特定日期之前或限定期限内要求义务人回购投资人的股权。

该类型的股权回购权在性质上更类似于形成权，交易双方约定的权利行使期限即为除斥期间，若投资人未在约定的行权期限内行使权利，权利归于消灭。由于法院在司法实践中较少直接使用“形成权”的概念，通常会将问题转化为：“投资人是否应当在双方约定的权利行使期限内行使权利；或是超过该权利行使期限后，投资人要求义务人回购股权的权利是否消灭”。

案例评析：某投资公司与冯某、谷某等请求公司收购股份纠纷 二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2020）渝民终 1811 号 审理法院：重庆市高级人民法院 审结日期：2021.01.18
基本 案情	2014 年 12 月，某投资公司与项某、冯某、谷某、标的公司签订《股权转让补充协议》，协议约定：“标的公司未能于 2018 年 6 月 30 日前在标的公司和投资公司共同认可的境内外证券交易市场实现合格 IPO 或未能按照共同认可的估值被第三方收购，投资公司有权在 90 个工作日内行使赎回权或回售权；投资公司行使赎回权，即投资公司有权向标的公司发出要求其减资并按照约定计算公式确定的股权赎回价款收购投资公司持有的全部或部分股权的通知（赎回通知），其应在收到赎回通知后 90 日内无条件地收购并支付赎回价款；投资公司行使回售权，即投资公司有权向项某、冯某、谷某发出要求其按照约定计算公式确定的股权回售价

案例评析：某投资公司与冯某、谷某等请求公司收购股份纠纷 二审民事判决书	
	<p>款购买投资公司持有的标的公司全部或部分股权的通知（回售通知），其应在收到回售通知后 90 日内无条件地购买并支付回售价款”。</p> <p>2018 年 6 月 30 日前，标的公司未能在标的公司和投资公司共同认可的境内外证券交易市场实现合格 IPO 或按照共同认可的估值被第三方收购。</p> <p>王某（投资公司本案股权投资项目的项目经理）与谷某的微信聊天记录如下：2018 年 7 月 31 日，王某：“谷总，投资公司退出咱们还得尽快拿出方案”，谷某回复笑脸表情。2018 年 8 月 30 日，王某：“谷总，早。转让的协议尽快让人弄出来啊”。谷某：“好。你跟万总联系一下”。</p> <p>2019 年 2 月 28 日，投资公司分别向项某、冯某、标的公司发出《关于：要求贵方立即履行<股权转让补充协议>项下义务的函》，要求对方履行回购义务，支付股权回购款，承担经济损失等。</p>
法院 观点	<p>一审法院认为：投资公司未能举示充分的证据证明其在约定的权利行使期限内向项某、冯某、谷某发出过回售通知。投资公司于 2019 年 2 月 28 日分别向项某、冯某发函，要求回购股权，超过了约定的权利行使期限。</p> <p>二审法院却持反对意见，其指出：标的公司未能按约实现 IPO 或者被第三方收购，投资公司有权在 90 个工作日内，即从 2018 年 7 月 1 日起至 2018 年 11 月 8 日止行使赎回权或者回售权。本案中，投资公司选择行使回售权，其应当举证证明在前述期限内已通知实际控制人回购股权。……《股权转让补充协议》并未约定回售权条件成就时，由各实际控制人分别回购及回购份额，因此实际控制人的股权回购义务，应为共同回购义务，投资人对任一</p>

案例评析：某投资公司与冯某、谷某等请求公司收购股份纠纷 二审民事判决书	
	<p>实际控制人主张回售权，其效力应及于全部实际控制人。投资公司于 2018 年 7 月 30 日向实际控制人谷某提出回购要求，并未超过合同约定的回售权行使期限。实际控制人项某、谷某、冯某应当回购投资公司持有的标的公司的股权。</p>
案例 评析	<p>本案中，虽然一审法院和二审法院作出了不同的裁判判决，但是两级法院的论证核心均聚焦于“投资人是否已经举证充分证明其在约定的权利行使期限内向回购义务人发出过回购通知”这一问题。一审法院以发函时间超过权利行使期限而不支持投资人的诉讼请求；二审法院以回购义务系共同回购义务，在权利行使期限内向任意一人提出回购要求，即可满足合同约定的行使期限，回购义务方即应依约履行回购义务。</p> <p>但就权利性质和期限限制而言，法院基于合同约定权利行使期限的判决，仍倾向于形成权的认定和处理途径，即要求投资人在除斥期间内及时行使股权回购权，否则，需要承担期限届满后无法行使权利的风险。</p>

类似的观点也在其他案例中得到体现。如在（2018）津民终 441 号案中，投资人与义务人签订的《补充协议》中约定，“出现如下事项，任意投资人有权单独或共同要求融资方股东通过适当的安排赎回其持有的部分或全部股权：（1）如公司在 2016 年、2017 会计年度中，任一年度审计后实现的净利润未能达到 5000 万元，在上述每一年度审计报告送达投资人两个月内，投资人有权行使赎回权。……（2）至 2018 年 8 月 3 日，如公司未能实现首次公开发行股票并上市（IPO），且投资人尚无以其他方式（包括但不限于并购方式）退出的可能，投资人有权在自 2018 年 8 月 3 日起的 2 个月期限内行使赎回权”。据此，天津高院认为：“投资人提供的证据能够证明其已经按照《增资协议书》约定的期限、方式向义务人行使了股权回购权，且赎回通知已经到达了义务方。因此，义务人

亦应当按照补充协议的约定支付股份赎回款”。

三、最高院答复解读

2024年8月29日，《人民法院报》刊载《法答网精选问答（第九批）》，就“‘对赌协议’中股权回购权性质及其行权期限如何认定？”这一问题首次给出明确答复。

引用最高人民法院民二庭梅芳法官答复如下：

“‘对赌协议’中经常约定股权回购条款，如约定目标公司在X年X月X日前未上市或年净利润未达到XX万元时，投资方有权要求股东或实际控制人按照X价格回购投资方持有的股权。审判实践中，对上述股权回购权性质和行权期限，存在较大争议。有观点认为投资方请求回购股权系债权请求权，适用诉讼时效制度。也有观点认为投资方请求回购股权系形成权，受合理期间限制。

我们认为，该问题的实质是如何认识投资方请求大股东或实际控制人回购股权的权利性质。就股权估值调整协议中投资方有权请求大股东或实际控制人回购股权的约定，根据民法典第一百四十二条第一款确立的合同解释规则，对该约定除按照协议所使用的词句理解外，还要结合相关条款、行为的性质和目的、习惯以及诚信原则来理解。从双方约定的目的看，实际上是在符合（未上市或利润未达标）条件时投资方既可以请求对方回购进而自己‘脱手’股权，也可以不请求对方回购而继续持有股权。**因投资行使此种权利有自主选择的空间，以合理期限加以限定，较为符合当事人的商业预期。**具体而言：**1.如果当事人双方约定了投资方请求对方回购的期间，如约定投资方可以在确定未上市之日起3个月内决定是否回购，从尊重当事人自由意志的角度考虑，应当对该约定予以认可。投资人超过该3个月期间请求对方回购的，可视为放弃回购的权利或选择了继续持有股权，人民法院对其回购请求不予支持。投资方在该3个月内请求对方回购的，应当从请求之次日计算诉讼时效。2.如果当事人双方没有约定投资方请求对方回购的期间，那么应在合理期间内行使权利，为稳定公司经营商业预期，审判工作中对合理期间的认定以不超过6个月为宜。诉讼时效从6个月之内、提出请求之次日起算。”**

就前述答复，根据现有的司法实践，我们认为最高人民法院确定6个月为合

理期间主要考虑了以下因素：

1. 保护公司的经营发展。在（2019）京01民终8440号⁸案件中，法院从目的解释的角度论证了需要设定期限的原因。法院认为，“回购条件满足后投资方若不尽快做出是否回购的意思表示，将对目标公司的经营产生严重不确定性，若给予投资方无任何期限的回购权，亦会造成双方合同权利义务严重失衡。”在目前的经济环境下，由于政策、行业等原因，导致很多公司无法上市，如果给予投资人没有限制的回购权利，则将使得公司长期处于不稳定发展的过程中，无法继续融资，也无法按照相应的经营计划前进。因此，法院的思路是认为投资人需要就是否回购作出明确的意思表示，从而使得公司对可能发生的回购有明确的预见和准备。

2. 形成权不应较解除合同等权利有更长的行权期限。在前述（2020）沪民申1297号案件中，上海市高级人民法院曾确定形成权对应的行权期限应为1年并进行了解释说明。法院认为，“合理期间的确定应依据诚实信用、公平原则，综合考量公司经营管理的特性、股权价值的变动，合同的目的等因素。从权利的性质及行使的后果出发，股权回购权的行使期间应短于合同解除权的行使期间（1年）。回购权与撤销权、解除权同属形成权，行使期限届满，权利消灭，不适用诉讼时效的规定。”简而言之，法院认为能够使得合同产生权利终止后果的解除权都仅有1年的行权期限，回购权利的行权期限则应该短于这一期间。

综上所述，法答网答复可能会成为此后法院的裁判趋势，且已经有实践案例依其意旨作出判决。然而，代表性个案的参考价值固然不可忽视，但其是否能成为不可挑战的裁判规则还留待我们对后续实践情况的进一步观察、验证。

案例评析：某某公司1等与某某公司2等其他合同纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2024）沪01民终12277号 审理法院：上海市第一中级人民法院 审结日期：2024.09.29

⁸ 北京市高级人民法院于2020年6月30日作出（2020）京民申1318号再审裁定，驳回再审申请。

案例评析：某某公司 1 等与某某公司 2 等其他合同纠纷二审民事判决书	
基本案情	<p>2014 年 7 月 1 日，某某公司 2 的创始团队与投资方（包括某某企业 1、某某企业 2、某某公司 1 等）及其他相关方签署《股东协议》及《股东协议之补充协议》，约定投资方通过股权受让方式投资某某公司 2。协议规定，某某公司 2 若未能在 2018 年 12 月 30 日前完成上市或投资方未能满足特定退出条件，则投资方有权要求创始团队回购其股权，并支付违约金，某某公司 2 及其他相关方承担连带责任。</p> <p>2014 年 7 月 2 日，某某企业 1 将其持有的某某公司 2 的 5% 股权转让给某某公司 1，转让价款为 1,200 万元。某某公司 1 于 2014 年 7 月 9 日支付了该款项，并于 2014 年 7 月 14 日完成股东登记。</p> <p>2018 年 10 月 18 日，某某公司 2 向某某公司 1 分红 80 万元。2022 年 10 月 31 日，某某公司 1 向创始团队发出《关于行使强制回购权的函》，要求回购股权并支付违约金。某某公司 1 回复称回购请求已过诉讼时效，但仍表示愿意收购股份。某某公司 1 随后多次发函要求纠正违约行为，但创始团队未履行回购义务。</p> <p>2023 年，某某公司 1 提起诉讼，主张回购金额 21,161,643.84 元（计算至 2022 年 11 月 1 日），并要求支付违约金 100 万元。</p>
法院观点	<p>二审法院认为：……案涉股权回购权是请求回购的选择权与进行回购交易时要求对方给付价款的请求权的复合型权利。只有在投资方选择行使股权回购权后，给付价款请求权的诉讼时效才能开始计算。本院认为，在股权回购条款对行权期限有约定时，应严格按照约定。双方对行权期限约定不明的情况下，若对行权期限不加合理限制，可能会影响公司的股权结构和稳定性，不利于公司的长远发展，应当根据诚实信用、公平原则，综合考量目标公司经营管理的特性、股权价值变动、合同目的等因素，确定股权回购的合理期间不超过 6 个月为宜。本案中，即使按照一审法院确定</p>

案例评析：某某公司 1 等与某某公司 2 等其他合同纠纷二审民事判决书	
	<p>的一年合理期间计算，某某公司 1 亦未在一年内向对方请求回购股权，其请求回购的选择权已经消灭。另外，本院注意到，张某 1 曾于 2022 年 11 月 9 日向某某公司 1 发送了《<关于行使强制回购权的函>之回复函》，载明某某公司 1 的股权回购权已经罹于诉讼时效，但张某 1 仍愿意收购某某公司 1 所持有的某某公司 2 股份。对此，本院认为，某某公司 1 未在合理期间内行使股权回购权，该权利本身已归于消灭。张某 1 在回复函中称愿意收购某某公司 1 所持有的某某公司 2 股份属于向某某公司 1 发出新的要约，但某某公司 1 于 2022 年 11 月 11 日向张某 1 发送《关于强制回购权的回函》称对于张某 1 所提的方案暂不考虑。故双方并未就原股权回购达成新的合意。</p>
案例评析	<p>本案作为法答网答复后的第一批案例，具有一定的典型性和参考价值，其依循法答网答复之意旨，充分考量公司股权结构的稳定性以及公司的长远发展，基于公平公正、诚实信用原则，并结合公司经营管理活动、股权价值等要素，最终确定股权回购请求权的合理期限为 6 个月。如回购权人未在合理期限内行使回购权，则权利归于消灭。</p>

四、总结与实务建议

在现有实务案例中，法院对股权回购权的权利行使期限是否进行限制，是适用诉讼时效还是适用除斥期间，由于案情的不同和对法律条文理解的差异，各法院对于股权回购权的性质存在不同的观点，即请求权和形成权的争议。整体来看，法院一般会结合案涉条款原文、合同目的、合同履行情况、合同标的、目标公司经营现状及历史情况等因素进行判断。

实务中，如果合同中未明确约定权利行使期限或者义务履行期限，法院一般会有三种情况的认定：其一，将股权回购权视为请求权；其二，将股权回购权视为形成权；其三，认定义务人可以随时履行义务，投资人也可随时要求义务人履

行股权回购义务，仅在投资人首次要求义务人履行义务的宽限期届满之日起，才开始计算诉讼时效。

如果法院倾向于认定股权回购权为请求权，一般聚焦于讨论回购义务人的义务履行问题，具体情形如下：（1）双方约定了明确的义务履行期限；（2）双方约定了逾期履行义务的违约责任或其他法律后果；（3）双方约定义务人自回购条件成就之日起就负有回购义务，不需要投资人提出主张；（4）投资人向义务人提出过限期履行义务的请求，义务人收到了该请求；（5）投资人并未明确表示过放弃权利等。而且，在认定股权回购权为请求权的情形下，法院一般可能会在双方明确约定的义务履行期限届满之日，或在自投资人知道或应当知道股权回购条件成就之日，或在投资人首次要求回购义务人履行给付义务的宽限期届满之日起，计算诉讼时效。

如果法院倾向于认定股权回购权为形成权，一般聚焦于讨论投资人的权利行使问题，具体情形如下：（1）双方明确约定了权利行使期限；（2）双方明确约定了超期行权的法律后果；（3）双方约定在投资人提出回购请求后，义务人才产生/负有回购义务；（4）义务人曾主动催告过投资人限期行使权利；（5）投资人长期不行权导致交易秩序和双方权利义务状态不稳定等。而且，在此情况下，法院一般可能会在双方明确约定的权利行使期限或者在合同未明确约定时，将法院裁量的合理期限作为股权回购权的除斥期间，超过除斥期间则权利灭失。

结合上述分析，笔者提出下述实务建议供投资人参考：

1. 在设计回购条款时，可以在投资合同中明确约定，回购条件成就后，投资人有权在任意时间主张回购，而不存在期限限制。如签订补充协议变更回购条件，明确约定排除适用原协议项下行使回购权的期限限制（如有）。但是，考虑到最高院在《人民法院报》刊载的《法答网精选问答（第九批）》中的答复（如果当事人双方没有约定投资方请求回购的期间，那么应在合理期间内行使权利，为稳定公司经营商业预期，审判工作中对合理期间的认定以不超过6个月为宜）且目前尚无案例加以验证，为了避免约定投资人有权在任意时间主张回购落入“当事人双方没有约定投资方请求对方回购的期间”的范畴和因此带来的风险，也可以考虑在投资合同中明确约定，回购条件成就后，投资人有权在一个较长时间期限内（比如2-3年内）主张回购，且约定针对不同的回购触发情形其行使期

限应分别计算。

2. 当回购条件成就，投资人希望选择回购，需尽量在合理期限内主张并行使回购权。避免因长时间未作出行权行为，使得该权利被法院认定超过正常的除斥期间，无法正常行权。如投资人不希望直接选择回购，建议与回购义务人以补充协议或至少是往来邮件等书面形式明确记载：1) 股权回购条件成就以及2) 投资人有权在任意时间主张回购，而不受期限限制。

3. 如投资人决定行使回购权，需注意在合同约定的期限内通知回购义务人。司法实践中就股权回购款给付请求权诉讼时效起算点存在多种不同观点，建议投资人自发送回购通知之日起即积极以书面形式敦促回购义务人履行义务，如有必要，及时提起诉讼/仲裁。

第二节 业绩补偿和股权回购的竞合

在私募股权投资中，股权回购安排是投资人与创始股东对赌最常用的方式。除此之外，部分投资协议中还会同时设定业绩补偿条款作为双保险，二者的触发条件可能并不一致。在特定情况下，股权回购条款和业绩补偿条款可能会被同时触发。对于投资人是否可以同时主张股权回购和业绩补偿，司法实践中存在不同观点：

一、支持投资人同时主张业绩补偿和股权回购的裁判观点

（一）业绩补偿和股权回购均属于当事人的意思自治范畴，应当予以尊重

投资人与融资方签订对赌协议，本质上是通过增资为目标公司的经营获得资金。协议中设置融资方的业绩补偿和股权回购义务，是投资人在信息不对称且不能掌握目标公司控制权情况下，以高溢价认购目标公司股权的前提，也是融资方根据事前的商业判断所自愿负担的义务。因此，持该观点的法院认为业绩补偿和股权回购的约定属于当事人的意思自治范畴，未违反法律、行政法规的禁止性规定，应当认定为有效。

案例评析：某汽车公司等与浙江某投资公司等股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2021）京民终 102 号 审理法院：北京市高级人民法院 审结日期：2021.06.29
基本案情	<p>2018 年，广州某投资公司（投资人）、某汽车公司（出让方）及某能源公司（目标公司）签订《股权转让协议》，投资人以股权受让的形式对目标公司进行投资，出让方将其持有的 6.85% 的目标公司股权转让给投资人。</p> <p>2018 年，上述三家公司又与目标公司实际控制人控制下的企业浙江某投资公司共同签订《补充协议》，进一步约定，若目标公司股东所持有的目标公司股权未能在指定日期前被以不低于估值的</p>

案例评析：某汽车公司等与浙江某投资公司等股权转让纠纷二审民事判决书	
	<p>价格收购，则投资人有权要求某汽车公司回购投资人所持有的目标公司股权。协议中还约定了业绩补偿条款，若目标公司未能达到承诺的年度净利润，某汽车公司将对投资人进行现金补偿。</p> <p>由于目标公司未能在指定日期被收购，2019年的业绩也未能达到约定目标，投资人向法院提起诉讼，要求某汽车公司支付股权回购款和业绩补偿金等。</p>
法院观点	<p>法院审理认为：首先，案涉相关协议同时设置业绩补偿条款和股权回购条款，构成投资人以高溢价认购目标公司股权的前提与基础。因为有业绩补偿条款和股权回购条款，投资人才会愿意在信息不对称且无法控制目标公司经营管理的条件下以高溢价认购目标公司股权。某汽车公司的业绩补偿和股权回购义务是和投资人高溢价认购目标公司股权相对应的，符合权利义务相一致的原则。</p> <p>其次，业绩补偿条款和股权回购条款并非对投资人的保底。投资人投资目标公司获得股权，目的并非是按期获得固定收益，业绩补偿条款和股权回购条款也并非投资人逃避投资风险的保底条款。投资人和某汽车公司真实的交易目的是通过增资为目标公司的经营获得资金，从而完成对赌协议设定的经营目标业绩，达到双方共赢的局面。目标公司的净利润目标能否成就取决于该公司的经营，在签订对赌协议时是不确定的，能否主张以及主张的数额都是不确定的。因此，同时支持业绩补偿和股权回购，并不会脱离设置对赌协议的初衷。</p> <p>再次，股东身份的变化并不会导致业绩补偿和股权回购存在矛盾。投资人要求业绩补偿和股权回购的原因是因为目标公司未达到经营目标业绩，导致实际估值与签订对赌协议时的预设估值有差距，与是否保持股东身份没有因果关系。只要投资人在业绩补偿条件成就时是股东身份即可。此外，业绩补偿金和股权回购款是对投</p>

案例评析：某汽车公司等与浙江某投资公司等股权转让纠纷二审民事判决书	
	资人收益的补偿和退出路径，与违约金的性质明显不同，不应适用合同法第 29 条的规定。综上，一审法院判决目标公司支付股权回购价款和业绩补偿金并无不当，本院予以确认。
案例评析	本案中，法院分析了对赌协议的设立目的是为了为了使目标公司获得经营资金，同时约定股权回购和业绩补偿条款，是商事主体基于自身风险预测和风险偏好决定，该约定是双方当事人的真实意思表示。在业绩补偿和股权回购条款被触发时，应当充分尊重当事人的意思自治，同时支持业绩补偿和股权回购。

司法实践中，持类似观点的案例并不少见，如：

在（2019）沪 02 民初 147 号案件中，上海市第二中级人民法院认为：涉案《增资扩股及股权转让协议》及《补充协议》等均为各方当事人的真实意思表示，协议中约定投资人以资金注入的方式对目标公司进行增资，并约定在一定条件下由目标公司的股东梁某支付业绩补偿款、回购股份等内容，系缔约过程中当事人对投资合作商业风险的安排，未违反法律、行政法规的禁止性规定，应认定为有效。根据查明事实，目标公司并未在约定日期前完成上市或并购，故案涉协议所约定的股份回购条件业已成就，投资人有权主张回购款。根据协议约定，若任一年度末目标公司未能实现上述净利润，投资人有权利选择下述任一方式要求业绩补偿，现投资人选择关于业绩补偿的约定主张补偿款，具有事实依据，本院予以支持。

在（2021）沪 0115 民初 113661 号案件中，上海市浦东新区人民法院认为：结合《补充协议一》的约定，因目标公司未能在约定的“目标上市时间”前上市，且原告认为两被告也未能履行第 4.5.1 条（11）至（14）项的义务，故原告有权要求两被告回购其部分或全部的股份。被告应当在上述股权回购日后的 30 日内，向原告支付股权回购价款。关于原告主张的 2016 年度的业绩补偿款，在《补充协议一》中作出了约定，从性质上看，系融资方及被告给予的正当的损失补偿，应视为系根据事前自主商业判断所自愿负担的责任后果，不存在不公后果。故原

告根据《补充协议一》中对于 2016 年度业绩补偿的计算标准计算业绩补偿款，并无不当，本院予以支持。

在（2022）京民终 44 号案件中，目标公司未能在约定时间完成 A 股上市，一审法院已经对投资人主张股权回购予以支持。针对现金补偿问题，北京市高级人民法院认为，《补充协议》明确约定了现金补偿条款，且目标公司 2018 年度的净利润远低于承诺的 3.9 亿元即现金补偿条件已成就，故应当向投资人支付现金补偿。

（二）业绩补偿和股权回购不是同一法律关系，可以同时支持

支持投资人同时主张业绩补偿和股权回购的裁判观点中，除了认为二者系当事人的意思自治外，法院还进一步认为业绩补偿和股权回购不是同一法律关系。业绩补偿是基于目标公司业绩未能达标而对投资人作出的金钱补偿，而股权回购是对目标公司股权的转让，对赌协议中的业绩补偿和股权回购条款系独立条款，处于并列地位，并非同一法律关系，因此在条件分别成就时，可以同时予以支持。

案例评析：某投资公司与易某、崔某等一审民事判决书	
案件信息	案号：（2019）渝 01 民初 781 号 审理法院：重庆市第一中级人民法院 审结日期：2020.09.27
基本案情	2017 年，某投资公司（投资人）与某汽车电子公司（目标公司）、易某签订了《增资扩股协议》，协议约定投资人向目标公司投资 5000 万元，并取得目标公司 10% 的股权。 2017 年，投资人与目标公司及易某、崔某等签订补充协议，约定若公司业绩不达标，投资人有权要求易某、崔某等进行现金补偿或股权回购。另外，若任一考核年度目标公司业绩未能达到目标考核承诺的 70%，目标公司未能在指定日期前提交上市申请或上市申请未被受理，目标公司管理团队经营不善等，以上任一情况出现，投资人均有权要求易某、崔某等回购股权。

案例评析：某投资公司与易某、崔某等一审民事判决书	
	2019年，由于目标公司未完成约定的业绩目标，投资人要求易某、崔某等进行股权回购和现金补偿。
法院观点	法院审理认为，现金补偿款属于目标公司向股东分红及目标公司未完成约定的利润时应向投资人支付的业绩补偿款，与股权回购款属两个不同的法律关系，故对投资人要求易某、崔某等同时支付现金补偿及股权回购价款的诉讼请求，本院予以支持。
案例评析	本案中，法院从股权回购和业绩补偿属于不同法律关系的角度，认为两个条款是对不同事项进行的约定，当两个条款均被触发时，当事人可同时主张股权回购和业绩补偿。

除上述案例外，（2019）最高法民申 5691 号、（2019）粤 03 民终 30726 号、（2020）京民终 308 号案也同样认为业绩补偿和股权回购不是同一法律关系，可以同时主张。在上述观点基础上，也有法院认为，当事人约定的业绩补偿和股权回购条款是针对目标公司在不同阶段的估值调整。其中，业绩补偿是为保证投资人基于股东身份获取相应的投资收益，而股权回购是为了保证投资人可以在目标公司不能按照约定上市时，顺利退出目标公司，二者是在不同阶段对投资人的利益予以保护，因此应当同时予以支持。

案例评析：湖南某创业投资公司与彭某合同纠纷一审民事判决书	
案件信息	案号：（2020）湘 0103 民初 1687 号 审理法院：湖南省长沙市天心区人民法院 审结日期：2020.05.22
基本案情	2015年4月，湖南某创业投资公司（投资人）与湖南某科技公司（目标公司）签订了《增资扩股协议》，约定投资人向目标公司增资 1000 万元，并取得目标公司 7.441% 的股权，在工商登记的占股比例为 6.04%。若在 2017 年 12 月 31 日前目标公司未成功在

案例评析：湖南某创业投资公司与彭某合同纠纷一审民事判决书	
	<p>全国中小企业股份转让系统挂牌，且若在 2018 年 12 月 31 日前未成功在中国境内 A 股上市，则投资人有权要求彭某回购股权。若目标公司的净利润未达到业绩指标，彭某将对投资人作出现金补偿。</p> <p>2020 年 1 月，由于目标公司未达到业绩指标，且未能成功在中国境内 A 股上市，投资人要求彭某履行相应的股权回购和业绩补偿义务。</p>
法院观点	<p>法院审理认为，《补充协议》所约定的股权回购与业绩补偿之条件均已成就，彭某应予承担股权回购及业绩补偿之义务。业绩补偿与股权回购是原被告间针对目标公司经营行为不同阶段的估值调整。业绩补偿是原告作为投资人对目标公司经营业绩的要求，目的是为实现其基于股东身份获取相应投资收益；而股权回购的目的则是原告为确保目标公司在约定时间内不能实现在中国境内 A 股上市时可顺利退出。</p>
案例评析	<p>本案中，法院认为业绩补偿和股权回购并非同一法律关系，其适用的条件和时间不同，属于针对目标公司不同阶段的估值调整，是双方在订立合同时出于利益平衡的角度共同约定的。</p>

（三）当事人可以同时主张业绩补偿和股权回购，但应综合考虑，调减回购价款或业绩补偿款的数额

在该类情形下，法院一方面尊重当事人同时约定股权回购和业绩补偿条款的意思自治，但也认为在同时支持股权回购和业绩补偿的同时，应当考虑二者的综合数额是否合理，在约定过高的情况下，酌情调减数额。

案例评析：宋某与上海某资产管理中心、李某等合伙协议纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2019）苏 05 民终 9001 号 审理法院：江苏省苏州市中级人民法院 审结日期：2019.10.22
基本案情	<p>2016年5月，上海某资产管理中心（投资人）与某医疗科技公司（目标公司）及李某、宋某等目标公司股东等，共同签订了《投资协议书》，约定投资人向目标公司投资200万元，并获得目标公司2.5%的股权，同时承诺目标公司将于指定日期前取得一定的项目进度，若目标公司不能完成进度承诺，现有股东将一投资款为基础，按照每月10%的比例对投资人进行现金补偿；若目标公司不能完成任一进度承诺或现有股东持股比例下降至50%以下，现有股东将对投资人持有的目标公司股权进行回购。</p> <p>2018年6月，投资人因目标公司未完成约定的进度承诺，遂要求目标公司原股东进行股权回购和现金补偿。</p>
法院观点	<p>一审法院、二审法院均认为：协议约定的购买股权的条件已经成就，故宋某等应在收到投资人提出的购买要求后14日内购买股权。结合我国现行违约金制度以补偿性为主、惩罚性为辅的原则以及目标公司原股东恶意违约程度，考虑到当事人纠纷产生的原因，本院调整违约金计算标准为已投入投资额200万元为基数之20%为400000元，只有这样才能既体现坚持公平原则、诚信原则，又能平衡原、被告双方的利益；只有这样才能既制约违约一方，又能防止另一方滥用契约自由获得额外利润。</p>
案例评析	<p>本案中，法院支持了投资人同时主张股权回购和业绩补偿，但从业绩补偿条款的性质分析，认为其具有一定的违约金性质，按照我国对违约金赔偿标准以补偿为主、惩罚为辅的原则，综合考量</p>

案例评析：宋某与上海某资产管理中心、李某等合伙协议纠纷二审民事判决书	
	目标公司未能实现承诺的主客观原因及民间借贷利率的合理范围，将业绩补偿金的数额进行酌情调减。

二、不支持投资人同时主张业绩补偿和股权回购的裁判观点

（一）对投资人的保护应当限定在合理范围内，不能同时支持股权回购和现金补偿

部分法院认为，对投资人的司法保护应限定在其实际投资本金及适当的资金占用补偿之和范围内。股权回购价格的计算方式，已经充分考虑了违约行为给投资人造成损失的弥补。若支持股权回购的同时再支持现金补偿款，则投资人所主张的综合投资回报率明显过高，投资人将获得超额投资回报，有违对赌协议的初衷，也违背了创业投资的商业规律，对目标公司及其原股东造成明显的不公平，因此不能同时支持业绩补偿和股权回购。

案例评析：徐某、王某等股权转让纠纷民事二审民事判决书	
案件信息	案号：（2020）粤 03 民终 19235 号 审理法院：广东省深圳市中级人民法院 审结日期：2021.07.28
基本案情	2016年5月，徐某（投资人）和某动漫公司（目标公司）签订《股份认购协议》，约定徐某以现金方式认购目标公司定向发行的股份，认购款总额为9025740元。后来，徐某又和目标公司及目标公司股东王某等签订补充协议及补充协议变更协议，约定若目标公司2017年度净利润未能达到约定数额，则公司原股东应无条件以现金方式补偿徐某。若2019年12月31日前，不能提交首次公开发行并上市申报材料，或没有进入全国中小企业转让系统的创新层，或没有被境内上市公司并购，徐某有权要求王某等人回购

案例评析：徐某、王某等股权转让纠纷民事二审民事判决书	
	<p>全部股份。</p> <p>2018年5月，徐某与王某等签订《股权回购协议》，徐某提出在约定时间内提前回购全部股份并豁免现金补偿责任的解决方案，王某等予以认可，协议约定如王某等违约时，徐某有权按照案涉补充协议约定向王某等主张业绩补偿及随时要求回购股份。</p> <p>2018年11月，因王某等未按照约定支付股权回购款，徐某向法院起诉王某等，要求支付股权回购款及现金补偿。</p>
法院 观点	<p>法院审理认为：对赌协议作为估值调整机制，一方面是为了防控投资人的投资风险，但另一方面，其并不是投资人规避风险、保证收益的工具。对赌协议防控的风险是对目标公司未来发展的不确定性、因不参与目标公司的经营而与目标公司信息不对称的风险，而不是为了让投资人获得确定的保障或者获取较高的投资回报。无论是股权回购，还是业绩补偿，均是估值调整的安排。当投资人同时主张股权回购款和金钱补偿时，对投资人的司法保护应限定在其实际投资本金及适当的资金占用补偿之和范围内。本案中，因目标公司2017年度业绩未达承诺要求，徐某与王某等于2018年5月31日签订《股份回购协议》，双方在徐伟平同意放弃现金补偿的前提下，就王某等提前回购案涉股份和支付股份转让款达成合意。根据回购协议约定，王某等应于2018年8月31日向徐某回购案涉股份并按原价即9025740元支付回购款，资金利息按年利率12%计算。虽然协议约定如王某等违约时，徐某有权按照案涉补充协议约定向王某等主张业绩补偿及随时要求回购股份，但原审已判决支持全额返还徐某投资款9025740元以及按照年利率12%标准支付利息，该利息已远远高于中国人民银行同期贷款利率标准，若再同时支持现金补偿款5119255.69元，则徐某所主张的综合投资回报率明显过高，有违对赌协议的初衷，也</p>

案例评析：徐某、王某等股权转让纠纷民事二审民事判决书	
	违背了创业投资的商业规律。
案例评析	<p>本案中，法院对对赌协议的本质进行论述，认为对赌协议是为了预防投资人因对目标公司未来发展的不确定性和不参与目标公司经营造成的信息不对称风险，但并不是投资人完全规避风险、保证较高收益的工具，对投资人的保护范围应当限定在实际投入资本及相应的资本占用范围内。</p>

类似地，在（2020）沪 0115 民初 93539 号案件中，上海市浦东新区人民法院认为：《投资协议》对两项权利的行使分别约定了不同的适用条件，两项权利独立存在，协议并没有特别约定仅能择一行使，但无论是支付业绩补偿还是回购股权均具有因违约行为承担损害赔偿责任的性质，应当综合进行考量。《投资协议》约定的股权回购价格的计算方式，已经充分考虑了对被告违约行为给原告投资造成的损失弥补。故原告同时主张被告支付业绩补偿及股权回购不尽合理。

（二）股权回购会导致投资人不再拥有股东身份，不能同时主张业绩补偿和股权回购

在此类情形下，通常认为，业绩补偿需要以具备股东身份为前提，而股权回购会导致投资人不再拥有股东身份，二者存在矛盾，股权回购属于终极条款，二者不能被同时主张。因而在此情况下仅支持关于股权回购的主张。

案例评析：深圳某投资企业与徐某等股权转让纠纷一审民事判决书	
案件信息	<p>案号：（2017）京 01 民初 814 号</p> <p>审理法院：北京市第一中级人民法院</p> <p>审结日期：2018.07.09</p>
基本案情	<p>2015 年 8 月，深圳某投资企业（投资人）与北京某创业公司（目标公司）、徐某（目标公司实际控制人）等签订协议，约定：投资人向目标公司投资 1 亿元，并取得目标公司 0.992% 的股权。若</p>

案例评析：深圳某投资企业与徐某等股权转让纠纷一审民事判决书	
	<p>目标公司 2015 年净利润低于承诺利润，则投资人有权要求原股东任意一方或多方无偿转让其所持有的目标公司部分股权作为补偿，或进行股权回购。若目标公司未能在 2016 年 12 月 31 日前在全国中小企业股份转让系统或其他交易所挂牌的，则投资人有权要求原股东任意一方或多方或实际控制人回购股权。</p> <p>2017 年 11 月，因目标公司未完成协议约定的 2015 年业绩承诺指标，未完成挂牌承诺，投资人向法院起诉，要求目标公司原股东回购股权，并支付业绩补偿违约金等。</p>
法院观点	<p>法院审理认为：首先，从协议内容来看，涉案协议实质为对赌协议，本案对赌协议虽然同时约定了 2015 年业绩承诺和 2016 年挂牌承诺，但是从合同目的及对赌标的角度来看，主要是投融资双方因对赌而产生的股权回购；其次，深圳某投资企业作为投资人要求目标公司各股东进行业绩补偿，投资人依然保持目标公司股东身份不变，但是投资人要求回购股权，实质是退出目标公司，不再拥有股东身份，两者存在一定矛盾；再次，如目标公司在 2016 年 12 月 31 日之前未完成挂牌，则之前的业绩很可能未达到相应要求，从协议约定的业绩补偿方式来看，补偿方式之一为“要求原股东中任意一方或多方受让投资人持有的目标公司的部分股权”，该方式与股权回购义务有重合之处，说明目标公司未如期挂牌的法律后果中已经处理了业绩补偿，投资人单独索要的 2015 年业绩补偿，存在重复计算。综上，本院依据协议，仅支持投资人关于股权回购本金、利息及违约金的主张，对于业绩补偿折价款及业绩补偿违约金的主张不予支持。</p>
案例评析	<p>本案中，法院认为股权回购和业绩补偿条款存在一定重合性，且主张业绩补偿的前提是拥有股东身份，而主张股权回购则将失去股东身份，二者存在矛盾，因此不能同时主张。</p>

司法实践中，还有其他法院也持类似观点：

在（2019）湘 10 民初 339 号案件中，湖南省郴州市中级人民法院认为：补充协议分别约定了股权回购的条件和业绩补偿的条件，但并未明确约定股权回购及业绩补偿的条件均达到时，目标公司原股东周某应同时进行股权回购和进行业绩补偿。补充协议第 2 条约定，业绩补偿可以从现金补偿和股权补偿中二选一，则可以推定双方签订合同的本意是进行业绩补偿或者股权补偿时投资人应具备目标公司的股东身份。否则投资人要求周某回购股权后，不再具备目标公司股东身份，不持有目标公司的股权，却同时又可以在业绩补偿时选择股权补偿的方式继续持有目标公司的股权，两者之间显然存在矛盾。故业绩补偿应以投资人继续持有目标公司的股权为基础。

在（2020）粤 0310 民初 1096 号案件中，广东省深圳市坪山区人民法院认为：现金补偿条款及股权回购条款属于相对独立条款，两条款分别约定触发相关条款的条件及后果，若相关条款的条件同时触发，原告可以选择被告依据具体的条款约定履行义务，同时股权回购条款属于终极条款，即被告履行股权回购义务即免除被告现金补偿的义务。

（三）业绩补偿金的性质等同于分红款，在合同约定股权回购款应当扣除分红的前提下，不再同时支持业绩补偿

此类观点认为，合同已经约定了股权回购款在计算时应当扣除分红，而业绩补偿金性质上等同于分红，因此投资人不能同时主张股权回购和业绩补偿。但是，业绩补偿金虽然属于是对投资人损失的补偿，业绩补偿金性质等同于分红的观点却有待商榷，毕竟业绩补偿的约定和公司分红的程序没有可比性，而且分红是对公司利润的分配，业绩补偿则是在业绩未达标情况下的损失补偿。

案例评析：江阴某投资企业与洪某、邵某等公司增资纠纷一审民事判决书	
案件信息	案号：（2015）浙绍商初字第 13 号 审理法院：浙江省绍兴市中级人民法院 审结日期：2015.09.08

案例评析：江阴某投资企业与洪某、邵某等公司增资纠纷一审民事判决书	
基本案情	<p>2011年11月，江阴某投资企业（投资人）与浙江某科技公司（目标公司）及其股东洪某等签订了投资合同书及补充协议，约定投资人向目标公司增资3000万元。若目标公司未能按照约定在2014年12月31日前向中国证监会正式提交申请首次上市并公开发行的书面材料，投资人有权要求洪某等回购股权。同月，洪某等还向投资人出具承诺函，承诺若目标公司未能实现约定净利润，则洪某等将向投资人进行现金补偿。</p> <p>2015年1月，由于未能完成业绩承诺及上市承诺，投资人向法院起诉要求洪某等进行股权回购和业绩补偿。</p>
法院观点	<p>法院审理认为：根据承诺函及股权回购协议的约定，“在原股东回购或收购投资人的股权时，股权回购或收购的价格应按以下原则确定：按10%年利率计算的投资款项的本利之和，并扣除投资人从公司获得的分红”。而业绩补偿金的性质等同于红利，因此，业绩补偿款不应再另行支付，对原告的该项诉讼请求，本院不予支持。</p>
案例评析	<p>本案中，法院直接将业绩补偿金定性为红利，认为合同已经约定了股权回购款应当扣除红利，因此不能同时主张股权回购和业绩补偿。</p>

三、总结与建议

根据前述司法观点，法院在判断是否同时支持业绩补偿及股权回购时，与其对业绩补偿款法律性质的认定有很大关系。就业绩补偿款的性质而言，业绩补偿款是义务人补偿投资人的估值溢价款，属于交易对价的一部分。因此，业绩补偿款并非投资人取得的分红款，也并非义务人向投资人支付的违约金，在上述裁判案例中，法院直接将业绩补偿款认定为分红款的观点有待商榷。

另外，还有观点认为股东身份将成为同时主张业绩补偿和股权回购的障碍。

但是，理论上，投资人行使股权回购权不能直接等同于投资人丧失股东资格或失去基于股权而享有的各项权利，其是否失去股东身份还有待回购权是否成立以及能否成功实现回购后判断。因此，该观点也有待商榷。

从司法实践中不同法院的裁判观点来看，较为可取的是将业绩补偿和股权回购认定为属于经当事人真实意思表示约定的不同法律关系，如无其他效力瑕疵，应被认定为有效，投资人原则上可以同时主张业绩补偿和股权回购。但合同条款有效，也不意味着投资人可以无障碍地同时主张“业绩补偿+股权回购”的双保险，实践中应当兼顾公平原则进行考虑。业绩补偿和股权回购，究其本质都是对投资人投资收益进行保障的估值调整机制，如果投资人利用这种估值调整机制获得远超估值的收益，则很有可能会被裁判机构依据公平原则，并结合具体情况予以调整，本节第一部分提到的（2018）粤 0605 民初 1086 号及（2019）苏 05 民终 9001 号案例都体现了这种思路。

基于上述，我们建议，如果对赌协议中同时约定业绩补偿条款和股权回购条件，可以明确：1. 业绩补偿和股权回购系不同法律关系，投资人有权同时主张；2. 业绩补偿性质不是分红款，并且业绩补偿和股权回购均是相关义务人真实意思表示，不具有违约金性质，义务人应按照计算公式约定如实履行；3. 如发生业绩补偿和股权回购情形同时触发的情况，结合投资人退出目标、目标公司发展潜力情况、义务人偿债能力等判断是否同时主张权利，如同时主张权利并进入司法程序的，则视管辖法院此前的裁判观点和释明情况等判断是否择一进行行使。

本章小结

本章关注了回购权行使其中最为重要的两个问题，即回购权行使期限以及回购权与业绩补偿权竞合的问题。前者涉及到投资人是否还能享有回购权，而后者则涉及在和业绩补偿权竞合情况下如何主张的问题。对于前者，无论条款如何约定，在回购条件触发的情况下，建议还是应尽早行使回购权，避免权利丧失。而在拟同时约定回购权与业绩补偿权的情况下，可以提前在投资协议中作出对权利性质及是否可以同时主张的约定，另外结合权利触发时的情况综合判断是否一并行行使。

第五章 回购价款的计算与受偿顺位

本章引言

在确保回购权可以行使后，回购价款的计算与受偿顺位问题则是投资人较为关注的问题。投资协议中虽然通常会约定回购价款的计算公式，但是回购价款起算时点、计算所采取的利率、是否复利计算、投资协议是否同时约定了违约金等是司法机关在确定回购价款计算方式时会考虑的因素。

此外，现在目标公司通常存在多轮投资，前后轮投资人同时行使回购权，其受偿顺位如何确定，司法实践中会否支持按此受偿顺位受偿，后轮投资人如何确保自身可以在先获得受偿，亦是投资人在行使回购权时需要考虑的问题。本章将就上述问题予以分析讨论。

第一节 回购价款及违约金的计算

在投融资实务中，投资人往往会在回购条款中约定要求回购义务人按照投资本金加一定投资回报/投资溢价/年化收益的回购价格回购投资人的股权。对于回购义务人未能在约定期限内足额支付回购价款的情形，投资人还可能约定逾期支付回购价款的逾期付款利息、罚息或违约金。

实践中，上述问题虽然不是决定股权回购是否成立的根本问题，但适用不同的回购价款/违约金的起算时间、利率的计算标准很可能导致最终确定的投资人有权主张回购价款及违约金的金额存在巨大的差异，切实影响各方的实际利益。

因此，本部分将主要从起算时间、利率确定两方面讨论回购价款与违约金计算中值得注意的问题。

一、回购价款的起算时间问题

（一）起算时间约定明确，尊重当事人意思自治

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每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……”。

若当事方对回购价款的起算时间有明确约定，在不违反法律、行政法规的效力性强制性规定的情形下，法院通常会秉持契约自由的原则，尊重当事人自愿达成的合法有效的约定，以当事方约定的时间作为回购价款的起算时间。

案例评析：黄某与北京某资本管理公司股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2022）京 03 民终 14424 号 审理法院：北京市第三中级人民法院 审结日期：2023.02.09
基本	2015 年 7 月 24 日，黄某（甲方）、北京某资本管理公司 A（乙

案例评析：黄某与北京某资本管理公司股权转让纠纷二审民事判决书	
案情	方）、无锡某公司 B（丙方）、镇江某公司 C（丁方）签订《股权转让协议书》（以下简称《7.24 协议书》），共七条。其中第 5 条“回购条款”约定：“若 B 公司在 2017 年 12 月 31 日前未能成功在新三板（即全国中小企业股份转让系统）挂牌或 2015 年度经审计后净利润低于 400 万元或 2016 年度经审计后净利润低于 500 万元或 2017 年度经审计后净利润低于 600 万元，则乙方有权向甲方发出书面通知，要求甲方收购乙方持有的 B 公司 37.5% 的全部股权，甲方承诺在收到书面通知后的叁个月内予以回购，回购价格具体按照以下公式确定： $(840+840 \times 10\% \times \text{乙方股份转让款实际支付之日到回购日的天数}/365)$ 万元”。
法院观点	因 A 公司于 2016 年 1 月 29 日支付完毕全部股权转让价款，故其主张回购价格公式中的天数为自 2016 年 1 月 29 日至黄某实际支付股权回购价款之日，并无不当，本院予以确认。黄某称合同约定的“回购日”指 A 公司发送回购通知之日，但结合合同的有关条款、合同目的以及诚实信用原则，黄某的上述主张缺乏依据，本院亦不予采信。
案例评析	本案明确了在对赌协议针对回购价款的起算时间进行了明确约定的情况下，如果不存在违反法律、行政法规效力性强制性规定之情形，则按照对赌协议中约定的起算时间计算回购价款。

（二）未约定起算时间或约定不明的处理

实务中，还存在对赌协议没有约定回购价款的起算时间或者约定不明确的情形。发生争议时，投资人一般会主张按照投资款实际支付之日起算（如涉及多笔投资款，则按照各笔投资款支付时间分别计算），而回购义务方则可能主张按照投资人主张回购之日或其他晚于投资款支付时间的起算时点。

我们认为，在没有约定或者约定不明确的情况下，以投资人实际支付投资款

之日作为回购价款的起算时间较为合理。如果以主张回购日等较晚时点为起算时间，将意味着在对赌失败情况下，目标公司可以在较长的一段时间内无偿使用投资人的投资款，不符合投资人订立合同的目的，对投资人而言可能有失公平。

司法实践中，较多案例也认为以投资人实际支付投资款之日为回购款的起算时间更符合股权回购关系的合同目的，因而支持投资人要求按照投资款实际支付之日起算回购价款的请求。

案例评析：天津某公司 A 与天津某公司 B 股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2017）津 02 民终 3555 号 审理法院：天津市第二中级人民法院 审结日期：2017.06.06
基本案情	2014 年 8 月 19 日，天津某公司 A（合同乙方一）与天津某公司 B（合同甲方）、案外人唐某（合同乙方二）共同签订了《天津阿尔发保健品有限公司股权转让协议》，约定乙方以 22,000,000 元的价格，受让甲方所持有的目标公司 49.84% 的股权。同时协议约定：甲方承诺，若目标公司在 2015 年 12 月 31 日前未实现在“新三板”或可能的其他公开证券市场挂牌，乙方有权要求甲方回购乙方所持有目标公司全部或部分股权，回购价格由乙方投资额和利息组成，利息按银行同期贷款年利率上浮 30% 计算。
法院观点	案涉协议所约定的股权回购条款是当事人在订立合同时特别设立的保护投资人利益的条款，属于缔约过程中双方对投资合作商业风险的安排，A 公司作为投资的一方，在交易中往往不仅注入资金成本、亦包括帮助清理产权关系、激励完善公司治理结构以及以公司上市为目标的资本运作等，且投资一方一旦以固定身份进入目标公司，其对公司的盈亏亦承担相应的风险。因此回购实质上是在双赢目标不能达成之后对投资人权益的一种补足，回购条款设立的目的也就是为了保护投资人的利益，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

案例评析：天津某公司 A 与天津某公司 B 股权转让纠纷二审民事判决书	
	款支付之日起计算，而并不能仅视为一种逾期付款的损失。因此法院对 B 公司认为利息的起算时间应于 2016 年 1 月 1 日开始起算的观点不予采纳，A 公司主张以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。
案例 评析	从本案可以看出，在对赌协议未约定回购价款起算时间时，法院认为回购价款的性质为在双赢目标不能达成之后对投资人权益的一种补足。因此认定以投资人实际支付投资款之日作为起算时间更为合理。

除本案外，持类似观点的案例还有（2015）苏中商终字第 00200 号、（2021）川 01 民终 6814 号、（2021）京 02 民终 4109 号等，相关案例中法院均提出占用资金的一方自其实际占有资金之时起承担相应利息或成本符合投融资市场规律或类似观点。

此外，实践中，如果双方明确约定按照各笔投资本金分别计算回购价款，则回购价款的计算无异议，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，我们倾向于认为，鉴于多数法院支持“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“投资人回购价格=投资人投资价款×（1+12%×n）-投资人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。

但也需要注意的是，实践中亦有法院认为对赌协议未对回购价款的起算时间明确约定的，其回购价款的利息应当自合同约定的股权回购日开始计算。其论证逻辑在于，股权投资有别于出借款项，股权投资具有不保证固定资金回报的特点。相对应的，投资人向目标公司注资后即成为公司股东，可以参与公司利润分配，

此系股权投资的收益，回购溢价仅为上述以股权为基础的投资回报方式的替代性安排。同时，股权回购价款亦不等同于投资款，尤其是在对赌协议约定利息为“回购款的利息”，而非“投资款的利息”的情形下，利息起算日应自投资人享有回购权、可以主张回购款之日起算，而非从投资款支付之日起算。

案例评析：北京某娱乐文化发展股份有限公司等与陈某合同纠纷 二审民事判决书	
案件 信息	<p>案号：（2021）京民终 975 号</p> <p>审理法院：北京市高级人民法院</p> <p>审结日期：2022.03.08</p>
基本 案情	<p>2016 年 12 月 5 日，某合伙企业 A 与北京某娱乐文化发展股份有限公司 B、公司 C 签订《投资协议》，约定 A 合伙企业向 C 公司投资。</p> <p>2018 年 12 月 29 日，A 合伙企业（甲方）与 B 公司（乙方）、C 公司（公司、丁方）、西藏某公司 D（丙方）签订《补充协议二》约定将《投资协议》第 4.3.2 条、第 4.3.3 条中的回购期限修改为“在 2019 年 12 月 31 日之前”；如 C 公司于 2019 年 12 月 31 日仍未完成上市，投资人 A 合伙企业可要求 B 公司和/或 D 公司回购 A 合伙企业持有的 C 公司全部或部分股权。</p> <p>2019 年 12 月 31 日，C 公司未完成上市。A 合伙企业要求 B 公司、D 公司、C 公司收购或回购 A 合伙企业持有的 C 全部股权。B 公司、D 公司、C 公司未依约回购 A 合伙企业的股权及支付股权回购价款。</p>
法院 观点	<p>股权投资有别于出借款项，股权回购价款亦不等同于投资款。在股权投资过程中，投资人将资金投入目标公司进行增资后，相应的资金即转化为对应的公司股权，投资人亦即成为目标公司的股东，依照《公司法》的规定并根据合同约定，以其持股比例享有</p>

案例评析：北京某娱乐文化发展股份有限公司等与陈某合同纠纷 二审民事判决书	
	<p>目标公司利润分配权等股东权益。当合同约定的回购条件满足时，目标公司应当依约按期回购该股东持有的股权，并向该股东支付回购价款。如果目标公司逾期未回购该股东股权的，其回购价款的利息应当自合同约定的回购日开始计算。本案中，A 合伙企业通过增资成为 C 公司的股东，其依照《公司法》的规定并根据合同约定，以其持股比例享有股东权益。本案中，《补充协议二》明确约定回购期限为“在 2019 年 12 月 31 日之前”。因此，本案股权回购价款本金 20160 万元的利息应自 2020 年 1 月 1 日起计算。</p>
案例 评析	<p>与上述案件不同，本案法院认为在约定不明确的情况下，回购价款的起算时间应认定为协议约定的股权回购日。其论证基点主要为股权投资与债权的差异。根据《公司法》原理，《公司法》虽赋予股东有限责任的地位，但股东仍需以其出资为限承担投资风险，允许股东从标的公司获取固定收益可能与上述基本原则不符。按照这一观点，在投资人作为目标公司股东期间，其收益应来自其股东权益而非合同约定的固定投资收益率的利息。在股权回购日之后，投资人才可请求融资方以约定的投资收益率支付利息，故将回购价款的起算日期为股权回购日。因此，在对赌协议没有约定或者约定不明确时，存在法院判决回购价款的利息自股权回购日起算的风险。</p>

二、投资收益及违约金利率的上限问题

实务中，对赌协议在约定股权回购款、现金补偿款或投资收益的同时，通常又会约定融资方逾期支付回购价款的罚息或违约金，这就涉及到投资收益及违约金的利率上限问题。

（一）投资人同时主张投资收益和违约金，法院倾向于一并调整

虽然投资收益与违约金的性质不完全相同，股权回购原则上也不属于民间借贷法律关系，但多数法院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，故参照《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》”）第 29 条之规定对同时主张的投资收益和违约金一并考虑且予以调整。

根据《民间借贷司法解释》第 29 条，“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”。据此，在实践中，法院通常通过综合考虑投资收益和违约金两项救济措施对权利人的保障程度，酌情一并予以调减。

案例评析：某投资合伙企业（有限合伙）与刘某等合同纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2021）京 02 民终 10192 号 审理法院：北京市第二中级人民法院 审结日期：2021.08.24
基本案情	<p>2015 年 4 月 1 日，某投资合伙企业 A（“A 合伙”）与刘某、黄某、虞某、深圳某公司 B 等签订《增资及转股协议》，约定虞某向 A 合伙、C 合伙、D 合伙、E 合伙、F 合伙转让 B 公司在协议签署日的注册资本的 12%，股权转让对价为 32,400,000 元，其中 A 合伙应向虞某支付 7,200,000 元。</p> <p>A 合伙与刘某协商签订一份《协议书》，其中约定，在约定情形发生时，A 合伙有权要求刘某和黄某回购 A 合伙持有的深圳 B 公司股权，回购价格为 A 合伙 2015 年投资本金 31,778,313.25 元及回购利息（以 31,778,313.25 元为基数，按 12% 年复合利率，自 2015 年 4 月 14 日起计算至支付完成回购价款）减去 A 合伙已经从深圳华康公司分配累计红利部分，创始股东应在 A 合伙提出回购请求之日起三十日内共同且连带向 A 合伙指定账户支付全部回购价</p>

案例评析：某投资合伙企业（有限合伙）与刘某等合同纠纷二审民事判决书	
	格款项，逾期支付的，应额外按应付未付的万分之五/日支付违约金，直至付清为止。
法院观点	<p>尽管涉案 2019 年 1 月 2 日《协议书》中明确约定回购利息计算至回购款实际支付之日，逾期支付应额外按应付未付金额的万分之五支付违约金，但其一，根据 2019 年 1 月 2 日《协议书》的约定，回购义务人应于 2019 年 6 月 27 日前支付回购款。回购义务人未按时支付回购款，给 A 合伙造成的损失为资金占用期间的损失。其二，A 合伙主张的回购利息及违约金具有补偿损失和一定惩罚功能。其三，A 合伙主张的利息及违约金合计达到年利率 30% 以上，明显过高，回购义务人亦就此提出过高抗辩。其四，A 合伙亦未提供证据证明其因回购义务人的违约行为产生的实际损失，在上述情况下，一审法院将回购之日后的回购利息与违约金一并予以考虑，确定回购之日后回购义务人按照年利率 12% 的标准向 A 合伙支付违约金，并无不当。</p>
案例评析	<p>本案中，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投资收益和违约金的上限作出认定，这也是实践中多数法院的做法。</p>

（二）法院在个案中调整投资收益和违约金上限的方式

在实务中，若当事方所约定的标准高于法律规定的民间借贷利率标准，法院就是否对其进行调减、调减的标准为何这两个问题存在不同的裁判观点。多数观点认为，在投资收益及违约金利率高于一年期贷款市场报价利率四倍时，应按照一定的标准对其进行调减；另一类观点则认为，投资收益及违约金利率不以一年期贷款市场报价利率四倍为上限。

1. 多数观点：利率高于一年期贷款市场报价利率的四倍时，予以调减

在当事方约定的投资收益和违约金利率高于一年期贷款市场报价利率四倍

时，法院可能基于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，对其进行酌减。就酌减的参照标准而言，由于利息与溢价都是均一定程度上体现为资金占用的损失，法院可能参照民间借贷的利率上限规制股权投资回报率。

根据《民间借贷司法解释》第 25 条的规定，出借人请求借款人按照合同约定利率支付利息的，人民法院应予支持，但是双方约定的利率超过合同成立时一年期贷款市场报价利率四倍的除外。若约定的投资收益及违约金利率高于一年期贷款市场报价利率的四倍，司法实践中可能较难得到支持。

案例评析：上海某广告公司与陈某合伙协议纠纷、股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2020）最高法民终 575 号 审理法院：最高人民法院 审结日期：2020.07.16
基本案情	<p>2015 年 2 月，A 公司与 B 公司、陈某、李某、北京 C 投资中心（有限合伙）及上海 D 公司签订《股权转让和增资协议》，约定：陈某在重组后向 A 公司转让其所持有的 B 公司 39.23 万元注册资本对应的股权。</p> <p>2015 年 2 月，各方又签订《补充协议》，其中第 4.1 条约定：如果 B 公司 2015 年和 2016 年的合计实际净利润低于 2015 年和 2016 年合计目标净利润的 50% 的，B 公司必须回购 A 公司届时所持有的公司全部股权，回购利率为 8%/年。第 4.3 条约定：A 公司要求行使回购权的，B 公司应在 A 公司书面确认回购要求后的十八个月内一次性或分期回购 A 公司所持有的公司股权（以付清回购款为标准），逾期未回购的，则应按年利率 20%（即每日万分之五点五）的标准另行支付违约金。</p>
法院	根据《补充协议》第 4.1 条约定，回购利率为 8%/年，按此计算陈

案例评析：上海某广告公司与陈某合伙协议纠纷、股权转让纠纷二审民事判决书	
观点	<p>某应支付的股权回购款为 324,193,534 元。根据《补充协议》第 4.3 条约定：A 公司要求行使回购权的，B 公司应在 A 公司书面确认回购要求后的十八个月内一次性或分期回购 A 公司所持有的公司股权（以付清回购款为标准），逾期未回购的，则应按年利率 20%（即每日万分之五点五）的标准另行支付违约金。A 公司于 2017 年 7 月 11 日向 B 公司、陈某发出《关于要求履行回购条款的通知》，以书面形式通知要求 B 公司、陈某回购股权，自 2019 年 1 月 12 日已超出十八个月，故应从 2019 年 1 月 12 日开始计算违约金。陈某主张违约金过高，请求法院予以调整。法院针对股权回购款中已计算了 8% 的年利率，并综合各方履约情况及合同性质，酌定调整为自 2019 年 1 月 12 日开始，以年利率 16% 支付违约金。</p>
案例评析	<p>本案中，法院虽未将案涉纠纷认定为民间借贷纠纷，但参照民间借贷利率上限对回购价款的利率进行了调整。这是因为借贷利息与股权回购收益、违约金都是占用资金者对预计可获净收益的再分配，两者存在相似性。</p> <p>总体而言，参照《民间借贷司法解释》的规定，对当事人约定的投资收益进行规制已经基本成为了较为普遍的裁判思路，如（2020）最高法民申 382 号案、（2021）沪 02 民终 4564 号案、（2018）川民初 24 号案。</p>

实践中，除参照《民间借贷司法解释》规定的借款利率上限确定之外，还存在其他认定投资收益及违约金利率上限的方式。例如，在（2017）京 0102 民初 22280 号案中，法院以一年期贷款市场报价利率为标准。法院认为，由于回购义务主体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，故调整违约金按照中国人民银行

同期贷款利率计算。

再如，（2020）京 03 民终 7314 号案中，法院根据案件实际情况酌情调整。法院认为，根据案涉协议之约定，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；由于该合同约定的违约金利率过高，法院根据案件实际情况酌情将其调整为每日万分之三。

2. 少数观点：不以一年期贷款市场报价利率的四倍为利率上限

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。

案例评析：某工业集团公司、某投资管理有限合伙企业合伙协议纠纷、股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2019）最高法民终 1642 号 审理法院：最高人民法院 审结日期：2020.03.31
基本案情	2015 年 4 月 27 日，某国际信托公司 A 成立某资金信托计划。该信托计划项下信托资金主要用于与北京某投资管理公司 B 成立合伙企业 E，并以合伙企业的名义对外进行投资。为充分保障全体委托人（受益人）的信托利益，E 合伙企业与某工业集团公司 C 签署《股权转让合同》，约定如特定情形，C 公司应在该等情形发生之日起 10 日内受让合伙企业持有的 D 公司股权。为此，C 公司应支付的价款=10 亿元×10%/365×自本信托计划成立之日（含）起至 C 公司支付全部价款之日止（不含）的实际天数+10 亿元。此外，若 C 公司未按本合同约定支付投资溢价、投资本金或其他相关款项的，E 合伙企业有权要求 C 公司立即支付，并自逾期之日（含该日）起至清偿之日止（不含该日）的期间，每日按未付款项万分之五的标准向 E 合伙企业支付违约金。

案例评析：某工业集团公司、某投资管理有限合伙企业合伙协议纠纷、股权转让纠纷二审民事判决书	
法院观点	<p>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。案涉双方均系成熟、专业的商事交易主体，对交易模式、风险及其法律后果应有明确认知。双方所签《股权转让合同》合法有效，其中第 5 条第 1 款、第 2 款对于违约责任有明确约定，即 C 公司自逾期支付股权转让价款之日起至清偿之日止，每日应按未付款项万分之五的标准支付违约金。对于该项自愿达成且合法有效之约定，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%，相对于目前《民间借贷司法解释》规定的利率保护上限 24% 稍高，但考虑本案并非民间借贷纠纷，一审法院未按此进行调整，并不属于适用法律错误的情形，本院对此予以维持。</p>
案例评析	<p>在该案中，一方面，法院遵循了契约自由的原则，认为由于对赌协议的主体通常为典型商事主体，在立约时已对履约风险和盈利作过尽职调查和精密计算，对企业未来价值目标及投资风险均有基于其自身商业判断的理性预估，当事人协商确定的投资收益及违约金，系各方利益博弈的结果，在不违反法律法规强制性规定的前提下，原则上应当尊重当事人的意思自治。</p> <p>另一方面法院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（现行标准即一年期贷款市场报价利率的四倍），仍然存在法院下调总体计算标准的可能性。</p>

此外，实践中还存在参照《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》中规定的金融借款合同利率上限调减的可能性，该种标准高于一年期贷款市场报价利率的四倍。例如，在北京金融法院发布的《北京金融法院 2022 年度十大典型案例》中，君康人寿保险股份有限公司与励某某、大连远洋渔业金枪

鱼钧有限公司股权转让纠纷案的法院认为，合同约定的回购溢价、年度现金补偿、股权回购违约金、现金补偿违约金单项均形式合法，上述各项金额虽明目及支付条件不同，但实际上均为融资成本。但在投资人一并主张的情况下，各项金额合计计算将可能导致回购义务主体实际承担的融资成本过高。对赌协议约定固定回报的，参照金融借款合同利率上限调整。鉴于本案为金融机构商事案件，虽并非金融借款合同纠纷，但实际交易功能亦体现为资金融通，且选择回购情形下系低风险的固定收益投资，为公平合理控制融资成本，参照适用《最高人民法院关于进一步加强金融审判工作的若干意见》第2条的规定，即融资人的融资利息、复利、罚息、违约金和其他费用总计不得超过年利率24%。

三、总结与建议

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、股权回购日等，都可能会被用来作为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，为了避免产生不必要的争议，我们提出以下实务建议供参考：

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（投资期间为投资人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. 特别地，如果投资人享有回购权的股权包含通过受让老股的方式获得的股权，我们建议在回购条款中明确约定针对受让取得的股权的回购价款计算方式，包括：（1）受让取得股权的投资本金是以转让方的原始投资款为准还是以投资人向转让方支付的股权转让价款为准；（2）利息计算的起算时间是以转让方的

原始投资款实际支付之日为准还是以投资人向转让方实际支付股权转让价款之日为准。一般而言，如果受让取得的股权其投资本金是以转让方的原始投资款为准，则起算时间是以转让方的原始投资款实际支付之日为准；如果受让取得的股权其投资本金是以投资人向转让方支付的股权转让价款为准，则起算时间是以投资人向转让方实际支付股权转让价款之日为准。

3. 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）”。此外，在投资协议中同时约定回购价款计算利率和违约金的情况下，可以明确该等约定是各方真实意思表示，按照回购价款计算公式中利率计算的收益性质并非民间借贷利息，以此降低与违约金一并按照民间借贷利率被调整的可能性。

第二节 多轮投资人的回购款受偿顺序

一个目标公司自创立至成功实现上市，中间需要经历多轮的股权融资（典型如 A 轮、B 轮、C 轮融资等）。一般而言，随着目标公司每轮融资的估值增加，越靠后进入的投资人需要付出的资金成本更高，承担公司估值溢价的风险也更大。这种公司创始股东、前轮投资人和后轮投资人之间的博弈关系也会体现在回购条款等股权融资的条款安排上。为优先保护后轮投资人利益，部分回购条款会对投资人行使回购权后的回购款受偿顺序做出安排。

回购款受偿顺位条款的常见约定方式如下：

“如果有多个投资人股东根据本协议的约定要求行使回购权，但回购义务人届时资金不足，无法足额支付全部回购款的，则回购义务人应按照以下顺序支付：

（1）首先向 C 轮投资人股东支付回购款。如可支付回购款不足以向各 C 轮投资人股东足额支付，则应按照该等 C 轮投资人股东有权获得的回购价款的相对比例进行分配；

（2）在足额向 C 轮投资人股东支付回购款后，如可支付回购款仍有剩余，应向要求回购的 B 轮投资人股东支付。如可支付回购款不足以向各 B 轮投资人股东足额支付，则应按照该等 B 轮投资人股东有权获得的回购价款的相对比例进行分配；

（3）在足额向 C 轮投资人股东、B 轮投资人股东支付回购款后，如可支付回购款仍有剩余，应向要求回购的 A 轮投资人股东支付。如可支付回购款不足以向各 A 轮投资人股东足额支付，则应按照该等 A 轮投资人股东有权获得的回购价款的相对比例进行分配”。

基于上述，回购权利顺位条款划分了不同轮次（通常后轮投资人优先）及相同轮次（通常按比例分配）投资人主张回购价款的支付顺位。但在回购条件触发的情况下，回购义务人的实际偿债能力有限，往往无法足额支付全部投资人的回购价款。在此情况下，如果投资人通过诉讼/仲裁的法律途径主张回购，上述回购款受偿顺位条款在实践中将如何得到运用尚有待讨论。因此，本节将从法律角度讨论涉及多轮投资人的回购款受偿顺序安排可能产生的问题。

一、前轮投资人在先提起诉讼或仲裁请求行使回购权，后轮投资人能否请求加入

如前述常见条款，回购款受偿顺位条款通常调整的是回购价款的支付顺序，而不是投资人主张回购权的顺序。因此，回购款受偿顺位条款的约定通常不会构成对前轮投资人（假设前轮投资人的回购款受偿顺位劣后于后轮投资人，下同）通过诉讼/仲裁方式主张回购权本身的障碍，即前轮投资人的回购权本身仍应得到保障（但约定明确限制投资人主张回购权顺序的除外）。因此，如果后轮投资人未主动提起回购或未主张回购款受偿权利的顺位，法院/仲裁委一般不会仅以存在回购款受偿顺位条款为由驳回前轮投资人的回购请求。

实践中较为常见的一种情形是，虽然前轮投资人的回购款受偿顺位靠后，但其实际提起诉讼/仲裁的时间在前。在此种情形下，如果后轮投资人无法参与到前轮投资人的诉讼/仲裁程序中，则很可能导致回购款受偿顺位条款无法引发法院/仲裁委的重视，从而导致回购款受偿顺位条款无法发挥实际作用，后轮投资人可能面临无法收回投资款的风险。

因此，后轮投资人能否以自己的名义加入前轮投资人提起的诉讼或仲裁以维护自身权利是主张回购款受偿顺位条款的关键问题之一，而基于诉讼/仲裁程序的不同，后轮投资人加入程序的途径和难度亦可能有所不同，下文将分别进行讨论。

（一）后轮投资人以第三人的身份参加诉讼

若争议解决方式为诉讼，如前轮投资人已经提起诉讼，则后轮投资人可以向法院申请以第三人的身份参加诉讼并提出相应的抗辩。如在（2018）浙 06 民初 79 号案件中，作为后轮投资人的 B+轮投资人即以第三人的身份参加了 B 轮投资人向目标公司及创始股东提起的回购责任纠纷，主张否定 B 轮投资人回购权的行使，并获得了法院支持。

案例评析：某文化产业股份有限公司、某科技有限公司、
卫某某等合同纠纷一审民事判决书

案例评析：某文化产业股份有限公司、某科技有限公司、 卫某某等合同纠纷一审民事判决书	
案件	案号：（2018）浙 06 民初 79 号

案例评析：某文化产业股份有限公司、某科技有限公司、 卫某某等合同纠纷一审民事判决书	
信息	审理法院：浙江省绍兴市中级人民法院 审结日期：2019.01.11
基本案情	<p>2016年，某科技有限公司（目标公司）引入投资人进行增资（B轮融资），某文化产业股份有限公司（原告）与卫某某、王某某、沈某、某科技有限公司（“管理层股东”）等共同签署了《股权认购协议》，约定由某文化产业股份有限公司支付5000万元认购对价，认购某科技有限公司237.50万元出资。同年，四被告与某文化产业股份有限公司等某科技有限公司的全体股东共同签署了《股东协议》（“2016年股东协议”），并对回购权进行了约定。</p> <p>2017年，某科技有限公司进行新一轮增资（B+轮融资），某合伙企业（第三人）等新入股股东与某科技有限公司及此前股东签订《股东协议》（“2017年股东协议”）。协议在B轮投资人回购权的基础上增加了对B+轮投资人回购权的约定，并约定B轮投资人的回购权应在B+轮投资人及本轮投资人股权全部被回购后方可行使，B轮投资人享有的回购权优先于早期投资人享有的回购权，早期投资人的回购权应在B轮投资人股权全部被回购后方可行使，在前一顺位股权仅被部分回购的情况下，后一顺位股权持有者无权行使其回购权。</p> <p>后因管理层股东未按要求回购股权，原告向法院起诉要求管理层股东向原告支付股权回购款并由目标公司承担连带责任。某合伙企业以第三人身份参加诉讼，主张原告行使回购条件尚未成就，在其作为B+轮投资人没有行使回购权的情况下，原告没有权利行使回购权。</p>
法院观点	首先，某科技有限公司已进行过多轮融资，2017年股东协议系某科技公司最新增资后全体股东签署形成，该协议也明确规定取代

案例评析：某文化产业股份有限公司、某科技有限公司、 卫某某等合同纠纷一审民事判决书	
	<p>此前各方就相同事宜作出或订立的任何书面或口头陈述、协议或安排，因此在股权回购事项上显然不能再依据 2016 年股东协议，而应依据 2017 年股东协议。</p> <p>其次，根据 2017 年股东协议 8.1.3 条，B+轮投资人及本轮投资人享有的回购权优先于 B 轮投资人和早期投资人享有的回购权。B 轮投资人的回购权应在 B+轮投资人及本轮投资人股权全部被回购后方可行使，在前一顺位股权仅被部分回购的情况下，后一顺位股权持有者无权行使其回购权。虽然 8.1.1 条、8.1.2 条分别规定 B 轮投资人有权利向公司和管理层股东要求回购，B+轮投资人及本轮投资人仅有权向公司要求回购，但在 8.1.3 条没有明确规定回购权仅优先于向公司回购的情形下，应根据协议条文文意及回购权整体内容理解为 B+轮投资人及本轮投资人股权全部被公司回购后，B 轮投资人才能向公司或管理层股东行使回购权。而且从各方增资入股的成本上看，B+轮投资人及本轮投资人的投资成本远高于 B 轮投资人，从一般商业逻辑及价值判断上分析，如此规定也具有合理性。本案中，某合伙企业等 B+轮投资人及 B 轮投资人股权均未被回购，原告作为 B 轮投资人，行使回购权的条件显然还未成就。</p>
案例 评析	<p>由于回购款受偿顺位条款目前的相关司法实践较少，该案例作为明确支持了回购款受偿顺位条款效力的案件具有一定意义。</p> <p>值得注意的是：</p> <p>（1）该案例所涉回购顺位条款与常见约定方式存在一定区别，其对回购权顺位的限制更加严格，即明确限定了后轮投资人完成回购后，前轮投资人才能够主张回购；</p> <p>（2）该案中法院认为后轮投资人可以作为有独立请求权的第三人</p>

**案例评析：某文化产业股份有限公司、某科技有限公司、
卫某某等合同纠纷一审民事判决书**

参加诉讼，该观点可能仍值得商榷。后轮投资人当然有权主张其回购权，但其诉讼标的与前轮投资人主张回购的诉讼标的有所区别（即两个独立的回购请求权）。因此，我们倾向于认为，基于后轮投资人与案件在法律上的利害关系，将后轮投资人列为无独立请求权的第三人加入诉讼更为妥当。

基于上述案例，在争议解决方式为诉讼的情况下，我们理解法院允许后轮投资人加入诉讼的可能性较大。但也需要注意，法院对是否允许第三人加入诉讼具有一定自由裁量权，不必然会同意后轮投资人参加诉讼的请求。如（2019）沪74民终718号案件中，法院认为相关投资协议均未约定全体投资人股东必须共同行使回购权，因此后轮投资人并非本案必要共同诉讼当事人，一审法院未追加其作为当事人未有不妥。

（二）后轮投资人参加仲裁

若争议解决方式为仲裁，则情况可能有所不同。我国《仲裁法》及相关司法解释目前并未有关于仲裁第三人制度的规定，相比于申请加入诉讼程序或请求法院追加当事人而言，案外人加入仲裁程序可能面临更大的困难和不确定性。

对于案外人申请加入仲裁而言，大部分仲裁机构的仲裁规则只规定了依当事人申请追加其他当事人参加仲裁的制度，而并未规定案外主体是否可以主动申请参加仲裁。少部分仲裁规则如《广州仲裁委员会仲裁规则》中规定了案外人加入仲裁程序，但其仍将获得申请人等当事人的同意作为前提。而由于申请人为前轮投资人，其与后轮投资人利益并不一致，显然不会同意后轮投资人加入仲裁。因此，后轮投资人直接申请加入仲裁程序的难度一般较大。

对于依当事人（如回购义务人）申请追加后轮投资人参加仲裁程序而言，根据《中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁规则（2024版）》第18条第1款及《北京仲裁委员会仲裁规则（2022）》第14条第1款的规定，在仲裁中申请追加当事人首先需要共同的仲裁协议的约定作为基础。由于回购款受偿顺位条款同时

涉及多轮投资人的权利，故一般会约定在各方共同签订的股东协议中，因此通常能够满足该项条件。但是，在有共同的仲裁协议基础的前提下，是否追加当事人仍由仲裁委或仲裁庭酌情进行决定，而考虑到仲裁不存在第三人制度，仲裁委对于追加此类当事人可能还是会保持相对保守的态度。

若后轮投资人根据上述仲裁规则成功参加仲裁程序，则按照主流仲裁规则的规定，其可以通过对前轮投资人或创始股东提出仲裁请求，实现否定前轮投资人行使回购权或请求优先行使回购权的目的。如上述《北京仲裁委员会仲裁规则（2022）》第15条第1款规定：“案件有两个或者两个以上的申请人或被申请人，或者存在追加当事人的情况下，任何当事人均可以依据相同的仲裁协议针对其他当事人提出仲裁请求。仲裁庭组成前，由本会决定是否受理；仲裁庭组成后，由仲裁庭决定是否受理”。

值得注意的另一问题是，若仲裁庭或仲裁委拒绝追加后轮投资人参加仲裁程序，是否构成严重违反仲裁程序的情形，从而构成撤销仲裁裁决的事由。目前我国法律并未规定第三人申请撤销仲裁裁决的制度，根据《仲裁法》的规定有权申请撤销仲裁裁决的主体应当为仲裁案件当事人，在股权回购案件情形中即应当为创始股东或目标公司。这类案件目前可查询到的数量较少，但根据已有案件裁判观点，法院倾向于不支持该情形构成对仲裁程序的严重违反。

如（2022）京04民特921号案件中，申请人认为仲裁委未追加具有优先回购权的C轮投资人参加仲裁属于程序违法。法院对此认为“当事人有权申请追加当事人，但即使当事人提出了追加申请，贸仲对是否准许有权作出决定”，并未支持申请人的该项主张。

案例评析：王某某与某合伙企业申请撤销仲裁裁决民事裁定书	
案件信息	案号：（2022）京04民特921号 审理法院：北京市第四中级人民法院 审结日期：2023.02.23
基本	2017年9月，某合伙企业与王某某、刘某、邵某某、某公司1、某公司2等主体签订《合资合同》，合同约定了仲裁条款，某合

案例评析：王某某与某合伙企业申请撤销仲裁裁决民事裁定书	
案情	<p>伙企业据此仲裁条款，以王某某、刘某、邵某某、某公司 1、某公司 2 为被申请人，向贸仲提交仲裁申请。2022 年 4 月 26 日，贸仲作出〔2022〕中国贸仲京裁字第 1031 号仲裁裁决。</p> <p>王某某请求法院撤销仲裁裁决，认为根据投资协议约定，C 轮投资人有权优先于 B 轮投资人获得回购价款。根据法律规定，在此情况下，贸仲为查清事实，确认 C 轮投资人是否放弃优先回购权，应当追加其他 C 轮投资人参与庭审，但贸仲未追加其他投资人，直接裁决某合伙企业的 B 轮投资对应的回购权优先于其他 C 轮投资人，属于程序错误。</p>
法院观点	<p>《中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁规则（2015 版）》第 18 条规定：（一）在仲裁程序中，一方当事人依据表面上约束被追加当事人的案涉仲裁协议可以向仲裁委员会申请追加当事人。在仲裁庭组成后申请追加当事人的，如果仲裁庭认为确有必要，应在征求包括被追加当事人在内的各方当事人的意见后，由仲裁委员会作出决定……。据此，当事人有权申请追加当事人，但即使当事人提出了追加申请，贸仲对是否准许有权作出决定。王某某未举证证明其在仲裁过程中提出了追加当事人的申请，现其以贸仲未追加当事人为由主张仲裁程序违法，缺乏事实和法律依据，本院不予支持。</p>
案例评析	<p>该案例进一步明确了仲裁委对是否追加后轮投资人作为前轮投资人提起的回购仲裁案件当事人具有决定权，故一旦仲裁庭拒绝追加后轮投资人，则后轮投资人回购款受偿顺位权益难以得到保障。</p>

二、若前轮投资人取得生效判决或裁决，后轮投资人能否在执行程序中采取行动？

前轮投资人取得生效判决或裁决并申请执行，后轮投资人可采取的措施较为

有限。目前，我们也暂未检索到后轮投资人在执行阶段阻碍前轮投资人受偿的案例。故本部分主要从理论角度分析各种途径的可行性。

（一）后轮投资人提起案外人执行异议之诉？

前轮投资人取得判决或裁决并申请执行时，后轮投资人可以考虑向执行法院提出书面异议，若执行异议申请被裁定驳回，可向执行法院提起案外人执行异议之诉。

然而在目前法律规定下，后轮投资人通过提起执行异议之诉阻止前轮投资人执行回购款的难度较大。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释（2022 修正）》（下称“《民事诉讼法解释》”）第 310 条的规定，案外人请求排除强制执行应当就执行标的享有足以排除强制执行的民事权益。结合《最高人民法院关于人民法院办理执行异议和复议案件若干问题的规定》等司法解释的规定，该“足以排除强制执行的民事权益”主要包括所有权、用益物权、担保物权以及房屋买受人的物权期待权等特殊性质的债权请求权，而后轮投资人根据投资协议享有的优先回购权并不满足该条件。

因此，从法律规定看，后轮投资人提起执行异议之诉的依据不足，且难以满足法律规定的排除强制执行的条件，通过该途径排除前轮投资人申请执行的可能性较低。

（二）后轮投资人申请参与执行款分配？

若后轮投资人也已经起诉创始股东或目标公司并取得生效判决但晚于前轮投资人，则在前轮投资人执行完毕前，后轮投资人有权根据《民事诉讼法解释》第 507 条的规定申请参与分配执行款⁹。但根据《民事诉讼法解释》第 508 条的规定，除了被认定应当优先受偿的债权外，其他普通债权原则上按照比例受偿¹⁰。

⁹ 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释（2022 修正）》第 507 条：“申请参与分配，申请人应当提交申请书。申请书应当写明参与分配和被执行人不能清偿所有债权的事实、理由，并附有执行依据。参与分配申请应当在执行程序开始后，被执行人的财产执行终结前提出。”

¹⁰ 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释（2022 修正）》第 508 条：“参与分配执行中，执行所得价款扣除执行费用，并清偿应当优先受偿的债权后，对于普通债权，原则上按照其占全部申请参与分配债权数额的比例受偿。清偿后的剩余债务，被执行人应当继续清偿。债权人发现被执行人有其他财产的，可以随时请求人民法院执行。”

如后轮投资人不认可法院据此制作的执行分配方案，则可以依据《民事诉讼法解释》第 509 条¹¹规定向法院提出书面异议。

我们理解，虽然后轮投资人根据回购款受偿顺位条款提出主张具有一定合理性，但该顺位约定是否会被认定为《民事诉讼法解释》中的“应当优先受偿的债权”并不明确，后轮投资人主张按约定顺序顺位受偿仍存在一定难度。

三、若前轮投资人及后轮投资人同期提起诉讼或仲裁，各案件能否合并审理或合并仲裁

对于法院而言，《民事诉讼法解释》第 221 条规定：“基于同一事实发生的纠纷，当事人分别向同一人民法院起诉的，人民法院可以合并审理”。因此，若前轮投资人与后轮投资人同时就要求创始股东或目标公司履行回购义务向同一法院提起诉讼，法院有权决定是否进行合并审理。

对于仲裁而言，主流仲裁规则亦支持在满足一定条件的情况下将多个仲裁案件合并审理。如《北京仲裁委员会仲裁规则（2022）》第 30 条第 1 款规定：“经各方当事人同意，或者一方当事人申请且本会认为必要，本会可以决定将根据本规则进行的两个或两个以上的仲裁案件合并为一个仲裁案件进行审理。除非当事人另有约定，合并的仲裁案件应合并于最先开始仲裁程序的仲裁案件中”。《中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁规则（2024 版）》第 19 条第 1 款则规定：“符合下列条件之一的，经一方当事人请求，仲裁委员会可以决定将根据本规则进行的两个或两个以上的仲裁案件合并为一个仲裁案件，进行审理。1. 各案仲裁请求依据同一个仲裁协议提出；2. 各案仲裁请求依据多个合同仲裁协议提出，该多个合同系主从合同关系、或多个合同所涉当事人相同及法律关系性质相同、或多个合同所涉标的具有牵连关系，且多个合同仲裁协议内容相同或相容；3. 所有案件的当事人均同意合并仲裁”。

因此，在诉讼或仲裁中，后轮投资人可考虑申请将案件合并审理或仲裁，最终是否能够进行合并审理或仲裁则取决于法院或仲裁委的决定（但仲裁合并审理

¹¹ 《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民事诉讼法〉的解释（2022 修正）》第 509 条：“多个债权人对执行财产申请参与分配的，执行法院应当制作财产分配方案，并送达各债权人和被执行人。债权人或者被执行人对分配方案有异议的，应当自收到分配方案之日起十五日内向执行法院提出书面异议。”

条件仍更为严格）。

四、总结与建议

基于上述讨论，尽管投资协议约定回购款先后受偿顺序，但是后轮投资人能否加入前轮投资人提起的诉讼或仲裁程序存在不确定性。因此，建议投资人密切关注回购条件触发的情况，确保及时行使回购权。如果发现其他投资人提起回购，则投资人可以尽快提起仲裁，尽量确保执行时争取优先顺位。另外如果前轮投资人在先提起仲裁或执行，后轮投资人可以申请仲裁委协调审理前轮投资人和后轮投资人的回购案件或申请参与执行分配，确保回购款受偿顺位问题引起重视。

本章小结

相对于回购权的行使问题，此前对回购价款的计算问题以及受偿先后顺位问题关注度较小，但是该等问题尤其是回购价款受偿顺位直接影响投资人在经过一系列冗长的司法程序后能否顺利取得回购款。因此，为确保后续能够顺利按照事先约定取得回购价款，一方面投资人事先在投资协议中可就回购价款计算问题作出充分明确的约定，另一方面在回购条件触发后，应及时行使回购权，避免即使回购权约定顺位在先却无法顺利执行回购款的不利局面。

第六章 公司经营与股权回购

本章引言

一般而言，只要约定的回购条件触发，投资人即有权主张回购。故在回购权的问题上，除了影响目标公司及创始股东的偿债能力外，目标公司的经营状况与投资人的权利主张是否成立并无直接关联。

但在少部分特殊情况下，目标公司经营相关的问题也有可能影响回购权的行使。从我们的经验来看，可能对回购权产生影响的问题主要包括投资人参与目标公司经营、目标公司进行上市申报、目标公司进入破产程序三类，本案将分别进行讨论。

第一节 投资人参与目标公司经营对行使回购权的影响

在股权回购纠纷案件中，投资人的法律地位具有一定特殊性。一方面，在要求股权回购并履行完毕前，投资人系目标公司的股东，享有法定和约定的股东权利；另一方面，一经选择行使回购权，投资人则成为回购义务人（通常包括目标公司）的债权人，从而享有回购价款的债权请求权。

因此，投资人作为目标公司的股东不可避免地以不同程度参与公司经营管理。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）。当投资人选择行使回购权时，创始股东等回购义务人可能提出，投资人参与目标公司经营管理影响了目标公司的发展，故投资人不得再以目标公司经营情况为由主张行使权利；而投资人就此往往也会觉得不平，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均是为目标公司发展所付出的努力，反而成为回购义务人拒绝履行义务的理由。

由于具体项目情况和公司经营活动的不同，具体到个案中，投资人“参与公司经营管理”的形式和程度也不尽相同。就本节讨论的内容而言，我们初步按照投资人参与经营的程度区分为“一般性地参与公司经营”以及“某种程度上控制公司经营”两类分别对上述问题进行分析。

一、投资人一般性地参与公司经营对行使回购权的影响

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，要求减免其义务的案例，但此类情形得到法院支持的可能性极小。

（一）投资人向目标公司委派董事一般不影响回购权利的行使

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，以便对其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，一般属于正常参与目标公司管理的行为，不会给目标公司的经营造成实质影响；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，再以董事委派问题提出抗辩有违“诚实信用”。

案例评析：上海某创业投资有限公司诉王某其他合同纠纷 一案二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2016）沪 01 民终 2421 号 审理法院：上海市第一中级人民法院 审结日期：2016.05.23
基本 案情	<p>2011 年 4 月，上海某创业公司、深圳市某投资集团（案外人）等投资人与目标公司创始股东签订投资合同书。其中，深圳市某投资集团系上海某创业公司的股东。投资合同书约定，上海某创业公司同意向目标公司投资 650 万元人民币。同月，上述各方又签订补充协议约定，如果公司在 2014 年 12 月 31 日仍未实现在中国境内或境外的公开发行人和上市，则投资人可提出回购或收购其股份的要求。</p> <p>同年 6 月，经所有股东一致同意，目标公司形成股东会决议明确：成立新一届董事会，深圳市某投资集团委派邓某某担任董事。</p> <p>2014 年 10 月，因目标公司经营状况恶化、无法上市，上海某创业公司要求目标公司创始股东收购其持有的该公司的股权，并支付相应的对价。</p> <p>目标公司创始股东认为，原告投资人参与目标公司的董事会及股东会决议，目标公司目前的经营状况实际是由于原告的经营所导致，原告应当承担相应的责任。</p>

案例评析：上海某创业投资有限公司诉王某其他合同纠纷 一案二审民事判决书	
法院观点	上海某创业公司作为投资人向目标公司进行投资以后，其委派人员作为目标公司的董事，参与目标公司的经营管理，系属正当的公司管理行为，并无不妥，不能仅以此为由认定上海某创业公司存在不正当促使目标公司经营状况恶化，使之无法上市的事实。
案例评析	《公司法》第4条规定，投资人作为目标公司的股东，“依法享有资产收益、参与重大决策和选择管理者等权利”。投资人委派人员作为目标公司的董事，参与目标公司的经营管理，系属正当的公司管理行为。

（二）回购义务人丧失经营管理权通常不影响其承担对赌义务

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创始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创始股东离任的部分或决定性原因。司法实践中，一般认为创始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对赌义务。

案例评析：安徽某股权投资基金（有限合伙） 与刘某等公司增资纠纷一审民事判决书	
案件信息	案号：（2019）京0107民初18364号 审理法院：北京市石景山区人民法院 审结日期：2020.01.22
基本案情	2016年9月安徽某股权投资基金等投资人与目标公司及其实际控制人刘某、控股股东天津某公司等签订《投资协议》。同日，前述各方主体又签署《附属协议》一份，约定实际控制人及/或控股股东未按照本协议约定实施上市计划或2016年至2018年三年总

案例评析：安徽某股权投资基金（有限合伙） 与刘某等公司增资纠纷一审民事判决书	
	<p>计实现的净利润数未达目标，投资人有权单独或共同要求实际控制人及/或控股股东回购投资人所持有的公司的全部或部分股份。</p> <p>2018年12月，因目标公司自2017年处于亏损状态，没有完成上市计划或达到相应的业绩要求，安徽某股权投资基金发出要求控股股东、实际控制人回购股权的通知函。</p> <p>目标公司控股股东及实际控制人抗辩认为，目标公司董事会决议已经免除了实际控制人刘某的总经理职务，将公司经营管理权交给了案外人，刘某丧失了公司实际控制人的地位，进而使得天津某公司也失去了对于目标公司的控制和影响，故二被告不应按照原协议承担股权回购义务。</p>
法院观点	<p>法院认为，在股权回购的条件已经触发的前提下，控股股东及实际控制人应当按照协议约定回购原告持有的目标公司的全部股份并依约连带给付相应的股权回购价款。</p> <p>首先，案涉协议并未将刘某担任目标公司高管作为刘某及天津某公司承担回购义务的前提条件；其次，案涉协议中明确载明刘某系目标公司的实际控制人，天津某公司系目标公司的控股股东。从股权结构情况看，截至法庭辩论终结前，股权比例与各方在协议约定中所确认的“控股股东”及“实际控制人”情况相符。根据《公司法》的规定及案涉公司章程的约定，除直接参与公司经营管理这一途径之外，刘某作为持有天津某公司71.06%股份的大股东，依法可以通过股东会等公司内部治理机制控制天津某公司进而对目标公司进行控制，因此其并未丧失实际控制人的身份。再次，根据2017年11月8日董事会决议显示，刘某系辞去总经理职务。</p>
案例	<p>创始股东等主体的回购义务系来源于合同约定，协议并未将目标</p>

案例评析：安徽某股权投资基金（有限合伙） 与刘某等公司增资纠纷一审民事判决书	
评析	公司的股东身份、高管身份作为回购义务的前提条件，故其丧失公司的经营管理权不必然影响其承担股权回购义务。

（三）除非投资人构成恶意促使对赌条件成就，法院一般不否认投资人回购权

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。如前文所述，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证明投资人恶意促成对赌条件为由，不予采纳其抗辩意见。

案例评析：蒋某、厦门某科技有限公司等股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：最高法民终 959 号 审理法院：最高人民法院 审结日期：2021.12.13
基本案情	<p>2015 年 1 月 30 日，投资人厦门某科技公司、目标公司及目标公司创始股东李某签订《股权转让及增资协议》，约定目标公司及其股东共同就目标公司承诺期间的业绩向投资人作出承诺，如果目标公司在承诺期间未实现承诺利润，则目标公司股东应当按照本协议的约定向投资人支付补偿。</p> <p>后目标公司业绩未达承诺标准，2018 年 5 月 4 日，目标公司股东李某收到投资人寄送的《催款通知函》，要求李某按照原协议约定履行或提供相关财产进行支付担保。</p> <p>一审中，李某申请对厦门某科技公司与目标公司开展的某安防技术服务平台项目的全部支出和收益进行专项审计，拟证明投资人损害目标公司及其股东的利益，盗取项目商业机会、由投资人营</p>

案例评析：蒋某、厦门某科技有限公司等股权转让纠纷二审民事判决书	
	运并造成亏损；投资人将亏损列入目标公司，利益收归投资人，是导致承诺业绩无法实现的原因之一。
法院观点	最高人民法院认为，现有证据不足以证明目标公司实施上述项目必然带来营利，且能实现双方约定的业绩目标，也不足以证明投资人存在故意阻止目标公司经营获利的主观恶意。故李某主张投资人在经营过程中利用实际控制人身份不正当阻止李某经营公司完成业绩目标，视为目标公司的业绩目标完成，不能成立。
案例评析	在股权回购纠纷中，如果回购义务人在签订相关投资文件时同意投资人参与公司的经营管理，则除非投资人存在恶意促使对赌条件达成的情形，否则创始股东不得以投资人控制了公司经营为由，抗辩其不承担回购或业绩补偿义务。

类似的，在（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、投资人实际控制目标公司对行使回购权的影响

司法实践中判断投资人参与经营是否影响回购权行使的核心是投资人的行为是否促成了回购权行使条件的成就。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，司法实践对这种情况下回购权行使是否受到影响的认定存在一定分歧。

（一）认为实际控制与行使回购权无关

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》并未约定投资人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，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主张。

案例评析：刘某与某商贸公司、某公关策划公司等合同纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2020）沪 02 民终 4649 号 审理法院：上海市第二中级人民法院 审结日期：2020.06.07
基本案情	2017 年 9 月 22 日，某商贸公司作为投资人与目标公司及其创始股东签署《投资协议》。投资人与目标公司创始股东约定目标公司应每年完成约定的业绩目标，否则投资人即有权要求创始股东承担业绩补足责任或股份回购义务。 2019 年 8 月 16 日，因目标公司未能完成《补充协议》约定投资回报，投资人发出《回购通知书》，要求目标公司创始股东回购协议及相关工商登记所需文件，完成股权转让工商变更登记手续。 目标公司创始股东刘某认为目标公司虽未完成业绩目标，但由于投资人实际控制目标公司，刘某不应承担回购股权责任。
法院	法院认为，投资人以目标公司未能达成约定业绩目标为由，要求

案例评析：刘某与某商贸公司、某公关策划公司等合同纠纷二审民事判决书	
观点	目标公司创始股东承担股权回购义务，符合双方签订《投资协议》《补充协议》的规定，属于商事主体之间意思自治达成的一种风险和利益分配条款，系附生效条件履行的约定。刘某以目标公司虽未完成业绩目标，但投资人实际控制目标公司为由进行抗辩，认为自己不应当承担回购股权责任。但上诉方（创始股东）提供的证据并不能证明投资人实际控制目标公司，也无法证明投资人有义务协助完成目标公司的经营业绩。法院判决刘某应当按照协议约定回购投资人持有的目标公司股权并办理股权转让工商变更手续。
案例评析	实务中投资人参与公司经营的方式、程度不尽相同。但投资人作为公司的股东，自然可以享有公司股东的合法权益。如果回购义务人在签订相关投资文件时同意投资人参与公司的经营管理，投资人并未恶意促成回购条件的成就，创始股东不得以投资人控制了公司经营为由，抗辩其不承担回购或业绩补偿义务。

（二）认为实际控制影响回购权的行使

实践中亦有法院认为，投资人实际参与目标公司经营管理时投资人对经营业绩下滑负有一定责任，而根据责任比例对业绩补偿款金额进行相应调整。法院会根据是否会造成权利义务的不对等以及道德风险等实际因素，对于投资人参与目标公司经营是否影响回购义务的履行进行具体判断。

案例评析：山东某医疗器械股份有限公司与成都某生物医药设备有限公司合同纠纷一审民事判决书	
案件信息	案号：（2018）鲁民初 103 号 审理法院：山东省高级人民法院 披露日期：2019.08.15

案例评析：山东某医疗器械股份有限公司与 成都某生物医药设备有限公司合同纠纷一审民事判决书	
基本案情	2014年4月投资人向隋某等目标公司创始股东收购目标公司85%股份，隋某等9名自然人承担回购义务。因隋某等未履行2016年度和2017年度业绩承诺，投资人向法院提起诉讼，要求隋某等9人支付目标公司2016年度和2017年度业绩补偿额合计38,005.37万元及延迟支付的利息。但隋某等抗辩因上市公司介入目标公司的经营而影响了业绩承诺的实现。 ¹²
法院观点	山东高院认为，投资人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。投资人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目标公司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。
案例评析	本案未采取“恶意促成条件成就”的判断标准，而是主要依据“权利义务对等原则”、“公平原则”等法律原则对创始股东的业绩补偿义务予以酌减。

¹² 该案例来源：2019年8月15日，投资人山东某医疗器械股份有限公司发布《关于成都某生物医药装备技术有限公司业绩补偿款诉讼进展情况的补充公告》所披露的山东省高级人民法院针对投资人与业绩补偿方之间对赌纠纷的一审判决结果。

（三）一票否决权对行使回购权的影响

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最终以回购义务人未能举证投资人在股东会滥用一票否决权故不予支持该抗辩，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。

案例评析：周某等与嘉兴某创业投资合伙企业（有限合伙）股权转让纠纷 二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2019）京01民终1905号 审理法院：北京市第一中级人民法院 审结日期：2019.03.26
基本 案情	<p>2013年12月25日，嘉兴某创业投资合伙企业等投资人与目标公司及其创始股东周某等人签署《增资协议》。各方在签署的《增资协议》及后续补充协议中，同时亦对业绩承诺、业绩补偿及回购条款进行了相应约定。后因业绩未达标投资人要求周某按照约定进行业绩补偿。</p> <p>在诉讼过程中，周某主张投资人在目标公司准备新三板挂牌召开的临时股东会上、目标公司增加天然气经营项目等日常经营中为了促使回购条款的达成，利用其一票否决权干扰公司正常经营，因此应当视为回购条件不成就，周某不应对投资人的股权进行回购。</p>
法院	北京市第一中级人民法院认为，目标公司股东不能提出证据证明

案例评析：周某等与嘉兴某创业投资合伙企业（有限合伙）股权转让纠纷 二审民事判决书	
观点	投资人行使过一票否决权；即使投资人对目标公司的融资意向提出过反对意见，也不能排除该反对意见系其基于正常的商业利益和商业风险的考虑而作出，不能就此认定投资人恶意促成回购条件成就。
案例 评析	部分情况下，投资人考虑到自身在目标公司中的话语权，会在投资协议中设立类似“一票否决权”的规定，由于此类权利能够对目标公司的日常经营决策产生直接、重大的影响，会产生与实际控制类似的效果，也会影响法院对是否实际控制这一事实的认定。

基于上述对现有案例情况的梳理，我们总体上认为：投资人的回购权来源于其与回购义务人等主体的合同约定并以回购条件触发为行使条件，在法律性质上属于“附条件的法律行为”。根据《民法典》第159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”，故如果有证据证明投资人恶意促成回购条件成就，法院当然有理由据此豁免回购义务人的责任。

因此，投资人参与目标公司经营的程度有可能影响法院对该问题的判断，如果投资人确实在某种程度上对目标公司构成实际控制，则法院有可能较难区分投资人的行为是否对目标公司的经营发展造成了不利影响，从而有可能基于公平原则等角度对各方权利义务关系进行调整。

尽管如此，实践中投资人控制目标公司的情况仍在少数（特别是财务投资的情形），由于投资人依法行使其法定和约定权利的利益应当得到保障，法院通常不会对投资人的正常权利予以过多干预。因此，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回购权的障碍。

第二节 目标公司上市过程的回购条款清理问题

一、仅约定终止回购条款的情形

由于包括股权回购条款在内的对赌协议可能影响公司的股权结构稳定性、公司治理规范性和财务数据，公司上市过程中监管部门往往会予以重点关注。目前，我国监管部门对公司上市过程中的对赌条款总体仍持否定态度，中国证券监督管理委员会发布的《监管规则适用指引——发行类第4号》第4-3条规定：“投资发行人约定对赌协议等类似安排的，保荐机构及发行人律师、申报会计师应当重点就以下事项核查并发表明确核查意见：一是发行人是否为对赌协议当事人；二是对赌协议是否存在可能导致公司控制权变化的约定；三是对赌协议是否与市值挂钩；四是对赌协议是否存在严重影响发行人持续经营能力或者其他严重影响投资人权益的情形。存在上述情形的，保荐机构、发行人律师、申报会计师应当审慎论证是否符合股权清晰稳定、会计处理规范等方面的要求，不符合相关要求的对赌协议原则上应在申报前清理”。

实践中，监管部门的实际口径有可能更加严格，即便是不存在上述4项情形的股权回购条款，也需要充分论证并向监管部门进行说明，并存在不予认可的可能性。因此，为使公司顺利实现首次公开发行，投资人与目标公司往往会事先约定终止或解除回购等对赌条款（下称“**终止条款**”）。终止条款的常见约定方式如下：

“投资人同意不附带任何条件地终止其与目标公司、创始股东签署的对赌协议，并确认各方之间不再存在以目标公司的经营业绩、发行上市等事项作为条件，对所持目标公司的股份进行回购或调整、股东权利优先等安排作为实施内容的有效的或将生效的协议安排或类似的对赌安排”。

虽然上述终止条款是应对监管部门要求所作出的特殊安排，但除了另有约定的情况下（详见后文分析），由于上述条款仍属于各方的真实意思表示，司法实践中的多数观点认为，对于当事人为配合上市已明确终止或解除回购等对赌条款的，即使目标公司上市失败，该等特殊权利也不能自行恢复，投资人则被视为丧失回购权。

案例评析：河南某资产管理有限公司、 广州某网络科技有限公司公司增资纠纷二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2021）粤 01 民终 1413 号 审理法院：广东省广州市中级人民法院 审结日期：2021.04.23
基本 案情	<p>2015 年 5 月，包括原告某资产管理公司在内的四投资人（甲方）与某网络科技有限公司（目标公司）全部股东签订《增资扩股协议》与《补充协议》，约定若目标公司未达到业绩承诺指标的 70%，则甲方有权要求黄某回购股权。</p> <p>2015 年 12 月，各股东共同签署了《补充协议二》，约定解除各方于 2014 年 5 月及 2015 年 5 月签订《补充协议》中涉及业绩对赌及股权回购的条款。</p> <p>2016 年 8 月 8 日，目标公司在全国中小企业股份转让系统挂牌。2021 年 1 月 5 日，目标公司终止挂牌。</p> <p>某资产管理公司主张依据 2015 年 5 月《增资扩股协议》《补充协议》请求黄某回购其持有的目标公司的股权。</p>
法院 观点	<p>基于一系列证据可以确认某资产管理公司与黄某之间已于 2015 年 12 月签订协议解除业绩对赌和股权回购条款的事实，某资产管理公司无权再依据《增资扩股协议》和《增资扩股协议书之补充协议》要求目标公司回购其持有的股权。</p>
案例 评析	<p>尽管本案中目标公司是“新三板”挂牌公司而非上市公司，但仍具有一定的参考意义，即在投资人已签订终止条款的情况下，对赌协议应当解除且除协议另有约定外不会自动恢复。</p>

需要注意的是，终止条款必须是投资人本人的意思表示，即需要由投资人明确作出（如投资人与目标公司签署补充协议或解除协议以终止对赌条款、投资人

出具终止对赌条款的承诺函等）。如果投资人未签署相应协议，仅有目标公司及上市有关中介机构出具的上市申报材料中关于目标公司已清理对赌的表述，不能代替投资人自己的意思表示，即便相关表述已经披露公告，也不足以否定投资人所签订对赌协议的效力。

案例评析：黄某、珠海某科技股份有限公司合同纠纷再审审查与审判监督民事裁定书	
案件信息	案号：（2020）粤民申 12182 号 审理法院：广东省高级人民法院 审结日期：2020.12.22
基本案情	<p>2013年6月，某科技公司与黄某及案外人签订《投资合同书》。黄某向该科技公司出具《承诺》，若目标公司的净利润低于承诺业绩的90%，投资人有权要求黄某购买投资人持有的目标公司股权。</p> <p>2015年12月9日，目标公司的工作人员罗某向某科技公司的副总经理颜某发送主题为“终止协议说明函”的电子邮件，载明“鉴于现时监管部门对公司上市或新三板挂牌的审核要求，拟挂牌主体不得与其他投资人签定对赌协议，因此，为了公司能够顺利通过审核，早日挂牌成功，需终止的《投资协议》中的对赌条款”，同时附有《终止协议》附件。但某科技公司并未签署该附件。</p> <p>2015年12月28日、2016年2月23日，广东某律所分别出具《法律意见书》与《补充法律意见书（一）》，载明“截至本（补充）法律意见书出具之日，公司与股东之间、公司股东之间以及公司股东与公司实际控制人之间均不存在业绩对赌、上市对赌及股权回购的情形及潜在风险”。2016年7月，某证券公司在《公开转让说明书（申报稿）》中也出具了类似说明。2016年8月，目标公司正式在新三板挂牌。</p> <p>2019年7月2日，该科技公司向黄某发送《关于催促履行股权回</p>

案例评析：黄某、珠海某科技股份有限公司合同纠纷再审审查与 审判监督民事裁定书	
	购义务的函》，要求黄某按照《承诺》的约定回购股权。
法院 观点	<p>关于某科技公司与黄某之间的对赌协议是否解除的问题。《承诺》第3点中明确若目标公司的净利润低于承诺业绩的90%，某科技公司有权要求黄某购买科技公司持有目标公司的股权，这属于黄某向某科技公司作出的承诺，必须得到科技公司明确表示同意或认可才能解除。而黄某提交的电子邮件、律师事务所出具的法律意见书及补充法律意见书（一）等证据，均为黄某单方或者其他机构主张终止对赌协议的文件，某科技公司并未作出同意解除对赌协议的意思表示。证券公司出具的《公开转让说明书(申报稿)》，虽然有颜某的签名，但其系以目标公司董事身份在董事签名处签名，并非作为投资人某科技公司的法定代表人签名确认该说明书的内容，因此不能视为某科技公司认可对赌协议的解除。因此，在黄某提交的证据并不足以证明某科技公司同意解除《承诺》中所作出的对赌约定。</p>
案例 评析	<p>该案例明确表示了解除或终止对赌协议的意思表示必须由对赌协议当事方亲自作出，证券公司出具的《公开转让说明书》、律师事务所出具的《法律意见书》或目标公司自身作出的单方声明等均不能代表投资人的意思表示，但不影响对赌协议在当事人之间的效力。</p> <p>虽然该案例是新三板挂牌相关的案例，但对上市过程中涉及相关问题的处理仍有借鉴意义。</p>

二、约定附条件恢复条款的效力

对于投资人而言，虽然其当然希望目标公司能够上市并通常愿意予以必要的配合，但申报上市和最终能否完成上市没有必然的联系。故如仅因目标公司申报

上市而彻底放弃回购权等特殊权利也与投资人的利益不符，故实践中，各方往往会约定在特定情形下（如公司主动撤回首次公开发行申请、首次公开发行申请被终止审查等），原本自动失效或被投资人放弃的各项权利和安排立即自动恢复，并视同该等权利和安排从未失效或被放弃（下称“**附条件恢复条款**”）。

“对赌协议的效力约定于公司向中国证监会正式递交首次公开发行申请文件之日效力中止/失效，若目标公司中止或放弃上市计划，或者目标公司上市申请被否决，或者上市申报材料被撤回，或者上市文件提交之日起十二个月内尚未取得证券监管机构核准上市的批文，则该对赌条款的效力即自行恢复”。

对于此类附条件恢复条款，由于其约定的特定情形均意味着至少本次上市申请失败，故该类约定与相关监管要求并未发生冲突。故司法实践中的多数观点认为，当事人约定上市失败时回购等情况下对赌条款效力恢复的，该约定合法有效，恢复条件触发后投资人有权继续行使回购权。

案例评析：深圳市某投资合伙企业与廖某合同纠纷一案民事判决书	
案件信息	案号：（2014）湘高法民二初字第4号 审理法院：湖南省高级人民法院 审结日期：2014.12.05
基本案情	<p>2010年12月22日，某电气公司与某投资企业以及廖某签订了《增资协议》和《补充协议》，约定若某电气公司三年内不能实现上市，某投资企业有权要求某电气公司回购股权，回购金额以某投资公司原始投资成本以及该成本加计每年10%的年利率之和为准。</p> <p>2011年3月28日，三方签订了《终止协议》，约定终止三方之间所有关于业绩对赌、股权回购等影响某电气公司股权稳定性的约定或安排。2011年9月13日，三方又签订了《关于对〈终止协议〉的补充协议》，约定在某电气公司提交首发申请材料前，三方之间的关于业绩对赌、股份回购等约定或安排条款予以解除。但是，提交首发申请材料后，如果IPO未获中国证监会批准的，</p>

案例评析：深圳市某投资合伙企业与廖某合同纠纷一案民事判决书	
	<p>则三方之间的前述已解除的关于业绩对赌、股份回购等约定或安排条款立即重新恢复效力，效力与解除前的效力相同。</p> <p>后因某电气公司没有在约定的期限内完成上市，触发了《补充协议》中股权回购条款，某投资企业请求廖某按约回购股权。</p>
法院观点	<p>三方在《终止协议》中终止股权回购的约定已被其后签订的《关于对〈终止协议〉的补充协议》所变更，股权回购事项又回到了《补充协议》的约定。而在此之后，就《补充协议》约定的股权回购事宜，三方又召开了专题会议，廖某个人亦向某投资企业出具了《关于对贵企业持有的某电气公司股权实施回购的承诺函》，均同意和承诺回购股权。故被告廖某称《补充协议》约定的股权回购已因《终止协议》的约定所终止的理由，没有事实依据。</p>
案例评析	<p>恢复条款的目的是为了保证投资人在投资过程中的权利不受损害。若恢复条款满足，投资人与被投资人约定已解除的关于业绩对赌、股份回购等约定条款立即重新恢复效力应当得到认可。</p>

需要进一步说明的是，虽然在司法实践的层面争议并不大，但上市监管层面似乎并不完全认可附条件恢复条款的约定（尤其是目标公司作为义务方的附条件恢复条款的约定），有可能仍要求拟上市的目标公司进一步完成对回购等对赌条款的彻底清理。实践中，应对这一情况，投融资双方往往会采取抽屉协议的方式予以规避，即先约定彻底放弃回购等对赌条款（向监管部门提交），再另行约定恢复条款（抽屉协议）。

虽然有欺骗监管之嫌，但从实际效果来看，如目标公司未完成上市导致恢复条件触发，则投融资双方的行为已经不涉及公众投资人的利益，也不受上市相关规则的限制，故我们倾向于认为通过抽屉协议隐藏的附条件恢复条款仍然有效。

案例评析：胡某、王某股权转让纠纷再审审查与审判监督民事裁定书	
案件信息	案号：（2019）最高法民申 1983 号 审理法院：最高人民法院 审结日期：2019.06.28
基本案情	<p>2014 年 7 月 16 日，某投资合伙企业与某工程技术公司及其原股东王某、陈某、胡某签订《增资协议》和《补充协议一》，约定若“融资方在增资方增资完成后 36 个月内未能实现首次公开发行股票并上市（IPO）”，则“在上述期限届满之日起的两个月内增资方有权行使赎回权”。</p> <p>2015 年 7 月 30 日，《增资协议》各缔约方签订《补充协议二》，约定终止《补充协议一》第 2 条“赎回权利（回购）或退出”条款。</p> <p>2015 年 8 月 20 日，《增资协议》各缔约方签订《补充协议三》，重新约定了赎回权利（回购）或退出条款，与《补充协议一》的约定一致，同时约定“如出现上述赎回事项，而公司已经向证监会申报上市材料，则赎回权暂时失效，一旦公司所申报上市材料被中止审查或终止审查，或公司上市被否，则赎回权自动恢复有效”。</p> <p>2017 年 9 月 27 日，某投资合伙企业主张某工程技术公司未能按照《补充协议三》的约定在规定时间内完成上市工作，要求王某、陈某、胡某履行股份回购义务。</p>
法院观点	<p>胡某、王某申请再审称，《补充协议二》已经明确终止了股份赎回权的约定，而《补充协议三》没有约定“恢复”已经终止的股份赎回权。根据原审查明事实，虽然《补充协议二》明确约定终止《补充协议一》第 2 条“赎回权利（回购）并退出”条款，但在其后签署的《补充协议三》中，各方一致同意就《补充协议二》</p>

案例评析：胡某、王某股权转让纠纷再审审查与审判监督民事裁定书	
	<p>中的相关事项作出进一步约定，其具体约定内容实质上就是恢复前述股份回购条款，系对《补充协议二》的有效变更，代表了协议各方的最新意思表示，各方均应依约履行。因此，胡某、王某关于某合伙企业主张行使股份赎回权没有事实依据的申请再审理由不能成立。</p>
案例 评析	<p>虽然该案例并未明确指出《补充协议三》是否是抽屉协议，但从约定方式上看，投融资双方先签订《补充协议二》彻底放弃回购条款，又另行签订《补充协议三》重新进行了约定，《补充协议三》属于抽屉协议的可能性较大。</p> <p>尽管如此，该抽屉协议不会损害任何第三方的利益，法院仍然没有理由否认《补充协议三》的效力。</p>

第三节 目标公司破产对股权回购的影响

一、破产对目标公司本身回购的影响

如本书第二章第一节所述，在《九民纪要》所确立的裁判规则下，要求目标公司进行回购因涉及减资程序问题本身难度较大，但也不排除法院有可能审查未完成减资的原因、要求回购义务人配合减资等的可能性。但在目标公司进入破产程序的特殊情况下，由于《中华人民共和国企业破产法》（下称“《破产法》”）相关规定的限制，要求目标公司回购的难度将进一步加大。

（一）进入破产清算程序导致目标公司减资不能

在目标公司进入破产程序的情况下，由于公司债权人的利益优于股东利益，破产管理人也会遵循全体债权人的利益进行行动和决策，而公司减资意味着将公司的注册资本减少并向股东返还出资，该行为明显会减损公司债权人的利益，与破产程序的实质不符。

就此，我国《破产法》基于特定情况的考虑虽然未一刀切的限制破产债务人减资，但至少该事项的决定权不再由目标公司的股东掌控，而破产管理人和债权人会议自然也没有基于投资人要求回购而同意减资的可能性。

因此，进入破产清算的目标公司无法履行减资手续，不能满足要求目标公司回购的前提条件，法院可以基于此驳回投资人要求目标公司履行回购义务的诉讼请求。

案例评析：邓某与广东某投资合伙企业（有限合伙）等 公司增资纠纷二审案件二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2020）沪 01 民终 4687 号 审理法院：上海市第一中级人民法院 审结日期：2020.09.01
基本 案情	2013 年 10 月，某合伙企业与某投资发展股份有限公司（目标公司）及其原股东签订了《增资协议》与《补充协议》，某合伙企

案例评析：邓某与广东某投资合伙企业（有限合伙）等 公司增资纠纷二审案件二审民事判决书	
	<p>业向目标公司投资 1000 万元认购其新增发行的 127.5719 万股股份。</p> <p>2014 年，前述各方签订了《业绩调整补充协议》，约定若目标公司不能在 2017 年 12 月 31 日前实现首次公开发行股票并上市，则某合伙企业有权要求目标公司及其股东回购。但《补充协议》与《业绩调整补充协议》中三位股东的署名非亲笔所签。</p> <p>2019 年 10 月 8 日，目标公司进入破产清算程序。2020 年 6 月 1 日，某合伙企业诉请目标公司及其股东支付股份回购款及利息。</p>
法院 观点	<p>《九民纪要》对于投资人与目标公司签订对赌协议的效力以及如果有效能否履行也有具体规定。现目标公司进入破产清算程序，无法完成相应的减资手续（保护公司债权人利益）。因此，目标公司对于该“对赌协议”，系履行不能。某合伙企业要求目标公司履行回购义务，不予支持。</p>
案例 评析	<p>完成减资是目标公司履行回购义务的前置程序，但当目标公司进入破产清算程序时，法院有可能认为目标公司已经实质上“减资不能”，因而更有理由对要求目标公司回购的诉请采取不予支持的态度。</p>

（二）破产管理人解除对赌协议

《破产法》第 18 条第 1 款规定：“人民法院受理破产申请后，管理人对破产申请受理前成立而债务人和对方当事人均未履行完毕的合同有权决定解除或者继续履行，并通知对方当事人。管理人自破产申请受理之日起二个月内未通知对方当事人，或者自收到对方当事人催告之日起三十日内未答复的，视为解除合同”。这相当于赋予了破产管理人对尚未履行完毕的双务合同的单方解除权，破产管理人可以选择解除对债务人不利的合同，延续对债务人有利的合同，令债务

人财产最大化。

对于股权回购而言，由于投资人除了享有要求回购义务人支付股权回购价款的权利外，也负有向回购义务人转让所持目标公司股权的义务。因此，有案例认为股权回购属于双方均未履行完毕的合同，管理人有权解除合同中关于股权回购部分的约定（不包括已经履行完毕投资时的增资/股权转让部分），进而无需承担回购义务。

案例评析：柴某某、天津某机械集团有限公司股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2021）津民终 169 号 审理法院：天津市高级人民法院 审结日期：2021.04.30
基本案情	<p>2015 年 4 月 21 日，某股权投资公司（乙方）与某机械集团（甲方）签订《股份转让协议》，将甲方持有的某股份公司的 5.54% 股份转让给乙方。某股权投资公司（乙方）、某机械集团（甲方）与柴某某（丙方）签订《补充协议》，约定若某股份公司未能在本协议签订之日起两个月内开始做市，甲方须根据乙方要求回购乙方持有的某股份公司股票；自某股份公司做市之日起 18 个月届满后，乙方有权决定是否要求甲方回购其持有某股份公司的剩余股份；丙方对上述回购款项的支付负有连带责任保证。某股份公司于 2015 年 5 月 19 日开始在新三板股票交易市场做市。</p> <p>2016 年 8 月 29 日，上述三方签订了《补充协议二》，约定自某股份公司做市之日起 36 个月届满后，若乙方未将所持股份全部售出，则乙方拥有第二次余股回购选择权。2017 年，某股权投资公司向某机械集团发送了要求其履行股份回购义务的通知。2018 年 4 月 3 日，上述三方签订了《补充协议三》，约定某机械集团应在 2018 年 5 月 19 日前回购某股权投资公司持有的某股份公司的全部股权，柴某某负有连带保证责任。</p> <p>2020 年 2 月 14 日，某机械集团的重整申请被受理，破产管理人</p>

案例评析：柴某某、天津某机械集团有限公司股权转让纠纷二审民事判决书	
	<p>于 2020 年 4 月 23 日向某股权投资公司发送通知，决定解除《股份转让协议》与《补充协议三》。截至目前，某机械集团破产重组程序尚未终结。</p>
法院观点	<p>一审法院认为：本案中，某股权投资公司已按照诉争协议约定的股价及股权数量支付了全部对价，受让取得某股份公司相应的股份，其合同义务已履行完毕，但某机械集团尚未履行回购义务，基于此，某机械集团管理人向某股权投资公司发送有关解除涉案协议的通知不产生合同解除之法律效力，柴某某以此作为抗辩理由不同意承担连带保证责任不能成立。</p> <p>二审法院认为：《股份转让协议》已履行完毕，不属于“均未履行完毕的合同”，亦无解除的必要，《股份转让协议》不因管理人的通知而被解除。《补充协议》属于“均未履行完毕的合同”，因管理人的通知而被解除。一审判决未明确认定某股权投资公司、某机械集团之间的法律关系，仅将回购股权看成单方的义务，错误地认定某股权投资公司的合同义务已履行完毕，以致未将《补充协议》认定为“均未履行完毕的合同”，从而认定《补充协议》未被解除，系认定事实错误。</p>
案例评析	<p>本案中二审法院实际上否定了一审法院的观点，一审法院认为投资人的义务已经履行完毕，不属于双方均未履行完毕的合同，因而不支持破产管理人解除；二审法院则认为不能将回购股权看作单方的义务，支持破产管理人解除。</p> <p>需要注意的是，本案中的回购义务人为目标公司股东而非目标公司（该案件的破产主体是该目标公司股东），但在解除协议问题上，两者应不存在本质区别。</p>

二、目标公司破产对创始股东回购的影响

（一）目标公司进入破产清算原则上不影响创始股东的回购义务

在回购义务人为目标公司股东的情况下，投资人主张创始股东履行回购义务一般能够得到支持。而目标公司与创始股东是各自独立的责任主体，目标公司进入破产程序原则上也不影响创始股东的回购义务。

1. 目标公司进入破产程序不影响股权变更登记

《民法典》第 72 条第 1 款规定：“清算期间法人存续，但是不得从事与清算无关的活动”。因此，回购义务人可能以目标公司配合办理回购所对应的股权变更登记手续属于与清算无关的活动为由，抗辩其回购义务履行不能。

但结合《公司法》第 236 条第 3 款“清算期间，公司存续，但不得开展与清算无关的经营活动”的规定可知，此处主要强调的是“经营活动”，而股权变更登记并不属于经营活动。相反，司法实践中法院还明确表达了目标公司管理人配合协助办理股权回购事宜属于结清、解决公司有关事务的事项，不应被认定为属于与清算无关的活动。

案例评析：杨某某、武某某等合同纠纷民事申请再审审查民事裁定书	
案件信息	案号：（2020）粤民申 11917 号 审理法院：广东省高级人民法院 审结日期：2021.07.29
基本案情	2015 年 11 月 12 日，陈某某与钟某某、杨某某、武某某（原股东）、目标公司签订了《增资协议》，陈某某以 500 万元认购目标公司 167 万元注册资本，持股 5.27%。次日，上述各方签订了《补充协议》，约定了业绩承诺与新三板挂牌承诺条款，若未实现上述承诺，陈某某有权要求目标公司原股东回购股权。 2018 年 10 月 22 日，陈某某向目标公司原股东发出《股权回购函》，称由于目标公司未完成业绩承诺与新三板挂牌上市义务，

案例评析：杨某某、武某某等合同纠纷民事申请再审审查民事裁定书	
	<p>请求对方回购股权。</p> <p>2019年2月12日，深圳市中级人民法院裁定受理目标公司破产清算一案。</p>
法院观点	<p>二审法院已受理目标公司破产清算一案，杨某某、武某某及钟某某支付回购款项后，三人明确相应股权落实到各人名下的份额，陈某某与目标公司应配合相应的股权变更登记。目标公司管理人配合协助办理股权回购事宜亦属于结清、解决目标公司有关事务的事项，不应认定属于从事与清算无关的活动。且《中华人民共和国企业破产法》并未禁止股东转让破产清算企业的股权，故目标公司破产对杨某某、武某某及钟某某履行回购义务并不造成实质的障碍，二审法院对此认定正确。杨某某、武某某申请再审主张《增资协议书之补充协议》已履行不能，缺乏事实与法律依据。</p>
案例评析	<p>本案明确了配合股东变更股权不属于与清算无关的活动，目标公司破产不会导致股东的回购义务履行不能，创始股东仍有义务履行股权回购。</p>

2. 破产管理人无权解除创始股东与投资人的股权回购关系

破产管理人的单方解除权仅限于当事人一方为目标公司的合同，不能穿透到目标公司股东为当事人的合同。问题是，实践中多数回购协议的当事人是投资人、目标公司与目标公司创始股东三方，因此负有回购义务的创始股东可能抗辩由破产管理人解除案涉回购协议，进而创始股东不再承担回购义务。

针对此种情况，法院倾向于认为，只要回购义务人包含了创始股东，则无论目标公司是否承担回购义务，均不能当然地解除投资人与创始股东之间关于股权回购的权利义务关系。

同样在上述（2020）粤民申11917号案件中，作为回购义务人的创始股东抗辩回购条款已被管理人解除，法院指出：只有对破产申请受理前成立而双方均未

履行完毕的合同，管理人才有决定继续履行合同或者解除合同的权利，系指破产企业和相对方同时负有合同主要义务且均未履行完毕的情形。本案未履行完毕的主要义务是回购义务，该义务的履行主体为创始股东，并非破产企业目标公司，故不符合管理人行使解除权的范围。

3. 目标公司为股东回购义务提供的连带责任保证仍有可能得到支持

如本书第二章第二节所述，尽管同样是要求目标公司承担责任，但约定目标公司为创始股东的回购义务承担连带保证责任有得到法院支持的可能性。具体到目标公司破产的情况，由于《破产法》及相关法律法规也未对目标公司提供此类担保作出限制，故如果法院认为目标公司可以为股东回购义务承担连带责任保证，即使目标公司破产，该保证责任也可以作为普通债权进行申报。

案例评析：蒋某某等与重庆某投资中心（有限合伙） 股权转让纠纷二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2020）京 03 民终 7314 号 审理法院：北京市第三中级人民法院 审结日期：2020.09.30
基本 案情	2011年6月15日，某水电公司（目标公司）与某投资中心及案外人（投资人）签订了《增资协议》。同日，郭某、舒某、蒋某某（原股东）、目标公司与投资人签订了《增资协议补充协议》，约定从本协议签署之日起36个月内，目标公司未成功IPO，则由原股东受让投资人股权，或者由目标公司减资，原股东及目标公司向投资人支付回购款项。 2016年9月12日，某投资中心提起本案诉讼，请求目标公司、郭某、舒某、蒋某某给付回购款与违约金，目标公司承担连带保证责任。2018年9月6日，忠县人民法院裁定受理目标公司的破产清算申请。
法院	目标公司未在增资完成后36个月内成功IPO，根据协议约定，某

案例评析：蒋某某等与重庆某投资中心（有限合伙） 股权转让纠纷二审民事判决书	
观点	<p>投资中心可以要求目标公司回购股份，也可以向郭某、舒某、蒋某某转让股份。某投资中心要求郭某、舒某、蒋某某支付款项收购股份的诉请，符合协议约定，本院予以支持。由于目标公司回购某投资中心的股份需办理减资，而人民法院已受理对于目标公司的破产清算申请，目标公司已进入破产清算程序，无法办理减资，故对于某投资中心要求目标公司回购股份的诉请，本院不予支持。《增资协议补充协议》约定：“除乙方外的其它各方之间对于对方的义务及因甲方、丙方违约/侵权给乙方造成的损失承担不可撤销的无限连带保证责任，乙方可向其全体或任何一方提出主张、要求履行本协议及支付相应对价，并可向其全体或任何一方主张要求其承担因违约而应付的连带赔偿责任”，据此，某投资中心要求目标公司对郭某、舒某、蒋某某支付回购款、违约金的义务承担连带保证责任，具有合同依据，本院予以支持。</p>
案例评析	<p>类似地，在（2021）皖 1523 民初 5582 号案件中，法院认为：案涉争议债权基于目标公司大股东与投资人之间的对赌协议产生，并由目标公司对股东的回购行为提供担保，该债权债务关系已经人民法院生效法律文书确认，目标公司依法承担连带清偿责任并未损害公司利益，也不是惩罚性债权，不符合劣后债权的特征，故法院对该担保债权予以确认。</p>

（二）目标公司因破产注销可能导致创始股东的回购义务履行不能

如前所述，法院一般认为股权回购系双务合同，即投资人除了享有要求支付回购价款的权利之外，还负有将股权转让给回购方的义务。因此，如果目标公司已因破产程序而注销，则案涉股权客观上无法转让，投资人自然也丧失了主张回购的基础。

案例评析：嘉兴某投资管理合伙企业（有限合伙）、 浦某某等合同纠纷二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2022）浙 04 民终 1193 号 审理法院：浙江省嘉兴市中级人民法院 审结日期：2022.06.21
基本 案情	<p>2017 年 2 月 24 日，某合伙与浦某某、李某某 1、目标公司签订《增资协议》和《补充协议》，约定某合伙对目标公司增资 1550 万元，持有目标公司 20.53% 的股份。如目标公司进入清算程序，则清算后的公司财产应优先向某合伙分配，如该优先权无法实现，则未实现部分由浦某某、李某某 1 补偿某合伙，并承担连带责任。2017 年 3 月 8 日和 3 月 16 日，某合伙分别支付 1000 万元、550 万元至目标公司账户。2017 年 8 月 7 日，目标公司办理股权变更登记。</p> <p>2020 年 1 月 7 日，目标公司出具《情况说明》表示，目标公司申请破产给某合伙的股东造成了损失，承诺在刨除破产分配方案可得份额的情况下，第一时间商讨损失的弥补方案。</p> <p>2020 年 1 月 15 日，嘉兴市秀洲区人民法院受理了目标公司破产清算一案，该院于 2020 年 12 月 21 日裁定终结破产程序，某合伙在整个清算过程中都未获得任何分配。</p> <p>2017 年 7 月 26 日至 2018 年 8 月 16 日间，目标公司法定代表人为李某某 2。李某某 2 向某合伙出具《担保函》记载，当浦某某、李某某 2、目标公司任何一人没有按《增资协议》及《补充协议》履行债务时，本人愿意承担连带责任保证。</p>
法院 观点	现目标公司已经破产清算，而某合伙作为目标公司的股东也参与了清算过程，某合伙在目标公司破产前未及时行使回购请求权，现目标公司已因破产注销，其要求其他股东回购股权客观上也无

案例评析：嘉兴某投资管理合伙企业（有限合伙）、 浦某某等合同纠纷二审民事判决书	
	法履行。因此，本院对某合伙此项上诉意见，不予支持。
案例 评析	<p>需要注意的是，本案中投资人起诉之时目标公司已经破产终结，故投资人确实存在怠于行使回购权的问题。但如果投资人在破产期间或破产受理前起诉主张股东回购，而如由于种种原因导致案件审理时间过长，以至于目标公司在回购案件审结前完成注销，此时投资人的权益是否应当得到保护？我们虽暂未检索到相关的案例，但考虑到法院对破产程序的期限亦有一定要求，且通常不会因投资人与股东的回购纠纷而中止或延长，故我们倾向于认为目标公司在提起回购纠纷后破产并完成注销对投资人行使回购权的风险同样客观存在，但可以尝试在清算过程中提出异议尽可能延缓目标公司注销进程。</p>

本章小结

实践中，虽然回购义务人以目标公司经营相关问题为由提出抗辩的情况相对较少，相关风险也相对可控。但对上述抗辩和争议的讨论至少提醒投资人应当关注目标公司的经营发展状况（但不宜过度干预），提前做好应对各种情形的预案，保持与创始股东的有效沟通，如果发现可能影响回购权行使的事件发生则应当及时采取相应的行动。

第七章 跨境股权回购行使的相关问题

本章引言

实践中，大量公司通过红筹架构搭建集团公司架构，希望以境外注册的离岸公司名义申请在境外交易所挂牌上市。在该等架构下，投资人在境外直接持有离岸公司的股权，但仅间接持有境内实际运营实体的股权，未实际参与境内运营实体的经营管理。而在投资人与境外离岸公司及创始股东的境外投资交易文件中，投资人通常会与境外离岸公司及创始股东约定股权回购条款，并约定境外法院或仲裁机构管辖。

对于发生在境外的股权回购争议，由于相关司法程序在境外进行，境外案件在中国大陆的保全、承认和执行存在一定难度。本章将从境外案件在国内的保全与执行、开曼公司层面的股权回购与清算程序、境外司法程序的费用等角度为读者梳理跨境股权回购行使的相关法律问题。需要特别说明的是，本章内容不应在任何意义上被视为发表在任何法域项下的法律意见。

第一节 境外案件在国内的财产保全及承认与执行

境外案件主要包括境外诉讼案件以及境外仲裁案件。以投资人在境外公司的回购涉及的目标公司是开曼公司为例，其所涉回购争议通常由开曼法院诉讼解决或者香港仲裁机构仲裁。本文将开曼法院诉讼或香港仲裁机构仲裁在国内的财产保全及承认与执行为例，展开讨论。另外，由于海事诉讼特别程序法对于海事诉讼的保全问题有特别规定，海事争议的保全问题不纳入本文的讨论范围。

一、境外案件在国内的财产保全问题

（一）境外诉讼案件在国内的财产保全问题

就境外诉讼，现行有效的《中华人民共和国民事诉讼法》（下称“《民事诉讼法》”）及相关司法解释均未规定在其他司法管辖区进行的诉讼案件可以在中国大陆申请财产保全。截至目前，中国大陆也尚未与其他国家或地区缔结关于诉讼中保全的条约或者安排，司法实践中也尚未发现境外诉讼案件在国内申请保全的案例。在此情况下，基于司法主权的独立性，中国也没有义务对境外诉讼案件在国内财产采取保全措施。因此，如当事人之间约定的是境外法院诉讼（例如开曼法院、香港法院诉讼），将难以在该诉讼程序中对案件被告在中国大陆的财产采取保全措施。

（二）境外仲裁案件在国内的财产保全问题

关于仲裁保全，我国《民事诉讼法》《仲裁法》等法律及司法解释均规定，当事人在申请仲裁前或者仲裁过程中可以向法院申请采取保全措施。《民事诉讼法》第279条规定：“当事人申请采取保全的，中华人民共和国的涉外仲裁机构应当将当事人的申请，提交被申请人住所地或者财产所在地的中级人民法院裁定”。但是该等条款指向的均是境内仲裁机构（例如中国国际经济贸易仲裁委员会、北京仲裁委员会等）的仲裁案件，而未对境外仲裁在中国内地的保全措施进行规定。

此外，尽管中国是《纽约公约》的成员，法院有义务依法承认和执行境外仲裁机构作出的仲裁裁决，但是并不包括财产保全等临时强制性措施。因此，在2019年之前，境外仲裁案件在国内的财产保全问题一直处于空白状态。直到2019年

4月，最高人民法院与香港特别行政区政府签署了《关于中国内地与香港特别行政区法院就仲裁程序相互协助保全的安排》（下称“《中国内地与香港互助保全安排》”），该安排于2019年10月1日起生效，这也是中国内地首次以司法解释的形式对于境外仲裁案件在中国内地的保全措施加以系统性规定的规范。随同该《安排》，最高人民法院研究室同时发布了《〈最高人民法院关于内地与香港特别行政区法院就仲裁程序相互协助保全的安排〉的理解与适用》（下称“《理解与适用》”）。而随着《中国内地与香港互助保全安排》的顺利实施，《最高人民法院关于内地与澳门特别行政区就仲裁程序相互协助保全的安排》也于2022年3月25日开始施行。

在《中国内地与香港互助保全安排》实施后，国内已经出现多起法院受理香港仲裁程序中当事人向内地法院申请财产保全的案件。在该安排的实施过程中，与当事人密切相关的问题主要包括：

1. 财产保全申请是否可以直接向内地法院提出，还是需要由境外仲裁机构转递？

根据《中国内地与香港互助保全安排》第3条，“香港仲裁程序的当事人，在仲裁裁决作出前，可以参照《中华人民共和国民事诉讼法》《中华人民共和国仲裁法》以及相关司法解释的规定，向被申请人住所地、财产所在地或者证据所在地的内地中级人民法院申请保全。被申请人住所地、财产所在地或者证据所在地在不同人民法院辖区的，应当选择向其中一个人民法院提出申请，不得分别向两个或者两个以上人民法院提出申请。当事人在有关机构或者常设办事处受理仲裁申请后提出保全申请的，应当由该机构或者常设办事处转递其申请。在有关机构或者常设办事处受理仲裁申请前提出保全申请，内地人民法院采取保全措施后三十日内未收到有关机构或者常设办事处提交的已受理仲裁案件的证明函件的，内地人民法院应当解除保全”。

根据上述规定，如果当事人启动在香港进行的仲裁程序前向内地法院提出财产保全申请，当事人可直接向内地法院提出申请，但需要当事人在30日内递交仲裁案件已经受理的证明函件。如果当事人已经在香港启动了仲裁程序，在仲裁程序进行过程中拟向内地法院申请财产保全，当事人应首先向仲裁机构或者常设办事处提交保全申请，再由该机构或者常设办事处将申请转递给内地法院。

但随同《中国内地与香港互助保全安排》同时公布的《理解与适用》指出，考虑到香港有关仲裁机构或者常设办事处位于香港，如实践中严格按《安排》第3条第2款的要求操作，将导致转递周期长，不利于充分发挥保全的作用，因此“应当允许香港仲裁程序的当事人，将保全申请书连同仲裁机构或者办事处的转递函自行提交给内地人民法院；内地人民法院可以根据香港特区政府律政司提供的联系方式向相关仲裁机构或者办事处核实情况”。

根据我们的实践经验，在北京地区，即使仲裁程序已经在香港提起并正在进行，在该程序中提出财产保全申请可直接向北京地区法院提出，而无需先向仲裁机构或者常设办事处递交，再由其转递。就其他地区的司法实践，建议在提起财产保全申请提前咨询当地法院。

2. 在内地申请财产保全需要提供哪些申请材料？对于已经在香港提起并正在进行的仲裁案件，如何证明仲裁案件已经为仲裁机构受理？

根据《中国内地与香港互助保全安排》第4条，向内地人民法院申请保全的，应当提交下列材料：（一）保全申请书；（二）仲裁协议；（三）身份证明材料：申请人为自然人的，应当提交身份证件复印件；申请人为法人或者非法人组织的，应当提交注册登记证书的复印件以及法定代表人或者负责人的身份证件复印件；（四）在有关机构或者常设办事处受理仲裁案件后申请保全的，应当提交包含主要仲裁请求和所根据的事实与理由的仲裁申请文件以及相关证据材料、该机构或者常设办事处出具的已受理有关仲裁案件的证明函件；（五）内地人民法院要求的其他材料。身份证明材料系在内地以外形成的，应当依据内地相关法律规定办理证明手续。向内地人民法院提交的文件没有中文文本的，应当提交准确的中文译本。

就上述第（四）项提及的“该机构或者常设办事处出具的已受理有关仲裁案件的证明函件”，在申请出具该证明函件时，各个仲裁机构可能会有所区别，如当事人需要递交哪些资料，仲裁机构需要多长时间出具该函，以及仲裁机构出具证明函的具体内容如何，具体操作时建议直接与仲裁机构的负责人员联系。

此外，当事人递交仲裁通知并缴纳注册费用后，仲裁机构会发函确认案件正式受理。该函件可作为证明仲裁案件已经被仲裁机构受理的辅助证明资料，连同

上述证明函件一同递交给仲裁机构。

一旦保全申请由北京法院受理后，基本的程序与内地法院处理内地诉讼仲裁案件中财产保全申请相同。但是，实践中，法院可能会要求当事人出具《安排》第5条第3项的“关于情况紧急，如不立即保全将会使申请人合法权益受到难以弥补的损害或者将使仲裁裁决难以执行的说明”作为其申请的辅助材料。

二、境外判决或裁决在国内的承认与执行问题

（一）外国法院判决在中国的承认与执行

《民事诉讼法》第288条规定：“外国法院作出的发生法律效力判决、裁定，需要中华人民共和国人民法院承认和执行的，可以由当事人直接向中华人民共和国有管辖权的中级人民法院申请承认和执行，也可以由外国法院依照该国与中华人民共和国缔结或者参加的国际条约的规定，或者按照互惠原则，请求人民法院承认和执行”。第289条规定：“人民法院对申请或者请求承认和执行的外国法院作出的发生法律效力判决、裁定，依照中华人民共和国缔结或者参加的国际条约，或者按照互惠原则进行审查后，认为不违反中华人民共和国法律的基本原则或者国家主权、安全、社会公共利益的，裁定承认其效力，需要执行的，发出执行令，依照本法的有关规定执行。违反中华人民共和国法律的基本原则或者国家主权、安全、社会公共利益的，不予承认和执行”。

由上述法律规定可以看出，中国对境外法院判决的承认和执行主要依据境外法院所在国与中华人民共和国缔结或者参加的国家条约的规定，或者按照互惠原则审查。而截至目前，中国已和三十多个国家缔结了含民商事司法协助内容的双边协定，其中部分协定包含了相互承认和执行民商事判决的内容。在没有双边司法协助条约的情况下，一国法院判决能否在他国得到承认与执行，则取决于两国之间是否存在互惠基础，即各国在对等的条件下相互承认与执行对方判决。近些年来，我国先后出现了多起依据互惠原则承认和执行的案例。

例如，在（2015）鄂武汉中民商外初字第00026号中，法院认为，“申请人在向本院递交申请承认和执行申请书时，已向本院提交经证明无误的美国加利福尼亚州洛杉矶县高等法院作出的编号EC062608判决副本及中文译本，符合申请承认和执行外国法院判决的形式要件。因美国同我国之间并未缔结也未共同参加

相互承认和执行民事判决的国际条约，申请人的申请应否予以支持应依据互惠关系原则进行审查。经审查，申请人提交的证据已证实美国有承认和执行我国法院民事判决的先例存在，可以认定双方之间存在相互承认和执行民事判决的互惠关系。同时，上述美国加利福尼亚州洛杉矶县高等法院判决系对申请人与被申请人之间有关股权转让的合同关系作出，承认该民事判决并不违反我国法律的基本原则或者国家主权、安全、社会公共利益”。

在（2016）苏 01 执 827 号之一案中，法院认为，“案涉民事判决系新加坡高等法院作出。中国与新加坡之间并未缔结或者共同参加关于相互承认和执行生效民商事裁判文书的国际条约，但由于新加坡高等法院曾对中国法院的民事判决予以执行，根据互惠原则，中国法院可以对符合条件的新加坡法院的民事判决予以承认和执行”。除上述案件外，还有基于互惠原则承认和执行韩国法院、阿拉伯联合酋长国法院判决的案例，但是，截至目前，尚未有开曼法院判决在中国内地被承认与执行的案例。

而就内地与香港地区的判决承认与执行事宜，最高人民法院与香港特别行政区达成《关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行当事人协议管辖的民商事案件判决的安排》（下称“《内地与香港认可和执行判决安排》”，2008年8月1日施行）。2019年1月18日，最高人民法院和香港特别行政区政府律政司在北京签署《关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行民商事案件判决的安排》。为实施该安排，香港特别行政区政府制定了《内地民商事判决（相互强制执行）条例》及《内地民商事判决（相互强制执行）规则》，并宣布将于2024年1月29日实施，最高人民法院后续也将会就《内地与香港认可和执行判决安排》的实施颁布司法解释。而目前根据《内地与香港认可和执行判决安排》第1条，可以申请内地法院认可和执行的香港法院判决，还限于在具有书面管辖协议的民商事案件中作出的须支付款项的具有执行力的终审判决。待《关于内地与香港特别行政区法院相互认可和执行民商事案件判决的安排》正式实施后，可以认可和执行的香港法院判决范围将进一步扩大。

（二）外国仲裁裁决在中国的承认与执行

外国仲裁裁决的承认和执行，主要依据是中国作为缔约国的《承认及执行外国仲裁裁决公约》（即《纽约公约》）。此外，早在2000年，内地就与香港签

订了《内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的安排》，此后又于 2020 年 11 月 26 日发布了《关于内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的补充安排》（以下统称“《内地与香港执行仲裁裁决安排》”），对《内地与香港执行仲裁裁决安排》进行了修订。

根据《内地与香港执行仲裁裁决安排》第 1 条，内地人民法院执行按香港特区《仲裁条例》作出的仲裁裁决，香港特区法院执行按《中华人民共和国仲裁法》作出的仲裁裁决，适用本安排。由此，只要在香港按照香港特区《仲裁条例》作出的仲裁裁决，即可以在内地申请承认和执行。对于香港仲裁裁决在内地的认可与执行，需要注意：

1. 关于申请人可以申请执行的法院

就香港仲裁裁决在内地的认可与执行，申请人可以向被申请人在内地的住所地或者财产所在地的中级人民法院申请执行。如果被申请人的住所地或者财产所在地位于内地不同的中级人民法院辖区，申请人只能选择其中一个人民法院申请执行裁决。

2. 关于被申请人在内地和香港均有住所和财产情况的执行

如果被申请人的住所地或者财产所在地，既在内地又在香港的，根据《关于内地与香港特别行政区相互执行仲裁裁决的补充安排》，“被申请人在内地和香港特区均有住所地或者可供执行财产的，申请人可以分别向两地法院申请执行。应对方法院要求，两地法院应当相互提供本方执行仲裁裁决的情况。两地法院执行财产的总额，不得超过裁决确定的数额”。

该条款对原先安排中不能同时在内地和香港申请执行的规定进行了修订，极大程度的方便了申请人执行被申请人的财产。但是该条款尚需在香港完成有关程序后，由最高人民法院公布施行日期。

3. 申请认可和执行仲裁裁决的期限

就香港仲裁裁决在内地的认可与执行，应当在仲裁裁决规定的履行义务期间的最后一日起两年内申请执行，未规定履行期间的，从法律文书生效之日起计算。此外，根据我们以往的经验，申请认可和执行香港仲裁裁决通常需要 9-12 个月

左右的时间，因个案情况不同可能存在差异。

三、总结与建议

整体而言，香港仲裁在中国内地的保全、认可与执行虽然需要一定时间，但是随着内地法院办理此类案件数量的增多，案件成功保全、认可与执行的案件也会越来越多。但是境外诉讼仍然无法在中国内地申请财产保全，另外除了与中国内地存在条约或安排的国家或地区外，判决的承认与执行亦存在难度。因此，我们建议，在境外投资交易文件中，如预见到后续会涉及在中国内地的财产保全或者执行等，可以考虑优先约定香港的仲裁机构或者国内涉外仲裁机构作为争议解决机构，以利于维护自身的权益。

第二节 开曼层面的股权回购与清盘程序

一、投资人在开曼层面的股权回购

在红筹架构下，投资人股权回购权利约定在境外交易文件中。根据公司章程及股东协议的约定，投资人有权要求开曼公司在回购条件成就时回购投资人所持有的股权，同时也有权要求创始团队成员就此承担连带责任。本文将以前述投资人在开曼公司层面的股权回购权利为例，向读者简要介绍开曼层面的股权回购权利行使事宜。

（一）《开曼公司法》关于股权回购的规定

《开曼公司法》第 37 条就股权回购行使的条件和程序等做了规定。但是，具体的程序和要求仍可以在公司章程中进行规定。《开曼公司法》关于股权回购条件以及回购程序等规定如下：

1. 股权回购的条件

根据《开曼公司法》第 37 条，对股份回购或赎回的条件主要包括：（a）就股份的票面价值足额缴清前，不得回购或赎回股份；（b）若回购或赎回将导致公司无发行在外的股份（不包括库存股），公司不得实施回购或赎回；（c）回购或赎回股份的实施应符合章程所规定或授权的方式和条件；（d）如果章程未对股份回购的方式和条件作出授权，那么，只有公司对股份回购的方式和条件做出决议后，公司才能实施回购等。

2. 回购款的支付

根据《开曼公司法》第 37 条第（3）款及第（5）款，在满足清偿能力测试的前提下，公司利润、股本溢价账户或者为回购而增发股份所取得的款项可用于股份的回购。经过章程授权，公司也可以使用上述三种资金以外的资金回购股权。但是，根据第（6）款，如果公司无法偿还正常业务中的公司债务，以资本支付股份回购款项将被视为非法行为。公司、董事或经理违反债务清偿规定向外支付股份回购款项构成犯罪，将面临罚款和五年监禁。

3. 资本支付和清偿能力测试

公司进行股权回购需要满足债务清偿规定，即开曼公司需通过清偿能力测试。清偿能力测试用以确定公司是否具有足够的资产来支持其偿还债务。根据《开曼公司法》第 93 条规定，在如下情况会被认定为公司无法支付其债务：（1）公司对债权人已到期债务超过 100 开曼元，且公司在债权人通知后三周内未能支付或者提供令债权人满意的担保；（2）尽管法院已经作出有利于债权人的判决、判令或者命令，但是公司未能全部或者部分执行；或者（3）经向法院证明公司无法清偿债务。

尽管有上述规定，但是从开曼法的实践来看，清偿能力测试中如何判断公司已经无债务清偿能力较为复杂，需要结合个案确定。实践中，法院采用较多的是通过现金流测试法用以确定公司是否有足够的现金流量来偿还其债务。

4. 股权回购的程序

如果投资人作为发起人可以要求目标公司和创始股东回购股份的，通常需要向目标公司和创始股东发送回购通知，告知其拟行使回购权利以及行权的股份数量。《开曼公司法》未规定股份回购必须经过公司决议程序，但如果公司章程规定需要进行决议，那么投资人要求目标公司回购股份可能需要经过公司决议批准。

一旦股份回购交易达成后，根据《开曼公司法》的规定，目标公司回购的股份应该立即被注销，但如果公司章程允许公司持有其自身的股份，回购的股份可以被重新划分为库存股（treasury share），直至被注销或者转让。就库存股，公司不享有表决权，也不享有其他股东权利。

二、开曼公司的清盘程序

根据《开曼公司法》规定，公司有三种清盘模式：根据法院命令进行清盘、自愿清盘以及在法院监督下的清盘。其中，在根据法院命令进行清盘的模式下，如果公司不能清偿其债务，那么公司的债权人可以向开曼群岛大法院申请公司清算。在投资人已经触发回购权的情况下，如开曼公司未能向其支付回购款，那么投资人有可能作为债权人对开曼公司提起清盘程序，通过清盘分配的方式实现退出目的或者以此方式作为向创始股东施压要求其配合投资人退出的手段。

根据《开曼公司法》的规定，不能清偿到期债务是指：（1）公司对债权人已到期债务超过 100 开曼元，且公司在债权人通知后三周内未能支付或者提供令债权人满意的担保；（2）尽管法院已经作出有利于债权人的判决、判令或者命令，但是公司未能全部或者部分执行；或者（3）经向法院证明公司无法清偿债务。

需要注意的是，虽然清盘公司是投资人实现退出的一种手段，但是，如果投资人申请公司清算，可能会触发交易文件项下的优先清算权，如果请求回购的股东顺位在后，可能无法获得任何分配。而且，如果公司破产，对员工的债务、税款等优先于投资人的普通债权，投资人最终能否通过清盘收回投资款存在不确定性。

以下是近年发生的一起行使股权回购的投资人以债权人身份对开曼公司提起清盘程序被法院驳回的案件，其中涉及法院对行使股权回购的投资人是否构成开曼公司债权人身份可能对实务有所启发。

案例评析：某投资人与某开曼公司股权回购及清盘申请纠纷判决书	
案件信息	案号：FSD 11 OF 2021（RPJ） 审理法院：开曼大法院 审结日期：2021.04.28
基本案情	<p>某公司（融资方）为一家在开曼公司群岛注册成立的豁免有限公司，其全资持有一家香港公司。香港公司全资持有一家内陆公司，内陆公司则通过协议控制的方式持有中国内地诸多经营实体。</p> <p>2013年2月7日，某公司发行C轮优先股，某基金（投资人）与某公司签署C轮优先股认购协议。某基金于同年3月4日支付认购款项并与其他融资方股东签订《股东协议》，其第12.3条约定回购权及回购时间，该条款亦记载于某公司章程之中。根据股东协议约定，某基金发出回购通知后，公司应立即以“合法可用资金”支付回购价款。</p>

案例评析：某投资人与某开曼公司股权回购及清盘申请纠纷判决书	
	<p>2020年9月30日，某基金因某公司未能在2015年9月30日前完成上市向某公司发出回购通知。在回购通知载明的支付期限届满前，某公司委托律师发函对回购债务是否到期、是否应予支付等问题提出异议。</p> <p>2021年1月12日，某基金向开曼群岛大法院提出清盘申请，要求法院任命临时清盘人以进入清盘程序，理由包括某公司未能对C轮投资款进行会计核算及审计、某公司创始人存在虚假陈述、某公司存在超过100开曼元的未清偿债务以及某公司发函对回购债权提出异议属于恶意阻止公司清盘程序。对此，公司则相应抗辩表示公司目前不存在可用于支付回购价款的“合法可用资金”，公司无支付回购款的义务，债务尚未成就，且回购相关债务争议应在香港通过仲裁途径解决后方可确定。</p>
法院观点	<p>开曼群岛大法院认为，是否支持清盘申请需要根据案涉债务的确定性进行判断，此外，如果案涉债务存在善意且实质争议，则法院应驳回清盘申请。法院进一步分析认为：</p> <p>第一，案涉回购债务金额极高，投资人回报率也高达18%，在此情形下，双方约定公司仅在存在“合法可用资金”时支付回购价款这一“宽限期”条款存在商业合理性与公平性。在此条件没有满足前，某公司不存在到期债务。</p> <p>第二，虽然根据股东协议约定，某公司可以通过其他集团公司（境内实体）筹措资金，但在本案协议控制框架下，集团公司的资金仅可在存在可供分配利润的情形下才可支付，否则公司不能强迫任何境内实体向其支付资金。在此基础上，法院结合某公司自身财务状况综合认定某公司目前确实无足额“合法可用资金”，某基金的回购债权尚未成立。</p> <p>第三，股东协议约定合法有效的仲裁条款，且关于回购的相关仲</p>

案例评析：某投资人与某开曼公司股权回购及清盘申请纠纷判决书	
	<p>裁程序已经在香港国际仲裁中心推进，案涉债务存在善意且实质争议。</p> <p>第四，对于当事人提出的其他清盘理由，法院均以证据不足不予支持。</p> <p>最终，法院判决驳回某基金关于某公司清盘并任命临时清盘人的申请，而对于案涉债务的争议，则以存在香港国际仲裁中心仲裁程序为由暂停审理。</p>
案例 评析	<p>本案主要争议的关键问题之一是，公司是否具有“合法可用资金”可用于支付回购债权，如无“合法可用资金”，是否回购债权就不成立。从开曼大法院的判决观点来看，其认为有“合法可用资金”可支付是回购债权成立的前提。根据通常理解，“合法可用资金”可以是公司所有的资金，可以是公司可通过行使合法权利获得的资金。但是，在公司无足够的“合法可用资金”的情况下，公司不需要立即履行支付回购价款的义务，故此回购债权尚不成立。进一步的，投资人也无权基于该回购债权提起清盘程序。</p> <p>从目前签署的交易文件来看，投资人对“合法可用资金”定义以及其可能对后续主张回购债权及清盘公司造成的障碍关注较少。在后续交易时，建议可以关注“合法可用资金”的范围，并通过条款设置方式尽量减小因此而给行使回购权利造成的障碍（例如约定开曼公司可以通过促使其他集团公司向其层层分红、变卖集团公司资产以及其他合法方式筹措“合法可用资金”）。</p>

第三节 境外司法程序涉及的费用

一、香港仲裁程序涉及的费用

（一）仲裁机构收取的费用

在红筹架构的境外投资交易文件中，在香港仲裁机构仲裁尤其是香港国际仲裁中心（HKIAC）是当事人主要的争议解决方式之一。而国际仲裁费用是否在当事人承受能力范围之内，也是当事人决定是否启动仲裁程序的重要考虑因素之一。

在国际仲裁中，广义上讲，仲裁费用包括仲裁机构收取的费用、仲裁员收取的费用、仲裁庭秘书收取的费用（如有）、律师费以及其他按需发生的实际支出（如专家证人费、鉴定费、评估费、翻译费）。

1. 仲裁机构费用

一般而言，仲裁机构收取两部分费用：受理费+以争议金额为基础浮动计算的管理费。HKIAC 即是按照此种方式收取费用，HKIAC 的受理费为 8000 港元。仲裁管理费计算链接：[Fee Calculator under the 2024 HKIAC Rules | HKIAC](#)。

2. 仲裁员报酬和开支

在国际仲裁中，仲裁员报酬和开支占整体仲裁成本的大部分。就仲裁员报酬而言，部分仲裁机构以争议金额为基础的超额累进式收费中已经包含了仲裁员报酬，机构将按照一定标准向仲裁员支付。而部分仲裁机构（如 HKIAC）则将仲裁员报酬及机构费用予以区分，单独代收仲裁员报酬。

以 HKIAC 为例，仲裁员报酬存在以争议金额为基础收费及以小时费率为基础收费两种收费方式。如当事人未能商定仲裁员报酬收费方式，则按小时费率收费。通常情况下，按小时收费相较按争议金额收费的成本相对较低。小时费率原则上不得超出 HKIAC 设定并于仲裁通知提交之日公布于其网上的最高小时费率，目前为每小时 6500 港元。

此外，仲裁员因行使其职责所产生的合理开支也由当事人承担，常见如差旅费等。

3. 其他费用

除上述费用外，仲裁程序过程中还可能发生庭审室租赁费、休息室租赁费、庭审速录费、翻译费、口译费、仲裁庭秘书费用等。目前 HKIAC 也增加了线上庭审方式，由此也可以为当事人节省庭审室、休息室租赁费、仲裁员和秘书的差旅费等费用。

（二）律师费用

在境外仲裁程序中，除了仲裁机构收取的费用，律师费也是当事人需要考虑的主要成本之一。当事人需要根据仲裁案件所适用实体法的不同，选择不同司法管辖区域执业的律师。如仲裁案件适用中国法，则当事人多选择中国律师代理案件，仲裁案件的收费方式主要包括按小时收费、固定费用或者固定费用加风险代理收费方式。

如仲裁案件适用香港法律，则当事人多选择香港执业律师代理案件，此前香港法律曾经长期禁止香港律师在仲裁案件中采取风险代理收费方式，故此前多采取按小时收费方式。2022年6月22日，《香港仲裁条例》（第609章）在新增的10B部分中正式确立了ORFS制度（即与仲裁结果有关的收费架构，Outcome Related Fee Structures for Arbitration），并且2022年12月16日正式生效的《仲裁（与仲裁结果有关的收费架构）规则》为该收费架构提供了详细指引，将风险代理收费方式引入了香港仲裁案件中。

ORFS制度项下的收费协议有三种类型：（1）按条件收费协议（Conditional Fee Agreement），即约定取得成果的情况下当事人须向律师支付的成功费用。（2）按损害赔偿收费协议（Damages-based Agreement），即约定当事人只在获得损害赔偿或者减少损失情况下支付律师费用，例如约定按当事人根据仲裁裁决获得的赔偿数额的一定比例向其收取费用。（3）混合式按损害赔偿收费协议（Hybrid Damages-based Agreement），即约定当事人不仅支付律师在案件期间提供法律服务的费用，还会在取得损害赔偿款或减少损失的情况下支付计算的费用。

（三）费用的承担

通常情况下，上文所述仲裁费用均可由仲裁庭裁决分摊。此外，律师费、公证费等为实现权利而发生的费用也可以基于当事人请求由仲裁庭裁决分担。仲裁

庭裁决分摊仲裁费用时，主要考虑的是仲裁的胜负结果，即由败诉方主要承担仲裁费用及申请人为案件所支出的其他费用，但同时仲裁庭也会考虑案件复杂程度、当事人或代理人的实际工作量以及案件的争议金额等其他因素进行酌定。

二、开曼法院诉讼程序涉及的费用

（一）法院诉讼费用

在开曼法项下，目前开曼法院诉讼的费用依据主要为《法院费用规则（2021 修订版）》（*Court Fee Rules (2021 Revision)*）。根据该规则，除明确规定无需当事人承担费用的诉讼程序外，对于一般民事诉讼案件，通常会发生如下费用：

1. 固定费用（fixed fees）

对于由民事分院及家庭分院（*Civil and Family Divisions*）管理的案件，提交诉状、上诉、中间程序、答辩、宣誓书、申请法院作出判决或者命令等需要缴纳 25 美元到 200 美元不等的费用。

而对于由金融服务分院及海事分院（*Financial services and admiralty divisions*）管理的案件，根据《大法院规则》第 102 号命令（*The Grand Court Rules Order 102*）相关规定提起的传唤、动议、申请、令状、上诉许可申请等，需要缴纳 200 美元到 500 美元乃至 10000 美元不等的费用。

2. 按争议金额计费（ad valorem fees）

根据《法院费用规则（2021 修订版）》，发生当事人在民事诉讼中提起反请求要求赔偿款项等情况下，当事人还需支付按争议金额计算的费用，该规则附件 2 中载明了该类费用的累进制计算方法。

3. 法院开庭费（court hearing fees）

根据《法院费用规则》，如果一起民事诉讼程序需要 3 日以上的开庭时间，或者相关的一系列开庭需要持续 3 日以上，则当事人需要就 3 日以外额外发生的每日开庭支付 250 美元的开庭费，金融服务或者海事程序则需支付 750 美元。

除上述费用外，视案件情况，还会产生特别会议费（*Special sitting fees*）等其他费用。

（二） 律师费

开曼律师通常按照小时费率方式收取律师费。此前，开曼曾禁止按条件收费或者风险代理收费方式，但是在《法律服务私人资助法案 2020 版》(Private Funding of Legal Services Act 2020)实施后，只要符合特定条件，已经允许该等收费方式。

总体而言，在开曼诉讼中，败诉方需要承担胜诉方发生的合理费用。但是，法院也会结合当事人在诉讼过程中的行为对当事人之间诉讼相关费用的承担进行酌定。

对于诉讼费用的承担，法院视案件情况基于标准方式或者补偿方式确定。如果按照标准方式确定，那么例如律师费将受限于规定了律师小时费率最高标准的规则。如果按补偿标准确定，那么胜诉一方则可以收回更高比例的诉讼费用，仅不合理的费用会被排除在外。

本章小结

整体而言，跨境股权回购由于涉及到境外法律，其专业性要求较高，在遇到此类争议时，建议进一步征询当地律师的意见。但是，在签署交易文件之前，仍可以通过选择合适的争议解决方式以及实体法、在交易文件中作出有利己方行权的约定等方式为后续可能产生的争议做好准备。

第八章 新《公司法》下股权回购的变化与完善

本章引言

2023年12月29日，中华人民共和国第十四届全国人民代表大会常务委员会第七次会议修订通过《中华人民共和国公司法（2023修订）》¹³，新《公司法》已于2024年7月1日起施行。新《公司法》项下，股权回购有了新的制度、规则及操作细节指引，同时也对创始股东、投资人及目标公司等各方市场参与者提出了新的挑战。

本章旨在探讨新《公司法》下股权回购的法律变化及其对公司实务的影响，分析现行法律法规在实施过程中可能带来的问题，并提出相应建议。通过对新旧《公司法》的对比分析，本文将揭示股权回购在新《公司法》下的操作要点，探讨如何在合法合规的前提下，通过制度设计优化股权回购机制，充分发挥股权回购在公司发展中的作用。

¹³ 为便于区分，本章项下将《中华人民共和国公司法（2023修订）》简称为“新《公司法》”，《中华人民共和国公司法（2018修订）》简称为“旧《公司法》”。本《指引》其他章节均已根据新《公司法》修订进行调整，不再区分新旧《公司法》之简称。

第一节 新《公司法》对股权回购的影响

一、对请求目标公司承担回购责任的影响

（一）目标公司履行回购义务受定向减资程序限制

如前所述，目标公司承担回购义务的，需完成减资的前置程序。新《公司法》进一步严格规定了不按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份（下称“定向减资”）的程序要求，提高了目标公司履行回购义务前完成减资程序的难度，增加了投资者向目标公司主张股权回购的不确定性。

具体而言，新《公司法》新增第 224 条第 3 款，规定定向减资时，有限责任公司需全体股东一致同意，股份有限公司需章程存在明确规定。同时，新《公司法》第 226 条新增了违法减资的法律后果，即相应股东退还资金、减免出资恢复原状，股东及董监高相应承担赔偿责任。

旧《公司法》	新《公司法》
<p>第一百七十七条 公司需要减少注册资本时，<u>必须</u>编制资产负债表及财产清单。</p> <p>公司应当自作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上公告。债权人自接到通知书之日起三十日内，未接到通知书的自公告之日起四十五日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。</p>	<p>第二百二十四条 公司减少注册资本，<u>应当</u>编制资产负债表及财产清单。</p> <p>公司应当自<u>股东会</u>作出减少注册资本决议之日起十日内通知债权人，并于三十日内在报纸上<u>或者国家企业信用信息公示系统</u>公告。债权人自接到通知之日起三十日内，未接到通知的自公告之日起四十五日内，有权要求公司清偿债务或者提供相应的担保。</p> <p><u>公司减少注册资本，应当按照股东出资或者持有股份的比例相应减少出资额或者股份，法律另有规定、有限责</u></p>

旧《公司法》	新《公司法》
	<u>任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定的除外。</u>
/	<u>第二百二十六条 违反本法规定减少注册资本的，股东应当退还其收到的资金，减免股东出资的应当恢复原状；给公司造成损失的，股东及负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任。</u>

现行法律法规并未规定违反定向减资程序所达成的减资决议的效力问题，新《公司法》施行后，亦尚无适用前述条款的股权回购案例。但是，我们注意到新《公司法》施行前，已有部分法院裁判支持定向减资需全体股东一致同意，并认定未取得一致同意的减资决议不成立或无效，如（2018）沪 01 民终 11780 号、（2022）苏 02 民终 4501 号案。

案例评析：华某诉上海某有限公司公司决议纠纷一案 二审民事判决书	
案件信息	案号：（2018）沪 01 民终 11780 号 审理法院：上海市第一中级人民法院 审结日期：2019.02.01
基本案情	2018 年 3 月 1 日，上海某公司（有限责任公司）作出股东会决议：一、同意上海某公司的注册资本从 6,313,131 元减少至 6,102,693 元，减资后各股东认缴注册资本及持股比例为：夏某认缴 2,500,543 元，占 40.97%；华某（上海某公司股东，本案上诉人及原审被告）认缴 1,544,912 元，占 25.32%；杨某认缴 449,495 元，占 7.37%；XX 合伙企业认缴 681,818 元，占 11.17%；XX 公司认缴 420,875 元，占 6.90%；XX2 合伙企业认缴 505,050 元，占 8.28%；

案例评析：华某诉上海某有限公司公司决议纠纷一案 二审民事判决书	
	<p>二、同意上海某公司向 XX 公司返还投资款 500 万元；三、同意修改章程，修改后的章程见附件一；四、授权上海某公司的执行董事夏某代表上海某公司履行一切为完成本次减资所必要的行为，包括但不限于办理债权申请登记、减少注册资本的工商变更手续等。</p> <p>以上事项表决结果：同意股东为 5 名，占总股数 75.5286%，不同意股东为 1 名，占总股数 24.4714%。案外人顾某代表华某在决议上签字并注明“不同意，属违法减资，程序不合法”。后，华某向法院起诉，声请认定决议不成立或无效。</p>
法院 观点	<p>《中华人民共和国公司法》第四十三条规定，“股东会会议作出修改公司章程、增加或者减少注册资本的决议，以及公司合并、分立、解散或者变更公司形式的决议，必须经代表全体股东三分之二以上表决权的股东通过。”上海某公司章程第十一条也作出同样的约定。此处的“减少注册资本”应当仅仅指公司注册资本的减少，而并非涵盖减资后股权在各股东之间的分配。股权是股东享受公司权益、承担义务的基础，由于减资存在同比减资和不同比减资两种情况，不同比减资会直接突破公司设立时的股权分配情况，如只需经三分之二以上表决权的股东通过即可做出不同比减资决议，实际上是以多数决形式改变公司设立时经发起人一致决所形成的股权架构，故对于不同比减资，在全体股东或者公司章程另有约定除外，应当由全体股东一致同意。</p> <p>二审法院判决：确认被上诉人上海某有限公司于 2018 年 3 月 1 日作出的股东会决议中第一、三、四项决议不成立。确认被上诉人上海某有限公司于 2018 年 3 月 1 日作出的股东会决议中第二项无效。</p>

案例评析：华某诉上海某有限公司公司决议纠纷一案 二审民事判决书	
案例 评析	上述判决体现了新《公司法》修订的精神，加强了定向减资项下对小股东的保护。法院“公司注册资本的减少”与“减资后股权在股东之间的分配”区分开，并认为后者需区分同比减资和不同比减资（即定向减资）两种情况，指出不同比减资直接突破公司设立时的股权分配情况，需股东一致决议通过。

特别地，即使有限公司全体股东事先约定配合定向减资程序，或股份有限公司在章程中作出相关规定，仍然需满足新《公司法》第 66 条、第 116 条（对应旧《公司法》第 43 条、第 103 条）的规定作出减资决议。如前文第二章第一节“二、目标公司作为回购义务人的情形”部分所述，法院倾向于认为回购行权背景下的减资是公司内部自治事项，难以通过诉讼予以强制执行。因此，即使事先达成股权回购合意的，投资人向目标公司行使回购权仍然存在不确定性。

除此以外，在商业实践中，对于个别不便全体股东知晓的回购义务，目标公司会和个别投资人通过单独签署补充协议的方式另行约定针对个别投资人的回购义务。由于新《公司法》第 66 条明确约定定向减资需要有限责任公司全体股东另有约定或者股份有限公司章程另有规定，单独签署补充协议约定个别投资人回购权利的方式可能因为后续在行权过程中无法获得全体股东的一致同意而无法执行。因此，我们建议，投资人如果需要约定目标公司的回购义务，应在目标公司全体股东共同签署的交易文件中加以约定，尽量避免通过单独补充协议的方式加以约定；特别地，针对目标公司为股份有限公司的情况，目标公司的回购义务条款应同时约定在其公司章程中。

（二）目标公司为回购承担担保及补偿责任可能因构成财务资助而受限

新《公司法》新增第 163 条，规定非经法定决议程序并满足限额要求的，股份有限公司不得为他人取得本公司股份提供担保及其他财务资助。该条款并非直接对回购进行规制，但股份有限公司对回购义务人承担担保责任、补偿责任或赔偿责任的，或其他事实上代回购义务人支付经济利益的，可能构成新《公司法》

项下为他人取得本公司股份予以财务资助。该条款在新《公司法》第 15 条（对应旧《公司法》第 16 条）关于公司对外担保、关联担保需经有效决议的规定基础上，加强了股份有限公司为回购义务人提供担保及其他财务资助的限制性要求。目前，该条款是否能够参照适用于有限责任公司尚存在不确定性。

新《公司法》

第一百六十三条 公司不得为他人取得本公司或者其母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助，公司实施员工持股计划的除外。

为公司利益，经股东会决议，或者董事会按照公司章程或者股东会的授权作出决议，公司可以为他人取得本公司或者其母公司的股份提供财务资助，但财务资助的累计总额不得超过已发行股本总额的百分之十。董事会作出决议应当经全体董事的三分之二以上通过。

违反前两款规定，给公司造成损失的，负有责任的董事、监事、高级管理人员应当承担赔偿责任。

新《公司法》并未明确规定第 163 条对相关约定效力的影响。参考《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉合同编通则若干问题的解释》第 20 条，新《公司法》第 163 条可能构成“法律、行政法规为限制法人的法定代表人或者非法人组织的负责人的代表权，规定合同所涉事项应当由法人、非法人组织的权力机构或者决策机构决议……”的规定。据此，如目标公司承担担保、经济补偿及赔偿责任的约定违反了新《公司法》第 163 条规定，可能导致相关约定对目标公司不发生效力。亦有观点认为该条属于管理性强制性规定，不会导致相关约定无效。

（三）目标公司履行回购义务新增控股股东滥用股东权利时的行权路径

就投资人行使回购权的权利基础，除约定回购权外，还有对特定决议投反对票的异议股东法定回购权。新《公司法》新增第 89 条第 3 款，规定了有限责任公司控股股东滥用股东权利时的法定回购权行权路径，认定控股股东滥用股东权利并严重损害公司或者其他股东利益的，其他股东有权请求公司以合理价格收购

其股权。

旧《公司法》	新《公司法》
<p>第七十四条 有下列情形之一的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权：</p> <p>（一）公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件的；</p> <p>（二）公司合并、分立、转让主要财产的；</p> <p>（三）公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现，股东会会议通过决议修改章程使公司存续的。</p> <p>自股东会会议决议通过之日起六十日内，股东与公司不能达成股权收购协议的，股东可以自股东会会议决议通过之日起九十日内向人民法院提起诉讼。</p>	<p>第八十九条 有下列情形之一的，对股东会该项决议投反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权：</p> <p>（一）公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件；</p> <p>（二）公司合并、分立、转让主要财产的；</p> <p>（三）公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现，股东会通过决议修改章程使公司存续。</p> <p>自股东会决议作出之日起六十日内，股东与公司不能达成股权收购协议的，股东可以自股东会决议作出之日起九十日内向人民法院提起诉讼。</p> <p><u>公司的控股股东滥用股东权利，严重损害公司或者其他股东利益的，其他股东有权请求公司按照合理的价格收购其股权。</u></p> <p><u>公司因本条第一款、第三款规定的情形收购的本公司股权，应当在六个月内依法转让或者注销。</u></p>

新《公司法》实施后，尚无据本条款认定控股股东滥用股东权利并支持投资

人回购请求的司法案例。根据既往司法实践，可能构成有限责任公司控股股东滥用股东权利的情形包括但不限于：（1）控股股东控制目标公司导致人格混同、过度支配与控制、资本显著不足等（见（2021）最高法民申 1080 号案）；（2）利用控股股东身份不分配或不公平分配利润（见（2016）最高法民终 528 号案）；（3）恶意提前小股东出资期限或增资稀释小股东持股比例（见（2023）京 03 民终 6141 号案、（2019）沪 02 民终 8024 号案）。

在股权回购的背景下，有限责任公司的控股股东可能故意违反约定，控制目标公司不启动减资程序，或导致目标公司无法通过减资决议。现有法律规定虽未直接列明，但我们理解，其可能被认定为构成滥用股东权利的情形，从而投资人存在据此主张法定回购的可能。然而，该等主张能否得到法院的认可仍有待对今后司法案例的观察。

同时，该法定回购情形规定目标公司“按照合理的价格”收购利益受损的股东所持有的股权。目前实务中“合理价格”多理解为市场公允价格，因此投资人事先与目标公司约定的股权回购价款计算方式可能难以得到法院的支持。

二、其他对股权回购行权的影响

（一）股东知情权的加强有利于投资人向回购义务人施压

新《公司法》第 57 条、第 110 条规定投资人可以通过审查会计凭证更全面、真实地了解目标公司的财务状况，并且可以委托律师事务所、会计师事务所等专业机构直接查阅公司的文件，使得取证工作变得更加便捷和精确。此外，投资人可以对目标公司的全资子公司行使知情权，这有助于防止创始股东通过子公司隐瞒目标公司的经营状况，增加了投资人股东的权利。

旧《公司法》	新《公司法》
<p>第三十三条 （有限责任公司）股东有权查阅、复制公司章程、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议和财务会计报告。</p> <p>股东可以要求查阅公司会计账簿。股东要求查阅公司会计账簿的，应当向公司提出书面请求，说明目的。公司有合理根据认为股东查阅会计账簿有不正当目的，可能损害公司合法权益的，可以拒绝提供查阅，并应当自股东提出书面请求之日起十五日内书面答复股东并说明理由。公司拒绝提供查阅的，股东可以请求人民法院要求公司提供查阅。</p>	<p>第五十七条 （有限责任公司）股东有权查阅、复制公司章程、<u>股东名册、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议和财务会计报告。</u></p> <p>股东可以要求查阅公司会计账簿、<u>会计凭证。</u>股东要求查阅公司会计账簿、<u>会计凭证</u>的，应当向公司提出书面请求，说明目的。公司有合理根据认为股东查阅会计账簿、<u>会计凭证</u>有不正当目的，可能损害公司合法利益的，可以拒绝提供查阅，并应当自股东提出书面请求之日起十五日内书面答复股东并说明理由。公司拒绝提供查阅的，<u>股东可以向人民法院提起诉讼。</u></p> <p><u>股东查阅前款规定的材料，可以委托会计师事务所、律师事务所等中介机构进行。</u></p> <p><u>股东及其委托的会计师事务所、律师事务所等中介机构查阅、复制有关材料，应当遵守有关保护国家秘密、商业秘密、个人隐私、个人信息等法律、行政法规的规定。</u></p> <p><u>股东要求查阅、复制公司全资子公司相关材料的，适用前四款的规定。</u></p>

旧《公司法》	新《公司法》
<p>第九十七条 （股份有限公司）股东有权查阅、复制公司章程、股东名册、公司债券存根、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告，对公司的经营提出建议或者质询。</p>	<p>第一百一十条 （股份有限公司）股东有权查阅、<u>复制</u>公司章程、股东名册、股东会会议记录、董事会会议决议、监事会会议决议、财务会计报告，对公司的经营提出建议或者质询。</p> <p><u>连续一百八十日以上单独或者合计持有公司百分之三以上股份的股东要求查阅公司的会计账簿、会计凭证的，适用本法第五十七条第二款、第三款、第四款的规定。公司章程对持股比例有较低规定的，从其规定。</u></p> <p><u>股东要求查阅、复制公司全资子公司相关材料的，适用前两款的规定。</u></p> <p><u>上市公司股东查阅、复制相关材料的，应当遵守《中华人民共和国证券法》等法律、行政法规的规定。</u></p>

在投资人依据回购条款行权的过程中，为证明回购条件已经成就，通常需要提供目标公司的详细财务数据来证明上市已无可能或业绩未达标，或创始股东可能存在的损害目标公司利益的行为等。然而，创始股东可能会利用其控制地位，阻止投资人获取目标公司的财务数据和业务合同等重要文件，使得投资人难以核实公司业绩和创始股东的行为。

在新《公司法》生效前，虽然已有部分案例认可股东知情权的查阅范围包括原始会计凭证，但司法实践存在较大分歧。本次修订后，当双方对是否触发对赌条件存在分歧时，投资人拥有了获取关键证据的直接保障，这有助于投资人在司法程序中维护自己的权益。

（二）法人人格否认制度的加强有利于向控股股东追究回购责任

新《公司法》首次在立法层面上确立了横向法人人格否认制度。在股权投资层面，法人人格横向否认制度加强了对投资人的法律保护。例如，当股权回购条款仅约定公司为回购义务人时，实际控制人可能滥用公司法人独立地位和股东有限责任逃避债务。此时，投资人可以借助法人人格横向否认制度追究实际控制人及其关联公司对公司债务的连带责任，有效防范实际控制人通过利益输送、关联交易等手段逃避股权回购条款项下的债务。

旧《公司法》	新《公司法》
第二十二第一款 ……公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任，逃避债务，严重损害公司债权人利益的，应当对公司债务承担连带责任。	第二十三条 公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任，逃避债务，严重损害公司债权人利益的，应当对公司债务承担连带责任。 <u>股东利用其控制的两个以上公司实施前款规定行为的，各公司应当对任一公司的债务承担连带责任。</u>

三、新《公司法》对既往回购约定的溯及力

根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国公司法〉时间效力的若干规定》（“《公司法时间效力规定》”），原则上，对于新《公司法》施行前订立的回购约定，新《公司法》施行前的法律事实引起的争议适用当时的法律、司法解释的规定，新《公司法》施行后的法律事实，如新《公司法》生效后回购条件成就的，适用新《公司法》的规定。此外，对于回购条件在新《公司法》生效前成就但尚未履行完毕的，还可能因《公司法时间效力规定》如下特殊规定适用新《公司法》。具体包括：

1. 减资程序：第一条 ……适用公司法更有利于实现其立法目的，适用公司法的规定：……（五）公司法施行前，公司违反法律规定向股东分配利润、减少注册资本造成公司损失，因损害赔偿 responsibility 发生争议的，分别适用公司法第二百一十一条、第二百二十六条的规定；……（七）公司法施行前，公司减少注册资本，

股东对相应减少出资额或者股份数量发生争议的，适用公司法第二百二十四条第三款的规定。

2. 财务资助：第三条 公司法施行前订立的与公司有关的合同，合同的履行持续至公司法施行后，因公司法施行前的履行行为发生争议的，适用当时的法律、司法解释的规定；因公司法施行后的履行行为发生争议的下列情形，适用公司法的规定：……（三）股份有限公司为他人取得本公司或者母公司的股份提供赠与、借款、担保以及其他财务资助合同，适用公司法第一百六十三条的规定。

3. 法定回购：第四条 公司法施行前的法律事实引起的民事纠纷案件，当时的法律、司法解释没有规定而公司法作出规定的下列情形，适用公司法的规定：……（二）有限责任公司的控股股东滥用股东权利，严重损害公司或者其他股东利益，其他股东请求公司按照合理价格收购其股权的，适用公司法第八十九条第三款、第四款的规定；（三）对股份有限公司股东会决议投反对票的股东请求公司按照合理价格收购其股份的，适用公司法第一百六十一条的规定……

根据上述，在新《公司法》生效前已经达成的回购约定的履行，仍然可能适用新《公司法》的有关规定。

第二节 新《公司法》背景下优化股权回购的建议

一、优化回购条款

（一）回购主体选择

1. 以目标公司作为回购主体可能面临资本维持原则的限制及定向减资前置程序的不确定性，以创始股东作为回购主体在当前司法实践下可能更具有操作性；
2. 由目标公司、目标公司相关集团成员等对回购义务提供担保或承担连带责任，以增加被法院支持的可能性，同时尽可能符合财务资助的程序规定。

（二）明确请求目标公司回购的约定

1. 避免将减资事宜作为需要股东会一致决议的事项范围，或者在有限责任公司全体股东签署的协议中明确约定、在股份有限公司章程中明确规定定向减资为三分之二以上表决权的股东通过即可实施；
2. 在全体股东共同签署的交易文件中约定目标公司的回购义务，避免采取个别股东与目标公司单独签署补充协议的方式约定目标公司的回购义务；特别地，针对目标公司为股份有限公司的情况，目标公司的回购义务条款应同时约定在其公司章程中；
3. 对回购事项的审议程序和未能履行回购义务的配套救济措施（包括目标公司向投资人定向分红、变卖资产筹措回购资金等）约定其他股东应当采取所有积极和必要的配合义务，包括但不限于投赞成票、配合完成公司减资手续和其他手续，并对于违背表决权拘束约定的股东设定明确的违约责任；
4. 针对目标公司及创始股东不履行回购义务的违约责任，存在得到司法支持的可能。因此，建议投资方针对目标公司或创始股东等回购义务主体，设计具体的违约责任条款，如违约金条款、迟延履行利息等；
5. 对于定向减资款的支付时间，交易文件中尽量避免约定某个过早的时点，建议约定至少在债权人通知程序、减资公告等程序的法定期限届满后再支付，以避免减资程序可能被认定违法的风险；

6. 针对违法减资给投资人带来的潜在风险，交易文件中还可要求目标公司及创始股东承诺合法完成定向减资的各项程序。

二、加强投后管理

1. 投资人可以委托派驻目标公司董事、监事及相关代表，持续关注并监督目标公司的经营管理、财务及资产状况，依法行使法定及约定的知情权；

2. 注意收集控股股东滥用股东权利，严重损害公司或者其他股东利益的相关证据。

三、回购退出准备

在投资人决定退出后实际实施前，投资人需深入分析企业的业务表现、资产负债状况及交易条款情况，从企业价值及可选退出通道两大维度判断可采取的退出路径。在此阶段，投资人可以进行的准备工作包括：

1. 提前分析回购条款，关注回购条款的可执行性，进而作为判断是否提起诉讼/仲裁的考量因素之一；

2. 在回购条件触发后6个月内及时发送书面回购通知，如有约定保证责任，则需进一步注意保证期间届满问题；

3. 如回购条件并非以上市为由作为触发条件，而是违约型回购，则需要提前取证并分析证据是否充分；

4. 利用知情权施压，一般情况下，尽管知情权诉讼胜算非常大，但是考虑到时间成本以及执行压力，我们并不建议直接提起知情权的诉讼来施加压力，而仅是作为施压手段逐步推进；

5. 监测目标公司动态并搜集相关信息；

6. 及时了解其他投资人对投资退出的看法，判断其他投资人对退出的障碍并考虑联合其他投资人的可行性。

第九章 国有企业股权回购合规分析

本章引言

为防止国有资产流失，国有企业在交易过程中需要遵循一系列的特殊监管要求，具体到各项审批程序、交易方式的选择、交易价格的确定等方面均受到国家法律法规、行政规章及相关政策规定的约束。

基于国有企业交易行为监管的特殊性，当国有企业作为交易主体参与股权回购时，交易流程将更加复杂，回购条款的实现也存在着诸多问题尚待厘清。在股权回购交易中，国有企业既有可能作为投资人行使回购权，也可能作为回购义务人承担回购义务。基于此，本章将根据国有企业在股权回购中不同的身份，对国有企业参与股权回购交易的特殊性分别探讨。

第一节 国有企业作为投资人行使回购请求权

一、未经审批，回购条款能否实现

当国有企业作为投资人请求回购时，国有企业持有的目标公司股权需要向回购义务人进行转让，由此将发生国有企业的产权变动。根据相关规定，国企持有的股权对外转让需要履行审批程序。例如，《企业国有资产监督管理暂行条例（2019修订）》（下称《“**国资条例**”》）第23条规定，“国有资产监督管理机构决定其所出资企业的国有股权转让。其中，转让全部国有股权或者转让部分国有股权致使国家不再拥有控股地位的，报本级人民政府批准。”《企业国有资产交易监督管理办法》第7条（国资委、财政部令第32号，下称“**《32号文》**”）规定：“国资监管机构负责审核国家出资企业的产权转让事项。其中，因产权转让致使国家不再拥有所出资企业控股权的，须由国资监管机构报本级人民政府批准。”

回购条款涉及的审批程序有两个环节，第一个环节是在签订回购权条款时履行审批程序，第二个环节是在基于已签署的回购权条款行使回购权进行股权转让时履行审批程序。一般而言，签订回购权条款会在国有企业对目标公司进行投资时作为国有企业对外投资方案或投资文件中实现国有企业退出机制内容的组成部分一并报批。若国有企业投资方案中并未明确股权回购等投资退出机制，或国企投资人签订了回购权条款但未经审批从而导致实际方案与审批方案不一致的，可能存在损害国有企业权益之嫌。

特别地，针对国有金融企业在上述第二个环节发生时如何履行审批程序的问题，《财政部关于进一步明确国有金融企业直接股权投资有关资产管理问题的通知》第九条规定，“国有金融企业开展直接股权投资，应当建立有效的退出机制，包括：公开发行人上市、并购重组、协议转让、股权回购等方式。按照投资协议约定的价格和条件、以协议转让或股权回购方式退出的，按照公司章程的有关规定，由国有金融企业股东（大）会、董事会或其他机构自行决策，并办理股权转让手续；以其他方式进行股权转让的，遵照国有金融资产管理相关规定执行。”由此可见，国有金融企业作为投资人，按照投资协议约定的价格和条件、以协议转让或股权回购方式退出的，由国有金融企业股东（大）会、董事会或其他机构自行

决策即可，无需另行履行审批程序。

如果国有企业在签订回购协议时未履行审批程序，是否会导致股权回购的约定无效或国有企业无法行使回购请求权，司法实践中存在着不同观点。一种观点认为，未经审批并不导致回购条款无效，回购义务人应当依约承担回购股权、支付回购款的义务。

案例评析：北京市某服务中心与北京某投资中心（有限合伙）等股权转让纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2021）京 01 民终 6257 号 审理法院：北京市第一中级人民法院 审结日期：2021.10.13
基本案情	2013 年 10 月 28 日，北京市某服务中心作为政府引导基金的受托投资人，与某投资中心、北京某投资中心共同投资设立了某创业公司，并委托某投资中心进行管理。后北京市某服务中心指控某投资中心违反《委托投资及管理协议》约定的行为，在管理过程中存在多项违约行为，包括违反基金业协会自律规则、投资地域限制、投资项目未完成工商变更登记、未履行重大事项披露义务等，北京市某服务中心主张根据《投资人协议》第二十五条规定，要求某投资中心、北京某投资中心收购其股权。
法院观点	“缔约自由原则和合同严守原则是合同法的基本原则，不能轻易突破。北京市某服务中心根据北京市中小企业创业投资引导基金委托扶持科创类中小企业的专业机构，某投资中心系具有专业投资经验、并实际从事被投资企业具体经营管理的基金管理人，无论从民事权利能力、民事行为能力还是其专业性角度，都应当对自身行为后果有明确的认知和判断。《投资人协议》《委托投资及管理协议》的相关合同条款，应是双方经过反复斟酌、协商后确定的内容，对双方均具有约束力。《投资人协议》约定如管理公司即某投资中心违反《委托投资及管理协议》约定，北京市某

案例评析：北京市某服务中心与北京某投资中心（有限合伙）等股权转让纠纷二审民事判决书	
	<p>服务中心有权要求某投资中心、北京市某投资中心回购股权。</p> <p>北京市某服务中心系政府引导基金的受托投资人，其机构性质、资金来源客观上要求其对国有资产保值、增值负有较高的注意义务。就本案而言，北京市某服务中心并不直接参与某创业公司具体的经营管理，其对于投资项目及收益的管控，是通过与管理人某投资中心的管理、控制实现，最终体现为《委托投资及管理协议》约定以及法律、法规等的规定，在客观上，北京市某服务中心必然对某投资中心从事经营行为合法、合规、合约性有较高的要求，否则，其可能会面临较高的投资风险。换言之，避免因管理公司的行为引发投资风险，亦是北京市某服务中心实现投资目的的方式。故在某投资中心存在违约行为的情况下，北京市某服务中心经评估后认为已影响其投资目的的有效实现，选择要求某投资中心和北京市某投资中心回购股权、退出投资企业，不仅是其合同目的的体现，而且是最终实现合同目的的保障。</p>
案例评析	<p>本案中，法院认为，回购协议未经审批并不导致回购条款无效，回购义务人应当依约承担回购股权、支付回购款的义务。</p>

另一种观点则认为未经审批的回购条款无效，回购义务人的回购义务不具有可履行性。

案例评析：海南某公司、深圳市某公司股权转让纠纷再审民事判决书	
案件信息	<p>案号：（2019）最高法民再 23 号</p> <p>审理法院：最高人民法院</p> <p>审结日期：2019.12.17</p>

案例评析：海南某公司、深圳市某公司 股权转让纠纷再审民事判决书	
基本案情	<p>海南某公司于 2005 年 3 月 25 日成立，股东为深圳某公司和李某。2006 年 12 月 29 日，深圳某公司和李某与海南某公司签订《股权转让协议》，约定将海南某公司的全部股权转让给海南某公司。2007 年 1 月至 3 月，海南某公司支付了部分款项用于办理土地使用权证的税费，但双方在 3 月就转让资金共管协议的磋商未能达成一致。海南某公司作为原告提起诉讼，请求深圳某公司和李某继续履行股权转让协议，并要求深圳某公司赔偿因拖延履行协议造成的经济损失。</p>
法院观点	<p>第一，关于涉案《股权转让协议》是否需经批准才生效的问题。</p> <p>《企业国有资产监督管理暂行条例》第二十三条规定，国有资产监督管理机构决定其所出资企业的国有股权转让。其中，转让全部国有股权或者转让部分国有股权致使国家不再拥有控股地位的，报本级人民政府批准。第二十四条规定，所出资企业投资设立的重要子企业的重大事项，需由所出资企业报国有资产监督管理机构批准的，管理办法由国务院国有资产监督管理机构另行制定，报国务院批准。……据此，国有独资企业、国有独资公司和国有资本控股公司转让国有资产，致使国家不再拥有控股地位的，属于重大事项，应当报请本级人民政府批准。</p> <p>本案中，根据已经查明的事实海南某公司的股东为深圳某公司和李某，其中深圳某公司持有海南某公司 95% 的股份。深圳某公司的股东为外企集团和王某，其中外企集团持有深圳某公司 70% 的股份。外企集团是国有独资公司。根据上述规定，深圳某公司出让海南某公司股权属于国有资本控股公司转让国有资产，致使国家不再拥有控股地位的情形，应报有关国有资产监督管理机构和本级人民政府批准。海南某公司主张涉案股权转让合同无需批准生效，没有法律依据，本院不予采信。……关于海南某公司主张</p>

案例评析：海南某公司、深圳市某公司 股权转让纠纷再审民事判决书	
	深圳某公司因拖延履行涉案股权转让协议而应赔偿其经济损失100万元的问题，因涉案股权转让合同未生效不应履行，海南某公司的该项主张失去了请求基础，本院不予支持。
案例 评析	本案中，法院认为由于本案所涉情形为国有资本控股公司转让国有资产，致使国家不再拥有控股地位的情形，因未经依法审批，股权转让合同未生效，最终认定给付股权转让款的义务不具有可履行性。

综上，违反《国资条例》《32号文》等相关规定未履行审批程序并不必然导致回购协议无效，但如果相关股权转让行为存在导致国家不再拥有控股地位等法定报批事项时，则审理法院可能基于保护国家利益原则倾向性认定未经依法报批的股权转让协议或回购协议无效或未生效。为了避免回购条款未及时审批导致相关股权转让或回购行为的效力发生争议纠纷，建议国有企业投资人与目标公司签订回购条款时，按照《国资条例》第23条之规定履行审批程序，由国有资产监督管理机构审查批准，确保国有股权变动审批程序的合法合规性。

二、未经评估，回购条款能否实现

在实践中，对赌协议的当事人通常会在合同中对目标公司股权的回购价格作出约定；当回购条件成就时，回购义务人按照约定的数额向权利人支付回购款。然而，当国有企业对外转让股权时，为防止国有资产流失、确保以公平合理的价格出让国有股权，根据《企业国有资产评估管理暂行办法》（下称“《**国资评估办法**》”）的要求，应当对相关资产进行评估，并且以经核准或备案的资产评估结果为作价参考依据，当交易价格低于评估结果的90%时，应当暂停交易，在获得原经济行为批准机构同意后方可继续交易。因此，当国有企业作为权利人行使回购请求权时，同样需要根据评估结果确定回购价格。

在未履行评估程序的情况下，国有企业是否仍有权按照约定的价格请求回购义务人支付回购款，在司法实践中存在着不同的观点。由于当事人之间约定的回

购款通常高于投资人所支出的投资款，因此一种观点认为即使未履行国有资产转让的评估程序，亦不会导致国有资产低价出让或贬值，不存在国有资产流失的情况，回购条款应当得到有效履行。

案例评析：大连某投资公司与张某、崔某 合同纠纷一审民事判决书	
案件 信息	案号：（2019）辽 02 民初 780 号 审理法院：辽宁省大连市中级人民法院 审结日期：2019.11.01
基本 案情	<p>2014年6月28日，原告（甲方）与第三人大白鲸公司（乙方）、被告张某（丙方）、被告崔某（丁方）签订《合作协议》，约定：各方同意，甲方本次向乙方增资的价格为人民币 7.5 元/股。乙方和丙方有义务促使乙方其他股东就本次增资放弃优先认购权。甲方本次向乙方增资的股份总额为 400 万股，总金额 3000 万元。同时约定了在一定条件下，甲方有权要求丙方购买甲方持有的乙方全部或部分股权。丁方应共同连带承担本协议项下甲方股权的现金回购义务。</p> <p>2017年11月27日，原告大连某投资公司向被告张某提出股权回购申请，要求张某按照《补充协议》约定，按照投资本金 3000 万元加年息 10% 支付大连某投资公司回购价款，即回购价款=实际出资额 3000 万元+实际出资额 3000 万元*10%实际投资天数（自 2014 年 10 月 9 日起至支付回购价款之日止）/365 天，并要求其于 2018 年 2 月 15 日前完成回购。张某认可在 11 月 27 日之后几天收到该股权回购申请。</p>
法院 观点	<p>本院认为，首先，《企业国有资产法》第五十四条、第五十五条虽规定了国有资产转让所履行的程序，但并未规定未履行相应程序即导致合同无效。而《企业国有资产交易监督管理办法》系部门规章，不属于法律、行政法规，对其规定的违反不能导致合同的</p>

案例评析：大连某投资公司与张某、崔某 合同纠纷一审民事判决书	
	<p>无效。其次，《增资协议》签订之时虽未经过评估而直接确定股权回购价格，但原告大连某投资公司依据《增资协议》向大白鲸公司增资为 3000 万元，在触及股权回购条款后，张某个人履行股权回购义务所确定的回购价格除了大连某投资公司投入的本金 3000 万元以外，还包括 10% 的年息，该年息高于中国人民银行同期贷款利率，即只要张某履行股权回购义务，则不会出现国有资产低价出让或贬值的情形，自然不存在国有资产流失的情形，因此不属于因损害国家利益导致股权回购条款无效的情形……本院认为，原告大连某投资公司与被告张某、第三人大白鲸公司签订的《增资协议》及《变更协议》，原告与被告张某、第三人大白鲸公司签订的《补充协议》、原告与被告张某、崔某、第三人大白鲸公司签订的《合作协议》系各方当事人真实意思表示，内容不违反法律、行政法规的强制性规定，应为有效，各方当事人均应如约履行各自义务。</p>
案例 评析	<p>未履行国有资产的评估程序并不导致合同无效。如果双方约定的回购价格高于投资款，则国有企业实现回购请求权时不会出现国有资产低价出让或贬值的情形，不存在国有资产流失，回购义务人应当依约支付回购款。</p>

另一种裁判观点则持有相反立场。该观点认为，当回购义务人回购国有企业所持股权时，双方需对国有企业所持有的目标公司股权进行评估，依据评估价值确定股权回购对价。若未履行评估程序，当事人之间的回购条款不具备履行条件，国有企业无法请求对方进行回购。

案例评析：湖北某投资公司与武汉某控股公司 股权转让纠纷一审民事判决书	
案件 信息	<p>案号：（2016）鄂 01 民初 377 号</p> <p>审理法院：湖北省武汉市中级人民法院</p> <p>审结日期：2016.10.19</p>
基本 案情	<p>2011 年 6 月 28 日，武汉某控股公司（甲方，曾用名：武昌某集团公司）与湖北某投资公司（乙方）签订《股东协议》，约定：2014 年 12 月 31 日前武汉某工程公司 IPO 申请未获得中国证监会发审会审核通过，甲方回购乙方持有的武汉某控股公司全部股份，回购价格不低于乙方投资额。</p> <p>后武汉某工程公司未能向中国证监会发审会申请 IPO 首次公开发行股票，双方达成以下补充协议：《股权转让协议》约定乙方应于 2011 年 7 月 4 日前向甲方支付股权转让款 87262195 元，因乙方未能及时向甲方支付股权转让款，形成乙方对甲方所负债务 87262195 元。</p>
法院 观点	<p>根据《中华人民共和国合同法》第六十二条“价款或者报酬不明确的，按照订立合同时履行地的市场价格履行；依法应当执行政府定价或者政府指导价的，按照规定履行”以及《企业国有资产评估管理暂行办法》第六条的规定，武汉某控股公司购买湖北某投资公司所持有的股权确需对相关资产进行评估，依据评估价值确定股权转让对价。现因缺少评估程序，且双方对股权转让的价款无法协商确定。湖北某投资公司与武汉某控股公司签订的《股权协议》因欠缺必要要件而无法履行。故对湖北某投资公司要求武汉某控股公司支付股权转让款 87262195 元及逾期付款损失的主张本院不予支持。综上，《股东协议》系湖北某投资公司与武汉某控股公司真实意思的表示，且未违反法律禁止性规定，应为合法有效。湖北某投资公司与武汉某控股公司签订的《股权协议》</p>

案例评析：湖北某投资公司与武汉某控股公司 股权转让纠纷一审民事判决书	
	因未经评估确定股权转让对价而无法履行。对湖北某投资公司要求武汉某控股公司支付股权转让款 87262195 元及逾期付款损失的主张本院不予支持。
案例 评析	回购义务人回购国有企业所持股权时，双方需对国有企业所持有的目标公司股权进行评估，依据评估价值确定股权回购对价。若未经评估，当事人之间的回购条款无法实际履行。

因此，为了降低无法收回投资款的风险，国有企业投资人向回购义务人转让股权时，应当对股权价值进行评估，最好以不低于评估值的价格要求对赌协议的相对方进行回购，充分保障国有企业的权益。在签署交易文件中的回购条款时，我们建议，约定回购价格按照以下两者孰高值确定：（1）经投资人认可的第三方评估机构对拟回购股权价值进行评估确定的并经备案的评估结果；（2）拟回购股权对应的投资款本金加上按照一定利率（单/复利）计算的利息（自投资款实际支付之日起至回购价款支付之日）。根据上述方式确定的回购价格，能够保证最终的回购价格不低于评估结果，不存在国有资产流失的情况。

三、转让股权时未进场交易，回购条款能否实现

为了保证国有企业以公允价格对外转让股权，除需对股权价值进行评估外，还需要在依法设立的产权交易场所公开开展转让活动。国有企业股权转让以进场公开挂牌转让为原则，以非公开协议转让方式为例外。而回购情形下的股权转让往往不满足《32号文》第31条规定的非公开协议转让条件¹⁴，如果履行进场交易程序，无法提前锁定回购义务人为最终受让方，达不到回购目的。此外，《32

¹⁴ 《企业国有资产交易监督管理办法》第31条：“以下情形的产权转让可以采取非公开协议转让方式：
（一）涉及主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域企业的重组整合，对受让方有特殊要求，企业产权需要在国有及国有控股企业之间转让的，经国资监管机构批准，可以采取非公开协议转让方式；
（二）同一国家出资企业及其各级控股企业或实际控制企业之间因实施内部重组整合进行产权转让的，经该国家出资企业审议决策，可以采取非公开协议转让方式。”

号文》从投资主体性质角度亦明确规定了例外情形，第 63 条规定：“金融、文化类国家出资企业的国有资产交易和上市公司的国有股权转让等行为，国家另有规定的，依照其规定。”第 66 条规定：“政府设立各类股权投资基金投资形成企业产（股）权对外转让，按照有关法律法规规定执行。”关于金融、文化类国家出资企业以及上市公司的国有股权转让，国家制定了特别规范，对其中可以采取非公开协议转让的情形予以明确；而政府设立各类股权投资基金投资形成企业产（股）权的对外转让，尚未制定统一规范，各地政府股权投资基金投资形成的股权退出方式可参考各地颁布的具体细则，如《浙江省政府产业基金投资退出管理暂行办法》《重庆市产业投资基金管理办法》《上海市创业投资引导基金管理办法》等。

在回购协议中，双方已经通过非公开协议对承担回购义务的主体、回购价格做出了明确约定。实践中，在触发回购义务条款时，国有企业投资人是否仍应当履行进场交易程序，在产权交易机构以公开交易的方式进行股权回购存在争议。

法律规定国有资产原则上通过产权交易场所进行交易的主要目的依然是为了防止国有资产流失。当双方未履行进场交易程序时，多数法院目前认为未进场交易并不影响合同效力，回购条款并未违背国有资产保值增值的原则，双方应按约定执行。

案例评析：詹某、黎某等股权转让纠纷民事二审民事判决书	
案件信息	案号：（2022）粤 01 民终 16340 号 审理法院：广东省广州市中级人民法院 审结日期：2022.12.12
基本案情	2014 年 12 月 20 日，当事人签订《关于投资广州某信息技术公司的框架协议书》，约定若甲方在 2018 年 12 月 31 日前未能在资本市场上市的，则乙、丁方有权选择是否退出，若乙、丁方选择退出，则丙方承诺按持股比例回购乙、丁方所持甲方股权，回购价格为不低于股权转让时乙、丁方所持有甲方股权所对应的经评估后的净资产值或对甲方投资本金×（1+5%×投资年限）计算的价

案例评析：詹某、黎某等股权转让纠纷民事二审民事判决书	
	<p>格，按孰高原则确定。</p> <p>由于目标公司没有在约定的 2018 年 12 月 31 日前在资本市场上市，广州某创新投资公司于 2019 年 12 月 31 日向詹某、黎某发出《关于尽快履行股权回购义务的函》，表示因已触发回购条款，广州某创新投资及向某某决定退出，并已通过多种形式督促二位，请尽快履行股权回购义务，配合做好后续股权转让工作。</p> <p>回购义务人认为广州某创新投资系国有企业，而未在产权交易场所公开进行股权转让，严重违反法律规定和合同约定。</p>
法院观点	<p>针对詹某、黎某主张广州某创新投资主张股权回购应当履行国有资产转让的必要前置程序问题。《关于投资广州某信息技术公司的框架协议书》约定通过产权交易所“招拍挂”方式进行回购所进行的相关约定主要体现的是詹某、黎某应当履行回购的义务，并非是指涉案股权必须通过产权交易所“招拍挂”的方式进行回购。法律规定国有资产必须到产权交易所进行交易的主要目的是为了防止国有资产流失，现在广州某创新投资在国有资产监管机构批准同意的情况下采用直接回购的方式亦能达到该目的，事实上，从詹某、黎某的抗辩以及其提交的广州某创新投资的议案中也可得到印证。因此，广州某创新投资可以要求詹某、黎某直接回购涉案股份。</p>
案例评析	<p>国有资产必须到产权交易所进行交易的主要目的是为了防止国有资产流失。在股权回购中，双方未履行进场交易程序并不一定会导致国有股权被低价出让，双方应按约定执行。</p>

在（2020）苏 0508 民初 835 号、（2021）津 0319 民初 9148 号等案件中，法院也采纳了类似的观点，在未挂牌进场交易的情况下支持了当事人要求回购股权的主张，法院如此裁判的要点包括：（1）进场交易的相关法律规定为管理性

强制性规定而非效力性强制性规定；（2）案涉协议属于双方当事人真实意思表示；（3）回购权条款是双方当事人特别订立的保护投资人利益的条款，未违背国有资产保值增值原则。不过，在实践中依然有部分法院认为以固定价格、不在产权交易场所公开进行转让将导致回购条款无效，从而驳回权利人的主张。

案例评析：广州某甲房地产公司与广州某乙房地产公司、 广州市某集团公司股权转让纠纷一审民事判决书	
案件 信息	案号：（2016）粤 0104 民初 780 号 审理法院：广东省广州市越秀区人民法院 审结日期：2016.07.14
基本 案情	经审理查明，2009 年 9 月 21 日，原告广州某甲房地产公司（转让方）、被告广州某乙房地产公司（受让方）与广州某丙房地产公司（标的公司）签订的《股权债权转让合同》。 原告又分别于 2009 年 9 月 30 日、2012 年 1 月 19 日、2012 年 11 月 28 日、2013 年 9 月 13 日（同时订立两份补充合同）与两被告签订了 5 份股权债权转让合同补充合同，就股权回购、“合作”期限、借款安排及“管理费”支付等内容作了约定。
法院 观点	广州某丙房地产公司的 45% 股份已是国有独资企业广州某乙房地产公司的重大财产，原告直接以固定价格、不在产权交易场所公开进行转让，已违反了《中华人民共和国企业国有资产法》第四十七条、第五十四条、第五十五条的效力性规定，因此该合同条款无效。
案例 评析	本案法院认为，以固定价格、不在产权交易场所公开转让国有股权将导致股权转让条款无效。

因此，虽然未进场交易是否能够实现回购条款的法院裁判观点各有不同，但究其本质是在判定是否造成国有资产流失的基础上进行。多数法院倾向于认为股

股权转让未进场交易不会导致回购条款无效，实现回购权的可能性较大；但作为国企投资人一方而言，通过非公开协议回购方式实现投资退出尚缺乏法律依据（另有专门规定的情况除外），在未按规定进场交易的情况下仍有回购权无法实现的风险。建议国企投资人可以提前与审批机构、回购义务人沟通回购权行使方式，在商业可行的情况下尽量履行进场交易程序，降低行使回购请求权的风险。

需注意的是国有金融机构在转让股权时无需进入产权交易场所交易。《财政部关于规范国有金融机构资产转让有关事项的通知》规定：“国有金融机构资产转让原则上采取进场交易、公开拍卖、网络拍卖、竞争性谈判等公开交易方式进行。转让在公开市场交易的证券及金融衍生产品，应当通过依法设立的交易系统和交易场所进行。除国家另有规定外，未经公开竞价处置程序，国有金融机构不得采取直接协议转让方式向非国有受让人转让资产。属于集团内部资产转让、按照投资协议或合同约定条款履约退出、根据合同约定第三人行使优先购买权、将特定行业资产转让给国有及国有控股企业，以及经同级财政部门认可的其他情形，经国有金融机构按照授权机制审议决策后，可以采取直接协议转让方式进行交易。”因此，国有金融机构通过股权回购退出目标公司的，无需进场交易。

案例评析：丁某等与吉林省某投资公司股权转让纠纷 二审民事判决书	
案件信息	案号：（2021）京民终 794 号 审理法院：北京市高级人民法院 审结日期：2021.12.28
基本案情	2016 年 3 月 16 日，吉林省某投资公司（作为甲方）与某丙投资管理公司（作为丙方）、丁某（作为丁方）以及某乙投资管理公司（作为乙方）在北京共同签署《投资合同》，约定：6.4 若本协议项下经营目标未达到本合同规定经营目标的 60% 或公司 2017 年净利润低于 2016 年承诺净利润的 70%，双方可视实际完成净利润的情况，实际控制人单方面选择受让或投资方要求实际控制人受让投资方的部分股权，受让股权比例为 4.5%，受让价款为投

案例评析：丁某等与吉林省某投资公司股权转让纠纷 二审民事判决书	
	<p>资方成本加上自公司收到投资方投资额之日起至该投资方股权被受让之日，以该投资方投资成本作为本金，以年利率 6% 计算的利息之和。</p> <p>后吉林省某投资公司要求相对方回购，被告主签署增资协议同时约定了股权回购条款，所涉回购国有企业/国有金融企业所持股权，须在产权交易场所公开进行。</p>
法院观点	<p>本案中，根据吉林省某投资公司提交的《关于印发〈省直金融企业划转工作实施方案〉并报送相关材料的通知》《省政府关于 2018 年度国有资产管理情况的综合报告》等证据材料可以证明，吉林某投资公司为吉林省属金融企业，系吉林省财政厅管理的非持牌金融机构，其经营范围涉及多项金融投资领域。《财政部 31 号通知》第一条规定：“本通知适用于国有金融企业，包括所有获得金融业务许可证的国有企业、国有金融控股公司、国有担保公司以及其他金融类国有企业。”故吉林省某投资公司系属《财政部 31 号通知》第一条所规定的其他金融类国有企业。吉林省某投资公司作为国有金融企业，有权按照《投资合同》中约定的股权回购方式退出其对目标公司的投资。《投资合同》未违反法律、行政法规的强制性规定，合法有效。</p>
案例评析	<p>国有金融企业，有权按照《投资合同》中约定的股权回购方式退出其对目标公司的投资，无需在产权交易机构进行公开交易。</p>

四、国有企业回购请求权的行使期限问题

在实践中，投资人并不一定会在回购条件成就后的第一时间要求回购。投资人通常会与回购义务人进行谈判，基于目标公司的发展前景、回购义务人的资信能力等要素协商达成解决方案。在目标公司仍有上市可能性、发展前景良好的情

况下，投资人可能会考虑暂不行使回购请求权。

但是，为了提升国企抗风险能力，促进国有资产保值增值，相较于私营企业，国有企业内部有着更为严格的风险控制要求。为了尽快取得回款，回购条件触发时，国有企业通常会立刻发出回购通知，要求回购义务人履行回购义务。因此，当融资方与国有企业签订回购协议时，需要做好国有企业积极行使回购请求权的准备，在回购条件成就之前提前准备好应对方案。在与国有企业谈判时，可以积极策划国有企业投资人先行退出的方案，并以此为筹码要求国有企业投资者降低回购款的数额，减小融资方的回购压力。

第二节 国有企业作为回购义务人承担回购义务

一、未经审批，回购条款能否实现

当国有企业作为回购义务人签订对赌协议时，如果履行回购条款，那么国有企业需要向投资人支付回购款项。现行国资监管规定中，并无法律、行政法规的强制性规定明确要求国有企业签订负有股权回购义务的协议需完成外部行政审批程序；除各方约定回购协议应于审批后生效的情况外，回购协议未经审批原则上不影响协议的效力，国有企业应当根据约定承担回购义务。

案例评析：南京某集团公司、南京某传媒投资公司等 合同纠纷民事申请再审审查民事裁定书	
案件 信息	案号：（2022）最高法民申 232 号 审理法院：最高人民法院 审结日期：2022.04.12
基本 案情	2010 年 4 月 30 日，某投资管理中心等与某传媒股份公司、南京某集团公司及南京某传媒投资公司签订《增资协议》，同日各方又签订《备忘录》，约定若某传媒股份公司在《备忘录》签署三年后未实现上市，某投资管理中心等应将其持有的某传媒股份公司的全部股权转让给南京某集团公司和南京某传媒投资公司，且约定了股权转让价格。经审查，《备忘录》中并无关于股权回购协议需经审批的约定。
法院 观点	《中华人民共和国公司法》第六十六条仅规定国有独资公司的合并、分立、解散等情形，必须由国有资产监督管理机构决定及报批，并不涉及股权回购事宜。《中华人民共和国企业国有资产法》第三十条规定国家出资企业的合并、分立、增减注册资本、进行重大投资等重大事项，应遵守相关规定，不得损害出资人和债权人的权益，并无关于股权回购需经审批的规定。《企业国有资产监督管理暂行条例》第二十三条系关于国有股权转让的规定，若

案例评析：南京某集团公司、南京某传媒投资公司等 合同纠纷民事申请再审审查民事裁定书	
	<p>致使国家不再拥有控股地位的，须经政府批准；第二十一条、第二十四条等规定情形，均无股权回购须经批准的规定。</p> <p>《备忘录》约定关于股权回购问题，在相关法律、行政法规未作出强制性规定时，各方当事人约定签署及《增资协议》经审批生效后发生法律效力，属当事人对股权回购协议效力的真实意思表示，二审判决依法认定《备忘录》已生效，并无不妥……本案《备忘录》并无关于股权回购需经审批生效的相关约定，各方当事人也确认签订《备忘录》时均认为不需要审批，故本案与另案判决之间并不存在同案不同判的问题。</p>
案例 评析	<p>现行国资监管规定中，并无法律、行政法规的强制性规定明确要求国有企业签订承担股权回购义务需经行政审批程序。《备忘录》中关于股权回购的条款系当事人真实意思表示，经签署后即生效，国有企业应当依约履行回购义务。</p>

但国有企业为国有资产的持有主体，投资人与国有企业的回购安排可能会导致国有企业权益受到影响，不排除在具体交易中“股权回购”被视为“进行重大投资”等其他需履行国资审批的事项，或属于国有企业章程或内部管理制度约定需履行国资审批的事项。因此，在审判实践中，仍有部分法院认为国有企业承担回购义务时，回购条款经审批生效。

案例评析：上海某实业公司与 江苏省某集团公司、李某股权转让纠纷申请再审民事裁定书	
案件 信息	<p>案号：（2016）最高法民申 474 号</p> <p>审理法院：最高人民法院</p> <p>审结日期：2016.06.05</p>

案例评析：上海某实业公司与 江苏省某集团公司、李某股权转让纠纷申请再审民事裁定书	
基本案情	<p>2011年1月20日，某盐化公司代表贾某与上海某国际贸易公司代表刘某签署《股权转让协议书》一份，载明：完成本次股权转让五年后，如果某盐化公司未上市，同意上海某实业公司、江苏某投资管理公司退股或由江苏某集团公司收购其退出股份。退股或收购价格按原始转让股权的价格+股权持有期×持股期年银行贷款利率-股权持有期内累计分红。</p> <p>在上海某实业公司举证的落款时间为2014年1月14日的《情况说明》记载：2011年1月签署《股权转让协议书》时，因上海某实业公司正在筹建，故以上海某国际贸易公司名义谈判和签署，上海某实业公司成立后，出资收购等事宜均由其进行，相应的权利亦由其行使。</p> <p>后2012年度某盐化公司净利润为-13111.92万元。双方均确认某盐化公司已不具备上海某实业公司受让股权后五年内上市的条件。</p>
法院观点	<p>江苏省某集团公司应否履行给付股权转让款的义务。如前所述，作为国有独资企业，案涉股权购买行为属于需政府主管部门批准的重大事项，政府部门批准属于《合同法》第四十四条第二款规定的合同法定生效要件。该条件具备与否，取决于政府主管部门是否审批，并非江苏省某集团公司单方行为可以决定，不能据此认定江苏省某集团公司“为自己的利益不正当阻止条件成就”，不能适用《合同法》第四十五条的规定，当然认定合同的生效要件已经成就。在合同尚未经审批、未生效的情形下，给付股权转让款的合同义务尚不具有可履行性。</p>
案例	<p>案涉股权回购关系到国有企业的权益，属于需政府主管部门批准的重大事项，政府部门批准属于《合同法》第四十四条第二款规</p>

案例评析：上海某实业公司与 江苏省某集团公司、李某股权转让纠纷申请再审民事裁定书	
评析	定的合同法定生效要件。政府主管部门未审批的情况下，支付回购款的合同义务不具有可履行性，国有企业无需承担回购义务。

二、国企作为目标公司时，应履行减资程序

《九民纪要》出台后，法院在裁判实践中倾向于认定投资人与目标公司签订的回购协议有效，但目标公司履行回购义务仍需以完成减资程序为前提。基于这一裁判思路，若无其他无效事由，国有企业作为目标公司承担回购义务的约定有效，但在国企履行减资程序之前回购条款不具备可履行性。

国有企业减资除了需遵守《公司法》关于减资的一般流程外，还需要关注与国资监管有关的规定，因而减资程序的履行也更为复杂。

根据《国资条例》第 22 条的规定，国有控股的公司、国有参股的公司的股东会、董事会决定公司的增减资本等重大事项时，国有资产监督管理机构派出的股东代表、董事，应当按照国有资产监督管理机构的指示发表意见、行使表决权，并将其履行职责的有关情况及时向国有资产监督管理机构报告。

根据《国资评估办法》第 6 条规定，非上市公司国有股东股权比例变动时，应当对相关资产进行评估。目标公司履行回购义务时需进行定向减资，将导致国有股东的股权比例变动，因此需对资产进行评估。但是，回购条款的设置中通常会约定回购价格，例如投资成本加上一定比例的利息，由此计算得出的回购价格与经评估的价格可能存在差异，因此建议国有企业尽量在回购条款中按照届时评估价作为交易依据。

此外，国有企业还需要结合公司实际情况判断减资是否属于重大决策事项，如果属于“三重一大”事项，那么则需要根据《中共中央办公厅、国务院办公厅印发关于进一步推进国有企业贯彻落实“三重一大”决策制度的意见》的相关规定履行决策程序。

整体而言，当国有企业作为目标公司且承担回购义务时，要求目标公司完成

减资程序、实现回购请求的难度可能会进一步加大。作为投资人，应及时向国企发出回购通知，督促目标公司完成减资；作为国有企业，在履行回购义务、进行减资时应充分履行内部决策程序，避免造成国有资产流失、降低相关人员被追责的风险。

三、国企为回购义务人提供担保

在股权回购实践中，存在国有企业为回购义务人提供担保的情形。一旦回购条件被触发且回购义务人未能履行其义务，国有企业则需承担相应的担保责任。从司法实践来看，一般认为，国有企业为回购义务人提供担保与为其他主体的债务提供担保并无本质区别，可适用国有企业担保的原则性规定和程序。

作为一般法律主体，国有企业受到《公司法》的约束；作为特殊法律主体，国有企业还受到《企业国有资产法》等法律的规制。而在具体规定方面，主要监管依据由中央和地方各级政府或国资管理部门出台的针对本级所属国有企业的担保管理规定组成：中央层面的意见包括《国务院办公厅关于建立国有企业违规经营投资责任追究制度的意见》以及《关于进一步推进国有企业贯彻落实“三重一大”决策制度的意见》等文件；地方层面的规定则更为广泛，例如《广州市市属国有企业担保管理办法（试行）》《天津市市管企业担保事项管理办法》《成都市市属国有企业投融资及借款和担保监督管理办法》《玄武区区属国有企业融资和对外担保及借款管理办法》《山东省省管国有企业担保管理暂行办法》等。

结合司法实践情况，在国有企业为回购义务人提供担保的情形中，主要可能涉及以下两个法律风险：

第一，关于国企担保对象。国有企业为他人提供担保的行为可以分为“对内担保”和“对外担保”，“对内担保”是指国家出资企业与其所属企业（包括各级全资、控股及实际控制的企业）之间的担保；而“对外担保”则是指国家出资企业及其所属企业对参股企业或无产权关系企业提供担保的行为。

整体来看，除非本级政府基于招商引资或其他合理因素提出要求，原则上国有企业不得对无产权关系的企业提供担保。此外，各地在国有企业担保对象上还有一些特殊规定，如，《关于加强中央企业融资担保管理工作的通知》要求“不得对进入重组或破产清算程序、资不抵债、连续三年及以上亏损且经营净现金流

为负等不具备持续经营能力的子企业或参股企业提供担保”；又如，《广州市市属国有企业担保管理办法（试行）》要求，被担保的项目应当符合一系列条件，包括符合国家、省和本市有关产业政策要求，符合市属国有经济布局战略性调整要求，符合被担保人主业方向，不属于任何形式的委托理财、投资股票、期货、期权等高风险的投资项目。在涉及担保领域时，应当着重注意本地国资管理规定中是否有此类特殊要求。

第二，关于国企担保决策程序。

首先，担保事项需要经过公司内部决策机制。根据《公司法》第 15 条的规定，公司为他人提供担保时，必须依照公司章程的规定，由董事会或股东会决议；公司为公司股东或者实际控制人提供担保的，应当经股东会决议。

案例评析：刘某、赣州某研究所等民间借贷纠纷再审申请案	
案件信息	案号：（2021）最高法民申 1473 号 审理法院：最高人民法院 审结日期：2021.4.25
基本案情	2011 年 7 月 29 日，贷款人刘某与借款人梁某、保证人赣州某研究所（国有企业）共同订立了《借款合同》一份，梁某向刘某借款 1300 万元，赣研所自愿为梁某的上述借款提供担保并承担连带担保责任。借款到期后，债务人未履行债务。
法院观点	国有企业对外担保属于影响国有资产的重大决定，应当履行一定议事程序，不是法定代表人所能单独决定的事项，而必须以相应的内部决议作为授权的基础和来源。本案中，赣研所仅在借款合同担保人处盖章，并无国有企业对外担保必须的其他材料。刘某二审庭审中表示其为小贷公司股东，也知道赣研所为全民所有制法人，理应对赣研所提供巨额债务保证尽到必要审慎的审查义务，其未尽到相应注意义务，不能被认定为善意相对人。结合赣研所时任所长刘某、张某与梁某在公安的讯问笔录，盖章过程并非正

案例评析：刘某、赣州某研究所等民间借贷纠纷再审申请案	
	常流程，原审法院认定担保合同无效并无不当。……刘某的诉讼请求系要求担保人承担担保清偿责任，因担保合同无效，原审法院对赣研所不承担担保清偿责任的判断并无不当。
案例评析	本案中，法院认为由于未经公司内部有效决议，担保合同无效，担保人国有企业不承担担保责任。

其次，实践中争议更大的是，国有企业未按国资监管规定履行批准程序是否影响担保效力。从法律规定来看，《公司法》和《企业国有资产法》等法律法规亦均未规定国有企业对外进行担保需要进行批准才生效；在司法实践中，多数法院也认为，按国资监管规定履行批准程序不是国有企业担保合同的生效条件。

案例评析：安徽省某投资公司、某银行濮阳支行金融借款合同纠纷 再审审查与审判监督民事裁定书	
案件信息	案号：（2017）最高法民申 370 号 审理法院：最高人民法院 审结日期：2017.7.27
基本案情	2013 年 3 月 5 日，安徽省某投资控股有限公司召开股东会并形成决议，某高速公司向某银行借款 2000 万元整提供连带责任担保，并承诺以公司的全部资产和收入偿还某高速公司借取贷款所产生的全部债务。借款到期后，债务人未履行债务。安徽省某投资控股有限公司在诉讼中主张，其作为国有独资公司，对外担保必须完成国有资产管理的审批程序才能生效，而该程序未被履行。
法院观点	《公司法》第六十六条规定：“国有独资公司不设股东会，由国有资产监督管理机构行使股东会职权。国有资产监督管理机构可以授权董事会行使股东会的部分职权，但公司的分离、合并、解散、增加或者减少注册资本和发行公司债券，必须由国有资产监

案例评析：安徽省某投资公司、某银行濮阳支行金融借款合同纠纷 再审审查与审判监督民事裁定书	
	督管理机构决定。”上述法律并未规定国有独资公司对外担保必须经过国有资产管理机构的审批程序，同时也未有法律明确规定国有独资公司签订对外担保合同必须经过批准方能生效，因此本案安徽省某投资控股有限公司与中原银行某支行形成的担保合同不属于必须经过审批方可生效的合同。安徽省某投资控股有限公司申请再审称因合同未经批准未生效的意见缺乏法律依据，不能成立。
案例 评析	本案中，法院认为未经过国有资产管理的审批程序，不影响国有企业提供担保的效力，担保合同合法有效，国有企业应当承担担保责任。

即使担保合同无效，也不代表国有企业可以不承担责任。根据《最高人民法院关于适用〈中华人民共和国民法典〉有关担保制度的解释》第十七条之规定：“主合同有效而第三人提供的担保合同无效，人民法院应当区分不同情形确定担保人的赔偿责任：（一）债权人与担保人均有过错的，担保人承担的赔偿责任不应超过债务人不能清偿部分的二分之一；（二）担保人有过错而债权人无过错的，担保人对债务人不能清偿的部分承担赔偿责任。”因此，国有企业提供担保应当严格遵循决策程序，不仅是国资合规的要求，也是避免承担法律责任的要求。

整体而言，在为回购义务提供担保时，在担保对象方面，国有企业有更加严格的规定；在担保程序方面，虽然一般认为国资监管规定履行批准程序并非国有企业担保合同的生效条件，但国有企业仍然需要严格按照《公司法》的规定通过股东会或董事会做出有效决议，担保权人也应该尽自身最大努力敦促、核查相关书面文件并做好留存工作。

第十章 投融资交易中的非诉退出路径

本章引言

如前所述，在投融资交易中，投资人的主要退出途径包括上市退出、并购/借壳退出、回购退出、股权转让退出以及公司清算退出五类。其中，回购退出包括行使法定回购权及约定回购权，需要结合投资人及公司的具体情况通过诉讼或仲裁路径实现回购条款的适用，属于诉讼退出路径。就非诉退出而言，上市退出和并购/借壳退出适用于目标公司经营发展较好的情况，在公司经营状况不足以实现前述退出时，投资人面临的非诉退出路径主要包括股权转让退出及清算退出。

实践中，股权转让退出往往需要结合投融资协议中约定的保障投资人退出利益的特殊优先权条款，而对于清算退出，虽然也有优先清算权条款的保护，但主要依托于对公司清算的法定流程的了解及适用。因此，本章将聚焦于领售权、随售权和优先清算权的适用及自行清算与强制清算路径的具体问题分析投融资交易项下的非诉退出路径。

第一节 领售权及随售权的效力及适用

在对外转让股权退出的方式中，保障投资人退出利益的条款分为以下两大类：

一类是减少对投资人自身转让股权限制的有关约定。比如，约定投资人可以自由转让股权，其他股东不享有优先购买权并应无条件放弃任何法定的优先购买权；或者在交易文件约定投资人不能向公司竞争对手转让股权时尽可能限缩公司竞争对手的数量、范围和更新频次；或者将不得转股给公司竞争对手的限制调整为创始股东针对该等转股享有优先出价权或优先购买权，而非否决权，使得投资人的对外转让股权的限制限缩到最明确可控、影响最小的范围；

另一类是赋予投资人更加便利的对外转让股权权利的有关约定，包括本节将要讨论的领售权及随售权的有关约定。

一、领售权条款

1. 领售权条款的商业意义

领售权（也称拖售权，英文文件中称为“Drag-along”）是赋予投资人在特定条件下要求其他股东一起完成整体出售的权利。整体出售意味着投资人能够将公司全部或大多数的股权/资产转让给拟收购的第三方，实现目标公司控制权的转让。设置领售权条款的原因在于公司整体出售和仅部分股权转让对收购方的意义不同，领售权条款能够实现整体转让意味着投资人在退出寻求第三方收购的过程中具备更优的谈判条件（控制权溢价）和更广的潜在收购方范围（计划取得控制权的收购方）。

在交易文件中，为制约投资人的权利并保护小股东的利益，目标公司还会要求给投资人行使领售权设置一定的特定条件，比如要求在交割后的一定期限后方可行使，或者还须经董事会批准/创始股东同意，或者整体出售的估值要达到一定的金额门槛等。特定条件附加的越多，对投资人行使领售权的限制往往越大。当然如果目标公司存在不同轮次的多个投资人，投资人需要基于自身轮次的商业考量决定是否接受或者如何调整领售权行使的特定条件。

2. 领售权条款的效力

我国公开可查的司法案例中暂无涉及领售权条款效力的直接讨论，但由于领售权条款本身属于公司股东之间权利义务关系的约定，往往不涉及外部债权人及其他第三人的利益保护问题。因此，实践中普遍认可领售权约定的效力。

在一起以和解方式结案的非公开案件显示，案涉被拖售股东认为拖售权不公平而拒绝履行，上海某法院在审理过程中分析认为，“仅从条款上看，极难认定领售权条款存在不公平之处”。虽然该案并未形成生效判决，但也间接表达了法官对领售权条款的效力认可。

3. 领售权的行使

在认可领售权条款效力的前提下，投资人应当具备通过法院强制执行其领售权的权利。当然，由于缺乏相关司法经验，实践中通过法院实现领售权存在一定难度，为了避免领售权的可执行性问题所产生的不确定性，投资人可以考虑约定设置违反领售权条款的违约责任（比如约定不配合完成整体出售的股东应按照相同的价格购买投资人拟出售的股权或者公司拟出售的资产），使之更容易获得落地执行。

二、随售权条款

1. 随售权条款的商业意义

随售权（也称共同出售权）是指在其他股东（一般为创始股东）转让其持有的公司股权时，投资人可按约定比例参与该等转让，与该创始股东一起出售其持有的公司股权的权利。随售权条款一方面拓宽了投资人的退出途径，另一方面也限制了创始股东对外转让其股权。

2. 随售权条款的效力

与领售权类似，随售权同样是股东之间意思自治的范畴，原则上并无认定其无效的理由。

在 2018 年的一起上市公司并购某公司 A 的交易案例中，A 公司股东 B 公司持有 A 公司 77.41% 股权，股东 C 合伙企业持有 A 公司 22.59% 股权且约定了随售权。该上市公司本打算收购 B 公司全部股权，从而实现对 A 公司的控制，而

C 合伙企业的 LP 就随售权问题向上海证券交易所举报，要求参与到本次交易之中。最终该上市公司就收购 C 合伙企业所持 A 公司股权事宜进行谈判并达成一致，但最终因多方因素放弃了本次交易。虽然该交易案例并非法院案例，但也体现了随售权条款的“威力”，一定程度上维护了投资人作为小股东的利益。此外，（2019）京 03 民终 6335 号案例也肯定了随售权的效力。

案例评析：林某与北京某投资中心（有限合伙）股权转让纠纷 二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2019）京 03 民终 6335 号 审理法院：北京市第三中级人民法院 审结日期：2019.06.18
基本 案情	<p>2015 年 9 月 24 日，北京某投资中心作为甲方（投资方）、林某作为乙方（原股东）、林某作为丙方（原股东）、吴某作为丁方（原股东）、某电影院线公司作为戊方（标的公司）签订案涉《增资协议》中载明：“……第十一条 甲方的股权（份）同售权 1. 如果乙方、丙方、丁方拟向除甲方以外的任何第三方直接或间接出售其持有的标的公司部分或全部股权，无论该等转让是否出于乙方、丙方、丁方自愿，均应至少提前 30 日通过书面形式通知甲方，并获得甲方出具的书面同意方可实施，且甲方可以主张将其持有的标的公司部分或全部股权出售给拟受让乙方、丙方、丁方持有的标的公司股权的交易方。如甲方上述同售主张不能得到满足，则乙方、丙方、丁方不得向该第三方直接或间接出售其持有的标的公司部分或全部股权。……”</p>
法院 观点	<p>二审法院认为：……（二）林某主张的案涉《增资协议》因包含股权同售权、反稀释、优先清算权等条款而无效是否成立</p> <p>2、股权同售权。根据案涉《增资协议》中第十一条“股权（份）同售权”条款的约定，当林某、林某、吴某出售股权时，北京某投资中心享有同等出售的权利，亦不违反《公司法》等相关法律</p>

案例评析：林某与北京某投资中心（有限合伙）股权转让纠纷 二审民事判决书	
	<p>法规对股权转让的强制性规定。……只有违反法律、行政法规的效力性强制性规定才导致合同必然无效。……</p> <p>综上，……案涉《增资协议》《补充协议》不违反法律、行政法规的效力性强制性规定，且系各方当事人的真实意思表示，故，本院对于案涉《增资协议》《补充协议》的效力予以确认。</p>
案例 评析	<p>本案认为，只有违反法律、行政法规的效力性强制性规定才导致合同必然无效，争议协议所约定的随售权/共同出售权等内容并不违反法律法规的强制性规定，则应认定为有效。</p>

3. 随售权的行使

在认可随售权条款效力的前提下，同样应赋予其可执行性。如新引入的投资者无法接受以同等条件同时收购投资人所持股权，则法院应当禁止新引入的投资者与义务方股东的交易；如新引入的投资者希望完成交易，则法院应强制要求其以同等条件收购享有随售权的投资人的股权。但由于缺乏随售权行使的具体案例可供参考，实践中通过法院实现随售权也有可能存在一定难度。在交易文件中，一般会约定随售权行使的配套措施，比如约定在新引入的投资者拒绝购买投资人所持股权时，义务方股东也不得向新引入的投资者转让任何股权，除非义务方股东同时以相同的价格向投资人购买其拟出售的股权。

综上所述，对于领售权、随售权条款，虽然该等条款的效力应当得到认可，但考虑到相关司法经验的不足，投资人通过法院确认并强制执行该等权利可能会存在实践上的困难。因此，如果领售权、随售权是交易中投资人比较看重的条款，是否需要约定相应的违约责任，也是需要进一步考虑的问题。

第二节 优先清算权的效力及适用

一、优先清算权概述

优先清算权，是指目标公司发生清算事件时，个别股东优先于其他股东获得清算收益的权利。狭义的清算仅指符合法定条件的公司清算，目标是公司注销，广义的清算还包括了“视同清算事件”（主要包括整体出售），发生后投资人可以优先收回投资成本和收益，目标公司不一定注销。优先清算权还分为参与型优先清算权（Participation）和非参与型优先清算权（Non-participation）。参与型优先清算权是指享有权利的股东除根据约定优先于普通股股东从目标公司分得财产外，若目标公司仍有剩余财产的，其还可继续参与剩余财产分配。非参与型优先清算权是指享有权利的股东在优先从目标公司获得自己可分得的财产后，不再参与后续剩余财产的分配。基于目标公司和投资人的谈判结果，目标公司还可能要求在参与型优先清算权上设置上限，比如约定当投资人按照参与型优先清算权参与分配获得的清算金额达到一定上限（比如投资本金的一定倍数）以后，投资人不再继续参与剩余财产的分配。

优先清算权多适用于私募股权投资等商业投资行为中，投资人为降低其投资风险，通常在交易文件中约定优先清算条款，例如：1. 若目标公司发生清算或视同清算的情形，公司财产在支付清算费用、职工的工资、社会保险费用、法定补偿金、所欠税款和公司债务后的剩余财产，投资方享有优先清算权，目标公司应当先向投资方支付一定数额的优先清偿款（一般为投资本金、投资本金的一定倍数或者投资本金加上按照约定利率计算的利息）；2. 目标公司在支付完毕优先清偿款后，若目标公司仍有剩余财产的，剩余财产将在股东之间按照股权比例继续分配，同时，投资人【继续享有/不享有】和其他股东同等参与目标公司剩余财产分配的权利。

二、优先清算权效力

虽然《公司法》第 236 条并未明确允许公司清偿公司债务后的剩余财产可由个别股东优先于其他股东受偿，仅允许股东按照出资比例或股份比例分配，但《民法典》第 72 条中所规定的法人清算后的剩余财产可按照法人章程或法人权力机构决议进行分配，为优先清算权的设定留下了空间。此外，《公司法》第 144 条

明确约定，股份有限公司可以按照公司章程的规定发行与普通股权利不同的类别股，其中包括优先或者劣后分配利润或者剩余财产的股份；《公司法》通过类别股的形式明确允许股份有限公司通过公司章程规定的类别股给予股东对剩余财产的优先清算权。

《民法典》第 153 条明确规定，“违反法律、法规的强制性规定的民事法律行为无效”。根据《九民纪要》第 30 条第二款规定，“……下列强制性规定，应当认定为“效力性强制性规定”：强制性规定涉及金融安全、市场秩序、国家宏观政策等公序良俗的；交易标的禁止买卖的，如禁止人体器官、毒品、枪支等买卖；违反特许经营规定的，如场外配资合同；交易方式严重违法的，如违反招投标等竞争性缔约方式订立的合同；交易场所违法的，如在批准的交易场所之外进行期货交易。……”由于优先清算权在投资协议中的约定不属于上述强制性规定所涉及的范围，且不实际损害他人利益，司法实践中往往认可优先清算权的效力。

案例评析：沈某、程某、郭某等侵权责任纠纷二审民事判决书	
案件信息	案号：（2020）川 01 民终 9209 号 审理法院：四川省成都市中级人民法院 审结日期：2020.08.06
基本案情	2013 年 5 月 16 日，君某公司成立。2016 年 4 月，某合伙与君某公司以及君某公司全体股东沈某、程某、郭某签订《增资协议》，约定：1、增资价格，某合伙出资 350 万元，认购公司新增注册资本 11.1111 万元，占公司注册资本比例 10%，本次增资完成后，公司的注册资本变更为 111.1111 万元。2、优先清算权，公司发生《公司章程》或公司法下规定的解散事由或进入清算程序……及其他清算事件，公司在按照法律规定支付完清算费用等必要费用后的全部剩余资产应先按投资人增资款本金分配给投资人后，剩余的全额在全体股东中按全体股东的持股比例进行分配。……
法院	一审法院认为：（一）关于优先清算权的问题。股东缴纳的出资

案例评析：沈某、程某、郭某等侵权责任纠纷二审民事判决书	
观点	<p>既是构成公司财产的基础，也是股东得以向公司主张权益的合法性来源，但公司的有效经营还需要其他条件或资源，因此，对于股东剩余财产分配请求权的行使，我国法律并未禁止股东内部对分配顺序、方式作出特别约定，而且这样的约定并不损害公司债权人的合法权益，亦非规避法律的行为，应属于公司股东意思自治的范畴。本案中，包括沈某在内的君某公司全体股东约定对某中心、某合伙投入的投资本金的在公司清算且有剩余财产时先行支付，正是股东内部对公司剩余财产分配所作出的特别约定。这是股东各方对各自掌握的经营资源、投入成本及预期收入进行综合判断的结果，是全体股东的真实意思表示，并未损害他人合法权益，也不违反法律和行政法规的强制性规定，属有效约定，各方均应按照约定履行。</p> <p>二审法院认为：根据查明的事实,某中心和某合伙均系通过增资成为君某公司股东，各股东在《增资协议》中约定了某中心和某合伙享有优先清算权，即君某公司在支付完毕清算必费用后剩余财产按增资款本金优先分配给某中心和某合伙。该约定系各股东真实意思表示，不违反法律规定，合法有效……</p>
案例评析	<p>本案表明，法院支持优先清算权条款，认为这是全体股东真实的意思表示，对各自掌握的经营资源、投入成本及预期收入进行综合判断的结果，未损害他人合法权益，也不违反效力性强制性规定，属于有效的约定。</p>

同前述案例，实务中，优先清算权一般会约定在投资协议而不是公司章程中，但是法院一般会认为约定在投资协议中的优先清算权拥有与规定在公司章程中的优先清算权同等法律效力。

案例评析：国某发展有限公司、浙江某股份有限公司 合同纠纷二审民事判决书	
案件 信息	案号：（2020）浙 04 民终 2163 号 审理法院：浙江省嘉兴市中级人民法院 审结日期：2020.11.09
基本 案情	<p>2012 年 11 月 29 日，浙江某公司、国某公司签订《合作协议》一份，……第六章“利益分配”第 2 条规定：某海宁公司解散或清算时，在清偿全部债务后，应优先保障浙江某公司取得其投资额人民币 1200 万元（含浙江某公司历年累计股权分配在内），剩余部分由浙江某公司、国某公司根据股权比例享有。《合作协议》签订后，浙江某公司依约向某海宁公司增资 1200 万元，某海宁公司按约办理了相应的变更手续，浙江某公司、国某公司现各持有某海宁公司 50% 的股权。2020 年 3 月 11 日，浙江某公司、国某公司形成股东会决议，决定对某海宁公司进行清算并成立清算组，但在股东会中，浙江某公司、国某公司对《合作协议》第 6.2 条的内容是否有效产生重大分歧，双方同意就上述条款的效力问题通过诉讼方式解决。浙江某公司遂提出上述请求。</p>
法院 观点	<p>本院认为，公司法该款规定的系“清偿公司债务后的剩余财产，有限责任公司按照股东的出资比例分配”，结合最高人民法院《全国法院民商事审判工作会议纪要》第 30 条关于强制性规定识别的规定，一审认定公司法的规定不属于效力性强制性规定并无不当。民法总则第七十二条第二款规定：“法人清算后的剩余财产，根据法人章程的规定或者法人权力机构的决议处理。法律另有规定的，依照其规定。”亦表明股东有权自行决定法人清算后的剩余财产分配问题。此外，某海宁公司注册资本 320 万元，浙江某公司、国某公司各持股 50%，双方均按股权比例享有股权权益，但实际上，浙江某公司出资为 1200 万元，国某公司仅出资 10 万元，</p>

案例评析：国某发展有限公司、浙江某股份有限公司 合同纠纷二审民事判决书	
	<p>在此情况下，双方自愿约定公司剩余财产优先保障浙江某公司的投资额 1200 万元亦无不合理之处。公司的剩余财产，是指公司清偿所有债务包括清算费用、职工工资、社会保险费用、法定补偿金、所欠税款等后的财产，故不存在国某公司所称的损害公司债权人或者第三人合法权益的问题。国某公司还认为双方清算条款的约定违反了《中华人民共和国企业国有资产法》的规定等，均不能成立，本院不予采信。</p>
案例 评析	<p>本案表明，股东自愿约定公司剩余财产优先保障部分股东的投资额并无不合理之处，且不存在损害公司债权人或者第三人合法权益的问题，就公司股东内部关系而言，合作协议约定的优先清算权与公司章程规定有同等法律效力。</p>

因此，法律虽未对优先清算权的效力进行明确规定，但其效力未被法律法规等强制性规定所否认，结合司法实践，该等优先清算权条款是有效的。然而，虽然该等规定合法有效，公司实际进行清算仍然需要通过作出三分之二以上多数的股东会决议或申请强制解散、组建清算组、制定清算方案等程序，往往存在较多实操难点，后文将详细梳理。

第三节 自行清算与强制清算

公司清算是指公司解散时，为终结现存的财产和其他法律关系，依照法定程序，对公司的财产和债权债务关系进行清理、处分和分配，以了结其债权债务关系，从而消灭公司法人资格的法律行为。公司除因合并或分立而解散外，其余原因引起的解散，均须经过清算程序。

公司注销必须履行清算程序，公司清算方式包括自行清算、强制清算和破产清算。其中，公司自行清算指公司出现法定或公司章程规定的公司解散事由以后，在公司财产足以清偿债务或者能够自行与债权人达成和解，成立清算组依法对公司进行的清算。强制清算则指在公司无法自行清算的情况下，经利害关系人申请，通过司法权的介入，指定清算组对公司开展清产核资、清偿债务等清算事务。

一、自行清算程序

1. 启动事由

《公司法》第 229 条规定：“公司因下列原因解散：（一）公司章程规定的营业期限届满或者公司章程规定的其他解散事由出现；（二）股东会决议解散；（三）因公司合并或者分立需要解散；（四）依法被吊销营业执照、责令关闭或者被撤销；（五）人民法院依照本法第二百三十一条的规定予以解散。公司出现前款规定的解散事由，应当在十日内将解散事由通过国家企业信用信息公示系统予以公示。”结合《公司法》第 66 条之规定，作出解散公司之决议应当经代表三分之二以上表决权的股东通过。

《公司法》第 232 条规定，“公司因本法第 229 条第一款第一项、第二项、第四项、第五项规定而解散的，应当清算。董事为公司清算义务人，应当在解散事由出现之日起十五日内组成清算组进行清算。清算组由董事组成，但是公司章程另有规定或者股东会决议另选他人的除外。清算义务人未及时履行清算义务，给公司或者债权人造成损失的，应当承担赔偿责任。”

2. 具体程序

结合《公司法》、最高人民法院关于适用《中华人民共和国公司法》若干问

题的规定（二）（2020 修正）（下称“《公司法司法解释（二）》”）、《中华人民共和国市场主体登记管理条例》（下称“《市场主体条例》”）、《企业注销指引》等有关规定，公司自行清算主要程序如下：

序号	法定程序		时限
1.	解散事由出现	作出股东会决议解散公司	T1（决议作出时间）
2.	成立清算组并备案	a. 15 日内成立清算组	T1+15
		b. 清算组自成立之日起 10 日内通过国家企业信用信息公示系统公告清算组信息	T1+25
3.	通知债权人并公告	a. 清算组应当自成立之日起 10 内通知债权人	T1+15+10
		b. 清算组于 60 日内在报纸上公告	T1+15+60
		c. 债权人应当自接到通知书之日起 30 日内，向清算组申报其债权	T1+15+10+30
		d. 未接到通知书的债权人自公告之日起 45 日内，向清算组申报其债权	T1+15+60+45
4.	根据债权人申报情况，进行债权登记	清算组根据债权人申报情况如实登记	同 3c 或 3d 项
5.	编制资产负债表和	接管公司公章、营业执照、财务资料，清理公司财产，分别编制资产负债表和财产	可以和 3、4 项目同步进行，无

序号	法定程序		时限
	财产清单	清单	时限要求
6.	制定清算方案，并提交公司股东会审议确认	根据公司情况统筹制定清算方案（一般包括公司基本情况；清算组接管情况；公司资产及负债情况；公司职工情况，包括职工工资、社保及安置情况等；债权申报及审核情况；强制清算费用；财产变价方案；财产分配方案及其他需要载明的内容），并提交公司股东会会议作出决议通过	无时限要求
7.	实施清算方案	<ul style="list-style-type: none"> a. 清缴所欠税款、罚款 b. 清理债权、债务 c. 分配公司清偿债务后的剩余财产（即第8项） d. 处理与清算有关的公司未了结的业务（包括代表公司参与民事诉讼活动等） 	无时限要求
8.	向股东分配公司剩余财产	按照股东的出资比例或者股东之间的另行约定或者《清算方案》分配公司剩余财产	无时限要求
9.	制作并确认清算报告	制作清算报告，报公司股东会会议作出决议通过	无时限要求
10.	注销公司登记	清算组将经确认的清算报告报送公司登记机关申请注销公司登记	无时限要求

《公司法》第240条规定，“公司在存续期间未产生债务，或者已清偿全部

债务的，经全体股东承诺，可以按照规定通过简易程序注销公司登记。”就简易程序的操作步骤，概括如下：

1. 登录国家企业信用信息公示系统官网，点击“企业信息填报”，选择企业登记机关所在地，并进行登录。

2. 登录后，需要根据提示内容上传“全体投资人承诺书”以示公告（取代了传统的登报公告）。“全体投资人承诺书”需要全体投资人签字盖章（如是自然人，需本人亲笔签字，不可代签）。

3. 在公告期满之日起 20 日内，企业可携带《申请书》《指定代表或者共同委托代理人授权委托书》（表格可从国家工商总局网站上面下载）、《全体投资人承诺书》（必须是上传公告的原件）、营业执照正副本原件到当地营业执照登记机关提交申请，登记机关会在 3 个工作日内依法作出是否准予简易注销登记的决定。

二、强制清算程序

结合《公司法》《公司法司法解释（二）》《市场主体条例》《北京市高级人民法院关于审理公司强制清算案件操作规范》及其他地方司法文件等有关规定，强制清算的主要流程与自行清算差别不大，因此，后文主要结合强制清算与自行清算的主要差异展开。

（一）启动程序

《公司法》第 233 条规定，“公司依照前条第一款的规定应当清算，逾期不成立清算组进行清算或者成立清算组后不清算的，利害关系人可以申请人民法院指定有关人员组成清算组进行清算。人民法院应当受理该申请，并及时组织清算组进行清算。公司因本法第二百二十九条第一款第四项的规定而解散的，作出吊销营业执照、责令关闭或者撤销决定的部门或者公司登记机关，可以申请人民法院指定有关人员组成清算组进行清算。”

根据前述规定，包括公司股东、债权人等在内的“利害关系人”依据作出相关处罚决定的行政机关均有权申请强制清算。结合《公司法》及《公司法司法解释（二）》等相关规定，强制清算的适用情形归纳为两大条件：

必要条件	选择性条件	
出现解散事由	解散事由出现后 15 日内不成立清算组	
	解散事由出现后 15 日内 成立清算组	故意拖延清算
		违法清算可能严重损害 债权人或者股东利益

就解散事由，除自行解散外，根据《公司法》第 231 条规定持股百分之十以上的股东可以申请司法强制解散，即“公司经营管理发生严重困难，继续存续会使股东利益受到重大损失，通过其他途径不能解决的，持有公司百分之十以上表决权的股东，可以请求人民法院解散公司。”

司法实践中，进入强制清算的一般情形还包括：

1. 清算组成员对于资料移交、债权确认发生分歧的，无法委托审计的（见（2023）京 01 清申 26 号案）；
2. 虽然成立清算组且进行部分清算工作，但清算组内部意见分歧对清算事务长期不能达成一致意见，导致清算组无法开展编制资产负债表等基础性清算工作（见（2020）渝 05 清申 65 号案、（2021）津 03 清终 1 号案）；
3. 清算组无法对清算报告及清算方案作出有效决议或一致意见（见（2020）京 01 清申 107 号案、（2022）京 01 清申 201 号案）；
4. 笼统地表述为无法开展有效的清算工作（见（2022）津 02 清申 9 号案）。

（二）具体程序差异

序号	事项	自行清算	强制清算
1.	启动程序	解散事由出现， 股东会作出决议	人民法院受理强制清算 根据《关于审理公司强制清算案件工作座谈会纪要》， “人民法院裁定不予受

序号	事项	自行清算	强制清算
			理或者驳回受理申请，申请人不服的，可以向上一级人民法院提起上诉。”
2.	清算组成立	公司解散事由出现之日起十五日内成立清算组	法院受理清算后及时指定清算组 根据《公司法司法解释二》第十六条，“人民法院组织清算的，清算组应当自成立之日起六个月内清算完毕。因特殊情况无法在六个月内完成清算的，清算组应当向人民法院申请延长。”
3.	清算组成员	清算组由董事组成，但是公司章程另有规定或者股东会决议另选他人的除外	公司股东、董事、监事、高级管理人员；律师事务所、会计师事务所、破产清算事务所等社会中介机构；具备相关专业知识并取得执业资格的人员。
4.	清算组报酬	不损害债权人和公司利益前提下协商确定	中介机构或者个人担任清算组成员的，其报酬由中介机构或者个人与公司协商确定；协商不成的，由人民法院参照《最高人民法院关于审理企业破产案件确定管理人报酬的规定》确定。
5.	清算组职权	法定职权	除法定职权外，根据《北京市高级人民法院关于审理公司强制清算案件操作规范》等地方司法文件，清算组在强制清算中可以刻制清算组公章。
6.	确认清算方案	提交股东会确认	提交人民法院确认
7.	清算程序转换	可转破产清算或强制清算	可转破产清算

序号	事项	自行清算	强制清算
8.	清算程序 终结	注销公司登记	<p>分为无法全面清算而终结强制清算程序和依法全面清算而终结强制清算程序，终结后处理公司注销登记等事宜。</p> <p>《关于审理公司强制清算案件工作座谈会纪要》第 28 条规定：“对于被申请人主要财产、帐册、重要文件等灭失，或者被申请人人员下落不明的强制清算案件，经向被申请人的股东、董事等直接责任人员释明或采取罚款等民事制裁措施后，仍然无法清算或者无法全面清算，对于尚有部分财产，且依据现有帐册、重要文件等，可以进行部分清偿的，应当参照企业破产法的规定，对现有财产进行公平清偿后，以无法全面清算为由终结强制清算程序；对于没有任何财产、帐册、重要文件，被申请人人员下落不明的，应当以无法清算为由终结强制清算程序。”</p>

版权与免责

本《实务指引》不应被视为任何意义上的法律意见或建议。未经本所事先书面同意，本《实务指引》不得被用于其他目的。如需转载，请明确注明来源。

关注汉坤公众号，获取更多专业文章



北京 Beijing · 上海 Shanghai · 深圳 Shenzhen · 香港 Hong Kong · 海口 Haikou · 武汉 Wuhan · 新加坡 Singapore · 纽约 New York

北京

北京市东城区东长安街1号东方广场C1座9层 邮编：100738

电话：+86 10 8525 5500

传真：+86 10 8525 5511 / 5522

Email: beijing@hankunlaw.com

上海

上海市静安区石门一路288号兴业太古汇香港兴业中心二座33层 邮编：200041

电话：+86 21 6080 0909

传真：+86 21 6080 0999

Email: shanghai@hankunlaw.com

深圳

深圳市福田区中心四路1-1号嘉里建设广场第三座20层 邮编：518048

电话：+86 755 3680 6500

传真：+86 755 3680 6599

Email: shenzhen@hankunlaw.com

香港

香港中环皇后大道中15号置地广场告罗士打大厦43楼4301-10室

电话：+852 2820 5600

传真：+852 2820 5611

Email: hongkong@hankunlaw.com

海口

海口市龙华区滨海大道105号百方广场A座19层1903室 邮编：570100

电话：+86 898 3665 5000

传真：+86 898 3665 5011

Email: haikou@hankunlaw.com

武汉

武汉市洪山区珞喻路10号群光中心31层3107-18室 邮编：430070

电话：+86 27 5937 6200

传真：+86 27 5937 6211

Email: wuhan@hankunlaw.com

新加坡

莱佛士坊1号#53-00莱佛士坊一号1座 邮编：048616

电话：+65 6013 2999

传真：+65 6013 2998

Email: singapore@hankunlaw.com

纽约

美国纽约市第五大道620号2层洛克菲勒中心 邮编：10020

电话：+1 646 849 2888

Email: newyork@us.hankunlaw.com