

# 私募基金股权回购纠纷的主要实务争议观察

何海锋\* 何运晨\*\* 关震\*\*\*

**摘要:**本文对私募基金股权回购纠纷中的主要争议问题进行了研究梳理。在合同效力上,对赌主体、股债定性以及未经国资审批原则上均不影响合同效力,股权回购合同原则上作有效认定。在回购权的行使上,其行使条件一般包含上市型、业绩型和违约型;回购条件可能因相对人预期违约而提前成就;若基金管理人不履行回购义务的,投资人可行使代位权而代为主张。此外,投资人是否参与目标公司经营、目标公司是否破产以及后轮投资人未及时行使回购权均对回购权行使有一定影响。就回购权的性质而言,其存在请求权和形成权的争议,这会对行使期限产生影响。回购价款则可能会受制于民间借贷的利率上限。在回购义务的承担上,当事人应清楚约定回购义务的连带责任,实务中并不一概认定配偶应负连带责任。

**关键词:**私募基金 股权回购 实务争议

## 一、私募基金股权回购纠纷概述

### (一) 概念

私募基金股权回购纠纷是指根据私募投资机构和目标公司的股东、双控人、第三人或目标公司等签订投资协议,约定在出现特定情形时,由目标公司的股东、实控人或目标公司按照约定的价格和数量回购私募投资机构所持有的目标公司股权所产生的纠纷。股权回购纠纷和业绩补偿纠纷是对赌协议纠纷的两个主要类型。二者的主

\* 北京国枫律师事务所合伙人。

\*\* 北京国枫律师事务所律师。

\*\*\* 中国政法大学硕士研究生。

要区别在于,后者只涉及现金的支付,前者还涉及股权的变动,因此更为复杂。

## (二) 纠纷现状与产生原因

近几年来,私募基金股权回购纠纷高发。以上海市高院的数据为例,上海法院近六年审结的涉私募基金案件数量呈总体上升趋势,涉及基金产品“募、投、管、退”的各个阶段,发生于投资、退出阶段的纠纷更为集中。<sup>①</sup> 退出阶段纠纷高发的原因是多元的。首先,全球在过去的几年内都处于经济下行周期,各种复杂的经济问题又在新冠疫情的催化下显露,各个行业尤其是实体产业遭受毁灭性打击,诸多企业的经营陷入困顿状态,投资领域各种黑天鹅、灰犀牛事件频发,私募基金投资领域的不确定性愈发显著。与此同时,证券市场也面临着越来越严格的监管。恰逢过去十年,股权投资行业蓬勃发展,而近年来许多存量私募股权基金临近或已进入退出期,退出需求迫切。<sup>②</sup> 各种复杂的矛盾交织在一起,造成了投资者“要钱不要股,只想抓紧时间回收现金”的普遍心理。因此,私募基金投资领域的股权回购纠纷自然呈现陡然上升的趋势。并且这些原因仍在持续,甚至有加剧之势,私募基金股权回购纠纷会长期处于高发态势。

# 二、私募基金股权回购纠纷的实务争议

## (一) 合同效力问题的实务争议

合同的效力问题是所有股权回购类案件的前提性问题。在中国裁判文书网检索2019—2022年的股权回购纠纷案例,可以发现争议焦点集中在合同具体履行争议的共有534件,占比94.35%;合同效力争议的共有32件,占比5.65%,<sup>③</sup>由此可见,近年来股权回购纠纷中对合同效力的问题鲜有争议。在实务中,约定不同主体作为回购义务人对合同的具体履行有着直接影响,也会引起合同效力争议。

### 1. 股东、双控人或第三人作为回购义务人对合同效力的影响

投资协议约定由股东、双控人或第三人作为回购义务人,只要不存在违反法律强制性规定等合同无效的情形,合同就是有效的。而且,由于回购义务人的回购义务来源于协议约定,所以即使在后续其股东身份、实际控制人身份或者高管身份丧失,也

<sup>①</sup> 具体来讲,涉及退出阶段的案件332件,占比61.25%,涉及投资阶段的案件187件,占比34.50%,详情参见上海市高级人民法院课题组:《私募基金纠纷法律适用问题研究》,载《法律适用》2023年第8期。

<sup>②</sup> 参见罗鸣、林炬荣:《私募股权基金退出路径研究——S交易的视角》,载《银行家》2024年第6期。

<sup>③</sup> 参见贾璐:《对赌协议履行障碍之纾解——基于资本维持原则的反思与建议》,载《投资者》2024年第1期。

不影响其承担股权回购义务。

值得注意的是意思表示真实性所引发的合同成立问题。有一些回购义务人会以投资协议并非回购义务人本人实际签名为由提出抗辩,主张其不应承担回购义务,实务中就有因为签字不具备真实性而被法院认定自然人的意思表示不真实从而导致诉讼请求被驳回的案例。比如有的法院认为:“黄某否认协议中‘黄某’的签字字样由其亲笔所写,也从未授权他人在该协议上签字……本院无法判断该协议系黄某的真实意思表示,故该协议对黄某并不产生法律效力。”<sup>①</sup>但是,法院一般会结合全案的证据材料来综合判断回购义务人是否对投资协议的内容知悉并表示认同,比如有的法院认为:“被告虽表示《增资协议》及其《补充协议》并非其本人所签,但认可相关约定,其亦于《通知函》送达回执上确认了协议内容,理应受协议约束。”<sup>②</sup>这也提示投资人在与回购义务人进行每一次商谈时都要做好留痕工作。此外还需要注意的是,如果涉及法人意思表示的真实性问题,则应注意,由于我国法律对公司中有权保留印章及证照的主体并无明确规定,所以需要按照公司章程的约定管理公章。恶意侵占公章并利用公章签署协议的行为也有可能被认定为意思表示不真实,从而影响回购义务的履行。

## 2. 目标公司作为回购义务人对合同效力的影响

投资协议约定由目标公司作为回购义务人的有效性被《九民纪要》所认可,但《九民纪要》提出的“先减资、再回购”标准难以让投资方实现权利,<sup>③</sup>公司的现金补偿、股权回购等金钱债务仍可能因为违反资本维持原则、未完成减资程序等而“履行不能”,<sup>④</sup>从而使得股权回购的“可履行性”受影响。比如有的法院认为:“因巡远公司系目标公司,在无证据证明巡远公司已完成减资程序的情况下,亿筹客公司要求巡远公司承担支付股权回购款的责任,依据不足,本院不予支持。”<sup>⑤</sup>这一点在公司法中也有所体现,公司法规定公司只有在例外情形下或者作出了关于减资的决议时才可以回购自身股权。并且,减资决议属于公司内部事项,法院一般不会干预公司自治,即通过作出判决的方式强制要求公司作出减资决议,公司需要进行前置性安排,自觉作出减资决议。所以,在公司减资决议未作出的情况下,即便对赌协议有效,法院也会

<sup>①</sup> 盐城中路利凯投资咨询中心(有限合伙)与黄某等股权转让纠纷,上海市浦东新区人民法院(2022)沪0115民初75585号民事判决书。

<sup>②</sup> 汪某与余某股权转让纠纷,上海市普陀区人民法院(2022)沪0107民初10848号民事判决书。

<sup>③</sup> 参见最高人民法院民事审判第二庭编著:《〈全国法院民商事审判工作会议纪要〉理解与适用》,人民法院出版社2019年版,第117—119页。

<sup>④</sup> 贺剑:《对赌协议何以履行不能?——一个公司法与民法的交叉研究》,载《法学家》2021年第1期。

<sup>⑤</sup> 谢某与钟某等合同纠纷,北京市第二中级人民法院(2021)京02民终3825号民事判决书。

认为投资人请求目标公司回购股权的条件未能满足。在这种情况下,有必要进一步考察目标公司是否有配合办理减资程序从而确保回购权顺利行使的义务,如果由于其未配合而导致回购权无法行使,便可以向其主张违约责任,赔偿由于其未配合作出减资决议而给投资人造成的损失。

### 3. 股和债的定性对合同效力的影响

包含股权回购协议、业绩补偿协议在内的对赌协议在实务中还经常被称为“股债融合协议”。在实务中多有以“名股实债”否定合同效力的主张。从司法案例来看,股和债的定性不会影响协议效力,但股权投资关系还是债权关系的认定可能影响最终的回购金额。即,如果法院认为协议约定的股权回购不是股权投资关系,而是普通的债权投资关系,则需要受到民间借贷利率上限相关规则的规制,回购金额可能会被酌情调整。实务中区分股和债需要考量的主要因素包括:是否取得股东身份(在股东名册上进行登记或者进行工商变更),基金管理人是否实质参与公司治理(比如享有表决权或者向目标公司委派董事或监事),是按股权比例分红还是按固定回报收益来收取投资回报等。

### 4. 未经国资审批对合同效力的影响

实务中关于未经国资审批的股权回购条款的效力,存在不同观点。有观点认为股权回购涉及国有资产重大交易,对国家和社会公共利益有重大影响,未经国资审批的股权回购条款应认定未生效;但也有观点认为股权回购仍属于私法领域,法无禁止皆可为,因为法律未明确规定需要审批。因此,只要合同中未约定回购条款须经国资审批才能生效的,则应当认定该股权回购条款已生效。总体认为,国资审批并非股权回购条款的法定生效要件,只要当事人在合同中没有约定合同必须经过国资审批,则未经审批并不影响合同的效力。比如有的法院认为:“双方对于股权退出进行了明确的约定,该条款并未违反法律法规的强制性规定,应属于合法有效。现秦某主张《合作协议》损害社会公共利益和国家利益属于无效合同,但其并未向一审法院提交有效证据予以证明,一审法院不予采信。”<sup>①</sup>

## (二) 回购权是否成就的实务争议

### 1. 回购权的行使条件

#### (1) 回购权行使条件的类型。回购权的行使条件也就是回购权的触发条件,一

---

<sup>①</sup> 秦某等与贫困地区产业发展基金有限公司股权转让纠纷,北京市第二中级人民法院(2021)京 02 民终 12165 号民事判决书。

般包含上市型、业绩型和违约型。其中,上市型和业绩型在私募基金股权回购类案件中最为常见。

一是上市型条件。上市型条件的典型表述如:“中科华誉应于 2014 年 8 月 18 日前在中国境内证券交易所或各方同意的其他资本市场进行首次公开发行上市……如果公司在 2014 年 8 月 18 日前未能在中国境内的证券交易所或各方认可的其他资本市场实现首次公开发行上市,信达投资有权在 2014 年 8 月 18 日后的一个月内的任何时间要求创始股东回购信达投资所持有的全部公司股权。”<sup>①</sup>

近年来频发的实务争议主要是针对未成功上市的原因。比如,回购义务人主张由于投资人与目标公司部分股东另行设立其他公司,没有对目标公司尽到最大限度的勤勉义务,也没有悉心经营,最终导致目标公司未按约定上市,以此为由进行抗辩,法院一般不予支持。比如有的法院认为:“原告作为某某公司 2 股东,另行设立其他公司并不违反法律禁止性规定,涉案《投资协议》《投资协议之补充协议》亦无相关限制约定……故本院对被告刘某的上述抗辩意见难以采信。”<sup>②</sup>在实务中还存在回购义务人以新冠疫情是不可抗力为由进行抗辩,法官一般会综合判断。比如有的法院认为:“早在 2019 年 5 月,新冠肺炎疫情尚未发生,2019 年年底第三人的净利润均为负值,亦不符合上海证券交易所上市条件中的最近 3 个会计年度持续盈利的财务指标要求……新冠肺炎疫情的影响并非主要原因。”<sup>③</sup>由此可以看出,要结合目标公司的营业额和上市准备工作综合判断未上市的原因,不能直接归咎于疫情。不过也有观点认为,只要协议没有将新冠疫情作为无法上市的排除条款,就不能以新冠疫情影响上市为由进行抗辩,比如有的法院认为:“至于被告刘某称第三人未能上市的原因在于疫情而非被告刘某本身的抗辩意见,因涉案协议未对回购情形的产生原因作条件限制或约定了排除适用条款,故本院对被告的该抗辩意见不予采信。”<sup>④</sup>也就是说,不论是新冠疫情,抑或是行业政策收紧,只要当事人没有把这些因素通过协议约定为回购条件触发的排除情形,就不能影响回购权的行使。

二是业绩型条件。业绩型条件的典型表述如:“实际控制人及金沐投资在此共同

<sup>①</sup> 赵某等与马某等合同纠纷,北京市高级人民法院(2022)京民终 330 号民事判决书。

<sup>②</sup> 上海启嘉创业投资合伙企业(有限合伙)与王某等股权转让纠纷,上海市嘉定区人民法院(2023)沪 0114 民初 21351 号民事判决书。

<sup>③</sup> 上海利保华辰投资中心(有限合伙)与郭某股权转让纠纷,上海市长宁区人民法院(2022)沪 0105 民初 18985 号民事判决书。

<sup>④</sup> 王某与刘某等股权转让纠纷,上海市浦东新区人民法院(2022)沪 0115 民初 51039 号民事判决书。

向投资方承诺：公司 2016 年、2017 年、2018 年经审计的合并报表口径下税后净利润及扣除非经常性损益后净利润额按孰低原则，分别不低于 3 亿元、3.4 亿元、3.9 亿元（承诺净利润或业绩目标）。”<sup>①</sup>需要注意的是，如果当事人在协议中没有对“扣除非经常性损益”这一条件约定清楚，可能会产生争议。同时，净利润是否经过有资质的审计机构出具无保留意见审计报告，甚至必须是有资质且当事人选定的审计机构出具，这些都需要在协议中约定清楚。此外，业绩承诺不一定只看净利润，有些投资协议会约定将目标公司的亏损情况作为业绩要求，典型表述为：“甲方需要自本协议签订之日起一年内保证公司不出现连续三个月的亏损。如出现该情况甲方承诺按乙方出资原价收回 25% 的股权。”<sup>②</sup>

不过目标公司和高管在投资中需要特别注意的是，不要作出虚假且不符合实际经营状况的业绩承诺，更不要铤而走险进行财务造假，否则有被认定为合同诈骗罪的风险。比如有的法院认为：“被告人高某等人以非法占有为目的，在签订、履行合同过程中，骗取对方当事人财物，数额特别巨大，其行为均构成合同诈骗罪。”本案中，被告人被判处合同诈骗罪最本质的原因就是“虚增公司业绩，制作虚假财务账目，提升公司的估值。在不具备合同履行能力的情况下，做出高额业绩承诺，诱骗上市公司与其签订协议”，以此可以看出其非法占有目的。<sup>③</sup>

三是违约型条件。违约型条件的典型表述如：“在本协议签署后及公司存续期间，当发生新公司关键人离职，或者新公司关键人出现技术泄密、违反竞业限制或禁止协议，或者新公司关键人未经甲方书面同意开设其他公司等可能损害公司长期利益的行为的……则甲方有权强制要求乙方回购甲方的股权……”<sup>④</sup>在实务中，当事人约定的违约型条件经常出现“重大、严重”这样的表述，至于是否达到了触发回购权行使的程度则需要法官进行自由裁量。比如有的法院认为：“协议第 7.4.2 条中约定的条件为‘实际控制人出现重大诚信问题’，7.4.4 条约定的条件为‘甲方或丙方发生严重违约行为’，足以导致乙方的股权比例遭受不利变化，或导致乙方的股东优先权遭受影响。被告小伏合伙企业系合伙企业，与被告李某 1 均为独立主体，被告小伏合伙

<sup>①</sup> 深圳东方小微兴股权投资基金合伙企业(有限合伙)与大连远洋渔业金枪鱼钓有限公司等合同纠纷，北京市高级人民法院(2022)京民终 44 号民事判决书。

<sup>②</sup> 龚某与徐某等股权转让纠纷，上海市松江区人民法院(2023)沪 0117 民初 17101 号民事判决书。

<sup>③</sup> 参见徐帅、孙静曲：《典型判例说并购：(六)业绩对赌怎么就变成了合同诈骗？》，载微信公众号“证券律师论坛”，2024 年 6 月 7 日。

<sup>④</sup> 某某公司 1 与某某公司 2 股权转让纠纷，上海市嘉定区人民法院(2023)沪 0114 民初 23580 号民事判决书。

企业被列入经营异常名录无法得出被告李某 1 出现重大诚信问题的结论。而列入异常经营名录也并非合同中约定的严重违约行为,也不可能导致原告的股权比例遭受不利变化,或导致原告的股权优先权遭受影响。”<sup>①</sup>

此外,同时约定上市型和业绩型的条件,典型表述如:“2021 年、2022 年‘辰华能源’经审计的营收总和不低于 15 个亿,2021 年和 2022 年净利润总和不低于 6 000 万人民币;‘辰华能源’启动 IPO 申报程序包括但不限于向公司所属当地证监局备案;向证监会申请受理;向海外其他资本市场申请登陆等,承诺不晚于 2023 年 6 月 29 日……”<sup>②</sup>

(2) 回购权行使条件的提前成就。在经济下行的大环境下,是否可以在约定的日期之前就根据目标公司的具体经营状况不佳来判断未来不可能达成约定条件,进而提前行使回购权呢? 民法典第 578 条规定了预期违约的情形,即,在履行期届满之前,当事人一方明确表示或者以自己的行为表示不履行主要债务,也就是明示预期违约和默示预期违约。比如在上市型回购中,当事人直接撤回上市申请或者根本就不做任何上市的准备,也不与金融机构积极沟通,这些行为都会导致预期违约的发生。如果这种预期违约构成了民法典第 563 条规定的根本违约,致使合同目的根本不能实现,则可能产生合同解除权,达到和股权回购同样的效果,即减少损失,收回投资款。不过,法定解除权需要受到民法典中除斥期间规定的限制。

## 2. 回购权的行使期限

股权回购权的具体行使期限由其法律性质所决定,目前实务中尚无定论。如果股权回购权是请求权,则权利的行使受诉讼时效的约束;如果股权回购权属于形成权,则其权利的行使受除斥期间的约束,在过去的司法实践中,有关股权回购权性质之争议从未停息,从而附随导致回购权的行使期限在法院裁判中逐渐分化出不同观点:

(1) 认为股权回购权是形成权。比如有的法院认为,此类协议中的回购权本质上是赋予了投资方在特定条件下以单方意思表示形成股权转让关系的权利,回购义务人并无缔约选择权。因此,此种回购权系由当事人约定产生的形成权,能够单方变更法律关系,与合同解除权类似,应适用除斥期间的规则。<sup>③</sup>

<sup>①</sup> 某某公司与胡某等股权转让纠纷,上海市浦东新区人民法院(2023)沪 0115 民初 31729 号民事判决书。

<sup>②</sup> 唐某与马某等股权转让纠纷,上海市青浦区人民法院(2023)沪 0118 民初 35534 号民事判决书。

<sup>③</sup> 崔某与廖某等股权转让纠纷,上海市第一中级人民法院(2023)沪 01 民终 5708 号民事判决书。

(2) 认为股权回购权是请求权。比如有的法院认为,投资人所享有的是要求回购义务人向其支付特定价款并承诺将所持股权交付给回购义务人的综合权利义务,回购权的标的是包含价款给付及股权交付的一项交易行为,不符合法律规定的形成权的特征。<sup>①</sup> 从而应适用诉讼时效的规则。

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:第一,将股权回购权视为请求权;第二,将股权回购权视为形成权;第三,认定投资人也可随时要求义务人行股权回购义务,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。不论法院采取哪一种认定方式,投资人都需在合理期限内主张并行使回购权,在实务中就出现过不在合理期限内积极行使回购权而败诉的案例。比如有的法院认为:“目标公司未于 2016 年 6 月 30 日挂牌时,股权回购条件已成就。后来,目标公司延期一个多月挂牌,投资人的合同目的已实现。投资人一直到挂牌上市后股价下跌时才主张通过回购退出,显然超过合理行权期限。”<sup>②</sup> 此时投资人不能主张,虽然挂牌上市,但股价下跌,所以需要行使回购权减少损失,因为合同约定的回购条件是挂牌上市型而非业绩型。

2024 年 8 月 29 日,最高人民法院发布了法答网精选问答(第九批)(以下简称“问答”),问答中最高人民法院对于“对赌协议中”股权回购性质及行权期限如何认定这一问题首次作出了解答与回应,认为:“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,为稳定公司经营的商业预期,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。”<sup>③</sup> 尽管问答中仍旧未对股权回购权的法律性质究竟属于形成权还是请求权作出直接且确切的界定,但通过对问答的文本描述进行分析,我们能够得出结论,最高人民法院从合同订立与合同履行两个阶段区别认定回购权之性质,因此回购权实则为兼具了形成权与请求权的复合型权利。

一方面,从尊重当事人意思自治的视角出发,最高人民法院认可对赌协议中当事人关于回购期限的约定,这一认可实则就代表了对于投资人单方选择权的认可。因此在合同订立阶段,合同约定赋予投资人的股权回购权属于形成权,从而适用除斥期

① 郭某等与朱某等股权转让纠纷,北京市第一中级人民法院(2020)京 03 民终 5204 号民事判决书。

② 胡某、宋某与上海隽盛股权投资基金管理有限公司公司增资纠纷,上海市高级人民法院(2020)沪民再 29 号审判监督民事判决书。

③ 最高人民法院,法答网精选问答(第九批),<https://www.court.gov.cn/zixun/xiangqing/441371.html>,2024 年 9 月 10 日访问。

间的规定,最高人民法院将其称之为“合理期间”,同时最高人民法院也明晰,超过合理期间行权,人民法院将对回购请求不予支持,这与除斥期间的行权逻辑一致,进一步论证了在此阶段回购权属于形成权的法律属性。另一方面,当投资人确认行使回购权时,此时合同随即进入履行阶段,最高人民法院明确回购权的行使需要适用诉讼时效的规定,而只有请求权才能够适用诉讼时效。因此可以确认,在合同履行阶段,股权回购权的性质实则为请求权,权利内容即为投资人有权请求债务人支付股权价款,并回收股权。尽管问答并非任何法律法规,不属于强制性规范,其作用也仅限于法律适用问题的学习、研究和参考使用<sup>①</sup>,但是作为最高人民法院出具的指导意见,其体现了最高司法机关的裁判理念与价值取向。

### 3. 回购权的行使主体

在私募基金股权回购案件中,如果基金管理人怠于行使回购权,甚至在实务中的基金管理人已经涉嫌刑事犯罪,处于未决羁押状态,无法行使回购权,投资人是否可以代基金管理人行使回购权呢?应当认为,在诉讼程序中,法院会认为投资人享有代位权,可以代基金管理人行使回购权,但是在仲裁案件中,由于投资人通常不是投资协议的相对方,所以其行使代位权存在阻碍。为了避免出现这一行权障碍,建议投资人在签订投资协议时,约定嗣后由投资人通过现状分配的方式继承原管理人的所有权利,使得不论是在诉讼还是仲裁中,投资人都可以代位行使回购权。

### 4. 投资人参与目标公司经营对回购权行使的影响

在股权回购纠纷案件中,投资人也是目标公司的股东,不可避免以不同程度参与目标公司的经营与管理。如果是投资人一般性地参与公司经营,比如只是单纯地向目标公司委派董事,一般不影响回购权行使。这是由于委派的董事数量一般不占董事会多数,不会给目标公司的经营造成实质影响。除非投资人实质控制了目标公司并滥用权利,比如在合同中约定了投资人的一票否决权,但其加以滥用,恶意促使回购条件成就,则有可能阻碍回购权的行使。

### 5. 公司破产对回购权行使的影响

由于出现回购纠纷一般是因为目标公司的资信状况不佳,不排除会进入破产程序。目标公司一旦破产,对回购权行使也可能会产生影响。一方面,在目标公司作为回购义务人且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》相关

<sup>①</sup> 参见最高人民法院,法答网精选问答(第九批),<https://www.court.gov.cn/zixun/xiangqing/441371.html>,2024年9月10日访问。

规定的限制,回购难度将进一步加大。首先,进入破产清算程序会导致目标公司出现减资不能,这是因为公司减资意味着减少公司的注册资本并向股东返还出资,该行为明显会影响债权人间的公平清偿,违背破产程序的实质目的;其次,目标公司破产还可能面临破产管理人解除对赌协议的风险。另一方面,在目标公司以外的主体作为回购义务人的情形下,一旦进入破产程序,首先,不影响股权变更登记,双控人可以继续履行回购义务;其次,破产管理人也无权解除投资人和双控人之间的股权回购关系;最后,约定目标公司对双控人的回购义务承担连带保证责任仍有可能得到法院支持。

#### 6. 后轮投资人未及时行使回购权的影响

在多轮私募股权投资中,后轮投资人通常要以更高估值及成本进行投资,承担了更大的风险。因此,在回购条款中往往会安排后轮投资人享有优先于早期投资人的回购权。对于此类条款,司法实践一般予以肯定,比如有的法院认为存在回购权行使优先顺序约定的情况下,B+轮投资人未被回购的情况下,B 轮投资人行使回购权的条件亦未成就。但这一问题也会产生实务争议:

一方面,依照公司法的规定,增资扩股只需三分之二的股东同意,可能会出现最后一轮增资扩股协议约定了后轮投资人享有优先权,但早期投资人没有签署该协议的情形,此时,该协议关于回购条款的约定对早期投资人不必然具有约束力,除非有证据表明早期投资人参与了该协议各条款的谈判过程,可以合理推断其知晓最后约定的回购条款内容。

另一方面,有一些原本约定由股东作为回购义务人的情形,嗣后由于后轮投资人的加入使得股东难以有履行能力,于是在最后一轮增资扩股协议中变更目标公司为回购义务人,此时,最后一轮增资扩股协议关于回购义务人的约定对早期投资人不必然具有约束力,除非有证据表明早期投资人参与了意思表示的变更,比如有的法院认为,各轮投资人均参与了最后一轮投资协议的签订,且结合磋商过程邮件,可以认定各方对回购权条款进行了实质变更,回购主体变更为“仅限于目标公司”。<sup>①</sup>

### (三) 回购价款计算的实务争议

#### 1. 回购价款计算的起止时间

股权回购价款计算的起始时间存在实务争议。如果当事人没有明确约定,法院在此情形下多会以投资本金实际支付之日作为起始时间。不过,实际出资日、多次出

<sup>①</sup> 参见符标:《争议视角看股权回购:意想不到的障碍辨析》,载微信公众号“汇业法律观察”,2024 年 6 月 19 日。

资的完成日、股权回购日等,也可能被用来作为起始时间。

同时,股权回购价款计算的终止时间也存在实务争议。在实务中,终止时间可能被认定为回购义务人不履行股权回购义务的逾期日,也有可能被认定为回购价款的实际清偿日,总体来说还是要取决于当事人之间的协议约定以及具体的诉讼请求。如果合同条款和诉讼请求均明确计算至逾期日或者均明确计算至实际清偿日,法院一般会尊重当事人的意思自治,依照当事人约定作出判决;如果合同条款约定计算至逾期日,但当事人在具体的诉讼请求中主张计算至实际清偿日,以求对方多承担一些赔偿义务,则存在不被支持的风险。比如有的法院认为:“‘回购日’应为浙农合伙企业向鲁某发出股权回购通知之日即 2020 年 3 月 30 日。浙农合伙企业主张回购日为鲁某实际支付股权回购款之日,缺乏合同依据。”<sup>①</sup>

## 2. 回购价款计算的方法

至于回购价款的具体计算方法,投资人一般会在投资协议中约定回购价款的计算利率,法院可能基于当事人之间约定的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。酌减的参照标准一般参照《民间借贷司法解释》第 25 条规定的四倍 LPR,比如有的法院认为,回购协议约定回购方迟延履行回购义务按照回购本金加收益的每日千分之一进行补偿,该约定显著高于回购权人的损失,将违约金调整为以出资资本金为基数,以四倍 LPR 标准计算。<sup>②</sup>

但实务中也有少数案例会根据案件的具体情况进行灵活调整。前文提到,一些法院会基于新冠疫情对目标公司的经营有一定负面影响的考量,灵活调整回购价款。比如有的法院认为:“第三人是研发、出售农业化肥、原材料的公司,2020 年的封控,以及在《股权转让协议》履行期间的相关疫情防控措施,一定程度上会对第三人相关产品的销售产生影响。”<sup>③</sup>所以法院根据公平原则,并结合案件实际情况和原、被告的磋商过程,酌情将股权回购的利息计算标准调整为 8%。因此,投资人应当明确该等约定是各方真实意思表示下形成的按照回购价款计算公式中利率计算的收益,而不是借贷利息,这样可以降低由于过高而按照民间借贷利率被调整的可能性。

<sup>①</sup> 杭州浙农科众创业投资合伙企业、鲁某与樊某、上海徽翔阁投资管理合伙企业等股权转让纠纷,上海市第一中级人民法院(2021)沪 01 民终 1387 号民事判决书。

<sup>②</sup> 参见王广巍、冯天玥:《轻舟可过万重山:股权回购的实务要点及应对之道》,载微信公众号“中伦视界”,2023 年 7 月 12 日。

<sup>③</sup> 兆瑞环球资本管理(北京)有限公司与沈某股权转让纠纷,上海市奉贤区人民法院(2023)沪 0120 民初 1629 号民事判决书。

此外,实务中还出现了双方当事人直接就回购违约的相关事宜另行约定《还款协议》的情形,法院可能直接依据《还款协议》所约定的赔偿金额进行审理,但违约金同样面临被下调的风险。<sup>①</sup> 比如有的法院认为:“本院综合认定 2020 年《补充协议》应系各方当事人最终的真实意思表示,各方理应按该协议履行义务。但利息、滞纳金计算明显过高,本院依法予以调整。”

### 3. 同时主张回购和业绩补偿时计算回购价款所产生的争议

实务中还有部分股权回购协议中同时约定了业绩补偿条款,这就存在同时主张股权回购和业绩补偿是否可以被法院支持的问题。如果同时主张,存在不被同时支持的风险。部分观点认为对投资人的司法保护应限定在实际投资本金及适当的资金占用补偿之和的范围内。若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,则不会再支持投资人的业绩补偿请求,否则投资人的综合投资回报率明显过高,有违对赌协议的初衷,也违背了创业投资的商业规律。因此,法院或仲裁机构可能会对两项金额进行相互抵扣,比如在前述判决中,法院认为业绩补偿与股权回购是排斥关系,股权回购是对更高程度违约的救济,主张回购后不可再主张业绩补偿。对于投资人来说,为了最大程度上降低投资风险,建议投资人在对赌协议中明确股权回购与业绩补偿条款是择一行使还是同时行使,如果不能明确,则至少应该从实质上为两个条款的触发设置明显不同的条件。

## (四) 回购义务与连带责任的实务争议

### 1. 连带责任约定不明的争议

实务中,在约定多名回购义务人的情况下,回购条款中通常会进一步约定由他们按份或连带地履行回购义务。在协议未明确约定是连带责任还是按份责任的情况下,司法实务尚无统一标准。同时,投资人为了避免直接约定目标公司作为回购义务人受到公司减资程序的限制,从而约定由目标公司承担连带责任。但司法实务对此时所约定的连带责任的性质的认定也尚未形成统一意见,究竟是具有债务加入性质的连带责任抑或是具有从属性的连带保证责任则需要当事人在协议中给予明确定义。如果明确为前者,会产生是否需要有效决议的争议。

### 2. 目标公司承担债务加入性质连带责任的争议

如果当事人明确在对赌协议中约定目标公司对回购义务承担具有债务加入性质

---

<sup>①</sup> 参见潘君辉、简怡倩:《对赌违约款项支付司法裁判倾向研究及实务建议——基于对上海市近五年对赌回购裁判文书的分析》,载微信公众号“国枫律师事务所”,2024 年 7 月 16 日。

的连带责任,无疑是为公司施加了更多义务。在实务中,对于这种给目标公司施加更多义务的情形,需要进一步核实在签署投资协议时,目标公司是否已经有关于承担债务加入性质连带责任合法有效的决议文件。如果在签署投资协议时没有形成合法有效的决议,此类连带责任可能不被法院支持。<sup>①</sup>

### 3. 回购义务人的配偶是否需要承担连带责任的争议

在实务中较多存在由回购义务人的配偶共同承担回购义务的情形。比如有的法院认为:“李某与马某确认家庭收入来源为共同经营目标公司,双方并无其他收入,李某对马某回购股权的相关事宜理应知晓。因此,被告马某所负案涉债务符合夫妻双方共同生产经营负债的情形,属于夫妻共同债务。”<sup>②</sup>所以,法院最终支持了原告要求被告李某承担连带清偿责任的诉讼请求。

但需要注意的是,不能认为只要存在夫妻关系就一定产生夫妻共同债务,如果回购义务人的配偶不参与目标公司的管理经营,也不是目标公司的股东,则大概率不对回购义务承担连带责任。比如有的法院认为:“《确认函》约定创始股东持有的全部公司股权归创始股东单独所有,创始股东持有公司全部股份的出资来源并非夫妻(家庭)共同财产,亦未曾做夫妻(家庭)共同生活之用,不属于夫妻(或家庭)共同财产,不参与任何形式的夫妻(或家庭)财产份额……明某作为回购义务人的配偶无须对回购义务承担连带责任。”<sup>③</sup>

## 三、结语

在私募基金股权回购纠纷实务中,虽然在回购权的行使条件和行使期限、回购价款的计算、回购义务与连带责任等问题上均存在争议,但这些争议对投资协议的效力并不产生实质性影响,而且在新公司法进一步完善相关制度后,双方当事人可以通过越来越细致的意思自治来预防和解决争议。对于投资人来说,要以更积极的心态看待纠纷解决。第一,积极行使权利,争取及时发送股权回购的函件并要求回函;第二,以打促谈,一起等待资本市场的春天;第三,由于能与投资人产生股权回购纠纷的目

<sup>①</sup> 参见刘洋、黄馨颐:《投资回购实务系列(一):一文读懂私募股权投资人如何实现回购(境内篇)》,载微信公众号“盈理律师事务所”,2022年3月21日。

<sup>②</sup> 唐某与马某等股权转让纠纷,上海市青浦区人民法院(2023)沪0118民初35534号民事判决书。

<sup>③</sup> 嘉兴宸宝投资合伙企业(有限合伙)与林某等股权转让纠纷,上海市虹口区人民法院(2022)沪0109民初10056号民事判决书。

标公司和股东一般都不具备良好的资信状况,所以私募基金股权回购案件从实质上有逐渐演变为清收类案件的趋势,投资人需要综合判断回购义务人是否有实际履行能力,注重保全,力求实现“早介入,早启动”的效果,避免赢了诉讼一场空;第四,不妨搭便车,对其他的私募基金股权回购纠纷保持高度关注;第五,积极利用新公司法中的有利因素,增加回购义务的责任主体。而对于基金管理人而言,核心问题是投资人做好充分的信息披露,定期召开持有人会议,秉承勤勉尽责的态度,将每一次工作内容留痕,避免资产端纠纷与资金端纠纷同时爆发,从而引发更为严重的后果。