

柯杰争议解决系列

——私募股权投资交易中的股权回购争议（一）：回购效力

私募股权投资基金近些年在为创新创业企业提供资金，促进国家经济结构转型以及助推国家经济发展等方面发挥了重要作用。随着时间的推移，早期设立的私募股权投资基金大量进入退出期，开始面临退出问题；与此同时，叠加 2023 年底和 2024 年初 IPO 政策的收紧，大量私募股权投资基金 IPO 退出受阻，纷纷选择股权回购，给被投资企业（“**标的企业**”）造成了前所未有的压力。2024 年，既有某基金密集发布的批量诉讼法律服务采购招标引起关注，也有上海市松江区法官在判决中对于回购安排市场影响的无可奈何温暖创投圈^[1]，还有最高人民法院发布的《法答网精选问答（第九批）》针对“回购权”行权期限提供答疑意见。这些事件引发了广泛的争议和讨论，将股权回购推到了市场舆论的最前沿，受到了前所未有的关注。此外，新《公司法》（“**新公司法**”）的实施，对于私募股权投资基金（为便于描述，下文简称为“**投资方**”）未来投资并约定回购安排也提供了新的导向。

本文旨在结合司法案例和新公司法的规定，对实践中关于股权回购的回购效力、回购程序、回购执行以及回购价款方面的关键问题进行梳理与总结，并就回购安排在实施过程中可能引发争议的一些关键问题点进行特别提示。

本篇文章，我们将就实践中与股权回购效力有关的三个问题进行讨论。

■ 标的企业回购义务只在股东协议中约定，是否有效？

在私募股权投资回购历史沿革中，2019 年《全国法院民商事审判工作会议纪要》（“**九民纪要**”）的出台成为重要分水岭。此前，法院普遍认为标的企业回购股权的约定无效，如“海富案”；然而，“华工案”的判决与之前“海富案”的审判观点形成对比，标志着法院对标的企业作为回购主体的态度转变，明确了在标的企业履行减资程序情况下回购条款的有效性和履行可能性，随后九民纪要的出台标志着法律层面对于回购义务主体包含标的企业的认可。在过往实践中，标的企业回购安排通常会约定在全体股东签署的股东协议中。考虑到市场监督管理部门往往对公司章程中的特别约定比较排斥，且公司章程在标的企业日常经营活动中可能需要向第三方披露，标的企业和创始股东不希望对外披露回购安排的存在。因此，公司章程中通常不会再约定回购安排。过往司法实践中，前述做法也不会影响回购安排的有效性。但新公司法实施后，有限责任公司和股份公司需要区分对待。

新公司法第 224 条规定，“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”。标的企业回购投资方股权属于定向减资，需要遵守新公司法 224 条的规定。而新公司法 224 条针对标的企业的不同组织形式，规定了不同的有效机制。如标的企业属于有限责任公司，则定向减资由“全体股东另行约定”即可；对应到实践中，全体股东签署的股东协议中约定定向减资安排

（即回购）即可。如标的企业属于股份公司，则必须将定向减资安排（即回购）约定在公司章程中方为有效。但如上文所述，在实践中，无论是市场监督管理部门，还是标的企业和创始股东，均希望公司章程文本尽量简化，因此实践中回购安排通常不会约定在公司章程中，只会约定在股东协议中。在新公司法的规定下，这样的安排对于有限责任公司是有效的；但如果标的企业未来从有限责任公司股改为股份公司，而公司章程未约定回购安排，投资方未来行使回购权将面临实质障碍。

因此，对于股份公司回购应当在公司章程中约定这一点已无争议，但考虑到公司章程文本简化的现实要求，回购安排在公司章程中应当约定到何种细致程度是一个亟待解决的问题。这一问题的关键在于对新公司法 224 条“公司章程另有规定”的理解。一种观点是，仅需在公司章程中约定公司回购按照股东之间签署的股东协议执行即可，具体回购安排在股东协议中详细约定。另一种观点是，公司章程和股东协议是两个性质不同的文件，新公司法 224 条关于股份公司定向减资的规定是“公司章程另有规定”，因此应当在公司章程中约定回购安排完整机制，仅在公司章程中援引股东协议的做法不符合公司法第 224 条的规定。由于新公司法颁布实施不久，我们尚未找到相关司法案例以探寻司法实践中就上述问题的看法。我们更倾向于第二种观点，但考虑到公司章程简化的现实需要，如无法在公司章程中将回购安排完整体现，较为稳妥的方式是，至少在公司章程中明确回购安排的基本要素，包括回购权利人、回购触发情形、回购价格以及回购价款的支付时间。

■ 如创始股东承担回购义务，标的企业提供连带担保，是否有效？

如上文所述，在私募股权投资的实践中，回购包括由标的企业回购和创始股东回购两种回购模式。但标的企业回购需要以履行减资程序为前提，而减资程序包括股东会决策程序和通知、公告债权人程序。股东会决策程序会受到其他股东是否配合的影响，而通知、公告债权人程序还涉及债权人异议以及是否可以和债权人达成和解等不确定因素。因此，标的企业减资回购是否能有效执行存在较大的不确定性。但另一方面，如果选择创始股东回购，创始股东如为自然人，会面临回购能力不足的问题。为解决前述困境，实践中的一种思路和做法是，由创始股东承担回购义务，同时，标的企业就创始股东支付回购价款义务承担连带保证责任，从而间接实现将标的企业纳入回购义务承担主体的目的，还能回避减资行为不便执行的问题。

就上述思路和做法，过往司法案例的主要争议焦点在于，标的企业对创始股东支付回购价款义务承担连带保证责任是否有效？主流观点（例如最高院作出的(2020)最高法民申 6603 号裁定、(2020)最高法民终 1161 号判决）是，在经过股东会的审议批准且创始股东回避表决的前提下，公司所提供的连带保证责任有效，否则担保行为无效。这也符合新公司法第 15 条^[1]（对应原《公司法》第 16 条）的规定。

新公司法出台后，又对股份公司采用上述思路和做法提出了新的挑战。根据新公司法第 163 条规定，“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”。如标的企业为股份公司，其为创始股东的回购价款支付义务提供担保，可能被视为“公司为他人取得本公司的股份提供财务资助”，属于新公司法原则性禁止的行为。但是，标的企业为创始股东回购价款支付义务提供担保，是否可以被理解为，是为了标的企业顺利融资而做出的安排，即是“为了公司利益”，从而构成新公司法第 163 条原则性禁止的例外，尚有探讨的空间，需要未来司法实践提供更清晰的解答。此外，前述规定目前仅适用于股份公司，未来是否会扩展适用于有限责任公司，有待未来司法解释或司法实践进一步明确。

■ 回购权的行权期限是多久？

回购权的性质

回购权的行权期限取决于对回购权性质的认定。在司法实践中，对于回购权的性质争议许久。有些观点认为属于债权请求权，其行权期间应适用诉讼时效制度（即 3 年），例如北京市三中院作出的(2022)京 03 民终 14424 号判决。有些观点认为属于形成权，其行权期间应适用除斥期间（一般参照解除权适用 1 年期间），例如上海市一中院作出的(2023)沪 01 民终 5708 号判决、重庆市高院作出的(2024)渝民申 373 号判决。最高人民法院于 2024 年 8 月 29 日发布了《法答网精选问答（第九批）》（“[法答网问答](#)”），在该文件中对回购权的行权期间给出了相对明确的司法指导。虽然法答网问答没有直接回答回购权的性质这一问题。但从法答网问答关于行权期间的答复来看，回购权兼具形成权和请求权的特性。具体而言，如果投资方未能在当事人约定的期限内或（在当事人未约定情况下）合理期限内提出回购请求，则视为其放弃了回购的权利，回购权消灭。即回购权在行权之前表现为形成权，适用除斥期间（即当事人约定的期限或合理期限）。如果投资方在当事人约定的期限内或（在当事人未约定情况下）合理期限内提出回购请求，则从请求的次日起，诉讼时效开始计算。即回购权在行权之后表现为投资方对回购义务主体支付回购价款的请求权，适用诉讼时效。

回购权的行权期限

从法答网问答来看，回购权的行权期限首先尊重当事人的意思自治，即按照当事人约定的回购行权期限执行。在当事人未明确约定投资方请求回购的具体期限时，投资方应在一个合理的期限内行使回购权。为了维护公司经营的稳定性和商业预期，审判实践中倾向于将这一合理期限界定为不超过 6 个月，即当事人未作约定情况下，回购权的行权期间一般为 6 个月。根据法答网问答“开栏的话”^[10]，法答网问答的观点并不代表最高人民法院的正式立场，也不具有司法解释的效力。但是，其对司法实践仍具有一定的指导意义。例如，上海市一院在审理(2024)沪 01 民终 12277 号案件时，就参考了法答网问答的这一解决思路，其在判决书中指出“本院认为，在股权回购条款对行权期限有约定时，应按照约定。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”。法答网问答关于回购权行权期限的答复未来在多大程度和范围内会影响司法审判实践，尚需进一步观察。

此外，如上文所述，从法答网问答来看，如当事人约定了回购行权期限的，则应从其约定。但在实操中可能发生的场景是，投资方为了给自己留下更多的考虑和选择空间，与回购义务主体约定较长的行权期限（例如3年、5年，甚至更长），那在该种情形下该如何确定行权期限？尽管在过往司法案例中（例如最高院作出的(2020)最高法民申1513号判决）法院认可了投资方和标的企业通过意定方式给予投资方较长的行权期间，而且，法答网问答意见也强调首先要尊重当事人意思自治，但不可忽视的一点是，法答网问答意见也明确了“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”这一大原则。因此，在回购权已经被触发的情形下，如双方约定过长的行权期限，而投资方一直不行使回购权，从投融资主体的权利义务关系尽早确定的角度来说，法院是否会基于“法律不保护在权利上睡觉的人”的逻辑，确定一个较短的合理的行权期限，有待未来司法实践给我们答案。

以上我们就实践中与股权回购效力有关的三个问题进行了讨论。下篇文章我们将讨论实践中与股权回购执行程序有关的两个问题：标的企业定向减资回购涉及的股东会表决问题，以及国有投资方行使回购权面临哪些特殊程序问题。

^① 根据上海市松江区法院作出的(2020)沪0117民初9687号判决：“对赌协议”是柄双刃剑，风险投资、私募投资行业中存在滥用的情形。实践中，“对赌协议”已常丧失其解决信息不对称、产生正向激励机制的作用，而沦为投资人规避、转嫁风险的工具。另一方面，许多企业的主要发起股东、创始人对此警惕不足，过分自信，导致“对赌”失败，给自身背上沉重负担，也给上升期的企业发展带来障碍，进而可能对全社会创业积极性产生不利影响。本院向创业者致以最美好的祝愿，向投资人发出最仗义的倡导。但商海非童话世界，商行为显著区别于日常民事活动在于营利性，俗语云，“慈不带兵，义不养财”，创业者寄希望于投资人高尚的道德情操，显然是不够理性的，而法律作为道德底线，难以对商主体设定过高的道德要求。人民法院可以通过裁判，引导商行为、营造好的营商环境，亦难以从根本上改变商业规则。回归本案，本院无理由否定系争《协议书》效力，惟辨法析理，酌情适当调整协议的履行，以期公平。

^② 《中华人民共和国公司法（2023修订）》第15条：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。前款规定的股东或者受前款规定的实际控制人支配的股东，不得参加前款规定事项的表决。该项表决由出席会议的其他股东所持表决权的过半数通过。

^③ 《法答网精选问答（第九批）》“开栏的话”：“法答网是最高人民法院为全国四级法院干警提供法律政策运用、审判业务咨询答疑和学习交流服务的信息共享平台。通过法答网，法院干警可以就审判工作、学习和研究中涉及的法律适用、办案程序和司法政策等问题在线咨询。答疑专家须严格依据法律、司法解释等规定，在规定时限内提出答疑意见，并经相关业务部门负责人审核同意，以最大限度保障答疑意见准确、权威。咨询仅针对法律适用问题，不得涉及具体案件，答疑意见仅供学习、研究和参考使用”，具体详见：<https://www.court.gov.cn/zixun/xiangqing/441371.html>。



本文作者为柯杰律师事务所何杰（管理合伙人）、曹蕾（合伙人）、张方（合伙人）、刘影。本文仅供一般性参考，不构成法律意见，不能代替法律意见，也无意对讨论事项进行全面的深入研究。