

## 柯杰争议解决系列

### ——私募股权投资交易中的股权回购争议（二）：回购程序

在上篇文章《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》中，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。本篇文章，我们将就实践中与股权回购执行程序有关两个问题进行讨论，一个是标的企业定向减资回购涉及的股东会表决问题，另一个是国有投资方行使回购权面临的特殊程序问题。

#### ■ 标的企业定向减资回购涉及的股东会表决问题

如上一篇文章《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》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。不同的回购主体适用的回购程序有所区别，创始股东回购需要履行股东间的股权转让程序，标的企业回购需要履行标的企业的减资程序。

就标的企业的减资程序，法院在裁判中主要关注减资程序是否履行完毕，而减资程序是否履行完毕的核心点之一在于减资事宜是否经过了股东会合法有效的审议和决议。标的企业回购属于定向减资，但原《公司法》没有同比例减资和定向减资之分<sup>[1]</sup>，也未规定定向减资的决策机制，仅规定股东会作出减资决议的应当经代表三分之二以上表决权的股东通过。在实操中关于股东会通过减资决议的表决比例，出现了按照原《公司法》规定执行“三分之二决”与“一致决”之争。采用“一致决”观点的代表性案例为上海市一中院作出的(2018)沪 01 民终 11780 号判决，法院认为“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”。新公司法的出台，为这一争议提供了答案。根据新公司法第 224 条，“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”。即标的企业减资原则上应各股东同比例减资，但对于标的企业回购投资方股权涉及的定向减资，有限责任公司可以按照全体股东一致同意的机制进行，股份公司可以按照公司章程中规定的机制进行。因此，只要有限责任公司全体股东签署的股东协议或者股份有限公司章程约定，标的企业回购投资方股权的定向减资采用“三分之二决”即可，也无需“一致决”。

但需要注意的是，不论是“三分之二决”，还是“一致决”，在回购执行阶段仍需其他股东配合投赞成票方可通过减资决议。但结合过往司法案例（例如最高院作出的(2020)最高法民终 223 号判决），法院认为减资属于典型的公司内部自治，法律并无规定强制公司减资的制度，因此在无法律规定的情况下司法不宜直接干预。即使交易文件或章程约定其他股东有义务配合投赞成票，我们理解，一方面股东投票表决是具有人身属性的行为，法院无法通过强制执行手段强制股东投出赞成票；

另一方面法院也无法越过公司内部治理机制直接替代股东会做出减资决议。因此，如届时有股东不配合投赞成票，于投资方而言，投资方仅能根据交易文件约定追究其他股东的违约责任，而无法强制其投赞成票，理论上投资方的退出存在一定困难。不过，实践中，在投资方回购权被触发的情况下，其他股东阻碍减资决议的可能性相对较小。首先，一般情况下，投资方的回购权都会有连带触发条款，即某一投资方的回购权被触发而要求行使回购权的情况下，其他投资方也都有权要求行使回购权。此时，投资方的利益通常一致，阻碍减资决议通过的可能性较小。其次，对于创始股东而言，其通常会和标的企业一起承担回购责任，在标的企业承担回购责任的情况下，可以减轻或降低创始股东的回购责任，因此创始股东通常也不会阻碍减资决议的通过，否则创始股东个人就需要承担全部回购责任。

## ■ 国有投资方行使回购权面临哪些特殊程序问题？

近年来国有背景投资方（“**国有投资方**”）在一级市场的投资极为活跃，国有资本已经成为重要且主要的资本供给来源。2024 年国家也通过发布“创投 17 条”规则，以及提出“将政府投资基金培养为耐心资本”等，肯定了国有资本在一级市场中发挥的重要作用。对于国有投资方而言，在回购退出方面，其面临的课题是如何在遵循国资监管程序（评估和进场交易）的前提下实现有效退出。

**标的企业定向减资回购。**根据国务院国资委就相关问题作出的答复，“公司减资应按照《中华人民共和国公司法》、公司章程履行相应的工作程序。……国有股东退出所投资的公司原则上应当采取股权转让的方式进行”<sup>[ii]</sup>、“一般意义上国有企业退出所投资企业，即为将所持投资企业全部股权对外转让，可以按《企业国有资产交易监督管理办法》（国务院国资委 财政部令 第 32 号）相关规定操作”<sup>[iii]</sup>。由此可见，国资监管机构并不鼓励国有投资方以减资方式退出标的企业，但现有国资监管规则也并未就国有企业的减资退出方式作出明确限制，因此在私募股权投资实践中，由标的企业回购也是国有投资方惯常使用的退出方式。如国有投资方要求由标的企业回购股权的，是否需要进行评估是一个有争议的问题。根据《企业国有资产评估管理暂行办法》第 6 条规定<sup>[iv]</sup>，减资导致了国有投资方的股权比例发生变动，应当按照国资监管规定和政策对减资部分进行评估。但根据市场惯例，回购价格计算方式通常会在交易文件中明确约定，一般为投资本金加上一定的固定收益。因此，实践中为确保回购安排不因违反国资监管规定而丧失其有效性，有些国有投资方会在交易文件中约定，标的企业回购国有投资方股权的回购价格为交易文件约定的价格和资产评估价格中的孰高者，或者在交易文件中约定价格的同时，原则性约定如果国资监管规则另有其他要求的，按照其要求执行。至于是否需要进场交易，一方面，现行法律法规并未明确规定国有企业减资行为需要进场交易，另一方面，标的企业回购国有投资方股权属于标的企业减资行为，不存在公开竞价交易的逻辑基础，不适用进场交易。也许这也是国资监管机构答复意见中提及的“原则上应采取股权转让方式退出”的原因。

**创始股东回购。**创始股东回购国有投资方股权表现为国有投资方向创始股东转让标的企业的股权。根据国资监管规则，企业国有产权转让需要评估和进场交易。但如同标的企业定向减资回购一样，交易价格是否必须通过评估来确定，也是有一定争议的问题。但与标的企业减资回购不同的是，创始股东回购还会涉及是否

需要进场交易的问题。按照国资监管规则，国有投资方转让企业国有产权必须进场交易，但进场交易的竞价机制与私募股权基金市场惯例适用的交易和定价机制存在重大冲突。虽然在交易文件的条款起草技术上，可以将协议定价与国资监管规则要求结合起来，但会过于复杂。

因此，市场普遍呼吁对于国有私募股权基金的投资和退出行为，应该遵循市场化的原则，在评估和进场交易的要求方面给予放松。值得关注的是，国务院国资委于2024年1月30日发布实施的《关于优化中央企业资产评估管理有关事项的通知》（“《8号文》”）对评估问题做出了突破。根据《8号文》的规定，“中央企业及其子企业发生以下经济行为时，依照相关法律和企业章程履行决策程序后，可以聘请专业机构对相关标的进行估值：……4.中央企业管理基金按照市场惯例对外投资或转让所持股权；5.标的为有限合伙企业份额的交易。”《8号文》目前仅适用于中央企业，但各地国资监管机构可以参照适用。对于进场交易，虽然针对国有私募股权投资基金国家层面尚未出台规则放松进场要求，但部分地方政府投资基金已经进行了探索，例如《浙江省政府产业基金投资退出管理暂行办法》<sup>[v]</sup>。因此，对于国有投资方通过创始股东回购退出而言，私募股权投资基金的市场惯例与国资监管程序适用的冲突问题，还有待未来进一步解决。

以上我们讨论了实践中与股权回购程序有关的两个问题。在股权回购执行过程中，还会遇到是否可以提前行使、股改和上市前是否必须终止、破产中是否可以行使，以及发起股权回购后股东权利是否还可以行使问题，对于这些问题，我们将在下篇文章进行讨论。

---

<sup>[i]</sup> 同比例减资是指公司各股东按照各自的持股比例同时减资，减资完成后，各股东的持股比例不变；定向减资是指特定股东减资，减资完成后，公司全体股东的持股比例会发生变动。

<sup>[ii]</sup> 《国有股东能否通过定向减资方式退出，是否需要进场》，具体详见：[http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/new\\_wdxd\\_wz\\_index.html?MZ=764BLBPz5AAazO2un84%2FOW%3D%3D](http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/new_wdxd_wz_index.html?MZ=764BLBPz5AAazO2un84%2FOW%3D%3D)。

<sup>[iii]</sup> 《关于国有企业退出投资企业方式问题的咨询》，具体详见：[http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/new\\_wdxd\\_wz\\_index.html?MZ=T9ydqj0Jtzs0duUAzcy7SQ%3D%3D](http://www.sasac.gov.cn/n2588040/n2590387/new_wdxd_wz_index.html?MZ=T9ydqj0Jtzs0duUAzcy7SQ%3D%3D)。

<sup>[iv]</sup> 《企业国有资产评估管理暂行办法》第6条：如非上市公司国有股东股权比例发生变动的，则应当对相关资产进行评估。

<sup>[v]</sup> 《浙江省政府产业基金投资退出管理暂行办法》第10条：政府产业基金退出，应当根据有关法律法规并按照章程协议约定的条件、方式办理退出手续；章程协议没有约定的，原则上应当在依法设立的产权交易机构中采取公开挂牌方式办理退出，并事先应聘请具备资质的中介机构对出资权益进行评估，作为确定政府产业基金退出价格的重要参考依据。

◇◇◇◇

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分析。