

柯杰争议解决系列

——私募股权投资交易中的股权回购争议（三）：回购执行

在之前的两篇文章《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》和《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》中，我们讨论了与股权回购效力和执行程序有关的几个问题。本篇文章将讨论实践中股权回购在执行方面会遇到的几个特殊问题，包括在回购情形预期触发情形下投资方提前行使回购权问题，标的企业股改、上市时回购权的终止问题，标的企业/创始股东进入破产程序后投资方行使回购权的问题，以及投资方发起回购程序后对其股东权利的影响问题。

■ 在回购情形预期触发时，投资方是否可以提前行使回购权？

实践中回购权触发的主要情形之一即标的企业在约定时间内未完成 IPO 或 IPO 申报。自 2023 年 8 月起至 2024 年初，资本市场经历了一系列政策调整，IPO 审核标准趋严、节奏收紧，使得 IPO 这一私募股权投资基金传统退出路径受到了极大限制。面对标的企业预期无法完成 IPO 的情况，投资方是否能够提前发起回购，成为实践中的一个重要问题。

从司法实践来看，并未完全禁止投资方在回购请求预期触发的情形下提前行使回购权的可能性。在部分司法案例中，投资方通过将标的企业的经营现状与 IPO 指标进行比对，来说明标的企业无法按照协议约定完成 IPO 已成为事实，来论证回购情形已触发，进而成功地提前行使了回购权。例如在佛山市顺德区法院作出的(2023)粤 0606 民初 26725 号判决中，投资方通过举证说明标的企业涉及多起诉讼和执行案件以论证标的企业无法在约定期限内完成上市；另在安徽省高院作出的(2022)皖民终 65 号判决中，投资方通过举证说明标的企业报告期内的业绩指标不符合 IPO 规定的业绩要求，以论证标的企业无法在约定期限内完成上市。在上述案例中，投资方提前行使回购权的主张最终都得到了法院的支持。

■ 投资方发起回购程序后，是否影响投资方作为股东的权利？

当投资方决定启动回购程序，这意味着其将退出标的企业。对标的企业而言，这一行动意味着投资方与标的企业利益一致的基础将不再存续。因此，标的企业对于投资方在发起回购程序后，是否还能作出最有利于标的企业的行为和决策，自然会抱有怀疑态度。这演变为司法实践中的另一争议焦点，即投资方发起回购程序后是否仍有权行使股东权利（例如表决权）。

主流判决观点认为，股权变动应以股权的交付作为股权变动的认定标准，因此在回购义务主体支付完毕全部回购价款并办理市场监督管理部门的变更登记程序之前，投资方仍享有股东权利。佛山市中院作出的(2021)粤 06 民终 10968 号判决、北京市一中院作出的(2021)京 01 民终 9870 号判决等采取该种观点。在该等司法案例中，投资方一般通过“对内对外”逻辑进行举证，即对外通过举证市场监督管理部门

北京市柯杰律师事务所

总机: 8610 6506 9866 传真: 8610 6506 9863

北京市朝阳区工体北路8号院三里屯SOHO写字楼C座18层 (100027)

www.kejielaw.com

北京 | 上海 | 香港

登记资料显示其仍具备股东资格外观条件，对内通过提供仍将投资方登记为股东的股东名册来证明投资方仍具备股东资格。当然，个别地方司法判决也会提出不同的观点，例如，在合肥市中院作出的(2021)皖 01 民终 6135 号判决中提出，投资方选择行使回购权，将会实质导致投资方成为标的企业的债权人，即投资方为标的企业的债权人而非股权的所有权人，因此投资方发起回购程序后不得再作为标的企业的股东行使股东权利。

需要注意的是，尽管主流判决观点认为，投资方在行使回购权之后完成股权交付之前，其作为股东的权利并不受影响，但如果投资方在启动回购程序后，在标的企业的内部治理中做出了与回购权本质相悖的决策，可能会对回购权的行使产生负面影响。例如，在北京市高院作出的(2022)京民申 123 号判决中，投资方在提出回购股权的主张后，又在作出的股东会决议显示其选择继续合作而不是退出公司，法院认为投资方的行为改变了回购股权的意思表示，从而影响投资方要求回购义务主体履行回购义务的有效性。

■ 标的企业股改、上市时，回购权是否需要终止？

上市前回购条款应终止。根据现行的上市监管规则和实操要求，在标的企业 IPO 申报前，标的企业承担的回购义务应当全部终止；就创始股东承担的回购义务，如不存在可能导致标的企业控制权变化、与市值挂钩、严重影响标的企业持续经营能力或投资者权益的情形的，则无需终止。尽管上市监管规则允许创始股东承担的回购义务在符合前述条件的情形下予以保留，但一般实操中会要求标的企业和创始股东的回购义务在 IPO 申报前统一终止。

股改前回购条款并不必然终止。实操中另一个备受关注的的问题是，在公司股改前，标的企业所承担的回购义务是否需要终止？为 IPO 之目的进行的股改是有限责任公司以其经审计和评估的净资产折股，整体变更为股份公司。结合实践实操来看，股改前，标的企业回购义务是否终止取决于标的企业净资产是否可以满足折股后的股份公司股本金额的要求。根据财政部于 2022 年 9 月 13 日发布的《金融负债与权益工具的区分应用案例》，如标的企业的回购义务对标的企业而言是一项不能无条件避免的以支付现金或其他金融资产以履行的合同义务，则应当按照回购所需支付金额的现值，将标的企业的回购义务列为“金融负债”^[1]。因此如果保留标的企业的回购义务，回购价款支付义务会增加标的企业的负债进而减少标的企业的净资产值。如果回购价款金额较高，将可能导致净资产不够预期的折股后的股份公司股本金额，甚至是负数，从而导致股改无法完成。因此，如果要顺利完成股改，就需要在股改前终止标的企业回购义务。反之，如果保留标企业回购义务，将回购义务下的负债影响纳入考虑后，标的企业净资产仍较为充足，可以满足折股后股份公司股本金额的要求，标的企业的回购义务也并非一定要终止。

“抽屉协议”是否有效。实操中投资方对于标的企业的 IPO，除了时间要求外，往往还会提出 IPO 估值、上市交易所等方面的要求，即“合格 IPO”。即使 IPO 申报时间满足要求，但未达到“合格 IPO”的标准要求，也会触发投资方的回购权。面对无法达到预期 IPO 估值要求的情况，投资方有时会选择放弃回购权跟随标的企业以低估值进行 IPO，但同时要求的替代方案是，在上市前和创始股东签署协议，约定标的企业未来上市后如果投资方的退出收益低于预期收益率或者退出价格低于一定标

准，则创始股东需要对投资方进行补偿。这种协议通常不会在 IPO 申报过程中披露，因此被称为“抽屉协议”。抽屉协议是否有效一直是实践中一个有争议的话题。从过往法院案例来看，虽然抽屉协议存在应披露而未披露或内容涉及上市公司估值对赌，存在违反证监会、交易所的规定的规定的情形，但早些年的法院会从该等上市监管规则并非全国人大及其常委会制定的法律和国务院制定的行政法规的效力性强制规定这一角度出发，认为不构成无效情形（例如武汉市江岸区作出的(2019)鄂 0102 民初 1836 号判决），即仍然会认可未披露的抽屉协议的有效性。

但近年来，在国家加强金融监管和整顿金融秩序的背景下，司法实践中法院对无效的适用情形进行了扩张解释，抽屉协议的有效性受到了重大挑战。一方面抽屉协议因其未进行披露，违反了 IPO 的信息披露规则要求，另一方面，抽屉协议的内容如果存在上市监管要求清理或不得存在的内容（例如与上市公司市值挂钩的业绩对赌），也会违反 IPO 的监管规则要求。而在扩张解释的逻辑下，一方面，IPO 监管规则会被认为是维护股票市场交易秩序和金融安全的重要规则，违反 IPO 监管规则可能会被认定为违反股票市场交易秩序和金融安全，损害公共利益，构成《民法典》下的违背“公序良俗”，进而被认定为无效；另一方面，一些 IPO 监管规则被认为是构成法律法规效力性强制规定的延伸和细化，违反该等上市监管规则可能被认定为违反法律法规的强制性规定，进而被认定为无效。这不仅体现在一些司法案例（例如人民法院案例库入库参考案例(2021)沪民终 745 号）中，也体现于刘贵祥大法官在《关于金融民商事审判工作中的理念、机制和法律适用问题》中表达的观点。因此，在新的司法裁判逻辑下，抽屉协议被认定为无效的风险大增。

■ 标的企业/创始股东进入破产程序后，投资方能否行使回购权？

在当前市场不确定性加剧，企业尤其是中小企业面临重重生存困境的大背景下，企业破产数量激增。根据无破数据终端统计，2024 年全年度，共产生 103,551 件破产（含破产申请、破产上诉等、破产监督等多种类型）及关联相关案件，涉及 55,268 家企业^[ii]。因此，在承担回购义务的标的企业/创始股东进入破产程序后，投资人能否行使回购权也成为热点议题。

在标的企业承担回购义务但破产的情形下，结合司法案例（例如海南省高院作出的(2023)琼民终 1016 号判决^[iii]、深圳市中院作出的(2020)粤 03 民终 12735 号判决）来看，如果投资方在标的企业进入破产程序前已行使回购权且标的企业已完成减资程序的，则回购价款可以纳入标的企业的破产债权。但是，如果投资方在标的企业进入破产程序前未行使回购权，或虽然行使回购权但标的企业没有履行完毕减资程序的，根据司法案例，主流观点认为，标的企业进入破产程序，即意味着标的企业已资不抵债，如允许标的企业通过减资程序进行回购，将侵害债权人的利益。因此进入破产程序的标的企业无法履行减资程序，投资方不得要求回购股权；如投资方在标的企业进入破产程序前已经要求回购股权但标的企业未履行完毕减资程序的，投资方继续执行回购程序的诉求也不会得到法院支持。浙江省慈溪市人民法院作出的(2020)浙 0282 民初 6720 号判决、上海市第一中级人民法院作出的(2020)沪 01 民终 4687 号判决均采用该观点。

在创始股东承担回购义务但破产的情形下，投资方能否行使回购权取决于破产管

理人是否会解除存在回购条款的协议（“回购协议”）。根据《企业破产法》第 18 条规定^[i]，如回购协议属于投资方和创始股东“均未履行完毕的合同”的，则破产管理人有权要求解除该协议。如破产管理人解除回购协议的，则投资方不得要求创始股东履行回购义务；反之，投资方可以要求将回购价款支付义务作为普通破产债权进行申报。江西省高院作出的(2024)赣民终 155 号判决、上海铁路运输法院作出的(2024)沪 7101 民初 160 号判决即采用该观点。但在该观点下，还有一个核心问题需要解决，即回购协议在什么情形下属于投资方和创始股东“均未履行完毕的合同”？就这一问题司法实践也会有不同认定，例如在天津市高级人民法院作出的(2021)津民终 169 号判决、济南中院作出的(2020)鲁 01 民初 2774 号判决中，法院认为回购法律关系具有双务特点，即“回购”类似股权转让法律关系，兼具权利和义务，对投资方而言，转让股权是义务，收取价款是权利，对创始股东而言，支付价款是义务，取得股权是权利，如转让股权的程序未履行完毕且回购义务主体也未支付完毕回购价款的，应属于“均未履行完毕的合同”。但在上海铁路运输法院作出的(2024)沪 7101 民初 160 号判决中，法院认为是否符合《企业破产法》规定的解除条件，应当以协议的约定内容及履行情况确定；在该案中，投资方在协议下的主要义务是按期足额缴纳出资并已在创始股东进入破产程序前履行完毕，且该协议已在履行中，因此该协议不属于“均未履行完毕的合同”，管理人不得解除。

我们认为上海铁路运输法院的观点更具有合理性。股权回购安排是整个投融资安排中的一部分，不能和整个投融资安排割裂开来单独分析其权利义务关系。投融资安排中，投资方的主要义务是向标的企业支付投资款，相应的获得股权以及包括回购权在内的特别权利；创始股东虽然不是标的企业，但在标的企业高估值融资的情况下也是受益方，因此也愿意作出回购承诺，以换取投资方对标的企业的投资。而且股权回购不是正常的股权买卖，而是投资方的一种退出保障机制，股权交付并非投资方的主要义务。因此，在投资方已经向标的企业支付了投资款的情况下，投资方已经履行了回购协议下的主要义务，回购协议不属于“均未履行完毕的合同”，管理人不得解除。

在讨论完股权回购在执行方面遇到的几个特殊问题后，下篇文章我们将讨论实践中与股权回购价款有关的两个重要问题。

^[i] 《金融负债与权益工具的区分应用案例——发行人作为合同一方承担的义务》，具体详见 http://kjs.mof.gov.cn/zt/kjzss/srzzzq/jrgjzzy/202209/t20220913_3839959.htm。

^[ii] 详见 <https://baijiahao.baidu.com/s?id=1822021244090256257&wfr=spider&for=pc>。

^[iii] 详见 <https://mp.weixin.qq.com/s/8GtCYXrs3zVBDzYi7oe7Fw>。

^[iv] 《企业破产法》第 18 条：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。管理人决定继续履行合同的，对方当事人应当履行；但是，对方当事人有权要求管理人提供担保。管理人不提供担保的，视为解除合同。



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