

柯杰争议解决系列

——私募股权投资交易中的股权回购争议（四）：回购价款

通过《柯杰争议解决系列 私募股权投资交易中的股权回购争议》中的前三篇，我们对实践中与股权回购的效力、执行程序以及特殊情形下行权有关的多个问题进行了讨论。作为股权回购争议系列的最后一篇文章，我们将讨论实践中与回购价款有关的两个问题，包括创始股东回购义务“以股权价值为限”的理解问题，以及在标的企业作为回购义务人的情形下的回购价款资金来源问题。

■ 创始股东回购义务“以股权价值为限”应如何理解？

在私募股权投资实践中，投资方为降低投资风险，常常会要求标的企业的创始股东对标的企业的回购义务承担连带责任，或者直接将创始股东作为回购义务人。然而，在经济下行周期和整体经济不景气的大环境下，创始股东往往倾向于避免承担过重的责任，不愿意将个人的全部资产置于风险之中。因此，在私募股权投资基金的条款起草和谈判过程中，越来越多的创始股东开始寻求设定一个回购责任的上限，以保护自己的个人资产不受影响，即“以股权价值为限”条款。其意在将创始股东的回购义务和责任限制在创始股东持有的标的企业股权价值范围内。但“以股权价值为限”具体应如何理解，可能会产生争议。

“公允价值”与“变现价值”之争？实践中，争议的核心点在于“以股权价值”为限，是以股权的“公允价值”为限，还是以“变现价值”为限。一种判决观点（如苏州中院作出的(2020)苏05执异2号判决）认为应以创始股东所持股权的变现价值为限，也即在回购义务触发后，创始股东应将其所持股权进行处置变现并以处置变现实际所得来承担回购义务。在该种情形下，回购义务不会涉及创始股东除所持股权外的其他个人财产。另一种观点（如北京市四中院作出的(2022)京04民特523号判决、中国国际经济贸易仲裁委员会作出的(2023)中国贸仲京裁字第3535号裁决）认为应以股权的公允价值为限，也即在回购义务触发后创始股东不是以其所持股权进行处置变现后的实际所得为限承担回购义务，而是以该等股权对应的公允价值作为承担回购义务的责任上限。在该种情形下，创始股东可以以处置变现股权所得来承担回购义务，也可以选择以其他个人财产来承担回购义务。从另外一个角度来讲，如果创始股东的股权处置变现实际所得无法达到“公允价值”，创始股东还需要以股权之外的其他个人财产来承担回购义务。此外，即使是以股权的“公允价值”为限，对于何为“公允价值”在司法实践中也存在不同认知。例如北京市四中院作出的(2022)京04民特523号判决以投资当时的投后估值来确定，而中国国际经济贸易仲裁委员会作出的(2023)中国贸仲京裁字第3535号裁决则以评估价值来确定。面对上述司法裁判中的不确定性，对于投资方和标的企业而言，更合适的做法是在交易文件中作出明确约定，创始股东的回购义务是以股权的“公允价值”还是“变现价值”为限，以及在适用“公允价值”为限的情况下，公允价值的确定标准。

什么情况下可以突破责任上限？ 尽管创始股东会通过“以股权价值为限”限制个人责任，但投资实践中，投资方一般会要求在责任上限后跟随除外条款，以防止责任上限被滥用。例如创始股东存在挪用公司资产、进行财务造假、滥用股东权利减损股权价值等重大诚信问题或恶意行为，或擅自以显著低于市场价格处置股权等方式恶意逃避或减轻回购责任的，创始股东的回购义务不受责任上限的限制。此外，在投资方未约定除外条款的情形下，《民法典》第 506 条的规定^[1]也可以为投资方主张突破创始股东以股权价值为限的责任上限提供一定的法律依据。但需要注意的是，投资方在适用前述规定时需承担举证责任，证明创始股东存在“故意”或“重大过失”行为以及投资方存在“财产损失”的结果，因此在适用上存在较高的难度。

■ 标的企业作为回购义务人的情形下，回购价款资金从哪里来？

在标的企业作为回购义务人的情形下，标的企业应当履行减资程序，并向投资方支付回购价款。但回购价款从何而来，是回购实践中普遍忽略的问题，但也是在回购实践中无法回避的现实问题。

减资所释放的注册资本。 首先，标的企业通过履行减资程序所释放的注册资本可以作为回购价款的资金来源。新公司法规定了同比例减资为原则，定向减资为例外，只要标的企业按照新公司法履行了相应的审议程序以及减资公告程序，通过该等程序所释放的注册资本可以定向支付给拟退出的投资方。但现实的问题是，投资方对标的企业投资时一般都有着极高的资本溢价，投资和支付的投资款中只有少部分甚至极少部分计入了标的企业的注册资本，大部分或绝大部分进入了标的企业的资本公积。如果仅能以减资所释放的注册资本金额用于支付回购价款，将无法实现回购的目的。

税后利润。 其次，根据新公司法规定，公司弥补亏损和提取公积金后所余税后利润，可以按照比例或者另行约定向股东进行分配。因此，标的企业的税后利润也可以作为回购价款的来源之一。但如要采用该种资金作为回购价款来源，其中一个大前提是标的企业运营良好，存在较多可分配利润。此外，由于税后利润原则上应当分配给股东，如果要动用其他股东原本所享有的税后利润用于向投资方支付回购价款，应当通过标的企业的内部审议程序或者经过其他股东的同意。但从实际场景来看，除非投资方是因基金存续期限所迫必须退出或者受制于市场政策短期内无法 IPO 退出，不然投资方选择回购退出的场景更多是标的企业经营情况不佳，因此很有可能标的企业无可分配利润，或即使有可分配利润也无法满足投资方较高的回购价款诉求。

资本公积。 再次，如上文所述，投资方所支付的投资价款中的大部分或绝大部分通常会会计入资本公积，因此，资本公积实际上是标的企业支付回购价款最合适的来源。但资本公积能否用于支付回购价款，司法实践中存在不同观点。认为资本公积不能用于支付回购价款，主要原因是基于“公司资本维持原则”的理解。该原则是公司法所确立的在公司设立、营运以及管理过程中，为确保公司资本的确定、维持、不变而必须遵循的法律准则。资本公积构成公司资本的组成部分，如允许将资本公积定向返还给拟退出的投资方，将导致标的企业的资本规模减少，损害标的企业的财产和信用基础，损害债权人的利益。浙江省嘉兴市中级人民法院作出的(2018)浙 04 民终 3014 号判决便采用该观点。但是，如果资本公积无法使用，

光靠减资所释放的注册资本以及税后利润往往无法满足投资方的回购诉求，因此不同地区也在探索更为灵活的解决方案。例如江苏省高级人民法院作出的(2019)苏民终 1446 号判决提出，“资本公积金与注册资本同属公司资本，注册资本不能任意减少，如需减少必须经过法律规定的程序，同理，资本公积金当然也不能仅经过公司及其股东之间的约定任意减少甚至将其转化为股东对公司的债权。诚然，在《中华人民共和国公司法》对资本公积金的减少没有规定的情形下，资本公积金的减少并非无路径可循，股东减少计入资本公积金的出资的权利并未受到损害。如可参照注册资本减少的规定适用于资本公积金的减少，或按照《中华人民共和国公司法》第一百六十八条的规定，将资本公积金转为增加公司注册资本，再按照注册资本减少的规定适用”。江西省抚州市（地区）中级人民法院作出的(2023)赣 10 民终 988 号判决也持类似观点。

盈余公积。标的企业的盈余公积，提取自税后利润，用于弥补标的企业的亏损、扩大标的企业的生产经营或者转为增加标的企业注册资本。如标的企业的税后利润和资本公积可以用于支付回购价款，同理，标的企业的盈余公积也可以按照同样的逻辑和方式用于支付回购价款。^[iii]

至此，股权回购争议系列的四篇文章完结。退出机制是私募股权投资基金的核心和关键，它决定了私募股权投资基金最终投资回报的可实现性和回报的高低，以及一级市场的流动性。尽管饱受争议，但不可否认的是回购权在退出机制中扮演着至关重要的角色。本系列文章通过对实践中与股权回购争议有关的多个关键问题进行梳理与总结，以及结合新公司法的规定，就股权回购在实施中可能引发争议的一些关键点进行特别提示，以期为投资方和标的企业在回购权的设计和执行过程中提供一定的参考和指导，以减少不必要的纠纷，促进双方利益的平衡。

^[ii] 《民法典》第 506 条：合同中的下列免责条款无效：（一）造成对方人身损害的；（二）因故意或者重大过失造成对方财产损失的。

^[iii] 除本文所述法律路径论证回购价款的资金来源外，上市公司回购股份注销库存股并减资的会计处理方式，或许也可以为回购价款的资金来源以及支付顺序提供一定的思考和参照。例如《国联证券股份有限公司发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》（2024-12-28）中就用于员工股权激励的库存股注销，其财务处理方式为“股份有限公司采用收购本公司股票方式减资的，按股票面值和注销股数计算的股票面值总额，借记本科目，按所注销库存股的账面余额，贷记‘库存股’科目，按其差额，借记‘资本公积——股本溢价’科目，股本溢价不足冲减的，应借记‘盈余公积’、‘利润分配——未分配利润’科目”。



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全面的研究。