



VC/PE 投融资之投资人回购权 相关法律问题研究

北京市朝阳区建国路81号华贸中心
1号写字楼15层&20层 邮编: 100025
15 & 20/F Tower 1, China Central Place,
No. 81 Jianguo Road, Chaoyang District,
Beijing 100025, China
电话/T. (86 10) 6584 6688
传真/F. (86 10) 6584 6666

上海市黄浦区湖滨路150号企业天地
5号楼26层 邮编: 200021
26F, 5 Corporate Avenue,
No.150 Hubin Road, Huangpu District,
Shanghai 200021, China
电话/T. (86 21) 2310 8288
传真/F. (86 21) 2310 8299

深圳市南山区铜鼓路39号大冲国际中心
5号楼26层B/C单元 邮编: 518055
Units B/C, 26F, Tower 5,
Dachong International Center, No. 39 Tonggu
Nanshan District, Shenzhen 518055, China
电话/T. (86 755) 8388 5988
传真/F. (86 755) 8388 5987

作者



直线: 86-10-6584-6650
总机: 86-10-6584-6688
传真: 86-10-6584-6666
邮箱: wangwu@glo.com.cn

王武为环球律师事务所常驻北京的合伙人律师, 其主要执业领域为「投融资与并购」, 包括私募股权投资与风险资本投资、外商投资与并购、境外投资与并购、境内外股票发行与上市等。

王武律师主办或参与过数十起的投融资项目, 涉及的投融资金额总计达数十亿美元, 服务过的客户不仅包括许多知名的投资机构, 还包括众多的创业公司和创始人。王武律师还曾代表众多国内外大中型企业进行境内外股权和资产的收购, 也曾代表不少中国客户进行境内外股票的发行和上市。

王武律师非常熟悉和了解中国的法律监管以及中国的商业实践, 其承办的项目所涉及的行业既包括传统的制造业和服务业, 也包括新兴的互联网、移动互联网、物联网、自动驾驶、人工智能、金融科技、文化传媒、医药、教育和新能源等行业。

报告特点

1. 系统全面

将与投资人回购权有关的重要问题和关键问题进行了细分和拆解，并通过系统化和类型化的研究方式对其进行了全面的梳理。

2. 紧扣实务

不仅介绍了VC/PE投融资实践中投资人回购权的常见安排，还紧密结合国内司法实践，介绍了我国法院在个案中对该等安排的裁判观点。其中，报告引述各级法院相关裁判案例共24则，包括最高人民法院和各高级人民法院相关裁判案例12则。

3. 直击前沿

涵盖了最高人民法院近来审结或发布的与回购权相关的最新裁判案例和最新裁判观点，包括：（一）2017年9月审结的通联资本管理有限公司、成都新方向科技发展有限公司与公有关的纠纷一案；（二）2018年3月审结的杨金国、林金坤股权转让纠纷一案；（三）2018年6月发布的《指导案例96号：宋文军诉西安市大华餐饮有限公司股东资格确认纠纷案》；（四）2018年9月审结的强静延、曹务波股权转让纠纷一案。

免责

本报告及其内容并不代表环球律师事务所对有关问题的法律意见，同时我们并不保证将会在载明日期之后继续对有关内容进行更新，我们不建议读者仅仅依赖于本文中的全部或部分内容而进行任何决策，因此造成的后果将由行为人自行负责。如果您需要法律意见或其他专家意见，我们建议您向具有相关资格的专业人士寻求专业帮助。

目录

1. 回购义务人	4
1.1. 目标公司承担回购责任	4
1.2. 创始人股东承担回购责任	5
1.3. 目标公司与创始人股东承担连带回购责任	6
1.4. 创始人股东承担回购责任，目标公司承担连带保证责任	8
2. 回购权触发事件	11
2.1. 与目标公司 IPO 相关的触发事件	11
2.2. 与目标公司和回购义务人重大违约相关的触发事件	14
2.3. 与目标公司实际控制权相关的触发事件	14
2.4. 与目标公司主营业务相关的触发事件	14
2.5. 与其他投资人股东行使回购权相关的触发事件	14
3. 回购价格	16
3.1. 回购溢价	16
3.2. 已获收益	17
3.3. 逾期利息	18
3.4. 违约金	19
4. 回购权行使期限	21
4.1. 投资人股东行使回购权的期限	21
4.2. 投资人股东回购请求权的诉讼时效	22
5. 回购权的清理与终止	24
5.1. 回购权清理与终止的时点和方式	24
5.2. 上市前未披露的股权回购协议的效力	24
5.3. 上市后仍存续的股权回购协议的效力	26
6. 其他相关问题	28
6.1. 回购顺位	28
6.2. 回购不能	28

VC/PE 投融资之投资人回购权 相关法律问题研究

为免疑义，本文所讨论之投资人股东回购权仅指在境内投融资结构下，投资人股东的回购权；且该等境内投融资结构仅针对于被投资公司（以下或称“目标公司”）是一家境内有限责任公司（非股份有限公司）的情形，同时该被投资公司不涉及国资或外资。

1. 回购义务人

在 VC/PE 投融资实践中，对于投资人股东的回购权而言，可能存在如下四种回购安排：

- （一）目标公司承担回购责任
- （二）创始人股东承担回购责任
- （三）目标公司与创始人承担连带回购责任
- （四）创始人股东承担回购责任，目标公司承担连带保证责任

1.1. 目标公司承担回购责任

对于目标公司承担回购责任的安排，可能在境外投融资结构¹中还是比较常见；但是，对于境内投融资结构而言，在“对赌第一案”（即甘肃世恒有色资源再利用有限公司、香港迪亚有限公司与苏州工业园区海富投资有限公司、陆波增资纠纷一案（最高人民法院（2012）民提字第11号））之后，这种安排在境内投融资结构中应该说就比较少见见了。

根据中国目前的司法实践，目标公司承担回购责任很可能会被中国法院判定为无效。如在山东瀚霖生物技术有限公司、曹务波与公司有关的纠纷一案（山东省高级人民法院（2013）鲁商初字第18号）中，投资人股东与被投资公司和原股东约定，如果被投资公司未实现约定的业绩或者上市，那么投资人股东有权要求被投资公司或者原股东回购其持有的股权。该案主审法院（山东省高级人民法院）认为，“依照《中华人民共和国公司法》第三十六条和第三十八条第一款第（七）项之规定，有限责任公司注册资本确定后，未经法定程序，不得随意减少和抽回。《中华人民共和国公司法》第七十五条规定：‘有下列情形之一的，对股东会该决议反对票的股东可以请求公司按照合理的价格收购其股权：（一）公司连续五年不向股东分配利润，而公司该五年连续盈利，并且符合本法规定的分配利润条件的；（二）公司合并、分立、

¹ 为本文之目的，“境外投融资结构”特指红筹结构下的境外投融资结构。

转让主要财产的；（三）公司章程规定的营业期限届满或者章程规定的其他解散事由出现，股东会通过决议修改章程使公司存续的’。因此，涉案的《增资协议》是合同当事人真实意思表示，但协议中关于公司回购股份的条款约定因违反《公司法》第三十六条、第三十八条第一款（七）项、第七十五条之公司法强制性规定而无效。协议其他条款并不违反公司法规定，应为有效。”

另外，值得注意的是，虽然最高人民法院《指导案例 96 号：宋文军诉西安市大华餐饮有限公司股东资格确认纠纷案》所归纳的裁判要点为：“国有企业改制为有限责任公司，其初始章程对股权转让进行限制，明确约定公司回购条款，只要不违反公司法等法律强制性规定，可认定为有效。有限责任公司按照初始章程约定，支付合理对价回购股东股权，且通过转让给其他股东等方式进行合理处置的，人民法院应予支持。”但是，该案目前似乎更多适用于“人走股留”的情形，尚未见对 VC/PE 的投融资实践产生实质性影响。

1.2. 创始人股东承担回购责任

就创始人股东承担回购责任，国内法院目前大都会倾向于认为该等约定属当事人的意思自治，应属有效。

如在上海瑞沅股权投资合伙企业（有限合伙）与连云港鼎发投资有限公司等股权转让纠纷一案（上海市第一中级人民法院（2014）沪一中民四（商）终字第730号）中，投资人股东与原股东约定，如果目标公司未能在既定的时间节点（2013年12月31日）前成功实现合格上市，或在此之前已存在无法上市的情形，则投资人股东有权要求原股东回购其所持有的全部或部分股权。就此约定，原股东认为其违反了股东投资风险共担原则，属于名为投资、实为借贷，应认定为无效条款。

但是，该案二审法院（上海市第一中级人民法院）认为，“本案的主要争议焦点在于系争协议约定的股权回购条款是否有效。由于该类对赌条款在内容上亦隐含有非正义性的保底性质，容易与现行法律规定的合同无效情形相混淆，且无对应的法律条文予以规范，故人民法院在对此法律行为进行适度评判时，应当遵循以下原则：1、鼓励交易；2、尊重当事人意思自治；3、维护公共利益；4、保障商事交易的过程正义，以此来确定对赌条款的法律效力。”基于此，该案二审法院认为，“本案中上述对赌条款的订立，首先完全基于签约各方当事人的真实意思表示，属于意思自治范畴，应予充分尊重；其次，该条款亦促成了被投资公司增资行为的依法顺利完成，最大程度维护了原始股东、增资方以及目标公司的基本利益；至于触发回购的条件，各方当事人约定以被投资公司在一定期限内完成核准上市作为适用情形，而不是对被投资公司

的估值进行价格调整，虽有不妥之处，但亦未严重违背以上评判四原则，故该回购条款仍应为有效。”

另外，虽然上述判决认为，各方当事人约定以被投资公司在一定期限内完成核准上市作为适用情形，而不是对被投资公司的估值进行价格调整，有不妥之处；但是，就目前国内的司法实践而言，对于将目标公司上市作为对赌条件应该说是得到了法院的普遍理解。如最高人民法院王东敏在其《公司法审判实务与疑难问题案例解析》一书中认为：“公司是否上市不取决于当事人的行为，取决于行政监管部门的批准，有一定的或然性，其是否可以作为合同约定的目标并成为当事人期待的对象，实务中还有着疑惑……从合同当事人的民事法律行为的角度看，证监会对公司上市的审批，属于可能发生的客观事实，公司上市这一事件不违反法律和公序良俗，虽然公司上市与否取决于证监会的监管决定，但是，当事人在合同中也可以约定公司上市为实现其他民事权利的条件，这种约定不违反法律、法规的规定，不能简单否定其效力。”²

1.3. 目标公司与创始人股东承担连带回购责任

对于目标公司与创始人股东承担连带回购责任的安排，根据笔者目前所观察到的案例，国内法院通常会支持创始人股东承担回购责任，但对于目标公司是否承担连带回购责任，则存在不同的理解与认识。而对于目标公司是否承担连带回购责任的问题，可能牵涉如下一个法律问题，即目标公司所承担的连带回购责任是“债务加入（并存的债务承担）”还是“连带责任保证”？

关于债务加入，2005年9月23日发布并生效的《江苏省高级人民法院关于适用〈中华人民共和国合同法〉若干问题的讨论纪要（一）》第十七条规定：“债务加入是指第三人与债权人、债务人达成三方协议或第三人与债权人达成双方协议或第三人向债权人单方承诺由第三人履行债务人的债务，但同时不免除债务人履行义务的债务承担方式。”

关于债务加入和保证担保的区别，最高人民法院在公报案例信达公司石家庄办事处与中阿公司等借款担保合同纠纷一案（最高人民法院（2005）民二终字第200号）中认为，“保证系从合同，保证人是从债务人，是为他人债务负责；并存的债务承担系独立的合同，承担人是主债务人之一，是为自己的债务负责，也是单一债务人增加为二人以上的共同债务人。判断一个行为究竟是保证，还是并存的债务承担，应根据具体情况确定。如承担人承担债务的意思表示中有较为明显的保证含义，可以认定为保证；如果没有，则应当从保护债权人利益的立法目的

² 王东敏著，《公司法审判实务与疑难问题案例解析》，人民法院出版社，2017年8月第一版，第297页。

出发，认定为并存的债务承担。”

就此问题，史尚宽先生在《债法总论》一书中写道：“并存的债务承担，以担保原债务人之债务为目的，此点与保证尤其与抛弃先诉抗辩权之连带保证，同其性质。然承担人之债务，为与原债务并立之自己债务，而保证债务则为保证他人之债务，即附属于主债务之债务，二者截然有别。在实际上果为保证契约，抑为并存的债务承担，应斟酌具体的情事，尤其契约之目的定之。当事人之意思不明时，其偏为原债务人之利益而为之者，可认为保证；承担人有直接及实际之利益而为之者，可认为并存的债务承担。”³

上述观点在云南旺立达矿业有限公司与李俊生、昌吉市益安煤矿企业借贷纠纷一案（最高人民法院（2014）民二终字第138号）中也有所体现。在该案中，益安煤矿向中翔集团借款2000万，并签订了《借款协议》。同时该《借款协议》约定，“益安煤矿的委托经办人李俊生和益安煤矿的其他股东均对益安煤矿的上述借款承担连带还款责任。”而就李俊生承诺承担连带还款责任的性质如何认定的问题，最高人民法院认为，本案《借款合同》签订的主体分别是中翔集团和益安煤矿，李俊生系经办人。《借款合同》第四条有关违约责任的内容中，虽然约定：“益安煤矿的委托经办人李俊生和益安煤矿的其他股东均对益安煤矿的上述借款承担连带还款责任”，但并未明确李俊生是基于何种身份承担还款责任，其在合同中的签名亦仅显示了其经办人身份。现双方对上述约定的责任性质存在异议，旺立达公司主张为债务加入，而李俊生主张系连带担保责任⁴。对此，本院认为，在双方约定不明的情况下，应结合合同目的、承担人与合同利益的关联程度综合考虑上述约定的性质。本案中，益安煤矿向中翔集团借款2000万元系用于煤矿改造事宜，李俊生作为益安煤矿的实际出资人和控制人，与益安煤矿的经营行为和实际收益存在利害关系，其亦直接参与了本案所涉益安煤矿股权转让和借款过程，并直接向中翔集团支付了200万元款项，故其在《借款合同》中承诺的对益安煤矿借款承担连带还款责任，不仅仅是为了益安煤矿的利益而承担责任，其对此亦有直接和实际的利益。因此，李俊生在《借款合同》中作出的还款承诺更符合债务加入的特征。

另外，在厦门金泰九鼎股权投资合伙企业与骆鸿、江西旭阳雷迪科技股份有限公司公司增资纠纷一案（福建省厦门市中级人民法院（2014）厦民初字第137号）中，虽然各方在投资协议中约定，如果目标公司2011年实现年度净利润低于5亿元，目标公司需要向投资人进行现金赔偿，原股东承诺担保赔偿。但是，该案二审法院（福建省厦门市中级人民法院）认为，原股东作为对赌条款的相对方应对投资人直接承担补偿责任，而非担保责任。讼争对赌条款约

³ 史尚宽著，《债法总论》，中国政法大学出版社，2000年1月第1版，第751页。

⁴ 该案中，中翔集团将其在《借款合同》项下的债权转让给了旺立达公司。

定“目标公司未能实现年度净利润，应对投资方进行补偿，原股东承诺担保赔偿”，该条款虽然字面表现为“担保赔偿”，但对赌条款的设立目的在于帮助投资方控制和锁定投资风险，解决目标公司的融资问题，实现公司上市的目的。为有效地约束和激励公司改善经营管理，原股东作为目标公司的大股东，基于对公司的控制力，激励公司实现业绩目标，其作为《增资协议》及《补充协议》的签约方，系以控股股东的身份对投资人承诺进行业绩补偿。根据《担保法》第六条之规定，保证是指保证人和债权人约定，当债务人不履行债务时，保证人按照约定履行债务或者承担责任的行为。在保证合同法律关系中债权人与债务人之间构成主合同关系，债务人与保证人之间构成委托合同关系，在这个关系中，债务人作为委托人，保证人作为受托人，保证人接受债务人的委托出面担任保证人。原股东系讼争《增资协议》和《补充协议》的相对方，本案并不存在主从合同关系，不符合保证合同法律关系的特征。因此，本院认为，原股东承诺的“担保赔偿”非担保法意义上的保证，而是控股股东与投资人就未来一段时间内目标公司的经营业绩进行约定，如目标企业未实现约定的业绩，则需按一定标准与方式对投资人进行补偿的条款。原股东作为对赌条款的相对方应对投资人直接承担补偿责任，而非担保责任。

由于在笔者目前所观察到的关于股权回购的案例中，当事人或者法院在个案中都将这里的“连带责任”认定为“连带责任保证”，所以笔者将直接在下文第 1.4 节中讨论与此相关的问题。

1.4. 创始人股东承担回购责任，目标公司承担连带保证责任

对于创始人股东承担回购责任，目标公司承担连带保证责任的安排，目前来看，法院一般会支持创始人股东承担回购责任的约定，但对于目标公司承担连带保证责任的约定，之前法院通常会将其认定为无效，如在上海立鸿投资合伙企业（普通合伙）诉浙江中宙光电股份有限公司等股权转让纠纷一案（上海市第一中级人民法院（2014）沪一中民四（商）终字第 1334 号）中，该案一审法院（上海市松江区人民法院）认为，目标公司对控股股东和实际控制人收购投资人股东所持目标公司股份的违约事项承担连带责任的约定，显然包含履行回购股份的内容，而此不属于股份有限公司可回购本公司股份的法定情形，因而为公司法所禁止。该案二审法院（上海市第一中级人民法院）也认为，该约定内容实际会产生公司代其控股股东或其实际控制人承担债务责任的后果，亦即由公司承担投资人股东的投资补偿义务，故该约定有违公司法相关资本维持原则的强制性规定，同时亦会损害公司其他股东及债权人的权益，故不应承认其效力。

另外，在常州力合华富创业投资有限公司与刘海燕、昆山贝瑞康生物科技有限公司与公司有关的纠纷一案（江苏省高级人民法院（2015）苏商终字第 135 号）中，该案二审法院（江苏省高级人民法院）认为，投资人股东、目标公司、原股东等在《协议书》中约定目标公司在

定情形下对原股东回购投资人股东股权所涉支付股权回购款的义务承担连带担保责任，是将公司股东之间可能发生的股权转让所对应的股权转让款支付义务约定由公司承担连带担保责任，损害了公司利益和公司债权人利益，违反《中华人民共和国公司法》第二十条⁵的规定，该约定无效。

还有，在北京中厚财富投资中心（有限合伙）与王政昌等股权转让纠纷一案（北京市第三中级人民法院（2016）京03民初24号）中，该案主审法院（北京市第三中级人民法院）认为，本案性质本质上是公司为股东内部股权转让提供担保的行为，实际上是以公司资产担保股权转让的实现，一旦需要公司承担担保责任，其后果实质导致公司向受让股权的一方股东退还出资。《公司法》第三十五条规定：“公司成立后，股东不得抽逃出资”。本案中，如果目标公司为其股东在公司资产范围内承担连带清偿责任，虽然并非直接抽逃出资，但实际上造成了公司资本的不当减少，显然将以牺牲目标公司广大债权人的利益和社会交易安全为代价，违背了公司法资本维持与不变原则，应当给予否定评价。

但是，值得注意的是，最高人民法院在近期审结的下面两起案例中，在“实质层面”都认可了目标公司为原股东回购义务承担连带保证责任的效力（但该等约定的最终效力以及法律后果如何还需结合“程序层面”来综合考量和判定）：

	通联资本管理有限公司、成都新方向科技发展有限公司与公司有关的纠纷一案	强静延、曹务波股权转让纠纷一案
再审法院	最高人民法院	最高人民法院
判决时间	2017-09-29	2018-09-07
案件案号	（2017）最高法民再 258 号	（2016）最高法民再 128 号
回购条款	回购事件发生后，投资人股东有权要求目标公司或原股东回购其所持股权；目标公司和原股东承担履约连带责任。	回购事件发生后，投资人股东有权要求原股东回购其所持股权；目标公司为原股东的回购提供连带责任担保。

⁵ 《公司法》（2018年修正）第二十条规定：“公司股东应当遵守法律、行政法规和公司章程，依法行使股东权利，不得滥用股东权利损害公司或者其他股东的利益；不得滥用公司法人独立地位和股东有限责任损害公司债权人的利益。公司股东滥用股东权利给公司或者其他股东造成损失的，应当依法承担赔偿责任。公司股东滥用公司法人独立地位和股东有限责任，逃避债务，严重损害公司债权人利益的，应当对公司债务承担连带责任。”

	通联资本管理有限公司、成都新方向科技发展有限公司与公司有关的 纠纷一案	强静延、曹务波股权转让纠纷一案
判决结果	因为投资人股东对目标公司提供担保未尽到审慎注意和形式审查义务；所以目标公司承担连带责任担保的约定无效；但是由于投资人股东（债权人）和目标公司（担保人）对担保条款的无效均存在过错，所以目标公司应对原股东（债务人）承担的股权回购款及利息，就不能清偿部分承担二分之一的赔偿责任。	因为投资人股东对目标公司提供担保尽到了审慎注意和形式审查义务，所以目标公司承担连带责任担保的约定合法有效，进而目标公司应对原股东支付股权转让款及违约金承担连带清偿责任。

关于上述这两则案例以及与此相关的问题，可参见笔者撰写的如下两篇文章：[《VC/PE之“回购权之公司提供连带责任保证”相关法律问题简析》](#)以及[《VC/PE之最高法院关于对赌回购的最新裁判观点简析》](#)。（点击文章标题即可链接至文章具体内容）

2. 回购权触发事件

在 VC/PE 投融资实践中，常见的投资人回购权的触发事件通常包含如下几类：

- （一）与目标公司 IPO 相关的触发事件
- （二）与目标公司和回购义务人重大违约相关的触发事件
- （三）与目标公司实际控制权相关的触发事件
- （四）与目标公司主营业务相关的触发事件
- （五）与其他投资人股东行使回购权相关的触发事件

2.1. 与目标公司 IPO 相关的触发事件

（一）未在特定期限内完成合格 IPO

就投资人回购权的触发事件而言，未在特定期限内完成合格 IPO（也即上市时间对赌）（以下或称“**IPO Trigger**”）可以说是投资人回购权最核心和最本源的回购权触发事件。就此回购权触发事件，投资人股东可能会要求将其细化为双层触发结构，即要求目标公司应在特定期限 A 之前提交上市申请，并在特定期限 B 之前完成合格 IPO。而被投资方也可能会根据境内资本市场的特点，要求增加一项限制性条件，即如果由于证监会出台有关政策等原因导致 IPO 暂停，则投资人股东行使回购权的时间应相应顺延。

如在翁吉义与胡书来等股权转让纠纷一案（上海市第一中级人民法院（2013）沪一中民四（商）终字第 1096 号）中，投资人股东与原股东约定：（1）如果被投资公司未能在 2010 年 8 月 31 日前成功在 A 股市场公开上市（上市标准为：中国证监会发行审核委员会审核通过公司的上市申请），投资人股东有权要求原股东强制回购投资人股东持有的被投资公司全部股权；（2）此项回购决定须在 2011 年 6 月 30 日前以书面形式送达原股东，逾期将视为投资人股东放弃回购权；（3）如由于不可抗力或证监会出台有关政策等原因 IPO 暂停的，投资人股东回购时间顺延与上述暂停相同的期限。

在该案中，因为投资人股东并未在约定的 2011 年 6 月 30 日之前送达其书面回购决定，所以原股东认为投资人股东已经放弃并丧失了其回购权。但是，投资人股东则认为证监会在对赌期间暂停了 IPO，所以其回购时间应顺延与上述暂停期相同的期限。就该等争议，该案二审法院（上海市第一中级人民法院）认为，投资人股东与原股东签订的相关协议中，明确约定由于证监会出台有关政策等原因导致 IPO 暂停的情形下，投资人股东回购时间顺延与暂停相同的期限。事实上，我国国务院作为证监会的上级机关出台了有关房地产业调控的监管政策，证监会

对于房地产企业 IPO 审批在客观上处于暂停状态，投资人股东提出回购的时间也应顺延，故投资人股东未在约定的 2011 年 6 月 30 日前主张回购权，并非放弃或丧失行使回购权，原审认定投资人股东在上述确定时间未明确主张系争回购权即为投资人股东放弃行使系争回购权有所不当，应予以纠正。因国务院出台相关政策，客观上使 IPO 暂停，使被投资公司无法按期上市，投资人股东主张回购权的期限应予顺延，故投资人股东目前在 IPO 审批尚处暂停阶段，不能向原股东等三人提出回购。若在 IPO 暂停期间结束后适当时间内，被投资公司仍不能上市，投资人股东可依法行使其对系争股权的回购权。

上面一个案例是投资人股东运用“如果 IPO 暂停，回购期限顺延”的约定维护其回购权利。而在上海嘉石投资有限公司与连云港鼎发投资有限公司、朱立起股权转让纠纷一案（上海市长宁区人民法院（2014）长民二（商）初字第 7680 号）中，则是原股东试图运用 IPO 暂停事件阻却投资人股东完全行使其回购权（在该案中，原股东仅同意支付的回购款项为投资人股东的实际投资额，而不同意支付回购溢价以及违约金）。

在该案中，原股东认为，各方于 2011 年 3 月 6 日签订《增资协议》、《补充协议》后，在 2011 年下半年，美国及欧盟就我国的光伏产业提出反倾销、反补贴调查，并最终在 2012 年 10 月 17 日做出终裁，导致我国光伏产业受到巨大冲击。目标公司是光伏产业的上游产业，也受到巨大冲击，效益明显下滑。此外，中国证监会也停止新公司上市。上述情势变更的事实是原、被告无法预见且无法避免的，导致原、被告签订的合同赖以成立的环境、基础发生异常变动，合同目的在约定时间内无法实现，原、被告对此均无过错。综上，对于投资人股东主张的回购价中超过 10,000,000 元的部分，即 3,260,000 元及违约金的请求应予驳回。

但是，该案主审法院（上海市长宁区人民法院）认为，原股东将目标公司不能如期上市的理由归咎于新股暂停发行的情形。诚然，在 2012 年 11 月至 2013 年 12 月期间，新股发行确曾暂停，但在此之前，曾发生过多次新股暂停发行的情形。作为决定上市的企业，目标公司及原股东对新股暂停发行、暂停发行可能引发的后果应充分了解，可以通过制定相应条款以应对风险、保护目标公司、原始股东及增资方的权益，为最终实现目标公司上市这一目标创造有利条件。在实践中，即曾有投资方与目标公司及其原始股东、实际控制人等做出如新股暂停发行，股权回购时间相应顺延等约定以应对、降低风险。但是，在《增资协议》及《补充协议》中，投资人股东、原股东及目标公司并未做出类似约定，故原股东应严格按照协议约定履行己方义务，由此产生的后果应由被告自行承担。此外，目标公司已委托多名案外人为其上市提供服务，其对申请发行新股需递交的申请材料应予明知。但本案中，原股东始终未能提供目标公司已向有关审批部门提出新股发行申请的证据，甚至连目标公司准备向有关审批部门报送的申请文件

也未能提供。鉴于新股暂停发行不代表目标公司可以停止为上市进行准备、提出申请，而根据本案查明事实及现有证据可以认定目标公司并未完成其上市的前期准备工作，是不可能进入最终审核程序的，故原股东的该项抗辩意见缺乏依据，本院不予采纳。

另外，在该案一审后，原股东提起了上诉，但是该案二审法院（上海市第一中级人民法院）在二审判决⁶中维持了一审判决。

（二）投资人合理判断公司已无法于特定日期前完成合格 IPO

在 VC/PE 投融资实践中，投资人股东往往还会要求将“投资人合理判断目标公司已无法于 IPO Trigger 时间节点前完成合格 IPO”列为一项回购权触发事件。该项要求可能与蓝泽桥、宜都天峡特种渔业有限公司、湖北天峡鲟业有限公司与苏州周原九鼎投资中心（有限合伙）其他合同纠纷一案（最高人民法院（2014）民二终字第 111 号）有关。

在该案中，投资人股东与目标公司及其原股东签订了投资协议，并在投资协议中约定：若 2014 年 12 月 31 日前目标公司未能完成公开发行股票和上市，目标公司的原股东承诺受让投资人股东持有的全部股份。但是投资人股东提前于 2013 年 10 月 28 日就向法院提起了民事诉讼，要求原股东履行其回购义务。对此，原股东提出异议，并主张协议设定的回购时间是 2014 年 12 月 31 日，目前尚未起始，回购条件尚未达成，因此投资人股东主张权利的时间条件尚未满足。

对此，该案二审法院（最高人民法院）认为，投资人股东起诉目标公司存在财务虚假，投资协议中的相关业绩承诺未实现，目标公司在 2014 年 12 月 31 日前无法上市已呈事实状态，投资协议中约定的股权回购条件业已成就，原股东的违约行为已导致目标公司在 2014 年 12 月 31 日前完成公开发行股票及上市的目的无法实现，故投资人股东提起诉讼具有合同与法律依据，原审判决的相关认定并无不妥，原股东有关投资人股东起诉时间不符合合同约定的上诉理由不能成立。

（三）发生对 IPO 产生重大不利影响或构成实质性障碍的事件

在与 IPO 相关的回购权触发事件中，投资人股东还会将“发生任何对目标公司在 IPO Trigger 时间节点前完成合格 IPO 产生重大不利影响或构成实质性障碍的事件”列为其回购权的触发事件之一，该等事件包括但不限于目标公司及其控股股东、实际控制人发生重大违法行为

⁶ 朱立起诉上海嘉石投资有限公司股权转让纠纷一案（上海市第一中级人民法院（2015）沪一中民四（商）终字第 2737 号）。

或发生损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为等。具体认定标准可参见证监会2018年发布的《首发审核非财务知识问答》。

2.2. 与目标公司和回购义务人重大违约相关的触发事件

在 VC/PE 投融资实践中，投资人股东还会要求将目标公司及回购义务人的重大违约行为列为其回购权的触发事件之一。对此，目标公司和回购义务人则希望将该等“重大违约行为”限定为欺诈、故意或重大过失所导致的违约，同时希望将该等重大违约行为具体化和特定化，如仅限于原股东违反竞业禁止义务等，并进一步希望在此基础上增设一定的宽限期和纠正期。

2.3. 与目标公司实际控制权相关的触发事件

在 VC/PE 投融资实践中，投资人股东通常还会要求将目标公司实际控制人或实际控制权发生变化的事件列为其回购权的触发事件之一。一则，如果目标公司的实际控制人在 IPO Trigger 时间节点前的报告期内发生变更，则会对目标公司 IPO 产生实质性不利影响，投资人股东可根据此项要求行使其回购权。二则，如果目标公司的实际控制人在报告期外发生变更，投资人股东还可根据此项要求行使其回购权。

2.4. 与目标公司主营业务相关的触发事件

与目标公司主营业务相关的回购权触发事件通常包括：（一）目标公司丧失或者无法续展其主营业务不可或缺的批准，以及（二）目标公司的主营业务无法继续开展、被禁止或受到重大限制等情形。

2.5. 与其他投资人股东行使回购权相关的触发事件

作为一个兜底性的条款，投资人股东往往会要求将其他投资人股东行使回购权的事件作为一个适用于其本身的回购权触发事件。这种考量尤其适用于如下两种情形：（一）各投资人股东所适用的回购权触发事件不同；（二）回购义务人与其他投资人股东私下签订了关于回购权的补充协议。

对于第一种情形，即各投资人股东所适用的回购权触发事件不同的情形，实践中比较常见的是不同轮次的投资人股东所适用的 IPO Trigger 时间节点不同的情形。如果存在这种情形，一般来说，后轮投资人股东的 IPO Trigger 时间节点通常会晚于前轮投资人股东的 IPO Trigger 时间节点，也即可能会发生前轮投资人股东先于后轮投资人股东行权的情形；但这种情形又会与“后轮投资人股东的回购权顺位优先于前轮投资人股东的回购权顺位”的安排相冲突。所以在

VC/PE 投融资实践中，如果出现这种情况，相关各方往往需要就此协商谈判一个彼此都能接受的方案。

对于第二种情形，即回购义务人与其他投资人股东私下签订了关于回购权补充协议的情形，实践中也曾发生过与此相关的案例。如在上海瑞沅股权投资合伙企业（有限合伙）与连云港鼎发投资有限公司等股权转让纠纷一案（上海市第一中级人民法院（2014）沪一中民四（商）终字第 730 号）中，目标公司、原股东与瑞沅投资以及其他投资人股东共 11 方在签订《增资协议》的当日签订了《补充协议一》，其中《补充协议一》约定 IPO Trigger 时间节点为 2013 年 12 月 31 日，回购价格为按照一定公式计算的价格（其中回购溢价按 10% 的年回报计算）。但是，目标公司、原股东与瑞沅投资 4 方于同日又签订了一份《补充协议二》，其中约定 IPO Trigger 时间节点为 2012 年 12 月 31 日，回购价格为按照一定公式计算的价格（其中回购溢价率高于《补充协议一》所约定的回购溢价率）。

而后，瑞沅投资要求原股东按照《补充协议二》履行回购义务。但是，该案二审法院（上海第一中级人民法院）认为，《补充协议二》仅是瑞沅投资与目标公司、原股东四方单独订立，一是违背了（主合同）《增资协议》第 8.1 条之规定（本协议的任何变更或补充须书面作出并经各方签署，否则无效），二则亦损害了其他投资方基于本协议项下的权益，故应属无效，据此瑞沅投资的请求权基础应当限于《补充协议一》之回购条款。

3. 回购价格

在 VC/PE 投融资实践中，投资人股东和回购义务人通常会事先约定一个回购价格，而该等回购价格一般为一个按照一定公式计算的价格与几个可比价格（如公允价值、所对应的公司经审计的净资产价值等）相比的孰高者。

其中，前述提及的“按照一定公式计算的价格”通常会考虑如下四个因素：实际投资额、回购溢价、投资人股东已获收益（包括已分配的利润和已支付的现金补偿）、未分配利润。

3.1. 回购溢价

在 VC/PE 投融资实践中，回购溢价大都会从投资款的资金占用成本的角度来考量，所以通常不会畸高。如在上海瑞沅股权投资合伙企业（有限合伙）与连云港鼎发投资有限公司等股权转让纠纷一案（上海市第一中级人民法院（2014）沪一中民四（商）终字第730号）中，各方约定“股权回购价款的计算公式为 $P=I \times (1+r \times n) - \text{Div}$ ，即股权回购价格=各增资方取得股权时投入的投资总额 $\times (1 + \text{回购溢价率} \times \text{各投资方支付投资款之日至回购条款履行之日的实际天数} \div 360)$ - 各增资方从公司获得累计分红以及现金补偿，其中回购溢价率按照 10% 的年回报计算。”

这里可能有一个问题尚待进一步探讨，即该等回购溢价的法律性质为何呢？如果将回购溢价理解为“利息”，那么实质上是将这里的股权投资认定为了“名为投资，实为借贷”。如在张瑞芳、深圳一电实业有限公司与旺达纸品集团有限公司、林秉师民间借贷纠纷一案（广东省高级人民法院（2014）粤高法民四终字第12号）中，该案一审法院（广东省深圳市中级人民法院）将投资人股东与被投资方之间的投资/回购安排认定为民间借贷法律关系，同时认为“由于双方在合同中约定的收益已远远高于银行同类贷款利率的4倍，故投资人股东应获得的资金收益以银行同类贷款利率4倍为限，超出部分不予支持。”⁷但是，该案二审法院（广东省高级人民法院）纠正了一审法院的该项判决，并认为投资人股东与被投资方之间投资/回购安排为股权投资法律关系。同时，该案二审法院认为，股权回购这样的安排实际为附条件的股权转让协议。

如果将股权回购协议理解为附条件的股权转让协议，那么在法律没有特别规定的情况下，对于回购价格（包括回购溢价），相关各方则可以平等协商约定。如在贺聆与郭丹公司增资纠纷一案（北京市海淀区人民法院（2014）海民初字第10675号）中，相关各方签订的投资备忘

⁷ 彼时，《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（法释[2015]18号）尚未发布。

录中约定的回购价格为：“按照投资金额的 8% 年复合利率计算的本利之和”。对于该等约定，回购义务人认为，“股权回购不可能产生利息，利息约定无效，也违反了《公司法》中关于‘同股同权，同股同利’的法律规定，故该价格约定当属无效。”但是，该案主审法院（北京市海淀区人民法院）认为，“投资人股东与原股东关于股份回购对价确定方式的约定，属于双方当事人之间自由处分其个人财产权利的合意内容，且其并未损害公司其他股东的合法权益，亦未危及公司法人及其他利害关系人的合法权益。再者，公司法上关于股权转让对价的确定方式问题并未作出任何限制性规定。”故而，该案主审法院并未支持回购义务人的上述意见。

值得注意的是，在 VC/PE 投融资中，投资人股东可能还会要求约定双层股权回购价格，即在回购义务人存在欺诈、故意或严重违约等行为时，投资人股东可以要求一个比其他回购权触发事件所适用的回购价格更高的回购价格，如要求按照实际投资额 3 倍的价格回购等。对于该等回购价格约定，法院会支持吗？另外，如果双方约定了一个回购溢价率，还约定了一个逾期付款利率，同时还约定了一个违约金的计算方式，而三者相加超过了《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》规定的年利率 24% 的限额⁸，法院会支持吗？这些问题可能都尚待司法实践的进一步明确。

3.2. 已获收益

对于回购价格，投资人股东与回购义务人往往还会就投资人股东在投资后已获得的收益是否应在回购价格中予以扣除的问题进行协商，而该等已获收益通常包括目标公司已向投资人股东分配的利润以及投资人股东已收到的其他现金补偿款等。

值得注意的是，如果双方对于是否应在回购价格中对投资人股东的已获收益予以扣除的问题事先没有约定，那么法院则可能不会支持该等扣除。如在王大民、王艳丽股权转让纠纷一案（江西省高级人民法院（2017）赣民终 159 号）中，相关各方约定的回购价格公式为：实际投资额 *（1+每年 12% 的收益率 * 投资年限），其中该回购价格公式并未对投资人股东已获收益该如何处理的问题予以约定。对此，原股东认为应当将投资人股东已获收益（包括公司分红和原股东对投资人股东的业绩补偿款）从股权回购款中扣除。

但是，该案一审法院（江西省南昌市中级人民法院）认为，该案中投资人股东已获得收益属目标公司向股东分红，以及目标公司未完成约定的利润，而由公司控股股东依约向投资人

⁸ 《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（法释[2015]18 号）第三十条规定：“出借人与借款人既约定了逾期利率，又约定了违约金或者其他费用，出借人可以选择主张逾期利息、违约金或者其他费用，也可以一并主张，但总计超过年利率 24% 的部分，人民法院不予支持。”

股东支付的业绩补偿款，与股权回购款属两个不同的法律关系。因此对原股东应将投资人股东已经获得的收益在股权回购款中扣除的抗辩，一审法院不予支持。同时，该案二审法院（江西省高级人民法院）也支持了一审法院的该等判决。

3.3. 逾期利息

在 VC/PE 投融资实践中，各方通常还会约定，在投资人股东根据协议约定提出回购请求后，回购义务人需在特定的期限内回购投资人股东的股权并支付全部回购价款，逾期支付的，应按照一定的利率支付逾期付款利息。

这里有一个问题值得进一步探讨，即上述逾期付款利息的计息基础是按照实际投资额加回购溢价计算，还是仅按照实际投资额计算呢？就此问题，在上海瑞沅股权投资合伙企业（有限合伙）与连云港鼎发投资有限公司等股权转让纠纷一案（上海市第一中级人民法院（2014）沪一中民四（商）终字第730号）中，各方约定的股权回购价格的计算公式为 $P = I \times (1 + r \times n) - \text{Div}$ ，即股权回购价格 = 各增资方取得股权时投入的投资总额 $\times$ （1 + 回购溢价率 $\times$ 各投资方支付投资款之日起至回购条款履行之日的实际天数 $\div$ 360）— 各增资方从公司获得累计分红以及现金补偿，其中回购溢价率按照 10% 的年回报计算。各方同时约定，如果各增资方根据本协议提出回购要求，现有股东须在收到各增资方提出回购要求的书面通知之日起 30 天内将所有的回购股权款项支付给各增资方，并完成股权交割。逾期支付的，应按年利率 20% 计息。

就上述约定，投资人股东主张应以上述公式计算的回购价格为基数计算逾期付款利息。但是，该案一审法院（上海市浦东新区人民法院）认为，以上述公式计算的回购价格为基数计算逾期付款利息存在固定利率和逾期支付利息重复计算的问题，故应以实际投资额为基数计算逾期支付利息。该案二审法院（上海市第一中级人民法院）在二审判决中也是按照实际投资额为基数计算的逾期付款利息。

但是，在福建中证南方投资发展有限公司与许元进增资纠纷一案（福州市中级人民法院（2015）榕民初字第857号）中，该案主审法院（福州市中级人民法院）则支持了投资人股东按照实际投资额加回购溢价为基数计算逾期付款利息。

在该案中，主审法院认为，根据《补充协议》第四条关于“股份收购价格为：投资人股东投资金额 $\times$ （1 + 15% $\times$ 本次增资完成日到回购日天数 / 365）— 回购日前投资人股东已分得的现金红。其中，增资完成日和回购日均以办理完毕公司变更登记手续之日为准。”以及第五条关于“原股东保证在投资人股东提出股份回购要求之日起 1 个月内以现金方式支付一半股份转

让款，3 个月内以现金方式支付剩余股份受让款。每逾期 1 日，原股东应按未付股份受让款数额的 0.3% / 天计付利息，并承担相应违约责任。”的约定，股权回购款应根据回购日确定，但同时又约定逾期付款利息，存在重复计算逾期利息的情形。故本院以投资人股东于 2014 年 10 月 24 日向原股东发出要求回购股份律师函的时间作为确定回购日。故股权收购款应按照“投资金额 314.4 万元 $\times$ (1+15% $\times$ ‘本次增资完成日 2009 年 10 月 16 日到回购日 2014 年 10 月 24 日的天数共计 1834 天’ / 365 天)”计算确定，其金额为 5513628 元。关于逾期利息问题，因双方约定按日 0.3% 计付逾期利息的标准明显过高，为平衡双方当事人利益，本院参照民间借贷利息的最高保护标准，依法将利率调整为月利率 2% 标准。按照《补充协议》第五条约定，逾期利息计算方式如下：以 2756814 元为计算基数，从 2014 年 11 月 24 日开始计算；以 2756814 元为计算基数，从 2015 年 1 月 24 日开始计算；均按照月利率 2% 标准计算至款项还清之日止。

在上述两则案例中，笔者注意到，（一）因为相关方所约定的回购价格计算公式中的回购溢价往往计算至回购价款实际支付之日，但从投资人股东提出回购请求之日（或宽限期届满之日）至回购价款实际支付之日这段期间还可能存在逾期付款利息，而就这段期间如果同时计算回购溢价和逾期利息，法院可能会认为这将导致重复计算问题，从而不予支持；（二）法院可能会首先确定回购溢价的截止日，然后再确定逾期利息的起算日，但是对逾期利息的计算基数不同的法院可能会有不同的意见。

3.4. 违约金

如果回购义务人不履行或怠于履行其回购义务，那么在逾期付款利息的基础上，投资人还会要求回购义务人支付一定的违约金。那么在投资人主张回购溢价、逾期付款利息的同时，其还能主张违约金吗？

就此问题，在北京中金国联富盈投资发展中心与甘肃三洲实业集团有限公司、北京金丰科华房地产开发有限公司等股权转让纠纷一案（最高人民法院（2016）最高法民终205号）中，各相关方在《股权回购框架协议》中约定了股权回购价格，并约定在回购价格基础上按照年利率 15% 的标准加付迟延履行利息，并同时约定任何一方无故不履行款项支付义务，必须向权利方支付相当于应承担支付义务总额的 5% 的违约金。而就该等约定，回购义务人认为投资人股东主张按照在股权回购款基础上按照年利率 15% 的标准支付利息、并支付义务总额 5% 的违约金，是恶意加重其负担的重复主张。

但是，该案一审法院（北京市高级人民法院）支持了投资人股东的主张。同时，该案二审法院（最高人民法院）也支持了一审法院的该等判决，并认为迟延履行利息是因回购义务人延

期支付股权回购款项而给对方造成的款项占用损失，而违约金是因回购义务人不履行股权回购款项支付义务而向对方所做的补偿，两者性质不同，合并适用不违反合同约定，也不违反法律规定。其次，迟延履行利息的支付标准是以回购义务人应当支付的股权回购款数额为基数，按年利率 15% 计算；违约金的支付标准是以回购义务人应当支付的股权回购款、迟延履行利息总额为基数，按 5% 计算。两者相加，并未超过《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》规定的年利率 24% 的限额⁹。

⁹ 《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》（法释[2015]18 号）第三十条规定：“出借人与借款人既约定了逾期利率，又约定了违约金或者其他费用，出借人可以选择主张逾期利息、违约金或者其他费用，也可以一并主张，但总计超过年利率 24% 的部分，人民法院不予支持。”

4. 回购权行使期限

4.1. 投资人股东行使回购权的期限

在 VC/PE 投融资实践中，回购义务人可能会要求投资人股东在 IPO Trigger 事件发生后，应在特定期限内行使其回购权，否则视为弃权。而投资人股东则可能会对此予以适当调整，即调整为投资人股东在 IPO Trigger 事件发生后有权决定是否行使其回购权或者是否延期至其他时限行使其回购权，但需将其决定在 IPO Trigger 事件发生后的特定期限内书面通知回购义务人。

值得注意的是，如果双方仅是约定了投资人股东需在 IPO Trigger 事件发生后的特定期限内行权，但并未约定投资人股东未在该等期限内行权的法律后果，那么即便投资人股东未在该等期限内行权，也并不一定意味着其就丧失了回购权。

如在 *张家港保税区盛威贸易有限公司与张家港保税区浩波国际贸易有限公司股权转让纠纷一案*（*苏州市中级人民法院（2015）苏中商终字第 00200 号*）中，相关各方在《股权转让补充协议》第 6.2 条中约定，如果发生约定的股权回购情形，投资人股东有权自约定期限期满之日起两个月内以书面方式向原股东和目标公司提出股权回购的要求，原股东和目标公司应自收到投资人股东提出的股权回购要求后两个月内完成该股权的回购，具体股权受让事宜双方另行签署股权转让协议。对于该等约定的理解，原股东认为，投资人股东从未在这两个月期限内提出过要离开，故投资人股东再要求原股东回购股权不符合合同的约定，且加重了原股东的义务，回避了投资人股东自身应当承担的风险。而投资人股东则认为，该等约定并没有说明其在两个月内没有书面要求原股东回购股权的情形下就丧失了股权回购的请求权，该条款的意义在于要求原股东及时地完成股权回购。

对于上述争议，该案二审法院（*苏州市中级人民法院*）认为，案涉股权转让补充协议对股权回购的约定十分明确，至 2013 年 11 月 14 日，由于目标公司未能完成上市，所以股权回购的条件已经成就。双方仅在合同第 6.2 条中约定投资人股东有权在约定期满之日起两个月内以书面方式提出股权回购要求，但并未约定超过该两个月时间后，投资人股东便丧失股权回购的请求权，因此双方对行使股权回购请求权的时限并无明确约定，而至 2014 年 7 月 18 日原审法院受理本案，即投资人股东以提起诉讼的方式要求原股东进行股权回购，也并未明显超过合理期限，符合法律规定。即便没有关于行使股权回购请求权的时限约定，尚有诉讼时效等法律规定的时限限制，不会出现原股东须无期限的承担年回报款的情形。故投资人股东有权要求原股东回购案涉股权并支付回购款，原股东关于投资人股东未在约定的两个月时限内提出这一要求

即丧失请求权的主张，依法不能成立。

4.2. 投资人股东回购请求权的诉讼时效

就上述张家港保税区盛威贸易有限公司与张家港保税区浩波国际贸易有限公司股权转让纠纷一案（苏州市中级人民法院（2015）苏中商终字第00200号），我们注意到，该案二审法院（苏州市中级人民法院）在判决中写道，“即便没有关于行使股权回购请求权的时限约定，尚有诉讼时效等法律规定的时间限制，不会出现原股东须无期限的承担年回报款的情形。”这句话隐含的意思似乎是，投资人股东回购请求权的诉讼时效应从约定的 IPO Trigger 时间节点到达之日起算。

但是，在 *高能控股有限公司上诉吴文秋委托合同纠纷一案*（北京市第三中级人民法院（2016）京03民终9162号）中，该案二审法院（北京市第三中级人民法院）认为，“当事人未约定履行期限，且依据合同法的相关规定不能确定履行期限的，诉讼时效期间从债权人要求债务人履行义务的宽限期届满之日起计算，但债务人在债权人第一次向其主张权利之时明确表示不履行义务的，诉讼时效期间从债务人明确表示不履行义务之日起计算¹⁰。本案中，吴文秋的股权回购请求权的诉讼时效，应当从高能公司履行股权回购义务的期限届满之日起开始计算，但《合作及委托投资协议》中仅约定了股权回购请求权的成立条件，未对高能公司履行股权回购义务的期限作出约定，故若路桥公司未能如期获准上市，则自2008年6月30日以后，投资人可随时向高能公司要求回购股权。双方合同约定的上市是指路桥公司在中国上海或深圳证券交易所公开发行股票上市的行为，故截至目前，路桥公司仍未符合合同约定的上市情形；因王×1、李×1已将《合作及委托投资协议》中的合同权利义务转让给了吴文秋，故吴文秋有权依据双方合同向高能公司主张回购股权，高能公司主张吴文秋不享有要求高能公司回购股权的权利，依据不足，本院不予采纳。因并无证据表明双方合同中曾为高能公司设定过履行股权回购义务的宽限期，亦无证据显示高能公司曾明确拒绝履行股权回购义务，故吴文秋通过本案诉讼要求高能公司回购股权，并未超过诉讼时效。高能公司主张吴文秋的诉讼请求已超过诉讼时效，没有事实及法律依据，本院不予采纳。”

也即，根据上述裁判观点，如果各方未对回购义务人履行回购义务的期限作出约定，那么在 IPO Trigger 时间节点之后，投资人股东可以随时主张其回购权，而诉讼时效最早可以从投

¹⁰ 《最高人民法院关于审理民事案件适用诉讼时效制度若干问题的规定》（法释[2008]11号）第六条规定：“未约定履行期限的合同，依照合同法第六十一条、第六十二条的规定，可以确定履行期限的，诉讼时效期间从履行期限届满之日起计算；不能确定履行期限的，诉讼时效期间从债权人要求债务人履行义务的宽限期届满之日起计算，但债务人在债权人第一次向其主张权利之时明确表示不履行义务的，诉讼时效期间从债务人明确表示不履行义务之日起计算。”

资人股东主张回购权之日起算。

另外，本文第 2.1 节（与目标公司 IPO 相关的触发事件）中介绍到，投资人股东往往还会要求将“投资人合理判断目标公司已无法于 IPO Trigger 时间节点前完成合格 IPO”作为一项回购权触发事件，那么该项回购权触发事件是否会造成投资人股东回购请求权的诉讼时效从“投资人股东知道或应当知道目标公司已无法于 IPO Trigger 时间节点完成合格 IPO”之日起算呢？

就此问题，在莱恩农业装备有限公司、浙江星莱和农业装备有限公司股权转让纠纷一案（金华市中级人民法院（2018）浙07民终198号）中，各方约定投资人股东行使回购权的条件为：目标公司在2015年12月31日前，因公司自身原因仍未实现首次公开发行股票并上市，或协议各方有合理的理由相信公司不能在2015年12月31日前实现首次公开发行股票并上市等原因。就该等约定，回购义务人认为目标公司自2013年起就连年亏损，不符合上市条件，所以投资人股东在2013年12月31日就有理由相信目标公司不能在2015年12月31日前实现首次公开发行股票并上市，进而在2013年12月31日目标公司的回购条件就已经成就了。投资人股东回购请求权的诉讼时效应从2013年12月31日起算，而投资人股东在2017年3月发出书面要求行使回购权以及2017年7月21日起诉时，均已超过诉讼时效。

对此，该案一审法院（金华市婺城区人民法院）和二审法院（金华市中级人民法院）均未支持回购义务人的上述意见，但可惜的是，一、二审判决均未详细阐述法院不支持的理由。如该案二审法院只是在判决中写道：“回购义务人认为投资人股东主张回购权的起算点应当从2013年12月31日起算，依据不足，其关于投资人股东于2017年3月行使回购权已经超过诉讼时效的主张，本院不予支持。”

5. 回购权的清理与终止

5.1. 回购权清理与终止的时点和方式

由于回购权条款可能造成目标公司股权结构的不稳定，所以目标公司在上市前需要清理并终止该等条款。目前实践中存在的清理时点和清理方式包括：

- （一）申报前终止回购权条款；
- （二）申报时终止回购权条款；
- （三）申报时终止回购权条款，但附带效力恢复条款。

5.2. 上市前未披露的股权回购协议的效力

对于回购权条款的清理（以及包括其他对赌条款的清理），实践中可能存在“实存名亡”的情况，即虽然上会材料里披露已经完全终止并解除，但可能相关方仍私下签订了补充协议（抽屉协议）并使其继续有效。那么对于这种情况，如果目标公司最终未能成功上市，这种私下签订的未披露的协议是否会被认定为是一种规避行为从而被判定为无效呢？以及投资人股东是否还能够依据该等私下签订的未披露的协议行使其回购权呢？

对于这个问题，最高人民法院法官王东敏在其《公司法审判实务与疑难问题案例解析》一书中认为：“证监会关于对赌协议的态度，不影响合同的效力。证监会对 IPO 发审时比较关注申报公司的股权真实和股权结构的稳定，以及公司上市后对证券市场的影响等。如果存在对赌协议，在相当长一段时间都存在股权变动的可能性，如果大股东或者实际控制人参与对赌，为公司募集资金负担了实然债务、或然债务，有可能促使其在公司上市后转移募集到的资金用于偿还投资方债务，故对赌协议有可能成为侵犯中小股东权益、公司债权人利益、社会公众利益的隐患。上述因素是证监会反对未清除对赌协议的公司急于上市的主要原因。实务中，有些公司提出上市申报时向证监会提出解除对赌协议的保证，或者采取签订补充协议等方式规避证监会的审核。实务中有的当事人在签订《投资协议》的同时又签订《补充协议》，且将股权回购内容安排在《补充协议》中，这不能排除有规避 IPO 发审的嫌疑。如果说对赌协议作为证监会审核上市公司关注的重点，那么对赌协议的存在系公司是否被批准上市的条件，并非判断合同效力的标准，证监会对 IPO 的态度不能导致合同当然无效。证监会否定有对赌协议状态的公司上市，是为保证上市公司的股权结构稳定，维护证券市场的交易安全，确保上市公司准确披露信息，消除大股东或者实际控制人有过重的债务负担可能殃及股民的不安全隐患，等等。证监会依法有权决定是否批准公司上市，但无权决定取缔对赌协议。人民法院有权依法认定对赌协

议是否有效，决定是否取缔关于融资企业的对赌协议，但无权决定该融资企业是否可以上市。人民法院认定以公司上市为条件的对赌协议有效，不当然鼓励有对赌协议的公司上市，人民法院关于对赌协议合同效力的裁判，对行政监管机关的上市审批行为不发生影响。证监会对上市公司的监管行为属于依法行使行政职权，人民法院对合同效力的认定属于依法行使司法权，行政权和司法权有不同的主管领域和权力宗旨，在维护市场经济秩序中发挥不同的作用。人民法院依据《合同法》认定对赌协议的合同效力，维持或者取缔当事人之间设定的民事法律关系，督促民事主体诚实守信，其根本目的是促进和保障市场经济的良序发展。¹¹”

另外，上海市高级人民法院俞秋玮和夏青在其《以上市为条件的“对赌”协议的效力评价》一文中也认为，未向证监会披露上市对赌条款不应属规避行为，具体理由如下：“投融资双方基于证监会审慎监管政策，提交的 IPO 申请文件中一般仅递交清洁版协议，另行签订的回购或补偿等有关估值调整的补充协议并不向证监会披露，曾有报道反映拟上市企业中近 70% 比例的‘对赌’协议实际并未向证监会提交。显然，投融资双方以此绕过了证券监管以顺利实现上市目的。该行为是否属规避行为而应归于无效呢？笔者认为，此举不应构成规避行为。因为，该种回购或补偿约定在上市审批前实际处于暂时中止状态，如果目标公司如期上市，补偿条款则自然失效，监管部门所担忧的影响上市公司股权稳定的结果也就不会发生；如果上市失败，补偿条款恢复履行的话，补偿作为投融资双方之间的合意，并不涉及对证券监管秩序的侵害。故仅以未向证监会披露而认为构成规避行为，理由不充分。¹²”（就前述引述内容，笔者理解其主要针对于“上市对赌”而言。）

在北京碧海舟腐蚀防护工业股份有限公司等与天津雷石信锐股权投资合伙企业（有限合伙）股权转让纠纷一案（北京市第二中级人民法院（2015）二中民（商）终字第 12699 号）中，一审法院（北京市丰台区人民法院）似乎也参考了上述观点。在该案中，根据投资人股东的答辩内容，2011 年 4 月 29 日，投资人股东及其他投资方与目标公司、原股东共同签署了《增资协议》及《补充协议》。其中，补充协议第三条明确约定目标公司承诺在增资交割日起 36 个月内上市，且第五条业绩承诺条款明确约定如目标公司未达到利润标准时，投资人股东有权要求目标公司、原股东按照约定补偿投资成本。2013 年 5 月 23 日，为方便目标公司完成首次公开发行并上市交易，投资人股东及其他投资方分别与目标公司、原股东签署《补充协议》的解除协议，并于同一日就业绩补偿及回购事项另行签署协议。其中，投资人股东与目标公司、原股东就回购事宜签署了《协议书》（第一条明确约定协议签署之日起 24 个月为上市的最晚期

¹¹ 王东敏著，《公司法审判实务与疑难问题案例解析》，人民法院出版社，2017 年 8 月第一版，第 295—296 页。

¹² 俞秋玮和夏青：《以上市为条件的“对赌”协议的效力评价》，载人民法院报，2015 年 3 月 25 日。

限)，就业绩补偿事项签署了《补偿协议》。

该案一审法院（北京市丰台区人民法院）认为，“协议各方之所以解除《补充协议》，目的并非各投资方放弃股份回购的意思表示，而是基于证券监督管理部门对拟上市公司审慎监管政策，为防止目标公司因报送材料含有‘补偿条款’而被证监会否定上市的情况出现。”“虽然证监会关于《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》（以下简称《办法》）第十七条要求‘发行人的股权清晰，控股股东和受控股股东、实际控制人支配的股东所持发行人的股份不存在重大权属纠纷。’但该《办法》系证监会制定的规范性文件，不属于法律及国务院制定的行政法规，仅属部门规章，不能作为认定效力的依据，此为其一；其二，该回购条款约定亦不构成发行人碧海舟公司重大权属纠纷。因为该条款在碧海舟公司上市审批前实际并未发生法律效力，如果碧海舟公司如期上市，回购条款则自然失效，影响上市公司股权稳定的结果也就不会发生；如果公司上市失败，回购条款的履行亦不涉及对证券监管秩序的侵害。因此该条款不存在违反法律法规的情形，依法应当认定为有效。”

当然，这个问题可能还待司法实践的进一步明确。

5.3. 上市后仍存续的股权回购协议的效力

如果上市前签订的包括股权回购条款在内的对赌协议未在目标公司上市时完全终止并解除，那么该等条款或协议可能会因为被认定为损害了资本市场基本交易秩序与基本交易安全，损害了金融安全与社会稳定，损害了社会公共利益，从而被判无效。

如在近期的杨金国、林金坤股权转让纠纷一案（最高人民法院（2017）最高法民申 2454 号）中，最高人民法院结合了上市公司监管相关法律法规以及《中华人民共和国合同法》的相关规定对案涉股权代持协议的效力进行了判定。虽然该案是关于上市公司股权的隐名代持，并未涉及对赌协议，但是最高人民法院在该案中的相关裁判观点还是值得关注和参鉴。

在该案中，最高人民法院认为，“杨金国与林金坤签订的本案《委托投资协议书》及《协议书》，从形式上看为双方之间的股权转让协议，但该协议签订于亚玛顿公司上市之前，且双方签订协议的基础是亚玛顿公司上市之后对于股权转让的事实不予披露，双方交易的股权不予过户，该股权仍以林金坤名义持有，并由杨金国与林金坤按比例共享公司上市后的股权收益；结合亚玛顿公司于本案双方协议之后的上市事实，以及亚玛顿公司上市后林金坤仍持有股权，并代行股东权利等基本特征，本案以上协议实质构成上市公司股权的隐名代持。因此，本案诉争协议的性质并非一般股权转让，而是属于上市公司股权之代持……诉争协议即为上市公司股

权代持协议，对于其效力的认定则应当根据上市公司监管相关法律法规以及《中华人民共和国合同法》等规定综合予以判定。首先……上市公司发行人必须真实，并不允许发行过程中隐匿真实股东，否则公司股票不得上市发行，通俗而言，即上市公司股权不得隐名代持。本案之中，在亚玛顿公司上市前，林金坤代杨金国持有股份，以林金坤名义参与公司上市发行，实际隐瞒了真实股东或投资人身份，违反了发行人如实披露义务，为上述规定明令禁止。其次，中国证券监督管理委员会根据《中华人民共和国证券法》授权对证券行业进行监督管理，是为保护广大非特定投资者的合法权益。要求拟上市公司股权必须清晰，约束上市公司不得隐名代持股权，系对上市公司监管的基本要求，否则如上市公司真实股东都不清晰的话，其他对于上市公司系列信息披露要求、关联交易审查、高管人员任职回避等等监管举措必然落空，必然损害到广大非特定投资者的合法权益，从而损害到资本市场基本交易秩序与基本交易安全，损害到金融安全与社会稳定，从而损害到社会公共利益……本案杨金国与林金坤签订的《委托投资协议书》与《协议书》，违反公司上市系列监管规定，而这些规定有些属于法律明确应予遵循之规定，有些虽属于部门规章性质，但因经法律授权且与法律并不冲突，并属于证券行业监管基本要求与业内共识，并对广大非特定投资人利益构成重要保障，对社会公共利益亦为必要保障所在，故依据《中华人民共和国合同法》第五十二条第四项¹³等规定，本案上述诉争协议应认定为无效。”

当然，在 VC/PE 投融资实践中，投融资双方大都会约定投资人股东的回购权在目标公司合格 IPO 时终止。

¹³ 《合同法》第五十二条第四项规定，损害社会公共利益的合同无效。

6. 其他相关问题

6.1. 回购顺位

在 VC/PE 投融资实践中，对于不同轮次的投资人股东，后轮投资人股东通常会要求其回购权顺位优先于前轮投资人；而对于相同轮次的投资人股东，认购新股的投资人股东通常会要求其回购权顺位优先于购买老股的投资人股东。

6.2. 回购不能

在回购义务人未履行、迟延履行或者没有能力履行其回购义务时，投资人股东还可能会要求享有“特别强制出售权（Special Drag-Along Right），即（一）投资人股东可以要求目标公司通过各种方式筹措资金履行其回购义务，包括但不限于在法律允许情况下外借资金、宣布以及分配股利（包括要求目标公司的子公司和附属公司通过分红的方式向目标公司输送资金）、出售公司资产等；（二）投资人股东还可以拖带创始人股东以及其他股东出售其股权等；（三）甚至，投资人股东还可以要求强制解散和清算目标公司。

北京市朝阳区建国路81号华贸中心
1号写字楼15层&20层 邮编: 100025
15 & 20/F Tower 1, China Central Place,
No. 81 Jianguo Road, Chaoyang District,
Beijing 100025, China
电话/T. (86 10) 6584 6688
传真/F. (86 10) 6584 6666

上海市黄浦区湖滨路150号企业天地
5号楼26层 邮编: 200021
26F, 5 Corporate Avenue,
No.150 Hubin Road, Huangpu District,
Shanghai 200021, China
电话/T. (86 21) 2310 8288
传真/F. (86 21) 2310 8299

深圳市南山区铜鼓路39号大冲国际中心
5号楼26层B/C单元 邮编: 518055
Units B/C, 26F, Tower 5,
Dachong International Center, No. 39 Tonggu
Nanshan District, Shenzhen 518055, China
电话/T. (86 755) 8388 5988
传真/F. (86 755) 8388 5987